

邓淑斌 执业证书编号: S0730511010003

021-50588666-8021 dengsb@ccnew.com

## “创新元年”话“转型”

### ——证券业 2010 年之盘点

## 研究报告——行业专题

发布日期: 2011 年 4 月 8 日

### 相关研究

成长中的困惑 期待创新发力——证券业 2010 年投资策略  
略……………2009 年 11 月 9 日

抓“大”放“小” 静候创新发力——证券业 2010 年 2 季度投资策略  
……………2010 年 3 月 29 日

业绩下滑中“看淡” 超跌反弹中抓“机会”——证券业  
2010 年下半年投资策略……………2010 年 6 月 9 日

### 联系人: 顾彦冰

电话: 021-50588666-8113

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

### 投资要点:

●2010 年, 围绕着“强化证券公司规范发展、鼓励证券公司创新发展”而出台的监管政策, 对个别券商而言, 将面临被分化或是短期不利的严峻形势, 但对证券业整体而言, 应是在现行金融分业监管体制下的更为宽松。

●就盈利概况而言, 2010 年全行业实现盈利同比下滑, 但收入结构呈现经纪业务收入占比大幅减少、证券承销收入占比增加的显著特征。佣金价格战的有增无减及其他业务的崛起正导致经纪业务对券商收入的贡献度趋于下降, 而投行业务得益于市场扩容和业务价值链延伸将迎来更大的发展空间。

●就业务发展而言, 券商传统业务的创新不乏亮点: 投资顾问“试水”经纪业务收费模式、直投和新三板延伸投行业务价值链、股指期货套保引发证券自营投资模式之嬗变; 与此同时, 历时已久的国际业务和资产管理、直投业务、融资融券等新业务也在 2010 年呈现加速发展之势。

●就竞争格局而言, 经纪、承销两大业务市场集中度的下滑, 反映了传统业务领域的竞争愈发激烈, 中小券商纷纷发力, 服务同质化的盈利模式难以为继。如何跨越资格门槛、突破专业瓶颈、提升资本实力将是未来各家券商发展资产管理、直投业务等新业务所面临的问题。中信证券等优质券商尽管在传统业务领域遭遇市场份额下滑的巨大压力, 但其竞争力仍然显著, 尤其是新业务领域的领先更是不容置疑。

●尽管国内券商业务结构单一、收入结构单一的状况正在改善, 自有资本金的利用率也在不断提高, “结构多元化、竞争多样化、经营特色显著”将成为券商未来盈利模式的典型特征, 这也是当前券商盈利模式转型的方向, 但竞争同质的情况在较短时间内还难言改观。因此, 我们在乐观看待证券业发展前景的同时, 更需要冷静透视券商盈利模式转型并非一撮而就的现实。

●国内券商自身可利用的资源, 包括资金、人才、信息等硬实力以及管理机制、品牌等软实力将决定其盈利模式转型的速度, 也将影响到券商未来发展的盈利模式, 与之相比较, 监管政策之导向对券商盈利模式的影响将趋于弱化。中信证券、广发证券等创新领先的优质大券商, 以及个别重视差异化发展并已开始践行的中小券商将赢得更大的发展空间。

## 目 录

|                                      |    |
|--------------------------------------|----|
| 1. 证券业“创新元年”之发展环境 .....              | 3  |
| 1.1 市场环境：一级市场创新高，二级市场运行呈现结构性特征 ..... | 3  |
| 1.2 政策环境：规范发展与创新发展的齐头并进 .....        | 4  |
| 2. “创新元年”中行业盈利模式的转型进展 .....          | 6  |
| 2.1 证券业 2010 年盈利状况及特征 .....          | 6  |
| 2.2 券商盈利模式特征及主要影响因素之再反思 .....        | 7  |
| 3. 传统业务创新与转型之进展 .....                | 8  |
| 3.1 证券经纪业务：投顾服务任重道远 .....            | 8  |
| 3.2 投行业务：市场扩容与业务价值链延伸创造发展新机遇 .....   | 12 |
| 3.3 证券自营业务：股指期货引发投资理念之嬗变 .....       | 15 |
| 4. 新业务发展之跟踪 .....                    | 16 |
| 4.1 资产管理业务：量的扩张之中孕育质的提升 .....        | 16 |
| 4.2 直投业务：高回报不负厚望，但做大还有待时日 .....      | 18 |
| 4.3 融资融券交易 .....                     | 19 |
| 4.4 国际业务 .....                       | 20 |
| 5. 小 结 .....                         | 20 |

长期以来,国内证券公司持续稳健发展面临的重大问题就是收入结构单一、竞争同质化,究其根源则主要在于受市场发展阶段、金融监管体制的限制,使得作为“卖方”的证券公司业务创新滞后、难以提供多样化的产品和服务,证券公司满足投资者多样化投资需求的经营理念缺乏实质性内容。随着融资融券、股指期货的上市以及一些列监管政策改革的相继出台,“2010年将是中国证券业甚至是资本市场的创新元年”也一度成为社会舆论之主流。转瞬之间,一年过去,证券业106家证券公司则交出了一份全部实现盈利但实现盈利同比下滑、经纪业务收入占比大幅减少伴随证券承销收入占比显著增加的业绩单。然而业绩只是一组统计数据,作为证券业的亲历者亲为者或是投资者,我们更在意数据变化背后的成因、更关注证券业的转型进程也即其质变,这正是本篇报告的初衷。

## 1. 证券业“创新元年”之发展环境

### 1.1 市场环境：一级市场创新高，二级市场运行呈现结构性特征

#### 1. 股票一级市场发行规模创下历史新高

作为资源配置的重要场所和宏观经济的晴雨表,中国证券市场在成立20周年的2010年迎来了快速扩容期,全年合计完成新股发行349只、日均1.4只,股票融资总金额(包括新股发行+再融资)达到万亿元、一举超越2007年7985.82亿元的历史纪录。

表1：2006—2010年的股票、债券融资情况

|       | 股权融资(家/亿元) |         |           |          |              | 债权融资(亿元) |       |                 |         |
|-------|------------|---------|-----------|----------|--------------|----------|-------|-----------------|---------|
|       | 首发<br>家数   | 募集资金    | 再融资<br>家数 | 募集资金     | 合计融资<br>(亿元) | 企业债      | 公司债   | 可转债(含可<br>分离转债) | 合计融资    |
| 2010年 | 349        | 4921.31 | 188       | 5209.97  | 10131.28     | 3627.03  | 511.5 | 717.3           | 4855.83 |
| 2009年 | 111        | 2021.97 | 144       | 3127.55  | 5149.52      | 4252.33  | 734.9 | 76.61           | 5063.84 |
| 2008年 | 78         | 1040.05 | 145       | 2429.68  | 3469.73      | 2366.9   | 288   | 710.05          | 3364.95 |
| 2007年 | 121        | 4469.96 | 184       | 3573.649 | 8043.61      | 1709.35  | 112   | 295.28          | 2116.63 |
| 2006年 | 71         | 1642.56 | 60        | 1054.023 | 2696.59      | 1015     | -     | 142.87          | 1157.87 |

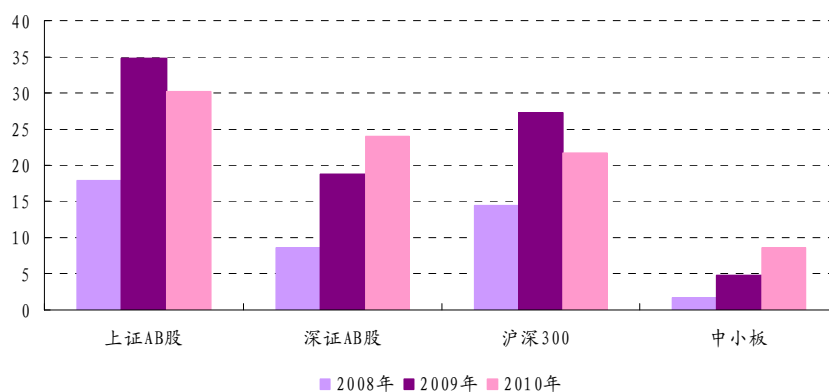
资料来源：中原证券研究所，wind 资讯

#### 2. 股票二级市场整体呈现“沪弱深强、大弱小强”的结构性特征

就市场主要指数的运行情况来看,尽管中国经济总量和股票总市值在2010年首次超越日本成为全球第二,但A股市场却在通胀预期加剧、宏观调控趋紧的主导下,以上证综指全年下跌14.31%、位居全球股票指数跌幅榜之三、仅略强于身陷欧债危机的希腊和西班牙而惨淡收官,而深证综指则以全年上涨7.45%而谢幕。“大弱小强”主要体现在:截至年末,沪深300指数报收3128.26点、较2009年收盘下跌12.51%,而中小板指数年末报收6828.98点、较2009年收盘上涨21.26%;就市场成交情况来看,2010年沪市股票成交金额同比减少11.95%,而深市股票成交金额同比增加27.46%;

沪深 300 指数成份股成交金额同比减少 20.36%，而中小板指数成份股成交金额则同比增加 77.59%。

图 1：近三年来各板块成交情况（单位：万亿元）



资料来源：中原证券研究所，wind 资讯

## 1.2 政策环境：规范发展与创新发展齐头并进

随着近年来证券业资本实力和抗风险能力的不断增强，监管层一方面不断完善证券公司的分类监管评级，强化证券公司的规范经营，引导证券公司创新发展，支持优质证券公司做强做大；另一方面，又以服务经济发展方式转变为主线，稳步推进改革创新，培育和完善市场机制，为证券公司的创新发展创造更加有利的市场环境。2010 年以来，围绕着“强化证券公司规范发展、鼓励证券公司创新发展”的监管主线，中国证监会成功推出了股指期货与融资融券业务试点，首次向全社会公开证券行业的分类评价情况，出台了加强佣金管理、规范投资咨询等规章制度，积极推动新三板的扩容，并于 11 月份正式启动了新股发行体制的第二轮市场化改革。

分别于 2010 年 3 月 31 日、4 月 16 日推出的两大创新业务——融资融券和股指期货，为中国股市引入“做空”、提供了双向交易机制，不仅将为证券市场的产品创新奠定基础，还为证券公司带来新的业务机会。券商开展融资融券业务可以从中获得融资利差收入、市场成交放大带来的交易佣金收入、融券手续费、账户管理等低风险收益，而股指期货则为券商自营业务提供了避险工具、为理财产品设计的创新和建立期证合作关系开辟了渠道。自 3 月 31 日推出融资融券交易业务以来，截至 2010 年最后一个交易日，已有三批共 25 家券商获得了融资融券业务试点，日融资买入金额合计达 695.15 亿元、日融资融券余额合计达 7793.59 亿元，粗略测算，为券商带来约 7000 万元的交易佣金收入（佣金费率按 0.1% 测算）和 2.57 亿元的利息收入（融资融券的年利率均按 8% 计算）。这一收入贡献固然微不足道，但若考虑试点期间的若干制度限制了这一业务规模，则随着业务资格门槛降低使得该业务有望由试点转为常规业务、标的证券将有序扩容和适时推出证券转融通公司，这一业务的发展空间值得期待，对券商收入结构的优

化效应也将逐渐显现。

作为多层次市场体系建设的重要一层，以“新三板”为代表的场外交易市场建设在 2010 年受到了高度关注，经过四年的试点之后，新三板的扩容和制度改革被提上议事日程。截至 2010 年底，仅有中关村高科技园区获准试点、其中挂牌企业 74 家，45 家券商获得主办券商资格。对参与其中的主办券商而言，新三板业务在以往带来的收入仅是寥寥的挂牌费和定向增资承销费。但若是扩容新三板——增加试点高科技园区和实行注册发行上市、活跃新三板交易——引入个人投资者参与和引进做市商制度、打通新三板企业转板至创业板的渠道等相关制度改革逐一落实，则对参与其中的主办券商而言，将在经纪业务、承销保荐、直投业务等几方面获得相关多元化带来的巨大收益。因此，新三板业务无疑也将是券商未来的潜在盈利增长点之一。

2010 年 10 月，证券业协会公布《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》，提出了以全成本核算为基础的交易佣金定价指导；也在同月，证监会出台《发布证券研究报告暂行规定》、《证券投资顾问业务暂行规定》，对证券公司等机构的投资咨询行为提出了明确要求。上述三制度结合起来，不难看出，监管层意在遏制券商佣金战、规范行业竞争秩序。短期而言，在增值服务匮乏、竞争手段以价格战为主的竞争环境中，对佣金的管理无疑将削弱部分券商的竞争力度，这对券商争夺市场占有率的影响应是偏负面的；长期而言，对监管层的佣金规范一方面在一定程度上抑制了佣金费率在此前两年以年均降幅达 20%加速下滑的势头，另一方面客观上迫使各家券商加大增值服务投入的力度，从这个层面来看，佣金规范对券商发展的影响无疑是利大于弊。

继 2009 年 6 月发布《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见》、开始启动新股发行体制改革以来，中国证监会采取分步实施、逐步完善的方式，在 2010 年 10 月 12 日正式发布《关于深化新股发行体制改革的指导意见》，从进一步完善报价申购和配售约束机制、扩大询价对象范围以充实网下机构投资者、增强定价信息透明度、完善回拨机制和中止发行机制等四方面启动了第二轮新股发行体制改革。旨在推进市场化的本轮新股发行体制改革，在提升券商投行配售话语权的同时，也将使其面临 IPO 项目资源向优质投行集中、IPO 定价研究质量要求更高的严峻挑战，这在加剧行业分化的同时，也将促使券商高度重视对项目质量审核、发行询价等关键环节的工作，进而促使券商着眼于远期制定投行发展战略、以及培育投行的特色优势或是核心竞争力。

综上所述，无论是旨在规范的监管政策，还是旨在创新的监管政策，尽管对个别券商而言，将面临被分化或是短期不利的严峻形势，但对证券业整体而言，应是在现行金融分业监管体制下的更为宽松。

## 2. “创新元年”中行业盈利模式的转型进展

### 2.1 证券业 2010 年盈利状况及特征

根据中国证券业协会的披露，证券公司未经审计财务报告显示，2010 年，106 家证券公司全部实现盈利，合计实现营业收入 1911.02 亿元、净利润 775.57 亿元，较之上年度分别下降 6.91%、16.92%；截至 2010 年 12 月 31 日，106 家证券公司总资产合计 1.97 万亿元、净资产合计 5663.59 亿元、净资本合计 4319.28 亿元，净资产规模和净资本实力较之上年度分别增加了 17.01%、13.08%。

图 2：证券业资本实力（2008-2010 年）

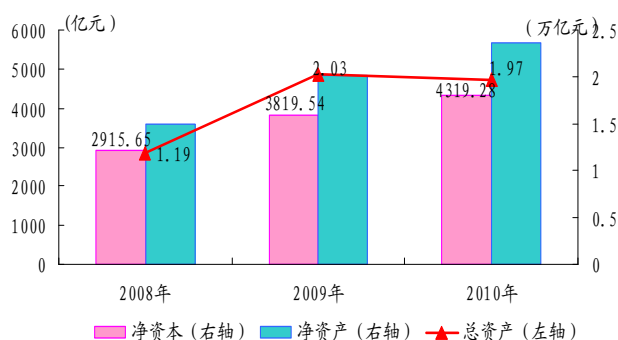
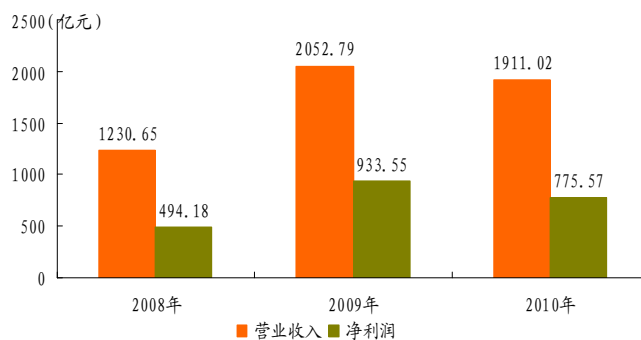


图 3：证券业实现盈利概况（2008-2010 年）

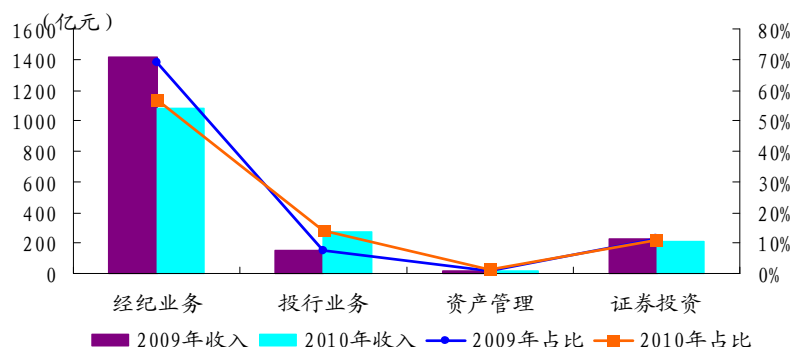


注：2008、2009 年为审计后数据，2010 年为未经审计数据；

资料来源：中国证券业协会，中原证券研究所

数据进一步分析显示，2010 年，证券经纪业务、证券承销业务（含保荐及财务顾问）、受托客户资产管理业务、证券投资业务等四大主营业务在证券业总收入中的占比合计达 82.98%，较之上年度下降 6 个百分点。其中：证券经纪、证券承销（含保荐及财务顾问）、受托客户资产管理、证券投资四业务的收入占比分别为 56.77%、14.25%、1.14%、10.82%，与上年度相比较的结果显示：经纪业务收入占比显著下降了 12.46 个百分点，而证券承销收入占比则增加了 6.86 个百分点。之所以出现这些变化，我们认为与下述三因素有较大关系：一是融资融券新业务推出后增加了券商利息净收入；二是经纪业务佣金率下滑的有增无减，大幅压缩了该项业务的盈利空间；三是新股发行在本年度创出天量，拓宽了证券承销业务的市场空间，同时也提升了该项业务的盈利水平。

图 4：证券公司传统业务收入及占比情况（2009-2010 年）



资料来源：中国证券业协会，中原证券研究所

根据 WIND 资讯对银行间同业拆借市场 58 家证券公司主要财务指标的统计，较之 2009 年，2010 年这 58 家证券公司中共有 10 家券商实现了营业收入的正增长、8 家券商实现了净利润的正增长，初步分析这部分少数券商为何实现盈利水平正增长，主要原因如下：

(1) 在 2010 年新股发行创出新高的形势下，个别券商的证券承销业务脱颖而出，获得了较好收成，如平安证券实现收入同比大幅增长 53.82%（仅次于万联证券），其中功不可没的当是其证券承销业务实现的 24.06 亿元净收入，远超过其经纪业务实现的 9.52 亿元净收入，并且该项业务收入在其营业收入中占比高达 63%。

(2) 尽管 2010 年的 A 股市场振荡剧烈、上证综指位居全球跌幅榜之二，但期间也不乏投资机会，极少数将证券自营投资业务视为重点、且也逐渐形成颇有特色的证券投资运作模式的中小券商，在 2010 年依然获得了较好的证券投资收益，如实现营业收入同比增幅高达 44.86% 的红塔证券在 2010 年实现投资净收益（含公允价值变动净收益）5.44 亿元、在其营业收入中占比超过 50%，与其情况类似的还有银泰证券。而同样得益于投资收益突出贡献的万联证券，则与其转让部分股权有关。

表 2：银行间同业拆解市场 58 家证券公司 2010 年实现盈利概况

|      | 绝对金额（亿元） |      |       | 同比变化幅度 |         |      |
|------|----------|------|-------|--------|---------|------|
|      | 最高值      | 最低值  | 中位数   | 最高值    | 最低值     | 中位数  |
| 营业收入 | 87.22    | 1.55 | 11.85 | 54.43% | -55.50% | -17% |
| 净利润  | 40.40    | 1.55 | 4.39  | 86.70% | -94.47% | -30% |

数据来源：WIND 资讯，中原证券研究所

## 2.2 券商盈利模式特征及主要影响因素之再反思

在我们的《证券行业 2010 年下半年投资策略报告》（2010 年 6 月发布）中，曾明确提出：国内券商发展中逐渐形成的盈利模式呈现“结构单一、竞争同质、自有资本利用率不高”的典型特征。基于图 5 中的逻辑，我们提出：国内券商传统盈利模式形成之根源，更大程度上与监管政策导向密切相关。

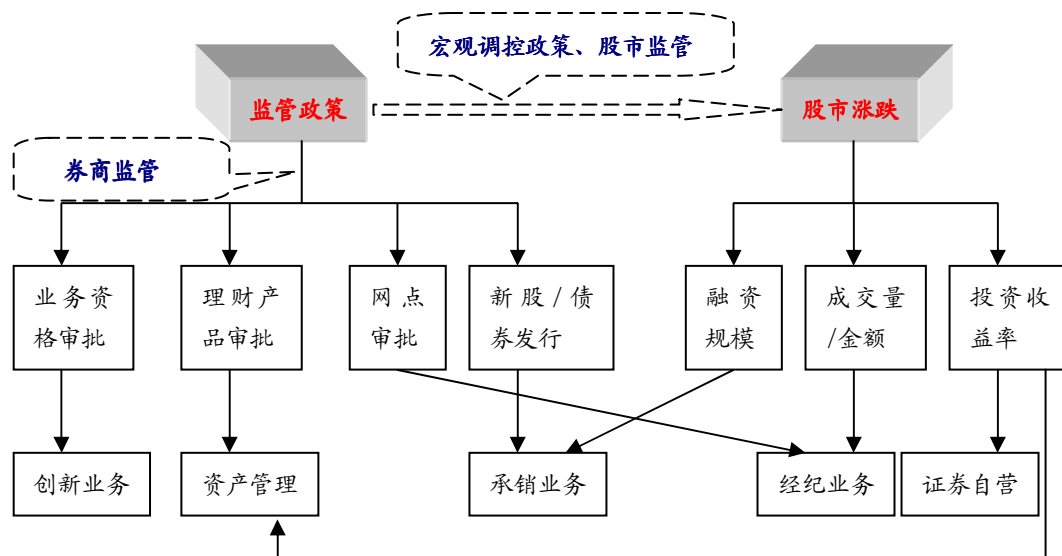


图 5：监管政策对券商业务及盈利模式的影响途径

如今，站在 2010 年开启创新元年、券商监管政策趋于宽松的时间点位，我们认为：随着前期新产品、新业务试点推出以及随后的推广，国内券商业务结构单一、收入结构单一的状况正在改善，自有资本金的利用率也有望不断提高，“结构多元化、竞争多样化、经营特色显著”将成为国内券商未来盈利模式的典型特征，这也是当前券商盈利模式转型的方向，但券商竞争同质化的情况在较短时间内还难言改观。在新的盈利模式下，证券业整体盈利的波动幅度也将减缓，但个别券商由于发展定位以及经营特色的差异化取向，进而呈现出较大的盈利波幅。

基于这一判断，我们认为：国内券商自身可利用的资源，包括资金、人才、信息等硬实力以及管理机制、品牌等软实力将决定其盈利模式转型的速度、也将影响到券商未来发展的盈利模式，与之相比较，监管政策之导向对券商盈利模式的影响将趋于弱化。

### 3. 传统业务创新与转型之进展

#### 3.1 证券经纪业务：投顾服务任重道远

##### 1. 2010 年经纪业务盈利概况及竞争格局

根据伟海证券精英网的统计，2010 年沪深两市股基权交易金额合计 113.16 万亿元，较之 2009 年的 119.23 万亿元减少 5.09%；其中：股基交易金额为 110.16 万亿元，较 2009 年增加 1.53%；受到个别权证到期的影响，2010 年的权证交易金额仅为 3 万亿元，较 2009 年减少 72.04%。根据中国证

券业协会日前披露的数据, 2010 年, 106 家证券公司合计实现代理买卖证券业务净收入 1084.90 亿元, 较之 2009 年下降 24.06%。

从竞争格局来看, 整体来看, 经纪业务的市场集中度(以股基交易金额测算)呈现“三七”格局, 也即, 排名前 30 家的份额合计占比为 70%-73% (参见表 3)。但自 2007 年以来, 市场份额排名前十家券商的合计份额呈现逐年递减的态势, 2010 年前十家合计份额为 40.70%, 较之 2009 年下滑 2.16%; 而排名第 11-20 位、第 21-30 位、第 31-40 位券商的合计份额则呈现逐年递增的态势, 分别较 2009 年增加 3.74%、2.23%、1.73%。较之 2009 年, 2010 年共有 41 家券商的经纪业务市场份额实现了不同程度的增加, 增幅位居前列的多是中信金通、兴业证券等中小券商; 而市场份额下滑较大且未能避免佣金下滑的券商中, 大券商居多, 其中降幅位居前五位的分别是银河证券、国信证券、华泰证券、高华证券、国泰君安。进一步分析发现, 2010 年多数券商都新增了营业网点, 但是市场份额增加较多的券商, 往往是佣金降幅较大的券商, 可见, 个别券商的佣金价格战还是成效显著的。

表 3: 经纪业务市场占有率的分布情况 (单位: %)

|               | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 排名前 5 家合计份额   | 25.32  | 24.35  | 23.41  | 22.71  |
| 排名前 10 家合计份额  | 42.59  | 42.75  | 41.61  | 40.71  |
| 排名前 20 家合计份额  | 60.70  | 62.31  | 61.65  | 61.50  |
| 第 11-20 位合计份额 | 18.11  | 19.56  | 20.04  | 20.79  |
| 第 21-30 位合计份额 | 10.26  | 10.64  | 10.76  | 11.00  |
| 第 31-40 位合计份额 | 7.88   | 7.67   | 8.09   | 8.23   |

注: 表中的市场占有率是根据股票基金交易金额来计算

资料来源: 中原证券研究所, 伟海证券精英网

表 4: 近三年来经纪业务市场份额排名前十家券商概况

| 排<br>名 | 2008 年 |          | 2009 年 |          | 2010 年 |          |
|--------|--------|----------|--------|----------|--------|----------|
|        | 证券公司   | 市场份额 (%) | 证券公司   | 市场份额 (%) | 证券公司   | 市场份额 (%) |
| 1      | 银河证券   | 5.81     | 银河证券   | 5.49     | 银河证券   | 5.12     |
| 2      | 国泰君安   | 5.29     | 国泰君安   | 4.96     | 国泰君安   | 4.84     |
| 3      | 国信证券   | 4.65     | 国信证券   | 4.74     | 国信证券   | 4.52     |
| 4      | 海通证券   | 4.31     | 海通证券   | 4.14     | 广发证券   | 4.16     |
| 5      | 申银万国   | 4.28     | 招商证券   | 4.08     | 海通证券   | 4.06     |
| 6      | 广发证券   | 4.08     | 广发证券   | 4.02     | 招商证券   | 4.00     |
| 7      | 招商证券   | 3.88     | 申银万国   | 3.85     | 申银万国   | 3.82     |
| 8      | 华泰证券   | 3.78     | 华泰证券   | 3.6      | 华泰证券   | 3.74     |
| 9      | 光大证券   | 3.34     | 中信建投   | 3.37     | 中信建投   | 3.31     |
| 10     | 中信建投   | 3.32     | 光大证券   | 3.10     | 光大证券   | 3.14     |

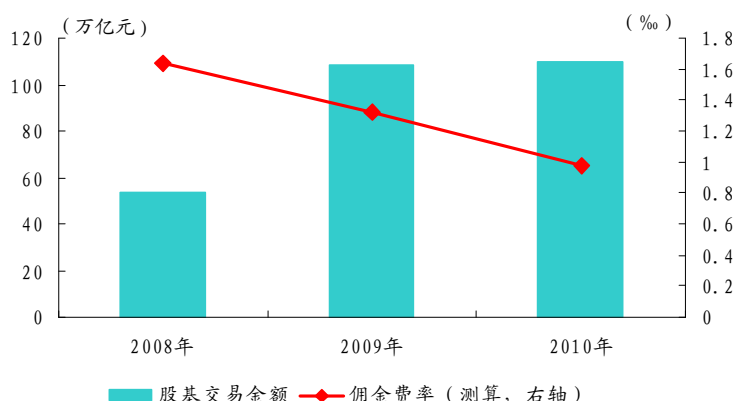
注: 华泰证券于 2009 年吸收合并信泰证券, 2010 年市场份额为合并计算

资料来源: 中原证券研究所, 伟海证券精英网

根据证券业协会、交易所公布的数据，截至 2010 年 12 月底，全国共有证券营业部 4573 家，较 2010 年初新增 871 家；新增营业部几乎覆盖了全国 31 个省、市、自治区，营业部的快速增加使得全国已有 25 个省市不少区域进入证券营业网点相对饱和区域名单（参见 2011 年 2 月 9 日《证券时报》）。尽管网上交易等非现场交易目前已成为投资者参与证券交易的主要方式，但在经纪业务转型进程中，证券营业部将作为券商的营销前沿和咨询产品销售终端，发挥举足轻重的作用。因此，券商营业部扩容呈现“跑马圈地”式的特征也就不足为奇，而与之相伴的必然是短期内将面临“僧多粥少”的市场竞争，由此也必将引起更加激烈的佣金战。

数据分析显示，2010 年全行业的经纪业务佣金费率（以股基交易金额来测算）约为 0.98‰，较之 2009 年下滑 25.76%、超过 2009 年佣金费率降幅 6.25 个百分点。也即，2010 年的券商经纪业务继续饱受市场规模持续扩大、但佣金费率加速下滑的“量增价跌”尴尬局面。其中，财通证券等中小券商的佣金降幅明显高于行业水平，但就佣金水平而言，二线地区地方性小券商的佣金费率水平远高于行业水平，未来还存在较大的降佣空间。

图 6：近三年代理买卖证券业务佣金费率



注：股基交易额统计范围不含外资

资料来源：中原证券研究所，伟海证券精英网

2010 年 10 月，证券业协会公布《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》，这是自浮动佣金制实施以来监管层对佣金进行规范的少有举动，根据日前我们了解的情况，在浙江、江苏、青岛、河南、石家庄等已公布地区佣金指导线的地区，佣金价格战在短期内得以有效遏制，佣金率下滑速度明显放缓。也即，监管层对佣金的规范管理，初步取得成效。但是，如果重温 2003——2004 年一度吸引眼球的“佣金价格联盟”在协议签订不久之后就纷纷宣告瓦解的这一段历史，我们认为：目前监管层出手规范佣金，短期内对于遏制佣金战价的效果较为显著，但就中长期而言，决定佣金价格的最主要因素还是供求关系，行政干预的持续性较为有限。对

单个券商来说，应该清醒的意识到目前时代正在被服务时代取代，客户关系维护将成为经纪业务发展的关键，创造增值服务品牌将成为未来竞争的方向！

## 2. 经纪业务转型之思索

2002 年 5 月 1 日，国内正式实施以市场化为导向的证券交易浮动佣金制，当时恰逢 A 股市场处于熊市且市场交易尤为低迷，随后几年间，国内券商在反思回归中介本源的思索中，提出了经营模式转型、盈利模式转型，并率先开始了经纪业务转型的实践。在此背景下，“以客户为中心、以产品为主线，经营模式由传统的交易通道服务向产品服务转变”逐渐成为业内共识并将其视为国内经纪业务转型的方向。

借鉴成熟市场和新兴市场国家证券经纪业务的发展经验，我们认为，国内经纪业务的转型不是一蹴而就，期间必然要经历“交易通道服务——投资咨询服务——资产管理服务——全面金融服务”的发展路径循序渐进（参见图 7）。尽管浮动佣金制实施至今，已有近九年时间，国内券商对经纪业务转型的认识日渐深入，在实践中也着眼于营销服务体系建设、理财产品创新两大主线，尝试为客户提供理财增值服务。但就实际成效而言，我们认为，目前国内经纪业务还处在由通道交易服务向全面、深入、准确、及时的投资咨询服务过渡阶段，佣金价格战仍是目前券商经纪业务的最主要竞争手段，这也正是 2008 年下半年监管层放开营业网点新设，客观上造成“僧多粥少”的行业格局，进而引发经纪业务佣金费率在近三年间的降幅高达约 70%的主要原因。

在 2010 年，对券商经纪业务影响最大的政策当时前文所述的佣金全成本核算、投资顾问与证券分析师角色的清晰界定，前者将遏制券商的恶性价格战愈演愈烈、后者将迫使券商真正致力于打造投资咨询服务体系、进而优化经纪业务的盈利模式，上述政策的综合作用，必然将加速券商经纪业务由交易通道服务向投资咨询服务的转型进程。

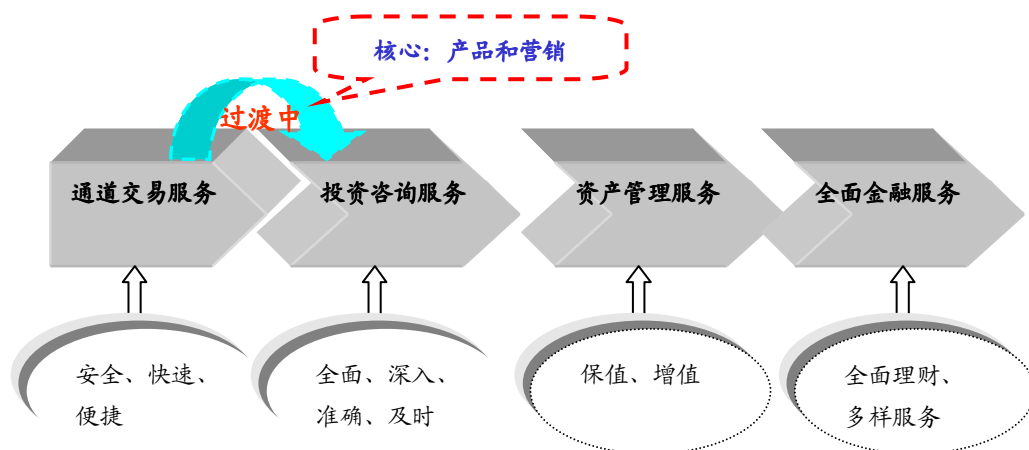


图 7：国内证券经纪业务的转型路径

### 3. 2010 年经纪业务之聚焦：投资顾问“试水”咨询服务收费模式

2010 年 10 月，中国证监会正式公布《发布证券研究报告暂行规定》和《证券投资顾问业务暂行规定》，清晰界定了证券分析师和投资顾问的角色定位，在明确证券研究是券商维护客户、帮助客户实现账户增值重要手段的基础上，开启了证券经纪咨询服务收费业务的规范化、合法化时代。随后，全行业开始了组建投顾团队以应对佣金加速下滑的严峻形势，一些券商还成立了专门的投资顾问管理部或是从事类似业务的财富管理中心。

从实践情况来看，目前国内券商对投资顾问的定位主要有三类：（1）投资顾问本身就是产品，对接受专职投资顾问服务的客户根据其资产规模收取较高的佣金费率；（2）投资顾问是投资产品的推广载体，也即，券商在细分客户的基础上，设计个性化的投资产品和产品组合（如基金、信托产品、限售股解禁或减持等产品），由投资顾问向客户推荐；（3）投资顾问是产品与载体的结合，也即，投资顾问既向客户提供专职咨询服务，也向客户推荐公司设计的投资产品或产品组合。从实际运作的情况来看，券商宣称的投顾服务确实吸引了部分客户签署相关服务协议，但这一服务能否成为维护客户长期关系、帮助客户实现账户增值或是财富管理的有力手段，还将有待观察。根据中国证券业协会的数据，截至 3 月 16 日，全行业注册在案的投资顾问仅有 9000 余人，也即，即使不考虑现有注册投顾的咨询服务能力、由于金融业分业监管导致其服务空间有限、投顾整体职业素养等客观因素，仅就人数而言，较之庞大的 A 股开户数也还存在相当大的投顾缺口。

因此，我们毋庸置疑发展投顾团队以实现咨询服务的收费，必将有力推动证券经纪业务转型的同时，还要清醒地认识到，这一业务在国内的规范发展尚处于起步，在服务内容、服务模式和运作机制等诸多方面都还将进一步探索。

## 3.2 投行业务：市场扩容与业务价值链延伸创造发展新机遇

### 1. 2010 年证券承销业务盈利概况及竞争格局

2010 年，得益于中小板及创业板 IPO 发行速度的加快，股票一级市场的发行规模呈现高速增长的态势，全年共有 349 家企业顺利完成新股发行上市，募集资金合计 4921.31 亿元，均较之 2009 年同期实现翻番。除 IPO 外，股票再融资也延续了增长的态势，全年共有 188 家上市公司实现增发或配股再融资，募集资金 5209.97 亿元、较之 2009 年增加 66.58%。受益于新股发行速度的加快，券商的证券承销业务收入实现了爆发式增长。2010 年，共有 61 家券商参与了 IPO、再融资及债券的主承销项目，实现主承销收入合计 183.15 亿元，较之 2009 年大幅增长 226.47%，超过 2007-2009 年三年间的主承销收入总和。

从竞争格局来看，随着新股发行审批的常态化，股票一级市场的扩容明显加速，更多的证券公司也参与到这一市场的份额争夺中，使得此前数年证券承销业务市场的高度集中在近年来开始趋于分散，并在 2010 年继续维持了这一分散态势。2010 年，新股发行主承销金额排名前 5 家、前 10 家的合计市场份额较分别由上年度的 63.14%、79.74% 下滑至 36.51%、59.76%。与

之相反的是,排名第 11-20 位、第 21-30 位券商的合计市场份额则呈现逐年递增的态势,分别较 2009 年增加 11.81 和 3.93 个百分点。

若以承销发行规模作为衡量券商投行实力的指标之一,则中金、中信的投行实力依然是远领先于同行,2010 年,中信证券、中金公司新股承销发行分别以 9.63%、7.70%的市场份额位居第一、第二;若以承销发行家数作为反映券商投行特色的指标之一,则平安证券、国信证券、广发证券、华泰联合、招商证券等几家券商则以中小项目见长的特征尤为突出,进而在新股承销家数排名中位居前列。

表 5: 2007-2010 年券商主承销收入统计

|            | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 主承销收入 (亿元) | 83.30  | 30.70  | 56.10  | 183.15 |
| 前 20 家合计份额 | 92.46% | 89.18% | 87.21% | 79.73% |
| 前 10 家合计份额 | 81.54% | 71.65% | 70.27% | 57.01% |
| 前 5 家合计份额  | 63.82% | 51.41% | 51.44% | 37.47% |
| 参与券商数量 (家) | 46     | 42     | 47     | 61     |

资料来源: 中原证券研究所, wind 资讯

表 6: 近三年来证券主承销市场集中度

|               | 主承销金额  |        |        | 新股发行主承销金额 |        |        |
|---------------|--------|--------|--------|-----------|--------|--------|
|               | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 | 2008 年    | 2009 年 | 2010 年 |
| 前 5 家合计份额     | 32.58% | 28.33% | 23.36% | 71.69%    | 63.14% | 36.51% |
| 前 10 家合计份额    | 42.28% | 36.73% | 34.87% | 86.54%    | 79.74% | 59.76% |
| 前 20 家合计份额    | 51.28% | 45.70% | 46.41% | 97.04%    | 92.17% | 84.00% |
| 前 11-20 位合计份额 | 9%     | 8.97%  | 11.54% | 10.5%     | 12.43% | 24.24% |
| 前 21-30 位合计份额 | 2.64%  | 3.41%  | 4.87%  | 2.86%     | 5.14%  | 9.07%  |

资料来源: 中原证券研究所, wind 资讯

表 7: 2010 年证券承销市场份额排名前十家

| 排名 | 主承销家数及市场份额 (家, %) |    |      |    |       | 主承销金额及市场份额 (亿元, %) |         |      |        |      |
|----|-------------------|----|------|----|-------|--------------------|---------|------|--------|------|
|    | 股票+债券             |    | 新股发行 |    |       | 股票+债券              |         | 新股发行 |        |      |
|    | 主承销商              | 家数 | 市场份额 | 家数 | 市场份额  | 主承销商               | 承销金额    | 市场份额 | 承销金额   | 市场份额 |
| 1  | 中信证券              | 69 | 7.43 | 15 | 4.27  | 中金公司               | 1890.29 | 6.81 | 378.05 | 7.70 |
| 2  | 平安证券              | 61 | 6.57 | 38 | 10.83 | 中信证券               | 1851.88 | 6.68 | 473.10 | 9.63 |
| 3  | 中金公司              | 51 | 5.49 | 5  | 1.42  | 中银国际               | 1082.87 | 3.90 | 249.29 | 5.08 |
| 4  | 国信证券              | 48 | 5.17 | 32 | 9.12  | 国泰君安               | 850.82  | 3.07 | 230.08 | 4.68 |
| 5  | 中信建投              | 47 | 5.06 | 9  | 2.56  | 银河证券               | 802.57  | 2.89 | 260.78 | 5.31 |
| 6  | 招商证券              | 40 | 4.31 | 20 | 5.70  | 瑞银证券               | 737.91  | 2.66 | 66.80  | 1.36 |
| 7  | 海通证券              | 35 | 3.77 | 12 | 3.42  | 中信建投               | 689.27  | 2.48 | 105.36 | 2.15 |
| 8  | 国泰君安              | 33 | 3.55 | 4  | 1.14  | 海通证券               | 631.98  | 2.28 | 254.25 | 5.18 |
| 9  | 广发证券              | 33 | 3.55 | 21 | 5.98  | 平安证券               | 598.44  | 2.16 | 348.22 | 7.09 |
| 10 | 华泰联合              | 32 | 3.44 | 23 | 6.55  | 国信证券               | 535.53  | 1.93 | 332.78 | 6.78 |

资料来源: 中原证券研究所, wind 资讯

## 2. 2010 年投行业务之亮点：直投、新三板延伸业务价值链

自 2009 年 10 月创业板上市以来，“直投+保荐承销”的投行盈利模式也在券商实践中浮出水面。直投业务是指对非公开发行公司的股权进行投资，投资收益通过以后企业的上市或购并时出售股权兑现。截至 2010 年 6 月，共有中信证券、海通证券、国信证券、平安证券四家券商旗下直投子公司投资的 8 家企业成功实现上市，其中直投跟随承销保荐进行投资进而呈现“直投+保荐”的特征尤为突出，也即，券商直投公司大多选择自身的辅导项目作为投资对象。从业务价值链来看，券商的直投业务发端于企业初创期、结束于企业上市后的全身而退，其中实现盈利的关键点在于企业成功上市——也正是保荐承销业务的价值所在。

作为国内场外交易市场的重要组成部分之一，同时也是高新技术企业股份转让的重要场所之一，“新三板”市场的发展在 2010 年得到了各方的高度重视，主办券商、机构投资者、高新产业园区及挂牌企业等相关市场参与主体的扩容渐行渐近。2010 年 5 月，停滞近一年的新三板主办券商业务资格的审批再度重启，截至年末就有 13 家券商获得这一业务资格，至此共有 41 家券商获得新三板市场主板券商业务资格。与此同时，各城市高新技术园区也在积极争取进入新三板的试点名单，而关于取消个人投资者禁入、引入做市商、打通新三板企业“转板”通道等相关的制度改革也在监管层内积极酝酿。对券商投行而言，新三板市场高新园区试点范围的扩大，将使得主办券商有望保荐更多的企业在新三板市场挂牌上市，从中获得挂牌费（每单 70 万元左右）和定向增发费用（一般为企业融资额的 5-6%，高于主板市场的承销费用），而如果新三板挂牌企业顺利转板至沪深主板市场或中小企板、创业板市场，则还可为主办券商带来承销保荐费。此外，在目前法律没有明文禁止的情况下，新三板挂牌企业更是券商直投业务的较好投资项目。因此，新三板业务将从源头上为直投业务和承销保荐业务培育更好的项目。

综上所述，券商新三板业务、直投和保荐承销的结合，既延伸了投行的业务价值链，也将促进券商投行进一步发挥范围经济（指厂商同时生产两种产品的成本低于分别生产两种产品时的成本之和）的优势，这对券商收入结构的优化进而实现盈利模式的转型，必然具有极其重要意义。而从创业板推出后券商投行业务市场集中度趋于分散、平安证券等中等券商迅速崛起的事实中，我们有理由相信：新三板市场的扩容和直投业务的持续发展也将有望改变券商投行业务，甚至是券商整体的竞争格局。

表 8：基于企业生命周期的投行业务价值体现

| 成长阶段  | 企业发展面临的主要问题                               | 投行业务的价值体现                                                 |
|-------|-------------------------------------------|-----------------------------------------------------------|
| 初创期   | 创业资金不足, 未来的不确定性高                          | 帮助企业实施定向融资——新三板挂牌交易、直接股权投资                                |
| 成长期   | 业务急剧扩张, 所需资金更加庞大, 企业发展将面临产业或市场分析能力不足和管理瓶颈 | 帮助企业公开发行股票或债券以及随后的再融资, 为企业提供财务顾问服务; 基于公众公司的特性督促企业加强公司治理结构 |
| 成熟期   | 闲置资金过剩, 成长出现瓶颈, 产品利润下降                    | 为企业提供财务顾问服务, 帮助企业寻求新的投资项目或购并机会, 以实现企业的进一步扩张               |
| 衰退期   | 获利下降甚至亏损, 经营权出现危机                         | 担当企业反并购的财务顾问, 通过融资收购、过桥贷款等方式帮助企业开辟新的发展领域                  |
| 倒闭或重生 | 寻求企业资产收购买主或进行清算                           | 公司重整, 购并合并, 资产处分咨询                                        |

资料来源：中原证券研究所

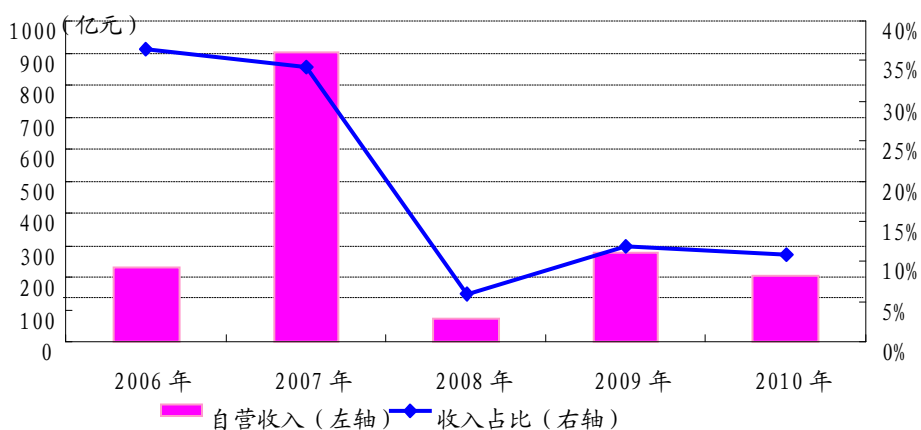
### 3.3 证券自营业务：股指期货引发投资理念之嬗变

#### 1. 2010 年证券自营业务投资收益概况

经过多年市场的反复洗礼和监管措施进一步细化和规范, 近三年来券商证券自营业务的风险控制能力大大加强, 以追求绝对收益的自营投资理念得到普遍认可。证券自营投资的规模趋向于“年初确定固定规模±年中浮动规模调整”的方式, 减少规模调整的随意性, 使总量变动管理更为稳健有序。

根据中国证券业协会的披露, 证券公司未经审计财务报告显示, 2010 年, 全行业实现证券投资收益 206.76 亿元, 较之 2009 年分别下降约 11%, 这一降幅与同期上证综指和沪深 300 指数的跌幅相当, 显示了这一业务收益和大盘涨跌的高度正相关性。从这一业务收入在总收入中的占比情况来看, 2010 年证券投资收益收入占比为 10.82%, 较之 2009 年下降不足 1 个百分点, 也即, 近两年来证券自营业务在营业收入中占比的波动性趋缓。

图 8：近年券商证券自营业务收入及占比概况



注：2010 年数据为未经审计的证券投资收益（含公允价值）

资料来源：中原证券研究所，中国证券业协会网站

## 2. 2010 年证券自营业务之亮点：股指期货套保引入双边操作机制

随着股指期货于 2010 年 4 月 16 日的正式上市,《证券公司参与股指期货交易指引》也在当月下旬正式发布,明确了券商证券自营业务可开展以套期保值为目的参与股指期货交易,随后在不到一个半月的时间内即便有中信证券、广发证券、海通证券、光大证券、招商证券、华泰证券、西南证券、太平洋等八家券商相继公布了公司自营参与股指期货套保的方案。

从理论上讲,股指期货自身的交易特性决定了,股指期货套保交易的推出将从双边操作、指数化投资、团队作战等几方面影响券商证券自营的投资理念、操作思路、操作机制,进而改变传统证券自营业务的运作模式。尽管目前从公开披露信息中,还不能获得关于券商自营开展股指期货套保成效的详尽资料,但从招商证券、中信证券等上市公司的半年报中也可知晓一二。招商证券在 2010 年半年报中提及:公司积极利用股指期货进行了大量的套期保值交易,有效对冲了投资组合的下跌风险;中信证券半年报显示:2010 年 1-6 月,公司衍生金融资产投资收益、衍生金融工具公允价值变动分别为 7900 万元、4100 万元。这些案例,至少从一个侧面反映了股指期货在拓展券商自营业务投资品种的同时,为券商自营业务提供了避险工具,从而有望在改善券商自营业务盈利模式的同时、平衡券商自营收入的大幅波动。

## 4. 新业务发展之跟踪

### 4.1 资产管理业务：量的扩张之中孕育质的提升

#### 1. 2010 年资产管理业务发展概况及竞争格局

2010 年,得益于产品审批速度的加快,券商集合理财产品的设立速度明显加快,近 20 家中小券商的首只集合理财产品在年内顺利成立,尤为显著的是,浙商证券继 3 月份成功发行首只理财产品后,随后又陆续在年内发行了 4 只理财产品。2010 年共有 44 家券商的 98 只集合理财产品正式成立,合计受托管理资金 828.98 亿元,产品发行数量和发行总规模均超过了 2005-2009 年这五年之和,展示了这一业务迅猛发展的喜人势头。

截至 2010 年底,共有 50 家证券公司发行成立 188 只集合理财产品、受托管理资本金规模合计 2123.07 亿元,也即,有近半数券商涉足集合理财业务,其中有东方证券等 8 家券商发行产品数量超过 10 只、国信证券等 5 家券商发行产品数量介于 5-10 只之间,其余多数券商的这一业务还仅处于起步阶段。若就受托管理资本金规模而言,则这一业务的竞争呈现明显的“二八”格局,受托管理资本金规模排名前 20 家的合计市场份额达 82%,仅有 8 家券商受托管理资本金规模超过 100 亿元,半数券商受托管理资本金规模还不足 20 亿元。

从产品类型来看,占理财产品总数量之比近 60%的产品为平衡混合型产品,而风险相对较高的股票型和偏股型集合理财产品数量占理财产品总数量的比重不足 15%,这从侧面反映了多数券商在业务开展初期仍是相当谨慎

的。若考虑公募基金、阳光私募、商业银行、保险机构、信托机构等机构在这一业务领域的竞争，则券商资产管理业务的持续发展、做强做大，还需亟待解决如何在产品设计方面脱离同质化、在产品销售方面实现业务协同、在投资研究方面保证受托资产的保值增值等三大问题。

若就行业整体来谈这一业务的收入贡献，固然远低于预期。2010 年，全行业受托管理资产业务实现净收入 21.83 亿元、在营业收入中的占比为 1.14%。但若就个别券商而言，则可发现这一业务对改善个别券商收入结构的效果正在显现，尤以光大证券、东海证券更为显著。

表 9：券商发行集合理财产品概况

|          | 2005 年 | 2006 年 | 2007 年 | 2008 年 | 2009 年 | 2010 年 | 合 计     |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|
| 产品数量（只）  | 10     | 12     | 8      | 16     | 44     | 98     | 188     |
| 参与券商（家）  | 10     | 12     | 8      | 14     | 20     | 44     | 50      |
| 成立规模（亿元） | 100.73 | 180.14 | 205.00 | 156.30 | 651.93 | 829.98 | 2124.08 |

注：截至 2010 年 12 月 31 日，10 只集合理财产品到期，合计成立规模为 98.31 亿元

资料来源：中原证券研究所，WIND 资讯

表10：部分券商受托资产管理业务实现盈利及对收入的贡献概况

|      | 受托管理资产业务净收入（亿元） |        |        | 受托管理资产业务净收入/营业收入 |        |        |
|------|-----------------|--------|--------|------------------|--------|--------|
|      | 2008 年          | 2009 年 | 2010 年 | 2008 年           | 2009 年 | 2010 年 |
| 华泰证券 | 1.85            | 1.48   | 0.81   | 2.94%            | 1.55%  | 1.40%  |
| 海通证券 | 5.36            | 7.43   | 4.86   | 7.66%            | 7.48%  | 7.14%  |
| 光大证券 | 6.11            | 6      | 4.73   | 16.55%           | 10.74% | 14.67% |
| 长江证券 | 0.10            | 0.67   | 0.35   | 0.48%            | 2.10%  | 1.52%  |
| 国泰君安 | 2.71            | 1.95   | 2.67   | 2.18%            | 1.60%  | 3.06%  |
| 东海证券 | 0.17            | 0.63   | 2.86   | 3.22%            | 2.76%  | 14.41% |

注：华泰、海通、光大、长江等四家上市券商2010年数据截至3季度；

资料来源：中原证券研究所，Wind 资讯

## 2. 2010 年资产管理业务发展之亮点

在券商资产管理业务规范开展 5 年后，该项业务由试点开展过度到普遍开展阶段，监管层对集合理财产品的审批程序在 2010 年不断被简化，并在年底提出了拟将审批制简化为备案制的征求意见函。同时，基于对资产管理业务存在巨大发展空间的判断和对“专业化分工、精细化管理”这一发展趋势认识的深入，个别已经积累一定经验的券商开始酝酿成立资产管理子公司以加快这一业务发展。2010 年 5 月、10 月，东方证券、国泰君安两券商的资产管理子公司相继获批成立，光大证券、海通证券、招商证券等多家券商也在积极申报成立资产管理子公司。

对券商而言，以子公司形式运作资产管理业务，固然有利于构建各业务间的防火墙、杜绝相关业务的利益输送。但更为重要的是，公司制的运作方式，有利于券商资产管理业务的管理机制更为灵活，在人财物的决定权、产品设计和投资决策权等方面的自主空间更大，进而利于其吸引和留住优秀人

才。尽管券商资产管理业务规模在 2010 年取得了长足的进步，但较之迅速发展的公募基金，券商资产管理的规模仍显得逊色，而其在决策机制和用人机制等方面较之公募基金的差距更是显著。因此，公司制运作资产管理业务的组织创新，有望加快券商资产管理业务产品创新和制度创新的步伐，其最终的结果必然是券商资产管理业务的大发展。

## 4.2 直投业务：高回报不负厚望，但做大还有待时日

自 2007 年 9 月 11 日证监会批准券商展开直投业务以来，截至 2010 年，据不完全统计：共有中信证券等 29 家券商获得这一业务资格，共有 24 家具有券商直投背景的企业成功实现上市、其中多数选择在创业板上市。数据统计显示，仅按企业上市的发行价来计算，券商直投从中获得的投资收益率高达 3-8 倍。根据相关规定，这些股权的限售期为企业上市后一年，两年内减持不超过 50%，届时，券商直投作为原始股东的成功退出必将使其获得数倍的高收益率。因此，尽管“直投+保荐承销”的模式一度遭致质疑，但这一业务高达数倍甚至数十倍的投资收益率以及其作为投行业务价值链中的重要一环，无疑被寄予厚望。从成熟市场的经验来看，直投业务是国际投行的一项重要业务，摩根士丹利、高盛、美林等大投行都开展直接投资业务，在日本，具有证券公司背景的风投公司数量占比近四分之一。在建设“创新型国家”的大趋势下，国内券商依托丰富的资本市场经验，紧随国家的宏观导向和产业政策，利用自身的资本市场优势，通过开展直投业务对创新型企业的培育，并辅助这些企业走向资本市场，可谓是券商创新的切实践行。

目前，有资格从事这一业务的机构，除了券商系直投子公司（或券商控股的产业基金）以外，还包括国有资金主导的基金（如渤海产业基金、联想投资有限公司）、地方及民间创投型基金（如深圳市创新科技投资有限公司）各类创业投资基金的竞争，随着各路机构的纷纷涉足，直投项目的争夺将愈发激烈，如何选择有投资价值的企业而规避风险、如何提高投资业务的上市成功率、如何安然抽身退出等这一切问题都是券商发展直投业务需要考虑的。此外，尽管券商背景的直投子公司在专业性、资源广泛、融资畅通等方面较之其他竞争机构占据相对优势，但不可否认的是，与其他创投机构相比，券商直投起步较晚，在经营机制、激励机制等方面存在一定的差距，同时实行更为严格的风险控制（如只能使用占净资本 15%比例的自有资金进行投资）并受到准入监管，这客观上必将限制券商直投业务的做大做强。

表 11：直投业务试点券商名单（截至 2010 年底）

| 获批时间   | 获批券商                                              | 家数   |
|--------|---------------------------------------------------|------|
| 2007 年 | 中信证券、中金公司                                         | 2 家  |
| 2008 年 | 国信证券、华泰证券、海通证券、国泰君安、平安证券、光大证券、广发证券                | 7 家  |
| 2009 年 | 中银国际、中银万国、国元证券、长江证券、银河证券、招商证券、东海证券、兴业证券、国联证券、中信建投 | 10 家 |
| 2010 年 | 山西证券、西南证券、宏源证券、东方证券、第一创业、齐鲁证券、东北证券、安信证券、中投证券、方正证券 | 10 家 |

资料来源：中原证券研究所

表12: 券商直投项目实现IPO的投资案例

| 券商直投 | 投资项目          | 投资成本                       | 收益率  |
|------|---------------|----------------------------|------|
| 金石投资 | 神州泰岳 (300002) | 每股13.20元、持有210万股, 合计2772万元 | 339% |
|      | 机器人 (300024)  | 每股8元, 持有320万股, 合计2560万元    | 398% |
|      | 昊华能源 (601101) | 每股6.3元、持有2400万股, 合计15120万元 | 373% |
| 海通开元 | 银江股份 (300020) | 每股5元、持有150万股, 合计750万元      | 300% |
|      | 金龙机电 (300032) | 每股2.68元、持有700万股, 合计1876万元  | 609% |
| 国信弘盛 | 钢研高纳 (300034) | 每股4元、持有350万股, 合计1400万元     | 388% |
|      | 阳普医疗 (300030) | 每股2.80元、持有380万股, 合计1064万元  | 793% |
| 平安财智 | 锐奇工具 (300126) | 每股4.42元、持有315万股, 合计1392万元  | --   |

注: 投资收益率= (企业IPO发行价-投资成本价) / 投资成本价;

资料来源: 中原证券研究所收集整理

### 4.3 融资融券交易

自2010年3月31日试点启动以来, 融资融券交易规模逐月扩大, 截至2011年3月25日, 沪深市场两融交易金额累计达到2279亿元, 其中融资累计交易金额占比98%。25家试点券商共1589家营业部 (占2340家营业部总数的68%) 开展了融资融券业务, 合计开立信用账户7.58万户。但根据深交所发布的《2010年个人投资者状况报告》显示, 近八成股民由于资产小于50万元而无缘融资融券。而由于试点期间证券公司只能以自有资金和证券向投资者提供服务的限制, 使得融资交易远甚于融券交易。

就业务竞争格局而言, 无疑是“早起的鸟儿有食吃”, 海通证券、中信证券、国泰君安、广发证券等6家首批获得试点资格的券商, 得益于业务开展较早的优势而合计占据了近70%的市场份额。从试点券商的实践来看, 即使不考虑政策因素, 券商自有资金、净资本规模、市场影响力、客户的风险偏好及风险承受能力等因素更是影响券商竞争地位的重要因素。就业务收入而言, 无论从行业整体还是试点券商个体来看, 受试点期间业务规模较小的影响, 这一业务收入在券商总收入中的当前占比约为0.2%, 可谓是微不足道。

但若考察成熟市场中此项业务的发展, 作为传统证券经纪业务基础上的拓展, 融资融券交易的规模在整个市场中的证券交易中将占据相当比重 (美国和日本的融资融券交易规模占证券交易金额的比重为16%—20%, 这一比例在台湾市场更高), 券商融资融券交易收入在其总收入中的比重将达10%—20%。因此, 若将融资融券业务在成熟市场发展的实践作为国内券商开展这一业务的远景, 则这一业务对改善券商盈利结构、提高券商资金利用效率和净资本收益率的积极作用是不言而喻的, 也应是值得券商当前全力推进的一项重要业务。

#### 4.4 国际业务

随着行业综合治理整顿的结束，国内证券业的经营环境、资本实力和抗风险能力大幅改善，国内券商也开始积极尝试走出国门、拓展国际业务，以便逐渐融入到国际金融领域中。实践中，内地券商开展国际业务主要通过以下三种途径来实现：一是，以在香港设立子（分）公司或是收购境外证券公司的方式率先涉足展国际业务；二是，积极为 QFII 等境外机构投资者提供境内服务、为境内企业海外上市提供相关服务，以此加深对境外投资者和境外市场的了解；三是，申请 QDII 业务资格，开展境外市场的投资业务。

2010 年，国内券商在不断巩固传统业务和创新业务的同时，加速布局国际化业务，其中尤以 5 月中信证券与法国东方汇理银行展开战略合作、7 月国泰君安国际控股在香港交易所挂牌上市成为第一家成功在港交所 IPO 的内地券商、11 月海通证券收购香港大福证券集团顺利收官等三大券商的战略举措更是将其国际化业务推向纵深。此外，看好境内企业境外上市融资的需求和小 QFII（在港募集人民币资金进行境内证券投资业务）试点推出的市场空间，据不完全统计，2010 年就有中信证券、招商证券、华泰证券等 8 家券商增资香港子公司，而光大证券、长江证券等 4 家券商在香港设立子公司的申请也在年底获批。

从涉足 B 股业务起，国内券商开展国际业务历时已久，截至 2010 年底已有 10 余家券商获批在境外设立分支机构<sup>1</sup>。但就发展情况看，目前国内券商的国际业务仍处于探索阶段，在海外设立的机构数量不多，布点地域基本集中于香港特区和新加坡。借鉴高盛等国际大投行拓展国际业务的经验，无一不是研发先行，以提供差异化服务而立足于竞争激烈、空间更大的国际市场；反观国内，券商服务同质化严重，甚至长时间陷入佣金大战。因此，尽管监管层从扩大 QDII 规模，研究推出跨境 ETF 等方面积极支持国内券商走出去、早日融入国际市场，但对券商自身而言，还需要练好内功、增强业务创新能力、审慎筹划国际业务，毕竟此前中资金融机构高调出海而最终折戟海外、铩羽而归的案例并非个案。

### 5. 小 结

2010 年，围绕着“强化证券公司规范发展、鼓励证券公司创新发展”而出台的监管政策，尽管对个别券商而言，将面临被分化或是短期不利的严峻形势，但对证券业整体而言，应是在现行金融分业监管体制下的更为宽松。

就盈利而言，2010 年，全行业实现盈利同比下滑，但收入结构呈现经纪业务收入占比大幅减少、证券承销收入占比增加的显著特征。佣金价格战的有增无减及其他业务的崛起正导致经纪业务对券商收入的贡献度趋于

<sup>1</sup>截至 2010 年底，共有中金公司、中银国际、中信证券、国泰君安、申银万国、海通证券、招商证券、广发证券、国元证券、国都证券、国信证券、安信证券、平安证券等 13 家内地券商在香港设立子公司，光大证券、长江证券、中投证券、银河证券等 4 家券商设立香港子公司的申请在年内获批，兴业证券 12 月发布公告称将在香港设立全资子公司。

下降，而投行业务得益于市场扩容和业务价值链延伸将迎来更大的发展空间。

就业务发展而言，2010 年，券商传统业务的创新不乏亮点：投资顾问“试水”经纪业务收费模式、直投和新三板延伸投行业务价值链、股指期货套保引发证券自营投资模式之嬗变；与此同时，历时已久的国际业务和资产管理、直投业务、融资融券等近年来兴起的新业务也在 2010 年呈现加速发展之势。

就竞争格局而言，经纪、承销两大业务市场集中度的下滑，在一定程度上反映了传统业务领域的竞争愈发激烈，中小券商纷纷发力，服务同质化的盈利模式难以为继。尽管资产管理、融资融券两大领域的市场集中度相对较高，但其对券商收入的贡献普遍相当有限，这与其业务规模偏小有相当大关系，如何跨越资格门槛、突破专业瓶颈、提升资本实力将是未来各家券商发展这两大业务所面临的问题。中信证券等优质券商尽管在传统业务领域遭遇市场份额下滑的巨大压力，但其竞争力仍然显著，尤其是新业务领域的领先更是不容置疑。

展望 2011 年，作为“十二五”规划的开局之年，在“显著提高直接融资比重”的政策指引下，证券市场的持续快速扩容将是必然趋势；“强化规范展、鼓励创新”仍将是证券业监管的主线。其中：新三板的扩容将是大概率事件，直投业务、融资融券有望转为证券公司的常规业务，集合理财产品有望逐渐由审批制向备案制过渡，国际板推出的进程也在加快之中，这些都将拓宽证券公司的业务范围、为其收入结构的优化奠定基础。而随着证券交易佣金管理和投资顾问管理制度的贯彻落实，证券公司提升专业服务能力、加快经纪业务转型升级的压力将骤然上升，进而加剧证券业内的分化、并引发证券业竞争格局的变革。

综上所述，尽管国内券商业务结构单一、收入结构单一的状况正在改善，自有资本金的利用率也在不断提高，但竞争同质的情况在较短时间内还难言改观。因此，我们在乐观看待证券业发展前景的同时，更需要冷静透视券商盈利模式转型并非一撮而就的现实，国内券商自身可利用的资源，包括资金、人才、信息等硬实力以及管理机制、品牌等软实力将决定其盈利模式转型的速度、也将影响到券商未来发展的盈利模式，与之相比较，监管政策之导向对券商盈利模式的影响将趋于弱化。为此，中信证券、广发证券等创新领先的优质大券商，以及个别重视差异化发展并已开始践行的中小券商更机会赢得更大的发展空间。

### 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投资咨询执业资格。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。

### 免责声明

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。本报告的版权仅为本公司所有。

### 转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。