

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2019年05月31日

分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

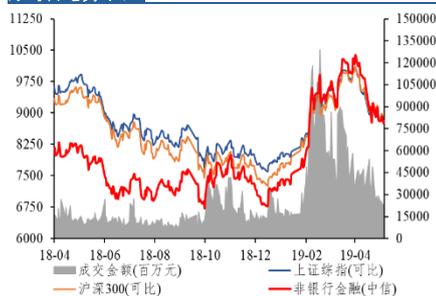
✉ liuwq@cgws.com

联系人(研究助理)：张永 S1070118090027

☎ 010-88366060-8865

✉ zhangyong@cgws.com

股价走势图



数据来源：wind

相关报告

<<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>> 2019-02-11

<<券商、创投商业模式变革专题研究之（三）：科创板引领资本市场供给侧改革，倒逼券商等业务模式变革+孕育新机会>> 2019-03-12

<<关于2018年券商业绩的点评：杠杆率低位、减值计提增加致使ROE低位承压，金融科技重要性凸显>> 2019-01-28

Q1 贝塔效应已落地，中期应抱紧龙头以不变应万变

——2019年券商行业一季报简述及中期投资策略报告

核心观点

■ 要点 1：短期视角：估值修复驱动投资端向好助力一季报超预期

2019年市场信心随金融市场改革政策不断推进愈加提升稳固，一季度行情有了大幅度的上涨，也经历一定程度的调整。我们认为，本轮市场调整的性质是牛市第一波上涨后的正常回撤，主因是估值修复后基本面暂难接力，中美贸易谈判反复让调整更艰难。调整结束进入牛市下一波上涨需要基本面、政策面、市场面共振，需要保持耐心，尤其需要关注中美贸易谈判进展，预计在贸易战背景下我们认为宏观政策基调可能会再次转为更偏向宽松。

2019年一季度131家证券公司当期实现营业收入1018.94亿元，同比增幅54.47%；净利润440.16亿元，同比增幅86.83%。与去年证券业惨淡的业绩（全年净利润666亿）相比，今年一季度证券业完成去年近七成的净利润，ROE较去年同期增长81.60%。业务结构方面，证券投资收益（含公允价值变动）的净收入占比达到50.45%（贡献度较去年同期上升25.72pct），超过总营收的50%，成为推动营收同比大幅增长的重要引力点。一季度前期（上证2400-2900点）先散户（个人）后外资主导行情下使得经纪业务不及预期，另外中小券商权益类证券投资占净资产的比重显著提升，龙头券商也不断加大直投业务投入，致使业务结构持续向重资产倾斜。未来重资产业务也将成为主导券商业绩走向的重要因素，重点关注券商私募及另类投资子公司的投入及业绩情况能够较为准确把握券商整体的业绩。

■ 要点 2：中期视角：在创新政策驱动下回归α机会

轻资产业务应聚焦以科创板为代表的新经济业态，撬动大投行类等业务空间；重资产业务应关注政策松绑下的多层次资本市场建设机会。今年一季度，松绑政策出台不断，5月18日上交所同中登所已经启动了第二轮科创板全网测试，科创板启动快马加鞭，另外叠加去年CDR回归及沪伦通启动等政策，券商关注重资产变革在金融供给侧改革中的重要性，也要聚焦今年年中预计开始交易的科创板市场，预计将掀起券商以投行业务为核心的轻资产业务变革，但券商整体通过这轮国内政策利好行情下获得的业绩增厚将受到政策实施效果及中美贸易进程的限制，但是总体业务结构变革的趋势已经稳固。对标高盛和摩根士丹利，国内的重资产收入占比仍然偏低。以利息收入为例，2018年，国内证券行业利息净收入占营收的比重为9.28%，相比于高盛的37%和摩根士丹利的28%，利息占比仍很低；2019Q1，国内证券行业利息净收入占营收的比重为7.22%，仍低于高盛的42%和摩根士丹利的31%，而且高盛和摩根士丹利的利息收入占比呈现逐

年增加的趋势，而国内券商此趋势仍未显现，未来利息收入贡献度增加的趋势将逐步凸显。

■ **要点 3: 长期视角: 券商估值提升可能来自金融科技含量及行业整合下龙头券商溢价**

科技与金融紧密结合，已经成为国内外券商的共识。纵观国外顶级投行，高盛和摩根士丹利不断地增加科技投入，向科技公司看齐。国内各大券商也紧密布局金融科技，引进金融人才，打造金融科技核心竞争力。金融科技的地位也从支撑业务发展演变为驱动业务发展乃至商业模式变革，券商的产业链正逐渐发生改变。长期来看，券商的核心竞争力将重点体现在两个指标上：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。另外，更长周期估值的提升可能来自并购重组抑或混业经营下龙头券商的估值溢价，可以预见行业内优胜劣汰的现象更加明显，落实金融供给侧政策。2018 年年底中信收购广州证券掀开了近几年国内证券公司重组合并的第一幕，随着核心竞争能力转向资本实力、风险定价能力、机构平台和金融科技运用，券商将出现强者恒强的竞争格局。

■ **要点 4: 投资建议: 在变革中孕育希望与未来，聚焦龙头以不变应万变**

建议从三条主线选择个股，1) 业绩优良稳健、营收结构多元化、均衡化的龙头券商：重点推荐华泰证券、海通证券、国泰君安、广发证券、申万宏源等。2) 建议关注创新+转型发展的中小型券商：兴业证券、东方证券、东吴证券、东方财富等。3) 关注次新股类弹性标的：中信建投，中国银河等。

■ **风险提示: 地缘政治风险; 中美贸易摩擦加剧风险; 宏观经济下行风险; 业绩不及预期风险; 股市系统性下跌风险; 监管趋严风险。**

目录

1. 估值修复驱动投资端向好助力一季报超预期	6
1.1 权益市场推动下的行业一季度整体业绩超预期	6
1.1.1 行业整体营收 YOY+54.47%，净利润 YOY+86.86%，ROE 增长 1.02pct ..	6
1.1.2 上市券商营收 YOY+51.57%，归母净利润 YOY+86.90%，ROE 增长 1.20pct	6
1.2 大自营引领下重资产业务贡献巨大，占比提升	7
1.2.1 阶段性的个人+外资主导行情下经纪业务增速有限，业务结构持续向重资	7
1.2.2 中小上市券商权益类资产占净资本比重提升显著	11
1.2.3 龙头券商强化布局衍生品业务	12
1.2.4 龙头券商直投子公司贡献度提升	13
1.3 利息净收入提升主要源于会计变更	14
2. 中期在创新政策驱动下回归 α 机会	15
2.1 轻资产业务应聚焦以科创板为代表的新经济业态，撬动大投行类等业务空间	15
2.1.1 科创板增量、CDR 回归、沪伦通等改革孕育新契机	15
2.1.2 以再融资、A 股分拆上市等资本工具有望落地	24
2.2 重资产业务应关注政策松绑下的多层次资本市场建设机会	26
2.2.1 多层次资本市场建设纵深推进下的机会	26
2.2.2 新时代国际化推进下，着眼跨境业务发展	31
3. 长期视角：券商估值提升可能来自金融科技含量及行业整合下龙头券商溢价	31
3.1 加大金融人才引进已成共识	31
3.1.1 科技赋能金融已成趋势	32
3.1.2 人工智能成券商布局重点	32
3.2 券商积极储备金融科技人才	33
3.3 更长周期来自并购重组抑或混业经营下龙头券商的估值溢价	34
3.3.1 龙头券商中多集中于国有企业控股券商，具此项特征的券商表现优异 ...	34
3.3.2 行业优胜劣汰，垄断竞争格局不断夯实	35
3.3.3 国内券商或将掀起并购重组浪潮，券商实现差异化发展	36
4. 估值及投资建议	38
4.1 国家队资金进场谨慎，所持券商股触底	38
4.2 公募基金持股情况	39
4.3 增量资金入市可期	41
4.4 弹性假设下 2019 年业绩预测	41
4.5 投资建议	42
5. 风险提示	43

图表目录

图 1: 2014~2019Q1 上市券商营收、归母净利润及 ROE 情况	7
图 2: 2019Q1 大中小券商（上市）经纪业务收益情况	8
图 3: 2018 年以来的市场成交量与上证指数情况	8
图 4: 2014-2018 年我国券商营业收入结构	9
图 5: 2016-2019Q1 年我国券商季度营收结构	9
图 6: 2012~2019Q1 年轻资产业务与重资产业务营收占比	10
图 7: 2014~2018 年大中小券商自营权益类证券及衍生品占净资本比重及增速	11
图 8: 2018~2019 年两融余额变化 单位：亿元	14
图 9: 2019Q1 大中小券商两融资金情况 单位：亿元	15
图 10: 2018-2019Q1 股票质押情况 单位：万元	15
图 11: 广大证券组织架构	16
图 12: 国泰君安组织架构	17
图 13: 华泰证券组织架构	17
图 14: 中信证券组织架构	18
图 15: 中信建投证券组织架构	19
图 16: 权益资产构成	19
图 17: 股权投资情况及占比	19
图 18: 高盛组织架构	20
图 19: 摩根士丹利净收入构成（十亿美元）	20
图 20: 摩根士丹利组织架构	21
图 21: 2008-2019 年券商股权再融资规模及方式情况	24
图 22: 2008-2019 年 A 股市场股权再规模情况	25
图 23: 2008-2019 年 A 股市场再融资主要方式	25
图 24: 2019Q1 年券商承销股权再融资市场份额情况（前 10 名）	25
图 25: 高盛集团收入结构	27
图 26: 摩根士丹利收入结构	27
图 27: 国内券商行业收入结构	27
图 28: 国内券商杠杆率回升	28
图 29: 高盛历年研发费用及占营收的比重	32
图 30: 摩根士丹利历年研发支出及占营收的比重	32
图 31: 根据大股东分组 2016-2018 年券商总资产情况	35
图 32: 根据大股东分组 2016-2018 年券商营收情况	35
图 33: 根据大股东分组 2016-2018 年券商净利润情况	35
图 34: 大股东分组 2016-2018 年券商加权 ROE 情况	35
图 35: 券商并购多发于熊市	37
图 36: 公募基金及外资持股情况	39
图 37: 公募基金及外资持股占比	39
图 38: QFII 审批额度	41
图 39: 券商 ROE 与 PB 关系图	42

表 1: 2019 一季度证券行业业绩情况.....	6
表 2: 上市券商两融资金情况.....	8
表 3: 上市券商证券投资业务收入同比情况.....	10
表 4: 前十大券商 2014~2018 年衍生品业务情况.....	12
表 5: 龙头券商私募股权基金子公司情况.....	14
表 6: 券商科创板拟承销份额表.....	21
表 7: 近期部分上市券商增发及募资用途.....	22
表 8: 龙头券商另类投资子公司情况.....	23
表 9: 香港联交所分与内地科创板分拆上市规则.....	26
表 10: 摩根士丹利、高盛产品一览.....	27
表 11: 历次股指期货交易手续费、开仓数量限制规则调整情况.....	29
表 12: 历次股指期货交易保证金率规则调整情况.....	29
表 13: 场外期权业务交易商名单.....	29
表 14: 2019 券商场外期权业务可能带来的利润弹性测算.....	30
表 15: 2019 券商场外期权业务可能带来的营收弹性测算.....	30
表 16: 券商跨境业务试点资格获批情况及规模上限.....	31
表 17: 2018 年代表性券商研发人员与研发支出对比.....	32
表 18: 2018 年上市券商信息技术人员比重计研发投入金额对比.....	33
表 19: 部分上市大券商 2019 年校园招聘金融科技人才需求一览表.....	34
表 20: 《证券公司股权管理规定（征求意见稿）》中券商股东相关规定.....	37
表 21: 2019 年一季度国家队持股情况.....	38
表 22: 2019Q1 证金公司在券商持股排名情况.....	39
表 23: 2019Q1 基金及外资持券商股情况.....	40
表 24: 三种情形下行业营收及净利润预测.....	42

1. 估值修复驱动投资端向好助力一季报超预期

1.1 权益市场推动下的行业一季度整体业绩超预期

1.1.1 行业整体营收 YOY+54.47%，净利润 YOY+86.86%，ROE 增长 1.02pct

2019 年一季度 131 家证券公司当期实现营业收入 1018.94 亿元，同比增幅 54.47%；净利润 440.16 亿元，同比增幅 86.83%。与去年券业惨淡的业绩（全年净利润 666 亿）相比，今年一季度券业就完成了去年近七成的净利润，ROE 较去年同期增长 81.60%。业务结构方面，证券投资收益（含公允价值变动）的净收入占比达到 50.45%（贡献度较去年同期上升 25.72pct），超过总营收的 50%，成为推动营收同比大幅增长的重要引力点。

表 1: 2019 一季度证券行业业绩情况

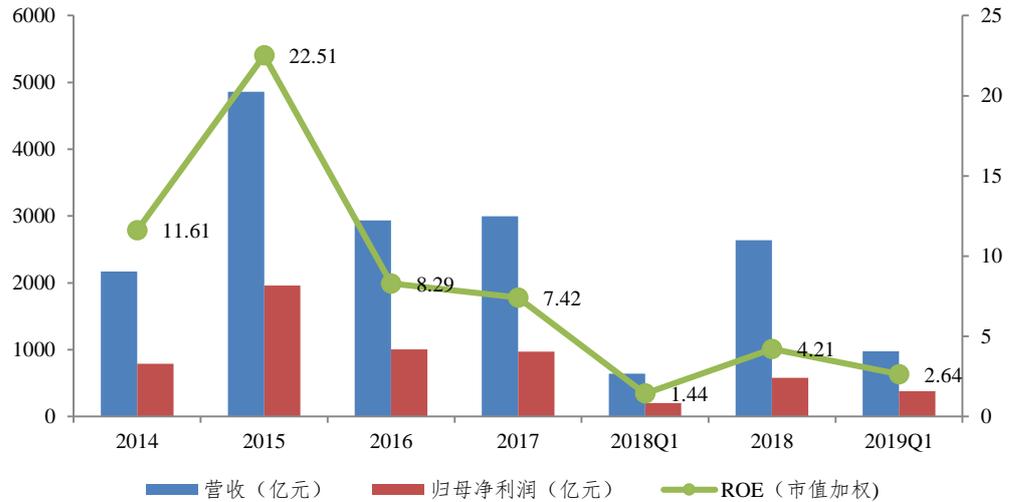
项目	2019Q1 (亿元)	2018Q1 (亿元)	同比增幅 (%)
营收	1018.94	659.64	54.47%
净利润	440.16	235.59	86.83%
代理买卖证券业务净收入	221.49	194.69	13.77%
投行业务净收入	87.68	74.03	18.44%
咨询业务净收入	7.15	6.8	5.15%
资产管理业务净收入	57.33	67.79	-15.43%
证券投资收益（含公允价值变动）	514.05	163.1	215.17%
利息净收入	69.04	65.79	4.94%
ROE	2.27%	1.25%	81.60%

资料来源：中国证券业协会，长城证券研究所，截至 2019 年 3 月 31 日数据

1.1.2 上市券商营收 YOY+51.57%，归母净利润 YOY+86.90%，ROE 增长 1.20pct

上市券商方面，2019 年 Q1 总营收达到 974.50 亿元，YOY+51.57%，占 2015 年总营收的 20.04%，占去年总营收的 36.92%；归母净利润达到 376.97 亿元，YOY+86.90%，完成去年 64.96% 的归母净利润；ROE（市值加权）2.64%，YOY+83.33%。得益于一季度权益市场表现优异，上市券商总体业绩表现优于去年一季度。

图 1: 2014~2019Q1 上市券商营收、归母净利润及 ROE 情况



资料来源: Wind, 长城证券研究所 (注: 上市券商口径)

1.2 大自营引领下重资产业务贡献巨大，占比提升

1.2.1 阶段性的个人+外资主导行情下经纪业务增速有限，业务结构持续向重资产倾斜

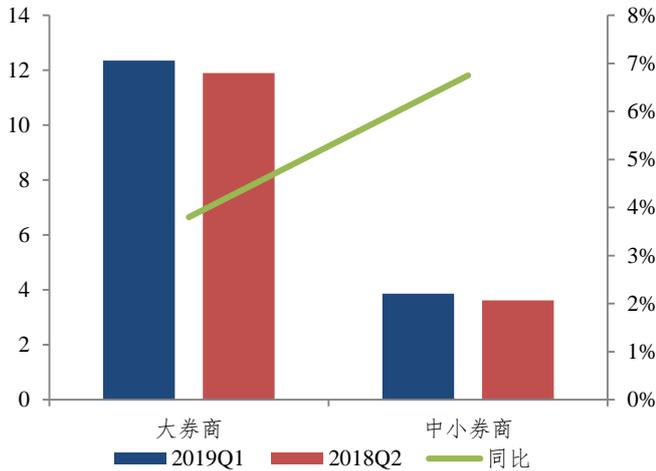
■ 经纪业务业绩同比增速不及预期，散户及游资主导行情为主因+“假外资”为次因

2019 年市场信心随金融市场改革政策不断推进愈加提升稳固，一季度行情有了短期性的大幅上涨，也经历一定程度的调整回测。我们认为，本轮市场调整的性质是牛市第一波上涨后的正常回撤，主因是估值修复后基本面暂难接力，中美贸易谈判反复让调整更艰难。调整结束进入牛市下一波上涨需要基本面、政策面、市场面共振，需要保持耐心，尤其需要关注中美贸易谈判进展，预计在贸易战背景下我们认为宏观政策基调可能会再次转为更偏向宽松。而且现在我国进入后工业化时代，第三产业的发展愈发重要，科技和消费服务将成为主导产业-产业的供给侧改革，而为他们提供融资服务的是券商-金融供给侧改革，此次主导产业是科技和消费服务+券商，也是市场未来的主线所在。但是行情是否实际反转还要看后期中美贸易谈判进程以及松绑政策的具体实施效果。

2019 年 Q1 累计市场交易规模达 37769.85 亿股，YOY+68.55%，累计日均股基成交量为 6216.58 亿元，YOY+21.08%；一季度券商经纪业务业绩提供了重要的支撑效应，但一季度券商行业整体代理买卖证券业务净收入同比增速仅为 13.77%，经纪业务业绩增速不及成交量的原因：一方面由客户结构差异造成，今年一季度前期（上证综指 2400-2800 点）的行情主要是先游资和后散户（两融余额）推动，而散户（个人）客户占比较高的是中小券商，两融贡献的成交量也主要是中小券商，最终表现出中小券商经纪业务净收入同比增速快，而大券商增速较慢，行业整体呈现经纪业务业绩不及预期。另一方面，一季度中期（上证综指 2800-2900 点）主要系外资推动，因而通过陆港通形成的北上资金是推动中期 A 股成交量陡升的重要因素，但通过陆港通进入 A 股市场的北上资金不经过境内券商，也在一定程度上造成境内券商经纪业务收入同比增幅不及 A 股累计成交量同比增幅。另外，香港配资环境相对境内要宽松，导致“假外资”现象，即境内资金转港

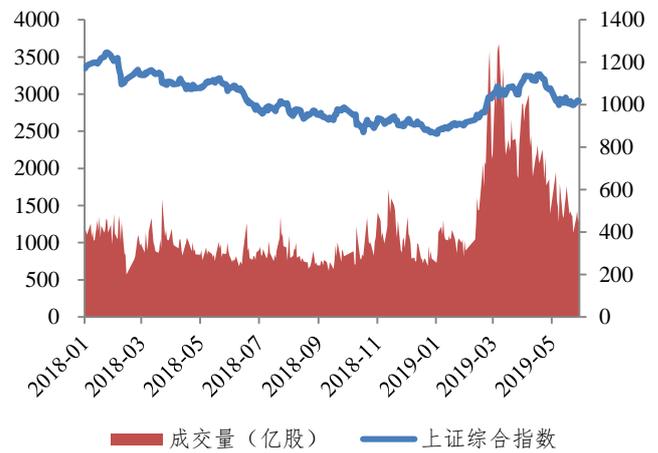
再通过陆港通转投 A 股，这对于资金通过境内券商入市产生一定程度的分流。2 月份开始上证指数上穿 2900 点，后续此轮行情主要依托于公募基金主导流入科技型价值股而带动的行情，此阶段的机构资金入市为境内券商经纪业务业绩做了重要增量贡献，但总体而言公募机构的换手率相对较低，因此对机构客户占比较高的大券商的经纪业务贡献相对有限。

图 2: 2019Q1 大中小券商（上市）经纪业务收益情况



资料来源：公司季报，长城证券研究所（注：大券商以总资产规模排名前十大确定；计算方法为总资产加权平均）

图 3: 2018 年以来的市场成交量与上证指数情况



资料来源：wind，长城证券研究所（注：交易规模按证监会标准口径统计）

表 2: 上市券商两融资金情况

公司名称	2019Q1	2018	2018Q1	环比	同比
中信证券	640.31	571.98	743.45	12%	-14%
海通证券	548.70	488.61	603.88	12%	-9%
国泰君安	697.30	536.55	697.19	30%	0%
华泰证券	579.34	461.89	577.48	25%	0%
广发证券	509.59	453.55	613.11	12%	-17%
申万宏源	512.98	441.48	522.18	16%	-2%
招商证券	491.65	429.76	577.49	14%	-15%
中国银河	510.60	446.32	575.02	14%	-11%
国信证券	361.63	289.63	383.33	25%	-6%
东方证券	121.05	102.77	132.18	18%	-8%
中信建投	291.68	251.48	426.64	16%	-32%
光大证券	346.50	303.38	369.71	14%	-6%
兴业证券	204.59	174.92	182.38	17%	12%
方正证券	191.94	154.54	229.54	24%	-16%
长江证券	188.36	148.26	226.18	27%	-17%
东吴证券	95.67	70.57	78.12	36%	22%
东兴证券	100.03	74.91	92.97	34%	8%
国元证券	130.59	100.78	130.07	30%	0%
东北证券	79.32	69.78	88.95	14%	-11%
浙商证券	80.02	57.60	74.13	39%	8%

西南证券	109.53	84.90	86.30	29%	27%
国海证券	49.96	39.11	57.47	28%	-13%
财通证券	82.57	66.47	104.40	24%	-21%
山西证券	53.98	44.36	51.30	22%	5%
长城证券	93.66	74.23	0.00	26%	
华西证券	104.36	81.84	90.63	28%	15%
西部证券	45.18	36.21	49.43	25%	-9%
天风证券	39.91	22.93	28.34	74%	41%
国金证券	79.79	62.12	76.06	28%	5%
华安证券	58.47	49.22	79.55	19%	-26%
中原证券	56.94	47.20	61.14	21%	-7%
太平洋	23.52	22.83	27.92	3%	-16%
第一创业	32.94	23.69	34.93	39%	-6%
南京证券	47.04	36.67	0.00	28%	

资料来源: wind, 长城证券研究所, (注: 按资产规模降序列示)

■ 业务结构持续向重资产倾斜, 自营业务逐步成业绩主驱动

从业务结构来看, 2019年Q1 经纪业务收入占比 21.74%, YOY-7.78pct; 投行业务收入占比 8.61%, YOY -2.62pct; 资管业务收入占比 5.63%, YOY -4.65pct; 融资融券业务收入占比 6.78%, YOY -3.20pct; 自营业务收入占比 50.45%, YOY+25.72pct; 投资咨询业务收入占比 0.70%, YOY-0.33pct。2012-2018 年轻资产业务收入占比分别为 68.78%、67.72%、56.55%、63.86%、68.68%、58.07%、56.15%, 总体呈波动下降的趋势。

目前从静态结构的角度来看, 以自营业务为代表的重资产业务占比在一季度已经超过 50%; 营收结构中主要依靠券商牌照来实现的经纪、投行、资管等绝大通道业务为主的轻资产业务占比将不断降低, 而自营、金融中介为主的重资产业务占比预期将不断成为券商业绩主要支撑。

一季度以后随着中美贸易摩擦再起波澜, 市场信心表现出波动, 市场交易规模出现一定程度的萎缩, 但市场指数整体仍处于波动上升的态势, 说明对比 2018 年市场活跃度相对旺盛, 经纪业务将相对受益, 但是随着改革的不断深入和券商业务转型的不断推动, 未来重资产业务将不断成为券商业绩的主支撑, 但在当下时点看任重道远。

图 4: 2014-2018 年我国券商营业收入结构

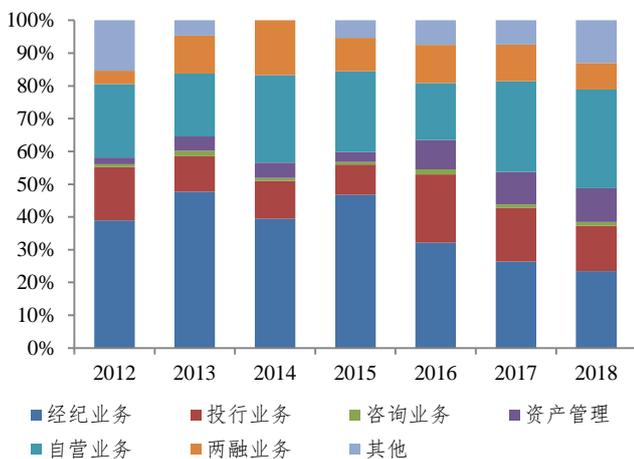
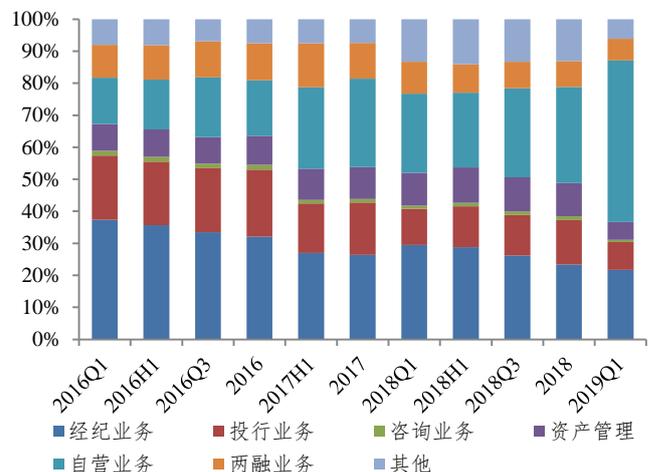
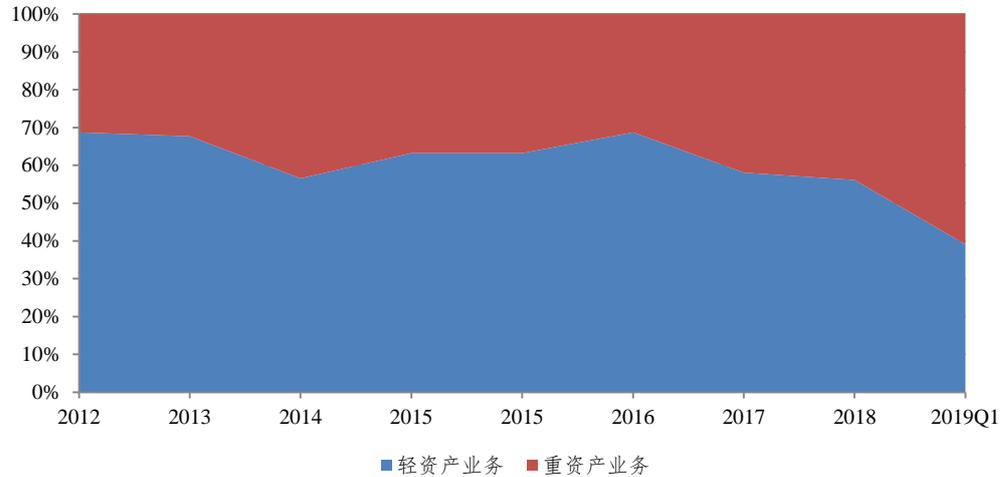


图 5: 2016-2019Q1 年我国券商季度营收结构



资料来源：中国证券业协会，长城证券研究所（注：证券业协会统计口径） 资料来源：中国证券业协会，长城证券研究所（注：证券业协会统计口径）

图 6: 2012~2019Q1 年轻资产业务与重资产业务营收占比



资料来源：中国证券业协会，长城证券研究所（注：证券业协会统计口径）

■ 上市券商投资业务贡献度跃升，全行业证券投资收益同比增幅达 215.17%

总体来看，34 家上市券商中自营业务贡献度达到 50% 以上的券商已经达到 14 家，而去年同期投资业务贡献度达到 50% 以上的券商仅有 5 家，券商向自营业务倾斜的趋势逐渐明朗，投资业务占比较高同时增速较快的券商主要集中于中小券商，大券商的投资业务占比相对较为稳健。预计未来投资业务将成为拉动券商行业业绩增长的主引擎，投研能力强弱成为券商在竞争赛道上胜出的关键，未来应当关注投研能力较强的券商。

表 3: 上市券商证券投资业务收入同比情况

公司名称	2019Q1				2018Q1			
	公允价值变动净收益(亿元)	投资净收益(亿元)	合计(亿元)	占总营收比重(%)	公允价值变动净收益(亿元)	投资净收益(亿元)	合计(亿元)	占总营收比重(%)
中信证券	4.88	46.00	50.88	48%	22.67	2.32	24.98	26%
海通证券	23.97	24.80	48.76	49%	-0.18	13.41	13.22	23%
国泰君安	7.66	15.65	23.31	35%	-4.40	24.62	20.21	32%
华泰证券	7.65	26.07	33.72	54%	1.17	13.50	14.67	34%
广发证券	21.97	14.02	35.99	53%	-0.81	15.30	14.49	37%
申万宏源	7.50	14.18	21.68	40%	2.21	7.55	9.76	34%
招商证券	15.50	7.22	22.72	49%	-1.86	7.74	5.88	22%
中国银河	13.14	1.07	14.21	38%	6.41	-2.69	3.73	14%
国信证券	9.66	8.06	17.72	47%	-0.55	3.53	2.98	13%
东方证券	13.23	2.64	15.87	39%	-4.92	11.05	6.12	31%
中信建投	4.42	6.79	11.21	36%	3.22	5.77	8.98	33%
光大证券	10.89	3.06	13.95	41%	9.23	0.97	10.20	44%
兴业证券	13.92	7.01	20.92	55%	-5.91	8.53	2.62	16%
方正证券	-1.65	6.19	4.54	25%	-1.84	5.03	3.19	25%

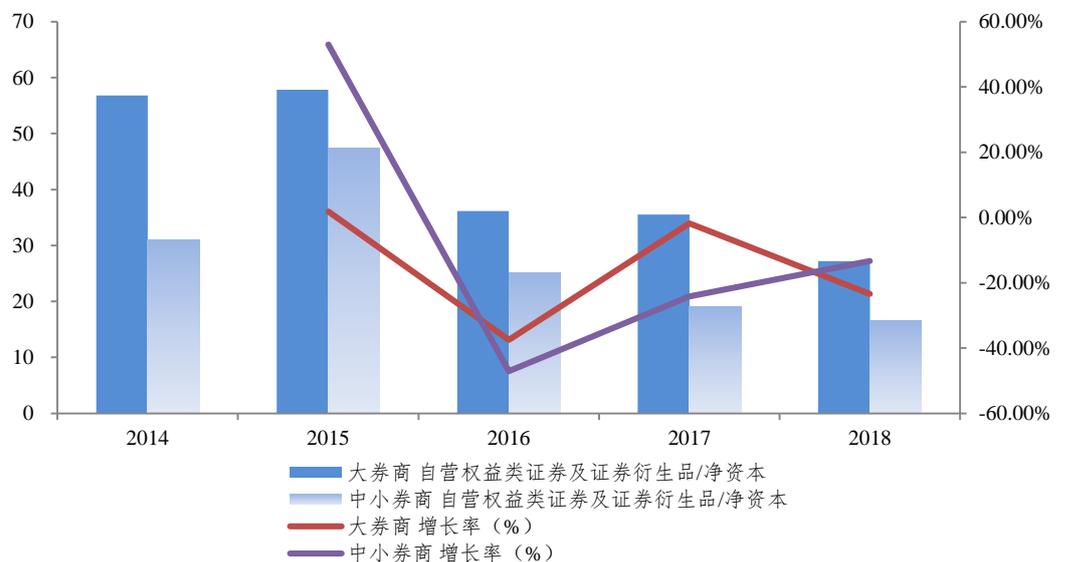
长江证券	8.17	5.36	13.53	56%	0.27	3.39	3.66	27%
东吴证券	5.53	2.84	8.37	56%	-0.30	3.77	3.47	42%
东兴证券	6.96	-2.27	4.69	46%	0.28	4.14	4.43	67%
国元证券	2.87	0.93	3.80	39%	-1.39	2.94	1.55	25%
东北证券	9.70	1.17	10.87	48%	0.92	1.60	2.52	27%
浙商证券	2.63	1.55	4.18	34%	0.02	1.45	1.47	18%
西南证券	7.38	0.07	7.45	65%	-0.23	5.72	5.49	77%
国海证券	1.57	2.27	3.84	40%	0.20	4.37	4.56	78%
财通证券	5.47	2.01	7.48	63%	0.70	4.19	4.89	53%
山西证券	2.61	2.85	5.46	38%	-0.01	2.11	2.10	16%
长城证券	5.14	0.07	5.21	51%	0.33	1.25	1.58	28%
华西证券	2.39	2.38	4.77	46%	0.61	2.38	2.99	44%
西部证券	4.03	3.72	7.74	58%	-0.44	2.90	2.45	44%
天风证券	2.38	3.22	5.60	54%	-0.18	2.48	2.30	36%
国金证券	1.81	2.18	3.99	37%	0.47	1.18	1.65	20%
华安证券	3.40	2.96	6.36	64%	-0.40	1.36	0.96	23%
中原证券	1.41	2.11	3.53	54%	-0.05	1.01	0.96	21%
太平洋	4.45	2.19	6.64	94%	0.82	1.29	2.12	63%
第一创业	2.50	2.27	4.77	59%	0.08	1.38	1.47	33%
南京证券	0.78	0.79	1.57	31%	0.01	0.51	0.53	16%

资料来源：公司年报，长城证券研究所，截至2019年3月31日数据（注：按2019Q1投资业务营收贡献度降序列示）

1.2.2 中小上市券商权益类资产占净资本比重提升显著

从权益类资产占净资本比重的角度看，2019Q1 权益市场大幅上涨下，中小券商的权益净资本占比提升更为显著。预计随着 2019 年一季度权益市场回暖，若市场可以继续走牛（目前看贸易战以及市场对经济发展的信心将是市场行情的主要制约因素），则中小券商权益资产增加幅度或高于大券商，从而贡献更高的投资业务弹性，可能在股价表现上更具弹性。

图 7：2014~2018 年大中小券商自营权益类证券及衍生品占净资本比重及增速



资料来源: wind, 长城证券研究所 (注: 大券商为最近一期财报披露的总资产前十的上市券商; 中小券商为其余券商; 占比为上市券商披露的自“自营权益类证券及证券衍生品/净资本”的总资产加权平均值)

1.2.3 龙头券商强化布局衍生品业务

大券商衍生金融工具扩容明显, 衍生工具的使用为投资收益贡献了较大的稳定性。根据 2018 年上市券商中前十大券商数据可以看出, 前十大券商中中信证券衍生品投资业务占整个投资收益的比重达到 35.06% (YOY+41.19ptc)。另外, 东方证券、招商证券、华泰证券、国泰君安投资收益中衍生品投资业务收益贡献度分别达到: 23.08% (YOY+27.06%)、19.38% (YOY+29.03%)、15.69% (YOY+10.10%)、11.46% (YOY+13.63%), 中国银河证券的衍生品业务更是成为弥补其 2018 年投资收益亏损的重要素; 其余券商衍生品业务贡献度同比均呈现不同程度的提升, 可见深耕衍生品业务也将在未来成为券商, 尤其是龙头券商重要的发力点。

表 4: 前十大券商 2014-2018 年衍生品业务情况

公司名称	项目	2014	2015	2016	2017	2018
中信证券	投资收益(亿元)	58.64	188.01	100.28	124.75	70.71
	衍生金融工具投资收益 (亿元)	-56.68	-65.24	7.03	-7.66	24.79
	衍生工具投资收益占比 (%)	-96.65%	-34.70%	7.01%	-6.14%	35.06%
海通证券	投资收益(亿元)	27.37	134.62	65.40	113.66	55.35
	衍生金融工具投资收益 (亿元)	-17.18	8.75	4.97	-0.16	-0.55
	衍生工具投资收益占比 (%)	-62.77%	6.50%	7.60%	-0.14%	-0.99%
国泰君安	投资收益(亿元)	32.66	91.21	82.02	69.07	70.79
	衍生金融工具投资收益 (亿元)	-10.69	9.05	2.92	-1.50	8.11
	衍生工具投资收益占比 (%)	-32.74%	9.92%	3.56%	-2.17%	11.46%
华泰证券	投资收益(亿元)	18.21	78.93	47.70	89.09	24.11
	衍生金融工具投资收益 (亿元)	-23.15	-3.24	13.91	4.98	3.78
	衍生工具投资收益占比 (%)	-127.08%	-4.11%	29.16%	5.59%	15.69%
广发证券	投资收益(亿元)	35.60	103.15	67.50	94.06	33.58
	衍生金融工具投资收益 (亿元)	-6.85	-2.92	0.52	-1.20	0.29
	衍生工具投资收益占比 (%)	-19.25%	-2.83%	0.77%	-1.27%	0.86%
申万宏源	投资收益(亿元)	8.50	71.34	39.02	40.62	39.28
	衍生金融工具投资收益 (亿元)	-0.27	0.01	0.57	0.82	-1.56
	衍生工具投资收益占比	-3.13%	0.01%	1.46%	2.02%	-3.97%

		(%)				
招商证券	投资收益(亿元)	17.57	63.82	36.20	27.12	36.80
	衍生金融工具投资收益	-16.90	-48.67	-2.97	-2.62	7.13
	(亿元)					
	衍生工具投资收益占比	-96.15%	-76.26%	-8.21%	-9.65%	19.38%
中国银河	投资收益(亿元)	-	47.04	39.93	24.80	-6.13
	衍生金融工具投资收益	-	8.36	2.09	0.61	8.70
	(亿元)					
	衍生工具投资收益占比	-	17.78%	5.23%	2.44%	-141.94%
国信证券	投资收益(亿元)	22.29	71.81	25.29	19.25	27.64
	衍生金融工具投资收益	-0.58	-0.02	2.31	-1.74	-1.76
	(亿元)					
	衍生工具投资收益占比	-2.60%	-0.03%	9.12%	-9.02%	-6.38%
东方证券	投资收益(亿元)	37.98	95.07	35.75	55.28	25.93
	衍生金融工具投资收益	-1.35	-0.04	-0.34	-2.20	5.99
	(亿元)					
	衍生工具投资收益占比	-3.56%	-0.04%	-0.96%	-3.98%	23.08%

资料来源：公司年报，长城证券研究所（注：前十大券商统计口径为：2019Q1 上市券商中总资产前十券商）

1.2.4 龙头券商直投子公司贡献度提升

龙头券商深入布局券商直投子公司，不断加大对于私募股权投资的关注度。自 2016 年年底中证协发布《证券公司私募基金子公司管理规范》和《证券公司另类投资子公司管理规范》以来，经过历时 2 年多的整改，5 月 8 日中国证券业协会公示第十二批整改方案经联合机制审查认可的证券公司及其私募基金子公司等规范平台名单，目前已经有 132 家券商私募基金子公司完成整改工作，叠加今年以来逐步稳健的金融供给侧改革、科创板的不断推进以及 PB 业务发展，未来券商直投业务（尤其是龙头券商直投子公司）将迎进一步发展。一方面券商直投子公司同母公司之间存在正向的协同效应，相较于其他的私募机构，券商直投子公司纳入母公司风控体系，风险管理控制方面要更加严谨规范；另外龙头券商直投子公司也将在母公司的品牌效应和其他业务板块（尤其是投行科创板跟投）的带动效应下迎来更明朗的业绩前景。

基本上大券商直投公司表现居前列。中信证券在清科集团发布的“2018 年中国私募股权投资机构 50 强”中排第 17 名（券商行业排第一位），中信证券投资作为公司自有资金股权投资平台，积极参与支持创新型企业发展，2018 年在人工智能、新能源、智慧城市、基因测序等领域投资了一批具有国际及国内领先技术的企业，与金融供给侧改革方向吻合，契合科创板上市企业定位，将助力提升中信另类投资收益。2018 年金石投资完成对外投资超过 20 亿元，截止 2018 年底，金石投资在管私募股权投资基金 15 支，管理规模约 400 亿元自；2014 年内成立 REITs 基金以来累计设立类 REITs 基金共约 200 亿元，是国内规模最大的 REITs 私募基金管理人。广发证券通过广发信德开展私募股权基金业务，2018 年其管理的基金共完成 46 个股权投资项目，投资金额近 30 亿元；已完成 243 个股

权投资项目投资，其中有 20 个项目已通过 IPO 上市；有 60 个项目通过上市公司并购实现退出。广发信德设立并管理了 34 支私募基金，管理客户资金总规模近百亿元。

表 5: 龙头券商私募股权基金子公司情况

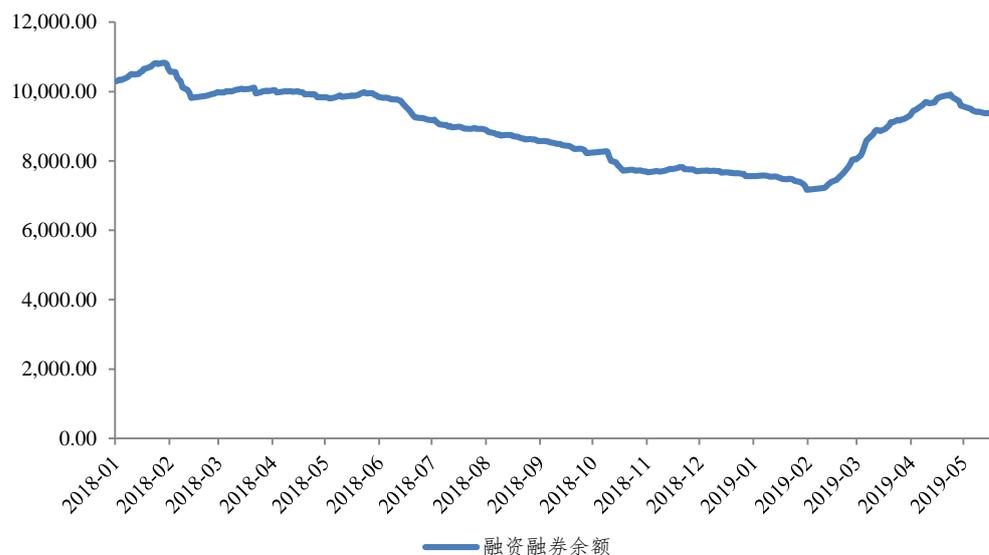
证券公司	私募股权基金子公司	2018 年营业收入 (亿元)	2018 年净利润 (亿元)	2018 年净资产 (亿元)
中信证券	金石投资	-0.53	-0.47	88.20
国泰君安	国泰君安创投	3.24	0.88	73.80
海通证券	海通开元	2.94	1.88	33.52
广发证券	广发信德	5.18	3.49	56.50
华泰证券	华泰紫金	0.81	-0.46	67.79
申万宏源	申银万国	0.74	0.35	5.94
中信建投	中信建投资本	1.05	0.06	13.14
招商证券	招商致远资本投资	-0.15	-1.00	21.98
中国银河	银河创新资本	-1.04	-0.6	0.14
东方证券	上海东方证券资本投资	9.49	5.63	45.42

资料来源: 公司年报, 长城证券研究所

1.3 利息净收入提升主要源于会计变更

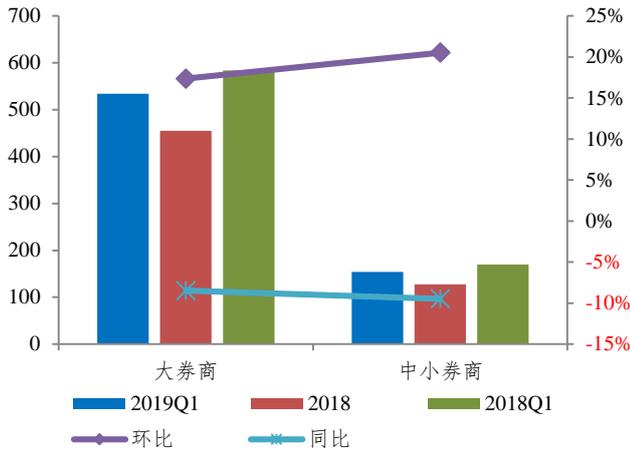
一季度全行业利息净收入实现同比+4.94%，环比+19%。原因主要是：一方面是受益于信用业务同比及环比改善影响：一季度股票质押业务同比-15%、环比+86%，两融余额同比-8%、环比+22%，客户保证金余额同比+27.12%、环比+60%；另一方面由于 A+H 券商会计准则变化，债权投资和其他债权投资持有期间利息由投资收益划分至利息收入。

图 8: 2018~2019 年两融余额变化 单位: 亿元



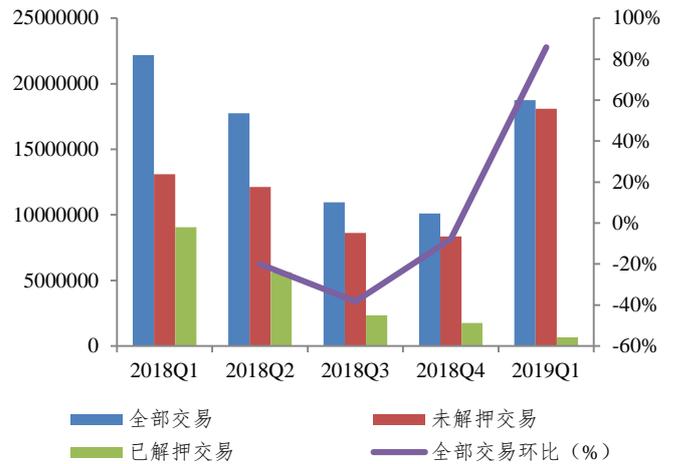
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 9: 2019Q1 大中小券商两融资金情况 单位: 亿元



资料来源: 公司季报, 长城证券研究所 (注: 上市大券商以总资产规模排名前
前十确定; 计算方法为总资产加权平均)

图 10: 2018-2019Q1 股票质押情况 单位: 万元



资料来源: wind, 长城证券研究所

2. 中期在创新政策驱动下回归 α 机会

2.1 轻资产业务应聚焦以科创板为代表的新经济业态, 撬动大投行类等业务空间

2.1.1 科创板增量、CDR 回归、沪伦通等改革孕育新契机

今年一季度以来, 松绑政策出台不断。5月18日、5月25日上交所同中登所已经启动了第二、三轮科创板全网测试, 科创板启动快马加鞭, 叠加去年 CDR 回归及沪伦通启动等政策, 券商应关注重资产变革在金融供给侧改革中的重要性, 也要聚焦今年年中预计开始交易的科创板市场。预计此番景象将掀起券商以投行业务为核心的轻资产业务变革, 但券商整体通过这轮国内政策利好行情下获得的业绩增厚的阶段性成效的延续趋势可能受政策实施效果及中美贸易摩擦波动影响。整体来看, 总体业务结构变革趋势已经逐渐显现。

■ 科创板将掀起券商投行为核心的业务变革

科创板是构建多层次资本市场体系的重要举措, 上市企业定位为尚未成熟的生物制造、人工智能等高新科技企业, 为企业融资提供便利, 让市场来选择优质企业, 促进产业结构的转型升级。在科创板下, 可预见投行为核心的业务变革加剧来临, 由过去通道化业务向买方投资业务链转型, 将形成投行资本化模式, 在传统的以承销、并购重组、财务顾问的投行业务基础上, 整合资源重视私募股权市场投资和另类投资等业务, 积极与第三方机构合作成立并购、夹层基金等项目投资。

■ 科创板或将倒逼券商组织架构变革, 龙头券商料将更为受益

在科创板的规则体系下, 投行的 IPO 发行审核由重审核轻发行向严审核重发行转型, 重视企业回归天然的上市融资权利, 未来更考验投行的定价能力。可以预见投行将成为调

动整个证券公司资源的牛鼻子，将由通道业务向买方业务转型，更加重视在承揽阶段的项目挑选，在发行阶段的合理定价以及资本实力跟投。以投行业务为核心重构其组织架构，将考验券商的综合管理实力，即整合客户资源、协调各个业务板块之间利益，走投行资本化道路。

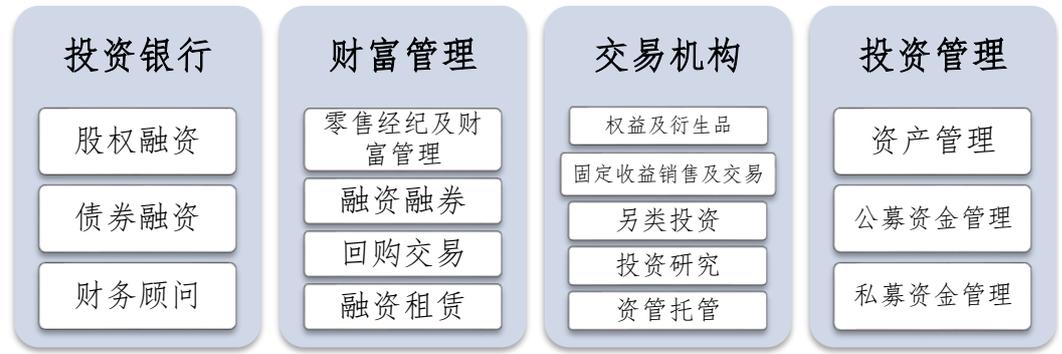
而当下多层次资本市场正在不断丰富，直接融资市场迫切的发展需求利好综合实力强的龙头券商。可以预计，具备强劲投行业务能力同时积极发展私募股权业务等投买方业务的中信证券、中信建投、广发证券、华泰证券、国泰君安等大型券商将更多受益。

■ 国内龙头券商基本形成以客户需求为核心的组织架构

✓ 广发证券

广发证券是以证券业务为核心，不断完善战略客户服务体系，整合资源更好地为客户服务。其投行业务包括股权融资业务、债务融资业务及财务顾问业务。2018年，该板块实现营业收入12.04亿元，同比减少55.71%。公司完成股权融资主承销家数20家，行业排名第5；股权融资主承销金额128.36亿元，行业排名第11；其中，IPO主承销家数7家，行业排名第6；IPO主承销金额37.95亿元，行业排名第7。同时，通过全资子公司广发信德积极开展私募基金管理业务。截至2018年末，广发信德及其管理的基金共完成46个股权投资项目，投资金额近30亿元；截至2018年底，广发信德及其管理的基金已完成243个股权投资项目投资，其中有20个项目已通过IPO上市，有60个项目通过上市公司并购等其他方式实现退出，广发信德设立并管理了34支私募基金，管理客户资金总规模近百亿元。

图 11: 广发证券组织架构

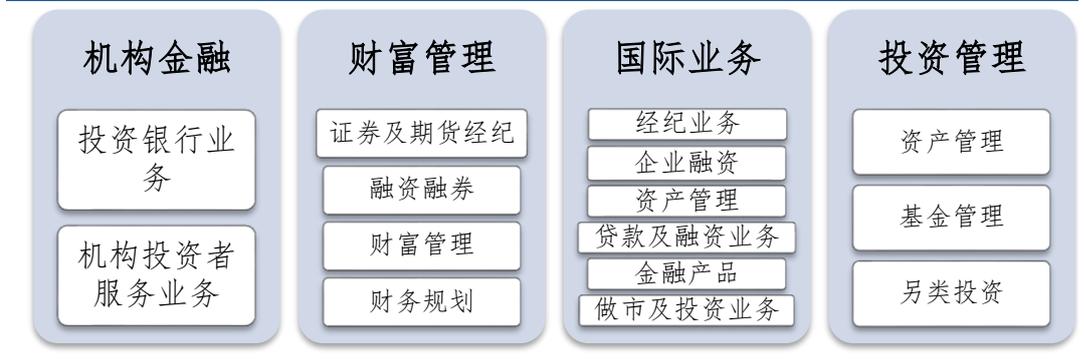


资料来源：公司年报，长城证券研究所

✓ 国泰君安

国泰君安是以客户需求为驱动，打造机构金融、个人金融、投资管理以及国际业务在内的业务架构。2018年，公司加强对新经济企业和传统优质企业的开发力度，积极储备符合科创板要求的科技创新型企业，竞争力继续保持行业前列。公司实现证券主承销金额3830.73亿元、同比增加9.01%，排名行业第5位，其中，股权融资、公司债和金融债主承销金额均排名行业第3位，优先股主承销金额排名行业第1位；过会的并购重组项目数7家，排名行业第5位。另外，2018年国泰君安创投在规范化运营的基础上，积极推进母基金建设，做大做强基金规模；深耕五大重点产业、增加优质产业项目储备，投资项目数量和金额稳步增长。

图 12: 国泰君安组织架构



资料来源：公司年报，长城证券研究所

✓华泰证券

华泰证券机构服务市场影响力日益突出，体系化竞争优势不断加强。公司围绕企业客户和机构客户的需求，以投行为龙头，以机构销售为纽带，整合投资交易、研究、PB 等业务资源，搭建机构服务的全业务链体系，不断提升优质客户覆盖广度和市场影响深度。2018 年，投资银行主导完成多个市场标杆性项目，并购交易项目数和 IPO 过会率领先同业，进一步扩大了机构业务的市场影响力并为其他业务提供了优质客户和优质资产。根据 Wind 数据，公司股权主承销金额（含 IPO、增发、配股、优先股、可转债、可交换债）人民币 1384.66 亿元，行业排名第三；全品种债券主承销金额人民币 2043.40 亿元，行业排名第八；经证监会核准的并购重组交易家数 15 家，行业排名第三；交易金额人民币 1104.27 亿元，行业排名第一。

在投资管理业务方面，公司依托全资子公司华泰资管私募股权基金管理业务积极适应监管变化，围绕系列监管政策法规进行规范整改，健全“募投管退”全方位投资服务体系，不断增强业务专业化发展实力，并切实向主动管理方向转型，持续完善以客户为中心的产品库。截至 2018 年年底，华泰证券合计设立私募股权投资基金 14 只，合计认缴规模人民币 216.67 亿元，合计实缴规模人民币 166.87 亿元，实施投资项目合计 59 家，其中股权投资类项目 53 家、债权投资类项目 6 家。同时通过全资子公司华泰创新投资开展另类投资业务。截至 2018 年年底，存续投资项目 4 个，投资规模人民币 3.32 亿元，投资品种包括合格境内有限合伙人、股权投资等。

图 13: 华泰证券组织架构



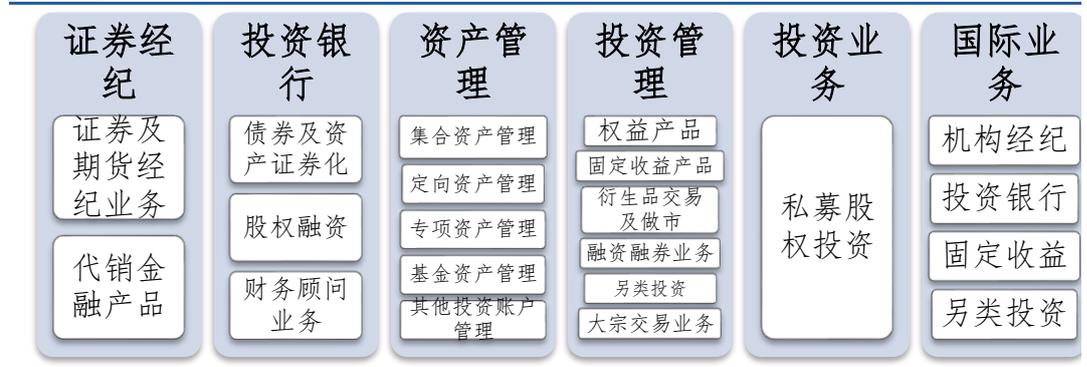
资料来源：公司年报，长城证券研究所

✓中信证券

2018年，中信证券在投资银行业务方面巩固扩大基础客户群并积极进行创新业务布局，同时不断完善项目质量控制体系，严控项目风险，巩固提升综合竞争优势。公司完成A股主承销项目54单，主承销份额人民币1783.00亿元（含资产类定向增发），市场份额14.75%，排名市场第一。其中，IPO主承销项目11单，主承销份额人民币127.76亿元；再融资主承销项目43单，主承销份额人民币1655.24亿元。另外，中信继续积极开展跨境并购业务，在全球涉及的中国企业参与的并购交易中，交易金额位列中资券商第二名。

在投资业务方面，中信证券投资已形成了包括TMT、消费升级、先进制造、医疗健康、金融环保物流、综合等在内的六大行业分类，投资项目广泛涉及国内和国际业务。中信证券投资作为公司自有资金股权投资平台，积极参与支持创新型企业发展。中信证券私募投资基金子公司金石投资为国内类REITs基金累计管理规模最大的私募基金管理人，2018年完成对外投资超过人民币20亿元，涉及大消费、人工智能、先进制造、新能源等领域。截至2018年末，金石投资在管私募股权投资基金15支，管理规模约人民币400亿元。

图 14: 中信证券组织架构



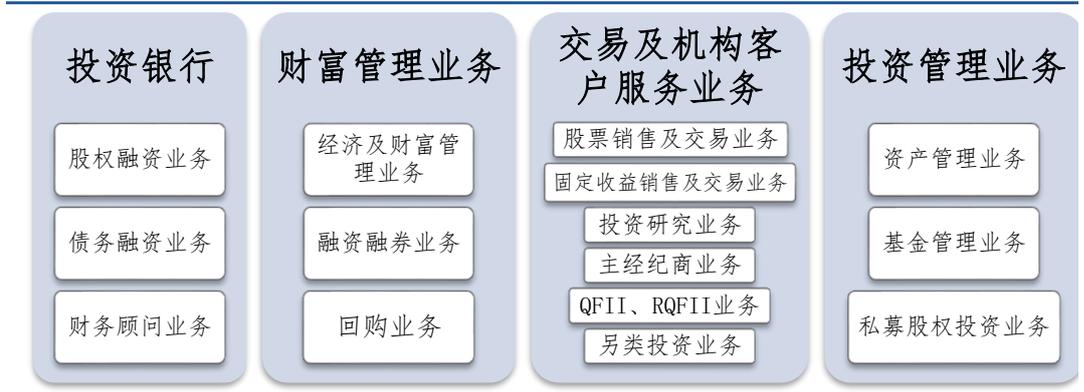
资料来源：公司年报，长城证券研究所

✓ 中信建投证券

2018年，在审核从严、市场认购不活跃的环境下，投行业务仍取得了较好的成绩，市场占有率进一步提升，完成股权融资项目31个，位居行业第2名；主承销金额人民币940.52亿元，位居行业第2名。其中，IPO项目10个，主承销金额人民币143.74亿元；再融资项目21个，主承销金额人民币796.78亿元。可预见科创板试点注册制将带来增量IPO业务，股权再融资制度有望优化，均衡全能的投资银行业务优势将进一步得以发挥。同时，2018年公司债务融资业务继续保持良好发展势头，完成共计586个主承销项目，累计主承销项目总规模为人民币6283.88亿元，均位居行业第2名。其中，公司债、企业债、金融债、非金融企业债务融资工具合计承销规模位居行业第1名，公司债连续4年稳居行业第1名。

在股权投资领域，中信建投资本顺应市场发展的趋势与需求，强化风控合规，并勇于探索，开拓与外部机构的合作模式，在多个热点领域尝试设立不同类型基金，创新突破，带动基金管理规模稳步增长。截至2018年末，中信建投资本共管理42支基金，其中14支综合基金、5支行业基金、15支专项基金，8支不动产基金，基金管理规模人民币453.58亿元；中信建投资本共完成113个项目投资，其中主板上市11家，新三板挂牌30家；完成退出项目19个，平均投资收益率达171%。

图 15: 中信建投证券组织架构



资料来源：公司年报，长城证券研究所

在新的市场环境以及新的政策下，取得市场主动权是每个券商的努力方向。券商需要敏锐地捕捉客户的需求点，整合资源，对业务模式、组织架构等进行相应的调整。特别是在科创板出台下，券商开展投行资本化业务，重构以投行为核心的组织架构可以借鉴海外大投行的经验。

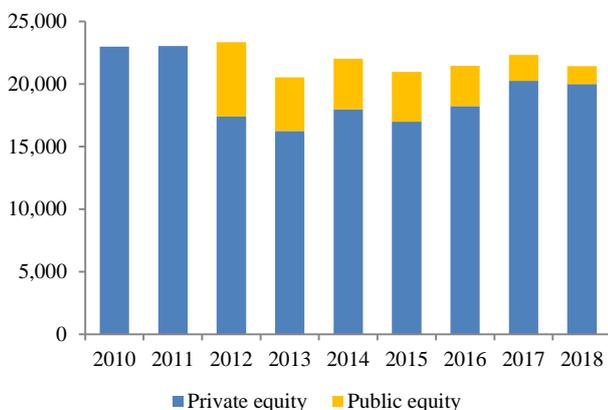
■ 美国投行

✓ 高盛集团

高盛集团分别于 2002 年与 2010 年两次对业务条线进行调整，其中 2002 年将投资银行、交易与自营部门提升为与资产管理和证券服务同等级别的业务部门；而 2009 年则是从以往按照业务划分结构转向按照客户群体及客户需求划分，新设立机构客户服务部（Institutional Client Services）及投资与借贷部（Investing and Lending），同时股权投资重置在该部门下。

金融危机以来，受市场周期性和结构性的改变使 FICC 业务占比不断下滑，高盛也加快了调整步伐，业务调整结果投行、投资与借贷逐渐成为主要的盈利来源，贡献度一度超过 70%。在投资与借贷部门中，股权投资规模维持在 210-230 亿美元。而在股权投资中，私募股权投资占比超 90%。

图 16: 权益资产构成



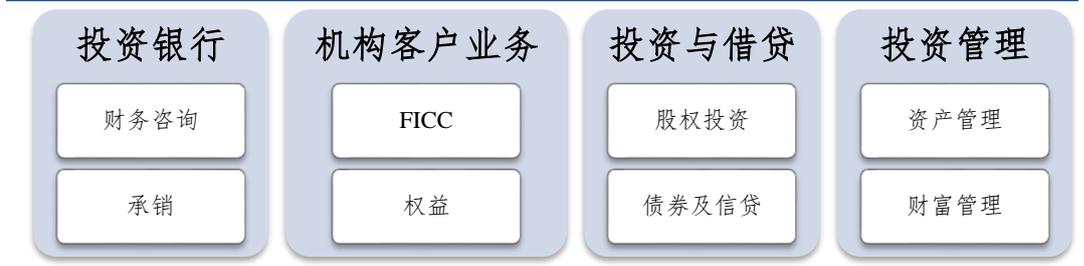
资料来源：公司年报，长城证券研究所

图 17: 股权投资情况及占比



资料来源：公司年报，长城证券研究所

图 18: 高盛组织架构



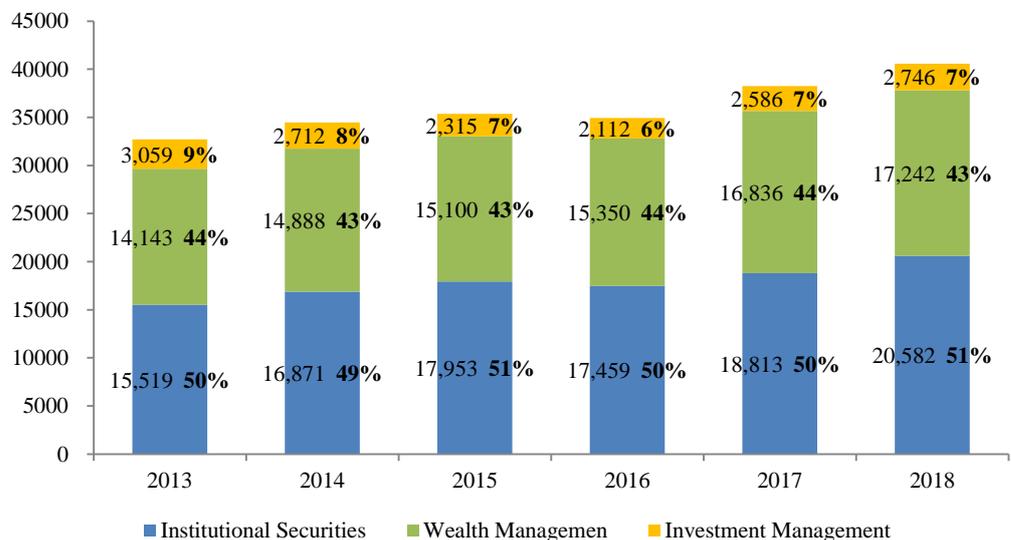
资料来源：公司年报，长城证券研究所

✓ 摩根士丹利

同高盛一样，摩根士丹利的交易与投资业务可以分为两类，一类是协助客户交易，以做市业务、融资融券业务、主经纪商业务为主，获取交易价差、利息收入和佣金收入；另一类是为自有账户进行金融工具的交易，也就是对应国内证券公司的自营业务，主要是获得投资收益。

摩根士丹利发布的年报显示，截止到 2018 年末，其净收入为 401.07 亿元，YOY-5.70%；机构证券、财富管理、投资管理三大业务部门的净收入依次为 205.82、172.42、27.47 亿美元，分别占比 51%、43%、7%。其中机构证券业务占比较高，显示出公司强劲的顾问业务优势和承销、销售及交易业务稳健强劲的表现。摩根士丹利资产管理部门下可分为权益、FICC、对冲基金、房地产以及私募股权投资。

图 19: 摩根士丹利净收入构成（十亿美元）



资料来源：公司年报，长城证券研究所

图 20: 摩根士丹利组织架构



资料来源: 公司年报, 长城证券研究所

■ 龙头垄断券商承销科创板份额, 考验资本、投研能力

✓ 券商承销科创板金额市占率

截止 5 月 30 日, 已受理企业已达 112 家, 从保荐机构的角度来看, 头部券商的收获最丰, 目前的科创板受理状态已经分化出新的“第三次回复”企业。目前已有 4 家企业进行了第三次回复, 其保荐机构分别为中信证券、海通证券、华泰联合和安信证券。按照承销家数来看, 目前辅导家数最多的券商是中信建投, 以 14.5 家的保荐数量遥遥领先, 其次是中金公司、中信证券、华泰联合、国泰君安、招商证券等 34 家券商。按照承销市占率来看, 中金公司以市占率高达 20.22% 位居第一, 其次是华泰联合、中信证券、中信建投、国泰君安、招商证券。主要均分布于头部券商, 这不仅将为头部券商投行业务带来可观的收益, 更将激活包括自营在内的其他业务链条, 头部券商将强者愈强。

表 6: 券商科创板拟承销份额表

证券公司名称	拟融资规模 (亿元)	券商承销市占率 (%)
中金公司	218.61	20.22
华泰联合	116.68	10.83
中信证券	114.78	10.66
中信建投	111.76	10.38
国泰君安	69.98	6.50
招商证券	67.68	6.28
海通证券	63.14	5.86
长江证券承销保荐	39.10	3.63
国信证券	25.18	2.34
中天国富	23.83	2.21
光大证券	22	2.04
民生证券	19.75	1.83
广发证券	19.32	1.79
安信证券	18.49	1.72
东兴证券	15.91	1.48
国金证券	15.61	1.45
瑞银证券	14.84	1.38
中信建投+华泰联合	11.32	1.05
南京证券	8.94	0.83
申万宏源承销保荐	8.08	0.75

证券公司名称	拟融资规模 (亿元)	券商承销市占率 (%)
英大证券	7.36	0.68
国泰君安+华菁证券	6.51	0.60
兴业证券	6.51	0.60
中德证券	6.37	0.59
东方花旗	5.82	0.54
天风证券	5.63	0.52
华创证券	5.56	0.52
华安证券	5.29	0.49
德邦证券	4.37	0.41
东吴证券	3.62	0.34
中泰证券	3.32	0.31
国元证券	3.04	0.28
东莞证券	2.85	0.26
中国民族	2.55	0.24

资料来源: 证监会, 长城证券研究所

✓ 近期券商募资及资金用途情况

券商股权再融资中定向增发占主导地位。2014、2015 年增发占再融资总规模超过 90%。2016 年至 2018 年比例下降后回升, 但占比仍处于高位, 分别为 76.59%、65.05%、85.13%。此外, 配股也是权益类再融资的手段之一。2016 年兴业证券配股 122.58 亿元, 是目前已完成大额再融资项目之一。债券类再融资方面, 发行可转债也是大型券商较为青睐的一种方式。

2017 年资管新规规定, 再融资发行股数不超过发行前总股本 20%。因此, 再融资规模与券商原有的资本规模挂钩, 大券商因此更加青睐股权类再融资方式, 小券商则多利用发行可转债、可交换债进行再融资。后者相对而言融资规模小、所需时间较长。

表 7: 近期部分上市券商增发及募资用途

公司名称	募资方式	募资额度 (亿元)	状态	资金用途
国信证券	非公开发行	不超过 150 亿元	第二次回复证监会反馈	(1) 向全资子公司增资 (2) 投资与交易业务 (3) 资本中介业务 (4) 偿还债务 (5) 其他营运资金安排
华泰证券	定增	142 亿元	完成募资	(1) 进一步扩大融资融券和股票质押等信用交易业务规模 (2) 扩大固定收益产品投资规模, 增厚公司优质流动资产储备 (3) 增加对境内全资子公司的投入 (4) 增加对香港子公司的投入, 拓展海外业务 (5) 加大信息系统的资金投入, 持续提升信息化工作水平 (6) 其他营运资金安排
华泰证券	伦交所上市	不低于 5 亿美元	获证监会批复	(1) 支持国际业务内生与外延式增长, 扩展海外布局 (2) 持续投资并进一步增强公司现有的主营业务分部 (3) 进一步增强公司的营运资金和其他一般企业用途

券商	发行方式	规模	进展	主要用途
海通证券	非公开发行	不超过 200 亿元	预案修订	(1) 发展资本中介业务 (2) 扩大 FICC 投资规模, 增厚公司流动性 (3) 信息系统建设 (4) 增资境内外子公司 (5) 其他营运资金
广发证券	非公开发行	不超过 150 亿元	获证监会批复	(1) 加快推进集团化战略, 增加对全资子公司的投入 (2) 用于融资融券、股票质押等资本中介业务 (3) 大力拓展 FICC 业务, 主要用于固定收益等投资 (4) 加大对信息技术系统等的投入 (5) 其他营运资金安排
中信建投	拟非公开发行	不超过 130 亿元	预案阶段	(1) 发展资本中介业务 (2) 发展投资交易业务 (3) 信息系统建设 (4) 增资子公司 (5) 其他运营资金安排
兴业证券	非公开发行	不超过 80 亿元	第一次回复证监会反馈	(1) 信息系统建设、合规风控、网点建设 (2) 子公司增资, 包括从事另类投资及私募投资基金管理子公司的资本金投 (3) 扩大信用交易业务规模, 包括股票质押式回购和融资融券业务规模 (4) 扩大投资交易业务规模, 包括用于增加权益类投资、固定收益类投资及证券衍生品风险对冲和套利投资

资料来源: 公司公告, 长城证券研究所

✓ 券商另类投资子公司及跟投金额初步测算情况

另外, 4 月 16 日, 上交所发布《科创板股票发行与承销业务指引》, 券商相关子公司跟投制度落地: 券商必须通过另类投资子公司以自有资金承诺认购发行人首次公开发行股票数量 2%-5% 的股票, 锁定期 24 个月。根据目前斩获科创板企业的券商来看, 龙头券商的战果颇丰。从跟投金额情况排名来看, 主要还是集中于龙头券商, 其中中金公司以跟投 5.86 亿元位居跟投榜第一, 其次是中信建投、中信证券、华泰证券、国泰君安及招商证券, 预计在科创板首批企业上市交易之后, 龙头企业将从其另类投资子公司的跟投中获益。

为备战科创板跟投, 券商也密集增资另类投资子公司。5 月 28 日中信建投发布公告称, 董事会同意对中信建投投资有限公司增资人民币 12 亿元。同日, 华泰证券公告称, 同意将华泰创新投资有限公司注册资本增加至 35 亿元, 用于华泰创新投资的业务开展及相关投资。除这 2 家券商之外, 中原证券、东吴证券等也在近期增资或拟增资另类投资子公司。预计未来有更多券商将有此动作。

表 8: 龙头券商另类投资子公司情况

龙头券商	另类子公司	跟投金额 (亿元)	跟投金额排名	2018 总资产 (亿元)	2018 净资产 (亿元)	2018 营收 (亿元)	2018 净利润 (亿元)
中信证券	中信证券投资	4.22	3	215.69	160.35	71.25	6.03
海通证券	海通创新投资	2.46	7	50.87	51.00	-5.24	-4.18
国泰君安	国泰君安证裕	0.33	5	10.25	10.24	0.30	0.24
华泰证券	华泰创新	4.19	4	5.70	5.42	1.20	0.02

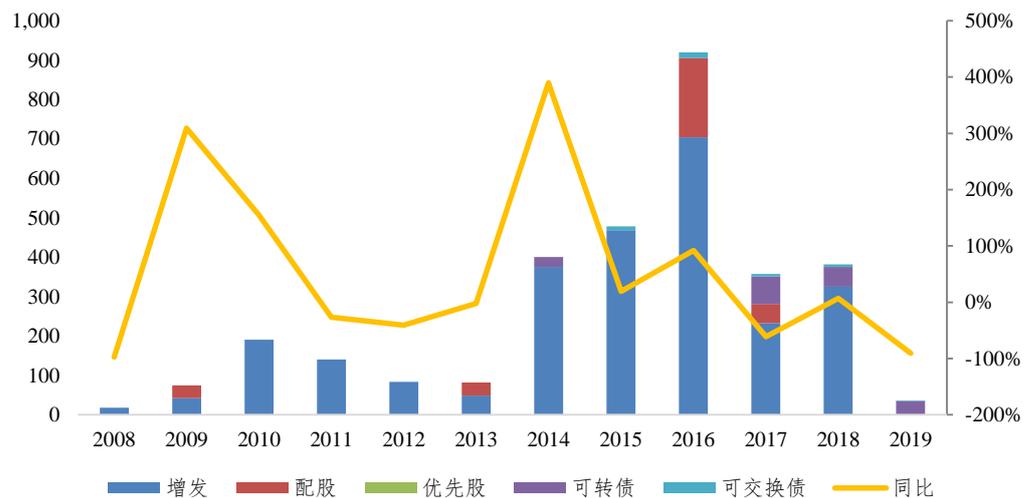
龙头券商	另类子公司	跟投金额 (亿元)	跟投金额排名	2018 总资产 (亿元)	2018 净资产 (亿元)	2018 营收 (亿元)	2018 净利润 (亿元)
广发证券	广发乾和	0.97	12	39.23	38.68	1.32	0.33
招商证券	招商证券投资	2.65	6	13.44	13.44	0.77	0.78
申万宏源	申万新投	0.40	19	13.31	13.17	0.75	0.34
东方证券	东方创新投资	0.29	25	33.54	32.85	2.18	1.03
中信建投	中信建投投资	0.45	2	10.30	10.22	0.33	0.22

资料来源: 公司年报, 长城证券研究所 (注: 跟投金额测算标准为: 辅导上市企业融资金额合计 × 对应规模跟投比例)

✓ 预计 7 月中旬开板, 券商科创板潜在收益

从 5 月 11 日起每周六, 上交所均会组织市场主体进行科创板全网测试。上交所、中证金融与中登所上海分公司于 5 月 27 日组织科创板业务第三次全网测试, 有关人士表示 6 月 8 日将进行通关测试。目前截止 5 月 30 日, 科创全部状态企业已经达 112 家, 已问询企业 16 家, 已回复企业 18 家, 中止审查 4 家, 第二次已回复 19 家, 第三次已回复 4 家, 科创板将快马加鞭而来, 预计年中 7 月左右将迎来第一批上市企业上市交易。我们根据所示的相关业务规则, 初步预计科创板预将为券商带来包括承销、投资、佣金及乃至做市等在内的收益。历史上创业板首批开闸是 28 家, 科创板按照首批 25-30 家左右测算, 预计 2019 年全年发行 80-90 家左右。首批发行主要集中在三大类行业: 高端制造、半导体、医药。按照目前被受理企业披露的融资规模来看, 融资额在 2.65-105 亿之间, 按 7-10 亿元(中值-算数平均值)测算, 全年 IPO 融资额大致在 560-900 亿左右。假定 IPO 承销费率为 5%, 则承销的业务收入为 28-45 亿元左右; 券商通过另类投资机构参与跟投, 预计投资收益为 10%, 收益为 5.6 亿-9 亿元; 新股配售经纪佣金, 假定佣金率为 5%, 收入大致为 0.196 亿元-0.32 亿元。初步测算的总营收为 33.80 亿元-54.32 亿元, 占 2018 年行业营收 2662.87 亿元的 1.26%-2.03%。

图 21: 2008-2019 年券商股权再融资规模及方式情况



资料来源: wind, 长城证券研究所, 截止 2019 年 5 月 19 日

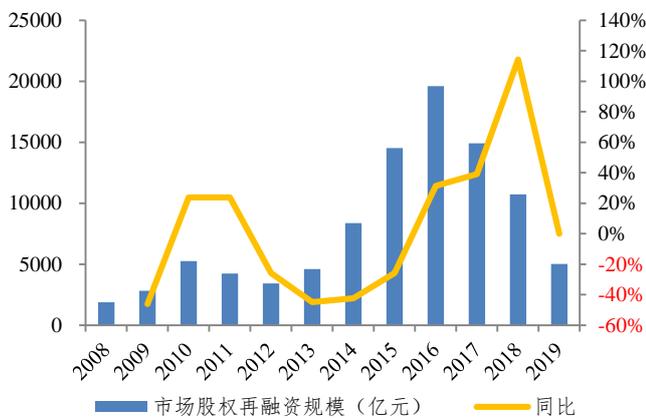
2.1.2 以再融资、A 股分拆上市等资本工具有望落地

- 若松绑政策继续将提振再融资市场, 有望为券商带来百亿元增量

市场股权再融资规模自 2016 年达到 19599.73 亿元峰值后回落，受 17 年资管新规影响，2017 年、2018 年规模同比分别减少 23.86%、28.10%。从整体 A 股市场再融资方式上看，定增方式占到 60% 以上。目前再融资市场处于萎缩状态，2018 年政策出现松绑迹象之后降幅出现缓解，若今年松绑政持续将极大提振再融资市场活力，但短期看还存在一定困难，需要进一步观察。

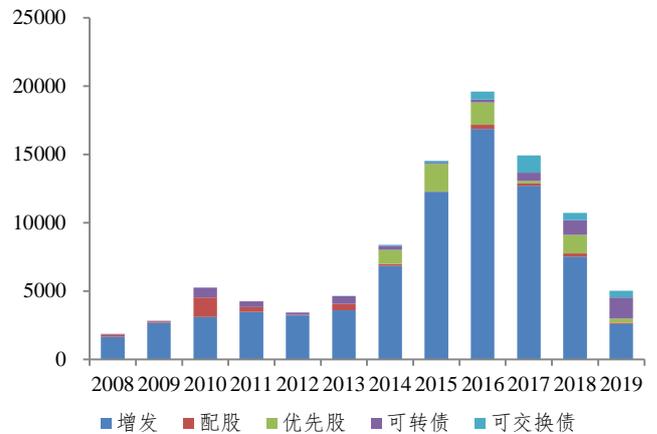
但就可能的营收增量空间来看，我们尝试做测算。假定按照股权再融资承销费率 3% 来计算，假设 2019 年市场股权再融资规模在 8000 亿元左右，有望为券商带来 240 亿元的增量。从 2019Q1 年承销市场份额（含作为财务顾问）来看，中信（25%）、东方花旗（20%）、中信建投（14%）、华泰联合（10%）、中金公司（8%）、广发证券（7%）占有优势地位，重点关注松绑后业绩这些龙头券商的业绩变动状况。

图 22: 2008-2019 年 A 股市场股权再规模情况



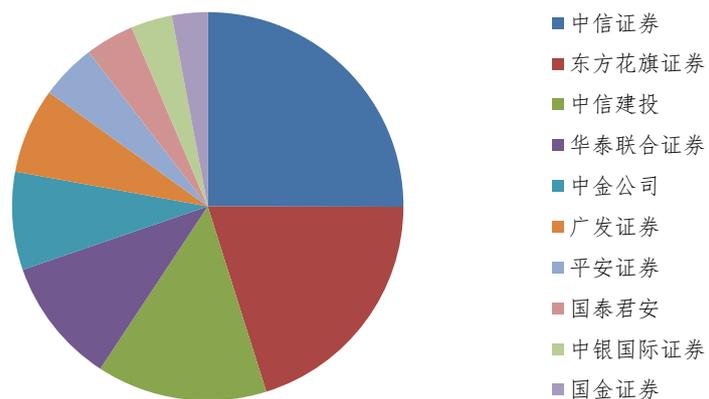
资料来源: wind, 长城证券研究所, 截至 2019/5/18

图 23: 2008-2019 年 A 股市场再融资主要方式



资料来源: choice, 长城证券研究所, 截至 2019/5/18

图 24: 2019Q1 年券商承销股权再融资市场份额情况（前 10 名）



资料来源: wind, 长城证券研究所

■ A 股分拆上市在望

目前 A 股上市公司分拆子公司上市的情况主要有以下四种情况：①分拆子公司创业板上市；②分拆子公司新三板挂牌；（前两种按照目前的分拆上市案例来说均属于“类拆分”，即通过股权转让方式减持出让实际控制权之后实现上市）③分拆子公司直接发行“H 股”在香港上市；④分拆子公司通过红筹架构（VIE 架构是红筹架构的一种）在境外上市。

而依赖 H 股在香港上市的案例较多，但 H 股估值较低，而 A 股估值溢价较大，未来在 A 股分拆上市将利于上市公司合并报表的扩充，并扩容公司市值。对于券商来说，扩表来走“重资产”转型之路已经定型，分拆上市也将对券商扩表带来一定的利好效应。

科创板鼓励企业分拆上市，未来分拆上市若成形，必将给券商投行 IPO 业务带来大市场，这将是一个较为诱人的业务蓝海，未来更加考验券商 IPO 等业务链条的整合能力，“马太效应”将持续。

表 9: 香港联交所分与内地科创板分拆上市规则

地区	法规	规定
香港	《香港联合交易所有限公司证券上市规则》(《联交所上市规则》)	(a) 最初上市后的三年内不得作分拆上市。 (b) 提出申请分拆上市前连续 3 个财政年度的盈利/亏损合计后的纯利(前连续 4 或 5 个财政年度中, 其中任何 3 个财政年度的盈利/亏损合计后的纯利), 不得少于 5,000 万港元; (c) 子公司的职能应能独立于母公司。 (d) 分拆上市应不会对母公司股东的利益产生不利的影晌。 (e) 保证股东获得子公司股份的权利(IPO 新股获配权)
内地—科创板	《科创板上市公司持续监管办法(试行)》	(1) 上市公司公开募集资金未投向发行人业务; (2) 上市公司最近三年盈利, 业务经营正常; (3) 上市公司与发行人不存在同业竞争且出具未来不竞争承诺; (4) 上市公司及发行人的股东或实际控制人与发行人之间不存在严重关联交易; (5) 发行人净利润占上市公司净利润不超过 50%, 发行人净资产占上市公司净资产不超过 30%; (6) 上市公司及下属企业董、监、高及亲属持有发行人发行前股份不超过 10%。

资料来源: 公开资料整理, 长城证券研究所

2.2 重资产业务应关注政策松绑下的多层次资本市场建设机会

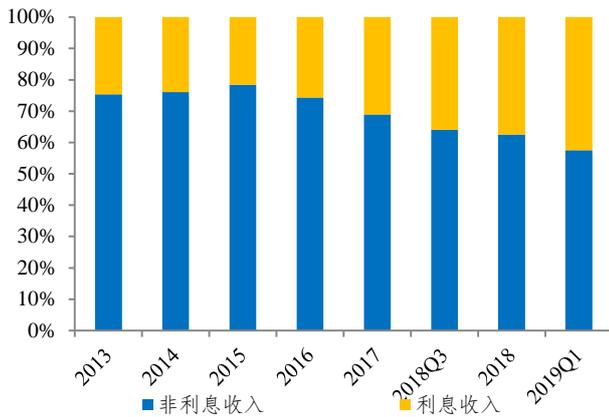
2.2.1 多层次资本市场建设纵深推进下的机会

■ 对标海外，重资产业务提升相对仍重道远

对标高盛和摩根士丹利，国内的重资产收入占比仍然偏低。以利息收入为例，2018 年，国内证券行业利息净收入占营收的比重为 9.28%，相比于高盛的 37% 和摩根士丹利的 28%，利息占比仍很低；2019 Q1，国内证券行业利息净收入占营收的比重为 7.22%，仍低于高盛的 42% 和摩根士丹利的 31%，而且高盛和摩根士丹利的利息收入占比呈现逐年增加的趋势，而国内券商此趋势仍未显现，未来利息收入贡献度增加的趋势将逐步凸显。

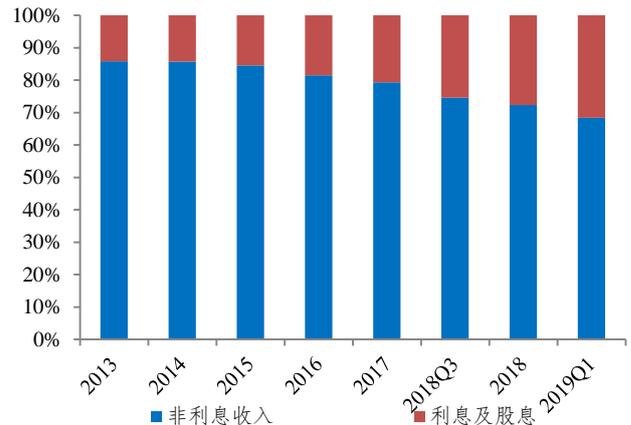
利率市场化改革、深化汇率市场化改革、资本市场对外开放程度的推进，增加了汇率避险、利率互换等业务需求。同时，近期监管层也表示要完善交易制度，优化交易监管，丰富期货及衍生品工具，激发市场活力，有序扩大期货特定品种开放范围。我们认为在市场与监管形成有效耦合、多层次资本市场做广、做深的大格局下，券商 FICC 业务发展将迎来新的契机与机遇。

图 25: 高盛集团收入结构



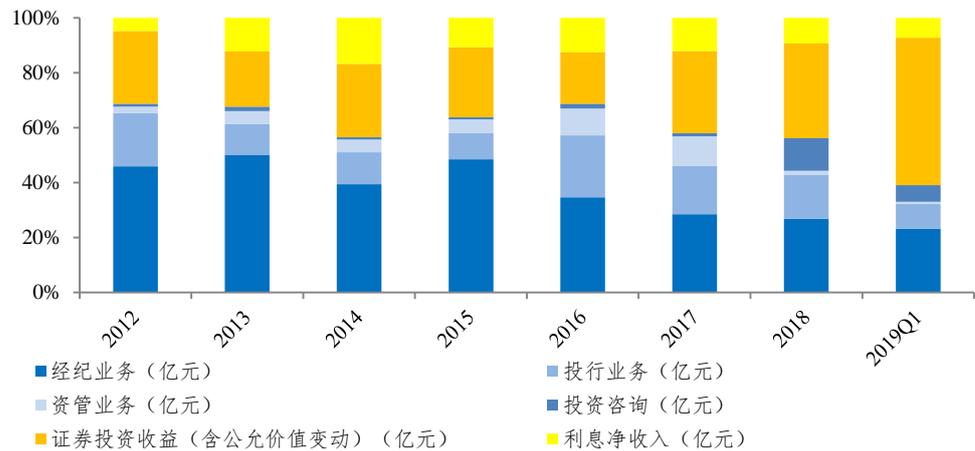
资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 26: 摩根士丹利收入结构



资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

图 27: 国内券商行业收入结构



资料来源: 中国证券业协会, 长城证券研究所

根据杜邦分析法, 公式算法为: 净资产收益率=利润率*权益乘数*资产周转率。我们一直强调今年以来标准化金融资产搭台, 纵深推进多层次资本市场建设。当前时期, 券商提高 ROE 的关键在于提高资金使用效率和权益乘数。由于金融创新业务严格限定在资本实力强与公司治理优良的大券商序列, 龙头券商将有望开启黄金时代。在资本中介类业务的基础上, 丰富产品种类, 通过提升资金使用效率以及适当加杠杆拉动 ROE。摩根士丹利和高盛作为重资产业务转型佼佼者, 都具有丰富的产品种类, 也提高了资金的使用效率, 一定程度上提高了公司的 ROE 水平。

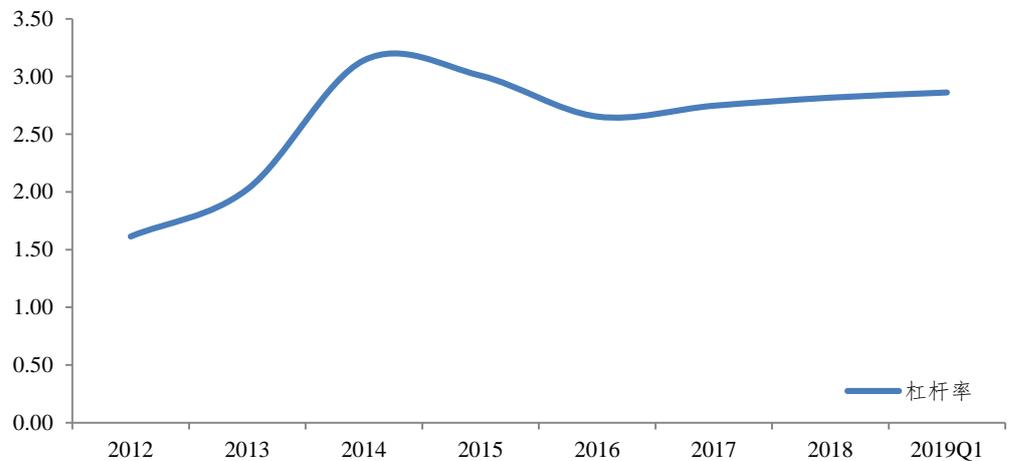
表 10: 摩根士丹利、高盛产品一览

公司	产品类型	产品
摩根士丹利	现金股权产品	普通股、全球存托凭证和指数型股票基金。
	股票衍生品	股票期权、股票互换、认股权证、结构性票据以及个别证券期货、指数期货和一揽子股票期货。
	宏观产品	摩根士丹利在全球进行利率和货币交易, 为一级和二级市场流动性提供利率现金和衍生品交易, 为机构和家族理财提供外汇期权交易, 以及原油、金属、天然气、电力等大宗商品期货产品。

全球信用产品	各类附带嵌入式信贷的固定收益资产交易服务，包括市政债券、投资级债券、高收益债券、信用衍生品、住房和商业地产的抵押支持证券。
信用产品：	包含投资评级债券、高收益债券、信用衍生品、ETF、银行和过桥贷款、市政债券、新兴市场及不良债务、贸易索赔等。
利率产品	包含政府债券与证券、回购协议、利率互换、期权及其他衍生品。
外汇产品	包含了外汇期权、远期、其他 G10 货币与新兴市场国家相关衍生品产品。
大宗商品	包含商品衍生品服务、原油及石油产品、天然气、贵金属、电力、煤、农产品等期货产品。

资料来源：公司官网，长城证券研究所

图 28：国内券商杠杆率回升



资料来源：wind，长城证券研究所（注：计算口径：杠杆率=（总资产-客户交易结算资金余额（含信用交易资金））/净资产）

■ 股指期货松绑，券商间接受益良多

股指期货松绑不仅直接促进券商子公司期货经纪业务的发展，提高净利润的贡献度，更间接带动了券商 IB、衍生品以及经纪等业务的发展。股指期货松绑对期货公司最直接的影响是交易量的增长。交易费率降低、交易上限提高，利于多空策略、套期保值、套利策略入场，增加交易量，提高期货公司手续费收入。券商充当中间商，借助其营业部资源，为期货公司输送客户，然后赚取 30%-70% 的返佣分成，股指期货松绑之后，衍生品市场活跃度改善，券商 IB 业务迎来发展机遇。股指期货交易上限的松绑、手续费降低将扩大股指期货套利策略、量化对冲策略的市场空间，提振市场情绪及波段交易量，增加经纪业务收入。此外，股指期货成本降低、流动性提高，券商自营业务风险管理更加便捷。

我们在《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》指出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，预计随着股指期货对冲的不断恢复正常化、市场化，以及包括拟允许社保基金、商业银行、保险基金、国有化公司、QFII 和 RQFII 参与期货市场，大量的资金入场有望驰援 A 股市场（2019 年 6 月 3 日结算时起，对股指期货实施跨品种单向大边保证金制度），有助于降低股指期货跨品种运行成本，进一步促进功能发挥，有望大幅提升市场活力。

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。因此，这是引导长期资金逐渐入市的政策组合拳，以进一步激活市场活力。我们预计《关于证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定》将落地，利好市场长期资金流入。

表 11: 历次股指期货交易手续费、开仓数量限制规则调整情况

项目	时间	调整内容
手续费	2017/2/16	股指期货的平今仓交易手续费万分之 9.2
	2017/9/15	股指期货的平今仓交易手续费万分之 6.9
	2018/12/2	股指期货的平今仓交易手续费万分之 4.6
	2019/4/19	股指期货平今仓交易手续费万分之 3.45
开仓数量限制	2017/2/16	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
	2019/4/19	每个股指期货单日开仓交易量超过 500 手认定为交易异常

资料来源: 中金所等, 长城证券研究所

表 12: 历次股指期货交易保证金率规则调整情况

时间	监管尺度	沪深 300 期货 IF		上证 50 期货 IH		中证 500 期货 IC	
		非套期保值	套期保值	非套期保值	套期保值	非套期保值	套期保值
2015/8/26 之前	发展期	10%	10%	10%	10%	10%	10%
2015/8/26		12%	10%	12%	10%	12%	10%
2015/8/27	监管整顿期	15%	10%	15%	10%	15%	10%
2015/8/27		20%	10%	20%	10%	20%	10%
2015/8/28		30%	10%	30%	10%	30%	10%
2015/9/2		40%	20%	40%	20%	40%	20%
2017/2/16		20%	20%	20%	20%	30%	20%
2017/9/15	政策松	15%	15%	15%	15%	30%	20%
2018/12/2	绑期	10%	10%	10%	10%	15%	15%
2019/4/19		10%	10%	10%	10%	12%	12%

资料来源: 中金所等, 长城证券研究所

■ 衍生品市场，龙头券商的盛宴

2018 年 5 月，证监会和中国证券业协会相继发布了《关于进一步加强券商场外期权业务监管的通知》、《关于进一步加强券商场外期权业务自律管理的通知》，将交易商进行分层管理，场外期权业务将更多的向风控能力、综合实力更强的龙头券商集中。根据中国证券业协会公布的数据，2019 年 3 月场外期权新增交易规范名义本金 CR5 达到 77.76%。目前证券业协会已经于 4 月 4 日公布场外期权业务交易商名单第四批名单，一级交易商未有扩容，二级交易商新增 3 家。

表 13: 场外期权业务交易商名单

交易商资格	公司名称
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
二级交易商	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、银河证券、浙商证券、长城证券、方正证券、国金证券、华安证券、兴业证券、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、安信证券、东莞证券、天风证券

资料来源：中国证券业协会，长城证券研究所，截止 2019 年 4 月 4 日（第四批名单）

✓ 场外期权可能带来的利润增量弹性测算

场外期权新规出台后，受益最大的券商是两家一级交易商，其次是二级交易商，根据证券业协会的数据，场外期权份额排名前五的券商占比高达 77% 以上。新规出台后，业务将更多的集中到一二级交易商中，我们对场外期权给券商带来的收入和利润进行了测算，测算结果中的大部分收入和利润均属于大型券商。

场外期权市场主要由资金实力强劲、专业一流的大券商掌控，是典型的寡头垄断市场，且收益率常常高于经纪业务和资本中介业务，达到 10%-12%。由于 ROE 和期权规模增速具有不确定性，我们对此进行敏感性分析。

首先我们需要做几个假定：

现在券商开展股指期货期权时常常采用 Delta 中性策略，即初始卖出一份期权的同时买入一定数量的股票使其 Delta 值为 0，在价格发生波动的过程中，调整股票的数量，使组合的 Delta 的值长期保持为 0，此时券商不承担价格波动的风险。由于目前个股以平值期权为主，平值期权 Delta=0.5。

券商开展场外期权业务主要分为个股期权和股指期货期权，且个股期权合约和股指期货期权的期权费收入约为 20:1。在二者的未了结名义本金中，个股期权占比约 13%。

截至 2019 年 3 月，券商整体场外期权未了结名义本金 3381.08 亿元，券商场外期权业务总利润=个股期权资本金占用规模*占资收益率+股指期货期权资本金占用规模*占资收益率=个股期权未了结名义本金*Delta 值*占资收益率*(1+股指期货期权费/个股期权期权费)。

基于以上公式和假定，我们推算出 2019 年券商整体场外期权业务收益，因测算方法差异，可能与实际情况有所偏差。

表 14: 2019 券商场外期权业务可能带来的利润弹性测算

2019 券商场外期权业务利润测算	ROE 假设		
	8%	10%	12%
-10%	10.22	13.15	22.12
10%	11.90	14.88	17.85
30%	14.07	17.58	21.10
50%	16.23	20.29	24.34
70%	18.39	22.99	27.59
90%	20.56	25.70	30.84

资料来源：中国证券业协会，长城证券研究所

我们以 2019 年一季度上市券商的毛利率作为行业整体的毛利率（51.41%）来测算营收数据，具体如下。

表 15: 2019 券商场外期权业务可能带来的营收弹性测算

2019 券商场外期权业务利润测算	ROE 假设		
	8%	10%	12%
-10%	19.89	25.57	43.02
10%	23.15	28.94	34.72
30%	27.36	34.20	41.04
50%	31.57	39.46	47.35

70%	35.78	44.72	53.67
90%	39.99	49.98	59.98

资料来源: wind, 中国证券业协会, 长城证券研究所

2.2.2 新时代国际化推进下, 着眼跨境业务发展

2018 年是券商跨境业务扩容的一年, 先后有 7 家券商获得跨境业务试点资格。跨境试点业务主要有两种方式: 一是以自有资金参与境外交易场所金融产品交易, 以及投资于其它合格境内机构投资者允许投资的境外金融产品或工具; 二是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, 及向客户提供相应的金融产品和交易服务。

根据《券商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》, 监管对跨境试点券商的监管要求主要为: 券商净资产不低于 60 亿元人民币, 持续经营原则满 2 年; 最近 12 个月各项风险控制指标(如有)持续符合规定, 且在境外设立、收购子公司和参股经营机构后各项风险控制指标仍然符合规定, 目前上市券商基本符合《管理办法》的要求, 2019 年一季度没有新增获准试点券商。

目前券商的境外业务主要集中在香港地区, 随着我国金融市场对外开放的推进, 券商扩展香港以外地区的国际化布局已经成为必然趋势, 券商的跨境业务将面向美洲、欧洲等更多地区。但是券商在展开跨境业务的同时也要注意控制好风险敞口, 做好风险对冲和转移工作, 避免因国际环境的复杂而产生巨大亏损。两个典型海外暴雷的案例就是 2018 年广发子公司广发投资(香港)公司旗下多元策略基金 GTEC Pandion Multi-Strategy Fund SP 风险管理不当, 导致广发证券合并净利润减少了 9.19 亿元; 同年光大证券海外收购投资失败计提了 14 亿元预计负债及 1.21 亿元其他资产减值准备, 共减少公司 2018 年度合并利润总额约 15.21 亿元, 减少合并净利润约 11.41 亿元。

表 16: 券商跨境业务试点资格获批情况及规模上限

券商	公告日	2018 净资产(亿元)	跨境业务规模上限(亿元)
中信证券	2014 年 9 月	919.96	183.99
海通证券	2015 年 5 月 12 日	713.77	142.75
国泰君安	2018 年 1 月 6 日	865.76	173.15
华泰证券	2018 年 1 月 8 日	595.6	119.12
广发证券	2018 年 5 月 3 日	585.63	117.13
中金公司	2018 年 5 月 3 日	-	-
招商证券	2018 年 5 月 3 日	528.16	105.63
银河证券	2018 年 10 月 13 日	619.19	123.84
中信建投	2018 年 10 月 12 日	410.3	82.06

资料来源: wind, 各公司公告, 长城证券研究所

3. 长期视角: 券商估值提升可能来自金融科技含量及行业整合下龙头券商溢价

3.1 加大金融人才引进已成共识

3.1.1 科技赋能金融已成趋势

科技与金融紧密结合，已经成为国内外券商的共识。纵观国外顶级投行，高盛和摩根大通不断地增加科技投入，向科技公司看齐。国内各大券商也紧密布局金融科技，引进金融人才，打造金融科技核心竞争力。金融科技的地位也从支撑业务发展演变为驱动业务发展乃至商业模式变革，券商的产业链正逐渐发生改变。长期来看，券商的核心竞争力将重点体现在两个指标上：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。

3.1.2 人工智能成券商布局重点

与券商业务联系最为紧密的，当属人工智能的运用，特别是在经纪业务下行的市场下，布局人工智能将为券商成功转型财富管理取得先发优势。人工智能将利用深度学习等技术，帮助客户实现更加智能化、数据化的投资，提升客户体验，并降低投顾的成本。目前，各大券商在人工智能上的布局最为明显，智能客服、智能投顾产品频出。随着金融科技不断深入，已经告别了过去的蛮荒时代，而是是否融入到整个公司日常经营发展中，助力业务发展。

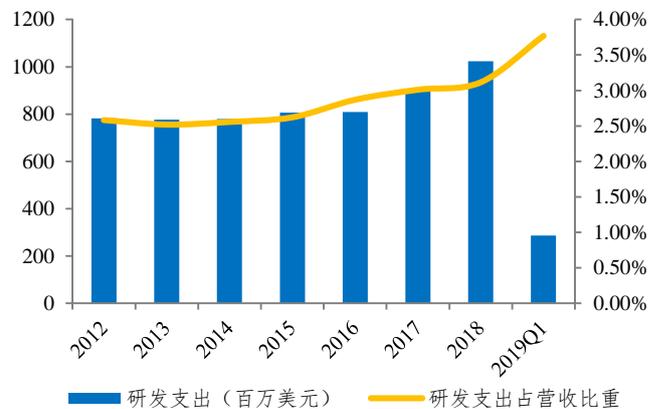
根据《证券期货经营机构信息技术治理工作指引（试行）》测算，一个年均营收大概在100亿左右的券商，平均每年的IT投入应该在3个亿以上，而一个总数在1000人以上的券商，应该至少拥有60名IT人员，目前大多券商均未达到该标准。

图 29: 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 30: 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

表 17: 2018 年代表性券商研发人员与研发支出对比

	研发投入 (亿元)	研发投入/营业收入 (%)	研发人员	研发人员占比 (%)
国信证券	6.44	6.42	363	3.88
广发证券	7.73	5.06	-	-
长江证券	-	-	-	-
兴业证券	0.96	1.48	159	2.31
华西证券	-	-	6	0.19
华泰证券	-	-	285	3.02

	研发投入 (亿元)	研发投入/营业收入(%)	研发人员	研发人员占比(%)
海通证券	-	-	454	4.37
国金证券	0.37	0.99	150	4.75
光大证券	3.53	4.58	160	1.78
东方证券	2.13	2.06	168	3.26
第一创业	0.03	0.16	-	-
财通证券	0.16	0.50	43	1.40

资料来源: wind, 长城证券研究所

表 18: 2018 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	1027	6.48%	452	2.85%	-	-
申万宏源	712	5.24%	242	1.78%	-	-
海通证券	617	5.94%	454	4.37%	-	-
华泰证券	740	7.85%	285	3.02%	-	-
中信建投	460	4.79%	113	1.18%	1.26	1.16%
中国银河	467	4.82%	-	-	-	-
广发证券	747	6.13%	-	-	7.73	5.06%
国信证券	396	4.23%	363	3.88%	6.44	6.42%
长江证券	309	4.93%	-	-	-	-
东方证券	377	7.31%	168	3.26%	2.13	2.06%
招商证券	334	3.46%	193	2.00%	-	-
光大证券	250	2.78%	160	1.78%	3.53	4.58%
华安证券	174	6.32%	20	0.73%	-	-
国元证券	163	4.72%	72	2.09%	-	-
财通证券	187	6.11%	43	1.40%	0.16	0.50%
国海证券	164	6.43%	76	2.98%	-	-
方正证券	255	2.97%	-	-	-	-
南京证券	114	6.20%	40	2.18%	-	-
东吴证券	177	6.44%	128	4.66%	-	-
中原证券	63	2.22%	39	1.37%	-	-
浙商证券	105	3.16%	88	2.65%	-	-
华西证券	165	5.21%	6	0.19%	-	-
长城证券	115	3.62%	83	2.61%	-	-
西部证券	92	3.12%	82	2.785	1.41	6.31%
山西证券	140	5.99%	60	2.57%	-	-

资料来源: 各公司财报, 长城证券研究所

3.2 券商积极储备金融科技人才

随着金融科技水平成为券商核心竞争力, 国内各大券商加大对科技人才招聘与储备力度。金融科技人才需求涵盖证券各主要业务领域, 从岗位类型来看: 技术类岗位, 如研发类

工程师、大数据分析师、交互设计师、UI 设计师等；产品类岗位，如产品经理；营销类岗位，如互联网运营经理、APP 推广经理等。已公布校招信息的多家券商中，人才需求高度集中于财富管理、信息技术等岗位。例如，华泰证券的校招岗位重点是网络工程师、信息安全工程师、电气工程师、软件开发工程师和数据挖掘岗等技术高位，而申万宏源公布的校招计划中就有信息技术专场招聘，广发证券也举办了金融科技专场招聘。

表 19: 部分上市大券商 2019 年校园招聘金融科技人才需求一览表

券商	招聘信息
中信证券	单独设置金融科技部门招聘以及数据科学岗位招聘，多个部门均提供大数据挖掘、平台开发、以及量化分析类工作岗位。
华泰证券	在全国九所高校特别开设信息技术部专场宣讲会，校招岗位重点是网络工程师、信息安全工程师、电气工程师、软件开发工程师和数据挖掘岗等技术高位。
海通证券	2019 年校园招聘仅启动信息技术方向。
广发证券	启动 2019 年校园招聘金融科技专场，14 大岗位共计招聘逾 40 人，其中涉及区块链软件研发工程师、大数据开发工程师、智能应用研发工程师等职位。
中银国际证券	2019 年秋季校招公告显示，公司网络金融部金融产品经理岗、互联网产品经理岗、软件开发部互联网应用开发等 4 个岗位涉及金融科技。
国金证券	国金证券、国金基金主要招纳 IT 方面人才，主要涉及金融工程、应用软件开发、数据和大数据。
申万宏源	申万宏源总部信息技术岗共计划招聘 15 人，其中，软件研发方向招聘 10 人；系统运维方向招聘 5 人。
招商证券	特别设置 2019 校招金融科技专场，招聘岗位包括信息技术中心（深圳）的软件开发工程师岗、数据分析岗以及互联网金融部（深圳）的大数据分析岗、产品经理岗。
光大证券	光大证券设置 IT 校园招聘专场，招聘岗位涉及数据开发工程师、项目管理工程师、测试管理工程师、软件开发工程师、应用维护工程师
东吴证券	东吴证券旗下东吴金融科技 2019 年校园招聘岗位包括 python 量化开发工程师、实施工程师、programmer、软件开发工程师、
长江证券	2019 校园招聘蛟龙计划（集团总部）的金融科技类培养方向包括数据开发、数据分析、资料来源：长城证券研究所产品经理、产品运维、前端开发、后台开发、系统维护、系统测试等。

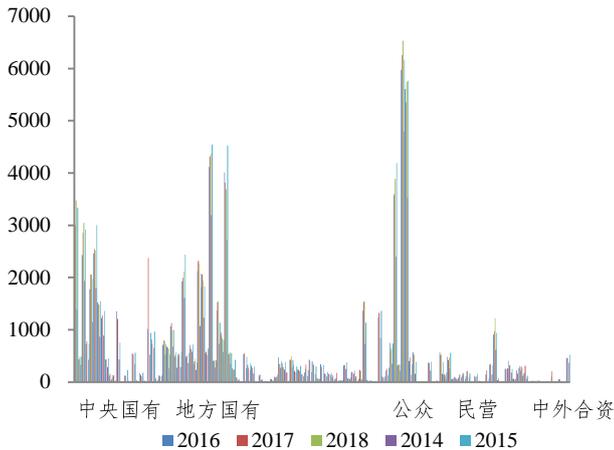
资料来源：公司官网，长城证券研究所

3.3 更长周期来自并购重组抑或混业经营下龙头券商的估值溢价

3.3.1 龙头券商中多集中于国有企业控股券商，具此项特征的券商表现优异

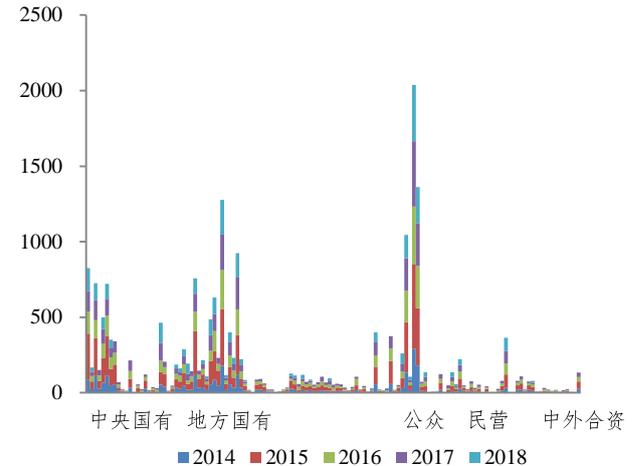
根据控股股东类型将 131 家券商进行分类，明显可以看出国有企业（包含中央和地方）控股的券商不论是在总资产、营业收入、净利润方面的表现整体优于其他组类券商；公众企业控股券商各项财务数据出现极值的现象较多；在加权 ROE 的表现方面，各类组的券商 ROE 表现相近，但明显国有持股券商的加权 ROE 表现上相对更优，且中央国有企业近 5 年均未出现过亏损。可见主要股东（持股 $\geq 25\%$ ）趋于国有化的券商在各项指标中的表现优势凸显。

图 31: 根据大股东分组 2016-2018 年券商总资产情况



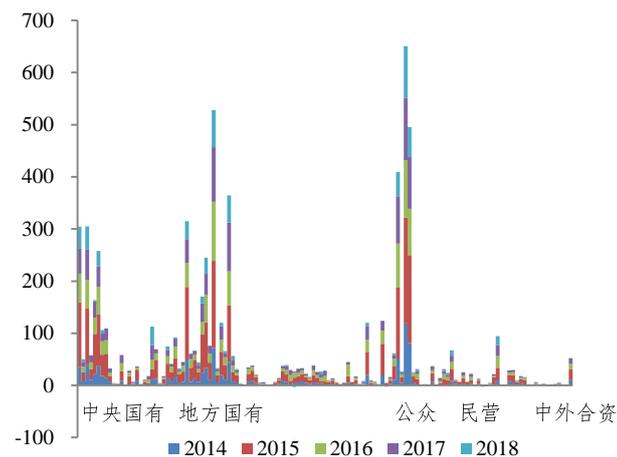
资料来源: wind, choice, 证券业协会, 长城证券研究所

图 32: 根据大股东分组 2016-2018 年券商营收情况



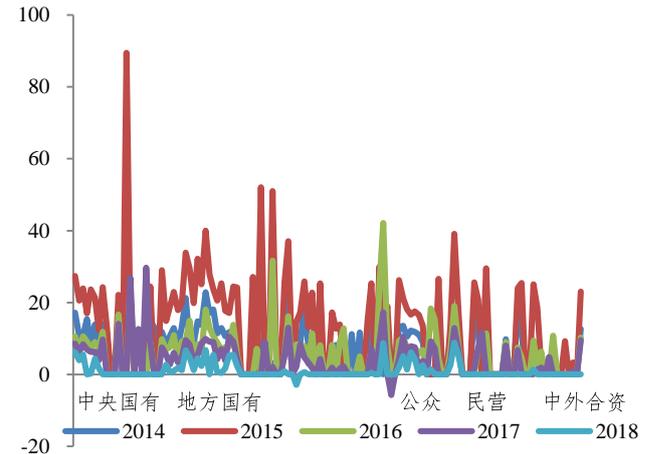
资料来源: wind, choice, 证券业协会, 长城证券研究所

图 33: 根据大股东分组 2016-2018 年券商净利润情况



资料来源: wind, choice, 证券业协会, 长城证券研究所

图 34: 大股东分组 2016-2018 年券商加权 ROE 情况



资料来源: wind, choice, 证券业协会, 长城证券研究所

3.3.2 行业优胜劣汰，垄断竞争格局不断夯实

2018 年以来，在内外各种因素的作用下，亏损券商数量显著增加，若恶劣的经营环境持续，行业内优胜劣汰的现象更加明显，可以预见券商并购重组将会变得更加频繁。中信收购广州证券掀开了近几年国内证券公司重组合并的第一幕，随着核心竞争能力转向资本实力、风险定价能力、机构平台和金融科技运用，券商将出现强者恒强的竞争格局，集中度将进一步提升。

龙头券商的各项业务结构占比与中小券商相比较为均衡化与多元化。受资本实力及业务结构差异的影响，上市券商业绩持续分化，垄断竞争市场集中度不断提升。龙头券商综合实力强，在外部竞争压力不断加大的情况下，依然维持着较高的业绩增速，优于行业整体水平，抗周期性波动优势愈发显著。被收购方多为小型券商，业绩拖累经营和存续，市场低迷的环境下，经营压力持续加大，股东方出于各种因素考虑而转而寻求变现的“托

盘手”，倾向于股权转让或股权置换而成为拟接手方券商的股东而获得较为稳定的分红收入。在经济增速的疲软期，行业竞争加剧、优胜劣汰明显，单纯依靠内生增长力量难以跨越增长瓶颈，大型券商此时通过外延式的并购重组进一步扩大市场占有率，实现规模效应和协同效应，促进行业的供给侧改革，整体利好行业发展而实现有效市场出清。而实际在边界上已经存在混业经营的大背景下，以及亟待在经济全球化下强化提升中资背景投资银行的金融市场定价的话语权与决定权，有智库学者提出可能未来银行以参股券商，主要是参考在港具有银行背景的中资券商成长太慢问题，以时间换体量空间的策略可能需要重新调整，当然这取决未来金融委主导下的金融监管政策的可能调整进度。

龙头券商凭借较强的综合实力和市场绝对的占有率，在行业集中度不断提升的过程中垄断的抓手进一步扩大，有望充分受益，并有望实现估值溢价。

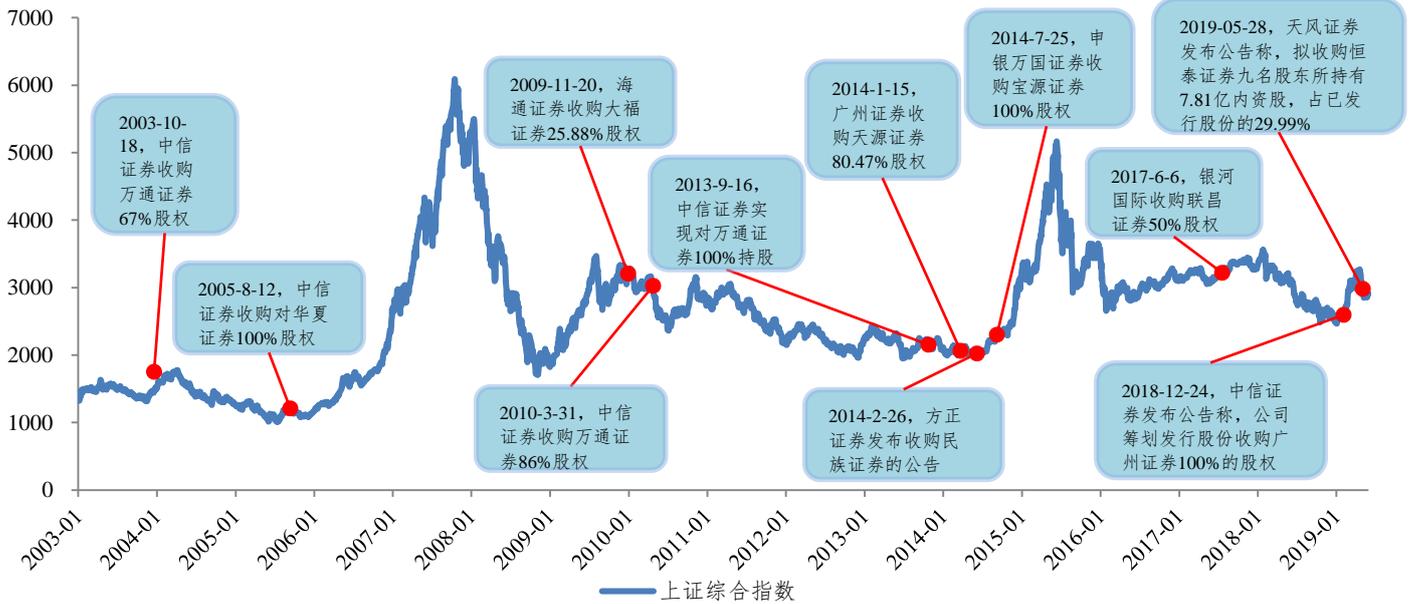
3.3.3 国内券商或将掀起并购重组浪潮，券商实现差异化发展

横向比较看，从美国的证券行业集中度来看，不论是目前的集中度水平还是将近 10 年以来的集中速度方面均高于我国目前的券商行业集中度，由于目前我国资本市场及券商行业发展的状态均与美国 80 年代时期存在相似之处，因而未来券商行业强者恒强，大鱼吃小鱼的现象可能将不断涌现，行业马太效应凸显。

从纵向来看，中国券商并购重组高发时期均处于熊市阶段，这也存在其内在的逻辑。券商行业的估值弹性有所衰减，具有较强的市场行情晴雨表效应，在熊市时券商估值处于低谷期，正是欲扩张券商抄底收购的良机，目前来看市场正处于熊尾牛头时期，在未来金融供给侧改革定位于“慢牛市场”的预期下，可能也是未来高绩效的龙头券商抄底并购的最佳时期，预计龙头券商将审势度时展开一波并购重组浪潮，当然这也将取决于监管的政策导向。如建设银行托管包商银行，一定程度上折射出监管层加大风险机构退出的政策执行度。

不可否认，国内证券行业呈现高度同质化特征，但随着竞争的深化，券商之间的业务差异化特征逐渐加剧：综合实力强的大型券商在各条业务线上保持领先态势，俨然如美国的大型投行；东方财富等有流量优势的券商，则通过降佣方式快速获取增量客户，试图从折扣券商向财富管理平台演进；东方证券等则发展特色投资管理业务也打上了一定标签；而如具有特色产业股东背景的券商，如能源系的长城证券，如 AMC 系的东兴证券，可能会探索出差异化的发展之路，可能也是中国特色。未来，国内证券行业的差异化将进一步到来，也将是重要的发展方向。

图 35: 券商并购多发于熊市



资料来源: wind, 长城证券研究所, 遴选结果可能存在一定差异

表 20: 《证券公司股权管理规定（征求意见稿）》中券商股东相关规定

股东类型	解释	资质条件一般规定（硬性要求）	符合资质券商
控股股东	持股 ≥ 50%，或持股 < 50% 但其享有的表决权足以对股东大会决议产生重大影响	① 净资产不低于人民币 1000 亿元； ② 最近 5 年原则上连续盈利，最近 3 年主营业务收入累计不低于人民币 1000 亿元，主业净利润占净利润比例不低于 50%。	中信证券
主要股东（第一大股东）	持股 ≥ 25%，或持有 5% 以上股权的第一大股东	① 净资产不低于人民币 2 亿元； ② 最近 3 年原则上连续盈利，不存在未弥补亏损，且最近 3 年营业收入累计不低于人民币 500 亿元； ③ 近 3 年规模、收入、利润、市场占有率等指标居于行业前列，近 3 年长期信用均保持在高水平。	中信证券 海通证券 国泰君安 广发证券 华泰证券
—	持股 ≥ 5% 股权	① 不存在净资产低于实收资本 50% 的情形； ② 不存在或有负债达到净资产 50% 的情形； ③ 不存在不能清偿到期债务的情形； ④ 净资产不低于人民币 5000 万元。	
—	持股 < 5% 股权	① 最近 3 年无重大违法违规记录或重大不良诚信记录；不存在因故意犯罪被判处刑罚、刑罚执行完毕未逾 3 年的情形；没有因涉嫌重大违法违规正在被调查或处于整改期间； ② 股权结构中不存在信托计划、资产管理计划、投资基金等产品，中国证监会认可的情形除外； ③ 不存在对所投资企业经营失败负有重大责任未逾 3 年的情形。	

资料来源: 公开资料整理, 长城证券研究所

4. 估值及投资建议

4.1 国家队资金进场谨慎，所持券商股触底

2019年一季度国家队维持券商股持股，目前整体持仓维持低位，行情不明确。2019年一季度，国家队对4家上市券商持股超过5%，本期持股比例位居前五的分别是申万宏源、中信证券、方正证券、国金证券和国信证券。其中对申万宏源持股高达25.98%，对中信证券持股高达10.56%。对34家券商持股比例维持不变。社保基金方面，根据choice数据显示，目前社保基金对于券商股未显示持仓，一方面源于市场行情不明确，另一方面可能源于券商绝对收益有限，与社保基金的风险收益偏好不匹配。

表 21: 2019 年一季度国家队持股情况

券商	国家队持股			证金持股			汇金持股		
	本期持股 比例 (%)	持股比例 变动 (%)	最新持仓市 值(亿元)	本期持股 比例 (%)	持股比例 变动 (%)	最新持仓 市值(亿元)	本期持股 比例 (%)	持股比例变 动 (%)	最新持仓市值 (亿元)
申万宏源	25.98	0	268.08	2.82	0	29.09	23.16	0	238.98
中信证券	10.56	0	251.2	2.99	0	71.15	1.64	0	39.03
方正证券	7.47	0	41.08	3.18	0	17.5	1.69	0	9.27
国金证券	5.54	0	14.76	2.99	0	7.98	1.55	0	4.12
国信证券	4.92	0	46.97	0.92	0	8.76	0.6	0	5.77
光大证券	4.83	0	23.93	2.99	0	14.79	0.81	0	4.03
国元证券	4.58	0	13.25	2.99	0	8.65	1.59	0	4.6
兴业证券	4.3	0	17.12	2.96	0	11.79	1.34	0	5.33
广发证券	4.28	0	43.65	2.99	0	30.51	1.29	0	13.14
太平洋	4.28	0	9.79	1.63	0	3.73	1.87	0	4.27
东北证券	4.26	0	8.38	2.51	0	4.94	1.75	0	3.44
华泰证券	4.18	0	61.81	2.99	0	44.21	1.19	0	17.6
招商证券	4.14	0	43.27	2.99	0	31.23	1.15	0	12.04
国海证券	3.87	0	7.94	2.35	0	4.82	1.52	0	3.12
西南证券	3.1	0	7.93	1.99	0	5.1	1.11	0	2.83
海通证券	2.99	0	41.58	2.99	0	41.58	0	0	0
东方证券	2.99	0	21.43	2.99	0	21.43	0	0	0
国泰君安	2.99	0	42.47	2.99	0	42.47	0	0	0
东吴证券	2.99	0	9.29	2.99	0	9.29	0	0	0
长江证券	2.99	0	11.89	2.99	0	11.89	0	0	0
东兴证券	2.99	0	9.42	2.99	0	9.42	0	0	0
西部证券	1.75	0	5.78	0	0	0	1.75	0	5.78
山西证券	1.44	0	3.16	0	0	0	1.44	0	3.16
中国银河	0.83	0	8.38	0.83	0	8.38	0	0	0

资料来源: wind, 长城证券研究所

表 22: 2019Q1 证金公司在券商持股排名情况

证金公司持股排名	证金持股比例 (%)	最新持仓市值 (亿元)
方正证券	第一	3.18
中信证券	第二	2.99
国金证券	第三	2.99
光大证券	第四	2.99
国元证券	第五	2.99
广发证券	第六	2.99
华泰证券	第七	2.99
招商证券	第八	2.99
海通证券	第九	2.99
东方证券	第十	2.99
国泰君安	第十一	2.99
东吴证券	第十二	2.99
长江证券	第十三	2.99
东兴证券	第十四	2.99
兴业证券	第十四	2.96
申万宏源	第十四	2.82
东北证券	第十七	2.51
国海证券	第十八	2.35
西南证券	第十九	1.99
太平洋	第二十	1.63
国信证券	第二十一	0.92
中国银河	第二十二	0.83

资料来源: wind, 长城证券研究所

4.2 公募基金持股情况

截止 2019 年一季度末, 公募基金持股市值 19459 亿元, 占 A 股流通市值比重 4.29%; 外资持股市值 16839 亿元, 占 A 股流通市值比重 3.71%。外资持股市值和比重再创新高, 其持股规模进一步接近公募基金。

图 36: 公募基金及外资持股情况

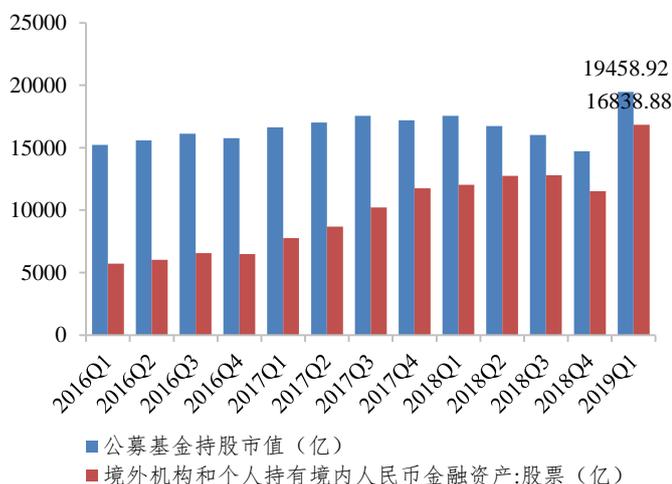
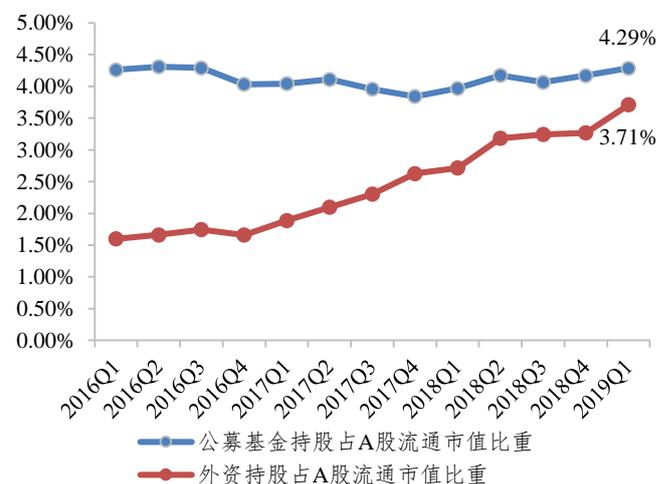


图 37: 公募基金及外资持股占比



资料来源: wind, 长城证券研究所

资料来源: wind, 长城证券研究所

从基金及外资所持上市券商股的角度看, 基金所持券商股中中国银河和南京证券的比重较大, 同时值得关注的是一季度 QFII 仅持中信建投一家券商, 另外一季度海外机构 (除 QFII) 并没有积极参与券商股的持仓。可见行情仍存在较大的不确定性及 ROE 情况, 基金及外资均表现出一定程度的谨慎。

表 23: 2019Q1 基金及外资持券商股情况

券商	基金持股			QFII 持股		海外机构持股 (除 QFII)		
	本期持股占流通股比例 (%)	持股比例变动 (%)	本期持仓市值 (亿元)	本期持股占流通股比例 (%)	持股比例变动 (%)	本期持仓市值 (亿元)	本期持股占流通股比例 (%)	持股比例变动 (%)
中信证券	5.74	-0.17	146.54	-	-	-	-	-
海通证券	3.64	0.38	42.00	-	-	-	-	-
国泰君安	2.57	0.28	39.49	-	-	-	-	-
华泰证券	3.82	0.30	48.48	-	-	-	-	-
广发证券	1.27	0.16	12.61	-	-	-	-	-
申万宏源	0.67	0.02	8.43	-	-	-	-	-
招商证券	1.67	0.34	14.54	-	-	-	-	-
中国银河	1.75	-0.01	2.53	-	-	-	-	-
国信证券	0.64	0.08	7.10	-	-	-	-	-
东方证券	1.70	0.24	11.47	-	-	-	-	-
中信建投	1.30	0.26	1.33	1.45	0.00	1.48	-	-
光大证券	-	-	-	-	-	-	-	-
兴业证券	1.70	0.21	8.35	-	-	-	-	-
方正证券	0.01	0.01	0.12	-	-	-	-	-
长江证券	0.22	0.05	0.93	-	-	-	-	-
东吴证券	0.15	0.06	0.44	-	-	-	-	-
东兴证券	0.02	0.00	0.08	-	-	-	-	-
国元证券	0.01	0.00	0.05	-	-	-	-	-
东北证券	0.07	0.01	0.15	-	-	-	-	-
浙商证券	0.03	0.00	0.05	-	-	-	-	-
西南证券	-	-	-	-	-	-	-	-
国海证券	0.15	0.03	0.40	-	-	-	-	-
财通证券	0.00	0.00	0.01	-	-	-	-	-
山西证券	0.18	0.12	0.48	-	-	-	-	-
长城证券	0.00	0.00	0.00	-	-	-	-	-
华西证券	-	-	-	-	-	-	-	-
西部证券	-	-	-	-	-	-	-	-
天风证券	0.28	-0.07	0.16	-	-	-	-	-
国金证券	0.19	0.03	0.59	-	-	-	-	-
华安证券	-	-	-	-	-	-	-	-
中原证券	-	-	-	-	-	-	-	-
太平洋	0.67	0.09	1.83	-	-	-	-	-
第一创业	1.26	0.27	1.90	-	-	-	-	-

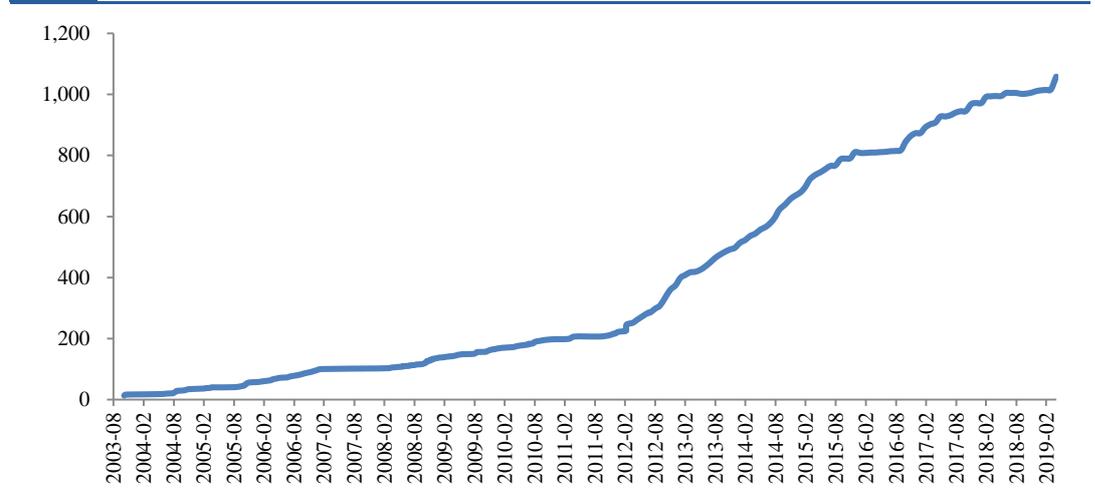
		基金持股		QFII 持股		海外机构持股 (除 QFII)	
南京证券	2.37	0.23	0.96	-	-	-	-

资料来源: choice, 长城证券研究所

4.3 增量资金入市可期

去年监管层表示将推动更多中长期资金入市, 鼓励保险资金、全国社保基金、养老金、职业年金等扩大入市规模。今年以来, QFII 和 RQFII 再度扩容, 外汇局 4 月份批准 380 亿元额度。据 Wind 数据统计, 截止到 5 月 18 日, QFII 机构已达 319 家, 合计额度达 1057.97 亿美元; RQFII 机构达 253 家, 合计额度达 6690.72 亿元。股指期货松绑, 常态化运行再进一步, 积极信号引导长期资金入市。同时, MSCI 扩容窗口已经开启, 增量资金入市在望。5 月 14 日, MSCI 半年度指数审议结果宣布将 MSCI 把 A 股的纳入因子从 5% 提升到 10%, 238 只现有成份股将增加至 264 只, 全年有望带来 4600 亿元增量资金, 规模远超去年。未来 MSCI 指数将不断提升 A 股纳入比重。另外, 富时罗素亚洲董事总经理在 5 月 16 日表示, “纳 A 第一阶段第一步的加入名单将在 5 月 24 日确认、6 月 24 日生效; 未来权重的提高取决于第一阶段的实施以及 A 股为外国投资者进入所做的工作, 纳入进程最快有可能在明年三季度加快。” 这些外资入市的利好政策将为资本市场带来了大量的驰援资金。当然, 具体效果仍将受到中美贸易谈判的进程及国内政策对于外资入市的態度。

图 38: QFII 审批额度



资料来源: wind, 长城证券研究所

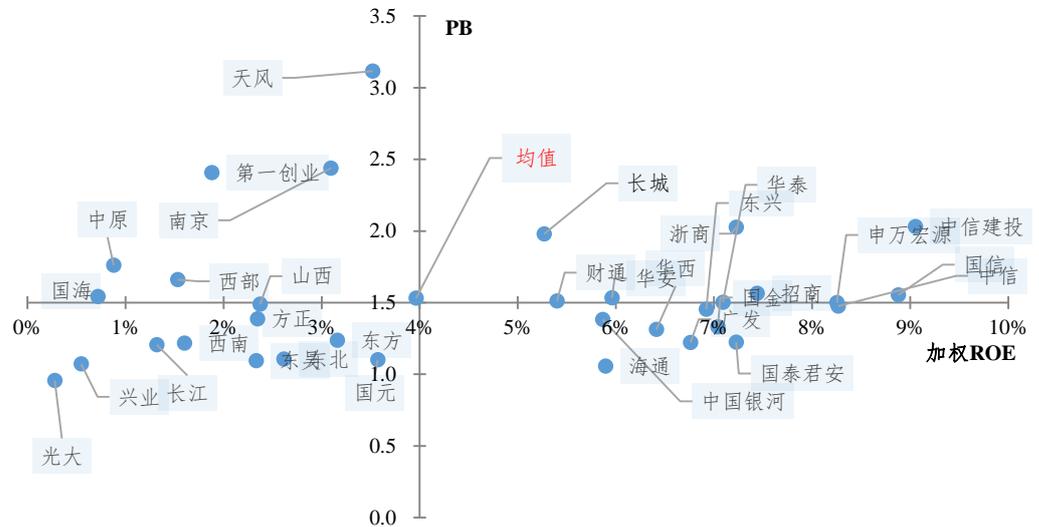
4.4 弹性假设下 2019 年业绩预测

中国证券业协会对 131 家券商的 2019 年一季度经营数据进行了统计, 其中 119 家券商盈利, 行业总体未经审计财务报表显示, 实现营业收入 1018.94 亿元, 当期实现净利润 440.16 亿元。我们认为 2019 年有望为慢牛的开始, 但中贸贸易摩擦为市场走势所带来的不确定性, 预计市场将呈现波动上升的态势, 在变革中孕育希望与未来, 应从容布局。

核心假设为日均股基成交量 6200-8000 亿元、行业平均佣金率万分之 3.1、两融平均余额 9000-10000 亿元、IPO 发行 1200-2000 亿元、再融资 10000-12000 亿元。在悲观、中性及

乐观三种情形下，营收净收入及净利润增速分别为 10.00%、13.00%；19.93%、25.00%；34.69%、38%。

图 39: 券商 ROE 与 PB 关系图



资料来源: wind, 长城证券研究所, 截至 2019 年 5 月 17 日

表 24: 三种情形下行业营收及净利润预测

2017A	2883.77	820.92	348.09	509.61	860.98	310.21	33.96	1,129.95
YOY	-4.96%	-22.04%	-8.83%	-25.51%	51.46%	4.64%	-32.81%	-8.47%
	营业净收入	佣金净收入	利息净收入	承销业务净收入	自营净收入	资管净收入	投资咨询净收入	净利润
2018	2662.87	623.42	214.85	369.96	800.27	275.00	31.52	666.20
YOY	-7.66%	-24.06%	-38.28%	-27.40%	-7.05%	-11.35%	-7.18%	-41.04%
悲观	营业净收入	佣金净收入	利息净收入	承销业务净收入	自营净收入	资管净收入	投资咨询净收入	净利润
2019E	2929.16	748.10	236.34	388.46	920.31	291.50	33.10	752.81
YOY	10.00%	20.00%	10.00%	5.00%	15.00%	6.00%	5.00%	13.00%
中性	营业收入	佣金净收入	利息净收入	承销业务净收入	自营净收入	资管净收入	投资咨询净收入	净利润
2019E	3193.58	779.28	279.31	418.05	1000.34	302.50	34.67	832.75
YOY	19.93%	25.00%	30.00%	13.00%	25.00%	10.00%	10.00%	25.00%
乐观	营业收入	佣金净收入	利息净收入	承销业务净收入	自营净收入	资管净收入	投资咨询净收入	净利润
2019E	3586.62	872.79	300.79	462.45	1120.38	316.25	36.56	919.36
YOY	34.69%	40.00%	40.00%	25.00%	40.00%	15.00%	16.00%	38.00%

资料来源: wind, 长城证券研究所

4.5 投资建议

建议从三条主线选择个股，1) 业绩优良稳健、营收结构多元化、均衡化的龙头券商：重点推荐华泰证券（股基交易量行业第一，财富管理转型可期，2019 年 Q1 营业收入 62.48

亿元，同比增速 45.65%，归母净利润为 27.80 亿元，同比增速 46.06%，有望成为第一家 A+H+G 股券商；混改方案落地，实施职业经理人制以激发竞争力），海通证券（老牌劲旅强势归来，2019Q1 业绩及增速领先行业），国泰君安（2019Q1 轻资产业务继续承压下滑，以自营为代表的重资产业务支撑业绩增长，后续发力空间大），广发证券（营收结构保持均衡化、多元化趋势，广发基金规模 2019Q1 行业排名第 3，2019Q1 实现营业收入 68.39 亿元，同比增速 76.85%，实现归母净利润 29.19 亿元，同比增速 91.25%；但 Pandion 基金亏损导致净利润下降，公司正在积极处理相关事宜；2019Q1 业绩预告已现良好势头），申万宏源（H 股 IPO，业绩释放动力强）。

2) 建议关注创新+转型发展的中小型券商：兴业证券（2019Q1 实现营收 38.34 亿元，同比 133.46%，归母净利 9.99 亿元，同比 172.94%；兴证资管保持领先地位，加大债权类投资，2019 年业绩有望起航），东方证券（资管业务稳定增长，资产质量向好，投行业务可期，2019Q1 实现营业收入 40.68 亿元，同比增速 109.21%，实现归母净利润 12.69 亿元，同比增速 191.06%），东吴证券（有望受益行业复苏），东方财富（互联网证券战略持续推进，短期基金销售份额有所承压，保持行业领先地位，金融业务牌照不断增多，看好公司打造闭环体系）。

3) 关注次新股类弹性标的：中信建投（有望受益科创板，投行业务优势稳固，信用业务大幅增长，2019Q1 实现营业总收入 31.08 亿元，同比增速 13.04%；归属净利润为 14.88 亿元，同比增速 50.32%），中国银河（2019Q1 实现营收 37.01 亿元，同比 41.36%，归母净利 15.33 亿元，同比 51.11%；拥有最多营业网点，经纪业务位列前茅，客户基础强大，有望受益市场回暖）。

5. 风险提示

地缘政治风险；中美贸易摩擦加剧风险；宏观经济下行风险；业绩不及预期风险；股市系统性下跌风险；监管趋严风险。

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>