

场外期权新规落地，龙头券商再受益

——非银金融行业事件点评报告

强于大市（维持）

日期：2018年05月31日

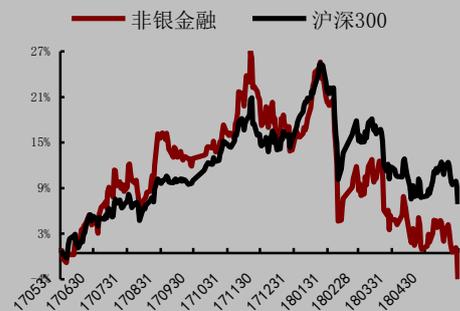
行业事件：

5月30日，中国证券业协会发布了《关于进一步加强证券公司场外期权业务自律管理的通知》（以下简称《通知》），主要从交易商管理、标的管理、投资者适当性管理、数据报送等几个方面强化了期权业务的自律性管理（见表1）。

投资要点：

- 分级管理利好高评级大型券商：**《通知》指出证券公司开展场外期权业务，分为一级交易商和二级交易商。最近一年分类评级在A类AA级以上的证券公司，经中国证监会认可，可以成为一级交易商；最近一年分类评级在A类A级以上的证券公司，经中国证券业协会备案，可以成为二级交易商。未能成为交易商的证券公司不得与客户开展场外期权业务。我们认为《通知》对场外期权业务的监管进一步细化，分层管理、提高门槛等方式将有利于推进业务回归风险对冲本原。预计短期内券商业务体量会受到一定负面影响，但长期来看，业务发展将朝向健康发展。新规之下，资本实力强劲、分类评级较高的龙头券商优势明显。
- 手握自主对冲权，一级交易商优势明显：**《通知》还指出一级交易商可以在沪深证券交易所用账户开立场内个股对冲交易专，直接开展对冲交易，但二级交易商仅能与一级交易商进行个股对冲交易，不得自行或与一级交易商之外的交易对手开展场内个股对冲交易。我们认为，个股对冲交易是整个场外期权业务的核心，考虑到业务的盈利取决于收取的期权费用和对冲成本的差额，掌握个股对冲自主权的一级交易商较二级交易商将具有明显的优势，预计未来业务利润将高度集中于拥有一级资质的龙头券商。根据证券业协会的最新数据，今年3月场外期权业务表现排名前五的券商分别为中信证券、中泰证券、海通证券、中信建投和长城证券。其中仅长城证券的2017年分类评级为BBB，按照新规要求或无法继续开展场外期权业务。而行业龙头中信证券，规模领先的海通证券以及今年即将登陆A股的中信建投均为AA级，有望跻身一级交易商，分享红利。
- 全面规范业务，利于行业健康发展：**除了交易商管理，《通知》还在以下几个方面做出了精细化管理：1) 标的管理方面，根据《通知》，场外期权业务个股标的、股票指数标的的范围实行动态调整，交易商不得新开和展期被交易所实行风险警示、发布暂停上市或终止上市风险提示、进入终止上市程序的个股为标的的场外期权。2) 投资者适当性管理方面，交易商应通过尽职调查、提供证明材料等措施，并对交易对手进行穿透核查，

非银金融行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2018年05月30日

相关研究

万联证券研究所 20180522_公司深度报告_AAA
万联证券研究所 20180517_行业研究报告_AAA
保险业月度数据点评
万联证券研究所 20180516_行业研究报告_AAA
非银金融行业专题报告

分析师：缴文超

执业证书编号：S0270518030001
电话：010-66060126
邮箱：jiaowc@wlzq.com

研究助理：张译从

电话：010-66060126
邮箱：zhangyc1@wlzq.com.cn

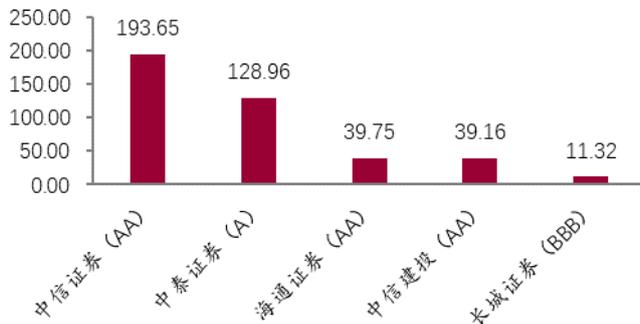
研究助理：孔文彬

电话：021-60883489
邮箱：kongwb@wlzq.com.cn

确保穿透后的委托人的投资者适当性管理。3) 数据报送方面, 业务信息包括但不限于在 SAC、NAFMII、ISDA 等主协议项下的场外期权业务信息, 中证报价应在协会指导下对报送机构的业务数据报送实施管理。以上的监管措施将从多个方面规范业务的整体发展。过去一年, 场外期权业务来业务规模增长较快, 证券业协会数据显示, 2017 年场外衍生品(含互换和期权)累计新增 7489 亿元, 同比增长 37%, 但是快速发展的背后也不乏各种乱象, 如散户绕道私募参与场外期权业务、利用场外期权市场变相加杠杆等。如今《通知》出台, 细化后的监管措施将利于行业长远发展。我们维持行业“强于大市”评级, 建议关注评级高、资本实力强的龙头券商。

● **风险提示:** 监管力度持续收紧。

图 1: 2018 年 3 月券商场外期权业务 Top 5 (亿元)



资料来源: 证券业协会, 万联证券研究所
注: 统计口径为本月新增名义本金

表 1: 场外期权新规要点

| 分类 | 要点 |
|----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 交易商管理 | 证券公司开展场外期权业务, 分为一级交易商和二级交易商。最近一年分类评级在 A 类 AA 级以上的证券公司, 经中国证监会认可, 可以成为一级交易商; 最近一年分类评级在 A 类 A 级以上的证券公司, 经中国证券业协会(以下简称协会)备案, 可以成为二级交易商。未能成为交易商的证券公司不得与客户开展场外期权业务。一级交易商可以在沪深证券交易所开立场内个股对冲交易专用账户, 直接开展对冲交易。一级交易商应当根据自身合约设计要求及标的的范围确定是否接受二级交易商的个股对冲交易。 |
| 标的管理 | 个股标的、股票指数标的的范围由协会定期评估、调整并通过官方网站公布。场外期权业务个股标的、股票指数标的的范围实行动态调整, 交易商不得新开和展期被交易所实行风险警示、发布暂停上市或终止上市风险提示、进入终止上市程序的个股为标的的场外期权。 |
| 投资者适当性管理 | 交易商应当通过尽职调查、要求投资者提供证明材料、查询公开信息等措施, 核查投资者是否满足准入标准。交易商应当建立交易对手管理台账, 对交易对手进行穿透核查, 确保穿透后的委托人的投资者适当性管理、受托人的执业行为审慎、合规。 |

数据报送

业务信息包括但不限于在 SAC、NAFMII、ISDA 等主协议项下的场外期权业务信息。业务信息应当由报送机构按规定报送至场外证券业务报告系统。中证机构间报价系统股份有限公司（以下简称中证报价）应在协会指导下对报送机构的业务数据报送实施管理。

监测监控

中证报价应加强对业务信息的统计分析，并定期向协会、中国证监会报送统计报告。中证报价应加强业务情况的监测监控，监测监控内容包括但不限于投资者适当性、场外期权标的、交易定价、交易集中度、变动趋势、对手方分布、履约情况变动等重点环节，及时向协会、中国证监会报告异常情况和重大事项。

自律管理

持续报告延迟笔数月累计达到 3 笔以上的，或月度报告、季度报告、年度报告延迟报送的，视其情节轻重采取谈话提醒、警示、责令整改等自律管理措施。错误笔数月累计达到 3 笔以上的，或月度报告、季度报告、年度报告出现错误的，视其情节轻重，分别采取自律管理措施和纪律处分。截至交易到期日仍未报送业务信息的，或重大事项自发生之日起未在 3 个工作日内报告的，视其情节轻重，分别采取自律管理措施、纪律处分和移送证监会查处。

资料来源：证券业协会，万联证券研究所

表2：2017年A类上市券商

| 上市券商（A股） | 2017年评级 |
|----------|---------|
| 国泰君安 | AA |
| 申万宏源 | AA |
| 招商证券 | AA |
| 银河证券 | AA |
| 广发证券 | AA |
| 海通证券 | AA |
| 华泰证券 | AA |
| 中信证券 | AA |
| 东方证券 | A |
| 光大证券 | A |
| 国金证券 | A |
| 华西证券 | A |
| 财通证券 | A |
| 东吴证券 | A |
| 国元证券 | A |
| 华安证券 | A |
| 中原证券 | A |
| 国信证券 | A |
| 太平洋 | A |
| 浙商证券 | A |
| 中信建投 | AA |
| 南京证券 | A |
| 华林证券 | A |
| 天风证券 | A |

资料来源：证券业协会，万联证券研究

注：中信建投、南京、华林、天风四家券商今年以来取得IPO批文

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。

基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

姓名： 缴文超

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可登录www.wlzq.cn万联研究栏目查询静默期安排。对于本公司持有比例超过已发行数量1%（不超过3%）的投资标的，将会在涉及的研究报告中进行有关的信息披露。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其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、财务顾问或类似的金融服务。

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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 世纪大道1528号陆家嘴基金大厦603

电话：021-60883482 传真：021-60883484