

证券 II 行业

从扩表能力看龙头券商经营与估值的双重分化

分析师： 陈福

分析师： 陈韵杨



SAC 执证号: S0260517050001



SAC 执证号:

SFC CE.no: BOB667

SFC CE.no: BOX139



0755-82535901



0755-82984511



chenfu@gf.com.cn



chenyunyang@gf.com.cn

核心观点:

- **证券行业经营与估值已双重分化。**近年来证券业收入不断多元化，龙头市占率不断集中；龙头与中小间分化明显，几家龙头券商在经营细分领域上呈现分化趋势。今年开始头部券商如中信等，估值溢价开始体现。证券业正在向以客户为中心加载资本中介业务以及通过自有资金参与直投服务实体经济(资本金业务)向真正“投资银行”转型。未来资本的扩张和运用能力是转型与分化的关键。
- **从资产负债表的扩张看：头部券商优势明显。**当前龙头券商可用资产已呈现快速扩张趋势且剪刀差不断增大。
① 负债扩张：头部券商的融资渠道将更为宽广，行业资源有望继续向头部集中。
② 未来净资产扩张：龙头券商步伐更快渠道更多，其中华泰的执行力度最大。
- **从资产运用能力看：头部券商更显风流。**
① 从资产用途看：当前券商资产分布已见差别：头部券商衍生品业务和直投资产占比明显已经高于同业，尤以中信、中金为首。
② 从资产收益率看：据财报测算资本中介整体收益率无明显差异（5%~7%）；投行资本化整体收益率在 100~200%，在资本化方面做的好的中信证券等有望通过此类资产的合理运用实现与同业收益率的差异化；衍生品优势券商如中信规模大、经验足、收益率可达 20%以上。
③ 从美国看中国我们认为未来有三条资产运用方向：即两融/投行资本化/衍生品，均是龙头券商发展更加有利。
- **投行运作能力看：头部券商实力更强。**在资本的运用过程中，核心总是投向实体企业，因此，投行能力在较大程度上决定了其资产的终端运用质量。只有把握住优质企业客户，方能为之后资产的投入获取更大收益。未来实业和投行均会向头部集中，把握优质客户方是业务本源，以投行能力作为突破口打开未来优质资产配置之门。
- **从高盛和大摩看如何给成长期投行估值。**在 2000 年海外投行营收增长期间，大型投行估值普遍在 2.00XPB 以上。21 世纪初至 2007 年金融危机之前，美国证券业 FICC、股票交易、本金投资等买方业务不断发展推动证券行业营业收入不断增长。2001~2007 年间高盛 PB 在 2.01X~2.78X；大摩 PB 在 2.03X~3.75X。
- **投资建议。**我们认为未来随着投行资本化、衍生品、两融等高 ROA 以及重资本的业务不断发展，国内证券行业收入格局将逐渐优化；实现稳定可预期“有韧性”增长。在当前证券行业发展拐点，龙头经营分化，业绩增长体现的开端；与海外成长期投行估值相比当前国内券商的估值仍处在较低水平。建议关注龙头企业：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK）。
- **市场风险** 包括经济增速放缓、利率波动、行业竞争加剧等；爆发重大风险及违约事件等。

相关研究:

证券 II 行业:自营拉动业绩增长,行业格局更向头部集中

2019-11-03

证券 II 行业:鉴往知来:从海外经验模式看两融发展

2019-10-17

证券 II 行业:9 月归母利润平稳增长,合并报表料有更多亮点——证券行业 9 月经营数据点评

2019-10-16

识别风险,发现价值

请务必阅读末页的免责声明

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		PB(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海通证券	600837.SH	CNY	14.66	20191030	买入	17.70	0.75	0.92	18.96	15.46	1.29	1.20	7.0%	8.1%
华泰证券	601688.SH	CNY	17.96	20191029	买入	21.82	0.74	0.99	23.88	17.93	1.17	1.10	6.3%	7.9%
中信证券	600030.SH	CNY	22.71	20191030	买入	26.20	1.32	1.61	16.98	13.93	1.03	0.95	10.0%	11.2%
海通证券	06837.HK	HKD	8.62	20191030	买入	9.50	0.75	0.92	10.30	8.40	0.70	0.65	7.0%	8.1%
HTSC	06886.HK	HKD	12.64	20191029	买入	15.00	0.74	0.99	15.57	11.69	0.95	0.90	6.3%	7.9%
中信证券	06030.HK	HKD	15.70	20191030	买入	17.40	1.32	1.61	10.69	8.76	1.02	0.94	10.0%	11.2%
中金公司	03908.HK	HKD	14.88	20190826	买入	18.68	1.01	1.13	13.41	11.98	1.27	1.16	12.0%	12.0%

注：A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：收盘价及表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

前言：龙头券商为什么能享受估值溢价？	6
一、龙头券商发展经营与估值已双重分化	7
1.1 券商估值分化拐点已经呈现	7
1.2 券商发展差异已逐渐拉开，龙头市占率集中	8
1.3 龙头发展分化的核心逻辑：资产的扩张和运用差异的增大	8
二、从信用角度看龙头发展分化逻辑与演变	10
2.1 资产负债表的扩张（杠杆+净资产扩张）	10
2.1.1 当前龙头可用资产已呈现扩张优势	10
2.1.2 从未来负债扩张（加杠杆）的角度看：资源向龙头集中	11
2.1.3 从未来净资产扩张的角度看：华泰的执行力度最大	15
2.2 资产负债表的运用	16
2.2.1 资产的用途分化拆解	16
2.2.2 龙头券商资产运用收益率对比	20
2.2.3 从美国看中国，我们认为未来有三条资产运用方向	24
2.2.4 各项资本金业务的未来发展对比：龙头券商更为有利	29
2.3 投行运作能力扩大	32
2.3.1 投行是证券公司的本源业务	32
2.3.2 现有投行能力对比	32
2.3.3 未来投行能力发展	33
三、从高盛大摩看如何给成长期投行估值？	34
3.1 高盛大摩盈利增长趋于稳定，成长期值得给予更高的估值	34
3.2 国内龙头券商未来盈利增长更加稳定，步入成长期值得更高估值	35
投资建议	36
风险提示	36

图表索引

图 1: 行业估值已经开始分化, 龙头 PB(LF)估值拐点呈现	8
图 2: 证券行业营业收入集中度提升	8
图 3: 证券行业净利润集中度提升	8
图 4: 从信用角度看券商发展	9
图 5: 头部券商总资产同比增速	10
图 6: 头部券商总资产 (亿元)	10
图 7: 除去客户资产后的总资产 (亿元), 头部券商优势更加突出	10
图 8: 剔除代买卖后的各家负债 (亿) 扩张情况对比	11
图 9: 剔除代买卖后的杠杆率对比	11
图 10: 证券公司主要负债结构 (亿元) (以中信证券为例)	11
图 11: 头部券商负债结构对比	12
图 12: 各公司每年新发债加权平均票面利率	13
图 13: 龙头证券卖出金融资产回购利率区间	13
图 14: 各公司短融利率	13
图 15: 各公司转融通拆入利率	13
图 16: 头部证券公司净资产 (亿元)	15
图 17: 资本公积 (再融资) (亿元)	15
图 18: 未分配利润 (净利润转结) (亿元)	15
图 19: 证券公司资产负债表拆分 (以中信证券为例)	16
图 20: 各公司资产结构对比	17
图 21: 头部证券公司净资产 (亿元)	18
图 22: 各龙头券商交易性金融资产分拆[2018 年年报数据]	18
图 23: 交易性金融资产 (亿元) 分配 (2019H1)	19
图 24: 2014-2019 年间中信直投项目退出方式	20
图 25: 2014-2019 年间中信直投项目退出金额 (亿元)	20
图 26: 头部券商两融收益率	21
图 27: 头部券商买入返售金融资产收益率	21
图 28: 头部券商金融投资资产年化收益率	21
图 29: 中信证券退出的 72 个股权投资项目收益率 (%) 分布	23
图 29: 截至 9 月底科创板跟投浮盈收益及收益率	23
图 31: 美国融资融券余额 (百万美元)	24
图 32: 美国两融余额占总市值的比重	24
图 33: 我国两融余额及其占总市值比	25
图 34: 我国融资融券余额	25
图 35: 截至当前我国两融分布较为不均	25
图 36: 美国证券业投行及其资本化业务收入 (亿美元)	26
图 37: 高盛私募股权投资业务收入 (亿美元)	26
图 38: 私募股权投资与创投基金情况	27
图 39: 私募股权投资与创投基金指标占比	27

图 40: 私募股权投资与创投基金情况	27
图 41: 私募股权投资与创投基金指标占比	27
图 42: 全球最大的 35 家投行, 衍生品利润占股票交易税前利润的较大部分	28
图 43: 高盛收入结构	28
图 44: 两融、投行资本化、衍生品等业务方面, 政策明显向龙头倾斜	29
图 45: 科创板直投及跟投为头部券商贡献较大浮盈	30
图 46: 仅计算跟投浮盈收益	30
图 47: 优质的企业客户是重要的资产配置之源	32
图 48: 头部券商股东结构对比	33
图 49: 高盛大摩 PB 估值	34
图 50: 高盛大摩营业收入 (亿美元)	34
图 51: 高盛的买方业务收入 (亿美元) 占比在 2000~2006 年间不断增加	34
图 52: 大摩的买方业务收入 (亿美元) 占比在 2000~2006 年间不断增加	35
图 53: 当前国内上市券商估值 (PB(LF)) 水平	36
表 1: 证券公司融资方式及上限 (2019H1, 单位: 亿)	13
表 2: 头部券商待偿还短期融资券余额上限 (亿) 调整情况	14
表 3: 头部券商再融资扩张情况	15
表 4: 2019H1 各龙头券商资产结构 (除去客户资产)	17
表 5: 头部券商另类直投资产 (亿元)	19
表 6: 中信证券直投项目情况	19
表 7: 中信/华泰/国君/海通 2014-2019 退出项目收益率	22
表 8: 中信证券 2014-2019 退出项目收益率	22
表 9: 头部券商衍生金融资产收益率	24
表 10: 最新公布或放开的衍生品业务资质均仅向少数头部券商试点	31
表 11: 头部券商投行实力对比	32

前言：龙头券商为什么能享受估值溢价？

近3年来证券业营业收入不断多元化，龙头市占率不断提高。除了龙头与中小分化拉开，龙头之间在经营细分领域上亦呈现了分化趋势。今年开始头部溢价得以体现，如中信估值高出同行。

市场对于证券公司差异化发展的预期是反应在估值上的核心因素，寻找差异化竞争力的所在及未来发展方向，将对投资证券板块具有很高的指导意义。

我们认为未来证券公司的核心竞争力主要有两个大的方面：信用能力和经营效率：信用能力决定公司是否能高质量成长，而经营效率则决定公司成长速度和上限。

本篇聚焦信用能力。

在如今科创板及注册制试行、对外开放不断落地、资本市场改革不断深化推进、以及一二级市场不断市场化的情况下，传统通道业务费率将不可避免的下滑，倒逼证券公司以客户为中心加载资本中介业务以及通过自有资金参与直投等方式服务实体经济（资本金业务），从而向真正的“投资银行”发展。

因此，资本的扩张和运用能力发展是“证券公司”向“现代投资银行”转型的关键。

我们选取近3年来连续在协会排名中总资产、净资产、营业收入与净利润等指标均在行业前列的中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券与行业整体情况进行资本扩张以及资本运用能力的对比分析。我们认为，扩表能力具体包括三个层面：

1) 资本的扩张能力体现在负债扩张以及净资本扩张能力上。

当前龙头可用资产已呈现扩张优势；我们预计未来龙头券商在资产扩张方面的优势剪刀差将进一步扩大，因为无论从负债还是再融资能力上，均是龙头企业更有较大优势。①从负债扩张：头部券商的融资渠道将更为宽广，行业资源有望继续向头部集中。②从未来净资产扩张的角度看：龙头券商再融资与海外IPO尽享优势。

2) 资本的运用能力体现在对一级市场股债、二级市场股债及衍生品投资能力(方向性投资&资本中介型)上。

①从资产用途看：当前券商资产分布已见差别：资本中介业务方面：华泰对质押规模的收缩更大；从资本金业务看：中信证券在衍生品和直投资产量级以及占比方面已明显高于同业。

②从资产收益率看：据财报测算：资本中介整体收益率无明显差异(5%~7%)；投行资本化整体收益率在100~200%，在资本化方面做的好的中信、华泰等，有望通过此类资产的合理运用实现与同业资产收益率的差异化；衍生品投资方面整体收益率差异较大，优势券商如中信、中金规模大、经验足、收益率可达20%以上。

③从美国看中国，我们认为未来有三条资产运用方向：即两融、投行资本化、衍生品；这几个方面从当前发展环境看，均是龙头券商的发展更加有利。

3) 在资本的运用过程中，核心是投向实体企业以及为投资者做交易中介；因此，投行能力和投资者服务能力则显得至关重要。

我们认为：在资本的运用过程中，核心总是投向实体企业；投行能力在较大程度上决定了其资产的终端运用质量。只有把握住优质企业客户，方能为之资产的

投入获取更大的收益。

未来实业和投行均会向头部集中，把握优质客户方是业务本源，以投行能力作为突破口，打开未来优质资产配置之门。未来市场化定价的发展对投行能力的要求进一步提升，无论是企业还是投行均会愈加分化，投行能力强的证券公司能够把握住优质的企业，对公司资产的运用提供了较好的渠道。

当前中信已经在投行“大客户”方向上领先同业；同时通过“资源禀赋”以及“投行治理”发展判断，未来中信、华泰能具有优秀投行运作能力的龙头券商，在新一轮的证券业发展中将更具优势。

那么如何在这一阶段给具备优秀扩表能力和投行运作能力的龙头券商进行估值锚定呢？

我们以动态思维来看：21世纪初至2007年金融危机之前，美国证券业FICC、股票交易、本金投资等买方业务不断发展，推动证券行业营业收入不断增长。在此期间，大型投行估值普遍在2.00XPB以上。其中：

高盛2000~2006年营业收入自166亿美元快速增长至377亿美元；主要是由于其中FICC+股票交易（股票及衍生品做市利差）+自营投资合计的买方业务收入不断增长，自66.27亿美元增长至220.44亿美元，占比自39.95%提升至58.53%。在此期间其PB估值可以维持在2.01至2.78倍之间。

大摩2002~2006年营业收入自191亿美元快速增长至339亿美元，交易+利息+投资合计的买方业务收入自85.90亿美元快速增长至166.86亿美元；占比自38.86%提升至49.28%。在此期间其PB估值可以维持在2.03至3.75倍之间。

而当前，我国证券行业随着投行资本化、衍生品、两融等高ROA以及重资本的业务不断发展，收入格局将逐渐优化；实现稳定可预期的“有韧性”的增长。在此证券行业发展拐点，龙头经营分化，业绩增长体现的开端；我国龙头券商估值与海外成长期投行估值相比仍处在较低水平（在1.1XPB~1.78PB之间）。

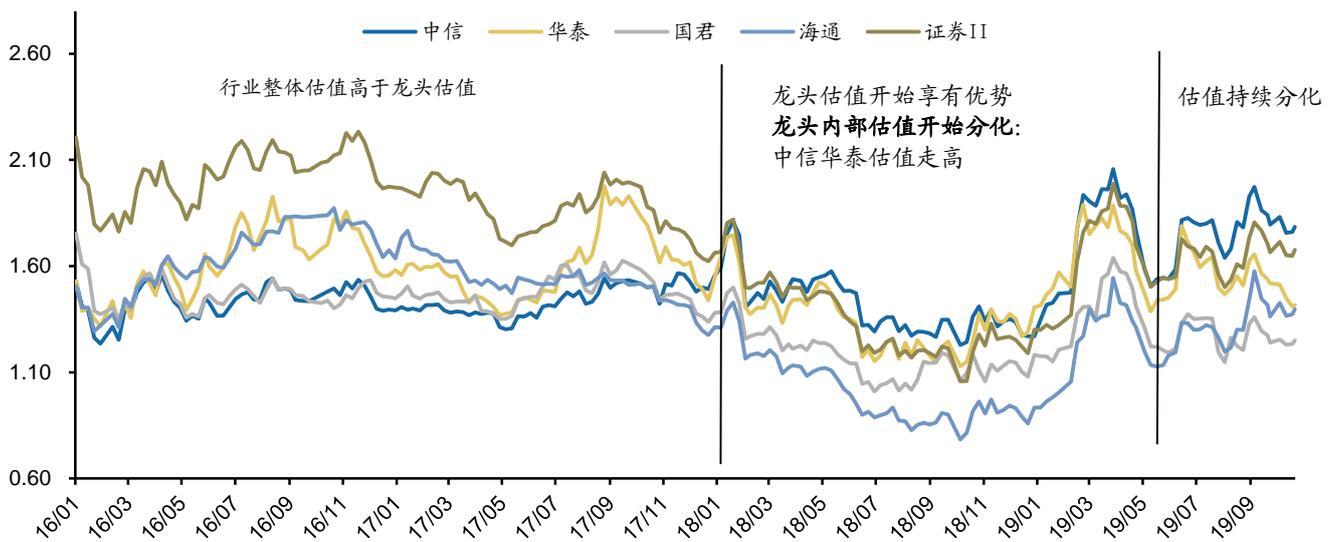
一、龙头券商发展经营与估值已双重分化

1.1 券商估值分化拐点已经呈现

前期中小券商估值高，龙头不具有溢价：前期证券因高度同质化，中小券商业绩弹性更大行业估值表现为行业整体估值高于龙头估值。

去年开始龙头溢价开始体现，今年差距不断增加，龙头内部亦呈现分化态势：中信、华泰持续走高。

图 1: 行业估值已经开始分化, 龙头PB(LF)估值拐点呈现

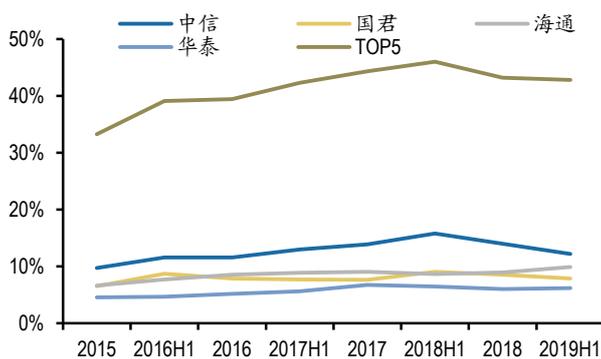


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

1.2 券商发展差异已逐渐拉开, 龙头市占率集中

近3年来证券业营业收入不断多元化, 以经纪业务等为主的通道业务占比不断下降, 一些创新业务逐步发展, 以两融、自营等为主的重资产业务开始崛起, 龙头券商一方面具有较高的分类评级, 在创新业务试点方面具有天然优势; 另一方面龙头券商相对资本金充裕, 在本轮资本金业务的发展上具有较大优势; 从经营数据来看, 龙头市占率不断集中。除了龙头与中小分化拉开, 龙头与龙头之间在经营细分领域上亦呈现了分化趋势。

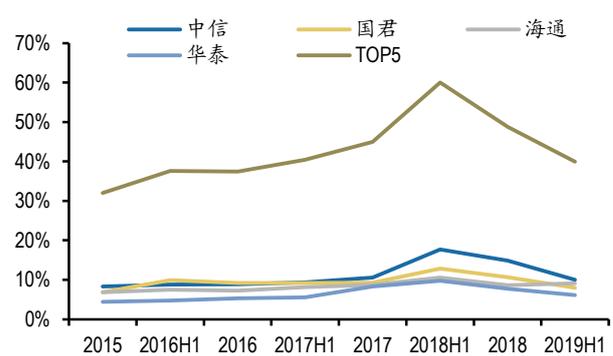
图 2: 证券行业营业收入集中度提升



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 公司营收为半年报/年报数据, 行业营业收入为协会数据

图 3: 证券行业净利润集中度提升



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 公司净利润为半年报/年报数据, 行业营业收入为协会数据

1.3 龙头发展分化的核心逻辑: 资产的扩张和运用差异的增大

市场对于证券公司差异化发展的预期是反应在估值上的核心因素, 寻找差异化

竞争力的所在及未来发展方向，将对投资证券板块具有很高的指导意义。

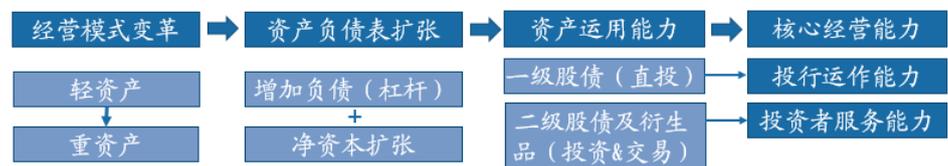
我们认为未来证券公司的核心竞争力主要有两个大的方面：信用能力和经营效率：

早期阶段行业的业务模式以及服务手段市场化程度偏低，行业内各家公司经营差异化不足，牌照红利较为显著。

而今科创板及注册制试行、对外开放不断落地，资本市场改革不断深化推进，以及一二级市场不断市场化的情况下，传统通道业务费率不可避免的下滑，倒逼证券公司以客户为中心加载“服务（资本中介业务）”以及通过自有资金参与直投等方式服务实体经济（资本金业务），从而向真正的“投资银行”发展。

未来证券公司经营模式由轻资产通道模式向重资产模式的转型将进一步深化，因此，资本的扩张和运用能力发展是“证券公司”向“现代投资银行”转型的关键。

图 4：从信用角度看券商发展



数据来源：广发证券发展研究中心

①资本的扩张能力体现在负债扩张以及净资本扩张能力上。

②资本的运用能力体现在对一级市场股债、二级市场股债及衍生品投资能力（方向性投资&资本中介型）上。

③在资本的运用过程中，核心是投向实体企业以及为投资者做交易中介；因此，投行能力和投资者服务能力则显得至关重要。

投行运作能获得更好的资产运用渠道。未来市场化定价的发展对投行能力的要求进一步提升，无论是企业还是投行均会愈加分化，投行能力强的企业能够把握住优质的企业，对公司资产的运用提供了较好的渠道。

优秀的机构投资者服务能力是做好资本中介业务的关键。手握优质企业及定价能力之后，除了自身投资外，服务投资者进行交易磋商亦是证券公司的核心任务。无论是一级市场的股票销售还是二级市场的交易磋商（未来的做市）均对证券公司的投资者服务能力做出了更高的要求。

二、从信用角度看龙头发展分化逻辑与演变

2.1 资产负债表的扩张（杠杆+净资产扩张）

2.1.1 当前龙头可用资产已呈现扩张优势

从总资产增速看，自2018年开始，龙头券商对资产的扩张不断加速，2019H1中信、国君、华泰总资产同比增速更是分别高达10.06%、22.68%、24.61%。

同时龙头券商总资产优势剪刀差逐渐加大：自2015至今，中信证券在整体的资产体量以及扩张速度上均保持了明显优势，与同业相比剪刀差逐渐增大。

刨除“客户存款+客户备付金”看，龙头券商可用资产的扩张优势更加突出。

图 5：头部券商总资产同比增速

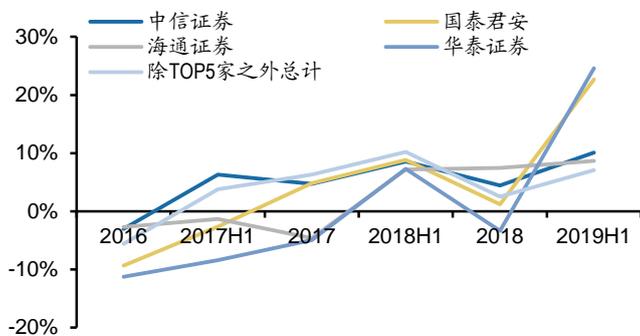
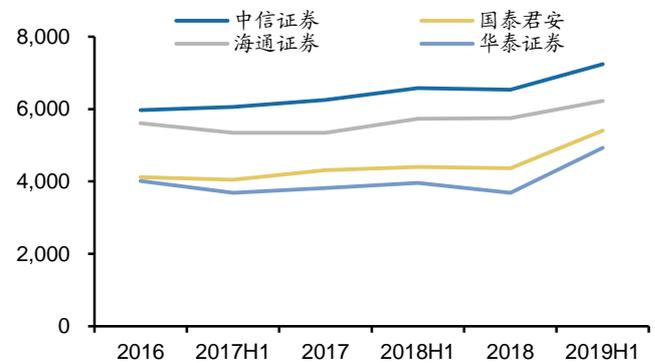


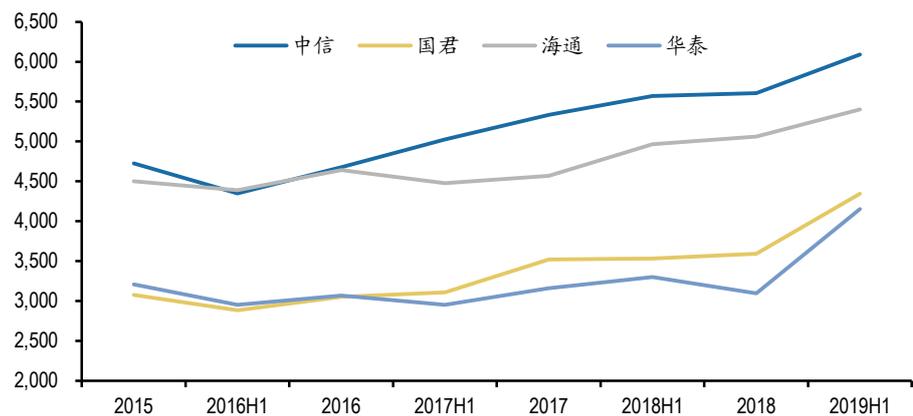
图 6：头部券商总资产（亿元）



数据来源：公司年报/半年报、广发证券发展研究中心

数据来源：公司年报/半年报、广发证券发展研究中心

图 7：除去客户资产后的总资产（亿元），头部券商优势更加突出



数据来源：公司年报/半年报、广发证券发展研究中心

我们预计，未来龙头券商在资产扩张方面的优势剪刀差将进一步扩大，因为无论从负债还是再融资能力上，均是龙头企业更有较大优势。具体如下：

2.1.2 从未来负债扩张（加杠杆）的角度看：资源向龙头集中

龙头公司（中信华泰）已显示出较为优势的扩张状态，长期来看，头部券商的融资渠道将更为宽广，行业资源有望继续向头部集中。

自2019年中报显示，行业杠杆率扩张明显，龙头公司剔除客户代买卖资产及负债的杠杆率近两年增加明显，其它证券公司整体杠杆率微弱下滑，剪刀差分化路口已经显现。龙头之中细分来看：2019年上半年中信、国君、华泰尤其突出。

图 8：剔除代买卖后的各家负债（亿）扩张情况对比

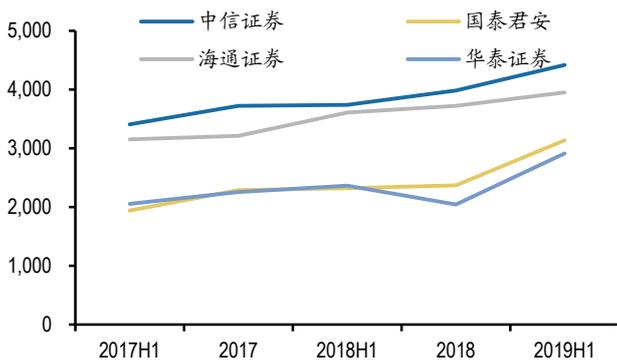
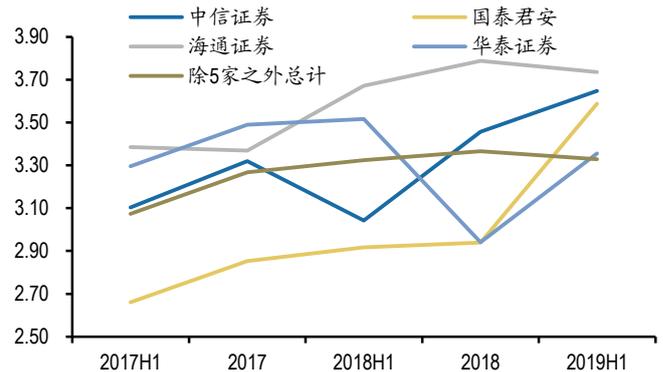


图 9：剔除代买卖后的杠杆率对比



数据来源：公司年报/半年报、广发证券发展研究中心

注：负债=负债总计-代理买卖证券款

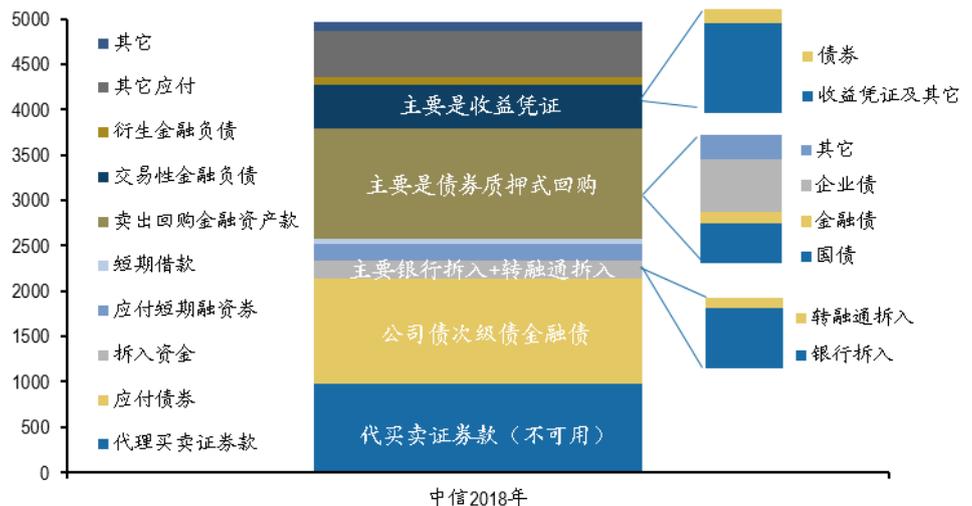
数据来源：公司年报/半年报、广发证券发展研究中心

注：资产=资产总计-客户资金存款-客户备付金

从负债结构上来看，各家公司差异不大。

当前证券公司主要负债来源是：发行债券（公司债、次级债、金融债）、债券质押回购、发行收益凭证、银行拆入+转融拆入、短融、短期借款。

图 10：证券公司主要负债结构（亿元）（以中信证券为例）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

注：2018年修改会计准则，2018年后的交易性金融资产在2018年之前称为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债。在此为了更加细致的对公司资产进行分析并未采用2019H1数据

以2019年上半年各家公司的半年报中的负债表拆分对比数据看：（数据表示：负债类别 数值/占总负债的比）

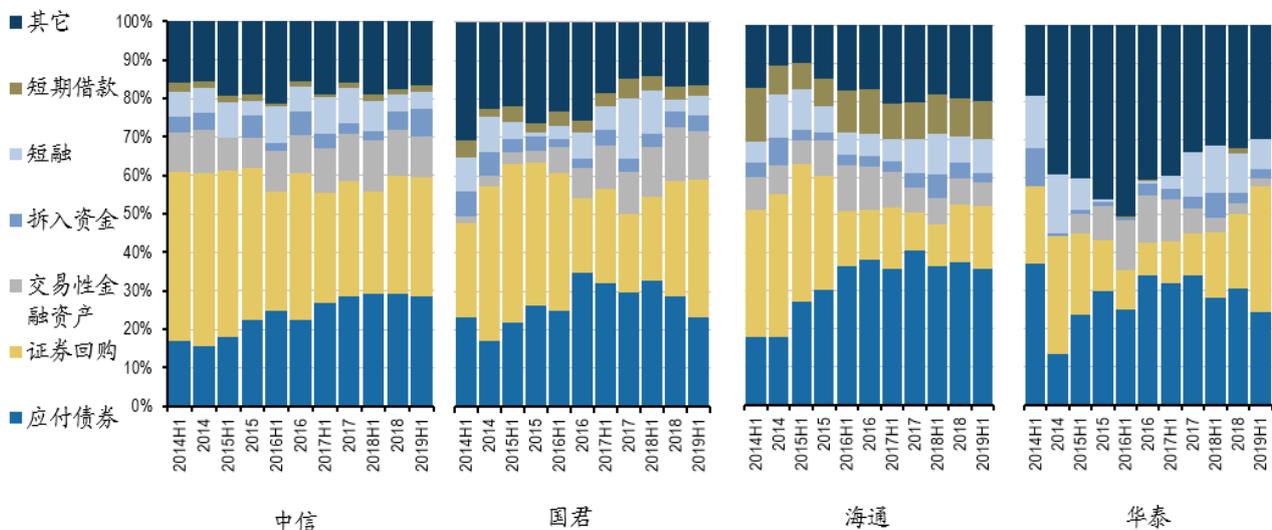
中信：应付债券1257亿/28.45%、证券回购（主要是债券）1370亿/30.99%、交易性金融资产（主要是收益凭证）474亿/10.73%、拆入资金（主要是银行拆入+转融通拆入）307亿/6.95%、短融198亿/4.47%、短期借款75亿/1.69%。

国君：证券回购（主要是债券）1125亿/35.90%、应付债券729亿/23.25%、交易性金融资产（主要是债务工具）398亿/12.69%、拆入资金（主要是银+转融通拆入）123亿/3.91%、短融166亿/5.29%、短期借款83亿/2.56%。

海通：应付债券1414亿/35.77%、证券回购（主要是债券）657亿/16.62%、短期借款406亿/10.27%、短融354亿/8.95%、交易性金融资产（主要是结构化产品和收益主体）244亿/6.18%、拆入资金（主要是银行拆入+转融通拆入）93亿/2.36%。

华泰：证券回购（主要是贵金属和债券）971亿/33.29%、应付债券713亿/24.46%、短融226亿/7.75%、交易性金融资产（主要是债务工具）56亿/1.92%、拆入资金（主要是银+转融通拆入）74亿/2.55%、短期借款4亿/0.15%。

图 11：头部券商负债结构对比



数据来源：各公司年报半年报、广发证券发展研究中心

注 1：其它金融负债包含：报表上所列的其它+各类应付等等

注 2：交易性金融负债：中信为收益凭证、国君主要为债务工具、海通为结构化主体及收益产品、华泰主要为黄金租赁

注 3：华泰证券的“其它负债”中包含了收益凭证，主要是合并结构化主体形成的金融负债。

从负债成本上来看：头部券商略有优势

发行债券：2019年上半年新发债券发行利率：已发行债券规模加权平均计算利率：中信/国君/海通/华泰/广发分别为3.42%、3.17%、3.32%、3.41%、3.60%。各司每年利率基本无差异。

证券回购：如下图所示，从各龙头券商的公示利率区间看，差异亦不明显。

短融：中信、国君微弱领先。2018年中信/国君/海通/华泰/广发短期融资款利率分别为3.75%、4.05%、4.34%、5.41%、4.92%。

转融通拆入利率：2018年海通4%、中信国君华泰广发是5%。

图 12：各公司每年新发债加权平均票面利率

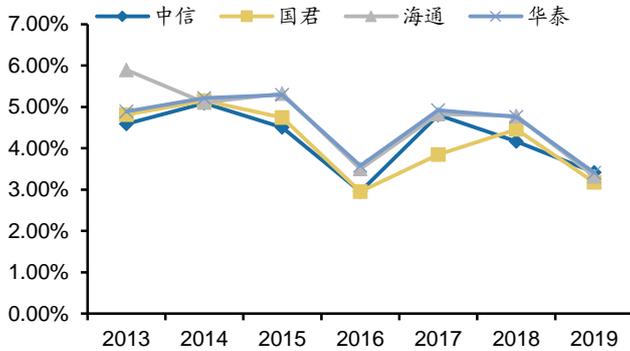
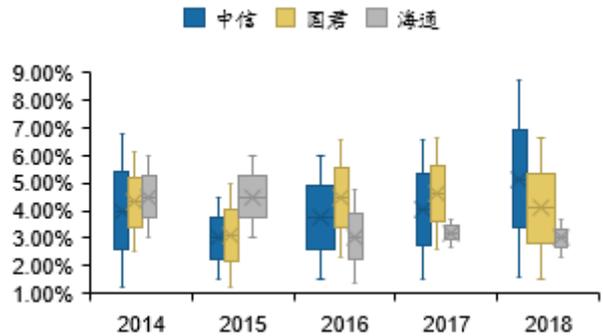


图 13：龙头证券卖出金融资产回购利率区间



数据来源：各公司年报、广发证券发展研究中心
注：以每年新发的所有债券发行规模及票面利率加权平均计算

数据来源：各公司年报、广发证券发展研究中心
注：卖出回购利率区间为年报数据

图 14：各公司短融利率

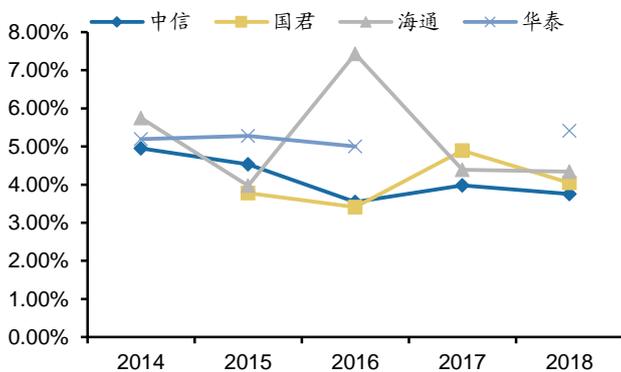
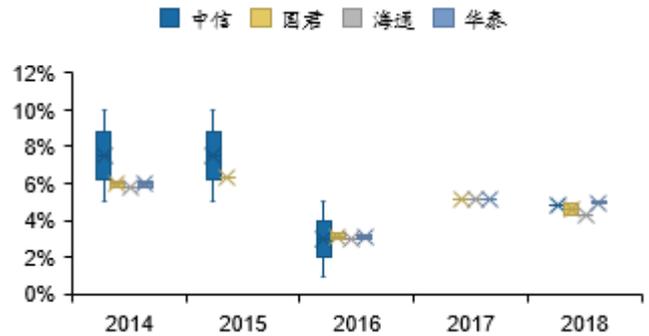


图 15：各公司转融通拆入利率



数据来源：各公司年报、广发证券发展研究中心
注：以每年新增短融发行票面利率及新增发行金额加权平均计算

数据来源：各公司年报、广发证券发展研究中心
注：转融通拆入利率区间为年报数据

从负债未来扩张上限看：长期头部券商融资渠道更宽

但是，证监会和央行对于证券公司利用债务工具进行资本扩张有较为严格的限制（额度上和用途上）；因此前期证券公司杠杆率难以实质提升。

表 1：证券公司融资方式及上限（2019H1，单位：亿）

融资方式	额度限制	备注	中信	国君	海通	华泰
公开发行公司债	累计余额不得超过净资产的40%	(证券法第16条)	上限 639	555	549	473
非公开发行公司债/次级债/金融债	每年向交易所申请额度：上限是未来一年到期的债务	非公开债申报额度只能用来偿还到期债务，不能用	上限 ^[1] 2963	-	-	1630
			当前 1257	729	1414	713

于补充营运资金

回购	仅能在央行的审批额度中进行:	-	上限	-	-	-	
			当前	1,370	1,125	657	971
拆入资金	仅能在央行审批额度下不超过净资本的 80%	《同业拆借管理办法》: 只能用于头寸调剂,不得用于证券交易	上限	761	643	573	556
			当前	307	123	93	74
短融	仅能在央行的审批额度下进行	-	上限	469	508	397	300
			当前	198	166	354	226
收益凭证	无限制						

数据来源: 证监会、上交所深交所、央行、各公司 2019 半年报、广发证券发展研究中心

注 1: 非公开发行债务上限为未来一年到期债务, 中信、华泰在半年报中有披露, 国君海通广发未披露。

近期央行和证监会对短融、金融债等各项指标上限皆有所放松, 因此, 我们认为长期来看, 头部券商的融资渠道将更为宽广, 行业资源有望继续向头部集中。

头部券商短融上限提升。

2019年6月22日以来, 央行提高头部券商短融余额上限, 允许大型券商更多地利用短期融资工具补充资金, 有望通过头部券商向中小非银机构传递流动性, 缓解部分券商的流动性风险。

中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券等多家头部券商接到央行通知提高短期融资券余额上限。

表 2: 头部券商待偿还短期融资券余额上限 (亿) 调整情况

券商	时间	调整前	调整后	增量
中信证券	2019/6/22	159	469	310
国泰君安	2019/6/22	130	508	378
海通证券	2019/6/22	200	397	197
华泰证券	2019/6/22	216	300	84
中信建投	2019/6/25	163	209	46
中国银河	2019/6/25	-	368	368
招商证券	2019/6/25	70	316	246
申万宏源	2019/6/25	191	298	107

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

同时对部分头部券商发行金融债进行松绑。

6月25日, 中信证券、国泰君安、华泰证券、中信建投证券、申万宏源证券、广发证券、招商证券七家券商收到中国证监会对其发行金融债券无异议。

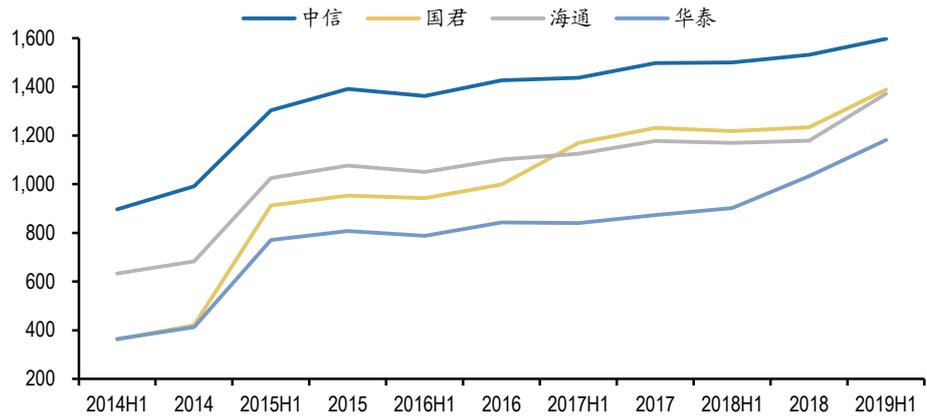
通过增加负债确实可以将证券公司成本进行一定程度的扩张, 但实际上由于多重限制, 实际扩张程度尤为有限。因此, 我们认为, 证券公司在资产扩张方面的核心竞争力应在于净资本的扩张。

2.1.3 从未来净资产扩张的角度看：华泰的执行力度最大

净资产的扩张一方面来源于利润转结（未分配利润），一方面来源于定增等再融资（资本公积）。

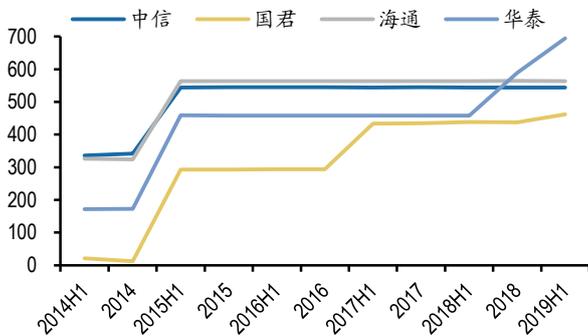
从再融资的角度看，华泰证券近两年来净资本扩张步伐不断加快，除了2015年H股上市之外，2017年的142亿定增以及2019年的16.9亿美元GDR。

图 16：头部证券公司净资产（亿元）



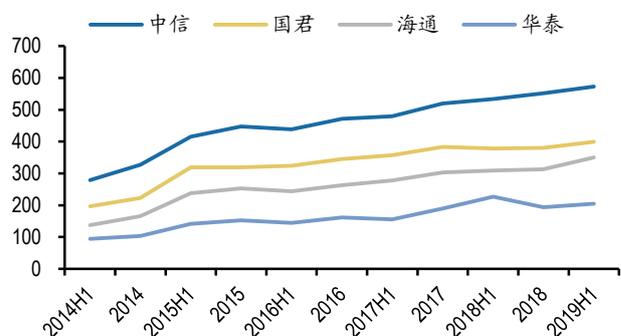
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 17：资本公积（再融资）（亿元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图 18：未分配利润（净利润转结）（亿元）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

表 3：头部券商再融资扩张情况

券商	再融资
中信证券	2015 年 H 股上市；
国泰君安	2015 年 A 股上市；
海通证券	2015 年 H 股上市
华泰证券	2015 年 H 股上市；2017 年定增；2019 年 GDR

数据来源：公司公告，广发证券发展研究中心

2.2 资产负债表的运用

加杠杆一定是好的吗？并不是，需要看证券公司是否具有真正的资产运用能力，只有资产真正得到高效运用，收益率高于成本利率，方具有扩张的意义

2.2.1 资产的用途分化拆解

除去客户存款+客户备付金，券商的资产主要资产（按用途）主要可以分为如下几个部分：

1-资本中介：融出资金（两融）+买入返售金融资产（股票质押）

2-金融投资（亦称为本金投资）：

从财务报表的角度看：

=交易性金融资产+其它债权投资+其它权益工具投资（2018年会计准则修改后）

=以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产（2018年会计准则修改前）。

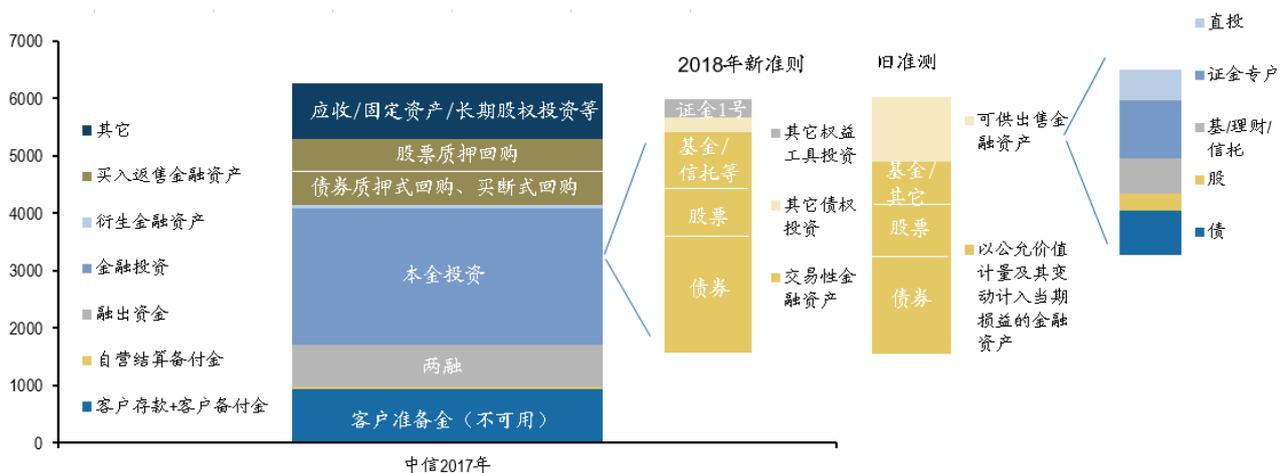
其中：其它债权投资（2018后）≈可供出售金融资产中的债券（2018前）；

其中：其它权益工具投资主要为证金1号（2015年救市过程中，50家证券公司按照净资产的20%出资投入证金公司专户，由证金公司统一管理运营，用于稳定A股市场。此项投资一直延续至今）。

从经营的角度看：=自营（权益类、固收类）+OTC+其它各部门及子公司（资管、基金、私募股权投资、直投、海外）自有资金投资。

3-衍生金融工具投资

图 19：证券公司资产负债表拆分（以中信证券为例）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

注：2018 年修改会计准则，对 2018 年年初数据有追溯调整，因此用 2017 年末资产负债表可以进行准则调整前后的具体比对

注：长期股权投资指中信控股金石、中信建投等合营企业、联营企业，非直投。

a) 各龙头券商资产运用结构及未来演变:

当前证券公司整体资产负债表结构差异不大: 除去客户资产2019H1如下所示:

表 4: 2019H1各龙头券商资产结构 (除去客户资产)

	货币资金	两融	质押	金融投资	衍生品
中信证券	10.39%	10.59%	11.27%	52.52%	1.46%
国泰君安	7.98%	14.61%	12.19%	56.80%	0.22%
海通证券	9.12%	9.65%	12.19%	42.40%	0.25%
华泰证券	11.86%	13.70%	6.43%	56.16%	0.28%

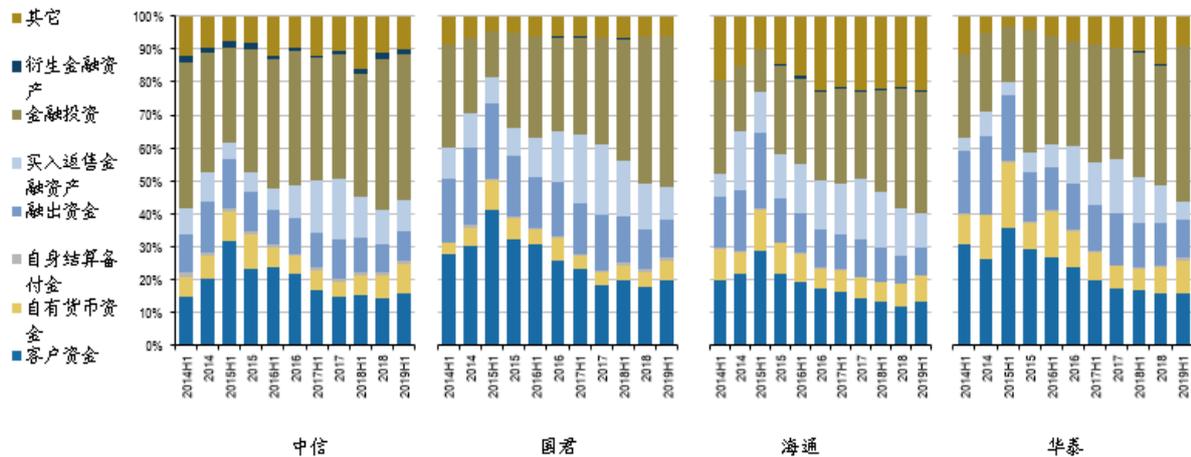
数据来源: 各公司 2019 半年报, 广发证券发展研究中心

但在细微处已显示出发展的不同:

中介业务方面: 华泰对质押规模的收缩更大;

衍生品方面: 中信的衍生品业务占比明显已经高于同业。

图 20: 各公司资产结构对比



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

注: 2018 年修改会计准则, 对 2018 年年初数据有追溯调整, 因此用 2017 年末资产负债表可以进行准则调整前后的具体比对

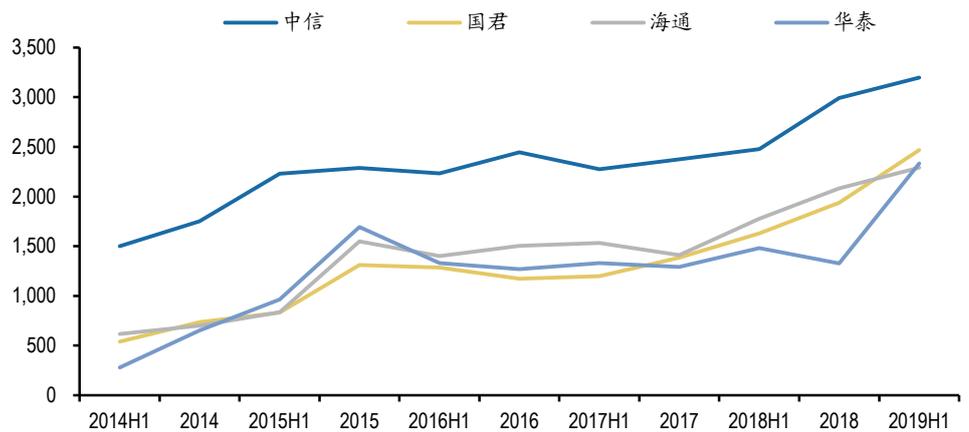
注: 长期股权投资指中信控股金石、中信建投等合营企业、联营企业, 非直投。

从资本金业务看: 中信证券一骑绝尘, 华泰2018年开始增速迅猛

将占比最大的金融投资单独列出分析:

从金融投资的规模上看: 中信证券始终一骑绝尘, 相对于同业能始终保持较大的优势; 华泰子2018年开始, 金融投资的资产规模不断增加, 至2019年H1已升至行业第三, 逼近国泰君安。

图 21: 头部证券公司净资产 (亿元)



数据来源: 各公司半年报、广发证券发展研究中心

1) 报表看: 金融投资资产=交易性金融资产+其它债权投资+其它权益工具投资

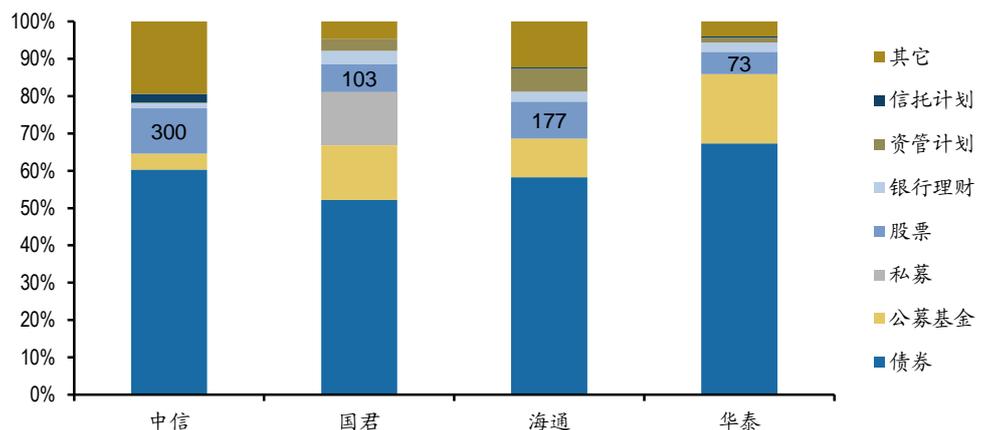
=以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产。

2) 经营看: 金融投资=自营持有的股债投资规模+各子公司或部门的投资规模(直投子公司、资管子公司、PE 子公司、基金子公司)

从金融投资资产的运用上:

按报表显示的投资标的类型看: 目前各龙头券商仍以固定收益为主, 60%左右的资产用于债券投资。

图 22: 各龙头券商交易性金融资产分拆[2018年年报数据]



数据来源: 各公司半年报、广发证券发展研究中心

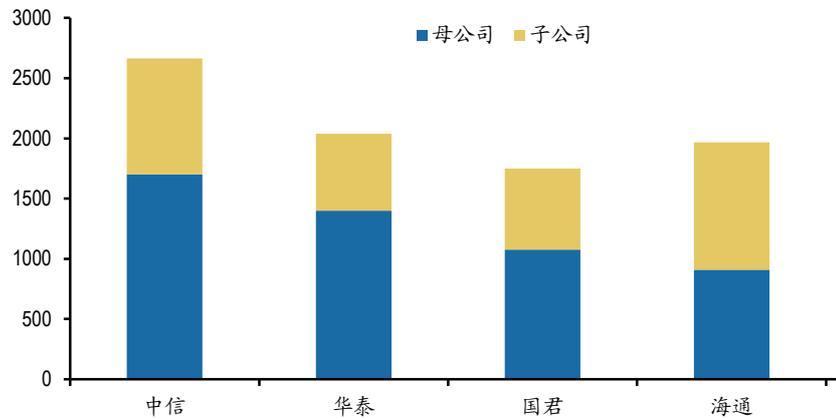
注1: 国君的股票包含: 股票&股权; 其它的均只指股票

注2: 其它里面包含: 其它股权投资等; 华泰的49亿中包含31亿其它股权投资

从经营的角度看, 金融投资中交易性金融资产主要母公司和子公司共同构成, 其中: 母公司交易性金融资产: 由自营部门投资占用的交易性金融资产+OTC等占用。

子公司交易性金融资产：主要包含：资管子公司、私募股权子公司、直投子公司、基金子公司等占用。

图 23: 交易性金融资产 (亿元) 分配 (2019H1)



数据来源：各公司半年报、广发证券发展研究中心

我们预计，未来证券公司对投资资产运用分化将逐步体现在“投行资本化”方面，以2017年以前证券公司财务会计准则变更前“可供出售金融资产”项目下细分的以公允价值计量或以成本计量的“其它股权投资资产”，能够与清科数据库中各券商PE子公司及另类直投子公司的投资数据进行对应；因此我们将此项指标作为分析各券商直投资产的数据。

其中可以看出中信证券自2014年开始在直投项目上即有较大投资规模，其中一半以上为IPO退出。

表 5: 头部券商另类直投资产 (亿元)

	2014	2015	2016	2017
中信	103.53	117.53	119.91	99.10
华泰	46.18	93.70	103.61	65.49
国君	3.22	12.94	20.75	18.46
海通	32.30	43.20	47.10	-

数据来源：各公司年报，广发证券发展研究中心

表 6: 中信证券直投项目情况

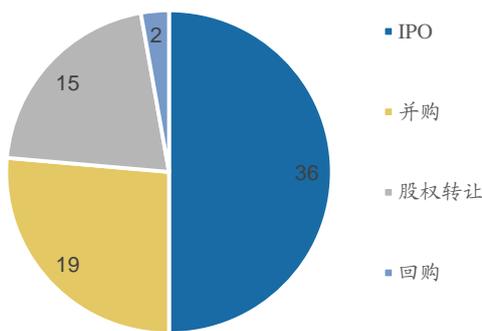
	2014	2015	2016	2017	2018
新投资项目个数	16	36	28	31	9
其中：中证投资	0	0	0	4	3
其中：金石投资	16	36	28	27	6
新投资项目资金 (亿)	27.78	35.88	48.37	52.68	8.63
其中：中证投资	0	0	0	1.06	1.00
其中：金石投资	27.78	35.88	48.37	51.62	7.63

退出项目个数	4	13	6	30	6
其中：中证投资	0	0	0	0	0
其中：金石投资	4	13	6	30	6
退出项目资金 (亿)	2.09	10.74	14.30	48.11	6.63
其中：中证投资	0	0	0	0	0
其中：金石投资	2.09	10.74	14.30	48.11	6.63
投入总资金(亿)	25.69	50.83	84.90	89.47	91.48
其中：中证投资	0.00	0.00	0.00	1.06	2.06
其中：金石投资	25.69	50.83	84.90	88.41	89.41

数据来源：清科数据库，广发证券发展研究中心

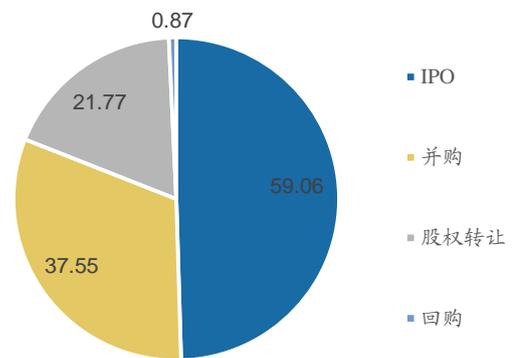
注：2017 年年报中直投项目资产 99.10 亿元，我们通过表中数据测算出为 89.47 亿元；整体较为可信；差值的存在由一些未披露或缺失数据导致。

图 24：2014-2019年间中信直投项目退出方式



数据来源：清科数据库、广发证券发展研究中心

图 25：2014-2019年间中信直投项目退出金额(亿元)



数据来源：清科数据库、广发证券发展研究中心

2.2.2 龙头券商资产运用收益率对比

如何实现稳定较高的资产收益率是证券公司未来发展的核心。因此接下来我们分析了证券公司主要耗资业务的资产收益率：

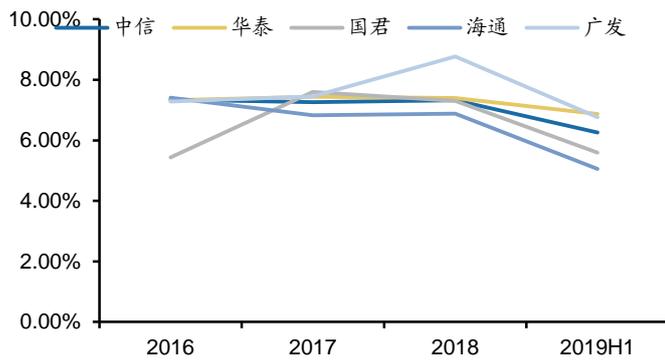
① 资本中介：整体收益率无明显差异（5%~7%），利率同质化

两融的收益率：由于各家券商的两融余额在2018年3月之后并没有再进行单独披露月度数据，因此我们采用年初余额/年终余额/年报余额算数平均计算年均两融资产收益率。

整体来看，当前头部券商融资融券业务资产收益率在5%~7%之间，各公司之间差异不大。从2019H1数据看，头部券商券商两融收益率均下滑，主要受市场竞争加剧，两融之间价格战影响。

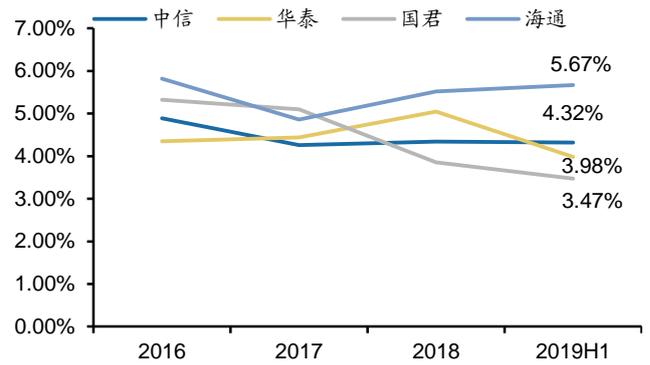
股票质押收益率（买入返售金融资产利息/买入返售金融资产）：头部券商买入返售金融资产收益率基本稳定在4%~6%之间，整体之间差异尚不明显。

图 26: 头部券商两融收益率



数据来源: 公司年报/半年报、广发证券发展研究中心

图 27: 头部券商买入返售金融资产收益率



数据来源: 公司年报/半年报、广发证券发展研究中心

②投资净收益: 年化收益率近几年仍然波动率较大, 龙头券商之间没有形成明显分化。未来有望通过投行资本化收益产生分化

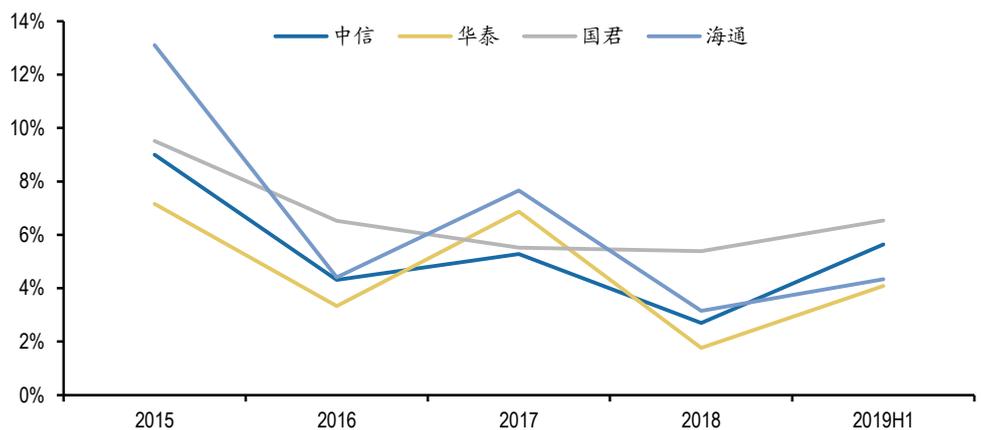
采用资产负债表的金融投资资产以及利润表中对应的投资净收益计算资产收益率。

2018年后金融投资=交易性金融资产+其它债权投资+其它权益工具投资;

2018年前金融投资=以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产

整体来看, 金融投资年化收益率近几年仍然波动率较大, 龙头券商之间没有形成明显分化。

图 28: 头部券商金融投资资产年化收益率



数据来源: 公司半年报、年报、广发证券发展研究中心

2018年国君证券处置国联安基金获得利润10.45亿元, 叠加2018年公司把握债券市场上涨机遇, 实现固定收益投资收益率大幅超过市场平均。

投行资本化：整体收益率居高不下

未来龙头券商有望通过投行资本化项目提升整体资产收益率，同时在资本化方面做的好的券商，有望通过此类资产的合理运用实现与同业资产收益率的差异化。

据清科数据不完全统计，从2014年至2019年9月底，几家龙头券商在直投项目上的收益率均超过100%，其中以IPO方式退出的项目收益率普遍在200%以上。其中以中信证券最为明显。

表 7：中信/华泰/国君/海通2014-2019退出项目收益率

	退出个数	金额	成本	收益率	IPO 退出	金额	成本	收益率
中信	72	119.25	42.22	182.48%	36	59.06	15.43	282.81%
华泰	15	67.63	22.84	196.11%	9	44.14	14.33	208.01%
国君	5	3.26	1.04	213.29%	5	3.26	1.04	213.29%
海通	77	66.70	21.73	206.92%	32	39.22	13.18	197.43%

数据来源：清科数据库，广发证券发展研究中心

注 1：中信证券包含：中信证券投资&金石投资

华泰证券包含：华泰创新投资&华泰紫金（ps：华泰创投为 19 年新设，尚无退出项目）

国泰君安包含：国泰君安创新投资&裕证投资（裕证尚无项目）

海通证券包含：海通创新证券投资&海通开元（以开元项目为主）

注 2：华泰证券主要是 2016 年 40 亿退出江苏银行（IPO）拉高整体值

注 3：数据为不完全统计，每家公司均有部分项目未披露投资金额与收益

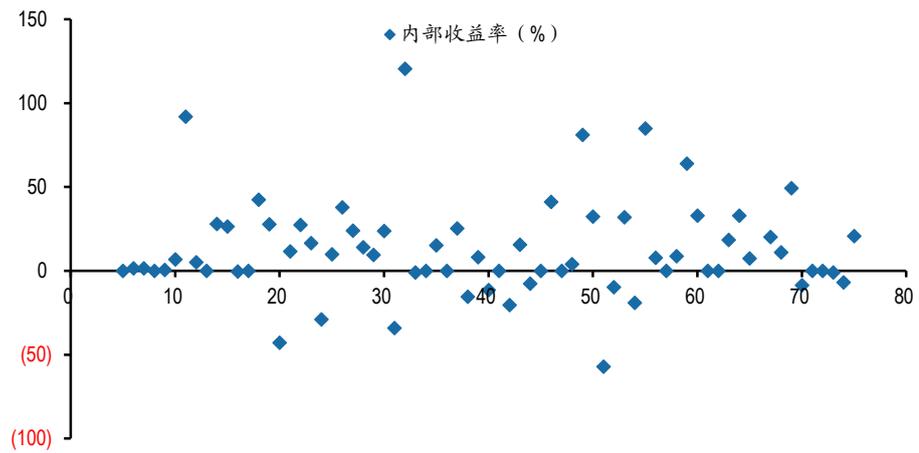
据清科私募通统计，中信证券证券旗下直投子公司（中信证券投资&金石投资）**2014-2019年共退出项目72个，合计退出金额119.25亿元，成本42.22亿元，综合收益率182.48%。其中以IPO方式退出的项目36个，合计退出金额59.06亿元，成本15.43亿元，收益率达282.18%。**

表 8：中信证券2014-2019退出项目收益率

退出方式	项目个数	金额	成本	收益率
IPO	36	59.06	15.43	282.81%
并购	19	37.55	15.53	141.78%
股权转让	15	21.77	10.81	101.31%
回购	2	0.87	0.44	97.00%

数据来源：清科数据库，广发证券发展研究中心

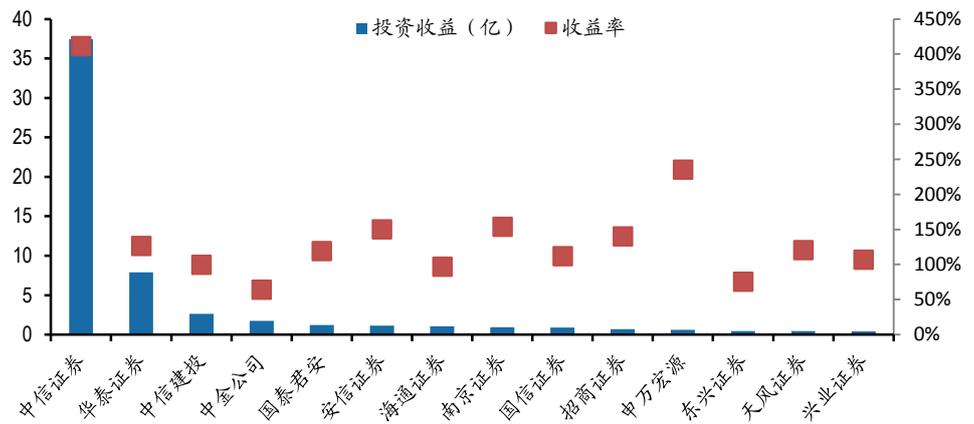
图 29: 中信证券退出的72个股权投资项目收益率 (%) 分布



数据来源: 清科私募通、广发证券发展研究中心

今年以来, 科创板为头部券商贡献了较大的直投以及跟投收益。其浮盈投资收益率(直投部分资产全部在以公允价值计量的交易性金融资产中, 齐变动计入当期损益)亦普遍在100%以上。

图 30: 截至9月底科创板跟投浮盈收益及收益率



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

③衍生品投资: 华泰衍生金融资产规模增加迅速, 中信收益率最高。

中信证券规模大、模式经验足、收益率高。近年来中信证券衍生品业务持续发展, 不断贴近市场需求, 扩大应用场景: 柜台产品业务进一步丰富挂钩标的和收益结构, 做市交易业务向多品种、多元化方向发展, 上证50ETF期权做市持续排名市场前列。始终能保持客户群体广泛、产品供给丰富、收益相对稳定的业务形态。

华泰证券自2018年8月获得场外期权一级交易商资质后规模快速增加, 据中国证券业协会场外证券业务开展情况报告: 截至2019年7月末, 全市场场外衍生品存续明细本金3644.88亿元, 其中华泰证券以700.70亿元位列第三, 单月新增名义本金535.73亿元, 位行业第一。

表 9: 头部券商衍生金融资产收益率

	年均衍生金融资产 (亿元)			衍生金融资产收益率 (%) (处置及持有衍生金融资产收益/资产)		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
中信	67.35	45.08	86.61	7.04	-7.65	24.80
华泰	4.59	2.28	13.74	13.91	4.98	3.78
国君	1.70	2.09	4.26	2.92	-1.50	8.11
海通	40.81	33.07	19.89	-8.44	-0.16	-0.55

数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

注: 年均衍生金融资产=年初、年中、年末衍生金融资产加权平均

2.2.3 从美国看中国, 我们认为未来有三条资产运用方向

① 融资融券业务: 从规模和结构看有较大发展空间。

1) 从规模看, 两融余额占总市值的比重仍有较大增长空间。

当前我国两融业务整体占A股总市值比重低, 2015年牛市下上升到3.27%的高点后回落, 在1.5%-2%之间波动, 而美国近十年维持在2%-3%之间。

2) 从结构看: 我国当前融券市场亟待发展。

市场整体两融业务中融券业务规模过小。截至当前沪深两市融资融券余额中融券仅占1.39%, 且近年来长期处于1%以下。从海外经验来看融券余额常在两融余额的20%-30%之间, 2018年年底美国融券余额占两融余额的25%。

图 31: 美国融资融券余额 (百万美元)

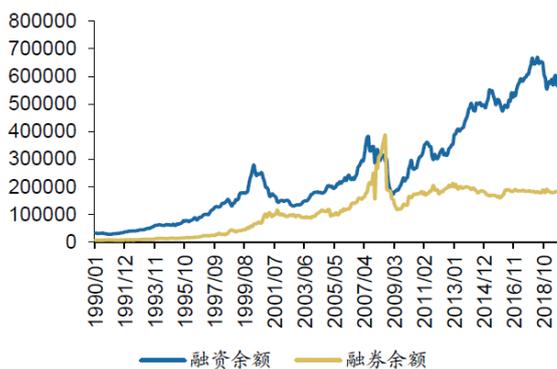


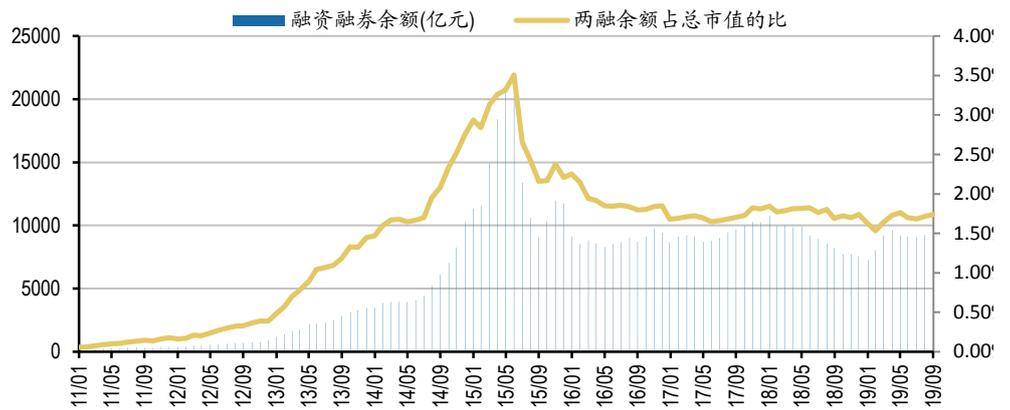
图 32: 美国两融余额占总市值的比重



数据来源: SEC、广发证券发展研究中心

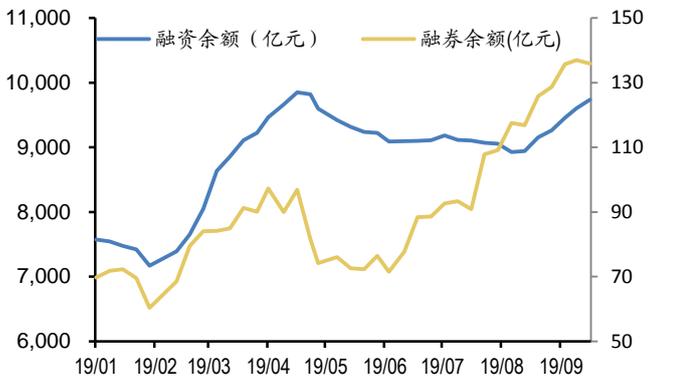
数据来源: SEC、广发证券发展研究中心

图 33: 我国两融余额及其占总市值比



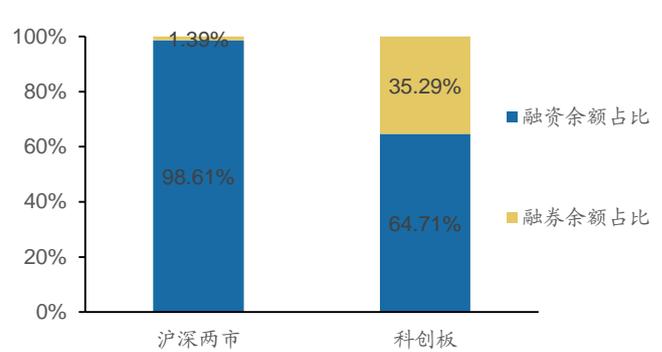
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图 34: 我国融资融券余额



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图 35: 截至当前我国两融分布较为不均



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

② 投行资本化:

海外的经验表明, 投行资本化业务可以提供稳健的收入来源, 贡献收入 20%-30%。其中, 投行业务贡献约 15%-20%, 私募股权基金贡献约 5%-10%。

从美国证监会数据看, 美国证券公司 (broker-dealers) 收入构成中, “承销业务收入” (profits from underwriting and selling groups) 在总收入中占比在 5%-11%, “通过出售投资公司份额” (revenues from sale of investment company shares) 在总收入中占比在 6%-8%。以 2016 年末数据统计, 当年行业实现营收 2787 亿美元, 其中承销业务收入 269 亿美元 (占比约 10%), 出售投资公司份额实现收入 204 亿美元 (占比 7%), 另有部分并购重组业务收入及管理私募股权基金获得管理费收入与超额收益未具体列示, 估算当年投行及投行资本化业务合计对行业整体营收贡献超过 20%。

从高盛看: 自 2009 年后股权投资业务收入对收入占比稳步增长, 2018 年高盛股权投资业务收入实现 45 亿美元, 占总收入比为 12.17%。

图 36: 美国证券业投行及其资本化业务收入(亿美元)

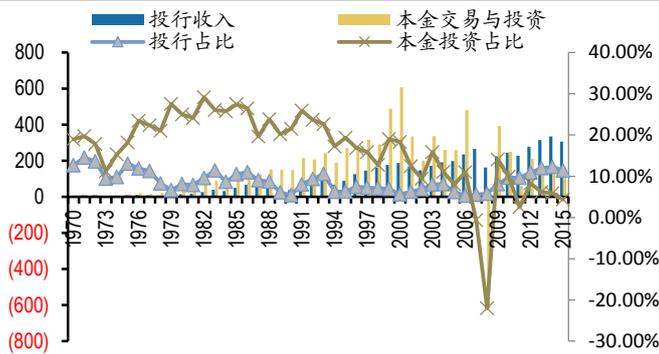
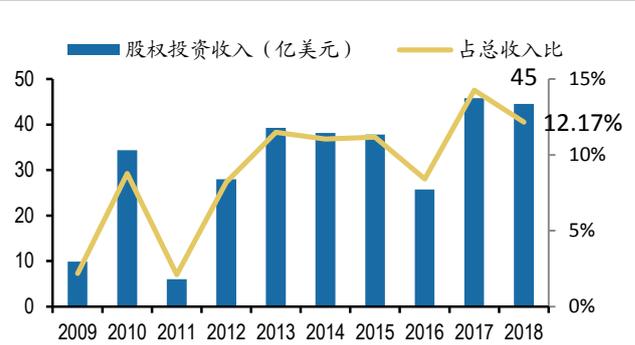


图 37: 高盛私募股权投资业务收入(亿美元)



数据来源: SEC、广发证券发展研究中心

数据来源: 高盛年报、广发证券发展研究中心

我国正在大力发展直接融资以及私募股权投资业务

1) 未来注册制稳步推进, 有望落地创业板。注册制在科创板试验田中试行后, 推广的政策信号明确, 8月公布的《中共中央国务院关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》明确提出: “提高金融服务实体经济能力, 研究完善创业板发行上市、再融资和并购重组制度, 创造条件推动注册制改革。”此次改革座谈会力图打造良好的内外部环境, 包括加大法治供给、畅通多元化退市渠道等。以注册制扩容为中轴, 补齐资本市场体系短板。联动创业板与新三板, 推进创业板改革, 加快新三板改革, 选择若干区域性股权市场开展制度和业务创新试点。

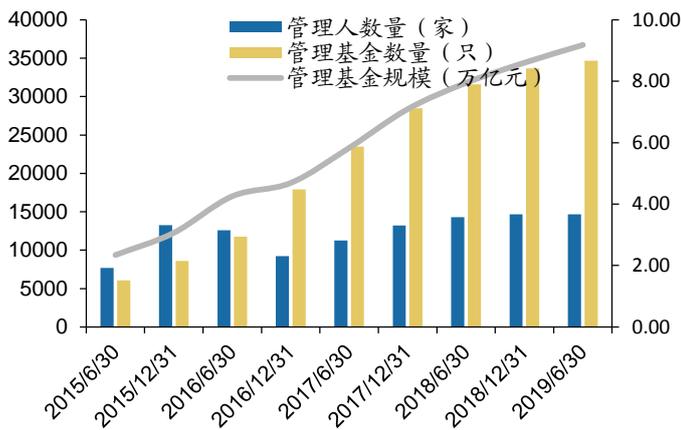
9月证监会在京召开全面深化资本市场改革工作座谈会。提出了当前及今后一个时期全面深化资本市场改革的12个方面重点任务。其中首要任务即为充分发挥科创板的试验田作用, 总结推广科创板行之有效的制度安排, 稳步实施注册制, 完善市场基础制度。

2) 政策大力推进私募股权投资业务发展

10月17日, 证监会主席易会满主持召开私募股权和创投基金座谈会, 会议主题为大力发展股权投资基金、为经济高质量发展注入新动能。会议指出, 私募股权基金已经成为促进新旧动能转换的“发动机”、推动经济结构优化的“助推器”、优化资源配置的“催化剂”和服务实体经济发展的“生力军”。

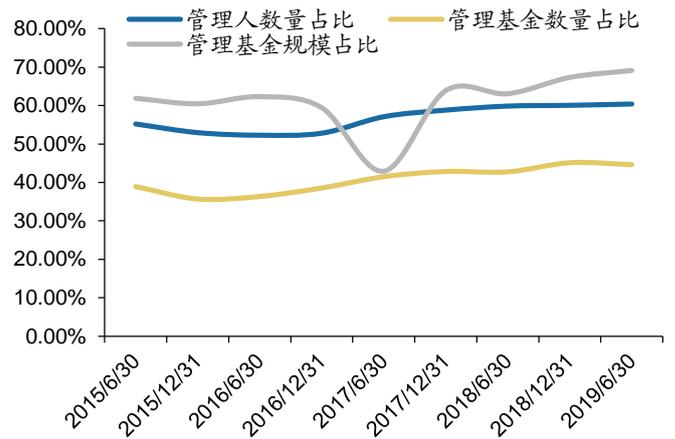
会议强调, 要遵循私募股权基金发展规律, 补短板, 强监管, 守底线, 促发展。推动完善私募股权基金税收政策和中长期资金投资私募股权基金的政策规定。在此阶段, 私募股权基金行业正面临难得的发展机遇。①从投资环节看, 我国正加快科技创新, 深化供给侧结构性改革, 将带来大量投资机会; ②从退出环节看, 全面深化资本市场改革正积极推进, 创业板改革、新三板改革以及发行、上市、交易等基础制度改革的陆续实施, 将提供更加便捷、丰富的退出选择。

图 38: 私募股权投资与创投基金情况



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图 39: 私募股权投资与创投基金指标占比



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

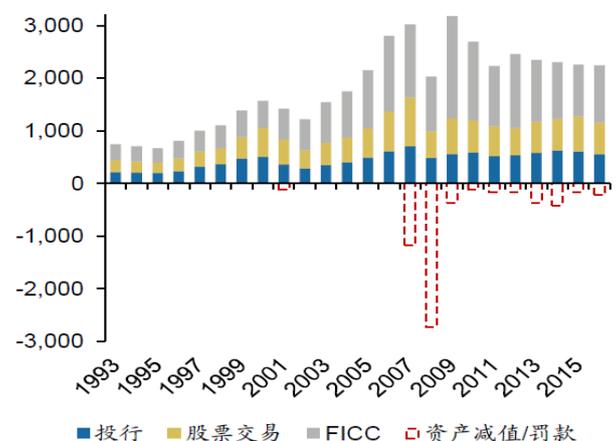
③衍生品:

海外经验表明, 衍生品业务是投行利用资产负债表盈利的重要方式, 规模效应明显、收益率高; 其在投行财务报表上: 资产以及收入利润均占据较大比重。

行业内 FICC 业务收入占比高:

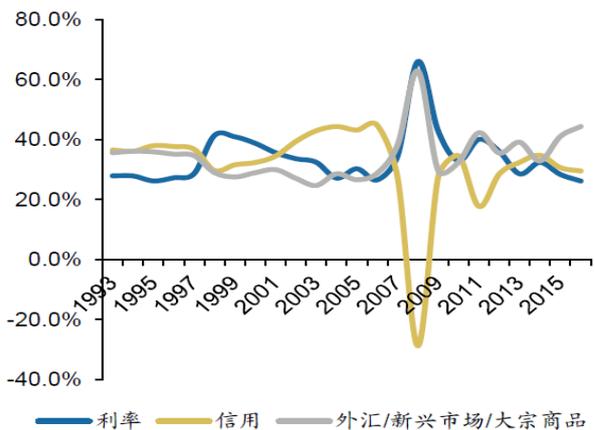
根据彭博数据统计的美国批发银行 (主要由大型投行构成) 数据: 1993-2016 年美国投行 FICC 类业务合计年平均收入达到 1055 亿美元, 在总营收中平均占比高达 55.6%。2018 年高盛衍生品资产规模按公允价值计算为 4078 亿美元, 占总资产比重达 47.4%, 摩根士丹利衍生品资产规模按公允价值计算为 2886 亿美元, 占总资产的比重 33.8%。

图 40: 私募股权投资与创投基金情况



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 41: 私募股权投资与创投基金指标占比

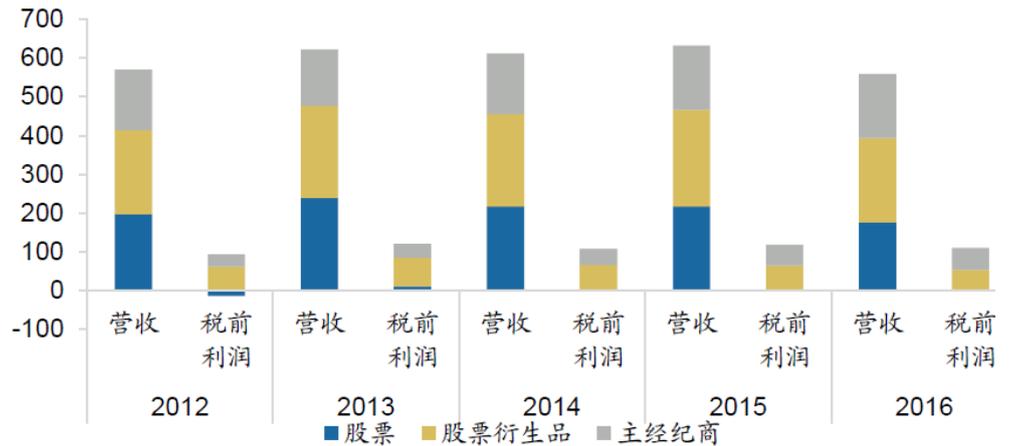


数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

行业内股票交易收入多数来源于衍生品业务:

国际投行股票交易税前利润近50%来自衍生品交易。根据BCG统计数据,全球最大的35家批发银行中,股票交易收入规模在2012-2016年间稳定在559-632亿美元区间,其中近4成来源于股票衍生品业务,但从税前利润上看,五年间股票衍生品业务税前净利润贡献度达50%,主要是股票衍生品交易业务效益较好,税前利润率约25-30%,可以说股票业务交易中,投行主要盈利来自衍生品交易。

图 42: 全球最大的35家投行, 衍生品利润占股票交易税前利润的较大部分

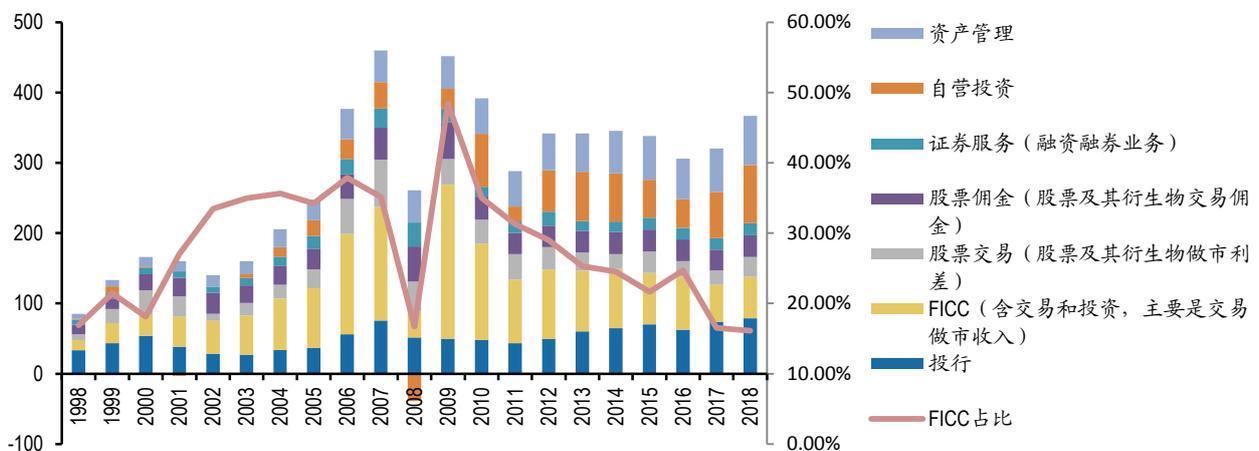


数据来源: BCG、广发证券发展研究中心

注: 数据范围为BCG统计全球最大的35家批发银行数据

以高盛的收入结构看, 2018年FICC业务贡献收入59亿美元, 占比16.12%; 另外股票及其衍生品交易佣金31亿美元, 做市利差28亿美元, 合计占比16.12%。

图 43: 高盛收入结构



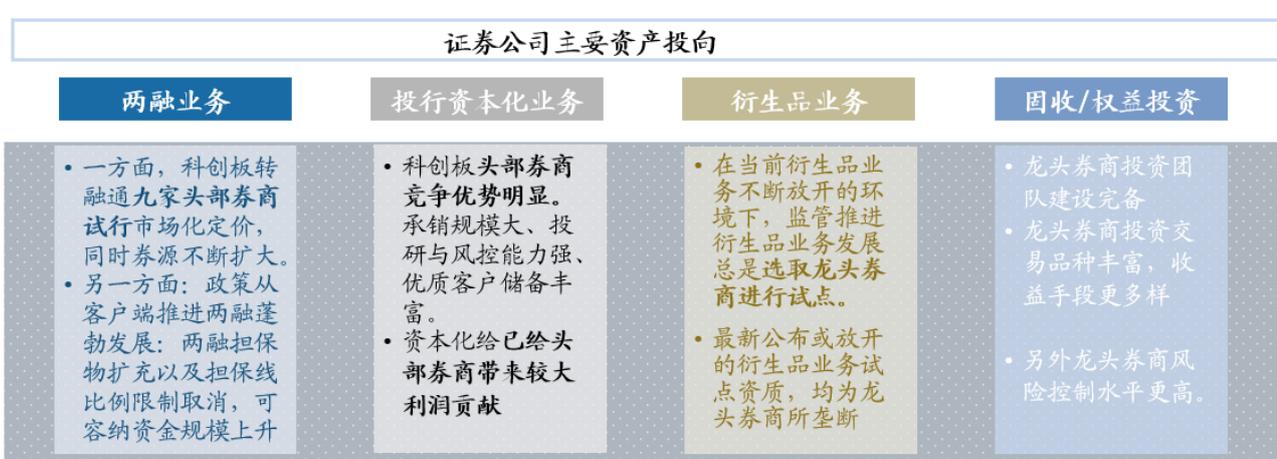
数据来源: 高盛年报、广发证券发展研究中心

我国衍生品市场通过多年的发展已初具规模，业务类型、功能定位和监管体系已经基本形成，产品数量和数量日益丰富。场内衍生品方面：股指期货逐步放宽，发展空间广阔；期权稳步扩容，势头良好。场外衍生品方面：权益类以及FICC类均有较大规模回升。随着对外开放推进，场内外衍生品市场上创新衍生产品推陈出新，市场机制不断完善，衍生品市场规模将进一步扩充。

2.2.4 各项资本金业务的未来发展对比：龙头券商更为有利

而两融、投行资本化、衍生品这几个方面从当前发展环境看，均是龙头券商的发展更加有利。

图 44：两融、投行资本化、衍生品等业务方面，政策明显向龙头倾斜



数据来源：广发证券发展研究中心

①两融业务：中信华泰等在科创板上表现较好的券商具有优势，即科创板转融通。

一方面，科创板转融通九家头部券商试行市场化定价，同时券源不断扩大。

1) 公募基金参与，券源不断扩大。

制约我国融券业务规模发展限制的一个很大因素在于券源不足，6月推出的《公开募集证券投资基金参与转融通证券出借业务指引(试行)》，放开了公募基金特别是指数基金开通转融通业务，规定符合条件的公募基金、社保基金、保险资金等机构投资者以及参与科创板发行人首次公开发行的战略投资者，都可以作为出借人，通过约定申报和非约定申报方式参与科创板证券出借。

转融通证券出借业务资质的公募基金分别是：华夏基金、易方达、南方基金、华安基金、博时基金和富国基金、嘉实（第一批）、汇添富、华泰柏瑞、招商基金（第二批）共10家。

2) 转融通市场化费率试点龙头券商：

细则还提出：为提升出借人和借入人参与科创板转融券业务的意愿，满足参与者双方多样化需求，在科创板推出市场化的转融券约定申报方式，引入市场化的费率、期限确定机制，并降低保证金比例及科创板转融券约定申报的费率差。

监管对转融通市场化定价选择了9家券商进行试点，具有资质的包含：中信、中信建投、银河、海通、申万、国君、华泰、国信、招商。

在融资融券市场上，对于出借人战略投资者来说，市场化费率可能达到8%—10%，而非市场化费率仅有1.5%—2%，因而更倾向于向9家有权限实行市场化费率、市场化期限的头部券商出借券源。

另一方面：政策从客户端推进两融蓬勃发展：两融担保物扩充以及担保线比例限制取消，可容纳资金规模上升

国内融资融券业务各方面的限制也在逐渐放开。8月8日证金公司整体下调转融资费率80个基点；8月9日沪深证券交易所修订《融资融券交易实施细则》，证监会修订《证券公司风险控制指标计算标准》。

一是取消了最低维持担保比例不得低于130%的统一限制，交由证券公司与客户自主约定最低维持担保比例。

二是完善维持担保比例计算公式，除了现金、股票、债券外，客户还可以证券公司认可的其他证券等资产作为补充担保物，增强补充担保的灵活性。

三是将融资融券标的股票数量由950只扩大至1600只。标的扩容后，市场融资融券标的市值占总市值比重由约70%达到80%以上，中小板、创业板股票市值占比大幅提升。

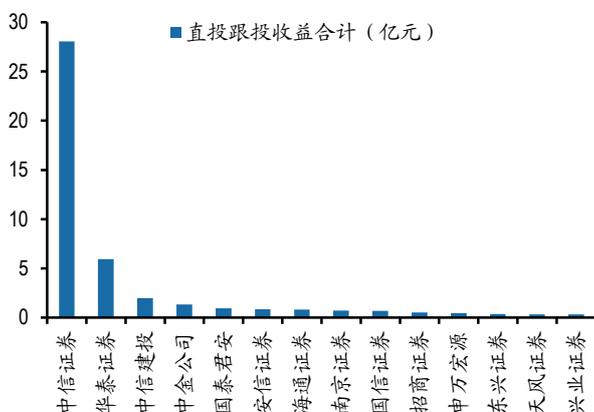
② 投行资本化业务：从科创板看，龙头集中的效应已比较明显。

从科创板看，投行资本化给已给头部券商带来较大利润贡献

科创板头部券商竞争优势明显，承销规模大、投研与风控能力强、优质客户储备丰富。截至9月底，29家科创板企业已经发行上市；共计124家企业处于审批流程中，参与及担任主要承销方的中外券商共计47家，承销家数排序为，中金公司18家、中信建投17家、中信证券14家、华泰证券10家、国信证券10家。

科创板投行资本化给头部券商带来较大收益。

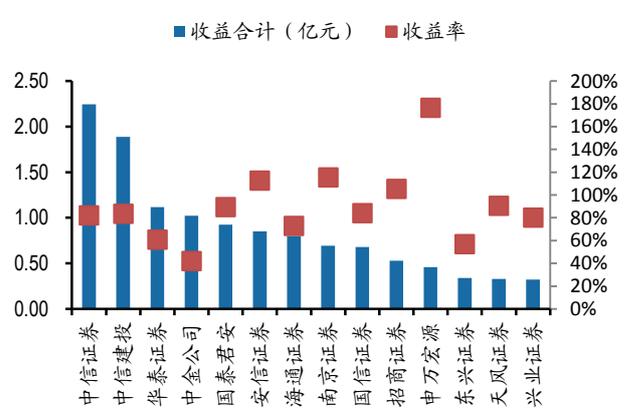
图 45：科创板直投及跟投为头部券商贡献较大浮盈



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注：计算方式：每家公司主承销科创板项目直投+跟投股权9月底市值/投资成本

图 46：仅计算跟投浮盈收益



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注：计算方式：每家公司主承销科创板项目跟投股权9月底市值/投资成本

③衍生品业务:

在当前衍生品业务不断放开的环境下，**监管推进行衍生品业务发展总是选取龙头券商进行试点。**

2018年8月1日，中国证券业协会发布了场外期权业务交易商名单公告：其中**一级交易商**：广发、国君、华泰、招商、中金、中信建投、中信；**二级交易商**：财通、东方、东吴、国信、海通、平安、申万、浙商、银河。

在业务操作上：

一级交易商可以在沪深证券交易所开立场内个股对冲交易专用账户，直接开展对冲交易。一级交易商应当根据自身合约设计要求及标的范围确定是否接受二级交易商的个股对冲交易。

而二级交易商仅能与一级交易商进行个股对冲交易，不得自行或与一级交易商之外的交易对手开展场内个股对冲交易。同时，二级交易商应确保其与对手方和一级交易商分别达成的个股期权合约挂钩标的、合约期限、合约规模、收益结构等交易要素基本保持一致。

2019年2月，证监会发布《关于支持证券公司开展信用衍生品业务、服务民营企业债券融资的通知》，鼓励具备场外期权交易商资质的券商申请开展信用衍生品业务，打开券商信用衍生品业务闸门。根据通知，信用衍生品业务申请条件包括：1) 具备场外期权交易商资质（包括一级交易商和二级交易商）；2) 近一年开展场外期权业务没有发生过重大风险。**截至2019年7月底**，已有**11家券商**获取业务资格，包括**中信证券、华泰证券、中金公司等7家一级交易商**，以及**浙商证券、国金证券、长城证券和方正证券等4家二级交易商**。

2019年5月，中金所发布《关于公布国债期货做市商名单的公告》，**8家证券公司**成为国债期货做市商，分别是：**招商证券、华泰证券、中信证券、东方证券、天风证券、申万宏源、中国银河以及国金证券**

表 10: 最新公布或放开的衍生品业务资质均仅向少数头部券商试点

时间	品种	类型	资质名单
2018年5月	股指期货	上证50ETF主做市商	中信、华泰、国泰君安、海通、广发、东方、光大、国信、招商、中泰、一级交易商
2018年8月	场外期权	二级交易商	中金、中信、华泰、国君、广发、中信建投、招商、海通、财通、东方、东吴、国信、平安、申万、浙商、银河
2019年2月	信用衍生品	业务资质	中金、中信、华泰、国泰君安、广发、中信建投、招商
2019年5月	国债期货	做市商	中信、华泰、招商、东方、天风、申万宏源、银河、国金

数据来源：中国证券业协会、中国期货业协会，广发证券发展研究中心

何种证券公司具有更好的运用其资产端的可能呢？证券公司为何称之为“投资银行”？其核心仍然是在于**投行业务的本源作用以及投资水平的提升。**

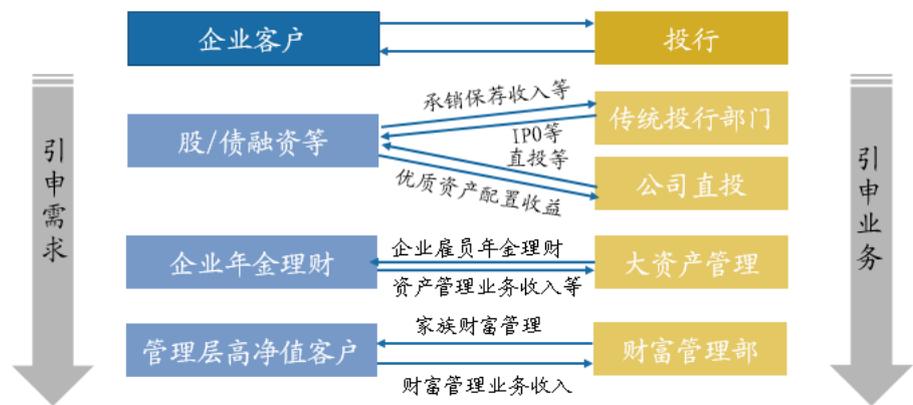
2.3 投行运作能力扩大

2.3.1 投行是证券公司的本源业务

我们认为：在资本的运用过程中，核心总是投向实体企业；投行能力在较大程度上决定了其资产的终端运用质量。只有把握住优质企业客户，方能为之后资产的投入获取更大的收益。

未来实业和投行均会向头部集中，把握优质客户方式业务本源，以投行能力作为突破口，打开未来优质资产配置之门。未来市场化定价的发展对投行能力的要求进一步提升，无论是企业还是投行均会愈加分化，投行能力强的证券公司能够把握住优质的企业，对公司资产的运用提供了较好的渠道。

图 47：优质的企业客户是重要的资产配置之源



数据来源：广发证券发展研究中心

2.3.2 现有投行能力对比

据wind统计显示，中信证券无论在股权（IPO+再融资）还是债券承销方面一直处于一个稳定的优势地位，且其单个项目规模大，多为优质客户。

表 11：头部券商投行实力对比

	承销金额（股权+债权+ABS）排名				家数排名			
	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
中信	2	1	1	1	3	1	1	2
华泰（华泰+联合）	4	6	7	5	5	6	15	6
国君	3	4	5	4	2	5	5	4
海通	6	8	8	6	8	4	3	3

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

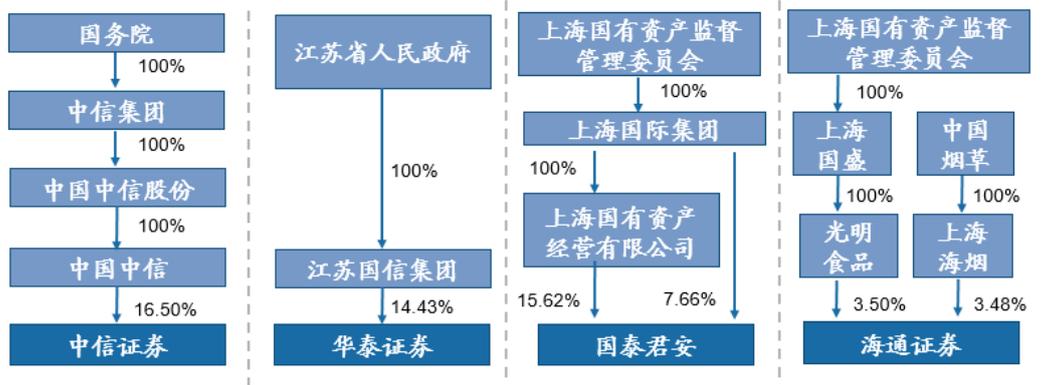
2.3.3 未来投行能力发展

1) 资源禀赋:

龙头券商多为国资控股背景，其产业资源优势丰富。

中信证券大型客户资源积累效应强：中信证券投行业务覆盖金融、能源、基础设施与房地产、装备制造、信息传媒、医疗健康及消费行业的龙头企业，客户覆盖超过6,000家，上市公司客户超过1,600家。

图 48: 头部券商股东结构对比



数据来源：各公司 2019 年半年报、广发证券发展研究中心

2) 投行治理（产业链布局）:

据公司年报及官网信息：几家龙头券商均已经完成了从区域组向专业化行业组转型，形成以客户为中心的“行业+区域+产品”。

中信：股权融资业务体系（行业组）+债权业务体系（债券承销+ABS业务线）+并购重组业务线。

华泰：“客户经理+行业专家+产品专家”的大投行运作模式。行业组+产品线

国君：行业群组+产品线（股+债+并购+abs）矩阵式合作。

海通：股权融资（区域组）+债券融资线（区域组）+并购产品线+新三板产品线

广发：股权融资（区域组+行业组）+债券融资（区域组）+并购线+ABS线

三、从高盛大摩看如何给成长期投行估值？

3.1 高盛大摩盈利增长趋于稳定，成长期值得给予更高的估值

在2000年海外投行营收增长期间，大型投行估值普遍在2.00XPB以上。

21世纪初至2007年金融危机之前，美国证券业FICC、股票交易、本金投资等买方业务不断发展，推动证券行业营业收入不断增长。

高盛2000~2006年营业收入自166亿美元快速增长至377亿美元；主要是由于其中FICC+股票交易(股票及衍生品做市利差)+自营投资合计的买方业务收入不断增长，自66.27亿美元增长至220.44亿美元，占比自39.95%提升至58.53%。在此期间其PB估值可以维持在2.01至2.78倍之间。

大摩2002~2006年营业收入自191亿美元快速增长至339亿美元，交易+利息+投资合计的买方业务收入自85.90亿美元快速增长至166.86亿美元；占比自38.86%提升至49.28%。在此期间其PB估值可以维持在2.03至3.75倍之间。

图 49: 高盛大摩PB估值

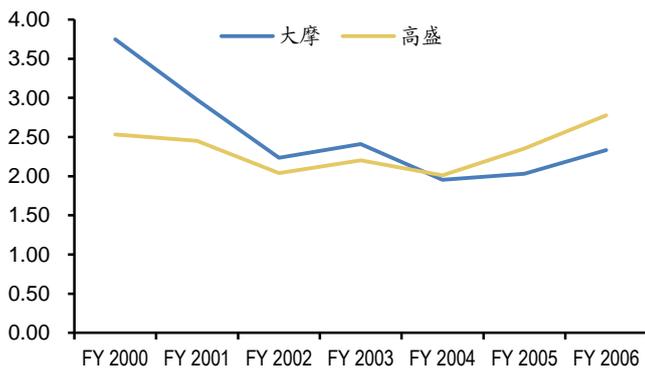
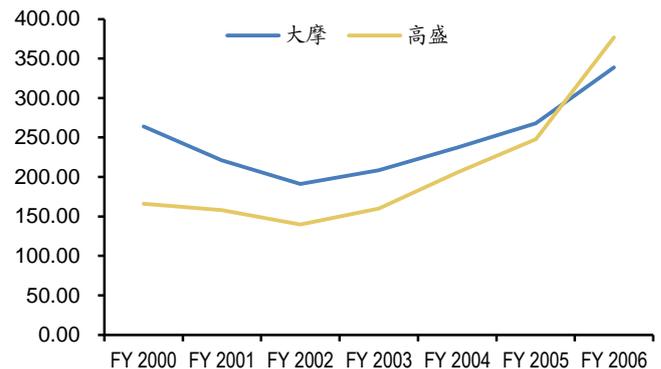


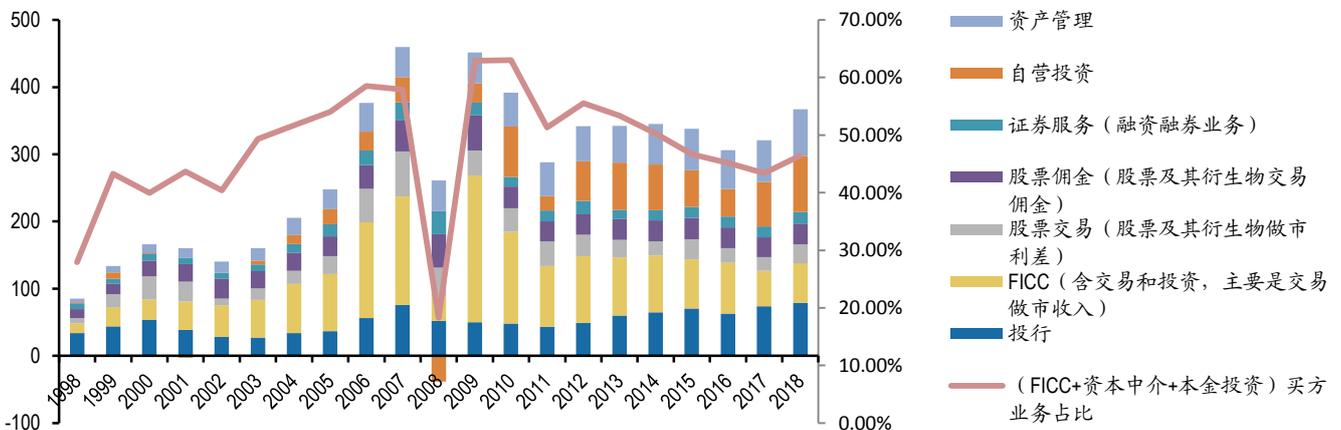
图 50: 高盛大摩营业收入 (亿美元)



数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

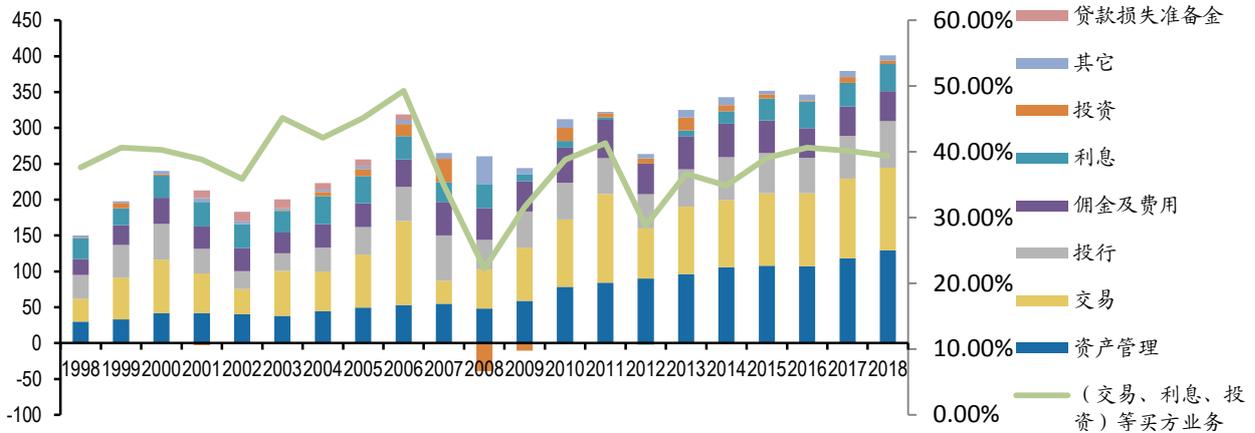
数据来源: Bloomberg、广发证券发展研究中心

图 51: 高盛的买方业务收入 (亿美元) 占比在2000~2006年间不断增加



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图 52: 大摩的买方业务收入 (亿美元) 占比在2000~2006年间不断增加



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

3.2 国内龙头券商未来盈利增长更加稳定，步入成长期值得更高估值

今年以来金融对外开放不断加速，金融供给侧改革深入推进，科创板及注册制等基础制度建设以及证券业创新业务不断落地。尤其是8月份以来，国务院、深改委、证监会多次重量级会议均提及“深化资本市场改革”，对资本市场及中介机构在服务实体经济中的战略地位不断拔高。监管旨在打造一个有活力有韧性的资本市场。

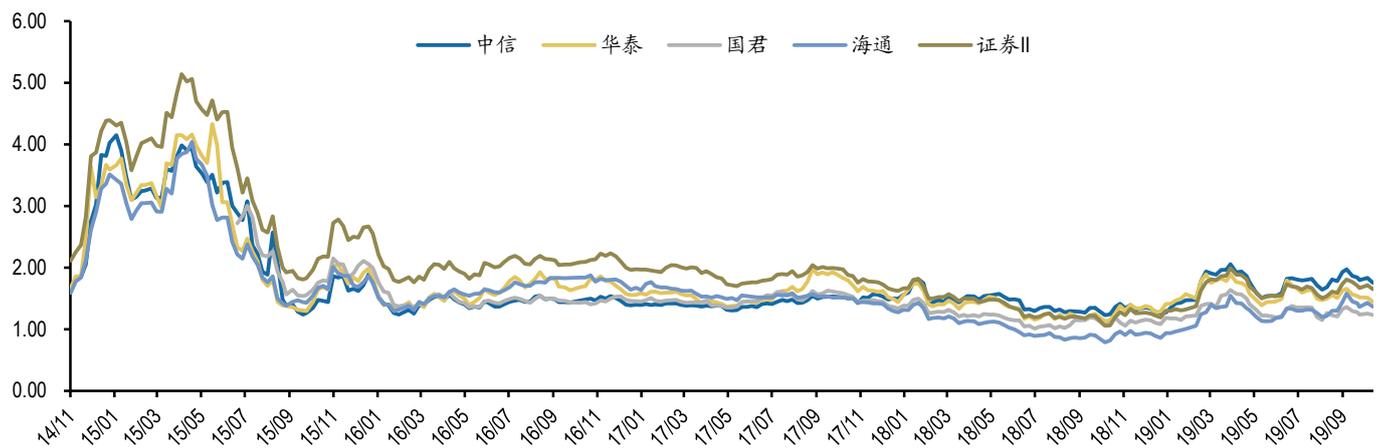
何为有韧性？

我们认为只有未来随着投行资本化、衍生品、两融等高ROA以及重资本的业务不断发展，国内证券行业收入格局将逐渐优化；实现稳定可预期增长方为“有韧性”。

9月资本市场深改座谈会提出12条重点内容，亦主要围绕推动证券公司高ROA业务的发展进行规范推进：①投行业务再发展：稳步实施注册制，专业化能力得到体现有望实现服务溢价和竞争力巩固；松绑再融资，并购重组广阔业务将得以提振；发展投行资本化，私募股权业务迎来收获期助力业绩增厚。②信用业务均衡发展：政策改革利好融资融券，措施配合化解股质风险。③衍生品扩容：鼓励期权期货产品不断创新并松绑交易规则，FICC类衍生品逐渐起步，弥补国内券商与国际顶级投行的差距。

我们认为在当前证券行业发展拐点来临，龙头经营分化的开端；大型龙头券商的估值仍处在较低水平。

图 53: 当前国内上市券商估值 (PB(LF)) 水平



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

附表1: 美股和港股可比公司估值情况

市场	公司	股票代码	股价 (元)	EPS(元)			PE (倍)			PB (倍)		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
美股	摩根士丹利	48.66	4.81	4.87	5.51	8.30	9.99	8.83	1.14	1.00	1.04	48.66
(USD)	高盛集团	223.29	25.53	23.11	25.08	8.20	9.66	8.90	1.04	1.00	0.93	223.29

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 表中估值情况按最新收盘价计算; 盈利预测数据来自 Wind 一致预测; 美股股价和 EPS 单位为美元。

投资建议

资本市场改革正持续推进, 我们长期看好创新业务推进与交易量放大所带来的证券板块的投资性机会。关注两个核心催化剂: 一是中长期经济下行压力尚存, 逆周期政策推出, 将通过利率下行、交易量放大、风险偏好提升等链条作用于券商, 有望带来贝塔收益。此外制度建设完善及支持股权融资有利于进一步激发市场活力。二是行业监管政策鼓励创新, 释放活力, 带来新利润增长点, 有望带来阿尔法收益。

建议关注龙头企业: 中信证券(600030.SH)/(06030.HK)、华泰证券(601688.SH)/HTSC(06886.HK)等。

风险提示

市场风险事件包括经济增速放缓、利率波动影响、行业竞争加剧等; 公司经营业绩不达预期, 爆发重大风险及违约事件等。

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：资深分析师，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。
- 文 京 雄：资深分析师，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：资深分析师，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：资深分析师，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) 广发证券在过去 12 个月内与国信证券(002736)公司有投资银行业务关系。

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。