

2011-08-22

证券研究报告

行业研究 / 深度研究

证券

增持/维持评级

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:S1000510120013

(021)6849 8610

licong@mail.htlhsc.com.cn

张黎

SAC 执业证书编号:S1000510120017

(0755)8236 6995

zhanglisz@mail.htlhsc.com.cn

联系人

丁文韬

(021)5010 6410

dingwentao@gjqz.com.cn

华莎

(021)6849 8507

huasha@mail.htlhsc.com.cn

融资融券常规化与转融通 两者相权趋利好

- 证监会发布征求意见稿包括两方面政策内容：1) 融资融券业务常规化；2) 转融通。下面我们首先分析当前融资、融券市场的供需情况，然后据此来对两个政策的影响进行解读。
- 融资市场核心问题在需求，融券市场核心问题在供给。
 - 1) 截止 7 月末，融资余额 319 亿元，距 25 家试点券商约 900 亿元计划投入额度仍有较大差距，目前融资市场核心问题在于需求。约束需求的原因包括：A. 投资者申请受限制；B. 标的券过窄；C. 震荡市下缺乏赚钱效应。
 - 2) 截止 7 月末，融券余额仅为 2.5 亿元，与融资余额的比例为 1:99，远远低于成熟市场的 2:8 比例，融券市场核心问题在于供给。约束供给的原因包括：券商融出证券意愿不强等。
- 融资融券业务常规化解决融资市场需求瓶颈，增加资金供给，利好股指。此前从事融资融券业务仅限于 25 家试点券商，同时由于投资者申请融资融券必须在该券商开户 18 个月以上，导致剩余 84 家券商的客户需求无法实现。融资融券业务常规化将会释放出更多客户需求，同时考虑到融资、融券 99: 1 的非均衡供应，短期内将会增加股市资金供给，预计金额为 92 亿元，即相比 6 月末约 8831 亿元的 A 股市场客户保证金带来 1.0% 的增量资金，利好股指。
- 转融通短期看解决融券市场的供给瓶颈，增加股票供给，不利于股指；长期看增加股市资金供给，利好股指。
 - 1) 短期看，转融通将解决券商提供融券意愿不足问题，增加股票供给；而在融资市场上由于券商自身供应能力尚未用足，转融通短期影响有限。
 - 2) 长期看，随着需求增长，转融通提供的资、券比例将向海外成熟市场的 8:2 结构靠拢，该过程中对股市的资金供给将超过股票供给，利好股指。
- 融资融券业务常规化、转融通两者相权趋利好。如前所述，长期看，两项政策均利好股指；短期看，前者利好股指，后者不利于股指，两者相权后我们认为短期仍趋利好，主要归于短期内前者增加的资金供给将超过后者增加的股票供给。
- 推荐标的：中信、海通、教东等。受益券商主要分为以下三类：1) 有望获得后续融资融券业务资格且业绩弹性较大的券商：山西、国金、国海。2) 有望获得转融通优先试点资格的券商及影子股：中信、海通、教东。3) 因转融通启动预期导致股指反弹下因流通市值较小导致股价高弹性的券商：国海、方正、兴业。
- 风险提示：股指受到海外股市调整等噪音的负面影响。

目 录

征求意见政策包括：融资融券业务常规化、转融通	4
融资市场核心问题在需求，融券市场核心问题在供给	4
1) 融资市场核心问题在需求	4
2) 融券市场核心问题在供给	4
融资融券业务常规化解决融资市场需求瓶颈，利好股指	5
转融通短期看解决融券市场供给瓶颈，不利于股指；长期看利好股指	5
1) 转融通短期看解决融券市场供给瓶颈，不利于股指	5
2) 转融通长期看增加股市资金供给，利好股指	5
融资融券业务常规化、转融通两者相权趋利好	7
推荐标的：中信、海通、教东等	7
风险提示：股指受到海外股市调整等噪音的负面影响	7

图表目录

图 1: 试点券商融资余额仍远低于拟投入金额	4
图 2: 融券余额在融资融券整体占比中仅为 1%左右	5
图 3: 美、日、台融资融券市场容量.....	6

征求意见政策包括：融资融券业务常规化、转融通

2010.9.18 周五晚，证监会发布《关于修改<证券公司融资融券业务试点管理办法>的决定(草案)》、《关于修改<证券公司融资融券业务试点内部控制指引>的决定(草案)》、《转融通业务监督管理试行办法(草案)》公开征求意见的通知。主要政策内容包括：

1) 融资融券业务常规化：拟取消融资融券试点制度，降低券商申请融资融券业务的门槛。

2) 转融通：拟定转融通规则。

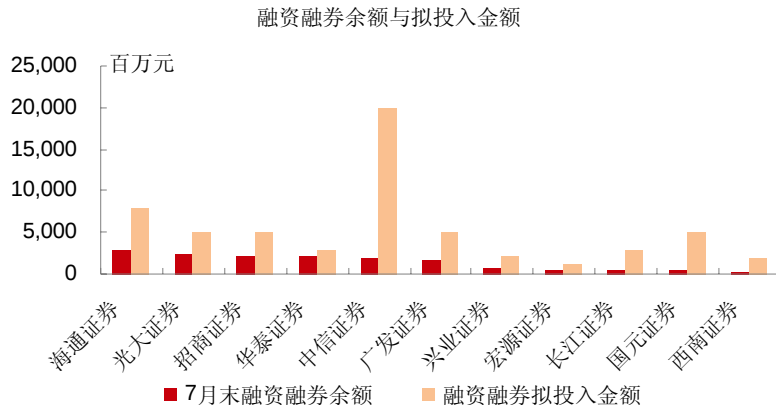
下面我们将首先分析当前融资、融券市场的供需情况，然后据此来对两个政策的影响进行解读。

融资市场核心问题在需求，融券市场核心问题在供给

1) 融资市场核心问题在需求

截止 7 月末，融资余额 319 亿元，距 25 家试点券商约 900 亿元计划投入额度仍有较大差距，目前融资市场的核心问题在于需求，约束需求的原因包括：A.投资者申请受限制；B.标的券过窄；C.震荡市下缺乏赚钱效应。

图 1： 试点券商融资余额仍远低于拟投入金额

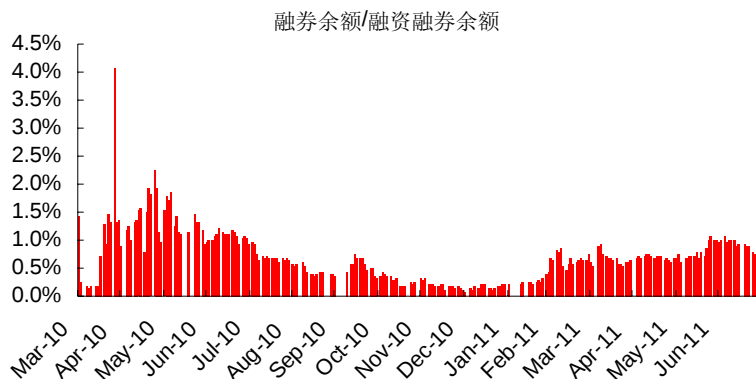


资料来源：沪深交易所，公司公告，华泰联合证券研究所

2) 融券市场核心问题在供给

截止 7 月末，融券余额仅为 2.5 亿元，与融资余额的比例为 1:99，远远低于成熟市场 20:80 的比例，核心问题在于供给，约束供给的原因包括：券商融出证券意愿不强等。不同于券商基本不承担风险的融资业务，融券业务需要券商自营部门承担可能出现的股票亏损风险，由此导致券商融出证券意愿不强。

图 2： 融券余额在融资融券整体占比中仅为 1%左右



资料来源：沪深交易所，公司公告，华泰联合证券研究所

融资融券业务常规化解决融资市场需求瓶颈，利好股指

此前从事融资融券业务仅限于 25 家试点券商，同时由于投资者申请融资融券必须在该券商开户 18 个月以上，导致剩余 84 家券商的客户需求无法实现。融资融券业务常规之后将会释放出更多客户需求，同时考虑到融资、融券 99: 1 的非均衡供应，将会增加股市资金供给。

融资融券业务需求来自于经纪业务客户，目前 25 家试点券商经纪业务合计份额为 69.5%，截止 7 月末已释放 319 亿元融资需求。剩余 84 家券商经纪业务合计份额为 30.5%，假设其中合计份额 20%的券商未来启动融资融券业务，对应短期内可释放约 92 亿元融资需求，即相比 6 月末约 8831 亿元的 A 股市场客户保证金带来 1.0%的增量资金。

转融通短期看解决融券市场供给瓶颈，不利于股指；长期看利好股指

1) 转融通短期看解决融券市场供给瓶颈，不利于股指

转融通启动后，证券金融公司可以从社保、保险、指数型基金等长期投资机构融入股票然后再融给券商，这样券商就仅仅承担融券中介的角色，无需自身承担股票亏损的风险，由此顺利解决融券市场的供给瓶颈，增加股票供给，对股指造成一定压力。

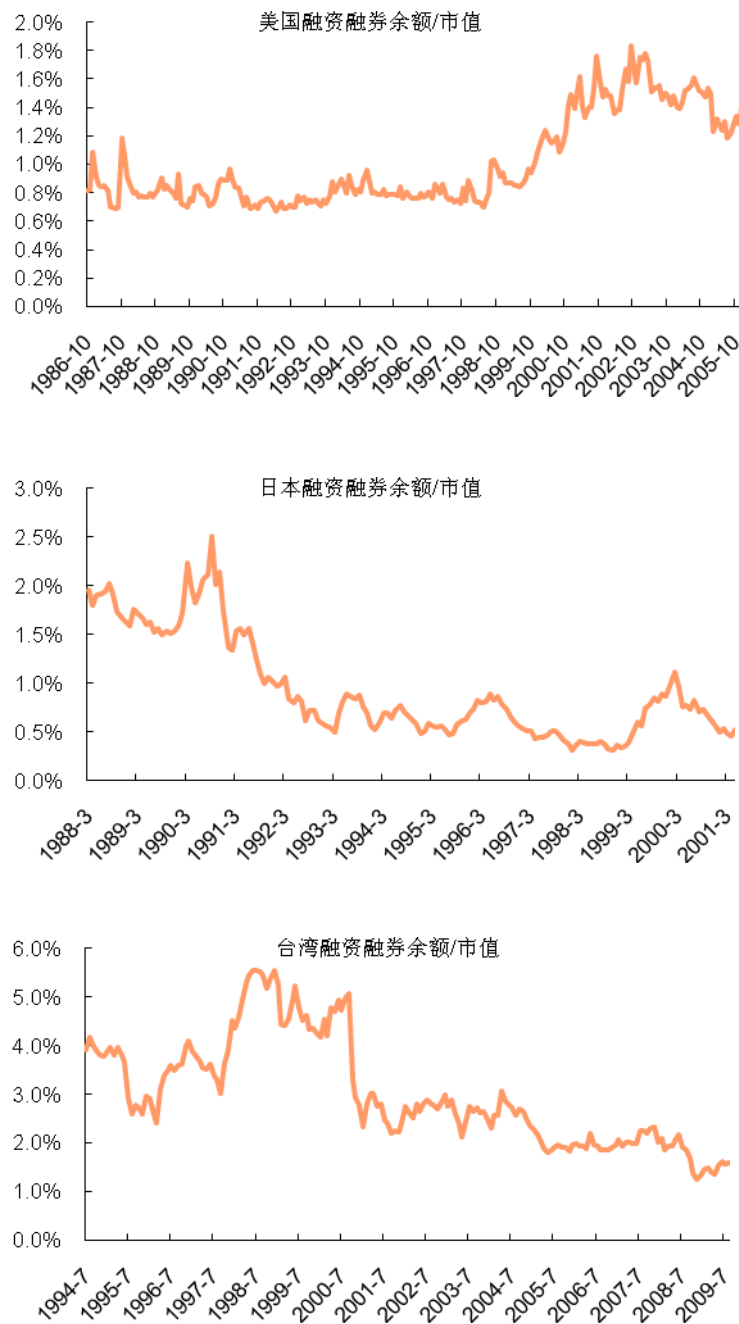
而在融资市场上由于券商自身供应能力尚未用足，转融通短期影响有限。

2) 转融通长期看增加股市资金供给，利好股指

长期看，随着市场需求的增长，转融通提供的资、券比例将会向海外成熟市场的 8:2 结构靠拢，该过程中对股市的资金供给仍将超过股票供给，利好股指。

参考海外成熟市场，融资融券市场容量占股票市值的比例在 1%~2%之间。

图 3： 美、日、台融资融券市场容量



资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

我们按照中间值 1.5%来测算，目前国内股票流通市值为 18.9 万亿元，对应国内融资融券市场发展成熟后的潜在市场容量为 2835 亿元，按照融资、融券 8:2 结构计算，对应潜在融资余额为 2268 亿元，扣除 7 月末 319 亿元融资余额后还存在 1949 亿元的提升，即长期看，相比 6 月末约 8831 亿元的 A 股市场客户保证金可带来 22%的增

量资金。

融资融券业务常规化、转融通两者相权趋利好

如前所述，长期看，两项政策均利好股指；短期看，前者利好股指，后者不利于股指，两者相权后，我们认为短期仍趋利好，主要归于短期内前者增加的资金供给将超过后者增加的股票供给。

1) 资金供给：短期内可新增 92 亿元，约占客户保证金 1%（如前所述）。

2) 股票供给：因融券需求不旺预计金额较低。主要原因：A. 融券标的券范围较窄，仅为 90 支大盘股；B. 经过今年以来的调整，以银行为代表的大盘股普遍估值偏低，缺少做空的空间。

推荐标的：中信、海通、敖东等

受益券商主要分为以下三类：

1) 有望获得后续的融资融券业务资格且业绩弹性较大的券商：山西、国金、国海

由于目前的融资融券市场规模由需求所决定，而需求主要来自于经纪业务客户，因此我们可以使用“经纪业务份额/综合收益”排序来找出有望获得后续融资融券业务资格且业绩弹性最大的前三位：山西、国金、国海。

2) 有望获得转融通优先试点资格的券商及影子股：中信、海通、教东

3) 因转融通启动预期导致股指反弹下因流通市值较小导致股价高弹性：国海、方正、兴业

风险提示：股指受到海外股市调整等噪音的负面影响



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准 20%以上
增持 股价超越基准 10%-20%
中性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减持 股价弱于基准 10%-20%
卖出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易, 可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发, 间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。