

国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

政策助力发展 强者更强延续

--证券Ⅱ(073401)行业 2019 年策略报告

分析师:

2018 年 12 月 03 日

程凌

执业证书编号: S1380515080001

联系电话: 010-88300845

邮箱: chengling@gkzq.com.cn

内容提要:

- 今年以来,证券行业收入同比大幅下滑,收入结构持续变迁,自营业务重回第一大收入来源。行业内部分化明显,上市券商业绩表现显著优于行业平均水平。
- 经纪业务佣金下滑态势得到缓解,席位费仍处下降通道,机构客户显示出较强的稳定性;传统投行业务收入显著下滑,监管层大力支持新经济发展的导向延续,再融资政策边际放松,债券业务增量仍以公司债和资产支持债券为主;两融余额进入下行通道,机构账户增长明显;资管受托资金持续下滑,上市券商优势明显;自营业务债券投资占比创新高。
- 近期多项政策出台助力质押纾困,券商业绩和估值压力都得到有效缓解,券商参与纾困可以提高评级,也带来开拓新业务的机会;大金融监管格局下,券商的系统重要性提升,预计将在直接融资领域发挥更重要的作用;科创板即将设立,注册制迎来实质进展,预计券商在科创板的竞争将前所未有的激烈;未来机构业务是券商竞争的重点领域,更加考验券商的综合服务能力。
- 结合近期市场表现和行业趋势,预计2018年行业营业收入为2653亿,同比下滑14.8%,2019年营业收入为2923亿,同比增长10.2%。
- 强监管格局下,政策对行业的影响不可忽视,近期多项政策集中出台,助力板块走出估值低谷。
- 行业强者更强的格局还将延续。前三季度大型券商的业绩优势在年内还将维持,长期来看,券商业务机构化趋势下,大型券商发展可期,建议关注中信证券、广发证券和华泰证券。
- 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。

证券Ⅱ(073401)与上证综指涨跌走势



行业评级

强于大市 (维持)

相关报告

- 1.《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
- 2.《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
- 3.《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
- 4.《强监管格局下龙头强者更强——证券Ⅱ(073401)行业中期策略报告》
- 5.《估值压力缓解 关注龙头价值——证券Ⅱ(073401)行业季报综述》20181107

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、行业发展展望	11
2.1 政策助力质押纾困 有效缓解券商压力.....	11
2.2 大金融监管格局下 券商的系统重要性提升.....	14
2.3 设立科创板 注册制迎来实质性进展.....	15
2.4 券商业务的机构化趋势.....	16
3、行业业绩预测	17
4、投资建议	18
4.1 多项政策集中出台有效提振板块估值.....	18
4.2 强者更强格局延续.....	19
5、风险提示	20

图表目录

图 1: 2018 年 1-10 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 (亿元)	5
图 4: 行业净佣金率 (万分之)	5
图 5: IPO 基本情况	7
图 6: 2015 年至今 IPO 审核过会率	7
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)	8
图 10: 除增发外上市公司重大资产重组	8
图 11: 券商债券承销情况 (亿元)	8
图 12: 截止 2018 年 10 月末两融余额 (亿元)	9
图 13: 信用账户数	9
图 14: 市场质押股数及占比变化	9
图 15: 市场质押市值 (亿元)	9
图 16: 资管业务受托资金规模	10
图 17: 在管资产结构 (截止 2018 年 11 月 20 日)	10
图 18: 券商集合理财发行 (亿元)	10
图 19: 2017 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: 2018 年 9 月末银行业、证券业资产规模 (亿元)	14
图 22: 2018 年 1-9 月银行业、证券业净利润 (亿元)	14
图 23: 证监会、上交所对科创板和注册制试点的回应	15
图 24: 全球前十大投行的业务布局	17
图 25: 证券 II (中信) 与上证指数年初至今涨跌走势	18
图 26: 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: 股票交易市场份额对比 (%)	6
表 3: 券商多途径参与质押风险纾解	11
表 4: 证券行业分业务条线营业收入预测 (亿元)	17
表 5: 重点公司估值情况	20

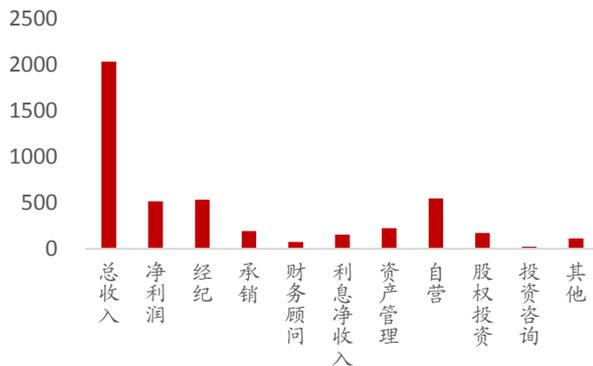
1、行业回顾

1.1 行业整体情况

2018年1-10月，证券行业实现营业收入2027亿元，净利润514亿元，同比分别减少18.5%和45.5%，行业经营业绩较去年相比出现大幅下滑。其中，净利润下降幅度超过营业收入主要是证券公司大幅增加了减值损失计提导致营业成本激增所致。五大业务条线除资管业务外同比均出现超过20%的下滑，利息净收入同比近腰斩，投行业务下滑30%，券商业绩不容乐观。

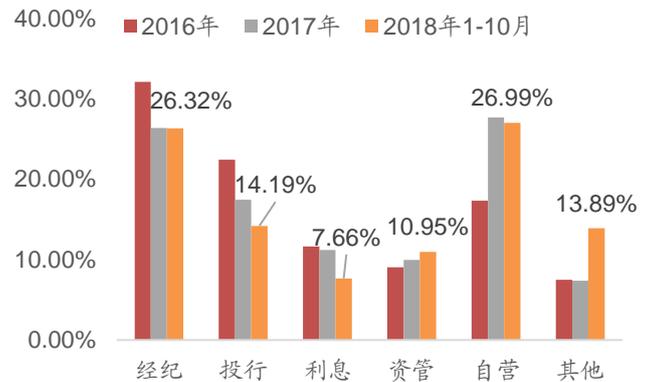
行业业务结构处于持续变迁中。受行情低迷影响，经纪业务占比出现下滑，居第二位；行业营收基数缩减使得自营业务重回第一大收入来源；受监管收紧的影响，IPO、再融资、并购重组等多项业务都处于低迷期，投行业务收入也出现大幅下滑，相应投行业务收入占比下滑至14.2%，为近三年最低；资管业务在规范中稳步发展，表现相对稳健，今年以来的收入占比维持在10%左右；受市场持续低迷影响，券商股权质押业务风险开始暴露，叠加融资成本提升，利息净收入出现了剧烈下滑，收入占比跌至7.5%，在各大业务条线中占比最低；其他业务收入同比保持了较快增长，占比首次突破10%，场外期权、跨境业务等创新业务发展使得行业收入来源进一步多元化，未来创新业务的地位还将进一步提升。

图 1： 2018 年 1-10 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，行业内部分化明显，上市券商业绩表现显著优于同业。根据证券业协会统计，9月末32家上市券商中仅太平洋证券一家亏损，同期行业共26家券商亏损。前三季度上市券商实现营业收入占全行业比重为63%，实现净利润占比高达86%。上市券商盈利能力较强是由于其投行和利息收入下降幅度小于行业，成本控制更为有效，且杠杆率高于行业平均等多项原因所致。考虑到A+H券商已经实施了IFRS9，以及上市券商本身信息披露要求更为严格，减值损失的计提更加充分，实际业绩表现可能更优，未来随着纾困政策落地，这一部分减值将在利润中重新得到释放。

1.2 各业务板块回顾

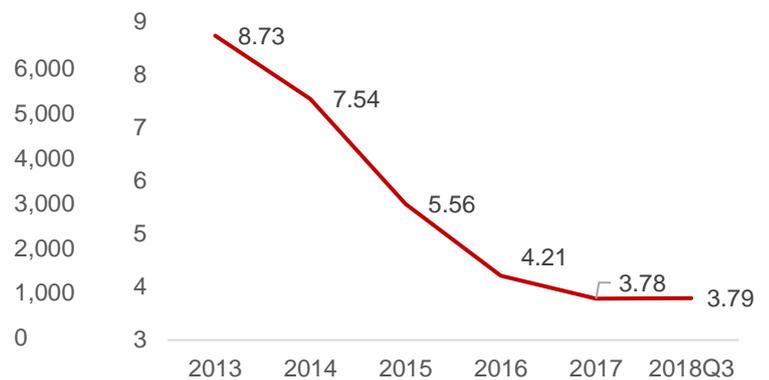
2018年1-10月，两市日均成交额为3815亿元，同比减少17.4%，是经纪业务收入下滑的最主要因素。行业佣金下滑态势得到缓解，根据证券业协会公布的数据，前三季度行业平均佣金为万分之3.79，2017年全年平均佣金为3.78，几乎持平，符合我们此前对行业佣金触底的判断。

图 3： 月度股票市场成交额（亿元）



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 4： 行业净佣金率（万分之）



资料来源：SAC，国开证券研究部

进一步拆分经纪业务收入，我们发现席位费仍处于下降通道。前三季度席位租赁费仅为225亿元，年化后不足300亿元，同比下降了24.6%。今年以来市场走势持续低迷，客户在租赁席位的决策方面更加谨慎，尽力压缩成本，券商的开户竞争进入存量博弈且竞争形势日益激烈。

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%
2018Q3	495.61	270.68	224.93	299.91	-24.64%

资料来源：SAC，国开证券研究部

对比券商交易量市占率，我们发现股票交易市场份额在稳定中也始终保持着变化。近三年总体来看前十大券商的名单没有变化，但是内部排名角逐一直在进行中。尤其是行情相对低迷时期，华泰证券、银河证券等以服务零售客户为特色的券商市场份额出现下滑，而以中信为代表的以服务机构客户为特色的券商市场份额出现上升，与券商基金分仓的市场表现高度一致。也就是说，在行情低迷期，交易通道所提供的附加值显得更为重要，同时机构客户显示出了较强的稳定性。

表 2: 股票交易市场份额对比 (%)

排名	2016	市场份额	排名	2017	市场份额	排名变化	市场份额变化	排名	2018年1-3月	市场份额	排名变化	市场份额变化	2018年1-6月	市场份额	市场份额变化
1	华泰证券	7.85	1	华泰证券	7.53	0	-0.32	1	华泰证券	7.41	0	-0.13	华泰证券	6.6	-0.81
2	中信证券	4.88	2	中信证券	4.97	0	0.09	2	中信证券	5.31	0	0.34	中信证券	6	0.69
3	中国银河	4.82	3	中国银河	4.57	0	-0.25	3	广发证券	4.60	1	0.08	广发证券	4.25	-0.35
4	国泰君安	4.66	4	广发证券	4.52	1	-0.05	4	国泰君安	4.51	1	0.03	国泰君安	5.14	0.63
5	广发证券	4.58	5	国泰君安	4.48	-1	-0.18	5	中国银河	4.34	-2	-0.23	中国银河	-	-
6	海通证券	4.49	6	海通证券	4.39	0	-0.11	6	海通证券	4.27	0	-0.11	海通证券	4.5	0.23
7	招商证券	3.88	7	招商证券	4.05	0	0.17	7	招商证券	4.13	0	0.08	招商证券	3.91	-0.22
8	国信证券	3.43	8	国信证券	3.24	0	-0.19	8	国信证券	3.12	0	-0.12	国信证券	-	-
9	申万宏源	3.22	9	中信建投	3.04	1	0.04	9	中信建投	3.07	0	0.03	中信建投	2.99	-0.08
10	中信建投	3.00	10	申万宏源	3.01	-1	-0.20	10	申万宏源	2.97	0	-0.04	申万宏源	-	-

注: 2018年4月起沪深交易所不再逐月公布会员交易量排名, 2018年上半年数据根据券商半年报披露数据计算。

资料来源: Wind, 上市券商定期报告, 国开证券研究部

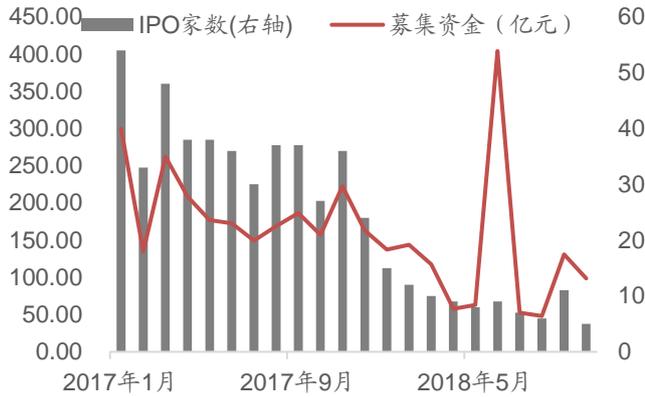
(2) 投行业务

今年以来, 券商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, 今年以来监管层坚持从严审核, 严控上市公司质量, 加强对中介机构的监管, IPO维持低位。从审核方面来看, 2017年10月新一届发审委履职至今, IPO审核通过率仅为54.87%, 较此前出现显著下滑。年初证监会在发行监管问答中表示IPO被否后三年内不得重组上市, 引发了多家排队企业集中撤回申报材料。受此影响, 今年1-10月行业IPO发行仅92家, 去年同期为378家; 实现承销收入48亿元, 同比减少了64%。

此外, 监管层大力支持新经济发展, 宁德时代、工业富联等独角兽企业的过会周期明显变短, 募资规模也远超行业平均。11月5日, 习近平主席在首届中国国际进口博览会开幕式上提出, 将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制, 将为科创企业提供更便捷的上市通道, 发行制度的市场化改革进入新阶段。

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

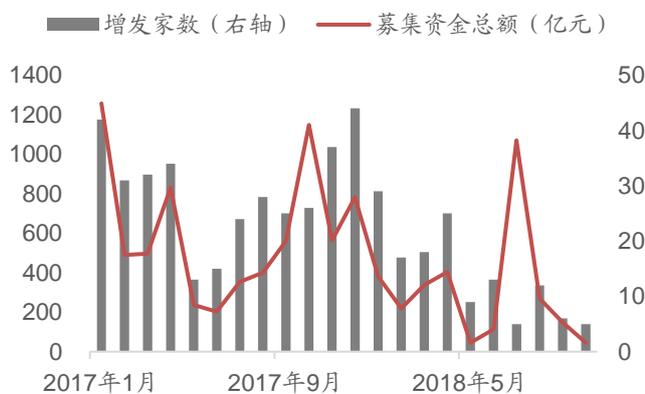


资料来源: Wind, 国开证券研究部

再融资方面,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,并购重组也始终处于低位。今年1-10月,现金增发规模同比腰斩,相应券商承销收入下滑近60%;资产认购增发规模同比下滑了16%,费率基本保持稳定,财务顾问业务收入下滑14%;月度并购重组家数始终保持个位数水平。

近期再融资市场迎来多项放松政策。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》,明确在一定条件下,可以使用募集资金补充流动资金,可以将募集资金用于归还欠款,并将再融资的时间间隔从18个月缩短至6个月。11月16日,证监会修订发布《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组(2018年修订)》,减少简化上市公司并购重组预案信息披露要求,不再强制要求披露交易标的预估值,同时增加中介机构核查要求弹性。政策放松与近期监管层支持优化民企融资环境、降低流动性风险相关,政策引导下再融资市场有望走出低迷期。

图 7: 现金增发基本情况 (亿元)



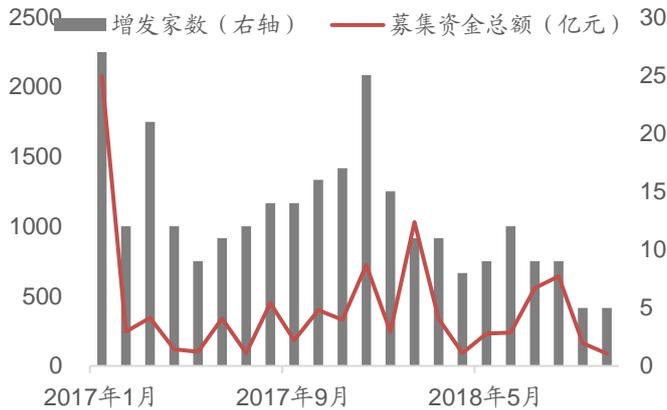
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 8: 券商现金增发承销收入及费率 (亿元)



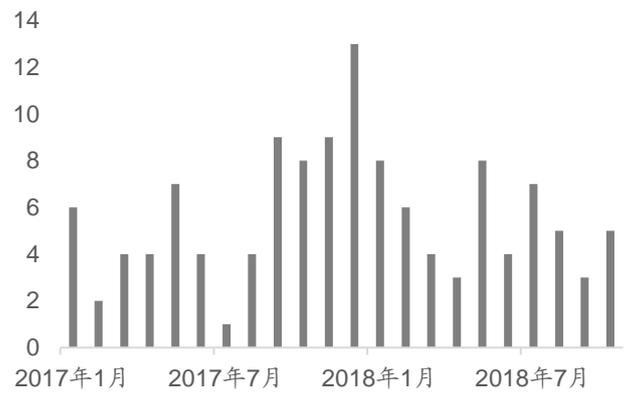
资料来源: Wind, 国开证券研究部

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



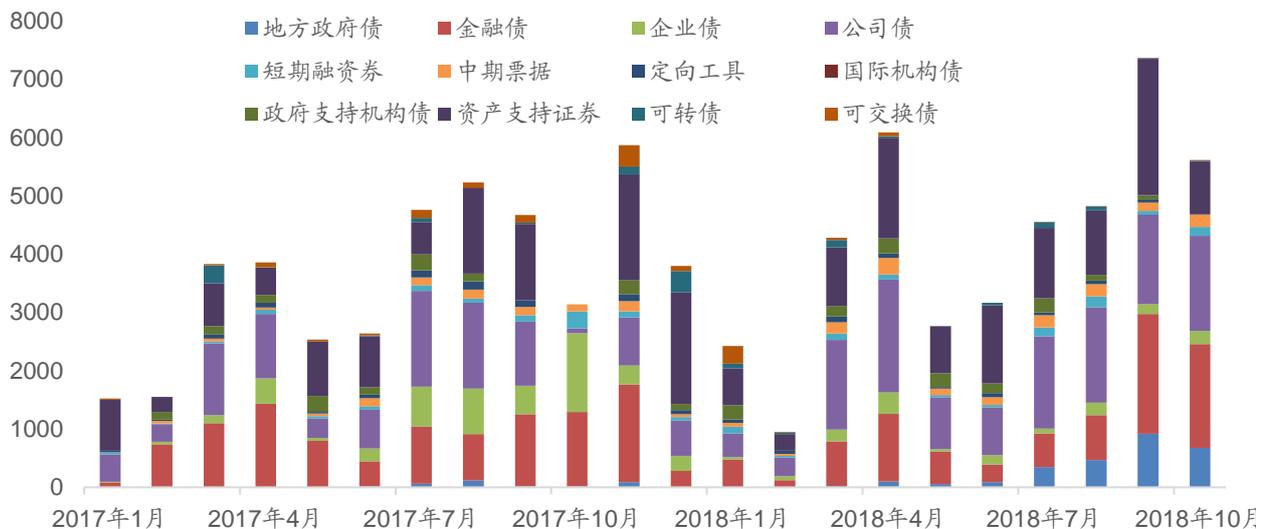
资料来源: Wind, 国开证券研究部

债券承销方面, 2018年1-10月券商总承销金额为4.2万亿, 同比增长了24.6%。其中公司债和资产支持证券仍是增长主力, 同比增幅分别高达46%和52%。

公司债承销今年维持了高速增长, 与其管理体制改革密不可分。证券业协会拟将公司债承销资格与证券公司分类结果、债券承销业务能力以及债券承销业务质量挂钩, 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, 公司债承销规模迅速增长, 甚至一度引发了激烈的价格战。下半年在监管引导下, 价格战得到一定缓解。

资产支持证券发展迅猛。券商ABS业务因门槛低, 基础资产灵活而备受青睐。尤其是资管新规实施后, 券商去通道压力日益增大, 资管新规明确不适用ABS后, 其吸引力进一步上升。目前部分中小券商在ABS领域持续发力, 且逐渐形成特色化的竞争优势。预计未来券商ABS业务还将维持高速增长。

图 11: 券商债券承销情况 (亿元)

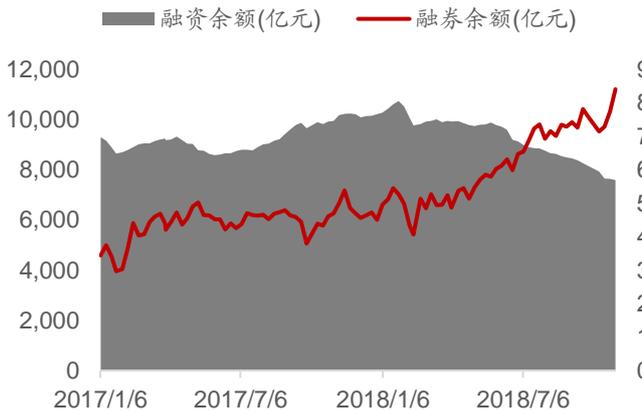


资料来源: Wind, 国开证券研究部

(3) 两融业务

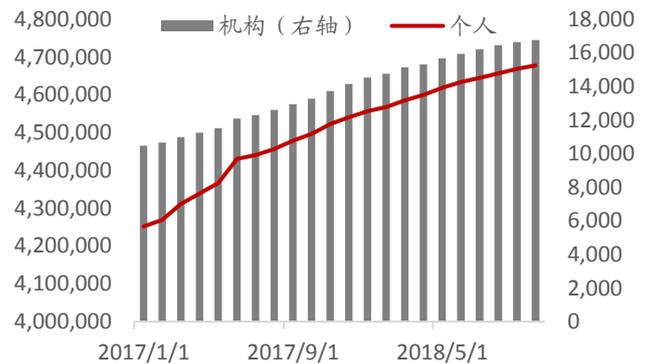
今年4月以来，随着市场表现趋弱，两融余额也随之进入下行通道，两市融资余额从近万亿跌至7600亿元附近，融券余额也出现上行，总体来看两融余额的变化与市场预期下行表现相一致。从信用账户数量变化来看，10月末个人账户较年初增长了3.02%，而机构账户增幅达到了18.58%，由此可见，信用账户的结构正在发生变化，这与市场中机构投资者重要性增强的趋势相一致。

图 12: 截止 2018 年 10 月末两融余额 (亿元)



资料来源: Wind, 国开证券研究部

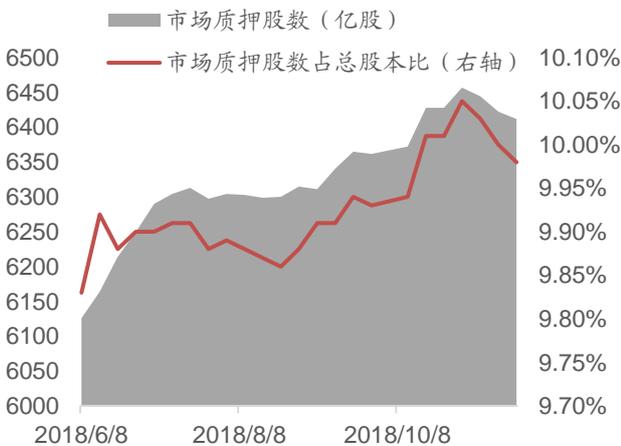
图 13: 信用账户数



资料来源: Wind, 国开证券研究部

质押回购是近期市场关注的焦点，尤其是市场下行带来质押风险集中暴露，为稳定金融市场，监管层出台了多项政策助力纾解质押风险。多项政策持续发力，目前市场质押股数连续三周出现下滑，质押股数占比也随之下降。

图 14: 市场质押股数及占比变化



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 15: 市场质押市值 (亿元)



资料来源: Wind, 国开证券研究部

(4) 资管业务

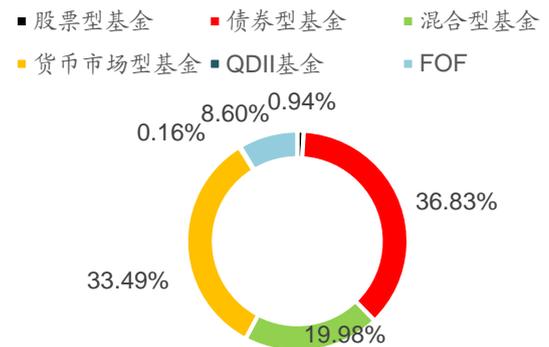
资管新规发布以来，券商通道业务整改形势严峻，资产管理业务受托资金规模出现了较明显的收缩，9月末资管业务受托资金规模为14.8万亿元，较年初减少了14.4%。但是，资管业务收入同比仅下滑了6.1%，行业整体收入质量有了明显提升。值得注意的是，行业内券商分化十分明显。根据上市券商三季报数据，前三季度上市券商资管业务收入同比实现了正增长，与行业整体趋势相反。也就是说，新的政策环境下，上市券商的综合优势在资管业务变革中得到充分体现。

从在管资产结构来看，债券型基金和货币市场基金占比超过70%，仍为最主要的投资方向。

图 16: 资管业务受托资金规模



图 17: 在管资产结构 (截止 2018 年 11 月 20 日)

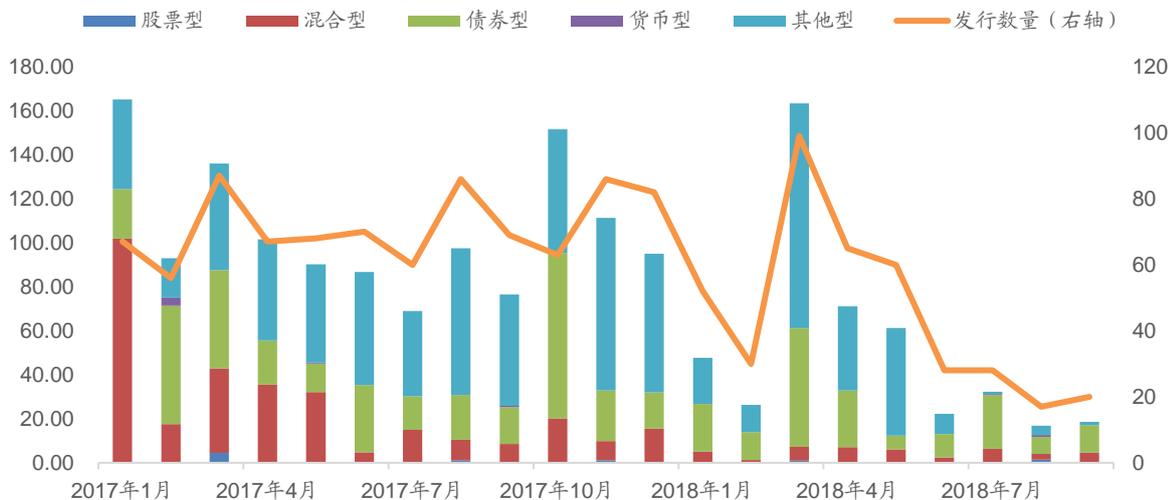


资料来源: SAC, 国开证券研究部

资料来源: iFind, 国开证券研究部

资管新规实施以来集合理财发行锐减，叠加市场走低的影响，近几个月债券型产品发行成为主流。

图 18: 券商集合理财发行 (亿元)



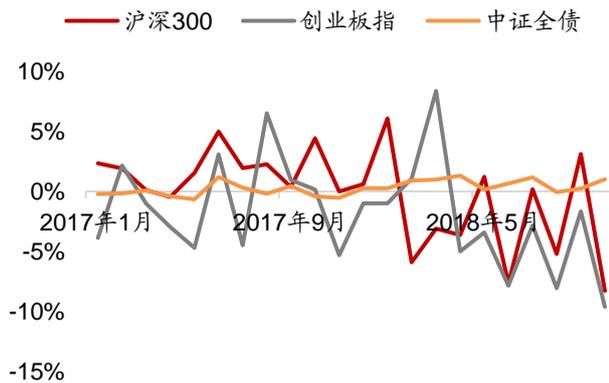
资料来源: Wind, 国开证券研究部

(5) 自营业务

今年权益市场表现黯淡，年初至今沪深300和创业板指累计跌幅分别为30%和23%，债券指数连续上涨，券商自营结构也出现较大变化，9月末债券投资占比高达67.05%，为近三年来最高。固收占比提升一方面是由于券商主动调整投资结构，另一方面也是市场下行导致股票投资市值萎缩的结果。

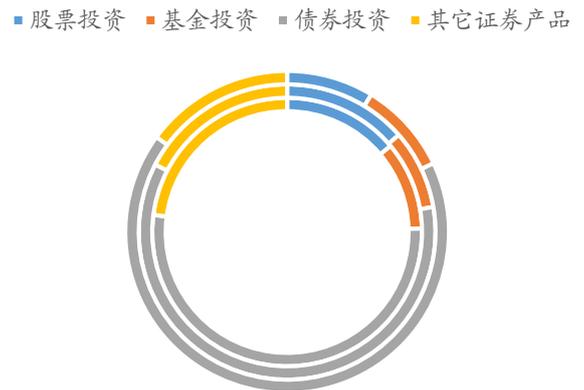
在市场震荡和向新准则的过渡期，自营业务的高弹性特征表现更加明显。上半年自营业务占比为23%，低于经纪业务；而三季度受益于债券市场的强势表现公允价值变动环比实现正增长，前三季度累计收入重回第一大收入来源。同时，新准则的实施加剧了业务收入波动，IFRS9要求下金融资产的价格波动将在利润表中充分体现，加剧了业务收入弹性。

图 19: 2017 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

2、行业发展展望

2.1 政策助力质押纾困 有效缓解券商压力

股票质押风险的暴露引发市场广泛担忧，自10月19日，一行两会集体发声，拟出台多项政策稳定金融市场，纾解质押风险。随后，多项有力纾解政策集中出台，券商自身也积极参与，目前主要方式包括设立专项资管计划、发行纾困专项债、成立专项基金、以私募子公司的形式参与等。

表 3: 券商多途径参与质押风险纾解

类型	日期	机构	内容
资管计划	10月22日	基金业协会	中国证券投资基金业协会积极贯彻落实证监会《关于支持证券投资基金经营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》相关要求，对符合条件的和备案标准的资产管理计划实行备案绿色通道，于1个工作日内完成备案，切实支持证券行业以实际行动纾解上市公司股票质押风险，支持民营企业发展。

	10月31日	证券业协会	证券业协会组织召开“证券行业支持民营企业发展系列资产管理计划”发起人会议，11家证券公司作为联合发起人，就255亿（部分公司在此前约定基础上追加了出资）出资规模签署了发起人协议，作为共同发起人发起行业系列资产管理计划。
	11月1日	有关部门	部分券商收到了《关于支持证券基金经营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》，就证券公司参与系列资产管理计划，在产品的设计、出资比例、投资范围、风控指标计算等方面按规定给予一定的政策支持。
	11月8日	证券业协会	证券业协会公布“证券行业支持民营企业发展系列资产管理计划”参与流程。
	11月9日	证券业协会，天风、广发等8家券商	根据证券行业支持民营企业发展系列资管计划进展通报（第一期），截止11月9日，广发证券、国泰君安证券、国信证券、海通证券、申万宏源证券、天风证券、招商证券、中信证券等8家证券公司发起设立的系列资管计划已完成备案，出资规模达到180.61亿元。
	11月23日	证券业协会，光大、东兴等15家券商	根据证券行业支持民营企业发展系列资管计划进展通报（第二期），截止11月23日，光大证券、东兴证券、华创证券、湘财证券、东方证券、兴业证券、华金证券、中泰证券、安信证券、财通证券、长江证券、山西证券、华安证券、方正证券、东海证券等15家证券公司均已完成协议签署，并承诺自愿出资。 截至11月23日，26家证券公司承诺出资规模累计达440亿元。
纾困专项债	10月26日	证监会	为解决民营企业融资难，证监会支持各类符合条件的机构发行专项公司债，募集资金专门用于纾解民营企业融资困境和股权质押风险，交易所将对这类专项审核建立绿色通道，适用即报即审，提高发行效率。
	10月26日	上交所	将建立、健全高收益债券、股债结合产品的制度安排，完善债券市场配套制度安排，更好地发挥深化交易所债券市场直接融资功能。
	10月26日	深交所	将继续发挥服务民营企业、创新企业、中小企业的特色和优势，充分发挥交易所债券市场直接融资功能，深化债券市场创新，完善债券市场配套制度体系。
	10月26日	证券业协会	证券公司积极贯彻落实刘鹤副总理关于支持民营企业健康发展工作要求，利用市场化方式缓解民营上市公司流动性压力。他们的努力和探索值得肯定。下一步，证券业协会将继续支持、鼓励证券公司采用市场化、多样化、个性化的方式，创新性地服务和支撑民营经济稳健发展。
	10月26日-今	国信证券、民族证券、中信证券、浙商证券等	发行纾困专项债
专项基金	11月2日	银河证券	根据媒体报道，银河证券拟牵头，联合央企、地方国企、金融投资机构、大型民营企业集团等共同发起设立总规模达600亿元的银河发展基金（母基金），用于解决民营企业融资难、融资贵问题。 根据相关报道，600亿规模将分若干期募集，首期规模计划200亿元。母基金通过设立子基金对具体项目进行投资。银河发展基金GP为中国银河证券全资子公司银河创新资本管理有限公司。基金设立初期，子基金的管理人拟由银河创新资本或其设立的私募基金管理平台担任。
	11月6日	国元证券	国元证券将采取设立多个资管计划与私募基金的形式，发起总规模60亿元的“纾困基金”，以提供一揽子综合金融服务的方式，积极帮扶安徽民营上市公司及其控股股东化解股票质押流动性风险。 其中，资管计划将积极对接政府引导基金、并购基金、银行、保险、信托、上市公司、省属国资大企业集团等机构，通过多渠道募集资金。据了解，资管计划近期可落地20亿元。

	11月7日	华安证券	以发起设立支持优质上市公司发展专项基金为主要方式，配套资管计划、股票质押、场外期权、顾问服务等在内的综合金融服务，为安徽民营上市公司及公司战略客户提供一揽子纾困方案。华安证券一揽子纾困方案具有“股债结合”、“标本兼治”、“上市公司、大股东兼顾”三大特点。
	11月15日	浙商证券	纾困基金的投资策略及投资方向将广泛灵活，以提供流动性支持的财务投资为主要方式。同时不谋求上市公司控制权，以保持上市公司股权结构和治理结构的相对稳定为主要考量。纾困基金的介入领域包括股票质押式回购、场外质押融资等。 基金将主要在优势特色产业中选择救助标的，重点选择高新技术企业以及战略性新兴产业、优势传统产业和现代供应链等领域的上市公司。尤其是资产质量优越、竞争力突出的行业龙头和具有核心技术壁垒的高科技企业。具体将从信息、电商、医药、现代服务等主导产业中选择细分市场龙头进行重点扶持。
	11月16日	中泰证券	中泰证券联合山东省国有资本投资运营平台山东国惠投资有限公司，各自出资10亿元，共计20亿元成立母基金，通过对接银行、保险、国有企业和政府平台等资金，设立多个子基金，力争撬动百亿元的资金，帮助有发展前景的民营上市公司纾解股权质押风险，促进企业稳定经营和高质量发展。
私募子公司	11月12日	西部证券	拟以全资私募基金子公司西部优势资本投资有限公司为主体，联合浦发银行、长安信托等机构，发起设立总规模为100亿元人民币的“民营企业扶助发展暨并购重组专项基金”。据了解，该基金将采用合伙制、平层交易结构，分期发行。

资料来源：公开信息，国开证券研究部

券商参与纾困不仅是顺应监管趋势的“自救”行为，对其自身来讲益处也是显而易见的。

第一，质押业务成功纾困能够直接改善公司业绩。券商是质押风险的第一线，质押业务的损失直接作为营业成本计入利润表，不仅影响当期利润，甚至在出现亏损时会进一步蚕食净资产，因此券商有动力改善业务处境，积极化解质押业务风险。

第二，券商面临的风险相对较低。当前监管引导下，维持金融稳定的力度空前，多方力量共同参与风险纾解，券商作为诸多参与方的一员面临的风险相对较低。

第二，有利于提升券商分类评级。根据媒体报道，部分证监局下发《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》，将化解股票质押风险、支持民营企业发展纳入专项工作，在2019年评价时对评价期内通过“证券行业支持民营企业发展资产管理计划”等方式用于解决股票质押风险、支持民营企业发展，实际投资规模达到200亿元、100亿元、50亿元、20亿元以上的，分别加3分、2分、1分、0.5分。分类评级标准修订后强化了市场竞争力指标在分类评级中的地位，大型综合券商明显占优，中小券商很难取得较高评级。分类评级挂钩业务资格的趋势越来越明显，参与质押风险化解为券商提供了一条直接加分途径，也为开展后续业务打开了空间。

第四，纾困也为券商带来开拓新业务机会。券商选择纾困标的一般应为资质较好但是暂时面临流动性困难的民营企业，对这些企业的深入调研和交流本身就是券商客

户培育的过程，是未来业绩的蓄水池。近期，券商可以结合各业务条线进行纾困方式的创新，为客户提供综合金融服务。

2.2 大金融监管格局下 券商的系统重要性提升

近年来，金融发展的深度和广度得到不断拓展。我国一向实行金融分业监管，对银行、券商、保险等各类金融机构实行严格的牌照管理。但是随着金融发展的深化，金融机构之间的合作越来越深入，不同的持牌机构可就同种业务进行上下游分工，形成产业链，甚至在各自领域开展本质相同的业务，金融业务的边界开始模糊。同时，伴随着互联网金融的兴起，民营资本开始进入金融行业，金融创新层出不穷，科技力量介入金融行业使得金融的广度也获得显著拓展，业务外延不断延伸。

在此背景下，金融监管也发生了重要变化，监管协同程度大大提升。如今年起银监会与保监会完成合并，改变了多年一贯的“一行三会”格局；再如央行牵头对资管业务进行全面规范，新的框架下不再根据业务主体进行监管，而是从业务本质出发，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，为业务的规范发展提供良好的制度空间。

近期一行两会发布《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》，拟通过完善对系统重要性金融机构的认定和后续监管，引导大型金融机构稳健经营，防范系统性金融风险。值得注意的是，根据《指导意见》，除了资产规模指标外，银行业、证券业和保险业或可以按照家数参评，即参评机构数量分别为不少于30家、10家和10家。按照家数的参评标准实际上提高了证券行业的相对地位。在以银行为代表的间接融资主导的金融体制下，券商的体量远低于银行。从资产规模来看，三季度末银行业的资产规模达到264万亿元，同期证券业资产规模仅为6万亿元；从净利润来看，前三季度银行业净利润达到15118亿元，证券行业净利润仅为497亿元。也就意味着，同等规模的券商与银行相比，券商更有可能参评系统重要性金融机构，作为重点监管对象，进而也在金融体系内承担更重要的职责。

图 21: 2018 年 9 月末银行业、证券业资产规模 (亿元)

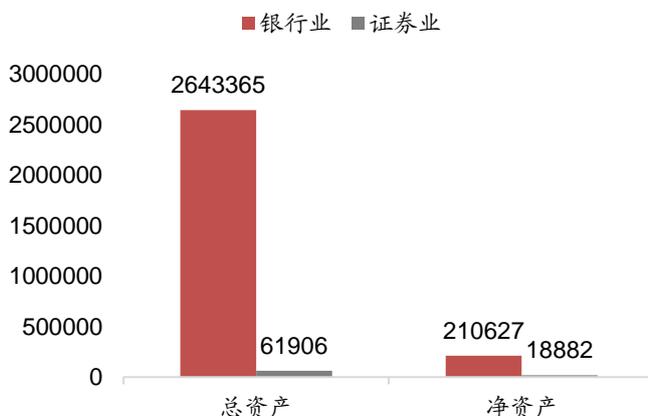
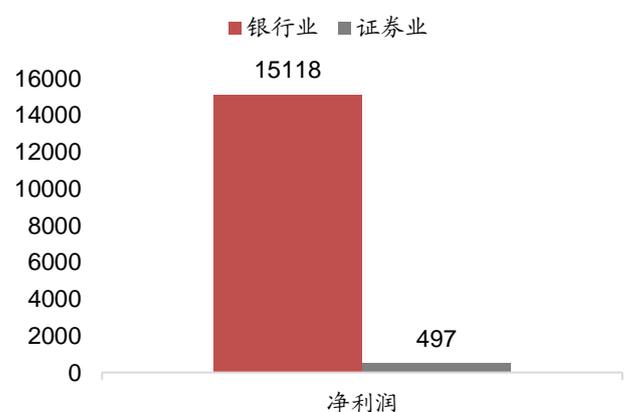


图 22: 2018 年 1-9 月银行业、证券业净利润 (亿元)



资料来源：银保监会，SAC，国开证券研究部

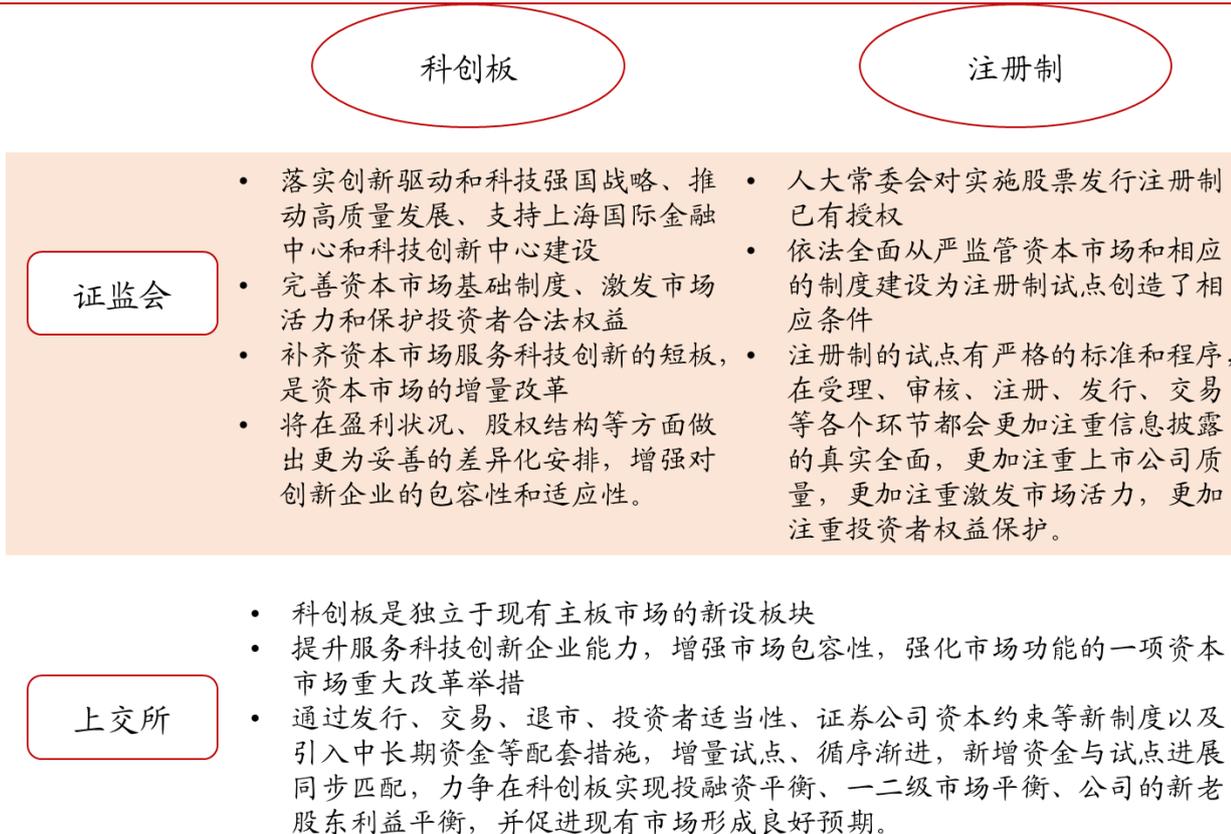
资料来源：银保监会，SAC，国开证券研究部

券商是最重要的直接融资主体，未来将在新的监管格局下占据更重要的地位，进而发挥更重要的作用。相应地，未来我们期待与直接融资发展相关的政策更多出台，投行业务条线值得重点关注，不仅包括IPO、再融资、并购重组等传统业务，也包括科创板等新业务。

2.3 设立科创板 注册制迎来实质性进展

11月5日上午，习近平主席在首届中国国际进口博览会开幕式上表示，将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制。随后，证监会和上交所分别做出回应，制度准备正在进行中。同时，上海、浙江相关部门已经开始对相关企业进行摸底排查，上海市政府正式出台《关于加快本市高新技术企业发展若干意见》，加大高新技术企业的培育力度，相关工作在紧锣密鼓地推进中。

图 23: 证监会、上交所对科创板和注册制试点的回应



资料来源：Wind，国开证券研究部

从定位来讲，科创板是在上交所设立的场内市场，是现有主板、中小板、创业板格局下的新市场，是多层次资本市场新增的一环。从这个角度来看，其定位高于新三板市场，政策支持力度也会更大。新三板自2013年底接受全国企业挂牌申请，迄今已经5年。作为场外市场，新三板缺乏有力的政策支持，其流动性偏低、投资者门槛偏高、转板机制不通畅、创新层划分标准过高等问题一直难以解决，企业通过新

三板挂牌进行再融资难度越来越大,对企业的吸引力有限。有了新三板的实践经验,科创板在后续制度设计上可以做出前瞻性安排,将更有效地发挥其对科创企业的支持作用。

科创板旨在补齐服务科技创新的短板,与资本市场支持新经济发展大方向一致。此前资本市场对新经济的支持力度有限,创业板与主板并没有太大差异度,现行体制下很多前景较好的新经济企业难以通过传统审核。监管层尝试在现有体制下进行调整,但是今年6月小米撤回CDR申请这一事件充分暴露了传统的审核体制与新商业模式及其估值的矛盾难以得到妥善解决。因此,我们预计科创板在包容性方面将有重大突破。

此外,注册制试点是科创板的另一关键点。回顾注册制改革进程,其推进并不是一帆风顺的:2013年十八届三中全会首次明确推进股票发行的注册制改革,而后注册制写入了2015年政府工作报告,证券法修订也提及相关内容;然而,随着市场波动的加剧,注册制改革进程放缓,2016年3月,证监会主席刘士余表示注册制改革不是单兵突进的;2018年2月,受国务院委托,刘士余向全国人大常委会汇报了股票发行注册制改革的情况,同时指出目前还存在不少与实行股票发行注册制改革不相适应的方面,需要进一步探索和完善,建议延长授权的实施期限;随后经过全国人大常委会审议,注册制授权期限延长到2020年。结合一贯以来从试点到推广的发展路径,本次决定在科创板进行试点是注册制改革的历史性突破。一个全新的市场在设计过程中可以兼顾注册制的要求,大大减小了改革阻力。

注册制是市场化改革的要求,实施注册制意味着监管层只负责信息披露环节的形式审查,不再隐形地负有承担保障企业质量的责任;上市企业依照法律和监管要求真实披露信息;中介机构依法合规实施保荐职能;投资者依据个人判断理性决策,自担投资风险。在这个过程中,券商承担的角色发生转变,合规保荐是前提,定价能力是核心竞争力,后续市场表现是检验标准,券商竞争逐渐向本质靠拢。此外,发行节奏不再由监管层控制,项目储备的转化完全取决于市场,业绩释放与项目储备和保荐能力直接挂钩。因此,券商在科创板业务领域的竞争将前所未有地激烈。进一步地,随着注册制从试点走向推广,券商投行业务的竞争态势也将更加严峻。

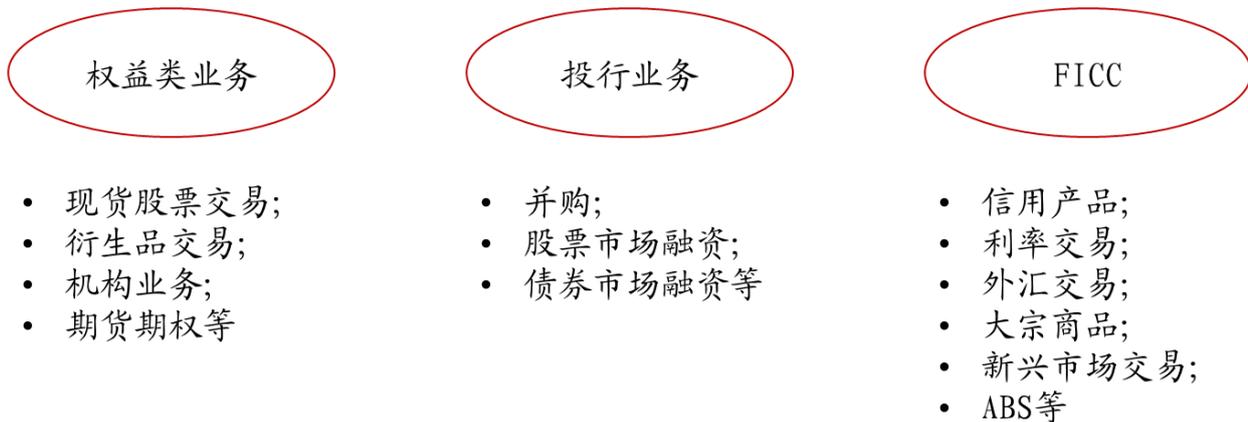
2.4 券商业务的机构化趋势

如前所述,在今年行情低迷的条件下,经纪业务和两融业务条线中机构客户的重要性都得到进一步提升,具体表现为经纪业务中以服务机构客户为特色的券商代理买卖证券的市场份额扩大,而以服务零售客户为特色的券商相应市场份额下滑,两融业务机构账户数量增幅远超个人客户。其他业务条线中,投行本身就是机构业务;券商资管也主要面向机构开展,在零售领域不具备优势;其他创新业务如FICC、场外期权等也均是面向机构客户开展的。因此,虽然短期市场回暖零售业务可能贡献更大弹性,但是长期来看,未来机构业务是券商竞争的重点领域。

机构客户对服务的要求更高,考验的是券商综合金融服务能力。国际大投行普遍已经完成了业务架构升级,形成了FICC,权益类业务和投行业务三大板块,分别服

务于客户在生产经营的避险需求、股权业务需求和融资需求，融合融资、交易、做市等多个业务条线，提供全面综合金融服务。国内绝大部分券商业务条线泾渭分明，尚未形成类似格局，因此如何在现有业务条线架构下有效实现业务条线协同将是未来券商竞争的重点。

图 24: 全球前十大投行的业务布局



资料来源: Coalition, 国开证券研究部

3、行业业绩预测

假设1: 结合近期市场走势，下调2018年预期日均成交额至3763亿，行业佣金持平前三季度季度平均水平万分之3.79，席位租赁费为300亿；假设2019年日均成交额为4500亿，佣金持平，席位费继续下滑10%；

假设2: IPO和再融资节奏保持平稳；预计2019年下半年推出科创板，平均每月上市10家，平均募资规模8亿元，承销费率高于IPO，假设为8%；债券承销维持高位，假设2019年月度承销金额5000亿左右。

假设3: 结合市场数据下调2018年日均两融余额至9154亿元，假设2019年日均两融余额为9500亿元；质押业务保持平稳。

假设4: 2018年全年资管收入下滑6%，与前三季度表现持平，2019年资管收入有望企稳回升。

假设5: 自营业务弹性加大。

表 4: 证券行业分业务条线营业收入预测 (亿元)

	2015FY	2016FY	2017 FY	2018E	YOY	2019E	YOY
经纪业务	2691	1053	821	648	-21.07%	686	5.88%
首发承销	84	82	156	57	-63.52%	57	0.00%

增发配股承销	130	136	91	35	-61.32%	35	0.00%
科创板承销	-	-	-			38	
债券承销	180	339	163	152	-6.79%	159	4.98%
财务顾问	138	164	125	89	-29.20%	115	30.00%
投资咨询	45	51	34	27	-21.01%	27	0.00%
资产管理	275	296	310	291	-6.00%	306	5.00%
融资融券利息	1175	728	710	661	-6.89%	686	3.78%
股票质押回购	186	226	370	473	27.85%	473	0.00%
自营投资	1414	568	861	657	-23.74%	722	10.00%
其他业务收入	123	245	230	320	39.13%	352	10.00%
总营业收入	5752	3280	3113	2653	-14.76%	2923	10.16%

资料来源：SAC，国开证券研究部

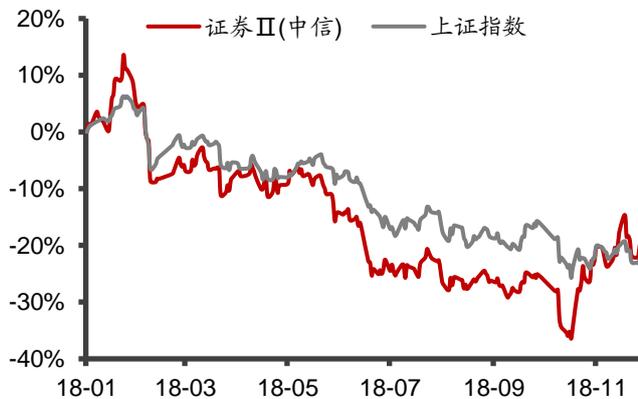
4、投资建议

4.1 多项政策集中出台有效提振板块估值

强监管格局下，监管政策对行业发展的影响力不可忽视。证券板块年初至今累计下跌超过20%，此前受股票质押风险暴露影响，板块市净率一度下探到1.1倍附近，甚至近半数券商跌破净资产。近期随着纾解质押风险的多项政策集中出台，多个市场主体积极参与风险化解，券商的业绩压力和估值压力均得到有效缓解。

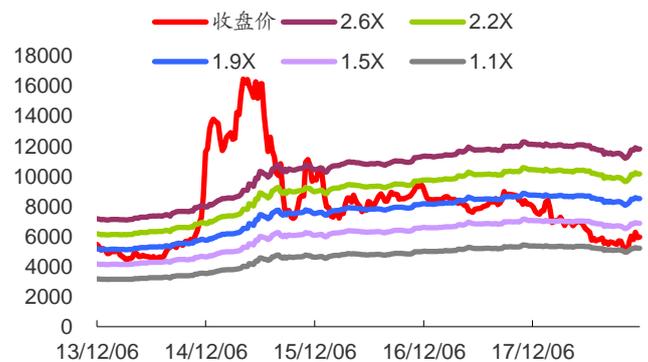
长期来看，金融监管的协同性加强，近期一行两会推进对系统重要性金融机构的评选，可以看出证券行业的地位相对提升，预计券商将在金融领域发挥更重要的作用。结合近期投行业务的相关政策，如设立科创板并进行注册制试点、适当放松并购重组信息披露要求等，行业政策边际改善带来业务增量和创新预期，均为助力板块走出估值低谷的重要因素。

图 25: 证券Ⅱ(中信)与上证指数年初至今涨跌走势



资料来源：Wind，国开证券研究部

图 26: 证券行业近 5 年 PB 情况



资料来源：Wind，国开证券研究部

4.2 强者更强格局延续

今年以来,在业务资源向大型券商倾斜的背景下,传统业务的行业集中度显著提升,创新业务方面大型券商也显著领先行业,前三季度龙头券商业绩明显优于行业平均水平。此外,前三季度大型券商普遍计提了大量的减值损失,随着政策引导下质押风险纾解,这一部分减值损失有望年内在利润中重新释放。

长期来看,券商业务的机构化趋势下,大型券商在业务发展方面也更具优势。结合其在资本实力、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的领先地位,未来行业强者更强的格局还将延续,建议关注中信证券、广发证券和华泰证券。

中信证券(600030,未覆盖): (1) 券商龙头,业绩持续跑赢行业。三季报显示公司营业收入和净利润分别同比下滑4.5%和7.9%,优于行业平均水平,前三季度公司计提信用减值损失12.3亿,有望随着质押风险纾解在利润中重新释放。(2) 多项业务市场领先,业务机构化特征明显。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显著高于同业;投行业务优势明显,截止11月末股权承销金额和家数均为市场第二;前三季度末资管业务资产托管规模和主动管理规模均为市场第一。(3) 创新业务市场领先,有望受益科创板。公司场外期权等业务市场领先,IPO项目储备(正常状态,不含终止审查等情形,下同)居行业第四名,有望依托其投行实力在科创板设立中有所作为。(4) 作为行业龙头有望获得估值溢价。

广发证券(000776,未覆盖): (1) 投行业务是公司传统优势业务,IPO项目储备居行业第二名。此前行业投行业务整体下滑,公司业绩表现不佳,而近期这一态势出现改变,并购重组等政策边际放松,科创板和注册制试点即将推出,公司业绩有望借助投行业务增长回暖。(2) 150亿定增方案顺利过会,公司有望借助资本实力提升进一步巩固龙头地位。(3) 公司目前PB为1.2倍左右,在大型券商中估值相对较低,投行业务的整体回暖将拉动公司估值提升。

华泰证券(601688,未覆盖): (1) 经纪业务市场份额稳居第一,在市场成交改善时业绩更具弹性,同时经纪业务为资管等其他业务条线提供了有力支持。(2) 定增引入阿里、苏宁作为前十大股东,有望借力股东资源巩固公司金融科技优势。(3) 通过GDR发行议案,拟筹资不低于5亿美元,资本实力有望进一步提升,国际业务也有望迎来进一步发展。

表 5: 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)		
	2018/12/2	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
中信 证券	16.87	13.05	13.93	15.00	1.29	1.21	1.12	0.99	1.11	1.26	17.07	15.22	13.39
广发 证券	13.48	11.44	12.00	12.67	1.18	1.12	1.06	0.78	0.95	1.07	17.19	14.22	12.54
华泰 证券	16.80	12.52	13.20	13.70	1.34	1.27	1.23	0.98	1.11	1.26	17.11	15.14	13.33

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