

分析师: 张洋

执业证书编号: S0730516040002

Zhangyang-yjs@ccnew.com

021-50588666-8069

行业基本面具备边际改善的预期和空间

——证券行业 2019 年年度策略

证券研究报告-行业年度策略

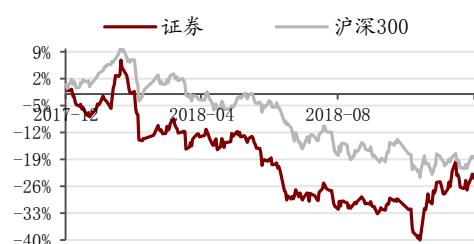
同步大市 (维持)

盈利预测和投资评级

发布日期: 2018 年 12 月 07 日

公司	18EPS	19EPS	19P/B	评级
中信证券	1.13	1.24	1.20	增持
国泰君安	1.02	1.05	1.04	增持

证券相对沪深 300 指数表现



相关报告

- 1 《上市券商 10 月月报点评: 环比、同比再度出现显著下滑》 2018-11-13
- 2 《上市券商 9 月月报点评: 环比显著改善但同比降幅明显》 2018-10-18
- 3 《上市券商 8 月月报点评: 单月业绩再创新年内新低》 2018-09-11

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

投资要点:

- **监管口径边际缓和, 业务边界有所拓宽。**2018 年, 证券行业延续了近年来全面、从严的监管口径; 下半年, 行业进入严监管、防风险与促发展寻找适当平衡的新时期, 整体监管口径出现边际缓和。证监会发布 CDR 交易管理办法, 以存托凭证互挂方式实现的“沪伦通”枕戈待发, CDR 业务从无到有快速进入实质性开展阶段; 拟在上交所设立科创板并试点注册制, 进一步完善了我国多层次资本市场的架构。同时, CDR 业务及科创板注册制的推出也拓宽了行业的业务边界。
- **加速开放短期影响有限、盈利能力集中度显著提升。**鉴于外资券商的业务优势短期无法得到有效施展以及在传统业务领域并无相对竞争优势等因素, 加速对外开放短期对行业现有竞争格局的冲击将较为有限。2015 年以来陆续出台了一系列针对证券行业监管的政策措施, 使得行业内各公司加速洗牌, 经营业绩产生严重分化, 行业盈利能力集中度显著提升。
- **证券行业 2018 年回顾。**经纪: 交投低迷、收入下滑, 平均净佣金率持续走低, 市场份额扩散化。自营: 权益类自营经营环境恶劣, 固收类自营经营环境回暖, 是造成业绩分化的重要因素之一。投行: 业务总量走低但集中度显著提升, 各公司业务量的差距导致业绩分化。资管: 规模下滑, 结构尚待优化, 主动管理规模增长缓慢。信用: 两融余额再现断崖式下降, 股票质押风险不断暴露并得到国家领导及监管层的高度重视。
- **证券行业 2019 年展望。**经纪: 竞争将持续白热化, 平均净佣金率仍有下降空间, 机构及高净值客户是竞争的核心, 收入有望扭转连年下滑的不利局面。自营: 有望成为行业整体业绩边际改善的核心驱动力之一。投行: IPO 审核将持续从严, CDR 业务及科创板将贡献业务增量, 业务集中度将进一步提高, 收入的增量预期较为强烈。资管: 全面转型尚需时日, 以“量”为主向“质、量”并重转变。信用: 两融余额将在低位震荡较长一段时间, 股票质押将持续收紧, 对于股票质押风险过度悲观与盲目乐观均不可取。
- **投资策略。**在年底出现快速反弹后, 2018 年券商板块表现尚可, 但估值仍处于历史低位, 头部券商股价表现相对较优。2019 年行业基本面存在边际改善的预期和空间, 头部券商仍将领跑行业, 券商板块仍具向上修复估值的空间。重点推荐公司: 中信证券、国泰君安。

风险提示: 1. 2019 年出台超预期的行业监管政策; 2. 权益类及固收类二级市场行情延续弱势导致行业基本面无法得到有效改观。

内容目录

1. 监管口径边际缓和，业务边界有所拓宽	5
1.1. 监管口径边际缓和	5
1.1.1. 资管新规落地，影响较为深远	5
1.1.2. 规范股票质押式回购业务	6
1.1.3. 限制场外期权业务	6
1.1.4. 有序推动证券基金经营机构走出去	7
1.1.5. 深化并购重组市场化改革	7
1.2. 业务边界有所拓宽	8
1.2.1. CDR 相关政策落地进程快于预期	8
1.2.2. CDR 优势明显	8
1.2.3. 《存托凭证发行与交易管理办法（试行）》看点颇多	8
1.2.4. “沪伦通”采用存托凭证互挂的方式实现	9
1.2.5. CDR 业务仍有望于年内正式起航	9
1.2.6. 设立科创板并试点注册制	9
1.2.7. CDR 及科创板注册制拓宽了行业的业务边界	9
2. 加速开放短期影响有限，盈利能力集中度显著提升	10
2.1. 证券行业加速开放短期影响有限	10
2.1.1. 证券行业加速对外开放	10
2.1.2. 目前合资证券公司数量较少、规模偏小	10
2.1.3. 目前合资证券公司业务结构单一、整体盈利能力不强	10
2.1.4. 短期对现有竞争格局的冲击将较为有限	11
2.1.5. 证券行业竞争持续加剧是大势所趋	12
2.2. 证券公司资本实力持续增长但增速放缓	12
2.3. 证券公司盈利能力近年来显著下滑	12
2.4. 证券公司盈利能力集中度显著提升	13
2.5. 行业收入结构有所优化	14
3. 证券行业各分业务 2018 年回顾及 2019 年展望	14
3.1. 经纪业务 2018 年回顾及 2019 年展望	14
3.1.1. 经纪业务 2018 年回顾	14
3.1.2. 经纪业务 2019 年展望	17
3.2. 自营业务 2018 年回顾及 2019 年展望	18
3.2.1. 自营业务 2018 年回顾	18
3.2.1. 自营业务 2019 年展望	20
3.3. 投行业务 2018 年回顾及 2019 年展望	21
3.3.1. 投行业务 2018 年回顾	21
3.3.1. 投行业务 2019 年展望	23
3.4. 资管业务 2018 年回顾及 2019 年展望	24
3.4.1. 资管业务 2018 年回顾	24
3.4.2. 资管业务 2019 年展望	27
3.5. 信用业务 2018 年回顾及 2019 年展望	27
3.5.1. 信用业务 2018 年回顾	27
3.5.2. 信用业务 2019 年展望	30
3.6. 国际业务 2018 年回顾及 2019 年展望	31

3.6.1.国际业务 2018 年回顾	31
3.6.2.国际业务 2019 年展望	32
4.投资策略.....	33
4.1. 2018 年券商板块一度表现低迷, 10 月中下旬以来出现报复性反弹	33
4.2. 头部券商股价表现相对较优	33
4.3. 券商板块估值仍处于历史低位	34
4.4. 投资建议	34
4.4.1. 2019 年行业基本面存在边际改善的预期和空间	34
4.4.2. 头部券商仍将领跑行业	35
4.4.3. 券商板块仍具向上修复估值的空间	35
4.4.4. 重点推荐公司	35
5.风险提示.....	35

图表目录

图 1: 行业总资产 (万亿元) 持续增长但增速放缓	13
图 2: 行业净资产 (万亿元) 持续增长但增速放缓	13
图 3: 2015 年以来行业营收 (亿元) 持续下滑	14
图 4: 2015 年以来行业净利 (亿元) 显著下降	14
图 5: 行业营收集中度处于近 6 年来的高位	14
图 6: 行业净利集中度显著提升	14
图 7: 2012-2018Q3 证券行业收入结构	15
图 8: 日均股票成交量 (亿元) 续创 2015 年以来新低	16
图 9: 2018 年成交总量 (万亿) 同步创 2015 年以来新低	16
图 10: 行业平均净佣金率持续、大幅走低	16
图 11: 2015 年以来经纪业务市场份额集中度持续下降	17
图 12: 代理买卖证券业务净收入 (亿元) 显著下滑	18
图 13: 代理买卖证券业务收入占比快速下降	18
图 14: 权益普跌	20
图 15: 固收反弹	20
图 16: 证券投资收益 (含公允价值变动) 集中度宽幅震荡	21
图 17: 2018 年自营业务收入 (亿元) 降幅明显	21
图 18: 2018Q3 自营业务收入占比与 2017 年基本持平	21
图 19: IPO 家数、规模 (亿元) 显著减少	22
图 20: IPO 单家融资规模 (亿元) 显著回升	22
图 21: 再融资规模 (亿元) 有所减少	23
图 22: 可转债发行规模 (亿元) 创历史最高记录	23
图 23: 股权融资规模 (亿元) 走低	23
图 24: 股权融资承销金额集中度显著提升	23
图 25: 债权融资规模 (亿元、按上市日) 走高	24
图 26: 债权融资承销金额集中度达到近年来最高	24
图 27: 投行业务收入 (亿元) 出现下滑	24
图 28: 投行业务收入占比出现下降	24
图 29: 2018 年以来行业资管总规模 (万亿元) 延续回落的态势	26
图 30: 定向资管规模 (万亿元) 依然较为庞大	26
图 31: 定向资管占比并未出现显著下降	26

图 32: 资管业务净收入集中度创近年来新高.....	27
图 33: 资管业务净收入 (亿元) 近 7 年来首次下滑	28
图 34: 资管业务收入占比被动提高	28
图 35: 两融余额 (亿元) 再现断崖式下降	29
图 36: 两融年均余额 (亿元) 较 2017 年出现下滑.....	29
图 37: 两融业务利息收入集中度振幅较大	29
图 38: 行业股票质押业务规模 (自有资金, 亿元) 出现回落.....	30
图 39: 利息收入 (亿元) 出现进一步下滑	31
图 40: 利息收入占比有所下降	31
图 41: 2012-2018H1 中信证券国际收入占比	33
图 42: 2012-2018H1 海通证券国际收入占比	33
图 43: 截至 2018 年 11 月 30 日收盘, 中信二级行业指数证券 II 年内跌幅达到 20.24%.....	34
图 44: 截至 2018 年 11 月 30 日收盘, 头部券商的股价表现相对较优.....	35
图 45: 截至 2018 年 11 月 30 日收盘, 券商板块 P/B (倍) 仍处于历史低位	35
表 1: 一系列深化并购重组市场化改革的政策措施.....	8
表 2: 发行 CDR 与私有化退市后选择在 A 股借壳或者 IPO 优劣比较	9
表 3: 2003 年获得 QFII 资格的外资金融机构	12
表 4: 2012-2018Q1 部分代表性券商股基交易量市场份额 (%) 及排名变化情况	17
表 5: 截至 2018H1 部分头部及互联网券商移动金融终端发展情况	18
表 6: A 股上市券商 IPO 项目储备排名前 10 公司一览 (不包括辅导备案登记受理企业)	25
表 7: 2018H1 主动管理规模前 20 名公司 (亿元)	26
表 8: 国务院副总理刘鹤、央行行长易纲、银保监会主席郭树清、证监会主席刘士余对股票质押风险问题的表态	29

1. 监管口径边际缓和，业务边界有所拓宽

2018年上半年，证券行业延续了近年来全面、从严的监管口径，证监会出台了一系列涉及行业经纪、信用、资管、创新等业务领域的监管政策，着重打击操纵市场、维护市场秩序、防范化解市场风险、守住不发生系统性金融风险的底线。同时，进一步完善上市公司退市制度，形成优胜劣汰的上市公司退市机制，提升上市公司质量，维护投资者合法权益。

2018年7月2日，新一届国务院金融稳定发展委员会召开第一次会议，研究了包括把握好监管工作节奏和力度在内的多项重点工作；10月30日，证监会发布声明，加快推动提升上市公司质量、优化交易监管、鼓励价值投资三方面工作；10月31日，中共中央政治局召开会议，并针对资本市场强调：“围绕资本市场改革，加强制度建设，激发市场活力，促进资本市场长期健康发展”。此外，证监会于下半年陆续推出或修订支持上市公司并购重组、再融资等相关政策，证券行业进入严监管、防风险与促发展寻找适当平衡的新时期，整体监管口径出现边际缓和。

为全面贯彻落实党的十九大精神，增强金融服务实体经济的能力，扩大资本市场对外开放，证监会于6月1日发布了CDR交易管理办法并修改IPO发行上市管理办法，同时辅以一系列配套规则，即为创新企业在境内发行股票或存托凭证做好了制度安排，也有助于完善资本市场结构，健全资本市场机制，发挥资本市场投融资功能，进一步推动资本市场改革开放和稳定发展。

11月5日，习近平主席在首届中国国际进口博览会开幕式发表主旨演讲，提出在上交所设立科创板并试点注册制。科创板的推出进一步完善了我国多层次资本市场的架构；试点注册制也为未来全面的推行打下了业务实践的基础，对市场进行了预期的管理。

CDR业务以及科创板注册制的推出拓宽了行业的业务边界。

1.1. 监管口径边际缓和

1.1.1. 资管新规落地，影响较为深远

在经过反复研究和审慎决策后，2018年4月27日，中国人民银行、银保监会、证监会、外汇管理局正式发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，资管新规正式落地。

本次资管新规立足于整个资产管理行业，坚持宏观与微观审慎管理相结合，机构监管与功能监管相结合，对于消除多层嵌套、杠杆水平、份额分级、非标资产投资、限制通道及资金池、打破刚兑、实行净值管理等方面统一监管标准，实行公平的市场准入和监管，最大程度消除监管套利空间，促进资产管理业务规范发展。

资管新规对证券行业的影响首先集中于资管业务领域，运营主体主要为证券公司资产管理业务部门及证券公司参控股的基金公司的子公司。资管新规中明确限制及规范的通道类业务、

资金池，主要集中于定向资产管理计划及部分集合资产管理计划中。

根据中国证券投资基金业协会的统计，截至 2018Q3 证券行业定向资产管理计划规模约为 11.85 万亿元。按照乐观 70% 的通道及资金池业务比例、0.5% 的平均佣金率计算，共为行业贡献约 41.5 亿元的收入，约占中国证券业协会公布的 2017 年行业资产管理业务净收入（310.21 亿元）的 13.38%，约占 2017 年行业总收入（3113.28 亿元）的 1.33%。因此，即使全面叫停通道及资金池业务，短期对证券行业整体业绩的影响也较为有限；对主动管理能力较强的头部券商影响极小，仅对通道类业务开展较为突出的非头部券商影响略大。

10 月 22 日，证监会发布《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》，自公布之日起施行。管理办法与管理规定与资管新规的基本原则保持一致，放宽了私募展业条件，对非标投资略有放松，在过渡期中采取“新老划断”的措施，允许不符合要求的产品可以滚动续作。总体看，资管新规实施细则增强了弹性及实施的柔性，旨在最大限度的减轻对市场的冲击，稳定市场预期。

1.1.2. 规范股票质押式回购业务

为进一步聚焦股票质押式回购交易业务服务实体经济的定位，防控业务风险，规范业务运作，沪、深交易所与中国证券登记结算有限公司于 2018 年 1 月 12 日对《股票质押式回购交易及登记结算办法（试行）》进行了修订，形成了《股票质押式回购交易及登记结算办法（2018 年修订）》，并于 3 月 12 日起实施。

为进一步规范证券公司及其子公司相关业务开展，防范风险，2018 年 5 月 30 日中国证券业协会向各证券公司下发《关于证券公司办理场外股权质押交易有关事项的通知》，券商场外股票质押业务被全面叫停。

本次质押新规将股票质押融入方的融资用途纳入监管，明确资金用途，限制质押率及质押比例，为行业管控股票质押业务整体风险提供了根本保障。从长期看，股票质押业务新规的实施有利于行业股票质押业务的稳健、持续开展。

1.1.3. 限制场外期权业务

2018 年 4 月 10 日，中国证券业协会通知相关券商自 4 月 11 日起暂停与私募基金开展场外期权业务，证券公司不得新增业务规模，存量业务到期自动终止，不得续期。

2018 年 5 月 11 日，地方证监局向辖区内证券公司下发了《关于进一步加强证券公司场外期权业务监管的通知》，要求相关证券公司应当严格以服务实体经济为目标，以客户风险管理需求为导向，合规、审慎开展场外期权业务。严禁与客户开展单纯以高杠杆投机为目的、不存在真实风险管理需求的场外期权业务。

场外期权新规的出台，有助于将场内、场外的监管有机结合起来，有助于相关证券公司更好的管控相关业务风险，对于遏制以非风险管理为目的、高杠杆的投机交易具有积极作用，有利于行业场外衍生品业务的长期、良性开展。但是，分层管理的实施，一、二级交易商业务范

围的划定，交易对手资质以及挂钩标的的限制，不可避免的将导致场外期权业务增速的放缓。

从目前场外期权业务开展的实际情况看，业务量主要集中于少数头部券商中，个别非头部券商业务开展状况也较为良好。短期内，对相关券商将造成一定的负面冲击，但对其整体盈利的影 响将较为有限；长期看，一级交易商的牌照存在明显的稀缺性，有利于相关头部券商稳固市场份额，扩大竞争优势。

1.1.4. 有序推动证券基金经营机构走出去

为依法有序推动证券基金经营机构走出去，切实加强证券基金经营机构对境外机构的管理，证监会于 9 月 25 日发布了《证券公司和证券投资基金管理公司境外设立、收购、参股经营机构管理办法》，并于发布之日起实施。

该管理办法主要内容包括统一证券公司、基金管理公司设立、收购、参股境外机构的条件，强化证券基金经营机构对境外子公司的管理责任，规范业务范围与组织架构三个方面，并给予相应的过渡期。

该管理办法的出台旨在整合现有规则，统一准入条件，完善监管要求，明确法律责任，更好的服务对外开放大局；同时，为行业内各公司服务境内企业跨境投融资，提高自身国际化经营水平与核心竞争力提供了有力的制度保障。

1.1.5. 深化并购重组市场化改革

10 月-11 月，证监会陆续出台了一系列深化并购重组市场化改革的政策措施。

表 1：一系列深化并购重组市场化改革的政策措施

针对方向	主要内容
IPO 被否企业 并购重组审核	将 IPO 被否企业筹划重组上市的时间间隔由 3 年缩短为 6 个月。 上市公司发行股份购买资产，不构成重大资产重组，且满足（一）最近 12 个月内累计交易金额不超过 5 亿元；（二）最近 12 个月累计发行的股份不超过本次交易前上市公司总股本的 5%且 12 个月内累计交易金额不超过 10 亿元，即可适用“小额快速”审核，证监会受理后直接提交并购重组委审议。
定向可转债	积极推进以定向可转债作为并购重组支付工具的试点，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。
再融资资金用途	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。
再融资时间间隔	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。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，可不受上述限制，但相应间隔原则上不得少于 6 个月。前次募集资金包括首发、增发、配股、非公开发行股票。

资料来源：中国证监会、中原证券

一系列深化并购重组市场化改革的政策措施，彰显出监管层进一步发挥市场机制的作用，体恤企业诉求，丰富并购重组支付工具、提高审核效率、鼓励和支持上市公司依托并购重组做优做大做强、不断提升上市公司质量的决心。

同时，一系列关于再融资领域的政策措施也为行业投行业务领域的股权融资业务形成了实质性利好。

1.2. 业务边界有所拓宽

1.2.1. CDR 相关政策落地进程快于预期

中国存托凭证（CDR）是指由存托人签发、以境外证券为基础在中国境内发行、代表境外基础证券权益的证券。

2018 年 3 月 5 日，李克强总理在十三届全国人大一次会议政府工作报告中指出，促进大众创业、万众创新上水平；支持优质创新型企业上市融资。3 月 6 日，证监会副主席阎庆民在参加政协经济界联组讨论后接受记者采访时表示，海外新经济企业回归采用 CDR 的方式更合适，CDR 正式进入公众视野。随后，监管层在多个场合多次表态 CDR 将加快推出进程。

5 月 4 日，证监会就《存托凭证发行与交易管理办法》向社会公开征求意见。6 月 6 日，证监会发布《存托凭证发行与交易管理办法（试行）》，并辅以一系列配套规则，CDR 相关政策正式落地，进程快于预期。

CDR 的推出是我国资本市场近年来最重要的制度创新，其核心宗旨是为了支持我国高新技术行业和战略新兴产业借力境内资本市场实现跨越式发展，是证券行业切实服务实体经济的重要体现。

1.2.2. CDR 优势明显

对于海外新经济企业回归国内资本市场，目前可以选择的方法主要有从境外资本市场私有化退市后选择在 A 股借壳或者 IPO、在国内资本市场发行 CDR 两种方式。相较而言，采用 CDR 的方式回归 A 股优势更为明显

表 2: 发行 CDR 与私有化退市后选择在 A 股借壳或者 IPO 优劣比较

	发行 CDR	私有化退市后借壳或者 IPO
回归时间	短	即使存在独角兽企业 IPO 绿色通道，整个私有化以及拆除 VIE 架构的过程也较为耗时
成本	低	私有化成本、借壳费用较高
股权结构	允许同股不同权、可以保留 VIE 架构	不允许同股不同权、须拆除 VIE 架构
融资渠道	境外、境内两条融资渠道	仅保留境内一条融资渠道

资料来源：《NASDAQ 中国上市公司发行国内存托凭证可行性研究》、中原证券

1.2.3. 《存托凭证发行与交易管理办法（试行）》看点颇多

首先，明确了 CDR 发行人的资格，门槛高于市场预期，使得符合要求的企业数量显著减少。其次，核准制打消了市场对于 CDR 大量发行引发二级市场动荡的担忧。第三，确定公开

发行 CDR 将由证券公司进行承销，从而拓宽了行业现有投行业务的边界。第四，可以按照有关规定采取做市商交易，使得未来券商做市业务收入在整体收入结构中占据一席之地成为可能。

1.2.4. “沪伦通”采用存托凭证互挂的方式实现

除海外新经济企业回归国内资本市场采用 CDR 方式外，“沪伦通”也将采用存托凭证互挂的方式实现。

10 月-11 月，证监会、上交所、中国结算陆续发布关于“沪伦通”相关监管、交易规则，“沪伦通”及 CDR 业务正式开启已经箭在弦上。“沪伦通”采取存托凭证互挂的方式实现也为未来 CDR 业务的业务量提供了有利的保障；同时，也为未来 A 股与其他发达资本市场的互联互通提供相关经验的积累。

1.2.5. CDR 业务仍有望于年内正式起航

6 月 11 日，证监会披露了小米集团《公开发行存托凭证并上市》的文件。

12 月 1 日，华泰证券发布《关于发行 GDR 并在伦敦证券交易所上市获得中国证监会批复的公告》；市场预期汇丰有望通过“沪伦通”发行 CDR 成为首家在 A 股上市的外国公司。

目前“沪伦通”各项准备已经接近尾声，CDR 业务仍有望于年内正式起航。

1.2.6. 设立科创板并试点注册制

11 月 5 日，习近平主席在首届中国国际进口博览会开幕式发表主旨演讲，提出在上交所设立科创板并试点注册制。

科创板的设立是我国资本市场制度建设的又一里程碑事件，是丰富与完善我国多层次资本市场框架的重要一环；科创板的推出有助于帮助更多的具有自主知识产权的创新型高新技术企业利用资本市场快速成长，进而推动我国经济结构的不断转型、升级。同时，试点注册制也为未来全面的推行打下了业务实践的基础，对市场进行了预期的管理。

证监会和上交所表示，将迅速落实制定科创板及试点注册制的相关实施细则，预计科创板将于 2019 年上半年正式落地。

1.2.7. CDR 及科创板注册制拓宽了行业的业务边界

CDR 业务的推出、设立科创板并试点注册制拓宽了行业投行业务领域的业务边界，行业投行业务于 2018 年喜迎政策红利，未来发展空间被有效打开。

试点注册制更加要求证券公司的定价及承销能力，有助于推动证券公司各业务领域业务模式的转型、升级。

2. 加速开放短期影响有限、盈利能力集中度显著提升

2.1. 证券行业加速开放短期影响有限

2.1.1. 证券行业加速对外开放

2017年11月9日,根据外交部网站披露的新闻稿,中美元首会晤达成多方面重要共识。其中提到,中方按照自己扩大开放的时间表和路线图,将大幅度放宽金融业,包括银行业、证券基金业和保险业的准入。11月10日,时任财政部副部长朱光耀在国新办吹风会上,明确表示“将单个或多个外国投资者直接或间接投资证券、基金管理、期货公司的投资比例限制放宽至51%,上述措施实施三年后,投资比例不受限制”。

2018年3月9日,证监会就《外商投资证券公司管理办法(征求意见稿)》向社会公开征求意见。4月28日,证监会正式发布《外商投资证券公司管理办法》,自公布之日起施行。《外资参股证券公司设立规则》同时废止。

2018年11月30日,根据证监会网站披露的相关信息,证监会依法核准瑞银集团(UBS AG)增持瑞银证券有限责任公司的持股比例至51%,核准瑞银证券有限责任公司变更实际控制人,首家外资控股证券公司正式登场。

至此,我国证券行业正式进入加速对外开放的新时期。

2.1.2. 目前合资证券公司数量较少、规模偏小

截至目前,行业共11家合资证券公司;剔除属于政策特例的中金公司,共10家,其中又分为两类。

第一类为我国加入WTO后基于扩大金融业对外开放而设立的合资证券公司,包括瑞银证券、高盛高华证券、瑞信方正证券、中德证券、摩根士丹利华鑫证券、东方花旗证券共6家。

第二类为基于内地与香港、澳门建立更紧密经贸关系的安排(CEPA)而设立的合资证券公司,包括申港证券、华菁证券、汇丰前海证券、东亚前海证券共4家。其中汇丰前海证券的外资股东香港上海汇丰银行持股比例达到51%。

根据中国证券业协会的统计,截至2018年上半年,合资证券公司(剔除中金公司)在131家证券公司中占比仅为7.63%,绝对数量较少;合资证券公司(剔除中金公司)的总资产、净资产占比分别为0.41%、0.94%,排名最高的为申港证券(第86位、第84位),整体规模偏小。

2.1.3. 目前合资证券公司业务结构单一、整体盈利能力不强

第一类合资证券公司,除瑞银证券拥有全业务牌照外,其他基本为中资券商的投行子公司,业务结构较为单一。第二类合资证券公司至少拥有4个业务牌照,但由于成立时间较晚,目前

业务尚处于开展初期阶段。

合资券商在投行业务领域的表现较为优异。根据中国证券业协会公布的 2018 年上半年行业投行业务收入排名，合资券商排名前三的分别为：东方花旗（第 10 位）、中德证券（第 43 位）、瑞银证券（第 50 位）。但合资券商在其他业务领域排名则较为靠后，以代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）为例，瑞银证券仅排名第 60 位，其他合资券商则排名较为靠后。

根据中国证券业协会的统计，截至 2018 年上半年，合资证券公司（剔除中金公司）的营业收入占比为 1.23%，仅东方花旗、高盛高华、瑞银证券实现盈利，排名最高的为东方花旗（第 68 位、第 58 位），整体盈利能力并不突出。

2.1.4. 短期对现有竞争格局的冲击将较为有限

短期难以出现大量新设合资券商的现象。在《外商投资证券公司管理办法》正式发布后快速申请控股或设立合资券商的瑞士银行、野村证券、摩根大通为 2003 年第一批获得 QFII 资格的外资金融机构，已经在我国资本市场运作多年，相对较为了解我国资本市场的实际情况、监管思路及监管口径。同时，作为国际性投行，在我国境内控股或者合资设立分支机构也是完善其全球业务布局的重要组成部分。以最新 287 家合格境外投资者的规模来看，我们认为短期难以出现大量新设合资券商的现象。

表 3：2003 年获得 QFII 资格的外资金融机构

瑞士银行	野村证券			
摩根士丹利	花旗环球	高盛公司	德意志银行	香港上海汇丰银行
荷兰商业银行	摩根大通	瑞士信贷	渣打银行香港分行	日兴资产管理

资料来源：国家外汇管理局、中原证券

外资券商的业务优势短期无法得到有效施展。从外资券商的业务结构看，其优势主要集中于投资银行、衍生品交易与做市等业务领域。对于投行业务，与境外市场的注册制不同，目前我国依然实行核准制；对于衍生品交易业务，目前我国尚处于发展初期阶段；对于做市业务，A 股目前的连续竞价交易制度并不支持做市交易。因此，外资券商的业务优势短期内无法得到有效施展。

外资券商在传统业务领域并无相对竞争优势。根据中国证券业协会的统计，2018H1 行业经纪、信用、自营三项与二级市场高度正相关的业务收入合计占比达到约 61%。以经纪业务为例，目前已经接近完全竞争状态；对于新设合资券商，在各方面资源并不占优的情况下，短期内其经纪业务市场份额增长的空间将较为有限。

短期资本实力的不足将限制重资本业务发展。在我国以净资本为核心的监管制度下，资本实力对于各项业务，特别是重资本业务的开展至关重要。但合资券商在设立初期受制于资本实力的限制，其业务规模难以实现快速增长。预计新设合资券商初期将聚焦于专业化程度、业务门槛相对较高的投行、资管等业务领域。

综上所述，我们认为加速对外开放，短期内对证券行业现有竞争格局的冲击将较为有限。

2.1.5. 证券行业竞争持续加剧是大势所趋

从长期看，证券行业竞争持续加剧是大势所趋。但外资券商能否适应我国资本市场的市场环境、监管层能否允许各类创新业务的不断涌现尚待观察。

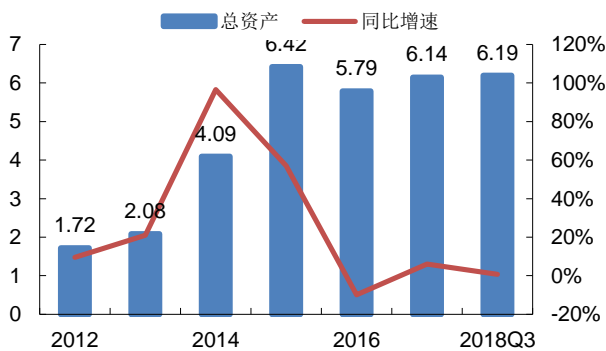
对于非头部券商而言，加快发展、不断提高综合竞争力、构建差异化的竞争优势，才能在未来激烈的市场竞争中立于不败之地；预计头部券商在各个业务领域仍将保持领先地位。

2.2. 证券公司资本实力持续增长但增速放缓

根据中国证券业协会的统计，截至 2018 年 9 月 30 日，共有 131 家证券公司，总资产为 6.19 万亿元，净资产为 1.89 万亿元，净资本为 1.58 万亿元，分别较 2012 年的 1.72 万亿元、0.69 万亿元、0.50 万亿元增长 259.88%、173.91%、216.00%，年复合增长率分别为 23.79%、18.29%、21.14%。

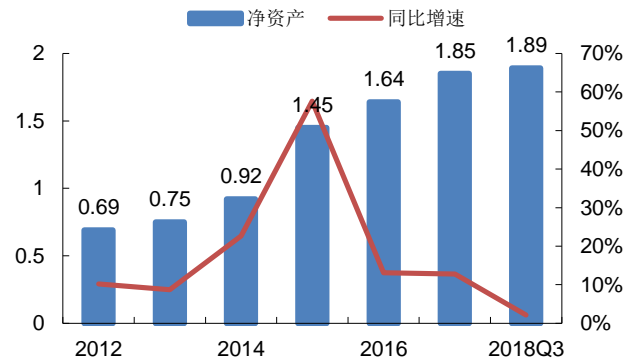
2015 年以来，行业总资产出现回落，而净资产、净资本持续增长，说明行业整体负债率降低，杠杆率有所下降。

图 1: 行业总资产 (万亿元) 持续增长但增速放缓



资料来源：中国证券业协会、中原证券

图 2: 行业净资产 (万亿元) 持续增长但增速放缓



资料来源：中国证券业协会、中原证券

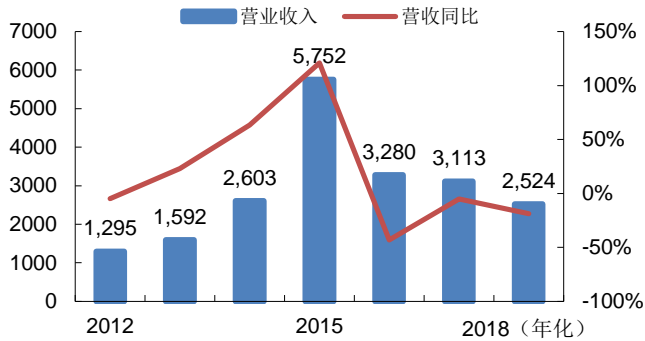
2.3. 证券公司盈利能力近年来显著下滑

根据中国证券业协会的统计，行业营业总收入于 2015 年达到历史峰值的 5751.55 亿元，随后出现了较为显著的下滑。其中，2016 年营收为 3279.94 亿元，同比大幅下滑 42.97%；2017 年营收为 3113.28 亿元，同比下滑 5.08%。2018 年前三季度营收为 1893.31 亿元，年化同比降幅再度扩大至 18.92%，预计全年营收将倒退回 2014 年的水平。

与营业总收入类似，行业净利润总额也于 2015 年达到历史峰值的 2447.63 亿元，2016、2017 年同比分别下滑 49.57%、8.47%，下滑幅度大于营收。2018 年前三季度净利为 496.55 亿元，年化同比降幅再度扩大至 41.41%，预计行业全年净利润将低于 2014 年的水平。

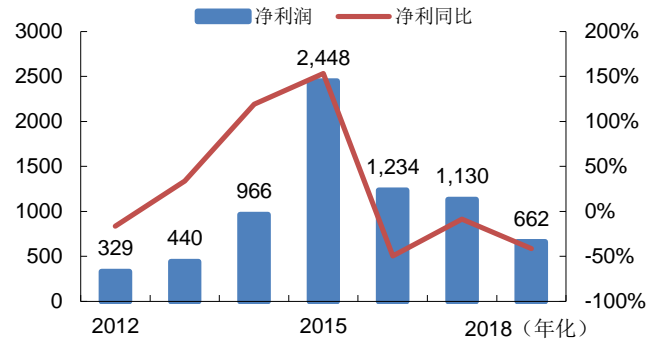
截至目前，证券行业依然未能有效摆脱强周期的行业属性，但整体处于“螺旋式”上升的趋势中。

图 3: 2015 年以来行业营收 (亿元) 持续下滑



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

图 4: 2015 年以来行业净利 (亿元) 显著下降



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

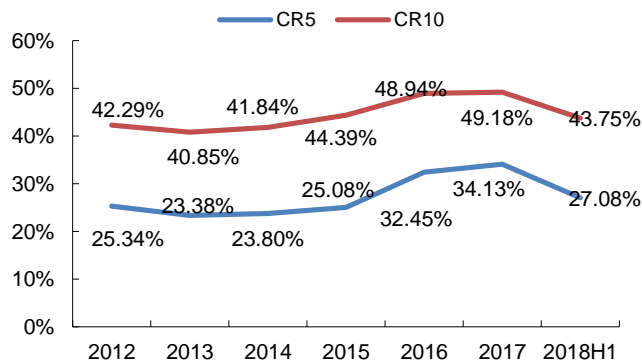
2.4. 证券公司盈利能力集中度显著提升

在近年来行业营收、净利出现持续、大幅下滑的背景下，头部券商得益于其各项业务开展的广度及深度、大股东的扶持以及政策红利等因素，抗行业周期的能力相较非头部券商显著增强，致使行业盈利能力集中度出现不断提升。

行业营业收入集中度自 2012 年以来持续提高。2017 年前 5 位、前 10 位证券公司的集中度分别为 34.13%、49.18%，分别达到近 6 年来的高位。2018H1 集中度虽有下降，但仍处于近年来的较高水平。

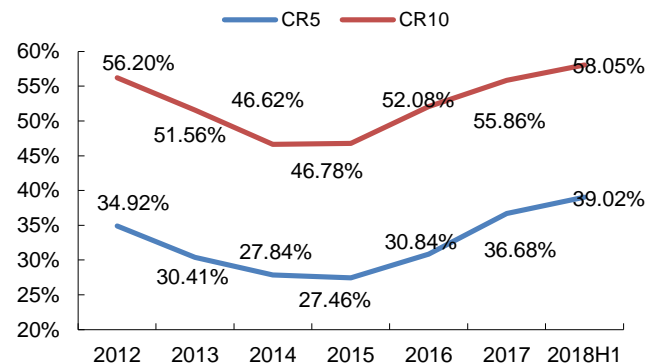
与营收集中度类似，行业净利润集中度自 2014 年以来也呈现持续提高的态势。截至 2018H1，前 5 位、前 10 位证券公司净利润的集中度分别为 39.02%、58.05%，创近年来最高水平。

图 5: 行业营收集中度处于近 6 年来的高位



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

图 6: 行业净利集中度显著提升



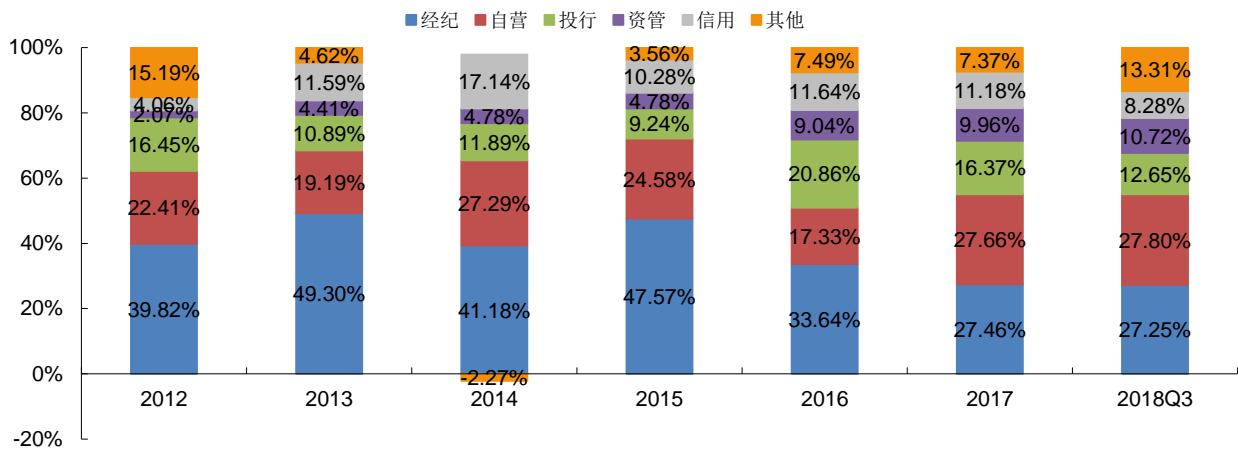
资料来源: 中国证券业协会、中原证券

2.5. 行业收入结构有所优化

从 2012-2018Q3 行业的收入结构看，经纪业务收入占比整体处于下降趋势，但在个别二级市场交投较为火爆的年份依然是行业最大的收入贡献点；自营、投行业务收入占比的波动性较大；资管业务收入占比呈现上升趋势；信用业务收入占比相对稳定，并且已经成为行业重要的收入来源之一。从整体上看，行业收入结构近年来有所优化。

2018Q3 行业经纪、自营、投行、资管、信用、其他业务收入占比分别为 27.25%、27.80%、12.65%、10.72%、8.28%、13.31%。其中，经纪、自营、信用三个与二级市场行情高度正相关的业务收入合计占比为 63.33%，虽然远低于 2013-2015 年超过 80% 的比例，但与 2012 年较为接近，仍处于较高水平，证券行业的周期属性尚未出现显著减弱的迹象。

图 7：2012-2018Q3 证券行业收入结构



资料来源：中国证券业协会、中原证券

注：经纪=代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）+投资咨询业务净收入；投行=证券承销与保荐业务净收入+财务顾问业务净收入

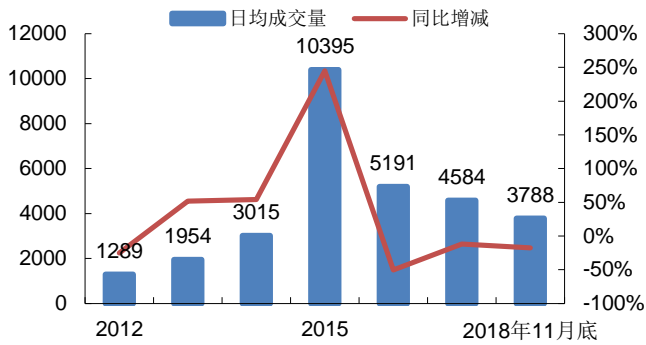
3. 证券行业各分业务 2018 年回顾及 2019 年展望

3.1. 经纪业务 2018 年回顾及 2019 年展望

3.1.1. 经纪业务 2018 年回顾

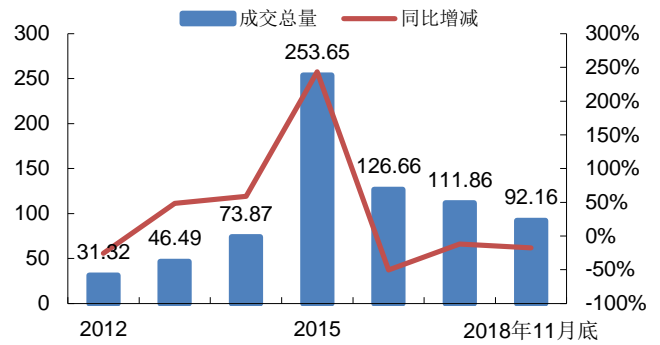
日均成交量创 2015 年以来新低。2018 年 1-11 月沪、深两市日均股票成交量为 3788 亿元，较 2017 年的 4584 亿元再减 17.36%，续创 2015 年以来新低。按前 11 个月成交量数据进行年化，则预计 2018 年成交总量为 92.16 万亿，同比下滑约 17.61%。行业经纪业务减量竞争态势明显。

图 8: 日均股票成交量 (亿元) 续创 2015 年以来新低



资料来源: Wind、中原证券

图 9: 2018 年成交总量 (万亿) 同步创 2015 年以来新低

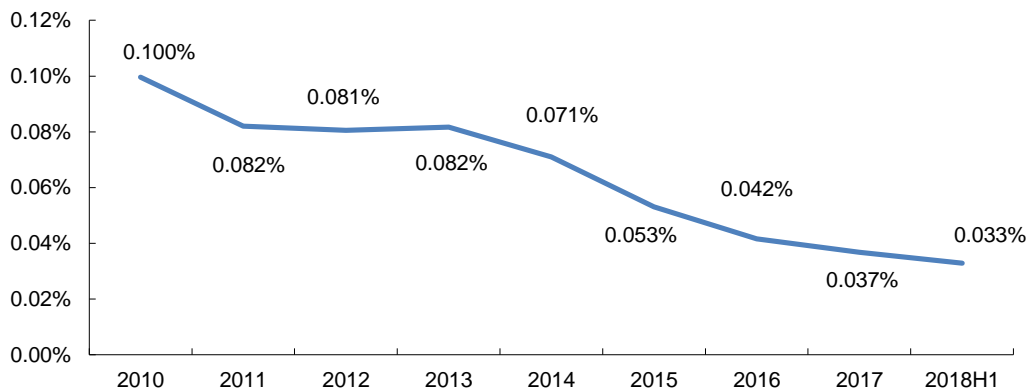


资料来源: Wind、中原证券

行业平均净佣金率持续、大幅走低。截至 2018H1，行业平均净佣金率下滑至 0.329‰（万分之 3.29），较 2017 年年底的 0.367‰ 下滑约 10.35%，再创历史新低。

经纪业务的互联网化、“一人多户”政策的推出、减量竞争的格局是推动近年来行业平均净佣金率持续、大幅走低的重要推手。

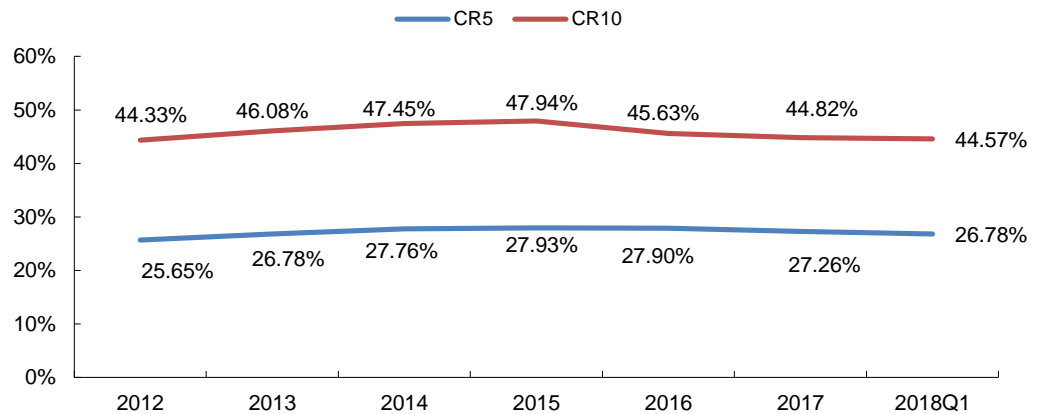
图 10: 行业平均净佣金率持续、大幅走低



资料来源: 中国证券业协会、Wind、中原证券

经纪业务市场份额扩散化。截至一季度末股基交易量排名前 5、前 10 公司的合计市场份额分别为 26.78%、44.57%，较 2017 年的 27.26%、44.82% 分别下降约 0.48、0.25 个百分点，延续了 2015 年以来经纪业务市场份额集中度持续下降的态势，与近年来行业整体集中度不断提升截然相反。

图 11: 2015 年以来经纪业务市场份额集中度持续下降



资料来源: Wind、中原证券

注: 该数据沪、深交易所于 2018 年一季度后停止更新

2013 年以来, 随着互联网金融的兴起以及“一人多户”的放开, 以国金证券、东方财富证券为代表的力推低佣金策略的互联网券商迅速崛起, 市场份额呈现爆发式增长; 以天风证券为代表的行业“黑马”通过大手笔投入, 也在经纪业务市场份额的竞争中崭露头角; 此外, 以申港证券、瑞银证券等为代表的合资券商, 虽然目前绝对份额依然较低, 但可以预见未来也将逐步成为行业经纪业务竞争的新势力。

表 4: 2012-2018Q1 部分代表性券商股基交易量市场份额 (%) 及排名变化情况

公司	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018Q1
国金证券	0.701 (37)	0.693 (37)	0.967 (26)	1.276 (20)	1.463 (18)	1.459 (20)	1.581 (20)
东方财富	0.256 (73)	0.236 (73)	0.216 (74)	0.268 (65)	0.797 (35)	1.451 (21)	1.937 (16)
天风证券	0.149 (85)	0.159 (85)	0.156 (83)	0.195 (76)	0.248 (71)	0.506 (48)	0.678 (37)
瑞银证券	0.369 (59)	0.343 (61)	0.251 (70)	0.098 (87)	0.100 (89)	0.143 (84)	0.177 (79)
申港证券					0.001 (101)	0.004 (101)	0.010 (101)

资料来源: Wind、中原证券

注: 括号内为股基交易量市场份额排名; 该数据沪、深交易所于 2018 年一季度后停止更新

金融科技正逐步与经纪业务融合。随着移动金融服务体系的不断发展, 以智能化、数据化、精准化和专业化特点的金融科技正逐步与经纪业务融合。

但从整体上看, 传统券商的移动金融应用主要面向存量客户, 并且再次出现快速同质化的问题, 尚未能有效推动自身经纪业务形成差异化竞争优势。

表 5: 截至 2018H1 部分头部及互联网券商移动金融终端发展情况

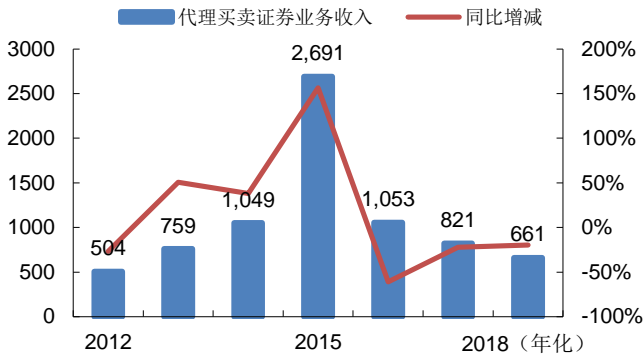
移动终端发展情况	
国泰君安	期末手机终端君弘 APP 近 2500 万户。
华泰证券	期末公司“涨乐财富通”移动终端客户开户数占全部开户数的 97.13%; 公司 85.50% 的交易客户通过“涨乐财富通”进行交易, 移动终端交易人数占比稳步增长, 已成为客户交易的主流渠道。
海通证券	期末公司 e 海通财 APP 累计装机量达到 2133 万户, APP 交易净佣金贡献占比达到 56%。
广发证券	公司易淘金 APP 升级为交易与理财并重的财富管理终端, 同时强化国际化行情与服务的建设。期末公司手机证券用户数超过 1857 万户, 较去年年底增长 18.05%; 微信平台的关注用户数超过 300 万。

国信证券	期末公司手机证券交易量占比已达 46.46%；“金太阳”手机证券注册用户已超过 1060 万户，较去年年底增长 3.82%；微信公众号关注用户超过 123.18 万户，较去年年底增长 9.45%。
东方证券	期末公司线上新增开户数占同期全部开户数的 88.66%；通过互联网和手机平台的股票及基金经纪交易额占当期公司股票及基金经纪交易总额的 73.30%。
方正证券	期末公司客户移动端交易笔数占比达到 75.6%，“小方”APP 月活跃用户同比增长 38.6%；同时，员工展业营销的“大方”APP 已实现 60%的服务展业行为移动化。
国金证券	基于互联网思维的“佣金宝”产品功能不断完善、客户体验持续提升。用金融科技推动服务的精准性，在咨询、理财产品方面尝试 AI 产品，用大数据分析方法，提炼核心算法，全方面提升基础自动服务能力，解放人力，提升效率。
东方财富	公司运营的以“东方财富网”为核心的互联网金融服务大平台已成为我国用户访问量最大、用户粘性最高的互联网金融服务平台之一；充分发挥大平台和海量用户的核心竞争优势及整体协同效应，加强服务网点建设，为用户提供优质证券业务服务。

资料来源：各公司 2018 年半年报、中原证券

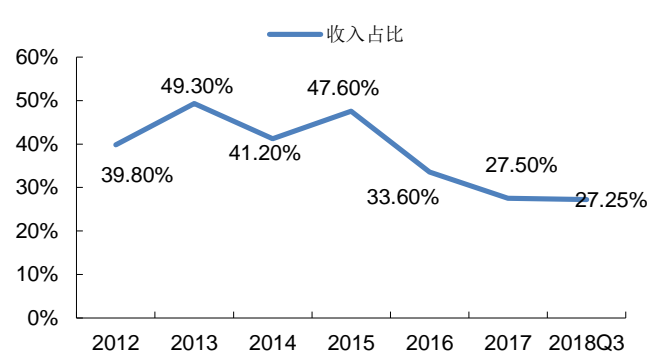
代理买卖证券业务净收入近年来显著下滑。根据中国证券业协会的统计，行业代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）于 2015 年达到历史峰值的 2690.96 亿元，2016 年、2017 年大幅下滑至 1052.95 亿元、820.92 亿元，降幅分别高达 60.87%、22.04%；2018Q3 行业共实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）495.61 亿元，年化同比再度下滑 19.50%；收入占比也由 2015 年的 47.60%快速下滑至 2018Q3 的 27.25%。

图 12：代理买卖证券业务净收入（亿元）显著下滑



资料来源：中国证券业协会、中原证券

图 13：代理买卖证券业务收入占比快速下降



资料来源：中国证券业协会、中原证券

3.1.2. 经纪业务 2019 年展望

竞争将持续白热化。2015 年以来，个别互联网券商快速崛起，导致经纪业务市场集中度出现下降；在经纪业务领域，互联网券商将持续成为传统券商的最大威胁。个别机制较为灵活的券商通过超常规手段实现“弯道超车”的趋势正在逐步形成；合资券商在经纪业务机构客户的开发中，拥有天然优势。整体上，2019 年行业经纪业务整体竞争格局将趋于复杂化，竞争将趋于白热化。

行业平均净佣金率仍有下降空间。在互联网券商的价格标准下，其他证券公司，特别是区域型券商维持相对高佣金率的压力较大。证券公司通过各类渠道补充资本金，加大在互联网金融领域的投入力度，通过价格竞争维持或提升经纪业务市场份额的动力和实力得到持续增强。

随着互联网金融的不断深入，行业经纪业务呈现出成本线动态下降的新特点，成本下降将极大地撼动原有的佣金率底线。

机构及高净值客户是经纪业务竞争的核心。从经纪业务的发展历程上看，零售客户往往在牛市时期的贡献度高，而 A 股则呈现“牛短熊长”的特点。从部分机构客户占比高的头部券商长期高于行业的佣金率水平，互联网券商收入增速落后于份额增速的现象中可以充分说明高净值客户、机构客户在经纪业务中的贡献度、持续性上均优于中小零售客户。高净值客户及机构客户的争夺，是证券公司在经纪业务竞争趋于白热化的环境中立于不败之地的关键所在。

经纪业务转型的方向、路径和具体方案尚不明朗。作为与二级市场行情联系紧密的强周期性主营业务，近年来代理买卖证券业务净收入占比的下滑，尚不足以证明行业总体的业务结构和盈利模式已经发生了根本改变。相反，在投行、资管、信用等其他主营业务收入贡献尚未稳固以及自营业务较高不确定性的情况下，代理买卖证券业务的快速下滑将对行业整体经营造成较大压力。

近年来，行业关于经纪业务亟待转型的声音不绝于耳，但转型的方向、路径和具体方案暂未有明确的定论。即使出现一定的共识，再次快速沦为缺乏自身特色的高度同质化业务恐难避免。

代理买卖证券业务净收入有望扭转连年下滑的不利局面。在“围绕资本市场改革，加强制度建设，激发市场活力，促进资本市场长期健康发展”的政策基调下，2019 年市场整体成交量水平有望企稳回升，从而使得行业代理买卖证券业务净收入扭转连年下滑的不利局面。

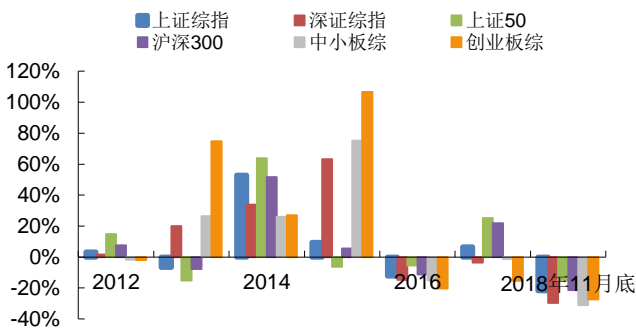
3.2. 自营业务 2018 年回顾及 2019 年展望

3.2.1. 自营业务 2018 年回顾

权益普跌、固收反弹。截至 2018 年 11 月 30 日，年内上证指数下跌 21.74%、深证综指下跌 29.57%、上证 50 指数下跌 15.12%、沪深 300 指数下跌 21.29%、中小板综指下跌 31.11%、创业板综指下跌 27.38%；各大权益类指数均创近年来最大年度跌幅，行业权益类自营业务经营环境较为恶劣。

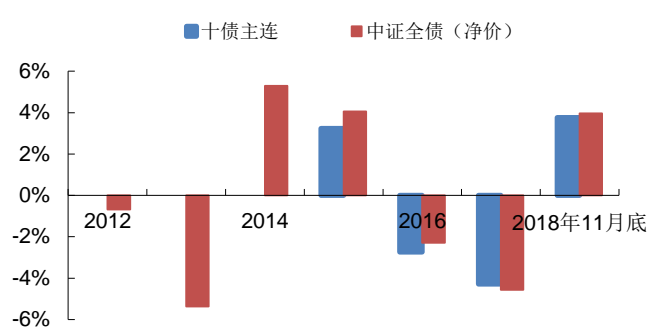
截至 2018 年 11 月 30 日，年内代表利率债的十年期国债期货指数上涨 3.76%、中证全债（净价）指数上涨 3.97%，出现显著反弹，行业固定收益类自营业务经营环境显著回暖。

图 14: 权益普跌



资料来源: Wind、中原证券

图 15: 固收反弹



资料来源: Wind、中原证券

自营业务开展差异化程度较高。根据 2017 年中国证券业协会的专项调查统计，行业内各公司自营业务在投资范围、管理模式、业绩考核方式等方面均存在较大差异。

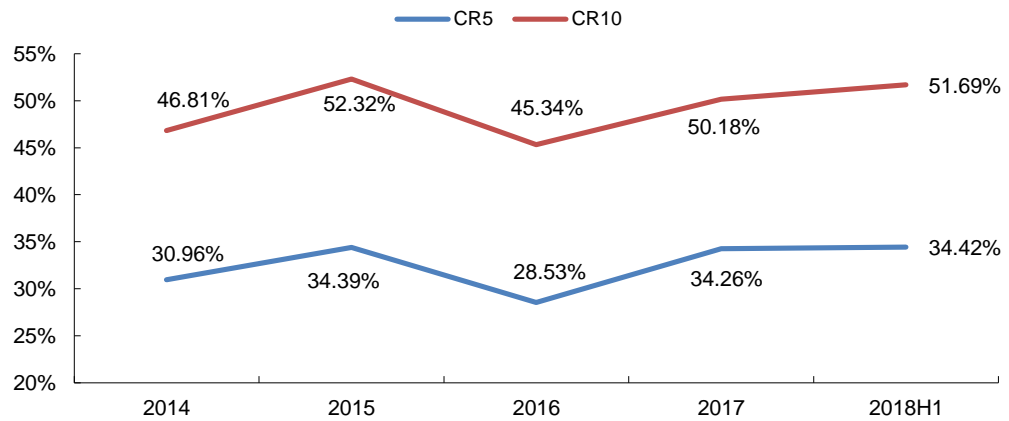
目前行业内各公司自营业务开展的差异化程度较高，为探索整体差异化的经营战略创造了条件。

自营业务是导致券商业绩分化的重要因素之一。今年权益类市场结构分化依然存在，“新经济”成长类品种上半年出现一波显著反弹后于下半年大幅下挫；价值型白马标的前三季度相对强势，但也于三季度末出现显著下跌。从年内上市券商的月度经营数据看，个别投资风格较为鲜明的上市券商单月业绩出现极端分化的现象。总体上，头部券商自营业务的开展相对较为稳健。

证券投资收益（含公允价值变动）集中度宽幅震荡。2014-2018H1，证券投资收益（含公允价值变动）行业排名前 5 位证券公司集中度分别为 30.96%、34.39%、28.53%、34.26%、34.42%，排名前 10 位证券公司集中度分别为 46.81%、52.32%、45.34%、50.18%、51.69%，整体集中度较高，且呈现宽幅震荡的态势，没有明确的方向趋势。

集中度较高主要由于自营业务规模受到资本金的限制，在投资收益率恒定的情况下，头部券商的投资收益总额必然高于非头部券商；呈现宽幅震荡主要由于投资收益率与投资规模没有必然联系，投资规模大反而会拉低投资收益率。

图 16: 证券投资收益 (含公允价值变动) 集中度宽幅震荡

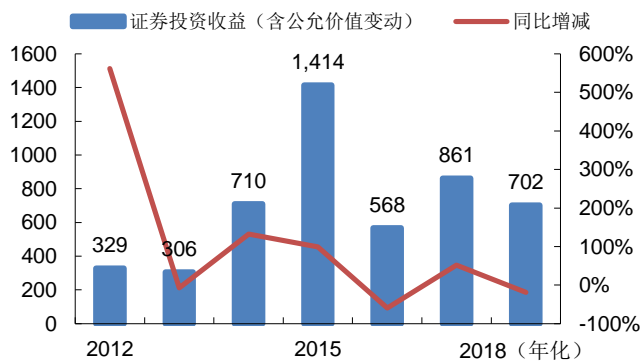


资料来源: 中国证券业协会、Wind、中原证券

注: 中国证券业协会于 2014 年后开始公布各公司证券投资收益排名

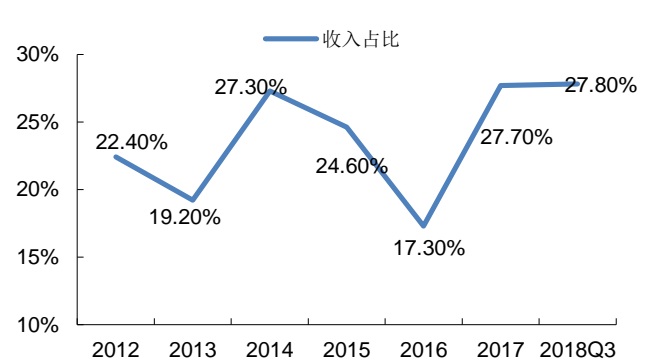
证券投资收益 (含公允价值变动) 及收入占比出现下滑。受权益低迷的影响, 2018Q3 行业共实现证券投资收益 (含公允价值变动) 526.28 亿元, 年化同比下滑 18.50%; 收入占比与 2017 年基本持平。

图 17: 2018 年自营业务收入 (亿元) 降幅明显



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

图 18: 2018Q3 自营业务收入占比与 2017 年基本持平



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

3.2.1. 自营业务 2019 年展望

自营业务有望成为 2019 年行业整体业绩边际改善的核心驱动力之一。首先, 虽然 2019 年股、债二级市场依然面临持续扩容以及国际政治、经济形势变化的多重考验, 但近期国家领导及监管层呵护二级市场的态度及相关措施为市场划出了底线、注入了信心。其次, 在 A 股经历连续三年的调整后, 整体估值水平已经在全球主流资本市场中处于较低水平, 引起了包括国际投资者在内的机构投资者的高度关注; 在 MSCI 提高 A 股纳入权重、英国富时将 A 股纳入其指数体系、包括险资、养老金及企业年金等机构投资者逐步提高权益配置比例背景下, 市场行情有望较 2018 年有所转暖, 进而使得自营业务驱动行业整体业绩出现边际改善。

分化不可避免。从目前的情况看, 股、债二级市场较难以同步进入牛市状态, 结构性行情将是未来较长一段时期的主基调。各公司自营业务的投资结构、投资能力、投资风格的差异势

必将导致投资业绩出现分化。

自营业务尚需探索稳定的盈利模式。 自营业务受股、债二级市场波动影响大、投资收益率波动较为剧烈的特征较为显著。各证券公司自身的经营形势、业务发展的战略规划差异较大，致使其对于自营业务的收益目标、风险承受能力存在较大差异。各证券公司需要切实自我分析后制定合理的投资策略，逐步形成长期、稳定、可持续的盈利模式。

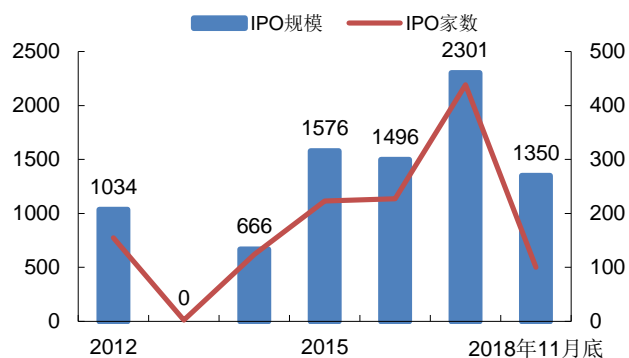
3.3. 投行业务 2018 年回顾及 2019 年展望

3.3.1. 投行业务 2018 年回顾

IPO 数量显著减少、单家融资规模显著回升。 2018 年以来，IPO 发行家数显著减少。根据 Wind 的统计，前 11 个月共完成 100 家 IPO，首发募资规模 1350 亿元，同比分别减少 75.86%、36.86%。证监会前 11 个月共审核 IPO 申请 187 次，通过 102 次，审核通过率仅为 54.54%，创历史最低记录。前 11 个月 IPO 单家融资规模为 13.50 亿元，较 2017 年的 5.25 亿元显著提高，并创近年来最高。

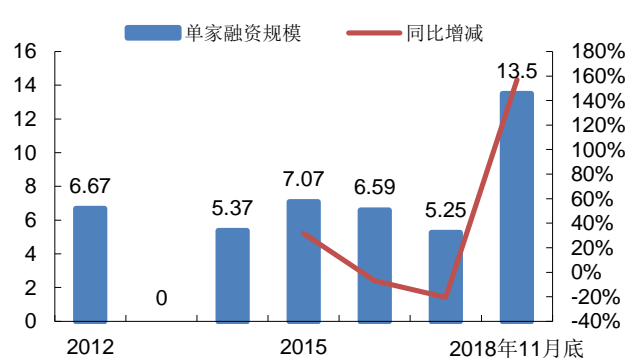
截至 11 月底，证监会受理首发及发行 CDR 企业下降至 280 家左右，IPO 堰塞湖现象得到有效缓解。

图 19: IPO 家数、规模 (亿元) 显著减少



资料来源: Wind、中原证券

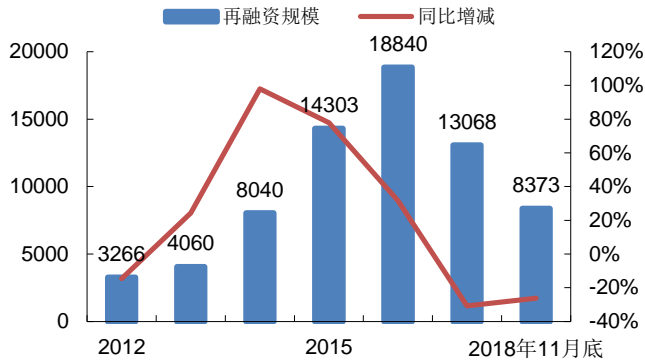
图 20: IPO 单家融资规模 (亿元) 显著回升



资料来源: Wind、中原证券

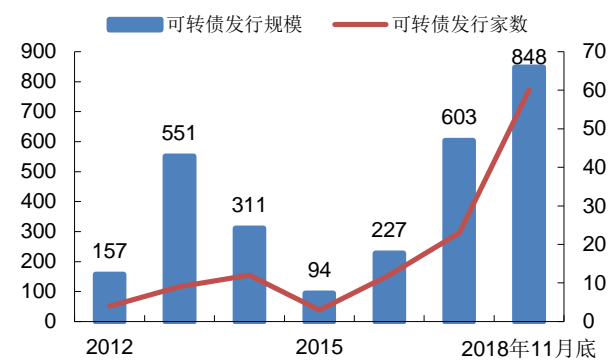
再融资规模有所减少、可转债发行异军突起。 根据 Wind 的统计，截至 2018 年 11 月底再融资（增发、配股、优先股）规模为 8373 亿元，同比减少 26.22%；可转债发行家数、规模分别达到 64 家、894 亿，均创历史最高纪录。从目前政策鼓励的方向看，可转债取代定增成为了再融资领域新的发展方向。

图 21: 再融资规模(亿元)有所减少



资料来源: Wind、中原证券

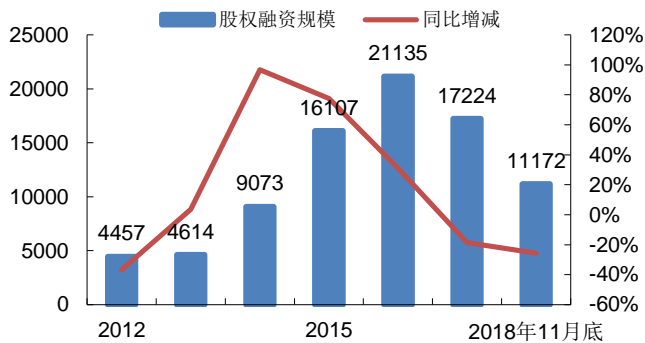
图 22: 可转债发行规模(亿元)创历史新高



资料来源: Wind、中原证券

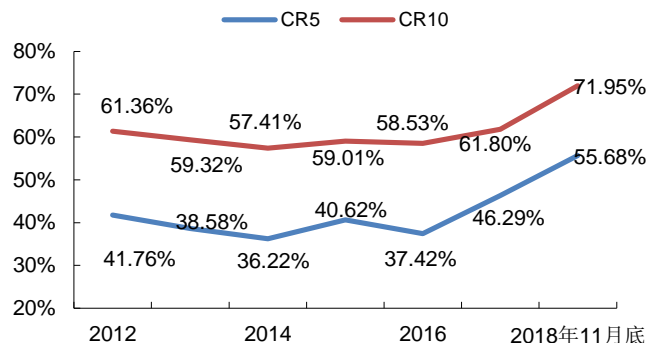
股权融资规模走低但集中度显著提升。根据 Wind 的统计，截至 2018 年 11 月底股权融资总规模为 11172 亿元，同比减少 25.59%。规模走低的同时，股权融资承销金额排名前 5、前 10 公司的合计市场份额分别为 55.68%、71.95%，较 2017 年的 46.29%、61.80% 分别提高约 9.39、10.15 个百分点，提高幅度较为显著，且达到近 7 年来的最高水平。股权融资承销金额排名前 10 的公司分别是中信建投、中信证券、华泰联合、中金公司、国泰君安、国信证券、海通证券、招商证券、中银国际、国元证券；其中，前 5 位的优势尤为明显。

图 23: 股权融资规模(亿元)走低



资料来源: Wind、中原证券

图 24: 股权融资承销金额集中度显著提升

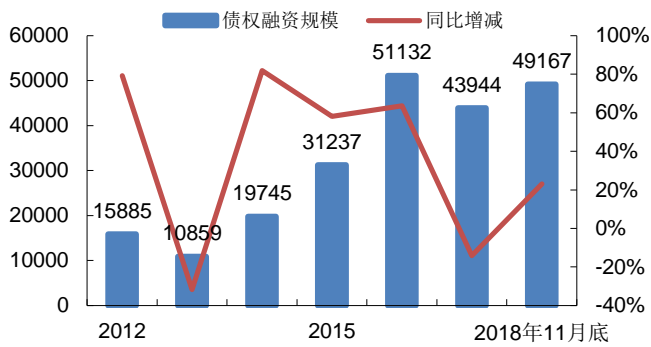


资料来源: Wind、中原证券

债权融资规模与集中度同步走高。根据 Wind 的统计，截至 2018 年 11 月底行业各类债券承销金额为 4.92 万亿元（按上市日），同比增长 23.01%。其中，规模最大的公司债承销金额同比增长 38.08% 至 1.44 万亿元；规模次之的 ABS 承销金额同比增长 36.97% 至 1.40 万亿元，成为行业债权融资规模同比走高的主要驱动力。

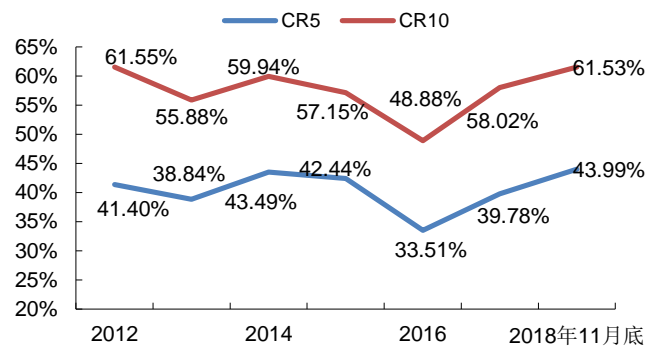
与股权融资集中度提高类似，各类债券承销金额排名前 5、前 10 公司的合计市场份额分别为 43.99%、61.53%，较 2017 年的 39.78%、58.02% 分别提高约 4.21、3.51 个百分点，达到近 7 年来的最高水平。债权融资承销金额排名前 10 的公司分别是中信证券、中信建投、中金公司、招商证券、国泰君安、海通证券、光大证券、广发证券、中银国际、平安证券。

图 25: 债权融资规模 (亿元、按上市日) 走高



资料来源: Wind、中原证券

图 26: 债权融资承销金额集中度达到近年来最高

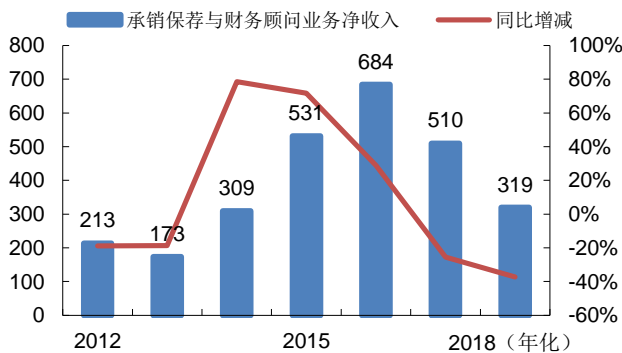


资料来源: Wind、中原证券

投行业务总量的差距是导致券商业绩分化的重要因素之一。股权、债权融资业务行业集中度同步走高导致行业投行业务总量集中度出现大幅提升, 投行业务资源有向头部券商不断聚集的趋势, 从而进一步导致头部与非头部券商经营业绩出现分化。

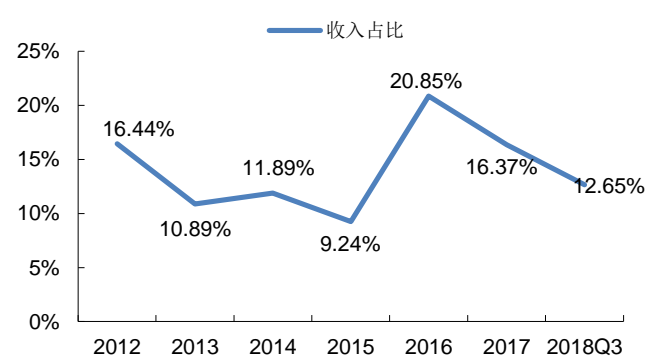
投行业务收入、收入占比均出现下滑。根据中国证券业协会的统计, 行业证券承销与保荐及财务顾问业务净收入于 2016 年达到历史峰值的 684.15 亿元; 2018Q3 行业共实现证券承销与保荐及财务顾问业务净收入 239.50 亿元, 年化同比下滑 37.34%; 收入占比为 12.65%, 较 2017 年下降 3.72 个百分点。

图 27: 投行业务收入 (亿元) 出现下滑



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

图 28: 投行业务收入占比出现下降



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

3.3.1. 投行业务 2019 年展望

IPO 审核将持续从严。严把 IPO 企业质量关将成为常态, IPO 审核将持续从严。IPO 项目储备的数量及质量是 2019 年各公司实现 IPO 业务收入的基础保障。

表 6: A 股上市券商 IPO 项目储备排名前 10 公司一览 (不包括辅导备案登记受理企业)

排名	公司	IPO 项目储备	排名	公司	IPO 项目储备
1	中信证券	23	6	长江证券	9
2	中信建投	20	7	东兴证券	8
3	广发证券	19	8	国信证券	7
4	招商证券	18	8	国泰君安	7

资料来源：Wind、中原证券

CDR 业务及科创板将贡献 2019 年股权融资业务增量。2019 年，在境外上市的新经济代表性公司有望陆续通过 CDR 的方式回归国内资本市场；“沪伦通”采取存托凭证互挂也为未来 CDR 业务的业务量提供了有利的保障。

修改 IPO 发行上市管理办法后，独角兽企业 IPO 绿色通道的政策障碍得到有效清除，更多代表新经济的独角兽企业登陆 A 股值得期待。对于科创板注册制的承销与保荐业务而言，预计不久的将来头部与非头部券商都能够分享相关政策红利，头部券商在业务储备、定价及承销能力上更具优势。

股权融资业务集中度将进一步提高。2018 年 6 月 15 日证监会明确在 CDR 试点期间，创新企业可以自主选择 10 家证券公司作为境内发行上市的主保荐机构，这 10 家公司分别为：中信建投、国泰君安、中金公司、招商证券、中信证券、申万宏源承销保荐、广发证券、海通证券、银河证券和华泰联合证券。其他证券公司可按规定与这 10 家公司进行联合保荐或联合主承销。

预计 2019 年头部与非头部券商股权融资业务分化将进一步加剧。

债权融资业务有望保持持续增长。在相关政策的引导以及公司债、ABS 承销规模不断增长的驱动下，2019 年行业债权融资业务有望持续保持增长。

投行业务收入的增量预期较为强烈。在 CDR 业务放量、科创板正式落地以及债权融资业务增长的预期下，2019 年行业投行业务总量有望扭转 2018 年同比下降的局面，行业投行业务相关收入有望重回增长，进而驱动行业整体业绩边际改善。

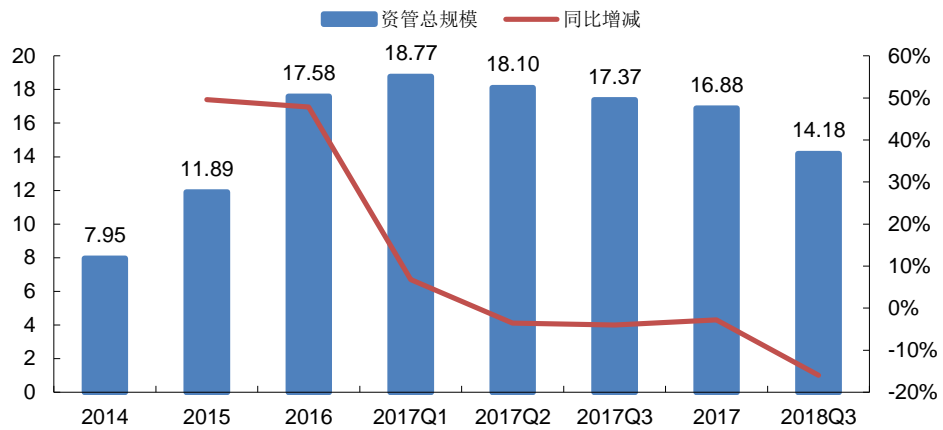
合规风控意识需要深化。近年来行业投行业务领域出现了个别合规风险事件。做好风险控制与合规建设，积极履行承销与保荐各个环节的职责，是投行业务适应严格监管环境的需要，也是行业各公司其他业务可持续发展的基础和必要条件。

3.4. 资管业务 2018 年回顾及 2019 年展望

3.4.1. 资管业务 2018 年回顾

行业资管总规模见顶回落。行业资产管理业务总规模自 2012 年以来出现爆发式增长。但受到资管新规预期出台的影响，资管总规模于 2017Q2 出现史上首次下滑，2018 以来延续了回落的态势。根据中国证券投资基金业协会的统计，截至 2018Q3，行业资管总规模约 14.18 万亿元，较 2017 年年底减少约 15.99%。

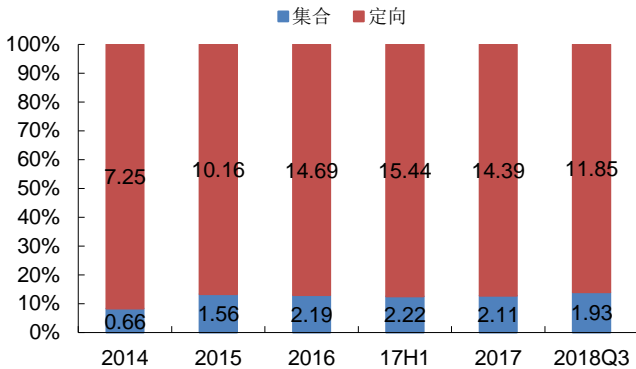
图 29: 2018 年以来行业资管总规模 (万亿元) 延续回落的态势



资料来源: 中国证券投资基金业协会、中原证券

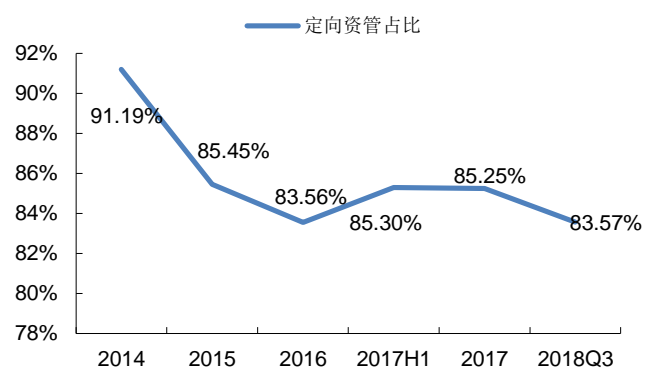
资管业务结构尚待优化。根据中国证券投资基金业协会的统计,截至 2018Q3,行业定向资管规模仍高达 11.85 万亿元,占资管总规模的 83.57%,并未出现显著下降;以主动管理为主的集合资管规模为 1.93 万亿元,较 2017 年年底的 2.11 万亿元下降 8.53%,并未出现正增长。

图 30: 定向资管规模 (万亿元) 依然较为庞大



资料来源: 中国证券投资基金业协会、中原证券

图 31: 定向资管占比并未出现显著下降



资料来源: 中国证券投资基金业协会、中原证券

主动管理规模增长较为缓慢。2017 年以来,在相关政策的引导下,“去通道、回归本源、提升主动管理能力”早已成为业内共识。但受制多方面的因素,主动管理规模增长较为缓慢。根据中国证券投资基金业协会披露的数据,2018H1 行业主动管理规模排名前 20 位的公司,仅国泰君安、中信建投、中金公司、招商证券、安信证券、浙商证券共 6 家公司较 2017 年年底有所增长,但绝对增幅普遍较为有限。

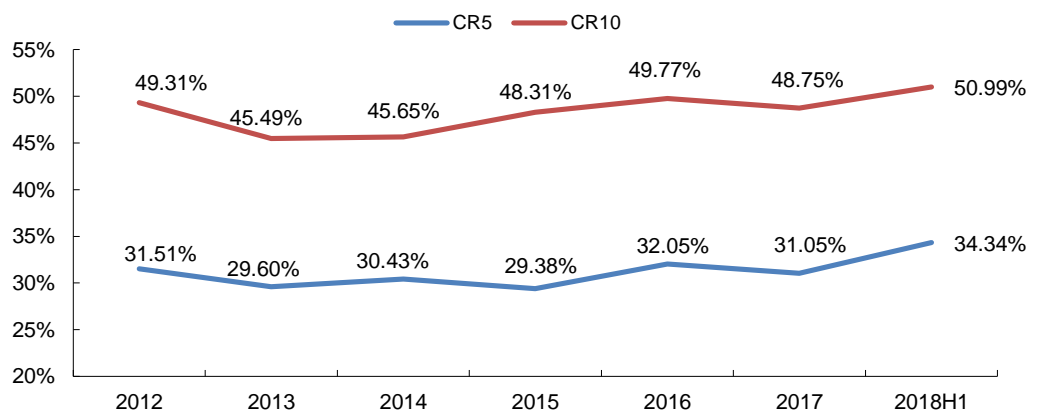
表 7: 2018H1 主动管理规模前 20 名公司 (亿元)

公司	主动管理规模	公司	主动管理规模	公司	主动管理规模
中信证券	6071	申万宏源	1343	财通资管	774
国泰君安资管	3094	中泰资管	1181	天风证券	738
广发资管	2653	光大资管	1096	长江资管	731
华泰资管	2267	东证资管	1090	中银国际	729
华融证券	1624	招证资管	902	浙商资管	726
中信建投	1582	安信证券	848	德邦证券	664
中金公司	1427	海通资管	844		

资料来源: 中国证券投资基金业协会、中原证券

资管业务净收入集中度创近年来新高。根据中国证券业协会的统计, 2018H1 行业资管业务净收入排名前 5 位、前 10 位公司的集中度分别为 34.34%、50.99%, 较 2017 年的 31.05%、48.75% 分别提高 3.29、2.24 个百分点, 创近 7 年来新高。

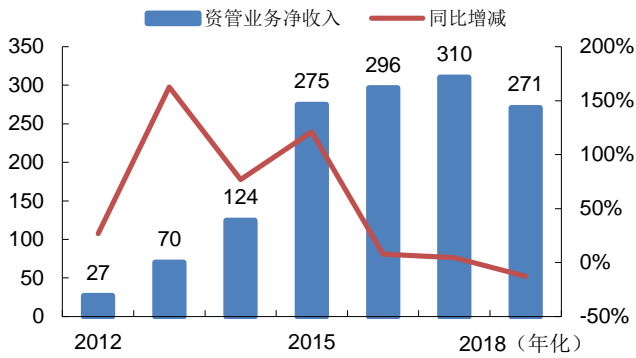
在行业资管业务处于转型阶段的背景下, 主动管理能力强的头部券商的竞争优势逐步得以体现。

图 32: 资管业务净收入集中度创近年来新高


资料来源: 中国证券业协会、中原证券

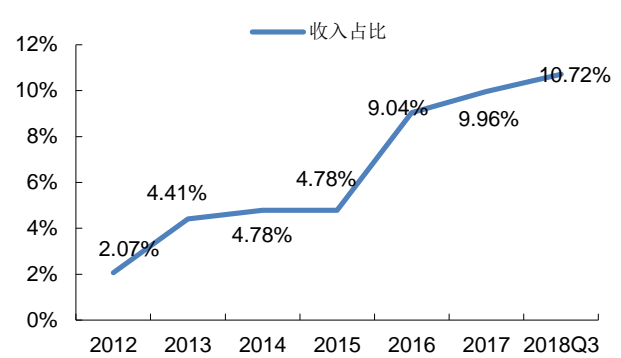
资管业务净收入出现近 7 年来首次下滑。根据中国证券业协会的统计, 2018Q3 行业共实现资产管理业务净收入 203.01 亿元, 年化同比下滑 12.74%, 为近 7 年来首次; 收入占比被动提高至 10.72%。

图 33: 资管业务净收入 (亿元) 近 7 年来首次下滑



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

图 34: 资管业务收入占比被动提高



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

3.4.2. 资管业务 2019 年展望

资管新规短期对行业盈利能力影响有限。根据本文 1.1.1 节的测算, 即使全面叫停资管通道及资金池业务, 将减少行业 2017 年资产管理业务净收入 16.21%, 减少 2017 年行业总收入 1.61%。对主动管理能力较强的头部券商影响极小, 仅对通道类业务开展较为突出的非头部券商影响略大。同时, 资管新规实施细则的出台将有效平滑行业资管业务收入可能出现的波动性。

主动管理能力的高低将成为资管业务竞争的核心。提高主动管理能力是各证券公司强化自身竞争优势, 实现差异化发展, 实现资管业务领域“弯道超车”的核心要素。同时, 提高主动管理能力也是政策指引的方向所在。

行业资管业务全面转型尚需时日。行业资管业务自 2017 年以来, 已经积极向主动管理转型, 但面临一定的困境。首先, 当前权益类二级市场的行情并不支持行业大幅扩充主动管理规模; 其次, 各公司主动管理的能力存在客观差距; 第三, 在资管新规影响下, 过渡期后银行等其他金融机构的委外资金存在较大的抽离压力。

资管业务总规模将延续下降趋势。在资管新规正式落地后, 定向资管规模受“去通道”的影响, 持续下降将不可避免, 进而带动资管业务总规模延续下滑的趋势, 行业资产管理业务将由前几年的以“量”为主逐步向“质、量”并重转变, 整顿、稳健、规范发展将是主基调。

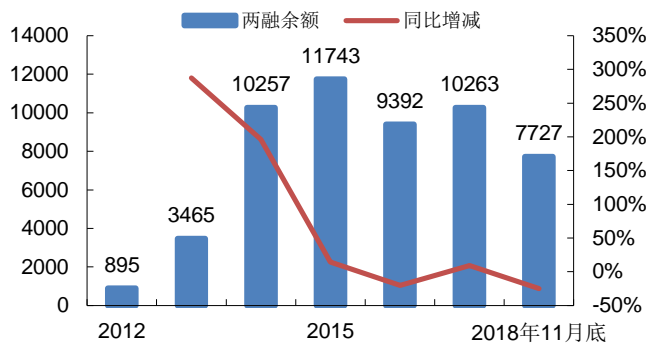
3.5. 信用业务 2018 年回顾及 2019 年展望

3.5.1. 信用业务 2018 年回顾

两融余额徘徊于万亿大关后再次出现断崖式下降。2018 年上半年, 两融余额持续徘徊于万亿大关上下; 第三季度两融余额再度出现断崖式下滑。截至 11 月底, 沪、深两市两融余额降至 7727 亿元, 较 2017 年年底的 10263 亿元减少 24.71%, 并创 2015 年以来新低。

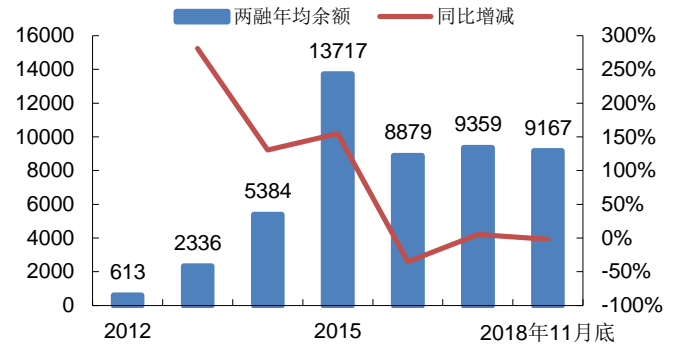
2018 年 1-11 月两融年均余额为 9167 亿元, 较 2017 年的 9359 亿元减少 2.05%, 全年均值较去年出现下滑已成定局。

图 35: 两融余额 (亿元) 再现断崖式下降



资料来源: Wind、中原证券

图 36: 两融年均余额 (亿元) 较 2017 年出现下滑



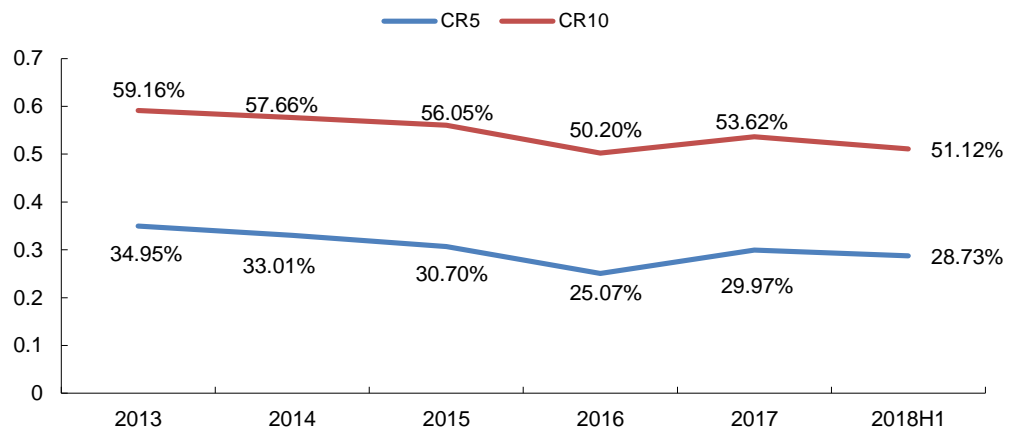
资料来源: Wind、中原证券

两融余额占流通市值比处于 2015 年以来的较低水平。从两融业务开展时间较长的成熟市场看，两融余额占流通市值的比例一般维持在 2%~4% 的区间内。2018 年前 10 个月，两融余额占流通市值比维持在 2.2%~2.3% 的窄幅区间内，处于 2015 年以来的较低水平，整体风险处于可控范围之内。

两融业务利息收入集中度振幅大，且高于经纪业务集中度。首先，两融业务与经纪业务存在正相关关系，经纪业务客户存量、优质客户存量越大，两融业务客户及潜在客户理应越多。其次，两融业务开展时间相对较晚，进而导致集中度振幅相对较大。

根据中国证券业协会的统计，行业两融利息收入排名前 5 位、前 10 位的公司，2013 年的集中度分别为 34.95%、59.16%，经历连续 3 年的下降，于 2016 年下降至 25.07%、50.20%。2013 年集中度较高主要由于头部券商业务开展时间较早；随着业务向全行业全面铺开，集中度则逐年下降。2018H1 该集中度分别为 28.73%、51.12%，高于经纪业务市场份额集中度。

图 37: 两融业务利息收入集中度振幅较大

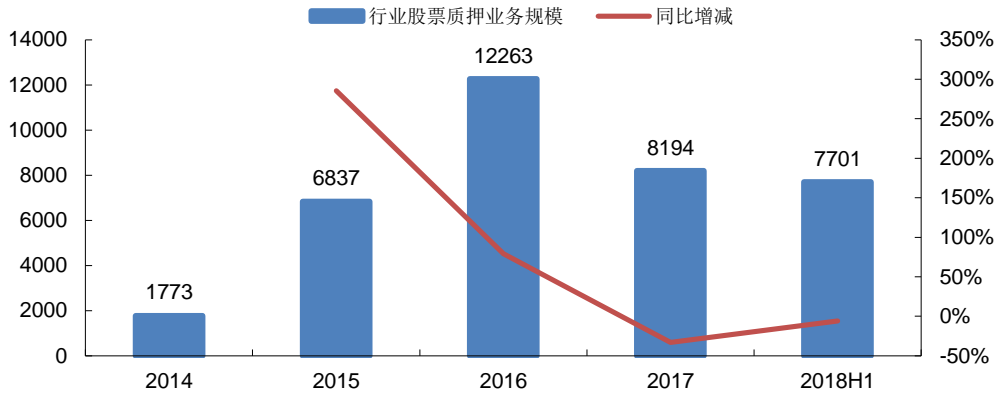


资料来源: 中国证券业协会、Wind、中原证券

行业股票质押规模出现回落。股票质押式回购业务自 2013 年推出以来，规模呈现爆发式增长，年均增幅接近 4 倍，已经成为行业最重要的业务领域之一，为行业贡献了可观的利息收入。

根据中国证券业协会的统计,受 2017 年下半年以来股票质押业务风险事件频发以及股票质押新规正式实施的影响,2018H1 行业以自有资金参与的股票质押业务规模为 7701 亿元,较 2017 年年底持续回落。

图 38: 行业股票质押业务规模(自有资金,亿元)出现回落



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

股票质押业务风险不断暴露。中小成长类公司是参与股票质押业务的主力军,但一直存在估值过高的问题。随着 2017 年下半年以来中小成长类公司估值逐步回归合理区间,叠加近年来快速膨胀的股票质押业务规模,导致股票质押业务风险于 2018 年第三季度出现大面积暴露。

同时,由于股票质押业务竞争较为激烈,买方市场特征较为显著,各公司为争夺业务资源,在压低质押利率的同时,尽量提高标的证券的质押率,客观上扩大了股票质押业务的风险敞口。

股票质押风险问题得到国家领导及监管层的高度重视。2018 年 10 月 19 日上午,国务院副总理刘鹤、央行行长易纲、银保监会主席郭树清、证监会主席刘士余就当前热点经济金融形势接受记者采访时,均对股票质押问题做出了正面回应。

表 8: 国务院副总理刘鹤、央行行长易纲、银保监会主席郭树清、证监会主席刘士余对股票质押风险问题的表态

对股票质押风险问题的表态	
国务院副总理刘鹤	在稳定市场方面,允许银行理财子公司对资本市场进行投资,要求金融机构科学合理做好股权质押融资业务风险管理,鼓励地方政府管理的基金、私募股权基金帮助有发展前景的公司纾解股权质押困难。
央行行长易纲	将推进民营企业股权融资支持计划,支持符合条件的私募基金管理人发起设立民营企业发展支持基金,为出现资金困难的民营企业提供股权融资支持。
银保监会主席郭树清	将加大保险资金财务性和战略性投资优质上市公司力度。允许保险资金设立专项产品参与化解上市公司股票质押流动性风险,不纳入权益投资比例监管。
证监会主席刘士余	鼓励地方政府管理的各类基金、合格私募股权投资基金、券商资管产品分别或联合组织新的基金,帮助有发展前景但暂时陷入经营困难的上市公司纾解股权质押困境。

资料来源: 新闻媒体、中原证券

国家领导及多位监管部门负责人在同一天就股票质押风险问题作出表态,在证券行业历史上较为罕见,股票质押风险问题已经得到国家领导及监管层的高度重视。

市场化纾解股票质押业务风险的各项举措正在路上。为应对股票质押风险,深圳市通过安

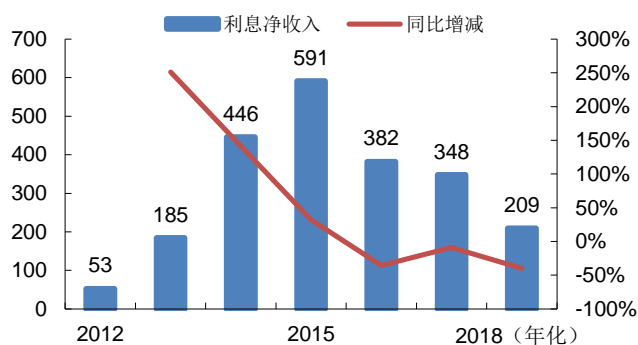
排专项资金帮助辖区内上市公司解决流动性危机，开通过市场化方式纾解相关风险的先河。继深圳开风气之先，全国各地响应政策号召不断跟进，各地及各金融机构的纾困方案处于陆续出台的过程中。

从目前的情况看，股票质押风险有望通过市场化的方式得到部分纾解，行业内各公司股票质押融出资金的潜在坏账率有望降低。

信用业务利息收入出现持续下滑。根据中国证券业协会的统计，行业信用业务收入从无到有，于2015年达到峰值的591.25亿元；2016、2017年有所回落。

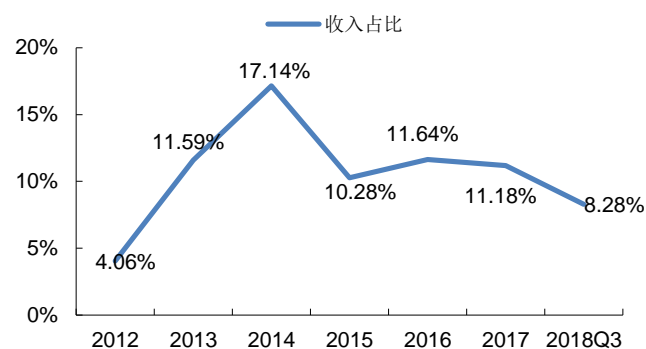
受两融规模下滑以及股票质押业务风险暴露的影响，2018Q3行业利息收入为156.76亿元，年化同比下滑幅度扩大至39.96%。收入占比2015年以来稳定在11%左右，2018Q3下滑至8.92%。

图 39：利息收入（亿元）出现进一步下滑



资料来源：中国证券业协会、中原证券

图 40：利息收入占比有所下降



资料来源：中国证券业协会、中原证券

3.5.2. 信用业务 2019 年展望

两融余额将在低位震荡较长一段时间。首先，两融余额在今年第三季度再次出现断崖式下降后，现有融资客户的资金普遍受到一定的损失；其次，在经纪业务减量竞争的格局下，新增两融潜在客户数量有所下降；第三，目前两融余额的增减与以上证 50 为代表的权重、白马股走势关联度较高，在权重、白马股普遍进入调整周期的背景下，预计明年整体涨幅空间有限，进而抑制两融余额的增长空间。

两融利率仍将维持相对刚性。首先，受制于资本金及风控指标的限制，少数低两融利率的互联网券商能够容纳的客户资金量存在明确的上限；其次，同样受制于资本金及风控指标的限制，绝大多数公司无意将大规模的价格战引入两融业务领域。因此，两融利率有局部松动可能，但整体下降空间有限。

两融业务整体风险可控。首先，两融余额占流动市值比处于 2015 年以来的较低水平；其次，在守住不发生系统性金融风险的底线，A 股市场较难再次出现流动性枯竭的现象；第三，

在经历多轮风险集中释放的淬炼后，各券商对于两融业务的风控水平、风控能力已经得到大幅度提高。

股票质押业务将持续收紧。质押新规的出台、股票质押风险的暴露使得各公司风险偏好有所下降；同时，经过近年来的爆发式增长后，股票质押总规模已经较为庞大，适当收紧业务规模也有利于股票质押业务的长期、稳健开展。

股票质押平均利率有望回升。鉴于风偏下降、银行资金从通道类股票质押项目逐步退出、券商资本金及风控指标限制等多方面因素，股票质押业务买方特征有望得到一定程度的改观，进而推动质押平均利率从低位回升。

对于股票质押风险问题，过度悲观与盲目乐观均不可取。首先，在守住不发生系统性金融风险的底线，股票质押风险能够通过各种方式得到部分纾解，对于股票质押风险问题不易过度悲观；其次，从目前市场化纾解股票质押风险的方案看，标的企业普遍以科技型或优质型企业为主，且普遍设有企业发展前景等门槛，非科技型的传统行业上市公司是否能够逐步纳入救助范围尚待观察，当前已经与券商进行质押业务的企业是否在“出清”名单中尚存较大不确定性，因此，对于股票质押风险问题不易盲目乐观。

未来股票质押业务的开展更加考验证券公司的整体风控能力。

3.6. 国际业务 2018 年回顾及 2019 年展望

3.6.1. 国际业务 2018 年回顾

国际业务发展进入快车道。中国作为全球第二大经济体，持续坚定不移的推进改革开放。中国企业在全球资源配置、市场服务方面逐步掌握产业链的主导权，在海外市场产业并购的速度也在逐步加快，为证券公司拓展国际业务带来机遇。帮助企业利用好境内、境外的市场资源，完成投资、融资、并购等活动，是证券行业服务实体经济的重要体现之一。

近年来我国资本市场对外开放程度不断提高。在互联互通机制下，沪伦通已经箭在弦上，沪港通、深港通规模扩容；债券“北向通”也已开通；人民币正式加入 SDR 货币篮子；2018 年 A 股正式纳入 MSCI 指数；富时罗素宣布将 A 股纳入其指数体系；监管部门还通过完善 QFII、RQFII、QDII 制度，以及内地、香港基金互认等举措，促进内地资本市场相关制度与国际标准接轨，为证券行业拓展国际业务带来了契机，行业国际业务发展已经驶入快车道。

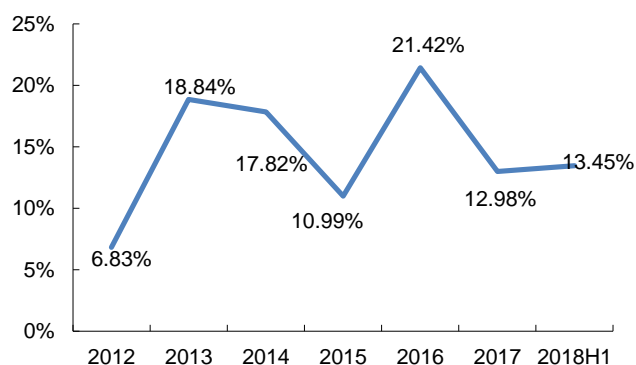
政策鼓励“走出去”。在中信证券、海通证券分别于 2014 年、2015 年获批试点开展跨境业务后，2018 年以来，国泰君安、华泰证券、中金公司、广发证券、招商证券陆续获得跨境业务试点资格。

虽然试点开展跨境业务资格更偏功能性，对试点券商盈利能力无实质性影响，但鼓励“走出去”的政策导向已经初现端倪。

各公司国际业务开展程度存在较大差距。根据中国证券业协会的统计,截至 2017 年年底,31 家证券公司、24 家基金公司和 19 家期货公司在境外设立、收购或参股了经营机构。行业内各公司国际业务开展基本分为三个梯队。

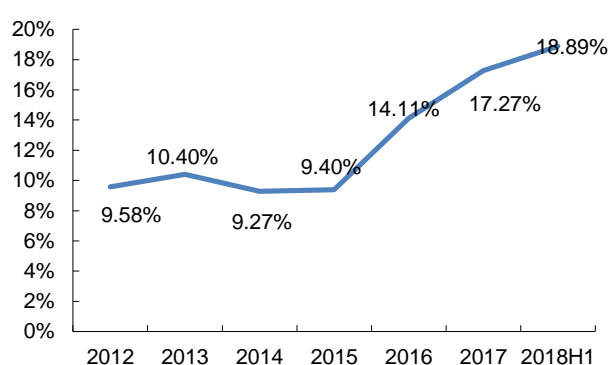
以中信证券、海通证券为代表的头部券商国际业务开展时间早、业务开展程度高,国际业务收入贡献度日益显著,处于国际业务开展的第一梯队。

图 41: 2012-2018H1 中信证券国际收入占比



资料来源: 中信证券定期财务报告、中原证券

图 42: 2012-2018H1 海通证券国际收入占比



资料来源: 海通证券定期财务报告、中原证券

以 A 股上市非头部券商为代表的公司,国际业务开展时间相对较晚,尚处于完善各项业务布局的阶段,业务同质化程度较高,盈利点相对有限,整体抗风险能力相对较弱,国际业务收入占比相对较低,处于国际业务开展的第二梯队。

目前行业内大部分券商尚未开展国际业务。

3.6.2. 国际业务 2019 年展望

国际业务考验证券公司风控能力。境外资本市场与国内资本市场相比存在较大差异。开展国际业务需要证券公司采用全球化的视角分析、研判境外政策及资本市场走向。目前行业国际业务整体尚处于开展初期阶段,应对境外市场大幅波动、汇兑贬损等风险的经验与能力与海外投行相比存在较大差距。

国际业务存在不确定性。境外资本市场已经经历了较长周期的牛市,系统性风险正在不断积聚。对于大量在牛市周期新进开展国际业务的公司而言,自身国际业务的定位、业务实力和风控能力将成为其国际化战略成败的关键。

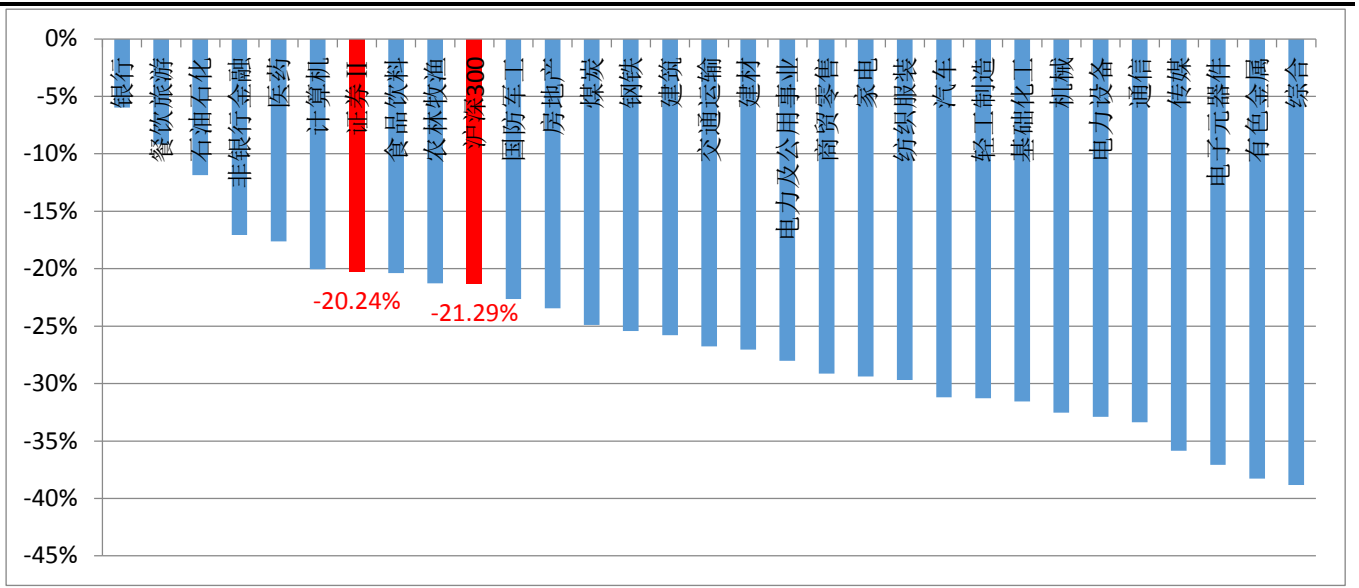
国际业务空间广阔。随着政策导向的倾斜、国际业务开展的逐步深化,未来国际业务将逐步成为各公司打造多元化收入结构,构建差异化竞争优势的重要一环。

4. 投资策略

4.1. 2018 年券商板块一度表现低迷，10 月中下旬以来出现报复性反弹

2018 年中信二级行业指数证券 II 一度表现较为低迷，年内最大跌幅曾经达到 36.36%。10 月中下旬以来出现快速反弹，截至 11 月 30 日收盘，年内跌幅为 20.24%，跑赢沪深 300 指数 1.05 个百分点；与 29 个中信一级行业指数相比，排名第 7 位，处于中位数之上。

图 43: 截至 2018 年 11 月 30 日收盘，中信二级行业指数证券 II 年内跌幅达到 20.24%



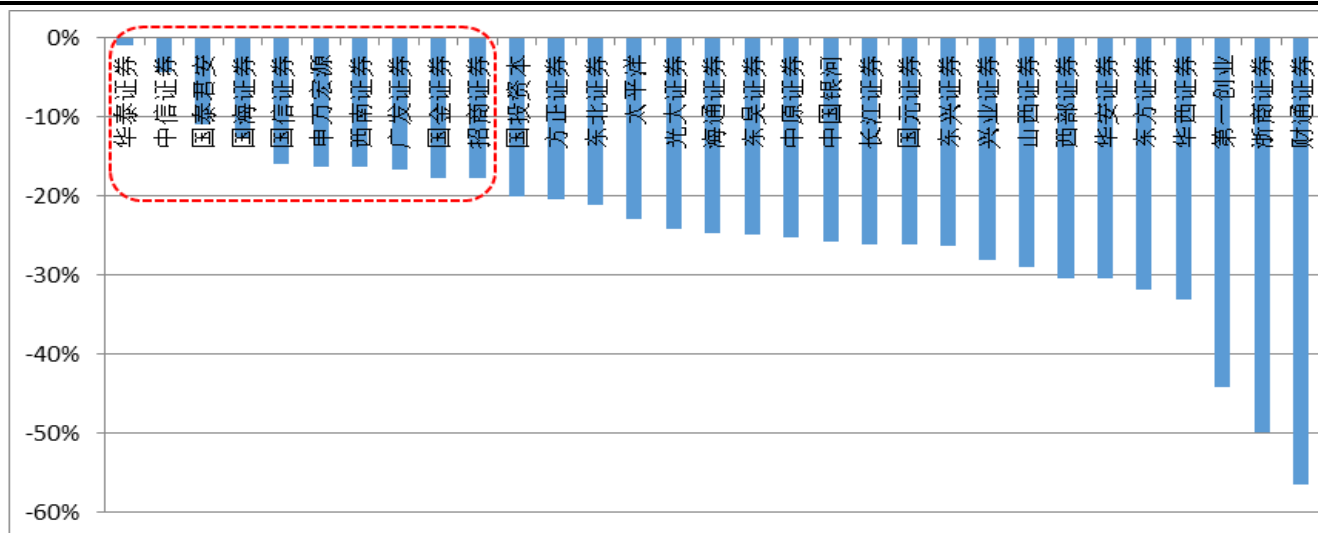
资料来源：Wind、中原证券

4.2. 头部券商股价表现相对较优

截至 2018 年 11 月 30 日收盘，35 家纯证券业务上市券商，剔除下半年上市的新股，全部出现下跌。其中，跌幅在 10% 以内的有两家公司，分别是华泰证券 (-0.94%)、中信证券 (-4.45%)；此外，年内跌幅较小的前 3-10 家公司分别为国泰君安 (-11.00%)、国海证券 (-12.55%)、国信证券 (-16.07%)、申万宏源 (-16.36%)、西南证券 (-16.37%)、广发证券 (-16.67%)、国金证券 (-17.74%)、招商证券 (-17.78%)。年内跌幅较小的前 10 家公司中，头部券商占据 7 席。

整体上看，2018 年头部券商的股价表现相对较优。

图 44: 截至 2018 年 11 月 30 日收盘, 头部券商的股价表现相对较优



资料来源: Wind、中原证券

4.3. 券商板块估值仍处于历史低位

截至 2018 年 11 月 30 日收盘, 券商板块平均 P/B 为 1.26 倍, 虽较 10 月低点 1.0X 倍出现一定幅度的修复, 但仍低于历史均值, 处于历史低位。

图 45: 截至 2018 年 11 月 30 日收盘, 券商板块 P/B (倍) 仍处于历史低位



资料来源: Wind、中原证券

4.4. 投资建议

4.4.1. 2019 年行业基本面存在边际改善的预期和空间

展望 2019 年, 在持续严监管不变的前提下, 证券行业进入严监管、防风险与促发展寻找适当平衡的新时期, 监管口径在一定时期内依然存在边际缓和的预期。

根据我们对 2019 年各分业务的展望，在 A 股市场行情有所转暖的预期下，自营、投行业务有望成为核心驱动力；经纪业务有望贡献边际正收益；资管、信用业务合计不再贡献边际负收益。我们认为，2019 年行业基本面存在边际改善的预期和空间，维持行业“同步大市”的投资评级。

4.4.2. 头部券商仍将领跑行业

在严监管、防风险与促发展寻求适当平衡的过程中，头部券商将充分享受行业加速洗牌所带来的政策红利，结合自身各项业务开展的广度及深度，不断增强自身的抗周期的能力，强化蓝筹属性。

预计 2019 年头部券商仍将领跑行业，行业集中度仍有进一步提升的空间，龙头券商将享有一定的估值溢价。

4.4.3. 券商板块仍具向上修复估值的空间

近期券商板块虽然出现了力度较强的估值修复行情，基本消除了破净现象，但整体估值水平仍处于历史低位。如果 2019 年行业基本面确有改观，券商板块仍有向上修复估值的空间。当前头部券商的 P/B 处于 0.9X-1.3X 倍的低位，具备一定的安全边际，仍属长线配置的核心标的。

4.4.4. 重点推荐公司

中信证券。作为行业的龙头公司，中信证券各项业务开展的广度及深度均处于行业绝对领先地位，机构客户的存量及增量预期将为公司抗行业周期能力的不断增强提供强有力的支持，公司的蓝筹属性正在不断凸显。投行业务领域的预期将为公司 2019 年业绩的增长提供保障。

国泰君安。作为历经风雨的老牌券商，公司已经连续 11 年获得行业 A 类 AA 级监管评级。公司持续保持较强的综合竞争力，资本规模、盈利水平、业务实力、风控能力一直处于行业头部地位。投行业务领域的预期将为公司 2019 年业绩的增长提供保障。

5. 风险提示

1.2019 年出台超预期的行业监管政策；

2.权益类及固收类二级市场行情延续弱势导致行业基本面无法得到有效改观。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。