



中信建投证券
CHINA SECURITIES

CHINA SECURITIES RESEARCH

证券研究报告·行业动态

险资改道推进中，利好大型券商

险资入市新规要点

- ◆ 对于保险机构直接持有的交易单元旨在“清理”：(1)增量切断；(2)存量于 2014 年底前逐步清退。
- ◆ 对于保险机构租用券商的交易单元旨在“管理”：(1)无直接持有交易单元或已做好退出安排；(2)现有租用交易单元无越权违规交易记录；(3)交易系统有安全保障。
- ◆ 对于保险机构作为两所会员的特殊机构客户进行证券投资“鼓励”。
- ◆ 保险机构参与特殊机构客户的服务券商门槛更高。

运行模式构想

新规带来两种险资入市参考模式：租用交易单元和特殊机构客户。综合分析，虽新规鼓励保险机构作为两所会员的特殊机构客户进行证券投资，且其交易成本或减半，但将交易安全、保密性放在绝对重要位置的保险机构选择第一种租用交易单元模式概率反而较大。

险资入市规模及佣金贡献预测

险资潜在规模 1.15 万亿元，相当于目前公募基金规模的 55%。按照 2001 年以来保险资产规模的增长态势来看，年化复合增长率达到 24.71%，规模增量稳定，保险资产带来值得期待的增量市场。在险资操作情境下下限系数最大收缩至 0.35，可提供 12-35 亿元增量佣金，对全年行业 782 亿元总收入的营收贡献度达到 1.5%—4.5%。2014 年时点推进规模释放进度，佣金率博弈结果对收入影响至关重要。

公司影响测算

按照 2010 年末上市券商合计 24.79 亿元佣金分仓收入计算，分仓额度与其公司研究能力息息相关，中信、华泰及招商位列前三；此外，虽然国海和宏源证券基数较低，但其研究服务能力改善带来的增长态势不容小觑。

投资评价与建议

险资改道券商，短期内对于券商实质性业绩提振有限，但在近两年券商业绩悲观预期背景下，该正增量乃各券商必争之地。由于新模式模式的指导，在交易成本、保密性及研究服务的权衡中，我们判断大中型保险机构更看重交易数据的保密性和研究服务，小型保险更关注交易成本和附带的销售网络。结合新规的设置，并从这两个诉求来看，前者更指向“租用交易单元”，后者更倾向“参与特殊机构客户”。租用交易单元模式的门槛虽较低，上市券商基本均具备，但直接利好研究及销售能力居前的的大中型券商。参与特殊机构客户模式的门槛较高，双 A 评级加之上期末 30 亿元以上净资本要求，上市券商中仅存中信、光大、海通、华泰、招商及广发证券；此外，该种模式兼顾对渠道的诉求也直接将服务券商锁定在具备广泛网络的全国性大中型券商之上。殊途同归，险资改道入市在绝对收入上突出利好大中型券商，如海通、中信、华泰及招商证券；但在弹性上则突出利好中小型券商，如国海证券。

证券业

维持

增持

魏涛

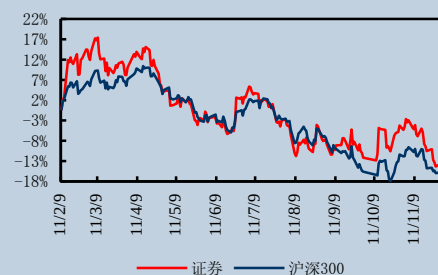
weitaotao@csc.com.cn

010-85130975

执业证书编号：S1440510120041

发布日期：2012 年 2 月 9 日

市场表现



相关研究报告

12.02.08	证券业：(2012 年 1 月份券商月度经营数据) 分化行情下强者恒强
12.02.03	证券业：可载业务规模将提升，助推创新业务
12.01.09	证券业数据周报 (20120102-20120108)

险资入市新规要点

近半年来，保监会、两交易所及中登公司陆续就险资入市渠道规理问题频频发文推进，意味着 2004 年以来保险机构在交易所直接拥有专用席位的状况将面临终结，保险机构退出自有交易席位已成定局。

《关于保险机构证券投资交易有关问题的通知》 上证会字〔2011〕24 号 2011 年 8 月 11 日

- ◆ 以往保险机构直接持有或租用交易单元从事证券交易的阶段性模式中的直接持有交易单元部分已与现行《证券法》已冲突，亟待调整。
- ◆ 鼓励保险机构作为两所会员的特殊机构客户参与市场交易；两所停止受理保险机构直接持有交易单元申请；对已直接持有的存量交易单元，应加强清理并逐步退出。
- ◆ 加强监管，防止严惩越权违规代理操作。
- ◆ 保险机构可以根据选择进行合作的证券公司情况，申请开立多个证券账户，以满足大额保险资金分仓需求。

《关于补充说明保险机构证券投资者交易有关问题的通知》 上证会字〔2011〕36 号 2011 年 11 月 14 日

- ◆ 鼓励保险机构作为两所会员的特殊机构客户进行证券投资；
- ◆ 符合无直接持有或已退出安排交易单元等条件的保险机构可租用证券公司交易单元进行证券投资，并办理新增租用交易单元。
- ◆ 对于直接持有席位和交易单元的保险机构，原则上于 2014 年底前逐步退出。
- ◆ 保险机构租用的交易单元只可以用于其自有保险资金账户，自身作为受托管理人的保险资金账户和保险机构自身作为投资管理人的企业年金账户的交易业务。

《关于保险机构投资证券交易问题的通知》 保监发〔2011〕77 号 2011 年 12 月 30 日

- ◆ 鼓励保险机构采取租用符合条件券商交易单元或参与特殊机构客户模式从事证券投资。
- ◆ 租用交易单元模式，服务券商应满足条件：经营业务全面；具有独立研究部门和 50 人以上研究团队，研究范围覆盖到位；投行实力较强等。
- ◆ 参与特殊机构客户模式的门槛则更高，除需具备上述条件外，在硬指标上还需要具备上年末 30 亿元以上净资本以及证券监管机构 AA 级（含）以上的监管评级，在余下指标中则突出交易系统安全性及严格的客户信息保密要求。
- ◆ 保险机构参与特殊机构客户模式试点的，选择服务券商不超过 3 家，且在每家服务券商开立的账户最多不超过 3 个

要点：

- ◆ 对于保险机构直接持有的交易单元旨在“**清理**”：(1)增量切断；(2)存量于 2014 年底前逐步清退。
- ◆ 对于保险机构租用券商的交易单元旨在“**管理**”：(1)无直接持有交易单元或已做好退出安排；(2)现有租用交易单元无越权违规交易记录；(3)交易系统有安全保障。
- ◆ 对于保险机构作为两所会员的特殊机构客户进行证券投资“**鼓励**”。
- ◆ 保险机构参与特殊机构客户的服务券商门槛更高。

运行模式构想

新规带来两种险资入市参考模式：租用交易单元和特殊机构客户。

一、租用交易单元

租用交易单元模式，指保险机构与服务券商签订交易单元租用协议，通过自有交易系统直接向交易所发送交易指令，参与交易所市场证券买卖，并由托管银行负责与中登公司进行证券与资金结算。

- ◆ **解析：**参照基金公司入市做法，通过支付分仓佣金的方式租用券商席位。
- ◆ **利：**保险公司直接操盘，其账户的保密性和安全性更高；同时可以享受券商提供的机构客户研究卖方服务。
- ◆ **弊：**保险公司打破基金公司多年来形成的席位租用费率标准的空间有限。

二、特殊机构客户

特殊机构客户模式，指保险机构与服务券商签订证券交易委托代理协议，作为服务券商特殊机构客户开立证券账户，通过服务券商的交易系统发送交易指令，参与交易所市场证券买卖，并由服务券商负责与登记公司进行证券与资金结算，托管银行与服务券商进行二次结算的行为。

- ◆ **解析：**指保险公司在券商开户，委托服务券商席位进行交易。
- ◆ **利：**保险公司由于资金量大，较易获得较低的佣金率优惠，能明显降低交易成本。
- ◆ **弊：**保险资金的交易情况对券商资管和自营基本透明，保密性有限；由于部门利益渠道问题，获得券商提供的机构客户研究卖方服务更为有限。

综合分析，虽新规鼓励保险机构作为两所会员的特殊机构客户进行证券投资，且其交易成本或减半，但将交易安全放在绝对重要位置的保险机构选择第一种租用交易单元模式概率反而较大。

险资入市规模及佣金贡献预测

险资潜在规模 1.15 万亿元，相当于目前公募基金规模的 55%。

《保险资金运用管理暂行办法》中规定其“投资于股票和股票型基金的账面余额，合计不高于本公司上季末总资产的 20%”。按照保险行业截至去年 3 季度末资产总额 5.73 万亿元计算，潜在入市险资规模达到 1.15 万亿元，相当于目前公募基金 2.11 万亿元规模的 55%。

规模增量稳定，带来潜在增量市场

按照 2001 年以来保险资产规模的增长态势来看，年化复合增长率达到 24.71%，对应《保险资金运用管理暂行办法》中规定，其投资股票资产的增长潜力亦具备高增长态势，在基金资产规模增量有限的行情下，保险资产带来值得期待的增量市场。

在险资操作情境下下限系数最大收缩至 0.35，可提供 12-35 亿元增量佣金。

保险机构投资目标更注重绝对收益，其交易风格较基金更为稳健谨慎，其换手率相对较低；我们以基金交易换手率为其换手率上限，下限给予 0.7 的收缩系数。此外，保险机构如完全采用租用券商交易通道模式，以



现有交易成本为其费用率的最高限，其余组合模式采用所需费用率均低于该情况，按照参与特殊机构客户交易模式折半费率将定测算其收缩系数为 0.5。所以，两因素合并考虑下，上限系数为 1 的情况下，下限系数为 0.35。按照去年全年基金总佣金 64 亿元测算，险资入市在去年行情下能带来相应增量佣金 12-35 亿元，对全年行业 782 亿元总收入的营收贡献度达到 1.5%—4.5%。在目前证券行业营收预期较悲观背景下，保险资产借道券商入市的增量收入对于券商提升业绩还是有较为积极的作用。

2014 年时点推进规模释放进度，佣金率博弈结果对收入影响至关重要。

增量佣金 12-35 亿元对全年行业 782 亿元总收入的营收贡献度达到 1.5%—4.5%，贡献进度受制于时点推移，贡献程度直接决定于佣金模式的博弈选择。研究实力强劲的大众券商将在过程演化中突出收益。

公司影响测算

按照 2010 年末上市券商合计 24.79 亿元佣金分仓收入计算，分仓额度与其公司研究能力息息相关，中信、华泰及招商位列前三；此外，虽然国海和宏源证券基数较低，但其研究服务能力改善带来的增长态势不容小觑：

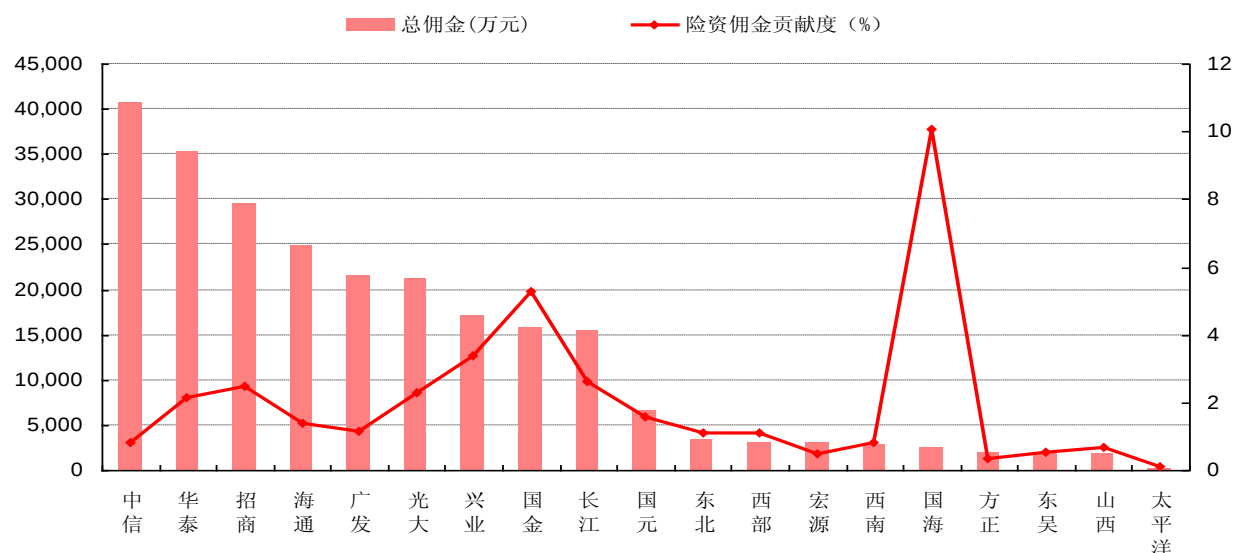
表：2010 年末上市券商佣金分仓收入及增长情况对比

总佣金 排位	席位名称	总佣金 (万元)	佣金席 位占比 (%)	同比 增长率 (%)	2010 年 营业收入 (万元)	险资创收 (万元)		险资贡献度 (%)	
						120000	350000	120000	350000
1	中信证券	40,790.45	6.36	-11.88	2,779,490.21	7,632.54	22,261.57	0.27	0.80
3	华泰证券	35,139.10	5.48	20.70	889,997.86	6,575.08	19,177.32	0.74	2.15
5	招商证券	29,547.43	4.61	-0.95	648,646.83	5,528.79	16,125.65	0.85	2.49
9	海通证券	24,947.34	3.89	-17.88	976,769.17	4,668.04	13,615.13	0.48	1.39
11	广发证券	21,499.87	3.35	19.95	1,021,861.45	4,022.97	11,733.65	0.39	1.15
12	光大证券	21,082.76	3.29	23.95	505,407.52	3,944.92	11,506.01	0.78	2.28
15	兴业证券	16,988.09	2.65	19.17	273,750.59	3,178.74	9,271.33	1.16	3.39
16	国金证券	15,856.91	2.47	-34.13	164,455.57	2,967.08	8,653.98	1.80	5.26
17	长江证券	15,397.11	2.40	-10.23	319,921.63	2,881.04	8,403.04	0.90	2.63
26	国元证券	6,501.54	1.01	-21.44	224,204.16	1,216.54	3,548.25	0.54	1.58
31	东北证券	3,353.45	0.52	-16.87	169,994.03	627.48	1,830.16	0.37	1.08
33	西部证券	3,049.42	0.48	24.23	153,642.18	570.59	1,664.23	0.37	1.08
34	宏源证券	2,962.72	0.46	58.48	330,471.51	554.37	1,616.92	0.17	0.49
38	西南证券	2,788.96	0.43	22.48	193,647.08	521.86	1,522.09	0.27	0.79
40	国海证券	2,444.03	0.38	52.27	13,237.47	457.32	1,333.84	3.45	10.08
45	方正证券	1,920.30	0.30	6.95	308,770.34	359.32	1,048.01	0.12	0.34
49	东吴证券	1,791.86	0.28	-22.58	180,747.81	335.29	977.92	0.19	0.54
51	山西证券	1,774.41	0.28	-10.82	149,580.19	332.02	968.39	0.22	0.65
108	太平洋	115.89	0.02	-22.14	67,495.27	21.68	63.25	0.03	0.09
上市券商合 计		247,951.65	38.66	-1.91	9,372,090.85	46,395.69	135,320.75	0.50	1.44

资料来源：wind 咨询，中信建投证券研究发展部

从险资借道券商提供的增量分仓收益贡献度来看，受益弹性最大的是其他营业总收入相对较小的国海证券，其次是在公司内部子业务中研究能力较优的国金证券。

图：上市券商分仓规模及佣金贡献度对比



资料来源：wind 咨询，中信建投证券研究发展部

盈利预测

表：上市券商盈利预测

公司名称	EPS		BVPS		ROE(%)		PE		PB	
	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E	11E	12E
宏源证券	0.43	0.83	4.84	5.89	8.84	14.12	27.91	14.35	2.47	2.03
东北证券	-0.27	0.41	4.79	5.80	-5.70	7.12	N/A	31.80	2.74	2.26
国元证券	0.32	0.43	7.51	7.96	4.30	5.36	28.21	21.30	1.21	1.14
广发证券	0.66	1.09	10.52	11.42	6.31	9.52	37.31	22.76	2.35	2.17
长江证券	0.19	0.37	4.88	5.32	3.97	7.04	40.44	20.88	1.60	1.47
山西证券	0.08	0.18	2.92	2.40	2.85	7.53	79.60	36.64	2.27	2.76
国海证券	-0.04	0.58	3.61	4.44	-1.09	13.17	N/A	18.84	3.05	2.48
中信证券	0.72	0.60	7.14	7.23	10.09	8.28	15.12	18.20	1.53	1.51
国金证券	0.23	0.47	3.24	3.89	7.17	12.02	44.52	22.13	3.19	2.66
西南证券	0.11	0.29	4.26	5.57	2.59	5.16	79.06	30.40	2.05	1.57
海通证券	0.38	0.52	5.42	6.11	7.02	8.50	22.23	16.31	1.56	1.39
招商证券	0.39	0.69	5.16	5.99	7.65	11.54	28.00	15.98	2.14	1.84
太平洋	0.10	0.11	1.41	1.49	7.41	7.28	66.97	64.39	4.96	4.69
兴业证券	0.19	0.45	3.71	4.41	5.13	10.23	56.02	23.63	2.87	2.42
华泰证券	0.31	0.46	6.14	6.36	5.03	7.22	27.05	18.17	1.36	1.31



光大证券	0.50	0.66	6.17	7.14	8.15	9.26	21.26	16.17	1.73	1.50
方正证券	0.00	0.12	2.45	2.63	-0.08	4.41	N/A	38.24	1.81	1.69
东吴证券	-0.02	0.25	3.69	3.72	-0.52	6.73	N/A	26.88	1.82	1.81

资料来源：中信建投研究发展部

投资评价和建议

险资改道券商，短期内对于券商实质性业绩提振有限，但在近一两年券商业绩悲观预期背景下，该正增量乃各券商必争之地。由于新规模模式的指导，在交易成本、保密性及研究服务的权衡中，我们判断大中型保险机构更看重交易数据的保密性和研究服务，小型保险更关注交易成本和附带的销售网络。结合新规的设置，并从这两个诉求来看，前者更指向“租用交易单元”，后者更倾向“参与特殊机构客户”。租用交易单元模式的门槛虽较低，上市券商基本均具备，但对研究能力需求直接利好研究及销售能力居前的大型券商。参与特殊机构客户模式的门槛较高，双 A 券商仅 18 家，加之期末 30 亿元以上净资本的要求，上市券商中仅存中信、光大、海通、华泰、招商及广发证券具备资格；此外，该种模式兼顾对渠道的诉求也直接将服务券商锁定在具备广泛网络的全国性大中型券商之上。这样看，殊途同归，险资改道入市在绝对收入上突出利好大中型券商，如海通、中信、华泰及招商证券，在弹性上则突出利好中小型券商，如国海证券。

风险分析

清理最后时限在 2014 年底，佣金推进速度有限，短期对券商实质业绩贡献有限。

分析师介绍

魏涛：2011年新财富最佳分析师非银行金融业第3名，中信建投非银行金融业首席分析师，金融地产组组长。北京大学管理学博士，CPA，12年经济工作经验，5年证券研究经验。致力于在大金融视野内研究各细分子行业，曾覆盖银行保险业，较早从事信托业和租赁业的相关研究，拓展和引领了资本市场对金融业、特别是新型金融业（信托业、租赁业等）的认识广度和深度。此外，对国内外投资银行和证券经纪业发展历程和未来趋势也有深入研究。

报告贡献人

曾羽 010-85156333 zengyu@csc.com.cn

研究服务

社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张迪 010-85130464 zhangdi@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

上海地区销售经理

李冠英 021-68825003 liguanying@csc.com.cn

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

深广地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

机构销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

何嘉 010-85156427 hejia@csc.com.cn

刘嫒 010-85130780 liulei@csc.com.cn

刘亮 010-85130323 liuliang@csc.com.cn



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

地址

北京 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010
朝内大街 188 号 4 楼
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部
中国 上海 200120
世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8621) 6880-5588
传真：(8621) 6880-5010