



投资银行业与经纪业

2012.01.16

月度整体亏损，年度业绩下滑 41%

——上市证券公司 12 月份业绩数据点评

	梁静	崔晓雁
	021-38676850	021-38674874
	liangjing@gjtas.com	cuixiaoyan010374@gjtas.com
编号	S0880511010005	S0880511070001

本报告导读：

月度业绩再现行业整体性亏损。2011 年全年同比下降 41%，海通等大券商表现相对较好。创新仍将是 2012 年投资证券行业的主题，继续推荐具创新驱动及估值比较优势的中信和海通；短期来看，若市场反弹，可密切关注市场弹性较高的中小公司。

摘要：

- **扣除一次性收益，12 月份上市公司业绩整体亏损。**扣除中信因转让华夏基金所得的一次性收益，上市券商 12 月份实现营业净收入约 60 亿元、环比增长 46%；净利润亏损约 10 亿元，创出有披露史以来新低。18 家上市券商中 11 家亏损，亏损面 61%。
- **12 月份经纪和自营双杀，费用计提对业绩亦有影响。**本月市场收益率（沪深 300 指数）-6.97%、上月下跌 6.45%，月度股基交易额 2.94 万亿元、环比减少 38%；日均交易额 926 亿元、环比减少 38%。股票发行额 767 亿元、债券发行额 718 亿元，环比分别增长 63%和-17%。
- **2011 年业绩下滑约 41%。**2011 年，上市券商共实现营业收入 652.2 亿元、净利润 215.7 亿元，同比分别下滑 31%和 41%。扣除中信和广发，同比分别下滑约 26%和 45%。市场低迷导致主要业务量均显著萎缩，佣金率基数高企，是业绩惨淡的主要原因。2011 年度股基交易 42.55 万亿元，同比减少 23%，日均交易额 1,744 亿元，同比减少 24%；沪深 300 收益率-25%，而上年同期为-12.5%；股票发行 5,608 亿元，同比减少 37%；企业债券发行 4,285 亿元，同比减少 22%。
- **业绩普遍大幅下滑，大券商业绩稳定性佳。**中信（11%）、海通（-14%）、光大（-31%）、招商（-39%）表现均显著好于行业；扣除不可比因素后，中信同比增长约 50%、广发同比约降 40%。大券商综合性强、创新业务领先、经营稳健，业绩风险相对较小。中小券商中，经营相对稳健的国元（-38%）亦表现较好，自营相对激进的东北亏损，国海（-83%）、方正（-82%）、西南（-68%）、长江（-65%）下滑幅度也较大。
- **静态 PE 高企、但大部分公司 PB 进入安全区域。**上市券商平均 PB 2.15 倍，静态 PE 29.7 倍。但分化较为明显。国元（1.19）、华泰（1.30）、中信（1.38）和海通（1.45）在 PB 上优势明显；中信（7.9）、海通（20）、光大（24）的静态 PE 相对有优势。
- **长期关注创新、短期关注弹性。**行业业绩取决于市场，不确定性较大。但可以明确的是，市场换手率处于底部区域、佣金率已现止跌企稳态势，创新业务在 2012 年将有望面临规模化拐点。我们对今年行业业绩仍谨慎乐观，行业整体恢复性增长可期。基于创新面临拐点的逻辑，我们判断创新仍将是 2012 年行业投资的主体，继续推荐创新驱动力强及估值比较优势明显的中信和海通；短期来看，若市场反弹，行业向上弹性可望展现，可关注市场弹性较高的中小公司。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级： 增持

上次评级： 增持

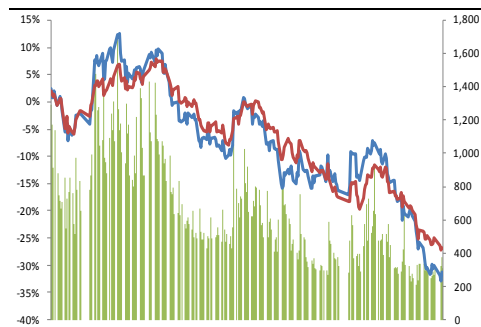
细分行业评级

投资银行业与经纪业 增持

主要上市公司评级

辽宁成大	增持
国元证券	增持
中信证券	增持
海通证券	增持
广发证券	增持
吉林敖东	增持
中山公用	增持
光大证券	谨慎增持
锦龙股份	增持
华泰证券	谨慎增持
招商证券	谨慎增持
国海证券	谨慎增持
长江证券	谨慎增持

行业指数走势图



相关报告

投资银行业与经纪业：《RQFII：政策推进较快，长期影响可期》

2012.01.11

投资银行业与经纪业：《创新仍旧是投资主题》

2012.01.09

投资银行业与经纪业：《交易量同比下滑 23%》

2012.01.04

投资银行业与经纪业：《监管规范化与市场化并重、RQFII 试点》

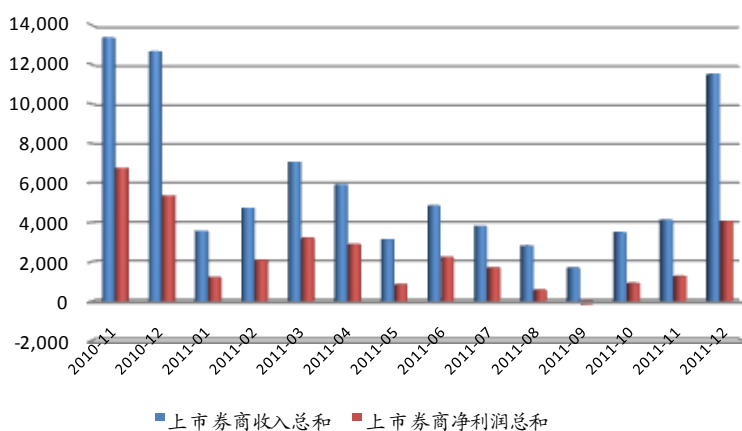
2011.12.26

投资银行业与经纪业：《RQFII 开闸》

2011.12.20

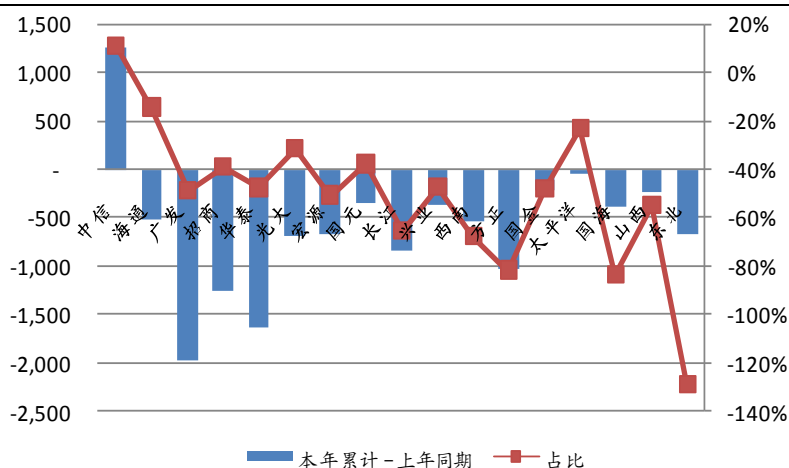
1. 上市券商财务数据综述

图 1 本月上市券商营业收入、净利润包含中信转让华夏基金收益，剔除华夏因素，上市券商合计约亏损 10 亿元，创披露史新低。



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

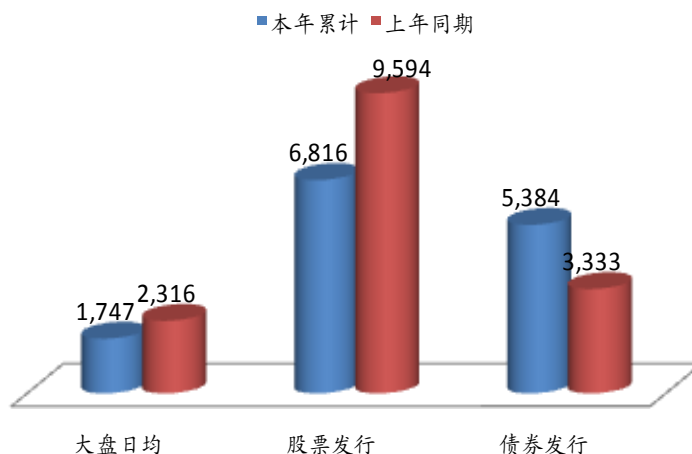
图 2 上市券商 2011 年累计业绩同比下滑 41%，无同比增长



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

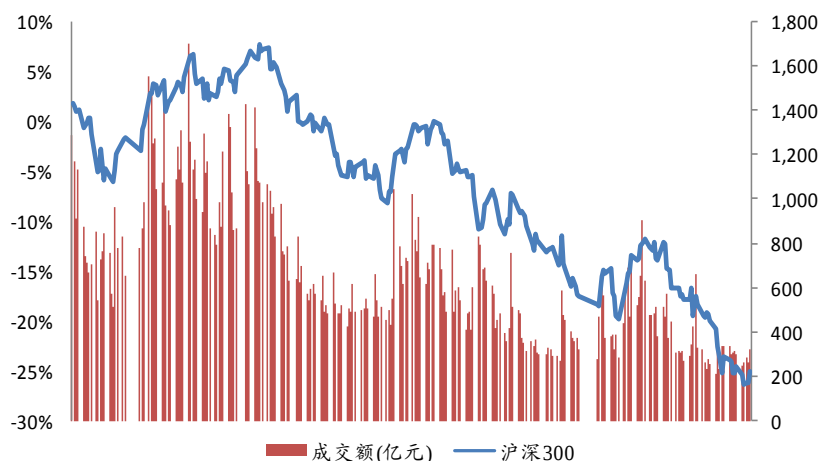
2. 市场环境

图 3 本年日均交易、股票、债券发行同比分别增长-24%、-37%、62%。



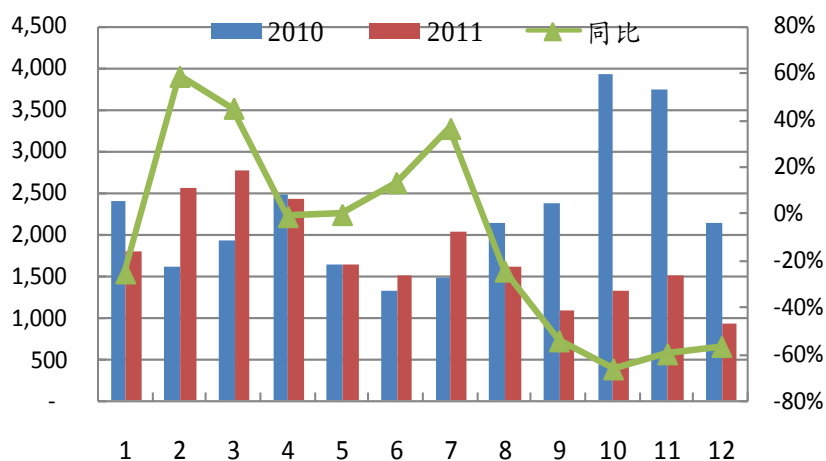
数据来源：沪深交易所，国泰君安证券研究

图 4 本月沪深 300 下跌 6.97%，沪深 300 累计下跌 25.0%



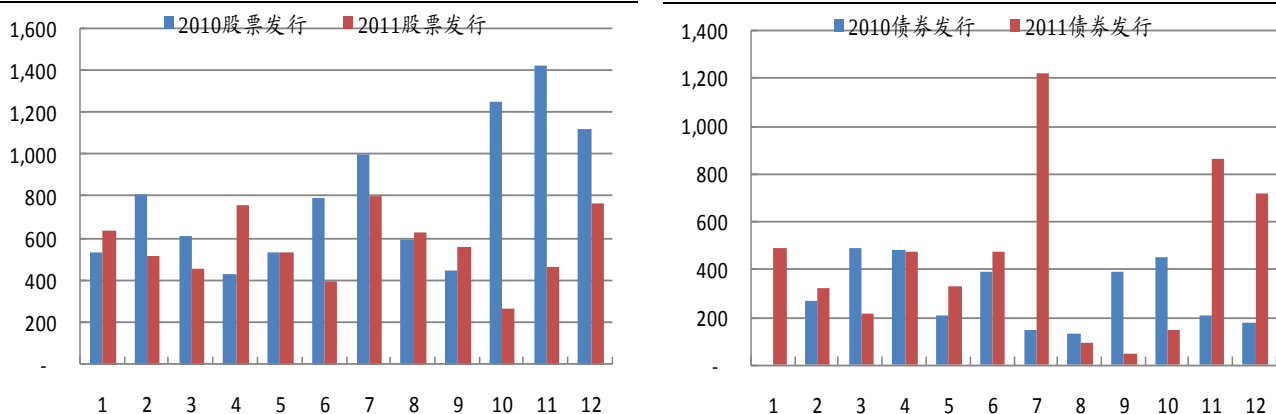
数据来源：国泰君安证券研究

图 5 本月日均股基交易额日均交易额 926 亿元，环比增长-46%



数据来源：沪深交易所，国泰君安证券研究

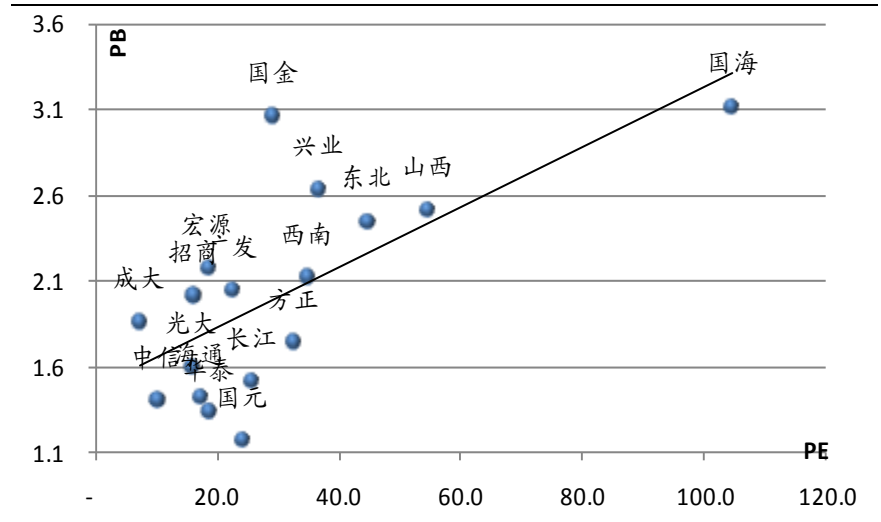
图 6 本月股票募资 767 亿元，环比增 63%；债券募资 718 亿元，环比减少 17%



数据来源：国泰君安证券研究，债券仅含企业债、公司债、可转债

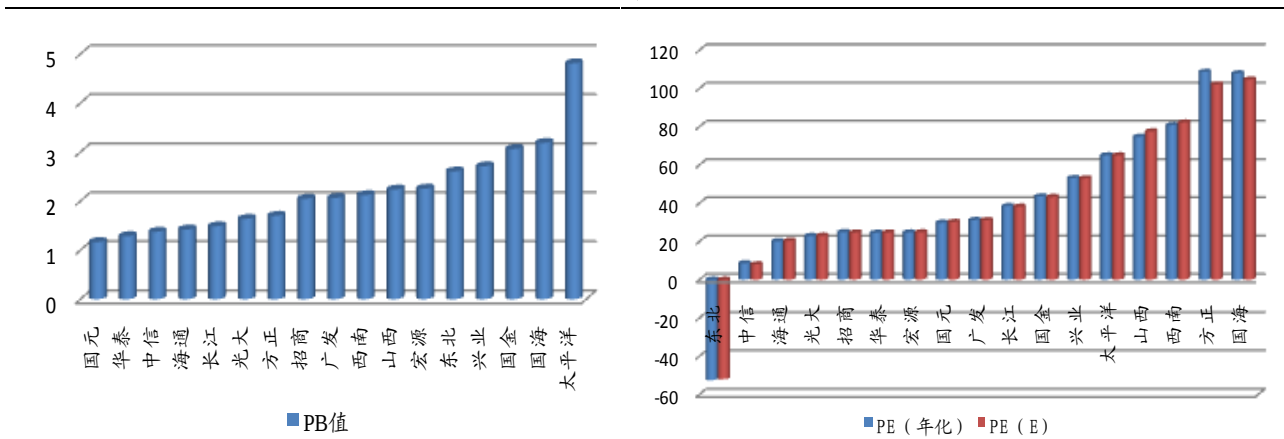
3. 券商股估值

图 7 上市券商最新 PE、PB 估值水平



数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

图 8 上市券商年化 PE 和预测 PE 的比较



数据来源：国泰君安证券研究

4. 数据展示

下文列示本月及本年累计上市券商财务数据，以及本月业绩环比、本年度业绩同比变动原因说明。

表 1 本月上市证券公司业绩变化及主要原因分析

公司	营业收入	环比	净利润	环比	净资产	净利率	ROE	业绩说明（交易额因素除外）
中信	9,089	1026%	4,468	1425%	78,483	49%	5.69%	剔除华夏因素，本月母公司亏损约 5-10 亿元 可供出售金融资产计提资产减值损失，职工薪酬等业务及管理费有所增加
海通	758	15%	1	-100%	44,636	0%	0.00%	
长江	89	-24%	-29		11,561	-32%	-0.25%	
国元	123	11%	-1		14,749	-1%	-0.01%	
东北	17	-71%	-81		3,065	-486%	-2.63%	持续 5 个月亏损
国金	-17		-37		3,243		-1.14%	
太平洋	46	97%	13		2,116	27%	0.60%	

西南	15	-76%	-74		9,895	-485%	-0.74%
光大	233	13%	-75		21,102	-32%	-0.36%
广发	430	-20%	122	-40%	31,134	28%	0.39%
招商	171	-37%	-45		24,055	-27%	-0.19%
华泰	671	24%	142	-7%	34,261	21%	0.41%
兴业	110	-15%	-13		8,160	-12%	-0.16%
山西	157	53%	32	32%	6,656	20%	0.48%
方正	42	-70%	-67		14,638	-157%	-0.46%
国海	144	53%	13	-23%	2,587	9%	0.51%
东吴	40		-38		7370		
首次公布月度数据							
合计	12,198	195%	4,219	232%	317,406		

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 2 2011 年累计上市证券公司业绩变化及主要原因分析

	营业收入	同比	净利润	同比	EPS(元)	BPS(元)	净利率	ROE	业绩说明
中信	25,019	-10%	12,563	11%	1.14	7.12	50%	18.9%	剔除华夏、中信建投因素，年净利约 75 亿元，同比增长约 50%。主因直投等收入增长
海通	8,752	-10%	3,160	-14%	0.38	5.42	36%	7.0%	经纪佣金虽减少，但承销、两融、资管等皆有增长，费用也基本持平
长江	1,873	-41%	447	-65%	0.19	4.88	24%	3.9%	自营与经纪业务收入减少
国元	1,777	-21%	578	-38%	0.29	7.51	33%	3.9%	经纪收入下降、香港子公司亏损
东北	808	-52%	-152	-129%	-0.24	4.79	-19%	-4.6%	资管虽有显著增长，但自营、经纪、承销均大幅下滑，费用高企
国金	1,062	-35%	228	-48%	0.23	3.24	21%	7.1%	费用下降，但承销、经纪收入减少
太平洋	666	-1%	157	-23%	0.10	1.41	24%	7.6%	上期基数较低，本期自营、承销均大幅增长，但费用高企拖累业绩
西南	1,033	-47%	260	-68%	0.11	4.26	25%	2.3%	佣金下滑、自营亏损、费用增长，如再扣除一次性收益，业绩已亏损
光大	4,283	-15%	1,514	-31%	0.44	6.17	35%	6.9%	经纪下滑，承销增长、费用增长
广发	5,952	-42%	2,064	-49%	0.70	10.52	35%	8.6%	承销和资管表现佳，不再合并华福及佣金率下降致经纪下降、自营亏损
招商	5,086	-22%	1,982	-39%	0.43	5.16	39%	8.3%	经纪收入减少，抵消了承销、自营、资管、两融利息等的增长
华泰	6,208	-30%	1,801	-47%	0.32	6.12	29%	5.2%	经纪份额下降致经纪佣金下降，自营亏损
兴业	2,166	-21%	416	-47%	0.19	3.71	19%	5.1%	承销和资产管理表现较好，但经纪、自营收入减少及费用高企
山西	1,080	-28%	199	-55%	0.08	2.77	18%	3.0%	利息、资管收入同比增长，但主营业务均下滑及费用高企
方正	1,635	-47%	229	-82%	0.04	2.40	14%	1.6%	虽然资管、利息收入有所增长，但各项主营业务均下滑且费用高企
国海	1,154	-39%	76	-83%	0.11	3.61	7%	3.0%	自营投资的大幅亏损
	65,224	-29%	21,571	-41%					

注：本年累计为业绩预报或 3 季报及月报简单累加

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

表 3 上市券商盈利预测及估值

上市公司	月涨幅	EPS			PE			PB	市值	评级
		2011	2012	2013	2011	2012	2013			
中信证券	-9.59%	1.23	0.44	0.51	8	22	19	1.40	1,105	增持
广发证券	-20.99%	0.70	1.00	1.17	31	22	19	2.04	655	增持
海通证券	-6.32%	0.38	0.49	0.58	20	16	13	1.42	646	增持
华泰证券	-13.69%	0.32	0.37	0.44	25	21	18	1.33	444	谨慎增持
招商证券	-7.62%	0.43	0.56	0.68	25	19	16	2.01	497	谨慎增持
光大证券	-8.11%	0.44	0.54	0.66	23	19	15	1.60	356	谨慎增持
方正证券	-19.65%	0.04	0.11	0.13	102	37	31	1.74	260	中性
西南证券	-3.03%	0.11	0.27	0.33	82	33	27	2.12	208	中性
兴业证券	-11.09%	0.19	0.34	0.40	53	30	25	2.63	225	中性
长江证券	-8.92%	0.19	0.25	0.29	38	29	25	1.51	178	谨慎增持
辽宁成大	-6.89%	1.88	0.68	0.98	7	19	13	1.86	180	增持
山西证券	-16.19%	0.08	0.08	0.09	78	78	69	2.51	155	中性
国元证券	-8.11%	0.29	0.33	0.40	30	27	22	1.17	174	增持
吉林敖东	-22.38%	3.40	1.08	1.15	6	19	18	1.61	149	增持
国金证券	-11.27%	0.23	0.30	0.33	43	33	30	3.06	101	中性
东北证券	-19.01%	-0.24	0.30	0.36	-52	42	35	2.44	83	中性
东吴证券	-10.61%	0.13	0.21	0.25	49	31	26	1.73	134	谨慎增持
国海证券	-11.23%	0.11	0.37	0.40	105	31	29	3.11	82	谨慎增持

数据来源：国泰君安证券研究

本公司具有中国证监会核准的的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		