

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2018年07月29日

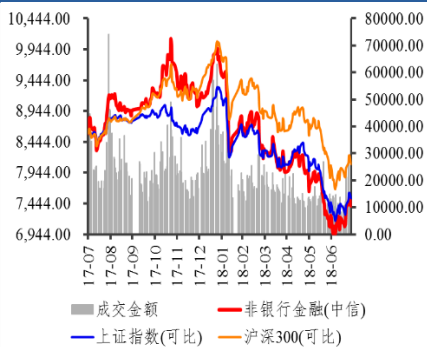
分析师

刘文强 021-31829700

Email:liuwq@cgws.com

执业证书编号:S1070517110001

股价走势图



数据来源: wind

相关报告

<<图说券商 2018年6月营收数据及投资建议>> 2018-07-14

<<图说券商 2018年5月营收数据及投资建议>> 2018-06-09

<<新规下场外期权洗牌, 龙头券商垄断寡头格局将显现>> 2018-06-01

# 监管框架趋成熟, 评级变动趋平稳, 赢者通吃时代加速到来

——2018年券商分类评级结果点评

核心观点

■ **要点 1: 2018 年分类评价结果公布, 加强风控与合规管理能力, 鼓励金融科技创新**

今年券商分类评价共有 13 个加分项指标, 覆盖了“券商持续合规状况、券商风险管理能力、券商市场竞争力”三大评价体系。合规管理能力和信息系统建设投入首次正式纳入加分项目, 强化监管导向, 两大加分项的引入对大型券商更加有利。

■ **要点 2: 分化格局延续, 强者恒强格局不变**

与过去两年较大的变动相比, 今年券商升降级情况更趋平稳。与去年相比, 今年维持去年评级的有 47 家, 出现降级、升级的券商各有 24 家。在新规加强对合规和风控评价力度背景下, 招商证券、国泰君安和中信建投这三家券商仍然 9 年蝉联 AA, 因此, 总体上我们认为强者恒强的竞争态势将延续, 对于部分中小型券商必须以差异化发展才有可能实现突围, 具体逻辑也详见我们前期的中期策略报告《强监管周期叠加重资产化共振致股价弹性衰减, 预计部分龙头券商有望成功突围》。

■ **投资建议: 赢者通吃, 布局龙头券商**

建议重点关注中信证券、华泰证券等龙头券商。

■ **风险提示: 业绩不及预期风险; 市场大幅下跌风险; 宏观经济不及预期风险; 监管趋严风险。**

## 目录

1. 事件.....	4
2. 事件点评.....	4
2.1 强监管周期下加强风控与合规管理能力，鼓励金融科技创新.....	4
2.1.1 坚持贯彻券商合规管理、提升风险控制能力、培育核心竞争力的监管理念.....	4
2.1.2 相较前两年的评级大幅波动，今年评级结果较平稳.....	4
2.1.3 98家券商最新分类评级中高评级家数占比有所提升.....	5
2.2 强者恒强现象加剧，赢者通吃竞赛白热化加剧.....	11
3. 精选龙头个股进行配置.....	13
4. 风险提示.....	13

**图表目录**

图 1: 2015--2018 年券商评级大类分布情况 ..... 11

图 2: 2010-2018 年券商评级细分情况..... 11

表 1: 2015-2018 年券商评级变化.....5

表 2: 据公开信息整理测算的 2018 年券商分类评价总分(不含扣分)一览表..... 8

表 3: 业务竞争力对分类评价影响的具体因素 .....9

表 4: 涉及券商主营业务经营指标加分情况（根据监管公开信息不完全统计） ..... 10

表 5: 2010 年以来 9 次评级连续处于 A 类的券商 ..... 11

表 6: 券商分类监管评价结果的使用 ..... 12

表 7: 分类评级影响债券承销业务资质 ..... 13

## 1. 事件

根据《券商分类监管规定》，经券商自评、证监局初审、证监会证券基金机构监管部复核，以及证监局、自律组织、券商代表等组成的券商分类评价专家评审委员会审议，于 2018 年 7 月 27 日公布了 2018 年券商分类结果。

## 2. 事件点评

### 2.1 强监管周期下加强风控与合规管理能力，鼓励金融科技创新

#### 2.1.1 坚持贯彻券商合规管理、提升风险控制能力、培育核心竞争力的监管理念

7 月 27 日，证监会公布 2018 年券商分类结果，是完成了新规规定后的第二次评级。2018 年券商分类评价共有 13 个加分项和 47 个扣分项。其中，合规管理能力和信息系统建设投入首次正式纳入加分项目，体现了监管思路，合规经营与强化风控是券商公司的生命线。以往合规检查是扣分项，导致中小券商可以利用打价格战等激进的方式抢占市场，现在从严监管，只能进行合规经营，这一系列规则的调整对大型龙头券商更为有利，强者恒强格局将加剧。同时，信息系统建设投入纳入加分项目意味着监管层鼓励券商大力发展金融科技，加速现代信息技术与金融业的融合，推动证券行业竞争格局的改变，也是 2015 年股市巨幅波动的经验教训的总结。

#### 2.1.2 相较前两年的评级大幅波动，今年评级结果较平稳

与过去两年较大的变动相比，今年券商评级变动情况更趋平稳，但仍出现部分券商升降级幅度较大的现象。与 2017 年相比，2018 年维持去年评级的有 47 家，出现降级、升级的券商各为 24 家。其中在 24 家评级上调的券商中，方正证券升幅最大，由 2017 年的 C 级跃升至 A 级，上调 6 级；其次为西南证券提升 5 级，由 C 级升至 BBB 级；山西证券、长城证券等 9 家券商均有不同程度的提升，排名上升至 A 类券商。在 24 家券降级的券商中，中原证券降级幅度最大，连降 6 级，直接从 A 级跌落至 C 级，主因上市一年多以来，已被监管层三次处罚，其中两次发生在 2018 年 2 月、7 月；其次是华信证券，连降 5 级，由 BB 级跌落至 D 级，成为 2010 年以来首次出现的 D 类券商，证券业协会信息显示，由于可能出现存放的资金无法收回等原因，该券商去年年报被审计机构出具“无法表示意见”，也与其股东受到处罚不无关系。此外，华融证券、渤海证券等 10 家券商出现不同幅度降级，且排名跌出 A 类券商。

值得一提的是，天风证券因的“机构客户投研服务收入占经纪业务收入比例指标”达到了 61.85%，居行业第三位，成为首家因此指标顶格加 2 分的券商，这与该券商近年来大力发展研究咨询服务业务相关，在公募基金、保险资管等机构者者中存在较大影响力，同时也在一定程度上也提升了公司的品牌影响力。

### 2.1.3 98家券商最新分类评级中高评级家数占比有所提升

A类券商共有40家，与去年持平，其中12家AA类券商，较2017年增加1家，占比同比提升0.90%，28家A类券商，较2017年减少1家，占比同比下降-1.32%；B类券商共有49家，较2017年增加1家，其中29家BBB类券商，较2017年增加1家，占比同比提升0.73%，15家BB类券商，较2017年增加3家，占比同比提升2.93%，5家BB类券商，较2017年减少3家，占比同比下降3.15%；C类券商共有8家，较2017年减少1家，其中3家CCC类券商，较2017年减少1家，占比同比下降1.06%，2家CC类券商，较2017年减少1家，占比同比下降1.05%，3家C类券商，较2017年增加1家，占比同比提升1.00%；1家D类券商，占比1.02%。

**表 1: 2015-2018年券商评级变化**

序号	公司名称	2015年级别	2016年级别	2016年变化	2017年级别	2017年变化	2018年级别	2018年变化
1	爱建证券	BBB	B	下调2级	CC	下调2级	CC	维持
2	安信证券	A	A	维持	A	维持	A	维持
3	渤海证券	A	BBB	下调1级	A	上调1级	BBB	下调1级
4	财达证券	A	A	维持	BBB	下调1级	BBB	维持
5	财富证券	A	BBB	下调1级	BB	下调1级	BBB	上调1级
6	财通证券	A	A	维持	A	维持	A	维持
7	长城国瑞	BBB	BB	下调1级	BB	维持	BB	维持
8	长城证券	BBB	A	上调1级	BBB	下调1级	A	上调1级
9	长江证券	AA	BB	下调3级	A	上调级	BBB	下调1级
10	川财证券	A	BBB	下调1级	B	下调2级	B	维持
11	大通证券	AA	A	下调1级	BBB	下调1级	BBB	维持
12	大同证券	A	BBB	下调1级	BB	下调1级	BB	维持
13	德邦证券	A	BBB	下调1级	BB	下调1级	BBB	上调1级
14	第一创业	BBB	BBB	维持	BBB	维持	BBB	维持
15	东北证券	A	A	维持	BBB	下调1级	BBB	维持
16	东方财富	-	BB	-	BBB	上调1级	A	上调1级
17	东方证券	AA	AA	维持	A	下调1级	AA	上调1级
18	东海证券	A	A	维持	A	维持	BBB	下调1级
19	东莞证券	AA	A	下调1级	A	维持	A	维持
20	东吴证券	A	A	维持	A	维持	A	维持
21	东兴证券	AA	BB	下调3级	BBB	上调1级	A	上调1级
22	方正证券	A	C	下调6级	C	维持	A	上调6级
23	高华证券	-	A	-	A	维持	A	维持
24	光大证券	A	AA	上调1级	A	下调1级	A	维持
25	广发证券	AA	BBB	下调2级	AA	上调2级	AA	维持
26	广州证券	A	BBB	下调1级	A	上调1级	BBB	下调1级
27	国都证券	A	BBB	下调1级	BBB	维持	BBB	维持
28	国海证券	A	BBB	下调1级	B	下调2级	B	维持
29	国金证券	AA	AA	维持	A	下调1级	A	维持
30	国开证券	AA	BBB	下调2级	A	上调1级	A	维持
31	国联证券	A	A	维持评级	BBB	下调1级	A	上调1级
32	国融证券	-	B	-	BB	上调1级	BBB	上调1级

序号	公司名称	2015 年级别	2016 年级别	2016 年变化	2017 年级别	2017 年变化	2018 年级别	2018 年变化
33	国盛证券	A	BBB	下调 1 级	BBB	维持	BB	下调 1 级
34	国泰君安	AA	AA	维持	AA	维持	AA	维持
35	国信证券	AA	BBB	下调 2 级	A	上调 1 级	A	维持
36	国元证券	AA	A	下调 1 级	A	维持	BBB	下调 1 级
37	海际证券	-	CCC	-	BBB	上调 2 级	-	
38	海通证券	AA	BBB	下调 2 级	AA	上调 2 级	AA	维持
39	恒泰证券	A	A	维持	CCC	下调 3 级	BB	上调 2 级
40	红塔证券	A	A	维持	A	维持	A	维持
41	宏信证券	A	BBB	下调 1 级	CCC	下调 2 级	BB	上调 2 级
42	华安证券	A	A	维持	A	维持	A	维持
43	华宝证券	BB	BBB	上调 1 级	BBB	维持	A	上调 1 级
44	华创证券	BBB	BBB	维持	BB	下调 1 级	A	上调 2 级
45	华福证券	A	A	维持	A	维持	A	维持
46	华金证券	BBB	B	下调 2 级	CCC	下调 1 级	BBB	上调 3 级
47	华林证券	A	BBB	下调 1 级	A	上调 1 级	BB	下调 2 级
48	华龙证券	A	BBB	下调 1 级	BBB	维持	BBB	维持
49	华融证券	AA	A	下调 1 级	AA	上调 1 级	BBB	下调 2 级
50	华泰证券	AA	BBB	下调 2 级	AA	上调 3 级	AA	维持
51	华西证券	A	AA	上调 1 级	A	下调 1 级	A	维持
52	华鑫证券	A	BBB	下调 1 级	BBB	维持	BB	下调 1 级
53	华信证券	BB	CCC	下调 2 级	BB	上调 2 级	D	下调 5 级
54	江海证券	BBB	BBB	维持	BBB	维持	A	上调 1 级
55	金元证券	A	BBB	下调 1 级	BBB	维持	BBB	维持
56	九州证券	BB	BB	维持	B	下调 1 级	CC	下调 2 级
57	开源证券	BBB	B	下调 2 级	BB	上调 1 级	BB	维持
58	联储证券	-	BBB	-	BBB	维持	BB	下调 1 级
59	联讯证券	BB	CCC	下调 2 级	B	上调 1 级	CCC	下调 1 级
60	民生证券	BB	CC	下调 3 级	A	上调 4 级	BBB	下调 1 级
61	南京证券	BBB	A	上调 1 级	A	维持	A	维持
62	平安证券	B	A	上调 3 级	A	维持	AA	上调 1 级
63	瑞银证券	A	BBB	下调 1 级	BBB	维持	BBB	维持
64	山西证券	A	BBB	下调 1 级	B		A	上调 3 级
65	申万宏源	AA	AA	维持	AA	维持	AA	维持
66	世纪证券	BBB	BBB	维持	BB	下调 1 级	C	下调 4 级
67	首创证券	BBB	BBB	维持	B	下调 2 级	BB	上调 1 级
68	太平洋	A	BBB	下调 1 级	A	上调 1 级	BB	下调 2 级
69	天风证券	BBB	BBB	维持	A	上调 1 级	A	维持
70	万和证券	BBB	CCC	下调 3 级	BB	上调 2 级	BB	维持
71	万联证券	A	BBB	下调 1 级	BBB	维持	BBB	维持
72	网信证券	-	CCC	-	B	上调 1 级	CCC	下调 1 级
73	五矿证券	BB	CCC	下调 2 级	BB	上调 2 级	BBB	上调 1 级
74	西部证券	A	A	维持评级	BBB	下调 1 级	BB	下调 1 级
75	西南证券	AA	A	下调 1 级	C	下调 6 级	BBB	上调 5 级
76	湘财证券	A	BBB	下调 1 级	BBB	维持	A	上调 1 级

序号	公司名称	2015 年级别	2016 年级别	2016 年变化	2017 年级别	2017 年变化	2018 年级别	2018 年变化
77	新时代	BBB	BBB	维持	CC	下调 3 级	C	下调 1 级
78	信达证券	AA	A	下调 1 级	CC	下调 5 级	BBB	上调 4 级
79	兴业证券	AA	BBB	下调 2 级	BBB	维持	A	上调 1 级
80	银河证券	AA	A	下调 2 级	AA	上调 1 级	AA	维持
81	银泰证券	BB	BBB	上调 1 级	BBB	维持	BBB	维持
82	英大证券	A	BBB	下调 1 级	BBB	维持	BB	下调 1 级
83	招商证券	AA	AA	维持	AA	维持	AA	维持
84	浙商证券	A	BBB	下调 1 级	A	上调 1 级	A	维持
85	中航证券	BBB	BBB	维持	BB	下调 1 级	BBB	上调 1 级
86	中金公司	AA	A	下调 1 级	AA	上调 1 级	AA	维持
87	中山证券	BBB	BBB	维持	BBB	维持	CCC	下调 3 级
88	中泰证券	-	A	-	A	维持	BBB	下调 1 级
89	中天证券	BBB	BB	下调 1 级	BBB	上调 1 级	BB	下调 1 级
90	中投证券	AA	A	下调 1 级	CCC	下调 4 级	-	
91	中信建投	AA	AA	维持	AA	维持	AA	维持
92	中信证券	AA	BBB	下调 2 级	AA	上调 2 级	AA	维持
93	中银国际	AA	A	下调 1 级	A	维持	A	维持
94	中邮证券	BBB	BB	下调 1 级	BBB	上调 1 级	BBB	维持
95	中原证券	A	A	维持	A	维持	C	下调 6 级
96	华菁证券	-	-	-	B	-	B	维持
97	申港证券	-	-	-	BBB	-	BBB	维持
98	东亚前海	-	-	-	-	-	B	-
99	汇丰前海	-	-	-	-	-	B	-
100	中天国富	-	-	-	-	-	BBB	-
		<b>2015</b>	<b>2016</b>		<b>2017</b>		<b>2018</b>	
上调	-	-	7 家	7.96%	28 家	28.87%	24	25.26%
下调	-	-	52 家	59.09%	30 家	30.92%	24	25.26%
维持	-	-	29 家	32.96%	36 家	37.12%	47	49.47%
AA	27 家	28.42%	8 家	8.42%	11 家	11.34%	12	12.24%
A	37 家	40.21%	28 家	30.52%	29 家	29.89%	28	28.57%
BBB	22 家	23.16%	40 家	29.47%	28 家	28.86%	29	29.59%
BB	7 家	7.37%	7 家	12.64%	12 家	12.38%	15	15.31%
B	1 家	1.06%	4 家	8.43%	8 家	8.25%	5	5.10%
CCC	1 家	1.06%	6 家	4.21%	4 家	4.12%	3	3.06%
CC	0		1 家	3.16%	3 家	3.09%	2	2.04%
C	0		1 家	2.11%	2 家	2.06%	3	3.06%
D	-	-	-	-	-	-	1	1.02%

券商分为 A (AAA、AA、A)、B (BBB、BB、B)、C (CCC、CC、C)、D、E 等 5 大类 11 个级别。A、B、C 三大类备中各级别公司均为正常经营公司，其类别、级别的划分仅反映公司在行业内风险管理能力及合规管理水平的相对水平。D 注类、E 类公司分别为潜在风险可能超过公司可承受范围及被依法采取风险处置措施的公司。2018 年新增东亚前海（2017 年成立）、汇丰前海（2017 年成立）、中天国富进行评级。

资料来源：证监会，长城证券研究所

**表 2: 据公开信息整理测算的 2018 年券商分类评价总分(不含扣分)一览表**

序号	公司名称	2018 年总分 (仅基准线+加分数, 不含扣分)	2017 年级别	序号	公司名称	2018 年总分 (仅基准线+加分数, 不含扣分)	2017 年级别
1	国泰君安	118.5	AA	49	山西证券	106.8	B
2	华泰证券	118	AA	50	太平洋	106.7	A
3	中信证券	116.5	AA	51	东海证券	106.6	A
4	广发证券	115.5	AA	52	五矿证券	106.5	BB
5	国信证券	115.5	A	53	广州证券	106.45	A
6	海通证券	115.5	AA	54	渤海证券	106.4	A
7	中信建投	114.5	AA	55	信达证券	106.35	CC
8	平安证券	113.8	A	56	江海证券	106.3	BBB
9	招商证券	113.5	AA	57	民生证券	106.3	A
10	中金公司	113.5	AA	58	万联证券	106.25	BBB
11	东方证券	112.5	A	59	北京高华	106.2	A
12	申万宏源	111.5	AA	60	中原证券	106.2	A
13	银河证券	111.5	AA	61	第一创业	106.15	BBB
14	中泰证券	111.5	A	62	华福证券	106.15	A
15	光大证券	111.1	A	63	财达证券	106.1	BBB
16	国金证券	110.6	A	64	财富证券	106	BB
17	天风证券	110.5	A	65	华林证券	105.9	A
18	东兴证券	110	BBB	66	华宝证券	105.7	BBB
19	兴业证券	110	BBB	67	新时代	105.7	CC
20	华融证券	109.8	AA	68	华信证券	105.6	BB
21	东方财富	109.6	BBB	69	九州证券	105.3	B
22	长江证券	109.5	C	70	大通证券	105.1	BBB
23	方正证券	109.5	A	71	国融证券	105	BB
24	安信证券	109.3	A	72	瑞银证券	105	BBB
25	国盛证券	108.95	BBB	73	中山证券	104.9	BBB
26	东莞证券	108.5	A	74	长城国瑞	104.8	BB
27	湘财证券	108.3	BBB	75	中航证券	104.8	BB
28	中银国际	108.3	A	76	首创证券	104.6	B
29	红塔证券	108.1	A	77	华鑫证券	104.5	BBB
30	东吴证券	108	A	78	金元证券	104.5	BBB
31	华西证券	108	A	79	万和证券	104.5	BB
32	恒泰证券	107.9	CCC	80	宏信证券	104.4	CCC
33	财通证券	107.8	A	81	开源证券	104.4	BB
34	浙商证券	107.7	A	82	联储证券	104.3	BBB
35	国联证券	107.5	BBB	83	联讯证券	104.3	B
36	德邦证券	107.4	BB	84	中邮证券	104.2	BBB
37	西南证券	107.4	C	85	申港证券	104.15	BBB
38	长城证券	107.3	BBB	86	华金证券	104	CCC
39	国开证券	107.3	A	87	英大证券	103.8	BBB
40	西部证券	107.3	BBB	88	大同证券	103.65	BB
41	国都证券	107.3	BBB	89	川财证券	103.6	B

序号	公司名称	2018 年总分（仅基准线+加分数，不含扣分）	2017 年级别	序号	公司名称	2018 年总分（仅基准线+加分数，不含扣分）	2017 年级别
42	国元证券	107.2	A	90	中天证券	103.6	BBB
43	华安证券	107.1	A	91	银泰证券	103.4	BBB
44	国海证券	107	B	92	华菁证券	103.3	B
45	华龙证券	107	BBB	93	爱建证券	103.1	CC
46	东北证券	106.8	BBB	94	世纪证券	103.1	BB
47	华创证券	106.8	BB	95	网信证券	103.05	B
40	西部证券	107.3	BBB	88	大同证券	103.65	BB
41	国都证券	107.3	BBB	89	川财证券	103.6	B
42	国元证券	107.2	A	90	中天证券	103.6	BBB
43	华安证券	107.1	A	91	银泰证券	103.4	BBB
44	国海证券	107	B	92	华菁证券	103.3	B
45	华龙证券	107	BBB	93	爱建证券	103.1	CC
46	东北证券	106.8	BBB	94	世纪证券	103.1	BB
47	华创证券	106.8	BB	95	网信证券	103.05	B
48	南京证券	106.8	A				

资料来源：证监会，长城证券研究所

**表 3: 业务竞争力对分类评价影响的具体因素**

业务收入排名	前五名	前十名	前二十名	
营业收入	2	1	0.5	
代理买卖证券业务收入	2	1	0.5	且营业部平均代理买卖证券业务收入位于行业中位数以上
承销与保荐业务收入	2	1	0.5	券商上一年度营业部平均代理买卖证券业务收入（两种情况都适用取最高）
财务顾问业务收入	2	1	0.5	
资产管理业务收入	2	1	0.5	
新业务市场竞争力	2	1	0.5	
信息系统建设投入	2	1	0.5	
收入占比	40%	30%	20%	
机构客户投研服务收入占经纪业务收入比例	2	1	0.5	且经纪业务收入位于行业中位数以上
境外子公司证券业务收入占营业收入的比例	4	3	2	且营业收入位于行业中位数以上

券商在评价期内如因违法违规行为被采取本规定第九条第（七）项至第十二项所列措施的，或者根据本规定第十二条第二款被扣分的，不适用本条对应业务项的加分，但同一事项在以前评价期已被取消加分的除外。

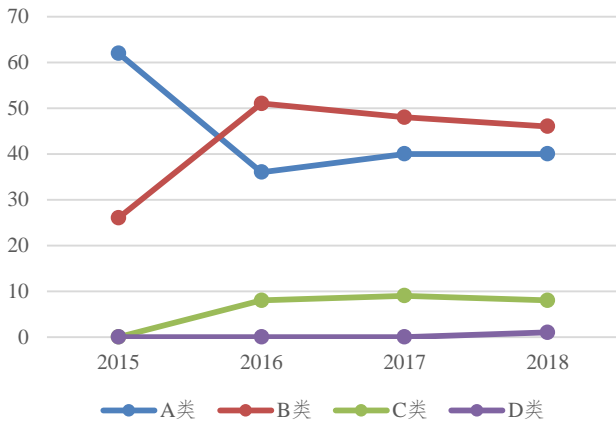
资料来源：证监会，长城证券研究所

**表 4: 涉及券商主营业务经营指标加分情况 (根据监管公开信息不完全统计)**

序号	公司名称	2017年分类结果	营业收入指标加分	营业部平均代理买卖证券业务收入指标加分	投资银行业务收入指标加分	客户资产管理业务收入指标加分	机构客户投研服务收入占经济业务收入比例指标加分	境外子公司证券业务收入占营业收入比例加分	信息技术投入考核值加分	加分总数
1	中信证券	AA	2	1	2	2	0	0	2	9
2	国泰君安	AA	2	2	2	1	0	0	2	9
3	华泰证券	AA	2	2	1	2	0	0	2	9
4	广发证券	AA	2	1	2	2	0	0	0.5	7.5
5	海通证券	AA	2	0.5	1	0.5	0	2	1	7
6	国信证券	A	1	2	2	0	0	0	1	6
7	招商证券	AA	1	1	1	1	0	0	1	5
8	申万宏源	AA	1	2	0.5	0.5	0	0	0.5	4.5
9	中信建投	AA	1	0.5	2	0.5	0	0	0.5	4.5
10	银河证券	AA	1	2	0	0.5	0	0	0.5	4
11	中金公司	AA	0.5	0.5	1	0.5	0	2	2	6.5
12	东方证券	A	0.5	0	0.5	2	1	0	1	5
13	平安证券	A	0.5	2	0.5	0	0	0	2	5
14	中泰证券	A	0.5	1	0.5	1	0	0	1	4
15	光大证券	A	0.5	1	0.5	1	0	0	0.5	3.5
16	方正证券	C	0.5	2	0	0	0	0	0.5	3
17	兴业证券	BBB	0.5	0	0	0.5	0	1	0.5	2.5
18	华融证券	AA	0.5	0	0	0	2	0	0	2.5
19	长江证券	A	0.5	0	0	0.5	0.5	0.5	0	2
20	安信证券	A	0.5	0	0	0.5	0	0	0.5	1.5
21	国金证券	A	0	2	1	0	0.5	0	0	3.5
22	天风证券	A	0	0	0	1	2	0	0	3
23	东兴证券	BBB	0	1	0.5	0.5	0	0	0.5	2.5
24	北京高华	A	0	2	0	0	0	0	0	2
25	瑞银证券	BBB	0	2	0	0	0	0	0	2
26	华宝证券	BBB	0	1	0	0	0	0	0.5	1.5
27	东吴证券	A	0	0.5	0.5	0	0	0	0	1
28	华西证券	A	0	0.5	0	0	0	0	0	0.5
29	恒泰证券	CCC	0	0.5	0	0	0	0	0	0.5
30	东莞证券	A	0	0.5	0	0	0	0	0	0.5
31	东方财富	BBB	0	0.5	0	0	0	0	0	0.5
32	湘财证券	BBB	0	0.5	0	0	0	0	0	0.5
33	浙商证券	A	0	0.5	0	0	0	0	0	0.5
34	财通证券	A	0	0	0	0.5	0	0	0	0.5
35	中银国际	A	0	0	0	0.5	0	0	0	0.5
36	德邦证券	BB	0	0	0	0.5	0	0	0	0.5
37	东北证券	BBB	0	0	0	0	0.5	0	0	0.5

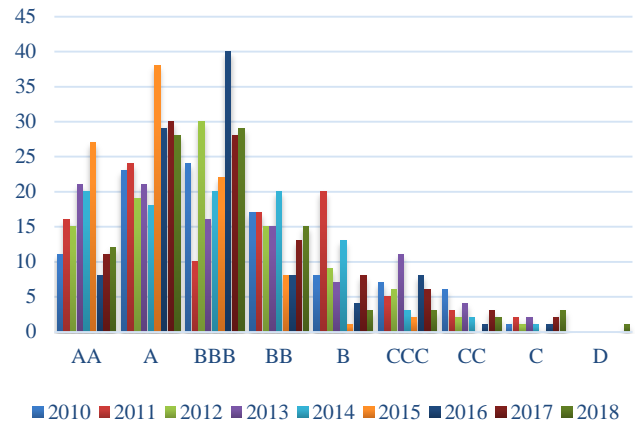
资料来源: 证监会, 券商中国, 长城证券研究所

图 1: 2015--2018 年券商评级大类分布情况



资料来源: 证监会, 长城证券研究所

图 2: 2010-2018 年券商评级细分情况



资料来源: 证监会, 长城证券研究所

## 2.2 强者恒强现象加剧，赢者通吃竞赛白热化加剧

值得注意的是今年最高评级的 AAA 级依然空缺。AA 和 A 级的券商共计 40 家，家数上与去年持平，但内部却出现大变动。总体而言，“强者恒强，赢者通吃”的行业现象在分类结果中得到淋漓尽致的体现。在今年的 12 家 AA 级券商中仅有东方证券、平安证券两家通过升级而跻身其中，其他几家则是被中信证券、国泰君安、华泰证券、广发证券、海通证券、华泰证券等大券商牢牢把控。

2018 年数据来看，40 家券商获得了 A 类及以上评级，占比达 41.67%，其中以国泰君安为代表 12 家大中型券商获得了 A 类以上评级别，占比 12.50%，且大部分为上市券商。自 2010 年起，10 家 9 年蝉联 A 类及以上，其中，在 2017 年修订的新细则加强对合规和风控评价力度背景下，招商证券、国泰君安和中信建投这三家券商仍然 9 年蝉联 AA，如前文所述在今年的评级结果中，华信证券也成为 2010 年来首个 D 类券商。前文已谈到，评级机构将合规管理能力和信息系统建设投入纳入加分项目，更加地从严监管，同时监管层鼓励券商在金融科技领域大力创新，这些调整对大型券商更加有利，强者恒强效应将愈发凸显。因此，总体上我们认为强者恒强的竞争态势将延续，赢者通吃竞赛白热化加剧，而对于部分中小型券商必须以差异化发展才有可能实现有效突围，具体逻辑也可详见我们前期的中期策略报告《强监管周期叠加重资产化共振致股价弹性衰减，预计部分龙头券商有望成功突围》。

表 5: 2010 年以来 9 次评级连续处于 A 类的券商

券商	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
东方证券	AA	A	AA	A	AA	AA	AA	A	AA
中银国际	A	A	A	AA	A	AA	A	A	A
高华证券	A	A	A	AA	AA	AA	A	A	A
安信证券	A	AA	AA	AA	A	A	A	A	A
招商证券	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
申万宏源	A	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
国泰君安	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
中国银河	AA	AA	AA	AA	AA	AA	A	AA	AA
中金公司	AA	AA	AA	AA	AA	AA	A	AA	AA

中信建投	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA	AA
------	----	----	----	----	----	----	----	----	----

资料来源：证监会，长城证券研究所

**表 6: 券商分类监管评价结果的使用**

序号	业务开展	说明
1	中国证监会按照分类监管原则，对不同类别券商规定不同的风险控制指标标准和风险资本准备计算比例，并在监管资源分配、现场检查和非现场检查频率等方面区别对待	各类券商风险资本准备根据分类评价结果进行调整，具体分类对应系数为：连续 3 年 A 类为 0.7，A 类为 0.8，B 类为 0.9，C 类为 1，D 类为 2。
2	券商分类结果将作为券商申请增加业务种类、新设营业网点、发行上市等事项的审慎性条件。	挂钩既有业务开展，C 类评级券商无法在全国范围内新设营业部。
3	券商分类结果将作为确定新业务、新产品试点范围和推广顺序的依据	私募基金综合托管业务和客户资金消费制度服务业务对券商要求：具备经纪业务资格，最近一年分类评价结果不低于 B 类（含）、具备相应信息系统，且最近 1 年未发生重大信息技术事故。
4	中国证券投资者保护基金公司根据券商分类结果，确定不同级别的券商缴纳证券投资者保护基金的具体比例。	对于连续三年（含缴纳当年）评定等级为 A 类且缴纳当年评定为 AA 级以上（含）的券商，按照其营业收入 0.5% 缴纳保护基金；对于连续三年（含缴纳当年）评定等级为 A 类且缴纳当年评定为 A 级的券商，按照其营业收入 0.75% 缴纳保护基金。
5	直接挂钩券商债券业务	券商自身评级低，自身发债成本高，作为投行在市场上承揽债券项目优势不足
6	银行贷款授信	信用业务是重资本业务的挣钱业务，不少券商纷纷从银行获得一定额度的授信贷款，用以周转流动性。但如果券商分类评级不高，注重风险管理银行会出现惜贷行为在所难免。
7	券商股票质押式回购自有融出规模受到分类评级的影响	按照分类监管原则对券商自有资金参与股票质押回购交易业务融资规模进行控制：A、B、C 类自有资金融出余额分别不得超过公司净资本 150%、100% 和 50%。
8	受托场外处置待处分证券资格受到分类评级影响	待处分证券可场内处置的，中登可委托券商受托处置，申请成为中登场内委托处置的受托券商。需要具备的条件为：1.最近一年内未发生资金交收违约；2.最近一年内未被本公司采取自律管理措施；3.最近一年券商分类评价结果不低于 A 级；4.本公司认定的其他条件。上述资格有效期为三年，三年后按照要求重新遴选。
9	场外期权业务受到影响	监管对场外期权业务的两类交易商主体资质进行严格限制。一级交易商资质：最近一年分类评级在 A 类 AA 级以上的券商，经中国证监会认可；二级交易商资质：最近一年分类评级在 A 类 A 级以上的券商，经中国证券业协会备案。
10	券商在港开展业务受到影响	券商可通过设立、收购、参股在港开展跨境业务，但对分类评级结果要求为最近两次分类评价均获得 B 类 BBB 级以上分类级别，其中一次分类评价获得 A 级以上分类级别，同时对净资本、风险控制指标、最近三年净利润等进行明确规定。
11	分类评级影响债券承销业务分类结果，从而影响主承销资质	从债券承销业务分类管理评价内容看，券商分类评价结果占 40%，具体到分类结果上，AAA 级别的，得 40 分；E 级别的，得 0 分；由 AAA 级别至 E 级别，每级递减 4 分。

资料来源：证监会，长城证券研究所

**表 7：分类评级影响债券承销业务资质**

类别	级别	债券承销业务分类管理中 券商分类结果得分情况
A	AAA	40
	AA	36
	A	32
	BBB	28
B	BB	24
	B	20
	CCC	16
C	CC	12
	C	8
D	D	4
E	E	0

资料来源：证监会，长城证券研究所

### 3. 精选龙头个股进行配置

我们一直强调行业分化与发展并存，需精选个股配置。建议从三条主线选择个股，1) 业绩优良稳健、营收结构多元化、均衡化的龙头券商：重点推荐中信证券（中报业绩快报显示，营收及归母净利增速分别为 6.86%、13.88%，逆市领先行业高增长；2018 年分类评级加分项居行业第三位），华泰证券（业绩领衔上市券商，250.1 亿元定增持续推进，并购重组、IPO 等多项业务市场领先，跨境业务试点有望驱动包括 CDR 在内业务边际改善，进一步夯实龙头地位；2018 年分类评级加分项居行业第二位），国泰君安（经纪业务提升显著，综合性多元化大券商，业绩靓丽，跨境业务试点起航，有望受益于 CDR 业务；2018 年分类评价总加分数蝉联榜首），东方证券（定增补充资本实力，强化投资资管优势，积极补足经纪、投行业务短板），广发证券（业绩突出，财富管理业务引领公司发展，交易与机构业务实现高增长，有望受益于 CDR 业务）。

2) 建议关注创新+转型发展的中小型券商：方正证券（2018 年分类评级方正证券则连跨 6 级重返 A 类，为公司业务发展带来新机会），东方财富证券（互联网证券战略持续推进，零售证券“独角兽”成色显现，业务逆市起航，公司归母净利区间为 5.2 亿元-5.9 亿元，较上年增速约为 99.92%-126.83%，远甩开传统券商；2018 年评级上调为 A 级）。

3) 关注次新股类弹性标的：南京证券、中信建投证券，风险偏好高的投资者可积极关注与配置。

### 4. 风险提示

业绩不及预期风险；市场大幅下跌风险；宏观经济不及预期风险；监管趋严风险。

### 研究员承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

### 长城证券投资评级说明

#### 公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；  
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

#### 行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

### 长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>