

证券行业 2016 年上半年信用分析及下半年展望



2016/9/29

作者: 联合资信评估有限公司 秦永庆

证券行业 2016 年上半年信用分析及下半年展望

作者:联合资信评估有限公司 秦永庆

摘要:

▲2016 年上半年,受股灾之后股票市场行情疲软影响,两市股票成交金额较上年同期大幅减少,经纪业务、自营业务等业务收入下降明显,但投资银行和资产管理业务收入则继续保持增长态势。

▲受股市行情影响,部分业务拓展步伐减缓,证券公司对资金的需求下降,财务杠杆有所下降;净资本保持良好水平,资本充足性良好。

▲为防范市场剧烈波动,年初短暂试行“熔断”机制但未达预期效果。证监会修订并发布了《证券公司风险控制指标管理办法》,综合考虑各项风险监管指标要求,构建合理有效的风控指标体系,进一步促进证券行业长期健康发展。证监会、香港联交所等联合出台了有关深港通的相关规定,预计 2017 年初可以正式运行。

▲2016 年上半年,发行短期融资券的证券公司信用等级处于较高水平,主体信用水平保持稳定。

展望 2016 年下半年,证券公司主营业务收入有望增长但全年收入仍将与上年有明显差距;资本将继续保持充足水平,但能否适当提升杠杆以加速业务发展仍取决于监管政策能否放宽以及股票市场行情的发展情况。整体看,2016 年下半年证券公司信用展望稳定。

一、经营情况

2016 年上半年，股票二级市场行情延续股灾后的窄幅波动，两市股票成交金额同比大幅下降，导致经纪业务与自营业务收入明显下降；债券发行以及 IPO、再融资继续保持增长态势，投资银行业务收入保持增长；通道类业务稳步增长，受托资产管理业务收入继续增长，但主动管理型产品占比仍待提高。

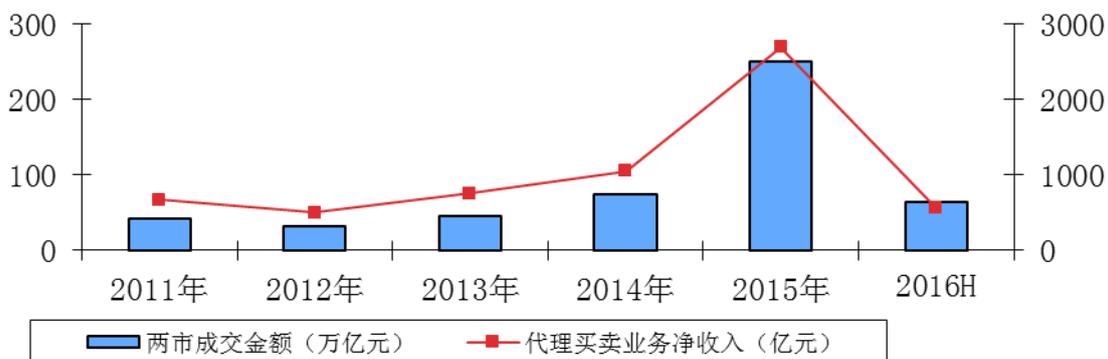
由于证券公司业务结构中占比较高的两大业务板块经纪和自营业务收入的下降，导致证券公司整体营业收入同比降幅较大，各主营业务收入占比也发生较大的变化。

1、随着市场回归平淡，两市成交量同比大幅下降，加上市场平均佣金率仍处于下降通道，经纪业务佣金收入下降明显

2014~2015 年股票牛市使证券公司经纪业务收入带来爆发式增长，随着市场回归平淡，沪深两市交易额大幅下降。2016 年上半年，两市成交金额 63.65 万亿元，而上年同期为 250.52 万亿元。同时，市场平均佣金率继续呈现下降的趋势，2016 年上半年市场平均佣金率约为 0.041%，较 2015 年全年下滑 0.009 个百分点。受上述因素影响，经纪业务代理买卖净收入大幅下降。2016 年上半年，证券公司实现代理买卖业务净收入 559.76 亿元，同比下降约 65%。

从收入结构看，2016 年上半年代理买卖业务净收入占全部营业收入的 35.64%，占比较上年同期下降 12.29 个百分点；代理买卖业务净收入占比下降明显，但仍然是占比最高的业务板块。

图 1 两市成交金额与代理买卖业务净收入



数据来源：wind 数据、中国证券业协会，联合资信整理

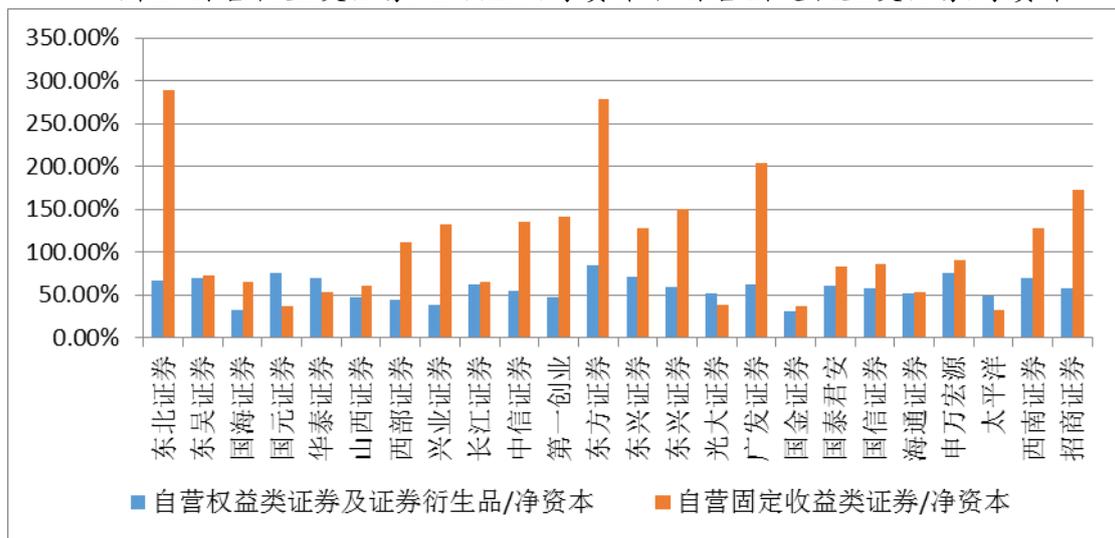
成交量下降是 2016 年上半年经纪业务收入下降的主要原因，而佣金率的下降趋势已经趋缓。行业竞争已经从单纯的价格战转向提高综合服务水平，通过提升服务质量增加客户数量、客户粘性以及控制佣金率的下滑。从成交量的变化趋势看，自 2015 年下半年股灾以来，两市成交金额呈不断下降的趋势，随着股市趋于平淡，成交量的下滑曲线逐渐平缓。预计 2016 年下半年经纪业务佣金收入有望有所反弹，但全年来看可能仍有较大的降幅。

2、由于低利率以及股市波动等因素，2016 年上半年自营业务收入下降明显

2016 年以来，股票市场维持股灾以来的窄幅波动，加之市场利率不断走低，证券公司自营业务收入同比大幅下降。2016 年上半年证券公司实现证券投资收益（含公允价值变动）244.86 亿元，同比下降约 73%，是各项业务中降幅最大的板块；投资收益占营业收入的比重为 15.59%，占比较上年同期下降 12.26 个百分点。

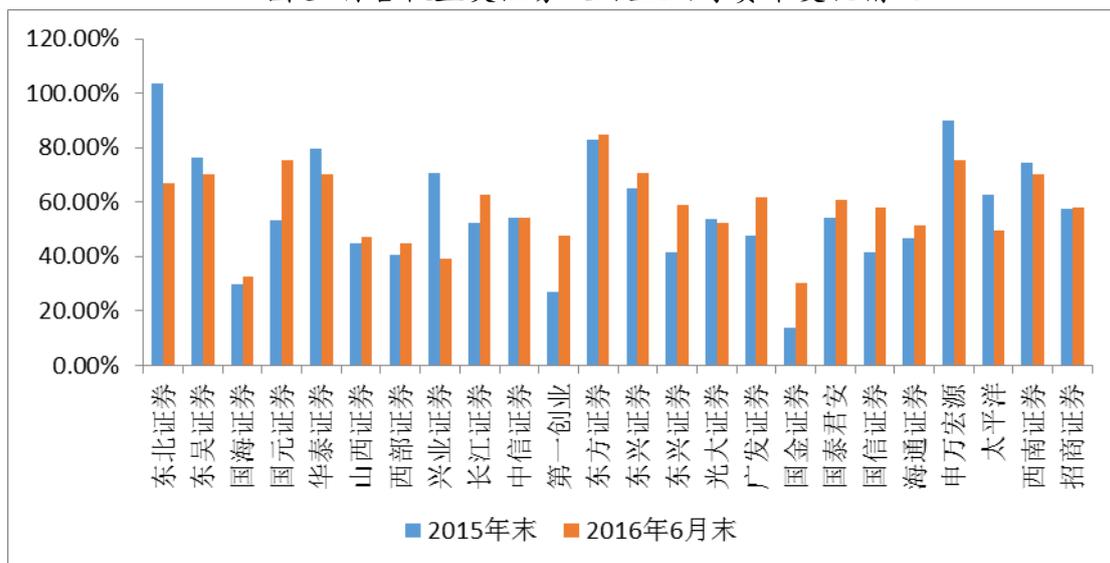
从投资资产结构看，上市证券公司自营投资以固定收益为主（见图 2），多数券商自营固定收益类证券规模显著高于自营权益类证券。2016 年 6 月末，上市券商自营权益类证券占净资本的比重整体较 2015 年末变化不大（见图 3）。

图 2 自营权益类证券及衍生品/净资本和自营固定收益类证券/净资本



数据来源：上市公司公告，联合资信整理

图 3 自营权益类证券及衍生品/净资本变化情况



数据来源：上市公司公告，联合资信整理

2015 年 7 月，为维稳股市，21 家证券公司联合发布公告，将使用不超过净资本的 15% 出资投资沪深 300 股票；2015 年 9 月，50 家证券公司再度增资。上述资金由证金公司进行专户管理。在会计处理方面，上述救市资金计入“可供出售金融资产”科目下，浮动盈亏计入“其他综合收益”，对净利润暂无影响。目前上述救市资金从上市券商报表显示基本处于浮亏状况，但 2016 年以来有所好转，2016 年上半年平均综合收益率为 0.2%。

整体来看，自营业务收入受股市行情影响最为直接，波动性也是各业务板块最为剧烈，2016 年下半年自营收入情况也将很大程度上取决于股市行情的发展；固定收益类证券在自营业务中占比提高将在一定程度上降低自营业务收入的波动性。

3、投资银行业务收入保持增长态势

受益于股债融资规模的增长，2016 年上半年证券公司实现证券承销与保荐业务净收入 241.16 亿元，同比增长约 50%；财务顾问与投资咨询业务净收入也有所增长。上半年投行业务收入占营业收入的比重为 21.39%，占比较上年同期提高 14.62 个百分点，占比上升主要是投行业务收入增长以及经纪与自营业务收入下降导致的相对占比上升所致。

从投行业务结构看，投行业务收入增长主要是再融资规模及债券发行规模

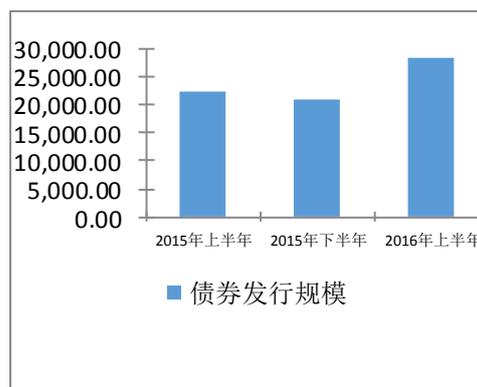
较大所致。自 2015 年将公司债发行主体由上市公司扩展为所有公司制企业后，公司债发行进入高峰期，债券发行规模大幅增长。2016 年上半年，股权融资规模（包含 IPO、增发和配股）8059.49 亿元，同比增长 18.37%，主要是增发规模大幅增长所致；债券发行规模 2.85 万亿元，同比增长 27.97%（见图 4、图 5）。

图 4 股权融资单位：亿元



数据来源：wind，联合资信整理

图 5 债券融资单位：亿元



数据来源：wind，联合资信整理

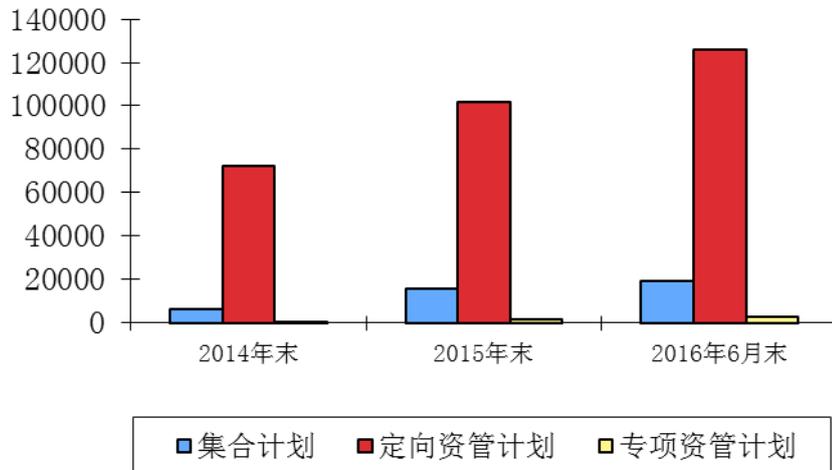
4、资产管理业务规模快速增长，主动管理型资管产品仍然薄弱

2016 年上半年，证券公司实现受托资产管理业务净收入 134.34 亿元，同比增长约 10%；占营业收入的比重为 8.55%，同比上升 4.85 个百分点。从管理资产规模看，2016 年 6 月末，受托管理资金本金余额 14.78 万亿元，较上年末增长 24.41%。

产品结构方面，集合计划、定向资管计划和专项资管计划均保持增长，其中定向资管计划占全部资管规模的 83.74%，占比较上年末略有下降；集合计划占比和上年末相比保持稳定，为 13%左右（见图 6）。

2016 年上半年，证监会制定了《证券公司风险控制指标计算标准规定》，于 2016 年 10 月 1 日正式实施。新规调整了资管业务风险资本准备的计提标准，其中对投向非标的定向资管计划计入风险资产的比例大幅提升，且非结构化的集合资管计划不再占用净资本，这一规定将加大券商通道业务压力，促进主动管理的非结构化集合资管计划的发展。

图 6 资产管理产品结构单位：亿元

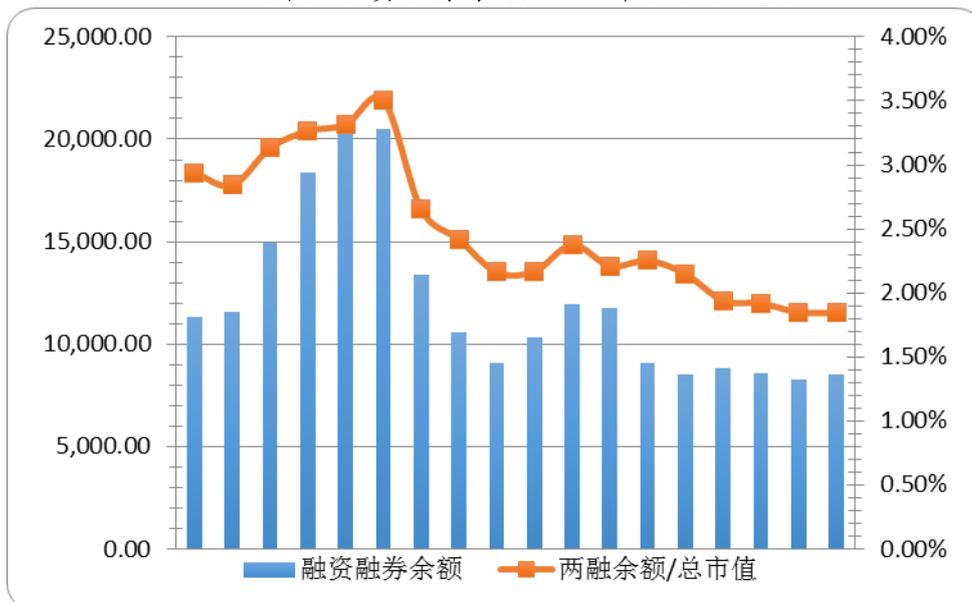


数据来源：中国证券投资基金业协会，联合资信整理

整体来看，通道类产品带动资产管理业务规模快速增长，主动管理型资管产品仍然薄弱。预计证券公司资产管理业务类型仍以定向资产管理计划为主的情况短期内仍将持续，新规实施后主动管理型产品规模有望得到增长，产品结构有望改善。

5、融资融券业务规模大幅下滑

图 7 融资融券余额 单位：亿元/%



数据来源：wind，联合资信整理

2015 年融资融券余额达到峰值的 2.2 万亿元，随着监管“去杠杆”后不断下滑，2016 年 6 月末两融余额约 8500 亿元，远低于峰值水平。但从 2016 年上半年融资融券余额变化情况看，融资融券规模已趋于稳定。在“去杠杆”和股票市场下跌双重叠加效应下，融资融券余额占总市值的比重下降幅度较大，2016 年 6 月末降至 2% 以内，较 2015 年峰值下降约 1.5 个百分点（见图 7）。

股权质押业务也是 2013 年开始试点的资本中介类创新业务。自开展以来，由于证券公司的审批时间短、折扣高、利率低等多种优势，其市场占有率增长快速，2016 年上半年总质押股份超过 1200 亿股，参考市值约 18 万亿元。

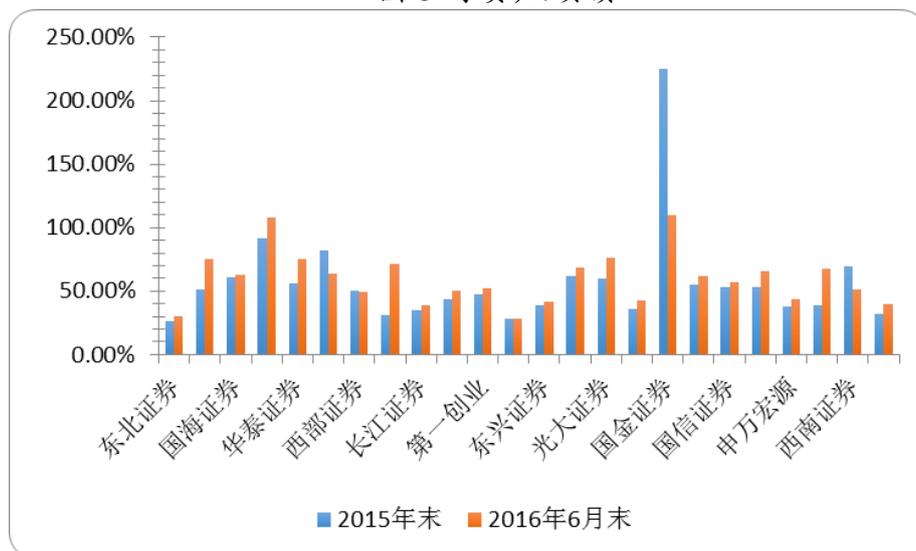
二、财务杠杆与资本充足性

由于 2016 年以来股市行情较弱，证券公司业务发展面临压力，证券公司资金需求相应下降，财务杠杆有所下降，行业资本充足率保持良好水平。

1、财务杠杆水平有所下降

2016 年以来，由于股市行情偏弱，证券公司业务发展面临压力，对外部融资需求有所下降，因而使得整体杠杆率水平有所下降。从上市证券公司净资产/负债指标看，2016 年 6 月末上市券商净资产/负债总体较上年末有所上升（见图 8）。2016 年 6 月末，证券行业财务杠杆（扣除交易结算资金后的总资产/净资产）为 2.75 倍，较 2015 年末有所下降。

图 8 净资产/负债



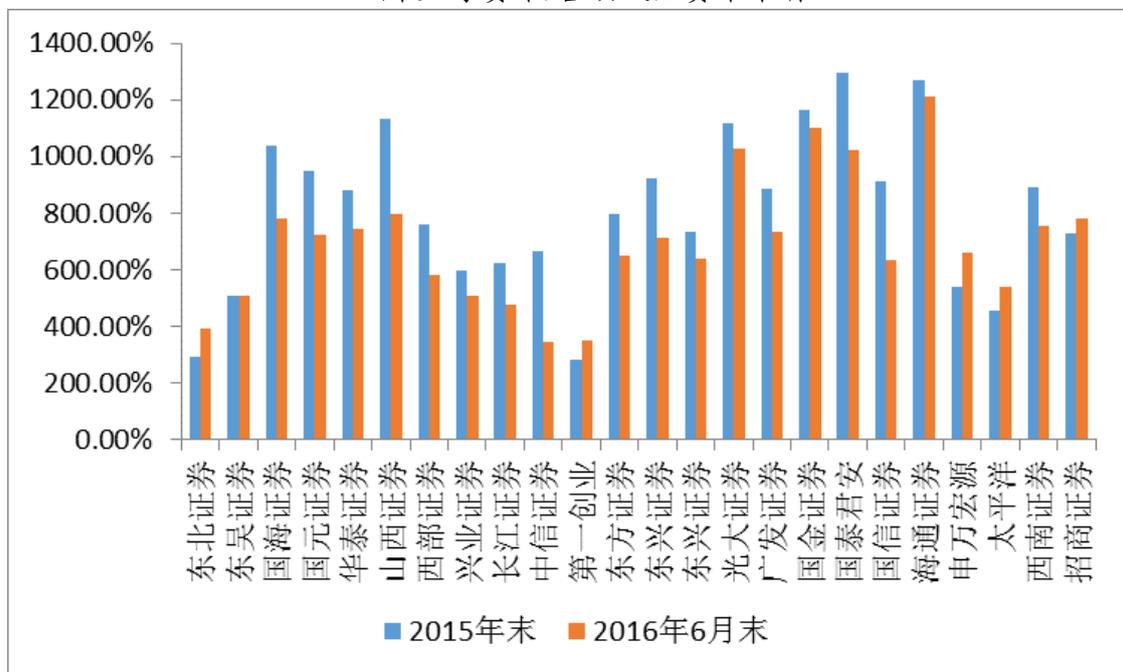
数据来源：上市公司公告，联合资信整理

2、净资本相关指标保持良好，资本处于充足水平

2016 年以来，全部证券公司总资产较 2015 年末有所下降，净资产规模仍保持增长。截至 2016 年 6 月末，证券公司全行业总资产 5.75 万亿元，净资产 1.46 万亿元，净资本 1.18 万亿元；净资本/净资产指标为 80.82%，资产负债率（扣除客户交易结算资金）63.59%。

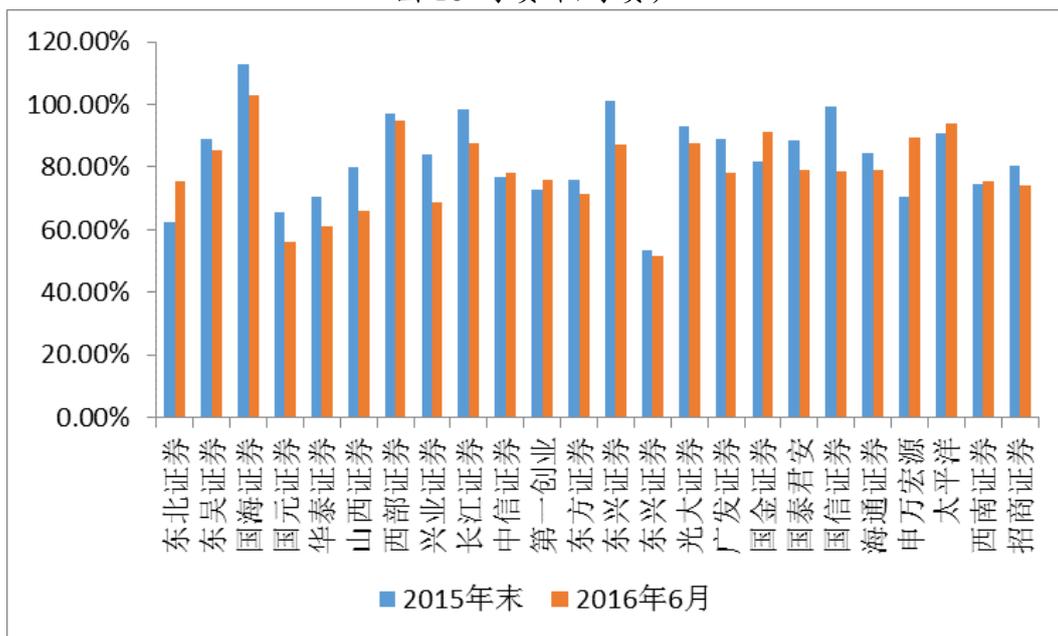
从上市证券公司公布的数据看，2016 年 6 月末，多数上市券商净资本/各项风险资本准备和净资本/净资产较 2015 年末有所下降，但仍远高于监管标准，资本保持充足水平（见图 9、图 10）。

图 9 净资本/各项风险资本准备



数据来源：上市公司公告，联合资信整理

图 10 净资本/净资产



数据来源：上市公司公告，联合资信整理

三、监管政策

◆为防范市场剧烈波动，2015 年 12 月上交所、深交所、中金所正式发布指数熔断相关规定，熔断基准指数为沪深 300 指数，采用 5%和 7%两档阈值，自 2016 年 1 月 1 日起正式实施。2016 年 1 月 4 日和 7 日市场经历 4 次熔断，1 月 8 日上交所、深交所、中金所联合发布通知，为维护市场稳定运行，经证监会同意，暂停实施指数熔断机制。此次熔断机制的试错，体现监管部门遏制市场大幅波动的决心，但熔断机制在股市剧烈波动期间并未起到预期的效果，具体实施方案仍进一步结合实际进行改进。

◆2016 年 6 月，证监会修订并发布《证券公司风险控制指标管理办法》（以下简称“办法”）及配套规则。《办法》主要通过资本杠杆率对公司杠杆进行约束，综合考虑流动性风险监管指标要求，与修订前办法的要求基本相当。此次《办法》及配套规则的修订，通过风险覆盖率、资本杠杆率、流动性覆盖率及净稳定资金率四个核心指标，构建合理有效的风控指标体系，进一步促进证券行业长期健康发展。

◆2016 年 8 月，证监会发布了有关深港通的相关规定，主要规则延续了沪港通的相关机制。沪港通自 2014 年 11 月正式开通以来运行平稳，深港通预计

2017 年初可以正式运行。深港通正式开通后，沪深两市将与港股的互通机制更加完善。

◆2016 年以来，证监会行政处罚效率和力度持续提升，并开展了 IPO 欺诈发行及信息披露违法违规专项行动。2016 年上半年，宏信证券、财富证券、信达证券、兴业证券等多家券商受到处罚，主要涉及新三板投资者适当性管理不到位、保荐书虚假记载等原因，这将对证券公司内控和风险管理水平提出更高要求。从证监会公布的 2016 年证券公司分类评级结果看，共有 8 家证券公司分类等级被上调，而被下调的达 48 家，说明证券公司合规管理及风险控制整体状况有所下降。证券公司在合规管理和操作风险管理层面大多具有不同程度的风险隐患，即便大中型券商也不例外，证券公司需不断强化合规风险管理力度和合规文化建设，加强全员合规意识，最大程度降低合规及操作层面的风险隐患。证券公司业务结构、创新机制、资产负债管理、风险偏好及风险管理体系等方面能否适应外部环境的快速变化，将进一步决定未来业务发展速度及抗风险能力。

四、信用等级

2016 年以来，由于股市行情较弱，导致券商融资需求下降，发行短期融资券数量有所下降。表 1 是 2016 年上半年发行短期融资券的证券公司主体信用等级情况，全部证券公司的主体信用等级在 AA 级及以上。其中 AA 等级证券公司 3 家，约占 18%；AA+等级证券公司 7 家，约占 41%；AAA 等级证券公司 7 家，约占 41%。整体来看，证券公司主体信用等级处于较高水平。

从信用等级迁徙情况看，2016 年证券公司主体信用状况较为稳定，仅有 1 家证券公司主体信用等级被上调和 1 家证券公司信用展望由稳定调整为正面，无受到下调主体信用等级情况。

表 1 2016 年证券公司主体信用等级分布及迁徙情况

证券公司	2016 年	2015 年	评级机构	证券公司	2016 年	2015 年	评级机构
中信证券	AAA	AAA	大公国际	国开证券	AAA	AAA	联合资信
首创证券	AA	AA	东方金城	财通证券	AA+	AA+	中诚信国际
国泰君安	AAA	AAA	上海新世纪	海通证券	AAA	AAA	中诚信国际

华龙证券	AA	AA	大公国际	中信建投	AAA	AAA	中诚信国际
东北证券	AA+	AA+	联合资信	华安证券	AA	AA	上海新世纪
华融证券	AA+	AA+	联合资信	国联证券	AA+	AA+	联合资信
渤海证券	AA+	AA	中诚信国际	兴业证券	AAA	AAA	联合资信
东方证券	AAA	AAA	中诚信国际	浙商证券	AA+	AA+	中诚信国际
东吴证券	AA+	AA+	上海新世纪				

数据来源：中国货币网，联合资信整理

五、展望

展望 2016 年下半年，股票市场在经历大幅波动后有望继续企稳回升，经纪业务及自营业务收入有望反弹；随着 IPO 进程加速以及债券发行规模的增长，投资银行业务收入有望保持增长态势；资产管理业务在新规实施后，主动管理型产品规模占比可能会有所增加，收入结构得以改善，但通道类业务短期内仍将保持增长态势。证券公司整体杠杆水平不高，资本充足，下半年资本将继续保持充足水平，但能否适当提升杠杆以加速业务发展仍取决于监管政策能否放宽以及股票市场行情的发展情况。整体看，2016 年下半年证券公司信用展望稳定。