

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年02月11日

分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

✉ liuwq@cgws.com

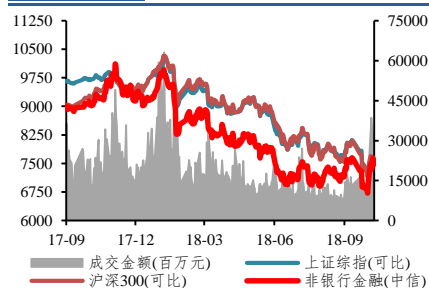
联系人（研究助理）：谢欣洳

S1070118090028

☎ 0755-83660814

✉ xiexinru@cgws.com

股价走势图



数据来源：wind

相关报告

<<注册制延后下 A 股发行制度迎双轨制变革，龙头券商将迎饕餮盛宴>> 2018-04-01

<<分红吸引力可能有所下降，证券公司年报行情带来的脉冲式机会仍值得期待>>

2018-03-11

<<保险行业资产负债错配，新规实施料将利好大型险企>> 2018-02-25

# 拟放开专业机构投资者直连券商端口，增量正规军入市以激活市场可期

## ——关于《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定（征求意见稿）》点评

### 核心观点

#### ■ 要点 1：券商分类评级导向入围明确

以券商分类评级为导向明确入围名单。《规定》明确券商从事交易信息系统外部接入活动应当符合表 1 所列示的条件并向中国证监会备案。经统计，近三年分类结果中至少有两年在 A 级或者以上级别的券商共有 36 家，而近三年分类结果中至少有一年在 A 级或者以上级别的券商共有 59 家。因此，基本可以判断从事交易信息系统外部接入活动的券商应该从这 59 家券商中产生，占 131 家券商的 45.03%。

#### ■ 要点 2：严格遵循投资者适当性管理原则

《证券期货投资者适当性管理办法》第八条规定专业投资者需满足五大规定，而《规定》指出，证券公司可以为符合《证券期货投资者适当性管理办法》第八条第一项或第三项规定，且自身存在合理交易需求的专业投资者提供交易信息系统外部接入服务。

#### ■ 要点 3：短期影响或相对有限，中长期影响深远

券商开放直连柜台交易，监管层发出强烈政策面信号。

此次《规定》明确了券商接口放开后，只要量化私募管理人拥有自己的系统，便可直连券商柜台，不需要在托管环境下的文本交互来交易，极大减小了交易延迟与成本。但我们重申，PB 系统作为券商重要的服务私募机构的平台，仍将发挥着托管、外包、清算等重要功能。我们认为，这是监管层监管思路的重要转变，在《关于证监会连续发布三项重磅政策的点评-监管层多箭齐发助力市场活跃度进一步提升，继续推荐龙头券商配置》有所阐述。

规定总体较严，短期内有待监管层进一步明示以引导合法合规资金入市。

正如《规定》所述，整体是比较严格的，部分细节还需细化与明确，所以估计新增资金入市短期内难形成规模效应，影响将是逐步显现的过程。我们认为，如规定券商应当运用信息技术手段对投资者账户信息和交易系统验证，拒绝未经许可的投资者账户和交易系统接入，券商应当采取有效措施防范协议破解、外挂依附、文件交换等其他变相方式违规接入。叠加券商内部多重的风控要求，程序化交易可能还需要时间。

对券商提出更高的要求，加大信息系统投入与更严格的风控要求。

券商需要具备专业的能力和完善的机制来防止系统程序的风险和问题。因此，券商会更加审慎地放开端口给客户。同时，为了发展这一业务，券商将把相关的制度、系统做得更成熟，打造真正的硬核科技竞争力，可详见《券商行业 2019 年投资策略报告：变革孕育希望与未来，应从容布局》部分所阐述的内容。而对于开通量化接口，并不是所有的私募或者公司愿意把自己的数据放到券商提供的云上面，因为考虑到安全的问题，但是使用数据和接口，这是确定的方向。此外，我们亦认为，未来金融类 IT 公司有望受益，投资者可积极关注。

**有望为入围券商收入带来一定规模的业务增量。**

短期内开放 API 对券商业绩影响可能相对有限。2018 年 A 股累计日均股基成交金额约为 4140 亿元，若量化交易活跃度能够提升 50%，换手率有望提升，那么对两市日均成交贡献约为 6%-7%，有望提升至 4388-4430 亿元。考虑到整体看，量化私募基金佣金率约为 2%%，整体对券商佣金收入提升相对有限。从前述机构持股数据发现，截止到 2018Q3 私募证券投资基金持股市值约为 2212 亿元，而该类基金 2018 年底的资管规模为 2.2 万亿元，入市的空间仍旧较大，对市场整体活跃度提升形成积极的影响。

而对于前文所述的 QFII、RQFII 等机构作为合格且可接入 API 的专业投资者，截止 2018Q3 QFII 持股市值为 1381 亿元，截止 2019 年 1 月底 QFII 投资累计额度高达 1013.46 亿美元，进入 A 股的空间巨大。

#### **要点 4：投资建议**

重点推荐华泰证券（预计成为第一家 A+H+G 内地券商，2019 年度金股，可参见前期深度报告《华泰证券：双百混改增资再攀高峰，均衡化多元化业务不断发力》）、国泰君安、广发证券等，港股关注中金公司等；互联网券商东方财富。关注次新股类弹性标的：南京证券、中信建投证券等，风险偏好高的投资者可积极关注与配置；部分为关联券商未列出。

- **风险提示：中美贸易摩擦加剧风险；宏观经济下行风险；股市系统性下跌风险；监管政策风险。**

## 目录

1. 事件.....	5
2. 事件点评.....	5
2.1 券商分类评级导向入围明确.....	5
2.2 严格遵循投资者适当性管理原则.....	9
2.3 短期影响或相对有限，中长期影响深远.....	10
2.3.1 券商开放直连柜台交易，监管层发出强烈政策面信号.....	10
2.3.2 规定总体较严，短期有待监管层进一步明示以引导合法合规资金入市 ...	12
2.3.3 对券商提出更高的要求，加大信息系统投入与更严格的风控要求.....	13
2.3.4 有望为入围券商收入带来一定规模的业务增量.....	15
3. 投资建议.....	18
4. 风险提示.....	19

**图表目录**

图 1: 2015-2018 年券商评级大类分布情况.....	8
图 2: 2015-2018 年券商评级细分情况.....	8
图 3: 机构投资者持股情况（去除一般法人）.....	9
图 4: 机构投资者持股情况.....	10
图 5: PB 业务链条.....	11
图 6: 高盛历年研发费用及占营收的比重.....	15
图 7: 摩根士丹利历年研发支出及占营收的比重.....	15
图 8: A 股日均成交量及成交金额.....	15
图 9: A 股市值换手率 单位: %.....	15
图 10: 金融市场资产管理规模情况.....	16
图 11: RQFII 投资额度增长 单位: 亿元.....	18
图 12: QFII 投资额度企稳 单位: 亿美元.....	18
图 13: 上市券商 PB 估值与 ROE 关系图.....	19
表 1: 证券公司从事交易信息系统外部接入活动需满足的条件.....	5
表 2: 2016-2018 年评级至少两年在 A 级以上的券商.....	5
表 3: 2016-2018 年评级至少一年在 A 级以上的券商.....	6
表 4: 2017 年度证券公司信息技术投入考核值前 20 名 单位: 万元.....	8
表 5: 投资者接入要求.....	9
表 6: 证券投资基金托管人名录（截止 2018 年底）.....	11
表 7: 2018 年金融机构托管规模及费用收入.....	11
表 8: 历次股指期货开仓数量限制规则调整情况.....	13
表 9: 2017 年上市券商信息技术人员比重计研发投入金额对比.....	14
表 10: 证券公司私募主动管理资产月均规模前 20 名（2018 年）.....	16
表 11: 证券公司私募资产管理月均规模前 20 名（2018 年）.....	17
表 12: 2018 年私募基金展业情况.....	17

# 1. 事件

2月1日，证监会发文就《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定》向社会公开征求意见。证监会表示交易信息系统外部接入是指证券公司通过提供信息系统接口或其他信息技术手段，接入投资者交易系统并接收投资者交易和查询指令的行为。现实中，部分专业投资者存在借助交易信息系统外部接入实现分仓管理、统一风控以及交易策略执行等需求。

《规定》共26条，主要包括四方面内容，就总则、基本要求、全程管理要求及监督管理做了具体规定。

# 2. 事件点评

## 2.1 券商分类评级导向入围明确

以券商分类评级为导向明确入围名单。《规定》明确券商从事交易信息系统外部接入活动应当符合表1所列示的条件并向中国证监会备案。经统计，近三年分类结果中至少有两年在A级或者以上级别的券商共有36家，而近三年分类结果中至少有一年在A级或者以上级别的券商共有59家。因此，基本可以判断从事交易信息系统外部接入活动的券商应该从这59家券商中产生，占131家券商的45.03%。

**表 1: 证券公司从事交易信息系统外部接入活动需满足的条件**

序号	具体规定
1	近三年分类结果中至少有两年在A级或者以上级别
2	信息系统运行安全、稳健，最近一年内未频繁发生信息安全事件或发生重大及以上级别信息安全事件
3	建立完善、清晰的管理制度和操作规程
4	配备充足的合规管理、风险管理及信息技术管理人员
5	具备交易信息系统外部接入风险识别、监测、防范能力
	可以不受序号1限制
1	近三年分类结果中至少有一年在A级或者以上级别
2	近一年经纪业务交易手续费净收入中特殊法人机构占比超过50%
3	近三年信息技术投入考核值平均排名位于行业前20名

资料来源：证监会，长城证券研究所

**表 2: 2016-2018 年评级至少两年在 A 级以上的券商**

序号	公司名称	2016 年级别	2017 年级别	2018 年级别
1	安信证券	A	A	A
2	财通证券	A	A	A
3	长城证券	A	BBB	A
4	东方证券	AA	A	AA
5	东海证券	A	A	BBB
6	东莞证券	A	A	A
7	东吴证券	A	A	A

序号	公司名称	2016 年级别	2017 年级别	2018 年级别
8	高华证券	A	A	A
9	光大证券	AA	A	A
10	广发证券	BBB	AA	AA
11	国金证券	AA	A	A
12	国开证券	BBB	A	A
13	国联证券	A	BBB	A
14	国泰君安	AA	AA	AA
15	国信证券	BBB	A	A
16	国元证券	A	A	BBB
17	海通证券	BBB	AA	AA
18	红塔证券	A	A	A
19	华安证券	A	A	A
20	华福证券	A	A	A
21	华融证券	A	AA	BBB
22	华泰证券	BBB	AA	AA
23	华西证券	AA	A	A
24	南京证券	A	A	A
25	平安证券	A	A	AA
26	申万宏源	AA	AA	AA
27	天风证券	BBB	A	A
28	银河证券	A	AA	AA
29	招商证券	AA	AA	AA
30	浙商证券	BBB	A	A
31	中金公司	A	AA	AA
32	中泰证券	A	A	BBB
33	中信建投	AA	AA	AA
34	中信证券	BBB	AA	AA
35	中银国际	A	A	A
36	中原证券	A	A	C

资料来源: choice, 长城证券研究所

**表 3: 2016-2018 年评级至少一年在 A 级以上的券商**

序号	公司名称	2016 年级别	2017 年级别	2018 年级别
1	安信证券	A	A	A
2	渤海证券	BBB	A	BBB
3	财达证券	A	BBB	BBB
4	财通证券	A	A	A
5	长城证券	A	BBB	A
6	长江证券	BB	A	BBB
7	大通证券	A	BBB	BBB
8	东北证券	A	BBB	BBB
9	东方财富	BB	BBB	A
10	东方证券	AA	A	AA
11	东海证券	A	A	BBB

序号	公司名称	2016 年级别	2017 年级别	2018 年级别
12	东莞证券	A	A	A
13	东吴证券	A	A	A
14	东兴证券	BB	BBB	A
15	方正证券	C	C	A
16	高华证券	A	A	A
17	光大证券	AA	A	A
18	广发证券	BBB	AA	AA
19	广州证券	BBB	A	BBB
20	国金证券	AA	A	A
21	国开证券	BBB	A	A
22	国联证券	A	BBB	A
23	国泰君安	AA	AA	AA
24	国信证券	BBB	A	A
25	国元证券	A	A	BBB
26	海通证券	BBB	AA	AA
27	恒泰证券	A	CCC	BB
28	红塔证券	A	A	A
29	华安证券	A	A	A
30	华宝证券	BBB	BBB	A
31	华创证券	BBB	BB	A
32	华福证券	A	A	A
33	华林证券	BBB	A	BB
34	华融证券	A	AA	BBB
35	华泰证券	BBB	AA	AA
36	华西证券	AA	A	A
37	江海证券	BBB	BBB	A
38	民生证券	CC	A	BBB
39	南京证券	A	A	A
40	平安证券	A	A	AA
41	山西证券	BBB	B	A
42	申万宏源	AA	AA	AA
43	太平洋	BBB	A	BB
44	天风证券	BBB	A	A
45	西部证券	A	BBB	BB
46	西南证券	A	C	BBB
47	湘财证券	BBB	BBB	A
48	信达证券	A	CC	BBB
49	兴业证券	BBB	BBB	A
50	银河证券	A	AA	AA
51	招商证券	AA	AA	AA
52	浙商证券	BBB	A	A
53	中金公司	A	AA	AA
54	中泰证券	A	A	BBB
55	中投证券	A	CCC	-

序号	公司名称	2016 年级别	2017 年级别	2018 年级别
56	中信建投	AA	AA	AA
57	中信证券	BBB	AA	AA
58	中银国际	A	A	A
59	中原证券	A	A	C

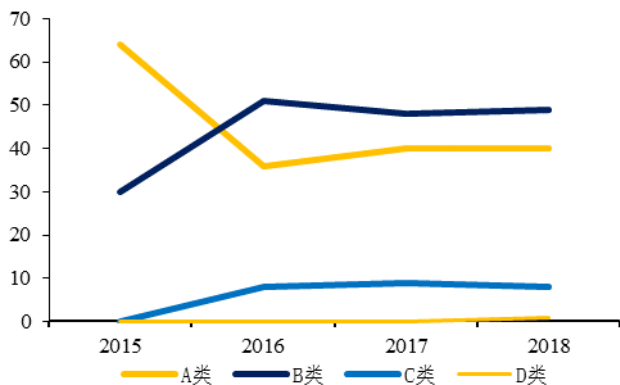
资料来源: choice, 长城证券研究所

表 4: 2017 年度证券公司信息技术投入考核值前 20 名 单位: 万元

序号	公司名称	信息技术投入考核值
1	平安证券	43,858
2	中金公司	43,205
3	中信证券	36,705
4	华泰证券	28,320
5	国泰君安	25,203
6	中泰证券	24,744
7	国信证券	24,604
8	东方证券	23,312
9	招商证券	19,147
10	海通证券	18,648
11	广发证券	18,418
12	中信建投	18,399
13	银河证券	18,170
14	安信证券	17,405
15	申万宏源	14,287
16	方正证券	13,070
17	东兴证券	12,095
18	华宝证券	12,002
19	兴业证券	10,951
20	光大证券	10,940

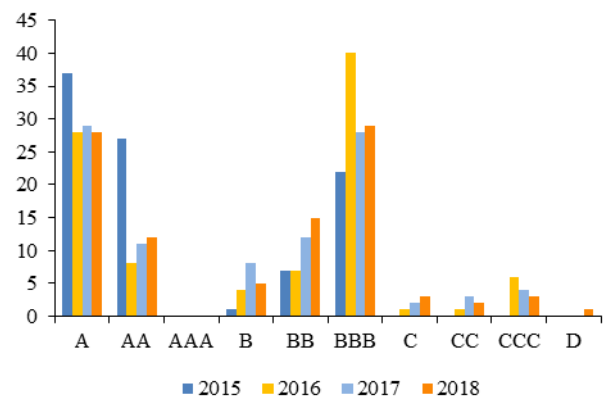
资料来源: 证券业协会, 长城证券研究所, 1、信息技术投入考核值=本年信息技术投入+本年信息技术人员薪酬\*120%-上年专项合并营业收入\*3%; 2、2016 年、2017 年新成立的证券公司不纳入此项统计排名; 3、该指标中位数为 4563 万元, 不低于中位数的为排名前 47 位的公司。

图 1: 2015-2018 年券商评级大类分布情况



资料来源: 证监会, 长城证券研究所

图 2: 2015-2018 年券商评级细分情况



资料来源: 证监会, 长城证券研究所

## 2.2 严格遵循投资者适当性管理原则

《证券期货投资者适当性管理办法》第八条规定专业投资者需满足五大规定，而《规定》指出，证券公司可以为符合《证券期货投资者适当性管理办法》第八条第一项或第三项规定，且自身存在合理交易需求的专业投资者提供交易信息系统外部接入服务。

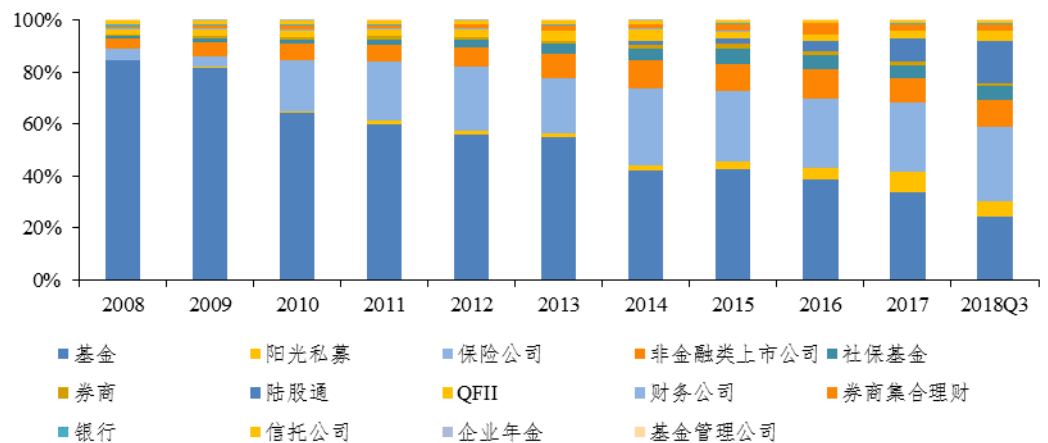
而对于私募基金管理人应当为私募证券投资基金管理人，最近一年末管理产品规模不低于 5 亿元，且接入的产品应当经中国证券投资基金业协会备案。而证监会也指出了，除《规定》类型的投资者以外，确有合理接入需求的，券商可以向证监会提交业务创新试点申请。证监会可以委托中证信息开展安全、合规管理有效性评估。我们认为，在《证券期货投资者适当性管理办法》还存在着《规定》之外的第一项规定的机构面向投资者发行的理财产品，同时符合最近 1 年末净资产不低于 2000 万元等三项条件的法人或者其他组织，以及部分满足条件的自然人投资者，但预计纳入机会不大。数据显示，代表产业资本的一般法人持股比例高达 84.54%，若剔除后，保险公司、基金、陆股通、阳光私募、社保基金、QFII 等持股靠前，具有一定的量化对冲需求。

表 5: 投资者接入要求

序号	具体机构
1	经有关金融监管部门批准设立的金融机构，包括证券公司、期货公司、基金管理公司及其子公司、商业银行、保险公司、信托公司、财务公司等；经行业协会备案或者登记的证券公司子公司、期货公司子公司、私募基金管理人。
2	社会保障基金、企业年金等养老基金，慈善基金等社会公益基金，合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外机构投资者（RQFII）。

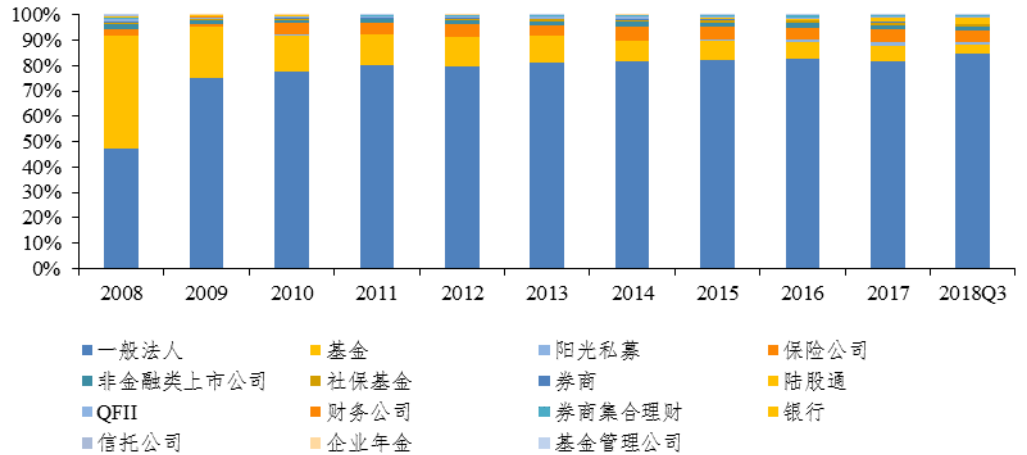
资料来源：证监会，长城证券研究所

图 3: 机构投资者持股情况（去除一般法人）



资料来源：wind，长城证券研究所

图 4：机构投资者持股情况



资料来源: wind, 长城证券研究所

## 2.3 短期影响或相对有限，中长期影响深远

### 2.3.1 券商开放直连柜台交易，监管层发出强烈政策面信号

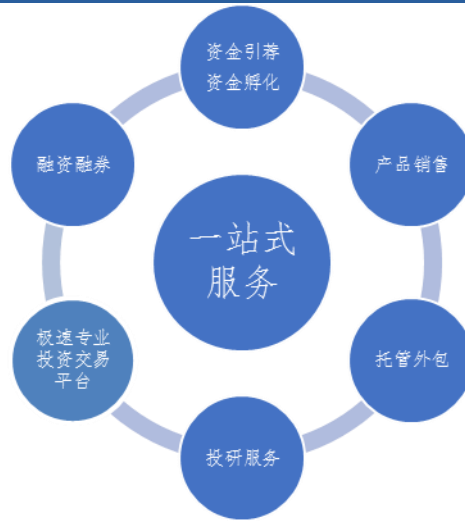
监管拟放开合格投资者直连券商系统，政策层面信号释放明确。2015 年股市异常波动主要是场外配资所导致，不少投资者利用交易系统实现杠杆配资，再接入券商 PB 系统，券商无法进行有效监控，也不便于监管部门统计杠杆数据。

此次《规定》明确了券商接口放开后，只要量化私募管理人拥有自己的系统，便可直连券商柜台，不需要在托管环境下的文本交互来交易，极大减小了交易延迟与成本。我们认为，这是监管层监管思路的重要转变，在《关于证监会连续发布三项重磅政策的点评-监管层多箭齐发助力市场活跃度进一步提升，继续推荐龙头券商配置》有所阐述。

但我们重申，PB 系统作为券商重要的服务私募机构的平台，仍将发挥着托管、外包、清算等重要功能。当前，银行凭借着强大的代销能力，托管常常与代销绑定而获得了较大的市场份额，而券商的优势在于托管之外提供 PB 等外包服务，单纯托管业务的利润蛋糕相对有限，但能撬动其他业务发展。

2018 年证监会公布的证券市场基金托管人共有 44 家，其中券商共 16 家，包括海通证券、国信证券、招商证券、广发证券、国泰君安证券、中国银河、华泰证券、中信证券、兴业证券、中信建投证券、中金公司、中泰证券、国金证券等。除上述具备私募或公募基金托管资格的 16 家券商外；不完全统计单独获得外包服务资格的券商约有 20 家，其中只具备外包服务资格尚未获得托管资格的券商，在为私募或公募基金服务时需要寻求其他合作伙伴提供托管。而目前在 PB 领域具有自身特色的券商，有如中信证券、国泰君安、招商证券、广发证券、国金证券等。

图 5: PB 业务链条



资料来源: 根据公开业务资料整理, 长城证券研究所

表 6: 证券投资基金托管人名录 (截止 2018 年底)

序号	托管人名称
1	海通证券股份有限公司
2	国信证券股份有限公司
3	招商证券股份有限公司
4	广发证券股份有限公司
5	国泰君安证券股份有限公司
6	中国银河证券股份有限公司
7	华泰证券股份有限公司
8	中信证券股份有限公司
9	兴业证券股份有限公司
10	中国证券金融股份有限公司
11	中信建投证券股份有限公司
12	中国国际金融股份有限公司
13	恒泰证券股份有限公司
14	中泰证券股份有限公司
15	国金证券股份有限公司
16	安信证券股份有限公司

资料来源: 证监会, 长城证券研究所

表 7: 2018 年金融机构托管规模及费用收入

基金托管人	托管基金只数	托管基金份额(亿份)	2018 年报	
			托管基金资产(亿元)	托管费用合计(万元)
中国建设银行股份有限公司	862	19,121.75	18,732.02	126,396.99
中国工商银行股份有限公司	946	19,926.85	20,523.97	121,580.33
中信银行股份有限公司	138	17,423.34	17,443.28	90,043.19
中国银行股份有限公司	666	9,806.61	9,776.56	65,522.90
交通银行股份有限公司	357	13,473.68	13,505.66	53,913.29
中国农业银行股份有限公司	434	8,122.34	8,273.86	48,458.83

2018 年报				
招商银行股份有限公司	383	5,670.01	5,694.39	41,524.59
兴业银行股份有限公司	234	8,922.33	8,959.88	31,967.68
中国民生银行股份有限公司	171	5,252.81	5,274.85	16,513.36
上海浦东发展银行股份有限公司	146	4,184.93	4,213.09	12,569.93
平安银行股份有限公司	103	3,557.86	3,596.31	12,352.12
中国光大银行股份有限公司	124	3,076.58	3,090.98	11,206.81
中国邮政储蓄银行股份有限公司	81	1,445.22	1,454.55	6,904.91
浙商银行股份有限公司	62	1,376.96	1,415.06	5,919.41
广发银行股份有限公司	42	1,346.25	1,354.16	4,798.53
华夏银行股份有限公司	34	718.37	690.77	3,461.60
宁波银行股份有限公司	53	920.86	940.50	2,718.78
江苏银行股份有限公司	35	1,661.85	1,689.68	2,670.18
国泰君安证券股份有限公司	21	597.01	567.43	2,117.18
杭州银行股份有限公司	22	496.85	505.74	2,073.35
渤海银行股份有限公司	21	278.35	279.96	2,033.07
北京银行股份有限公司	38	258.88	264.23	1,720.21
招商证券股份有限公司	31	305.81	298.23	1,435.96
上海银行股份有限公司	26	239.77	248.99	1,422.87
南京银行股份有限公司	21	428.93	446.44	1,404.69
中信建投证券股份有限公司	5	394.37	393.47	837.72
恒丰银行股份有限公司	4	86.92	90.56	506.23
包商银行股份有限公司	12	62.64	62.91	384.92
广发证券股份有限公司	13	39.33	28.83	343.51
广州农村商业银行股份有限公司	11	87.64	90.42	328.05
中国银河证券股份有限公司	19	21.86	19.01	323.26
海通证券股份有限公司	6	14.12	10.94	217.39
中信证券股份有限公司	5	26.64	22.40	190.93
徽商银行股份有限公司	2	31.35	31.40	187.03
国信证券股份有限公司	5	11.55	10.51	156.70
兴业证券股份有限公司	1	15.03	11.85	128.40
中国国际金融股份有限公司	4	20.52	16.70	55.99
华泰证券股份有限公司	3	15.72	15.71	12.55

资料来源: wind, 长城证券研究所

## 2.3.2 规定总体较严，短期有待监管层进一步明示以引导合法合规

### 资金入市

正如《规定》所述，整体是比较严格的，部分细节还需细化与明确，所以估计新增资金入市短期内难成规模效应，影响将是逐步显现的过程。我们认为，如规定券商应当运用信息技术手段对投资者账户信息和交易系统进行验证，拒绝未经许可的投资者账户和交易系统接入。券商应当采取有效措施防范协议破解、外挂依附、文件交换等其他变相方式违规接入。叠加券商内部多重的风控要求，程序化交易可能还需要时间。

对于是否允许高频交易、如何界定高频交易、如何管理高频交易等问题，这些都需要进一步明确界定，引导好市场预期。若门槛定得过高或标准过严，预计可能会影响量化机构投资的积极性。

同时我们认为，还需要股指期货等做空机制的进一步放开加以配合。机构投资者需要用股指套现货，先确保本金安全，才可以大步入市。未来，预计随着股指期货恢复正常化，量化基金可以正常交易，市场流动性方可恢复正常，负基差有望回正。

**表 8：历次股指期货开仓数量限制规则调整情况**

时间	监管尺度	调整内容
2015/8/26		每个股指期货单日开仓交易量超过 600 手认定为交易异常
2015/8/26	监管整顿期	每个股指期货单日开仓交易量超过 100 手认定为交易异常
2015/9/2		每个股指期货单日开仓交易量超过 10 手认定为交易异常
2017/2/16	政策松绑期	每个股指期货单日开仓交易量超过 20 手认定为交易异常
2018/12/2		每个股指期货单日开仓交易量超过 50 手认定为交易异常

资料来源：中金所等，长城证券研究所

### 2.3.3 对券商提出更高的要求，加大信息系统投入与更严格的风控要求

券商需要具备专业的能力和完善的机制来防止系统程序的风险和问题。因此，券商会更加审慎地放开端口给客户。同时，为了发展这一业务，券商将把相关的制度、系统做得更成熟，打造真正的硬核科技竞争力，可详见《券商行业 2019 年投资策略报告：变革孕育希望与未来，应从容布局》部分所阐述的内容。而对于开通量化接口，并不是所有的私募或者公司愿意把自己的数据放到券商提供的云上面，因为考虑到安全的问题，但是使用数据和接口，这是确定的方向。

我国券商系统投入总体还是偏低，还需要在研发投入方面下功夫。根据《证券期货经营机构信息技术治理工作指引（试行）》测算，一个年均营收大概在 100 亿左右的券商，平均每年的 IT 投入应该在 3 个亿以上，而一个总数在 1000 人以上的券商，应该至少拥有 60 名 IT 人员，目前大多券商均未达到该标准。

少数龙头券商凭借强大研发投入走在行业前列，但与国际同行差距仍十分显著。如华泰证券围绕客户需求和业务需要，打造重点业务和关键系统领域的自主研发能力，持续提升研发和运维的综合实力，大力推动从技术支撑服务到技术驱动业务发展的跨越，IT 投入水平、专业人才规模和技术创新实力位居行业前列。公司推出基于生态的交易服务平台（MATIC）、行情产品（INSIGHT）等业务系统及服务平台。公司持续强化大数据分析与应用能力，不断挖掘数据潜在价值，以“数据驱动增长”为核心理念，从数据产品化视角，打造了一体化的大数据、人工智能平台，以服务化形式向投研、财富管理业务领域持续赋能。同时，积极布局金融科技前沿领域，培育新的业务模式和服务模式。此外，公司充分利用 IT 技术，有效提升合规与风险管理效率。

又如国泰君安 1 月份发布了富易 3.0 全新版以聚焦成熟投资者。公司自主建设的“三端一微”的重要组成部分，富易是面向成熟投资者的专业化投资平台，全新发布的 3.0 版将为全国客户提供全景行情、极速交易、情报级资讯、伴随式服务四大类的数百项优质证券

服务，同时也承载了期权、策略交易等个性化、专业化功能，打造“专业、高效、安全、稳定”的专业化投资平台。

又如号称私募工厂的招商证券，公司不断发挥主券商服务链条“销售+托管+研究+PB 系统+资金”的优势，为私募基金、基金子公司、信托公司等主券商客户提供高品质的综合金融服务。主券商系统平台在完善原主券商交易系统的基础上，实现了公司自主研发的“招证交易大师”系统上线，并整合公司 Alpha 系列创新交易平台，打造完整的主券商业务交易系统生态圈。同时，公司自主研发了为机构客户提供基金绩效归因分析、研究报告等功能为一体的机构客户综合服务平台，以强大的资金实力为客户提供融资融券等资本中介业务。

此外，我们亦认为，未来金融类 IT 公司有望受益，投资者可积极关注。

**表 9：2017 年上市券商信息技术人员比重计研发投入金额对比**

券商	信息技术人员 (人)	信息技术员工比重 (%)	研发人员数量 (人)	研发人员比重 (%)	研发支出 (亿元)	研发支出占营收比重 (%)
中信证券	945	5.85%	-	-	-	-
申万宏源	714	5.05%	-	-	-	-
海通证券	556	5.51%	108	1	0.87	0.31
华泰证券	538	6.61%	538	6.61	4.13	1.96
中信建投	472	4.61%	-	-	-	-
银河证券	464	4.59%	-	-	-	-
广发证券	440	3.66%	-	-	5.54	2.57
国信证券	394	4.33%	445	4.89	5.82	4.88
长江证券	342	5.23%	864	15.82	0.93	1.66
东方证券	302	6.41%	118	2.51	1.65	1.57
招商证券	302	2.84%	-	-	-	-
光大证券	224	2.46%	32	0.35	0.7	0.71
华安证券	171	6.33%	-	-	-	-
国元证券	166	4.98%	-	-	-	-
财通证券	144	4.67%	38	1.36	0.1	0.25
国海证券	142	5.67%	-	-	-	-
方正证券	129	1.51%	-	-	-	-
南京证券	121	7.04%	-	-	0.08	0.55
东吴证券	118	4.12%	-	-	-	-
中原证券	112	4.04%	-	-	-	-
浙商证券	95	2.87%	-	-	-	-
华西证券	93	2.93%	52	65	0.43	1.62
长城证券	92	2.91%	-	-	-	-
西部证券	91	3.02%	-	-	-	-
山西证券	67	2.85%	-	-	-	-

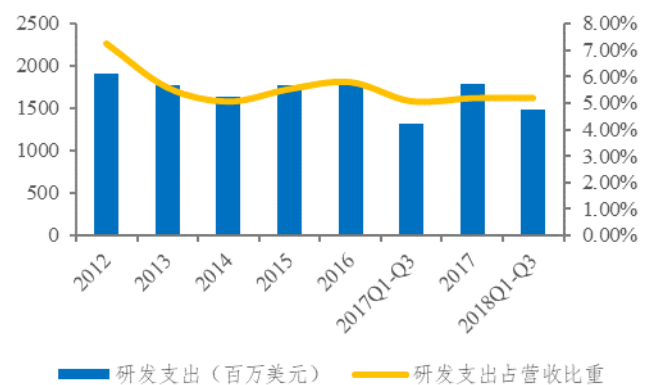
资料来源：各公司财报，长城证券研究所

图 6：高盛历年研发费用及占营收的比重



资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 7：摩根士丹利历年研发支出及占营收的比重



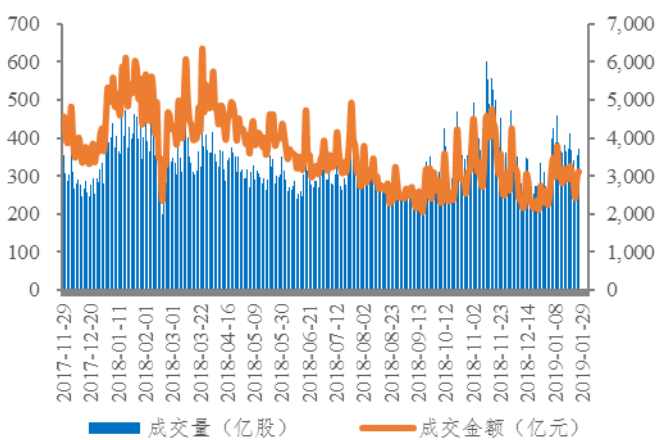
资料来源：公司财报，长城证券研究所

### 2.3.4 有望为入围券商收入带来一定规模的业务增量

短期内开放 API 对券商业绩影响可能相对有限。2018 年 A 股累计日均股基成交金额约为 4140 亿元，若量化交易活跃度能够提升 50%，换手率有望提升，那么对两市日均成交贡献约为 6%-7%，有望提升至 4388-4430 亿元。考虑到整体看，量化私募基金佣金率约为 2%，整体对券商佣金收入提升相对有限。从前述机构持股数据发现，截止到 2018Q3 私募证券投资基金持股市值约为 2212 亿元，而该类基金 2018 年底的资管规模为 2.2 万亿元，入市的空间仍旧较大，对市场整体活跃度提升形成积极的影响。

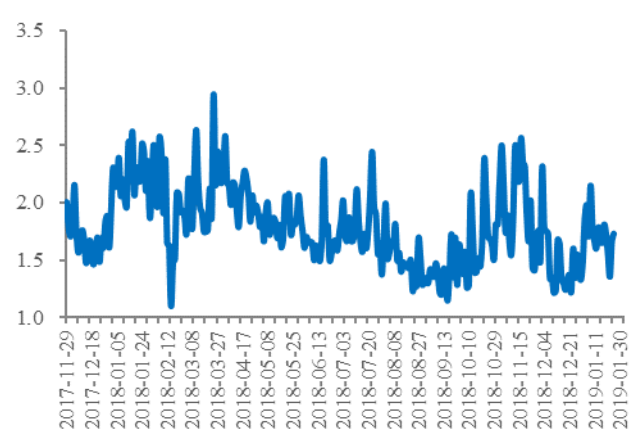
而对于前文所述的 QFII、RQFII 等机构作为合格且可接入 API 的专业投资者，截止 2018Q3 QFII 持股市值为 1381 亿元，截止 2019 年 1 月底 QFII 投资累计额度高达 1013.46 亿美元，进入 A 股的空间巨大。预计随着接入券商接口，为该类机构提供包括量化对冲在内的服务，券商将提供包括接口、数据服务及算力服务，预计中长期看有望为券商贡献一定的营收，也是券商重要竞争点。我们认为这不仅考验了券商 IT 硬件能力，还包括投研等在内的全产业链服务能力，以提高对客户服务的粘性。

图 8：A 股日均成交量及成交金额



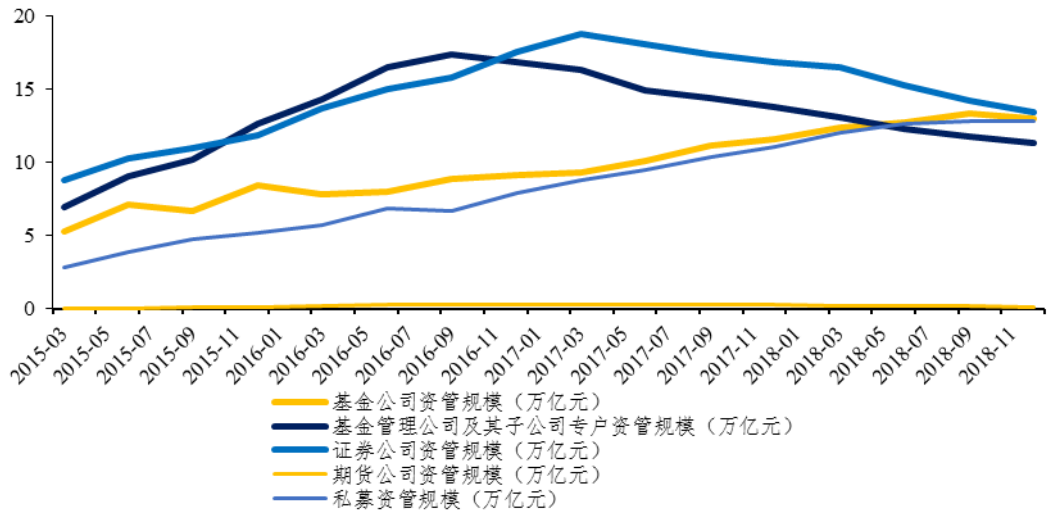
资料来源：wind，长城证券研究所

图 9：A 股市值换手率 单位：%



资料来源：公司财报，长城证券研究所

图 10: 金融市场资产管理规模情况



资料来源: wind, 长城证券研究所

表 10: 证券公司私募主动管理资产月均规模前 20 名 (2018 年)

排名	公司名称	2018 年月均规模 (亿元)
1	中信证券股份有限公司	6020.51
2	上海国泰君安证券资产管理有限公司	3099.27
3	广发证券资产管理(广东)有限公司	2606.05
4	华泰证券(上海)资产管理有限公司	2264.69
5	华融证券股份有限公司	1585.05
6	中信建投证券股份有限公司	1540.65
7	中国国际金融股份有限公司	1396.76
8	申万宏源证券有限公司	1376.00
9	中泰证券(上海)资产管理有限公司	1142.64
10	上海光大证券资产管理有限公司	1132.28
11	上海东方证券资产管理有限公司	1075.86
12	招商证券资产管理有限公司	1016.58
13	上海海通证券资产管理有限公司	870.36
14	安信证券股份有限公司	848.13
15	中银国际证券股份有限公司	846.64
16	财通证券资产管理有限公司	776.18
17	天风证券股份有限公司	738.69
18	长江证券(上海)资产管理有限公司	707.82
19	银河金汇证券资产管理有限公司	696.41
20	浙江浙商证券资产管理有限公司	673.99

资料来源: 基金业协会, 长城证券研究所, 注: 2018 年月均规模指 2018 年各月末证券公司私募主动管理资产规模的算术平均

**表 11：证券公司私募资产管理月均规模前 20 名（2018 年）**

排名	公司名称	2018 年月均规模（亿元）
1	中信证券股份有限公司	15498.49
2	上海国泰君安证券资产管理有限公司	8128.54
3	华泰证券（上海）资产管理有限公司	8124.21
4	申万宏源证券有限公司	7562.73
5	招商证券资产管理有限公司	6561.92
6	中信建投证券股份有限公司	6189.07
7	中银国际证券股份有限公司	6054.34
8	广发证券资产管理（广东）有限公司	4456.16
9	安信证券股份有限公司	3158.99
10	上海海通证券资产管理有限公司	3100.91
11	江海证券有限公司	3040.98
12	银河金汇证券资产管理有限公司	2884.02
13	华福证券有限责任公司	2731.52
14	上海光大证券资产管理有限公司	2696.45
15	方正证券股份有限公司	2576.29
16	华融证券股份有限公司	2419.00
17	渤海汇金证券资产管理有限公司	2156.00
18	德邦证券股份有限公司	2112.62
19	长城证券股份有限公司	2086.64
20	第一创业证券股份有限公司	2003.78

资料来源：基金业协会，长城证券研究所，注：2018 年月均规模指 2018 年各月末证券公司私募资产管理规模的算术平均

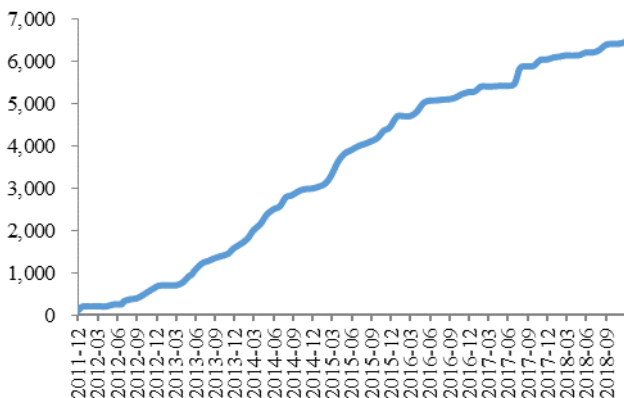
**表 12：2018 年私募基金展业情况**

十大策略 2018 年全年表现			
策略名称	今年以来平均收益	今年前 1/4 收益	5 亿以上平均收益
程序化期货	5.61%	33.95%	8.25%
主观期货	3.99%	36.93%	-1.45%
阿尔法策略	3.56%	17.21%	7.74%
债券策略	1.99%	16.50%	2.46%
套利策略	1.56%	19.97%	2.76%
量化复合策略	-0.38%	19.30%	2.56%
宏观对冲	-3.99%	21.21%	-2.84%
组合基金	-8.57%	0.11%	-7.91%
定向增发	-10.62%	0.93%	-9.40%
股票策略	-16.33%	3.15%	-15.89%
行业平均	-11.70%	10.81%	-10.61%
同期沪深 300	-25.31%	-	-
同期中小板指	-37.75%	-	-
同期创业板指	-28.65%	-	-
同期万得全 A	-33.67%	-	-
2018 年 12 月底			
类型	管理人数量（家）	产品数量（只）	基金规模（万亿元）

私募证券投资基金	8989 ↑	35688 ↑	2.24 ↓
私募股权创业投资基金	14683 ↑	33684 ↑	8.6 ↑
其他私募投资基金	776 ↓	5270 ↓	1.94 ↑
合计	24448	74642	12.78
<b>管理规模</b>	<b>私募基金管理人数量 (家)</b>	<b>占比</b>	
100 亿元及以上	234	0.96%	
50 亿-100 亿元	274	1.12%	
20 亿-50 亿元	671	2.74%	
10 亿-20 亿元	801	3.28%	
5 亿-10 亿元	1155	4.72%	
1 亿-5 亿元	4308	17.62%	
0.5 亿-1 亿元	2332	9.54%	
0.5 亿元以下	11606	47.47%	
无管理规模	3067	12.54%	
合计	24448	100.00%	
<b>不同规模私募管理人旗下股票量化策略产品表现</b>			
私募管理人规模	2018 年度平均收益	2018 年度清盘产品量	涉及清盘机构数
10-20 亿	4.06%	36	9
20-50 亿	*4.55%	10	4
50-100 亿	6.96%	4	2
100 亿以上	无机构	0	0
股票量化策略	-0.38%	50	15

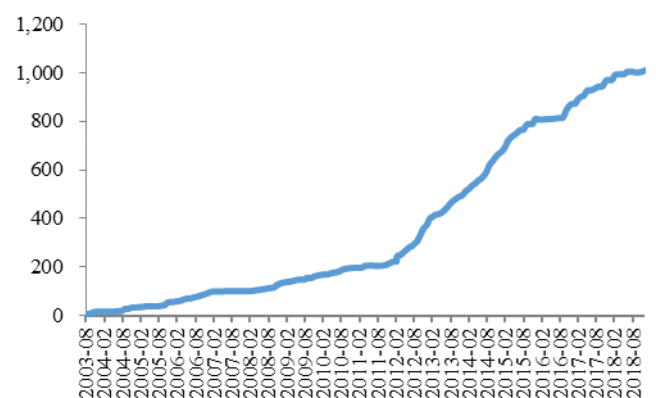
资料来源：基金业协会，长城证券研究所

图 11: RQFII 投资额度增长 单位: 亿元



资料来源: wind, 长城证券研究所, 截至 2018 年 12 月 29 日

图 12: QFII 投资额度企稳 单位: 亿美元



资料来源: wind, 长城证券研究所, 截至 2018 年 12 月 29 日

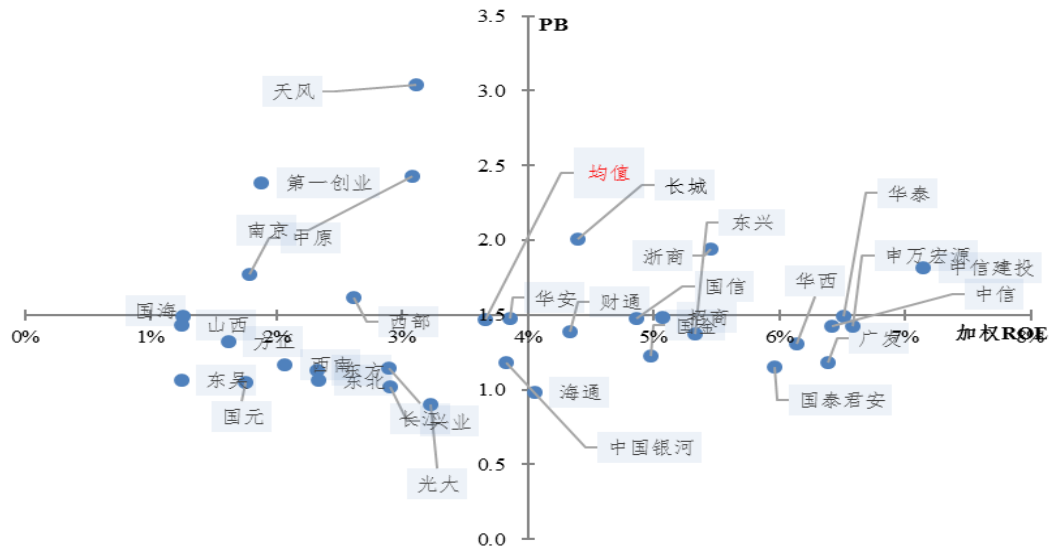
### 3. 投资建议

总体需抓住此轮逆向调节的宏观经济政策拐点, 估值处于低位, 应战略性布局券商行业。短期内聚焦股票质押风险和纾困基金进展, 沪深交易所发布《关于股票质押式回购交易相关事项的通知》, 缓解股票质押风险, 券商业绩有望大幅改善。中期着眼创新政策与监管相关政策松绑的红利, 布局承销能力强的龙头券商。在科创板的规则体系下, 可以预

见投行将成为调动整个证券公司资源的牛鼻子，而不再只是应付证监会的通道。如果不能以投行业务为核心重构证券公司组织架构，不能顺利协调各业务部门或板块之间的利益，此类证券公司在投行业务方面也会逐渐边缘化。IPO 储备项目越多的券商，意味着拿到科创板项目的可能性越大。长期应聚焦金融科技，可助力券商 ROE 水平提升，打造核心竞争力。需要关注在主要体现在两个指标：第一，年研发经费与年营业收入的占比；第二，研发人员与员工总数的占比。

重点推荐华泰证券（预计成为第一家 A+H+G 内地券商，2019 年度金股，可参见前期深度报告《华泰证券：双百混改增资再攀高峰，均衡化多元化业务不断发力》）、国泰君安、广发证券等，港股关注中金公司等；互联网券商东方财富。关注次新股类弹性标的：南京证券、中信建投证券等，风险偏好高的投资者可积极关注与配置；部分为关联券商未列出。

图 13：上市券商 PB 估值与 ROE 关系图



资料来源：wind，长城证券研究所

## 4. 风险提示

中美贸易摩擦加剧风险；宏观经济下行风险；股市系统性下跌风险；监管政策风险。

**研究员承诺**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，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接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；  
推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；  
回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上

**行业评级：**

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区深南大道6008号特区报业大厦17层

邮编：518034 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>