

券商盈利性大幅下降，但预计无重大亏损，信用质量稳定

2024 年 9 月 14 日

一、业务状况

在目前宏观经济环境和资本市场行情下，证券行业上半年表现符合预期：

- 证券行业资产较年初保持总体平稳，略有下滑。截至 2024 年 6 月末，行业总资产 11.75 万亿元，较年初下降 0.7%。
- 2024 年上半年市场交易量与上年同期相比变化不大，沪深 300 交易量同比略增 3%。
- 上半年股票市场融资规模大幅下降，A 股 IPO 发行规模同比下降超八成，再融资规模同比下降近七成。

2024 年上半年，证券行业营业收入下滑，经纪业务、投行业务、利息净收入均出现不同程度下降。但得益于债券牛市，自营投资业务表现良好。上半年，行业营业收入 2,033 亿元，同比下降 9%；其中经纪业务收入、投行业务收入、利息净收入分别同比下降 11%、47%以及 24%；自营投资业务收入则同比增加 10%。

2024 年，证券公司的盈利性与股市交易量的相关性减弱，主要是因为投行业务的大幅衰退，使得券商的盈利性弱于交易量情况。由于投行业务是轻资本业务，投行业务收入大幅下降并不会严重侵蚀券商资本。收入下降的压力可以通过压降人力成本等方式缓解。所以，如果是周期性的业务低谷，我们不会因此下调其信用质量。

什么情况下，投行业务风险会导致信用质量下调：

1. 涉及严重欺诈发行案件，导致巨额罚款以及长时间业务停业整顿，使得公司业务竞争力遭到重创，中短期很难恢复；
2. 投行业务的衰退不是周期性现象，而是中长期且很难逆转的趋势。我们目前认为投行业务的严重下滑仍是周期性的。

分析师

王燕愚，CFA

北京

Stephanie.Wang@spgchinaratings.cn

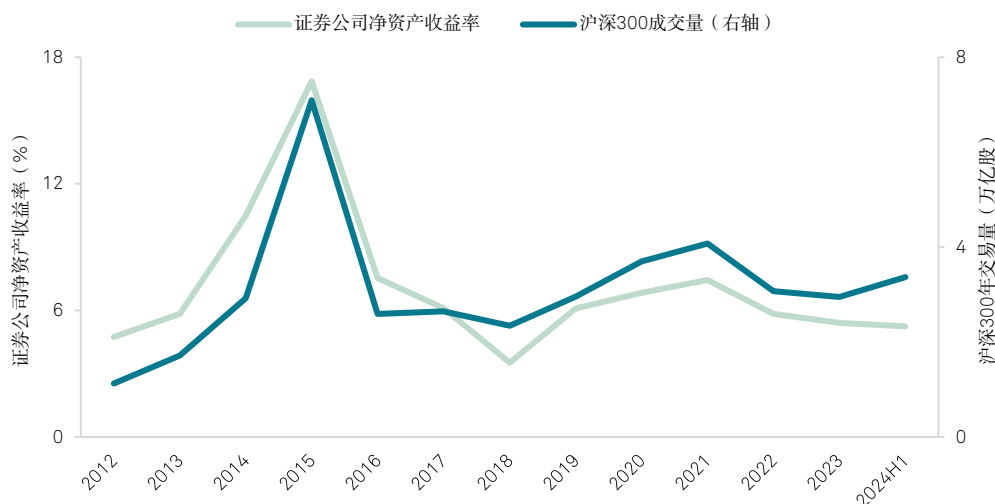
李迎，CFA，FRM

北京

Ying.Li@spgchinaratings.cn

图1

国内股市交易量和证券公司平均净资产回报率比较



注 1：2012-2021 年证券公司净资产收益率为中国证券业协会公布数据，2022-2024H1 为上市证券公司加权平均年化净资产收益率。

注 2：2024 年上半年沪深 300 成交量采用上半年数据*2 进行了年化处理。

资料来源：中国证券业协会，Wind，经标普信评收集和整理。

版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

下半年业务状况预判：证券行业资产规模将继续保持稳定；全年收入下降情况可能与上半年并无太大变化；自营投资业务很可能是全年业绩的主要支撑；投行业务会是全年收入下降最严重的业务板块，但其中并购业务可能继续保持健康增长。

二、资本与盈利性

证券行业继续保持低杠杆经营，在行业整体盈利性较低的情况下，低杠杆保证了证券公司信用质量的稳定。截至 2024 年 6 月末，主要上市证券公司经调整的杠杆倍数（调整后总债务/净资产）为 2.9 倍，较上年末基本稳定。

2024 年上半年，证券行业盈利性继续走低，但并没有发生重大亏损，对资本实力并无负面影响。2024 年上半年，主要上市证券公司净利润合计同比下降约 21%，加权平均年化净资产收益率为 5.2%（上年同期为 7%）。

2024 年上半年，主要上市证券公司中，仅天风证券发生亏损，亏损金额占其年初净资产的 2%，对资本的伤害可控。2023 年全年近 20 家证券公司发生亏损，亏损金额占年初净资产比例的平均值约为 7%。亏损的券商主要是中小券商，杠杆率很低，对小幅亏损的容忍度高。

下半年资本与盈利性预判：我们预计 2024 年全年证券行业的平均净资产收益率会在 5%左右；盈利虽然大幅下滑，但不会发生重大亏损；我们预计年末行业杠杆倍数会继续保持在 3 倍左右，券商资本仍然充足。

三、风险状况

证券公司股票质押式回购业务规模继续缩小，信用类业务风险整体可控。截至 2024 年 6 月末，主要上市证券公司股票质押式回购规模较年初下降 19%，约占净资产的 7%；融出资金规模较年初下降 8%。

部分证券公司踩雷地产债券，是近年来最突出的信用风险。上半年的形势并无明显好转。但我们认为地产债风险主要是对盈利性的严重打击，不至于严重伤害资本。

近年来合规风险突出。强监管环境下，证券公司合规风险频发，欺诈发行引发个别券商遭受大额罚款。如果某家券商发生为期半年的停业整顿，其业务竞争力将受到损害。从中长期来看，“长牙带刺”的监管处罚对于规范券商经营、加强风险管理是有利的，但短期内会对个别券商的业务实力造成严重打击。

下半年风险状况预判：部分券商可能会继续爆出欺诈发行等重大合规风险，但这些事件很大概率不至于导致券商违约。

四、融资与流动性

证券公司的资产端流动性好，加之杠杆低，以及资本市场流动性充足，证券公司 2024 年上半年保持了良好的流动性。

下半年融资与流动性预判：我们预计下半年并不会发生重大变化，券商的违约风险仍然非常小。

五、展望

未来 12 个月证券公司信用质量保持稳定的主要驱动因素：

低杠杆、信用风险敞口可控

导致未来 12 个月个别证券公司信用质量下调的最可能原因：

大券商发生严重合规风险，中小券商发生巨大亏损

导致未来 12 个月个别证券公司信用质量上调的最可能原因：

中小民营券商股东变化，得到政府或集团支持的可能性加大

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2024 标普信用评级（中国）有限公司 保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的附属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。