国盛证券 GUOSHENG SECURITIES

【证券研究报告|行业专题】

2020年09月02日

2020券商研究框架及中报业绩综述

——高景气带动上半年业绩向好，改革赋能行业中长期发展

证券分析师：马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

证券分析师：蒋江松媛

执业证书编号：S0680519090001

第一章：

券商中报主要关注点

- ✓ 业绩拆分：自营和经纪对上半年业绩贡献较大
- ✓ 上半年各家券商减值计提情况如何？
- ✓ 代销金融产品收入增长明显
- ✓ 创业板注册制进行中，预计经纪和投行业务将增厚券商营收3.1%
- ✓ 资本市场改革持续赋能，未来行业发展将有所分化，即龙头做大做强和中小券商特色化发展

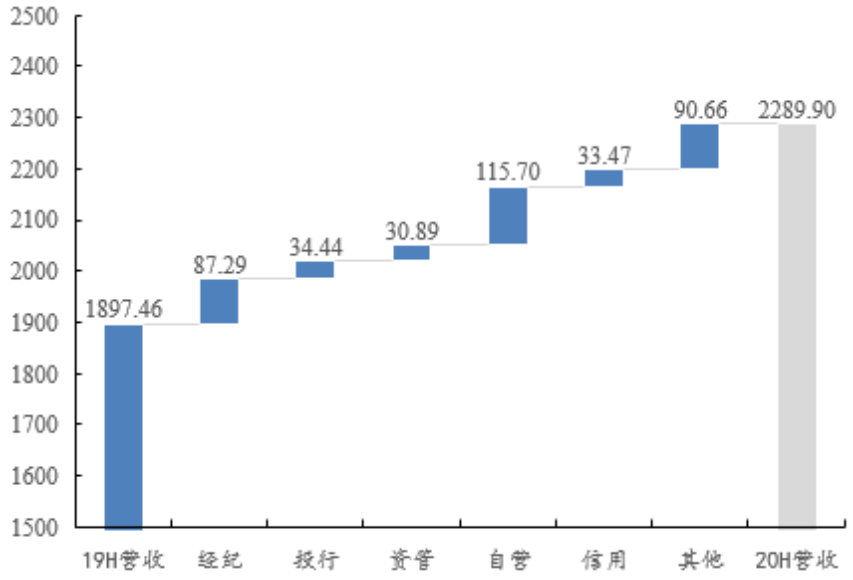
关注点1：业绩拆分--自营和经纪对上半年业绩贡献较大

- **上市券商2020H业绩表现：**39家上市券商上半年营收1897亿，同比上升20.68%；归母净利润2290亿，同比上升27.17%。

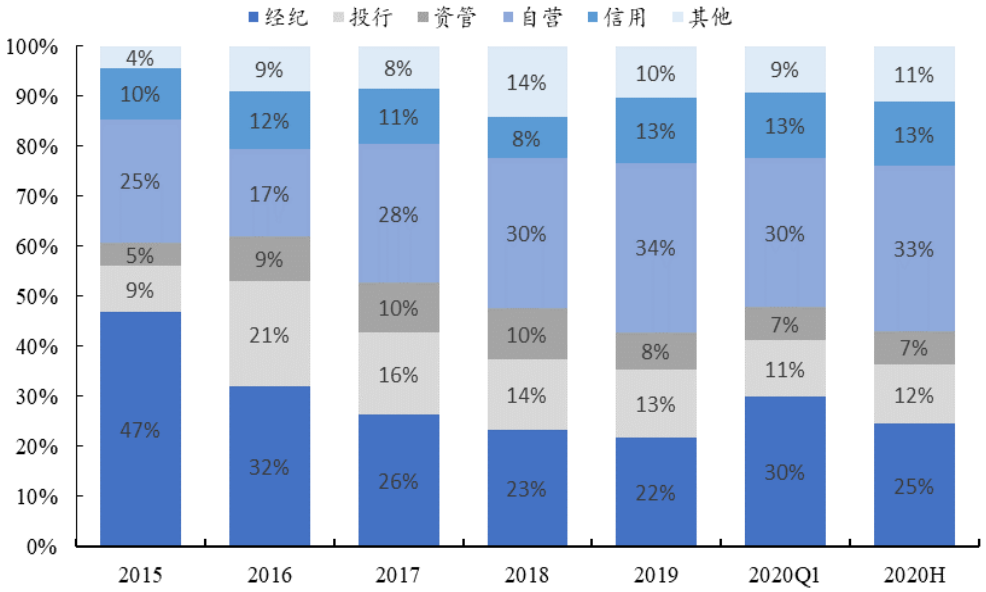
✓ **分业务表现：自营和经纪业务业绩增量贡献最大。**上市券商上半年营收同比增长392亿元，自营和经纪业务对于营收增量的贡献最大，分别为29.48%和22.24%。从增速来看，经纪/投行/资管/自营/信用业务收入同比增速分别为22.51%/22.11%/21.25%/19.07%/15.33%，受益于上半年资本市场改革持续推进和市场交投活跃度提升，各项业务均有一定增长。

✓ **业务结构：从全行业来看，自营仍为营收占比第一大业务，其次是经纪业务，两者营收占比合计58%。**从证券业协会公布的券商上半年经营业绩来看，自营业务占比提升至33%，仍为第一大业务（一季度由于疫情影响，市场波动，对券商自营业绩有一定拖累导致占比下滑）；其次是经纪业务占比25%，占比较一季度下滑，但较2019年仍有提升，主要受益于交投活跃度提升，上半年日均股基成交金额8094亿，同比提升29.38%。

图表：自营和经纪对上半年业绩贡献较大（上市券商汇总，亿元）



图表：证券行业收入结构



资料来源：Wind，国盛证券研究所

资料来源：证券业协会，国盛证券研究所

关注点2：上半年各家券商减值计提情况如何？

图表：上市券商减值损失计提情况（亿元）

	减值损失2020H	同比变动	减值损失计提率	减值损失/归母净利润
海通证券	29.11	18.60	5.00%	53.08%
中信证券	23.01	15.47	4.20%	25.78%
东方证券	12.90	8.19	6.05%	84.54%
国信证券	10.13	6.90	4.63%	34.38%
兴业证券	4.53	5.25	6.17%	27.97%
东吴证券	4.40	3.83	5.09%	42.73%
广发证券	3.59	-1.05	1.94%	6.25%
方正证券	3.03	-0.25	9.54%	47.20%
申万宏源	2.34	-0.06	0.65%	5.79%
国元证券	2.27	-0.29	2.96%	36.74%
华泰证券	2.13	0.69	1.19%	3.33%
中信建投	2.09	3.09	1.06%	4.57%
国海证券	1.88	0.61	2.63%	31.02%
光大证券	1.83	-1.71	2.69%	8.51%
中原证券	1.63	0.79	6.16%	529.44%
中泰证券	1.37	0.03	1.17%	9.89%
西南证券	1.29	0.64	8.45%	30.23%
国泰君安	1.21	-3.73	0.24%	2.23%
第一创业	1.15	-0.93	4.66%	27.21%
长江证券	1.15	1.19	1.52%	12.17%
天风证券	1.08	-0.47	3.12%	26.62%
华安证券	1.01	-0.22	1.80%	15.83%
招商证券	0.81	1.11	0.21%	1.87%
东北证券	0.77	0.03	1.82%	11.61%
浙商证券	0.70	0.63	1.05%	10.66%
西部证券	0.56	-2.26	4.64%	8.74%
中国银河	0.50	0.17	0.17%	1.41%
东兴证券	0.41	1.30	0.72%	5.21%
山西证券	0.30	-0.04	0.95%	5.86%
红塔证券	0.29	0.31	0.44%	3.69%
长城证券	0.18	0.15	0.71%	2.66%
财通证券	0.17	0.24	0.58%	2.03%
南京证券	0.13	0.05	0.60%	2.49%
太平洋	0.06	0.38	0.19%	11.47%
华林证券	0.00	0.10	0.03%	0.10%
中银证券	-0.02	-0.36	-0.03%	-
国联证券	-0.05	-0.11	-0.17%	-
国金证券	-0.12	-0.07	-0.24%	-
华西证券	-0.19	-0.40	-0.24%	-

- **整体风险相对有限，券商股票质押规模持续收缩，减值计提审慎。**

- **从市场角度来看，二季度后指数一路上行，市场整体回暖，信用风险有限。**今年上证综指最低点位为2700点左右（3月19日），我们曾在报告《2020券商研究框架及年报业绩综述-自营拖累Q1业绩，资本市场改革红利不断释放》中测算，今年最低点位水平对应的股票质押风险远小于2018年10月股票风险集中暴露的时间段，随后随着市场回暖，目前股票质押风险更为有限。

- **从券商角度来看：股票质押规模持续收缩，风险计提更为审慎。**

✓ **规模：**统计的34家可比上市券商表内股票质押规模3213亿元，较2019年末下降431亿元，较去年同期下降1100亿元，股票质押业务持续收缩；

✓ **当期减值损失计提：**从当期计提减值率（计提减值损失/买入返售资产期初期末平均值）来看，方正、西南、兴业、东方、中原证券计提减值率均在6%以上，方正和西南证券在8%以上；

减值损失计提增加在一定程度上侵蚀净利润，中原证券上半年减值计提规模是归母净利润的5倍，而东方和海通证券减值计提规模/归母净利润分别为85%和53%。

资料来源：Wind，国盛证券研究所

关注点3：代销金融产品收入增长明显

图表：上市券商代销金融产品净收入情况（亿元）

公司名称	2020H	增速	上半年/去年全年	占营收比重	占经纪业务净收入比重
中信证券	6.99	122.93%	87.05%	2.61%	13.96%
国信证券	2.41	191.35%	113.35%	2.99%	8.68%
招商证券	1.89	146.30%	107.19%	1.64%	6.48%
华泰证券	1.85	139.01%	107.52%	1.19%	6.64%
广发证券	1.78	149.94%	90.07%	1.25%	6.23%
中信建投	1.57	140.11%	109.45%	1.59%	7.88%
兴业证券	1.48	103.47%	89.57%	1.79%	12.72%
中国银河	1.30	93.18%	72.30%	1.16%	4.25%
光大证券	1.22	-28.19%	44.39%	1.93%	7.64%
东方证券	1.16	192.84%	108.26%	1.20%	10.65%
长江证券	1.14	186.11%	105.85%	3.43%	8.66%
方正证券	0.84	333.73%	151.49%	2.48%	4.71%
国泰君安	0.76	11.10%	57.98%	0.48%	2.07%
申万宏源	0.69	95.82%	77.12%	0.52%	2.78%
浙商证券	0.67	171.52%	99.80%	1.49%	11.14%
国金证券	0.63	79.42%	56.91%	2.19%	8.71%
中泰证券	0.46	61.50%	146.19%	0.95%	2.86%
华西证券	0.41	461.75%	168.53%	1.98%	5.66%
海通证券	0.41	76.91%	80.38%	0.23%	1.82%
财通证券	0.38	86.83%	70.51%	1.31%	7.28%
长城证券	0.37	118.87%	97.61%	1.22%	8.13%
中银证券	0.34	265.23%	128.33%	2.06%	8.04%
太平洋	0.18	84.16%	75.04%	3.70%	8.29%
东兴证券	0.18	7439.69%	287.31%	0.72%	4.00%
中原证券	0.18	167.73%	133.53%	1.45%	5.25%
东北证券	0.18	129.13%	126.44%	0.49%	3.91%
山西证券	0.11	38.43%	78.98%	0.65%	4.85%
国海证券	0.10	200.90%	99.00%	0.42%	2.89%
国元证券	0.10	314.36%	138.21%	0.45%	2.22%
西南证券	0.09	-32.45%	40.44%	0.58%	2.75%
南京证券	0.09	57.98%	84.68%	0.71%	3.08%
国联证券	0.09	39.59%	85.19%	1.12%	3.89%
东吴证券	0.09	307.27%	81.26%	0.24%	1.35%
天风证券	0.08	68.38%	105.00%	0.41%	2.54%
华安证券	0.08	174.45%	106.56%	0.48%	1.83%
华林证券	0.06	101.37%	82.86%	1.08%	3.18%
第一创业	0.05	117.24%	68.32%	0.37%	2.83%
西部证券	0.03	270.28%	109.67%	0.14%	0.72%
红塔证券	0.02	219.68%	152.77%	0.07%	1.55%

- **上半年，资本市场行情较好，交投活跃度提升，券商除了单纯的代理买卖证券净收入有较好表现之外，基金等金融产品代销收入也有明显增长。代销金融产品是券商传统经纪业务向财富管理转型的重要一环，在一定程度上体现了券商财富管理业务的实力。**

- ✓ **代销收入翻倍：**上半年，39家上市券商代销金融产品净收入共计30.48亿元（合并报表口径），同比去年同期提升111%；相当完成了2019年代销收入的90%。

- ✓ **大券商代销实力明显，如中信证券，**其7亿元的收入规模明显领先于其他券商，且增速仍高达123%，占经纪业务整体手续费净收入比高达14%，处于上市券商第1名。

- ✓ **中小券商中，财富管理特色券商代销表现较好，如兴业证券，**其1.48亿元的代销收入在上市券商中排名第7，且代销收入占经纪业务比重接近13%，仅次于中信证券。公司坚持精品化定位，丰富产品矩阵的广度与深度（依托“兴全基金”），完善客户分类分层的精细化服务体系，加强投资顾问服务的专业化建设，不断打造财富管理特色业务。

备注：根据报表披露扣减成本的净收入口径，可能各家券商披露口径不一致；此外，各家公司合并报表和母公司代销收入口径也有一定差异，在此列示合并口径结果，仅供参考。

 资料来源：Wind，国盛证券研究所

关注点4：创业板注册制进行中，预计增厚券商营收3%

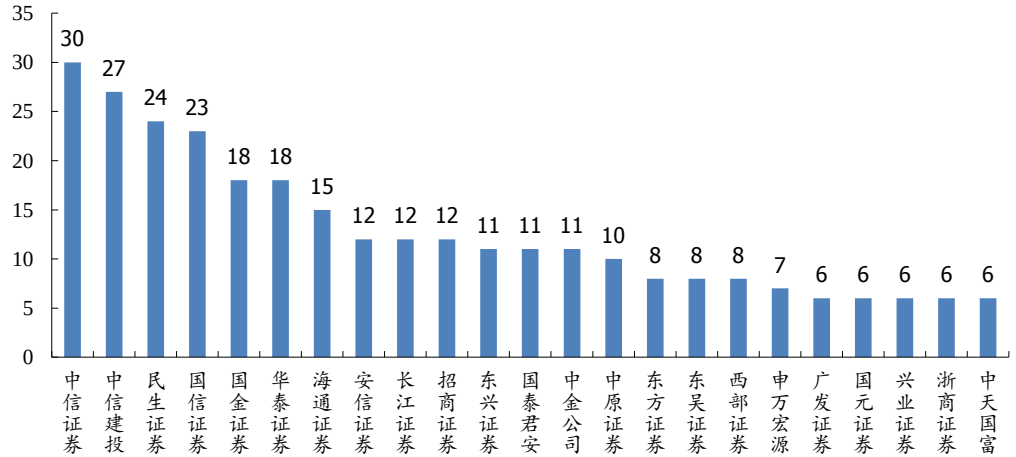
国盛证券 GUOSHENG SECURITIES

创业板注册制首批18家企业已经于8月24日上市交易，对于券商来说，随着涨跌幅放宽至20%以及注册制的持续推进，有望增厚经纪和投行业务收入，预计合计贡献110.81亿，占2019年营收比重约为3.1%。

- **经纪业务：预计年内可贡献经纪业务收入增量18亿。**年初至8月21日，创业板日均股票成交金额1750亿，涨跌幅放宽至20%后的第一周，创业板日均股票成交金额为2577亿元，活跃度较之前明显提升。假设情绪平稳后，换手率和流通市值提升对应日均成交额综合提升20%，根据万2.88的平均净佣金率来计算，创业板注册制首批企业上市至年末，预计将贡献经纪业务佣金收入增量17.74亿；

- **投行业务：预计年内可贡献93亿左右。**
  - ✓ **IPO方面：**截至8月31日，深交所受理369家企业创业板首发上市申请，假设年内30%企业可以顺利上市，即110家，按照首批上市企业平均募集11.2亿元计算，预计年内整体IPO募集规模1232亿元，以7%的承销费率计算，预计IPO承销收入为86.24亿；
  - ✓ **再融资方面：**主要是定增的收入的提升。自从2019年以来，创业板披露的尚未完成的定增预案募集规模大约为2278亿，假设年内30%能顺利实施，预计募集规模683亿，按照1%的承销费率计算，预计年内带来的收入为6.83亿。

图表：创业板在审企业对应保荐券商家数（家）



- ✓ **关注创业板项目储备数：**当前369家在审企业中，中信证券保荐数量最多，为30家；其次是中信建投27家；另外在上市券商中国信在证券、国金证券、华泰证券、海通证券的保荐数量也均在15家以上，后续随着创业板注册制的稳步推进，有望持续贡献投行业务收入。

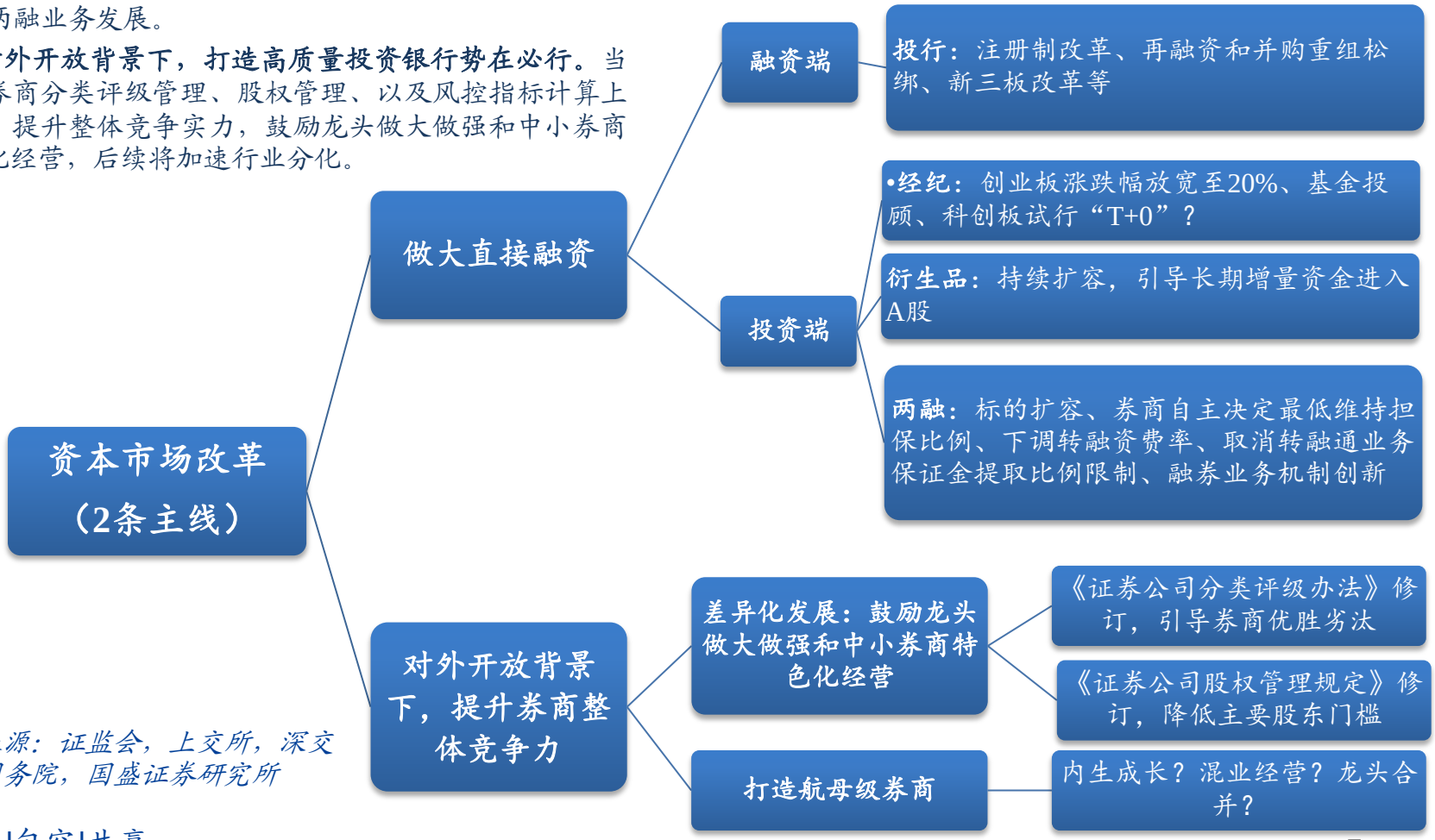
资料来源：Wind，国盛证券研究所

关注点5：资本市场改革持续赋能，利好行业中长期发展

自2018年底以来，资本市场的政策进入新一轮“宽松周期”，成为利好券商中长期经营发展的最重要主线，且无论从高度、深度还是推进效率来看，均超市场预期。未来资本市场将中长期扩容，且带动券商从传统的资本市场通道的角色向综合服务商转型，并加速行业分化。

- **主线1：发展直接融资，有效支持国家经济结构转型。**
  - **融资端：**主要利好投行业务；
  - **投资端：**保持活跃度，不断引入增量资金，利好券商经纪、衍生品、两融业务发展。
- **主线2：对外开放背景下，打造高质量投资银行势在必行。**当前监管在券商分类评级管理、股权管理、以及风控指标计算上扶优限劣，提升整体竞争实力，鼓励龙头做大做强和中小券商特色差异化经营，后续将加速行业分化。

图表：当前我国资本市场改革主要路径对应具体制度梳理



资料来源：证监会，上交所，深交所，国务院，国盛证券研究所

关注点5：资本市场改革持续赋能，利好行业中长期发展

➢ **后续行业将加速分化：**

◆ **鼓励龙头券商做大做强：**

1、证监会：积极推动打造航母级头部证券公司，促进证券行业持续健康发展。

2、风控指标计算优惠，可提升业务空间：

✓ **与分类评级直接挂钩。**连续三年AA级及以上的证券公司（共有7家），风险资本准备调整系数定为0.5。

✓ **并表监管。**允许试点机构试行更灵活的风控指标体系，下调了6家试点机构（中金、招商、中信、华泰、中信建投、国君）母公司两个风控指标的计算参数：1）风险资本准备计算系数由0.7调降至0.5（与上一条重叠）；2）表内外资产总额计算系数由1降至0.7。

◆ **中小券商差异化特色化发展：**

✓ **有利于中小券商补充资本：**《证券公司股权管理规定》修订稿（征求意见稿）中降低主要股东门槛，后续越来越多的企业将参股证券公司，增强业务竞争力。

✓ **引导券商差异化特色化发展：**证监会第三次修订《证券公司分类监管规定》，引导中小券商可发展特色业务来获取加分，如机构客户服务及交易评价指标：“上一年度代理机构客户买卖证券交易量位于行业中位数以上，且代理机构客户买卖证券交易量占代理全部客户买卖证券交易量的比例位于行业前10名、前20名的，分别加1分、0.5分”。监管引导证券公司增强机构客户服务及交易业务能力，部分依靠研究所突围的券商将具备一定加分优势，后续将加速行业分化。

图表：今年以来资本市场改革的主要政策

业务	政策或者事件
投行	1）新证券法修订全面推进注册制；
	2）再融资放松（定价底线由9折变8折；将锁定期由现在的36个月和12个月分别缩短至18个月和6个月；扩大创业板再融资覆盖面）；
	3）创业板注册制正式落地，首批企业已经于8月24日上市。
经纪	1）7家券商获得基金投顾试点资格，推动券商财富管理转型；
	2）8月24日起，创业板涨跌幅放宽至20%；
	3）上交所提出科创板研究引入“单次T+0”。
两融	1）证金公司取消证券公司转融通业务保证金提取比例限制。2）创业板注册制上市标的上市首日即可作为两融标的。
监管引导差异化经营	1）证监会就修订《证券公司股权管理规定》及其实施规定对外公开征求意见，放宽股东投资门槛；
	2）证监会修改《证券公司分类监管规定》，引导龙头券商做大做强和中小券商差异化发展两个发展方向。
提升杠杆	1）证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》，连续三年AA级及以上的证券公司（7家），风险资本准备调整系数定为0.5；（1月1日开始实施）
	2）并表监管试点启动：允许试点机构试行更为灵活的风控指标体系，下调了6家试点机构（中金、招商、中信、华泰、中信建投、国君）母公司两个风控指标的计算参数：风险资本准备计算系数由0.7调降至0.5（与上一条范围有重叠）；表内外资产总额计算系数由1降至0.7；

资料来源：证监会，上交所，深交所，国务院，国盛证券研究所

第二章：

券商各业务分析

- 业绩表现
- ✓ 经纪业务
- ✓ 投行业务
- ✓ 资管业务
- ✓ 信用业务
- ✓ 自营业务



1.1 收入结构：五大业务为主

国盛证券 GUOSHENG SECURITIES

- 业务模式：我国券商业务模式相对单一，以五大业务（经纪、投行、资管、信用、自营投资）为主。

图表：券商各项业务情况

经纪业务	• 概述：为客户（机构+个人）代理买卖有价证券并收取佣金，传统通道业务 • *核心关注指标：交易量（与市场情绪有关）、市占率（与自身营业部数量和分布、获客能力等有关）、佣金率变动（取决于公司经营战略）*
投行业务	• 概述：一级市场融资（如IPO、定增、发债等）的资本中介服务并收取佣金，同属通道业务 • *核心关注指标：政策环境、各家券商的业务能力*
资产管理	• 概述：代客理财并收取管理费+分成，受到资管新规影响，规模有所下降，未来通道规模将持续压缩 • *核心关注指标：政策变化趋势、规模指标、主动管理能力*
信用业务	• 概述：加杠杆、赚息差，主要为融资融券、股权质押，作为券商的创新业务，曾一度发展较快，现在进入规范发展的阶段 • *核心关注指标：市场环境、业务规模、减值准备计提情况*
自营投资	• 概述：以自有资金进行证券投资，与市场行情高度相关，收益波动较大 • *核心关注指标：规模、权益及固收类规模占比情况*

资料来源：国盛证券研究所

1.1 业绩表现：公司对比

国盛证券 GUOSHENG SECURITIES

图表：2020H各家上市券商收入及利润增速情况

券商	营收	归母净利润	经纪	投行	资管	自营	信用
中信证券	22.73%	38.48%	31.83%	23.13%	23.39%	64.41%	-41.18%
国泰君安	12.18%	8.64%	15.90%	10.07%	-16.85%	-9.10%	12.14%
海通证券	-1.58%	-0.78%	17.89%	3.29%	43.35%	0.02%	-1.96%
华泰证券	39.92%	57.88%	24.48%	108.88%	12.63%	57.22%	-19.39%
中国银河	52.20%	36.90%	25.12%	6.81%	-5.11%	38.37%	19.27%
广发证券	18.97%	38.93%	23.26%	-19.23%	43.30%	22.97%	17.46%
申万宏源	27.68%	26.03%	16.74%	-24.76%	3.07%	14.92%	33.27%
中信建投	67.63%	96.54%	33.16%	22.26%	21.37%	196.44%	-19.14%
招商证券	34.64%	23.73%	34.20%	19.40%	3.70%	3.26%	38.18%
东方证券	19.14%	26.16%	39.61%	4.63%	33.57%	53.72%	-35.13%
国信证券	23.03%	13.38%	21.84%	21.84%	16.43%	-5.71%	107.84%
光大证券	7.75%	33.74%	15.85%	45.21%	57.70%	-29.13%	3.50%
兴业证券	17.74%	21.45%	43.72%	103.31%	-50.82%	4.90%	4.58%
长江证券	-10.71%	-13.35%	26.79%	-33.58%	-13.68%	-48.66%	58.18%
方正证券	-5.45%	-15.95%	17.55%	33.34%	-3.59%	-79.33%	3.67%
国金证券	51.36%	61.24%	20.04%	196.47%	13.61%	43.82%	17.20%
东兴证券	33.82%	-9.00%	14.28%	-27.04%	-18.49%	50.72%	60.55%
华西证券	4.42%	8.17%	27.37%	14.30%	114.25%	-15.53%	-5.56%
国元证券	33.44%	42.77%	16.35%	-33.93%	38.36%	39.46%	25.21%
西部证券	6.92%	37.96%	7.00%	6.40%	-60.24%	-5.44%	61.82%
财通证券	26.25%	12.02%	14.79%	97.69%	63.08%	-11.30%	355.42%
东吴证券	34.20%	37.33%	15.11%	89.24%	-13.58%	29.38%	21.93%
浙商证券	67.74%	36.00%	19.99%	211.93%	37.05%	67.21%	38.01%
国海证券	31.36%	55.62%	18.24%	43.01%	16.46%	77.02%	-14.90%
西南证券	-5.14%	-12.65%	1.53%	-18.83%	-43.57%	-9.82%	44.91%
东北证券	-4.87%	13.07%	8.21%	-32.36%	48.59%	5.44%	-121.05%
长城证券	75.68%	34.18%	29.03%	-31.44%	-36.85%	13.09%	72.41%
华安证券	15.81%	14.45%	12.42%	319.04%	210.41%	4.71%	31.06%
太平洋	-53.76%	-85.21%	26.22%	121.41%	45.04%	-90.04%	-90.36%
天风证券	13.60%	140.79%	6.35%	71.68%	28.07%	8.60%	20.09%
山西证券	-43.76%	18.02%	-3.32%	30.30%	18.40%	4.14%	-107.90%
南京证券	31.66%	36.70%	-2.00%	2.77%	1.42%	141.37%	23.48%
中原证券	-2.89%	-87.14%	14.45%	9.92%	-50.72%	-47.52%	-69.54%
第一创业	19.95%	102.02%	20.87%	-3.16%	-5.26%	23.65%	-112.47%
华林证券	26.71%	55.74%	35.16%	17.67%	-51.51%	5.21%	76.20%
红塔证券	226.21%	167.10%	4.54%	-41.53%	62.45%	138.08%	108.14%
中银证券	9.85%	5.68%	24.10%	-9.84%	34.37%	-18.65%	-3.38%
中泰证券	-0.36%	16.37%	18.10%	-6.90%	-25.09%	-41.05%	44.23%
国联证券	-3.42%	-9.84%	12.92%	24.67%	31.72%	7.37%	-41.65%
上市券商整体	20.68%	27.17%	22.51%	22.11%	21.35%	19.07%	15.33%

诚信|担当|包容|共赢

资料来源：Wind，国盛证券研究所

各家券商收入及利润增速情况：

- **归母净利润：**红塔证券归母净利润翻了1.67倍，增速最高；大券商中，中信建投表现最好，同比增长97%，其次是华泰证券，同比增长58%。
- **营收及各项业务情况：**红塔证券营收同比增速在200%以上，上市券商最高；大券商中仍然是中信建投表现最好，营收增速超过60%，主要是自营业绩表现较好。

✓**经纪业务：**2020H上市券商整体经纪业务收入增长22.5%左右，各项业务中增速最高，得益于市场交投活跃（日均股基成交金额8094亿，同比提升29.38%）；其中，兴业证券增速最高，接近44%。

✓**投行业务：**主要与发行节奏有关，各家分化明显。大中型券商中，国金证券表现较好，收入同比增长196%，根据Wind数据，上半年IPO规模行业第4，仅次于中信建投、中金、中信；

✓**资管业务：**全行业Q2规模继续压缩，但上市券商整体收入同比上升21.4%，主动管理能力增强；

✓**信用业务：**各家有所分化，部分券商低利率环境下增加债务融资，导致利息支出较高；

✓**自营业务：**各家有所分化，大部分券商上半年自营投资业绩较大增长。其中，中信建投自营收入同比增长接近200%，上市券商最高。

1.1 业绩表现：公司对比

图表： 2020H各家上市券商收入结构情况

	经纪占比		投行占比		资管占比		信用占比		自营占比	
券商	20H	相较19	20H	相较19	20H	相较19	20H	相较19	20H	相较19
中信证券	18.73%	1.52%	8.30%	-2.05%	12.30%	-0.93%	3.03%	-1.71%	44.11%	7.27%
国泰君安	23.09%	4.29%	7.41%	-1.25%	4.58%	-0.98%	18.05%	0.60%	25.71%	-3.80%
海通证券	12.56%	2.19%	9.56%	-0.48%	9.22%	2.26%	12.42%	0.37%	32.88%	-0.38%
华泰证券	17.96%	1.44%	8.12%	0.29%	10.14%	-1.01%	6.58%	-1.96%	34.71%	-2.21%
中国银河	27.24%	0.53%	2.43%	-0.39%	2.76%	-0.96%	17.34%	-3.15%	26.11%	-2.63%
广发证券	20.09%	1.68%	2.96%	-3.34%	20.11%	2.96%	12.71%	-1.18%	34.91%	5.59%
申万宏源	18.57%	3.13%	3.02%	-1.70%	4.21%	-1.03%	13.95%	0.86%	24.57%	2.92%
中信建投	20.16%	-0.63%	20.02%	-6.89%	4.05%	-1.74%	6.64%	-4.75%	44.95%	12.77%
招商证券	25.33%	3.99%	6.77%	-2.92%	4.57%	-1.00%	12.19%	2.06%	26.94%	-5.98%
东方证券	11.28%	3.17%	5.75%	0.24%	11.57%	2.12%	3.50%	-1.18%	26.16%	6.42%
国信证券	34.49%	5.46%	7.41%	-2.70%	1.62%	-0.06%	20.67%	8.61%	27.39%	-5.69%
光大证券	25.28%	0.30%	18.38%	4.69%	10.05%	-2.25%	12.74%	-2.90%	22.34%	0.24%
兴业证券	14.07%	3.10%	7.23%	2.01%	0.88%	-1.19%	5.60%	0.33%	30.53%	1.79%
长江证券	39.57%	11.97%	7.90%	-4.35%	4.97%	-0.87%	16.81%	5.56%	24.31%	-13.72%
方正证券	52.62%	10.82%	8.92%	1.32%	4.51%	-0.51%	20.96%	0.09%	4.52%	-13.90%
国金证券	25.09%	-1.12%	25.72%	5.00%	1.91%	-0.31%	15.10%	-2.62%	28.68%	0.13%
东兴证券	17.91%	0.51%	13.03%	-12.55%	5.95%	-3.01%	18.39%	-1.40%	30.64%	4.52%
华西证券	34.94%	9.46%	9.87%	-3.35%	3.20%	1.09%	24.90%	-4.81%	26.61%	-2.11%
国元证券	20.40%	-0.93%	6.52%	-5.98%	2.37%	-1.32%	35.73%	-4.26%	20.91%	4.26%
西部证券	19.89%	1.99%	7.94%	-0.69%	0.28%	-0.33%	7.41%	1.29%	40.37%	-4.71%
财通证券	17.99%	1.61%	8.69%	0.58%	22.64%	1.13%	13.14%	8.54%	26.33%	-9.74%
东吴证券	17.78%	-2.70%	12.51%	0.33%	2.05%	-1.09%	7.01%	0.62%	35.57%	8.35%
浙商证券	13.36%	-2.51%	8.59%	3.05%	3.48%	-1.23%	5.18%	-0.25%	23.06%	-0.68%
国海证券	14.64%	-0.62%	7.82%	-2.23%	6.40%	-1.94%	10.26%	-4.75%	41.55%	15.00%
西南证券	21.15%	4.45%	6.82%	-1.64%	0.95%	-0.62%	9.66%	4.29%	46.17%	-9.19%
东北证券	12.51%	3.09%	3.29%	-0.86%	2.32%	0.27%	0.45%	1.46%	33.69%	6.83%
长城证券	15.00%	-2.05%	6.06%	-9.26%	2.02%	-2.12%	6.89%	0.14%	23.17%	-8.31%
华安证券	26.26%	4.33%	6.33%	0.43%	8.48%	4.98%	20.92%	4.18%	39.13%	-5.28%
太平洋	44.69%	26.13%	16.32%	10.26%	18.21%	9.87%	-3.90%	8.99%	19.42%	-58.09%
天风证券	16.20%	1.20%	25.37%	6.03%	20.47%	3.13%	-9.71%	-0.03%	38.76%	-0.86%
山西证券	13.29%	6.48%	12.29%	1.07%	7.23%	4.21%	0.48%	3.28%	55.10%	29.21%
南京证券	23.20%	-4.23%	9.75%	-3.95%	2.34%	-1.00%	33.80%	-2.07%	26.41%	9.54%
中原证券	27.53%	5.70%	7.92%	-2.48%	1.61%	-1.14%	1.47%	0.27%	21.02%	-9.46%
第一创业	13.21%	2.10%	11.04%	-5.03%	22.84%	-6.21%	0.51%	4.09%	35.44%	0.60%
华林证券	33.84%	8.48%	7.84%	-1.20%	4.52%	-3.56%	25.94%	7.71%	23.42%	-10.42%
红塔证券	4.28%	-3.89%	0.69%	-2.72%	2.74%	-1.62%	-5.89%	5.72%	61.49%	-26.75%
中银证券	25.60%	4.93%	5.13%	-2.34%	26.12%	0.96%	25.29%	-3.26%	11.42%	-3.06%
中泰证券	33.38%	8.33%	9.95%	-1.52%	3.13%	-0.82%	21.82%	6.35%	15.94%	-9.03%
国联证券	28.72%	6.51%	13.20%	-1.97%	4.30%	0.29%	18.98%	-11.74%	32.41%	6.40%
上市券商整体	20.74%	2.61%	8.31%	-1.22%	7.67%	-0.15%	11.00%	-0.02%	31.55%	0.74%

各家券商收入结构及变动：

✓**自营仍为第一大业务：** 39家上市券商自营业务收入占比32%，仍为第一大业务，较2019年提升0.74pc。红塔证券占比最高，超过60%。

✓**经纪业务：** 上市券商整体占比接近21%。其中，方正经纪业务收入占比超过50%，远高于其他。

✓**投行业务：** 中信建投、国金证券、天风证券占比均在20%以上，占比位列上市券商前3名。

✓**资管业务：** 广发、财通、第一创业、天风证券和中银证券占比较高，均在20%以上。

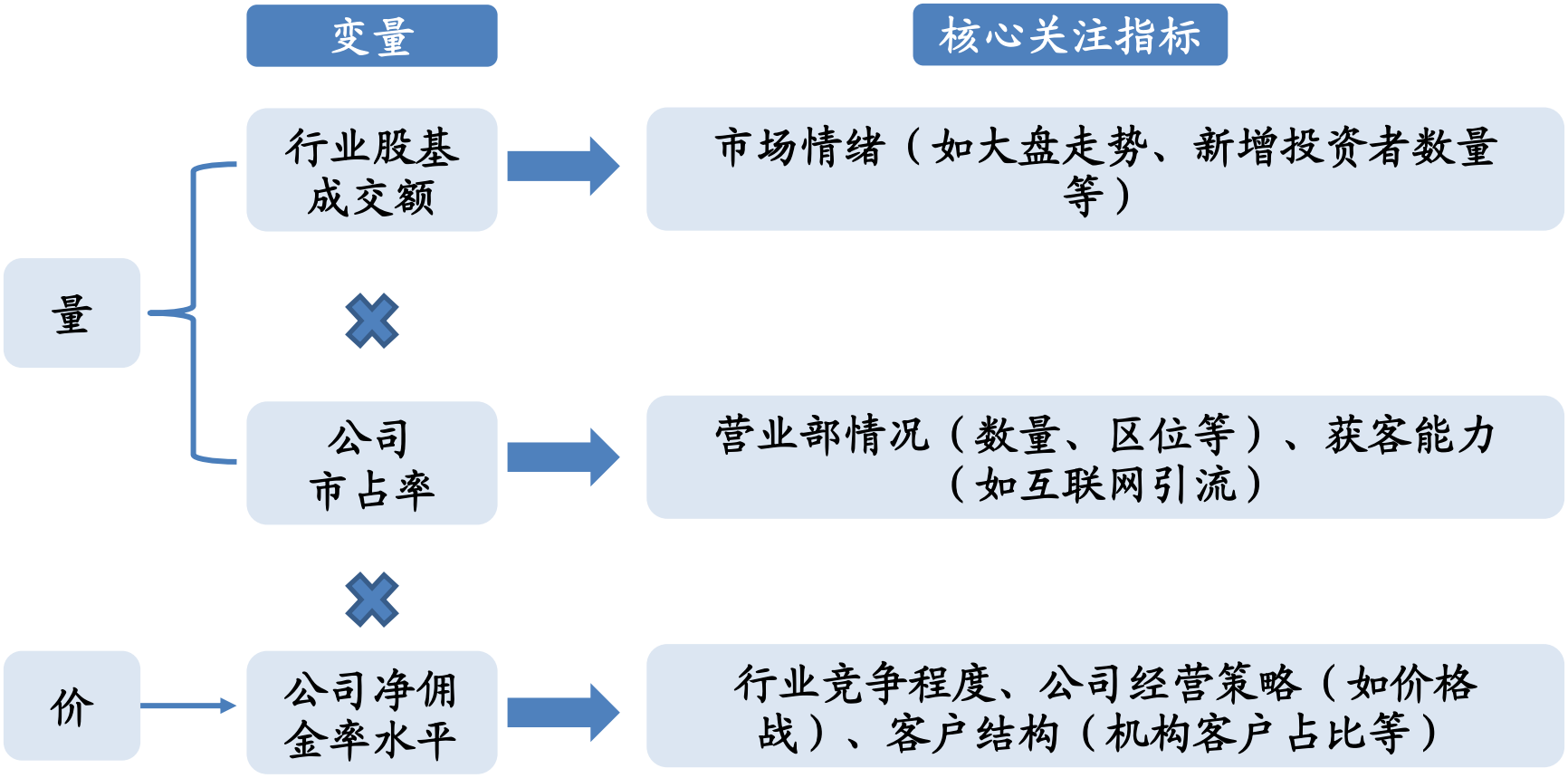
✓**信用业务：** 占比变动相对较小。大券商中，国泰君安和国信证券占比较高，在18%以上。

资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.2 经纪业务：核心在于交易量和佣金率

- **经纪业务：**包括证券、期货和外汇等业务。其中，证券经纪业务占比在90%以上，包括代理买卖证券业务、交易单元席位租赁和代销金融产品。
- **经纪业务净收入=行业股基成交金额*公司市占率*公司净佣金率+其他经纪业务净收入**

图表： 经纪业务核心指标拆分



1.2 经纪业务：交易量—行业

行业股基成交金额：反映了市场交易的活跃程度，直接影响经纪业务收入，与券商板块走势高度相关。

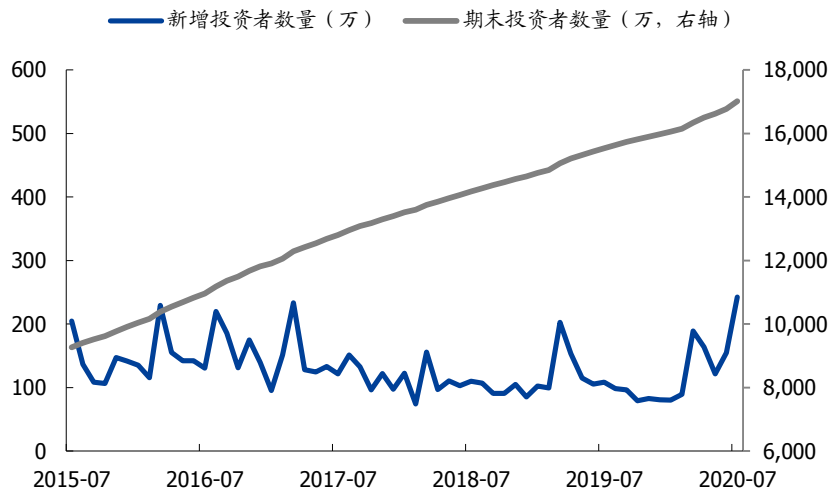
观察指标：市场情绪（如大盘走势、新增投资者数量情况等）

- **市场情绪：关注大盘走势与新增投资者数量。**一般来说，在市场行情较好的情况下，投资者会加速“入市”。
  - ✓ **整体：**中证登数据显示，7月末，沪深两市投资者数目达到1.70亿；其中，自然人投资者占比约为99.76%，其买卖交易额占比在82%以上（2017年上交所数据），“散户众多”特征明显，使得市场交易量与市场行情关联性更高。
  - ✓ **新增：**2020年7月新增投资者数量达到243万，相比6月开户数环比增加了56.6%，创2015年7月以来新高，主因7月市场行情较好，上证综指单月上涨11%。新增投资者数量增多与居民入市热情提升之外，可能与季节因素有关，股民入市也有“春季躁动”，每年3月新增投资者数量均较多。

图表：当月股基成交活跃度和券商指数高度相关



图表：新增投资者情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.2 经纪业务：交易量—公司市占率

国盛证券 GUOSHENG SECURITIES

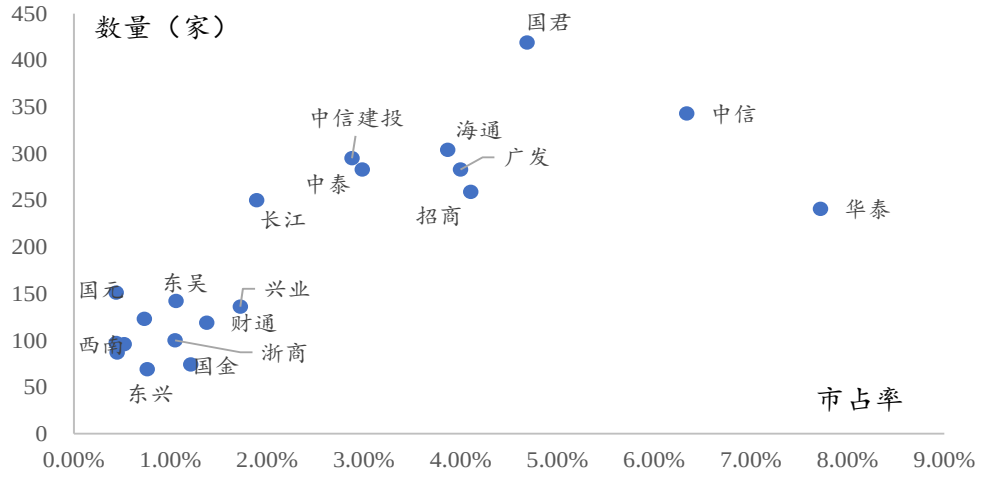
公司股基市占率：反映各家券商在经纪业务上的竞争力，需关注各券商营业部的经营效率，与营业部的区域分布和经营策略（互联网券商战略）有关。部分券商营业部分布以东部发达地区为主，居民人均可支配收入相对较高，即使营业部数量上并不占优，但整体营业部的平均股基成交额处于前列。此外，互联网券商对营业部带动股基成交金额提升的依赖程度较低，经营效率相对较高。

图表：上市券商2020H股基市占率情况

上市券商	股基市占率
华泰证券	7.72%
中信证券	6.34%
国泰君安	4.69%
招商证券	4.10%
广发证券	4.00%
海通证券	3.86%
中泰证券	3.05%
中信建投	2.88%
长江证券	1.89%
兴业证券	1.72%
财通证券	1.37%
国金证券	1.21%
东吴证券	1.06%
浙商证券	1.05%
东兴证券	0.76%
国元证券	0.73%
西南证券	0.52%
中原证券	0.45%
南京证券	0.44%

- **营业部：数量较多的大券商市占率相对较高。**华泰、中信、国泰君安、广发、招商、海通6家券商营业部均在200家以上，股基市占率合计近31%，排名相对靠前。
- **互联网券商的发展：**目前，通过互联网渠道进行的证券交易超过95%，可以有效弥补营业部数量的不足。今年疫情影响下，现场交易受限的情况下，交易量仍有较大幅度增长，主要得益于互联网的发展。
- ✓ **华泰证券：**营业部数量241家，在大券商中并不领先，但其早在2013年便在业内首先推出“足不出户，万三开户”的口号，先行拓展互联网金融布局，持续打造以“涨乐财富通”为载体的互联网营销服务体系，其活跃用户数位居券商APP首位。自2014年以来，股基成交额市占率持续保持行业第一名。

图表：上市券商2020H营业部数量和股基市占率情况



诚信|担当|包容|共赢

备注：部分为上市券商中报披露，部分为根据成交额自己测算得出，或与实际有一定出入

资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

1.2 经纪业务：净佣金率—行业

净佣金率：与行业趋势和各家公司的经营策略有关。

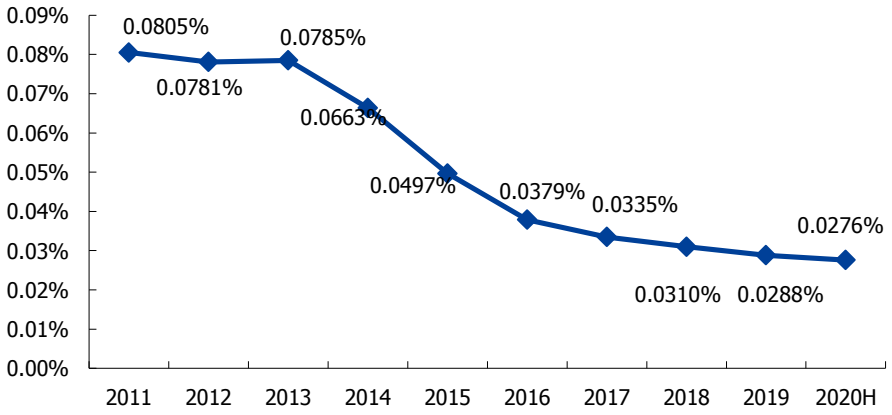
1）行业层面：行业竞争加剧+互联网冲击，净佣金率长期处于下行趋势，但近年来，趋势有所放缓；

2）公司层面：各家券商经营策略不同，部分券商以量换价，如华泰证券、东方财富；部分券商保持较高佣金率，并不主动参与价格战，如中信证券。

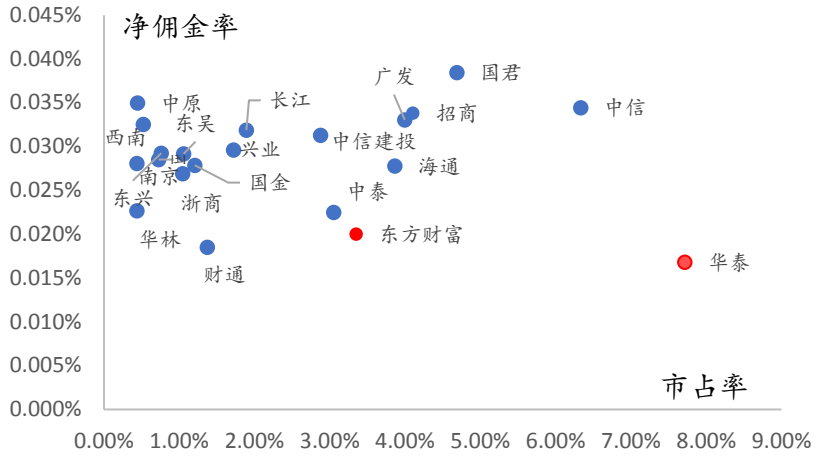
- **行业净佣金率：2014-2015年的互联网+券商价格战后带动行业净佣金率快速下滑，2016年至今佣金率降幅趋势放缓。2019年下半年以来，行业净佣金率已经下降至万3以下，2020年上半年为万2.76。**
  - ✓ 2013年末，华泰证券率先推出“足不出户，万三开户”的服务。2014年，国金证券等相继推出最低佣金率产品，互联网带动线上开户导致营业成本下降，自此证券行业开启价格战。
  - ✓ 2015年4月 “1人1户”限制全面放开，加剧券商竞争程度。

- **公司净佣金率水平：与经营战略有关。**
  - ✓ **以量换价：**华泰综合净佣金率在万2以下，市场份额稳居行业第一。2019年户均资产在24万左右，低于中信证券67万的规模，公司低佣金策略留存更多“长尾”客户。
  - ✓ **保持较高佣金率：**中信综合净佣金率在万3以上，并未主动参与价格战竞争。代理买卖证券款中，机构客户占比高达45%，位于上市券商前两名。大券商整体佣金率均相对较高，且能保持较高市场份额，综合服务能力较强，客户粘性较高。

图表： 2011年以来行业净佣金率走势



图表：各家券商净佣金率和市场份额情况



资料来源：证券业协会，国盛证券研究所

资料来源：Wind，公司公告，国盛证券研究所

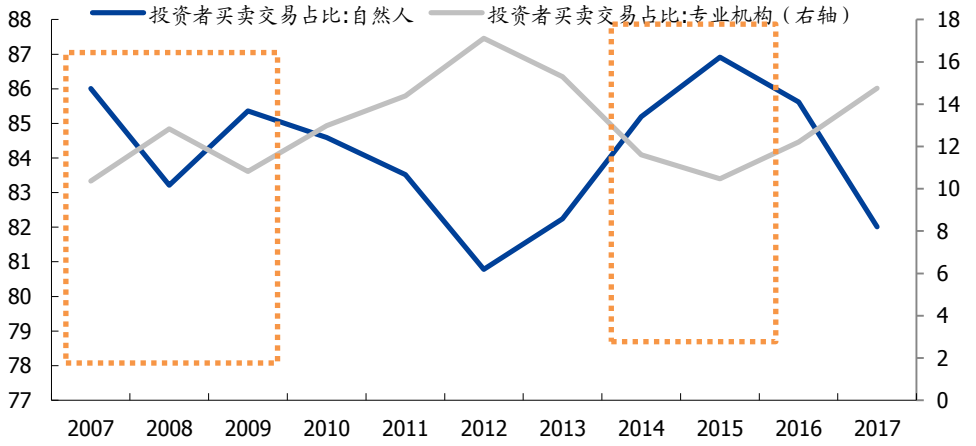
1.2 经纪业务：客户结构—机构VS个人

图表：各家券商客户结构与经纪业务收入增速情况

上市券商	客户结构（2020H）		经纪业务收入增速	
	机构客户占比	个人客户占比	2018	2020H
方正证券	1%	99%	-22.98%	17.55%
中原证券	7%	93%	-20.37%	14.45%
南京证券	7%	93%	-22.13%	-2.00%
浙商证券	9%	91%	-27.92%	19.99%
华西证券	9%	91%	-29.80%	27.37%
华安证券	9%	91%	-27.89%	12.42%
西南证券	11%	89%	-25.16%	35.93%
西部证券	13%	87%	-28.12%	7.00%
国海证券	13%	87%	-21.99%	18.24%
东北证券	13%	87%	-10.46%	8.21%
国信证券	13%	87%	-25.85%	21.84%
第一创业	13%	87%	-17.84%	20.87%
长江证券	13%	87%	-10.37%	26.79%
国元证券	14%	86%	-26.42%	16.35%
太平洋	15%	85%	2.78%	26.22%
天风证券	15%	85%	-4.97%	10.97%
东吴证券	17%	83%	-20.06%	15.11%
东兴证券	17%	83%	-26.93%	14.28%
长城证券	20%	80%	-20.41%	29.03%
财通证券	21%	79%	-24.12%	14.79%
光大证券	21%	79%	-16.69%	15.85%
山西证券	21%	79%	-19.95%	-3.32%
国金证券	22%	78%	-19.60%	20.04%
广发证券	23%	77%	-20.36%	23.26%
申万宏源	23%	77%	-28.45%	16.74%
中国银河	23%	77%	-21.18%	25.12%
招商证券	24%	76%	-21.85%	34.20%
海通证券	28%	72%	-23.74%	17.89%
华泰证券	28%	72%	-19.57%	24.48%
中信建投	37%	63%	-24.77%	33.16%
兴业证券	38%	62%	-10.24%	43.72%
国泰君安	39%	61%	-21.87%	15.90%
中信证券	49%	51%	-7.66%	31.83%
东方证券	49%	51%	-8.14%	39.61%

- **机构客户VS个人客户：个人投资者买卖交易占比75%以上，且牛市中占比上升明显。**
  - ✓ **机构客户：容易获得相对较高且相对稳定的净佣金率。**机构客户服务更加综合化，包括投顾（研究所）、资金融通业务等，因此客户粘性相对较强。机构客户占比高的券商，熊市中抵御风险能力较强，交易量下滑比例相对较低。
  - ✓ **个人客户：受市场影响较大，佣金率下降明显。**对于市场环境、佣金率水平变化反应敏感度相对较高，牛市中交易量上升弹性较大。
- **上市券商表现：**从机构客户占比来看，东方（49.17%）、中信（49.5%）、国君（38.8%）、兴业（38.4%），占比位列前四名。
  - ✓ **2018年：**熊市中，东方、中信、兴业3家券商经纪业务收入仅下降10%左右，抵御风险能力较强，经纪业务相对稳定。
  - ✓ **2020H：**市场交投活跃度提升，东方、中信、兴业上半年经纪业务收入同比提升30%以上，弹性较强。
  - ✓ 在牛市中，各家券商经纪业务收入除了与机构、个人客户占比情况有关之外，还与营业部扩张速度、代销情况等有关。

图表：牛市中个人投资者交易占比上升明显（%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.2 经纪业务：业绩弹性

- **日均股基成交金额：**2019全年市场日均股基成交金额5600亿，同比提升35%；2020H日均股基成交金额8094亿元，同比提升29.38%，7-8月日均股基成交金额均在万亿以上，预计2020年全年日均股基成交金额在8800亿左右。
- **行业净佣金率：**2019年为万2.88，2020H为万2.76，预计2020年在万2.7左右。
- **2020行业整体经纪业务收入预计在1155亿左右。**

图表：证券行业经纪业务收入敏感性测算

		日均股基交易额（亿元）							
		7000	7500	8000	8500	8800	9000	9500	10000
行业净佣金率	0.025%	851	911	972	1033	1069	1094	1154	1215
	0.026%	885	948	1011	1074	1112	1137	1200	1264
	0.027%	919	984	1050	1115	1155	1181	1247	1312
	0.028%	953	1021	1089	1157	1198	1225	1293	1361
	0.029%	987	1057	1128	1198	1240	1268	1339	1409
	0.030%	1021	1094	1166	1239	1283	1312	1385	1458

资料来源：国盛证券研究所

1.3 投行业务：IPO

投行业务：1）股权类融资：包括IPO、再融资、并购重组等，主要受政策环境影响。2）债权类融资：包括短融、中票、公司债、企业债、地方政府债等，除了关注政策的变化之外，也需关注利率的变化情况，会影响企业融资方式的选择。

1、IPO：与政策环境有关，主要关注是否暂停、证监会审批速度。

- **政策环境：2011年以来，IPO经历过两次暂停，均与股市异常波动有关。**

✓ **第一次：**2012年11月16日至2013年12月。

- **金融危机后，我国股市表现较差：**从2010年11月到2012年12月，上证综指整体下跌40%。
- **监管层开展史上最严的IPO公司财务大检查：**2012年12月28日，证监会发布《关于做好首次公开发行股票公司2012年度财务报告专项检查工作的通知》，要求各中介机构开展自查工作。并要求保荐机构、会计师事务所应在2013年3月31日之前将自查工作报告报送中国证监会。

✓ **第二次：**2015年7月4日至2015年11月6日。交易所通知近期拟IPO公司的主承销商，将暂停IPO发行，主因2015年股灾情况下，市场波动较大。

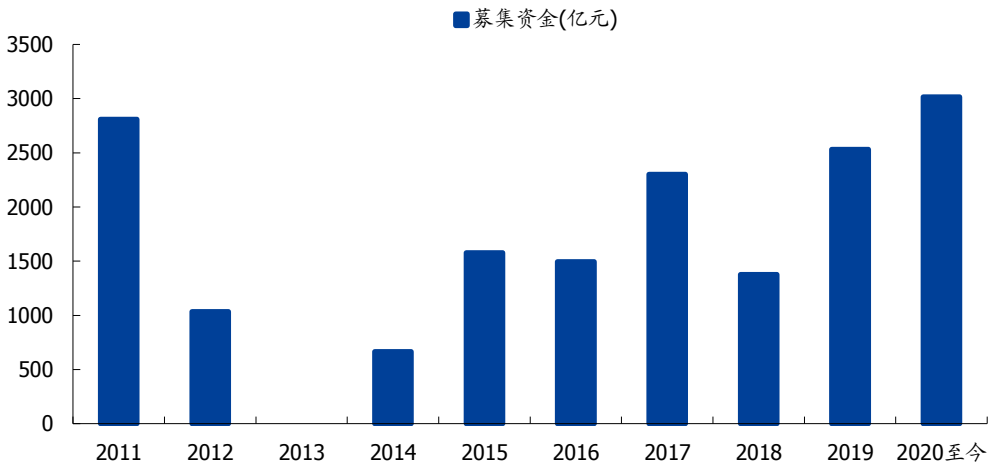
- **政策环境：注册制稳步推进，预计2020年IPO发行规模将持续提升。**

- **注册制审批效率高：年初至8月末，IPO规模3000亿元左右，已经超过去年全年。**

✓ 科创板稳步发展：2018年11月正式设立科创板并试点注册制，到2019年7月22日开市，推进速度较快，成为资本市场改革的重要环节。年初至8月末，科创板IPO规模占A股整体的50%以上。

✓ 创业板注册制已开启：截至8月末，深交所受理369家企业创业板首发上市申请，假设年内30%企业可以顺利上市，即110家，按照首批上市企业平均募集11.2亿元计算，预计年内整体创业板注册制IPO募集规模1232亿元。

图表：IPO募集资金情况（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

2、再融资：受政策影响较大，近期利好频出有望带动规模增长。

➢ **2017年，再融资新规+减持新规，规模收缩明显。**定增受到影响最大，2017年定增规模为1.27万亿，相比2016年下降25%；而2018年继续缩减至7524亿，相比2017年缩减40%；2019年继续下降至仅为6800亿左右，2020年至今定增规模已经超过5200亿元。

1）2017年2月，再融资新规颁布，以遏制一二级市场套利、资金脱实向虚等市场乱象。

◆ **发行价格：**取消将董事会决议公告日、股东大会决议公告日作为上市公司非公开发行股票定价基准日的规定，明确定价基准日只能为本次非公开发行股票发行期的首日。

◆ **规模：**上市公司申请非公开发行股票的，拟发行的股份数量不得超过本次发行前总股本的20%。

◆ **频率：**上市公司申请增发、配股、非公开发行股票的，本次发行董事会决议日距离前次募集资金到位日原则上不得少于18个月。

◆ **募资用途：**上市公司申请再融资时，除金融类企业外，原则上最近一期末不得存在持有金融较大、期限较长的交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人款项、委托理财等财务性投资的情形。

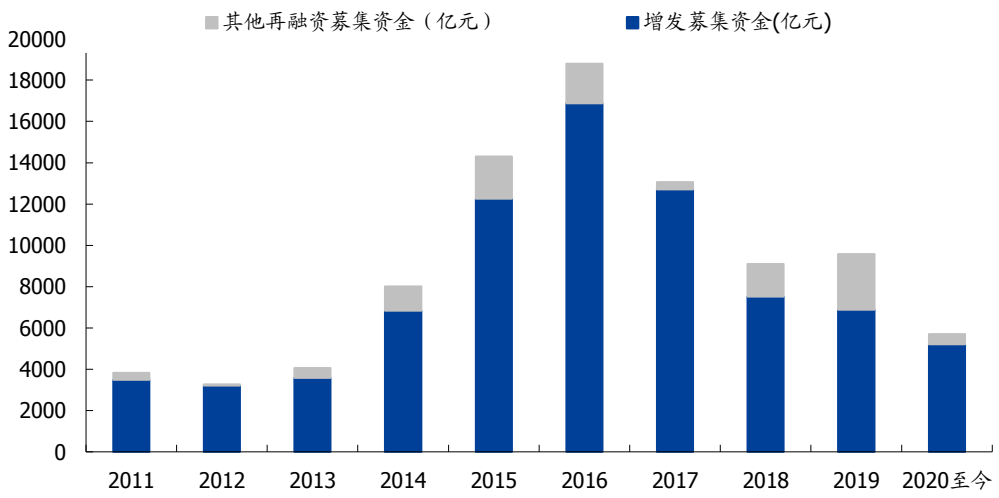
2）2017年5月，证监会发布减持新规，规定减持上市公司非公开发行股份的，在解禁后12个月内不得超过其持股量的50%

➢ **近期再融资及并购重组正式松绑，监管进入新一轮放松：**

◆ **2019年10月，**证监会修改《上市公司重大资产重组管理办法》取消重组上市认定标准中的“净利润”指标，推进创业板重组上市改革。**（具体详见后文表格梳理）**

◆ **2020年2月，再融资新规落地：**定价底线由9折变8折；将锁定期由现在的36个月和12个月分别缩短至18个月和6个月；扩大创业板再融资覆盖面，包括取消公开发行最近一期末资产负债率高于45%的条件和非公开发行连续2年盈利的条件。

图表：再融资募集资金情况



资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.3 投行业务：再融资

图表：再融资政策演变梳理

时间	部门	文件名称	主要内容
2014年5月	国务院	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》（“国九条”）	**释放“放宽再融资”的信号**。强调“充分发挥资本市场在企业并购重组过程中的主渠道作用，强化资本市场的产权定价和交易功能，拓宽并购融资渠道，丰富并购支付方式”。
	证监会	《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》	**创业板定增只需近2年盈利**，低于主板3年的要求；定增不超过5000万元且不超过最近一年末净资产10%的可快速发行。
2015年4月	证监会	《关于上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金用途等问题与解答》	**扩大配套融资比例**。上市公司发行股份购买资产同时所募配套资金比例不超过拟购买资产交易价格100%的（此前为 25%），由并购委审核；超过 100%的，由发审委审核。
2017年2月	证监会	《发行监管问答—关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》	**1）发行规模：** 不超过发行前总股本的20%； **2）再融资周期：** 董事会预案决议日距离前次募集资金到位日不少于 18 个月； **3）募集资金用途：** 原则上最近一期期末不得存在持有金融较大、期限较长的交易性金融资产和可供出售的金融资产等财务性投资； **4）发行价格：** 明确定价基准日只能为本次非公开发行股票发行期的首日。
2017年5月	证监会	《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》（“减持新规”）	**规范了上市公司大股东、特定股东、董监高的减持行为。** **1）周期**：将定增投资的时间周期延长到三年以上； **2）比例限制**：规定减持上市公司非公开发行股份的，在解禁后12个月内不得超过其持股量的50%
	沪深交所	《上市公司股东及董事、监事、高级管理人员减持股份实施细则》	
2018年11月	证监会	《证监会试点定向可转债并购支持上市公司发展》	积极推进以**定向可转债作为并购重组交易支付工具的试点**。
	证监会	《发行监管问答——关于引导规范上 市公司融资行为的监管要求》	明确配股、发行优先股或非公开发行股票方式募集资金可全部用于补流和偿债，并将时间间隔**缩至最短6个月**。
2019年2月	证监会	《关于加强金融服务民营企业的若干意见》	完善股票发行和再融资制度，**加快民营企业首发上市和再融资审核进度**；结合民营企业合理诉求，研究扩大定向可转债适用范围和发行规模。扩大创新创业债试点，支持非上市、非挂牌民营企业发行私募可转债。
2020年2月	证监会	《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》	1）取消创业板上市公司非公开发行股票连续2年盈利的条件；和最近一期末资产负债率高于45%的条件； 2）将目前主板（中小板）、创业板上市公司非公开发行股票发行对象数量分别不超过10名和5名，统一调整为不超过35名； 3）调整非公开发行股票定价和锁定机制，将发行价格不得低于定价基准日前20个交易日公司股票均价的9折改为8折；将锁定期由现在的36个月和12个月分别缩短至18个月和6个月，且不适用减持规则的限制。 4）发行数量原则上不得超过本次发行前总股本的30%。

资料来源：证监会，国务院，交易所，国盛证券研究所

图表：并购重组政策演变梳理

时间	部门	文件名称	主要内容
2011年8月	证监会	第一次《上市公司重大资产重组管理办法》	1）规范引导借壳上市； 2）完善发行股份购买资产的制度规定； 3）支持上市公司重大资产重组与配套融资同步操作。
2013年11月	证监会	《关于在借壳上市审核中严格执行首次公开发行股票上市标准的通知》	明确禁止在创业板实施重组上市，遏制在创业板投机“炒壳”的行为
2014年10月	证监会	第二次修订《上市公司重大资产重组管理办法》	1）**部分审批流程取消：**不构成借壳上市的上市公司重大资产购买、出售、置换行为； 2）**认定标准：**明确对借壳上市执行与IPO审核等同的要求，**创业板上市公司不允许借壳上市；** 3）**定价区间：**从董事会决议公告日前20个交易日均价拓宽为**公告日前20/60/120个交易日**； 4）明确分道制审核； 5）取消向非关联第三方发行股份购买资产的门槛限制和相关的盈利补偿要求； 6）不再要求上市公司提供盈利预测报告。
2015年4月	证监会	《关于上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金用途等问题与解答》	募集配套资金的用途应当符合《上市公司证券发行管理办法》、《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》的相关规定。考虑到并购重组的特殊性，募集配套资金还可用于：支付本次并购交易中的现金对价；支付本次并购交易税费、人员安置费用等并购整合费用；标的资产在建项目建设等。募集配套资金用于补充公司流动资金的比例不超过募集配套资金的 50%；并购重组方案构成借壳上市的，比例不超过 30%。
2016年9月	证监会	第三次修订《上市公司重大资产重组管理办法》	**1）判断指标：**从原有的资产总额增加净资产、营业收入、净利润、发行股份、主营业务发生根本变化等； 2）**将首次累计原则的累计期限从“无期限”变为60个月**； 3)**取消了重组上市的配套融资**； 4）**延长锁定期**：原控股股东要求锁定36个月，其他新进入股东从12延长到24个月。
2019年10月	证监会	第四次修订《上市公司重大资产重组管理办法》	1）取消重组上市认定标准中的“**净利润**”指标； 2）将首次累计原则的累计期限进一步缩短至**36个月**； 3）**推进创业板重组上市改革**：允许符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市； 4)**恢复重组上市的配套融资**；

资料来源：证监会、国盛证券研究所

1.3 投行业务：债券承销

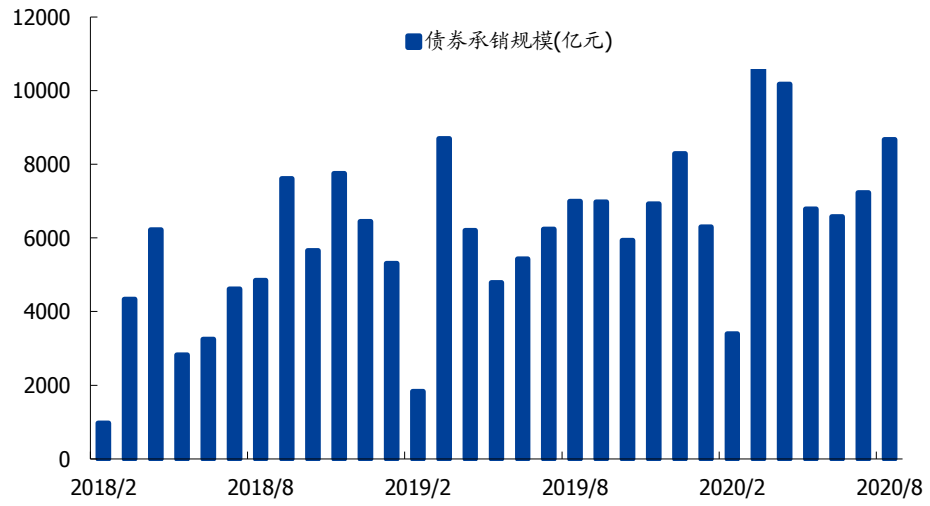
3、债券承销：除了关注政策环境的变化之外，也需关注市场利率的变动，将直接影响债券的发行成本。

- **利率环境：与信用债发行成本有关。**
  - ✓ **2017年，金融去杠杆，市场利率高企。**3年期AAA企业债从2016年四季度的不到3%的发行利率上升到2017年末的5%以上。2017Q4企业债发行量885亿，环比同比均有所下降。

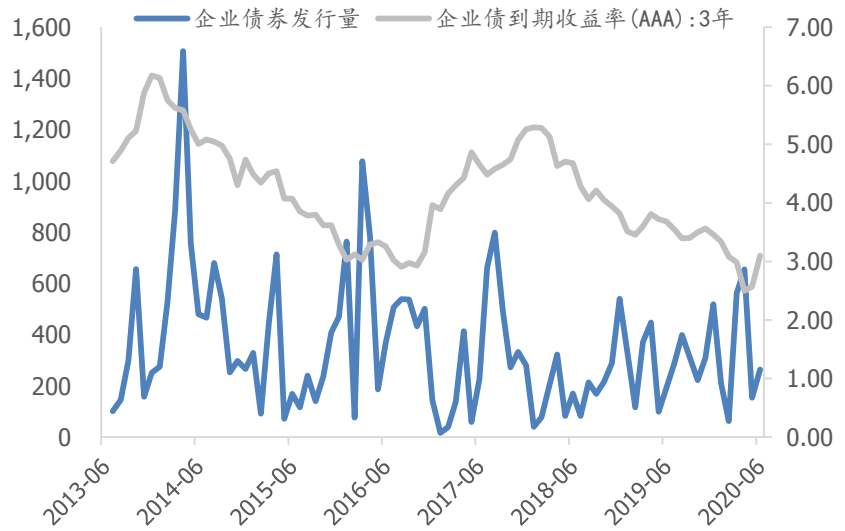
- **政策环境：注册制、“宽信用”**
  - ✓ **注册制实施，提升发行效率：**随着新证券法正式实施，证监会和发改委也分别宣布，公司债和企业债的发行实行注册制。
  - ✓ **助力中小企业融资，有效支持实体经济：**3月31日召开的国务院常务会议提出，引导公司信用类债券净融资比上年多增1万亿元，为民营和中小微企业低成本融资拓宽渠道。截止7月末，社融口径企业债券净融资3.57万亿，接近去年同期规模的2倍。（2019年9月起，将“交易所企业资产支持证券”纳入“企业债券”指标，但整体规模不大，口径调整影响有限）

- **当前，在实体经济融资成本下行，叠加注册制实施带动债券发行效率提升，以及监管拓宽中小企业融资渠道的情况下，债券承销规模有望稳步提升。**

图表：券商债券承销规模情况（亿元）



图表：利率提升在一定程度上影响债券发行（规模亿元，收益率右轴%）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.3 投行业务：公司对比

- 从2020上半年投行承销规模来看，中信证券和中信建投投行各项业务排名均位于前三名，整体投行业务综合实力突出。

图表： 2020H券商IPO情况（亿元）

机构简称	IPO规模	家数
中信建投	**423.77**	**14**
中金公司	**156.65**	**13**
中信证券	**106.58**	**7**
国金证券	76.04	7
光大证券	59.83	12
招商证券	57.96	6
华泰证券	57.87	5
广发证券	47.10	8
海通证券	45.04	5
民生证券	41.19	7
兴业证券	34.31	5
国泰君安	25.26	3
安信证券	24.85	4
西部证券	24.19	3
东吴证券	21.94	3
浙商证券	18.42	3
中国银河	17.91	1
财通证券	15.85	1
信达证券	15.02	2
东方证券	13.02	2

图表： 2020H券商定增情况（亿元）

机构简称	定增规模	家数
中信证券	851.63	17
华泰证券	577.23	21
中信建投	522.11	12
国泰君安	218.57	12
申万宏源	196.97	8
华西证券	142.87	3
中金公司	126.41	5
中国银河	114.50	2
中原证券	70.00	1
山西证券	50.68	3
华融证券	49.95	2
东方证券	40.61	2
兴业证券	38.68	6
东吴证券	38.09	2
南京证券	34.86	1
华鑫证券	31.96	1
国信证券	31.88	5
长江证券	31.50	2
平安证券	30.77	4
东北证券	27.30	1

图表： 2020H债券承销情况（亿元）

机构简称	债券承销规模
中信证券	**5574.79**
中信建投	**5323.52**
国泰君安	**2726.59**
海通证券	2522.15
中金公司	2330.35
华泰证券	2279.65
平安证券	1693.95
光大证券	1513.18
招商证券	1373.30
中银国际	1190.06
东方证券	1060.89
申万宏源	1021.89
国信证券	756.26
广发证券	746.73
中泰证券	721.90
天风证券	701.46
中山证券	691.83
兴业证券	597.89
信达证券	556.10
国开证券	527.36

资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.4 资管：规模收缩放缓，主动管理初见成效

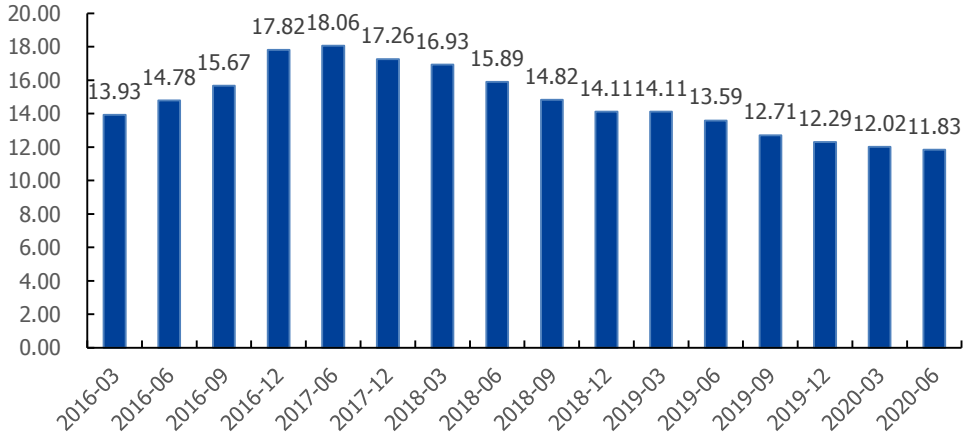
国盛证券 GUOSHENG SECURITIES

资管业务：本质为“代客理财”，是券商的表外业务，收取一定的手续费收入。需关注：1）政策趋势：去通道、打破刚兑、大集合公募化改造等；2）业务层面：A）规模及结构：各家券商资管业务结构不同，受到政策的影响也不同，通道业务规模压缩相对明显；B）主动管理能力：提前布局主动管理的券商有望在新一轮业务变革中拔得头筹。

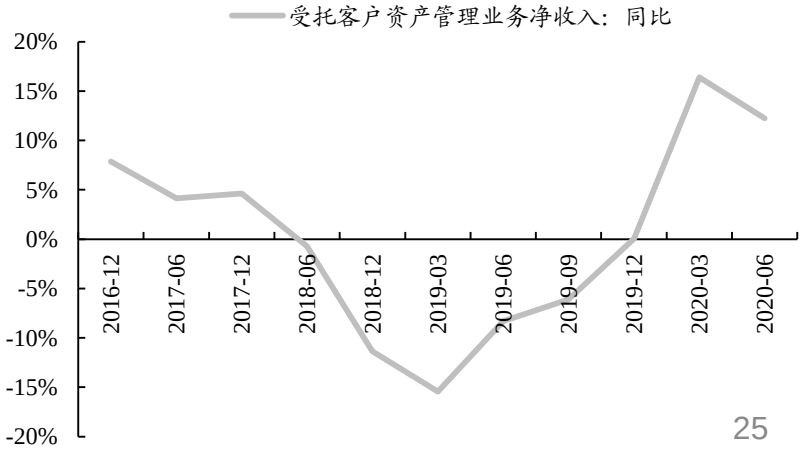
- **政策层面：资管新规及相关配套文件要求券商资管去通道、打破刚兑、大集合向公募化改造（详细文件见后页）**
  - **“去通道”：** 不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务；
  - **打破刚兑：** 不得采取滚动发行等方式，使得资产管理产品的本金、收益、风险在不同投资者之间发生转移，实现产品保本保收益；
  - **大集合向公募化改造：** 2018年11月，证监会发布《证券公司大集合资产管理业务适用<关于规范金融机构资产管理业务的指导意见>操作指引》，存量大集合资产管理业务应当在2020年底前对标公募基金进行管理，大集合产品新开展的投资应遵守公募基金法定投资范围和投资限制。2020年7月31日，证监会提出，为顺应“资管新规”延期，《指引》过渡期同步延长至2021年底。

- **趋势：当前压力最大时期已过，规模收缩已经放缓，收入同比已现正增长。**
  - **规模：1）总量：6月末，券商资管最新规模为11.83万亿，相比2018万亿的高峰值（17年中）已经缩减了1/3，超过6万亿的规模。自从19年下半年以来，规模收缩趋势已经放缓，2020Q1和2020Q2规模仅收缩2700亿和1900亿。2）结构：影响最大的是通道业务，根据基金业协会披露的分项口径（数据截止2020Q1），以通道业务为主的定向资管规模8.0万亿，较2017年上半年的高峰值下降8万亿，缩减50%；此外集合资管规模接近2万亿，较高峰值缩减3100亿。**
  - **收入：2018年以来持续收缩，2019Q2之后降幅趋缓，2020年以来在市场交投活跃度提升的带动下，收入保持正增长（+12%）。**

图表：券商资管规模（含私募子公司，单位：万亿）



图表：券商资管净收入（同比%）



资料来源：证券业协会，国盛证券研究所

1.4 资管：规模仍在收缩，主动管理初见成效

国盛证券 GUOSHENG SECURITIES

◆ 业务层面：严监管背景下，关注规模变动及业务情况

图表：券商2020年6月末资管规模、结构、手续费收入变动及占比情况（亿元）

券商	资管规模	较19年末变动	集合	定向	专项	基金	资管手续费收入	同比变动	占营收比重
中信证券	14238.19	2.08%	11.93%	88.06%	0.01%		32.90	23.39%	12.30%
华泰证券	7176.05	-1.11%	20.86%	60.16%	14.01%	4.98%	15.76	12.63%	10.14%
招商证券	7033.17	2.34%	16.53%	74.54%	8.94%		5.26	3.70%	4.57%
国泰君安	6432.00	-7.77%	14.82%	76.06%	9.13%		7.24	-16.85%	4.58%
中信建投	4844.39	-11.56%	6.61%	74.59%	18.80%		4.01	21.37%	4.05%
广发证券	3127.80	5.24%	43.80%	47.43%	8.77%		28.57	43.30%	20.11%
海通证券	2717.00	5.16%	28.52%	60.03%	12.18%		16.40	43.36%	9.22%
东方证券	2309.80	3.63%	24.27%	12.59%	4.43%	58.71%	11.14	33.57%	11.57%
光大证券	2288.97	-6.15%	25.09%	59.36%	15.55%		6.35	57.70%	10.05%
国信证券	2089.80	30.33%	20.95%	67.18%	11.87%		1.96	28.25%	2.44%
中国银河	1966.80	-7.80%	30.36%	69.96%	1.21%		3.09	-5.11%	2.76%
财通证券	1655.36	6.80%	35.78%	23.13%	5.64%	35.45%	6.53	63.08%	22.64%
方正证券	1605.56	-20.04%	14.89%	82.86%	2.26%		1.53	-3.59%	4.51%
长城证券	1536.47	-9.29%	4.09%	67.60%	28.31%		0.62	-36.85%	2.02%
天风证券	1446.52	-7.47%	40.74%	20.61%	38.66%		4.22	28.07%	20.47%
浙商证券	1314.31	-5.83%	44.40%	47.98%	2.86%	4.77%	1.56	37.05%	3.48%
第一创业	1260.93	-20.53%	4.46%	92.50%	3.04%		3.59	-3.76%	25.28%
长江证券	1236.62	0.83%	34.06%	44.96%	7.54%	13.44%	1.32	-16.57%	3.96%
国金证券	1015.40	-1.65%	2.83%	86.55%	10.62%		0.55	13.61%	1.91%
国海证券	1010.88	1.53%	22.82%	72.94%	4.25%		1.57	16.46%	6.40%
国元证券	905.34	34.75%	12.84%	78.75%	8.41%		0.50	38.36%	2.37%
东吴证券	817.57	-21.5%					0.44	-33.58%	2.04%
华安证券	806.00	-1.10%	14.75%	84.10%			1.41	210.41%	8.48%
东兴证券	731.59	-33.50%	33.03%	44.38%	22.59%		1.50	-18.49%	5.95%
太平洋	592.48	-28.76%	21.29%	75.61%	3.11%		0.90	45.04%	18.21%
兴业证券	544.00	-12.82%					0.73	-50.82%	0.88%
东北证券	490.05	9.72%	23.60%	73.35%	2.77%		0.86	48.59%	2.32%
山西证券	374.24	-16.62%	31.32%	42.93%	25.76%	21.11%	0.40	5.33%	2.26%
西南证券	338.36	-26.18%	17.98%	74.19%	7.83%		0.15	-43.57%	0.95%
南京证券	229.54	-14.05%	7.69%	91.40%			0.31	1.42%	2.34%
西部证券	193.46	-38.34%	15.63%	83.82%	0.55%		0.06	-60.24%	0.28%
中原证券	68.36	-10.27%	72.94%	18.30%	8.76%		0.20	-50.72%	1.61%

- **规模：**上市券商受托资产管理规模有所下降，与行业趋势一致。
- **业务结构：**以“通道”为主的定向资管仍占绝大部分，预计未来仍将逐步压缩。
- ✓ **东方证券**主动投资能力较强（主动管理规模占比超过99%），基金规模占比超过58%。
- **资管收入增速：大部分同比提升，主动管理转型成效明显**
  - ✓ 华安证券：由于资管业务手续费基数低，增速高达210%；
  - ✓ 光大证券、财通证券：资管收入同比上涨57.7%和63.1%，两家主动管理规模占比分别为65%和85%，行业排名领先。
- ✓ **资管收入占比：**广发、财通、天风、第一创业占比较高，均超过20%

资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.4 资管：券商将积极申请公募牌照

国盛证券 GUOSHENG SECURITIES

➢ **业务层面：关注各家券商的主动管理能力**

◆ **大集合公募化改造稳步推进：1）未取得公募牌照的券商资管：**保留集合自挂形式，但产品销售、份额交易与登记、申购赎回等方面对标公募基金进行管理；或将相应的产品管理人更换为其控股、参股的基金管理公司并变更注册为公募基金；2）**具有公募牌照的券商：**变更注册为风险收益特征相匹配的公募基金。据不完全统计，目前已有包括广发证券、中信证券、兴业证券在内的10家券商完成了22只大集合产品的公募化改造。

✓ **好处：**1）申购起点下降，由原来的5万下降到1元；2）可公开进行业绩宣传，对于业绩较好的券商，有利于其扩大规模。

✓ **难点：**对于未有公募牌照的券商来说，1）其资管产品并未变成真正的公募基金，并不享受相应的税收优惠，如分红免税；2）通过合同变更进行改造，需要找到每个对应投资者确认合同，流程相对复杂；3）对券商的主动管理能力提出了一定考验。

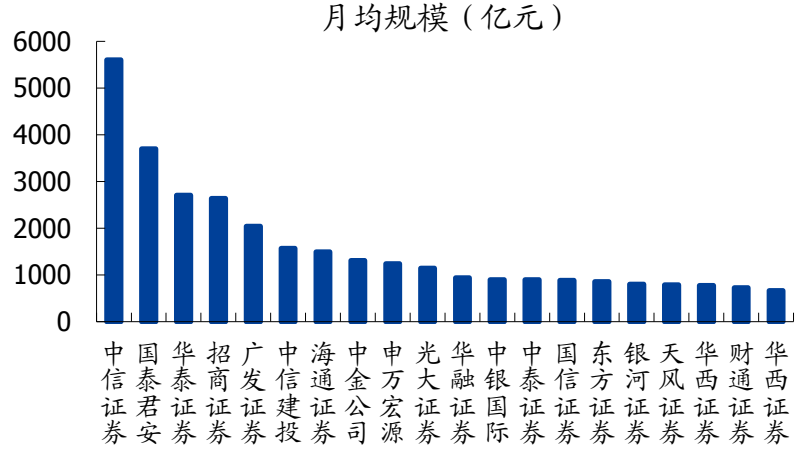
➢ **7月31日，证监会发布《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法（征求意见稿）》，适当放宽了“一参一控”限制。**监管允许同一主体同时控制一家基金公司和一家公募持牌机构，这意味着券商资管公募牌照申请放开。自东证资管13年拿到公募基金牌照起，目前已经有13家券商资管申请到公募基金牌照。对于券商资管，尤其是头部券商，后续将积极申请公募牌照，带动券商主动管理能力的提升，未来将有更多优质券商资管加入公募基金行列，将促进公募基金行业长期健康发展。

图：13家券商资管已经获得公募牌照

获得公募牌照的券商资管	
东方证券	浙商证券
华融证券	山西证券
国都证券	渤海汇金证券
东兴证券	中银国际
北京高华证券	财通证券
长江证券	华泰证券
中泰证券	

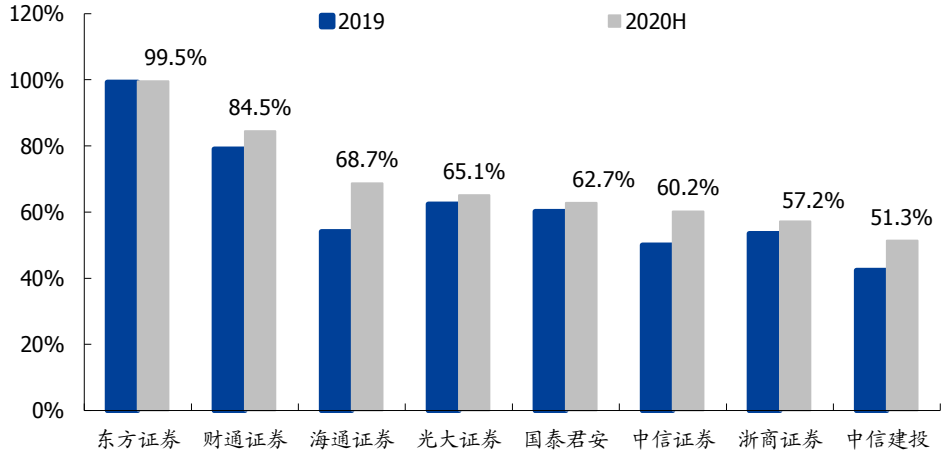
资料来源：证监会，国盛证券研究所

图表：2020年二季度各家券商主动管理规模占比



资料来源：基金业协会，国盛证券研究所

图表：2020H各家券商主动管理规模占比



资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.4 资管：去通道仍在持续，主动管理初见成效

国盛证券 GUOSHENG SECURITIES

图表：券商资管业务政策梳理

时间	部门	文件名称	主要内容
2016/6/16	证监会	《证券公司风险控制指标管理办法》	1、按证券资产管理业务净收入的 15%计提操作风险资本准备。 2、按受托管理净值计提特定风险资本准备，结构化集合计划、投资非标资产的定向、私募投资基金其他定向比例分别为 1%、0.9%、0.7%、0.5%。 3、连续三年A类、A类、B类、C类、D 类公司应当分别按基准标准的0.7倍、 0.8 倍、0.9 倍、1 倍、2 倍计算有关风险资本准备。 （此前连续三年A类、A类、B类定向资管风险准备计提比例分别为0.2%、0.3%、0.4%）
2016/7/15	中国证券投资基金业协会	《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》	1、资管计划不得宣传保本保收益。单一资管计划的投资者人数不得超过 200 人。 2、股票类、混合类结构化资管计划的杠杆倍数不得超过 1 倍，固收类杠杆倍数不得超过 3 倍，其他类杠杆倍数不得超过 2 倍。 3、结构化和非结构化集合计划的总资产占净资产的比例≤ 140%和 200%。 **4、不得开展或参与具有“资金池”性质的私募资产管理业务，不得存在“资管计划未进行实际投资或投资于非标资产，仅以后期投资者的投资资金向前期投资者兑付投资本金和收益”。**
2017/5/19	证监会	新闻发布会发言	**首提全面禁止通道业务，强调不得让渡管理责任**
2018/1/5	银保监会	《商业银行委托贷款管理办法》	新规明确商业银行不得接受受托管理的他人资金发放委托贷款。 随后，证监会通过窗口指导要求券商资管集合计划不得投向委托贷款，定向计划投向委托贷款的需要进行穿透。
2018/4/27	央行、银保监会、证监会、外管局	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	**金融机构不得为其他金融机构的资产管理产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务。**资产管理产品可以再投资一层资产管理产 品，但所投资的资产管理产品不得再投资 公募证券投资基金以外的资产管理产品
2018/10/22	证监会	《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》、《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》	证券期货经营机构应当切实履行主动管理职责，不得有下列行为： 1.**为其他机构、个人或者资产管理产品提供规避 投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务**；2.在资产管 理合同中约定由委托人或其指定第三方自行负责尽职调查或者投资运作； 3.在资产管理合同中约定由委托人或其指 定第三方下达投资指令或者提供投资建议； 4.在资产管理 合同中约定管理人根据委托人或其指定三方的意见行使资产管理计划所持证券的权利。
2018/12/5	证监会	《证券公司大集合资产管理业务适用<关于规范金融机构资产管理业务的指导意见>操作指引》	大集合产品新开展的投资应遵守公募基金法定投资范围和投资限制，加强投资组合的流动性风险管理，并按规定计提风险准备金。 存量大集合在 2020 年 12 月 31 日之前（与《资管新规》过渡期一致）在产品销售、份额交易与登记、申购赎回等方面对标公募基金进行管理。对于连续 60 个工作日投资者不足 200人或资产净值低于5000万元的存量大集合产品，在过渡期内逐步转为私募资产管理计划。
2020/7/31	证监会	新闻发言人答记者问《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法(征求意见稿)》	证监会提出，为顺应“资管新规”延期，《指引》过渡期同步延长至2021年底。 适当放宽“一参一控”限制，允许同一主体同时控制一家基金公司和一家公募持牌机构。

资料来源：证监会、银保监会，基金业协会、央行、国盛证券研究所

1.5.1 信用业务：两融有望迎来新一轮发展

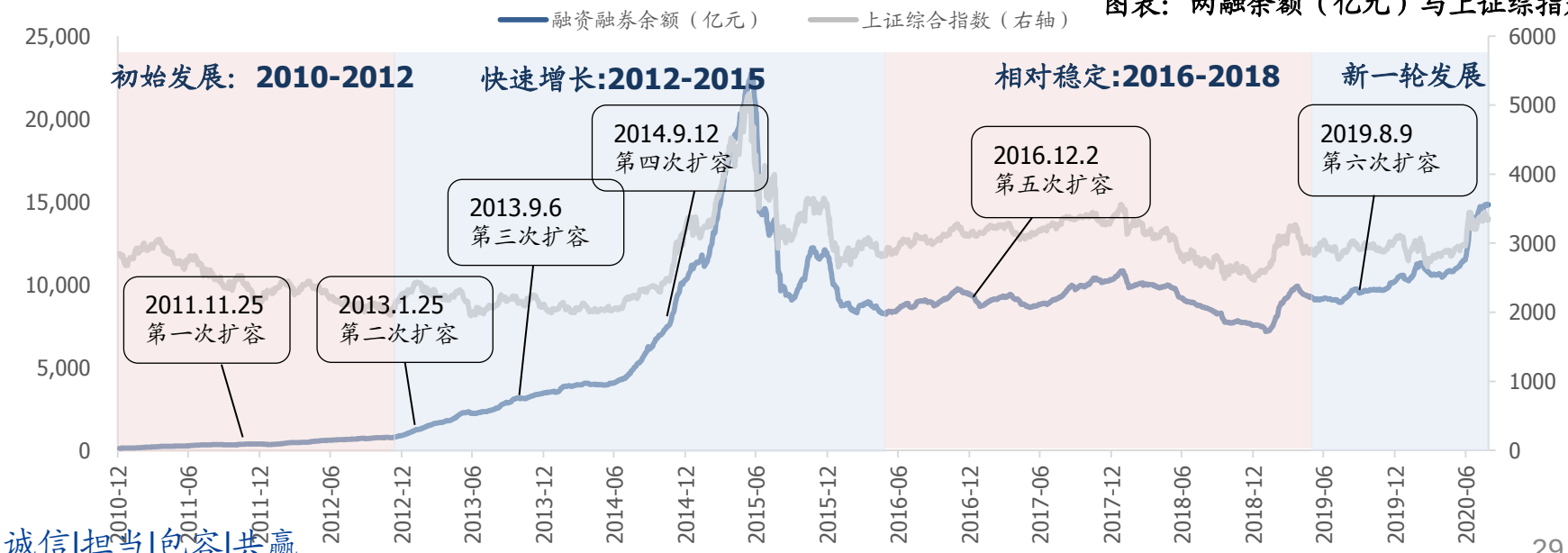
两融业务：其发展主要与市场行情与制度变化两方面有关。

1）一般来说，市场景气度越高，可有效激发两融需求；

2）制度变化上，两融标的扩容可直接带动两融规模提升，从历史情况来看，对券商板块走势也有一定的提振作用。此外，其他交易机制的变化，如保证金和担保物等，也对两融业务的发展有一定影响。

- **两融业务发展阶段：**
- ✓ **初始发展：2010-2012年。**2010年3月，沪深交易所两融交易试点正式启动，但前期发展缓慢，到2012年上半年仅不到500亿。
- ✓ **快速增长：2012-2015年。**从不到1000亿上升至15年牛市2.2万亿以上。1）政策面上，2012年创新大会召开后，监管鼓励券商创新业务发展；2）市场景气度上，2014年下半年到15年6月，上证综指上涨150%；3）融资融券标的增加，从2013年1月500只扩充至14年9月的900只。
- ✓ **相对稳定：2016-2018年。**中枢维持在9000亿左右的水平，随市场行情波动。1）市场景气度上，2016年至今未出现14-15年的牛市行情，上证综指大部分保持在2800-3200的区间水平；2）制度上，包括将融券操作改为“T+1”，投资者买入证券时的融资保证金最低比例由50%提高到100%等，交易机制上整体规范发展；2016-2018年两融日均余额分别为8981亿、9363亿、9131亿。
- ✓ **制度优化，有望迎来新一轮发展：2019年8月至今。**1）标的股票数量：由950只扩大至1600只；2）制度上，最低维持担保比例可由券商自主决定，不再一刀切定为130%；此外，将其他担保物（可能为分级B基金、新三板股票、ST股票等券商可处置资产）纳入担保物范围内，制度更加灵活。截止8月末，两融规模接近1.5万亿元，较年初增长4700多亿元。

图表：两融余额（亿元）与上证综指走势



资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.5.1信用业务：两融有望迎来新一轮发展

国盛证券 GUOSHENG SECURITIES

- **标的扩容可刺激板块上涨：**2013年1月和9月，以及2019年8月，两融标的扩容均带动券商板块一定程度的上涨。

图表：两融标的扩大与券商板块走势

变动	公告日	标的数量	次交易日券商板块涨跌幅（%）	次交易日沪深300涨跌幅（%）
第一次扩容	2011/11/25	标的股票增至278只	0.57	0.13
第二次扩容	2013/01/25	标的股票增至500只	6.02	3.12
第三次扩容	2013/09/06	标的股票增至700只	5.53	3.51
第四次扩容	2014/09/12	标的股票增至900只	0.10	(0.05)
第五次扩容	2016/12/02	标的股票增至950只	(3.50)	(1.69)
第六次扩容	2019/08/09	标的股票增至1600只	2.26	1.80

图表：两融交易制度调整梳理

时间	变动	主要内容
2010年3月31日	融资融券交易试点正式启动	首批6家试点券商为国泰君安、国信证券、中信证券、光大证券、海通证券和广发证券
2015年8月3日	第一次修订《融资融券交易实施细则（2015年修订）》条款	融券业务改为T+1偿还证券
2015年11月13日	第二次修订《融资融券交易实施细则（2015年修订）》条款	融资保证金比例由50%提高至100%
2016年12月2日	第三次修订《融资融券交易实施细则（2015年修订）》条款	静态市盈率在300倍以上或者为负数的股票可充抵保证金证券折算率下调为0%
2019年8月9日	第四次修订《融资融券交易实施细则（2015年修订）》条款	取消最低维持担保比例130%的限制，可由券商自主决定完善维持担保比例计算，“其他担保物”纳入担保范围

资料来源：上交所，深交所，证监会，国盛证券研究所

1.5.1 信用业务：两融有望迎来新一轮发展

图表：上市券商2020年6月末两融规模情况（亿元）

券商	两融规模	两融市占率	占总资产比重	融资（含融券）规模上限
中信证券	818.86	7.04%	8.40%	1758.51
华泰证券	769.92	6.62%	12.96%	1227.23
国泰君安	692.70	5.95%	11.12%	1786.77
申万宏源	602.46	5.18%	13.64%	1293.02
中国银河	584.00	5.02%	15.16%	1353.44
招商证券	581.38	5.00%	13.74%	938.94
广发证券	569.65	4.89%	13.51%	1303.62
海通证券	479.46	4.12%	7.03%	1416.90
国信证券	394.90	3.39%	15.47%	714.52
中信建投	367.99	3.16%	11.81%	1144.59
光大证券	309.45	2.66%	15.09%	787.50
长江证券	219.61	1.89%	17.27%	424.11
方正证券	209.80	1.80%	16.38%	412.45
兴业证券	199.06	1.71%	11.87%	538.16
长城证券	169.93	1.46%	22.83%	291.49
财通证券	152.89	1.31%	19.92%	294.53
东方证券	147.85	1.27%	5.46%	747.80
东兴证券	141.42	1.22%	16.73%	350.40
东吴证券	132.57	1.14%	13.25%	412.21
国元证券	129.79	1.12%	14.88%	313.84
华西证券	122.56	1.05%	15.09%	346.59
浙商证券	110.37	0.95%	13.75%	279.79
西南证券	108.65	0.93%	15.02%	265.98
国金证券	105.83	0.91%	16.19%	374.30
东北证券	100.10	0.86%	14.63%	274.64
华安证券	71.16	0.61%	11.92%	221.17
南京证券	62.30	0.54%	14.71%	195.76
中原证券	59.68	0.51%	12.52%	131.02
天风证券	57.35	0.49%	7.74%	245.09
国海证券	57.02	0.49%	9.19%	343.49
山西证券	55.35	0.48%	8.48%	253.82
西部证券	46.13	0.40%	9.00%	311.32
第一创业	41.87	0.36%	11.75%	138.73
太平洋	23.96	0.21%	7.44%	180.72

- **两融业务的开展也是以经纪业务的客户为基础，基本上和经纪业务表现一致，大券商市占率相对较高：**
  - ✓ 中信、华泰、国君、申万、银河五家券商两融业务市占率合计接近30%；
  - ✓ 加上招商、广发、海通、国信和光大后，前十家券商市占率合计超过50%。
- **两融为资本消耗性业务，但净资本并未构成实质约束，业务开展仍取决于市场需求：**
  - ✓ 《证券公司风险控制指标计算标准规定》，券商融资（含融券）金额不得超过净资本4倍。根据各家券商2020年中报净资本测算，目前两融业务开展余额远低于测算上限。

备注：根据融出资金规模计算得，可能与实际略有出入。

资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.5.2 信用业务：股票质押风险缓解

股票质押业务：需关注市场行情（与质押股票市值直接相关）和风险情况。当前时点，券商股票质押业务风险压力有所缓解：

1）规模下降：统计的34家上市券商表内股票质押规模3200亿左右，相比2019年末下降430多亿，较去年同期下降1100亿元左右；

2）保障比例提升：披露数据的券商股票质押业务履约担保比例平均值为261%左右，相比2019年末提升14pc；

3）信用风险准备计提增加：可比口径表内股票质押减值率（买入返售减值准备/表内股票质押余额）9.5%，相比2019年末提升3pc，各家券商风险抵御能力增强。

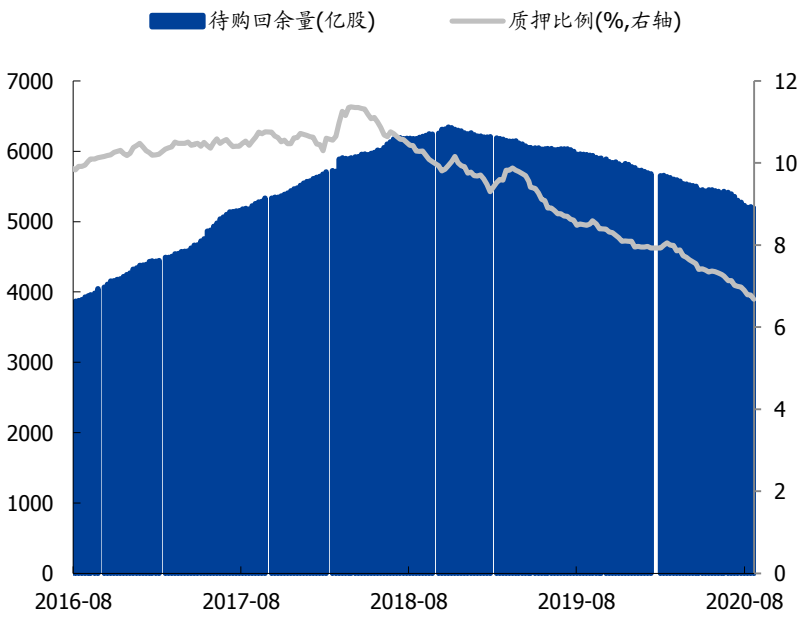
- **股权质押业务：**资金融入方绝大部分为上市公司主要股东，且资金主要用于企业生产经营，与两融业务加杠杆用于购买股票的目的有明显不同。

- **2017-2018年初增长较快：待回购股票余量从不到4500亿，上升到2018Q1的6000多亿水平。**主因中小企业在外部融资较难的情况下，纷纷采用股票质押融资：
  - ✓ 再融资新规出台，定增等融资受限；
  - ✓ 金融去杠杆背景下，利率上行，公司债券融资成本上升。

- **2018年股票质押风险暴露：**2018年以来，信用环境恶化，部分中小企业经营困难，叠加市场表现较差（10月上涨综指曾一度跌至2500点以下），质押股票市值下降，信用风险和市场风险共振加剧了流动性风险，导致股票质押风险集中爆发。

- **对于券商来说，股票质押或影响其“资产质量”。**券商开展股票质押业务可分为表内自有资金出资和表外资管计划等通道资金出资两种。随着风险暴露，若券商自有资金遭遇个股踩雷，股票质押项目违约后可能会侵蚀净资产。2018年10月，券商估值创历史新低，PB（lf）仅为1.02倍，市场对股票质押风险的担忧压制其估值表现。随着监管积极“纾困”缓解股票质押风险，以及市场行情好转，券商估值提升。

图表：市场股票质押风险情况



资料来源：Choice，国盛证券研究所

1.5.2 信用业务：股票质押风险缓解

图表：上市券商表内质押余额和减值准备比例（亿）

上市券商	表内质押余额				股票质押余额（含表外）		履约担保比例		减值率	
	2020年6月莫	较2019年末	净资产	占净资产比重	2020年6月莫	较2019年末	2020年6月莫	较2019年末	2020年6月末	较2019年末
中信证券	395.64	-9.19	1760.44	22.47%			311.00%	30.00%	12.75%	5.22%
海通证券	376.41	-46.58	1311.33	28.70%	552.08	-91.05	278.49%	-21.51%	4.26%	2.06%
国泰君安	292.41	-11.10	1322.67	22.11%	388.20	-22.50	277.00%	17.00%	9.26%	0.46%
中国银河	261.13	-20.48	728.20	35.86%			323.00%	30.00%	1.38%	0.08%
申万宏源	212.53	-52.39	846.34	25.11%	162.37		240.54%	-3.09%	4.08%	1.05%
国信证券	208.13	-37.36	521.61	39.90%			288.64%	3.20%	12.79%	5.25%
招商证券	206.04	-4.84	894.23	23.04%	285.78	-17.07	344.79%	50.11%	1.92%	0.34%
东方证券	184.00	-21.32	544.58	33.79%					15.50%	6.70%
广发证券	120.26	-1.99	939.51	12.80%			348.00%	36.20%	1.74%	0.42%
中信建投	113.29	-36.04	590.86	19.17%	236.58	-62.05	408.02%	72.84%	1.71%	1.06%
东吴证券	73.77	-21.26	271.51	27.17%	119.72	-22.82	107.60%	-37.40%	22.99%	12.26%
国元证券	70.12	0.49	250.47	27.99%			178.76%	-17.02%	-10.60%	-17.96%
华泰证券	57.58	0.22	1250.56	4.60%	356.97	-21.17	288.77%	21.07%	20.14%	1.71%
国海证券	53.98	-14.05	183.64	29.39%			154.47%	-22.16%	11.89%	4.99%
兴业证券	53.06	-31.82	355.53	14.93%	58.20	-37.40			22.46%	9.85%
长江证券	52.21	-12.53	279.90	18.65%			245.00%		11.23%	3.03%
光大证券	50.79	-12.38	493.53	10.29%	75.99		255.59%	27.79%	19.36%	-0.83%
东兴证券	45.61	-8.70	205.74	22.17%	52.47	-9.64	268.53%	9.26%	21.91%	4.99%
浙商证券	45.02	-4.12	152.11	29.60%					1.61%	1.20%
华西证券	44.57	-18.69	203.83	21.86%			257.37%	21.15%	-0.33%	-0.51%
华安证券	43.60	-0.58	139.63	31.23%	55.49		354.16%		5.72%	0.45%
国金证券	39.70	-11.73	214.80	18.48%	39.62		368.16%	86.31%	1.69%	-0.40%
东北证券	28.78	-14.32	160.03	17.98%			160.72%	-64.53%	16.11%	7.26%
方正证券	28.61	-14.61	390.57	7.33%	70.45	-19.99	128.57%	-40.82%	35.04%	17.85%
太平洋	26.13	-6.82	104.12	25.10%	39.59	-23.32	70.56%	-95.31%	9.58%	-1.12%
财通证券	25.27	-2.99	216.03	11.70%					2.79%	-1.70%
天风证券	18.26	-0.78	177.27	10.30%	112.22	0.12	154.45%	2.87%	7.53%	4.02%
中原证券	17.95	-2.41	97.06	18.49%					28.77%	8.94%
西部证券	17.25	-1.59	180.86	9.54%	31.41	-3.71			84.48%	10.05%
西南证券	15.18	0.38	195.79	7.75%	70.10	6.52	302.84%	-8.18%	8.50%	0.40%
南京证券	14.00	-6.45	113.36	12.35%	14.00		401.90%	54.58%	0.50%	0.00%
第一创业	11.70	-2.12	93.78	12.47%					58.16%	16.59%
山西证券	9.42	0.31	166.43	5.66%					5.25%	0.74%
长城证券	0.43	-3.23	172.76	0.25%					58.84%	37.69%

诚信|担当|包容|共赢

资料来源：Wind，国盛证券研究所

- **值得注意的是，部分券商股票质押业务并非单纯赚取利息收入，而是作为服务投行等客户的基本工具。**

- **规模：大部分券商开始主动压缩，统计的上市券商表内规模较2019年末缩减了430多亿。**
  - ✓ 中信表内股票质押余额超过395亿，上市券商最高，但占净资产比重为22%，仍低于国信、银河、东方、海通、申万和招商。
  - ✓ 国信、银河表内股质规模占净资产比重超过35%。

- **履约担保比例：大部分披露数据的券商在200%以上。**
  - ✓ 中信建投、南京、国金、华安履约担保比例均在350%以上。

- **减值率：类似于银行的“拨贷比”指标，经过2018年的风险暴露之后，大部分券商主动进行风险管理，加大信用风险计提，上市券商减值率整体较2019年末提升3pc至9.52%。**
  - ✓ 大券商中，华泰、东方均在15%以上；
  - ✓ 中小券商中，西部、长城、一创、方正、中原、东吴、兴业、东兴均在20%以上，相对较高。

备注：股票质押融资额（含表外）和履约担保比例数为据根据年报业务介绍部分摘录，部分券商未披露。

1.6 自营业务：IFRS9准则切换

自营业务：从资产端来看，券商总资产中45%以上为自营投资类资产，包括固收、股票、基金、信托及资管计划、衍生品等，其中绝大部分投向固收资产（自营投资占比在65%左右）。业绩表现需关注市场行情、各家券商自营规模及结构。

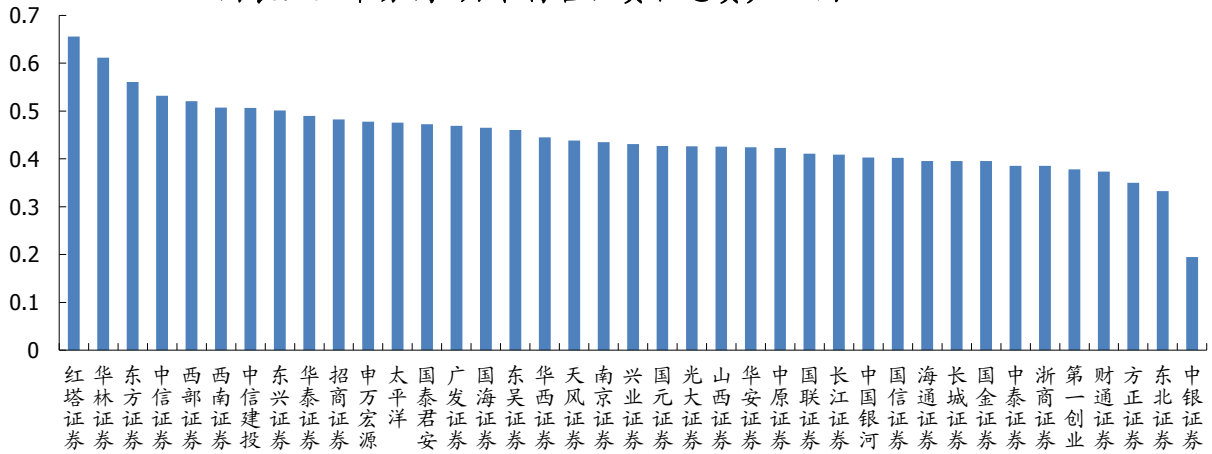
- ✓ **自营仓位变动：股票市场表现较好时，券商自营会加仓权益类规模；相反，会减仓权益类资产规模；**
- ✓ **结构分化：一般来说，固收类投资占比较高的券商业绩整体表现更加稳健；但权益类占比较高的券商在牛市时可能会获得更高的业绩弹性。**

- ➢ **券商自营范围：IFRS9准则实施，金融投资类资产重新分类。**
- ✓ **旧准则下：**以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产、可供出售金融资产和持有至到期资产。持有至到期较少，大部分券商没有此科目或者占比不到1%。因此，主要以前两种资产为主。

- ✓ **新准则下：**可供出售金融资产不复存在，金融资产重分类为四个科目：交易性金融资产（以公允价值计量且变动计入当期损益）、债权投资（以摊余成本法计量）、其他债权投资（以公允价值计量且变动计入其他综合收益）、其他权益投资（以公允价值计量且变动计入其他综合收益）。

- ➢ 从上市券商情况来看，自营投资比例较高，尤其是大券商，自营投资类资产占总资产比例基本均在50%左右，其纯二级市场投资的方向较少，对于衍生品配置的比例较高，有助于维持其业绩稳定。

图表：上市券商6月末自营投资占总资产比例



自营投资类资产统计范围包括交易性金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具、衍生金融资产。

资料来源：Wind，国盛证券研究所

1.6 自营业务：投资结构VS业绩弹性

图表：2020年上半年各家券商金融投资底层资产分布情况（规模：亿元）

	债券	股票	基金	证金专户	理财、信托及资管计划	其他	金融投资资产
中信证券	51.14%	18.32%	4.29%	3.13%	4.26%	18.87%	4984.69
国泰君安	61.13%	6.70%	6.65%	4.31%	16.83%	4.37%	2931.62
海通证券	50.41%	10.52%	8.34%	5.60%	4.48%	20.65%	2667.39
华泰证券	67.04%	13.56%	9.87%	3.45%	3.95%	2.12%	2882.95
广发证券	62.07%	4.82%	17.91%	5.19%	5.83%	4.18%	1977.58
招商证券	73.90%	6.49%	9.20%	3.42%	3.05%	3.94%	2005.62
中信建投	67.84%	8.26%	7.26%	1.96%	6.14%	8.54%	1565.17
中国银河	65.58%	16.23%	6.00%	5.02%	2.77%	4.40%	1544.99
申万宏源	71.05%	3.31%	9.49%	3.02%	5.64%	7.50%	2104.03
国信证券	72.59%	6.48%	8.25%	6.39%	5.22%	1.08%	1026.29
光大证券	47.46%	7.19%	16.35%	4.99%	21.42%	2.59%	873.93
东方证券	63.94%	10.67%	5.92%	3.23%	8.74%	7.49%	1506.50
方正证券	59.99%	14.99%	11.14%	10.93%	1.91%	1.05%	447.78
兴业证券	66.02%	16.56%	9.28%	3.35%	3.41%	1.38%	722.64
长江证券	64.92%	9.25%	11.33%	4.49%	9.04%	0.97%	520.31
国元证券	83.43%	4.81%	1.43%		6.99%	3.34%	372.24
东吴证券	62.04%	8.29%	3.67%	4.92%	16.48%	4.59%	460.46
东兴证券	53.72%	10.73%	19.18%	4.37%	4.67%	7.34%	423.52
国金证券	59.14%	6.07%	5.08%	8.91%	0.85%	19.93%	256.75
财通证券	43.68%	8.15%	29.07%		16.81%	2.29%	285.94
华西证券	66.40%	3.68%	22.01%		7.06%	0.85%	361.33
西南证券	71.62%	13.09%	5.20%	5.70%	0.85%	3.54%	366.75
西部证券	85.03%	4.26%	1.92%		7.10%	1.69%	266.79
东北证券	42.14%	16.51%	24.39%		9.54%	7.42%	227.73
国海证券	86.74%	5.66%	2.48%		3.89%	1.23%	288.31
山西证券	80.07%	9.61%	2.38%		7.50%	0.43%	277.12
浙商证券	77.82%	3.96%	3.12%		6.27%	8.82%	308.88
华安证券	77.43%	8.28%	13.28%		1.01%	0.00%	252.71
太平洋	72.61%	4.79%	0.18%		1.98%	20.44%	152.63
中原证券	81.86%	6.13%	5.49%		1.85%	4.68%	201.55
第一创业	74.80%	8.81%	10.27%		1.96%	4.16%	134.81
天风证券	50.93%	25.78%	4.75%		6.83%	11.71%	324.54
长城证券	75.71%	3.38%	8.17%		10.48%	2.26%	293.70
南京证券	73.64%	4.24%	1.25%		2.84%	18.03%	184.39

- **自营投资底层资产分布：**

✓ **债券：**仍为券商自营最主要配置。占比一般在60%以上；

✓ **股票：**相比18年末来说，大部分自营投资增配股票。中信、银河、兴业、东兴和天风证券占比较高，均在13%以上。

✓ **基金：**财通证券基金配置占比将近30%；

✓ **理财、信托及资管计划：**光大、国君、财通、东吴最高，占比在16%以上。

✓ 大部分券商自营中股票类资产占比较2019年末略有提升，但值得注意的是，股票类资产并非完全是二级市场方向性投资，还包括客户型衍生品相关权益类资产等。此外，券商自营仓位随市场变动较快，此处仅为2020年中报披露数据情况，当前或有一定变动。

备注：证金专户为15年下半年，券商自营参与“救市”的账户。部分券商并未披露其规模，计入“其他”中。

资料来源：Wind，国盛证券研究所

第三章：

券商监管体系

- 以净资本和流动性为核心的风控指标体系
- 监管导向：鼓励龙头券商做大和中小券商特色化发展



2.1 以净资本和流动性为核心的风控指标体系

- 2016年，证监会修改《证券公司风险控制指标管理办法》，建立了净资本和流动性为核心风险控制指标体系。引入了**风险覆盖率、资本杠杆率、流动性覆盖率**和**净稳定资金比例**。

图表：券商风险控制指标

指标	监管要求
风险覆盖率（净资本/各项风险资本准备之和）	≥100%
资本杠杆率（核心净资本/表内外资产总额）	≥8%
流动性覆盖率（优质流动性资产/未来30 天现金净流出量）	≥100%
净稳定资金率（可用稳定资金/所需稳定资金）	≥100%
净资本/净资产	≥20%
净资本/负债	≥8%
净资产/负债	≥10%
自营权益类证券及其衍生品/净资本	≤100%
自营非权益类证券及其衍生品/净资本	≤500%
融资（含融券）金额/净资本	≤400%

备注：
1）自营权益类证券及其衍生品包括股票、权益类基金、股指期货、权益互换、期权等；
2）自营非权益类证券及其衍生品债券、非权益类基金、国债期货、债券远期、利率互换、外汇衍生品、定向、集合及信托等产品。
3）融资（含融券）金额指证券公司开展融资融券业务、约定式购回、股票质押式回购等融资类业务。

资料来源：证监会，国盛证券研究所

2.1 以净资本和流动性为核心的风控指标体系

国盛证券 GUOSHENG SECURITIES

- **金融行业杠杆相对较高，监管通过控制“资本金”和“风险准备”的方式，对于不同的业务设置不同的系数，来进行杠杆约束，引导金融行业合理开展业务，进行资源配置。**
  其中，**风险覆盖率是**券商最重要的风控指标之一，类似于银行“资本充足率”的概念，“各项风险资本准备之和” 类似于银行“风险加权资产”，需综合考虑市场风险、信用风险、操作风险和特定风险。

- **监管逆周期修订，完善风控体系，引导行业健康发展。**2020年1月23日，证监会发布了《证券公司风险控制指标计算标准规定》（以下简称《计算标准》），于2020年6月1日正式施行。从内容来看，***并未对风控指标的监管要求有所改动，仅调整计算时的参数***。

1、引导价值投资，引入长期增量资金：放宽“权益类证券风险资本准备”计算比例和“政策性金融债等投资风险控制指标”的计算标准。例如，对证券公司投资成分股、权益类指数基金产品的市场风险资本准备计算标准分别下调至10%、5%，此前为15%和10%。

2、有针对性强化资本约束，防范突出风险点：

✓ **股票质押：**

1）以自有资金参与股票质押交易的，将受限股（包括限售股和减持受限股，为上市公司股东进行并购重组提供配套融资等情形除外）的信用风险资本准备提升至40%，此前为20%。

2）以资管计划参与股票质押交易的，以实际投资规模为基础，按照集合资管计划 5%、单一资管计划3%计算特定风险资本准备。（新增）

3）将到期日在1年以上的股票质押交易融出资金所需净稳定资金计算比例提升至100%，此前为75%;

3、结合市场发展实践，提升指标体系完备性。结合“资管新规”以及近年来推出的新业务，纳入包含信用衍生品、科创板股票、非标私募基金、资产支持证券、境外股票投资、期权、债券质押式回购七个大类业务，实现业务和风险的全覆盖。

具体细节信息详见下一页《风险资本准备计算表》。

2.1 以净资本和流动性为核心的风控指标体系

国盛证券 GUOSHENG SECURITIES

图表：风险资本准备计算表（修订版）

项目	权重	项目	权重	项目	权重
一、市场风险资本准备		2.14 大宗商品现货（含黄金）	8%	3.2 其他逆回购交易	10%
1 权益类证券及其衍生品规模		2.15 大宗商品衍生品（不含期权）	20%	3.2.1 信用评级AA级（含）以下的债券逆回购交易	20%
1.1 上海180指数、深圳100指数、沪深300指数成份股	10%	2.16 非权益类期权		**三、操作风险资本准备**	
1.2 一般上市股票	30%	2.16.1 买入期权	100%	1 证券经纪业务净收入	12%
1.3 流通受限的股票	50%	2.16.2卖出期权	20%	2 证券投资咨询业务净收入	12%
1.4 其他股票	80%	2.17 信用衍生品		3 证券承销与保荐业务、财务顾问业务净收入	15%
1.5 权益类基金		2.17.1 买入信用衍生品	100%	4 证券资产管理业务净收入	15%
1.5.1 指数基金	5%	2.17.2 卖出信用衍生品	20%/60%	5 证券自营业务净收入	18%
1.5.2 分级基金中的非优先级基金	50%	3 已对冲风险的权益类证券及其衍生品		6 融资类业务净收入	18%
1.5.3 其他权益类基金	10%	3.1 权益类证券	5%	7 其他业务净收入	18%
1.6 股指期货、权益互换及卖出期权	20%	3.2 权益类衍生品	5%	**四、特定风险资本准备**	
1.7 买入期权	100%	4 已对冲风险的非权益类证券及其衍生品		1 证券公司资产管理业务	
2 非权益类证券及其衍生品规模		4.1 非权益类证券	1%	1.1 单一资管计划	
2.1 国债、中央银行票据、国开债	0%	4.2 非权益类衍生品	1%	1.1.1 投资标准化资产	0.30%
2.2 政策性金融债、政府支持机构债券	1%	**二、信用风险资本准备**		1.1.2 投资股票质押	3%
2.3 地方政府债券	5%	1 融资类业务		1.1.2.1 低履约保障合约	6%
2.4 信用评级AAA级的信用债券	10%	1.1场内股票质押业务		1.1.3 投资其他非标资产	0.80%
2.5 信用评级AAA级以下，AA级（含）以上的信用债券	15%	1.1.1 第一大股东高比例质押	50%	1.1.4 高杠杆、高集中度产品	
2.6 信用评级AA级以下，BBB级（含）以上的信用债券	50%	1.1.1 受限股股票质押	40%	1.2 集合资管计划	
2.7 信用评级BBB级以下的信用债券	80%	1.1.2 非受限股股票质押	15%	1.2.1 投资标准化资产	0.50%
2.8 同业存单	5%	1.1.3 低履约保障合约	加倍计算	1.2.2 投资股票质押	5%
2.9 非权益类基金		1.1.4 其他	20%	1.2.2.1 低履约保障合约	10%
2.9.1 货币基金	5%	1.2 其他场内融资业务	10%	1.2.3 投资其他非标资产	3%
2.9.2 利率债指数基金	6%	1.3 场外融资业务	30%	1.2.4 高杠杆、高集中度产品	
2.9.3 其他非权益类基金	10%	2 应收账款		2 非标私募投资基金服务	
2.10 国债期货、债券远期及利率互换	20%	2.1 账龄1年以内（含1年）	10%	2.1 非标私募投资基金托管业务	2%
2.11外汇衍生品	20%	2.2 账龄1年以上	100%	2.2 非标私募投资基金代销业务	1%
2.12 集合及信托等产品		2.3 应收股东及关联公司款项	100%	3 资产支持证券管理业务	
2.12.1 未约定先行承担亏损	25%	3 逆回购交易		3.1 场内资产支持证券	0.5%
2.12.2 约定先行承担亏损	50%	3.1 交易所债券质押式逆回购	1%	3.2 场外资产支持证券	2%
2.13 单一产品	50%			4 债券质押式正回购结算业务	1%

资料来源：证监会，国盛证券研究所

2.1 以净资本和流动性为核心的风控指标体系

图表：关键风控指标分析（2020中报数据，%）

	风险覆盖率	资本杠杆率	流动性覆盖率	净稳定资金率	净资本（亿元）
监管要求	**≥100**	**≥8**	**≥100**	**≥100**	**-**
国泰君安	301.52	28.36	314.52	146.58	893.38
中信证券	154.85	15.91	135.33	123.16	879.25
海通证券	324.89	23.12	445.89	144.63	708.45
中国银河	282.85	21.81	256.27	131.16	676.72
广发证券	227.97	20.14	261.32	186.89	651.81
申万宏源	212.30	18.66	208.09	166.12	646.51
华泰证券	265.89	27.61	234.85	144.16	613.61
中信建投	300.33	22.44	215.40	170.05	572.30
招商证券	235.94	18.30	237.35	156.48	469.47
光大证券	278.28	30.30	233.08	153.08	393.75
东方证券	226.42	12.73	247.69	134.17	373.90
国信证券	204.57	19.44	159.74	140.74	357.26
兴业证券	229.91	22.22	527.17	167.54	269.08
长江证券	169.71	21.50	155.30	154.86	212.06
方正证券	270.88	25.98	216.40	140.89	206.23
东吴证券	248.72	25.16	297.97	161.63	206.10
国金证券	383.50	37.40	294.26	169.29	187.15
东兴证券	224.85	24.31	237.37	151.08	175.20
华西证券	316.35	27.07	263.20	195.16	173.29
国海证券	292.16	31.96	189.71	191.22	171.75
红塔证券	212.29	26.54	989.31	190.33	162.37
国元证券	305.20	25.90	324.57	139.01	156.92
西部证券	293.77	41.60	156.30	169.25	155.66
财通证券	284.46	18.37	238.66	156.21	147.26
长城证券	177.05	23.29	169.73	150.76	145.75
中银证券	296.56	41.09	2506.79	315.05	139.96
浙商证券	263.72	17.60	171.61	163.74	139.90
东北证券	252.05	18.42	215.88	162.31	137.32
西南证券	231.82	19.48	201.48	143.24	132.99
山西证券	239.59	21.19	229.48	197.80	126.91
天风证券	169.26	15.12	713.86	140.47	122.55
华安证券	277.18	25.60	212.10	169.87	110.58
南京证券	451.23	28.28	276.91	184.85	97.88
太平洋	238.56	31.19	147.03	159.87	90.36
第一创业	180.37	18.34	376.94	157.53	69.36
中原证券	185.54	14.27	169.69	143.19	65.51
华林证券	193.56	19.90	142.38	261.07	50.40

➢ **关注净资本：**

1）重要性：《证券公司风险控制指标管理办法》中，大部分监管与净资本直接挂钩，需满足要求。

2）规模分化：6月末，上市券商中国泰君安净资本规模最高，为893亿元，是规模最低的华林证券（仅为50亿）的18倍。净资本规模的差异直接影响券商业务开展的空间。

➢ **整体来看，2020年中报券商的风控指标均远超监管指标要求，无达标压力。**

- ✓ 风险覆盖率和资本杠杆率：主要从业务杠杆的角度进行约束，基本在150%和12%以上；
- ✓ 流动性覆盖率和净稳定资金率：主要是流动性监管指标，基本在135%和120%以上。
- ✓ **当前监管引导龙头券商做大做强，对于风控指标给予一定的计算优惠，打开其业务发展空间。**

资料来源：Wind，国盛证券研究所

2.2 监管导向：龙头做大和中小券商差异化发展

2019年的《证券公司股权管理规定》中，已区分综合型和专业型券商，**当前监管整体导向引导头部券商做大做强和中小券商差异化特色化发展。**

- **鼓励龙头券商做大做强：**

1、证监会：积极推动打造航母级头部证券公司，促进证券行业持续健康发展。

2、风控指标计算优惠，可提升业务空间：

- ✓ **与分类评级直接挂钩。**连续三年AA级及以上的证券公司（共有7家，如下表所示），风险资本准备调整系数定为0.5。
- ✓ **并表监管。**允许试点机构试行更为灵活的风控指标体系，下调了6家试点机构（中金、招商、中信、华泰、中信建投、国君）母公司两个风控指标的计算参数：1）风险资本准备计算系数由0.7调降至0.5（与上一条范围有重叠）；2）表内外资产总额计算系数由1降至0.7。

- **中小券商差异化特色化发展：**7月10日，证监会《证券公司分类监管规定》对分类评级指标进行最新修订，适当弱化规模指标，引导行业向差异化特色化发展，中小券商获益。

- ✓ **调整风控和资本约束的评价指标，降低加分门槛：**规定“评价期内风险覆盖率达到130%且净资本150亿元以上、风险覆盖率达到130%的，分别加2分、1分”，相比征求意见稿150%和200亿的标准有所下降；
- ✓ **引导中小券商可发展特色业务来获取加分：**如机构客户服务及交易评价指标，“上一年度代理机构客户买卖证券交易量位于行业中位数以上，且代理机构客户买卖证券交易量占代理全部客户买卖证券交易量的比例位于行业前10名、前20名的，分别加1分、0.5分”。监管引导证券公司增强机构客户服务及交易业务能力，部分依靠研究所突围的券商将具备一定加分优势，后续将加速行业分化。

图表：7家龙头券商可获得风控指标计算优惠空间（亿元，%，根据中报数据测算）

	净资本	核心净资本	风险资本准备	表内外资产总额	风险覆盖率%	调整后%	变动%	资本杠杆率%	调整后%	变动%
中信证券	879.25		567.81	5526.43	154.85	216.79	61.94	15.91	22.73	6.82
国泰君安	893.38		296.29	3150.15	301.52	422.13	120.61	28.36	40.51	12.15
招商证券	469.47		198.98	2346.97	235.94	330.32	94.38	18.30	26.14	7.84
华泰证券	613.61	613.61	230.78	2568.62	265.89	372.25	106.36	27.61	39.44	11.83
中金公司	314.87	209.91	197.33	1583.21	159.60	223.44	63.84	13.30	19.00	5.70
中信建投	572.30		190.56	2550.34	300.33	420.46	120.13	22.44	32.06	9.62
海通证券	708.45		218.06	3064.24	324.89	454.85	129.96	23.12	--	--

备注：海通证券并未纳入第一批并表监管试点中，未享受表内外资产计算优惠；
资料来源：证监会，Wind，国盛证券研究所

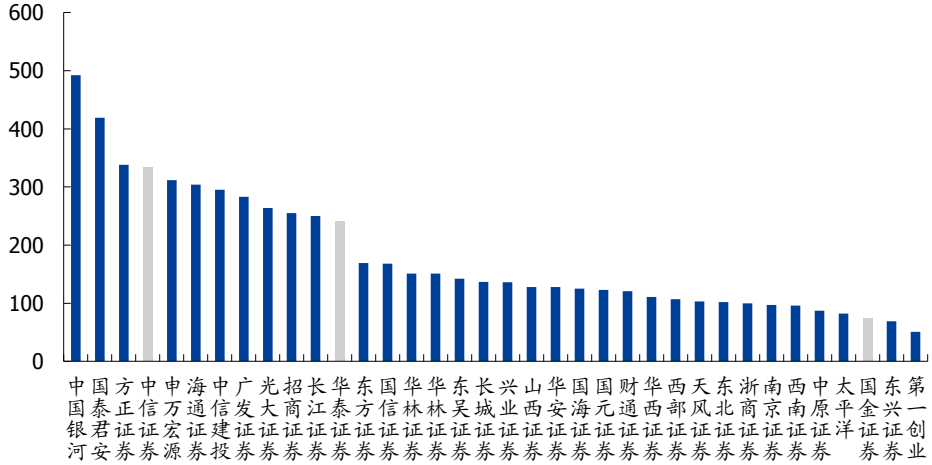
图表：券商评级情况

序号	券商名称	2020年	2019年	较去年变动	序号	券商名称	2020年	2019年	较去年变动	序号	券商名称	2020年	2019年	较去年变动
1	中信证券	AA	AA	-	34	中天国富	A	A	-	67	国融证券	BBB	C	↑5
2	国泰君安	AA	AA	-	35	山西证券	A	BBB	↑1	68	野村东方	BBB	-	
3	海通证券	AA	AA	-	36	华宝证券	A	BBB	↑1	69	粤开证券	BBB	-	
4	华泰证券	AA	AA	-	37	瑞银证券	A	BBB	↑1	70	摩根大通	BBB	-	
5	招商证券	AA	AA	-	38	五矿证券	A	BBB	↑1	71	华福证券	BB	BBB	↓1
6	中信建投	AA	AA	-	39	华鑫证券	A	BBB	↑1	72	民生证券	BB	BBB	↓1
7	平安证券	AA	AA	-	40	中原证券	A	BBB	↑1	73	中邮证券	BB	BBB	↓1
8	中金公司	AA	AA	-	41	第一创业	A	BB	↑2	74	长城国瑞	BB	BBB	↓1
9	国信证券	AA	AA	-	42	银泰证券	A	BB	↑2	75	国海证券	BB	BBB	↓1
10	银河证券	AA	A	↑1	43	华菁证券	A	BB	↑2	76	开源证券	BB	BB	-
11	申万宏源	AA	A	↑1	44	东莞证券	A	B	↑3	77	中天证券	BB	BB	-
12	光大证券	AA	A	↑1	45	西部证券	A	B	↑3	78	英大证券	BB	B	↑1
13	国金证券	AA	A	↑1	46	长江证券	A	CCC	↑4	79	东亚前海	BB	B	↑1
14	中泰证券	AA	A	↑1	47	恒泰证券	A	CCC	↑4	80	财信证券	BB	-	
15	安信证券	AA	BBB	↑2	48	华安证券	BBB	A	↓1	81	华林证券	B	A	↓3
16	天风证券	A	AA	↓1	49	南京证券	BBB	A	↓1	82	长城证券	B	BBB	↓2
17	东方证券	A	A	-	50	湘财证券	BBB	A	↓1	83	华龙证券	B	BBB	↓2
18	方正证券	A	A	-	51	国元证券	BBB	A	↓1	84	联储证券	B	BB	↓1
19	兴业证券	A	A	-	52	广发证券	BBB	BBB	-	85	川财证券	B	B	-
20	东吴证券	A	A	-	53	红塔证券	BBB	BBB	-	86	大同证券	B	CCC	↑1
21	东兴证券	A	A	-	54	申港证券	BBB	BBB	-	87	德邦证券	CCC	BBB	↓3
22	财通证券	A	A	-	55	财达证券	BBB	BBB	-	88	中山证券	CCC	BBB	↓3
23	华西证券	A	A	-	56	大通证券	BBB	BBB	-	89	国盛证券	CCC	BB	↓2
24	浙商证券	A	A	-	57	华金证券	BBB	BBB	-	90	首创证券	CCC	BB	↓2
25	华创证券	A	A	-	58	华融证券	BBB	BBB	-	91	太平洋证券	CCC	B	↓1
26	北京高华	A	A	-	59	万和证券	BBB	BBB	-	92	新时代证券	CCC	CC	↑1
27	东方财富	A	A	-	60	西南证券	BBB	BB	↑1	93	金元证券	CC	BBB	↓4
28	国开证券	A	A	-	61	国都证券	BBB	BB	↑1	94	东海证券	CC	BB	↓3
29	国联证券	A	A	-	62	万联证券	BBB	BB	↑1	95	宏信证券	CC	B	↓2
30	中银国际	A	A	-	63	中航证券	BBB	B	↑2	96	爱建证券	CC	B	↓2
31	东北证券	A	A	-	64	汇丰前海	BBB	B	↑2	97	江海证券	C	BBB	↓5
32	渤海证券	A	A	-	65	世纪证券	BBB	CCC	↑3	98	网信证券	D	D	-
33	信达证券	A	A	-	66	九州证券	BBB	CC	↑4					

资料来源：证监会，国盛证券研究所

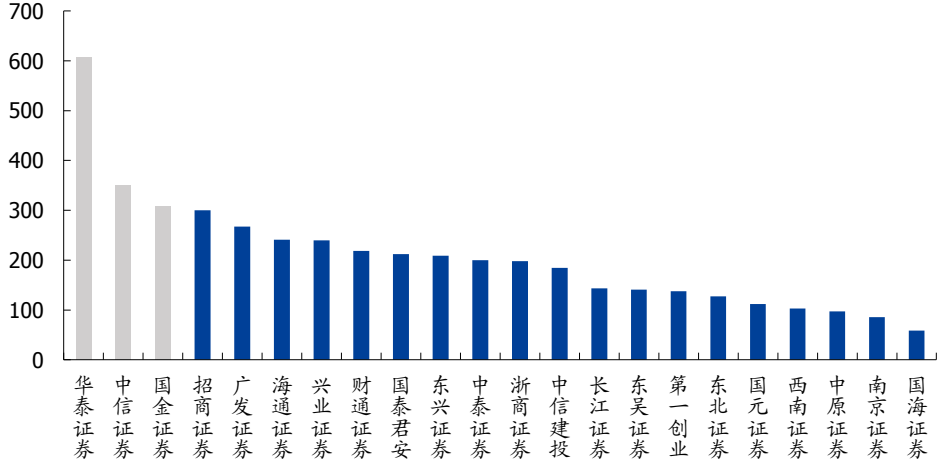
附：公司营业部数量和成交金额

图表：上市券商2020H营业部数量排名



备注：部分上市券商年报未公布营业部数量，根据公司官网数据整理得到

图表：上市券商2020H部均股基成交金额（亿元）



➢ 营业部：数量 VS 效率

- ✓ **部均股基成交金额：**2020上半年，华泰、中信和国金证券分别为607亿、350亿和309亿，位列披露数据的上市券商前三名。
- ✓ **营业部数量：**6月末，华泰、中信和国金证券的营业部数量分别为243家，334家和74家，排在行业营业部数量前3名之外。

➢ 关注互联网券商的优势：

- ✓ 华泰和国金早在2013-2014年就推出互联网开户服务，开启券商价格战，获客效果明显，对营业部带动股基成交金额提升的依赖程度较低。
- ✓ 现有情况下，通过互联网渠道进行的证券交易超过95%，互联网对于经纪业务交易的重要性凸显。

资料来源：公司公告，国盛证券研究所

附：公司营业部区域分布

图表：上市券商营业部地区分布比例

券商	东部地区	东北地区	中部地区	西部地区	营业部数量
城镇居民人均可支配收入	3.63万	2.56万	2.38万	2.14万	--
财通证券	94.21%	0.00%	0.83%	4.96%	121
东吴证券	90.14%	2.82%	2.82%	4.23%	142
浙商证券	86.00%	2.00%	4.00%	8.00%	100
兴业证券	83.09%	0.74%	11.76%	4.41%	136
中信证券	79.34%	4.19%	10.78%	5.69%	334
第一创业	78.43%	1.96%	13.73%	5.88%	51
东兴证券	75.36%	2.90%	8.70%	13.04%	69
广发证券	73.85%	7.77%	9.54%	8.83%	283
光大证券	73.11%	4.55%	7.95%	14.39%	264
南京证券	69.07%	0.00%	5.15%	25.77%	97
华泰证券	67.63%	7.47%	17.84%	7.05%	241
招商证券	66.27%	6.27%	14.51%	12.94%	255
华林证券	66.23%	3.97%	16.56%	13.25%	151
华林证券	66.23%	3.97%	16.56%	13.25%	151
东方证券	63.91%	9.47%	12.43%	14.20%	169
中国银河	63.21%	6.91%	16.46%	13.41%	492
长城证券	62.77%	6.57%	16.06%	14.60%	137
中信建投	62.37%	4.07%	19.66%	13.90%	295
国信证券	61.31%	6.55%	13.10%	19.05%	168
国泰君安	59.43%	6.92%	18.14%	15.51%	419
申万宏源	55.77%	5.77%	12.18%	26.28%	312
海通证券	51.32%	17.43%	16.45%	14.80%	304
国元证券	50.41%	4.07%	40.65%	4.88%	123
东北证券	46.08%	38.24%	9.80%	5.88%	102
方正证券	44.38%	5.62%	42.31%	7.69%	338
天风证券	43.69%	5.83%	30.10%	20.39%	103
长江证券	42.40%	5.60%	41.20%	10.80%	250
国金证券	40.54%	5.41%	12.16%	41.89%	74
太平洋	35.37%	4.88%	10.98%	48.78%	82
国海证券	33.60%	0.00%	4.80%	61.60%	125
西南证券	31.25%	1.04%	13.54%	54.17%	96
山西证券	31.25%	3.13%	57.03%	8.59%	128
西部证券	28.97%	0.93%	5.61%	64.49%	107
华西证券	27.93%	4.50%	8.11%	59.46%	111

➢ 营业部：经营效率 VS 区域分布

✓ **券商营业部设立的区域边界限制被打破，分布以东部经济发达地区为主。**2013年《证券公司分支机构监管规定》取消设立分支机构的数量和区域限制。从2020上半年数据来看，大部分上市券商营业部分布均以东部地区为主，与其城镇居民人均可支配收入高有关，为3.63万/年（根据2019年地区数据计算），超过其他地区1万元以上。

✓ **东部地区营业部占比高，可促进对券商经纪业务经营效率提升。**营业部部均成交额在200亿元以上的上市券商中（表格中加粗），除国泰君安、国金和海通证券外，其余券商分布在东部地区的营业部数量占比均达到六成以上。其中财通、兴业和中信证券东部地区营业部数量占比达94.21%、83.09%和79.34%，对股基成交金额的提升带动作用明显。

*备注：**按照统计局口径进行地区划分。**东北地区（东北三省）；中部地区（山西、河南、湖北、湖南、江西、安徽）；东部地区（北京、天津、河北、山东、江苏、上海、浙江、福建、广东、海南）；西部地区（重庆、四川、广西、贵州、云南、陕西、甘肃、内蒙古、宁夏、新疆、青海、西藏）。*

备注：部分券商中报披露的营业部数量和官网上最新有出入，在此我们根据官网最新数据进行统计

资料来源：Wind，公司公告，公司官网，国盛证券研究所

1. 宏观经济下滑；
2. 注册制改革推进缓慢，资本市场改革不及预期；
3. 中美摩擦加剧，导致市场波动，对于券商经纪和自营业务均有一定负面影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议,本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。