

拥抱政策红利，左侧布局龙头

货币政策大概率维持宽松，券商板块有望企稳

回顾历史，宽松的货币政策往往伴随着熊市的终结。从康波理论的角度来看，2019年宏观经济将面临三个下行周期叠加，短期内经济增速放缓的趋势已确立，因而货币政策宽松化的可能性增大。我们认为，货币政策将有“一减一增”两个维度的变化，一减在于减少“去杠杆”的相关表述及措施，一增在于增加基础货币投放力度，依托货币政策的宽松化，2019年券商板块有望企稳。

政策红利释放带来催化，建议左侧布局守株待兔

2018年末以来的各项监管政策有望沿着既定路线循序渐进，通过初步梳理，我们认为“化解市场流动性风险”、“稳步扩大对外开放”以及“服务经济结构调整”等三方面是监管政策的主要着力点。对于券商板块而言，超预期政策的陆续发布，将带来短期表现的催化。假若投资者在横盘磨砺时持续买入，待政策红利充分释放后逢高离场，仍然可以享受到相对收益。

券商业务结构顺势而变，大型券商强者愈强

证券业将面临机构客户资金扩容、投行新兴业务涌现、资管清理整顿进程提速、自营盘募资提速、IFRS 9向非A+H券商普及等五大业务层面的变化，大型券商依托超前的机构客户布局、强大的投行内控能力、丰富的资本补给渠道和充分的减值准备计提，营收市占率仍将逐步提升。

预计2019年证券业净利润同比+10%，关注中信、华泰

在政策面以和资金面的双重回暖下，2019年证券业盈利能力有望自低基数复苏，中性假设下，全年将实现营收2703亿元，同比增长7%，实现净利润730亿元，同比增长10%。基于对证券业发展趋势的推演，我们认为2019年可关注两条投资主线：（1）机构及海外客户布局领先者，重点关注中信证券；（2）多层次资本市场改革带来新兴投行业务的受益者，重点关注华泰证券。

风险提示：多层次资本市场建设进程慢于预期；券商信用业务资产质量恶化；内资券商创新业务受外资控股券商冲击。

证券 II

维持

增持

张芳

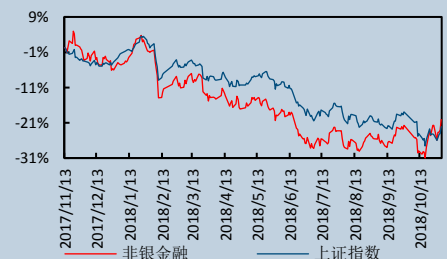
zhangfang@csc.com.cn

010-85130961

执业证书编号：S1440510120002

发布日期：2018年12月11日

市场表现



相关研究报告

目录

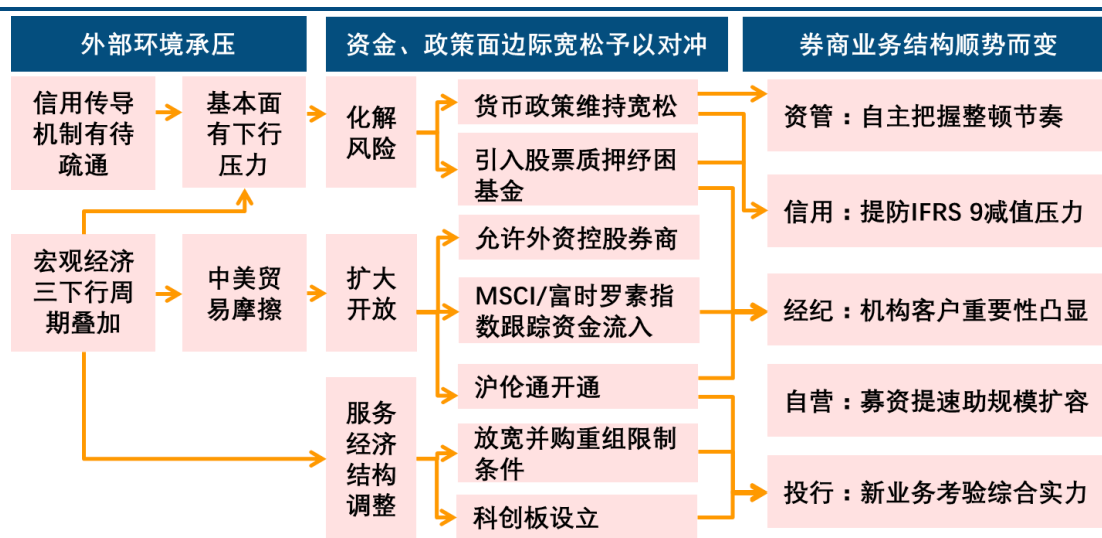
货币政策大概率维持宽松，券商板块有望企稳	1
2018 年，市场震荡下行拖累券商表现	1
2019 年，经济增速放缓态势确立，逆周期调节必要性增强	2
货币政策大概率维持宽松，券商板块有望企稳	3
政策红利释放带来催化，建议左侧布局守株待兔	4
防范金融市场风险	5
稳步扩大对外开放	7
外资控股券商将陆续获批，鲶鱼效应倒逼内资券商变革	7
陆股通及 QFII 限额相继放宽，外国投资者加速入华	8
沪伦通为资本市场供给端注入源头活水	8
服务经济结构调整	9
科创板横空出世，有望成为中国版“纳斯达克”	9
并购重组政策严疏并举，引导行业规范发展	10
券商业务结构顺势而变，大型券商强者愈强	11
经纪：机构客户重要性凸显，大型券商布局充分	11
投行：新业务考验综合能力，大型券商更具胜任资格	12
资管：券商自主把握整顿节奏，大中型券商主动管理能力占优	12
自营：募资提速助自营盘扩容，大型券商净资本补足力度更大	13
信用：IFRS 9 的普及加大中小券商减值压力	14
盈利预测与投资建议	15
盈利预测	15
投资建议	17
中信证券：行业领头羊，机构和海外客户布局超前	17
华泰证券：定增+GDR 夯实资本，财富管理日益精进	18
风险提示	19

图表目录

图表 1： 2019H1 证券业发展推演	1
图表 2： 申万券商指数小幅跑输沪深 300 指数	1
图表 3： 申万券商指数涨幅在各行业排名靠前	2
图表 4： 华泰、中信的业绩及股价走势优于多数上市券商	2
图表 5： 中国处于康波衰退向萧条过渡周期	3
图表 6： 中国处于设备投资周期末期	3
图表 7： 中国由被动去库存转向主动去库存	3
图表 8： 制造业与非制造业 PMI 回落	3
图表 9： 中国非金融企业部门由“去杠杆”转入“稳杠杆”	4
图表 10： 当前货币投放力度无法缓和社融增速下行压力	4
图表 11： 历史上宽松的货币政策往往伴随着熊市的终结	4

图表 12: 超预期政策将带来短期行情催化	5
图表 13: 股票质押风险纾困行动汇总	6
图表 14: 多家外资投行拟控股合资券商	7
图表 15: A 股入摩驱动外资加速入华.....	8
图表 16: QFII 及 RQFII 投资额度逐步增加	8
图表 17: 2017 年末中国大陆、美国、中国台湾资本市场结构对比.....	9
图表 18: 并购重组利好政策密集发布	10
图表 19: 美国并购重组交易金额于滞涨时期快速增长.....	11
图表 20: 2018H1 并购重组财务顾问收入集中于大型券商.....	11
图表 21: 专业机构交易额占比与持股金额占比持续增加.....	11
图表 22: 大型券商的机构客户资金占比较高	11
图表 23: 股承规模先抑后扬, 债承销规模呈阶段性增加.....	12
图表 24: 股债承销金额集中度提升	12
图表 25: 资管细则发布后, 券商资管规模降幅放缓	13
图表 26: 券商主动管理规模占比分化	13
图表 27: 截至 2018 年 11 月末上市券商股权融资进度一览.....	13
图表 28: 上市券商投资类资产规模稳健增长	14
图表 29: 股票质押总市值逐步下降	15
图表 30: 率先采用 IFRS 9 的券商普遍计提大额信用减值.....	15
图表 31: 2019 年证券业盈利假设 (亿元)	16
图表 32: 2019 年证券业盈利预测 (亿元)	16
图表 33: 中信证券历年收入、净利及变动	17
图表 34: 中信证券历年业务结构变化 (按业务分部口径)	17
图表 35: 华泰证券营业收入及归母净利润	18
图表 36: 华泰证券营业收入结构 (按业务分部口径)	18

图表1： 2019 年证券业发展推演



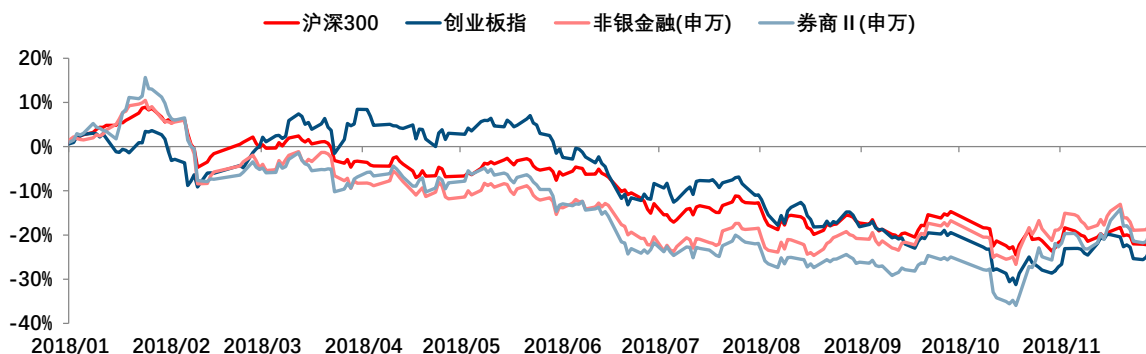
资料来源：中信建投证券研究发展部

货币政策大概率维持宽松，券商板块有望企稳

2018 年，市场震荡下行拖累券商表现

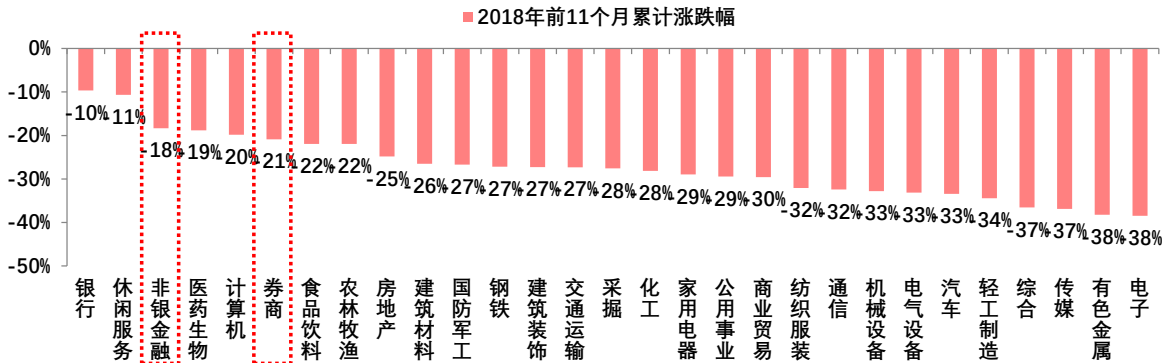
复盘 2018，券商板块走势先后由资金面、基本面和政策面主导。(1) 资金面宽松期 (1 月 1 日至 1 月 24 日)：央行推出临时准备金动用安排，市场风险偏好得到短暂回升，券商板块引领大盘走出“春季攻势”，无论是绝对收益 (+15.68%) 还是相对收益 (+6.77%) 均相当可观。(2) 基本面承压期 (1 月 25 日至 10 月 18 日)：资管新规及金融强监管使得资本市场资金面趋紧，中美贸易摩擦令基本面雪上加霜，资本市场系统性风险走高，沪深 300 指数及高 Beta 券商板块震荡下行。(3) 政策托底期 (10 月 19 日以来)：监管部门从化解股权质押风险、支持并购重组、支持上市公司回购等方面提振市场，政策的力度和频率不断超出市场预期，券商板块走出独立行情，相对收益 (+10.55%) 明显。截至 2018 年 11 月 30 日收盘，申万券商指数较上年末-20.89%，跑赢沪深 300 指数 (-21.29%)，跑输申万非银金融指数 (-18.32%)，与 28 个申万一级指数相比，申万券商指数的涨跌幅排名靠前。

图表2： 申万券商指数小幅跑输沪深 300 指数



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

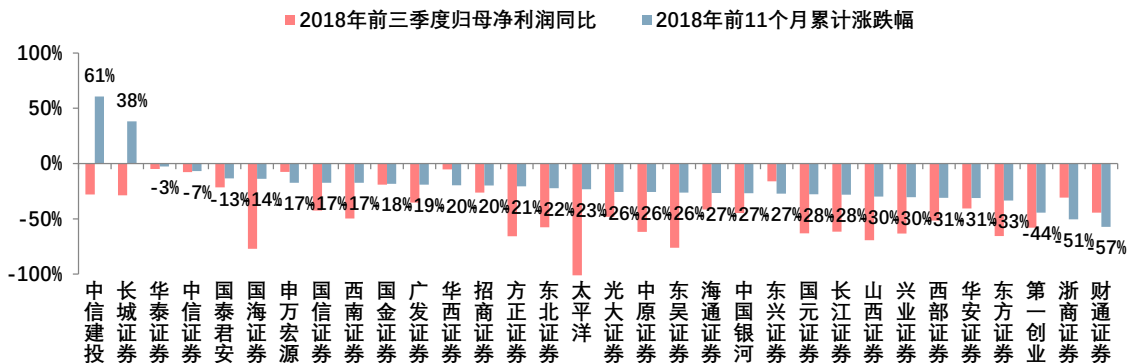
图3: 申万券商指数涨幅在各行业排名靠前



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

个股走势分化加剧, 龙头券商表现稳健。2018年券商板块多数时间处于“基本面主导期”中, 龙头券商资产质量较为扎实, 防御属性凸显, 我们持续推荐的华泰证券(-2.67%)和中信证券(-6.80%)前11个月涨幅排行靠前; 部分中小券商在“政策托底期”中依托业绩反转预期走出Beta行情, 仍无法覆盖前期跌幅。

图4: 华泰、中信的业绩及股价走势优于多数上市券商



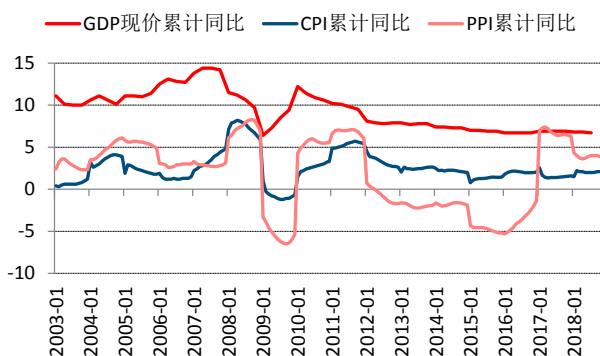
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

2019年, 经济增速放缓态势确立, 逆周期调节必要性增强

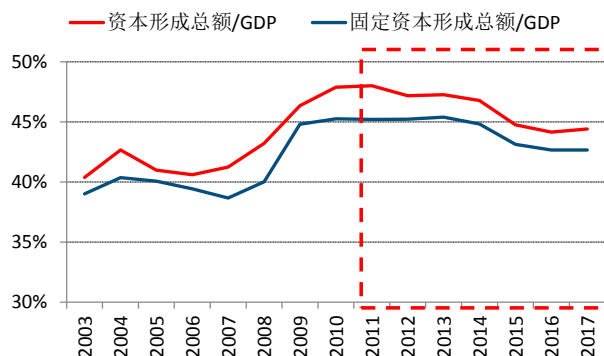
从康波理论的角度来看, 2019年宏观经济将面临三个下行周期叠加。(1)从康波周期来看, 当前中国正处于第五轮康波周期中由衰退向萧条过渡的时期, 信息技术革命带来的创新红利正逐步减弱, 宏观经济面临长期增速下行和通胀上行的风险。(2)从朱格拉周期来看, 国内设备投资占GDP的比重自2010年以来持续下行, 供给侧改革逐步将前期政策刺激带来的过剩产能出清, 按照10年的平均周期长度推算, 预计2019年国内设备投资依然乏力, 2020年后新的设备投资周期才将逐步开启。(3)从基钦周期来看, 我们以平滑处理后的发电量增速作为生产指标, 以产成品库存金额作为库存指标, 可以看到2018年我国已开始进入被动补库存阶段, 2019年后可能转化为主动去库存阶段乃至被动去库存阶段, 短期内生产将呈现先抑后扬的趋势, 库存有下行压力。

短期内宏观经济增速放缓的趋势, 可以从国内PMI指数变化和我国对华加征关税节奏中得到印证。(1)从国内PMI指数变化来看, 2018年10月制造业PMI回落至50.2%, 其中中小型企业PMI为47.7%和49.8%, 低于荣枯线, 表明中小型企业已先行步入主动去库存周期; 非制造业PMI为53.9%, 回落至2017年9月以来最低水

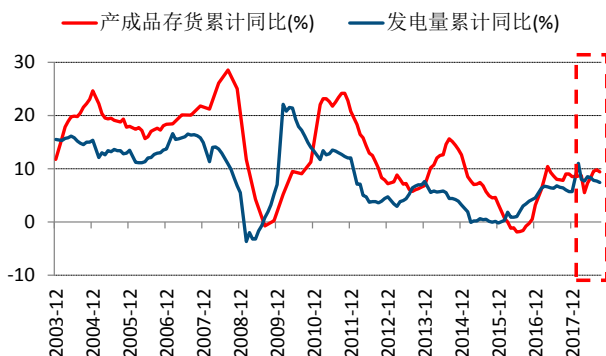
平,表明非制造业继续保持增长态势,但增速有所放缓。(2)从美国对华加征关税的节奏来看,2018年9月24日起2000亿输美产品将加收10%关税,2019年3月1日起关税率面临上升至25%的风险,剩余2670亿美元输美产品也有加征关税的可能性,预计中美贸易战对国内净出口的影响将自2019年起显现。

图表5: 中国处于康波衰退向萧条过渡周期


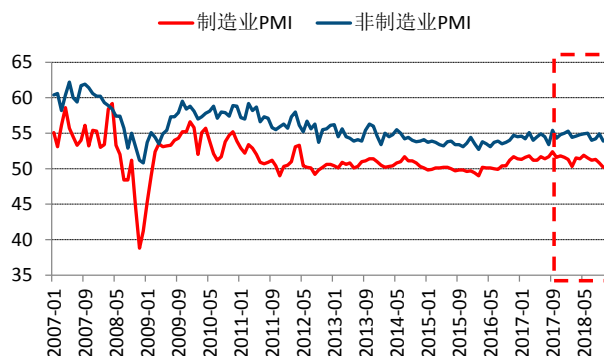
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表6: 中国处于设备投资周期末期


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表7: 中国由被动去库存转向主动去库存


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表8: 制造业与非制造业 PMI 回落


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

货币政策大概率维持宽松, 券商板块有望企稳

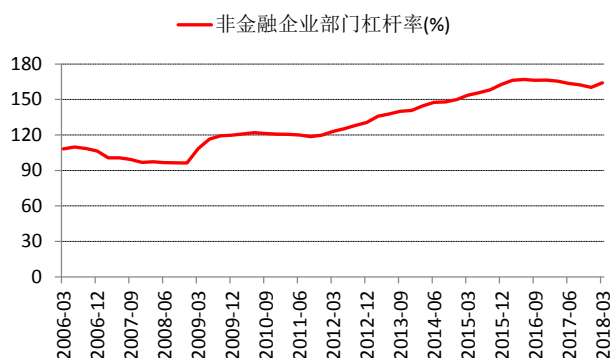
宏观经济增速放缓的持续性,决定了货币政策宽松化的必要性。我们认为,2019年货币政策将有“一减一增”两个维度的变化,对券商板块整体走势产生影响。

一减,在于减少“去杠杆”的相关表述及措施,强调处理好宏观杠杆率与稳增长的关系。我们将央行《2018年第三季度中国货币政策执行报告》与前期报告进行对比,可以发现,《报告》删除了关于“去杠杆”和“金融强监管”的一些表述,包括“坚定做好结构性去杠杆工作”、“有效控制宏观杠杆率和重点领域信用风险,积极化解影子银行风险,稳妥处置各类金融机构风险,全面清理整顿金融制度”。券商的债权承销业务、资管业务和信用业务都是实体经济加杠杆的重要手段,预计随着我国货币政策由“去杠杆”转向“稳杠杆”,上述业务线的业绩下行压力将得到缓和。

一增,在于增加基础货币投放力度,保持货币信贷和社会融资规模合理增长。央行《2018年第三季度中国

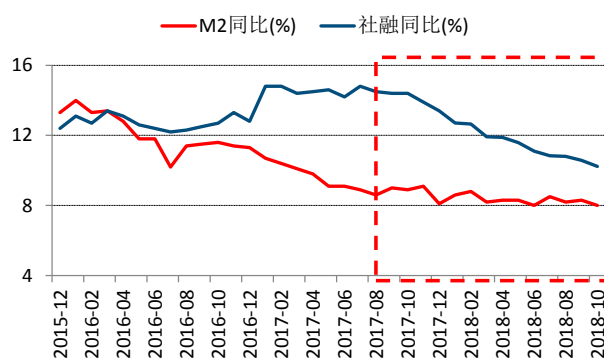
货币政策执行报告》指出，下一阶段的主要政策思路，是在实施稳健中性货币政策、增强微观主体获利和发挥好资本市场功能三者之间，形成三角支撑框架。目前信用传导机制相对不畅，2018 年央行通过四次降准累计投放 2.3 万亿元的流动性，并通过公开市场操作手段进一步释放流动性，但仍然无法缓和社融增速下行的压力。我们认为，2019 年货币政策将进一步边际宽松，定向降准力度有望同比增加，资本市场资本面有望维持相对宽裕的状态，有助于交易情绪的复苏。

图9：中国非金融企业部门由“去杠杆”转入“稳杠杆”



资料来源：BIS，中信建投证券研究发展部

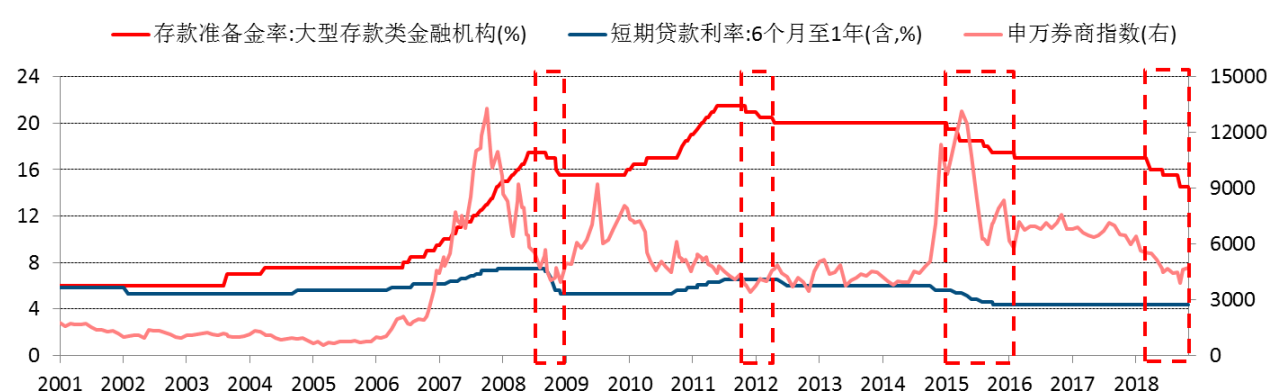
图10：当前货币投放力度无法缓和社融增速下行压力



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

依托相对宽松的货币政策，券商板块有望企稳。2001 年以来，我国共经历了四轮货币政策宽松期，时长由半年至一年不等。复盘四轮货币政策宽松期，我们可以清晰地看到，货币政策宽松期往往始于券商板块下行阶段的末端，终于券商板块横盘或上攻之初，这表明货币政策的宽松可有效终结券商板块下行趋势。我们预计，随着 2019 年货币政策的相对宽松，券商板块有望企稳。

图11：历史上宽松的货币政策往往伴随着熊市的终结



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

政策红利释放带来催化，建议左侧布局守株待兔

证券业已重返规范化发展的跑道，具备政策宽松的前提条件。我们在 2018 年中期策略报告中已指出，第四轮监管周期（2015 年至今）以来，证券业已历经连续三年的规范整顿历程，在防范系统性风险、规范业务条线

经营和落实投资者保护责任三方面建立了相对完备的政策框架；与此同时，证券业在资本实力、风控能力和合规经营能力上有了明显改善，整体上已重返规范化发展的跑道。通过政策框架的完善化及业务运作的规范化，证券业可最大程度地保证政策边际宽松之后，伴生风险不会接踵而至。

超预期政策的陆续发布，将间歇性催化券商板块短期表现。复盘 2018 年申万券商指数走势，券商板块主要享受了四次政策红利，平均时长为 9 天，平均累计上涨幅度为 14.56%；假若投资者在板块横盘磨砺时持续买入，待政策红利充分释放后逢高离场，仍然可以享受到相对收益。预计 2019 年上半年，由政策催化的短期行情仍是券商板块的主要收益来源，可继续坚持左侧布局的策略。

通过初步梳理，我们认为“化解市场流动性风险”、“稳步扩大对外开放”以及“服务经济结构调整”等三方面是监管政策的主要着力点，2019 年将继续沿着既定路线循序渐进，在资本市场层次性的完善、境内外市场联动性增强等方面带来长远裨益。

图表12：超预期政策将带来短期行情催化



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

防范金融市场风险

2018 年 10 月以来，金稳会及一行两会领导先后发声提振市场，引导金融及社会资本参与优质民企股票质押风险的纾困行动，纾困基金规模已合计接近 5000 亿元。截至 2018 年 11 月末，已有 5 家保险公司设立了纾困专项产品，目标总规模 780 亿元；18 家券商出资 341.41 亿元自有资金设立专项资管计划或子计划，预计将撬动社会资本超 2200 亿元；还有两单纾困专项债券已在交易所发行；广东、北京、上海、湖南、浙江、四川、福建等多个地区已于近期推出或酝酿纾困方案，纾困基金规模合计约 1800 亿元；另有 4 单纾困专项债发行，合计募集资金 43 亿元。

我们认为，随着 2018 年以来 A+H 券商大额信用减值损失的计提，部分可预见的股票质押业务风险已反映在财务报表之上。未来随着各项股票质押纾困政策的落地，股票质押流动性衰竭循环（“强制平仓→股价下行→更多业务触及平仓线”）将得到初步遏止，券商资产质量将得到持续修复，有助于板块 PB 估值底部企稳。

图表13： 股票质押风险纾困行动汇总

日期	机构	主要内容
监管机构		
2018/10/21	中基协	对符合条件的、参与上市公司并购重组来纾解股权质押问题的私募基金和资产管理计划，协会将特别提供产品备案及重大事项变更的“绿色通道”服务；
2018/10/21	沪深交易所	上交所将完善上市公司股份协议转让、股票质押式回购交易等规则，为化解股票质押违约风险提供机制保障；积极研究推出创新型基金等金融工具；
2018/10/22	中证协	中证协组织 11 家证券公司共同出资设立母资管计划，并吸引银行、保险、国有企业和政府平台等资金投资，形成 1000 亿元总规模的资管计划，以市场化方式化解股权质押风险。
2018/10/25	银保监会	银保监会发布《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》，确认允许保险资产管理公司设立专项产品，参与化解上市公司股票质押流动性风险；
2018/10/26	银保监会	银保监会发布《保险资金投资股权管理办法（征求意见稿）》，放宽了保险公司投资股权的资质条件；同时放宽险企投资同一股权投资基金的账面余额限制，由原不超过该基金发行规模的 20% 上调为 30%
2018/10/26	证监会	证监会将会同沪、深交易所对募集资金用于纾解民营企业融资困境及上市公司股票质押风险专项公司债券审核建立“绿色通道”；
2018/11/02	北京市证监局	北京市证监局向辖区内证券公司下发《关于支持证券公司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》。
地方政府		
2018/10/13	广东深圳	深圳国资委旗下的深圳市投资控股有限公司于 10 月 26 日簿记发行规模 10 亿元 2018 年纾困专项债券，通过股权形式化解民营上市公司股票质押风险；
2018/10/17	北京海淀	海淀区属国资和东兴证券发起设立支持优质科技企业发展基金；
2018/10/18	广东东莞	计划成立上市莞企发展投资基金；
2018/10/26	浙江	浙江省国资与农银金投、农行浙江分行签署协议，开启“浙江省新兴动力基金”的发起和设立工作；
2018/10/27	广东汕头	汕头国资企业、海通证券和宜华集团共同出资设立共济发展基金，规模 50 亿元；
2018/11/09	福建	福建省将设总规模 150 亿元的省级纾困基金，首期规模 20 亿元；
2018/10/29	四川成都	成都市政府出台上市公司纾困帮扶八条政策措施，建立上市公司帮扶基金；
2018/10/30	北京西城	拟发起北京新动力优质企业发展基金，首期规模 40 亿元；
2018/10/30	广东中山	成立上市公司救助基金；
2018/10/31	湖南	相关部门已向省政府提交援助湖南上市公司的报告，设立基金规模或超过百亿元；
2018/11/03	上海	推出“三个 100 亿”计划，成立 100 亿元纾困基金；
2018/11/09	福建	福建省将设总规模 150 亿元的省级纾困基金，首期规模 20 亿元；
2018/11/14	河北	河北资产与中信建投证券发起设立“河北省上市公司新动力发展基金”，首期规模 30 亿元；
2018/11/14	宁波	《关于促进民营经济高质量发展的实施意见》，设立“上市公司稳健发展支持基金”；
2018/11/15	山东	组建总规模 100 亿元的资本市场纾困基金，首期规模约 40 亿元。
金融机构		
2018/10/29	国寿资产	国寿资产设立保险行业首支专项产品，目标总规模 200 亿元；
2018/11/05	太平资产	太平资产设立 80 亿产品，采取股或债方式投资；
2018/11/06	人保资产	人保资产设立专项产品，目标总规模达 300 亿
2018/11/06	阳光资产	阳光资产设立专项产品，目标规模 100 亿；
2018/11/09	新华资产	新华资产设立专项产品，目标规模 100 亿；
2018/11/02	天风证券	成立规模为 10.5 亿元的“天风证券纾困共赢 1 号集合资产管理计划”；

日期	机构	主要内容
2018/11/02	银河证券	拟牵头联合央企、地方国企等发起设立银河发展基金（母基金）总规模计划 600 亿元，首期规模 200 亿元；
2018/11/02	国信证券	和国信期货共同出资 20 亿认购“证券行业支持民营企业发展系列之国信证券 1 号集合资产管理计划”；
2018/11/05	国泰君安	出资 25 亿元自有资金成立“证券行业支持民营企业发展系列之国君资管 1 号资产管理计划”；
2018/11/06	国元证券	拟采取设立多个资管计划与私募基金的形式，发起总规模达 60 亿纾困资金；
2018/11/07	海通证券	以自有资金出资 50 亿元成立“证券行业支持民营企业发展系列之海通证券资管 1 号 FOF 资产管理计划”；
2018/11/08	华安证券	发起设立安徽华安支持优质企业发展投资管理基金。基金规模暂定为 50 亿元；
2018/11/12	东兴证券	发起设立东兴证券 1 号单一资产管理计划，规模 7.5 亿元；
2018/11/13	西部证券	联合浦发银行、长安信托等机构，发起 100 亿元规模的“民营企业扶助发展暨并购重组专项基金”；
2018/11/16	兴业证券	出资 20.1 亿元设立支持民营企业发展资产管理计划；
2018/11/27	华创证券	出资 20 亿元设立“证券行业支持民营企业发展系列资产管理计划”，撬动 200 亿元资金；
2018/11/30	国盛证券	联合九江银行、赣发投共同发起“浔银国盛赣发映山红企业纾困发展集合资产管理计划”，规模 10 亿元。

资料来源：中信建投证券研究发展部

稳步扩大对外开放

外资控股券商将陆续获批，鲶鱼效应倒逼内资券商变革

监管层放宽外资对金融业持股比例，多家外资控股券商或于 2019 年获批。根据央行 2018 年 4 月公布的我国进一步扩大金融业对外开放时间表，证券公司的外资持股上限在 2018 年底前放宽至 51%，三年后不再设限；同时，不再要求合资证券公司境内股东至少有一家证券公司，且不再对合资证券公司业务范围单独设限。未来内外资券商将在相对平等的条件下同台竞技，截至目前已有至少 8 家国际大型投行申请在华设立或收购控股券商，预计 2019 年部分外资控股券商将陆续获批。

外资控股券商将发挥“鲶鱼效应”，倒逼内资券商变革。目前，“准外资控股券商”在渠道上的劣势明显，部分现存合资券商甚至不设线下营业部，依托内资券商股东的渠道进行展业，由此造成客户资源规模及粘性不足，短期内无法动摇内资券商的市场份额。然而，外资控股券商在创新业务领域具备较强竞争力，包括衍生品的创设及定价、FICC 做市服务、全球化资产配置服务等方面，长期来看将对内资券商形成冲击。对于内资大型券商而言，唯有主动推动业务结构转型、培育创新业务核心竞争力，方能在与外资控股券商的长期竞争中占据优势。

图表14： 多家外资投行拟控股合资券商

外资投行	最新公告日期	证监会审核进展	详情
汇丰银行	2017.12.08	已完成	首家外资控股证券公司——汇丰前海证券于 2017 年 12 月开业，汇丰银行持股 51%，东亚银行持股 49%。
瑞士信贷	2018.09.22		方正证券发布公告，同意瑞士信贷银行单方面向瑞信方正证券增资，增资完成后，瑞士信贷对瑞信方正的持股比例由增资前的 33.30% 提高至 51%。
野村控股	2018.09.28	一次书面反馈	野村控股拟设立“野村东方国际证券”，持股比例 51%。
摩根士丹利	2018.10.15		华鑫证券拟在上海联合产权交易所挂牌转让摩根士丹利华鑫证券 2% 股权，若摩根士丹利获受让上述股权，将取得摩根华鑫控股权。
大和证券	2018.11.01		彭博社报道，大和证券拟携手北京国管中心，新设合资券商，大和证券将持股 51%。
摩根大通	2018.11.13	一次书面反馈	摩根大通拟设立外商控股证券公司，持股比例 51%，并计划未来数年内，在监管允许的

外资投行	最新公告日期	证监会审核进展	详情
花旗集团	2018.11.17		条件下将持股比例增加到 100%。 彭博社报道，花旗集团增持东方花旗股权的谈判未果，拟在中国另设控股证券公司。
瑞士银行	2018.11.30	已通过	中粮集团、国电资本在北交所挂牌出让瑞银证券 14% 和 12.01% 股权，若瑞银集团受让该股权，其对瑞银证券的持股比例将达到 51%。

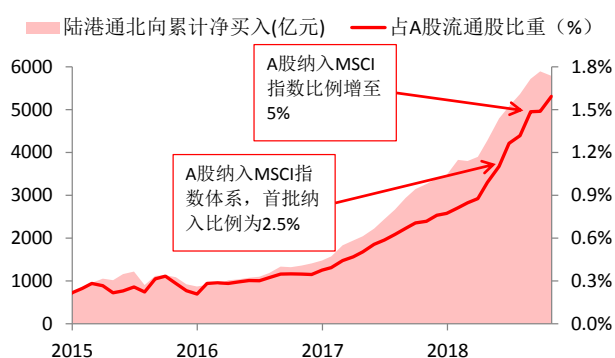
资料来源：中信建投证券研究发展部

陆股通及 QFII 限额相继放宽，外国投资者加速入华

陆股通及 QFII 限额相继放宽，外国投资者加速入华。（1）富时罗素宣布于 2019 年 6 月起将 A 股纳入其指数体系，第一阶段纳入因子为 25%，分别在 2019 年 6 月 24 日、2019 年 9 月 23 日与 2020 年 3 月 23 日分三步纳入，对应增加的可投资权重分别为 5%、10% 与 10%；根据富时罗素测算，届时 A 股占富时新兴市场指数的权重将达到 5.57%，预计将为 A 股带来 100 亿美元被动管理资金净流入。（2）MSCI 公司宣布拟分两个阶段（2019 年 5 月半年度指数评估与 8 月季度指数评估），将中国 A 股纳入因子从 5% 提升至 20%，最晚将于 2019 年 2 月 28 日公布最终决定；根据 MSCI 测算，纳入因子提升 15 个百分点，将为 A 股带来 660 亿美元增量资金。（3）外管局于 2018 年 6 月制定了《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》，取消 QFII 资金汇出 20% 比例要求以及 QFII、RQFII 本金锁定期要求，并允许 QFII、RQFII 开展外汇套期保值，境外机构投资者资金出境限额得到大幅放宽，预计将吸引更多的外资机构入华。

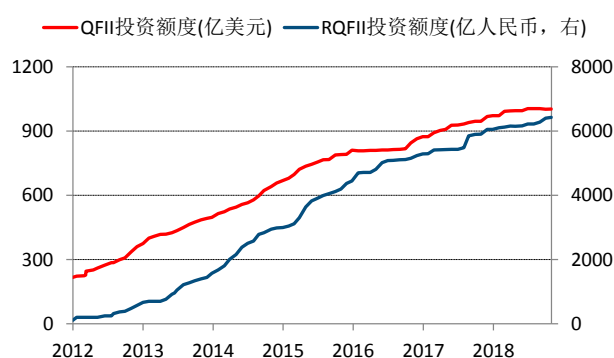
外资入华将推动券商业务结构微调。一方面，2019 年 A 股市场由 MSCI 和富时罗素带来的被动管理资金净流入将达到约 5000 亿元人民币，若加上主动管理型外资的流入，全年北向资金累计净买入规模有望翻番，推动券商拓展陆港通业务布局。另一方面，2019 年将有更多外资机构设立 WFOE，并以 WFOE 为主体申请开展私募基金管理业务，龙头券商将持续发力 WFOE 运营服务团队，搭建国际化的软硬件设施。

图表15：A 股入摩驱动外资加速入华



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

图表16：QFII 及 RQFII 投资额度逐步增加



资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

沪伦通为资本市场供给端注入源头活水

沪伦通进展快于市场预期，为资本市场供给端注入源头活水。2018 年以来，监管层多次表态沪伦通将于 2018 年内启动交易，彰显政策落实的高度确定性，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）》，11 月上交所从更加具体的执行层面推出 8 项配套文件，标志着沪伦通整体框架的形成。根据文件，东向 CDR 不涉及增发融资，以避免对市场短期流动性的冲击；同时，发行人应在伦交所上市满 3 年且主板高级上市满 1 年，申请日前 120 个交易日平均市值不低于人民币 200 亿元，申请上

市的 CDR 数量不少于 5000 万份且对应的基础股票市值不少于人民币 5 亿元，基于上述标准，我们认为发行东向 CDR 的企业将以具有代表性的富时 100 指数成分公司为主，长期来看将为券商带来 6400 亿元人民币市值的承销规模。

龙头券商存托凭证承销及做市业务蓄势待发。根据《存托凭证发行与交易管理办法(试行)》，沪伦通存托机构可由中登公司、银保监会批准的商业银行、证监会批准的券商担任。结合相关法规细则，我们认为龙头券商是存托机构的合理选择：（1）存托机构需要协助境外基础证券发行人完成存托凭证的发行上市，拥有跨境经营能力和证券承销保荐能力的龙头券商更适合扮演存托人的角色；（2）存托机构境外购买基础证券需要消耗大量资本金，资本实力雄厚的龙头券商占优。

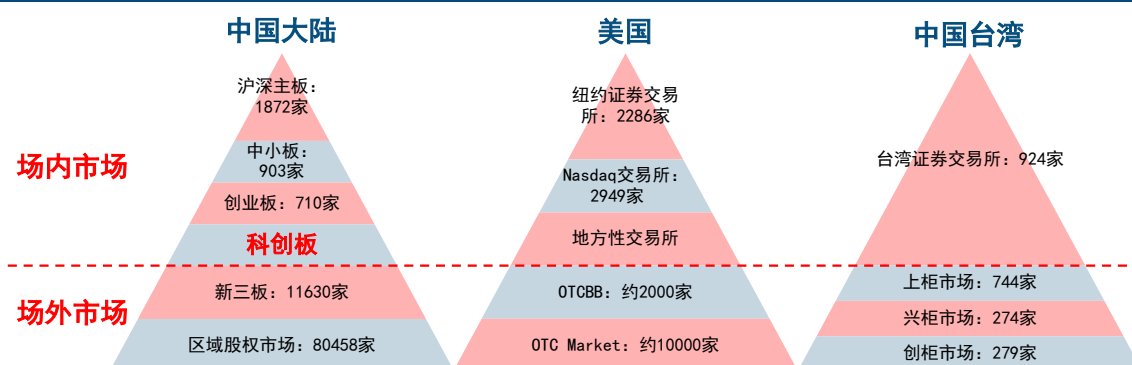
服务经济结构调整

科创板横空出世，有望成为中国版“纳斯达克”

科创板横空出世，有望成为中国版“纳斯达克”。2018 年 11 月 5 日，习近平主席在中国进口博览会开幕式上宣布，中国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；11 月 14 日，上交所发行上市部总经理魏刚表示，上交所目前正积极推进科创板，方案设计会把风险防控作为重要内容考虑，争取在明年上半年“见到成效”。与发达国家和地区市场相比，我国资本市场呈现哑铃型的结构，对于中小科创型企业的支持力度不足，而科创板设立将弥补该短板，聚集全社会资本推动国内科技创新事业的发展，从而推动实体经济的转型升级。

我们认为，科创板以 2015 年战略新兴板和科技创新板为原型，侧重参考战略新兴板的制度设计，兼具服务科技企业融资功能以及分享科技企业成长红利的投资功能，对券商业务带来全方位的影响：（1）科创板作为“注册制”的试验田，将成为 A 股生态变迁过程中的一个标志性事件，为全面推进注册制积累必要经验；注册制环境下，上市门槛变低、上市速度加快，对券商投行部门的项目筛选能力及承销保荐能力形成考验。（2）科创板将为一级市场带来良性循环，在引入新经济企业的同时，也为券商私募子公司带来新的退出通道，有利于吸引更多的资本进入和新经济龙头的形成，当然也加速了企业优胜劣汰的过程。（3）科创板在弥补科创企业场内融资短板的同时，与新三板有所重叠，将会对券商新三板挂牌及做市业务形成一定冲击；如何加强板块间分工明确，满足不同企业和投资者的投融资需求，需要监管层的统筹协调。

图表17： 2017 年末中国大陆、美国、中国台湾资本市场结构对比



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

并购重组政策严疏并举，引导行业规范发展

并购重组政策严疏并举，引导行业规范发展。2017年再融资新规落地以来，忽悠式重组、跟风式重组及盲目跨界重组问题大为缓解，为并购重组监管的边际宽松创造条件。2018年9月以来，证监会密集发布文件，从明确价格调整机制、开通“小额快速”审核通道、允许募集配套资金用于偿债、扩大快速审核通道产业类型、缩短IPO被否企业的并购重组时间间隔、允许发行并购重组定向可转债、允许回购同时再融资等方面鼓励并购重组业务扩容。

参照美国经验，经济新常态下并购重组将迎来发展机遇。20世纪70-80年代，美国经济陷入滞胀，而引发滞胀现象的一个重要原因在于新兴产业的崛起进度不敌传统产业的衰败进程，为此，鼓励并购重组、调整产业结构成为联邦政府加速经济换挡的重要手段之一。1974-1986年间，美国并购重组交易金额快速增长，其中交易额超过1亿美元的并购事件数量增长了23倍多；美国投行在本次并购浪潮中起到了重要的作用，先后发明了换股收购、管理层收购等新型收购方式，并通过大量发行垃圾债券为并购企业筹措资金，从中获取可观的报酬。当前我国经济形势与美国滞胀时期具有一定相似性，预计在政策边际宽松与实体经济需求的双重推动下，并购重组将迎来长期发展机遇。

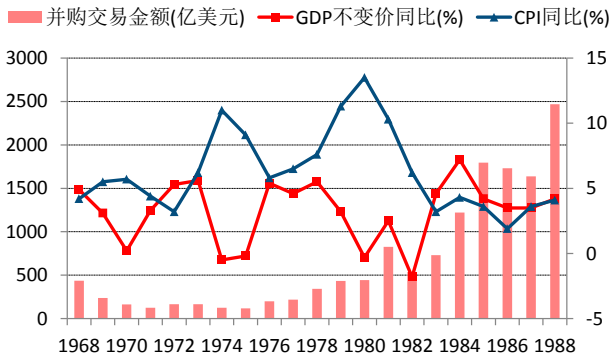
大券商是并购重组业务发展的重要受益者。在欧美发达国家，并购业务被称为“财力与智力的高级结合”，是最能体现投资银行实力和身价的业务。它在技术层面较传统投行业务更为复杂，涉及买卖双方撮合、标的资产定价、支付方式设计等方面的额外工作，因而对于投行团队素质和资源有更高的要求，大型券商占优。实践中，大型券商常设立“创新投资部”或专门的投行分部来负责并购重组业务，布局也更为前瞻。

图表18： 并购重组利好政策密集发布

发布时间	政策名称	主要影响
2018/9/7	《关于发行股份购买资产发行价格调整机制的相关问题与解答》	详细解释了并购重组价格调整机制，明确了调价必须遵循的五方面要求。
2018/10/8	《关于并购重组“小额快速”审核适用情形的相关问题与解答》	允许满足要求的并购重组走“小额快速”审核通道，减少了预审、反馈等环节
2018/10/12	《关于上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金的相关问题与解答（2018年修订）》	允许配套募集资金用于补充上市公司和标的资产流动资金、偿还债务，比例不应超过交易作价的25%或募集配套资金总额的50%，刺激配套融资规模的提升。
2018/10/19	《关于并购重组审核分道制“豁免/快速通道”产业政策要求的相关问题与解答》	进一步新增了并购重组审核分道制豁免/快速通道产业类型。
2018/10/20	《关于IPO被否企业作为标的资产参与上市公司重组交易的相关问题与解答》	企业申报IPO被否决之日至筹划重组上市日的时间间隔，由3年缩短为6个月，从而增加了大市值并购重组标的的供给。
2018/11/1	《证监会试点定向可转债并购支持上市公司发展》	允许上市公司在并购重组中定向发行可转换债券作为支付工具，有利于增加并购交易谈判弹性，缓解上市公司现金压力及大股东股权稀释风险。
2018/11/9	《关注支持上市公司回购股份的意见》	允许股东大会授权实施股份回购的同时，一并授权实施再融资。
2018/11/9	《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》	强调再融资新规对再融资方的拟发行股份数量、发行时间间隔、持有财务性投资的限制。

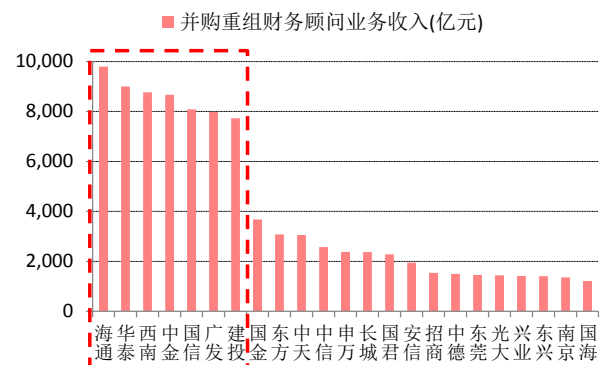
资料来源：中信建投证券研究发展部

图表19：美国并购重组交易金额于滞涨时期快速增长



资料来源：邵万钦《美国企业并购浪潮》，中信建投证券研究发展部

图表20：2018H1 并购重组财务顾问收入集中于大型券商



资料来源：中证协，中信建投证券研究发展部

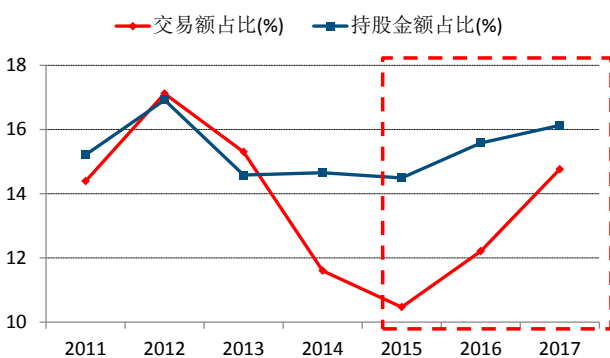
券商业务结构顺势而变，大型券商强者愈强

经纪：机构客户重要性凸显，大型券商布局充分

2019年A股市场机构客户交易占比和持股占比将持续提升，形成银行理财、养老金、公募基金以及外资相互博弈的格局，主要资金来源包括：（1）各路股票质押纾困资金入市（略）；（2）外资机构借助沪港通及 QFII 渠道入市（略）；（3）银行理财资金入市：央行理财新规明确，银行内设部门型公募理财可通过投资公募基金间接投资股票，同时《商业银行理财子公司管理办法（征求意见稿）》明确，子公司发行的公募理财产品直接投资股票，预计银行理财资金有望在长期内循序渐进入市；（4）养老金入市：截至 2018 年 9 月底，15 个省（市）政府与社保基金理事会签署委托投资合同，合同总金额 7150 亿元，其中 4166.5 亿元资金已经到账并开始投资。

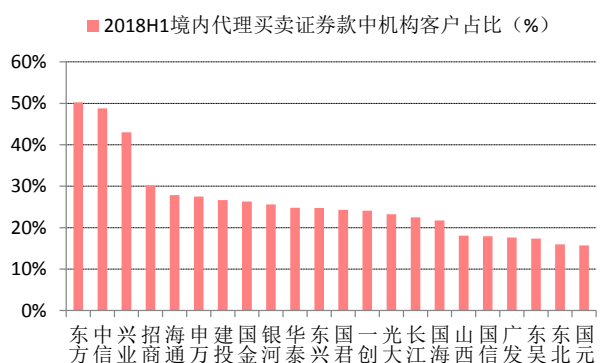
机构经纪业务可从量价两方面优化盈利能力，大型券商布局更加充分。在成交金额方面，机构投资者比个人投资者在交易行为方面更具穿越牛熊的稳定性，有利于弱化券商经纪业务靠天吃饭的属性；在佣金率方面，机构投资者更加看重开户券商的综合服务能力，而非佣金价格是否低廉，先发券商可为机构投资者开展包括托管、清算、风控、投顾在内的综合服务，从而延长原有业务链，有力筑牢价格壁垒。大型券商 2018H1 境内代理买卖证券款中来自机构客户的资金占比较高，在机构经纪业务的布局更加完善。

图表21：专业机构交易额占比与持股金额占比持续增加



请参阅最后一页的重要声明

图表22：大型券商的机构客户资金占比较高



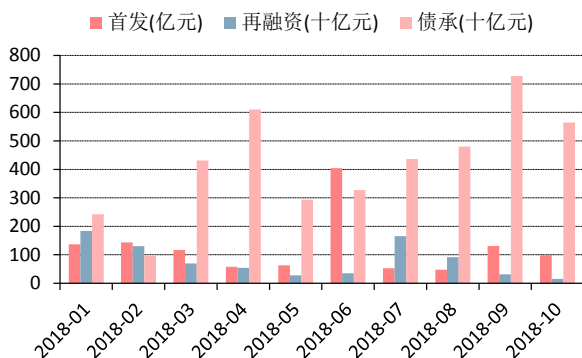
资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

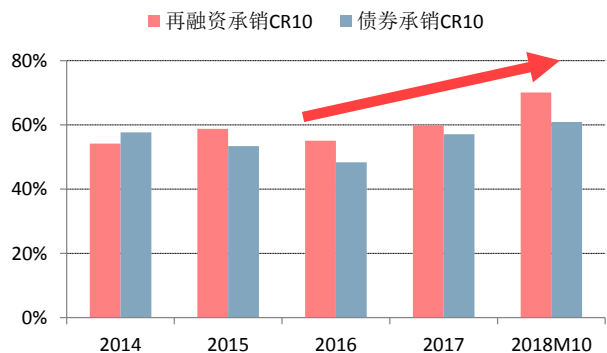
投行: 新业务考验综合能力, 大型券商更具胜任资格

传统投行业务马太效应显现。2018年前10个月,再融资承销CR10达到70%,较2016年提高15个百分点;债券承销CR10达到61%,较2016年能提高13个百分点。我们预计2019年投行业务集中度将持续提升:(1)证监会于2018年3月发布《证券公司投资银行类业务内部控制指引》,对券商投行部门专职内部控制人员占比、工作底稿编制全流程等进行严格限定,连续3年分类评级AA及以上的券商可豁免部分条款的适用;大型券商内控较为完善、分类评级多为AA级,受新规影响较小。(2)大型券商投行内部激励机制更加完善、储备项目数量更为丰富。

新兴投行业务方面,无论是沪伦通存托凭证上市、科创板企业挂牌,还是并购重组财务顾问,大型券商更具胜任资格。一方面,目前90%的并购重组交易在履行信息披露义务后即可实施,科创板企业挂牌也将试点注册制,因而未来的投行将不仅局限于通道提供者的角色,而是向综合的产品服务商角色转型,为客户提供差异化、高附加值的服务将成为更为重要的竞争要素,大型券商在上述方面占优。另一方面,监管层倾向于将高风险的新投行业务交由风控完善的大型券商,以防伴生风险接踵而至。

图表23: 股承规模先抑后扬, 债承销规模呈阶段性增加


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

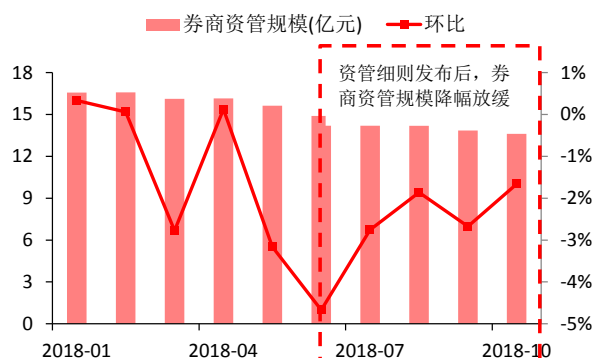
图表24: 股债承销金额集中度提升


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

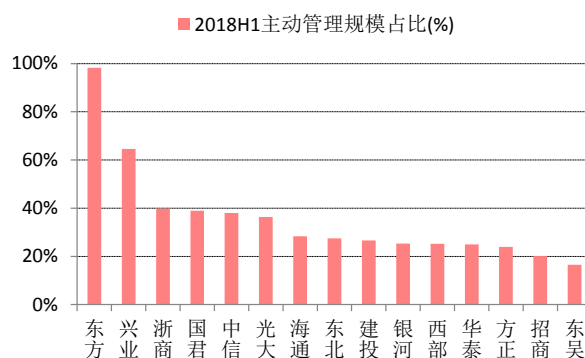
资管: 券商自主把握整顿节奏, 大中型券商主动管理能力占优

资管新规配套措施陆续落地, 券商自主把握整顿节奏。2018年4月资管新规正式落地,其本意在于引导证券业正本清源,然而资管新规的部分条款较为笼统且灵活性不足,导致证券业对于老产品“一刀切”式整顿的焦虑持续存在,进而引发老产品的规模快速收缩、新资产的资金来源不足。下半年监管层陆续发布资管细则、私募资管细则、大集合新规等配套文件,明确证券业自主把握整顿节奏,同时放宽券商资管业务在现金管理期限、非标投资限额等方面的要求,带动券商资管规模降幅逐月减少。展望2019年,资管新规所设定的过渡期截止日渐行渐近,券商资管规模仍有较大下行压力。

大中型券商主动管理能力更佳。15家上市券商在2018年中报披露主动管理规模,合计2.18万亿元,较年初+0.18%,其中东方、兴业、浙商、国君和中信的主动管理规模占比位居前列。较高的主动管理类产品规模占比,一方面有助于维持较高平均费率,另一方面意味着未来通道业务收缩的压力相对较小。

图表25： 资管细则发布后，券商资管规模降幅放缓


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表26： 券商主动管理规模占比分化


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

自营：募资提速助自营盘扩容，大型券商净资本补足力度更大

证券业权益融资金额连创新高，自营盘规模仍将持续增加。（1）在股权融资方面，2018年前11个月共有7家上市券商完成股权融资，合计募集资金372.20亿元，已超过2017年全年总和。截至2018年11月末，8家上市券商的股权融资方案正在推进中，预计募集资金总额不低于人民币664.70亿元（假设美元兑人民币汇率为6.84），若上述融资方案在未来一年内全部落地，2019年券商资本补血力度将再创新高。（2）在可转债融资方面，2018年长江证券完成50亿元可转债发行，另有5家上市券商的186.5亿元可转债发行预案获股东大会通过，不断扩容的可转债融资将在长期为券商净资本提供增量来源。

大型券商是权益融资的主力军，净资本马太效应将更加显著。2017年落地的再融资新规明确规定，再融资发行股数不超过发行前总股本20%，且两次募资之间不短于18个月，这使得券商再融资额度与原有资本实力挂钩，大型券商可享受更高的再融资额度，最终加剧证券业净资本的马太效应。截至2018年11月末，海通、广发、国信和华泰均有100亿元人民币以上的再融资预案等候落地，而中小券商主要走可转债发行路径，融资规模相对较小、转股时间较长，难以在净资本上实现弯道超车。

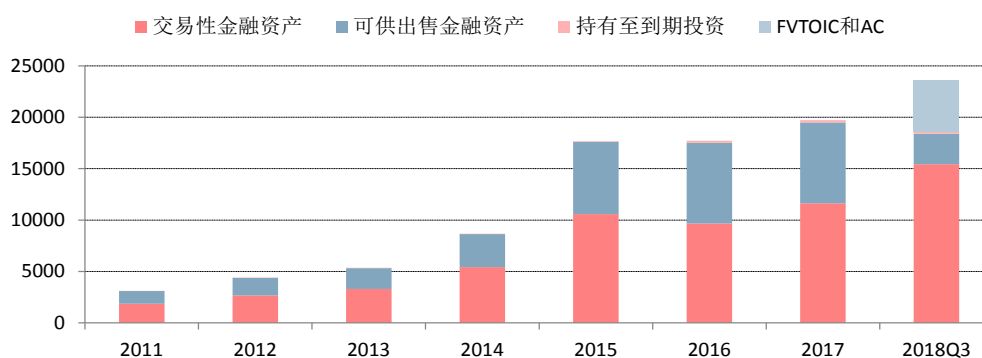
图表27： 截至2018年11月末上市券商股权融资进度一览

融资类型	证券简称	方案进度	发行价/转股价(元)	发行股数(亿股)	募集资金总额(亿元)
GDR	华泰证券	证监会核准	≥0.60 美元	8.25	≥5 亿美元
H 股 IPO	申万宏源	董事会预案		≤发行后总股本 20%	
A 股 IPO	华西证券	已完成	9.46	5.25	49.67
	南京证券	已完成	3.79	2.75	10.42
	中信建投	已完成	5.42	4.00	21.68
	天风证券	已完成	1.79	5.18	9.27
	长城证券	已完成	6.31	3.10	19.58
	中泰证券	已反馈	询价确定	20.91	询价确定
增发	申万宏源	已完成	24.79	4.84	120.00
	华泰证券	已完成	13.05	10.89	142.08

融资类型	证券简称	方案进度	发行价/转股价(元)	发行股数(亿股)	募集资金总额(亿元)
	兴业证券	股东大会通过	6.67	12.00	80.00
	海通证券	股东大会通过	12.36	16.18	200.00
	广发证券	发审委通过	12.71	11.80	150.00
	国信证券	董事会预案	9.15	16.40	150.00
配股	国海证券	证监会核准	3.95	12.65	50.00
可转债	长江证券	已完成	7.60	相当于 6.58	50.00
	中原证券	股东大会通过			25.50
	财通证券	股东大会通过			38.00
	浙商证券	股东大会通过			35.00
	国元证券	股东大会通过			60.00
	山西证券	股东大会通过			28.00

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

图表28：上市券商投资类资产规模稳健增长



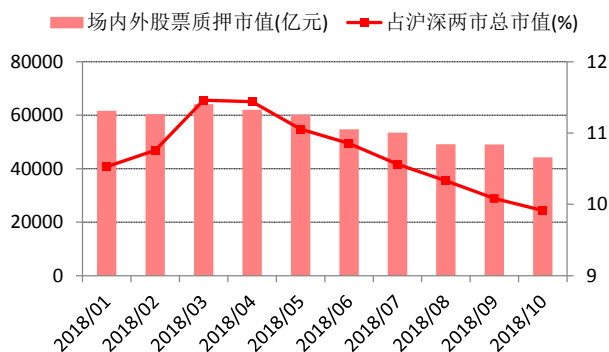
资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

信用：IFRS 9 的普及加大中小券商减值压力

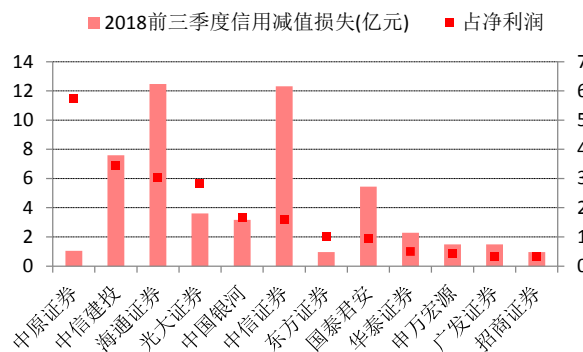
市场因素与监管因素共振，股票质押业务较年初萎缩。自《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018年修订）》和《关于证券公司办理场外股权质押交易有关事项的通知》发布以来，券商出于合规与风控的考虑，主动下调新业务质押率、收缩标的的范围，并对不合规的存量业务进行清理，导致表内外股票质押规模萎缩。截至2018年10月末，场内外股票质押市值合计4.40万亿元，较2018年3月峰值缩水31%。16家上市券商在中报披露了股票质押式回购业务履约保障比例，大型券商均维持在212%以上，普遍高于中小券商水平，展现出较为审慎的新业务开展倾向。

2019年IFRS 9将向非A+H券商普及，非A+H券商信用减值计提压力增大。现行准则对于金融资产减值采用“已发生损失法”，有客观证据表明该金融资产发生减值损失时才计提减值准备。IFRS 9则采用“预期损失法”，将金融资产分为三个阶段，若金融资产信用风险未显著增加，按未来12个月内的预期信用损失计提减值准备；若显著增加，就要按整个存续期的预期信用损失计提减值准备；若已发生减值损失，确认利息收入时还需扣除预期信用损失的账面净额。2018年12家A+H券商（以大型券商为主）率先施行IFRS 9准则，三季度末普遍计提大额信用减值损失，利息净收入明显缩水；随着2019年IFRS 9将向非A+H券商（以中小券商为主）普及，非

A+H 券商的信用减值计提压力将同比增大。

图表29： 股票质押总市值逐步下降


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图表30： 率先采用 IFRS 9 的券商普遍计提大额信用减值


资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

盈利预测与投资建议

盈利预测

我们认为，在政策面以和资金面的双重回暖下，2019 年证券业盈利能力有望复苏。中性假设下，2019 年证券业将实现营收 2703 亿元，同比增长 7%，实现净利润 730 亿元，同比增长 10%，主要假设如下：

经纪业务：2019 年市场交易情绪将同比小幅回暖，预计全年股基交易额在乐观、中性和悲观情景下分别同比+15%、+5%和-5%。“一人一户”政策实施后新增开户数明显减少，证券业降佣揽客策略不再奏效，佣金率降幅持续放缓，预计 2019 年经纪业务佣金率在三种情景下分别为 3.16%、3.13%和 3.10%。

投行业务：2019 年科创板将正式落成并试点注册制，发行节奏将较主板明显提速，可充分对冲主板市场 IPO 批文萎缩的影响，预计全年 IPO 承销金额在乐观、中性和悲观情景下分别同比+25%、+15%和+5%。并购重组政策组合拳的出台，将带动再融资承销金额以及财务顾问业务净收入的复苏（预计三种情景下分别同比+15%、10%和 5%）；宽信用货币政策带动利率维持低位，证券业的债券承销规模有望连续五年增长（预计三种情景下分别同比+10%、+5%和+0%）

资管业务：随着资管新规过渡期截止日的临近，通道类资管产品将维持收缩态势，预计 2019 年末定向资产管理规模在乐观、中性和悲观情景下分别同比-25%、-30%和-35%。集合资管规模面临一增一减，增量来源于主动管理型资管产品的发展，减量来源于而大集合资金池产品的清理转型，预计 2019 年末集合资管规模在三种情景下分别同比+5%、+0%和-5%。此外，随着主动管理型产品规模占比的增加，平均资管费率将随之回升，助资管业务净收入企稳。

自营业务：上市券商已发布、未落地的股权融资方案总金额已超 2018 年实际股权融资金额，叠加杠杆倍数的回升，预计 2019 年证券业自营盘规模仍将持续扩容，年末金融产品投资规模在乐观、中性和悲观情景下分别较年初+20%、+15%和+10%。2019 年资本市场行情将好于 2018 年，但证券业出于降低风险敞口的考虑，将加大

低风险固收类资产的配置比重，导致平均投资收益率增幅较小，预计三种情景下分别为 3.34%、3.19%和 3.05%。

信用业务：两融业务随行就市，预计 2019 年末融资融券余额在乐观、中性和悲观情景下分别同比+10%、+5%和+0%。股市震荡下股票质押业务存在一定风险，证券业对增量股票质押的开展持谨慎态度，预计三种情景下股票质押待回购余额分别同比-5%、-10%和-15%。

图表31： 2019 年证券业盈利假设（亿元）

	2016	2017	2018E	2019E 悲观	2019E 中性	2019E 乐观
股基交易额	2778250	2452300	2047953	1945555	2150351	2355146
YoY(%)	-49	-12	-16	-5	5	15
佣金率(%%)	4	3	3	3	3	3
YoY(%)	-24	-12	-4	-4	-3	-2
IPO 承销金额	1634	2186	1593	1672	1832	1991
YoY(%)	-8	34	-27	5	15	25
再融资承销金额	18840	13068	9174	9633	10092	10550
YoY(%)	32	-31	-30	5	10	15
债券承销金额	31713	39147	44627	44627	46859	49090
YoY(%)	47	23	14	0	5	10
期末集合资产管理规模	21938	21125	19225	19225	20186	21147
YoY(%)	41	-4	-9	0	5	10
期末定向资产管理规模	146857	143938	107365	69787	75155	80524
YoY(%)	45	-2	-25	-35	-30	-25
金融产品投资规模	17008	20137	24165	26581	27789	28998
YoY(%)	-1	18	20	10	15	20
平均投资收益率	3	4	3	3	3	3
YoY(%)	-59	28	-32	5	10	15
期末融资融券余额	9392	10261	7650	7650	8033	8415
YoY(%)	-20	9	-25	0	5	10
期末股票质押式回购余额	12840	16250	16250	13812	14625	15437
YoY(%)	81	27	-25	-15	-10	-5

资料来源：Wind，中证协，中信建投证券研究发展部

图表32： 2019 年证券业盈利预测（亿元）

	2016	2017	2018E	2019E 悲观	2019E 中性	2019E 乐观
代理买卖证券业务净收入	1052.95	820.92	660.81	602.66	673.04	744.74
证券承销与保荐业务净收入	519.99	384.24	265.33	278.60	291.87	305.13
财务顾问业务净收入	164.16	125.37	109.13	114.59	120.04	125.50
受托客户资产管理业务净收入	296.46	310.21	307.99	277.19	292.59	307.99
证券投资收益(含公允价值变动)	568.47	860.98	701.71	810.47	887.66	968.36
利息净收入	381.79	348.09	209.01	156.76	167.21	177.66
其他业务收入	296.12	263.47	270.42	270.42	270.42	270.42
营业收入	3279.94	3113.28	2524.41	2510.70	2702.83	2899.80

	2016	2017	2018E	2019E 悲观	2019E 中性	2019E 乐观
YoY(%)	-43	-5	-19	-1	7	15
净利率(%)	38	36	26	27	27	27
净利润	1234.45	1129.95	662.07	677.89	729.77	782.95
YoY(%)	-50	-8	-41	2	10	18

资料来源: Wind, 中证协, 中信建投证券研究发展部

投资建议

基于对证券业发展趋势的推演,我们认为 2019 年可关注两条投资主线:(1)随着机构资金陆续入市,以及对外开放提速,机构及海外客户布局领先的券商将从中收益,重点关注中信证券;(2)多层次资本市场改革将带来沪伦通做市、科创板挂牌、并购重组等多重增量业绩来源,投行业务头部券商先发优势明显,重点关注华泰证券。

中信证券:行业领头羊,机构和海外客户布局超前

海外客户布局领先行业,拥抱资本市场开放进程。截至 2018 年上半年末,公司代理买卖证券款合计 1304 亿元,其中境外客户的占比达到 31%。领先的机构与海外客户布局,短期内帮助公司经纪业务弱市企稳,前三季度,中信证券母公司口径经纪业务收入同比-33.23%,而并表口径(含海外子公司中信里昂)的经纪业务收入仅同比-23.59%。长期来看,随着外资在国内资本市场的话语权将逐步提升,公司依托前瞻的外资客户布局,有望持续收获增量业绩。

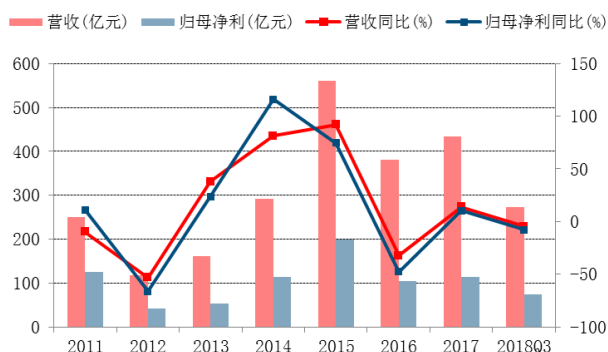
衍生品做市业务有望持续放量。2018 年前三季度,公司实现投资收益(含公允价值变动)70 亿元,同比+2%。优良的投资回报,主要是归因于衍生品业务的发展,三季度末公司衍生金融资产达 92 亿元,较年初+157%。公司同时拥有跨境自营业务资格及场外个股期权一级交易商资格,短期内持续受益于衍生品相关业务的扩容;长期来看,多层次资本市场的建设下,以中信证券为代表的龙头券商将有更大的发挥平台。

股票质押业务风险无需过度担忧。(1)公司主动收缩存量表内股票质押业务:截至三季度末,买入返售金融资产仅 594 亿元,较年初-47%,仅相当于净资产的 37%,业务风险敞口得到收紧。(2)公司对于新业务开展较为谨慎:股票质押式回购业务维持担保比例为 212%,远高于平仓线(130%),为缓冲市场下行风险预留了足够多的安全垫。(3)减值损失计提充分:前三季度,公司已计提 12 亿元的信用减值损失,相当于同期归母净利润的 17%;其中第三季度计提多达 5 亿元,相当于当季归母净利润 30%。

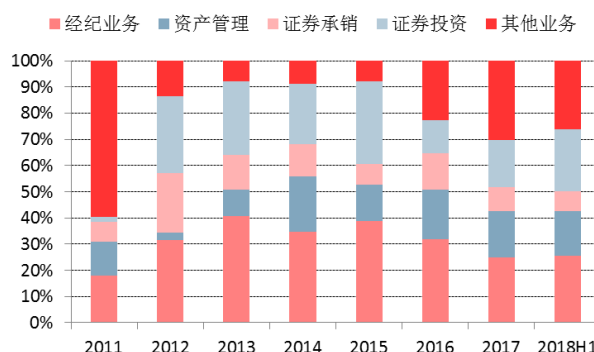
预测中信证券 2018-2019 年 EPS 分别为 0.88 元和 1.02 元, BVPS 分别为 12.98 元和 13.68 元。

图表33: 中信证券历年收入、净利及变动

图表34: 中信证券历年业务结构变化(按业务分部口径)



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

华泰证券：定增+GDR 夯实资本，财富管理日益精进

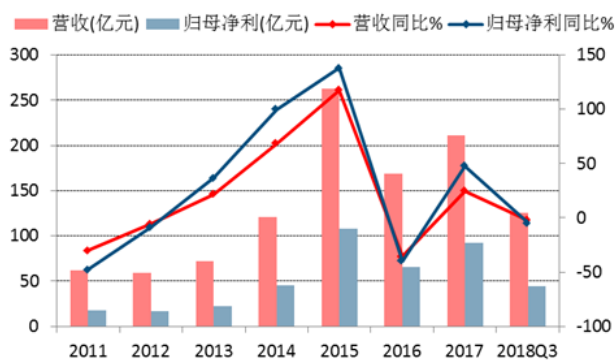
定增+GDR 夯实资本，打开境内外展业空间。2018年8月，华泰证券顺利推进混合所有制改革，在完成142亿元定增融资的同时，引入阿里巴巴、苏宁、国调基金等战略投资者；11月，公司发行GDR并在伦交所上市的申请获证监会批复。在证券业以净资本为核心的监管框架下，公司连续补充净资本，将打开长期展业空间；同时，GDR发行落地后，公司将拥有A+H+G三重境内外融资渠道，所募集资金将有部分用于支持国际业务内生与外延式增长、扩展海外布局，为香港+美国+英国的三地国际化布局创造基础。

财富管理日益精进，四大布局保障长期市占率。我国高净值人群持续增长，个性化财富管理需求潜力巨大，公司多维度深度布局，四大先发优势将持续巩固：（1）客户基础布局，2018年上半年股基交易额7.58万亿元（行业第一），客户资产规模2.91万亿元，未来将持续提升高净值人群占比；（2）科技研发布局，2018年上半年研发投入占营收的1.99%，研发人员占员工总数的7.47%，涨乐财富通得以不断迭代并推出独创性功能，更智能地满足客户多样化需求；（3）投顾平台布局，旗下拥有美国第三大资产管理统包服务平台Assetmark，未来Assetmark的服务模式嫁将接至华泰境内业务，促进以投顾为核心的财富管理体系的形成；（4）投顾团队布局，2018年上半年末母公司投顾从业人员占比27.56%（行业第一）。

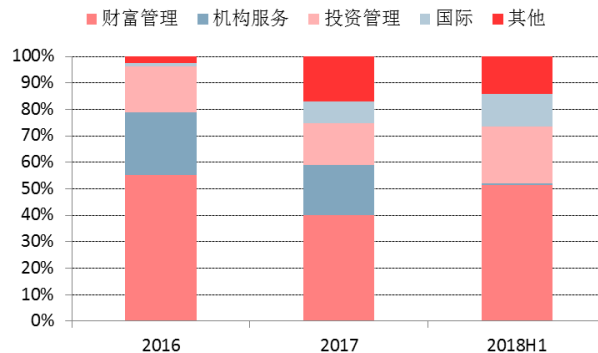
投行质控能力领先，并购重组优势显著。监管层扶优限劣思路明显，公司将享受科创板落地及投行业务集中度提升的红利。公司并购重组规模常年位居行业前二，展现出领先的项目质量把控能力，随着市场环境的改善，业绩贡献有望进一步提振。

预计华泰证券2018-2019年EPS分别为0.91元和1.05元，BVPS分别为12.87和13.61元。

图表35： 华泰证券营业收入及归母净利润
图表36： 华泰证券营业收入结构（按业务分部口径）



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

风险提示

1、多层次资本市场改革进程慢于预期；2、券商信用业务资产质量恶化；3、内资券商创新业务受外资控股券商冲击。

分析师介绍

张芳：中国人民大学管理学硕士，十年以上行业研究经验。

报告贡献人

韩雪 18612109722 hanxuezs@csc.com.cn

王欣 18518181321 wangxin@csc.com.cn

庄严 18511554388 zhuangyan@csc.com.cn

研究服务

机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaoqian@csc.com.cn

上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5% 之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，没有任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，据本报告做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。

中信建投证券研究发展部

北京

东城区朝内大街 2 号凯恒中心 B
座 12 层（邮编：100010）
电话：(8610) 8513-0588
传真：(8610) 6560-8446

上海

浦东新区浦东南路 528 号上海证券大
厦北塔 22 楼 2201 室（邮编：200120）
电话：(8621) 6882-1612
传真：(8621) 6882-1622

深圳

福田区益田路 6003 号荣超商务中心
B 座 22 层（邮编：518035）
电话：(0755) 8252-1369
传真：(0755) 2395-3859