

证券业行业 2012 年日常报告

评级：增持 维持评级

行业点评

王琨
联系人
(8621)60753901
wangkun@gjzq.com.cn

陈建刚
分析师 SAC 执业编号：S1130511030021
(8621)61038264
chenjg@gjzq.com.cn

券商代销金融产品闸门打开，空间广阔助转型

事件

- 证监会 16 日正式发布实施《证券公司代销金融产品销售管理规定》（下称《规定》）。按照《规定》，符合要求的券商理财产品、证券投资基金、商业银行理财产品、信托公司信托计划、保险产品等均可由证券公司代销。证券公司代销金融产品，须取得代销金融产品业务资格。规定自发布之日起实施。

评论

- 对于券商代销金融产品范围的扩大，证监会今年初已着手《规定》起草的前期调研工作，并在 8 月底向社会公开征求意见。此次最终版的《规定》与 8 月底发布的草案基本一致，唯一的变化在于对代销产品报备的时间要求由“代销金融产品前”放松至“代销合同签署后 5 个工作日内”，给予券商产品销售更多的灵活性。
- 代销金融产品的放开将为券商带来可观的利润增长点，3-5 年内有望实现近百亿元的增量收入。
 - 代销金融产品范围放大后，证券公司可更好的通过产品代销锁定客户资产，反哺经纪和其他业务；亦可在不同市场状况下侧重不同产品销售，平滑收入波动。从国外市场的经验看此块业务的空间也是非常广阔的，美国证券市场从 80 年代初大力发展代销金融产品，到 2010 年此部分收入达 188 亿美元，占总营业收入的 7%。
 - 目前国内上市券商代理销售金融产品收入（主要为证券投资基金、其他证券公司资产管理计划）占经纪业务收入比重约为 1% 左右，占总营业收入比重则是 0.5% 不到。我们预计代销范围放开后，银行理财、信托、保险产品快速进入体系，此类收入占总营业收入的比重将迅速提高至 1% 水平，3-5 年内提升至 3% 的平台应可实现，即有望为券商带来近百亿元的增量收入。
- 代销金融产品放开更重要的意义在于其将配合经纪、资管等多项改革措施，成为券商向产品、服务中心转型的关键。
 - 后续轻型营业部放开以及券商账户支付功能的逐步建立，将进一步推动券商营业部改造为产品和服务中心；而可预期到的非现场开户的放开会导致客户的选择将更多倾向于产品丰富的券商，倒逼券商做强产品服务。
 - 因此未来更多的券商可能会选择利用现行网点或是以较快的速度铺设轻型营业网点，重点进行产品销售。网点布局、产品获取资源、销售能力成为决定代销业务竞争的关键，大型券商在后台资源具备先天优势，积极的区域性券商也可能会选择“直营+第三方代销”的模式补充网点的不足。

投资建议

- 行业策略：近期券商创新政策加速落地，并进入公司自主推进阶段；行业关键经营指标均已处历史底部区间，业绩持续向下风险不大，中长期不需悲观。4 季度以来板块已经历较大幅度调整，行业进入可配置区间。但短期仍有一个风险点需要提示，即非现场开户及网点开设的放开，年内推出的可能性较大，若该政策推出时环境较弱，市场可能会放大对“佣金率再次下滑”的担忧，但这是行业转型的必经、业绩综合影响不大，因此该政策落地后若板块出现调整反而是较好的介入机会，重申关注券商股再布局机会。
- 推荐组合：中信证券、海通证券、光大证券；弹性标的可关注方正证券、东吴证券。

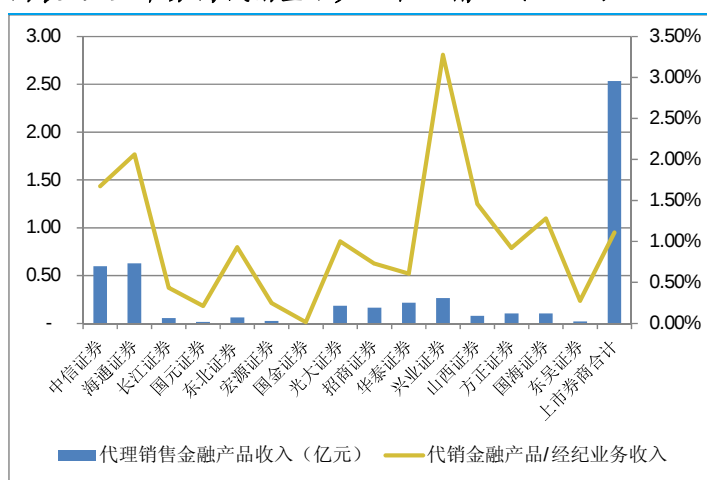
主要数据图表

图表1: 《证券公司代销金融产品管理规定》与草案区别

区别	《证券公司代销金融产品规定》	《证券公司代销金融产品规定》(草案)
具体内容	第十条 证券公司应当在 代销合同签署后5个工作日内 ,向证券公司住所地证监会派出机构报备金融产品说明书、宣传推介材料和拟向客户提供的其他文件、资料。	第十条 证券公司应当在 代销金融产品前 ,向证券公司住所地证监会派出机构报备金融产品说明书、宣传推介材料和拟向客户提供的其他文件、资料

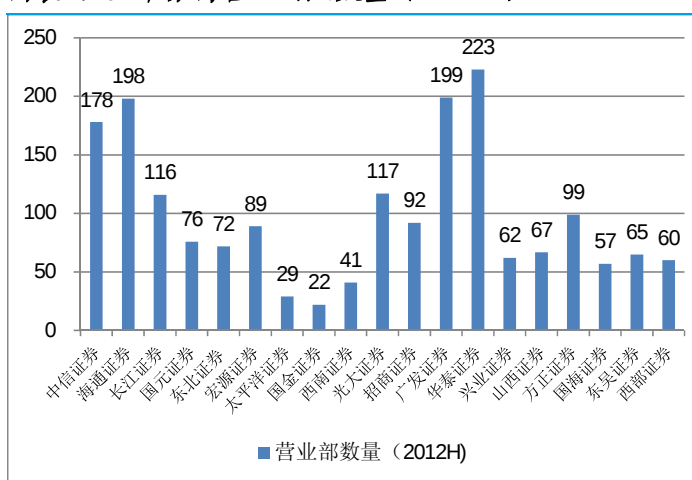
来源: 证监会, 国金证券研究所

图表2: 上市券商代销金融产品收入情况 (2011)



来源: 公司年报、国金证券研究所

图表3: 上市券商营业网点数量 (2012H)



图表4: 美国证券行业收入结构

	1976	1980	1988	1990	1992	1999	2001	2007	2010
佣金	46%	35%	17%	16%	18%	16%	16%	12%	18%
交易收益	18%	20%	22%	24%	26%	20%	12%	-1%	9%
投资收益	3%	3%	3%	-1%	1%	1%	1%	1%	0%
承销收入	12%	8%	10%	6%	12%	9%	6%	6%	10%
利息收入	8%	13%	6%	6%	4%	7%	5%	7%	2%
金融产品代销收入	0%	1%	3%	3%	4%	4%	6%	5%	7%
资产管理	0%	1%	4%	4%	5%	6%	7%	7%	13%
研究收入	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%
商品	3%	4%	3%	3%	2%	-5%	2%	0%	1%
其他与证券有关的收入	8%	11%	28%	32%	23%	36%	34%	50%	23%
其他收益	3%	4%	5%	5%	4%	5%	11%	14%	17%

来源: 国金证券研究所

图表5：重点上市券商估值水平及投资评级
国内券商估值水平

	代码	评级	股价	流通市值	总市值	EPS		PE		BVPS		PB		ROE	
						12E	13E	12E	13E	12E	13E	12E	13E	12E	13E
			16-Nov-12	(亿元)	(亿元)										
中信证券	600030.SH	买入	10.51	1031.52	1157.88	0.35	0.41	29.86	25.73	7.72	7.96	1.36	1.32	4.60%	5.17%
海通证券	600837.SH	买入	8.27	669.22	792.66	0.31	0.36	26.84	23.06	6.06	6.29	1.37	1.31	5.41%	6.03%
长江证券	000783.SZ	买入	8.11	192.30	192.31	0.30	0.38	27.49	21.63	5.13	5.46	1.58	1.48	5.49%	6.86%
国元证券	000728.SZ	增持	9.77	191.89	191.89	0.25	0.31	38.54	31.78	7.79	8.08	1.25	1.21	3.43%	3.80%
宏源证券	000562.SZ	增持	16.51	241.24	327.92	0.51	0.57	32.33	29.21	7.42	7.90	2.22	2.09	6.88%	7.16%
东北证券	000686.SZ	增持	15.37	98.26	150.41	0.19	0.24	81.75	64.44	7.49	7.71	2.05	1.99	2.31%	3.10%
光大证券	601788.SH	买入	10.94	373.93	373.93	0.34	0.42	32.38	25.96	6.50	6.79	1.68	1.61	5.44%	6.45%
招商证券	600999.SH	增持	8.61	214.76	401.32	0.33	0.40	26.19	21.33	5.47	5.78	1.57	1.49	6.01%	6.98%
广发证券	000776.SZ	买入	12.15	298.29	719.19	0.37	0.44	33.10	27.60	6.02	6.26	2.02	1.94	6.13%	7.06%
华泰证券	601688.SH	增持	8.25	171.98	462.00	0.29	0.36	28.08	23.02	6.08	6.32	1.36	1.30	4.95%	5.80%
西南证券	600369.SH	增持	8.08	132.66	187.66	0.14	0.23	59.16	34.67	4.37	4.58	1.85	1.77	3.12%	5.09%
兴业证券	601377.SH	增持	9.82	155.16	216.04	0.24	0.29	41.18	33.51	4.02	4.27	2.44	2.30	7.24%	8.16%
方正证券	601901.SH	买入	4.05	134.75	247.05	0.08	0.11	53.21	37.62	2.40	2.50	1.69	1.62	3.14%	4.27%
东吴证券	601555.SH	买入	7.35	36.75	147.00	0.15	0.19	49.54	38.11	3.81	3.96	1.93	1.86	3.94%	4.91%
西部证券	002673.SZ	中性	13.07	26.14	156.84	0.15	0.18	87.46	70.81	4.21	4.37	3.11	2.99	3.55%	4.23%
Average								43.14	29.86			1.83	1.66	4.93%	5.84%

来源：国金证券研究所

长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

公司投资评级的说明:

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 20% 以上；
增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5% - 20%；
中性：预期未来 6 - 12 个月内变动幅度在 -5% - 5%；
减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5% 以下。

行业投资评级的说明:

增持：预期未来 3 - 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5% 以上；
持有：预期未来 3 - 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5% - 5%；
减持：预期未来 3 - 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5% 以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B