

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020 年 05 月 24 日

分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

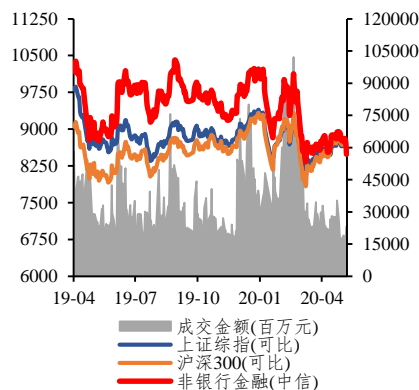
✉ liuwq@cgws.com

联系人（研究助理）：张永 S1070118090027

☎ 010-88366060-8865

✉ zhangyong@cgws.com

股价走势图



数据来源：贝格数据

相关报告

<<经纪业务重登宝座，头部证券公司业绩分化>> 2020-05-08

<<权益市场波动险企盈利分化，Q2有望迈向常态>> 2020-05-08

<<创业板试点注册制超预期落地，关注后续配套政策推进>> 2020-04-29

修改符合预期，与时俱进+强化合规风控

——关于《证券公司分类监管规定（征求意见稿）》的专题评析

核心观点

■ 要点 1：合规风控下强化突出专业能力，促进证券行业差异化特色化发展

从近年监管实践看，分类监管制度对促进证券公司加强合规风控、增强核心竞争力，发挥了积极的正向激励作用。为进一步体现合规、审慎及专业服务导向，对分类评价指标体系进行优化完善，进一步促进证券公司规范经营，提升全面风险管理有效性，引导证券行业差异化发展。总体思路是，维持现行以风险管理能力、持续合规状况为主的证券公司分类评价体系 and 有效做法，着重对相关评价指标进行优化。

■ 要点 2：修改基本符合预期，贯彻差异化发展思想

此次《证券公司分类监管规定（征求意见稿）》在 2017 年 7 月修订发布的《分类监管规定》的基础上进行了调整。《规定》共 35 条，分为总则、评价指标、评价方法、类别划分、组织实施、分类结果使用、附则等七章，以及附件《证券公司风险管理能力评价指标与标准》。此次对其中 12 条进行了修改，主要体现在优化市场竞争力评价指标、优化资本充足与风险管理能力加分指标、完善持续合规状况的扣分标准及调降级别依据及完善风险管理能力评价指标与标准等大类指标，并修改了附件《证券公司风险管理能力评价指标与标准》，细化评价指标的思想突出。

■ 要点 3：落实《证券法》、《证券公司股权管理规定》精神，突出引导差异化竞争

2018 年的证券公司经营指标排名结果指出以下指标使用 2019 年分类评价工作。这些排名指标中分别是第三项营业收入、第六项成本管理能力、第九项信息技术投入考核值、第十三项净资产收益率、第二十项代理买卖证券业务收入、第二十一项证券公司营业部平均代理买卖证券业务收入、第二十二项机构客户投研服务收入占经纪业务收入比例、第二十四项客户资产管理业务收入、第二十五项投资银行业务收入、第三十三项境外子公司证券业务收入占营业收入比例等十项指标。本次法规颁布总体上落实了《证券法》、《证券公司股权管理规定》精神，优化市场竞争力评价指标，预计未来差异化、特色化发展显著。

■ 要点 4：优化资本充足与风险管理能力加分指标

此次《征求意见稿》优化资本充足与风险管理能力加分指标，强化风控经营导向。预计证券公司会迎来资本金扩张新浪潮。新设风险管理全覆盖及

风险监测有效性评价指标。证券公司实现风险控制指标并表管理、风险管理全面覆盖境内外子公司、同一业务和同一客户信用风险归口管理、各项业务数据逐日系统化采集、各类风险控制指标 T+1 日计量与报告的，加 2 分；最近 2 个评价期并表管理持续符合监管要求，并且实现运用内部模型法计量风险的，加 3 分。

■ 要点 5：合规经营导向更明确，完善扣分标准

依法合规经营主要围绕三项内容展开，主要是聚焦在《征求意见稿》第九条、十一条及十二条条款的修改，扣分词频在文件出现 45 次。其中一项为明确证券公司发生重大风险事件或公司治理与内部控制严重失效，或者没有如实报告控股股东和实际控制人信息及变动情况的，可视情节下调公司分类结果级别。其中突出指出，证券公司在评价期内存在挪用客户资产、违规委托理财、财务信息虚假、恶意规避监管或股东虚假出资、抽逃出资等违法违规行为的，将公司分类结果下调 3 个级别；情节严重的，将公司分类结果直接认定为 D 类。我们认为这是监管综合研究分析了当前行业发展的乱象，重拳打击证券公司、股东违法违规行为，也是严格落实《证券法》精神要求。

■ 要点 6：完善风险管理能力评价指标与标准

《征求意见稿》附件中对于《证券公司风险管理能力评价指标与标准》明确了风险管理能力评价指标与标准，包括资本充足、公司治理与合规管理、全面风险管理、客户权益保护、信息技术管理、信息披露等 6 个方面。此次重点，对公司治理与合规管理、全面风险管理评价指标与标准进行细化和完善。公司治理与合规管理方面，补充完善证券公司股权管理、从业人员管理、廉洁从业管理、企业文化建设工作机制、投资银行业务内部控制等评价指标与标准。全面风险管理方面，补充完善自营投资、股票质押、资产管理、投资银行等重点业务风险管控，以及境外子公司风险管控、债券回购经纪业务结算风险管控、声誉风险管理等的评价指标与标准。

■ **投资建议：**重点推荐关注华泰证券（第一家 A+H+G 内地证券公司）、国泰君安、申万宏源、海通证券及东方证券等，港股关注中金公司等；互联网证券公司东方财富。风险偏好高的投资者可关注次新股类弹性标的：南京证券、中国银河等，部分为关联证券公司未列出。

■ **风险提示：**中美贸易摩擦波动风险；市场大幅下跌风险；政策改革不及预期风险；宏观经济下行风险；肺炎疫情持续蔓延风险；地缘政治风险等。

目录

1. 事件回顾.....	5
2. 事件评析.....	5
2.1 修改背景及思路-合规风控下强化突出专业能力，促进证券行业差异化、特色化发展	5
2.2 修改基本符合预期，贯彻差异化发展思想	5
2.3 潜在影响.....	11
2.3.1 落实《证券法》、《证券公司股权管理规定》精神，突出引导差异化竞争	11
2.3.2 优化资本充足与风险管理能力加分指标，预计再迎募资竞赛	17
2.3.3 合规经营导向更明确，完善扣分标准	18
2.3.4 完善风险管理能力评价指标与标准	19
3. 展望与投资建议	19
3.1 展望.....	19
3.2 估值与投资建议	20
4. 风险提示.....	21

图表目录

图 1：资管子公司营收情况.....	16
图 2：上市证券公司 PB 估值与 ROE 关系图	21
表 1：增设证券公司业务评价指标，提升全面风险管理能力	6
表 2：2019 年证券公司公募基金分仓收入排名前 20 名	12
表 3：2019 年下半年以来证券市场改革政策	13
表 4：4 月投行子公司主要业绩指标（单位：万元）	15
表 5：部分公司资管规模情况	16
表 6：表内外资产总额系数调整对试点证券公司的影响	18
表 7：风险资本准备系数调整对试点证券公司的影响	18
表 8：2019 年下半年以来证券公司定增方案一览	18

1. 事件回顾

为优化证券公司分类监管制度，促进证券公司增强风险管理能力，引导证券行业差异化发展，2020年5月22日，证监会发布《证券公司分类监管规定》，并就相关条款的修改草案向社会公开征求意见。

2. 事件评析

2.1 修改背景及思路-合规风控下强化突出专业能力，促进证券行业差异化、特色化发展

2009年5月，证监会出台《证券公司分类监管规定》，确立了分类评价指标体系，并于2010年5月、2017年7月进行了两次修改。分类评价指标体系包括风险管理能力、持续合规状况、市场竞争力等指标。从近年监管实践看，分类监管制度对促进证券公司加强合规风控、增强核心竞争力，发挥了积极的正向激励作用。适应证券行业发展状况，为进一步体现合规、审慎及专业服务能力导向，对分类评价指标体系进行优化完善，进一步促进证券公司规范经营，提升全面风险管理有效性。

总体思路是，维持现行以风险管理能力、持续合规状况为主的证券公司分类评价体系和有效做法，着重对相关评价指标进行优化。一方面是进一步强化合规、审慎经营导向；另一方面是进一步强化专业服务能力导向。监管层适应证券行业发展状况，从营业收入、证券经纪、投资银行、资产管理、财富管理、信息技术投入等方面，优化市场竞争力评价指标，引导证券公司突出主业，做优做强，促进证券行业差异化、特色化发展。

2.2 修改基本符合预期，贯彻差异化发展思想

此次《证券公司分类监管规定（征求意见稿）》在2017年7月修订发布的《分类监管规定》的基础上进行了调整。《规定》共35条，分为总则、评价指标、评价方法、类别划分、组织实施、分类结果使用、附则等七章，以及附件《证券公司风险管理能力评价指标与标准》。此次对其中12条进行了修改，主要体现在优化市场竞争力评价指标、优化资本充足与风险管理能力加分指标、完善持续合规状况的扣分标准及调降级别依据及完善风险管理能力评价指标与标准等大类指标，并修改了附件《证券公司风险管理能力评价指标与标准》，细化评价指标的思想突出。

第一，优化了市场竞争力评价指标，引导证券公司进行差异化经营。一是调整营业收入指标的计算口径；二是优化了证券经纪、投行和资管业务的评价方式，三是新设机构客户服务及交易和财富管理业务评价指标，引导证券公司在未来以客户为中心，做好财富管理业务，加快落实资源的整合和客户的共享服务。

第二，促进了全面风险管理，资本充足与风险全覆盖将成加分指标，1提高主要风控指标持续达标的加分门槛，证券公司最近3个、4个评价期内主要风险控制指标持续达标的，分别加2分、3分，新设证券公司经营不满三年但主要风险控制指标持续达标的，参照最近3个评价期内持续达标予以加分；2是引导证券公司适当增加净资本，证券公司评价期内风险覆盖率达到150%且净资本200亿元以上、风险覆盖率达到150%的，分别加2分、

1分；3是引导证券公司增强风险管理全覆盖及风险监测的有效性，证券公司实现风险控制指标并表管理、风险管理全面覆盖境内外子公司、同一业务和同一客户信用风险归口管理、各项业务数据逐日系统化采集、各类风险控制指标 T+1 日计量与报告的，加 2 分，最近 2 个评价期并表管理持续符合监管要求，并且实现运用内部模型法计量风险的，加 3 分。

第三，合规与审慎导向进一步强化，内控失效或将下调分类级别。1 是明确高级管理人员和主要业务人员的扣分标准；2 是明确了证券公司投行子、资管子公司相关处罚扣分标准；3 是进一步细化了证券公司被实施行政处罚事先告知事项的扣分标准；4 是补充证券公司在评价期外实施行政处罚或重大行政监管措施的扣分标准；5 是补充证券公司发生重大风险事件或者公司治理与内部控制严重失效，造成严重影响，没有如实报告控股股东和实际控制人信息及变动情况的，可视情节下调公司分类结果级别。

第四，完善了风险管理能力评价指标与标准，为证券公司的经营提供良好的治理环境保障。第十六条指出，中国证监会可以委托中国证券业协会对证券公司的全面风险管理能力、企业文化建设情况、社会责任履行情况等进行专项评价。

表 1：增设证券公司业务评价指标，提升全面风险管理能力

序号	原稿（2017）	征求意见稿	修订说明
1	<p>第五条 证券公司风险管理能力主要根据资本充足、公司治理与合规管理、全面风险管理、信息系统安全、客户权益保护、信息披露等 6 类评价指标，按照《证券公司风险管理能力评价指标与标准》（见附件）进行评价，体现证券公司对流动性风险、合规风险、市场风险、信用风险、技术风险及操作风险等管理能力。</p> <p>.....</p> <p>（四）信息系统安全。主要反映证券公司 IT 治理及信息技术系统运行情况，体现其技术风险管理能力。</p> <p>.....</p>	<p>第五条 证券公司风险管理能力主要根据资本充足、公司治理与合规管理、全面风险管理、信息技术管理、客户权益保护、信息披露等 6 类评价指标，按照《证券公司风险管理能力评价指标与标准》（见附件）进行评价，体现证券公司对流动性风险、合规风险、市场风险、信用风险、技术风险及操作风险等管理能力。</p> <p>.....</p> <p>（四）信息技术管理。主要反映证券公司信息技术治理、信息技术安全、数据治理情况，体现其技术风险管理能力。</p> <p>.....</p>	<p>进一步完善风险管理能力评价体系强化信息技术管理的评价口径，以体现证券公司信息技术管理的重视程度。</p>
2	<p>第九条 评价期内证券公司因违法违规行为被中国证监会及其派出机构实施行政处罚、监管措施或者被司法机关刑事处罚的，按以下原则给予相应扣分：</p> <p>（一）公司被采取出具警示函，责令公开说明，责令参加培训，责令定期报告的，每次扣 0.5 分；</p> <p>（二）公司被采取出具警示函并在辖区内通报，责令改正，责令增加内部合规检查次数的，每次扣 1 分；</p> <p>.....</p> <p>（四）公司被采取出具警示函并在全行业通报，责令停止职权或解除职务，责令更换董事、监事、高级管理人员或限制其权</p>	<p>第九条 评价期内证券公司因违法违规行为被中国证监会及其派出机构实施行政处罚、监管措施或者被司法机关刑事处罚的，按以下原则给予相应扣分：</p> <p>（一）公司或者其董事、监事、高级管理人员因对公司违法违规行为负有责任被采取出具警示函，责令公开说明，责令定期报告的，每次扣 0.5 分；</p> <p>（二）公司被采取责令改正，责令增加内部合规检查次数的，每次扣 1 分；</p> <p>.....</p> <p>（四）公司被采取责令更换董事、监事、高级管理人员或限制其权利，限制股东权利或责令转让股权的，每次扣 2 分；</p> <p>（五）公司被采取公开谴责，限制业务活动 6 个月（含）以内，暂不受理与行政许可有关文件，或者董事、监事、高级管理人员因对公司违法违规行为负有责任被认定为不适当人选 1 年</p>	<p>1. 证券公司高级管理人员被采取相关行政监管措施、投行与资管等控股子公司及其主要业务人员被采取行政监管措施等的扣分事宜，证监会在 2018 年、2019 年证券公司分类评价中，通过专家评审会形式审议确定了相关处理标准，本次修订拟在规则中予以体现。</p> <p>2. 删除出具警示函并在辖区内通报、责令停止职权或解除职务的扣分情形。</p> <p>3. 明确证券公司投行子、资管</p>

序号	原稿（2017）	征求意见稿	修订说明
	<p>利，限制股东权利或责令转让股权的，每次扣 2 分；</p> <p>（五）公司被采取公开谴责，限制业务活动，暂不受理与行政许可有关文件，暂停核准新业务或增设、收购营业性分支机构申请，每次扣 2.5 分；</p> <p>（六）董事、监事、高级管理人员因对公司违法违规行为负有责任被认定为不适当人选或被撤销任职资格的，每次扣 3 分；</p> <p>.....</p> <p>证券公司分公司、营业部等分支机构被直接采取上述措施的，按以上原则减半扣分，累计最高扣 5 分；证券公司分支机构负责人等管理人员、保荐代表人等主要业务人员因对公司及分支机构违法违规行为负有责任被直接采取上述措施的，按以上原则减半扣分，累计最高扣 5 分；证券公司控股子公司纳入母公司合并评价的，子公司被采取上述措施的，按以上原则减半扣分。</p>	<p>（含）以内或者公开谴责的，每次扣 2.5 分；</p> <p>（六）公司被限制业务活动 6 个月以上，或者董事、监事、高级管理人员因对公司违法违规行为负有责任被认定为不适当人选 1 年以上的，每次扣 3 分；”</p> <p>.....</p> <p>证券公司控股子公司纳入母公司合并评价，子公司被采取上述措施的，按以上原则予以扣分；证券公司分公司、营业部等分支机构被直接采取上述措施的，按以上原则减半扣分，累计最高扣 5 分；证券公司的管理人员、主要业务人员以及纳入合并评价的控股子公司的董事、监事、高级管理人员，因对公司、子公司及分支机构违法违规行为负有责任被直接采取上述措施的，按以上原则减半扣分，累计最高扣 5 分。</p> <p>证券公司在评价期外被中国证监会及其派出机构作出行政处罚或者采取限制业务活动等重大行政监管措施，造成严重影响的，按以上原则全额扣分。</p>	<p>子公司相关处罚扣分标准，强化了对子公司的管理。</p> <p>4.完善持续合规状况的扣分标准，补充证券公司在评价期外实施行政处罚或重大行政监管措施的扣分标准，强化了评价期外对证券公司的监督管理。</p>
3	<p>第十条 证券公司被证券期货行业自律组织采取书面自律监管措施的，每次扣 0.25 分；被采取纪律处分的，每次扣 0.5 分；证券公司被中国证监会授权履行相关职责的单位采取措施的，比照执行。</p>	<p>第十条 证券公司被证券期货行业自律组织采取书面自律监管措施的，每次扣 0.25 分；被采取纪律处分的，每次扣 0.5 分；证券公司被中国证监会授权履行相关职责的单位采取措施的，比照执行。证券公司的董事、监事、高级管理人员因对公司违反自律监管规则的行为负有责任，被直接采取书面自律监管措施或者纪律处分的，按上述原则予以扣分。证券公司的管理人员、主要业务人员以及纳入合并评价的控股子公司的董事、监事、高级管理人员，因对公司或者子公司违反自律监管规则的行为负有责任，被直接采取书面自律监管措施或者纪律处分的，按以上原则减半扣分。</p>	<p>证券公司及纳入合并评价的控股子公司的管理人员及主要业务人员被采取书面自律监管措施或纪律处分措施的扣分事宜，证监会在 2018 年、2019 年证券公司分类评价中，通过专家评审会形式审议确定了相关处理标准，本次修订拟在规则中予以体现。</p>
4	<p>第十一条 就同一事项对证券公实施多项行政处罚、监管措施、纪律处分、自律监管措施的，按最高分值扣分，不重复扣分，但因限期整改不到位再次被实施行政处罚、监管措施、纪律处分、自律监管措施的除外；就不同事项实施同一行政处罚、监管措施、纪律处分、自律监管措施的，应当分别计算、合计扣分。</p> <p>证券公司因同一事项在不同评价期被分别实施行政处罚、监管措施、纪律处分、自律监管措施的，按最高分值扣分；同一事项在以前评价期已被扣分但未达到最高分值扣分的，按最高分值与已扣分值的差额扣分。</p>	<p>第十一条 就同一事项对证券公司及其负有责任的人员实施多项行政处罚、监管措施、纪律处分、自律监管措施的，按最高分值扣分，不重复扣分，但因限期整改不到位再次被实施行政处罚、监管措施、纪律处分、自律监管措施的除外；就不同事项实施同一行政处罚、监管措施、纪律处分、自律监管措施的，应当分别计算、合计扣分。</p> <p>证券公司及其负有责任的人员因同一事项在不同评价期被分别实施行政处罚、监管措施、纪律处分、自律监管措施的，按最高分值扣分；同一事项在以前评价期已被扣分但未达到最高分值扣分的，按最高分值与已扣分值的差额扣分。</p>	<p>本条规定在证券公司的基础上增加了对证券公司负有责任的人员行为纳入扣分计算中。</p>
5	<p>第十二条 证券公司资本充足、公司治理与</p>	<p>第十二条 证券公司资本充足、公司治理与合规管理、全面风</p>	<p>本条修订条款涉及有关事项</p>

序号	原稿（2017）	征求意见稿	修订说明
	<p>合规管理、全面风险管理、信息系统安全、客户权益保护和信息披露等 6 类评价指标存在一定问题，按具体评价标准每项扣 0.5 分。如已被采取监管措施的，按本规定第九条执行，不重复扣分。</p> <p>证券公司被实施行政处罚预先告知或者因涉嫌证券违法违规行为被立案调查或者发生风险事件，造成严重影响，反映出公司在上述评价指标方面存在问题的，按照本条前款规定对相应的具体评价标准进行扣分。</p>	<p>险管理、信息技术管理、客户权益保护和信息披露等 6 类评价指标存在一定问题，按具体评价标准每项扣 0.5 分。如已按本规定第九条予以扣分的，不重复扣分。</p> <p>证券公司在评价期内被中国证监会及其派出机构实施行政处罚事先告知或者因涉嫌证券违法违规行为被立案调查且事实情节清晰，在评价期外被中国证监会及其派出机构实施行政处罚或者限制业务活动事先告知，反映出公司在上述评价指标方面存在问题的，按照本条前款规定对相应的具体评价标准进行扣分，合计不低于 2 分。</p> <p>证券公司被其他监管部门或者行政机关实施行政处罚，且相关事项涉及证券业务，反映出公司在上述评价指标方面存在问题的，按照本条第一款规定对相应的具体评价指标进行扣分，具体扣分标准由中国证监会视情节确定。</p>	<p>的扣分问题，证监会在 2018 年、2019 年证券公司分类评价中，通过专家评审会形式审议确定了相关处理标准，本次修订拟在规则中予以体现。</p>
6	<p>第十三条 证券公司市场竞争力符合以下条件的，按以下原则给予相应加分：</p> <p>（一）证券公司上一年度营业收入位于行业前 5 名、前 10 名、前 20 名的，分别加 2 分、1 分、0.5 分；</p> <p>（二）证券公司上一年度代理买卖证券业务收入位于行业前 5 名、前 10 名、前 20 名，且营业部平均代理买卖证券业务收入位于行业中位数以上的，分别加 2 分、1 分、0.5 分或证券公司上一年度营业部平均代理买卖证券业务收入位于行业前 5 名、前 10 名、前 20 名的，分别加 2 分、1 分、0.5 分，前述两项按孰高分值加分；</p> <p>（三）证券公司上一年度承销与保荐业务、财务顾问业务收入位于行业前 5 名、前 10 名、前 20 名的，分别加 2 分、1 分、0.5 分；</p> <p>（四）证券公司上一年度资产管理业务收入位于行业前 5 名、前 10 名、前 20 名的，分别加 2 分、1 分、0.5 分；</p> <p>（五）证券公司上一年度机构客户投研服务收入占经纪业务收入比例达到 40%、30%、20%，且经纪业务收入位于行业中位数以上的，分别加 2 分、1 分、0.5 分；</p> <p>（六）证券公司上一年度境外子公司证券业务收入占营业收入的比例达到 40%、30%、20%且营业收入位于行业中位数以上的，分别加 4 分、3 分、2 分；</p> <p>（七）证券公司新业务市场竞争力或者信息系统建设投入指标，位于行业前 5 名、前 10 名、前 20 名的，分别加 2 分、1 分、0.5 分；</p>	<p>第十三条 证券公司市场竞争力符合以下条件的，按以下原则给予相应加分：</p> <p>（一）证券公司上一年度营业收入位于行业前 5 名、前 10 名、前 20 名的，分别加 2 分、1 分、0.5 分；</p> <p>（二）证券公司上一年度代理买卖证券业务收入位于行业前 5 名、前 10 名、前 20 名的，分别加 2 分、1 分、0.5 分；</p> <p>（三）证券公司上一年度承销与保荐收入位于行业前 5 名、前 10 名、前 20 名的，分别加 2 分、1 分、0.5 分；</p> <p>（四）证券公司上一年度财务顾问业务收入位于行业前 10 名、前 20 名的，分别加 1 分、0.5 分；</p> <p>（五）证券公司上一年度资产管理业务收入位于行业前 5 名、前 10 名、前 20 名的，分别加 2 分、1 分、0.5 分；</p> <p>（六）证券公司资产管理业务规模位于行业中位数以上，且资产管理产品投资权益类资产的规模占资产管理业务规模的比列位于行业前 10 名、前 20 名的，分别加 1 分、0.5 分；</p> <p>（七）证券公司上一年度代理机构客户买卖证券交易量位于行业中位数以上，且代理机构客户买卖证券交易量占代理全部客户买卖证券交易量的比例位于行业前 10 名、前 20 名的，分别加 1 分、0.5 分，或者基于柜台与机构客户对手方交易业务收入位于行业前 5 名、前 10 名的，分别加 1 分、0.5 分，前述两项按孰高分值加分；</p> <p>（八）证券公司上一年度投资咨询业务收入位于行业前 10 名、前 20 名的，分别加 1 分、0.5 分，或者代销金融产品业务收入位于行业前 10 名、前 20 名的，分别加 1 分、0.5 分，前述两项按孰高分值加分；</p> <p>（九）证券公司上一年度境外子公司证券业务收入占营业收入的比例达到 40%、30%、20%，且营业收入位于行业中位数以上的，分别加 2 分、1 分、0.5 分；</p> <p>（十）证券公司上一年度净利润位于行业中位数以上且净资产收益率位于行业前 10 名、前 20 名的，分别加 1 分、0.5 分；</p> <p>（十一）证券公司信息技术投入金额位于行业平均数以上，且</p>	<p>本次修改优化市场竞争力评价指标：</p> <p>1.优化营业收入指标计算口径。将营业收入计算口径由合并报表口径调整为专项合并口径，突出对证券公司主业收入情况的评价。</p> <p>2.调整证券经纪业务评价方式。将原有“上一年度代理买卖证券业务收入位于行业前列且营业部均收入位于行业中位数以上或者部均收入位于行业前列（两项按孰高分值加分）”指标，调整为“上一年度代理买卖证券业务收入位于行业前 5 名、前 10 名、前 20 名的。</p> <p>3.优化投行业务评价方式。将原先“上一年度承销与保荐、财务顾问业务排名”指标，细化为两个指标。</p> <p>4.优化资管业务评价方式。保留“资管业务收入排名”指标基础上，增设“资产管理业务规模排名，引导证券公司优化资产管理业务结构，提升主动管理能力。</p> <p>5.新设机构客户服务及交易评价指标，引导证券公司增强机构客户服务及交易业务能力。</p> <p>6.新设财富管理业务相关指</p>

序号	原稿（2017）	征求意见稿	修订说明
	<p>0.5分。具体指标及计算口径由证券业协会依据行业发展情况确定。证券公司在评价期内如因违法违规行为被采取本规定第九条第（七项至第（十二）项所列措施的，或者根据本规定第十二条第二款被扣分的，不适用本条对应业务项的加分，但同一事项在以前评价期已被取消加分的除外。</p>	<p>投入金额占营业收入的比例位于行业前5名、前10名、前20名的，分别加2分、1分、0.5分。具体指标及计算口径由证券业协会根据行业发展情况确定。证券公司在评价期内因违法违规行为被采取本规定第九条第一款第（五）项至第（十二）项所列措施，根据本规定第九条第三款、第十二条第二款被扣分的，不适用本条对应业务项的加分，但同一事项在以前评价期已被取消加分的除外。</p>	<p>标。按投资咨询业务收入或者代销金融产品业务收入两项按孰高分值加分”。</p> <p>7.改进盈利能力评价指标。取消原有净资产收益率和成本管理能力两个评价指标，整合为净利润和净资产收益率排名指标。</p> <p>8.优化信息技术投入评价方式。将“信息系统建设投入排名”绝对数指标，以更好地体现证券公司对信息技术投入的重视程度。</p> <p>进一步强化合规、审慎导向，完善合规风控评价指标体系。提高主要风控指标持续达标的加分门槛，引导证券公司加强风险控制。取消净资产，净资产收益率和净利润指标，增设风险覆盖率指标，“风险覆盖率达到200%且净资产100亿元以上、风险覆盖率达到150%，分别加1分、0.5分”，引导证券公司强化资本约束。</p>
7	<p>第十四条 证券公司符合以下条件的，按以下原则给予相应加分：</p> <p>（一）证券公司最近2个、3个评价期内主要风险控制指标持续达标的，分别加2分、3分；</p> <p>（二）证券公司净资本达到规定标准10倍及以上的，每一倍数加0.1分，最高可加3分；</p> <p>（三）证券公司净资本收益率位于行业前5名、前10名、中位数以上的，分别加2分、1分、0.5分；</p> <p>（四）证券公司上一年度净利润为正且成本管理能力位于行业前5名、前10名、前20名的，分别加2分、1分、0.5分。</p>	<p>第十四条 证券公司符合以下条件的，按以下原则给予相应加分：</p> <p>（一）证券公司最近3个、4个评价期内主要风险控制指标持续达标的，分别加2分、3分；新设证券公司经营不满三年但主要风险控制指标持续达标的，参照最近3个评价期内持续达标予以加分；</p> <p>（二）证券公司评价期内风险覆盖率达到150%且净资产200亿元以上、风险覆盖率达到150%的，分别加2分、1分；</p> <p>（三）证券公司实现风险控制指标并表管理、风险管理全面覆盖境内外子公司、同一业务和同一客户信用风险归口管理、各项业务数据逐日系统化采集、各类风险控制指标T+1日计量与报告的，加2分；最近2个评价期并表管理持续符合监管要求，并且实现运用内部模型法计量风险的，加3分。</p>	<p>增设风险控制指标，即“实现风险控制指标并表管理、风险管理全面覆盖境内外子公司、同一业务和同一客户信用风险归口管理、各项业务数据逐日系统化采集、各类风险控制指标T+1日计量与报告的，加2分；最近2个评价期并表管理持续符合监管要求，并且实现运用内部模型法计量风险的，加3分”，引导证券公司增强风险管理全覆盖及风险监控有效性。</p>
8	<p>第十六条 证券公司可以申请中国证监会认可的机构（以下简称专业评价机构）组织专家对其专业管理能力、信息技术系统的稳定与安全、客户服务与管理水平、投资者教育等方面进行专业评价；专业评价机构可针对证券行业内发生的重大事故、技术故障、业务纠纷与客户投诉等情况，</p>	<p>第十六条 证券公司可以申请中国证监会认可的机构（以下简称专业评价机构）组织专家对其专业管理能力、信息技术系统的稳定与安全、客户服务与管理水平、投资者教育等方面进行专业评价；专业评价机构可针对证券行业内发生的重大事故、技术故障、业务纠纷与客户投诉等情况，对涉及的证券公司进行专业评价。证券公司专业评价的标准和办法另行制定。</p> <p>中国证监会可以委托中国证券业协会对证券公司的全面风险</p>	<p>将原有合规管理能力的专项评价指标删除，改为对证券公司企业文化建设情况的专项评价，以提高证券公司对于企业文化建设的重视程度，为公司的治理机制提供良好的治理环境保障。</p>

序号	原稿（2017）	征求意见稿	修订说明
	<p>对涉及的证券公司进行专业评价。证券公司专业评价的标准和办法另行制定。</p> <p>中国证监会可以委托中国证券业协会对证券公司的全面风险管理能力、合规管理能力、社会责任履行情况等进行专项评价。</p> <p>中国证监会及其派出机构可以根据证券公司专业评价及专项评价结果，对证券公司评价计分进行调整，每项评价最高可加 3 分。</p> <p>经专业评价机构评定，证券公司发生的重大事故、技术故障、业务纠纷、客户投诉是由于证券公司管理不善引起的，中国证监会及其派出机构应采取相应的监管措施，进行扣分。</p> <p>第十七条 中国证监会根据证券公司评价计分的高低，将证券公司分为 A（AAA、AA、A）、B（BBB、BB、B）、C（CCC、CC、C）、D、E 等 5 大类 11 个级别。</p> <p>.....</p> <p>中国证监会每年根据行业发展情况，结合以前年度分类结果，事先确定 A、B、C 三大类别公司的相对比例，并根据评价计分的分布情况，具体确定各类别、各级别公司的数量，其中 B 类 BB 级及以上公司的评价计分应高于基准分 100 分。</p> <p>.....</p> <p>（五）E 类公司潜在风险已经变为现实风险，已被采取风险处置措施。</p>	<p>管理能力、企业文化建设情况、社会责任履行情况等进行专项评价。</p> <p>中国证监会及其派出机构可以根据证券公司专业评价及专项评价结果，对证券公司评价计分进行调整，每项评价最高可加 3 分。</p> <p>经专业评价机构评定，证券公司发生的重大事故、技术故障、业务纠纷、客户投诉是由于证券公司管理不善引起的，中国证监会及其派出机构应采取相应的监管措施，进行扣分。</p> <p>第十七条 中国证监会根据证券公司评价计分的高低，将证券公司分为 A（AAA、AA、A）、B（BBB、BB、B）、C（CCC、CC、C）、D、E 等 5 大类 11 个级别。</p> <p>.....</p> <p>中国证监会每年根据行业发展情况，结合以前年度分类结果，事先确定 A、B、C 三大类别公司的相对比例，并根据评价计分的分布情况，具体确定各类别、各级别公司的数量。</p> <p>.....</p> <p>（五）E 类公司潜在风险已经变为现实风险，已被采取风险处置措施。</p>	
9			删去第十七条第三款中 B 类 BB 级及以上公司的评价计分应高于基准分 100 分的要求。
10	<p>第十八条 证券公司在评价期内存在挪用客户资产、违规委托理财、财务信息虚假、恶意规避监管或股东虚假出资、抽逃出资等违法违规行为的，将公司分类结果下调 3 个级别；情节严重的，将公司分类结果直接认定为 D 类。</p>	<p>第十八条 证券公司在评价期内发生重大风险事件或者公司治理与内部控制严重失效，造成严重影响，或者没有按规定真实、准确、完整地报告公司控股股东和实际控制人信息及变动情况的，可视情节下调公司分类结果级别。证券公司在评价期内存在挪用客户资产、违规委托理财、财务信息虚假、恶意规避监管或股东虚假出资、抽逃出资等违法违规行为的，将公司分类结果下调 3 个级别；情节严重的，将公司分类结果直接认定为 D 类。</p>	补充证券公司发生重大风险事件或者公司治理与内部控制严重失效，造成严重影响，或者未如实报告或披露公司控股股东和实际控制人信息情形予以下调级别的处理依据。
11	<p>第二十九条 证券公司分类结果将作为证券公司申请增加业务种类、新设营业网点、发行上市等事项的审慎性条件。</p>	<p>删除“新设营业网点”的表述。</p>	适应行业发展状况及监管实际予以修改。
12	<p>第三十四条 本规定下列用语的含义：</p> <p>（二）成本管理能力，是指营业收入与营业支出的比例，用（营业收入—投资收益—公允价值变动收益）/营业支出进行衡量。</p> <p>（四）本规定第十四条第（二）项净资产</p>	<p>第三十四条 本规定下列用语的含义：（一）主要风险控制指标，是指净资产、风险覆盖率、资本杠杆率、流动性覆盖率、净稳定资金率等指标；</p> <p>（二）本规定第十三条各项业务收入口径由中国证券业协会根据行业发展情况确定并公布；</p>	<p>1.删除第三十四条（二）（四）项，将第（三）项作为第（二）项、第（五）项作为第（三）项。</p> <p>2.补充证券公司管理人员和主</p>

序号	原稿（2017）	征求意见稿	修订说明
	数额计算需扣除附属净资本。	（三）本规定第十条中国证监会授权履行相关职责的单位包括中国证券登记结算有限责任公司、中国证券投资者保护基金有限责任公司、中国证券金融股份有限公司、全国中小企业股份转让系统有限责任公司等； （四）本规定所称证券公司的管理人员是指公司一级部门负责人、分支机构负责人等，主要业务人员是指公司及其纳入合并评价的控股子公司的保荐代表人、财务顾问主办人、投资经理、证券分析师等。	要业务人员的构成，作为第三十四条第（四）项。

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

2.3 潜在影响

2.3.1 落实《证券法》、《证券公司股权管理规定》精神，突出引导差异化竞争

2018 年的证券公司经营指标排名结果指出以下指标使用 2019 年分类评价工作。这些排名指标中分别是第三项营业收入、第六项成本管理能力、第九项信息技术投入考核值、第十三项净资产收益率、第二十项代理买卖证券业务收入、第二十一项证券公司营业部平均代理买卖证券业务收入、第二十二项机构客户投研服务收入占经纪业务收入比例、第二十四项客户资产管理业务收入、第二十五项投资银行业务收入、第三十三项境外子公司证券业务收入占营业收入比例等十项指标。

■ 落实《证券法》、《证券公司股权管理规定》精神

在我们前期的报告《证券公司股权管理办法》及新《证券法》影响等专题分析报告中，旗帜鲜明指出监管推动证券公司分类管理，支持差异化发展。根据证券公司从事业务的复杂程度，区分从事常规传统证券业务（从事如证券经纪、证券投资咨询、财务顾问、证券承销与保荐、证券自营等传统业务的证券公司）（专业类证券公司）和从事的业务具有显著杠杆性质且多项业务之间存在交叉风险的（如股票期权做市、场外衍生品、股票质押回购等）证券公司（综合类证券公司），分别规定股东条件，要求专业类证券公司的股东满足基本法定条件，要求综合类证券公司的主要股东和控股股东具备较高的管控水平及风险补偿能力。2006 年修订之前的《证券法》把证券公司分为综合类与经纪类，2006 年修订后取消之前的分类标准，将证券公司按照业务类别分类管理，并建立以净资本为核心的监管体系。原来的分类管理重在资本要求和牌照限制，现在的分类管理重在股东要求、资本要求与牌照要求。基于此，我们也是比较早地提出，行业分类评价标准将发生变化，对应差异化监管发展的思路。

■ 优化市场竞争力评价指标，预计未来差异化、特色化发展显著

此类指标涉及 8 项，其中优化 4 项，调整 1 项，新设 2 项，改进 1 项。其中涉及到主营业务指标方面，将营业收入计算口径由合并报表口径调整为专项合并口径，突出对证券公司主业收入情况的评价，主要引导差异化发展，遏制片面追求规模的不良导向。

✓ 提高机构服务能力，推进财富管理转型

此次征求意见稿调整证券经纪业务评价方式、新设财富管理业务相关指标、新设机构客户服务及交易评价指标。

对于经纪业务，进一步优化。将原有“上一年度代理买卖证券业务收入位于行业前列且营业部均收入位于行业中位数以上，或者部均收入位于行业前列（两项按孰高分值加分）”指标，调整为“上一年度代理买卖证券业务收入（代理买卖证券业务净收入-股票基金交易额*万分之 2.5）位于行业前 5 名、前 10 名、前 20 名的，分别加 2 分、1 分、0.5 分”。我们认为这是进一步优化经纪业务的评价方式，之前 2018 年证券公司经营指标排名指出，部均代理买卖业务净收入=（代理买卖证券业务净收入+交易单元席位租赁净收入）/公司年末营业部家数（A 型营业部数量按 1 计算，B 型数量按 1/2 计算，C 型数量按 1/5 计算，具有经纪业务牌照分公司按 1 计算；折算后营业部数量合计小于 1 家按 1 家计算）。我们认为，这预计是监管层考虑到了行业发展趋势，尤其是大证券公司的 B、C 型营业部变多的事实，以及行业线上化趋势发展的考虑。

新设机构客户服务及交易评价指标，引导证券公司增强机构客户服务及交易业务能力，新设财富管理业务相关指标。即“上一年度投资咨询业务收入或者代销金融产品业务收入位于行业前 10 名、前 20 名的，分别加 1 分、0.5 分”。实际上上述新增指标，是对接 2019 年 10 月出台的基金投顾业务试点及 2020 年 4 月 17 日出台的《证券投资基金投资咨询业务管理办法（征求意见稿）》，实现“结构优化”，丰富和完善业务类型，明确投资建议服务可涵盖证券、基金、衍生品等各类标的，形成证券投资顾问、基金投资顾问、发布研究报告三种类型为主体的业务结构，更好满足客户的财富管理需求；引导投资咨询机构主要面向资管产品、专业机构等机构投资者（将实践中为资管产品、QFII 及银行理财子公司等提供投资建议服务一并纳入监管）提供股票等高风险资产的投资建议，对普通投资者则主要提供公募基金等相对低风险资产的投资建议服务。同时，对于证券公司上一年度代理机构客户买卖证券交易量位于行业中位数以上，且代理机构客户买卖证券交易量占代理全部客户买卖证券交易量的比例位于行业前 10 名、前 20 名的，分别加 1 分、0.5 分，或者基于柜台与机构客户对手方交易业务收入位于行业前 5 名、前 10 名的，分别加 1 分、0.5 分，前述两项按孰高分值加分；该指标也是引导证券公司补齐机构客户服务短板。

表 2：2019 年证券公司公募基金分仓收入排名前 20 名

排名	证券公司	分仓佣金（亿元）	同比
1	中信证券	5.18	29.05%
2	长江证券	4.01	-1.40%
3	中信建投	3.48	42.06%
4	广发证券	3.25	-5.32%
5	招商证券	3.36	10.04%
6	华泰证券	2.67	27.57%
7	国泰君安	3.26	21.32%
8	光大证券	3.13	16.18%
9	海通证券	3.00	10.61%
10	中泰证券	2.91	8.77%
11	东方证券	2.71	5.72%
12	兴业证券	2.47	-5.45%
13	方正证券	2.13	-3.59%
14	天风证券	2.07	-22.18%

15	国盛证券	2.00	201.92%
16	中金公司	1.93	-21.08%
17	中国银河	1.86	2.34%
18	安信证券	1.80	-4.17%
19	国信证券	1.66	-6.66%
20	华创证券	1.57	5.26%

资料来源: wind, 长城证券研究所

✓ 拆分细化为承销与保荐收入、财务顾问业务收入，引导投行业务差异化发展

此次《征求意见稿》将承销与保荐、财务顾问业务排名指标不再按照加总进行分类评价，而是进行拆分评价。我们认为这是监管层考虑到了行业差异化发展导向，对接以注册制改革为本轮资本市场总纲的现实要求。我们在关于深改委第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》的专题报告，预计管理层是考虑到创业板的定位差异，尤其是包括服务于潜在挂牌上市公司的中小证券公司的资本实力差异，可能未来相对于龙头证券公司，中小证券公司预计在创业板的竞争力度加大，而科创板更多是龙头证券公司的业务蓝海。且证券公司未来投行产业链将更为完善，价值链将更长，包括并购再融资、分拆上市等。未来，在投行领域的分化也将加剧，有望走出更多像华兴资本、华泰联合这类的精品投行。

2019 年是资本市场供给侧改革的元年，2020 年改革的深化年，沿着深改 12 条不断推进。自 2019 年以来，科创板与注册制、再融资、并购重组等融资新政不断推出，证券行业政策面利好接踵而至。2019 年 6 月，科创板拉开了我国注册制的序幕。同年年底，新《证券法》提出全面推行注册制。2020 年 4 月 27 日，中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》。2020 年 2 月 14 日，证监会发布上市公司《再融资规则》，在发行对象、定价机制、减持机制、锁定机制等多维度优化改革。2020 年 5 月 18 日，《中共中央国务院关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》发布，再一次明确提出要推动以信息披露为核心的股票发行注册制改革。

表 3: 2019 年下半年以来证券市场改革政策

时间	发布单位	文件名称	内容
2020/05/22	证监会	关于修改《证券公司分类监管规定》的决定	证监会对《证券公司分类监管规定》相关条款进行修改，并向社会公开征求意见。本次修改的主要内容包括，一是维持现行以风险管理能力、持续合规状况为主的证券公司分类评价体系和有效做法，着重对相关评价指标进行优化，集中解决实践中遇到的突出问题；二是进一步强化合规、审慎经营导向；三是进一步强化专业服务能力导向。
2020/05/15	--	易会满在全国投资者保护宣传日活动上的讲话	在证监会主办的“5·15 全国投资者保护宣传日”活动上，证监会主席易会满表示，再融资政策方面，去年以来，为回应市场关切，更好满足实体企业融资需求，证监会已经进行了两次优化调整，发布再融资审核标准，精简发行条件，优化定价和锁定期等安排，同时对战略投资者进行了较严格的界定。这样做的主要考虑是，在满足上市公司合理再融资需求的同时，能够充分维护中小投资者权益。“下一步，我们将继续贯彻注册制理念，将再融资审核重点聚焦到关键发行条件上来，适时发布再融资审核指引，增强市场预期性；推进再融资分类审核，对优质上市公司定向增发进一步优化流程，提高效率。”
2020/05/14	中国人民银行等	多部委发布《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》	中国人民银行等部委：扩大证券业开放，支持在粤港澳大湾区内地依法有序设立外资控股的证券公司、基金管理公司、期货公司。依法扩大合资证券公司业务范

时间	发布单位	文件名称	内容
2020/04/27	--	《创业板改革并试点注册制总体实施方案》	<p>围。外汇管理部门会同证券监督管理机构试点证券期货经营机构跨境业务。支持港澳私募基金参与粤港澳大湾区创新型企业融资，鼓励符合条件的创新型企业赴港澳融资、上市。</p> <p>习近平主持召开中央全面深化改革委员会第十三次会议强调，深化改革健全制度完善治理体系，善于运用制度优势应对风险挑战冲击。会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》。</p>
2020/03/27	证监会	《证券公司风险控制指标管理办法》	<p>证监会：证监会将根据《证券公司风险控制指标管理办法》规定，逐步允许参与试点机构试行更为灵活的风控指标体系。初期，综合考虑试点机构对外投资资本占用情况，对试点机构母公司风险资本准备计算系数由 0.7 调降至 0.5，表内外资产总额计算系数由 1 降至 0.7。</p>
2020/03/13	证监会	《证监会明确取消证券公司外资股比限制》	<p>证监会：按照国家金融业对外开放的统一部署，落实中美第一阶段经贸协议要求，经统筹研究，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根据法律法规、证监会有关规定和相关服务指南的要求，依法提交设立证券公司或变更公司实际控制人的申请。</p>
2020/03/06	证监会	《关于进一步完善证券公司缴纳证券投资者保护基金有关事项的补充规定》	<p>证监会：降低证券公司 2019 年度及 2020 年度证券投资者保护基金缴纳比例，A 类、B 类、C 类、D 类证券公司，分别按照其营业收入的 0.5%、0.6%、0.7%、0.7% 的比例缴纳 2019 年度证券投资者保护基金，2020 年度证券投资者保护基金的缴纳比例参照执行。</p>
2020/03/01	发改委	《关于企业债券发行实施注册制有关事项的通知》	<p>随着新证券法 3 月 1 日起施行，企业债和公司债发行也将全面实施注册制。发改委今日发布通知明确，企业债券发行全面施行注册制，并明确企业债券发行条件，包括最近三年平均可分配利润足以支付企业债券一年的利息等。同日，证监会也发布通知明确，公司债券公开发行实行注册制。</p>
2020/02/29	国务院办公厅	《关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》	<p>国务院办公厅印发《关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》（以下简称《通知》），部署做好修订后的《中华人民共和国证券法》（以下简称证券法）贯彻实施工作。《通知》提出，要稳步推进证券公开发行注册制。</p>
2020/02/14	证监会	《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》《关于修改<上市公司非公开发行股票实施细则>的决定》	<p>证监会发布《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》《关于修改<上市公司非公开发行股票实施细则>的决定》（以下简称《再融资规则》），自发布之日起施行。此次再融资制度部分条款调整的内容主要包括：一是精简发行条件，拓宽创业板再融资服务覆盖面。二是优化非公开制度安排，支持上市公司引入战略投资者。三是适当延长批文有效期，方便上市公司选择发行窗口。</p>
2020/01/23	证监会	《证券公司风险控制指标计算标准规定》	<p>证监会：为推动证券行业持续稳健发展，进一步增强证券公司风控指标体系的有效性和适应性，2020 年 1 月 23 日，证监会发布了《证券公司风险控制指标计算标准规定》，于 2020 年 6 月 1 日正式施行。</p>
2019/12/28	证监会	《中华人民共和国证券法》	<p>第十三届全国人大常委会第十五次会议审议通过了修订后的《中华人民共和国证券法》（以下简称新证券法），将于 2020 年 3 月 1 日起施行。本次证券法修订，按照顶层制度设计要求，进一步完善了证券市场基础制度，体现了市场化、法治化、国际化方向，为证券市场全面深化改革落实落地，有效防控市场风险，提高上市公司质量，切实维护投资者合法权益，促进证券市场服务实体经济功能发挥，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，提供了坚实的法治保障，具有非常重要而深远的意义。</p>
2019/12/24	--	《证监会主席易会满表示：压实债券发行人和中介机构责任》	<p>证监会主席易会满表示，证监会将积极履行监管职责，压实债券发行人和中介机构的责任，加大对违法违规行为的惩戒力度，让做坏事的人付出沉重的代价，改善债券市场的发展环境，提升资本市场的治理能力。</p>

时间	发布单位	文件名称	内容
2019/11/29	证监会	证监会答复《关于做强做优做大打造航母级头部证券公司，构建资本市场四梁八柱确保金融安全的提案》	证监会答复《关于做强做优做大打造航母级头部证券公司，构建资本市场四梁八柱确保金融安全的提案》：下一步工作，继续鼓励和引导证券。
2019/10/25	证监会	《证监会:引入公募基金等长期资金 增强新三板服务功能》	证监会召开发布会表示，引入公募基金等长期资金，增强新三板的服务功能。
2019/08/27	证监会	《科创板上市公司重大资产重组特别规定》	为落实科创板上市公司（以下简称科创公司）并购重组注册制试点改革要求，建立高效的并购重组制度，规范科创公司并购重组行为，证监会发布《科创板上市公司重大资产重组特别规定》。
2019/07/15	中国证券业协会	《证券公司信用风险管理指引》	中国证券业协会正式对外发布《证券公司信用风险管理指引》，旨在切实加强证券公司对各类信用风险事件的防范与应对。子公司孙公司都被纳入管理体系 涉及信用风险业务需进行压力测试。

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所证券

2020 年 4 月份，在 5 家上市证券公司投行子公司中，华泰联合营收居榜首，同比/环比增速分别为 44.5%/1.67%。净利润方面，华泰联合同比/环比增速 101.56%/-28.56%，长江承销同比/环比增速 939.37%/-42.99%，申万宏源承销保荐同比/环比增速 51.72%/-74.35%，中德证券同比/环比增速 98.55%/-121.63%，摩根士丹利华鑫同比/环比增速 76.46%/49.56%。

表 4：4 月投行子公司主要业绩指标（单位：万元）

排名	机构名称	营业收入	营业收入同比 (%)	营业收入环比 (%)	净利润	净利润同比 (%)	净利润环比 (%)
1	华泰联合	14924.31	44.5	1.67	3145.36	101.56	-28.56
2	长江承销	4934.9	280.86	-26.22	1554.85	939.37	-42.99
3	申万宏源承销保荐	2982	33.78	-60.89	924	51.72	-74.35
4	中德证券	1948.75	103.19	5.51	-13.3	98.55	-121.63
5	摩根士丹利华鑫	1474.41	564.03	489.69	-331	76.46	49.56

资料来源：choice，长城证券研究所

✓ 体现证券公司盈利能力和竞争力，更为公平、公允

取消净资产收益率评价指标问题，我们认为是监管考虑到了行业发展现实。2020 年 1 月，证监会发布了《证券公司风险控制指标计算标准规定》(2019 年 8-9 月公布征求意见稿)，对于证券公司净资产做了测算修订。我们认为，盈利能力指标修改为上一年度净利润位于行业中位数以上且净资产收益率位于行业前 10 名、前 20 名，是考虑到证券公司净资产相较于净资产更为稳健，可比性更强，评价更为公允客观。

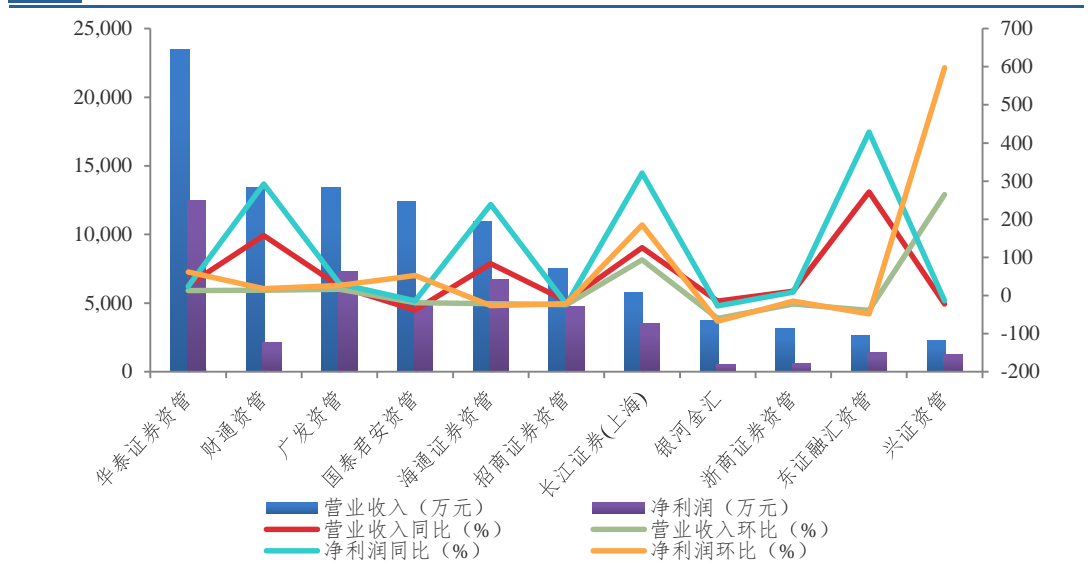
对于成本管控能力指标，成本管理=（营业收入-投资收益-公允价值变动收益）/营业支出，我们认为这是监管层考虑到了行业波动的顺周期性，权益市场的波动会放大证券公司经营的波动性（股市牛短熊长），不能相对客观的衡量证券公司成本管控；尤其对于专业化发展导向相对明确的中小证券公司不公平，因为限于战略选择、净资产、业务能力差异，在衍生对冲业务发展有限，对冲市场波动风险能力不足。我们认为，这项规定，就明确证券公司差异化经营的导向，预计未来更多中小证券公司将着力在自身能力范围内展业，行业的顺周期的波动性可能会一定程度的降低。

✓ 贯彻资管新规，加大主动资管转型导向

优化资管业务评价方式。《征求意见稿》保留“资管业务收入排名”指标基础上，增设“资产管理业务规模位于行业中位数以上，且资产管理产品投资权益类资产的规模占资产管理业务规模的比例位于行业前 10 名、前 20 名的，分别加 1 分、0.5 分。我们认为，在新《证券法》的精神，资产管理业务不是证券公司的专属业务，而是在《基金法》下进行统一监管，在大资管背景下，证券公司的资管业务面临的竞争压力加大。此次优化，我们预计是监管引导证券公司优化资产管理业务结构，提升主动管理能力，提升证券行业资管业务的竞争力，尤其是发挥投研业务的相对优势。

基金业协会公布的数据显示，中信证券 2019Q4 月均资管规模为 16182.12 亿元，同比增长 4.41%；月均主动资管规模 4506.06 亿元，同比下降 25.25%，资管规模远超位列第二的华泰证券。2020 年 4 月份数据显示，在 11 家上市证券公司资管子公司中，华泰证券资管、财通资管及广发资管的营业收入名列前三。其中，华泰证券资管以营收环比和同比分别为 12.72%和 27.01%跻身第一位。净利润方面，华泰证券资管、广发资管及海通证券资管位列前三，环比增幅分别为 61.3%、26.53%、-26.17%。

图 1：资管子公司营收情况



资料来源：wind，长城证券研究所

表 5：部分公司资管规模情况

排名	机构	资产管理 2019Q4 月均规模 (亿元)	机构	主动管理资产 2019Q4 月均规模 (亿元)
1	中信证券	16182.12	中信证券	4506.06
2	华泰证券资管	7885.62	国泰君安证券资管	4219.27
3	国泰君安证券资管	7826.52	华泰证券资管	2522.45
4	申万宏源证券	7056.78	招商证券资管	1814.41
5	中信建投证券	6157.20	广发证券资管	1769.71
6	广发证券资管	5544.29	中信建投证券	1694.73
7	中银国际证券	5522.94	申万宏源证券	1356.42
8	招商证券资管	5474.05	上海海通证券资管	1184.25
9	上海海通证券资管	4426.65	上海光大证券资管	1170.62
10	华福证券	3890.21	中国国际金融	1134.04

排名	机构	资产管理 2019Q4 月均规模 (亿元)	机构	主动管理资产 2019Q4 月均规模 (亿元)
11	安信证券	3247.69	华融证券股份	1077.04
12	江海证券	2886.50	中泰证券资管	912.63
13	华融证券	2878.66	安信证券	843.83
14	德邦证券	2847.72	上海东方证券资管	798.09
15	银河金汇证券资管	2741.22	天风证券	768.29
16	长城证券	2523.63	财通证券资管	747.07
17	上海光大证券资管	2513.69	银河金汇证券资管	736.27
18	中泰证券资管	2243.85	中银国际证券	720.65
19	渤海汇金证券资管	2232.04	长江证券资管	592.85
20	第一创业证券	2201.30	德邦证券	533.61

资料来源：长城证券研究所

✓ 审视公司实力差异，预计未来证券公司还是会加大信息技术投入

“信息系统建设投入排名”绝对数指标，调整为“信息技术投入金额”相对数指标。即“信息技术投入金额位于行业平均数以上，且投入金额占营业收入的比例位于行业前 5 名、前 10 名、前 20 名的，分别加 2 分、1 分、0.5 分”，以更好地体现证券公司信息技术投入的重视程度。此前是按照信息技术投入考核值进行分类评价，改指标为本年信息技术投入+本年信息技术人员薪酬*120%-上年专项合并营业收入*3%（2017 年、2018 年新成立的证券公司不纳入此项统计排名，2018 年的中位数为 5870 万元）。我们认为这是考虑到了证券公司经营的差异化及实力差距的客观现实，更加务实、可行。

2.3.2 优化资本充足与风险管理能力加分指标，预计再迎募资竞赛

此次《征求意见稿》优化资本充足与风险管理能力加分指标，强化风控经营导向。预计证券公司会迎来资本金扩张新浪潮。

引导证券公司强化资本约束，评价期内风险覆盖率达到 150%且净资本 200 亿元以上、风险覆盖率达到 150%的，可加 2 分、1 分。该指标为净资本/各项风险资本准备之和 $\times 100\%$ ，对于这个加分项，我们认为监管部门经过通盘考虑作出的决策，强化在控制风险的前提下展业。

新设风险管理全覆盖及风险监测有效性评价指标。证券公司实现风险控制指标并表管理、风险管理全面覆盖境内外子公司、同一业务和同一客户信用风险归口管理、各项业务数据逐日系统化采集、各类风险控制指标 T+1 日计量与报告的，加 2 分；最近 2 个评价期并表管理持续符合监管要求，并且实现运用内部模型法计量风险的，加 3 分。

其实早在 3 月 27 日，证监会宣布将中信证券、国泰君安、中金公司、华泰证券、招商证券、中信建投 6 家证券公司纳入首批并表监管试点，逐步允许参与试点机构试行更为灵活的风控指标体系。初期，综合考虑试点机构对外投资资本占用情况，对试点机构母公司风险资本准备计算系数由 0.7 调降至 0.5，表内外资产总额计算系数由 1 降至 0.7。试点证券公司母公司资本杠杆率处于 10.5%-19.97%范围，下调表内外资产总额计算系数后，试点证券公司母公司资本杠杆率上升至 15%-28.53%区间范围，距预警标准明显上升，杠杆率有望提升。在风险资本准备计算系数下调前，试点证券公司母公司风险覆盖率处于 132.50%-275.19%之间，下调风险资本准备计算系数后，母公司风险覆盖率区间上升至

185.49%-385.27%。以监管预警标准 120% 为基准,距预警标准区间上升至 65.49%-265.27%。假设调整前后,试点证券公司的风险覆盖率保持不变,则中信证券、国泰君安、华泰证券、中金公司、招商证券、中信建投分别可释放准备金 162.47、90.56、77.05、54.17、57.79、56.02 亿元,有利于证券公司业务(尤其是重资本业务)发展。

表 6: 表内外资产总额系数调整对试点证券公司的影响

证券公司	母公司资本杠杆率	预警标准	距预警标准	调整系数后母公司资本杠杆率	调整后距预警标准
中信证券	13.73%	$\geq 9.6\%$	4.13%	19.61%	10.01%
国泰君安	19.97%	$\geq 9.6\%$	10.37%	28.53%	18.93%
华泰证券	18.47%	$\geq 9.6\%$	8.87%	26.39%	16.79%
中金公司	10.50%	$\geq 9.6\%$	0.90%	15.00%	5.40%
招商证券	13.44%	$\geq 9.6\%$	3.84%	19.20%	9.60%
中信建投	16.84%	$\geq 9.6\%$	7.24%	24.06%	14.46%

资料来源: wind, 长城证券研究所

表 7: 风险资本准备系数调整对试点证券公司的影响

证券公司	母公司风险覆盖率	预警标准	距预警标准	调整后母公司风险覆盖率	调整后距预警标准	可释放准备金(亿元)
中信证券	166.90%	$\geq 120\%$	46.90%	233.66%	113.66%	162.47
国泰君安	271.23%	$\geq 120\%$	151.23%	379.72%	259.72%	90.56
华泰证券	258.14%	$\geq 120\%$	138.14%	361.39%	241.39%	77.05
中金公司	132.50%	$\geq 120\%$	12.50%	185.49%	65.49%	54.17
招商证券	240.52%	$\geq 120\%$	120.52%	336.73%	216.73%	57.79
中信建投	275.19%	$\geq 120\%$	155.19%	385.27%	265.27%	56.02

资料来源: wind, 长城证券研究所

表 8: 2019 年下半年以来证券公司定增方案一览

公司	增发预案时间	规模(亿元)	募资用途
中信证券	2020-01-10	134.60	引入战略投资者
中信建投	2020-03-27	130.00	项目融资
中原证券	2019-04-19	52.50	项目融资
浙商证券	2020-05-20	100.00	补充流动资金
国信证券	2019-11-27	150.00	补充流动资金
第一创业	2020-03-31	60.00	补充流动资金
南京证券	2019-08-03	60.00	项目融资
西部证券	2020-04-02	75.00	项目融资
西南证券	2019-08-24	70.00	项目融资

资料来源: wind, 长城证券研究所

2.3.3 合规经营导向更明确, 完善扣分标准

依法合规经营主要围绕三项内容展开, 主要是聚焦在《征求意见稿》第九条、十一条及十二条条款的修改, 扣分词频在文件出现 45 次。1 是对照相关法律法规及部门规章的规定, 进一步梳理完善行政监管措施扣分标准; 2 是近两年实践中确立执行的一些处理标准固化到规则层面, 1) 是明确证券公司董事、监事、高级管理人员被采取公开谴责、出具警示函等监管措施的扣分标准, 以及证券公司相关人员被实施书面自律监管措施、

纪律处分的扣分标准；2）是进一步明确对证券公司投资银行子公司、资产管理子公司相关行政处罚和行政监管措施的扣分标准；3）是进一步明确证券公司被实施行政处罚或重大行政监管措施事先告知事项的扣分标准。3 是明确证券公司发生重大风险事件或公司治理与内部控制严重失效，或者没有如实报告控股股东和实际控制人信息及变动情况的，可视情节下调公司分类结果级别。其中突出指出，证券公司在评价期内存在挪用客户资产、违规委托理财、财务信息虚假、恶意规避监管或股东虚假出资、抽逃出资等违法违规行为的，将公司分类结果下调 3 个级别；情节严重的，将公司分类结果直接认定为 D 类。

对于第 3 大点，我们认为这是监管综合研究分析了当前行业发展的乱象及保护投资者合法权益，重拳打击证券公司、股东违法违规行为，也是严格落实新《证券法》精神要求。

2.3.4 完善风险管理能力评价指标与标准

《征求意见稿》附件中对于《证券公司风险管理能力评价指标与标准》明确了风险管理能力评价指标与标准，包括资本充足、公司治理与合规管理、全面风险管理、客户权益保护、信息技术管理、信息披露等 6 个方面。此次重点，对公司治理与合规管理、全面风险管理评价指标与标准进行细化和完善。公司治理与合规管理方面，补充完善证券公司股权管理、从业人员管理、廉洁从业管理、企业文化和工作机制、投资银行业务内部控制等评价指标与标准。全面风险管理方面，补充完善自营投资、股票质押、资产管理、投资银行等重点业务风险管控，以及境外子公司风险管控、债券回购经纪业务结算风险管控、声誉风险管理等的评价指标与标准。

此前，证监会依法对康美药业违法违规案作出行政处罚及市场禁入的决定，作为保荐机构的广发证券本应履行勤勉义务，但康美药业年度报告存在的虚假记载和重大遗漏都表明广发证券对于康美药业的风险管控缺失，合规管理存在重大缺陷，内部管控不足纵容了康美药业大股东和高级管理人员对于公司利益的侵占。无独有偶，由于存在流程及内控不规范等问题，光大证券直投子公司光大资本以 47 亿元的价格跨境收购的 MPS，出现危机。

光大“MPS”和康美药业事件都表明良好的合规意识、风险管理能力和内部控制质量对于公司乃至整个行业的发展起着至关重要的作用。华尔街有一句谚语：“短胜不如长胜，长胜不如永胜”，高盛就是深谙永胜之道的老牌公司，而其得以永胜的法宝，就是建设强大的后台，形成人人合规的企业文化。因此《征求意见稿》附件中对风险管理能力评价指标与标准的明确具有十分重要的现实意义。

3. 展望与投资建议

3.1 展望

2020 年是全面建成小康社会和“十三五”规划的收官之年，也是资本市场而立之年。证监会系统深入学习贯彻新时代中国特色社会主义思想，坚决贯彻落实党中央国务院决策部署，坚持稳中求进工作总基调，坚定不移贯彻新发展理念，落实“六稳”方针，坚决打好“三大攻坚战”，紧扣深化金融供给侧结构性改革的主线，坚持市场化法治化方向，学习借鉴国际最佳实践，坚持“四个敬畏、一个合力”，以贯彻实施新证券法为契机，加强基础制度建设，推进全面深化改革落实落地，有效维护资本市场平稳运行，切实保护投资者合

法权益，努力打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，更好服务经济高质量发展。

我们预计未来行业发展将呈现以下态势：市场双向开放，跨境资本自由流动将推进行业的国际化和全球化；行业整合将提速，市场集中度进一步上升，行业领先者之间的竞争更加激烈，并在业务和服务、资本驱动、综合化、产品化、金融科技等方面形成差异化经营的局面；基于牌照和监管的盈利模式将逐步消失，业务模式必将从过去的以通道佣金业务为主过渡到收费型中介业务、资本中介类业务为主，兼顾自有资金投资业务的综合业务模式，资本、客户流量和专业服务能力将成为提升核心竞争力的重要基础。而资本中介类业务、跨境业务、自有资金业务等，一方面依赖于资本实力的增强，另一方面，其所需的必要的信息系统、人力资源、取得客户流量的推广支出都离不开资本的支持。

而在新《证券法》这一顶层的制度设计下，我们认为要走出真正的航母级投资投行还是任重道远。中国证券公司基础金融功能实质性拓展仍未有顶层法的明确表示，资产运用模式、投顾业务乃至财富管理业务的发展模式较长时间内仍难以与国外投行直接对标。国内证券公司仍需在拓展资产运用方式和空间中探索新的方式与路径，或者基于平台化的创新，或者争取在未来的系统重要性机构和航母级机构中争取制度红利。如何有效进行业务创新探索，实现相对有效的跨越监管周期、经济周期与产业周期，抗周期能力提升，避免业绩的巨幅波动，能够使投资者比较容易预测业绩趋势。我们认为，这些均是摆在监管者与证券公司经营者面前最现实的问题。

3.2 估值与投资建议

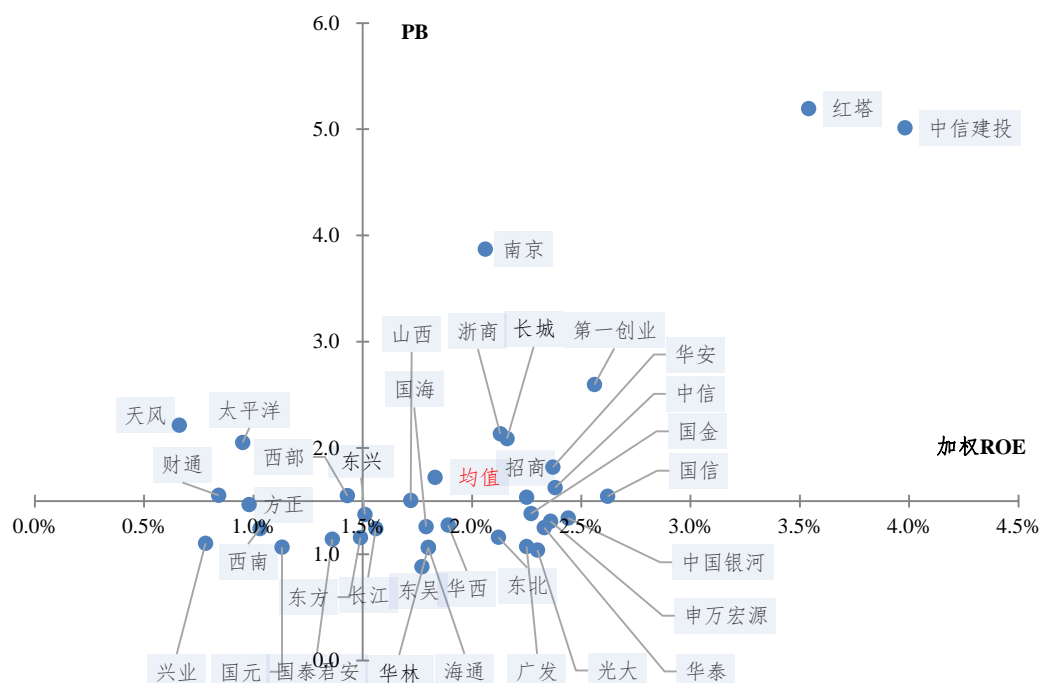
未来市场走势，需要基本面、政策面的共振，节奏上更多取决于肺炎疫情进展、中美贸易谈判后续进展及地缘政治风险。后续谈判可能更复杂，需要更多时间，我们需要聚焦疫情解决、自身的资本市场改革力度及进程，密切关注行业可能开启的并购重组整合浪潮，龙头证券公司有望开启溢价空间。我们认为，今年是十三五最后一年及全面建成小康社会决胜之年，稳增长诉求强烈，政策天平会更倾向逆周期调节的宏观经济政策。当前证券公司估值处于历史中枢，应战略性与积极布局证券行业。但我们一直强调行业分化与发展并存，需精选个股配置：

建议从三条主线选择个股，1) 业绩优良稳健、营收结构多元化、均衡化的龙头证券公司：重点推荐华泰证券（财富管理转型可期，2020Q1 营业收入 68.65 亿元，同比增长 9.87%；归母净利润 28.88 亿元，同比增长 3.90%；混改方案落地，实施职业经理人制以激发竞争力，股权激励方案落地彰显公司长远前景），海通证券（2020Q1 营业收入 69.86 亿元，同比减少 29.81%；归母净利润 22.83 亿元，同比减少 39.45%；海通银行经营向好，公司大股东定增已确认大部分认购），国泰君安（2020Q1 公司实现营业收入 61.45 亿元，较去年同期减少 8.22%；实现归母净利润 18.26 亿元，较去年同期减少 39.25%；），申万宏源（2020Q1 公司实现合并营业收入 76.97 亿元，同比增长 41.05%；归母净利润 19.87 亿元，同比增长 6.72%）。

2) 建议关注创新+转型发展的中小型证券公司：东方证券（2020Q1 归母净利润 8.13 亿元，同比减少 35.95%），东方财富（互联网证券战略持续推进，短期基金销售份额有所承压，保持行业领先地位，金融业务牌照不断增多，看好公司打造闭环体系，2020Q1 归母净利润为 8.74 亿元，同比增长 162.42%）。

3) 建议关注次新股类弹性标的: 南京证券, 中国银河 (2020Q1 归母净利润 17.54 亿元, 同比增长 14.41%; 拥有最多营业网点, 经纪业务位列前茅, 客户基础强大, 有望受益市场回暖); 次新股调整力度大, 需要把握节奏。其他为关联证券公司, 未列出。

图 2: 上市证券公司 PB 估值与 ROE 关系图



资料来源: wind, 长城证券研究所

4. 风险提示

中美贸易摩擦波动风险; 市场大幅下跌风险; 政策改革不及预期风险; 宏观经济下行风险; 肺炎疫情持续蔓延风险; 地缘政治风险等。

研究员承诺

本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明**公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上；
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间；
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间；
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

行业评级：

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

长城证券研究所

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>