

证券 II 行业

从投资能力看券商经营差异

核心观点:

- **证券行业加杠杆进行时。**证券行业杠杆水平主要受监管政策、资金成本、业务结构等影响。在监管政策方面,2019 年以来,短融规模扩大、金融债松绑、以及次级债公开发行放开,证券公司杠杆资金来源不断拓宽;同时近两年主要资金利率波动下行,券商融资成本降低。业务结构中,衍生品业务快速发展,有望拉动业务杠杆进一步提升。
- **增量杠杆资金主要投向自营业务。**2017-2019 年券商杠杆资金平稳增长,自营业务和资本中介业务是杠杆资金两大主要投向。资本中介业务中,两融规模比较平稳,股票质押规模由于权益市场调整风险暴露,在 2018 年初到达峰值后持续收缩,2019 年末余额与峰值相比降幅过半,2020 上半年继续收缩。增量杠杆资金主要投向自营业务,自营业务收入占比快速提升,投资能力高低将长期影响券商业绩表现。
- **头部券商自营业务收益率对比。**选取中信、国君、海通、华泰、招商、国信、中信建投、银河、中金 9 家头部券商,对 2017-2019 年合并报表下的自营收益率进行测算(仅考虑经营杠杆,未考虑公司层面融资杠杆):1.从三年平均收益率来看:中信接近 10%,国君、中金 7.5%-8%,海通 6%左右,国信、华泰、建投均在 5.5%附近,招商、银河低于 5%。2.从收益率变化趋势来看,中信、国君持续保持头部领先;中金收益率较平稳,均在 7%-7.6%之间;海通、华泰随市场行情变化波动较大。
- **投资建议:从自营业务发展趋势来看,衍生品业务、投行资本化业务、境外投资业务有望成为证券行业利润增长与 ROE 提升的重要来源。**无论是监管政策导向,还是资金营运综合能力,头部券商均更显优势:
 - (1) 衍生品业务:具有高杠杆高收益率属性,未来发展空间广阔,受业务资质、客户资源、对冲能力、风控水平等影响,寡占市场下龙头券商具有显著优势;
 - (2) 投行资本化业务:科创板跟投收入贡献快速上升,随着多元化资本市场不断完善,具有投行业务实力的头部券商将加速业绩释放;
 - (3) 境外投资业务:是国内券商增量收入的重要来源,金融产品、做市业务兴起,机构客户资源、资本实力、风险管理较强的头部券商具有较大增长空间。建议重点关注龙头企业:中信证券(600030.SH)/(06030.HK)、中金公司(03908.HK)、招商证券(600999.SH)/(06099.HK)、国泰君安(601211.SH)/(02611.HK)、华泰证券(601688.SH)/(06886.HK)、海通证券(600837.SH)/(06837.HK)、东方财富(300059.SH)等。
- **风险提示。**收益率测算可能受测算方式及测算口径影响,与实际值有偏差;权益市场波动超预期,权益投资存在回吐风险;货基收益率下降、债券市场回调,固定收益投资收益率下滑。

行业评级

买入

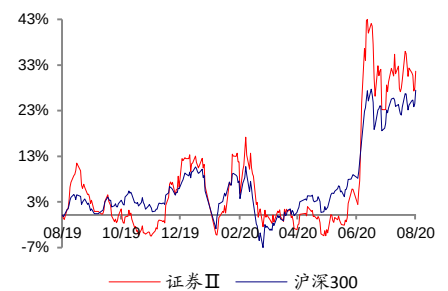
首次评级

买入

报告日期

2020-09-13

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:再论投行资本 2020-08-28
- 化:头部券商新盛宴
- 证券 II 行业:第三方接口重开 2020-08-15
- 征求意见,经纪业务开启新纪元
- 证券 II 行业:市场活跃提振业绩,券商迎来 α 与 β 共振——证券行业 7 月经营数据点评 2020-08-07

联系人:

陈思宇 020-66336013-6013

qhchensiyu@gf.com.cn

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)		P/B(x)		ROE	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
海通证券	600837.SH	CNY	14.32	20200830	买入	16.57	0.88	1.16	16.27	12.34	1.21	1.12	7.70%	9.40%
华泰证券	601688.SH	CNY	20.29	20200827	买入	22.80	1.48	1.61	13.71	12.60	1.42	1.35	10.60%	10.90%
中信证券	600030.SH	CNY	30.09	20200825	买入	34.66	1.21	1.50	24.87	20.06	2.08	1.96	9.00%	10.10%
国泰君安	601211.SH	CNY	18.33	20200430	买入	24.90	1.20	1.45	15.28	12.64	1.19	1.10	7.50%	8.60%
东方财富	300059.SZ	CNY	23.46	20200812	增持	28.91	0.48	0.53	48.88	44.26	5.68	5.18	11.67%	11.64%
招商证券	600999.SH	CNY	20.68	20200830	买入	25.72	1.09	1.15	18.97	17.98	2.01	1.91	9.30%	9.40%
海通证券	06837.HK	HKD	6.70	20200830	买入	10.69	0.88	1.16	7.61	5.78	0.52	0.48	7.70%	9.40%
HTSC	06886.HK	HKD	12.44	20200827	买入	20.35	1.48	1.61	8.41	7.73	0.80	0.75	10.60%	10.90%
中信证券	06030.HK	HKD	17.42	20200825	买入	23.10	1.21	1.50	14.40	11.61	1.10	1.04	9.00%	10.10%
国泰君安	02611.HK	HKD	11.24	20200430	买入	16.57	1.20	1.45	9.37	7.75	0.67	0.62	7.50%	8.60%
中金公司	03908.HK	HKD	17.18	20200331	买入	19.09	1.15	1.37	14.94	12.54	1.47	1.36	10.30%	11.30%
招商证券	06099.HK	HKD	9.36	20200830	买入	11.69	1.09	1.15	8.59	8.14	0.73	0.70	9.30%	9.40%

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。收盘价及表中估值指标按照最新收盘价计算。

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

一、证券行业加杠杆进行时	6
(一) 监管政策支持证券公司杠杆资金来源不断拓宽	6
(二) 资金利率下行, 券商融资成本降低	7
(三) 衍生品业务的快速发展, 有望进一步拉动业务杠杆提升	8
二、增量杠杆资金主要投向自营业务	9
(一) 2017-2019 年券商杠杆资金平稳增长	10
(二) 增量杠杆资金主要投向自营业务, 自营规模、自营收入占比快速提升	10
三、头部券商自营业务收益率对比	12
四、分析收益率差异的原因	14
(一) 投资杠杆方面: 自营收益率高的券商普遍高杠杆	14
(二) 投资规模方面: 不同券商差异较大, 头部券商逐年提升明显	15
(三) 资产配置结构与各投资品种的收益方面: 券商间有较大分化	16
五、投资建议: 重点关注头部券商	26
(一) 衍生品业务: 具有高杠杆高收益率属性, 未来发展空间广阔, 寡占市场下龙头券商具有显著优势	26
(二) 投行资本化: 随着多元化资本市场不断完善, 具有投行业务实力的头部券商将加速业绩释放	28
(三) 境外投资业务: 是国内券商增量收入的重要来源, 机构客户资源、资本实力、风险管理较强的头部券商具有较大增长空间	29
六、风险提示	31

图表索引

图 1: 10 年期国债到期收益率曲线图	8
图 2: 证券公司债、短期融资券融资成本	8
图 3: 我国场内 50ETF 期权交易额 (单位: 亿元)	9
图 4: 我国场外期权、收益互换交易各月存续名义本金规模 (单位: 千亿元)	9
图 5: 证券行业扣除代买卖证券款后的负债总额及杠杆倍数	10
图 6: 两融业务规模 (单位: 亿元)	11
图 7: 股票质押业务规模 (单位: 亿元)	11
图 8: 中信、国君等 9 家头部券商金融投资资产规模在行业总资产中占比	12
图 9: 行业证券投资收益及在总营业收入中占比	12
图 10: 头部券商金融投资资产配置结构 (2017-2019 年平均规模)	16
图 11: 2017-2019 年中债新综合财富指数趋势图	17
图 12: 头部券商 2017-2019 年固定收益平均投资规模及投资杠杆 (单位: 亿元)	17
图 13: 头部券商证金专户 2017-2019 平均投资规模 (单位: 亿元)	18
图 14: 招商 2019 年母公司各月收入波动情况 (单位: 亿元)	20
图 15: 头部券商直投业务子公司 2017-2019 年平均收入及投资收益率 (单位: 亿元)	21
图 16: 头部券商另类投资子公司 2017-2019 年平均收入及投资收益率 (单位: 亿元)	22
图 17: 头部券商另类投资子公司科创板开板以来的跟投浮动收益 (单位: 亿元)	22
图 18: 头部券商 2017-2019 年应付客户保证金平均规模 (单位: 亿元)	23
图 19: 华泰、国君、建投、招商应付客户保证金规模趋势 (单位: 亿元)	23
图 20: 头部券商 2017-2019 年合并报表交易性金融负债中结构化票据业务平均规模 (单位: 亿元)	24
图 21: 全球市场场外衍生品交易名义本金规模 (单位: 万亿美元)	26
图 22: 科创板各主承销商承销金额占比	29
图 23: 2015-2019 年我国对外投资证券金额 (单位: 亿美元)	29
图 24: 摩根与高盛 2017-2019 年各区域收入占比	30
图 25: 2019 年头部券商境外子公司营业收入及占比 (单位: 亿元)	30
图 26: 摩根与高盛收入结构 (单位: 百万美元)	31
表 1: 证券公司发行短期融资券余额调整前后的上限对比	6
表 2: 证券公司金融债发行结果及同期公司债发行利率对比	7
表 3: 头部券商 2017-2019 年合并报表自营收益率测算 (单位: 亿元)	13
表 4: 头部券商自营收益率及投资杠杆测算	14

表 5: 头部券商 2017-2019 年平均杠杆资金结构 (单位: 亿元)	15
表 6: 头部券商自营收益率及投资规模测算 (单位: 亿元)	15
表 7: 2017-2019 年海通、华泰自营收益率与上证指数涨幅对比.....	18
表 8: 2019 年海通、华泰母公司月度收入 (亿元) 与上证指数涨幅 (%) 对比	19
表 9: 2019 年初年末母公司各会计科目股票持仓情况 (单位: 亿元)	20
表 10: 券商直投业务 2017-2019 年收益率情况测算.....	21
表 11: 中金衍生业务收益率测算 (单位: 亿元)	23
表 12: 国泰君安国际、海通国际金融产品收益率测算.....	25
表 13: 国泰君安国际、海通国际做市及投资收益率测算	25
表 14: 场内期权上市品种与上市时间	27
表 15: 证券公司 2019 年 12 月末场外衍生品存续交易规模 (单位: 亿元)	27

一、证券行业加杠杆进行时

证券行业杠杆水平主要受监管政策、资金成本、业务结构等影响。在监管政策方面，2019年以来，短融规模扩大、金融债松绑、以及次级债公开发行放开，证券公司杠杆资金来源不断拓宽；在资金利率方面，近两年主要资金利率波动下行，券商融资成本降低。业务结构中，衍生品业务快速发展，有望拉动业务杠杆进一步提升。

（一）监管政策支持证券公司杠杆资金来源不断拓宽

1. 头部券商短期融资券余额上限提升

2019年6月，国泰君安、中信证券、海通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，根据各上市券商《关于收到中国人民银行提高公司短期融资券最高待偿还余额》公告，调整后的上限合计3041亿元。短融规模上限的提升，不仅能降低券商的融资成本，也拓宽了杠杆资金来源。根据wind数据，所有证券公司2019年5月底的短期融资券余额为840亿元，2020年5月底的余额为2,562亿元，增长至原来的3倍。

表 1：证券公司发行短期融资券余额调整前后的上限对比

日期	券商	短期融资券余额上限（亿元）	
		调整前	调整后
2019年6月	国泰君安	130	508
2019年6月	中信证券	159	469
2019年6月	海通证券	200	397
2019年6月	中国银河	-	368
2019年6月	招商证券	70	316
2019年6月	华泰证券	216	300
2019年6月	申万宏源	191	298
2019年6月	中信建投	163	209

数据来源：证券公司《关于收到中国人民银行提高公司短期融资券最高待偿还余额》公告，广发证券发展研究中心

2. 证券公司金融债松绑

长期以来，政策性银行和商业银行是金融债券的主要发行主体，由于缺乏具体规范文件，证券公司很少在银行间市场发行金融债。2019年6-7月，中信证券、国泰君安等多家头部券商公告收到证监会监管意见书及央行许可，同意其申请发行金融债，意味着证券公司金融债发行开闸。金融债松绑有助于扩大杠杆资金来源，中信证券、国泰君安等7家头部券商共发行金融债440亿元。同时，金融债具有低利率的特征，可进一步降低券商的融资成本，根据头部券商公告，金融债发行利率明显低于邻近日期公司债的发行利率。

表 2：证券公司金融债发行结果及同期公司债发行利率对比

券商	金融债（亿元）				同期公司债发行（亿元）			
	发行日期	发行额度	发行期限	票面年利率	发行日期	发行额度	发行期限	票面年利率
中信证券	2019/7/25	90	3 年	3.58%	2019/6/14	15	3 年	4.00%
国泰君安	2019/8/8	80	3 年	3.48%	2019/10/16	25	3 年	3.48%
海通证券	2019/8/29	70	3 年	3.39%	2019/4/11	50	3 年	3.75%
华泰证券	2019/8/21	60	3 年	3.40%	2019/4/22	50	3 年	3.80%
招商证券	2019/10/11	50	3 年	3.45%	2019/4/25	20	3 年	4.08%
中信建投	2019/8/5	40	3 年	3.52%				

数据来源：证券公司2019年关于债券发行的公告，广发证券发展研究中心

3. 次级债公开发行放开

2020年5月26日，证监会发布了《关于修改<证券公司次级债管理规定>的决定》，允许证券公司公开发行次级债券。一方面，公开发行可降低证券公司的融资成本；另一方面，次级债可进一步充实券商资本，根据管理规定，长期次级债可按一定比例计入净资本，到期期限在3、2、1年以上的，原则上分别按100%、70%、50%的比例计入净资本；同时，管理规定为创新预留制度空间，明确证券公司发行减记债、应急可转债及其他创新类债券品种，参照适用本规定执行，未来随着市场实践探索，券商融资渠道有望进一步拓宽。

（二）资金利率下行，券商融资成本降低

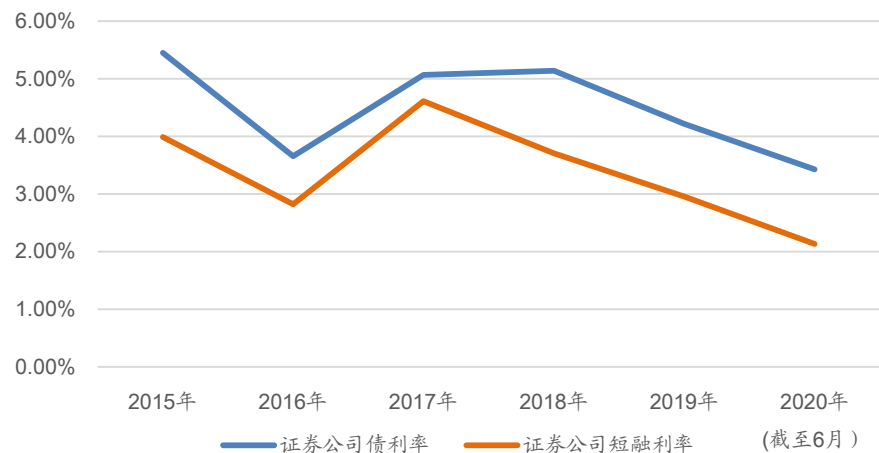
境内券商加杠杆的方式主要包括短期融资（拆借、卖出回购、短期融资券）及长期融资（公司债、次级债、金融债），随着市场利率在2017年末到达高点、2018至今波动下行，近两年来券商新发行的长短期债券融资成本也同步降低。其中：短期融资成本方面，以短期融资券为代表，2017年平均融资成本为4.61%，2020上半年仅2.13%；长期融资成本方面，证券公司债2017年平均融资成本5.06%，2020上半年为3.42%。融资成本的降低，有利于增强证券公司加杠杆的意愿。

图 1：10年期国债到期收益率曲线图



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 2：证券公司债、短期融资券融资成本



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

注：以上为 wind 数据库中 113 家券商合计统计数据

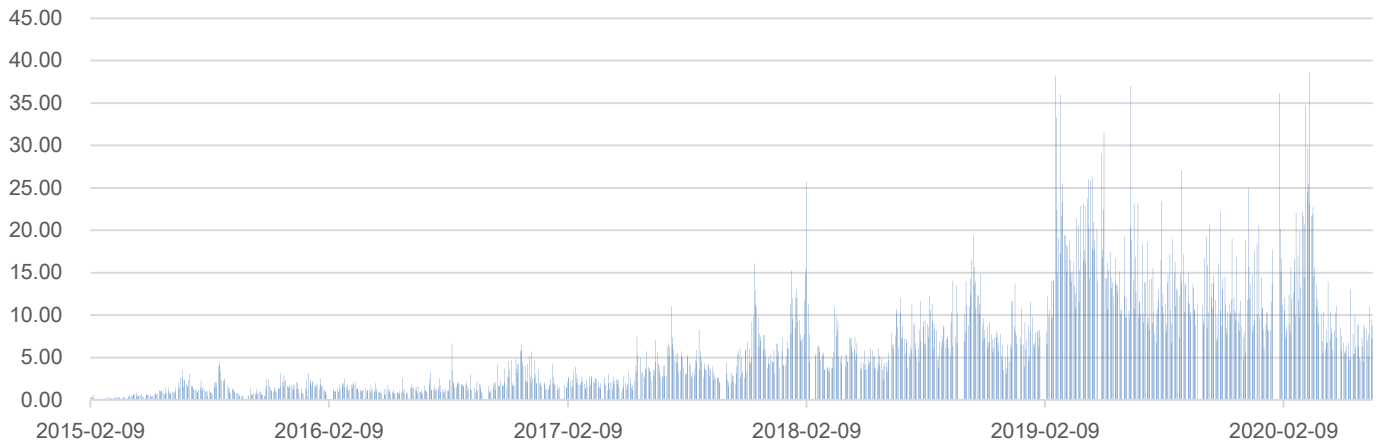
（三）衍生品业务的快速发展，有望进一步拉动业务杠杆提升

由于衍生品业务自带杠杆特性，交易只需要缴纳一定比例的保证金，即可享有契约所赋予的权利，并且在形成规模优势后，不同客户的交易需求有可能相互对冲，占用资金较少，业务杠杆非常高。

从场内期权与场外期权交易规模增长趋势来看，有望进一步拉动自营业务杠杆提升。场内期权方面，自2015年2月9日上证50ETF期权正式于上交所开始交易以来，成交

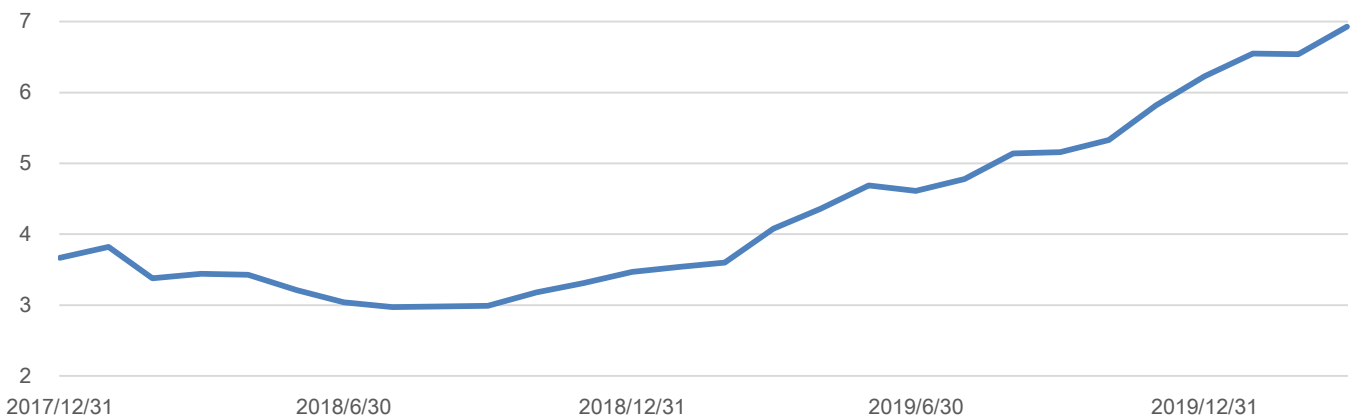
金额持续上升。2015年日均交易额为1.08亿元；截至6月24日，2020年日均成交额达到11.68亿元。场外期权、收益互换方面，2018年下半年开始，交易规模迅速增长，名义本金从2018年初的3,666亿元，上升到2020年3月末的6,930亿元，年化复合增长率约33%

图 3：我国场内50ETF期权交易额（单位：亿元）



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

图 4：我国场外期权、收益互换交易各月存续名义本金规模（单位：千亿元）



数据来源：证券业协会，广发证券发展研究中心

二、增量杠杆资金主要投向自营业务

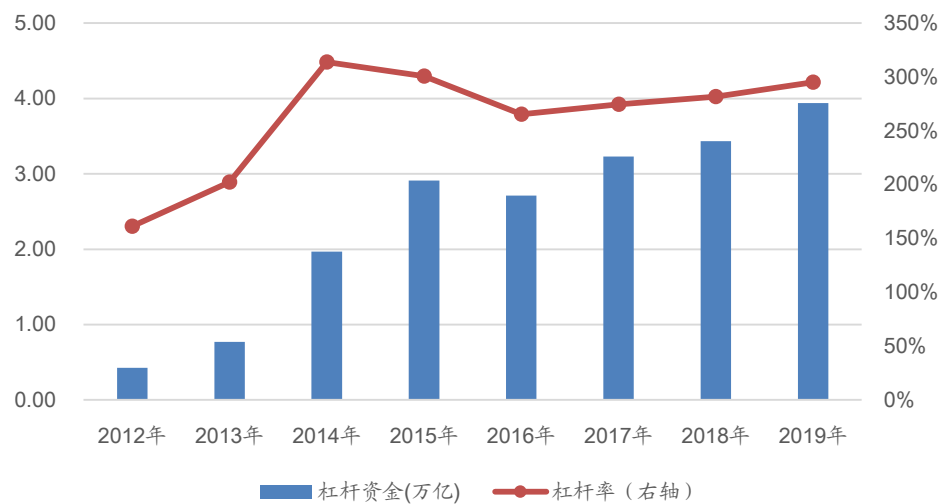
2016年之后杠杆资金平稳增长，自营业务和资本中介业务是杠杆资金两大主要投向，其中资本中介业务中，两融业务规模比较稳定，股票质押规模由于权益市场调整风险暴露，在2018年初达到峰值后，行业持续收缩。增量杠杆资金主要投向自营业务，券商自营业务规模、自营业务收入占比快速提升，投资能力高低将长期影响券商业

绩表现。

（一）2017-2019 年券商杠杆资金平稳增长

2012-2015年6月，业务创新政策不断出台，融资类业务需求大幅增长，证券行业杠杆提升进入加速期；为了缓解杠杆资金涌入带来的市场风险，证监会于2015年6月份下发《关于加强证券公司信息系统外部接入管理的通知》，要求规范信息系统外部接入行为，在场外配资清理、场内融资去杠杆化等监管操作下，2015.7-2016年券商杠杆资金、杠杆倍数回落；2017-2019年去杠杆成果明显，杠杆资金、杠杆倍数均增长趋于平稳。

图 5：证券行业扣除代买卖证券款后的负债总额及杠杆倍数



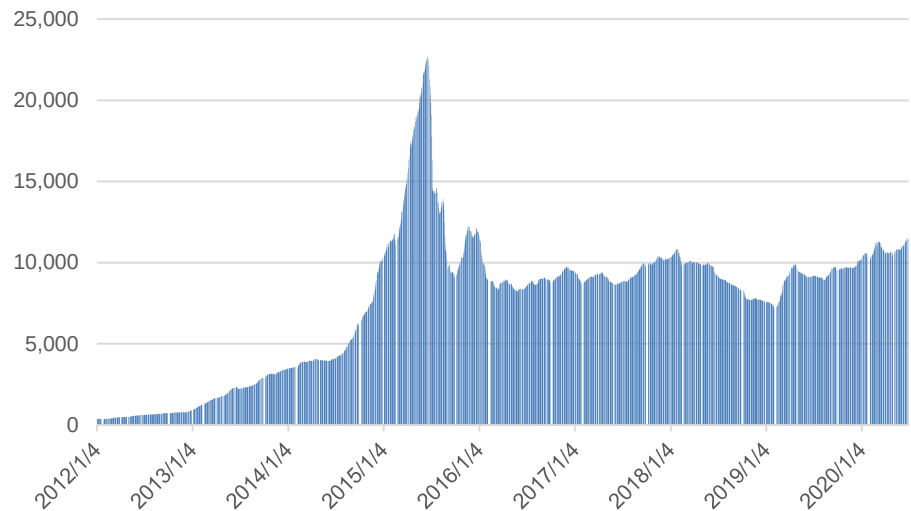
数据来源：证券业协会，广发证券发展研究中心

注：杠杆率=（总资产-代买卖证券款）/净资产

（二）增量杠杆资金主要投向自营业务，自营规模、自营收入占比快速提升

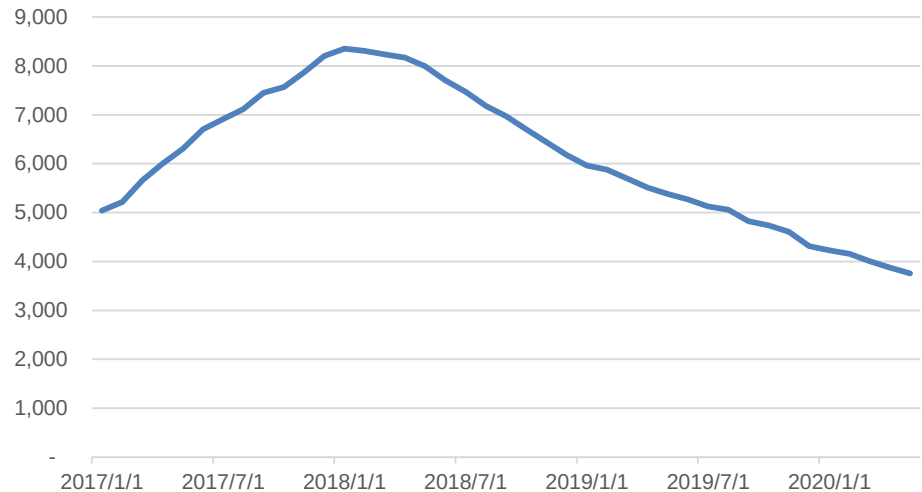
自营业务和资本中介业务是杠杆资金两大主要投向。资本中介业务中，在去杠杆背景下，两融业务规模比较稳定，2017-2019各年日均规模在9100亿元-9400亿元之间；股票质押规模在2018年初到达高点8355亿元后，由于权益市场持续下跌，风险加速暴露，行业持续收缩股票质押规模，2019年末为3759亿元。

图 6：两融业务规模（单位：亿元）



数据来源：证券业协会，广发证券发展研究中心

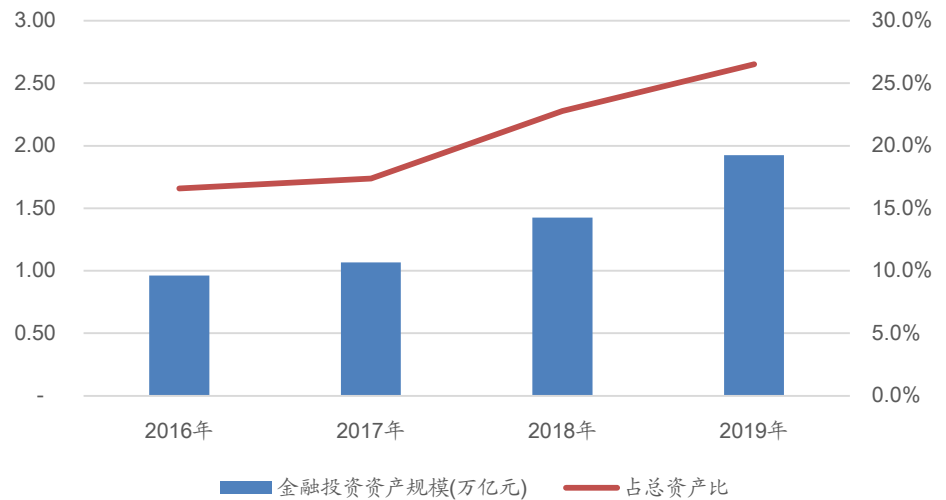
图 7：股票质押业务规模（单位：亿元）



数据来源：证券业协会，广发证券发展研究中心

因此，可以判断近几年增量杠杆资金主要投向自营业务。我们统计中信、国君等头部券商近 3 年金融投资资产在行业总资产中占比，2016 年-2019 年呈逐年上升趋势，2016 年末为 19.2%，2019 年末达 29.2%。自营业务收入在行业总收入中占比也逐年增长，2016 年证券投资收益在行业收入占比为 17.3%，2019 年末为 33.9%，若考虑 2018 年后切换新金融工具准则、部分债券投资收益调整至利息收入的影响，2019 年末自营业务收入在行业收入中占比将超过 40%。

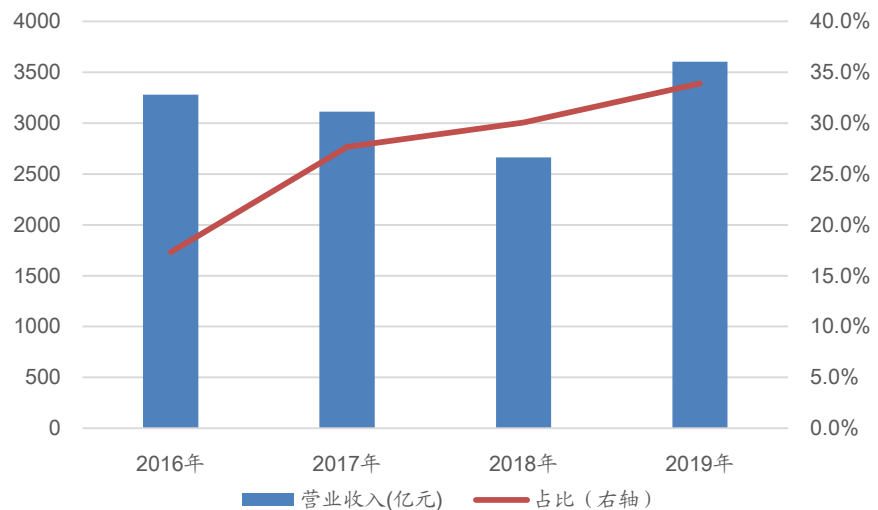
图 8: 中信、国君等9家头部券商金融投资资产规模在行业总资产中占比



数据来源：证券公司 2017-2019 年度报告，证券业协会，广发证券发展研究中心

注：行业未披露金融投资资产规模，以上统计金融投资资产规模的券商包括中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券、招商证券、国信证券、中信建投、银河证券、中金公司，为方便描述，此处及下文均用证券公司简称。

图 9: 行业证券投资收益及在总营业收入中占比



数据来源：证券业协会，广发证券发展研究中心

三、头部券商自营业务收益率对比

我们选取中信、国君、海通、华泰、招商、国信、建投、银河、中金9家头部券商作为分析对象，对2017-2019年合并报表下的自营净收益率进行测算。

从三年平均收益率情况来看：中信接近10%，国君、中金7.5%-8%，海通6%左右，国信、华泰、建投均在5.5%附近，招商、银河低于5%。

从2017-2019各年收益率情况来看：中信、国君持续处于头部领先地位；中金收益率比较平稳，均在7%-7.6%；海通、华泰随市场行情变化波动较大；国信、建投、招商、银河收益率在2017-2018年均偏低，2019年提升明显。

表 3：头部券商2017-2019年合并报表自营收益率测算（单位：亿元）

券商	三年平均收益率	2017 年收益率	2018 年收益率	2019 年收益率
中信	9.95%	13.04%	6.62%	10.59%
国君	7.56%	7.59%	6.10%	8.79%
中金	7.33%	7.02%	7.19%	7.58%
海通	6.26%	9.62%	2.31%	7.41%
国信	5.52%	3.49%	4.38%	7.95%
华泰	5.46%	7.84%	2.69%	5.98%
建投	5.45%	3.01%	5.16%	7.34%
招商	4.69%	3.36%	2.94%	7.22%
银河	4.42%	3.10%	1.90%	7.69%

数据来源：证券公司2017-2019年度报告，广发证券发展研究中心

测算说明：

（1）自营收益率=（自营收入-卖出回购利息支出）/自营净规模。其中：

自营收入=证券投资收益(剔除了股权投资收益)+公允变动损益+投资业务利息收入。投资业务利息收入包含债权投资、其他债权投资产生的利息收入，2018年底根据新金融工具准则要求，从“投资收益”科目调整至“利息收入”科目中。

自营净规模=金融投资资产-卖出回购金融资产-交易性金融负债-衍生金融工具净额-衍生保证金净额。其中：公式中各项资产、负债的规模均采用年初、年末的算术平均值，后文若未特殊说明，规模也均为平均规模；衍生金融工具净额用“衍生金融负债-衍生金融资产”，衍生保证金净额根据各券商年报附注中披露的应收款项、应付款项详细信息，用“应付-应收”进行测算。

（2）券商自营业务有两次加杠杆的过程：第一次是公司层面加杠杆（融资杠杆），各券商通过长短期融资获得杠杆资金，将可用资本金、杠杆资金配置至公司各项金融资产中；第二次是自营业务加杠杆（经营杠杆），各券商自营部门在获得公司配置资金后，在业务开展过程中进行主动杠杆操作，如：开展卖出回购交易、发行结构化票据等。为了更加真实的反映各券商自营部门的主动投资能力，以上测算自营收益率时，只考虑了经营杠杆，未考虑公司层面的融资杠杆。

（3）以上测算根据各券商2017-2019年年报披露信息所得，由于券商年报主要对合

并报表项目构成进行了详细披露，各子公司仅披露了收入、利润等几个简单指标，并且由于母子公司业务上有重叠、母子公司的信息披露格式不完全一致以及内部交易冲销等原因，以上收益率测算与下文分析过程中，具有一定的推测因素。

四、分析收益率差异的原因

自营业务收益率水平主要和投资规模、投资杠杆、资产配置结构以及各具体投资品种收益率相关。

（一）投资杠杆方面：自营收益率高的券商普遍高杠杆

中信、国君、中金投资杠杆排名与自营收益率排名相当，均在头部券商前三。

在杠杆资金投向中：

中信一方面加大卖出回购力度进行债券投资，2017-2019年平均卖出回购平均规模有1271万元；另一方面大力发行客户结构化票据，交易性金融负债规模462亿元（其中结构化票据规模为370亿元）；同时，中信衍生品业务具有显著优势，衍生金融工具净额与衍生业务应收应付保证金净额（均为“负债-资产”）合计有128亿元。

国君债券投资与结构化产品的杠杆资金均处于较高水平。

中金主要是衍生品业务优势突出，衍生业务资金净额规模167亿元；此外，结构性票据在头部券商也处于靠前位置，交易性金融负债中约122亿元为结构化票据；中金卖出回购规模小，债券杠杆资金偏低。

招商投资杠杆逐年上升，2019年末处于较高水平，杠杆资金主要配向债券投资。

表 4：头部券商自营收益率及投资杠杆测算

券商	平均收益率	平均投资杠杆	各年末投资杠杆			
			2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
中信	9.95%	3.03	3.26	3.11	2.70	2.67
国君	7.56%	2.32	1.93	2.07	2.36	2.88
中金	7.33%	1.94	1.93	1.97	2.23	1.65
海通	6.26%	1.71	2.25	1.60	1.65	1.65
国信	5.52%	1.75	1.33	1.68	1.90	1.87
华泰	5.46%	1.56	1.59	1.46	1.47	1.77
建投	5.45%	1.69		1.69	1.67	1.82
招商	4.69%	1.84	1.50	1.57	1.90	2.30
银河	4.42%	1.53	1.57	1.36	1.47	1.86

数据来源：证券公司2017-2019年度报告，广发证券发展研究中心

注：中信建投2018年上市，2016年末的数据未进行统计。

表 5：头部券商2017-2019年平均杠杆资金结构（单位：亿元）

券商	杠杆资金	卖出回购	交易性金融负债	衍生业务净额
中信	1914	1271	462	182
国君	996	668	294	34
中金	633	315	151	167
海通	760	513	243	3
国信	314	310	3	1
华泰	581	500	56	25
建投	356	347	7	3
招商	594	511	74	9
银河	299	288	10	1

数据来源：证券公司2017-2019年度报告，广发证券发展研究中心

注：海通、华泰黄金租赁在报表中归类交易性金融负债中，此处与其他券商保持一致，调整至卖出回购。

（二）投资规模方面：不同券商差异较大，头部券商逐年提升明显

从平均投资规模来看，海通、华泰、中信在1000亿左右，其中中信高规模下实现高收益，海通也实现较高收益率水平，华泰收益率相对偏低；国君、招商、中金平均投资规模650-750亿元，收益率分化较大；其他券商平均投资规模较小，收益水平相对较低。

从近几年投资规模变化趋势来看，头部券商均提升明显，尤其是2019年，股市上涨、债券市场收益率曲线陡峭化下行，中信、中金、海通、华泰大幅提升自营业务资产配置规模。

表 6：头部券商自营收益率及投资规模测算（单位：亿元）

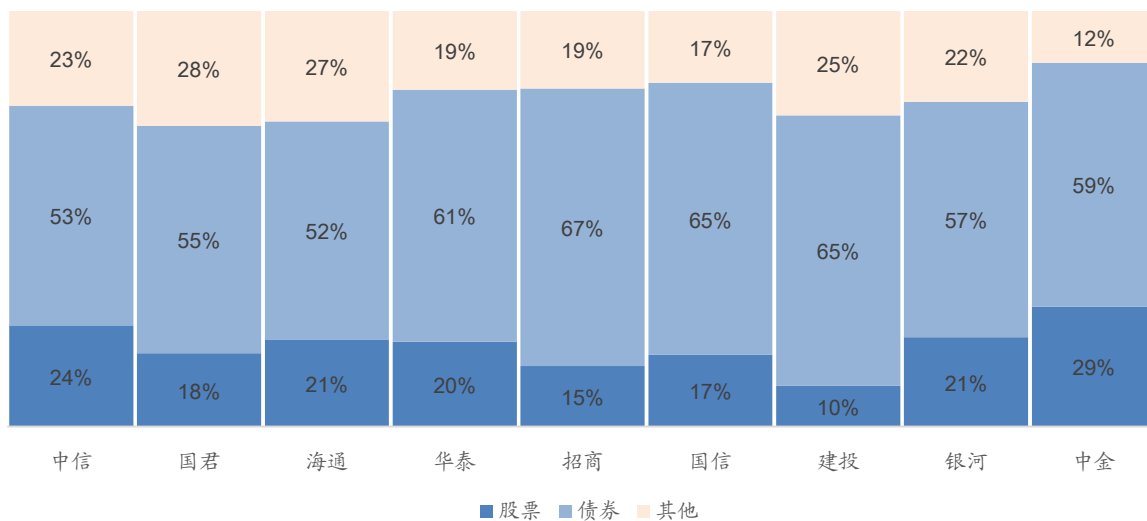
券商	平均收益率	平均投资规模	各年末投资规模			
			2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末
中信	9.95%	941	750	763	1107	1479
国君	7.56%	752	608	670	821	925
中金	7.33%	677	291	588	676	1194
海通	6.26%	1071	667	883	1261	1508
国信	5.52%	419	398	325	494	483
华泰	5.46%	1032	796	887	1011	1609
建投	5.45%	515	-	432	530	699
招商	4.69%	705	488	676	792	839
银河	4.42%	564	442	524	631	651

数据来源：证券公司2017-2019年度报告，广发证券发展研究中心

（三）资产配置结构与各投资品种的收益方面：券商间有较大分化

金融投资资产大类配置：根据券商年报附注，主要分为股票投资、债券投资、基金理财产品等其他投资。三大类资产根据业务结构不同，投资目的有较大差异，例如：股票投资包括方向性投资、量化衍生对冲持仓、直投业务、另类投资等；债券投资、基金理财产品投资中，除包括方向投资外，还有做市交易等。资产配置比例中，按2017-2019三年平均配置规模计算，中信、国君、海通较为均衡，招商、国信、建投债券投资比例较高，中金股票投资占比突出。

图 10：头部券商金融投资资产配置结构（2017-2019年平均规模）



数据来源：证券公司2017-2019年度报告，广发证券发展研究中心

具体对比各券商各投资品种结构及收益情况：

1. 固定收益投资：当前券商债券主要以方向性持仓为主，杠杆率较高的券商取得较高收益

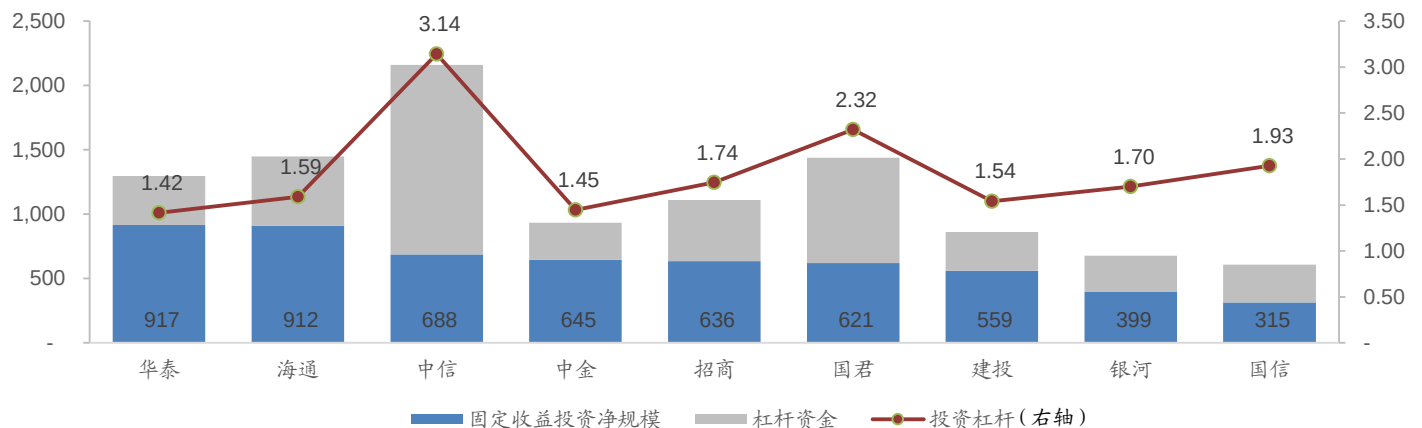
固定收益投资如果按总规模计算，收益率不高，低于融资业务，主要通过加大经营杠杆进行方向性操作来提升净投资规模收益率。近两年债券市场持续上涨、资金利率不断走低，预计杠杆率较高的中信、国君取得良好收益，其中：中信2017-2019年固定收益平均投资杠杆为3.14，显著高于其他券商，国君投资杠杆2.32，仅次于中信。华泰、海通、中金固定收益净投资规模较大、杠杆率偏低，收益率水平受到一定影响。

图 11: 2017-2019年中债新综合财富指数趋势图



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 12: 头部券商2017-2019年固定收益平均投资规模及投资杠杆 (单位: 亿元)



数据来源: 证券公司2017-2019年度报告, 广发证券发展研究中心

注: ①以上规模统计包含: 债券投资、基金理财产品等其他投资;

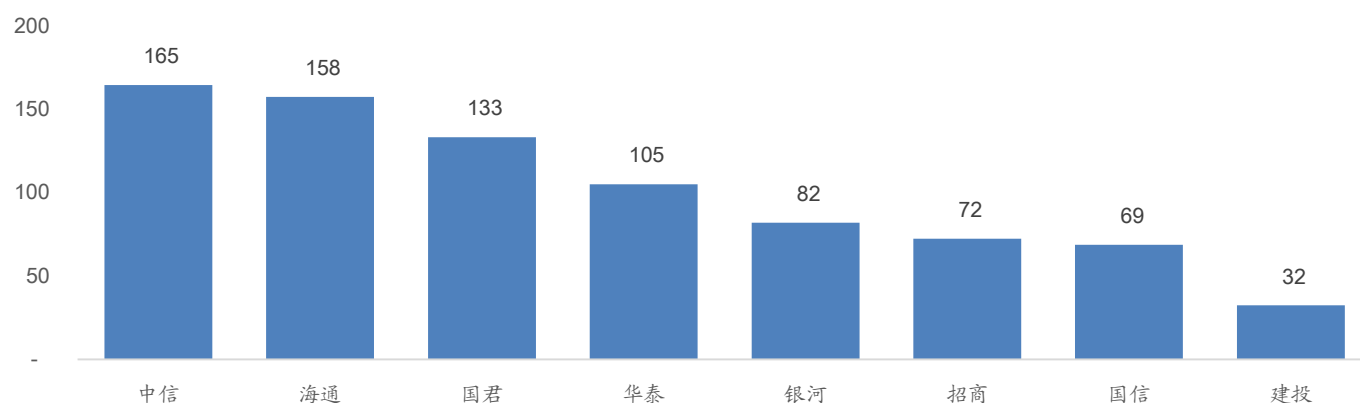
②债券净投资规模=债券总投资规模-交易性金融负债(债券)-卖出回购+买入返售(债券回购)

2. 股票投资: 不同券商的持仓目的差异较大

自主投资主要包括母公司方向性投资、量化衍生对冲持仓, 以及子公司直投业务、另类投资、结构化票据持仓等; 在自主投资外, 头部券商(除中金外)2015年开始按净资产一定比例出资, 由证金公司专户进行投资。

证金专户投资: 在2018年市场下跌时, 对各券商的投资收益率改善有一定贡献。该部分在券商报表其他权益工具投资中, 仅分红部分体现收入, 公允变动不影响损益。根据附注信息, 按分红/平均规模计算, 2018年、2019年投资收益率分别为8.19%、6.54%(各券商收益率相同)。

图 13: 头部券商证金专户 2017-2019 平均投资规模 (单位: 亿元)



数据来源: 证券公司 2017-2019 年度报告, 广发证券发展研究中心

自主投资: 根据持仓目的, 主要拆分方向性及对冲持仓、直投业务、另类投资三类分别进行阐述。

(1) 方向性及对冲持仓: 不同券商的持仓目的分化明显, 收益率差异较大。

根据中金披露的 2017-2019 年年度报告, 中金股票持仓主要是用于场外衍生品对冲, 2017-2019 年中金权益投资平均规模为 377 亿元, 其中场外衍生品交易对冲持仓规模为 342 亿元, 占比 91%, 并获得高额收益 (将在下文衍生产品中进行详细测算)。其他券商未披露权益持仓目的, 由于该部分股票持仓主要在母公司, 根据各券商的业务特征、收入波动及境内市场表现, 对券商的权益持仓目的及收益情况进行推测:

海通 2017-2019 年自营收益率波动与上证指数趋势一致, 预计 2019 年末股票方向性投资占比比较高, 受市场行情影响而波动。

华泰 2017、2018 年股票方向性持仓占比大, 在 2019 年加快了自营业务转型步伐, 权益投资转向交易导向型业务模式, 但收益率暂不明显。从华泰年度报表来看, 华泰衍生业务迅速发展, 需要通过股票持仓进行对冲; 同时, 从 2019 年月度收入表现来看, 一季度股市大幅上涨, 华泰剔除分红影响后的营业收入相对比较平稳, 推测华泰股票方向性投资规模占比已比较小。

表 7: 2017-2019 年海通、华泰自营收益率与上证指数涨幅对比

年份	上证指数涨幅	自营收益率	
		海通	华泰
2017 年	6.56%	9.62%	7.84%
2018 年	-24.59%	2.31%	2.69%
2019 年	22.30%	7.41%	5.98%

数据来源: 证券公司 2017-2019 年度报告, Wind, 广发证券发展研究中心

注: 投资收益率为测算值

表 8: 2019年海通、华泰母公司月度收入（亿元）与上证指数涨幅（%）对比

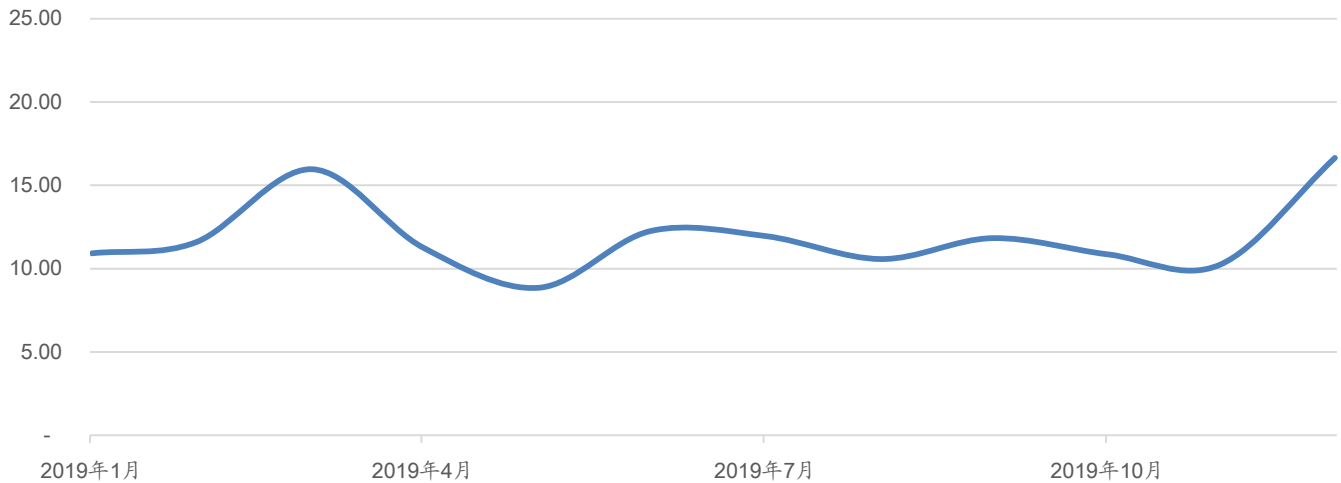
月份	海通	华泰	上证指数
2019 年 1 月	9.14	7.82	3.64%
2019 年 2 月	16.06	11.01	13.79%
2019 年 3 月	17.69	15.61	5.09%
2019 年 4 月	12.61	10.30	-0.40%
2019 年 5 月	8.44	6.66	-5.84%
2019 年 6 月	11.78	9.76	2.77%
2019 年 7 月	13.52	10.51	-1.56%
2019 年 8 月	9.80	9.42	-1.58%
2019 年 9 月	12.43	14.17	0.66%
2019 年 10 月	6.94	11.22	0.82%
2019 年 11 月	9.17	4.69	-1.95%
2019 年 12 月	12.52	16.32	6.20%

数据来源：证券公司2019年月度财务数据公告，Wind，广发证券发展研究中心

注：以上数据剔除了华泰3月7.97亿元分红款，以及12月各券商收到证金专户分红。

中信、招商、建投场外期权与收益互换业务对冲持有的股票占比大，收益率相对平稳。其中：中信衍生品业务规模处于行业龙头，建投收益互换规模大，2019年末应付客户保证金有23.43亿元，招商大力发展量化对冲业务，2019年母公司末股票持仓93亿元，月度收入较为稳定，推测3家股票对冲持仓的金额占比较高。

图 14: 招商2019年母公司各月收入波动情况 (单位: 亿元)



数据来源: 招商证券2019年月度财务数据公告, 广发证券发展研究中心

注: 以上数据剔除了12月证金专户分红影响。

国君、国信在切换“新金融工具准则”后, 母公司股票持仓主要核算至其他权益工具投资中, 该部分市值变动不影响损益, 从而在2019年股市大幅上涨行情中收入偏低。其中国君在2019年逐步提升权益投资规模, 预计新开仓的股票持仓调整核算至“交易性金融资产”中。

表 9: 2019年初年末母公司各会计科目股票持仓情况 (单位: 亿元)

券商	股票持仓	2019 年初	2019 年末
国君	股票持仓	168	255
	其中: 交易性金融资产	-	80
	其他权益工具投资	168	175
国信	股票持仓	92	97
	其中: 其他权益工具投资	92	97

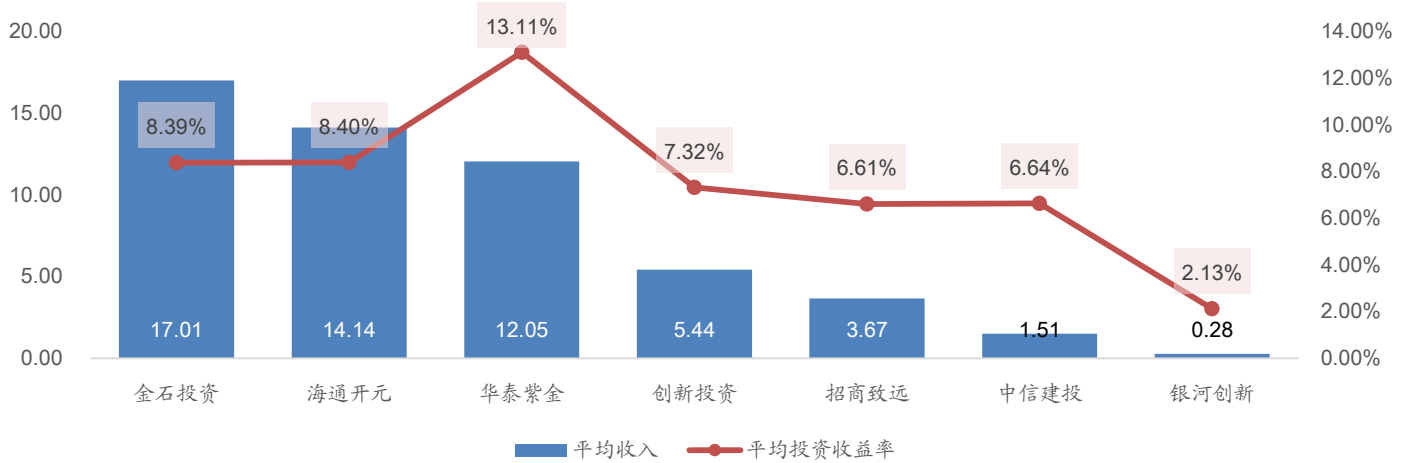
数据来源: 证券公司2019年度报告, 广发证券发展研究中心

(2) 直投业务: 受市场影响波动性较大, 中信、海通、华泰收益率较高

券商直投业务子公司的收入主要包括股权投资收入、基金管理费收入, 当前基金管理费收入占比仍较低。在测算直投业务投资收入及收益率时, 我们用子公司营业收入近似股权投资收入、净资产规模近似投资规模。

券商2018年开始陆续切换至“新金融工具准则”, 股权投资以公允价值计量, 收入受市场影响波动较大, 2018年收益率普遍较低。2019年行情转暖, 业绩有显著改善。从近三年的平均收入贡献及平均收益率来看, 中信金石投资、海通开元、华泰紫金在头部券商中均排名行业前四。

图 15: 头部券商直投业务子公司2017-2019年平均收入及投资收益率 (单位: 亿元)



数据来源: 证券公司2017-2019年度报告, 广发证券发展研究中心

注: 以上直投业务收益率测算用直投子公司“收入/平均净资产”简单测算所得。

表 10: 券商直投业务2017-2019年收益率情况测算

直投子公司	2017 年	2018 年	2019 年
金石投资	18.83%	-0.25%	8.14%
海通开元	16.54%	1.68%	7.62%
华泰紫金	14.81%	0.88%	22.39%
创新投资	14.03%	4.26%	5.17%
招商致远	13.04%	-0.25%	9.14%
中信建投	-	4.83%	8.31%
银河创新	8.53%	-7.33%	6.23%

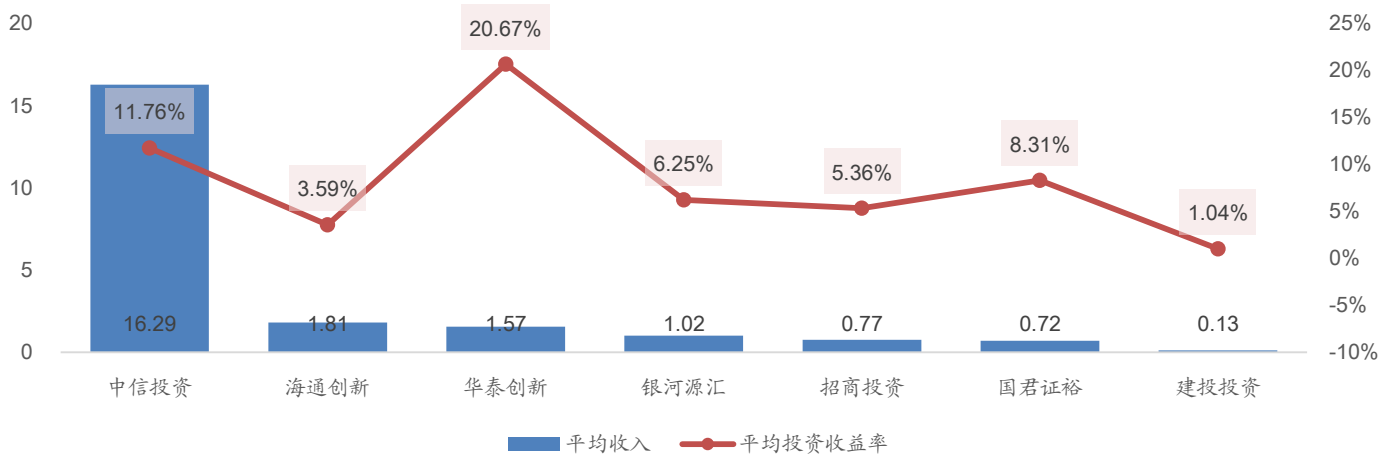
数据来源: 证券公司2017-2019年度报告, 广发证券发展研究中心

注: 国信、中金未披露直投业务明细, 从长期股权投资成本推测当期规模比较小; 中信建投2018年上市, 未披露2017年直投子公司情况; 以上直投业务收益率测算用直投子公司“收入/平均净资产”简单测算所得。

(3) 另类投资: 中金、中信、海通、建投科创板跟投收入贡献快速上升

与直投业务类似, 另类投资收益率受行情影响波动较大。从2017-2019年另类投资平均收入与收益率来看, 中信另类投资收入非常突出, 平均收益率达11.76%; 其他券商中, 海通创新、华泰创新实现收入相对较高, 其中华泰创新投资收益率超过20%。

图 16: 头部券商另类投资子公司 2017-2019 年平均收入及投资收益率 (单位: 亿元)

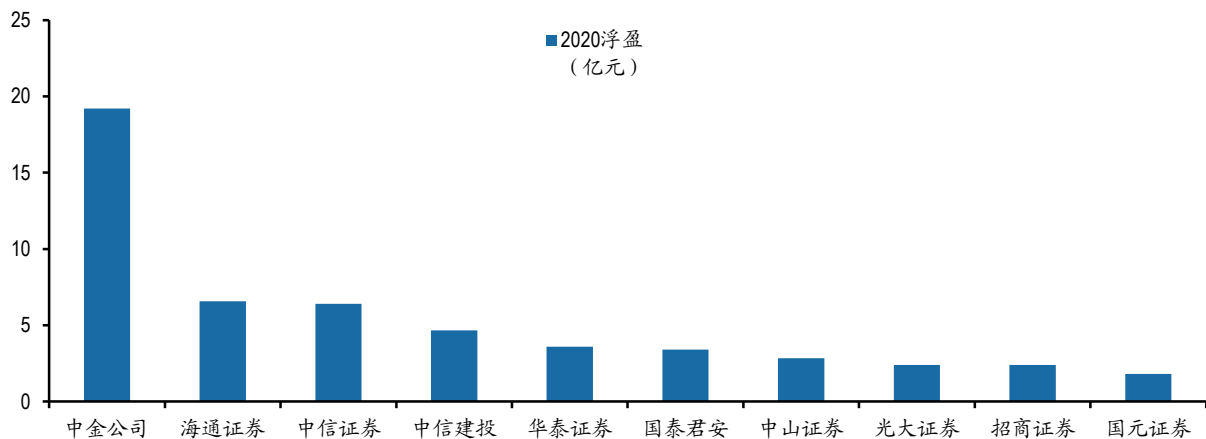


数据来源: 证券公司 2017-2019 年度报告, 广发证券发展研究中心

注: 以上收益率用另类子公司“收入/净资产”简单测算所得; 2017、2018 年中信投资营业收入中含有大宗商品销售收入, 此处根据年报信息, 将这部分收入进行了剔除。

2019 年 7 月科创板开板后, 受益科创板跟投收入贡献, 券商另类投资子公司中投资收入快速上升, 根据 2020 年 9 月 13 日最新持仓浮盈情况, 中金财富累计浮动收益达 19.19 亿元。

图 17: 头部券商另类投资子公司科创板开板以来的跟投浮动收益 (单位: 亿元)



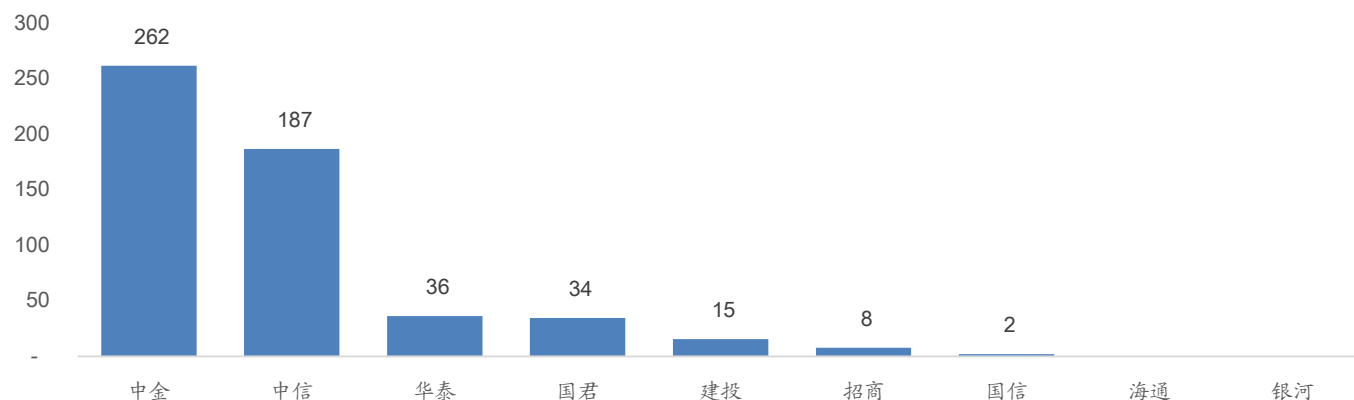
数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

注: 数据截至 2020 年 9 月 13 日。

3. 衍生品业务: 行业集中度非常高, 中金、中信优势明显

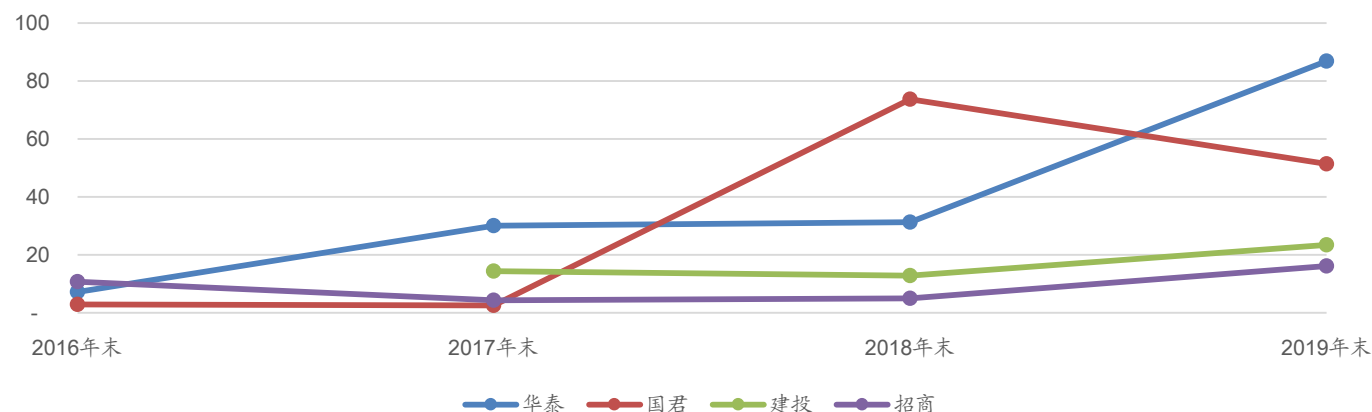
根据各券商的应付款项客户保证金金额分析, 中信、中金优势比较明显; 华泰、国君场外期权和权益互换业务近几年快速发展, 在 2019 年末已具有一定规模, 表现在有此产生的应付客户保证金快速增加; 招商、中信建投也有所发展; 其他券商场外衍生品业务规模较小。

图 18: 头部券商2017-2019年应付客户保证金平均规模 (单位: 亿元)



数据来源: 证券公司2017-2019年度报告, 广发证券发展研究中心

图 19: 华泰、国君、建投、招商应付客户保证金规模趋势 (单位: 亿元)



数据来源: 证券公司2017-2019年度报告, 广发证券发展研究中心

从收益率来看, 由于衍生品业务自带杠杆特性, 可带来高收益率。头部券商中, 除中金年报中有披露衍生业务及对冲持仓的投资收益外, 其他券商均未披露详细收益情况。按照中金2017-2019年初年末平均规模计算的三年平均投资收益率高达18.07%。其中: 2017年16.84%、2018年10.44%、2019年26.04%。

表 11: 中金衍生业务收益率测算 (单位: 亿元)

项 目	三年平均	2017 年	2018 年	2019 年
权益投资-场外对冲持仓(A)	342	291	307	428
存出保证金	33	19	31	50
衍生业务应收应付净额(应付-应收) (B)	171	131	156	227
衍生金融工具净额(负债-资产) (C)	-4	-0	-11	-1
交易性金融负债-权益(D)	111	91	96	147
占用资金净规模(A-B-C-D)	97	88	96	106
衍生业务相关投资收益	17.48	14.87	10.03	27.54

投资收益率
18.07%
16.84%
10.44%
26.04%

数据来源：中金公司2017-2019年度报告，广发证券发展研究中心

4.境外投资业务

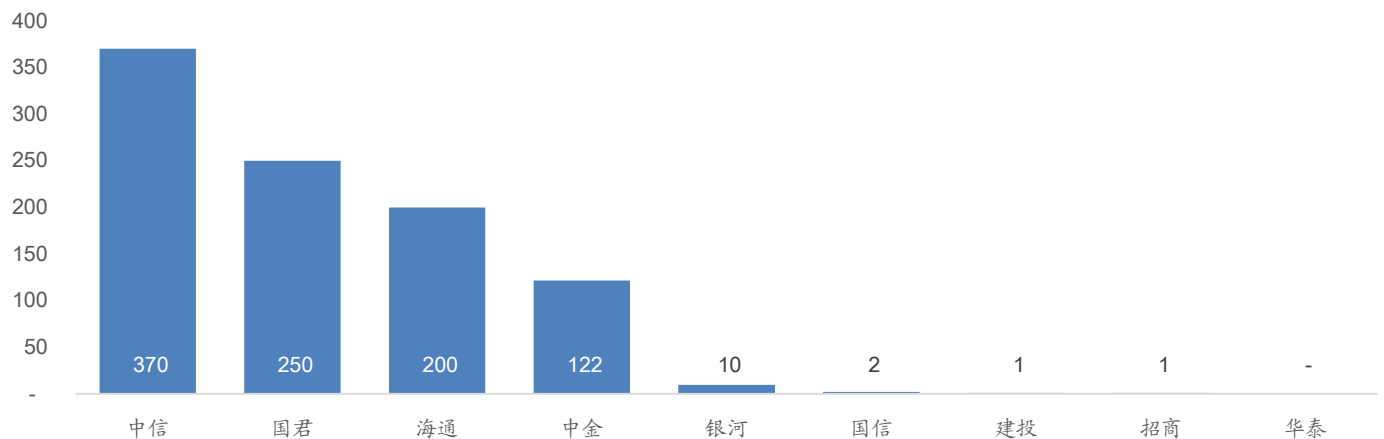
目前境外子公司上市的主要是国泰君安国际、海通国际，结合两家子公司与各券商合并报表的披露信息进行分析，券商境外子公司自营业务主要包括**金融产品业务、做市与投资业务**。其中：

（1）金融产品业务：本质上属于场外衍生品的一种，高集中度、高收益率

金融产品业务主要围绕结构化票据进行开展，该项业务本质上属于场外衍生品业务的一种，通过设计场外衍生产品满足客户需要代持、杠杆和结构化收益的需求，杠杆高、占用自有资金少，可实现较高收益率。中信、国君、海通、中金现已发展至较大规模，表现在交易性金融负债中的平均规模分别有369亿元、250亿元、200亿元、122亿元。

对金融产品收益率进行测算，若仅考虑结构性票据带来的业务杠杆，国泰君安国际、海通国际平均收益率为5.62%、6.96%。由于在香港市场设立时间较长的中资券商，已经获得了投资级别的国际评级，金融产品除了发行结构性票据产生的业务杠杆外，还可将持有的金融产品资产进行抵押获得利率很低的贷款，进一步获得杠杆资金，实际占用资金非常少，国泰君安国际、海通国际两家公司平均杠杆倍数分别在6倍、5倍左右，预计考虑贷款资金杠杆及利息支出后的收益率预计在20%以上。

图 20：头部券商2017-2019年合并报表交易性金融负债中结构化票据业务平均规模（单位：亿元）



数据来源：证券公司2017-2019年度报告，广发证券发展研究中心

表 12: 国泰君安国际、海通国际金融产品收益率测算

项目 (单位: 亿港元)	国泰君安国际			海通国际	
	2017 年	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年
1.金融产品占用资金	49	94	79	70	136
(1) 金融产品资产	178	305	355	200	301
(2) 金融产品负债	-130	-211	-276	-130	-165
2.金融产品净收入	2.90	5.83	3.73	6.62	7.69
金融产品收益率	5.94%	6.18%	4.75%	9.50%	5.66%

数据来源: 证券公司 2017-2019 年度报告, 广发证券发展研究中心

注: 以上资产负债规模数据采用年初年末平均值。

(2) 证券投资与做市业务: 受益于市场表现, 取得较高收益

香港中资券商除证券投资业务外, 做市业务持仓较高规模。在海外投资需求提升的大背景下, 由于美元高收益债在香港市场的繁荣、外资券商在相关业务的战略收缩, 做市业务兴起。做市业务是通过自持证券, 为市场报价提供流动性, 并赚取买卖差价的业务, 主要以 FICC 做市为主。根据披露的年度报告数据, 2019 年末国泰君安国际做市业务持有的金融资产规模为 189 亿港元, 在证券投资及做市交易的金融资产中占比 90%; 海通国际做市业务、证券投资业务规模分别为 376 亿港元、285 亿港元。

受益于股票及固定收益市场表现, 国泰君安国际、海通国际做市及投资业务均实现良好收益, 尤其在 2019 年, 国泰君安国际加大业务杠杆、提升证券投资业务规模, 考虑杠杆后的做市及投资收益率达 50%; 海通由于证券投资业务规模较高, 受行情影响收益率有所波动, 平均收益率为 8.3%。

表 13: 国泰君安国际、海通国际做市及投资收益率测算

项目 (单位: 亿港元)	国泰君安国际			海通国际	
	2017 年	2018 年	2019 年	2018 年	2019 年
1.做市及投资占用资金	35	21	22	203	164
(1) 做市及投资资产	74	120	180	592	633
(2) 做市及投资相关负债	-39	-99	-158	-389	-470
其中: 回购协议债项	-36	-97	-157	-177	-252
反向回购协议应收款项	10	23	27	36	47
按公允价值计入损益的负债	-14	-25	-28	-248	-264
2.做市及投资净收入	2.81	3.21	10.82	7.15	23.13
(1) 投资收入	3.09	4.79	13.15	12.10	30.07
(2) 融资成本	-0.28	-1.58	-2.34	-13.77	-16.78
做市及投资收益率	8.14%	15.27%	50.25%	3.53%	14.15%

数据来源: 证券公司 2017-2019 年度报告, 广发证券发展研究中心

五、投资建议：重点关注头部券商

券商自营业务在传统股票、债券方向性持仓的基础上，积极发展低风险、非方向性的多元化业务，稳步提升资产交易定价能力和客户服务能力，以追求绝对、稳健收益，已是行业共识。从具体自营业务品种来看，衍生品业务、投行资本化业务、境外投资业务有望成为未来证券行业利润增长与ROE提升的重要来源。从三项业务发展趋势来看，无论是监管政策导向，还是资金营运综合能力，头部券商均更显优势。

（一）衍生品业务：具有高杠杆高收益率属性，未来发展空间广阔，寡占市场下龙头券商具有显著优势

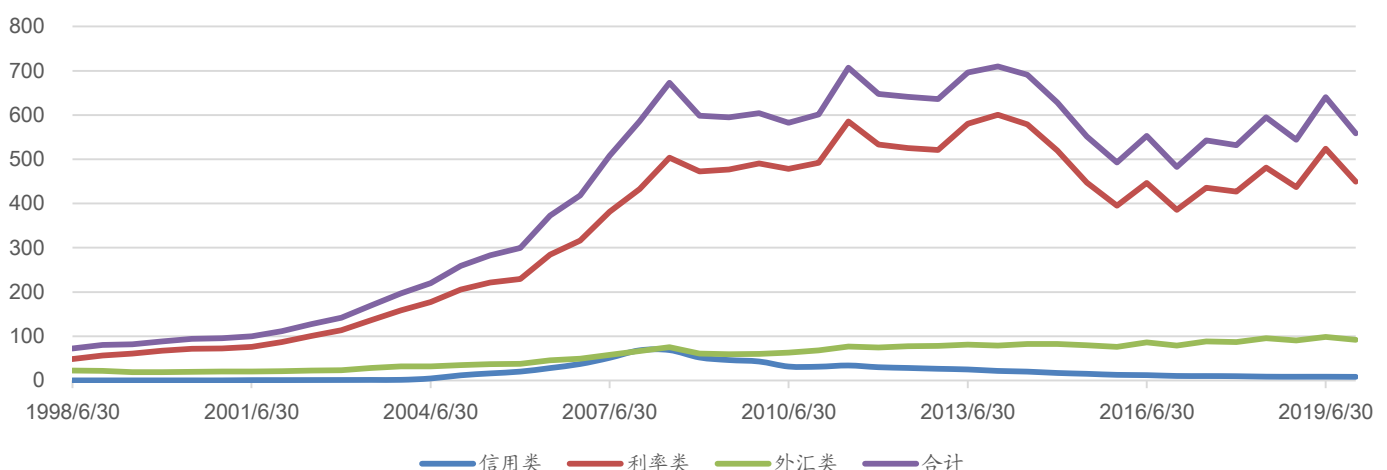
1. 客户需求旺盛，业务处于初级阶段。

一是利率市场化的发展，客户需要利用衍生金融工具规避利率风险。我国货币政策正在从数量型调控向价格型调控转变，在更加注重市场规律、强化价格传导机制的政策导向下，金融市场利率在一定区间内的波动将有所加大，客观上要求商业银行等利用衍生品交易等更丰富的手段来管理利率风险。

二是财富管理产品体系重构，“刚兑”产品退潮，结构化产品需求大幅提升。资管新规后，公募基金不得不压降通道业务，同时也加大了产品的投研和创新力度，力求在尽量小的波动范围内给投资者更高的收益水平，“固收+”产品兴起，投资领域不断从固定收益向权益、个股、商品等扩散。

三是当前国内衍生品业务规模比较小，与全球市场有较大差距。从场外业务数据来看，根据BIS公布的数据，2019年末，全球场外衍生品名义本金规模559万亿美元，国内场外衍生品业务存续名义本金规模为6,227亿元，业务尚处于初级阶段。

图 21：全球市场场外衍生品交易名义本金规模（单位：万亿美元）



数据来源：BIS，广发证券发展研究中心

https://www.bis.org/statistics/about_derivatives_stats.htm?m=6%7C32%7C639

2. 业务品种不断丰富，业务量迅速增长

业务品种方面，2019年以来商品类期权共增加8只，2019年12月更是三只股指期货期权并蒂开放，上交所、深交所分别上市沪深300ETF期权，中金所则上市了国内首个股指期货期权，成为中国金融衍生品市场发展史上璀璨的一刻。业务规模方面，上文提到场内外期权规模迅速攀升，2020年上半年日均成交额达到11.68亿元，相比2015年提升了近10倍；场外期权、收益互换名义本金2018以来年化复合增长率约33%。

表 14：场内期权上市品种与上市时间

品种	日期	具体品种	交易所
股指期货期权	2015 年 2 月	上证 50ETF 期权	上交所
	2019 年 12 月	沪深 300ETF 期权	上交所
		沪深 300ETF 期权	深交所
		沪深 300 股指期货期权	中金所
商品期权	2017 年 3 月	豆粕期权	大商所
	2017 年 4 月	白糖期权	郑商所
	2018 年 9 月	铜期权	上期所
	2019 年 1 月	橡胶期权	上期所
		玉米期权	大商所
		棉花期权	郑商所
	2019 年 12 月	黄金期权	上期所
		铁矿石期权	大商所
		PTA 期权	郑商所
		甲醇期权	郑商所
	2020 年 1 月	菜籽粕期权	郑商所

数据来源：上交所、深交所、中金所、上期所、郑商所、广发证券发展研究中心

3. 行业集中度非常高，头部券商强者愈强

一方面，衍生品业务尤其是场外业务，对证券公司产品定价、合约对冲、系统建设、风控水平等均提出非常高的要求，导致业务集中度非常明显。根据协会公布的数据，存续名义本金规模较大的前五家证券公司在收益互换、场外期权中的全行业占比分别为91.81%、80.17%，在整个场外衍生品业务中占比77.85%。另一方面，衍生品具有相互对冲的特性，随着合约规模的不断增长，产品之间可以相互对冲，因此风险非但不会成倍增长，反而会带来风险的降低。这意味着大券商的规模效应在衍生品业务方面发挥得将更为突出。

表 15：证券公司2019年12月末场外衍生品存续交易规模（单位：亿元）

存续名义本金排名	互换		期权		合计	
	证券公司	存续名义本金	证券公司	存续名义本金	证券公司	存续名义本金
第一名	中信证券	635.05	华泰证券	1,060.72	中信证券	1,445.52
第二名	中金公司	462.93	中信证券	810.48	华泰证券	1285.44
第三名	华泰证券	224.72	申万宏源	800.7	申万宏源	815.09

第四名	国泰君安	81.3	中信建投	606.67	中信建投	656.54
第五名	中信建投	49.87	国泰君安	443.49	中金公司	644.92
合计	1,453.87		3,722.06		4,847.52	
集中度	91.81%		80.17%		77.85%	

数据来源：证券业协会，广发证券发展研究中心

4. 业务资质护城河效应，进一步加剧业务集中度

对于衍生品等创新业务的开展，监管采用严格的资质壁垒限制。自2018年证监会下发《关于进一步加强证券公司场外期权业务监管的通知》将证券公司开展场外期权业务，分为一级交易商和二级交易商，分级标准与券商的年度分类评级挂钩。若未在资质名单中，则无法与客户开展场外期权业务的资格。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。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。从而，拥有一级交易商资格、并且衍生品业务已发展一定规模的券商具有显著优势。

（二）投行资本化：随着多元化资本市场不断完善，具有投行业务实力的头部券商将加速业绩释放

1. 随着多元资本市场的不断完善，投行资本化业务将发挥更重要的作用

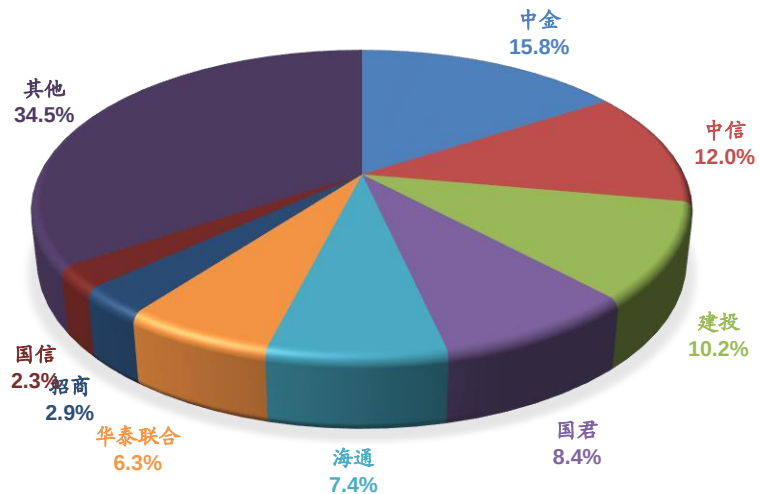
我国资本市场从20世纪90年代发展至今，资本市场已由场内、场外两部分组成。其中：场内市场的主板（含中小板）、创业板（俗称二板）、科创板全国中小企业股份转让系统（俗称新三板）和场外市场的区域性股权交易市场、证券公司主导的柜台市场共同组成了我国多元资本市场体系。

近一年来，监管部门不断改革完善资本市场基础制度，从去年7月科创板的推出、10月份的并购重组放松、再到今年3月新三板改革、6月创业板改革，多项政策一脉相承，致力于进一步发挥多层次资本市场融资功能，提升我国直接融资比例。从行业发展脉络来看，证券行业做大投行业务的逻辑越发清晰，投行资本化业务将发挥更加重要的作用。

2. 注册制的持续推进对券商综合能力提出更高要求，行业格局有望进一步优化

截至2020年8月21日，科创板自推行至今共上市159家企业，合计募集资金2439亿元，“三中一华”市占率合计高达44.4%，其中中金15.8%，中信12.0%，科创板及注册制极大的推进了行业竞争格局的重塑。当前创业板报会项目的券商分布相对分散，在注册制以及新《证券法》全面强化中介责任下，行业集中度有望提升。对于参与IPO等投行项目金额大、数量多及IPO储存项目较充足的头部券商，将是加快业绩释放的良机。

图 22：科创板各主承销商承销金额占比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

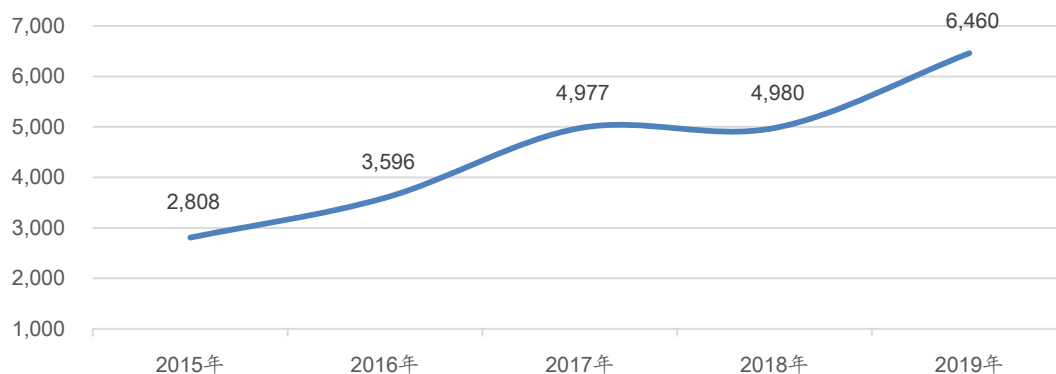
注：数据截至 2020 年 6 月 30 日

（三）境外投资业务：是国内券商增量收入的重要来源，机构客户资源、资本实力、风险管理较强的头部券商具有较大增长空间

1. 中国投资者海外配置需求与日俱增。

随着中国投资者可投资资产保持持续稳健增长，国内投资者对于资产的投资需求，特别是海外配资需求保持着较快增长。根据国家外汇管理局披露的数据，2015年至2019年，中国离岸证券投资持续上升，从2015年末的2,808亿美元上升至2019年末6,460亿美元，平均年复合增长率23%。

图 23：2015-2019年我国对外投资证券金额（单位：亿美元）



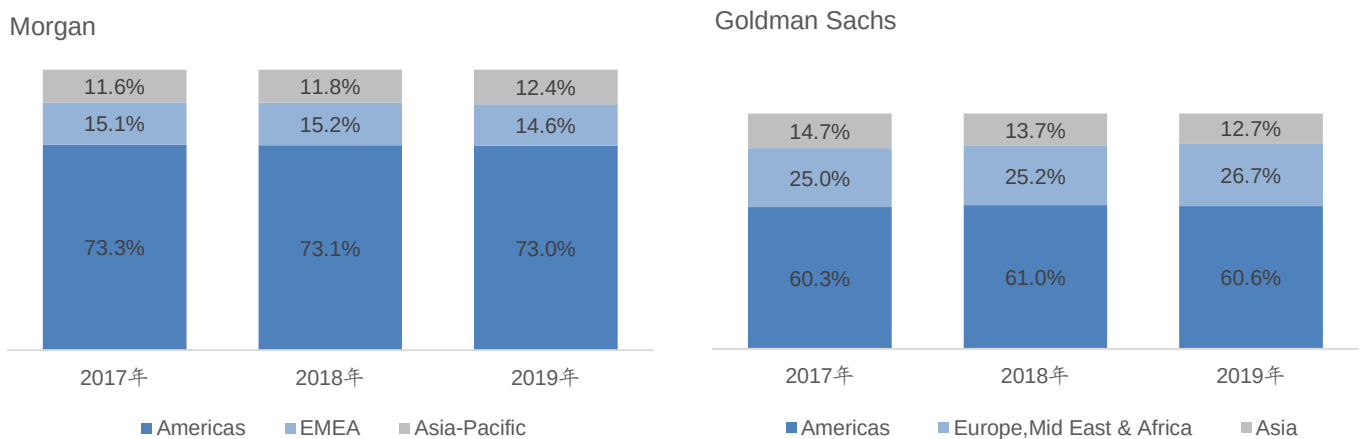
数据来源：国家外汇局，广发证券发展研究中心

<http://www.safe.gov.cn/safe/zgdwzqtzcfjgjdq/index.html>

2. 国内券商境外收入占比与国际先进投行有较大差距。

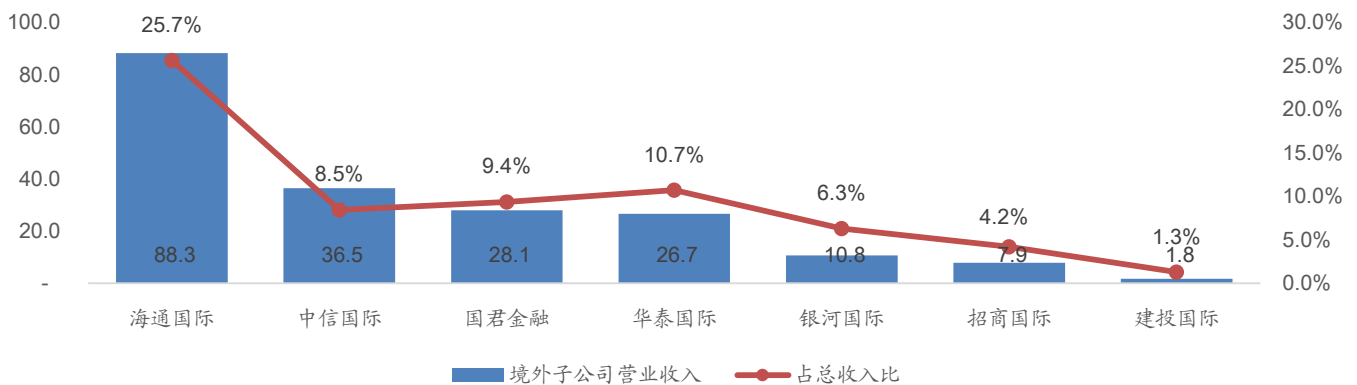
我国券商参与国际化业务的程度不深，收入与国内二级市场仍高度相关，一旦国内市场遭遇大幅调整，对业绩的冲击将较为明显，缺少国际市场的收入来平滑业绩波动。从收入占比看，国际先进投行摩根、高盛2017-2019年海外业务收入占比非常稳定，分别在27%、40%附近，相比较而言，国内券商境外收入占比较低，2019年除海通占比达25.7%外，其他券商普遍在10%以下。

图 24：摩根与高盛2017-2019年各区域收入占比



数据来源：摩根、高盛2017-2019年度报告，广发证券发展研究中心

图 25：2019年头部券商境外子公司营业收入及占比（单位：亿元）



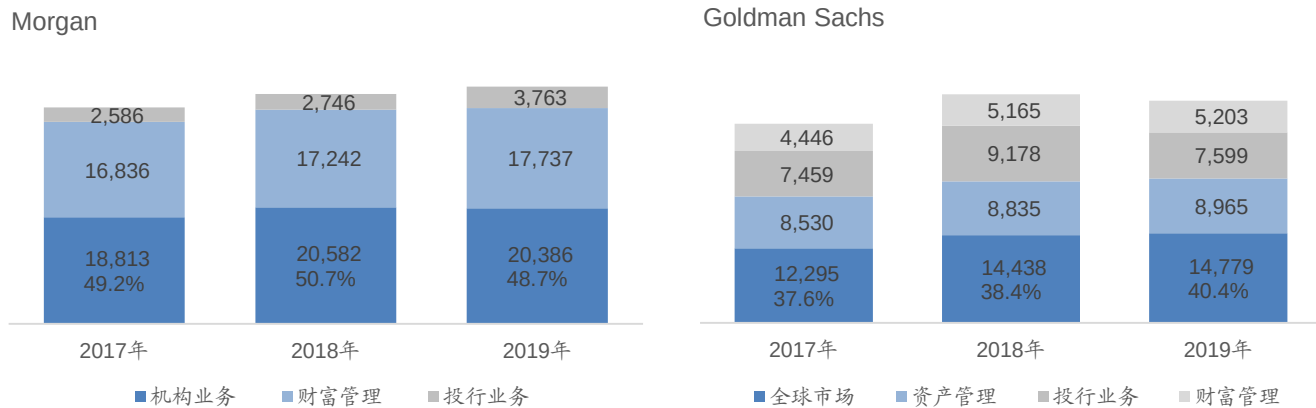
数据来源：证券公司2019年度报告，广发证券发展研究中心

注：国信、中金未披露境外子公司收入数据。

3. 自营业务是国际投行占比最高的收入来源。

从摩根、高盛2017-2019年报的收入分拆来看，摩根收入贡献占比最高的是机构业务，占比稳定在50%左右；高盛收入贡献占比最高的是全球市场业务，收入占比呈上升趋势，2019年末约40%。无论是摩根的机构业务、还是高盛的全局市场业务，均可细分为股票交易和FICC（固定收益、大宗商品和外汇）两块业务，对应国内券商均属于自营业务范畴。

图 26：摩根与高盛收入结构（单位：百万美元）



数据来源：摩根、高盛2017-2019年度报告，广发证券发展研究中心

4. 香港中资券商金融产品业务、做市业务发展前景较为广阔

由于中资企业进入香港市场时间较短，大部分中资企业都没有投资级别的国际评级，叠加次贷危机后，欧美系外资大行普遍面临更加严格的监管要求，导致部分中资机构不满足外资行的交易对手要求，或者获得的交易额度较低，而国内券商对中资企业的财务状况更为了解，可以从多角度评估风险要求，从而金融产品业务、做市业务发展前景较为广阔。金融产品业务、做市业务对券商的要求主要体现在三方面：一是资本金投入，二是广泛的客户基础，三是完善的风控体系，这三方面头部券商均更具优势。

综上所述，拥有机构客户资源，在衍生品创新业务、投行资本业务、境外投资业务具有发展优势的头部券商有望实现更好的发展，个股方面建议重点关注龙头企业：中信证券(600030.SH)/(06030.HK)、中金公司(03908.HK)、招商证券(600999.SH)/(06099.HK)、国泰君安(601211.SH)/(02611.HK)、华泰证券(601688.SH)/(06886.HK)、海通证券(600837.SH)/(06837.HK)、东方财富(300059.SH)等。

六、风险提示

收益率测算可能受测算方式及测算口径影响，与实际值有偏差；权益市场波动超预期，头部券商权益投资收益存在回吐风险；货币基金、银行理财收益率下降，叠加近期债券市场调整，头部券商固定收益投资收益率下滑。

广发非银金融行业研究小组

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。

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。

刘 洪：资深分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。

陈 思 宇：研究助理，西安交通大学硕士，2019 年进入广发证券战略发展部，2020 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	gfzqyf@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。投资者应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者口头承诺均为无效。

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。