万和证券行业点评：首家外商独资券商即将落地，高盛拟 100%控股高盛高华

分析师：沈彦東
SAC 执业证书：S0380519100001
联系电话：0755-82830333（195）
邮箱：shenyd@wanhesec.com

研究助理：刘紫祥
联系电话：0755-82830333（175）邮箱：liuzx@wanhesec.com

事件：2020 年 12 月 8 日，据彭博社报道高盛集团与北京高华证券签署协议，收购后者持有的高盛高华证券责任有限公司 49%股份，以实现全资控股。

1、首家外商独资券商即将落地，高盛 100%控股高盛高华。高盛高华成立于 2004 年，高盛为大股东持股 51%，北京高华证券持股比例则为 49%。北京高华证券责任有限公司作为一家综合类证券公司，最初由北京丰厚创业投资公司、北京高望创业投资有限公司、北京德尚创业有限公司和联想控股投资设立。此前受于外资投资比例限制，高盛持股比例一直较低仅为 33%。随着监管对合资券商中外资股东的持股比例逐渐放开，2020 年 3 月，高盛集团获得证监会核准，将在高盛高华的持股比例从 33%增至 51%。9 个月后，高盛再一次提高对高盛高华的持股比例升至 100%，或率先实现全资控股。

2、对外开放总体部署下，外资券商积极申请新设公司或变更股权。证监会于 3 月 13 日表示，自 2020 年 4 月 1 日起取消证券公司外资股比限制，符合条件的境外投资者可依法提交设立证券公司或变更公司实际控制人的申请。目前证监会核准批复的外资控股券商数量有 8 家。其中瑞银证券、高盛高华证券、瑞信方正证券、摩根士丹利华鑫证券等为外资股东通过提高持股比例实现控股；摩根大通证券（中国）、野村东方国际证券、大和证券、星展证券为新设券商。

3、此前受业务牌照、股权比例等诸多限制，外资券商业绩表现“水土不服”。根据中国证券业协会披露的 2019 年证券公司经营业绩排名来看，合资券商盈利表现平平，除中金公司（外资股比已大幅降低）以外，合资券商归母净利润排名均在行业 60 名左右，未超过 1 亿元，4 家未实现盈利。造成这种现象的原因主要有：1）股权比例限制。虽然外资股比上限开放，但总体内资股东仍占主导地位，股东理念差异会导致管理层在公司战略、重大经营决策上出现分歧，不利于公司补充资本，拓展业务。2）业务牌照限制。除中金公司、申港证券、瑞银证券全牌照经营外，其他合资券商的业务牌照都有约束，基本只有股票和债券承销、外资股经纪、债券经纪和自营牌照，缺少经纪、投资咨询、资管或信用业务牌照。相较于内地本土券商，合资券商虽然拥有丰富的海外资源和专业能力，在跨境并购

和财务顾问业务中具备优势,但是在股权融资和债券融资这一方面,合资券商缺乏客户基础与投研能力,在竞争中一直处于劣势。根据2017-2019年投行业务的统计,东方花旗的财务顾问和企业债,瑞银证券的优先股发行以及高盛高华的可转债发行,均位于排名行业前10。但论投行综合实力和排名,除东方花旗外,各合资券商距离本土头部券商仍有不小差距。

4、外资券商发展之路道阻且长,国内龙头券商地位稳固。虽然外资券商如今正在不断加快本土化进程,但发展之路仍需面对重重困难:1)资本金不足。在国内以净资本为核心以及杠杆率较低的环境背景下,外资券商前期净资本有限,合资券商19年净资产规模均在10亿左右,较难同时满足展业投入与监管要求。海外券商高杠杆经营模式也难以在中国复制。2)客户基础薄弱。客户是券商业务的基础,在竞争较为充分的国内市场,外资券商拓展客户的沟通成本更高,获客成本相应也就更高,抢占国内业务份额并非易事。相较之下,政策持续鼓励支持头部券商做优做大做强,包括鼓励补充资本,以及在国内资本监管框架下,头部券商在增加业务种类、新业务试点推广、风险资本准备计算系数、投保基金缴纳比例等的优势。

5、促进良性竞争,加速行业整合。目前国内的券商竞争已经十分激烈,同时国内券商的经纪业务格局十分稳定,外资难以撼动。外资的本土化进程加快短期对于国内券商格局不会产生太大影响。展望未来,外资在合规意识、创新业务能力和经营管理模式上有着长期而丰富的经验,外资券商的进入会进一步促进行业良性竞争,加速行业分化与整合。

投资策略:金融业开放是我国对外开放格局的重要组成部分,扩大金融业对外开放,既是金融业自身发展的需要,也是深化金融供给侧结构性改革、实现经济高质量发展的内在要求。在开放的进程中,不只包括“引进来”也要包括“走出去”。随着2020年金融中介机构外资占比放开,国际一流金融机构涌入中国资本市场,为境内券商带来机遇与挑战,而境内券商的境外子公司也能为国际市场增加新鲜元素,并提升境内券商对不同的市场、业务环境的适应能力。当前,设立境外子公司的境内券商主要是具有较强规模优势的上市券商如中信证券、华泰证券、海通证券。未来以服务国内优质实体企业“出海”为特色的券商有望涌现,帮助实体企业在海外站稳脚跟。证券行业将会形成“航母级券商领跑,中小型券商护航”的行业格局,由航母级券商引领行业发展并开展国际竞争,中小型券商以专业特色与区域优势填补市场空缺。推荐重点关注:行业龙头—

—中信证券、互联网型特色券商——东方财富。

图表 1：国内合资券商情况概览（单位：亿元）

券商	成立时间	外资股东	控股股东性质	2019 年净资产	2019 年营收	2019 年净利	经营牌照
中金公司	1995	名力集团（2.81%）	国有	485.32	165.96	42.39	全牌照
中德证券	2009	德意志银行（33.3%）	国有	11.79	3.84	0.27	证券承销与保荐
东亚前海	2017	东亚银行（49%）	中外合资	14.05	2.54	0.02	证券经纪；证券承销与保荐；证券资产管理；证券自营
华菁证券	2016	万诚证券有限公司（49%）	中外合资	28.09	2.69	0.61	证券经纪；证券投资咨询；证券承销与保荐；证券资产管理
申港证券	2016	茂寰集团（12%）	中外合资	40.76	7.85	0.75	全牌照
汇丰前海	2017	香港上海汇丰银行（51%）	外资	13.22	1.94	-1.79	证券经纪；证券承销与保荐；证券投资咨询
瑞信方正证券	2006	瑞士信贷（51%）	外资	8.12	1.53	-0.42	证券承销与保荐；证券经纪；中国证券登记结算公司乙类结算参与人
摩根士丹利华鑫证券	2011	摩根士丹利（51%）	外资	5.42	1.32	-1.09	证券承销与保荐、债券（包括政府债券、公司债券）的自营
摩根大通证券（中国）	2019	摩根大通集团（51%）	外资	7.14	0.02	-1.12	证券经纪、证券投资咨询、证券自营、证券承销与保荐
野村东方国际证券	2019	野村控股株式会社（51%）	外资	19.46	0.57	-0.54	证券经纪、证券投资咨询、证券自营、证券资产管理
瑞银证券（中国）	2006	瑞士银行有限公司（51%）	外资	19.56	8.32	0.11	全牌照
高盛高华	2004	高盛（亚洲）有限公司（51%）	外资	15.27	5.18	0.65	股票和债券的承销与保荐；外资股的经纪；债券的经纪和自营

数据来源：公司年报，万和证券研究所

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的12个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深300指数涨幅10%以上；

同步大市：相对沪深300指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深300指数跌幅10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的12个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深300指数涨幅15%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于5%—15%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深300指数跌幅5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道7028号时代科技大厦西座20楼

电话：0755-82830333　传真：0755-25170093

邮编：518040　公司网址：http://www.vanho.cn