

证券板块估值修复，行业方兴未艾

——2019年证券行业投资策略

分析师：张继袖

SAC NO: S1150514040002

2018年12月15日

证券分析师

张继袖
022-28451845
zhjxnk@126.com

洪程程
hong.chengcheng@outlook.com
SAC No:S1150116060014
010-68104609

子行业评级

证券	看好
多元金融	中性
保险	看好

重点品种推荐

招商证券	增持
中信建投	增持
华泰证券	增持
中信证券	增持

投资要点：

● 2018年证券行业市场经营环境与上市券商走势回顾：

截至2018年11月末A股累计日均股基成交额4186亿元，较去年同期下降16.84%；A股11月末两融余额7701亿元，较去年同期下降25.15%。前11个月A股市场IPO募资规模1330亿元，同比下降37.77%；增发募资规模6809亿元，同比下降39.32%；公司债累计发行规模1.47万亿元，同比下降41.33%；企业债累计发行规模1888亿元，同比下降45.61%；资产支持证券发行规模1.54万亿元，同比上涨31.46%。截至2018年三季度末，券商集合、定向、专项资管规模分别较年初下降8.79%、17.66%、51.13%。

截至12/15，申万证券板块累计下跌22.50%；就个股而言除天风证券(+130.23%)、南京证券(+66.85%)、中信建投(+34.35%)、长城证券(+10.78%)这四家次新股累计正增长以外，累计正增长的只有华泰证券(+0.24%)。

● 证券行业发展趋势：

- 经纪业务佣金率持续下降，但降幅缩窄；
- 私募基金逐步规范，PB跑马圈地；
- 金融市场对外开放短期内对国内证券行业影响较小，长期来看外资进入对中资券商投行业务造成竞争压力；
- 注册制试点对券商定价能力、销售能力提出高要求；
- 资管新规给券商集合资管、旗下公募基金带来机遇；
- 股票质押、两融业务同质化竞争逐步压低融资利率，息差逐步缩窄。

● 2019年行业投资策略：

- 中性假设下，我们预计2019年行业实现营收2420亿元，同比增长1.73%；实现净利润678亿元，同比增长9.56%；
- 经纪业务佣金率将持续小幅下行，需要依靠财富管理完成经纪业务转型，财富管理的客户佣金率相对较高，对券商全产业链专业服务要求较高，财富管理业务提升券商经纪业务的利润率，看好财富管理业务转型发展的券商；
- 证券承销业务净收入2018前三季度CR5（证券承销业务净收入前五名券商的收入之和/整个行业承销业务净收入）为46.61%，我们认为2019年股债承销业务将继续保持高的市占率，此外并购重组逐步放开，利好投行业务能力强的券商；
- 监管层表示衍生品业务要成熟一项，开放一项。结合场外衍生品业务的

规范过程来看，监管层在衍生品业务上对公司风险控制的能力、专业能力、资金能力要求较高，利好专业能力强、风控能力强的大中型券商；

- 主动管理能力强的券商品牌效应好，财富管理需求带动券商主动管理能力强的券商资管收入持续高增长，同时带动券商的投资收益上涨，增加公司业绩弹性。
- 综上所述，2019 年证券板块投资逻辑主要分为两点：1）一季度如果 A 股市场风险偏好上升，看好中小券商、次新股反弹，建议关注中信建投（601066.SH）；2）专业能力强的大型券商，建议关注：中信证券（600030.SH）、华泰证券（601688.SH）、招商证券（600999.SH）。

● 风险提示

市场交易不如预期导致券商经营业绩下滑。

目 录

1. 2018 年市场经营环境及券商板块表现回顾.....	5
1.1 2018 年市场经营环境回顾.....	5
1.2 2018 年证券行业板块表现回顾.....	8
2. 2019 年证券行业发展趋势	9
2.1 经纪业务佣金率持续下降，降幅缩窄	9
2.2 私募基金逐步规范，PB 跑马圈地成为收入增长源	10
2.3 金融市场对外开放短期对国内证券行业影响较小，长期看外资进入对中资券商投行业务造成压力 ..	12
2.4 注册制试点对券商定价能力、销售能力提出高要求，利好大券商	14
2.5 资管新规给券商集合资管、旗下公募基金带来新机遇，利好主动管理能力强的券商	15
2.6 股票质押业务、两融业务虽可以成为券商稳定利息收入，但同质化竞争将逐步压低融资利率，息差 逐步缩窄，有利于融资成本低、风控能力强的券商.....	15
3. 2019 年券商行业盈利预测.....	15
3.1 券商行业盈利预测核心假设.....	15
3.2 券商行业盈利预测.....	17
4. 投资策略	18
5. 风险提示	19

图 目 录

图 1:截至 2018 年 11 月月度日均股基成交额 (左轴, 亿元) 及同比 (右轴)	5
图 2:两融余额 (左轴, 亿元) 及其占 A 股流通市值 (右轴)	5
图 3:2018 年月度首发募资规模 (左轴, 亿元) 及家数 (右轴)	5
图 4:2018 年月度增发募资规模 (左轴, 亿元) 及家数 (右轴)	5
图 5:债券发行规模(左轴, 亿元)及同比增速(右轴)	6
图 6:信用债发行规模(左轴, 亿元)及同比增速(右轴)	6
图 7:月度企业债、公司债发行规模 (亿元)	6
图 8:资产支持证券发行规模(左轴, 亿元)及同比增速(右轴)	6
图 9:券商行业定向资管 (左轴, 亿元) 及环比增速 (右轴)	7
图 10:券商行业集合资管规模 (左轴, 亿元) 及环比 (右轴)	7
图 11:券商行业专项资管规模 (左轴, 亿元) 及环比 (右轴)	7
图 12:券商行业资管总规模 (左轴, 亿元) 及环比增速 (右轴)	7
图 13:截至 2018/12/7 市场质押股数 (亿股) 及占 A 股比例 (右轴)	7
图 14:截至 2018/12/7 市场质押股数 (亿股) 及占 A 股比例 (右轴)	7
图 15:截至 2018/12/15 非银金融板块累计下跌 20.12%	8
图 16:截至 2018/12/15 上市券商 PB (单位: 倍)	8
图 17:截至 2018/12/15 上市券商 PE (单位: 倍)	8
图 18:近 5 年申万证券 (III) 市盈率(TTM)(单位: 倍)	9
图 19:近五年申万证券 (III) 市净率 (单位: 倍)	9
图 20:截至 2018/12/15 上市券商累计涨跌幅	9
图 21:证券行业经纪业务平均佣金率	10
图 22:周新增投资者数量 (万人)	10
图 23:私募基金管理人登记月度趋势	11
图 24:当前券商 PB 业务服务内容	11
图 25:近年中国企业赴海外上市数量 (左轴) 及首发募资规模 (右轴, 亿美元)	12

表 目 录

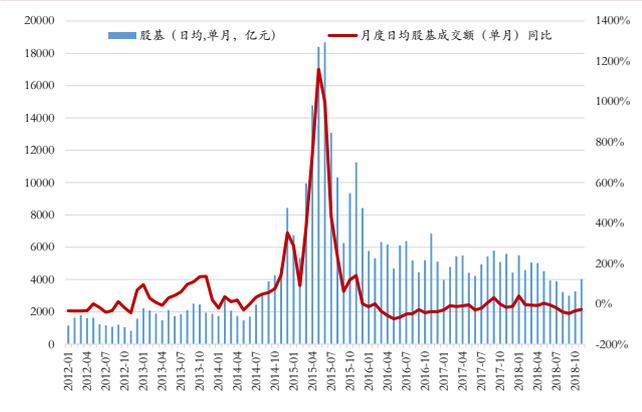
表 1: 截至 2018/12/15 证券公司境外并购数量及涉及交易金额	13
表 2: 截至 2018/12/15 行业并购数量及涉及金额	13
表 3: 上市券商 IPO 排队数量 (此处只列举前 20 家)	14
表 4: 2019 年行业盈利预测核心假设 (单位: 亿元)	17
表 5: 2019 年行业盈利预测 单位: (亿元)	17

1. 2018 年市场经营环境及券商板块表现回顾

1.1 2018 年市场经营环境回顾

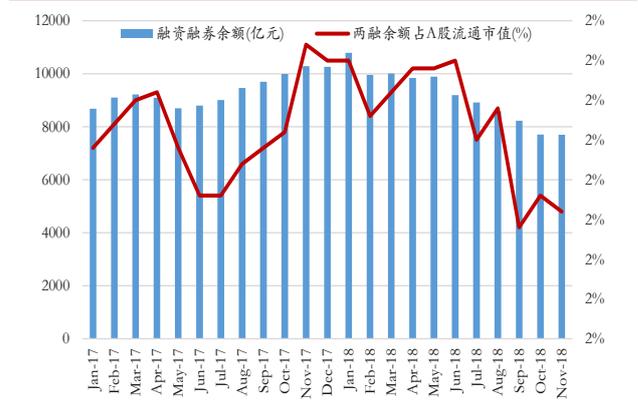
截至 2018 年 11 月末，A 股日均累计成交金额 4186 亿元，较去年同期下降 16.84%；A 股两融余额 7701 亿元，较去年同期下降 25.15%。

图 1:截至 2018 年 11 月月度日均股基成交额（左轴，亿元）及同比（右轴）



资料来源：WIND，渤海证券

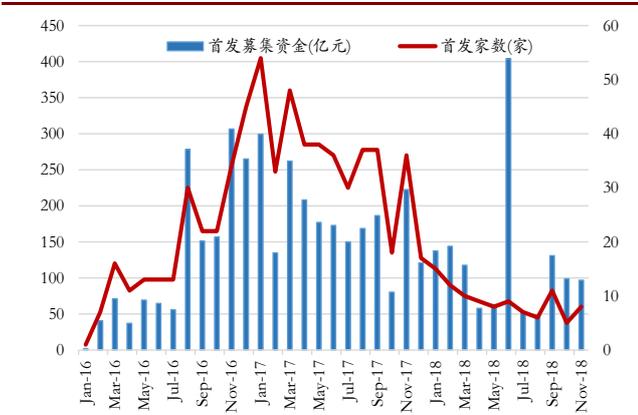
图 2:两融余额（左轴，亿元）及其占 A 股流通市值（右轴）



资料来源：WIND，渤海证券

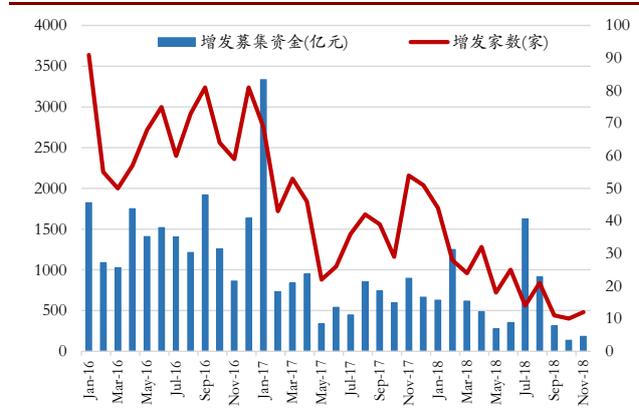
2018 年前 11 个月累计首发 96 家，同比下降 76.81%；累计首发募资规模 1330 亿元，同比下降 37.77%；平均每家 IPO 募资 13.86 亿元；前 11 个月累计增发家数 243 家，同比下降 48.52%；累计增发募资规模 6809 亿元，较去年同期下降 39.32%。

图 3:2018 年月度首发募资规模（左轴，亿元）及家数（右轴）



资料来源：WIND，渤海证券

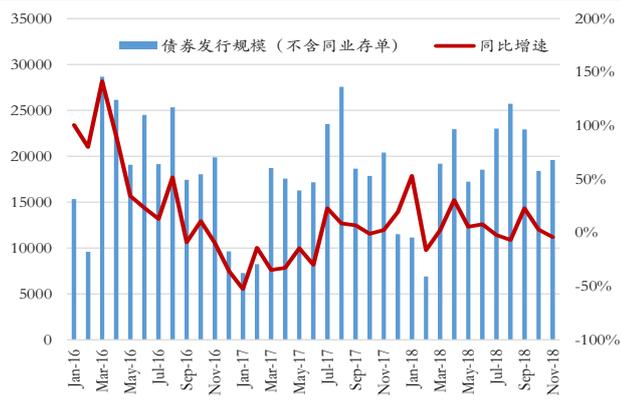
图 4:2018 年月度增发募资规模（左轴，亿元）及家数（右轴）



资料来源：WIND，渤海证券

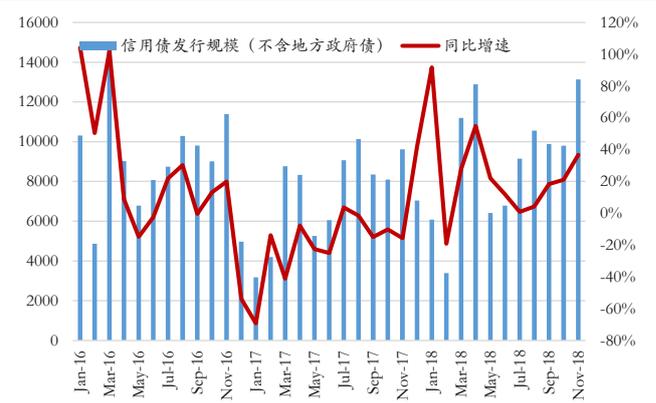
2018 年前 11 个月债券累计发行规模（不含同业存单）20.56 万亿元，同比上涨 6.38%。其中信用债累计发行规模（不含地方政府债）9.93 万亿元，同比上涨 22.54%；其中公司债累计发行规模 1.47 万亿元，较上年同期同比下降 41.33%；企业债累计发行规模 1887.88 亿元，同比下降 45.61%；资产支持证券发行规模 1.54 万亿元，同比上涨 31.46%。

图 5:债券发行规模(左轴, 亿元)及同比增速(右轴)



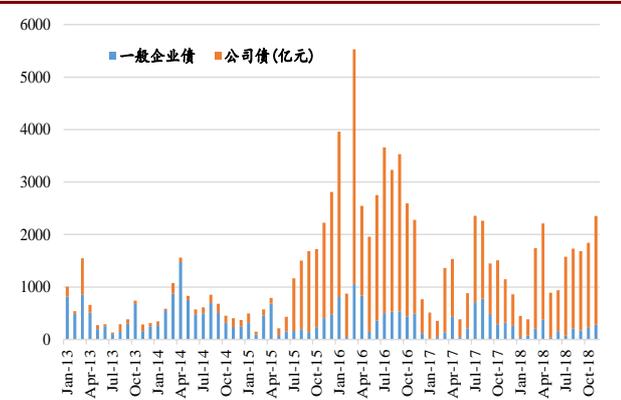
资料来源: WIND, 渤海证券

图 6:信用债发行规模(左轴, 亿元)及同比增速(右轴)



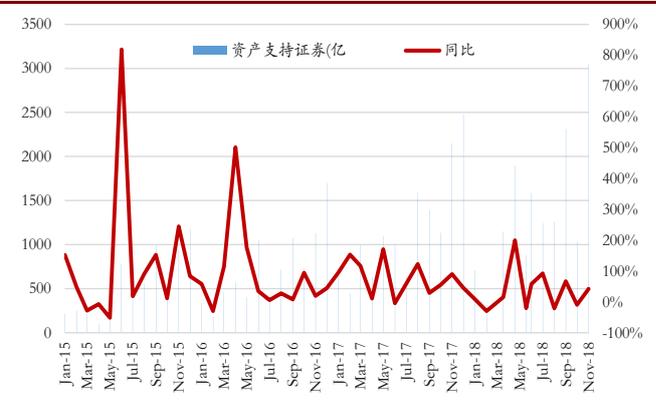
资料来源: WIND, 渤海证券

图 7:月度企业债、公司债发行规模 (亿元)



资料来源: WIND, 渤海证券

图 8:资产支持证券发行规模(左轴, 亿元)及同比增速 (右轴)



资料来源: WIND, 渤海证券

截至 2018 年三季度末，券商集合、定向、专项资管规模分别较年初下降 8.79%、17.66%、51.13%；较去年同期来看，集合、定向资管规模分别同比下降 12.09%、19.52%。专项资管规模的基金业协会统计口径在去年年底有所变化，故不进行同比比较。

图 9: 券商行业定向资管 (左轴, 亿元) 及环比增速 (右轴)



资料来源: WIND, 渤海证券

图 10: 券商行业集合资管规模 (左轴, 亿元) 及环比 (右轴)



资料来源: WIND, 渤海证券

图 11: 券商行业专项资管规模 (左轴, 亿元) 及环比 (右轴)



资料来源: WIND, 渤海证券

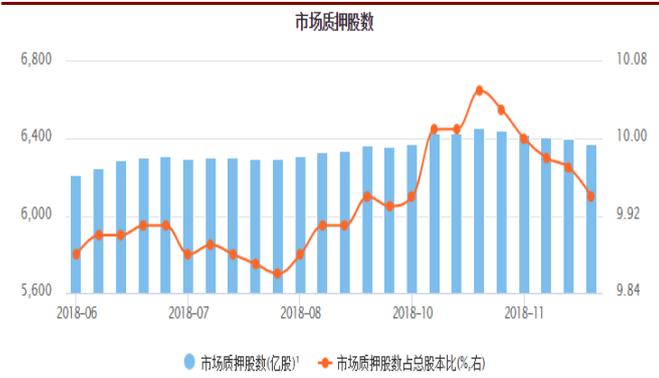
图 12: 券商行业资管总规模 (左轴, 亿元) 及环比增速 (右轴)



资料来源: WIND, 渤海证券

截至 2018/12/7 市场质押股数 6374.42 (亿股), 占 A 股总股本的 9.94%; 市场质押市值 4.55 万亿元。

图 13: 截至 2018/12/7 市场质押股数 (亿股) 及占 A 股比例 (右轴)



资料来源: WIND, 渤海证券

图 14: 截至 2018/12/7 市场质押市值 (亿元) 及占 A 股比例 (右轴)

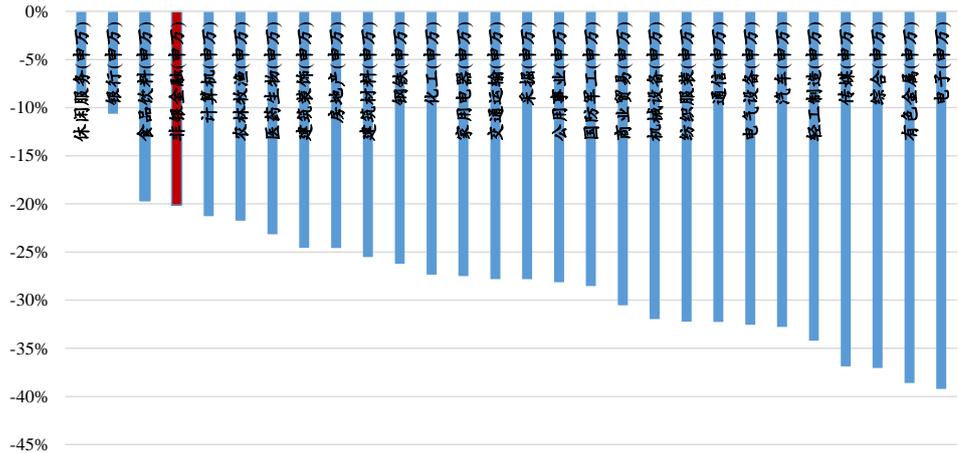


资料来源: WIND, 渤海证券

1.2 2018 年证券行业板块表现回顾

截至 2018/12/15 申万证券(III)累计下跌 22.50%。截至 2018 年 12 月 15 日，申万非银板块累计下跌 20.12%；其中子板块申万保险（III）累计下跌 15.95%，申万证券（III）累计下跌 22.50%，多元金融（III）累计下跌 33.65%。

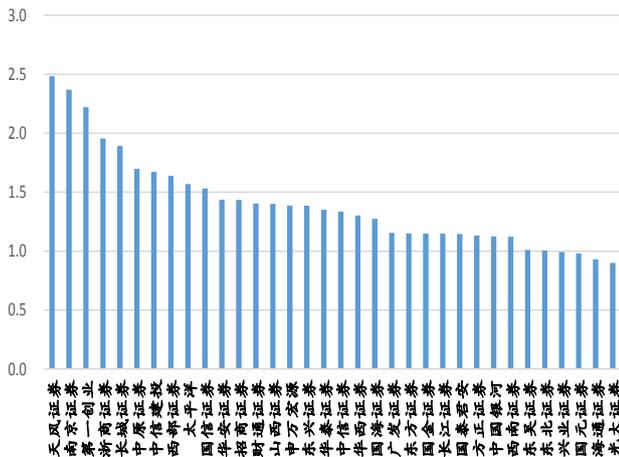
图 15:截至 2018/12/15 非银金融板块累计下跌 20.12%



资料来源：WIND, 渤海证券

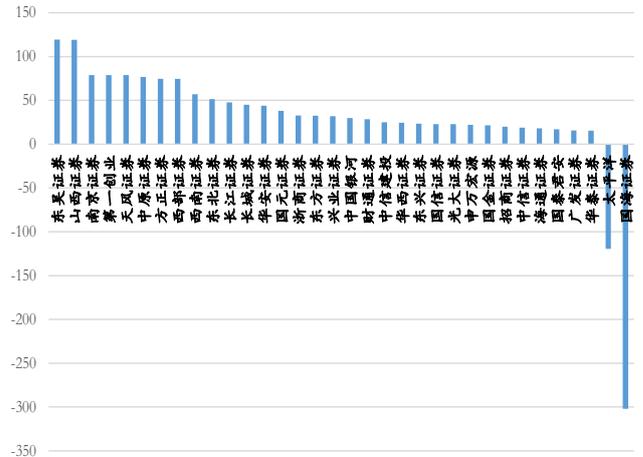
截至 2018/12/15 申万证券(III)板块市盈率 TTM（剔除负值）为 17.21 倍，其中光大证券、海通证券、国元证券 PB 最低，分别为 0.90 倍、0.93 倍以及 0.98 倍。

图 16:截至 2018/12/15 上市券商 PB（单位：倍）



资料来源：WIND, 渤海证券

图 17:截至 2018/12/15 上市券商 PE（单位：倍）



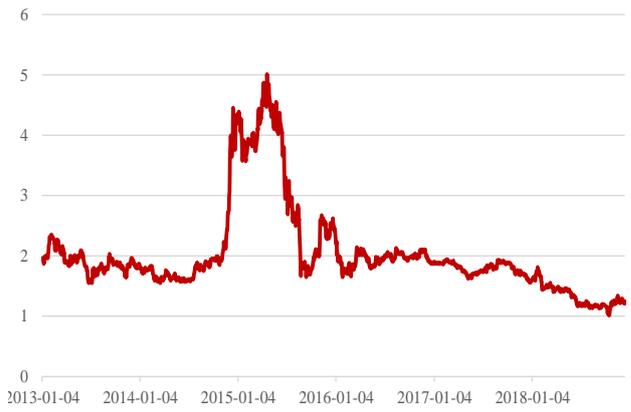
资料来源：WIND, 渤海证券

图 18:近 5 年申万证券 (III) 市盈率(TTM)(单位: 倍)



资料来源: WIND, 渤海证券

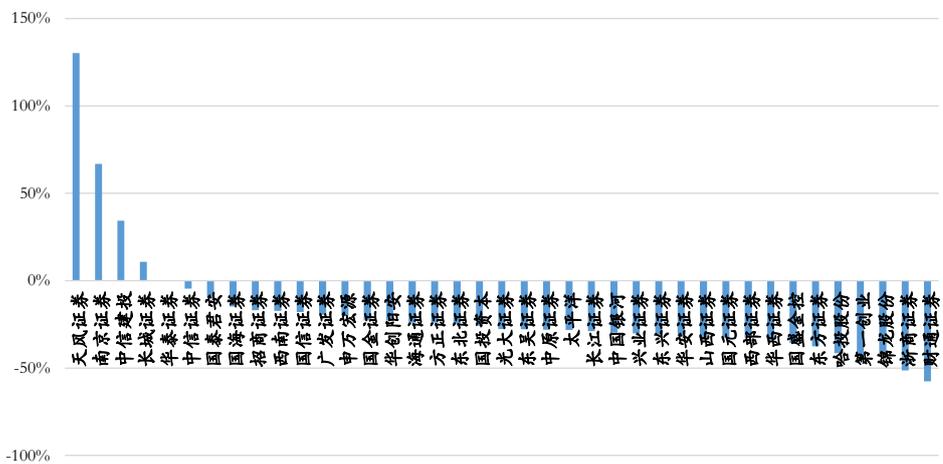
图 19:近五年申万证券 (III) 市净率 (单位: 倍)



资料来源: WIND, 渤海证券

截至 2018/12/15, 除天风证券 (+130.23%)、南京证券 (+66.85%)、中信建投 (+34.35%)、长城证券 (+10.78%) 这四家次新股累计大幅正增长以外, 只有华泰证券累计正增长+0.24%。累计跌幅最小的三家上市券商分别是中信证券、国泰君安以及国海证券, 分别累计下跌 4.56%、9.83%、14.83%。跌幅最大的三家上市券商分别为财通证券、浙商证券以及锦龙股份, 分别累计下跌 57.63%、51.30%、42.55%。

图 20:截至 2018/12/15 上市券商累计涨跌幅



资料来源: WIND, 渤海证券

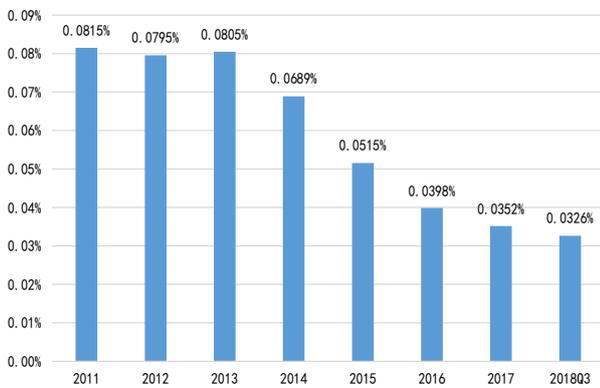
2.2019 年证券行业发展趋势

2.1 经纪业务佣金率持续下降, 降幅缩窄

截至 2018Q3, 行业平均经纪业务佣金率为 0.0326%, 较年初下降 7.25%。我

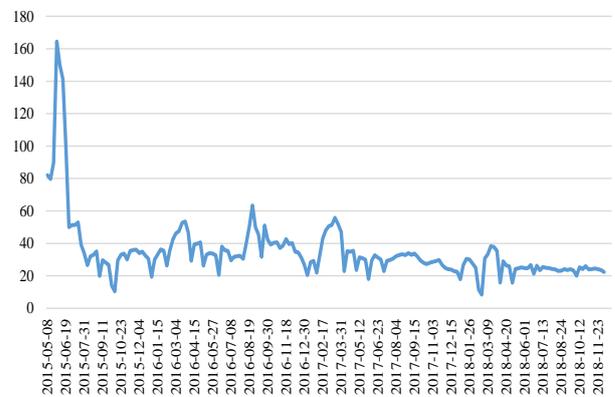
们预计 2019 年整个行业佣金率还会有小幅下跌（预测值为 0.0309%），但降幅会逐渐缩小。2018Q3 佣金率较年初下降 7.25%，我们预计佣金率在 2019 年末较 2018 年末降幅将在 5%左右。佣金率持续下降且降幅收窄的原因有二：一）前期（2014-2015 年中期左右）市场日均成交额过亿，券商逐步开始创新业务转型，经纪业务包括互联网经纪业务为了获客压低佣金率，以量补价，因此个别券商佣金率低至万分之二，一下子拉低整个行业的平均佣金率。但当时部分地方型券商在当地一些三四线城市具有地域优势，地方型券商的经纪业务佣金率依旧保持在较高的水平（万 5-万 8）。伴随互联网经纪不断传播，低经纪佣金率的不断传播，当前地方券商在三四线城市的佣金率也在不断下降，将继续拉低整个行业的经纪业务佣金率。二）根据当前 4300 亿左右日均股基成交额条件下，我们根据上市券商的经纪业务报表数据（代理买卖证券业务收入+交易单元席位租赁收入-代理买卖证券业务支出-交易单元席位租赁支出）计算得出保底佣金率为 0.0241%。但当前市场成交量小、新增客户数量少，再度压低佣金率将无法覆盖成本；另外监管层去年就叫停佣金战，很多券商也都倾向于提供具有附加值的服务来代替压低佣金的做法。结合以上两点，我们认为经纪业务行业平均佣金率在 2019 年将会持续下降，但降幅将会缩窄。

图 21:证券行业经纪业务平均佣金率



资料来源: WIND, 公司公告, 渤海证券

图 22:周新增投资者数量 (万人)

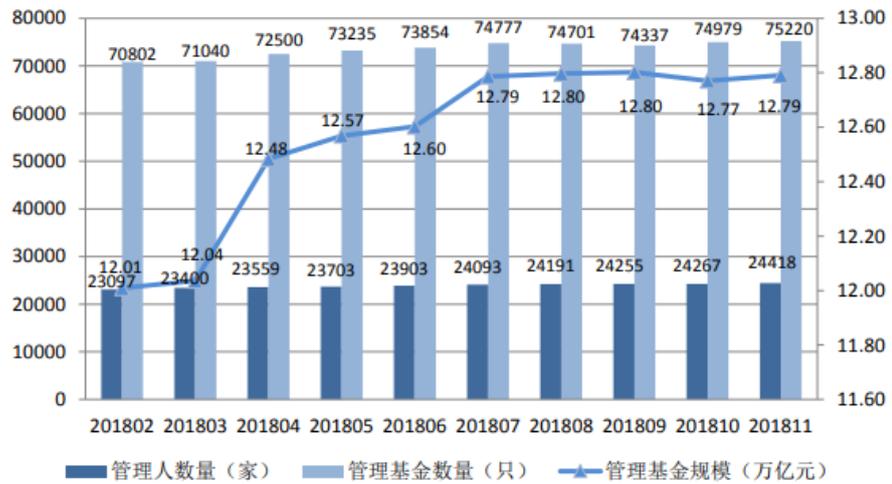


资料来源: WIND, 渤海证券

2.2 私募基金逐步规范, PB 跑马圈地成为收入增长源

虽然当前 PB 业务内容依旧相对单一，但伴随未来市场机制不断完善，私募机构对券商产品结构设计、融资融券、研究服务、估值核算能力、对接多层次资本市场的的能力需求将不断上涨，PB 业务会成为券商转型的另一突破口。截至 2018 年 11 月末，中基协已登记私募基金管理人 24418 家，已备案私募基金 75220 只，管理基金规模 12.79 万亿元，管理规模较年初（11.10 万亿元）上涨 15.23%。

图 23: 私募基金管理人登记月度趋势



资料来源: 基金业协会, 渤海证券

当前券商 PB 业务服务内容还较为简单, 但未来伴随市场不断完善, 机构客户对 PB 业务的需求会越来越旺盛, 尤其是资金支持上, 现在很多券商都开展私募比赛, 选出好的私募产品并为其通过 FOF 支持、产品代销、银行资金引荐、散户机构化等等募资手段提供资金支持。

图 24: 当前券商 PB 业务服务内容



资料来源: 渤海证券

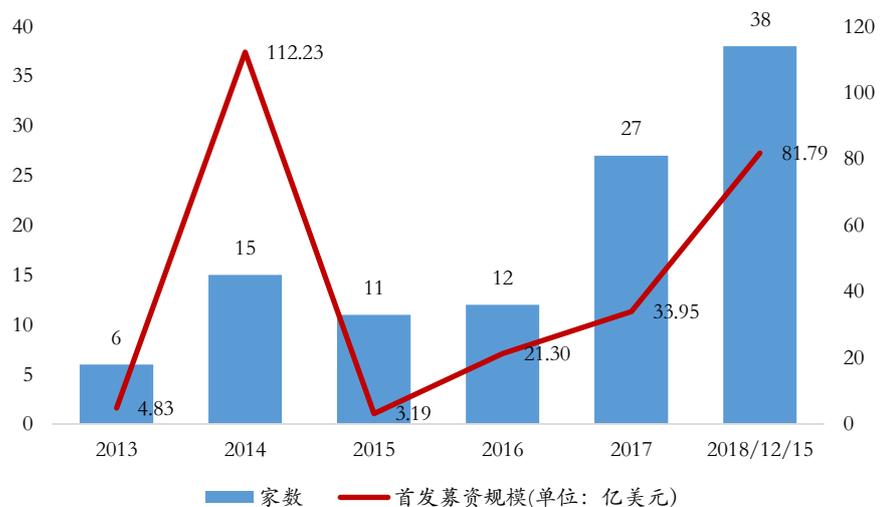
以高盛为例，高盛在 2011 年从养老基金、高净值个人以及机构投资者处共募集了 6 亿美元资金，准备创立一只基金，并用这个基金向 8-10 个初创对冲基金提供资金进行孵化。每只初创基金将从高盛的基金中得到 7500 万-1.5 亿美元的资金支持。高盛预期将通过收取母基金的管理费用获利，并且其支持的对冲基金也会接受高盛其他部门的业务，比如主经纪业务，给公司带来交易手续收入及利息差收入。一般情况下，对冲基金管理人的收入是其投资者的申购费（2%）以及其产品投资收益的 20%，提供资金孵化对冲基金的投资者将从这两笔收入中提出 15%-20% 作为孵化报酬。（资料来源：华尔街日报）

2.3 金融市场对外开放短期对国内证券行业影响较小，长期看外资进入对中资券商投行业务造成压力

截至目前，瑞银成为首家外资控股券商之后，摩根大通与野村证券建立持股 51% 证券公司的申请均已获得证监会反馈意见。当前国内多数合资券商业务牌照较为单一，比如中德证券（山西证券子公司）、东方花旗等合资券商只能专注投行业务，而逐步放开合资券商业务范围之后，将允许新设合资证券公司根据自身情况原则上申请 4 项业务，1 年后可以申请增加业务。

伴随外资券商逐步进入，我们认为对国内中资券商的影响主要集中在投行业务上。外资银行在投行业务，尤其是海外资本市场上融资上具有优势，对我国内资证券公司的投行业务形成竞争压力。

图 25:近年中国企业赴海外上市数量（左轴）及首发募资规模（右轴，亿美元）



资料来源：WIND，渤海证券 注：2014 年首发募资规模大幅上涨主要是由于阿里巴巴在美股上市

截至 2018/12/15 赴海外上市的中资企业数量较上一年全年同比上涨 40.74%，首发募资规模较上一年全年同比上涨 140.91%；中资企业赴海外上市数量大增。根据万得数据显示，截至 2018 年 12 月 15 日在海外上市的中国企业数量为 38 家，较 2017 年全年同比上涨 40.74%；首发募资规模 81.79 亿美元（按照 \$1=¥6.905 的汇率计算，约为 564.76 亿人民币），较去年全年同比上涨 140.91%。按照海外上市券商公布的招股说明书来看，平均每家募资规模 2.15 亿美元（按照上述汇率计算约为 14.85 亿元人民币），发行费率在 0.97% 左右（2018 年海外上市企业招股说明书披露的发行费用总和/其首发募资规模之和）。同期 A 股 IPO 家数 416 家，募资规模 2145 亿元人民币，平均每家募资规模 5.16 亿元。

外资券商熟悉海外市场环境，在中资企业海外收购上具备优势。当前我国部分产业、企业处于转型阶段，或通过收购海外企业来完成转型或产业升级，外资券商深耕海外市场多年，具备丰富的海外资源，能够帮助我国企业完成海外并购。中资券商在投行业务上将面临来自外资券商的巨大竞争压力。

表 1：截至 2018/12/15 证券公司境外并购数量及涉及交易金额

排名	机构名称	交易数量	交易金额（亿元）	市场份额
1	中信证券	3	429.20	18.52%
2	中金公司	5	336.37	14.52%
3	国金证券	1	280.55	12.11%
4	招商证券	3	247.00	10.66%
5	海通证券	2	195.59	8.44%
6	嘉林资本	5	193.99	8.37%
7	美林国际	1	155.00	6.69%
8	华泰联合	4	107.35	4.63%
9	瑞银证券	1	60.84	2.63%
10	华安证券	1	42.85	1.85%

资料来源：WIND，渤海证券

注：此处跨境并购的交易数量、交易金额以及市场份额是合并出境并购+入境并购+境外并购的数量按照万得的定义：1) 境内并购：交易买方及标的方均为境内公司；2) 出境并购：交易买方为境内公司，标的为境外公司；3) 入境并购：交易买方为境外公司，标的为境内公司；4) 境外并购：交易买方及标的方均为境外公司

表 2：截至 2018/12/15 行业并购数量及涉及金额

并购统计	2018 年（截至 2018/12/15）			2017 年		
	数量	金额(亿元)	同比	数量	金额(亿元)	同比
全部	11270	31049.42	-38.15%	9998	50201.38	53.53%
境内并购	10353	23067.30	-4.51%	9305	24155.99	8.30%
境外并购	438	2926.56	-85.42%	172	20073.36	7273.14%
出境并购	351	3233.36	-30.10%	425	4625.61	-53.42%

入境并购	126	1822.12	35.33%	96	1346.42	605.35%
------	-----	---------	--------	----	---------	---------

资料来源：WIND，渤海证券

按照万得的定义：1) 境内并购：交易买方及标的方均为境内公司；2) 出境并购：交易买方为境内公司，标的为境外公司；3) 入境并购：交易买方为境外公司，标的为境内公司；4) 境外并购：交易买方及标的方均为境外公司

除了股权承销业务以及并购业务之外，在债券发行承销方面，外资券商也具备优势。结合日本开放资本市场的进程来看，外资证券公司进入日本资本市场之后，武士债券和欧洲债券开始大规模发行，欧洲日元债券于 1984 年开放之后大批日本国内企业选择在欧洲离岸市场发行债券，债券境外融资成本低于日本境内融资成本、债券境外发行标准低于境内市场、债券境外发行流程速度要快于境内市场等等，种种便利、优势导致日本企业选择在境外发行债券，进而导致日本本土证券公司为了给其境内企业发行债券，提高风险偏好，压低债券承销费率，对日本境内的证券公司债券业务提出挑战。但这也从一定程度上促进了日本债券市场的发展以及日本证券公司投行业务的发展。

2.4 注册制试点对券商定价能力、销售能力提出高要求，利好大券商

注册制试点，对券商的定价能力、销售能力提出要求。我国之前实行核准制，发行价格需要得到证监会审批，从某种意义上来说企业上市的发行价格有监管背书。注册制下证监会对上市企业的发行价格不再核准，发行价格完全取决于证券公司基于对市场的理解能力上的定价能力以及销售能力。注册制的实施将对国内券商投行的定价能力以及承销能力提出考验。因此我们认为在注册制试点的初期，国内投行 IPO 承销规模集中度将进一步提升。

表 3: 上市券商 IPO 排队数量（此处只列举前 20 家）

上市券商	IPO 排队数量	上市券商	IPO 排队数量
中信建投	23	华泰联合	6
广发证券	19	国泰君安	6
中信证券	19	国元证券	5
招商证券	14	东吴证券	5
光大证券	9	华西证券	5
海通证券	8	申万宏源证券承销保荐	4
东兴证券	8	安信证券	3
国金证券	7	华林证券	3
国信证券	7	东北证券	3
长江证券承销保荐	7	兴业证券	2

资料来源：WIND，渤海证券

注：此处 IPO 排队数量包括已受理+已反馈+已预披露更新

2.5 资管新规给券商集合资管、旗下公募基金带来新机遇，利好主动管理能力强的券商

伴随中信银行宣布成立理财子公司，上市股份制银行都成立了理财子公司，但理财子公司的发展需要较长时间，这就导致一部分客户在当前这个窗口期从银行的理财产品转至权益类产品，比如券商的公募产品以及集合理财产品，因此扩大券商受托资产管理规模，进而利好券商的营收。在各类资管机构当中，银行理财一直在规模上遥遥领先于其他机构。银行理财以长期积累的储蓄客户作为基础，外加有承诺的保本理财，满足了客户的需求。但资管新规限制银行保本理财产品以及打破刚性兑付，银行保本理财的优势不再存在，而券商集合资管产品门槛对于一部分原先银行保本理财产品的投资者来说，进入门槛较高，风险承受能力要求相对较高。反而是拥有公募基金牌照的券商在面对这一部分低风险投资者，能够满足这部分投资者的需求，因此看好持有公募基金牌照的券商公募资管受托规模的扩大。

2.6 股票质押业务、两融业务虽可以成为券商稳定利息收入，但同质化竞争将逐步压低融资利率，息差逐步缩窄，有利于融资成本低、风控能力强的券商

前期中小企业融资需求导致券商股票质押业务规模大幅上涨，但今年市场大幅下跌，质押业务风险事件频频出现，券商股票质押业务受到重创进而侵蚀净资产质量，部分上市券商也遇到了跌破每股净资产的情况，券商针对股票质押业务风险开始大幅计提减值准备，对净利润产生一定负面影响，但由于经营数据基数大，股票质押业务风险对大券商营收负面影响要小于小券商。此外大券商融资渠道多，成本低于其他券商，因此在股票质押业务上，大券商可以凭借规模优势、成本优势获得稳定的利息收入。

3. 2019 年券商行业盈利预测

3.1 券商行业盈利预测核心假设

（一）经纪业务

我们预计 2019 年月度平均流通市值 52.50 万亿元的中性假设下，A 股日均股基成交额约为 5240 亿元，同比增长 24.60%。

（二）投行业务

1) 股权承销业务：中性假设下我们预计 2019 年 IPO 承销规模 1583 亿元。根据报道显示上交所表示 2019 年上半年科创板见成效。我们认为 2019 年科创板注册制将分流创业板和中小板的 IPO 排队企业。结合 2018 年 IPO 数据，我们预计 2019 年主板上市 58 家，募资规模 638 亿元。创业板+科创板+中小板上市企业 90 家，募资规模 945 亿元，合计 IPO 承销规模 1583 亿元。

监管层开放小额并购快速通道、调整信息披露准则等等，种种政策利好并购重组。我们预计再融资规模 2019 年也将上涨，再融资规模在 9235 亿元左右，较今年同比上涨 33.34%。

2) 债券承销业务：我们预计 2019 年债券承销规模 5.49 万亿元，较 2018 年同比上涨 5%左右。

（三）资管业务

我们预计 2019 年券商行业定向资管的规模降幅约为 20%，降至 8.06 万亿元；财富管理市场空间大，券商抢夺集合资管业务，2019 年集合资管规模有望同比上涨 15%达到 2.45 万亿元左右；预计专项资管规模同比上涨 10%至 49 亿元左右。综上，我们预计 2019 年券商行业资产管理规模为 11.14 万亿元左右，同比降幅约为 12.22%。

（四）自营业务

我们预计 2019 年行业自营规模、投资收益率将与 2018 年基本持平。

（五）信用业务

我们预计 2019 年两融余额较 2018 年有小幅上升，预计 2019 年月均两融余额约为 9598 亿元。根据 2018 年的行业数据，行业平均融资利率为 8.42%。券商融资成本平均 4.85%，净息差 3.57%。我们认为 2019 年融资业务的净息差将持平维持在 3.57%左右或小幅下跌。

2018年3、4月份以来券商逐步放缓股票质押业务规模扩张，当前股票质押业务费率依旧在6.5%左右，融资成本4.85%左右，净息差1.65%左右。我们认为2019年股票质押业务费率将继续保持当前水平或有小幅下降。

表4：2019年行业盈利预测核心假设（单位：亿元）

核心假设	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
日均股基交易额	11001	5613	4982	4205	5240	5481
yoy	243.78%	-48.98%	-11.24%	-15.59%	24.60%	4.60%
经纪业务佣金率	0.051%	0.038%	0.034%	0.0325%	0.0309%	0.0309%
yoy	-23.88%	-25.49%	-10.53%	-4.35%	-5.00%	0.00%
IPO 融资规模	1578	1634	2301	1438	1583	1662
yoy	136.23%	3.55%	40.82%	-37.49%	10.05%	5.00%
再融资规模	11715	17217	12700	6926	9235	9697
yoy	68.01%	46.97%	-26.24%	-45.46%	33.34%	5.00%
债券承销规模	29300	50800	45516	52313	54928	57750
yoy	46.50%	73.38%	-10.40%	14.93%	5.00%	5.14%
月均融资融券余额	11742	9500	9395	9181	9598	10630
yoy	14.49%	-19.09%	-1.11%	-2.28%	4.55%	10.75%
集合资管规模	15574	21938	21125	21336	24537	28217
yoy	246.09%	40.86%	-3.71%	1.00%	15.00%	15.00%
定向资管规模	101580	146857	143938	100757	80605	64484
yoy	56.28%	44.57%	-1.99%	-30.00%	-20.00%	-20.00%
专项资管规模	1793.75	4315	89	45	49	54
yoy	389.43%	140.56%	-97.94%	-49.96%	10.00%	10.00%

资料来源：WIND，渤海证券

3.2 券商行业盈利预测

中性假设下，我们预计2019年行业实现营收2420亿元，同比增长1.73%；实现净利润678亿元，同比增长9.56%。

表5：2019年行业盈利预测 单位：（亿元）

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	5752	3280	3113	2379	2420	2525
yoy	120.98%	-42.98%	-5.09%	-23.58%	1.73%	4.34%
经纪业务	2691	1053	821	643	756	790
yoy	156.53%	-60.87%	-22.03%	-21.74%	17.61%	4.60%
投行业务	532	684	509	302	375	380
yoy	72.17%	28.57%	-25.58%	-40.68%	24.31%	1.13%
承销保荐收入	394	520	384	213	250	255

请务必阅读正文之后的免责条款部分

财务顾问	138	164	125	89	125	125
投资业务	1414	568	861	740	777	816
<i>yoy</i>	99.15%	-59.83%	51.58%	-14.05%	5.00%	5.00%
资产管理业务	275	296	310	283	283	295
<i>yoy</i>	121.77%	7.64%	4.73%	-8.86%	0.07%	4.34%
利息净收入	591	382	348	210	200	209
<i>yoy</i>	32.51%	-35.36%	-8.90%	-39.66%	-5.00%	5.00%
投资咨询	45	51	34	27	30	35
<i>yoy</i>	104.55%	13.33%	-33.33%	-20.59%	11.11%	16.67%
净利润	2448	1234	1130	619	678	758
<i>yoy</i>	154.18%	-49.59%	-8.43%	-45.26%	9.56%	11.80%

资料来源：WIND，渤海证券

4. 投资策略

从 2019 年券商行业发展趋势来看：

1) 经纪业务佣金率将持续小幅下行，需要依靠财富管理完成经纪业务转型，财富管理的客户佣金率都相对较高，对券商全产业链专业服务要求较高，财富管理业务提升券商经纪业务的利润率，看好财富管理业务转型发展的券商；

2) 证券承销净收入 2018 前三季度 CR5（证券承销业务净收入前五名券商的收入之和/整个行业承销业务净收入）为 46.61%，股债承销规模 CR5 为 43.95%，我们认为 2019 年股债承销业务将继续保持高的市占率，此外并购重组逐步放开，利好投行业务能力强的券商；

3) 监管层表示衍生品业务要成熟一项，开放一项。结合场外衍生品业务的规范过程来看，监管层在衍生品业务上对公司风险控制的能力、专业能力、资金能力要求较高，同样利好专业能力强的大中型券商；

4) 主动管理能力强的券商品牌效应好，财富管理需求高带动券商主动管理能力强的券商营收持续高增长，同时带动券商的投资收益上涨，增加公司业绩弹性；

综上所述，2019 年证券板块投资逻辑主要分为两点：1) 一季度如果 A 股市场风险偏好上升，看好中小券商、次新股反弹，建议关注中信建投（601066.SH）；2) 专业能力强的大型券商，建议关注：中信证券（600030.SH）、华泰证券（601688.SH）、招商证券（600999.SH）。

5. 风险提示

市场交易不如预期导致券商经营业绩下滑

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门副经理)
+86 22 2845 1975
王磊
+86 22 2845 1802

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
张冬明
+86 22 2845 1857
陈兰芳

新材料行业研究

张敬华
+86 10 6810 4651

电力设备与新能源行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
刘秀峰
+86 10 6810 4658
滕飞
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

赵波
+86 22 2845 1632
甘英健
陈晨

通信行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602

节能环保行业研究

张敬华
+86 10 6810 4651
刘蕾
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
杨旭
+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

洪程程
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

金融科技行业研究

王洪磊 (部门副经理)
+86 22 2845 1975
张源

传媒行业研究

姚磊

固定收益研究

冯振
+86 22 2845 1605
夏捷
+86 22 2386 1355

金融工程研究

宋昶
+86 22 2845 1131
刘洋
+86 22 2386 1563
李莘泰
+86 22 2387 3122
张世良

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
李元玮
+86 22 2387 3121
郝惊
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩

宏观研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
张扬
+86 22 28451945
孟凡迪

博士后工作站

朱林宁 资产配置
+86 22 2387 3123
张佳佳 资产配置
张一帆 公用事业、信用评级

综合质控&部门经理

齐艳莉
+86 22 2845 1625

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

白骥玮
+86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn