

完善融券机制，利好券商长期业务发展

证券分析师：王剑

021-60875165

wangjian@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070002

证券分析师：李锦儿

021--60933164

lijiner@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070003

事项：证监会发布公募基金参与转融券业务指引

6月21日，证监会发布《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）》（以下简称《指引》），对公募基金参与转融通证券出借业务进行了规范，自公布之日起施行。

■ 转融通新规推出，公募基金参与转融通证券出借业务

基金参与出借业务，是指基金以一定的费率通过证券交易所综合业务平台向证金公司出借证券，证券金融公司到期归还所借证券及相应权益补偿并支付费用的业务。《指引》对业务进行了规范：

（1）可参与的基金类型：处于封闭期的股票型基金和偏股混合型基金（偏股混合型基金指基金合同明确约定股票投资比例60%以上的混合型基金）、开放式股票指数基金及相关联接基金、战略配售基金（指主要投资策略包括投资战略配售股票，且以封闭方式运作的证券投资基金）；

（2）处于封闭期的基金应符合的要求：出借证券资产不得超过基金资产净值的50%，出借到期日不得超过封闭期到期日；

（3）开放式股票指数基金及相关联接基金应符合的要求：1）出借证券资产不得超过基金资产净值的30%；2）在单券出借比例上，交易型开放式指数基金参与出借业务的单只证券不得超过基金持有该证券总量的30%；其他开放式股票指数基金、交易型开放式指数基金的联接基金参与出借业务的单只证券不得超过基金持有该证券总量的50%；3）最近6个月内日均基金资产净值不得低于2亿元；证券出借的平均剩余期限不得超过30天，平均剩余期限按照市值加权平均计算。

■ 证券出借意愿不高、券源不足等原因限制融券业务发展

自2010年业务推出以来，融资融券交易机制不断完善。截至目前，融资融券余额为9099亿元，占A股流通市值约2%；两融交易额约贡献每日交易额10%。其中，融券额为88.4亿元，在两融余额中占比仅为1%。对比美国市场，融券额占比24%，国内融资与融券发展不均衡，制约了融券业务发挥抑制市场波动、抑制股价泡沫的作用。券源受限限制了融券业务发展，专业机构投资者如公募基金等在《指引》发布前，还不能向证金公司出借证券，制约了机构投资者在稳定证券市场、丰富金融创新产品等方面发挥积极作用。此外，由于转融券融入利率低等因素，出借方证券出借意愿较低，券源受限。证券出借意愿不高、可出借证券规模有限等结果，难以满足转融券业务持续发展的需求。

表 1: 转融资费率

期限	转融资费率(%)	生效日期
7 天	4.80	2018-12-07
14 天	4.80	2018-12-07
28 天	4.70	2018-12-07
91 天	4.60	2018-12-07
182 天	4.30	2018-12-07

资料来源:证金公司、国信证券经济研究所整理;

表 2: 转融券费率

期限	融入	生效日期	融出	生效日期
3 天	1.50	2013-02-28	4.00	2013-02-28
7 天	1.60	2013-02-28	3.90	2013-02-28
14 天	1.70	2013-02-28	3.80	2013-02-28
28 天	1.80	2013-02-28	3.70	2013-02-28
182 天	2.00	2013-02-28	3.50	2013-02-28

资料来源:证金公司、国信证券经济研究所整理;

■ 扩大券源、提升公募基金收益

由于股票型和混合型基金采用封闭式管理,战略配售基金也是封闭式管理,且买入股票锁定期一年,可以让券源更加稳定;指数基金调仓不频繁,券源也会更加稳定。对于公募基金而言,由于出借证券可获得一定利息,将直接带来额外收益,提升参与积极性。当前允许公募基金参加转融通出借业务,一定程度上可以缓解券源不足的问题,促进融券业务发展。

■ 投资建议: 长期利好券商业务发展

新规的推出丰富了券源、让两融交易更加市场化,适应了市场多元化投资需求,促进了股市内在价格稳定机制的形成。短期来看,对券商收入影响或有限;长期来看,随着融资融券交易机制不断完善、机构投资者证券出借业务积极性提升,融资业务与融券业务更加平衡,利好券商业务发展。此外,政策规定,只有 A 类券商可参与公募基金融券业务,创新业务试点化,监管资源向龙头券商倾斜。资本市场改革持续推进,短期非银流动性趋紧影响减弱,维持龙头推荐。目前券商板块 PB 估值为 1.8 倍,处于历史中低位,具有较高安全边际。龙头券商估值在 1.3-1.8 倍,市场未体现出对龙头券商的估值溢价。维持龙头推荐,推荐中信证券、华泰证券;此外,建议关注优势难以复制的特色券商,包括东方财富、东方证券。

■ 风险提示

市场大幅下跌导致证券公司自营、经纪、两融业绩下滑;金融监管短期内抑制创新。

表 3: 重点个股估值表

代码	公司	评级	收盘价	总市值	EPS		PE	
			(元)	(亿元)	2019E	2020E	2019E	2020E
600030	中信证券	增持	23.60	2641	1.07	1.19	22.06	19.83
601688	华泰证券	增持	22.79	1866	0.97	1.11	23.49	20.53
600958	东方证券	增持	10.76	689	0.35	0.47	30.74	22.89
300059	东方财富	增持	13.81	927	0.3	0.38	46.03	36.34

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测;

相关研究报告:

- 《并购重组松绑点评：优化并购重组制度，券商迎业务新机遇》 ——2019-06-24
 《证券行业 6 月投资策略：不必过于担心短期非银流动性趋紧》 ——2019-06-19
 《券商估值体系探讨：估值定锚》 ——2019-05-12
 《券商资产减值计提专题：轻舟已过万重山》 ——2019-03-03
 《MOM 新规点评：规范业务发展，享创新红利》 ——2019-02-24

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032