

2014年12月29日

证券研究报告--券商资管专题报告

# 券商收益凭证——负债经营的利器

## 券商创新产品专题报告

分析师：施佳欢

执业证书编号：S089051412001

电话：021-68778023

邮箱：[shijiahuan@cnhbstock.com](mailto:shijiahuan@cnhbstock.com)

研究助理：奕丽萍

电话：021-68778183

销售服务电话：

021-68778075

### ◎投资要点：

◆**收益凭证的缘起。**收益凭证是指证券公司依照规定发行，约定本金和收益的偿付与特定标的挂钩的有价证券。特定标的包括但不限于股权、债权、信用、基金、利率、汇率、指数、期货及基础商品。

2014年9月9日在监管层力推之下，中证协正式向券商发布《证券公司开展收益凭证业务规范（试行）》（征求意见稿）。广发证券、国信证券、银河证券等券商进行先期试点。

◆**发行现状。**截至2014年12月29日，共有306只券商收益凭证产品在机构间私募产品报价与服务系统上发行，其中在存续期的为246只。

9月以来，收益凭证发行呈爆发式增长状态，9月有13只产品发行，10月有40只产品发行，进入12月，新发产品数量便猛增到201只。

从发行主体看，发行最多的券商是方正证券，共计发行了44只收益凭证产品，随后是东莞证券和招商证券，分别发行28只和27只收益凭证。截至12月29日，发行数量超过10只的券商共有8家，均以中小券商为主。

从产品期限看，目前发行的收益凭证产品期限以1~3个月为主，占比为37.91%，其次为1个月以内的产品，发行数量占比约26.47%，再次为3~6个月产品，占比为22.88%。

从产品收益率看，收益凭证收益率普遍在5%~7%的区间内。其中，6个月以上收益凭证平均收益率为6.47%，3-6个月为5.42%，1-3个月为5.29%，1个月以内产品平均收益率为5.38%。

◆**收益凭证于券商：结构化产品的春天。**在收益凭证试点开始以前，证券公司发行结构化产品需要获得场外市场业务资格或通过证券业协会的专业评价，审批流程较长、投资门槛较高。收益凭证试点以来，由于收益凭证的收益可灵活挂钩各类资产，关于结构化产品的各类设计架构就可以装入收益凭证，实现了结构化产品的快速发行、低门槛购买。

◆**收益凭证于券商：加杠杆利器。**按照当前规定，收益凭证发行余额不得超过净资本的60%，这有望为券商新增0.6倍的杠杆，补充业务资金需求。与传统的公司债、次级债、转融通等债务融资渠道相比，收益凭证的优势可以总结如下：期限灵活、净资本损耗小、投资门槛较低、收益形式多样、资金用途限制少、发行速度快。

◆**收益凭证于券商：为现有产品/业务插上想象的翅膀。**以融资融券业务为例，收益凭证提供融资融券业务所需资金、有助对冲融资融券业务风险、可提供另类的融资方式。

除了融资融券业务以外，收益凭证对证券公司其他业务的支撑作用也十分明显。例如，目前收益凭证大多向券商自有客户开放，有助增加券商经纪业务的吸引力；券商自营资金可投资收益凭证，丰富了自营资金可配置的资产；较低的投资门槛使得收益凭证成为券商互联网金融平台的理想产品等。

### 相关研究报告

1《券商结构化产品二——解析各收益类型产品》，2014.11.26

2《券商结构化产品一——下一场盛宴的开始》，2014.11.20

3《私募评级——私募行业整体业绩向好，各策略产品分庭抗礼》，2014.10.21

4《私募基金策略系列专题报告一——“小牛行情”表现》，2014.09.26

5《私募基金策略系列专题报告二——“小牛行情”表现》，2014.09.18

6《券商集合理财 2014 年半年度专题报告》，2014.08.27

7《私募基金管理办法出台，公/私募分类监管架构渐明》，2014.08.25

## 正文目录

1. 收益凭证的缘起 .....	3
2. 发行现状 .....	3
3. 收益凭证对证券公司的意义 .....	5
3.1. 结构化产品的春天 .....	5
3.2. 加杠杆利器 .....	5
3.3. 为现有产品/业务插上想象的翅膀 .....	8

## 图表目录

图 1 收益凭证发行状态 .....	4
图 2 9 月以来月度产品发行情况 .....	4
图 3 发行数量最多的券商排名 .....	4
图 4 各期限发行数量占比 .....	5
图 5 各期限平均收益率 .....	5
表 1 证券公司资产规模和杠杆率：2007~2013 年 .....	6
表 2 证券公司债务融资工具比较 .....	7

(本报告共有图 5 张, 表 2 张)

## 1. 收益凭证的缘起

收益凭证是指证券公司依照规定发行，约定本金和收益的偿付与特定标的挂钩的有价证券。特定标的包括但不限于股权、债权、信用、基金、利率、汇率、指数、期货及基础商品。

2013 年以来，管理层颁布了一系列政策推动券商开展新型融资工具以及大力提倡券商创新业务。

2013 年 3 月 3 日，中国证监会发布《证券公司债务融资工具管理暂行规定(征求意见稿)》，在对现有证券公司债券、次级债有关规定进行细化的同时，首次提及了证券公司的“收益凭证”业务，在此之前，证券公司融资工具仅限于证券公司债券和次级债。根据征求意见稿，获准新增的收益凭证业务，意味着证券公司在融资渠道上又开辟了一条新的道路，同时在创新产品上也多了一种类型的理财产品，丰富了券商的产品线。

2014 年 5 月 13 日，证监会发布《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》再次提及收益凭证业务，其中支持券商开展收益凭证业务，原文指出“拓宽融资渠道。支持证券经营机构进行股权和债权融资，在境内外发行上市、在全国中小企业股份转让系统挂牌，发行优先股、公司债，开展并购重组。鼓励证券经营机构探索新的融资渠道和新型融资工具。支持证券经营机构开展收益凭证业务试点。”收益凭证的再次提出，使得沉寂一时的券商新型融资工具业务又被放到了公众视线之前。

随后，2014 年 9 月 9 日在监管层力推之下，中证协正式向券商发布《证券公司开展收益凭证业务规范(试行)》(征求意见稿)，在此明确了收益凭证的定义，是指约定本金和收益的偿付与特定标的挂钩的有价证券。特定标的包括但不限于股权、债权、信用、基金、利率、汇率、指数、期货及基础商品。新的征求意见稿对收益凭证业务的定义、发行交易场所、开展条件和合格者等各方面进行了细化。

终于，在政策红利下，收益凭证由广发证券、国信证券、银河证券等券商进行先期试点。随后，各家券商开始在自己 OTC 市场发行符合自身条件的收益凭证产品，产品期限 30-360 天，收益率 5%-6% 水平。

收益凭证要素摘要如下：

✓ 挂钩标的：包括但不限于股权、债权、信用、基金、利率、汇率、指数、期货及基础商品。

✓ 发行场所：证券公司柜台市场或机构间私募产品报价与服务系统

✓ 发行条件：最近 12 个月风险覆盖率不得低于 100%，资本杠杆率不得低于 8%

✓ 收益结构：可以将收益凭证分为本金保障型和非本金保障型

✓ 发行限制：收益凭证的发行余额不得超过证券公司净资本的 60%

✓ 投资门槛：柜台市场：单一投资者 100 万起；

报价系统：由市场监测中心规定（5 万起）

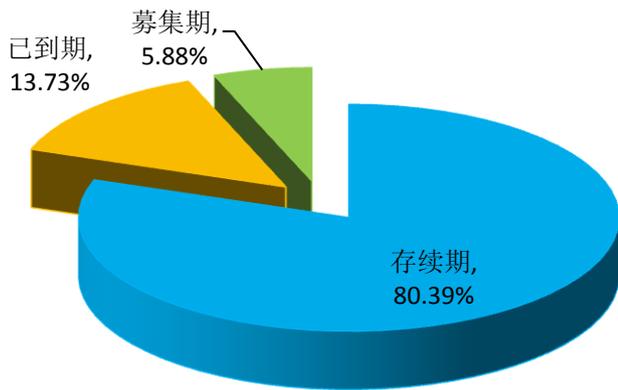
## 2. 发行现状

截至 2014 年 12 月 29 日，共有 306 只券商收益凭证产品在机构间私募产品报价与服务系统上发行。

从发行状态看，截止到 2014 年 12 月 29 日，还在存续期的产品为 246 只，占比超过 80%，已到期的产品占比 13.73%，另外有 18 只产品正处于募集期。

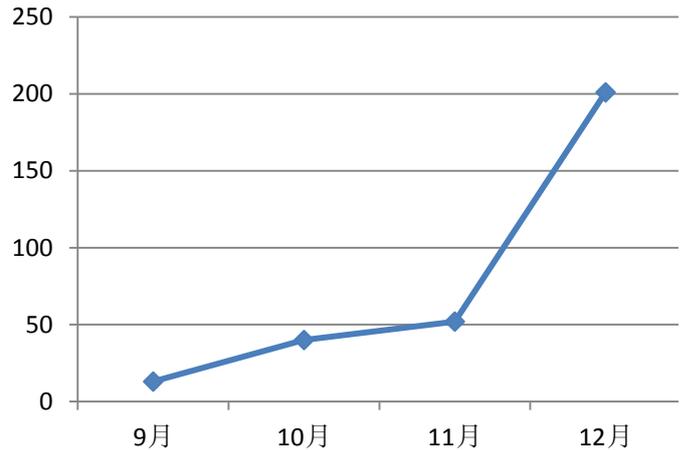
9 月以来，收益凭证发行呈爆发式增长状态，9 月有 13 只产品发行，10 月有 40 只产品发行，进入 12 月，新发产品数量便猛增到 201 只。

图 1 收益凭证发行状态



资料来源：华宝证券研究所

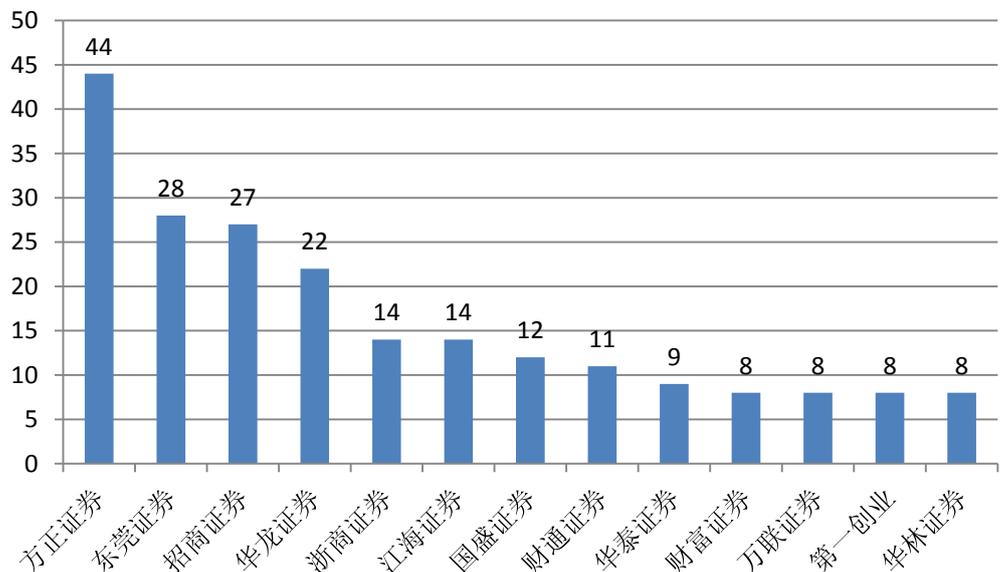
图 2 9 月以来月度产品发行情况



资料来源：华宝证券研究所

从发行主体看，发行最多的券商是方正证券，共计发行了 44 只收益凭证产品，随后是东莞证券和招商证券，分别发行 28 只和 27 只收益凭证。截至 12 月 29 日，发行数量超过 10 只的券商共有 8 家，均以中小券商为主。中小券商对收益凭证融资的热情一方面反映出中小券商对创新业务的重视，另一方面也反映了中小券商其余融资渠道的不畅。

图 3 发行数量最多的券商排名

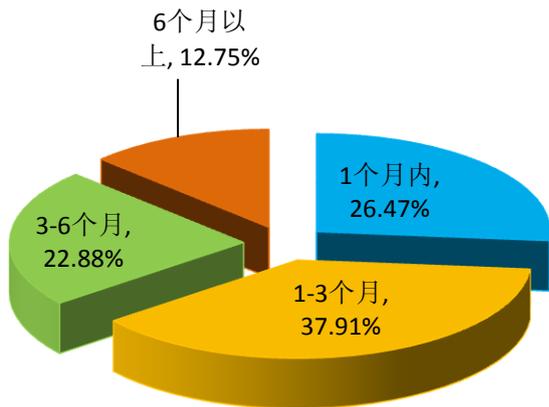


资料来源：华宝证券研究所

从产品期限看，目前发行的收益凭证产品期限以 1~3 个月为主，占比为 37.91%，其次为 1 个月以内的产品，发行数量占比约 26.47%，再次为 3~6 个月产品，占比为 22.88%。6 个月以上产品占比最小，占比为 12.75%。这表明尽管收益凭证并无明确的期限限制，但其定位于券商短期资金需求的意向较明确。

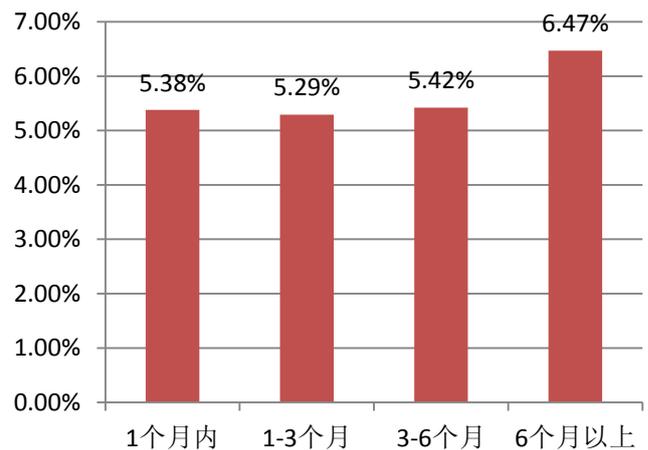
从产品收益率看，收益凭证收益率普遍在 5%~7% 的区间内。其中，6 个月以上收益凭证平均收益率为 6.47%，3-6 个月为 5.42%，1-3 个月为 5.29%，1 个月以内产品平均收益率为 5.38%，基本符合向上倾斜的收益率曲线。

图 4 各期限发行数量占比



资料来源：华宝证券研究所

图 5 各期限平均收益率



资料来源：华宝证券研究所

### 3. 收益凭证对证券公司的意义

#### 3.1. 结构化产品的春天

关于证券公司的结构化产品，我们在《券商结构化产品——下一场盛宴的开始》、《券商结构化产品二——解析各收益类型产品》两篇专题报告中已做过详细的论述。

在收益凭证试点开始以前，证券公司发行结构化产品需要获得场外市场业务资格或通过证券业协会的专业评价，审批流程较长、投资门槛较高。因此，证券公司结构化产品自 2013 年开闸以来进展相对缓慢。

收益凭证试点以来，由于收益凭证的收益可灵活挂钩各类资产，关于结构化产品的各类设计架构就可以装入收益凭证，实现了结构化产品的快速发行、低门槛购买。从这个意义上看，收益凭证开启了结构化产品的春天。

类似以往的结构化产品，由于收益凭证挂钩标的无限制、资金投向宽泛、无强制保本保收益要求，证券公司可以通过发行方向相反、名义金额相同的收益凭证对冲风险，获取无风险利差。

#### 3.2. 加杠杆利器

当前国内证券行业仍然是“经纪佣金为主”的盈利模式。2013年，经纪佣金收入占总收入比重47.68%，传统三大业务：经纪、承销、自营合计占收入比重高达74.95%。参考美国证券行业发展史，中国证券行业当前的收入结构与美国70~80年代的结构相近。而佣金自由化之后的美国，在收购兼并、金融衍生品等的发展下，证券行业收入构成早已发生了重大转变。

2012年以来，随着融资融券、股票质押式回购、互联网券商等创新业务的发展，国内证券公司开启了业务转型的新篇章。目前，国内券商重点打造的业务方向主要有资本中介型业务（融资融券、股票质押式回购等）、场外衍生品业务（场外期权、收益互换等）、互联网业务（互联网券商、消费支付功能等）等。而新兴业务较传统业务的一个突出特点就是资金消耗高。

由此，在新业务开展如火如荼的同时，各家券商的可用资金也已经到了捉襟见肘的时刻。为了补充业务所需资金，券商纷纷开启增资模式，并借用短期融资券、公司债等方式筹集资金，券商加杠杆需求强烈。

截至2013年末，115家证券公司总资产2.08万亿元，净资产7538.55亿元，较2012年分别增长20.93%和8.57%。行业杠杆倍数由2012年的1.61倍扩大至2.02倍。截至2014年三季度末，扣除客户资金后的行业杠杆倍数进一步上升至2.50，最高的公司为4.56，最低的公司为1.00。

借鉴国外投行发展经验，次贷危机前摩根士丹利等大型券商的杠杆倍数普遍在20倍以上，次贷危机后普遍回落至9~10倍。因此，国内券商加杠杆的空间依然广阔。

按照当前规定，收益凭证发行余额不得超过净资本的60%，这有望为券商新增0.6倍的杠杆，补充业务资金需求。

表1 证券公司资产规模和杠杆率：2007~2013年

年份	总资产（万亿元）	净资产（亿元）	净资本（亿元）	杠杆倍数（倍）
2013	2.08	7538.55	5204.58	2.02
2012	1.72	6943.46	4970.99	1.61
2011	1.57	6302.55	4634.02	1.41
2010	1.97	5663.59	4319.28	1.30
2009	2.03	4838.80	3831.80	1.33
2008	1.20	3584.81	2887.40	1.41
2007	1.73	3443.00	2977.00	1.40

资料来源：证券业协会、华宝证券研究所

注：杠杆倍数=(总资产-客户交易结算资金)/净资产

与传统的公司债、次级债、转融通等融资渠道相比，收益凭证的优势可以总结如下：

(1) 期限灵活。收益凭证定位于证券公司的短期资金需求，期限无明确要求，但目前发行的收益凭证主要在1年以内，与短期融资券、短期公司债一起成为证券公司短期融资的“三剑客”。

(2) 净资本损耗小。公司债和短期公司债累计发行余额不得超过公司净资产的40%，次级债发行余额不超公司净资本的50%，而收益凭证发行余额不超净资本的60%，与短期融资券要求一致。

(3) 投资门槛较低。在机构间私募报价系统上发行的收益凭证，仅需 5 万即可起投，投资门槛显然低于其他融资工具，偏向“众筹”融资，而短期公司债、次级债、短期融资券主要针对机构投资者。

(4) 收益形式多样。收益凭证可设计成本金保障型和非本金保障型，收益可挂钩股权、债权等多种标的资产，既增加了证券公司产品的吸引力，也有利于降低证券公司运营风险。而其他的债务融资工具大多为简单的固定/浮动收益型，债务成本压力显著。

(5) 资金用途限制少。收益凭证募集的资金可用于补充证券公司营运资金等用途，限制较少。而其他债务融资工具往往有严格的资金投向要求，如短期融资券就明确不得用于固定资产投资和营业网点建设、股票二级市场投资等。

(6) 发行速度快。收益凭证采用备案制，在报价系统上发行收益凭证，发行方仅需在线提交认购协议、补充协议、产品说明书、TA 参数表和风险揭示书即可完成产品的注册并发行。而其他的债务工具往往需要提交较多的材料，得到额度核准后方可发行。

表 2 证券公司债务融资工具比较

	公司债（非短期）	短期公司债	次级债	短期融资券	收益凭证
发行条件	要求较高，对证券公司净资产、近三年可分配利润、风控等有明确要求	未明确，只提及应符合证监会相关试点要求并不超过证监会核定的额度	要求较低，如有合理用途等	要求一般，发行人需满足全国银行间同业拆借市场成员资格 1 年以上、披露详细财务信息达 1 年等条件	要求较低，如最近 12 个月风险覆盖率不得低于 100%，资本杠杆不得低于 8% 等
净资本要求	累计发行余额不得超过公司净资产的 40%	累计发行余额不得超过公司净资产的 40%	长期次级债可按一定比例计入净资本（但总计不超 50%），短期次级债不计入净资本	待偿还短期融资券余额不超过净资本的 60%	收益凭证发行余额不得超过净资本的 60%
发行方式	公开/非公开	非公开（200 人以内）	非公开（200 人以内）	未明确，应是公开	非公开（200 人以内）
投资者要求	无明确要求	合格机构投资者	股东或符合条件的机构投资者	银行间债市投资者	无明确要求
发行交易场所	交易所、银行间（较少），新版征求意见稿拟加入全国中小企业股转系统、证券公司柜台市场、机构间私募产品报价与服务系统	交易所、机构间私募产品报价与服务系统	交易所，银行间也可	银行间债券市场	证券公司柜台市场、机构间私募产品报价与服务系统
转让方式	交易所竞价交易、银行间询价交易	视交易场所不同而不同	交易所竞价交易、银行间询价交易	银行间询价交易	协议、报价、做市、拍卖竞价、标购竞价等
清偿顺序	同其他普通债	同其他普通债	次于普通债	同其他普通债	同其他普通债
收益形式	固定/浮动（往往挂钩基准利率）	未明确，固定/浮动应该皆可	未明确，固定/浮动应该皆可	固定/浮动（目前以固定为主）	灵活，可挂钩股权、债权等多种标的
收益结构	约定还本付息	约定还本付息	约定还本付息	约定还本付息	本金保障/非本金保障
监管机构	证监会	交易所、证券业协会实行自律管理	证监会	中国人民银行	证券业协会自律管理、中证监测监控风险
投资门槛	无明确要求	无明确要求	无明确要求	无明确要求	证券公司柜台市场发行和转让的不低于 100

					万，报价系统发行和转让的不低于5万
资金用途	较严格，公开发行公司债券筹集的资金，必须用于核准的用途，不得用于弥补亏损和非生产性支出。	未明确	较宽松，合理即可	较严格，明确不得用于固定资产投资和营业网点建设、股票二级市场投资等	较宽松，合法合规、符合国家产品政策、不超出自有资金使用范围即可
登记、托管、结算	中国证券登记结算有限责任公司、中央国债登记结算有限责任公司	中国证券登记结算有限责任公司、报价系统	中国证券登记结算有限责任公司	中央国债登记结算有限责任公司	证券公司或报价系统等第三方机构
期限	1年以上	1年以内	长期（1年以上）/短期（1年以内）	91天以内	灵活，往往在1年以内
审批要求	核准制，非公开发行拟采用证券业协会备案制	备案制	审批制	备案制	备案制

资料来源：华宝证券研究所

### 3.3.为现有产品/业务插上想象的翅膀

收益凭证挂钩标的灵活、收益类型多样、资金投向宽泛的特点为证券公司产品设计增添了巨大的想象空间，对证券公司现有的业务都可形成有力支撑。

以融资融券业务为例：

首先，收益凭证提供融资融券业务所需资金。证券公司开展融资融券业务对资金消耗极大，且收益率较高，可通过对接收益凭证解决两融业务的资金来源，获取利差收益。目前，两融业务收益率普遍在8.6%~10.6%，而收益凭证中固定收益型年化收益率普遍在5%~7%，浮动收益型年化收益率普遍为3~4.5%+挂钩沪深300涨跌幅。

其次，收益凭证有助对冲融资融券业务风险。证券公司在融券给客户的时候，需要承受标的券下跌的风险，此时可通过发行挂钩等量标的股票的收益凭证，将股价上涨/下跌的风险转移给收益凭证投资者（我们认为价格的上涨和下跌都属于风险范畴）。

再者，收益凭证业务可提供另类的融资方式。通过约定挂钩杠杆倍数的标的资产价格，收益凭证业务实际上为客户提供了杠杆融资工具；通过约定挂钩某定增的标的股票价格，收益凭证业务实际上实现了定增项目的代持。在某种意义上，该融资工具锁定了客户的资金投向，融资风险可控，丰富的产品设计更增加了该融资工具的吸引力。

除了融资融券业务以外，收益凭证对证券公司其他业务的支撑作用也十分明显。例如，目前收益凭证大多向券商自有客户开放，有助增加券商经纪业务的吸引力；券商自营资金可投资收益凭证，丰富了自营资金可配置的资产；较低的投资门槛使得收益凭证成为券商互联网金融平台的理想产品等。

## 投资评级的说明

### - 行业评级标准

报告发布日后3个月内，以行业股票指数相对同期中证800指数收益率为基准，区分为以下四级：

强于大市 A--：行业指数收益率强于相对市场基准指数收益率5%以上；

同步大市 B--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%~5%之间波动；

弱于大市 C--：行业指数收益率相对市场基准指数收益率在-5%以下；

未评级 N--：不作为行业报告评级单独使用，但在公司评级报告中，作为随附行业评级的选择项之一。

### - 公司评级标准

报告发布日后3个月内，以股票相对同期行业指数收益率为基准，区分为以下五级：

买入：相对于行业指数的涨幅在15%以上；

持有：相对于行业指数的涨幅在5%-15%；

中性：相对于行业指数的涨幅在-5%-5%；

卖出：相对于行业指数的跌幅在-5%以上；

未评级：研究员基于覆盖或公司停牌等其他原因不能对该公司做出股票评级的情况。

## 风险提示及免责声明：

★市场有风险，投资须谨慎。

★本报告所载的信息均来源于已公开信息，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。

★本报告所载的任何建议、意见及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断。本公司不保证本报告所载的信息于本报告发布后不会发生任何更新，也不保证本公司做出的任何建议、意见及推测不会发生变化。

★在任何情况下，本报告所载的信息或所做出的任何建议、意见及推测并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，本公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。

★本报告版权归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何组织或个人不得对本报告进行任何形式的发布、转载、复制。如合法引用、刊发，须注明本公司出处，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。