

非银金融

证券研究报告/行业点评报告

2024年9月22日

评级：增持（维持）

分析师：蒋峤

执业证书编号：S0740517090005

Email: jiangqiao@zts.com.cn

分析师：戴志锋

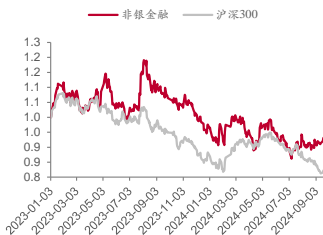
执业证书编号：S0740517030004

Email: daizf@zts.com.cn

基本状况

上市公司数	85
行业总市值(百万元)	4524691
行业流通市值(百万元)	1985567

行业-市场走势对比



相关报告

《优化券商风控指标体系、再提并购重组等事件点评》-2023.11.05

投资要点

■ **事件：**2024年9月20日，《证券公司风险控制指标计算标准规定》正式稿公布，自2025年1月1日起施行。此前，征求意见稿于2023年11月初发布（详见报告《优化券商风控指标体系、再提并购重组等事件点评》），此次正式稿落地，总体来看，内容相较意见稿变化不大。

■ 【相较意见稿，放松、优化的部分】

■ 1) 风险资本准备计算中：放松部分自营权益配置、做市业务计算标准。一是，上海180指数、深圳100指数、沪深300指数、中证500指数成份股计算标准修订为8%（意见稿为10%）；一般上市股票计算标准修订为25%（意见稿为30%）。二是，新增“证券公司开展做市业务，在做市账户中持有的金融资产及衍生品的市场风险资本准备按照对应类别标准的90%计算”。

2) 流动性覆盖率计算中：优化分子端计算、调整自营权益折算率。上海180指数、深圳100指数、沪深300指数、中证500指数成份股及宽基股票指数ETF折算率修订为50%（征求意见稿为40%）。

3) 净稳定资金率计算：差异化充实可用稳定资金。可用稳定资金中新增剩余存续期大于等于6个月小于1年的借款和负债，并明确连续三年A类AA级以上、连续三年A类、其余券商折算率分别为20%、10%、0%。

■ 【相较意见稿，收紧、约束的部分】

1) 风险资本准备计算中：一是，券商资管业务投资其他非标资产的计算标准提升。单一、集合计划中投资其他非标资产的计算标准分别由0.8%、3%提升至3%、5%。二是，部分场外衍生品计算标准提升。新增“证券公司开展的保证金比例低于名义本金100%的以境内个股为标的收益互换业务，市场风险资本准备按照对应类别标准2倍计算”。

2) 表内外资产总额计算表：提高资产管理业务转换系数。正式稿将表外项目中资产管理业务转换系数修订为0.5%（征求意见稿为0.3%）。

【结论】

■ 1) 意见稿于2023年11月初发布并征求意见，此次正式稿落地，总体相较意见稿变化不大。

■ 2) 部分券商有望受益于指标改善，但预计程度不大；且当前仍偏紧，如1H24末中信、国君净稳定资金率分别129.8%、135.1%（预警线120%），申万宏源、中国银河资本杠杆率为12.3%、12.4%（预警线9.6%）。

■ 3) 投资建议：低估值、低配置、并购实质推进之下，积极看好。后续催化因素：一是国君海通复牌、叠加市场回暖，二是其他并购推动进度继续超预期。建议关注：国君、海通、银河、中金、中信、建投、国信、方正、浙商、财通、东吴、长城等。

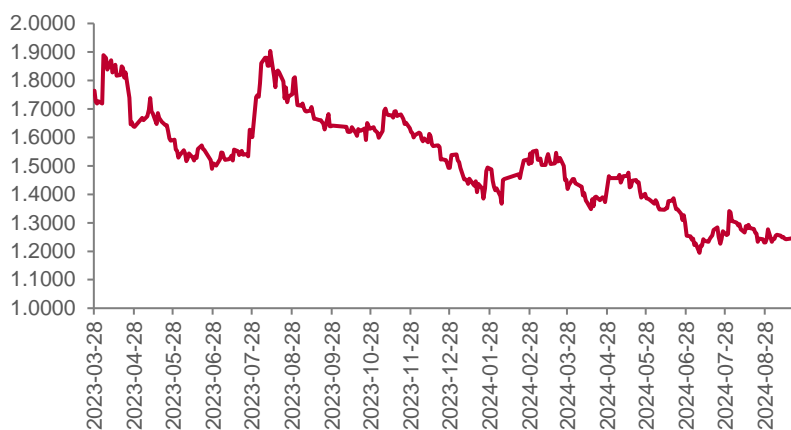
风险提示：市场波动加大，证券行业合并整合不及预期

图表 1: 证券公司风险控制指标计算标准规定主要修订内容

证券公司风险控制指标计算标准规定主要修订内容						
指标	项目	折算系数 (正式稿)	折算系数 (征求意见稿)	折算系数 (旧规)	正式稿vs征求意见稿	征求意见稿vs旧规
净资本计算表	加: 附属净资本					
	借入的次级债(含永续次级债)				新增“对于证券公司发行的附有选择权的次级债, 无论选择权属于证券公司或投资者, 应当根据审慎原则, 在计入净资本时剔除选择权年限的期限确定计入比例。”	
风险资本准备计算表	1. 市场风险资本准备					
	其中: (1) 权益类证券及其衍生品规模					新增说明“在做市账户中持有的金融资产及衍生品的市场风险资本准备按各项计算标准的90%计算”
	上海180指数、深圳100指数、沪深300指数、中证500指数成份股	8%	10%	10%	下调折算系数	
	一般上市股票	25%	30%	30%	下调折算系数	
	股指期货、权益互换及卖出期权	30%	30%	20%	新增说明“证券公司开展的保证金比例低于名义本金100%的以境内个股为标的的收益互换业务, 市场风险资本准备按照对应类别标准的2倍计算”	提升折算系数
	(2) 非权益类证券及其衍生品规模					
	集合及信托等产品					
	其中: 现金管理类理财产品	5%			新增5%的折算系数要求, 此前按25%的其他项折算要求	
	2. 信用风险资本准备					
	非全额保证金的权益互换	5%			新增5%的折算系数要求, 此前无	
	4. 特定风险资本准备					
	证券公司资产管理业务					
	单一资管计划					
	其中: 投资标准化资产	0.1%	0.1%	0.3%		下调标准化资产折算系数
	投资其他非标资产	3.0%	0.8%	0.8%	上调折算系数	
集合资管计划						
投资其他非标资产	5.0%	3.0%	3.0%	上调折算系数		
其中: 投资标准化资产	0.1%	0.1%	0.5%		下调标准化资产折算系数	
私募投资基金服务						
其中: 私募证券投资基金托管业务	0.2%			新增0.2%的折算系数要求, 此前无		
黄金租借业务		2%			新增2%的折算系数要求, 此前无。新增说明: 按照黄金租借业务存续规模计算。证券公司开展黄金租借业务应当符合《黄金租借业务管理暂行办法》等相关监管规定。	
其他					新增说明: 证券公司开展做市业务, 在做市账户中持有的金融资产及衍生品的市场风险资本准备按照对应类别标准的90%计算。证券公司开展的保证金比例低于名义本金100%的以境内个股为标的的收益互换业务, 市场风险资本准备按照对应类别标准的2倍计算。	
其他					新增说明: 各类证券公司风险资本准备每年1月1日根据上年分类评价结果进行调整	下调调整系数: 各类证券公司风险资本准备根据分类评价结果进行调整, 系数为: 连续三年A类AA级以上(含)为0.4, 连续三年A类为0.6, A类为0.8, B类为0.9, C类为1, D类为2。C类为基准。(调整前分别为0.5/0.7/0.8/0.9/1/2)
其他						新增说明: 连续三年A类AA级以上(含)的“白名单”证券公司, 经中国证监会认可后, 可以试点采取内部模型法等风险计量高级方法计算风险资本准备。
表内外资产总额计算表	1. 证券衍生品					
	其他				新增说明: 保证金比例低于名义本金100%的以境内个股为标的的收益互换, 期末余额按20%计算。	
流动性覆盖率计算表	2. 资产管理业务	0.5%	0.3%	0.3%	将表外项目中资产管理业务转换系数修订为 0.5%	
	其他				新增说明: 各类证券公司表内外资产总额每年1月1日根据上年分类评价结果进行调整	新增调整系数: 证券公司表内外资产总额根据分类评价结果进行调整, 系数为: 连续三年A类AA级以上(含)为0.7, 连续三年A类为0.9, 其余为1。
流动性覆盖率计算表	优质流动性资产					
	货币基金、利率债指数基金、现金管理类理财产品	90%	90%	90%	范围新增“现金管理类理财产品”, 折算系数不变	
	上海180指数、深圳100指数、沪深300指数、中证500指数成份股及宽基指数ETF	50%	40%	40%	上调折算系数	范围新增“中证500指数”
	减: 已冻结或质押部分	50%	40%	40%	上调折算系数	
	未来30日现金流出					
	债券基金、公募REITs		10%	10%		新增“公募REITs”, 此前公募REITs或在其他项(100%折算率)
大宗商品衍生品(不含期权)		8%	12%		降低了该项折算率	
净稳定资金率计算表	股指期货、卖出期权		20%	20%		(1) 新补充说明了, “国债期货、商品期货、股指期货按单边、单品种最大名义价值填列。” (2) 对于卖出场内期权要求期末余额按delta金额*15%计算, 不再适用折算率, 此前是名义金额*折算率20%。
	可用稳定资金					
	3. 剩余存续期大于等于6个月小于1年的借款和负债					
	次级债务	20%/10%/0%			新增: 各类证券公司按照以下标准将剩余存续期大于等于6个月小于1年的借款和负债计入可用稳定资金: 连续三年A类AA级以上(含)为20%, 连续三年A类为10%, 其余为0%。每年1月1日根据上年分类评价结果对计入标准进行调整。	
	长期借款	20%/10%/0%				
	应付债券	20%/10%/0%				
	所需稳定资金					
	货币基金、现金管理类理财产品	0%	0%	0%	新增对现金管理类理财产品要求	
	13. 其他所有资产			100%		
	到期日在6个月以内(含)	50%	50%			新增其他资产的期限细分
到期日在6个月以上、1年以内(含)	75%	75%				
到期日在1年以上(不含)	100%	100%				
14. 1 证券衍生品						
股指期货、卖出期权	12%	12%	12%		(1) 新补充说明了, 国债期货、商品期货、股指期货按单边、单品种最大名义价值填列。 (2) 对于卖出场内期权部分进行明确, 按delta金额*15%计算, 此前是名义金额*折算率12%。	
证券公司风险控制指标计算表	自营权益类证券及其衍生品/净资本				卖出场外期权投资规模按照该期权在给定压力情形下的最大损失的5倍计算, 且新增要求: (按照合约本身的损失测算, 多头与空头合约不允许净轧差)	
	持有一种非权益类证券的规模与其总规模的比例前五名				新增标红要求: 证券公司及其子公司以自有资金参与其自身或其子公司管理的单个集合资产管理计划的份额合计不得超过该资产管理计划总份额的50%, 为子公司管理的集合资产管理计划提供流动性支持等证监会认可的情形除外; 前五名的数据单列, 其中证券公司填列自身及其各类子公司(含资管子公司)以自有资金参与的份额, 资管子公司填写自身以自有资金参与的份额。	

来源: 证监会, 中泰证券研究所

图表 2: 证券板块 PB 估值



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 3: 1H24 券商风控指标情况

	资本杠杆率 (%)		净稳定资金率 (%)		风险覆盖率 (%)		流动性覆盖率 (%)				
	预警线	≥9.6	预警线	≥120	预警线	≥120	预警线	≥120			
申万宏源	12.26	1.28	天风证券	107.80	0.90	天风证券	122.39	1.02	山西证券	150.12	1.25
中国银河	12.43	1.29	中信证券	129.76	1.08	中信建投	170.29	1.42	中信证券	166.35	1.39
广发证券	12.43	1.29	东方证券	134.22	1.12	东北证券	187.65	1.56	招商证券	166.94	1.39
中金公司	12.55	1.31	国泰君安	135.13	1.13	招商证券	198.32	1.65	国海证券	178.23	1.49
财通证券	13.66	1.42	中国银河	137.35	1.14	国联证券	198.62	1.66	广发证券	188.26	1.57
东方证券	13.71	1.43	申万宏源	140.19	1.17	中金公司	201.38	1.68	国联证券	191.88	1.60
兴业证券	14.10	1.47	国联证券	140.43	1.17	中信证券	202.78	1.69	东方证券	192.30	1.60
国信证券	14.28	1.49	国信证券	141.97	1.18	海通证券	204.13	1.70	中信证券	196.82	1.64
中信建投	14.60	1.52	东北证券	142.85	1.19	华安证券	204.92	1.71	第一创业	197.92	1.65
招商证券	14.65	1.53	中金公司	144.14	1.20	国泰君安	208.40	1.74	申万宏源	200.10	1.67
山西证券	14.81	1.54	山西证券	147.05	1.23	财通证券	211.78	1.76	信达证券	202.02	1.68
国联证券	14.82	1.54	财通证券	147.36	1.23	信达证券	227.01	1.89	长江证券	202.75	1.69
方正证券	15.63	1.63	西部证券	147.79	1.23	第一创业	228.14	1.90	光大证券	204.03	1.70
华泰证券	15.91	1.66	兴业证券	149.25	1.24	中泰证券	228.82	1.91	华泰证券	205.00	1.71
中信证券	16.16	1.68	广发证券	149.30	1.24	山西证券	231.79	1.93	东兴证券	215.95	1.80
天风证券	16.35	1.70	华安证券	149.77	1.25	长城证券	233.69	1.95	方正证券	229.29	1.91
中泰证券	16.71	1.74	华创云信	149.85	1.25	浙商证券	238.01	1.98	国信证券	229.37	1.91
东北证券	16.81	1.75	国金证券	150.98	1.26	华西证券	242.75	2.02	中信建投	234.24	1.95
国泰君安	18.30	1.91	华泰证券	151.09	1.26	东吴证券	245.74	2.05	国金证券	242.26	2.02
华安证券	18.80	1.96	招商证券	152.57	1.27	财达证券	245.88	2.05	长城证券	247.57	2.06
长江证券	18.89	1.97	东吴证券	155.73	1.30	广发证券	250.09	2.08	中泰证券	256.47	2.14
国元证券	19.03	1.98	中泰证券	157.26	1.31	首创证券	252.13	2.10	华泰证券	260.95	2.17
浙商证券	19.46	2.03	海通证券	157.66	1.31	华创云信	252.45	2.10	中金公司	268.21	2.24
中原证券	19.64	2.05	长城证券	159.00	1.33	国元证券	256.64	2.14	财通证券	276.90	2.31
海通证券	21.18	2.21	东兴证券	163.63	1.36	方正证券	260.21	2.17	西部证券	285.92	2.38
东吴证券	22.33	2.33	第一创业	165.86	1.38	东兴证券	263.92	2.20	东北证券	286.05	2.38
长城证券	22.38	2.33	国元证券	166.03	1.38	西部证券	272.42	2.27	华林证券	289.65	2.41
西南证券	22.91	2.39	浙商证券	168.08	1.40	中国银河	280.00	2.33	东吴证券	293.77	2.45
光大证券	23.87	2.49	中原证券	171.89	1.43	国信证券	313.31	2.61	西南证券	304.55	2.54
首创证券	24.46	2.55	首创证券	172.34	1.44	申万宏源	317.18	2.64	中国银河	310.12	2.58
第一创业	25.27	2.63	光大证券	174.95	1.46	中原证券	326.23	2.72	国元证券	312.66	2.61
国金证券	26.15	2.72	华林证券	175.37	1.46	华泰证券	332.98	2.77	兴业证券	313.72	2.61
西部证券	26.75	2.79	国海证券	181.34	1.51	华林证券	346.24	2.89	中银证券	322.00	2.68
信达证券	26.77	2.79	中信建投	183.00	1.53	兴业证券	346.40	2.89	浙商证券	329.02	2.74
东兴证券	26.95	2.81	财达证券	183.43	1.53	东方证券	347.61	2.90	华创云信	339.98	2.83
华西证券	27.90	2.91	信达证券	184.09	1.53	国海证券	355.35	2.96	华西证券	346.33	2.89
财达证券	28.53	2.97	方正证券	186.61	1.56	光大证券	357.29	2.98	南京证券	351.56	2.93
华创云信	28.56	2.98	西南证券	186.79	1.56	西南证券	362.47	3.02	财达证券	353.92	2.95
国海证券	28.73	2.99	长江证券	186.80	1.56	红塔证券	366.26	3.05	国泰君安	357.66	2.98
南京证券	29.53	3.08	华西证券	203.27	1.69	长江证券	371.03	3.09	海通证券	408.22	3.40
华林证券	34.48	3.59	红塔证券	225.48	1.88	中银证券	379.61	3.16	红塔证券	481.64	4.01
中银证券	38.58	4.02	南京证券	236.24	1.97	国金证券	392.36	3.27	首创证券	487.02	4.06
红塔证券	41.68	4.34	太平洋	242.84	2.02	南京证券	457.91	3.82	天风证券	857.51	7.15
太平洋	69.72	7.26	中银证券	286.00	2.38	太平洋	463.59	3.86	太平洋	1,050.98	8.76
平均	22.11	2.30	平均	166.42	1.39	平均	276.28	2.30	平均	299.69	2.50

来源: wind, 中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。事先未经本公司书面授权，任何机构和个人，不得对本报告进行任何形式的翻版、发布、复制、转载、刊登、篡改，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。