

# 证券

## 金融开放专题系列二：对证券行业有何影响？

本报告旨在通过梳理券商对外开放的历程、合资券商发展现状、优劣势因素等分析，进而探究“国11条”对我国资本市场及券商行业的影响。

**对资本市场：激发市场活力，提升直接融资占比：**“国11条”中，对资本市场影响较大的主要有两点：1) 允许外资机构获得银行间债券市场A类主承销牌照；2) 进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场。当前仅有6家外资机构获得B类主承销商和承销商资质。B类主承销商仅在注册所在地范围内开展非金融企业债务融资工具承销，而A类主承销商则不受地域限制。此外，中国证券市场对境外机构的吸引力正在不断增强，2018年，境外对我国股权投资净流入607亿美元，增长近七成；债券投资净流入995亿美元，增长13%。从中介机构和投资者的角度放宽准入，有利于激发我国资本市场的活力，提升金融市场效率，提升直接融资占比；吸引更多境外资本进入，更好地服务实体经济。

**对券商：短期外资尚未形成竞争优势，长期有利于行业向专业化方向发展**

**1、股权层面：**“国11条”将提前于2020年内取消证券公司外资股比限制。外资持股比例逐步放开，从2002年不超过1/3到2020年不受限。

### 2、业务层面：

➤ **发展现状：尚未形成一定的竞争优势：**从11家合资券商的总体数据来看，2018年营收总计163亿元，整体占行业比重为6.1%；净利润合计18亿，整体占行业比重仅为2.7%；且其中6家合资券商均呈现亏损状态。剔除中金后，其余10家合资券商的营收、总资产和净资产占行业比重仅为1%左右，整体规模较小，且净利润为负。

➤ **优劣势分析：1) 优势：依托外资国际股东背景，形成差异化的竞争优势。**A: 投行业务—外资股东背景雄厚，可为合资券商带来一定的先进经验和国际投行的客户资源，形成差异化竞争优势。B: 财富管理—先进的管理经验，如瑞银集团，在全球资产配置、超高净值客户服务和专业的产品涉及上均有一定优势，助力券商资管业务转型。C: 衍生品业务—国内尚处于初级阶段，外资券商或将拥有更多的先进经验。

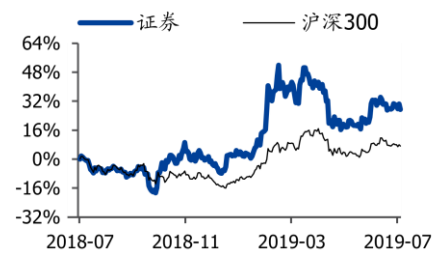
**2) 劣势：规模相对较小，完全融入中国市场尚需时日。**A: 规模过小。除中金外，其余10家合资券商的总资产均不到75亿，净资产仅不到40亿。B: 牌照尚未完全放开，业务开展范围有限。部分合资券商仍未获取经纪与资管等牌照；C: 经营理念与制度融合仍有一定困难，曾有4家合资券商的境外股东退出。

**3、影响：**短期来看，由于资本金、业务牌照、业务基础等因素制约，外资金融机构的进入对于行业整体竞争格局的影响相对有限。但从长期来看，外资金融机构在经营层面（混业经营、市场化机制和国际化视野等）和部分业务层面（投行业务、全球大类资产配置、衍生品业务等）或有一定先进经验，有利于倒逼本土券商进行业务转型，提升专业服务能力。

**风险提示：**金融市场对外开放进度不及预期；中美贸易摩擦不断，影响二级市场情绪；市场若出现波动，对业绩和估值均有一定负面影响；宏观经济表现不及预期，仍有一定下行压力。

增持（维持）

### 行业走势



### 作者

分析师 马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

邮箱：matingting@gszq.com

研究助理 蒋江松媛

邮箱：jiangjiangsongyuan@gszq.com



## 内容目录

一、激发资本市场活力，提升直接融资占比 .....	3
二、券商对外开放持续推进 .....	5
1、股权层面：外资持股比例逐步放开——从 2002 年不超过 1/3 到 2020 年不受限 .....	5
2、业务层面：合资券商发展情况如何？ .....	7
2.1 券商陆续进入中国资本市场 .....	7
2.2 合资券商发展现状：尚未形成一定的竞争优势 .....	11
2.3 合资券商优劣势分析 .....	11
2.3.1 优势：依托外资国际股东背景，形成差异化的竞争优势 .....	12
2.3.2 劣势：规模相对较小，完全融入中国市场尚需时日 .....	14
风险提示 .....	15

## 图表目录

图表 1: 券商及外资机构非金融企业债务融资工具承销资质情况 .....	3
图表 2: 17 年以来银行间市场债券承销数量结构（例） .....	4
图表 3: 17 年以来银行间市场债券承销规模结构（亿元） .....	4
图表 4: 我国证券市场上境外投资者累计额度不断增长 .....	4
图表 5: 我国银行间债券市场存量规模统计（截止 7 月 22 日） .....	5
图表 6: 外资持股比例放开进程时间轴 .....	6
图表 7: 券商对外开放具体文件汇总 .....	6
图表 8: 券商业务申请资格梳理 .....	9
图表 9: 我国合资券商情况统计（截止 2019 年 7 月 21 日） .....	10
图表 10: 2018 年合资券商主要经营数据（亿元） .....	11
图表 11: 11 家合资券商主要指标情况 .....	11
图表 12: 国际投行背景相对较强（单位：十亿美元） .....	12
图表 13: 部分合资券商投行业务占比相对较高 .....	12
图表 14: 瑞银集团财富管理收入一直占比较高 .....	13
图表 15: 美国场外衍生品名义本金（股票）/总市值在 10% 左右波动 .....	14
图表 16: 我国场外衍生品名义本金/境内上市公司总市值仅不到 1% .....	14
图表 17: 合资券商总资产规模远低于行业中位数 .....	14
图表 18: 合资券商净资产规模远低于行业中位数 .....	14
图表 19: 2014-2017 年合资券商境外股东退出情况 .....	15

## 一、 激发资本市场活力，提升直接融资占比

国务院金融稳定发展委员会办公室宣布的“国 11 条”中，对资本市场影响较大的主要有两点：1) 允许外资机构获得银行间债券市场 A 类主承销牌照；2) 进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场。从中介机构和投资者的角度放宽准入条件，有利于激发我国资本市场的活力，提升金融市场效率。此外，当前我国社融存量中直接融资（债券+股票）占比仅为 17% 左右，而根据证监会数据显示，早在上个世纪 90 年代初期，美国社融存量中直接融资比重已经超过 80%。此两点主要针对债券市场的承销和投资，有利于促进债券市场发展，提升直接融资占比。

### 从中介机构的角度：允许外资机构获得银行间债券市场 A 类主承销牌照

此牌照指的由交易商协会准入的非金融企业债务融资工具承销资质，其中，A、B 类主承销商最大区别在于业务范围差异。A 类主承可以从事所有非金融企业债务融资工具的承销，B 类主承在注册所在地范围内开展非金融企业债务融资工具承销，例如，城商行只能从事本地企业的债务承销；而外资机构只能从事境外企业境内 DFI（统一注册多品种债务融资工具模式）发行的承销。

目前，已经取得 A 类主承销牌照的机构主要是大型国有、股份制、大型城商行和大型券商。有 6 家外资机构取得 B 类主承销（汇丰、渣打和法国巴黎银行）和承销业务资格（摩根大通、花旗、德意志银行）。

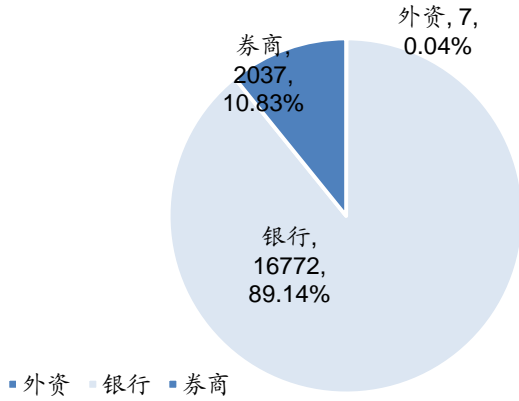
17 年以来，在银行间市场交易商协会统计的 1.89 万例债券承销案例中，仅汇丰银行、渣打银行分别承销了 5 例、2 例，合计金额仅 36 亿，市占率不到 0.03%；券商共计承销 2037 例，合计金额 9764 亿，市占率为 7.6%，而市场头部的建行、兴业、工行三家合计即承销 3929 例，合计金额 3.1 万亿，市占率达到 23.9%。允许外资银行开展 A 类主承销业务，有助于进一步丰富外资机构服务国内实体经济的手段，提升其参与我国经济发展的广度与深度，推进金融供给侧结构性改革。

图表 1: 券商及外资机构非金融企业债务融资工具承销资质情况

主承销商		承销商（共 65 家，券商+外资机构 20 家）	
<b>A 类主承销商（共 41 家，券商 12 家）</b>		摩根大通银行	花旗银行
中信证券	中金公司	德意志银行	中银国际
国泰君安	招商证券	申万宏源	长江证券
光大证券	中信建投	东海证券	平安证券
广发证券	华泰证券	南京证券	国元证券
中国银河证券	国信证券	国都证券	中投证券
东方证券	海通证券	第一创业	安信证券
		兴业证券	国金证券
<b>B 类主承销商（共 26 家，外资机构 3 家）</b>		东兴证券	长城证券
汇丰银行	渣打银行	中泰证券	华西证券
法国巴黎银行			

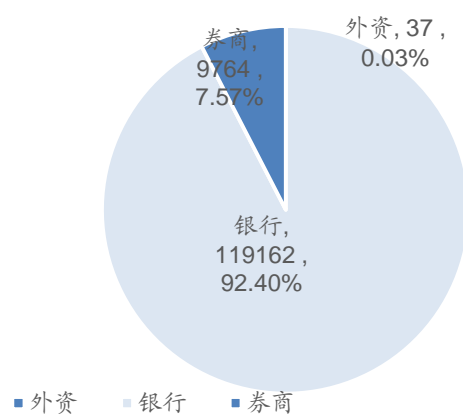
资料来源：银行间市场交易商协会，国盛证券研究所

图表 2: 17 年以来银行间市场债券承销数量结构 (例)



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 3: 17 年以来银行间市场债券承销规模结构 (亿元)



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

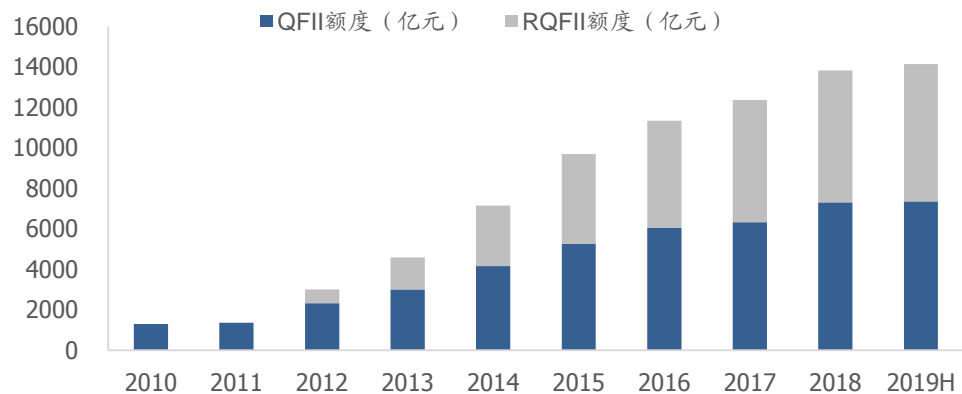
### 从投资者的角度: 进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场

目前, 境外投资者可以通过 QFII/RQFII、直接入市、债券通等多渠道入市投资, 有效满足了不同投资者的差异化投资需求, 但不同渠道在实际投资过程中也造成了不便。为进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场, 提升投资效率, 有必要整合不同开放渠道政策要求, 打通债券和资金账户。

**中国证券市场对境外机构的吸引力正在不断增强。**根据国家外汇管理局数据显示: 2018 年, 境外对我国证券投资净流入 1602 亿美元, 较上年增长 29%。其中, 境外对我国股权投资净流入 607 亿美元, 增长近七成; 债券投资净流入 995 亿美元, 增长 13%。继 A 股纳入 MSCI 和富时罗素指数后, 自 2019 年 4 月 1 日起, 中国债券被正式纳入彭博巴克莱全球综合指数。

随着资本市场对外开放深入推进, 我国的 QFII 及 RQFII 额度已经从最初 2012 年的 3000 亿, 达到 2019 年 6 月末的 1.4 万亿左右。截止 3 月末, 境外机构和个人投资者持有境内人民币债券资产 1.82 万亿, 占存量债券余额的 2% 左右; 持有境内人民币股票资产 1.68 万亿, 占 A 股上市公司总市值 3.23%。截止 7 月 22 日, 我国银行间债券市场存量债券余额超过 80 万亿, 随着境外机构投资者便利性的进一步加强, 有利于更好地吸引境外资金, 支持国内实体经济发展。

图表 4: 我国证券市场上境外投资者累计额度不断增长



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 5: 我国银行间债券市场存量规模统计 (截止 7 月 22 日)

类别	债券余额(亿元)	余额比重(%)
<b>国债</b>	<b>142,476.87</b>	<b>17.73</b>
地方政府债	203,139.88	25.27
央行票据	40.00	0.00
同业存单	100,150.96	12.46
<b>金融债</b>	<b>199,464.38</b>	<b>24.81</b>
政策银行债	149,317.33	18.58
商业银行债	14,510.20	1.81
商业银行次级债券	26,948.82	3.35
保险公司债	2,202.03	0.27
证券公司债	15.00	0.00
证券公司短期融资券	1,029.00	0.13
其它金融机构债	5,442.00	0.68
<b>企业债</b>	<b>24,283.24</b>	<b>3.02</b>
一般企业债	24,220.14	3.01
集合企业债	63.10	0.01
<b>中期票据</b>	<b>61,874.81</b>	<b>7.70</b>
一般中期票据	61,874.81	7.70
<b>短期融资券</b>	<b>21,174.00</b>	<b>2.63</b>
一般短期融资券	5,019.50	0.62
超短期融资债券	16,154.50	2.01
<b>定向工具</b>	<b>20,054.12</b>	<b>2.49</b>
国际机构债	309.60	0.04
政府支持机构债	16,245.00	2.02
资产支持证券	14,509.23	1.81
交易商协会 ABN	2,531.95	0.31
银保监会主管 ABS	11,977.28	1.49
项目收益票据	95.60	0.01
<b>合计</b>	<b>803,817.68</b>	<b>100</b>

资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

## 二、券商对外开放持续推进

### 1、股权层面：外资持股比例逐步放开——从 2002 年不超过 1/3 到 2020 年不受限

我国券商逐步放宽外资投资比例可大致分为四个阶段:

1) 1/3 的最初上限: 2002 年 6 月, 证监会颁布《外资参股证券公司设立规则》, 允许境外股东持股比例不超过 1/3;

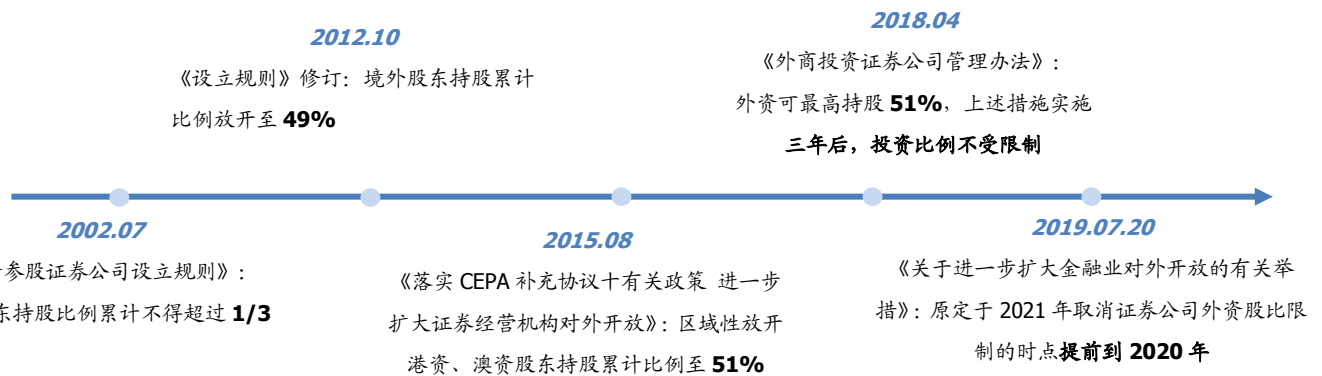
2) 上限放宽: 《设立规则》经过两次修订后, 到 2012 年外资持股上限比例放宽至 49%;

3) 对港、澳资持股比例进一步开放: 2015 年 8 月, 在《关于建立更紧密经贸关系的安排》(CEPA) 补充协议中, 允许符合设立外资参股证券公司条件的港资、澳资金融机构分别按照内地有关规定在上海市、广东省、深圳市各设立 1 家两地合资的全牌照证券公

司，港资、澳资合并持股比例最高可达 51%，内地股东不限于证券公司；  
4) 境外股东可由参转控：2018 年 4 月，证监会发布《外商投资证券公司管理办法》，允许外资最高持股券商比例为 51%，3 年后持股比例不受限制。

2019 年 7 月 20 日，国务院金融稳定发展委员会办公室发布《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》(简称“国十一条”)，宣布将提前于 2020 年内取消证券公司外资股比限制。

图表 6: 外资持股比例放开进程时间轴



资料来源: 证监会, 国盛证券研究所

图表 7: 券商对外开放具体文件汇总

时间	文件	主要内容	主要影响
2002 年 7 月	《外资参股证券公司设立规则》	1、外资参股证券公司经营业务: (1) 股票 (包括人民币普通股、外资股) 和债券 (包括政府债券、公司债券) 的承销; (2) 外资股的经纪; (3) 债券 (包括政府债券、公司债券) 的经纪和自营; (4) 中国证监会批准的其他业务; 2、境外股东持股比例或者在外资参股证券公司中拥有的权益比例, 累计 (包括直接持有和间接持有) 不得超过三分之一。	允许外资参股证券公司, 是履行我国政府关于加入 WTO、进一步提高我国证券业对外开放水平的需要, 也是促进我国证券业对外开放的主要举措。有利于引进先进的管理经验、专业技能和投资理念, 提高我国证券行业的风险管理和内部控制水平, 进一步改善我国证券行业的服务质量。
2007 年 12 月	《外资参股证券公司设立规则》修订稿	1、修改外资参股证券公司经营业务: (1) 股票 (包括人民币普通股、外资股) 和债券 (包括政府债券、公司债券) 的承销与保荐; (2) 外资股的经纪; (3) 债券 (包括政府债券、公司债券) 的经纪和自营; (4) 中国证监会批准的其他业务; 2、单个境外投资者持有 (包括直接持有和间接控制) 上市内资证券公司股份的比例不得超过 20%; 全部境外投资者持有 (包括直接持有和间接控制) 上市内资证券公司股份的比例不得超过 25%。	
2012 年 10 月	《外资参股证券公司设立规则》修订稿	1、境外股东持股比例或者在外资参股证券公司中拥有的权益比例, 累计 (包括直接持有和间接控制) 不得超过 49%; 2、境外投资者可以依法通过证券交易所的证券交易持有上市内资证券公司股份, 或者与上市内资证券公司建立战略合作关系并经中国证监会批准持有上市内资证券公司股份, 上市内资证券公司经批准的业务范围不变; 在控股股东为内资股东的前提下, 上市内资证券公司不受至少有 1 名内资股东的持股比例不低于 49% 的限制。	

2015年4月	《中国（福建）自由贸易试验区总体方案》	研究探索允许符合设立外资参股证券公司条件的台资金融机构按照大陆有关规定在自贸试验区内新设立2家两岸合资的全牌照证券公司，大陆股东不限于证券公司，其中一家台资合并持股比例最高可达51%，另一家台资合并持股比例不超过49%、且取消大陆单一股东须持股49%的限制。	允许港澳台金融机构在特定省市设立控股合资证券公司、以及适用于改革试验区的其他相关措施，有利于进一步丰富内地资本市场的参与主体，提升市场的国际化程度，并促进自贸区的金融创新和发展
2015年8月	《落实CEPA补充协议十有关政策进一步扩大证券经营机构对外开放》	内地证券公司对港澳地区进一步开放： 1、允许符合设立外资参股证券公司条件的港资、澳资金融机构分别按照内地有关规定在上海市、广东省、深圳市各设立1家两地合资的全牌照证券公司，港资、澳资合并持股比例最高可达51%； 2、在内地批准的在金融改革方面先行先试的若干改革试验区内，允许港资、澳资证券公司在合资证券投资咨询公司中的持股比例达50%以上。	
2017年11月	国新办吹风会 财政部副部长朱光耀发言	中方决定将单个或多个外国投资者直接或间接投资证券的投资比例限制放宽至51%。上述措施实施三年后，投资比例不受限制。	证券行业对外开放进程加速，目前，外资股比放宽至51%的政策已落地，并已先后核准设立外资控股券商 <b>摩根大通证券中国有限公司</b> 和 <b>野村东方国际证券有限公司</b> ，充分调动了外资机构加大对华投资、参与中国资本市场建设发展的积极性。
2018年4月	《外商投资证券公司管理办法》	1、允许外资控股合资证券公司。合资证券公司的境内股东条件与其他证券公司的股东条件一致；外资可最高持股51%，由参转控； 2、逐步放开合资证券公司业务范围。允许新设合资证券公司根据自身情况，依法有序申请证券业务，初始业务范围需与控股股东或者第一大股东的证券业务经验相匹配； 3、统一外资持有上市和非上市两类证券公司股权的比例。全部境外投资者持有上市内资证券公司股份的比例不超过51%； 4、完善境外股东条件。境外股东须为金融机构，且具有良好的国际声誉和经营业绩，近3年业务规模、收入、利润居于国际前列，近3年长期信用均保持在高水平。	
2019年7月20日	国务院金融委办公室关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措	将原定于2021年取消证券公司外资股比限制的时点提前到2020年	

资料来源：证监会，国务院，国盛证券研究所

## 2、业务层面：合资券商发展情况如何？

### 2.1 券商陆续进入中国资本市场

当前，我国现有外资投资的合资证券公司共11家（中银国际证券与光大证券股东为中金金融企业所设在港中资机构，实质上仍为中资券商，故未列入本文的统计范围内）。

2018年11月30日，中国证监会依法核准瑞银集团增持瑞银证券有限责任公司股份比例至51%、核准瑞银证券变更实际控制人。这是继18年4月28日证监会发布实施《外商投资证券公司管理办法》允许外资持股比例最高可达51%后，证监会核准的首家由外资控股的合资券商。

2019年3月29日，证监会核准设立摩根大通证券中国有限公司和野村东方国际证券有限公司，均为外资控股券商。未来，随着我国金融行业对外开放的持续推进，合资券商或将持续扩容。

**当前外资持股限制放开，后续业务牌照发放也有望加速。**申港证券在2018年11月新增证券投资咨询、与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问两项业务牌照。当前仅中金、瑞银和高盛高华业务牌照相对齐全，后续随着对外开放进程加速，合资券商牌照发放也有望加速。



图表 8: 券商业务申请资格梳理

券商业务	申请资格
<b>经纪业务</b>	(一) 有符合法律、行政法规规定的公司章程; (二) 主要股东具有持续盈利能力, 信誉良好, 最近三年无重大违法违规记录, 净资产不低于人民币二亿元; (三) 有符合本法规定的注册资本; (四) 董事、监事、高级管理人员具备任职资格, 从业人员具有证券从业资格; (五) 有完善的风险管理与内部控制制度; (六) 有合格的经营场所和业务设施; (七) 法律、行政法规规定的和经国务院批准的国务院证券监督管理机构规定的其他条件。
<b>证券投资咨询业务</b>	(一) 分别从事证券或者期货投资咨询业务的机构, 有 5 名以上取得证券、期货投资咨询从业资格的专职人员; 同时从事证券和期货投资咨询业务的机构, 有 10 名以上取得证券、期货投资咨询从业资格的专职人员; 其高级管理人员中, 至少有一名取得证券或者期货投资咨询从业资格; (二) 有 100 万元人民币以上的注册资本; (三) 有固定的业务场所和与业务相适应的通讯及其他信息传递设施; (四) 有公司章程; (五) 有健全的内部管理制度; (六) 具备中国证监会要求的其他条件。
<b>自营业务</b>	申请材料: (一) 申请表; (二) 股东会关于变更业务范围的决议; (三) 公司章程修正草案; (四) 与申请增加业务有关的业务管理制度和风险控制制度文本; (五) 公司最近一年合规运行情况的说明; (六) 信息系统安全稳定运行情况的说明; (七) 公司现有业务经营管理情况的说明; (八) 法律意见书; (九) 证监会要求提交的其他材料。
<b>资产管理业务</b>	证券公司开展资产管理业务, 投资主办人不得少于 5 人。投资主办人须具有 3 年以上证券投资、研究、投资顾问或类似从业经历, 具备良好的诚信纪录和职业操守, 通过中国证券业协会的注册登记。申请材料: (一) 备案报告; (二) 集合资产管理计划说明书、合同文本、风险揭示书; (三) 资产托管协议; (四) 合规总监的合规审查意见; (五) 中国证监会要求提交的其他材料。
<b>保荐业务</b>	(一) 注册资本不低于人民币 1 亿元, 净资本不低于人民币 5000 万元; (二) 具有完善的公司治理和内部控制制度, 风险控制指标符合相关规定; (三) 保荐业务部门具有健全的业务规程、内部风险评估和控制系统, 内部机构设置合理, 具备相应的研究能力、销售能力等后台支持; (四) 具有良好的保荐业务团队且专业结构合理, 从业人员不少于 35 人, 其中最近 3 年从事保荐相关业务的人员不少于 20 人; (五) 符合保荐代表人资格条件的从业人员不少于 4 人; (六) 最近 3 年内未因重大违法违规行为受到行政处罚; (七) 中国证监会规定的其他条件。
<b>融资融券业务</b>	(一) 具有证券经纪业务资格; (二) 公司治理健全, 内部控制有效, 能有效识别、控制和防范业务经营风险和内部管理风险; (三) 公司最近 2 年内不存在因涉嫌违法违规正被证监会立案调查或者正处于整改期间的情形; (四) 财务状况良好, 最近 2 年各项风险控制指标持续符合规定, 注册资本和净资本符合增加融资融券业务后的规定; (五) 客户资产安全、完整, 客户交易结算资金第三方存管有效实施, 客户资料完整真实; (六) 已建立完善的客户投诉处理机制, 能够及时、妥善处理与客户之间的纠纷; (七) 已建立符合监管规定和自律要求的客户适当性制度, 实现客户与产品的适当性匹配管理; (八) 信息系统安全稳定运行, 最近 1 年未发生因公司管理问题导致的重大事件, 融资融券业务技术系统已通过证券交易所、证券登记结算机构组织的测试; (九) 有拟负责融资融券业务的高级管理人员和适当数量的专业人员; (十) 证监会规定的其他条件。
<b>从事外资股业务资格</b>	(一) 证券专营机构具有不少于 5000 万元人民币的净资产, 证券兼营机构具有不少于 5000 万元人民币的证券营运资金; (二) 具有国家外汇管理部门批准的外汇业务经营权; (三) 具有能够保障涉外业务正常开展的通讯设施、营业场所、设备等技术手段; (四) 具有五名以上能够从事涉外证券业务的专业人员; (五) 遵守国家有关法律、法规, 最近二年内未受到吊销资格证书的处罚; (六) 证券兼营机构的证券业务与其他业务分开经营、分账管理; (七) 证监会要求的其他条件。

资料来源: 证券业协会, 证监会, 国盛证券研究所

图表9: 我国合资券商情况统计(截止2019年7月21日)

券商	成立时间	重要中资股东	持股比例	重要外资股东	持股比例	主要业务资格
中金公司	1995/6	中央汇金 腾讯移动 中投保公司	55.68% 4.95% 3.2%	TPG GIC 名力	4.01% 3.77% 2.92%	全业务牌照
高盛高华	2004/12	北京高华证券	67%	高盛(亚洲)	33%	股票(包括人民币普通股、外资股)和债券(包括政府债券、公司债券)的承销; 外资股的经纪; 债券(包括政府债券、公司债券)的经纪和自营; 中国证监会批准的其他业务
瑞银证券	2006/6	北京国翔资产管理 广东省交通集团 国电资本	33% 14.01% 1.99%	瑞士银行(UBS AG)	51%	全业务牌照
瑞信方正	2008/6	方正证券	66.7%	瑞士信贷银行	33.3%	股票(包括人民币普通股、外资股)和债券(包括政府债券、公司债券)的承销与保荐; 证券经纪业务(限前海地区); 中国证监会批准的其他业务
中德证券	2008/12	山西证券	66.7%	德意志银行	33.3%	股票(包括人民币普通股、外资股)和债券(包括政府债券、公司债券)的承销与保荐
摩根士丹利华鑫	2010/12	华鑫证券	51%	摩根士丹利亚洲	49%	股票(包括人民币普通股、外资股)和债券(包括政府债券、公司债券)的承销与保荐; 债券(包括政府债券、公司债券)的自营
东方花旗	2011/12	东方证券	66.67%	Citigroup Global Markets Asia Limited	33.33%	证券(不含国债、政策性银行金融债、短期融资券及中期票据)承销与保荐; 中国证监会批准的其他业务
申港证券	2016/3	茂宸集团控股 赛领国际投资基金 上海长甲投资 中诚信投资集团 北京国泽资本管理	12.17% 8.11% 11.59% 11.59% 8.11%	民众证券	12.17%	证券经纪; 证券承销与保荐; 证券自营; 证券资产管理; 证券投资咨询(18年11月新增); 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问(18年11月新增)
华菁证券	2016/4	上海光线投资	34.24%	万诚证券	48.82%	证券经纪; 证券承销与保荐; 证券自营; 证券资产管理
汇丰前海证券	2017/6	前海金融控股	49%	香港上海汇丰银行	51%	证券经纪、证券投资咨询及证券承销与保荐
东亚前海证券	2017/6	银之杰 晨光控股 前海金融控股	26.1% 20% 4.9%	东亚银行	49%	证券经纪; 证券承销与保荐; 证券自营; 证券资产管理

资料来源: 证券业协会, Wind 资讯, 国盛证券研究所

## 2.2 合资券商发展现状：尚未形成一定的竞争优势

在合资券商中，中金公司的外资股东占比非常低、且较为分散。从 11 家合资券商的总体数据来看，2018 年营收总计 163 亿元，整体占行业比重为 6.1%；净利润合计 18 亿，整体占行业比重仅为 2.7%；且其中 6 家合资券商均呈现亏损状态。但剔除中金后，其余 10 家合资券商的营收、总资产和净资产占行业比重仅为 1% 左右，整体规模较小，且净利润为负。

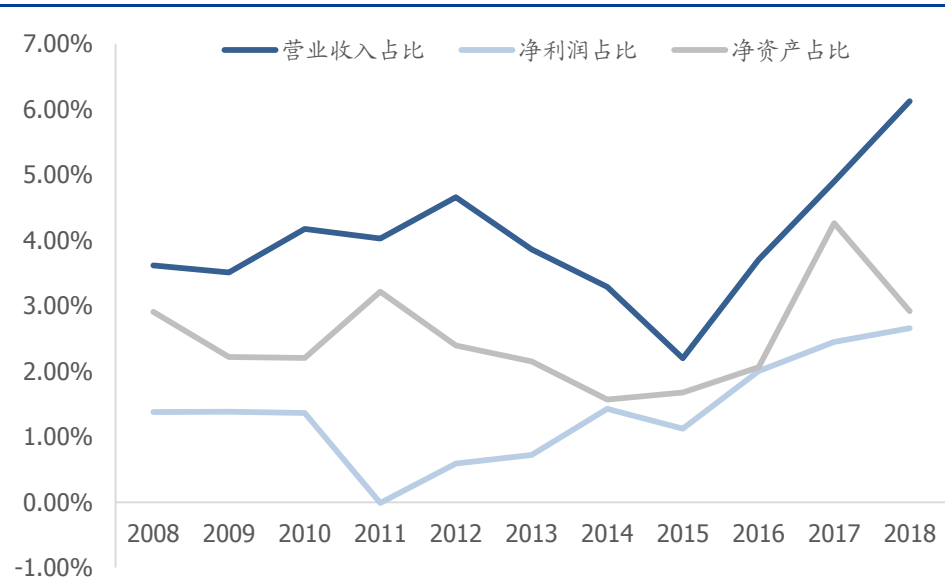
图表 10: 2018 年合资券商主要经营数据 (亿元)

公司	营收	净利润	净资产	总资产
中金公司	129.14	23.13	379.40	2050.30
高盛高华	4.56	0.69	14.61	16.82
瑞银证券	8.24	0.08	19.38	33.41
瑞信方正	1.81	-0.36	8.54	9.29
中德证券	3.02	0.01	11.53	13.27
东方花旗	8.03	1.32	14.27	18.28
摩根士丹利华鑫	1.75	-1.00	6.51	7.18
申港证券	1.97	-3.75	40.01	71.30
华菁证券	1.79	-0.64	27.48	28.14
汇丰前海证券	1.79	-1.22	15.01	16.92
东亚前海证券	0.91	-0.56	14.00	23.28
<b>合计</b>	<b>163.01</b>	<b>17.70</b>	<b>550.74</b>	<b>2288.19</b>

资料来源：证券业协会，Wind 资讯，国盛证券研究所

备注：数据采用证券业协会披露的 2018 年度证券公司经营业绩数据；可能部分数据与年报略有出入。

图表 11: 11 家合资券商主要指标情况



资料来源：Wind 资讯，国盛证券研究所

## 2.3 合资券商优劣势分析

### 2.3.1 优势：依托外资国际股东背景，形成差异化的竞争优势

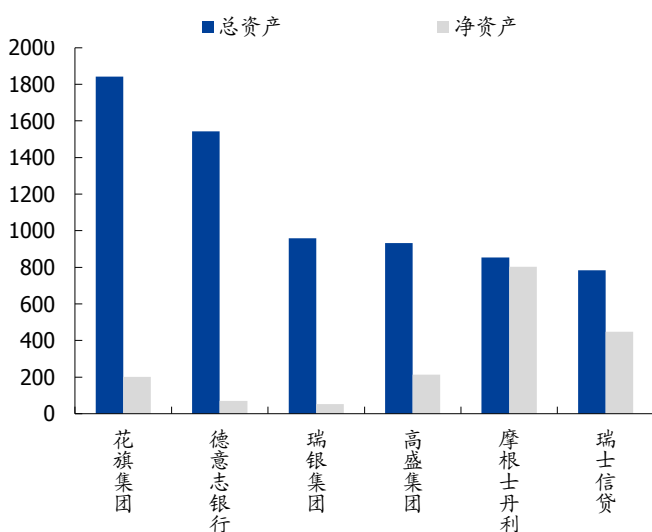
长期来看，有利于引导行业向专业化的趋势发展。外资金融机构在经营层面（混业经营、市场化机制和国际化视野等）和部分业务层面（投行业务、全球大类资产配置、衍生品业务等）均具有一定优势，随着外资金融机构的不断进入，预计对于中国市场而言，有利于倒逼本土券商进行业务转型，提升专业服务能力，有助于提升金融效率和更好地服务实体经济。

**投行业务：外资股东背景雄厚，可带来一定的客户资源，形成差异化竞争。**国际投行在中资机构海外债券发行中占据重要地位，截止 2019/07/21 发行的全部境外人民币债券中，有 324 例总计 4242.88 亿元海外人民币债券披露了牵头经办人信息，其中外资机构作为主经办人的有 220 例，占比 67.90%，发行总金额 2864.88 亿元，占比 67.52%。此外，在披露了经办人的中资美元债券中，外资机构经办了 1347 例中的 736 例，数量占比 54.64%，发行金额 4130.41 亿美元，占比 59.11%。

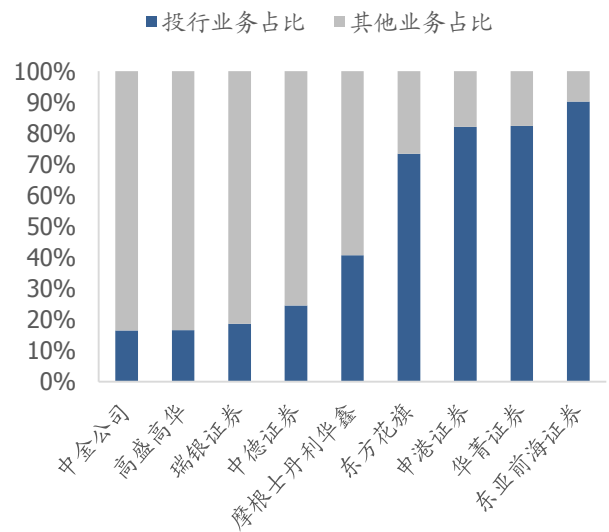
在 11 家合资券商中，高盛高华、东方花旗、摩根士丹利华鑫、瑞信方正、中德证券的境外股东均为国际投行，其中，高盛、花旗银行、摩根士丹利、德意志银行可位列国际投行前十。强大的股东背景可为合资券商带来一定的先进经验和国际投行的客户资源，与中资券商集中于本土客户不同，可形成差异化的竞争优势。

此外，由于牌照限制，部分合资券商并未拿到自营、资产管理等牌照，但基本均有承销与保荐的投行业务牌照，并且考虑到同业竞争问题，往往作为中资股东的投行子公司，具有一定的竞争优势。

图表 12：国际投行背景相对较强（单位：十亿美元）



图表 13：部分合资券商投行业务占比相对较高



资料来源：证券业协会，Wind 资讯，国盛证券研究所

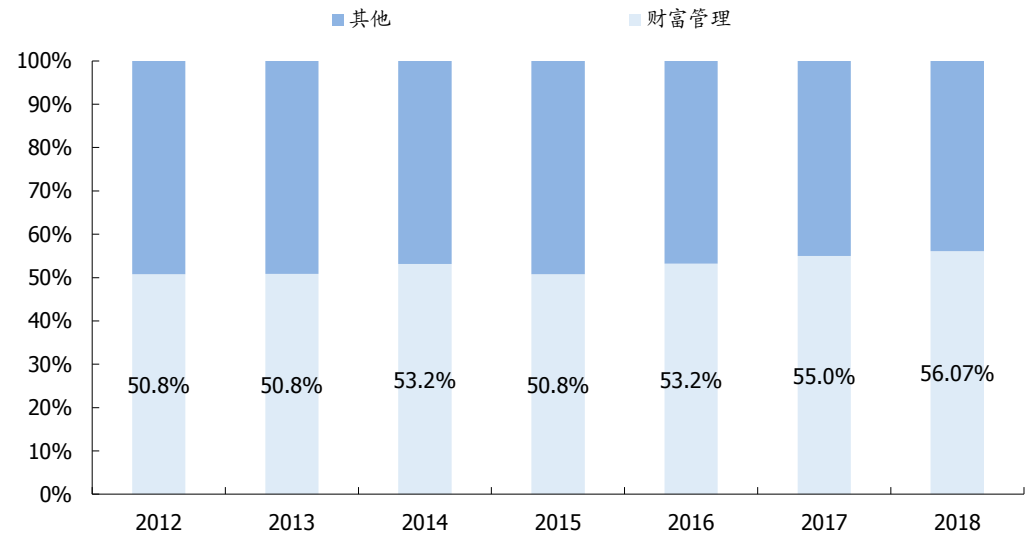
资料来源：证券业协会，Wind 资讯，国盛证券研究所

**财富管理：先进的管理经验（瑞银集团），助力资管业务转型。**瑞银集团前身由 1862 年成立的瑞士联合银行和 1872 年成立的瑞士银行合并而成，拥有包括世界上最大的财富管理公司、瑞士第一银行、一家专业的投资银行以及全球最大资产管理公司之一。其先进的管理经验体现在：1) **全球化资产配置**：2018 年营收中，超过 56% 以上为财富管理收入所得，业务范围遍布欧洲、亚太和其他新兴市场等 40 多个国家，资产可分散配置于全球主要金融市场。2) **超高净值客户服务**：超高净值客户（UHNW：可投资资产在千万瑞士法郎）占比在 60% 左右。3) **专业化的产品设计**：公司提供投资管理、财富规划、银行信贷以及企业财务咨询等服务，为客户提供第三方机构及自己的各类产品，将资产

投资于各类金融产品，从单一证券到投资基金、各类结构化产品或另类资产。

当前，券商资产管理业务正在积极向主动管理转型。3月末，券商资管规模为13.27万亿，其中，以通道为主的定向资管计划规模为10.8万亿（占比81%），此前规模一度超过16万亿，近年来在金融去杠杆背景下持续压缩。合资券商可依托外资股东先进的财富管理经验，提升主动投资和专业化的客户服务能力。

图表 14: 瑞银集团财富管理收入一直占比较高

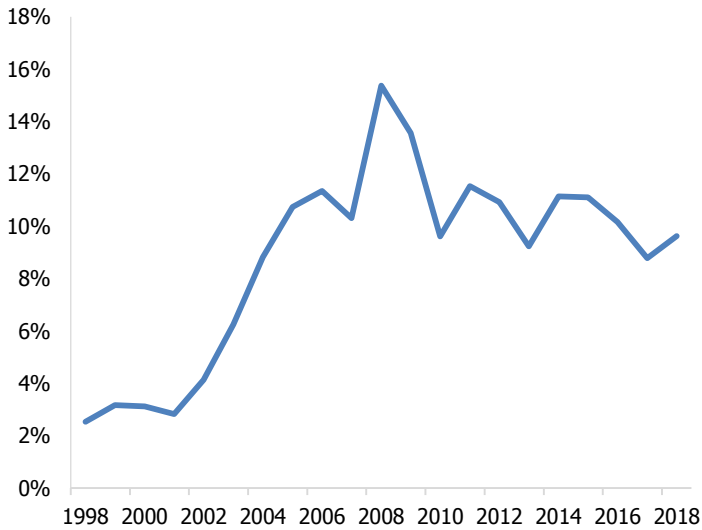


资料来源: UBS Annual Report, 国盛证券研究所

**衍生品业务: 国内尚处于初级阶段, 外资券商或将拥有更多的先进经验。** 1) 从场内业务来看, 17年全球金融期货及期权(股票指数、股票、利率、外汇)成交合约数量为192亿手, 占比超过76%, 而我国金融期货占比仍然很低, 17年成交量仅为0.25亿手, 占比仅不到1%。而17年全球农产品期货成交量共计13亿手, 我国成交量就超过7亿, 成为全球最大的农产品期货交易市场。

2) 从场外衍生品业务来看, 我国当前场外衍生品名义本金/境内上市公司总市值仅不到1%。而09年金融危机后, 美国仅股票类场外衍生品名义本金/总市值保持在10%左右。我国较国外发达市场仍有较大差距, 在资本市场的不断完善下, 衍生品市场不断发展, 未来若将相关业务牌照放开, 外资券商或将为衍生品市场注入更多活力。

图表 15: 美国场外衍生品名义本金(股票)/总市值在 10%左右波动



资料来源: Wind 资讯, 国盛证券研究所

图表 16: 我国场外衍生品名义本金/境内上市公司总市值仅不到 1%

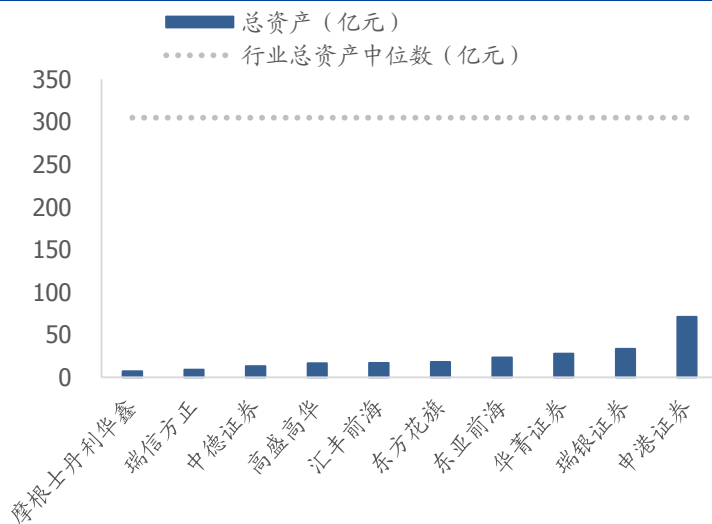


资料来源: 证券业协会, Wind 资讯, 国盛证券研究所

### 2.3.2 劣势: 规模相对较小, 完全融入中国市场尚需时日

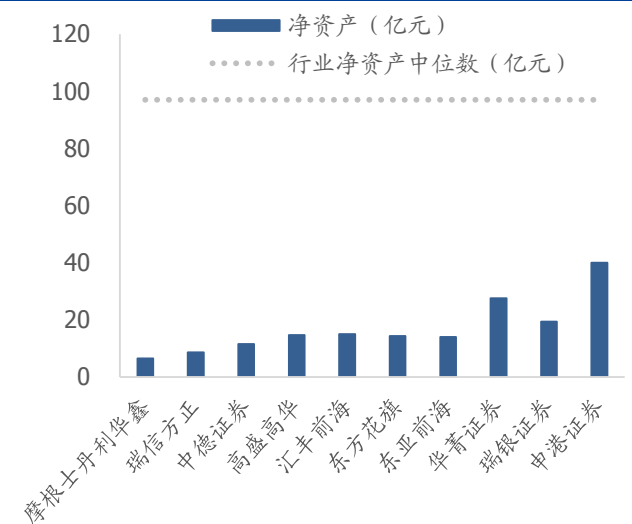
**规模有限, 无法形成竞争优势。**2018年, 除中金公司外, 其余 10 家合资券商的总资产均不到 75 亿, 净资产仅不到 40 亿, 远低于券商行业平均水平, 10 家券商合计占行业总资产和净资产的比重也仅为 1%左右。规模过小, 在一定程度上限制了其后续业务发展, 无法与国内券商形成竞争关系。

图表 17: 合资券商总资产规模远低于行业中位数



资料来源: 证券业协会, 国盛证券研究所

图表 18: 合资券商净资产规模远低于行业中位数



资料来源: 证券业协会, 国盛证券研究所

**牌照尚未完全放开, 业务开展范围有限。**当前, 合资券商业务范围相对有限, 以承销与保荐、外资股的经纪以及债券自营为主, 部分仍未获取经纪与资管等业务的牌照, 仅中金、高盛高华与瑞银的牌照相对齐全。牌照的限制导致合资券商业务开展以投行为主,

相对单一，综合实力相对较弱。

**经营理念与制度融合仍有一定困难。**由于我国的客户文化、制度安排等与国际仍有一定差异，外资机构在传统的风险控制等方面的优势并未充分体现；此外，在经营理念上，外资股东与中资股东对于公司战略定位、发展方向、经营策略等方面难免产生差异，国际股东可能更加重视全球化的战略布局，中资股东可能更加聚焦于国内的本土化竞争。历史上，曾有4家合资券商的境外股东退出。

图表 19: 2014-2017 年合资券商境外股东退出情况

合资券商	退出时间	具体细节
财富里昂证券	2014 年 8 月	上海华信国际集团全资收购财富里昂证券，更名为上海华信证券
海际大和证券	2014 年 8 月	大和证券将其持有的 33.33% 股权转让给上海证券，海际大和证券成为上海证券全资子公司，更名为海际证券
华英证券	2017 年 9 月	苏格兰皇家银行 (RBS) 将其持有的 33.33% 股权转让给国联证券，华英证券成为国联证券全资子公司
第一创业摩根大通证券	2017 年 10 月	摩根大通集团将其持有的 33.33% 股权转让给第一创业证券，成为第一创业证券全资子公司，更名为第一创业证券承销保荐有限责任公司

资料来源：证监会，国盛证券研究所

## 风险提示

- 1、金融市场对外开放进度不及预期；
- 2、中美贸易摩擦不断，影响二级市场情绪；
- 3、市场若出现波动，对业绩和估值均有一定负面影响；
- 4、宏观经济表现不及预期，仍有一定下行压力。

### 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。

### 投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

### 国盛证券研究所

#### 北京

地址：北京市西城区锦什坊街35号南楼

邮编：100033

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

#### 深圳

地址：深圳市福田区益田路5033号平安金融中心101层

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com