

谢佩洁

执业证书编号: S0730511010014

021-50588666-8025

xiepj@ccnew.com

盈利降幅趋缓, 行业创新持续推进

——上市券商 2012 年三季度报前瞻

证券研究报告——行业分析

同步大市 (维持)

发布日期: 2012 年 10 月 15 日

重点个股盈利一览 (截至 10 月 12 日)

股票简称	11EPS	12EPS	12PE	评级
海通证券	0.38	0.45	21.22	增持
中信证券	1.23	0.43	26.84	增持

相关研究

证券行业月度报告

证券行业发展机遇之市场篇.....2011 年 3 月 15 日

创新助力发展转型, 尚待配套制度明确——证券行业

2011 年二季度投资策略.....2011 年 4 月 20 日

政策向好, 业绩不给力——证券行业 2011 年下半年投资策略.....2011 年 5 月 31 日

“创新” 承载冬天的火种——证券行业 2012 年年度投资策略.....2011 年 12 月 6 日

证券行业创新之梳理.....2012 年 5 月 15 日

联系人: 张杨

电话: 021-50588666-8137

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

关键要素:

投资要点:

● **上半年行业盈利下滑, 经纪、投行业务收入拖累业绩。**上半年受市场环境及成交额下滑的影响, 行业盈利情况继续下滑, 上市券商净利润同比下滑近 16%, 经纪和投行业务收入是拖累业绩的最主要因素。

● **前三季度行业盈利降幅趋缓。**结合月度经营数据, 我们预计前三季度 17 家上市券商 (不含西部、东吴证券) 累计实现营业收入 420 亿元左右、同比下滑 6% 左右, 净利润 130 亿元左右、同比下滑 13% 左右, 幅度较之上半年同比变化有所趋缓, 经纪、投行业务依然是业绩下滑的最主要因素。

● **行业创新持续推进。**进入下半年以来, 证券行业的多项创新业务试点逐步启动, 行业创新氛围日益浓厚, 营业收入、净利润的来源趋于稳定, 但 2012 年业务模式及收入结构出现显著改善的概率较小, 仍受制于证券公司自身推动创新发展的进程。

● **投资建议:** 第三季度 A 股成交额创 2009 年以来新低, 第四季度若市场整体呈现反弹格局, 将提升季度业绩预期。而转融通资金扩容、资管业务限制松绑等多项创新业务相关措施的继续推进, 行业具备市场+创新弹性。建议关注创新能力突出的中信、海通证券; 具有一定创新潜力且业绩弹性较大的中小券商。

● **风险提示:** 证券自营投资收益与经纪业务收入受证券市场行情影响较大; 各项创新政策推出进度可能会低于预期。

目 录

1. 上市券商 2012 年上半年业绩概述.....	3
1.1 行业盈利下滑，经纪、投行业务收入拖累业绩.....	3
1.2 上市券商盈利变化分化明显.....	4
2. 前三季度各项业务分析	4
2.1 经纪业务.....	4
2.2 自营业务.....	5
2.3 资产管理业务.....	5
2.4 证券承销业务.....	6
2.5 融资融券业务.....	7
3. 三季报业绩前瞻	7
4. 投资建议.....	8
5. 风险提示	9
重要声明.....	10
免责条款.....	10
转载条款.....	10

1. 上市券商 2012 年上半年业绩概述

1.1 行业盈利下滑，经纪、投行业务收入拖累业绩

行业盈利下滑。2012 年在国内外多因素影响下，市场环境更加错综复杂，行业盈利情况继续下滑，据证券业协会的数据显示，全行业 112 家证券公司上半年合计实现营业收入、净利润分别为 706.28 亿元、226.59 亿元，分别下滑 6%、13%。上市券商盈利下滑程度超过行业平均水平，19 家上市券商实现营业收入合计 341.47 亿元、同比减少 7.15%，净利润合计 117.58 亿元、同比减少 15.56%。

经纪和投行业务收入是拖累业绩的最主要因素。具体细化看，上市券商上半年盈利下滑的主要原因是经纪、投行业务收入的大幅下滑。如图 2 所示，虽然上半年上市券商自营投资收益显著增长，但仍难以抵挡经纪业务、证券承销业务收入的下滑。

图 1：上市券商季度经营情况（2011Q1-2012Q2）

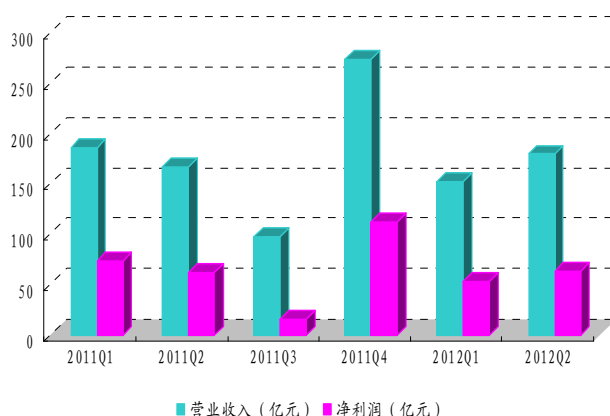
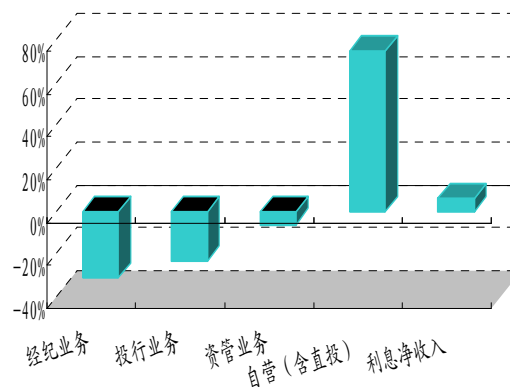


图 2：2012 年上半年，各项业务收入变化情况



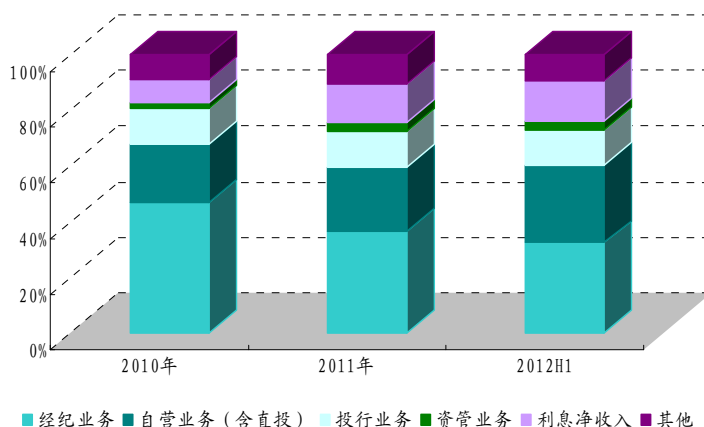
注：季度经营数据中仅包含除西部、东吴证券外的 17 家上市券商

资料来源：中原证券，公司财务报表

资料来源：中原证券，公司财务报表

经纪业务收入贡献度持续下滑。从收入结构看，受经纪业务收入大幅下滑的影响，经纪业务收入占比进一步下滑、下滑至 32.28%，自营（含直投）投资收益的占比则有所提升、由 2011 年 22.99% 提升至 28.18%，受益于融资融券业务规模的提升和高企的利率水平，利息净收入占比继续有所提升，2012H1 占比达 14.67%、较之 2011 年进一步提升；投行、资管业务 2011H1 收入占比分别为 12.57%、3.11%，基本保持稳定。

图 3: 上市券商收入结构变化情况

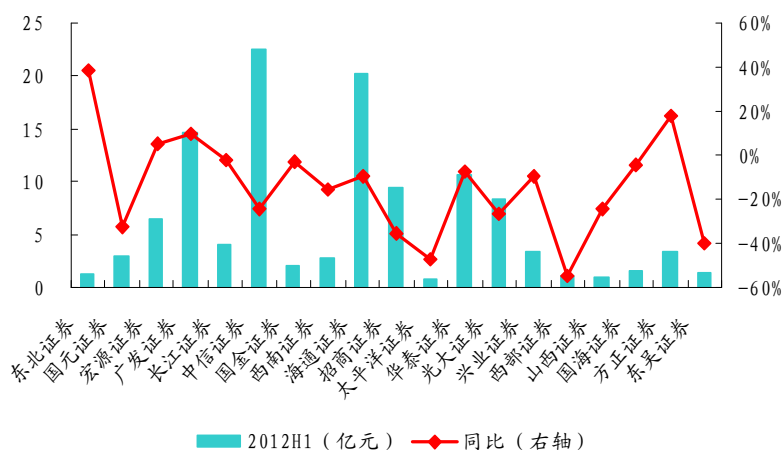


资料来源：中原证券，公司财务报表

1.2 上市券商盈利变化分化明显

具体上市券商来看，净利润同比变化的分化较明显：东北、方正、广发和宏源证券等 4 家券商净利同比实现正增长，其余 15 家上市券商受经纪、投行业务等因素影响，净利润均有不同程度的下滑，其中，西部、太平洋、东吴和招商证券等 4 家券商净利润同比下滑幅度超过 35%。

图 4: 上市券商净利润变化情况（2012H1）



资料来源：中原证券，公司财务报表

2. 前三季度各项业务分析

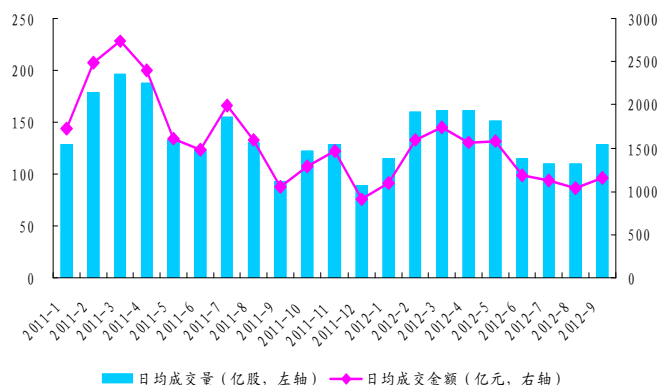
2.1 经纪业务

2012 年以来市场环境错综复杂，1-9 月上证综指下跌 5.15%，市场成交总额也趋于萎缩，1-9 月共计 182 个交易日，沪深两市 A 股成交金额合计 24.55 万亿元，较之上年同期的 34.63 万亿元大幅减少 29.10%；前 9 个月的 A 股日均成交金额为 1348.90 亿元、较之上年同期的 1881.95 亿元大幅减少

28.32%。

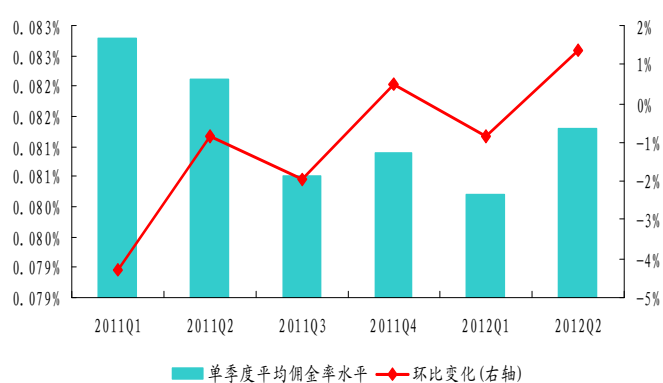
考虑到上半年已有部分券商佣金率呈现企稳回升态势,预计前三季度上市券商平均佣金率同比下滑幅度在 2%左右;合计实现经纪业务收入 150 亿元左右、同比下滑 30%。

图 5: A 股市场月度交易情况 (2011-2012.9)



资料来源: 中原证券, 伟海证券精英网

图 6: 上市券商季度佣金率变化情况

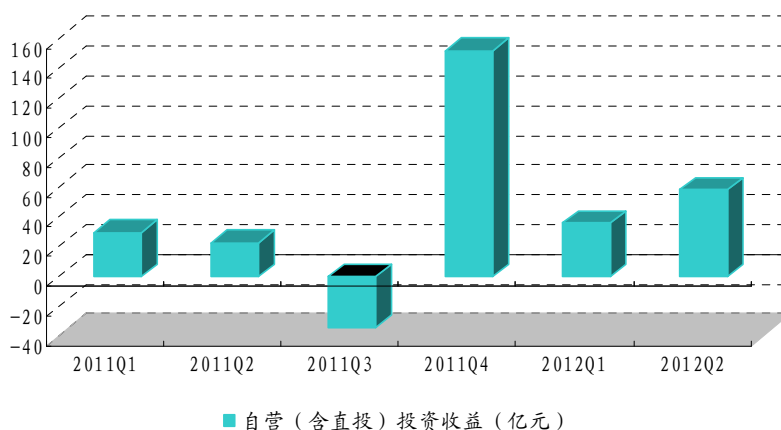


资料来源: 中原证券, 伟海证券精英网, 公司财务报表

2.2 自营业务

1-9 月, 上证综指、沪深 300 指数分别下跌 5.15%、2.24%, 较之去年同期-15.98%、-17.48%的表现大幅提升, 再加上债券整体表现较好, 均一定程度保证了上市券商自营投资收益的同比增长。上半年, 上市券商自营(含直投)投资收益(扣除联营、合营企业投资收益+公允价值变动损益)同比大幅增加 74.46%, 夯实了前三季度整体业绩。

图 7: 上市券商单季度自营投资收益情况



注: 季度数据仅包含除西部、东吴证券外的 17 家上市券商

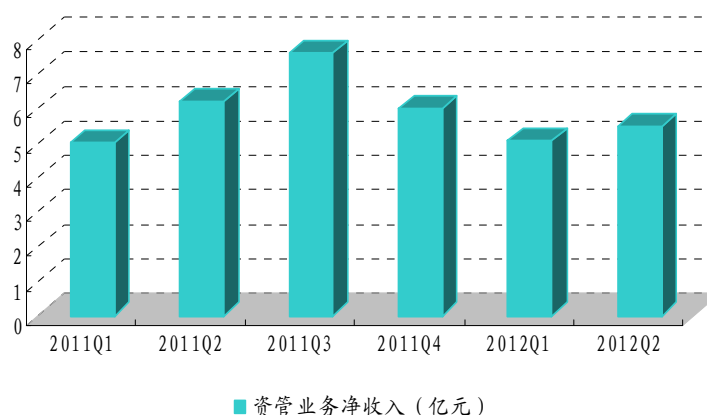
资料来源: 中原证券, 公司财务报表

2.3 资产管理业务

2012 年以来, 受竞争日益激烈的理财市场环境、较低迷的 A 股市场环境等因素影响, 1-9 月共有 82 只集合理财产品成立, 产品规模合计 480.86

亿元、同比减少 19.25%，再加上集合理财产品净值也有所缩减，都在一定程度上影响资管业务收入，这从上半年上市券商资管收入同比变化中可以得以验证。上半年，上市券商资管业务净收入同比减少 6.03%，主要是受市场环境等因素影响，资管规模有所缩减所致，虽然期间定向资管等规模有所增加，但仍无法改变管理费收入有所下滑的局面。

图 8：上市券商资管业务收入情况（2011-2012Q2）

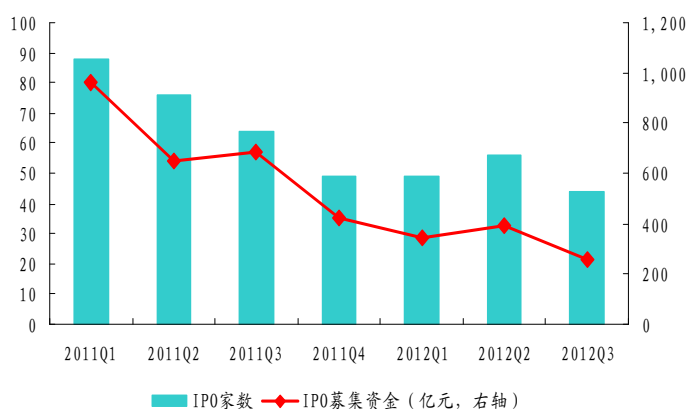


注：仅包含除东吴、西部证券后的 17 家上市券商
资料来源：中原证券，公司财务报表

2.4 证券承销业务

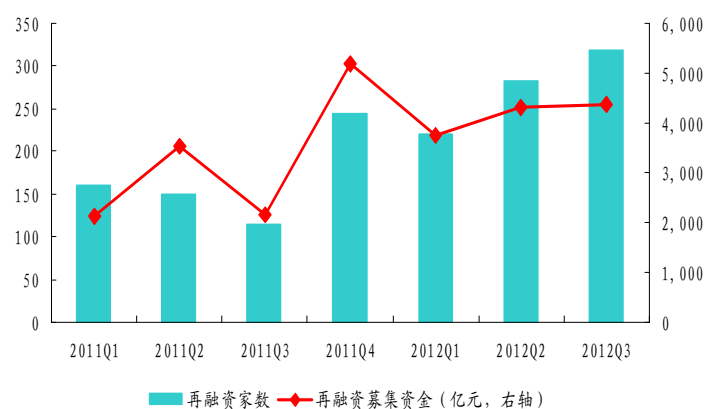
2012 年随着监管层新股发行改革的不断推进，IPO 募资规模大幅下滑，1-9 月 149 家企业实现新股成功发行，募资规模 994.66 亿元、同比大幅下滑 56.69%，（股权+债权）再融资募资规模 11683.28 亿元、同比大幅增加 82.94%，虽然主承销总金额规模同比实现 45.97% 的增长，但附加值较高的 IPO 募资规模同比出现较大幅度的下滑，一定程度上拖累了投行业绩。

图 9：季度 IPO 发行情况（2011-2012Q3）



资料来源：中原证券，wind 资讯

图 10：季度再融资情况（2011-2012Q3）



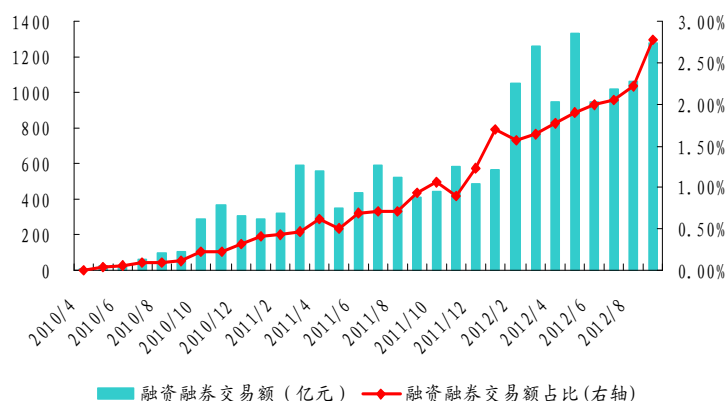
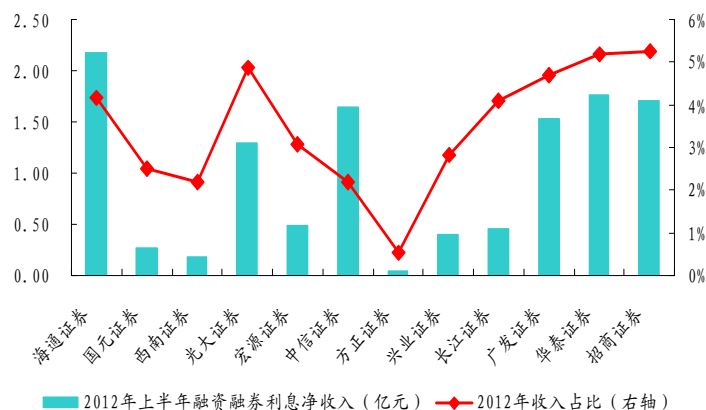
资料来源：中原证券，wind 资讯

2.5 融资融券业务

2012 年以来,业务资格券商的数目不断增加,参与券商 2012 年 6 月由 25 家扩容至 47 家,8 月阵容再次扩至 68 家,已开展融资融券业务的券商占据 89.5%的经纪份额。随着越来越多的券商参与到融资融券业务中,再加上 8 月 27 日转融资业务启动,融资融券市场规模持续增长,交易活跃度也趋于提升,1-9 月,融资融券交易总规模达 9460.27 亿元、同比大幅增加 132.73%,截至 9 月底,融资融券余额达 700.59 亿元,其中融资余额 685.38 亿元、融券余额 15.21 亿元,预计 1-9 月融资融券业务给证券行业贡献利息收入达 21.74 亿元、交易佣金 7.6 亿元。

从融资融券利息的收入贡献来看,上半年,除方正证券外的其余 11 家已开展业务的上市券商,融资融券业务给其贡献的利息收入占营业收入比重均已超过 2%,其中招商证券和华泰证券分别以 5.27%、5.18%的占比位居前两位,融资融券业务对券商收入贡献逐步趋于提升,未来有望进一步缓解佣金率下滑给券商经纪业务带来的影响。

图 11: 上市券商融资融券利息收入及收入占比情况(2012H1) 图 12: 融资融券月度交易占比情况



资料来源: 中原证券, 公司财务报表

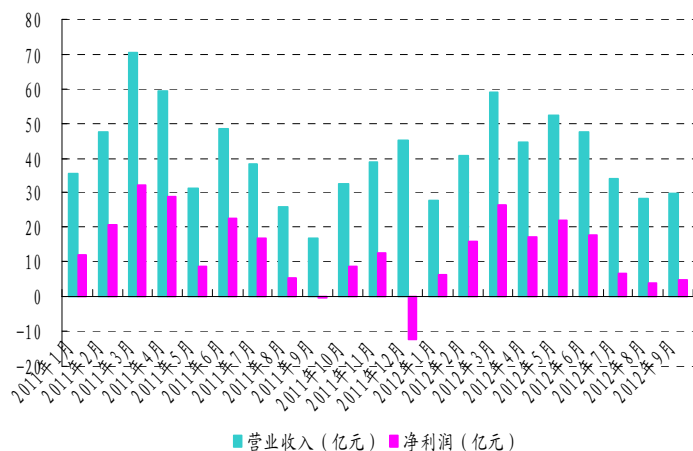
资料来源: 中原证券, wind 资讯

3. 三季报业绩前瞻

9 月, 上证综指整体呈现震荡上行态势、期间上涨 1.89%, 但市场成家金额仍环比有所减少, 经纪业务收入环比趋于下滑, 投行业务环比持平, 自营业务可能将受益市场环境有所趋暖而呈现环比改善的态势, 预计 9 月上市券商营收 30 亿元左右、净利润 5 亿元左右。

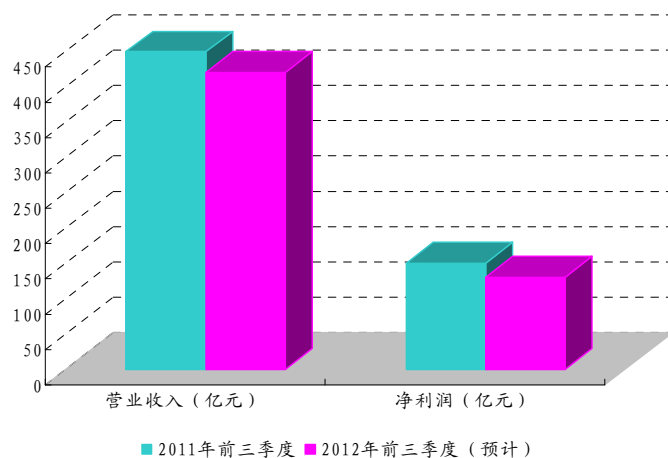
行业盈利降幅趋缓。结合 7-8 月已公布的月度经营数据及 9 月预估的经营数据, 我们预计前三季度 17 家上市券商 (不含西部、东吴证券) 累计实现营业收入 420 亿元左右、同比下滑 6% 左右, 净利润 130 亿元左右、同比下滑 13% 左右, 幅度较之上半年同比变化有所趋缓, 经纪、投行业务依然是业绩下滑的最主要因素。

图 13: 上市券商月度经营数据



资料来源: 中原证券, 公司财务报表

图 14: 上市券商 2011、2012 前三季度盈利情况



资料来源: 中原证券, 公司财务报表

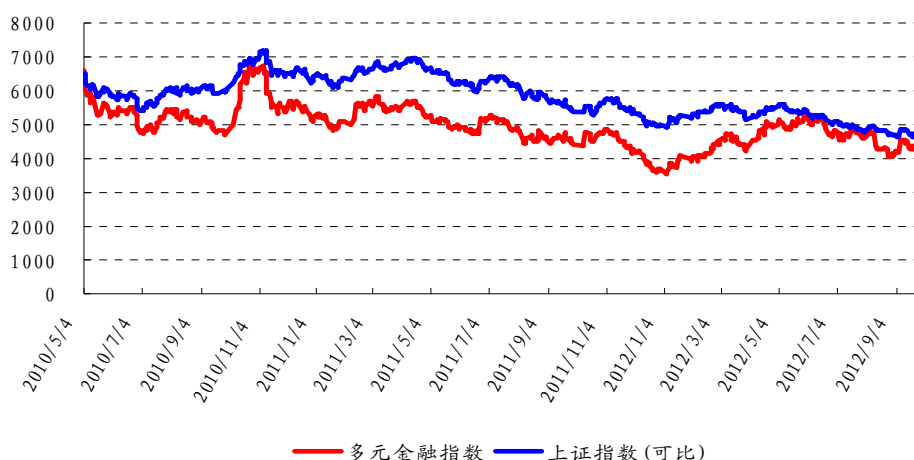
行业创新持续推进。进入下半年以来, 监管层对证券公司创新的支持力度不断加大, 证券行业的多项创新业务试点逐步启动, 包括保证金管理、约定购回证券交易等业务试点范围的扩大、新三板扩容、转融通试点的启动等, 证券公司创新业务的种类日益增加, 行业创新氛围日益浓厚, 营业收入、净利润的来源趋于稳定, 但 2012 年业务模式及收入结构出现显著改善的概率较小, 仍受制于证券公司自身推动创新发展的进程。

4. 投资建议

2012 年以来券商板块整体表现较为靓丽, 尤其是上半年: 1-6 月多元金融指数按总市值加权平均的平均涨幅为 31.88%, 远超同期上证综指 2.68% 的涨幅, 我们认为主要是以下三方面原因综合影响的结果: (1) 超跌后带来的板块补涨机会, 2010.5-2011.12, 多元金融指数下跌 47%而同期上证综指下跌 19%; (2) 年初以来的金融改革给金融板块带来的投资机会; (3) 证券行业创新动态等。

而 7-9 月, 上证综指下跌 5.36%的情况下, 多元金融指数下跌 2.91%、表现优于上证综指。

图 15: 多元金融指数与上证指数走势对比图 (2010.5-2012.9)



资料来源: wind 资讯, 中原证券

从行业环境看,在金融改革的大背景下,行业监管的政策环境也不断趋于宽松,尤其是近日证券业协会“证券公司五大基础功能发展专题研讨会”、监管层与大型券商负责人的闭门会议,监管层明确表态将推出备案制,进一步深化行政许可申请改革,并鼓励券商在创新业务方面先行先试,这些都预示着行业创新发展大改革的推进。

从业绩贡献来看,虽然各项创新短期内无法从根本上改变券商仍以经纪、承销等传统业务为主的收入结构,无法大幅改善收入及盈利情况,但创新预期有望对券商股的估值形成明显支撑,“创新”将是长期贯穿券商板块的一个投资主线。

第三季度 A 股成交额创 2009 年以来新低,第四季度若市场整体呈现反弹格局,将提升季度业绩预期。而转融通资金扩容、资管业务限制松绑等多项创新业务相关措施的继续推进,行业具备市场+创新弹性。建议关注创新能力突出的中信、海通证券;具有一定创新潜力且业绩弹性较大的中小券商。

5. 风险提示

- (1) 证券自营投资收益和经纪业务收入受证券市场行情影响较大;
- (2) 各项创新政策推出进度可能会低于预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券分析师资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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征价。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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。