



证券业：部分券商中期拐点将现 增持（维持）

投资要点：

- 部分大券商佣金率将止跌
- 未来创新业务资本消耗的特征有利大券商
- 融资融券标的范围的扩展是近期股价催化剂

报告摘要：

- **监管干预有效遏制经纪佣金率下滑：**通过对重点地区营业部调研，我们认为券商佣金率下降趋势已然趋缓，部分券商佣金率将会止跌。
- **投行业务聚焦债券和并购业务：**随着今年国家对整个经济和资本市场结构调整的，重组并购项目和公司债发行将成为了投行业务的中流砥柱。
- **资产管理业务发行将加速：**证监会拟将券商集合理财产品申报制度由审批制改为备案制，资管业务将进入加速增长期。
- **新三板有利资本金大的券商：**新三板业务有望年内推出，通过国际比较分析，我们认为做市商制度的引入和参与者门槛的降低将给券商带来丰厚回报。
- **融资融券标的范围扩大是短期股价催化剂：**转融通公司成立前后存在扩展标的的要求，届时融资融券余额的暴增将是行业催化剂。
- **其他创新业务—备兑权证和国际板：**未来备兑权证和国际板的推出，将会为券商发展提供更好的市场环境和收入来源，进而成为券商可持续性发展的有力支撑。
- **估值：**未来推出的诸多新业务主要是资本消耗性业务，经纪业务转型也需要雄厚的资本后盾。我们仍看好资本规模大，综合实力强的券商。首选中信、海通、光大，同时也强力推荐估值低的辽宁成大。

	EPS			PE		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012
中信证券	1.0	0.7	1.0	16	23	16
海通证券	0.4	0.5	0.6	24	20	17
广发证券	1.5	1.7	1.8	30	28	26
华泰证券	0.7	0.7	0.9	23	21	18
光大证券	0.6	0.8	0.9	26	21	18

分析师

黄立军 (S1180209070180)

电话：010-88085983

Email: huanglijun@hysec.com

联系人

孙羽薇

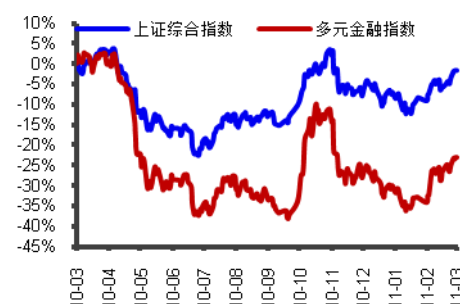
电话：010-88085965

Email: sunyuwei@hysec.com

邢波

Email: xingbo@hysec.com

市场表现



相关研究

证券行业：证券佣金率指导线高于预期

辽宁成大：非证券业务打开上升空间

证券行业：行业分化将加速 12.1

中信证券：将受益创业板解禁 10.31

广发证券：估值已偏高 10.25

东北证券：佣金率继续下降 10.20

保险：万事俱备，空间将开 10.13

目录

一、经纪业务佣金率下降趋缓	4
二、融券融券标的范围扩大将是近期催化剂	6
三、投行业务新增长点值得期待	7
(一) 债券类融资扩容填补缺口	7
(二) 并购业务悄然浮出	8
四、资产管理业务期待突破	8
五、新三板与做市商制度	9
(一) 旧三板发展缓慢	9
(二) 香港作市商制度显示收费空间将大大提升	10
(三) 美国做市商制度对收入的贡献与支撑	11
六、其他创新业务陆续推出是行业的后续催化剂	13
(一) 备兑权证	13
(二) 国际板的展望	14
四、估值	15
附件：（部分资料摘自权威网站）	16
一、新三板的历史与进程	16
(一) “老三板”的由来	16
(二) “新三板”的出生	16
二、香港庄家制度	16
(一) 申请成为做市商应满足的条件	17
(二) 报价规则	17
(四) 做市商的手续费	17
(五) 定价方法	20
(六) 做市商的风险管理	20
三、香港备兑权证介绍	20
(一) 交易费用	20
(二) 备兑权证的分类：	21

插图

图 1: 券商经纪业务模式将出现转换	5
图 2: 证券经纪佣金率下滑趋缓部分公司下降空间有限	5
图 3: 融资融券余额增长情况 (亿)	6
图 4: 台湾融资交易占比 (%)	7
图 5: 投行承销金额增速有限 (亿)	7
图 6: 实施及完成的并购业务数量及金额 (亿)	8
图 7: 资管业务成长较快	9
图 8: 资管收入占总收入比仍然较低	9
图 9: 摩根士丹利业务收入结构	12
图 10: 高盛业务收入结构	13

表格

表 1 : 地区佣金率监管情况	4
表 2: 部分非上市券商 10H2 经纪佣金率环比下降趋缓明显	6
表 3: 较低的投资者报价转让系统收费对券商缺乏吸引力	9
表 4: 参与范围限制制约代办股份转让平台发展速度	10
表 5: 香港庄家制度中主要股票相关标的交易的差价规则	11
表 6: 摩根士丹利业务收入结构	12
表 7: 高盛做市商业收入占比结构	13
表 8: 3 月 8 日主流券商估值情况表	15
表 9: 香港证券交易所对“庄家”的优惠	17
表 10: 香港股票期货做市商价差规则	18
表 11: 香港股票期权做市商价差规则	18
表 12: 香港股票指数期货做市商价差规则	19
表 13: 香港股指期货期权做市商价差规则	19

一、经纪业务佣金率下降趋缓

《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》，要求券商在 2011 年 1 月 1 日后在营业部公布收费标准。今年年初各地监管当局陆续公布了地区佣金指导价（表 1），许多地区干预佣金率的力度超预期，为了验证其实际执行效果，我们对江浙地区的营业部进行了调研，佣金价格战最激烈的江浙一带营业部反映的情况普遍是正面的。据江浙一带几家主要营业部提供信息，监管局执法力度坚决，江苏在一年内价格战会有效遏制，浙江在半年内基本不会有战事。尽管各地的证监局管理风格不同，但佣金率下滑已基本趋缓，效果总体上是正面的。

表 1：地区佣金率监管情况

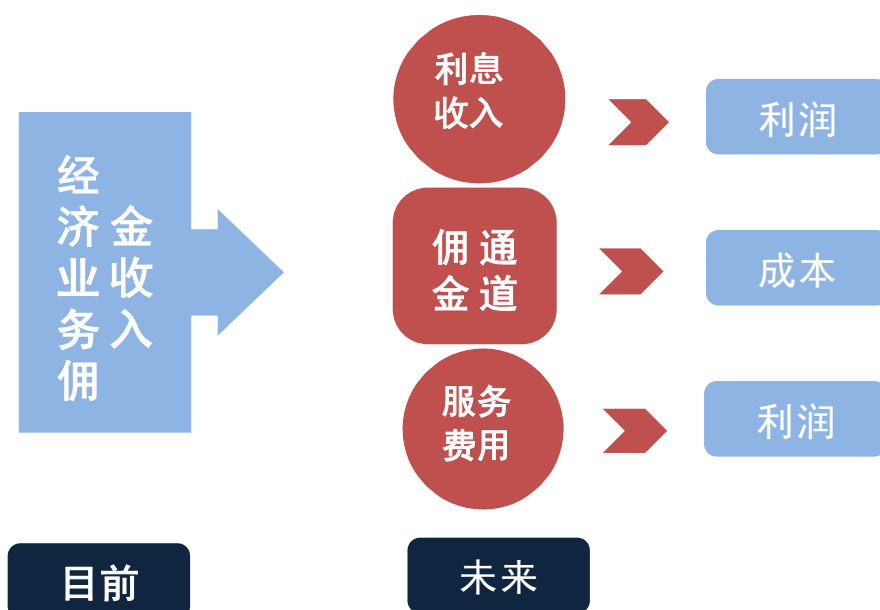
省份	最低佣金指导价	其他/备注
浙江	0.08%	转移不得低于上家佣金率%
江苏	0.1%	10 年佣金率是 0.05%
山东	0.08%	客户转移不得低于上家佣金率
广西	0.12%	客户转移不得低于上家佣金率
四川	0.16%	客户转移不得低于上家佣金率
沈阳	0.06%	
大连	0.06%	
湖南	0.06%	
湖北	0.06%	
新疆	0.1%	10 年佣金率是 0.15%
广东	尚未明确	此前不具约束力的参考佣金率 0.07%
深圳	尚未明确	此前不具约束力的参考佣金率 0.07%
上海	尚未明确	调研结果显示，目前存量 0.06%，新开户 0.04%
北京	尚未明确	此前不具约束力的参考佣金率 0.05%
天津	0.22%	

资料来源：Wind 咨询，宏源证券

调研中我们还发现，客户对于服务的认可度还是较高的。在此两地区服务领先的国信证券的品牌已获得业界的认可，其客户愿意支付相应的费用。目前尝试提供投资顾问的其他券商营业部反馈也较积极，投顾服务不同程度通过佣金率提价来体现。我们基本认为券商的价格战正在逐渐偃旗息鼓，大家开始将焦点转为营业部服务质量的不断提高。

我们认为，行业干预为券商盈利模式的转换争取了时间。我们去年的报告《券商盈利模式转变与估值变迁》以及《证券业：行业将加速分化》已经阐述过，实力强和牌照齐全的券商将会同时获得三部分收入，除通道佣金外，还会从服务佣金和利息收入中获取合理的利润。随着时间推移，这种盈利模式的转换将逐渐体现出来。

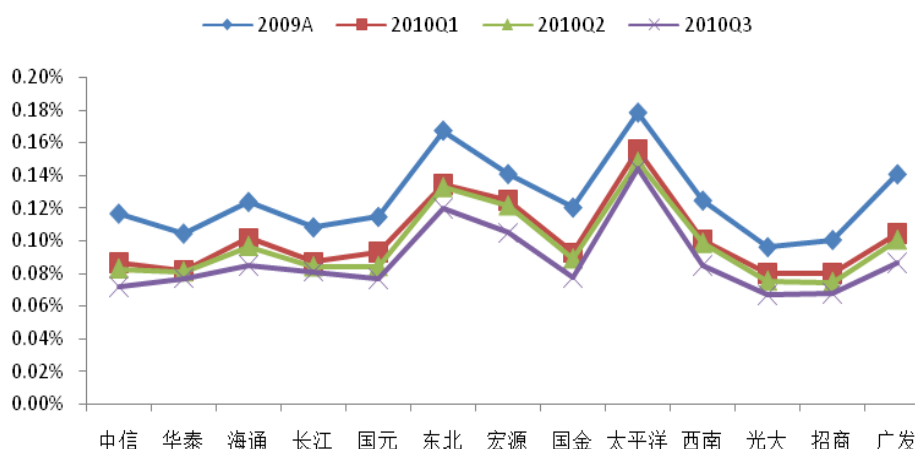
图 1：券商经纪业务模式将出现转换



资料来源：wind，宏源证券

按中国证券业协会公布 2010 年证券公司经营情况的初步统计数据，证券经纪业务及服务净收入 1084.90 亿元（通过与协会负责统计人员沟通，来源于交易佣金的收入接近这个数字，因此我们在此暂用这个数字做估测），并采用沪深交易所统计数据得到全年交易量 125314 亿元算，测算出 2010 年经纪业务行业平均佣金率水平应该是 0.087%，同比 09 年 0.13% 下滑 33%。但是如下图，从季度数据看，趋势逐步向缓，由于目前年报数据还未公布，我们通过银行间市场公布的非上市券商的年报数据来分析，佣金率下降也具有以下特点（表 2）：本身基数低的券商下降幅度趋缓明显，如申银万国、平安证券、安信证券等，反之则不明显，如山西证券，服务能力强的券商佣金控制有效，如国信证券、申银万国。

图 2：证券经纪佣金率下滑趋缓部分公司下降空间有限



资料来源：公司季报，宏源证券

表 2：部分非上市券商 10H2 经纪佣金率环比下降趋缓明显

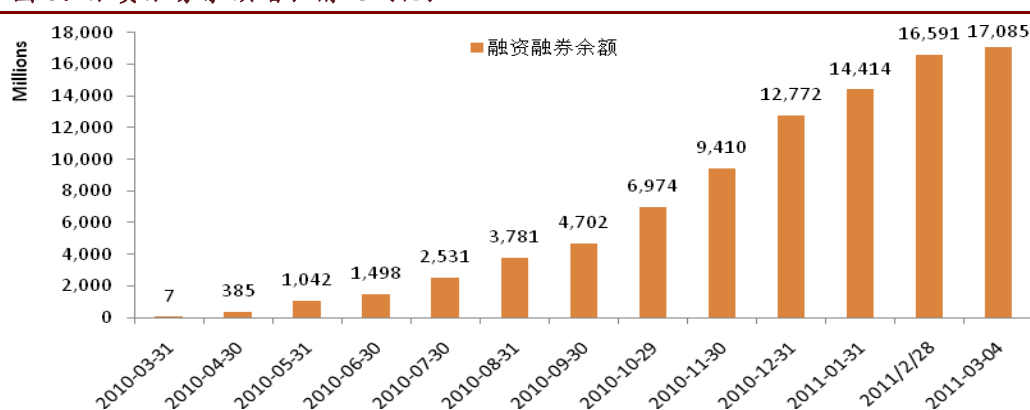
	10H1 环比	10H2 环比
中信金通	-27%	-16%
中信万通	-22%	-11%
中信建投	-30%	-12%
平安证券	-36%	-10%
兴业证券	-30%	-22%
山西证券	-24%	-26%
申银万国	-40%	0.3%
国信证券	-24%	-6%
中国建银	-19%	-12%
安信证券	-26%	-6%
上海证券	-26%	-22%

资料来源：银行间债券市场公布半年报，宏源证券

二、融券融券标的范围扩大将是近期催化剂

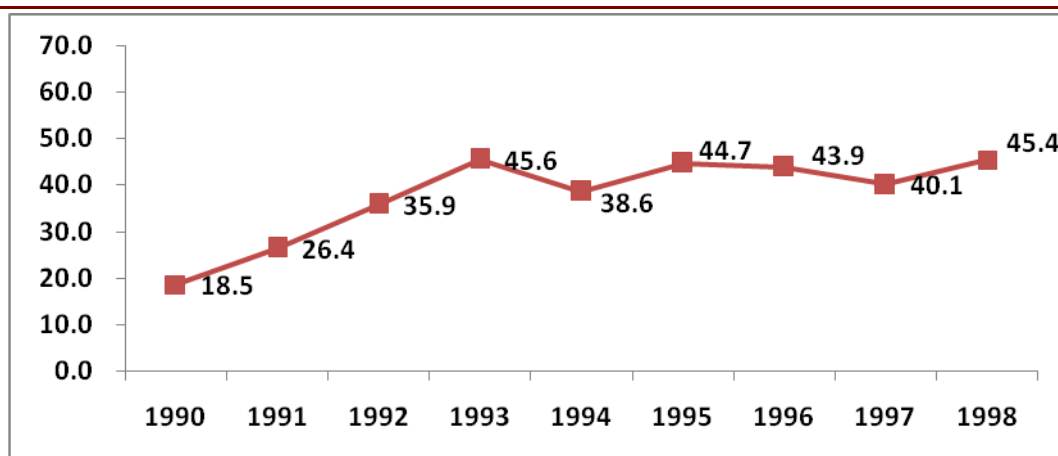
利息收入一直是国际大投行丰厚利润来源之一（图 9 和图 10），高盛 09 年利息收入占总收入 27%，而摩根士丹利利息收入占 26%，除去 09 年业务结构调整等因素和受到经济、市场影响，过去 10 年其两投行利息收入平均占总收入占比达 51%，54%。而目前，券商可以从客户资金第三方托管中得利，但此利息规模还依旧有限，拿国内资本规模最大的中信证券比较，其利息收入 5 年平均仅占 6%。随着创新业务不断提上日程，我们认为经纪业务中的利息收入主要应来自融资融券业务。其上升空间值得期待。

自 2010 年 3 月，融资融券业务推出以来，尽管发展较为迅速，但市场规模依然低于预期。截止 2011 年 3 月 4 日，市场融资融券余额为 170.85 亿，2 月份以来，融资买入额基本在 10 亿上下，占日均股票成交额的比例为 0.6%，远低于欧美、日、韩等成熟市场（15-20%），而与我国文化背景相似的台湾，信用交易占总交易额的比例也基本稳定在 45% 左右。融资融券发展速度与公众预期相左的原因在于监管层在试点阶段采取谨慎态度，给出的融券标的范围太小，而这些股票又大多都是权重股，客户参与兴趣不大。

图 3：融资融券余额增长情况（亿）


资料来源：Wind 咨询，宏源证券

图 4：台湾融资交易占比（%）



资料来源：上交所融资融券交易制度研究（根据台湾证券与期货管理委员会《证券统计要览》相关数据计算）

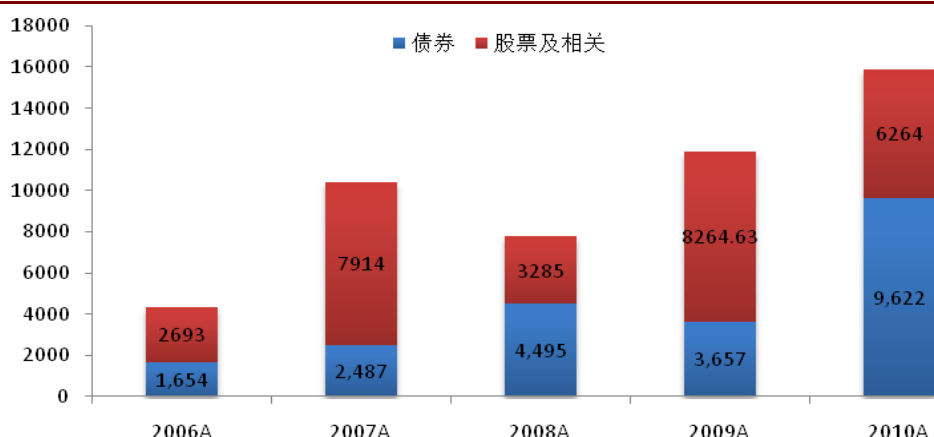
未来转融通公司的挂牌内在要求是融资融券标的范围的逐步扩大，我们认为届时融资融券余额会迅速攀升。一方面，目前券商融资融券的收益率达 8% 左右，流动性收紧、市场缺乏大幅上升空间的行情下，相对证券自营，融资融券的收益较为可观，且风险较低，可以有效改善券商自营收益率曲线。另一方面，如果融资融券渠道变得通畅，将有效的促进对冲交易，增加市场活跃度，从而增加券商佣金收入。同时信用账户的佣金率也远高于普通账户佣金率，目前，券商的信用账户佣金率在 0.1% 左右，部分券商甚至更高。

三、投行业务新增长点值得期待

（一）债券类融资扩容填补缺口

2010 年，由于中小市值股票集中上市，券商投行业务迎来爆发期，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。我们认为 2011 年，由于政策优惠公司债券承销可能会迎来新的发展时期，券商投行业务相对 2010 年大幅下降的风险很小。

图 5：投行承销金额增速有限（亿）

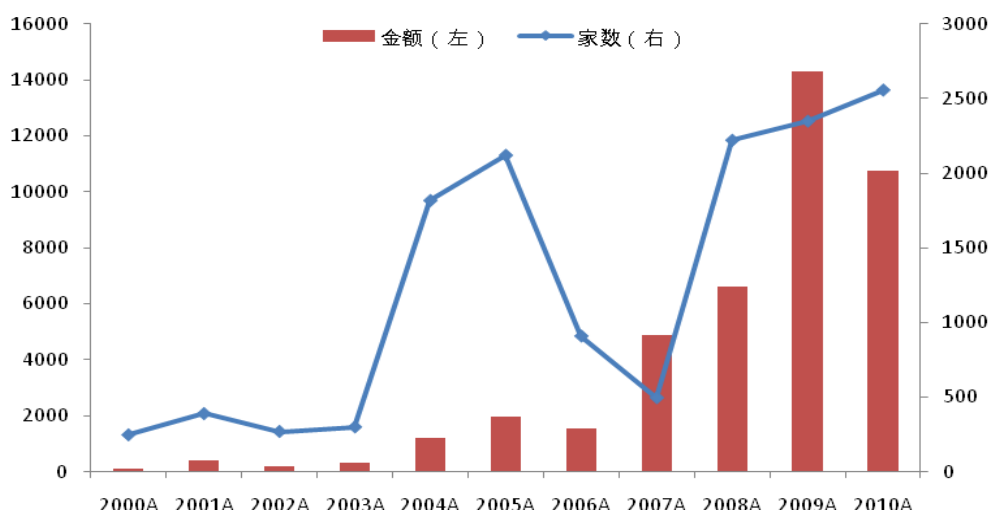


资料来源：wind，宏源证券

（二）并购业务将是投行业务增长点

另一方面，并购业务将会成为券商投行新的增长点。并购重组对于提高上市公司质量、促进行业整合、推动产业结构调整升级具有重要意义。近三年来，我国上市公司并购重组交易额呈现爆发式增长态势（如图所示）。近期监管当局无论是政策还是领导讲话均对企业并购重组给予支持，同时，对于股权持有方的各个地方当局而言，土地财政的终结将迫使其必须找到弥补资金缺口的渠道，而地方国资的证券化将是一举数得的选择。随着经济转型及国家对经济结构调整的持续推动，我们认为未来一段时间券商并购顾问业务将获得强力支撑，从而成为投行业务新的增长点。

图 6：实施及完成的并购业务数量及金额（亿）

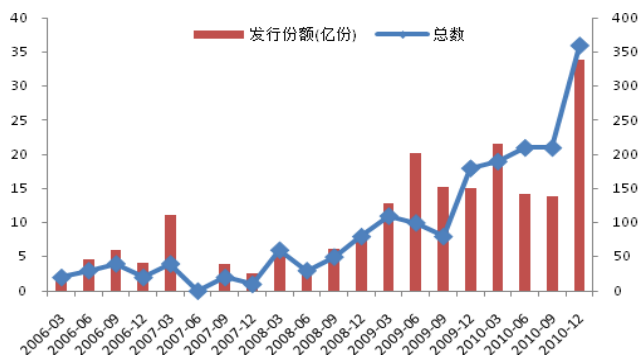


资料来源：wind，宏源证券

四、资产管理业务期待突破

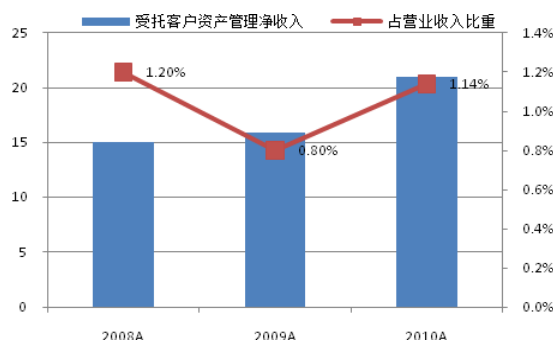
券商集合理财业务尽管发展较快，但收入占比仍很低。如图 7，自 09 年 6 月以来券商集合理财产品的发行渐入高潮。进入 2010 年后，发行规模依然在高位运行，数量上也是屡创新高，2010 年 4 季度，券商集合理财产品发行数达 36 只，发行份额达到 340 亿。去年年底，证监会发布《关于调整证券机构行政许可的工作方案》（以下简称《调整方案》）征求意见稿，拟将券商集合理财申报制度由审批制改为备案制，让券商对集合理财业务充满期待。但是由于业务规模总体较小以及管理费用受到渠道挤压的原因，它仍然难以成为券商主要的业绩贡献力量。据中国证券业协会的统计，09、10 两年券商受托客户资产管理业务净收入分别为 16 亿元和 21 亿元，分别占当年券商总营业收入的 0.8% 和 1.14%。

图 7：资管业务成长较快



资料来源：wind 咨询，宏源证券

图 8：资管收入占总收入比仍然较低



资料来源：证券行业协会，宏源证券

五、新三板与做市商制度

（一）旧三板发展缓慢

我国的老三板市场始于 2001 年 7 月 16 日，为妥善解决原 STAQ、NET 系统挂牌公司流通股的转让问题，以及为退市公司解决股份转让问题。2002 年 12 月 27 日，《证券公司从事代办股份转让主办券商业务资格管理办法（试行）》颁布到现在，公开交易 134 只股票已获批做代办股份转让业务有 45 家券商。上市券商中只有太平洋和国金证券没有此资格。

我们所谓的“新三板”即“非上市股份公司代办转让系统”，是专门面向高成长的科技型、创新型非上市股份公司进行股权挂牌转让和定向增发融资的交易平台。目前，只在国家选定的部分国家级高新区试点。“新三板”的主要功能是实现挂牌公司定向融资，为投资者提供退出渠道，同时也为企业登陆中小板和创业板提供一个基础。根据证券业协会非上市公司代办股份转让平台官方网站公布，目前，新三板挂牌公司 78 家，总股本 27 亿股。2010 年全年累计成交金额达到 4 亿元。09 年以来，拟转板的公司有 15 家，九其软件在内的 3 家公司已成功登陆中小板和创业板。

表 3：较低的投资报价转让系统收费对券商缺乏吸引力

收费项目	收费标准	收费对象
转托管费	30 元/次(其中：结算公司收 20 元、转出方参与人收 10 元)	投资者
股份过户费	成交金额的 0.025% (双边)	投资者
非报价过户费	所涉股份面值的 1% (双边)，其中推荐主办券商与结算公司各 50%	投资者
质押登记手续费	500 万股以下(含 500 万股)，按面值的 1% 收取；超过 500 万股部分，按面值的 0.1% 收取	投资者
账户相关业务	深市 A 股账户收费标准	投资者

资料来源：中国证券业协会股份代办转让网站，宏源证券

在 09 年，证券业协会相继修订和出台《证券公司代办股份转让系统中关村科技园区

非上市股份有限公司股份报价转让试点办法（暂行）》、《关于自然人投资者买卖中关村科技园区非上市股份有限公司挂牌股份有关监控业务的通知》、《关于做好投资者签署修订后的〈报价转让委托协议书〉与〈报价转让风险揭示书〉有关事项的通知》等规定，投资者限定为机构投资者，公司挂牌前的自然人股东，通过定向增资或股权激励持有公司股份的自然人股东，因继承或司法裁决等原因持有公司股份的自然人股东和协会认定的其他投资者，规定挂牌公司自然人股东只能买卖其持股公司的股份。开立帐户不需要另外开立专门的代办股份帐户，而是与深圳 A、B 股帐户合并，为转板打好基础并节省成本。结算统一由中登公司结算，费用如表 3 所示。账户相关业务与 A 股账户收费标准一致。交易方式不经过大盘，而是委托券商，最低要购买 3 万股，有退出机制，可自由买卖。市盈率要比许多在中小企业板上市的企业高。

表 4：参与范围限制制约代办股份转让平台发展速度

	2008	2009	2010	09 年同比增长	10 年同比增长
挂牌公司（家）	41	59	74	44%	25%
总股本（亿股）	19	24	27	26%	13%
成交笔数（笔）	479	874	635	82%	-27%
成交股数（万股）	5381	10702	6886	99%	-36%
成交金额（亿元）	3	5	4	67%	-20%

资料来源：中国证券业协会股份代办转让网站，宏源证券

而真正吸引企业在代办股份转让市场挂牌的原因是未来升板的直接融资功能和流通渠道，如果通道不顺畅，那么企业挂牌的积极性也就必然大减，针对非上市公司股份转让的特点，中关村科技园试点办法规定每笔委托股份数量不低于 3 万股，大大高于交易所市场每手 100 股的最小交易单位。同时股份报价转让的成交价格通过买卖双方议价产生，也存在一定时间内无法成交的可能性，交割股份和资金到账采用 T+1 的方式存在风险，参与者受到限制等，都影响了投资者的积极性。特别是创业板的推出，使得投资者也越来越稀少。2010 年成交金额同比下降 20%（如表 4）。

而近日召开的 2011 年全国证券期货监管工作会议上，证监会主席尚福林提出了今年八大工作重点，其中，扩大中关村科技园区非上市股份公司股份报价转让试点范围被列为重点工作之首。尚福林主席近日还透露，“新三板”扩容相关制度安排已基本到位，但正式推出时间表未定，还有一些技术细节需要解决。我们认为“扩容”势必带来更多挂牌公司，同时触发交易量的增长；对于投资者的限制，我们认为也有希望降低门槛以体现其融资的真正价值，届时券商从中受益将值得更高的期待。

综上所述，过低的收费标准让券商缺乏拓展业务的动力，过于苛刻的参与者限制制约了市场交易量，从而使该市场发展缓慢。真正的“新三板”将引入做市商制度和放宽投资者范围，对于券商行业来说，将成为未来收入来源的又一重要组成部分。这一点，可以从香港庄家制度和美国的做市商制度的经验看出。

（二）香港作市商制度显示收费空间将大大提升

香港做市商称为庄家制度。做市商（获得做市商资格的券商）通过不断与下单的投资者交易来维持市场的流动性，满足公众投资者的投资需求；并通过买卖报价的适当差额来补偿所提供服务的成本费用，并从交易的价差中获利。推行做市商制度是为了提高证券交

易的效率性、稳定性和流动性。香港庄家制度对于价差的部分规定如表 5：

表 5：香港庄家制度中主要股票相关标的交易的差价规则

交易标的类型	最大的买卖盘差价		
股票期权	期权系列	流通量水平1	流通量水平2
	即月，离到期日不多于3天	买盘价的20%或正股的最佳买卖盘差价的3倍（以较低者为准）	买盘价的20%或正股的最佳买卖盘差价的4倍（以较低者为准）
	即月，但离到期日最少4天及最近的两个到期月份	买盘价的10%或正股的最佳买卖盘差价的3倍（以较低者为准）	买盘价的10%或正股的最佳买卖盘差价的4倍（以较低者为准）
	之后的2个季月	买盘价的20%或正股的最佳买卖盘差价的4倍（以较低者为准）	买盘价的20%或正股的最佳买卖盘差价的6倍（以较低者为准）
	第3个季月及由交易所因需要而加入的任何较长期的到期月份	买盘价的20%或正股的最佳买卖盘差价的8倍（以较低者为准）	买盘价的20%或正股的最佳买卖盘差价的12倍（以较低者为准）
股票期货	正股的4个最佳价格波幅或0.15港元，以较高者为准		
股票指数期权	合约月份	期权金	最大的买卖盘差价
	首3个	1-750点	30点或买价的10%（以较高者为准）
		751点以上	75点
	第4至第6	1-750点	30点或买价的20%（以较高者为准）
		751点以上	150点
股票指数期货	不多于 15 个最低价格波幅		

资料来源：香港交易所网站，宏源证券

在香港，对于获得做市商资格的券商，交易所减收其交易手续费；注册庄家如能履行指定的责任，可获交易费用折扣（见附件表 9）。但如果达不到一定的报价标准，交易所将收回对庄家的费用优惠。若庄家连续两个月未能达到报价要求，交易所取消庄家的资格。报价过程中，当做市商不止一次报价时，系统便会按照价格优先、时间优先的原则进行配对，最早报出买价最高或卖价最低的做市商有优先成交权。做市商会利用一些期权定价模型，通过计算机输入数据资料自动分析市价，自动更新报价，并从价差中得到收益。为避免做市商承担方向性的价格风险，一般做市商会尽享保持成家数量平衡，如果出现风险就会用 Delta 等风险参数进行对冲交易避险。否则就有可能如早年的怡高证券因持有大量的单边部位做反方向而受到巨额亏损。获利以及风险的控制，都对做市商提出了技术性和操作性的高要求。而服务质量好，能够保证低风险，和成交的高成功率成为券商赢得市场份额从而获得高额收益的重要因素。

（三）美国做市商制度对收入的贡献与支撑

1971 年成立纳斯达克的时候创造了一个新的划时代的制度叫做市商制，Market Making System, 简称 MMS。也就是全美证券交易商自动报价平台。做市商通过交易终端报价。交易系统分为两个通道，一个通道叫做 ATS (Agency Trading System)，另一个叫做 PTS (Principal Trading System)。如果中间券商不截单让双方自己成交，就是 ATS。如果券商选择把单截下来和客户成交叫 PTS。ATS 可以收取佣金，这意味着买卖双方自己成交，券商在中间只提供通道，也就是我国 A 股市场目前的通道佣金。而 PTS 不收取佣金，

做市商通过报价成交过程中的价差赚取收入。具备资格的券商获得授权进入 PTS 系统做交易的时候，这种交易行为叫 Principal Trading，也就是做市商交易。

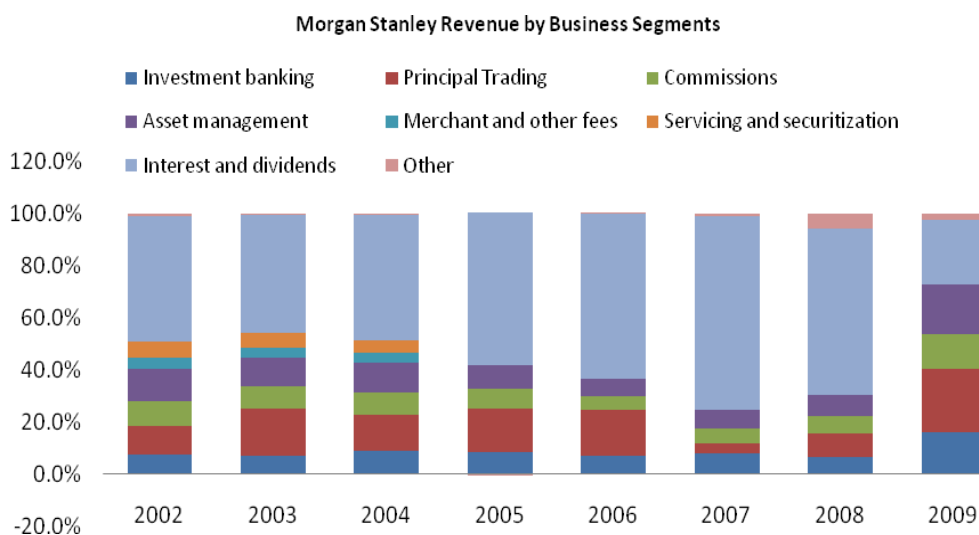
在高盛、摩根士丹利、美林等各大证券公司的财务报表上，过去十年内，Principal Trading 的收入所占的比重逐年上升。

表 6：摩根士丹利业务收入结构

In million dollar	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Investment banking	2478	2440	3341	3795	4706	6316	4057	5019
Principal Trading	3521	6262	5510	7376	11805	3208	5472	7447
Commissions						4659		
	3191	2887	3264	3302	3746	□	4449	4234
Asset management	4033	3814	4473	3866	4231	5486	4839	5884
Merchant and other fees	1421	1377	1317					
Servicing and securitization	2032	1922	1921					
Interest and dividends							396□	
	15876	15738	18584	25985	42774	60069	9	7702
Other	399	226	324	-102	209	776	3852	838
Total revenues	32926	34776	39341	45347	69249	83761	58423	30070
Principal Trading%	11%	18%	14%	16%	17%	4%	9%	25%

资料来源：公司年报，宏源证券

图 9：摩根士丹利业务收入结构

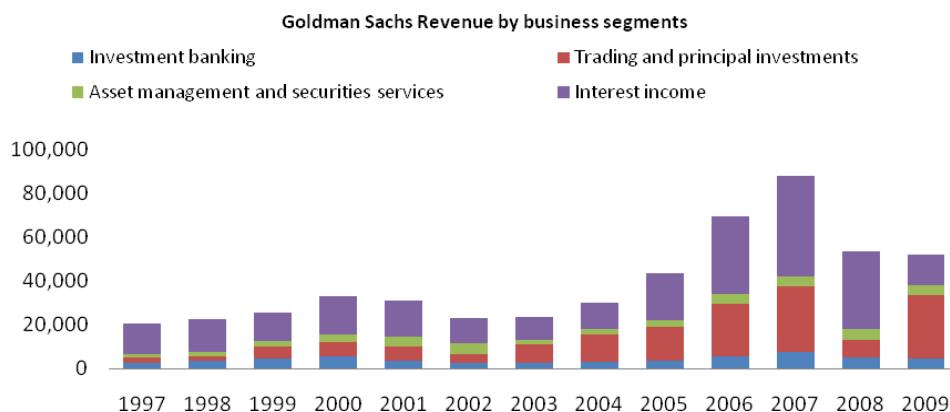


资料来源：公司财报，宏源证券

以高盛为例，1998 年，高盛净收入是 80 个亿，80 个亿当中这项收入占不到三分之一。2004 年高盛的净收入是 200 亿，其中近 65% 的收入来源 Principal Trading & Investment，这个收入包括各种自营的投资项目收入，而另一部分就包括了做市商交易所得的收入。美国的做市商，已经不仅仅是对股票的做市，而是对各种金融衍生产品和其他大宗交易的做市。高盛目前就是全世界最大的石油做市商。如果剔除对金融衍生产品和其他大宗交易，股权的做市商交易占总收入比率一直是 7% 左右，2009 年达到 11.7%，整个做市商交易的收入占 58.6%。美林在 2006 年金融危机前的做市商收入也占总收入

的 26%，比 2005 年占总收入 16%，增长 50%。而摩根士丹利做市商交易收入占比也从 2002 年 10.7% 增长到 2009 年的 23.9%（剔除金融危机 07、08 年的低点）。尽管摩根士丹利 2009 年的收入因其他业务收入的缩水而致环比大幅下滑 50%，但是其做市商收入环比却增长了 36%。可见其对收入的支撑占有多么重要的地位。

图 10：高盛业务收入结构



资料来源：公司财报，宏源证券

表 7：高盛做市商业务收入占比结构

In million	1997...	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
FICC	2055	4047	4470	5596	7322	8940	14262	16165	3713	23316
Equities trading	573	2923	1008	1738	1969	2675	4965	6725	4208	6046
Total revenues	20433	31138	22854	23623	29839	43391	69353	87968	53543	51673
FICC %	10%	13%	20%	24%	25%	21%	21%	18%	7%	45%
Equities %	3%	9%	4%	7%	7%	6%	7%	8%	8%	12%

资料来源：公司财报，宏源证券

对于做市商来说，费用优惠，例如在香港给的优惠费率表中我们看到的那样，只是交易所的一点很小的折扣让利，更多的好处在于可以在券商进行做市交易时，在双边报价中获得价差收益。交易所规定了买卖价格之间的最大差额。这个价差是做市商为市场履行义务的风险回报。不同的做市商对市场的看法、成本利润目标不同，因此价差的大小也不尽相同，但比单纯的代理交易佣金率会高很多。

六、其他创新业务陆续推出是行业的后续催化剂

（一）备兑权证

未来，发展衍生品交易也将逐步提上日程，据悉上海证券交易所正在制定备兑认股权证的相关规则，将会对外发布征求意见稿。我们对已有的香港备兑权证业务进行研究，以供大家参考。

在香港市场约有 23 家备兑权证发行商，这些发行商多为国际性的投资银行。交易所的上市规则规定发行商必须符合指定的入门准则才可发行备兑权证，其中包括发行商的净资产必须达 20 亿港元或以上，及发行商须具备信贷评级(最低要达 A 级)或者受香港金融管理局、证券及期货事务监察委员会或被认可的海外监管机构监管。另外，为确保备兑权证上市后有足够流通量，发行商须为其所发行的每一只上市备兑权证委任一名流通量提供者。在国际上，备兑认股权证市场占认股权证市场中的主导地位。2004 年和 2005 年，香港备兑权证成交额连续两年位居全球榜首。据相关学术期刊报道，香港权证数量 2007 年以 6108 亿美元的成交额占据全球之首，共发行超过 4000 只，比 2004 年增长了约 4 倍。其中备兑权证交易额约占 99%。而在台湾，证交所交易的权证全部都是备兑权证。

备兑权证的推出给券商带来的影响和预期：

(1) 考虑到市场目前仅存一只权证即将到期，未来权证这一重要的衍生品如何发展将进入观察期。如果备兑权证能够出台，将增加券商的利润来源，也将降低券商的市场风险，给券商可持续性发展和成长起到长期的支持作用。

(2) 另外，大批量购入证券作为行权和对冲的保证，也同时带给市场交易的活跃度，券商不仅可以从这一业务中获得收入，还因整个市场的交易量增长，带动经纪业务收入的普遍提高。特别对于大盘股流动性不高的问题有着非常积极的作用。

(3) 最后，备兑权证在境外多是以转融通为基础实施的。我们认为这一创新业务可能还要在新三板和转融通顺利出台之后才会推出，一是届时将会在交易系统和市场均适宜的情况下推出，二是也与监管机构一贯稳健的作风相符。

(二) 国际板的展望

国际板，是指允许在中国境外注册的企业在中国 A 股发行股票并交易。据悉，早在 2007 年第四次中美战略经济对话中，中方就允诺在中国注册的外商投资企业在中国发行以人民币计价的股票。而在境外注册的企业却一直无缘 A 股市场。一些外资公司虽已完成内地法人注册，但更多的境外企业，依旧寄希望于未来登陆以境外注册的公司作为上市主体的国际板，比如，联合利华、汇丰控股及可口可乐等外企就曾表达过在上海证券交易所上市的意向。

我们认为国际板在未来的实行，可能带来以下几点益处：

(1) 首先有利于券商的投行业务。目前国内大的投行项目越来越少，国际板最先上马的将是海外上市的大国企和红筹股，将有效弥补此类业务的下降。

(2) 国际板的推出有可能对于整个市场起到正面的支持。尽管境外企业在国际板块上市可能带来资金面的压力，但市场的调节作用，以及融资所得资金对于境内企业发展业务所带来的经济效益将会冲抵对市场的负面影响。

(3) 国际板的推出，给与投资者更多的投资渠道，并促使市场获得更活跃的交易形成，从而给与券商带来经纪业务的收入回报。

(4) 我们认为拥有境外和香港业务经验的券商将会更利于未来在这一业务上的拓展和获益。

四、估值

假设 2011 年日均股票成交额为 2500 亿，由于情况不同，各家券商自营收益率在 10% 上下，我们得到券商的 2011 年盈利预测和估值情况。截止 2010 年 3 月 8 日，主流券商的 PE 均在 20-25 倍。从历史来看，此估值相对具备安全边际，考虑到未来一系列创新业务的推出，我们认为中期看行业拐点已现，部分券商的投资价值凸显。

参考我们年度策略《行业将加速分化》：在监管层加强经纪业务管理背景下，券商行业分化将加速，综合实力、投资服务能力较强的大型券商将受益于行业分化。而且随着融资融券、新三板、备兑权证等创新业务的推进，这些券商的资本优势将充分发挥出来，结合估值水平，中信、海通、光大、招商的 PE 仅为 23、20、18、21 倍，考虑到这些因素，建议超配。

另外，我们将辽宁成大各业务分部估值，其中每股证券业务价值 29 元；医药业务价值每股 11.5 元；油业务价值每股 5.8 元；医药连锁和国内外贸易价值均每股 1 元，因此 2011 年辽宁成大合理股价为 48.3 元。

表 8：3 月 8 日主流券商估值情况表

	EPS			BVPS			PE			PB		
	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012	2010	2011	2012
中信证券	1.0	0.7	1.0	6.9	7.7	8.1	16	23	16	2.2	2.0	1.9
海通证券	0.4	0.5	0.6	5.8	6.2	6.8	24	20	17	1.9	1.7	1.6
广发证券	1.5	1.7	1.8	7.6	9.1	10.7	30	28	26	6.1	5.1	4.3
华泰证券	0.7	0.7	0.9	2.8	3.2	3.7	23	21	18	5.3	4.7	4.1
招商证券	0.9	1.1	1.2	7.0	7.9	8.8	22	18	17	2.9	2.6	2.3
国金证券	0.5	0.6	0.7	3.0	3.5	4.2	33	26	22	5.3	4.5	3.9
光大证券	0.6	0.8	0.9	7.1	7.7	8.4	26	21	18	2.3	2.1	1.9
国元证券	0.4	0.5	0.7	8.0	8.5	8.9	29	25	18	1.6	1.5	1.4
长江证券	0.6	0.7	0.7	4.7	7.0	7.6	20	17	17	2.6	1.7	1.6

附件：（部分资料摘自权威网站）

一、新三板的历史与进程

（一）“老三板”的由来

我国的老三板市场于 2001 年 7 月 16 日正式开办。三板市场为妥善解决原 STAQ、NET 系统挂牌公司流通股的转让问题，2001 年 6 月 12 日经中国证监会批准，中国证券业协会发布《证券公司代办股份转让服务业务试点办法》，代办股份转让工作正式启动，当年 7 月 16 日第一家股份转让公司挂牌。为解决退市公司股份转让问题，2002 年 8 月 29 日起退市公司纳入代办股份转让试点范围。2002 年 12 月 27 日，《证券公司从事代办股份转让主办券商业务资格管理办法（试行）》颁布，5 个月之后广发证券与兴业证券成为《办法》出台后首批获得该资格的券商。三板市场终于迈出扩容的步伐。截止 2003 年底，在代办股份转让系统挂牌的公司有 12 家，股票 14 只，投资者开户数 17 万，总市值 58 亿元人民币，A 类股份流通市值为 25 亿元人民币，B 类股份流通市值为 1,422 万美元。目前公开交易的 134 只股票，45 家券商已获批做代办股份转让业务的。上市券商中只有太平洋和国金证券没有此资格。

（二）“新三板”的出生

我们所谓的“新三板”即“非上市股份公司代办转让系统”，是专门面向高成长的科技型、创新型非上市股份公司进行股权挂牌转让和定向增发融资的交易平台，是由中国证监会、国家科技部设立的。按照有关规定，“新三板”是专门为国家级高新区非上市股份公司提供的代办股份转让平台，目前，只在国家选定的部分国家级高新区试点。“新三板”的主要功能是实现挂牌公司定向融资，为投资者提供退出渠道，同时也为企业登陆中小板和创业板提供一个基础。2006 年 1 月，“新三板”挂牌试点在中关村科技园区正式启动，目前共有 32 家中关村科技园区公司在“新三板”挂牌和转让股份。“新三板”为符合条件的中小型高新技术企业提供了股份报价转让、融资和规范发展的平台，这个平台的作用在中关村已经显现出来。“久其软件”的 IPO，成为新三板挂牌公司首家转主板成功案例。“新三板”上市公司孵化器的功能日益明显。“新三板”具有门槛低、成本小、规范化等特点，只要是注册在国家级高新区内的高新技术企业，成立满三年，主营业务突出，有持续经营记录，股东出资真实，近两年股权变动合法合规，股东人数少于 200 人，均有可能在改为股份有限公司后挂牌。截至 2009 年 2 月中旬，在“新三板”挂牌的企业已经达到了 51 家。

二、香港庄家制度

香港做市商称为庄家制度。做市商制度是指在证券市场上，由具备一定实力和信誉的证券经营机构作为特许交易商，不断地向公众投资者报出某些特定证券的买卖价格，并在该价位上接受公众投资者的买卖要求，以其自有资金、证券与投资者进行证券交易。做市商通过这种不断买卖来维持市场的流动性，满足公众投资者的投资需求。做市商通过买

卖报价的适当差额来补偿所提供服务的成本费用，并实现一定的利润。推行做市商制度的初衷一般都是为了提高证券交易的效率性、稳定性和流动性。同时在交易过程中，庄家又可以因其报价职能，从交易的价差中获利，给券商带来可观的报酬。下面是对香港做市商制度的介绍：

（一）申请成为做市商应满足的条件

1) 交纳 500 万港元； 2) 具有一定的交易经验； 3) 内部控制和风险管理体系完善； 4) 具备充分的资金运作能力； 5) 相关市场套利技术。

（二）报价规则

获交易所批准注册后，注册庄家必须履行其应价或持续报价责任。庄家的报价包括两种：一是对所有期权系列进行报价回应。即收到开价要求后才进行报价。庄家对报价进行回应，每月的最低的回应比率为 80%，每次报价的最低合约数量为 5 张，在 20 秒内完成报价回应，并且维持时间最少 20 秒。二是持续报价。即不论有无开价要求，庄家都要主动为所负责的期权系列（而非全部）进行持续报价，使其价差符合交易所的要求。每个月份，庄家最少要在 80% 的时间内持续报价。最低的合约数量为 5 张，维持报价时间最少 20 秒。

（四）做市商的手续费

交易所减收其交易手续费；注册庄家如能履行指定的责任，可获交易费用折扣。比如，恒生指数期权合约交易费可由每张合约的 10 元港币折扣到 2 元。庄家若未能达到每个月份成功回应最少 70% 的报价要求或最少 70% 的时间提供持续报价，交易所将收回对庄家的费用优惠。若庄家连续两个月未能达到报价要求，交易所所有权取消庄家的资格。做市商的报价应是两边报价：一个买入，一个卖出，假如报价符合有关交易者输入的价格，系统会自动成交。交易者也可根据做市商所报价格，决定与之成交。当做市商不止一次报价时，系统便会按照价格优先、时间优先的原则进行配对，最早报出买价最高或卖价最低的做市商有优先成交权。

表 9：香港证券交易所对“庄家”的优惠

交易	印花税		交易征费		交易费	
	非证券庄家	证券庄家	非证券庄家	证券庄家	非证券庄家	证券庄家
买卖以香港股份为相关资产的交易所	0.1%	5HKD/笔	0.003%	-	0.005%	-
买卖以海外股份为相关资产的交易所	-	-	0.003%	-	0.005%	-

资料来源：香港交易所，宏源证券

(五) 香港部分做市商价差规则

表 10: 香港股票期货做市商价差规则

莊家責任	持續報價	回應報價
指定合約月份	不少於首兩個合約月份 [即現月及下月]	
報價要求	於一個月內提供持續報價達交易時段之 70%或以上	於一個月內對開價盤要求作出回應達 70%或以上
回應報價最高時限	不適用	在接獲開價盤要求後 10 秒內作出回應
開價盤保留最少時限	不少於 20 秒 (除非在這時限內相關股票水平出現變化, 在這情況下, 莊家可以改變他們的報價)	
最大的買賣盤差價	正股的 4 個最佳價格波幅或 0.15 港元, 以較高者為準	
開價盤所須涉及最少合約張數	不少於 10 張合約	

資料來源: 香港交易所網站, 宏源證券

表 11: 香港股票期权做市商价差规则

莊家責任	持續報價		回應報價
指定期權系列	於期權合約中, 不少於 24 個期權系列		回應所有期權合約中期權系列開價盤要求
報價的要求	於一個月內對該股票期權系列提供持續報價達交易時段的 50% 或以上		於一個月內對該股票期權系列的開價盤要求作出回應達 50% 或以上
回應報價最高時限	不適用		在接獲開價盤要求後 20 秒內作出回應
開價盤保留最少時限	不適用		開價盤保留最少 20 秒 (除非在這 20 秒時限內相關股票水平出現變化, 在這情況下, 莊家可以改變他們的報價)
最大的買賣盤差價	期權系列	流通量水平 1	流通量水平 2
	即月, 離到期日不多於 3 天	買盤價的 20% 或正股的最佳買賣盤差價的 3 倍 (以較低者為準)	買盤價的 20% 或正股的最佳買賣盤差價的 4 倍 (以較低者為準)
	即月, 但離到期日最少 4 天及最近的兩個到期月份	買盤價的 10% 或正股的最佳買賣盤差價的 3 倍 (以較低者為準)	買盤價的 10% 或正股的最佳買賣盤差價的 4 倍 (以較低者為準)
	之後的 2 個季月	買盤價的 20% 或正股的最佳買賣盤差價的 4 倍 (以較低者為準)	買盤價的 20% 或正股的最佳買賣盤差價的 6 倍 (以較低者為準)
	第 3 個季月及由交易所因應需要而加	買盤價的 20% 或正股的最佳買賣盤差價的 8 倍 (以較低者為準)	買盤價的 20% 或正股的最佳買賣盤差價的 12 倍 (以較低者為準)
開價盤所須涉及最少合約張數	流通量水平 1 - 不少於 30 張		
	流通量水平 2 - 不少於 15 張		

資料來源: 香港交易所網站, 宏源證券

表 12：香港股票指数期货做市商价差规则

莊家責任	持續報價	回應報價
指定合約月份	不少於首兩個合約月份 [即現月及下月]	
報價要求	於一個月內提供持續報價達交易時段之70%或以上	於一個月內對開價盤要求作出回應達70%或以上
回應報價最高時限	不適用	在接獲開價盤要求後20秒內作出回應
開價盤保留最少	不少於 10 秒	
時限	(除非在這10秒時限內相關指數水平出現變化，在這情況下，莊家可以改變他們的報價)	
最大的買賣盤差價開價盤所須涉及最少合約張數	不多於 15 個最低價格波幅	
	不少於 5 張合約	

资料来源：香港交易所网站，宏源证券

表 13：香港股指期货期权做市商价差规则

莊家責任	持續報價	回應報價	
指定期權系列	不少於24個期權系列(小型恒指期權為不少於12個期權系列)	回應所有開價盤要求(長期期權除外)	
報價要求	於一個月內提供持續報價達交易時段之70%或以上	於一個月內對開價盤要求作出回應達70%或以上	
回應報價最高時限	不適用	在接獲開價盤要求後20秒內作出回應	
開價盤保留最少時限	不少於 20 秒		
	(除非在這20秒時限內相關指數水平出現變化，在這情況下，莊家可以改變他們的報價)		
最大的買賣盤差價(長期期權除外)	合約月份	期權金	最大的買賣盤差價
	首3個	1 - 750 點	30點或 買價的10%(以較高者為準)
		751點以上	75點
	第4至第6	1 - 750 點	30點或買價的20%(以較高者為準)
		751點以上	150點
開價盤所須涉及最少合約張數	不少於 5 張合約		

资料来源：香港交易所网站，宏源证券

（五）定价方法

有了最大买卖差价等的规则限制，并不能保证做市商做出合适的报价，每一期权系列的报价来自做市商对期权的定价。一般情况下，在香港交易所的期权交易系统中，做市商通常的做法是将报价过程与一个期权定价模式、股票交易系统和风险管理系统连通，这些系统可以根据输入的资料自动分析市价，自动更新报价。在影响股票期权价格的 6 种因素中，即相关的股票价格、到期前的时间、股息、利率、履行价格及波动率，做市商极为重视波动率这个变量。因为它不像其他 5 个变量是已知的，而是对股价未来波动率的市场估计，是参考以往股票市场波动和当时市价等原因推算出来的，这个估计被称为“隐含价格波动性”，它直接影响权利金的大小，从而与做市商的盈利率密切相关。各个做市商的期权定价模式大同小异，都是在经典的 Black-Scholes 模式基础上，考虑股息等因素而生成。

（六）做市商的风险管理

做市商是波动率的交易者而非方向性交易者做市商为市场进行双边报价，理想情况是双边成交的数量保持平衡，这样可以锁定持仓风险。如果出现单边的部位，就要尽量平仓，否则必须进行 DELTA 对冲交易。这样做的目的，是避免做市商承担方向性的价格风险。在香港恒生指数期权交易中，既有做市商（如怡高证券）因持有大量的单边部位，因做反方向而受到巨额亏损的例子，同时，也有许多机构如国泰君安香港公司，虽然现在已经失去香港交易所的做市商资格，但也采用做市商的交易模式。境外专家强调，如若进行方向性交易，就不是真正的做市商。如果做市商想在市场中长期生存下去，就必须做好部位风险的管理。做市商需要履行义务，以满足其他投资者的买卖要求，一般都拥有较大的部位规模。因此，做市商需要借助期权风险参数来清晰、快捷地了解 and 衡量部位风险状况，并据此进行对冲交易。常用的风险参数有：delta、gamma、theta、vega 等。

三、香港备兑权证介绍

在香港市场约有 23 家备兑权证发行商，这些发行商多为国际性的投资银行。为确保发行商受适当的监管从而保障与发行商交涉的各方权益，交易所的上市规则规定发行商必须符合指定的入门准则才可发行备兑权证，其中包括发行商的净资产必须达 20 亿港元或以上，及发行商须具备信贷评级（最低要达 A 级）或者受香港金融管理局、证券及期货事务监察委员会或被认可的海外监管机构监管。另外，为确保备兑权证上市后有足够流通量，发行商须为其所发行的每一只上市备兑权证委任一名流通量提供者。在国际上，备兑认股权证市场占认股权证市场中的主导地位。2004 年和 2005 年，香港备兑权证成交额连续两年位居全球榜首。据相关学术期刊报道，香港权证数量 2007 年以 6108 亿美元的成交额占据全球之首，共发行超过 4000 只，比 2004 年增长了约 4 倍。其中备兑权证交易额约占 99%。而在台湾，证交所交易的权证全部都是备兑权证。

（一）交易费用

备兑权证的交易费用包括经纪佣金、交易征费及交易费；买卖以现金交收、地区性或非以股本证券为相关资产的备兑权证则无须缴付印花税。为确保在最后交易日执行的交易

也有足够时间进行交收及登记，备兑权证以到期日之前第四个交易日作为最后交易日，投资者只可在最后交易日或之前进行备兑权证买卖。

（二）备兑权证的分类：

1、按发行条款的不同，备兑权证可以分为：(1)看涨权证和看跌权证。(2)根据备兑权证的执行方式条款，可分为欧式权证和美式权证。欧式权证只能在到期日执行，而美式权证可以在到期日或者之前任何时间行使。

2、按备兑权证的标的资产的不同可以分为：(1)股票权证：是以股票为标的资产的权证，主要是以单只股票为标的，也有以一组股票为标的的一揽子股票权证。(2)指数权证：指数权证是和股票指数的表现联系在一起，行权水平是用指数点数来表示的，通常在到期日时采取现金结算方式。一般来说，指数权证具有高流动性并且期限很短，一般都是三个月。(3)债券权证：以债券为标的的权证。许多股票投资者都并没有购买债券，因此对债券的投资收益率怎样计算，怎样选择合适债券进行投资，以及债券的购买和交易都不甚了解。解决这个问题的最好办法就是购买一个主流债券的看涨或者看跌权证。(4)商品权证：标的资产可以是黄金，白银，铂金等商品，商品权证可以是认购证也可为认沽证。(5)货币权证：货币权证的持有者可以在权证到期日或者之前进行外币与本币的兑换。

黄立军，宏源证券研究所非银行金融行业研究员，中国人民银行研究生院金融硕士，2009 年加盟宏源证券研究所。2008 年新财富非银行金融行业最佳分析师第三名。

主要研究覆盖公司：中国人寿、中国太保、中国平安、中信证券、海通证券、招商证券、光大证券、东北证券、长江证券等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明：

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%~+20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数+5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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，也可能争取为这些公司提供投资银行、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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。