

2016 年 09 月 02 日

非银行金融

券商 2016 年中报综述：经纪滑谷底，自营增弹性

■ **事件：**根据中国证券业协会对证券公司 2016 年上半年经营数据的统计，证券公司当期实现营业收入 1571 亿元，同比下降 52%；净利润 625 亿元，同比下降 59%。上市券商实现营业收入 1139 亿元，同比下降 51%；净利润 410 亿元，同比下降 61%，其中方正证券（益于民族证券的并表，-20%，-26%）、国金证券（-35%，-48%）等同比下降幅度最小，表现最好的华创证券（0.96%，-26%）营收同比保持增长。

■ **日均股基交易额下降，经纪业务收入承压。**2016 年上半年市场剧烈震荡，尤其是年初的熔断机制带来市场大跌，导致市场交易量大幅下降。上半年，市场日均股基交易额 5758 亿元，比 2015 年日均股基交易额的 10868 亿元下降 47%。行业佣金率下滑趋势不减，从 2015 年的万分之五下降至 2016 年上半年的万分之四左右。日均股基交易额与佣金率的双下降使得券商经纪业务收入下滑明显，上半年，券商行业代理买卖证券业务净收入 560 亿元，同比下降 65%。华泰证券以 8.5% 市场份额牢牢占据股基成交第一。方正证券（-49%）、国金证券（-49%）、中信证券（-53%）等经纪业务收入下滑幅度较小。预计下半年日均股基交易额维持在 5000 亿-7000 亿之间，佣金率下滑压力仍在，但下滑幅度有限，券商经纪业务收入还将继续承压。

■ **两融余额趋稳，股票质押增长。**2015 年下半年以来融资融券余额整体下滑，截至 2016 年 6 月末，两融余额为 8510 亿元。两融余额下滑导致信用业务收入缩水，2016 年上半年行业利息净收入 169 亿元，同比下降 54%。预计 2016 年两融余额将继续保持稳定。但股票质押业务增速加快，2016 年 8 月末，股票质押业务未解押金额达 12650 亿元，较 2015 年末上涨 71%。

■ **股权融资放缓，投行收入倚赖债券承销。**2016 年上半年，全行业实现证券承销与保荐业务净收入 241 亿元，同比上升 50%。上市券商上半年实现投行收入 181 亿元，实现同比增长 41%。IPO 发行速度缓慢与增发募资规模下降的共同影响下，上半年股权融资规模大幅下降，而上半年券商债券承销规模达到 1 万亿元，接近去年全年总量的八成。新三板市场持续扩容，截至 8 月底挂牌数量近 8900 家，预计 2016 年新三板挂牌家数可以超过 10000 家。

■ **自营收入大幅下降，带来业绩弹性。**自营仍是券商业绩弹性的主要来源。自 2015 年三季度券商参与救市以来，自营规模的扩大提高了券商的 beta 属性，券商板块的 beta 值由 2015 年初的 1.2 上升至 2016 年上半年末的 1.7。受到 2016 年上半年市场走弱的影响，2016 年上半年券商证券投资收益（含公允价值变动）245 亿元，同比下降 73%，预计下半年，市场状况的趋于平稳，自营收益有望为券商带来正向业绩弹性。

■ **提高主动管理占比，打开资管收入空间。**2016 年上半年，券商行业受托客户资产管理业务净收入 134 亿元，较去年同比下降 10%。上半年，上市券商实现受托客户资产管理业务净收入 105 亿元，同比下降 5%。在低息背景下，居民财富管理需求不断增长，证券公司加快对资管产品的研发与设立。同时伴随着风控新规正式实施，通道业务成本将大幅提升，预计券商将积极从通道业务向主动管理业务转型，在提升规模与提高盈利能力两方面同时着手，这也为中小型券商资本扩充也带来不小压力。

■ **券商的财务杠杆率持续回落。**预计 2016 年全年券商财务杠杆率（总资产/净资产）仍将维持在 3.5-4 倍左右的水平。政策导向谨慎，市场发展求稳胜过创新。预计随着政策监管的趋严，创新业务发展或将受限，市场发展迎来平稳过程。

■ **标的推荐：**宝硕股份/光大证券/东北证券/国元证券/华泰证券

■ **风险提示：**市场大幅下行风险、流动性下降风险、政策变化风险

行业动态分析

证券研究报告

投资评级

领先大市-A
维持评级

首选股票

目标价

评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%

1M

3M

12M

赵湘怀

分析师

SAC 执业证书编号：S1450515060004

zhaoxh3@essence.com.cn

021-35082987

贺明之

报告联系人

hemz@essence.com.cn

021-35082968

相关报告

20160822-0826-安信证券-金融行业周报数据库 2016-08-28

20160815-0819-安信证券-金融行业周报数据库 2016-08-21

20160808-0812-安信证券-金融行业周报数据库 2016-08-14

20160801-0805-安信证券-金融行业周报数据库 2016-08-07

20160725-0729-安信证券-金融行业周报数据库 2016-07-31

1. 2016 年以来券商股表现与大盘持平

由于年初熔断机制加剧了市场流动性风险,股市大跌,2016 年初以来,沪深 300 下跌 17%,券商指数下跌超 16%,与大盘基本持平。

5 月份上市的第一创业(至 6 月末涨幅超过 200%)、弹性较大的山西证券(+9%)表现优异。券商板块贝塔值从 2015 年年初的 1.2 左右提升至 2016 年第二季度的 1.7 左右。

2. 上半年券商业绩大幅下滑

上市券商的营业收入、净利润同比分别下滑五成和六成。根据中国证券业协会对证券公司 2016 年上半年经营数据的统计,证券公司当期实现营业收入 1570.8 亿元,同比下降 52%;净利润 624.7 亿元,同比下降 59%。上半年上市券商实现营业收入 1131 亿元,净利润 407 亿元,净利润占到市场的 65%。从上市券商来看,上市券商的营业收入、净利润两项指标无一例外均为负增长,上市券商的行业整体增长率分别为-52%、-62%,各家上市券商的平均增长率分别为-50%、-61%。

营业收入同比表现较好的上市券商有华创证券(+0.98%)、方正证券(-20%,益于民族证券的并表)、国海证券(-33%)、国金证券(-35%),净利润降幅最小的上市券商有方正证券(-26%)、宝硕股份(-30%)、国泰君安(-48%)、国金证券(-48%)。

表 1: 上市券商上半年营业收入与净利润

券商	2016H 营业收入 (亿元)	营业收入排 名	同比增长率	2016H 净利润 (亿元)	同比增长率
中信证券	182	1	-42%	5,2	-58%
国泰君安	137	2	-39%	5,0	-48%
海通证券	121	3	-45%	4,3	-58%
广发证券	101	4	-49%	4,0	-52%
华泰证券	74	5	-50%	2,8	-57%
国信证券	62	6	-65%	2,2	-69%
申万宏源	61	7	-64%	2,2	-76%
招商证券	52	8	-67%	2,2	-26%
方正证券	45	9	-20%	2,1	-69%
光大证券	41	10	-57%	1,5	-69%
兴业证券	35	11	-50%	1,4	-45%
东方证券	29	12	-74%	1,3	-78%
长江证券	26	13	-47%	1,1	-54%
国金证券	21	14	-35%	1,1	-62%
西南证券	20	15	-67%	9	-70%
东吴证券	18	16	-54%	8	-50%
东北证券	18	17	-56%	6	-48%
西部证券	17	18	-44%	6	-66%
国海证券	17	19	-33%	6	-61%
东兴证券	16	20	-51%	6	-68%
国元证券	14	21	-61%	5	-51%
华创证券	10	22	0.96%	3	-26%
山西证券	9	23	-62%	5	-73%
第一创业	8	24	-50%	2	-66%
太平洋	6	25	-68%	1	-84%
合计	1139		-51%	410	-61%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

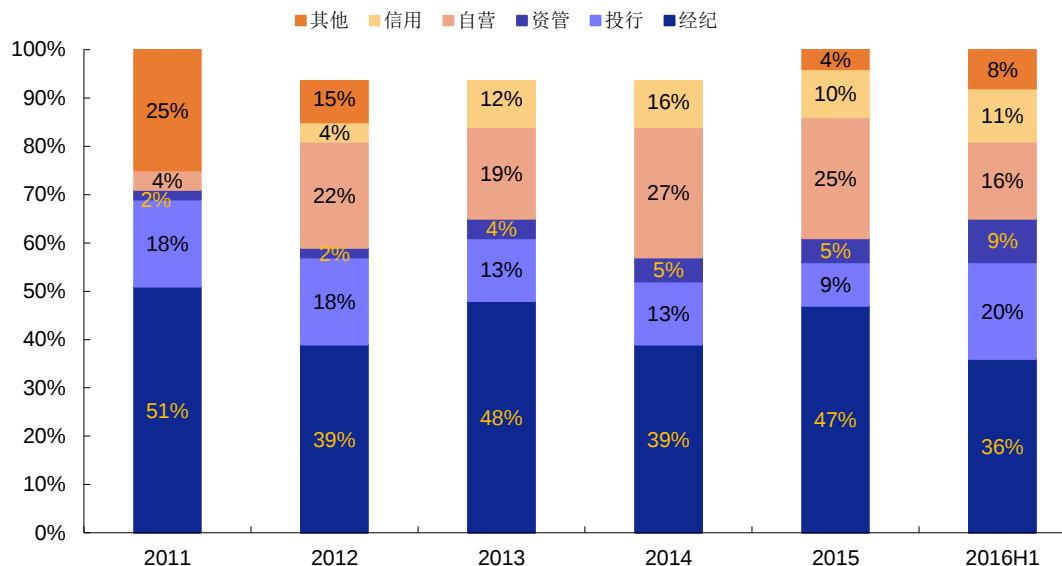
表 2：上市券商上半年各项业务收入明细

简称	代理买卖证券业务净收入 (亿元)			证券承销业务净收入 (亿元)			受托客户资产管理业务净收入 (亿元)			利息净收入 (亿元)			自营业务收入 (亿元)		
	2015 H1	2016 H1	同比增速	2015 H1	2016 H1	同比增速	2015 H1	2016 H1	同比增速	2015 H1	2016 H1	同比增速	2015 H1	2016 H1	同比增速
中信证券	99.9	47.0	-53%	18.4	29.4	59%	29.4	31.2	6%	15.8	9.7	-38%	120.2	41.0	-66%
国泰君安	104.6	37.3	-64%	11.0	15.7	42%	9.9	13.7	37%	30.2	21.8	-28%	67.3	46.2	-31%
申万宏源	91.5	31.0	-66%	6.2	8.3	35%	10.6	8.6	-19%	19.4	8.8	-55%	39.9	2.0	-95%
国信证券	95.0	29.2	-69%	11.5	11.5	0%	1.4	1.4	-3%	23.6	8.9	-62%	40.3	7.1	-82%
海通证券	68.2	29.1	-57%	9.6	14.4	49%	7.8	2.4	-69%	32.1	20.2	-37%	76.1	26.5	-65%
华泰证券	71.3	28.9	-59%	6.1	8.3	36%	1.3	0.5	-64%	27.7	15.5	-44%	33.3	15.8	-52%
广发证券	80.8	28.5	-65%	8.0	14.1	77%	14.3	20.2	41%	22.4	1.6	-93%	66.0	33.8	-49%
招商证券	74.0	24.6	-67%	8.8	9.8	12%	4.9	5.4	10%	19.4	2.8	-86%	47.4	3.9	-92%
方正证券	36.1	18.6	-49%	0.9	2.7	209%	0.4	0.7	94%	7.3	0.2	-97%	10.5	21.7	107%
光大证券	43.9	16.2	-63%	6.0	7.5	24%	2.8	2.8	-2%	13.6	6.8	-50%	25.3	3.8	-85%
长江证券	27.4	10.9	-60%	1.6	2.9	83%	1.7	2.3	35%	6.4	5.2	-18%	10.6	3.1	-71%
兴业证券	22.2	8.6	-61%	4.5	6.2	39%	4.5	3.1	-31%	7.2	4.6	-36%	24.1	5.4	-78%
东方证券	18.9	8.4	-55%	5.0	7.0	39%	8.4	4.2	-50%	0.0	-3.6	1126%	75.6	10.0	-87%
国金证券	16.5	8.3	-49%	5.2	4.8	-7%	1.3	0.8	-36%	4.4	3.2	-27%	4.4	2.2	-51%
东吴证券	14.8	6.5	-56%	2.7	5.2	90%	1.1	1.3	11%	2.0	0.6	-72%	18.1	3.1	-83%
东兴证券	14.4	5.5	-62%	2.2	4.2	92%	1.3	1.1	-16%	0.5	-3.9	-828%	14.7	9.3	-37%
国元证券	15.6	5.1	-67%	1.6	1.8	9%	0.2	0.2	-18%	6.5	3.8	-42%	11.5	2.6	-78%
西部证券	16.2	5.1	-68%	1.4	4.0	189%	0.3	0.2	-29%	3.6	2.1	-42%	8.6	5.0	-42%
东北证券	14.7	4.8	-67%	2.3	3.0	30%	0.5	1.1	109%	2.7	-0.7	-127%	16.6	6.6	-60%
国海证券	14.3	4.5	-69%	2.4	4.6	96%	0.3	0.6	96%	3.7	2.8	-24%	3.1	2.4	-23%
西南证券	12.4	4.4	-64%	6.8	9.7	43%	6.1	0.5	-92%	1.5	-0.2	-115%	31.4	4.2	-87%
山西证券	11.6	3.8	-67%	3.3	3.0	-11%	0.1	0.5	581%	2.8	1.4	-52%	6.4	0.4	-94%
太平洋	6.3	2.0	-68%	0.3	0.8	171%	0.3	0.5	49%	2.1	1.6	-24%	9.7	1.0	-90%
第一创业	4.5	1.8	-61%	2.7	2.1	-20%	1.6	2.1	33%	1.0	1.8	76%	5.1	-0.6	-111%

资料来源：Wind, 安信证券研究中心

从收入结构来看，证券行业收入来源更加多元化。经纪业务占比相比 2015 年下降 11 个百分点，而资管与投行业务占比上升明显，2016 年上半年，投行业务占比达到 20%。

图 1：收入结构更加多元化



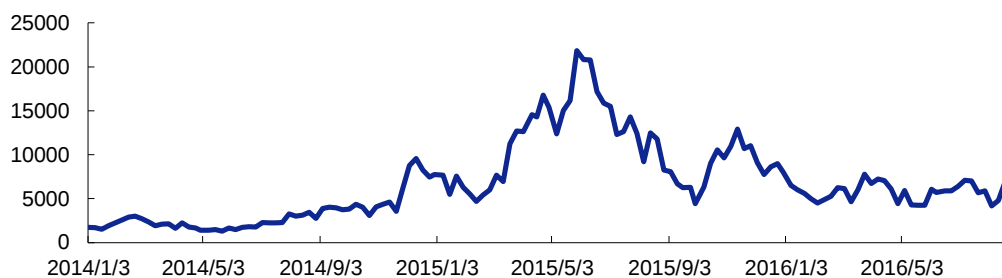
资料来源：中国证券业协会，安信证券研究中心

3. 日均股基交易额较去年大幅下降，经纪业务收入承压

2016 年上半年市场剧烈震荡，尤其是年初的熔断机制带来市场大跌，短短 4 天上证综指从 3539 点下跌至 3125 点，导致市场交易量大幅下降。上半年，券商行业代理买卖证券业务净收入 560 亿元，同比下降 65%；上市券商代理买卖证券业务净收入 370 亿元，同比下降 62%。

上半年，市场日均股基交易额 5758 亿元，比 2015 年日均股基交易额的 10868 亿元下降 47%。

图 2：今年上半年日均股基交易额较去年大幅下降



资料来源：Wind，安信证券研究中心

行业佣金率下滑趋势不减，从 2015 年的万分之五点五下降至 2016 年上半年的万分之四左

右。我们认为 2016 年下半年的佣金率下滑压力仍在，但下滑幅度有限。主要原因包括：

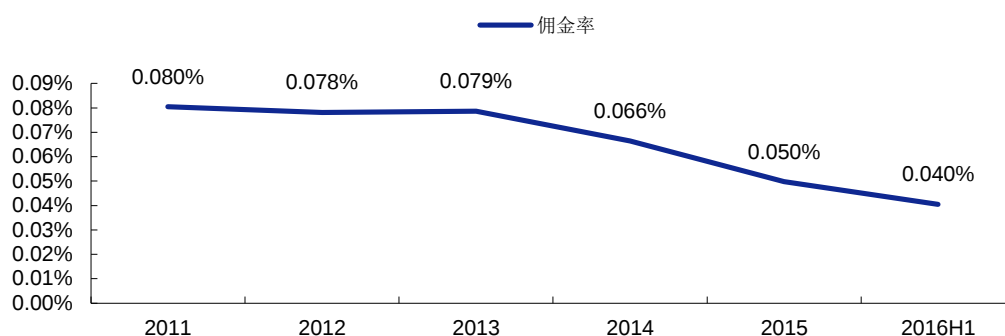
- (1) 2015 年证券公司已进行过大规模降价，市场竞争比较充分；
- (2) 降佣带来的收入损失需要靠量来弥补，而潜在新增客户数量有限，市场行情预期谨慎，公司降佣动力不足；
- (3) 创收压力倒逼经纪业务转型，证券公司更愿意通过提供综合金融服务的方式增强客户粘性，维持佣金率水平。

预计下半年日均股基交易额维持在 5000 亿-7000 亿之间，佣金率下滑至近万分之四左右。

经纪业务模式转型。从传统通道服务提供商向综合金融服务商转型将成为经纪业务未来发展方向，包括：

- (1) 对客户群体进行细分，发展高净值客户；
- (2) 增强客户粘性，为两融、新三板等其他业务积累客户，形成协同效应等。

图 3：行业佣金率持续下滑



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

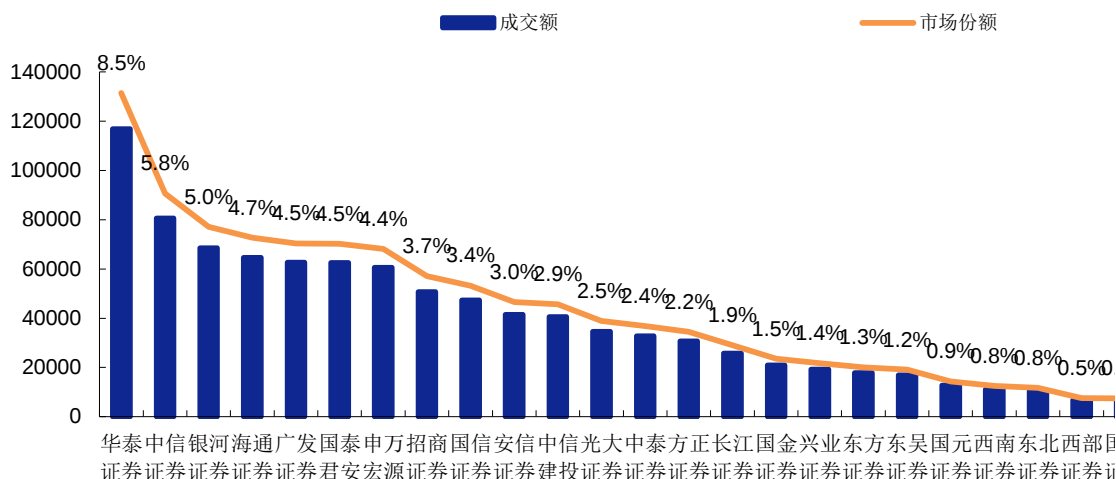
表 3：证券行业经纪业务佣金收入敏感性测算（亿元）

日均股基交易额/ 净佣金率	4000	5000	6000	7000	8000	9000
0.036%	700	875	1050	1225	1400	1575
0.039%	758	948	1137	1327	1516	1706
0.042%	816	1021	1225	1429	1633	1837
0.045%	875	1094	1312	1531	1750	1968
0.048%	933	1166	1400	1633	1866	2100
0.051%	991	1239	1487	1735	1983	2231

资料来源：WIND、安信证券研究中心

华泰证券牢牢占据股基成交市场份额第一，2016 年上半年华泰证券股基成交份额达到 8.5%，比第二名多出 2.7 个百分点，互联网转型先发优势明显。另外华创证券上半年股基成交市场份额为 0.3%，超过太平洋证券，市场排名第 63 位。东北证券股基成交市场份额为 0.8%，市场排名第 33 位。

图 4：上市券商上半年股基成交额及份额



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

4. 资本中介业务缩水：两融趋稳，股票质押增长

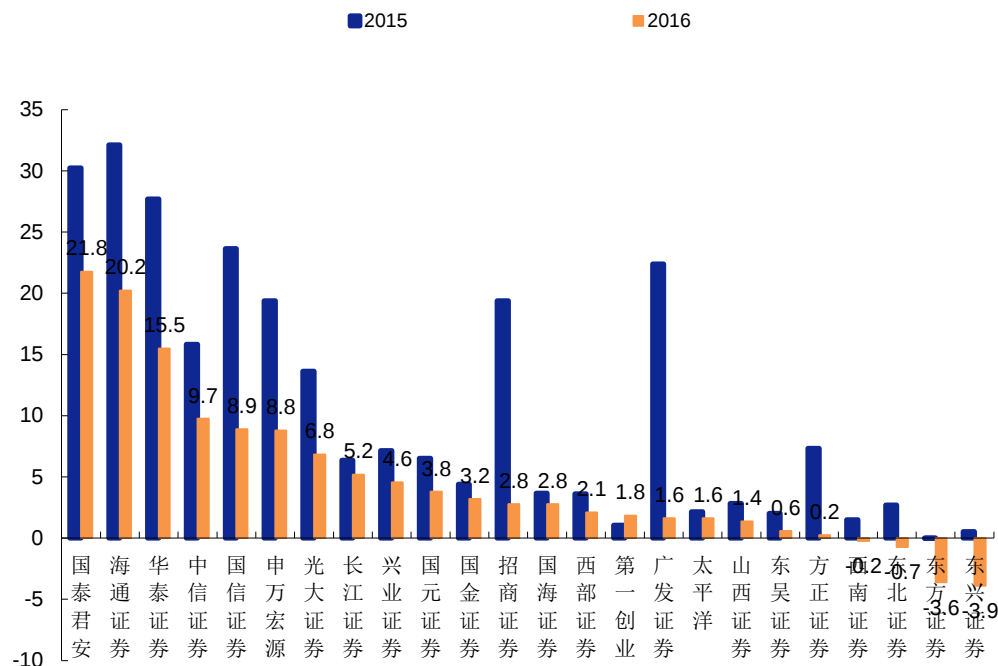
2015 年两融余额峰值达到 2.2 万亿元，随着下半年股市大幅震荡，加上两融新规降杠杆，融资保证金最低比例由 50% 提高至 100%，两融余额呈现下降趋势。2016 年上半年，虽然市场表现依旧不佳，上证综指和深证成指分别下跌超过 17%，但今年以来两融余额趋于平稳，2 月以来两融余额一直维持在 8000-9000 亿之间。截至 2016 年 6 月末，两融余额为 8510 亿元。两融余额下滑导致资本中介业务收入缩水，2016 年上半年券商行业利息净收入 169 亿元，同比下降 54%；上市券商利息净收入合计 115 亿元，同比下降 55%。

图 5：2015 年下半年开始两融余额保持下降趋势



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

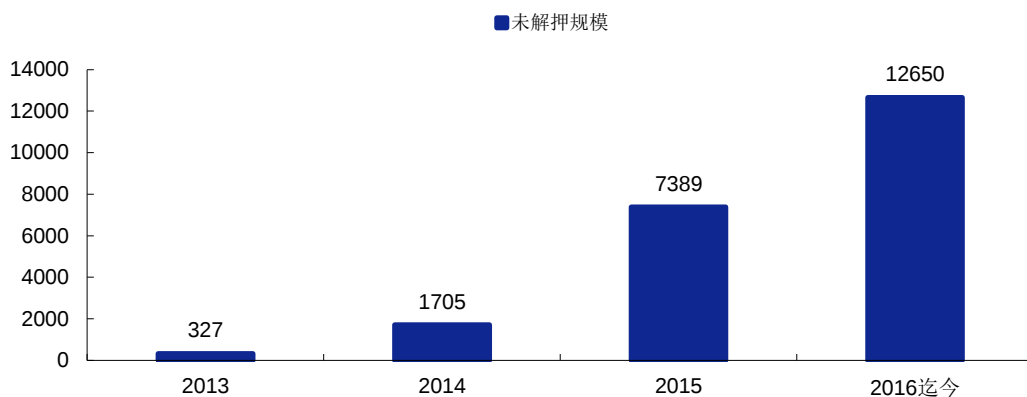
图 6：2015 年下半年开始两融余额保持下降趋势



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

股票质押业务增速加快，2016 年 8 月末，股票质押业务未解押金额达 12650 亿元，较 2015 年末 7389 亿元上涨 71%。股票质押业务基本代替了约定回购式业务，成为信用业务的重要组成部分。

图 7：股票质押业务规模增长迅速



资料来源：WIND、安信证券研究中心，(单位：亿元)

5. 投行业务：股权融资放缓，倚赖债券承销

股权融资规模下降，投行收入倚赖债券承销。2016 年上半年，全行业实现证券承销与保荐业务净收入 241 亿元，同比上升 50%。上市券商上半年实现投行收入 181 亿元，实现同比增长 41%。上市公司中，中信证券、国泰君安、广发证券承销规模排名行业前三。

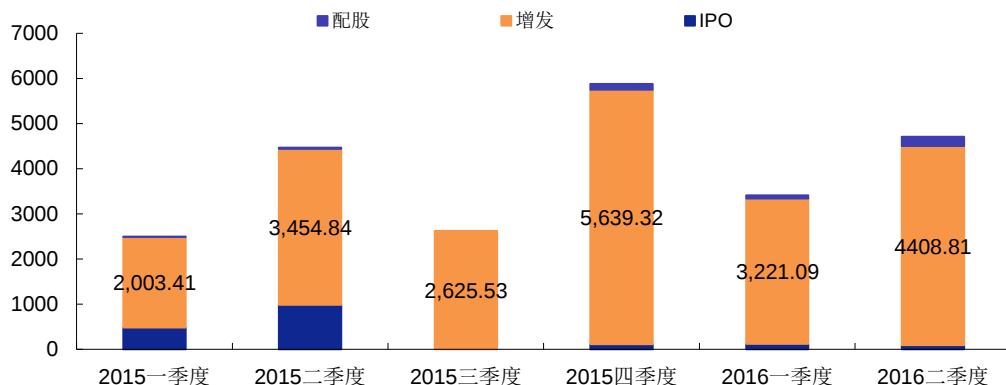
表 4：上市公司上半年主承销规模

机构名称	主承销合计(亿元)		首发(亿元)	
	金额	市场份额(%)	金额	市场份额(%)
中信证券	3376.7	8.3%	37.8	5.9%
国泰君安	3085.9	7.6%	14.4	2.2%
广发证券	1827.1	4.5%	32.1	5.0%
招商证券	1797.4	4.4%	32.7	5.1%
海通证券	1685.0	4.2%	0.0	0.0%
光大证券	1174.1	2.9%	13.3	2.1%
国信证券	1168.8	2.9%	14.2	2.2%
华泰证券	1168.3	2.9%	41.0	6.4%
兴业证券	1013.4	2.5%	2.7	0.4%
西南证券	855.5	2.1%	9.6	1.5%
申万宏源	829.8	2.1%	13.1	2.0%
国海证券	658.3	1.6%	0.0	0.0%
东方证券	550.3	1.4%	5.4	0.8%
国金证券	476.9	1.2%	6.2	1.0%
东兴证券	450.4	1.1%	2.6	0.4%
西部证券	433.7	1.1%	0.0	0.0%
东吴证券	397.3	1.0%	0.0	0.0%
方正证券	333.1	0.8%	0.0	0.0%
第一创业	269.6	0.7%	14.0	2.2%
国元证券	242.1	0.6%	2.3	0.4%
长江证券	182.0	0.5%	7.5	1.2%
东北证券	167.5	0.4%	8.6	1.3%
长江证券	164.5	0.4%	0.0	0.0%
华创证券	114.9	0.3%	0.0	0.0%
太平洋	55.2	0.1%	2.4	0.4%
合计	22477.9	55.4%	259.7	40.4%

资料来源:Choice, 安信证券研究中心

上半年增发项目近一万亿，给券商投行业务带来不菲收益。然而证监会就修改《上市公司重大资产重组办法》向社会公开征求意见，旨在规范借壳上市行为，给“炒壳”降温。随着资产重组的监管收紧给券商投行业务带来一定负面影响，预计券商 2016 年投行收入增速放缓。

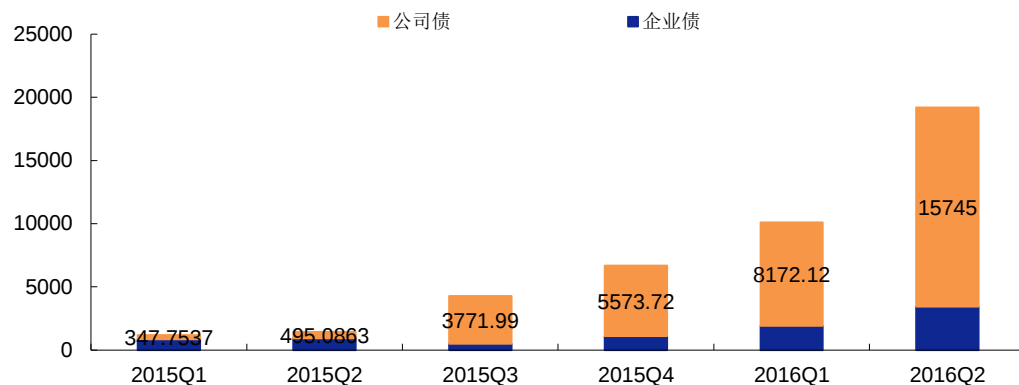
图 8：一季度增发项目活跃



资料来源：Wind, 安信证券研究中心，（规模：亿元）

同时券商债券承销规模(公司债+企业债)继续攀升超过 1 万亿元，同比上升近 90%，投行收入更加倚赖债券承销。

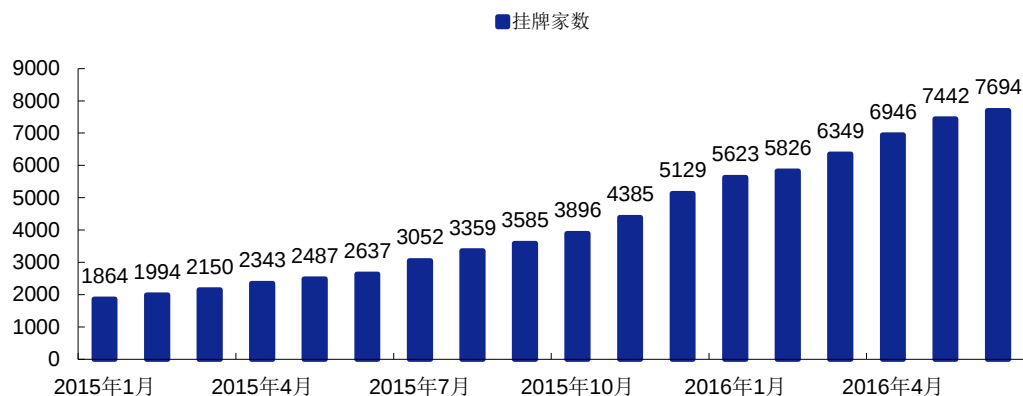
图 9：券商债券承销额不断攀升



资料来源：Wind, 安信证券研究中心，（单位：亿元）

新三板分层落地，做市垄断局面打破。新三板分层制度落地，证监会允许私募参与新三板做市业务试点，券商垄断局面被打破。新三板市场持续扩容，截止2016年6月底挂牌家数达到7694家。而截至8月26日，新三板挂牌公司总数达到8877家，总市值突破3.4万亿元。预计2016年新三板挂牌家数可以超过10000家。

图 10：新三板市场容量增长迅速



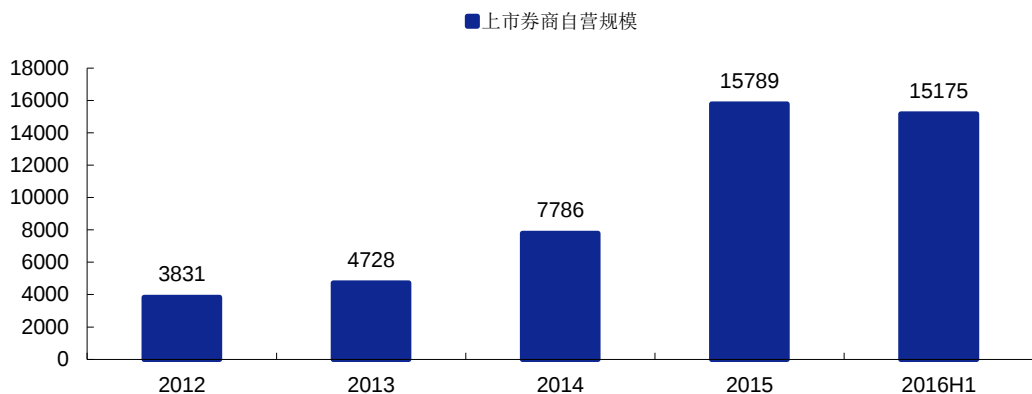
资料来源：Wind, 安信证券研究中心

6. 自营收入普遍下滑，固收类规模大幅提升

自营仍是券商业绩不确定性的主要来源。2016年上半年券商证券投资收益（含公允价值变动）245亿元，同比下降73%。

在去年救市过程中券商自营规模创新高，2015年三季度，50家券商按照净资产20%出资2200多亿元救市，自营规模环比增长约40%。截至2016年一季度末，自营投资规模达到1.8万亿元，比2015年末上升6.6%。此后，在今年第二季度稍有减少，2016年上半年末，上市券商自营规模为15175亿元，较年初下降3.9%。

图 11：上市券商自营规模



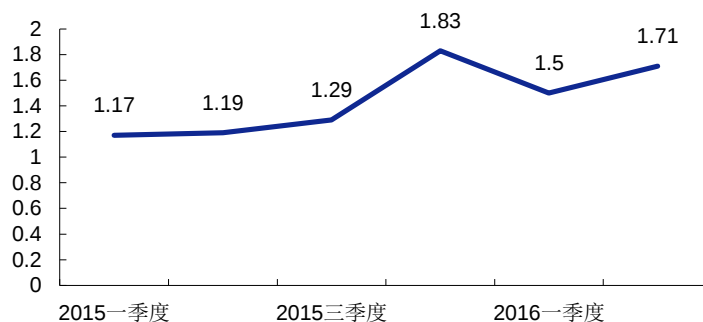
资料来源：Wind, 安信证券研究中心, (单位：亿元)

表 5：上市公司自营规模稳步提高（亿元）

券商	2014	2015	2016H
中信证券	1824	2405	2283
海通证券	708	1584	1449
东方证券	490	930	902
广发证券	615	1808	1681
国泰君安	735	1311	1288
招商证券	510	996	881
华泰证券	653	1697	1339
申万宏源	172	856	804
国信证券	262	685	661
光大证券	170	435	372
西南证券	221	268	373
兴业证券	175	373	404
东北证券	103	309	412
东吴证券	233	286	303
方正证券	314	427	509
长江证券	157	224	185
东兴证券	139	332	311
西部证券	51	155	201
太平洋	28	98	116
国元证券	152	207	226
国金证券	21	107	106
山西证券	18	73	96
国海证券	17	143	159
第一创业	16	88	113
合计	7786	15798	15175

资料来源：Wind, 安信证券研究中心

自营规模的扩大提高了券商的 beta 属性，券商板块的 beta 值由 2015 年初的 1.2 上升至 2016 年一季度的 1.5，又升至 2016 年二季度的 1.71。受到 2016 年上半年市场走弱的影响，上证综指下跌 15%，中债总全价指数微跌 0.42%，上半年上市券商实现证券投资收益（含公允价值变动）256 亿元，同比锐减 67%。上市券商中，只有方正证券自营业务增长 107%，其余均为同比减少，国泰君安、中信证券、广发证券、海通证券投资净收益超过 20 亿元。预计下半年，市场状况的趋于平稳，自营收益的波动有望为券商带来正向业绩弹性。

图 12：上半年券商 beta 达到 1.7


资料来源：Wind, 安信证券研究中心

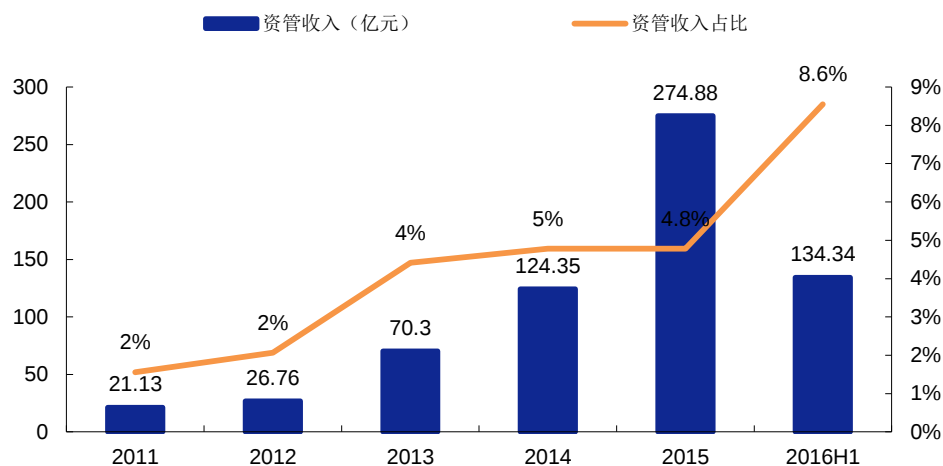
7. 资管业务：产品杠杆下降，加强主动管理占比

2016 年上半年，券商行业受托客户资产管理业务净收入 134 亿元，较去年同比下降 10%。上半年上市券商实现受托客户资产管理业务净收入 105 亿元，同比下降 5%。券商在资管业务收入方面出现分化，部分小券商在资管业务上增长迅速。Wind 数据显示，相比于中信证券、招商证券等在该项业务收入下降的情况，西部证券、国海证券、东兴证券的资管业务收入同比增长率都超过了 100%。

在低息背景下，居民财富管理需求不断增长，证券公司加快对资管产品的研发与设立。同时伴随着风控新规未来落地，通道业务成本或将大幅提升，券商行业预计将积极从通道业务向主动管理业务转型，在提升规模与提高盈利能力两方面同时着手，提升经营业绩。

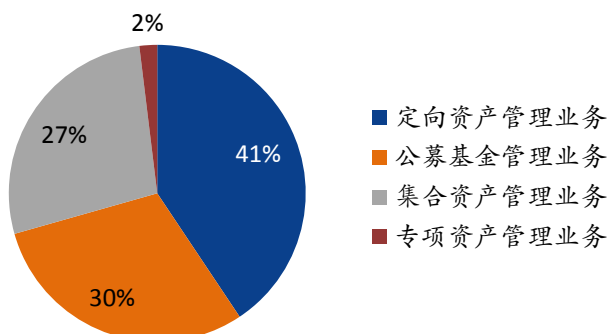
券商资管业务监管加强。2016 年上半年资管业务对证券公司营业收入贡献为 8.6%，比 2015 年末上升 3.8 个百分点。上半年券商风控指标以及“八条底线”细则的出台强化了对资管业务的监管，资管产品杠杆上限大幅下降，高杠杆产品规模扩充受到压制，这也为中小型券商资本扩充也带来不小压力。

图 13：2016 年资产管理业务收入占比快速提升



资料来源：证券行业协会，安信证券研究中心

图 14：集合与公募基金资产管理成为券商资管业务主要收入来源



资料来源：证券业协会，安信证券研究中心

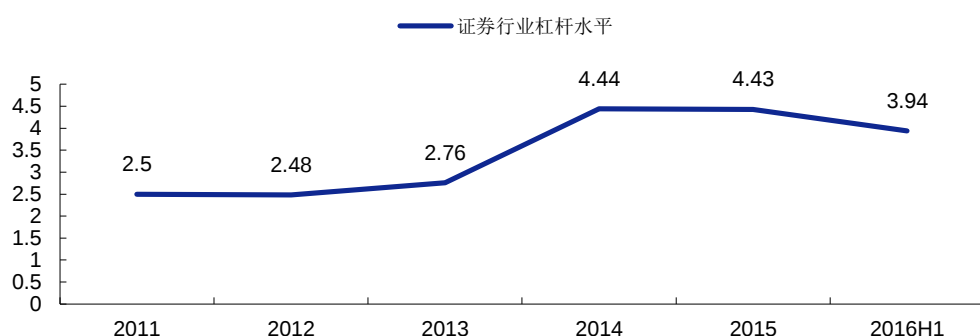
8. 监管从严，券商杠杆率水平下降

证监会6月16日正式发布《证券公司风险控制指标管理办法》，将于10月1日实施。完善杠杆率指标，提高风险覆盖的完备性。将原有净资产比负债、净资本比负债两个杠杆控制指标，优化为一个资本杠杆率指标（核心净资本/表内外资产总额），并设定不低于8%的监管要求。总体来看，《办法》主要通过资本杠杆率对公司杠杆进行约束。

券商的财务杠杆率也持续回落。预计2016年全年券商财务杠杆率（总资产/净资产）仍将维持在3.5-4倍左右的水平。

政策导向谨慎，市场发展求稳胜过创新。作为高度监管行业，券商行业对政策有较强的依赖性，2016年政策监管文件频出，影响的业务板块涵盖经纪业务、投行业务和资管业务。预计随着政策监管的趋严，创新业务发展或将受限，市场发展迎来平稳过程。

图 15：券商杠杆水平下降



资料来源：Wind, 安信证券研究中心

9. 证监会政策梳理

证监会今年以来，从立法、执法方面加强监管。(1) 新出台的法律法规方面，主要对券商和基金的资管业务中的通道业务做出严格限制。(2) 在上半年全商业表现突出的几项业务方面，如股票质押、公司债承销等，证监会及时对业务激增背后的风险进行盘查，防止风险的集中爆发。(3) 对上半年资本市场的各项热点，如中概股私有化回归A股、私募基金散户化销售、上市公司跨界定增收购等，证监会都做出及时回应，减小不同市场的套利空间。

表 6：今年以来证监会政策梳理

从严立法	收紧券商通道业务	已于7月18日开始实施的新“八条底线”（即《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》）和10月1日即将实施的《证券公司风险控制指标管理办法》，都将严格限制券商资管通道业务
	强化基金子公司风控管理	证监会日前就《基金管理公司子公司管理规定》及《基金管理公司特定客户资产管理子公司风险控制指标管理暂行规定》公开征求意见，要求基金子公司强化风险管控，并提出了四项基金子公司的风控要求：一是净资本绝对指标，即“净资本不低于1亿元”；二是净资本相对指标，即“净资本不得低于各项业务风险资本之和的100%”；三是净资本流动性指标，即“净资本不得低于净资产的40%”；四是杠杆率指标，即“净资产不得低于负债的20%”
	合并券商基金风控规章，规定合规底线	证监会修订约束券商风控的《证券公司合规规定》与约束基金公司风控的《督察长规定》，将两者合二为一，起草了《证券基金经营机构合规管理办法（草案）》，增加合规经营底线要求，向客户提供适当的产品或服务，切实维护投资者合法权益，不得欺诈客户等，还明确了全员合规的要求，厘清各方合规管理责任，强化合规管理组织体系，将子公司的合规管理统一纳入

加强执法	资管计划透支交易	7月,已有爱建证券、中航证券被罚。因股票质押交易时段与银行放款时间冲突,不少券商不顾头寸风险,在资管计划资金账户未到账的情况下,提前将股票质押,最终导致交易透支并占用其他客户交易结算资金
	公司债	7月,多地证监局近期向辖区内证券公司下发《关于进一步规范证券公司公司债券业务发展有关问题的通知》,要求券商健全公司债券业务制度体系,完善内控机制;加强公司债合规管理,规范执业行为,要求受托管理人应持续关注发行人的保证人资信状况,持续督导发行人严格履行信息披露义务及重大事项报告义务。目前已有西部证券因披露不及时,被出具警示函
	媒体称叫停四个行业跨界定增	5月11日,财新网报道,证监会叫停互联网金融、游戏、影视、VR四个行业的跨界定增,相关项目的并购和定增收购将从严审核、禁止无实际盈利。虽然后来证监会回应,证监会积极支持符合条件的上市公司再融资和并购重组,以有效发挥资本市场服务实体经济的功能。结合近期证监会表态正研究中概股回归、关注壳资源炒作等,种种迹象都折射出当前监管层的思路可能在于,全力引导资金“脱虚向实”
加强国际化建设	深港通	8月16日,证监会、港交所联合披露深港通细则方案。深港通与沪港通操作模式大致类似,最大的不同在于深港通不再设总额度限制,只设单日额度,深港通每日额度与沪港通现行标准一致。且双方市场投资标的范围均大于市场先前预期

资料来源:安信证券研究中心

监管层未来政策导向展望

下半年,预计证监会仍将从严监管。(1)对券商而言,去杠杆、去通道将成为主要内容。随着10月1日《风控办法》的落地,券商通道业务将继续受到较大限制,券商资管业务有望回归主动管理。(2)对市场业务而言,上半年公司债火爆,随着风险的不不断暴露,预计证监会将继续对公司债、资管计划等业务进行严查。(3)国际化方面,深港通预计年内开通,满足条件的香港合格个人投资者投资办法有望出台。另一方面,为了准备再次冲关 MSIC 指数,A股市场有望进一步加强与境外市场的联系。

10. 推荐标的

(1) 宝硕股份:宝硕股份向华创证券现有股东发行股份购买华创证券 95.01%股权。华创证券依托上市公司形成良好的融资机制,补充资本金,推动业务发展。华创证券经纪业务立足贵州,布局全国。投行业务发展迅速,非传统业务取得进展,公司以传统投资银行业务为基础,在中小企业私募债券、推荐挂牌业务等非传统投资银行业务市场取得进展。信用业务目前规模较小,但资本金补充以后将实现高速增长。宝硕股份/光大证券/东北证券/国元证券/华泰证券

(2) 光大证券:借助集团资源,加强协同效应。光大集团旗下金融业务丰富,包括银行、证券、保险、基金、资产管理和信托等。作为集团旗下的证券业务平台,公司将受益于集团广阔的平台和丰富的背景资源,与多地政府签署战略合作协议,深耕区域经济,以服务国家实体经济为导向,提供综合金融服务,拓展公司的业务合作空间。

(3) 东北证券:东北证券在大力开展传统业务、积极推进创新业务的基础上,还通过股权投资形成了多元化的业务发展平台,随着公司涵盖证券、基金、期货、资管、直接投资、另类投资等综合金融布局不断完善,公司业绩得到多轮驱动。

(4) 国元证券:国元集团是安徽国资委旗下的金控集团,拥有证券、信托、银行、保险、小贷、典当等多类金融资产,混业经营能力较强。在混业经营的大趋势之下,国元集团有望资产注入国元证券。同时国企改革在即,作为国资委旗下金融平台以及安徽省唯一上市证券公司,国元证券存在大量业务机会,国企改革也将有望提升公司运营效率。

(6) **华泰证券**：华泰证券前身为江苏省证券公司，经纪及财富管理业务扩大互联网金融优势，2016 年上半年公司经纪及财富管理业务市场份额 8.5%，牢牢占领行业第一的位置。在并购重组业务保持龙头地位，排名第一。公司实施全业务链、移动金融、金融创新及国际化发展战略，做大客户基础，建立专业服务体系。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

赵湘怀声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以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, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
北京联系人	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	原晨	010-83321361	yuanchen@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
深圳联系人	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-83321367	zhourong@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn
	邓欣	0755-82821690	dengxin@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地 址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮 编： 518026

上海市

地 址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮 编： 200080

北京市

地 址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮 编： 100034