



转融券试点短期影响有限，两融成熟期将提升券商 ROE 约 5 个百分点

——转融券试点推出点评

分析师

黄 斌 0755-83516204

执业证书编号 1070512060001

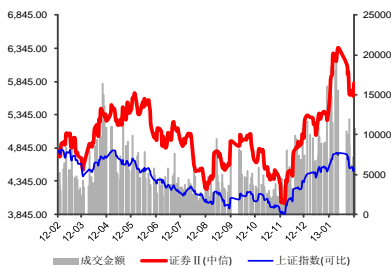
联系人

陈 雯 0755-83511405

从业证书编号 S1070112020006

投资评级：推荐（维持）

股价走势图



相关报告

《标的扩容利好券商，今年两融业务收入占比有望超 10%》——融资融券标的扩容点评

2013-01-30

《扩容象征意义大于实际意义，转融券推出在情绪上构成利空》——转融通试点扩容简评

2012-11-15

《转融通推出在即，长期利好券商》——券商创新业务专题研究之融资融券

2012-5-29

投资建议：

今年券商板块仍延续去年“反弹+创新”的双轮驱动投资逻辑，作为周期性板块，有望受益于“两会”后的新政带来的大盘反弹；作为金融创新的受益板块，今年 5 月份即将召开的券商创新大会确认创新政策将持续推动，将带来券商盈利模式的多元化，使券商冗余资金得到更有效的利用，提升券商 ROE。维持行业“推荐”评级，建议从基本面角度配置传统业务占优、创新业务领先的中信证券（600030）、海通证券（600837）、广发证券（000776）。

要点：

- **转融券推出，首批 11 家券商试点。**中国证券金融股份有限公司于 2013 年 2 月 28 日正式启动转融券业务试点，首批试点的 11 家证券公司既可作为借入人向证金公司申报融入证券；并可为符合条件的机构客户提供证券出借交易代理服务。试点初期，暂不采用约定申报方式，暂不办理转融券交易展期。试点期间转融券标的是 90 只股票，包括上证 50 的 50 只股票和深证成指的 40 只股票，分别占沪市 A 股流通市值的 55% 和深市 A 股流通市值的 27%。
- **短期不会刺激融券规模大幅度增加。**我们认为推出转融券后，短期内融券业务量增加有限：1) 转融券数量少且为大盘蓝筹股，做空具备一定难度；2) 客户操作习惯，融券卖空交易习惯还未建立；3) 目前融券客户很多都是做 T+0 交易获取短期价差收入，直通式转融券模式使得融券客户无法做 T+0 交易。
- **成熟期两融业务将使券商 ROE 提升约 5 个百分点。**融资融券交易额占 A 股市场交易额的比例只有 4.9%，而台湾融资融券交易额占市场总交易额的比例为 30% 左右，如果大陆两融市场发展达到台湾的规模，则两融业务规模还有 5 倍的增长空间，据此判断成熟期两融余额将达到近 8000 亿元。假设证券公司用于两融业务的自有资金占比在 20%~40% 之间，两融余额中融资余额占比在 70%~90% 之间，融资融券和转融通利息率保持现有水平，则两融业务带来的 ROE 的提升在 4.7%~5.4% 之间。
- **风险提示：**股市下跌的系统性风险，创新政策不达预期风险。

目录

1. 转融券推出，首批 11 家券商试点	3
2. 短期并不会刺激融券规模大幅度增加.....	4
3. 成熟期两融业务将使券商 ROE 提升约 5 个百分点.....	5
4. 投资建议	8

图表目录

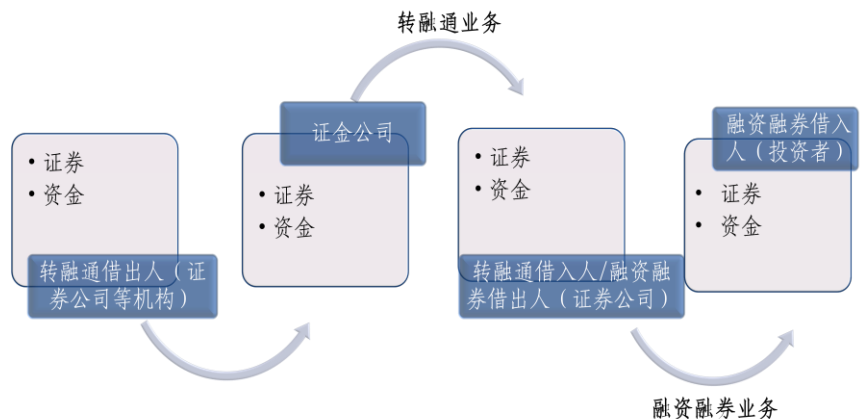
图 1: 融资融券和转融通图解	3
图 2: 转融通业务流程（以转融券为例）.....	3
图 3: 沪市 50 只标的股票流通市值占比.....	4
图 4: 深市 40 只标的股票流通市值占比.....	4
图 5: 转融通试点扩容至 52 家券商	4
图 6: 融券余额占融资融券余额比例不到 4%.....	5
图 7: 台湾融资融券交易占市场总交易量 30%左右.....	6
图 8: 中国融资融券交易占市场总交易量比例为 4.9%.....	6
图 9: 2012 年两融业务收入占比达 4.06%.....	7
图 10: 传统中间业务获得新发展，创新的资产业务不断扩容深化.....	9
图 11: 各类创新业务将带来 ROE 的提升.....	9
表 1: 证券公司转融通成本和息差	6
表 2: 两融业务带来的券商 ROE 提升测算.....	7
表 3: 两融业务带来 ROE 提升敏感性分析.....	8

1. 转融券推出，首批 11 家券商试点

中国证券金融股份有限公司（简称证金公司）于 2013 年 2 月 28 日正式启动转融券业务试点。根据《中国证券金融股份有限公司转融通业务规则（试行）》的相关规定，确定中信证券、光大证券、广发证券、国泰君安证券、国信证券、海通证券、华泰证券、申银万国证券、招商证券、中国银河证券、中信建投证券作为首批试点的 11 家证券公司与证金公司开展转融券业务，既可作为借入人向证金公司申报融入证券；并可为符合条件的机构客户提供证券出借交易代理服务。试点初期，暂不采用约定申报方式，暂不办理转融券交易展期。

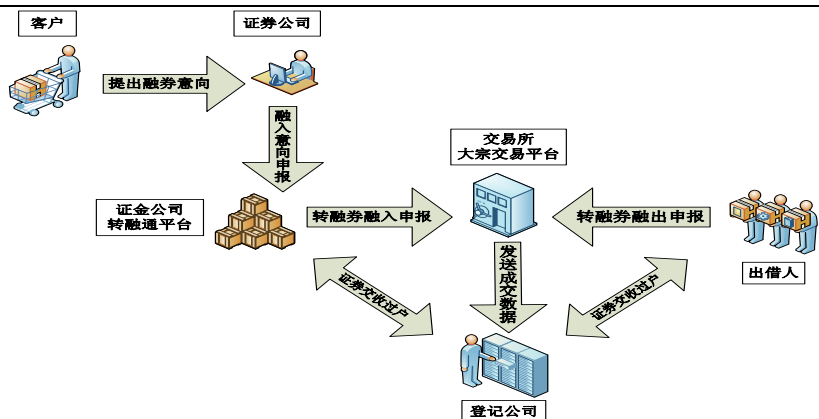
证券公司申报方式分为约定申报和非约定申报，所谓约定申报是指证券公司已经找到愿意出借证券的对手方，只需通过证金公司的通道完成交易，类似于股票交易中的大宗交易；所谓非约定申报是指证券公司没有找到愿意借券的对手方，需要证金公司进行撮合，类似于股票交易中的竞价交易。在试点期间暂不采用约定申报方式，而采用非约定申报方式。

图 1：融资融券和转融通图解



资料来源：长城证券研究所

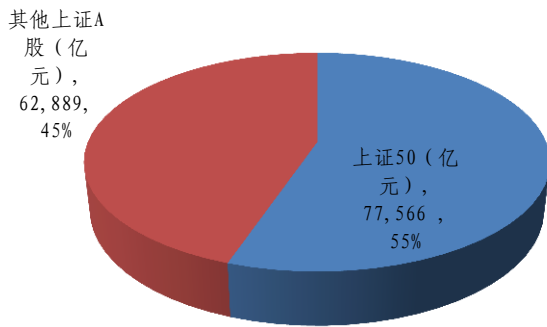
图 2：转融通业务流程（以转融券为例）



资料来源：长城证券研究所

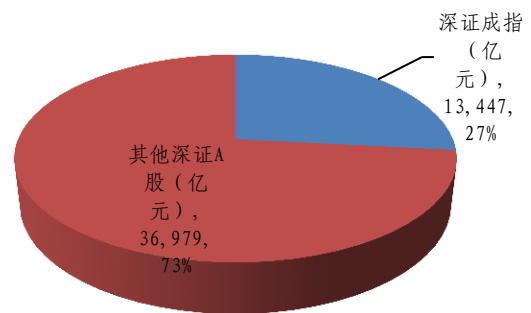
据了解，试点期间转融券标的是 90 只股票，包括上证 50 的 50 只股票和深证成指的 40 只股票，主要是从现有 500 只融资融券标的股票中选取的流通市值较大、流动性和交易活跃度较好的股票，其中上证 50 的股票流通市值占沪市 A 股流通市值的 55%，深圳成指的股票流通市值占深市 A 股流通市值的 27%。

图 3：沪市 50 只标的股票流通市值占比



资料来源：Wind, 长城证券研究所整理

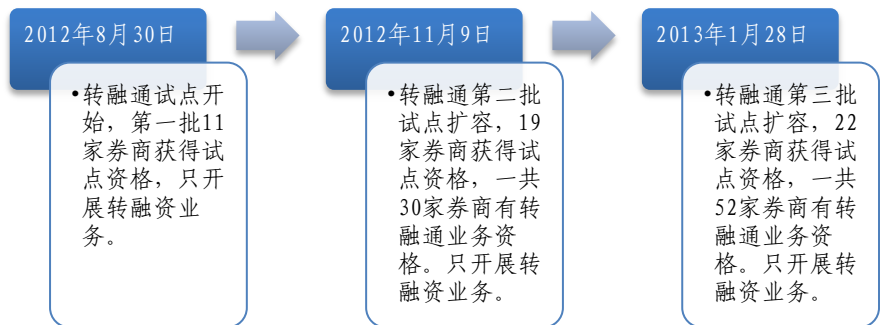
图 4：深市 40 只标的股票流通市值占比



资料来源：Wind, 长城证券研究所整理

转融通业务试点是 2012 年 8 月 30 日中国证券金融公司推出的，采取先推出转融资业务，再推出转融券业务的方式，经过三批扩容，目前参与转融资业务试点的证券公司达到 52 家，但一直没有推出转融券交易。

图 5：转融通试点扩容至 52 家券商



资料来源：长城证券研究所整理

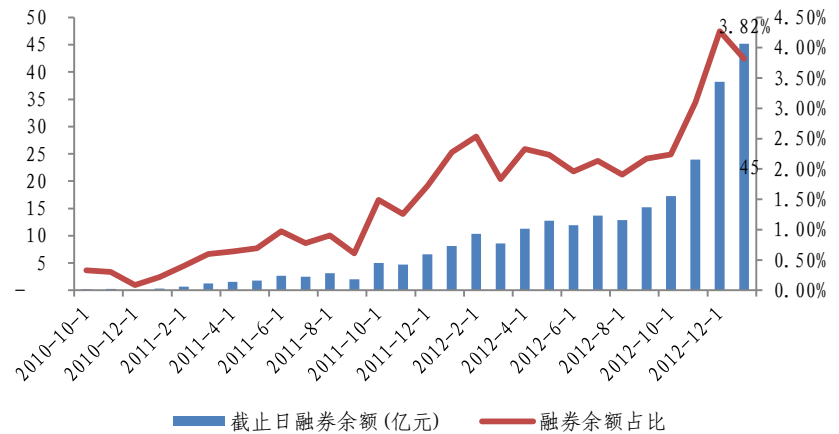
2. 短期并不会刺激融券规模大幅度增加

2013 年 1 月底的数据显示融券余额为 45 亿元，只占融资融券余额的 3.82%，远没有融资需求量大。转融券业务试点的推出，增加了融券交易的证券来源，会增加证券融券业务规模，增加证券公司两融业务收入；同时，融券规模增加，会对市场构成一定利空，从而对证券公司的经纪业务造成一定负面影响。但我们认为推出转融券后，融券规模短期内不会显著扩大，对市场影响十分有限：

- 1) 转融券数量少且为大盘蓝筹股。转融券试点期间转融券标的只有 90 只股票，且均为大盘蓝筹股，做空具有一定难度。
- 2) 客户操作习惯。根据调研了解，目前两融客户的操作习惯还是做融资买入，融券卖空的交易习惯还未建立。
- 3) 直通式转融券模式使得融券客户无法做 T+0 交易。目前融券客户很多都是做 T+0 交易获取短期价差收入。如果转融券，则难以做 T+0 交易。从证券公司的角度，办理转融券有两种方式：一种是直通式，即客户提出融券需求，证券公司根据客户需求向证金公司申请借入证券，等证券到账后再借给客户，但只能在第二天到达客户账上，无法做 T+0 交易；第二种是随借随还，证券公司提前借入证券，类似于自有证券放在证券池，客户可以做 T+0 交易。但第二种方式需要证券公司有足够大的融券客户群和融券需求，目前大部分证券公司还不具备条件，一般采用第一种直通式，这种方式下，客户无法做 T+0 交易，融券需求会受到抑制。

总之，我们认为短期内融券业务量增加有限，对市场影响也有限。长期来看，随着客户操作习惯改变、客户规模扩大、券种增加，融券业务规模将会增加。

图 6：融券余额占融资融券余额比例不到 4%

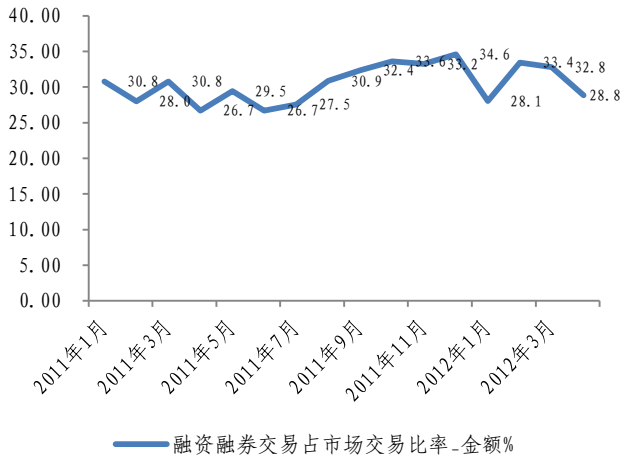


资料来源：wind，长城证券研究所整理

3. 成熟期两融业务将使券商 ROE 提升约 5 个百分点

虽然两融业务增长迅速，但规模仍较小，还存在巨大的增长空间。融资融券交易额占 A 股市场交易额的比例只有 4.9%，而投资者结构与大陆类似，均为散户占比较高的台湾，其融资融券交易额占市场总交易额的比例为 30% 左右，如果大陆两融市场发展达到台湾的规模，则两融业务规模还有 5 倍的增长空间。

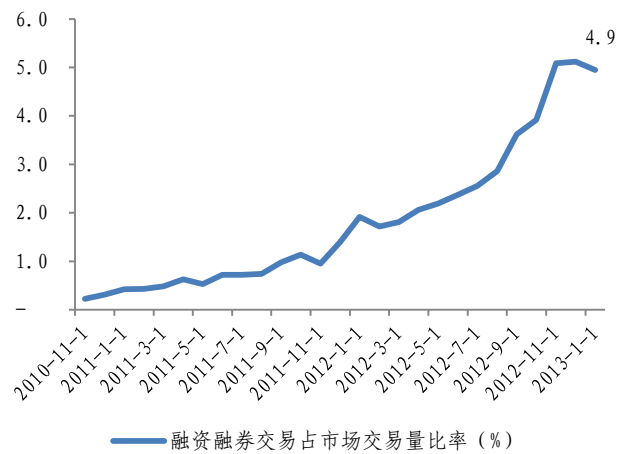
图 7：台湾融资融券交易占市场总交易量 30%左右



资料来源：台湾交易所，长城证券研究所整理

备注：信用交易占买卖量值比率，为信用交易合计数（融资买入+还款+融券卖出+还券）对两倍成交量（买加卖）之百分比

图 8：中国融资融券交易占市场总交易量比例为 4.9%



资料来源：Wind，长城证券研究所整理

备注：根据市场交易量数据推算每股交易价格约 10 元，由此计算融券卖出金额，没有还券数据，考虑到占比较小，计算比率时予以忽略。

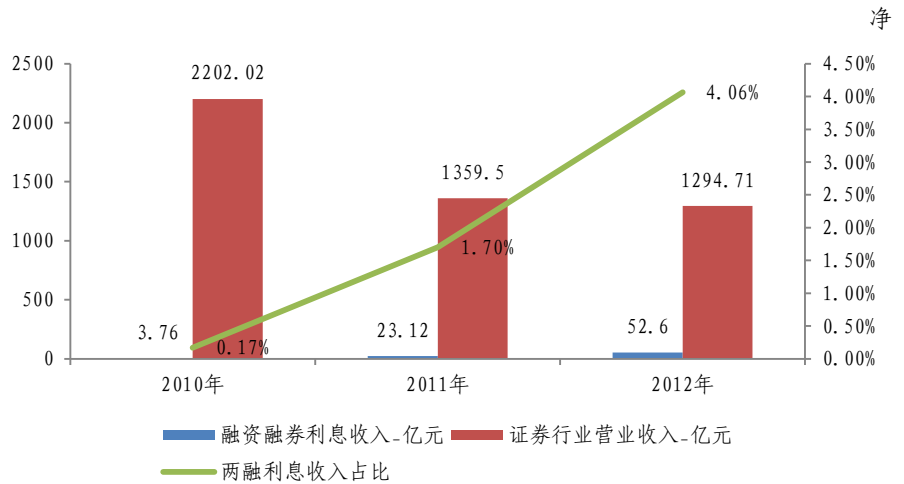
目前融资年化利率大约为 8.6%，融券年化费率大约为 10.6%，转融资年化利率是 5.6%~5.8%，预计转融券年化费率约为 3.5%~4.0%。假设证券公司自有资金成本 3%，则证券公司通过自有资金做融资业务大约能获得 5.6%的息差，转融券能获得 7.6%的息差；证券公司通过转融资大约能获得 2.9%左右的息差，通过转融券大约能获得 6.8%左右的费差。

表 1：证券公司转融通成本和息差

期限	转融资费率	融资利率	转融资息差	期限	转融券费率	融券费率	转融券费差
7 天	5.60%	8.60%	3.00%	3 天	4.00%	10.60%	6.60%
14 天	5.70%	8.60%	2.90%	7 天	3.90%	10.60%	6.70%
28 天	5.80%	8.60%	2.80%	14 天	3.80%	10.60%	6.80%
				28 天	3.70%	10.60%	6.90%
				182 天	3.50%	10.60%	7.10%

资料来源：证金公司，长城证券研究所

图 9：2012 年两融业务收入占比达 4.06%



资料来源：wind，长城证券研究所整理

2012 年证券公司两融业务利息收入 52.60 亿元，截至本年 2 月底的两融余额已经突破 1300 亿元，根据前面的分析，我们判断我国两融市场规模还有 5 倍的增长空间，则成熟期两融余额将达到近 8000 亿元。

截至 2012 年底 114 家证券公司净资产规模 6943.46 亿元，如果净资产规模不变，假设成熟期证券公司用于两融业务的自有资金占比 30%，两融余额中融资余额占比 80%，则经过测算，可以得到在成熟期，两融业务将带来净利息收入 351 亿元，提升 ROE 约 5.0%。假设证券公司用于两融业务的自有资金占比在 20%~40%之间，两融余额中融资余额占比在 70%~90%之间，则两融业务带来的 ROE 的提升在 4.7%~5.4%之间。2012 年整个证券行业的 ROE 为 4.7%，则其他业务情况不变，意味着两融业务将使券商 ROE 提升一倍。

表 2：两融业务带来的券商 ROE 提升测算

两融业务带来的券商 ROE 提升测算（单位：亿元）	
成熟期融资融券余额 (A)	8,000
假设：自有资金占比 (B)	30%
转融通资金占比 (C)=1-(B)	70%
融资业务	
假设：融资余额占比 (D)	80%
融资余额 (E)=(A) * (D)	6,400
融资-自有资金 (F)=(E) * (B)	1,920
融资-转融通资金 (G)=(E) * (C)	4,480
融资业务息差-自有资金 (H)	5.6%
融资业务息差-转融资 (I)	2.9%
净利息收入-融资 (J)=(F) * (H) + (G) * (I)	237

融券业务	
假设：融券余额占比 (K) = 1 - (D)	20%
融券余额 (L) = (A) * (K)	1,600
融券-自有资金 (M) = (L) * (B)	480
融券-转融券资金 (N) = (L) * (C)	1,120
融券业务息差-自有资金 (O)	7.6%
融券业务息差-转融通 (P)	6.8%
净利息收入-融券 (Q) = (M) * (O) + (N) * (P)	113
两融业务净利息收入 (R) = (J) + (Q)	350
证券公司净资产 (S)	6,943
两融业务提升 ROE (T) = (R) / (S)	5.0%

资料来源：长城证券研究所整理

表 3：两融业务带来 ROE 提升敏感性分析

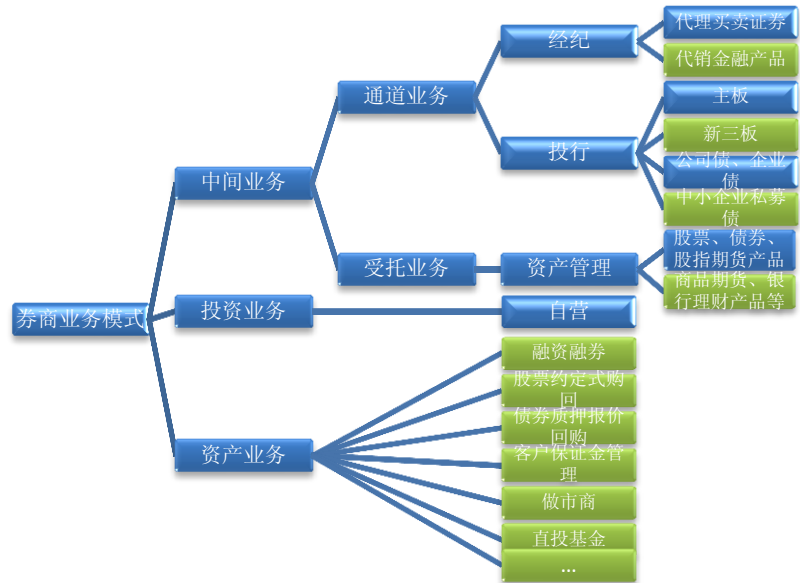
ROE 提升	自有资金占比 (B)					
	5.0%	20%	25%	30%	35%	40%
融资余额占比 (D)	90%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%	4.7%
	85%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%	4.9%
	80%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%	5.0%
	75%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%	5.2%
	70%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%	5.4%

资料来源：长城证券研究所整理

4. 投资建议

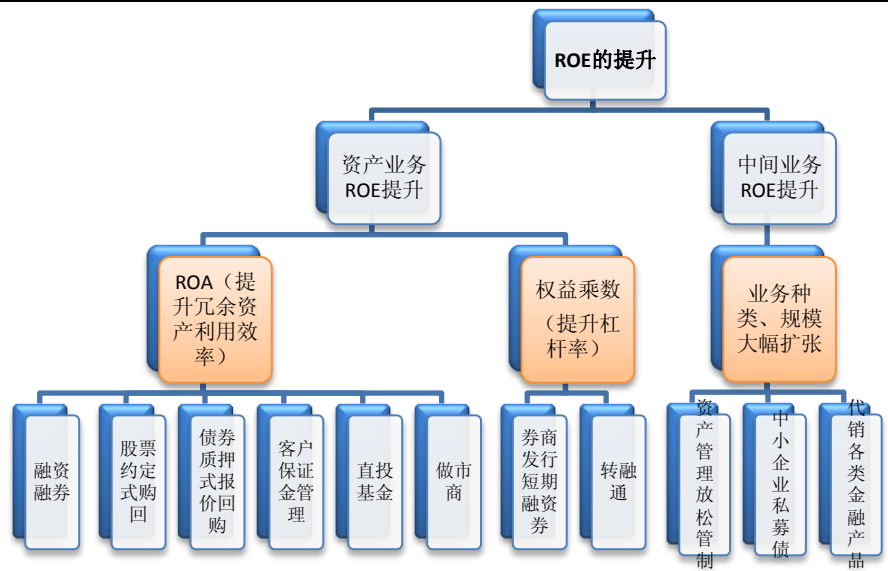
今年券商板块仍延续去年“反弹+创新”的双轮驱动投资逻辑，作为周期性板块，有望受益于“两会”后的新政带来的大盘反弹；作为金融创新的受益板块，今年5月份即将召开的券商创新大会确认创新政策将持续推动，将带来券商盈利模式的多元化，使券商冗余资金得到更有效的利用，提升券商 ROE。维持行业“推荐”评级，建议从基本面角度配置传统业务占优、创新业务领先的中信证券（600030）、海通证券（600837）、广发证券（000776）。

图 10: 传统中间业务获得新发展，创新的资产业务不断扩容深化



资料来源：长城证券研究所整理

图 11: 各类创新业务将带来 ROE 的提升



资料来源：长城证券研究所整理

研究员介绍及承诺:

黄 斌: 电子学、经济学双学士,理学硕士。7年证券研究工作经验,2012年加入长城证券,任银行业研究员。

陈 雯: 中山大学经济学硕士,2011年加入长城证券,任非银行金融行业研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力,在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则,独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点,不曾因,不因,也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券有限责任公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供,除非另有说明,所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布,亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据,不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发,需注明出处为长城证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用,并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易,或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上;
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间;
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场;
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步;
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 13760273833, liux@cgws.com
王 涛: 0755-83516217, 13808859088, wangt@cgws.com
陈方园: 0755-83516287, 18607195599, chenfy@cgws.com
陈尚峰: 0755-83515203, 13826520778, chensf@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com
杨 洁: 010-88366060-8865, 13911393598, yangj@cgws.com
王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com
李彦仪: 010-88366060-8750, 18611670060, lyany@cgws.com
安雅泽: 010-88366060-8768, 18600232070, ayz@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieyw@cgws.com
陈 韵: 021-61680389, 15821566166, chenyun@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编: 518034 传真: 86-755-83516207
北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编: 100044 传真: 86-10-88366686
上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼
邮编: 200135 传真: 021-61680357
网址: <http://www.cgws.com>