

# 佣金战侵蚀净利 转型阵痛席卷上市券商

## 收入结构优化 15家券商中13家去年净利增速为负

□本报记者 蔡宗琦

### 两家券商净利正增长

全部披露的年报显示,上市券商集体录得正收益。

Wind数据显示,中信证券依然业绩傲人,归属母公司净利润高达113亿元,广发证券净利润入账40亿元,海通证券、华泰证券、招商证券紧随其后,净利润分别为36.9亿元、34.3亿元、32.3亿元。上市券商中,净利润最低的太平洋证券净利润亦有20亿元。

但与行情触底反弹的2009年相比,2010年上市券商的净利润同比增幅多数出现下滑,其中太平洋证券净利润下降高达49.7%,东北证券下降42.3%,刚刚上市的兴业证券和山西证券净利润亦下滑31.9%及29.1%。上市券商中,仅有中信证券及宏源证券净利润正增长,同比增长率分别为25.9%及13.4%。

经纪业务下滑成为年报业绩的主要杀手,2010年行情不景气,市场成交多个月份极度低迷,加之行业佣金战如火如荼,佣金费率整体水平下滑超过20%。券商行业经纪业务全面跳水,如经纪业务实力较强的上市券商中,广发证券、招商证券、光大证券经纪业务收入同比增幅分别为-27.68%、-20.64%、-26.15%,国元证券、西南证券及兴业证券经纪业务收入均出现负增长,同比增幅分别为-16.34%、-6.46%和-22.82%。

自营业务成为拖累业绩的另一大杀手,其中太平洋证券的证券投资业务出现219万元的亏损,增长率为-101.41%;东北证券自营亏损盈利1.03亿元,但增长率同比下滑71.49%;国金证券、兴业证券等自营业务增长率均大幅下降超过50%。

### 收入结构优化明显

一直以来,我国券商盈利模式单一,靠天吃饭“明显,经纪业务贡献占比超过七成,一旦出现行情不济,交投清淡及新开户下滑,业务单一的券商可能无计可施陷入被动局面。因此,改变单一的盈利模式成为不少上市券商的当务之急,2010年业绩集体下滑背后,券商转型迹象明显。

首先投行业绩贡献均大幅度攀升。wind数据显示,2010年东北证券、太平洋、国金证券、兴业证券、宏源证券的投行业务同比增长率分别高达981%、340.4%、290%、263%及225%。从全行业来看,全年券商实现证券承销与保荐及财务顾问业务净收入272.32亿元,同比增长80%;投行业务收入占营业收入的总额达14.3%,比2009年增长6.9个百分点。分析人士认为,这意味着行业收入结构优化明显。

投行业绩高速增长首先在于多数中小券商底子薄弱,多年来A股市场上市以主板为主,中金、中信证券、瑞银及银华等大型券商瓜分了投行市场的蛋糕。随着中小券商投行业务能力的增强,特别是中小板、创业板公司在2010年大量上市,一些具有地域及母公司优势的券商获得了投行业务发展机遇,增长迅速。而市场人士普遍认为,由于扩大直接融资比例的方针未变,投行业务在十二五期间仍将面临较大的市场机遇,为券商行业转型注入强心剂。

而券商集合理财业务有望成为下一个券商业绩增长点。去年底,证监会发布《关于调整证券机构行政许可的工作方案》征求意见稿,拟将券商集合理财申报制度由审批制改为备案制。截至目前,受制于较为严格的监管,我国资管产品数量刚刚超过百只,未来政策松绑后,发展空间巨大。

从2010年年报数据来看,资管业务的业绩爆发增长已经出现端倪。2010年券商资管产品发行数量迎来爆发式增长,由于部分券商基数较低,增长快速。其中东北证券资产管理业务收益8192万元,同比增长率高达1887.12%,宏源证券资管业务收入5805万元,增长率高达250.48%。

### 上市券商有望添新丁

尽管我国有百余家公司,但截至目前仅有15家券商上市。

与其他行业相比,由于券商行业的特性,监管层特别规定:公司上一年度经纪业务、承销与保荐业务、资产管理业务等主要业务,应当至少有两项业务水平位于行业中等水平以上或者至少有一项业务收入位于行业前十。此外,“一参一控”未达标的企业暂时不得上市。

按照上述规定,我国仍有一大批有实力的券商尚未上市,如券商行业第一梯队中的中金公司、银河证券、国泰君安、申银万国,第二梯队中的东方证券等等。

眼下,中金公司及银河证券尚未解决“一参一控”难题,暂缓启动上市程序。但值得关注的是,国泰君安、申银万国、东方证券、国信证券等券商均赶着2010年底“一参一控”大限前发布解决或披露即将解决“一参一控”的信息。虽然国泰君安等“一参一控”正式解决暂时时日,但只待处理结果正式落地,上述券商上市有望提上日程,券商行业上市队伍中有望增添实力雄厚的新丁。

随着长江证券披露2010年年报,上市券商已经全部公布2010年业绩,15家券商净利润总额超345亿元。

虽然净利润总量依然可观,但15家券商中多达13家2010年的归属母公司净利润同比增速均为负数,仅有中信证券及宏源证券取得正增长。

不过,仔细观察券商年报不难发现,净利下滑的主要“杀手”来自佣金战下的经纪业务收入下滑。但在全行业高喊转型之时,从年报中不难发觉,已有先行者试图摆脱经纪业务独大的桎梏,投行业务在2010年快速崛起。但转型从来不会一蹴而就,对于全行业而言,2011年一季度经纪业务带来的伤痛依然难消,投行业务的继续提速及资管监管的放行有望为今年的券商业绩增添“血色”。

□本报记者 钱杰

上市券商一季报已披露过半,从目前已披露业绩的9家券商来看,业绩分化十分严重。5家券商一季度业绩报喜,其中两家同比涨幅超过50%,而另外4家则出现了不同程度的下滑。分析人士指出,在行业佣金率持续下滑的大背景下,自营业务和投行业务的分化是一季度券商业绩不同的主因,未来直投、融资融券等创新业务的进展将是决定券商股能否跑赢大市的关键。

### 经纪业务继续下滑

截至4月26日,15家上市券商中已经有太平洋证券、国金证券、东北证券、国元证券、光大证券、宏源证券、招商证券、华泰证券、海通证券等9家券商披露了今年的一季报。Wind统计数据显示,这9家券商今年一季度共实现净利润41.8亿元,与去年同期的40.1亿相比微增4%。不过,对券商业绩贡献最高的经纪业务收入却出现了明显下滑。今年1-3月,这9家上市券商的代理买卖证券业务净收入都延续了去年的颓势,平均同比下滑13%。其中,国元证券降幅最大,达到了15%,海通证券、华泰证券和宏源证券的降幅也超过了13%,其余几家券商的降幅也在10%左右。

佣金率继续下滑是券商经纪业务收入萎靡不振的主要原因。例如,根据海通证券金融行业分析师董乐的测算,国元证券一季度佣金费率约为0.088%,较2010年的平均佣金率下滑了17.1%;华泰证券一季度的佣金率也已降至0.068%,较2010年的平均佣金率下降了18.5%。其他几家券商的下降幅度也都在9%-13%之间。

今年券商行业的平均佣金率肯定会低于去年,不确定的只是下滑速度的问题。”一位业内人士坦言,今年1月份券商佣金率下滑非常厉害,但在2、3月份受行情回暖的影响,佣金率下降速度出现了放缓,不过,在接下来的时间里佣金率是否能够止跌企稳还很难说。

国信证券金融行业分析师田良也认为,目前各家证券公司的经纪业务同质化现象十分严重,尽管各地证券业协

	海通	光大	华泰	中信	广发	招商
融资融券利息收入	3387.30	2553.60	828.76	7271.34	2477.46	
直投子公司净利润	6130	3858.77	167.73	113.02	111.03	920.77
期货子公司净利润	5170	747.62	8,003.16	4,252.03	2,275.98	4,247.04

时间	海通	光大	招商	中信	国元	东北	宏源	西南	广发
2009一季	-21.89%	-7.52%	-2.81%	-18.24%	-6.02%	4.2%	-9.30%		
2009二季	-5.32%	5.71%	-3.08%	-3.10%	6.74%	-13.38%	4.51%	-7.50%	-7.38%
2009三季	-5.51%	-10.13%	-7.73%	-9.93%	-3.54%	-5.03%	-11.73%	-8.19%	-10.37%
2009四季	7.61%	33.33%	16.51%	8.04%	1.4%	7.37%	15.2%	11.90%	9.51%
2010一季	-1.92%	19.11%	-1.52%	-10.52%	-7.43%	-5.65%	-7.74%	-6.20%	-17.11%
2010二季	4.02%	8.02%	4.00%	3.20%	7.03%	2.13%	7.23%	2.57%	3.78%
2010三季	-11.00%	-4.62%	-7.13%	-12.72%	-7.54%	-8.57%	-5.34%	-12.20%	-11.44%
2010四季	3.65%	4.68%	3.51%	10.72%	6.60%	2.33%	2.72%	6.16%	0.57%

资料来源:各证券公司网站

制图/蔡宗琦

# 券商一季度业绩分化严重

## 投行业务挑大梁 创新业务看点多

会出台了一些限制佣金战的自律性规定,令价格战在短期内有所降温,但长期来看,随着证券公司网站的不断扩容,佣金战仍会比较激烈,经纪业务的成长性不容乐观。

### 投行自营成分水岭

值得关注的是,各家券商一季度业绩分化严重,可谓几家欢喜几家愁。国金证券、光大证券、海通证券等5家券商一季度业绩报喜,而另外4家则出现了不同程度的下滑。其中,国金证券的一季报格外亮眼,一季度实现净利润1.56亿元,同比大增76.42%。光大证券一季度实现净利润5.63亿元,同比增幅高达64.24%。太平洋证券和海通证券一季度净利润则分别增长29.37%和17.17%,招商证券一季度盈利微增1.6%。

在业绩出现下滑的券商中,东北证券的下滑最为明显,净利润从去年同期的2.01亿元降至今年一季度的1.05亿元,降幅高达47.8%。宏源证券和华泰证券则分别下降19.34%和15.94%,国元证券一季度盈利同比微降3.27%。

在佣金率普遍下滑的一季度,是什么导致各家券商交出了如此迥然不同的成绩单?投行和自营才是真正的分水岭,业绩报喜的券商均在投行承销收入或自营收入上有出色表现。以业绩上升最快的国金证券为例,该公司今年一季度经纪业务收入同比下滑了8.64%,但由于投行承销收入大增23倍,净利润仍能大增近八成。国金证券今年一季度共承销了6家上市公司,承销份额跻入前十名,承销收入由去年一季度的0.09亿元激增至今今年一季度的2.2亿元,一季度公司承销收入占比已超过经纪业务,成为第一大收入来源。光大证券的业绩上升则源于投行业务和自营的双轮驱动,一季度该公司承销收入大增近五倍至1.79亿元,自营收入也扭亏为盈,从去年一季度的亏损1.8亿元转为盈利1.55亿元,所以总体业绩方能大增64.24%。

而业绩出现下滑的券商多半是投行或者自营业务不“给力”。东北证券今年一季度承销收入大降93.08%,华泰证券和宏源证券则是因为自营业务收入分别下滑了近五成和近四成。

分析人士指出,由于今年中小板和创业板发行节奏依然较快,证券公司的投行收入将继续增长,一些上市券商的投行收入有望全年保持高速增长。但自营业务的收入增长则需要“靠天吃饭”,不具备持续性。

从过去几年的跟踪来看,券商的自营业务在牛市通常跑不赢大市,在熊市只比大市亏得略少,还没有哪一家券商的自营业务能够长期表现优异的。”国信证券金融行业分析师田良表示。

### 创新业务成关键

展望后市,券商行业分析师对于券商板块未来几个月的表现已经出现了明显分歧。国泰君安、海通证券、招商证券等券商研究所纷纷给予券商行业“看好”或者“增持”评级。而国信证券、中原证券和国联证券等券商研究所则给出了“中性”或者“同步大市”的评级,并不看好目前券商股的投资机会。分歧的主要原因在于对证券公司佣金率二季度是否能止跌回升的判断。

如果行情持续回暖,券商的投顾转型取得成效,佣金率触底回升并非没有可能。”深圳一家券商的经纪业务负责人表示,“如果市场维持震荡行情,下半年非现场交易营业部审批放开的话,佣金战会继续升级,整个行业的佣金率还会走低。经纪业务的增收难度很大。”

唯一确定的是,如果直投业务转常规、转融通制度推出和新三板扩容成为现实,券商的创新业务收入将突飞猛进,甚至能够弥补经纪业务收入的下滑。招商证券的研究报告指出:“基于创新业务的快速发展和政策对行业的支持,证券行业迎来发展的拐点,新三板试点扩容将逐步敲定,国际板或证监会今年工作重点,融资融券和直投业务步入规模化发展阶段,业绩贡献将逐步释放。”

东方证券分析师金麟认为,创新业务带来的收入贡献或许将极大的抵消经纪业务长期下滑对证券公司的影响,而从公司层面看,能顺应变革,积极迈向业务蓝海证券公司将很可能是未来的转型成功者。

# 内地券商争相登陆港股

## 业务空间仍待拓展

□本报记者 朱茵

近期海通证券与中信证券相继提出发行H股、在香港挂牌上市的计划。业内人士认为,内地券商如能在合适的时机登陆香港,无疑抓住了又一发展契机。目前15家内地券商已经在A股上市,如能进一步实现国际化战略,则行业整体发展将迈上新的台阶。

### 登陆港股提升融资效率

国际化一直是海通证券、中信证券等内地大券商的重要发展战略。金融行业中,多家银行、保险公司实现了A+H上市,而证券公司大多仅在A股上市。

香港作为海外市场的桥头堡,内地券商都有各自的触角延伸过去。前期内地券商已经纷纷在香港开设分支机构,收购当地券商,争取各项业务牌照,这可算作登陆香港的第一步。除了业务领域的拓展外,在香港市场,国泰君安香港子公司——国泰君安国际控股有限公司已经上市,国元证券也已经启动其香港有限公司到香港主板上市的进程。子公司上市是登陆香港的第二步。

与此前券商香港子公司上市的做法不同,此次中信证券与海通证券都计划通过发行H股,在香港上市。两家公司的国际化路线和时机选择不谋而合。业内人士表示,从时机的选择和两个市场的表现看,此番券商赴港融资的进程可能会很快。同时业内人士表示,目前H股对金融行业的估值要明显高于A股,这显然有利于提升融资效率。

今年香港股市在大量新进资金的推动下出现强劲上涨,而金融股的表现抢眼,A、H股的股价“倒挂”现象十分突出。在同时拥有A、H股的上市公司中,H股相对A股溢价率较高的几乎全部是金融股,保险和银行股溢价率十分明显。同样作为金融领域的代表,内地券商股对海外投资者具有吸引力。一位香港的分析师表示,在一些海外投资者眼里,分享大陆经济增长的最好途径无疑是投资内地的金融行业,在国内流动性充裕而投资领域狭小的情况下,内地券商将是资本市场发展最大的受益者。

### 业务扩展面临挑战

有基金经理表示,内地券商虽然走出去的规划作了好多年,但少有实质举动。因此,登陆香港之后,公司的业务范围是否也能相应拓展,才是公司价值提升的关键。

要实现业务领域的国际化,内地券商显然还面临着重大挑战。内地券商为众多的香港子公司主要是开展经纪业务,即便是扎根香港十余年的国泰君安以及申万香港子公司,其主要的发展方向还是零售业务。例如国君国际去年的总收入为5.83亿港元,其中71%的收入来自经纪业务,3.2%来自投行业务。这样的业务构成主要因将近93%的客户具有中国内地背景,仅7%为香港本地客户。因此,在香港市场内地券商不仅难以与外资大行相抗衡,与港资本地券商也有距离。

拓展海外市场是机构投资者最为关心的。海通证券发行H股募集资金用途之一是在海外择机设立或收购证券相关机构,发展证券相关业务。中信证券也表示募集资金主要用于建立海外研究、销售网络以及发展资本中介业务。有分析师认为,收购海外机构以及销售网络的建立,是为了给两家券商承接海外的投行项目奠定基础。海通证券年报显示,去年股票承销额达504亿元。如果能借香港市场增加自身的承销实力,无疑其实力能得到较大提升。

资本中介业务主要指利用自有资金或资金杠杆开展各种交易中介服务,比如做市交易、大宗交易、结构性产品等。该类业务内地发展限制较多,但却是海外投行的主要盈利模式之一。加大买方业务尤其是资本中介业务已成为公司近年来发展的重中之重,境外市场是这一领域的最好突破点。

“不差钱”是不少投资者对海通中信等大券商的评价。截至2010年末,中信净资产已达705亿元,自有资金超过200亿元,资金实力已居行业前列;而海通证券也毫不逊色,截至一季度末,海通证券的净资产为457.96亿元。行业分析师认为,当前券商很多业务需要资本的投入,两融与直投业务就消耗很大,随着未来新业务的发展可能还需要更多的资金。但登陆香港H股,手握大量资金的券商能否跻身国际大行序列,还需假以时日。

