

## 证券行业跟踪报告

## 革故弥新，券商 ROE 的长期上行空间在哪里

推荐（维持）

- **中国长期经济转型、产业升级的背景下，券商角色不可或缺，直接受益于资本市场服务产业创新转型所驱动的市场风险偏好提升、交投比活跃和入市增量资金。**结合中美的产业与资本市场发展史，信息技术、医疗保健、新兴消费等创新型企业具有成长性高、技术迭代升级快、护城河较深的特点，这些行业长期贡献稳定高 ROE，构成资本市场的压舱石，吸引风险投资基金、中长期价值投资者、社保医保基金资金参与企业的不同生命周期。以美国股市为例，以“FAANG”为首的五大科技股自 21 世纪互联网经济兴起后发展迅猛，股价屡创新高，创造巨量产业投资红利。港股改革后，小米、阿里巴巴陆续回归，助力香港市场交投活跃程度大幅提升，为内地市场发展提供参考路径。我们判断，本轮资本市场改革可能带来的直接融资市场的长期繁荣，将全面提升新兴产业的服务能力，高质量券商作为直接融资的核心媒介，在履行新使命的同时，业绩也将全面受惠于市场扩容、资金入市和整体风险偏好提升。
- **海外龙头提供明确的券商业绩增长路径。以高盛集团为例，在产业升级和资本市场扩容的机遇期，通过高杠杆及交易型业务两大核心工具，有效提升 ROE，并驱动股价上涨。**高盛的杠杆从 2001 年的 17.13 倍持续提高至 2007 年的 26.16 倍；金融资产相应从 2377 亿美元上涨至 8157 亿美元，复合增长率 23%；交易业务收入占比从 2001 年的 40% 提升至 2007 年的 65%。高杠杆率叠加经营战略方向调整，推动高盛盈利能力大幅提升，EPS 从 2000 年的 4.53 直线上涨至 26.34，ROE 也从 2000 年的 13% 提高到 2007 年的 30%。高盛集团交易业务中一个重要收入来源是借券卖出业务，识别价差，赚取收益。高盛的金融资产结构中，借入证券的比例长期维持在 34% 到 43% 之间。归结来看，美国发达的衍生品市场、成熟的投资者教育、丰富的多空均衡的投资策略是高盛做大交易业务重要因素之一，这也是中长期证券市场化改革加深后，逐步会去尝试的深水区。
- **从证券业 ROE 改善的三阶段路径来看，当前我国证券行业尚处于传统业务修复的阶段，未来以交易型业务及杠杆回升来驱动 ROE 中枢上行还将有很大的空间。**ROE 上行通道中，会先从市场量能修复带来的轻资产业务收益改善逐步外溢到资本消耗的交易型业务，最终在杠杆加持下达到高点。当前国内券商交易型业务包括自营投资和客需驱动，依赖自身投资策略和客户需要开展，同时也存在衍生品等创新业务占比不高、信用风险控制工具不足、对冲能力有限的问题，中间业务规模还有继续扩大的空间。而杠杆维度，回顾 2014-2019 年，国内中大型券商的杠杆水平远低于高盛等国际大型投行，金融资产规模还有上行空间。因此本轮市场改革周期下，券商 ROE 还有很长的提升路径。现阶段，头部券商资本实力强，可以通过合理提高杠杆、多样化渠道融资等方式加大交易型业务投入，在市场活跃和创新工具不断出台的情况下，以**资本驱动交易型业务来提升 ROE，推动业绩中枢逐步修复上移。**
- **投资建议：**科创板和创业板注册制的落地，我国资本市场将有望迎来更多高质量的科技创新、医疗、消费类新兴企业。市场扩容结合资本市场改革进程加速，市场制度机制将不断完善。并表监管试点或能提升券商杠杆水平和资本使用效率，更多创新工具有望落地，如科创板做市、融券业务改革、T+0 制度等都在监管的研究讨论过程中。**展望未来，交易型业务有望成为驱动券商 ROE 上行的重要因素**，参照高盛集团 2000 年至 2007 年的发展过程，资本实力强、机构业务好、风险控制严密、研究定价销售能力优秀、融资渠道广的头部券商将有可能做大交易型业务规模，来驱动 ROE 持续提升。当前，我们基于基本面、估值及长期逻辑推荐华泰证券、中信证券、中金公司；重点关注中信建投（H）、以及估值较低且预期受益于区域市场改革的国泰君安、海通证券、招商证券和高弹性中小券商。
- **风险提示：**央行收紧流动性；国内及全球疫情反复加重；实体经济复苏不及预期；二级市场被快速炒作、券商行情过度演绎、资金过度过快注入资本市场对服务实体经济带来干扰，可能面临监管风险。

## 华创证券研究所

## 证券分析师：徐康

电话：021-20572556  
邮箱：xukang@hcyjs.com  
执业编号：S0360518060005

## 证券分析师：张经纬

电话：0755-82756802  
邮箱：zhangjingwei@hcyjs.com  
执业编号：S0360520060002

## 证券分析师：洪锦屏

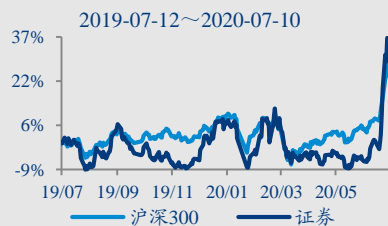
电话：0755-82755952  
邮箱：hongjinping@hcyjs.com  
执业编号：S0360516110002

## 行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	45	1.16
总市值(亿元)	39,186.54	4.87
流通市值(亿元)	26,698.41	4.54

## 相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	41.5	25.62	34.47
相对表现	23.84	11.44	8.95



## 相关研究报告

《证券行业跟踪报告：资本市场的星辰大海，需要什么样的券业航母》

2020-07-05

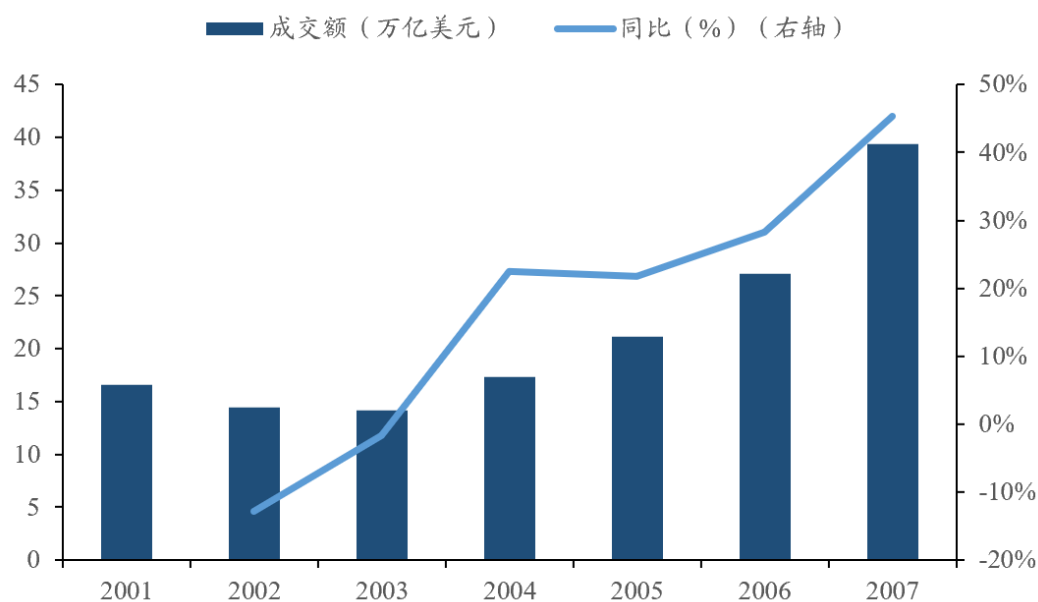
《证券行业跟踪报告：上涨空间来自于交易量与估值的正反馈》

2020-07-06

《证券行业月报（2020年6月）：6月业绩爆发，支撑估值抬升，继续看好券商板块》

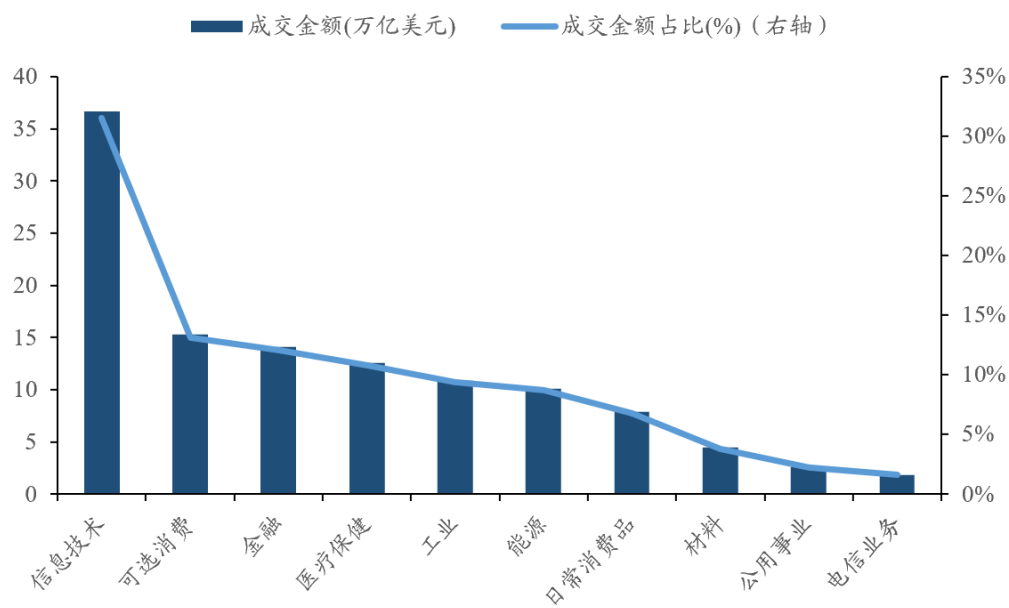
2020-07-08

图表 1 2001 年至 2007 年期间美股成交额持续上行



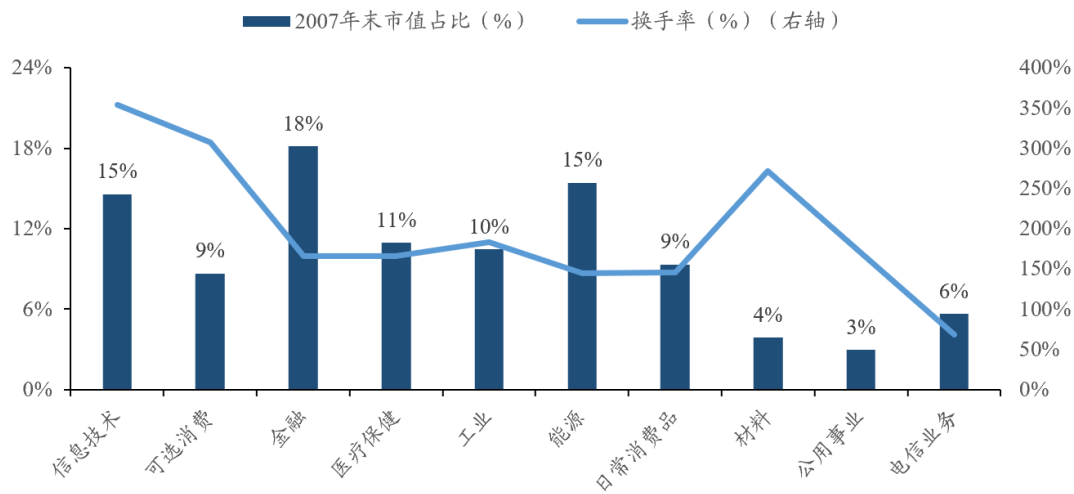
资料来源: wind, 华创证券

图表 2 2001 年至 2007 年期间美股信息、消费、医疗等行业成交金额占比最高



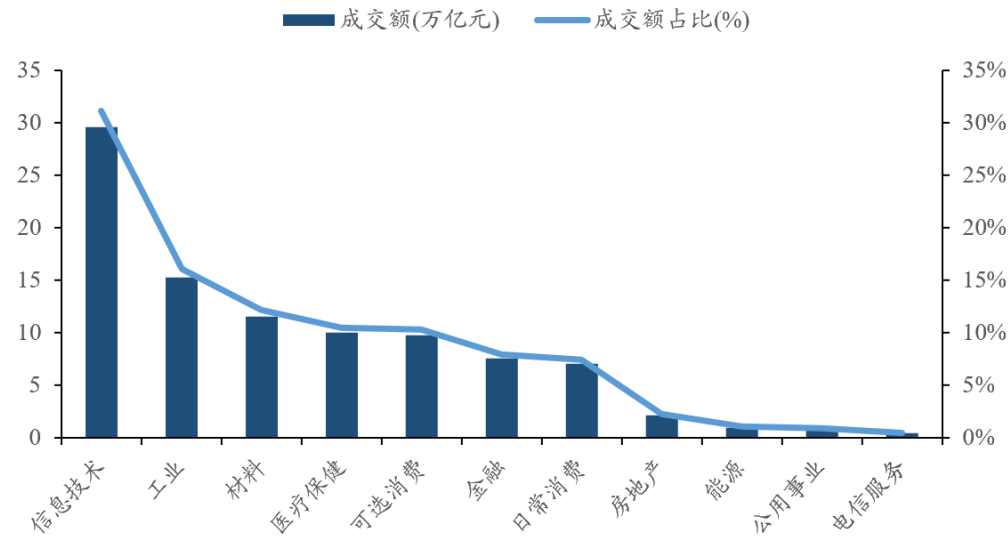
资料来源: wind, 华创证券

图表 3 2007 年期间美股信息、消费、医疗等行业换手率较高



资料来源: wind, 华创证券

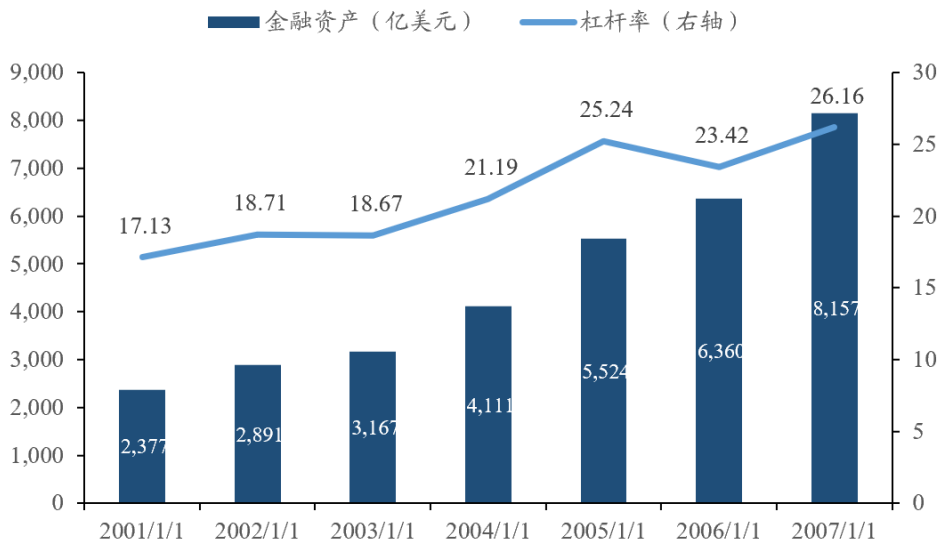
图表 4 2020 年 A 股信息、消费、医疗等行业成交额位列前茅



资料来源: wind, 华创证券

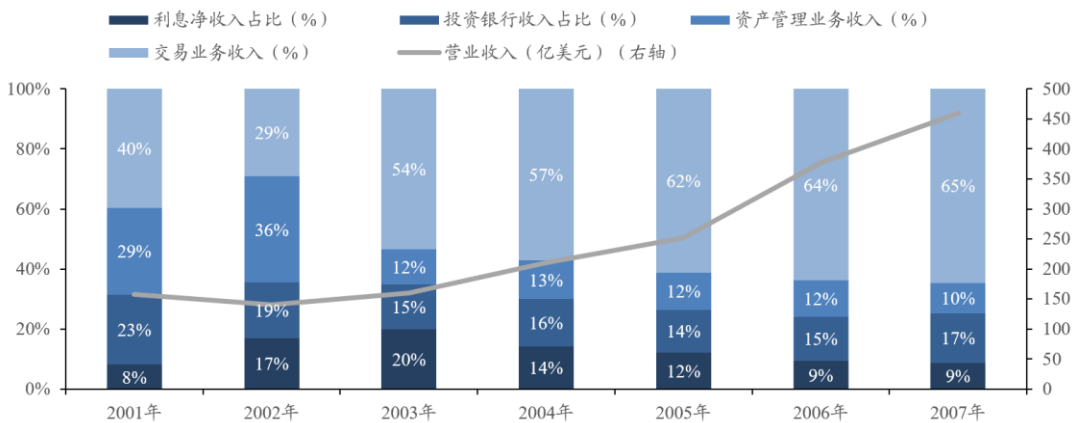
注: 数据截至 2020 年 7 月 8 日, 分类为 wind 一级行业分类

图表 5 2001 年至 2007 年高盛提高杠杆率驱动金融资产规模上涨



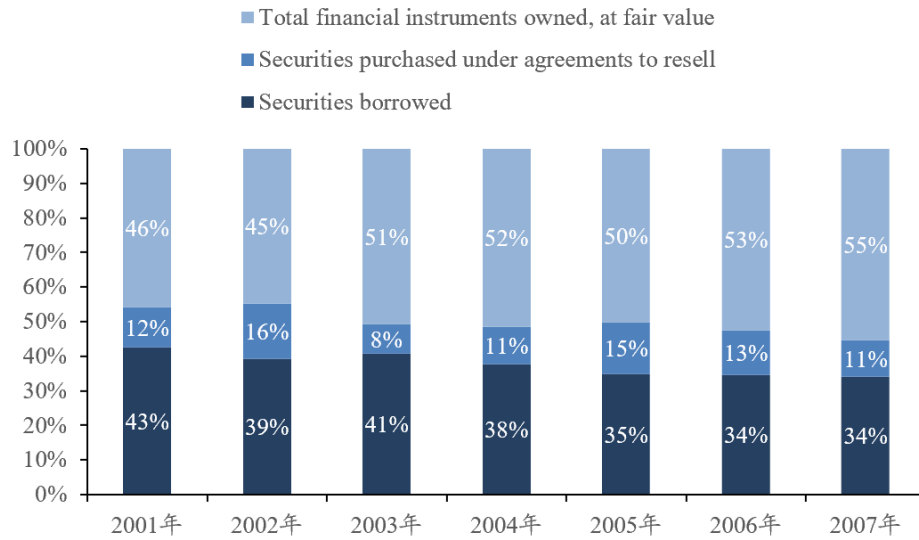
资料来源：公司公告，wind，华创证券

图表 6 2001 年至 2007 年高盛交易业务收入占比贡献高于其他业务



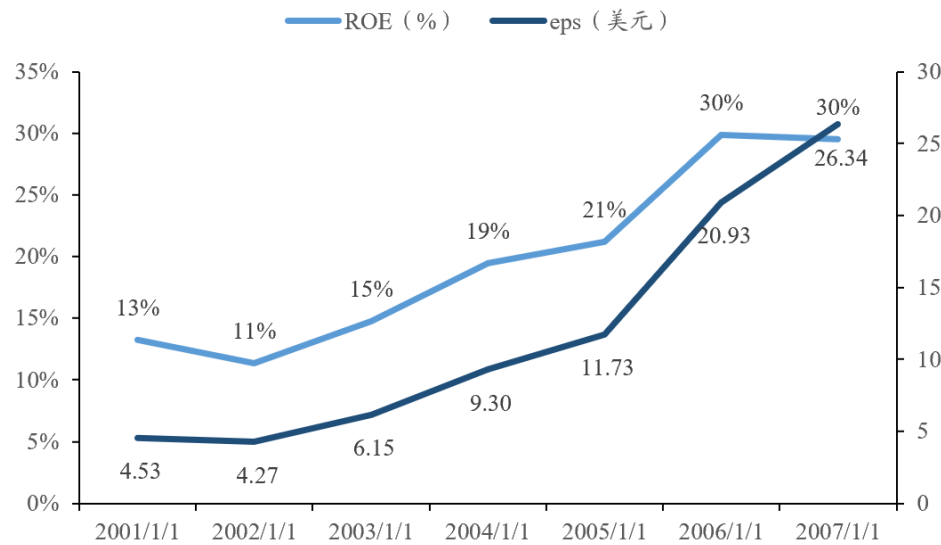
资料来源：公司公告，wind，华创证券

图表 7 2000 年至 2007 年期间，高盛集团金融资产中借入证券比例在 34%以上

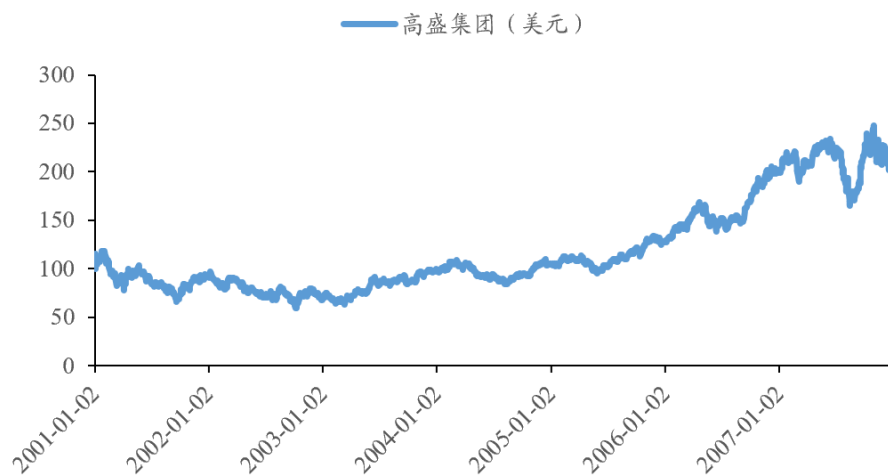


资料来源：公司公告，wind，华创证券

图表 8 2000 年至 2007 年期间，高盛集团的盈利能力持续提升



资料来源：公司公告，wind，华创证券

**图表 9 2000 年至 2007 年期间，高盛集团股价从 100.25 美元上涨至 215.05 美元**


资料来源：公司公告，wind，华创证券

**图表 10 2014 年至 2019 年部分券商 ROE 情况一览 (单位：%)**

	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31
中信建投	22.90	36.94	14.78	9.47	6.76	10.56
中金公司	15.05	15.98	10.43	10.03	8.85	9.37
国信证券	18.46	33.75	9.27	9.11	6.55	9.04
招商证券	11.21	24.27	9.99	8.32	5.53	8.79
广发证券	13.53	22.54	10.29	10.52	5.06	8.55
华泰证券	11.65	17.52	7.59	10.81	5.28	7.97
海通证券	11.87	17.99	7.39	7.56	4.42	7.81
中信证券	12.14	16.62	7.36	7.82	6.20	7.77
中国银河	13.91	22.89	8.97	6.50	4.42	7.64
申万宏源	17.15	33.87	10.55	8.56	6.68	7.52
国泰君安	17.76	22.86	10.08	8.86	5.44	6.62
东方证券	13.81	27.48	6.13	7.60	2.35	4.61
行业	10.49	16.86	7.53	6.11	3.52	6.29

资料来源：wind，华创证券

图表 11 2014 年至 2019 年部分券商权益乘数情况一览

	2014/12/31	2015/12/31	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31
中金公司	4.71	4.19	4.58	5.19	5.55	6.14
海通证券	3.98	4.15	4.15	3.83	4.27	4.36
中信证券	3.81	3.35	3.24	3.51	3.63	4.14
东方证券	4.67	4.71	4.37	3.84	3.77	4.13
中信建投	4.79	3.69	3.04	3.76	3.36	4.08
华泰证券	4.89	4.01	3.66	3.60	2.99	3.85
招商证券	3.27	4.20	2.93	2.96	3.17	3.76
申万宏源	3.65	4.00	3.55	4.28	4.14	3.74
国泰君安	5.53	3.37	3.19	2.94	3.00	3.46
广发证券	4.26	3.88	3.49	3.44	3.89	3.45
中国银河	3.50	3.21	2.68	2.95	2.95	3.32
国信证券	3.44	3.27	2.89	3.09	3.42	3.17
行业	3.14	3.01	2.65	2.75	2.81	2.95

资料来源: wind, 华创证券

注: 权益乘数 = (资产总计 - 客户交易结算资金余额) / 归属母公司股东的股东权益合计

## 非银组团队介绍

### 组长、首席分析师：洪锦屏

华南理工大学管理学硕士。曾任职于招商证券。2016年加入华创证券研究所。2010年获得新财富非银行金融最佳分析师第二名（团队），2015年金牛奖非银金融第五名，2017年金牛奖非银金融第四名。

### 分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。曾任职于平安银行。2016年加入华创证券研究所。2017年金牛奖非银金融第四名团队成员。

### 分析师：张径炜

西南财经大学硕士。2018年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：张慧

澳大利亚莫那什大学银行与金融专业硕士。2019年加入华创证券研究所。

### 助理研究员：杨一凡

澳大利亚昆士兰大学硕士。2020年加入华创证券研究所。



## 华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	副总经理、北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	副总经理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyin@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com
私募销售组	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com

## 华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

### 公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20%以上;  
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;  
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10% - 10%之间;  
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20%之间。

### 行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5%以上;  
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5% - 5%;  
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5%以上。

## 分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

## 免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别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,自主作出投资决策并自行承担投资风险,任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

## 华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500