

推荐 (维持)

季度盈利见底，佣金率涨跌互现

2011年11月1日

证券行业三季报总结

上证指数

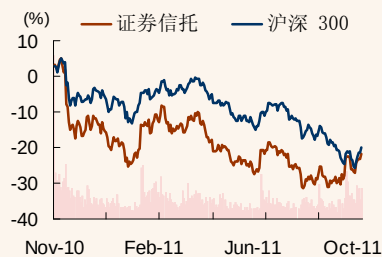
2473

行业规模

|           |      | 占比% |
|-----------|------|-----|
| 股票家数 (只)  | 24   | 1.2 |
| 总市值 (亿元)  | 7195 | 3.1 |
| 流通市值 (亿元) | 4889 | 2.7 |

行业指数

| %    | 1m   | 6m   | 12m   |
|------|------|------|-------|
| 绝对表现 | 12.2 | -3.9 | -24.9 |
| 相对表现 | 8.4  | 10.4 | -4.6  |



相关报告

1、《政策发酵，创新酿酒-证券行业近期走势点评》2011/10/17

洪锦屏

0755-82960071  
hongjinping@cmschina.com.cn  
S1090511030012

罗毅, CFA

0755-82940797  
luoyi@cmschina.com.cn  
S1090511030006

三季度券商盈利触底，经纪和自营对收入影响最大，大券商多元化抵抗波动风险。

- **三季度行业盈利跌至最低点。**17家公司1-3季度共实现归属母公司的净利润150亿元，其中第三季度15.23亿元，仅占全年已实现净利润的10%，三季度亏损的公司达到5家，而前三季度累计亏损的只有东北证券1家。剔除缺乏可比数据的国海证券来看，16家公司前三季度净利润同比下降28.5%，第三季度同比下降80%，环比下降72%，是2010年以来的单季度盈利最低点。
- **三季度佣金率环比降幅继续缩窄。**三季度16家券商实现代理买卖证券业务净收入61.6亿元，同比下降34%，同期市场股基权交易额同比下降21%，而佣金率下降约12%，即量的萎缩是影响经纪业务收入的最主要原因。光大证券三季度的佣金率同比仅微降1.22%，而环比来看，有5家公司出现反弹，光大、国金、兴业三家公司连续两个季度反弹。其他环比下降的券商佣金率降幅也基本位于2%-3%的区间内。
- **自营整体规模波动不大，三公司逆势加仓。**三季度股债双杀，即使不进行主动调仓，券商的自营金融资产配置也将被动缩水，大部分券商的交易性和可供出售金融资产的规模较中期末有5%-20%的下降，而海通、广发和光大证券则体现出逆势加仓的思路，三家券商较中期末的金融资产规模分别增加了31、42和22亿元，增幅为13%、25%和16%。广发证券的加仓与其在三季度完成增发，手中待配置资金大幅增长有关。
- **大则多元，多元则稳。**从ROE来看，大型券商的优势较为明显，相对于经纪和自营，投行、资管和直投、两融等创新业务对市场的敏感性要滞后一些，因而在短期大幅波动的市场中，能一定程度维持业绩的稳定性。但整体而言，三季度低迷的业绩将券商的ROE水平整体往下拉低，截至三季度ROE超过10%的券商仅5家。
- **我们认为三季度券商的盈利已经触底，虽然2011年业绩的下调导致动态PE上升，但当前业绩已经不是制约股价的主要因素，我们强烈推荐的海通、中信和宏源证券三季报10月的涨幅为15%、6.7%和7.9%，均大幅超越沪深三百4.4%的涨幅，尤其是海通证券，我们认为在较为弱势的市场环境下，券商股票的坚挺表现显示底部已经形成，而政策创新的效应还在持续发酵。随着两融业务的发展将进入新的阶段，我们继续看好中信、海通和宏源，同时增加对两融业务弹性较高的光大证券。**

□ **风险因素：**交易量持续地量，创新业务进程不如预期

**重点公司主要财务指标**

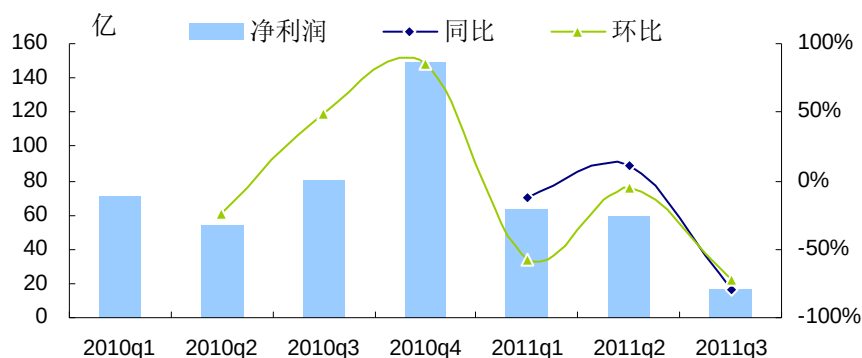
|      | 股价    | 10EPS | 11EPS | 12EPS | 10PE | 11PE | PB  | 评级     |
|------|-------|-------|-------|-------|------|------|-----|--------|
| 中信证券 | 12.20 | 1.14  | 0.40  | 0.56  | 10.7 | 30.5 | 1.7 | 强烈推荐-A |
| 海通证券 | 9.25  | 0.49  | 0.43  | 0.57  | 18.9 | 21.5 | 1.5 | 强烈推荐-A |
| 广发证券 | 32.30 | 1.62  | 0.94  | 1.12  | 19.9 | 34.4 | 2.9 | 强烈推荐-A |
| 宏源证券 | 15.00 | 0.89  | 0.68  | 1.09  | 16.8 | 22.0 | 2.8 | 强烈推荐-A |

资料来源：招商证券

## 一、单季度盈利触底

三季度行业盈利跌至最低点。证券行业 17 家上市公司季报披露完毕，1-3 季度共实现归属母公司的净利润 150 亿元，其中第三季度 15.23 亿元，仅占全年已实现净利润的 10%，三季度亏损的公司达到 5 家，而前三季度累计亏损的只有东北证券 1 家。剔除缺乏可比数据的国海证券来看，16 家公司前三季度净利润同比下降 28.5%，第三季度同比下降 80%，环比下降 72%，是 2010 年以来的单季度盈利最低点。

图1：2011年三季度净利润为近两年的低点



资料来源：公司报告，招商证券研发中心

从收入结构来看，由于投资的亏损是营业收入下降的主因，三季度经纪业务的贡献占比有所提升，但在创新业务发展和收入结构多元的大背景下，大型券商的经纪占比较去年有明显下降，中信仅为 31%，占比在 50%以下的达到 8 家；承销收入占比普遍提升，大中型券商平均贡献水平在 15%左右，西南等小券商则因投资亏损较大导致其他业务贡献相对重要性上升；券商自身的集合资产管理业务贡献占通常不高，1%-2%的水平，而海通和光大证券的资管业务占比均超过 10%，主要是其控股的基金公司并表，同时海通在香港的子公司海通国际今年以来资管业务增长迅猛，其发行的人民币基金规模达 20 亿元，带来新的增长因素；不考虑其他综合收益，从利润表角度来看，前三季度自营业务出现亏损的包括华泰、长江、方正、国海、山西、西南和东北证券，以小券商为主。由于收入下降，费用率普遍偏高，但看管理费用绝对规模仍先对正常。

表1：前三季度上市券商收入结构

|      | 经纪     | 承销     | 资管     | 利息     | 投资      | 费用率    |
|------|--------|--------|--------|--------|---------|--------|
| 中信证券 | 30.74% | 11.90% | 1.72%  | 11.17% | 17.82%  | 48.00% |
| 海通证券 | 36.65% | 10.63% | 10.29% | 22.04% | 12.09%  | 41.69% |
| 华泰证券 | 65.92% | 15.99% | 1.54%  | 21.51% | -5.28%  | 53.41% |
| 广发证券 | 59.38% | 13.74% | 1.85%  | 13.35% | 4.36%   | 49.68% |
| 招商证券 | 44.73% | 21.57% | 1.72%  | 11.99% | 15.01%  | 38.85% |
| 光大证券 | 43.61% | 16.90% | 15.09% | 20.25% | 4.14%   | 45.71% |
| 宏源证券 | 49.24% | 16.57% | 1.40%  | 7.42%  | 11.11%  | 46.34% |
| 兴业证券 | 40.10% | 15.18% | 2.84%  | 13.42% | 6.83%   | 56.82% |
| 长江证券 | 75.93% | 7.21%  | 4.75%  | 14.33% | -4.48%  | 65.54% |
| 国元证券 | 49.93% | 15.55% | 0.86%  | 26.89% | 4.49%   | 53.63% |
| 方正证券 | 70.99% | 7.41%  | 1.84%  | 24.17% | -14.00% | 71.33% |
| 国金证券 | 52.29% | 26.34% | -      | 14.19% | 1.59%   | 63.01% |
| 国海证券 | 77.05% | 15.03% | 1.03%  | 1.81%  | -21.78% | 83.29% |

|      | 经纪     | 承销     | 资管    | 利息     | 投资      | 费用率     |
|------|--------|--------|-------|--------|---------|---------|
| 山西证券 | 61.57% | 6.29%  | 0.66% | 28.33% | -2.64%  | 73.49%  |
| 西南证券 | 59.76% | 39.87% | 4.31% | 28.76% | -42.76% | 92.94%  |
| 东北证券 | 85.18% | 3.59%  | 5.09% | 10.85% | -13.45% | 100.17% |
| 太平洋  | 42.81% | 25.17% | -     | 7.76%  | 20.75%  | 61.35%  |

资料来源：公司报告，WIND，招商证券研发中心

## 二、佣金率降幅收窄，自营规模变动不大

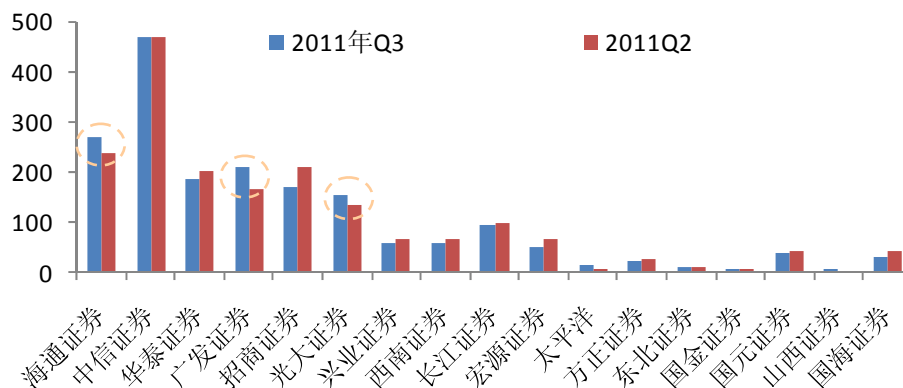
三季度佣金率环比降幅继续缩窄。三季度 16 家券商实现代理买卖证券业务净收入 61.6 亿元，同比下降 34%，同期市场股基权交易额同比下降 21%，而佣金率下降约 12%，即量的萎缩是影响经纪业务收入的最主要原因。光大证券三季度的佣金率同比仅微降 1.22%，而环比来看，有 5 家公司出现反弹，光大、国金、兴业三家公司连续两个季度反弹。其他环比下降的券商佣金率降幅也基本位于 2%-3% 的区间内。

表2：上市公司佣金率环比5家公司反弹，同比平均下降12%

|      | 2010Q3  | 2011Q2  | 2011Q3  | 同比      | 环比      |
|------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 中信证券 | 0.0823% | 0.0777% | 0.0759% | -7.76%  | -2.30%  |
| 海通证券 | 0.1040% | 0.0871% | 0.0837% | -19.52% | -3.90%  |
| 广发证券 | 0.0922% | 0.0895% | 0.0871% | -5.58%  | -2.75%  |
| 招商证券 | 0.0752% | 0.0662% | 0.0652% | -13.33% | -1.62%  |
| 光大证券 | 0.0738% | 0.0714% | 0.0729% | -1.22%  | 2.02%   |
| 长江证券 | 0.0973% | 0.0810% | 0.0844% | -13.32% | 4.16%   |
| 国元证券 | 0.1021% | 0.0873% | 0.0816% | -20.00% | -6.46%  |
| 西南证券 | 0.0865% | 0.0738% | 0.0756% | -12.65% | 2.38%   |
| 宏源证券 | 0.1132% | 0.1002% | 0.0929% | -17.94% | -7.29%  |
| 太平洋  | 0.1438% | 0.1193% | 0.1186% | -17.51% | -0.60%  |
| 东北证券 | 0.1241% | 0.1106% | 0.1084% | -12.66% | -2.00%  |
| 国金证券 | 0.1016% | 0.1036% | 0.1196% | 17.66%  | 15.39%  |
| 华泰证券 | 0.0806% | 0.0756% | 0.0740% | -8.11%  | -2.07%  |
| 兴业证券 | 0.0724% | 0.0575% | 0.0707% | -2.31%  | 23.01%  |
| 山西证券 | 0.1233% | 0.1196% | 0.1035% | -16.09% | -13.49% |
| 方正证券 |         | 0.0775% | 0.0689% |         | -11.05% |
| 国海证券 |         | 0.1372% | 0.1296% |         | -5.59%  |

资料来源：公司报告，WIND，招商证券研发中心

图2：3季度券商自营投资仓位较中期变动不大



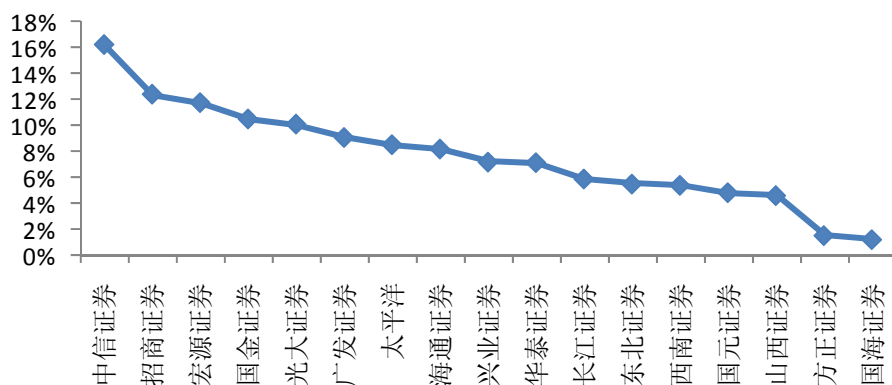
资料来源：公司报告，WIND，招商证券研发中心

三季度股债双杀，即使不进行主动调仓，券商的自营金融资产配置也将被动缩水，大部分券商的交易性和可供出售金融资产的规模较中期末有 5%-20% 的下降，而海通、广发和光大证券则体现出逆势加仓的思路，三家券商较中期末的金融资产规模分别增加了 31、42 和 22 亿元，增幅为 13%、25% 和 16%。广发证券的加仓与其在三季度完成增发，手中待配置资金大幅增长有关。

### 三、大型券商稳定性更强

大则多元，多元则稳。从 TTMROE 来看，大型券商的优势较为明显，相对于经纪和自营，投行、资管和直投、两融等创新业务对市场的敏感性要滞后一些，因而在短期大幅波动的市场中，能一定程度维持业绩的稳定性。但整体而言，三季度低迷的业绩将券商的 ROE 水平整体往下拉低，截至三季度 ROE 超过 10% 的券商仅 5 家。

图3：3季度券商自营投资仓位较中期变动不大



资料来源：公司报告，WIND，招商证券研发中心

除去报告期内完成增发的广发和上市的方正之外，仅国金证券的净资产较中期末小幅增长 0.9%，其他券商受综合收益浮亏的影响净资产均出现下跌，国海跌幅最高达 5.2%，其他缩水程度都在 3% 以内。

表3：券商每股净资产小幅下降

|      | 2011 年 Q3 | 2011Q2 | 变动    |
|------|-----------|--------|-------|
| 中信证券 | 6.60      | 6.80   | -3.0% |
| 海通证券 | 5.45      | 5.49   | -0.8% |
| 广发证券 | 10.64     | 7.78   | 36.8% |
| 光大证券 | 6.34      | 6.49   | -2.3% |
| 长江证券 | 4.80      | 4.92   | -2.5% |
| 国元证券 | 7.50      | 7.57   | -1.0% |
| 西南证券 | 4.82      | 4.93   | -2.3% |
| 宏源证券 | 5.02      | 5.10   | -1.5% |
| 太平洋  | 1.38      | 1.39   | -0.6% |
| 东北证券 | 5.11      | 5.24   | -2.5% |
| 国金证券 | 3.25      | 3.22   | 0.9%  |
| 华泰证券 | 5.91      | 5.92   | -0.1% |
| 兴业证券 | 3.82      | 3.83   | -0.3% |
| 山西证券 | 2.47      | 2.48   | -0.2% |
| 国海证券 | 3.70      | 3.90   | -5.2% |

|      | 2011 年 Q3 | 2011Q2 | 变动    |
|------|-----------|--------|-------|
| 方正证券 | 2.35      | 1.93   | 21.7% |

资料来源：公司报告，WIND，招商证券研发中心

## 四、投资思路

我们认为三季度券商的盈利已经触底，而且已在市场的预期之中，环比盈利恢复是大概率事件，虽然 2011 年业绩的下调导致动态 PE 上升，但如我们在此前报告中强调的，当前业绩已经不是制约股价的主要因素，我们强烈推荐的海通、中信和宏源证券证券 10 月的涨幅为 15%、6.7%和 7.9%，均大幅超越沪深三百 4.4%的涨幅，尤其是海通证券，我们认为在较为弱势的市场环境下，券商股票的坚挺表现显示底部已经形成，而政策创新的效应还在持续发酵。

《关于修改<证券公司融资融券业务试点管理办法>的决定》、《关于修改<证券公司融资融券业务试点内部控制指引>的决定》和《转融通业务监督管理试行办法》的颁布意味着融资融券业务转常规化和转融通运行机制正式确立，两融业务的发展将进入新的阶段，我们继续看好中信、海通和宏源，同时建议关注对两融业务弹性较高的光大证券。

图 1：证券信托行业历史PEBand

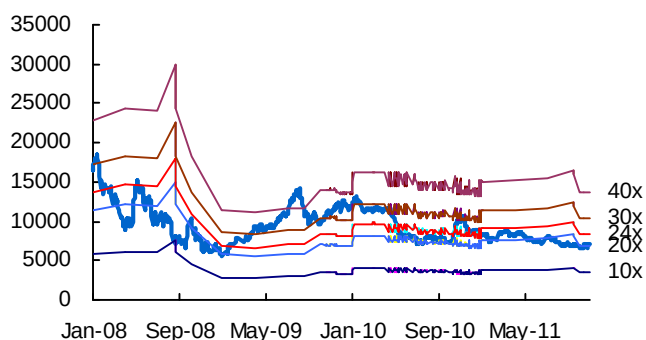
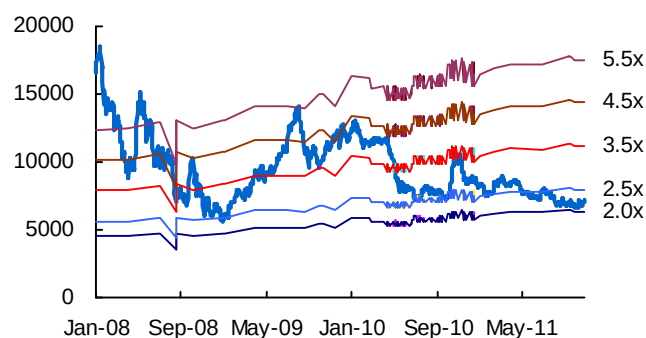


图 2：证券信托行业历史PBBand



说明：1、资料来源于招商证券研发中心；  
2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数；  
3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和；  
4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。



## 分析师承诺

负责本研究报告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、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**罗毅，CFA：**毕业于英国诺丁汉大学Sir Clive Granger（03 年诺贝尔经济学奖获得者）经济学院，经济金融学硕士学位，华南理工大学金融学学士，于业内最先发现保险股潜在投资价值，建立保险行业的分析框架，对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2010年度第二名，2008年度第二名，2007年度第三名。证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2010年度第二名，2008年第三名，2007年度第二名。金融时报(FINANCIAL TIMES) 2007年度最佳分析师金融行业第二名。中国证券报社和中央电视台财经频道金牛奖金融服务业务2010 年第二名。目前为招商证券金融行业研究董事

**洪锦屏：**华南理工大学管理学硕士，2008年7月加入招商证券，从事金融行业研究，2010 年获得新财富非银行金融最佳分析师2010 年度第二名（团队）。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。