

信义山证 汇通天下

证券研究报告

非银金融/证券

《证券公司风险控制指标计算标准》点评

维持评级

报告原因：事件点评

完善风控指标体系，差异化监管龙头券商收益

看好

2019年8月12日

行业研究/点评报告

证券板块近一年市场表现



分析师：刘丽

执业证书编号：S0760511050001

邮箱：liuli2@sxzq.com

电话：0351-8686794

分析师：孙田田

执业证书编号：S0760518030001

邮箱：suntiantian@sxzq.com

电话：0351-8686900

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街中海国际中

心7层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

事件描述：

8月9日，证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准》（以下简称《计算标准》），并向社会公开征求意见。本次调整主要涉及《计算标准》中证券公司风险资本准备、表内外资产总额、流动性覆盖率、净稳定资金率和风险控制指标等5张计算表。

事件点评：

本次《计算标准》是在2016年6月发布的证券公司以净资本和流动性为核心的风控指标体系的基础上，根据行业发展和业务结构调整，进行的进一步完善和明确，维持总体框架不变，调整局部指标。各项业务风控指标有细化，有新增，有降低也有提升。内容主要包括：一是鼓励持有优质资产，支持证券公司遵循价值投资理念，深度参与市场交易，适当放宽投资成份股、权益类指数基金、政策性金融债等产品的风控指标计算标准，减少券商资本占用。二是提升高风险类投资的指标标准，按照宽严相济、防范风险的原则，针对股票质押、私募资产管理等业务特点和各类金融产品风险特征，完善相应指标计算标准；三是明确新业务、新产品的风控指标计算标准，确保对各类业务风险全覆盖；四是强化差异化监管安排，支持行业发展。

投资建议：

行业目前有国泰君安、海通证券、华泰证券、招商证券、中金公司、中信建投、中信证券7家券商满足连续3年分类评价A类AA级以上，风险资本准备系数由0.7变为0.5（连续三年A类为0.7，A类为0.8，B类为0.9，C类为1，D类为2）。差异化监管安排有助于头部券商的风险覆盖率优化，风险资本系数的优势推动头部券商进一步做大做强，资本优势明显提升，未来行业马太效应将更加突出。

监管政策趋向于扶强限弱，倒逼券商走差异化发展道路，推动证券行业充分竞争，引导差异化、特色化、专业化发展，将有利于证券行业高质量发展，更好服务实体经济。《计算标准》进一步体现了差异化监管的思路，推动风控实力较强的头部券商重资本业务及创新业务的开展，另外头部券商在场外期权一级交易商、科创板等业务上优势明显，资本实力较强，业务储备更加充足，长期看好龙头券商集中度提升。目前券商PB估值为1.44倍（申万三级），处于历史低位，券商板块具有交易性机会，建议关注业务优势明显，风控能力较强的头部券商以及具备差异化、特色化发展潜力的专业类券商。

风险提示：二级市场大幅下滑；资本市场改革不及预期。

一、事件描述

8月9日，证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准》（以下简称《计算标准》），并向社会公开征求意见。本次调整主要涉及《计算标准》中证券公司风险资本准备、表内外资产总额、流动性覆盖率、净稳定资金率和风险控制指标等5张计算表。

二、事件点评

本次《计算标准》是在2016年6月发布的证券公司以净资本和流动性为核心的风控指标体系的基础上，根据行业发展和业务结构调整，进行的进一步完善和明确，维持总体框架不变，调整局部指标。针对各项业务风控指标有细化，有新增，有降低也有提升。主要包括：

一是鼓励持有优质资产，支持证券公司遵循价值投资理念，深度参与市场交易，适当放宽投资成份股、权益类指数基金、政策性金融债等产品的风控指标计算标准，减少券商资本占用。

将证券公司投资成份股、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%，并明确证券公司持有宽基指数类ETF（主要指300ETF、上证50ETF、创业板ETF等跟踪综合类指数的ETF基金）不适用持有市值不得超过总市值5%的集中度要求。

同时放宽政策性金融债和政府支持机构债券计算标准，将市场风险资本准备计算标准由2%降至1%；计入优质流动性资产的比例由98%上调至99%、未来30日现金流出计算比例由2%下调至1%；将存续期大于等于1年的国债、中央银行票据、政策性金融债和政府支持机构债券所需稳定资金计算比例由5%降至2%。

二是提升高风险类投资的指标标准，按照宽严相济、防范风险的原则，针对股票质押、私募资产管理等业务特点和各类金融产品风险特征，完善相应指标计算标准。

1、优化融资类业务融资融券及股票质押相关风控指标计算标准。流动性指标计算标准上，降低融资融券融出资金所需稳定资金计算比例至30%，到期日在1年以上的股票质押交易融出资金计算比例由75%提升至100%；自有资金参与股票质押交易按照受限股、非受限股分别设置风险资本准备计算标准，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）为40%、非受限股为20%。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。在此基础上，对已违约合约按照规定标准的2倍计算。

根据风险特征合理调整计算标准，推进融资融券及股票质押等融资类业务风险防范化解。融资融券业务方面，稳定资金比例下调，同时随着两融标的的进一步扩大，及转融资费率的下调，都将推动两融业务

整体规模的增长。股票质押业务整体思路为控制风险，化解存量风险，风控能力成为业务开展的重要前提，风险压力较大、风控能力不足的券商或面临业务规模进一步收缩。另外，还为阶段性工作留出空间。为支持证券行业参与民营企业纾困，前期已明确证券公司认购专项用于化解上市公司股票质押风险、支持民营企业发展的各类资管计划的，可减半计算市场风险资本准备。

2、提升高风险类投资的指标标准。投资各主体发行的次级债券的，参照投资 BBB 级（含）以下信用债券 80% 计算各项风控指标；提升证券公司持有分级基金中非优先级基金份额的市场风险资本准备计算标准至 50%。

3、适当放宽交易在途资金流动性覆盖率计算标准。上调流动性覆盖率计算表中集中清算交易在途结算资金、银行间市场非集中清算交易在途结算资金未来 30 日资金流入计算标准，由 50%、40% 统一提升至 95%。

4.完善资管计划特定风险计算标准。按照单一与集合类资管计划分类计算设置特定风险资本准备计算标准，对高杠杆资管计划（总资产与净资产比值超过 140%），按照规定标准的 2 倍计算。

5、将证券公司持有货币基金计入优质流动性资产的计算比例由 60% 提升至 90%。

三是明确新业务、新产品的风控指标计算标准，确保对各类业务风险全覆盖。明确及完善开展信用衍生品业务、境外股票投资业务、期权业务、非标私募基金业务、资产支持证券业务、科创板股票市场、债券质押式回购等七方面制度。针对近年来不断发展的创新业务，引导创新业务发展迈入规范化发展阶段，指导证券行业在风险合理可控的前提下，探索创新业态模式，打开新的业务空间，寻找新的盈利增长点。

在科创板方面，明确证券公司以自有资金投资于科创板股票的市场风险计算标准为：非限售流通股参照“一般上市股票”计算 30% 市场风险资本准备；首发前股份、未上市流通、限制流通及战略配售锁定期内的股票参照“流通受限的股票”计算 50% 市场风险资本准备。

《计算指标》明确境外股票投资业务风险控制指标计算标准。结合互联互通及跨境等业务的有序开展，明确证券公司因开展境外股票投资业务持有的境外股票，对属于当地市场前三大综合指数成分股的，参照境内指数成分股计算标准，否则参照一般上市股票计算标准；对同时持有 A+H 上市公司 A 股和 H 股股票的，持有一种权益类证券的市值与总市值的比例的统计口径为 A 股、H 股合并计算。

四是强化差异化监管安排，支持行业发展。

为支持证券公司提升全面风险管理水平，对连续三年分类评价为 A 类 AA 级及以上的证券公司，风险资本准备调整系数设为 0.5；明确对纳入并表监管的证券公司，相关风险控制指标计算标准可由证监会另行规定。

三、投资建议

行业目前有国泰君安、海通证券、华泰证券、招商证券、中金公司、中信建投、中信证券 7 家券商满足连续 3 年分类评价 A 类 AA 级以上，风险资本准备系数由 0.7 变为 0.5（连续三年 A 类为 0.7，A 类为 0.8，B 类为 0.9，C 类为 1，D 类为 2）。2018 年前十大券商净利润占行业的 70.72%，集中度显著提升，差异化监管安排有助于头部券商的风险覆盖率优化，风险资本系数的优势推动头部券商进一步做大做强，资本优势明显提升，未来行业马太效应将更加突出。

监管政策趋向于扶强限弱，倒逼券商走差异化发展道路，推动证券行业充分竞争，引导差异化、特色化、专业化发展，将有利于打造高质量投行，更好服务实体经济，利于行业长期发展。《计算标准》进一步体现了分类监管的思路，推动风控实力较强的头部券商重资本业务及创新业务的开展，另外头部券商在场外期权一级交易商、科创板等业务上优势明显，资本实力较强，业务储备更加充足，长期看好龙头券商集中度提升。目前行业估值为 1.44X，处于历史低位，券商板块具有交易性机会，建议关注业务优势明显，风控能力较强的头部券商以及具备差异化、特色化发展潜力的专业类券商。

表 1：风险资本准备计算表主要修订内容对比

| 风险资本准备计算表 | 项目 | 2016 年 6 月计算标准 | 2019 年 8 月修订稿计算标准 | 变化 |
|-----------|--------------------------------------|---------------------------------|--|----|
| 市场风险资本准备 | 上海 180 指数、深圳 100 指数、 沪深 300 指数成分股 | 15% | 10%- | 降低 |
| | 权益类指数基金 | 10% | 5%- | 降低 |
| | 分级基金中非优先级基金 | 30% | 50% | 提升 |
| | 政策性金融债、政府支持机构 债券 | 2% | 1% | 降低 |
| | 次级债券 | - | 80% | 新增 |
| | 同业存单 | - | 5% | 新增 |
| | 大宗商品衍生品 | 20% | 买入商品期权 100%；卖出商品期 权 20%；其他大宗商品衍生品 20% | 细化 |
| | 信用衍生品 | - | 买入信用衍生品 100%；卖出信用 衍生品 20%/60% | 新增 |
| 信用风险资本准备 | 场内股票质押回购 | 20% | 受限股股票质押 40%；非受限股股 票质押 20%；已违约合约加倍计算 | 细化 |
| | 债券逆回购交易 | - | 1% | 新增 |
| 特定风险资本准备 | 单一资管计划 | 结构化集合资管计划 1%；投资 非标资产的定向 0.9% | 标准化资产 0.3%；股票质押 3%（已 违约 6%）；其他非标资产 0.8%； 高杠杆产品加倍计算 | 细化 |
| | 集合资管计划 | | 标准化资产 0.5%；股票质押 5%（已 违约 10%）；其他非标资产 3%； | 细化 |

| | | 高杠杆产品加倍计算 | | |
|--------------------|--------------------------|---|---------------------------------------|----|
| | 非标私募投资基金业务 | 0.7% (各类私募投资基金) | 托管业务 2%；代销业务 1% | 细化 |
| | 资产证券化业务 | - | 场内 2%；场外 1% | 新增 |
| | 债券质押式回购经纪业务 | - | 1% | 新增 |
| 证监会认可的可调整事项 | 各类证券公司风险资本准备根据分类评价结果进行调整 | 系数为：连续三年 A 类 0.7；A 类 0.8；B 类 0.9；C 类 0.1；D 类 2。C 类为基准 | 新增：连续三年 A 类 AA 级（含）以上 0.5；其余相同 | 新增 |

数据来源：证监会、山西证券研究所

表 2：表内外资产总额计算表主要修订内容对比

| 表内外资产总额计算表 | 项目 | 2016 年 6 月转换系数 | 2019 年 8 月修订稿转换系数 | 变化 |
|-------------|-----------|----------------|-------------------|----|
| 表内资产 | 客户资金客户保证金 | - | 100% | 新增 |
| 表外项目 | 信用衍生品 | - | 100% | 新增 |

数据来源：证监会、山西证券研究所

表 3：流动性覆盖率计算表主要修订内容对比

| 流动性覆盖率计算表 | 项目 | 2016 年 6 月折算率 | 2019 年 8 月修订稿折算率 | 变化 |
|--------------------|--------------------------------|---------------|------------------|----|
| 优质流动性资产 | 政策性金融债、政府支持机构债券 | 98% | 99% | 提高 |
| | 货币基金 | 60% | 90% | 提高 |
| 未来 30 日现金流出 | 30 日内到期的负债现金流出-政策性金融债、政府支持机构债券 | 2% | 1% | 降低 |
| | 自营业务及长期投资资金流出-权益互换 | - | 0.2% | 新增 |
| 未来 30 日现金流入 | 其他资金流入-集中清算交易在途结算资金 | 50% | 95% | 提高 |
| | 其他资金流入-银行间市场非集中清算交易在途结算资金 | 40% | 95% | 提高 |

数据来源：证监会、山西证券研究所

表 4：净稳定资金率计算表主要修订内容对比

| 所需稳定资金 | 项目 | 2016 年 6 月折算率 | 2019 年 8 月修订稿折算率 | 变化 |
|-----------------------|---------------------------|---------------|------------------|----|
| 剩余存续期不足 1 年的证券 | 次级债券 | - | 5% | 新增 |
| | 国债、央票、国开债 | 5% | 2% | 降低 |
| 剩余存续期大于 1 年的证券 | 政策性金融债、政府支持机构债券 | 5% | 2% | 降低 |
| | 次级债券 | - | 50% | 新增 |
| 融出资金 | 自有资金融出资金 | 50% | 30% | 降低 |
| | 股票质押式回购到期日在 1 年以上（含）的融出资金 | 75% | 100% | 提高 |
| 证券衍生品 | 权益互换 | - | 0.5% | 新增 |
| | 大宗商品衍生品、外汇衍生品 | - | 12% | 新增 |

数据来源：证监会、山西证券研究所



表 5：上市证券公司主要风险控制指标及监管标准

| 证券公司 | 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/净资产 | 净资本/负债 | 自营权益类/ 净资本 | 自营非权益类 /净资本 |
|------|--------|-------|---------|--------|---------|--------|---------------|----------------|
| 红塔证券 | 559.24 | 36.38 | 1409.34 | 205.87 | 111.20 | 93.58 | 2.06 | 114.06 |
| 华西证券 | 478.16 | 43.06 | 322.28 | 182.00 | 87.29 | 99.87 | 3.12 | 83.07 |
| 南京证券 | 421.00 | 46.14 | 519.41 | 177.03 | 79.64 | 110.75 | 4.44 | 94.18 |
| 国金证券 | 392.29 | 47.39 | 157.84 | 176.22 | 85.97 | 111.61 | 17.38 | 85.53 |
| 财通证券 | 350.51 | 23.27 | 843.15 | 141.31 | 82.10 | 57.18 | 2.05 | 144.43 |
| 华安证券 | 345.22 | 28.51 | 407.29 | 170.21 | 86.55 | 53.83 | 8.25 | 166.49 |
| 国泰君安 | 343.15 | 21.54 | 372.53 | 151.12 | 76.97 | 58.05 | 27.45 | 133.40 |
| 中国银河 | 320.39 | 29.31 | 312.02 | 144.27 | 96.10 | 52.22 | 20.89 | 110.94 |
| 招商证券 | 309.04 | 15.52 | 277.30 | 159.64 | 69.94 | 31.77 | 22.27 | 246.47 |
| 西部证券 | 300.48 | 36.00 | 317.96 | 178.63 | 89.31 | 63.02 | 2.48 | 181.69 |
| 浙商证券 | 300.39 | 22.49 | 283.30 | 133.21 | 109.17 | 48.82 | 3.87 | 146.43 |
| 东方证券 | 289.74 | 16.31 | 290.43 | 151.97 | 83.32 | 31.86 | 22.18 | 254.41 |
| 华林证券 | 287.94 | 44.44 | 370.16 | 218.86 | 90.79 | 92.67 | 2.08 | 92.51 |
| 华泰证券 | 281.90 | 24.57 | 648.34 | 140.95 | 62.83 | 44.32 | 30.10 | 139.03 |
| 国元证券 | 263.88 | 29.28 | 167.32 | 127.83 | 69.99 | 59.40 | 3.44 | 117.18 |
| 中原证券 | 260.08 | 14.99 | 731.72 | 151.80 | 71.83 | 31.86 | 14.40 | 200.75 |
| 国海证券 | 256.54 | 20.56 | 190.57 | 221.84 | 121.01 | 39.79 | 1.15 | 223.88 |
| 海通证券 | 253.27 | 26.03 | 477.91 | 137.11 | 65.97 | 46.07 | 28.94 | 117.20 |
| 西南证券 | 242.39 | 20.70 | 367.97 | 145.12 | 69.18 | 38.98 | 43.63 | 208.75 |
| 东吴证券 | 241.47 | 21.17 | 310.94 | 158.57 | 91.16 | 49.62 | 20.75 | 129.89 |
| 兴业证券 | 241.30 | 20.47 | 969.27 | 140.75 | 100.16 | 39.13 | 19.69 | 171.06 |
| 东兴证券 | 240.97 | 26.85 | 207.03 | 177.01 | 87.74 | 45.22 | 25.08 | 175.72 |
| 中信建投 | 240.13 | 23.02 | 525.32 | 196.74 | 89.09 | 40.89 | 9.27 | 182.35 |
| 长江证券 | 238.68 | 27.48 | 330.70 | 135.28 | 87.90 | 47.28 | 19.83 | 139.53 |
| 申万宏源 | 237.80 | 18.92 | 333.57 | 130.22 | 93.65 | 31.54 | 20.28 | 172.09 |
| 光大证券 | 231.42 | 25.37 | 894.79 | 151.44 | 73.61 | 39.04 | 23.83 | 167.99 |
| 广发证券 | 222.75 | 19.51 | 404.53 | 139.77 | 77.20 | 30.36 | 29.35 | 240.67 |
| 国信证券 | 220.78 | 20.21 | 301.43 | 136.46 | 77.12 | 34.77 | 38.86 | 175.97 |
| 长城证券 | 215.52 | 32.80 | 667.55 | 142.17 | 77.85 | 59.09 | 12.74 | 178.43 |
| 山西证券 | 210.59 | 16.08 | 181.25 | 158.00 | 72.58 | 26.14 | 17.38 | 282.11 |
| 天风证券 | 193.46 | 20.28 | 862.28 | 156.04 | 95.21 | 38.92 | 19.05 | 211.08 |
| 方正证券 | 186.60 | 16.24 | 479.01 | 122.07 | 47.38 | 29.77 | 33.83 | 258.44 |
| 太平洋 | 186.54 | 18.16 | 309.11 | 161.49 | 100.72 | 36.23 | 10.96 | 199.83 |
| 中信证券 | 183.92 | 16.22 | 247.92 | 156.16 | 73.32 | 28.91 | 28.91 | 230.75 |
| 东北证券 | 174.06 | 16.45 | 177.51 | 145.57 | 77.89 | 29.89 | 25.15 | 231.70 |
| 第一创业 | 146.92 | 15.26 | 161.51 | 159.52 | 69.70 | 33.72 | 6.75 | 216.63 |
| 中金公司 | 133.60 | 10.50 | 438.30 | 157.00 | 66.00 | 22.70 | 20.60 | 347.50 |



| | | | | | | | | |
|------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 监管标准 | >=100% | >=8% | >=100% | >=100% | >=20% | >=8% | <=100% | <=500% |
| 预警标准 | >=120% | >=9.6% | >=120% | >=120% | >=24% | >=9.6% | <=80% | <=400% |

数据来源：Wind、山西证券研究所

四、风险提示

二级市场大幅下滑；资本市场改革不及预期。



投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。