

非银行金融行业

证券行业 8 月经营数据点评

行业点评报告

行业评级：中性

市场低迷期，本月业绩整体缩水

行业指数走势图



行业指数月走势

沪深 300 指数	-4.22%
上证综合指数	-4.97%
证券 III (中信)	-5.91%

报告摘要:

- 在外围市场和国内宏观共同影响下，8 月市场维持震荡下行走势，沪深 300 指数下跌 4.22%，上证综指下跌 4.97%，中证全债指数微跌 0.08%。
- 本月券商业绩较上月总体继续大幅下滑。8 月份，17 家上市券商共实现营业收入 28.14 亿元，净利润 5.86 亿元，净利润率 20.8%，截止 8 月底上市券商净资产总额达到 3,061.26 亿元。除国海和方正的 15 家上市券商 8 月营业收入 26.04 亿元，净利润 5.44 亿元，分别环比下降 31.8% 和 67.9%，截止 8 月末净资产总额达 2,882.56 亿元，环比增加 4.4%
- 沪深股票成交额和换手率本月再次回落。8 月沪深股市成交额 36751.01 亿元，日均成交额 1597.87 亿元，分别环比下降 12.4% 和 20.0%，同比下降 22.0% 和 25.4%。以总股数计算的沪深股市 8 月换手率为 8.42%，以流通总股数计算的沪深股市 8 月换手率为 10.69%，分别环比下降 0.79 和 1.09 个百分点。下半年预计佣金率将企稳，仍采用 0.082% 的平均佣金率大致可以估算出，本月整个行业佣金收入约为 60.27 亿元，日均佣金收入 2.62 亿元。
- 证券发行规模环比显著增长，IPO、增发、公司债增幅显著。8 月份整个券商行业证券发行总额 943.22 亿元，环比增加 180.91%，本月 IPO、增发和公司债发行额分别环比增长 225.27%、182.83% 和 129.99%，企业债的发行额环比增长 51.11%。上市券商 8 月证券承销总额环比增长 62.1%，市场份额 29.35%，较上个月有所下降。
- 产品发行份额年内最低，当月平均收益率较上月下降。8 月券商共发行集合理财产品 12 只，发行份额约 24.18 亿份。截止 8 月底，全行业集合理财产品今年以来平均收益-5.70%，较上月下降 1.04 个百分点；8 月单月全行业集合理财产品收益率-1.14%，低于上月 0.37% 的收益率。
- 估值水平：以 9 月 8 日收盘价计算，总市值和 A 股流通市值为权重加权得出上市券商 2011 年平均动态 PE 分别为 21.8 倍、18.8 倍，PB 分别为 2.3 倍、2.1 倍，处于历史较低水平。建议重点关注业绩稳健、并且在创新业务资格获得和后期发展上具有优势、估值处于行业低位的大型券商，如中信证券；另外，同时建议关注业绩弹性较大，市场行情转好时可能有突出表现的小型券商，如国海证券、国金证券。

非银行金融研究小组

执业证书编号:

S0120511030002

联系人: 张蕾

8621-68761616-8516

zhanglei@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国
际中心 26 楼<http://www.tebon.com.cn>

请务必阅读正文后的免责声明部分

正文目录

1、行业总体状况：营业收入和净利润整体下滑	3
2、经纪业务：沪深股票成交额和换手率本月再次回落	4
3、投行业务：证券发行规模环比显著增长，IPO、增发、公司债增幅显著	5
4、资产管理业务：产品发行份额年内最低，平均收益率较上月下降	6
5、自营业务：市场下行风险大，多数券商自营风格偏稳健	7
6、其它业务：融资买入减少，融券卖出增加	8
7、估值水平	8
8、风险提示	10

图表目录

表 1 8 月份上市证券公司业绩	3
表 2 8 月份上市券商集合理财产品发行情况	7
表 3 上市券商估值水平	9
图 1 最近一年以来沪深股市日均股票成交额（亿元）	4
图 2 最近一年以来沪深股市月换手率变化	4
图 3 2008 年以来行业平均佣金率变化	5
图 4 8 月份上市券商股基成交额市场份额（%）	5
图 5 最近一年全行业证券承销总额（亿元）	6
图 6 最近一年以来全行业证券承销业务主要构成（%）	6
图 7 8 月上市券商证券承销额较上月普遍增加	6
图 8 8 月上市券商主承销市场份额变化	6
图 9 8 月上市券商集合理财产品今年以来平均收益（%）	7
图 10 8 月上市券商集合理财产品单月平均收益（%）	7
图 11 8 月市场融资融券余额（亿元）	8
图 12 8 月融资买入和融券卖出情况	8

1. 行业总体状况：营业收入和净利润整体下滑

8 月全球经济下滑风险加大，各部门公布的宏观数据显示美欧经济复苏面临较大障碍，欧债问题久拖不决成为欧洲经济恢复最大的掣肘，投资者信心和消费者信心跌落谷底，市场避险情绪持续升温，8 月全球股市动荡起伏，黄金价格一度触及历史高点。7 月国内通胀水平高达 6.5%，8 月通胀水平有所回落为 6.2%却仍将继续维持 6% 的高位，市场预计央行货币政策将继续偏紧，资金面仍然难以有所放松。在外围市场和国内宏观共同影响下，8 月市场维持震荡下行走势，沪深 300 指数下跌 4.22%，上证综指下跌 4.97%，中证全债指数微跌 0.08%。

继续受到内外围市场系统性风险因素的影响，本月券商业绩较上月总体大幅下滑。8 月份，上市券商迎来方正证券、国海证券两名新成员，17 家上市共实现营业收入 28.14 亿元，净利润 5.86 亿元，净利润率 20.8%，截止 8 月 31 日上市券商净资产总额达到 3,061.26 亿元。由于国海证券和方正证券 7 月经营数据缺失，仅比较原来的 15 家上市券商 8 月经营业绩，营业收入 26.04 亿元，净利润 5.44 亿元，分别环比下降 31.8% 和 67.9%。截止 8 月末，除方正和国海的 15 家上市券商净资产总额达 2,882.56 亿元，环比增加 4.4%。

上市券商中，唯招商证券、光大证券和兴业证券营业收入和净利润得到大幅提升，山西证券本月由于控股子公司中德证券扭亏为盈而实现净利润大幅提升，其余券商均有不同程度环比下降。考虑到 7 月份券商业绩较 6 月已有一定程度的下滑，本月业绩的继续下滑不容乐观。

表 1 8 月份上市证券公司业绩

机构名称	营业收入（万元）		净利润（万元）		净利润率		净资产（万元）	
	8 月	环比	8 月	环比	8 月	环比	截止 8 月底	环比
中信证券	39,282.00	-66.5%	6,366.00	-92.2%	16.2%	-53.6%	6,324,890.00	-0.3%
海通证券	23,022.87	-48.8%	4,206.95	-68.2%	18.3%	-11.1%	4,470,063.26	-0.17%
华泰证券	25,247.39	-40.6%	2,416.77	-79.5%	9.6%	-18.3%	3,435,516.19	0.0%
广发证券	35,478.20	-21.0%	7,391.19	-63.2%	20.8%	-23.9%	3,115,103.39	62.6%
招商证券	42,549.74	56.6%	17,881.17	80.8%	42.0%	5.6%	2,396,193.61	0.6%
光大证券	35,287.83	87.0%	14,391.13	141.6%	40.8%	9.2%	2,170,638.07	-0.2%
方正证券	17,866.00	-	5,808.00	-	32.5%	-	1,526,230.00	-
宏源证券	9,945.00	-30.9%	1,369.00	-72.1%	13.8%	-20.4%	743,286.00	-0.4%
长江证券	9,480.37	-35.2%	1,416.90	-61.6%	14.9%	-10.3%	1,168,864.33	0.0%
兴业证券	15,588.51	63.2%	4,466.11	251.5%	28.7%	15.4%	821,456.16	0.4%
国金证券	5,739.27	-55.4%	382.07	-90.4%	6.7%	-24.3%	326,363.52	0.1%
国元证券	10,968.00	-19.2%	2,432.00	-49.3%	22.2%	-13.2%	1,469,297.00	-0.3%
山西证券	7,655.11	19.3%	2,206.22	2003.8%	28.8%	21.3%	697,526.69	0.1%

西南证券	-2,523.61	-206.7%	-4,864.50	-180.7%	-	-	1,140,126.98	2.5%
东北证券	-184.91	-102.3%	-5,407.10	-848.1%	-	-	335,756.42	-0.4%
太平洋	2,907.85	-37.3%	-262.28	-119.8%	-9.0%	-37.6%	210,477.88	-0.1%
国海证券	3,079.63	-	-1,562.72	-	-50.7%	-	260,794.91	-
合计	281,389.25	-26.4%	58,636.91	-65.4%	20.8%	-23.5%	30,612,584.41	10.8%

注：根据券商月度业绩披露特点，表中除广发、海通、招商外，其余数据均为券商及其相应控股券商的业绩合并数据，计算环比数据时与上月口径保持一致。

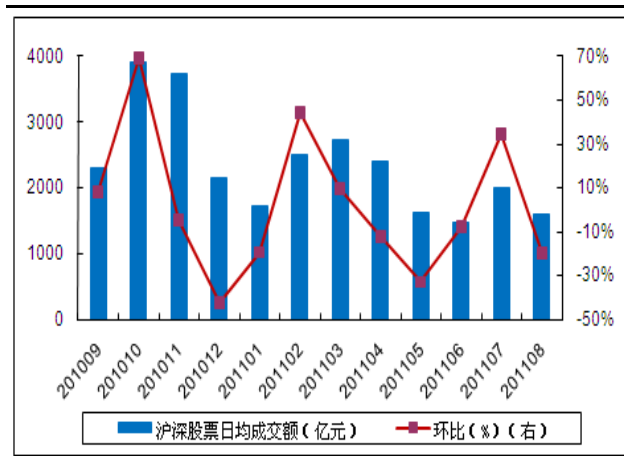
资料来源：上市公司 8 月财务数据简报，德邦证券研究所

2. 经纪业务：沪深股票成交额和换手率本月再次回落

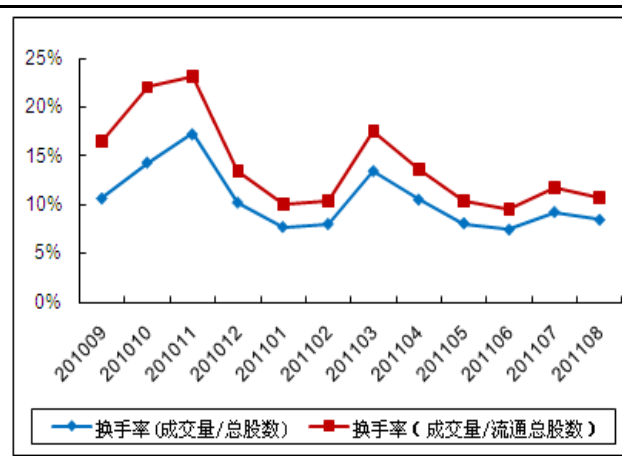
8 月沪深股市成交额 36751.01 亿元，日均成交额 1597.87 亿元，分别环比下降 12.4% 和 20.0%，同比下降 22.0% 和 25.4%，沪深 AB 股成交总额和日均成交额继上月回升之后再次下降。以总股数计算的沪深股市 8 月换手率为 8.42%，以流通总股数计算的沪深股市 8 月换手率为 10.69%，同样继上月回升以来再次下降，分别环比下降 0.79 和 1.09 个百分点。

整个行业上半年平均佣金率为 0.082%，下半年预计佣金率将企稳。仍然采用 0.082% 的平均佣金率大致可以估算出，本月整个行业佣金收入约为 60.27 亿元，日均佣金收入 2.62 亿元。由此可以判断，8 月全行业佣金收入较上月有所减少。我们预计下半年券商佣金率下降将减缓并逐渐企稳，预计行业全年平均佣金率有望保持在 0.08% 左右，市场行情及交易情况对券商经纪业务收入的影响将逐渐增大。

图 1 最近一年以来沪深股市日均股票成交额(亿元) 图 2 最近一年以来沪深股市月换手率变化

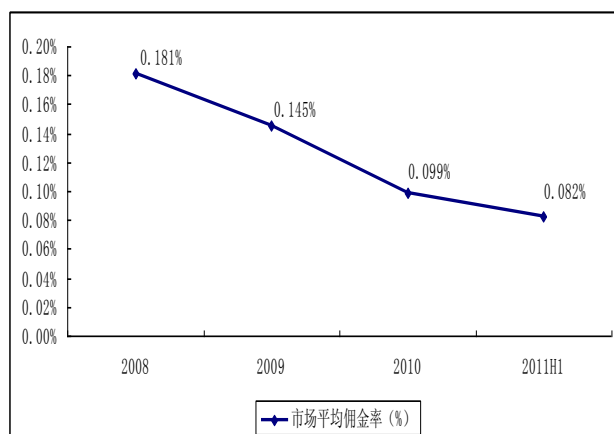


资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所



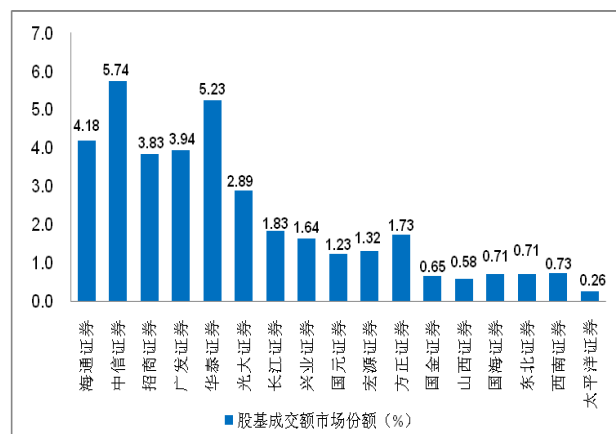
资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

图 3 2008 年以来行业平均佣金率变化



资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 4 8 月上市券商股基成交额市场份额 (%)



注: 中信、华泰为包含其控股子公司券商的合并数据。

资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

3. 投行业务: 证券发行规模环比显著增长, IPO、增发、公司债增幅显著

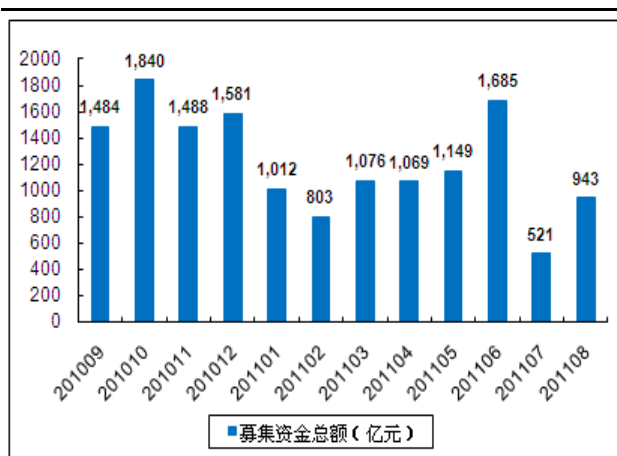
8 月份整个券商行业证券发行总额 943.22 亿元, 环比增加 180.91%, 发行规模较上个月显著增加。其中, 除了配股项目仍然没有资金募集以外, IPO、增发、企业债和公司债均有明显的增加。从投行业务具体的构成来看, 本月股票 IPO、增发和公司债发行额分别环比上增长 225.27%、182.83%和 129.99%, 企业债的发行额环比增长 51.11%, 从结构上看本月权益类融资 (主要是 IPO 和增发) 占证券发行总规模的比例较大, 约为 59.73%, 企业债和公司债占比约为 33.98%。

上市券商 8 月证券承销总额 276.82 亿元, 环比增长 62.1%, 本月市场份额 29.35%, 较上个月有所下降。其中, 承销金额增长较多的为股权 IPO 和公司债, 分别环比增长 345.5%和 252.4%, 而增发和企业债均环比减少 80%和 64.3%。

从公司层面上来看, Wind 数据显示本月中信证券、招商证券、广发证券、光大证券、兴业证券、长江证券、方正证券证券承销金额较上月有所增加, 西南证券、宏源证券、海通证券、国金证券证券承销金额环比下滑。7 月份上市券商主承销市场份额较上月降低, 且份额降低的券商占多数。

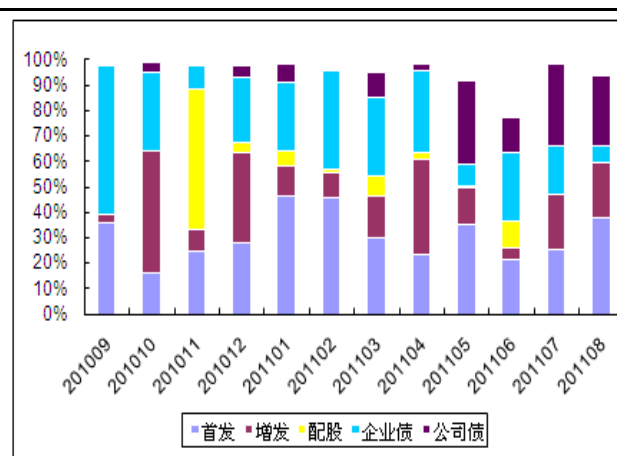
虽然本月上市券商证券总承销金额较上月大幅增长, 但是鉴于全行业证券总承销金额增幅更大, 因此上市券商的份额有所减少。考虑到 7 月份上市券商证券承销金额较 6 月已经大幅下降, 本月虽然有所回升, 加上份额的降低, 情况似乎并不十分乐观。

图 5 最近一年全行业证券承销总额（亿元）



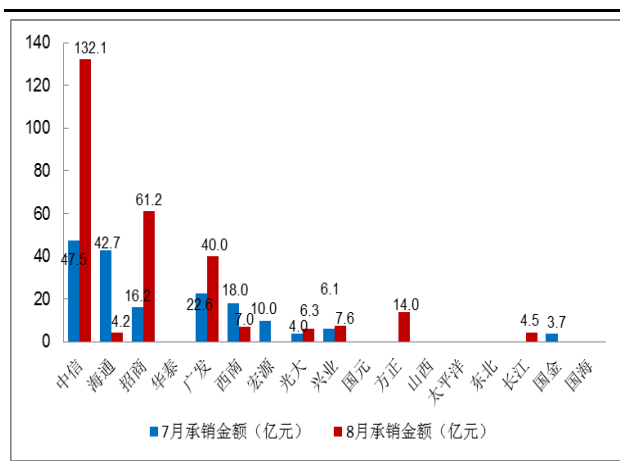
资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 6 最近一年以来全行业证券承销业务主要构成 (%)



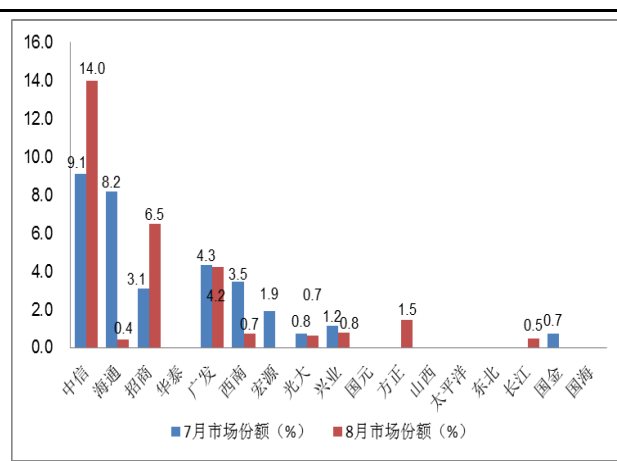
资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 7 8 月上市券商证券承销额较上月普遍增加



资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 8 8 月上市券商主承销市场份额变化



资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

4. 资产管理业务: 产品发行份额年内最低, 当月平均收益率较上月下降

8 月券商共发行集合理财产品 12 只, 发行份额约 24.18 亿份, 其中包括上市券商中的华泰证券 (1 只, 目标规模 100 亿元)、兴业证券 (1 只, 目标规模 80 亿元)、广发证券 (1 只, 目标规模 100 亿元)、长江证券 (1 只, 目标规模 30 亿元)。截止 8 月底, 全行业集合理财产品今年以来平均收益-5.70%, 较上月下降 1.04 个百分点; 8 月单月全行业集合理财产品收益率-1.14%, 低于上月 0.37% 的收益率。

截止 8 月 31 日, 所有上市券商今年以来平均收益为负。年初至 8 月底, 沪深 300 指数下跌 9%, 上证综指下跌 8.57%, 因此上市券商集合理财产品今年以来平均收益只有广发、国元和海通的收益跑输大

盘，其余券商产品今年以来收益虽然为负，但都有或多或少的相对收益。其中，业绩最好的东北证券，今年以来平均收益为-0.1%，其次国海和招商、兴业的产品平均收益也相对较好。

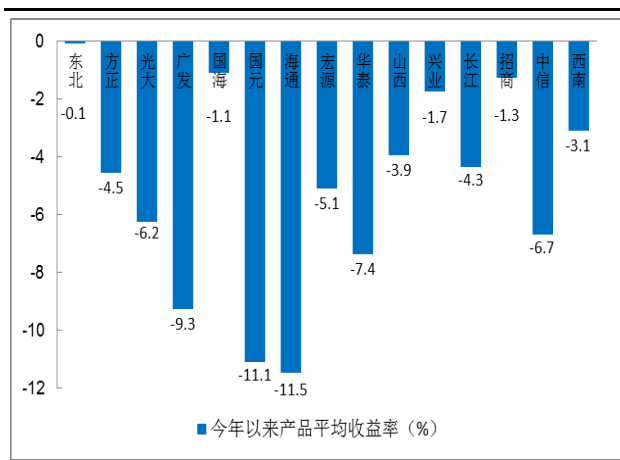
从单月业绩来看，8月份上市券商集合理财产品单月平均业绩全部跑赢上证指数和沪深300指数，其中只有3家券商理财产品实现当月平均正收益，其余券商当月平均收益均为负。山西证券、国海证券所有理财产品当月平均收益约为1.0%、0.6%，与沪深300指数相比相对收益分别为5.22%、4.82%，与上证综指相比相对收益分别为5.97%、5.57%。

表2 8月份上市券商集合理财产品发行情况

产品代码	产品简称	目标规模(亿元)	投资类型	所属概念	管理人
J11084.OF	华泰紫金策略避险	100	混合债券型二级基金	债券型	华泰证券
J11077.OF	兴业证券金麒麟5号	80	平衡混合型基金	混合型	兴业证券
J11075.OF	广发理财6号	100	平衡混合型基金	混合型	广发证券
J11073.OF	长江超越理财优享红利	30	平衡混合型基金	混合型	长江证券

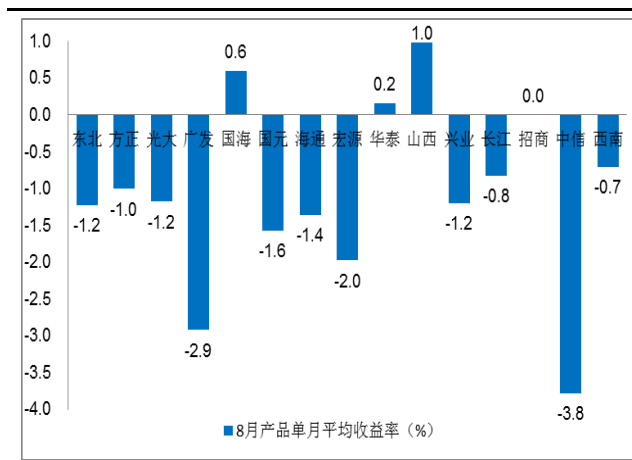
资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

图9 8月上市券商集合理财产品今年以来平均收益



资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

图10 8月上市券商集合理财产品单月平均收益



资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

5. 自营业务：市场下行风险大，多数券商自营风格偏稳健

8月沪深300下跌4.22%，上证指数下跌4.97%，中证全债指数微跌0.08%，由此可见债券类金融工具的整体表现相对优于权益类工具。我们预计自营业务风格偏激进（股票配置占比较高）的券商本月自营业务的单月平均表现可能劣于风格偏保守的券商（债券配置占比较高），但也不排除个别自营业务股票配置占比较高的券商在市场整体向下的行情中，仍然能够抓住好的投资机会。

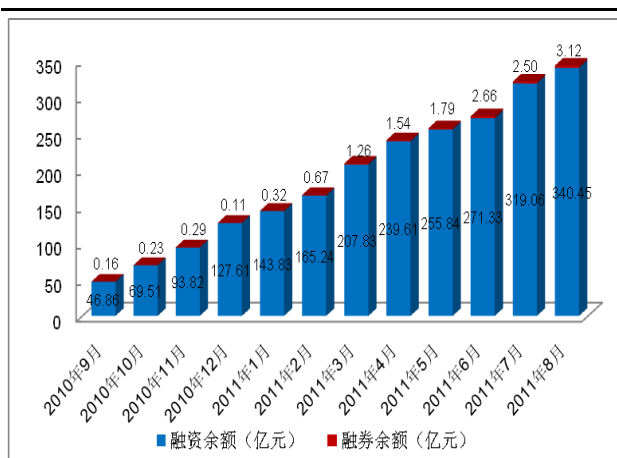
目前各上市券商已经全部公布2011年中报业绩，从中报的内容

来看,绝大多数上市券商的自营风格偏保守,即在其交易性金融资产和可供出售金融资产中债券类工具的配置高于权益类工具配置比例,如长江、广发、国海、海通、招商、兴业、宏源和国金;部分券商自营风格较为折中,权益类工具和债券类工具配置比例相当,如国元、太平洋、中信;也有少数券商上半年自营风格较为激进,权益类工具配置比例较高,如东北、西南、山西。券商自营资产配置风格估计和目前股票市场下行走势有关,造成大部分券商自营还是倾向于走稳健的道路。在当前全球经济复苏疲软、外围市场动荡,国内通胀居高不下,央行政策还将继续处于观察期等一些列系统性风险的影响下,预计下半年大部分券商将调整自身的自营业务资产配置,继续以稳定为主,或增加价值较为稳定资产的配置份额。

6. 其他业务: 融资买入减少, 融券卖出增加

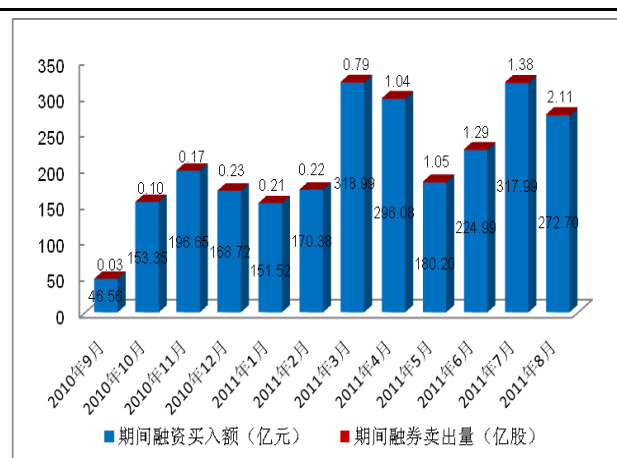
本月市场融资融券余额 343.57 亿元, 环比增加 6.84%。其中融资余额 340.45 亿元, 融券余额 3.11 亿元, 分别环比增加 6.70%和 24.47%。期间融资买入额 272.70 亿元, 融券卖出量 2.11 亿股, 分别环比增加-14.24%和 52.97%。中金所现存股指期货 8 月交易额 22,137.5 亿元, 环比增加 27.89%, 为股票交易额的 60.24%。

图 11 8 月市场融资融券余额 (亿元)



资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 12 8 月融资买入和融券卖出情况



资料来源: Wind 资讯, 德邦证券研究所

7. 估值水平

以 9 月 8 日收盘价为计算标准,总市值和 A 股流通市值为权重加权得出上市券商截止到目前为止的 2011 年平均动态 PE 分别为 21.8 倍、18.8 倍, PB 分别为 2.3 倍、2.1 倍, 处于历史较低水平。从个股来看, PE 和 PB 的分化较为严重, 目前的情况基本呈现大型券商估值较低、小型券商估值较高的特征。

表 3 上市券商估值水平

证券代码	证券简称	市盈率 (PB, 最新预测) (2011)	市净率 (PB, 最新)
000562.SZ	宏源证券	16.0	2.8
000686.SZ	东北证券	25.7	3.4
000728.SZ	国元证券	20.0	1.3
000776.SZ	广发证券	26.1	2.8
000783.SZ	长江证券	18.8	1.9
002500.SZ	山西证券	37.2	3.2
600030.SH	中信证券	15.1	1.8
600109.SH	国金证券	25.4	4.0
600369.SH	西南证券	24.2	2.3
600837.SH	海通证券	14.9	1.4
600999.SH	招商证券	17.1	2.4
601099.SH	太平洋	36.8	5.5
601377.SH	兴业证券	34.4	3.8
601688.SH	华泰证券	18.0	1.7
601788.SH	光大证券	17.1	1.8
000750.SZ	国海证券	24.0	3.6
601901.SH	方正证券	39.3	2.6
流通 A 股市值加权平均值		18.8	2.1
总市值加权平均值		21.8	2.3

注：表中数据以 2011 年 9 月 8 日收盘价计算得出。

资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

近期宏观数据显示世界经济复苏疲软，美欧失业率居高不下，通胀率接近或略超理想水平，消费者和投资者信心跌入谷底，欧洲债务问题悬而不决，新兴市场国家通胀风险加大等基本面对不利因素，导致海外市场动荡不安，市场情绪脆弱、避险情绪一度高涨。另外国内通胀 8 月数值 6.2%，虽然较上月有所下降但是仍然处于 6% 以上的高位，预计央行货币政策近期内仍然难有松动的迹象。在国内外因素的综合影响下，目前市场还是继续处于风险因素多发期，在政策预期明朗之前，预计市场难有重大突破，A 股市场行情并不十分乐观，从而可能进一步影响券商行业的收入及其估值。

为应对经济增长缓慢，全球央行目前的货币政策基调主要偏宽松，奥巴马近期也表示美国即将推出 4470 亿美元的刺激计划推动经济增长。总体来看，目前国际宏观政策形势对市场有利，但中长期来看还要看后期经济恢复的情况。待国内外宏观形势逐渐向好，系统性风险得以释放，市场受到利好因素刺激反弹，股票交易额，融资需求增大，各种创新业务如融资融券、转融通等进一步放开，券商板块走势有望得以改善，估值将得到修复。

我们认为经过前期的下跌，目前券商板块估值处于历史低位。建议重点关注业绩稳健、并且在创新业务资格获得和后期发展上具有优势、估值处于行业低位的大型券商，如中信证券；另外，同时建

议关注业绩弹性较大，市场行情转好时可能有突出表现的小型券商，如国海证券、国金证券和方正证券。

8. 风险提示

- (1) 受外围市场动荡和国内政策预期影响，A股市场短期内可能还将维持下行走势，反弹期还有待观察。
- (2) 投资者信心不足，市场成交量可能会受到一定影响；同时，市场下行风险也可能影响券商资管理财产品和自营的收益。
- (3) 近期股市的不乐观可能也会影响市场融资需求，或者导致部分企业推迟或更改融资的时间选择，这也将影响券商近期的投行业务收入。

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$

中性 – Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$

减持 – Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。