

证券行业：悲观预期仍未释放 券商股仅有交易性机会

行业分类：证券

2011. 9. 23

研究员：郭懿 S0640511010006

电话：010-84802074

联系人：刁志学、杨瑞

电话：0755-83689065

投资要点：

- ◆ 经纪业务佣金率的继续下滑使得经纪业务收入同比下滑 14%，对业绩的贡献度也相应下降 8 个百分点。对比同期各公司市场份额的变动看，佣金率降幅与市场份额变动仍呈反比关系。
- ◆ 其他业务的增长基本可以弥补经纪业务收入下滑对业绩的影响。其中，由于保证金存款利率的上升以及融资融券业务规模的扩大，使得利息收入大幅增长，对业绩的贡献度上升 5 个百分点。
- ◆ 市场对行业的整体悲观预期依然存在，包括对佣金率继续下滑的担忧，以及成本收入比持续高位对业绩的影响。虽然行业政策利好不断，但是悲观预期仍未释放，因此，抑制了整体板块表现。
- ◆ 从估值上看，当前市场估价与我们的估值水平一致，行业整体估值水平合理。部分公司出现低估，中信证券和招商证券低估空间超过 30%。
- ◆ 根据我们宏观策略组的分析，预期通胀逐渐缓和，紧缩的货币政策已经走到尽头，稳定以地方政府债务与房地产市场为代表的金融风险成为决策层面临的最重要的任务，结构性放松将成为可能，尽管力度有限，短期也难以逆转经济增长的疲弱局面，但紧缩力度的缓和将有利于经济软着陆的实现，因此，四季度市场有望震荡上行。而券商股也将短期受益于市场的上行以及交易量的持续放大，迎来一波反弹行情。我们推荐的组合是：安全边际较高的中信证券和招商证券，以及具有高 BETA 值的宏源证券和东北证券。

证券行业评级 增持

主要数据

上证指数	2443
行业指数	4222
总市值(亿元)	6468
流通 A 股市值(亿元)	3883
PB	3

近一年行业表现



正文目录

一、其他业务的增长已基本可以弥补经纪业务的下滑	3
1.1 经纪业务收入的业绩贡献度下降 8 个百分点.....	3
1.2 其他业务中利息收入贡献度上升较大	4
二、证券行业的悲观预期仍未释放.....	6
2.1 经纪业务佣金率的走势仍有待观察	6
2.2 成本收入比已经达到 58%，继续维持高位的可能性较大.....	7
三、部分个股被低估，短期流动性宽裕或促发反弹行情	8

图表目录

图表 1：上市券商经纪业务佣金率（单位：%）	3
图表 2：佣金率降幅与市场份额变化呈反比（单位：%）	4
图表 3：2011 年中期各业务收入同比增速（单位：%）	5
图表 4：上市券商收入结构变动（单位：%）	5
图表 5：二季度佣金率—一季度佣金率（单位：%）	6
图表 6：行业成本收入比变动（单位：%）	7
图表 7：各公司新增营业部数量及占比（单位：家，%）	7
图表 8：证券行业历史 PB	8
图表 9：收入结构变化前后的估值对比	8

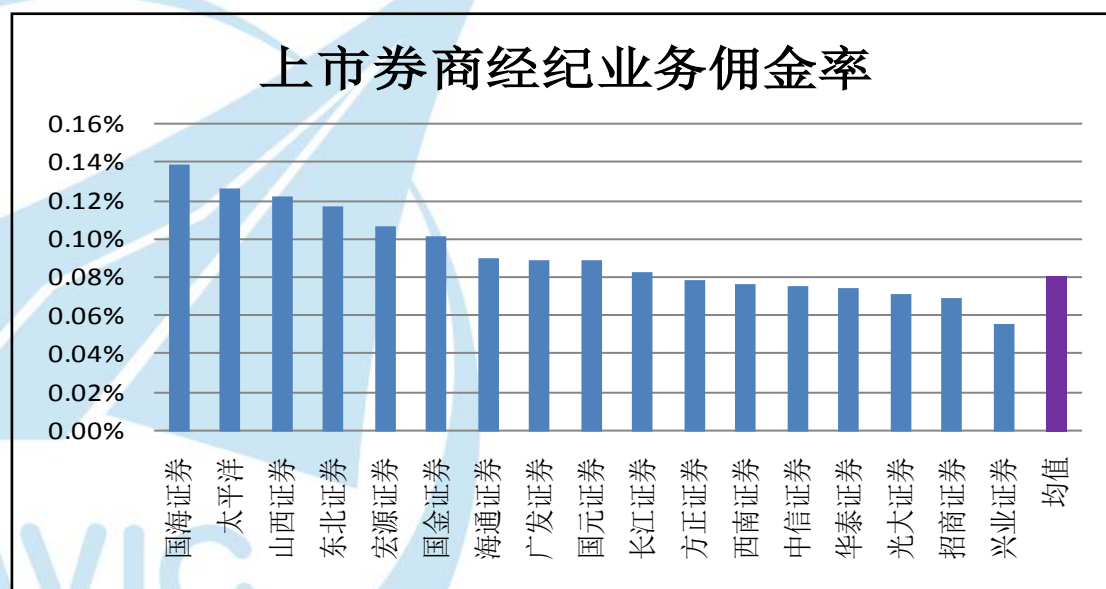
一、其他业务的增长已基本可以弥补经纪业务的下滑

1.1 经纪业务收入的业绩贡献度下降 8 个百分点

2011 年上半年，上市证券公司实现经纪业务收入 147.7 亿元，同比下滑 13.93%。由于当期股票基金交易额较去年同期增长 8.87%，因此，经纪业务收入的下滑主要是净佣金率下滑导致的。

上半年，经纪业务净佣金率均值为 0.0808%，同比下降 20.94%，环比下滑 14.14%。具体来看，部分典型区域性中小券商的佣金率仍维持在 0.1% 以上，而大部分全国性大券商的佣金率已经明显低于行业均值。

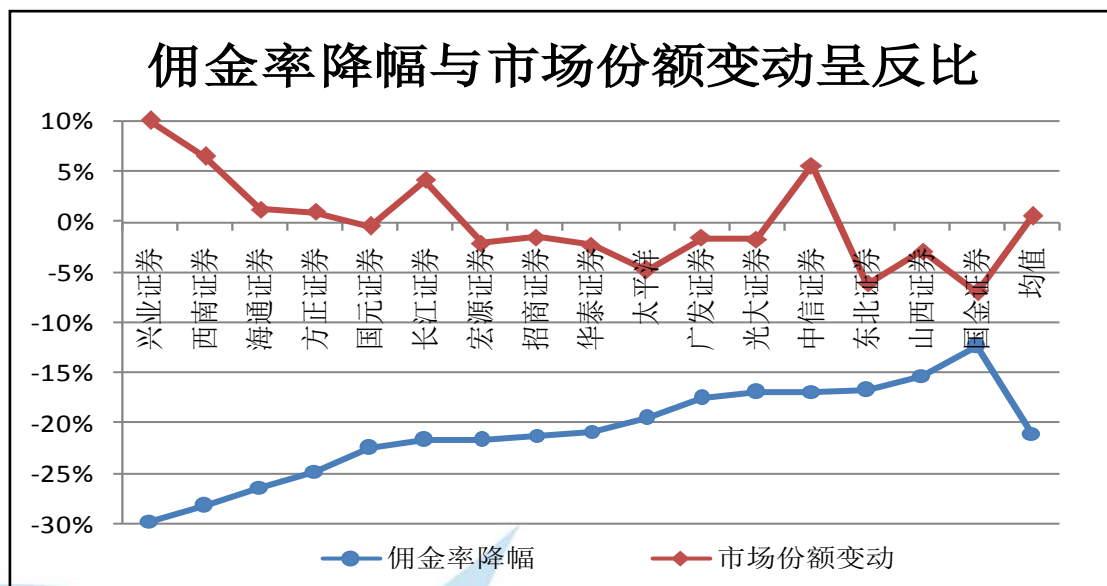
图表 1：上市券商经纪业务佣金率（单位：%）



数据来源：公司公告，中航证券研究所

从各公司同比下滑幅度的情况看，国金证券、山西证券、东北证券、中信证券、光大证券、广发证券、太平洋和华泰证券的降幅低于行业平均水平，降幅分别为 12.34%、15.21%、16.75%、16.83%、16.95%、17.57%、19.48% 和 20.75%。相比而言，兴业证券、西南证券和海通证券的降幅超过 25%，分别为 29.7%、28.21% 和 26.3%。对比同期各公司市场份额的变动看，佣金率降幅与市场份额变动仍呈反比关系，即佣金率降幅越大，市场份额上升越多。

图表 2：佣金率降幅与市场份额变化呈反比（单位：%）



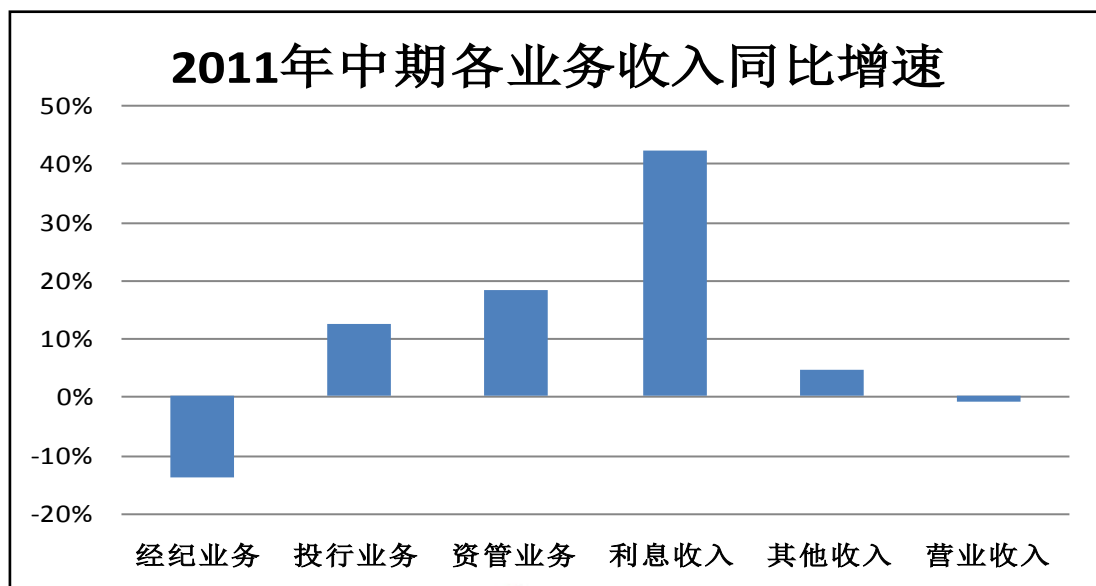
数据来源：公司公告，中航证券研究所

1.2 其他业务中利息收入贡献度上升较大

半年报显示，除经纪业务外，其他各项业务全部实现增长。这些业务收入的增长总和基本可以弥补经纪业务收入下滑对营业收入的负面影响，中期营业收入同比降幅仅不到 1 个百分点。

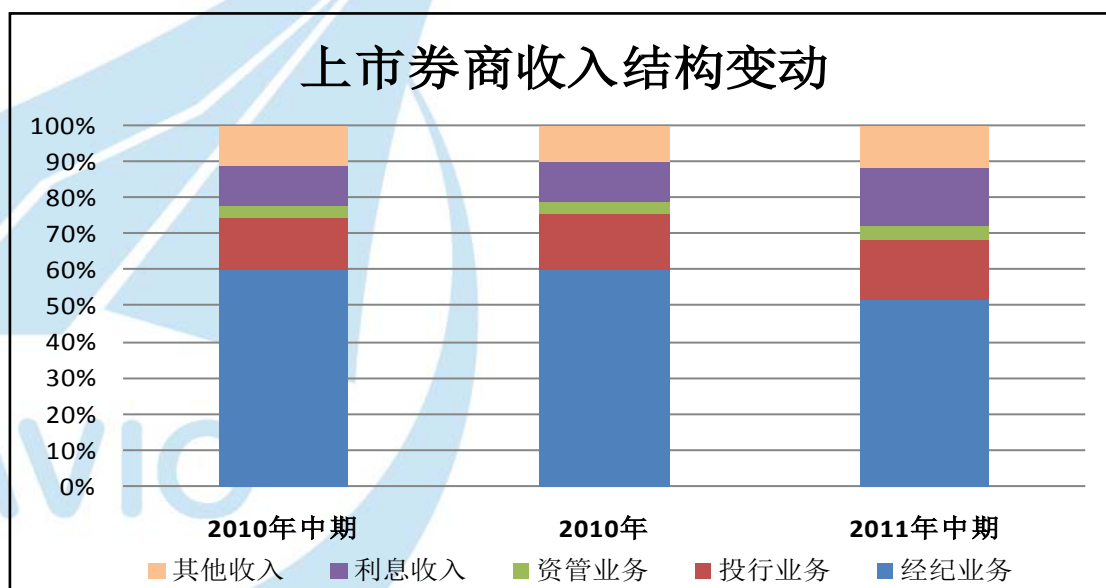
从中期数据看，投行业务收入、资管业务收入以及利息收入分别增长 12.4%、18.4%和 42%，对业绩的贡献度分别为 16%、4%和 16%，上升幅度最大的是利息收入，升幅达 5 个百分点，而投行和资管业务分别仅上升 1 个百分点。

图表 3: 2011 年中期各业务收入同比增速 (单位: %)



数据来源: 公司公告, 中航证券研究所

图表 4: 上市券商收入结构变动 (单位: %)



数据来源: 公司公告, 中航证券研究所

具体来看利息收入部分, 2011 年上半年上市券商共实现利息净收入 45.67 亿元, 较 2010 年同期增长 42%。利息收入实现大幅增长的主要原因是市场资金成本持续高位, 以及融资融券业务规模的扩大。

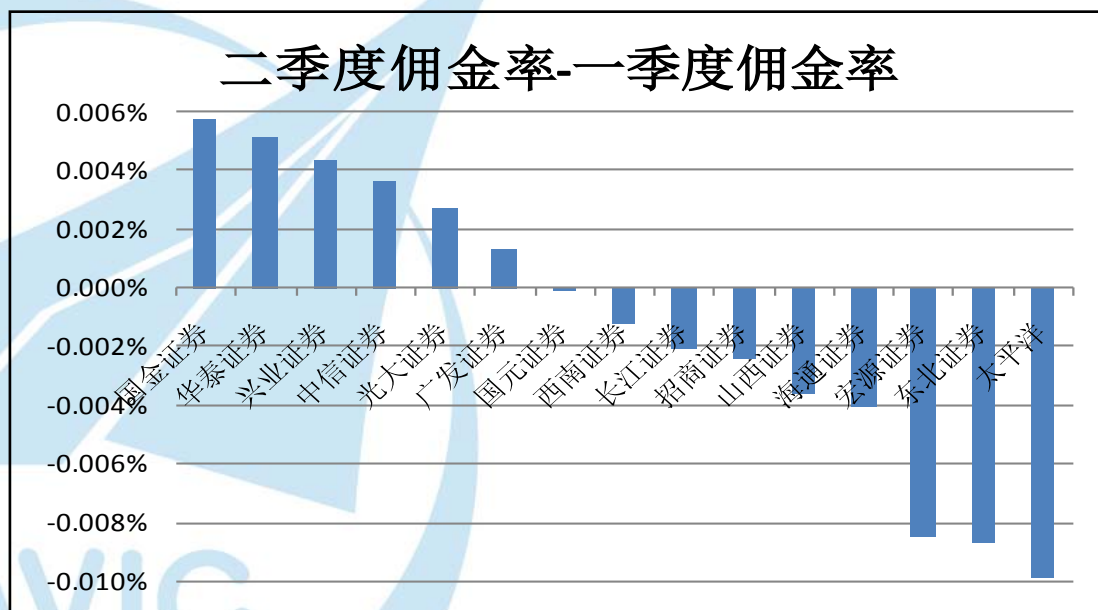
不过，值得注意的是 A 股市场行情的持续走软以及各种理财产品的竞争，使得客户资金大量流出证券帐户。截至 6 月末，客户资金总额较年初下降 31%。如果市场行情持续低迷将对利息收入的增长产生不利的影响。

二、证券行业的悲观预期仍未释放

2.1 经纪业务佣金率的走势仍有待观察

从二季度单季佣金率数据来看，中信证券、国金证券、光大证券、华泰证券、广发证券和兴业证券这六家公司的佣金率确实较一季度有所回升。

图表 5：二季度佣金率-一季度佣金率（单位：%）



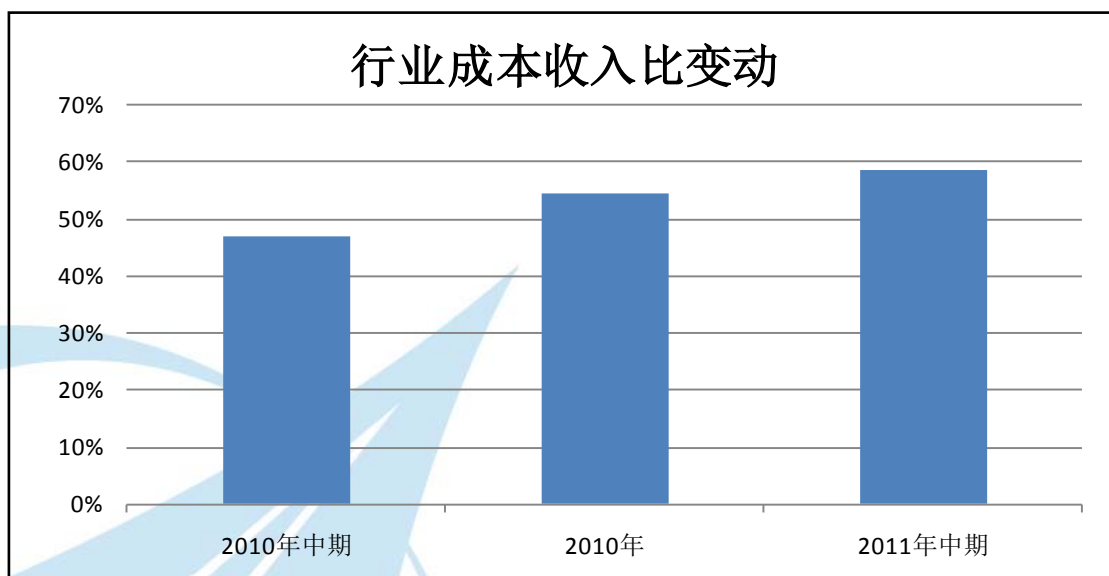
数据来源：公司公告，中航证券研究所

不过，我们认为佣金率就此企稳的可能性不大。主要原因是，目前佣金率的降幅与市场份额变动仍呈反比关系，这一现象表明券商仍可以采取降佣的方式抢占市场份额，那么在佣金率仍足以覆盖所有成本的条件下，为了做大经纪业务市场份额继续下调佣金率的冲动仍然存在，直到该业务市场集中度大幅提升后，。

2.2 成本收入比已经达到 58%，继续维持高位的可能性较大

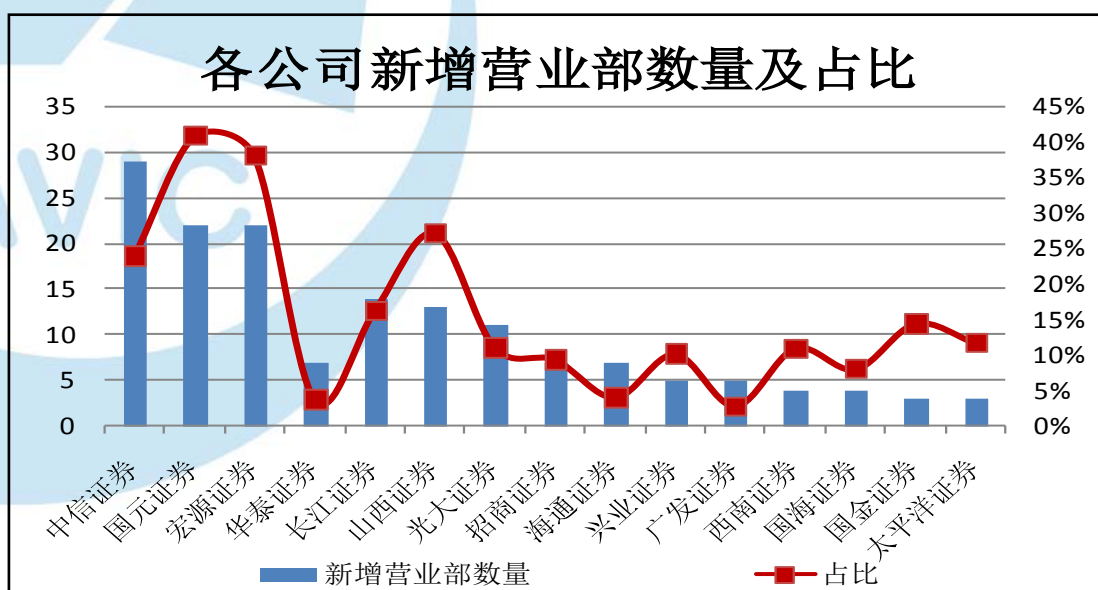
上半年上市券商整体的业务及管理费用达到 153.89 亿元，同比增长 19%。成本收入比达到 58%，较 2010 年中期上升了 11 个百分点。我们预计未来成本收入比维持高位的可能性较大，主要是基于对人力成本的刚性特征、营业部的新增以及新业务拓展的考虑。

图表 6：行业成本收入比变动(单位：%)



数据来源：公司公告，中航证券研究所

图表 7：各公司新增营业部数量及占比（单位：家，%）

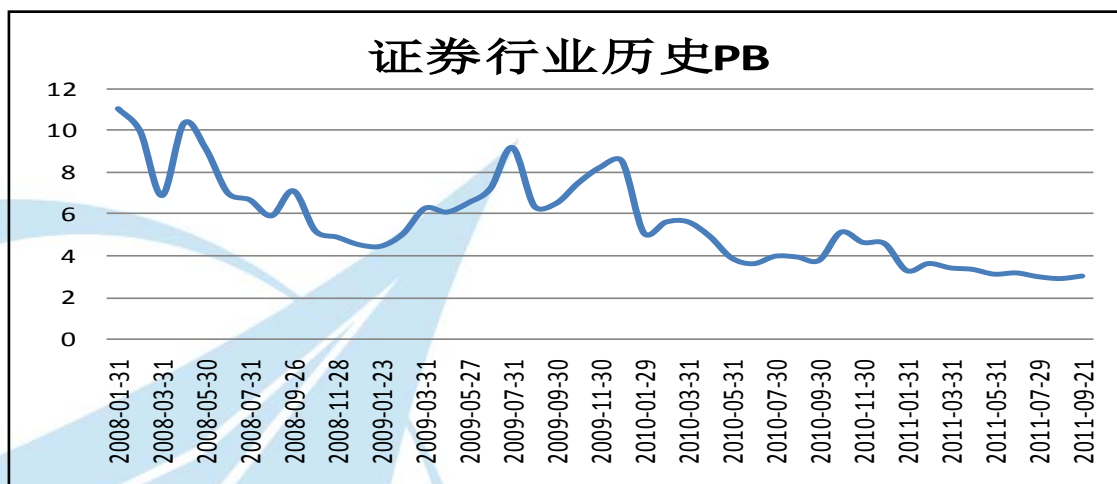


数据来源：公司公告，中航证券研究所

三、部分个股被低估，短期流动性宽裕或促发反弹行情

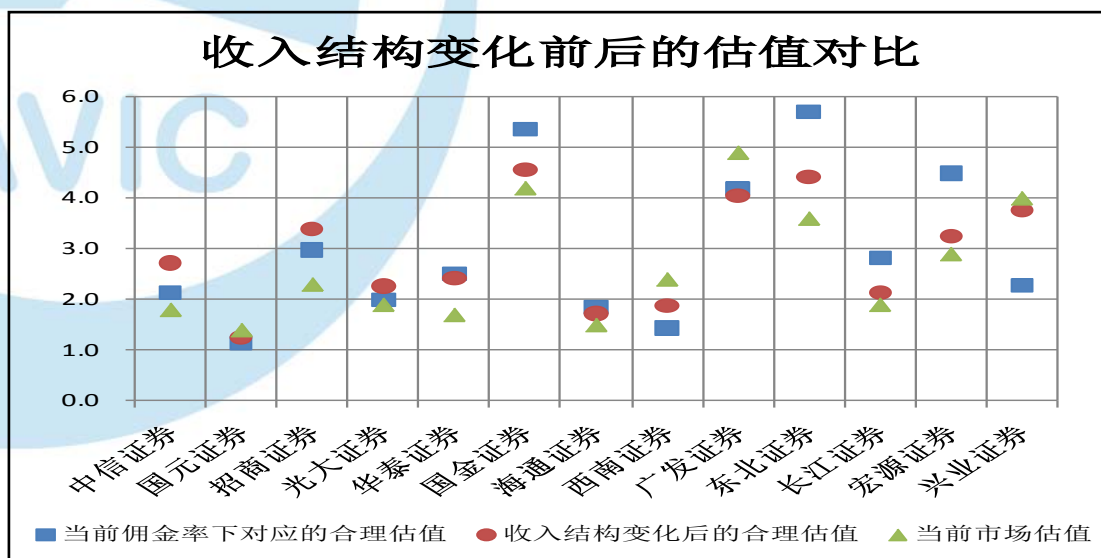
当前上市证券公司平均估价 3 倍市净率，创出历史新低，并与我们的估值水平一致，市场整体估值合理，但是部分个股出现低估。其中，中信证券和招商证券的低估空间超过 30%，安全边际较高。华泰证券、东北证券、光大证券、海通证券、宏源证券分别低估 18%、15%、12%、11%和 10%。

图表 8：证券行业历史 PB



数据来源：公司公告，中航证券研究所

图表 9：收入结构变化前后的估值对比



数据来源：公司公告，中航证券研究所

今年以来，证券行业政策利好不断，新业务的陆续推出，以及试点转为常规，均加快了券商多元化的步伐。不过，行业悲观预期依然存在，因此，制约了今年以来整个板块的表现。

根据我们宏观策略组的分析，预期通胀逐渐缓和，紧缩的货币政策已经走到尽头，稳定以地方政府债务与房地产市场为代表的金融风险成为决策层面临的最重要的任务，结构性放松将成为可能，尽管力度有限，短期也难以逆转经济增长的疲弱局面，但紧缩力度的缓和将有利于经济软着陆的实现，在这个过程当中经济底和政策底也愈发明朗，因此，四季度市场有望震荡上行。而券商股也将短期受益于市场的上行以及交易量的持续放大，迎来一波反弹行情。我们推荐的组合包括：安全边际较高的中信证券、招商证券，以及具有高 BETA 值的宏源证券和东北证券。



投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

郭懿，SAC 执业证书号：S0640511010006，经济学硕士，从事金融行业研究，秉承价值投资理念。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）
联系电话：0755-83692635

公司网址：www.avicsec.com
传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。