

2023-6-28



# · 券商杠杆率如提升，哪些公司受益？ ·

---

证券研究报告

分析师：夏聿印 证书编号：S1190523030003

## 主要观点

### 1、证券业风控指标体系

为加强对证券公司风险的监管，督促证券公司加强内部控制、防范风险，证监会于2006年7月20日正式发布了《证券公司风险控制指标管理办法》，并**明确自2006年11月1日起施行**。后经三次修订建立了以净资本为核心的风险控制指标体系，2021年12月16日发布的**最新版仍完全沿用了2016版风控指标**。

### 2、现行指标制约了头部券商发展

重资产化趋势下头部券商中信证券、中信建投和中金公司财务杠杆分别提升至4.62/4.50/5.52，但距离国际投行十倍左右的杠杆倍数仍有相当的提升空间；行业平均资本杠杆率从29.02%大幅下降至22.88%，而2022年营收规模前十的头部企业平均资本杠杆率仅14.65%。2022年营收前十的券商中，**申万宏源、中金公司和广发证券面临资本杠杆率约束，中信证券、国泰君安、华泰证券和申万宏源面临净稳定资金率约束，中信证券面临流动性覆盖率约束**。

### 3、指标调整带来的估值变动机会

如风控指标发生改变，如下调资本杠杆率指标至7%或6%，则经过计算，对应头部券商的ROE水平将提升至**7.75%/10.53%/11.40%** 以及 **8.86%/11.44%/13.22%**；净稳定资金率下调，有利于缩减证券公司长期借贷规模，进而降低综合负债成本，提升企业盈利能力。而证券业ROE与PB高度相关且PB的调整先于ROE的变动，因此风控指标调整或将在短期内带来行业估值修复。

### 4、投资建议

面临现行指标约束的头部企业中，建议关注：1) **中金公司**；2) **广发证券**；3) **中信证券**；4) **华泰证券**。

# 目录

1

什么是证券业风控指标体系？

2

为什么说现行指标制约了头部券商发展？

3

指标调整带来的估值变动机会

4

投资建议

# 一、什么是证券业风控指标体系？

## 证券业风控指标体系

为加强对证券公司风险的监管，督促证券公司加强内部控制、防范风险，2006年1月6日证监会研究起草了《证券公司风险控制指标管理办法》和《证券公司净资本计算规则》（征求意见稿）并向社会公开征求意见，7月20日正式发布了《证券公司风险控制指标管理办法》，明确自**2006年11月1日起施行**。后经2008/2016/2020三次修订，其中2016年对风控指标体系做出了较大改动，主要通过资本杠杆率对公司杠杆进行约束，综合考虑流动性风险监管指标要求，财务杠杆率大体为6倍左右(估算值)；2020年修订主要涉及期货业务。**2021年12月16日发布的最新版仍完全沿用2016版风控指标**，具体如表：

表1：历次风控指标体系

	2006	2008	2016	2020	2021
发布日期	2006年7月20日 证监会令第34号	2008年6月24日 证监会令第55号	2016年6月16日 证监会令第125号	2020年3月20日 证监会令第166号	2021年12月26日
指标体系	(一) 净资本与各项风险准备之和的比例不得低于100% (二) 净资本与净资产的比例不得低于40% (三) 净资本与负债的比例不得低于8% (四) 净资产与负债的比例不得低于20% (五) 流动资产与流动负债的比例不得低于100%	(一) 净资本与各项风险资本准备之和的比例不得低于100% (二) 净资本与净资产的比例不得低于40% (三) 净资本与负债的比例不得低于8% (四) 净资产与负债的比例不得低于20%	(一) 风险覆盖率不得低于100% (二) 资本杠杆率不得低于8% (三) 流动性覆盖率不得低于100% (四) 净稳定资金率不得低于100%	不涉及	(一) 风险覆盖率不得低于100% (二) 资本杠杆率不得低于8% (三) 流动性覆盖率不得低于100% (四) 净稳定资金率不得低于100%
核心净资本	净资本=净资产-金融产品投资的风险调整-应收项目的风险调整-其他流动资产项目的风险调整-长期资产的风险调整-或有负债的风险调整-/+中国证监会认定或核准的其他调整项目	净资本=净资产-金融资产的风险调整-其他资产的风险调整-或有负债的风险调整-/+中国证监会认定或核准的其他调整项目	核心净资本=净资产-资产项目的风险调整-或有负债的风险调整-/+中国证监会认定或核准的其他调整项目  附属净资本=长期次级债×规定比例-/+中国证监会认定或核准的其他调整项目	不涉及	核心净资本=净资产-资产项目的风险调整-或有负债的风险调整-/+中国证监会认定或核准的其他调整项目  附属净资本=长期次级债×规定比例-/+中国证监会认定或核准的其他调整项目

## 一、什么是证券业风控指标体系？

### 证券业风控指标体系

中国证监会对于各项风险控制指标设置预警标准，对于规定“不得低于”一定标准的风险控制指标，其预警标准是**规定标准的120%**；对于规定“不得超过”一定标准的风险控制指标，其预警标准是规定标准的80%。证券公司可以结合自身实际情况，在不低于中国证监会规定标准的基础上，确定相应的风险控制指标标准。

现行风险控制指标体系中的四项指标均为“不得低于”规定标准，即**资本杠杆率指标的预警线为9.6%，风险覆盖率、流动性覆盖率和净稳定资金率三项指标的预警线为120%**。

表2：风控指标预警线

指标名称	控制线	预警线	计算方式
风险覆盖率	100%	<b>120%</b>	风险覆盖率 = 净资本/各项风险资本准备之和×100%
资本杠杆率	8%	<b>9.6%</b>	资本杠杆率 = 核心净资本/表内外资产总额×100%
流动性覆盖率	100%	<b>120%</b>	流动性覆盖率 = 优质流动性资产/未来30天现金净流出量×100%
净稳定资金率	100%	<b>120%</b>	净稳定资金率 = 可用稳定资金/所需稳定资金×100%

除上述核心风控指标外，《证券公司风险控制指标管理办法》中还对经营不同业务的**最低净资本**做出了要求：

- 证券公司经营证券经纪业务，净资本不得低于人民币2000万元；
- 经营证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、其他证券业务等业务之一，净资本不得低于人民币5000万元；
- 经营证券经纪业务，同时经营证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、其他证券业务等业务之一，净资本不得低于人民币10000万元；
- 经营证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、其他证券业务中两项及两项以上，净资本不得低于人民币20000万元。

# 一、什么是证券业风控指标体系？

## 其他金融同业风控指标对比

作为简单、透明、不具有风险敏感性的监管工具，杠杆率兼具宏观审慎和微观审慎，能够有效降低杠杆积累和系统性风险的增加，同时能够有效补充资本充足率监管的不足，当前已基本形成**以资本充足率和杠杆率为核心的监管体系**。2018年11月27日，央行、银保监会和证监会曾联合印发《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》，完善我国系统重要性金融机构监管框架，意见所称系统重要性金融机构主要包括具备系统重要性的**银行业机构、证券业机构以及保险业机构**。

当前，保险业以核心偿付能力充足率（即核心资本与最低资本的比值）衡量保险公司高质量资本的充足状况；证券业以**资本杠杆率**（核心净资本/表内外资产总额）为核心控制风险，同时以**净稳定资金率**（可用稳定资金/所需稳定资金）指标兼顾流动性；银行业由于其特别的系统重要性，以三项体现不同资本质量的指标调控资本充足率，同时以杠杆率指标控制整体风险。

表3：金融业三大支柱风控指标对比

	保险业	证券业	银行业
核心指标	(一) 核心偿付能力充足率不低于50% (二) 综合偿付能力充足率不低于100% (三) 风险综合评级在B类及以上	(一) 风险覆盖率不得低于100% (二) 资本杠杆率不得低于8% (三) 流动性覆盖率不得低于100% (四) 净稳定资金率不得低于100%	(一) 核心一级资本充足率不得低于5% (二) 一级资本充足率不得低于6% (三) 资本充足率不得低于8% (四) 杠杆率不得低于4%
行业现状 (2022)	(一) 核心偿付能力充足率：128.4% (二) 综合偿付能力充足率：196.0% (三) 风险综合评级B类以上：154家	(一) 风险覆盖率266.08% (二) 资本杠杆率22.88% (三) 流动性覆盖率351.77% (四) 净稳定资金率165.56%	(一) 核心一级资本充足率：10.74% (二) 一级资本充足率：12.30% (三) 资本充足率：15.17% (四) 杠杆率：6.87%

# 目录

1

什么是证券业风控指标体系？

2

为什么说现行指标制约了头部券商发展？

3

风控指标调整带来的估值变动机会

4

投资建议

## 二、为什么说现行指标制约了头部券商发展？

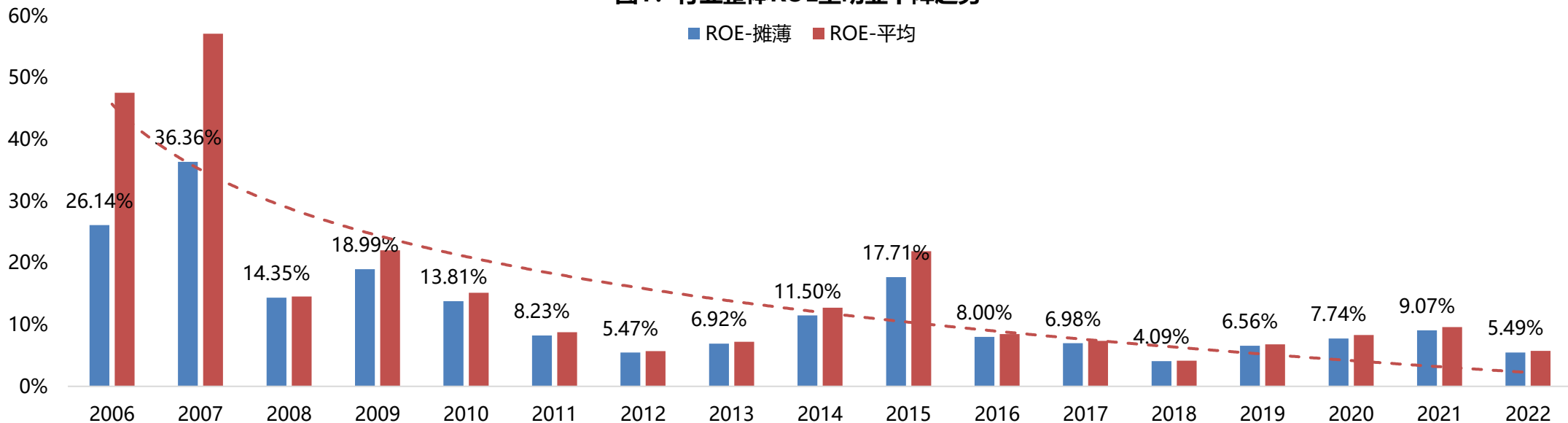
### 行业整体盈利能力呈明显下降趋势

竞争加剧、监管趋严的环境背景叠加传统经纪业务佣金费率的快速下降，导致证券行业整体盈利能力近几年呈明显下降趋势。

证券行业**传统经纪业务平均佣金率大幅下降**，从2009年的14.23‰持续下降至2021年的3.05‰，不及初期的四分之一，经纪业务佣金率的大幅下降极大的**削弱了行业整体盈利能力**；

行业摊薄ROE指标从起初超过20%的较高水平下滑至2022年的5.49%，2011年及以后的十多年中近有2014/2015年受益于股市行情净资产收益率达到了10%以上，其余年度均为个位数。

图1：行业整体ROE呈明显下降趋势



数据来源：Wind，太平洋研究院整理



## 二、为什么说现行指标制约了头部券商发展？

### 重资产化趋势下头部券商杠杆倍数上升

随着传统经纪业务佣金费率的快速下降，行业经纪业务整体营收占比也逐步下滑，2015年前后证券行业传统经纪业务营收占比超过30%，至2019年以后下降至22%左右，两融业务和自营业务等占用较多资金但费率也更高的业务占比快速提升，**券商逐步重资产化**。根据2022年年报数据，头部券商中信证券、中信建投和中金公司非经纪业务占比分别为74.68%/77.73%/73.41%。

2014年至2021年期间，在重资产化的经营趋势下**行业财务杠杆倍数也呈上升趋势**，**头部券商的杠杆倍数获得更大幅度提升**，其中中信证券、中信建投和中金公司分别从3.84/4.55/3.89提升至4.62/4.50/5.52，中金公司为国内杠杆倍数最高的券商，但相较高盛、摩根大通和摩根士丹利等国际投行十倍左右的财务杠杆倍数仍有相当的提升空间。

图2：行业经纪业务占比呈明显下降趋势

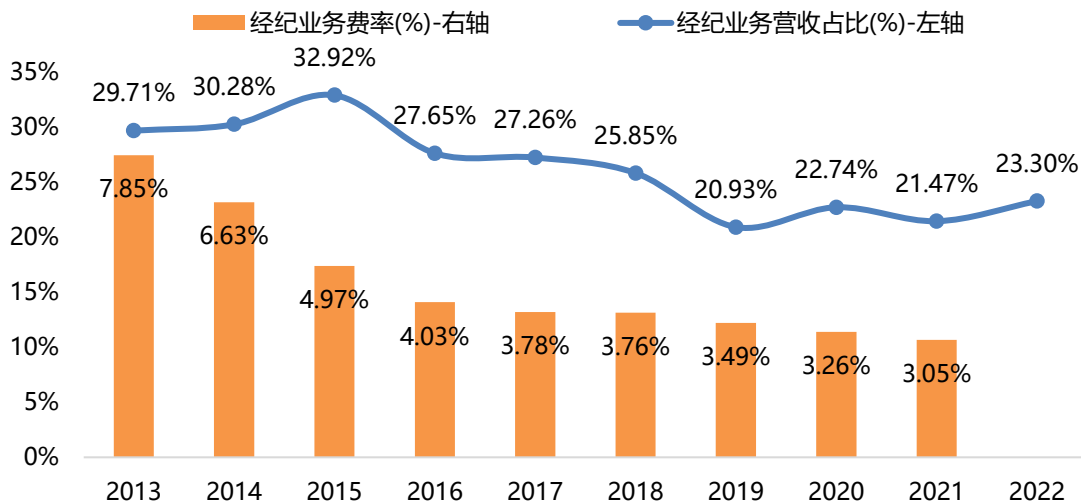
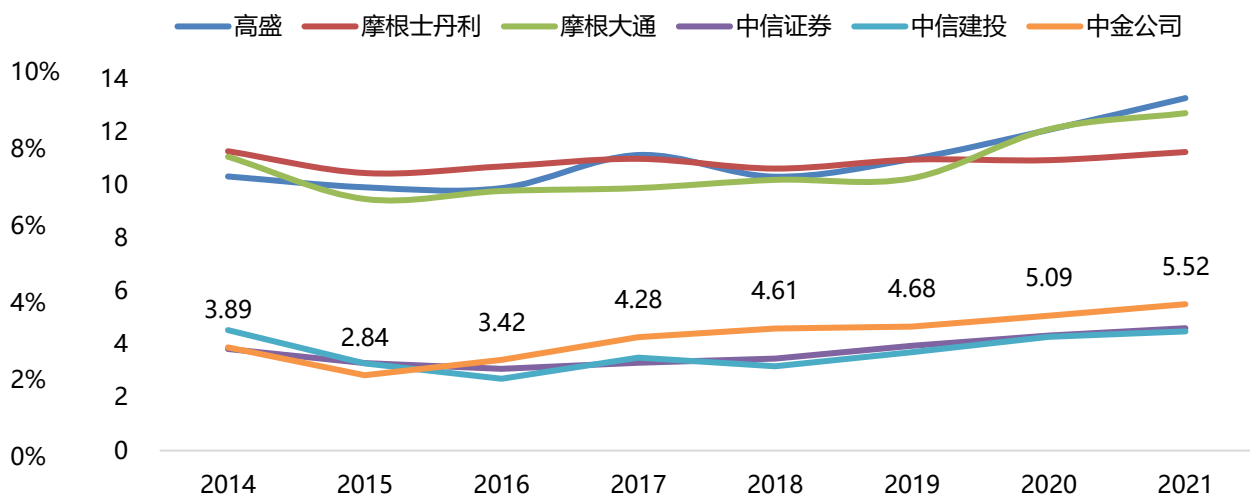


图3：中美头部券商财务杠杆倍数对比



## 二、为什么说现行指标制约了头部券商发展？

### 重资产化趋势下头部企业资本杠杆率下降

在重资产化经营趋势下**资本杠杆率指标呈明显下降趋势**，该指标与财务杠杆倍数负相关（财务杠杆倍数=-11.43\*资本杠杆率+5.97）。2016年至2022年期间，行业平均资本杠杆率从29.02%大幅下降至22.88%，而头部企业下降至更低水平，**2022年营收规模前十的券商平均资本杠杆率仅14.65%，较2021年行业整体水平（20.90%）低6.25pct。**

其中，申万宏源在此期间资本杠杆率从24.93%下降至10.89%，2022年成为资本杠杆率最低的券商；中金公司在此期间资本杠杆率基本保持行业最低水平，并在2017年达到10.40%。

图4：行业平均资本杠杆率呈明显下降趋势

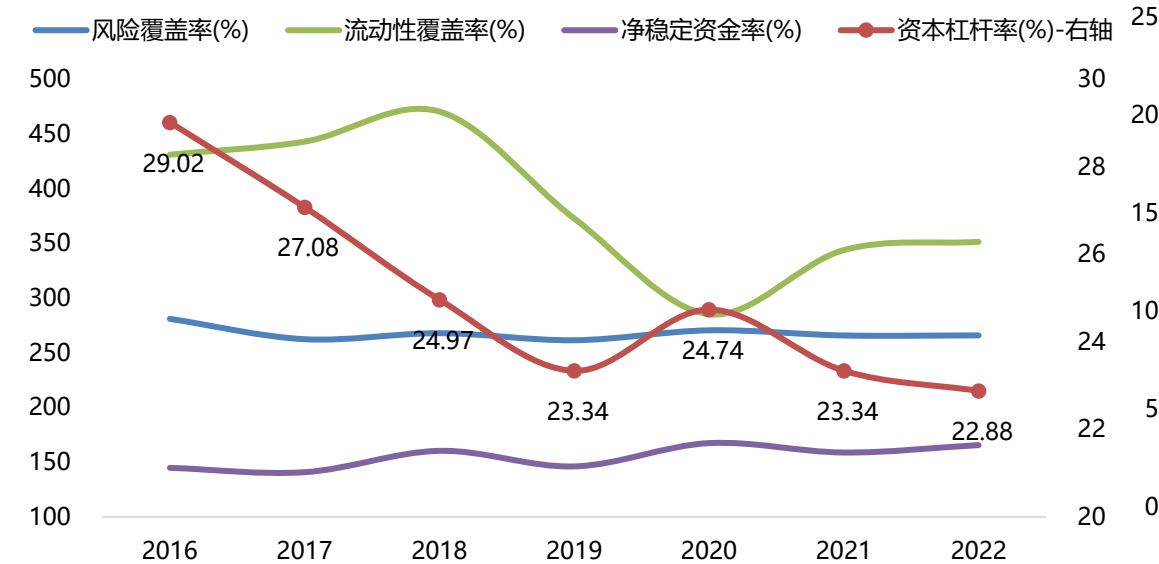
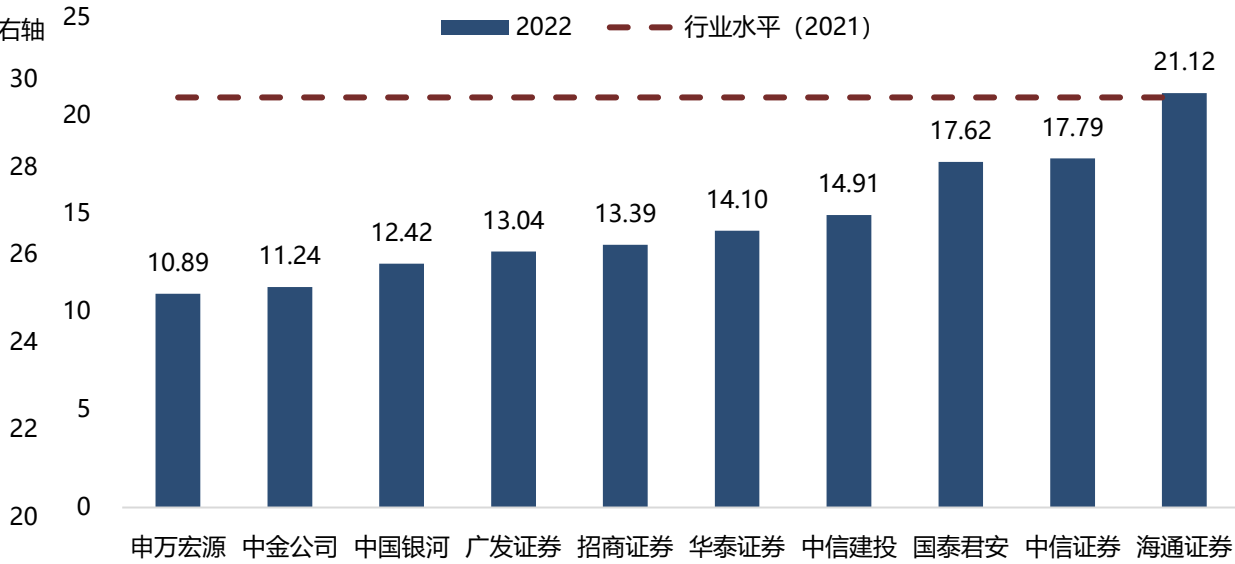


图5：头部企业资本杠杆率低于行业均值（%）



数据来源：Wind，太平洋研究院整理

## 二、为什么说现行指标制约了头部券商发展？

### 头部企业风控指标逼近现行预警线

当前部分头部企业资本杠杆率和净稳定资金率已经逼近现行指标的预警线，2022年营收前十的券商中，中国银河、中金公司和申万宏源的资本杠杆率均低于13%，广发证券为13.04%，均临近9.6%的预警线；中信证券、国泰君安、中国银河和华泰证券的净稳定资金率均为130%左右，均临近120%的预警线。

临近警戒线的券商中，除中国银河之外非经纪业务占比均在50%以上，两融业务、自营业务和资管业务为其主要收入来源，现行风控指标下业务扩张面临较强的资金约束。其中，**申万宏源、中金公司和广发证券面临资本杠杆率约束，中信证券、国泰君安和华泰证券面临净稳定资金率约束，中信证券面临流动性覆盖率约束。**

表4：头部券商2022风控指标

证券代码	证券名称	营业收入（亿元）	风险覆盖率（%）	资本杠杆率（%）	流动性覆盖率（%）	净稳定资金率（%）	非经纪业务占比（%）
600030.SH	中信证券	651.09	203.96	17.79	130.53	129.64	74.68
601211.SH	国泰君安	354.71	186.44	17.62	277.32	130.09	67.99
601881.SH	中国银河	336.42	262.43	12.42	354.93	129.89	19.21
601688.SH	华泰证券	320.32	240.12	14.10	166.57	129.33	51.21
601066.SH	中信建投	275.65	222.66	14.91	235.00	141.47	77.73
601995.SH	中金公司	260.87	182.42	11.24	239.71	154.27	73.41
600837.SH	海通证券	259.48	241.25	21.12	293.75	162.85	63.57
000776.SZ	广发证券	251.32	186.58	13.04	213.79	147.26	55.83
000166.SZ	申万宏源	206.10	257.30	10.89	212.12	136.74	66.72
600999.SH	招商证券	192.19	264.95	13.39	210.95	151.73	42.23

# 目录

1

什么是证券业风控指标体系？

2

为什么说现行指标制约了头部券商发展？

3

风控指标调整带来的估值变动机会

4

投资建议

### 三、风控指标调整带来的估值变动机会

#### 资本杠杆率下调将显著提升头部企业ROE

根据我们测算，在**增量资产全数投入现有业务**假设下：

如果**资本杠杆率下调至7%**，则当前受到资本杠杆率较大约束的申万宏源、中金公司和广发证券的ROE将分别提升0.86%/1.02%/3.33%，以近五年平均摊薄ROE为基准，**预期ROE分别可达7.75%/10.53%/11.40%**；

如果**资本杠杆率下调至6%**，则当前受到资本杠杆率较大约束的申万宏源、中金公司和广发证券的ROE将分别提升1.97%/1.93%/5.16%，以近五年平均摊薄ROE为基准，**预期ROE分别可达8.86%/11.44%/13.22%**。

表5：资本杠杆率下调的ROE弹性测算

资本杠杆率						
调整后指标：%	7.0%			6.0%		
调整后预警线：%	8.4%			7.2%		
公司经营安全线：%	9.4%			8.2%		
	申万宏源	中金公司	广发证券	申万证券	中金公司	广发证券
净资产：亿元	1,074.42	771.07	1,047.97	1,074.42	771.07	1,047.97
核心净资本：亿元	551.61	302.25	625.97	551.61	302.25	625.97
表内外资产总和：亿元	5,202.95	2,688.37	4,878.88	5,202.95	2,688.37	4,878.88
增量资产：亿元	665.23	527.01	1,780.40	1,523.99	997.56	2,754.93
资产收益率：%	1.39%	1.49%	1.96%	1.39%	1.49%	1.96%
增量净利：亿元	9.25	7.85	34.93	21.18	14.86	54.05
增量ROE：%	0.86%	1.02%	3.33%	1.97%	1.93%	5.16%
5年平均摊薄ROE：%	6.89%	9.51%	8.07%	6.89%	9.51%	8.07%
预期ROE：%	7.75%	10.53%	11.40%	8.86%	11.44%	13.22%

关键假设：  
 1. 公司保持距离预警线1%的经营安全线  
 2. 公司将增量资产全数用于发展业务  
 3. 增量资产收益率等于近5年平均ROA

### 三、风控指标调整带来的估值变动机会

#### 资本杠杆率下调对两融业务的提升

根据我们测算，在**增量资产全数投入两融业务**假设下：

如果**资本杠杆率下调至7%**，则当前受到资本杠杆率较大约束的申万宏源、中金公司和广发证券的ROE将分别提升4.03%/3.70%/8.58%，以近五年平均摊薄ROE为基准，**预期ROE分别可达10.92%/13.21%/16.65%**；

如果**资本杠杆率下调至6%**，则当前受到资本杠杆率较大约束的申万宏源、中金公司和广发证券的ROE将分别提升9.24%/7.04%/13.28%，以近五年平均摊薄ROE为基准，**预期ROE分别可达16.13%/16.55%/21.35%**。

表6：资本杠杆率下调的ROE弹性测算

	资本杠杆率					
	7.0%			6.0%		
调整后指标：%	7.0%			6.0%		
调整后预警线：%	8.4%			7.2%		
公司安全线：%	9.4%			8.2%		
	<b>申万宏源</b>	<b>中金公司</b>	<b>广发证券</b>	<b>申万证券</b>	<b>中金公司</b>	<b>广发证券</b>
净资产：亿元	1,074.42	771.07	1,047.97	1,074.42	771.07	1,047.97
核心净资产：亿元	551.61	302.25	625.97	551.61	302.25	625.97
表内外资产总和：亿元	5,202.95	2,688.37	4,878.88	5,202.95	2,688.37	4,878.88
增量资产：亿元	665.23	527.01	1,780.40	1,523.99	997.56	2,754.93
业务收益率：%	7.66%	6.48%	6.16%	7.66%	6.48%	6.16%
实际税率：%	15.00%	16.50%	18.00%	15.00%	16.00%	18.00%
业务资产净利率：%	6.51%	5.41%	5.05%	6.51%	5.44%	5.05%
增量净利：亿元	43.32	28.51	89.96	99.24	54.28	139.20
<b>增量ROE：%</b>	<b>4.03%</b>	<b>3.70%</b>	<b>8.58%</b>	<b>9.24%</b>	<b>7.04%</b>	<b>13.28%</b>
5年平均摊薄ROE：%	6.89%	9.51%	8.07%	6.89%	9.51%	8.07%
<b>预期摊薄ROE：%</b>	<b>10.92%</b>	<b>13.21%</b>	<b>16.65%</b>	<b>16.13%</b>	<b>16.55%</b>	<b>21.35%</b>

**关键假设：**  
 1.公司保持距离预警线1%的经营安全线  
 2.公司将增量资产全数用于发展两融业务  
 3.两融业务税前利润率等于2022年两融业务收入/两融业务余额  
 4.实际税率水平约为近三年平均税率水平

### 三、风控指标调整带来的估值变动机会

#### 资本杠杆率下调对自营业务的提升

根据我们测算，在**增量资产全数投入自营业务**假设下：

如果**资本杠杆率下调至7%**，则当前受到资本杠杆率较大约束的申万宏源、中金公司和广发证券的ROE将分别提升0.87%/1.34%/2.92%，以近五年平均摊薄ROE为基准，**预期ROE分别可达7.76%/10.85%/10.99%**；

如果**资本杠杆率下调至6%**，则当前受到资本杠杆率较大约束的申万宏源、中金公司和广发证券的ROE将分别提升1.99%/2.55%/4.53%，以近五年平均摊薄ROE为基准，**预期ROE分别可达8.88%/12.06%/12.59%**。

表7：资本杠杆率下调的ROE弹性测算

资本杠杆率						
调整后指标：%	7.0%			6.0%		
调整后预警线：%	8.4%			7.2%		
公司安全线：%	9.4%			8.2%		
	<b>申万宏源</b>	<b>中金公司</b>	<b>广发证券</b>	<b>申万证券</b>	<b>中金公司</b>	<b>广发证券</b>
净资产：亿元	1,074.42	771.07	1,047.97	1,074.42	771.07	1,047.97
核心净资本：亿元	551.61	302.25	625.97	551.61	302.25	625.97
表内外资产总和：亿元	5,202.95	2,688.37	4,878.88	5,202.95	2,688.37	4,878.88
增量资产：亿元	665.23	527.01	1,780.40	1,523.99	997.56	2,754.93
2022资产周转率	0.03	0.04	0.04	0.03	0.04	0.04
增量收入：亿元	19.96	21.08	71.22	45.72	39.90	110.20
业务毛利率：%	55.10%	58.69%	52.49%	55.10%	58.69%	52.49%
实际税率：%	15.00%	16.50%	18.00%	15.00%	16.00%	18.00%
业务净利率：%	46.84%	49.01%	43.04%	46.84%	49.30%	43.04%
增量净利：亿元	9.35	10.33	30.65	21.41	19.67	47.43
<b>增量ROE：%</b>	<b>0.87%</b>	<b>1.34%</b>	<b>2.92%</b>	<b>1.99%</b>	<b>2.55%</b>	<b>4.53%</b>
5年平均摊薄ROE：%	6.89%	9.51%	8.07%	6.89%	9.51%	8.07%
<b>预期摊薄ROE：%</b>	<b>7.76%</b>	<b>10.85%</b>	<b>10.99%</b>	<b>8.88%</b>	<b>12.06%</b>	<b>12.59%</b>

**关键假设：**  
 1.公司保持距离预警线1%的经营安全线  
 2.公司将增量资产全数用于发展自营业务  
 3.增量资产投入自营业务的周转率等于总资产周转率  
 4.实际税率水平约为近三年平均税率水平  
 5.自营业务净利率等于税后毛利率

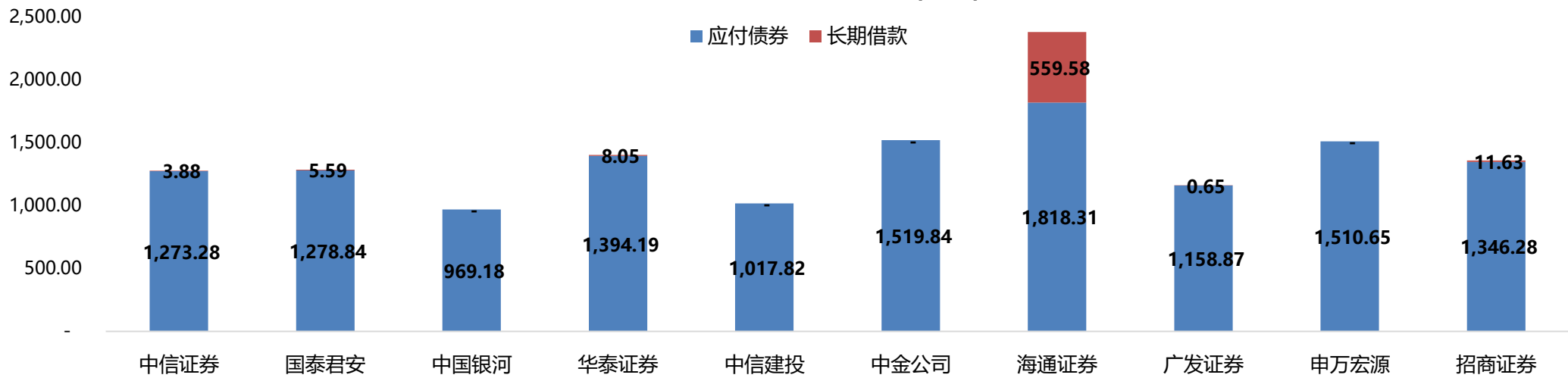


净稳定资金率下调带来的ROE变动

净稳定资金率(NSFR)作为监管指标，意在通过对偏重短期的流动性覆盖率指标从更长期限方面形成补充，鼓励证券公司通过结构调整减少短期融资的期限错配、增加长期稳定资金来源，特别是用于确保投行类产品、表外风险暴露、证券化资产及其他资产和业务的融资至少具有与它们流动性风险状况相匹配的一部分满足最低限额的稳定资金来源，防止证券公司在市场繁荣、流动性充裕时期过度依赖批发性融资，提高监管措施的有效性。

净稳定资金率（可用稳定资金/所需稳定资金）指标一旦距离监管预警线相对较近，券商可以通过增加1年期以上的负债来提高可用稳定资金，并不会直接限制券商的杠杆倍数，但长久期负债占比高不利于券商降低负债成本。美国证券行业尚未实施NSFR监管要求，相比而言，国内券商监管反而更加严格。净稳定资金率一旦下调，有利于缩减证券公司长期借贷规模，降低综合负债成本进而提升企业盈利能力。

图6：头部券商长期负债水平（亿元）



数据来源：Wind，太平洋研究院整理



### 三、风控指标调整带来的估值变动机会

#### 头部券商再融资计划

风控指标要求下近年头部券商再融资活动较为频繁，主要通过配股和增发补充所需资金和资本金，头部券商中银河证券、中信证券、中信建投等多家券商已经完成再融资，其中中信证券两次累计融资超过400亿元。截至目前，中金公司和华泰证券270/280亿再融资方案尚未受理，如果未来再融资计划如期实现也将带来一定的ROE弹性空间。

表8：头部券商近几年再融资

证券代码	名称	最新公告日期	融资类型	上市板	审核状态	预计发行股数(万股)	拟融资金额(万元)	受理日期	审核日期	核准日期
601688.SH	华泰证券	2022-12-31	配股	主板	暂停	220,696.30	<b>2,800,000.00</b>	--	--	--
601995.SH	中金公司	2022-10-25	配股	主板	暂停	87,706.27	<b>2,700,000.00</b>	--	--	--
601881.SH	中国银河	2022-03-22	可转债	主板	实施	--	--	2021-11-04	2022-03-07	2022-03-17
600030.SH	中信证券	2022-02-10	配股	主板	已实施	159,726.72	2,800,000.00	2021-07-22	2021-11-15	2021-11-27
601066.SH	中信建投	2020-12-30	增发	主板	已实施	127,707.23	1,300,000.00	--	2020-01-20	2020-03-14
600837.SH	海通证券	2020-08-07	增发	主板	已实施	161,842.62	2,000,000.00	--	2019-12-07	2020-06-10
600999.SH	招商证券	2020-07-28	配股	主板	已实施	171,570.24	1,280,487.85	2019-08-31	2020-04-03	2020-05-12
600030.SH	中信证券	2020-03-13	增发	主板	已实施	80,986.76	1,346,000.00	--	2019-10-30	2019-12-27
000776.SZ	广发证券	2019-06-18	增发	主板	到期失效	118,000.00	1,500,000.00	--	2018-11-12	2018-12-27
601688.SH	华泰证券	2018-08-04	增发	主板	已实施	108,873.12	2,551,000.00	--	2017-12-09	2018-03-20
000166.SZ	申万宏源	2018-01-29	增发	主板	已实施	250,000.00	1,200,000.00	--	2017-11-07	2017-12-30

### 三、风控指标调整带来的估值变动机会

#### 行业盈利能力提升将带动估值修复

风控指标下调，将大幅拉高财务杠杆倍数上升空间提升行业盈利能力，而证券业ROE与PB高度相关且PB的调整先于ROE的变动，因此风控指标调整或将在短期内带来行业估值修复。其中，当前风控指标要求下**面临较强约束，且两融业务、自营业务等重资产占比较高的头部券商将更为收益。**

2021年度，两融业务营收规模排名前五分别是中信证券、华泰证券、国泰君安、广发证券和中国银河，自营业务营收规模排名前五分别是中信证券、申万宏源、中金公司、国信证券和华泰证券。

图7：券商行业ROE与PB高度相关

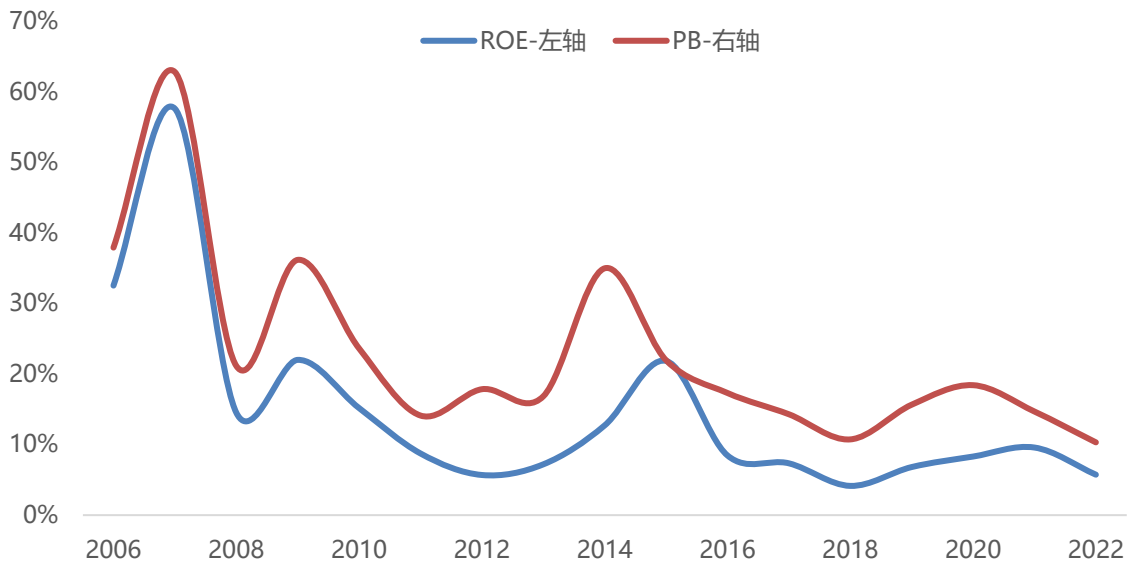
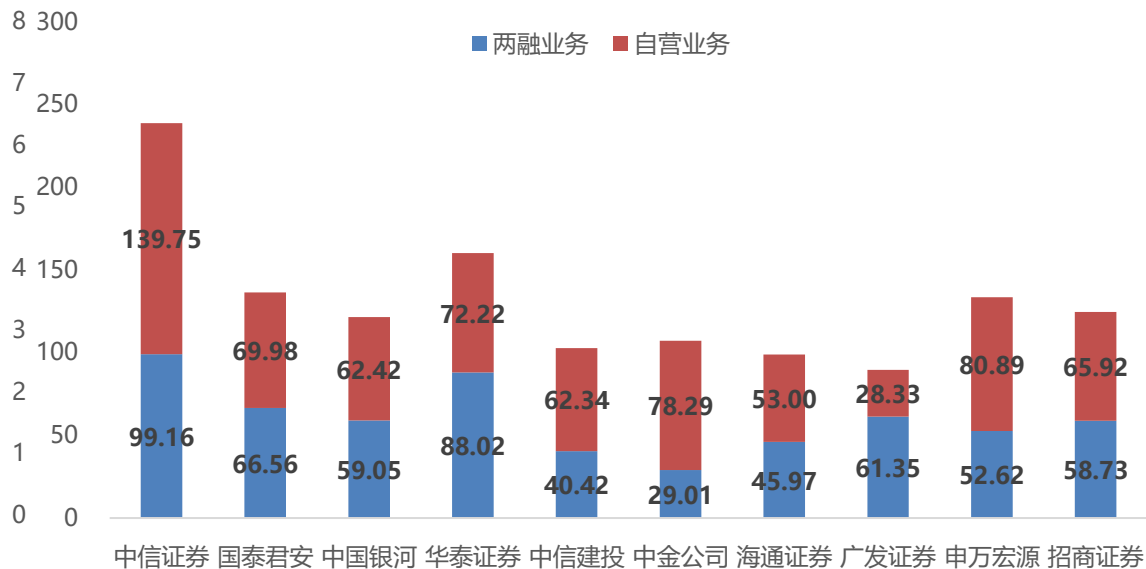


图8：头部企业两融/自营业务营收



# 目录

1

什么是证券业风控指标体系？

2

为什么说现行指标制约了头部券商发展？

3

风控指标调整带来的估值变动机会

4

投资建议

关注指标调整下ROE弹性更大且两融/自营业务规模更大的企业

面临现行指标约束的企业中，建议关注：

- 1) ROE弹性较大、再融资计划有望落地、自营业务营收规模排名第三的**中金公司**；
- 2) ROE弹性最大、两融业务排名第四的**广发证券**；
- 3) 两融业务营收规模和自营业务营收规模均排名第一的**中信证券**；
- 4) 再融资计划有望落地、两融业务营收规模排名第二的**华泰证券**。

表9：推荐两融/自营业务优势显著的头部券商

面临约束	证券代码	证券名称	资本杠杆率 (%)	净稳定资金率 (%)	再融资计划 (亿元)	两融业务		自营业务	
						营收规模:万元	营收排名	营收规模: 万元	营收排名
资本杠杆率约束	601995.SH	中金公司	11.24	154.27	270	290,121	12	782,884	3
	000776.SZ	广发证券	13.04	147.26	—	613,467	4	283,325	11
	000166.SZ	申万宏源	10.89	136.74	—	526,224	7	808,889	2
净稳定资金率约束	600030.SH	中信证券	17.79	129.64	—	991,632	1	1,397,503	1
	601211.SH	国泰君安	17.62	130.09	—	665,555	3	699,847	6
	601688.SH	华泰证券	14.10	129.33	280	880,212	2	722,242	5

## 四、投资建议

### 主要标的盈利预测：

表10：中金公司盈利预测

中金公司	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	26,087.37	30,698.15	35,892.81	41,075.71
(+/-%)	-13.42%	17.67%	16.92%	14.44%
净利润(百万元)	7,597.50	9,728.00	12,059.00	14,225.34
(+/-%)	-29.51%	28.04%	23.96%	17.96%
摊薄每股收益(元)	1.46	2.02	2.50	2.95
市盈率(PE)	26.12	18.31	14.77	12.52

表12：中信证券盈利预测

中信证券	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	65,108.51	76,148.57	85,886.00	95,616.42
(+/-%)	-14.92%	16.96%	12.79%	11.33%
净利润(百万元)	21,317.42	27,041.46	31,560.74	35,701.23
(+/-%)	-7.72%	26.85%	16.71%	13.12%
摊薄每股收益(元)	1.42	1.82	2.13	2.41
市盈率(PE)	14.02	10.88	9.32	8.24

表11：广发证券盈利预测

广发证券	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	25,132.01	32,553.94	36,863.67	41,427.89
(+/-%)	-26.62%	29.53%	13.24%	12.38%
净利润(百万元)	7,929.28	11,092.80	13,357.89	15,294.41
(+/-%)	-26.95%	39.90%	20.42%	14.50%
摊薄每股收益(元)	1.02	1.46	1.75	2.01
市盈率(PE)	15.19	10.11	8.39	7.33

表13：华泰证券盈利预测

华泰证券	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	32,031.56	37,843.44	43,510.80	49,149.71
(+/-%)	-15.50%	18.14%	14.98%	12.96%
净利润(百万元)	11,052.70	13,650.80	16,311.64	18,680.60
(+/-%)	-17.18%	23.51%	19.49%	14.52%
摊薄每股收益(元)	1.18	1.50	1.80	2.06
市盈率(PE)	10.80	9.15	7.66	6.69

- 经济复苏不达预期;
- 海外动荡局势加剧;
- 市场波动加剧;
- 政策推行不及预期;

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锬	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com

## ► 行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上；  
中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数 - 5%与5%之间；  
看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数5%以下

## ► 公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在15%以上；  
增持：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于5%与15%之间；  
持有：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与5%之间；  
减持：我们预计未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-5%与-15%之间

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com



· 以上 感谢 ·

---