改革转型育新机，行稳致远开新篇

——2021 年中国证券公司行业信用风险展望

联合资信评估股份有限公司　金融评级二部　陈凝　姚雷　潘岳辰

主要观点：

- 资本市场深化改革背景下证券公司严监管态势将延续，2020 年罚单数量激增；2020 年分类评级中小型证券公司获评 A 级数量大幅增加。
- 2020 年多项利好政策出台，证券公司政策环境持续改善；监管鼓励证券公司并购重组将加剧证券公司行业“强者恒强”局面。
- 证券公司发行债务融资工具规模大幅增长，短期融资券仍为第一大发行品种；发债主体级别集中在 AAA 和 AA+，5 家证券公司主体级别上调，无级别下调及列入观察名单情况，行业整体信用水平较高。
- 2020 年前三季度，证券公司业绩大幅改善，净利润超去年全年，仅次于 2015 年；业绩增幅主要来自经纪业务、投行业务、信用业务及自营业务；收入占比仍以自营业务为主但经纪业务收入占比上升。
- 证券公司扎堆补充资本，股权融资规模大幅增加，全行业资本实力有所增长，杠杆水平小幅提升，流动性水平较好，行业整体风险可控。
- 资本市场利好政策的不断推出将持续改善证券公司经营环境，“提高直接融资占比”等金融市场改革政策将为证券公司带来发展机会，证券公司整体发展向好；但是，仍需关注外部经济不确定性对国内市场的冲击以及证券公司合规风险事件的发生。

行业展望：

稳定

一、证券公司行业2020年信用风险回顾

1．行业监管和政策

资本市场深化改革背景下证券公司严监管态势将延续；包括头部券商在内多家券商遭重罚。

2020年至今，证券公司行业维持严监管态势，随着新证券法落地实施以及资本市场深化改革推进，监管层对资本市场违规行为从严处罚。根据证监会及其派出机构披露，2020年以来涉及证券公司的罚单超过150张，远高于上年罚单数量。多家证券公司投行、资管和自营等业务均遭重罚，同时营业部员工违规操作客户账户和炒股等问题屡禁不止，突出暴露出券商行业内控不完善、合规意识有待提高等问题。

2020年，上市公司财务造假和债市暴雷事件对我国资本市场健康发展造成恶劣影响，包括头部证券公司在内多家公司遭重罚。2020年7月，广发证券及14名高管因康美药业造假事件被处于顶格处罚；同月，瑞信方正、国都证券、国元证券、恒泰证券等多家证券公司因投行、融资融券等业务收到罚单；11月，海通证券因永城煤电债券发行中违规遭交易商协会自律调查，招商证券作为华晨集团承销商收到上交所警示函并接受证监会核查。此外，中航证券、中金财富证券、东方证券和长江证券等多家证券公司因营业部员工违规操作客户账户和炒股等问题收到监管措施。值得注意的是，新时代证券和国盛证券被证监会实行接管，对其接管属于因隐瞒实际控制人或持股比例、公司治理失衡被实施风险处置的个案，是为了规范相关公司股权和治理结构，防范风险外溢，有利于证券行业的健康稳定发展。

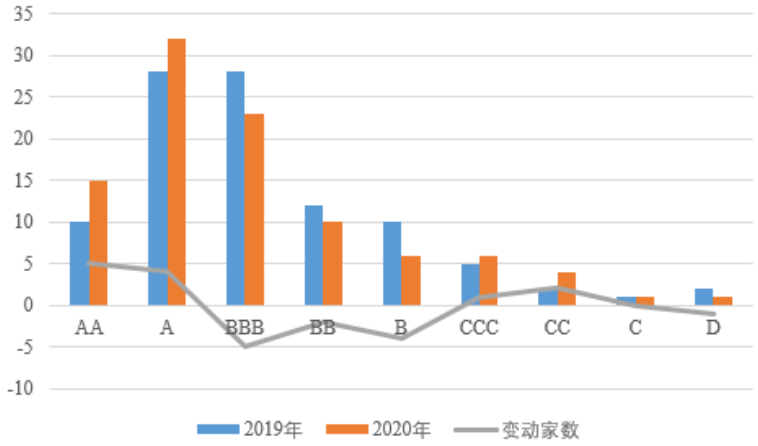
2020年分类评级结果出炉，A类证券公司比例上调，中小型证券公司[1]获评A级数量大幅增加。

2020年8月，证监会公布了2020年证券公司分类评级结果，这是7月证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》后首次分类评级结果。2020年分类评级结果较上年有所提升，参选的98家证券公司中，32家证券公司评级上调，25家证券公司评级下降，39家评级与2019年持平，摩根大通和野村东方2家证券公司的分类评级为2020年新增，同时广州证券和华信证券不再进行分类评级。

2020年分类评级中，中小型证券公司被评为A级数量较2019年有所增加；分类监管新规下，中小型证券公司可获得的业务加分项增加，主要体现在机构客户服务及交易评价、财务顾问业务、营业部平均代理买卖证券业务收入等项目上，特色化业务经营排名靠前的中小型券商可获得加分，今年有21家中小型券商被评为A级，较上年13家大幅增加，体现了新规之下监管进一步强化专业化、差异化、特色化经营导向。

图1　2019－2020年证券公司分类评级情况（单位：家）

[1] 本文中小型证券公司指2019年末净资产规模排名30位之后的证券公司。



资料来源：证监会网站，联合资信整理

2020 年多项利好政策密集出台，证券公司政策环境持续改善；新证券法等纲领性文件出台，将推动资本市场和证券行业健康有序发展。

2020 年以来，为对冲疫情对经济和市场的影响，国家采取积极财政政策并密集出台利好政策，引导金融机构服务实体，助力我国经济快速复苏。在此背景下，证券公司政策环境持续改善，上市制度、交易制度迎来改革，行业进一步对外开放，行业监管方式进一步优化。同时，一系列深化改革的纲领性文件出台，长期利好资本市场，促进证券公司严守合规底线情况下向差异化、专业化方向转型。

行业和资本市场政策方面，1 月，证监会修改风控指标计算规定，鼓励价值投资，推动资本市场引入长期增量资金；6 家券商试点并表监管，为头部证券公司释放资本运作空间。7 月科创板再融资新规及减持新规正式落地，优化了注册程序，压缩审核注册期限，并设计了向特定对象发行股票的简易程序，再融资的审核周期进一步缩短。7 月，修订后的分类评级新规出台，对规模指标有所弱化，利好小型证券公司，但总体上大型证券公司仍保有优势地位；同时强化合规风控导向，风险管理能力成为核心竞争力。10 月，国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》，作为推动上市公司整体质量提升的指导性文件，从六个方面提出 17 项重点举措，包括全面推行注册制、提高公司治理透明度等，将促使证券公司向专业服务机构转型。

表 1　2020 年以来出台的证券公司行业及资本市场主要相关政策

政策类型	时间	政策	主要内容及影响
行业政策	1 月	证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》	1、优化信用债券投资计算标准，将 AA 级信用债券的市场风险计算比例由 50%降至 15%，将 BBB 级信用债券的计算比例由 80%降至 50%；2、将“连续三年 A 类 AA 级及以上的证券公司”的风险资本准备调整系数由 0.7 降至 0.5；3、允许证券公司为其投行、资管等证券业务子公司提供的流动性担保承诺
	2 月	证券公司并表监管试点启动，6 家证券公司纳入首批并表监管试点范围	试点券商试行更灵活风控指标体系，由子公司增资扣减 100%净资本变为子公司按照各自业务属性进行一定比例扣减
	3 月	首批七家证券公司已获基金投顾业务试点资格	利好证券公司财富管理业务发展
	4 月	证监会取消证券公司外资股比限制	外资可控股券商，长期利好我国资本市场发展
	5 月	《关于修改<证券公司次级债管理规定>的决	证券公司次级债公开发行放开，拓宽证券公司融资渠道，

		定》	有助于证券公司降本增效
	6 月	《证券发行上市保荐业务管理办法》	保荐业务两大实质性门槛取消
	6 月	《证券公司股权管理规定》征求意见	降低主要股东门槛，减少券商股权相关审批事项，助于券商引入资本
	7 月	《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》	进一步体现合规审慎导向，引导差异化发展，对规模指标有所弱化，利好中小型证券公司
资本市场政策	2 月	《关于修改<上市公司证券发行管理办法>的决定》《关于修改<创业板上市公司证券发行管理暂行办法>的决定》等再融资新规	为上市公司再融资松绑，增强资本市场服务实体经济的能力；券商投行业务将迎来增长
	3 月	新《证券法》正式实施	1、加大了资本市场违法违规成本并全面推行注册制；2、完善投资者保护制度；3、强化信息披露要求，完善证券交易制度
	6 月	《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》	建立新三板企业转板上市制度，新三板精选层连续挂牌一年以上企业可申请转板到科创板或创业板上市，利好券商投行业务增长
	6 月	《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等四文件	创业板试点注册制
	7 月	《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》	《科创板再融资办法》进一步简化发行条件，再融资不再将盈利要求作为发行条件
	7 月	证监会鼓励证券公司、基金管理公司做好组织管理创新	鼓励有条件的行业机构实施市场化并购重组，并探索更为灵活的母子公司发展定位和业务范围，实现母子公司协同发展，有利于在资本实力、管理水平、信息技术等方面实现快速发展，引导行业做大做强
	10 月	《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》	促进证券公司从打价格战的通道中介转型为提供专业服务的金融机构

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2．证券公司发债和信用等级调整

2020 年 1－11 月，我国证券公司共发行各类债务融资工具 606 期，同比增长 81.44%；发行规模合计 15,509.31 亿元，同比增长 83.15%；短期融资券仍为第一大发行品种。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，2020 年 5 月，次级债和短期公司债公开发行放开，多家证券公司已成功发行新品种，其中银河证券、中金公司、东方证券和光大证券均公开发行永续次级债券，证券公司融资渠道进一步拓宽。2020 年 1－11 月，证券公司发行短期融资券规模仍为第一大发行品种，证券公司合计发行了 278 期短期融资券，同比增加 120 期；合计募资 7,609 亿元，同比增长 90.89%；发行规模占比为 49.06%，同比提高 1.99 个百分点。短期融资券发行节奏加快主要系证券公司短融发行放宽且短融成本低，但短期融资券期限均不超过 91 天，公司债仍为证券公司长期债务主要融资方式。

公司债方面，证券公司合计发行了 256 期公司债，同比增加 147 期；合计募资 6,516.48 亿元，同比增长 112.28%；占发行规模的 42.02%，同比上升 5.77 个百分点。其中，证券公司合计发行 12 期公募短期公司债，合计募资 369.00 亿元。

次级债方面，证券公司合计发行 72 期次级债，同比增加 5 期；合计募资 1,383.83 亿元，同比下降 2.04%；占总发行规模的 8.92%，同比下降 7.76 个百分点。其中，证券公司合计发行 9 期公募次级债（含 4 期永续次级债），合计募资 315.83 亿元。

图 2　证券公司发债情况统计（单位：亿元、%）



资料来源：WIND，联合资信整理

证券公司发债主体级别以 AAA 和 AA+为主，行业信用水平较高；行业发行利差持续上升。2020 年 1—11 月，通过发行各种债务融资工具对外融资的证券公司合计 70 家，其中主体信用级别为 AAA 的有 43 家，AA+的有 21 家，AA 的有 5 家，AA-的有 1 家，发债主体整体信用水平较高。

2020 年前三季度，证券公司发行利差呈持续上升趋势，三季度行业利差均值 188.73BP，同比上升 20.13BP，行业利差回升至 2019 年一季度水平；三季度 AAA 和 AA+利差均值之差有所收窄，AAA 利差低于 AA+利差 100.37BP，同比收窄 32.72BP。

图 3　证券公司不同主体级别利差变动情况（单位：BP）



注：2019 年第二季度 AA 级证券公司未发行债券
资料来源：WIND，联合资信整理

年初至今，5 家证券公司主体级别上调，无级别下调及列入观察名单情况。

2020 年初至今，共有 5 家证券公司上调主体级别，从上调原因来看，主要是基于证券公司很强的股东背景及资本实力的增长。

表 2　2020 年以来证券公司级别变动情况

时间	证券公司	调级事项
2020.2	信达证券	信达证券主体评级调高至 AAA，因股东背景强且支持力度大，其引入新股东并增资 13.34 亿元

2020.3	国海证券	国海证券主体评级调高至 AAA，因其完成配股募资 39.94 亿元，资本实力大幅增长
2020.5	华安证券	华安证券主体评级调高至 AAA，因股东背景强，且预计完成配股增资 40 亿元
2020.5	粤开证券	粤开证券主体评级调高至 AA+，因其控股股东变更后股东背景显著提升
2020.9	首创证券	首创证券主体评级调高至 AA+，因首创证券股东对其增资 39.90 亿元，其资本实力、风险抵御能力和业务空间显著提升

资料来源：联合资信根据公开资料整理

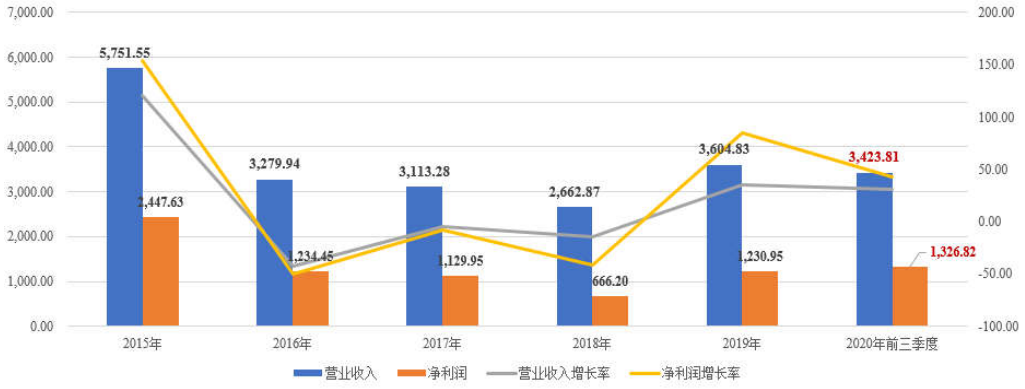
3．经营情况回顾

受益于市场行情和政策等因素，证券公司业绩大幅改善；2020 年前三季度，证券公司净利润超去年全年，仅次于 2015 年。

2020 年初，国内新冠肺炎疫情爆发，为应对疫情，国家出台一系列流动性宽松政策，加之资本市场改革政策不断推出，国内经济逐步恢复，证券市场整体表现较好。

2020 年 1－9 月，135 家证券公司实现营业收入和净利润分别为 3,423.81 亿元和 1,326.82 亿元，分别同比大幅增长 31.08%和 42.51%，各业务板块收入均实现不同程度增长；其中，受益于证券市场行情回暖、资本市场利好政策的推出及结构性货币政策宽松的影响，代理买卖证券业务净收入、投行业务收入、利息净收入和证券投资收益（含公允价值变动）增长较多，分别同比增幅为 43.94%、51.72%、28.27%和 15.35%。

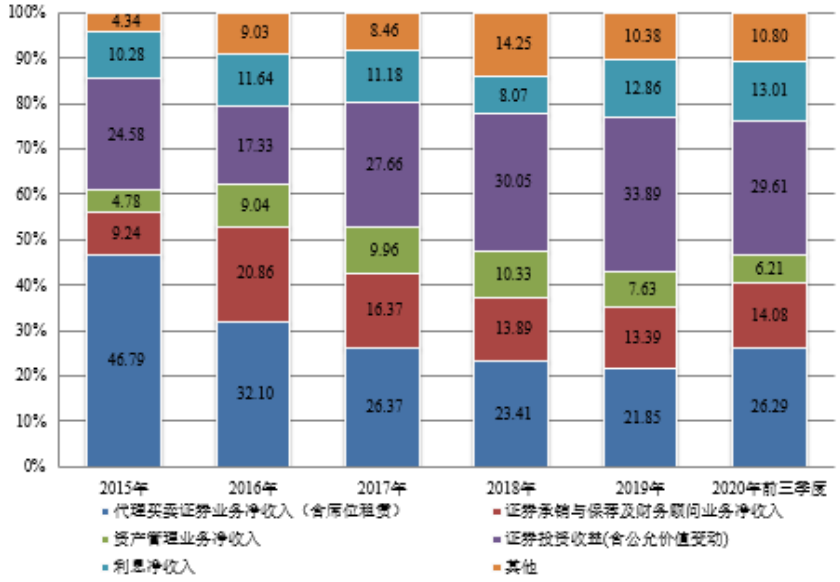
图 4　证券公司盈利水平走势（单位：亿元、%）



资料来源：证券业协会，联合资信整理

证券公司前三大收入来源为以自营为主的投资收益、经纪业务和投行业务，以自营业务为主的投资收益仍为第一大收入来源但其占比有所下降，经纪业务收入占比明显上升且与证券投资收益的占比差距缩小。从收入结构来看，受股票市场回暖、交投活跃度提升影响，代理买卖证券业务净收入占比明显提升，与第一大收入来源的证券投资收益（含公允价值变动）仅相差 3.32 个百分点；利息净收入、投行业务收入占比保持稳定；证券投资收益（含公允价值变动）及资产管理净收入占比有所下降，其中证券投资收益（含公允价值变动）仍为第一大收入来源；2020 年 1－9 月，证券公司证券投资收益（含公允价值变动）、经纪、投行、利息净收入、资管占比分别为 29.61%、26.29%、14.08%、13.01%和 6.21%。

图 5　证券公司收入结构图（单位：%）



资料来源：证券业协会，联合资信整理

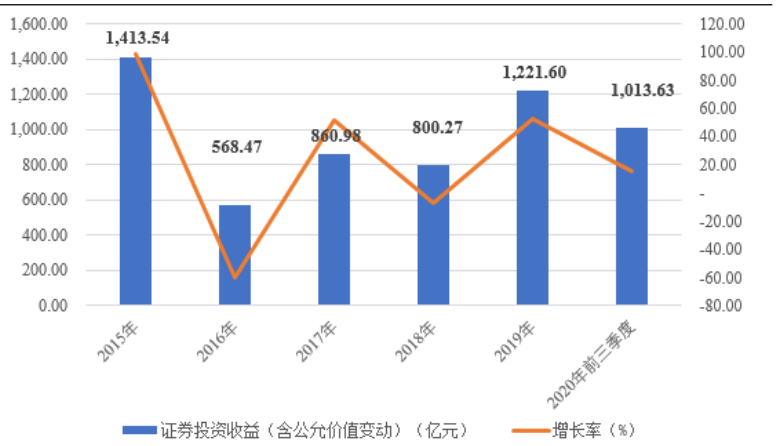
股票市场回暖，自营投资业务与市场关联度高，业绩虽大幅增长但稳定性低；信用债违约频发对证券公司资产质量造成一定压力。2020 年以来，股票市场回暖，全年整体表现强势，呈现震荡上涨的“慢牛”格局；截至 2020 年 12 月 21 日，上证综指收于 3,420.57 点，较年初上涨 10.87%；深证成指收于 14,134.85 点，较年初上涨 32.86%。2020 年 1－9 月，证券公司实现投资收益（含公允价值变动）1,013.63 亿元，同比增长 15.35%。

联合资信关注到，证券公司自营业务与证券市场关联度高，面临较高市场风险，未来收入存在一定不确定性；尤其是今年以来债券市场违约呈常态化，个别国企违约超预期，造成信用利差走阔，信用环境边际收紧；一方面信用债违约超预期令证券公司资产质量承压，另一方面，机构对信用债的态度趋于谨慎，提高风控和信用债入库要求，未来债券投资存在一定不确定性。

图 6　股票市场指数（单位：点）



图 7　证券公司投资收益（含公允价值变动）情况



资料来源：WIND，联合资信整理

沪、深两市成交量大幅增长带动证券公司代理买卖证券业务净收入同比增长 43.94%，数字化技术助力证券公司向财富管理转型。2020 年以来，股票市场回暖，成交量亦大幅增

长，2020 年 1 月初至 12 月 21 日，沪深成交额合计 198.96 万亿元，较上年同期增长 62.01%；并于年内获 2015 年“股灾”以来单日最大成交量 1.74 万亿元。2020 年 1－9 月，证券公司代理买卖证券业务净收入为 900.08 亿元，同比增长 43.94%，超过去年全年收入。

近年来，证券公司不断推进向财富管理转型进程，如培养投顾团队、调整组织架构、优化产品体系等。2020 年 3 月，首批证券公司基金投顾时点资格获批，包括至少 7 家证券公司（银河证券、中金公司、中信建投、申万宏源、华泰证券、国泰君安、国联证券），此次资格获批对证券公司向财富管理转型具有重大意义，意味着财富管理服务具备了从卖方导向向买方导向转型的基础，客户服务将从产品营销转向资产配置，也将对机构投研能力及产品化能力提出挑战。在“银、证、基”竞争的环境下，证券公司基金投顾业务未来发展还有待观察。

图 8　沪深股票成交额

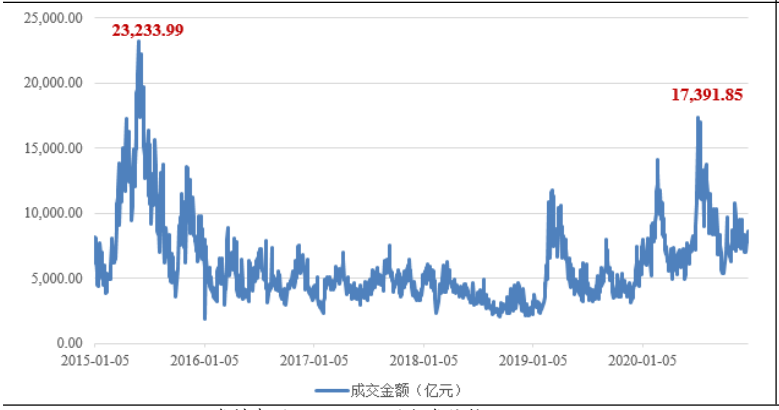
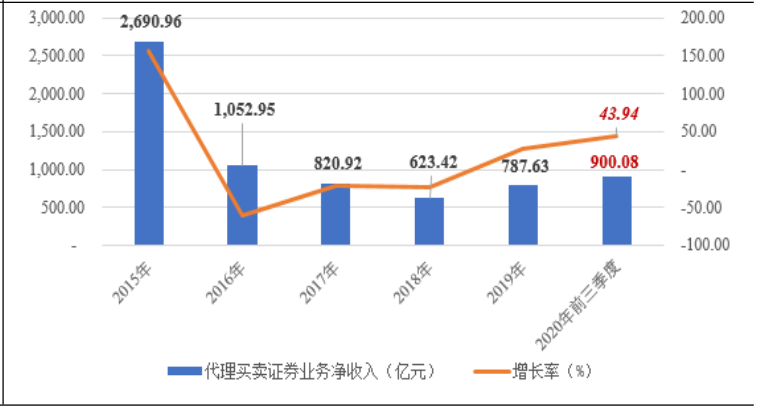


图 9　证券公司代理买卖证券业务净收入



资料来源：WIND，联合资信整理

此外，证券公司数字化转型步伐也在加快；其中，财富管理成为数字化发展应用最普遍、最广泛的领域；金融科技的应用正在助推证券公司向高精度、多元化的财富管理模式演进。华泰证券、国泰君安、银河证券等多家大型券商均在半年报中强调数字化及互联网对财富管理的助力。多家证券公司开始在 App 中上线投顾直播、投顾咨询、投顾组合等特色服务。受疫情的影响以及数字化技术的推动，2020 年以来证券公司自有 APP 月活数量明显提升。截至 2020 年 11 月末，自有 App 月活排名前五的证券公司分别为东方财富、华泰证券、国泰君安、平安证券及方正证券。

表 3　证券公司 APP 月活前十名（单位：万人、%）

排名	APP 名称	证券公司	2019 年 12 月	2020 年 11 月	增幅
1	东方财富	东方财富证券	1,209.60	1,444.50	19.42
2	涨乐财富通	华泰证券	770.10	901.60	17.08
3	国泰君安君弘	国泰君安	428.50	532.40	24.25
4	平安证券	平安证券	398.70	496.00	24.40
5	小方	方正证券	367.40	489.40	33.21
6	海通 e 海通财	海通证券	367.20	487.30	32.71
7	智远一户通	招商证券	337.30	483.30	43.28
8	蜻蜓点金	中信建投证券	334.70	462.70	38.24
9	中信证券信 e 投	中信证券	342.80	462.40	34.89
10	广发证券易淘金	广发证券	364.60	449.40	23.26

资料来源：易观数据，联合资信整理

受益于 IPO 审核常态化、再融资政策松绑、货币政策边际宽松，投资银行业务收入大幅增长；在监管强调“提高直接融资占比”的背景下，投行业务将迎来更多增量业务机会。

证券公司投行业务收入与资本市场融资规模呈较高相关性。2020 年以来，IPO 审核家数及过会率继续明显提升，截至 2020 年 12 月 21 日，证监会审核 IPO 家数 655 家，其中 625 家通过审核，过会率达95.42%，远高于2019年全年277家审核家数、247家通过家数及89.17%的通过率。

股权融资方面，2020 年 1－11 月，IPO 发行规模合计 4,238.72 亿元，发行家数 342 家，分别较去年同期增长 109.17%和 94.32%。同期，受益于再融资政策松绑，再融资市场回暖，融资规模为 7,859.31 亿元，同比增长 31.97%。

债券市场方面，受益于货币政策边际宽松，债券发行规模增加；证券公司债券主承销业务规模实现大幅增长，1－11 月证券公司承销各类债券金额 90,952.32 亿元，同比增长 33.20%。此外，2020 年 12 月，5 家证券公司获批在银行间市场可独立开展非金融企业债务融资工具主承销业务，意味着债券市场基础设施进一步实现互联互通，有利于切实便利债券跨市场发行与交易，促进资金等要素自由流动。

基于上述因素，2020 年前三季度，全行业实现证券承销与保荐业务和财务顾问业务净收入 482.20 亿元，同比增长 51.72%，与上年全年水平持平。

从项目储备来看，截至 2020 年 12 月 23 日，各证券公司储备 IPO 申报企业合计 3,446 家，待发行债券规模合计 2,084.08 亿元，项目储备充足。自 2019 年下半年以来，投行业务不断迎来多项利好政策，如并购重组及再融资政策松绑、科创板开板等，2020 年创业板注册制落地，上述政策的实施将为投行业务提供增长点。在监管层提高直接融资比重的政策倾斜下，投行业务将迎来更多增量业务机会。

图 10　上市公司股权融资情况

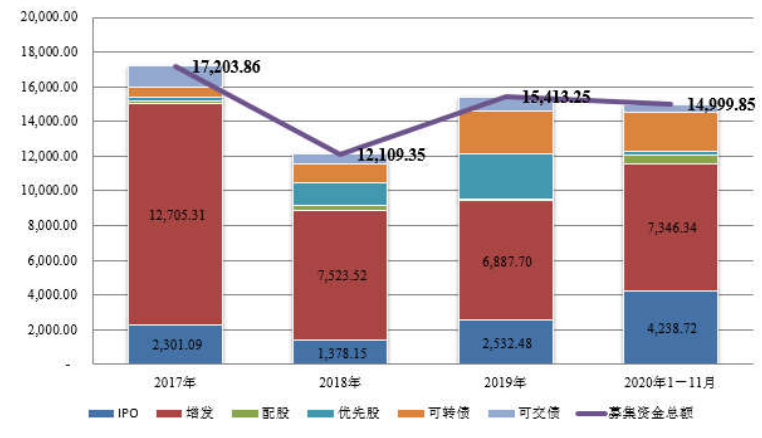
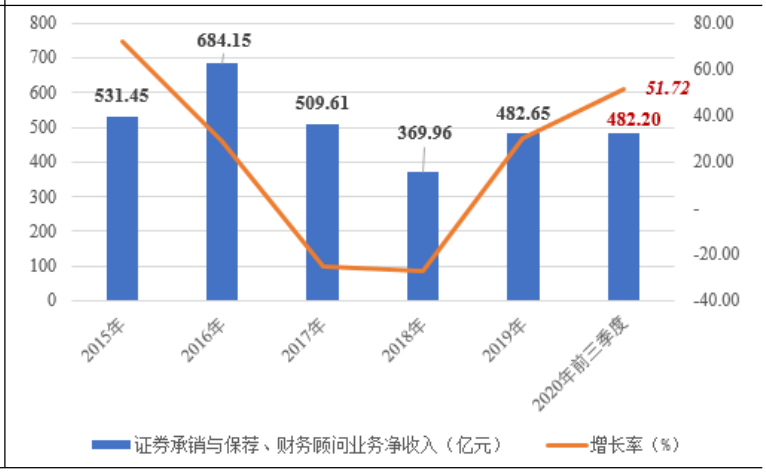


图 11　证券公司投资银行业务收入情况



资料来源：WIND、证券业协会，联合资信整理

两融余额保持大幅增长趋势并达到近五年来高点 1.60 万亿元；股票质押业务继续收缩。

信用交易业务与股票市场具有较高相关性。2020 年以来，伴随股票市场回暖，交投活跃提升，沪、深两市两融余额呈大幅增加趋势；截至 2020 年 12 月 21 日，沪、深两市两融余额为 16,015.96 亿元，达到年内最高点，较 2020 年初增长 56.24%；12 月 21 日两融余额亦达到近五年来最高点。值得注意的是，需警惕个股“黑天鹅”事件对证券公司两融资产质量及

盈利造成的影响。

2020 年前三季度，证券公司实现利息净收入 445.60 亿元，同比增长 28.27%，主要是融资融券业务增长所致。

图 12　两融业务余额情况

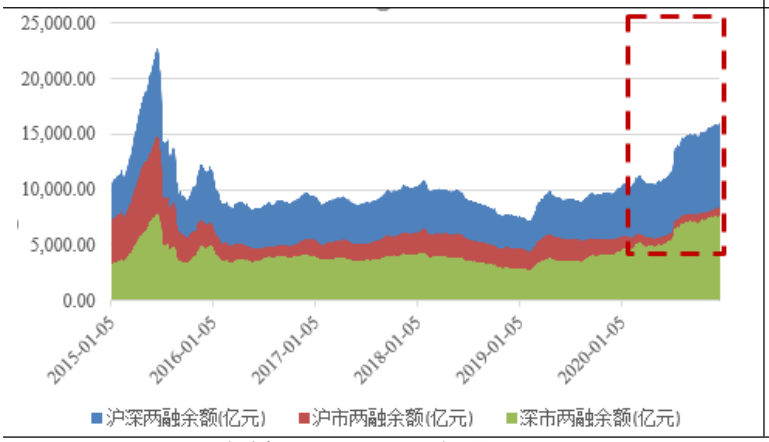
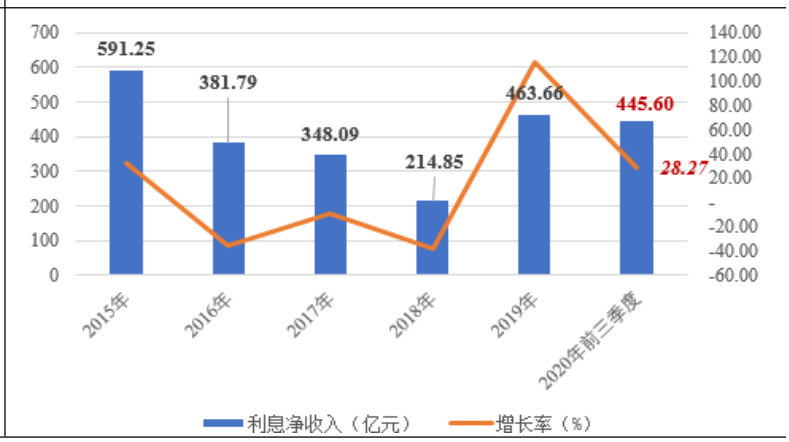


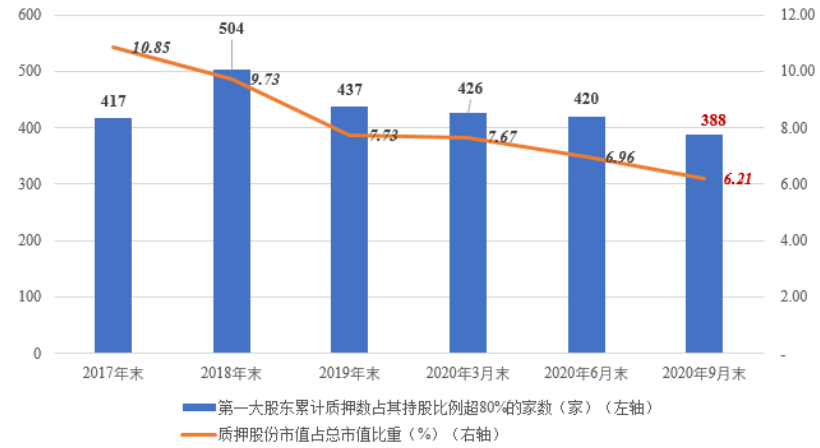
图 13　证券公司利息净收入情况



资料来源：WIND，联合资信整理

股票质押业务方面，2018 年以来因市场下跌而导致质押风险暴露；2020 年以来，随着质押品市值的回升以及证券公司普遍提高股票质押风控标准、降低业务规模，证券公司面临股票质押业务风险已逐步缓解。截至 2020 年 12 月 21 日，市场质押股数 4,890.21 亿股，质押股数占总股本 6.9%；市场质押市值为 4.32 万亿元，占总市值比重为 5.06%，较年初下降 1.90 个百分点；控股股东（按第一大股东口径统计，下同）持股质押比例超过 80%的上市公司家数由 2019 年末的 437 家下降至 2020 年 12 月 21 日的 367 家，高比例质押风险继续化解。

图 14　股票质押业务情况



资料来源：WIND，联合资信整理

资管业务规模继续下降但降幅收窄，业务结构仍以定向为主，集合计划占比有所提升；资管业务有望成为证券公司对抗周期风险的重要发力点。自 2017 年 4 月证监会提出对资金池和通道业务限制后，证券公司资管业务规模步入下行区间。2018 年 4 月，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》的出台进一步加速了资管业务规模尤其是通道业务和“资金池”业务的收缩。2020 年以来，证券公司资产管理规模持续收缩，并不断向主动管理转

型。截至2020年9月末，证券公司资产管理业务规模为9.50万亿元，较2019年末下降12.30%，但降幅收窄，业务规模趋于稳定。

从资管业务结构来看，截至2020年9月末，证券公司资管业务仍以定向业务为主，但定向资管计划占比继续下降，期末数值为73.46%，较2019年末下降3.94个百分点；集合计划占比为21.03%，较年初上升2.94个百分点，证券公司主动管理水平有所提升。证券公司资管业务向主动管理转型，对其增值服务和产品附加值能力提出更高要求。

2020年1—9月，证券公司实现资管业务收入212.64亿元，同比增长11.54%，与其他业务板块相比，资管业务行业周期性不显著且风险较低，资管业务收入较为稳定；随着证券公司投研能力和主动管理能力的不断提升，资管业务有望成为证券公司对抗周期风险的重要发力点。

图15　证券公司资管业务规模情况（单位：亿元、%）

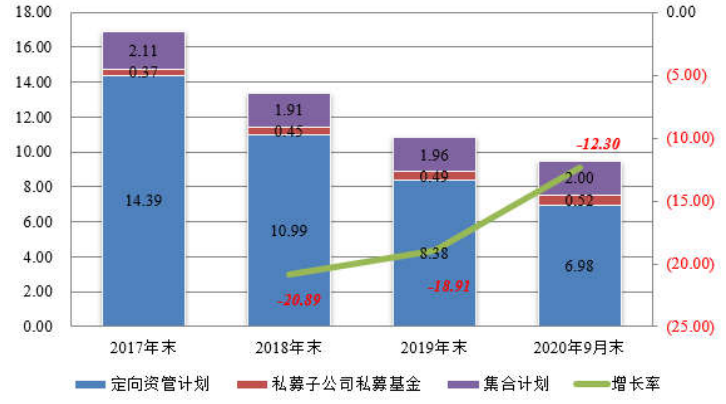
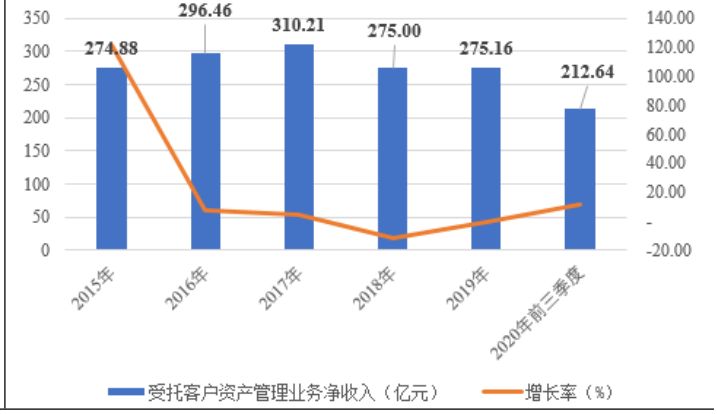


图16　证券公司资管业务收入情况



资料来源：WIND，联合资信整理

证券公司行业集中度逐年提升，公司之间收并购利于行业做大做强，证券公司分化局面将随着业务转型和资本化市场改革进一步加剧；外资券商也相继亮相，但短期来看对证券公司现有格局的影响有限。

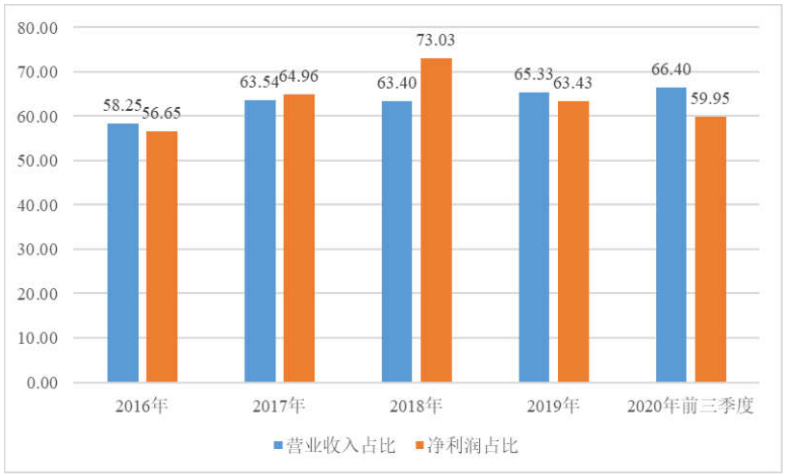
近年来，证券公司行业集中度不断提升，集中度亦处于较高水平。金融业的对外开放，外资证券公司的进入迫使中资证券公司做大做强。2019年11月，证监会明确提出要推动打造航母级证券公司，推动证券行业做大做强。2020年7月，证监会提出，鼓励有条件的证券公司、基金管理公司实施市场化并购重组。证券公司之间收、并购成为其发展壮大的重要手段；2020年3月，中信证券完成对广州证券股份有限公司100%股权的并购，进一步稳固了其龙头券商的地位；4月，天风证券已基本完成对恒泰证券29.99%股权的收购；10月，国联证券和国金证券因合并过程中为就核心条款未达成一致意见，宣布终止并购，成为继6月华创证券终止收购太平洋证券后的又一并购流产事件。即便如此，证券公司整合仍是未来发展的趋势。随着行业马太效应的凸显，市场化并购有助于龙头证券公司稳固行业地位，弥补自身业务短板，实现跨区域的资源调配。

从外资证券公司竞争情况来看，证监会自2020年4月1日起正式取消证券公司外资股比例限制。截至目前，中国内地外资控股证券公司已达8家，其中四家为新设立合资证券公司（野村东方国际证券有限公司、大和证券（中国）有限责任公司、星展证券（中国）有限公司、摩根大通证券（中国）有限公司），另外4家是外资股东通过提升持股比例获得控股权的证券公司（瑞银证券有限责任公司、瑞信方正证券有限责任公司、摩根史丹利华鑫证券

有限公司、高盛高华证券有限责任公司）。此外，12 月，高盛集团已启动收购合资公司高盛高华 100%股权的程序，待收购完成后其将成为首家外商独资证券公司。未来证券公司行业将面临更为激烈的竞争，但短期来看，对我国证券公司现有格局的影响有限。

从行业集中度数据来看，2020 年 1－9 月，前十大证券公司营业收入均超 150 亿元，营业收入合计在全行业占比 66.40%，较 2019 年 65.33%小幅上升；同期，净利润合计在全行业占比 59.95%，较 2019 年的 61.76%小幅下降。2018－2020 年三季度，前十大证券公司净利润占全行业净利润比重呈下降态势，主要系 2019 年以来市场行情回暖，证券市场交投活跃程度大幅提升，对市场依赖程度较高的中小券商盈利回升所致。随着政策的不断倾斜和变化，资本化市场改革将继续推动证券公司转型，大型证券凭借规模优势、平台优势、品牌优势，龙头优势将逐渐扩大，特色券商则有望通过特色业务脱颖而出，未来随着差异化道路以及行业转型的推进，证券公司的行业集中度将进一步提升。

图 17　证券公司前十大营业收入和净利润行业占比（%）



资料来源：WIND、证券业协会官网，联合资信整理

2020 年证券公司扎堆补充资本，股权融资规模较 2019 年大幅增长，全行业资本实力有所增强。净资本是证券公司未来发展的关键因素。近年来，证券公司海外分支机构的业务拓展、重资本业务的布局、金融科技的推进及信息系统的开发完善均对自身资本实力提出了更高要求，资金的需求亦不断增长。2020 年，证券公司股权融资活动频繁，融资规模较 2019 年大幅增长，资本补充途径以再融资为主。

2018 年随着中信建投的上市，排名前十的证券公司均已实现上市；2019 年因上市证券公司和处于辅导期的证券公司主要为中小型证券公司，IPO 募集资金有较大幅度的回落；2020 年，随着中金公司的上市，IPO 募集资金较往年实现了大幅增长。随着排名靠前的证券公司逐步上市，未来 IPO 增速或将有所放缓。截至 2020 年 12 月 24 日，首创证券、信达证券、华金证券、国开证券、华龙证券等证券公司已进入 IPO 辅导期，万联证券已收到证监会反馈；此外，12 月 24 日，财达证券 IPO 已过会。

2020 年 1－11 月，共有 4 家证券公司在 A 股上市，合计募集资金 197.93 亿元，较 2019 年的 22.37 亿元显著增长，主要系中金公司上市募集资金 131.98 亿元。2020 年 1－11 月，共有 7 家证券公司实施增发，合计募集资金 650.05 亿元；共有 6 家证券公司实施配股，合

计募集资金 369.55 亿元。2020 年 1－11 月，证券公司通过 IPO、增发、配股方式共募集资金 1,217.53 亿元。

2020 年以来证券公司资本实力有所增强。截至 2020 年 9 月末，135 家证券公司净资产为 2.24 万亿元，较 2019 年末增加 10.89%；净资本 1.79 万亿元，较 2019 年末增长 10.49%。

图 18　上市证券公司首发（IPO）及再融资规模（单位：亿元）

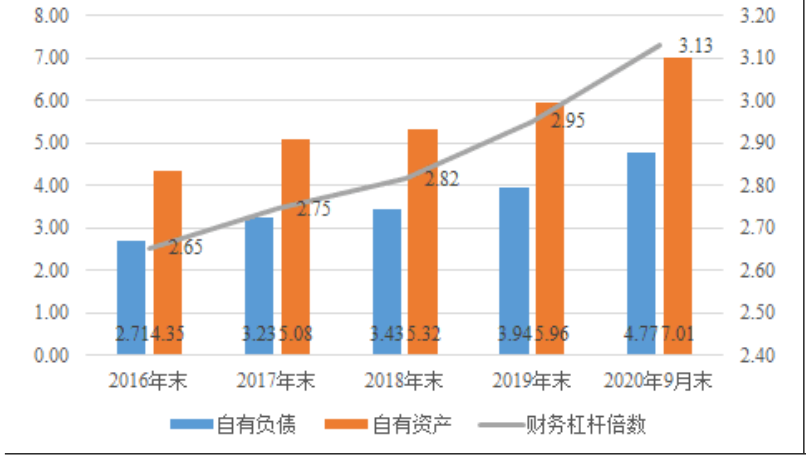
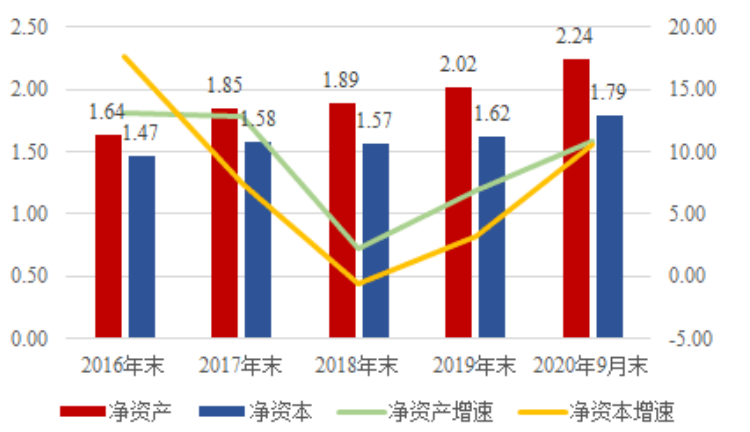


图 19　证券公司资本实力情况（单位：万亿元、%）



资料来源：WIND、证券业协会，联合资信整理

表 4　2020 年以来上市证券公司股权融资情况

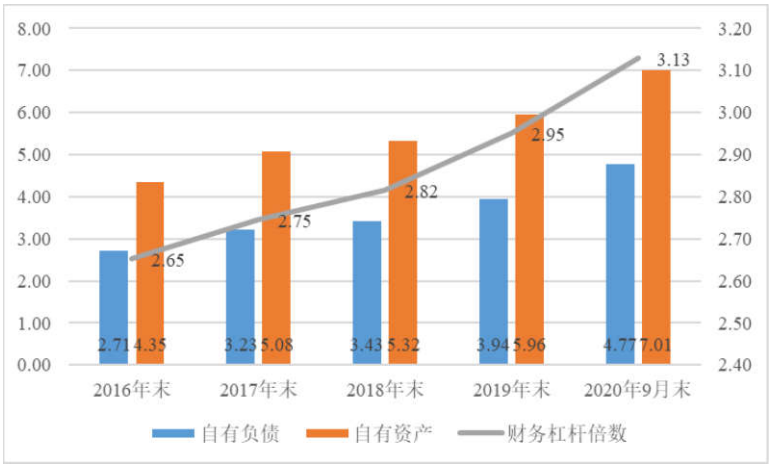
融资动作	公司名称	进度	日期	价格（元）	募资总额（亿元）
上市	中银证券	实施	2-26	5.47	15.21
	中泰证券	实施	6-03	4.38	30.52
	国联证券	实施	7-31	4.25	20.22
	中金公司	实施	11-02	28.78	131.98
增发	中信证券	实施	3-11	16.62	134.60
	中信建投	证监会通过	3-13	--	--
	第一创业	实施	7-22	6.00	41.37
	西南证券	实施	7-22	4.90	48.86
	中原证券	实施	7-30	4.71	36.17
	海通证券	实施	8-05	12.80	198.49
	国信证券	实施	8-14	10.62	147.82
	天风证券	股东大会通过	10-16	--	--
	西部证券	证监会通过	11-18	--	--
	浙商证券	证监会通过	11-30	--	--
	南京证券	实施	11-06	11.29	42.74
配股	国海证券	实施	1-23	3.25	39.43
	红塔证券	股东大会通过	3-30	--	--
	天风证券	实施	3-31	3.60	53.25
	东吴证券	实施	4-02	6.80	58.51
	华安证券	证监会批准	6-18	--	--
	山西证券	实施	7-10	5.00	37.57
	招商证券	实施	7-31	7.46	126.83
	国元证券	实施	10-30	5.44	53.96

资料来源：WIND，联合资信整理

证券公司财务杠杆水平小幅提升，资产流动性较好。2020 年以来，随着资金需求的增长，证券公司放大杠杆扩大业务规模，行业财务杠杆水平小幅提升。截至 2020 年 9 月末，证券公司自有负债[2]为 4.77 亿元，较 2019 年末增长 21.07%；自有资产负债率为 68.05%，较 2019 年末增长 1.94 个百分点；财务杠杆倍数为 3.13 倍，较 2019 年末的 2.95 倍小幅增长，延续自 2016 年以来的上升趋势，超过 2015 年的 3.00 倍，但行业整体财务杠杆倍数仍不高。

从资产流动性来看，截至 2020 年 9 月末，证券公司自有资产 7.01 亿元，较上年末增长 17.62%；资产构成以投资类资产、现金类资产、两融类资产为主，行业整体资产流动性较好。

图 20　证券公司财务杠杆水平（单位：亿元、倍）



注：财务杠杆倍数=自有资产/所有者权益

资料来源：证券业协会，联合资信整理

二、证券公司行业 2021 年信用风险展望

资本市场利好政策的不断推出将持续改善证券公司经营环境，证券公司整体发展向好；但是，仍需关注外部经济不确定性对国内资本市场的冲击以及证券公司合规风险事件的发生。

从宏观经济层面来看，2021 年宏观经济政策预计将逐渐向正常化回归，疫情期间的特殊货币政策将会根据宏观形势缓慢退出。但从 12 月召开的中央经济工作会议对“积极的财政政策要提质增效、更可持续性”以及“稳健的货币政策灵活精准、合理适度”的表述来看，未来政策对经济支持仍然有一定力度，政策退出的节奏会小于预期，政策的连续性和稳定性有利于保持实体经济及资本市场的稳定发展。

从资本市场层面来看，随着中央“十四五”规划顶层设计定调，国务院金融委提出要增强资本市场枢纽功能、全面实行股票发行注册制、建立常态化退市机制、提高直接融资比重。证监会主席易会满也强调要提高直接融资比重，深入推进债券市场创新发展，丰富直接融资工具，大力推动长期资金入市。

在此背景下，证券公司作为资本市场重要的中介服务机构，将迎来新一轮发展机遇，综合实力领先的头部证券公司受益或将更为明显。分业务来看，随着经济的恢复、居民权益资

[2] 自有负债=总负债-客户交易结算资金余额；自有资产=总资产-客户交易结算资金余额。

产配置比例提升以及股市流动性的支撑将助力证券公司权益投资及大经纪业务的增长；长期来看，买方投顾试点的开展，中长期资金持续入市和居民理财需求增加有望进一步加速证券公司财富管理转型进程。注册制的推进、中概股回归、再融资政策松绑等都将为投行业务的发展带来增量，强者恒强局面在投行业务将表现更为突出。2017 年以来证券公司资管业务逐步向主动管理转型，随着直接融资占比提升带来的业务红利逐步向资管业务传递，居民储蓄向投资转化带来的需求提振加之监管政策的引导，证券公司资管业务将成为对抗周期性风险的重要发力点。随着股票质押业务规模的压降、担保品市值的提升以及信用减值的计提，预计股票质押业务整体风险可控；考虑到信用紧缩背景及债券潜在违约风险，且证券公司债券投资规模较大、占比较高，债券投资业务面临一定信用风险。

同时，中央经济工作会议针对 2021 年资本市场提到“要健全金融机构治理，促进资本市场健康发展，提高上市公司质量，打击各种逃废债行为”，“金融机构治理”“打击逃废债行为”或成为 2021 年的一个工作重点，因此风险控制和合规管理依然是证券行业的工作重点，对于证券公司相关合规、风险事件的发生仍需保持关注。此外，仍需关注到国际环境及国外疫情的不确定性对经济的影响、资本市场仍处于震荡走势，股市“黑天鹅”及债市违约频发等不利因素依然存在，证券公司经营仍具有一定不确定性。

同质化证券公司业务模式亟待转型，兼并收购及协同发展有望成为行业战略发展重要主题，证券行业“强者恒强”的局面进一步凸显。

目前，证券公司仍呈现整体呈现同质化严重、模式相对初级、业绩和市场表现高度挂钩、盈利波动性大等特点；加之外资控股证券公司进入中国市场，证券公司面临竞争更加激烈。但我们也关注到大型证券公司在资本实力、风险定价能力、金融科技运用等方面具有较强竞争力，在创新业务领域获得先发优势将加速证券行业集中度的提升。此外，证监会于 2019 年明确表态要打造“航母级证券公司”，于 2020 年表示鼓励有条件的证券公司并购重组且今年以来行业内收并购事件已有发生，这将有助于大型证券公司巩固市场地位，实现优势互补及自身快速发展，亦加剧证券行业“强者恒强”的局面。中小证券公司面临竞争将愈加激烈，走特色化、专业化之路或为其转型方向，谋求新股东亦或是其发展路径之一，未来中小证券公司股权变更或增加。

证券公司资本实力有所增长，监管引导从股东层面防范风险，行业整体信用水平将保持稳定。

当前以净资本和流动性为核心的风控管理办法下，证券公司对于资本的需求源于内在需求与外在压力。近年来，证券公司资本实力保持增长趋势，尤其是 2020 年证券公司股权融资动作频繁且融资规模远超过去几年，资本实力的增长有利于增厚行业安全垫，提升行业抗风险能力。此外，2019 年出台的《证券公司股权管理规定》及配套政策提高了从事具有杠杆性质或多项业务存在交叉风险的综合类证券公司控股股东的准入门槛，将更有实力的股东引入证券公司，从股东层面防范证券公司风险，有利于控制行业整体风险并提升行业信用水平。