



Research and  
Development Center

# 低位爬坡，缓慢复苏

证券行业 2019 年度投资策略

2018 年 12 月 4 日

王小军 金融行业分析师

关 竹 金融行业分析师

# 低位爬坡，缓慢复苏

## 2019 年度投资策略

2018 年 12 月 4 日

### 本期内容提要：

#### ◆ 行业展望

**证券行业有望走出低谷，缓慢复苏。**随着经营风险的逐步释放和经济下行压力加大，资管和投行等业务的规则有所调整，证券行业经营环境将有所改善。我们预计 2019 年证券行业营业收入和净利润分别达到 2,615.51 亿元和 863.12 亿元，同比分别增长 7.15% 和 26.29%。其中经纪业务收入同比增长 8.8%，投行业务 4.8%，信用业务 2.9%，资管业务 6.2%，投资收益 11%。假设股本不变，ROE 水平在 4%-5% 区间。

**头部券商优势明显，中小券商亦有机会。**分类评价结果靠前的券商将在业务开展上拥有更大的业务规模和更全面的业务资质，中小券商获得高评级更为困难，大型券商优势明显。尽管如此，中小券商仍有突围的可能。占收入主体的经纪业务与自营业务的优势并不集中于头部券商，经纪业务方面，随着手续费率贴近成本线，价格战已经不再是各家公司的发力点，针对高净值类客户提供高端的投资服务使得部分券商可以从低费率的竞争中脱颖而出。投资业务相对经纪、资管和投行等传统中介业务而言，收益率与资本金、业务规模的相关度并不高；拥有出色投资管理能力的券商更容易受到投资者认可，有助于公司打造核心优势。

#### ◆ 行业投资逻辑与投资主线

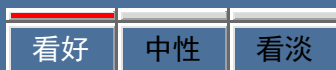
**监管政策缓和，经营环境有望边际改善。**经济下行压力加大，宏观政策缓和调整的必要性上升，证券行业和证券市场将为实体经济投融资贡献更大力量，加之过去三年的严监管导致证券行业经营风险和证券市场系统性风险大幅下降，我们认为证券行业的经营环境将有所改善。中长期看，科创板和沪伦通等差异化创新政策、海外业务、牌照放开导致的市场化竞争加剧等都将加强龙头券商的竞争优势，行业集中度将继续上升。

**当前较低的 PB 估值水平隐含了较为悲观的预期。**2018 年以来，板块估值持续下行，当前板块 PB (LF) 约为 1.26 倍，PE 为 24.33 倍，上市券商整体 PB 处于 2008 年以来低位，远低于中位数，反映了市场对券商股较为悲观的预期；而龙头券商估值则低于板块：中信、广发、海通、华泰当前的 PE (TTM) 水平为 16-18 倍；PB (LF) 为 1.0-1.4 倍。按照我们对 2019 年净利润 863.12 亿元预测，上市券商 2019 年动态 PE 为 19.27 倍。

## 证券研究报告

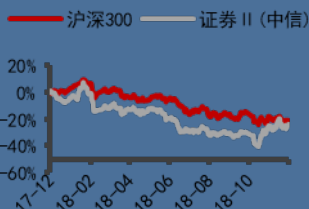
### 行业研究——投资策略

#### 证券行业



上次评级：中性，2018.6.20

#### 证券行业相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

**王小军 行业分析师**

执业编号：S1500512040003

联系电话：+86 10 83326865

邮箱：wangxiaojun@cindasc.com

**关竹 行业分析师**

执业编号：S1500517090001

联系电话：+86 10 83326871

邮箱：guanzhu@cindasc.com

#### 行业规模及信达覆盖

股票家数 (只)	41
总市值 (亿元)	19,928
流通市值 (亿元)	17,677
信达覆盖家 (只)	4
覆盖流通市值 (亿元)	1,972

资料来源：信达证券研发中心

 信达证券股份有限公司  
 CINDA SECURITIES CO.,LTD  
 北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼  
 邮编：100031

基于对证券行业监管政策与经营环境的判断，我们预计 2019 年证券行业的经营状况较 2018 年将有所改善，因而我们将证券行业上调至“看好”评级，建议持续关注行业龙头和部分特色券商。

**投资主线：**

- 1、业务综合，资本实力雄厚的大型券商海通证券；
- 2、收入结构中主动性资管与自营业务占比显著高于行业平均水平，主动管理能力优秀的东方证券；
- 3、经纪业务依靠机构客户发力的长江证券。

◆ **风险因素：**

- 1、交易量持续下跌风险和自营业务的波动性；
- 2、监管政策超预期，影响业务推进。

## 目录

政策回顾与展望.....	1
政策回顾：政策细则逐步落地，监管政策边际缓和.....	1
政策展望：政策环境持续改善，创新业务迎来新空间.....	1
证券行业业务.....	3
营收降幅扩大，经纪业务收入占比超自营.....	3
经纪业务：成交额受市场拖累，手续费率降幅趋稳.....	4
投行业务：再融资新规利好业务，政策支持民营经济打开业务空间.....	6
资管业务：资管新规配套细则落地，存量业务平稳过渡.....	8
信用交易业务：市场行情制约整体规模，实体经济融资改善影响价格.....	9
新三板业务：制度优化改革难解流动性低迷困境.....	12
证券行业展望与投资主线.....	13
行业展望.....	13
盈利预测.....	14
投资主线.....	16
证券行业评级.....	17
风险因素.....	17

## 图目录

图 1：2014-2018H1 证券行业营业收入及净利润.....	3
图 2：2014-2018H1 证券行业收入结构.....	3
图 3：2015-2018 年 10 月月度成交额和换手率.....	4
图 4：2011-2019（F）市场成交额及佣金率.....	5
图 5：2013-2018 年 10 月各类股权业务规模（亿元）.....	6
图 6：2013-2018 年 10 月债券承销金额（亿元）构成情况.....	7
图 7：2014 年-2019（F）各类资管规模及同比增速（右轴）.....	8
图 8：2010-2018 年 10 月两融交易额占 A 股成交额比重.....	9
图 9：2010-2018（F）两融余额规模与两融余额/流通市值.....	9
图 10：2012-2019（F）两融规模与两融费率水平.....	10
图 11：2013 年-2019（F）两市总市值及股票质押业务质押市值占总市值比重（单位：亿元、%）.....	11
图 12：2017 年-2018 年 11 月新三板挂牌公司数.....	12
图 13：2015 年-2018 年 11 月证券行业主要政策梳理.....	13
图 13：2008 年以来上市券商 PE（TTM）.....	16
图 14：2008 年以来上市券商 PB（LF）.....	16
图 15：中信、广发、海通、华泰 PB.....	17

## 政策回顾与展望

### 政策回顾：政策细则逐步落地，监管政策边际缓和

**资管新规配套细则落地，存量业务平稳过渡。**自 2017 年 11 月金融工作会议以来，监管层提出针对资管业务建立统一监管标准，2018 年 4 月 27 日，央行、证监会、银保监会等四部委联合发布资管新规，明确提出：“不得承诺保本保收益，打破刚性兑付；严格非标准化债权类资产投资要求，禁止资金池，防范影子银行风险和流动性风险；分类统一负债和分级杠杆要求，消除多层嵌套，抑制通道业务；按照“新老划断”原则设置过渡期，确保平稳过渡，过渡期为至 2020 年底”。2018 年 10 月 22 日，证监会发布了《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》及《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》。总体看，《管理办法》和《管理规定》细化证券期货经营机构私募资管业务监管要求，有利于稳定市场预期，消除市场不确定性，实现证券期货经营机构存量资管业务平稳过渡；有利于促进统一同类资管业务监管标准，进一步提升证券期货经营机构私募资管业务的合规管理和风险控制水平。

**再融资间隔期放松，并购重组进程加快。**2018 年 10 月证监会修订发布《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》。修订后的《监管问答》，一是明确使用募集资金补充流动资金和偿还债务的监管要求。通过配股、发行优先股或董事会确定发行对象的非公开发行股票方式募集资金的，可以将募集资金全部用于补充流动资金和偿还债务。通过其他方式募集资金的，用于补充流动资金和偿还债务的比例不得超过募集资金总额的 30%；对于具有轻资产、高研发投入特点的企业，补充流动资金和偿还债务超过上述比例的，应充分论证其合理性。二是对再融资时间间隔的限制做出调整。允许前次募集资金基本使用完毕或募集资金投向未发生变更且按计划投入的上市公司，申请增发、配股、非公开发行股票不受 18 个月融资间隔限制，但相应间隔原则上不得少于 6 个月。随着证券市场并购重组交易日趋活跃，交易金额小、发股数量少的小额并购交易不断涌现。证监会针对不构成重大资产重组的小额交易，推出“小额快速”并购重组审核机制，直接由上市公司并购重组审核委员会审议，简化行政许可，压缩审核时间。并购重组业务手续的放松，意味着上市公司的并购重组业务规模有望打开新空间。

### 政策展望：政策环境持续改善，创新业务迎来新空间

**监管层引导设立资管计划，质押业务风险将逐步释放。**市场的持续下跌，不仅使证券公司也积聚了股票质押的风险，同时也拖累了一些本身企业经营和信用良好的公司。对此，监管层出台多项政策，先后引导证券公司出资设立资管计划用于化解股票质押风险，并下发《关于支持证券机构积极参与化解上市公司股票质押风险、支持民营企业发展的通知》(以下简称“通知”)。《通知》中为鼓励券商参与化解股票质押风险提出多项举措，其中包括对解决股票质押风险规模达到一定数量的券商给予分类评价加分。而此前的监管要求是“证券公司自营业务持有一种权益类证券市值不得超过 5%，一种非权益类证券规模不得超

过 20%”。《通知》对持有股票市值比重限制的豁免打通了券商在承接上市公司股票方面的监管要求。这将极大的鼓励券商对股票质押业务风险化解的积极性。

**科创板试点推进注册制，关注民营经济融资需求。**11月5日，习近平在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布，为了更好发挥上海等地区在对外开放中的重要作用将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，不断完善资本市场基础制度。长期来看，科创板的建设完善了多层次资本市场，有利于扩大直接融资，刺激科技创新，利好实体经济。在民营经济座谈会上，监管层提出要优先解决民营企业特别是中小企业融资难甚至融不到资问题，同时逐步降低融资成本。要扩大金融市场准入，拓宽民营企业融资途径，发挥民营银行、小额贷款公司、风险投资、股权和债券等融资渠道作用。考虑到金融工作会议及十九大对资本市场直接融资功能的重视，以及各地救助基金的设立，证券公司在服务民营经济融资需求方面拥有广阔的业务空间。

**对外开放稳步推进，沪伦通打开业务空间。**2018年以来，A股正式纳入了明晟（MSCI）新兴市场指数，市场互联互通进一步深化拓展，市场对外开放稳步推进。10月，证监会正式发布《关于上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证业务的监管规定（试行）》。根据《沪伦通监管规定》，上海证券交易所制定了配套业务规则，以保障上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通业务顺利实施。我们预计，沪伦通落地后将有利于拓宽融资渠道、支持境内企业跨境并购，证券公司将从并购、财务顾问等多项业务中获得发展空间。此外，沪伦通的推出，丰富了境内投资者的投资选择，使投资者有机会分享境外发达市场的投资收益。

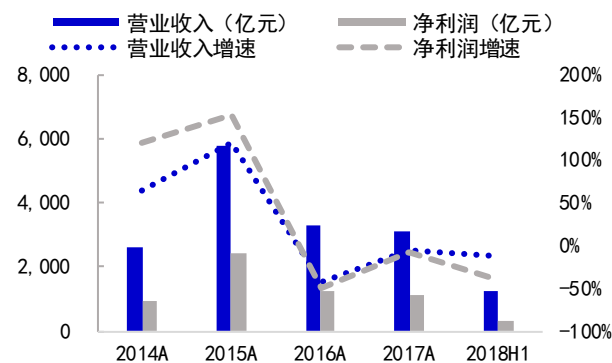
## 证券行业业务

### 营收降幅扩大，经纪业务收入占比超自营

截至 2018 年三季度，证券行业实现营业收入 1,265.72 亿元，同比下降 11.9%（2017 年下降 8.51%）；实现净利润 328.61 亿元，同比下降 40.5%（2017 年下降 11.55%）。其中，代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）363.76 亿元、证券承销与保荐业务净收入 116.86 亿元、财务顾问业务净收入 45.16 亿元、投资咨询业务净收入 14.54 亿元、资产管理业务净收入 138.88 亿元、证券投资收益（含公允价值变动）295.50 亿元、利息净收入 112.92 亿元。

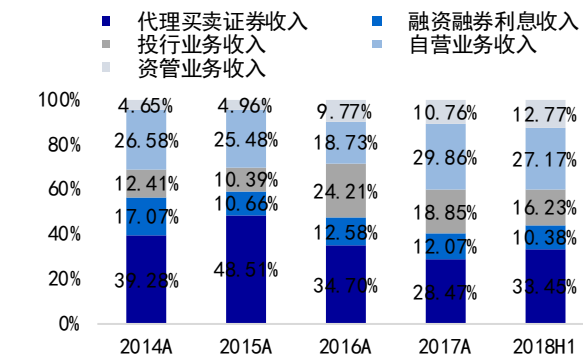
从 2018 年上半年收入结构来看，经纪业务占比 33.45%，较年初上升 4.98 个百分点，重新超越自营业务成为最主要业务收入来源。其他各类业务收入中，自营业务、投行业务和信用交易业务占比分别为 27.86%、16.83%和 15.07%。各类业务中，仅经纪业务和资管业务占比较年初有所上升。

图 1：2014-2018H1 证券行业营业收入及净利润



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 2：2014-2018H1 证券行业收入结构



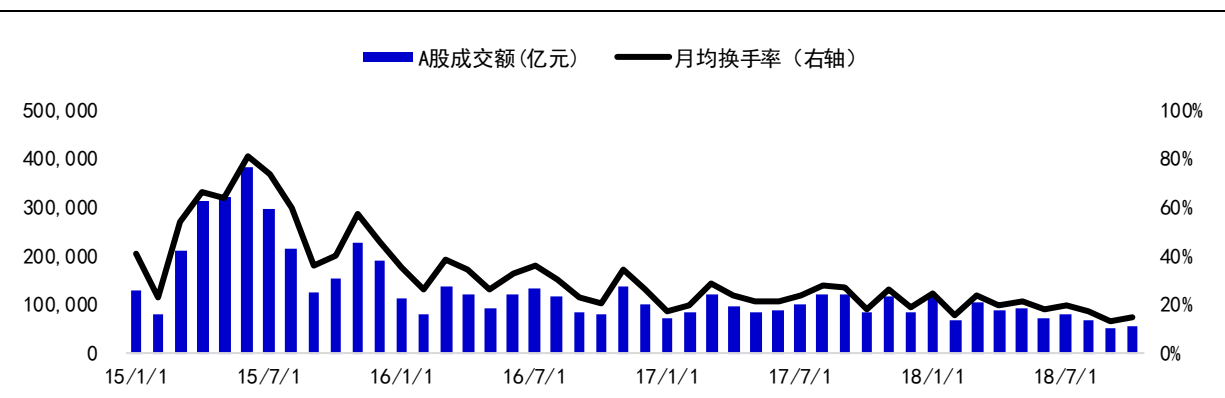
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 经纪业务：成交额受市场拖累，手续费率降幅趋稳

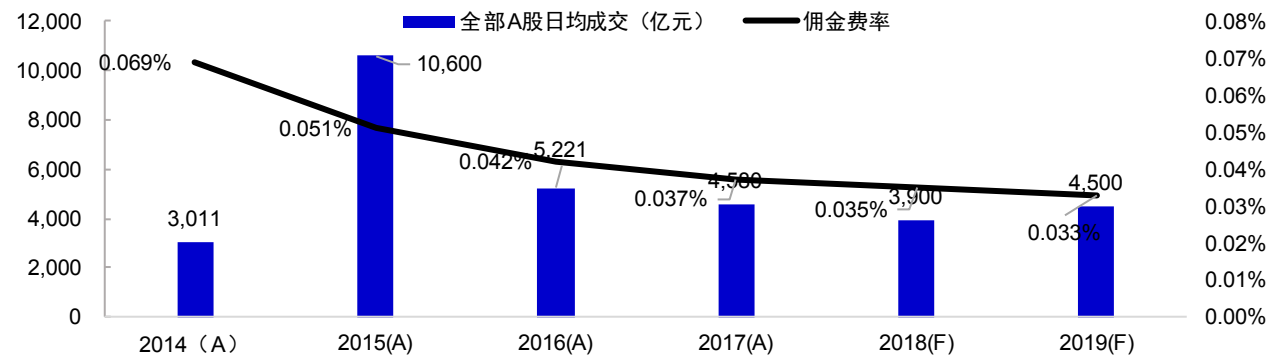
成交额受市场行情拖累，扩大开放有利于交易回暖。2018年前10个月A股市场震荡下行，两市成交额在上半年出现小幅回升后再次下滑。截至2018年10月底，两市日均成交额为3,813亿元，同比下降17.34%。从月度数据来看，6月份以来受市场行情拖累，两市日均成交额不断下行，10月份成交额在多项政策引导下小幅回升。我们预计，随着资本市场的逐步开放，沪伦通等交易细则的逐步落地，两市成交额有望回暖，2019年两市日均成交额为4,500亿元，较2018年有所改善。

手续费率降幅逐步趋稳，关注机构业务。行业手续费率仍保持下降趋势，但降幅逐步趋稳。2017年证券行业手续费率达到0.035%，较2016年下降约0.8BP。与前些年各家券商致力于“价格战”不同，部分券商致力于为高净值客户提供财富管理服务，以此作为传统经纪业务的转型方向。我们预计，在差异化服务作为主要竞争方向的背景下，行业佣金率降幅将有所收窄，2019年证券行业佣金率下降至0.033%。

图 3：2015-2018 年 10 月月度成交额和换手率



资料来源：Wind，信达证券研发中心

**图 4: 2011-2019 (F) 市场成交额及佣金率**


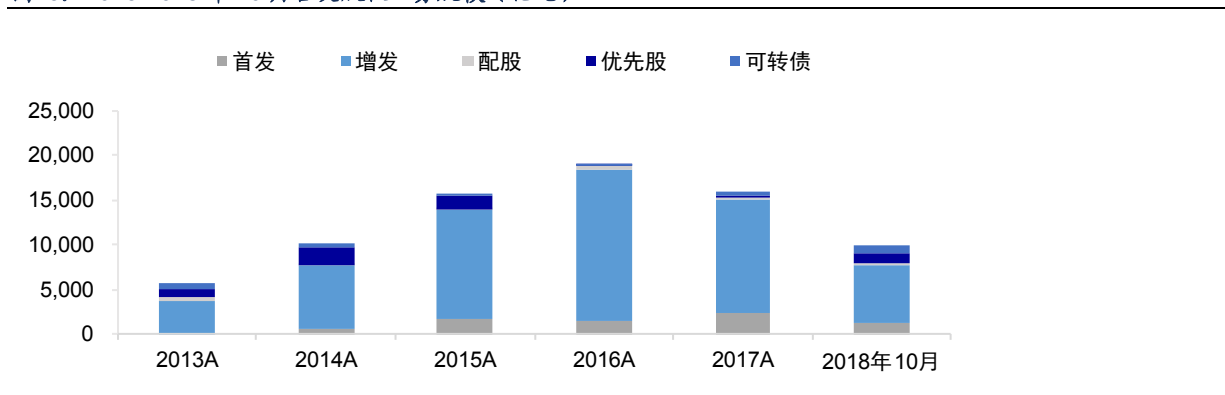
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 投行业务：再融资新规利好业务，政策支持民营经济打开业务空间

**再融资新规利好业务，科创板试点注册制值得关注。**11月9日，证监会修订发布《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》(以下简称《监管问答》)，修改了两项关键规则：一是明确使用募集资金补充流动资金和偿还债务的监管要求。通过配股、发行优先股或董事会确定发行对象的非公开发行股票方式募集资金的，可以将募集资金全部用于补充流动资金和偿还债务。二是对再融资时间间隔的限制做出调整。允许前次募集资金基本使用完毕或募集资金投向未发生变更且按计划投入的上市公司，申请增发、配股、非公开发行股票不受18个月融资间隔限制，但相应间隔原则上不得少于6个月。11月5日，习近平在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布，为了更好发挥上海等地区在对外开放中的重要作用将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，不断完善资本市场基础制度。上交所表示，设立科创板并试点注册制是提升服务科技创新企业能力，通过发行、交易、退市、投资者适当性、证券公司资本约束等新制度以及引入中长期资金等配套措施，增量试点、循序渐进，新增资金与试点进展同步匹配，力争在科创板实现投融资平衡，并促进现有市场形成良好预期。长期来看，科创板的建设完善了多层次资本市场，有利于为证券公司的投行业务打开新的空间。

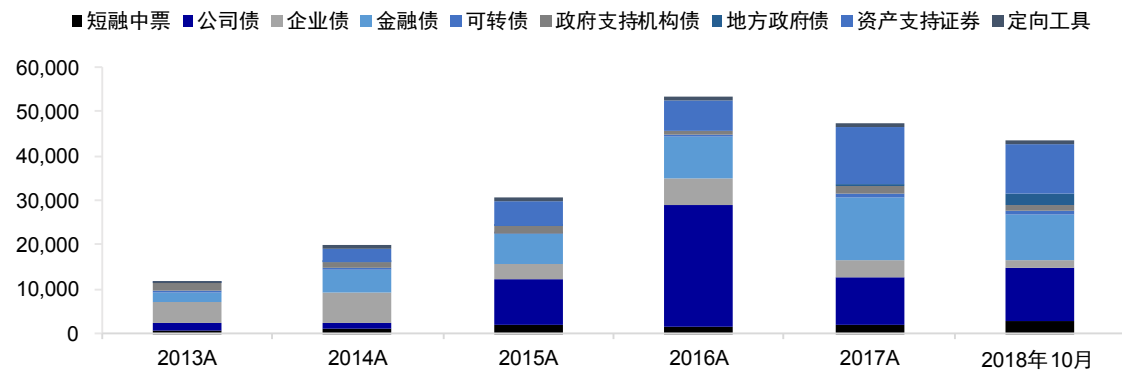
**债承业务集中度进一步上升，政策支持民营经济打开业务空间。**截至2018年10月底，证券行业债券承销规模4.39万亿元，较2017年同期上升14.47%；公司债超过金融债成为券商承销最大规模债券，公司债和金融债规模分别为1.23万亿和1.05万亿，同比变化82.57%和-11.85%。从市场占有率来看，截至10月底，前十名券商承销份额61.9%，较去年同期上升3.6个百分点，行业集中度进一步上升。2018年10月，央行引导设立民营企业债券融资支持工具，稳定和促进民营企业债券融资。民营企业债券融资支持工具由人民银行运用再贷款提供部分初始资金，由专业机构进行市场化运作，通过出售信用风险缓释工具、担保增信等多种方式，重点支持暂时遇到困难，但有市场、有前景、技术有竞争力的民营企业债券融资。我们认为在2019年，受政策引导，债券发行规模将进一步增长，从而为证券公司的债承业务打开空间。

图 5：2013-2018 年 10 月各类股权业务规模（亿元）



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 6: 2013-2018 年 10 月债券承销金额 (亿元) 构成情况



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

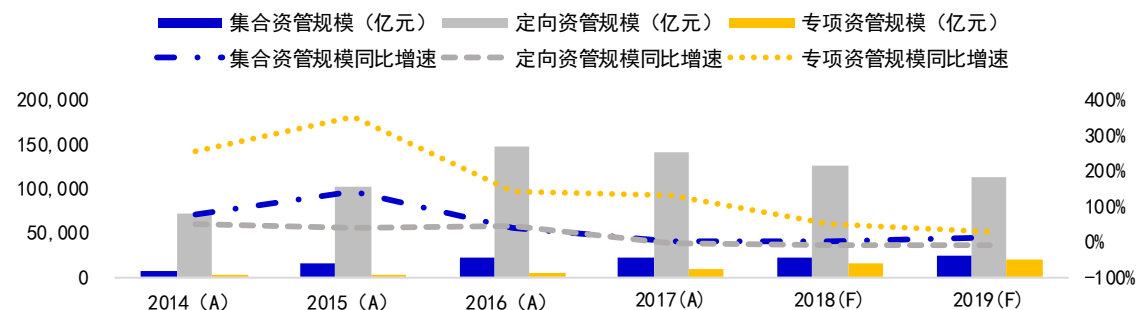
## 资管业务：资管新规配套细则落地，存量业务平稳过渡

自2017年11月金融工作会议以来，监管层提出针对资管业务建立统一监管标准，2018年4月27日，央行、证监会、银保监会等四部委联合发布资管新规，明确提出：“不得承诺保本保收益，打破刚性兑付；严格非标准化债权类资产投资要求，禁止资金池，防范影子银行风险和流动性风险；分类统一负债和分级杠杆要求，消除多层嵌套，抑制通道业务；按照“新老划断”原则设置过渡期，确保平稳过渡，过渡期为至2020年底”。人民银行7月20日发布通知，进一步明确金融机构资产管理业务有关事项，明确公募资产管理产品的投资范围、过渡期内相关产品的估值方法和宏观审慎政策安排等，以促进资管新规平稳实施。2018年10月22日，证监会发布了《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》及《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》。

我们认为，《管理办法》较此前的《征求意见稿》略有放松，对于市场主要关注的要点也做出了明确细化和适度放宽。总体看，《管理办法》细化证券期货经营机构私募资管业务监管要求，有利于稳定市场预期，消除不确定性，实现证券期货经营机构存量资管业务平稳过渡；有利于促进统一同类资管业务监管标准，进一步提升证券期货经营机构私募资管业务的合规管理和风险控制水平。

我们预计，在《管理办法》的影响下，行业资管规模将小幅缩水，2019年资管业务规模将达到15.96万亿，同比下降2.8%。其中，集合资管规模2.57万亿、定向资管11.38万亿、专项资管2万亿，同比增速分别为15%、-10%和30%。

图 7：2014 年-2019 (F) 各类资管规模及同比增速 (右轴)



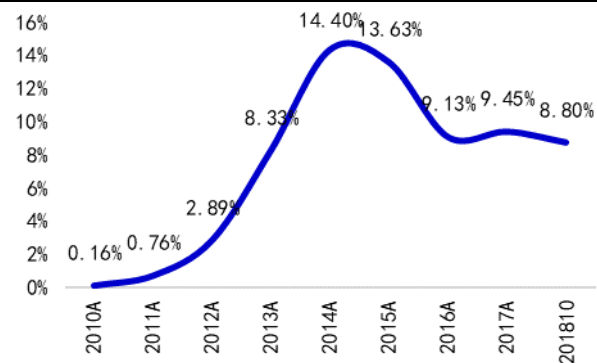
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 信用交易业务：市场行情制约整体规模，实体经济融资改善影响价格

两融规模受市场行情制约，融资利率将小幅下降。截至 2018 年 10 月底，两融日均交易额为 335 亿元，占 A 股成交额比例为 8.80%。从每日交易规模来看，2018 年下半年受市场行情制约，两融交易规模一直在底部徘徊。我们预计，2019 年两融交易额占 A 股交易额比重在 9% 左右，日均交易额为 405 亿元。截至 2018 年 10 月底，两融日均余额达到 9428 亿元，占 A 股市场流通市值比重约为 2.26%，我们假定 2019 年该比重将在 2.3%，按照 2019 年流通市值 42 万亿元估算，对应日均两融余额为 9,660 亿元。

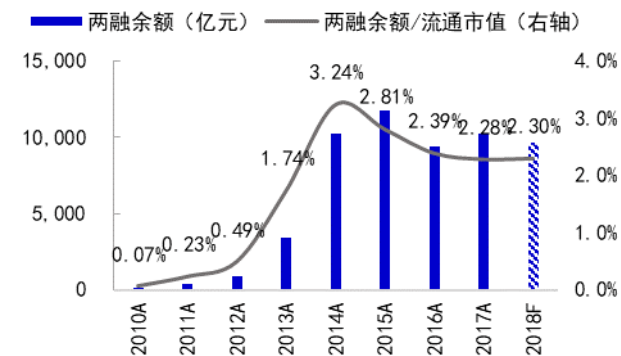
两融利率较为稳定，多数券商的融资利率在 8% 左右。考虑到未来货币环境仍将较为宽松，实体经济融资成本趋于下行，我们预计 2019 年两融费率将随之下行。

图 8：2010-2018 年 10 月两融交易额占 A 股成交额比重

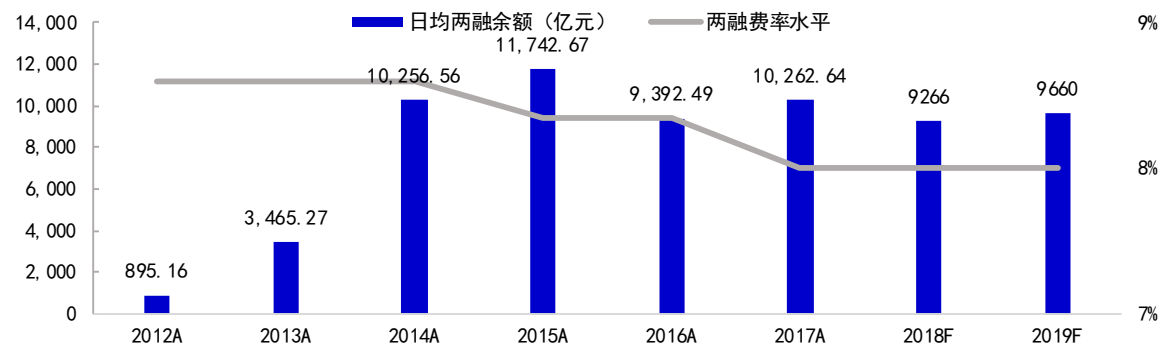


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 9：2010-2018 (F) 两融余额规模与两融余额/流通市值



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**图 10: 2012-2019 (F) 两融规模与两融费率水平**


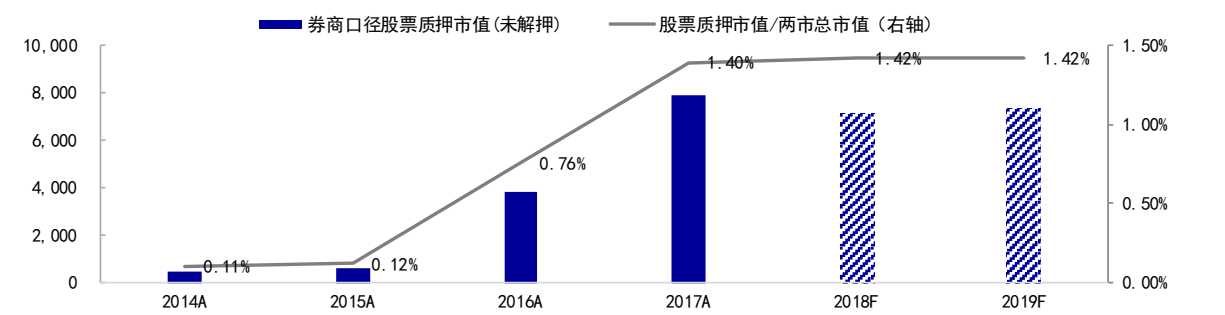
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

**监管层着力化解质押风险，券商参与积极性提升。** 市场的持续下跌，不仅使证券公司也积聚了股票质押的风险，同时也拖累了一些本身企业经营和信用良好的公司。对此，监管层出台多项政策，先后引导证券公司出资设立资管计划用于化解股票质押风险，并下发《关于支持证券机构积极参与化解上市公司股票质押风险、支持民营企业发展的通知》(以下简称“通知”)。通知中为鼓励券商参与化解股票质押风险提出多项举措，其中包括对解决股票质押风险规模达到一定数量的券商给予分类评价加分。而此前的监管要求是“证券公司自营业务持有一种权益类证券市值不得超过 5%，一种非权益类证券规模不得超过 20%”。《通知》对持有股票市值比重限制的豁免打通了券商在承接上市公司股票方面的监管要求。这将极大的鼓励券商对股票质押业务风险化解的积极性。

截至 2018 年 10 月底，证券公司所承接的质押股票市值(未解押)共计 6,350 亿元，占两市总市值比重为 1.42%。整体规模较年初有所下降，但是占两市总市值比重有小幅上升。在政策的大力扶持、业务风险已经大幅下降的背景下，我们预计 2019 年业务规模有所回升。假设 2019 年质押市值/总市值比为 1.42%，两市总市值达到 51.6 万亿，质押业务(未解押)规模将上升至 7,330 亿。

考虑到目前货币环境较为宽松，实体经济融资成本趋于下行，但股票质押业务风险暴露显著上升将推升风险溢价，我们预计 2019 年质押费率将与当前水平基本持平。

图 11: 2013 年-2019 (F) 两市总市值及股票质押业务质押市值占总市值比重 (单位: 亿元、%)



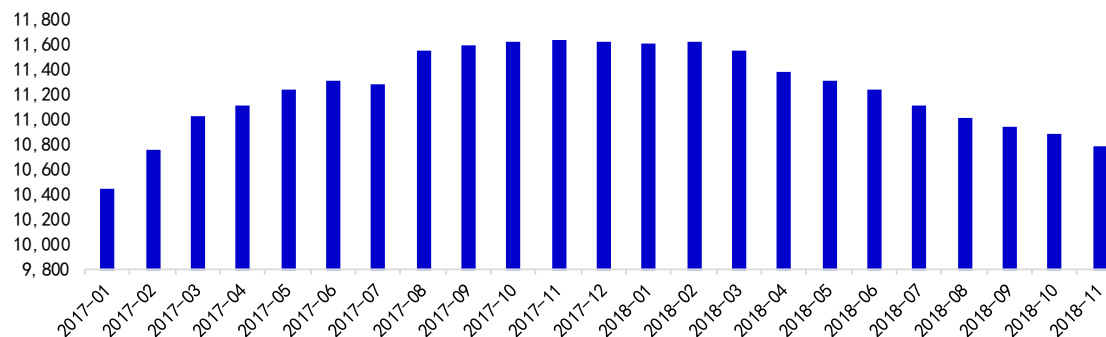
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 新三板业务：制度优化改革难解流动性低迷困境

**存量制度优化改革。**10月27日，全国股转公司宣布，发布实施新制定的《关于挂牌公司股票发行有关事项的规定》《全国中小企业股份转让系统股票发行业务指引第1-4号》和新修订的《全国中小企业股份转让系统股票发行业务指南》，发布实施《全国中小企业股份转让系统非上市公众公司重大资产重组业务指引》《挂牌公司重大资产重组业务问答》《挂牌公司权益变动与收购业务问答》，同时发布《全国中小企业股份转让系统做市商评价办法(试行)》。至此，这套“组合拳”发布的新规对新三板市场股票定向发行制度、并购重组制度、做市商制度等存量制度进行优化改革。

**挂牌数量下降，流动性持续低迷。**截至11月30日，新三板累计挂牌家数10,786家，同比下降7.38%；挂牌企业数量净减少106家。新三板流动性持续低迷，2018年以来做市指数延续下跌态势。11月30日，三板做市指数收于722.46点，环比下降0.20%，成交额为0.45亿元；三板成指收于968.53点，环比上升0.6%，成交额为0.59亿元。

图 12: 2017 年-2018 年 11 月新三板挂牌公司数



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 证券行业展望与投资主线

### 行业展望

图 13: 2015 年-2018 年 11 月证券行业主要政策梳理

涉及业务	相关法律	时间	主要内容
投行	《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》	2017/2/17	上市公司申请非公开发行股票的，拟发行的股份数量不得超过本次发行前总股本的20%；上市公司申请增发、配股、非公开发行股票的，本次发行董事会决议日距离前次募集资金到位日原则上不得少于18个月；上市公司申请再融资时，除金融类企业外，原则上最近一期末不得存在持有金融较大、期限较长的交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人款项、委托理财等财务性投资的情形。
	“小额快速”并购重组审核机制	2018/10/08	监管机构“简化行政许可、加快审核流程”改革思路的具体落地，充分发挥并购重组服务实体经济的重要作用。
	《重组配套资金募集相关规定》	2018/10/12	改变募集配套资金不能用于补充流动资金及偿还债务的现状。
	证监会试点定向可转债并购支持上市公司发展	2018/11/01	证监会发布消息称将积极推进以定向可转债作为并购重组交易支付工具的试点。支持包括民营控股上市公司在内的各类企业通过并购重组做优做强。较2017年2月的版本来看，主要亮点有：一是明确了上市公司募集资金用于补充流动资金和偿还债务的比例；二是允许前次募集资金基本使用完毕或募集资金投向未发生变更且按计划投入的上市公司，申请增发、配股、非公开发行股票不受18个月融资间隔限制，但相应间隔原则上不得少于6个月。
	《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》	2018/11/09	通过杠杆约束和提高风险准备计提，引导券商去通道。一是将资产管理业务纳入表外业务，通道业务业务计入杠杆率约束，规定资本杠杆率（核心净资本/表内外资产总额）不得低于8%。二是将资产管理业务规模计入风险资本，定向资管计提比例大幅增加。
资管	《证券公司风险控制指标管理办法》	2016/06/16	限制结构化产品的负债端杠杆率水平；限制集合资产管理产品的投资端杠杆率水平；禁止嵌套和资金池操作等。
	新八条底线	2016/07/15	确立统一监管指标，打破刚兑，净值化管理，限制期限错配与多层嵌套等。
	《中国人民银行、银监会、证监会、保监会、外汇局关于规范金融机构资产管理业务的指导意见（征求意见稿）》	2017/11/17	不得承诺保本保收益，打破刚性兑付；严格非标准化债权类资产投资要求，禁止资金池，防范影子银行风险和流动性风险；分类统一负债和分级杠杆要求，消除多层嵌套，抑制通道业务；按照“新老划断”原则设置过渡期，确保平稳过渡，过渡期为至2020年底。
	资管新规	2018/04/27	明显的变动可概括为四个方面：1、部分符合条件的公募产品可投资非标债权；2、过渡期前部分老产品仍可投资符合监管要求的新资产；3、半年以上定开产品及银行现金管理类理财产品改用摊余成本法计价；4、多项举措助力银行消化非标回表。
	《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》	2018/07/20	《资管细则》较此前的《征求意见稿》略有放松，对于市场主要关注的要点也做出了明确细化和适度放宽。
	《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》及其配套规则	2018/10/22	第一，私募资管开展业务要求予以放宽。《资管细则》提出，证券期货经营机构从事私募资产管理业务所需具有的投资经理，由五人以上减为三人以上；专职从事投资研究的人员，由五人以上减为三人以上。 第二，对于非标投资的集中度要求放宽至25%。《资管细则》明确同一集合资产管理计划投资于同一资产的资金上限，由《征求意见稿》中要求的不得超过该计划资产净值的20%增加至不超过25%；同一证券期货经营机构管理的全部集合资产管理计划投资于同一资产的资金上限，由《征求意见稿》中要求的不得超过该资产的20%增加至不超过25%。 第三，符合规定的存量定向资管项目可延期至2023年12月31日前清理。《资管细则》仍沿用《征求意见稿》提出的过渡期至2020年12月31日截止。但另允许符合相关规定的存量定向资管项目可延至2023年12月31日前清理。
	《关于进一步加强规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》	2018/07/20	《资管细则》较此前的《征求意见稿》略有放松，对于市场主要关注的要点也做出了明确细化和适度放宽。
信用交易	11家券商设立资管计划纾解市场的股权质押风险	2018/10/22	首次由11家证券公司达成意向，出资210亿元设立母资管计划，作为引导资金支持各家证券公司分别设立若干子资管计划，吸引银行、保险、国有企业和政府平台等资金投资，形成约1000亿元总规模的资管计划，专项用于帮助有发展前景的上市公司纾解股权质押困难。
	据上证报报道，多家券商收到《关于支持证券机构积极参与化解上市公司股票质押风险、支持民营企业发展的通知》	2018/11/01	通知为鼓励券商参与化解股票质押风险提出多项举措，其中包括对解决股票质押风险规模达到一定数量的券商给予分类评价加分。

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

### 监管政策边际缓和，业务冲击逐步减缓

2015年股市大幅波动，叠加宏观经济去杠杆的推进，监管层对金融风险高度重视，整体监管环境趋严。但随着风险得到有效处理，应对措施逐步建立，整体监管环境出现边际放松，券商各项业务受到的冲击也予以减缓。投行业务来看，2017年年初对于上市公司的再融资行为围绕定增规模、再融资周期、再融资募资用途三方面进行限制，再融资业务规模大幅缩水，投行业务收入受到一定冲击，而2018年11月9日，证监会针对民营上市公司面临股权质押危机，对再融资业务予以修订，明确上市公司募集资金可用于补充流动资金和偿还债务，并将符合条件的上市公司再融资的时间间隔缩短至6个月。资管业务来看，与2016年的新八条底线相比，2018年监管层对于存量业务的平稳过渡，先后出台资管新规、补充细则以及证券类经营机构的配套细则进行规范，在杠杆、非标等市场关注要点均逐步做了适度放宽。我们认为，自金融工作会议后，市场已经充分理解并接受金融监管环境，增量业务开展相对谨慎。同时，过渡期最长延长至2023年年底，对于市场存量业务的消化给予充分的时间，行业资管业务受到冲击幅度有所缓和，对于收入冲击逐步减缓。

### 头部券商优势明显，中小券商亦有机会

根据证监会公布2018年证券公司分类结果，评级最高的AA类券商共12家，相比去年增加1家，其中10家券商维持AA评级。随着评价结果的落地，对于证券公司在股票质押、债券承销以及创新业务的开展方面均有影响，概括来说：评价等级靠前的券商将在业务开展上拥有更大的业务规模和更全面的业务资质。评级体系日趋严格，中小券商获得A类评级更为困难，大型券商优势明显。

尽管在当前的监管环境下，头部券商优势较为明显，但并不代表中小券商不具备突围的能力。从行业收入结构来看，占据收入主体的经纪业务与自营业务的竞争优势并不集中于头部券商：从经纪业务来看，随着手续费率贴近券商成本线，价格战已经不再是各家公司的发力点，反而是针对高净值类客户提供高端的投资服务使得部分券商可以从低费率的竞争中脱颖而出。投资业务相对经纪、资管和投行等传统中介业务而言，业务收益率与资本金和业务规模的相关度并不高；在二级市场中拥有出色投资管理能力的券商发行产品往往更容易受到投资者认可，不论在自营业务收益还是资管业务手续费收入上，都会有助于公司打造核心优势。

### 盈利预测

我们预计2018年证券行业营收和净利润分别为2,440.94亿元和683.46亿元，同比分别下降21.6%和39.51%，2019年行业营收和净利润分别为2,615.51亿元和863.12亿元，同比分别增长7.15%和26.29%。我们预计2019年的收入结构与2018年基本相当。在分类监管规定以及严监管的背景下，证券行业集中度可能进一步上升，强者恒强的局面将延续。

表 1: 证券行业盈利预测 (单位: 亿元)

	2015A	2016A	2017A	2018F	2019F	2020F
<b>营业收入</b>	5751.55	3279.94	3113.28	2440.94	2615.51	2965.44
代理买卖证券净收入	2690.96	1052.95	820.92	661.25	719.38	775.09
投行业务净收入	577.43	734.69	543.57	442.85	464.10	651.73
资管业务净收入	274.88	296.46	310.21	335.83	356.66	368.77
投资收益	1413.54	568.47	860.98	558.81	620.50	701.54
利息净收入	591.25	381.00	568.47	442.19	454.87	468.32
<b>净利润</b>	2447.63	1234.45	1129.95	683.46	863.12	1067.56
<b>营业收入同比</b>	120.97%	-42.97%	-5.08%	-21.60%	7.15%	13.38%
<b>净利润同比</b>	153.50%	-49.57%	-8.47%	-39.51%	26.29%	23.69%
<b>当前股价对应的PE</b>				24.33	19.27	15.58

资料来源: 证券业协会, Wind, 信达证券研发中心预测,

注: 当前股价对应的PE按照中信证券行业指数计算, 收盘价日期采用2018.12.3

## 投资主线

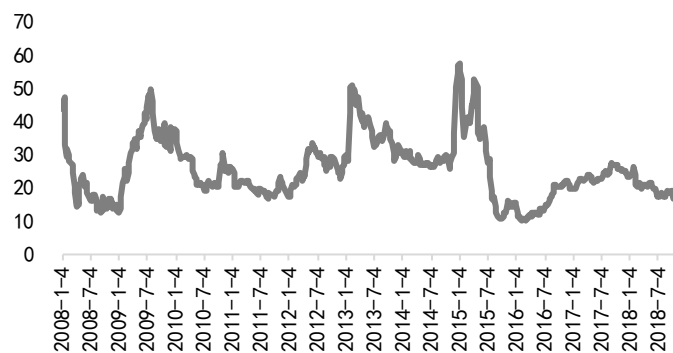
**监管政策缓和，经营环境有望边际改善。**经济下行压力加大，宏观政策缓和调整的必要性上升，证券行业和证券市场将为实体经济投融资贡献更大力量，加之过去三年的严监管导致证券行业经营风险和证券市场系统性风险大幅下降，我们认为证券行业的经营环境将有所改善。中长期看，科创板和沪伦通等差异化创新政策、海外业务、牌照放开导致的市场化竞争加剧等都将加强龙头券商的竞争优势，行业集中度将继续上升。

**当前较低的 PB 估值水平隐含了较为悲观的预期。**2018 年以来，板块估值持续下行，当前板块 PB (LF) 约为 1.3 倍，PE 为 25 倍，上市券商整体 PB 处于 2008 年以来低位，远低于中位数，反映了市场对券商股较为悲观的预期；而龙头券商估值则低于板块：中信、广发、海通、华泰当前的 PE (TTM) 水平分别为 19.53、16.64、18.46 和 16.04 倍，PE (2018E) 在 18 倍左右，PB (LF) 分别为 1.38、1.23、0.95 和 1.40 倍。按照我们对净利润 863.12 亿元的预测，上市券商 2019 年动态 PE 为 19.27 倍，龙头券商在 14 倍左右。

**我们建议持续关注行业龙头及部分特色券商。**

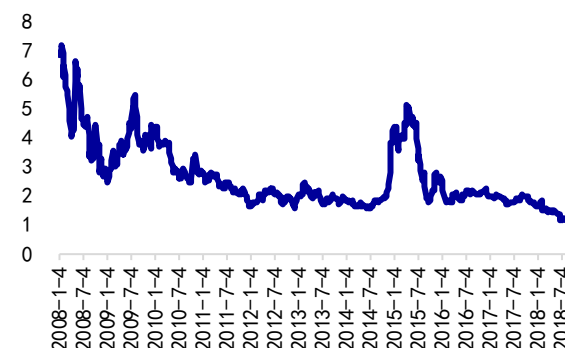
- 1、业务综合，资本实力雄厚的大型券商海通证券；
- 2、收入结构中主动性资管与自营业务占比显著高于行业平均水平，主动管理能力优秀的东方证券；
- 3、经纪业务依靠机构客户发力的长江证券。

图 13: 2008 年以来上市券商 PE (TTM)



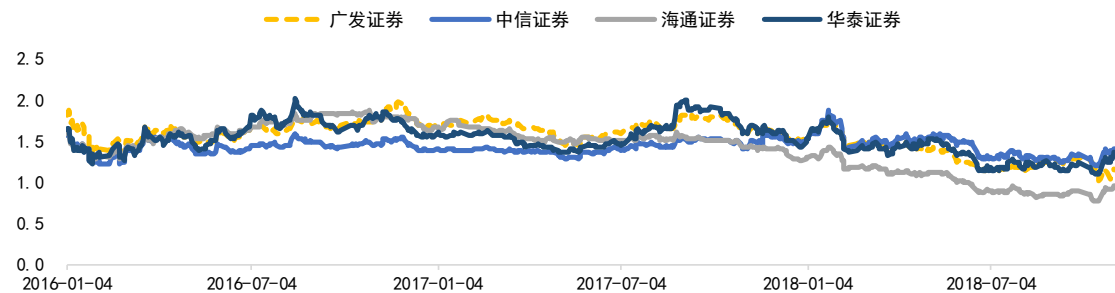
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 14: 2008 年以来上市券商 PB (LF)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15: 中信、广发、海通、华泰 PB



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

## 证券行业评级

基于对证券行业监管政策与经营环境的判断, 我们预计 2019 年证券行业的经营状况较 2018 年将有所改善, 因而我们将证券行业上调至“看好”评级, 建议持续关注行业龙头和部分特色券商。

## 风险因素

- 1、交易量持续下跌风险和自营业务的波动性;
- 2、监管政策超预期, 影响业务推进。

## 研究团队简介

**王小军，金融行业分析师。**10年证券从业经历，曾就职于天相投顾和中国民族证券，主要从事国际经济及金融市场研究。2012年4月加入信达证券，负责策略研究(行业比较)，2014年7月起负责金融行业研究。拥有国际与国内、宏观策略与行业等多维度的研究经验。与央视、新华社等主流媒体互动频繁。

**关竹，金融行业分析师。**2015年研究生毕业于中央财经大学金融专业，2013年本科毕业于山东大学金融专业。2015年7月加入信达证券研究开发中心，负责金融行业的研究。

## 机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	<b>买入：</b> 股价相对强于基准 20% 以上；	<b>看好：</b> 行业指数超越基准；
	<b>增持：</b> 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	<b>中性：</b> 行业指数与基准基本持平；
	<b>持有：</b> 股价相对基准波动在±5% 之间；	<b>看淡：</b> 行业指数弱于基准。
	<b>卖出：</b> 股价相对弱于基准 5% 以下。	

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。