

政策宽松市场回暖，券商“补血”正当时

——券商融资专题报告

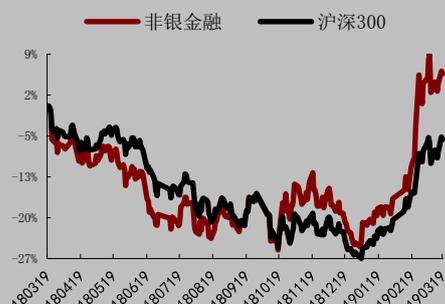
强于大市（维持）

日期：2019年03月22日

投资要点：

- **券商融资动因：长期：重资产转型+直接融资市场扩容，短期：净资产受损+融资窗口到来。**从长期看，2012年创新大会后行业向重资产转型，业务规模与资本实力息息相关。与其他金融业相比，我国证券业实力十分弱小，总资产不及银行业3%，在直接融资扩容背景下，券商亟需扩张资产规模，从而能更好服务实体经济。从短期看，2018年券商自营权益投资、股票质押等业务出现亏损，多券商大幅计提减值净资产受损，在政策放松和市场回暖背景下，券商迎来融资窗口期。
- **券商融资方式：股权、债券和其他。**股权融资主要有股东注资、IPO、增发、配股等。债券融资主要有公司债、次级债、可转债、短融券、收益凭证等。其他融资主要有同业拆借、回购、ABS等。
- **整体融资情况：股权融资易受市场影响，债务融资整体平稳。**券商股权融资规模较小，易受市场影响，2016年超1600亿，2018年仅为463亿。债券融资规模整体平稳，在一万亿到一万七千亿之间。其他融资以回购融资为主，规模约万亿，主要用于债券自营和融资业务。
- **股权融资情况：多券商谋求上市，定增需求旺盛。**2018年券商上市数量、范围和进度都好于预期，从目前IPO申报情况看，券商上市需求旺盛，有9家券商处于上市辅导备案阶段，1家已反馈，华泰证券发行CDR已受理。2016年受政策趋严、市场低迷影响，券商定增规模下滑，一些业绩欠佳的中小券商取道配股和可转债。2018年起再融资等政策放松，定增市场回暖，一些业绩相对较好的大型券商陆续完成了大规模的定增，还有多家券商发布百亿级定增预案。
- **债券融资情况：收益凭证和公司债规模居前，次级债回落较多。**收益凭证发行规模居首，近年维持在4500-7500亿，资管新规后由于收益有保证更受青睐。2018年公司债发行规模超3000亿，较2017年下滑千亿主要是由于业务收缩，部分债券到期不再续作。次级债由高峰的5000余亿回落至1000余亿，主要由于成本较高，且仅能计入附属净资产，吸引力较股权融资下降。短融券期限较短，2016年起相关监管趋严发行回落，但由于成本低、流程简便有所回升。
- **投资建议：从短期看，近两年市场持续低迷，已经伤及了一些券商的净资产，近期业务回暖下众多券商存在着融资需求。从长期看，券商持续补充资本、扩大资产规模是大势所趋，以满足转型重资产、服务直接融资市场的需求。资本规模的增加有助于券商扩张业务、增强竞争力和抗风险能力，我们看好证券行业的发展，给予行业“强于大市”投资评级。大券商在融资渠道、成本和规模上更具优势，我们仍看好龙头券商，另外关注净资产下滑较多的上市券商，未来可能更有动力进行股权融资。**
- **风险提示：市场表现不及预期、监管趋严超预期、经营不及预期**

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：2019年03月19日

分析师： 缴文超/张译从

执业证书编号：0270518030001/S027051809000

电话： 010-66060126

邮箱： jiaowc@wlzq.com/zhangyc1@wlzq.com

研究助理： 喻刚/孔文彬

电话： 010-66060126/021-60883489

邮箱： yugang@wlzq.com/kongwb@wlzq.com

目录

1、券商融资动因：长期看源于重资产转型和直接融资占比提升，短期看净资产受损有资本补充需求	4
1.1 券商业务发展存在资本约束	4
1.2 证券行业向重资产转型，资本规模对盈利至关重要.....	4
1.3 证券行业资本实力弱小，亟需扩张规模以服务直接融资需求.....	5
1.4 2018 年多券商大幅计提减值，2019 年市场回暖有补血需求	6
1.5 政策放松和市场回暖，券商迎来融资窗口期	8
2、券商融资方式：股权融资、债券融资和其他融资	8
2.1 股权融资方式	8
2.2 债券融资方式	9
2.3 其他融资方式	10
3、整体融资情况：股权融资易受市场影响，债务融资总体平稳	11
4、股权融资情况：多券商谋求上市，定增需求旺盛	12
4.1 上市通道较为通畅，多券商谋求 A 股 IPO	12
4.2 市场回暖定增需求增长，多家中大券商率先发布定增预案.....	14
5、债券融资情况：收益凭证和公司债规模较大，次级债发行回落	16
5.1 公司债：近两年发行总额较高，大券商在规模成本上占优.....	16
5.2 次级债：仅计入附属净资本，发行规模回落	17
5.3 短融券：规模波动较大，有回升趋势	18
5.4 收益凭证：发行和存续规模较稳定，以中大券商为发行主体.....	18
6、投资建议	19
7、风险提示	20
图表 1：券商主要业务消耗风险资本比例的粗略测算	4
图表 2：我国证券行业收入结构变化情况	5
图表 3：我国证券行业历史总资产、净资产和杠杆倍数	5
图表 4：我国证券行业历史营业收入、净利润和 ROE	5
图表 5：2018 年我国证券业与保险业、银行业的总资产、净资产和杠杆倍数对比 ..	6
图表 6：部分上市券商 2018 年减值损失变化（亿元）	6
图表 7：部分上市券商 2018 年净资产变化（亿元）	6
图表 8：上市券商 2018 年三季度净资产变化情况	7
图表 9：主要股权融资方式的发行条件对比	8
图表 10：主要债券融资方式的对比	9
图表 11：主要其他融资方式的对比	11
图表 12：2015-2018 年券商融资规模统计	12
图表 13：券商 A 股 IPO 统计（2015 年至今）	13
图表 14：券商 H 股 IPO 统计（2015 年至今）	13
图表 15：券商 IPO 申报情况	14
图表 16：上市券商 A 股定增统计（2015 年至今）	14
图表 17：上市券商 H 股定增统计（2015 年至今）	15
图表 18：上市券商 A 股配股统计（2015 年至今）	15
图表 19：上市券商 A 股可转债统计（2015 年至今）	15
图表 20：上市券商 A 股定增预案	15

图表 21: 上市券商 A 股配股预案	16
图表 22: 上市券商 A 股可转债预案	16
图表 23: 证券行业短期公司债发行情况	16
图表 24: 证券行业长期公司债发行情况	16
图表 25: 2018 年各券商短期公司债发行情况	16
图表 26: 2018 年部分券商长期公司债发行情况	16
图表 27: 证券行业次级债发行情况	17
图表 28: 2018 年各券商次级债发行情况	17
图表 29: 证券行业短融券发行情况	18
图表 30: 2018 年各券商短融券发行情况	18
图表 31: 券商收益凭证发行规模及变化情况	19
图表 32: 券商收益凭证年末存续规模及变化情况	19
图表 33: 2018 年各券商发行收益凭证的不完全统计	19

万联证券

1、券商融资动因：长期看源于重资产转型和直接融资占比提升，短期看净资产受损有资本补充需求

1.1 券商业务发展存在资本约束

我国券商业务同质性较强，行业之间的竞争日趋激烈，业务规模的扩张、券商评级、创新业务试点等，都与券商净资本规模密切相关，而监管政策也是倾向风控能力强、综合实力强的大型券商。

净资本对券商的影响体现在以下几个方面：1、股权融资：券商IPO时的规模与净资产密切相关；2、债务融资：发行各类债券的总额与净资产直接挂钩；3、业务规模：根据2016年10月实施的《证券公司风险控制指标管理办法》和《证券公司风险控制指标计算标准的规定》，券商进行各项业务都会消耗风险资本。

图表1：券商主要业务消耗风险资本比例的粗略测算

中介业务		投资业务		融资业务	
经纪业务净收入	12%	自营业务净收入	18%	融资类业务净收入	18%
投资咨询业务净收入	12%	资管业务净收入	15%	场内融资业务	10%
承销与保荐业务净收入	15%	资管业务规模	0.5%-1%	股票质押回购	20%
财务顾问业务净收入	15%	权益类证券和衍生品规模	15%-100%	场外融资业务	30%
		已对冲风险的权益类资产和衍生品	0-80%	应收账款	10% 或 100%
		已对冲风险的非权益类资产和衍生品	5%		
净资产和减项					
优先股和永续次级债	100%	固定资产			100%
履约保证金	10%	对外担保金额和担保承诺			100%
期货保证金	100%	其他或有负债			100%
长期股权投资	100%	母公司提供的担保承诺			100%
投资性房地产	100%	所有权受限无法变现资产			100%

注：根据《证券公司风险控制指标计算标准的规定》粗略测算

资料来源：证监会、万联证券研究所

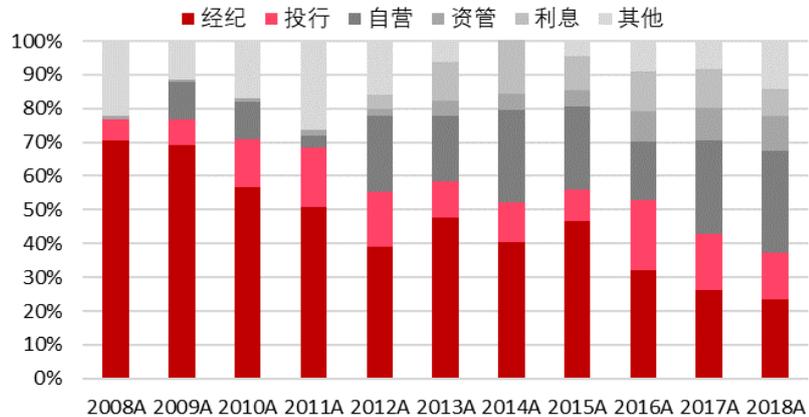
1.2 证券行业向重资产转型，资本规模对盈利至关重要

我国证券公司最初以轻资产的中介业务为主，在2011之前，经纪和投行业务收入占比超过七成。自2012年券商创新大会后，各种创新业务如直投、两融、股票质押、债券质押回购等如雨后春笋般蓬勃发展，这些创新业务大多是重资产业务，对资本的消耗较大，融资重要性不断提升，券商需要通过各种融资方式不断扩充资本和资产规模。

在我国证券行业转型重资产的过程中，盈利能力与资产规模相关性增强，资产规模由净资产和杠杆倍数决定。股权融资与债券融资相比，成本更低，稳定性更

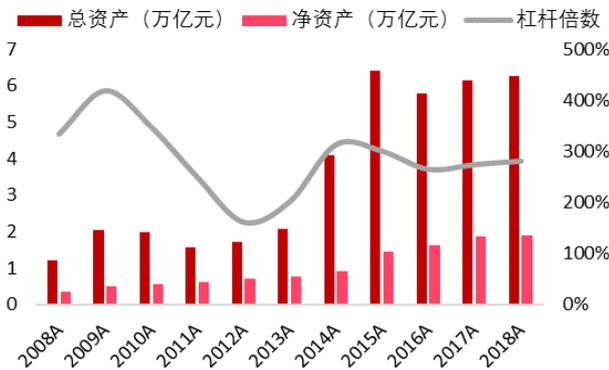
强，更有利于应对波动幅度较大的资本市场，这也是券商积极通过增资扩股、IPO、定增、配股等方式补充净资本的原因。同时，资产规模的扩大和盈利水平的提升需要合理加杠杆，尤其在重资产业务中，根据券商风控指标管理办法，财务杠杆上限约为6倍，而我国券商在2014-2015年的牛市时杠杆倍数仅为3.01-3.14倍，2016年后更是不到3倍，最低仅为2.65倍，有很大提升空间。

图表2：我国证券行业收入结构变化情况

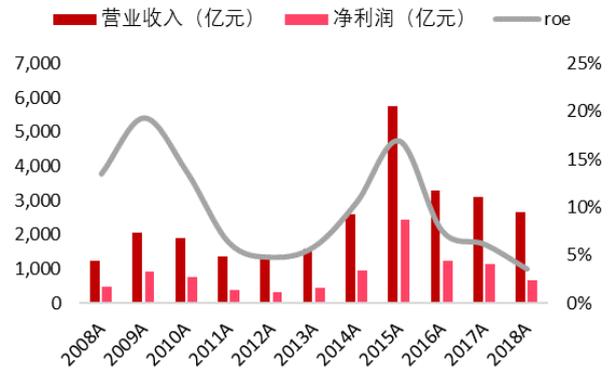


资料来源：中证协、万联证券研究所

图表3：我国证券行业历史总资产、净资产和杠杆倍数 图表4：我国证券行业历史营业收入、净利润和ROE



资料来源：中证协、万联证券研究所



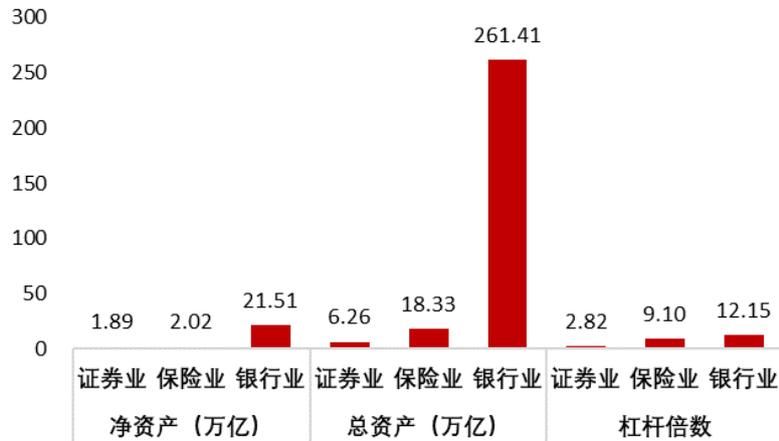
资料来源：中证协、万联证券研究所

1.3 证券行业资本实力弱小，亟需扩张规模以服务直接融资需求

与其他金融行业相比，我国证券行业的资本实力十分弱小，从2018年的数据看，在净资产方面，证券业仅为1.89万亿，不及银行业的1/10，在总资产方面，证券业仅为6.26万亿，约为保险业的1/3，不及银行业的3%，在杠杆倍数方面，证券业为2.82倍，保险和银行业均在10倍左右。

尤其在今年2月的中共中央政治局第十三次集体学习会议上，习总书记强调深化金融供给侧结构性改革，深化金融改革开放，增强金融服务实体经济能力，并提出要优化融资结构，建设一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。券商作为资本市场尤其是直接融资市场最重要的枢纽，在金融改革的过程中最为受益，也承担着更大的责任，而券商目前的资本实力难以匹配未来将承担的职责，亟需扩张资本和资产规模，进而为实体经济发展提供更高质量、更有效率的金融服务，并有能力抵御对外开放下外资券商的强有力竞争。

图表5：2018年我国证券业与保险业、银行业的总资产、净资产和杠杆倍数对比



注：1、证券业杠杆倍数=(总资产-客户备付金)/净资产，保险业杠杆倍数=总资产/净资产，银行业杠杆倍数=境内银行金融机构总资产/(总资产-总负债)
资料来源：银保监会、中证协、万联证券研究所

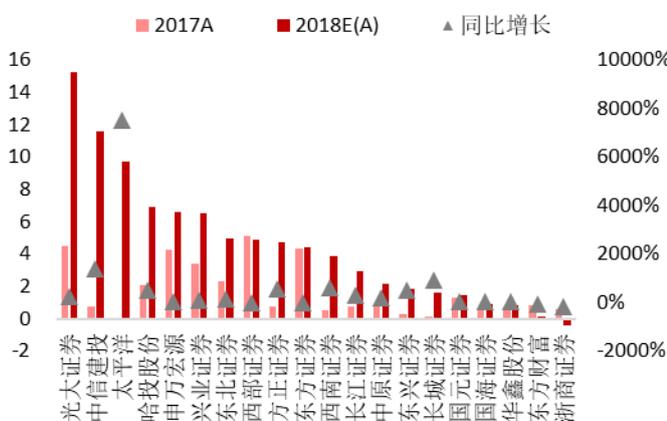
1.4 2018年多券商大幅计提减值，2019年市场回暖有补血需求

从短期来看，自2016年起严监管和弱市场的影响下，券商各个业务条线表现疲弱，尤其在2018年权益市场表现较差的情况下，券商自营权益投资、股票质押等业务出现一些亏损。

截至目前，仅有部分上市券商发布年报、业绩预告或计提减值损失公告，在已披露数据的券商中，2018年计提减值损失金额较多券商为光大证券、中信建投、太平洋、哈投股份和申万宏源，净资产较2017年降幅较大为国盛金控、国元证券、东方证券、西部证券、国海证券。从上市券商前三季度的数据来看，净资产较2017年降幅较大的为国盛金控、哈投股份、华鑫股份、锦龙股份、太平洋。

由于多家券商在2018年大幅计提了减值损失，净资产也有所下滑，所以若2019年市场回暖能够延续，券商业务规模有望扩张，预计券商有补充资本的需求，尤其是一些2018年计提减值较多，净资产下滑幅度较大的券商。

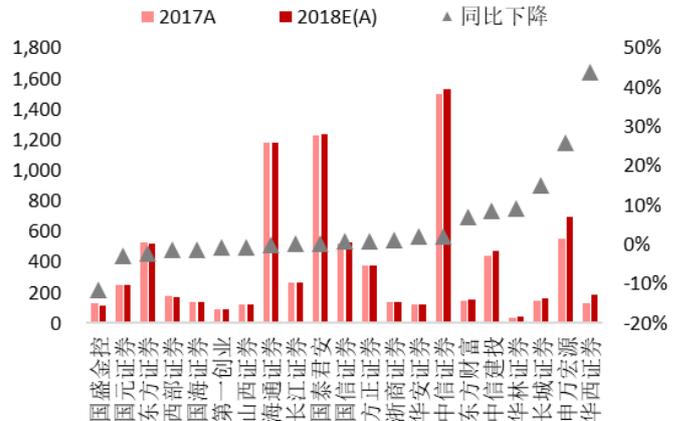
图表6：部分上市券商2018年减值损失变化（亿元）



注：数据截至2019-03-20

资料来源：年报、业绩预告、万联证券研究所

图表7：部分上市券商2018年净资产变化（亿元）



注：数据截至2019-03-20

资料来源：年报、业绩预告、万联证券研究所

图表8：上市券商2018年三季度净资产变化情况

代码	证券简称	净资产 (亿元)		下滑幅度
		2017A	3Q2018	
002670.SZ	国盛金控	128.74	117.66	-8.61%
600864.SH	哈投股份	134.59	126.57	-5.96%
600621.SH	华鑫股份	65.30	62.39	-4.46%
000712.SZ	锦龙股份	37.16	35.64	-4.10%
601099.SH	太平洋	117.30	112.54	-4.06%
601108.SH	财通证券	207.90	200.85	-3.39%
000686.SZ	东北证券	156.71	151.64	-3.23%
600958.SH	东方证券	529.86	514.39	-2.92%
601555.SH	东吴证券	208.20	204.25	-1.90%
600369.SH	西南证券	193.84	190.18	-1.89%
000728.SZ	国元证券	253.73	249.10	-1.82%
000750.SZ	国海证券	137.55	136.03	-1.11%
601375.SH	中原证券	101.70	100.60	-1.08%
002500.SZ	山西证券	125.02	123.85	-0.93%
601377.SH	兴业证券	334.29	332.22	-0.62%
002673.SZ	西部证券	175.86	175.48	-0.22%
002797.SZ	第一创业	88.57	88.44	-0.15%
002736.SZ	国信证券	520.81	520.37	-0.08%
600837.SH	海通证券	1,177.55	1,177.42	-0.01%
601211.SH	国泰君安	1,231.28	1,235.83	0.37%
601788.SH	光大证券	485.76	487.85	0.43%
000987.SZ	越秀金控	128.87	129.51	0.49%
601878.SH	浙商证券	135.14	135.99	0.63%
600999.SH	招商证券	792.30	798.35	0.76%
600155.SH	华创阳安	149.09	150.32	0.83%
600909.SH	华安证券	122.63	123.72	0.89%
600061.SH	国投资本	363.18	366.64	0.95%
000776.SZ	广发证券	848.54	858.91	1.22%
601901.SH	方正证券	374.29	379.12	1.29%
601881.SH	中国银河	645.13	655.17	1.56%
601198.SH	东兴证券	192.19	195.28	1.61%
600030.SH	中信证券	1,497.99	1,527.92	2.00%
002939.SZ	长城证券	143.59	146.55	2.06%
600109.SH	国金证券	188.37	192.59	2.24%
000783.SZ	长江证券	265.11	271.09	2.26%
601162.SH	天风证券	112.03	115.08	2.72%
300059.SZ	东方财富	146.78	155.30	5.81%
002945.SZ	华林证券	37.28	39.86	6.90%
601066.SH	中信建投	437.54	484.81	10.80%
601990.SH	南京证券	93.67	105.65	12.80%
601688.SH	华泰证券	873.36	1,062.44	21.65%

000166.SZ	申万宏源	551.97	691.21	25.23%
002926.SZ	华西证券	127.57	183.03	43.47%
总计		14,638.35	15,111.81	3.23%

资料来源: wind、万联证券研究所

1.5 政策放松和市场回暖，券商迎来融资窗口期

此外，券商融资窗口的选择与政策和市场环境密切相关。从债券融资的情况看，2018年货币政策的边际宽松带来了流动性改善和利率下行，债券发行成本下降，券商有动力进行债券的发行和置换，而2019年央行年初降准，释放了更多流动性，券商债券融资的步伐有望加快。

从股权融资的情况看，2018年再融资等多项政策放松，下半年多家券商谋求定增、配股等股权融资，而2019年开年股市表现强劲，市场信心和活力大幅修复，估值也不断提升，融资规模和成功率也将增加，预计将有更多券商进行股权融资。

2、券商融资方式：股权融资、债券融资和其他融资

经过了多年的发展，我国券商融资的方式日趋多样，主要可以分为股权融资、债券融资和其他融资三大类。

2.1 股权融资方式

股权融资主要包括股东注资、IPO、增发（公开和定向）、配股和发行优先股等，非上市公司主要可以采取股东注资和IPO等方式，对于上市公司而言，可以选择增发（公开和定向）、配股等方式，而发行优先股的主体可以是上市公司也可以是非上市公司。

对于上市公司而言，虽然定向增发持股锁定期限更长，但由于要求和限制较少、规模不受发行前股本限制，有一定折价、流程更为简单，所以最为普遍。同时，由于配股仅针对原股东，对原有股权结构影响较少，操作和审批较为简单快捷，也较为常见。

图表9：主要股权融资方式的发行条件对比

品种	发行方式	发行主体	主要发行条件		
配股	公开	上市公司	★拟配售股份数量不超过本次配售股份前股本总额的30%。	★盈利能力具有可持续性。主要包括三个会计年度连续盈利、业务和盈利来源相对稳定、高级管理人员和核心技术人员稳定、24个月内曾公开发行证券发行当年营业利润不可比上年下降50%以上等。	★申请增发、配股、非公开发行股票的，本次发行董事会决议日距离前次募集资金到位日原则上不得少于18个月。前次募集资金基本使用完毕或募集资金投向未发生变更且按计划投入的，可不受上述限制，但相应间隔原则上不得少于6个月。
			★控股股东应当在股东大会召开前公开承诺认配股份的数量。		
增发	公开	上市公司	★采用代销方式发行。	★财务状况良好。主要包括最近三年以现金方式累计分配的利润不少于最近三年实现的年均可分配利润的30%等。	★上市公司发行可转
			★三个会计年度加权平均净资产收益率平均不低于6%。		
	定向	上市公司	★发行价格应不低于公告招股意向书前二十个交易日公司股票均价或前一个交易日的均价。		
			★发行对象不超过10名。		
			★发行价格不低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的90%，定价基准		

			<p>日为定增发行的首日。</p> <p>★上市公司的控股股东、实际控制人或其一致行动人、拟引入的境内外股东等持股锁定期为36个月，其他发行对象锁定期为12个月。</p> <p>★拟发行的股份数量不得超过本次发行前总股本的20%。</p> <p>★发行对象均属于原前10名股东的，可以由上市公司自行销售。</p>	<p>债、优先股和创业板小额快速融资，不适用本条规定。</p> <p>★由上市公司承销。</p>
优先股	公开	上市公司	<p>★其普通股为上证50指数成份股。</p> <p>★以公开发行优先股作为支付手段收购或吸收合并其他上市公司。以减少注册资本为目的回购普通股的，可以公开发行优先股作为支付手段，或者在回购方案实施完毕后，可公开发行不超过回购减资总额的优先股。</p> <p>★最近三个会计年度应当连续盈利。</p> <p>★采取固定股息率。公开发行优先股的价格或票面股息率以市场询价或证监会认可的其他公开方式确定。</p>	<p>★最近三个会计年度年均可分配利润不少于优先股一年的股息。</p> <p>★已发行的优先股不得超过公司普通股股份总数的50%，且筹资金额不得超过发行前净资产的50%，已回购、转换的优先股不纳入计算。</p> <p>★不得发行可转换为普通股的优先股。但商业银行有例外情形。</p>
	定向	上市公司	<p>★非公开发行优先股的票面股息率不得高于最近两个会计年度的年均加权平均净资产收益率。</p>	
	定向	非上市公司	<p>★仅向规定的合格投资者发行，每次发行对象不得超过二百人，且相同条款优先股的发行对象累计不得超过二百人。</p>	

资料来源：《上市公司证券发行管理办法》《上市公司非公开发行股票实施细则》《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》、万联证券研究所

2.2 债券融资方式

经过了多年的发展，券商的债券融资渠道日益丰富，发行场所涵盖交易所、银行间市场和OTC场外市场等，可以满足券商长短期的融资需求，主要包括公司债、次级债、可转债、短期融资券、收益凭证，以及永续债券、绿色债券等创新品种。

其中，公司债较为成熟、发行程序较为规范和简单，尤其自2015年《公司债券发行与交易管理办法》后放开了1年的期限限制，可以满足证券公司长短期的融资需求，因此是券商主要的债券融资品种。

次级债也是券商选择较多的债券融资方式，因为次级债虽然发行成本较高，但发行要求较少，且长期次级债有其他债券无可比拟的优势，即可以按照期限计入附属净资本。

短融券在银行间市场发行，为券商提供了一个高市场化、高流动性、程序简便的融资方式，是券商补充短期运营资金的重要渠道，2018年，央行发布规范券商短融券管理的通知，将资管业务开展规范等内容纳入发行条件，把其他短期融资工具并入余额管理范畴，虽然发行约束增加，但对于券商的影响较小。

此外，收益凭证作为券商的特色债券品种，发行要求少、发行程序简单、期限和产品设计灵活，为券商提供了便捷稳定的融资新渠道，同时由于在资管新规下，收益凭证的收益率有保证，受到投资者尤其是零售客户的青睐。

图表10：主要债券融资方式的对比

发行场所	发行主体	规模限制	盈利要求	期限限制	用途限制	发行特殊条件
交易所	公司债	累计债券余额不超过公司净资产的40%。	近三年年均可分配利润不少于债券1年利息。	★1年以内短期公司债只能非公开发行。 ★交易所上市交易需要在1年以上。	无	若公开发行 ★发行人最近三年无债务违约或者延迟支付本息的事实。 ★近三年实现的年均可分配利润不少于债券一年利息的1.5倍。

						★债券信用评级达到AAA级。
	次级债	长期次级债计入净资产的数额不得超过净资产（不含长期次级债累计计入净资产的数额）的50%。	无	★3个月及以上。 ★1年（含）以上为长期次级债，到期期限在3、2、1年以上，按100%、70%、50%计入净资产。	无	★只能以非公开方式发行 ★每期债券的机构投资者合计不得超过200人。
	可转债	累计公司债券余额不超过最近一期末净资产额的40%。	★近三年年均可分配利润不少于公司债1年利息。 ★近三年度加权平均净资产收益率平均不低于6%。	最短为1年，最长为6年。	无	发行分离交易的可转换公司债券 ★公司一期末经审计的净资产不低于人民币十五亿元。 ★近三年经营活动现金流量净额平均不少于公司债券1年利息。 ★预计所附认股权全部行权后募集资金总量不超过拟发行公司债券金额。
银行间	短期融资券	待偿还短期融资券余额上限占短期融资券与证券公司其他短期融资工具余额之和不超过净资产的60%。 (其他短融工具包括同业拆借、短期公司债券等1年内的品种)	无	期限最长不得超过91天。	不用于固定资产投资、营业网点建设、股票和长期股权投资等。	无
OTC/机构间私募报价系统	收益凭证	收益凭证的发行余额不得超过证券公司净资产的60%。	无	无，有1个月（含）以内、1-3个月、3-6个月、6-12个月以及12个月以上几类。	无	★非公开发行，应当向合格投资者发行、转让，投资者不得超过二百人。 ★可自行销售，也可以代销。

资料来源：《证券法》、《公司债券发行与交易管理办法》、《证券公司次级债管理规定》、《上市公司证券发行管理办法》、《证券公司短期融资券管理办法》、《证券公司债务融资工具管理暂行规定（征求意见稿）》、《证券公司开展收益凭证业务规范（试行）》、《央行金融市场司关于证券公司短期融资券管理有关事项的通知》、万联证券研究所

2.3 其他融资方式

除了股权和债券融资方式外，券商还有一些其他融资方式包括同业拆借、回购、转融通和ABS等，但相对薄弱，尤其在证券融通类交易性工具方面，有较大提升空间。

券商进行同业拆借需要满足一定的资本和盈利要求，且限额不超过净资产80%，期限极短，最多不超过7天，因此融资规模十分有限。

在回购融资方面，有银行间和交易所两个市场，券商在银行间市场的回购在规模、券种等方面限制较多，在交易所市场更为活跃。

转融通业务，是指证金公司将自有或者筹集的资金和证券出借给证券公司，以供其办理两融业务的经营管理活动，存在规模有限、期限较短、成本较高等缺陷。

ABS属于新型融资渠道，自从2015年证监会发布《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》后，允许券商开展两融收益权ABS业务，通过ABS融资

的券商逐渐增多，虽然目前看规模较小，但考虑到备案制下ABS具备较强灵活性和便利性、能够实现资产出表等优势，发展空间广阔。

图表11：主要其他融资方式的对比

融资方式	规模限制	盈利要求	期限限制	用途限制	局限	交易市场
同业拆借	最高拆入限额和最高拆出限额均不超过该机构净资本的80%。	★入市前2年连续盈利。 ★净资本不低于2亿元。	最长期限为7天。不得超过对手方的拆入资金最长期限，不可展期。	期限极短，基本用于流动资金。	时限过短，价格波动大，规模有限。	同业拆借市场
银行间质押式回购	不得超过实收资本的80%。	无	最长不得超过1年，可以换券，不可展期。	不得用于固定资产投资、营业部建设、期货投资和股权投资等。	以政府债券、政策金融债、政府支持机构债券为主。	同业拆借市场
银行间买断式回购	单只券种待返售余额小于流通量20%，待返售债券总余额小于托管中债券自营债券总量200%。	无	最长不得超过91天，可以现金交割和提前赎回，不可展期。	无	交易对手较少，价格较高。	同业拆借市场
交易所回购	融资回购交易未到期金额与其债券托管量的比例不得高于80%。	无	1天、2天、3天、4天、7天、14天、28天、91天和182天。	无	利率波动较大，且通常低于银行间。	交易所
转融通	授信额度= MIN { 申请额度, 证金公司净资本×50%, 申请人净资本×净资本折扣比例 (初期为50%) ×调整系数 }	无	分为3天、7天、14天、28天和182天共五个档次。	两融业务	成本高，证金公司融出资金规模有限。	交易所
ABS	无	无	无	无	基础资产规模有限，发展较为缓慢	交易所

资料来源：《同业拆借管理办法》、《全国银行间债券市场债券买断式回购业务管理规定》、《全国银行间债券市场债券交易管理办法》、《上交所交易规则》、《上交所债券交易实施细则》、《证券公司短期融资券管理办法》、《转融通业务监督管理试行办法》、《交易所转融通证券出借交易实施办法》、《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定》、万联证券研究所

3、整体融资情况：股权融资易受市场影响，债务融资总体平稳

从券商的融资规模来看，近年来较为平稳，股权融资规模相对较小，受权益市场表现影响较大，2015年IPO、定增和配股的规模达到近年来的高峰，超过1600亿元，2018年虽然券商IPO数量多，但由于估值位于低位，总融资规模较小。

在债券融资中，收益凭证是最不可忽视的力量，除2016年发行规模在5000亿元以下，基本都维持在7000亿元以上，由于对券商的发行要求少、简便快速、用途不受限、资管新规下收益有保证，未来规模预计将维持高位。

公司债是规模第二的债券融资方式，2018年较2017年规模有所下降超过1000亿元，主要是由于业务收缩下，部分到期的债券不再续作。

同时，券商的短期融资工具（主要包括短融券、同业拆借、短期公司债等期限在1年以内的融资公司）规模较为稳定，虽然央行加强相关监管，强化法人风险隔离、规范资金池、打破刚性兑付、余额之和不超过净资本60%等要求，目前看影响有

限，尤其对于业务规范的大型券商。

2015年由于券商扩张业务规模、补充资本的需要，次级债的融资方式被大量运用，发行规模超过5000亿元，但由于近两年业务规模收缩、次级债到期或者成本上浮的影响，发行规模有所下滑，部分续期的需求由公司债等承接。

在其他融资中，回购融资规模最大，在万亿元上下浮动，主要分两部分，一部分是债券回购，主要用于债券自营业务加杠杆，另一部分是信用业务收益权回购（主要包括两融业务和股票质押业务），可以用于补充营运资金。

图表12：2015-2018年券商融资规模统计

亿元	2018A	2017A	2016A	2015A
总计	27,279	27,316	21,019	31,629
股权融资 (A股)	463	373	943	1,608
IPO	151	254	425	820
A股	151	110	103	447
H股	0	144	323	374
定增	313	71	440	591
A股	282	42	245	269
H股	31	29	195	322
配股	0	49	78	197
A股	0	49	78	123
H股	0	0	0	74
债券融资	13,690	15,011	9,906	17,325
公司债券	3,354	4,621	2,269	2,367
小于1年	457	1,005	461	604
1年(含)以上	2,897	3,616	1,808	1,763
次级债	1,370	1,719	1,846	5,192
短融券	1,425	392	1,179	2,754
可转债	50	47	70	0
收益凭证	7,492	8,233	4,543	7,013
其他融资	13,125	11,932	10,170	12,695
短期借款	41	8	45	6
长期借款	73	100	109	165
拆入资金	1,985	1,390	800	758
卖出回购金融资产款	11,026	10,434	9,215	11,767

注：1、股权和债券融资为发行数据，来自wind发行统计；2、其他融资为存量数据，来自中证协行业报表，因为数据来源缺乏，其中2018年数据为2018年上半年数据，2016年数据为2016前三度数据；3、港股IPO、定增和配股的融资规模以人民币计量，汇率取当年年底的数值；4、均为已完成数据，不包括预案。

资料来源：wind、上市公司公告、中证协、万联证券研究所

4、股权融资情况：多券商谋求上市，定增需求旺盛

4.1 上市通道较为通畅，多券商谋求A股IPO

券商补充资本的主要方式是股东注资、上市融资以及发行次级债，股东注资规

模有限、次级债成本较高，上市融资相较优势更大，后续可以进行定增和配股等多种股权融资方案。在发展资本市场，扩大直接融资的大背景下，优质企业选择上市是大势所趋，券商由于本身制度较为健全，上市通道更为通畅，在2018年市场表现较弱的情况下，虽然由于估值处于低位的因素，上市券商融资规模受限，但上市券商数量、范围和进度都好于预期。

图表13：券商A股IPO统计（2015年至今）

发行日期	证券简称	代码	募资规模(亿)	上市板
2015-02-10	东兴证券	601198.SH	45.90	上交所主板
2015-03-11	东方证券	600958.SH	100.30	上交所主板
2015-06-18	国泰君安	601211.SH	300.58	上交所主板
2016-04-29	第一创业	002797.SZ	23.30	深交所中小企板
2016-11-23	华安证券	600909.SH	51.28	上交所主板
2016-12-16	中原证券	601375.SH	28.00	上交所主板
2017-01-11	中国银河	601881.SH	40.86	上交所主板
2017-06-13	浙商证券	601878.SH	28.17	上交所主板
2017-10-12	财通证券	601108.SH	40.85	上交所主板
2018-01-24	华西证券	002926.SZ	49.67	深交所中小企板
2018-06-01	南京证券	601990.SH	10.42	上交所主板
2018-06-07	中信建投	601066.SH	21.68	上交所主板
2018-10-09	天风证券	601162.SH	9.27	上交所主板
2018-10-17	长城证券	002939.SZ	19.58	深交所中小企板
2019-01-08	华林证券	002945.SZ	9.77	深交所中小企板

资料来源：wind、万联证券研究所

图表14：券商H股IPO统计（2015年至今）

上市日期	证券简称	代码	募资总额(亿港元)	募资总额(亿人民币)
2015-04-10	广发证券	1776.HK	320.79	268.66
2015-07-06	国联证券	1456.HK	35.41	29.66
2015-10-15	恒投证券	1476.HK	17.67	14.80
2015-11-09	中金公司	3908.HK	72.28	60.53
2016-07-08	东方证券	3958.HK	83.71	71.99
2016-08-18	光大证券	6178.HK	89.28	76.78
2016-10-07	招商证券	6099.HK	106.95	91.98
2016-10-20	兴证国际	6058.HK	13.30	11.44
2016-12-09	中信建投	6066.HK	81.97	70.50
2017-04-11	国泰君安	2611.HK	172.49	143.65

注：汇率取当年年底的数值

资料来源：wind、万联证券研究所

从目前的IPO申报情况来看，有9家券商处于辅导备案登记受理阶段，中泰证券处于已反馈阶段，华泰证券发行CDR处于已受理阶段，还有4家券商处于中止审查阶段，其中，中银国际、红塔证券主要受到资产评估机构中企华被立案调查的影响，国联证券主要是净利润大幅下滑、关联交易较多等问题，东莞证券受到大股东锦龙股份涉嫌公司行贿的拖累。总体来看，券商上市融资的需求仍然十分旺盛，未来伴

随着市场回暖，将有更多券商实现IPO。

图表15：券商IPO申报情况

最新公告日	券商简称	审核状态	是否已预披露	拟上市板
2019-02-15	中银国际	中止审查	是	主板
2019-02-15	红塔证券	中止审查	是	主板
2018-10-26	国联证券	中止审查	是	主板
2017-05-05	东莞证券	中止审查	是	中小企业板
2017-05-12	中泰证券	已反馈	是	主板
2018-11-14	华泰证券	已受理	否	主板市场
2017-12-06	国开证券	辅导备案登记受理	否	
2018-06-20	万联证券	辅导备案登记受理	否	
2016-09-06	财达证券	辅导备案登记受理	否	
2017-11-24	华龙证券	辅导备案登记受理	否	
2014-02-25	恒泰证券	辅导备案登记受理	否	
2017-02-20	国融证券	辅导备案登记受理	否	
2017-02-09	湘财证券	辅导备案登记受理	否	
2016-11-02	渤海证券	辅导备案登记受理	否	
2017-04-28	德邦证券	辅导备案登记受理	否	

资料来源：wind、万联证券研究所

4.2 市场回暖定增需求增长，多家中大券商率先发布定增预案

定增容易受到政策和市场表现影响，券商定增和配股在2015年达到数量和规模的高峰，定增由于要求限制较少、存在一定折价更为常见。自2016年受到再融资和减持新规、市场低迷的多重影响，定增方式受限，券商定增规模也有所下滑，因而部分券商取道配股和可转债的方式进行融资，尤其是一些业绩欠佳的中小券商。

2018年起，伴随再融资等政策的放松，定增市场有所回暖，一些业绩相对较好的大型券商陆续完成了大规模的定增，极大补充了资本实力。

图表16：上市券商A股定增统计（2015年至今）

发行日期	证券简称	代码	募资规模(亿)	大股东认购比例(%)
2015-03-18	西部证券	002673.SZ	50.00	--
2015-05-27	国金证券	600109.SH	45.00	--
2015-07-24	国海证券	000750.SZ	50.00	--
2015-09-01	光大证券	601788.SH	80.00	--
2015-12-14	东方财富	300059.SZ	44.05	--
2016-01-07	山西证券	002500.SZ	38.78	--
2016-01-20	东吴证券	601555.SH	35.40	--
2016-05-09	东方财富	300059.SZ	40.00	--
2016-07-25	长江证券	000783.SZ	83.11	--
2016-10-13	东兴证券	601198.SH	47.77	--
2017-10-30	国元证券	000728.SZ	42.14	17.29
2017-12-28	东方证券	600958.SH	110.58	29.56
2018-01-29	申万宏源	000166.SZ	120.00	--
2018-08-02	华泰证券	601688.SH	142.08	--

资料来源：wind、万联证券研究所

图表17：上市券商H股定增统计（2015年至今）

公告日期	证券简称	代码	募资总额(亿港元)	募资总额(亿人民币)
2015-03-18	海通国际	0665. HK	88. 67	74. 26
2015-06-15	中信证券	6030. HK	270. 60	226. 63
2015-07-24	中州证券	1375. HK	25. 34	21. 22
2016-11-04	中金公司	3908. HK	194. 70	167. 44
2017-09-20	中金公司	3908. HK	28. 64	23. 85
2018-01-24	国泰君安国际	1788. HK	19. 95	16. 61
2018-12-14	申万宏源	0218. HK	15. 82	13. 89

注：汇率取当年年底的数值

资料来源：wind、万联证券研究所

图表18：上市券商A股配股统计（2015年至今）

股权登记日	证券简称	代码	募资规模(亿)	配股比例(%)	认购比例(%)
2015-12-28	兴业证券	601377. SH	122. 58	0. 3000	95. 94
2016-01-14	太平洋	601099. SH	42. 98	0. 3000	95. 71
2016-04-06	东北证券	000686. SZ	34. 80	0. 2000	97. 92
2017-03-29	西部证券	002673. SZ	48. 52	0. 2600	97. 17

资料来源：wind、万联证券研究所

图表19：上市券商A股可转债统计（2015年至今）

股权登记日	证券简称	代码	募资规模(亿)
2017-07-07	国泰君安	601211. SH	70. 00
2017-12-20	东方财富	300059. SZ	46. 50
2018-03-12	长江证券	000783. SZ	50. 00
2019-03-12	浙商证券	601878. SH	35. 00

资料来源：wind、万联证券研究所

2018年下半年券商发布定增、配股的预案明显增多，融资规模也较大，中信证券、海通证券、广发证券等龙头券商的募集金额均在百亿以上，用于补充流动资金、业务融资和引入战投，未来预计伴随着行情的持续回暖、业务规模的不断增长，会有更多券商进行各种形式的股权融资。

图表20：上市券商A股定增预案

最新公告日	证券简称	代码	方案进度	预计募集规模(亿元)	定增目的
2018-06-22	海通证券	600837. SH	股东大会通过	200. 00	项目融资
2018-12-21	国信证券	002736. SZ	股东大会通过	134. 60	补充流动资金
2018-12-27	广发证券	000776. SZ	证监会核准	150. 00	项目融资
2019-01-09	兴业证券	601377. SH	股东大会通过	80. 00	补充流动资金
2019-01-10	中信证券	600030. SH	董事会预案	150. 00	引入战投

资料来源：wind、万联证券研究所

图表21：上市券商A股配股预案

预案公告日	证券简称	代码	方案进度	预计募集资金(亿元)
2018-04-24	国信证券	002736.SZ	停止实施	180.00
2018-11-24	国海证券	000750.SZ	证监会核准	50.00

资料来源：wind、万联证券研究所

图表22：上市券商A股可转债预案

公告日期	公司名称	公司代码	方案进度	发行规模(亿元)
2018-05-30	财通证券	601108.SH	股东大会通过	38.0000
2018-09-18	国元证券	000728.SZ	股东大会通过	60.0000
2018-10-17	山西证券	002500.SZ	股东大会通过	28.0000

资料来源：wind、万联证券研究所

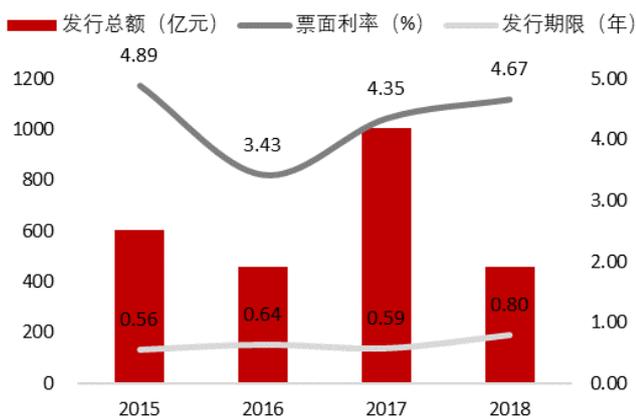
5、债券融资情况：收益凭证和公司债规模较大，次级债发行回落

5.1 公司债：近两年发行总额较高，大券商在规模成本上占优

从券商发行公司债的情况来看，以1年以上的长期公司债为主，虽然2014-2015年上半年券商业务规模增长迅猛，但由于存在可以补充资本的次级债和灵活便利的短融券，且下半年资本市场遇冷，2015年全年券商公司债的发行规模并不是很高，长短期公司债仅发行2367亿元。而2017年由于股权融资遇冷、2015年发行的大规模次级债面临利率上调、券商短融工具监管趋严等因素，公司债承接了相应的融资需求，长短期公司债发行总额达到4621亿元。2018年，由于市场不景气下业务收缩，部分到期债券不再续作，发行规模总体减少1000余亿元。

从期限看，由于市场风险偏好降低，长期公司债的发行期限有所缩短，券商发行公司债以1-3年为主。从2018年各券商情况来看，整体上看大型券商发行公司债的规模相对较大、成本较低。

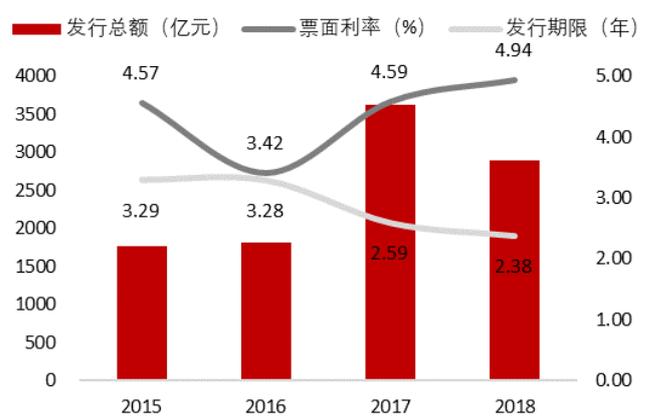
图表23：证券行业短期公司债发行情况



注：票面利率和发行期限为加权平均数，权重为发行额度

资料来源：wind、万联证券研究所

图表24：证券行业长期公司债发行情况

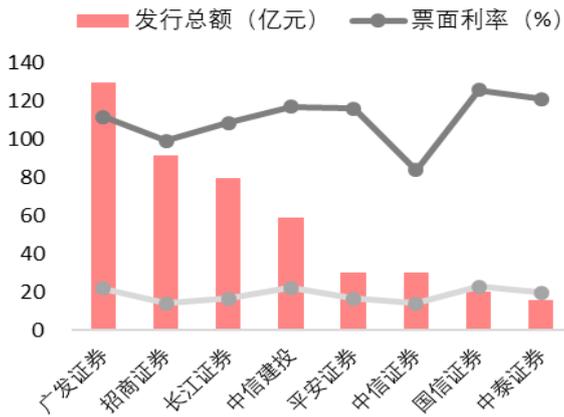


注：票面利率和发行期限为加权平均数，权重为发行额度

资料来源：wind、万联证券研究所

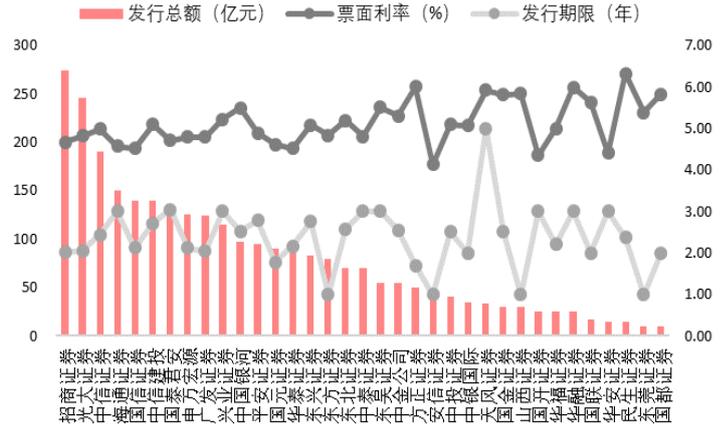
图表25：2018年各券商短期公司债发行情况

图表26：2018年部分券商长期公司债发行情况



注：票面利率和发行期限为加权平均数，权重为发行额度

资料来源：wind、万联证券研究所



注：票面利率和发行期限为加权平均数，权重为发行额度

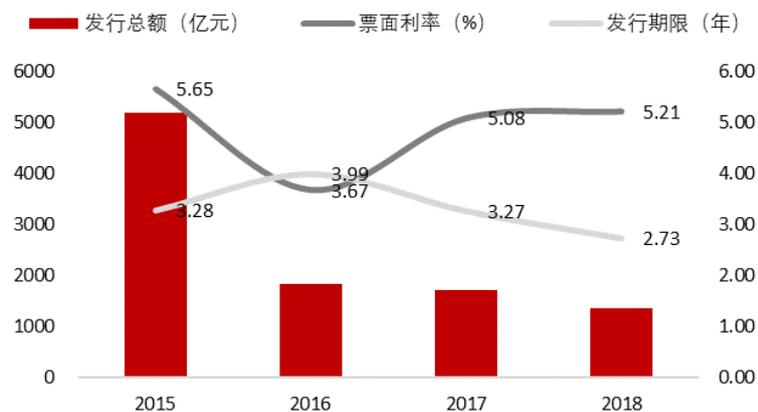
资料来源：wind、万联证券研究所

5.2 次级债：仅计入附属净资本，发行规模回落

2015年，由于总资产业务大幅增长，券商资本补充需求较多，次级债作为唯一能补充净资本的债券被大规模应用，发行规模超过5000亿元。之后次级债发行规模有所回落，主要原因是：1、资本市场表现较弱，券商业务规模收缩盈利能力下降，而次级债的成本较高，且2015年发行的次级债在第二或三年有利率上调条款；2、2016年风控新规规定，次级债仅能补充附属净资本，股权融资才能补充核心净资本，次级债的吸引力较股权融资下降。

从2018年各券商的情况来看，除了一些大券商发行次级债规模较大以外，一些发展较快、补血动力更强的中小券商也选择次级债的方式来补充资本。

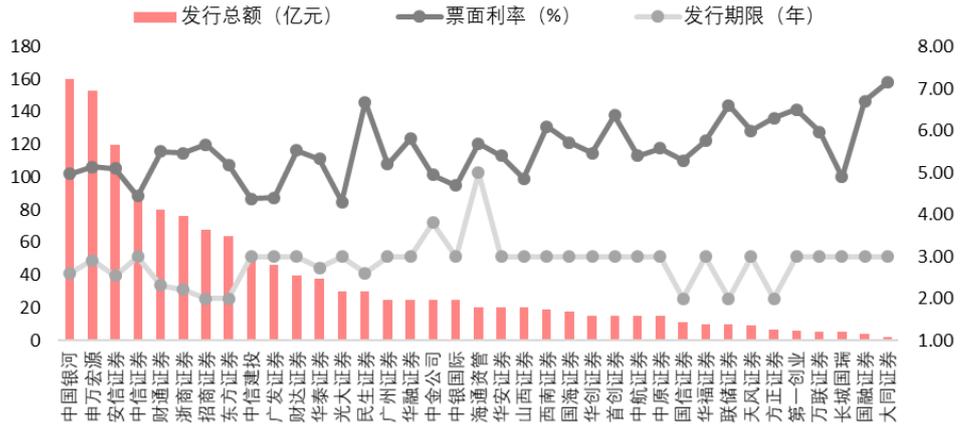
图表27：证券行业次级债发行情况



注：票面利率和发行期限为加权平均数，权重为发行额度

资料来源：wind、万联证券研究所

图表28：2018年各券商次级债发行情况



注：票面利率和发行期限为加权平均数，权重为发行规模
资料来源：wind、万联证券研究所

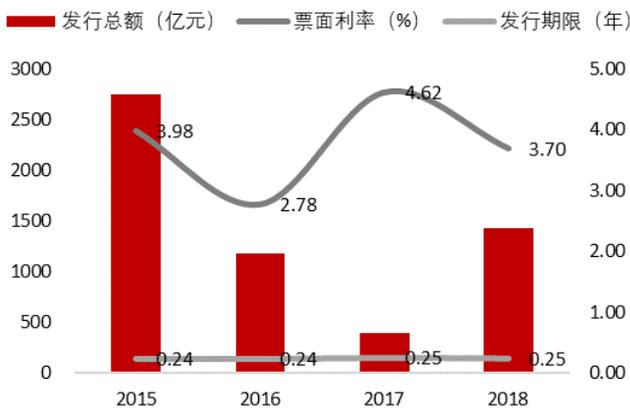
5.3 短融券：规模波动较大，有回升趋势

券商短融券的发行期限较短，主要用于补充短期流动资金，规模波动较大，且2016到2017年由于央行加强对券商短期融资工具的管理，余额以净资本的60%为限，批复节奏有所放缓，多因素叠加导致短融券的发行规模在2016-2017年有所下滑。但从成本来看，短融券优势明显，且采取注册制流程更加简便快捷，因此2018年伴随着市场回暖、审批节奏提升、余额上限宽裕等影响，券商发行短融券的规模有所回升。

从2018年各券商的情况看，有十家券商发行短融券融资，其中中信证券、渤海证券和国泰君安的发行业务居前。

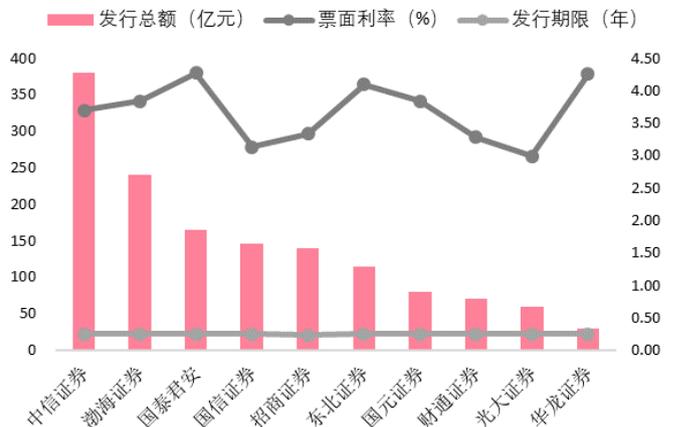
图表29：证券行业短融券发行情况

图表30：2018年各券商短融券发行情况



注：票面利率和发行期限为加权平均数，权重为发行额度

资料来源：wind、万联证券研究所



注：票面利率和发行期限为加权平均数，权重为发行额度

资料来源：wind、万联证券研究所

5.4 收益凭证：发行和存续规模较稳定，以中大券商为发行主体

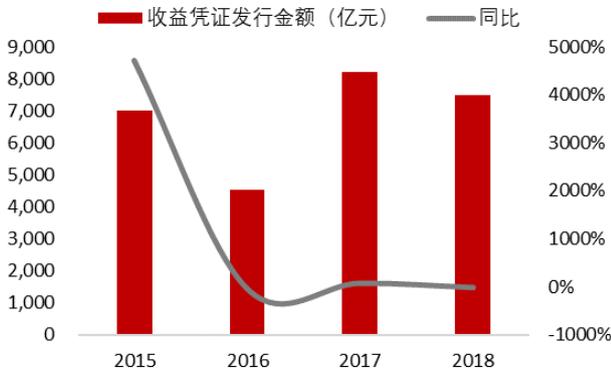
自2014年收益凭证出现以来，成为券商重要的融资渠道，在2015年发行规模出现井喷，近四年维持在4500亿元到7500亿元。对于券商而言，收益凭证属于表内债务，以券商信用做担保，因此与银行理财类似，有“保本”的特征，尤其在资管新规后打破刚兑，券商收益凭证更加受到投资者青睐。

从中证协的数据看，收益凭证的发行期限以6个月以内为主，因此存续规模在

2500亿元到5000亿元波动。

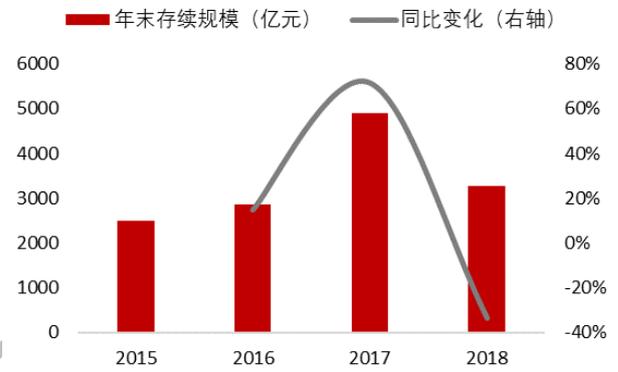
从2018年各券商的情况来看，金融衍生品业务发展较好的中大型券商，收益凭证的发行规模居前。

图表31：券商收益凭证发行规模及变化情况



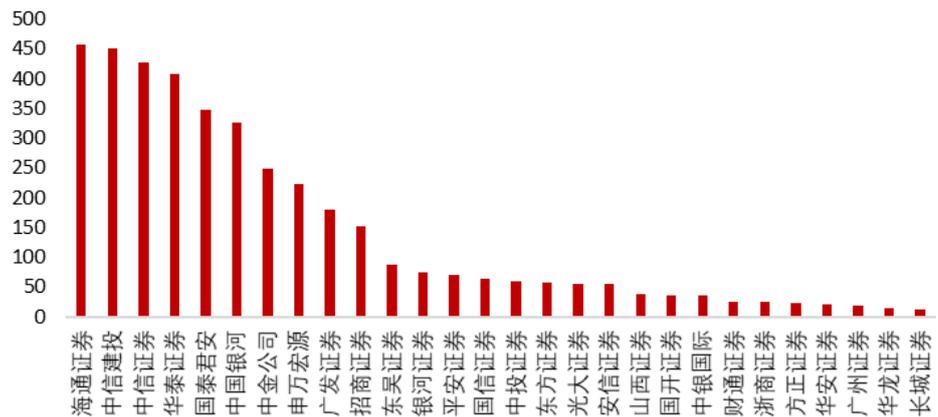
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表32：券商收益凭证年末存续规模及变化情况



资料来源：中证协、万联证券研究所

图表33：2018年各券商发行收益凭证的不完全统计



注：由于中证协场外业务报告仅公布每月前十名券商的收益凭证发行规模，因此存在较多数据缺失

资料来源：中证协、万联证券研究所

6、投资建议

经过多年的发展，券商的融资渠道已经较为丰富和完备，基本能够满足券商股权和债务、长期和短期的各类融资需求。我国证券行业在转型重资产的过程中，资本规模对券商的业务扩张和盈利水平至关重要，同时在扩大直接融资、金融对外开放的过程中，券商目前弱小的资本实力难以抵御外来竞争和满足服务实体经济的需求，从长期看券商持续补充资本、扩大资产规模是大势所趋。而从短期看，近两年市场持续低迷，已经伤及了一些券商的净资产，2019年行情的快速回暖带来了业务规模的增长，众多券商都存在着融资需求。

资本规模的增加有助于券商扩张业务、增强竞争力和抗风险能力，我们看好证券行业的发展，给予行业“强于大市”投资评级。相对于中小券商，大券商在融资渠道、成本和规模上更具优势，我们仍看好龙头券商，另外关注净资产下滑较多的上市券商，未来可能更有动力进行股权融资。

7、风险提示

市场表现不及预期、监管趋严超预期、经营情况不及预期

万联证券

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

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。

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 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳 福田区深南大道2007号金地中心
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场