

## 2017 年度中国证券行业信用回顾与展望

**摘要：**2017 年，在以食品饮料和白色家电板块为代表的消费类股票和以钢铁煤炭板块为代表的周期类股票带动下，股票市场维持慢牛走势；受货币政策收紧、金融去杠杆及委外赎回等因素影响，债券市场全年经历了 3 次收益率的快速上行。在此背景下，2017 年前三季度 29 家上市证券公司整体盈利水平与 2016 年同期基本持平，其中代理买卖证券净收入、证券承销与保荐业务净收入的降幅较为明显；随着两融规模的企稳回升和股票质押业务规模的快速增长，以及证券公司资产管理规模的持续增长，带来证券公司资产管理业务净收入和利息净收入的同比增长。在股票市场维持慢牛走势，债券市场震荡调整的情况下，证券公司资金投向有所分化，依各家经营风格和策略的不同，资金压力及杠杆水平亦随其资金投向产生变化，风格较激进的证券公司通过卖出回购提高固定收益杠杆，风格偏稳健的证券公司则偏好加大资本中介业务的资金投入。但整体来看，债务水平相较于 2014-2015 年牛市时仍较低，整体流动性较为宽松；同时，因各家证券公司业务开展情况的不同，净资本对债务的覆盖度继续分化。

在防风险去杠杆的监管思路下，证券行业以及金融市场的规范程度不断得到提升，亦促使证券公司加强自身业务规范性和合规性。同时外部竞争格局也逐步出现变化，金融领域的逐步放开也将加剧证券行业的竞争。

2018 年监管思路定调为防范化解重大风险使宏观杠杆率得到有效控制，预计短期内资金面仍将处于收紧状态，债券市场仍存在调整压力，债券收益率将持续震荡。股票市场方面，随着上市公司盈利水平逐步好转，股票市场大概率将维持慢牛走势。在此情况下，在市场成交量未有明显放大的情况下，经纪业务将基本与今年持平；资本中介业务随两融规模和股票质押规模的提升，仍有一定增长空间；投行业务方面，IPO 堰塞湖的情况已得到一定缓解，但审批加速的同时审核要求也有相应提升，整体股票发行规模或不及 2017 年，再融资或受实体经济融资需求的推动有所增长，受市场收益率上行影响，债券发行规模或与 2017 年持平，整体投行业务盈利水平亦将与 2017 年持平；受资管新规的影响，以银行委外资金为其资管业务主要资金来源的证券公司，业务和盈利将出现一定波动，但对于主动管理能力和产品创新能力较强的证券公司亦是一个弯道超车的机遇；自营业务方面，主要依托各家证券公司策略选择以及资产配置，以固定收益业务为主的证券公司，自营业务盈利水平或出现一定波动。

随着再融资新规对增发的限制期限逐步到期，各证券公司通过增发和配股等方式获取资本，在资本补充后，证券公司债务融资上限又将得到拓宽，流动性管理难度较小，但仍需要防范黑天鹅事件发生带来的突发性流动性危机。2016 年四季度债券市场的调整，迫使证券公司主动降低杠杆。而债券市场 2017 年三次较大幅度调整，亦提升了部分证券公司参与市场博弈的动力，较为激进的证券公司杠杆较年初已有所回升，而从监管层面来看 2018 年仍然是监

管大年，债券市场仍有一定的调整压力，对于债券投资杠杆较高的证劵公司，其流动性管理和盈利能力将受到一定影响。

## 一、中国证券行业信用回顾

2017 年，在以食品饮料和白色家电板块为代表的消费类股票和以钢铁煤炭板块为代表的周期类股票带动下，股票市场维持慢牛走势，其中上证 50 涨幅最大，全年涨幅为 25.08%。债券市场震荡走熊，受货币政策收紧、金融去杠杆及委外赎回等因素影响，债券市场全年经历了 3 次收益率的快速上行，10 年期国债收益率上行 88BP 至 3.89%，10 年期国开债上行 117BP 至 4.85%。在此背景下，2017 年前三季度 29 家上市证券公司整体盈利水平与 2016 年同期基本持平，其中代理买卖证券净收入、证券承销与保荐业务净收入的降幅较为明显，分别为 -20.00% 和 -29.83%。随着两融规模的企稳回升和股票质押业务规模的快速增长，以及证券公司资产管理规模的持续增长，带来证券公司资产管理业务净收入和利息净收入的同比增长。

在防风险去杠杆的监管思路下，证券行业以及金融市场的规范程度不断得到提升，《证券公司分类监管规定》、《证券期货投资者适当性管理办法》、资管新规等多项政策的出台，促使证券公司加强自身业务规范性和合规性。同时外部竞争格局也逐步出现变化，金融领域的逐步放开也将加剧证券行业的竞争。在股票市场维持慢牛走势，债券市场震荡调整的情况下，证券公司资本投入有所分化，依各家经营风格和策略的不同，资金压力及杠杆水平亦随其资本投入产生变化，风格较激进的证券公司通过卖出回购提高固定收益杠杆，风格偏稳健的证券公司则偏好加大资本中介业务的资金投入。但整体来看，债务水平相较于 2014-2015 年牛市时仍较低，整体流动性较为宽松；同时，因各家证券公司业务开展情况的不同，净资本对债务的覆盖度继续分化。

综合来看，证券公司经营业绩虽受市场周期影响较大，整体盈利收窄，但随监管环境转变及资管业务和资本中介业务收入的稳定增长，其收入结构有所优化，证券公司信用质量仍较为稳定。债务融资工具的多样化发行使得证券公司整体流动性风险可控，但债市波动以及信用风险事件的持续暴露将使固定收益自营业务占比较大的证券公司持续承压。

**1. 股市维持慢牛走势，债市震荡走熊，证券公司盈利收窄但收入结构有所优化，将来持续盈利能力仍需看业务分化后的转型情况。**

**股市维持慢牛走势，债市震荡走熊。**

2017 年，股票市场维持慢牛走势，其中上证 50 涨幅最大，全年涨幅为 25.08%。全年在以食品饮料和白色家电板块为代表的消费类股票和以钢铁煤炭板块为代表的周期类股票带动下，截至 2017 年末，上证综指收盘于 3307.17 点，较年初上涨 6.56%；深圳成指收盘于 11040.45 点，较年初上涨 8.48%；受制于较高的平均估值，2017 年创业板指收盘于 1752.65 点，较年初下跌 10.67%。根据 Wind 资讯统计，2017 年沪深 A 股市场累计股基交易额为 241.88 万亿，较去年减少 12.52%；根据证监会公布的市场统计数据，2017 年前三季度证券市场首发募集资金及定向增发募集资金分别为 1685.40 亿元和 9382.66 亿元，较去年同期分别增加 66.61% 和

-28.73%。

债券市场震荡走熊，10 年期国债收益率上行 88BP 至 3.89%，10 年期国开债上行 117BP 至 4.85%。受货币政策收紧、金融去杠杆及委外赎回等因素影响，债券市场全年经历了 3 次收益率的快速上行。

2017 年债券发行规模总额达 407826.28 亿元，较 2016 年增加 12.17%。其中，地方政府债发行 43580.94 亿元；同业存单发行 201665.70 亿元；企业债发行 3730.95 亿元；公司债发行 11021.74 亿元；国债、同业存单、资产支持证券、可转债和可交换债券发行规模均同比增长。受收益率上行影响，企业发债难度加大，公司债和企业债发行规模分别减少 37.04% 和 60.26%。2017 年，银行间和交易所债券合计成交 992562.13 亿元，总成交量较上年减少 20.74%。分类别看，国债、地方政府债、企业债、公司债、中票和短融券分别成交 120159.43 亿元、8407.92 亿元、27312.94 亿元、9677.37 亿元、63177.22 亿元和 64650.16 亿元。

证券公司盈利收窄，结构上经纪、投行业务受市场波动影响有所下降，自营投资、资本中介和资管业务有所增长。

2017 年前三季度，股票市场维持慢牛走势，沪深两市主要指数均有小幅上涨，股基交易量较去年同期有所减少；债券市场延续 2016 年末走势，收益率持续走高。在此背景下，根据 Wind 数据统计，2017 年前三季度 29 家上市证券公司营业收入为 1946.17 亿元，较上年同期减少 1.13%。其中，受股基交易量减少影响，代理买卖证券净收入为 492.39 亿元，较去年下降 20.00%；虽 IPO 募集资金较去年同期增长，但激烈的市场竞争加之再融资及债券发行金额的减少使得上市证券公司证券承销与保荐业务净收入出现下滑，较去年同期减少 29.83%；随着《证券公司风险控制指标管理办法》及《基金管理公司子公司管理规定》的出台，上市证券公司资产管理业务仍处于转型阶段，业务净收入较去年小幅上升；投资收益方面，2017 年前三季度股票市场整体估值维持稳定，蓝筹股的结构化行情使得证券公司投资收益有一定提升，而市场慢牛的走势亦使得证券公司的投资标的公允价值有所增长；利息净收入方面，两融规模的企稳回升加之证券公司加大对股票质押业务的资金投入使得其较去年同期增长 1.14%。从资产规模来看，上市证券公司总资产涨幅与股票市场涨幅基本持平；因 2016 年 10 月份《证券公司风险控制指标计算标准规定》的出台，部分上市证券公司通过增资的方式提高净资本满足监管指标的调整，净资产较去年同期上升 13.97%。

表1： 上市证券公司经营数据同比（单位：亿、万亿）

	2016年 前三季度	2017年 前三季度	变化
营业收入	1968.32	1946.17	-1.13
代理买卖证券业务净收入	615.47	492.39	-20.00
证券承销与保荐业务净收入	292.16	235.00	-19.57

资产管理业务净收入	172.33	184.76	7.22
投资净收益	545.04	587.32	7.76
公允价值变动净收益	-47.34	14.32	-
利息净收入	226.37	228.95	1.14
净利润	751.33	690.63	-8.08
	<b>2016年 9月末</b>	<b>2017年 9月末</b>	<b>变化</b>
总资产	45497.56	49832.38	9.53
净资产	11104.36	12655.63	13.97

资料来源：证券公司定期报告

从盈利结构来看，得益于市场盘整时期的结构性行情，上市证券公司证券投资收益和公允价值变动净收益占比较去年同期分别提升 2.49 个百分点和 3.14 个百分点。股票质押业务规模的快速增长加之两融业务规模的企稳回升使得证券公司利息净收入贡献维持稳定。受股基交易额同比减少及债券市场和再融资募资规模大幅减少影响，证券公司代理买卖证券业务净收入和证券承销与保荐业务净收入贡献同比减少。

**表2： 证券公司营业收入各项占比（单位：%）**

	2016年 前三季度	2017年 前三季度
手续费及佣金净收入	58.28	49.72
其中：代理买卖证券业务净收入	31.27	25.30
证券承销与保荐业务净收入	14.84	12.07
资产管理业务净收入	8.75	9.49
投资净收益	27.69	30.18
公允价值变动净收益	-2.40	0.74
利息净收入	11.50	11.76
其他	4.93	7.61
营业收入	100.00	100.00

资料来源：证券业协会

整体来看，2017 年前三季度证券公司盈利情况仍受股票及债券市场景气度影响，较去年同期有所下降，营业收入仍以经纪业务为主要来源，得益于股票市场的慢牛走势，投资收益及利息净收入占比均较去年同期有所提升。

## 2.外部竞争压力仍在、行业内和区域内竞争压力持续上升。

证券行业外部竞争压力持续上升，业务区域限制亦基本被打破，区域竞争日趋激烈。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。2015 年 7 月，财政部发布《第七轮中美战略与经济对话框架下经济对话联合成果情况说明》，承诺增进外国金融服务公司和投资者对其资本市场的参与，包括逐步扩大外资参股证券公司业务范围，允许符合条件的外资金融机构在上海自贸试验区设立合资证券公司，外资持股比例不超过 49%，内资股东不限于证券公司。2017 年 11 月，中美元首北京会晤经济成果吹风会上，财政部副部长朱光耀介绍了金融开放政策的具体内容。其中将单个或多个外国投资者直接或间接投资证券、基金管理、期货公司的投资比例限制放宽至 51%，措施实施三年后，投资比例不受限制。

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；2015 年 1 月 16 日，申银万国证券股份有限公司以向宏源证券股份有限公司全体股东公开发行人 A 股股票，购买宏源证券股份有限公司全部股东权益，换股吸收合并成立申万宏源证券有限公司。此外，随着 2016 年 12 月中国银河证券首发申请过会，国内前十大证券公司的资本融资渠道终处于同一水准。截至 2017 年末，已有 18 家证券公司处于正常待审核状态，随着更多证券公司完善资本补充渠道，证券行业各梯队间差距将逐步拉大，而各梯队内部间的竞争压力将逐步提升。

### 3. 资本实力提升，杠杆水平及债务覆盖度有所分化。

2014 年下半年及 2015 年上半年，我国股票市场有所回暖，带动证券公司资本中介业务迅猛发展，证券公司通过增资扩股和发行长期债券等多种方式融入资金支持业务发展，资本实力和杠杆水平均快速上升。2016 年，受市场震荡影响，加之两融业务保证金调整，整体资产及负债增速维持平稳。2017 年前三季度，股票市场维持慢牛走势，债市波动较大，随着两融余额以及股票质押业务资金需求的逐步提升，证券公司资产及负债规模有一定增长，所有者权益随盈利情况改善亦有所增加。

表3： 29 家上市证券公司所有者权益、总负债\*和总资产\*情况表（单位：亿元、%）

	2014年末		2015年末		2016年末		2017年9月末	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
所有者权益	12655.63	137.22	10677.48	-15.63	11757.36	10.11	12655.63	7.64
总负债*	27750.51	343.42	26707.56	-3.76	25521.94	-4.44	27750.51	8.73
总资产*	40406.14	248.53	37385.04	-7.48	37279.30	-0.28	40406.14	8.39

资料来源：WIND、新世纪整理绘制

伴随着行业整体转型持续加速，证券公司面临愈加激烈的行业竞争，多家证券公司因净资本指标吃紧而遭遇业务扩张瓶颈。恰逢证监会适时重启 IPO，并进一步放宽证券公司股权融资政策，多家证券公司纷纷通过 IPO 上市、增资扩股等股权融资方式补充资本，资本实力得到大幅增强的同时，缓解了业务快速发展而带来的净资本瓶颈和杠杆压力。

**表4: 2014-2017 年 A+H 股市场证券公司股权融资情况表 (单位: 家、亿元)**

	2014年		2015年		2016年		2017年	
	家数	规模	家数	规模	家数	规模	家数	规模
IPO-A 股	1	69.96	3	446.78	3	102.58	2	69.02
IPO-H 股 (HKD)	1	15.01	3	428.48	4	361.91	-	-
增发	5	373.34	4	225.00	4	205.06	2	162.14
配股	-	-	1	122.58	2	77.79	-	-
可转债	1	25.00	-	-	-	-	1	70.00

资料来源: WIND、新世纪整理绘制

随着融资融券等资本中介业务的快速发展,使得证券公司资金需求迅速上升,在使用自有资金的基础上,负债经营渠道持续拓宽。目前,我国证券公司的负债渠道主要包括债券正回购、证金公司转融资、两融收益权转让、发行债券(包括短期融资券、短期公司债券、公司债券和次级债券等)、同业拆借、收益互换等。但受制于较严格的资格和额度审批以及出于对债券销售和成本的考虑,一般仅有中大型证券公司通过中长期债券进行融资。因此,依托更加畅通的融资渠道和相对丰富的风险管理经验,此类证券公司杠杆水平普遍较高。

随着债券正回购量的增加、短期融资券、短期公司债券、公司债券和次级债券的大量发行,证券行业杠杆水平增幅较快,总体已处于较高水平。根据 29 家上市证券公司数据,近年来我国上市证券公司杠杆经营水平上升较快,资产负债率\*由 2012 年末的 36.90% 上升至 2017 年 6 月末的 65.62%。2016 年以来,随着二级市场的大幅震荡,证券公司的负债规模有所下降,截至 2017 年 6 月末,上市证券公司资产负债率\*降至 65.62%,但部分证券公司仍面临较大的去杠杆压力,2017 年 6 月末仍有 9 家证券公司资产负债率\*超过 70%。从负债结构来看,随着债务融资手段的不断丰富,我国证券公司通过债券正回购业务增加经营杠杆的局面已有所缓解。

**表5: 29 家上市证券公司平均杠杆水平 (单位: %)**

	2014年末	2015年末	2016年末	2017年6月末
资产负债率*	65.93	69.81	66.25	65.62
净资本/总负债*	40.51	35.32	44.03	43.39
净资本/有息债务	48.68	42.53	52.43	51.41
货币资金*/总负债*	14.27	14.53	13.65	12.24

资料来源: WIND、新世纪整理绘制

**表6: 29 家上市证券公司资产负债率\*分布情况**

	2014年末	2015年末	2016年末	2017年6月末
20-50 (包含)	3	0	2	1
50-60 (包含)	3	3	0	5
60-70 (包含)	10	11	17	14
70-80 (包含)	13	15	10	9

资料来源：WIND、新世纪整理绘制

从各证券公司资产负债率\*上看，2017 年上半年西部证券、招商证券、财通证券以及浙商证券资产负债率\*降幅超过 5%，其中西部证券及招商证券主要系短期债务集中到期所致；财通证券主要系固定收益业务规模下降所致；浙商证券则得益于股票发行成功资本得到补充。华安证券与光大证券资产负债率\*增长超过 5%，主要系固定收益业务规模提升，卖出回购金融资产规模与交易性金融资产均大幅增长所致。依托债券正回购增加杠杆和债券融资，证券行业杠杆水平结构分化较严重，经营风格较为激进的证券公司较善于根据行情调节自身杠杆经营水平及自营业务规模，但同时其盈利稳定性亦受其风格影响而产生较大波动；经营风格稳健的证券公司则偏好于通过通道及资本中介业务积累利润，其杠杆水平主要随资本中介业务规模波动。

**表7： 29 家上市证券公司资产负债率\*（单位：%）**

	2014年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 6 月末
财通证券	75.36	70.80	61.16	54.70
第一创业	67.24	73.85	64.34	64.46
东北证券	61.28	78.18	72.17	68.53
东方证券	78.28	78.52	76.76	77.40
东吴证券	67.56	70.38	70.69	72.48
东兴证券	76.61	76.23	69.65	65.65
方正证券	53.95	66.86	70.21	70.18
光大证券	64.24	66.34	60.26	65.63
广发证券	75.46	73.45	70.32	70.23
国海证券	53.76	62.17	74.15	73.40
国金证券	36.24	51.32	42.95	41.72
国泰君安	79.67	68.23	64.11	60.29
国信证券	70.89	69.40	65.29	63.70
国元证券	56.25	59.32	62.16	63.95
海通证券	73.42	73.83	73.24	71.76
华安证券	63.79	69.71	49.22	59.02
华泰证券	79.23	74.85	72.25	70.57
山西证券	49.06	59.16	64.47	65.82
申万宏源	71.16	74.17	70.89	73.66
太平洋	31.00	72.17	65.04	66.67
西部证券	68.86	67.89	67.41	56.64
西南证券	63.76	62.82	65.92	64.97
兴业证券	70.62	75.63	67.14	71.54
长江证券	69.43	73.63	67.51	68.47
招商证券	69.35	76.13	65.86	58.11
浙商证券	72.59	74.23	75.42	69.93
中国银河	71.13	68.66	62.47	59.29

中信证劵	73.23	69.56	68.51	69.84
中原证劵	68.53	66.86	61.53	64.40

资料来源：WIND、新世纪整理绘制

从各证劵公司净资本对总负债\*来看，2017 年上半年光大证劵、国元证劵、华安证劵、申万宏源证劵该项指标降幅超过 5%，其中光大证劵、华安证劵、申万宏源证劵皆系固定收益投资杠杆增加所致，三家证劵公司 2017 年 6 月末卖出回购金融资产款分别较年初增长 120.92%、221.45%、43.72%；国元证劵主要系合并化结构主体增加所致。招商证劵该项指标增长 9.75%，主要系永续债发行资本实力增强所致。

**表8： 29 家上市证劵公司净资本对总负债\*覆盖度（单位：%）**

	2014年末	2015年末	2016年末	2017年6月末
财通证劵	27.30	32.91	55.79	66.54
第一创业	27.72	23.45	48.03	41.95
东北证劵	48.62	16.12	32.03	37.67
东方证劵	17.48	19.92	25.06	24.88
东吴证劵	29.42	36.32	39.39	36.11
东兴证劵	25.25	31.18	47.52	55.75
方正证劵	36.41	25.31	25.62	25.76
光大证劵	35.34	43.75	53.89	36.97
广发证劵	25.67	29.14	34.67	32.33
国海证劵	57.10	64.08	32.49	33.43
国金证劵	143.01	85.48	123.82	129.61
国泰君安	15.55	35.42	40.61	49.82
国信证劵	28.00	42.29	50.87	48.94
国元证劵	41.27	43.42	38.43	30.48
海通证劵	18.59	25.92	23.57	23.03
华安证劵	42.87	32.33	84.09	53.43
华泰证劵	12.33	21.58	20.23	21.23
山西证劵	53.62	51.92	36.55	32.43
申万宏源	37.97	22.16	38.64	33.04
太平洋	169.30	32.35	48.72	52.74
西部证劵	35.06	45.70	45.84	72.95
西南证劵	43.69	41.81	38.89	37.46
兴业证劵	37.08	23.91	43.95	38.06
长江证劵	30.32	32.69	45.18	40.71
招商证劵	27.04	24.05	39.39	49.14
浙商证劵	26.21	26.05	24.04	32.34
中国银河	35.23	48.35	54.68	57.93
中信证劵	16.02	27.61	29.49	23.15
中原证劵	31.37	39.15	55.32	40.47

资料来源：WIND、新世纪整理绘制

2014-2015 年，在股市牛市转换至债市牛市的进程中，证劵公司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。随着 2015 年末债券市场进入震荡调整周期，绝大部分证劵公司交易性杠杆都有较为明显下降。2016 年四季度，债券市场收益率大幅上行，截至 2016 年末，大部分证劵交易性杠杆均大幅下降，其中山西证劵及浙商证劵卖出回购金融资产款较 2015 年有所增长，两家证劵公司分别根据债券市场行情加大了自身固定收益投资规模，不同的是山西证劵选择做空债券市场。2017 年以来，债券市场延续上年末走势，收益率震荡上行，部分证劵公司适时加大了自身固定收益业务的投资规模，截至 2017 年 6 月末，证劵公司自营业务杠杆出现一定分化，从 2017 年四季度债券市场走势来看，在未进行对冲的情况下，杠杆提升反而增加了固定收益自营业务的风险敞口。后续此类证劵公司的投资收益或有出现较大波动的可能，同时运用正回购大幅增加债券投资杠杆的证劵公司或面临较大的利率风险。

**表9: 29 家上市证劵公司卖出回购金融资产款/净资产**

	2014年末	2015年末	2016年末	2017年6月末
财通证劵	105.98	148.45	57.82	31.69
第一创业	150.99	161.98	43.88	76.88
东北证劵	107.14	272.94	69.70	74.16
东方证劵	316.31	185.88	136.91	143.52
东吴证劵	187.57	61.74	55.61	36.54
东兴证劵	168.32	115.94	47.12	18.18
方正证劵	144.78	119.11	89.02	124.39
光大证劵	182.34	56.83	21.43	54.11
广发证劵	167.67	132.71	75.65	122.54
国海证劵	125.56	53.09	191.87	174.38
国金证劵	41.17	45.17	27.32	36.94
国泰君安	259.55	106.18	49.44	48.93
国信证劵	141.79	43.50	27.96	37.49
国元证劵	121.80	45.02	32.51	53.42
海通证劵	201.34	115.27	55.59	69.89
华安证劵	117.39	107.56	26.27	88.15
华泰证劵	251.77	63.39	43.13	52.94
山西证劵	13.53	17.40	146.32	166.47
申万宏源	88.51	197.40	68.33	99.55
太平洋	49.23	85.93	46.71	82.12
西部证劵	138.55	94.10	75.82	63.25
西南证劵	158.35	74.67	65.45	85.23
兴业证劵	123.59	118.37	29.24	51.96
长江证劵	227.56	147.41	107.72	96.84

招商证券	193.09	115.61	42.61	51.52
浙商证券	138.44	84.92	106.09	103.86
中国银河	128.58	73.97	46.12	30.45
中信证券	281.85	142.92	129.85	124.04
中原证券	139.64	67.22	54.89	132.30

资料来源：WIND、新世纪整理绘制

#### 4. 债市波动及资本中介业务规模的提升使得证券公司短期债务规模逐步提升。

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，资本中介业务因其相对较小的风险和相对稳定的收益而资金用量成倍增加。2014 年下半年及 2015 年上半年，我国股票市场有所回暖，带动证券公司资本中介业务快速发展，证券公司通过增资扩股和发行长期债券等多种方式融入资金支持业务发展，负债经营程度和资产负债率均快速上升，且债务期限有所延长。2015 年 6 月下旬以来，我国股票市场出现较大幅度波动，证券公司资本中介业务相应受到一定影响，部分账户被强制平仓，前期较多的融入资金亦由于资本中介业务规模的缩减而出现闲置。鉴于目前资本中介业务仍以融资和股票质押式回购等融出资金为主，两者规模与股市间具有高度正相关性，2015 年股市的剧烈波动无疑使得证券公司在流动性和盈利性间面临两难。2016 年，股票市场持续震荡，股基交易量虽有所下降，但股票质押业务规模的快速提升使得资本中介业务整体规模基本与 2015 年持平，债券市场的大幅波动则使得卖出回购金融资产出现较大降幅，证券公司整体交易性杠杆均有所下降。2017 年以来，随着各公司长期债务的陆续到期以及两融规模的企稳回升和股票质押业务规模的持续增长，证券公司短期债务规模逐步提升，而在债券市场持续震荡走熊时，部分证券公司仍逐步加大其固定收益业务的投资规模，卖出回购金融资产有所回升。整体来看，证券公司自营业务规模和资本中介业务规模均稳步增长，为满足流动性需求其债务规模亦同比上升。

表10: 29 家上市证券公司合计资产负债结构 (单位: 亿元、%)

资产端	2014年末	2015年末	2016年末	2017年 9月末
货币资金*	2183.76	3563.69	3058.63	2547.31
交易性金融资产+可供出售金融资产+持有至到期 投资	8160.96	16683.05	16547.69	18070.77
买入返售金融资产+融资融券金额	10575.36	13027.10	12960.44	14840.25
负债端	2014年末	2015年末	2016年末	2017年 9月末
卖出回购金融资产款	7514.81	8610.74	6037.40	7123.66
短期借款+拆入资金+短期融资券+交易性金融负 债	3902.04	4447.42	5596.22	6647.04
长期借款+应付债券	2878.57	8750.79	9543.55	9881.84
(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)	0.42	0.88	0.90	0.82

资料来源：WIND、新世纪整理绘制

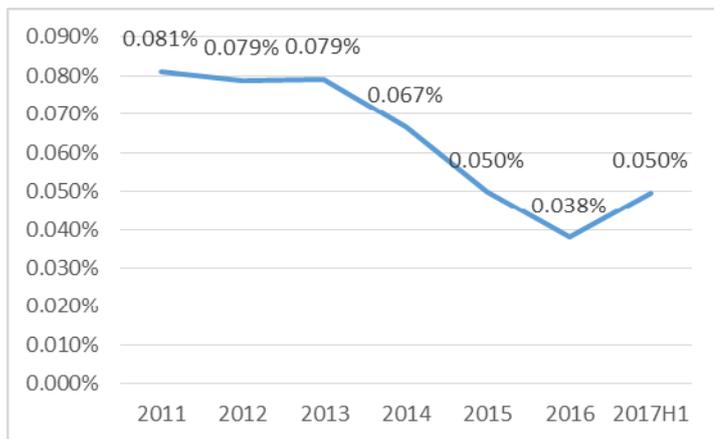
**5. 证券公司资管和资本中介业务稳定发展，自营投资收益在结构性行情下有所回升，但经纪和投行业务受市场波动影响营收有所收窄。**

2017 年，股票市场维持慢牛走势，债券市场持续调整，得益于两融规模的企稳回升和股票质押业务规模的增长，加之受托资产管理规模的快速增长，证券公司资本中介业务和资管业务稳定发展。债券和再融资发行规模的下降，证券公司投行业务收入有所下滑。受市场交投低迷影响，经纪业务盈利持续收窄。价值蓝筹股和周期股带来的结构性行情使得证券公司自营投资收益有所改善。

**经纪业务：传统经纪业务盈利继续收窄。**

2017 年，股票市场维持慢牛走势，但交投略显低迷，根据 WIND 资讯统计数据，两市股基交易量为 241.88 万亿元，较上年下降 12.51%，预计 2017 年度证券公司代理买卖证券业务净收入继续下滑。得益于中国结算公司将投资者开户上限从 20 户下调至 3 户的举措，以及各家证券公司互联网金融业务的逐步成熟，整体行业佣金率下降的趋势得到减缓；加之最新的《证券公司经纪业务管理办法（征求意见稿）》的发布，在规范证券公司互联网营销的同时，禁止收到的佣金明显低于证券经纪业务服务成本，旨在缓解佣金快速下滑。证券行业为取代低佣金率吸引客户的模式，各证券公司不断加强客户服务体系建设，在对客户进行分级分层的基础上按需提供金融服务，增加经纪业务附加值以维持佣金率的稳定。

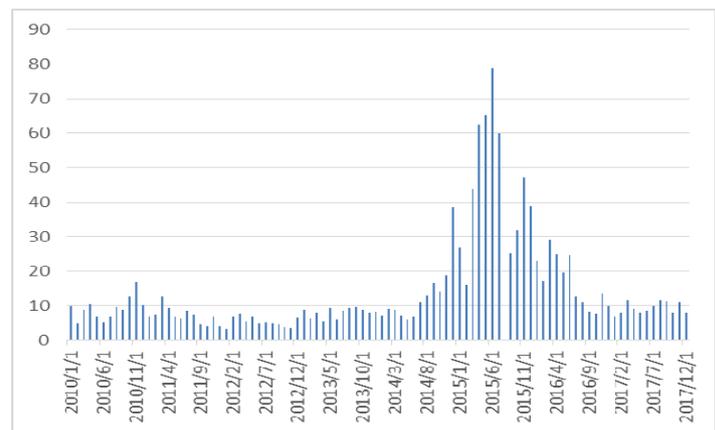
表11： 证券行业佣金率



数据来源：WIND 资讯，上海新世纪整理

注：佣金率=代理买卖证券业务净收入/股基交易额\*100。

表12： 沪深两市股基成交额（单位：亿元）



数据来源：WIND 资讯，上海新世纪整理

2017 年沪深两市股基交易量排名前十的证券公司较上年变化不大，但整体上大型证券公司的市场占有率有所下滑。华泰证券以远超其他证券公司的股基交易市场份额稳居榜首。国

泰君安凭借压降佣金的策略拉动股基交易规模快速增长，市场份额排名跃居第二。东方财富证券得益于股东庞大的互联网客户基础，近年来市占率快速攀升，由 2016 年的 35 为跃居至 2017 年的第 21 位，成为证券公司经纪业务中的黑马。而天风证券亦表现亮眼，2017 年排名迅速上升 21 位，位居行业第 48 位。

**表13: 证券公司股基交易额市场份额排名 (单位: %)**

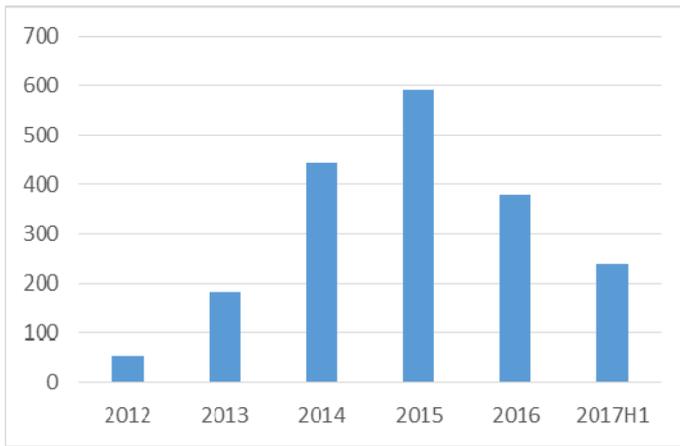
2017年末		2016年末		2015年末		2014年末	
证券公司	份额	公司	份额	证券公司	市场份额	证券公司	市场份额
华泰证券	7.86	华泰证券	8.90	华泰证券	8.49	华泰证券	8.05
国泰君安	5.25	中信证券	5.02	中国银河	5.17	申万宏源	5.22
中信证券	4.90	中国银河	4.95	海通证券	5.06	中国银河	5.12
海通证券	4.78	海通证券	4.67	广发证券	4.85	国泰君安	5.05
中国银河	4.58	国泰君安	4.47	国泰君安	4.79	海通证券	4.87
广发证券	4.34	广发证券	4.44	申万宏源	4.67	广发证券	4.40
招商证券	3.99	招商证券	3.80	中信证券	4.30	招商证券	4.34
申万宏源	3.15	国信证券	3.37	招商证券	4.17	中信证券	3.95
国信证券	3.13	申万宏源	3.24	国信证券	3.95	国信证券	3.89
中信建投	3.02	中信建投	2.91	中信建投	3.22	中信建投	3.51
合计	44.99	合计	45.77	合计	48.67	合计	48.40

数据来源: WIND 资讯, 上海新世纪整理

**资本中介业务: 两融规模企稳回升和股票质押业务规模的增长带动资本中介业务稳定发展。**

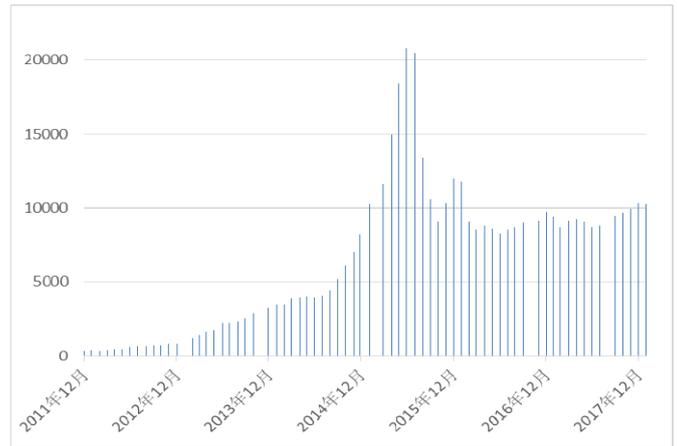
历经前期的爆发式增长和迅速回落后, 各家证券公司对融资融券业务形成更为理性的认识, 适时建立逆周期管理机制, 控制经营杠杆, 防范业务风险。自 2016 年 2 月以来, 各家证券公司通过上调标的券折算率, 向市场释放积极信号, 两融规模在回落后得以企稳。2016 年和 2017 年上半年, 在市场持续震荡之际, 融资融券业务高度依赖市场行情的特性, 使其规模始终徘徊在 8500 亿元-9500 亿元之间, 增长仍有待于市场的回暖。2017 年下半年起, 两融规模随消费类及周期类股票带动的结构性行情出现稳步回升, 截至 2017 年末, 沪深两市两融余额为 10262.64 亿元, 较 2016 年末两融余额上升 9.26%。随着两融规模稳定回升, 两融利息收入也有望得到平稳增长。

表14: 证券行业利息净收入 (单位: 亿元)



数据来源: WIND 资讯, 上海新世纪整理

表15: 融资融券余额 (单位: 亿元)



数据来源: WIND 资讯, 上海新世纪整理

两融业务的市场竞争格局在震荡上行、维持慢牛的市场行情中表现稳定, 整体变动幅度不大。虽然互联网证券公司能够凭借价格优势争取一定份额, 但资本规模限制了其业务扩张的速度。大型证券公司凭借其庞大的经纪业务客户基础、自身充足的资本金以及相对便利的外部融资等优势, 在两融业务市场竞争中占据绝对优势。因此融资融券业务集中度相比传统经纪业务较为稳定。截至 2017 年末, 前十大证券公司两融规模市占率达 50.78%。

表16: 证券公司融资融券市场份额排名 (单位: %)

2017年末		2016年末		2015年末		2014年末	
证券公司	份额	公司	份额	证券公司	市场份额	证券公司	市场份额
中信证券	6.34	中信证券	6.03	中国银河	5.89	华泰证券	6.38
华泰证券	5.73	华泰证券	5.87	广发证券	5.70	国泰君安	6.28
国泰君安	5.66	广发证券	5.76	华泰证券	5.63	广发证券	6.27
中国银河	5.56	中国银河	5.63	中信证券	5.61	中国银河	5.88
广发证券	5.46	国泰君安	5.45	国泰君安	5.55	申万宏源	5.64
招商证券	5.33	招商证券	5.43	招商证券	5.35	招商证券	5.64
海通证券	4.68	海通证券	4.76	海通证券	5.17	海通证券	5.57
中信建投	4.52	国信证券	4.04	申万宏源	4.18	国信证券	4.86
国信证券	3.79	申万宏源	3.96	国信证券	3.91	中信证券	4.76
申万宏源	3.70	光大证券	3.24	光大证券	3.30	光大证券	3.65
合计	50.78	合计	45.64	合计	48.01	合计	48.14

数据来源: WIND 资讯, 上海新世纪整理

相较于两融业务的随行就市, 股票质押业务则体现出更显著的逆周期属性, 成为资本中介业务的重要增长点。相对较低的市场点位一定程度上提高了新增股票质押业务的安全边际, 形成股票质押规模的扩容的有利条件, 有利于优化证券公司盈利结构。近年来股票质押业务实现快速发展, 2017 年末证券公司股质业务年末未解押市值为 1.92 万亿元。

表17: 股权质押规模及各质押方占比 (单位: 亿元、%)

	股权质押 市值规模	占比					证券公司股权质 押年末未解押市 值
		证券公 司	银行	一般公 司	信托公 司	个人	
2017 年末	36699.62	58.68	13.79	12.15	14.87	0.50	19251.13
2016 年末	47446.76	57.34	14.52	17.70	10.12	0.31	10463.28
2015 年末	37659.71	55.53	18.16	15.65	9.81	0.86	2938.18
2014 年末	16575.67	52.83	22.50	10.63	13.80	0.23	1080.36
2013 年末	10079.24	23.24	27.62	14.28	34.53	0.33	-

数据来源: WIND 资讯, 上海新世纪整理

从行业竞争格局来看, 大型证券公司凭借资本金优势和客户资源优势, 较中小型证券公司具备显著优势。加之《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》的颁布, 以证券公司分类评价为标准差异化限制各证券公司股质业务规模, 大中小型证券公司股票质押业务表现将进一步分化。

表18: 证券公司股票质押式回购规模排名 (单位: 万亿)

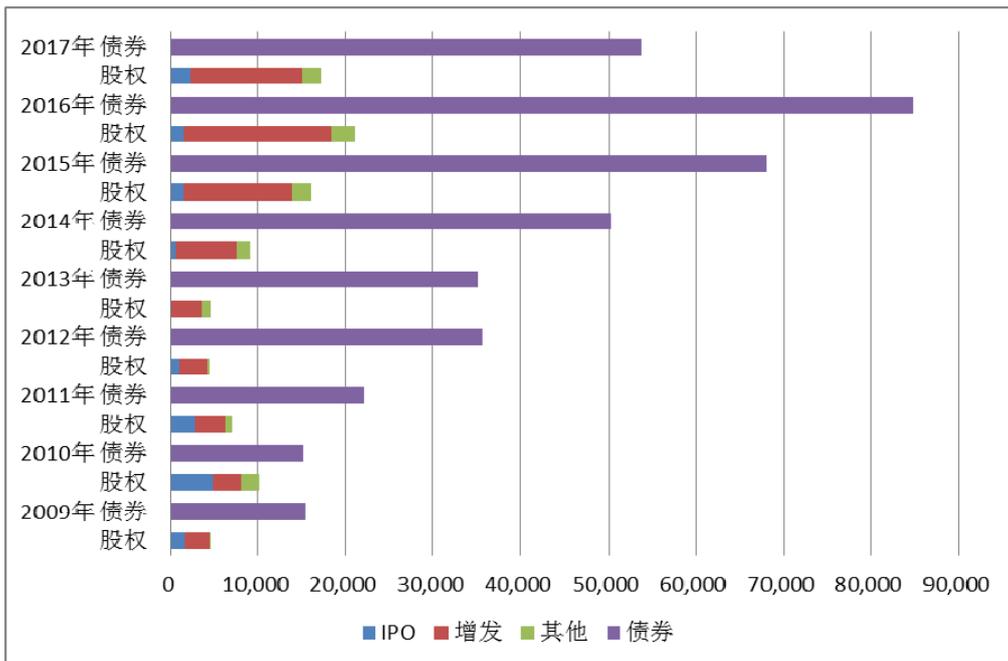
排名	2017年末			2016年末		
	证券公司名称	全部交易市值	未解押交易 市值	证券公司名称	全部交易市值	未解押交易 市值
1	中信证券	2412.06	1855.71	海通证券	1571.65	769.430
2	海通证券	1322.97	1215.11	国泰君安	1568.22	754.092
3	国泰君安	1290.50	1176.42	中信证券	2194.03	725.240
4	华泰证券	1276.21	1034.06	华泰证券	1283.33	431.026
5	申万宏源	846.44	809.66	国信证券	652.54	406.585
6	中信建投	746.89	723.58	平安证券	904.98	370.146
7	中国银河	701.44	672.30	申万宏源	986.67	314.438
8	国信证券	684.66	656.42	天风证券	623.57	292.194
9	兴业证券	706.37	617.20	第一创业	664.77	281.986
10	广发证券	735.21	556.83	广发证券	600.53	278.094

数据来源: WIND 资讯, 上海新世纪整理

### 投行业务: 股权、再融资和资产支持证券承销发力带动证券公司盈利结构优化。

2017年, 证券公司投行业务出现结构性调整。IPO 受理步入常态化, 融资规模稳步增长, 再融资新规政策的出台和审批的收紧使得再融资规模明显收缩, 同时, 在收益率持续上行和金融去杠杆的背景下, 企业发债难度加大, 而资产支持证券得到迅猛增长。但股票首次发行规模的上升难以抵补再融资及债券发行规模的下降, 2017年上半年证券公司投行业务收入同比减少 29.83%, 2017年前三季度上市证券公司证券承销与保荐业务净收入同比减少 19.57%。

表19: 资本市场历年融资金额 (单位: 亿元)



数据来源: Wind, 上海新世纪整理

注: 债券融资金额含企业债、公司债、中期票据、短期融资券和定向工具

从股票首次发行来看,2017 年发行节奏较为稳定,年末有所收紧,全年发行规模约为 2300 亿。证券公司的项目及人员储备情况将决定其当年股票承销的市场占有率。截至 2018 年 1 月 15 日,市场共有 2509 家企业报审,其中已受理 83 家、已反馈 272 家、已披露更新和辅导备案登记受理项目合计 1596 家,同时,报审企业被终止审查合计 502 家,占比为 20.86%。虽然整体发行规模将超去年,但监管力度及审查要求也正逐步提升,由此对证券公司的项目质量控制和风险管理能力提出了新的要求。

表20: 前十大证券公司股票承销项目及人员储备情况 (单位: 亿元)

保荐机构	合计	报审家数(按审核状态)							保荐代表人数
		已受理	已反馈	已预披露更新	中止审查	暂缓表决	终止审查	辅导备案登记受理	
广发证券	142	0	20	3	0	0	34	85	131
招商证券	141	6	13	9	0	0	33	80	112
中信建投	137	7	25	6	0	0	28	71	111
国金证券	113	1	10	3	0	1	25	73	86
海通证券	112	2	17	2	0	0	35	56	114
中信证券	106	8	15	9	0	1	27	46	147
国信证券	96	5	8	3	0	0	29	51	192
光大证券	68	3	9	1	0	0	13	42	65
兴业证券	68	2	3	5	0	0	9	49	74
民生证券	66	2	4	3	0	0	16	41	90

数据来源: Wind 资讯, 上海新世纪整理 (截至 2018 年 1 月 15 日)

从再融资市场来看，2017 年 2 月 17 日出台的《上市公司非公开发行股票实施细则》以及《发布监管问答-关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》针对定增规模、周期以及资金用途都提出了一定限制，变相减少了再融资承销业务的市场总量。2017 年再融资规模较上年下降 24.90%，证券公司该项业务承销收入将相应缩减。

从债券市场来看，2017 年以来，在“金融去杠杆”和“防范风险”为目标的监管指导下，市场收益率出现三次大规模上行，新增债权融资规模明显下降。截至 2017 年 9 月末新增债权融资规模为 13591.77 亿元，较去年同期减少 9085.62 亿元。其中，公司债发行规模明显减少，可转换公司债券的发行规模有所上升，但整体体量仍然较小。

自备案制落地以来，资产证券化市场实现高速发展，2017 年末资产支持证券承销规模达 12551.88 亿元，较上年增长 82.88%。其中，德邦证券依托蚂蚁金服 ABS 项目积累了丰富的互联网金融 ABS 经验，年末以 2519.31 亿元的 ABS 承销规模位列 ABS 承销第一位，市占率高达 1/5。此外，信达证券、开源证券和天风证券等中小型证券公司亦结合自身优势，积极布局差异化发展战略，ABS 承销规模迅猛增长，单项业务跻身行业中上游水平。

表 21: 前十大证券公司债券承销项目情况 (单位: 亿元)

机构名称	总承销金额(亿元)	债券总承销			占比		
		市场份额 (%)	只数	平均承销额(亿元)	金融债	公司债	资产支持证券
中信证券	4857.25	11.09	716	6.78	40.80	6.88	31.53
中信建投	3842.49	8.77	630	6.10	27.33	31.70	20.42
招商证券	3493.89	7.98	479	7.29	15.00	10.88	59.69
德邦证券	2681.42	6.12	322	8.33	0.00	4.91	93.95
国泰君安	2486.85	5.68	410	6.07	32.52	25.38	20.96
海通证券	1916.51	4.38	423	4.53	25.01	30.16	11.61
光大证券	1914.43	4.37	304	6.30	48.37	17.38	20.13
中金公司	1903.86	4.35	269	7.08	41.29	23.55	21.51
广发证券	1334.58	3.05	272	4.91	34.63	36.09	14.32
国开证券	1214.30	2.77	136	8.93	19.14	9.89	36.89

数据来源: Wind 资讯, 上海新世纪整理 (截至 2017 年末)

另外新三板市场在推行挂牌股票分层制度以来，整体挂牌速度及挂牌家数呈下降趋势，2017 年新三板累计挂牌家数 11630 家，流通股本数量合计 3417 亿股，做市转让 2514.61 亿元。整体来看，新三板挂牌发行速度有所下降，但新三板实行注册制，挂牌企业要求较低，融资规模较小，因此证券公司新三板业务营业利润率较低，短期内仍较难为证券公司营业收入做出贡献。

表22: 新三板挂牌企业情况 (单位: 亿元)

交易日期	挂牌公司家数			总股本(亿股)			流通股本(亿股)		
	合计	做市转 让	协议转 让	合计	做市转 让	协议转 让	合计	做市转 让	协议转 让
2017 年	11630	1343	10287	6757	1392.47	5364.26	3417	902.31	2514.61
2016 年	10163	1654	8509	5852	1550.16	4301.39	2387	853.44	1533.36
2015 年	5129	1115	4014	2960	825.01	2134.50	1024	399.27	624.36
2014 年	1572	122	1450	658	61.83	596.52	237	27.77	209.11

数据来源: Wind 资讯, 上海新世纪整理 (截至 2017 年末)

**资产管理业务: 监管趋严将影响证券公司资管业务规模和收入, 主动管理能力仍需持续加强。**

2016 年以来, 证券公司资产管理业务规模保持稳定增长, 除 2016 年三季度受风险资本计提比例调整影响, 集合和定向资管计划环比增速有所调换外, 定向资管计划规模增速均超过集合资管计划。2017 年 4 月银监会连发 7 条监管规定提出多条政策, 旨在去通道、去嵌套以及限制套利, 2017 年 5 月证监会新闻发布会上首提全面禁止通道业务, 强调不得让渡管理责任。2017 年 11 月一行三会一局联合发布《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》, 在监管上延续了全年金融去杠杆的思路。截至 2017 年 9 月末, 证券期货经营机构资管业务集合资管计划及定向资管计划规模两季度环比持续下降。整体来看, 行业资管业务发展与监管政策基本一致, 对资管业务结构偏重主动管理型和投向多为标准化产品的证券公司业绩影响较小。

在监管推动金融去杠杆的背景下, 证券公司负债来源主要为银行资金的资管产品面临的监管不确定性较大, 未来资产管理业务整体规模或有所波动, 资管业务份额或将面临再次排序。

表23: 证券期货经营机构资产管理业务统计数据 (单位: 亿元、%)

产品类型	资产规模 2016年9月末	资产规模 2016年12月末	资产规模 2017年3月末	资产规模 2017年6月末	资产规模 2017年9月末
集合资管计划	21339.44	21938.37	22850.75	22212.38	21919.08
定向资管计划	130872.33	146857.06	160637.99	154444.21	147281.19
合计	152211.77	168795.43	183488.74	180974.52	173746.20

数据来源: 中国证券投资基金业协会

除去集合及定向资管计划净收入, 证券公司基金子公司对资管业务收入贡献占比也逐渐增加。基金子公司能够为证券公司拓宽自身资管业务渠道, 同时实现业务的多元化经营, 扩大资产管理规模。但由于基金子公司杠杆经营程度过高, 已被实施多项监管, 如要求禁止通道业务、增加资本金; 增加子公司风险指标管理暂行规定, 对净资本绝对指标、净资本相对指标、净资本流动指标、杠杆率指标等提出硬性规定。未来基金子公司也将面临业务转型,

资本金补充等方面问题，整理盈利能力或将有所下降。

**表24: 前十大资管业务收入证券公司基金子公司情况 (单位: 亿元)**

证券公司	基金子公司	资管规模	持股比例	总资产	营业收入	净利润
中信证券	华夏基金	10058.46	62%	85.54	41.04	14.58
广发证券	广发基金	3047.60	100%	66.55	24.77	7.77
	易方达	4282.90	25%	105.81	40.37	13.4
华泰证券	南方基金	6452.17	45%	63.75	30.02	8.26
	华泰柏瑞	1071.97	49%	10.26	7.20	2.00
国泰君安	国联安基金	411.00	51%	9.24	4.95	1.34
申万宏源	申万菱信	1171.00	-	13.28	5.58	1.67
	富国基金	4235.98	-	42.90	24.70	7.52
招商证券	博时基金	6134.00	49%	43.22	24.15	7.02
	招商基金	4440.00	45%	38.84	23.24	6.28
东方证券	汇添富	2707.00	35.41%	69.51	29.87	10.41
第一创业	创金合信	3219.62	70%	3.46	2.69	0.32
海通证券	海富通	-	51%	13.52	5.64	1.35
	富国基金	4235.98	27.78%	42.90	24.70	7.52

数据来源: 年报, 上海新世纪整理 (截至 2016 年末)

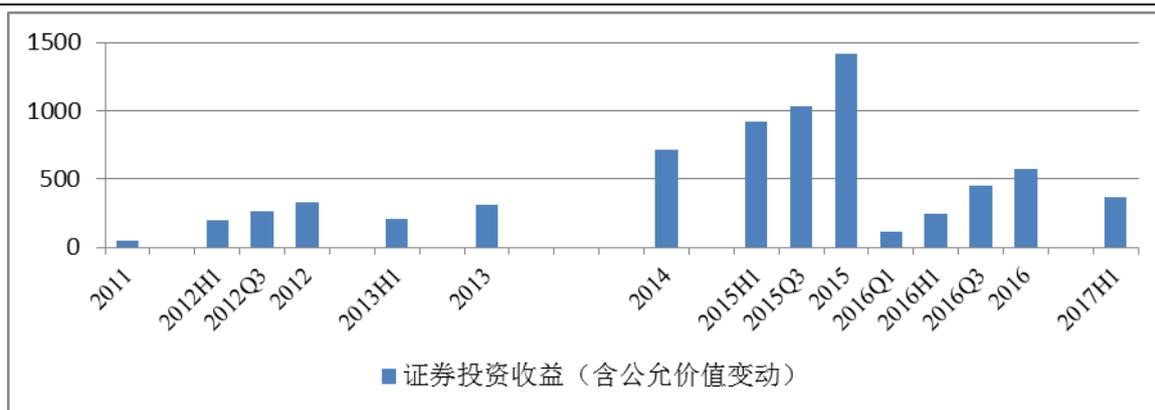
自 2014 年资产证券化由审批制转向备案制以来, 该业务进入迅速发展阶段。截至 2017 年 6 月末, 累计共有 109 家证券公司资管业务收入较去年同比上升。其中, 42 家证券公司备案产品 187 只, 规模 2895.53 亿元; 18 家基金子公司备案产品 31 只, 规模 394.35 亿元。整体来看, 证券公司作为管理人开展资产化业务优势仍较为明显, 在开展机构数量、资产证券化产品的发行数量和规模方面, 均占主导地位。随着证券公司进一步拓展资产证券化业务的深度和广度, 该项产品将成为证券公司重要利润来源。

随着中国金融市场的发展, 可用可选的金融工具越加丰富, 证券公司在资产管理方面的主动性和灵活性也会大大提高。但随着监管政策发生改变, 证券公司资管业务或将面临重新排序。未来, 证券公司仍需加强主动管理能力, 减少存续定向资管产品规模以保证监管及合规风险控制在合理范围之内。

#### 自营业务: 股市慢牛走势助力证券公司自营投资收益增长。

证券公司自营投资业务, 现仍以股权及固定收益投资为主, 投资规模及收益受市场影响较大。2017 年股票市场逐步企稳回升, 呈现慢牛的走势, 2017 年上半年证券公司投资收益为 365.89 亿元较去年同期上升 49.43%, 2017 年前三季度上市证券公司投资净收益较去年同期增长 7.76%。

**表25: 证券公司各季度投资收益**



资料来源：中国证券业协会

注：部分季度数据未公开，因此未录入图表

权益类自营业务，在经历 2015 年下半年以来两次市场大幅波动后，各证券公司开始推进股票自营转型，注重以风险收益比为主要参考指标的多策略自营模式。2017 年市场整体表现较为平稳，呈现慢牛格局，证券公司持仓公允价值较去年同期有所好转。在以监管趋严的环境下，市场波动逐步弱化，未来证券公司权益类自营收益波动或将有所降低。

证券公司固定收益自营业务方面，各公司根据投资风格的不同，规模变化略有分化，其中仍不乏部分风格激进的证券公司利用交易性杠杆扩大债券投资规模。2017 年债券市场受监管层去杠杆，央行流动性收紧的影响，出现三次较大幅度调整。受此影响，证券公司固定收益自营业务风险明显上升，运用正回购大幅增加债券投资杠杆的证券公司面临较大的利率风险。

表26: 前十大证券公司自营投资情况 (单位: 亿元)

序号	证券公司	项目	2014	2015	2016
1	中信证券	自营规模 (亿元)	1648.22	2171.75	2325.07
		债券 (%)	45.44	46.01	51.04
		股票 (%)	29.81	25.16	18.14
2	广发证券	自营规模 (亿元)	614.07	1804.95	1538.47
		债券 (%)	66.49	50.92	57.63
		股票 (%)	13.67	5.76	6.33
3	海通证券	自营规模 (亿元)	701.75	1550.13	1504.59
		债券 (%)	47.48	28.70	43.85
		股票 (%)	22.10	14.03	14.27
4	国泰君安	自营规模 (亿元)	734.66	1309.33	1172.04
		债券 (%)	62.76	46.83	43.08
		股票 (%)	17.77	12.74	12.25
5	东方证券	自营规模 (亿元)	489.53	929.62	1008.03
		债券 (%)	71.52	46.69	61.65
		股票 (%)	13.95	14.73	11.26

6	华泰证券	自营规模 (亿元)	652.81	1693.62	831.13
		债券 (%)	53.44	33.30	61.70
		股票 (%)	13.74	13.31	24.71
7	申万宏源	自营规模 (亿元)	333.92	855.46	755.31
		债券 (%)	42.13	35.96	45.43
		股票 (%)	12.70	13.14	11.42
8	招商证券	自营规模 (亿元)	510.00	985.69	729.67
		债券 (%)	56.55	47.12	42.59
		股票 (%)	30.92	16.93	16.29
9	中国银河	自营规模 (亿元)	175.45	710.49	658.87
		债券 (%)	73.29	48.51	51.91
		股票 (%)	6.20	5.11	9.96
10	方正证券	自营规模 (亿元)	159.49	398.36	589.15
		债券 (%)	63.59	65.56	62.32
		股票 (%)	5.68	6.51	1.48

数据来源：年报，上海新世纪整理（截至 2016 年末）

## 二、中国证券行业信用展望

2018 年监管思路定调为防范化解重大风险使宏观杠杆率得到有效控制，预计短期内资金面仍将处于收紧状态，债券市场仍存在调整压力，债券收益率将持续震荡。股票市场方面，随着上市公司盈利水平逐步好转，股票市场大概率将维持慢牛走势。在此情况下，在市场成交量未有明显放大的情况下，经纪业务将基本与今年持平；资本中介业务随两融规模和股票质押规模的提升，仍有一定增长空间；投行业务方面，IPO 堰塞湖的情况已得到一定缓解，但审批加速的同时审核要求也有相应提升，整体股票发行规模或不及 2017 年，再融资或受实体经济融资需求的推动有所增长，受市场收益率上行影响，债券发行规模或与 2017 年持平，整体投行业务盈利水平亦将与 2017 年持平；受资管新规的影响，以银行委外资金为其资管业务主要资金来源的证券公司，业务和盈利将出现一定波动，但对于主动管理能力和产品创新能力较强的证券公司亦是一个弯道超车的机遇；自营业务方面，主要依托各家证券公司策略选择以及资产配置，以固定收益业务为主的证券公司，自营业务盈利水平或出现一定波动。

随着再融资新规对增发的限制期限逐步到期，各证券公司亦通过增发和配股等方式获取资本，在资本补充后，证券公司债务融资上限又将得到拓宽，流动性管理难度较小，但仍需要防范黑天鹅事件发生带来的突发性流动性危机。2016 年四季度债券市场的调整，迫使证券公司主动降低杠杆。而债券市场 2017 年三次较大幅度调整，亦提升了部分证券公司参与市场博弈的动力，较为激进的证券公司杠杆较年初已有所回升，而从监管层面来看 2018 年仍然是监管大年，在金融去杠杆未全面完成前，债券市场仍有一定的调整压力，对于债券投资杠杆较高的证券公司，其流动性管理和盈利能力将受到一定影响。

## 1. 市场及政策环境仍对证券公司盈利形成支撑，但不确定因素增多。

股票市场方面，强监管仍是指导股票市场维持慢牛的重要主线，伴随着企业盈利能力的逐步复苏以及 MSCI、养老金等资金被引入市场激发活力，预计 2018 年仍将延续慢牛的走势。债券市场方面，受实体融资供求关系和金融去杠杆进程的影响，仍存在一定的调整压力，预计债券市场仍将持续震荡调整。

在债券市场仍存调整压力和股票市场环境逐步改善的情况下，我们认为短期内影响证券行业权益自营业务、经纪业务、资本中介业务等的外部因素维持稳定，证券行业盈利仍能得到支撑，整体信用质量不会发生方向性变化。同时，我们也关注到近期外部经济环境复杂多变，债券市场调整尚未结束，企业融资压力的加大将使得债券信用风险事件持续暴露，证券公司债券自营投资业务压力将持续加大；资管新规出台后，资管业务资金来源以银行委外资金为主的证券公司受托管理资产规模增速将持续下滑，该类证券公司的资管业务收入将出现波动；股票市场企稳后，成交量并未显著放大，在强调控制金融风险的背景下，证券公司仍面临较多的外部环境不确定性因素。

## 2. 行业监管趋严，迫使证券公司业务分化转型。

2017 年是金融监管大年，严监管和防风险的监管思路贯穿全年，从维护国家金融安全到整治金融乱象再到防范化解重大风险使宏观杠杆率得到有效控制，全年重要监管文件的出台、行政处罚的次数及罚没金额的规模均超出往年。我们预计未来短期内市场仍将延续强监管的态势，随着监管政策的逐步细化和深入，对证券公司风险把控和业务实施合规的要求亦将逐步提高；长期来看，市场环境规范和重塑有利于金融改革顺利推进，资本实力雄厚和融资渠道畅通的证券公司依然具有相对竞争优势。

表27: 2017 年证券行业新规

业务类型	具体内容	相关文件
2017/2/10	旨在厘清和规范柜台系统内部交易、清算、风控、账户和资金管理为主要模块间的数据交互接口，提升行业效率、降低行业成本，满足行业快速发展需要。	发布并实施了《期货公司柜台系统数据接口规范》 金融行业标准
2017/2/10	取消连带责任担保机制；完善对避险策略基金的风控要求；限定避险策略基金规模上限，防范相关风险；完善基金管理人风控管理要求	发布《关于避险策略基金的指导意见》
2017/3/3	绿色公司债券募集资金必须投向绿色产业项目，严禁名实不符，冒用、滥用绿色项目名义套用、挪用资金	发布《中国证监会关于支持绿色债券发展的指导意见》
2017/3/17	加强对公司债券违约风险的防范应对，督促引导受托管理人做好公司债券违约风险的应急处置工作	发布实施《公司债券受托管理人处置公司债券违约风险指引》

2017/3/31	根据最新市场情况与行业发展现状，对现有监管规则进行全面“查缺补漏”，以问题为导向，结合 2015 年股市异常波动以来历次行业风险事件的经验教训，围绕基金投资运作与申赎管理，进一步完善开放式基金流动性风险管控指标体系，同时兼顾偏股类和固定收益类基金的潜在风险；要求基金管理人针对性建立完善流动性风险管控机制，督促基金管理人强化自我风险管控，建立以压力测试为核心的流动性风险监测与预警制度，强化机构主体的风险管控约束机制。	就《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定（征求意见稿）》对外公开征求意见
2017/4/28	明确以下内容：创新创业债属于公司债券的一个子类别，遵循《证券法》《公司法》《公司债券发行与交易管理办法》和其它相关法律法规；发行主体范围包括创新创业公司以及募集资金专项投资于创新创业公司的公司制创业投资基金和创业投资企业；中国证监会、证券自律组织建立创新创业债配套机制，包括专项审核、绿色通道、统一标识等；允许非公开发行的创新创业债设置转股条款，满足多元化的投资需求。	就《中国证监会关于开展创新创业公司债券试点的指导意见（征求意见稿）》公开征求意见
2017/5/5	明确界定中央和地方监管职责。	发布《区域性股权市场监督管理试行办法》
2017/5/5	强化经营机构、专项业务服务机构信息技术管理的主体责任，明确治理、安全、合规三条主线，着力解决近年来经营机构、专项业务服务机构信息技术管理工作中表现突出的问题。	就《证券基金经营机构信息技术管理办法（征求意见稿）》公开征求意见
2017/5/26	将申购时预先缴款调整为确定配售数量后再进行缴款。	调整可转债等发行方式并相应修订《证券发行与承销管理办法》个别条款
2017/6/2	修订以下内容：一是完善了基金上市程序，增加了基金上市委员会审议环节；二是完善了基金终止上市相关安排，明确了触发条件和实施程序；三是加强投资者保护，完善投资者适当性安排等内容。	就《基金上市规则》公开征求意见
2017/6/2	强化依法全面从严监管要求，进一步提升分类监管制度的针对性和有效性。	就《证券公司分类监管规定》公开征求意见
2017/6/9	明晰董事会、监事会、高级管理人员、合规负责人等各方职责，提高合规履职保障，加大违法违规追责力度等措施	发布《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》
2017/6/28	落实证券、基金、期货经营机构适当性管理义务为核心，以投资者分类和产品分级为基础，确保向投资者充分揭示市场风险	《证券期货投资者适当性管理办法》正式实施
2017/7/7	强化依法全面从严监管要求，进一步提升分类监管制度的针对性和有效性，督促行业优化合规风控水平	发布修订后的《证券公司分类监管规定》

2017/7/7	加快推动创新创业债试点规模，完善体制机制，强化市场建设，夯实市场基础，适应创新创业企业融资需求，进一步提高债券市场服务实体经济的能力与水平。	发布《中国证监会关于开展创新创业公司债券试点的指导意见》
2017/9/8	明确投行类业务主体责任，强化制度建设、加强实践指导，切实把好风险防控关。	就《证券公司投资银行类业务内部控制指引》公开征求意见
2017/9/8	将现行的资金申购改为信用申购	调整可转债和可交换债发行方式并修订发布《证券发行与承销管理办法》
2017/9/22	增加交易的确定性和透明度，规范重组上市	进一步完善并购重组信息披露规则
2017/11/3	支持公募基金行业服务个人投资者养老投资，在养老金市场化改革中更好的发挥公募基金专业投资的作用	就《养老目标证券投资基金指引（试行）》公开征求意见
2017/11/17	统一标准，打破刚兑，规范资金池，统一产品杠杆，消除多层嵌套和通道	《关于规范金融机构资产管理业务指导意见（征求意见稿）》
2017/12/29	规范债券代持行为，压缩债市加杠杆空间	《关于规范债券市场参与者债券交易业务的通知》央行 302 号文
2017/12/29	规范债券交易业务	《关于进一步加强证券投资基金经营机构债券交易监管的通知》证监办发【2017】89 号

资料来源：新世纪根据公开信息整理

### 3. 内部竞争环境趋使行业集中度提升，外部竞争环境将跟随金融对外开放进度逐步加剧。

受市场交投低迷的影响，证券公司经纪业务收入占比持续下降，整体非通道业务在收入结构中占比相应有所增加。但经纪业务仍为证券公司主要收入来源之一，证券行业的内部竞争亦围绕该业务展开。从证券公司设立审批限制放松、放开地方证券经营机构的家数限制、非现场开户到“一人三户”政策放开，伴随金融科技的普及和应用，证券行业内部竞争环境日趋激烈。在佣金率维持低位的情况下，加之场外资金对未来市场仍持较为谨慎的态度，获取客户的边际收益难以抵补持续增长的边际成本，简单的采取价格战争夺通道业务市场份额的竞争策略已不能很好的提升通道业务份额，证券公司的内部竞争逐步向财富管理能力和综合金融服务能力的竞争转变。随着依法、从严、全面监管理念的持续推进，未来市场对证券公司财富管理能力的要求将明显提高，同时促使行业进一步分化。受制于资本实力，中小型证券公司在产品设计和科技创新上的投入难以超越大型综合类证券公司，未来行业客户集中度亦将向行业排名靠前，综合金融实力较强的证券公司集中。

从外部竞争环境看，2017 年共有 2 家证券公司获得证监会批复核准设立，分别为东亚前海证券有限责任公司和汇丰前海证券有限责任公司。从 2017 年 11 月中美元首北京会晤经济成果吹风会公布的信息来看，未来金融对外开放将随时间稳步推进，整体证券行业的外部竞争环境亦将随海外机构涌入国内市场后变的更为胶着。不同于国内证券公司同质化竞争，海外机构拥有较为成熟且丰富的金融产品体系，亦有专业性极强的证券公司，其能否适应国内市场仍有较大的不确定性，而证券公司如何发挥主场优势应对海外机构的入驻仍需时间观察。

#### 4. 资本实力平稳提升，但杠杆分化依然持续。

得益于投行业务和资本中介业务盈利水平的稳步提升，2017 年证券公司随盈利情况的改善，整体资本实力有小幅提升。同时，随着再融资受限期限逐步到期，2018 年证券公司或将通过增发和配股进一步扩充其资本实力。

目前，在使用自有资金的基础上，证券公司负债经营渠道已经得到进一步拓宽。但受制于较严格的资格和额度审批以及出于对债券销售和成本的考虑，一般仅有中大型证券公司通过中长期债券进行融资，依托更加畅通的融资渠道和相对丰富的风险管理经验，此类证券公司杠杆水平普遍较高，且预计后续杠杆水平仍将维持在较高水平。

2016 年底，随着监管政策风格转变，央行通过“收短放长”拉长资金久期、提高资金价格迫使机构主动去杠杆，降低金融风险，使得流动性出现一定压力，债券市场经历一次较为深度的调整。证券公司适时降低其固定收益自营业务杠杆，整体资产负债率均较 2015 年有所下降。2017 年，监管政策延续了防范风险和去杠杆的思路，并逐步加大金融去杠杆的力度进一步收缩流动性，全年债券市场历经了三次较大幅度的调整。根据其经营策略的不同，证券公司杠杆经营程度出现分化，较为激进的证券公司在债券市场持续调整的情况下，依然积极进场寻求再配置机会，并通过债券正回购加大杠杆水平，而较为稳健的证券公司则通过资本中介业务积累利润。

根据 2017 年 12 月召开的中央政治局会议内容来看，未来监管仍将以防范化解重大风险为主，要使宏观杠杆率得到有效控制，增强金融服务实体经济能力。因此债券市场仍面临一定的调整压力，且个券信用风险不断积聚，证券公司自营业务，尤其是固定收益自营业务风险明显上升，运用正回购大幅增加债券投资杠杆的证券公司面临较大的利率风险。

#### 5. 整体流动性压力可控，但部分证券公司的高杠杆经营不利于流动性管控和盈利稳定性。

2017 年，我国股票市场整体呈现震荡慢牛走势，股基交易量与前年基本持平。随着两融余额随企稳回升，股票质押业务规模快速上升，但整体规模占用资金量仍然可控，部分证券公司通过收益权转让以及短期融资券来应对资本中介业务资金用量的上升。同时，随着长期限债券的陆续到期，各证券公司亦通过发行可转债等新的债务融资工具来补充其流动性。此外，随着再融资新规对增发的限制期限逐步到期，各证券公司亦通过增发和配股等方式获取资本。整体来看，在资本补充后，证券公司债务融资上限又将得到拓宽，流动性管理难度较小，但仍需要防范黑天鹅事件发生带来的突发性流动性危机。

2016 年四季度债券市场的调整，迫使证券公司主动降低杠杆。而 2017 年三次较大幅度调整，亦提升了部分证券公司参与市场博弈的动力，较为激进的证券公司杠杆较年初已有所回升，而从监管层面来看 2018 年仍然是监管大年，在金融去杠杆未全面完成前，债券市场仍

有一定的调整压力，对于债券投资杠杆较高的证劵公司，其流动性管理和盈利能力将受到一定影响。

#### 6. 收入结构持续优化，但在监管趋严的背景下，业务转型情况仍有待观察。

得益于资管业务的发展、IPO 发行常态化以及资本中介业务规模的回升，2017 年证劵公司盈利结构较前两年有一定优化，通道类业务占比有所下降。展望 2018 年，我们预计股票市场仍将延续 2017 年慢牛的走势，在市场投资风格转变的带动下，由价值蓝筹股推动指数上行；受监管力度不确定性的影响，债券市场仍有一定调整的压力。分业务来看，在市场成交量未有明显放大的情况下，经纪业务将基本与今年持平；资本中介业务随两融规模和股票质押规模的提升，仍有一定增长空间；投行业务方面，IPO 堰塞湖的情况已得到一定缓解，但审批加速的同时审核要求也有相应提升，整体股票发行规模或不及 2017 年，再融资或受实体企业融资需求的推动有所增长，受市场收益率上行影响，债券发行规模或与 2017 年持平，整体投行业务盈利水平亦将与 2017 年持平；受资管新规的影响，以银行委外资金为其资管业务主要资金来源的证劵公司，盈利或出现一定波动，但对于主动管理能力和产品创新能力较强的证劵公司亦是一个弯道超车的机遇；自营业务方面，主要依托各家证劵公司策略选择以及资产配置，以固定收益业务为主的证劵公司，自营业务盈利水平因市场震荡或出现一定波动。

#### 经纪业务短期内难有表现，佣金率下行趋势渐缓，竞争转向综合金融服务。

2017 年以来，股票市场股基交易量基本与上年持平，全年证劵公司经纪业务收入受佣金率缓慢下行的影响，营收和盈利均较 2016 年同期有所减少。同质化竞争以及金融科技的普及使得价格战获取市场份额的策略不再通用，加之 2017 年 7 月投资者管理办法的实施使得市场对证劵公司财富管理要求明显提高，未来证劵公司经纪业务的竞争将向金融服务能力转变。

#### 资本中介业务规模或稳中有升，证劵公司盈利结构进一步优化。

融资融券业务规模自 2015 年下半年开始快速回落，经过一年时间整理，2017 年两融规模重回万亿关口。相较于经纪业务佣金率，两融业务利率较为稳定，虽少数证劵公司通过降低利率的方式来获客，但受制于资本规模以及开户成本的限制，此举不能得到维系。此外，各家证劵公司亦通过客户分级分层方式给予优质客户一定优惠以提高客户粘性。预计 2018 年在市场维持稳定的情况下，融资融券余额将保持稳中有增，为证劵公司提供较为稳定的收入来源。

股票质押业务方面，近两年该业务规模快速增长，较好的平滑了两融业务规模下滑导致的利息收入波动。2018 年 1 月沪深交易所和中国结算正式发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018 年修订）》，明确了股票质押率上限不得超过 60%，单一证劵公司、单一

资管产品作为融出方接受单只 A 股股票质押比例分别不得超过 30%、15%，单只 A 股股票市场整体质押比例不超过 50%。截至 2018 年 1 月 13 日，A 股公司整体质押比例在 50% 以上的上市公司共有 129 家。2018 年得益于实体企业融资需求的提升，股票质押业务规模仍有增长空间。

### 资管业务向主动管理转型，资产证券化业务将继续得到发展。

2017 年 5 月证监会新闻发布会上首提全面禁止通道业务，强调不得让渡管理责任。2017 年 11 月央行联合三会及外汇局发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》。资管新规的出台使得证券公司资管业务定向资管规模增速自 2017 年二季度起开始下滑。而资管行业刚性兑付的打破以及监管套利被消除后，整体资金向合规渠道和产品回流。同时，2017 年 7 月证监会发布关于修改《证券公司分类监管规定》的决定亦通过创设资管业务收入加分项及月均资管费率在 5% 以下的通道类资管产品对资管收入加分项产生负面影响倒逼证券公司回归资管业务本源。预计 2018 年证资管业务受资金回笼及监管影响，业务收入将出现一定波动。此外，新规对 ABS 产品资金来源亦做出了一定要求，但资产证券化业务将继续得到发展。

### IPO 存量减少、再融资规模增长、债券发行规模持平，投行收入将维持稳定。

我国整体直接融资比例较发达国家相比仍处于较低水平，而 IPO 常态化发行机制的建立有效推动了证券公司投行业务的发展，但整体可供下发批文的 IPO 企业已较年初有明显减少，且审批过会率有下降的趋势，预计 2018 年整体 IPO 发行规模较 2017 年会有小幅下降。再融资方面，服务于供给侧改革、推动实体经济去杠杆调结构的再融资需求仍得到鼓励，随着实体企业融资需求的不断提升，2018 年再融资规模将有所增长。债券发行方面，2018 年债券市场仍有一定调整压力，企业发债难度难以缓解，预计 2018 年该类债券的发行规模将与 2017 年持平。整体来看，在 IPO 发行规模小幅减少，债券发行规模与 2017 年持平，再融资发行规模增长的情况下，预计 2018 年证券公司投行业务营收和盈利将维持稳定。

### 自营业务收益和风险并存。

2017 年股票市场稳中有升，随着供给侧改革的持续推进，部分企业盈利情况已出现好转，且随着我国经济状况的筑底，市场整体预期向好，同时市场整体投资风格和投资者结构的转变亦为 2018 年市场延续慢牛走势打下一定基础。债券市场方面，经过 2017 年的持续调整，2018 年债市或有望见顶，但金融去杠杆仍未完成的情况下，全年大概率维持震荡调整。整体来看，2018 年债市交易难度仍然较大，而股市则大概率维持慢牛走势，以权益类投资为主的证券公司或能获得较好的投资收益。

## 附录一 29 家上市证券公司 2017 年上半年规模与盈利能力情况 (单位: 亿元、%)

名称	总资产*	净资本	总负债*	营业收入	净利润	平均资产 回报率	平均资本 回报率	费用率
中原证券	320.36	83.50	206.31	8.42	1.68	1.05	1.47	57.38
中信证券	4875.34	788.30	3404.90	186.94	51.83	2.13	3.52	40.43
中国银河	1548.32	531.85	918.07	56.68	21.31	2.75	3.38	48.99
浙商证券	427.32	96.64	298.83	20.60	5.27	2.47	4.10	43.15
招商证券	1829.13	522.33	1062.87	58.59	25.48	2.79	3.32	45.62
兴业证券	1212.29	330.10	867.29	40.57	14.63	2.41	4.24	54.36
西南证券	562.19	136.81	365.26	13.66	3.73	1.33	1.90	60.34
西部证券	399.71	165.17	226.42	14.25	4.37	2.19	2.52	54.51
太平洋	356.06	125.21	237.39	3.74	-1.13	-0.63	-0.95	124.40
申万宏源	2063.26	502.10	1519.83	60.62	21.05	2.04	3.87	51.84
山西证券	381.03	81.33	250.81	20.99	2.60	1.37	2.00	32.90
华泰证券	2908.78	435.71	2052.77	81.17	30.55	2.10	3.57	49.46
华安证券	298.85	94.24	176.37	10.06	4.17	2.79	3.40	45.80
海通证券	4395.23	726.34	3154.02	128.14	45.17	2.06	3.64	38.81
国元证券	574.95	112.07	367.68	15.72	5.18	1.80	2.50	56.77
国信证券	1353.99	422.05	862.45	54.35	20.13	2.97	4.10	45.07
国泰君安	3217.35	966.40	1939.70	111.04	50.92	3.17	3.99	42.17
国金证券	310.21	167.73	129.41	20.18	5.47	3.53	3.03	63.70
国海证券	538.36	132.09	395.16	14.38	3.77	1.40	2.63	58.05
广发证券	2817.22	639.55	1978.45	100.50	44.97	3.19	5.36	44.25
光大证券	1433.36	347.74	940.66	39.67	12.87	1.80	2.61	57.85
方正证券	1247.20	225.49	875.25	29.68	8.13	1.30	2.18	61.75
东兴证券	544.80	199.39	357.66	14.11	5.72	2.10	3.06	50.50
东吴证券	747.36	195.63	541.70	20.46	4.41	1.18	2.15	41.64
东方证券	1830.53	352.51	1416.85	46.28	18.09	1.98	4.37	56.12
东北证券	534.24	137.90	366.11	21.14	3.26	1.22	1.94	39.54
第一创业	263.05	71.14	169.57	8.72	1.97	1.49	2.10	70.45
长江证券	831.49	231.76	569.28	27.64	10.08	2.42	3.84	52.09
财通证券	349.49	127.20	191.17	21.63	7.97	4.56	5.04	49.93

资料来源: WIND, 经新世纪整理绘制

注: 净资本为母公司口径数据

## 附录二 29家上市证券公司2017年上半年杠杆与流动性情况（单位：%）

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	短期债务/有息债务
中原证券	64.40	40.47	41.98	8.30	132.30	72.11
中信证券	69.84	23.15	28.39	10.34	124.04	66.68
中国银河	59.29	57.93	67.37	6.98	30.45	47.69
浙商证券	69.93	32.34	44.38	14.85	103.86	66.94
招商证券	58.11	49.14	56.24	10.29	51.52	56.89
长江证券	68.47	40.71	42.56	8.39	96.84	64.43
兴业证券	71.54	38.06	42.61	8.61	51.96	55.52
西南证券	64.97	37.46	39.77	18.13	85.23	60.12
西部证券	56.64	72.95	80.79	17.09	63.25	70.77
太平洋	66.67	52.74	54.48	4.92	82.12	66.67
申万宏源	73.66	33.04	38.25	19.15	99.55	55.64
山西证券	65.82	32.43	33.65	17.69	166.47	87.59
华泰证券	70.57	21.23	35.02	14.88	52.94	47.12
华安证券	59.02	53.43	56.82	20.62	88.15	80.72
海通证券	71.76	23.03	25.93	11.10	69.89	48.92
国元证券	63.95	30.48	31.83	11.11	53.42	80.07
国信证券	63.70	48.94	66.03	6.73	37.49	47.06
国泰君安	60.29	49.82	60.97	8.79	48.93	60.49
国金证券	41.72	129.61	158.73	29.71	36.94	71.61
国海证券	73.40	33.43	35.16	7.88	174.38	76.49
广发证券	70.23	32.33	37.03	4.82	122.54	67.99
光大证券	65.63	36.97	44.81	13.52	54.11	46.08
方正证券	70.18	25.76	29.13	6.44	124.39	75.32
东兴证券	65.65	55.75	75.88	18.42	18.18	26.95
东吴证券	72.48	36.11	49.92	12.23	36.54	23.11
东方证券	77.40	24.88	26.05	7.29	143.52	50.17
东北证券	68.53	37.67	67.89	9.34	74.16	69.17
第一创业	64.46	41.95	44.45	19.72	76.88	59.40
财通证券	54.70	66.54	74.90	7.58	31.69	38.23

资料来源：WIND，经新世纪整理绘制

注：净资本为母公司口径数据

**附录三 29家上市证券公司2016年规模与盈利能力情况（单位：亿元、%）**

名称	总资产*	净资本	总负债*	营业收入	净利润	平均资产 回报率	平均资本 回报率	费用率
中原证券	320.36	83.50	206.31	8.42	1.68	1.05	1.47	57.38
中信证券	4875.34	788.30	3404.90	186.94	51.83	2.13	3.52	40.43
中国银河	1548.32	531.85	918.07	56.68	21.31	2.75	3.38	48.99
浙商证券	427.32	96.64	298.83	20.60	5.27	2.47	4.10	43.15
招商证券	1829.13	522.33	1062.87	58.59	25.48	2.79	3.32	45.62
长江证券	831.49	231.76	569.28	27.64	10.08	2.42	3.84	52.09
兴业证券	1212.29	330.10	867.29	40.57	14.63	2.41	4.24	54.36
西南证券	562.19	136.81	365.26	13.66	3.73	1.33	1.90	60.34
西部证券	399.71	165.17	226.42	14.25	4.37	2.19	2.52	54.51
太平洋	356.06	125.21	237.39	3.74	-1.13	-0.63	-0.95	124.40
申万宏源	2063.26	502.10	1519.83	60.62	21.05	2.04	3.87	51.84
山西证券	381.03	81.33	250.81	20.99	2.60	1.37	2.00	32.90
华泰证券	2908.78	435.71	2052.77	81.17	30.55	2.10	3.57	49.46
华安证券	298.85	94.24	176.37	10.06	4.17	2.79	3.40	45.80
海通证券	4395.23	726.34	3154.02	128.14	45.17	2.06	3.64	38.81
国元证券	574.95	112.07	367.68	15.72	5.18	1.80	2.50	56.77
国信证券	1353.99	422.05	862.45	54.35	20.13	2.97	4.10	45.07
国泰君安	3217.35	966.40	1939.70	111.04	50.92	3.17	3.99	42.17
国金证券	310.21	167.73	129.41	20.18	5.47	3.53	3.03	63.70
国海证券	538.36	132.09	395.16	14.38	3.77	1.40	2.63	58.05
广发证券	2817.22	639.55	1978.45	100.50	44.97	3.19	5.36	44.25
光大证券	1433.36	347.74	940.66	39.67	12.87	1.80	2.61	57.85
方正证券	1247.20	225.49	875.25	29.68	8.13	1.30	2.18	61.75
东兴证券	544.80	199.39	357.66	14.11	5.72	2.10	3.06	50.50
东吴证券	747.36	195.63	541.70	20.46	4.41	1.18	2.15	41.64
东方证券	1830.53	352.51	1416.85	46.28	18.09	1.98	4.37	56.12
东北证券	534.24	137.90	366.11	21.14	3.26	1.22	1.94	39.54
第一创业	263.05	71.14	169.57	8.72	1.97	1.49	2.10	70.45
财通证券	349.49	127.20	191.17	21.63	7.97	4.56	5.04	49.93

资料来源：WIND，经新世纪评级整理

注：净资本为母公司口径数据

## 附录四 29 家上市证券公司 2016 年杠杆与流动性情况（单位：%）

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	短期债务/有息债务
中原证券	61.53	55.32	59.28	23.66	54.89	67.80
中信证券	68.51	29.49	34.80	10.05	129.85	73.32
中国银河	62.47	54.68	62.61	8.08	46.12	45.40
浙商证券	75.42	24.04	32.81	9.52	106.09	54.90
招商证券	65.86	39.39	44.98	9.47	42.61	49.77
长江证券	67.51	45.18	48.07	9.43	107.72	71.97
兴业证券	67.14	43.95	49.32	10.26	29.24	56.00
西南证券	65.92	38.89	41.10	18.27	65.45	62.63
西部证券	67.41	45.84	50.81	13.69	75.82	74.35
太平洋	65.04	48.72	51.12	13.34	46.71	47.40
申万宏源	70.89	38.64	48.51	17.66	68.33	40.31
山西证券	64.47	36.55	38.63	21.58	146.32	92.41
华泰证券	72.25	20.23	34.19	20.28	43.13	42.52
华安证券	49.22	84.09	90.00	19.71	26.27	74.40
海通证券	73.24	23.57	26.18	10.04	55.59	49.79
国元证券	62.16	38.43	40.21	12.88	32.51	71.05
国信证券	65.29	50.87	71.91	5.55	27.96	28.43
国泰君安	64.11	40.61	51.28	14.13	49.44	52.31
国金证券	42.95	123.82	157.40	37.81	27.32	71.15
国海证券	74.15	32.49	34.61	10.40	191.87	79.29
广发证券	70.32	34.67	40.72	6.85	75.65	53.53
光大证券	60.26	53.89	63.32	20.76	21.43	50.18
方正证券	70.21	25.62	29.50	4.56	89.02	54.80
东兴证券	69.65	47.52	64.65	10.26	47.12	48.66
东吴证券	70.69	39.39	60.15	8.52	55.61	46.00
东方证券	76.76	25.06	26.10	11.07	136.91	49.60
东北证券	72.17	32.03	55.14	11.23	69.70	81.13
第一创业	64.34	48.03	51.35	14.67	43.88	52.58
财通证券	61.16	55.79	61.82	12.12	57.82	51.89

资料来源：WIND，经新世纪评级整理

注：净资本为母公司口径数据

### 附录五 证劵行业公开发债主体信用等级分布（截至 2017 年末）

发行主体信用等级	存续主体数量（家）	占比（%）
AAA	37	48.05
AA+	22	28.57
AA	15	19.48
AA-	2	2.60
-	1	1.30

资料来源：WIND，经新世纪评级整理

### 附录六 证劵行业主体信用等级迁移情况

2016 年末 \ 2017 年末	AAA	AA+	AA	AA-
	AAA	27	-	-
AA+	8	15	-	-
AA	-	3	11	-
AA-	-	-	1	1

资料来源：WIND，经新世纪评级整理

### 附录七 2017 年证劵行业公司债券发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时 主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
<1 年	AAA	8	116.43-184.10	153.81
	AA+	2	174.76-181.71	178.24
1 年	AAA	10	127.00-180.25	146.94
	AA+	1	191.71-191.71	191.71
1.5 年	AAA	4	64.06-141.81	113.23
	AA+	1	183.07-183.07	183.07
2 年	AAA	19	121.81-217.43	161.09
	AA+	2	145.00-163.07	154.04
2.5 年	AAA	1	217.43-217.43	217.43
3 年	AAA	47	84.06-173.51	124.33
	AA+	9	133.69-198.00	165.43
	AA	3	216.95-280.48	241.79
5 年	AAA	13	85.94-170.32	119.63
	AA+	6	96.05-238.95	157.6
	AA	1	150.05-150.05	150.05
7 年	AAA	1	135.13-135.13	135.13

10年	AAA	2	135.59-136.46	136.03
-----	-----	---	---------------	--------

资料来源：WIND，经新世纪评级整理

**附录八 2017年证券行业次级债券发行利差情况（单位：BP）**

期限	发行时 主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
1年	AAA	3	152.47-205.37	181.95
2年	AAA	10	143.16-201.07	169.21
	AA+	1	183.07-183.07	183.07
3年	AAA	23	88.41-253.52	160.8
	AA+	21	135.23-248.41	197.78
	AA	2	204.69-212.00	208.35
	AA-	1	264.03-264.03	264.03
4年	AA	1	258.05-258.05	258.05
5年	AAA	16	119.78-215.07	162.2
	AA+	5	163.51-195.94	179.46
	AA	2	198.34-229.43	213.89

资料来源：WIND，经新世纪评级整理

**附录九 2017年证券行业短期融资券发行利差情况（单位：BP）**

期限	发行时 主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
0.25年	AAA	9	106.00-207.18	133.23
	AA+	6	117.95-185.18	148.26
0.27年	AAA	1	170.00-170.00	170.00
0.33年	AAA	2	103.71-126.95	51.86
0.42年	AAA	1	187.18-187.18	187.18
0.49年	AAA	1	175.00-175.00	175.00
	AA+	1	207.18-207.18	207.18
0.50年	AAA	3	128.95-207.18	168.04
	AA+	2	208.00-230.25	219.13
0.51年	AAA	1	141.00-141.00	141.00
0.66年	AAA	2	123.71-175.37	149.54
0.74年	AAA	4	146.11-165.37	156.61
	AA+	1	215.18-215.18	215.18
0.75年	AAA	4	157.00-215.18	184.45
	AA+	1	153.71-153.71	153.71
0.76年	AAA	1	157.00-157.00	157.00
0.77年	AAA	2	127.00-147.47	137.24
0.85年	AAA	1	128.71-128.71	128.71

0.90 年	AAA	1	200.25-200.25	200.25
0.92 年	AA+	1	171.00-171.00	171
0.93 年	AA+	1	188.00-188.00	188.00
0.99 年	AAA	1	141.11-141.11	141.11
1 年	AAA	12	127.71-207.18	156.47
	AA+	4	162.47-255.37	201.96

资料来源：WIND，经新世纪评级整理

### 附录十 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