

行业深度报告

股债融资双管齐下，券商多渠道夯实资本实力

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】行业动态跟踪报告*非银行金融*证券行业 2022 年年报综述：市场波动冲击券商盈利，看好 23 年业绩修复*强于大市 20230420
【平安证券】行业深度报告*非银行金融*他山之石系列报告（三）：海外投行资管差异化竞争研究——坚持综合金融优势*强于大市 20230301

证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号
S1060520040001
BQC673
WANGWEIYI059@pingan.com.cn

李冰婷 投资咨询资格编号
S1060520040002
LIBINGTING419@pingan.com.cn

研究助理

韦霁雯 一般证券从业资格编号
S1060122070023
WEIJIWEN854@pingan.com.cn



平安观点：

- **券商融资动因：监管松绑、重资产业务转型，融资需求提升。**近年来资本市场改革深化，券商加快推进业务模式转型升级，重资产业务持续变革，制度建设逐渐完善，打开衍生品、新股跟投、两融业务增长空间。券商盈利重心逐渐从传统通道业务向资本中介业务转型，资产负债表运用能力为利润和 ROE 稳健增长的核心，也对券商资本实力提出更高要求。
- **券商融资现状：股权融资规模波动较大，债券融资规模相对稳定。**1) **股权融资：**券商股权融资频率与监管周期、市场行情、业务结构关联较大，次数与规模较小，但波动较大，2020 年后融资频率与规模明显提升。其中，定增是最主要的股权再融资方式，但 2020 年以来配股和可转债融资次数与规模超定增，主要系配股耗时较短、平均募足率明显高于定增，同时券商盈利能力抬升、逐渐满足可转债发行条件。2) **债券融资：**规模变动与股权融资整体同步，但规模较大、相对稳定。券商债券融资方式主要包括普通公司债、次级债、短融券和收益凭证，其中收益凭证与普通公司债是最主要的债券融资方式，短融券规模波动较大，次级债规模相对较小，但近三年永续次级债规模增长较快。此外，近年来券商债券融资成本整体下降，融资期限整体拉长，上市券商普通公司债利率下行更快、期限更长。
- **券商融资对比：股权和长期次级债等长期融资方式将更受青睐。**资本市场持续完善，直接融资比重与机构化程度提升，新股跟投、资本中介等重资产业务成为券商布局重要方向，考虑到监管体系、融资稳定性、业务成本等因素，股权融资、长期次级债等长期融资方式将更受青睐。总体来看，股权与债券融资各具优势，券商需灵活选择融资方式。其中，重资产业务发展较好、资本杠杆率等净资本风控指标接近上限的券商需通过股权融资补充核心净资本，而净资本较为宽裕、但流动性较为紧张的券商更应选择债券融资补充中短期流动性。
- **投资建议：**目前我国证券公司资本规模与杠杆水平较海外大型投行仍有较大距离，仍需提升服务实体经济和服务客户复杂交易需求的能力，长期来看券商扩大资本与资产规模仍是大势所趋。短期来看，随着全面注册制正式落地、宏观经济持续修复，券商业务规模与业绩得到改善，短期融资需求回暖。头部券商综合实力更强、监管评级较好、业务资质齐全、杠杆倍数较高，在融资渠道、投资者认可度、融资成本和规模方面均具优势，资本实力较强，业绩发展动能充足，建议关注龙头券商中信证券、中金公司。
- **风险提示：**1) 权益市场大幅波动、市场交投活跃度大幅下滑；2) 监管政策变动超预期；3) 资本市场改革力度与政策红利不及预期；4) 宏观经济下行影响市场基本面和投资者风险偏好。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/B				评级
		2023-5-29	2021	2022E	2023E	2024E	2021	2022E	2023E	2024E	
中信证券	600030	20.35	1.44	1.54	1.69	1.86	1.3	1.2	1.2	1.2	推荐
中金公司	601995	40.61	1.57	1.81	2.01	2.23	2.4	2.4	2.3	2.3	推荐

正文目录

一、	券商融资动因：监管松绑、重资产业务转型，融资需求提升	6
二、	券商融资现状：股权融资规模波动较大，债券融资规模相对稳定	11
	2.1 股权融资：长期以定增为主，近年配股及可转债频率提升	11
	2.2 债券融资：发行规模相对平稳，普通公司债与收益凭证占比较高	16
三、	券商融资工具对比：股权和长期次级债等长期融资方式将更受青睐	23
	3.1 股权融资：定增与配股发行门槛较低，可转债股本稀释节奏较平缓	23
	3.2 债券融资：长期次级债可补充附属净资本，公司债、短融券灵活性高、运用频繁	25
四、	投资建议和风险提示	27
	4.1 投资建议	27
	4.2 风险提示	27

图表目录

图表 1	证券公司风险控制指标	6
图表 2	主板上市公司再融资相关规则	6
图表 3	证券公司场外衍生品新增规模与存量规模	8
图表 4	部分头部券商投资子公司净利润及对合并报表归母净利润的贡献	8
图表 5	两融余额规模变动	9
图表 6	两融余额结构变动	9
图表 7	证券行业杠杆倍数变动	10
图表 8	证券行业总资产和净资产规模	10
图表 9	上市券商风险控制指标（截至 2022 年末）	10
图表 10	2012 年以来证券行业与市场表现	12
图表 11	证券行业业绩及 ROE 表现	12
图表 12	上市券商营业收入结构	12
图表 13	上市券商股权融资次数	13
图表 14	上市券商股权融资规模	13
图表 15	17 家上市券商股权再融资与 IPO 的时间间隔及再融资规模	13
图表 16	上市券商股权再融资次数及结构	14
图表 17	上市券商股权再融资实际募资额及规模	14
图表 18	2012-2022 年上市券商股权再融资发行成功率	15
图表 19	2012-2022 年上市券商股权再融资发行平均耗时	15
图表 20	2012-2022 年上市券商增发、配股平均募足率	15
图表 21	现存上市券商可转债转股率（截至 23Q1 末）	15
图表 22	2012-2022 年十大券商 A 股 IPO 融资规模占比	16
图表 23	2012-2022 年十大券商股权再融资规模占比	16
图表 24	2012-2022 年证券行业债券、股权融资规模	16
图表 25	2022 年末统计范围内上市与非上市券商净资产规模与杠杆倍数对比	17
图表 26	2012-2022 年上市与非上市券商债券融资规模对比	17
图表 27	证券行业债券融资规模及结构	17
图表 28	证券行业普通公司债发行规模	18
图表 29	2012-2022 年间普通公司债累计发行规模前 15	18
图表 30	证券行业次级债发行规模	19
图表 31	2012-2022 年间次级债累计发行规模前 15	19
图表 32	证券行业短期融资券发行规模	19
图表 33	2012-2022 年间短融券累计发行规模前 15	19

图表 34	证券行业收益凭证发行规模	20
图表 35	2023Q1 收益凭证报价系统发行数量前 15	20
图表 36	券商公司债加权平均发行票面利率变动	21
图表 37	2022 年各类券商公司债平均发行票面利率对比	21
图表 38	普通公司债发行规模结构（按发行期限）	21
图表 39	各类券商普通公司债加权平均发行期限变动	21
图表 40	次级债发行规模结构（按发行期限）	22
图表 41	各类券商一般次级债加权平均发行期限变动	22
图表 42	短融券发行规模结构（按发行期限）	22
图表 43	各类券商短融券加权平均发行期限变动	22
图表 44	未兑付收益凭证规模结构（按发行期限）	22
图表 45	股权融资和债券融资优劣势对比	23
图表 46	主要股权再融资工具对比	24
图表 47	上市券商加权平均 ROE（合并口径）	24
图表 48	证券公司主要债券融资工具对比	26

一、 券商融资动因： 监管松绑、 重资产业务转型， 融资需求提升

证券公司风险监管关注资本与流动性。据《证券公司风险控制指标管理办法（2020年修订）》，当前证券公司风险控制指标包括风险覆盖率、资本杠杆率、流动性覆盖率、净稳定资金率，可分为资本限制和流动性限制两大类：

1) **资本限制以净资本为核心，保证证券公司资产端规模、风险敞口与净资本匹配。**除风险覆盖率、资本杠杆率外，证券公司杠杆水平也受一定监管限制。2016年6月，《关于修改〈证券公司风险控制指标管理办法〉的决定》发布，取消此前2008年版本中“净资产/负债总额≥20%、净资本/净资产≥40%”的限制（即财务杠杆倍数上限为6倍），但证监会表示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，与修订前要求基本相当。2020年《管理办法》修订稿中无相关更新表述，目前券商经营杠杆上限仍约6倍左右。

2) **流动性指标关注资产端流动性，包括流动性覆盖率和净稳定资金率，要求证券公司保证合理现金流水平覆盖短期偿债需求和经营现金流。**

图表1 证券公司风险控制指标

风险控制指标	指标限制	预警标准	计算方式
风险覆盖率	不得低于100%	不得低于120%	风险覆盖率 = 净资本/各项风险资本准备之和 × 100%
资本杠杆率	不得低于8%	不得低于9.6%	资本杠杆率 = 核心净资本/表内外资产总额 × 100%
流动性覆盖率	不得低于100%	不得低于120%	流动性覆盖率 = 优质流动性资产/未来30天现金净流出量 × 100%
净稳定资金率	不得低于100%	不得低于120%	净稳定资金率 = 可用稳定资金/所需稳定资金 × 100%

资料来源：证监会，平安证券研究所

再融资政策松绑，支持券商净资本扩张。2020年再融资新规出台，主板非公开再融资发行对象扩大为35名、融资规模上限上调为发行前总股本的30%，同时股东锁定期降低、定价基准日选择更为灵活，提升投资者投资热情。批文有效期也从6个月延长至12个月，方便上市公司选择发行窗口。2023年全面注册制正式落地，延续再融资新规主要规定，进一步简化主板再融资发行条件、细化募用途要求，取消公开发行证券当年营业利润不得同比下降50%以上的要求，取消主板上市公司再融资分红指标规定，提升主板配股和可转债募资额度，将进一步便利券商再融资。

图表2 主板上市公司再融资相关规则

阶段	具体要求
政策起步阶段(2006-2017)： 《上市公司证券发行管理办法》2006年5月8日施行	公开发行（公开增发/配股/公开可转债）： 1) 财务标准：最近3个会计年度连续盈利；最近24个月内曾公开发行证券的，不存在发行当年营业利润比上年下降50%以上的情形； 2) 分红：最近3年以现金方式累计分配的利润不少于最近3年实现的年均可分配利润的 20% ； 3) 对组织架构、大股东、管理层、业务架构、核心技术人员等具有一定规定； 4) 配股数量：拟配股数量不超过本次配股前股本总额的30%，并以代销方式发行； 5) 公开增发、公开可转债财务标准：最近3个会计年度加权平均ROE平均≥6% 6) 发行价格：不低于公告招股意向书前20个交易日公司股票均价或前1个交易日的均价；可转债转股价格不低于募集说明书公告日前20个交易日上市公司股票交易均价和前1个交易日均价 定向发行证券（定向增发/定向可转债）： 1) 对象：符合股东大会条件， 且不超过10名 ； 2) 定价：不低于定价基准日前20个交易日均价的90%； 3) 定价基准日：可为 董事会决议公告日、股东大会决议公告日，也可以为发行期的首日 ； 4) 锁定期：发行结束 12个月 内不得转让，控股股东/实际控制人/战略投资者 36个月 不得转让； 5) 批文有效期：自中国证监会核准发行之日起， 上市公司应在6个月内发行证券
政策收紧阶段(2017-2019)： 《上市公司非公开发	公开发行（公开增发/配股/公开可转债）： 1) 财务标准：最近3个会计年度连续盈利；最近24个月内曾公开发行证券的，不存在发行当年营业利润比上年下降50%以上的情形；

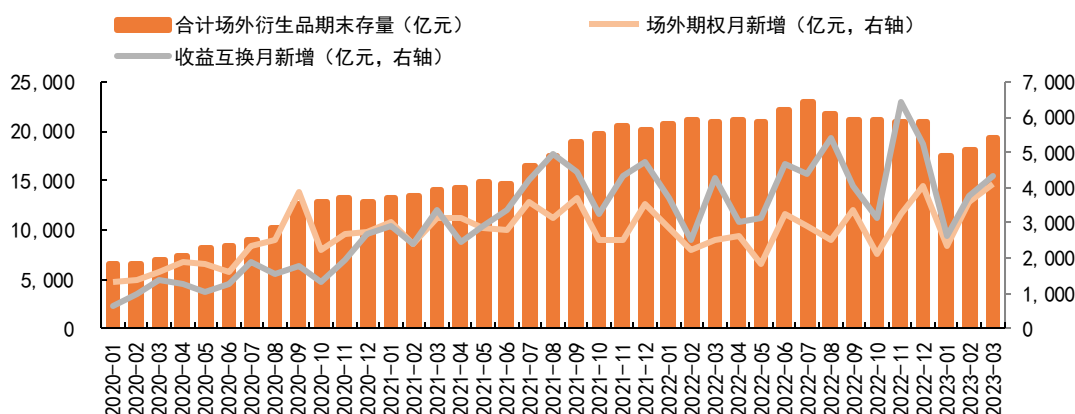
<p>行股票实施细则》(2017年2月15日修订) 《上市公司证券发行管理办法》(2008年10月9日第一次修订) 《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求(修订版)》2018年11月</p>	<p>2) 分红: 最近3年以现金方式累计分配的利润不少于最近3年实现的年均可分配利润的30%; 3) 对组织架构、大股东、管理层、业务架构、核心技术人员等具有一定规定; 4) 配股数量: 拟配股数量不超过本次配股前股本总额的30%, 并以代销方式发行; 5) 公开增发、可转债财务标准: 最近3个会计年度加权平均 ROE 平均 $\geq 6\%$ 6) 发行价格: 不低于公告招股意向书前 20 个交易日公司股票均价或前 1 个交易日的均价; 可转债转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日上市公司股票交易均价和前 1 个交易日均价</p> <p>定向发行证券(定向增发/定向可转债):</p> <p>1) 对象: 符合股东大会条件, 且不超过 10 名; 2) 定价: 不低于定价基准日前 20 个交易日均价的 90%; 3) 定价基准日: 发行期首日 4) 锁定期: 发行结束 12 个月内不得转让, 控股股东/实际控制人/战略投资者 36 个月不得转让。 5) 发行规模: 上市公司申请非公开发行股票, 拟发行的股份数量不得超过本次发行前总股本的 20% 6) 批文有效期: 自中国证监会核准发行之日起, 上市公司应在 6 个月内发行证券</p>
<p>再度松绑阶段(2020-2022): 《上市公司证券发行管理办法》(2020年2月14日第二次修订) 《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求(修订版)》2020年2月</p>	<p>公开发行(公开增发/配股/公开可转债):</p> <p>1) 财务标准: 最近3个会计年度连续盈利; 最近24个月内曾公开发行证券的, 不存在发行当年营业利润比上年下降50%以上的情形; 2) 分红: 最近3年以现金方式累计分配的利润不少于最近3年实现的年均可分配利润的30%; 3) 对组织架构、大股东、管理层、业务架构、核心技术人员等具有一定规定; 4) 配股数量: 拟配股数量不超过本次配股前股本总额的30%, 并以代销方式发行; 5) 公开增发、可转债财务标准: 最近3个会计年度加权平均 ROE 平均 $\geq 6\%$; 6) 发行价格: 不低于公告招股意向书前 20 个交易日公司股票均价或前 1 个交易日的均价; 可转债转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日上市公司股票交易均价和前 1 个交易日均价</p> <p>定向发行证券(定向增发/定向可转债):</p> <p>1) 对象: 符合股东大会条件, 且不超过 35 名; 2) 定价: 发行价格应当不低于定价基准日前 20 个交易日股票均价的80%, 上市公司应以竞价方式确定发行价格和对象(除控股股东/实际控制人/战略投资者等条件外); 可转债应采用竞价方式确定利率和发行对象, 转股价格不得低于认购邀请书发出前 20 个交易日上市公司股票交易均价和前 1 个交易日的均价, 可约定向下修正条款, 修正后的转股价格不得低于前项规定的股东大会召开日前 20 个交易日均价和前 1 个交易日均价。 3) 定价基准日: 可为董事会决议公告日、股东大会决议公告日或发行期首日 4) 锁定期: 发行结束 6 个月内不得转让, 控股股东/实际控制人/战略投资者 18 个月不得转让。 5) 发行规模: 上市公司申请非公开发行股票, 拟发行的股份数量原则上不得超过本次发行前总股本的 30%; 可转债发行完成后, 累计债券余额不超过最近一期末净资产的 40%。 6) 批文有效期: 自中国证监会核准发行之日起, 上市公司应在 12 个月内发行证券</p>
<p>注册制(2023-): 《上市公司证券发行注册管理办法》(再融资) 证券期货法律适用意见第 18 号</p>	<p>公开发行(公开增发/配股):</p> <p>1) 主板上市特殊条件: 最近3个会计年度盈利; 增发还应当满足最近3个会计年度加权平均 ROE 平均 $\geq 6\%$(净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据) 2) 对组织架构、大股东、管理层、业务架构等具有一定规定; 3) 配股数量: 拟配售股份数量不超过配售前股本总额的 50%, 并以代销方式发行; 4) 公开增发、可转债财务标准: 最近3个会计年度加权平均 ROE 平均 $\geq 6\%$; 5) 发行价格: 不低于公告招股意向书前 20 个交易日或前 1 个交易日公司股票均价; 可转债转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日上市公司股票交易均价和前 1 个交易日均价</p> <p>定向发行证券(定向增发/定向可转债):</p> <p>1) 对象: 符合股东大会条件, 且不超过 35 名; 2) 定价: 发行价格应当不低于定价基准日前 20 个交易日股票均价的80%, 上市公司应以竞价方式确定发行价格和对象(除控股股东/实际控制人/战略投资者等条件外); 可转债应采用竞价方式确定利率和发行对象, 转股价格不得低于认购邀请书发出前 20 个交易日上市公司股票交易均价和前 1 个交易日的均价, 且不得向下修正。 3) 定价基准日: 董事会决议公告日、股东大会决议公告日或者发行期首日; 4) 锁定期: 发行结束 6 个月内不得转让, 控股股东/实际控制人/战略投资者 18 个月不得转让; 可转债 6 个月后方可转换为公司股票, 所转股票自可转债发行结束之日起 18 个月内不得转让。 5) 发行规模: 上市公司申请向特定对象发行股票的, 拟发行的股份数量原则上不得超过本次发行前总股本的 30%; 可转债发行完成后, 累计债券余额不超过最近一期末净资产的 50%。 6) 批文有效期: 自中国证监会核准发行之日起, 上市公司应在 12 个月内发行证券</p>

资料来源: 证监会, 平安证券研究所

重资产业务转型升级，对券商资本实力提出更高要求。近年来，资本市场改革深化，券商加快推进业务模式升级转型，轻资产业务加速从单一通道向全流程服务转型；重资产业务持续变革、资产负债表扩张，由方向性投资转向运用资产负债表为客户服务。重资产业务主要转型方向具体包括：

1) **随着制度建设逐步完善，自营业务由方向性投资转向衍生品和做市等代客业务。**近年来资本市场机构化程度加深，机构投资者对于场外衍生品等提供风险对冲和多样化投资的工具需求较大，券商场外衍生品业务增长较快。同时场外期权、收益互换新规相继落地，场外衍生品监管逐步完善，助力业务长期稳健发展。截至 2023Q1 末，场外期权和收益互换合计存量规模 1.9 万亿元，较 2019 年底增长 209%。此外，科创板股票做市制度正式落地，头部券商率先试点，截至 2023 年 5 月 25 日，15 家券商共计为 145 只科创板股票提供做市服务。

图表3 证券公司场外衍生品新增规模与存量规模



资料来源：中证机构间报价系统，平安证券研究所

2) **投行业务由传统保荐通道转向企业全生命周期融资服务，新股跟投增大券商资本压力、也打开业务增长空间。**科创板、创业板实施跟投机制，保荐人相关子公司跟投数量占比为 2%-5%，投行业务趋于资本化，投融资一体化模式逐渐形成。一方面，直投与新股跟投打开投行业务的收入空间；另一方面，投行业务资本化也加剧业绩波动性，对券商定价能力提出更高要求。以中信证券为例，子公司中信证券投资 2021 年净利润 24.1 亿元、净利润贡献达 10.4%；2022 年科创板跟投业绩承压，中信证券投资净利润下降至 11.8 亿元 (YoY-51.0%)、净利润贡献下降至 5.5%。

图表4 部分头部券商投资子公司净利润及对合并报表归母净利润的贡献

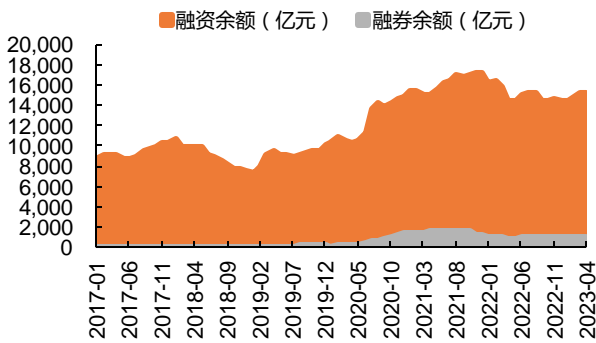
公司	子公司	2020 净利润 (亿元)	2020 净利润贡献	2021 净利润 (亿元)	2021 净利润贡献	2022 净利润 (亿元)	2022 净利润贡献
海通证券	海通开元	9.69	8.91%	25.53	19.90%	5.28	8.07%
	海通创新证券	15.12	13.90%	16.83	13.12%	16.60	25.36%
中信证券	中信证券投资	17.59	11.81%	24.12	10.44%	11.83	5.55%
	金石投资	8.42	5.65%	8.29	3.59%	6.14	2.88%
中金公司	中金资本	8.95	12.41%	8.02	7.44%	7.87	10.35%
	中金浦城	6.53	9.06%	7.22	6.70%	7.97	10.49%
中信建投	中信建投投资	4.21	4.43%	7.91	7.72%	3.04	4.05%
	中信建投资本	1.28	1.34%	2.76	2.69%	1.61	2.14%
华泰证券	华泰创新投资	3.51	3.24%	7.31	5.48%	-0.41	-0.37%
	华泰紫金	23.50	21.71%	6.33	4.74%	-6.86	-6.21%

招商证券	招商致远	0.29	0.31%	0.43	0.37%	-0.05	-0.06%
	招商投资	4.81	5.07%	10.12	8.69%	4.50	5.57%

资料来源：公司公告，平安证券研究所

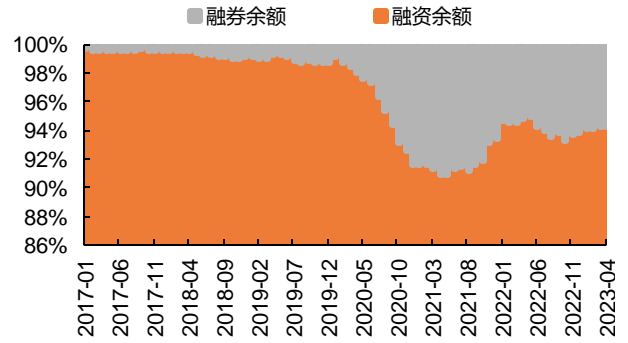
3) 两融业务扩容明显、结构改善。注册制下新股上市即可成为两融标的，加速两融标的的扩容；同时转融通持续优化，保证金比例下调、市场化转融资改革开启，券商融资融券业务将更加灵活与市场化。截至 2023 年 4 月末，A 股全市场两融标的 3228 只，在上市股票数量中占比 62.2%；两融余额 1.6 万亿元，较 2019 年底增长 57.7%；其中融资、融券余额分别占比 94%、6%，较 2019 年末分别变动-4.5pct、+4.5pct。

图表5 两融余额规模变动



资料来源：Wind，平安证券研究所

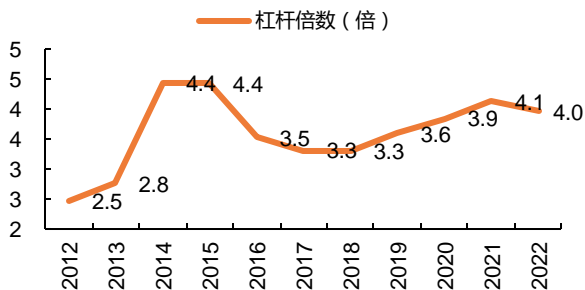
图表6 两融余额结构变动



资料来源：Wind，平安证券研究所

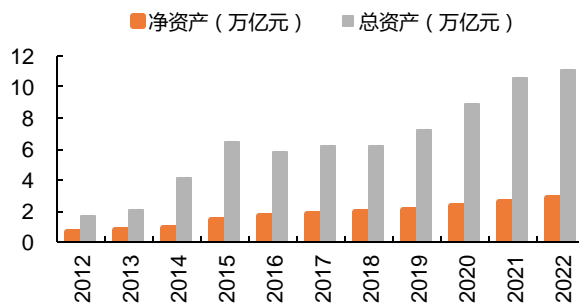
证券行业资产规模稳定扩张。券商盈利重心逐渐从传统通道业务向资本中介业务转型，资产负债表运用能力成为利润和 ROE 稳健增长的核心驱动因素，对券商资本实力提出更高要求，证券行业杠杆倍数由 2017 年的 3.3 倍提升至 2022 年的 4.0 倍，总资产、净资产规模均保持稳定扩张。

图表7 证券行业杠杆倍数变动



资料来源：中证协，平安证券研究所

图表8 证券行业总资产和净资产规模



资料来源：中证协，平安证券研究所

目前上市券商风险控制指标均未触及预警标准，头部券商杠杆较高、监管指标表现分化。截至 2022 年末，50 家上市券商母公司财务杠杆倍数平均为 3.9 倍，风险控制指标全部符合标准、且未触及预警标准。头部券商杠杆水平相对较高、风险控制指标表现各异，十大券商¹（2022 年末净资产规模排名前 10）母公司口径下平均财务杠杆倍数 4.5 倍，明显高于行业平均水平，其中，中国银河、中信建投、招商证券财务杠杆倍数最高，分别为 5.4、5.3、5.2 倍，均未触及监管上限。十大券商风险控制指标中，净稳定资金率和资本杠杆率相对紧张，其中，华泰证券、中信证券、中国银河净稳定资金率不足 130%，接近净稳定资金率 120%的预警标准，中金公司、中国银河资本杠杆率分别为 11.24%、12.42%，在十大券商中最接近 9.6%的预警标准。

图表9 上市券商风险控制指标（截至 2022 年末）

	风险覆盖率	资本杠杆率	流动性覆盖率	净稳定资金率	财务杠杆倍数
证监会预警标准	120%	10%	120%	120%	-
中信证券	203.96%	17.79%	130.53%	129.64%	4.36
海通证券	241.25%	21.12%	293.75%	162.85%	3.17
华泰证券	240.12%	14.10%	166.57%	129.33%	4.54
国泰君安	186.44%	17.62%	277.32%	130.09%	4.61
广发证券	186.58%	13.04%	213.79%	147.26%	5.04
招商证券	264.95%	13.39%	210.95%	151.73%	5.15
国信证券	413.12%	15.97%	236.62%	171.89%	3.59
中国银河	262.43%	12.42%	354.93%	129.89%	5.42
中信建投	222.66%	14.91%	235.00%	141.47%	5.27
中金公司	182.42%	11.24%	239.71%	154.27%	4.41
东方证券	253.08%	14.38%	218.50%	139.09%	3.59
光大证券	342.13%	22.55%	216.78%	157.99%	3.28
申万宏源	257.30%	10.89%	212.12%	136.74%	1.42
东方财富	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	1.03
兴业证券	227.07%	15.42%	245.78%	140.03%	4.15
方正证券	288.31%	18.94%	139.43%	139.10%	3.66
中泰证券	220.76%	14.85%	309.31%	162.95%	4.29

¹ 十大券商：是指 2022 年末净资产规模排名前 10 的上市券商，包括中信证券、海通证券、华泰证券、国泰君安、广发证券、招商证券、国信证券、中国银河、中信建投、中金公司。下同。

东吴证券	273.68%	25.32%	264.32%	174.76%	3.25
国金证券	328.14%	30.72%	339.85%	144.51%	3.15
国元证券	230.11%	21.61%	457.44%	169.27%	3.61
财通证券	247.47%	17.71%	647.18%	139.48%	4.11
长江证券	235.45%	15.67%	169.05%	179.03%	5.16
长城证券	236.37%	27.90%	456.10%	160.89%	3.34
西部证券	325.73%	28.14%	693.87%	180.87%	3.36
东兴证券	317.37%	24.14%	239.35%	183.18%	3.56
西南证券	293.85%	21.58%	180.30%	153.94%	3.18
浙商证券	252.02%	20.64%	312.72%	154.31%	4.37
天风证券	123.80%	16.99%	615.81%	125.80%	3.87
红塔证券	470.10%	45.43%	1678.14%	269.95%	1.95
华西证券	202.91%	22.68%	274.87%	187.32%	4.31
华安证券	195.59%	23.32%	504.18%	178.18%	3.42
华创阳安	361.98%	32.79%	422.55%	164.83%	1.20
国海证券	236.77%	19.56%	154.43%	144.43%	3.67
山西证券	160.32%	13.80%	134.65%	176.65%	4.10
东北证券	186.98%	18.38%	258.45%	146.05%	4.24
国联证券	192.35%	20.33%	160.06%	143.66%	4.46
南京证券	492.40%	33.68%	544.89%	230.40%	3.06
中银证券	309.76%	46.38%	266.29%	276.22%	3.14
第一创业	256.84%	23.25%	226.03%	196.40%	3.05
中原证券	220.96%	18.79%	192.85%	158.54%	3.28
信达证券	180.35%	23.58%	143.41%	131.00%	4.23
湘财股份	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	1.16
哈投股份	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	1.11
首创证券	262.45%	26.20%	1068.06%	187.57%	3.20
财达证券	360.17%	31.18%	721.81%	184.89%	3.81
国盛金控	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	1.28
太平洋	412.78%	67.87%	407.40%	220.49%	1.64
华鑫股份	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	1.05
华林证券	279.17%	30.75%	211.14%	169.94%	3.38
锦龙股份	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	4.04

资料来源：证监会，平安证券研究所

注：上市券商选取证券指数（申万 II）成分股；上市券商排序基于 2022 年末净资产规模；风险控制指标及杠杆倍数为母公司统计口径，杠杆倍数=总资产/净资产。

二、券商融资现状：股权融资规模波动较大，债券融资规模相对稳定

2.1 股权融资：长期以定增为主，近年配股及可转债频率提升

券商股权融资频率与监管周期、市场行情、业务结构关联较大。2012-2015 年，资本市场迎来密集改革，新三板扩容、并购重组分道审核、转融通试点、港股通等机制创新陆续推出，同时券商监管边际放松，资本市场改革为券商创新业务发展提供空间，证券行业 ROE 与行情表现较好，券商 IPO 和股权再融资频率明显提升。剔除以融资收购、资产重组等为目的的再融资事件（下同），2015 年共计 9 家上市券商实施 A 股 IPO 和股权再融资。2016-2019 年，资本市场进入供给侧改革时期，监管全方位压实金融风险，证券行业盈利能力与行情表现较弱，同时再融资政策收紧，券商股权融资规模下滑。2020 年后，

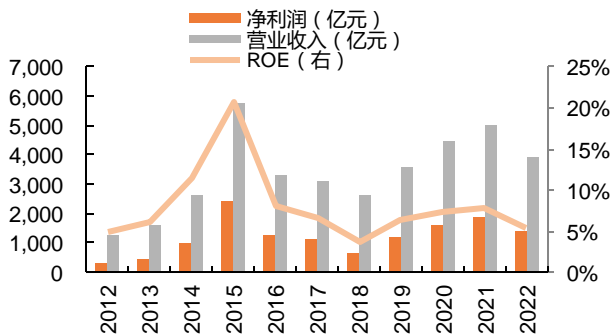
随着以注册制为主线的资本市场改革加速，证券行业股权融资频率再次回升。此外，重资产业务消耗资本金、驱使券商融资，例如 2017 年股市、债市均迎来慢牛行情，券商自营风险偏好提升，带动券商融资与自营规模增加，2017 年上市券商自营业务营收贡献 31% (YoY+9pct)；5 家上市券商实施股权再融资，共募资 317.7 亿元。

图表 10 2012 年以来证券行业与市场表现



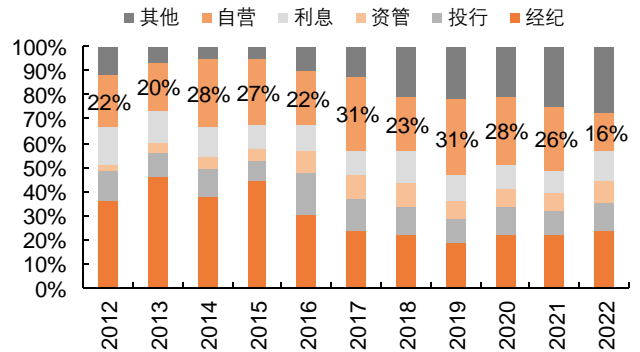
资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 11 证券行业业绩及 ROE 表现



资料来源: 证券业协会, 平安证券研究所

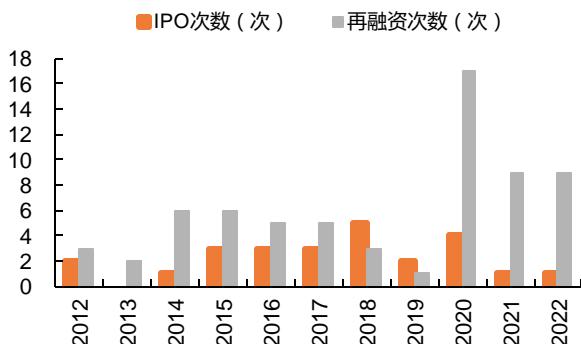
图表 12 上市券商营业收入结构



资料来源: Wind, 平安证券研究所

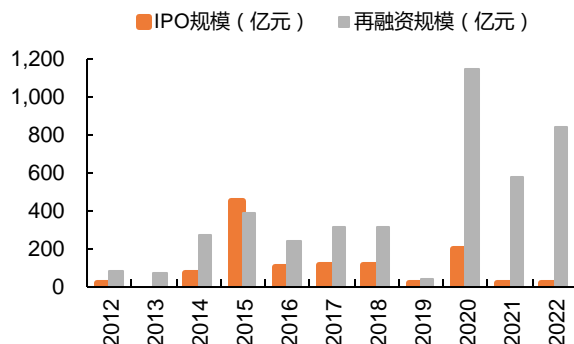
注: 图表 12 统计范围为 43 家上市券商, 不包括东方财富、湘财股份等主营业务不限于证券业务的 8 家公司。

图表13 上市券商股权融资次数



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表14 上市券商股权融资规模



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: IPO、增发、可转债按发行日期统计, 配股按股权登记日统计; 统计范围为证券指数(申万II)成分股, IPO与股权再融资为A股 IPO与股权再融资, 下同。

上市券商再融资平均滞后IPO约3年, 平均单次再融资规模62亿元。2012年以来IPO的26家上市券商中, 有17家实施股权再融资(包括增发、配股、可转债², 下同), 其中10家实施1轮、5家实施2轮、2家实施3轮。从IPO与再融资间隔时间来看, 17家上市券商第一轮再融资与IPO的平均间隔时间为2.9年, 其中时间间隔2-3年的券商6家、是数量最多的区间。2018年证监会修订再融资要求, 将一定条件下的再融资时间间隔限制由之前的18个月修改为原则上不少于6个月, 券商再融资间隔进一步缩短, 天风证券、国联证券再融资间隔时间仅1.4年、1.1年。从再融资规模来看, 17家上市券商单次再融资规模平均62.0亿元, 占年初净资产规模比例平均为31%。

图表15 17家上市券商股权再融资与IPO的时间间隔及再融资规模

公司名称	股权再融资时间间隔(年)			股权再融资规模(亿元)		
	第一轮	第二轮	第三轮	第一轮	第二轮	第三轮
西部证券	2.9	4.9	8.7	50.00	48.52	75.00
国信证券	5.6	N.A.	N.A.	150.00	N.A.	N.A.
东兴证券	1.6	6.6	N.A.	44.93	44.93	N.A.
东方证券	2.8	7.1	N.A.	110.58	127.15	N.A.
国泰君安	2.0	N.A.	N.A.	70.00	N.A.	N.A.
第一创业	4.2	N.A.	N.A.	42.00	N.A.	N.A.
华安证券	3.3	4.5	N.A.	28	39.62	N.A.
中原证券	3.6	N.A.	N.A.	36.45	N.A.	N.A.
中国银河	5.2	N.A.	N.A.	78	N.A.	N.A.
浙商证券	1.7	3.8	5.0	35	28.05	70
财通证券	3.2	4.5	N.A.	38	71.72	N.A.
南京证券	2.4	N.A.	N.A.	43.75	N.A.	N.A.
中信建投	2.5	N.A.	N.A.	38.84	N.A.	N.A.
天风证券	1.4	2.5	N.A.	53.49	81.79	N.A.
长城证券	3.7	N.A.	N.A.	76.16	N.A.	N.A.
红塔证券	2.1	N.A.	N.A.	79.41	N.A.	N.A.
国联证券	1.1	N.A.	N.A.	50.90	N.A.	N.A.

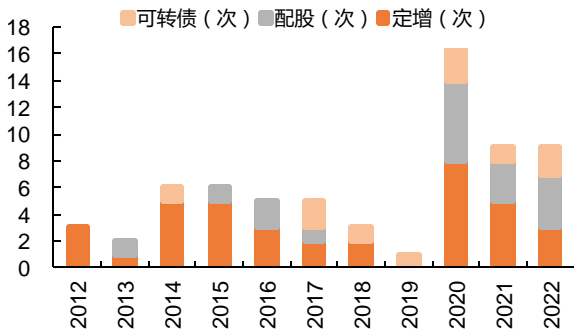
² 2012年以来, 上市券商未实施优先股、可转债发行, 故不纳入统计。

平均值	2.9	4.9	6.8	60.3	63.1	72.5
-----	-----	-----	-----	------	------	------

资料来源: Wind, 平安证券研究所

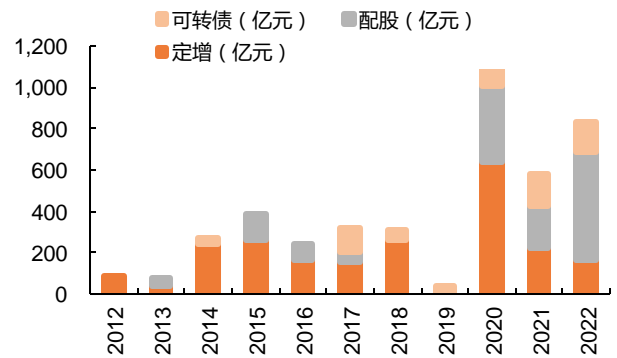
券商股权融资主要包括三种方式,分别为增发、配股及可转债。总体来看,定增是券商最主要的股权再融资方式,近年来配股和可转债频率明显提升。2020年以来,上市券商再融资运用配股的方式显著增多,主要由于配股审核难度较低、速度相对较快、发行价格相对可控。2012-2022年,上市券商股权再融资66次、合计实际募集资金4276.0亿元。其中,增发37次、实际募资2233.1亿元,且均为定向增发,定增长期以来是券商最主要的股权再融资方式;配股18次、实际募资1371.5亿元;可转债发行11次、实际募资671.5亿元。近年来配股和可转债发行量显著提升,2020-2022年上市券商共计配股13次、实际募资1090.1亿元,可转债发行6次、实际募资445亿元,定增16次、实际募资1022.7亿元,配股及可转债合计频率及募资规模已超定增,且明显高于2012-2020年。

图表16 上市券商股权再融资次数及结构



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表17 上市券商股权再融资实际募资额及规模

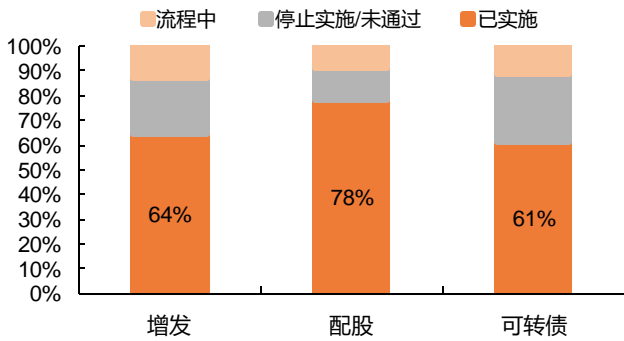


资料来源: Wind, 平安证券研究所

配股与定增发行成功率高于可转债。2012-2022年,上市券商发布增发预案56件,其中已实施事件占比64%、流程中占比13%、停止实施或未通过占比23%;配股预案23件,其中已实施占比78%、股东大会或董事会阶段占比9%、停止实施或未通过占比13%;可转债预案18件,其中已实施占比61%、股东大会批准阶段占比11%、停止实施或未通过占比28%。可转债发行成功率相对较低,主要系可转债发行财务标准要求高于配股及定增。例如主板可转债发行要求最近3个会计年度加权平均资产收益率不低于6%,而证券行业业绩表现与资本市场关联较大、波动亦较大,如2018年受国内宏观经济波动、去杠杆政策、金融强监管等因素影响,证券行业经营业绩不确定性加剧,山西证券、国元证券均公告停止实施可转债。

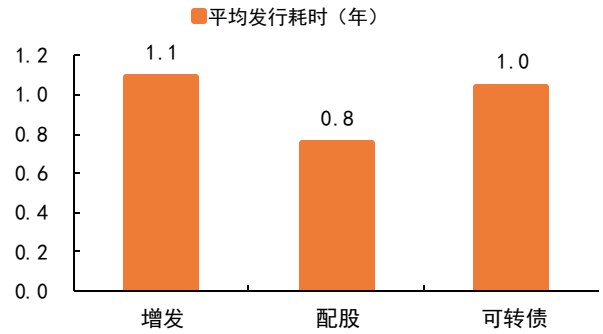
定增、可转债发行耗时相差不大,均在1年左右,配股耗时相对较短。股权再融资流程相对较长,基本均需经过董事会预案、股东大会决议、监管部门审核、新发股票或可转债发行及上市等流程,基本耗时均在1年左右。2012年以来,统计已实施的上市券商股权再融资事件自预案公告日至上市公告日的发行耗时,增发、配股、可转债平均耗时分别1.1年、0.8年、1.0年。

图表18 2012-2022年上市券商股权再融资发行成功率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表19 2012-2022年上市券商股权再融资发行平均耗时

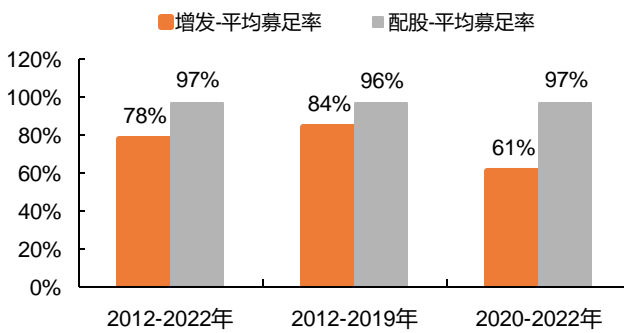


资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 流程中包括董事会预案、股东大会通过、国资委批准、证监会通过等。

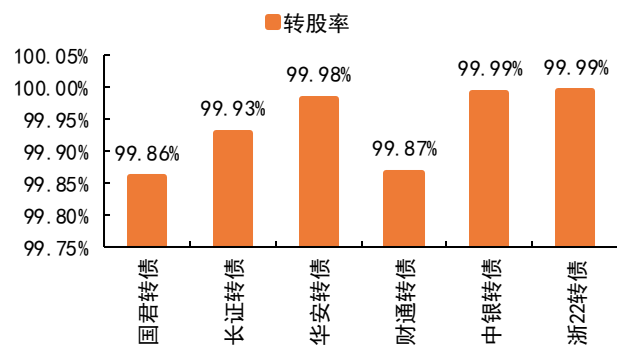
配股募足率相对较高, 近年定增募足率有所下滑, 可转债转股率相对较低。2012-2022年, 上市券商37件定增事件平均募足率(实际募资额/预计募资额)为78%, 其中2020年以来募足率61%、远低于2012-2019年的84%, 预计系近年上市券商再融资频率明显提升、分散投资者资金, 同时多为中小券商、受关注度相对较低, 市场行情相对较差、影响投资者认购情绪。与增发相比, 上市券商配股认购率相对较高, 2012年以来上市券商18件配股事件平均募足率(实际配股数/计划配股数)为97%。券商可转债发行后转股率也相对较低, 截至23Q1末, 未到期且处于转股期的6只上市券商可转债平均转股率(1-可转债余额/可转债发行总规模)不足99.94%, 预计系上市券商估值相对较低、投资者转股意愿不足。

图表20 2012-2022年上市券商增发、配股平均募足率



资料来源: Wind, 平安证券研究所

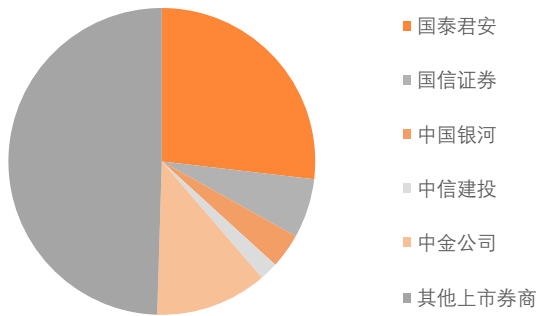
图表21 现存上市券商可转债转股率(截至23Q1末)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

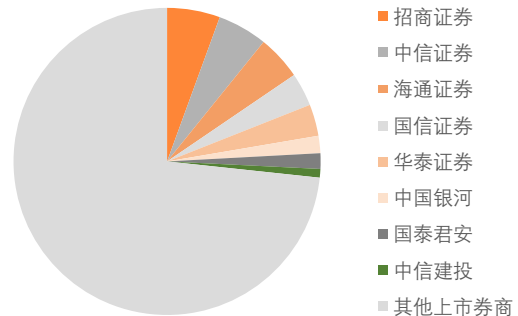
头部券商股权再融资规模较大, 募足率与发行耗时无明显优势。IPO方面, 十大券商中有5家在2012-2022年实施A股IPO, 实际募资额565.1亿元, 在证券行业A股IPO实际募资额中占比50.5%。股权再融资方面, 十大券商中有8家实施股权再融资, 实际募资额1141.4亿元, 在证券行业股权再融资实际募资额中占比26.7%。其中, 定增5件, 实际募资规模642.4亿元, 平均募足率75%、略低于证券行业合计募足率(78%), 发行平均耗时1.5年, 主要系海通证券、中信建投耗时较长拖累; 配股2件, 实际募资规模224.0亿元, 募足率98%、略高于行业合计募足率(97%), 平均耗时0.7年; 可转债2件, 实际募资额148亿元, 平均耗时1.0年。

图表22 2012-2022年十大券商A股IPO融资规模占比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表23 2012-2022年十大券商股权再融资规模占比

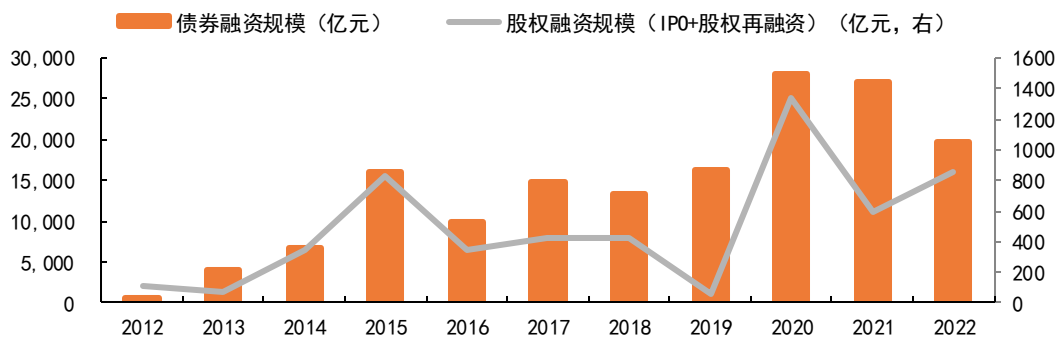


资料来源: Wind, 平安证券研究所

2.2 债券融资：发行规模相对平稳，普通公司债与收益凭证占比较高

券商债券融资同样受市场、监管、业务结构等因素影响，但相对于股权融资，债券融资规模更稳定。券商债券融资规模受限于公司资本规模与杠杆限制，因此与股权融资相同，债券融资同样受市场情况、监管因素、重资产业务需求等因素影响。在权益市场整体表现较好的2015、2020年等年份，受益于券商股权再融资带来的资本扩张和市场行情较好带来的自营、融资融券等重资产业务资金需求，证券行业债券融资规模同比明显增长、杠杆倍数提升。但相较于股权融资，债券融资年均规模较大、波动性较小，2012-2022年证券行业年均债券融资1.4万亿元，远高于年均股权融资（IPO+股权再融资）490亿元。

图表24 2012-2022年证券行业债券、股权融资规模



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注：债券融资规模包括证券公司普通债、证券公司次级债、短期融资券、收益凭证。

其中，上市券商是债券融资最主要的主体，非上市券商债券融资规模较小。2012-2022年共有90家券商发行公司债、次级债、短融券，其中56家上市券商³、34家非上市券商。非上市券商受限于资本金规模，债券融资规模相对较小。2022年末56家上市券商⁴合计净资产规模2.9万亿元、合计杠杆倍数4.7倍；34家非上市券商⁵合计净资产规模3230亿元、合计杠杆

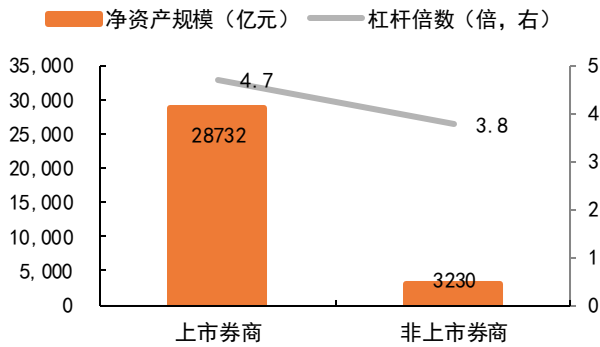
³ 部分证券公司由于母公司也属于证券（申万二级）成分股，故也划为上市券商范畴，包括东方财富证券、江海证券、湘财证券、安信证券、申万宏源证券、中国中金财富证券、东莞证券、华创证券、华鑫证券、中山证券、方正承销保荐、中信华南、国盛证券。

⁴ 56家上市券商去除数据缺失的申万宏源集团。

⁵ 34家上市券商去除数据缺失的德邦证券、五矿证券。

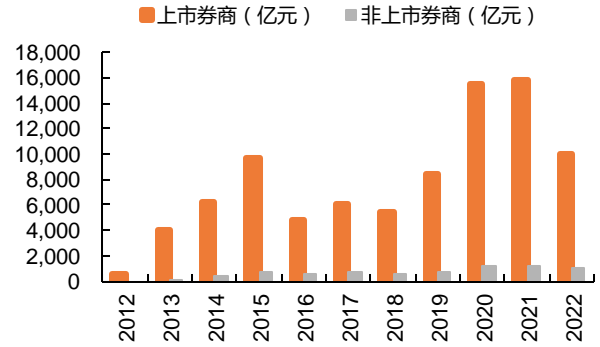
倍数 3.8 倍，净资产规模与杠杆倍数远低于上市券商。剔除收益凭证后，上市券商年均债券融资规模 7862 亿元，非上市券商年均债券融资规模 633 亿元。

图表 25 2022 年末统计范围内上市与非上市券商净资产规模与杠杆倍数对比



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 26 2012-2022 年上市与非上市券商债券融资规模对比

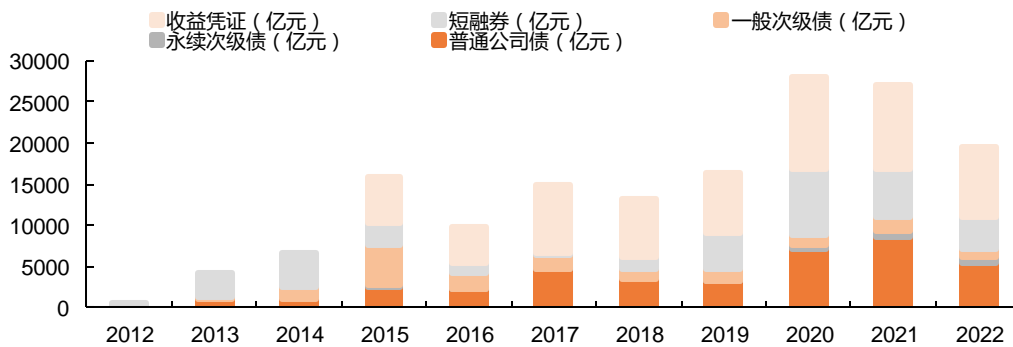


资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: 该图表中债券融资规模包括公司债、次级债、短融券。

目前券商债券主要分为普通公司债、次级债、短融券三类，其中，次级债可进一步区分为一般次级债与永续次级债；此外，收益凭证也是券商特色债券品种。收益凭证与普通公司债是券商最主要的债券融资方式，短融券规模波动较大，次级债规模相对较小。

图表 27 证券行业债券融资规模及结构



资料来源: Wind, 中证协, 平安证券研究所

注: 中证协仅于 2015 年 4 月开始披露收益凭证数据, 下同。

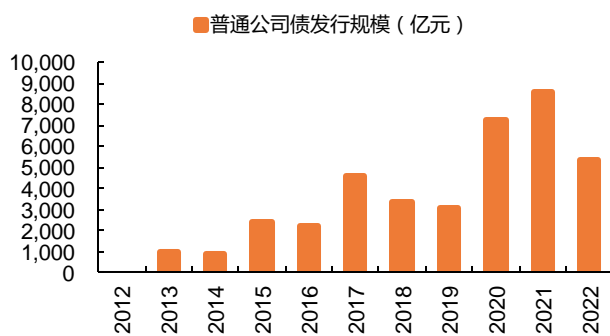
1) 普通公司债: 整体规模稳定增长, 2020 年后规模明显提升。

从发行规模来看, 2013 年资本市场发展加速、证券行业景气度提升, 资金需求大幅增长, 券商普通公司债开始放量, 规模整体稳定增长。2020 年 3 月, 公司债正式实行注册制, 叠加资本市场交投活跃、证券公司资金需求旺盛, 普通公司债规模大幅增长, 2020 年证券公司普通公司债发行规模分别为 7209 亿元 (YoY+133%), 2022 年受景气度下行拖累, 普通公司债发行规模下滑至 5321 亿元 (YoY-38%)、但仍明显高于 2019 年之前水平。

从发行主体来看, 头部上市券商普通公司债发行规模较大, 近年来非上市券商发行规模占比有所提升。2013 年公司债发行主体范围由上市公司拓展到非上市公司, 非上市券商开始发行普通公司债, 近年来非上市公司普通公司债发行规模占比有所

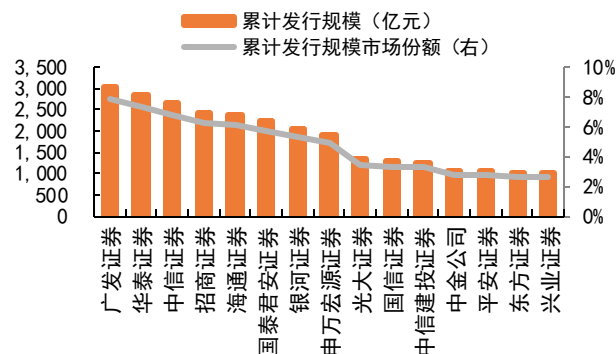
提升，但上市券商仍是最主要的发行主体，2012-2022 年间累计发行规模占比 94%。其中，头部券商发行规模较大，2012-2022 年间，普通公司债累计发行规模 CR10 达 57%，广发证券、华泰证券、中信证券累计发行规模分别为 3028 亿元、2822 亿元、2650 亿元，排名行业前三。

图表 28 证券行业普通公司债发行规模



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表 29 2012-2022 年间普通公司债累计发行规模前 15



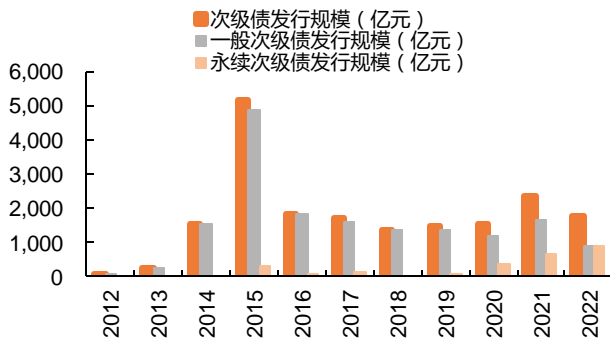
资料来源: Wind, 平安证券研究所

2) 次级债: 仅计入附属净资本, 一般次级债发行规模回落; 永续次级债发行规模较小、近年来稳定增长。

从发行规模来看, 2012 年证监会发布《证券公司次级债管理规定》, 明确发行期限在 1 年以上的次级债为长期次级债, 可按一定比例计入净资本。为补充净资本、满足券商资金需求, 2015 年次级债发行规模 5182 亿元、达到历史高峰。2016 年证监会修订《证券公司风险控制指标管理办法》, 将证券公司净资本区分为核心净资本和附属净资本, 次级债计入附属净资本, 而资本杠杆率指标挂钩核心净资本, 因此次级债相对优势减弱, 发行规模回落, 2022 年券商次级债发行规模 1789 亿元 (YoY-24%)。根据发行期限, 次级债可进一步划分为一般次级债和永续次级债, 证券公司永续次级债起步较晚、发行规模较小, 2020 年后发行有所提速。第一只券商永续次级债于 2015 年发行, 至 2022 年底仅 18 家券商发行永续次级债。2020 年 5 月证监会修订《证券公司次级债管理规定》, 允许公司次级债公开发行, 叠加市场利率下行、长久期产品需求提升, 券商永续次级债发行提速, 2022 年券商永续次级债发行规模 874 亿元 (YoY+28%)、在永续债发行规模中占比 49%, 均创历史新高。

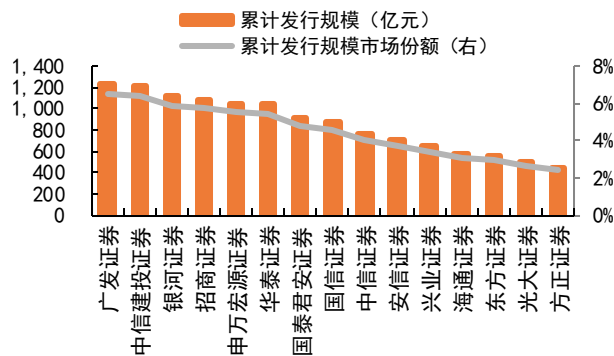
从发行主体来看, 次级债发行同样集中于头部上市券商。上市券商、非上市券商均发行次级债, 其中上市券商一般次级债累计发行规模占比 92%、永续次级债累计发行规模占比 96%、所有次级债累计发行规模占比 93%。一般次级债累计发行规模 CR10 为 49%; 永续次级债发行数量与规模较小、集中度较高, 累计发行规模 CR10 为 87%; 所有次级债累计发行规模 CR10 为 53%, 与普通公司债相近。其中广发证券、中信建投、中国银河累计次级债发行规模分别 1236 亿元、1215 亿元、1113 亿元, 排名行业前三。

图表30 证券行业次级债发行规模



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表31 2012-2022年间次级债累计发行规模前15



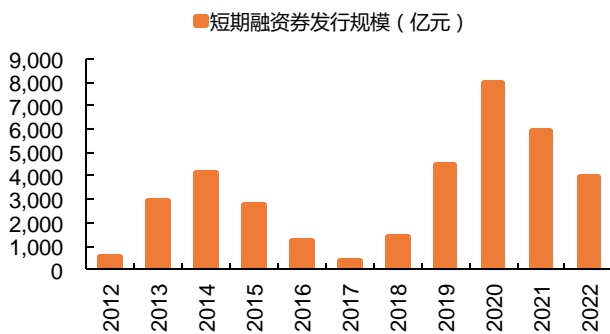
资料来源: Wind, 平安证券研究所

3) 短融券: 规模波动相对较大, 非上市券商发行规模占比高于其他债券。

从发行规模来看, 短融券补充短期流动性, 因此其规模受短期内券商流动性、监管变动、市场环境等多个因素影响, 规模变动相对较大。2012年央行发布《关于证券公司短期融资券发行管理和信息披露有关事项的通知》, 明确证券公司短融券的发行方法, 券商短融券重启发行、规模快速增长, 成为证券行业债券融资最主要的渠道。2015年下半年资本市场波动加剧、叠加旺盛的股权融资, 使得券商短期流动性需求下降, 短融券规模收缩。2018年《关于证券公司短期融资券管理有关事项的通知》发布, 要求证券公司短期融资券采用余额管理, 待偿短融与其他短期融资工具余额之和不超过净资本60%, 同时流动性覆盖率需持续高于行业平均水平。2019年央行提高中信证券、海通证券等多家头部券商的短期融资券最高偿还余额, 叠加银行间市场利率下行, 短融券规模再次明显增长。2021年央行修订《证券公司短期融资券管理办法》, 将发行期限上限自91天延长至1年内, 取消强制评级, 便利发行流程, 但流动性要求更高、近6个月流动性覆盖率需持续高于行业平均水平, 同时证券公司公募短期公司债试点、短融券融资成本同比提升, 2021、2022年短融券规模均同比收缩。

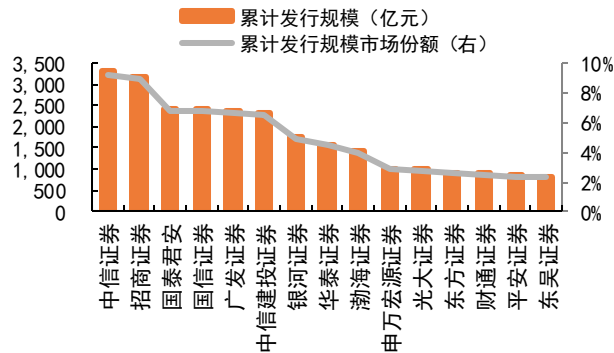
从发行主体来看, 短融券主要在银行间市场发行, 期限较短、信用等级等要求相对较低, 因此非上市券商也是短融券的重要发行者, 2012-2022年累计发行规模中上市券商占比91%、低于普通公司债和次级债, 非上市券商占比9%。但发行集中度相对较高, 2012-2022年累计发行规模CR10达61%, 高于普通公司债和次级债, 其中, 中信证券、招商证券、国泰君安累计发行规模分别3298亿元、3171亿元、2406亿元, 排名行业前三, 渤海证券累计发行规模1411亿元, 是前十券商中唯一的非上市券商。

图表32 证券行业短期融资券发行规模



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表33 2012-2022年间短融券累计发行规模前15



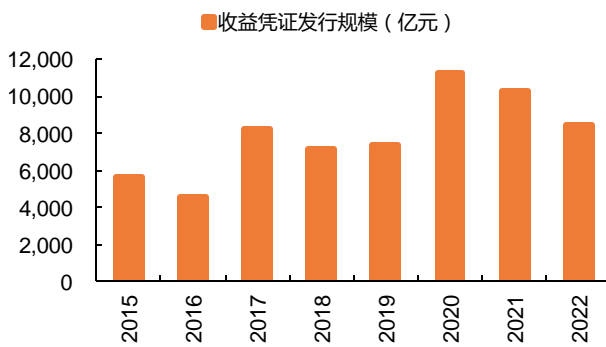
资料来源: Wind, 平安证券研究所

4) 收益凭证：资管新规下，保本属性凸显优势，发行规模提升。

从发行规模来看，2013年《证券公司债务融资工具管理暂行规定》(征求意见稿)发布，明确收益凭证是证券公司以私募形式向合格投资者发行的理财产品。2014年券商收益凭证正式开始试点，此后规模稳定增长；直至2020年资管新规出台，银行理财、信托产品等传统资管产品要求净值化转型，券商收益凭证保本属性相对优势凸显，发行规模增长至1.1万亿元。

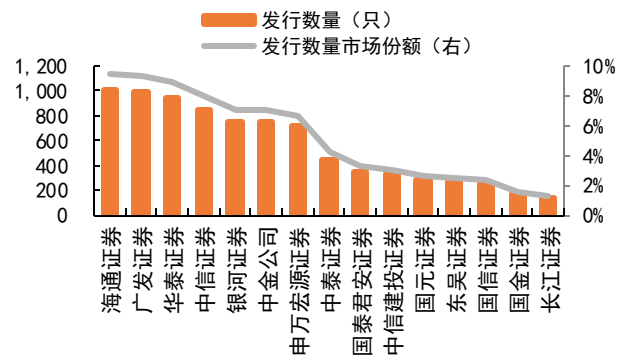
从发行主体来看，收益凭证发行门槛较低，大部分券商均能达到发行标准，例如2023Q1期间，共计87家券商于中证机构间报价系统备案发行收益凭证，其中51家上市券商、36家非上市券商，发行数量占比分别为93%、7%。头部券商收益凭证发行更具优势，一方面，收益凭证仅面向专业投资者，头部券商机构与高净值客户资源丰富、优势明显；另一方面，2023年证券业协会下发《证券公司收益凭证发行管理办法(征求意见稿)》，对券商发行收益凭证实行分级余额管理，上一年度分类评级结果为A类、B类BBB级、B类BB级、B类B级、C类及以下的证券公司，待偿还收益凭证余额应分别不超过公司净资本的60%、50%、40%、30%、20%，头部券商综合评级更高、发行余额上限更高。2023Q1期间，海通证券、广发证券、华泰证券分别在报价系统备案发行1011只、998只、948只收益凭证，排名行业前三。

图表34 证券行业收益凭证发行规模



资料来源: Wind, 平安证券研究所

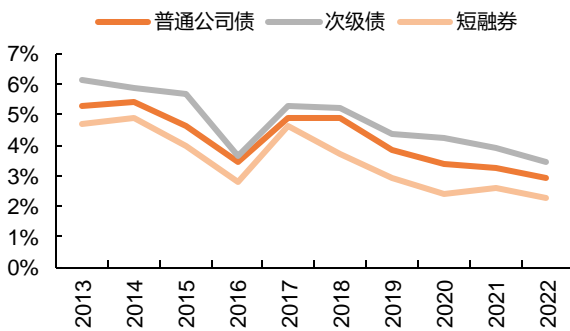
图表35 2023Q1 收益凭证报价系统发行数量前15



资料来源: 中证机构间报价系统, 平安证券研究所

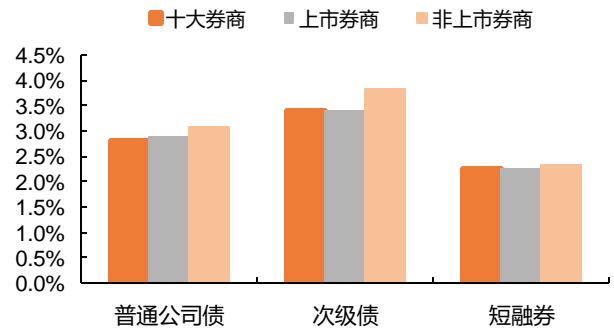
发行利率方面，近年来券商债券融资成本整体下降，头部券商普通公司债利率下行更快。证券公司债券融资成本受债券市场利率影响，2013-2016年证券公司债券票面利率下行，2017、2018年快速上升，2019年后再次下滑，至2022年普通公司债、次级债、短融券基于发行面额的加权平均发行票面利率分别为2.92%、3.42%、2.27%，较2013年分别下降2.33pct、2.70pct、2.40pct。收益凭证发行利率变动较大，主要系收益率可挂钩货币、商品、证券、指数等各类标的，产品间收益率差异较大，目前投资收益率基本在2%以上。上市券商融资利率低于非上市券商、头部券商利率更低，2022年非上市券商普通公司债、次级债、短融券加权平均发行票面利率较上市券商分别高0.17pct、0.44pct、0.06pct，较十大券商分别高0.28pct、0.43pct、0.08pct。2022年十大券商普通公司债、次级债、短融券加权平均发行票面利率分别为2.80%、3.41%、2.25%，较2013年分别下降2.42pct、2.49pct、2.33pct。

图表36 券商公司债加权平均发行票面利率变动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表37 2022年各类券商公司债平均发行票面利率对比

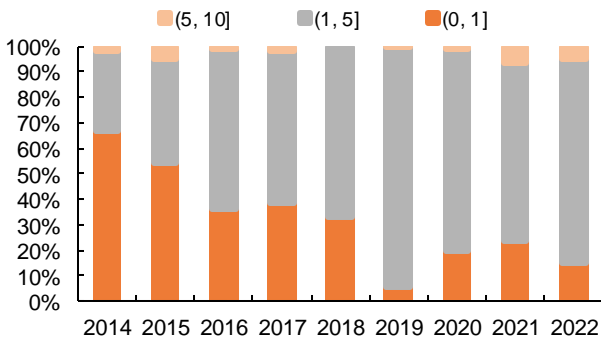


资料来源: Wind, 平安证券研究所

发行期限方面,近年来券商债券期限整体拉长。具体来看:

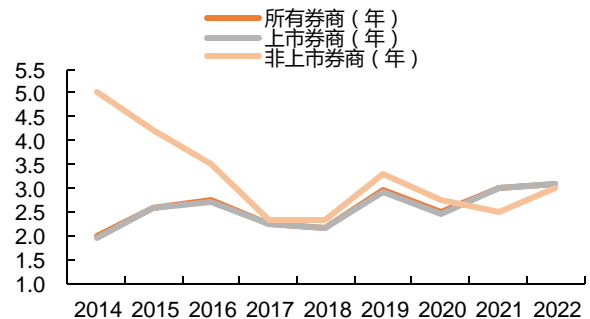
1) 普通公司债: 中期公司债为主,近三年来长期公司债占比有所提升,上市券商发行期限更长。券商普通公司债发行期限主要以1-5年的中期债券为主,但近年来5年期以上的长期债券发行规模占比明显提升。2022年证券公司1年期以内、1-5年期、5年期以上普通公司债发行规模分别占比15%、80%、5%,较2014年分别变动-51pct、+48pct、+3pct。2022年普通公司债加权平均发行年限为3.07年,较2014年提升1.07年,其中上市券商、非上市券商加权平均发行年限分别为3.08年、2.99年,过去十年非上市券商未发行5年期以上长期债券。

图表38 普通公司债发行规模结构(按发行期限)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

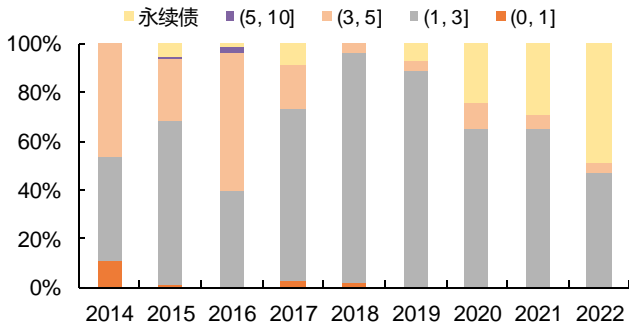
图表39 各类券商普通公司债加权平均发行期限变动



资料来源: Wind, 平安证券研究所

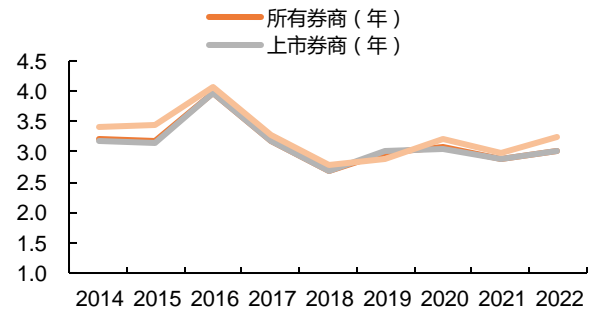
2) 次级债: 以3年期一般次级债为主,永续次级债拉长整体期限。目前券商次级债主要以1-3年期的中短期债券为主(主要是3年期一般次级债),2020-2022年1-3年期次级债发行规模平均占比59%。2020年以来永续债发行规模占比明显提升,将拉长次级债整体期限,2022年永续次级债发行规模占比达49%。剔除永续债后,近五年一般次级债加权平均年限基本稳定在3年左右,其中非上市券商略高于上市券商。

图表40 次级债发行规模结构（按发行期限）



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表41 各类券商一般次级债加权平均发行期限变动

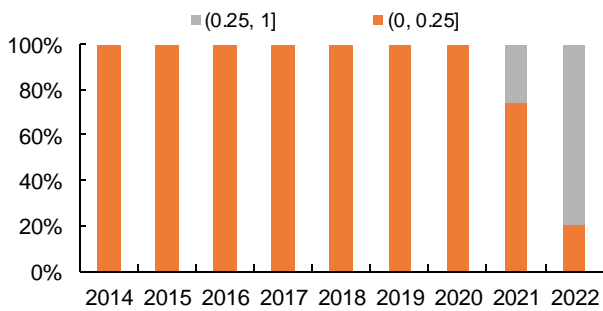


资料来源：Wind，平安证券研究所

3) 短融券：2021年后平均期限明显提升。2021年短融券期限上限由91天上升至1年，券商短融券平均期限明显提升，此前短融券平均年限均为0.25年左右，即91天上限。2022年所有券商短融券加权平均年限提升至0.53年，上市券商、非上市券商加权平均年限分别为0.53年、0.48年，上市券商平均年限略高于非上市券商。

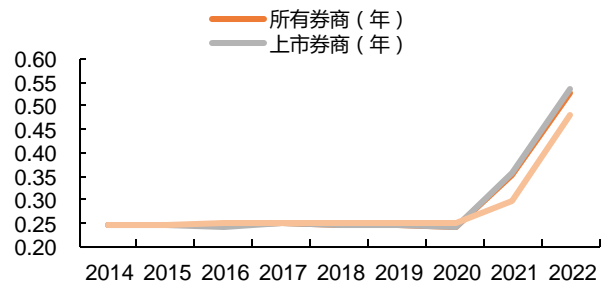
4) 收益凭证：主要以一年期以下为主。收益凭证投资期限相对较短，2017年后一年期以下规模占比明显提升；至2021年10月底，未兑付收益凭证中，发行期限在1年以下的收益凭证规模占比75.58%，较2017年底提升28.96pct。

图表42 短融券发行规模结构（按发行期限）



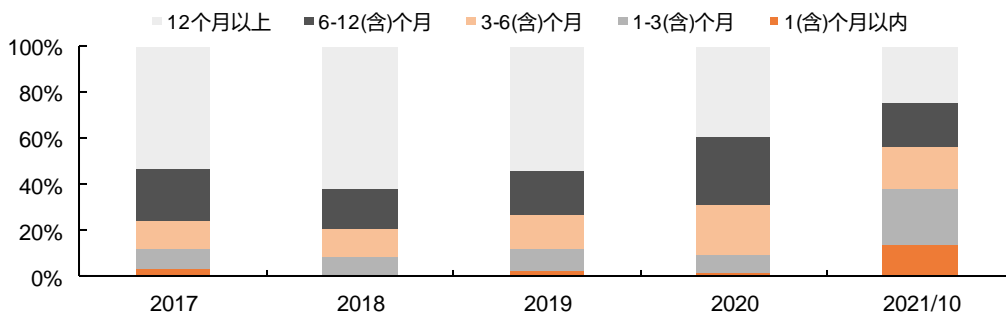
资料来源：Wind，平安证券研究所

图表43 各类券商短融券加权平均发行期限变动



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表44 未兑付收益凭证规模结构（按发行期限）



资料来源：中证协，平安证券研究所 注：图表44数据已更新至最新

三、 券商融资工具对比：股权和长期次级债等长期融资方式将更受青睐

券商业务模式重资产化，长期融资将更受青睐。近年来资本市场加速改革，一方面，IPO 规模增长、直接融资比重持续提升，跟投对券商资本实力提出更高要求；另一方面，资本市场机构化程度持续提升，基金、外资等机构投资者具有复杂的交易与对冲需求，场外衍生品、做市、两融等资本中介业务成为券商布局的重要方向。证券公司需尽快补充资本、扩大资产规模，助力行业及资本市场高质量发展。考虑到目前监管的风险控制体系，以及融资稳定性、业务成本等因素，证券公司将更倾向于长期融资方式，包括股权融资和长期次级债。

股权与债券融资各具优势，券商需灵活选择融资方式。

1) 股权融资需通过董事会、股东大会、证监会等内部审批及注册流程，融资周期基本在 1 年以上、耗时较长，同时增发、可转债等股权融资方式会摊薄原始股东权益。但股权融资是券商除留存收益外唯一补充核心净资本的途径，在 6 倍左右杠杆限制下，对于资产与业务规模有重要意义。因此衍生品、两融等重资产业务发展较好，同时资本杠杆率等净资产风控指标接近上限的券商长期仍需通过股权融资补充核心净资本。

2) 债券融资发行流程简单、发行耗时与成本较低，但除长期次级债可部分计入附属净资本外，普通公司债、短融券等均计入券商债务余额，受限于杠杆上限和余额上限。因此，更适合净资产较为宽裕、但流动性较为紧张的券商补充中短期流动性。

图表 45 股权融资和债券融资优劣势对比

	股权融资	债券融资
优点	除留存收益外唯一补充核心净资本的途径	发行流程简单、发行耗时与成本较低
缺点	流程复杂，融资周期基本在 1 年以上、耗时较长；增发、可转债等股权融资方式会摊薄原始股东权益	除长期次级债可部分计入附属净资本外，普通公司债、短融券等均计入券商债务，受限于杠杆上限和余额上限
融资目的	补充核心净资本	补充中短期流动性
适宜范围	衍生品、两融等重资产业务发展较好，同时资本杠杆率等净资产风控指标接近上限的券商	净资产较为宽裕、但流动性较为紧张的券商

资料来源：平安证券研究所

3.1 股权融资：定增与配股发行门槛较低，可转债股本稀释节奏较平缓

1) 定向增发发行门槛较低、筹资效率较高。公开增发业绩要求较高，要求近 3 年加权平均 ROE 不低于 6%，因此使用频率相对较低；定向增发无特定盈利指标和分红指标限制，因此券商主要采用定增进行股权再融资。定增发行对象数量有限，因此发行效率较高、成本较低，但同时也使得发行规模相对较小。此外，定增容易受市场波动影响，2020 年以来上市券商定增募足率下降至 61%。

2) 配股发行条件高于定增、低于可转债，不涉及新股东利益平衡，募资数量上限提升。配股具有一定发行门槛，但门槛低于可转债和公开增发，要求发行人近 3 年持续盈利，当前主要上市券商基本均能满足该条件。与定增相比，配股主要优势在于不涉及新老股东之间的利益平衡，同时操作简单、审批流程较为快捷迅速，发行耗时较短，募足率较高且稳定，近年来上市券商配股募足率基本在 97% 左右。此外，2023 年全面注册制落地，主板公司配股数量上限由之前的配股前股本总额的 30% 提升至 50%，配股募资规模有望提升。但配股对大股东的参与意愿要求较高，原股东认购数须达到 70% 及以上。

3) 可转债股本稀释节奏较为平缓，但公开发行门槛较高、可能有一定还本付息压力。可转债包括定向可转债和公开发行可转债，其中定向可转债起步较晚、频率较低，公开发行可转债是最主要的方式。而公开发行可转债对连续盈利、ROE、债券余额和可分配利润等财务指标作出具体要求，门槛最高。与定增相比，公开发行可转债主要优势在于股本稀释节奏较为平缓，定增后股本扩张立即稀释当期每股收益，一定程度上增加企业业绩压力，而可转债至少半年后才能转为股票，股本扩张具有至少半年的缓冲期，同时转股是逐步进行的，摊薄股本节奏较为平缓。但可转债具有债券和股权的双重属性，若转股比例相对较低，则存在一定还本付息压力。

近年来上市券商逐步具备发行可转债条件。一方面随着券商资产规模扩张、业务转型加速、杠杆倍数提升，盈利中枢明显提升，2020、2021年证券行业平均ROE分别为7.3%、7.8%，高于6%的限制，2022年证券行业平均ROE下滑至5.3%，但头部券商ROE仍高于6%。另一方面，主板全面注册制落地后，可转债发行后累计债券余额限制由40%提升至50%，进一步降低可转债发行条件，同时由于具有资本补充属性的次级债、计入权益类科目的永续债均不计入债券余额，近年来券商永续债发行规模明显提升，剔除次级债影响，预计满足债券余额限制的上市券商将有所增加。

图表46 主要股权再融资工具对比

项目	增发		配股	可转换债券
	公开增发	定向增发		
发行对象	社会公众	不超过 35 名特定投资者	原有股东	社会公众及特定投资者
发行方式	公开发行	非公开发行	向原股东配售	公开发行和非公开发行
发行要求	1)近 3 年连续盈利(创业板为近 2 年盈利)； 2)近 3 年加权平均净资产收益率不低于 6%；	无限制	近 3 年连续盈利	1)近 3 年实现的年均可分配利润不少于公司债券 1 年利息； 公开发行还需满足： 2)近 3 年连续盈利； 3)近 3 年加权平均净资产收益率平均不低于 6%；
发行价格	不低于公告招股意向书前 20 个交易日公司 A 股股票均价或前 1 个交易日公司 A 股股票均价	不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 80%	配股价格由上市公司和主承销商根据公司股票在二级市场的价格、市盈率及市净率、募集资金投资项目的资金需求量等因素协商确定，配股价格不得低于 1 元/股	公开发行：不低于募集说明书公告日前 20 个交易日发行人股票交易均价和前 1 个交易日均价 非公开发行：不低于认购邀请书发出前 20 个交易日发行人股票交易均价和前 1 个交易日均价，且不得向下修正
发行数量	根据募集资金和发行价格调整	拟发行的股份数量不得超过本次发行前总股本的 30%	不超过原有股本的 50%； 原股东认购数量未达到拟配售数量 70%的，上市公司应按照发行价并加算银行同期存款利息返还	发行后累计债券余额不超过最近一期期末净资产 50%
限售期	无限售期	发行结束 6 个月内不得转让，控股股东/实际控制人/战略投资者 18 个月不得转让	战略投资者获配股份后持有期限不少于 12 个月	公开发行：6 个月后为转股期，转股后无限售期 非公开发行：6 个月后方可转换为公司股票，所转股票自可转债发行结束之日起 18 个月内不得转让
优点	限制条件少，融资规模大	筹资效率较高；不受筹资规模限制	不涉及股东利益平衡； 操作简单，审批快捷； 募足率相对较高	股债双性；利率一般低于普通公司债券利率，降低筹资成本；股本稀释节奏放缓
缺点	审核较非公开发行更严格，受市场环境大影响；	受投资者数量限制和市场环境影响	需大股东支持；稀释不参与配股的老股东权益	存在还本付息压力；发行门槛较高

资料来源：证监会，中证协，平安证券研究所

图表47 上市券商加权平均 ROE (合并口径)

公司名称	2018	2019	2020	2021	2022
东方财富	6.32%	9.49%	17.89%	22.11%	14.40%
中信建投	6.79%	11.51%	18.18%	15.80%	9.99%
信达证券	0.75%	2.26%	7.85%	9.89%	9.39%
中金公司	8.83%	9.64%	13.52%	14.64%	8.88%

中信证券	6.20%	7.76%	8.43%	12.07%	8.67%
中国银河	4.40%	7.64%	9.84%	12.29%	8.21%
国泰君安	5.42%	6.75%	8.54%	11.05%	7.88%
招商证券	5.58%	9.51%	10.85%	11.52%	7.54%
华泰证券	5.32%	7.94%	8.61%	9.84%	7.49%
华林证券	8.84%	8.69%	14.33%	7.93%	7.39%
广发证券	5.07%	8.48%	10.60%	10.67%	7.23%
浙商证券	5.42%	6.75%	9.78%	9.90%	6.58%
国信证券	6.66%	9.46%	10.61%	12.71%	6.50%
华安证券	4.47%	8.63%	9.05%	8.39%	5.98%
兴业证券	0.41%	5.25%	11.07%	12.04%	5.74%
首创证券	4.36%	10.19%	10.59%	9.21%	5.55%
国元证券	2.68%	3.66%	5.28%	6.03%	5.32%
光大证券	0.21%	1.20%	4.74%	6.43%	5.27%
方正证券	1.76%	2.65%	2.81%	4.50%	5.09%
中银证券	5.97%	6.44%	6.15%	6.26%	5.03%
长江证券	0.99%	6.35%	7.58%	8.34%	5.02%
财通证券	4.05%	9.28%	10.53%	10.68%	4.96%
华鑫股份	0.34%	1.04%	10.80%	7.02%	4.81%
东吴证券	1.75%	5.07%	6.61%	8.42%	4.62%
国联证券	0.66%	6.64%	6.41%	7.27%	4.62%
国金证券	5.28%	6.48%	8.63%	9.90%	4.17%
东方证券	2.37%	4.61%	4.85%	9.02%	4.16%
长城证券	3.95%	5.95%	8.58%	9.38%	4.03%
海通证券	4.42%	7.81%	7.88%	8.09%	3.99%
南京证券	2.32%	6.55%	6.74%	6.06%	3.92%
山西证券	1.78%	4.08%	5.09%	4.72%	3.32%
申万宏源	6.19%	7.41%	9.05%	10.26%	2.93%
第一创业	1.41%	5.83%	7.31%	5.26%	2.76%
财达证券	0.84%	7.11%	6.05%	6.58%	2.71%
华创云信	1.00%	1.73%	4.37%	6.22%	2.28%
东兴证券	5.19%	6.16%	7.44%	7.37%	1.96%
华西证券	4.81%	7.53%	9.28%	7.47%	1.89%
中泰证券	2.49%	7.06%	7.73%	9.25%	1.61%
西部证券	1.15%	3.50%	6.18%	5.31%	1.58%
国海证券	0.54%	3.54%	4.06%	4.16%	1.34%
东北证券	1.96%	6.63%	8.28%	9.37%	1.28%
西南证券	1.20%	5.46%	4.97%	4.11%	1.23%
中原证券	0.66%	0.59%	0.93%	3.78%	0.78%
红塔证券	3.48%	6.78%	10.21%	9.03%	0.17%
湘财股份	2.05%	1.44%	3.62%	4.27%	-2.68%
国盛金控	-3.59%	0.83%	-3.18%	0.68%	-3.91%
太平洋	-11.99%	4.57%	-7.62%	1.26%	-4.85%
天风证券	2.64%	2.53%	2.79%	2.56%	-6.26%
哈投股份	-1.09%	1.90%	1.40%	1.75%	-7.72%
锦龙股份	-5.06%	2.03%	1.96%	-3.94%	-12.70%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

3.2 债券融资：长期次级债可补充附属净资本，公司债、短融券灵活性高、运用频繁

1) **普通公司债发行程序简单、灵活性高、运用频繁。**证券公司普通公司债长期以来是证券公司最主要的债券融资途径之一，主要系其资金用途限制较少，可用于补充营运资金、流动资金，同时发行灵活性较高，证券公司可以申请 1 次注册，2 年内分期发行（发行前备案即可）。此外，2014 年短期公司债开始试点，2020 年公募短期公司债放开，公司债募资期限更为灵活。但公开发行普通公司债门槛相对较高，2021 年 2 月证监会修订《公司债券发行与交易管理办法》，取消公开发行公司债券信用评级的强制性规定，要求最近一期末资产不少于 250 亿元，最近 36 个月累计公开发行债券不少于 3 期、发行规模不少于 100 亿元。2022 年末仅 28 家证券公司净资产高于 250 亿元。

2) **次级债放开公开发行，长期次级债可补充附属净资本，但发行成本较高、灵活性较差。**2020 年 5 月，证监会修改《证券公司次级债管理规定》，证券公司可公开发行次级债券。此外，长期次级债可补充附属净资本，不占用债券余额空间，到期期限在 3/2/1 年以上的，原则上分别按 100%/70%/50% 计入附属净资本。近年来证券公司永续次级债发行规模提速，拉长负债端期限、提升净资本规模，2020、2021、2022 年分别有 8、19、25 家券商发行永续次级债，募资额分别 370 亿元、683 亿元、874 亿元，在所有次级债募资额中占比分别 24%、29%、49%。但次级债在到期偿还、提前赎回、债券发行数额等方面存在较多限制，一应程序相对更复杂，且次级债清偿顺序靠后，融资成本高于普通公司债，2022 年所有券商次级债加权平均发行利率 3.42%，明显高于普通公司债 2.92% 的平均发行利率。

3) **短融券发行简便、运用频繁，但使用范围有限，额度受短期融资工具余额管理限制。**短期融资券在银行间市场发行，发行要求不高、程序相对简便。但募集资金使用范围有限，主要用于补充短期运营资金，不得用于固定资产投资和营业网点建设、股票市场投资、为客户证券交易提供融资和长期股权投资等。此外，短融券采用余额管理，短融券与证券公司其他短期融资工具（同业拆借、短期公司债等）待偿还余额之和不得超过净资本的 60%。

4) **收益凭证对发行主体限制较少，但仅能私募发行，对挂钩标的、余额管理限制较多。**收益凭证对发行主体限制较少，仅需最近 12 个月风险控制指标持续符合要求，以及组织架构健全等，大部分券商均能满足要求。但浮动收益型收益凭证需具备衍生品交易业务资格。此外，收益凭证仅能于柜台市场及机构间私募产品报价系统非公开发行，投资者不得超过 200 人，单次发行规模有限。同时收益凭证在利率、挂钩标的、余额等方面限制较多，固定收益凭证利率水平不得超过比较基准的 140%；浮动收益凭证不得挂钩私募基金及资管计划等私募资管产品、场外衍生品；余额限制挂钩分类评级结果（上一年度分类评级为 A 类、B 类 BBB 级、B 类 BB 级、B 类 B 级、C 类及以下的证券公司，待偿还收益凭证余额应分别不超过净资本的 60%、50%、40%、30%、20%）。

图表 48 证券公司主要债券融资工具对比

项目	证券公司普通债	证券公司次级债	永续次级债	短期融资券	收益凭证
发行方式	公开发行：注册制。非公开发行：证券业协会报备。			非公开发行	非公开发行
发行场所	证券交易所或证监会认可的交易场所			银行间市场	柜台市场和机构间私募产品报价系统
发行要求	近 3 年平均可分配利润足以支付公司债券 1 年的利息 **公开发行： 1) 近 3 年无债务违约或延迟支付本息 2) 近 3 年平均可分配利润不少于债券 1 年利息的 1.5 倍 3) 最近一期末净资产不少于 250 亿元；最近 36 个月累计公开发行债券不少于 3 期，发行规模不少于 100 亿元		1) 发行人主体信用评级和债项评级达到 AA+ 及以上 2) 公开发行的永续期公司债券累计计入权益的债券余额不超过公司最近一期末净资产的 40%	1) 具有较强的流动性管理能力，流动性风险管理体系健全，能以合理的成本及时满足流动性需求 2) 资产负债结构合理，期限错配、交易对手集中度、债券质押比例等适度，近 2 年内风控指标持续符合监管要求 3) 近 6 个月内流动性覆盖率持续高于行业平均水平 4) 取得证监会发行资格认可 5) 近 2 年内未因重大违法违规行受到行政处罚	券商发行收益凭证应符合组织架构健全、核心风控指标持续符合规定等条件，发行浮动收益凭证还应当具备衍生品交易业务资格
发行数额	无限制	净资本与负债的比例、净资产与负债的比例等各项风控指标不触及预警标准		短期融资券与证券公司其他短期融资工具（同业拆借、短期公司债等）待偿还	采用分级余额管理，上一年度分类评级为 A 类、B 类 BBB 级、

			余额之和不超过净资本的60%	B类BB级、B类B级、C类及以下的证券公司，待偿还收益凭证余额应分别不超过净资本的60%、50%、40%、30%、20%	
发行期限	无限制，1年以上为主	长期次级债：1年以上（不含），可按比例计入净资本；计入净资本的数额不超过净资本（不含长期次级债累计计入净资本的数额）的50% 短期次级债：3个月以上（含）、1年以下（含）	一般是5+N年	1年以内（含）	不得少于7天
优点	发行程序简单，灵活性高；融资成本相对较低	长期次级债可计入附属净资本		发行成本低；可在余额内灵活确定每期发行金额	主体限制少，发行灵活；可嵌入浮动收益
缺点	公开发行人门槛相对较高	成本相对较高；永续次级债对评级和规模有一定限制		资金用途有限；对待偿还短期融资工具余额具有一定限制	仅能在柜台市场和报价系统非公开发行；浮动收益型收益凭证需衍生品牌照

资料来源：证监会，中证协，平安证券研究所

四、投资建议和风险提示

4.1 投资建议

证券行业是典型的资本密集型行业，资本充足程度对于证券公司的日常经营与稳健发展均具有重要意义。目前我国证券公司资本规模与杠杆水平较海外大型投行仍有较大距离，仍需提升服务实体经济和服务客户复杂交易需求的能力，长期来看券商扩大资本与资产规模仍是大势所趋。短期来看，随着全面注册制正式落地、宏观经济持续修复，券商业务规模与业绩得到改善，短期融资需求回暖。相对于中小券商，头部券商综合实力更强、监管评级较好、业务资质齐全、杠杆倍数较高，在融资渠道、投资者认可度、融资成本和规模方面均具优势，资本实力较强，未来业绩发展动能更为充足，建议关注龙头券商如中信证券、中金公司。

4.2 风险提示

- 1) 权益市场大幅波动，影响市场交投活跃度及投资收益，进而影响证券行业整体业绩表现、加剧券商板块行情波动。
- 2) 监管政策变动超预期，影响券商再融资进度，进而限制券商资本水平与创新业务开展。
- 3) 资本市场改革力度不及预期，金融全面开放、注册制配套措施等改革推进放缓，资本市场政策红利低于预期。
- 4) 宏观经济下行影响市场基本面及货币政策，增加市场不确定性，同时致使投资者风险偏好降低，交投活跃度或将下滑，拖累市场景气度。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现20%以上）
- 推 荐（预计6个月内，股价表现强于市场表现10%至20%之间）
- 中 性（预计6个月内，股价表现相对市场表现在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计6个月内，股价表现弱于市场表现10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计6个月内，行业指数表现强于市场表现5%以上）
- 中 性（预计6个月内，行业指数表现相对市场表现在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计6个月内，行业指数表现弱于市场表现5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2023 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融
融中心 B 座 25 层

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 26 楼

北京

北京市丰台区金泽西路 4 号院 1 号楼
丽泽平安金融中心 B 座 25 层