

谢佩洁

执业证书编号: S0730511010014

021-50588666-8025

xiepj@ccnew.com

证券行业创新之梳理

证券研究报告—行业专题

发布日期: 2012 年 5 月 15 日

关键要素:

制度改革、创新将是 2012 年资本市场发展的关键所在, 证券行业的改革创新也将迎来战略性发展机遇, “创新驱动” 将是下一阶段证券公司做优做强的主基调, 综合竞争实力强、创新意识领先的证券公司或将在未来市场化改革过程中率先抓住发展机遇, 进一步做优做强。

投资要点:

● **行业创新的政策导向:** 从 2012 年初的全国证券期货监管工作会议至今, 监管层在支持、鼓励行业创新方面已有多方面举措或动向, 包括对推动创新业务发展的相关政策; 而未来行业整体监管思路将是大力支持行业的创新发展, 顺应行业创新发展的新形势, 为证券公司创新发展提供足够空间, 创造良好环境。

● **行业创新切入点:** 创新发展已经成为证券行业的共识, 紧密围绕实体经济需要, 提升中介服务能力, 提供更多的金融产品、交易工具、中介服务是行业发展趋势, 而产品创新方向包括债券质押式报价回购、约定购回式证券交易、分级资产管理计划、优化大宗交易、转融通、股票质押式发债、现金理财计划等, 其中债券质押报价/约定购回证券交易/保证金管理均已在试点中。

● **创新产品推出进程预测:** 结合创新发展研讨会提出的发展思路及目前各项政策推进的速度, 我们认为多数创新产品及相关政策推出将在 2012 年下半年之后, 高收益债试点、融资融券业务资格券商名单的增加及转融通、证券公司代销金融产品范围或将最先实现的创新动向。

● **未来发展展望:** 在行业监管趋于宽松的政策环境下, “创新驱动” 将是下一阶段证券公司做优做强的主基调, 而资本实力和人才将成为证券公司发展的最大制约, 综合竞争实力强、创新意识领先的证券公司或将在未来市场化改革过程中率先抓住发展机遇, 进一步做优做强。

● **风险提示:** 政策推出时间的不确定性; 产品创新涉及监管层、交易所等多个层面, 加大业务推出的难度。

相关研究

证券行业月度报告

证券行业发展机遇之市场篇……2011 年 3 月 15 日

创新助力发展转型, 尚待配套制度明确——证券行业 2011 年二季度投资策略……2011 年 4 月 20 日

政策向好, 业绩不给力——证券行业 2011 年下半年投资策略……2011 年 5 月 31 日

“创新” 承载冬天的火种——证券行业 2012 年投资策略……2011 年 12 月 6 日

联系人: 周楷翔

电话: 021-50588666-8031

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

引言

在《证券行业 2012 年年度投资策略：“创新”承载冬天的火种》中，我们曾提出“推动、鼓励创新业务发展”将是 2012 年证券行业监管的主基调之一，而从资本市场发展方向来看，制度改革、创新将是 2012 年资本市场发展的关键所在，证券行业的改革创新也将迎来战略性发展机遇。今年初以来，证监会、证券业协会就密集地进行券商创新摸底调研，为证券公司创新发展研讨会下发的纲领性文件——《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施（征求意见稿）》更贴合行业发展现状奠定了基础。

目前证券公司创新研讨会已闭幕，本文试图通过梳理监管层支持行业创新发展的相关政策，剖析未来或将大力发展的各项创新业务，以期厘清券商未来的创新路线图。

1. 行业创新的政策导向

1.1 近期政策梳理

从 2012 年初的全国证券期货监管工作会议提出“积极稳妥的推进证券期货领域的改革开放”至今，监管层在支持、鼓励行业创新方面已有多方面举措或动向，这其中包括对推动创新业务发展的相关政策。

1.1.1 风险监管政策动态

随着行业风控能力的提升，监管层结合行业实际情况逐步完善了风险监管的相关政策，如 1 月下发的《完善证券公司风控指标体系总体思路（征求意见稿）》，拟将借鉴新巴塞尔协议将净资本分为核心净资本和附属净资本，建议取消净资本率不低于 40% 的监管指标，采用核心净资本与资产总额比例不低于 5% 的新监管指标。尽管短期内不会带来实质性影响，但明确了鼓励证券公司发展创新业务的长期政策导向。此外，4 月 13 日，证监会发布《关于修改〈关于证券公司风险资本准备计算标准的规定〉的决定》，降低证券公司经纪、自营等多项业务风险资本计算比例，加大了优质公司的优惠力度，从而降低券商经营的资本消耗，在提升资本实力的同时，扩大业务发展空间。

1.1.2 券商业务创新政策动态

券商业务创新政策包括并购基金、高收益债、代销金融产品等多方面：

并购基金：券商发起设立并购基金事宜已于 2 月提上议事日程，业务的开展将一定程度上改变券商并购收入微薄、盈利模式单一的状况；

高收益债：3 月 5 日，证监会同意发行高收益债且相关政策方案已报国务院审批，截至 4 月 26 日，沪深证券交易所均已起草中小企业私募债试点办法，开始履行报批手续。其中，试点范围为京/沪/津/浙/苏/粤等 6 个发达省市的高科技、三农或有自主创新能力的企业，采取注册备案制发行（由沪深交易所操作，各级监管部门不涉及管理或审批），券商自负盈亏。

代销金融产品：4 月底，监管层下发了《证券公司代销金融产品销售管理规

定(征求意见稿)》,提出券商金融产品代销的范围将放宽到国家有关部门或者其授权机构批准或者备案发行的各类金融产品,且证券公司经过必要准备,一般都可取得代销各类金融产品的资格。这将有利于证券公司发挥其专业优势,较好满足客户的多样化需求。

1.1.3 券商创新业务的政策动态

两融业务资格券商专业评审的推进: 3-4月,中国证券业协会组织了两次券商的融资融券业务专业评审:3月14日,国海证券、民生证券、浙商证券等41家券商通过首批两融业务专业评审,4月20日,华融证券、华福证券和国盛证券等10家券商通过第二批两融业务专业评审。这51家券商有望在年内开展两融业务,再加上原有的25家资格券商,可参与两融业务的券商有望增加到76家。

场外市场建设: 年初以来,监管层一直在积极推进场外市场建设,包括新三板扩容与地方OTC市场建设的研究,明确了在总结中关村公司股份转让试点基础上、筹建统一监管下的全国性场外交易市场的发展思路,未来将研究引入做市商制度以及场外市场到场内市场的转板机制。

RQFII额度的增加: 4月3日,经国务院批准,中国证监会、中国人民银行及国家外汇管理局决定新增RQFII投资额度500亿美元,允许试点机构用于发行人民币A股ETF产品,投资于A股指数成份股并在港交所上市,未来试点规模、机构范围及投资比例有望进一步扩大。

1.1.4 制度创新动向

新股发行制度改革: 4月1日,证监会发布《关于进一步深化新股发行体制改革的指导意见(征求意见稿)》,并于28日正式公布。针对“三高”和“新股热”问题,《指导意见》从强化披露的角度提出多项有利于新股理性定价的措施,并强调限制新股过度炒作。同时,对新股询价定价提供了存量发行、取消网下配售锁定期和提高网下配售比例的市场新机制。

国债期货仿真交易: 国债期货交易试点自1995年暂停以来一直未重新开展,在推动债券市场发展的背景下,2月13日,中金所国债期货仿真交易联网测试启动,于4月23日向全市场推广,标志着国债期货正式推出又近了一步。

1.2 下一步监管思路

对于行业下一步监管改革的主要思路,从庄心一副主席在全国证券公司创新发展研讨会闭幕式的讲话内容得以体现:一是坚持正确的监管理念,牢固树立服务意识,不断提高监管公信力;二是在守住监管底线的前提下,包容失败;三是完善监管手段和方法,减少审批,加强事中监测和事后问责,特别是加强对信息披露的监管和对违法违规行为的打击力度,强化行业诚信建设;四是要全力支持行业创新发展,始终如一、坚定务实地做好相关工作。

应该说,创新是证券公司发展的永恒课题,改革、开放、创新、发展是行业今后一段时间的重点;而监管层大力支持行业的创新发展,顺应行业创新发展的新形势,为证券公司创新发展提供足够空间,创造良好环境是未来

行业整体的监管思路。

2、行业创新切入点

全国证券公司创新研讨会为证券行业发展趋势指明方向：证券行业的创新要紧密围绕实体经济需要，提升中介服务能力，为证券市场提供更多的金融产品、交易工具、中介服务。

2.1 中介服务

随着经济增长，我国各类企业尤其是中小企业、科技创新企业的资金需求非常旺盛，而居民资产保值增值的需求也非常强烈，证券行业必须顺应发展趋势，转变原先的通道中介功能，大力发展为客户提供风险管理及流动性支持的资本中介业务：为企业提供投融资、并购重组、管理升级、财务顾问等多方面、专业化的金融服务，借助其在业务范围、投研能力、人才队伍等方面的优势，推进财富管理、固定收益等业务发展，从而真正实现服务实体经济的功能。

2.2 产品创新

创新发展已经成为证券行业的共识，而产品创新是未来行业大力发展的方向之一，我们将此前上海证券交易所针对券商产品创新提出的十一项创新方向进行分类细化分析。

2.2.1 监管层面的创新

证券公司的创新发展离不开监管层的支持，包括融资融券业务尚待转融通的推出、券商资管业务期待监管放松及投资范围的扩大等。

(1) 转融通

融资融券业务自 2010 年 3 月 31 日启动试点以来，至今已长达 2 年多，规模不断扩大，截至 5 月 8 日，融资融券总额 508.64 亿元，而融资融券交易给券商带来的利息、佣金收入也开始逐步显现其贡献，但融资融券日均交易额在沪深两市交易额的占比仍偏小、仅 2% 左右，且多数情况下，融资融券余额中融资占比 97%、融券占比 3%，这主要受制于初始制度设计中对券商只能以自有资金和自营所持品种向客户提供融资融券所需的资金和股票。随着 2011 年底《转融通业务监督管理试行办法》、修改后的《证券公司融资融券业务管理办法》、《融资融券交易实施细则》等多项政策的发布，融资融券标的证券范围的调整，意味着融资融券业务正式转常规、转融通进入最后的冲刺期。

2012 年以来，证券业协会已组织 2 批专业评审，参与两融业务的券商数量有望大幅增加；各券商向证金公司报送数据系统开发和测试工作也在紧锣密鼓的开展中，而在证金公司与券商之间的技术系统联网测试结束后，下一阶段将进入转融通参与各方的全系统联网测试，预示着转融通的推出指日可待。对于券商而言，长期来看，转融通的推出，将能有效解决其可融券种

范围的限制，包括券商、集合资管计划、基金、保险等在内的多类机构均可提供券源供融出，增加信用交易量，融资融券标的的证券交易活跃度和流动性将进一步提升，融资融券业务有望大规模增长，券商从证金公司融入券后融出给客户，从中赚取一定的差价收入，在利息收入增加的同时也将推动经纪业务量价齐升，为券商提供新的收入来源。

(2) 券商的分级资产管理计划

目前券商资管业务发展所受的限制较多，不仅产品投资范围仅限于二级市场股票、债券、证券投资基金等常规投资标的，产品形态也较为单一，没有类似基金保本或分级的产品，且按照资管业务目前的管理办法，集合资管计划设定为均等份额，客户按其所拥有的份额在集合资产管理计划资产中所占的比例享有利益、承担风险，无法满足不同风险偏好的客户需求。

随着各类创新政策的逐步落实，未来资管发展将呈现众多变化：1) 监管放松：主要体现在集合理财产品审批制转向备案制、资管投资范围和产品设计等多方面的放松、创新资管产品试点的推广（如信达证券的客户保证金管理计划）、投资者范围的扩大及门槛的降低等；2) 投资范围扩大：扩大至包括未上市公司股权、PE 基金、信托及银行理财产品、各类收益权，以及传统投资领域之外的房地产、大宗商品、艺术品等实物资产等，从而实现资管业务由传统的证券资产管理模式向全方位的资产管理模式发展。3) 产品设计多样化：允许在资管产品设计时适当增加杠杆、结构化，如参照基金的分级基金，根据客户不同的风险偏好，将资管产品设计成低风险收益、中等风险收益、高风险收益等多种份额，不同风险对应不同的收益分配，高风险收益的份额与净值变化相挂钩、有一定杠杆等。

2.2.2 交易所层面的创新

从交易所层面来看，包括沪深证券交易所、中金所在内，交易所拟加大研究或将推出的金融产品，为证券公司开发、丰富产品线提供了更多的选择，间接推动证券公司的创新发展。

(1) 推出 ETF 新品种

截至 2011 年底，沪深两市共有 37 只 ETF，2011 年度 9 月份后无新 ETF 成立，而进入 2012 年以来，3-5 月新成立了 5 只 ETF，包括博时上证自然资源 ETF、嘉实沪深 300ETF 等，这也符合了上海证券交易所提出的创新方向之一——推出 ETF 新产品，我们预计未来将有更多的 ETF 产品推出，产品类型涉及多个行业、领域，如货币、债券、商品类 ETF 等，不仅增加了投资者的产品选择，也提升市场流动性。

表 1: 沪深两市目前的 ETF 品种

ETF 简称	基金成立日	基金规模 (亿元)	ETF 简称	基金成立日	基金规模 (亿元)
华夏上证 50ETF	2004-12-30	213.21	富国上证综指 ETF	2011-01-30	4.09
易方达深证 100ETF	2006-03-24	196.85	国泰上证 180 金融 ETF	2011-03-31	9.10
华安上证 180ETF	2006-04-13	102.82	诺安上证新兴产业 ETF	2011-04-07	6.53
华夏中小板 ETF	2006-06-08	37.69	海富通上证非周期 ETF	2011-04-22	3.21
华泰柏瑞红利 ETF	2006-11-17	17.45	广发中小板 300ETF	2011-06-03	7.77
工银上证央企 50ETF	2009-08-26	6.82	博时深证基本面 200ETF	2011-06-10	2.10
交银 180 治理 ETF	2009-09-25	29.82	中银上证国企 ETF	2011-06-16	1.29
南方深成 ETF	2009-12-04	27.73	招商深证 TMT50ETF	2011-06-27	3.42
博时超大盘 ETF	2009-12-29	11.10	嘉实深证基本面 120ETF	2011-08-01	4.30
易方达上证中盘 ETF	2010-03-29	9.67	华宝兴业上证 180 成长 ETF	2011-08-04	3.86
华宝兴业上证 180 价值 ETF	2010-04-23	11.57	鹏华深证民营 ETF	2011-09-02	3.89
建信上证社会责任 ETF	2010-05-28	3.72	建信深证基本面 60ETF	2011-09-08	3.73
鹏华上证民企 50ETF	2010-08-05	3.28	汇添富深证 300ETF	2011-09-16	2.52
南方小康产业 ETF	2010-08-27	3.06	南方上证 380ETF	2011-09-16	2.12
海富通上证周期 ETF	2010-09-19	3.15	易方达创业板 ETF	2011-09-20	4.61
工银瑞信深证红利 ETF	2010-11-05	9.64	交银深证 300 价值 ETF	2011-09-22	0.80
华安上证龙头 ETF	2010-11-18	7.92	国泰中小板 300 成长 ETF	2012-03-15	3.45
国联安上证商品 ETF	2010-11-26	9.45	嘉实中创 400ETF	2012-03-22	2.90
招商上证消费 80ETF	2010-12-08	12.96	博时上证自然资源 ETF	2012-04-10	9.54
大成深证成长 40ETF	2010-12-21	15.03	华泰柏瑞沪深 300ETF	2012-05-04	329.69
华泰柏瑞上证中小盘 ETF	2011-01-26	1.19	嘉实沪深 300ETF	2012-05-07	193.33

资料来源: 中原证券研究所, wind 资讯

(2) 期权模拟交易

年初至今,关于期权产品的推出已多次出现在媒体报道中,包括中金所、郑州/大连/上海商品交易所在内的多个交易所均在积极筹备。5月7日,大连商品交易所正式启动了商品期货期权的内部仿真交易,是国内首次启动商品期货期权仿真交易,也为后续其他期权仿真交易如上期所的铜期权、中金所的沪深 300 股指期货期权等的推出奠定了基础。

期权风险、收益的非线性,使得期权与期货、期权之间构造各类复杂的资产组合,为后续期权产品多样化提供可能性,也为期货公司或证券公司充当期权交易做市商提供可能,从而增加新的价差收入来源;而期权模拟交易未来也或将引入资管投资范围中,投资范围及收费模式的多样化,都可能为券商资管业务提供更多的收入来源。

(3) 优化大宗交易

大宗交易主要是针对一笔数额较大的证券买卖,我国现行有关交易制度规则,如果证券单笔买卖申报达到一定数额的,证券交易所可以采用大宗交

易方式进行交易，如 A 股单笔买卖申报数量在 50 万股（含）以上，或交易金额在 300 万元（含）人民币以上等。

从 2002 年 2 月 25 日大宗交易制度首先在深交所开启以来，沪深两市的大宗交易机制历经调整完善，上交所 2012 年 3 月 13 日下发的《关于征求优化大宗交易机制有关措施意见的函》计划进一步优化大宗交易机制，主要体现在：1）延长大宗交易时间：在竞价交易市场收盘后增加一个独立的大宗交易时段（16:00-20:00）；2）降低大宗交易门槛：A 股最低额度调整至“10 万股或 60 万元人民币”、B 股“10 万股或 6 万元美元”、基金“60 万份或 60 万元人民币”，国债及债券回购“100 手或 10 万元人民币”，其他债券“50 手或 5 万元人民币”；3）放宽涨跌幅限制范围：提供带锁定期大宗交易机制，受让投资者购入的股份被锁定一定时期不得转让，大宗交易成交价格的涨跌幅限制幅度越宽，锁定期越长；4）增加大宗交易申报类型。

上交所优化大宗交易机制主要是希望增加大宗交易的规模和活跃度，能为机构投资者和产业资本提供更多交易手段，有利于提高机构投资者在市場中的参与度和活跃度；截至 5 月 8 日，今年以来沪深两市大宗交易累计成交 1747 笔，累计成交量 41.16 亿股，成交金额 430.52 亿元。

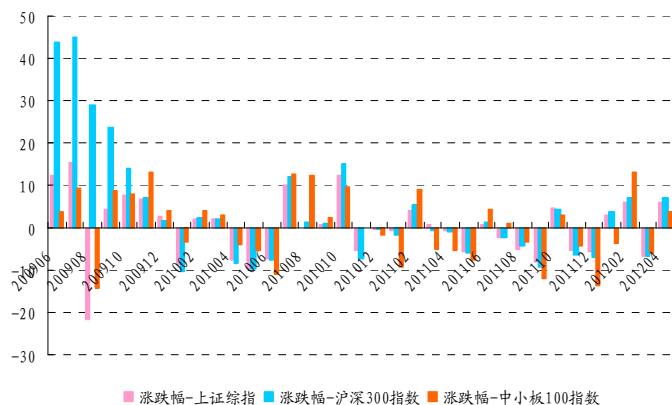
（4）研究备兑权证方案

备兑认股权证是由上市公司以外的第三者（一般是投资银行、券商等金融机构）发行的，用以购买上市公司一定数量股票的权利凭证，其实质上是一种股票看涨期权。

随着 2005 年 8 月宝钢的股改权证在上海证券交易所挂牌，以及沪深交易所分别发布《权证管理暂行办法》，在股权分置改革的大背景下，我国正式启动了股票权证市场的发展进程，认股权证在国内面临重大的发展机遇。而随着上市公司股权分置改革的相继结束，长虹 CWB1 于 2011 年 8 月 11 日迎来了最后交易日，沪深两市股权权证正式退出历史舞台。从成熟市场的发展路径来看，股本权证市场地位逐步衰退，备兑权证成为权证市场发展的主流方向，如香港权证市场中有近 99% 的权证为备兑权证。

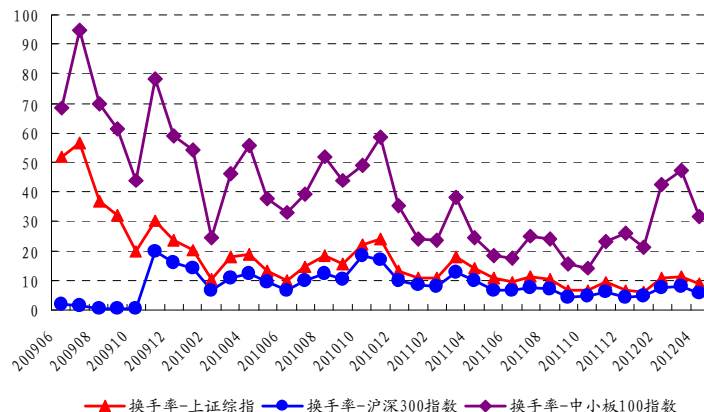
上交所此次重新提出研究备兑权证方案，正是顺应我国金融市场改革趋势。随着国内资本市场不断成熟，市场规模趋于扩大，市场换手率逐步下降，2010 年以来三大指数市场换手率整体呈现下滑态势，备兑权证的推出有助于活跃证券市场交易，其对信息的敏感度也有助于价值发现，引导市场投资理念。对于券商而言，备兑权证为金融机构特别是券商带来了拓展业务的机会，有助于改善目前券商业务品种较之海外投行仍较少的情况，增加包括经纪业务、承销业务、抑或自营业务在内等多项业务的新的收入来源；券商通过发行备兑权证获得权证发行收入，一定程度上缓解券商因短期包销所造成的资金压力，降低了经营风险。

图 1：2009 年 6 月以来的市场运行情况



资料来源：中原证券研究所，wind 资讯

图 2：近几年市场换手率情况



资料来源：中原证券研究所，wind 资讯

2.2.3 券商层面的业务创新

近年来，已有创新意识较领先的证券公司尝试结合客户需求进行各类创新业务的研究，以期在满足客户需求的同时增加新的收入来源，一定程度上改变“靠天吃饭”的劣势，从而保证经营稳定性，这些业务也将是未来行业大力推广的方向。

(1) 债券质押式报价回购

债券质押式回购，是指符合条件的投资者与其指定交易的证券公司之间进行的特定债券质押式回购，证券公司提供债券作为质物，以标准券折算比率计算出质押债券的标准券数量为融资额度向投资者融入资金，投资者按照规定收回融出资金并获得相应收益。这项业务的实质是一种限定在证券公司与符合条件的公司客户之间，通过上交所综合业务平台进行交易确认，中登公司提供净额非担保结算的特定债券质押回购。

该业务主要目的是提高客户保证金的使用率，通过投资于短期的银行隔夜拆借、通知存款等以期获得远高于活期存款利息的利率，券商与客户分成超额收益，但倘若客户提前赎回，客户只能获得活期存款利率；而质押的债券多数为企业债，随着业务需求的增加也会推动企业发债，从而为证券公司增加承销收入来源。

从风险来看，正回购交易最大的风险是欠库和欠资：前者是指当债券折算率降低后没能及时补足债券，致使标准券可融资的资金量小于直接融入资金量；后者是指当质押债券到期还款时，账户上可用资金不足以归还融资的资金及应付的利息，当出现欠库或欠资时，会被罚款甚至收回回购交易的权利。而逆回购交易一般没有风险，逆回购方直接针对的第三方是中登公司，若债券质押方到期不能按时还款，中登公司先垫付资金而后通过罚款和处置质押券等方式向融资方追讨，逆回购的风险来自于机会成本，即失去逆回购期间选择其他更高收益品种的机会。

目前投资者参与该项业务有一定的资金门槛，如托管资产和资金余

额合计 50 万元以上，且开户 6 个月以上；而目前券商只有获得监管层批准后才能开展该项业务试点。

(2) 约定购回式证券交易

约定购回式证券交易是指符合条件的客户以约定价格向其指定交易的证券公司卖出标的证券，并约定在未来某一日期客户按照另一约定价格从证券公司购回标的证券，除指定情形外，待购回期间标的证券所产生的相关权益于权益登记日划转给客户的交易行为。

对于投资者而言，通过约定购回交易可以提高其所持股票的流动性，为其提供生产经营所需资金，维持企业经营稳定，尤其是持有大宗股票的机构客户，如已解禁的大小非等投资者可以选择与券商进行回购交易、盘活存量股票，个人客户目前融资主要是高成本的股票质押信托融资，回购交易可以使其在控制持股股份的同时解决短期资金困难；对于券商而言，该业务的收入贡献取决于净资本实力及回购交易利率水平，目前市场大小非规模将为券商提供足够的客户资源，净资本实力决定了业务开展空间。

目前券商需通过上交所相关业务的专业评价和交易系统测试，并由监管层批准后方可开展该项业务；该项业务仍属于试点期间，且仅针对机构投资者，个人投资者目前尚不能参与、未来有望放开。

该项业务的主要优势在于灵活而低廉的融资成本，回购交易利率高于银行的票据贴现利率，低于信托的股权质押产品的折现率：目前其年化利率约 9%-10%，较信托融资 12%-15% 的年化利率低 3-5 个百分点，购回期限最长不超过 182 天；而资金到账效率高是其另一优势，交易后 2 天资金便可到账。而该项业务风险主要包括集中度风险（融出资金过于集中于少数客户/证券品种/行业）、流动性风险（筹措资金的金额、期限与约定购回所用资金的金额、期限不匹配所导致的流动性不足）、信用风险（客户未能按照协议约定按期足额偿还交易款项）和市场风险等方面，证券公司可以根据客户账户内标的证券市值及集中度管理要求为每个客户设定最大交易额度交易管理，一定程度减少风险影响。

(3) 构建基金销售和服务平台

目前我国开放式基金销售渠道整体延续着银行渠道为主、基金直销和券商为辅的局面，发达国家则以第三方机构为主，多渠道、多费率层次的基金销售模式，而 2012 年 2 月证监会公布了首批第三方基金销售牌照名单，意味着第三方基金销售公司将进入基金销售领域，销售渠道的竞争不可避免。

我国目前基金销售费率水平相对较单一，附加值较高的投顾销售模式发展尚处于起步阶段，而券商渠道在基金销售中明显处于弱势地位，若想在第三方基金销售渠道增加的背景下，保持原有市场份额并有所扩张，券商就需要从维护客户群体、拓展营销方式、提高营销专业水平上有所突破，而专业的基金销售支持和服务平台也是重要的辅助手段，依靠专业平台实现对基金的全方位评价、分析，实现降低培训成本、统一服务模式的集中营销管理模式，快速培养专业化投资理财顾问，保证基金销售的稳步推进及客户资源的盘活，从而保证券商基金销售收入来源的稳定性。

（4）股票质押式发债

根据 2004 年证监会、银监会和中国人民银行联合发布的修订后《证券公司股票质押贷款管理办法》，股票质押贷款是指证券公司以自营的股票、证券投资基金和上市公司可转换债券作质押，从商业银行获得资金的一种贷款方式。对于证券公司而言，股票质押发债，使其能结合自身业务发展需要及市场情况进行债券期限、利率的设计，更加适合市场需求，将拓宽其融资渠道，增加资金流动性，从而增强其抗风险能力；此外，证券公司还能在公司客户范围内挖掘持有股票不愿卖出、且存在短期融资需求的客户，由证券公司担任发行中介，为其提供发行定向私募债券的服务，从而收取承销发行的中介费用，拓展收入来源。

但股票质押式发债整体质押条件较高，且股票质押率最高不能超过 60%，一定程度制约了所贷资金量：质押股票原则上应业绩优良、流通股本规模适度、流动性较好，而对上一年度亏损、前 6 个月股票价格波动幅度超 200%、可流通股份过度集中、停牌/除牌/特别处理、证券公司持有一家上市公司已发行股份 5%以上（不含因包销购入售后剩余股票情况）的股票均不能成为质押物等。

（5）现金理财计划

保证金现金管理是近年来券商理财的创新之一，该项业务最早试水的是信达证券，2011 年 10 月监管层批准信达证券设立现金宝集合资管计划，同意其开展规模不超过 70 亿元的客户保证金现金管理业务。这是自 2004 年券商综合治理以来，监管部门首度允许证券公司将客户保证金纳入资产管理范畴，也是信达证券顺应客户对资产增值的需求的创新之举。

“客户保证金现金管理计划”是指在不影响投资者正常证券交易的前提下，券商可于每日收盘后，自动抓取签约客户的闲置保证金投向银行间货币市场，以取得高于活期存款的收益。据数据显示，中小券商客户闲置保证金一般能达到 60~70 亿元，大券商客户闲置保证金可高达数百亿元，倘若该项保证金管理试点业务大幅扩容至多数券商，长期存放在托管银行中的巨额客户闲置保证金将被有效激活。对于客户而言，该业务能使其闲置账户资金获得远超年化 0.5%活期利率的收益，对于券商而言，该业务可以为其提供一定比例的业绩报酬，从而实现客户和券商的“双赢”，也推动券商经纪业务由通道式服务转向财富管理的转型。

（6）基于大宗交易平台的创新

3 月 19 日，花旗银行通过上交所大宗交易平台转让浦发银行股份，该笔大宗交易席位发生在海通证券的营业部，为该营业部提供了超 200 万的佣金收入。对于证券公司而言，基于大宗交易平台进行创新，开发包括融资、交易、投资类多样化的创新产品，发挥券商资本中介的服务优势，为高端机构及高净值客户提供财富管理增值服务（包括股权托管等），是未来经纪业务转型的方向之一。

3. 小结

3.1 创新产品推出的进程预测

结合证券公司创新发展研讨会提出的发展思路及目前行业各项政策推进的速度，我们认为多数创新产品及相关政策推出的时间点将在 2012 年下半年之后，具体进程预测如下：

2012 年上半年（5~6 月）有望推出的产品或政策动向有：高收益债试点、融资融券业务资格券商名单的增加；

2012 年 6~8 月有望推出的产品或政策动向有：转融通、证券公司代销金融产品范围；

2012 年下半年有望推出的产品或政策动向有：资管备案制、债券质押报价回购/约定购回证券交易/保证金管理试点的推广、营业部组织创新及放宽业务范围；

2012 年底~2013 年：证券公司风险控制指标体系的修改、证券公司长效激励机制的研究、证券公司发行上市和并购重组及跨境业务发展、

3.2 未来发展展望

制度改革、创新将是 2012 年资本市场发展的关键所在，证券行业的改革创新也迎来战略性发展机遇，创新为导向的市场化改革，将使得证券行业同质化经营、盈利模式趋同的竞争态势在未来 2~3 年时间内得以改善。随着市场化改革的不断深化，做市商制度、衍生品交易等更多的创新业务将得以陆续推出，产品多样化、业务及服务多元化、盈利来源多元化将是未来行业的发展趋势。

在行业监管趋于宽松的政策环境下，“创新驱动”将是下一阶段证券公司做优做强的主基调，而资本实力和人才将成为证券公司发展的最大制约，综合竞争实力强、创新意识领先的证券公司或将在未来市场化改革过程中率先抓住发展机遇，进一步做优做强。

3.3 投资建议

虽创新大会已闭幕，券商股也出现了一定的调整，尤其是创新大会召开前后的表现分化较为明显，我们认为这更多的是基于经营业绩的反应。行业创新并非一蹴而就，而是一个长期、持续的过程，创新业务的业绩贡献也将逐步得以体现，而创新大会是行业创新加速的里程碑，创新将是未来券商股的投资主线，创新意识领先、资本实力强且业务优势明显的券商将是较好的投资品种。

4. 风险提示

- 1、政策推出时间的不确定性；
- 2、产品创新涉及监管层、交易所等多个层面，加大业务推出的难度。

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分析师资格。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。

免责条款

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。

转载条款

本报告版权归中原证券股份有限公司（以下简称公司）所有，未经公司书面授权，任何机构、个人不得刊载转发本报告或者以其他任何形式使用本报告及其内容、数据。