



Research and
Development Center

资本市场改革带来券商成长逻辑

证券行业 2020 年投资策略

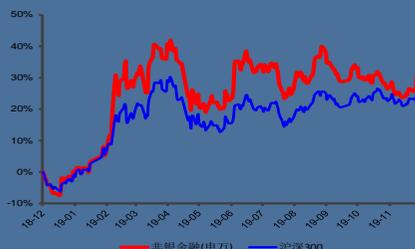
2019 年 12 月 16 日

程远 行业分析师

证券研究报告

行业研究——投资策略

非银行金融行业



程远 行业分析师

执业编号: S1900519100002

联系电话: (010) 83326755

邮箱: chengyuan1@cindasc.com

王舫朝 联系人

联系电话: (010) 83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

资本市场改革带来券商成长逻辑

2019年12月16日

本期内容提要

- **为什么资本市场需要改革。**十一届三中全会以后,我国实行“双轨制”金融体系,一方面支持国有经济,维护经济稳定;一方面支持非公有制经济,提高效率。在我国集中储蓄做投资的特定时期,带有政府意志的“银行导向型”金融体系发挥了重要作用,创造了“中国奇迹”。但2008年金融危机后,中国的经济发展出现了变化,“中等收入陷阱”的问题摆在眼前。现行金融体系无法满足来自于居民、企业和政府三方面的要求,并造成了“金融绕道”。为助力产业升级,资本市场改革迫在眉睫
- **对证券业务条线影响分析。**

股债双管齐下保障企业直接融资。借鉴美国经验并结合中国实际,在我国经济转型、产业升级的大背景下,提高直接融资比例,发展股权融资、债券融资是有力保障。光速设立科创板并试点注册制、并购重组新政落地、再融资“松绑”等政策利好,为券商投行股权融资业务带来业务增量。同时,创新债券融资如高收益债券、资产支持证券等也有望快速发展。2020年将成为投行大年,由于集中度较高,龙头券商将显著受益。

衍生品扩容解除长线资金后顾之忧。衍生品业务不仅是中外投行的明显差距所在,也是长线资金的核心诉求。2018年来松绑股指期货后,衍生品进一步扩容,市场规模显著增加,未来仍将持续高速发展。由于衍生品对券商资本金和硬核实力要求较高,且先发券商有品牌和客户优势,带来龙头券商增量利润。
- **估值及投资建议。**证券行业一直被诟病ROE低,“靠天吃饭”,而现在关系到中国经济能否摆脱“投资要素驱动”的“多层次资本市场改革”将为龙头券商带来增量利润和成长逻辑。当前行业PB仅为1.7X,低于历史中枢,建议关注中信证券(600030.SH)、中信建投(601066.SH),中金公司(3908.HK),国泰君安(601211.SH)等。
- **投资评级:** 投行和衍生品业务条线带来增量利润,提升行业ROE,给予看好评级。
- **风险因素:** 中国经济超预期下滑,中美关系急剧恶化,金融监管政策收紧。

目录

一、为什么资本市场需要改革.....	2
(一) 我国现行金融体系曾发挥重要作用.....	2
(二) 经济环境发生变化.....	2
(三) 金融难以满足实体经济需求.....	4
二、对证券行业业务条线影响分析.....	7
(一) 投行股债“双管齐下”保障直接融资.....	9
(二) 衍生品扩容解决长线资金后顾之忧.....	18
三、估值及投资建议.....	23
四、风险因素.....	24

表目录

表 1: 提及资本市场改革“重量会议”.....	7
表 2: 前五名保荐机构跟投浮盈.....	12
表 3: 并购重组、再融资松绑主要相关政策.....	13

图目录

图 1: 我国银行资产占比较高.....	2
图 2: 银行部门提供的信用与股市市值之比.....	2
图 3: 我国步入人均中上收入国家序列(右轴单位: 元).....	3
图 4: 我国金融体系对创新经济的支持有待改善.....	3
图 5: 消费对经济增长贡献超过投资和净出口.....	4
图 6: 经济进入服务业化进程.....	4
图 7: 我国进入“老龄化”时代.....	4
图 8: 储蓄率、投资率 2010 年见顶.....	4
图 9: 储蓄占居民可投资资产比例超过 60%.....	5
图 10: 美国居民养老金和公司股票占比超过一半.....	5
图 11: 中国直接融资占比远低于美国.....	5
图 12: 我国城镇化率仍有提升空间.....	6
图 13: 我国金融体系对创新经济的支持有待改善.....	6
图 14: 源于银行体系的非标盛行.....	7
图 15: 中国居民资产配置多与房地产相关.....	7
图 16: 券商行业收入结构出现较大改变.....	8
图 17: 头部券商收入结构更合理.....	8
图 18: 前十个月上市券商净利润增速.....	8
图 19: 美国先进制造和高端服务在 GDP 中的占比(百万美元, %).....	9
图 20: 股权融资占非金融总融资比重.....	9
图 21: 1975-2008 美国证券行业营收及 ROE(百万美元, %).....	10
图 22: 美国证券行业营收及在 GDP 中占比.....	10
图 23: 2010-2018 创业投资基金投资金额及增速.....	11
图 24: 2010-2018 创业投资基金投资金额/社会融资总额占比.....	11
图 25: 传统股权承销费率远低于科创板发行费率 5.57%.....	12
图 26: 中、美龙头券商私募股权投资业务占比.....	12
图 27: 2018 年头部券商直投子公司 ROE 高于行业平均.....	12
图 28: 2010-2019 并购重组规模及券商财务顾问收入.....	14
图 29: 投行并购重组及再融资集中度.....	14
图 30: 近年来我国债券市场发展较快.....	14
图 31: 2019 中国债券市场 AAA 和 AA+ 占比 87.33%.....	14
图 32: 2013-2018 券商债券承销费率降低.....	15
图 33: 美国公司债及占比.....	16
图 34: 中国公司债及占比.....	16
图 35: 1996-2019 美国高收益债市场发行量.....	16
图 36: 美国住房抵押贷款支持证券发展, 证券化率达 60%.....	17
图 37: 美国债券市场交易量.....	17
图 38: 2013-2018 中国资产支持证券规模.....	18
图 39: 中国信贷资产证券化率不足 6% 远低于美国.....	18
图 40: 我国衍生品市场.....	18
图 41: 2017 年以来三大股指期货交易量回升迅速(万手).....	19
图 42: 50ETF 期权持仓量交易活跃(万张).....	19

图 43: 我国收益互换和场外期权发展情况	20
图 44: 互换和期权 CR5 占比较高	20
图 45: 六大券商名义本金分配和同比增速	21
图 46: 高盛衍生品各项规模 (单元: 十亿美元)	21
图 47: 高盛 FICC 收入占比高于股票衍生品	21
图 48: 近一年行业和中信、建投月新增期权名义本金规模	23
图 49: 高盛衍生品各项规模 (单元: 十亿美元)	23
图 50: 证券行业历史估值	24

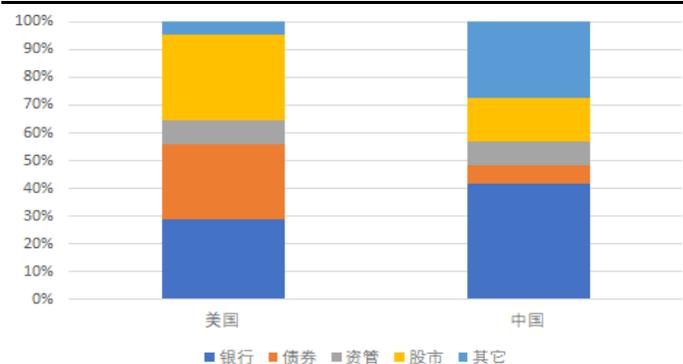
一、为什么资本市场需要改革

(一) 我国现行金融体系曾发挥重要作用

金融体系分为商业银行导向型和资本市场导向型两大类，前者主要由银行进行资金配置，例如德国和日本；后者由资本市场承担主要融资功能，典型代表为美国和英国。从这个角度划分，我国金融体系属于商业银行导向型，银行资产在我国金融资产中占比较高。同时由于我国商业银行多为国有资本控股，“看不见的手”体现了更多政府意志。

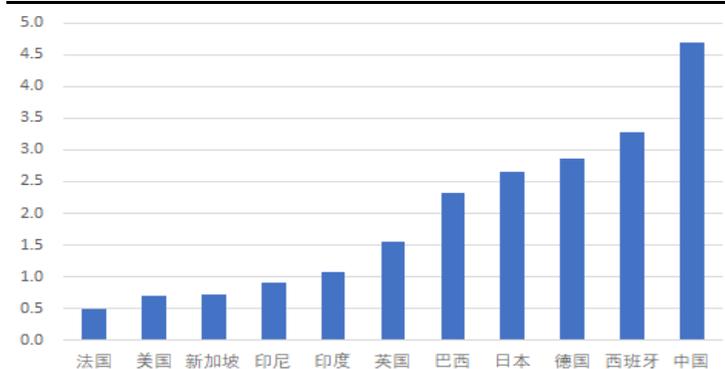
对比全球主要发达经济体和新兴经济体银行信用与股市的关系，我们看到四大经济体中只有美国该比例低于 1，但拥有银行导向型的新兴经济体代表——中国在发展速度上也远超印度。

图 1：我国银行资产占比较高



资料来源：美联储，央行，信达证券研发中心

图 2：银行部门提供的信用与股市市值之比



资料来源：世界银行，信达证券研发中心

注：英国数据为 2014 年，其余国家为 2018 年

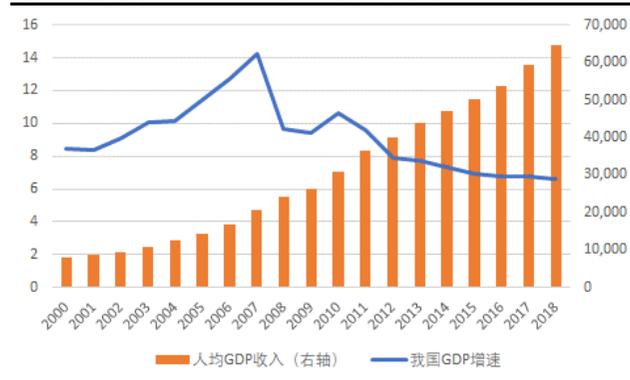
中国现行金融体系的建立可以回溯到十一届三中全会，彼时中国只有一家银行，即中国人民银行。十一届三中全会，决定把工作重心转向经济建设，当时采取的策略是一方面支持国有经济，维护经济稳定；一方面是支持非公有制经济，提高效率。在这种“双轨制”制度下，中国经济取得了高速发展，且未发生过系统性金融危机，这一切应归功于我国银行导向型金融体系。这期间，麦金农（1973）提出的“政府干预金融体系带来的金融抑制”反而促进了经济增长，即“斯蒂格利茨效应”，主要原因为受政府管制的金融体系更有利于集中储蓄于投资，且维护金融稳定。

(二) 经济环境发生变化

2008 年金融危机后，中国经济发生了重大变化。首先，持续高涨的 GDP 增速开始下滑，进入“保 6”时代，经济何时触底成为关注焦点，管理层和大众逐步接受经济增速减缓的现实。同时，随着 2018 年我国人均 GDP 达到 9509 美元，步入中等

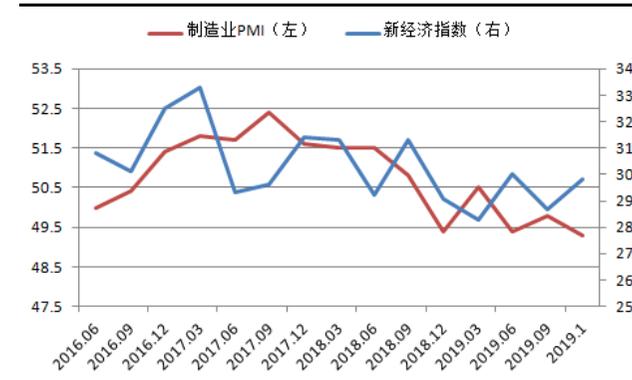
偏上收入水平，“中等收入陷阱”的问题摆在我们面前。所有陷在“陷阱”中国家面临的一个共同问题就是无法通过科技升级、改变产业结构步入高收入国家行列，能否支持创新成为了衡量金融体系是否有效的标准。

图 3：我国步入人均中上收入国家序列（%，元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心

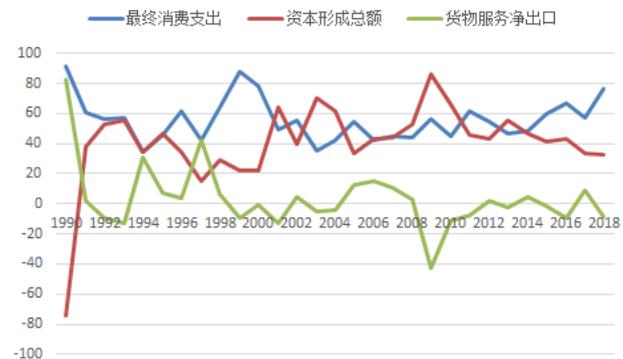
图 4：我国金融体系对创新经济的支持有待改善



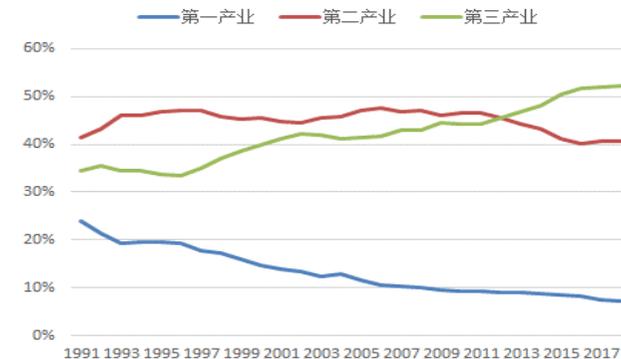
资料来源：财新，国家统计局，信达证券研发中心

第二，我国经济结构开始发生变化，过去依赖投资的增长路径转为进出口、消费、投资相对均衡，其中消费对于 GDP 的增长已经超过投资。同时，GDP 中第三产业占比已经从 90 年代的 30% 提升至 2018 年的 52%，第一产业则下滑到仅 7%，经济进入服务业化进程。

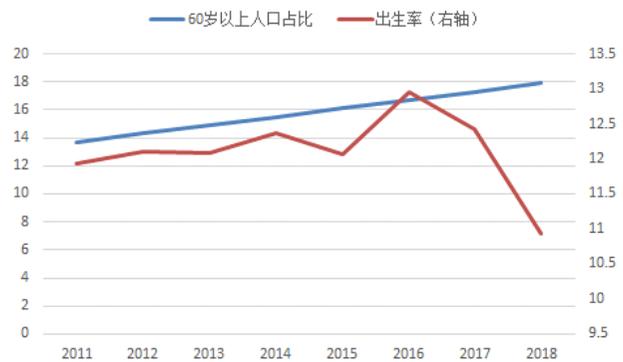
第三，我国进入老龄化时代。由于出生人口锐减，中国的人口结构呈现倒金字塔式的老龄化问题，2018 年我国 60 岁以上人口占比达 17.9%，较 2011 年上升 4.2pct。人口红利带来的大规模储蓄、大规模投资经济发展模式结束，储蓄率和投资率已于 2010 年见顶。

图 5：消费对经济增长贡献超过投资和净出口（%）


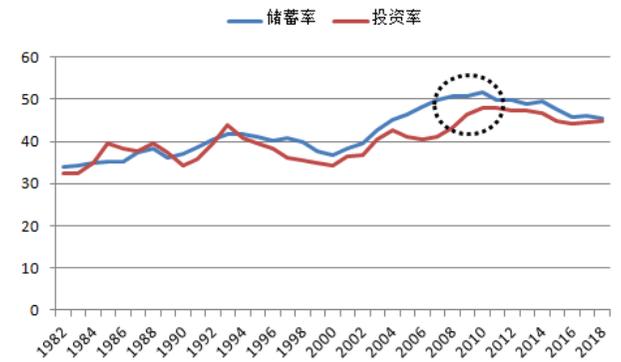
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 6：经济进入服务业化进程


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 7：我国进入“老龄化”时代（%）


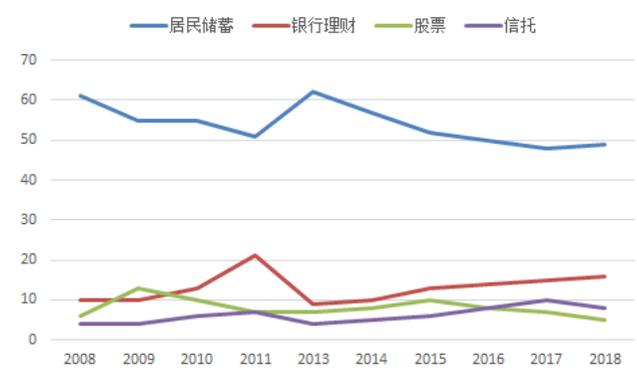
资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 8：储蓄率、投资率 2010 年见顶（%）


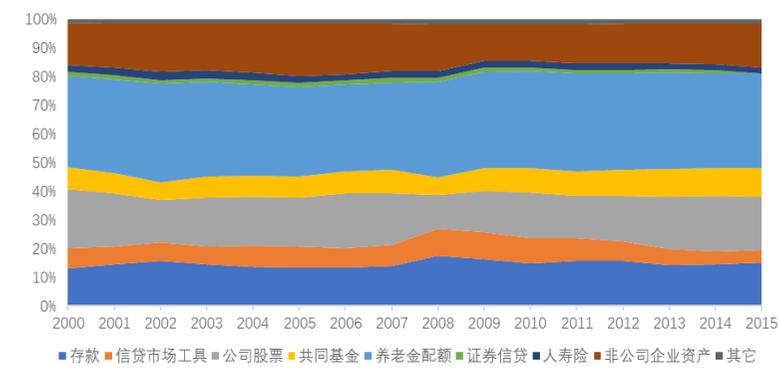
资料来源：Wind，信达证券研发中心

(三) 金融难以满足实体经济需求

随着我国经济发展背景的转变，金融越来越难以满足实体经济需求。首先，从居民资产配置方面，发达国家主要以养老金、保险为主，而我国银行存款占比较高，居民除储蓄外可投资选择不多。这个差异的造成除居民理念和养老政策不同以外，金融体系的不同也是主要原因。“稍高风险、稍高收益、投资者自负盈亏”在美国是常态，而我国由于资本市场欠发达，银行业承担了为家庭保值增值的理财服务的功能，聚集了大量风险。庆幸的是，资管新规打破刚兑走出了缓释银行风险第一步。

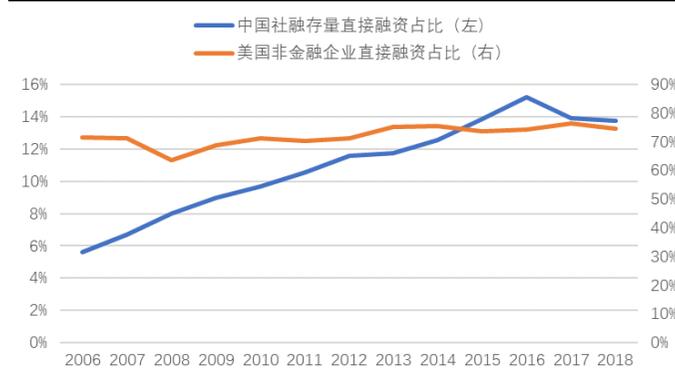
图 9：储蓄占居民可投资资产比例超过 60% (%)


资料来源：建行私人财富报告，信达证券研发中心

图 10：美国居民养老金和公司股票占比超过一半


资料来源：美联储，信达证券研发中心

其次，对企业来讲，科技进步、产业升级意味着规模越来越小、资产越来越轻，这对银行“重规模、重抵押”的传统信贷体系是个重大挑战，而我国银行又多为国有控股，极低的风险偏好造成了中小企业融资难；目前我国非金融企业直接融资占比不足 15%，美国则一直维持在 70%以上，大力发展直接融资、为中小企业改善融资环境是产业升级的助推器。

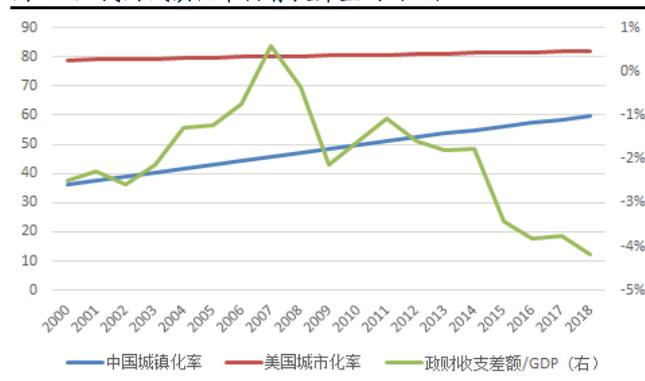
图 11：中国直接融资占比远低于美国


资料来源：Wind，信达证券研发中心

第三，对政府而言，由于杠杆过高，近年来一直在强调为地方政府减轻债务，但其实从需求上来讲，我国的城镇化率仍未突破 60%，和高收入国家仍有不少差距，政府公共支出仍然需要持续增加。但随着我国逐渐摆脱“土地财政”，地方政府收入压力很大，不仅财政收支差额与 GDP 的比值创了新低，而且融资工具出现明显短板，国债+地方政府债与 GDP 的比值仅为

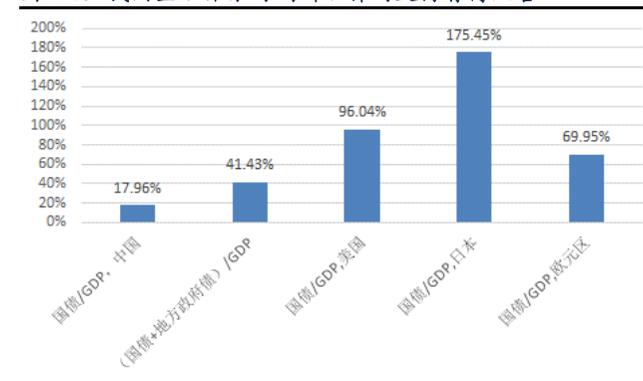
41%，与其它国家相差甚远。

图 12: 我国城镇化率仍有提升空间 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 13: 我国金融体系对创新经济的支持有待改善

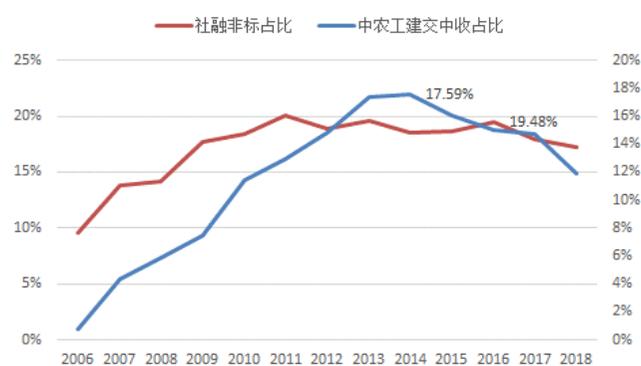


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

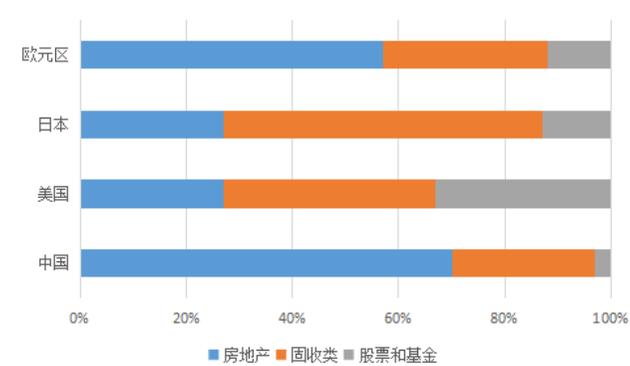
综上所述，由于现行金融体系无法满足居民、企业、政府三方面的需求，实操过程中才诱发了“融资贵、金融服务绕道”的问题。以 2006 年信托跨越式大发展为起点，到 2012 年创新大会放开券商资管、基金子公司的业务，貌似如火如荼的金融进步，风险始终未远离银行。伴随着社融中非标占比从 2006 年不足 1%，到 2014 年巅峰时 17.59%，主力出资方——银行利润表中中间收入快速增长。以中农工建交五大行举例，其平均中收收入占比 2016 年大幅上升至接近 20%。

同时，前文提到我国居民的资产配置需求得不到满足，只能转向房地产，我国居民配置房地产相关资产占比超过 60%，而美国仅为我们的一半。每当政策对房市进行调控的时候，房企不得不转向影子银行获得贷款，强劲的资金配置需求叠加层层通道费间接推升了房企融资成本，抬高了房价。与之类似的是，传统生产制造企业，在转型关键期，当受限于贷款集中度或银行放款行业名单时，也不得不寻找非银机构维系资金链，在行业 ROE 下行时，财务费用成为不小的负担，吞噬利润，进一步动摇银行贷款信心，“融资贵”问题由此产生。

因此，现行银行导向型金融体系迫切需要改革，构建多层次资本市场必要性日渐突出。2019 年多次重量级会议提及“深化资本市场改革”，券商作为资本市场改革的主要参与者将发挥重要作用。

图 14: 源于银行体系的非标盛行


资料来源: 各公司公告, Wind, 信达证券研发中心

图 15: 中国居民资产配置多与房地产相关


资料来源: CEIC, 信达证券研发中心

表 1: 提及资本市场改革“重量会议”

时间	部门	会议	发言人	主题
2019-12-07	国务院金融委	国务院金融稳定发展委员会第七次会议	刘鹤	深化金融改革提供机制保障, 进一步深化资本市场改革, 坚持市场化、法治化、国际化方向。以科创板改革为突破口, 加强资本市场顶层设计, 完善基础制度, 提高上市公司质量, 扎实培育各类机构投资者, 为更多长期资金重入市创造条件, 增强资本市场活力、韧性和服务能力。
2019-09-05	国务院金融委	召开全国金融形势通报和工作经验交流电视电话会议	刘鹤	深化金融改革开放, 为实体经济发展提供动力支持, 落实好各项开放举措, 以开放促进改革创新、促进高质量发展
2019-09-09	国务院	中央全面深化改革委员会第十次会议	习近平	营造市场化、法治化、制度化的长期稳定发展环境
2019-09-10	证监会	全面深化资本市场改革工作座谈会	易会满	全面深化资本市场改革 12 条

资料来源: 信达证券研发中心整理

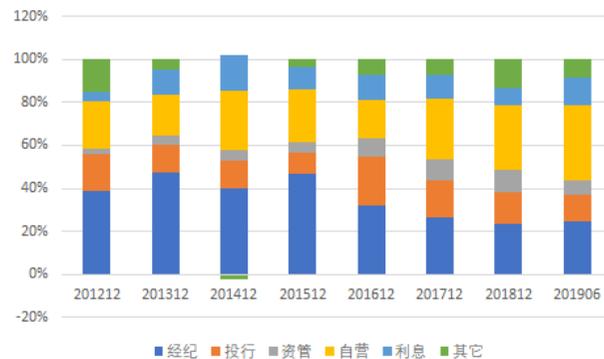
二、对证券行业业务条线影响分析

近年来证券行业格局出现较大变化, 随着券商营业收入多元化, 收入构成随之改变, 经纪业务收入占比由高点的一半占比回落至 25%左右, 以往经纪业务为主导的行业无差异化竞争格局被打破。头部券商由于发展多元化业务, 谋求更多利润点, 经

纪业务占比较行业更低，自营业务也逐渐朝固收类和方向性投资转变，风险偏好降低。

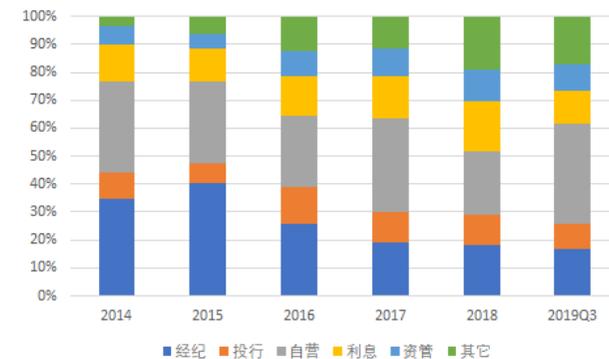
同时，行业呈现业绩分化趋势。管控水平较高、综合实力占优的头部券商业绩稳定增长，中小券商 2019 年受益于交易量回暖，业绩提升明显。我们判断，未来资本市场改革主要将在投行、衍生品等业务条线改善券商业绩，资本实力与业务水平更优的头部券商将率先受益，中小券商也将受益于逆周期宽松政策和利率下行带来的风险偏好提升。

图 16: 券商行业收入结构出现较大改变



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

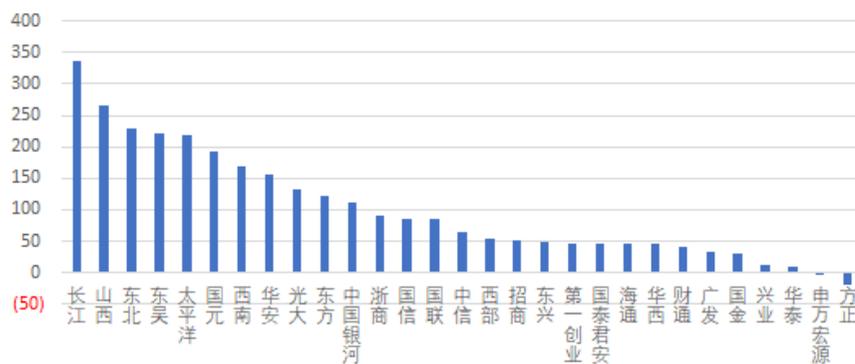
图 17: 头部券商收入结构更合理



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

注: 头部券商以中信、海通、国君、华泰作组合

图 18: 前十个月上市券商净利润增速 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

(一) 投行股债“双管齐下”保障直接融资

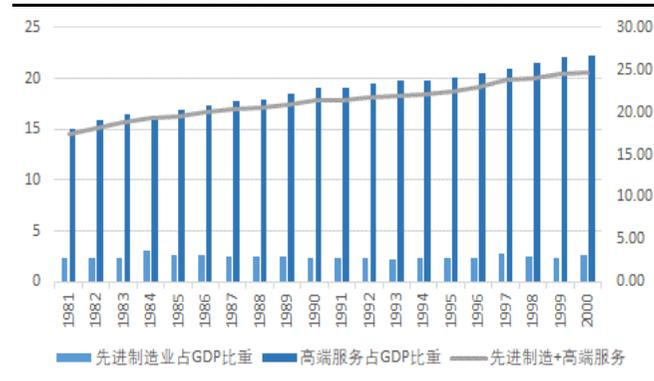
融资结构与产业发展阶段与有较强的相关性。传统制造业如钢铁、机械、汽车制造等行业属于资本密集型，生产过程资金需求大，商业模式标准化程度高，工业企业拥有大量的可抵押固定资产，能够较有效的依靠银行贷款融资得到发展。而先进制造业和高端服务业产业形态变迁速度快，没有大量的用来抵押的固定资产且商业标准化程度低，银行导向型金融体系无法满足这类轻资产行业的融资需求，需要股权+债权等直接融资手段来配合，投行是重要参与者，受益于业务量的扩张。

1. 股权融资助力产业升级

(1) 80 年代美国投行受益经济转型

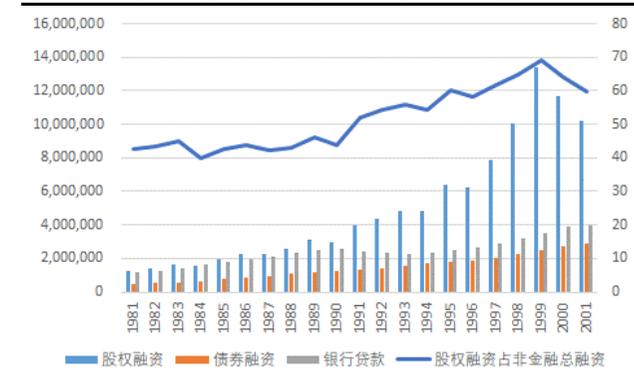
美国经验证明股权融资在支持产业升级方面有不可替代的作用。上世纪 80 年代至 2000 年是美国产业结构升级期，这一时期里根总统与克林顿总统大力推动服务业和信息业的发展，产业结构变化体现为制造业升级和服务业升级。制造业方面，传统制造业占 GDP 比重从 6% 降到 2000 年的 3%，与此同时，先进制造业占 GDP 比重从 1.6% 增长至 2.2%。高端服务方面，以信息技术、商业服务、医疗、娱乐、教育、旅游六大行业在 GDP 中的占比从 15% 提升至 27.5%。股权融资在这次经济转型中发挥了重要作用，美国投行抓住这次经济转型的机会，为企业开展财务顾问和证券承销业务，提升投行业务利润，证券业规模不断扩大。1975-1989 是证券行业高速发展的十五年，营收大幅增长，行业总营收由 58.7 亿美元增至 518 亿美元，占美国 GDP 比重从 0.34% 上升至 1.03%，平均资产收益率在 1980 年达到 50%。

图 19: 美国先进制造和高端服务在 GDP 中的占比 (百万美元, %)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

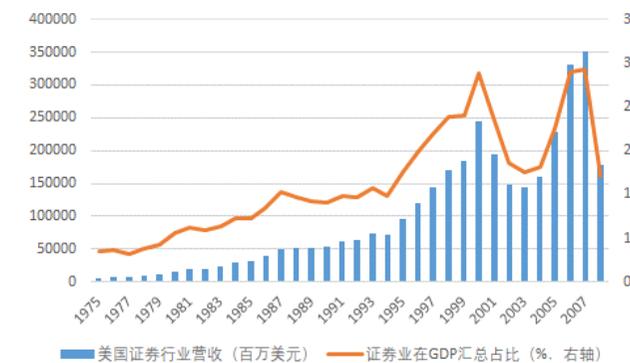
图 20: 股权融资占非金融总融资比重 (百万美元, %)



资料来源: SIFMA, 信达证券研发中心

图 21: 1975-2008 美国证券行业营收及 ROE (百万美元, %)


资料来源: SIFMA, 信达证券研发中心

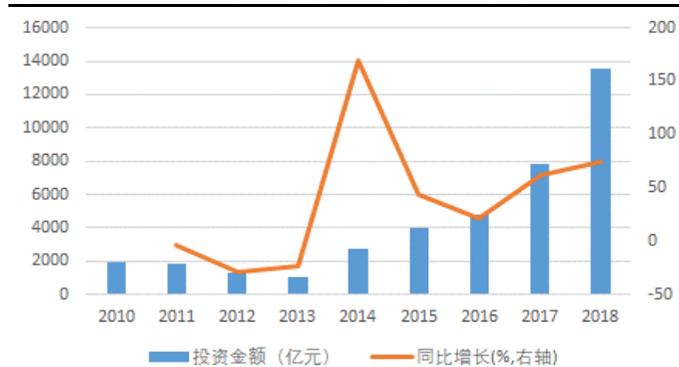
图 22: 美国证券行业营收及在 GDP 中占比


资料来源: SIFMA, Wind, 信达证券研发中心

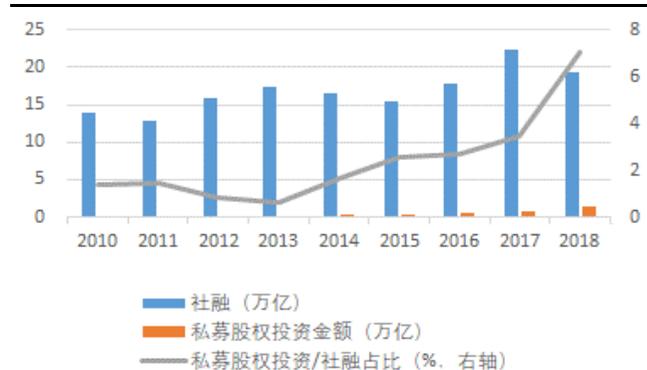
(2) 科创板作为“试验田”，促进科技和资本融合

纵观美国产业结构演进史，新兴产业一直是产业升级和优化的主要动力，资本市场和创业资本的力量不可或缺，科创板将成为新兴产业发展的“加速器”。科创板的推出和更富包容性的上市条件，有效化解了成长期科技企业的融资问题，促进科技和资本的融合；同时，强化中介机构责任，更严格的信披和强制跟投要求、市场化新股发行定价机制，打破了过去审核制下的价格扭曲，有助于投行做精做强；再次，改革发行制度，在科创板引入成熟市场通行的注册制，改善资本市场资源配置功能，优胜劣汰，在无历史遗留问题的新板块形成可复制、可推广的成功经验，推动资本市场全面深化改革。

科创板的设立，为风险投资机构拓宽退出渠道。截至 2019 年 11 月，上交所受理的 175 家创新企业科创板申请中共有 51 家公司在科创板上市，其中私募基金参与投资的有 48 家，共有 470 支基金参与了投资，投资资本金共 214.46 亿元，其中再投产品 414 个，投资资本金 202.17 亿元。从行业分布来看，私募股权基金投向科技创新行业包括信息技术、可选消费和医疗保健共 2.47 万亿，占比 66%。私募基金的高速发展助推科技创新的作用日益凸显，成为我国直接投资体系不可或缺的有生力量。目前我国 PE/VC 再投项目中占比最高的科技创新企业将大概率通过科创板退出，相关承销保荐业务将增厚券商投行利润。

图 23: 2010-2018 创业投资基金投资金额及增速


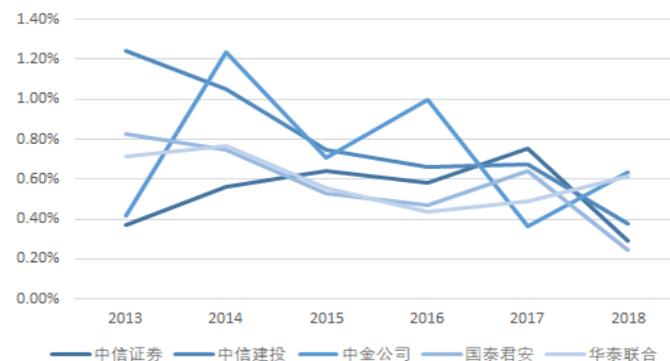
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 24: 2010-2018 创业投资基金投资金额/社会融资总额占比


资料来源: 中国人民银行, Wind, 信达证券研发中心

科创板的保荐和跟投将增厚券商收益。截至 2019 年 12 月 11 日, 科创板共上市 65 家, 共募集资金 790.92 亿元, 承销保荐费共 3.66 亿元, 平均承销保荐费率 5.57%, 中位数为 7.41%, 远高于传统股权承销项目。另外, 65 只科创板上市股票涉及的 26 家保荐券商跟投股份的账面浮盈合计 19.44 亿元。其中前五名保荐机构共服务 29 家科创公司, 跟投浮盈 12.16 亿元, 平均涨幅 79.95%。

目前已有 183 家公司申报科创板, 65 家已挂牌, 96 家企业在正常审核流程。我们预计 2020 年将有 180 家科创公司上市, 平均募资金额 10 亿元, 预计募集资金规模将达到 1800 亿元, 投行承销保荐收入预计 140 亿元。未来高质量公司登陆科创板, 也将为券商经纪、直投业务带来业绩增量。

图 25: 传统股权承销费率远低于科创板发行费率 5.57%


资料来源: Wind, 各公司年报, 信达证券研发中心

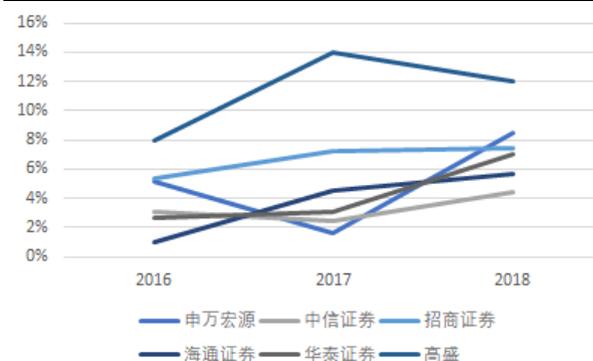
表 2: 前五名保荐机构跟投浮盈

保荐机构	跟投家数	跟投金额 (亿元)	浮盈 (亿元)	涨幅
中金公司	5	4.13	3.34	80.87%
中信证券	7	3.82	3.18	83.25%
中信建投	8	2.94	1.94	65.99%
华泰联合	5	2.55	1.83	71.76%
国泰君安	4	1.91	1.87	97.91%

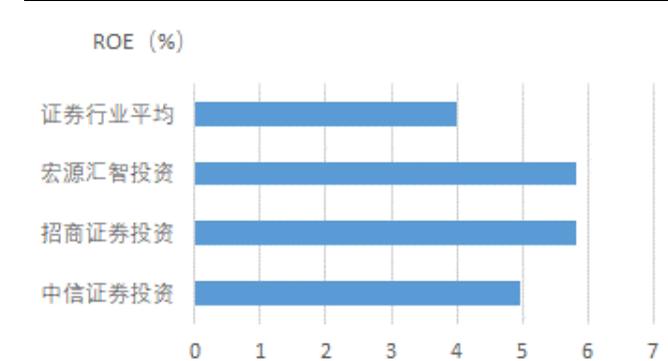
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

(3) 私募股权投资业务将提升行业 ROE

海外经验表明, 私募股权投资业务可以提供稳健的收入来源, 高盛自 2010-2018 股权投资业务贡献收入 6%-15%。从股权投资业务收入来看, 中国券商私募股权投资业务收入呈稳步上升趋势, 但规模较小, 2018 年仅五家该项收入超过 10 亿元, 这 5 家龙头券商该项收入之和 66.7 亿元人民币, 仅占高盛 2018 年该项收入 44 亿美元的 22%。从股权投资业务收入占比来看, 2016-2018 之间高盛该项业务占比为 8%-14%, 中国龙头券商占比在不足 1%-8%之间浮动变化, 与高盛有较大差距。综合收入及占比, 券商私募股权投资业务尚有较大提升空间。

图 26: 中、美龙头券商私募股权投资业务占比


资料来源: Wind, 各公司年报, 信达证券研发中心

图 27: 2018 年头部券商直投子公司 ROE 高于行业平均


资料来源: Wind, 各公司年报, 信达证券研发中心

根据证监会规定，证券公司需以自有资金设立全资专业子公司开展直投业务，多家上市券商成立全资私募股权投资子公司。根据各公司 2018 年报，我们对中信证券、申万宏源、招商证券三家券商投资子公司 ROE 进行测算，分别为 4.96%、5.83%、5.81% 均高于行业平均水平 4.0%。券商增加私募股权投资业务将有助于 ROE 提升，创造券商板块超额收益。

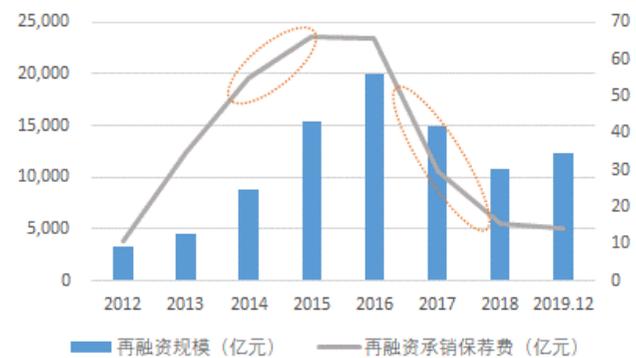
(4) 并购重组再度放开

并购重组先后经历了初始自然发展、政策支持鼓励带来的 2014-2015 的爆发性增长、2016 年“最严壳标准”和 2017 年“减持新规”导致的市场大幅度萎缩之后，再度迎来政策宽松。2018 年以来，监管层逐渐松绑并购重组，先后推出“小额快速”并购重组机制、放开配额补流、缩短增发间隔、上市公司并购重组配套融资金用途的“松绑”、试点定向可转债并购支持上市公司发展等优化并购重组的利好政策，鼓励上市企业通过并购重组的方式拓宽发展空间，激发市场活力。科创类企业直接融资途径更丰富，创业板部分质量不佳的公司也有望吸引优质资产。券商作为并购重组的财务顾问、配套融资的承销方，将获得更多业务机会和增收，再融资政策松绑驱动业务规模回升。2020 将是股权融资大年，我们预判再融资市场规模将突破 1.5 万亿，为投行带来 60 亿元的收入增量。

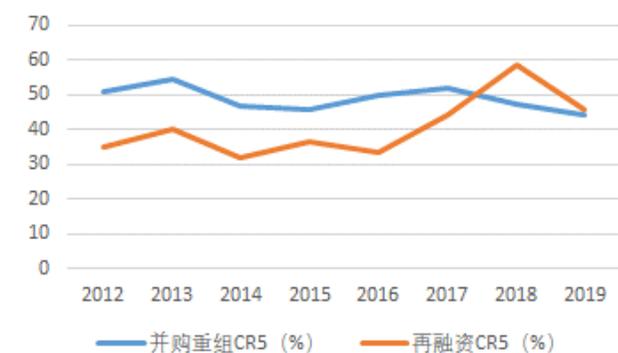
表 3: 并购重组、再融资松绑主要相关政策

时间	政策文件	主要内容
2018. 11	证监会试点定向可转债并购支持上市公司发展	试点定向可转债并购，简化并购重组信息披露，上市公司在并购重组中可定向发行可转债作为支付工具；允许符合条件的企业发行优先股、定向可转债作为兼并重组支付方式；上市公司可以向特定对象发行可转债用于购买资产。丰富并购重组渠道
2018. 11	《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》	对明确使用募集资金补充流动资金和偿还债务的监管要求进行修订，对再融资的时间间隔限制做出调整（申请增发、配股、非公开发行股票不受 18 个月融资间隔限制，但相应间隔原则原则上不少于 6 个月。
2019. 2	《关于加强金融服务民营企业的若干意见》	提出完善股票发行和再融资制度，加快民营企业首发上市和再融资审核进度，结合民营企业合理诉求，研究扩大定向可转债使用范围和发行规模
2019. 7	《再融资业务若干问题解答》（“再融资 30 条”）	明确同业竞争认定标准，要求披露关联方和关联交易，要求披露股份质押情况，规定募投项目行业要求（募集资金应服务于实体经济，主要投向主营业务，原则上不得跨界投资影视或游戏），明确了募集资金用于补充流动资金、偿还银行借款的监管要求，同时对业绩下滑和巨额商誉减值的计提合规性做出要求
2019. 10	《关于修改上市公司重大资产重组管理规定的规定》	简化重组上市认定标准，取消“净利润”指标；“累计首次原则”计算期间进一步缩短至 36 个月；允许符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市，其他资产不得在创业板实施重组上市交易；恢复重组上市配套融资；丰富重大资产重组业绩补偿协议和承诺监管措施，加大问责力度。

资料来源：证监会官网，信达证券研发中心

图 28: 2010-2019 并购重组规模及券商财务顾问收入


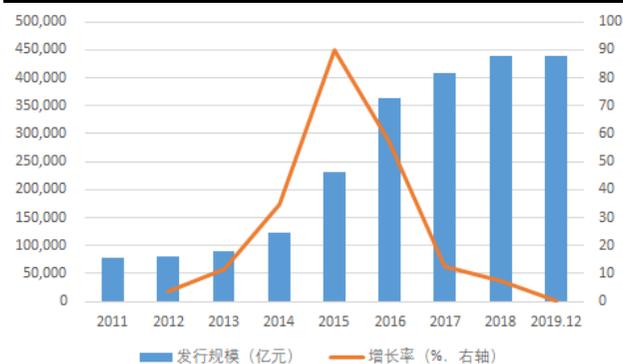
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 39: 投行并购重组及再融资集中度


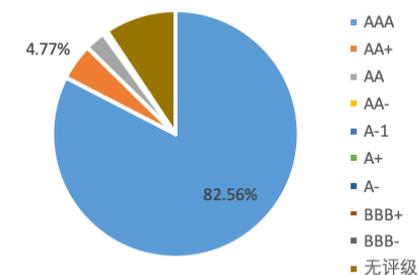
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2. 债券市场结构性失衡，与经济转型不适应

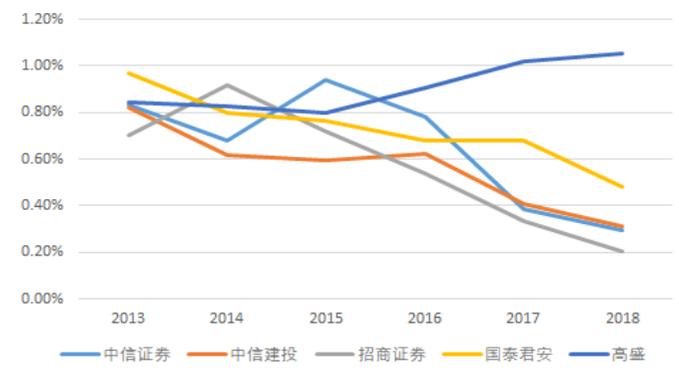
近年来，中国债券市场高速发展，债券余额规模已超过 90 万亿元人民币，位列美国之后排名第二，成为世界范围内非常有影响力的市场。但我国债券市场存在结构性失衡问题，即债券发行人大多为大型企业，评级多为 AA+，AAA，对中小企业融资的包容性不够。同时，由于发行主体的良好资质，承销券商议价能力极低，2018 年我国券商债券承销规模为 5.68 万亿，债券承销收入约 184 亿，平均费率仅为 0.32%，与高盛债券承销费率 1.05% 存在不小差距。

图 30: 近年来我国债券市场发展较快


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 31: 2019 中国债券市场 AAA 和 AA+ 占比 87.33%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 32: 2013-2018 券商债券承销费率降低


资料来源: Wind, 公司年报, 信达证券研发中心

(1) 美国高收益债券市场支持中小企业创新

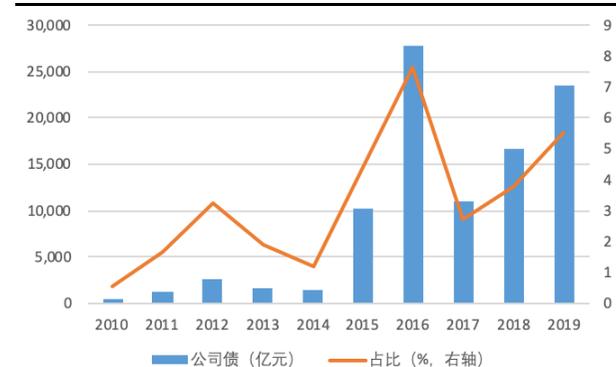
高收益债券的发源地是美国, 指在投资级以下的高信用风险债券, 标普、惠誉评级为 BB+ 及以下、穆迪评级为 Ba1 以下的债券为高收益债。

20 世纪 70 年代, 石油危机爆发、通胀率高企、大规模生产的制造业优势逐渐丧失, 企业寻找稳定且较低成本的资金。彼时利率市场化和允许混业经营等金融管制的放松使得金融市场的竞争也很激烈, 金融机构为了寻求新的增长点, 高收益债券恰恰迎合了投资人的需求, 发债比例逐年提高, 1985 年新发行的高收益债券达 140 亿美元, 占公司债总发行量的比例高达 22%。虽然中间经历了由于投机导致违约的挫折, 随着市场走向成熟, 1996-2010 年高收益债券发行规模平均仍然达 1000 亿美元, 占比约 12%, 2010 年以后稳定 20% 左右。

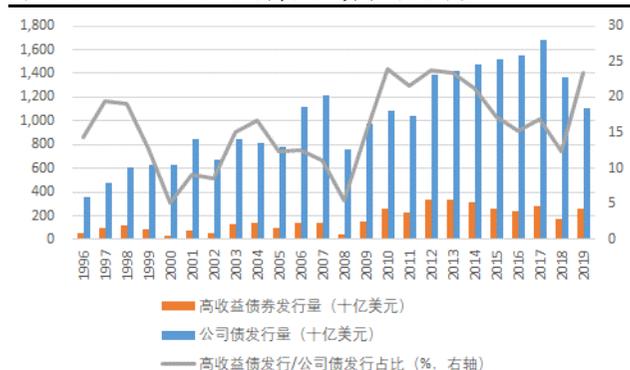
整体来看, 美国高收益债券市场能够运营平稳, 与其完善的信息披露法律体系、严格的债券契约、以私募发行为主的发行格局、完善的债券受托代理人制度、成熟的投资者群体、完善的企业破产法律体系和高效的司法体系密不可分, 对我国高收益债券市场有重要参考意义。2019 中国债券市场发行主体评级在 AA+ 以下, 票面利率在 7.5% 以上的债券共 638 只, 发行规模 3277 亿元), 与同期美国高收益债券规模 2586 亿美元有较大差距。

图 33: 美国公司债及占比


资料来源: SIFMA, 信达证券研发中心

图 34: 中国公司债及占比


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 35: 1996-2019 美国高收益债市场发行量


资料来源: SIFMA, 信达证券研发中心

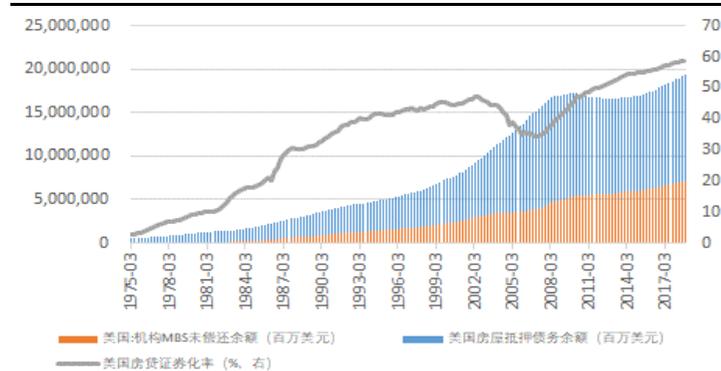
(2) 资产证券化盘活信贷存量，发挥资产配置功能，服务实体经济

除高收益债券外，美国资产支持证券的发展对资本市场改革的推动作用也值得中国借鉴。当前中国利率市场化进程之中，资产负债期限错配问题凸显。庞大的长期信贷存量和日趋严格的资本约束，需要资产证券化的方式盘活存量。作为一种新型金融工具，资产证券化可帮助金融机构减轻资产负债表负担，实现了从主体信用到资产信用，降低企业的融资成本，完善市场结构，使金融市场能够更好的发挥资源配置的功能，从而更高效的服务实体经济。资产支持证券是金融创新的产物，产生于美国 20 世纪 70 年代，在改善居住条件、刺激房地产发展的大背景下，“短存长贷”的经营模式导致金融机构资产负债期限

错配。美联储推行的利率市场化改革、政府支持并推动资产证券化产品的发展，改善了信贷机构的流动性问题，盘活存量贷款，成为实体经济重要融资工具之一。经四十年不断地发展壮大，成为迄今为止资产证券化规模最大的市场。2018年第三季度，美国住房抵押贷款支持证券 MBS 未偿还余额 7.16 万亿美元，MBS 证券化率高达 58.6%。

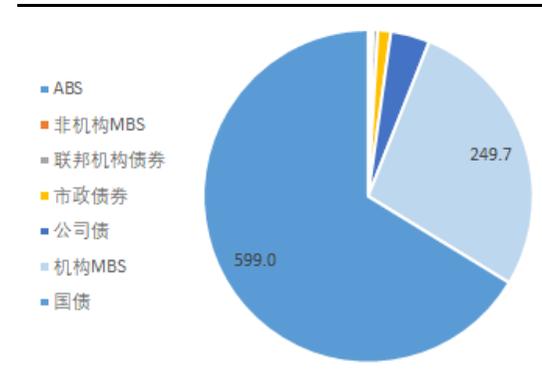
美国的资产证券化进程为证券业带来机遇。在资产支持证券发行的过程中，投资银行扮演承销角色，为资产证券化产品定价、承销。一级市场承销收入是券商参与资产支持证券的最直接收入，其次是其交易佣金。为保证资产证券化产品二级市场流动性，投行提供做市、大宗交易的服务。2019年，美国债券市场日均成交量 9033 亿美元，其中国债 5990 亿美元，其次就是 MBS 等资产证券化产品 2497 亿美元，远远高于公司债 34.6 亿美元。

图 36: 美国 MBS 发展, 证券化率达 60% (百万美元, %)



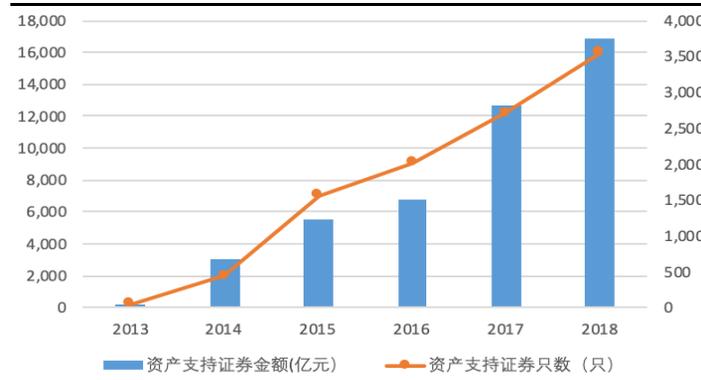
资料来源: Federal Reserve, 万得, 信达证券研发中心

图 37: 美国债券市场交易量

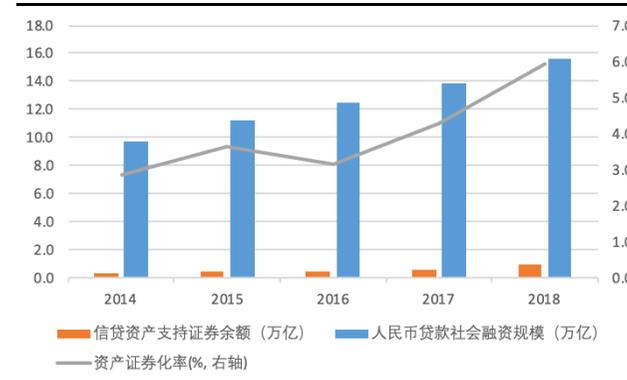


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我国资产证券化市场还处于起步阶段，但自审批制修改为注册制后，发展迅速。2019年前三季度共发行资产证券化产品 1.46 万亿元，同比增长 19%，9 月末市场存量 3.64 万亿元。但我国证券化市场规模总体较小，证券化产品规模及已证券化的信贷资产占金融体系信贷存量的比例都与美国有较大差距，尚有很大发展空间。

图 38: 2013-2018 中国资产支持证券规模


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

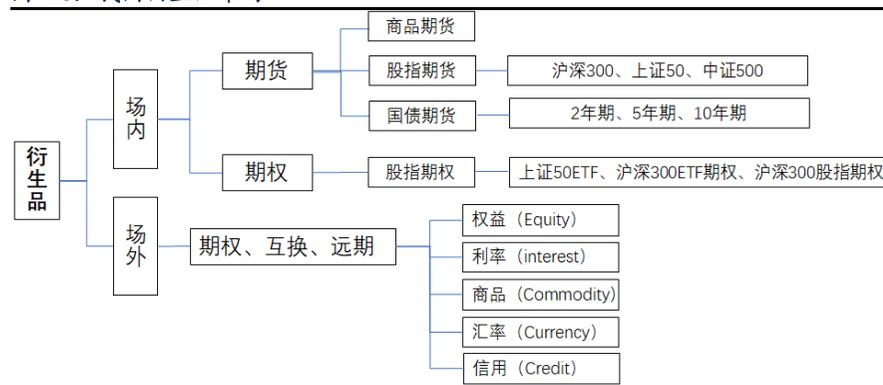
图 39: 中国信贷资产证券化率不足 6% 远低于美国


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

综上，高评级主体债、下沉高收益债券、资产支持证券等构成的债券市场 2020 年将继续高速发展，预计 2020 年中国债券发行规模 8 万亿，将给券商行业带来 320 亿承销收入，头部券商会显著受益于债券规模扩张。

(二) 衍生品扩容解决长线资金后顾之忧

我们强烈看好衍生品市场，尤其是金融衍生品的发展，不仅因为这是我国券商与国外优秀投行最大的差距所在，同时衍生品也是资本市场改革深化的必然结果，从政策到产品体系，均应在控制风险的前提下，逐步放开，为长线资金、银行、保险等大型机构投资者提供避险工具。近期监管层频频在衍生品政策上吹暖风，为本土券商的创新发展提供土壤。

图 40: 我国衍生品市场


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我国场内衍生品以商品期货为主，截止 2019 年 11 月，场内衍生品累计成交 262.7 万亿元，35.76 亿手，其中金融期货（3 个股指期货+3 个国债期货）成交 62.7 万亿元，额度仅占 23.9%，交易量占比更低，6000 万手仅占 1.7%。

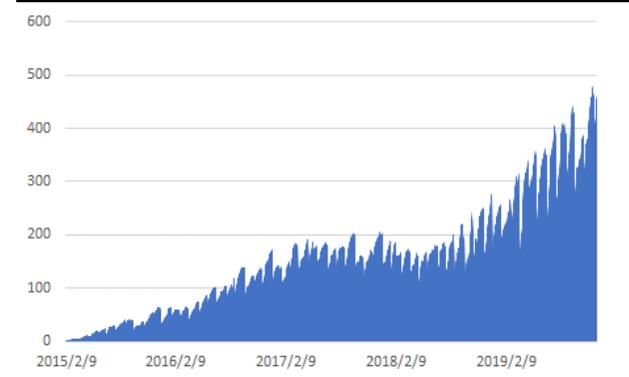
随着 2017 年后监管层屡次为股指期货在非套保交易保证金、日交易手数上限和手续费方面大幅松绑，与二级市场相关的股指期货和股指期权均发展迅猛，2019 年 11 月 8 日，证监会宣布扩大股票股指期权试点，12 月 7 日，深交所落地相关 10 项交易规则和 4 项指南，股指期权扩容可期。12 月 23 日沪深 300 股指期权和沪深 300ETF 期权将上市交易。

图 41：2017 年以来三大股指期货交易量回升迅速（万手）



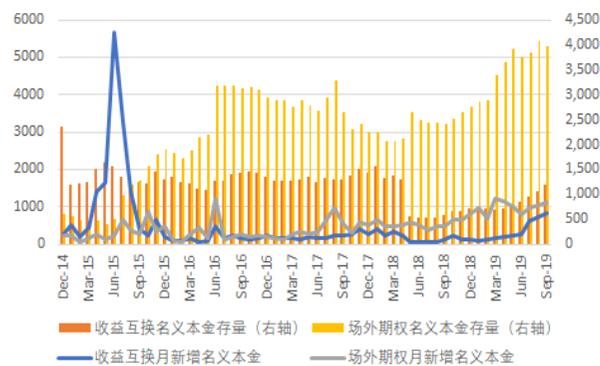
资料来源：中金所，信达证券研发中心

图 42：50ETF 期权持仓量交易活跃（万张）



资料来源：中金所，信达证券研发中心

我国场外衍生品主要分为收益互换和场外期权两大类。收益互换自 2012 年开始试点以来，即被作为加杠杆投资股票市场的工具，在“去杠杆”过程中“融资类收益互换”被叫停。而场外期权业务，尽管 2018 年 4 月，在投资者适当性监管背景下，监管暂停了券商与可能向个人投资者出借通道的私募基金开展该项合作，一度影响了名义本金新增，但近年来来自于商业银行对股指期权的需求已逐步拉开与收益互换的差距，成为场外衍生品市场的主力，截至 2019 年 9 月场外期权名义本金存量 3977 亿元，占场外衍生品总规模的 77%，股指类场外期权占比 39%，商业银行作为交易对手占比为 47%。

图 43: 我国收益互换和场外期权发展情况 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我国场外衍生品市场集中度较高，这里一方面有先行券商凭借自身良好的风控水平、强大的资本实力带来的品牌优势和客户依赖，也有券商分类评级监管下将二级交易商拦在直接开展对冲交易的门外，没有取得一、二级交易商资质的券商更是无法与客户开展场外期权业务。2019年9月，证券公司新增互换CR5占比达98.5%，期权达81.69%，头部券商优势明显。

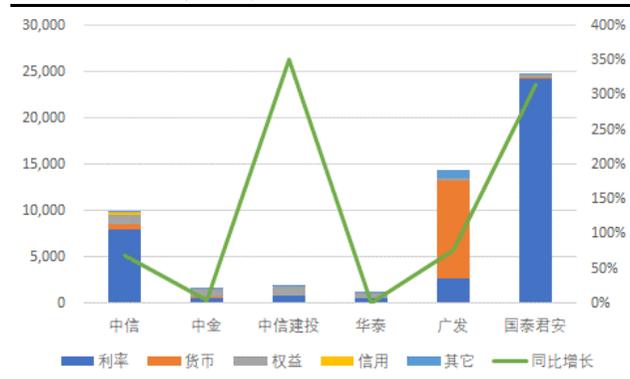
图 44: 互换和期权 CR5 占比较高


资料来源: 中证协, 信达证券研发中心

从各家头部券商当前已经开展的衍生品业务来看，FICC类（利率、货币、信用衍生工具等）都有涉及，但侧重点有较大不同，中信、国君与国外类似，广泛开展利率衍生工具业务，名义本金占比分别高达80%和98%，高盛2019Q3为77%；而广发则在货币衍生工具上有约一万亿名义本金，占比73.6%。与国外投行不同的是，衍生品收入中，由于规模庞大，国外投行FICC收入占比高于股票类，如高盛FICC收入占比为17.7%，股票衍生品为8%，而我国券商场外期权的做市和对冲贡献了衍生品

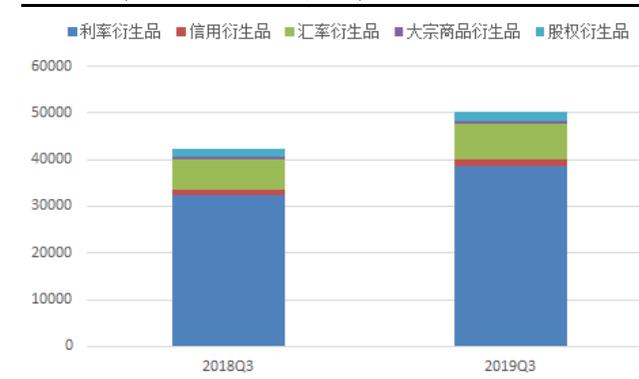
业务大部分利润，FICC 部分则较小。2018 中信证券衍生金融工具带来的投资收益达 20 亿元，较好抵御了公司由于市场表现不佳带来的业绩下滑。由于券商需要大量权益持仓对场外期权进行对冲，同时也出于降低业绩波动的考虑，国内很多券商将自营权益持仓向对冲股票倾向。如权益衍生品持仓规模较大的中金公司，其 271.9 亿权益投资中，对冲场外衍生品持仓约 235.8 亿元，直接持有权益投资仅占 12%，风险敞口极低。

图 45: 六大券商名义本金分配和同比增速 (亿元, %)



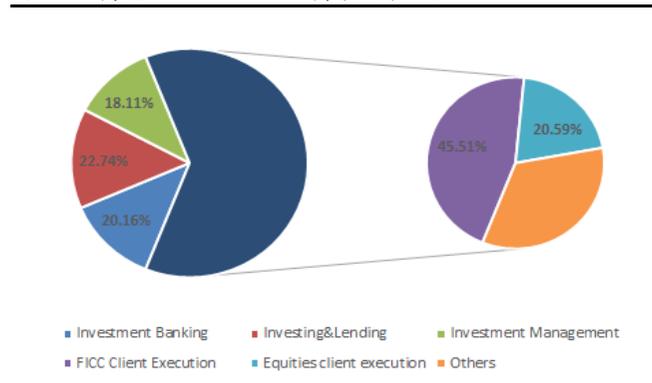
资料来源: 各公司年报, 信达证券研发中心

图 46: 高盛衍生品各项规模 (单元: 十亿美元)



资料来源: 高盛公司公告, 信达证券研发中心

图 47: 高盛 FICC 收入占比高于股票衍生品



资料来源: 高盛公司公告, 信达证券研发中心

从未来发展趋势来看，伴随着我国金融市场对外开放，外资和长线投资者逐渐增多，多层次资本市场改革很重要的一环就是扩容衍生品种类，从而促进规模增长。券商主要盈利点在于:1,撮合买卖双方交易,并赚取差价 (bid/offer spread),由于需

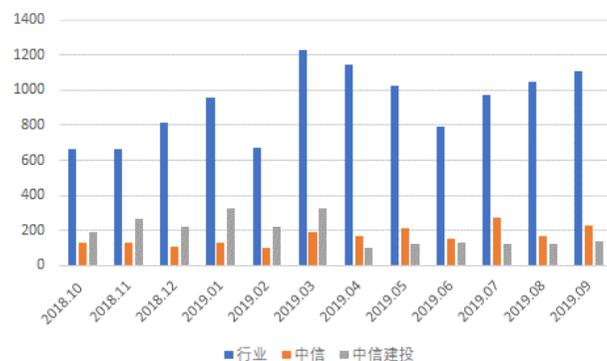
要买卖双方匹配，沟通成本较高，目前规模较小；2，做场外期权的做市商（Market-maker），按投资者要求创造期权，同时用自有资金对冲风险，对资本实力和风控水平要求较高。目前我国采用券商分类评级制度，只有七家头部券商位列一级交易商，可以直接场内开展对冲交易。

场外期权本质是做市业务，券商一般充当期权卖方角色，向需要进行风险对冲的交易对手收取期权费，一般为期权名义金额的 10-15%。同时，为降低期权标的现券价格波动对期权价格的影响，券商一般采用 Delta 中性策略来实现尽可能低的风险敞口，当期权价格随期权标的价格、波动率、时间和利率变动时，券商通过动态调整 Delta 实现风险对冲。因此，在动态完全对冲的情形下，券商期权业务可剔除系统性风险，获取更稳定的业务收入。

场外期权业务盈利能力的影响因素主要是期权费率和对冲成本。前者主要取决于业务规模和品种结构，个股期权费率高于股指期权费率。后者取决于券商风险定价能力，风险对冲能力越强的券商对冲成本越低，且随着业务规模的扩大，对冲成本具备一定规模经济效应，利润率也会随之增加。根据行业经验，场外期权业务资本回报区间 8-15%。

我们估算下新增场外期权可以为券商利润带来的增厚情况。假设期权 Delta 中性策略下，券商场外期权业务利润几乎不受市场价格波动影响，收入主要来源于向交易对手收取的期权费，成本主要为对冲成本和资金成本。其中，对冲成本主要是现券买卖价差，资金成本占比较低，原因是券商对于已对冲风险的权益类衍生品风险计提比例为 5%，导致潜在杠杆率较高。根据行业经验，股指期权费率整体低于 10%，个股期权费率约 10%-15%。考虑到头部券商期权品种更加丰富，风险定价能力更强，场外期权业务平均费率在 8%-10%左右。对冲成本假设为期权费的 80%，那么场外期权业务新增利润约为新增交易规模的 1.6%-2%。

近一年行业新增场外期权 11069 亿元，其中连续进入行业前五名的中信证券和中信建投分别新增 1989.9 亿元和 2288.88 亿元，占比分别为 18%和 20.7%。我们假设 2020 年行业新增场外期权交易规模 10000 亿元，中信证券和中信建投对应为 1800 亿元和 2070 亿元。行业利润将增厚 160-200 亿元，占比约 11%；中信证券增厚 28.8-36 亿元，占比约 18%；中信建投增厚 33.1-41.4 亿元。

图 48: 近一年行业和中信、建投月新增期权名义本金规模 (亿元)


资料来源: 中证协, 信达证券研发中心

图 49: 高盛衍生品各项规模 (单元: 十亿美元)


资料来源: 中证协, 信达证券研发中心

三、估值及投资建议

“推动多层次资本市场改革”将成为未来中国资本市场发展主旋律, 关系到中国经济能否摆脱“投资要素趋动”再次腾飞, 科创板的推出并将成功经验尽快推广是监管已达成的共识, 相关配套政策有望密集落地。以去杠杆为目的的金融监管周期已结束, 行业迎来衍生品创新、股权和债权直接融资带来的 ROE 快速提升, 一直以来被诟病的 ROE 较低, “看天吃饭”的证券行业中龙头券商由于其充足的资本实力和完善的风控体系、强大的综合实力将迎来成长逻辑, 估值有望同时上行。当前行业 PB 仅 1.7 倍, 历史中枢在 2X-2.5X, 具备明显的投资价值。投行和衍生品业务条线带来增量利润, 提升行业 ROE, 给予看好评级。建议关注中信证券 (600030.SH)、中信建投 (601066.SH), 中金公司 (3908.HK), 国泰君安 (601211.SH) 等。

图 50: 证券行业历史估值



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

四、风险因素

中国经济超预期下滑, 中美关系急剧恶化, 金融监管政策收紧。

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	13818525553	hongchen@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。