



证券IT行业：价值重估：重 资产业务由方向性转向中性



重资产业务波动大导致券商持股体验差。券商股持股体验较差，在重资产业务上表现有二：一是开展信用业务、自营业务需要雄厚的资金支持，券商再融资短期摊薄 ROE；二是重资产业务过往以方向性策略为主，靠天吃饭，业务收入波动较大。2019 年以来，券商抓住资本市场深化改革契机，调整重资产业务结构，逐渐由方向性转向中性。

自营业务固收投资占比增加，衍生品成为新蓝海。券商通过加杠杆扩大自营业务收入，通过调高固收投资占比稳定自营投资收益。2010 年末全行业自营投资中股票和基金占比达 40.98%，2020 年末下降至 18.42%，债券和其他证券资产占比则提至 81.58%。衍生品业务广泛运用于自营和对客业务，提升资金使用效益、熨平业绩波动。截止 2021 年 12 月场外衍生品期末存量名义本金 20167 亿元，同比+57.80%。

优化两融结构，缩减股质业务，信用业务风险敞口下降。截至 2022 年 1 月，两融余额 17131.68 亿元，较 2019 年初增长 135.27%；其中，得益于约定申报融券制度，融券规模增长至 929.30 亿元，增长 1380.96%。此外，两融业务市场担保比例保持高位且缓慢增长，股票质押业务规模持续收缩，券商信用业务整体风险水平得到控制。

再融资热潮将褪，融资方式料将多样化。2020 年以来，证券行业掀起新一轮再融资，且以配股为主的融资方式对投资者难言友好。随着中信等配股完成，这一轮再融资高峰将过。从过往经验看，证券行业时隔 5 年左右一次（再）融资高峰，且经历了 IPO、定增、配股等主要方式的变化，

展望未来，次级债和永续债可能成为主角，并呈现多元化趋势。

做市业务“稳中求进”，头部券商或迎发展良机。继券商在新三板、公募 Reits、ETF 做市后，科创板拟引入做市交易制度。做市制度为市场注入流动性，同时也能为券商带来增量收入，提升资金使用效益。2021 年，高盛实现做市业务收入 153.5 亿美元，占有所有非利息收入的 29.04%，超过投行业务成为营收支柱。高盛做市业务 ROE 达 15.3%，显著提升公司盈利水平。对标美国纳斯达克市场，开放做市商之间的交易、增加做市商种类或成未来我国做市制度革新方向。

投资建议：看好机构业务占比高的券商。行业层面，资本市场深化改革稳步推进，创新性业务试点与对外开放提速，资本市场活跃度有望提升。业务层面，全面注册制稳步推进将释放投行资本化的价值含量，衍生品业务和做市业务将熨平业绩波动、提升资金使用效益，机构业务占比高的券商将充分受益。看好中信证券 (A/H)、中金公司 (A/H)、国泰君安 (A/H)、华泰证券 (A/H)、招商证券 (A/H) 等公司。

风险提示：市场大幅波动；信用风险加剧；行业监管趋严政策风险。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_38980

