

金融

國內證券業

日期：2008/04/01

吳 維

☎ (02)2528-8988

✉ emilywu@mail.wls.com.tw

證券業獲利受股市波動影響大

觀察過去幾年證券業的獲利，可發現波動程度相當大，與股市息息相關，原因為其主要獲利來源：經紀手續費、融資利息收入、承銷手續費收入與自營操作獲利都與股市成交量及走勢連動，也因此證券業獲利狀況較難預測。

國內券商大者恆大，外資券商來勢洶洶

以經紀業務來看，國內前幾大券商市佔率雖隨時間變動，但除非採取併購行動，否則市佔率不會大幅改變，有大者恆大趨勢。不過值得注意的是，近年來外資券商來勢洶洶，市佔率上升速度頗快，以 08 年 2 月數據來看，已超過 20%，由此可知國內券商壓力漸增。融資融券業務則以元大金獨占鰲頭，市佔率超過 20%，此部分市場版圖變化較不明顯，也不像經紀手續費殺價競爭情況較為嚴重，是比較穩定的收入來源。

證券股漲勢稍落後於大盤

若以歷史大盤漲幅較大的波段來看，證券股漲幅稍落後於大盤，因此若對股市前景較為看好，建議可佈局證券股。而以股價漲幅比較大的五次波段來看，1996 年、1999 年及 2006 年指數區間較高，日平均成交量也較大，因此證券股 PB 也有較好的表現空間。因此若股市前景較為樂觀，期許能突破萬點，配合成交量的放大，證券股將有較佳的行情可以期待。

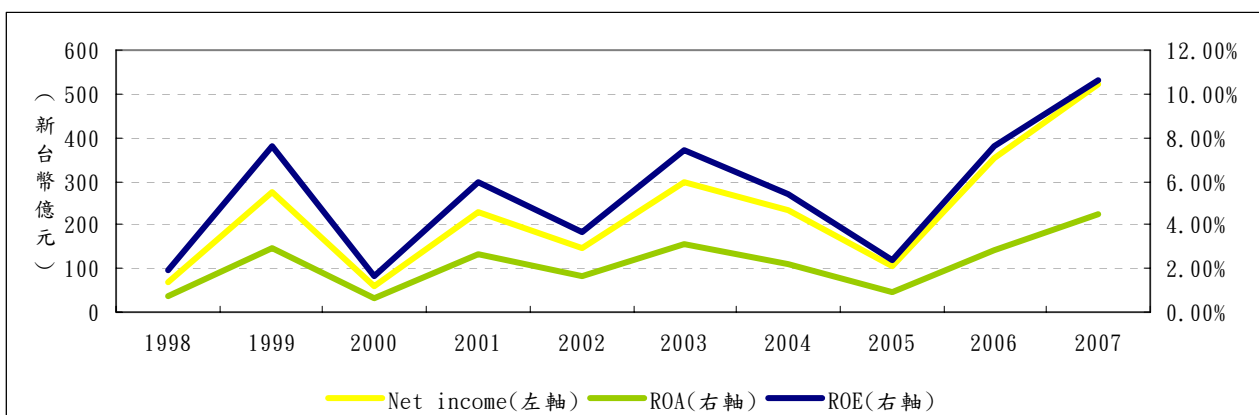
未來展望：併購、財富管理業務及登陸

由於較大券商已有半數併入金控旗下，獨立券商身價高，挾併購議題之券商股價有想像空間。另外財富管理及登陸均是目前證券業期待法規能更為開放之重點，若能順利開放，對於整體證券業未來發展將有助益。

報告內容
■ 獲利波動大

觀察過去幾年證券業的獲利，可發現波動程度相當大，與股市息息相關，原因即是其主要獲利來源：經紀手續費、融資利息收入、承銷手續費收入與自營操作獲利都與股市成交量及走勢連動，也因此證券業獲利狀況較不穩定，難以預測。觀察 2006 年及 2007 年，證券業獲利有較明顯的提升，ROE 分別為 7.57% 及 10.65%，而 1998~2007 年的平均值只有 5.42%，獲利增加主因為股市有一段較大漲幅(2006/7/17~2007/7/24 上漲 55.71%)加上整體交易量的提升(2006 年 YOY+26.5%，2007 年 YOY+38.8%)。

圖一：證券業獲利及 ROE、ROA



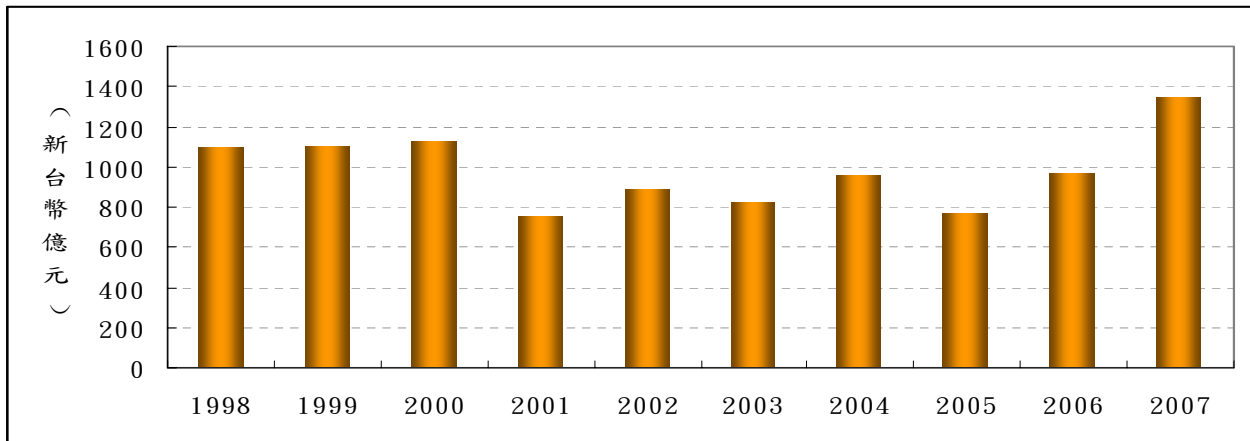
資料來源：金管會，國票證券整理

圖二：1998~2007 年大盤指數



資料來源：TEJ，國票證券整理

圖三：日平均成交量



註：未包含 OTC 資料

資料來源：台灣證交所，國票證券整理

■ 基本獲利來源：經紀手續費及融資融券利息收入

以 2004 年至 2008 年 2 月資料來看，國內前幾大券商經紀業務市佔率雖隨時間變動，但除非採取併購行動，否則市佔率不會大幅改變，有大者恆大趨勢，元京證、富邦證、永豐金證、台証證、日盛證、群益證、中信證、統一證及元富證市佔率均維持在 3% 以上。2007 年元大京華證券與復華證券合併後，經紀手續費市佔率更是超過 10%，穩居證券業龍頭。不過值得注意的是，近年來外資券商來勢洶洶，市佔率上升速度頗快，以 08 年 2 月數據來看，已超過 20%，由此可知國內券商壓力漸增，前十大證券商無法進一步擴張市佔，小券商更難以生存，加上電子下單業務發展壓縮手續費利潤，單靠經紀手續費已無法大幅提高獲利。

表一：經紀手續費市佔率

	200802		2007		2006		2005		2004
元大	10.74%	元京	9.04%	元京	7.92%	元京	8.12%	元京	8.07%
富邦	5.23%	富邦	5.76%	富邦	6.07%	富邦	6.09%	富邦	6.06%
永豐金	4.14%	寶來	4.54%	台証	4.35%	台証	5.13%	台証	5.07%
寶來	4.12%	永豐金	4.39%	群益	4.29%	永豐金	4.24%	永豐金	4.72%
台証	4.10%	台証	4.35%	永豐金	4.23%	群益	4.13%	中信	4.28%
日盛	3.80%	日盛	4.19%	日盛	4.22%	寶來	4.01%	寶來	4.27%
群益	3.80%	群益	4.06%	寶來	4.07%	日盛	3.97%	日盛	4.22%
中信	3.68%	中信	3.93%	中信	4.04%	復華	3.83%	復華	4.06%
統一	3.30%	元富	3.53%	元富	3.66%	中信	3.80%	群益	4.05%
元富	3.26%	統一	3.35%	復華	3.64%	元富	3.52%	統一	3.65%
		復華	2.50%	統一	3.45%	統一	3.41%	元富	3.49%
總計	46.15%		49.64%		49.93%		50.24%		51.94%
外資券商	24.42%		18.82%		17.93%		16.07%		12.81%
其他	29.43%		31.54%		32.14%		33.69%		35.25%

註 1：復華證券與元京證券於 2007 年 9 月合併為元大證券

註 2：未包含 OTC 資料

資料來源：台灣證券交易所，國票證券整理

若以券商另一項主要獲利來源融資融券業務來看，國內前幾大券商市佔率高達七成，且元大證券佔了20%以上，市佔率更為集中，波動較小，看起來也更為穩定。由於融資融券業務不像經紀手續費可以以殺價競爭的方式擴展市佔率，而是會跟隨整個利率環境變動賺取固定利差，因此看起來市佔版圖變動不大，此部分利息收入也應會較為穩定。

表二：融資融券手續費市佔率

	200802		Dec-07		Dec-06		Dec-05		Dec-04
元大	20.07%	元大	20.03%	元京	9.99%	元京	10.28%	復華	11.62%
富邦	6.44%	富邦	6.40%	復華	9.97%	復華	10.62%	元京	9.88%
群益	5.26%	日盛	5.40%	富邦	6.45%	富邦	6.47%	富邦	6.44%
台証	5.32%	群益	5.26%	台証	5.62%	台証	5.75%	台証	5.21%
永豐金	5.04%	台証	5.30%	群益	5.51%	群益	5.30%	永豐金	4.83%
日盛	5.09%	寶來	5.10%	日盛	5.44%	日盛	5.02%	群益	4.94%
寶來	4.97%	永豐金	4.91%	元富	4.92%	元富	5.01%	寶來	4.85%
元富	4.81%	統一	4.64%	統一	4.54%	統一	4.81%	日盛	4.66%
兆豐	4.77%	兆豐	4.71%	永豐金	4.83%	永豐金	4.59%	中信	4.63%
統一	4.63%	元富	4.71%	中信	4.41%	中信	4.66%	統一	4.59%
中信	4.21%	中信	4.38%	寶來	4.88%	寶來	4.53%	元富	4.22%
				兆豐	4.13%	兆豐	3.96%	兆豐	3.69%
總計	70.61%		70.84%		70.69%		71.00%		69.56%
其他	29.39%		29.16%		29.31%		29.00%		30.44%

註1：復華證券與元京證券於2007年9月合併為元大證券

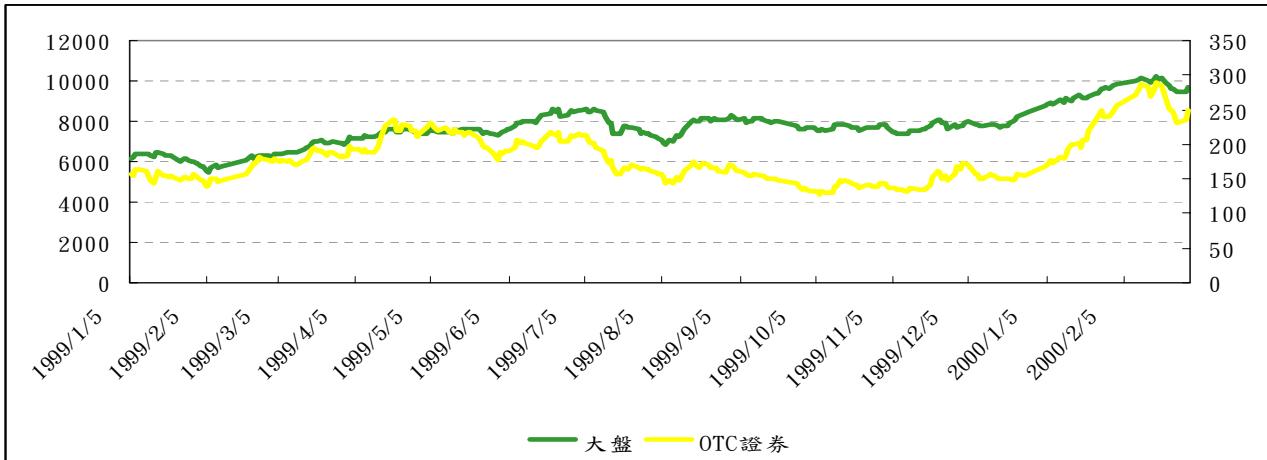
註2：未包含OTC資料

資料來源：台灣證券交易所，國票證券整理

■ 投資方向

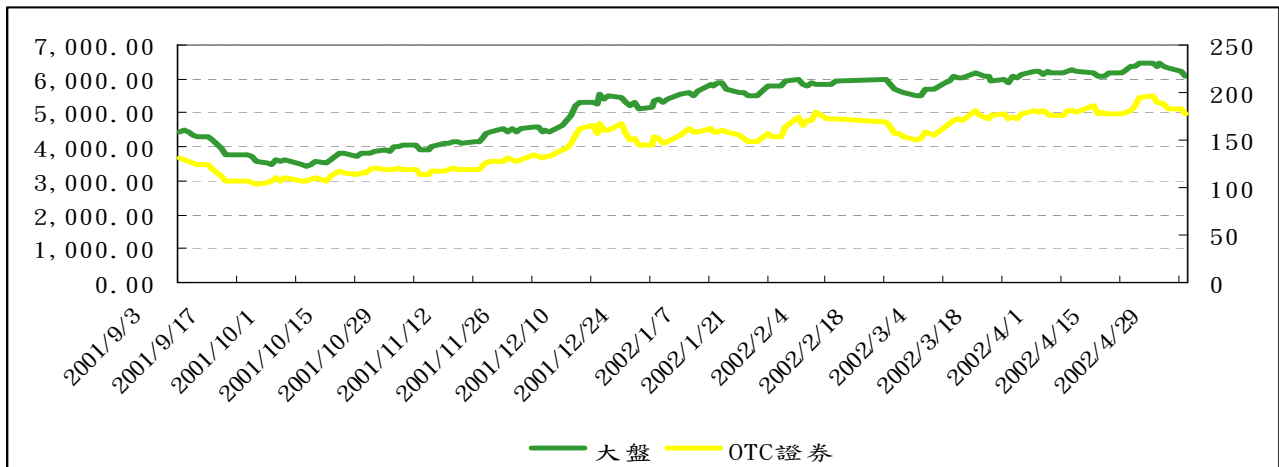
以歷史股價來看，大盤指數在好幾年有較大波段的漲幅，包括1996/3~1997/8(5000點至10000點)、1999/2~2000/2(5500點至10000點)、2001/10~2002/4(3500點至6500點)、2003/6~2004/3(4200點至7000點)及近期的2006/7~2007/7(6500點至9800點)。而證券股表現也與大盤呈現高度相關，如果觀察OTC證券指數與大盤指數，可發現當大盤指數有較明顯的向上趨勢時，證券股漲勢稍落後數天到一個星期左右，因此若對於未來股市看法較為樂觀時，買進證券股將是不錯的投資策略。若以高點來看，證券股則大約與大盤同步見高點，接著趨勢再同步向下。

圖四：1999~2000 年大盤指數與 OTC 證券指數



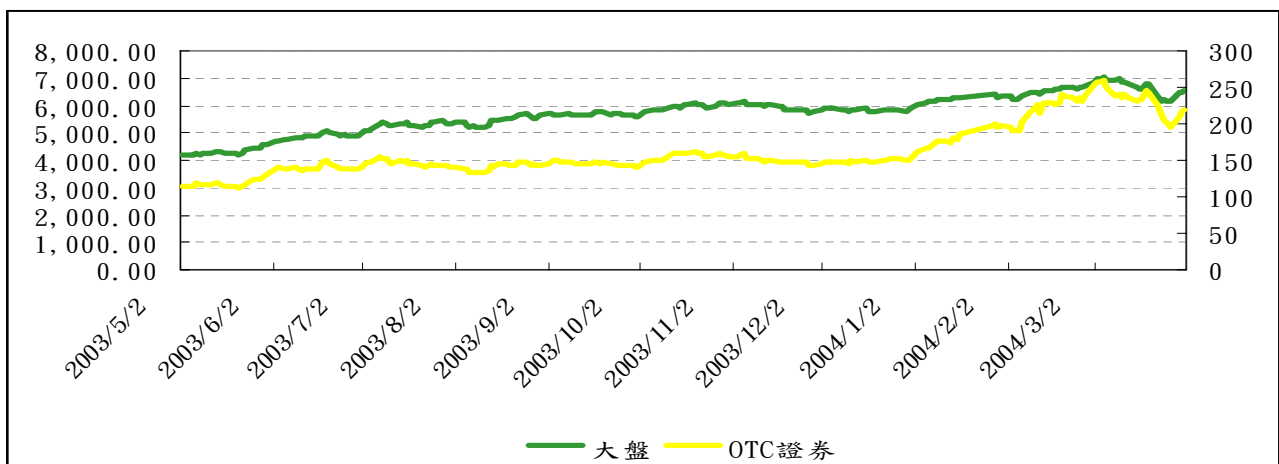
資料來源：TEJ，國票證券整理

圖五：2001~2002 年大盤指數與 OTC 證券指數



資料來源：TEJ，國票證券整理

圖六：2003~2004 年大盤指數與 OTC 證券指數



資料來源：TEJ，國票證券整理

以上述股價漲幅比較大的五次波段來看，1996年、1999年及2006年指數區間較高，日平均成交量也較大，因此證券股PB也有較好的表現空間。因此若股市前景較為樂觀，期許能突破萬點，配合成交量的放大，證券股即有較突出的行情可以期待。

表三：近年大盤指數波段漲幅較大之整理

時間	1996/3~ 1997/8	1999/2~ 2000/2	2001/10~ 2002/4	2003/6~ 2004/3	2006/7~ 2007/7
指數區間	5000~10000	5500~10000	3500~6500	4200~7000	6500~9800
當年每日平均成交量	1996：448 億 1997：1302 億	1999：1093 億 2000：1101 億	2001：752 億 2002：882 億	2003：817 億 2004：955 億	2006：964 億 2007：1338 億
證券股平均 PB	3.5~4 (僅 1997 年)	0.8~1.4	0.5~0.9	0.6~1.2	0.6~1.3
證券股最高 PB	5~8.2 (僅 1997 年)	1.3~3	0.5~1.5	0.7~1.9	0.8~2.2
證券股最低 PB	1.2~2.6 (僅 1997 年)	0.4~1.2	0.2~0.7	0.3~0.9	0.5~1

註：未包含 OTC 資料

資料來源：CMoney、TEJ、台灣證券交易所，國票證券整理

由於前幾大券商已有部分併入金控體系，因此個股評價部分我們以獨立券商及併入金控前元京證的資料加以觀察。1998年以前證券股評價相當的高，對於目前的股價來看似乎不太可能在短期內回復至當時水準，以2004年以後平均來說，證券股平均PB大約介於0.8~1.35左右，PB高點可突破2倍，PB低點則可能至0.5倍。整體來說，元京證不論是平均PB、最高可享有之PB及最低的PB都明顯優於同業，反映出市場上對於證券業龍頭願意給予較高的評價；大慶證及大眾證均是規模不大的券商，但近年來PB高點優於同業，不過同時PB低點也較同業為低，可以看出其波動相當大，股市好的時候漲勢可能相當強勢，但股市狀況不是很好的時候跌勢也將較同業為重；至於有一定市佔率的寶來證、統一證、元富證、群益證及中信證PB則維持在一定水準。

表四：證券股每年平均PB

代號	名稱	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007(F)
2854	寶來證	3.37	1.47	1.21	1.36	0.68	0.93	1.03	1.16	1.04	1.05	1.13
2855	統一證	--	--	1.23	1.15	0.63	0.95	0.92	1.1	1.08	0.98	1.20
2856	元富證	4.13	1.73	1.4	1	0.69	0.9	0.8	0.96	0.93	0.95	1.10
6005	群益證	3.49	1.85	1.4	1.05	0.85	0.83	0.74	0.85	0.9	0.86	1.09
6008	中信證	3.78	1.89	1.05	1.15	0.81	0.87	0.77	1.08	1.07	0.87	0.98
6012	金鼎證	3.94	1.63	0.89	0.84	0.58	0.8	0.64	0.82	1.07	1.09	1.13
6015	宏遠證	3.45	1.41	0.71	0.6	0.36	0.45	0.4	0.88	0.73	0.64	1.00
6016	康和證	3.66	2.16	1.21	1.01	0.58	0.74	0.62	0.91	0.74	0.67	0.96
6020	大展證	--	--	--	--	--	--	0.98	1.35	1.12	1.03	1.32
6021	大慶證	--	--	--	--	--	--	0.69	0.93	0.74	0.65	1.15
6022	大眾證	--	--	--	--	--	--	--	--	0.75	0.68	1.20
6004	元京證	4.08	2.27	1.76	1.70	1.06	1.10	0.86	1.23	1.19	1.13	--

資料來源：CMoney，國票證券預估整理

表五：證券股每年最高 PB

代號	名稱	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007(F)
2854	寶來證	5.62	2.1	1.66	2.96	1.08	1.17	1.26	1.41	1.22	1.33	1.45
2855	統一證	--	--	1.77	1.98	0.84	1.31	1.09	1.48	1.3	1.21	1.62
2856	元富證	5.61	2.74	1.88	2.08	1.14	1.13	0.94	1.39	1.01	1.04	1.44
6005	群益證	5.15	3.34	2.1	1.79	1.15	1.05	0.89	1.2	1.09	1.04	1.47
6008	中信證	5.31	3.11	1.44	1.86	1.16	1.16	1.09	1.57	1.37	1.11	1.38
6012	金鼎證	6.09	2.8	1.36	1.37	0.93	1.12	0.88	1.35	1.51	1.34	1.80
6015	宏遠證	5.22	2.52	1.28	1.33	0.52	0.75	0.53	1.76	0.91	0.85	1.72
6016	康和證	6.01	3.45	1.99	1.91	0.83	1.1	0.79	1.44	0.94	0.87	1.57
6020	大展證	--	--	--	--	--	--	1.08	1.92	1.28	1.26	2.09
6021	大慶證	--	--	--	--	--	--	1.02	1.51	0.89	0.81	2.03
6022	大眾證	--	--	--	--	--	--	--	--	0.86	0.9	2.17
6004	元京證	8.24	4.03	2.59	2.83	1.44	1.49	1.03	1.63	1.38	1.41	--

資料來源：CMoney，國票證券預估整理

表六：證券股最低 PB

代號	名稱	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007(F)
2854	寶來證	1.92	0.86	0.82	0.38	0.44	0.75	0.83	0.89	0.76	0.87	0.96
2855	統一證	--	--	0.92	0.42	0.47	0.67	0.78	0.81	0.86	0.85	1.00
2856	元富證	2.28	1.05	0.91	0.38	0.46	0.72	0.69	0.74	0.84	0.88	0.84
6005	群益證	1.93	1.12	0.93	0.49	0.54	0.68	0.6	0.69	0.76	0.78	0.87
6008	中信證	2.37	0.9	0.7	0.63	0.64	0.57	0.57	0.84	0.86	0.76	0.71
6012	金鼎證	2.2	1.01	0.58	0.44	0.43	0.51	0.52	0.58	0.74	0.9	0.77
6015	宏遠證	1.16	0.57	0.41	0.25	0.25	0.3	0.28	0.49	0.53	0.55	0.59
6016	康和證	2.02	1.38	0.72	0.39	0.4	0.55	0.5	0.65	0.56	0.58	0.65
6020	大展證	--	--	--	--	--	--	0.83	0.96	0.97	0.91	0.97
6021	大慶證	--	--	--	--	--	--	0.47	0.71	0.61	0.58	0.69
6022	大眾證	--	--	--	--	--	--	--	--	0.67	0.59	0.64
6004	元京證	2.59	1.33	1.25	0.73	0.72	0.74	0.70	0.94	0.95	0.93	--

資料來源：CMoney，國票證券預估整理

由於證券股與大盤連動性高，因此投資邏輯上除了看好大盤時可以較積極佈局以外，也可參考其歷史 PB 區間，若處於下緣時也可逢低佈局。

表七：證券股 PB 區間

代號	名稱	2008 BV(F)	3/28 收盤價	目前 PB	歷史平均 PB	2000 年以來最高 PB
2854	寶來證	15.54	21.7	1.4	0.68~1.36	2.96
2855	統一證	18.18	26.3	1.45	0.63~1.2	1.98
2856	元富證	13.43	16.35	1.22	0.69~1.1	2.08
6005	群益證	17.12	25.75	1.5	0.74~1.09	1.79
6008	中信證	16.91	23.1	1.37	0.77~1.15	1.86
6012	金鼎證	11.89	18.2	1.53	0.58~1.13	1.8
6015	宏遠證	11.96	18	1.51	0.36~1	1.72
6016	康和證	13.76	18	1.31	0.58~1.01	1.91
6020	大展證	17.07	25.1	1.47	0.98~1.35	2.09
6021	大慶證	15.15	24.4	1.61	0.65~1.15	2.03
6022	大眾證	16.30	22.4	1.37	0.68~1.2	2.17
2885	元大金	13.93	29.35	2.1	0.86~1.7	(元京證)2.83

註：大展證、大慶證及大眾證 PB 資料期間較短

資料來源：CMoney，國票證券預估整理

■ 未來展望

1. 併購議題

目前市場前幾大證券商中，大約有一半已經併入金控，包括元大金(元大京華證+復華證)、富邦金(富邦證)、台新金(台証證)、永豐金(永豐金證)及日盛金(日盛證)，這些券商不僅可利用金控資源也可採取跨售策略，競爭能力較獨立券商有優勢。另外由於金控資金較為充裕，且擴展市佔率主要方法即為併購，剩下之獨立券商因此成為金控可能併購標的而身價逐步提高。目前新光金與子公司已持有元富證超過 25% 股權，未來有相當大的可能性會進行合併，不過新光金過去一直不願意以太大的溢價收購元富證股票，因此若以近期證券股股價較高的情況下，價格如果無法達成共識，合併恐無法在短時間完成。近期群益證也傳出出售計畫，但期望能有較高溢價，因此至今仍無定案，其他有併購傳聞的還有統一證及中信證，我們認為在期待股市較為樂觀的情境下，證券股應有表現空間，因此證券股出售價格應會向上墊高，買方必須以高溢價才有機會順利併購，也讓具有併購題材的證券股股價有想像空間。

2. 財富管理業務

由於市場上對於理財業務的需求持續增加，金融業對於財富管理業務的開拓相當積極，但以目前法規來看，證券業相關業務的發展明顯較銀行及保險業不利。依照券商公會資料，目前共有 18 家證券公司取得經營財富管理業務資格，但目前看來似乎不像銀行業能享有高度成長，主因之一在於證券業經營財富管理業務僅能負責投資建議及資產配置，無法掌握客戶金流，使投資建議較不具及時性，另外產品線的不足使其銷售多樣產品不易，無法提供客戶一次購足的服務。比較證券業及銀行、保險業，證券業的不利因素如下：

- (1) 無完整產品線，無法提供客戶一次購足服務。
- (2) 因無多樣產品，必須以代銷形式為客戶服務，無法提供客戶隱密性的需求。而保險業對外採綜合帳戶方式則較有隱密性。
- (3) 證券商無法保留客戶的交割款，因此無法有效掌握客戶金流，適時提供合適的資產規劃。銀行業在此處則具有較大優勢。
- (4) 雖證券商專業性足夠，但無法替客戶代為操作，僅能進行投資上的建議。

表八：已取得經營財富管理業務資格之證券商

證券商名稱	核准日期	財富管理	財富管理
		經理人數	顧問人數
美商花旗環球證券股份有限公司	96/12/26	0	0
友邦證券股份有限公司	96/09/21	1	3
台灣工銀	95/06/05	0	0
日盛	95/05/03	1	7
群益	95/09/27	1	2
永豐金	95/10/02	0	0
中信	95/06/27	0	0
大華	95/03/07	1	6
統一	95/02/24	1	10
元富	94/10/25	1	21
兆豐	95/01/27	1	6
康和	96/11/23	0	0
新壽	95/03/20	1	2
國泰	96/09/12	1	3
台証	94/11/24	1	0
富邦	95/02/24	1	0
寶來	94/10/26	1	9
元大	95/01/13	1	1

資料來源：券商公會，國票證券整理

由於證券商的專業性，在財富管理業務上應可有不錯的發展，但由於政策的限制，目前無法突破。去年底立法院已三讀通過證券商可兼營信託業務，但詳細承作範圍(金錢信託最為重要)、資格條件等尚未出爐，因此除非政策能盡快修定，否則證券業在此部分應無法與銀行競爭，而隸屬於金控體系下的證券商相對可以有較多機會運用跨售、資源整合等優勢而有較佳的表現。

3. 登陸可能性

台灣金融業前往大陸發展的速度以壽險業者最快，目前國泰人壽與新光人壽均已至當地設立合資子公司，銀行業則以富邦金拔得頭籌可望率先利用香港子行前往中國地區參股當地銀行。近期市場上開始關注目前只能在中國設立辦事處的證券業者是否也可受惠於兩岸金融政策開放而前往中國當地開拓市場。以中國大陸地區開放證券業的進度來看，2002年7月1日開始施行「外資參股證券公司設立規則」，允許外資得與中國大陸境內證券公司合資新設證券公司或受讓境內證券公司股權而變更為合資證券公司，但上限為33%，且對於業務範圍作了諸多限制。而後在2008年1月1日正式施行修改後的「外資參股證券公司設立規則」。其中對於證券從業人員資格的人數、外資參股證券公司股東資格及可從事的業務均有稍作修改，但由於外資證券公司仍無法獨資設立、持股上限仍為33%、業務範圍仍不可經營A股自營及經紀等，中國對於證券業的開放程度實屬有限。

在台灣法規的部分，修正的「臺灣地區與大陸地區證券及期貨業務往來許可辦法」及「證券商管理規則」第49條之1中有規定，欲赴大陸地區投資證券公司，必須符合以下條件：

- (1) 資格條件：淨值高於七十億元且淨值大於實收資本額、一定期間內未受金管會處分、未經證交所、櫃買中心及期交所處置，及最近三個月自有資本適足比率高於百分之二百。
- (2) 投資限額：不得超過證券商淨值之百分之十。
- (3) 持股比例：不得低於大陸證券公司已發行股份總額之百分之二十五。

另外法規中有提到，開放證券商得申請許可「直接投資」大陸地區證券公司，但由於兩岸複雜之政治關係，無法順利簽定MOU，因此直接投資較不可行，目前市場上也期待能以「間接投資」大陸地區證券公司，但如何界定間接投資仍是一個問題。而上述持股比例必須25%若呼應大陸地區規定一單個境外投資者持有（包括直接持有和間接控制）上市內資證券公司股份的比例不得超過20%；全部境外投資者持有（包括直接持有和間接控制）上市內資證券公司股份的比例不得超過25%，則代表台灣一定要以合資公司形式進入中國市場，因此業務的承作是相當有限的。

雖然若先開放投資中國大陸市場而未配合修改投資比例的話，業務承作看來有限，貢獻獲利幅度也不一定非常大，但國內券商仍期待法規有進一步開放，畢竟多一個市場機會也將跟著增加，且台灣地區或許可利用語言、文化、創新金融商品及人才闖出一片天。由於證券業赴中國大陸市場並沒有需要設立辦事處等限制，因此如果台灣法規能作修改，此部分也不像銀行業只有富邦金有優先優勢，應視為整體證券業的開放。但由於MOU的簽署應是對等開放，因此或許不是所有證券業者均能在開放後馬上前往，此部分與我們對於銀行開放的看法一致，初期開放應還是以獲利能力、市場規模等因素選取符合條件的公司先行前往。而海外部分目前業務發展較好的有元大金及中信證，開放後大中華業務區域整合可望更為完整，豐富的海外經營經驗也可望成為受惠較大的個股。

■ 投資建議

由於目前市場上對於 2008 年股市展望較為樂觀，近期證券股的表現相當不錯，股價呈現相對高檔，但未來若能配合成交量的上升、大盤指數的向上，我們認為證券股仍有表現空間，若近期股市有稍作修正，可以逢低佈局。以樂觀的情境下，未來評價上或許有機會朝 2000 年最高的 PB 靠近。選股策略上，我們首選仍為證券業龍頭元大金；另外由於中信證今年有處分韓國子公司獲利入帳，加上海外業務(尤其是香港)發展佳，股價上也可望有較好的表現；其他個股如群益證、統一證、元富證挾併購題材，股價有想像空間。

表九：推薦個股

代號	名稱	2008 BV(F)	3/28 收盤價	目前 PB	2000 年以來最高 PB	最高 PB 下的價格參考	投資建議
2885	元大金	13.93	29.35	2.1	2.83	39.42	買進 目標價 35 元
2855	統一證	18.18	26.3	1.45	1.98	36	未評等
2856	元富證	13.43	16.35	1.22	2.08	27.93	未評等
6005	群益證	17.12	25.75	1.5	1.79	30.64	未評等
6008	中信證	16.91	23.1	1.37	1.86	31.45	買進 目標價 27 元

資料來源：國票證券預估整理