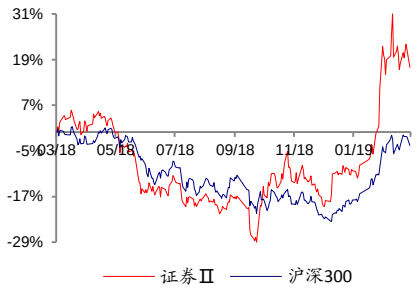
证券 II 行业

如何看待证券行业再融资？

行业评级	买入
前次评级	买入
报告日期	2019-03-27

相对市场表现



分析师： 陈福
SAC 执证号：S0260517050001
SFC CE No. BOB667
0755-82535901
chenfu@gf.com.cn

相关研究：

证券 II 行业:金融供给侧改革，券商迎来战略发展期	2019-03-17
证券 II 行业:价值重估，业绩验证——证券业 2 月经营数据月报点评	2019-03-06
【广发非银】战略性看好，配置头部券商——证券行业 2019 年投资策略	2018-12-02

联系人： 陈卉 0755-82535901
gfchenh@gf.com.cn

核心观点：

- **国内券商为什么需要再融资？**

我们认为主要原因有二：一是商业模式由轻转重，业务对资本的需求不断提高。近年来我国证券行业盈利模式呈现出由通道驱动向资产驱动转变的特征，商业模式由轻转重，“资本为王”成为行业发展大趋势。通过再融资，快速提升资本实力与竞争力逐步被提上券商发展议程。二是国内券商经营杠杆难以从经营层面提升。美国投行通过将客户抵押物的循环再抵押获得源源不断的资金头寸，即拥有了信用创造功能。而通常情况下国内券商对客户抵押资产不具备处置权，难以通过业务层面获得信用创造，提升经营杠杆主要路径是债务融资。如果将美国投行的信用创造功能剔除，则中美经营杠杆大致相当。因此，在杠杆倍数难以提升的背景下，经营规模仍然取决于净资本体量，做大净资本自然成为券商当下经营的重要因素。

- **券商再融资有什么基本特征？**

通过统计 2006 年-2018 年券商 A 股再融资项目，我们看到：1）融资方式以定增为主，占比 85%，2015 年后配股和可转债有所活跃；2）牛市融资易，融资规模与股价呈同向变动，2006-2007 年与 2014-2015 年的两轮券商牛市中，券商再融资规模也达到高位；3）融资规模普遍小于 50 亿元，但近年来规模得到明显提升；4）上市较早的老牌券商对于资本补充有着更强的渴望，融资规模行业靠前；5)赴港融资也日益频繁，自 2011 年中信证券完成港股上市以来，赴港上市成为券商再融资的新方式，赴港融资结构中，以 IPO 为主、增发配股为辅，其中增发配股实现的融资规模高于 IPO 融资规模。

- **再融资是否提振业绩？**

牛市中再融资有助于业绩放大，竞争力显著提升。牛市状态下，券商在资金扩充与大盘向上的双重支持下业绩得到大幅提升，包括 ROE、净资产与净利润等各项经营指标在融资完成后均有提升。但在非牛市时期，再融资对于业绩提升有限。受到监管周期与流动性周期的影响，非牛市下券商各项业务进展相对缓慢，业绩提升较牛市有所差距。

- **净资本成为竞争的核心指标，持续看好头部券商配置价值**

证券行业资本密集化特征越发明显，资本端处于优势的券商各项业务的开展具备天然优势。近年来净资产靠前的券商营业收入、净利润等各项指标也均位居行业前列。另外，证券行业头部化趋势日渐显现，行业 CR5、CR10 券商的市占率不断提升，且呈加速态势，伴随通道业务占比下降，业务发展多元化的头部券商具备更强的竞争力。因此，在金融供给侧改革政策背景下，头部券商通过再融资扩充资本实力预期将获得更多业务机会，我们持续看好头部券商的配置价值。

- **风险提示**

1.宏观经济下行，可能导致证券公司资产质量承受压力；2.监管趋严，导致证券公司再融资放缓；3.证券行业创新不足导致过度同质化经营。

重点公司估值和财务分析表（券商）

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
				2019/3/27	（元/股）	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
中金公司	03908.HK	买入	人民币	15.00	-	0.85	0.92	17.91	16.55	1.82	1.72	9%	9%
华泰证券	601688.SH	买入	人民币	20.98	-	0.88	0.95	31.79	25.57	2.43	2.28	7%	7%
中信证券	600030.SH	买入	人民币	22.97	28.9	0.77	1.31	32.13	19.01	1.96	1.80	6%	10%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心（*注：中金公司 2019 年 3 月 27 日收盘价为 17.54 港元，按 3 月 27 日港币兑人民币汇率 0.8554 折算，人民币价格约为 15.00 元）

目录索引

国内券商为什么需要再融资？ 6
商业模式由轻转重，业务对资本的需求不断提高 6
国内券商缺乏业务层面加杠杆的有效途径：中美差异 7
券商再融资特征 9
市场好则增发多，以定增为主 9
融资规模以低于 50 亿元为主，近年来规模明显提升 12
老牌券商对于资本补充有着更强的渴望 12
券商赴港融资：IPO 为主、定增为辅 13
再融资是否提振业绩？ 15
牛市中再融资：业绩放大，竞争力显著提升 15
非牛市时期，再融资对于业绩提升有限 17
净资本成为行业竞争的核心指标 20
业集中度不断提升，头部化趋势显现 20
通道业务占比下降，净资本成为头部化趋势核心指标 21
强者恒强，资本实力决定业绩排名 22

图表索引

图 1: 历年证券行业收入结构及其变化 7
图 2: 证券行业轻重资产规模（左轴，亿元）与占比（右轴） 7
图 3: 投行抵押率高于客户抵押率 8
图 4: 客户抵押物有限用于重复抵押融资 8
图 5: 资本中介业务为投行净融入资金规模（亿美元） 8
图 6: 美国证券行业经营杠杆倍数（倍） 9
图 7: 剔除客户资产再抵押后美国投行杠杆倍数（倍） 9
图 8: 券商再融资金额（左轴，亿元）与项目数（右轴，个） 10
图 9: 券商再融资总体分布（亿元） 10
图 10: 2006-2018 再融资分布（亿元） 10
图 11: 券商指数（左轴，点）与券商再融资规模（右轴，亿元） 11
图 12: 全部 AB 股月度日均成交额（亿元） 11
图 13: 2014 年-2015 年券商再融资预案梳理（上图）与全部 AB 股日成交额（下图，亿元） 11
图 14: 券商再融资大小分布（%） 12
图 15: 券商再融资统计（亿元） 13
图 16: 香港券商再融资规模（左轴，亿港币）与项目（右轴，个） 14
图 17: 券商香港融资总体分布（亿港币） 14
图 18: 2011-2018 券商香港融资分布（亿港币） 14
图 19: A+H 券商融资统计（亿港币） 15
图 20: 牛市再融资后券商 ROE 变化 16
图 21: 牛市再融资后券商 ROE 排名变化 16
图 22: 牛市再融资后券商净利润排名变化 16
图 23: 牛市再融资后券商净资产排名变化 16
图 24: 非牛市时期再融资后券商 ROE 变化（%） 18
图 25: 非牛市时期再融资后券商 ROE 排名变动 18
图 26: 非牛市时期再融资后券商净利润排名变动 18
图 27: 非牛市时期再融资后券商净资产排名变动 18
图 28: 券商营业收入集中度 21
图 29: 证券行业通道业务占比 21
图 30: 龙头券商经纪业务占比（左轴）、全行业经纪业务占比（左轴）与龙头券商，全行业经纪业务占比差（右轴） 22

表 1: 目前正在进行的再融资项目 6
表 2: 券商再融资大小分布（笔） 12
表 3: 单笔再融资情况统计 13

表 4: 部分赴港上市券商情况 14
表 5: 牛市下券商再融资排名变动情况 17
表 6: 非牛市下券商再融资排名变动情况 19
表 7: 2018H1 净资产排名靠前的券商业绩排名 22

国内券商为什么需要再融资？

去年下半年开始，不断有证券公司发布再融资公告，且拟募资规模不低。那么，券商为什么需要再融资？

表 1: 目前正在进行的再融资项目

预案时间	券商名称	类型	再融资金额（亿元）	阶段	目的
2019/1/22	中信建投	定增	130	董事会预案	项目于融资
2019/1/10	中信证券	定增	134.6	董事会预案	引入战略投资者
2018/11/24	国海证券	配股	50	证监会批准	增强资本金
2018/5/18	国元证券	可转债	60	股东大会通过	
2018/4/28	财通证券	可转债	38	股东大会通过	
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	补充流通资金

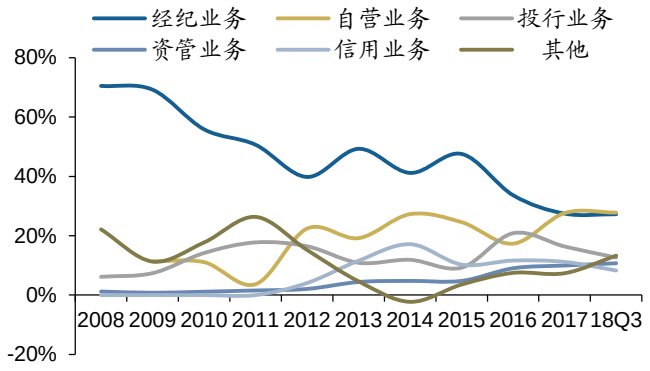
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注：货币单位为人民币，本文中所有货币如果没有特别注明均为人民币

商业模式由轻转重，业务对资本的需求不断提高

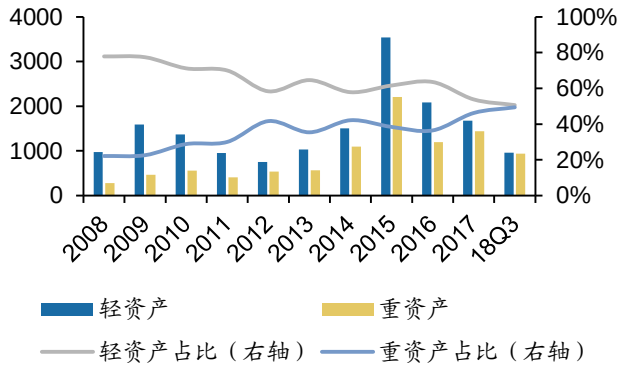
近年来我国证券行业盈利模式呈现出由通道驱动向资产驱动转变的特征，商业模式由轻转重，“资本为王”成为行业发展大趋势。证券行业通道驱动业务主要指的是依托牌照优势实现利润的业务，包括经纪（交易通道）、投行（发行通道）；资产驱动业务主要指利用资产负债表实现利润的业务，包括广义自营（自营投资、另类投资）、融资融券、股票质押、投行资本化等业务。2012-2018年行业传统通道业务收入贡献持续下滑，对应收入占比由2012年的56%降至2018年前三季度的40%，而资本驱动型业务收入贡献持续上升，对应收入占比由26%提升至36%（实际更高，如信用业务部分收入计在经纪业务）。商业模式的切换与过渡，意味着证券行业竞争的核心要点从渠道转变为资本，通过再融资，快速提升资本，提升竞争力逐步被提上券商发展议程。

图1：历年证券行业收入结构及其变化



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图 2：证券行业轻重资产规模（左轴，亿元）与占比（右轴）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注：重资产业务包括自营、另类投资以及资本中介业务收入、轻资产业务包括经纪、投行及资管业务收入。占比为占营收比重；货币单位为人民币，本文中所有货币如果没有特别注明均为人民币

国内券商缺乏业务层面加杠杆的有效途径：中美差异

国内证券行业经营杠杆与美国投行存在较大差异。在《激荡四十年：美国证券业研究》中，我们发现，自上世纪70年代开始，美国投行开始踏上提升杠杆之路，直到2008年金融危机，杠杆倍数从个位数提升到约35倍。那么，美国投行是如何提升杠杆的呢？答案是客户抵押物的循环再抵押，即美国投行开展信用业务拿到客户抵押物后，可以将该抵押物打包加入自身信用背书，再抵押给商业银行和保险公司，由于客户抵押率和投行抵押率之间普遍存在10%-20%的差值，这就为投行贡献出源源不断的资金头寸。

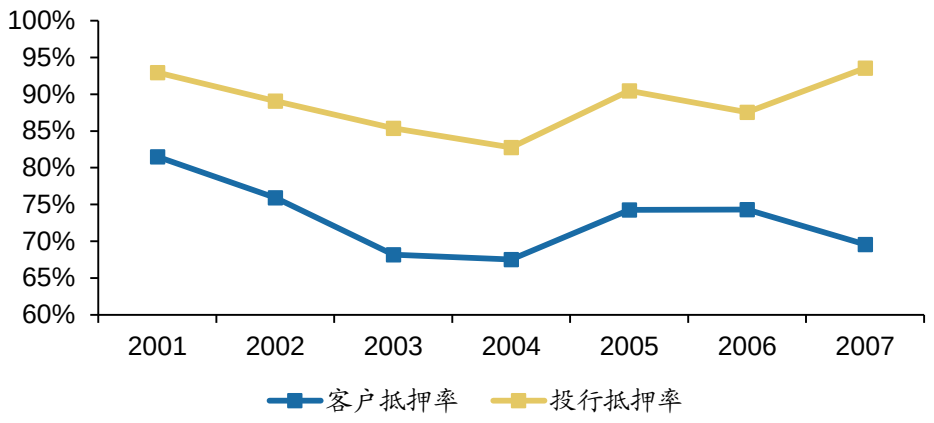
就融资融券和证券回购而言，美国投行可在T规则（Regulation T）和美国证券交易委员会的15c3规则（Rule 15c3）的监管下，使用客户的证券抵押物进行再抵押，在短期拆借市场上为投行融入资金，而我国的《证券公司融资融券业务管理办法》则明确规定，证券公司经营融资融券业务不得违规挪用客户担保物。

美国投行高效运营资产负债表的核心在于客户抵押品的重复使用，我们使用次贷危机前美国主要的四家大型投行高盛、摩根士丹利、美林证券、雷曼兄弟报表数据，分析资本中介业务。

四家投行合计总资产由2001年的1.6万亿美元增至2007年的3.9万亿美元，六年复合增长率17.6%，其中融出资金规模由0.7万亿美元增至1.8万亿美元，始终保持在约占总资产48%的水平，融资业务的扩张为投行带来大量的客户抵押物，其规模从2001年0.9万亿美元增至2.6万亿美元，六年复合增长率20.6%，高于总资产规模和融资类资产规模的增长速度。

从业务核心逻辑上看，投行主要是以较低的抵押率向客户融出资金，再利用自身信用优势以较高的抵押率融入资金，六年间客户抵押率和投行抵押率之间的差值持续走阔，由11.4%增至23.9%，资本中介业务为投行带来的净资金融入规模由2368亿美元增至5569亿美元。

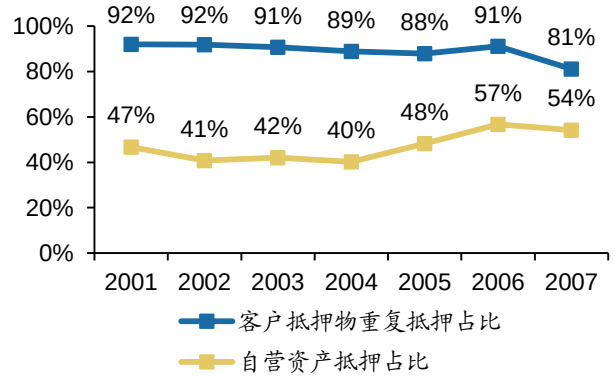
图3：投行抵押率高于客户抵押率



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

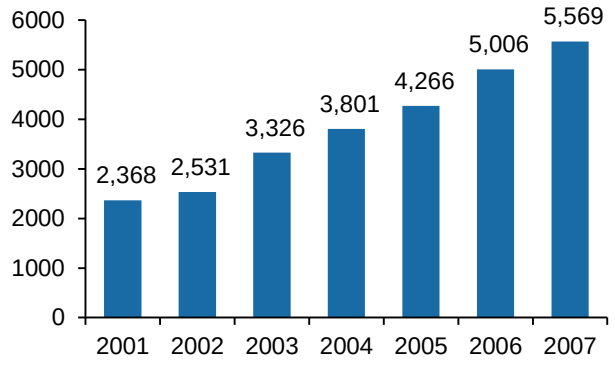
注：以上数据由高盛、摩根士丹利、美林证券、雷曼兄弟数据合并计算

图4：客户抵押物有限用于重复抵押融资



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图 5：资本中介业务为投行净融入资金规模（亿美元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

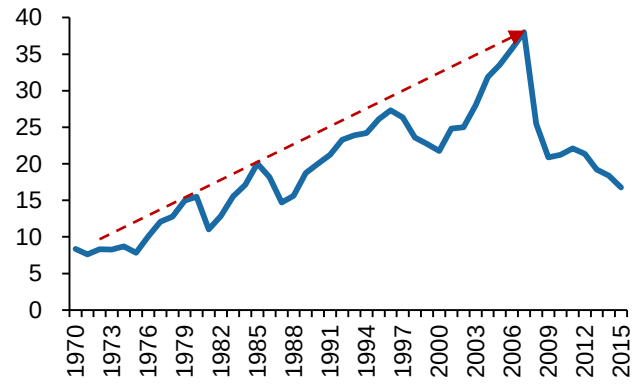
注：以上数据由高盛、摩根士丹利、美林证券、雷曼兄弟数据合并计算

反观国内，除了发债等传统举债方式外，证券公司很难在业务层面提升经营杠杆。一方面，证券公司拿到客户抵押物后，政策上不允许证券公司拿去再抵押，比如两融和股票质押业务，除非客户违约，否则证券公司不具有对抵押物的处置权。2014年底、2015年初，两融业务爆发时，证券公司为了快速补足资金，与银行、保险合作开发了收益权互换产品，但后来被叫停。

另一方面，美国投行接受的客户抵押物，主要是固定收益类产品，比如国债、地方政府债、MBS等，股票仅占5-10%，因此，波动率较低，即便2001年互联网泡沫破灭也未对美国投行该业务产生实质性冲击，只有到2008年金融危机爆发，以次贷为主的底层资产出现质量问题，才导致投行无法在短期拆借市场融入资金而出现流动性枯竭。而目前国内证券公司接受的客户抵押物，几乎全部为股票，波动率较高，2015年以来两次市场大幅波动背景下，引发对券商资产质量的担忧。

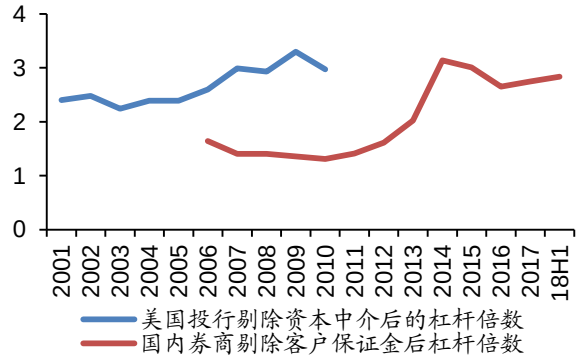
如果我们剔除美国投行客户抵押物再抵押业务，美国投行的杠杆倍数也只有3倍左右，与国内杠杆倍数基本一致。因此，我们可以得出一个清晰的结论：如果国内证券行业客户抵押物不能再抵押、国内债券市场未能进一步丰富完善，国内证券行业杠杆很难通过业务层面提升空间。

图6：美国证券行业经营杠杆倍数（倍）



数据来源：SEC、广发证券发展研究中心

图7：剔除客户资产再抵押后美国投行杠杆倍数（倍）



数据来源：SEC、中国证券业协会、广发证券发展研究中心

那么，在杠杆倍数难以提升的背景下，经营规模仍然取决于净资本体量，最后会反映在营业收入、净利润等指标，以及分类评级的结果上，进而呈现强者恒强的发展趋势。因此，做大净资本仍是券商当下经营的重要因素。

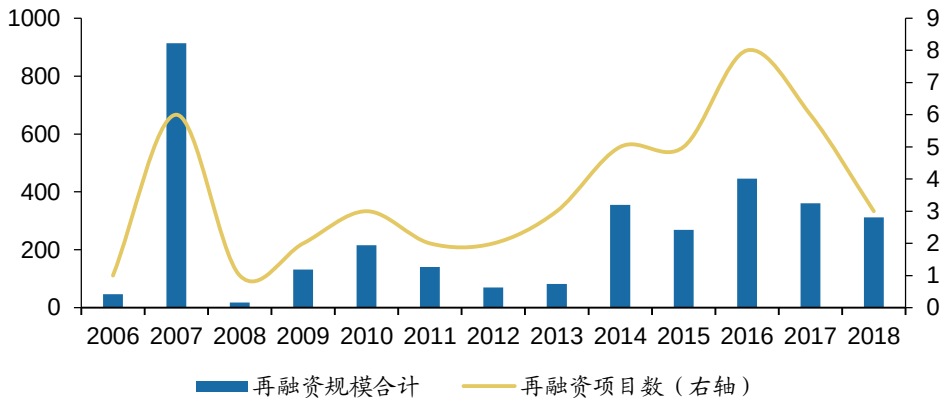
券商再融资的特征

市场好则增发多，以定增为主

总体而言，市场好的年份则再融资规模大，反之则规模较小。我们统计了2006年-2018年券商A股再融资项目，从金额来看，每年平均融资规模259亿元，2007年再融资规模最大，达914亿元；2008年融资规模最低，为18亿元。从融资项目数量看，平均每年实现3.6笔再融资；2016年最高，实现再融资8笔；2006年与2008年仅实现1笔再融资。

整体来看2006年-2013年融资波幅较大，2014年以来再融资规模趋于平稳，总量基本在保持在300亿元以上。2018年受市场环境等因素影响，再融资规模出现下滑，2018年券商实现再融资312亿元，较2017年下滑13%。

图8：券商再融资金额（左轴，亿元）与项目数（右轴，个）

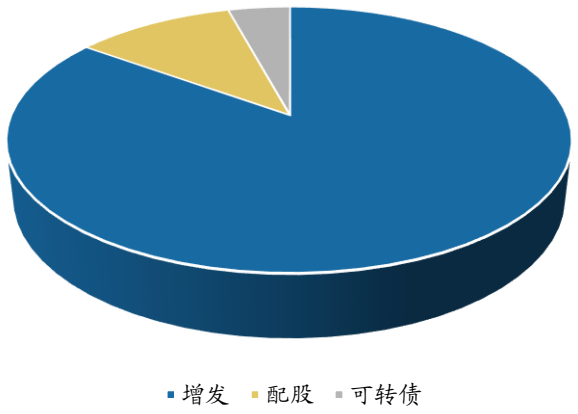


数据来源：wind、广发证券发展研究中心

融资方式以定增为主，呈多元化发展趋势。2006年-2018年券商共实现定增2855亿元，占据整体再融资规模的85%，处于绝对主导地位；配股占总发行规模的10.8%，可转债占总规模的4.2%，二者仅占总规模的15%。

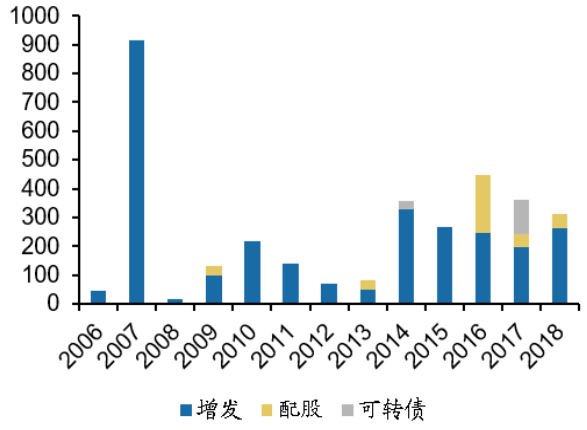
时间轴上，2015年前定增基本占据再融资的全部份额，2015年后配股与可转债占比出现上升，融资方式呈现多元化趋势。2018年券商实现定增262亿元，占总融资规模的84%，可转债50亿元，占比16%，没有进行配股。

图9：券商再融资总体分布（亿元）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图10：2006-2018再融资分布（亿元）

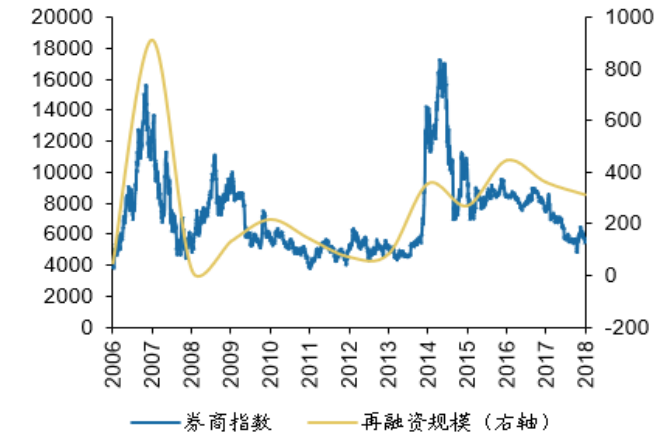


数据来源：wind、广发证券发展研究中心

牛市融资易，融资规模与股价呈同向变动。在2006-2007年与2014-2015年的两轮券商牛市中，券商再融资规模也达到了高位。

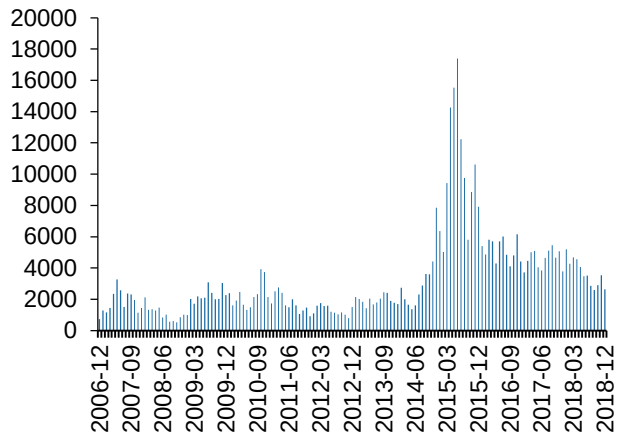
2007年券商指数快速上涨，大盘日均成交额1900亿元，较2006年大幅提升，2007年完成再融资914亿元，为历年之最；2014年大盘日均成交额3015亿元，同比提升52%，券商完成融资5笔，融资金额355亿元，较2013年提升显著。

图11：券商指数（左轴，点）与券商再融资规模（右轴，亿元）



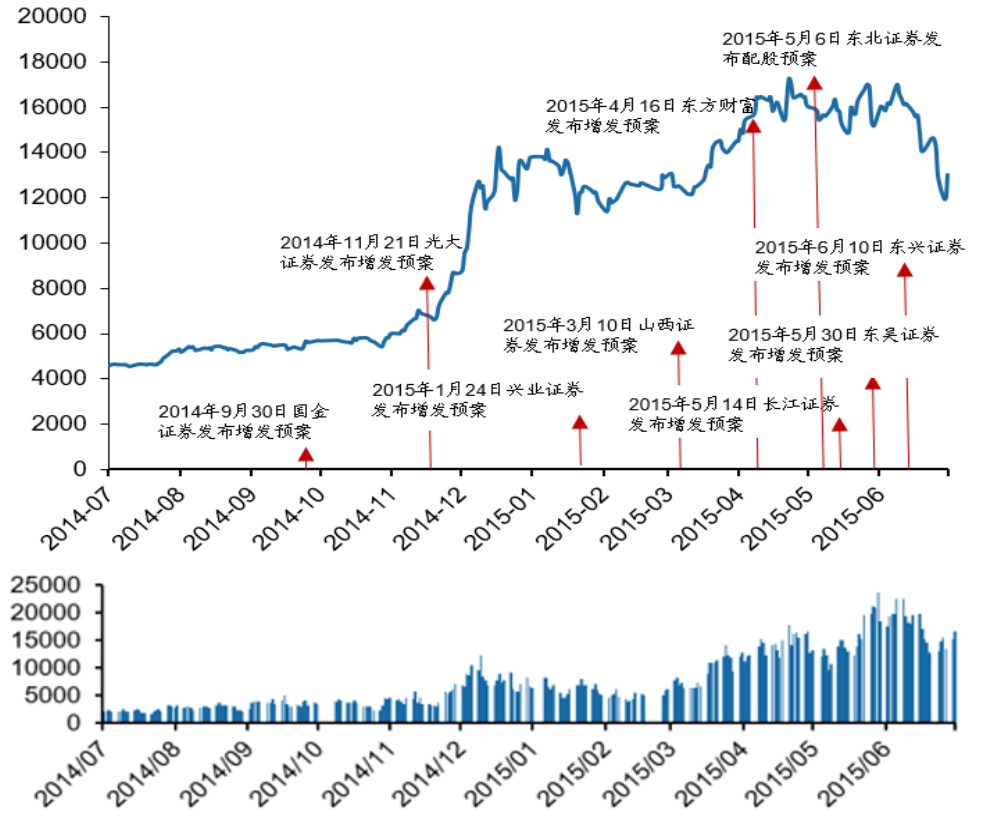
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图12：全部AB股月度日均成交额（亿元）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图13：2014年-2015年券商再融资预案梳理（上图）与全部AB股日成交额（下图，亿元）

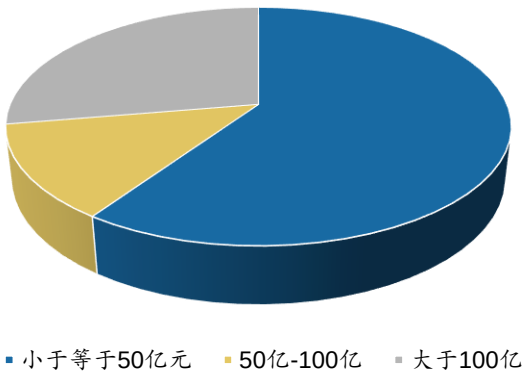


数据来源：wind、广发证券发展研究中心

融资规模以低于 50 亿元为主，近年来规模明显提升

小额融资为主，近年来中大型融资项目频率提升。券商再融资项目中，融资金额小于等于50亿元共28个，占总项目数的60%；大于100亿元的项目13个，占总项目的28%；50亿元-100亿元的中型项目占比最少，为13%。2007年大型融资项目最多，主要由于2007年处于券商借壳上市的密集阶段，长江证券、海通证券、国元证券均通过大额定增实施壳资源重组，完成上市。2018年共完成2笔大型融资项目，包括华泰证券142亿元的定增项目与申万宏源120亿元的定增项目。

图14：券商再融资大小分布（%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

表 2：券商再融资大小分布（笔）

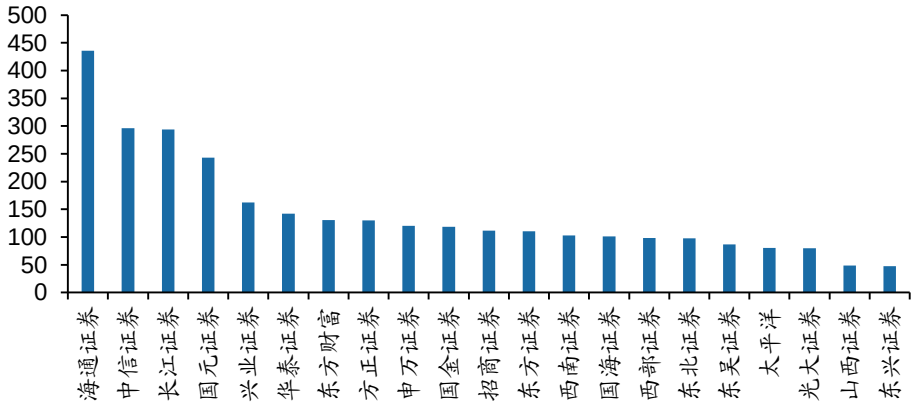
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
<=50 亿元	1	1	1	1	1	1	2	3	2	4	6	4	1
50 亿-100 亿				1	1				1	1	1	1	
=>100 亿		5			1	1			2		1	1	2

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

老牌券商对于资本补充有着更强的渴望

老牌券商上市相对较早，随着时间的推移，对于资本补充的要求愈发强烈。我们看到海通证券、中信证券、长江证券、国元证券等上市较早的券商再融资规模排名同样靠前。海通证券于2007年上市，累计再融资436亿元；中信证券于2003年上市，累计再融资296亿元；长江证券于2007年上市，累计再融资294亿元；国元证券2007年上市，累计再融资规模243亿元。

图15：券商再融资统计（亿元）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

再融资单笔规模上，中信证券、海通证券领先。2007年海通证券与中信证券分别完成260亿元与250亿元的两笔大额再融资，也是目前已实现上市唯二超过200亿元的融资项目。剩余大额再融资项目的券商包括华泰证券、方正证券、兴业证券等，总体而言头部券商凭借自身较强的资本实力，也往往可以完成较大的再融资发行。

大额再融资项目中，定增处于绝对主导地位，前十大的再融资项目中仅有一次通过配股方式发行。

表 3：单笔再融资情况统计

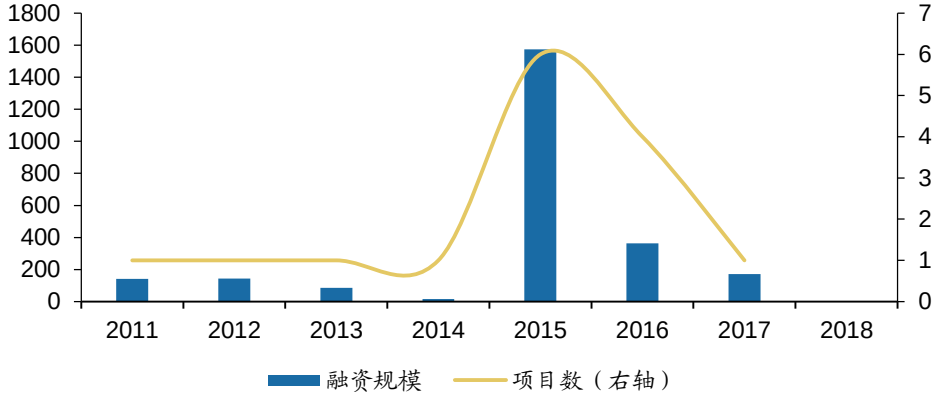
名称	完成增发时间	再融资方式	募集资金（亿元）
海通证券	2007 年 11 月 21 日	定增	260
中信证券	2007 年 9 月 3 日	定增	250
海通证券	2007 年 7 月 10 日	定增	175.8
华泰证券	2018 年 8 月 4 日	定增	142.08
方正证券	2014 年 8 月 12 日	定增	129.84
兴业证券	2016 年 1 月 18 日	配股	122.58
申万宏源	2018 年 1 月 27 日	定增	120
招商证券	2014 年 5 月 29 日	定增	111.49
东方证券	2017 年 12 月 30 日	定增	110.58

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

券商赴港融资：IPO 为主、定增为辅

自2011年中信证券完成港股上市以来，赴港上市成为券商再融资的新方式，目前共有14家券商赴港上市，其中11家券商实现A+H上市。2011-2018年券商共实现再融资3934亿港币，平均每年实现312亿港币融资。2015年实现融资1573亿港币，完成融资项目6个，为历年之最。随后融资规模下滑明显，2017年仅有一家券商在香港实现上市，融资规模同比下降52%。

图16：香港券商再融资规模（左轴，亿港币）与项目（右轴，个）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

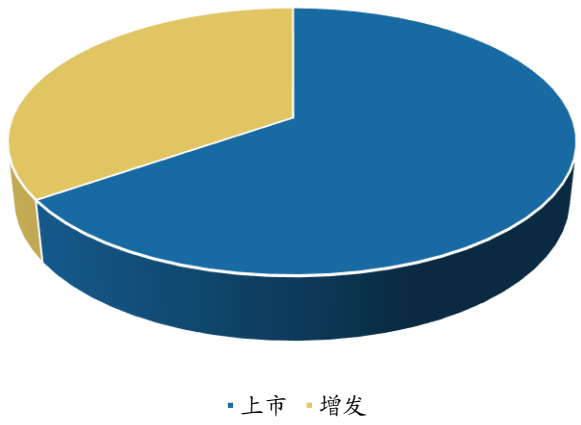
表 4：部分赴港上市券商情况

券商名称	A 股代码	H 股代码	H 股上市时间	首发募资净额（亿港元）
中信证券	600030.SH	06030.HK	2011/10/6	128.40
海通证券	600837.SH	06837.HK	2012/4/27	125.03
中国银河	601881.SH	06881.HK	2013/5/22	76.47
华泰证券	601688.SH	06886.HK	2015/6/1	339.41
东方证券	600958.SH	03958.HK	2016/7/8	68.04
光大证券	601788.SH	06178.HK	2016/8/18	82.94
中信建投	601066.SH	06066.HK	2016/10/6	70.97
招商证券	600999.SH	06099.HK	2016/10/7	103.36

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

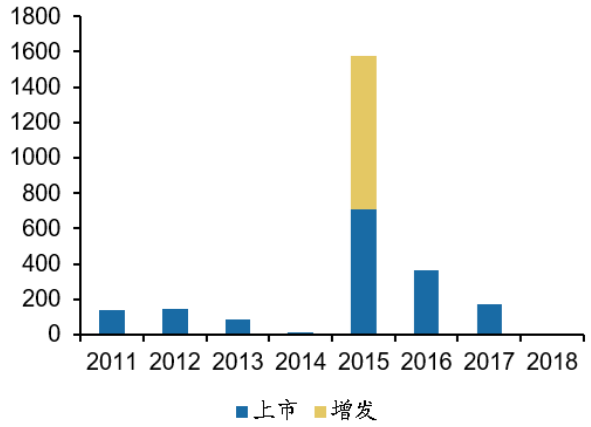
赴港融资的结构中，以IPO为主、增发配股为辅。2011年-2018年券商在香港IPO融资1630亿港币，占总融资规模的65%，增发配股865亿港币，占总规模的35%。券商增发配股集中在2015年一年，4家券商合计实现增发865亿港币。

图17：券商香港融资总体分布（亿港币）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图18：2011-2018券商香港融资分布（亿港币）

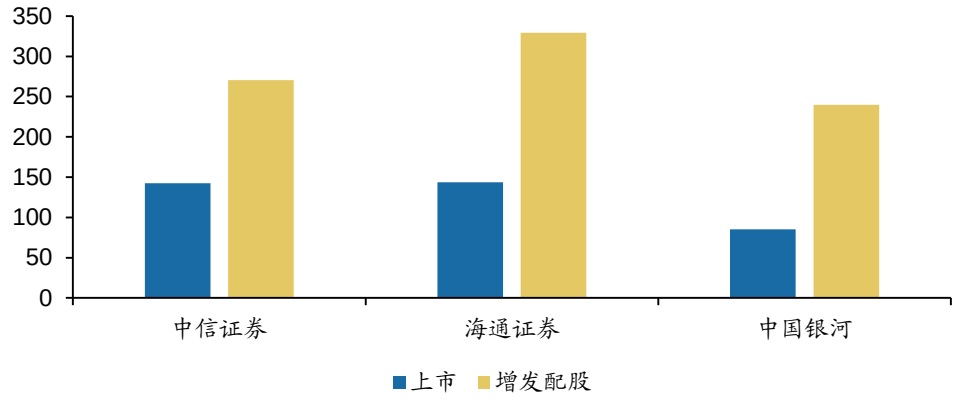


数据来源：wind、广发证券发展研究中心

香港融资中，增发配股实现的再融资规模远远大于IPO融资规模。目前A+H券商共

有4家券商在香港完成增发配股，其中中信证券实现定增配股270亿港币，IPO142亿港币，增发规模是上市的1.9倍。海通证券实现定增配股329亿港币，IPO143亿港币，再融资规模是上市的2.3倍。中国银河实现定增配股240亿港币，IPO为85亿港币，再融资规模是上市的2.8倍。

图19：A+H券商融资统计（亿港币）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

再融资是否提振业绩？

鉴于券商自身业务与股市交易量同向变动，券商业绩在牛市中容易放大，因此牛市与非牛市下再融资会对券商业绩产生截然不同的影响。为了便于比较，我们分别在牛市情况下以及非牛市时期予以再融资对券商业绩的影响进行分析。我们将处于2006年-2007年以及2014年-2015年进行融资的时间段定义为牛市时间段，其他时间定义为非牛市时期。

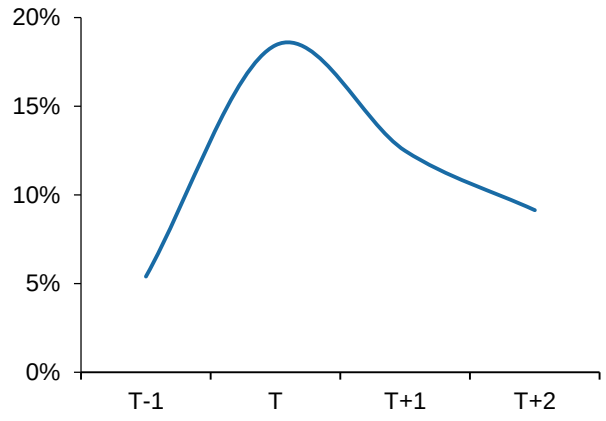
牛市中再融资：业绩放大，竞争力显著提升

牛市下，券商再融资一方面可以利用高位股价募集更多资金，充分补充净资本，另一方面利用募集资金在牛市行情中扩大业务规模，抢占先机，一箭双雕。

受牛市影响，再融资当年券商ROE大幅提升。再融资当期，样本券商整体（指牛市时期再融资的所有券商）ROE18.44%，较上年提升13个百分点，随后ROE出现下滑，T+1年ROE下滑至12.48%，T+2年下滑至9.14%，虽然出现回落，但整体来看回落后ROE高于融资前水平。

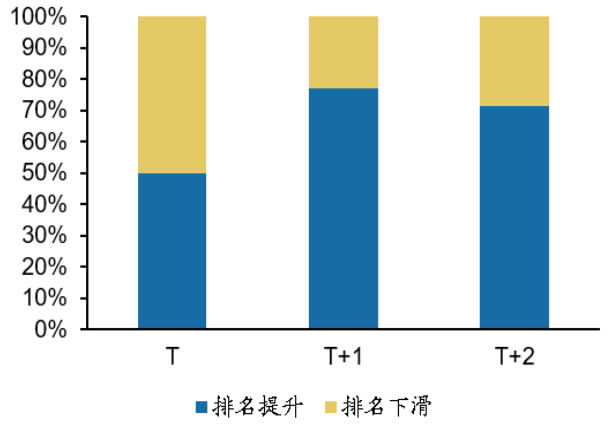
从ROE排名看，券商再融资完后ROE排名不断前进。券商融资完成当年，净资本虽得到补充，但所补充资本并没有得到完全有效的利用，对于券商自身ROE排名提升不明显，在随后的一两年中，随着新兴资本带来业务、战略上的扩张，ROE排名快速提升。我们看到，再融资当年50%的券商ROE排名得到提升，50%券商ROE排名下滑，T+1年77%券商ROE排名得到提升，T+2年71%券商ROE排名得到提升。

图20：牛市再融资后券商ROE变化



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图21：牛市再融资后券商ROE排名变化



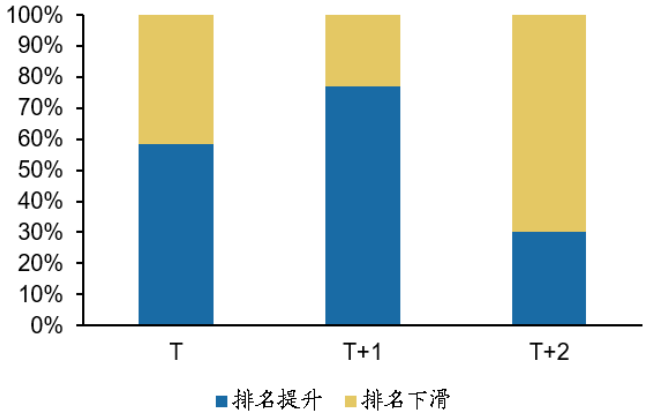
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

牛市下，券商再融资驱动净利润与净资产快速攀升

再融资完成的前两年中，券商净利润整体提升明显。资本金的补充，使得券商竞争力得以强化，在净利润排名中直接体现。再融资当期58%的券商净利润排名得到提升，在随后的T+1年中，77%的券商净利润排名获得提升，在T+2年，净利润提升放缓，仅有30%券商净利润排名上升，70%的券商净利润排名下滑。

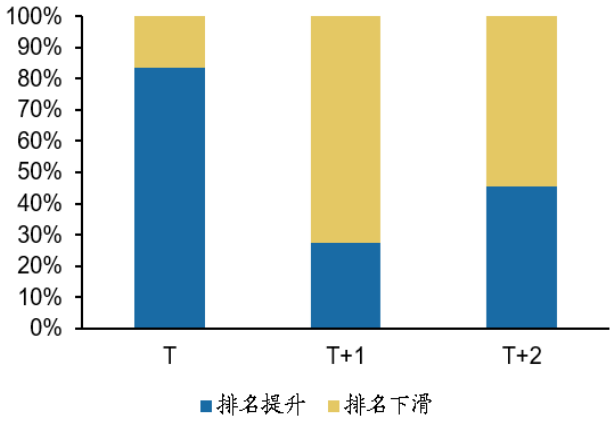
牛市中，净资产排名在再融资当年显著增强。我们看到再融资当期，83%的券商净资产排名提升，17%券商净资产排名出现下滑，在随后的T+1年与T+2年中，27%与45%的券商排名出现前进，剩余券商净资产排名出现下滑。

图22：牛市再融资后券商净利润排名变化



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图23：牛市再融资后券商净资产排名变化



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

表 5：牛市下券商再融资排名变动情况

证券简称	发行类型	再融资后券商 ROE 排名				再融资后券商净资产排名				再融资前后券商净利润排名			
国海证券	定向增发（2015）	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
		61	71	49	76	31	28	32	33	36	37	33	60
东北证券	定向增发（2007）	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
		缺失	29	17	10	缺失	39	44	39	缺失	32	30	29
国金证券	定向增发（2015）	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
		66	74	41	30	22	20	24	26	30	26	23	23
国金证券	可转债（2014）	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
		缺失	66	74	41	30	22	20	24	33	30	26	23
太平洋	定向增发（2014）	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
		缺失	42	79	72	73	38	51	36	81	51	53	36
光大证券	定向增发（2015）	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
		77	64	52	38	10	10	9	11	12	12	11	12
招商证券	定向增发（2014）	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
		5	57	44	18	6	3	9	6	6	7	6	6
方正证券	定向增发（2014）	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
		17	88	98	65	12	8	9	13	11	14	15	17
东吴证券	定向增发（2014）	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016	2013	2014	2015	2016
		缺失	80	73	34	24	17	22	21	29	27	21	21
西部证券	定向增发（2015）	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
		32	51	27	45	46	30	34	27	37	30	27	34
中信证券	定向增发（2006）	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
		缺失	缺失	93	46	1	1	1	1	1	1	1	1
中信证券	公开增发（2007）	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
		缺失	93	46	缺失	1	1	1	1	1	1	1	1
海通证券	定向增发（2007）	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
		缺失	94	缺失	缺失	7	2	2	2	12	6	3	5
海通证券	定向增发（2007）	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
		缺失	94	缺失	缺失	7	2	2	2	12	6	3	5
国元证券	定向增发（2007）	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
		缺失	56	49	缺失	14	16	18	7	15	16	23	27
东方财富	定向增发（2015）	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017	2014	2015	2016	2017
		37	28	19	4	63	96	63	64	59	92	62	37

数据来源：证券业协会、广发证券发展研究中心

注：由于部分时间段证券业协会仅统计行业中位数前券商的经营数据，因此部分数据缺失

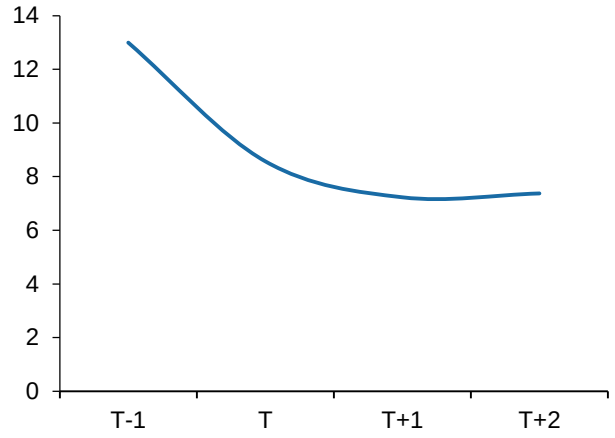
非牛市时期，再融资对于业绩提升有限

受到监管周期与流动性周期的影响，尽管非牛市时期下券商进行再融资后资本实力得到补充，但各项业务进展较牛市下所有差距，因此对于业绩的贡献低于牛市。

在非牛市时期下，券商再融资后ROE下滑，随后有所回升。再融资当年券商ROE8.6%，较再融资前一年下滑4.4个百分点，T+1年ROE7.2%，相对平稳，T+2年后ROE有所回升，达到7.3%。

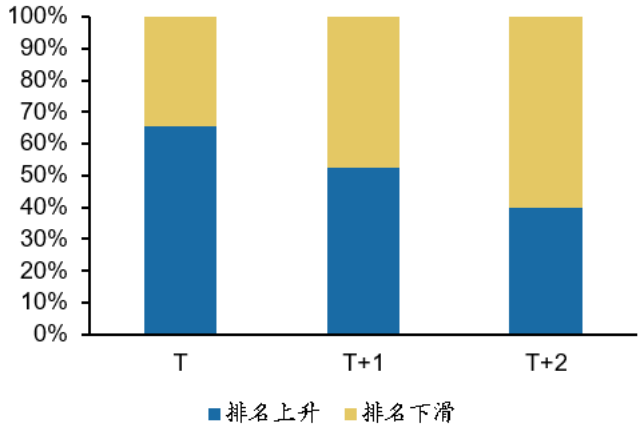
再融资当年ROE排名得到提升，随后出现下滑。我们看到，再融资当年65%的券商ROE排名上升，35%券商ROE排名出现下滑；再融资后1-2年中ROE排名提升有限，T+1年52%的券商ROE排名上升，T+2年仅有40%券商ROE排名上升。

图24：非牛市时期再融资后券商ROE变化（%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图25：非牛市时期再融资后券商ROE排名变动

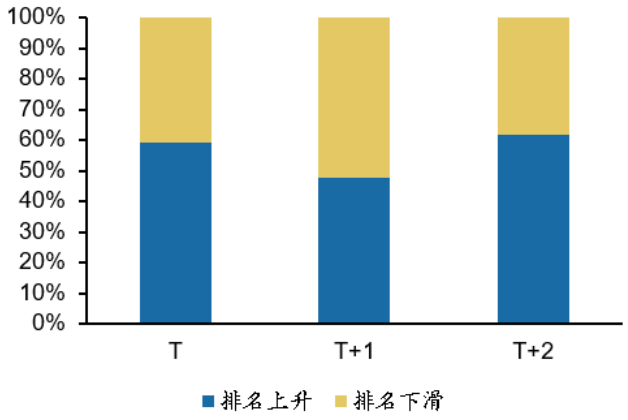


数据来源：wind、广发证券发展研究中心

非牛市时期下，再融资对于券商净利润的贡献低于牛市。再融资同期，59%的券商净利润排名上升，T+1年48%的券商排名上升，T+2年62%的券商净利润排名上升，整体上净利润排名提升并不明显。

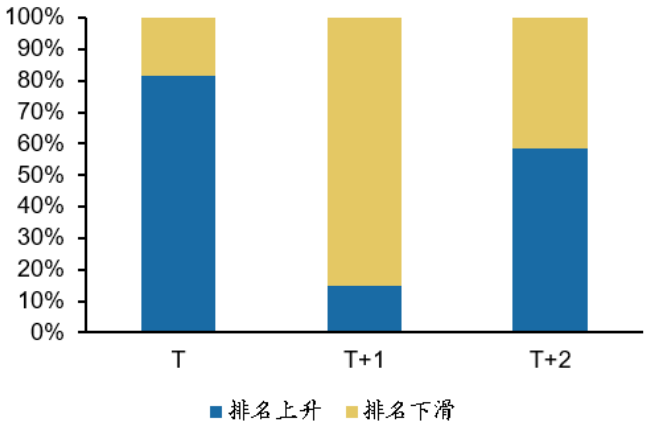
再融资当年81%的券商净资产排名得到提升，排名提升显著，T+1年仅有15%的券商净资产排名提升，85%券商净资产排名出现下滑，T+2年58%的券商净资产排名提升。

图26：非牛市时期再融资后券商净利润排名变动



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图27：非牛市时期再融资后券商净资产排名变动



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

表 6: 非牛市下券商再融资排名变动情况

证券简称	发行类型	再融资后券商 ROE 排名				再融资后券商净资产排名				再融资前后券商净利润排名			
国海证券	配股（2013）	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
		45	44	61	71	62	33	31	28	55	39	36	37
国海证券	定向增发（2011）	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
		16	缺失	45	44	59	58	62	33	40	60	55	39
东北证券	配股（2016）	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
		34	24	61	未排名	36	26	29	未排名	23	26	42	未排名
东北证券	定向增发（2012）	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
		缺失	缺失	22	36	51	25	26	26	111	48	25	22
长江证券	配股（2009）	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
		35	缺失	缺失	39	19	13	15	14	19	17	18	20
长江证券	定向增发（2007）	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009	2006	2007	2008	2009
		缺失	61	35	缺失	15	13	19	13	17	14	19	17
长江证券	公开增发（2011）	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013	2010	2011	2012	2013
		缺失	39	21	24	15	14	15	17	18	20	14	
长江证券	定向增发（2016）	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
		57	17	39	未排名	21	16	19	未排名	18	15	19	未排名
国金证券	定向增发（2008）	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010	2007	2008	2009	2010
		86	9	缺失	44	27	48	51	48	50	17	49	45
国金证券	定向增发（2012）	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014	2011	2012	2013	2014
		25	31	缺失	66	46	26	30	22	32	30	33	30
太平洋	配股（2016）	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
		79	72	85	未排名	51	36	38	未排名	53	52	71	未排名
兴业证券	配股（2016）	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
		54	39	27	未排名	19	15	16	未排名	17	18	15	未排名
兴业证券	定向增发（2013）	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
		18	40	53	54	20	16	16	19	19	18	16	17
山西证券	定向增发（2013）	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
		缺失	缺失	83	95	28	27	30	29	46	40	46	47
山西证券	定向增发（2016）	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
		95	82	57	未排名	29	33	34	未排名	47	51	43	未排名
东吴证券	定向增发（2016）	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
		73	34	55	未排名	22	21	21	未排名	21	21	31	未排名
西部证券		2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019

	配股（2017）	27	45	未排名		34	27	未排名		27	34	未公布	
东兴证券	定向增发（2016）	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
		49	30	28	未排名	27	23	25	未排名	25	22	22	未排名
国元证券	公开增发（2009）	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011	2008	2009	2010	2011
		49	缺失	缺失	缺失	18	7	9	11	23	27	22	15
国元证券	定向增发（2017）	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
		58	50	未公布		20	20	未公布		24	25	未公布	
西南证券	定向增发（2010）	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012	2009	2010	2011	2012
		38	缺失	17	缺失	24	12	17	18	24	25	29	25
西南证券	定向增发（2013）	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015	2012	2013	2014	2015
		缺失	45	62	69	18	19	15	18	25	23	17	19
东方证券	定向增发（2017）	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
		63	26	未公布		12	9	未公布		14	11	未公布	
东方财富	定向增发（2016）	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018	2015	2016	2017	2018
		28	19	4	未排名	96	63	64	未排名	92	62	37	未排名
东方财富	可转债（2017）	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
		19	4	未公布		63	64	未公布		62	37	未公布	

数据来源：证券业协会、广发证券发展研究中心

注：由于部分时间段证券业协会仅统计行业中位数前券商的经营数据，因此部分数据缺失

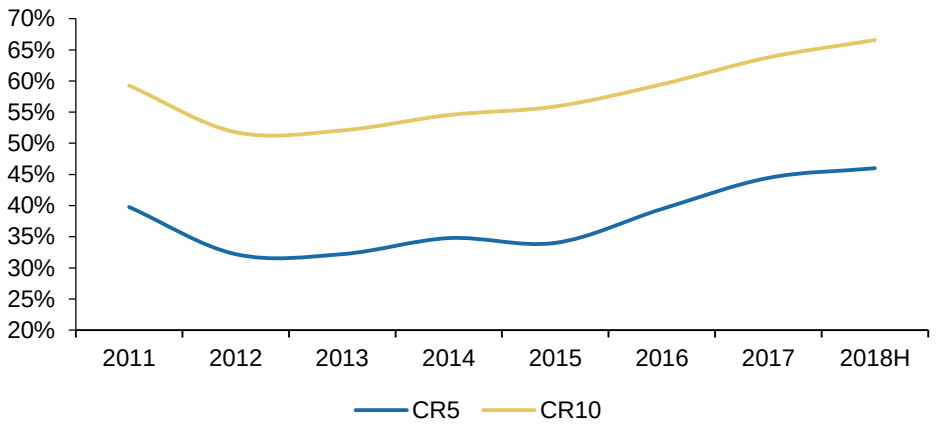
净资本成为行业竞争的核心指标

业集中度不断提升，头部化趋势显现

监管对券商发展业务实行以净资本为核心的风控管理体系，行业呈现出以净资本为核心的头部化趋势，一方面行业集中度显著提速，强者恒强局面得到巩固；另一方面通道业务逐步下降，以净资本为核心的重资产业务占比逐步提升。

受业务模式同质性较高的影响，投资者往往对证券行业集中度提升的逻辑并不敏感。事实上，近年来证券行业CR5、CR10券商的市占率不断提升，且出现加速态势。2012年，营业收入排名前10的券商占行业总收入的51.78%，至2018年上半年，已达66.57%，每年提升约2个百分点。

图28：券商营业收入集中度

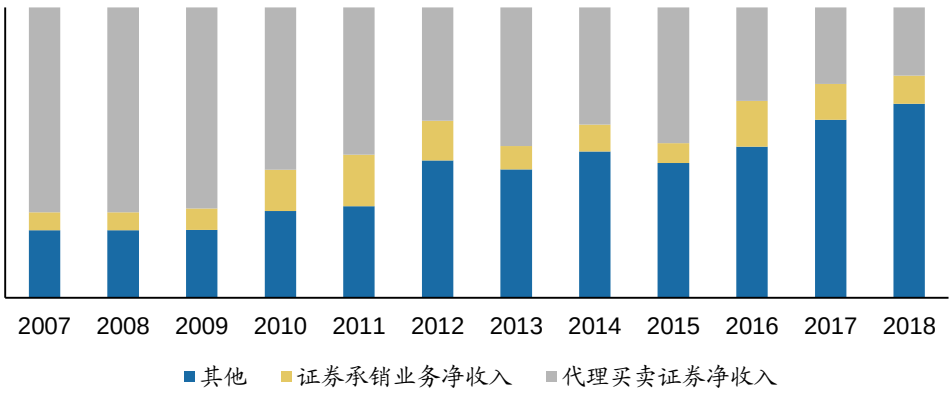


数据来源：证券业协会、wind、广发证券发展研究中心

通道业务占比下降，净资本成为头部化趋势核心指标

近年来我国证券行业盈利模式呈现出由通道驱动向资产驱动转变的特征，业务模式由轻转重，以净资本为核心的重资产业务占比逐步提升。通道业务（代理买卖、证券承销）占比2016年首次低于营业收入50%，2018年经纪业务占比23%，投资银行业务占比9.7%，合计占比33%，达到近年来的新低。

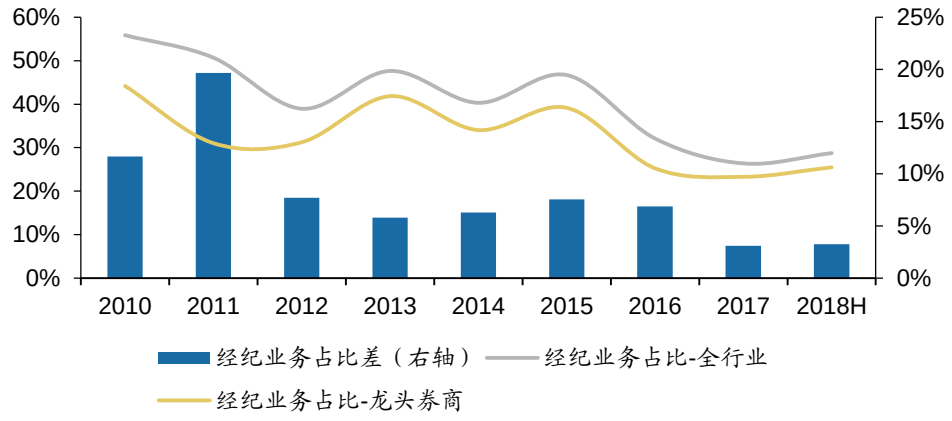
图29：证券行业通道业务占比



数据来源：证券业协会、广发证券发展研究中心

龙头券商的经纪业务占比低于整个行业平均，更具业务多元化竞争力。行业转型发展趋势下，经纪通道业务占比快速下降，以总资产规模位于前10的券商为例，其2018年上半年经纪业务占比为25%，比全行业经纪业务占比低3.3个百分点，在通道经纪收入贡献不断降低的趋势下，大型券商更具业务多元化竞争力。

图30：龙头券商经纪业务占比（左轴）、全行业经纪业务占比（左轴）与龙头券商，全行业经纪业务占比差（右轴）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

强者恒强，资本实力决定业绩排名

证券行业处于资本密集型行业，资本端处于优势的券商横向上可以通过并购收购扩大并购扩大业务规模或进入新的业务领域，促进业务协同发展；纵向上通过自身雄厚的实力拓展产业链条深度，提升附加价值。根据2018年上半年净资产排名，我们看到净资产排名靠前的券商近年来营业收入、净利润、净资本各项指标也均位居行业前列，强者恒强局面得到巩固。

表7：2018H1净资产排名靠前的券商业绩排名

	2015			2016			2017			2018H		
	营业收入	净利润	净资本	营业收入	净利润	净资本	营业收入	净利润	净资本	营业收入	净利润	净资本
中信证券	1	1	1	1	2	1	1	1	1	1	1	1
海通证券	2	2	2	2	3	2	2	3	2	3	3	3
申万宏源	5	6	8	6	6	6	7	8	7	7	6	7
中国银河	8	9	5	8	9	8	9	10	9	10	10	10
招商证券	9	7	9	10	7	10	6	6	6	9	7	9
华泰证券	7	8	6	5	5	5	5	4	5	4	4	4
东方证券	12	12	12	18	15	18	12	11	12	12	16	12

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

风险提示

1.宏观经济下行，可能导致证券公司资产质量承受压力；2.监管趋严，导致证券公司再融资放缓；3.证券行业创新不足导致过度同质化经营

广发非银行金融行业研究小组

陈　福：首席分析师，经济学硕士，2017 年 3 月进入广发证券研究发展中心。
鲍　淼：分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018 年进入广发证券发展研究中心。
商　田：分析师，安徽财经大学金融学硕士，2014 年进入广发证券发展研究中心。
文京雄：分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015 年进入广发证券发展研究中心。
陈　卉：研究助理，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
陈韵杨：研究助理，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%～+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%～+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪大道 8 号国金中心一期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。