



投资银行业与经纪业

2011.01.11

佣金新政，机遇隐现

——证券行业周报（2011.1.4-1.7）

梁静
021-38676850
liangjing@gjtas.com
S0880200010278

本报告导读：

1月1日起，佣金新政实施，建议关注受益最大的东北证券和华泰证券。

摘要：

- **行业表现：**本周证券行业指数收益率 1.98%、相对于沪深 300 指数的超额收益率 0.75%。太平洋(+6.17%)、华泰(+4.52%)和宏源(+3.88%)涨幅居前。只有山西证券一家公司下跌。
- **经纪业务：**周股票基金交易额 9,486 亿元；日均股基交易额 2,372 亿元，环比增加 30%。流通市值和换手率均有增加、交易活跃度有所回升。
- **承销业务：**本周股票公开发行 13 家、筹资额 265 亿元，环比增长 48%；其中，IPO 发行 11 家，筹资额 203.3 亿元，环比增加 42%。本周企业债发行 6 家，发行额 54.5 亿元；可转债发行 1 家、发行额 7.2 亿元，合计筹资额 62 亿元，较上周减少 10%。
- **创新业务：**资管业务新增 3 只产品发行，52 家券商已成立产品 194 只、规模 1522 亿元；融资融券余额 131.9 亿元、为 A 股流通市值的 0.067%，本周融资买入 39.1 亿元、环比增 7.0%，占常规交易的 0.42%；股指期货本周成交 0.74 万亿元、环比降 27%，交易额为 A 股交易额的 79%。
- **行业动态：**(1)全国证券期货监管工作会议预计将在本月召开，新的工作重点在于全面发挥市场功能；大力完善市场体系和结构，增加市场的广度和深度；融资融券业务或在前三批试点的基础上，全面推开，转融通业务也可能适时推出。(2)广西和江苏证券业协会分别出台佣金率监管的自律规定，江苏新开户佣金率不低于 0.1%；广西为 0.13%-0.18%；(3)本周上市券商将集中披露 12 月份以及全年的经营业绩；各证券公司 2010 年经纪业务交易额及市场份额也将公布。
- **投资策略：**佣金率的变化趋势仍是我们判断今年行业走向的关键。相比于 2010 年，最大的变化是监管方面开始对佣金率的过度竞争进行规范。其标志是去年 10 月份颁布的《关于进一步加强证券公司客户服务和证券交易佣金管理工作的通知》于 1 月 1 日实施，越来越多的地方证券业协会出台了新客户的最低佣金标准，一些地方的佣金率也开始出现降幅趋缓的态势。我们判断，对过度竞争行为的规范，将在很大程度上减缓佣金率的快速下滑趋势，而服务部升级和营业部异地迁址停止、服务的升级也将对佣金率有一定支撑。我们坚持早前对佣金率“长期下降、短期降幅趋缓”的判断。基于此，我们认为 2011 年行业的竞争环境要好于 2010 年，机遇大于风险，目前的估值也处于历史低位，我们仍然维持对行业的增持评级。
- **坚持“一点两线”，辽宁成大仍首推。在佣金新政实施的背景下，佣金水平处于低位、且受益于佣金新政的公司将具备明显的事件驱动，其中，东北证券和华泰证券的总体佣金率已经低于注册地的自律水平，受益最大。从佣金新政受益角度，建议关注东北证券和华泰证券。**

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

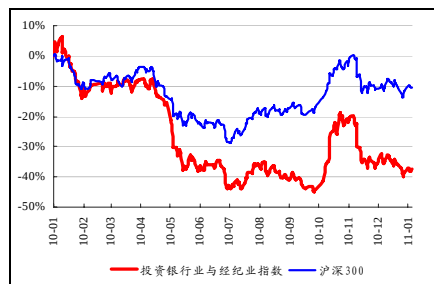
投资银行业与经纪业

增持

主要上市公司评级

辽宁成大	增持
宏源证券	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
中大股份	谨慎增持
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
东北证券	谨慎增持
华泰证券	谨慎增持
招商证券	谨慎增持
国金证券	中性
长江证券	增持
西南证券	中性
兴业证券	中性
安信信托	中性
陕国投	中性
爱建股份	中性
香溢融通	谨慎增持

行业指数走势图



相关报告

投资银行业与经纪业：《年度业绩盖棺论定，融资融券标的或将扩大》

2011.01.04

投资银行业与经纪业：《经营平淡，国际板准备初步完成》

2010.12.28

投资银行业与经纪业：《交易额回暖，融资融券显著增长》

2010.12.20

投资银行业与经纪业：《周交易额持续萎缩，但全年增长无悬念》

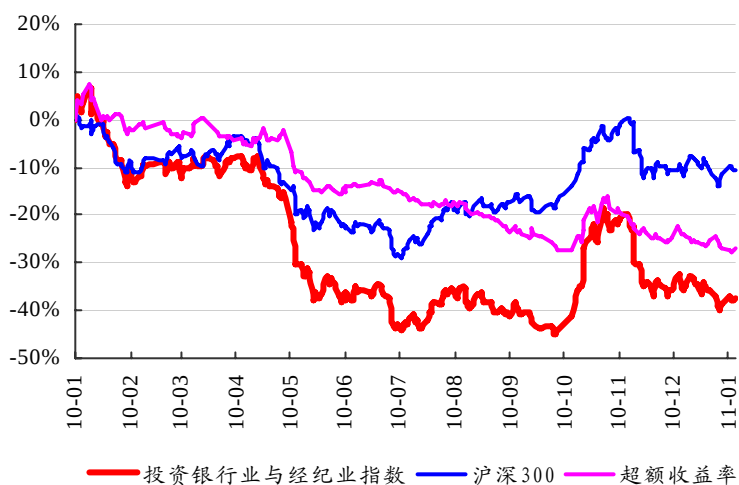
2010.12.13

投资银行业与经纪业：《业绩环比下降，表现参差不齐》

2010.12.08

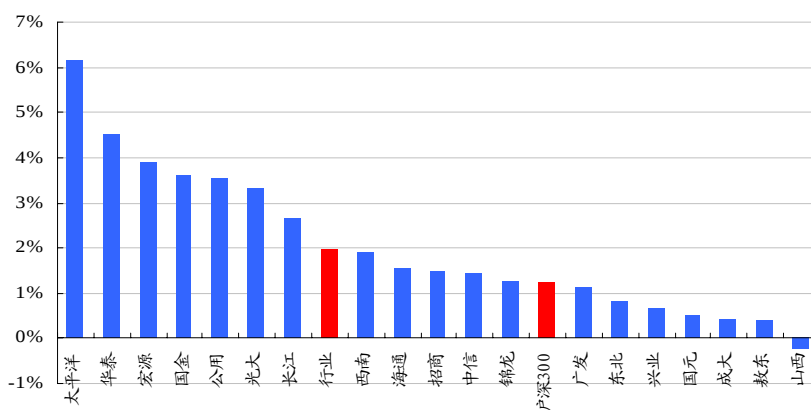
1. 一周行业表现回顾：超额收益率 0.75%

图 1 本周证券行业指数收益率 1.98%、相对于沪深 300 指数的超额收益率 0.75%，开局良好。



数据来源：wind，国泰君安证券研究

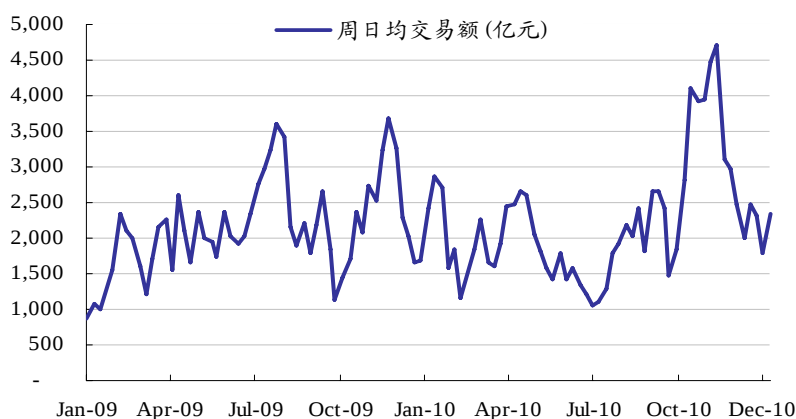
图 2 本周绝大部分公司跑赢市场，其中，太平洋(+6.17%)、华泰(+4.52%)和宏源(+3.88%)涨幅居前。只有山西证券一家公司下跌。



数据来源：wind，国泰君安证券研究

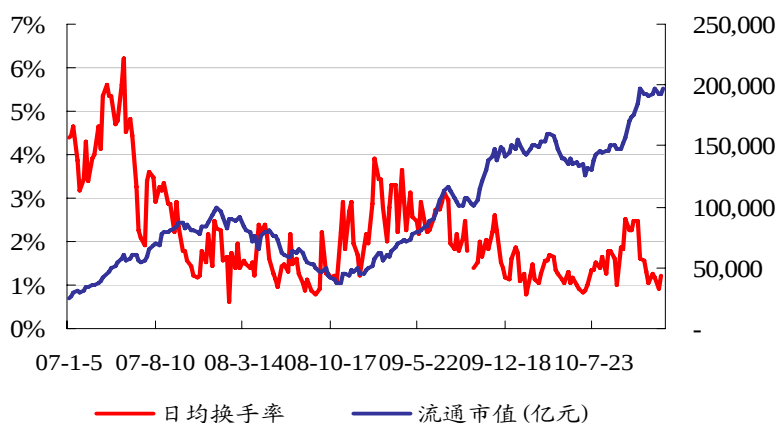
2. 经纪业务：日均 2372 亿元，环比增 30%

图 3 周股票基金交易额 9,486 亿元；日均股基交易额 2,372 亿元，环比增加 30%。



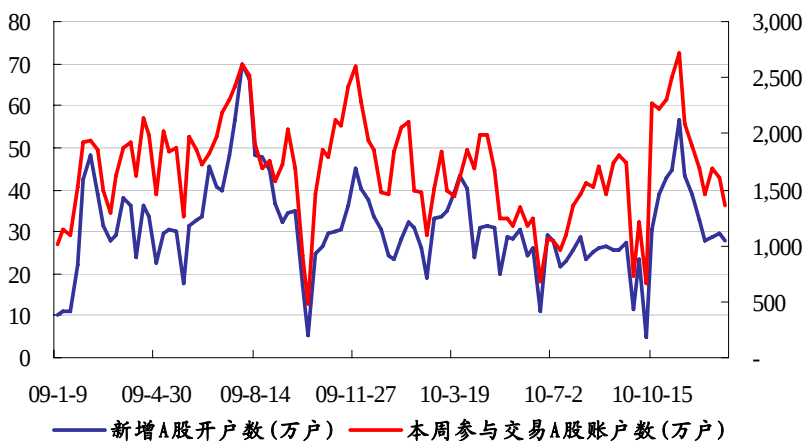
数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 4 期末总市值和流通市值分别为 30.85 万亿元和 19.65 万亿元，环比分别增加 1.2%和 1.7%；日均换手 1.21%，有所回暖。



数据来源：wind，国泰君安证券研究

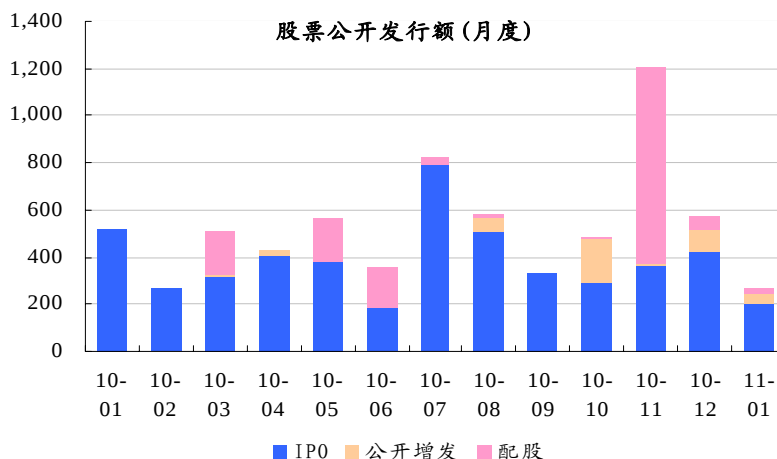
图 5 上周(截止到 12 月 31 日)新增 A 股开户数 27.7 万户、环比减少 6%；参与 A 股交易的账户 1,358 万户、环比减少 15.5%。



数据来源：wind，国泰君安证券研究

3. 承销业务：IPO 速度有增无减

图 6 本周股票公开发行 13 家、筹资额 265 亿元，环比增长 48%；其中，IPO 发行 11 家，筹资额 203.3 亿元，环比增加 42%。上市券商中，山西证券(中德证券)、西南、广发、宏源和华泰均获得承销份额。



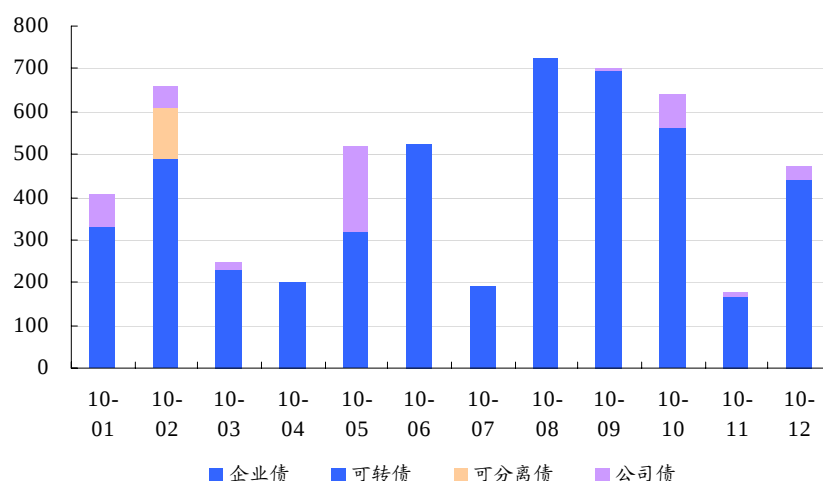
数据来源：wind，国泰君安证券研究

表 1 2011 年第 1 周现金发行市场份额排名。由于 2011 年刚刚开始，排名并不具备显著的参考意义。

排名	券商	发行家数	发行额	份额	IPO	增发	配股	定向增发
1	安信证券	0.5	47	20.3%	47	0	0	0
2	中德证券	0.5	47	20.3%	47	0	0	0
3	中信建投	1.0	40	17.2%	-	40	0	0
4	申银万国	1.0	19	8.3%	19	0	0	0
5	西南证券	1.0	14	6.1%	14	0	0	0
6	广发证券	1.0	14	6.0%	14	0	0	0
7	海通证券	1.0	12	5.0%	-	0	0	12
8	宏源证券	1.0	10	4.2%	10	0	0	0
9	平安证券	1.0	9	3.7%	9	0	0	0
10	华泰证券	1.0	8	3.5%	8	0	0	0
11	国泰君安	1.0	7	3.0%	7	0	0	0
12	中投证券	1.0	5	2.2%	5	0	0	0

数据来源：wind，国泰君安证券研究

图 7 本周企业债发行 6 家，发行额 54.5 亿元；可转债发行 1 家、发行额 7.2 亿元，合计筹资额 62 亿元，较上周减少 10%。



数据来源：wind，国泰君安证券研究

表 2 2011 年第 1 周企业债发行份额排序。包括兴业、宏源、广发和招商在内的 6 家券商获得份额。

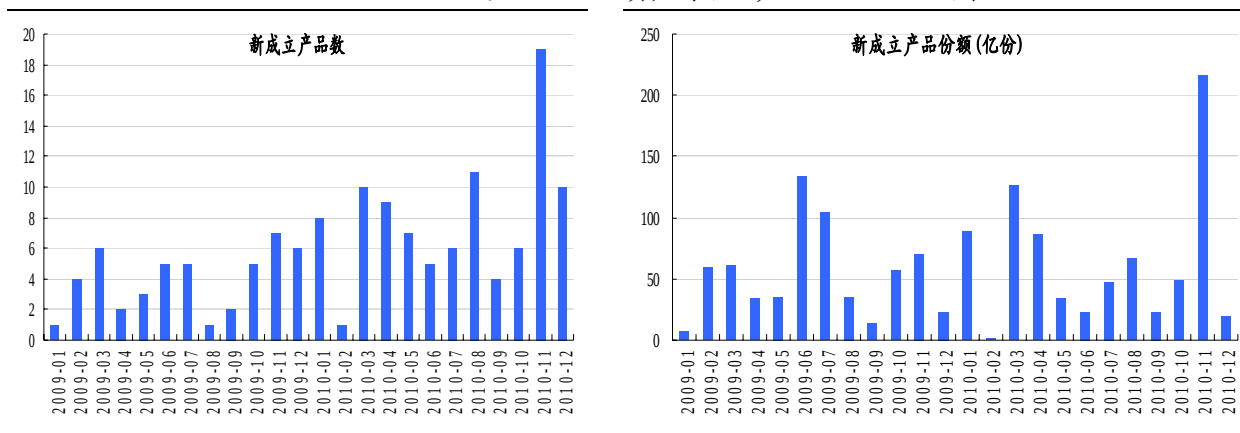
排名	券商	发行家数	债券发行	份额	公司债	可转债	企业债
1	兴业证券	2.0	12	23.2%	110	200	140
2	国泰君安	0.5	9	16.4%	-	83	234
3	宏源证券	1.0	9	16.4%	-	-	299
4	广发证券	0.5	9	16.4%	-	200	83
5	招商证券	1.0	7	13.9%	75	83	116
6	民生证券	1.0	7	13.5%	135	16	103

数据来源：wind，国泰君安证券研究

4. 新业务进展:

4.1. 资产管理：新增发行 3 只产品

图 8 2011 年 1 月新增发行的集合理财产品有 3 只,52 家券商的存续产品数量 194 只、资产净值 1,522 亿元,较上周无变化。



数据来源：国泰君安证券研究

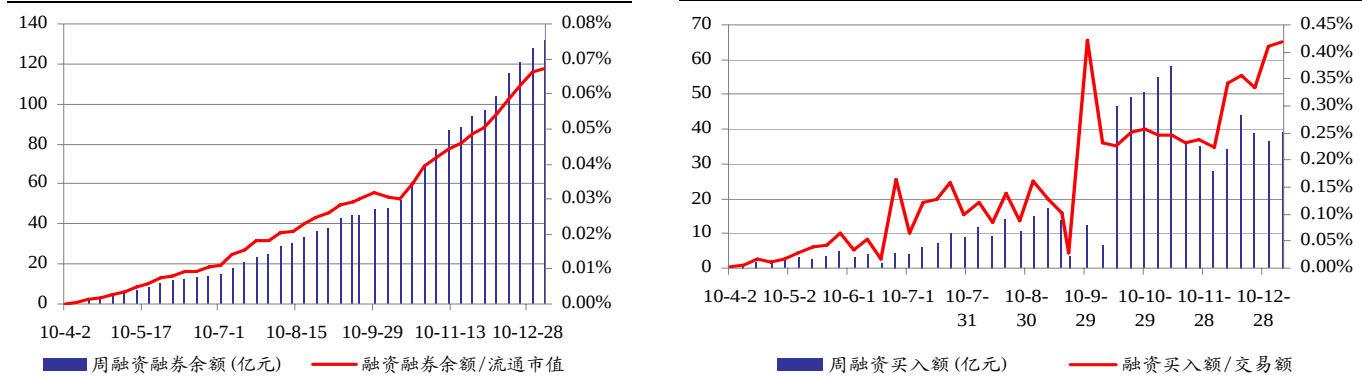
表 3 最新的集合理财规模排序。上市券商中,中信、光大、招商和华泰规模位居前列。

序号	证券公司	产品数量	份额(亿份)	资产净值(亿元)	份额
1	中信证券	10	152	161	10.6%
2	国泰君安	11	144	146	9.6%
3	光大证券	10	109	114	7.5%
4	东海证券	6	95	99	6.5%
5	东方证券	13	75	84	5.5%
6	招商证券	9	83	81	5.3%
7	华泰证券	12	69	74	4.9%
8	国信证券	9	61	61	4.0%
9	中金公司	11	58	61	4.0%
10	长江证券	11	55	57	3.7%
11	广发证券	2	44	46	3.1%
12	东北证券	3	41	42	2.8%
13	兴业证券	4	37	38	2.5%
14	浙商证券	5	29	32	2.1%
15	宏源证券	2	32	31	2.0%
16	申银万国	4	29	29	1.9%
17	安信证券	3	27	26	1.7%
18	方正证券	2	25	26	1.7%
19	银河证券	4	24	23	1.5%
20	华西证券	2	21	21	1.4%
22	西南证券	1	19	19	1.2%
25	海通证券	5	13	13	0.9%
32	国元证券	3	11	10	0.7%
43	山西证券	1	5	5	0.3%
合计		194	1,482	1,522	

数据来源：wind, 国泰君安证券研究

4.2. 融资融券:

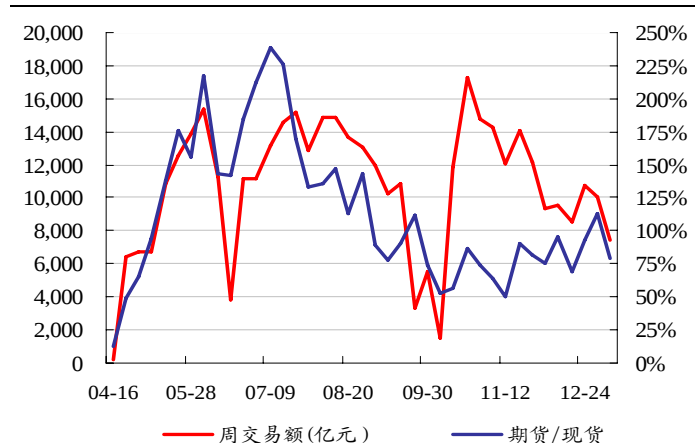
图 9 1 月 7 日, 融资融券余额为 131.9 亿元、为 A 股流通市值的 0.067%, 其中融资余额 131.6 亿元、融券余额 0.24 亿元, 环比分别增加 3.2%、3.3% 和 116.2%, 本周融资买入额合计 39.1 亿元、环比增加 7.0%, 占本周常规交易的 0.42%。



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

4.3. 股指期货: 全年交易额 41 万亿, 为现货的 102%

图 10 股指期货本周累计成交额 0.74 万亿元、环比减少 27%, 这主要是交易天数少 1 天所致, 交易额为 A 股交易额的 79%。



数据来源: wind, 国泰君安证券研究

5. 行业与公司动态: 关注佣金政策实施以及全国证券期货监管工作会议

表 4 一周行业要闻: 融资融券标的股票池或将扩大

日期	主题	事件	影响及简要评述
2011.1.4	政策法规	2011 年全国证券期货监管工作会议预计将在本月召开, 新的工作重点在于全面发挥市场功能; 大力完善市场体系和结构, 增加市场的广度和深度; 融资融券业务或在前三批试点的基础上, 全面推开, 转融通业务也可能适时推出	该会议将为全年行业的发展奠定基调, 从提法来看, 需要关注 OTC 市场的发展以及融资融券业务转融通对行业的推动
2011.1.4	佣金管理	江苏证券业协会日前对辖区内证券营业部佣金率标准进行明确, 规定新增客户实际执行佣金费率不低于千分之一; 新设营业部正式开业 6 个月内为佣金费率优惠期	有利于缓解竞争, 但新设营业部是导致佣金率下降的主要原因, 给新营业部优惠, 政策的执行力要打些折扣

2010.1.5	佣金管理	广西证券期货业协会通知辖区内营业部佣金率从 2011 年 1 月 1 日起执行新的最低标准, 最低佣金率在 1.3‰到 1.8‰	越来越多的地区设定佣金率底线, 有利于缓解佣金率的快速下降。我们仍坚持“总体下降、降幅趋缓”的判断
2010.1.7	政策法规	证监会发布《证券公司行政许可审核工作指引第 5 号》, 明确并细化了证券公司董事、监事及高管层的任职条件	
2010.1.7	政策监管	证监会通报了国海证券原副总裁张小坚内幕交易案, 由于张小坚利用内幕信息买入借壳对象 SST 集琦, 案发后导致重组进程停滞	该案件应该是阻碍国海上市的重要原因之一, 解决之后, 国海上市进程将又往前推进了一步
2010.1.7	业务获批	摩根士丹利与华鑫证券、以及摩根大通与第一创业证券组建合资公司的申请, 已于 2010 年 12 月 31 日获核准, 有望在今年年内开业	近期合资投行的审批明显加快, 外资大行从金融危机恢复以后, 也显著加大了对中国市场的关注和投入, 国内券商的竞争压力进一步增大
2010.1.8	OTC 市场	华夏时报称, 证监会已经圈定三板市场路线图, 总体方案正在报国务院审批, 一个全国性的场外市场不久将覆盖各地高新技术园区, 目前各券商正紧急备战三板市场批量挂牌业务	OTC 市场前景广阔、管制相对低于主板和创业板, 但风险也高。给行业带来较大的机会、但也考验券商的综合能力

数据来源: 国泰君安证券研究

表 5 一周上市证券公司要闻

日期	公司	事件	影响及简要评述
2011.1.4	西南证券 (600369)	公司与重庆开投、万南铁路、西南期货共同签署了《西南期货经纪有限公司增资合同》, 西南证券出资人民币 9,520 万元, 认购西南期货 7,000 万元股权, 增资后西南期货注册资本 1 亿元, 西南证券持有其 70% 的股权	西南证券终于弥补了期货公司的短板, 这样新业务的平台基本搭建完毕, 再加上充足的资本, 业务发展将面临全新的机遇
2011.1.4	广发证券 (000776)	董事会审议通过年报信息披露、高管持股变动管理两项制度, 通过修订公司章程及公司治理专项活动整改报告议案, 其中公司治理专项活动议案经股东大会审议通过	
		公司转让原所持广发华福 60.35% 的全部股权事项获得中国证监会及福建证监局的批复, 工商变更手续已全部办理完成, 股权交割日为 2010 年 12 月 28 日	同业竞争已按照承诺处置完毕, 三新业务将正式启动, 这也意味着广发的新业务将在 2011 年面临突破
2010.1.6	广发证券 (000776)	公司第四大股东香江集团将广发证券 16,50 万股质押给江西国际信托, 479 万股质押给中国工商银行广州第一支行, 已办理相关质押手续	
2010.1.6	华泰证券 (601688)	对直投子公司华泰紫金进行增资, 将其注册资本由 2 亿元增至 5 亿元, 并扩展经营范围, 华泰紫金已于日前完成了相关工商变更登记等增资手续	华泰证券的直投业务步伐缓于海通、广发等同类券商, 增资将加快直投业务发展
2010.1.6	国元证券 (000728)	第六届董事会第二次会议通过聘任朱楚恒为公司副总裁的议案	
2010.1.6	宏源证券 (000562)	公司北京金融大街等 16 家证券营业部获准实施证券经纪人制度	
2010.1.6	兴业证券 (601377)	公司 IPO 网下配售的 5,260 万股股份限售期为 3 个月, 将于 1 月 13 日解禁, 占公司总股本的 2.39%, 占现有流通股的 25%	
2010.1.7	光大证券 (601788)	公司获准设立光大阳光新兴产业集合资产管理计划, 推广期间募集规模上限 50 亿份, 公司将于批复下发之日起 6 个月内启动推广工作	
2010.1.7	国元证券 (000728)	国元证券和安徽联通签署了战略合作协议, 安徽联通将提供无线网络为国元证券客户提供专业化、定制化的证券行业解决方案和通信解决方案	
2010.1.8	宏源证券 (000562)	发布 2010 年 12 月财务简报, 当月营业收入 14,017 万元, 净利润 396 万元; 发布 2010 年度业绩快报, 年度营业收入 33.0 亿元, 净利润 13.1 亿元, 每股收益 0.90 元	年度业绩符合预期
2010.1.8	东北证券 (000686)	董事会第一次临时会议通过《关于对公司内设机构进行调整的议案》, 对公司内设机构进行相应调整	

数据来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

6. 投资策略：维持增持评级

维持增持评级。证券业在佣金率加速下降的压力下度过了 2010 年，无疑佣金率的变化趋势仍是我们判断今年行业走向的关键。相比于 2010 年，最大的变化是监管方面开始对佣金率的过度竞争进行规范。其标志是去年 10 月份颁布的《关于进一步加强证券公司客户服务和证券交易佣金管理工作的通知》于 1 月 1 日实施，越来越多的地方证券业协会出台了新客户的最低佣金标准，一些地方的佣金率也开始出现降幅趋缓的态势。我们判断，佣金率下降是市场化竞争的必然结果，规范佣金竞争并不能改变这一长期趋势；但对过度竞争行为的规范，将在很大程度上减缓佣金率的快速下滑趋势，而服务部升级和营业部异地迁址停止、服务的升级也将对佣金率有一定支撑。总结下来，我们更加坚定的坚持早前对佣金率“长期下降、短期降幅趋缓”的判断。基于这一判断，我们认为 2011 年行业的竞争环境要好于 2010 年，机遇大于风险，目前的估值也处于历史低位，我们仍然维持对行业的增持评级。

从个股方面，我们仍然坚持“一点两线”，辽宁成大仍是我们的首推。在 1 月 1 日佣金新政实施的背景下，整体佣金水平处于低位、且受益于佣金新政的公司将具备明显的事件驱动，上市公司中，兴业(0.074%)、光大(0.077%)、招商(0.078%)、中信(0.083%)和华泰(0.084%)2010 年第 3 季度佣金率已在万八左右，继续大幅下降的空间不大；而广东(0.08%)、吉林、宁波(0.07%)、江苏(0.1%)和广西(0.13%-0.18%)等地证券业协会已相继出台了相关的自律规定，其中，东北证券和华泰证券的总体佣金率已经低于注册地的自律水平，受益最大。因此，从佣金新政受益的角度，我们建议关注**东北证券**和**华泰证券**。

表 6 上市券商盈利预测及估值表

上市公司	周涨幅	EPS				PE				PB	市值	评级
		2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012			
华泰证券	4.52%	0.68	0.64	0.78	0.88	21	23	18	16	2.40	803	谨慎增持
宏源证券	3.88%	0.79	0.98	1.12	1.22	22	18	16	14	3.50	254	增持
国金证券	3.63%	0.52	0.52	0.69	0.90	29	29	22	17	5.08	152	中性
光大证券	3.34%	0.83	0.63	0.74	0.90	19	24	21	17	2.37	528	谨慎增持
长江证券	2.65%	0.63	0.65	0.72	0.80	18	18	16	14	2.63	252	增持
西南证券	1.89%	0.43	0.31	0.34	0.39	27	38	34	30	2.48	275	中性
海通证券	1.56%	0.55	0.44	0.53	0.58	18	22	18	17	1.84	806	增持
招商证券	1.48%	1.04	0.89	1.14	1.24	19	22	17	15	3.02	690	谨慎增持
中信证券	1.43%	0.90	0.99	0.70	0.80	14	13	18	16	1.97	1,270	增持
广发证券	1.15%	1.87	1.62	1.85	2.06	29	33	29	26	7.23	1,348	增持
东北证券	0.81%	1.43	0.93	1.46	1.65	16	24	15	14	4.29	144	谨慎增持
兴业证券	0.68%	0.53	0.40	0.51	0.58	31	41	32	28	4.45	359	中性
国元证券	0.49%	0.53	0.49	0.58	0.70	23	25	21	18	1.63	242	增持
辽宁成大	0.43%	1.47	1.44	1.85	2.22	21	21	16	14	3.74	275	增持
吉林敖东	0.41%	2.38	2.15	2.21	2.66	14	16	15	13	2.90	196	增持
山西证券	-0.25%	0.26	0.21	0.26	0.30	47	59	47	41	4.38	291	中性

数据来源：公司公告，国泰君安证券研究

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（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		