

2018 年中国证券行业信用风险展望

联合信用评级有限公司 金融机构部

主要观点：

- 延续“强监管”态势，证券公司风险事件大幅减少，金融强监管政策卓有成效；大型证券公司分类评级普遍提升，行业整体风控水平提升；证券公司“强者恒强”，行业集中度有所提升，大、中、小型证券公司业绩分化格局进一步显现。
- 万亿两融将减缓信用业务全年降幅，自营投资以“稳”为主成拉动业绩增长的主要动力，经纪业务趋于改善，在市场活跃度提升和 IPO 发行常态化的驱动下，证券公司全年业绩降幅收窄。
- 在以“净资产和流动性”为核心的风控体系下，净资本成公司未来发展的关键因素；监管和市场联手推动证券公司频繁融资“补血”，证券公司资本实力和流动性或将进一步提升，行业整体信用水平保持稳定态势，总体风险可控。
- 佣金率继续下滑对经纪业务收入水平的影响、股票市场震荡走势及债“熊”延续导致的市场风险的增加对自营业务带来的不确定性、IPO 过会率较低和政策变动对投行业务的冲击以及证券公司资本中介业务扩大所带来的信用风险的增加或将对证券公司信用水平带来一定影响。

行业展望：

稳定

一、证券行业 2017 年信用风险回顾

2017 年延续“强监管”态势，监管政策不断修订，证券公司风险事件大幅减少；修订之后的《证券公司分类监管规定》引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控；大型证券公司分类评级普遍提升，行业风控水平整体表现向好。

修订之后的《证券公司分类监管规定》有利于证券公司行业整体信用能力的提升。2017 年以来，证监会陆续出台或更新了多项行业政策，旨在为行业创造更加完善的政策环境，进一步引导证券市场参与机构规范自身行为。7 月，证监会发布的修订之后的《证券公司分类监管规定》，引导证券公司从净资本补充、合规、风控等方面加强管理和监控，对证券行业整体信用能力的提升是利好；9 月，《关于修改〈证券发行与承销管理办法〉的决定》和《证券公司投资银行类业务内部控制指引》（征求意见稿）的出台进一步规范了证券公司投行业务；11 月，央行发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》，针对近几年发展迅速的通道业务提出新的规范，将促使证券公司提升主动管理能力。

修订之后的《证券公司分类监管规定》，维持以风险管理能力、持续合规状况和市场竞争力为主的评价框架，但对相关评价指标进行优化，对证券公司产生了实质性影响；首先，整体减缓扣分项目力度，并增加自律措施扣分规则，强调“全面”风险管理和合规管理；其次，提高净资本加分门槛引导证券公司提升资本实力，加强风险抵补能力；第三，引导证券公司突出主业，促进证券公司业务质量的改观和提升，带动证券公司综合实力的增强；总体看，新的《证券公司分类监管规定》有利于证券公司行业整体信用能力的提升。

表 1 2017 年出台的主要监管政策和措施

| 时间 | 政策/措施 |
|------|--|
| 2 月 | 《关于修改上市公司非公开发行股票实施细则的决定》 |
| 4 月 | 《质押式回购资格准入标准及标准券折扣系数取值业务指引（2017 年修订版）》 |
| 5 月 | 《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》 |
| 5 月 | 《区域性股权市场监督管理试行办法》 |
| 6 月 | 《证券公司和证券投资基金管理公司合规管理办法》 |
| 7 月 | 《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》 |
| 7 月 | 《中国证监会关于开展创新创业公司债券试点的指导意见（征求意见稿）》 |
| 9 月 | 《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引（征求意见稿）》 |
| 9 月 | 《关于修改〈证券发行与承销管理办法〉的决定》 |
| 9 月 | 《证券公司投资银行类业务内部控制指引》（征求意见稿） |
| 11 月 | 《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（征求意见稿） |

资料来源：中国证监会，联合评级整理

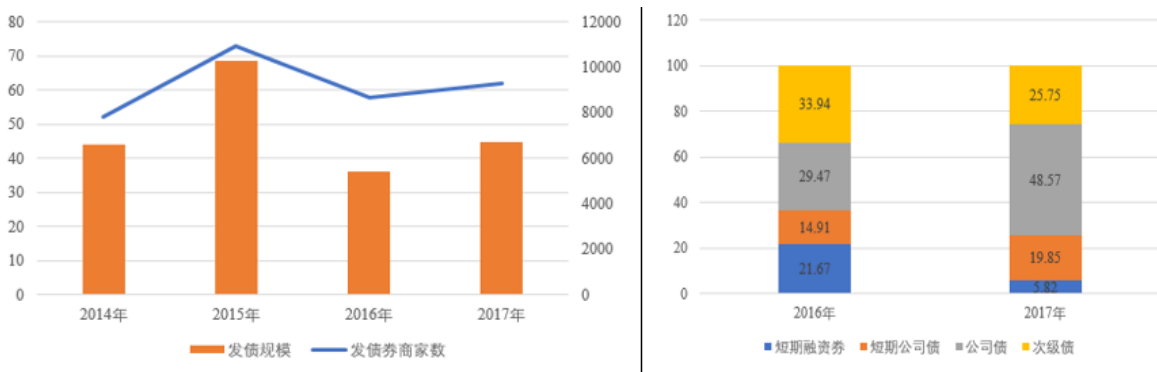
证券公司风险事件大幅减少，大型证券公司分类评级普遍提升，行业整体表现向好。从监管态势看，2017 年证监会作出行政处罚决定 224 件，罚没款金额 74.79 亿元，同比增长 74.74%，市场禁入 44 人，同比增长 18.91%，行政处罚决定数量、罚没款金额、市场禁入人数再创历史新高。但从对证券公司的处罚来看，在 2016 年以来的监管层严厉处罚的背景下，2017 年证券公司风险事件大幅减少；根据证监会网站数据，截至 2017 年底，证监会对证券

公司作出行政处罚决定合计 4 起，较去年同期减少 6 起，涉及因未尽勤勉职责导致信息披露不符合监管规定及虚假记载等，证券行业的强监管政策卓有成效。根据最新的《证券公司分类监管规定》，评价期内证券公司因违法违规行为被中国证监会及派出机构实施行政处罚的，按原则给予相应扣分，证券公司分类监管结果将直接对证券公司业务开展产生负面影响。从 2017 年 8 月发布的分类评价结果来看，在参选的 97 家证券公司中，获评 A 类的有 40 家，获评 B 类的有 48 家，获评 C 类的有 9 家；其中，AA 类数量与 2016 年相比增加较多，大型证券公司的排名普遍有了明显的提升，行业整体表现有所回升。

以净资本和流动性为核心的风控体系下，证券公司融资需求增长，2017 年证券公司发债家数和发债规模实现“双”增长，发债结构以公司债和次级债为主；前十大证券公司发债规模占领债券融资市场主体地位。

2017 年，全国 129 家证券公司共发行各类债务融资工具 283 期，较 2016 年增长 25.78%，发债规模合计 6,731.40 亿元，较 2016 年增长 23.77%；涉及 62 家证券公司，较 2016 年增加 4 家。发债结构方面，证券公司发行债券包括短期公司债、短期融资券、公司债和次级债四类；2017 年，证券公司趋向于提高负债稳定性，公司债增速远高于短期融资券和短期公司债，从而带动公司债发行规模占比大幅提升至第一位。2017 年，共有 40 家证券公司累计发行 130 期公司债，累计发行规模 3,269.60 亿元，占总发行规模 48.57%；共有 43 家证券公司累计发行 85 期次级债，累计发行规模 1,733.60 亿元，占总发行规模 25.75%；共有 18 家证券公司累计发行 49 期短期公司债，累计发行规模 1,336.20 亿元，占总发行规模 19.85%；共有 4 家证券公司累计发行 19 期短期融资券，累计发行规模 392.00 亿元，占总发行规模 5.82%。

图 1 证券公司发展情况和发债结构（单位：亿元，家，%）



资料来源：wind 资讯，联合评级整理

发债证券公司家数占行业近半但规模超过行业七成，其中，前十大发债证券公司发债规模较大，保持债券融资市场主体地位。2017 年，证券公司发债主体为 62 家，占行业家数比重为 48.06%，发债家数接近行业一半。但从发债主体自身规模来看，占到行业的 70%~80%；截至 2017 年 6 月底，62 家发债证券公司净资产在证券行业中占比 71.81%，较年初下降 9.59 个百分点；总资产占比 76.67%，较年初下降 7.84 个百分点，发债证券公司在行业中规模占比处于较高水平。

2017 年¹，前十大证券公司发债规模在证券公司发债总规模中占比 54.17%，较 2016 年

¹ 根据 2016 年底净资产排名，前十名券商依次为中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券、广发证券、招商证券、银河证券、申万宏源、光大证券和国信证券；

上升 3.77 个百分点，前十大证券公司发债规模超过行业发债规模的一半以上，保持债券融资市场的主体地位。

图 2 发债证券公司在证券行业中占比情况²(单位: %)

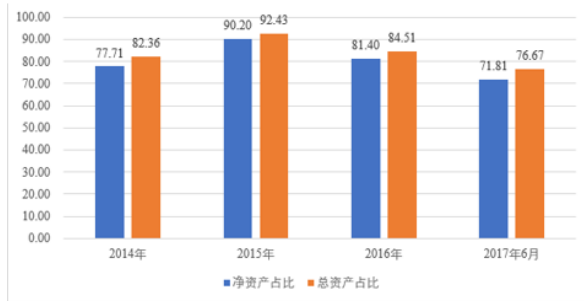
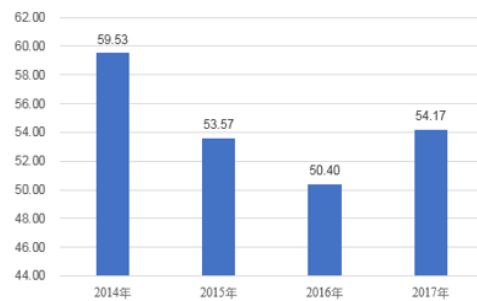


图 3 前十大证券公司发债总额占比 (%)



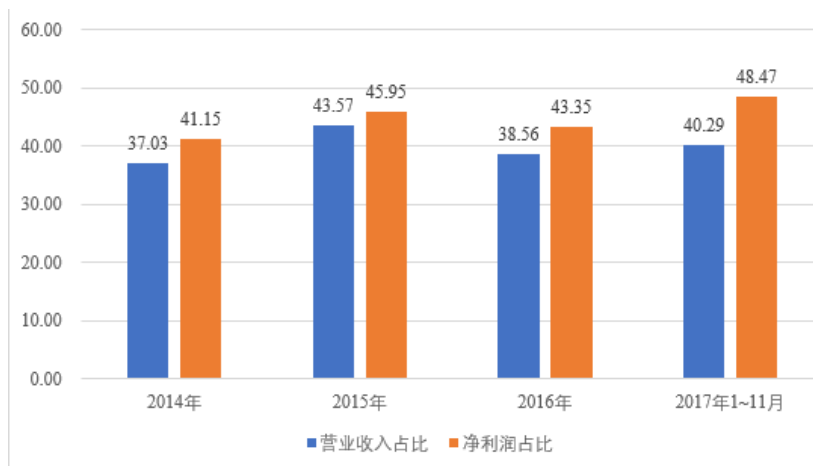
资料来源: wind 资讯, 联合评级整理

严监管环境和不利的市场环境下，证券公司“强者恒强”，行业集中度有所提升；多元化的大型证券公司业绩稳定性较强，经营业绩受市场环境和监管政策变动的的影响较小，大中小型证券公司业绩分化格局进一步显现。

随着监管强化和市场环境变化，证券行业竞争愈加激烈，并由分散化、低水平竞争向集中化、差异化、专业化竞争演变。近年来，证券行业兼并收购时有发生，证券公司通过并购增强综合性运营能力，提高市场竞争力，如华泰证券收购联合证券、宏源证券与申万证券合并、方正证券收购民族证券、中信证券收购万通证券、中金公司收购中投证券，2017 年证券公司整合后协同效应开始显现。

2017 年，证券行业业务集中度有所提升，1~11 月，前十大证券公司营业收入在全行业占比上升至 40.29%，较 2016 年上升 1.73 个百分点；净利润占比为 48.47%，较 2016 年上升 5.12 个百分点。

图 4 2014 年~2017 年 11 月前十大证券公司行业集中度情况 (单位: %)



资料来源: wind 资讯, 联合评级整理

注: 前十大证券公司根据 2016 年净资产排名

2017 年，大、中、小型证券公司业绩分化格局进一步显现，大型证券公司得益于多元

² 由于数据缺失，2014 年剔除民族证券；2015 年剔除中天证券、民族证券、瑞银证券和华龙证券；2016 年剔除华龙证券；2017 年 6 月剔除金元证券和英大证券。

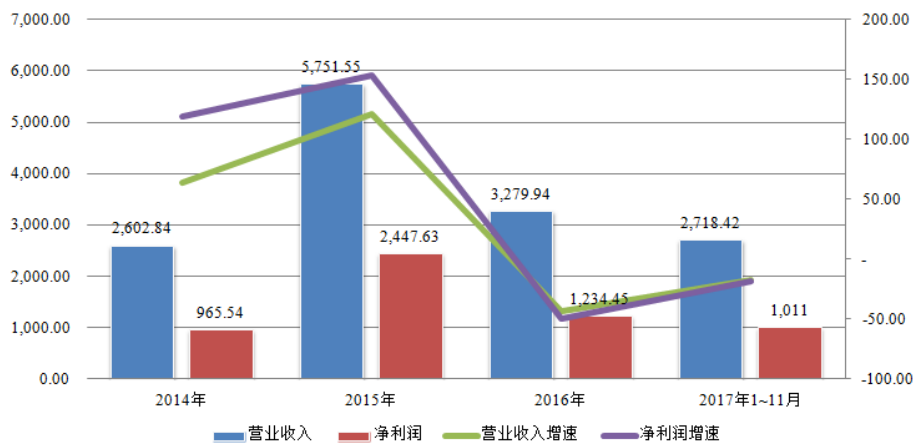
化的业务布局，经营业绩受市场环境和监管政策变动的的影响较小，业绩波动明显小于中小证券公司，业绩稳定性较强。2017年1~11月，前十大证券公司营业收入和净利润降幅分别为0.05%和0.02%，明显低于行业平均降幅；其中中信证券、海通证券、华泰证券、兴业证券、东方证券等大型证券公司营业收入和净利润实现同比增长。

未来随着我国证券业的逐步成熟，业务专业化程度的提高，具有丰富经验和专业化水平较高的大中型证券公司可能获得更大的竞争优势；同时《证券公司分类监管规定》利好综合性大证券公司，行业集中度可能进一步上升。

2017年证券公司收入水平延续下降趋势，业务结构同质化较为严重，经纪、自营、投行仍是收入的主要构成，但自营业务成为拉动业绩增长的主要动力；在市场活跃度提升和IPO发行常态化的驱动下，证券公司全年业绩降幅收窄。

受证券市场低迷影响，2017年，证券公司盈利水平延续2016年的下降趋势但降幅收窄；2017年1~11月，证券公司全行业实现营业收入2,718.42亿元，同比下降约7.00%；实现净利润1,011亿元，与2017年相比尚有223.45亿元差距。

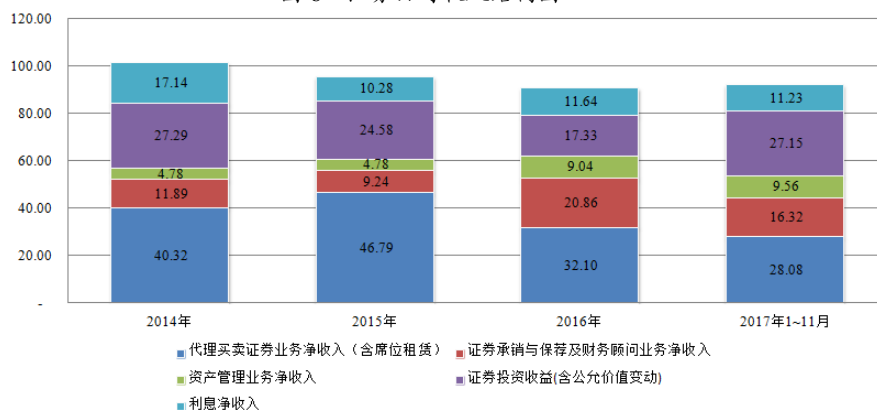
图5 证券公司盈利水平走势（单位：亿元）



资料来源：证券业协会、券商中国，联合评级整理。

从业务结构来看，各家证券公司业务结构趋同，仍以经纪、自营、投行三大业务为主，但其中的表现又有较大差异，多元化的盈利模式仍在加强。2017年1~11月自营业务在证券市场回暖的带动下，收入占比大幅提高至27.15%，与第一大收入来源的经纪业务比肩；经纪业务受成交量和佣金率走低影响，收入占比大幅下滑至28.08%；同期，证券公司投行业务收入占比较2016年下降4.54个百分点，主要是受今年以来债券发行市场低迷所致；信用交易业务所形成的利息净收入占比较上年变动不大，随着两融余额的增加今年全年利息净收入贡献度将有所提高；2017年1~11月，资管业务收入占比较上年小幅增加。未来，随着IPO发行常态化、资管业务的“去通道”以及交投活跃的提高所带来的投行、资管以及信用业务的持续发展，证券公司整体对经纪和自营业务的依赖程度将有所降低，业务多元化程度持续上升；但另一方面，股票市场波动对证券公司收入水平和收入结构影响依然较大。

图 6 证券公司收入结构图



资料来源：证券业协会、券商中国，联合评级整理。

经纪业务收入同比下滑明显，证券公司经纪业务领跑者地位难以撼动。2017年1~11月，全行业证券公司实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）763.46亿元，与2016年全年水平相比尚有289.49亿元的差距，同比下滑明显。2017年，沪深两市股票、基金累计成交金额为122.27亿元，同比下降11.74%，但降幅有所收窄。2017年，证券公司佣金率继续走低，2017年前三季度，全行业平均净佣金率已下探至万分之3.94，部分证券公司针对网上开户的万分之2.5佣金率已成常态。

从各证券公司经纪业务市场份额来看，经纪业务市场领跑者地位难以撼动。与2016年相比，市场份额排名前五大证券公司仍为华泰证券、国泰君安、中信证券、海通证券和中国银河；其中，华泰证券以7.86%的市场份额稳居各大证券公司之首，国泰君安以5.25%的市场份额由第五位跃升至第二位。除前五位排序有变化外，第六至第十位证券公司保持不变，排名前十证券公司的经纪业务市场份额44.99%，与2016年相比小幅减少0.72个百分点，集中度仍属很高。

表 2 2016~2017 年经纪业务排名前五位证券公司（单位：%）

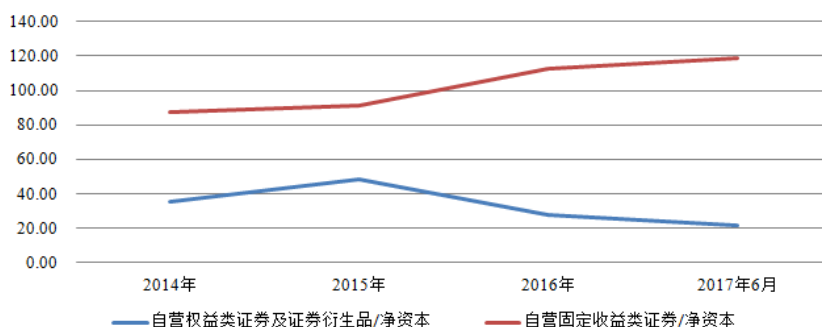
| 2016 年 | | | 2017 年 | | |
|--------|------|-------|--------|------|-------|
| 排名 | 公司名称 | 市场份额 | 排名 | 公司名称 | 市场份额 |
| 1 | 华泰证券 | 8.87 | 1 | 华泰证券 | 7.86 |
| 2 | 中信证券 | 5.02 | 2 | 国泰君安 | 5.25 |
| 3 | 中国银河 | 4.93 | 3 | 中信证券 | 4.90 |
| 4 | 海通证券 | 4.65 | 4 | 海通证券 | 4.78 |
| 5 | 国泰君安 | 4.47 | 5 | 中国银河 | 4.58 |
| 合计 | | 27.95 | 合计 | | 27.37 |

资料来源：wind 资讯，联合评级整理

股票市场回暖带动证券公司自营业务表现亮眼，自营投资以“稳”为主，投资回归价值投资、投资策略多元化将是行业方向。2017年尤其是下半年以来股票市场行情逐渐回暖，个股出现分化，优质蓝筹上股涨趋势明显；全行业证券公司2017年1~11月实现证券投资业务收入合计738.10亿元，为去年全年收入的1.30倍，自营业务收入改善明显。

经历了 2015 年股市暴跌和 2016 年的低迷，各家证券公司在投资策略上也在积极转变；如加大量化金融衍生品业务，从传统的策略投资向期权、国债期货、商品期货等多品种的场内交易以及场外衍生品销售与交易转型；此外，重视公司基本面的价值投资理念正在被越来越多的证券公司自营业务所采用。从自营投资结构看，证券公司自营投资以固定收益投资为主，自营固定收益类证券/净资本明显高于自营权益类证券及证券衍生品/净资本，且近年来自营固定收益类证券/净资本呈明显上升趋势而自营权益类证券及证券衍生品/净资本呈现下降趋势，显示了证券公司自营投资以“稳”为主。但今年以来债券市场“跌跌不休”，加之监管趋严和金融去杠杆的持续推进，需关注债券市场低迷带来的投资风险。

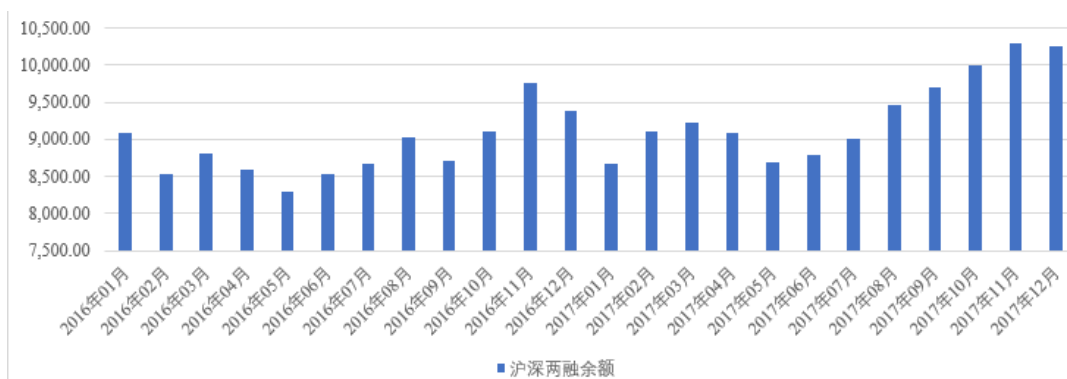
图 7 证券公司自营权益类和固收类证券投资走势（单位：%）



资料来源：wind 资讯，联合评级整理

经纪业务为两融业务基石，龙头证券公司市场份额保持稳定；沪深两市万亿两融减缓证券公司信用交易业务降幅。随着 2017 年下半年以来股市交投活跃度提升，沪、深两市两融余额连续 6 个月保持增势，并于 11 月突破万亿元，创 2016 年 1 月以来的 22 个月新高；截至 2017 年底，两融余额 1.03 万亿元，较 2016 年末增长 9.26%；股票质押业务交易规模有所下降，但业务余额大幅上升；2017 年股票质押交易参考市值约为 3.67 万亿元，较 2016 年底减少 22.56%，其中未解押交易参考市值 3.31 万亿元，较 2016 年底增加 71.27%；证券公司在股票质押业务中全部交易参考市值占比提升至 58.67%，已取代银行成为最大质押方。

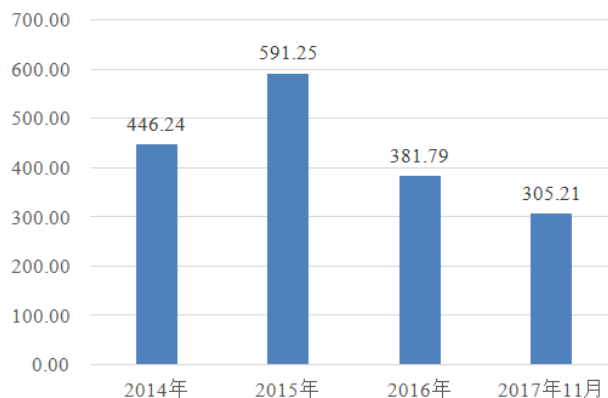
图 8 2016 年~2017 年沪深两融余额情况（单位：亿元）



资料来源：wind 资讯，联合评级整理

2017年1~11月，全行业证券公司实现利息净收入305.21亿元，较2016年全年利息净收入相差76.58亿元，预计2017年全年利息净收入同比有所下降，但是降幅收窄，股市交投活跃度提升使两融业务有所改善。

图9 2014年~2017年11月证券公司利息净收入情况（单位：亿元）



资料来源：wind 资讯，证券业协会，联合评级整理

证券公司经纪业务客户基础是其两融业务规模的决定因素之一；两融余额排名前五大证券公司除广发证券外，其余均位列经纪业务前五名；截至2017年底，两融余额前五大证券公司与2016年相比无变动，但国泰君安超越银河证券和广发证券跃升至第3位；前五证券公司大市场份额略有上升至28.75%，行业地位较为稳固。

表3 2017年两融业务前五大证券公司（单位：亿元，%）

| 排名 | 公司名称 | 融资融券余额 | 市场份额 | 排名 | 公司名称 | 融资融券余额 | 市场份额 |
|----|------|-----------------|--------------|----|------|-----------------|--------------|
| 1 | 中信证券 | 566.28 | 6.03 | 1 | 中信证券 | 650.11 | 6.34 |
| 2 | 华泰证券 | 551.43 | 5.87 | 2 | 华泰证券 | 588.13 | 5.73 |
| 3 | 广发证券 | 540.85 | 5.76 | 3 | 国泰君安 | 580.92 | 5.66 |
| 4 | 中国银河 | 529.14 | 5.63 | 4 | 中国银河 | 570.09 | 5.56 |
| 5 | 国泰君安 | 511.99 | 5.45 | 5 | 广发证券 | 560.03 | 5.46 |
| 合计 | | 2,699.69 | 28.74 | 合计 | | 2,949.28 | 28.75 |

资料来源：wind 资讯，联合评级整理

股市、债市两重天，业务条线全面的大型投行受单一市场或政策影响有限，大证券公司瓜分过半投行市场，行业地位进一步巩固。得益于IPO发行常态化的执行，2017年，IPO发行规模合计2,304.17亿元，发行家数450家，分别为去年的1.53倍和1.96倍。但IPO发行的良好态势并未能冲抵债市和再融资新规对投行业务的冲击；受2017年以来去杠杆政策和资金成本提高的影响，2017年，证券公司各类债券承销金额4.55万亿元，同比下降13.03%；同期，受再融资新规影响，再融资规模仅1.53万亿元，同比去年下降21.88%。基于上述因素，证券公司1~11月实现证券承销业务净收入443.74亿元，距离去年全年收入尚有240.41亿元的差距，同比下滑明显。

从投行业务发展特点和集中度来看，业务条线全面的大型投行受单一市场或政策影响有限，如中信证券、中信建投、国泰君安等；而偏科证券公司则受影响较大，如中山证券、摩

根华鑫、九州证券等。2017 年股权承销金额排名前五的证券公司中，中信证券稳坐第一名宝座，老牌投行中金公司再次发力由 2016 年的第八名跃升至第二名；前五名证券公司市场份额提升至 46.50%，瓜分过半市场。

表 4 2016~2017 年股权承销金额前五大证券公司（单位：亿元，%）

| 2016 年 | | | 2017 年 | | |
|-----------|-----------------|--------------|-----------|-----------------|--------------|
| 公司名称 | 承销金额 | 市场份额 | 公司名称 | 承销金额 | 市场份额 |
| 中信证券 | 2,365.27 | 11.21 | 中信证券 | 2,276.89 | 12.93 |
| 华泰联合 | 1,495.36 | 7.09 | 中金公司 | 1,779.01 | 10.10 |
| 国信证券 | 1,403.56 | 6.65 | 中信建投 | 1,672.56 | 9.49 |
| 国泰君安 | 1,279.61 | 6.06 | 国泰君安 | 1,268.56 | 7.20 |
| 中信建投 | 1,279.12 | 6.06 | 华泰联合 | 1,194.86 | 6.78 |
| 合计 | 7,822.92 | 37.07 | 合计 | 8,191.88 | 46.50 |

资料来源：wind 咨询，联合评级整理

同期，债券承销金额排名前五的证券公司中，德邦证券靠总承销金额 2,672.42 亿元（其中资产支持证券 2,499.31 亿元）由 2016 年的 14 名跃升至第四名，成为今年债券市场的佼佼者；前五大证券公司债券市场份额提升至 39.33%；可见，无论股市还是债市，大证券公司市场地位均进一步巩固。

表 5 2016~2017 年债权承销金额前五大证券公司（单位：亿元，%）

| 2016 年 | | | 2017 年 | | |
|-----------|------------------|--------------|-----------|------------------|--------------|
| 公司名称 | 承销金额 | 市场份额 | 公司名称 | 承销金额 | 市场份额 |
| 中信建投 | 4,978.18 | 9.57 | 中信证券 | 5,132.08 | 11.29 |
| 中信证券 | 3,777.59 | 7.26 | 中信建投 | 3,920.21 | 8.62 |
| 国泰君安 | 3,688.38 | 7.09 | 招商证券 | 3,559.39 | 7.83 |
| 招商证券 | 2,827.93 | 5.43 | 德邦证券 | 2,672.42 | 5.88 |
| 海通证券 | 2,209.93 | 4.25 | 国泰君安 | 2,597.35 | 5.71 |
| 合计 | 17,482.01 | 33.60 | 合计 | 17,881.46 | 39.33 |

资料来源：wind 资讯，联合评级整理

值得注意的是，证监会新一届发审委自 10 月 17 日亮相以来，坚持从严审核，截至在 2017 年底，共审核了 91 家企业，52 家通过，33 家企业被否，6 家企业的申请被暂缓表决，通过率仅为 57.14%，预计未来将持续保持较低的过会率，或对证券公司 IPO 承销业务产生一定冲击。另一方面，IPO “堰塞湖”压力正在逐步缓解，2017 年，IPO 企业从发行申请受理到完成上市，平均审核周期一年 3 个月左右，较之前需要 3 年以上的审核周期大幅缩短。

“净资本+流动性”成证券公司未来发展的关键因素，加之市场环境趋暖，证券公司亟须通过融资充实资本实力，全行业资本实力有所提升；同时，行业杠杆水平小幅上升，流动性保持较好水平。

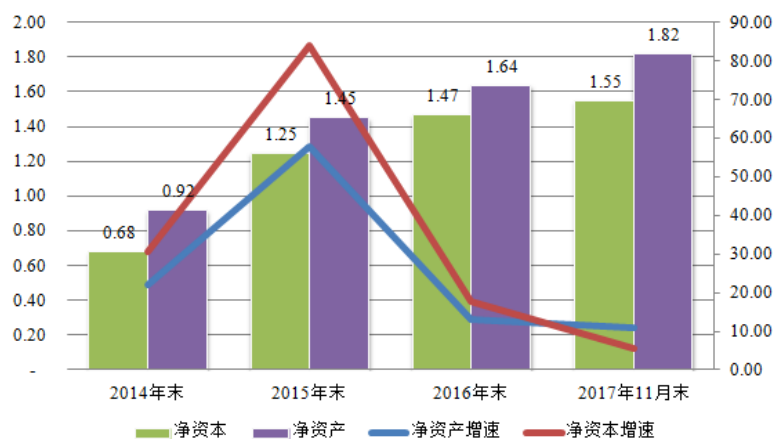
股权融资成为证券公司除留存收益外补充核心净资本的唯一途径，证券公司频繁融资忙“补血”。根据《证券公司风险控制指标管理办法》，风险控制指标体系向“净资本+流动

性”方向转变，净资本被区分为核心净资本和附属净资本，只有股权融资才能计入核心净资本，在此背景下，多家证券公司选择通过 IPO、配股、增发等方式来进行增资扩股。

2017 年以来，财通证券、浙商证券、中原证券和中国银河证券 4 家证券公司相继登陆 A 股；此外，计划上市的证券公司达到 16 家，其中，华西证券已过会，天风证券、中泰证券、国联证券、东莞证券、长城证券、华林证券等 6 家证券公司处于正常待审状态；另有部分证券公司通过再融资方式扩充资本，如东方证券、申万宏源、西部证券、国元证券、华泰证券等通过配股、定增等方式募集资金。非上市证券公司则主要通过增资来完成资本金的扩充，其中，国盛证券获母公司国盛金控增资 19 亿元，万和证券完成第三次增资扩股，注册资本由 10 亿元变更为 15.63 亿元；渤海证券注册资本由 64.7 亿元增加至 80.37 亿元。2017 年，据不完全统计，累计已有 20 家证券公司公布或已完成增资计划，涉及增资额合计 1,166.83 亿元。

基于上述因素，截至 2017 年 11 月末，129 家证券公司净资产为 1.82 万亿元，净资本为 1.55 万亿元，较 2016 年底分别增加 10.98% 和 5.44%，资本实力小幅提升，但受证券行业震荡影响，净资产及净资本增速有所放缓。《证券公司风险控制指标管理办法》对证券公司净资本充足程度尤其是核心净资本的规模提出了更加清晰的要求，净资本成为公司未来发展的关键因素，公司亟须通过股权融资，充实资本实力，证券公司资本实力有望继续增加。

图 10 证券公司资本实力情况（单位：万亿元，%）

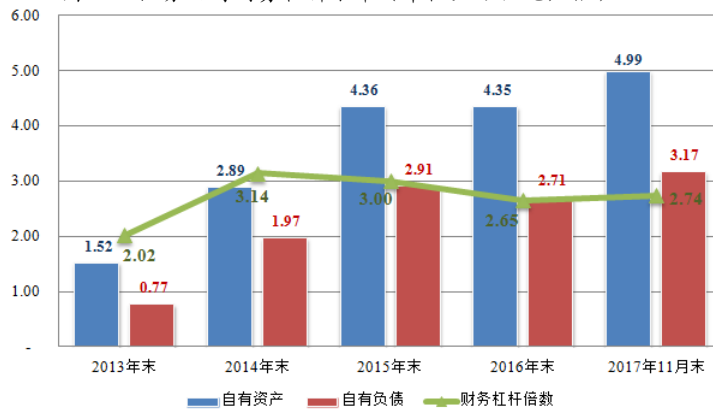


资料来源：证券业协会、券商中国，联合评级整理

证券公司杠杆水平略有上升，行业整体流动性较好。在以净资本和流动性为核心的风控体系下，证券公司债权融资需求也不断增长，行业财务杠杆水平有所上升；截至 2017 年 11 月末，证券公司自有负债为 3.17 万亿元，较 2016 年末增长 16.97%，自有资产负债率为 63.53%，较 2016 年末增长 1.23 个百分点，财务杠杆倍数为 2.74 倍，较 2016 年底的 2.65 倍小幅增长。

随着证券市场回暖，证券公司加大自营投资及股票质押业务规模，带动其资产规模扩大；受此影响，截至 2017 年 11 月底，证券公司自有资产为 4.99 万亿元，较 2016 年底增长 14.71%；资产构成以投资类资产、现金类资产、两融类资产以及股票质押资产为主，行业整体资产流动性较好。

图 11 证券公司财务杠杆水平（单位：万亿元，倍）



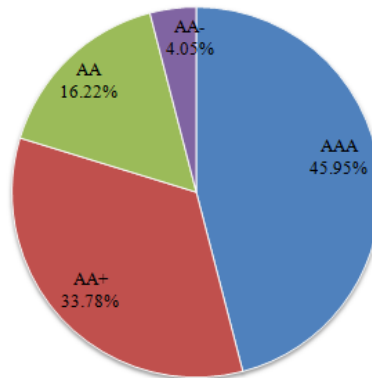
资料来源：证券业协会、券商中国，联合评级整理；

注：财务杠杆倍数=（资产总额-客户交易结算资金余额）/所有者权益。

二、证券公司行业发债企业信用分析

多年的“严处罚、强监管”发展环境下，证券公司行业整体信用水平较高且不断提升。截至 2017 年底，证券公司存续发债主体共有 75³家，级别分布以 AAA 和 AA+ 为主，占比分别为 45.95% 和 33.78%，行业信用水平较高。

图 12 截至 2017 年底证券公司存续发债主体级别统计



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理

根据 wind 资讯统计，存续债券的 75 家主体中，除 7 家新发债证券公司外，59 家证券公司维持原级别，9 家证券公司主体级别上调，无主体级别下调公司，行业整体信用水平提升。

从调级的 9 家证券公司看，基本为中型证券公司，其中中国盛证券和华创证券均通过资产重组成为了上市公司的子公司，财通证券则已经上市，进一步拓宽了资金来源渠道，有利于资本实力的增强。除此之外，财富证券、东北证券、西部证券和渤海证券均通过股东增资的方式增强了资本实力，提升了自身抵御风险的能力以及行业竞争力。究其原因，一方面，近年来证券公司资本中介等业务的快速发展对其自身资本实力提出了更高的要求；另一方面，

³ 其中，宏信证券未披露最新主体级别

风控指标管理办法和证券公司分类监管规定等政策的修订也鼓励证券公司做大做强,推动证券行业向“重资产”转型。为适应行业发展和监管要求,中小型证券公司的资本补充需求被进一步激发,增资扩股、曲线上市等活动较为频繁。

表 6 2017 年证券公司主体级别调整情况

| 发行人 | 调整前级别 | 调整后级别 | 评级机构 | 调级原因 |
|------|--------|--------|------|-------------------------|
| 国融证券 | AA-/稳定 | AA/稳定 | 大公国际 | 拟首次公开发行股票并已接受上市辅导 |
| 国盛证券 | AA/稳定 | AA+/稳定 | 联合评级 | 股东增资 33.96 亿元,成为上市公司子公司 |
| 财富证券 | AA/正面 | AA+/稳定 | 联合评级 | 股东增资 20.00 亿元 |
| 华创证券 | AA/稳定 | AA+/稳定 | 联合评级 | 股东增资 73.48 亿元,成为上市公司子公司 |
| 渤海证券 | AA+/稳定 | AAA/稳定 | 中诚信 | 股东增资 51.68 亿元 |
| 东北证券 | AA+/正面 | AAA/稳定 | 联合评级 | 配股增资 34.00 亿元 |
| 西部证券 | AA+/稳定 | AAA/稳定 | 联合评级 | 配股增资 48.52 亿元 |
| 财通证券 | AA+/稳定 | AAA/稳定 | 中诚信 | 取得上市批文 |
| 华融证券 | AA+/稳定 | AAA/稳定 | 联合评级 | 盈利能力大幅提升,股东实力雄厚、业务协同良好 |

资料来源: Wind 资讯, 联合评级整理

2017 年发债证券公司⁴盈利水平延续 2016 年下滑态势,但降幅开始收窄;AAA 级别证券公司降幅最小显示了大型证券公司较好业务稳定性和抗风险能力。2017 年上半年,发债企业营业收入和净利润分别同比下滑 2.82%和 11.05%,分别较行业平均水平低 5.70 个和 0.5 个百分点,表现优于行业平均水平。

2017 年上半年,所有发债证券公司盈利水平均呈下滑态势,其中,AAA 级别证券公司降幅最小,营业收入和净利润降幅分别为 2.44%和 8.93%,显示了较好的抗风险能力;AA+ 证券公司次之,营业收入降幅仍优于全行业水平,但净利润降幅则明显高于行业水平;AA 级别证券公司营业收入和净利润降幅较大,明显超出行业水平;AA-级别证券公司下滑幅度最大,营业收入和净利润降幅分别为行业水平的 2.38 倍和 5.32 倍。

表 7 近年来发债证券公司盈利水平波动情况(单位: %)

| 项目 | 营业收入增速 | | | | 净利润增速 | | | |
|----------|--------|--------|--------|----------|----------|--------|--------|----------|
| | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 17 年 6 月 | 2014 年 | 2015 年 | 2016 年 | 17 年 6 月 |
| AAA | 68.56 | 123.83 | -38.78 | -2.44 | 109.87 | 145.53 | -46.94 | -8.93 |
| AA+ | 68.21 | 97.47 | -40.54 | -3.55 | 173.54 | 134.05 | -54.96 | -20.98 |
| AA | 64.64 | 102.76 | -29.22 | -10.98 | 292.79 | 187.72 | -45.45 | -48.69 |
| AA- | 158.92 | 111.01 | 20.61 | -20.28 | 2,893.42 | 151.05 | -28.17 | -61.39 |
| 发债企业平均水平 | 68.57 | 119.64 | -38.72 | -2.82 | 118.33 | 144.59 | -47.90 | -11.05 |
| 全行业水平 | 63.45 | 120.97 | -42.97 | -8.52 | 119.34 | 153.50 | -49.57 | -11.55 |

资料来源: Wind 资讯, 联合评级整理;
注: AA-证券公司仅包括一家开源证券。

发债证券公司业务结构以自营、经纪、投行为主,高信用级别证券公司业务多元化趋势显现。2017 年上半年,发债证券公司自营业务超越经纪业务成为第一大收入来源,与行业

⁴ 发债证券公司系指拥有存续债券的证券公司

表现有所差异，占比为 30.42%，高于行业 4.96 个百分点，其次为经纪业务、证券承销、利息净收入、资管业务，占比分别为 25.64%、12.83%、12.30% 和 9.32%。

分级别来看，AAA 和 AA+ 级别证券公司业务多元化趋势更强，尤其是资本中介业务占比明显高于低级别证券公司；2017 年上半年，上述两级别证券公司业务收入占比最高分别为自营业务和经纪业务，占比分别为 31.32% 和 29.03%，资本中介业务占比均位于 12.00% 以上，明显高于低级别证券公司。AA 级别证券公司自营、经纪和投行业务占比分别为 32.32%、20.69% 和 20.96%，但资本中介业务占比仅为 3.40%。

表 8 发债证券公司收入结构表（单位：%）

| 项目 | 代理买卖证券 业务净收入 | | 证券承销 业务净收入 | | 受托客户资产 管理业务净收入 | | 利息净收入 | | 投资净收益 (含公允价值变 动) | |
|------|-----------------|-------------|---------------|-------------|-------------------|-------------|--------|-------------|------------------------|-------------|
| | 2016 年 | 17 年 6 月 | 2016 年 | 17 年 6 月 | 2016 年 | 17 年 6 月 | 2016 年 | 17 年 6 月 | 2016 年 | 17 年 6 月 |
| AAA | 29.75 | 25.32 | 16.97 | 12.35 | 8.82 | 9.15 | 10.43 | 12.54 | 24.64 | 31.32 |
| AA+ | 32.17 | 29.03 | 19.22 | 13.77 | 8.25 | 9.42 | 12.22 | 12.67 | 22.02 | 24.17 |
| AA | 21.02 | 20.69 | 30.60 | 20.96 | 8.01 | 13.67 | 10.55 | 3.40 | 23.50 | 32.32 |
| AA- | 13.27 | 15.30 | 45.67 | 54.70 | 5.82 | 18.10 | 1.97 | -1.52 | 32.31 | 12.32 |
| 发债企业 | 29.77 | 25.64 | 17.76 | 12.83 | 8.71 | 9.32 | 10.65 | 12.30 | 24.28 | 30.42 |
| 全行业 | 32.10 | 27.04 | 20.86 | 15.39 | 9.04 | 9.73 | 11.64 | 13.77 | 17.33 | 25.46 |

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理；
注：AA-证券公司仅包括一家开源证券。

在《证券公司风险控制指标管理办法》的驱动下，2017 年上半年，发债证券公司资本实力呈小幅增长态势。截至 2017 年 6 月末，发债证券公司所有者权益和净资本增幅分别为 6.45% 和 0.53%，分别弱于行业平均水平 0.26 和 1.51 个百分点。

分级别来看，截至 2017 年 6 月末，AAA 级别证券公司所有者权益增幅为 5.98%，高于 AA+ 企业，但小幅低于发债企业和行业水平，主要系大型证券公司上年末基数较大拉低了增幅；净资本为小幅较少 0.41 个百分点，其中降幅较大的证券公司包括中信证券、海通证券、国信证券、光大证券、广发证券、中泰证券、国元证券等。AA+ 级别证券公司所有者权益和净资本增速分别为 3.49% 和 0.24%，均低于行业水平。AA 级别证券公司上述两个指标分别为 59.20% 和 47.27%，主要系九州证券和金元证券大幅增资所致，但九州证券增资未能成功且目前已减资。由此可见，一方面，大中型证券公司由于业绩较为稳定利润留存带动所有者权益实现增加；另一方面，大中型证券公司较好的业绩更容易获得股东更强的资金支持，加之此类证券公司股东普遍背景雄厚，因此其增资水平明显高于较低级别证券公司，从而具有更强的资本实力和抗风险能力。

表 9 发债证券公司资本实力情况（单位：%）

| 项目 | 净资本增速 | | 所有者权益增速 | |
|-----|---------|-------------|---------|-------------|
| | 2016 年末 | 2017 年 6 月末 | 2016 年末 | 2017 年 6 月末 |
| AAA | 11.36 | -0.41 | 9.38 | 5.98 |
| AA+ | 23.93 | 0.24 | 23.31 | 3.49 |
| AA | 21.14 | 47.27 | 10.19 | 59.20 |

| | | | | |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| AA- | -1.28 | 72.49 | 0.92 | 64.95 |
| 发债企业平均水平 | 13.25 | 0.53 | 11.17 | 6.45 |
| 全行业 | 17.60 | 2.04 | 12.99 | 6.71 |

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理；
注：AA-证券公司仅包括一家开源证券。

受近年来证券行业大规模多频次增资以及市场活跃度不高影响，证券公司财务杠杆倍数呈下降趋势但发债企业杠杆倍数明显高于行业水平。截至 2017 年 6 月末，发债证券公司平均财务杠杆倍数为 3.08 倍，高于 2.59 倍的行业水平；其中，AAA 级别证券公司杠杆倍数较高，为 3.20 倍，显示了其较好的资金运用能力和较大的业务规模；其次为 AA+ 级别企业，杠杆倍数为 2.56 倍，低于发债证券公司平均数但接近行业平均水平；AA 级别证券公司杠杆倍数则明显低于行业平均水平。

2017 年下半年以来，在证券市场回暖和证券公司融资规模扩大的带动下，行业杠杆水平有所提升，发债证券公司杠杆水平也将与行业保持同步趋势。

表 10 发债证券公司财务杠杆倍数（单位：%）

| 项目 | 2014 年末 | 2015 年末 | 2016 年末 | 17 年 6 月末 |
|------|---------|---------|---------|-----------|
| AAA | 3.67 | 3.50 | 3.24 | 3.20 |
| AA+ | 2.64 | 2.88 | 2.74 | 2.56 |
| AA | 2.46 | 3.14 | 3.17 | 2.33 |
| AA- | 1.71 | 3.76 | 3.01 | 2.59 |
| 发债企业 | 3.50 | 3.41 | 3.16 | 3.08 |
| 全行业 | 3.14 | 3.00 | 2.65 | 2.59 |

注：AA-券商仅包括一家开源证券；财务杠杆倍数=（总资产-客户资金余额）/净资产；
资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

由此可见，在证券市场波动较大的不利环境下，高级别证券公司受益于其充实的资本实力、良好的风控能力及多元化的业务结构，业绩的稳定性明显优于低级别证券公司；低级别证券公司存在对单一业务依赖较重、资本实力较弱等问题，一旦发生经济变动及市场波动，这类证券公司将面临较高的信用风险。

三、证券行业 2018 年信用风险展望

2018 年证券公司业绩回暖趋势不改，监管和市场联手推动证券公司加大融资，资本实力和流动性或将进一步提升；行业整体信用水平保持稳定态势，总体风险可控。

“十九大”报告明确提出“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重”，资本市场承担着为实体经济提供必要的资金支持的重要作用，结合当前形势，在经济企稳、风险释放、流动性改善的预期下，预计 2018 年证券市场将延续结构性行情，IPO 保持常态化发行趋势，同时出现系统性风险的概率较低，从而推动证券行业的业务转型，以创新能力带动直接融资市场，更好的服务实体经济，持续优化收入结构，全行业业绩将保持平稳。

伴随证券市场交投活跃度的提升以及两融业务的推动，资金将成为证券公司扩大业务的关键；加之在当前风控管理办法下，净资本和流动性为证券公司核心风控指标，证券公司融资需求更加强烈，资本实力将得到进一步提升，行业整体信用水平保持稳定态势。

强监管趋势将会延续，分类监管新规将利于证券行业整体信用能力的提升；2018 年风险事件的发生将保持较低水平，整体风控水平良好，但同时仍需对证券公司风险控制和合规管理保持关注。

“十九大”报告明确提出“健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线”，2018 年预计强监管的态势将会进一步延续。2018 年 1 月，国泰君安、华泰证券相继获准开展跨境业务试点，时隔两年后证监会重启创新业务资格批复表明了证监会在新的监管环境下正有序、健康地引导券商开展新的创新业务，行业已经进入比较稳定的全新的监管环境；加之 2017 年监管成果已有所显现，预计 2018 年风险事件的发生将保持较低水平，整体风控水平良好，行业将保持一个较健康的发展态势；但同时仍需对证券公司相关风险事件的发生保持关注。

此外，《证券公司分类监管规定》更加强调全面风险管理，引导行业聚焦主业发展；且加分指标更有利于大型综合证券公司通过自身雄厚的资本实力、良好的投研能力等获得加分优势，从而为其业务范围的布局以及业务资源的获取带来竞争优势；对于中小证券公司，面临的竞争更加激烈，鼓励其在做好合规风控的前提下采取差异化发展方式，形成自身独特的核心竞争力，但长期来看将利好证券行业，有助于证券公司全行业整体信用能力的提升。

证券市场波延续震荡走势或难以改善，佣金率持续下行，证券公司分化风险不容忽视

联合评级同时也关注到，证券公司佣金率继续下滑对经纪业务收入水平的影响、股票市场震荡走势及债“熊”延续导致的市场风险的增加对自营投资业务的带来的不确定性、IPO 过会率较低和政策变动对投行业务的冲击以及证券公司资本中介业务扩大所带来的信用风险的增加。同时，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（征求意见稿）将继续倒逼证券公司业务转型，未来机构业务、财富管理、主动管理业务将是证券公司转型的重点。由此，证券公司行业格局会形成进一步分化之势，中小证券公司面临竞争更加激烈。