证券

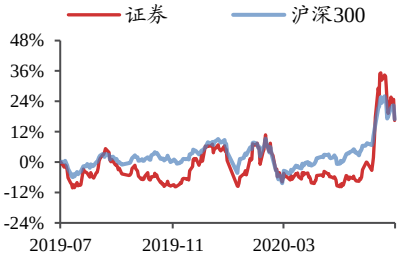
2020 年 07 月 26 日

制度突破驱动融券业务爆发，头部券商更加受益

——证券行业深度报告

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业点评报告-监管再提鼓励同业并购，大中型券商更加受益》-2020.7.18

《上市券商中报前瞻暨全年盈利展望-中报改善可期，市场活跃度上行驱动全年盈利上修》-2020.7.15

《上市券商 6 月月报点评报告-股市改善驱动盈利高增，看好券商戴维斯双击延续》-2020.7.8

高超（分析师）
gaochao1@kysec.cn
证书编号：S0790520050001

● 市场驱动两融弹性，机制驱动业务成长

长周期看，市场波动是两融业务弹性的主要驱动，政策机制通过影响两融占流通市值比重影响业务成长性。2015年11月两融业务保证金比例上调，两融占流通市值比重持续回落。2019年以来，随着两融政策的持续松绑，叠加股市流通市值上涨，两融占流通市值比重逐步抬升，融券业务实现爆发式增长，融券占两融余额比重从0.9%提升至3%。

● 供给和机制两端松绑，三大要素仍有优化空间

供给、需求和机制为影响融券业务增长的三大要素，目前政策松绑主要聚焦供给和机制两端。供给端看，拓宽出借人范围和标的扩容影响较大，机制端看，市场化定价大幅提升出借人意愿，提前了结、实时交割等制度优化提升交易效率。制度优化下，科创板融券规模占两融比重约 30%，接近海外成熟资本市场水平。未来监管有望从供给、需求和机制三大要素端进一步实现优化，融券业务空间广阔。

● 融券业务扩张利于券商机构客户服务，头部券商更加受益

在不考虑需求的情况下，券商目前净资本可支撑行业两融业务的理论上限为 3.9 万亿，业务空间较大。我们估算，在融券业务占两融比重达 20%(中性假设)时，融券业务贡献行业净利润的 6%。作为综合服务的重要一环，融券业务发展利于券商机构客户多项业务的增长。头部券商在机构客户需求和券源获取能力方面更占优势，融券业务扩容下，头部券商更加受益。截至 2019 年末，行业前十家券商融券业务市占率合计达 80%，远高于融资市占率的 53%。

● 市场化深改下，行业活力将充分释放

资本市场深改驱动融券业务实现爆发式增长，未来监管层有望从供给端、需求端以及机制端三方面持续优化，融券业务扩容将带动券商机构客户业务全面增长，其中头部券商更加受益。从融券业务的发展来看，本轮以市场化为核心的资本市场深改将充分释放证券行业活力，历史机遇期下，行业 ROE 有望持续攀升，维持行业“看好”评级。推荐标的：国金证券。受益标的：中信证券、国泰君安、中金公司、华泰证券、国信证券、东方财富。

● 风险提示：疫情对经济冲击影响超预期；政策松绑力度不及预期。

目 录

1、 前言：以小见大，市场化机制释放行业活力 3
2、 市场贡献两融弹性，机制驱动业务成长 3
3、 供给和机制两端松绑，融券业务爆发 5
3.1、 供给和机制两端迎来制度突破 5
3.2、 三大要素仍存较大改善空间 8
4、 两融空间广阔，头部券商更加受益 9
4.1、 券商现有净资本可支持两融扩张 9
4.2、 融券业务扩张有望带动多项业务增长 10
4.3、 头部券商优势突出，更加受益于融券业务扩容 12
5、 投资结论：市场化深改下，行业活力将充分释放 12
6、 风险提示 13

图表目录

图 1： 两融规模整体呈增长态势，市场为核心驱动力 3
图 2： 2019 年以来两融占流通市值比重明显提升 4
图 3： 融券余额大幅增长，占两融比重提升明显 4
图 4： 科创板融券余额占两融比重接近 30% 5
图 5： 美国主经纪商业务模式下，券商可灵活借用客户资金和资产 8
图 6： 美国融资融券占总市值比重保持在 2% 11
图 7： 美国融券占比长期为 20%-30% 11
图 8： 2019 年以来两融交易额占 A 股成交额比重提升至 12% 12

表 1： 资本市场市场化改革下，两融业务迎来政策松绑 4
表 2： 三类公募基金最高可出借规模超 4428 亿元 6
表 3： 两融标的股扩大直接带来融券规模增长 6
表 4： 主板固定费率下，借出人收益率在 1.5%-2%之间 7
表 5： 科创板市场化机制下平均融出费率提升明显 7
表 6： 融券政策松绑主要聚焦供给端和机制端 7
表 7： 融资余额占净资本比重是限制两融理论空间的主要指标 9
表 8： 仅从供给端考虑，行业两融规模增长上限达 3.9 万亿 9
表 9： 融券业务扩容有望直接拉动券商净利润增长 11
表 10： 融券业务 CR5 超过 60% 12
表 11： 推荐及受益标的估值表 13

1、 前言：以小见大，市场化机制释放行业活力

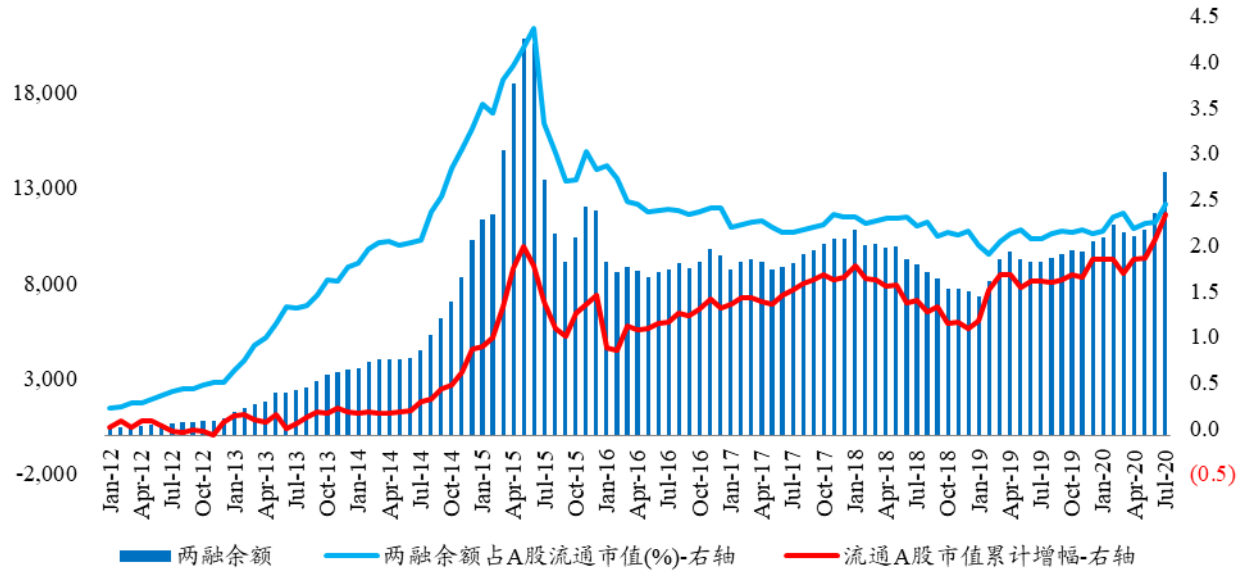
截止 2020 年 7 月 23 日，市场融券业务规模达到 482 亿，较 2019 年末的 138 亿大幅增长 250%，两融政策的持续松绑为融券业务释放了活力。本文重点剖析融券业务市场的具体制度优化、影响机制，并对未来改革方向进行展望、分析融券业务扩容对券商的影响。

本文试图“以小见大”，说明市场化机制改革对证券行业有着重要的影响。本轮资本市场深改以“市场化”为核心，创业板注册制已将改革推进存量市场，业务活力充分释放下，证券行业盈利有望持续提升。

2、 市场贡献两融弹性，机制驱动业务成长

流通市值是影响两融规模变化的主因，机制变化驱动业务成长性。从 2012 年至今，融资融券规模从 358 亿元增长至 1.4 万亿元，一方面源于 A 股流通市值的增加，另一方面来自两融余额占 A 股流通市值比重的提升。2014 年之前，两融业务处于爬坡阶段，占两融余额占 A 股流通市值比重逐步上升至 2%。2014 年-2015 年，牛市主导下，流通市值大幅提升，两融余额和两融占流通市值比重均创达到历史高点。2015 年 11 月，融资业务保证金比例从 50%提升至 100%，两融占流通市值比重持续回落，2019 年 1 月降至阶段性低点 1.9%。2019 年以来，随着两融相关政策的持续松绑，叠加股市流通市值上涨，两融占流通市值比重逐步抬升，两融规模重回升势。

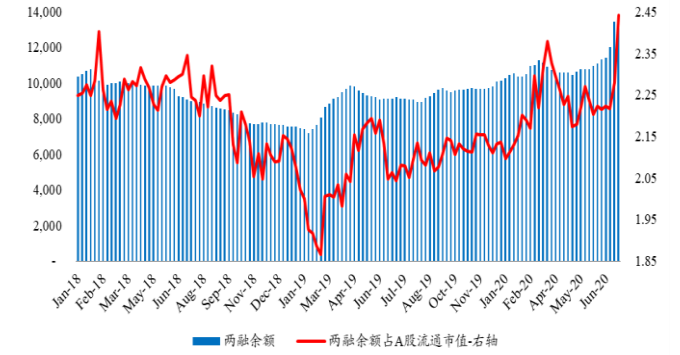
图1：两融规模整体呈增长态势，市场为核心驱动力



数据来源：Wind、开源证券研究所

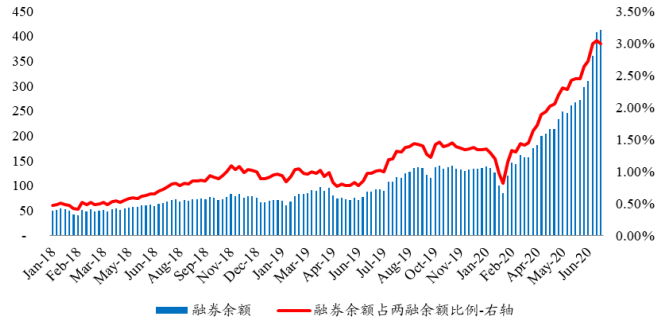
市场和政策双重驱动下，2019 年以来两融规模快速扩张，融券占比大幅提升。从 2019 年初至 2020 年 7 月 17 日，两融规模从 0.76 万亿增长至 1.38 万亿，增幅近 89%。在 A 股流通市值增长约 54%的情况下，两融余额占 A 股流通市值从 2%提升至 2.4%，增幅达 23%。融券规模从 66 亿增长至 413 亿，实现爆发式增长，其中，科创板及 2019 年新增 650 只两融标的贡献约 122 亿融券规模，公募基金参与转融通放开亦带来较大贡献；融券占两融余额比重从 0.9%提升至 3.0%。

图2：2019 年以来两融占流通市值比重明显提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：融券余额大幅增长，占两融比重提升明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

融券机制对股市长期健康发展意义重大，政策持续松绑。融资和融券业务本身可以提升股市定价效率，丰富投资者交易策略种类，提升市场活跃度；融券做空机制具有平抑市场波动、助力股市持续健康发展的重要意义。伴随着注册制以来的资本市场市场化改革，融券业务迎来政策松绑红利。从 2019 年 6 月以来，公募基金参与转融券、两融标的扩容、科创板和创业板转融通机制优化等政策不断落地，从供给端和机制端两方面大幅松绑，为两融规模增长及多空结构改善带来机遇。

表1：资本市场市场化改革下，两融业务迎来政策松绑

时间	政策	内容
2019 年 6 月	《科创板转融通证券出借和转融券业务实施细则》	**科创板转融券市场化机制落地：** （1）明确标的、扩大券源：科创板证券出借的标的证券范围，与上交所公布的可融券卖出的科创板标的证券范围一致。科创板证券出借的证券类型包括无限售流通股；战略投资者配售获得的在承诺的持有期限内的股票；符合规定的其他证券。 （2）扩大出借人范围：符合条件的公募基金、社保基金、保险资金等机构投资者以及参与科创板发行人首次公开发行的战略投资者，可以作为出借人。 （3）市场化费率及期限：通过约定申报方式参与转融券业务，由出借人和借入人协商确定数量、期限、费率等要素。 （4）提高效率：上交所对科创板证券出借约定申报进行实时撮合成交，生成成交数据，并对中国证券金融公司和出借人的账户可交易余额进行实时调整。
2019 年 6 月	《公开募集证券投资基金参与转融通证券出借业务指引（试行）》	**放开公募基金参与转融券：** 允许处于封闭期的股票型基金和偏股混合型基金、开放式股票指数基金及相关联接基金、战略配售基金以及中国证监会认可的其他基金产品参与转融通出借，明确公募基金参与出借业务的基本原则以及业务参与各方的主体责任等。
2019 年 8 月	《两融交易实施细则》	**两融标的扩大，担保细则优化：** （1）扩大标的：两融标的股数量增加 650 只至 1600 只，增幅达 68%； （2）取消最低维持担保比例：取消最低维持担保比例不低于 130%的统一限制，交由券商据客户和自身情况自主约定； （3）扩大担保物范围：除现金、股、债外，允许客户以券商认可的其他证券等资产作为补充担保物。

2019 年 8 月	证金公司整体下调转融资费率 80 个基点	**下调转融资费率：** 证金公司决定自 2019 年 8 月 8 日起，整体下调转融资费率 80BP。其中，182 天期费率由 4.3%下调至 3.5%，91 天期费率由 4.6%下调至 3.8%，28 天期费率由 4.7%下调至 3.9%，14 天期和 7 天期费率由 4.8%下调至 4%。
2020 年 4 月	上交所/深交所：关于转融通证券出借涉及证券持有期计算有关事项的通知	**优化分红持有期界定：** 证券出借人参与转融通证券出借业务的，其持有证券的持有期计算不因出借而受影响。
2020 年 6 月	《创业板转融通证券出借和转融券业务特别规定》	**创业板转融券市场化机制落地：** （1）明确标的：创业板上市股票自上市首日可作为两融标的； （2）扩大出借人范围：符合条件的公募基金、社保基金、保险资金等机构投资者以及参与创业板发行人首次公开发行的战略投资者，可以作为出借人； （3）市场化费率及期限：通过约定申报方式参与转融券业务，由出借人和借入人协商确定数量、期限、费率等要素； （4）提高效率：创业板证券出借约定申报进行实时撮合成交，生成成交数据，并对中国证券金融公司和出借人的账户可交易余额进行实时调整。

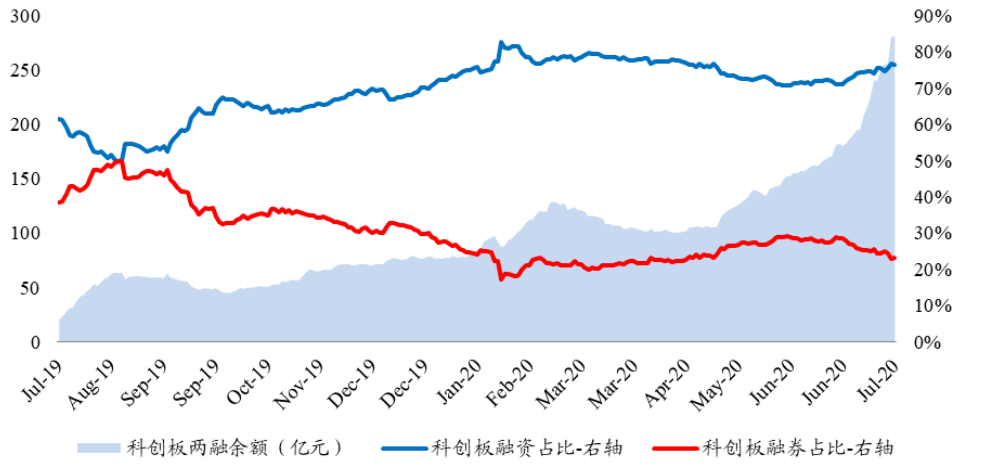
资料来源：证监会、上交所、深交所、开源证券研究所

3、 供给和机制两端松绑，融券业务爆发

3.1、 供给和机制两端迎来制度突破

供给和机制两端实现突破。融券业务规模主要受供给端、需求端以及交易机制三方面因素影响。目前，政策松绑主要聚焦供给和交易机制两方面，其中科创板突破力度极大，政策效果明显。截至 7 月 17 日，科创板两融余额 281 亿，其中融券余额达到 66 亿，融券占比接近 30%，远高于全市场的 3%，融券占比与国际成熟资本市场相近。

图4：科创板融券余额占两融比重接近 30%



数据来源：Wind、开源证券研究所

- **供给端：出借人大幅拓宽，标的股扩容**

允许公募基金转融券，科创板新增四类出借人。2019 年 9 月，公募基金参与转融券细则落地，允许四类基金参与转融通出借。截至 2020 年 7 月 21 日，基于公募基金转融券比重要求，我们测算三类公募基金合计最高可出借证券规模达 4428 亿元，为目前沪深两市融券规模十倍以上。科创板转融券相关机制落地后，新增公募基金、社保基金、保险资金、参与科创板发行人首次公开发行的战略投资者作为出借人。截至 7 月 21 日，133 家科创板企业 IPO 向战略投资者配售股份数占流通 A 股数比重为 27%（加权平均），其中参与跟投的保荐机构配售股份数占首发规模的 2%-5%，券源供给大幅提升。

表2：三类公募基金最高可出借规模超 4428 亿元

基金类型	最高可出借规模（亿元）	资产净值（亿元）2020.7.21	出借规模/资产净值（政策要求）
处于封闭期的股票型基金和偏股混合型基金	1,177	2,353	50%
开放式股票指数基金及相关联接基金	2,676	8,919	30%
封闭运作的战略配售基金	575	1,151	50%
合计	**4,428**	**12,423**	-

数据来源：证监会、Wind、开源证券研究所

两融标的股扩大直接带来融券规模增长。科创板股票自上市首日起即可成为两融标的，截止 2020 年 7 月 17 日，科创板贡献融券规模的 16%；2019 年 8 月两融标的新增 650 只至 1600 只（除科创板），截止 2020 年 7 月 17 日，新增 650 只标的为融券规模贡献 14%。

表3：两融标的股扩大直接带来融券规模增长

	两融余额（亿元）			占比	
	科创板	新增 650 只两融标的（除科创板）	沪深两市整体	科创板	新增 650 只两融标的（除科创板）
融资规模	215	2,637	13,349	2%	20%
融券规模	66	56	413	16%	14%
融资融券合计规模	281	2,693	13,762	2%	20%

注：数据截至 2020 年 7 月 17 日

数据来源：Wind、开源证券研究所

- **机制端：市场化改革解决痛点，出借人意愿大幅提升**

市场化定价下，借出人收益大幅提升。转融券业务以 14 天和 28 天期限为主，以 28 天为例，固定费率机制下，出借人收益率为 1.8%；市场化机制下，科创板转融券平均融出费率提升至约 5.7%(以 0.6%费率差反算)，出借收益率增加近 4 个百分点。其中，中证金收取的费率差从固定费率的约 2%降至科创板机制下的 0.6%。出借人收益率增加明显，从源头大幅提高出借人的积极性，增加券源供给。

表4：主板固定费率下，借出人收益率在 1.5%-2%之间

期限	转融券费率（2020.7.17）		转融券费率差（中证金收取）
	融入	融出	
3 天	1.5%	4.0%	2.5%
7 天	1.6%	3.9%	2.3%
14 天	1.7%	3.8%	2.1%
28 天	1.8%	3.7%	1.9%
182 天	2.0%	3.5%	1.5%

数据来源：中证金官网、开源证券研究所

表5：科创板市场化机制下平均融出费率提升明显

科创板转融券期限	平均融入费率（估算）	平均融出费率（2020.7.13-7.17 明细数据算数平均）	转融券费率差（中证金收取）
7	3.0%	3.6%	0.6%
14	4.7%	5.3%	0.6%
28	5.7%	6.3%	0.6%
91	3.3%	3.9%	0.6%
182	4.1%	4.7%	0.6%

注：平均融入费率=平均融出费率-中证金收取的转融券费率差

数据来源：中证金官网、开源证券研究所

明确分红持有期界定，大幅提升长期投资者出借意愿。根据税法规定，持有期不满 1 个月，股息红利将全额计入应纳税所得额，持有期在一个月至 1 年之间，股息红利将减半计入应纳税所得额，超过一年免征个人所得税。原有机制下，证券出借人持有证券的持有期因出借而中断，出借人收到股息红利将额外缴纳个人所得税。2020 年 4 月，上交所和深交所发布规定，明确证券出借人参与转融通证券出借业务的，其持有证券的持有期计算不因出借而受影响。明确分红持有期界定后，大幅提升长期投资者出借意愿。

实时成交撮合，提升交易效率。科创板机制下，原有 T+1 交割变成 T+0 实时交割，实时成交撮合下，将大幅提升交易效率，整体优化转融券机制。

表6：融券政策松绑主要聚焦供给端和机制端

项目		沪深 A 股	科创板/创业板
供给端	出借方	以上市公司普通机构股东、证券公司为主，公募基金可作为出借人	符合条件的公募基金、社保基金、保险资金等机构投资者以及参与发行人首次公开发行的战略投资者
	融券标的	1600 只	上市首日可作为两融标的
机制端	费率	转融通：固定费率（转融资和转融券分别按期限设置五档固定费率）	转融券：通过约定申报方式参与证券出借以及转融券业务的，由出借人、借入人协商确定约定申报的费率
		融资融券：由证券公司与客户自主商定	
	期限	转融资期限：7 天、14 天、28 天 转融券期限：3 天、7 天、14 天、28 天、182 天。	证券出借期限可在 1 天至 182 天的区间内协商确定，可申请转融券约定申报的展期、提前了结。提前了结时，应一次性全部提前了结该笔转融券业务，双方可以协商调整原费率

	交易效率	T+1	实时成交撮合
	分红持有期界定	证券出借人参与转融通证券出借业务的，其持有证券的持有期计算不因出借而受影响	

资料来源：中证金官网、深交所官网、上交所官网、开源证券研究所

3.2、 三大要素仍存较大改善空间

尽管融券机制已从供给端和机制端两方面进行了优化，但仍存较大改善空间，我们预计未来将在如下制度方面实现突破。

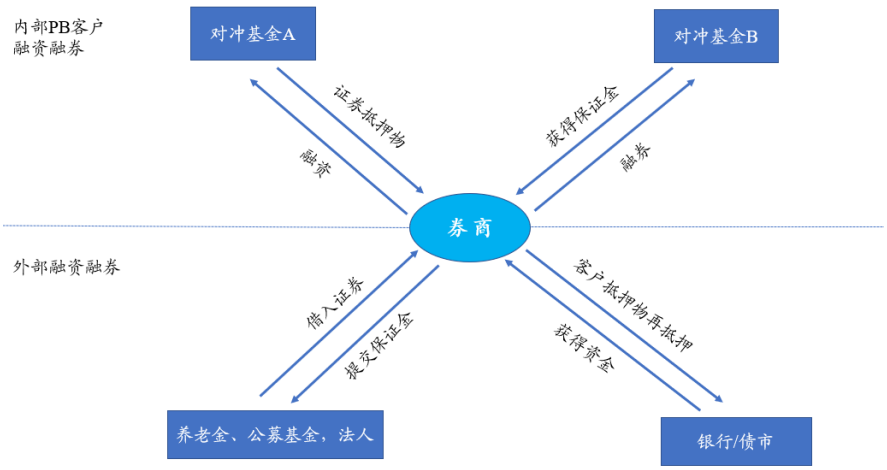
1）机制端：主板融券机制向科创板靠拢。目前科创板和创业板的融券新机制尚未向主板推行，主板在出借人、标的、费率、期限、交易机制等方面仍受到限制。随着注册制进入存量市场，创业板已优化转融券机制，未来将逐渐向主板过渡，全面优化后，将带来融券规模的大幅增长。

2）供给端：出借人范围和出借标的或进一步扩容。目前出借主体主要是公募基金，其他机构投资者，如社保、保险、信托、QFII 等尚未出台具体出借方案细则。保险、QFII 和社保等机构往往长期持股，通过融券提升长期回报需求较大。券源扩大也将改变目前公募基金券源垄断带来的业务竞争。未来两融标的股、转融通券标的股的扩容也值得期待，目前 ETF 不属于转融券标的，未来机制突破有望带来标的券的进一步扩容。

3）需求端：参与机构进一步丰富。目前直接作用于两融需求端的政策较少，随着供给和机制端的不断优化，未来监管有望进一步放开两融参与机构的限制，包括 QFII、保险、银行理财等重要机构资金。

与美国主经纪商模式相比，我国仍受限于客户资产的灵活使用。美国主经纪商业务模式下，券商的资金和券源不仅来自外部融资或外部借券，同时可以基于协议使用对冲基金客户 PB 账户内的资产和资金。与美国能灵活运用客户资产相比，我国证券公司目前仍无法使用客户资金和证券资产，较大程度上限制了我国两融业务的发展。

图5：美国主经纪商业务模式下，券商可灵活借用客户资金和资产



资料来源：开源证券研究所

4、 两融空间广阔，头部券商更加受益

4.1、 券商现有净资本可支持两融扩张

随着机制逐渐优化，需求端逐渐打开，两融业务空间广阔。我们从券商净资本角度，对券商两融业务的理论上限进行估算。

影响券商两融业务空间的相关风控指标包括风险覆盖率、资本杠杆率及融资余额占净资本比重三个指标。我们通过估算三个指标达到监管限制时，测算两融业务的理论上限，可以看到，**融资余额占净资本比重是限制两融规模理论上限的主要指标。**

表7：融资余额占净资本比重是限制两融理论空间的主要指标

	37 家上市券商两融业务理论上限（亿元）	指标假设（以此测算两融上限）	监管预警线
以资本杠杆率为上限	82,601	≥10%	≥9.6%
以风险覆盖率为上限	79,766	≥130%	≥120%
以融资（含融券）余额/净资本为上限	33,745	≤300%	≤320%

注：（1）37 家上市券商不含红塔证券、中银证券、中泰证券，包含东方财富证券和中金证券

（2）融资（含融券）金额包括融资融券业务、约定式购回交易、股票质押式回购交易等融资类业务融出金额

数据来源：证监会、Wind、开源证券研究所

基于目前净资本，行业两融业务理论上限为 3.9 万亿。以 300%为融资余额占净资本比重，假设剩余净资本全部用于两融业务，仅从供给端考虑，行业两融业务理论上限为 3.9 万亿，距离理论上限空间达 2.8 万亿，较 2020H1 两融规模增加 238%。从供给方看，券商净资本充足，随着机制逐渐优化，供需逐渐增长，风控指标将不会成为两融规模增长的阻碍。

表8：仅从供给端考虑，行业两融规模增长上限达 3.9 万亿

单位：亿元	两融增长幅度	两融余额理论上限	距离理论上限空间	2020H1 两融余额(估算)
行业合计	**238%**	**39,379**	**27,741**	**11,638**
37 家上市券商合计	**238%**	**32,718**	**23,049**	**9,669**
37 家上市券商市占率	**83.1%**			
中信证券	306%	3,423	2,579	844
国泰君安	243%	2,723	1,929	793
华泰证券	208%	2,377	1,605	772
中国银河	220%	2,037	1,401	637
广发证券	210%	1,963	1,330	633
招商证券	131%	1,422	807	615
申万宏源	182%	1,733	1,119	614
海通证券	246%	2,080	1,478	601
国信证券	148%	1,047	626	422
光大证券	234%	1,270	889	381
中信建投	366%	1,491	1,171	320
中金公司	73%	447	189	258
长江证券	206%	693	467	227

方正证券	230%	735	512	222
兴业证券	284%	828	612	215
东方财富	121%	412	226	186
长城证券	152%	380	229	151
东兴证券	219%	479	328	150
东方证券	393%	738	588	149
财通证券	247%	491	349	141
国元证券	187%	385	251	134
华西证券	246%	439	312	127
东吴证券	355%	568	443	125
西南证券	276%	424	311	113
国金证券	355%	493	385	108
东北证券	279%	407	300	108
浙商证券	293%	393	293	100
华安证券	271%	273	199	74
中原证券	157%	175	107	68
山西证券	486%	373	309	64
南京证券	394%	289	230	58
国海证券	598%	404	346	58
天风证券	596%	391	335	56
西部证券	710%	434	381	54
第一创业	317%	182	138	44
太平洋证券	908%	248	223	25
华林证券	218%	75	52	24

注：（1）行业两融业务理论上限=37 家上市券商两融业务理论上限/37 家上市券商两融业务市占率

（2）37 家上市券商两融业务理论上限=2020H1 估算净资本*300%-2020H1 估算买入返售金融资产

（3）2020H1 净资本=2019 年末净资本+2020H1 净利润预测值-2019 年分红+2020H1 股权融资额

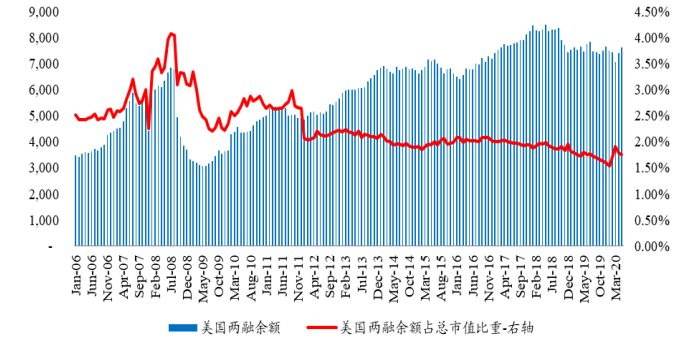
（4）2020H1 两融余额依据市占率估算，2020H1 买入返售金融资产根据 2020Q1 余额估算

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、 融券业务扩张有望带动多项业务增长

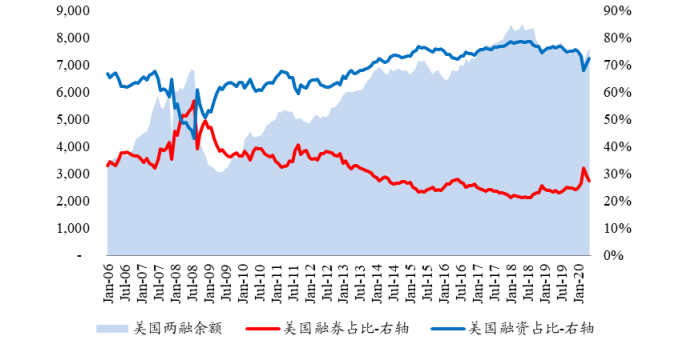
与美国相比，我国两融结构失衡，融券业务仍有较大空间。从美国两融业务看，次贷危机之前，两融余额占总市值比重较高；次贷危机之后，两融余额占总市值比重约为 2%左右。美国融券余额占比较高，约占两融余额 20%-30%，多空结构较为均衡。我国融券余额占比为 3%左右，与发达国家对标来看，我们仍有较大空间。

图6：美国融资融券占总市值比重保持在 2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：美国融券占比长期为 20%-30%



数据来源：Wind、开源证券研究所

融券业务扩容有望直接拉动券商盈利。假设转融券机制在 A 股市场全面优化，两融市场上融券占比达到成熟市场水平，在融券余额占比达到 20%（中性假设）下，我们预计融券业务将为全行业带来 72 亿净利润，以 2019 年净利润基数看，拉动幅度达到+5.9%。

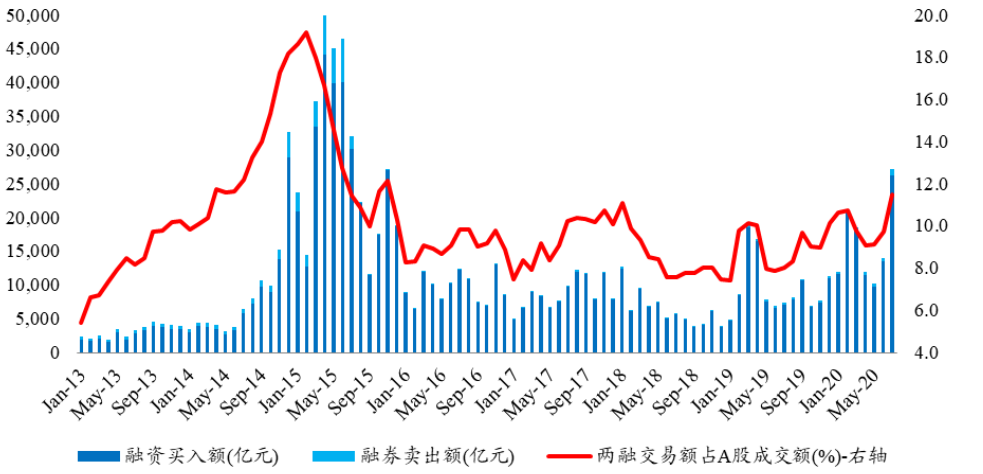
表9：融券业务扩容有望直接拉动券商净利润增长

单位：亿元	融券余额占比（悲观）	融券余额占比（中性）	融券余额占比（乐观）
	10%	20%	30%
目前沪深市场两融余额	13,762		
融券余额	1,376	2,752	4,129
融券业务利差假设	3.5%		
融券业务利息净收入	48	96	145
融券业务净利润（边际成本仅考虑 25%所得税率）	36	72	108
占全行业 2019 年净利润比重	2.9%	5.9%	8.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

融券业务是机构客户服务业务的重要一环，机制完善利于券商多项业务增长。作为资本中介业务，融券业务除了为券商直接贡献利息收入外，其也是机构客户综合化服务的重要一环。市场融券活跃度的提升，将直接带来机构客户量化交易、对冲交易策略的业务规模增长，券商有望通过融券创设更多的场外衍生品，机构客户业务的扩张将直接为券商经纪、融资、托管和衍生品带来业务增长。

图8：2019 年以来两融交易额占 A 股成交额比重提升至 12%



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.3、 头部券商优势突出，更加受益于融券业务扩容

头部券商优势突出，融券业务集中度明显高于融资业务。截至 2019 年末，行业前十家券商融券业务市占率合计达 80%，远高于融资市占率的 53%。在市场化机制下，券源、客户以及撮合是竞争关键。头部券商在机构客户方面具有较强的资源积累，融券需求量较大；同时，头部券商在 ETF 做市、基金代销等方面综合优势突出，在获取券源时具有更强的竞争力。整体看，头部券商更加受益于融券业务的扩容。

表10：融券业务 CR5 超过 60%

2019 年末	融券余额市占率	融资余额市占率	融券余额（亿元）	机构客户保证金占比
华泰证券	18%	7%	24.9	26%
中信证券	16%	7%	22.1	45%
国泰君安	13%	7%	17.6	21%
招商证券	8%	5%	10.4	24%
中信建投	7%	3%	10.3	33%
申万宏源	5%	5%	6.8	24%
海通证券	4%	5%	5.8	27%
中金公司	3%	2%	4.6	39%
中国银河	3%	6%	3.6	20%
广发证券	3%	5%	4.1	19%
CR5	**62%**	**29%**	**85.3**	-
合计（CR10）	**80%**	**53%**	**110.1**	-

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

5、 投资结论：市场化深改下，行业活力将充分释放

资本市场深改驱动融券业务实现爆发式增长，未来监管层有望从供给端、需求端以及机制端三方面持续优化，融券业务扩容将带动券商机构客户业务全面增长，其中头部券商更加受益。从融券业务的发展来看，本轮以市场化为核心的资本市场深改将充分释放证券行业活力，历史机遇期下，行业 ROE 有望持续攀升，维持行业“看

好”评级。推荐标的：国金证券。受益标的：中信证券、国泰君安、中金公司、华泰证券、国信证券、东方财富。

表11：受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			BVPS		P/B		评级
		2020/7/24	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2019A	2020E	
600109.SH	国金证券	14.85	0.43	0.56	0.68	6.85	7.35	2.17	2.02	买入
3908.HK	中金公司	17.84	0.99	1.19	1.44	11.05	12.01	1.61	1.49	未评级
601211.SH	国泰君安	18.35	0.90	1.11	1.28	13.63	15.70	1.35	1.17	未评级
600030.SH	中信证券	28.50	1.01	1.14	1.31	13.34	13.78	2.14	2.07	未评级
601688.SH	华泰证券	20.53	1.04	1.13	1.29	13.50	14.40	1.52	1.43	未评级
002736.SZ	国信证券	12.90	0.56	0.68	0.81	6.25	7.83	2.07	1.65	未评级
300059.SZ	东方财富	25.01	0.28	0.37	0.48	3.16	3.07	7.92	8.13	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除国金证券以外，上述公司盈利预测均来自 Wind 一致性预期。

6、 风险提示

- 疫情冲击超预期，造成权益市场风险偏好大幅下降；
- 政策松绑力度不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等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金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源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。开源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。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835