

# 2023 年证券公司行业信用展望

2023 年证券公司行业信用展望为“稳定”。头部机构信用质量依旧稳健，其盈利能力在经济复苏的预期下将有所改善，但个别小型证券公司风险尚未出清，信用质量表现依旧脆弱。

2022 年，资本市场波动加大，证券公司收入及利润皆遭受较大冲击。惠誉博华认为，2023 年疫情管控政策转向带来的经济复苏背景下，资本市场信心和活跃度正逐步回暖，证券公司包括投资和经纪在内的若干板块的收入将会在 2022 年低基数的基础上出现回升。

在全面股票发行注册制启动背景下，投行业务将迎来扩容，成为证券公司收入增长的重要引擎。此外，全面注册制的启动也将对证券公司投行业务格局和模式产生长远影响，头部券商资源优势将更加凸显，对证券公司的估值能力也提出了更高的要求。

市场景气度的回升将使得信用业务规模下行幅度得以收敛，但当前市场主体信用质量的整体恢复仍需较长周期，证券公司信用业务资产质量仍将承受一定压力。盈利水平有望在今年得以修复，但机构间的修复程度将呈现差异。2023 年，证券公司整体资本将保持充足水平，但同时机构间由于业务侧重而产生的资本消耗差异也将进一步扩大。

惠誉博华

## 相关报告

惠誉博华非银行金融机构评级标准

惠誉博华新版非银行金融机构评级标准解读及信用质量测试结果分布

## 分析师

李运桥

+ 86 10 5663 3821

yunqiao.li@fitchbohua.com

王逸夫

+ 86 10 5663 3820

leon.wang@fitchbohua.com

## 媒体联系人

李林

+86 10 5957 0964

jack.li@thefitchgroup.com

## 证券公司信用展望总览

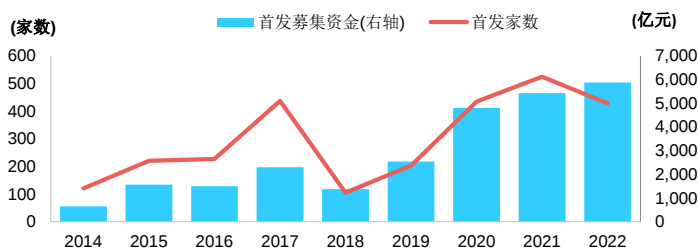
惠誉博华认为，2023 年证券公司行业信用展望为“稳定”。2023 年，经济活动有望稳健复苏，企业盈利将显著回升，资本市场信心有望逐渐修复，将对证券行业整体产生积极影响。头部及具备特色业务的机构预计将会收获较大幅度的利润改善，但部分中小型、业务结构单一的证券公司面临监管趋严以及来自行业竞争加大等多方面作用，盈利能力修复程度相对受限。此外，个别小型证券公司经营亏损局面未能改善，风险尚未出清，信用质量表现依旧脆弱。

| 2023 年非银行金融机构信用状况展望 |    |    |    |
|---------------------|----|----|----|
| 展望                  | 乐观 | 稳定 | 承压 |
| 证券公司                |    |    |    |
| 金融租赁                |    |    |    |
| 融资租赁                |    |    |    |
| 消费金融                |    |    |    |
| 汽车金融                |    |    |    |

## 政策积极因素向市场传导，有利行业稳健恢复

2019 年以来，在加快建设多层次资本市场，提高直接融资比例的大背景下，证券行业经历了快速发展。2019 年至 2021 年，沪深两市 IPO 数量及募集资金快速增长，与之对应，证券公司行业净利润 2019 至 2021 年复合年增长率达 24.6%，同期行业总资产复合年增长率 20.8%。但高增速之下行业也面临整合趋势，近年证券公司并购重组案例不断，如中金公司并购中投证券，中信证券收购广州证券，华创证券联姻太平洋证券。整合之后，部分证券公司规模优势逐渐显现，行业马太效应愈发明显。

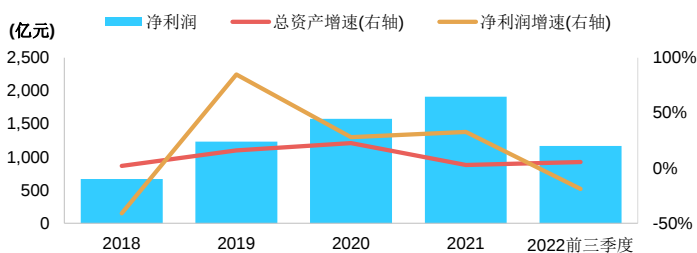
### 内地市场IPO统计



数据来源：Wind，惠誉博华整理

进入 2022 年，境内资本市场受到疫情反复以及国际地缘冲突等一系列因素影响，整体表现羸弱，市场情绪低迷，证券公司经纪业务、两融业务及投行业务均承受受到不同程度的压力，根据中国证券业协会数据，2022 年前三季度，行业收入与净利润均出现大幅下滑，营业收入同比下降约 17%至 3,042 亿元，净利润则下降约 19%至 1,167 亿元。

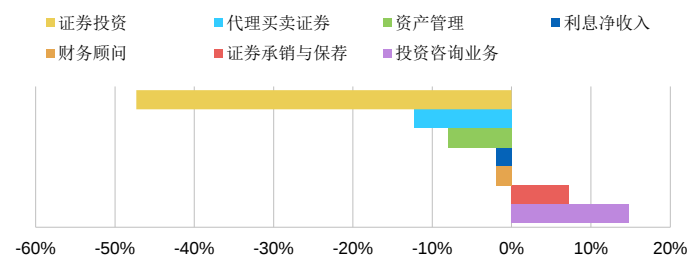
## 证券行业资产及利润增速



数据来源：中国证券业协会，Wind，惠誉博华整理

根据中国证券业协会公布的数据，2022 年前三季度证券公司投资业务板块收入下行最为明显，证券投资收益同比锐减 47%。此外，由于市场表现疲软，投资者信心下降，来自经纪业务的收入亦同比下降 12%。投行业务相较其他业务而言具有较强的抗波动特征，在整体市场表现较为低迷背景下，2022 年前三季度逆势增长 7%。此外，投资咨询业务收入同比增长 15%，成为增长幅度最大的业务领域。投资咨询业务收入的增长主要与投顾业务发展的推动有关，但由于此部分收入占比较小，因此并没有对行业整体收入下滑起到明显的缓解作用。

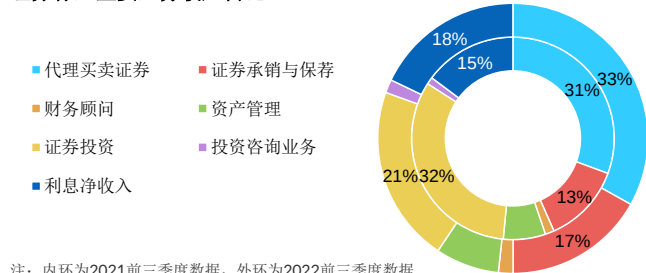
## 2022年前三季度行业主要业务收入同比变动



数据来源：中国证券业协会，Wind，惠誉博华整理

从主要业务收入结构观察，经纪业务继续保持行业主要收入贡献地位，2022 年前三季度经纪业务收入约占各项业务之和的 33%，较 2021 年同期 31% 有所抬升，经纪业务收入规模同比收缩但结构占比上升主要是投资业务收入大幅萎缩所致，融资类业务的利息收入占比由 2021 年前三季度的 15% 增长至 2022 年同期的 18% 亦归因于此。相比之下，承销与保荐业务实现了收入规模和结构占比的同向增长，占比提升至 17%。

## 证券行业主要业务收入占比



注：内环为2021前三季度数据，外环为2022前三季度数据  
数据来源：中国证券业协会，Wind，惠誉博华整理

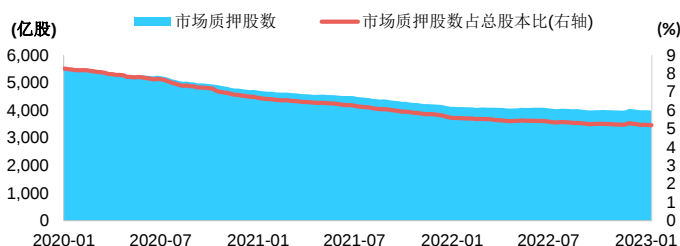
2023 年伊始，疫情淡出，经济快步复苏，资本市场信心和活跃度正在逐步恢复。展望全年，惠誉博华预计，证券公司包括投行和经纪在内的若干板块的收入将会在 2022 年低基数的基础上出现回升。特别是投行业务，在全面股票发行注册制启动背景下，将迎

来业务扩容，成为证券公司收入增长的重要引擎。此外，全面注册制的启动也将对证券公司投行业务格局和模式产生长远影响，头部券商在项目储备和综合服务能力方面更胜一筹，全面注册制将更加凸显其优势；此外，证券公司的主体责任将愈发突出，对其估值能力也提出了更高的要求。另一方面，美联储加息预期及外部环境演变仍是资本市场主要的外部不确定因素。若美联储超预期加息，或外部扰动因素加剧，可能将引发外围资本市场的恐慌，对国内市场将形成冲击，证券公司整体的业绩回升也将受到压制。

## 信用业务规模收缩有望收敛，资产质量仍然承压

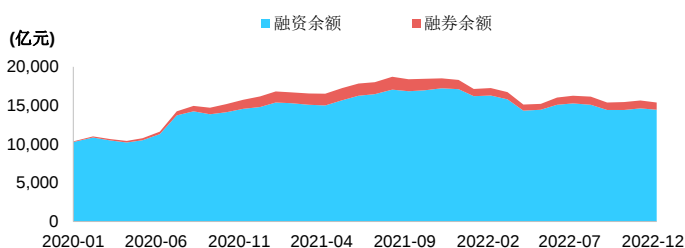
证券公司的信用业务主要包括股票质押以及两融业务。近年来监管层面重视防范化解有关股票质押方面的风险，并严控质押比例，市场整体质押股票数量自 2020 年 1 月初的约 5,522 亿股累计下降 27% 至 2022 年末的约 4,009 亿股。股票质押风险的有效防范有利于市场长期稳健有序发展，特别是减少由于质押人强制平仓导致相关股票价格波动并引起市场负面情绪蔓延。两融市场余额同样发生萎缩，2022 年末市场余额较 2021 年同期下降约 16%。虽然信用业务规模萎缩会对证券公司相关业务收入造成负面影响，但另一方面也降低了由于信用资产质量下滑对证券公司资本的潜在侵蚀风险。

### 质押股票股数及比例



数据来源：Wind，惠誉博华整理

### 两融市场余额



数据来源：Wind，惠誉博华整理

惠誉博华选取 41 家上市证券公司作为样本并对其披露数据进行观察，具体可划分为业务遍及全国的证券公司以及区域经营特征较为明显的证券公司。在这些区域经营特征较为明显的证券公司中，部分机构的主要业务集中于广东、江苏、浙江、福建、北京、上海等东南沿海发达地区或一线城市。以上证券公司将在下文中标识为“区域性证券公司 I”，而其他区域经营证券公司将使用“区域性证券公司 II”予以划分。

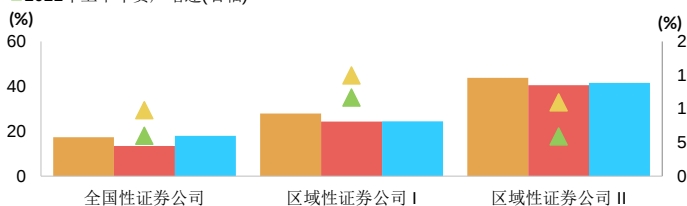
根据样本数据，自 2020 年以来，证券公司资产质量先于 2021 年经历一定程度改善后，2022 年上半年遭遇压力，上市证券公司资产

质量出现不同程度的恶化，多数机构 2022 年二季度末处于第三阶段减值的融资类业务资产占比较 2021 年末皆出现上涨。处于第三阶段的资产已经发生减值，证券公司需要按照存续期内预期信用损失金额计提损失准备。全国性证券公司这一提升比例最大，平均第三阶段融资类业务资产占比较 2021 年末提高约 4.5 个百分点，其中样本内个别机构资产质量恶化幅度更大。横向比较观察，相对于区域性经营的证券公司而言，全国性证券公司资产质量仍存在优势，风险控制能力较强。而位于“区域性证券公司 I”内的证券公司在获取客户的质量上存在一定优势，其资产质量表现优于“区域性证券公司 II”范围内的机构。

展望 2023 年，惠誉博华认为，当前市场主体信用质量的整体恢复仍需较长周期，证券公司信用业务资产质量仍将承受一定压力。另外，市场景气度的回升将使得信用业务规模下行幅度得以收敛，同时监管层面近年来加强防范化解股票质押风险、资本市场去杠杆的基调也会避免相关业务增长过度激进。

#### 样本证券公司资产质量与增速

■ 2020年末融资类业务第三阶段资产占比 ■ 2021年末融资类业务第三阶段资产占比  
■ 2022年6月末融资类业务第三阶段资产占比 ▲ 2021年上半年资产增速(右轴)  
▲ 2022年上半年资产增速(右轴)

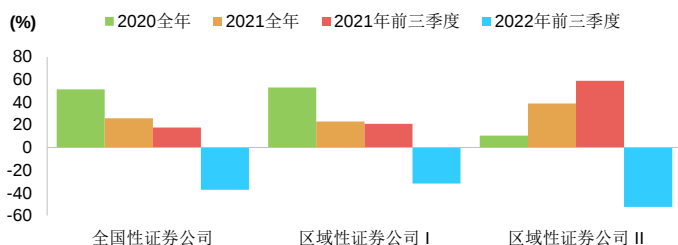


数据来源：公司年报，Wind，惠誉博华整理

## 盈利受到较大冲击，预计 2023 年将得以修复

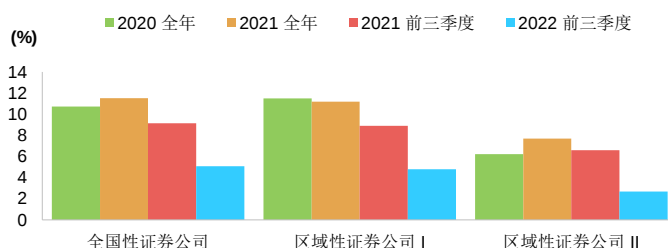
2022 年，资本市场表现疲弱，证券公司包括投资业务在内的多个业务板块收入大幅下滑，全年利润负增长。样本上市证券公司 2022 年前三季度净利润同比下降 41%，其中“区域性证券公司 II”净利润降幅最大，同比下降约 52%，而“区域性证券公司 I”与“全国性证券公司”净利润分别下降约 32%及 37%，样本上市证券公司前三季度“税前利润/平均净资产”同比下降 3.9-4.1 个百分点。

#### 样本证券公司净利润增速



数据来源：公司年报，Wind，惠誉博华整理

#### 样本证券公司税前利润/平均净资产

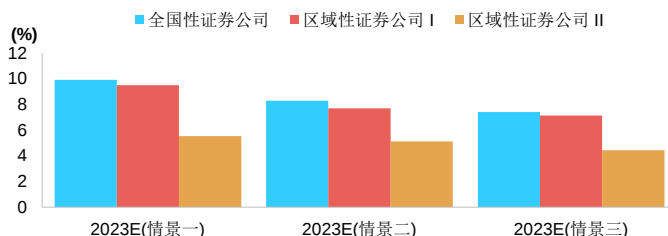


数据来源：公司年报，Wind，惠誉博华整理

惠誉博华预计，受经济环境改观以及政策利好影响，2023 年证券公司利润将在 2022 年低基数的基础上实现反弹，盈利能力得以修复。市场环境的改观将利好整个证券行业，但头部证券公司将更具有优势来把握政策改革带来的发展机遇。监管层面近年来不断加强行业监管力度，对执业合规要求不断提高，促进了证券行业竞争由量向质转变。部分头部证券机构前期对于从业人员执业能力、内控合规以及金融科技等方面投入力度较大，当前更容易抓住政策带来的机会。而对于相关领域前期投入较为欠缺的部分机构或面临监管趋严带来的长期业务增速放缓以及运营成本提升的风险。

惠誉博华预计，在乐观情景下（情景一），2023 年证券公司如果能够实现与 2020 年相当的利润增速（详情请见“附录”），则其盈利水平将有望得到较大修复，但依然与 2021 年高位水平存在差距。2022 年对于“区域性证券公司 II”内的机构利润的冲击相对较大，其与其他类型的证券公司盈利水平差距也将有所扩大。

#### 证券公司盈利水平获得修复

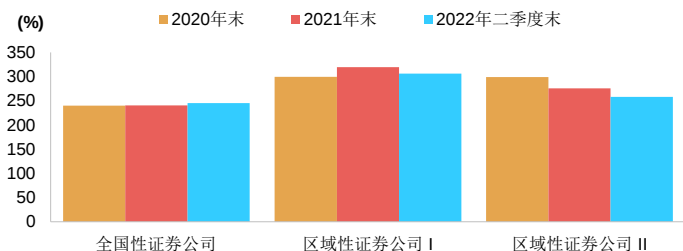


数据来源：公司年报，Wind，惠誉博华整理

## 资本水平充足，未来机构将采用差异化资本管理策略

样本上市证券公司整体 2022 年二季度末较 2021 年末资本水平保持平稳，平均风险覆盖率由 2021 年末的 270%微降至 2022 年二季度末的 263%。其中，“全国性证券公司”较区域性证券公司而言资本水平相对较弱，主要是由于全国性经营的证券公司中较多机构在投资、信用业务领域投入较多，对资本的消耗也较其他证券公司更大。2022 年二季度末，“全国性证券公司”的平均风险覆盖率较 2021 年末有所提升，主要由于部分机构实施配股增发补充资本，而多数其他证券公司资本水平皆出现不同程度下滑。

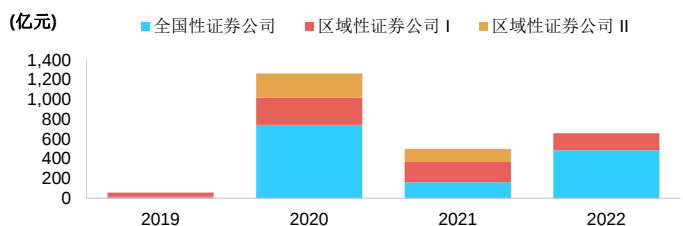
### 样本证券公司风险覆盖率



数据来源：公司年报，Wind，惠誉博华整理

2020 年，受提高企业直接融资比例、科创板开板等一系列政策的影响，证券公司加大资本补充，证券公司股权融资规模大幅提升，此后在 2021 及 2022 年回落。其中“全国性证券公司”募集资金占比最高，2020-2022 三年累计募集资金占整体比例约 57%，而“区域性证券公司 I”与“区域性证券公司 II”范围内的证券公司这一比例则分别为 27%及 16%。

### 证券公司股权融资规模



注：以上数据仅包含境内融资规模  
数据来源：Wind，惠誉博华整理

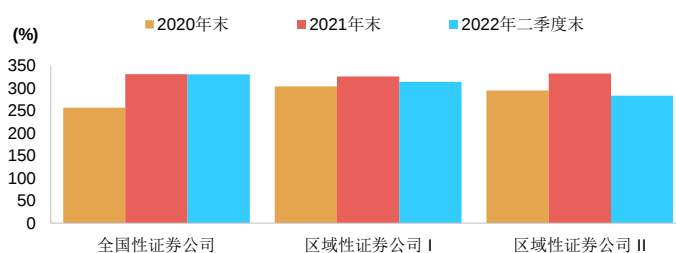
惠誉博华认为，证券公司保持了一贯的低杠杆水平，尽管 2022 年盈利大幅下滑导致资本内生能力减弱，但资本基础仍然稳固，故 2023 年证券公司整体资本仍将保持充足水平。目前证券公司发展战略与业务侧重各自不同，对资本的消耗和再融资需求均存在差异。近期，证监会倡导证券公司走资本节约型、高质量发展的新路，并考虑市场承受能力。惠誉博华预计，未来行业内机构将采取不同的资本管理策略，业务侧重差异化，部分机构将逐渐向轻资本路线转型，依靠财富管理和公募基金等重要业务引擎，在全

面注册制带动投行业务增长下，实现资本优化；头部证券公司同样重视轻资本发展，但在两融、做市交易、投资等领域将保持较高比重的投入，并通过外源资本补充维持业务需求。

## 行业流动性水有所提升，2023 年将继续保持良好水平

从上市证券公司公布的数据观察，2022 年二季度末证券公司平均流动性覆盖率 311%，较 2021 年末的 331%大体保持稳定，较 2020 年的 280%有所提升。流动性覆盖率一般反映了证券公司优质流动性资产对于短期业务开展资金需求的覆盖。2022 年样本内不同类型证券公司之间流动性覆盖率指标平均值并未出现明显差异，在市场流动性较为宽松的环境里保持良好，远高于监管要求的 100%水平。但从具体机构角度观察，也存在个别全国性证券公司流动性覆盖率长期处于较低水平的情况，2022 年二季度末指标接近 140%，距离 120%的监管预警值空间有限。

### 样本证券公司流动性覆盖率



数据来源：公司年报，Wind，惠誉博华整理

2022 年，证券公司新发行的一年期以内的债券加权平均利率约为 2.24%，明显低于 2019 年 2.94%的水平。2023 年，随着经济活动的恢复，实体经济企业以及金融机构的资金需求将较 2022 年有所上升，政策层面预计将会继续保持市场流动性合理充裕，但不排除出现阶段性的收紧，证券公司流动性水平或较 2022 年出现小幅收缩，但对 2023 年整体充足的流动性水平造成的冲击有限。

## 附录：

### 证券公司盈利水平测试说明：

2023 年在经济活动恢复，资本市场信心提振的背景下，证券公司收入将有所提升；

- 在乐观情景下（情景一），2023 年样本证券公司在 2022 年低基数的作用下，实现与 2020 年相当的利润增长水平；
- 在一般情景下（情景二），2023 年样本证券公司将实现与 2021 年大体相同的利润增长；
- 若经济恢复进度与预期存在差距，或海外因素的持续扰动，证券公司利润修复水平不及预期（情景三），则其盈利能力指标恢复程度也将受到影响；
- 假设样本机构分红率为 30%。

|            | 利润增长(情景一) | 利润增长(情景二) | 利润增长 (情景三) |
|------------|-----------|-----------|------------|
| 全国性证券公司    | 51%       | 26%       | 12%        |
| 区域性证券公司 I  | 53%       | 23%       | 14%        |
| 区域性证券公司 II | 50%       | 39%       | 20%        |

## 免责声明

本报告基于惠誉博华信用评级有限公司（以下简称“惠誉博华”）认为可信的公开信息或实地调研资料编制，但惠誉博华不对该等信息或资料的准确性及完整性作任何保证。本报告所载的意见、评估或预测仅反映惠誉博华于本报告发布日的判断和观点，在不同时期，惠誉博华可能发布与本报告观点或预测不一致的报告。

本报告中的信息、意见、评估或预测仅供参考，本报告不构成对任何个人或机构推荐购买、持有或出售任何资产的投资建议；本报告不对市场价格的合理性、任何投资、贷款或证券的适当性(包括但不限于任何会计和/或监管方面的合规性或适当性)或任何投资、贷款或证券相关款项的免税性质或可征税性作出评论。个人或机构不应将本报告作为投资决策的因素。对依据或使用本报告所造成的一切后果及损失，惠誉博华及相关分析师均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为惠誉博华所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以翻版、复制、发表、引用等任何形式侵犯惠誉博华版权。如征得惠誉博华同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“惠誉博华信用评级有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。惠誉博华保留追究相关责任的权利。

惠誉博华对本免责声明条款具有修改和最终解释权。