

现实与预期的博弈

—— 上市券商月报点评暨三季度报前瞻

事件：

截至 10 月 17 日晚间，上市券商 9 月经营数据已披露完毕。

研究结论

- **疲弱的市场表现对上市券商 9 月经营造成较大影响：**9 月份上市券商业绩继续大幅下滑，基本符合我们之前预期。9 月沪深两市日均成交额仅 1059 亿元，创出 2008 年底以来的新低，按流通市值测算的月换手率降至 12.2%，已跌至 2003 年大熊市期间的水平。同时 9 月沪深 300 指数月跌幅达到 9.3%，对券商自营造成较大冲击。9 月有 9 家上市券商净利润为负。而如以净资产看，几乎所有上市券商 9 月均出现亏损（含浮亏）。从公司层面看，亏损幅度较大的公司多为自营或经纪业务弹性大的券商。
- **三季报增速由正转负，全年业绩存集中性下调风险：**根据近三个月月报及我们的测算，预计上市券商前三季度净利润将由上半年的微增变为下降（具体预测见正文）。前三季度净利润降幅较少的仍集中在新业务领先的大型券商（降幅在 5% 之内），包括海通、中信和光大证券等，而中小券商三季度业绩普遍下滑 30-40% 左右。待三季报披露完毕后，预计包括我们在内的多数卖方将集中下调全年盈利预测，下调幅度可能在 10-20%。由于去年四季度基数较高，因此上市券商 2011 年整体业绩可能难现正增长。
- **经历上周中的大涨之后，证券股投资陷入了我们所谓的“微妙”阶段。**从预期来看，佣金率中期见底及创新业务发力均是利于证券公司的积极因素。在过去一个季度中，这两大因素对证券股走势形成明显支撑。但短期来看，三季报乃至全年盈利预测下调的现实又确实对证券股形成了一定的负面影响。我们认为，券商三季度业绩不佳的现实短期内将占主导，但对未来的良好预期将继续支撑券商股中期走强。投资标的上，我们继续首推海通证券（买入），同时建议关注具有长期投资价值的光大证券（买入）。弹性品种短期内受制于现实影响（三季报普遍较差），暂不推荐。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

王鸣飞

8621-63325888 × 6085

wangmingfei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860511040001

行业评级

看好 中性 看淡 **（维持）**

国家/地区

中国/A 股

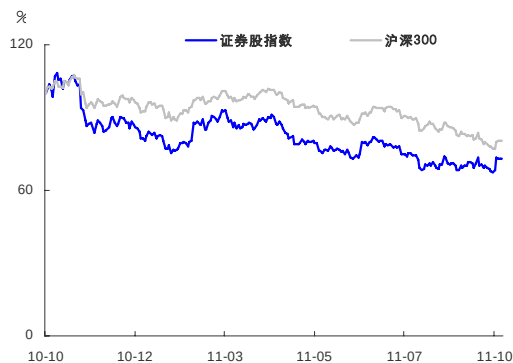
行业

证券

报告发布日期

2011 年 10 月 18 日

行业表现



资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

	2009A	2010A	2011E	2012E	评级
中信证券	1.35	1.14	0.64	0.71	买入
海通证券	0.55	0.45	0.55	0.63	买入

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

疲弱的市场表现对上市券商 9 月经营造成较大影响

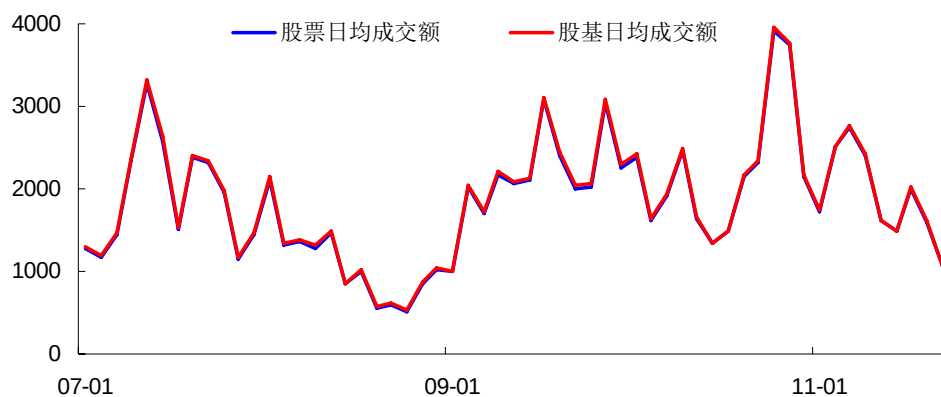
9 月份上市券商业绩继续大幅下滑，基本符合我们之前预期。9 月沪深两市日均成交额仅 1059 亿元，创出近 2008 年底以来的新低，按流通市值测算的月换手率降至 12.2%，已跌至 2003 年大熊市期间的水平。同时 9 月沪深 300 指数月跌幅达到 9.3%，对券商自营造成较大冲击。9 月有 9 家上市券商净利润为负，而如以净资产看，几乎所有上市券商 9 月均出现亏损（含浮亏）。从公司层面看，亏损幅度较大的公司多为自营或经纪业务弹性大的券商。

表 1 9 月上市券商经营数据惨淡

	营业收入		净利润		净资产	
	11-08	11-09	11-08	11-09	11-08	11-09
宏源证券	9,945	5,642	1,369	221	743,286	729,452
东北证券	-185	-136	-5,407	-6,174	335,756	325,076
国元证券	10,968	13,306	2,432	4,335	1,469,297	1,465,601
广发证券	35,478	17,358	7,391	-7,521	3,115,103	3,092,956
长江证券	7,394	-4,469	211	-14,833	1,147,681	1,122,988
长江承销	2,086	248	1,206	-420	21,184	20,764
国金证券	5,739	3,355	382	-1,328	326,364	325,035
西南证券	-2,524	-12,257	-4,865	-14,554	1,140,127	1,119,322
海通证券	23,023	48,521	4,207	26,108	4,470,063	4,452,258
招商证券	42,550	20,755	17,881	6,337	2,396,194	2,391,030
太平洋证券	2,908	1,955	-262	-2,382	210,478	208,096
光大证券	35,288	12,445	14,391	698	2,170,638	2,130,510
华泰证券	16,379	5,069	2,289	2,631	3,008,529	2,996,174
华泰联合	8,868	12,767	128	105	426,987	426,544
中信证券	23,383	16,672	2,737	4,359	5,853,186	5,702,772
中信金通	9,691	11,911	2,091	2,446	206,795	209,241
中信万通	6,208	5,835	1,538	1,005	264,909	265,290
兴业证券	15,589	1,460	4,466	-5,086	821,456	814,717
山西证券	5,832	6,248	1,836	404	600,956	598,191
中德证券	1,823	420	371	-358	96,570	96,213
方正证券	9,699	3,660	1,126	-7,200	1,439,900	1,422,942
瑞信方正	8,167	399	4,682	-779	86,330	85,551
国海证券	3,080	-1,751	-1,563	-5,659	260,795	254,454

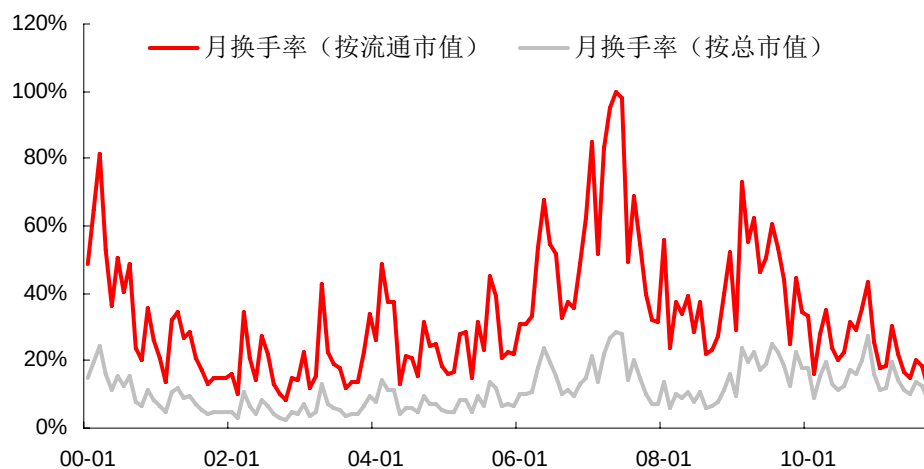
资料来源：公司公告，东方证券研究所

图1 全市场股基日均成交额继续下滑

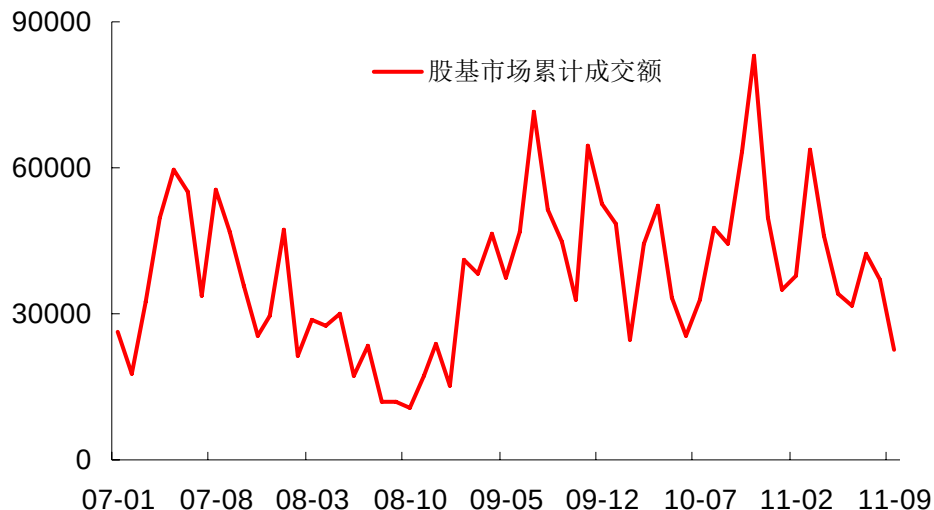


资料来源：WIND，东方证券研究所

图2 9月全市场换手率降至历史低点



资料来源：WIND，东方证券研究所

图 3 股基市场累计成交额


资料来源：WIND，东方证券研究所

三季报增速由正转负，全年业绩存集中性下调风险

根据近三个月月报及我们的测算，预计上市券商前三季度净利润将由上半年的微增变为下降（具体预测见正文）。前三季度净利润降幅较少的仍集中在新业务领先的大型券商（降幅在 5% 之内），包括海通、中信和光大证券等，而中小券商三季度业绩普遍下滑 30-40% 左右。待三季报披露完毕以后，预计包括我们在内的多数卖方将集中下调全年预测，下调幅度可能在 15-20%。由于去年四季度基数较高，因此上市券商全年整体业绩可能难现正增长。

上市券商前三季度盈利预测

	2011Q3 E	2010Q3	同比增速
光大证券	0.40	0.41	-1.79%
华泰证券	0.28	0.43	-35.67%
招商证券	0.51	0.57	-10.26%
中信证券	0.40	0.40	-0.50%
海通证券	0.32	0.33	-3.27%
宏源证券	0.47	0.77	-39.18%
东北证券	-0.07	0.52	-105.77%
国元证券	0.29	0.34	-32.35%
广发证券	0.62	1.09	-44.55%
长江证券	0.14	0.40	-68.18%
国金证券	0.24	0.33	-29.45%

西南证券	0.09	0.17	-50.44%
太平洋证券	0.08	0.10	-7.25%
兴业证券	0.18	0.27	-34.76%
山西证券	0.06	N.A	N.A

资料来源：WIND，东方证券研究所

投资策略

经历上周中的大涨之后，证券股投资陷入了我们所谓的“微妙”阶段。从预期来看，佣金率中期见底及创新业务发力均是利于证券公司的积极因素。在过去一个季度中，这两大积极因素对证券股走势形成明显支撑。但短期来看，三季度乃至全年盈利预测下调的现实又确实对证券股形成了一定的负面影响。我们认为，券商三季度业绩不佳的现实短期内将占主导，但中期对未来的良好预期将继续支撑券商股走强。我们首推海通证券（买入），同时建议关注具有长期投资价值的中信证券（买入）。弹性品种短期内受制于现实影响（三季度普遍较差），暂不推荐。

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn