



所属行业：证券行业

行业评级：推荐

评级调整：上调

## 政策落实，开辟行业发展新篇章

证券行业 4 月份月报

**报告导读：**证券市场和行业政策的落实，正改变着券商长期飘摇不定的命运，证券行业将与银行和保险业一样进入快速发展通道，在未来开放、综合经营的金融格局中壮大资本实力，组建证券类金融航母。

### 投资要点：

◇**信心重拾。**本月指数跌破 3000 点使投资者对市场和证券业的信心极度低迷，而印花税的下调和融资融券的预期好比一针强心剂，提醒我们保持清醒的头脑：期盼多年的创业板、融资融券、股指期货等政策在今年必将全部推出，证券行业的基础环境将发生巨大的变化。

◇**交易量下滑趋势有望暂时扭转。**4 月份股票基金交易量预计基本接近 3 月份 2.7 万亿元的水平，交易量下滑的趋势有望在未来两个月暂时扭转，维持全年交易量下降 25% 的保守估计；新增投资者开户数预计低于 3 月份 185 万户的水平，投资者信心有待增强。

◇**券商业绩分化，但全年业绩并不会难看。**一季度中小型券商的市场份额普遍下降，而多数交易排名前 10 位券商的市场份额却实现增长，经纪业务集中度进一步提高；4 月份 IPO 市场好转，首发家数达到 12 家，国元证券和东北证券分别获得 2 个和 1 个小项目；一季报显示券商自营业务并没有产生更多亏损，并且还有不少的浮动盈利。

◇**政策密集出台。**4 月份陆续出台了证券公司风险控制指标新规则、分公司制度、网点新政、风险券商处置条例、以及期盼已久的证券公司监管条例，融资融券业务法律障碍得以解决，证券公司组织和产品创新呼之欲出，优质公司将获得先发优势和垄断利润。

◇**印花税调整和融资融券对券商业绩短期影响较小。**我们观测了前两次印花税调整后市场成交量的变化，认为印花税调整对短期交易量有所影响，但与全年交易量并没有直接关系；融资融券业务收入是境外零售类券商稳定的收入来源，我们预计短期内融资融券可用资金在 100 亿元以内，以 4 倍换手率计算，对试点券商的业绩提升幅度不超过 5%，但长期看有望达到营业收入 10% 的比重。

◇**上调行业评级至推荐；维持对中信证券（600030）的推荐评级和海通证券（600837）的谨慎推荐评级。**

### 相关研究：

《强化风险监控，促进行业持续发展：证券公司风险管理指标等政策点评》2008/4/9

《证券行业二季度投资策略报告：稳健为本、资本致胜，优质券商的价值重估》2008/4/15

《立足规范，着眼发展：证券公司监管和风险处置条例点评》2008/4/25

齐鲁证券有限公司  
研究所  
行业公司部

分析师  
刘俊

Tel: (8621) 5830-3675  
Fax: (8621) 5831-8543  
Email: liuj921@126.com

重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。



## 1. 经营环境和业务观测

### 1.1 交易量下滑趋势有望止步

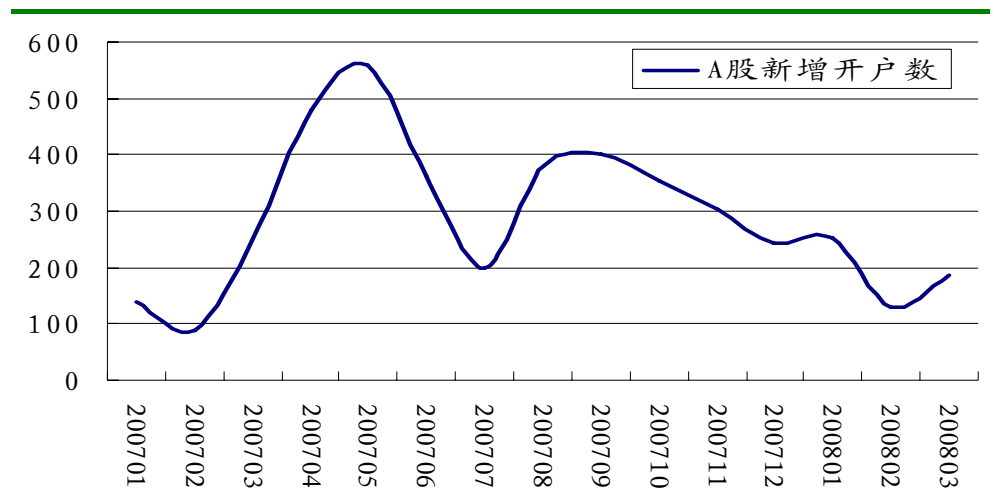
今年前3个月股票成交金额分别是4.3万亿、2.3万亿和2.7万亿元，呈下滑趋势；截止本月29日，两市股票基金成交金额为2.6万亿元，预计4月份成交金额基本接近3月份的水平，随着市场的活跃度增加，交易量下滑趋势有望在未来两个月暂时扭转。

即使未来三个季度平均交易量略低于1季度的水平，全年交易量保守预计仍能维持在33万亿元以上，即较2007年下降25%以内，证券公司的经纪业务依然可以获得不错的收益。

### 1.2 投资者信心有待恢复

4月份指数长期低迷，一度跌穿3000点，导致投资者开户数锐减。截止4月18日，沪深两市共有A股账户11,392.48万户，较月初增加了60万户，预计本月新增开户数少于3月份的185.46万户，投资者信心仍有待恢复。

图表 1 2007年以来新增开户数月度变化 单位：万户



资料来源：万得资讯 齐鲁证券研究所

### 1.3 券商市场份额变化趋势

市场波动和行情的低迷使中、小型证券公司的市场份额普遍下滑，但一季度交易前10位的证券公司市场份额则呈现大面积增长，其中国泰君安、华泰证券、中投证券增长幅度较大，分别增加了0.63、0.62和0.51个百分点。

一季度股票、基金、权证交易排名前10位的证券公司市场份额达到44.29%，高于2007年末的42.31%，前20位券商的市场份额达到63.85%，高于2007年末的60.87%。

上市证券公司中除海通证券（600837）、中信证券（600030）和国金证券（600109）市场份额上升幅度较明显外，其余证券公司市场份额均难以在现有的市场份额上取得突破，其中长江证券（000783）的市场份额从2007年中期的1.39%持续下滑到目前1.30%的水平。

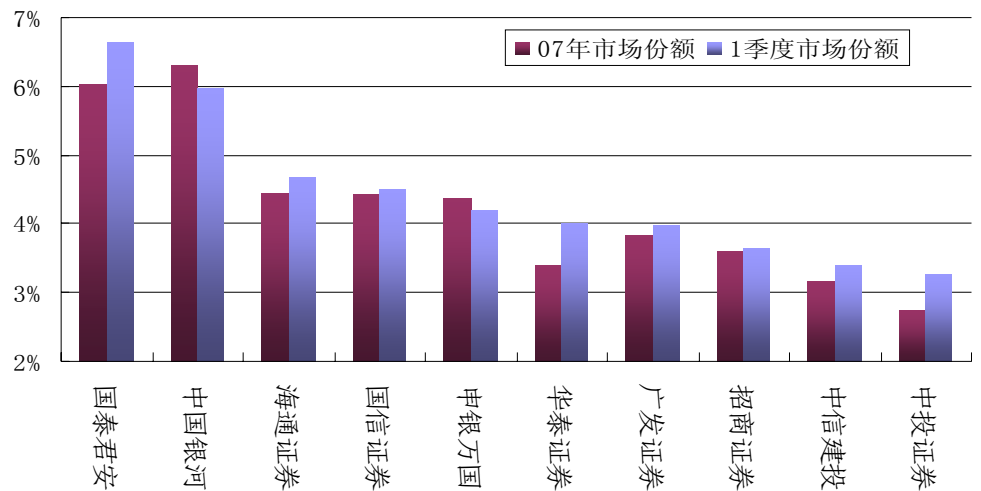
中信系券商市场份额达到8.16%，较2007年末的7.7%上升了0.46个百分点。

经纪业务集中度继续提高，前30位券商占据7成市场份额。



交易前 10 券商一季度  
市场份额普遍增长。

图表 2 交易排名前 10 位券商一季度市场份额变化情况



资料来源：万得资讯 齐鲁证券研究所

表格 1 上市券商一季度市场份额的变化情况

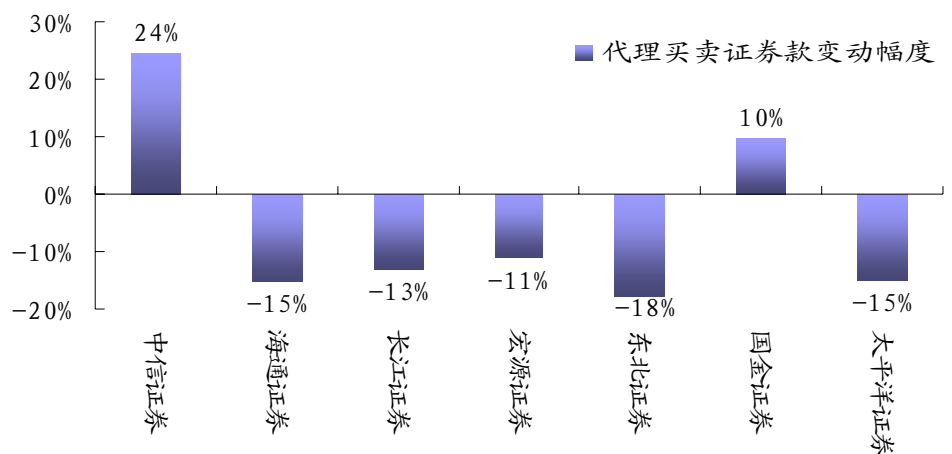
市场排名	证券公司	2008 年 1 季度	2007 年末	市场份额变动
3	海通证券	4.69%	4.45%	0.24%
12	中信证券	2.73%	2.48%	0.25%
20	长江证券	1.30%	1.34%	-0.04%
27	国元证券	0.88%	0.87%	0.01%
29	宏源证券	0.86%	1.09%	-0.23%
34	东北证券	0.72%	0.76%	-0.04%
36	国金证券	0.71%	0.49%	0.22%
76	太平洋证券	0.24%	-	-

资料来源：万得资讯 齐鲁证券研究所

与市场份额变化相应的是代理买卖证券款的变化，我们发现一季度末多数券商的代理买卖证券款少于 2007 年末，表明投资者交易意愿下降，甚至部分客户资券值从券商流失，但中信证券（600030）和国金证券（600109）实现了客户资券值的逆势增长。

除中信证券和国金证券，  
多数上市券商一季度经纪  
业务客户的资券值下降。

图表 3 上市券商代理买卖证券款一季度增减情况



资料来源：万得资讯 齐鲁证券研究所（不含国元证券）





#### 1.4 一级市场保持活跃

2008年1季度一级市场比较清淡。新股发行筹资额549.84亿元，同比下降了13.58%，环比更是下降了63.10%，但4月份IPO家数达到了12家，募集资金216亿元，接近2月份的水平；受市场心理因素影响，增发家数有所下降，募集资金仅79亿元。

**表格 2 今年前4个月一级市场融资情况 单位：亿元**

	首发家数	首发募集资金	首发发行费用	增发家数	增发募集资金	增发费用	配股家数
4月	12	216	4	8	79	1	0
3月	1	4	0	10	212	1	3
2月	5	234	6	12	232	3	0
1月	16	312	7	33	505	6	2

资料来源：万得资讯 齐鲁证券研究所

在4月份IPO竞争中，国元证券（000728）收获2单，承销金额5.09亿元；东北证券（000686）收获1单，承销金额1.78亿元；两家券商承销规模都很小，预计有望分别获得承销收入最多0.5亿元和0.17亿元。

**表格 3 4月份IPO项目承销情况 单位：亿元**

名称	募集资金	发行费用	主承销商
科大讯飞	3.39	-	国元证券
江南化工	1.70	-	国元证券
三力士	1.78	0.17	东北证券
合兴包装	2.54	-	平安证券
鱼跃医疗	2.46	0.19	平安证券
奥维通信	2.28	-	金元证券
启明信息	3.02	-	华龙证券
奥特迅	3.95	-	联合证券
鸿博股份	2.78	-	广发证券
濮耐股份	2.87	0.17	招商证券
紫金矿业	99.82	1.75	安信证券
金钼股份	89.15	1.90	中银国际、中金公司

资料来源：万得资讯 齐鲁证券研究所

#### 1.5 自营业务浮动亏损显现

在4月份批露的一季报中，上市券商自营业务规模多数有所下降，也反映出一定程度的浮动亏损，但自营业务总体仍然盈利。

**表格 4 上市券商一季度自营业务经营情况 单位：亿元**

证券公司	交易性金融资产	可供出售金融资产	投资收益	公允价值变动损益	自营规模/净资产
中信证券	43.22	133.1	20.81	-9.14	32.20%
海通证券	18.61	17.11	5.8	-5.85	9.57%
长江证券	34.16	10.42	4.63	-2.33	76.99%
宏源证券	5.85	9.43	4.59	-2.93	25.77%





东北证券	5.17	1	0.62	-0.43	27.31%
国金证券	0.71	13.82	4.73	-0.72	54.08%
太平洋证券	8.91	0	0.15	-3.36	50.20%

资料来源：万得资讯 齐鲁证券研究所（不含国元证券）

虽然4月份的下跌可能使证券公司自营业务浮动亏损扩大，但在可供出售金融资产中隐藏着潜在收益，由于多数券商持有股改限售股、定向增发等股票，一旦变现后将获得较可观的收益，从而使全年业绩得以一定的保障。

其中，海通证券持有深发展（000001）、世茂股份（600823）等股改限售股和杨农化工（600486）等定向增发股票，潜在的投资收益近10亿元；国金证券持有招商银行（600036）等股改股份和岳阳纸业（600963）等增发股份，潜在收益达到14亿元；长江证券持有大量的定向增发股票，潜在收益接近3亿元；东北证券长期持有低成本的冠农股份（600251），潜在差价收入达到1.5亿元。

## 2. 政策解读

4月份是监管政策出台的密集期，不仅有风险控制指标管理办法、风险券商处置条例等规范性政策，更有网点新设、分公司制度、融资融券等扶持性政策落实，其中《证券公司监督管理条例》的出台，标志着分类监管制度的法律体系基本成形。

### 2.1 《证券公司风险控制指标管理办法》征求意见稿

政策主要看点是提出风险资本准备概念，对证券包销、资产管理、融资融券、营业部、子公司和分公司投资等均要求计算风险资本准备，使证券公司的业务扩张由与净资本相关联、进一步细化为与风险资本准备相关联，虽然风险资本准备对证券公司收入和资产不产生会计影响，但丰富了监控证券公司风险的手段，也意味着具有较强、较稳健的资本规模的高评级公司能获得更多的发展机会，证券公司风险管理和规模致胜的时代已经到来。

净资本和风险资本准备的调整将对证券公司的构成资本压力，其中对融资融券业务的风险资本准备标准为10%，对集合理财业务的风险资本准备标准为5%。

### 2.2 营业网点新政

政策主要看点：

(1) C类(含)以上、交易量超越地区平均水平的证券公司可申请在辖区内新设营业部，每次申请不超过2家；

(2) B类(含)以上、上一年度经纪业务净收入位于行业前20名的券商可以在全国新设营业部，每次申请不超过5家；

(3) 服务部在两年内全部可以升级为营业部，拥有较多服务部的区域类证券公司将在两年内实现营业网点数量的迅速增长，并且由于2010年后营业部不能异地搬迁，在区域市场保护的力量下，区域类证券公司仍将获得一定的垄断优势，但是否能够有效提升市场份额还应考虑经纪业务的实力。

强大的竞争优势复制能力使优质券商受益网点新政更多。



表格 5 上市券商营业部和服务部数量比较

证券公司	营业部	服务部	证券公司	营业部	服务部
中信证券	165 家	61 家	国元证券	48 家	20 家
海通证券	124 家	57 家	东北证券	46 家	19 家
长江证券	56 家	11 家	国金证券	15 家	0 家
宏源证券	50 家	17 家	太平洋证券	11 家	9 家

资料来源：各证券公司网站和年报 齐鲁证券研究所

### 2.3 分公司新政

证券公司分公司制度的实施将打破证券公司现有的事业部管理制度，**建立金融业普遍的总、分公司组织架构。**

政策主要看点：

(1) 分公司具有管理区域内经纪、自营、资产管理、承销保荐等业务，但不得直接从事经纪业务。

(2) 总部授权某分公司从事自营和资产管理业务后，总部或者其他分公司失去从事该项业务的资格，预计部分区域证券公司将授权在发达城市的分公司从事自营和资产管理业务，有利于业务发展。

(3) 申请设立分公司的标准比较低，预计大多数证券公司将成立具有区域综合经营职能的分公司或者业务中心，这有利于整合区域业务资源，提高区域市场的开拓能力。

### 2.4 《证券公司监督管理条例》

《证券公司监督管理条例》是对证券公司综合治理成果的法律总结，也是分类监管制度实施以来一直没有公布的纲领性法律条例，使证券公司分类监管制度的法律体系基本成形。条例对证券公司的设立与出资、治理、高管资格、业务合规、客户资产保护等有着详细的规定，确保从资本、人、制度、经营等方面，通过监管报表和现场检查等手段对证券公司进行全面的监管和监控，以往混乱、粗放的行业治理历史一去不复返。

条例对融资融券的担保、担保处置等进行了专门规定，解决了我国现行证券托管体制下客户担保资产的处置难题，也表明融资融券业务将成为证券公司一项常规业务，与传统的经纪、资产管理、投资银行、自营业务并驾齐驱，这不仅为证券公司增添了稳定的收入来源，也体现了监管层在年初的监管会议中提出的优化证券公司业务和品种的政策落实，对于证券公司经营模式转型有着深远意义。

条例规定两家以上的证券公司受同一控制的，原则上不得经营相同的证券业务，中信证券、广发证券、建银投资等不得不对旗下公司股权进行整合或处置。

条例还允许证券公司开展经营方式、业务和产品、组织结构、激励机制等创新，并可以发行、交易、销售证券类金融产品，这实际透露了监管机构将允许证券公司**继续探讨股权激励模式，并鼓励开发和销售自主或代理的金融产品**，改变以发行和交易为主的传统经营模式，为证券公司的发展预留了创新空间。

### 2.5 《证券公司风险处置条例》

政策主要看点体现在两方面：

一是多样化的证券公司风险处置方式。按照条例要求，监管机构可以对证券

融资融券将成为券商五大常规业务之一；条例预留了股权激励、金融销售等创新空间。





公司全部或部分业务进行停业整顿，逾期不达标后对其进行托管、接管或行政重组，甚至是直接撤销后进行破产清算和重整，这既丰富了日常性的监管手段，也设置了多样化的风险处置方式以适应不同的风险情形，并允许特殊情况下监管机构或地方政府进行直接干预，防范金融风险蔓延，尽可能的保护投资者、国家和股东的利益。

二是允许地方政府保住所属券商牌照。条例规定如果证券公司出现重大风险时省级政府能够提供相关支持，则可以直接进行行政重组，这意味着如果地方政府对所属券商具有足够的控制力也具备相应的财力，则能够保住本地券商牌照。纵观条例，我们认为证券公司行政性重组仍是未来证券行业重组的主流方式，并且由于各方利益的博弈，证券公司的数量并不会大幅度减少，但业绩和盈利能力的分化已成趋势。

### 3. 新政策对券商业绩影响测评

#### 3.1 下调印花税

由于影响市场环境的因素不同，历年来印花税的调整对市场交易量和指数趋势的影响并没有明显的可比性，但从短期看，对交易量有一定的影响。例如在 2007 年 5 月 30 日上调印花税之前一个月，上证指数的日均成交额为 2092 亿元，之后一个月的日均成交额为 1758 亿元，减少了 16%；在 2005 年 1 月 23 日下调印花税时，之前一个月的日均成交额为 50.27 亿元，之后一个月为 77.84 亿元，增长了 55%，但这对全年的交易量并没有提升作用。

#### 3.2 融资融券

融资融券有望在未来 2 个月内推出，但我们认为对证券公司的短期收益影响并不大，对长期影响则非常深远。

(1) 融资规模和标的有所限定。目前可能只允许对沪深 300 的股票进行融资，融资规模受券商净资本限制，也不是所有客户都有融资需求和融资资格，且还取决于资本的使用效率即周转倍数，因此我们认为短期内可用融资资金在 100 亿元以内，以 4 倍年周转倍数和 6% 的平均利差计算，所获得年收益为 24 亿元，由于业务推出时间仅半年，因此我们认为对中信证券（600030）的净利润提升在 5% 以内。

表格 6 假定条件下融资融券收入预测敏感性分析

24 (亿元)		年周转倍数			
		6	5	4	3
利差	7.0%	42	35	28	21
	6.5%	39	<b>32.5</b>	26	19.5
	6.0%	36	30	24	18
	5.5%	33	27.5	22	<b>16.5</b>
	5.0%	30	25	20	15

(2) 长期意义深远。国外经验表明该项业务占总收入比重将达到 10%，而且非常稳定，随着股指期货等新交易品种推出，以及融资融券标的范围的扩大，融资融券对于刺激市场交易、扩大交易量有较明显作用，类似于权证的推出增加了

融资融券短期内对试点券商业绩提升幅度在 5% 以内，但长期看占营业收入的比重能达到 10%。



交易量的效果，因此对证券公司的经纪业务也会有相应的提升。

#### 4. 投资建议

##### 4.1 在业绩分化中选择优质券商

资本市场制度环境的好转和金融业改革的使命驱使，推动证券业进入稳定、快速的发展通道，但在“扶优汰劣”的行业政策下，优质券商将获得更多的业务机会和垄断利润。这好比权证创设业务使证券公司收入差距迅速拉开一样，新业务的推出、市场的波动使证券公司的业绩分化必然出现，我们坚持中信证券（600030）和海通证券（600837）等优质公司的价值判断，并认为随着政策气候和经营模式的变化，优质券商势必迎来价值重估的过程。

##### 4.2 短期机遇与长期价值

由于部分上市券商流通盘较小，受政策和市场影响股价上涨动力很足、涨幅可观，具备了短期投机价值，投资者可以在市场预期反弹时候择机参与，但应充分注意到下半年借壳上市的券商小非解禁的强大压力。

我们也在关注长江证券（000783）和国元证券（000728）成功定向增发后对公司战略和业务发展所作的调整，以及对年度业绩的影响。





## 投资评级说明

类别	级别	定义
公司	推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10%—20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度为-10%—10%之间
	回避	预计未来 6 个月内，股价跌幅为 10%以上
行业	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数将跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

## 重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，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，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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投资银行、财务顾问和金融产品等相关服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

## 齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

