

# 整合!上市!发债! 一场增肥资本金的接力赛

## 风险正靠近融资类业务

证券时报记者 游芸芸

流动性风险,已不再只是监管部门担心的口号,融资类业务的风险正在靠近。融资窗口选择、利差倒挂等因素,正成为横亘于券商融资业务大道上的障碍,威胁券商的盈利空间。

### 资金占用接近瓶颈

流动性风险,即证券公司无法以合理成本及时获得充足资金,以偿付到期债务、履行其他支付义务和满足正常业务开展的四户资金需求的风险。中国证监会要求证券公司流动性覆盖率及净稳定资金率在今年年底前达80%。

一位接近中国证券业协会的人士透露,根据协会《证券公司流动性风险管理指引》,今年3月末,各公司测算的流动性覆盖率和净稳定资金率两项流动性风险管理指标,基本达到了自律管理的要求。其中,涉及创新业务较多的证券公司,指标趋近达标线。

另有证券业协会人士指出,现有指标设计中折算率的确定,均系基于当前行业背景下的假定,一旦行业状况发生任何突变,达标的证券公司亦可能面临流动性的风险。

据了解,在自有负债规模50.43%的卖出回购金融资产款中,当超过73.52%的信用评级为AAA级以下、AA-级(含)以上的信用债券无法实现继续融资时,证券公司现有的优质流动性资产将无法覆盖未来30天的流动性需求。

中国证监会向证券公司发布通知表示,希望证券公司在流动性日常管理的基础上,积极开展符合当时市场的特点,且结合公司特色的流动性专项压力测试,通过对测试结果的分析,确定风险点和薄弱环节,并及时完善公司的相关决策过程,全面有效地控制流动性风险。

那么,何为流动性风险?据《证券公司流动性风险管理指引》,证券公司无法以合理成本及时获得充足资金,以偿付到期债务、履行其他支付义务和满足正常业务开展的四户资金需求的风险。

中国证监会要求,各家证券公司的流动性覆盖率和净稳定资金率应在2014年12月31日前达到80%,即通过变现优质流动性资产满足未来至少30天的流动性需求,以及可用稳定资金与所需的稳定资金完全覆盖。

### 时间窗口 决定资金成本

因以为利率会下降,海通证券延迟公司债发行时间,却等来发行利率时的高点。若按照最近4.5%利率时间窗口发行,海通三年期公司债的资金成本约可减少1.8亿元。

根据相关监管指标显示,券商的流动性风险并不突出。但证券时报记者从中信、海通证券等券商处了解到,券商融资类业务的风险正在积累。券商对外融资利率不断走高背后的潜在风险,便首当其冲。2013年,券商融资利率一路走高。相关数据显示,银行间市场共有31家券商发行129只短期融资券,发行总规模达2885.9亿元,平均发行利率为4.86%。

2013年初发行的券商第一期短融券利率仅为4.2%。去年6月,广发证券的120亿元公司债,3+2年期品种的利率仅为4.5%,5年期利率为4.75%,10年期利率为5.1%。

6月之后,利率逐步走高,甚至

达到6.8%。去年,券商的短融券量较大,中信证券的总短融券量达500亿元,其次是广发证券,总量为410亿元,国泰君安证券为285亿元,华泰证券达200亿元。

与此同时,短期融资券招标利率一路上行。例如,安信证券去年底第八期短融票面年化利率达6.5%,中信证券去年12月初中信CP011,票面利率为6.4%;西南、华融、长江等券商发行的短融利率均超过6%,部分券商达到年化6.8%。

海通证券去年11月发行的公司债3年期品种利率为6.05%,5年期利率为6.15%,10年期利率为6.18%。一位接近海通证券的人士称,起初,海通内部以为利率会下降,一直延迟公司债的发行时间。结果一等再等,最后发行时利率却站到了一个高点。

这对于包括海通在内的多家券商而言,都是值得反思的。若按照4.5%左右的利率时间窗口发行,海通的三年期公司债的资金成本约可减少1.8亿元。这部分钱对于目前资金相对短缺的券商而言,虽然不是一笔大数目,但是也能做不少事。”上海地区一位券商总裁称。

从实际融资节奏上看,券商在近两年都没有停止通过短融和公司债融资。近日,海通证券公告称,将发行110亿元人民币固定利率债券,3年期品种的票面利率为5.25%,5年期品种的票面利率为5.45%,10年期品种的票面利率为5.85%。

较去年年底,海通第二期公司债融资利率平均约降低了0.5个百分点。

截至4月底,中信证券于2014年共发行四期短期融资券,2014年次级债券(第一期),发行规模为人民币60亿元,票面利率为5.9%。

### 息差收入 不断收窄甚至倒挂

对外融资利率的上升,导致券商息差收入空间收窄。部分券商认为融资赚钱较容易,并不在意息差的收窄和倒挂。在他们看来,规模做上去,收入就会随之显著上升。

对外融资利率不断上升,直接导致券商息差收入空间收窄。按照去年最高对外融资利率超过7%来计算,券商如果用作融资(大多数券商融资利率为8.6%),则除去其他成本收入不超过1个百分点。

曾被多数券商寄予厚望的证金公司,资金成本并不低。据证金公司数据显示,截至今年7月23日,7天、14天、28天、91天和182天转融出年利率分别分别6.2%至6.6%不等。

而在去年6月底,证金公司转融出年利率7天、14天和28天分别达7.8%至8%不等。“一些券商如果不能通过其他渠道融资,选择证金公司就可能是赔本的买卖。一些公司出于维护客户的目的,只能从证金公司借钱。”深圳一家大型券商融资融券负责人称。

根据去年券商各项融资类业务的利率,约定式回购和股票质押式回购的最低利率分别为6.8%和6.52%。如果券商对外融资利率超过6%,则意味着没有盈利空间。

利率倒挂这种情况在券商虽然不多,但已经出现。”华泰证券一位负责人表示。据了解,一些券商为了短期内扩大规模,仍然不惜赔本赚吆喝。多位券商人士表示,现阶段股票质押式回购的利率大多高于8%,但是仍有个别券商以低于7%的利率提供着服务。

据了解,多家大型券商私下协商股票质押式回购业务的利率要守住8%的底线,不过仍有2家大型上市券商率先降至7.8%-7.5%。有些券商觉得融资赚钱很容易,不太在意息差的收窄和倒挂。他们认为把规模做上去了,收入就会显著上升。”华泰证券一位业务负责人称。

### 拟上市融资

- 7家券商披露招股说明书,拟发行57亿股
- 湘财证券挂牌新三板
- 中原证券赴港上市融资15.01亿港元

### 强强联合, 并购重组

- 申银万国与宏源证券合并,净资产:323.44亿元,行业排名第四
- 方正证券收购民族证券,净资产:221.24亿元,行业前十
- 国泰君安接管上海证券,净资产:350.27亿元,行业排名第三

### 发债、定增融资

- 债券市场(2014年):
- 券商发债券23只
- 券商发行短期融资券45只
- 券商通过债务工具融资共计2847.4亿元

指标	金额	行业排名
合计营业收入(亿元)	87.95	第一
净利润(亿元)	27.65	第三
净资产(亿元)	323.44	第四
净资本(亿元)	227.52	第四

年份	券商融资规模
2012年	700多亿元
2013年	超4600亿元
截至2014年7月	超3000亿元

证券公司	时间	定增募资金额(亿元)
西南证券	2月21日	43.1
太平洋证券	4月8日	37.59
招商证券	5月19日	111.49

张欣然/制表 彭春霞/制图

证券时报记者 张欣然

券商以创新之名补充净资本的接力赛,正向整个证券行业蔓延。

近期,申银万国与宏源证券合并,方正证券合并民族证券获批,国泰君安收购上海证券等通过强强联合扩充资本;中金公司传出筹备香港上市,国泰君安、东方证券、浙商证券等7家券商已在上市进程中;还未上市缺乏多种融资渠道的中小券商,也试图通过发债、短融等方式对净资本进行补充。

事实上,无论是合并还是上市,还是短融发债,一时间,几乎所有的券商都在打着“创新”的旗号,四处寻求扩充资本。可谓八仙过海各显神通。”

### 强强联合增肥资本金

截至今年7月,券商今年以来通过公司债、短融、可转债、定向增发等方式,成功募集资金超过3000亿元;2013年,券商融资规模超过4600亿元。相比之下,在2012年,券商融资规模仅有700多亿元。而这些融资计划,全是以“创新”名义进行。此外,7家券商正在排队首次公开募股(IPO),募资金额将是数百亿元的规模。

券商频频再融资,是为了提高资本规模给创新业务奠定基础。”相关业内人士表示,对于券商而言,尤其是资金流原本就不富足的非上市券商,在面对急剧膨胀的融资融券业务、股权质押回购业务,以及即将来临的新三板做市商等创新业务时,不得不加大融资金额和频率。

每家券商的情况不尽相同,需要根据自身情况挑选适合自己,且极为有效的融资方式填补资本金不足的情况。”深圳某中型券商人士表示。

强强联合则是其中一种方式。自从去年10月30日宏源证券停牌以来,申银万国并购宏源证券的消息,就一直备受业界关注。直到近日宏源、申万进行重组已成事实,该事件总算有了新的进展。

这将是最后一次以申万的名字来开会。”申银万国证券董事长李剑阁日前在重庆召开的申万研究所策略

会上表示,申万与宏源的并购得到中央汇金及有关部门的支持,两家的各项业务开始整合。

申万与宏源的重组,或将成为行业内金额最大的并购案例。这两家券商有着各自的优势,在经历重组并购之后,新诞生的公司资产规模和盈利能力都将迅速增长,是一次优势互补。此外,以净资本为核心的创新业务也将驶入快车道,证券行业排位赛座次仍待定。

数据统计,截至2013年年底,申银万国、宏源证券(盈利水平按母公司口径统计)合计营业收入为87.95亿元,行业排名第一;净利润27.65亿元,行业排名第三;净资产323.44亿元,行业排名第四;净资本227.52亿元,行业排名第四。

由此可见,申万、宏源完成合并,无论在规模、营业收入还是净利润方面,都将直追中信证券,成功步入行业的第一梯队。

无独有偶,方正证券收购民族证券也将大大提升综合实力。数据显示,合并后方正证券总资产规模逼近600亿元,净资产将近250亿元。方正证券的综合实力将轻松迈入行业前列,且资本金更加充足。

据悉,同属上海国际集团的国泰君安,于今年7月初正式接管上海证券,除了在资产和网点覆盖率上取得了进一步提升之外,还加快了上市的进程。

当下组建集团军的方式,有利于布局更多的领域,胜过仅仅依靠原有的证券牌照单打独斗。”一位不愿具名的券商人士称,自2012年行业创新发展以来,券商若仅依靠自身实现跨越式发展,难度极大,而通过并购重组实现快速扩张则成为“捷径”。

### 上市融资补创新之渴

证券行业创新业务的不断落实,极快地消耗着券商的运营资本金。在此背景下,率先融得资金的券商将取得先发优势。

实际上,除了合并重组外,尚未上市的综合型券商都在积极筹备上市事宜,从而快速补充资本金。

上市之后,券商的融资能力将随之迅速提高,唯有充足的资本金才能进一步拓展创新业务,改变当前单一的盈利

结构。”一拟上市券商高管向证券时报记者表示。

截至目前,已有国泰君安证券、国信证券、东方证券、第一创业证券、浙商证券、华安证券和东兴证券披露了招股说明书,其募集资金,主要是为巩固并拓展各项业务提供充足的资本和资金支持,发力创新业务和资本中介业务。作为中小券商的华安证券如此,大型券商国信证券、国泰君安证券、东方证券亦如此。

国信证券在招股书中表示,该公司首发募资主要计划投向三个方面,分别为融资融券等资本中介业务、子公司的发展,以及其他创新业务。

据了解,资本中介业务具有风险可控、收益稳定的特征,对于提高券商的盈利水平、完善金融服务、整合客户资源、改善盈利模式,具有重要意义。然而,资本中介业务属于资本消耗型创新业务,业务规模的扩大需要相应的资本金的支持。

未来,券商创新业务的推进将激发其补充资本金的强烈冲动。”ChinaVenture(毅中集团)曾发布报告称,随着监管层的强力推动以及券商创新业务的不断推进,资本金的扩充受到了券商越来越多的重视,无论是经纪、自营、投行等传统业务,还是融资融券等创新业务,都需要雄厚的资本金作为支撑。

而已上市券商纷纷发行公司债、短融券、定向增发实施再融资,用募集资金弥补自身短板,提高综合竞争力。当然,也有另辟蹊径、选择挂牌新三板的湘财证券,以及成功赴港上市融资15.01亿港元的中原证券。

中原证券香港上市成功,使得我们提前进入资本市场。长期困扰我们发展的最大瓶颈,即净资本严重不足的难题得到较大缓解,为公司长期稳定发展奠定了坚实基础。”中原证券董事长菅明军表示,公司上市后,可在香港市场进行增发或者发债,公司快速发展的资本通道将一举打开,为各业务条线的发展,特别是创新业务的发展,提供了充足的资本来源。

### 发债融资成趋势

随着创新业务的推进,资本金扩充

越来越受到券商的重视。换言之,谁的资本金多,谁掌握的资源就越多,未来的竞争优势将更加明显。”深圳一家大型券商经纪业务部高管对证券时报记者表示,券商因此只能集中火力推进再融资计划。

2月21日,西南证券成功定增募资了43.1亿元;4月8日,太平洋证券以5.37元/股的价格成功定增募资37.59亿元;5月19日,招商证券通过定增募资111.49亿元。据悉,前述所募资金全部用于增加公司资本金,补充公司营运资金,从而扩大业务规模,提升公司的市场竞争力和抗风险的能力。此外,募集资金还主要用于增加公司对创新业务的投入。

据了解,上市券商在债券市场已经融了不少资金。Wind数据显示,截至7月24日,海通证券、齐鲁证券、兴业证券等多家券商相继发布公告,称该券商已收到证监会公开发行公司债券的批复,获准向社会公开发行面值不超过100亿元的公司债券,共计23只。

此外,今年以来,短期融资券成为颇受券商欢迎的融资渠道。相关数据显示,截至今年7月24日,共计34家券商发行59只短融券,其中包含多家中小券商,如财通证券、东海证券、国都证券、恒泰证券,以及华安证券等。而2013年全年,券商发行短融券为45只。

显然,券商们补充资本金的愿望强烈。据Wind统计,今年以来,券商通过银行间发债、短融、次级债、公司债等债务工具,融资共计2847.4亿元,占去年全年发债融资总额六成以上。

业内分析师表示,受去年IPO暂停以及增发获批数量不多等因素的影响,券商上市融资之路遇阻。目前,券商主要通过发行短期融资券和公司债券进行融资。

ChinaVenture(毅中集团)相关人士表示,在当前市场低迷的态势下,券商摆脱单独依靠经纪业务“靠天吃饭”的模式,并向创新业务转型是券商未来的发展方向。在传统经纪收入占比去年首次跌破40%后,券商创新业务收入占比越来越高,已经开始成为部分券商的重要收入来源。未来,创新仍将是券商永恒的主题。