

证券

证券研究报告
2019年07月17日

证券行业 ROE 仍将承压，但中信证券等龙头的 ROE 拐点将现

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

投资要点：在资本市场平稳发展的情况下，证券行业的整体 ROE 或仍在低位徘徊。但是，监管差异化的框架下，龙头券商有望实现差异化的加杠杆，ROE 拐点将现。我们长期推荐龙头券商，即中信证券、华泰证券、国泰君安、海通证券。

作者

罗钻辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518060005
luozuanhui@tfzq.com

夏昌盛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110003
xiachangsheng@tfzq.com

舒思勤 联系人
shusiqin@tfzq.com

在资本市场平稳发展情况下，证券行业的整体 ROE 或仍在低位徘徊。

证券公司进行股权融资主要是为了发展重资产业务和满足监管的要求。由于目前的重资产业务主要是以债权为主，在利差水平并无太大优势的情况下，由于杠杆率偏低导致 ROE 偏低。净资本是行业竞争的核心指标，规模增长依然是证券公司的核心诉求，未来行业净资产依然将保持增长。

行业走势图



资料来源：贝格数据

监管差异化的框架下，龙头券商有望实现差异化的加杠杆，从而稳步提升 ROE。

一是证券行业杠杆率具有较大提升空间；二是股权管理规定利于综合类券商发展，并鼓励券商差异化发展，综合类券商有望逐步提升杠杆率；三是融资渠道拓宽，包括提升短期融资券和证券公司金融债松绑等举措。

相关报告

- 1 《证券-行业专题研究:证券中报前瞻:业绩预计高增长》 2019-07-15
- 2 《证券-行业点评:6 月业绩环比大幅改善，中报业绩增速有望超预期》 2019-07-09
- 3 《证券-行业点评:并购重组：新规预期松绑，继续推荐券商板块！》 2019-06-22

中信证券 ROE 长期有望维持在 10%以上。

我们判断中信证券未来的 ROE 有望提升。轻资产业务面临转型升级，中信证券具有竞争优势，ROA 有望维持高位；重资产业务提升杠杆率则是提升其 ROE 的核心手段，方向包括股票期权做市、场外衍生品、股票质押回购等业务，以及设立科创板试点注册证为契机的直投业务。

2019E-2021E 中信证券 ROE 将高于行业平均水平。中性假设下，我们预计证券行业 2019E-2021E 的 ROE 分别为 5.18%、5.36%、5.59%。在市场保持平稳的状态下，我们预计中信证券 2019E-2021E 的加权平均 ROE 有望达到 9.65%、10.58%、11.37%，对应的财务杠杆数分别为 4.19 倍、4.18 倍、4.27 倍，稳步提升。

差异化监管框架下，龙头券商阿尔法属性逐步显现。

证券行业格局分化在即，从中长期发展角度看，龙头券商将直接受益于资本市场发展，证券行业集中度将逐步提升，中信证券等龙头券商 ROE 有望稳步提升。行业平均估值 2.01x PB，大型券商估值在 1.3-1.7x PB 之间，行业历史估值的中位数为 2.5x PB（2012 年至今）。我们长期推荐龙头券商，即中信证券、华泰证券、国泰君安、海通证券。

风险提示：市场低迷导致业绩及估值双重下滑，政策落地不及预期，创新业务落地进度低于预期

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-07-16	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600030.SH	中信证券	23.43	买入	0.77	1.22	1.21	1.41	30.43	19.20	19.36	16.62
601688.SH	华泰证券	20.93	增持	0.61	0.98	1.14	1.37	34.31	21.36	18.36	15.28
601211.SH	国泰君安	18.14	增持	0.77	0.99	1.10	1.24	23.56	18.32	16.49	14.63
600837.SH	海通证券	13.99	买入	0.45	0.86	1.02	1.16	31.09	16.27	13.72	12.06

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 在资本市场平稳发展的情况下，证券行业的 ROE 或仍在低位徘徊	3
1.1. 净资产增速大于盈利能力的提升	3
1.2. 若资本市场平稳发展，证券行业 ROE 水平短期内或将难以提升	4
2. 监管差异化的框架下，龙头券商有望实现差异化的加杠杆，从而稳步提升 ROE	6
2.1. 证券行业的杠杆率具有较大提升空间	6
2.2. 股权管理规定或利于综合类券商发展，打开其杠杆空间	7
2.3. 融资渠道拓宽将打开头部券商加杠杆的空间	9
3. 为什么我们判断中信证券的 ROE 能够提升	11
4. 投资建议	14

图表目录

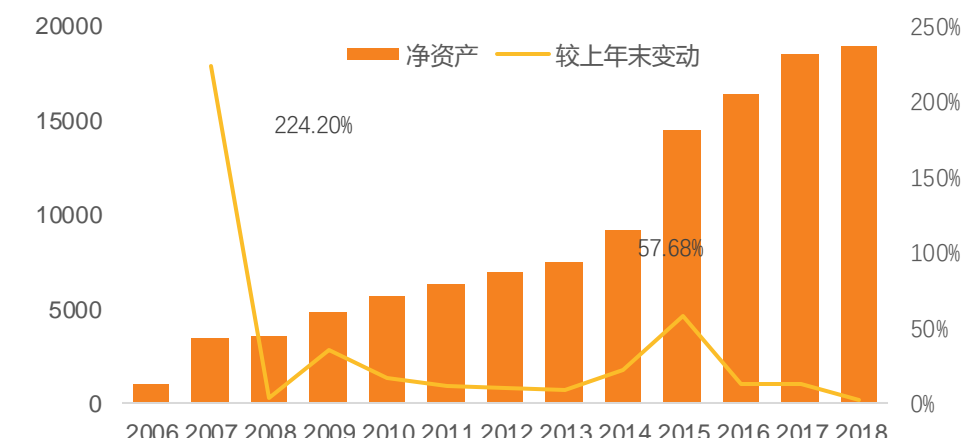
图 1: 证券行业净资产变动情况 (单位: 亿元)	3
图 2: 投资收益与利息净收入在行业营业收入中占比不断提升	3
图 3: 中信证券资产负债表中与投融资业务相关的资产占比	3
图 4: 证券行业净资产回报率趋势性下移	4
图 5: 证券行业代理买卖证券业务佣金率情况	4
图 6: 上市券商自营投资业务配置情况	5
图 7: 两市股票质押股数不断收缩	5
图 8: 上市券商杠杆倍数及 ROE (2019Q1)	7
图 9: 截至 2018 年底, 证券行业杠杆率仅为 2.82 倍	7
图 10: 《证券公司股权管理规定》主要内容	8
图 11: 证券公司负债融资结构情况 (2018 年)	9
图 12: 统计范围内 6 家上市券商的平均负债成本	9
图 13: 中信证券的加权平均 ROE (2012-2018 年)	11
图 14: 中信证券与行业 ROE 的对比情况 (2012-2021E)	13
图 15: 券商板块目前估值仍处于历史底部区间 (中信行业非银金融-证券)	14
表 1: 上市券商再融资项目进度 (截至 2019 年 6 月 30 日)	5
表 2: 证券行业主要监管指标	6
表 3: 证券公司短期融资券发行情况 (2013-2019 年 6 月 30 日)	10
表 4: 上市券商发行短期融资券的情况 (单位: 亿元)	10
表 5: 中信证券的盈利能力比较 (单位: 亿元)	11
表 6: 轻资产类业务相关的主要市场指标 (单位: 亿元)	12
表 7: 部分保荐券商的直投/另类子公司跟投科创板企业的情况	12
表 8: 证券行业的盈利预测 (2016-2021E, 单位: 亿元)	13
表 9: 上市券商盈利预测及估值表 (2019 年 7 月 16 日)	15

1. 在资本市场平稳发展的情况下，证券行业的 ROE 或仍在低位徘徊

1.1. 净资产增速大于盈利能力的提升

证券行业的净资产有两次比较大规模的提升，主要是 2006-2007 年之间和 2014-2015 年之间。净资产的增长主要源自牛市带来利润攀升以及券商的增资扩股和股权融资。牛市阶段，证券公司净利润受益于市场走强能够实现大幅增长，同时市场对于券商未来发展前景持乐观态度，证券公司能够相对容易地实现股权融资。

图 1：证券行业净资产变动情况（单位：亿元）



资料来源：证券业协会，天风证券研究所

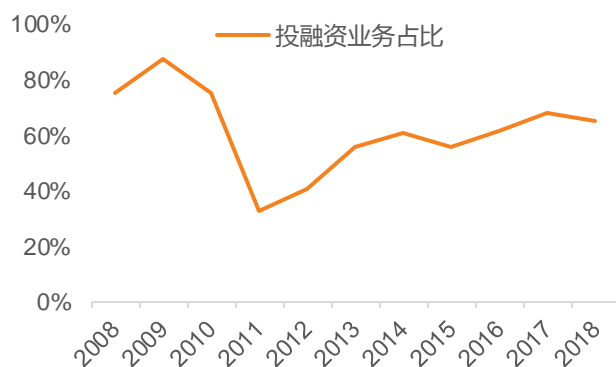
证券公司进行股权融资主要是为了发展重资产业务和满足监管的需求。2014 年，证券行业在朝着重资产转型趋势下，对于资本金的需求日渐提升，而反映到利润表中的是传统的手续费类收入占比下降而重资产业务收入占比提升（利息净收入和投资净收益等）。在资产负债表中，投资类业务和融资类业务占净资产的比例持续提升。2016 年，证监会新修订《证券公司风险控制指标管理办法》，证券公司为了适应新的风控指标，不断进行股权融资（2016 年至今，有 12 家上市券商 IPO 上市）。

图 2：投资收益与利息净收入在行业营业收入中占比不断提升



资料来源：证券业协会，天风证券研究所

图 3：中信证券资产负债表中与投融资业务相关的资产占比

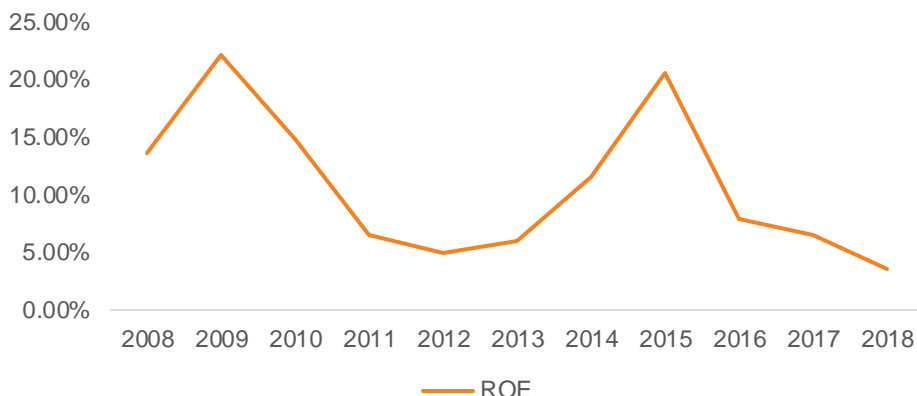


资料来源：wind，天风证券研究所

虽然行业净资产在增长，但是证券行业的盈利能力并未有实质性提升，行业 ROE 整体趋势性下行。这个现象的根本原因是重资产业务吸收了大量的资本金，而这些重资产业务以自营、资本中介为主，这些业务利差较小，且杠杆率偏低。其中，自营业务中固定收益类占据绝大部分，整体收益率偏低。资本中介业务则主要是以融资融券和股票质押业务为主，一般而言融资融券业务的利差在 2.5% 左右，而股票质押业务的利差更低。证券公司虽然在过去几年中实现了资本金规模的增长，但是资金利用效率并没有提升，反而承担了股票质押业务带来的信用风险。这个现象的根本原因在于证券公司 2012 年后开展的重资本业务

聚焦的是债权投资，偏离了自身优势，在用银行的思路开展业务，因此利差水平与银行、信托、租赁相比没有优势，且杠杆倍数远低于后者。

图 4：证券行业净资产回报率趋势性下移

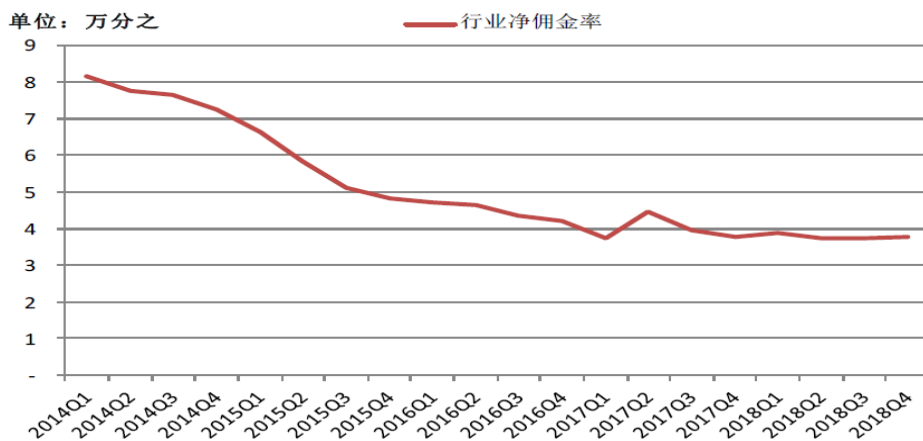


资料来源：wind，天风证券研究所

1.2. 若资本市场平稳发展，证券行业 ROE 水平短期内或将难以提升

证券行业的牌照通道价值逐步弱化，传统的经纪、投行等手续费类业务未来仍将面临着佣金率下降的冲击。证监会于 2019 年 7 月 5 日正式发布《证券公司股权管理办法》及其配套规定，统筹考虑对内对外开放，证监会宣布重启内资证券公司设立审批，行业竞争仍将激烈。

图 5：证券行业代理买卖证券业务佣金率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

聚焦于债权投资的重资本业务息差较低，并且业务规模具有不确定性。受到 2018 年权益资产调整的影响，原本聚焦在债权投资的重资本业务进一步提高了对于固定收益类资产的配置。此外，股票质押业务的规模持续压缩，融资融券的资金需求受市场行情波动影响较大，具有不确定性。

我们判断未来重资产业务将从债权转向股权，并将深刻影响券商 ROE。我们在此前的《证券行业并购重组深度报告：勇立潮头，方显担当》中提出“从中长期角度来看，重资产业务将从债权转向股权”，基于产业研究的股权投资能力将深刻影响 ROE。以设立科创板试点注册证为契机，科创板试行保荐机构相关子公司跟投制度，发行人的保荐机构通过相关子公司跟投，承诺按照股票发行价格认购发行人首次公开发行股票数量 2%至 5%的股票，未来证券公司对于本金的诉求依然强烈，而这部分业务将给券商投行带来跟投的业绩增

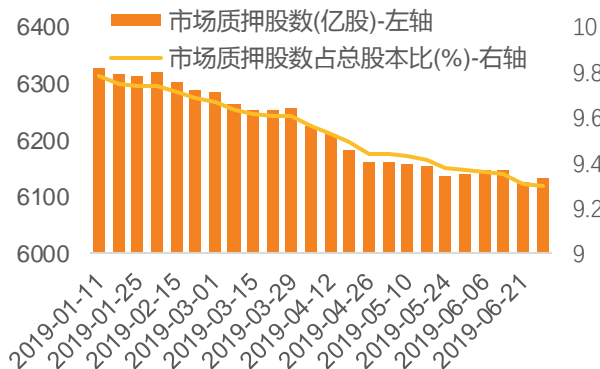
量。

图 6：上市券商自营投资业务配置情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：两市股票质押股数不断收缩



资料来源：wind，天风证券研究所

净资本是证券行业竞争的核心指标，规模增长与各项业务的行业排名依然是证券公司的核心诉求。我们前面提到，券商行业的净资产增长主要是依赖于净利润结转、资本公积的增加。2006 年至今行业保持盈利状态，未来依然是净资产增加的驱动因素。而从 18 年下半年开始，证券公司不断发布再融资公告，且拟募资规模较大。我们统计范围内，共有 11 家上市券商正在推进再融资项目，拟募资规模超过 1000 亿元。因此，我们认为证券行业的净资产在未来 3 到 5 年之内依然会维持较快的增长。

表 1：上市券商再融资项目进度（截至 2019 年 6 月 30 日）

预案时间	券商名称	类型	拟募资资金规模 (亿元)	阶段	目的
2019/4/25	第一创业	定增	60	股东大会通过	补充流动资金
2019/4/16	天风证券	配股	80	股东大会通过	股东大会通过
2019/3/13	招商证券	配股	150	股东大会通过	补充流动资金
2019/1/22	中信建投	定增	130	股东大会通过	项目融资
2019/1/10	中信证券	定增	134.6	股东大会通过	引入战略投资者
2019/11/28	国信证券	定增	150	发审委通过	补充流动资金
2018/11/24	国海证券	配股	50	证监会批准	增强资本家
2018/4/28	财通证券	可转债	38	股东大会通过	补充流动资金
2018/4/27	海通证券	定增	161	股东大会通过	项目融资
2018/4/3	山西证券	可转债	28	股东大会通过	
2017/12/19	兴业证券	定增	80	股东大会通过	补充流动资金

资料来源：wind，天风证券研究所

2. 监管差异化的框架下，龙头券商有望实现差异化的加杠杆，从而稳步提升 ROE

加杠杆是证券行业长期 ROE 提升的隐含逻辑。2018 年以来的权益资产配置的调整以及以股权质押为代表的资本中介业务的规模压缩，证券行业的资金冗余问题正在加重，短期内行业的杠杆率仍有下降的空间，但是在监管差异化的框架下，大券商有望实现差异化的加杠杆。

2.1. 证券行业的杠杆率具有较大提升空间

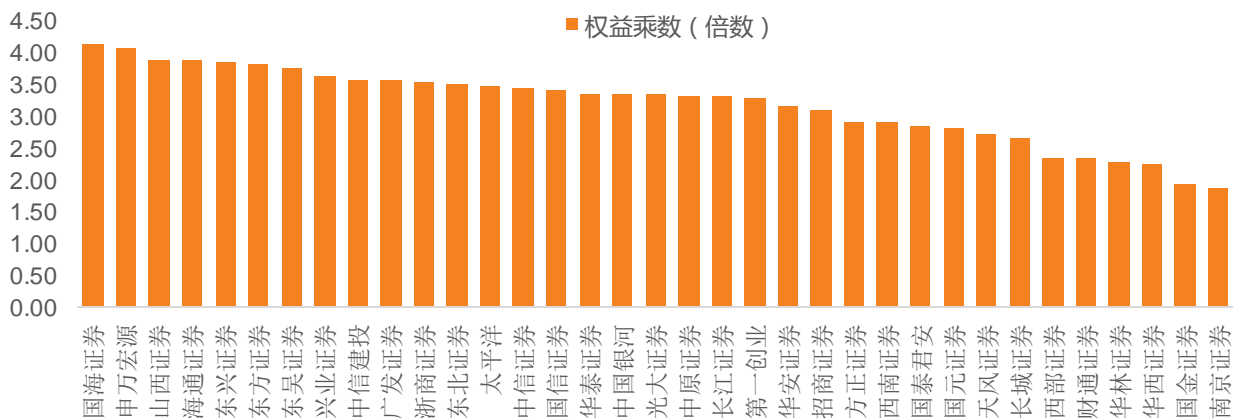
证券行业适用于以净资本为核心的监管体系，券商杠杆倍数上限约为 6 倍。2016 年 10 月开始实施的《证券公司风险控制指标管理办法》，重新定义了证券行业的监管体系，建立了以净资本为核心的监管体系，四大核心指标包括：风险覆盖率、资本杠杆率、流动性覆盖率、净稳定资本率。针对券商杠杆率的监管，主要是通过资本杠杆率而非净资产的杠杆率，监管要求证券公司的资本杠杆率不得低于 8%，同时结合监管的表述“综合考虑流动性风险监管指标要求，财务杠杆率大体为 6 倍左右，与修订前办法的要求基本相当”。从实际情况来看，2018 年证券行业的资本杠杆率为 24.27%，远高于监管的要求。截至 2018 年底，证券行业的权益乘数仅为 2.8 倍左右，也远低于监管上限。

表 2：证券行业主要监管指标

指标	具体内容	2018 年 12 月	2017 年 12 月	预警标 准	监管标 准
核心净资本	核心净资本=净资产-资本项目风险调整-或有负债 风险调整-/+证监会认定或者核准的其他调整项目	13,300			
附属净资本	附属净资本=长期次级债*规定比例-/+证监会认定 或核准的其他调整项目	2,400			
净资本	净资本=核心净资本+附属净资本	15,700	15,800		
风险覆盖率	风险覆盖率=净资本/各项风险资本准备之和*100%	251.23%	243.09%	≥120%	≥100%
资本杠杆率	资本杠杆率=核心净资本/表内外资产总额	24.27%	26.13%	≥9.6%	≥8%
流动性覆盖率	流动性覆盖率=优质流动性资产/未来 30 天现金流出 量*100%	341.72%	316.80%	≥120%	≥100%
净稳定资本率	净稳定资本率=可稳定资金/所需稳定资金*100%	154.38%	140.28%	≥120%	≥100%
净资本/净资产		83.24%	85.28%	≥24%	≥20%
净资本/负债		45.90%	48.85%	≥9.6%	≥8%
净资产/负债		55.15%	57.28%	≥12%	≥10%
自营权益类证券及其衍生 品/净资本		17.89%	22.59%	≤80%	≤100%
自营非权益类证券及其衍 生品/净资本		159.72%	113.64%	≤400%	≤500%

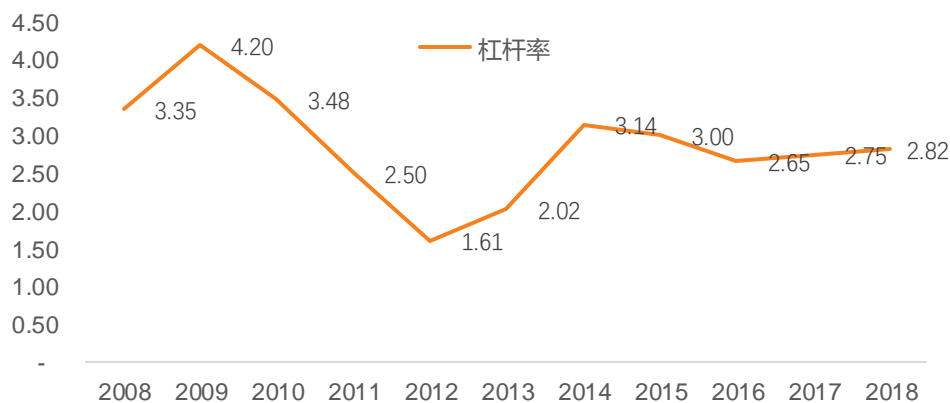
资料来源：证券业协会，天风证券研究所

图 8：上市券商杠杆倍数及 ROE (2019Q1)



资料来源：wind, 天风证券研究所

图 9：截至 2018 年底，证券行业杠杆率仅为 2.82 倍



资料来源：证券业协会, 天风证券研究所

2.2. 股权管理规定或利于综合类券商发展，打开其杠杆空间

2019 年 7 月 5 日，证监会发布《证券公司股权管理规定》(以下简称《股权规定》)及《关于实施<证券公司股权管理规定>有关问题的规定》(以下简称《配套规定》)，并重启内资证券公司设立审批。《股权规定》提出了“分类管理、资质优良、权责明确、结构清晰、变更有序、公开透明”的原则，主要明确了：一是推动证券公司分类管理，支持差异化发展；二是强化穿透核查，厘清股东背景及资金来源；三是内外结合，实现全程监管。

《股权规定》明确对证券公司的分类管理安排。根据证券公司从事业务的风险及复杂程度，《股权规定》明确将证券公司分为两类：

一是专业类证券公司。对于从事常规传统证券业务（如证券经纪、证券投资咨询、财务顾问、证券承销与保荐、证券自营等）的证券公司，由于其业务活动以中介服务为主，不涉及大额负债及大额资本中介，外部性较低，仅要求其主要股东、控股股东具备《证券法》《证券公司监督管理条例》等规定的基本条件。

二是综合类证券公司。对于从事的业务具有显著杠杆性质且多项业务之间存在交叉风险的证券公司（业务范围除传统证券业务外，还包括股票期权做市、场外衍生品、股票质押回购等复杂业务），由于资本消耗较高，与其他金融体系联系紧密，外部性显著，要求其主要股东和控股股东需具备较高的管控水平和资本补充能力。

证监会给予存量综合类证券公司 5 年过渡期，未来证券公司将差异化发展。《股权规定》对综合类证券公司控股股东提出了新要求，且适用于存量的证券公司。证监会充分考虑行业现状，发布了《关于实施〈证券公司股权管理规定〉有关问题的规定》（以下简称《配套规定》），其中，明确了现有综合类证券公司的控股股东达不到《股权规定》条件的，给予 5 年过渡期，逾期仍未达到要求的，不影响该证券公司继续开展证券经纪、证券投资咨询、证券承销与保荐等常规证券业务，但不得继续开展场外衍生品、股票期权做市等高风险业务，即该综合类证券公司需转型为专业类证券公司。

图 10: 《证券公司股权管理规定》主要内容

项目		《证券公司股权管理规定》具体内容
证券公司分类管理		根据证券公司从事业务的复杂程度，分为： 1、 专业类证券公司 ：从事常规传统证券业务（如证券经纪、证券投资咨询、财务顾问、证券承销与保荐、证券自营等）的证券公司。 2、 综合类证券公司 ：从事的业务具有显著杠杆性质且多项业务之间存在交叉风险的（如股票期权做市、场外衍生品、股票质押回购等）证券公司。
四类股东定义		证券公司股东包括以下四类： 1、 控股股东 ，指持有证券公司 50%以上股权的股东或者虽然持股比例不足 50%，但其所享有的表决权足以对证券公司股东会的决议产生重大影响的股东； 2、 主要股东 ，指持有证券公司 25%以上股权的股东或者持有 5%以上股权的第一大股东； 3、 持有证券公司 5%以上股权的股东 ； 4、 持有证券公司 5%以下股权的股东 。
资质条件	控股股东	1) 符合主要股东所需符合的条件； 2) 入股证券公司与其长期战略协调一致 ，有利于服务其主营业务发展； 3) 对完善证券公司治理结构、推动证券公司长期发展有切实可行的计划安排； 4) 对保持证券公司经营管理的独立性和防范风险传递、不当利益输送，有明确的自我约束机制。
	主要股东	1) 符合持有证券公司 5%以上股权的股东所需符合的条件； 2) 净资产不低于 2 亿元人民币 ，财务状况良好，具有持续盈利能力，资产负债和杠杆水平适度，具备与证券公司经营业务相匹配的 持续资本补充能力 ； 3) 公司治理规范，管理能力达标，风险管控良好； 4) 开展金融相关业务经验与证券公司业务范围相匹配 ，能够为提升证券公司的综合竞争力提供支持； 5) 对证券公司可能发生风险导致无法正常经营的情况，制定合理有效的风险处置预案。
	持有证券公司 5%以上股权的股东	1) 符合持有证券公司 5%以下股权的股东所需符合的条件； 2) 不存在净资产低于实收资本 50%的情形； 3) 不存在或有负债达到净资产 50%的情形； 4) 不存在不能清偿到期债务的情形； 5) 净资产不低于 5000 万元人民币 。
	特殊条件	A. 证券公司从事的业务具有显著杠杆性质，且多项业务之间存在交叉风险的，即综合类证券公司： (一) 其主要股东、控股股东还应当符合下列条件： 1) 最近 3 年持续盈利，不存在未弥补亏损； 2) 最近 3 年长期信用均保持在高水平，最近 3 年规模、收入、利润、市场占有率等指标居于行业前列。 (二) 控股股东还应当符合下列条件： 1) 总资产不低于 500 亿元人民币，净资产不低于 200 亿元人民币； 2) 核心主业突出，主营业务最近 5 年持续盈利。 B. 非金融企业入股证券公司的，还应当符合下列要求： 1) 符合国家关于加强非金融企业投资金融机构监管的有关指导意见。 2) 单个非金融企业实际控制证券公司股权的比例原则上不得超过 50%。
股权管理要	参控股证券公司数量	证券公司股东以及股东的控股股东、实际控制人参股证券公司的数量不得超过 2 家，其中控制证券公司的数量不得超过 1 家。
过渡期安排		明确了现有综合类证券公司的控股股东达不到《股权规定》条件的，给予 5 年过渡期，逾期仍未达到要求的，不影响该证券公司继续开展证券经纪、证券投资咨询、证券承销与保荐等常规证券业务，但不得继续开展场外衍生品、股票期权做市等高风险业务，即该综合类证券公司需转型为专业类证券公司。
其他规定		统筹考虑对内对外开放，证监会宣布重启内资证券公司设立审批。

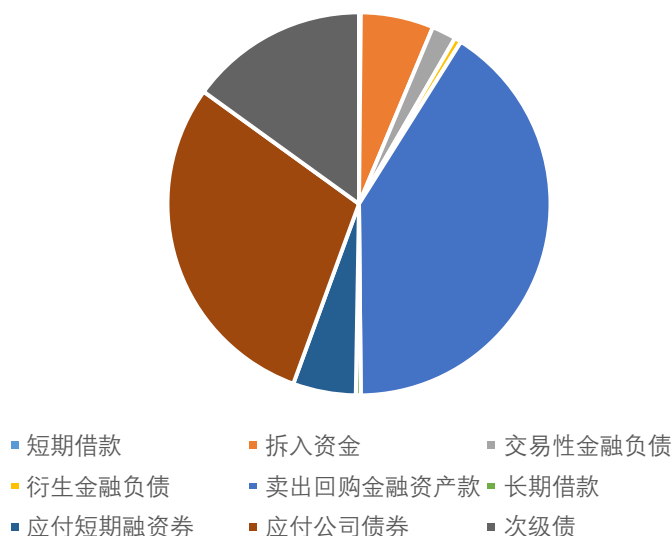
资料来源：证监会，天风证券研究所

《股权规定》的出发点从防风险向“重发展与防风险平衡”转变，行业分类监管的理念强化（龙头集中和差异化是趋势），相当于给头部券商充分的政策红利，未来综合类券商能够从事具有显著杠杆率的业务，未来有望在分类监管的框架下适当提升杠杆率。股东资质要求则更为合理，对内对外平等开放，这是一揽子改革举措中逐步落地的一个，未来我们应该可以看到关于业务层面上更多的政策红利落地。

2.3. 融资渠道拓宽将打开头部券商加杠杆的空间

证券公司的短期融资渠道主要包括通过银行间市场进行信用拆借，通过银行间市场和交易所市场进行债券回购，发行短期公司债、短期融资券、短期次级债和收益凭证，向银行等金融机构进行两融收益权融资以及资产证券化等。中长期融资渠道主要包括发行公司债（含非公开发行公司债）、发行长期次级债。负债结构方面，短期负债占比一般约 60%，长期负债占比约 40%。卖出回购金融资产款约占 30%，公司债券约占 25%，次级债约占 13%，短期融资券占比低于 5%。

图 11：证券公司负债融资结构情况（2018 年）



资料来源：证券业协会，天风证券研究所

负债成本方面，在公司债（3A 的公司债发行利率在 4.5%-5%之间）和次级债（3A 次级债发行利率 5%-5.5%）占比接近 40%的背景下，证券公司整体的负债成本相对较高。我们统计的 6 家上市券商（中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券、广发证券和招商证券）2015-2018 年的平均负债成本为 5.92%、4.10%、4.12%、4.14%。而业务端，除了缺乏高收益的业务外，券商还面临着收益波动性大的问题。

图 12：统计范围内 6 家上市券商的平均负债成本



资料来源：wind，天风证券研究所整理

近期监管针对头部券商的融资松绑：一是提升短期融资券余额上限；二是鼓励证券公司金融债。短期融资券具有发行灵活、期限短、融资成本低等特点，金融债具有期限长、融资成本低、规模大等优势。一长一短的债券融资工具放开，对于券商而言，能够拓宽杠杆资金的来源。而且，融资松绑主要针对头部券商，这符合监管扶优限劣的方向。

头部券商短期融资券余额上限提升。自 2019 年 6 月 22 日起，中信证券、国泰君安、华泰证券、海通证券、广发证券、申万宏源、招商证券、中信建投、中国银河等 9 家券商先后公告称接到央行通知提高短期融资券余额上限，调整后的上限超过 3000 亿元。2018 年券商共计发行短期融资券 49 只，发行规模 1210 亿元，平均发行利率为 3.60%。2019 年上半年，证券公司共发行短期融资券 22 只，发行规模为 510 亿元，平均发行利率较 2018 年大幅下降接近 70 个 BP。

表 3：证券公司短期融资券发行情况（2013-2019 年 6 月 30 日）

证券公司短期融资券	发行只数	发行额（亿元）	平均发行规模（亿元/只）	发行利率(%)
2019H1	22	510	23	2.91
2018	49	1,210	25	3.60
2017	16	312	20	4.60
2016	59	1,149	19	2.78
2015	154	2,536	16	3.94
2014	240	4,001	17	4.90
2013	129	2,866	22	4.68

资料来源：wind，天风证券研究所

表 4：上市券商发行短期融资券的情况（单位：亿元）

公司简称	净资本（亿元）	调整前短期融资券余额上限	调整后短期融资券余额上限	变动幅度	调整后短期融资券余额上限/净资本	应付短期融资款（19Q1）	应付短期融资款/净资本	存量短期融资券规模（未兑付）
中信证券	920	159	469	195%	51%	130	14%	80
国泰君安	866	130	508	291%	59%	137	16%	50
华泰证券	596	216	300	39%	50%	256	43%	0
海通证券	714	200	397	99%	56%	292	41%	0
广发证券	586	124	176	42%	30%	194	33%	50
申万宏源	584	191	298	56%	51%	46	8%	90
招商证券	528	70	316	351%	60%	245	46%	70
中信建投	410	163	209	28%	51%	116	28%	90
中国银河	619	N/A	368	N/A	59%	61	10%	0

资料来源：wind，天风证券研究所，中国银河此前没有短期融资券的发行额度

2019 年 6 月 25 日起，中信证券、华泰证券、国泰君安、海通证券、广发证券、申万宏源、招商证券、中信建投、中国银河等 9 家头部券商先后收到证监会的监管意见书，批准其申请发行金融债券。由于缺乏规范性的文件，证券公司较少发行金融债，中信证券曾在 2006 年 5 月发行过 15 亿元的金融债，期限为 15 年，发行利率 4.25%，低于当时其他融资工具的发行利率。**我们认为较为关键的突破点在于，按照监管要求，金融债发行余额不受须低于净资产 40%的限制。此前证券公司发行公司债要受到发行余额不得超过净资产 40%的限制，在一定程度上对证券公司进行债务融资形成限制。**

3. 为什么我们判断中信证券的 ROE 能够提升

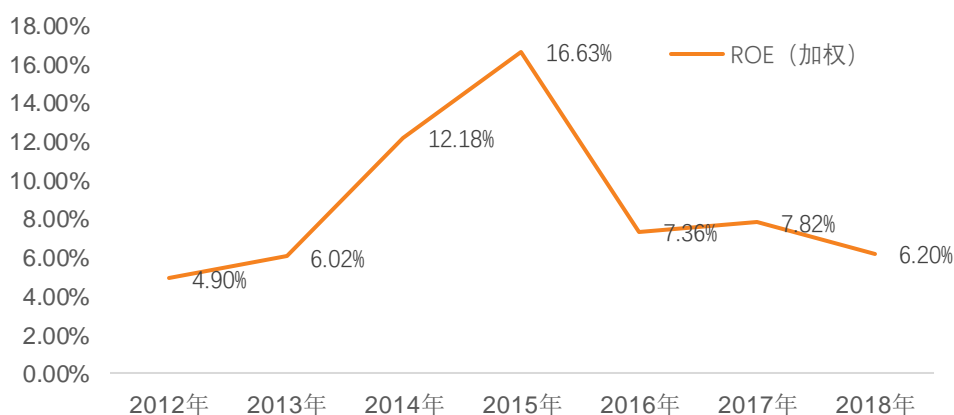
从中信证券分部报告的数据看，剔除 2015 年牛市的因素外，2012-2018 年之间中信证券总体的税前 ROA 平均值为 2.57%。2018 年主要是受到市场震荡下行，经纪、自营、信用减值损失等因素影响，税前 ROA 跌破 2%。在大部分年份中，我们能够看到中信证券的税前 ROA 是相对稳定的。而影响 ROE 的主要因素是权益乘数的变化，2012 年至今中信证券的加权平均 ROE 大于 10% 的年份有 2014 年和 2015 年，2014 年的财务杠杆数（全部）是近年来的高点，达到 4.7 倍。因此，加杠杆是证券行业长期 roe 提升的隐含逻辑。

表 5：中信证券的盈利能力比较（单位：亿元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
重资产							
营业利润	31	26	35	73	28	60	49
总资产	1,235	2,020	3,289	4,123	4,138	4,742	4,775
税前 ROA	2.50%	1.29%	1.08%	1.78%	0.67%	1.27%	1.02%
轻资产							
营业利润	23	42	96	203	114	102	72
总资产	450	693	1,507	2,038	1,836	1,514	1,756
税前 ROA	5.22%	6.13%	6.39%	9.96%	6.23%	6.76%	4.07%
合计							
税前 ROA	3.20%	2.50%	2.70%	4.50%	2.40%	2.79%	1.84%
财务杠杆数	1.90	3.00	4.70	4.30	4.10	4.09	4.16
税前 ROE	6.08%	7.50%	12.69%	19.35%	9.84%	11.41%	7.65%

资料来源：wind，天风证券研究所，根据中信证券年报的分部报告的数据测算

图 13：中信证券的加权平均 ROE（2012-2018 年）



资料来源：wind，天风证券研究所

从行业的角度来看，轻资产类业务（经纪、投行、资管）对于资本金的占用有限，未来杠杆率提升的空间有限。随着行业竞争加剧，手续费率降低，ROA 水平仍然有下降的空间。但由于轻资产业务线面临着能力升级的要求，未来集中度预计将提升。但我们认为以中信证券为代表的头部券商在经纪与财富管理业务（流量优势、网点优势、成本优势、投顾队伍优势）、投行业务（行业资源、产业研究能力、风险定价能力）、资管业务（优质资金来源和优质股权资产项目的获取能力）上具有竞争优势。因此，我们假设主要股指保持年均 8% 的增速，日均成交金额维持在 6500-7700 亿元，中信证券的经纪业务市占率维持在 6%-6.5%，佣金率维持在万分之 5-6，中信证券的轻资产业务的税前 ROA 有望保持在 6.5% 附近的水平。

表 6：轻资产类业务相关的主要市场指标（单位：亿元）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
交易量	1285	1948	3011	10381	5185	4580	3689
换手率	137.55%	173.53%	233.03%	485.23%	239.15%	201.37%	171.25%
客户交易结算资金余额	6003	5557	12000	20600	14400	10600	9379
中信证券经纪业务市占率	5.76%	6.23%	6.54%	6.37%	5.79%	5.61%	5.93%
行业 IPO 承销量	1,034	-	666	1,576	1,496	2,301	1,378
中信证券 IPO 承销量	174	-	63	121	114	211	128
行业再融资规模	3,423	4,614	8,377	14,531	19,600	14,923	10,729
中信证券再融资规模	285	419	739	1,652	2,251	1,722	1,655

资料来源：wind，天风证券研究所

重资产业务提升杠杆率是提升行业 ROE 的有效途径。根据证监会发布的《证券公司股权管理规定》中提及的内容，股票期权做市、场外衍生品、股票质押回购等业务是具有显著杠杆性质，资本消耗较高，这部分业务应该是券商未来提升杠杆率的主要方向之一。未来券商通过调整资产负债表的结构能够提升资金的利用效率，继而提升 ROE。

设立科创板并试点注册制，券商可发力直投业务。根据上交所发布的《科创板股票发行与承销业务指引》，科创板试行保荐机构相关子公司跟投制度，发行人的保荐机构通过相关子公司跟投，承诺按照股票发行价格认购发行人首次公开发行股票数量 2%至 5%的股票，未来这部分将给券商投行带来跟投的业绩增量。从长期来看，伴随着中国经济转型升级，且基于海外经验，股权投资项目的复合收益率将大概率显著高于债权投资（融资融券、股票质押、债券自营投资等），股权投资项目的收益率可能达到 10%以上，若如此券商的 ROE 水平未来能迎来大幅提升。

目前，中信证券、中信建投、华泰证券等科创板项目储备靠前的券商，在直投和另类子公司的布局上已经领先于其他券商，未来随着科创板正式落地及注册制试点成功，券商的投行业务与投资业务之间的协同效应会越来越明显。**这部分业务对于资金的需求大，是未来券商加杠杆的方向之一。**

因此，我们假设证券行业的财务杠杆倍数（剔除客户保证金）维持在 3 倍的水平，中信证券的财务杠杆倍数维持在 4-4.5 倍的水平。

表 7：部分保荐券商的直投/另类子公司跟投科创板企业的情况

公司简称	保荐券商	参股券商	参股券商直投/另类子公司名称	持股比例
铂力特	中信建投	中信证券	金石投资/中证投资	6.00%
澜起科技	中信证券	中信证券	中证投资	5.02%
苑东生物	中信证券	中信证券	中证投资	2.78%
赛诺医疗	中信证券	中信证券	金石投资/中证投资	2.68%
虹软科技	华泰联合	华泰联合	华泰紫金	1.81%
当虹科技	中信证券	中信证券	中证投资	1.49%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

根据我们对证券行业 2019 年至 2021 年的盈利预测，我们预计证券行业 2019E-2021E 的净利润分别为 1054 亿元、1140 亿元、1245 亿元，同比增长 58.18%、8.16%、8.42%。行业的净资产分别为 20334 亿元、21263 亿元、22279 亿元，同比增长 7.59%、4.57%、4.73%，对应的 ROE 分别为 5.18%、5.36%、5.59%。

根据我们对中信证券 2019-2021 年的盈利预测，中性情况下，中信证券的加权平均净资产

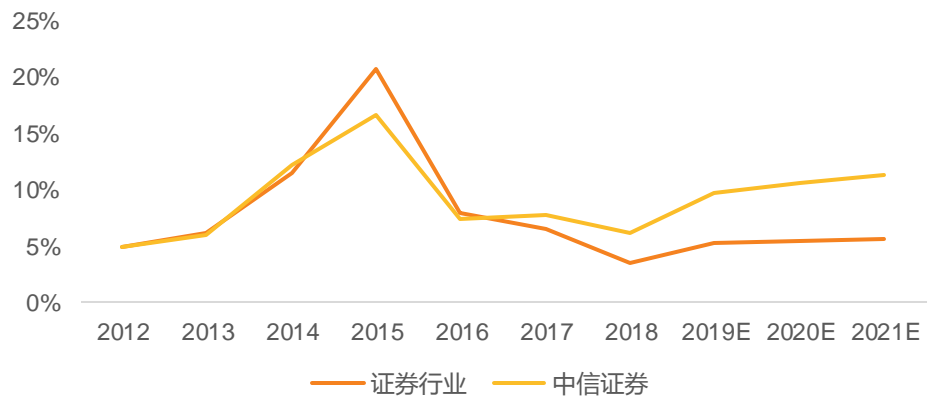
收益率有望达到 9.65%、10.58%、11.37%，高于行业平均水平。2019E-2021E 的财务杠杆数分别为 4.19 倍、4.18 倍、4.27 倍，杠杆倍数稳步提升。

表 8：证券行业的盈利预测（2016-2021E，单位：亿元）

	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经纪业务	1,053	821	623	998	1,011	1,045
投资银行	684	510	370	566	638	755
承销保荐收入	520	384	258	456	498	555
财务顾问收入	164	125	111.5	110	140	200
投资咨询	51	34	31.52	30	30	30
资产管理	296	310	275	307	303	327
投资收益	568	861	800	1200	1296	1400
利息净收入	382	348	215	282	365	406
其它收入	246	230	348	250	288	331
营业收入	3,280	3,113	2663	3634	3930	4294
营收同比增速	-42.97%	-5.08%	-14.47%	36.46%	8.16%	8.42%
净利润	1234	1,130	666	1054	1140	1245
净利润同比增速	-49.59%	-8.43%	-41.04%	58.18%	8.16%	8.42%
净资产	16,377	18,460	18,900	20,334	21,263	22,279
ROE	7.5%	6.1%	3.52%	5.18%	5.36%	5.59%
净资产增速	12.84%	12.72%	2.38%	7.59%	4.57%	4.73%

资料来源：证券业协会，天风证券研究所

图 14：中信证券与行业 ROE 的对比情况（2012-2021E）



资料来源：wind，天风证券研究所

4. 投资建议

- 1、**证券行业 ROE 或仍将在低位徘徊。**证券公司进行股权融资主要是为了发展重资产业务和满足监管的要求。由于目前的重资产业务主要是以债权为主，在利差水平并无太大优势的情况下，由于杠杆率偏低导致 ROE 偏低。净资本是行业竞争的核心指标，规模增长依然是证券公司的核心诉求，未来行业净资产依然将保持增长。
- 2、**监管差异化的框架下，龙头券商有望实现差异化的加杠杆。**一是证券行业杠杆率具有较大提升空间；二是股权管理规定或利于综合类券商发展，并鼓励券商差异化发展，综合类券商有望逐步提升杠杆率；三是融资渠道拓宽，包括提升短期融资券和证券公司金融债松绑等举措。
- 3、**我们判断中信证券未来的 ROE 有望提升。**轻资产业务面临转型升级，中信证券具有竞争优势，ROA 有望维持高位；重资产业务提升杠杆率则是提升其 ROE 的核心手段，方向包括股票期权做市、场外衍生品、股票质押回购等业务，以及设立科创板试点注册证为契机的直投业务。
- 4、**2019E-2021E 中信证券 ROE 将高于行业平均水平。**中性假设下，我们预计证券行业 2019E-2021E 的 ROE 分别为 5.18%、5.36%、5.59%。在市场保持平稳的状态下，我们预计中信证券 2019E-2021E 的加权平均 ROE 有望达到 9.65%、10.58%、11.37%，对应的财务杠杆数分别为 4.19 倍、4.18 倍、4.27 倍，稳步提升。
- 5、**证券行业格局分化在即，从中长期发展角度看，龙头券商将直接受益于资本市场发展，证券行业集中度将逐步提升，龙头券商 ROE 有望稳步提升。**行业平均估值 2.01x PB，大型券商估值在 1.3-1.7x PB 之间，行业历史估值的中位数为 2.5x PB（2012 年至今）。我们长期推荐龙头券商，即中信证券、华泰证券、国泰君安、海通证券。

图 15：券商板块目前估值仍处于历史底部区间（中信行业非银金融-证券）



资料来源：wind，天风证券研究所

表 9：上市券商盈利预测及估值表（2019 年 7 月 16 日）

证券名称				P/E (倍)			P/B (倍)		
	股价 (元)	市值 (亿元)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
中信证券	23.43	2,615	17.93	19.20	19.36	1.27	1.69	1.61	
国泰君安	18.14	1,525	15.97	18.32	16.49	1.08	1.30	1.29	
华泰证券	20.93	1,737	14.77	21.36	18.36	1.29	1.64	1.60	
海通证券	13.99	1,383	16.70	30.41	22.93	0.86	1.41	1.33	
广发证券	14.07	969	15.24	16.36	13.79	1.13	1.27	1.22	
招商证券	16.99	1,051	19.16	19.76	17.52	1.38	1.36	1.30	
中信建投	20.06	1,344	21.03	36.47	31.84	1.41	2.97	2.93	
东方证券	10.36	662	30.48	29.60	24.09	1.08	1.38	1.35	
光大证券	11.56	490	21.02	20.64	17.78	0.83	1.05	1.01	
兴业证券	6.69	448	30.20	24.78	21.58	0.94	1.34	1.28	

资料来源：wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com