

行业研究/中期策略

2019年05月13日

行业评级:

非银行金融 增持(维持)
证券II 增持(维持)

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

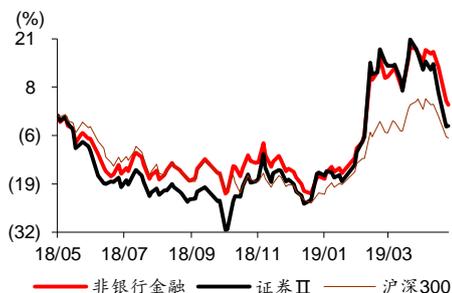
刘雪菲 执业证书编号: S0570517110003
研究员 0755-82713386
liuxuefei@htsc.com

陶圣禹 执业证书编号: S0570518050002
研究员 021-28972217
taoshengyu@htsc.com

相关研究

- 1《非银行金融: 业绩环比下滑, 关注改革推进》2019.05
- 2《非银行金融: 转融通细则出炉, 完善多空机制》2019.05
- 3《非银行金融: 否极泰来向上改善, 紧握优质券商》2019.05

一年内行业走势图



资料来源: Wind

迎接新周期, 转型破局时

证券行业 2019 年中期投资策略

迎接创新发展新周期, 开启新一轮战略转型

金融供给侧改革开启直接融资新时代, 资本市场制度转型跨越孕育良性土壤, 政策红利开启券商创新发展新周期。市场改善助力行业走出低谷, 境内外增量资金入场引导资本市场成熟深化。证券行业新一轮战略转型开启, 长周期看高阶转型将驱动 ROE 上行、估值模式从 β 走向 α 。优质券商掌握转型先机, 有望赢得 α 溢价, 引导中小券商估值走向收敛。

政策红利开启券商创新发展新周期

券商行业创新发展有望为行业打开广阔空间。当前, 顶层定调金融供给侧改革, 未来直接融资发展将为行业发展持续赋能。科创板制度革新, 释放创新发展积极信号。金融改革开放深化, 未来境内券商有望开启国内、国际双赛道竞技, 倒逼行业探索创新与差异化发展。资本市场变革和牌照红利弱化下, 券商从存量转型和增量创新双管齐下寻求高阶升级。创新业态模式中, 场内场外衍生品业务多点开花, FICC 业务完善全品类综合金融服务体系, 主经纪业务发展助力券商把握机构化浪潮。商业模式重资本化趋势下, 券商资本补充密集。

市场改善助力行业走出低谷

证券板块 β 属性显著, 板块走势和行业业绩与资本市场密切相关。回顾行业自 2018 年以来的表现, 证券板块从底部磨砺走出大幅上涨行情, 券商业绩否极泰来向上改善。当前, 证券行业经营环境最坏时期已过。未来, 市场方面需追踪股指走势、市场交投活跃度、风险偏好等指标边际变化。关注境内外增量资金入市对交易活跃度提振和市场机制优化。

行业在改革红利下前景广阔

证券行业新一轮战略转型开启, 业态模式从通道业务向现代化投行转变。从各业务条线转型方向上看, 经纪零售端推进财富管理转型, 机构端加快综合金融布局。资本中介中两融把握新机遇信号, 股票质押将夯实风险定价能力。投行业务在迎来政策红利密集的转型窗口期, 券商将开启实力和模式双赛道竞技。自营业务将优化多元化资产配置, 探索向可持续投资转型。资管业务将把握打破刚兑下的先发优势, 以主动管理、产品创新和模式创新构筑差异化优势。坚定看好市场化改革下的行业前景。

投资逻辑: 密切关注改革进程, 把握优质券商机遇

政策转向和市场回暖将改善经营环境, 将驱动行业业务延续改善趋势。中长期看, 市场化改革下券商业务模式高阶转型, 驱动行业 ROE 上行、估值模式从 β 走向 α 。行业马太效应将更趋显著, 优质券商资源禀赋领先, 有望把握转型先机赢得 α 溢价, 驱动中小券商估值走向收敛。当前价格对应的大券商 2019 年 PB 水平 1.2-1.6 倍左右, PE 17-21 倍。推荐中信证券、国泰君安和招商证券。

风险提示: 市场波动风险、利率风险、政策风险、技术风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
600030.SH	中信证券	19.78	买入	0.77	1.17	1.36	1.56	25.69	16.91	14.54	12.68
600999.SH	招商证券	15.69	买入	0.66	0.90	1.02	1.16	23.77	17.43	15.38	13.53
601211.SH	国泰君安	16.74	买入	0.77	1.07	1.24	1.43	21.74	15.64	13.50	11.71

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

政策红利开启券商创新发展新周期	4
顶层定调：金融供给侧改革，直接融资发展势在必行	4
制度变革：科创板制度跨越，释放创新发展积极信号	5
对外开放：合资券商共竞技，国内、国际双赛道开启	6
创新增量：创新发展新业态，重资本化密集补充资本	7
衍生品：场内场外多点开花	7
FICC：全品类综合金融服务	10
主经纪商：机构化浪潮迭起	11
业务重资本化，资本补充密集	11
市场改善助力行业走出低谷	13
交投活跃度提升，市场风险偏好回暖	13
增量资金入市，构筑良性循环机制	14
机构长线资金入场，个人配置有望优化	14
海外增量资金可期，助力市场成熟深化	15
行业在改革红利下前景广阔	17
方向：各业务条线开启新一轮战略转型	17
经纪业务：零售端财富管理转型，机构端综合金融布局	17
资本中介：两融把握新机遇信号，股质夯实风险定价能力	17
投行业务：政策红利迎转型契机，实力和模式双赛道竞技	17
自营业务：优化多元化资产配置，探索向可持续投资转型	18
资管业务：把握破刚兑下竞争优势，以创新重塑产品体系	18
格局：马太效应凸显有望强者恒强	19
中性情况下预计 2019 年行业净利润同比增速 47%	20
风险提示	21

图表目录

图表 1：近期行业相关政策：支持行业业务链条发展的政策陆续推出	4
图表 2：2018 年中国社融增量结构	5
图表 3：中国每月直接融资和间接融资增量占社融增量比例	5
图表 4：科创板与 A 股主板主要制度对比	6
图表 5：9 家已获批试点含跨境业务券商	7
图表 6：2018 年以来金融市场对外开放相关政策	7
图表 7：2017 年以来股指期货四次松绑变化	8
图表 8：2009-2019.4 股指期货成交额	8
图表 9：2015-2019.4 上证 50ETF 期权日成交量	9
图表 10：2018 年场内股票期权相关制度及监管态度	9

图表 11: 2014-2018 年场外期权名义本金存量规模	10
图表 12: 2014-2018 年场外互换名义本金存量规模	10
图表 13: 场外期权交易商名单	10
图表 14: 2018 年 A 股上市券商补充资本金情况 (已完成)	12
图表 15: 2019 年 A 股上市券商的资本补充方案	12
图表 16: 2009-2019.3 当月日均股基成交额	13
图表 17: 2009-2019.4 市场平均换手率	13
图表 18: 2017-2019.3 新增投资者数量	14
图表 19: 2017-2019.3 新增开户数	14
图表 20: 2017-2019.4 沪深两融余额	14
图表 21: 2017-2019.4 融资融券买入卖出额占总交易额比重	14
图表 22: 海外权益类被动增量资金 (测算)	15
图表 23: 2017-2019.4 陆股通净流入金额和成交额占 A 股流通股比重	16
图表 24: 投行高阶竞争转型逻辑图	18
图表 25: 2011-2018 证券行业受托管资金本金总额及同比变动	19
图表 26: 2015-2018 六大券商净利润集中度	19
图表 27: 行业盈利预测假设条件	20
图表 28: 证券行业盈利预测	21

政策红利开启券商创新发展新周期

“促发展”基调渐明迎发展关键机遇，创新发展为行业打开广阔空间。证券行业发展遵循监管自上而下的领导，整体看来，政策指引对券商战略方向及业务节奏影响深远。监管周期“严监管”和“促发展”交替。近期，监管多次强调提高直接融资占比，完善多层次资本市场结构，且鼓励券商各业务链条发展的政策措施陆续出台，监管态度向“促发展”倾斜。回顾历史，证券行业创新大会曾从政策和监管环境上加以鼓励，使行业进入创新驱动的时代。创新发展重塑经营模式，同时也为行业收入打开广阔空间。例如，2011年两融业务由试点转为常规化，开启券商重资本化新时期，两融业务规模由2011年末382亿元曾突破至2015年的20000亿元，实现四年超50倍的成绩，当前规模稳定在10000亿元左右。证券行业利息净收入也从2012年的53亿元曾突破至2015年的591亿元，实现三年10倍成绩，当前收入在300亿元左右。

政策红利开启券商创新发展新一轮周期。当前，宏观经济和产业结构已步入新旧秩序更迭的大变局时期，新旧变革亟需直接融资提供支持，融资结构优化调整势在必行。从顶层定调到政策落实，直接融资发展呼唤券商发挥好牵引功能，倒逼券商经营模式转型升级，也为券商迎来快速发展的关键历史契机。科创板开启制度化改革新纪元，释放券商行业创新发展新信号。未来，伴随直接融资大发展、多层次资本市场建设和市场化制度延伸，行业将迎来更高阶创新发展周期。

图表1：近期行业相关政策：支持行业业务链条发展的政策陆续推出



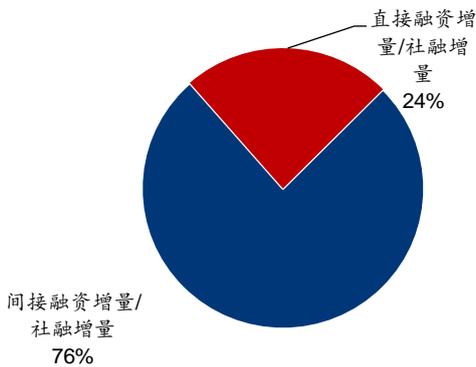
资料来源：证监会、证券业协会、华泰证券研究所

顶层定调：金融供给侧改革，直接融资发展势在必行

当前我国经济发展进入新旧动能转换的关键时期。经济金融共生，经济高质量发展要求增强金融服务实体经济能力，金融为实体经济服务呼唤直接融资发展：

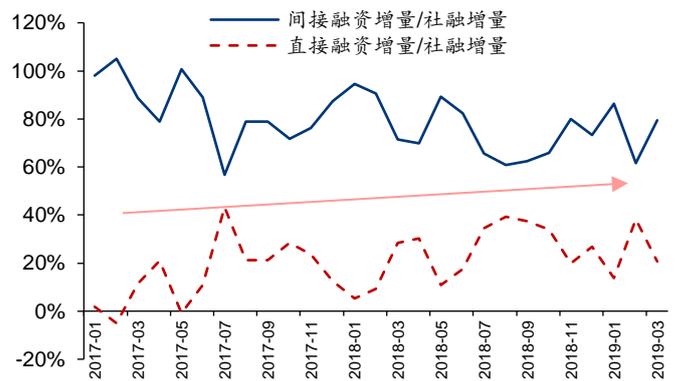
一方面，融资结构中直接融资偏低，直接融资在国民经济中应有作用尚未充分发挥。我国金融体系以间接融资为主导、直接融资占比低的特征长期存在。从社融存量结构看，2018年末社融存量中直接融资占比仅达17%。从社融增量结构看，直接融资占比提升缓慢、动能不足。中国境内直接融资筹资额与同期银行贷款增加额之比呈现缓慢上升趋势，2018年社融增量中直接融资占比仅达24%，占比仍然偏低。

图表2：2018年中国社融增量结构



资料来源：中国人民银行，华泰证券研究所

图表3：中国每月直接融资和间接融资增量占社融增量比例



资料来源：Wind，华泰证券研究所

另一方面，经济与产业结构的转型升级，迫切需要直接融资的崛起和更高阶资本市场的搭建。当前我国经济进入新旧动能转换的关键时期，新经济产业作为中国未来核心发展方向，是新旧动能转换顺利实施的关键。但新经济发展需要长期资本支持，且风险相对较高，银行等间接融资为主的金融机构无法提供有力支持，需要直接融资和资本市场发挥好资源配置功能。当前受制于资本市场制度和宏观改革措施等综合因素影响，资本市场在服务新经济企业上存在缺位。经济与产业结构的转型升级亟需多元金融提供支持，信贷为本的传统经济形态必须变革，大力发展直接融资、着力建设与新经济企业需求匹配的市场化资本市场体系势在必行。

金融供给侧改革引领金融体系结构优化调整，直接融资大发展为券商迎来关键历史契机。2019年2月22日中共中央政治局第十三次集体学习首次提出深化金融供给侧结构性改革，要求优化融资结构和金融机构体系、市场体系、产品体系，定调金融业未来发展趋势。政策加快金融供给侧改革，重点是引导金融体系结构优化调整，未来将大力拓展各类股权融资渠道，促进债券市场协调发展，积极发展期货市场，建设规范、公平、高效、透明的多层次资本市场体系。券商承载着推动直接融资发展和资本市场建设的重要历史使命，也将迎来加速向上发展的时代契机。

制度变革：科创板制度跨越，释放创新发展积极信号

科创板注册制试点开启股权发展大时代。科创板注册制试点将充分按照市场化原则进行项目筛选和资源配置，减少监管对新股发行节奏扰动，提升市场自发引导的股票发行效率，推动直接融资占比显著提升，开启股权发展大时代。若能平稳有序的向注册制过渡，股票市场现存的供给不均、估值扭曲、监管效率低等问题或都将解决。

市场化机制助力资本市场有效资源配置，激发市场深层活力。科创板遵循市场化运行机制，充分激发增量市场活力。高效通达的发行制度、机动灵活的交易制度、快速多样的再融资制度、严格谨慎的退市制度是资本市场稳健运行的根基。而坚持制度市场化运行，将能充分激发资本活力，创造良性循环、互相促进的市场局面。科创板统筹推进发行、上市、信息披露、交易、退市等基础制度改革，在上市标准、投资者门槛、涨跌幅限制、做空机制、退市制度等方面做出差异化安排，向市场化机制靠拢，有望充分激发市场深层活力。同时，科创板制度创新完善将发挥先锋作用，有望形成可复制可推广的制度机制。通过增量改革促进存量转型，将循序渐进深化资本市场改革。

图表4：科创板与A股主板主要制度对比

项目	科创板	A股主板
发行上市	上交所审核为主	证监会审核为主，交易所审核为辅
上市标准	五种上市标准，满足其一即可： 1、市值+净利润/营收； 2、市值+营收+研发投入； 3、市值+营收+经营净流量； 4、市值+营收； 5、市值+主要业务或产品+投资机构参与；	关注财务指标：净利润、现金流、股本、无形资产等
定价标准	市场化询价，向七类专业机构投资者询价	市场化询价+23倍市盈率红线
信息披露	全面，并注重形式与实质	全面，实质性仍待改善
涨跌幅	日涨幅+/-20%，上市首日无涨跌幅限制	日涨幅+/-10%，上市首日涨跌幅+/-44%
做空机制	通过融券做空，上市首日起均可作为标的； 公募基金、社保基金等机构和战略投资者可作为转融通证券出借人；	通过融券，股指期货，场外期权做空
成交制度	T+1	T+1
退市指标	1、量化指标：扣非净利润、主营收入、净资产 2、市场指标：成交量、股票价格、股东人数和市值 3、非量化指标：重大违法、不符合合规性要求	1、量化指标：盈利指标为主 2、市场指标：股权分布、股本总额或股东人数、累计成交量、股价等 3、非量化指标：公司治理、公司经营、无法定障碍等
中介机构追责	口头警示、书面警示、监管谈话、要求限期改正等相应监管措施或者实施通报批评、公开谴责等纪律处分、3个月-3年不接受申请或信息披露	通报批评、公开谴责、暂不受理出具的文件。

资料来源：证监会，上交所，华泰证券研究所

对外开放：合资券商共竞技，国内、国际双赛道开启

在金融改革开放任务落实到位和新的改革开放举措研究推进背景下，未来证券行业双向开放步伐有望加快，倒逼行业创新与差异化发展：

一方面，合资券商持续扩容加剧鲶鱼效应，呼唤头部券商引领高阶竞争。监管多次表态支持证券公司等金融机构全面开放。2019年2月，证监会主体易会满在上任后首场新闻发布会上表示将以开放促改革、促发展。2019年3月，李克强总理在博鳌亚洲论坛上表示将持续扩大金融业等领域对外开放。监管引导下相关配套政策陆续出台。2018年4月，证监会发布《外商投资证券公司管理办法》，正式放宽合资证券公司外资持股比例，外资可由参转控。外资控股合资券商取得实质性进展。2018年12月瑞银增资瑞银证券完成，成为首家增持控股合资券商。2019年3月，证监会核准设立摩根大通证券（中国）有限公司、野村东方国际证券有限公司两家合资券商。

合资券商发展对行业发展具有重要意义。行业层面有望引入先进的业务、技术及管理，推动证券公司向国际化投行靠拢；微观层面可能造成个体竞争加剧，需要头部券商引领高阶竞争。

另一方面，金融市场开放和政策支持引导下，内地券商走出去步伐加快。当前，对外开放全方位扩大，“一带一路”稳步推进，中国企业海外并购方兴未艾，通过跨境并购参与全球产业整合的意愿和兴趣较强。同时，资本市场双向开放加速。沪伦通深化资本市场互联互通机制创新完善，海外增量资金持续流入，推动资本市场改革力度，引导市场向发达市场成熟机制进化。此外，监管政策为券商走出去铺平道路。2018年9月，证监会正式发布《证券公司和证券投资基金管理公司境外设立、收购、参股经营机构管理办法》，有序推动头部证券基金经营机构更好实施国际化战略。2018年，监管陆续批复7家券商试点开展跨境业务，目前已累计有9家券商试点开展跨境业务，可以开展自有资金参与境外交易场所金融产品交易、与境内外交易对手签订场外金融衍生品交易主协议、参与场外金融产品交易等业务。

金融市场对外开放和监管政策支持引导赋予大型券商开拓国际化的机遇与挑战，引导部分战略前瞻的券商打造国际化业务平台，顺应客户海外业务需求、开拓海外业务机遇，有望

构筑对标海外投行的领先综合实力。

图表5：9家已获批试点含跨境业务券商

公司名称	试点开展跨境业务获批时间
中信建投	2018 年 10 月
中国银河证券	2018 年 11 月
广发证券	2018 年 5 月
招商证券	2018 年 5 月
中金公司	2018 年 5 月
华泰证券	2018 年 1 月
国泰君安	2018 年 1 月
海通证券	2015 年
中信证券	2014 年

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表6：2018年以来金融市场对外开放相关政策

发布日期	政策	主要内容
2018 年 4 月	2018 年博鳌论坛讲话	发布金融业对外开放措施和时间表，确定在未来的几个月内取消银行和金融资产管理公司的外资持股比例，将证券公司、基金管理公司、人身险公司的外资持股比例上限放宽至 51%
2018 年 4 月	交易所公告	沪深股通、沪深港股通每日额度分别由 130 亿元、105 亿元扩大至 520 亿元、420 亿元，2018 年 5 月 1 日起实行
2018 年 5 月	《外商投资证券公司管理办法》	放宽外资控股合资证券公司比例至 51%；外商投资证券公司经营业务范围扩大；统一外资持有上市和非上市两类证券公司股权的比例；境外股东资质进一步完善；
2018 年 6 月	《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》	取消 QFII 每月资金汇出不得超过上年末境内总资产 20% 的限制；取消 QFII、RQFII 本金锁定期要求
2018 年 8 月	关于修改《证券登记结算管理办法》的决定	在原有规定的中国公民、中国法人、中国合伙企业等投资者范围基础上，增加“符合规定的外国人”作为投资者类别之一，将允许在境内工作的外国自然人投资者开立 A 股证券账户
2018 年 12 月		瑞银增资瑞银证券完成，成为首家增持控股合资券商
2019 年 1 月	提高境外机构投资者(QFII)总额度	国家外汇管理局将合格境外机构投资者(QFII)总额度由 1500 亿美元增加至 3000 亿美元
2019 年 1 月	《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》、《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》及相关配套规则征求意见稿	1、将 QFII、RQFII 两项制度合二为一； 2、放宽准入条件； 3、扩大投资范围； 4、优化托管管理。
2019 年 2 月	中共中央政治局第十三次集体学习	要把金融改革开放任务落实到位，同时根据国际经济金融发展形势变化和我国发展战略需要，研究推进新的改革开放举措。
2019 年 2 月	易会满首场新闻发布会讲话	证监会主席易会满在上任后首场新闻发布会上也表示，将以开放促改革、促发展
2019 年 3 月	2019 年博鳌论坛	中国将持续扩大金融业对外开放，银行、证券和保险业对外资全面开放
2019 年 3 月	证监会公告	证监会核准设立摩根大通证券（中国）有限公司、野村东方国际证券有限公司

资料来源：上交所，深交所，证监会，华泰证券研究所

创新增量：创新发展新业态，重资本化密集补充资本

当前，资本市场变革、牌照红利弱化，证券行业竞争态势日益加剧。且券商传统业务模式与市场高度相关，抗风险能力较弱，行业业绩波动显著。竞争和风险倒逼券商从坐享红利转为积极求变，从存量转型和增量创新双管齐下，寻求高阶升级。当前，顺应市场趋势和监管引导，券商正逐渐拓展衍生品、FICC、主经纪商等创新业态模式，开辟盈利新增长点。

衍生品：场内场外多点开花

参照成熟市场发展经验，20 世纪 90 年代美国金融衍生品交易的兴起，推动其他业务占比提升至 40% 以上，助力投资银行收入持续增长。未来，国内衍生品产品丰富、规模拓展和较高的盈利水平，将为券商开辟重要的盈利增长点。此外，部分券商还将利用衍生产品开拓多元化投资策略和进行风险对冲，从而获得稳定可持续的业绩回报。

场内衍生品：股指期货

回顾历史，股指期货发展曾推动券商期货业务快速提升。2006-2007 年，股指期货推出纳入议程，监管规定券商从事股指期货 IB 业务应通过其全资或控股的期货公司来参与，驱动券商开始大规模收购期货公司，两年内券商系期货公司数量实现翻倍。截至 2007 年末，

券商系期货公司已达 50 家左右。2010 年股指期货正式开闸，股指期货促进券商期货子公司盈利提升，以国泰君安期货、海通期货和申银万国期货为代表的券商系期货公司行业地位逐渐提升，评级进入 A 级，逐步形成期货行业传统老牌期货公司、券商系期货公司和大 2 型现货企业控股期货公司三组鼎立的局面。

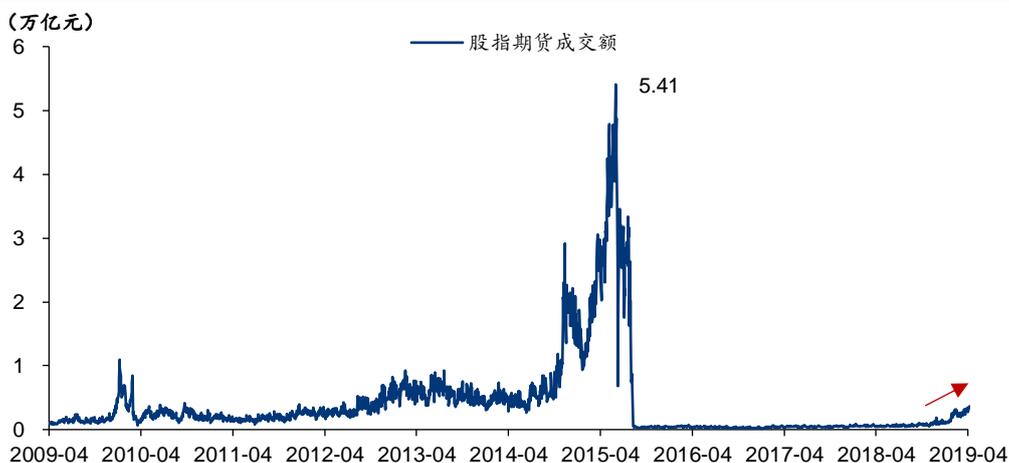
当前，股指期货已经历四次温和松绑，市场需求空间广阔，未来常态化运行将为券商业务拓展创造新动能。历史上股指期货月成交金额曾高达 5.4 万亿元，2015 年 9 月股指期货监管全面收紧，月成交金额直线下滑至 0.1 万亿元以下。历经两年从严监管，业务规范性已明显提升。官方密集表态和政策发布标志股指期货常态化发展稳步推进。2018 年 12 月 2 日和 2019 年 4 月 19 日，股指期货制度先后优化，自 2017 年以来已先后经历四次温和松绑，推动成交金额呈回升趋势。股指期货制度安排优化，有利于满足投资者风险管理需求，促进市场多空双方平衡，引导境内外中长期资金进入市场。同时，鉴于历史成交金额记录高企和投资者风险对冲需求的提升，市场对股指期货需求空间广阔，未来若常态化运行顺利推进，也有望为券商迎来期货业务拓展的新动能。

图表7：2017年以来股指期货四次松绑变化

时间	非套保交易保证金	平今仓手续费	交易次数
2017/2/16	非套保交易保证金沪深 300/上证 50 降至 20%；中证 500 降至 30%	三大股指的平今仓交易手续费标准降至成交金额的 0.092%	非套保交易单个产品单日开仓量放松至超过 20 手认定为异常交易行为
2017/9/15	非套保交易保证金沪深 300/上证 50 降至 15%	三大股指的平今仓交易手续费标准降至成交金额的 0.069%	无变化
2018/12/2	非套保交易保证金沪深 300/上证 50 降至 10%；中证 500 降至 15%	三大股指的平今仓交易手续费标准降至成交金额的 0.046%	非套保交易单个产品单日开仓量放松至超过 50 手认定为异常交易行为
2019/4/19	非套保交易保证金中证 500 降至 12%	三大股指的平今仓交易手续费标准降至成交金额的 0.034%	非套保交易单个产品单日开仓量放松至超过 500 手认定为异常交易行为

资料来源：中金所，华泰证券研究所

图表8：2009-2019.4 股指期货成交额



资料来源：中金所，华泰证券研究所

场内衍生品：信用衍生品

我国信用衍生品与国际相比尚处发展初期，以银行为主导，券商参与度较低。信用衍生品是能够将投资者的信用风险分离并转嫁，从而实现投资者信用保护和风险对冲的一类金融工具的统称。从国际发展经验来看，金融危机前信用衍生品市场发展迅速，其中重要品种信用违约互换的全球名义本金额曾达到 61 万亿美元。危机后信用衍生品名义本金额虽较危机前大幅下降，但总体量仍维持较高水平。我国信用衍生品业务尚处于发展初期阶段，未来仍有较大发展空间，且信用衍生品业务以银行为主导，券商参与度较低。

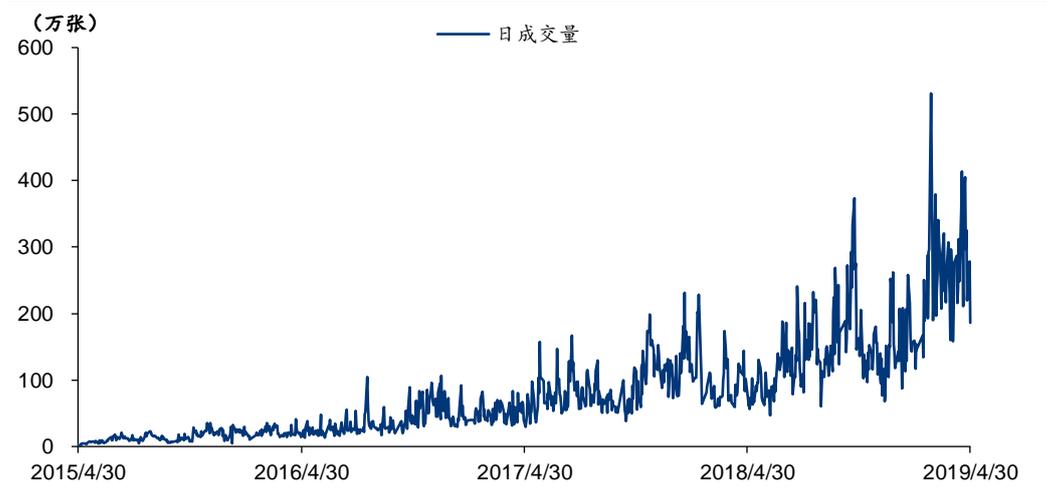
交易所试点信用保护工具，多家券商获批业务资质，规模和券商参与度有望提升。2018

年 11 月，为响应顶层监管思路提高民营企业债券融资效率，上交所和深交所推出信用保护工具业务试点，中信和国泰君安为首批试点参与机构。且 2018 年以民企为主的信用违约事件上升，客观上增加了市场对信用风险对冲的需求。未来业务规模的拓展和券商参与度提升将为券商开辟盈利新增长点。同时，信用衍生品业务有助于开创券商服务企业客户的新模式，券商可以为发行人提供“公司债券融资+信用保护工具”的综合融资解决方案，有助于增强券商承销机构服务企业客户的能力。当前，已有多家券商获批业务资质。2018 年底，包括国泰君安、广发证券、招商证券、中信证券、华泰证券、中金公司、中信建投等 7 家大券商先后收到了证监会下发的信用衍生品业务的批复函。2019 年 3 月，方正证券、长征证券、浙商证券、国金证券也先后收到业务批复函。资质获取为业务顺利开展扫清障碍。

场内衍生品：股票期权

上证 50ETF 期权交易活跃度持续提升。目前我国场内股票期权为上证 50ETF 期权产品。近年来，上证 50ETF 期权交易活跃度持续提升。自 2015 年推出以来，日成交量从最早近 2 万张快速上涨至 2018 年末的约 118 万张；2019 年市场风险偏好提升，日成交量最高曾攀升至 530 万张。目前上证 50ETF 期权主做市商均为证券公司，共有十家券商获得资质，期权交易活跃也将为券商带来可观的做市业务收入。

图表9：2015-2019.4 上证 50ETF 期权日成交量



资料来源：上交所，华泰证券研究所

股票期权种类有望扩容。监管多次表态将积极探索新增 ETF 期权产品，研究探索个股期权产品。未来场内股票期权产品扩容将为拓展券商业务边界，提供更多交易和风险管理工具，并开辟盈利新增长点。

图表10：2018 年场内股票期权相关制度及监管态度

时间	主要内容
2018 年 3 月	上交所表示将积极推动新增 ETF 期权标的，研究探索个股期权产品；
2018 年 9 月	深交所表示将平稳启动 ETF 期权试点；
2018 年 11 月	证监会召开证券公司负责人专题座谈会，会上听取了关于上证 50ETF 期权运作及相关对冲工具发展的建议；
2018 年 12 月	深交所副总经理在国际期货大会上表示，希望扩大 ETF 期权品种，推出沪深 300ETF 期权和中证 500ETF 期权。深交所将按照统一部署，力争实现深市 ETF 期权零的突破；
2018 年 12 月	深交所向期权经营机构下发《深圳证券交易所股票期权试点交易规则(草案)》、《深圳证券交易所、中国证券登记结算有限责任公司股票期权试点风险控制管理办法(草案)》、《股票期权试点风险揭示书备案条款(草案)》、《ETF 期权合约基本条款(草案)》等多份规则文件；
2019 年 1 月	深交所提出 2019 年要全力推进 ETF 期权业务等重点任务平稳落地；

资料来源：上交所，深交所，证监会，华泰证券研究所

场外衍生品：股票期权

场外衍生品整体规模迅速拓展，但占股票总市值比重仍偏小。当前国内场外衍生品包括收益互换和场外期权两类。截至2019年2月末，场外衍生品名义本金存量为3598亿元。其中，场外期权名义本金余额2894亿元，占场外衍生品名义金额比例达80.4%。2014年以来虽然国内场外衍生品整体规模迅速拓展，但占股票总市值比重仍偏小，2019年2月末，国内场外衍生品规模占A股总市值比重0.69%，2018年至今维持在0.6%-0.8%区间，未来提升空间广阔。

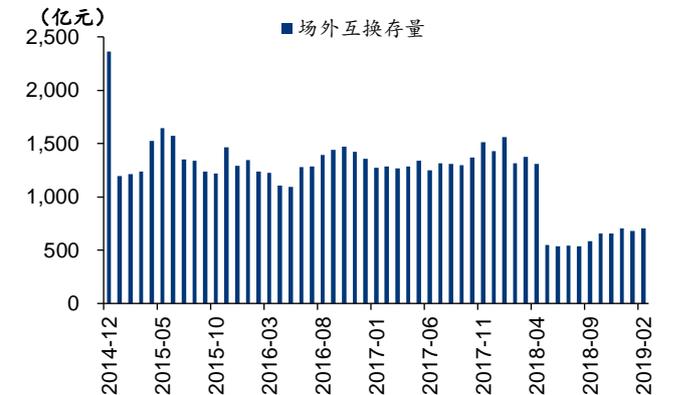
监管引导场外期权规范发展，优质券商竞争优势显著。2018年4月起，监管陆续出台相关政策，大幅提高做市商准入门槛，对券商采取分级管理，引导业务资质向优质券商靠拢。目前仅有7家一级交易商才能够为客户开展场外期权交易，另有21家二级交易商可与一级交易商开展交易。

图表11：2014-2018年场外期权名义本金存量规模



资料来源：证券业协会，华泰证券研究所

图表12：2014-2018年场外互换名义本金存量规模



资料来源：证券业协会，华泰证券研究所

图表13：场外期权交易商名单

场外期权交易商	
7家一级交易商	广发证券、国泰君安、华泰证券、中金公司、招商证券、中信证券、中信建投
21家二级交易商	第一批：财通证券、东方证券、东吴证券、国信证券、海通证券、平安证券、申万宏源、中国银河、浙商证券
	第二批：长城证券、方正证券、国金证券、华安证券、兴业证券
	第三批：东兴证券、光大证券、国联证券、华福证券、华西证券、南京证券、山西证券

资料来源：证券业协会，华泰证券研究所

FICC：全品类综合金融服务

FICC业务覆盖固定收益证券、外汇和大宗商品及衍生品全品类资产，业务模式包括承销、代理交易、产品设计、做市交易、投资交易、研究支持业务，核心是为大型机构提供跨风险类别的综合性融资、投资和风险管理解决方案，满足各类客户的多样化需求。根据美国投行业的经验，FICC业务是投行重要收入来源，占投行收入比例可达40%-50%，有望成为未来券商的重要的业务发展方向。

FICC业务拓展对券商意义深远：一是将进一步完善券商全产业链体系，为客户提供全产业链综合服务，夯实机构客户基础。FICC业务线跨越一级和二级市场，在各层次市场体系持续完善背景下，券商将协同各部门资源，打造以融资、交易、做市、销售、资本中介、为核心的FICC全产业链体系，满足客户各维度需求。且FICC业务客户以机构客户为主，FICC业务线发展将助力券商夯实机构客户基础，打造机构业务优势。**二是FICC业务链串联买方和卖方角色，业务边界拓宽、重资本特色和行业壁垒助力券商高阶转型。**FICC业务种类综合全面，贯穿买方和卖方角色，拓宽业务边界，创造新业务增长点。自营交易、做市、资本中介等业务重资本特色鲜明，有望促进券商提升杠杆水平和资产周转率，并进而推动行业ROE上升。此外，FICC业务对券商业务资质和综合实力要求高，可构筑坚实

行业壁垒。

当前，我国已初步形成 FICC 业务相关的多层次市场体系，但各类市场规模机制仍有较大深化空间。我国债券市场发展较为成熟，2018Q2 末的存量规模排名世界第三；但固收类衍生品起步较晚，产品规模、种类均不发达。商品市场规模全球排名靠前，2017 年末我国期货市场的存量规模为 1218 万份合约，排名世界第八，但与发达市场比体量差距仍较大，存量规模约为美国市场的 6%。外汇市场监管规范，业务起步较晚，外汇市场的日均交易量从排名上看业务优势并不显著，未来有长足发展空间。

各类业务竞争格局中，券商优势仍待进一步夯实。固收类业务中，银行占据主导地位，券商优势不够显著。从债券承销角度看，银行与券商占据债券承销的主导地位，券商承销占比约 35%，且自 2015 年后呈逐年上涨趋势，2018 年券商承销占比达 38%，仅次于银行排名第二位。从交易业务看，银行债券交割量占比约为 80%，占据债券交割的绝对主导地位，证券公司债券交割量占比约为 6%，与银行相比差距较大。商品类业务中，期货公司绝对主导，券商呈稳步发展趋势。从商品期货交易角度看，期货公司日均交易量占总日均交易量的 90% 左右；私募基金的交易份额呈逐渐上涨趋势；证券公司直接交易的占比最低，不到总份额的 1%，但 2015-2017 年呈稳步正增长趋势。且部分证券公司通过参控股期货子公司形式涉足期货业务，实际占比应更为客观。外汇类业务中，各项业务资质与资源向银行倾斜，券商参与度较低。

未来，券商将把握监管周期，顺应市场趋势，实现 FICC 业务破局。2018 年下半年以来监管态度向“促发展”倾斜，为券商 FICC 业务拓展和模式转型带来关键机遇。同时，从市场趋势看，在顶层设计提出要推动直接融资占比提升，债券市场作为直接融资的重要组成部分有望迎来发展历史机遇；政策积极鼓励期货市场发展，证监会主席易会满在上任后首场发布会上表示将积极发展期货市场；而人民币国际化和资本市场对外开放驱动外汇市场发展，未来若券商外汇业务资质取得进展，则业务发展有望实现突破。未来，券商将依靠专业能力拓展业务领域，提高 FICC 业务收入贡献占比和稳定性，实现业务破局并开辟收入重要增量。

主经纪商：机构化浪潮迭起

券商系统外部接入管理规定公开征求意见，为 PB 业务完善和发展开辟道路。2019 年 2 月，证监会就《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定》公开征求意见。证券公司可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。政策明确证券公司可为私募证券投资基金管理人提供外部接入服务，要求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。

未来政策落地将为券商主经纪商（PB，Prime Brokerage）业务完善和发展进一步开辟道路，券商为专业机构投资者提供交易结算、资产托管、后台运营、研究支持、杠杆融资、证券拆借、资金募集、绩效评估与风险管理等一站式综合金融服务。同时，业务发展也将为更多机构投资者参与市场投资提供便利，有助于活跃市场交易，激发市场活力。

PB 业务发展将助力券商拓展业务边界、把握机构化趋势。PB 业务具有三点主要优势：第一，PB 业务带来的两融息差、交易佣金、清算托管等收入更为可观，有望驱动利润率上行。第二，PB 业务将推动证券公司整合资源、建立较为完善的以客户需求为导向的综合性服务体系。第三，资本市场机构化趋势日趋显著，机构客户服务是券商未来发展重要方向。并且，机构投资者交易稳定性高、能够培育期黏性，即使在熊市市场仍能够保持相对稳定交易，有助于稳定券商业绩波动。

业务重资本化，资本补充密集

受商业模式重资本化趋势影响，券商对资本需求不断提高，补充资本速度明显加快。2018 年 A 股上市券商合计补充资本逾 371 亿元，其中，5 家券商首发融资 109 亿元，2 家券商定向增发融资 262 亿元。2019 年，当前有 14 家上市券商拟募资或已完成资本补充方案，

预计合计募集资金约 1280 亿元。

图表14： 2018 年 A 股上市券商补充资本金情况（已完成）

券商	补充资本金方式	募集资金金额
华泰证券	定增	142 亿元
申万宏源	定增	120 亿元
中信建投	A 股 IPO	21.6 亿元
华西证券	A 股 IPO	49.67 亿元
南京证券	A 股 IPO	10.42 亿元
长城证券	A 股 IPO	18.58 亿元
天风证券	A 股 IPO	8.82 亿元
合计		371 亿元

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表15： 2019 年 A 股上市券商的资本补充方案

券商	补充资本金方式	阶段	资金金额/发行股份数量
海通证券	定增	预案	不超过 200 亿元
广发证券	定增	已获证监会核准	不超过 150 亿元
招商证券	配股	董事会预案	不超过 150 亿元
中信建投	定增	董事会预案	不超过 130 亿元
中信证券	发行股票购买资产	董事会预案	不超过 130 亿元
兴业证券	定增	股东大会通过	不超过 80 亿元
天风证券	配股	董事会预案	不超过 80 亿元
申万宏源	H 股 IPO	已完成	88.699 亿港元
第一创业	定增	董事会预案	不超过 60 亿元
中原证券	定增	董事会预案	不超过 55 亿元
国海证券	配股	已获证监会核准	不超过 50 亿元
财通证券	可转债	股东大会通过	不超过 38 亿元
华泰证券	发行 GDR	已获证监会核准	不超过 5 亿美元/不超过 8.2 亿股 A 股
国泰君安	配售新 H 股募资	已完成	31.7 亿港元

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

市场改善助力行业走出低谷

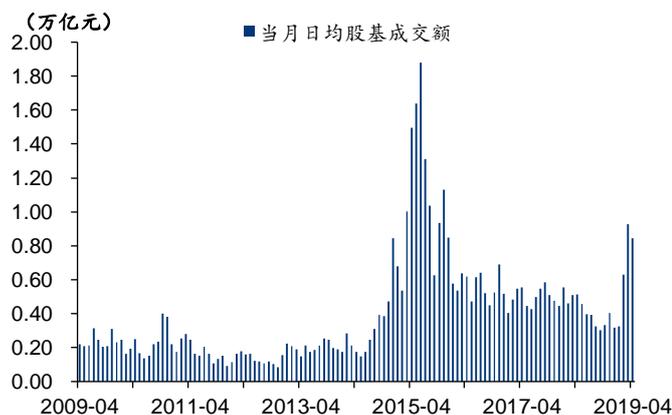
证券板块β属性显著，板块走势和行业业绩与资本市场密切相关。回顾行业自2018年以来的表现，证券板块从底部磨砺走出大幅上涨行情，券商业绩否极泰来向上改善。2018年，在内部经济转型阵痛凸显和外部环境深刻变化双重因素影响，国内二级市场超预期回调。券商面临市场活跃度下滑、信用风险集聚、投行项目节奏放缓、资管去通道等多重经营压力，板块走势经历较长磨底期，业绩整体显著下滑，客观上也为板块走势和行业业绩探明底部。2018年10月以来，政策红利超预期出台，以及风险要素出清下市场情绪提振带来的流动性改善，叠加估值处于低位，推动板块快速上涨。进入2019年，政策红利持续释放，市场交投活跃度显著升温、权益投资改善、两融业务放量，证券板块正向循环，板块强β属性充分释放，业绩高弹性特征彰显。

当前，中国经济呈现健康发展，金融市场预期改善，证券行业经营环境最坏时期已过。未来市场方面需追踪股指走势、市场交投活跃度、风险偏好等指标边际变化。关注境内外增量资金入市对交易活跃度提振和市场机制优化。

交投活跃度提升，市场风险偏好回暖

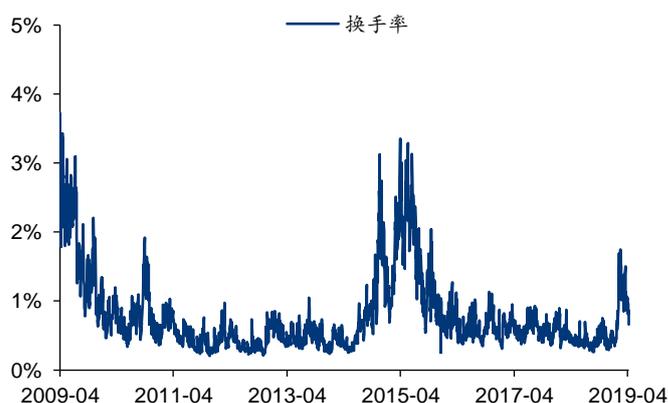
2019年以来日均交易额显著提升，股票交易金额曾多次破万亿，股市投资者数量创新高。截至2019年4月末，上证综指较19年初+24.87%，深证成指+35.32%，创业板指+32.15%。股市显著回暖，驱动市场交投活跃度上升。2019年前四个月累计日均股基成交额为6809亿元，3月日均股基成交额高达9285亿元，达到2016年以来顶部。截至4月末的79个交易日中，有12个交易日的股票交易金额突破万亿。2019年以来换手率也不断上升，最高曾达1.74%，四月末短暂下滑至0.66%。股市投资者数量首次突破1.5亿，进场愈加踊跃。截至2019年3月末，沪深两市投资者数量为1.51亿，首次突破1.5亿。2019年一季度两市新增投资者数量为404.5万人，同比+14.64%；新增A股账户数量为1256.0万户，同比+19.32%。

图表16：2009-2019.3 当月日均股基成交额



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表17：2009-2019.4 市场平均换手率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表18: 2017-2019.3 新增投资者数量



资料来源: 上交所, 深交所, 华泰证券研究所

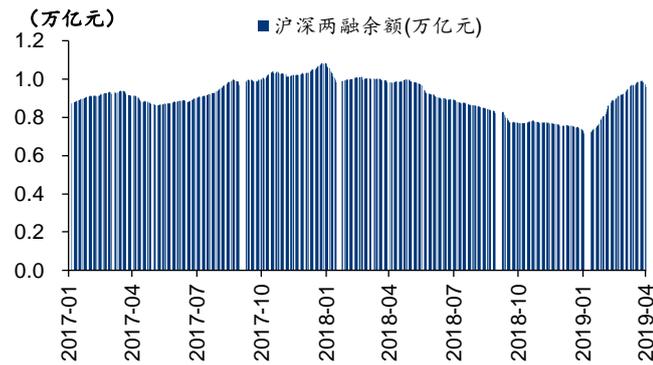
图表19: 2017-2019.3 新增开户数



资料来源: 中国结算, 华泰证券研究所

沪深两市融资融券规模上行, 回归近万亿水平。截至2019年4月底, 沪深两融余额为9599亿元, 基本回复至2018年2月水平, 处于2016年以来的71%分位。自2019年以来, 每日两融交易额占当天总交易额比重持续走高, 市场风险偏好逐步提升至10%水平; 但4月底出现回落现象, 比重降至8%左右。

图表20: 2017-2019.4 沪深两融余额



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表21: 2017-2019.4 融资融券买入卖出额占总交易额比重



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

增量资金入市, 构筑良性循环机制

境内外资金有望持续入市, 短期来看有望带动市场交易活跃度提升, 中长期来看将对改善投资者结构、引导价值投资、推动资本市场改革力度、促进行业健康发展发挥积极作用。

机构长线资金入场, 个人配置有望优化

从机构投资者方面看, 境内保险资金、养老金、银行理财资金等长线资金有望入场。一是保险及养老金入市节奏加快。2019年2月证监会主席易会满提出将打通社保基金、保险、企业年金等各类投资者的入市瓶颈, 有望吸引更多中长期资金入市。二是理财新规发布后, 银行理财可通过股票基金参与股市, 理财子公司则还可直接投资股票。当前银行理财子公司即将开业, 未来银行理财有望成为A股市场的重要新角色。

从个人投资者方面看, 居民家庭资产配置中金融资产比例偏低, 未来仍有进一步提升空间。2017年中国家庭总资产配置中, 房地产投资占比达77.7%; 金融资产投资占比11.8%, 其中股票投资占金融资产投资的比例仅为8.1%, 债券投资占金融资产投资比例仅为0.7%。而美国2016年家庭总资产配置中, 金融资产投资占比达42.6%, 为占比最大投资。长周期看, 伴随资本市场发展完善, 我国家庭资产配置中金融资产配置仍有进一步提升空间。

海外增量资金可期，助力市场成熟深化

A股国际化深化，持续引入海外增量资金。2018年9月，富时罗素宣布，将A股纳入其全球股票指数体系，纳入因子为25%。根据富时罗素官方测算，此次纳入将合计带来500亿美元跟踪富时新兴市场指数的被动资金流入A股。2018年12月，标普道琼斯宣布，将通过沪港通、深港通机制进行交易的合格中国A股纳入其有新兴市场分类的全球基准指数，纳入因子为25%。2019年3月，MSCI宣布将分三步提升A股在MSCI指数中的权重，由5大幅%增加至20%，并将纳入股票范围扩大至中盘股和创业板股票。据MSCI官方预测，将吸引逾800亿美元的新增外资进入中国。

图表22：海外权益类被动增量资金（测算）

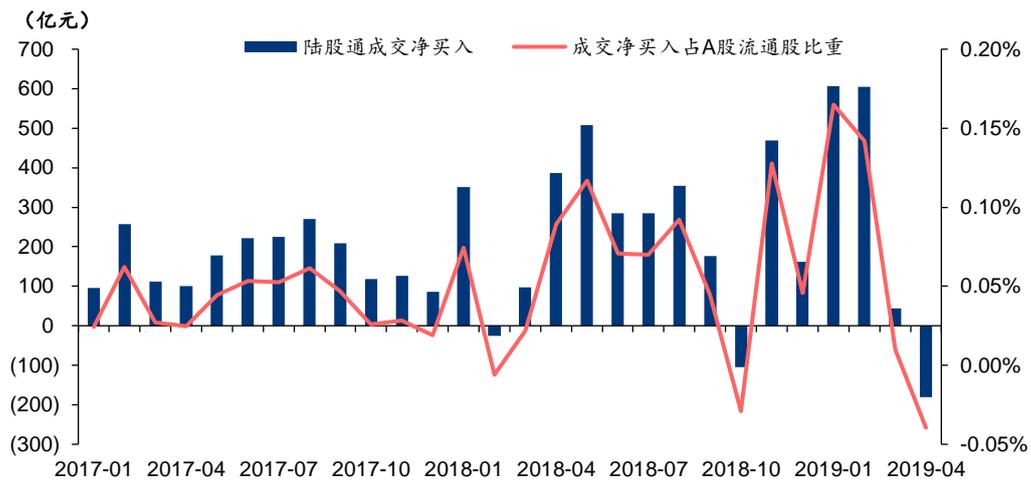
指数	时间点	边际新增资金量	实施情况
MSCI	2018年6月 (中国大盘A股纳入2.5%)	110亿美元被动资金(官方测算, 约合740亿元)	已实施
	2018年9月 (中国大盘A股纳入因子提升至5%)	110亿美元被动资金(官方测算, 约合740亿元)	已实施
	2019年5月 (中国大盘A股纳入因子提升至10%, 同时以10%纳入因子纳入中国创业板大盘A股)		
	2019年8月 (中国大盘A股纳入因子提升至15%)	合计800亿美元被动资金(官方测算, 约合5380亿元)	待实施
	2019年11月 (中国大盘A股纳入因子提升至20%, 同时中国中盘A股以20%的纳入因子纳入)		
富时罗素指数	2019年6月	100亿美元被动资金(官方测算, 约合670亿元)	待实施
	2019年9月	200亿美元被动资金(官方测算, 约合1350亿元)	待实施
	2020年3月	200亿美元被动资金(官方测算, 约合1350亿元)	待实施
标普道琼斯指数	2019年9月	暂无测算	计划中

资料来源：MSCI，富时罗素，标普道琼斯，华泰证券研究所

注：汇率统一使用2019年4月30日外管局汇率中间价，单位保留至十亿元

互联互通额度扩大和合格境外投资者批准额度持续增加，为海外增量资金的流入畅通渠道。2018年5月1日起沪港通及深港通每日额度将扩大4倍，额度扩大为北上资金流入进一步打开空间。截至4月底，2019年陆股通资金净流入1074亿元。未来，伴随沪伦通正式推出，将进一步完善互联互通机制。QFII额度大幅放开，积极引导海外中长期资金进入中国资本市场。2019年1月14日，国家外汇管理局宣布将QFII总额度由1500亿美元增加至3000亿美元。截至2019年4月底，国家外汇管理局共批准290家QFII，已批准投资额度增至1057.96亿美元。境外资金流入将有助于优化投资者结构、引导价值投资、促进资本市场健康发展发挥了积极作用。

图表23: 2017-2019.4 陆股通净流入金额和成交额占A股流通股比重



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

行业在改革红利下前景广阔

中长期视角看,券商行业估值的突破重塑有赖于ROE上行,而ROE上行依赖于净利润率、资产周转率、杠杆水平提升。行业转型升级迈入高阶阶段是ROE各个驱动因子提升的前提条件。当前时点,直接融资新时代开启和资本市场变局加速,促使资本市场业态模式变革,证券公司的竞争模式从通道业务向现代化投行转变。未来需持续关注行业向转型发展的进程,坚定看好市场化改革下的行业前景。

方向:各业务条线开启新一轮战略转型

经纪业务:零售端财富管理转型,机构端综合金融布局

我们认为经纪业务以佣金价格战博取市场份额的战略不可持续,未来经纪业务发展需关注零售端和机构端转型进程:

在零售客户端,目前多家券商正积极推动财富管理转型,在金融产品和综合服务等方面发力,为客户进行资产管理和配置,加快交易资产从交易型向理财型、配置型转型。未来将在金融产品、投顾培养、服务模式、金融科技和渠道策略等多维度提升服务附加值和用户体验,培育差异化优势,从而提高客户黏性。参照海外经验,财富管理业务具有收益率高、业务协同等多元优势,是海外投行收入重要来源,领先的投行如瑞银、摩根士丹利等近十年财富管理收入占营收比例分别约为50%、38%。

在机构客户端,券商把握市场机构化趋势加快业务布局,抢占公募、私募、保险资管、境外机构投资者等客户份额,提供资产托管、投资研究和OTC金融产品等综合金融服务。券商还可积极拓展PB业务把握机构化趋势,参照海外经验,美国投行PB业务占收入比例曾达到15%。

资本中介:两融把握新机遇信号,股质夯实风险定价能力

信用业务作为券商重资产业务重要组成部分,业务发展将强化行业重资本化趋势:

融资融券有望作为信用业务切入点,科创板转融通制度优化带来融券业务新机遇。两融风险管理和合规管理体系完善,业务运行平稳可控,伴随交投情绪逐步回暖、交易结构持续改善、交易机制完善以及标的扩容,券商将积极捕捉信号稳健发展两融业务。同时,科创板优化转融通制度设计,扩大证券出借券源,提高证券出借、转融券效率和市场化水平。此外,未来中证金融可将自有或依法筹集的科创板证券出借给证券公司,供其用于做市与风险对冲。券商将积极把握科创板推出后带出的一系列融资融券尤其是融券业务机会,开辟新盈利增长点。

股票质押将夯实风险定价核心能力,保证优质客户融资需求。股票质押业务经历前期风险集聚升级和政策纾解后,当前风险整体可控。券商作为股票质押重要的出资方和业务管理人,未来仍将持续优化准入标准和加强全流程统筹,同时保证优质客户融资需求,夯实风险定价核心能力。

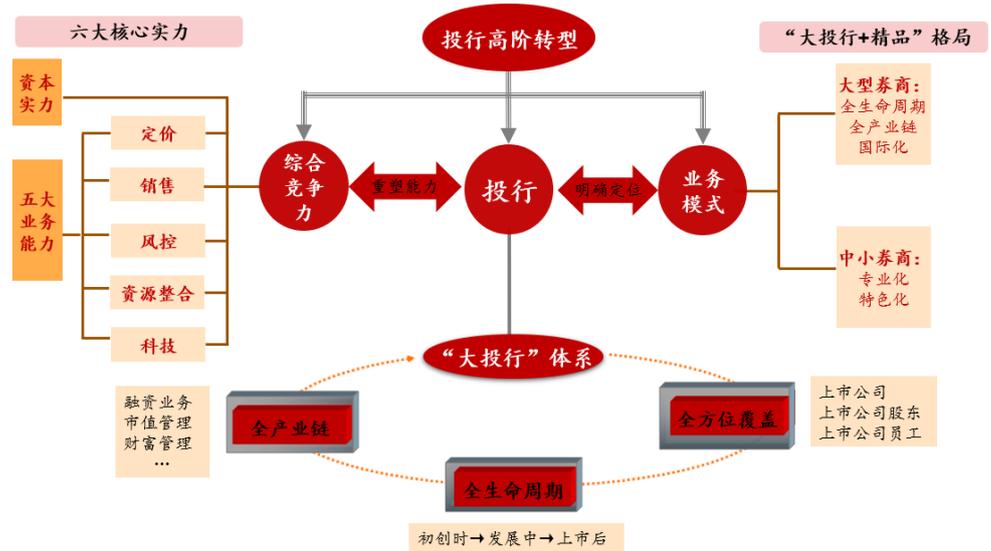
投行业务:政策红利迎转型契机,实力和模式双赛道竞技

科创板引领资本市场市场化改革,将成股权融资大发展关键突破口,再融资、债权融资和并购重组协同发展。科创板试点注册制下,市场将成为项目筛选和资源配置的主体,监管对新股发行节奏扰动将削弱,股票注册审核的时间也将缩短,从而提升股票发行效率,推动股权融资占比显著提升。同时,新股发行市场化机制改革,也有望为再融资、债权融资和并购重组等制度提供宝贵经验。未来,再融资政策边际优化、债券市场协调发展、并购重组市场化改革也将助力投行多元化业务提质增效。

未来,券商投行将开启实力和模式双赛道竞技。投行将构筑六大核心竞争力,进一步夯实

资本实力，并全方位重塑定价、销售、资源整合、风控、科技等综合业务能力。大型券商和中小券商将采取差异化竞争模式。大型券商将深化全产业链模式转型，构建以股权融资、并购咨询、资产证券化、项目融资、风险投资为核心的“大投行”运作模式，延长业务链条、拓展服务周期，为客户提供全面综合的金融服务解决方案。中小券商将探索特色化、专业化的精品券商之路，在产品、客户、区域和渠道方面构筑独树一帜的特色，开辟与大型券商差异化的发展路径。

图表24：投行高阶竞争转型逻辑图



资料来源：华泰证券研究所

自营业务：优化多元化资产配置，探索向可持续投资转型

自营业务将在 FICC、股权类和衍生品等业务线实现资产优化配置。FICC 业务尚处发展初期，未来部分券商将有序拓展业务范围和规模，以综合业务能力是业务落脚点，以科技赋能和风险控制为支持，不断提高业务收入贡献比和稳定性。权益类投资将深化价值投资理念，由单一性、趋势性投资向多样性、策略性投资转型，并实现策略模型的动态跟踪和实时调整，建立可持续发展的权益投资体系。金融衍生品发展方兴未艾，随市场的日趋成熟，衍生工具将为部分优质券商带来盈利增长点并实现风险对冲。

资管业务：把握破刚兑下竞争优势，以创新重塑产品体系

把握打破刚兑下多元化配置优势，以主动管理、产品创新和模式创新构筑差异化优势。2018 年资管新规和券商资管业务配套细则相继落地，对自 2016 年起在政策引导下正本清源规范运行的券商资管影响中性，资管业务在持续深化向主动管理等内涵式增长方向转型。同时，资管新规下打破刚兑全面推开，将为拥有多元化资产配置和管理能力的券商带来领先优势。券商将通过培养主动管理能力、构筑定制化创新产品线等打造差异化优势，实现资管规模及管理费率双向提升。部分券商还将发力 ABS、RETIS 等创新品种，开辟盈利增长点。

图表25：2011-2018 证券行业受托管理资金本金总额及同比变动

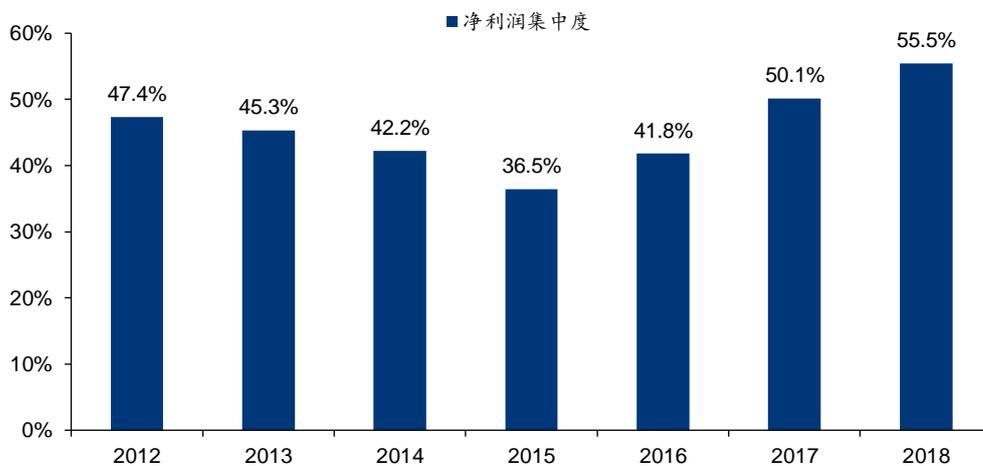


资料来源：证券业协会，华泰证券研究所

格局：马太效应凸显有望强者恒强

行业马太效应有望加剧。一是在深化金融供给侧改革与监管“扶优限劣”思路引导下，券商行业优胜劣汰有望加快，优化行业格局。二是大型券商业务布局稳健均衡，战略布局较为前瞻，有望优先掌握转型先机。三是证券行业对外开放步伐加快，呼唤头部券商引领高阶竞争。四是行业并购整合初现端倪，头部券商有望通过兼并收购实现强者恒强。

图表26：2015-2018 六大券商净利润集中度



资料来源：证券业协会，Wind，华泰证券研究所

注：集中度=六大券商净利润/证券行业净利润

中性情况下预计 2019 年行业净利润同比增速 47%

我们认为政策红利和市场回暖将改善经营环境，券商业绩由底部磨砺到向上改善。对 2019 年行业在乐观、中性、悲观情景下做出以下假设：

1. 经纪业务：2018 年股基日均交易额 4122 亿元，市场交投活跃度下行，2019 年第一季度市场显著回暖，预计 2019 年有望延续较为活跃的趋势。假设 2019 年市场乐观、中性、悲观情景下股票基金日均交易金额分别为 7500 亿元、6500 和 4400 亿元。行业佣金率有小幅下滑压力，2018 年行业估计平均佣金费率 0.0310%，假设乐观、中性、悲观情景下 2019 年行业股基佣金费率分别下滑 4%、6%、8%，佣金率水平分别为 0.0298%、0.0291%和 0.0285%。
2. 投行业务：2018 年 IPO 募集资金 1375 亿元，整体节奏放缓，科创板稳步推进和 IPO 常态化发行背景下预计 2019 年规模将有所回升。再融资募集资金 8922 亿元，规模相对平稳，监管优化再融资规则，预计 2019 年规模将上涨。证券公司债券承销 5.80 万亿元，受政策及市场环境的影响规模有所增加，预计 2019 年将稳中略升。预计 2019 年市场乐观、中性、悲观情景下 IPO 融资规模分别为 3200 亿、2500 亿和 1500 亿，再融资规模分别为 1.7 万亿元、1.3 万亿元和 0.9 万亿元，证券公司承销债券融资规模分别为 6.0 万亿元、5.5 万亿元和 5.0 万亿元。
3. 资管业务：2018 年末券商集合资管计划和定向资管计划余额分别为 1.91 万亿和 10.99 万亿。资管新规下预计通道类业务规模将出现收缩，主动管理转型将推动集合类产品规模提升。预计 2019 年市场乐观、中性、悲观情景下集合管理资产规模分别为 2.1 万亿、2.0 万亿、1.9 万亿元；定向理财规模分别为 10 万亿、9 万亿、8 万亿。我们预计 2019 年行业集合资管费率为 0.85%，定向资管费率为 0.10%。
4. 资本中介业务：2018 年沪深融资融券日均余额 9131 亿元。2018 年两融余额持续下行，2019 年第一季度两融规模随市场升温逐步上行，预计随着市场风险释放和投资者信心回归，2019 年两融规模将延续回暖趋势。2018 年末券商股票质押未解押参考市值 3.2 万亿元。股市震荡下行股票质押业务存在一定风险，随风险纾解和监管规范，股票质押业务规模预计将收缩。预计 2019 年市场乐观、中性、悲观情景下日均两融余额为 1.05 万亿元、0.95 万亿元、0.90 万亿元，股票质押未解押参考市值为 3.6 万亿元、3.3 万亿元、2.8 万亿元。
5. 净利率率：2018 年净利率率 25.0%。营业成本相对刚性，预计在营业收入提升下，净利率率有望上行。预计 2019 年市场乐观、中性、悲观情景下净利率率为 31.5%、30.0%、25.0%。

图表27：行业盈利预测假设条件

单位：亿元			乐观	中性	悲观
	2017	2018	2019E	2019E	2019E
日均股基交易额	4700	4122	7500	6500	4400
平均佣金率	0.0340%	0.0310%	0.0298%	0.0291%	0.0285%
IPO 股票承销额	2304	1375	3200	2500	1500
再融资	13074	8922	17000	13000	9000
债券承销额	45821	57961	60000	55000	50000
主动资产管理规模	21125	19137	21000	20000	19000
定向资产管理规模	143938	109937	100000	90000	80000
两融余额规模	9364	9131	10500	9500	9000
股票质押业务市值规模	32415	32000	36000	33000	28000
净利率率	36.3%	25.0%	31.5%	30.0%	25.0%

资料来源：证券业协会，Wind，华泰证券研究所

预计市场 2019 年在乐观、中性、悲观情景下行业营业收入分别为 3923 亿元、3256 亿元和 2627 亿元，增速分别为 47%、22%、-1%；预计净利润分别为 1236 亿元、977 亿元和 657 亿元，增速分别为 86%、47%、-1%；对应 ROE 为 6.3%、5.1%、3.5%。

图表28：证券行业盈利预测

单位：亿元			乐观	中性	悲观
	2017	2018	2019E	2019E	2019E
营业收入	3113	2663	3923	3256	2627
经纪业务	821	623	1094	928	615
投行业务	510	369	598	485	352
承销保荐收入	384	258	458	365	242
财务顾问	125	112	140	120	110
投资咨询	34	32	40	35	30
投资业务	861	800	1300	950	800
资产管理业务	310	275	285	275	270
资本中介业务	348	215	257	239	220
其他业务+子公司	230	349	390	380	370
净利润	1130	666	1236	977	657
净资产	18500	18900	19500	19200	18900
ROE	6.1%	3.5%	6.3%	5.1%	3.5%
盈利增速	-8%	-41%	86%	47%	-1%

资料来源：证券业协会，Wind，华泰证券研究所

我们认为政策转向和市场回暖将改善经营环境，将驱动行业业务延续改善趋势。板块向上空间有赖于政策与市场超预期的程度和节奏。**中长期看，市场化改革下券商业务模式高阶转型，驱动行业估值模式从β走向α，中小券商估值有望走向收敛。**证券公司估值定价上β属性强，α属性弱。并且中小券商在市场情绪升温催化下业绩弹性更高，且标的盘子小更受资金青睐，往往更具溢价弹性。当前，市场化改革驱动证券行业发展步伐加快，行业高阶转型正在路上，未来业务模式升级变革将驱动估值模式从β走向α。优质大型券商在执业、人才、渠道、研究等方面资源领先，有望把握转型先机实现各业务链条全面转型升级，差异化、特色化将趋强化，有望赢得α溢价，同时也将驱动大、小券商估值中枢逐渐收敛。

优选标的：

逻辑一：全业务链发展的行业龙头。推荐业务稳健均衡，综合竞争实力强，品牌优势明显，创新业务布局前瞻的中信证券。

逻辑二：全业务链发展、条线业务特色凸显的券商。推荐综合金融布局完善，机构客户基础扎实的国泰君安。推荐创新能力较强，业务链条宽广，前瞻性布局机构业务生态的招商证券；

风险提示

- 1、市场波动风险。公司经纪、自营及资管业务与股市及债市环境高度相关，来自股市及债市的波动将会影响证券公司业绩。
- 2、利率风险。固定利率工具使公司面临公允价值利率风险，浮动利率工具使公司面临现金流利率风险。
- 3、政策风险。证券行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏。
- 4、技术风险。当前证券行业加速推进金融科技运用，并投入了大量的成本。未来金融科技的发展及回报若低于预期，将会拖累行业整体表现。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com