

[2009.3.2]

成交额爆发式增长

——2009 年 3 月份月报

梁静 董乐
021-38676850 021-38676650
liangjing@gtjas.com dongle@gtjas.com

本报告导读：
2 月日均股票基金成交额创 12 个月以来新高；
营业网点设立逐步市场化将推动佣金率继续下行。

投资要点：

- 2 月日均股票基金成交额 2080 亿元，同比增长 55.1%。全月股票基金成交额 41,600 亿元，环比上升 1.74 倍、同比增加 93.9%。日均股票基金成交额 2080 亿元，同比增长 55.1%，环比增长 105%，日均成交水平创 12 个月以来新高。本月经证交易额 6648 亿元，环比增长 1.97 倍，同比增加 24%。日均股票基金权证成交额 2412 亿元，环比增长 108%，同比增长 44%。
- 股票公开发行仍无进展，企业债发行有所起色。2 月无股票公开发行项目，仅有 6 单定向增发项目，其中 4 单为现金认购，募集资金合计 24.5 亿元，同比下降 75%，4 单增发平均发行费率为 2.95%。2 月完成 14 单企业债券发行，共募集资金 301 亿元，债券发行额同比上升 6.5%，环比增加 3.36 倍。
- 1-2 月日均交易额达到 1622 亿元、较 2008 年年均增长 46%。1-2 月共实现股票基金权证成交额 65,663 亿元，同比降 16%，但日均股票基金成交额达 1622 亿元，较 2008 年年均增长 46%。1-2 月无股票公开发行项目，定向增发募集资金 33 亿元，债券发行募集资金合计 370 亿元。
- 集合理财新产品加速推进。宏源证券首只集合理财产品于 2 月获批，将于近期发行，而同期兴业证券、银河证券、华泰证券、国都证券均有相应集合理财产品进入推广期。
- 营业网点设立逐步市场化将驱动佣金率继续下行。2002 年佣金市场化导致佣金率已由 0.3% 降低到 0.13%。继佣金率市场化之后，营业网点设立的市场化也将呈现加速趋势。新设营业部及服务部升级将使得近两年营业部供给最多可增长 20%。营业网点的市场化将加剧经纪业务的市场竞争，从而使得佣金率在短期内难以改变快速下滑的势头。长期来看，在网点设立市场化、投资者结构机构化、交易方式非现场化以及交易品种多元化等因素的驱动下，佣金率可能将维持持续下降的态势。我们对行业及上市公司的盈利预测已经包含这一预期。
- 维持对行业的中性评级。2 月份交易额的爆发式增长的确远远超出预期，我们因此也在更新报告中上调了我们对于全年日均交易额的判断、至 900-1000 亿元，同比下滑-10%—-20%；但我们也认为，2000 亿元的日均中长期看将难以为继，2 月份的交易水平将极可能是全年高点。从估值水平看，除中信证券外，其余券商均在一定程度上反映了 1500 亿元日均交易额对应的业绩预期，因此我们继续维持对行业的中性评级。从投资策略上来看，我们仍然坚持上期更新报告所指出的三大投资思路，而投资于领先券商、分享行业长期成长仍然是我们的首选，我们仍然维持对广发系以及中信证券的增持评级。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

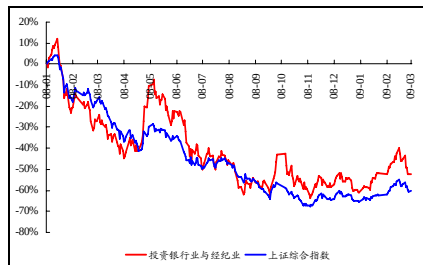
细分行业评级

证券经纪与交易业	中性
信托业	中性

主要上市公司评级

中信证券	增持
S 延边路	增持
宏源证券	中性
海通证券	中性
国金证券	中性
东北证券	中性
国元证券	中性
长江证券	中性
辽宁成大	增持
吉林敖东	增持
爱建股份	中性
安信信托	中性
陕国投	谨慎增持
太平洋	减持

行业指数走势



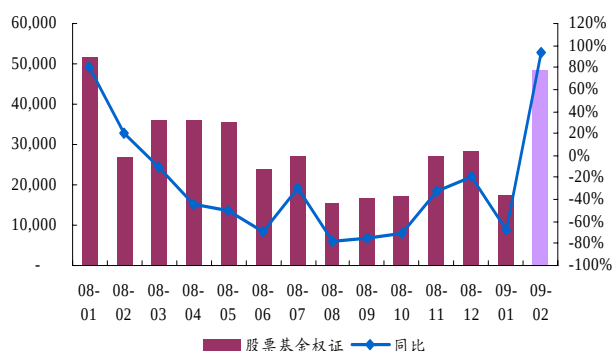
相关报告

- 交易额：想象空间有多大？
(09.02.16)
- 交易持续活跃，2008 年业绩符合预期
(09.02.10)
- 监管会议强化创新预期
(09.01.15)

1. 经纪业务：日均股票基金成交额增至 2080 亿

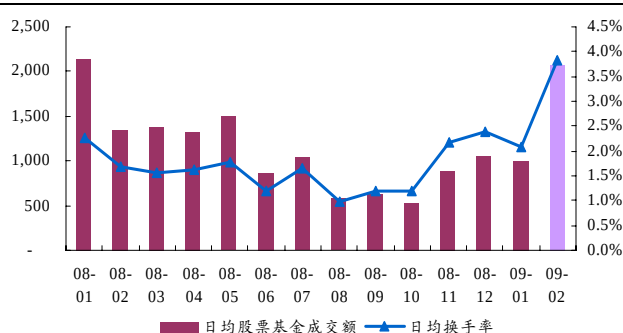
日均股票基金交易额环比大幅增加 1.06 倍。2 月市场波动加大，上证指数略涨 4.63%，成交水平亦创出新高。全月股票基金成交额 41,600 亿元，环比上升 1.74 倍、同比增加 93.9%。日均股票基金成交额 2080 亿元，同比增长 55.1%，环比增长 105%，日均成交水平创 12 个月以来新高。本月经证交易额 6648 亿元，环比增长 1.97 倍，同比增加 24%。由此，日均股票基金权证成交额 2412 亿元，环比增长 108%，同比增长 44%。

图 1：股票基金权证成交同比上涨 93.3%



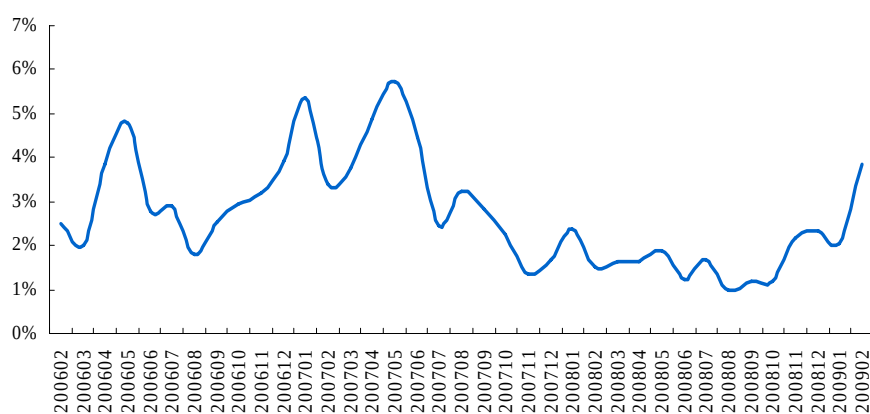
数据来源：沪深交易所

图 2：日均股票基金成交额同比增加 55.1%



换手率再创新高。2 月换手率达 76.8%，月度日均换手率 3.84%，较上月增加 1.78 个百分点，年化换手率则达 9.44 倍，创 2007 年 6 月以来的最高水平，这也成为本月成交水平大幅上升的主要因素。

图 3：2 月年化还手率达 9.44 倍

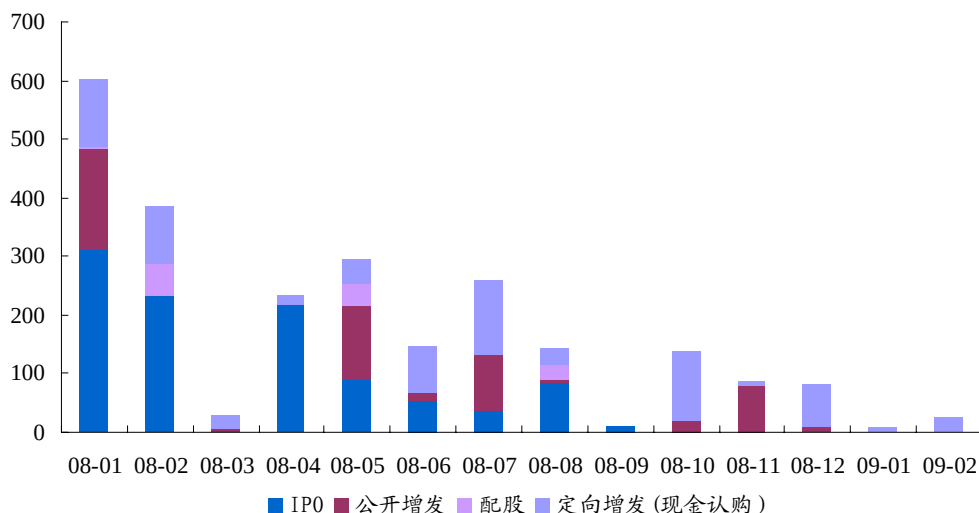


数据来源：沪深交易所

2. 投行业务：股票公开发行仍无进展，企业债发行有所起色

2月完成定向增发（现金认购）融资额 24.5 亿元。2月无股票公开发行项目，仅有6单定向增发项目，其中4单为现金认购，募集资金合计 24.5 亿元，同比下降 75%，4单增发平均发行费率为 2.95%。

图 4：全月完成 4 单现金认购定向增发项目（亿元）



数据来源：WIND

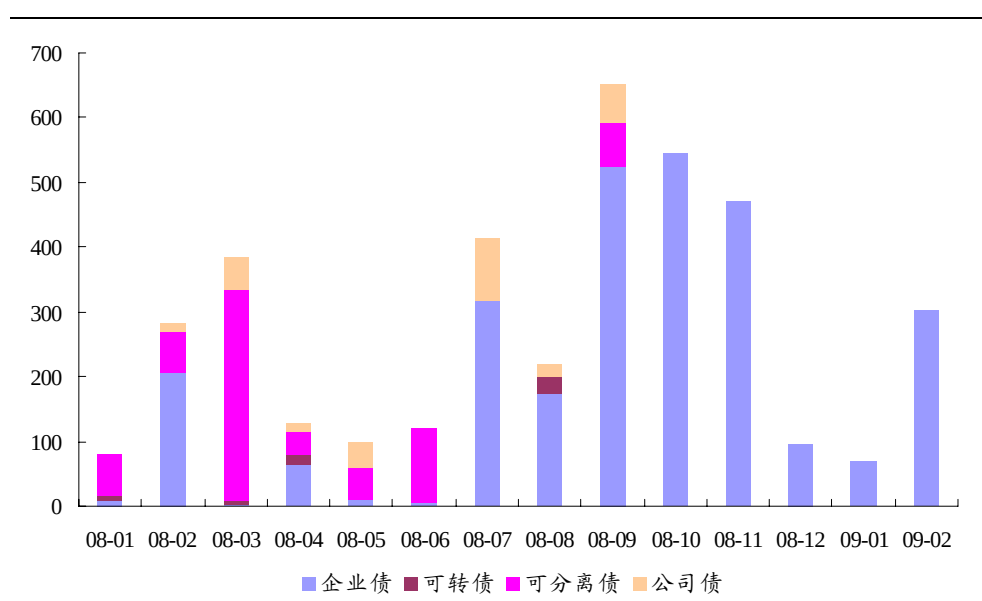
表 1：2 月股票发行情况

	募集资金合计 (亿元)	发行费用 (百万元)	主承销商	增发日期
长江投资	1.8	8.25	国泰君安	20090205
晋西车轴	8.5	23.83	国信证券	20090210
中鼎股份	2.5	13.14	平安证券	20090209
天马股份	11.8	27.04	国信证券	20090213
黑牡丹	-	-	-	20090213
西南证券	-	-	-	20090219

数据来源：WIND

企业债密集发行，募集资金 301 亿元。2月完成 14 单企业债券发行，共募集资金 301 亿元，债券发行额同比上升 6.5%，环比增加 3.36 倍。此外 2 月发行中期票据 108 亿，其中中信证券参与 09 中信集 MTN1、09 中船 MTN1，共募集资金 60 亿元。

图 5：2 月完成企业债券发行 301 亿元



数据来源：WIND

表 2：2009 年 1-2 月企业债券市场发行排名

排名	券商	发行家数	承销额 (亿元)	份额
1	华林证券	1	47	15.61%
2	中投证券	3	45	14.95%
3	瑞信方正	3	31	10.30%
4	西部证券	2	30	9.97%
5	财富证券	1	30	9.97%
6	恒泰证券	2	26	8.64%
7	国开行	1	23	7.64%
8	银河证券	2	20	6.64%
9	东吴证券	1	15	4.98%
10	宏源证券	1	15	4.98%
11	广发证券	1	10	3.32%
12	民生证券	1	9	2.99%

数据来源：WIND

3. 资产管理：新产品加速推进

宏源证券首只集合理财产品于 2 月获批，将于近期发行，而同期兴业证券、银河证券、华泰证券、国都证券均有相应集合理财产品进入推广期。

表 3: 集合理财产品市场排名

	产品数量	规模 (亿元)	市场份额
中信证券	3	77.4	16.17%
华泰证券	6	61.8	12.92%
国泰君安	2	61.1	12.77%
光大证券	4	49.5	10.34%
招商证券	2	42.6	8.91%
国信证券	3	27.0	5.64%
中金公司	6	26.3	5.49%
东方证券	3	25.08	5.24%
广发证券	2	21.48	4.49%
海通证券	3	18.87	3.94%
国元证券	2	14.72	3.08%
长江证券	3	11.56	2.42%
南京证券	1	8.41	1.76%
东海证券	2	8.04	1.68%
申银万国	1	7.68	1.60%
中投证券	1	7.29	1.52%
国都证券	2	6.24	1.30%
上海证券	1	1.97	0.41%
平安证券	2	1.51	0.32%
中银国际	1	-	-
兴业证券	1	-	-
银河证券	1	-	-

数据来源: WIND

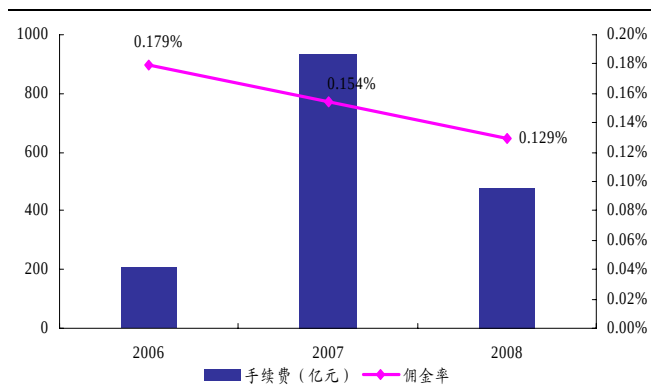
注: 中信证券债券优化、长江证券长江超越理财增强债券、国元证券国元 2 号均为成立规模, 其余产品均为 2008 年末规模; 中金公司部分产品未披露相关规模。

4. 行业动态: 佣金率将走向何方?

佣金率在经历 2007 年的暂时稳定之后, 2008 年又重现加速下滑趋势、降幅达到 8.4%。在以经纪业务为主的盈利模式下, 佣金率已成为决定券商盈利水平的关键指标, 那么, 未来佣金率走向如何也是我们所必须关心的首要问题。

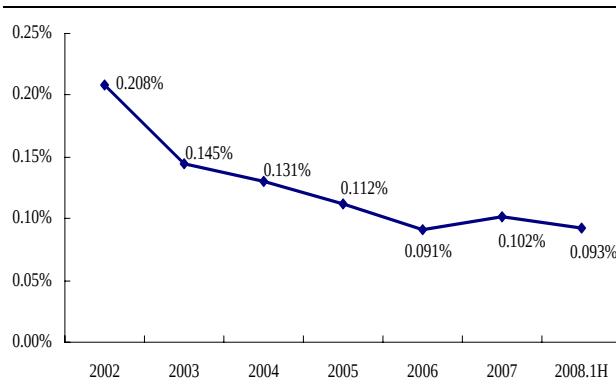
实际上, 自 2002 年佣金市场化以来, 在市场竞争的推动下, 佣金率一直呈现快速下滑态势, 由最初的 0.3% 左右下降到目前的 0.13%、降幅达 57%。长期来看, 在网点设立市场化、投资者结构机构化、交易方式非现场化以及交易品种多元化等因素的驱动下, 佣金率可能将维持持续下降的态势; 而网点设立的逐步放开、也将加剧经纪业务的市场竞争, 从而使得佣金率在短期内难以改变快速下滑的势头。但同时, 作为提供经纪服务的价格, 佣金率也将随着提供服务的多元化而呈现出差异化特征。

图 6：银行间市场成员券商佣金率持续下滑



数据来源：中国货币网，沪深交易所

图 7：深圳地区近年来佣金率的变化



数据来源：深圳证券业协会

4.1. 营业网点设立市场化将成为短期内决定佣金率的关键因素

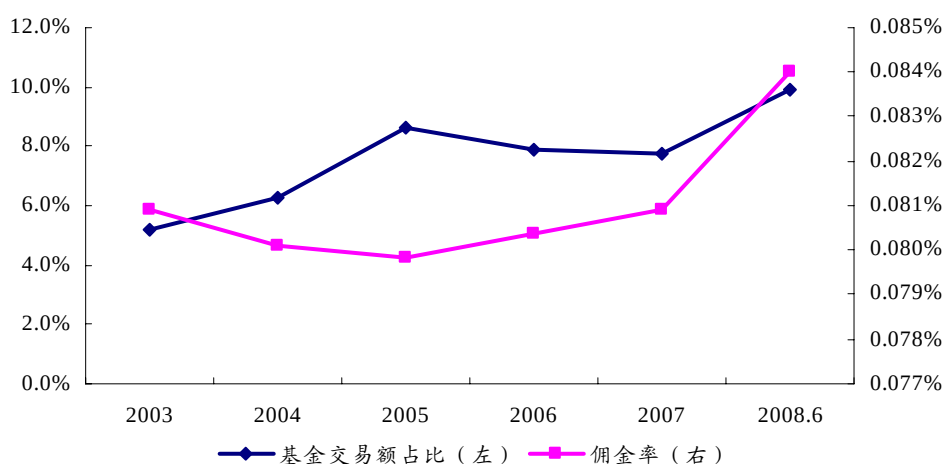
继佣金率市场化之后，营业网点设立的市场化也将呈现加速趋势。证监会在 2008 年 6 月颁布《关于进一步规范证券营业网点的规定》，在要求规范服务部的同时，明确指出符合条件的证券公司可以申请新设营业部，这拉开了网点设立市场化的帷幕。随后各券商服务部升级以及新设营业部的工作已陆续展开。财达证券、东海证券、中金公司等非上市券商申请新设营业部的计划已经获批，而上市券商中，海通证券、长江证券等新设营业部的计划已经获得董事会通过。

新设营业部以及服务部升级将使得近两年营业部供给最多可增长 20%。根据《关于进一步规范证券营业网点的规定》，（1）**规范服务部**：符合条件的服务部必须在 2010 年 8 月底之前规范为营业部，这也意味着今明两年要增加约 1000 家营业部；（2）**新设营业部**：“上一年度公司代理买卖证券业务净收入位于行业前 20 名，且证券营业部平均代理买卖证券业务净收入不低于行业平均水平；或者证券营业部平均代理买卖证券业务净收入位于行业前 3 名”可以在全国范围内一次申请设立 5 家营业部；而“上一年度证券营业部平均代理买卖证券业务净收入不低于公司所在辖区内证券公司的平均水平”可以一次申请在辖区内设立 2 家营业部。按照每年可审批两批营业部来测算，每年新设营业部数量最多将超过 300 家。这样，规范服务部和新设营业部将使得未来两年营业部数量增长约 20%。

4.2. 长期来看投资者机构化是影响佣金率的重要因素

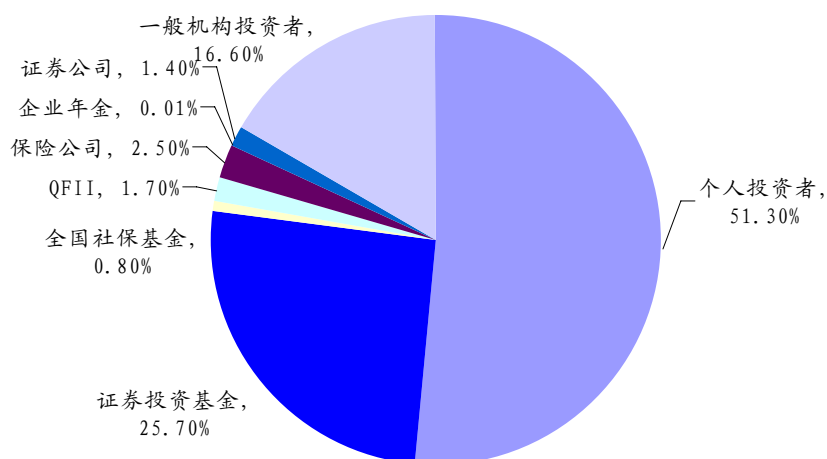
近年来，公募基金等机构投资者的佣金率一直稳定在 0.08% 左右，但在规模快速扩张的推动下，机构投资者对交易额的贡献已由最初的 5% 上升到 10% 左右，这也直接推动了综合佣金率的下滑，我们估算，机构交易占比上升对 2008 年佣金率下滑的贡献度在 20% 左右。目前我国股票市场机构投资者规模占比为 50% 左右，而美国已达 70% 以上。长期来看，我国投资者机构化趋势更为明显，而市场整体换手率的下滑也将是必然趋势，由此，机构交易额将继续呈现持续上升的态势，从而将继续推动综合佣金率的逐步下滑。

图 8: 基金公司交易占比及佣金率水平



数据来源: WIND

图 9: 2007 年底股票市场投资者的市场份额



数据来源: 中国证监会

表 4: 佣金率对机构交易占比敏感新分析

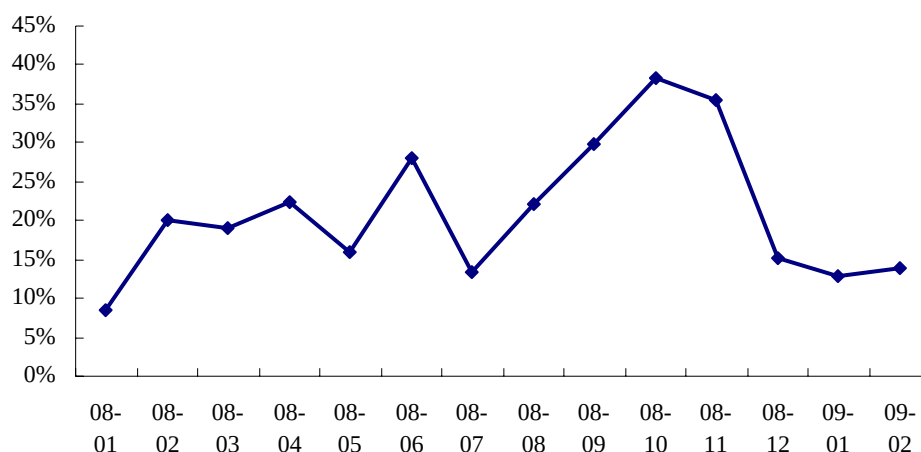
机构交易占比	15%	20%	25%	30%	35%
佣金率	0.139%	0.133%	0.113%	0.107%	0.101%

数据来源: 国泰君安证券

4.3. 交易品种结构的变化短期影响有限

2008 年权证交易占股票基金权证成交总额的 19%, 成为推动当年佣金率下滑的主要因素之一。但市场上权证已陆续到期, 目前剩余 17 支权证有 3 支剩余存续期在 50 天内, 而含权债发行已暂停 5 个月, 权证交易占比亦应随之下降, 我们认为短期内这一影响因素将逐渐淡化。

图 10: 权证交易占比在 2009 年迅速下降



数据来源: 沪深交易所

表 5: 权证交易占比对佣金率敏感性分析

权证交易占比	5%	10%	15%	20%	25%
佣金率	0.145%	0.141%	0.137%	0.133%	0.129%

数据来源: 国泰君安证券

4.4. 上市券商中东北证券与宏源证券对佣金率变化更为敏感

从测算结果看, 东北证券与宏源证券对佣金率的变化最为敏感, 若 2009 年佣金率分别同比下降 10%, 将导致两家公司业绩分别减少 15%与 13%, 其余券商影响幅度在 6%-8%之间。

表 6: 2009 年上市券商业绩对佣金率变化敏感分析

	中信证券	海通证券	长江证券	国元证券	宏源证券	东北证券	国金证券
-15%	-10.8%	-9.2%	-11.6%	-9.1%	-20.3%	-22.5%	-9.0%
-10%	-7.2%	-6.1%	-7.5%	-5.9%	-13.1%	-14.9%	-6.1%
-5%	-3.6%	-3.1%	-3.8%	-2.9%	-6.1%	-7.4%	-3.0%
5%	3.6%	3.1%	3.8%	3.2%	8.3%	7.7%	2.9%

数据来源: 国泰君安证券

注: 在计算敏感性时, 未考虑成本变化

5. 行业投资策略

2 月份交易额的爆发式增长的确远远超出了我们的预期, 使得 1-2 月份日均交易额达到 1622 亿元、较 2008 年年均增长 46%, 我们因此也在更新报告中上调了我们对于全年日均交易额的判断、至 900-1000 亿元, 同比下滑-10%—-20%; 但另一方面, 我们也认为, 尽管在市场趋势继续保持强势的前提下, 日均交易额短期内有可能继续维持高位, 但 2000 亿元的交易额对应年化换手率高达 8 倍以上, 较 2007 年高近 20%, 中长期看将难以为继, 因此, 我们判断 2 月份的交易水平将极可能是全年高点, 我们也将难以保持对交易额的乐观预期。

从估值水平看,除中信证券外,其余券商均在一定程度上反映了 1500 亿元日均交易额对应的业绩预期,因此我们继续维持对行业的中性评级。从投资策略上来看,我们仍然坚持上期更新报告所指出的三大投资思路,而投资于领先券商、分享行业长期成长仍然是我们的首选,我们仍然维持对广发系以及中信证券的增持评级。

- **关注竞争优势明显、创新能力强,从行业规模扩张和结构优化中长期受益的领先券商。**我们仍维持中信证券的增持评级,尽管其业绩对交易额的敏感度最低,但占其收入较高的基金管理、利差、投资等均能受益于市场活跃度的提升。中信证券也将最大程度的受益于融资融券、创业板等新的推出。
- **关注具备相对估值优势的参股券商的上市公司。**每股券商含量高、所投资对象质地佳、所持股权流动性好以及主业风险较小的参股公司的投资价值更高。我们仍首推广发系的辽宁成大、吉林敖东、中山公用和华茂股份;其他目前 PB 估值相对较低的参股券商股也可以适度关注。
- **关注对交易额敏感的中小券商,**其中宏源、东北和国元的业绩对交易额的敏感度更高,其对交易额增长的弹性分别为 0.75%、0.73%和 0.71%。但我们认为,中小券商的估值已基本反映了目前的交易额增长预期,股价上的表现需要交易额的继续进一步放量为前提。

表 7 上市公司盈利预测及投资评级

上市公司	月涨幅	EPS(元)			PE			PB	总市值 (亿元)	投资评级
		2008	2009	2010	2008	2009	2010			
中信证券	-1.8	1.10	1.09	1.20	19	20	18	2.62	1417	增持
宏源证券	3.5	0.30	0.34	0.37	47	42	38	4.13	204	中性
辽宁成大	-6.7	1.05	1.07	1.20	16	16	14	3.12	155	增持
吉林敖东	-0.1	1.53	1.48	1.58	16	17	15	2.85	140	增持
海通证券	-1.9	0.40	0.38	0.43	29	29	26	2.41	925	中性
东北证券	29.2	0.69	0.78	0.95	26	23	19	4.37	105	中性
国元证券	8.9	0.36	0.35	0.43	38	38	32	4.08	198	中性
长江证券	6.3	0.43	0.44	0.48	27	27	24	3.99	197	中性
国金证券	5.6	1.48	1.04	1.26	19	27	22	5.72	140	中性

表 8: 境外券商估值比较 (美元)

	EPS			PE			ROE	PB	市值 (百万)
	2008	2009	2010	2008	2009	2010			
中信证券	0.16	0.16	0.18	19	20	18	13.20	2.62	20,716
高盛	4.67	8.40	11.17	20	11	8	4.66	0.92	45,963
摩根士丹利	1.54	2.24	3.35	13	9	6	5.14	0.65	20,996
嘉信理财	1.06	0.71	0.96	12	18	13	31.10	3.62	14,709
AmeriTrade	1.35	1.00	1.16	9	12	10	31.65	2.28	6,995
E Trade	-1.00	-0.94	-0.05	-1	-1	-18	-18.88	0.17	458

野村证券	-0.36	-2.93	-0.32	-12	-2	-14	-3.25	0.46	8,734
大福证券	0.11	0.17	0.22	1	1	1	-	0.43	110
光大控股	0.13	0.12	0.16	8	9	7	10.17	0.86	1,723
KGI	0.02	0.02	0.03	11	10	8	-	0.48	502
元大金控	0.01	0.01	0.02	26	24	16	5.10	-	2,741
三星证券	3.54	1.97	2.41	9	16	13	17.00	1.42	2,128

数据来源：彭博

作者简介:

梁静: 复旦大学管理学博士, 非银行金融(证券信托)研究员, 6 年从业经历。

董乐: 武汉大学经济学硕士, 金融工程专业, 现从事金融行业研究。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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, 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。

本报告版权仅为我公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层

邮政编码: 518026

电话: (0755) 23976666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com