

证券业：融资融券试点

——海通和光大资金使用效率最高

优于大势

维持评级

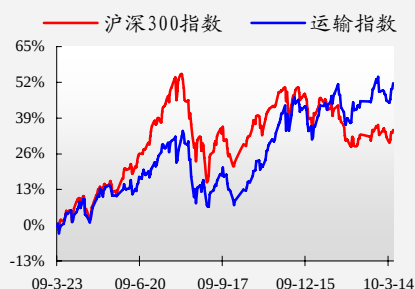
金融/证券行业

发布时间：2010年3月22日

投资要点：

- 融资融券业务对提升证券市场交易额、增加市场流通性具有积极的推动作用。2009年，两市日均股票基金成交额达2099亿元，同比增长90.1%。预计2010年，两市的交易量在融资融券的推动下，流动性增加，股市活跃性加强，换手率提高，沪深两市的交易量将会继续提高。
- 在成熟的资本市场，融资融券业务产生的利差收入和融券业务的手续费收入一直是证券公司稳定的利润来源，目前，国内券商因为业务模式单一，大量剩余资金仅仅用作活期存款或者债券投资，收益率较低，融资融券业务将提高这部分资金的收益率，为券商提供新的业务收入来源。
- 对比分析我们看出，海通证券、光大证券的客户资金存款和净资本规模比较匹配，应该说，这两家公司的资金使用效率最高。对于中信证券来说，为避免同业竞争，融资融券业务只限于在母公进行，其控股的子公司中信金通和中信万通不能参与融资融券业务，其净资本规模高于其客户资金存款规模，因此，其资金使用效率不足。对于广发证券来说，尽管借壳上市已完成，但还没有融到资金，净资本规模较小，远远还不能满足客户的融资需求，因此，融资融券业务对公司的业务收入贡献暂时还不会很大。
- 综合各家情况来看，海通证券和光大证券的资金使用效率最高，中信证券的资金使用效率较低，广发证券目前的净资本规模还不能很好地满足客户的融资规模，因此，海通证券和光大证券目前从融资融券业务受益最大。
- 鉴于中信证券估值水平较低，我们给予推荐的评级，鉴于创新业务的推出给各家公司能够提供新的业务收入来源，我们给予海通证券、光大证券、广发证券、华泰证券和招商证券谨慎推荐的评级。从融资融券单项业务来说，海通证券和光大证券的资金使用效率最高，对融资融券业务收入的敏感性最强，建议投资者关注。

走势图



重要公司

评级

中信证券	推荐
海通证券	谨慎推荐
光大证券	谨慎推荐
广发证券	谨慎推荐
华泰证券	谨慎推荐
招商证券	谨慎推荐

分析师：赵新安

执业证书编号：S0550209030096

TEL: (8621)6336 7000-258

FAX: (8621)6337 3209

Email: zhaoxinan@sina.com

地址：上海市延安东路45号20楼

邮编：200002

中国证监会 3 月 19 日宣布，国泰君安、国信证券、中信证券、光大证券、海通证券、广发证券作为融资融券首批试点证券公司可以开展融资融券业务。这意味着这项业务进入实质性操作阶段。

一、融资融券为券商提供新的业务收入来源

1、提高现货交易量

融资融券业务对提升证券市场交易额、增加市场流通性具有积极的推动作用。1994 年以来，日本融资融券成交额占股市成交额的 12.1%-18.5%，均值为 15.1%；1990 年以来，台湾的融资融券交易额占比达 24.1%-45.5%，均值为 33.0%。

2009 年，两市日均股票基金成交额达 2099 亿元，同比增长 90.1%。预计 2010 年，两市的交易量在融资融券的推动下，流动性增加，股市活跃性加强，换手率提高，沪深两市的交易量将会继续提高。

表 1、2010 年两市交易额预测

		流通市值（亿元）					
		120000	130000	140000	150000	160000	170000
换手率	2	987.7	1070.0	1152.3	1234.6	1316.9	1399.2
	2.5	1234.6	1337.4	1440.3	1543.2	1646.1	1749.0
	3	1481.5	1604.9	1728.4	1851.9	1975.3	2098.8
	3.5	1728.4	1872.4	2016.5	2160.5	2304.5	2448.6
	4	1975.3	2139.9	2304.5	2469.1	2633.7	2798.4
	4.5	2222.2	2407.4	2592.6	2777.8	2963.0	3148.1
	5	2469.1	2674.9	2880.7	3086.4	3292.2	3497.9

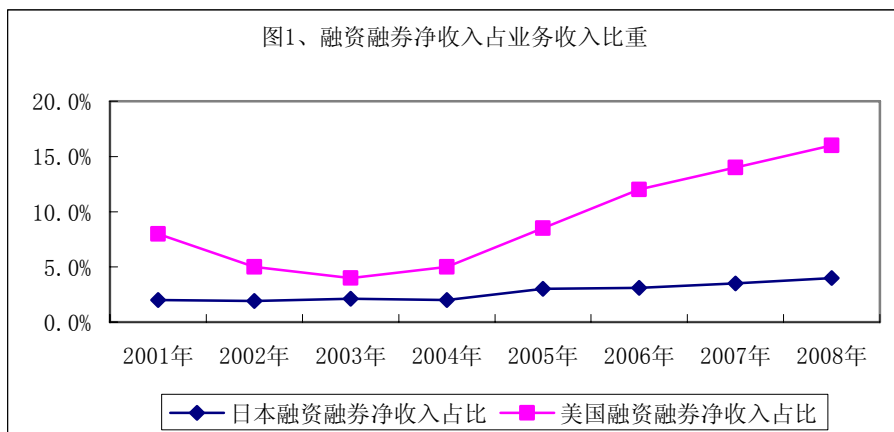
资料来源：东北证券研究所

2、增加新的业务收入来源

在成熟的资本市场，融资融券业务产生的利差收入和融券业务的手续费收入一直是证券公司稳定的利润来源，目前，国内券商因为业务模式单一，大量剩余资金仅仅用作活期存款或者债券投资，收益率较低，融资融券业务将提高这部分资金的收益率，为券商提供新的业务收入来源。

2001 年以来，美国融资融券利息净收入占券商净收入比达 3.9%-16%，而日本融资融券利息净收入（不包括相应的交易佣金）占本国券商净收入比在 1.5%-2.7%之间。从国外的情况来看，融资融券为券商提供的业务收入贡献不断提高。

图1、融资融券净收入占业务收入比重



资料来源：东北证券研究所

二、融资融券资金供需对比分析

由于无法确切了解各家券商的客户群体和资产质量等详细资料，我们以各家公司的客户资金存款规模作为衡量其客户潜在融资需求的一个指标，客户资金存款规模越大的券商，其融资需求越强烈。我们以各家券商的净资本作为融资资金供应的能力，以此来考察各家公司的资金使用效率。

对比分析我们看出，海通证券、光大证券的客户资金存款和净资本规模比较匹配，应该说，这两家公司的资金使用效率最高。对于中信证券来说，为避免同业竞争，融资融券业务只限于在母公司进行，其控股的子公司中信金通和中信万通不能参与融资融券业务，其净资本规模高于其客户资金存款规模，因此，其资金使用效率不足。对于广发证券来说，尽管借壳上市已完成，但还没有融到资金，净资本规模较小，远远还不能满足客户的融资需求，因此，融资融券业务对公司的业务收入贡献暂时还不会很大。

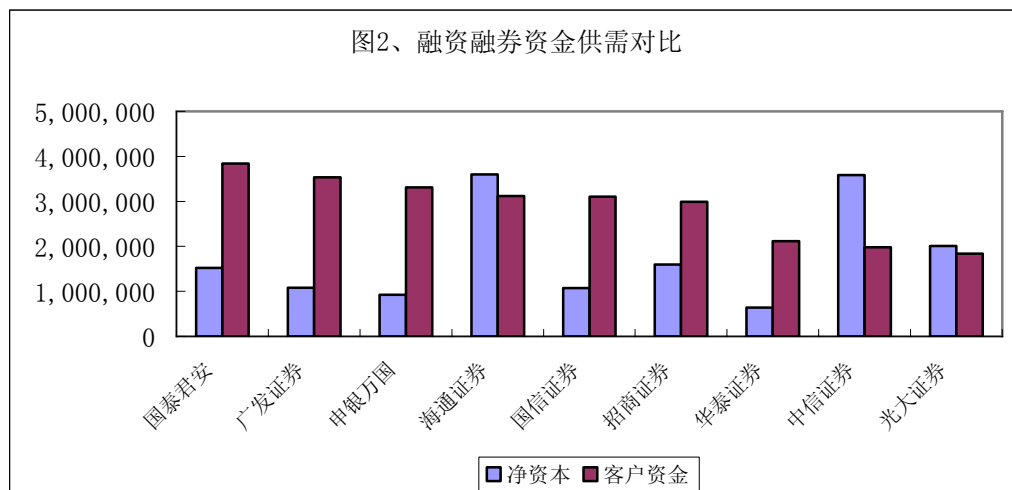
综合各家情况来看，海通证券和光大证券的资金使用效率最高，中信证券的资金使用效率较低，广发证券目前的净资本规模还不能很好地满足客户的融资规模，因此，海通证券和光大证券目前从融资融券业务受益最大。

表2、各公司客户资金规模与净资本

单位：万元

公司名称	货币资金	客户资金	保证金	净资本
国泰君安	5,341,342	3,839,059	61,551	1,523,172
广发证券	3,904,332	3,535,322	49,512	1,082,500
申银万国	4,220,738	3,306,355	41,867	922,736
海通证券	6,015,822	3,120,935	48,685	3,603,076
国信证券	3,986,518	3,103,712	55,313	1,069,146
招商证券	3,434,138	2,993,447	46,700	1,601,000
华泰证券	2,649,821	2,118,045	1,521	638,818
中信证券	4,547,816	1,980,580	26,222	3,584,000
光大证券	2,497,587	1,840,783	38,583	2,010,000

资料来源：东北证券研究所



资料来源：东北证券研究所

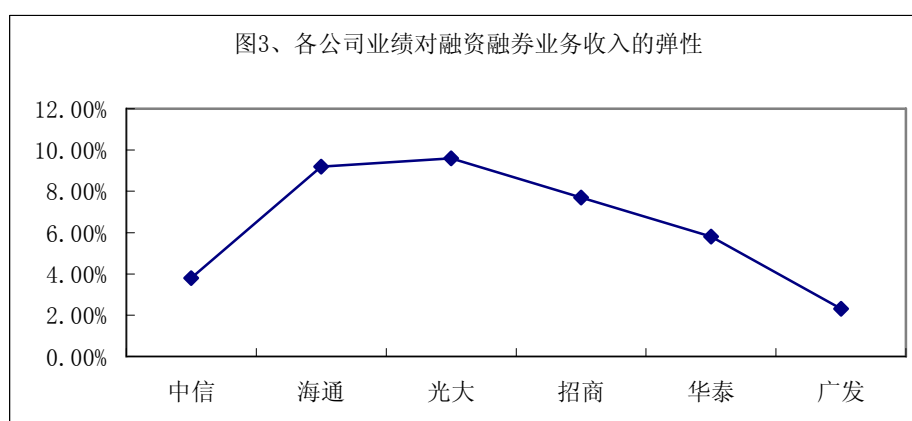
从各家公司对融资融券业务收入的敏感性上来看，光大证券和海通证券的每股净资本较高，而且资金的使用效率较高，因此这两家公司对融资融券业务收入的敏感性较高。

表3、各公司对融资融券业务收入的敏感性对比

单位：亿元/万股

	净资本	总股本	每股净资本	参与规模	融资融券收入	营业收入占比
光大证券	201	34.2	5.88	50	5.5	9.6%
海通证券	360.3	82.3	4.38	80	8.8	9.2%
招商证券	160.1	35.9	4.47	50	5.5	7.7%
华泰证券	220.8	56	3.94	50	5.5	5.8%
中信证券	358.4	66.3	5.41	72	7.9	3.8%
广发证券	88.5	25.1	3.53	22	2.4	2.3%

资料来源：东北证券研究所



资料来源：东北证券研究所

三、估值水平和投资评级

鉴于中信证券估值水平较低，我们给予推荐的评级，鉴于创新业务的推出给各家公司能够提供新的业务收入来源，我们给予海通证券、光大证券、广发证券、华泰证券和招商证券谨慎推荐的评级。从融资融券单项业务来说，海通证券和光大证券的资金使用效率最高，对融资融券业务收入的敏感性最强，建议投资者关注。

表 4、估值水平及市值规模

单位：亿元

名称	市盈率	流通市值	总市值	评级
中信证券	21.7	1806.2	1822.7	推荐
广发证券	28.6	48.7	1326.5	谨慎推荐
海通证券	29.7	685.6	1409.4	谨慎推荐
华泰证券	33.1	123.1	1255.5	谨慎推荐
招商证券	37.9	103.2	1032.3	谨慎推荐
光大证券	38.1	143.6	943.7	谨慎推荐

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。