



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

强监管格局下 龙头强者更强

--证券Ⅱ(073401)行业中期策略报告

2018年07月26日

分析师:

程凌

执业证书编号: S1380515080001

联系电话: 010-88300845

邮箱: chengling@gkzq.com.cn

证券Ⅱ(073401)与上证综指走势图



行业评级

强于大市(维持)

相关报告

- 1.《业绩表现欠佳 关注创新催化——证券Ⅱ(073401)行业一季报综述》20180509
- 2.《创新环境改善 龙头优势明显——证券Ⅱ(073401)行业月度报告》20180511
- 3.《支持新经济 投行业务面临转型——证监会发布<存托凭证发行与交易管理办法(试行)>等文件点评》20180608
- 4.《5月业绩环比改善 关注 CDR 持续影响——证券Ⅱ(073401)行业月度报告》20180611
- 5.《6月业绩环比下滑 理性看待质押风险——证券Ⅱ(073401)行业月度报告》20180712

内容提要:

- 今年以来,证券行业收入同比下滑,收入结构持续变迁。
- 经纪业务佣金下滑态势得到缓解,未来降佣空间有限;投行业务进入转型阵痛期,传统业务收入出现显著下滑;两融和市场成交的背离得到修复,质押业务新规影响逐步显现;资管新规及配套规则发布,业务进入统一发展新时期;自营业务中债券投资占比依然最高。
- 对外开放方面,预计中资券商仍将主导行业格局,同时外资进入将带来创新业务的发展经验,龙头券商竞争力提升可以预期。竞争格局方面,差异化发展将引发行业资源要素流动,进而提高行业集中度。金融科技方面,未来证券行业将迎来一次行业科技实力的全面升级,应关注其长期效果。
- 展望券商业务发展,投行业务竞争格局将出现较大变化,预计未来全能型投行的数量将会变少;资管业务方面,券商核心优势在股权领域,在新规过渡期间ABS是重要的拓展方向;经纪、两融和自营业务均与市场行情密切相关。结合市场表现,我们预计行业2018年营业收入为3025亿元,同比下降2.83%。
- 近期板块估值处于历史低位,部分券商甚至破净,但是券商风控严格,资产明晰,没有隐形负债,破净或为市场过度反应。我们判断券商仍将保持较强的顺周期特征,近期市场环境回暖拉动经纪业务回升,CDR推进不及预期使传统投行业务重获市场空间,均构成板块估值回升的支撑因素。
- 证券行业已经从严监管过渡到了强监管阶段,监管对券商内生增长模式的探索将产生重要影响,大型券商有望在监管引导下进一步提升行业地位,建议关注中信证券、华泰证券和海通证券。
- 风险提示:国内外证券市场系统性风险;证券行业相关政策出现重大调整变化;行业创新转型不及预期;业绩增长不及预期。

目录

1、行业回顾	4
1.1 行业整体情况	4
1.2 各业务板块回顾	5
2、监管引导行业健康发展	11
2.1 金融开放提速 证券行业先行	11
2.2 差异化发展 集中化格局	13
2.3 鼓励科技投入 加强前沿技术应用	14
3、行业发展展望	15
3.1 业务条线展望	15
3.2 证券行业 2018 年营业收入预测	17
4、投资建议	17
4.1 近期板块估值探讨	17
4.2 龙头强者更强	18
5、风险提示	19

图表目录

图 1: 2018 年 1-5 月证券行业业务收入 (亿元)	4
图 2: 券商各业务条线收入占比	4
图 3: 月度股票市场成交额	5
图 4: 行业佣金率 (万分之)	5
图 5: IPO 基本情况	6
图 6: 2015 年至今 IPO 审核过会率	6
图 7: 现金增发基本情况 (亿元)	7
图 8: 券商现金增发承销收入及费率 (亿元)	7
图 9: 资产认购增发情况 (亿元)	7
图 10: 除增发外上市公司重大资产重组	7
图 11: 券商债券承销情况 (亿元)	8
图 12: 截止 2018 年 6 月末两融余额 (亿元)	9
图 13: 信用账户数	9
图 14: 质押式回购业务量 (亿元)	9
图 15: 未解押交易参考市值 (亿元)	9
图 16: 资管业务受托资金规模 (亿元)	10
图 17: 在管资产结构 (截止 2018 年 7 月 26 日)	10
图 18: 券商集合理财发行 (亿元)	10
图 19: 2018 年至今主要指数表现	11
图 20: 券商自营投资结构 (2016-2018Q1)	11
图 21: 合资券商设立外资比例限制相关规定	12
图 22: 人工智能的优势与局限	15
图 23: 证券板块年初至今走势	18
图 24: 证券行业近 5 年 PB 情况	18
表 1: 经纪业务收入分解 (单位: 亿元)	5
表 2: 证券行业分业务条线营业收入预测 (亿元)	17
表 3: 重点公司估值情况	19

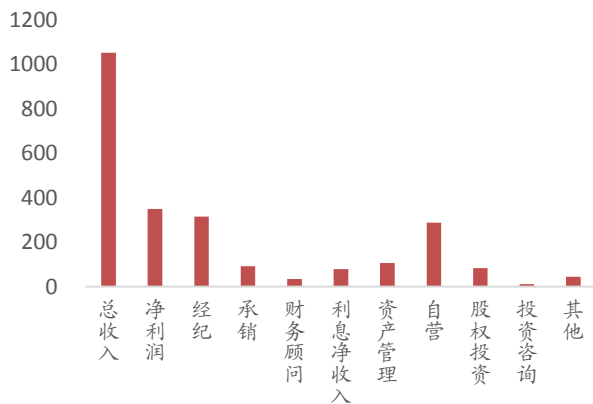
1、行业回顾

1.1 行业整体情况

2018年1-5月，证券行业实现营业收入1053亿元，净利润350亿元，同比分别减少2.9%和13.4%，行业经营业绩较去年相比出现下滑。净利润下降幅度超过营业收入10个百分点，主要是证券公司资产损失计提增加（市场环境低迷导致的资产损失计提增加和向IFRS9全面实施过渡期平滑利润的需要）和网点扩张导致的成本刚性（场地设备租赁费、折旧及摊销费均增加）所致。分业务条线来看，利息净收入同比近腰斩，投行业务同比减少29%，成为影响业绩增长的主要因素。

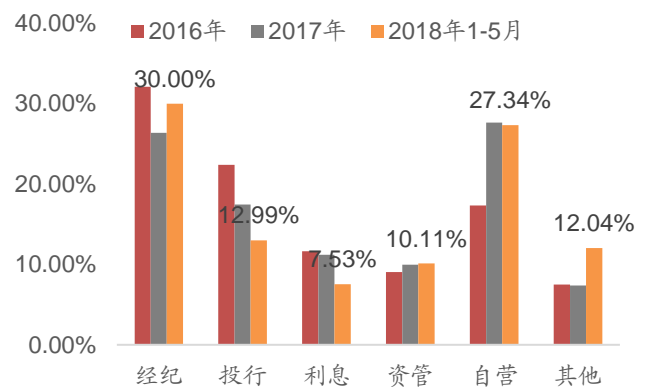
行业业务结构处于持续变迁中。自营业务占比降至27%，居于第二，在今年行情持续低迷的情况下，前期自营业务的高增长难以为继；经纪业务占比如期回升至30%，重回第一大收入来源；受监管收紧的影响，IPO、再融资数量均出现大幅下滑，相应投行业务收入占比下滑至13%，下降了约5个百分点；在营收基数下滑的影响下，资管业务收入占比小幅提升，首次突破10%；受市场持续低迷和质押新规影响，券商利息净收入占比跌至7.5%，在各大业务条线中占比最低。

图 1： 2018 年 1-5 月证券行业业务收入（亿元）



资料来源：SAC，国开证券研究部

图 2： 券商各业务条线收入占比



资料来源：SAC，国开证券研究部

进一步地，我们按照业务是否消耗资本金对业务条线进行归类，五大业务条线可分为轻资产业务（经纪、投行、资管）和重资产业务（两融、自营），其中，轻资产业务受市场行情和监管政策影响较大，重资产业务主要受资本金规模和杠杆水平约束。在当前市场环境和监管政策均对券商不利的情况下，轻资产业务收入大幅下滑，占比降至53%，与此同时，重资产业的地位相对提升，且其分化进一步主导了券商的竞争格局。在市场环境和监管政策没有明显改观的情况下，如何提升资产的盈利能力是券商发力的重点领域。

1.2 各业务板块回顾

(1) 经纪业务

2018年1-6月，两市日均成交额为4374亿元，同比基本持平，佣金下滑态势得到缓解，一季度佣金率为万分之3.88，较2017年平均水平回升了2.6%。但是，在成交金额持平、佣金率回升的情况下，行业经纪业务收入仍出现了下降。我们根据协会公布的数据进一步拆分了经纪业务收入，统计发现今年一季度行业席位租赁费用同比下降了14%，这是行业经纪业务收入下滑的决定性因素。

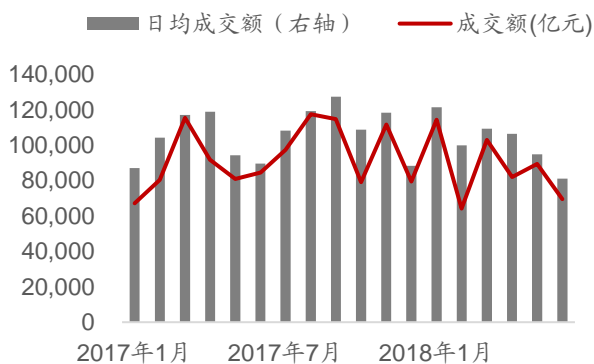
表 1: 经纪业务收入分解 (单位: 亿元)

	经纪业务收入	交易佣金	当期席位租赁费	席位费 (年化)	席位费同比
2015	2690.96	1418.10	1272.86	1272.86	-
2016	1052.95	533.14	519.81	519.81	-59.16%
2017	820.92	422.98	397.94	397.94	-23.45%
2018Q1	194.69	109.18	85.51	342.03	-14.05%

资料来源: SAC, 国开证券研究部

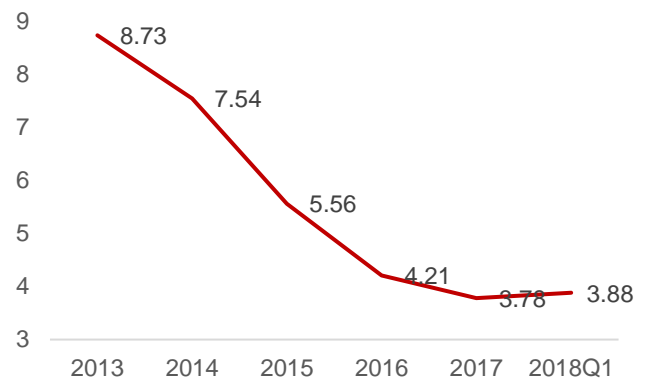
从券商提供的服务角度来看，交易通道是完全无差别的服务，费率必将无限趋近成本。近期市场持续低迷，客户在租赁席位的决策方面更加谨慎，压缩成本以提高效益。此外，值得注意的是，之前随着佣金率下滑，席位租赁费用也不断降低，二者趋势一致，但今年以来席位费继续减少而佣金上升，从侧面反映了佣金的下行空间已经十分有限。因此，我们判断行业佣金可能已经触底，未来行业继续降佣的空间有限。券商的开户竞争进入存量博弈阶段，交易通道所提供的附加值将是客户选择券商的最重要考虑因素，针对个人客户的财富管理业务和针对机构客户的研究服务是未来经纪业务的竞争核心。

图 3: 月度股票市场成交额



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 4: 行业佣金率 (万分之)



资料来源: SAC, 国开证券研究部

(2) 投行业务

受发行制度向支持新经济的战略性转型的影响，投行业务进入转型阵痛期，传统的投行业务收入出现显著下滑。

IPO方面出现了明显的变化。自去年新发审委上任以来，IPO审核通过率显著下滑，近半数企业没有通过审核，相应市场IPO发行家数和行业收入大幅下降。从结构上看，2017年以来通过审核的企业中，约80%为高新技术企业，传统企业审核的难度加大。6月IPO募集资金出现激增，其中80%来自工业富联和宁德时代两家独角兽企业。我们发现独角兽企业的募资规模远超平均水平，过会周期明显变短。因此，在支持新经济的导向下，行业IPO项目储备绝对数量的意义下降，新经济项目的储备更为关键。

此前监管部门向各家券商投行发布了最新IPO审核51条问答指引，包括26条首发审核财务与会计知识问答、25条首发审核非财务知识问答，进一步量化、细化了审核标准，预计审核红线会直接劝退一批IPO企业，客观上起到了加快整个审核周期、提升上市公司质量的作用。

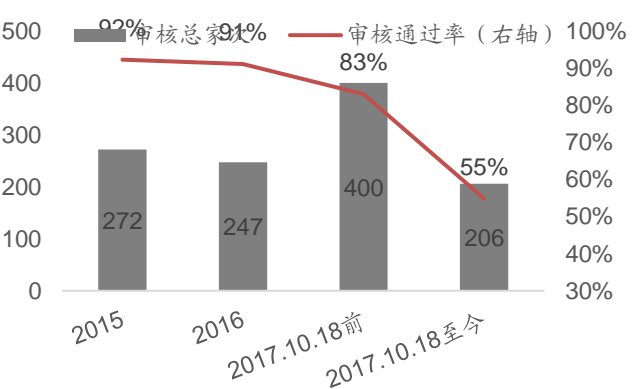
此外，对中介机构的监管更加严格，4月立信等6家会计师事务所的首发和再融资材料被证监会暂停受理，其依据就是中介机构和从业人员被立案调查或司法侦查、且尚未结案的，证监会将不予受理或中止审查同类业务。根据监管表态，一方面，同类业务的认定口径非常严格，证券服务机构在各类行政许可事项中提供服务的行为均视为同类业务处理；另一方面，即使不属于同类业务，但对市场造成重大影响的，证监会也可以不予受理或中止审查。

图 5: IPO 基本情况



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 6: 2015 年至今 IPO 审核过会率

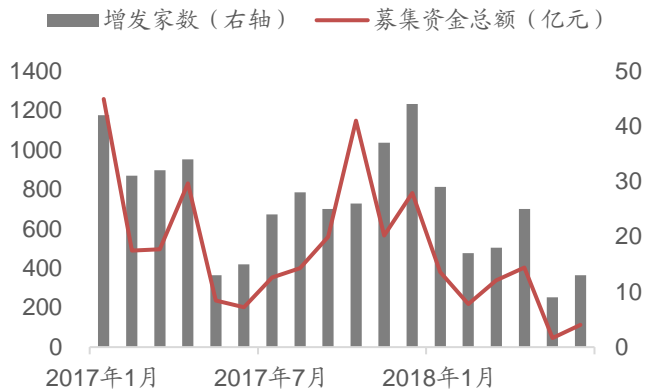


资料来源: Wind, 国开证券研究部

支持新经济方面，制度准备更加完善。前期证监会发布了《存托凭证发行与交易管理办法（试行）》等九个规章及规范性文件，支持创新企业在境内发行股票。这不仅意味着CDR发行即将落地，而且是发行制度战略性转向的一个里程碑。纳入试点范围的创新企业可以直接报送IPO，如已境外上市的可以选择发行CDR，未纳入试点范围的企业可以走正常的IPO通道。

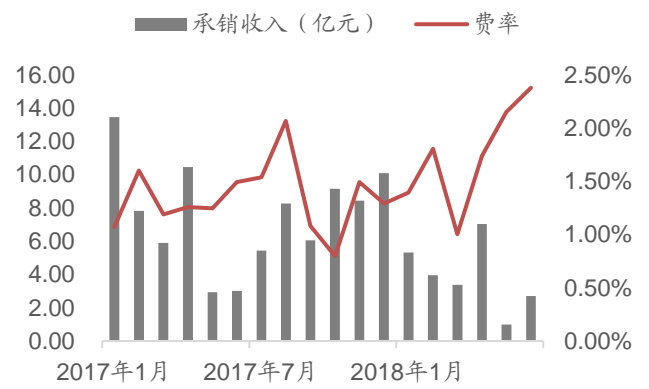
总而言之，监管层将全盘统筹包括CDR、IPO、再融资等在内的多个市场的发行节奏与规模，避免集中发行带来的流动性冲击，客观上来看，再融资市场受到的影响最大。今年以来券商的现金增发和资产认购增发均出现了显著下滑，月度发行金额几乎与2017年2月再融资新规出台后的政策消化期持平。

图 7： 现金增发基本情况 (亿元)



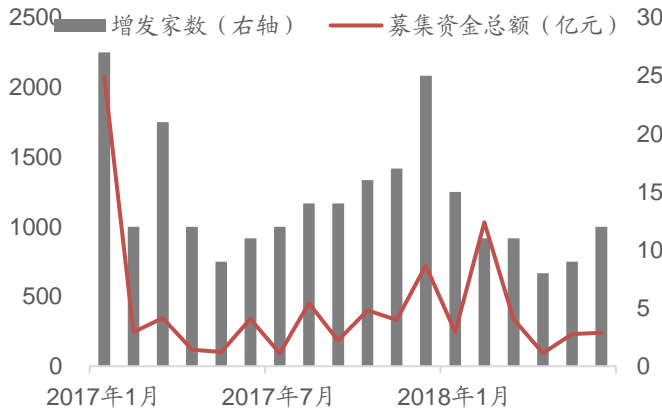
资料来源：Wind，国开证券研究部

图 8： 券商现金增发承销收入及费率 (亿元)



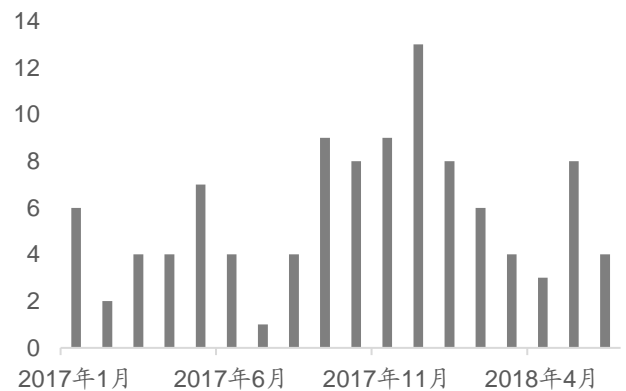
资料来源：Wind，国开证券研究部

图 9： 资产认购增发情况 (亿元)



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 10： 除增发外上市公司重大资产重组



资料来源：Wind，国开证券研究部

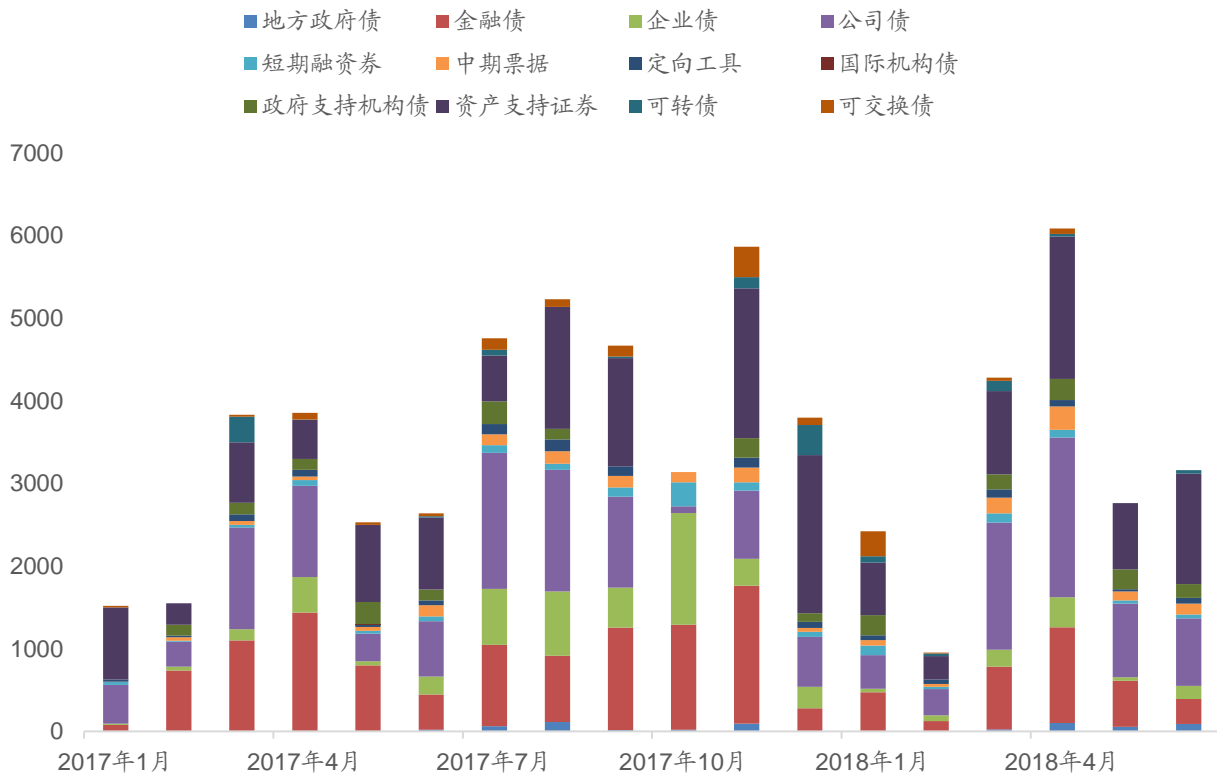
债券承销方面，上半年券商总承销金额同比增长了23.5%，其中公司债和资产支持证券贡献了绝大部分增量。

今年以来，券商公司债承销价格战甚嚣尘上，部分承销费率低于千分之一，甚至零费率发行。去年年中，证券业协会启动了公司债承销的管理体系改革，引入分类评价管理挂钩业务资格。据悉，分类评价管理体系将由证券公司分类结果、债券承销业务能力以及债券承销业务质量三大类评价指标构成，因此，评级不占优势的中小券商亟待扩张市场份额以保住业务资格，进而引发了全市场范围内的价格战。根据媒体报道，承销费率偏低的券商未来或将接受监管部门的专项现场检查，存在较多项目低收费情形的证券公司，监管部门将以一对一书面告知或以现场约谈的方式给

予提醒，价格战有望在行政干预下得到暂时缓解。

资产支持证券上半年承销规模同比增长了40%，尤其是明确了ABS不适用于资管新规后，其在盘活存量资产、非标转标方面吸引力上升，预计未来还将维持高增长。

图 11：券商债券承销情况（亿元）

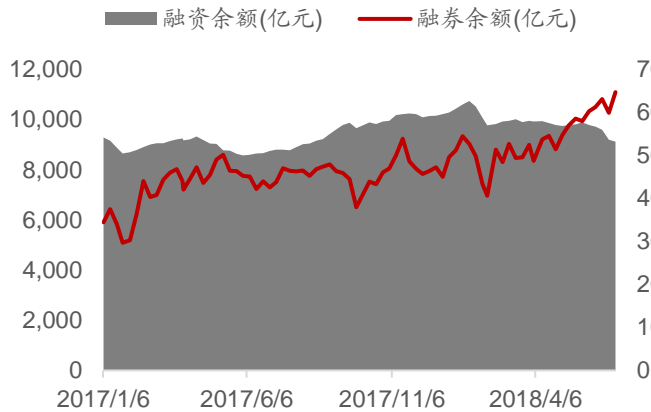


资料来源：Wind，国开证券研究部

（3）两融业务

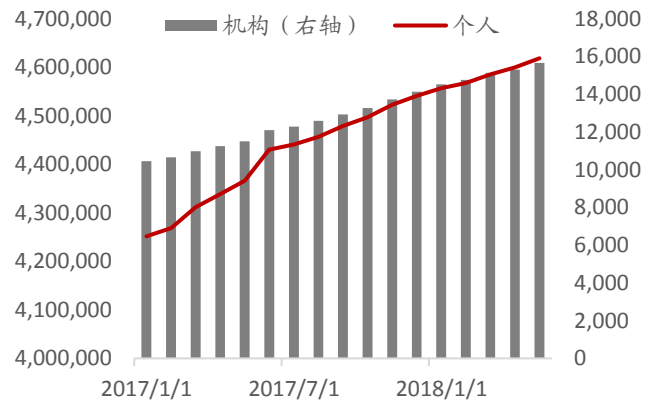
今年4月起，前期两融和市场成交的背离得到修复，日均两融余额降至万亿以下，同时融券余额逐渐上升，因此我们判断市场整体预期的下行导致了两融规模的下滑。由于业务的高度同质化，客户议价能力较高，融资利率仍有下探空间。此外，受全市场融资利率全线上行影响，业务利润空间遭到双重挤压。2018年1-5月，券商利息支出同比增长超过20%，进而导致利息净收入同比下降了46.0%，后续业务开展对券商的资本实力、融资能力提出了严峻考验。

图 12: 截止 2018 年 6 月末两融余额 (亿元)



资料来源: Wind, 国开证券研究部

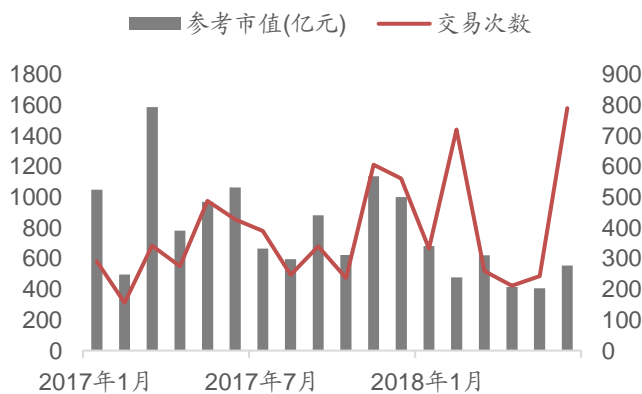
图 13: 信用账户数



资料来源: Wind, 国开证券研究部

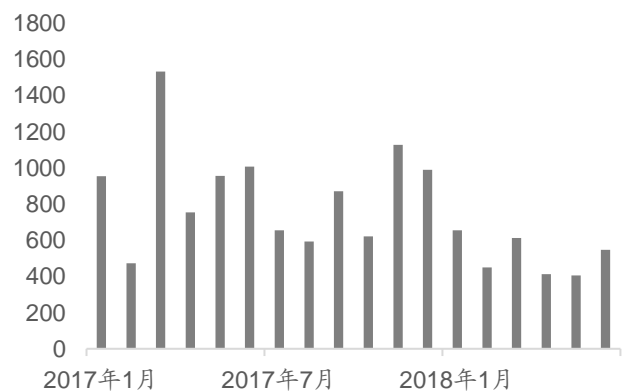
质押回购业务方面，质押新规于今年 3 月正式生效，近期质押业务笔数出现明显下滑，未解押市值处于低位，质押业务新规的影响逐步显现。近期市场低迷，多家上市公司股东进行了补充质押，但是这并不意味着质押风险已经开始传导到券商。首先，从质押业务规则设计来看，股东作为出质人承担了大部分风险，质权人券商出现亏损的概率并不高。如果按照质押率 50%，警戒线 150%，平仓线 130%，融资利率 8% 计算，当价格下跌 19% 时会触及警戒线，下跌 30% 时会触及平仓线，触及平仓线后距离券商的盈亏平衡点仍有近 30% 的空间。其次，即便出现风险事件，券商当期利润首当其冲，当期利润全部被侵蚀后才会进一步影响其净资产，沪深交易所反馈显示，目前股权质押融资日均处置情况与往年相比并没有明显变化，因此不必过于担忧。此外，7 月 20 日，央行发布资管新规配套通知，允许公募资管产品适当投资非标，随后，银保监会发布理财新规征求意见稿，对理财产品投资非标资产的业务进行规范。这意味着，银行理财对接券商资管计划参与质押业务的模式仍然可以维持，且几个文件都对过渡期政策做出了较灵活的规定，能够有效缓解存量质押业务的整改压力。

图 14: 质押式回购业务量 (亿元)



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 15: 未解押交易参考市值 (亿元)



资料来源: Wind, 国开证券研究部

(4) 资管业务

在去通道的监管导向下，尤其是八条底线的规定影响下，行业定向资管收紧，资产管理业务受托资金规模出现了较明显的收缩。5月末资管业务受托资金规模为16.4万亿元，较去年同期减少了10%，但是，资管业务收入同比仅下滑了1.2%，收入质量有了明显提升。从在管资产结构来看，债券型基金和货币市场基金仍为主流。

图 16: 资管业务受托资金规模 (亿元)

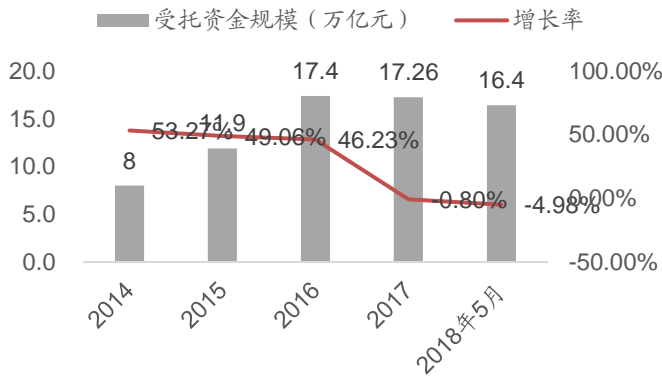
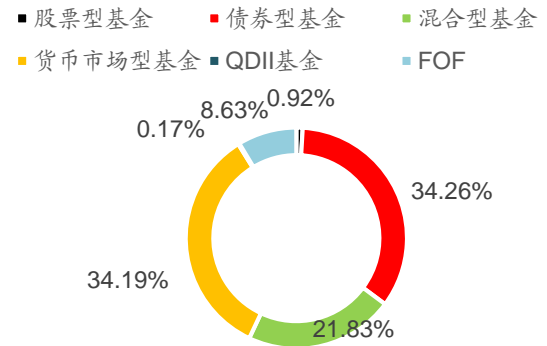


图 17: 在管资产结构 (截止 2018 年 7 月 26 日)

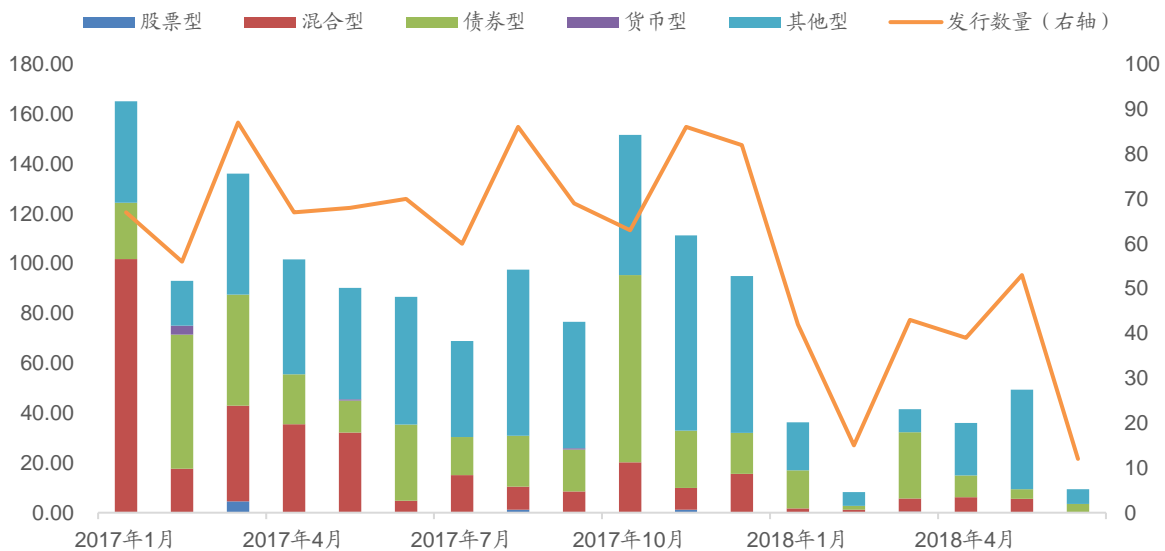


资料来源: SAC, 国开证券研究部

资料来源: iFind, 国开证券研究部

去年年底开始征求意见的资管新规于今年4月27日正式发布，资管业务进入统一发展的新时代。资管业务监管的总体思路是对资管产品的类型制定统一的监管标准，对同类资管业务作出一致性规定，实行公平的市场准入和监管，最大程度地消除监管套利空间，为资管业务健康发展创造良好的制度环境。新规开始征求意见以来，券商根据监管导向自发调整业务结构，集合理财发行锐减。

图 18: 券商集合理财发行 (亿元)

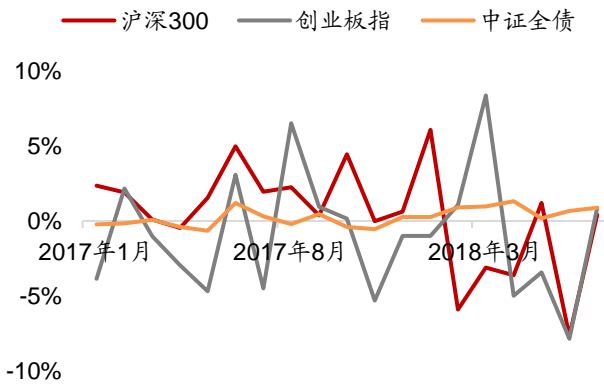


资料来源: Wind, 国开证券研究部

(5) 自营业务

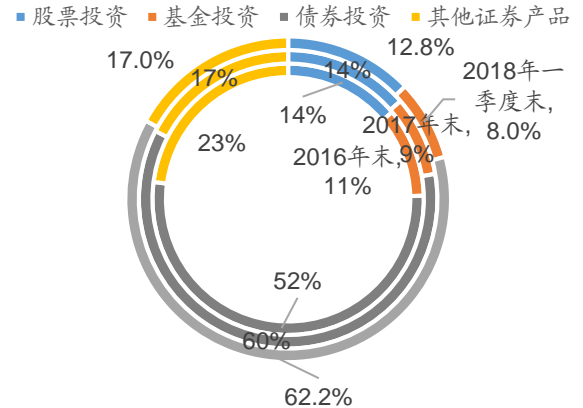
近两年，自营业务投资规模大幅扩张，业务市值保持高增长，业务收入占比有了显著提升。2017年中，自营业务甚至一度超越经纪业务成为行业第一大收入来源，目前稳居第二位。从自营业务结构来看，债券投资依然是比重最大的部分，按照市值计算，今年一季度末占比达到62.2%。

图 19: 2018 年至今主要指数表现



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 20: 券商自营投资结构 (2016-2018Q1)



资料来源: SAC, 国开证券研究部

当前行业正处于向IFRS9的过渡期，A+H股券商已经于今年开始实行新准则。新准则下自营业绩的波动将更加直接地反映在当期利润中。在此影响下，自营成为行业业绩分化的一个重要来源。举例来讲，东方证券自营为传统优势业务，在营业收入中占比约40%，公司为A+H股券商，于2018年1月1日起实施新准则。我们认为，2017年末公司集中确认了之前累积在资本公积的投资收益，导致了当年业绩的高增长。今年以来，市场表现不佳，公司一季度净利润同比腰斩，母公司口径（不含东证资管）甚至出现亏损，在业内几乎垫底。预计未来随着IFRS9的广泛实施，券商自营业务的波动将更加明显。

2、监管引导行业健康发展

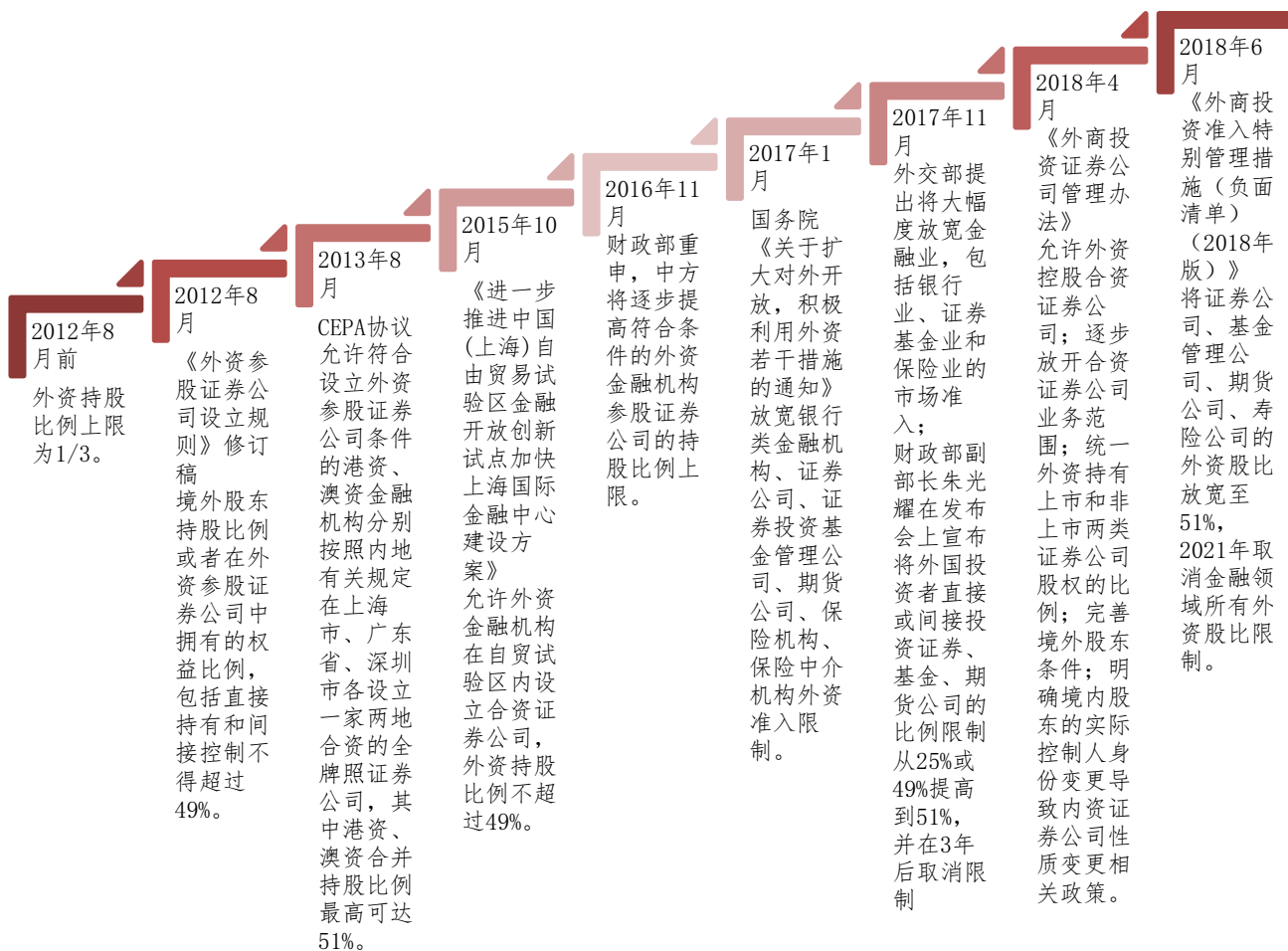
2.1 金融开放提速 证券行业先行

当前我国共有11家合资券商，除特批设立的中金公司和瑞银证券外，其他合资券商多以投行业务为主，业务范围受限，业绩表现欠佳，在竞争中多出现了“水土不服”的现象。自2017年底以来，我国金融业开放提速，今年4月证监会正式发布《外商投资证券公司管理办法》，允许外资控股合资券商，并逐步放开合资券商的业务范围，证券业的对外开放迈上新台阶。目前，瑞银集团、野村证券、摩根大通3家外资券商向中国证监会递交了申请，要求在华设立控股证券公司。

我们认为，评估证券行业开放的影响要结合金融业开放整体进程，不宜高估我国金融业的开放程度。也就是说，金融业对外开放必须要与汇率形成机制改革和资本项目可兑换进程相互配合，与人民币国际化进程相互配合，在当前资本流动受限的格局下，金融业开放还有很长的路要走。

具体来看，开放证券行业的股权限制和牌照限制实际上只是开放了中介机构的执业牌照，而市场基础制度、投资者结构等方面没有太大变化，譬如外资企业境内上市未开放，境外投资者的投资渠道仍然受限，外汇管制也没有明显放松，人民币可自由使用程度还有待提高。也就是说，我国资本市场仍然以国内企业和国内投资者构成为主，市场运行的基本逻辑没有变化，券商的竞争基本上还是存量资金、存量客户和已有业务的竞争。

图 21: 合资券商设立外资比例限制相关规定



资料来源：公开资料，国开证券研究部

传统业务方面，经过互联网金融的洗礼，经纪业务市场格局相对稳定，外资券商的客户基础较薄弱，其比较优势主要集中在财富管理方面，尤其是针对高净值客户的

财富管理；核准制下投行业务与监管密切相关，历史经验已经验证了外资券商在投行业务方面不占优势；资管业务受影响相对较大，外资机构或能凭借先进的管理理念、业务模式、技术支持和全球资产配置经验赢得一部分市场；自营业务和两融业务考验券商的资本实力，往往规模大的券商更具优势，因此外资券商的资本规模将是重要考量因素。其他创新业务如FICC、场外期权及等衍生品方面，外资券商相关基础较好，对市场冲击较大，但同时国内券商也会学习模仿，少走弯路。因此，在自上而下的监管引领行业创新体制下，预计中资券商仍将主导行业格局，同时外资进入将带来创新业务的发展经验，龙头券商的竞争力提升可以预期。

2.2 差异化发展 集中化格局

一直以来，同质化竞争是困扰行业发展的关键问题，近期监管层多管齐下，引导行业的差异化竞争。在制度准备上，证监会修订券商分类监管规定，优化原有市场竞争力指标，增加反映公司综合实力、跨境服务能力等因素的指标，拉开得分差距，提高分类评级的区分度，大型综合券商明显占优。在已有业务条线上，证券业协会将分类评级结果挂钩业务资格，如质押式回购业务新规和即将出台的公司债承销规定。在创新业务方面，资源向大型综合类券商倾斜，在场外期权、CDR业务、跨境业务等创新业务方面，大型综合券商优势明显。在牌照管理上，依据“分类管理、资质优良、权责明确、结构清晰、变更有序、公开透明”的原则，起草《证券公司股权管理规定（征求意见稿）》，加强对券商股东管理，引导优质股东入股证券公司，完善券商治理结构。

在差异化竞争的监管导向下，大型券商凭借其雄厚的综合实力和较强的风控能力可获批更多业务资格，抢占创新业务市场，中小型券商则面临特色化发展转型。券商逐渐走向不同的发展道路，形成适应客户需求的全牌照经营的证券公司和特色化经营的证券公司两种模式。其中，全牌照经营提供综合性金融服务，满足客户一站式服务需求；特色化券商专注其具有比较优势的领域，提供特色服务。这个过程将引发行业资源要素流动，市场竞争更加充分，进而行业集中度也会进一步提高。

同时，提高行业集中度是防范化解重大风险的关键环节。过去证券行业准入门槛较低，一些机构以倒卖牌照为目的入股券商，不秉持长期投资理念，券商在合规经营方面没有得到有力约束；部分“灰色”资金通过有限合伙、信托、资管产品等方式层层嵌套、曲线违规入股证券公司，加剧了风险在金融系统的积累和传递；综合实力较强的大型券商在风险控制和风险管理方面更具优势，提升其在行业的地位能够有利于提高金融系统的稳定性。

此外，提高行业集中度也是证券行业参与国际竞争的需要。当前我国证券行业的集中度偏低。从国际同业情况来看，2010年后美国证券行业总资产、净利润集中度趋于稳定，2015年美国证券行业总资产和净利润的CR5约70%和87%，CR10分别为72%和95%。可以看出，前五大投行在市场中具有绝对优势，形成了寡头垄断的竞争格局。2017年我国证券行业总资产和净利润的CR5约28%和35%，

CR10分别为47%和54%，前十名券商之间的综合实力差距不大。在分业监管体制下，我国券商本身体量偏小，又缺乏具有绝对优势的行业龙头，在国际竞争中处于劣势地位。

综上所述，行业集中度提升是当前差异化监管导向的必然结果，既符合防范化解重大风险的战略安排，也是提升我国证券行业国际竞争力的需要。预计在监管的推进下，行业集中度提升将进入加速通道。

2.3 鼓励科技投入 加强前沿技术应用

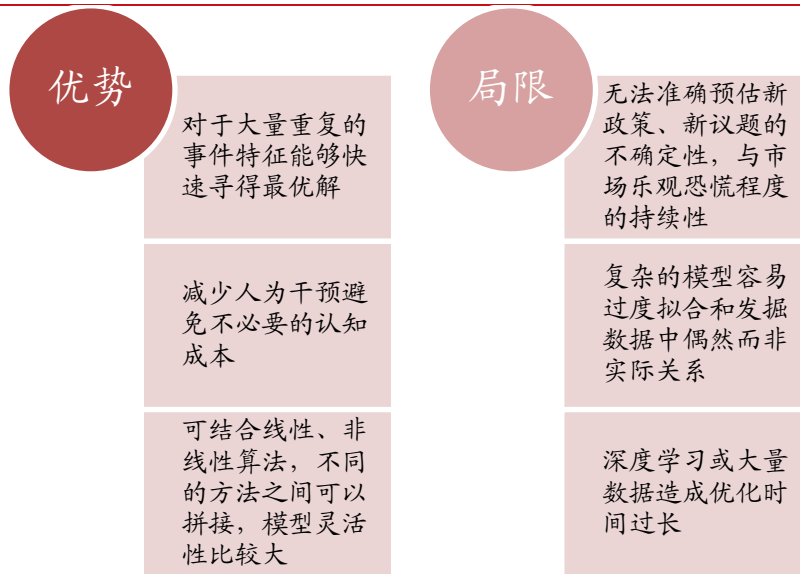
当前监管层对金融科技的发展愈发重视，一方面强调科技对金融的辅助、支持和优化作用，鼓励以科技手段提高金融效率；另一方面加强对新技术的研究，引导以人工智能为代表的前沿技术与金融行业的有机结合和有序应用。

2017年证券业协会修订了券商分类评级管理办法，首次将信息技术投入纳入了券商分类评价考核体系。具体来看，信息技术投入考核值=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%。这个指标的设计有两层含义，一是券商在信息技术方面的投入大体上达到上年营业收入的3%才基本达标，二是将信息技术人员工资纳入考核且加计20%扣除，鼓励券商打造内部团队而非进行技术外包。

今年发布的资管新规首次提出了人工智能在金融行业的应用规范和基本原则，具有很强的前瞻性。具体来看，资管新规区分金融机构运用人工智能技术开展投资顾问和资管业务两种情形分别进行规范。在智能投顾方面，新规要求运用人工智能技术开展投资顾问业务应当取得投资顾问资质，非金融机构不得借助智能投资顾问超范围经营或者变相开展资产管理业务；在智能资管方面，金融机构应当根据不同产品投资策略研发对应的人工智能算法或者程序化交易，报备模型主要参数及资产配置主要逻辑，明晰交易流程，强化留痕管理，避免算法同质化加剧投资行为的顺周期性，并在由算法缺陷或系统异常引发羊群效应时强制要求人工介入。

目前人工智能在证券行业最普遍的应用就是智能投顾，智能资管或智能财富管理的实践相对较少。与传统投顾一样，智能投顾的本质也是通过与客户交互了解客户的风险偏好，并提供符合客户需求的投资建议，只不过人工智能的介入提高了这个过程的效率，也使得服务范围能够以低成本向更大范围拓展。而在投资策略建议方面，人类固有的资源约束导致其只能从局部最优的角度出发，而机器能够从整体最优的角度分析解决问题，甚至存在超越人类固有经验发现新的投资交易策略的可能。

图 22: 人工智能的优势与局限



资料来源：品钛财富，国开证券研究部

总而言之，提高金融效率是证券行业应用金融科技的核心。监管层引导行业利用科技手段优化业务流程，提高行业竞争力的导向明显，因此，未来证券行业金融科技的发展不会只聚焦在人工智能等前沿技术，而是一次行业科技实力的全面升级，应当关注其长期效果。

3、行业发展展望

3.1 业务条线展望

(1) 投行业务

市场普遍预期的首单CDR小米集团于6月19日撤回了申请，目前小米已经登陆港股市场，尚没有重启CDR的计划。小米事件的矛盾焦点在于对商业模式的争论，实际反映了双方在估值领域的分歧，这一分歧并没有得到很好解决。证监会在创新业务推进期间严守投资者保护底线，这直接关系到CDR试点的落地进度。可以预见，后续拟发行CDR的企业将做出充分调整。因此，虽然CDR的制度准备已经较为完善，但其推进速度可能不及预期，尤其是中小券商还需谨慎考虑和传统IPO业务的取舍。

在上市制度战略转型的影响下，可以认为投行业务正迎来新一轮洗牌。在支持新经济的导向下，传统企业的融资需求要让位于新经济。值得注意的是，虽然CDR试点等创新业务增量基本被大券商获得，但是对一般企业来讲，传统的融资通道仍然是畅通的，因此券商更应注重传统投行业务和新经济导向的契合程度。与此同时，开发传统行业客户业务的难度加大，且可能面临长周期的维护，这都将带来固定成本的激增。因此，在行业政策和自身成本压力下，券商的投行业务本身也要调整战略，预计未来全能型投行的数量将会变少，取而代之的是专注高科技、创新领域的精品化投行。

（2）资管业务

回顾资管业务的发展历程,券商资管的快速成长期是由辅助银行资产出表的通道业务和以监管套利为目标资金池业务高速增长支撑的,而在主动管理方面的获客能力、资产获取能力、产品设计、投资能力等方面存在先天不足。各类资产管理机构中,保险的资金成本低且来源稳定,可以进行长周期投资,管理相对规范,受监管冲击小;银行理财规模最大,零售客户基础好,负债端资金来源有保障;公募基金主动管理能力占优,产品的市场认可度最高。当大资管处于统一市场、统一监管条件下,券商资管的比较优势在哪里?

首先,证监会重视资管行业的健康发展,较早开始着手整顿行业乱象,券商预期充分,有望向新规实现平稳过渡。2013年行业就叫停了新增大集合产品,要求投资者超过200人的产品转公募。前期八条底线、严查资金池、叫停通道业务等措施陆续实施,在资管新规出台前,市场已经有了充分预期。

其次,在资产端,券商在股权领域的优势明显。券商在直接融资市场中深耕多年,尤其是在股权资产的定价方面具有其他机构不可比拟的优势。券商的股权业务兼顾一二级市场,并通过内部股权业务生态链的建立实现良性互动。此外,券商在场外市场如新三板也积累了丰富的资源,在非标资产转标方面具有竞争力。当前券商的资产管理配置仍以固定收益类为主,这是过去刚性兑付大环境下券商的被动选择,如果净值化管理理念深入人心,投资者能够匹配风险偏好与收益预期,券商在股权领域的优势有望得到发挥,资管业务条线有望依托成熟的股权业务生态获取资产和客户,进而进行产品开发、推广和销售。

第三,在负债端,券商受打破刚兑的冲击较小。一方面,券商资管通道业务几乎都来自于机构客户,在打破刚兑的转型中面临的压力较小。另一方面,券商资管的个人客户多为私募客户和经纪业务客户,投资者教育基础相对较好。

在行业变革阶段,ABS是重要的拓展方向。1) ABS符合资管新规监管导向,在非标受到严格监管背景下系统重要性进一步提升。资管新规明确规定“依据金融管理部门颁布规则开展的资产证券化业务,不适用本意见”。资管新规严格禁止非标资金池和期限错配,被豁免的ABS成为非标资产转标的最重要选择,供给端增长可期。2) ABS是资管向主动管理转型的重要配置品种,受到市场青睐。市场普遍认为,ABS兼具一定的创新性、流动性和较高的收益风险比,对以固收产品为主的配置结构形成重要补充,同时波动较权益类产品小,在新规引导的打破刚兑和向净值化管理转型期间面临的压力较小。3) ABS夹层和次级产品投资的市场认可度逐渐提升。

（3）其他业务条线

经纪、两融和自营业务均与市场行情密切相关,也是券商顺周期表现的最主要因素。上半年的市场环境不佳拖累行业业绩,但近期市场环境出现改善,日均成交金额开始回升,经纪业务直接受益,两融活跃度也将随之提升,股票质押业务风险缓解,自营业务的可持续性提升。

3.2 证券行业 2018 年营业收入预测

表 2: 证券行业分业务条线营业收入预测 (亿元)

	2014FY	2015FY	2016FY	2017 FY	2018E	YOY
经纪业务	1049	2691	1053	821	768	-6.45%
首发承销	50	84	82	156	68	-56.41%
增发配股承销	90	130	136	91	46	-49.45%
债券承销	100	180	339	163	149	-8.69%
财务顾问	69	138	164	125	108	-13.97%
投资咨询	22	45	51	34	50	47.06%
CDR 承销	-	-	-	-	10	-
资产管理	124	275	296	310	285	-8.00%
融资融券利息	446	1175	728	710	715	0.70%
股票质押回购	90	186	226	370	370	0.00%
自营投资	710	1414	568	861	861	0.00%
其他业务收入	55	123	245	230	320	39.13%
总营业收入	2602	5752	3280	3113	3025	-2.83%

假设1: 结合近期市场走势, 下调2018年预期日均成交额至4600亿, 行业佣金持平一季度平均水平万分之3.88。

假设2: 下半年CDR业务承销规模为1000亿元, 费率1%, IPO和再融资节奏与上半年持平; 债券承销维持维持上半年节奏, 月度承销金额3300亿左右。

假设3: 下调2018年日均两融余额至将在1万亿左右。

假设4: 新规下预计资产托管继续下降, 主动管理比重提升能够对冲一部分收入下滑。

假设5: 一季度自营投资收入与同比略有增长, 预计全年持平。

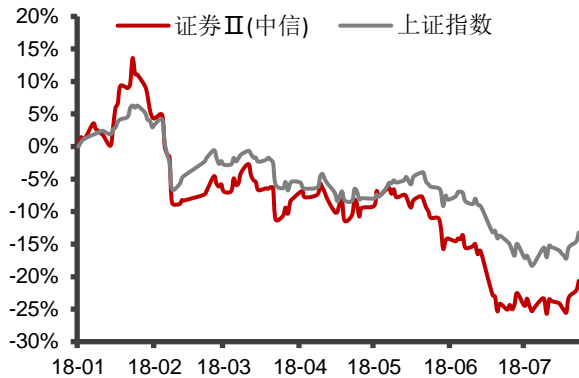
资料来源: SAC, 国开证券研究部

4、投资建议

4.1 近期板块估值探讨

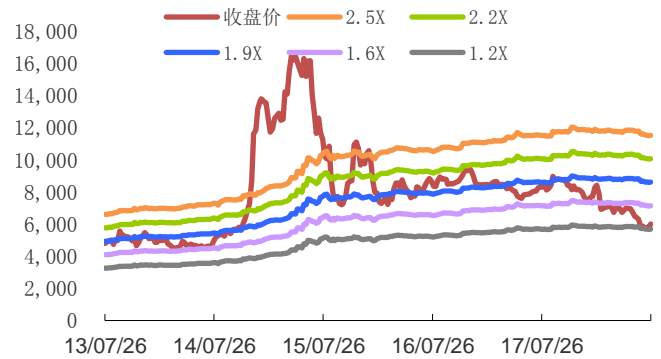
证券板块年初至今累计下跌近20%, 同期上证综指下跌13.2%, 板块表现明显偏弱。证券行业目前PB估值为1.3倍, 处于历史低位, 部分券商甚至跌破净资产。上半年板块估值的影响因素主要包括: (1) 市场成交低迷, 日均成交额处于近两年底部; (2) 严监管环境和支持新经济转型过程中, 传统投行业务表现低迷; (3) CDR制度准备推进迅速, 但是没有成功发行案例, 行业创新预期未有效提振板块估值; (4) 根据上市券商的定期报告和协会公布的经营数据, 行业业绩表现同比出现下滑; (5) 指数下行导致市场对质押业务风险担忧加剧等。

图 23: 证券板块年初至今走势



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 24: 证券行业近 5 年 PB 情况



资料来源: Wind, 国开证券研究部

当前市场环境下券商增长预期较差,保持低估值有一定的合理性。但是,券商风控严格,资产明晰,没有隐形负债,经纪、投行、资管等轻资产业务不占用资本,估值破净或为市场过度反应,我们认为跌破净资产之后的券商股具有安全边际。

券商板块估值提升主要有两种途径,一是轻资产业务迅速增长,二是券商探索内生增长模式。我们认为,轻资产业务改善对板块短期的估值拉动作用仍不能忽视,券商板块仍将保持较强的顺周期特征。近期市场环境回暖拉动经纪业务回升,CDR推进不及预期使传统投行业务重获市场空间,均构成板块估值回升的支撑因素。

4.2 龙头强者更强

证券行业已经从严监管过渡到了强监管阶段,监管对行业发展的影响力进一步提升。当前金融监管统筹加强,包括资管新规及配套细则在内的多项业务政策正式落地,监管带来的不确定因素逐渐消除,我们认为未来监管对行业的影响将在中长期持续体现。

中长期来看,监管将对券商内生增长模式的探索产生重要影响。当前,监管层致力于提升行业整体竞争力,包括加强金融市场的双向开放,引进国际先进经验;引导资源向大型综合性券商倾斜,改变同质化竞争格局,培育具有竞争力的行业龙头;鼓励券商自主科技投入,规范新技术的应用等。在这个过程中,大型综合券商在资本实力、监管评价、综合经营、金融科技投入、业务创新、跨境业务发展等多个方面均积累了一定优势,在监管的引导下有望进一步提升行业地位,建议关注中信证券、华泰证券和海通证券。

中信证券(600030, 未覆盖): (1) 券商龙头,多项业务市场领先,业绩持续跑赢行业。一季报显示公司营业收入和净利润分别同比增长12.7%和16.9%,上半年业绩快报显示营收和净利润同比均实现正增长,显著优于行业平均水平。(2) 多项

业务市场领先。上半年经纪业务市场份额居行业第二名，且公司机构客户占比高于同业，佣金处于业内较高水平；投行业务优势明显，上半年股权承销金额和家数均为市场第一；资管业务资产托管规模和主动管理规模均为市场第一。（3）创新业务基础好。公司被证监会认定为试点创新企业境内发行的10家主承销商之一；场外期权新规落地，挂钩分类评级，公司业务基础领先。（4）作为行业龙头有望获得估值溢价。

华泰证券（601688，未覆盖）：（1）经纪业务市场份额稳居第一，为资管等其他业务条线提供有力支持，在市场成交改善时更具弹性。（2）金融科技助力财富管理转型。公司金融科技布局极具前瞻性，前期收购的美国Fintech子公司Assetmark为TAMP（统包资产管理平台）领域龙头，技术实力全球领先，公司有望借助其科技实力和成熟的客户服务体系对接全球资源，进一步推进财富管理业务转型。（3）CDR受益标的，公司被证监会认定为试点创新企业境内发行的10家主承销商之一。（4）定增实施在即。3月20日公司收到证监会定增批文，有望借助资本增厚迎来再发展。

海通证券（600837，未覆盖）：（1）国际化布局行业领先。公司国际业务平台业内领先，国际金融资源整合发展步入正轨，自身造血功能逐渐恢复，2017年海外业务毛利率显著提升，逐步将公司国际化的战略储备转化为战略优势。（2）拟定增补充资本200亿元。定增资金半数投入资本中介业务，此外40亿用来增资子公司，40亿发展FICC创新业务，资本实力提升有助于保持公司市场地位和竞争力。（3）估值极低，当前PB仅为0.95倍，跌破净资产，具有安全边际。

表 3: 重点公司估值情况

	收盘价 (元)	BPS 一致预期 (元/股)			PB (倍数)			EPS 一致预期 (元/股)			PE (倍数)		
	2018/7/25	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
中信 证券	17.27	13.11	14.00	14.99	1.32	1.23	1.15	1.07	1.22	1.37	16.16	14.14	12.62
华泰 证券	15.91	13.00	13.85	14.61	1.22	1.15	1.09	1.14	1.28	1.45	14.01	12.47	10.98
海通 证券	9.72	11.13	12.08	13.29	0.87	0.80	0.73	0.80	0.90	1.00	12.12	10.80	9.73

注：上述公司2018-2020年BPS、PB、EPS、PE系Wind一致预期。

资料来源：Wind，国开证券研究部

5、风险提示

国内外证券市场系统性风险；证券行业相关政策出现重大调整变化；行业创新转型不及预期；业绩增长不及预期。

分析师简介承诺

程凌，金融地产行业分析师，北京大学财政学硕士，2013年进入国开证券研究部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大势：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大势：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表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“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层