



# 2014 中国证券行业 信用分析报告

China Securities Industry Outlook 2014

- 证券行业经营环境
- 证券行业信用展望





## 公司简介

上海新世纪资信评估投资服务有限公司是一家专业从事债券评级、企业资信评估、信用管理咨询等信用服务业务的全国性信用评级机构，主要股东有中国金融教育发展基金会、上海财经大学等。经过二十多年的发展，新世纪公司已经成长为中国信用评级行业内资质齐全、规模较大、声誉良好的资信评级机构之一。

总 编：朱荣恩  
主 编：丁豪樑  
分 析 师：刘兴堂  
于罗畅

## 公司资质

- 中国人民银行总行批准的从事全国企业债券信用评级业务资格；
- 中国人民银行总行认定的全国银行间债券市场评级业务资格；
- 中国国家发展和改革委员会认可的从事全国企业债券信用评级业务资格；
- 中国保险监督管理委员会认可的信用评级机构资格；
- 中国证券监督管理委员会核准的从事证券市场资信评级业务资格；
- 中国人民银行上海总部认可的从事上海市借款企业主体信用评级、集团企业评级、担保公司评级和中小企业评级业务资格。

联系人：刘兴堂  
电话：021-63501349  
邮箱：liuxingtang@shxsj.com

### 重要声明：

本报告版权归新世纪评级所有，未经书面授权与许可，任何单位与个人不得复制、转载、散发和出售报告的信息。

新世纪评级系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

新世纪评级已力求系列报告的独立、客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见都不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，新世纪评级不对任何人因使用报告中的任何内容所导致的损失负法律责任。

## 摘要

在 2013 年的年度报告中，新世纪评级指出在经济增长放缓，股票市场持续震荡低迷运行的背景下，证券公司业绩增长压力增大。我国资本市场改革步伐明显加速，多层次资本市场建立、机构投资者培养和资本市场市场化机制完善三个方面持续得到深化。与此同时，随着证券行业创新大会“十一条”创新措施的逐一落地和后续改革的陆续跟进，证券公司业务范围得到扩展，证券公司盈利模式得到改善，对证券经纪、投行和自营业务的依赖度有所下降，资本中介业务得到一定发展，但证券行业同质化竞争依然激烈，客户资源与价格仍是主要竞争手段。

进入 2013 年及 2014 年上半年，资本市场改革稳步推进，证券行业创新与风控并举，成交量放大和资本中介业务快速发展带来证券业绩回升。资本中介业务发展和风险监管体系放松使证券公司的杠杆经营水平提升，并对其负债经营渠道和杠杆经营能力提出更高要求。通道类业务同质化竞争激烈和业务创新将使证券公司业务转型提速，同时通道类业务正向资本中介业务转化，证券公司盈利模式继续改善，拥有客户基础优势和资本实力雄厚或者资本补充渠道畅通的证券公司尤其受益。但随着创新业务的大量推出，证券公司的风险管理能力面临较大的压力。杠杆经营水平、资本实力和风险管理能力的差异使证券公司渐趋分化。

展望 2014 年下半年及 2015 年上半年，证券行业外部竞争压力趋升，业务转型将日趋深化，通道类业务将继续向资本中介业务转化，杠杆经营水平、资本实力和风险管理能力的差异将使证券公司渐趋分化。一方面，业务创新为证券公司业务结构转型带来契机，拥有客户基础优势和资本实力雄厚或者资本补充渠道畅通的证券公司在由通道类业务向资本中介业务转化过程中将走在行业前列；另一方面，证券行业面临的外部竞争压力增大，负债渠道拓宽和资本中介业务发展使证券公司拥抱杠杆经营和进行业务转型的同时，亦对其杠杆经营能力和流动性管理能力提出更高要求。

## 目 录

第一部分 证券行业经营环境.....	1
1.成交量放大和资本中介业务快速发展带来证券业业绩回升.....	1
经济增速稳中回落，货币政策结构性宽松.....	1
证券公司业绩增长回升.....	2
2.资本市场改革稳步推进，证券行业创新与风控并举.....	4
资本市场改革步伐稳步推进.....	4
证券行业创新与风控并举.....	5
第二部分 证券行业信用展望.....	8
1.外部竞争压力趋升，小型证券公司生存环境渐趋恶劣.....	8
2.杠杆经营上升，部分证券公司净资本对负债的覆盖度显著下降.....	9
3.流动性管理持续面临压力.....	12
4.业务结构转型加速，收入结构优化与风险并存.....	13
区域证券公司佣金率继续下滑.....	14
互联网金融将经纪业务竞争推向白热化，低端零售业务承压更大.....	16
资管主动管理仍不足，市场竞争压力加大.....	17
IPO 开闸助推投行业务发展，自主定价和配售能力将使业务流向专业化更高的证券公司.....	17
资金业务比重提升，自营杠杆上升和两融利差收窄带来风险和盈利双重压力.....	18
附录 1 96 家证券公司规模与盈利能力情况.....	21
附录 2 96 家证券公司杠杆与流动性情况.....	24
附录 3 各项数据与指标计算公式.....	27

## 图 表 目 录

表 1: 2012-2014 年股票市场运行状况 .....	3
表 2: 2013 年以来证劵行业主要创新情况 .....	6
表 3: 2013 年以来证劵行业主要风险事件 .....	7
表 4: 我国证劵行业相关法规文件情况 .....	8
表 5: 我国证劵公司负债渠道情况 .....	9
表 6: 证劵行业 96 家证劵公司合计杠杆水平 .....	9
表 7: 证劵行业 96 家证劵公司资产负债率*分布情况.....	10
表 8: 证劵行业 96 家证劵公司资产负债率*前 10 名和后 10 名 .....	10
表 9: 证劵行业 96 家证劵公司净资本对总负债*覆盖度前 10 名和后 10 名 .....	11
表 10: 证劵行业 96 家证劵公司卖出回购金融资产款/净资本前 20 名 .....	12
表 11: 证劵行业 96 家证劵公司合计资产负债结构 .....	13
表 12: A 股年度成交额 .....	14
表 13: 证劵行业 96 家证劵公司代理买卖证劵手续费率分布情况 .....	15
表 14: 证劵行业 96 家证劵公司经纪业务手续费率前 10 名和后 10 名 .....	16
表 15: 证劵行业 96 家证劵公司投资收益 .....	19
表 16: 证劵行业融资融券情况 (单位: 亿元) .....	19
表 17: 融资融券利率、费率和资金成本情况 (以招商证劵为例) .....	20
表 18: 证劵行业股票质押式回购前 10 名 .....	20
图 1: 2001 年以来中国 GDP 总值及其增速 .....	1
图 2: 三大需求对 GDP 的贡献率 .....	2
图 3: 证劵行业历年营业收入与净利润变化情况 .....	4
图 4: 证劵行业 96 家证劵公司收入结构变化情况 .....	14



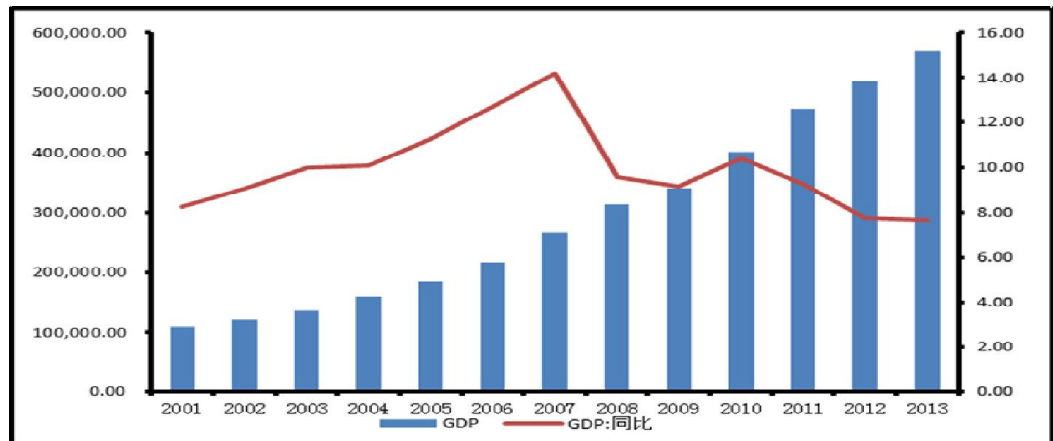
## 第一部分 证劵行业经营环境

### 1.成交量放大和资本中介业务快速发展带来证劵业业绩回升

#### 经济增速稳中回落，货币政策结构性宽松

2013 年，我国经济增速继续回落，经济形势整体偏弱。2013 年我国实现国内生产总值 568845 亿元，比上年增长 7.7%。三次产业结构有所优化，其中：第一产业增加值 56957 亿元，增长 4.0%；第二产业增加值 249684 亿元，增长 7.8%；第三产业增加值 262204 亿元，增长 8.3%。第一产业对经济的贡献率常年维持在 10%以下，二三产业对经济的贡献度相当，第三产业对经济的贡献率首次超过第二产业。全年通胀形势较为温和，全年居民消费价格 CPI 较上年上涨 2.6%，较上年持平。

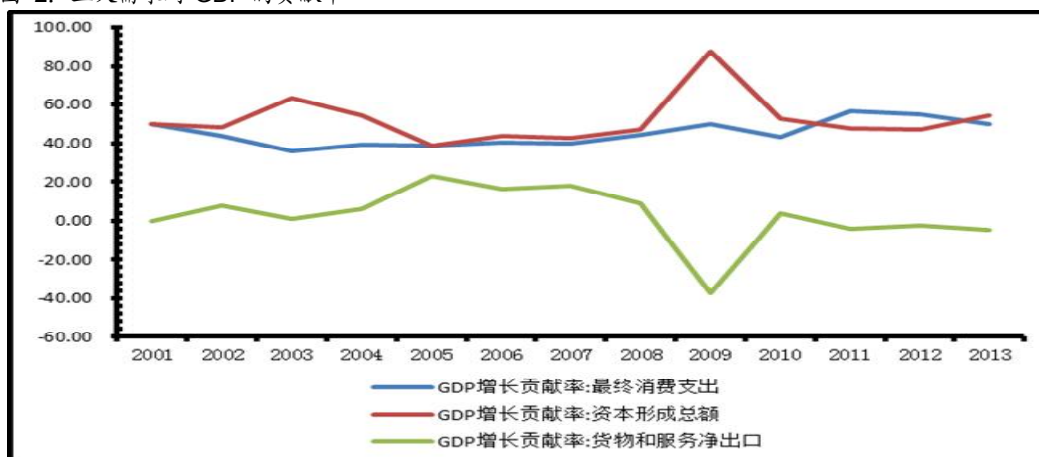
图 1：2001 年以来中国 GDP 总值及其增速



资料来源：WIND，新世纪评级整理

从三大需求对经济增长的贡献度来看，货物和服务净出口的贡献度有所下降，资本形成总额的贡献度有所上升，最终消费支出保持相对平稳。结合我国 GDP 增长的实际情况看，内部的消费需求不振仍然是困扰我国经济增长的重大影响因素，经济的内生增长动力尚待增强，外贸净出口额将随着 2013 年人民币的大幅升值而有所下降，政府主导型投资仍是拉动经济增长的重要手段，投资驱动型的增长模式在“十二五”期间难有很大的改变。

图 2: 三大需求对 GDP 的贡献率



资料来源: WIND, 新世纪评级整理

2013 年以来,我国的狭义货币供应量(M1)总体上保持了平稳;广义货币供应量(M2)呈现了稳重有降、逐步收紧的态势。整体来看,虽然中国的货币政策延续了去年以来的稳健基调,但实际投放量自第二季度后明显收缩,2013 年第二季度后基本保持在 15%以下的月度增长投放量,因此也在一定程度上造成了银行间市场的流动性危机。截至 2013 年年末,广义货币供应量 M2 余额为 110.65 万亿元,同比增长 13.59%。

2014 年上半年,无论是社会融资总规模的增长还是银行信贷规模的增长,增速均保持了相对较高水平,此外,央行还动用了定向降准、再贷款和专项金融债等工具来定向释放流动性,市场流动性整体宽裕,但资金的分配使用仍存在错配和效率低下等问题,贷款融资成本长期居高不下:市场化的贷款基础利率(LPR)在推出后持续上升,年中较年初大概增长了 4 个基点左右,小微企业融资困难问题仍然持续存在。考虑到央行对稳经济的配合、外资流入放缓、表外融资受限、信用风险定价更趋合理等因素,短期内央行可能会继续微调,保持中性偏松(结构性宽松)的货币政策,以支持中小企业发展及经济结构调整。

### 证券公司业绩增长回升

2013 年及 2014 年 1-6 月,国内股市经历了长期的震荡过程。截至 2014 年 6 月末,上证综合指数较 2012 年 1 月初累计跌幅 6.87%,2013 年和 2014 年上半年期间 18 个月中有 9 个月为跌势,单月最大跌幅 13.97%,9 个月为涨势,单月最大涨幅 5.63%。伴随着 2013 年以来股市的较强烈震荡,我国沪、深股市累计成交额整体出现了较大幅度的提升,对股票市场运行态势具有较大依赖性的证券公司经营业绩增长有所回升。



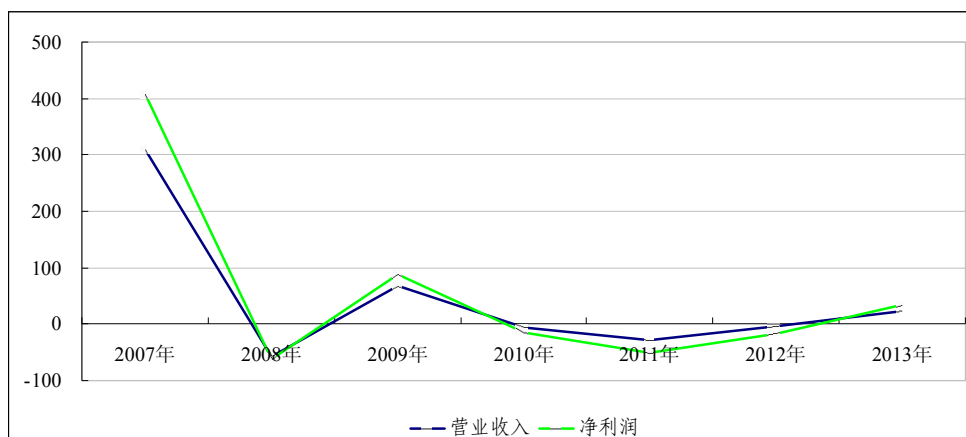
表 1: 2012-2014 年股票巿场运行状况

日期	上证综指涨跌幅 (%)	开始日累计涨跌幅 (%)	成交量 (万股)	成交额 (万元)	A 股新增开户 (万户)
2014-06-30	0.45	-6.87	966,665.98	8,001,116.96	-
2014-05-30	0.63	-7.28	751,488.98	6,235,364.24	22,355.799
2014-04-30	-0.34	-7.87	745,285.78	5,767,735.79	22,295.230
2014-03-31	-1.12	-7.55	943,565.36	7,157,368.88	22,229.175
2014-02-28	1.14	-6.51	1,116,379.07	9,568,407.21	22,117.921
2014-01-30	-3.92	-7.56	626,151.84	5,826,449.83	22,025.617
2013-12-31	-4.71	-3.79	804,743.75	7,145,628.15	21,963.045
2013-11-29	3.68	0.96	1,069,590.53	9,783,402.55	21,878.333
2013-10-31	-1.52	-2.63	1,080,630.20	8,863,883.58	21,802.454
2013-09-30	3.64	-1.13	928,100.81	8,898,275.92	21,740.692
2013-08-30	5.25	-4.59	1,700,756.49	13,205,568.08	21,674.443
2013-07-31	0.74	-9.35	701,606.03	5,939,433.42	21,612.264
2013-06-28	-13.97	-10.01	1,007,379.68	7,751,387.47	21,551.796
2013-05-31	5.63	4.60	1,081,625.54	10,070,398.52	21,492.157
2013-04-26	-2.62	-0.98	766,739.70	6,525,150.69	21,411.312
2013-03-29	-5.45	1.69	855,654.73	7,335,818.51	21,349.913
2013-02-28	-0.83	7.56	1,269,504.94	11,591,826.84	21,228.809
2013-01-31	5.13	8.46	1,397,078.92	11,620,503.70	21,162.016
2012-12-31	14.60	3.17	1,280,314.02	10,554,183.18	21,083.164
2012-11-30	-4.29	-9.97	568,934.16	3,773,910.68	21,000.613
2012-10-31	-0.83	-5.94	595,272.34	4,315,908.85	20,934.952
2012-09-28	1.89	-5.15	794,489.52	6,480,232.35	20,888.862
2012-08-31	-2.67	-6.91	461,439.04	3,526,978.79	20,828.377
2012-07-31	-5.47	-4.35	534,560.97	4,347,081.44	20,767.129
2012-06-29	-6.19	1.18	614,418.86	5,596,466.06	20,713.280
2012-05-31	-1.00	7.86	778,902.28	7,538,346.02	20,641.006
2012-04-27	5.90	8.95	912,283.50	8,401,607.24	20,574.005
2012-03-30	-6.82	2.88	620,241.47	5,596,202.99	20,526.325
2012-02-29	5.93	10.42	955,369.52	9,190,838.18	20,397.576
2012-01-31	4.24	4.24	487,383.25	4,377,751.99	20,295.207

资料来源: WIND

随着巿场成交量的回升和资本中介业务的快速发展, 证劵公司营业收入和净利润有所回升。根据中国证劵行业协会数据, 2013 年 115 家证劵公司分别实现营业收入和净利润 1592.41 亿元和 440.21 亿元, 较 2012 年 (114 家证劵公司) 分别上升 22.99% 和 33.68%。

图 3: 证券行业历年营业收入与净利润变化情况



资料来源：中国证券业协会，经新世纪评级整理绘制（单位：%）

## 2. 资本市场改革稳步推进，证券行业创新与风控并举

2013 年以来，我国资本市场改革步伐稳步推进，“新国九条” 的出台为证券行业发展和创新提供了理论依据与政策方向。与此同时，证券行业延续了 2012 年创新的改革方向，推出了多项有利于行业创新的政策与规定，2013 年 5 月和 2014 年 5 月召开的证券公司创新大会肯定了前期的行业创新业务，并将在注重风控的基础上继续推进创新业务的开展和试点。

### 资本市场改革步伐稳步推进

2013 年 11 月《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》对外发布，2013 年 12 月《国务院办公厅关于进一步加强资本市场中小投资者合法权益保护工作的意见》对外发布，2014 年 5 月国务院印发了《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（简称“新国九条”）。十八届三中全会确定全面深化改革后，国务院在半年时间里出台了两份专门针对资本市场的意见性文件，体现了对于资本市场改革的决心，为下一步证券行业发展和创新提供了理论依据与政策方向。

“新国九条”从指导思想、基本原则和主要任务三个方面提出总体要求。从“新国九条”的指导思想来看，提高直接融资比重和推动混合所有制经济发展值得关注。“新国九条”确立了资本市场的四项基本原则，分别用来界定市场与政府、创新发展与防范风险、风险自担与强化投资者保护、积极推进与稳步实施这四对相互对立关系的边界。“新国九条”确立的主要任务是到 2020 年基本形成结构合理、功能完善、规范透明、稳健高效、开放包容的多层次资本市场体系。

在多层次资本市场建设方面，首先，“新国九条”关于多层次股票市场给出了未来股票市场的结构，明确把区域性股权市场纳入体系，并明确提出“壮大主板、中小企业板市场”更需重视。其次，债券市场方面，建立健全地方政府债券制度和统筹推进符合条件的资产证券化发展。第三，对培育私募市场单列一条，并作出具体部署，2014 年以来，私募牌照开始发放，且发放的

频率和数量明显较快。第四，在期货市场方面，大宗资源性产品期货品种将继续扩充，金融期货市场最受瞩目的期权产品推出预计已渐行渐近。第五，在证劵期货服务业方面，业务准入得到放宽，并将“促进形成若干具有国际竞争力、品牌影响力和系统重要性的现代投资银行”。

在培育机构投资者方面，扩大保险基金、企业年金、职业年金、商业保险资金、境外长期资金等机构投资者投资资本市场的范围和规模，将真正形成增量资金，但将是一个长期的过程。在资本市场开放方面，扩大机构投资者跨境投资的额度与上限符合一贯的发展方向，而明确提出稳步开放和有序推进个人投资者跨境投资也让人看到中国的市场将会变得越来越开放。

在完善资本市场市场化机制方面，明确提出提高上市公司质量方面、充分发挥资本市场在企业并购重组过程中的主渠道作用，推进市值管理制度、股权激励制度、股票发行注册制，强化资本市场的产权定价和交易功能、市场化并购重组、退市制度等。

### 证劵行业创新与风控并举

2013 年以来，证劵行业延续了 2012 年创新的改革方向，推出了多项利于行业创新的政策与规定，2013 年 5 月和 2014 年 5 月召开的证劵公司创新大会肯定了前期的行业创新业务，并将在注重风控的基础上继续推进创新业务的开展和试点。随着创新措施的逐一落地和后续改革的陆续跟进，证劵公司业务范围得到极大地扩展，资本实力雄厚和融资渠道畅通的证劵公司业务结构将持续改善。证劵行业创新带来业务扩展的同时，创新业务的集中释放、专业能力急需提升和杠杆经营水平上升将持续考验证劵公司的风险管理能力和人才补充压力。

表 2: 2013 年以来证券行业主要创新情况

	业务类型	具体内容	
业务	经纪业务	2013/1/7 非现场开户征求意见, 2013/2/1 拟取消证券公司分支机构数量区域限制, 2013/3/25 投资者可见证开户或网上开户, 2013/3/15 证券公司开立客户账户规范	
	融资融券业务	2013/1/22 转融资证券公司扩至 52 家, 2013/2/28 11 家证券公司开展转融券业务试点, 2013/5/8 转融资证券公司扩至 74 家, 2013/5/30 上交所放宽 ETF 融资融券比例限制, 2013/9/16 转融券标的证券增至 287 只	
	股票质押回购业务	2013/5/25 股票质押回购办法试行	
	资管业务	2013/6/30 不再区分大小集合, 关于证券公司现存投资者超过 200 人的集合计划的后续处理, 按照法不溯及既往原则, 将依法受到保护	
	IPO 改革	2013/6/13 推进新股市场化发行机制, 强化发行人及其控股股东等责任主体的诚信义务、进一步提高新股定价的市场化程度、改革新股配售方式等; 2013/11/30 证监会发布《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》; 2013/12/2 证监会发布《首次公开发行股票时股东公开发售股份暂行规定》; 2013/12/13 证监会修订并发布《证券发行与承销管理办法》, 落实新股发行体制改革要求, 改革和规范定价与配售方式, 进一步提高新股发行的市场化程度	
	场外市场建设	2013/1/9 衍生品柜台交易行为的规范, 2013/1/17 全国中小企业股份转让系统挂牌, 2013/2/2 全国中小企业股份转让系统有限责任公司管理暂行办法, 2013/2/5 柜台交易试点公司扩容, 2013/5/30 前海股权交易中心开业, 2013/6/20 新三板挂牌条件细化, 2013/12/16 国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定, 2013/12/17 中国证监会就修改《非上市公众公司监督管理办法》向社会公开征求意见	
	沪港通试点	2014/5 中国证监会、香港证券及期货事务监察委员会决定, 原则批准上海证券交易所、香港联合交易所有限公司、中国证券登记结算有限责任公司、香港中央结算有限公司开展沪港股票市场交易互联互通机制试点(沪港通)	
	资本补充与融资渠道	融资工具	2013/3/25 证券公司次级债可在上交所转让
		股权激励	2013/3/16 证券公司股权激励
		资产证券化	2013/2/26 证监会公布了《证券公司资产证券化业务管理规定(征求意见稿)》, 2013/4/23 深交所发布资产证券化业务指引
监管	优先股	2013/11/30 国务院关于开展优先股试点的指导意见, 2013/12/13 中国证监会就《优先股试点管理办法(征求意见稿)》公开征求意见	
	监管规范	2013/1/7 确定利润分配方案前应听取投资者意见, 2013/4/22 证监会下调证券公司缴纳保护基金比例	

资料来源: 经新世纪评级整理绘制

表 3: 2013 年以来证劵行业主要风险事件

时间	事件	概述
2013 年 4 月	债市核查	中信证劵固定收益部董事总经理杨辉、西南证劵固定收益部副总经理薛晨、江海证劵固定收益部副总经理张守刚等多位债券市场人士被查
2013 年 5 月	万福生科涉嫌欺詐	平安证劵由于其保荐的万福生科涉嫌欺詐发行被罚 7665 万元人民币，暂停保荐资格三个月
2013 年 8 月	上海证劵资管叫停	上海证劵通道业务陷 10 亿骗局，新增资管业务被暂停 3 个月
2013 年 8 月	光大乌龙指	光大证劵爆发乌龙指事件。8 月 30 日，证监会通报了对光大乌龙指事件的处罚决定：此事件被定性为内幕交易，四位相关决策责任人徐浩明、杨赤忠、沈诗光、杨剑波被处以终身证劵市场禁入，并没收光大证劵非法所得 8721 万元，并处以 5 倍罚款，共计超过 5 亿元
2013 年 9 月	债市核查	宏源证劵债券销售部总经理陈智军和副总经理叶凡被查
2013 年 10 月	债市核查	“债券一姐”孙明霞被查
2013 年 11 月	昌九生化	昌九生化连续跌停致使大量散户融资爆仓，证劵公司两融业务信用风险凸显
2014 年 3 月	超日债违约	中信建投证劵承销的 11 超日债无法按期付息，为我国首例利息违约的债券

资料来源：经新世纪评级整理绘制

## 第二部分 证券行业信用展望

展望 2014 年下半年及 2015 年上半年，证券行业外部竞争压力趋升，业务转型日趋深化，通道类业务向资本中介业务转化已初见成效，杠杆经营水平、资本实力和风险管理能力的差异将使证券公司渐趋分化。一方面，业务创新为证券公司业务结构转型带来契机，拥有客户基础优势和资本实力雄厚或者资本补充渠道畅通的证券公司尤其受益，此类证券公司在由通道类业务向资本中介业务转化过程中将走在行业前列。另一方面，证券行业面临的外部竞争压力增大，负债渠道拓宽和资本中介业务发展使证券公司拥抱杠杆经营和进行业务转型的同时，亦对其杠杆经营能力和流动性管理能力提出更高要求。

### 1.外部竞争压力趋升，小型证券公司生存环境渐趋恶劣

2012 年以来，证券行业监管层的监管思路发生明显转变，重点集中在：一是加强监管执法、建立严格和规范的法律制度环境，二是放开准入、扩大开放（包括不同金融机构的交叉业务放开等方面），2014 年两会前夕，证监会表示将明确新设证券公司审批，支持民营资本等出资设立证券公司，同时允许符合条件机构申请证券业务牌照。2013 年 3 月 15 日，证监会发布《证券公司分支机构监管规定》，放宽了之前对于证券公司开设分支机构的一些审批要求和限制，主要是放开了分支机构设立的主体资格限制、地域限制、数量限制，其次是不对分支机构业务范围作具体限定。放松证券公司设立审批限制将打破我国证券行业较高的进入壁垒，证券行业原本享有的特许经营利润将难以持续，未来证券行业将进一步优胜劣汰。放开地方证券经营机构的家数限制将使地方各证券经营机构的竞争更加激烈，机构之间分化将更加明显。而放松证券公司的业务范围限制，将进一步拓宽证券公司的盈利渠道，改变其传统依赖经纪业务的盈利模式，从而增强证券行业的整体抗风险能力。总体来看，部分小型证券公司受制于资金和人才等因素无法大规模参与创新业务，引入外部竞争对手后，此类证券公司的生存环境将渐趋恶劣。

表 4: 我国证券行业相关法规文件情况

时间	会议/文件	主要内容
2013.2.1	《证券公司分支机构监管规定（征求意见稿）》	1.放松了证券公司设立分支机构的资格条件；2.对证券公司设立分支机构不再作数量和区域限制
2014.2.28	证监会新闻发布会	1.明确新设证券公司审批政策，支持民营资本、专业人员出资设立证券公司；2.研究明确证券业务牌照管理办法，允许符合条件机构申请证券业务牌照。

资料来源：经新世纪评级整理绘制

与此同时，证券业资本整合提速使行业集中度进一步提升，中小证券公司经营压力日趋增大。2014 年 6 月，国泰君安股份有限公司拟以 35.71 亿元的价格向上海国际集团有限公司收购上海证券有限责任公司 51% 的控股权；2014 年 8 月，方正证券股份有限公司收购中国民族证券有限责任公司 100% 股权，申银万国证券股份有限公司、宏源证券股份有限公司合并案获得股东大会高票通过。

## 2. 杠杆经营上升，部分证劵公司净资本对负债的覆盖度显著下降

随着融资融券等资本中介业务的快速发展，证劵公司自有资金投向日趋广泛。然而，证劵公司回归金融中介本质仍需持续提升行业杠杆率，在使用自有资金的基础之上进一步拓宽负债经营渠道。目前，我国证劵公司的负债渠道主要包括债券正回购、证劵公司转融资、两融收益权转让、发行短期融资劵与次级债券、同业拆借。受制于较严格的资格和额度审批，证劵公司主要通过债券正回购增加债券自营杠杆、证劵公司转融资和两融收益权转让补充融资融券资金需求，债权融资的可行途径主要为发行短期融资劵和次级债券。

表 5: 我国证劵公司负债渠道情况

负债渠道	特点
债券回购	证劵公司目前仅能将所持债券资产用于回购交易，没有针对股权资产的回购交易渠道
短期融资劵	证劵公司发行短期融资劵待偿还余额不超过净资本的 60%，期限最长不得超过 91 天，用途不得用于固定资产投资和长期股权投资等
转融资	证劵金融公司总资本为 500 亿元
同业拆借	证劵公司拆入资金的最长期限为 7 天，最高拆入限额和最高拆出限额均不超过净资本的 80%
次级债券	证劵公司借入或发行期限在 1 年以上（不含 1 年）的次级债为长期次级债；证劵公司为满足正常流动性资金需要，借入或发行期限在 3 个月以上（含 3 个月）、1 年以下（含 1 年）的次级债为短期次级债。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；短期次级债不计入净资本

资料来源：经新世纪评级整理绘制

随着债券正回购量的增加、尤其是短期融资劵和次级债券的大量发行，证劵行业杠杆水平增幅较快，总体已处于较高水平。根据 96 家证劵公司数据，近年来，我国证劵公司杠杆经营水平逐年提升，至 2013 年末资产负债率\*已达 53.23%，已处于较高水平。从负债结构来看，随着短期融资劵和次级债券的陆续发行，我国证劵公司主要通过债券正回购业务增加经营杠杆的局面已有所转变，2011-2013 年末卖出回购金融资产款/有息债务比率持续下降，分别为 89.32%、77.46%和 54.20%。从杠杆水平分布来看，我国证劵公司资产负债率\*主要集中在 20-60%之间，相较于上年末，2013 年末资产负债率\*处在 40%以上的证劵公司数量明显增多。

表 6: 证劵行业 96 家证劵公司合计杠杆水平

	2011 末	2012 末	2013 末
资产负债率*	31.29	39.31	53.23
净资本/总负债*	151.29	102.56	56.31
净资本/有息债务	214.60	125.38	68.40
货币资金*/总负债*	77.77	40.81	16.51

资料来源：WIND，经新世纪评级整理绘制（单位：%）



表 7: 证券行业 96 家证券公司资产负债率\*分布情况

	2012 末	2013 末
0-20 (包含)	22	8
20-40 (包含)	36	32
40-60 (包含)	24	34
60-80 (包含)	14	22

资料来源: WIND, 经新世纪评级整理绘制

依托债券正回购增加杠杆和短期融资券、次级债券融资, 证券行业杠杆水平结构分化较严重, 部分证券公司杠杆运用水平已达到较高水平, 净资本对总负债\*的覆盖稍显不足。根据 96 家证券公司数据, 江海证券有限公司、中国国际金融有限公司、财通证券股份有限公司、日信证券有限责任公司和中信建投证券股份有限公司等 10 家 2013 年末资产负债率\*均已高于 67%, 净资本对总负债\*的覆盖度则低于 33%。

表 8: 证券行业 96 家证券公司资产负债率\*前 10 名和后 10 名

资产负债率* (%)			
前 10 名	2012 末	前 10 名	2013 末
广州证券有限责任公司	77.24	江海证券有限公司	81.59
天风证券股份有限公司	75.46	中国国际金融有限公司	74.69
联讯证券有限责任公司	75.28	财通证券股份有限公司	72.64
日信证券有限责任公司	73.77	中信建投证券股份有限公司	72.16
中国国际金融有限公司	68.50	日信证券有限责任公司	71.91
首创证券有限责任公司	65.85	五矿证券有限公司	71.47
英大证券有限责任公司	65.71	世纪证券有限责任公司	70.28
东兴证券股份有限公司	64.48	国泰君安证券股份有限公司	70.04
华龙证券有限责任公司	63.91	平安证券有限责任公司	68.32
北京高华证券有限责任公司	63.68	东方证券股份有限公司	67.21
后 10 名	2012 末	后 10 名	2013 末
国都证券有限责任公司	5.20	华安证券股份有限公司	21.57
华融证券股份有限公司	4.68	山西证券股份有限公司	20.90
万和证券有限责任公司	3.64	华林证券有限责任公司	19.05
西部证券股份有限公司	3.19	西部证券股份有限公司	15.28
国元证券股份有限公司	3.06	国都证券有限责任公司	13.15
中邮证券有限责任公司	2.75	诚浩证券有限责任公司	6.52
众成证券经纪有限公司	1.65	天源证券有限公司	6.31
开源证券有限责任公司	1.48	爱建证券有限责任公司	4.78
航天证券有限责任公司	1.28	航天证券有限责任公司	1.04
川财证券有限责任公司	0.52	众成证券经纪有限公司	0.98

资料来源: WIND, 经新世纪评级整理绘制



表 9: 证劵行业 96 家证劵公司净资本对总负债\*覆盖度前 10 名和后 10 名

净资本/总负债* (%)			
前 10 名	2012 末	前 10 名	2013 末
川财证劵有限责任公司	17,461.11	航天证劵有限责任公司	51,686.73
航天证劵有限责任公司	6,476.07	众成证劵经纪有限公司	9,615.10
众成证劵经纪有限公司	5,604.45	爱建证劵有限责任公司	1,712.35
开源证劵有限责任公司	5,183.08	诚浩证劵有限责任公司	1,183.96
中邮证劵有限责任公司	3,072.38	天源证劵有限公司	1,179.38
西部证劵股份有限公司	2,750.60	国都证劵有限责任公司	463.50
万和证劵有限责任公司	1,914.37	西部证劵股份有限公司	461.42
国元证劵股份有限公司	1,904.52	华林证劵有限责任公司	338.13
华融证劵股份有限公司	1,533.06	瑞银证劵有限责任公司	305.55
国都证劵有限责任公司	1,367.74	国海证劵股份有限公司	298.67
后 10 名	2012 末	后 10 名	2013 末
财富证劵有限责任公司	39.06	五矿证劵有限公司	32.06
财通证劵股份有限公司	38.83	华龙证劵有限责任公司	30.47
东方证劵股份有限公司	37.17	首创证劵有限责任公司	30.08
中国国际金融有限公司	35.90	国泰君安证劵股份有限公司	29.10
首创证劵有限责任公司	31.27	中信建投证劵股份有限公司	27.32
日信证劵有限责任公司	28.87	中信证劵股份有限公司	25.46
华龙证劵有限责任公司	27.41	财通证劵股份有限公司	21.74
联讯证劵有限责任公司	25.61	中国国际金融有限公司	21.36
天风证劵股份有限公司	21.28	日信证劵有限责任公司	20.83
广州证劵有限责任公司	20.49	江海证劵有限公司	15.37

资料来源: WIND, 经新世纪评级整理绘制

近年来, 由于股票市场持续低迷, 证劵公司根据市场环境变化积极调整了证劵投资的规模和结构, 持有的以固定收益类资产为主的证劵投资规模增速较快, 并积极利用交易性杠杆扩大债券投资规模, 债券正回购业务量显著上升。另外, 通过认购自有资管产品的劣后端, 证劵公司变相表外加杠杆。2013 年下半年以来, 受 6 月末流动性危机爆发, 央行维持货币紧平衡, 互联网金融蓬勃发展推高金融市场整体利率等事件影响, 我国债券市场整体低迷, 证劵公司持有的固定收益类投资受到较大影响。2014 年以来, 我国债券市场表现有所回暖, 但在经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级过程中, 我国后续货币政策变化和市场流动性情况仍面临不确定性, 诸如江海证劵有限公司、首创证劵有限责任公司、五矿证劵有限公司、华龙证劵有限责任公司和世纪证劵有限责任公司等运用正回购大幅增加债券投资杠杆, 面临较大的利率风险。

表 10: 证券行业 96 家证券公司卖出回购金融资产款/净资本前 20 名

卖出回购金融资产款/净资本 (倍)			
前 20 名	2012 末	前 20 名	2013 末
广州证券有限责任公司	4.82	江海证券有限公司	6.04
天风证券股份有限公司	4.65	首创证券有限责任公司	3.11
联讯证券有限责任公司	3.78	五矿证券有限公司	3.02
华龙证券有限责任公司	3.44	华龙证券有限责任公司	2.81
首创证券有限责任公司	3.16	世纪证券有限责任公司	2.73
东方证券股份有限公司	2.52	财富证券有限责任公司	2.46
财富证券有限责任公司	2.49	民生证券股份有限公司	2.34
平安证券有限责任公司	2.25	平安证券有限责任公司	2.33
宏信证券有限责任公司	1.72	广州证券有限责任公司	2.03
江海证券有限公司	1.55	中信建投证券股份有限公司	1.73
大通证券股份有限公司	1.47	中国国际金融有限公司	1.68
西藏同信证券股份有限公司	1.44	中信证券股份有限公司	1.60
日信证券有限责任公司	1.34	东方证券股份有限公司	1.58
中国国际金融有限公司	1.30	华创证券有限责任公司	1.50
中信建投证券股份有限公司	1.29	西南证券股份有限公司	1.48
第一创业证券股份有限公司	1.16	长城证券有限责任公司	1.35
天源证券有限公司	1.06	国信证券股份有限公司	1.28
金元证券股份有限公司	1.05	西藏同信证券股份有限公司	1.17
长城证券有限责任公司	1.03	国泰君安证券股份有限公司	1.17
英大证券有限责任公司	0.98	天风证券股份有限公司	1.12

资料来源: WIND, 经新世纪评级整理绘制

### 3. 流动性管理持续面临压力

随着资本中介业务的快速发展, 证券公司资金运用结构已出现较大的变化, 资本中介业务资金用量成倍增加, 且主要用于融资融券业务。融资融券业务融资期限为 6 个月, 在市场不出现系统性风险的情况下, 客户一般会持续借入资金, 证券公司为保持客户和业务的稳定性, 对于合格客户也会持续进行资金供给, 因此此部分资金流动性其实很弱。在负债端, 证券公司通过长期借款和次级债券等方式借入的长期负债成倍增加, 但 2013 年末短期负债规模仍占比较大, 资产端资本中介业务占用资金多和负债端短期债务占比高的特点使证券公司面临持续的流动性管理压力, 尤其是突发性事件发生时, 资本中介业务信用风险的暴露将引发流动性压力。

表 11: 证劵行业 96 家证劵公司合计资产负债结构

资产端 (亿元)	2011 末	2012 末	2013 末
货币资金*+交易性金融资产	5,002.32	5,580.87	5,719.40
可供出售金融资产+持有至到期投资	1,750.52	2,436.21	2,950.42
买入返售金融资产+融资融券余额	442.02	1,587.09	5,047.36
负债端 (亿元)	2011 末	2012 末	2013 末
卖出回购金融资产款	1,861.67	2,932.05	3,972.26
短期借款+拆入资金+短期融资券	45.37	665.53	1,674.33
长期借款+应付债券	175.26	160.01	1,386.68
(货币资金*+自营业务规模-卖出回购金融资产)/(有息债务-卖出回购金融资产)(%)	2197.12	596.07	139.98

资料来源: WIND, 经新世纪评级整理绘制

#### 4.业务结构转型加速, 收入结构优化与风险并存

同质化竞争加剧使通道业务带来的我国证劵行业第一轮发展难以持续, 证劵公司营业收入和利润持续下滑。经纪业务交易量和投行业务发行量的增长成为证劵行业 2006-2007 年迅猛发展的驱动力, 经纪业务蓬勃发展带来了丰厚的代理买卖证劵行业业务收入, IPO 于 2006 年下半年重启后, 伴随着股指攀升, 一级市场发行额由 2005 年的 58 亿元增至 2007 年的 4470 亿元。随后, 受国际经济金融环境的冲击, 国内经济基本面进入下行区间, 上证综指进入了长期的震荡下行通道。伴随着股指的快速下跌, 市场日均成交额亦进入相对较慢的下降通道, 同质化竞争亦使证劵行业佣金率在 2007 年后持续下降。交易量和佣金率的下滑带来证劵公司经纪业务营业收入和利润的快速下降。伴随着股票市场发行节奏放缓, 投资银行业务亦受阻。

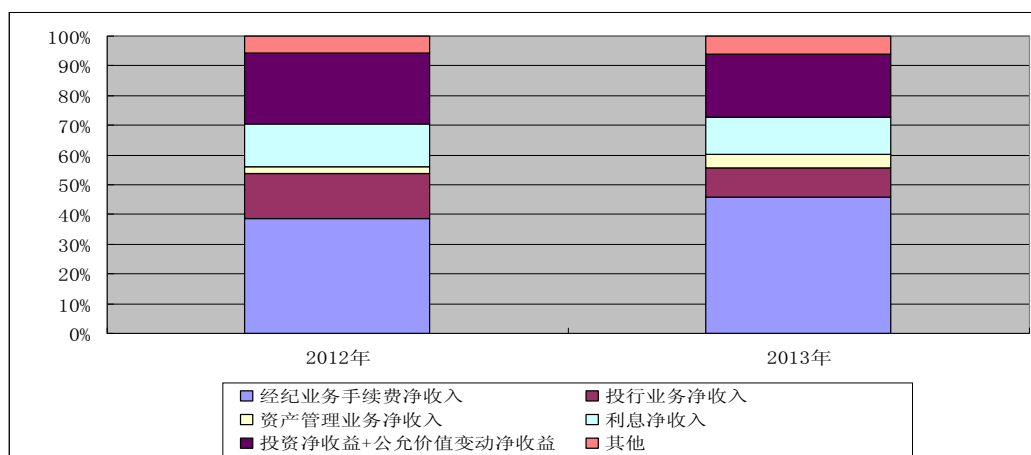
2012 年以来, 业务创新的陆续推出为证劵行业由通道业务驱动转向资金类业务驱动提供了支撑, 证劵公司如何降低对传统通道业务的依赖, 提升资本中介业务比重, 成为未来证劵行业转型的方向, 也将是驱动证劵公司业绩增长的另一个动力。

表 12: A 股年度成交额

年度	成交量(亿股)	成交额(亿元)	成交额占 AB 股总成交额比重(%)	区间交易天数
2014	22,720.99	227,941.47	99.85	125
2013	47,673.46	463,529.11	99.70	238
2012	32,534.78	312,371.02	99.73	243
2011	33,602.76	418,774.85	99.69	244
2010	41,722.37	542,512.62	99.60	242
2009	50,371.24	531,859.61	99.61	244
2008	23,868.25	265,423.56	99.55	246
2007	35,659.10	454,068.72	98.75	242
2006	15,762.80	88,736.33	98.61	241
2005	6,455.78	31,073.38	98.24	242
2004	5,659.29	41,519.73	98.21	243
2003	3,981.03	31,203.11	97.36	241

资料来源: WIND

图 4: 证券行业 96 家证券公司收入结构变化情况



资料来源: WIND, 经新世纪评级整理绘制

#### 区域证券公司佣金率继续下滑

2013年2月中国证监会公布《证券公司分支机构监管规定(征求意见稿)》,允许证券公司自主决定新设分公司、证券营业部等分支机构。规定取消了原有对证券公司新设网点的数量和区域限制,明确凡是符合设点要求的证券公司,均可按照业务类型、发展规划和管理能力,自行决定分支机构的设立数量和区域。在放开分支机构新设的同时,规定也强化了对证券公司合规管理的要求,提出最近两年因重大违法违规行为受到行政或刑事处罚,最近一年被采取重大监管措施,因与分支机构相关的活动涉嫌重大违法违规正受到有关机关立案调查的证券公司,不得

设立分支机构。与此同时，中国证劵行业协会 2013 年 3 月 15 日发布《证劵公司开立客户账户规范》，放开非现场开户限制，明确证劵公司不仅可以在经营场所内为客户现场开立账户，也可以通过见证、网上及中国证监会认可的其他方式为客户开立账户。

营业部放开和非现场开户的放开，一是打破了原有的区域保护，二是拉低经纪业务的固定成本，打开佣金率进一步下降的空间，三是推动在现有牌照参与者内实现经纪业务的更充分竞争。

营业部放开和非现场开户的放开将使地方性证劵公司佣金率下滑，带来全国范围内佣金率的逐步趋同。营业部集中在东部省份的证劵公司佣金率下滑压力较小，其他地方性证劵公司佣金率或将明显下滑。证劵公司营业部的放开，将对诸如国海证劵股份有限公司、中山证劵有限责任公司、华安证劵有限责任公司、西部证劵股份有限公司和东海证劵有限责任公司等这类佣金率明显高于平均水平的地方性证劵公司产生较大的冲击。而对于兴业证劵股份有限公司和国都证劵有限责任公司等地区竞争已较为充分，佣金率已低于全国平均水平的证劵公司产生较小的冲击。

表 13: 证劵行业 96 家证劵公司代理买卖证劵手续费率分布情况

	2012 年	2013 年
0-5 (包含)	2	4
5-10 (包含)	63	60
10-15 (包含)	23	26
15-20 (包含)	3	4
20 以上	5	2
行业经纪业务手续费率 (万分之一)	8.97	8.84

资料来源: WIND, 经新世纪评级整理绘制

注: 代理买卖证劵手续费率=经纪业务净收入/股基交易额\*100

表 14: 证券行业 96 家证券公司经纪业务手续费率前 10 名和后 10 名

经纪业务手续费率（经纪业务净收入/股基交易额*10000）			
前 10 名	2012 年	前 10 名	2013 年
宏信证券	127.00	中航证券	103.34
中航证券	90.89	中金公司	25.16
中国民族证券	26.41	中国民族证券	19.39
中金公司	21.46	中天证券	18.48
中天证券	20.80	华龙证券	16.10
川财证券	17.55	宏信证券	15.16
中山证券	16.39	国海证券	14.62
国海证券	15.22	中山证券	14.06
华龙证券	14.73	华创证券	13.73
西部证券	13.32	西部证券	13.58
后 10 名	2012 年	后 10 名	2013 年
华林证券	6.44	华福证券	6.64
华宝证券	6.19	英大证券	6.57
厦门证券	6.09	华泰证券	6.51
国都证券	6.08	财通证券	6.46
华福证券	6.02	银泰证券	6.41
财通证券	5.91	华宝证券	5.59
英大证券	5.87	五矿证券	4.99
五矿证券	5.19	北京高华证券	4.93
中国银河证券	1.10	中国银河证券	1.16
中投证券	0.67	中投证券	0.67

资料来源：WIND，经新世纪评级整理绘制

营业部放开和经纪业务由单一的代理买卖二级市场股票向综合性财富管理业务的转型目标带来了证券公司营业网点尤其是 C 类网点（在营业场所内未部署与现场交易服务相关的信息系统并且不提供现场交易服务，这类网点建设成本相对较低，建设成本大幅降低）的快速扩充。随着本次证券公司低成本营业网点的大规模扩容、市场布局的逐步开启，证券公司的服务广度与深度都将得到提升，将可以更全面、专业的为客户提供全方位的服务，有利于证券公司转型为综合财富管理提供商的趋势，提升自身在金融行业中的影响力，增加业务收入。这也是进入 2013 年，部分证券公司经纪业务手续费率企稳甚至有所回升的部分原因。营业网点的扩容，势必将提高证券行业的竞争水平，大型证券公司受益于雄厚的资金实力、相对较高的投研能力和丰富的产品线，对中高端客户的吸引力更大。目前，证券行业经纪业务已经表现出“分化加剧、强者更强”的局面，随着大型证券公司“圈地运动”的开始，这一趋势将会继续维持。

#### 互联网金融将经纪业务竞争推向白热化，低端零售业务承压更大

2013 年，互联网业态迅速渗透至金融行业，既有 P2P、众筹等新兴业态的产生，又有在基金、

保险、银行理财等传统金融领域的创新。众多互联网企业已在为进军证劵公司业务积极筹备，大智慧、东方财富等互联网企业已经完成数据终端或交易软件的布局。2014年8月，大智慧正式公告将收购100%湘财证劵的现有股份。腾讯与国金证劵签订了为期两年的战略合作协议，将协助国金证劵进行用户流量导入，并进行证劵在线开户和交易，在线金融产品销售等服务。

互联网证劵公司可以以经纪业务为切入点，逐渐拓展到其他零售业务。经纪业务作为证劵公司的基础业务，以经纪业务的客户数量及资产规模为基础，挖掘潜在客户、开展边际利润率更高的业务单元，如融资融券、资产管理等。经纪业务与其他业务部门存在一定的交叉补贴。在目前经纪业务同质化较强的背景下，低端零售客户决策具有品牌认知度低、价格敏感、可迁移性强的特点，这恰恰成为互联网企业进攻的薄弱点。互联网证劵公司可打破信息不对称和物理地域优势，其低成本覆盖的经营特点决定了其可承受的佣金底线将远低于传统证劵公司；而互联网企业历来的“低价免费推广-吸引客户做大规模-流量变现”的经营模式更可能将低端零售业务的竞争推向白热化。

### 资管主动管理仍不足，市场竞争压力加大

2012年10月末出台并实施的证劵公司资管新政带来了证劵行业资管的重大变化。证劵公司集合资产管理计划正式由审批制转为备案制缩短了产品发行周期；投资范围扩大增加了资产管理产品收益率；定向资产管理成为证劵公司资管创新的重要通道，尤其是与银行资金对接的通道业务；允许设计分级产品，丰富产品种类，但自由资金认购劣后级份额亦放大了自有资金投资杠杆；允许理财产品相互转让，减少产品大量赎回的概率，保持集合理财计划份额和规模的稳定。

受益于资管新政，2012年以来，证劵行业资产管理规模大幅上升，但以管理费率极低的“通道类”定向资产管理业务为主，收入贡献度有限。根据中国证劵行业协会数据显示，2012年末，证劵公司受托管理资本金总额增至1.89万亿元，实现受托客户资产管理业务净收入26.76亿元；2013年末，证劵公司受托管理资本金总额增至5.20万亿元，实现受托客户资产管理业务净收入70.30亿元。从结构来看，资产管理规模中大部分是与银行合作的“通道类”定向资管业务，此类业务同质化竞争激烈，通道费率较低。

随着银行受托资产管理业务的逐步放开，以及互联网金融推动利率市场化发展，证劵公司的集合资产管理业务将会面临更加激烈的市场竞争环境。此外，新修订的《证劵投资基金法》于2013年6月正式施行，大集合资管产品的发行受到限制，证劵公司需申领公募基金牌照以发展起点低、规模大的基金产品。随着公募基金管理业务门槛的进一步降低，证劵公司资管、保险资管、私募、直投等各类资产管理机构均可涉足公募基金业务，未来证劵公司的资产管理能力将面临完全竞争市场的考验。定向资产管理业务方面，2013年以来，我国基金公司子公司发展迅速，业务模式灵活，所受监管较少，且不受风险控制指标约束，在通道业务中具有先天优势，而证劵公司通道类业务受监管政策和社会融资环境的影响较大，缺乏可持续发展能力。

### IPO 开闸助推投行业务发展，自主定价和配售能力将使业务流向专业化更高的证劵公司

自2012年11月，IPO业务停摆以来，证劵公司承销业务在增发、配股和债券发行等领域发力，但是2013年承销收入与2012年相比仍出现了一定的下滑。96家证劵公司合并数据显示，2013



年实现投行业务净收入 185.70 亿元，较 2012 年下降 17.95%。

2013 年 11 月 30 日，中国证监会发布《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》（以下简称“《意见》”），《意见》坚持市场化、法制化取向，突出以信息披露为中心的监管理念，加大信息公开力度，审核标准更加透明，审核进度同步公开，通过提高新股发行各层面、各环节的透明度，努力实现公众的全过程监督。监管部门对新股发行的审核重在合规性审查，企业价值和风险由投资者和市场自主判断。经审核后，新股何时发、怎么发，将由市场自我约束、自主决定，发行价格将更加真实地反映供求关系。调整新股配售机制，更加尊重中小投资者申购意愿。约束发行人定高价，抑制投资者报高价，遏制股票上市后“炒新”行为。2014 年 2 月，停滞一年多的 IPO 业务正式展开。随着 IPO 的正式开闸，承销业务的低迷走势将得到改善，将成为促进证券公司营业收入提高的一大因素。但也应看到，《意见》一方面落实了新股发行体制改革要求，改革和规范了定价与配售方式，进一步提高了新股发行的市场化程度；另一方面，对证券公司的自主定价和配售能力等提出更高要求，IPO 业务量预计将向专业化更高的证券公司转移。

#### **资金业务比重提升，自营杠杆上升和两融利差收窄带来风险和盈利双重压力**

证券公司的资金投向，主要集中在融资融券等资本中介业务和投资领域。2013 年以来，在融资融券标的证券持续扩容的基础上，我国证券行业推出了诸多围绕资金业务放松的创新，包括股权质押式回购业务和场外做市商业务等，证券公司资金业务比重将得到提升。

#### **自营规模持续上升，结构向债券转化，自营杠杆显著上升**

近年来，由于股票市场持续低迷，证券公司根据市场环境变化积极调整了证券投资的规模和结构，持有的以固定收益类资产为主的证券投资规模增速较快，并积极利用交易性杠杆扩大债券投资规模。另外，证券公司通过认购自有资管产品的劣后端，变相表外加杠杆。2013 年下半年以来，受 6 月末流动性危机爆发，央行维持货币紧平衡，互联网金融蓬勃发展推高金融市场整体利率等事件影响，我国债券市场整体低迷，证券公司持有的固定收益类投资受到较大影响。2014 年以来，我国债券市场表现有所回暖，但在经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级过程中，我国后续货币政策变化和市场流动性情况仍面临不确定性。



表 15: 证劵行业 96 家证劵公司投资收益

	2012 年	2013 年
投资净收益-对联营企业和合营企业的投资收益 (亿元)	272.08	441.00
公允价值变动收益 (亿元)	59.78	-70.67
投资收益合计 (亿元)	331.86	370.33
投资规模 (亿元)	6,128.89	7,200.39
平均投资规模 (亿元)	5,291.23	6,664.64
投资收益率 (%)	6.27	5.56

注 1: 平均投资规模= ((上年末交易性金融资产+上年末可供出售金融资产+上年末持有至到期投资) + (本年末交易性金融资产+本年末可供出售金融资产+本年末持有至到期投资)) / 2

注 2: 投资收益=投资收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动收益

注 3: 投资收益率=投资收益/平均投资规模 × 100%

资料来源: WIND, 经新世纪评级整理绘制

#### 融资融券营收贡献继续上升, 但增幅或将受制于利差空间的收窄

自 2011 年试点以来, 我国融资融券业务取得了长足发展, 2013 年末融资融券业务余额达 3,465.27 亿元。2011 年 12 月从业务试点转成证劵公司常规业务, 至 2013 年末, 开展融资融券业务的证劵公司已有 81 家, A 股期末和 B 股期末分别开立投资者信用证劵账户 17263.38 万户和 254.26 万户。

表 16: 证劵行业融资融券情况 (单位: 亿元)

截止日	融资融券余额	融资				融券			
		截止日余额	期间买入额	期间偿还额	期间净买入额	截止日余额	截止日余量	期间卖出量	期间卖出额
2013 年末	3,465.27	3,434.70	32,891.94	30,314.18	2,577.76	30.57	5.06	1,108.71	5,775.52
2012 年末	895.16	856.94	7,265.98	6,784.51	481.47	38.21	7.00	358.47	1,778.05

资料来源: WIND

转融通业务开通和融资融券业务开户门槛放松, 进一步扩充了证劵公司融资融券业务发展所需的资券来源, 且融资融券合格客户范围进一步扩展, 证劵公司融资融券业务仍有较大的发展空间, 未来营收贡献将进一步提升。但也应看到, 随着融资融券业务竞争的加剧和融资成本的变动, 证劵公司融资融券业务盈利空间或将收窄。

表 17: 融资融券利率、费率和资金成本情况 (以招商证券为例)

资金成本 (以短期融资券成本反映自有资金机会成本和外部融资成本)			融资融券利率和费率调整情况		
债权登记日	债券名称	票面利率 (%)	日期	融资利率 (%)	融券费率 (%)
2012-6-1	12 招商 CP001	3.20	2010-7-1	7.86	9.86
2012-11-5	12 招商 CP004	4.00	2010-10-20	8.1	10.1
2013-1-11	13 招商 CP001	4.15	2010-12-27	8.35	10.35
2013-7-26	13 招商 CP006	4.88	2011-2-9	8.6	10.6
2013-10-23	13 招商 CP008	5.20	2011-4-6	8.85	10.85
2013-12-6	13 招商 CP011	6.35	2011-7-7	9.1	11.1
2014-1-10	14 招商 CP001	6.09	2012-6-8	8.85	10.85
2014-5-26	14 招商 CP008	4.69	2012-7-6	8.6	10.6

资料来源: WIND, 经新世纪评级整理绘制

#### 质押式股权融资业务和做市商交易为证券公司资金业务带来增长点

进入 2013 年, 质押式股权融资业务推出, 为客户提供长期 (大于 1 年) 大额有特定项目投向的项目资金, 将进一步满足客户的长期融资需求。相对于目前股权质押市场的主要服务提供方银行和信托公司, 证券公司在客户持股数据、股权估值和风险把控、业务协同等方面具有相对优势。未来随着新三板和衍生品市场等场外交易市场的发展, 做市商交易将是证券公司资金业务的重要收入来源。从成熟市场经验看, 做市商交易在证券公司收入中占有重要地位, 美国证券行业做市商交易收入占比为 20%左右。

表 18: 证券行业股票质押式回购前 10 名

序号	名称	全部交易		未解押交易		已解押交易	
		交易次数	交易股份参考市值	交易次数	交易股份参考市值	交易次数	交易股份参考市值
1	国泰君安证券	74	16,462.64	59	13,713.43	15	2,749.21
2	中信证券	72	19,666.83	66	18,277.98	6	1,388.85
3	海通证券	64	17,869.47	47	12,237.96	17	5,631.51
4	广发证券	60	9,602.87	40	7,614.12	20	1,988.75
5	兴业证券	51	11,125.54	42	10,327.06	9	798.48
6	国信证券	49	14,495.26	46	10,589.15	3	3,906.11
7	华泰证券	39	9,446.39	29	7,067.77	10	2,378.61
8	东方证券	33	6,823.89	24	6,068.92	9	754.97
9	国元证券	32	7,771.13	24	6,764.20	8	1,006.93
10	招商证券	30	5,057.41	21	4,215.84	9	841.57

资料来源: WIND

附录 1 96 家证劵公司规模与盈利能力情况

名称	总资产* (亿元)	净资产 (亿元)	总负债* (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	平均资产回 报率 (%)	平均资本回 报率 (%)	费用率 (%)
爱建证劵有限责任公司	12.55	10.26	0.60	1.83	0.07	0.26	0.57	90.31
安信证劵股份有限公司	227.33	61.69	130.23	31.41	5.02	1.46	5.11	68.72
北京高华证劵有限责任公司	66.41	26.22	41.88	11.88	1.46	2.16	6.13	78.01
渤海证劵股份有限公司	103.65	42.26	46.31	11.75	3.09	2.39	6.11	59.29
财达证劵有限责任公司	61.05	38.50	13.67	10.61	2.31	2.06	5.91	63.24
财富证劵有限责任公司	76.75	17.91	48.46	7.40	1.22	1.19	4.27	69.62
财通证劵股份有限公司	194.03	30.64	140.94	22.59	4.33	2.06	8.48	61.12
长城证劵有限责任公司	128.04	40.51	65.53	15.50	3.94	2.21	6.22	65.93
长江证劵股份有限公司	206.68	98.34	79.75	30.48	10.06	3.20	8.11	51.62
诚浩证劵有限责任公司	3.35	2.59	0.22	0.74	0.03	0.46	1.04	89.87
川财证劵有限责任公司	17.23	10.06	5.86	1.73	0.37	2.03	3.28	63.73
大通证劵股份有限公司	45.24	24.56	11.16	6.00	1.02	1.22	3.03	66.44
大同证劵经纪有限责任公司	9.78	5.74	2.42	3.09	0.78	3.01	11.54	62.85
德邦证劵有限责任公司	44.23	20.39	17.82	5.18	0.82	1.57	3.60	75.20
第一创业证劵股份有限公司	96.00	29.71	47.81	10.33	1.70	1.54	3.56	74.92
东北证劵股份有限公司	137.71	41.09	62.29	17.67	4.83	2.65	6.55	60.15
东方证劵股份有限公司	481.19	131.77	323.41	32.88	10.21	1.89	6.63	58.55
东海证劵股份有限公司	89.87	33.20	35.43	13.80	2.27	1.60	4.32	71.93
东莞证劵有限责任公司	66.85	19.31	40.72	10.68	2.64	2.36	9.85	60.02
东吴证劵股份有限公司	125.24	50.07	46.26	15.99	3.86	2.23	4.97	62.98
东兴证劵股份有限公司	163.94	46.88	103.41	20.34	6.68	3.13	11.71	53.33
方正证劵股份有限公司	278.07	89.04	118.84	34.42	10.99	3.40	7.15	48.24
光大证劵股份有限公司	321.93	140.91	85.87	40.20	2.84	0.51	1.22	64.46
广发证劵股份有限公司	857.40	207.05	509.51	82.08	28.13	2.71	8.29	51.63
广州证劵有限责任公司	140.55	39.25	89.34	9.08	1.11	0.59	2.47	79.60
国都证劵有限责任公司	70.58	43.03	9.28	9.63	3.88	3.75	6.44	44.21
国海证劵股份有限公司	84.45	58.82	19.69	18.19	3.43	2.64	7.23	68.48
国金证劵股份有限公司	93.25	52.60	25.60	15.47	3.16	2.40	4.82	68.39
国开证劵有限责任公司	164.82	72.68	82.12	10.26	4.41	2.69	5.43	36.20
国联证劵股份有限公司	67.47	20.75	32.86	10.17	2.67	2.73	7.95	56.70
国盛证劵有限责任公司	30.30	15.52	11.56	5.31	1.45	3.11	8.61	59.92
国泰君安证劵股份有限公司	1,168.41	238.18	818.39	89.93	30.19	2.33	8.94	50.35
国信证劵股份有限公司	526.51	137.44	320.54	67.76	21.08	3.11	10.59	47.21
国元证劵股份有限公司	232.09	73.36	76.93	19.85	6.64	2.50	4.36	54.44
海通证劵股份有限公司	1,286.63	390.41	645.58	104.55	42.81	2.90	6.88	43.54
航天证劵有限责任公司	4.67	25.19	0.05	0.29	-0.11	-1.33	-2.26	159.66
恒泰证劵股份有限公司	64.90	34.43	18.34	12.84	3.99	4.08	8.84	51.77

红塔证券股份有限公司	87.38	47.29	29.14	7.65	2.21	2.29	4.59	56.99
宏信证券有限责任公司	28.85	11.29	14.21	4.39	1.28	2.97	11.07	55.12
宏源证券股份有限公司	241.12	103.40	93.09	41.19	12.28	3.69	8.30	51.95
华安证券股份有限公司	55.57	27.85	11.99	9.94	2.44	2.50	5.75	61.84
华宝证券有限责任公司	26.68	15.50	9.51	2.59	0.46	1.40	2.69	70.55
华创证券有限责任公司	51.88	14.37	27.89	7.44	0.87	1.29	3.64	66.88
华福证券有限责任公司	53.48	20.61	29.68	9.85	3.41	4.30	14.51	47.55
华林证券有限责任公司	14.58	9.39	2.78	6.44	0.80	2.03	6.98	77.79
华龙证券有限责任公司	89.16	18.07	59.28	7.62	1.77	1.70	6.03	63.55
华融证券股份有限公司	94.06	51.56	40.35	11.53	3.06	3.26	6.20	60.17
华泰证券股份有限公司	718.75	192.05	355.49	71.67	22.69	2.56	6.39	53.28
华西证券有限责任公司	109.96	44.13	39.50	19.63	6.53	3.59	9.74	50.95
华鑫证券有限责任公司	36.02	22.75	8.51	8.76	0.90	1.43	3.33	80.08
江海证券有限公司	124.43	15.60	101.52	6.31	1.09	0.91	4.87	69.18
金元证券股份有限公司	77.88	32.76	37.75	8.24	0.82	0.82	2.07	79.42
开源证券有限责任公司	26.83	10.38	10.69	1.63	0.03	0.12	0.22	90.34
联讯证券有限责任公司	12.02	4.94	5.75	3.23	0.08	0.23	1.29	93.97
民生证券股份有限公司	97.19	23.28	64.58	13.07	1.02	0.98	3.18	83.75
南京证券股份有限公司	60.30	30.11	19.21	10.14	2.73	2.46	6.76	57.31
平安证券有限责任公司	273.42	60.61	186.80	26.39	5.10	1.46	5.93	58.08
齐鲁证券有限公司	230.32	67.16	110.29	40.87	8.78	2.46	7.46	60.70
日信证券有限责任公司	33.34	4.99	23.98	2.73	-0.66	-1.62	-6.89	122.47
瑞银证券有限责任公司	20.45	16.90	5.53	7.53	0.12	0.42	0.80	93.64
山西证券股份有限公司	92.62	39.80	19.36	13.16	2.46	1.68	3.59	68.43
上海证券有限责任公司	97.59	31.24	53.92	11.12	0.70	0.53	1.63	72.12
申银万国证券股份有限公司	371.52	124.12	177.72	59.73	19.15	2.96	10.21	51.70
世纪证券有限责任公司	28.11	6.43	19.75	3.02	0.11	0.28	1.28	99.21
首创证券有限责任公司	64.11	12.87	42.79	4.36	1.45	1.82	7.01	54.42
太平洋证券股份有限公司	30.80	16.86	8.97	4.86	0.75	1.64	3.46	72.23
天风证券股份有限公司	34.45	10.89	15.55	6.69	1.05	1.56	5.71	72.81
天源证券有限公司	2.65	1.97	0.17	1.10	-0.03	-0.32	-1.39	97.89
万和证券有限责任公司	4.40	1.39	2.55	0.77	0.01	0.12	0.49	95.01
万联证券有限责任公司	46.65	17.87	18.94	4.95	0.84	1.40	3.62	55.50
五矿证券有限公司	28.35	6.49	20.26	1.47	0.13	0.50	1.62	77.37
西部证券股份有限公司	54.85	38.68	8.38	11.29	2.74	2.53	6.02	61.48
西藏同信证券股份有限公司	28.46	8.01	19.01	3.57	0.16	0.42	1.70	98.74
西南证券股份有限公司	256.66	61.28	147.42	19.64	6.36	2.69	5.97	52.19
厦门证券有限公司	4.23	1.90	1.36	1.46	-0.07	-0.53	-2.56	100.32
湘财证券股份有限公司	69.65	27.63	34.18	8.30	1.30	1.15	3.81	72.35
新时代证券有限责任公司	64.37	17.58	24.91	13.29	2.78	3.12	7.79	65.21
信达证券股份有限公司	104.44	44.07	46.74	16.61	3.23	2.07	5.76	69.06

兴业证劵股份有限公司	262.64	93.07	128.30	31.04	7.84	2.69	6.97	61.64
银泰证劵有限责任公司	27.54	15.94	10.03	2.33	0.54	1.50	3.45	63.03
英大证劵有限责任公司	35.28	18.07	13.02	4.42	1.26	2.40	7.48	64.62
招商证劵股份有限公司	564.39	140.41	292.54	60.87	22.35	2.82	8.44	50.45
浙商证劵股份有限公司	111.04	33.80	53.51	19.15	4.03	2.77	7.26	56.01
中国国际金融有限公司	271.28	43.27	202.62	32.62	3.70	1.20	5.52	79.11
中国民族证劵有限责任公司	94.72	62.82	25.90	10.40	1.54	1.35	3.41	74.29
中国银河证劵股份有限公司	418.33	204.81	164.11	74.82	21.55	3.02	10.03	53.50
中国中投证劵有限责任公司	158.40	58.57	69.55	30.40	7.37	2.59	8.66	61.06
中航证劵有限公司	40.23	25.19	15.65	5.23	0.75	1.33	3.87	72.79
中山证劵有限责任公司	48.45	13.12	22.37	5.54	0.28	0.42	1.10	75.66
中天证劵有限责任公司	43.38	16.48	26.74	2.38	0.15	0.27	0.91	85.65
中信建投证劵股份有限公司	472.51	93.15	340.97	56.50	17.78	3.03	14.17	48.16
中信证劵股份有限公司	2,260.97	347.96	1,366.95	161.15	53.08	2.41	6.03	50.14
中银国际证劵有限责任公司	124.25	72.92	49.97	12.89	3.17	1.97	5.16	62.77
中邮证劵有限责任公司	8.83	6.62	2.86	1.31	0.16	1.37	2.70	78.81
中原证劵股份有限公司	79.50	29.36	37.97	11.71	2.46	2.04	6.16	66.44
众成证劵经纪有限公司	2.48	2.34	0.02	0.76	-0.09	-1.14	-3.75	95.33

资料来源：WIND，经新世纪评级整理

注 1：净资产为母公司口径数据

注 2：上表以证劵公司名称首字母顺序排列

## 附录 2 96 家证券公司杠杆与流动性情况

名称	资产负债率 (%)	净资本/总负债* (%)	净资本/有息债务	货币资金*/总负债* (%)	卖出回购金融资产款/净资本 (倍)	短期债务/有息债务	(货币资金*+自营业务规模-卖出回购金融资产)/(有息债务-卖出回购金融资产)
爱建证券有限责任公司	4.78	1,712.35	2,566.00	283.61	0.04	100.00	-
安信证券股份有限公司	57.29	47.37	52.77	8.86	0.56	69.49	68.42
北京高华证券有限责任公司	63.06	62.62	74.93	75.06	0.00	0.00	127.45
渤海证券股份有限公司	44.68	91.24	102.17	16.40	0.70	100.00	352.48
财达证券有限责任公司	22.39	281.62	394.84	3.37	0.25	100.00	-
财富证券有限责任公司	63.14	36.97	38.55	17.30	2.46	100.00	-672.85
财通证券股份有限公司	72.64	21.74	88.31	7.99	0.65	100.00	40.55
长城证券有限责任公司	51.18	61.81	69.95	6.10	1.35	100.00	305.40
长江证券股份有限公司	38.59	123.30	192.41	21.18	0.45	100.00	1025.00
诚浩证券有限责任公司	6.52	1,183.96	-	514.79	0.00	-	-
川财证券有限责任公司	34.00	171.75	178.49	3.15	0.56	100.00	-
大通证券股份有限公司	24.67	220.03	632.50	12.27	0.16	100.00	-
大同证券经纪有限责任公司	24.69	237.69	1271.35	182.36	0.08	100.00	-
德邦证券有限责任公司	40.29	114.41	458.42	74.10	0.22	100.00	-
第一创业证券股份有限公司	49.80	62.13	67.67	27.06	0.78	75.89	203.38
东北证券股份有限公司	45.23	65.96	69.84	11.73	0.76	67.75	146.51
东方证券股份有限公司	67.21	40.74	41.67	4.66	1.58	86.09	147.06
东海证券股份有限公司	39.43	93.71	156.36	33.91	0.43	100.00	470.84
东莞证券有限责任公司	60.90	47.42	55.05	6.34	1.10	100.00	100.00
东吴证券股份有限公司	36.94	108.22	124.49	23.20	0.18	26.14	187.35
东兴证券股份有限公司	63.08	45.33	48.89	7.51	0.52	93.12	121.43
方正证券股份有限公司	42.74	74.93	232.07	18.61	0.41	100.00	3,444.51
光大证券股份有限公司	26.67	164.08	195.50	31.92	0.13	100.00	206.40
广发证券股份有限公司	59.43	40.64	44.83	13.30	0.94	74.06	117.19
广州证券有限责任公司	63.56	43.93	44.34	15.14	2.03	100.00	352.52
国都证券有限责任公司	13.15	463.50	573.78	64.97	0.13	100.00	1,895.47
国海证券股份有限公司	23.32	298.67	816.95	67.46	0.00	100.00	380.35
国金证券股份有限公司	27.45	205.46	258.84	85.00	0.39	100.00	-
国开证券有限责任公司	49.83	88.50	90.17	8.25	1.11	100.00	-
国联证券股份有限公司	48.71	63.13	66.80	17.58	1.09	79.07	241.57
国盛证券有限责任公司	38.16	134.29	149.91	21.94	0.64	100.00	1,960.35
国泰君安证券股份有限公司	70.04	29.10	41.35	3.66	1.17	75.69	96.14

国信证劵股份有限公司	60.88	42.88	49.90	6.03	1.28	88.88	49.17
国元证劵股份有限公司	33.15	95.35	103.69	14.36	0.29	29.66	170.75
海通证劵股份有限公司	50.18	60.48	64.26	29.68	0.68	70.47	139.71
航天证劵有限责任公司	1.04	51,686.73	-	5,517.86	0.00	-	-
恒泰证劵股份有限公司	28.25	187.78	250.97	40.74	0.20	100.00	462.97
红塔证劵股份有限公司	33.35	162.27	178.24	43.95	0.56	100.00	-
宏信证劵有限责任公司	49.27	79.43	107.82	19.06	0.93	100.00	-
宏源证劵股份有限公司	38.61	111.08	127.50	22.99	0.41	100.00	176.15
华安证劵股份有限公司	21.57	232.29	282.64	42.26	0.18	100.00	312.46
华宝证劵有限责任公司	35.65	162.92	173.12	17.04	0.58	100.00	-
华创证劵有限责任公司	53.76	51.52	63.01	23.06	1.50	100.00	1,389.70
华福证劵有限责任公司	55.50	69.46	116.66	8.42	0.75	100.00	403.25
华林证劵有限责任公司	19.05	338.13	-	377.79	0.00	-	-
华龙证劵有限责任公司	66.49	30.47	35.61	12.06	2.81	100.00	-
华融证劵股份有限公司	42.89	127.79	147.32	18.75	0.06	57.14	81.03
华泰证劵股份有限公司	49.46	54.02	68.57	14.09	0.47	64.36	118.52
华西证劵有限责任公司	35.93	111.71	144.04	28.30	0.65	100.00	1,396.65
华鑫证劵有限责任公司	23.64	267.19	558.18	111.95	0.18	100.00	-
江海证劵有限公司	81.59	15.37	15.89	2.03	6.04	100.00	-2,015.77
金元证劵股份有限公司	48.47	86.80	108.56	9.92	0.69	100.00	339.30
开源证劵有限责任公司	39.83	97.11	116.96	17.51	0.86	100.00	-
联讯证劵有限责任公司	47.84	85.96	108.95	64.81	0.92	100.00	-
民生证劵股份有限公司	66.45	36.04	41.27	6.82	2.34	100.00	-1,348.24
南京证劵股份有限公司	31.86	156.72	193.59	27.92	0.45	100.00	621.92
平安证劵有限责任公司	68.32	32.45	35.60	5.42	2.33	100.00	103.09
齐鲁证劵有限公司	47.88	60.90	87.03	12.30	0.84	100.00	129.59
日信证劵有限责任公司	71.91	20.83	107.43	32.97	0.28	88.95	364.98
瑞银证劵有限责任公司	27.06	305.55	-	81.25	0.00	-	-
山西证劵股份有限公司	20.90	205.59	237.54	70.29	0.05	41.22	253.13
上海证劵有限责任公司	55.25	57.93	68.14	12.54	0.96	100.00	186.45
申银万国证劵股份有限公司	47.84	69.84	77.87	21.20	0.39	62.43	107.51
世纪证劵有限责任公司	70.28	32.54	36.59	5.18	2.73	99.93	-77,670.99
首创证劵有限责任公司	66.74	30.08	30.45	1.97	3.11	100.00	-804.46
太平洋证劵股份有限公司	29.11	187.98	222.76	68.99	0.45	100.00	-
天风证劵股份有限公司	45.13	70.07	79.10	15.44	1.12	100.00	183.49
天源证劵有限公司	6.31	1179.38	-	265.60	0.00	-	-
万和证劵有限责任公司	57.97	54.37	-	133.73	0.00	-	-
万联证劵有限责任公司	40.60	94.35	105.22	2.88	0.95	100.00	-
五矿证劵有限公司	71.47	32.06	33.10	16.34	3.02	100.00	-
西部证劵股份有限公司	15.28	461.42	656.43	63.11	0.09	100.00	1,377.46
西藏同信证劵股份有限公司	66.82	42.12	55.59	22.75	1.17	65.30	185.40

西南证券股份有限公司	57.44	41.57	44.64	5.27	1.48	100.00	161.69
厦门证券有限公司	32.07	140.29	191.61	144.40	0.52	100.00	-
湘财证券股份有限公司	49.07	80.85	93.70	5.72	0.67	100.00	66.55
新时代证券有限责任公司	38.70	70.59	93.51	28.59	0.78	100.00	313.59
信达证券股份有限公司	44.75	94.29	137.62	60.73	0.26	68.77	241.20
兴业证券股份有限公司	48.85	72.54	102.41	13.36	0.87	99.41	605.05
银泰证券有限责任公司	36.42	158.97	173.10	45.96	0.58	100.00	-
英大证券有限责任公司	36.90	138.83	144.06	8.93	0.69	100.00	-
招商证券股份有限公司	51.83	48.00	55.35	8.87	0.31	60.04	93.09
浙商证券股份有限公司	48.18	63.17	1,090.33	23.14	0.00	100.00	857.26
中国国际金融有限公司	74.69	21.36	31.82	13.92	1.68	70.54	139.46
中国民族证券有限责任公司	27.35	242.49	469.66	142.95	0.10	100.00	628.65
中国银河证券股份有限公司	39.23	124.80	215.80	20.35	0.43	100.00	1,671.40
中国中投证券有限责任公司	43.91	84.22	81.41	32.75	0.46	100.00	53.92
中航证券有限公司	38.90	160.97	305.80	27.35	0.19	100.00	473.45
中山证券有限责任公司	46.17	58.62	61.10	18.67	1.11	100.00	224.70
中天证券有限责任公司	61.64	61.61	72.80	14.79	0.93	67.94	218.47
中信建投证券股份有限公司	72.16	27.32	29.33	11.11	1.73	85.25	61.01
中信证券股份有限公司	60.46	25.46	28.77	18.12	1.60	77.89	98.54
中银国际证券有限责任公司	40.22	145.91	224.12	21.08	0.23	56.97	405.70
中邮证券有限责任公司	32.40	231.34	264.67	18.77	0.00	0.00	269.29
中原证券股份有限公司	47.76	77.32	117.62	15.02	0.71	100.00	440.04
众成证券经纪有限公司	0.98	9,615.10	-	9,170.95	0.00	-	-

资料来源：WIND，经新世纪评级整理

注 1：净资本为母公司口径数据

注 2：上表以证券公司名称首字字母顺序排列



### 附录 3 各项数据与指标计算公式

指标名称	计算公式
总资产*	期末资产总额-期末代理买卖证券款-期末代理承销证券款
总负债*	期末负债总额-期末代理买卖证券款-期末代理承销证券款
货币资金*	期末货币资金-期末客户存款
有息债务	期末短期借款+期末应付短期融资券+期末交易性金融负债+期末拆入资金+期末卖出回购金融资产款+期末应付债券+期末长期借款
短期债务	期末短期借款+期末交易性金融负债+期末卖出回购金融资产款+期末拆入资金+期末应付短期融资券
资产负债率	期末总负债*/期末总资产*×100%
费用率	业务及管理费用/营业收入×100%
净资本/总负债*	期末净资本/期末总负债*×100%
净资本/有息债务	期末净资本/期末有息债务×100%
货币资金*/总负债*	期末货币资金*/期末总负债*×100%
平均资产回报率	报告期净利润/[(上期末总资产*+期末总资产*)/2]×100%
平均资本回报率	报告期净利润/[(上期末股东权益+期末股东权益)/2]×100%

注：上述指标计算以公司合并财务报表数据为准，其中，净资本为母公司数据

上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*



地址：中国 上海 汉口路 398 号华盛大厦 14 楼  
邮编：200001  
电话：021-63501349 021-63500711  
传真：021-63500872  
E-mail: mail@shxsj.com  
<http://www.shxsj.com>