

动态报告/行业快评

证券行业

《融资融券业务试点审批意见》快评

推 荐

(维持评级)

2010年1月25日

五家上市券商有望获得首批试点资格

非银行金融首席分析师: 邵子钦

shaozq@guosen.com.cn 0755-82130468

证券信托业分析师: 田 良

tianliang@guosen.com.cn

事项:

2010年1月22日,证监会公布《证券公司开展融资融券业务试点审批》行政许可事项,明确申请融资融券试点的依据、条件、程序、期限等规定。

评论:

■ **首批试点条件明确。**申请首批试点公司需满足六个条件,其中起到限制性作用的有四条:①最近6个月净资产均在50亿元以上;②最近一次证券公司分类评价为A类;③通过全网测试;④通过证券业协会的专业评价。

■ **五家上市券商有望获得试点资格。**已上市的中信、海通、光大、招商,即将上市的广发、华泰,未上市的国信、申万、银河、东方、国君,满足上述①-③条,待获得协会的专业评价后有望获得首批试点资格。

■ **首批试点时间在5.1前后。**目前的申报流程依次分为五步:①参与第三次联网测试;②向协会提交试点实施方案;③获得辖区监管局书面意见;④获得证监会试点资格,⑤申请新的《经营证券业务许可证》,此后即可开展融资融券业务,预计整个流程需3个月左右,维持5.1前后为首批试点时间的判断。

■ **后续试点进程将提速。**意见指出“首批试点取得成效后,将兼顾不同类型和不同地区的证券公司,分期分批地扩大试点范围”,并且提示分类评价为B类以上证券公司进行相应准备,意味着占行业公司总数80%左右的B类以上证券公司有望试点,在试点范围扩大之前将另行公告更低门槛标准。政策门槛的降低的目的是为了防止差异化经营带来的客户转移,由此判断监管政策倾向于后续试点进程提速。

■ **创新业务增加净利润弹性排序:光大、海通、中信、招商、广发。**按照我们在《大券商受益于融资融券》中的假设,股指期货增加日均股票成交200亿元、券商以100%净资本参与融资融券业务计算,2010年光大、海通、中信、招商、广发的净利润将分别提升19.67%、18.24%、15.62%、14.55%和9.07%。但目前我们了解到的情况是,各家券商首次用于融资融券的资金规模30-50亿元,以此推算融资融券业务对利润的影响在1%-5%之间。

■ **维持推荐:中信、海通、教东、成大、招商。**我们将净资本全额用于融资融券假设下的PE和PB进行比

较，2010年PE估值由低到高依次为：中信、海通、国元、教东、招商、成大，2010年PB估值由低到高依次为：国元、中信、海通、招商、光大、教东、成大，二者交集为中信、海通、教东、成大、招商（因国元没有参加第一批联网测试，暂不推荐），维持“推荐”的投资评级。

表 1：上市券商参与试点条件比较

单位：亿元	中信	海通	光大	招商	广发	华泰	国元	长江	东北	国金	宏源
净资本规模	388	362	192	149	80	64	132	68	13	19	38
参与全网测试	✓	✓	✓	✓	✓	✓					
分类评级 A 类	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓			✓	✓

注：净资本为 2009 年初值加 2009 年融资额后的调整值

资料来源：国信经济研究所

表 2：六大券商参与融资融券净资本规模比较

参与融资净 资本比例	中信	海通	光大	招商	广发	华泰
10%	39	36	19	15	8	6
20%	78	72	38	30	16	13
30%	116	109	58	45	24	19
40%	155	145	77	60	32	26
50%	194	181	96	74	40	32
60%	233	217	115	89	48	38
70%	271	254	135	104	56	45
80%	310	290	154	119	64	51
90%	349	326	173	134	72	57
100%	388	362	192	149	80	64

资料来源：国信经济研究所

表 3：2010 年净资本比例法券商利润弹性

净资本比例	项目	中信系	海通	光大	招商	国元	长江	广发	东北	国金	宏源
20%	利息	2.33	2.17	1.15	0.89	0.50	0.25	0.48	-	-	0.14
	佣金	11.05	5.76	3.39	4.34	1.27	1.54	5.25	0.95	0.71	1.49
	利润	9.13	5.33	3.06	3.57	1.19	1.23	3.96	0.66	0.50	1.13
	弹性	8.04%	7.36%	8.65%	7.84%	6.90%	7.71%	6.35%	6.22%	7.60%	6.74%
40%	利息	4.65	4.35	2.31	1.79	0.99	0.51	0.95	-	-	0.28
	佣金	12.12	6.71	3.79	4.66	1.45	1.64	5.44	0.95	0.71	1.55
	利润	11.28	7.31	4.04	4.34	1.61	1.45	4.38	0.66	0.50	1.25
	弹性	9.94%	10.08%	11.41%	9.52%	9.38%	9.10%	7.03%	6.22%	7.60%	7.49%
60%	利息	6.98	6.52	3.46	2.68	1.49	0.76	1.43	-	-	0.42

80%	佣金	13.19	7.66	4.19	4.99	1.64	1.74	5.64	0.95	0.71	1.60
	利润	13.42	9.28	5.01	5.10	2.04	1.67	4.81	0.66	0.50	1.38
	弹性	11.83%	12.80%	14.16%	11.20%	11.85%	10.48%	7.71%	6.22%	7.60%	8.24%
	利息	9.31	8.69	4.61	3.58	1.99	1.01	1.91	-	-	0.57
	佣金	14.27	8.62	4.60	5.32	1.82	1.83	5.84	0.95	0.71	1.66
	利润	15.57	11.25	5.99	5.87	2.47	1.89	5.23	0.66	0.50	1.50
	弹性	13.72%	15.52%	16.92%	12.87%	14.33%	11.86%	8.39%	6.22%	7.60%	8.99%
	利息	11.63	10.87	5.77	4.47	2.48	1.27	2.39	-	-	0.71
	佣金	15.34	9.57	5.00	5.64	2.00	1.93	6.03	0.95	0.71	1.72
	利润	17.72	13.22	6.96	6.63	2.89	2.11	5.66	0.66	0.50	1.63
	弹性	15.62%	18.24%	19.67%	14.55%	16.80%	13.24%	9.07%	6.22%	7.60%	9.74%
	利息	11.63	10.87	5.77	4.47	2.48	1.27	2.39	-	-	0.71

注：假设 2010 年 5 月 1 日净资本全部用于融资融券，股指期货带来日均交易量提升 10%，至 3200 亿元。

资料来源：国信经济研究所

表 4：证券行业估值比较

简称	评级	EPS (元)			PE (倍)			BVPS (元)			PB (倍)		
		2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E	2008	2009E	2010E
中信	推荐	1.10	1.35	1.98	26.51	21.62	14.76	8.33	9.34	11.64	3.51	3.13	2.51
海通	推荐	0.40	0.55	0.93	43.04	31.56	18.50	4.66	5.21	6.35	3.70	3.31	2.72
宏源	中性	0.37	0.77	1.02	62.07	29.90	22.52	3.41	4.45	5.54	6.75	5.17	4.15
东北	中性	0.71	1.41	1.71	51.45	25.71	21.18	3.88	4.67	6.38	9.34	7.77	5.68
国元	中性	0.53	0.60	1.02	37.48	33.02	19.44	3.23	7.93	8.96	6.17	2.51	2.22
长江	中性	0.42	0.65	0.84	44.54	28.79	22.23	2.75	4.29	5.17	6.79	4.35	3.61
国金	中性	1.51	0.52	0.70	15.05	43.55	32.32	4.33	2.59	3.55	5.26	8.78	6.42
成大	推荐	1.04	1.51	1.80	37.76	26.10	21.84	5.51	7.07	8.87	7.15	5.57	4.44
教东	推荐	1.50	2.52	2.82	37.75	22.52	20.13	8.45	10.62	13.44	6.71	5.34	4.22
光大	中性	0.47	0.84	1.24	57.89	32.62	22.05	3.64	6.58	6.78	7.51	4.15	4.03
招商	推荐	0.63	0.94	1.46	47.16	31.32	20.29	2.45	5.84	7.36	12.06	5.06	4.01
平均	推荐	-	-	-	41.88	29.70	21.39	-	-	-	6.81	5.01	4.00

注：假设 2010 年 5 月 1 日净资本全部用于融资融券，股指期货带来日均交易量提升 10%，至 3200 亿元。

资料来源：国信经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。