

推荐 (维持)

基金专户门槛降低, 寿险保费收入受累通胀

2011年9月5日

非银行金融市场观察周报: 2011年9月第2周报

上证指数 2528

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	24	1.2
总市值 (亿元)	6953	2.9
流通市值 (亿元)	4575	2.5

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	1.0	1.1	15.7
相对表现	6.1	14.7	19.7



相关报告

- 1、《非银行金融市场观察周报2011年8月第3周报-佣金率总体企稳, 保险投资价值显现》2011/8/15
- 2、《非银行金融市场观察周报2011年8月第4周报-转融通业务试行办法意见稿出台》2011/8/22
- 3、《非银行金融市场观察周报2011年9月第1周报-新三板扩容框架初拟, 保险“十二五”规划出台》2011/8/29

罗毅, CFA

0755-82940797
luoyi@cmschina.com.cn
S1090511030006

洪锦屏

0755-82960071
hongjinping@cmschina.com.cn
S1090511030012

研究助理

沈娟

0755-82943140
shenjuan@cmschina.com.cn

- **基金公司专户业务门槛大幅降低。**证监会对《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》进行了修订, 取消开展专户资产管理的基金公司门槛要求, 只要经营行为规范、最近一年内没有违规行为并且配备相应的专业人员和制度规范均可以申请开展, 初始规模降为 3000 万元。
- **海通中期业绩增 20%, 投资收益同比大幅改善。**海通证券 2011 年中期实现营业收入 52.85 亿元, 同比增长 19.72%, 环比下降 2.58%; 归属母公司净利润 22.35 亿元, 同比增长 21.32%, 其中 2 季度实现净利润 11.5 亿元, 同比增长 26.38%。每股收益 0.27 元, 每股净资产 5.49 元, 净资产收益率 4.92%。投资收益和融资融券利息收入稳定增长支撑业绩提升。
- **8 月交易量环比再下降, 经纪业务收入占比将继续降低。**8 月股票交易额 36841 亿元, 同比下降 22%, 环比下降 13%, 日均股票交易额 1602 亿元, 市场交易量在 7 月有所回暖后, 重新陷入低量徘徊, 交易量和费率双重走低的压力下, 预计经纪业务收入的占比在三季度将继续下降, 从中期的 55% 到年底可能在 45%-50% 左右, 这将进一步推动券商在创新业务上的投入。
- **太保中期增 45%, 产险盈利突出。**中国太保中期净利润 58 亿元, 同比增长 45%, 其中寿险 28 亿元, 增长 28%, 产险 24 亿元, 同比增长 54%, 利润贡献占比达到 41%。上半年出售太平洋安泰实现收益 4.8 亿元, 同时传统险准备金长端收益率逆势上调从而增加税前利润 2.3 亿元, 剔除这些影响后, 利润同比增长约 29%, 符合预期。
- **7 月保险资金减少银行存款配置, 寿险保费收入受累通胀仍面压力。**7 月保险投资总额达 3.57 万亿元, 环比增加 1335 亿元; 保险银行存款达 1.60 万亿元, 环比减少 1676 亿元。这改变了上月保险资金大幅度增加银行存款的投资风格。1-7 月寿险行业保费收入 6233 亿元, 当月 718 亿元, 环比下降 13%。财险 1-7 月累计保费收入 2726 亿元, 同比增 16.63%, 当月 367 亿元, 同比增 15%。通胀压力未明显环节的情况下, 保费增长仍然显得疲弱, 退保率也开始有明显上升, 下半年寿险公司的盈利仍将落后于财险。

风险提示: 创新业务推进不如预期, 权益类资产波动, 保费增长低于预期。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	PB	评级
中信证券	11.98	1.14	0.67	0.80	10.5	17.9	1.8	强烈推荐-A
海通证券	7.96	0.45	0.55	0.62	17.7	14.5	1.4	强烈推荐-A
广发证券	31.60	1.36	0.99	1.12	23.2	31.9	3.9	强烈推荐-A
华泰证券	10.19	0.61	0.54	0.73	16.7	18.9	1.7	强烈推荐-A
宏源证券	14.41	0.89	1.06	1.29	16.2	13.6	2.8	强烈推荐-A
中国平安	41.12	2.26	3.10	3.69	18.2	13.3	4.3	强烈推荐-A
中国太保	20.41	1.00	1.40	1.54	20.4	14.6	2.7	强烈推荐-A
中国人寿	15.74	1.19	1.10	1.21	13.2	14.3	3.4	审慎推荐

资料来源: 招商证券

核心观点

1、动态观察：证券行业

基金公司专户业务门槛大幅降低。证监会对《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》进行了修订，取消开展专户资产管理的基金公司门槛要求，只要经营行为规范、最近一年内没有违纪行为并且配备相应的专业人员和制度规范均可以申请开展，初始规模降为 3000 万元。基金管理公司为多个客户办理特定资产管理业务的，单个资产管理计划的委托人人数不得超过 200 人，客户委托的初始资产合计不得低于 3000 万元人民币，中国证监会另有规定的除外，特定客户，是指委托投资单个资产管理计划初始金额不低于 100 万元人民币，且能够识别、判断和承担相应投资风险的自然人、法人、依法成立的组织或中国证监会认可的其他特定客户。专户门槛的放开有利于在当前基金行业整体规模持续缩水的情况下，提升与信托、私募、银行理财等同类产品的竞争力。

海通中期业绩增 20%，投资收益同比大幅改善。海通证券 2011 年中期实现营业收入 52.85 亿元，同比增长 19.72%，环比下降 2.58%；归属母公司净利润 22.35 亿元，同比增长 21.32%，其中 2 季度实现净利润 11.5 亿元，同比增长 26.38%。每股收益 0.27 元，每股净资产 5.49 元，净资产收益率 4.92%。投资收益和融资融券利息收入稳定增长支撑业绩提升。融资融券业务实现利息收入 1 亿元，考虑相关的手续费收入，两融合计贡献收入占比 2.5%左右，预计全年将贡献 3%-5%。投资收益同比大幅增长，去年亏损，今年通过套保等工具实现较好的收益。佣金率环比下降 0.4 个基点，0.088%的绝对水平处于相对高位。

8 月交易量环比再下降，经纪业务收入占比将继续降低。8 月股票交易额 36841 亿元，同比下降 22%，环比下降 13%，日均股票交易额 1602 亿元，1-8 月股票交易额累计增长 6.4%，日均 2000 亿元。市场交易量在 7 月有所回暖后，重新陷入低量徘徊，交易量和费率双重走低的压力下，预计经纪业务收入的占比在三季度将继续下降，从中期的 55%到年底可能在 45%-50%左右，这将进一步推动券商在创新业务上的投入。

2、动态观察：保险行业

太保中期增 45%，产险盈利突出。中国太保中期净利润 58 亿元，同比增长 45%，其中寿险 28 亿元，增长 28%，产险 24 亿元，同比增长 54%，利润贡献占比达到 41%。上半年出售太平洋安泰实现收益 4.8 亿元，同时传统险准备金长端收益率逆势上调从而增加税前利润 2.3 亿元，剔除这些影响后，利润同比增长约 29%，符合预期。寿险营销员渠道占比上升 43%，银保下降至 51%，上半年首年保费收入下降 5%，受益于期缴比例提升 4 个百分点 APE 达到 121 元，增 4.4%。营销员 28.2 万人，同比增 12%，人均新单产能增 14.2%。产险综合成本率同比下降 3.4 个百分点至 91.1%。有效业务价值 387 亿元，同比增 27.5%，经调整净资产由于分红和金融资产价值下跌 4%，内含价值增 5%，新业务价值 67 亿元，同比增 22%，其中今年上半年增 18%。产寿险偿付能力分别为 175%和 192%，集团 298%，较为充足。

7 月保险资金减少银行存款配置，寿险保费收入受累通胀仍面压力。7 月保险投资总额达 3.57 万亿元，环比增加 1335 亿元；保险银行存款达 1.60 万亿元，环比减少 1676 亿元。这改变了上月保险资金大幅度增加银行存款的投资风格。1-7 月寿险行业保费收入 6233 亿元，当月 718 亿元，环比下降 13%。财险 1-7 月累计保费收入 2726 亿元，同比增 16.63%，当月 367 亿元，同比增 15%。通胀压力未明显环节的情况下，保费增

长仍然显得疲弱，退保率也开始有明显上升，下半年寿险公司的盈利仍将落后于财险。

表 1: 重点推荐公司的逻辑分析

证券行业	推荐评级	推荐逻辑
中信证券	强烈推荐	发行 H 股取得批文，与东方汇理的合作有实质性进展。中信建投和华夏基金股权的转让，使公司的优势从零售卖方业务向强势买方业务集中，未来的看点在直投业务的迅速扩张和海外战略的逐步明晰，公司是行业中最有可能成长为国际优质投行的证券公司。2011 年开始，公司通过释放直投的利润可以部分弥补业绩上的落差。H 股上市打开公司海外扩张的基础，H 股发行预计将受国际投资者追捧，对 A 股的估值将有支撑作用。
广发证券	强烈推荐	公司机制灵活、内生增长性强，投行和直投优势将成为未来重要的利润增长点。公司定增完成，发展将迈入新阶段，预计 2011 年摊薄后 EPS 为 0.99 元，当前 PE30 倍，估值处于较高水平，但作为高弹性的板块，在全行业反弹行情中，仍将具有超额收益。公司解禁后实际活跃的流通盘仅 100 多亿，弹性和基本面在板块中均处于前列。
海通证券	强烈推荐	中报同比增长 20%，估值不到 20 倍，公司融资融券业务市场份额居第一位，股权投资平台完善，承销项目储备丰厚，收购大福证券后在香港拥有展业平台。H 股上市将提升公司国际化扩张的能力。
华泰证券	强烈推荐	经纪业务市场份额最大，未来凭借较好的客户基础和营业网点在融资融券业务上将有较大斩获，我们测算在当两融余额达到 8000 亿以后，公司的税后利润有望增厚 20%以上（包含华泰联合），弹性列各大券商之首。公司当前在整合经纪和投行业务，未来理顺关系后将提升整体效率。动态估值仅为 17 倍，具有较高安全边际。
宏源证券	强烈推荐	2 季度佣金费率基本企稳，环比下降 7.6%，绝对水平也处于上市公司中的较高水平。2011 年 PE 仅 17 倍左右倍，作为独具优势的新疆地区垄断券商，宏源证券将伴随着新疆经济的起飞一同崛起。承销业务快速崛起，公司成立新疆项目小组发力投行。在疆拥有 44 家营业部，市场份额 58%，手续费率 0.2%以上，当前不到 20 倍的 PE 完全没有体现其将受益于新疆崛起的发展前景。
保险行业	推荐评级	推荐逻辑
中国平安	强烈推荐	通过参与定增对深发展的持股比例将提升到 60%左右，银行保险深入合作的最佳载体。公司在个险渠道优势由于同业，未来银行渠道也将崛起，全年仍将保持 20%以上的增速。公司平台完善，受银保新规负面影响最小，2010 年个险新单规模超国寿。产寿险盈利能力强，平安证券、平安信托和平安银行、深发展多引擎支持公司业绩增长。人力、电话、网络等多平台渠道将成为保费增长的强劲动力。
中国太保	强烈推荐	新保业务增长较快，财险的盈利能力好转，上海个税递延型养老保险有望启动，公司旗下的长江养老受益
中国人寿	审慎推荐	保费收入增长稳定，前期基数较低，2011 年公司将更注重规模的增长和市场份额提升

资料来源：招商证券研发中心

表 2: 券商承销项目统计 (2011.8.29-2011.9.2)

券商名称	承销家数	募集资金 (万元)	实际募集资金 (万元)	发行费用 (万元)	项目类型
广发证券	1	156000	156000	-	IPO
海通证券	1	41040	41040		IPO
中信证券	1	252000	252000		增发
东方证券	1	49940	49940		增发
申银万国	1	18000	18000		增发
广发证券	1	80000	79040	960	债券发行
平安证券	1	80000	79040	960	债券发行
中金公司	1	35000	35000		债券发行
银河证券	1	45000	44550	450	债券发行

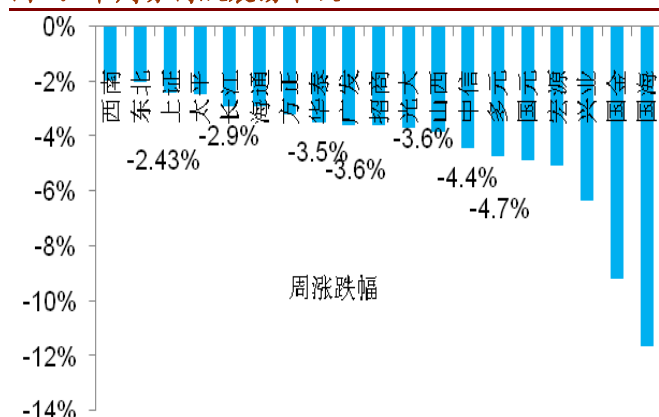
资料来源：WIND，招商证券研发中心

表 3: 券商集合理财产品成立概况 (2011.8.29-2011.9.2)

产品简称	成立日期	规模(亿元)	存续期(年)	管理费率	托管费率	投资类型	管理人
国海金贝壳 5 号	2011-9-01	5.74	5	0.80%	0.20%	平衡混合型	国海证券
国泰君安君享套利 5 号	2011-8-29	2.77	2	1.00%	0.15%	平衡混合型	国泰君安

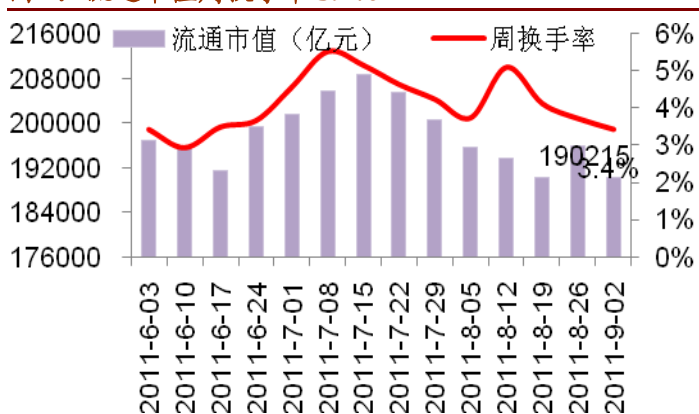
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 1: 本周券商股震荡下跌



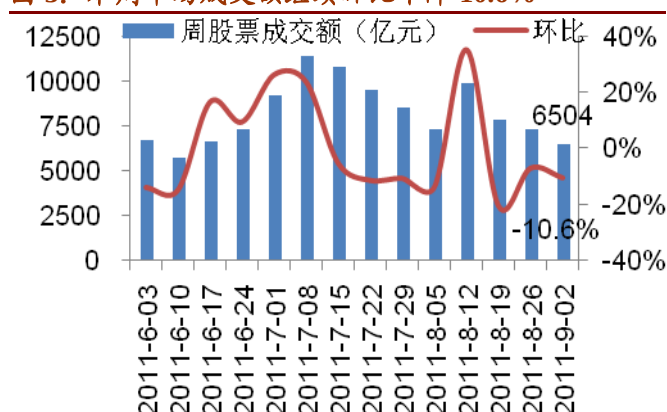
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 2: 流通市值周换手率 3.4%



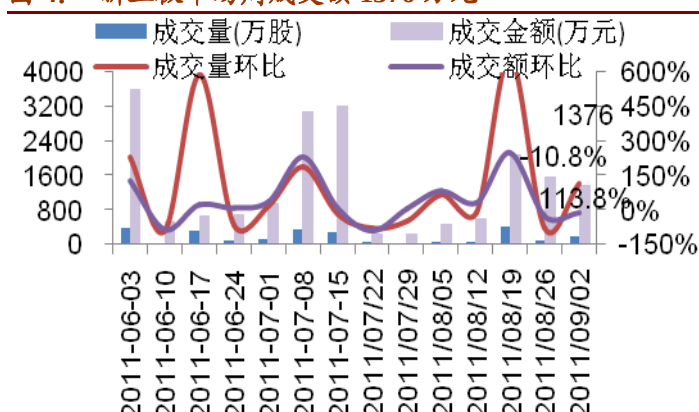
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 3: 本周市场成交额继续环比下降 10.6%



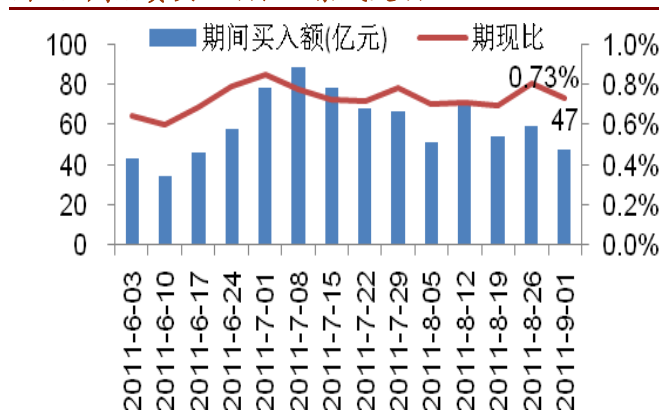
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 4: 新三板市场周成交额 1376 万元



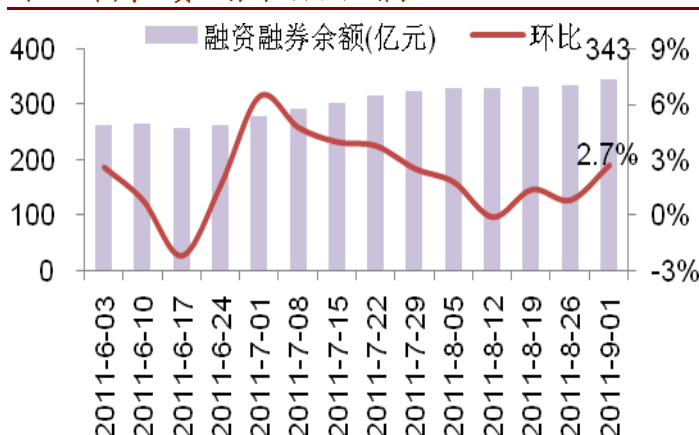
资料来源: 深交所, 招商证券研发中心

图 5: 周融资买入额占股票成交额比 0.73%



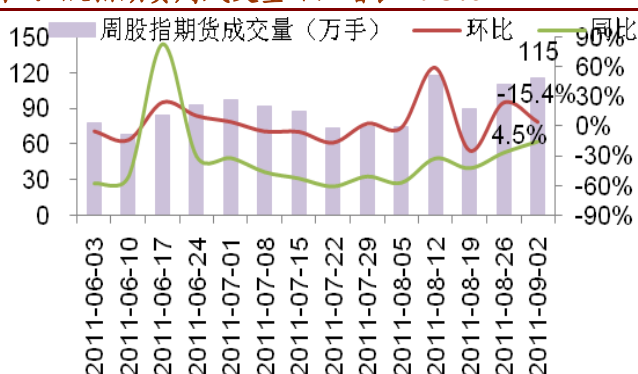
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 6: 本周融资融券余额小幅增长



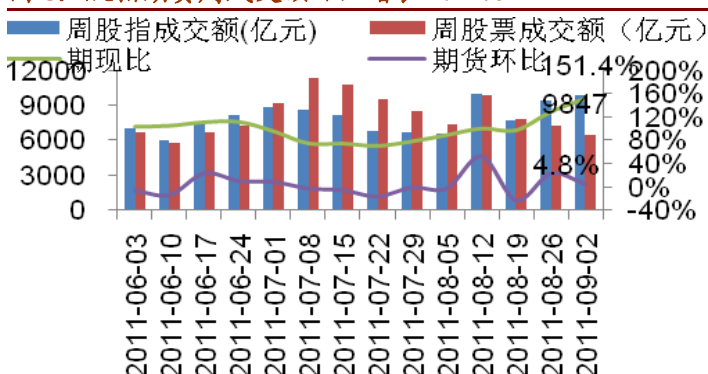
资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 7: 股指期货周成交量环比增长 4.49%



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

图 8: 股指期货周成交额环比增长 4.77%



资料来源: WIND, 招商证券研发中心

表 4: 本周行业、国际和公司要闻

日期	行业	主题
2011-9-2	国际	伦交所拟 10 亿欧元竞购欧洲清算所 LCH
2011-9-2	金融	传证监会将提升证券咨询注册门槛
2011-9-1	金融	证监会重组新规执行, 借壳上市门槛提高
2011-8-31	证券	证券金融公司定位于中介+裁判功能, 券商无缘入股未来的证券金融公司
2011-8-31	金融	深交所与郑交所签订异地灾备中心建设是协作框架协议
2011-8-30	金融	深交所: 不鼓励中小板公司进行风险投资
2011-8-30	公司	中信证券境外上市外资股 (H 股) 获中国证监会批复
2011-8-29	公司	招商证券韩国首尔办事处成立

资料来源: WIND, 招商证券研究发展中心

表 5: 券商估值对比表

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿)
		10	11E	12E	10	11E	12E	10	11E	12E			
中信证券	600030	1.14	0.67	0.80	26%	-41%	19%	10.5	17.9	15.0	1.8	17.23%	1191
海通证券	600837	0.45	0.55	0.62	-19%	22%	13%	17.7	14.5	12.8	1.4	9.03%	655
广发证券	000776	1.36	0.99	1.12	13%	-27%	13%	23.2	31.9	28.2	3.9	19.13%	935
光大证券	601788	0.68	0.65	0.70	-22%	-4%	8%	16.8	17.6	16.3	1.6	11.28%	390
长江证券	000783	0.62	0.52	0.72	-6%	-16%	38%	14.0	16.7	12.1	1.7	10.35%	206
国元证券	000728	0.50	0.56	0.60	-11%	12%	7%	19.9	17.8	16.6	1.6	6.34%	195
西南证券	600369	0.39	0.42	0.50	-20%	8%	19%	29.1	27.0	22.7	2.3	8.54%	264
宏源证券	000562	0.89	1.06	1.29	13%	19%	22%	16.2	13.6	11.2	2.8	15.97%	211
太平洋	601099	0.23	0.24	0.27	-50%	4%	13%	34.3	32.8	29.2	5.7	13.49%	118
东北证券	000686	0.98	0.60	0.98	-42%	-39%	63%	19.3	31.6	19.3	3.5	15.08%	121
国金证券	600109	0.42	0.58	0.62	-15%	38%	7%	30.5	22.1	20.7	3.8	10.80%	128
华泰证券	601688	0.61	0.54	0.73	-10%	-11%	35%	16.7	18.9	14.0	1.7	9.50%	571
兴业证券	601377	0.40	0.42	0.47	-32%	5%	12%	37.2	35.4	31.6	3.8	9.88%	327
山西证券	002500	0.22	0.18	0.22	-29%	-18%	22%	36.5	44.7	36.5	3.1	5.82%	193
国海证券	000750	0.64	0.56	0.73	-35%	-13%	30%	24.6	18.6	14.0	3.8	5.37%	100
方正证券	601901	0.20	0.18	0.21	-10%	-10%	17%	30.9	34.3	29.4	4.1	13.80%	376

资料来源: 招商证券研发中心

表 6: 保险估值对比表

公司	代码	EPS			盈利增长率			PE			PB (MRQ)	ROE (TTM)	市值 (亿)
		10	11E	12E	10	11E	12E	10	11E	12E			
中国平安	601318	2.26	3.10	3.69	25%	37%	19%	18.2	13.3	11.1	4.3	15.23%	3255
中国人寿	601628	1.19	1.10	1.21	3%	-8%	10%	13.2	14.3	13.0	3.4	14.49%	4449
中国太保	601601	1.00	1.40	1.54	15%	40%	10%	20.4	14.6	13.3	2.7	12.97%	1755

资料来源: 招商证券研发中心

图 9: 证券信托行业历史PEBand

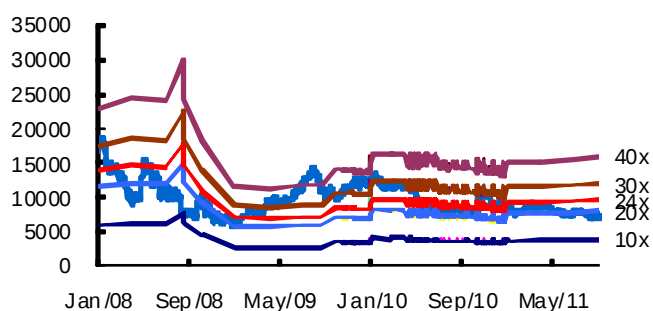
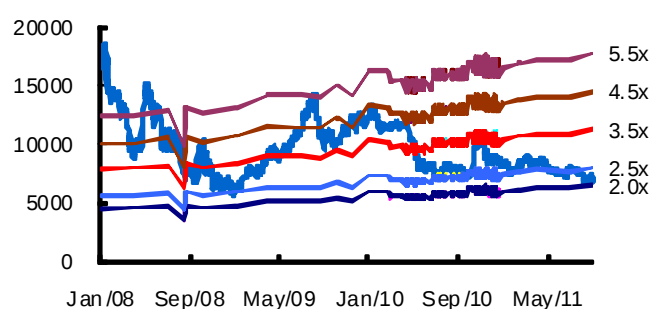


图 10: 证券信托行业历史PBBand



说明: 1、资料来源于招商证券研发中心、港澳资讯;
2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数;
3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和;
4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

参考报告:

- 1、《光大证券（601788）-低基数成就强劲增长》2011/8/25
- 2、《兴业证券（601377）-季度佣金率反弹，投行自营助力增长》2011/8/24
- 3、《中国人寿（601628）-结构调整，利润让行-2011 年中报点评》2011/8/24
- 4、《广发证券（000776）-佣金费率企稳，创新仍需发力》2011/8/23
- 5、《非银行金融市场观察周报 2011 年 8 月第 3 周报-佣金率总体企稳，保险投资价值显现》2011/8/15
- 6、《非银行金融市场观察周报 2011 年 8 月第 4 周报-转融通业务试行办法意见稿出台》2011/8/22
- 7、《非银行金融市场观察周报 2011 年 9 月第 1 周报-新三板扩容框架初拟，保险“十二五”规划出台》2011/8/29

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

罗毅，CFA：毕业于英国诺丁汉大学Sir Clive Granger（03 年诺贝尔经济学奖获得者）经济学院，经济金融学硕士学位，华南理工大学金融学学士，于业内最先发现保险股潜在投资价值，建立保险行业的分析框架，对证券行业理解深刻。获得新财富非银行金融最佳分析师2010年度第二名，2008年度第二名，2007年度第三名。证券市场周刊水晶球奖非银行金融最佳分析师2010年度第二名，2008年第三名，2007年度第二名。金融时报(FINANCIAL TIMES) 2007年度最佳分析师金融行业第二名。中国证券报社和中央电视台财经频道金牛奖金融服务业务2010 年第二名。目前为招商证券金融行业研究董事。

洪锦屏：华南理工大学管理学硕士，2008年7月加入招商证券，从事金融行业研究，2010 年获得新财富非银行金融最佳分析师2010 年度第二名（团队）。

沈娟：西南财经大学金融学硕士，2011 年 6 月加入招商证券，从事金融行业研究。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。