

谢佩洁

执业证书编号: S0730511010014

021-50588666-8025

xiepj@ccnew.com

## 证券行业发展机遇之市场篇

### 研究报告—行业专题

发布日期: 2011 年 3 月 15 日

#### 关键要素:

“十二五”规划明确提出“显著提高直接融资比重”等,对资本市场地位、融资功能的认识更加深化,市场未来发展目标更为明确。在目前中国经济结构转型的重要时期,资本市场的重要性日益凸显,资本市场有望迎来多层次多元化的发展新篇章。作为资本市场主要的金融中介,证券公司也有望迎来发展新机遇。

#### 投资要点:

● **资本市场发展现状。**经过了 20 多年的发展,不管是从上市公司的数量,还是从融资金额、投资者数量等方面,我国资本市场均已具备了相当的规模,在融资、优化资源配置等方面为我国经济的发展发挥越来越重要的作用。但与发达国家成熟市场体系相比仍存在较大的差距,如市场规模较小、交易品种少、直接融资比重偏低等。

● **“十二五”规划,彰显资本市场之重要性。**“十二五”规划明确提出“加快多层次资本市场体系建设,显著提高直接融资比重,积极发展债券市场,稳步发展场外交易市场和期货市场。”较之“十一五”规划而言,“十二五”规划对资本市场地位、融资功能的认识更加深化,市场未来发展目标更为明确。我们认为,在目前中国经济结构转型的重要时期,资本市场的重要性日益凸显,资本市场有望迎来多层次多元化的发展新篇章。

● **证券行业发展机遇之看点。**证券行业经历了 2003-2007 年 8 月的危机洗礼之后,风险控制意识大大增强,规范运行水平显著提升,经受住市场深幅调整的考验,成为国民经济中充满朝气的行业。在资本市场迎来发展新篇章的背景下,作为资本市场主要的金融中介,证券公司也有望迎来发展新机遇。

联系人: 顾彦冰

电话: 021-50588666-8113

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

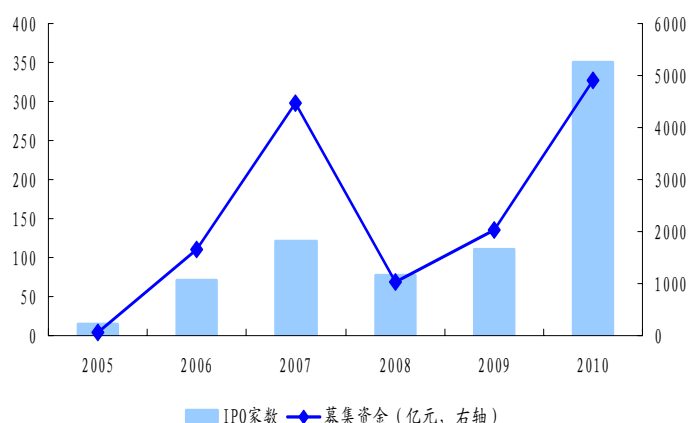
我国资本市场经过了 20 多年的发展,已经具备了相当的规模,在融资、优化资源配置等方面发挥了重要作用,但与发达国家相比仍存在一定的差距。“十二五”规划明确提出“显著提高直接融资比重”等,对资本市场地位、融资功能的认识更加深化,市场未来发展目标更为明确。资本市场的发展壮大需要政府相应的政策引导和支持,而促内需、保增长,没有稳定健康发展的资本市场也是难以想象的,尤其在目前中国经济结构转型的重要时期,资本市场的重要性日益凸显,资本市场有望迎来多层次多元化的发展新篇章。作为资本市场主要的金融中介,证券公司也有望迎来发展新机遇。

## 1. 资本市场发展现状

二十多年来,我国资本市场从无到有,从小到大,见证了中国经济的发展与腾飞,并取得了举世瞩目的成果。截至 2010 年底,资本市场累计为企业股票融资 3.82 万亿,债券融资约 5.74 万亿,境内上市公司达 2149 家(A、B 股),总市值 26.54 万亿元、全球排名第二,流通市值 19.31 万亿元;期货市场 2010 年成交 31.33 亿手,成交额 390 万亿元,商品期货市场成交量连续两年居世界第一;投资者规模日益壮大,股票投资者开户数达 1.55 亿户,基金投资账户 0.34 亿户。

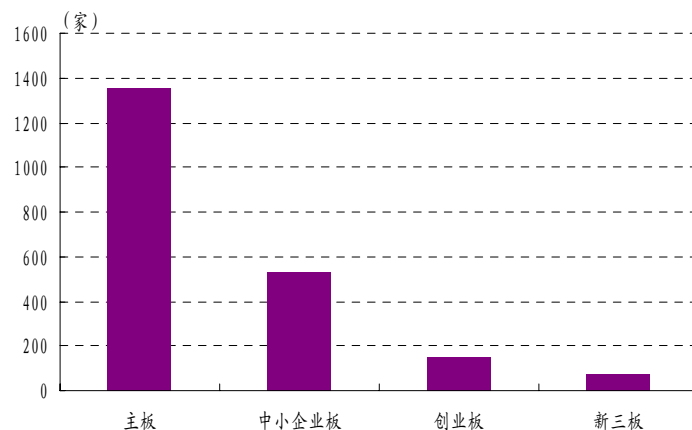
市场规模不断扩大的同时,交易品种也不断增加,权证、可转换公司债、股指期货等相关衍生品也相继问世,充实了市场的产品体系,初步形成了包括主板、中小板、创业板和新三板在内的多层次资本市场基本框架。随着市场规模的不断扩大,直接融资比重有所提高,打破了此前间接融资一统天下的传统融资格局。不管是从上市公司的数量,还是从融资金额、投资者数量等方面,我国资本市场已经具备了相当的规模,在融资、优化资源配置等方面为我国经济的发展发挥越来越重要的作用。

图 1: 2005-2010 年新股发行情况



资料来源: 中原证券研究所, wind 资讯

图 2: 截至 2010 年底, 多层次资本市场上市公司情况



资料来源: 中原证券研究所, wind 资讯

与发达国家成熟的市场体系相比，还存在较大的差距：

### 1) 资本市场起步较晚，市场规模小，交易品种少、结构较简单

**市场规模较小。**与美国、英国等成熟市场比，我国资本市场占 GDP 的整体规模都偏小。从股票市场市值、债券市场余额与 GDP 的比值来看，截至 2010 年底，我国债券市场存量规模为 20.17 万亿元、占 GDP 的比重仅 0.51，而美国 2005 年该比重达 1.99；经济证券化率（股票市场市值/GDP）为 0.67，而同期美国该比率为 1.15，这两个比率都表明我国资本市场目前还处于发展阶段，未来仍有进一步发展的空间。

**交易品种少、结构较简单。**我国资本市场目前交易品种有股票、债券、基金及股指期货等部分衍生品，证券化产品还较少，结构也较简单。以债券为例，美国债券市场交易品种有国债、通货膨胀指数债券（TIPS）、政府机构债券（如市政债券）、抵押支持债券、资产支持债券、公司债券、货币市场工具等，以企业为发行主体的债券品种占据较大比重，包括公司债、资产证券化产品（MBS、ABS 等）在内的企业直接债务融资工具占债券市场整体规模的 60%以上，而政府类债券占比相对较少。

我国债券品种包括国债、央行票据、企业债等，其中政府类债券（含央行票据）占比较大，占债券发行总量的 68%，企业债、短期融资券等企业类债券占比小、仅 10%左右。

图 3：2009 年美国各类债券种类占比情况

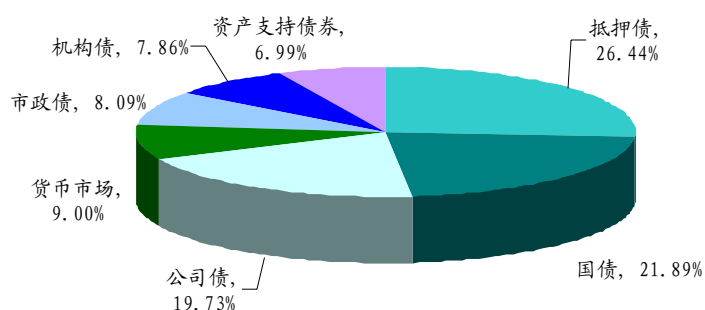
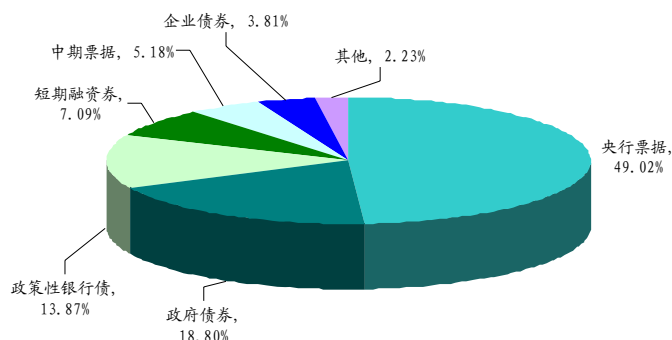


图 4：我国各类债券种类占比情况（2010 年）



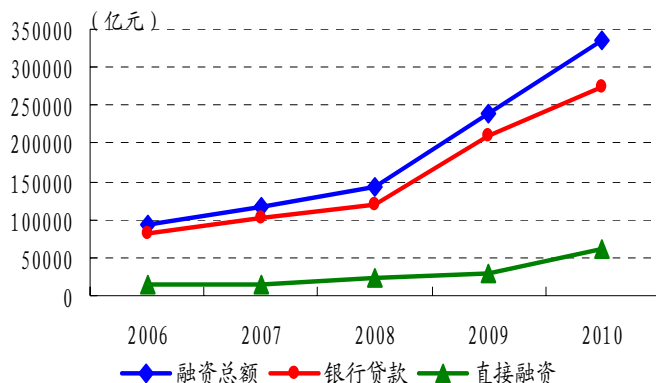
资料来源：SIFMA，中原证券研究所

资料来源：中原证券研究所，中国债券信息网

### 2) 直接融资比重偏低，资本市场功能尚待充分发挥

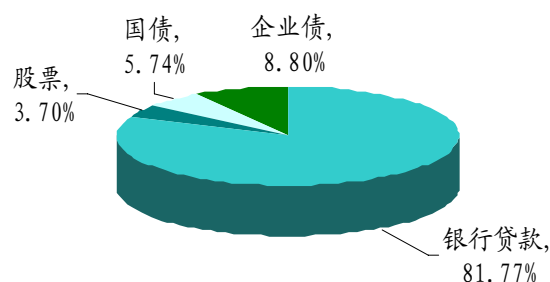
20 世纪 90 年代初，直接融资（尤其是股票和企业债融资）在我国融资总量中占比微乎其微。从近几年非金融机构的融资情况来看，融资规模在 2008 年后迅速提升，据 wind 资讯数据显示，2010 年非金融企业新增融资规模 9.65 万亿，其中银行贷款 6.56 万亿、占比达 82%，而股票、国债及企业债合计融资 3.09 万亿、仅占总融资额的 18%，虽然较之 20 世纪 90 年代初有较大提升，但相对于信贷而言，直接融资规模偏小，企业利用资本市场融资量较低；而国际上较成熟的企业融资结构中，直接融资一般超过 70%。

图 5：2006-2010 年，非金融机构融资情况



资料来源：中原证券研究所，wind 资讯

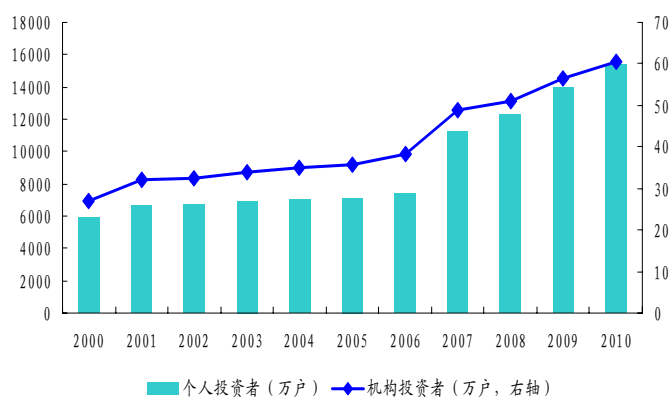
图 6：2010 年非金融机构融资来源占比情况



### 3) 投资主体结构不合理

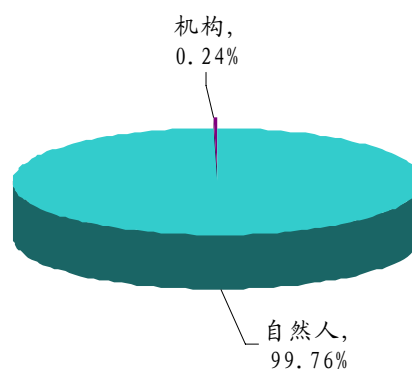
无论是开户数还是持股情况来看，我国资本市场投资主体仍以个人投资者为主，机构投资者数量相对较少，两者比重相差较大。个人投资者主要以投机行为为主、增加市场的不稳定性，而机构投资者则注重基本面分析，相对理性的价值投资，是稳定资本市场的重要力量，虽然机构投资者数呈现不断增长态势，但目前保险、私募等机构投资者还较少，投资者主体结构有待改善。成熟市场体系中，机构投资者市场份额近 70%，成为证券市场的主要力量。

图 7：我国个人与机构投资者数量差距较大



资料来源：中原证券研究所，中国证券登记结算公司

图 8：2008 年末我国投资者持股情况（上交所）



资料来源：中原证券研究所，上海证券交易所

## 2. “十二五”规划，彰显资本市场之重要性

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》（以下简称“十二五”规划）明确提出“加快多层次资本市场体系建设，显著提高直接融资比重，积极发展债券市场，稳步发展场外交易市场和期货市场。”较之“十一五”规划而言，“十二五”规划对资本市场地位、融资功能的认识更加深化，市场未来发展目标更为明确。

## 2.1 经济结构转型中，资本市场肩负重任

“十二五”期间，上交所、深交所计划每年将分别增加 50 家、350 家上市公司，未来 5 年 IPO 新增融资规模将达 2.5 万亿左右。随着资本市场规模的迅速扩大，市场资源配置功能不断显现，资本市场的重要性日益凸显。

**调整融资结构。**近年来，资本市场直接融资发展迅速，但企业过度依赖银行融资的问题仍较为突出，银行体系承担了过多的企业经营风险。要想更好地发挥资本市场服务国民经济发展的功能，就必须提高直接融资比重，减轻经济发展对银行间接融资的“过度依赖”，增强金融体系抵御风险的能力。

**培育新兴产业的平台。**战略新兴产业是“十二五”期间的重点发展方向，但目前仍处于初步发展阶段，配套机制不成熟、科研资金短缺等因素制约其发展，而其自身因技术、市场需求不确定性大，周期长，高投入、高风险的特性使得许多投资者望而却步，包括银行的信贷资金。资本市场不仅可为其筹集急需的发展基金，推动科技成果的转化，还可优化治理结构，推动企业形成竞争优势。资本市场还为各类创投资本提供了风险共担、利益共享的进入和退出机制，促进资金良性循环，逐步强化以市场为导向的资源配置、价格发现和资本约束机制，深化金融体系对战略性新兴产业发展的支持作用。

**企业发展转型的保障。**中小企业是我国保增长、保就业的重要力量，但其当前获得的金融支持与其在国民经济的地位不相适应，其因缺少担保、质押，业绩增长缺乏持续性、稳定性等原因较难获得银行信贷支持，资本市场直接融资途径也较少。近几年政府连续出台不少措施，虽取得了一定成效但仍不明显，截至 2010 年底，银行金融机构小企业贷款余额达 7.27 万亿，占企业贷款余额的 24%。资本市场方面，截至 2011 年 2 月底，中小板、创业板共上市了 742 家，募集资金 5094.51 亿元，带动了以资本市场为纽带的中小企业金融服务体系，但较之 1000 万家左右数量寥寥无几。多层次资本市场体系满足不同规模、成长阶段企业的不同需求，支持创新企业的发展，引导其长期稳步发展，加速产业升级转型；而场外交易市场的发展，扩大资本市场为实体经济服务的覆盖面，为大量尚不符合上市条件的中小企业，特别是高成长、高科技的中小企业提供股份转让、创业投资等服务。

**兼并重组的助推器。**2010 年 9 月国务院发布《关于促进企业兼并重组的意见》，将资本市场定位为兼并重组的重要平台，肯定了其在企业兼并重组、资源优化配置方面所起的积极作用。对资本市场而言，上市公司兼并重组能加快优胜劣汰，盘活社会存量资源，加快资源向优势企业集中，促进产业结构升级，保持资本市场活力和市场的运行效率。在目前央企、国资整合力度不断加大，促进企业兼并重组的支持力度日益加大的情况下，未来上市公司将通过发行股票、可转换债等多种方式进行兼并重组，而资本市场能在兼并重组过程中发挥良好的市场化定价功能，保障交易的公平性和公允性，大大提高兼并重组的速度和效率。

## 2.2 历史经验

**“519”行情。**97 年东南亚金融危机爆发，亚太股市急剧下挫；次年中

国南方发生特大洪灾，在“内忧外患”的环境下，A股市场经历了长达两年的盘整，整体呈现下滑态势，从97年5月1500点一直跌至1000点附近，98年中央开始实施“扩大内需”政策，同年底，《证券法》也获得全国人大通过。股市的长期低迷，直接影响了资本市场基本融资功能、人民生活水平和国有企业三年扭亏的大计，引致监管部门的高度关注。通过对其非理性下跌的原因分析后，证监会决定推动资本市场健康发展，提出了“关于进一步规范和推进证券市场发展的六点意见”，包括改革股票发行体制、保险资金入市、逐步解决机构的合法融资渠道、允许证券公司发行债券、扩大证券投资基金的规模、允许部分B股和H股公司回购股票。5月16日，国务院正式批准“6点意见”，自5月17日起，仅仅32个交易日上证综指上涨达64%。

**股改带来的机遇。**我国资本市场建立之初，上市的主要是国有企业，国有股、法人股不能像普通股一样上市流通，“同股不同权、同股不同利”造成恶性圈钱等问题，股权分置问题困扰资本市场发展多年。2001年6月，国务院出台《减持国有股筹集社会保障资金管理暂行办法》规定“国有股按市价流通”引起了市场恐慌，造成股市暴跌，虽然2002年6月国有股减持暂停，但A股市场却因市场信心丧失从此走上了长达4年的漫漫熊途。2004年政府充分认识到股市的持续下跌对经济产生的危害性，颁布《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》明确指出积极稳妥解决股权分置问题；2005年4月29日，证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，提出对价并轨，启动了中国特有的股权分置改革；5月9日，首批股权分置改革试点企业推出，迈出了破解股权分置难题的第一步。随后《上市公司股权分置改革管理办法》等诸多制度性框架迅速搭建，股权分置改革全面推开。随着产业资本、QFII等各路资金的不断入市，极大推动了股市做多的热情，带来了中国的新一轮牛市。期间也实现了工行、中国铝业、中国石油等多家大型国企的上市。

从资本市场发展的历史经验来看，中国资本市场的重大发展和转折关头，都可以看到政府重大政策的影响。全球金融危机也表明资本市场的发展离不开政府的支持。我国资本市场仍是“新兴+转轨”的市场，其发展壮大需要政府相应的政策引导和支持，而促内需、保增长，没有稳定健康发展的资本市场也是难以想象的，尤其在目前中国经济结构转型的重要时期，资本市场的重要性日益凸显。战略新兴产业、国家电网、铁路、电信、军工等行业，作为国民经济发展的重要保障，未来均需要资本市场发挥其融资功能来加速发展。

我们认为，“519”行情因政府对资本市场融资功能的认识改变而起，“股权分置改革”机遇因政府解决了资本市场发展的制度约束而来，而“十二五”规划，政府对资本市场功能、定位的认识进一步升华，再加上未来资本市场有望和国际接轨，均有望使得资本市场迎来多层次多元化的发展新篇章。

### 3. 证券业发展机遇之看点

资本市场规模的不断扩大，资金成了保证其平稳健康发展不可或缺的“源泉”。政府将不断出台各项政策拓宽资金渠道，如《企业年金基金管理

办法》2月23日已发布，自5月1日起，企业年金基金投资股票比例上限提高至30%。2010年底企业年金规模（2809.24亿元）、按照30%比例测算，2011年可入市的企业年金最大规模843亿元，将给股市带来稳定的资金来源，保证长期稳定发展。未来五年，监管部门将继续大力发展机构投资者，后续可能会出台鼓励甚至强制上市公司分红的相关措施，积极引导机构资金、长期资金入市；鼓励养老金和保险资金积极入市，进一步放宽基金投资范围，加快境外机构入市步伐等，我国投资主体结构不合理的情况也有望得到改善。

证券行业经历了2003-2007年8月的危机洗礼之后，风险控制意识大大增强，规范运行水平显著提升，经受住市场深幅调整的考验，成为国民经济中充满朝气的行业。在上市融资、引入战略投资者等多项政策支持下，证券行业资本实力不断充实，加速行业整合和外延式发展，截至2010年底，106证券公司净资本合计4319.28亿元。随着直接融资比重的提高，将有更多的企业通过发行股票、债券或新三板市场融资，有效解决企业发展的资金短缺，保证了证券公司投行业务的稳步发展；随着更多的机构、长期资金入市，资本市场的平稳运行，市场交易活跃度有望得以提升，证券公司经纪业务也将有所保障；新三板市场的不断发展，有望为证券公司直投业务奠定基础。随着市场化改革的不断推进，监管部门积极鼓励证券公司创新，集合理财产品审批制拟改为事前告知备案制，融资融券业务常规化、转融通相关配套机制的适时推出等诸多政策均保证了创新业务的不断发展，将有利于证券公司优化收入结构、持续稳健经营。

在资本市场日益成熟，迎来发展新篇章的背景下，作为资本市场主要的金融中介，证券公司也有望迎来发展新机遇。我们后续将针对各项业务受益情况推出系列报告，敬请关注。

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 重要声明

本公司具有证券投资咨询业务资格。  
负责撰写此报告的分析师承诺：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。保证报告信息来源合法合规，报告撰写力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。

### 免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有。

### 转载条款

刊载或者转发机构刊载转发本报告不得用于非法行为，必须注明报告的发布人和发布日期，提示使用报告的风险；非全文刊载转发本报告的必须保证报告观点的完整性，不得断章取义，由于部分刊载或者转发引起的法律责任由刊载或者转发机构负责；刊载转发本报告用于特殊用途的应当与公司或者研究所取得联系，双方签订协议。