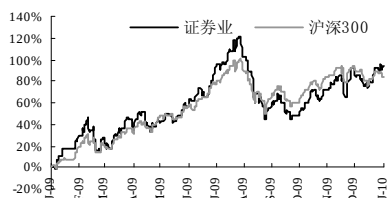


金融服务业 - 证券业

Financial Service - Security

2010 年 1 月 10 日

行业相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
证券业	2.9%	25.3%	94.4%
沪深 300	-4.0%	10.0%	84.3%

俞冲

0755-83199599-8218

yuchong@csc.com.cn

分析师申明

本人，俞冲，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

证券公司业务创新迈上新台阶

—融资融券与股指期货试点获批点评

评级： 强于大市

- **重大事件：**证监会相关部门负责人 8 日表示，国务院已原则上同意开设融资融券业务试点。开设融资融券业务将按试点先行逐步推开的原则，先试点运行后逐步扩大。证监会相关部门同时表示，国务院已原则上同意推出股指期货，证监会将统筹股指期货上市前的各项工作，这一过程预计需要 3 个月时间。
- **从长期看，**融资融券的推出能够为国内券商开辟一条新的资金运用渠道，从而缓解目前持有大量货币资金的券商的资金运用效率不高的问题。此外，随着国内业务试点范围不断扩大，并逐步向券商的常规业务转化，融资融券能够带来市场成交量的增加，从而间接提升经纪业务收入。而随着国内券商净资本的不断提升以及业务范围突破自有资产，融资融券对于市场成交量的提升作用会愈加明显。
- **短期内，**融资融券由于规模、监管以及试点范围等方面的限制，融券利息收入贡献率应难达海外发达国家水平，带来的交易量提升不会很明显，因此推出当年对于券商业绩的提升幅度十分有限。
- **股指期货值得期待：**参照已经推出股指期货且成熟程度较高的市场经验，股指期货的交易量基本不低于股票现货市场的规模，因此控股期货公司的上市券商能够直接分享股指期货给期货经纪业带来的爆发式增长。此外，未能控股期货公司的券商以及受制于净资本未能及时获得 IB 业务资格的券商，会面临因无法提供相应服务，以至于客户流失的困局，相应地，在该业务领域提前布局，占据先发优势的券商，能够借此机会攫取客户资源，提升市场占有率。但该市场的发展成熟尚需时日。
- **关注“AA”类券商：**只有率先获得试点资格的券商，才能最快最直接受益于这两项新业务，并在未来新的竞争格局中占据先发优势。目前以净资本为核心的 5 类 11 级分类监管将是选择创新业务首批试点的基础，因此，只有分类监管评级领先的券商，才能有望率先获得试点资格。根据 2009 年 7 月的最新评级，国内 105 家券商中，AAA 级空缺；AA 级有申银万国证券、国泰君安证券、光大证券、中银国际证券、海通证券、国信证券、中信证券、招商证券、中金公司共计 9 家；其中已经上市的券商有光大证券、中信证券、海通证券和招商证券，我们预计这 4 家券商获得首批试点资格的可能性更高。

重大事件——融资融券与股指期货试点获批

证监会相关部门负责人 8 日表示，国务院已原则上同意开设融资融券业务试点。开设融资融券业务将按试点先行逐步推开的原则，先试点运行后逐步扩大。证监会相关部门同时表示，国务院已原则上同意推出股指期货，证监会将统筹股指期货上市前的各项工作，这一过程预计需要 3 个月时间。

融资融券——长期将通过两途径提升券商收入

长期看两途径提升券商收入

直接新增利息收入：近年来我国券商上市节奏逐渐加快，上市券商数量从 06 年初的 2 家增加到了目前的 11 家，仅 09 年就有 3 家券商通过 IPO 方式在 A 股上市，而之前通过借壳等方式实现上市的券商也陆续推出或实施了其再融资方案，但由此产生的一个突出问题，即所获得的大量货币资金因缺乏安全有效的投资渠道，处于相对闲置的状态，拖累了公司 ROE。融资融券的推出能够为国内券商开辟一条新的资金运用渠道，目前通过 IPO 或再融资持有大量货币资金的券商有中信证券、海通证券、光大证券、招商证券和国元证券，如能获得试点资格，则有望从中受益。

间接带来经纪业务收入的增加：如美国融资融券余额占总市值比长期保持在 10% 以上，预计随着国内业务试点范围不断扩大，并逐步向券商的常规业务转化，融资融券能够带来市场成交量的增加，从而间接提升经纪业务收入。而随着国内券商净资本的不断提升以及业务范围突破自有资产，融资融券对于市场成交量的提升作用会愈加明显。

短期内对券商业绩影响有限：

短期内融资融券利息收入贡献率应难达海外发达国家水平。美国近 10 年来融资融券利息收入占比为约 5-15%，且呈上升趋势，日本融资融券利息收入长期稳定在 12% 左右。但美日两国金融体系与国内有明显区别，其券商开展融资融券业务的资金与证券来源主要是向证券金融公司等第三方金融机构进行证券和资金的拆借，因此两国券商融资融券规模要普遍超过净资产。而目前国内券商开展该项业务预计主要依靠自有资金和证券，从现行的监管体系看，允许规模范围也不大可能超过净资产 100%，因此短期内融资融券所能开展的规模并不会很大。

短期内带来的交易量提升不会很明显，同样基于上述原因，以及从试点先行逐步推开的原则看，年内仅有少数领先型券商能够获得试点资格，因此从这两个方面考虑，除非借助融资融券的投资者交易活跃程度远超市场平均水平，否则短期内融资融券交易额将不会太大。

股指期货——值得期待

参照已经推出股指期货且成熟程度较高的市场经验，股指期货的交易量基本不低于股票现货市场的规模，因此从长期看，控股期货公司的上市券商能够直接分享股指期货给期货经纪业带来的爆发式增长。但股指期货市场的成熟需要一定时间，短期内尚难发展到可与目前现货市场相匹配的水平。

此外，股指期货的推出可能成为证券行业竞争进一步分化的催化剂。未能控股期货公司的券商以及受制于净资本未能及时获得 IB 业务资格的券商，会面临因无法提供相应服务，以至于客户流失的困局，相应地，在该业务领域提前布局，占据先发优势的优质券商，能够借此机会攫取客户资源，提升市场占有率。

关注“AA”类上市券商

我们认为，只有率先获得试点资格的券商，才能最快最直接受益于这两项新业务，并在未来新的竞争格局中占据先发优势。目前以净资本为核心的 5 类 11 级分类监管将是选择创新业务首批试点的基础，因此，只有分类监管评级领先的券商，才能有望率先获得试点资格。根据 2009 年 7 月的最新评级，国内 105 家券商中，AAA 级空缺；AA 级有申银万国证券、国泰君安证券、光大证券、中银国际证券、海通证券、国信证券、中信证券、招商证券、中金公司共计 9 家；其中已经上市的券商有光大证券、中信证券、海通证券和招商证券，我们预计这 4 家券商获得首批试点资格的可能性更高。

风险提示

- 1、市场对上述消息有了一定预期，上市券商近日已经对消息进行一定程度提前反应。。
- 2、以上两项业务的开展短期内对于券商业绩提升并不明显，过度炒作会使券商估值偏离合理区间。

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我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。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.