

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020年03月07日

分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

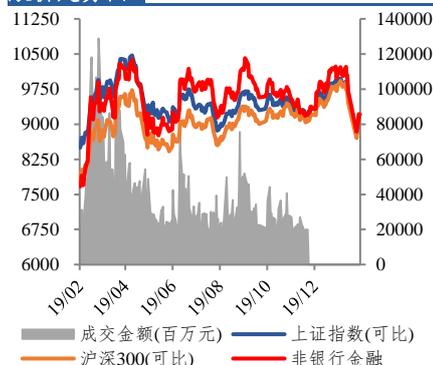
☎ 021-31829700

✉ 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：贝格数据

相关报告

<<2020年决胜全面建设小康之年，资本市场政策助力市场化发展>> 2020-02-16

<<2020年决胜全面建设小康之年，直接融资市场重要性凸显>> 2020-02-12

<<监管打逆周期组合拳，资本市场中长期向好走稳趋势不变>> 2020-02-03

兼论券商股历史复盘走势及估值弹性衰减之谜

——券商行业专题（四）

核心观点
■ 要点 1：券商股投资时点能更难把握

券商股是与股市共振的周期股，股市周期比经济周期、监管周期更短与更多变，传统的趋势投资方法未必适用当下乃至券商股的投资逻辑，尤其在震荡市中，券商股脉冲式涨跌表现让投资时点更难抓，适当的左侧是有效的投资策略亦是难以把握。

■ 要点 2：宏观经济与政策、行业政策及交易量等多方面因素的叠加导致了券商股取得了显著的超额收益

从历次券商板块取得超额收益的驱动因素来看，在 2005 年-2007 年及 2014 年-2015 年的两轮行情中，宏观经济与政策、行业政策及交易量等多方面因素的叠加导致了券商股取得了显著的超额收益。其余的几轮行情中，影响因素较为单一，因此超额收益较小。但可以推测的是仅交易量的放大无法为券商板块带来显著超额收益。在历次券商取得超额收益的区间中，交易量的放大通常伴随着政策面的调整，并且带来了券商板块及上证综指的共同上涨。而行业政策的松绑在不叠加交易量放大的因素时仅仅对券商板块的涨幅影响较大，例如 2012 年至 2013 年的这轮行情，券商板块上涨势头较强，上证综指上涨势头较弱。

同时，我们发现单宏观政策的调整带来的行情持续时间较短，单行业政策的松绑或多因素叠加带来的行情持续时间较长。2012 年至 2013 年间，由行业创新政策的出台带来的行情持续了十四个月。2005 年-2007 年及 2014 年-2015 年多因素叠加导致的两轮行情分别持续了两年半及 10 个月。相比之下，印花税调整及政府支持国有企业回购带动的行情仅持续了半个月，央行降准降息及政府救市政策出台带动的行情仅持续了一个半月。

■ 要点 3：当前券商估值弹性衰减，全行业 ROE 透析

公司价值底线是由其创造的股东回报所决定，而通常采用的 ROE 来衡量股东回报。受投资业务利润确认方式影响，券商 ROE 并不能充分体现其股东价值。券商投资业务涵盖股权投资、证券投资、衍生品投资和金融产品投资，在会计处理上，投资盈利一部分计入当期利润，另一部分以资本公积的形式直接计入净资产。所以，ROE 很大程度上低估了券商的股东回报，净资产年均增长率更能反映其股东价值增量。在净资产的计算当中，我们需要将公司从股票市场的融资剔除，这部分是新股东入股带来的权益增长；将公司每年给予投资者的分红加回，这是公司内生性价值创造。以此种方式测算回来的净资产收益率与银行、保险行业 ROE 差异相差不大，

需要投资者重视。

■ 要点 4: 外因-监管模式与资金偏好

此次再融资政策松绑, 预计创业板受益最大。2016 年证监会就重组套利、炒壳现象进行严厉整顿之后, 2017 年证监会发布《发行监管问答—关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》, 从定价方式、融资规模、融资间隔对再融资做出了严格的限制。另外 2017 年 5 月, 减持新规的发布更加延长了大股东解禁退出周期。继 2019 年 7 月 5 日证监会发布《再融资业务若干问题解答》, 2019 年 11 月 8 日发布征求意见稿, 再融资政策松绑已是大势所趋。本次再融资新规松绑, 预计创业板受益最大, 除降低定价下限及锁定期之外, 放宽盈利要求及取消资产负债率 45% 的限制约使 540 家创业板公司符合再融资条件, 有助于激活创业板上市公司活力。

■ 要点 5: 券商尚需在证券法、监管思路方面争取制度红利

在新《证券法》的这一顶层的制度设计下, 我们认为要走出真正的航母级投资投行还是任重道远。中国券商基础金融功能实质性拓展仍未有顶层法的明确表示, 资产运用模式、投顾业务乃至财富管理业务的发展模式较长时间内仍难以与国外券商直接对标。国内券商仍需在拓展资产运用方式和空间中探索新的方式与路径, 或者基于平台化的创新, 或者争取在未来的系统重要性机构和航母级机构中争取制度红利。如何有效进行业务创新探索, 实现相对有效的跨越监管周期、经济周期与产业周期, 抗周期能力提升, 避免业绩的巨幅波动, 能够使投资者比较容易预测业绩趋势。这些均是摆在监管者与券商经营者面前最现实的问题。

■ 要点 6: 无论从公募、外资及个人投资者看, 对券商投资比重上升不显著

公募基金对券商投资配置相对有限。2012 年以来的公募基金(主要为股票型+偏股混合+灵活配置型基金)的月度发行规模波动较大, 其中券商行业主题基金发行份额占比基本在 20% 以下。

北上资金规模不断增加, 非银金融投资规模有所提升, 但占北上资金总额之比略有下降趋势, 总体在 9% 左右波动。另外, 北上资金持股占非银金融板块总流通市值之比不断上升, 北上资金对非银金融板块的影响, 但并不显著。

融资买入券商个股资金自 2015 年持续下降后, 在 2018 年恢复上升, 融资买入券商个股资金占总融资买入额比重呈现同向变化, 但总体变化不大。这反映出个人投资者对券商板块投资在 2018 年、2019 年有所回升, 但提升不显著, 仍远低于 2015 年水平。个人投资者对券商板块投资的偏好边际提升相对有限。

■ 要点 7: 内因-当前券商商业模式及业务结构成估值弹性衰减

当下阶段行业朝“中国式”重资化趋势迈进而拉低 ROE。在未来一定时期内, 在稳杠杆及逆周期调节背景下, 券商杠杆率有望逐步提升, 但预计总体提升有限, ROE 一定程度上有望 ROA、杠杆率提升形成共振。

经纪业务波动性强, 万亿级别交易量维持需要具备大级别政策支持与低利

率下的财富效应（在疫情影响下需要进一步观察）。而从未来看，券商办理经纪业务，不得接受客户的全权委托而决定证券买卖、选择证券种类、决定买卖数量或者买卖价格。其实早在，2015年3月证券业协会下发了《账户管理业务规则（征求意见稿）》，一直未有下文。这表明，现在实施的买方投顾只能基于基金法下的基金组合全委托，在新《证券法》基于证券帐户的全资产全委托在相当长时间不可能。因此，真正意义上的财富管理还是任重而道远。

新证券法明确资产管理业务的统一性，料竞争将加剧。新证券法实施后，新证券法下的股权投资及债券投资确定性机会大。将在IPO审核全面推行注册制，但会存在一定时间的过渡期，注册制与核准制将继续在IPO审核中并存。因春节长假以及新冠肺炎疫情影响，IPO发审会暂缓。当疫情得到一定控制后，IPO发审工作有望进一步提速。在国家大力发展直接融资和IPO审核趋严的双重背景下，优胜劣汰的节奏将更为明显，经营和管理能力更强的券商公司将在未来表现更强的竞争优势。而再融资迎来松绑，二级市场影响或在未来显现，需要密切关注。

■ **要点 8：大自营投资、信用业务等资金类业务放大周期性，如何跨越监管周期更为重要**

自营投资放大周期性波动。非方向性投资在积极推进，任重道远。且现阶段信用类业务品类少，抗风险能力相对弱。其中股票质押业务成券商业绩计提的重要来源，监管高度关注。而两融业务比重畸形，融券业务亟待发展。

新证券法让企业回归了天然的上市权利。券商较为重要的买方业务-再融资参与定增业务、直投、跟投业务迎来了重要的发展机遇，但更为重要的是如何跨越监管等周期，能够比较顺畅形成“募投管退”环节。

■ **投资建议：**

未来市场走势，需要基本面、政策面的共振，节奏上更多取决于肺炎疫情进展及中美贸易谈判后续进展。后续谈判可能需要更多时间，需要聚焦疫情解决、自身的资本市场改革力度及进程。我们认为，今年是十三五最后一年及全面建成小康社会决胜之年，稳增长诉求强烈，政策天平会更倾向逆周期调节的宏观经济政策。当前券商估值处于历史中枢，应战略性与积极布局券商行业。但我们一直强调行业分化与发展并存，需精选个股配置：

重点推荐关注华泰证券（第一家 A+H+G 内地券商）、国泰君安、申万宏源、海通证券、兴业证券及东方证券等，港股关注中金公司等；互联网券商东方财富。风险偏好高的投资者可关注次新股类弹性标的：南京证券、中信建投、中国银河（经纪业务高弹性）等，需要关注回调孕育的介入机会；部分为关联券商未列出。创投板块建议关注：鲁信创投、华西股份及张江高科等。

■ **风险提示：中美贸易摩擦波动风险；市场大幅下跌风险；地缘政治风险；政策改革不及预期风险；宏观经济下行风险；流感疫情影响超预期**

风险等

目录

1. 引言	8
2. 券商板块简要复盘	9
2.1 券商板块超额收益影响因素	9
2.2 剖析政策松绑及日均交易量放大的驱动区别	10
2.3 国外投资银行板块涨跌简要复盘	10
2.4 美联储紧急降息政策回顾及影响	11
3. 当前券商估值弹性衰减，全行业 ROE 透析	12
3.1 目前口径下的券商 ROE 均值中枢下压且波动大	12
3.2 大多上市券商 ROE 呈下降趋势，仅少数龙头券商 ROE 略有提升	13
4. 外因剖析：监管模式与资金偏好	14
4.1 当前净资本风险监管模式决定了券商商业模式	14
4.1.1 券商尚需在证券法、监管思路方面争取制度红利	14
4.1.2 当前交易制度需要探索，交易制度应更优化、更顺畅	18
4.2 存量及新发基金的投资偏好科技	19
4.3 A 股加速国际化后，投资者结构及市场投资风格有所改变	20
4.3.1 外资进入 A 股接踵而至，券商持股边际变化不显著	20
4.3.2 A 股逐渐步入“机构市”时代，换手率 2% 波动	21
4.3.3 两融资金投资偏好券商边际提升有限	22
4.4 注册制推进下，投资新经济导向显著	23
5. 内因-当前券商商业模式及业务结构成估值弹性衰减	24
5.1 当下阶段行业朝“中国式”重资化趋势迈进而拉低 ROE	24
5.2 当下牌照类业务强周期性与波动性共振	27
5.2.1 经纪业务波动性强，万亿级别交易量维持需要具备大级别政策支持与低利率下的财富效应	27
5.2.2 新证券法明确资产管理业务的统一性，料竞争将加剧	29
5.2.3 新证券法下的股权投资及债券投资大时代来临，确定性机会	32
5.2.4 再融资迎来松绑，二级市场影响或在未来显现	34
5.3 资金类业务：当下大自营投资、信用业务等业务放大周期性，如何跨越监管周期更为重要	39
5.3.1 大自营业务波动性，非方向投资正在推进	39
5.3.2 现阶段信用类业务品类少，抗风险能力相对弱	40
5.3.3 券商参与定增、直投等重要买方业务，需要努力跨越监管周期	42
6. 展望与投资建议	46
6.1 行业展望与趋势	46
6.2 投资建议	46
7. 风险提示	48

图表目录

图 1: 券商行业 2012 年以来平均 ROE	单位: %	13
图 2: 保险行业、银行业 2012 年以来平均 ROE	单位: %	13
图 3: 公募基金发行份额月度数据		19
图 4: 券商行业主题基金占比情况		20
图 5: 今年陆股通周净流入与 A 股国际化		21
图 6: 北上资金投资非银金融占比		21
图 7: 2012 年以来的换手率		22
图 8: 2012 年以来的融资融券余额 (单位: 亿元)		23
图 9: 融资买入券商个股变化 (单位: 万元)		23
图 10: 2014-2020 年创业板融资方式	单位: 家	24
图 11: 2008-2020 年 A 股市场各板块 IPO 融资情况		24
图 12: 券商行业的营收结构		25
图 13: 按照轻重资产的分类的营收结构		25
图 14: 涨停板与券商板块指数		28
图 15: 累计日均股基成交额 (单位: 亿元)		28
图 16: 换手率		28
图 17: 2012-2018 券商行业投顾人数	单位: 人	29
图 18: 券商资管业务规模与净收入	单位: 亿元	30
图 19: 券商集合、定向、专项资管及直投子公司基金规模	单位: 万亿元	30
图 20: 股权和债券承销业务规模	单位: 亿元	33
图 21: 2008-2020 年 A 股市场各板块 IPO 融资情况		33
图 22: 债券和股权承销规模分布	单位: 亿元	33
图 23: IPO 发审通过情况		33
图 24: 再融资规模	单位: 亿元	35
图 25: 上市公司再融资和并购重组政策历次变化回顾		36
图 26: 2013-2020 年创业板股权再融资规模及同比		36
图 27: A 股市场各板块股权再融资规模	单位: 亿元	36
图 28: 2010 年至今 A 股上市公司定增总额		37
图 29: 2010 年至今的解禁数据		37
图 30: 券商自营收入	单位: 亿元	39
图 31: 上市券商自营投资与净资本比重	单位: %	39
图 32: 2018 年以来股票质押新增规模		40
图 33: 2019 年以来两融规模	单位: 亿元	41
图 34: 融资余额与融券余额	单位: 亿元	41
图 35: 1959 年-1989 年美国两融余额	单位: 百万美元	41
图 36: 1990 年-2019 年美国两融余额	单位: 百万美元	41
图 37: 2002 年-2019 年日本主要交易所两融余额来源		42
图 38: 2002 年-2019 年日本主要交易所两融余额	单位: 亿日元	42
图 39: 证券行业定增业务规模		43
图 40: 定增基金规模		44
图 41: 定增基金收益率 (%)		44
图 42: 两市成交量与券商 PB 估值		47

表 1: 券商板块超额收益影响因素	9
表 2: 国外投资银行涨跌幅与道琼斯指数涨跌幅差值	11
表 3: 道琼斯美国金融指数涨跌幅	11
表 4: 过去 20 年中美联储紧急降息回顾	12
表 5: 上市券商 15 年以来加权平均 ROE 单位: %	14
表 6: 中国监管政策“破立”并行	15
表 7: 券商风险控制指标标准	15
表 8: 上市券商 2019 年上半年风险控制指标情况 单位: %	16
表 9: 上市券商 14 年以来权益乘数变化	17
表 10: 股票市场交割制度	18
表 11: 各国熔断机制	18
表 12: 上市券商简易资产科目表 单位: 亿元	25
表 13: 上市券商总资产周转率有所下滑	26
表 14: 券商集合资管压缩 单位: 亿元	31
表 15: 券商定向资管压缩 单位: 亿元	31
表 16: 2012 年以来主要券商的投行承销收入及份额	34
表 17: 2012 年以来券商再融资规模前十五名	37
表 18: 2018.1-2020.2 券商承销总收入排名前十五名 单位: 万元	38
表 19: 2019 年 H1 主要券商的投行承销收入及份额前十五名	38
表 20: 部分科创板跟投机构浮盈率及占比情况	44
表 21: 2012 年以来日均两市成交量区间与券商 PB 均值 单位: 亿元	48
表 22: 近期非银板块增发预案与增发实施项目	48

1. 引言

为什么投资需要周期。正如霍华德马斯克在《周期》所分享：我们在周期上所处的位置发生变化，我们的赢面就会变化。如果不能相应地改变我们的投资占位，我们面对周期就会消极被动。换句话说，我们忽视了主动调整以改变胜率的机会。但是我们如果既懂得周期又会利用，就可以顺应周期的趋势把投资做的更好。当赢面对我们更有利时，我们可以增加赌注，投入更多资金买入资产，提高组合的进攻性；相反，当赢面对我们不利的時候，我们可以退出市场，把钱从赌桌上拿回来，增强组合的防守性。

券商股是与股市共振的周期股，股市周期比经济周期、监管周期、产业周期更短与更多变，传统的趋势投资方法未必适用当下乃至券商股的投资逻辑，尤其在震荡市中，券商股脉冲式涨跌表现让投资时点更难抓，适当的左侧是有效的投资策略亦是难以把握。

本文试图努力从以下几个方面进行探讨分析，剖析当下券商股复盘及估值弹性衰减的问题，以飨读者，不构成任何投资建议：**(1)** 剖析历史上券商股走势，抓住宏观经济与行业松绑政策的主要驱动变量，尤其是交易量放大下的赚钱效应；**(2)** 剖析当下券商估值弹性衰减的重要原因是券商 ROE 的测算方式，认为需要在净资产的计算当中，我们需要将公司从股票市场的融资剔除，这部分是新股东入股带来的权益增长；将公司每年给予投资者的分红加回，这是公司内生性价值创造。以此种方式测算回来的净资产收益率与银行、保险行业 ROE 差异相差不大，需要投资者重视；**(3)** 从当前的监管模式与资金偏好的外部原因进行了分析，其中监管模式决定了券商了商业模式，这是解决如何开源的长远问题；而对于如疫情下证监会降低投保基金缴纳比例，虽预计给证券行业降低成本 10-15 亿元，2019 降幅 8.35%，2020 降幅 40%-50%。且 2019 年还有两次给券商资金面上松绑，分别是降低自营业务的风险资本计提比例，降低结算备付金比例。我们认为这是短期性节流行为且有限，也不可持续，市场应更聚焦行业如何开源。而对于需求方的资金偏好而言，总体而言无论从公募、外资及个人投资者看，对券商投资比重上升不显著。

(4) 当前券商商业模式及业务结构成估值弹性衰减的内因。我们认为，由于监管模式、去杠杆（现在稳杠杆）并行，传统的牌照类和通道类业务发展受限，国内券商转而发展投资类业务和资本中介业务，业务发展变革正在酝酿。轻资产业务是通过结转利润使得资产负债表扩张，抗周期性弱且波动较大。而当下的重资产业务是通过资产负债表的扩张来获取利润，可能会放大周期，两者相向而行。**1)** 从未来看，券商办理经纪业务，不得接受客户的全权委托而决定证券买卖、选择证券种类、决定买卖数量或者买卖价格。其实早在，2015 年 3 月证券业协会下发了《账户管理业务规则（征求意见稿）》，一直未有下文。这表明，现在实施的买方投顾只能基于基金法下的基金组合全委托，在新《证券法》基于证券帐户的全资产全委托在相当长时间不可能。因此，真正意义上的财富管理还是任重而道远。**2)** 新证券法明确资产管理业务的统一性，料竞争将加剧。**3)** 新《证券法》作为重要的里程碑的变革，修订最大的变化是全面推行注册制，让投行回归定价和销售本源，核心竞争力转向研究能力、定价能力、机构分销能力和资本实力，预计优势投行将在未来几年确立第一梯队地位。中小券商经营压力加大。**4)** 再融资迎来松绑，二级市场影响或在未来显现。**5)** 涉及到大自营投资、信用业务等业务放大周期性，如何跨越监管等周期更为重要。自营投资放大周期性波动，非方向性投资在积极推进，任重道远。现阶段信用类业务品类少，抗风险能力相对弱。券商参与定增、直投等重要买方业务，需要努力跨越监管、经济等周期。尤其在大投行时代下，对整个券商投行产业链能力提出更高的要求与能力。

在新《证券法》的这一顶层的制度设计下，我们认为要走出真正的航母级投资投行还是任重道远。中国券商基础金融功能实质性拓展仍未有顶层法的明确表示，资产运用模式、投顾业务乃至财富管理业务的发展模式较长时间内仍难以与国外投行直接对标。国内券商仍需在拓展资产运用方式和空间中探索新的方式与路径，或者基于平台化的创新，或者争取在未来的系统重要性机构和航母级机构中争取制度红利。如何有效进行业务创新探索，实现相对有效的跨越监管周期、经济周期与产业周期，抗周期能力提升，避免业绩的巨幅波动，能够使投资者比较容易预测业绩趋势。我们认为，这些均是摆在监管者与券商经营者面前最现实的问题。

2. 券商板块简要复盘

2.1 券商板块超额收益影响因素

回顾历年来券商股获得超额收益的几个区间，其中有两个时间段券商股获得了较大的超额收益。第一次是在 2005 年至 2007 年间，券商股获得了 1536% 的超额收益；第二次是在 2014 年至 2015 年间，券商股获得了超过 118% 的超额收益。在其余的区间中，券商股获得的超额收益均小于 50%。

在 2005 年到 2007 年间，券商股获得的超额收益极为显著，券商板块累计上涨 1884%。此次券商板块上涨受到了宏观层面的影响。2001 年中国加入世界贸易组织后，经济高速增长。2006 年，“十一五”规划开局，宏观经济持续高速增长，增量资金涌入股市，带来了券商板块的上升趋势。从政策层面来看，2005 年股权分置改革完成，证券行业治理结构优化。同时，受到股市交易额迅速上升的影响，导致券商板块表现突出。在 2014 年至 2015 年间，券商板块累计上涨 257%，同期上证综指累计上涨 139%，此轮行情中券商板块再创佳绩，取得了较为显著的超额收益。2014 年行业政策进入了宽松期，1 月 IPO 重启，5 月新国九条出台，创业板再融资制度落地，11 月“沪港通”启动。此外，央行多次下调存款准备金率及法定基准利率，释放了流动性。市场的成交额及融资融券余额迅速大幅上升，带动了此轮券商股的上涨势头。

表 1: 券商板块超额收益影响因素

开始时间	结束时间	持续时长	券商指数涨跌幅 (%)	上证综指涨跌幅 (%)	超额收益 (%)	影响因素
2005/3/31	2007/12/31	两年半	1,884.26	348.72	1,535.54	2005 年 4 月股权分置改革启动；券商综合治理结构优化；增量资金入市；两市成交额增长
2008/4/23	2008/5/6	半个月	45.77	18.61	27.17	2008 年 4 月，印花税由千分之三调节为千分之一
2008/9/19	2008/10/6	半个月	49.29	14.66	34.64	2008 年 9 月，交易印花税调整为单边征收；中央汇金公司在二级市场自主购入工、中、建三行股票；政府鼓励国企大股东回购公司股票。
2009/1/1	2009/12/31	一年	105.53	79.98	25.55	政府于 2008 年 11 月推出了进一步扩大内需、促进经纪平稳较快增长的十项措施
2012/1/6	2013/2/28	14	58.31	10.11	48.21	2012 年 5 月，证监会发布《关于推进券商

开始时间	结束时间	持续时长	券商指数涨跌幅 (%)	上证综指涨跌幅 (%)	超额收益 (%)	影响因素
		个月				改革开放、创新发展的思路与措施》的征求意见稿
2014/7/22	2015/5/26	10个月	256.57	139.03	117.54	2014年1月IPO重启；5月颁布了《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》；5月新国九条出台；；7月发布《上市公司重大资产重组管理办法》征求意见稿；央行“双降”；融资融券业务崛起；成交额均迅速增长；2014年11月，“沪港通”启动；
2015/9/30	2015/11/11	一个半月	55.65	20.15	35.51	2015年10月，央行再次降准降息；成交额及两融余额增长
2018/10/30	2019/4/9	半年	55.56	27.44	28.12	2019年1月，证监会发布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》；并连发布新规，鼓励券商买股票、取消融资融券“平仓线”不得低于130%的统一限制、扩大QFII和RQFII投资范围
		本轮				2020年2月再融资新规落地，3月新证券法施行；金融供给侧改革；疫情影响；成交量大幅上升；市场对于央行降息预期致无风险利率下行

资料来源：公开资料，长城证券研究所

2.2 剖析政策松绑及日均交易量放大的驱动区别

从历次券商板块取得超额收益的驱动因素来看，在2005年-2007年及2014年-2015年的两轮行情中，宏观经济与政策、行业政策及交易量等多方面因素的叠加导致了券商股取得了显著的超额收益。其余的几轮行情中，影响因素较为单一，因此超额收益较小。但可以推测的是仅交易量的放大无法为券商板块带来显著超额收益。在历次券商取得超额收益的区间中，交易量的放大通常伴随着政策面的调整，并且带来了券商板块及上证综指的共同上涨。而行业政策的松绑在不叠加交易量放大的因素时仅仅对券商板块的涨幅影响较大，例如2012年至2013年的这轮行情，券商板块上涨势头较强，上证综指上涨势头较弱。

同时，我们发现单宏观政策的调整带来的行情持续时间较短，单行业政策的松绑或多因素叠加带来的行情持续时间较长。2012年至2013年间，由行业创新政策的出台带来的行情持续了十四个月。2005年-2007年及2014年-2015年多因素叠加导致的两轮行情分别持续了两年半及10个月。相比之下，印花税调整及政府支持国有企业回购带动的行情仅持续了半个月，央行降准降息及政府救市政策出台带动的行情仅持续了一个半月。

2.3 国外投资银行板块涨跌简要复盘

回顾同期国外投资银行的表现，高盛、摩根士丹利、摩根大通、嘉信理财及黑石在 2008 年 4 月到 5 月，2012 年至 2013 年及 2014 年至 2015 年这三个区间均取得了超额收益。同时，道琼斯金融板块上涨。在 2012 年至 2013 年间，上述投资银行取得的超额收益都较为显著，金融板块涨幅较大，达 29.17%。这是由于 2012 年 9 月时，为应对金融危机所带来的消极影响，在前两轮量化宽松政策的基础上，美联储启动了第三轮量化宽松政策，进一步刺激了经济。唯一一个金融板块下跌的区间是 2008 年 9 月至 10 月间，这阶段的金融板块受到金融危机的影响，下跌 12.27%。而自 2009 年起，美股市场便进入了长达十年大牛市，市场向好，金融板块逐渐上涨。

表 2: 国外投资银行涨跌幅与道琼斯指数涨跌幅差值

开始时间	结束时间	高盛	摩根士丹利	摩根大通	嘉信理财	黑石
2005/3/31	2007/11/24	78.33	-28.63	8.39	118.44	-62.79
2008/4/23	2008/5/6	7.77	1.58	3.22	5.35	2.20
2008/9/19	2008/10/6	24.47	13.87	19.68	-2.90	-9.85
2009/1/1	2009/12/31	83.73	69.48	15.55	-0.75	96.95
2012/1/6	2013/2/28	48.31	27.36	27.95	26.06	24.29
2014/7/22	2015/5/26	15.52	11.80	9.31	7.87	24.53
2015/9/30	2015/11/11	4.55	3.16	3.06	11.51	-3.83
2018/10/30	2019/4/9	-12.69	-4.87	-5.38	-4.62	8.16

资料来源: wind, 长城证券研究所

表 3: 道琼斯美国金融指数涨跌幅

开始时间	结束时间	道琼斯美国金融
2005/3/31	2007/11/24	3.79
2008/4/23	2008/5/6	6.47
2008/9/19	2008/10/6	-12.27
2009/1/1	2009/12/31	14.25
2012/1/6	2013/2/28	29.17
2014/7/22	2015/5/26	8.12
2015/9/30	2015/11/11	9.04
2018/10/30	2019/4/9	6.78

资料来源: wind, 长城证券研究所

2.4 美联储紧急降息政策回顾及影响

2020 年 3 月 3 日，美联储宣布降息 50 个基点，联邦基金利率区间调整为 1% 至 1.25%。这是 2020 年的首次降息，也是继去年 7 月、9 月及 10 月后的第 4 次降息。自 1998 年以来，美联储共紧急降息了 9 次，从以往 8 次紧急降息的原因来看，一般都是在遇到重大风险之时。本次降息的主要原因来自新型冠状病毒在全球快速蔓延，这表明疫情已带来的焦虑，对于全球经济通缩的担忧。

本次美联储宣布降息后，道琼斯指数下跌。在以往 8 次紧急降息后，仅 2001 年 1 月及 2008 年 10 月的两次降息引起了次日道琼斯指数的下跌。反观国内市场，上证综指有 5 次均在次日下跌，券商板块在 2008 年金融危机时跌幅超过了上证综指。而此次美联储的降息后，

上证综指及券商板块上涨，且券商板块的涨幅超过了大盘。我们认为国内央行降息预期在不断升温。

表 4：过去 20 年中美联储紧急降息回顾

时间	降息原因	降息幅度
1998/10/15	俄罗斯主权债务违约，引发金融危机	25 个基点
2001/1/3	2000 年科技股泡沫破灭	50 个基点
2001/4/18	经济下滑，风险加剧	50 个基点
2001/9/17	“911”恐怖袭击事件	50 个基点
2007/8/17	“次贷危机”扰乱金融市场	贴现利率下降 50 个基点
2008/1/22	美股暴跌	75 个基点
2008/10/8	雷曼兄弟倒闭，金融市场受冲击	50 个基点
2020/3/3	新型冠状病毒蔓延，风险上升	50 个基点

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

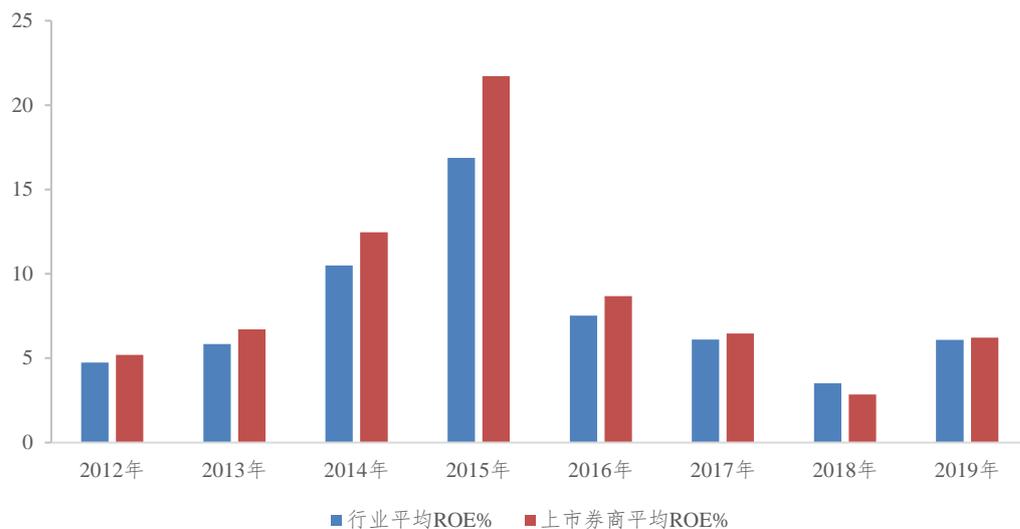
3. 当前券商估值弹性衰减，全行业 ROE 透析

3.1 目前口径下的券商 ROE 均值中枢下压且波动大

2019 年，证券行业整体表现良好，营收与净利较去年同比上升。据中国证券业协会、wind 数据显示，2019 年证券行业平均 ROE 为 6.09%，较 2018 年的 3.52% 同比上升 2.57 个百分点。而贡献了全行业超过 90% 营业收入的 30 家上市券商，其 2019 年的平均 ROE 为 6.22%，比 2018 年的 2.85% 上升了 3.37 个百分点。2017 年，证券行业整体表现不佳，营收与净利双双下滑。据中国证券业协会的数据显示，2017 年证券行业平均 ROE 降至 6.11%，已接近全行业 2012 年到 2013 年 ROE 的低谷水平。而贡献了全行业超过 90% 营业收入的 30 家上市券商，其 2017 年的平均 ROE 为 6.46%，比 2016 年的 8.67% 下降了 2.21 个百分点，基本接近 2012 年到 2013 年时的行业低谷水平。券商行业 ROE 相对低位徘徊，究其原因，是券商经营的周期性与波动性加大。

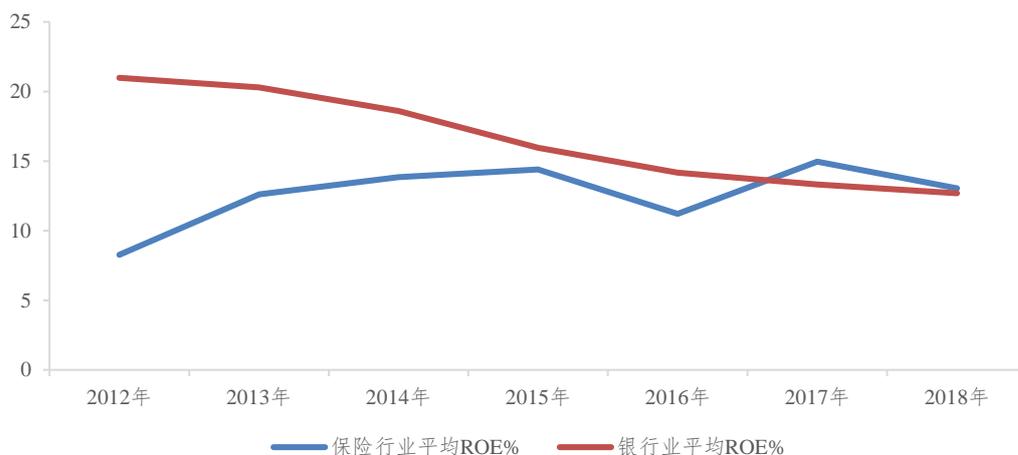
需要强调与注意的是，公司价值底线是由其创造的股东回报所决定，而通常采用的 ROE 来衡量股东回报。受投资业务利润确认方式影响，券商 ROE 并不能充分体现其股东价值。券商投资业务涵盖股权投资、证券投资、衍生品投资和金融产品投资，在会计处理上，投资盈利一部分计入当期利润，另一部分以资本公积的形式直接计入净资产。所以，ROE 很大程度上低估了券商的股东回报，净资产年均增长率更能反映其股东价值增量。在净资产的计算当中，我们需要将公司从股票市场的融资剔除，这部分是新股东入股带来的权益增长；将公司每年给予投资者的分红加回，这是公司内生性价值创造。以此种方式测算回来的净资产收益率与银行、保险行业 ROE 差异相差不大，需要投资者重视。

图 1: 券商行业 2012 年以来平均 ROE 单位: %



资料来源: wind, 证券业协会, 长城证券研究所

图 2: 保险行业、银行业 2012 年以来平均 ROE 单位: %



资料来源: wind, 长城证券研究所

3.2 大多上市券商 ROE 呈下降趋势，仅少数龙头券商 ROE 略有提升

以 31 家上市券商为例，已经披露 2019 年 ROE 的 15 家上市券商的 ROE 均较 2018 年上升。其中 ROE 去年低于 5% 的有 5 家，分别是东方证券、国元证券、西部证券、山西证券和国海证券。高于 10% 的只有中信建投，为 11.51%。已披露的 15 家上市券商 ROE 均实现增长，其中东北证券 2019 年 ROE 同比增长 5.78 个百分点，增长最快；其次是财通证券，2019 年 ROE 同比增长 5.17 个百分点。其他 13 家有所增长的上市券商分别是中信建投、第一创业、山西证券、中国银河、国信证券、华西证券、国海证券、西部证券、东方证券、中信证券、浙商证券、国泰君安和国元证券。

表 5: 上市券商 15 年以来加权平均 ROE 单位: %

证券简称	2015	2016	2017	2018	2019
华泰证券	17.5239	7.5942	10.8059	5.3200	—
广发证券	22.5408	10.2917	10.5217	5.0700	—
中信建投	36.9377	14.7796	9.4684	6.7900	11.5100
浙商证券	24.4598	13.7802	9.2161	5.4200	6.9000
国信证券	33.7525	9.2733	9.1066	6.6600	9.4800
国泰君安	22.8593	10.0788	8.8587	5.4200	6.7400
财通证券	27.9293	12.8003	8.3467	4.0500	9.2200
招商证券	24.2718	9.99	8.3217	5.5800	—
华西证券	29.5539	14.9311	8.2698	4.8100	7.5900
中信证券	16.622	7.3555	7.8178	6.2000	7.8000
东方证券	27.481	6.1345	7.6039	2.3700	4.5700
海通证券	17.9927	7.3851	7.5638	4.4200	—
兴业证券	25.1048	8.1513	7.0173	0.4100	—
东兴证券	19.4474	8.4814	6.9757	5.1900	—
国金证券	17.9127	7.6451	6.6133	5.2800	—
中国银河	22.89	8.9703	6.4991	4.4000	7.4900
光大证券	23.0693	6.8729	6.2993	0.2100	—
长江证券	22.7156	10.4253	5.9399	0.9900	—
华安证券	31.9436	6.4914	5.3906	4.4700	—
国元证券	14.8915	6.9103	5.2206	2.6800	3.6700
西部证券	22.5547	9.1631	5.0161	1.1500	3.5500
第一创业	18.0993	7.6102	4.8408	1.4100	5.8300
南京证券	20.393	5.3377	4.4116	2.3200	—
东北证券	26.211	9.7481	4.2674	0.8502	6.6300
中原证券	20.153	7.6681	4.2597	0.9976	—
方正证券	12.4491	7.3006	3.9885	0.8417	—
东吴证券	17.6917	8.1502	3.8401	0.2823	—
西南证券	19.876	4.8269	3.4847	1.3511	—
山西证券	14.4424	3.7618	3.3003	0.7009	4.0600
国海证券	17.9193	7.518	2.7316	1.0129	3.6000
太平洋	16.4157	6.9483	0.9876	0.0446	—

资料来源: wind, 长城证券研究所

4. 外因剖析: 监管模式与资金偏好

4.1 当前净资本风险监管模式决定了券商商业模式

4.1.1 券商尚需在证券法、监管思路方面争取制度红利

如前文所述券商股基本快涨快跌, 且每轮不断切换龙头。我们认为外因聚焦在行业监管模式与需求方的资金边际改变不显著。

在新《证券法》精神方面，券商客户的交易结算资金应当存放在商业银行，以每个客户的名义单独立户管理。这条再次表明取消第三方存管，券商拥有对客户资产的存托管的权限在相当长时间里仍没有太多想象空间，也就很大程度上制约了杠杆率的提升。

而在 2020 年 1 月 23 日，证监会官方网站发布了《券商风险控制指标计算标准规定》，并将自 6 月 1 日起正式实施，还是进行相关杠杆率的上限限制。新风控指标体系作出四方面调整，一是对券商投资政策性金融债、指数基金、成分股等适度“松绑”，二是规制股票质押、私募资产管理、私募基金托管和代销服务等高风险业务并且进一步优化风险计算标准，三是明确风控指标计算标准以实现对券商业务和风险的全覆盖，四是将“连续三年 A 类 AA 级及以上的券商”的风险资本准备调整系数由 0.7 降至 0.5；同时放宽三类计算标准，一是对股票质押业务的信用风险计算标准设置了“新老划断”的安排，二是优化信用债券投资的计算标准，将 AA 级信用债券的市场风险计算比例由 50% 降至 15%，将 BBB 级信用债券的计算比例由 80% 降至 50%，并适当放宽上述信用债券的流动性指标计算标准，三是允许券商为其投行、资管等证券业务子公司提供的流动性担保承诺，计入子公司可用流动性资产转移。

表 6: 中国监管政策“破立”并行

监管周期	特征
(2003-2007 年) 第一轮金融监管周期	收紧 (2003-2004 两年): 以收紧监管和关停违规券商为重点。 放开 (2005-2007 三年): 主题则是监管放松和金融创新, 如成功实施股权分置改革等金融创新, 05 年 5 月启动的信贷资产证券化试点、06 年 1 月发布的股权激励管理办法、06 年 7 月开展的融资融券试点、07 年 6 月推出的 QDII、07 年 8 月实施的公司债试点等。
(2008-2014 年) 第二轮金融监管周期	收紧 (2008-2011 四年): 打击股价操纵、内幕交易等行为。证监会共立案调查内幕交易案件 154 起, 行政处罚 31 起、移送公安 47 起, 立案数量位于历年前列。 放开 (2012-2014 三年): 十八届三中全会决定全面深化改革开放为契机, 国务院下发《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》, IPO、并购重组、沪港通、员工持股等方面均有重大推进, IC 合约、IH 合约与上证 50ETF 期权合约先后上线。
(2015-2019.1) 第三轮金融监管周期	收紧 (2015-刘士余主席): 股票市场异动后监管全面加强, 资本市场发展以服务实体经济为宗旨, 金融去杠杆持续推进。2016 年以来, 修订券商风险控制指标、发布证券投资者保护基金管理办法、抑制商品期货市场过度投机、完善基金子公司风控体系、关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)、券商参与股票质押式回购交易风险管理指引等重要文件。2017 年做出行政处罚决定 224 件, 罚没款金额 74.79 亿元, 同比增长 74.74%, 市场禁入 44 人, 同比增长 18.91%, 行政处罚决定数量、罚没款金额、市场禁入人数再创历史新高。
2019.1-至今 第四轮金融监管周期	放松 (易会满主席上任): 深港通、加入 MSCI, 健全多层次资本市场体系, 加快“沪伦通”准备工作, 愿适时启动时间安排; 深改 12 条, 新《证券法落地》等。

资料来源: 网上公开资料整理, 长城证券研究所

表 7: 券商风险控制指标标准

项目	预警标准	监管标准
风险覆盖率	≥120%	≥100%
资本杠杆率	≥9.6%	≥8%
流动性覆盖率	≥120%	≥100%
净稳定资金率	≥120%	≥100%
净资本/净资产	≥24%	≥20%

项目	预警标准	监管标准
净资产/负债	≥9.6%	≥8%
净资产/负债	≥12%	≥10%
自营权益类证券及其衍生品/净资产	≤80%	≤100%
自营非权益类证券及其衍生品/净资产	≤400%	≤500%
持有一种权益类证券的成本与净资产的比例前五名	≤24%	≤30%
持有一种非权益类证券的规模与其总规模的比例前五名	≤4%	≤5%
持有一种权益类证券的市值与其总市值的比例前五名	≤16%	≤20%
融资（含融券）的金额/净资产	≤320%	≤400%
对单一客户融资（含融券）业务规模与净资产的比例前五名	≤4%	≤5%
接受单只担保股票市值与该股票总市值比例前五名	≤16%	≤20%

资料来源：证监会，长城证券研究所

表 8：上市券商 2019 年上半年风险控制指标情况 单位：%

	风险覆盖率	资本杠杆率	流动性覆盖率	净稳定资金率	净资产/净资产	净资产/负债	净资产/负债	自营权益类 证券及其衍 生品/净资产
财通证券	343.61	23.66	726.66	129.08	80.15	59.66	48.78	5.11
第一创业	174.80	16.55	184.87	160.86	74.96	36.91	33.59	5.54
东北证券	168.44	15.59	304.66	134.29	89.13	31.39	27.01	21.56
东方证券	292.57	14.17	197.35	147.34	90.83	31.23	27.08	25.34
东吴证券	176.79	17.75	439.09	131.27	75.53	33.44	26.34	36.56
东兴证券	214.74	23.69	345.27	143.98	85.89	37.38	30.08	22.74
方正证券	190.93	14.97	268.23	123.33	46.00	26.25	33.09	39.37
光大证券	283.70	26.95	367.92	138.59	74.03	42.88	31.17	25.32
广发证券	257.20	19.86	463.15	169.43	80.57	31.92	29.38	25.11
国海证券	222.61	19.81	185.40	166.40	100.44	31.41	24.75	2.27
国金证券	341.77	43.06	232.01	142.58	85.88	93.36	63.17	20.73
国泰君安	272.37	21.00	239.58	143.72	68.63	38.61	32.08	45.48
国信证券	215.58	20.46	357.90	130.39	76.13	34.36	29.91	33.22
国元证券	255.52	27.34	259.91	141.85	68.54	52.42	41.44	2.79
海通证券	236.07	24.62	343.49	139.74	64.43	42.58	25.20	32.06
华安证券	336.40	28.81	440.71	176.15	84.83	55.82	35.34	7.80
华泰证券	257.56	21.69	242.04	143.74	64.71	34.33	31.17	36.75
华西证券	363.29	32.81	264.34	145.56	87.48	59.15	41.94	10.71
南京证券	378.82	37.29	578.00	153.50	79.28	70.93	49.41	3.99
山西证券	221.50	14.80	177.30	154.24	74.54	26.39	26.59	16.60
太平洋	232.78	26.24	446.74	161.65	95.45	51.02	41.79	3.19
西部证券	334.23	41.38	453.02	195.52	88.57	82.76	52.95	4.72
西南证券	239.61	19.75	269.15	131.47	69.00	34.41	36.44	45.43
兴业证券	244.84	22.46	787.65	149.16	88.43	39.43	26.99	24.35
长江证券	215.90	26.97	265.41	125.01	86.45	44.75	33.23	21.96
招商证券	252.39	14.78	203.27	158.03	63.23	25.06	30.68	27.49
浙商证券	289.08	20.41	608.76	140.47	106.68	39.65	25.26	3.31

中国银河	376.42	25.87	512.29	134.30	102.02	47.80	28.22	20.91
中信建投	260.88	18.25	506.06	176.09	102.37	35.96	24.49	11.08
中信证券	174.79	15.12	200.27	131.74	75.21	26.95	27.65	34.34
中原证券	249.43	15.51	408.97	151.96	68.78	31.65	30.18	4.83
红塔证券	518.64	31.50	1,467.63	224.15	115.10	71.61	53.21	4.28
华林证券	328.16	45.38	455.66	185.07	92.42	94.11	48.44	1.39
申万宏源	251.66	20.80	272.69	149.63	89.08	33.40	27.11	25.61
天风证券	168.37	17.12	1,241.57	148.02	82.89	31.44	30.98	21.54
长城证券	200.45	29.27	780.55	135.91	77.41	48.48	39.84	10.84
中银证券	176.07	33.16	474.70	235.19	100.53	68.16	32.10	3.89

资料来源: wind, 长城证券研究所

表 9: 上市券商 14 年以来权益乘数变化

证券简称	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q3
财通证券	5.0492	5.0127	3.5714	2.7726	2.9830	3.0046
第一创业	3.8609	5.0606	3.4757	3.6039	3.6626	3.7383
东北证券	3.9274	6.2569	4.5274	3.5666	4.0327	3.8977
东方证券	5.7733	5.8768	5.1886	4.3337	4.3401	4.7919
东吴证券	4.0371	4.8106	4.3670	4.4815	4.1226	4.6333
东兴证券	5.7304	5.3868	3.9571	4.0399	3.8125	4.2553
方正证券	2.8218	4.3470	4.2086	3.8836	3.8334	3.5748
光大证券	4.3179	4.6454	3.6523	4.1154	4.2204	4.0474
广发证券	5.8027	5.2505	4.4227	4.0271	4.3903	4.0333
国海证券	3.6891	3.8006	4.7413	4.6433	4.4985	4.7617
国金证券	2.6585	3.4121	2.7322	2.2286	2.3858	2.4636
国泰君安	6.7508	4.4703	3.7178	3.2286	3.2671	3.7350
国信证券	4.9218	4.8981	3.9845	3.8286	4.0325	3.9928
国元证券	3.0438	3.6161	3.4325	3.1388	3.1662	3.2486
海通证券	4.8796	4.9300	4.5988	4.1228	4.4139	4.5616
华安证券	4.5919	5.6049	2.8658	3.1740	3.4616	3.8120
华泰证券	6.4902	5.5516	4.6865	4.3062	3.5195	4.1483
华西证券	4.6851	5.2531	4.0107	3.9405	2.5424	3.2966
南京证券	4.9983	4.6273	2.8942	2.5001	2.3149	3.1087
山西证券	3.4900	3.6442	3.6883	3.8942	4.4045	4.3815
太平洋	1.9755	4.2756	3.2050	3.8942	3.9985	3.1631
西部证券	5.3423	4.7759	4.3430	2.9022	2.9990	2.7974
西南证券	3.3799	3.6625	3.6100	3.1770	3.3564	3.3754
兴业证券	4.8265	5.9010	3.9808	4.2660	4.3939	4.2196
长江证券	4.8666	5.8522	4.1604	4.2272	3.7127	3.8666
招商证券	4.6497	6.0220	4.0567	3.6005	3.7743	4.4550
浙商证券	5.3620	6.5675	5.6178	3.9160	4.1697	4.8530
中国银河	6.1367	5.2517	4.2136	3.9271	3.7891	4.3124
中信建投	7.3772	6.0693	4.4034	4.6793	4.0758	4.4326
中信证券	4.7426	4.3468	4.0980	4.0849	4.1645	4.4547

证券简称	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q3
中原证券	4.8267	4.6923	3.4975	3.5506	3.7388	4.1120
中位数	4.8265	4.9300	4.0107	3.8942	3.8125	4.0333

资料来源: wind, 长城证券研究所

4.1.2 当前交易制度需要探索, 交易制度应更优化、更顺畅

■ 国外比较成熟的市场实行“T+0”

目前国际自 1995 年 1 月 1 日起, 为了保证股票市场的稳定, 防止过度投机, A 股市场实行的是“T+1”交易制度, 即当日买进的股票, 要到下一个交易日才能卖出。同时, 对资金仍然实行“T+0”, 即当日回笼的资金马上可以使用。对比国外比较成熟的市场, 如港股、台股、美股、日股、韩股等, 一定程度上防止了过度投机, 但也或多或少造成了暴涨暴跌。

表 10: 股票市场交割制度

股票市场	交割制度	交易制度
A 股	T+1	T+1
港股	T+2	T+0
台股	T+2	T+0
美股	T+1	T+0
日股	T+3	T+0
韩股	T+2	T+0
新加坡	T+3	T+0

资料来源: 网上公开资料整理, 长城证券研究所

■ 涨跌停限制形成了“虹吸效应”

除交易制度与成熟市场存在差异外, 单日涨跌幅也有很大不同, 中国境内的市场有涨跌幅限制, 上下 10%, ST 股上下 5%, 而其他大部分市场都没有涨跌停限制。

为维护市场正常运行, 其实我国 2015 年采取的熔断机制加剧了市场跌幅, 后来因为个股有涨跌幅制度取消了。熔断机制是指在交易过程中, 当价格波动幅度达到某一限定目标时, 交易将暂停一段时间, 或者交易可以继续, 但报价限制在一定范围之内。由于这种情况和保险丝在电流过量时会熔断, 而令电器受到保护相类似, 故称之为熔断机制。根据公布的 A 股指数熔断规则, A 股熔断标的指数为沪深 300 指数。熔断阈值为 5% 和 7% 两档, 指数触发 5% 的熔断后, 熔断范围内的证券将暂停交易 15 分钟; 但如果尾盘阶段, 如 14:45 至 15:00 期间, 触发 5% 或全天任何时间触发 7%, 将暂停交易至收市。熔断机制有利于稳定市场情绪, 防范投资者的过度反应; 另一方面, 相较于对个股的限制, 对证券市场的整体性波动限制更平衡了小散户和大庄家的力量。未来需要监管层, 加以考虑相关的政策, 以优化交易制度。

表 11: 各国熔断机制

股票市场	熔断制度
美国	在每季度开始, 纽交所根据前月标普 500 指数平均值设定 7%、13% 和 20% 三个等级的具体熔断阈值, 当 7% 和 13% 的跌幅发生时, 会有为 15 分钟的暂停交易时间, 当跌幅触发 20% 时, 交易将暂停直至休市。美国证券交易委员会除规定针对标普 500 指数下跌的触发机制外, 还针对个股设有熔断机制,

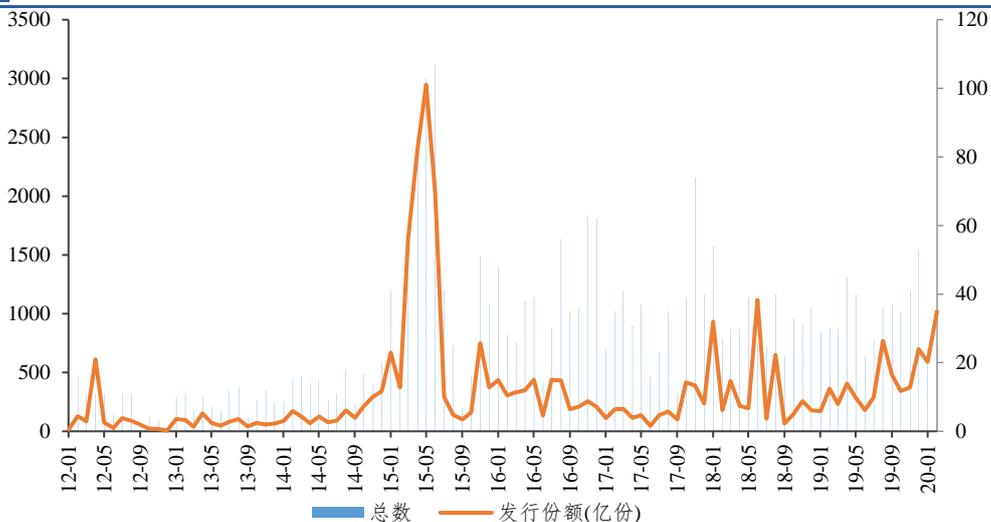
法国	<p>当某只股票的交易价格在五分钟内涨跌幅超过 10%，则需暂停交易。</p> <p>当日每只股票最大涨幅为前日收盘价的 21.25%，最大跌幅为 18.75%。如果价格波动超过前日的 10%，则暂停交易 15 分钟。</p>
韩国	<p>若韩国股票综合指数（KOSPI）较前一天收盘价下跌了 10% 或 10% 以上，并且这种下跌持续了一分钟，股票交易暂停十分钟，个股涨跌幅限制为 15%。</p> <p>如果交易量最大的期货合约价格偏离前一天收盘价 5% 或 5% 以上，同时期货价格偏离其公平价格 3% 或 3% 以上，并且这种价格变动持续了一分钟，期货合约停止交易五分钟。熔断机制每天只实施一次，在下午 2: 20 以后不再实施。如果股票市场出现暂停交易的情况，期货合约停止交易 20 分钟。</p>
日本	<p>当期货价格超过标准价格的特定范围和公平价格的特定范围，期货交易将会暂停交易。暂停交易的时间为 15 分钟。</p>

资料来源：网上公开资料整理，长城证券研究所

4.2 存量及新发基金的投资偏好科技

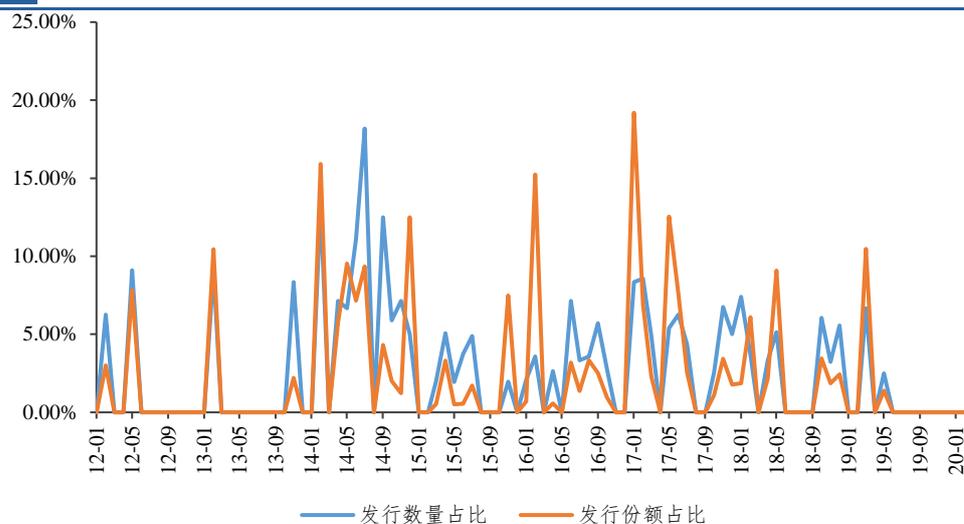
公募基金对券商投资配置相对有限。2012 年以来的公募基金（主要为股票型+偏股混合+灵活配置型基金）的月度发行规模波动较大，其中券商行业主题基金发行份额占比基本在 20% 以下。2019 年新发行公募基金 425 只，发行份额 4581.97 亿份，其中 ETF94 只，发行份额 1801.2 亿份，券商行业主题基金 3 只，发行份额 28.19 亿份，占比 0.62%。

图 3：公募基金发行份额月度数据



资料来源：wind，长城证券研究所

图 4：券商行业主题基金占比情况



资料来源：wind，长城证券研究所

4.3 A 股加速国际化后，投资者结构及市场投资风格有所改变

4.3.1 外资进入 A 股接踵而至，券商持股边际变化不显著

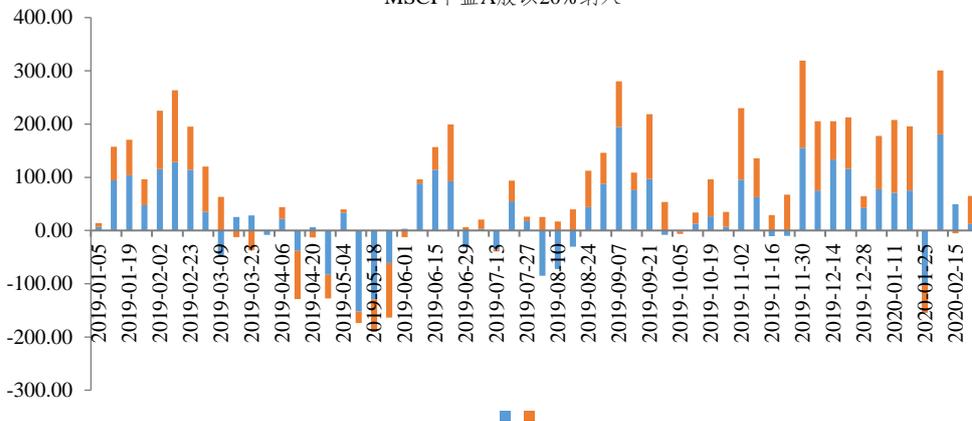
2019 年以来，监管层多次释放信号，要不断提高对外开放程度，为更多长期资金持续入市创造良好条件。2019 年 1 月 14 日，外汇局将 QFII 额度从 1500 亿美元调升至 3000 亿美元；3 月 1 日，MSCI 宣布通过三步把中国 A 股纳入因子从 5% 增至 20%；2019 年 3 月 28 日，李克强总理再提持续扩大对外开放，对外资券商业范围不单独设限；2019 年 6 月 6 日，证监会核准大摩华鑫成为首家外资控股基金公司；2019 年 6 月 13 日，易会满在陆家嘴论坛上宣布进一步扩大资本市场对外开放的九项措施；2019 年 10 月 11 日，证监会明确自 2020 年 12 月 1 日起，取消券商外资股比限制；11 月 3 日，证监会主席易会满表示，年内推动四项开放措施落地，下一步证监会将修订 QFII、RQFII 制度规则，进一步便利境外机构投资者参与资本市场；富时罗素也表示将在 2020 年把 A 股的纳入因子提升至 25%。A 股被纳入国际指数以及比例的不提升，不只是说明国内资本市场已经逐渐得到了国际市场的认可，而且为国内资本市场实打实地带来了资金增量。

近年来外资累计净流入保持较快增长，近 5 年复合增长率高达 140%；截至 2019 年 9 月底，QFII 和陆股通持有国内股票总规模达 12737.24 亿元，占流通 A 股总市值比例达到 2.87%，与险资（保险加社保）、公募基金的持股已经非常接近，形成“三足鼎立”之势。

北上资金规模不断增加，非银金融投资规模有所提升，但占北上资金总额之比略有下降趋势，总体在 9% 左右波动。另外，北上资金持股占非银金融板块总流通市值之比不断上升，北上资金对非银金融板块的影响，但并不显著。

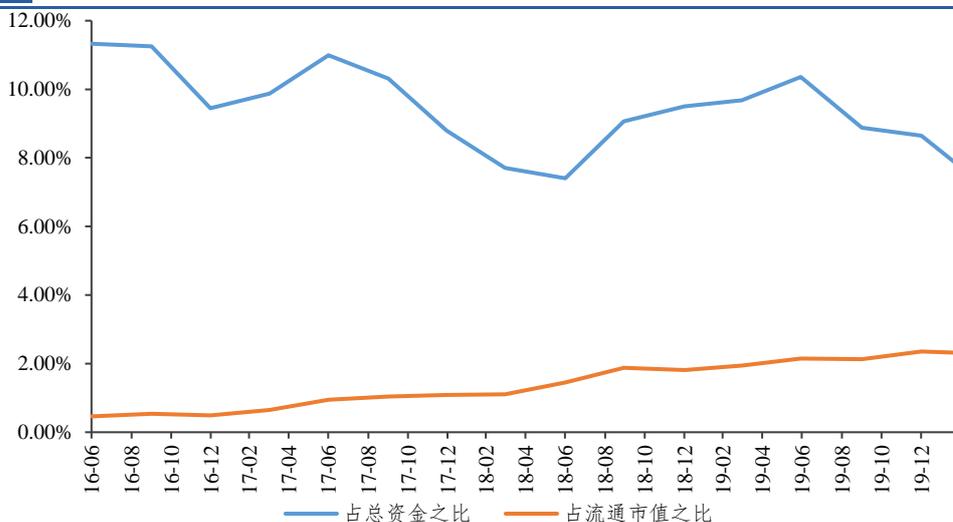
图 5：今年陆股通周净流入与 A 股国际化

<p>2019年5月28日收盘 MSCI到A股纳入因子从5%提升至10%，同时以10%纳入创</p> <p>2019年9月23日开盘 富时罗素纳入因子提升至15% 标普道琼斯纳入因子一次性提升</p>	<p>2019年6月24日开盘 富时罗素纳入因子提升至5%</p> <p>2019年11月 MSCI所有大盘A股纳入因子从15%提升至20% MSCI中盘A股以20%纳入</p>	<p>2019年8月27收盘 MSCI所有大盘A股纳入因子从10%提升至15%</p> <p>2020年3月 富时罗素纳入因子提升至</p>
--	---	--



资料来源：wind，长城证券研究所

图 6：北上资金投资非银金融占比



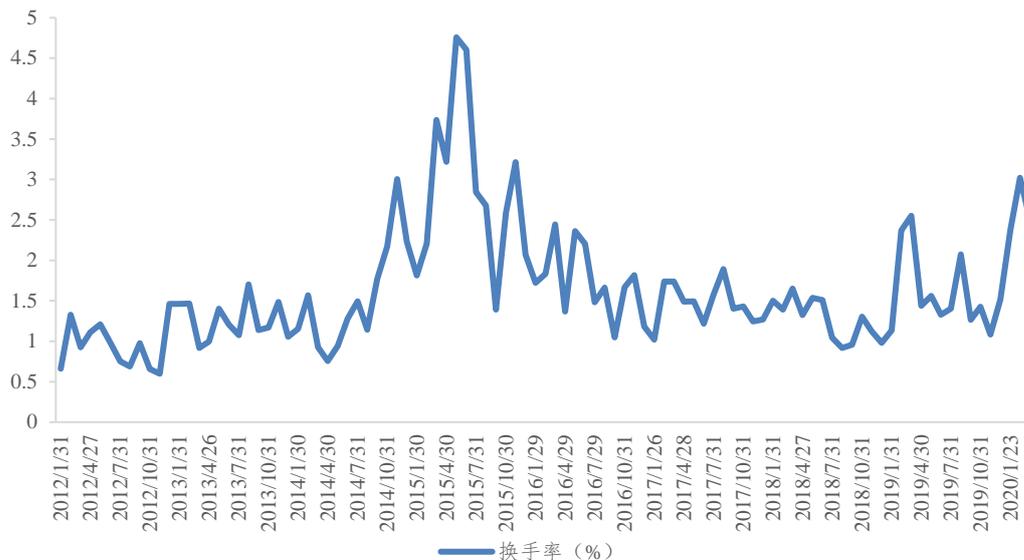
资料来源：wind，长城证券研究所

4.3.2 A 股逐渐步入“机构市”时代，换手率 2%波动

近年来，严监管、IPO 常态化、外资及国内机构投资者比例的不断抬升，使 A 股市场的投资风格逐渐变化，过去“散户市”的题材投机风格开始让位于蓝筹成长主导的价值投资。2017 年或许可以称为 A 股进入“机构市”新时代的开端，资本市场的投资者结构于无声处悄悄变化，机构主导市场时代已经到来。机构投资者渐成 A 股市场主力军，由此带来了市场行情、投资风格的有所改变。

除了周期性因素外，一些长期结构性的因素不能忽视。如股市互联互通和纳入 MSCI 等国际化措施在一定程度上改变了投资者结构，这些投资者的偏好导致了资金向其偏好的少部分公司集中。部分投资机构已经明确规定，不许买入日成交额不足某一数值的股票，而这更将恶化部分股票的流动性。流动性不足意味着卖出时需要付出更多成本，这将进一步削弱了它对大资金的吸引力。这类股票的估值也将因流动性不足而打折，市值将持续缩水。近年来，随着外资持续涌入 A 股，换手率呈现明显的下降。自 2015 年 5 月达到 4.76% 后，换手率有明显下降的趋势，近 3 年逐渐稳定在 2% 上下。

图 7: 2012 年以来的换手率



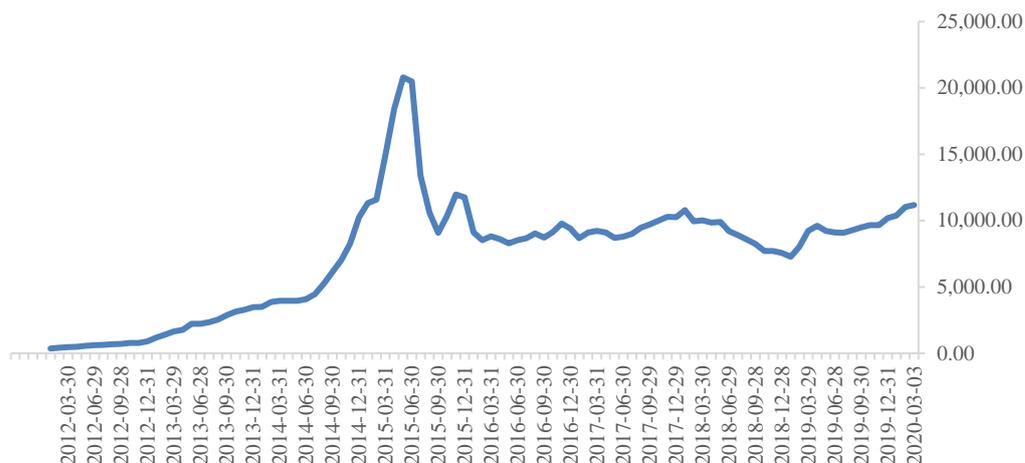
资料来源: wind, 长城证券研究所, 注 12 年至今的月度数据

4.3.3 两融资金投资偏好券商边际提升有限

根据 wind 数据，融资融券余额在 2012 年-2015 年年中大幅增长，之后回落，自 2015 年 9 月至今虽有波动但总体稳定在 10000 亿元上下。融资买入券商个股资金自 2015 年持续下降后，在 2018 年恢复上升，融资买入券商个股资金占总融资买入额比重呈现同向变化，但总体变化不大。这反映出个人投资者对券商板块投资在 2018 年、2019 年有所回升，但提升不显著，仍远低于 2015 年水平。个人投资者对券商板块投资的偏好边际提升相对有限，尤其是杠杆资金。

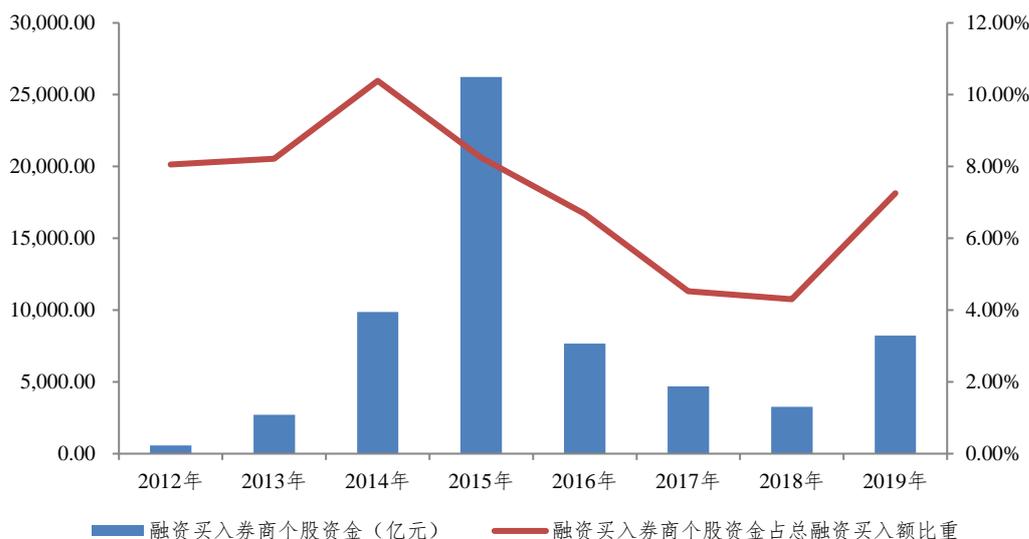
正如前文所述，2006 年以来，券商板块主要经历了 5 次大涨，5 次上涨均与流动性宽松和政策利好有关。而每轮券商启动都在换领涨股，而且基本集中在中小盘股，且龙头不断切换，且基本面难与股价匹配。2006 年初至 2007 年 11 月券商板块的上涨主要受经济高速增长和股权分置改革完成的影响，个股券商龙头为中信证券；2008 年 11 月至 2009 年 8 月券商板块的上涨主要受“四万亿”政策影响，流动性宽松，个股券商龙头为东北证券；2012 年初至 2013 年 2 月券商板块的上涨得益于政策推动券商业务创新，个股券商龙头为国海证券；2014 年 6 月至 2015 年 5 月券商板块的上涨得益于流动性宽松和资本市场政策利好，个股券商龙头为西部证券；2018 年 10 月至 2019 年 4 月券商板块的上涨受股权质押风险缓解和资本市场政策利好的影响，个股券商龙头为中信建投。2020 年 1 月至今，剔除次新股红塔证券，涨幅较大是南京证券和东方财富。

图 8：2012 年以来的融资融券余额（单位：亿元）



资料来源：wind，长城证券研究所

图 9：融资买入券商个股变化（单位：万元）



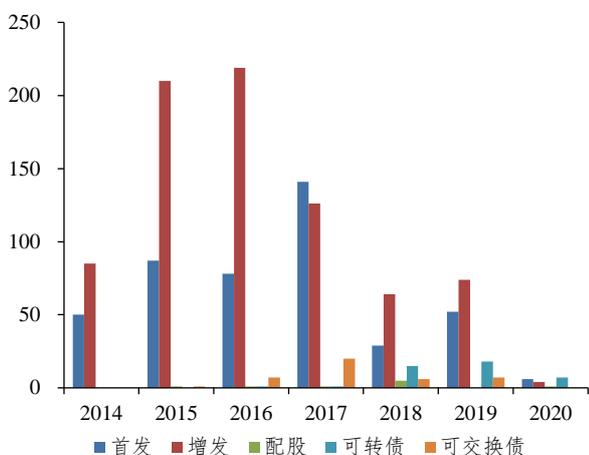
资料来源：wind，长城证券研究所

4.4 注册制推进下，投资新经济导向显著

注册制使 A 股生态环境发生质变。为打造上市公司高质量体系提供了制度基础，资源可以更好地向高科技，有长远发展的企业倾斜。好的上市公司是资本市场可持续发展的基石，是市场估值水平和发展动力的重要影响因素。注册制通过市场化的方式帮助选择质量上乘的公司，与此同时，完善与发行上市注册制相配套，合理的退市制度也在不断完善，及时出清劣质公司，使 A 股生态环境发生质变。注册制改革将进一步提高创业板上市公司推进再融资、并购重组的效率，帮助传统企业产业转型，进一步为资本市场注入优质资产。随着改革不断推进，成长潜力更强的企业可以通过资产重组快速切入资本市场，实现更快发展。

同时，随着供给侧结构性改革和国家创新驱动发展战略的深入推进，科技创新前沿企业不断涌现。推行注册制改革后，创业板 IPO 进一步淡化对盈利的要求，最新的再融资新规创业板受益最大，除降低定价下限及锁定期之外，放宽盈利要求及取消资产负债率 45% 的限制约让 548 家创业板公司符合再融资条件，激活创业板上市公司活力，更多处于成长期的中小企业将获得融资机会，借助资本市场驶入发展快车道。政策扶持新经济领域，科技主题热度高涨。今年以来已经有 18 家基金公司合计申报 30 只投向科技方向的权益基金，目前累计有上百只科技基金排队候批。同时，科技类 ETF 大受市场追捧。截至 3 月 6 日，规模超过百亿元的 A 股 ETF 共有 19 只，较 2019 年底增长了 6 只，其中有 3 只为科技类 ETF，分别是华夏中证 5G 通信主题 ETF、华夏国证半导体芯片 ETF 与华宝中证科技龙头 ETF。最近一个月中，排名前十的 ETF 中，科技主题 ETF 占据了一半。

图 10: 2014-2020 年创业板融资方式 单位: 家



资料来源: wind, 长城证券研究所, 截至 2020/2/15

图 11: 2008-2020 年 A 股市场各板块 IPO 融资情况



资料来源: wind, 长城证券研究所, 截至 2020/2/15

5. 内因-当前券商商业模式及业务结构成估值弹性衰减

5.1 当下阶段行业朝“中国式”重资化趋势迈进而拉低 ROE

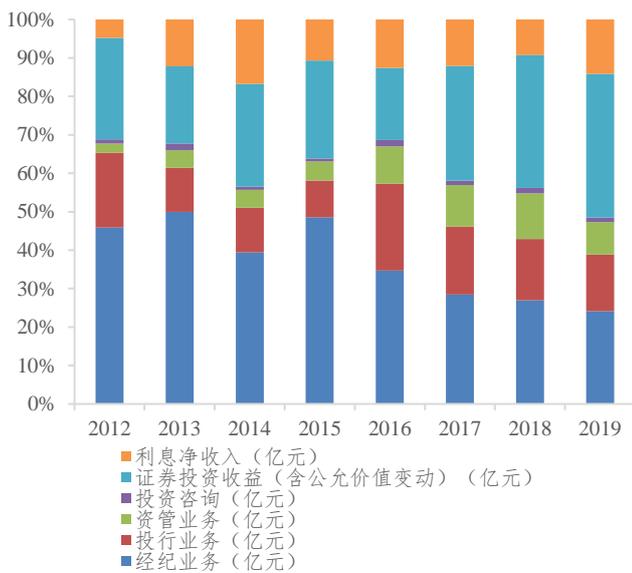
上文从外因阐述了券商股价弹性衰减，抗周期性能力弱及择时性特征突出的行业，亦是投资者相对头疼的问题。比较形象的讲法即“做左侧难把握，可能面临时间与资金成本；右侧涨速快又不好追，比较尴尬”。

我们认为，由于监管模式、去杠杆（现在稳杠杆）并行，传统的牌照类和通道类业务发展受限，国内券商转而发展投资类业务和资本中介业务，业务发展变革正在酝酿。轻资产业务是通过结转利润使得资产负债表扩张，抗周期性弱且波动较大。而当下的重资产业务是通过资产负债表的扩张来获取利润，可能会放大周期，两者相向而行。简而言之，轻资产业务的边际成本更低，所以一旦收入大幅攀升，ROE 就会以更高的比例上升。因此，轻资产业务具备更高的 ROE 水平以及业绩弹性，而重资产业务 ROE 偏稳健、业绩弹性也相对更小。根据杜邦公式 $ROE=ROA \times \text{权益乘数}$ 发现，ROA 由轻资产业务决定，其

价格竞争激烈程度远高于重资产业务，所以在 ROA 的边际变化上，轻资产业务贡献更大权重的力量，尤其是佣金率对 ROA 的影响最为明显。而权益乘数由重资产业务决定，重资产业务资产的获取主要源于两方面，其一通过负债的扩张(如债券融资等)，细拆分看，主要包括了同业拆借、卖出回购、转融资、短期融资券、公司债、次级债等，当前券商的总体融资成本相对于高盛等海外投行偏高(很大程度是因为不能利用客户资产，尤其在新证券法进一步明确规定，海外投行均可利用客户资产，如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。); 其二是通过资本补充(如定增融资等)。因此，重资产业务推升了券商的经营杠杆，但由于重资产业务的 ROA 显著低于轻资产业务，随着重资产业务占比的提高，而杠杆率近乎低位徘徊下，将降低公司整体的 ROE 水平。在未来一定时期内，在稳杠杆及逆周期调节背景下，券商杠杆率有望逐步提升，但预计总体提升有限，ROE 一定程度上有望 ROA、杠杆率提升形成共振。

从券商行业轻重资产创收来看，重资产收入占比连续三年提升。2019 年重资产收入占比约 51.56%，较 2018 年的 43.85% 上升约 7.71 个百分点，现阶段券商行业在朝“中国式”的重资化趋势迈进，与海外投行的商业及业务模式、业务品种差距巨大。

图 12: 券商行业的营收结构



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 13: 按照轻重资产的分类的营收结构



资料来源: wind, 长城证券研究所

表 12: 上市券商简易资产科目表 单位: 亿元

资产科目	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q3
货币资金	6276	5645	5149	10461	18305	13981	10715	10587	13426
经纪业务	685	657	879	2526	3451	2889	2194	2078	2597
占比: %	60.89	48.08	34.16	35.82	37.31	31.09	23.05	22.16	24.79
融出资金	166	307	2908	8293	9761	8008	8626	6411	7735
资本中介业务	258	343	1077	3131	4450	6121	8884	7434	5382
占比: %	3.71	4.95	22.58	31.51	24.37	26.04	31.26	24.22	20.29
投资类业务	1919	2720	3344	5472	10679	9832	11831	16911	21100

可供出售金融资产		1247	1765	2106	3275	7137	7926	7954	2935	0
占比: %		27.69	34.21	30.88	24.13	30.56	32.72	35.32	34.72	32.64
其他	——	882	1671	2186	3096	4524	5510	5811	10801	14403
总计	——	11432	13107	17649	36254	58307	54267	56016	57156	64644

资料来源: wind, 长城证券研究所, (注: 以上数据根据上市券商 2010-2018 一季报披露的资产负债表计算得出)

表 13: 上市券商总资产周转率有所下滑

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q3
宝硕股份	0.5211	0.0578	0.2218	0.2712	0.0729	0.0615	0.0472	0.0446
财通证券	0.0795	0.1075	0.1184	0.1766	0.0716	0.0713	0.0544	0.0553
第一创业	0.1011	0.0934	0.1147	0.1107	0.0624	0.0602	0.0531	0.0519
东北证券	0.0827	0.0971	0.1132	0.1242	0.0601	0.0729	0.1085	0.0964
东方证券	0.0536	0.0592	0.0653	0.0979	0.0327	0.0474	0.0449	0.0564
东吴证券	0.0884	0.0924	0.0849	0.0990	0.0546	0.0451	0.0466	0.0428
东兴证券	0.0882	0.0954	0.0808	0.0925	0.0490	0.0482	0.0434	0.0349
方正证券	0.0862	0.1066	0.0793	0.0904	0.0506	0.0396	0.0386	0.0343
光大证券	0.0718	0.0716	0.0782	0.1062	0.0489	0.0513	0.0375	0.0411
广发证券	0.0836	0.0792	0.0749	0.1015	0.0532	0.0602	0.0409	0.0449
国海证券	0.1294	0.1401	0.1241	0.1256	0.0637	0.0397	0.0329	0.0418
国金证券	0.1428	0.1177	0.1362	0.1633	0.0896	0.0975	0.0849	0.0599
国泰君安	0.0789	0.0689	0.0753	0.0972	0.0595	0.0564	0.0523	0.0423
国投资本	2.1105	2.3075	2.4904	0.2498	0.0694	0.0766	0.0706	0.0489
国信证券	0.1041	0.1000	0.0999	0.1436	0.0583	0.0607	0.0488	0.0458
国元证券	0.0673	0.0744	0.0834	0.0919	0.0468	0.0464	0.0322	0.0283
哈投股份	0.2072	0.2161	0.1866	0.1696	0.1331	0.0678	0.0650	0.0531
海通证券	0.0812	0.0708	0.0689	0.0820	0.0493	0.0515	0.0428	0.0416
华安证券	0.0807	0.0884	0.0984	0.1252	0.0478	0.0515	0.0418	0.0458
华泰证券	0.0713	0.0807	0.0651	0.0725	0.0396	0.0539	0.0429	0.0404
华西证券	0.0900	0.1048	0.1117	0.1308	0.0524	0.0541	0.0523	0.0505
华鑫股份	0.3866	0.3605	0.1699	0.1007	0.1528	0.3346	0.0636	0.0441
山西证券	0.0809	0.0898	0.0891	0.1014	0.0487	0.0881	0.1258	0.0755
申万宏源	0.0850	0.0925	0.0823	0.1288	0.0483	0.0465	0.0472	0.0456
太平洋	0.1116	0.1068	0.1444	0.1136	0.0485	0.0297	0.0088	0.0371
西部证券	0.0778	0.1042	0.0968	0.1294	0.0606	0.0601	0.0432	0.0587
西南证券	0.0724	0.0831	0.0833	0.1308	0.0509	0.0454	0.0431	0.0356
兴业证券	0.1137	0.1065	0.1028	0.1232	0.0606	0.0609	0.0422	0.0690
越秀金控	1.2817	1.1417	0.9535	0.8292	0.1636	0.0742	0.0768	0.0670
长江证券	0.0763	0.0970	0.0914	0.1015	0.0567	0.0512	0.0411	0.0502
招商证券	0.0646	0.0767	0.0796	0.1043	0.0437	0.0505	0.0383	0.0381
浙商证券	0.0959	0.1316	0.1265	0.1366	0.0841	0.0865	0.0672	0.0641
中国银河	0.0899	0.1050	0.0884	0.1093	0.0485	0.0453	0.0392	0.0434
中信证券	0.0738	0.0733	0.0778	0.1022	0.0626	0.0708	0.0582	0.0474
中原证券	0.0907	0.0938	0.0863	0.1145	0.0494	0.0530	0.0398	0.0457

中位数	0.0862	0.0954	0.0914	0.1136	0.0546	0.0541	0.0449	0.0457
-----	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------	--------

资料来源: wind, 长城证券研究所

5.2 当下牌照类业务强周期性与波动性共振

5.2.1 经纪业务波动性强，万亿级别交易量维持需要具备大级别政策支持与低利率下的财富效应

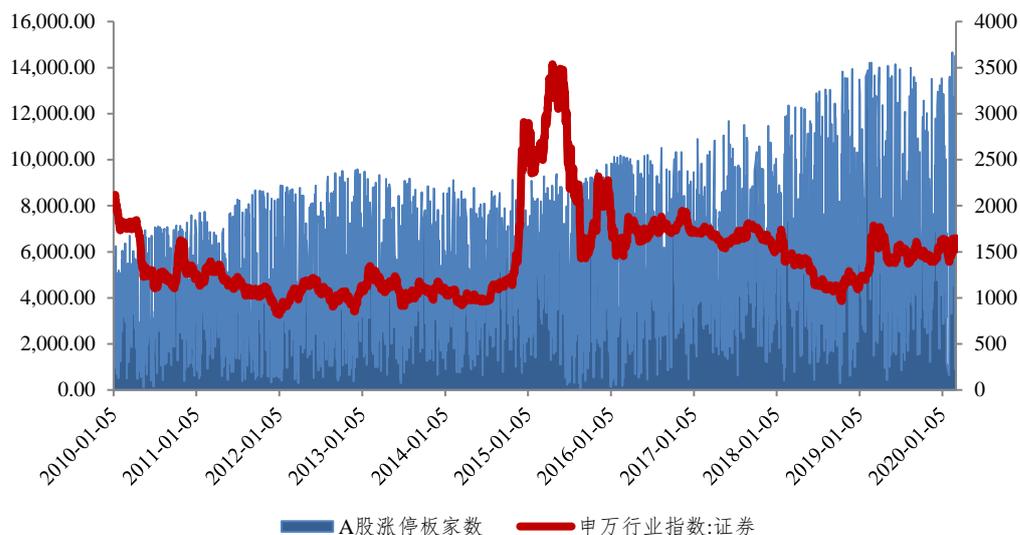
如上文所述，总体来讲，牌照类传统业务受监管政策、市场情绪，经纪业务波动大。叠加佣金率下行，只能靠交易量来以量补价，而万亿级别交易量需要大级别的政策支持、所谓“赚钱”的财富效应（尤其是低利率环境下），换手率是重要的观测指标，以及每天的涨停榜股票数量。

经纪业务对于近期证监会允许银河证券、中金公司、中信建投证券、国泰君安证券、申万宏源证券、华泰证券、国联证券等 7 家券商获批基金投顾业务试点资格，这也是首批获得该试点资格的券商，招商银行、平安银行作为首批获批银行，也出现在这一批基金投顾试点资格名单中。其实早在 2019 年 10 月 25 日，证监会下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，行业期待已久的公募基金投资顾问业务试点正式落地。嘉实基金、华夏基金、易方达基金、南方基金、中欧基金 5 家基金公司成为这一业务的首批试点机构。腾安基金、珠海盈米基金、蚂蚁（杭州）基金 3 家第三方基金销售公司也在去年完成试点备案。我们认为这是监管层在鼓励支持龙头券商开展创新业务，也是券商探索财富管理之路十多年来，首次实现对客户进行账户管理式的买方投顾，意义重大。一方面减少基于佣金率的销售误导，因为基于佣金的收费模式也阻碍了券商从提供简单通道服务的经纪商向提供全面财富管理服务的现代投资银行的转型升级，此次改革有助于实现投顾与客户的利益统一。另一方面，在原有的客户-（渠道-基金）构成的商业链条和利益分配机制中打开了一个口子，变为了（客户-投顾）-基金。

我们知道，上述试点是基于《基金》法下的投顾业务。基金投资顾问的出现，更长远的是在资产管理与财富管理两大业态之间的一次资源再分配。现有基金收费结构中有大约一半费用以往是给银行作为销售佣金的，也导致中国的基金费率（特别是权益主动基金）比海外贵了 30%-50%。而就未来可能业绩增长点，我们做下尝试做简单测算，2019 年底客户交易结算资金余额（含信用交易资金）1.30 万亿元，假定这部分中有 20%-30% 的资金选择券商的基金投顾，规模则可达到 2600-3900 亿元，参照 FOF 的管理费率（1%），这部分一年将为券商带来 26-39 亿元左右的收入，占行业收入的比重在 1%-2% 之间。

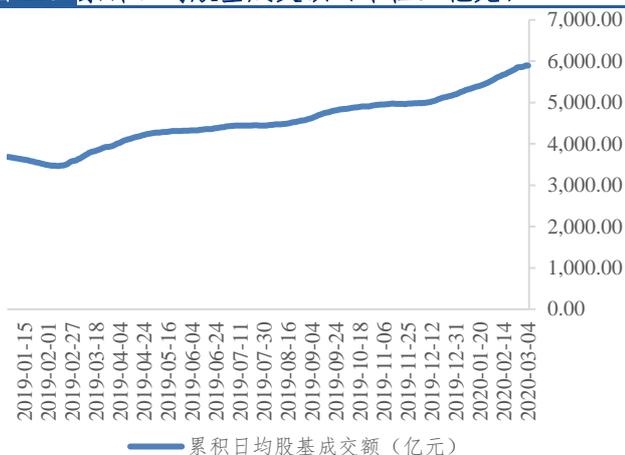
从未来看，券商办理经纪业务，不得接受客户的全权委托而决定证券买卖、选择证券种类、决定买卖数量或者买卖价格。其实早在 2015 年 3 月证券业协会下发了《账户管理业务规则（征求意见稿）》，一直未有下文。这表明，现在实施的买方投顾只能基于基金法下的基金组合全委托，在新《证券法》基于证券账户的全资产全委托在相当长时间不可能。因此，真正意义上的财富管理还是任重而道远。

图 14: 涨停板与券商板块指数



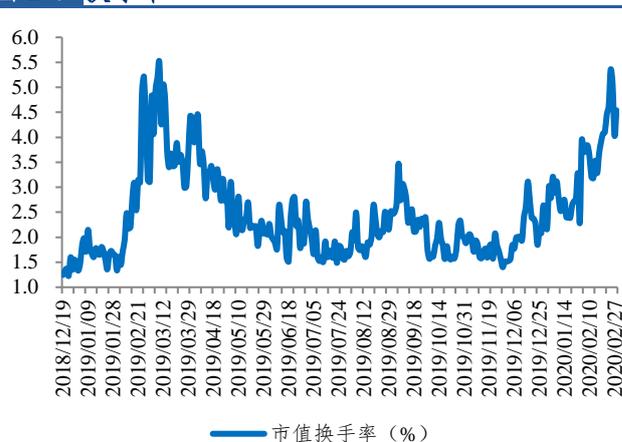
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 15: 累计日均股基成交额 (单位: 亿元)



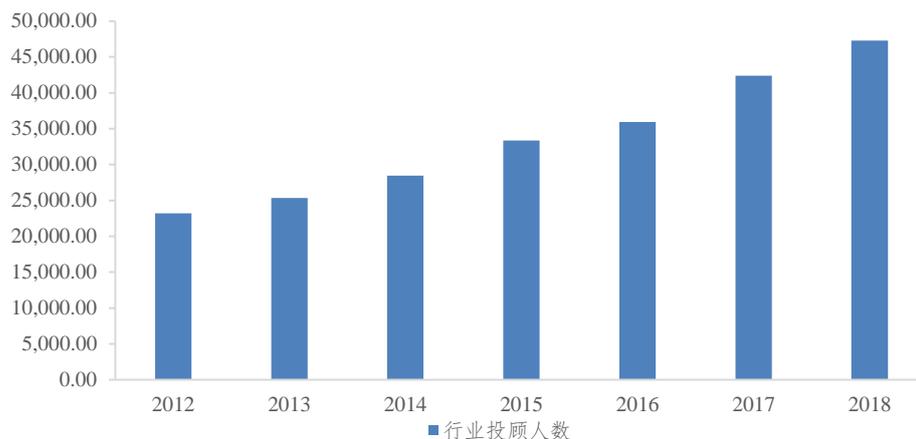
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 16: 换手率



资料来源: wind, 长城证券研究所, 注 18 年至今的周数据

图 17：2012-2018 券商行业投顾人数 单位：人



资料来源：wind，长城证券研究所

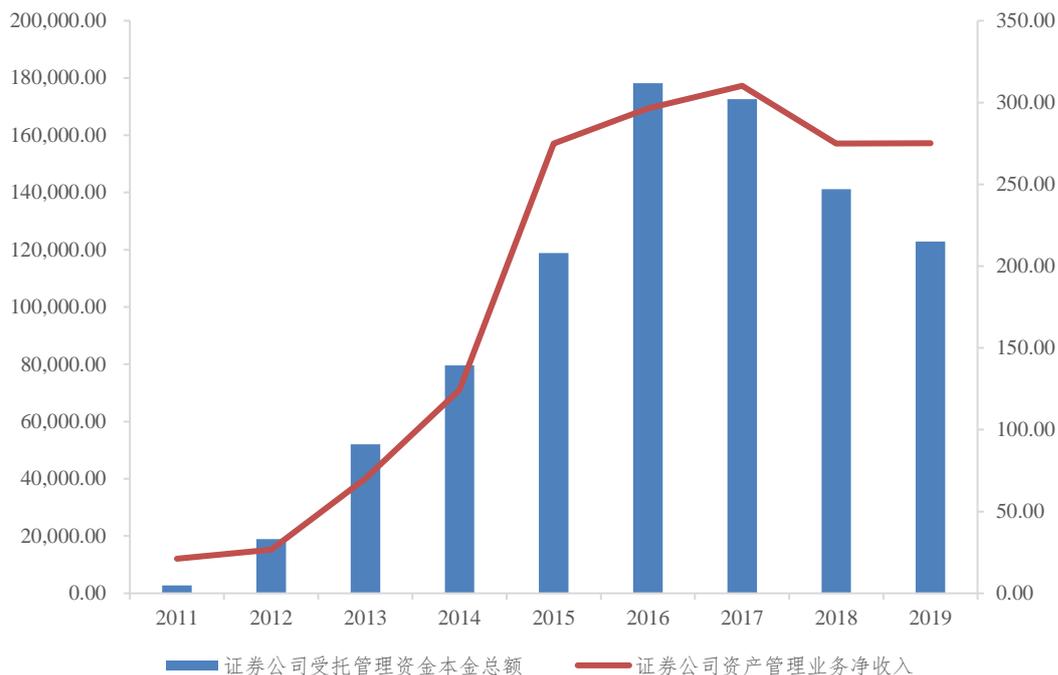
5.2.2 新证券法明确资产管理业务的统一性，料竞争将加剧

新修订的《证券法》删去了“证券资产管理”这一业务范围，增加了“证券融资融券”和“证券做市交易”，并且明确“券商经营证券资产管理业务的，应当符合《中华人民共和国证券投资基金法》等法律、行政法规的规定。”

我们认为，未来券商财富、资产管理也要在与基金、第三方互联网机构、银行理财子公司及保险资管等机会中找到自身的核心能力，如果被定义在基金投顾的赛道，显然难以真正破局。财富管理没有牌照壁垒，甚至也难有持久的产品壁垒，唯有客户认可，市场接受的在大规模业务之上的财富规划配置能力壁垒、平台壁垒、心智壁垒。客户资源、产品配置能力、智能服务平台、专业投顾队伍、中台支撑体系，占有其中至少三个要素的优势，才能成就未来财富市场的领先机构，特色机构。大资管下，不同行业从事资管都要走向大资管的统一监管和功能监管的思路，未来每一个法的修订涉及到这部分内容的都会进行相应调整，《证券法》是第一个调整的法规。

在严监管背景下，券商资管规模从 2017 年开始出现负增长。2017 年二季度券商资管规模出现自 2012 年以来的首次下滑，随后两年维持下滑态势，2019 年券商资管规模下滑至 122900 亿元，同比下降 12.9%；截止至 2019 年三季度，行业集合和定向规模分别为 1.90、9.12 万亿，环比变动分别为-1.70%、-9.73%，集合和定向资管规模连续三个季度呈现环比下滑态势。

图 18: 券商资管业务规模与净收入 单位: 亿元



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 19: 券商集合、定向、专项资管及直投子公司基金规模 单位: 万亿元



资料来源: wind, 长城证券研究所

表 14: 券商集合资管压缩 单位: 亿元

公司名称	2018H	2018	2019H	2018 环比	2019H 环比
东北证券	179.9	115.12	121.89	-36.01%	5.88%
国泰君安	690	690	852	0.00%	23.48%
太平洋	216.53	214.94	205.16	-0.73%	-4.55%
东方证券	447.41	424.06	439.86	-5.22%	3.73%
东吴证券	184.87	150.51	116.32	-18.59%	-22.72%
方正证券	294.95	324.97	373.66	10.18%	14.98%
广发证券	2,030.10	1,807.25	1,585.95	-10.98%	-12.25%
国海证券	106	81.28	97.54	-23.32%	20.00%
国金证券	54.23	24.69	26.27	-54.47%	6.40%
海通证券	500	611.38	773	22.28%	26.44%
华安证券	59.29	55	73	-7.24%	32.73%
华泰证券	1,105.30	1,128.01	1,427.02	2.05%	26.51%
长江证券	581.07	491.75	452.79	-15.37%	-7.92%
中信证券	1,529.29	1338.79	1,179.12	-12.46%	-11.93%
第一创业	77.18	44.43	40.46	-42.43%	-8.94%
招商证券	525.43	1317.75	927.57	150.79%	-29.61%
中国银河	427.51	479.8	607.63	12.23%	26.64%
西南证券	185.38	141	112	-23.94%	-20.57%
兴业证券	183.54	457.84	—	149.45%	—
申万宏源	514.08	—	—	—	—
国信证券	265.82	297.53	369.1	11.93%	24.05%
光大证券	—	745.19	757.04	—	1.59%
国元证券	184.21	168.83	160.32	-8.35%	-5.04%
山西证券	38.81	48.25	73.18	24.32%	51.67%
东兴证券	218.89	214.63	277.47	-1.95%	29.28%
西部证券	50.36	56.15	46.23	11.50%	-17.67%

资料来源: 公司财报, 长城证券研究所

表 15: 券商定向资管压缩 单位: 亿元

公司名称	2018H	2018	2019H	2018 环比	2019H 环比
东北证券	573.02	365.6	318.26	-36.20%	-12.95%
国泰君安	6,328.00	6,368.00	6,321.00	0.63%	-0.74%
太平洋	1,443.49	875.21	743.24	-39.37%	-15.08%
东方证券	651.22	582.58	485	-10.54%	-16.75%
东吴证券	1,570.36	1,412.55	1,090.38	-10.05%	-22.81%
方正证券	2,386.90	2,074.96	1,861.81	-13.07%	-10.27%
广发证券	2,303.30	1,771.48	1,599.76	-23.09%	-9.69%
国海证券	1,428.07	1,198.30	984.58	-16.09%	-17.84%

国金证券	1,300.35	1,091.91	983.28	-16.03%	-9.95%
海通证券	2,571.00	2,171.17	2,036.00	-15.55%	-6.23%
华安证券	1162.81	951	788.58	-18.22%	-17.08%
华泰证券	7,181.78	5,826.70	6,708.26	-18.87%	15.13%
长江证券	739.5	664.84	622.94	-10.10%	-6.30%
中信证券	13,793.27	12079.31	11,782.36	-12.43%	-2.46%
第一创业	1,926.24	2,057.04	1,764.96	6.79%	-14.20%
招商证券	5,866.51	5,249.80	4,853.83	-10.51%	-7.54%
中国银河	2,405.95	2,001.07	1,727.86	-16.83%	-13.65%
西南证券	561.97	464	399	-17.43%	-14.01%
兴业证券	536.98	335.17	—	-37.58%	—
申万宏源	128.38	—	—	—	—
国信证券	1,645.96	1,105.41	1,245.83	-32.84%	12.70%
光大证券	—	1,753.91	1,534.48	—	-12.51%
国元证券	791.89	641.78	583.43	-18.96%	-9.09%
山西证券	278.7	269.18	262.93	-3.42%	-2.32%
东兴证券	816.97	623.71	560.9	-23.66%	-10.07%
西部证券	407.51	370.35	340.27	-9.12%	-8.12%

资料来源：公司财报，长城证券研究所

5.2.3 新证券法下的股权投资及债券投资大时代来临，确定性机会

新证券法下的股权投资及债券投资确定性机会大。2017 年新一届发审委上台以来，IPO 审核趋严，2018 年过会率达历史新低。券商投行业务收入前 10 名占市场份额 62%，前 20 名市场份额超过 85%，达到近年来最高。但 2019 年经济回暖、科创板注册制提上议程后，IPO 过会率大幅上升，审核节奏加快。2019 年度，每月过会率均大于 70%。为了进一步加速对申报企业的审核，2019 年 12 月，证监会还对目前在任的第十八届发审委员进行了增补扩容。2020 年首月，IPO 上会 34 家，通过 32 家，IPO 发审通过率高达 94.12%。

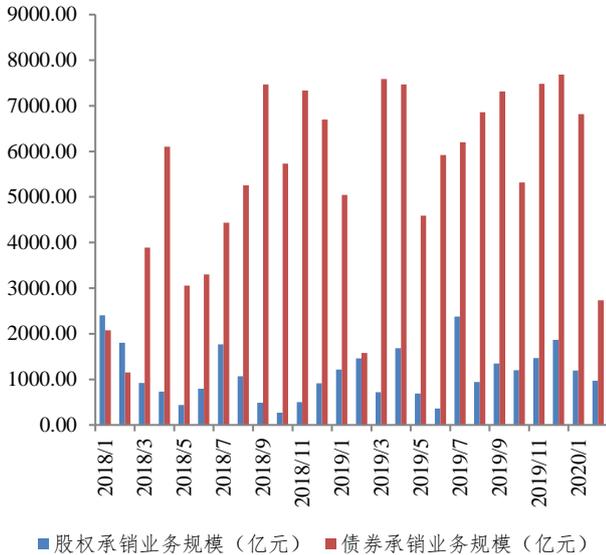
此轮《证券法》修订，正值中国经济改革进入“深水区”。供给侧改革和化解金融风险，是当前经济改革的目标，扩大直接融资比例则是中央既定的政策手段。《证券法》作为规制直接融资的根本法律，担负着保护投资者、便利企业融资的重任。全面推行注册制，应当是实现上述目标的重要手段。按照中国证监会前主席肖钢的说法：“党中央从来没有像今天这样重视资本市场！”。《证券法》试图通过监管，减少融资者和投资者之间的信息不对称性，来保证企业直接融资行为的规范有序进行。在《证券法》制定和修改的过程中，一直有一个主线，就是坚持市场化、法治化及专业化的改革方向。

且在新《证券法》施行的第一天，证监会正式发布了《关于公开发行公司债券实施注册制有关事项的通知》，公司债发行率先实行注册制。随后沪深交易所相继发布了通知，明确注册制下公开发行公司债券在证券交易所发行上市审核及相关业务的衔接安排。总体上企业债券申报、审核及受理流程在新规后大大简化，发行效率将大幅提升。

新证券法实施后，将在 IPO 审核全面推行注册制，但会存在一定时间的过渡期，注册制与核准制将继续在 IPO 审核中并存。因春节长假以及新冠肺炎疫情影响，IPO 发审会

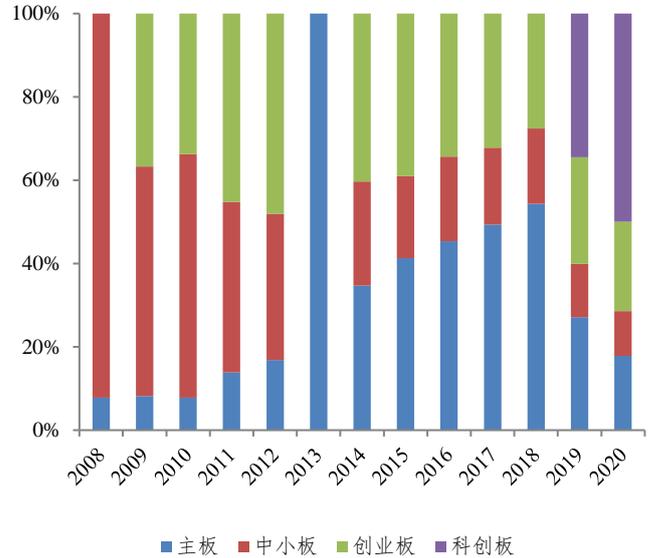
暂缓。当疫情得到一定控制后，IPO 发审工作有望进一步提速。在国家大力发展直接融资和 IPO 审核趋严的双重背景下，优胜劣汰的节奏将更为明显，经营和管理能力更强的券商将在未来表现更强的竞争优势。

图 20：股权和债券承销业务规模 单位：亿元



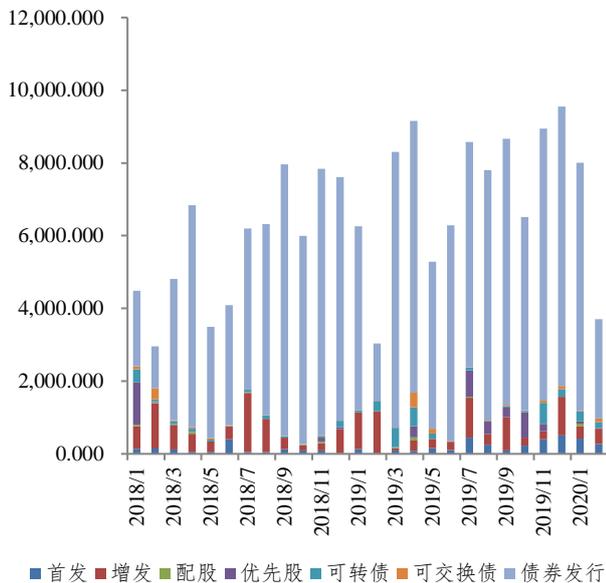
资料来源：wind，长城证券研究所，截至 2020/2/15

图 21：2008-2020 年 A 股市场各板块 IPO 融资情况



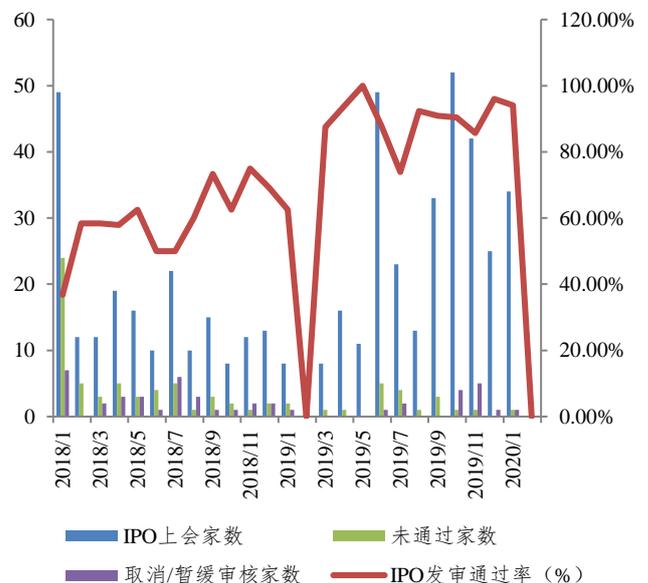
资料来源：wind，长城证券研究所，截至 2020/2/15

图 22：债券和股权承销规模分布 单位：亿元



资料来源：wind，长城证券研究所，截至 2020/2/15

图 23：IPO 发审通过情况



资料来源：wind，长城证券研究所，截至 2020/2/15

表 16: 2012 年以来主要券商的投行承销收入及份额

公司	主承销收入 (亿元)	主承销市占率 (%)	IPO 收入 (亿元)	IPO 市占率 (%)
中信证券	79.65	8.62	57.52	9.31
广发证券	57.27	6.20	44.20	7.15
中信建投	56.00	6.06	37.14	6.01
中金公司	52.34	5.67	42.73	6.92
国信证券	51.53	5.58	40.16	6.50
国泰君安	41.19	4.46	21.91	3.55
华泰联合	40.88	4.43	29.02	4.70
招商证券	39.84	4.31	32.00	5.18
海通证券	37.84	4.10	21.48	3.48
国金证券	34.38	3.72	26.29	4.26
安信证券	31.10	3.37	20.24	3.28
民生证券	22.57	2.44	16.88	2.73
兴业证券	18.62	2.02	10.74	1.74
西南证券	16.55	1.79	4.42	0.72
中德证券	16.00	1.73	8.38	1.36
东吴证券	15.59	1.69	8.32	1.35
申万宏源	14.67	1.59	10.41	1.69
中泰证券	14.07	1.52	9.73	1.58
平安证券	13.20	1.43	12.14	1.97
长江证券	12.87	1.39	9.63	1.56
光大证券	12.69	1.37	10.91	1.77
中国银河	12.30	1.33	6.84	1.11
国元证券	11.93	1.29	7.06	1.14
东方花旗	11.85	1.28	8.46	1.37
东兴证券	11.13	1.21	6.89	1.12
华西证券	10.05	1.09	6.56	1.06
华林证券	9.63	1.04	8.47	1.37
国海证券	8.53	0.92	4.08	0.66
瑞银证券	8.43	0.91	6.45	1.04
东北证券	8.39	0.91	5.37	0.87

资料来源: wind, 长城证券研究所, 截至 2020/3/5

5.2.4 再融资迎来松绑，二级市场影响或在未来显现

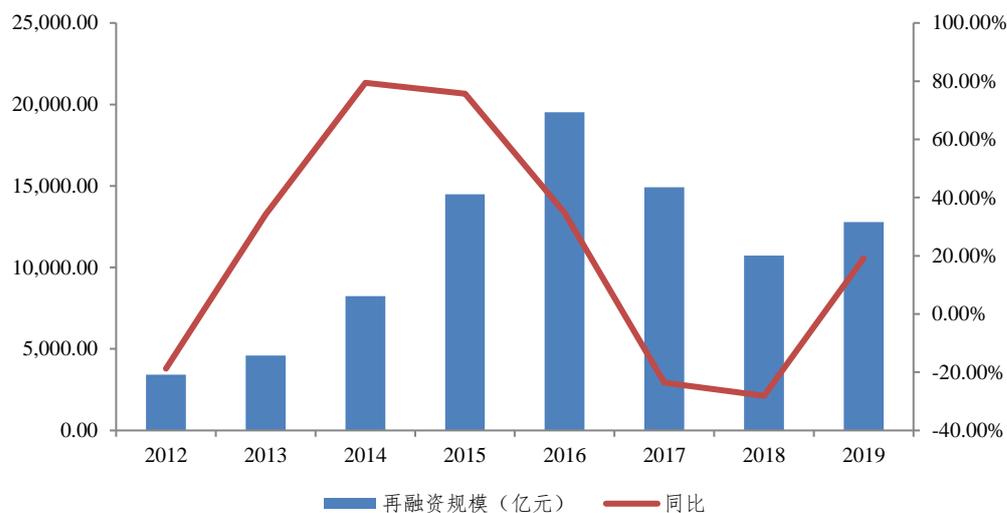
自诞生以来，再融资政策已经历多次变局，再融资和并购重组政策基本上呈现出同紧同松的节奏。对于再融资，证监会分别于 2006 年及 2007 年对上市公司证券发行和非公开

股票发行实施规范化管理，随着 2014 年创业板定向增发制度的落地，再融资政策进一步得到完善。2017 年 2 月，再融资规则修订，从定价、发行规模及时间间隔三方面收紧；2018 年 11 月，再融资时间间隔缩短；2019 年 11 月科创板再融资规则出台。对于并购重组，证监会于 2008 年正式发布《上市公司重大资产重组管理办法》，上市公司并购重组进入规范发展的阶段。2019 年证监会又对科创板并购重组作出了相关规定。从政策变化来看，再融资和并购重组政策基本上呈现出同紧同松的节奏。上轮政策宽松周期始于 2014 年，“新国九条”鼓励市场化并购重组、创业板再融资制度落地、募集配套资金放松等措施，催生了一轮再融资以及并购重组热潮，刺激了股价的上涨，但同时也埋下了“三高隐患”；2016 年下半年开始，为治理整顿市场乱象，监管开始从多方面开始收紧，尤其是对于借壳上市，成为了监管的重点所在；2018 年下半年以来，为支持实体经济发展，推动科技创新类企业做强做大，并购重组和再融资市场再度被激活。具体来看，“小额快速”并购重组审核机制、简化借壳上市标准、创业板允许借壳上市、再融资新规松绑、科创板再融资和并购重组规则等一系列政策的出台，或预示着新一轮更为宽松的政策环境，也体现了对于科技成长类企业的支持。

再融资新规降低了再融资门槛、放松了锁定期、降低了定价下限、延长了发行窗口期，旨在提升市场融资功能，激活市场活力。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、再融资新规等政策影响，2017 年、2018 年股权再融资规模持续下滑，同比分别下降 23.60%、28.10%，2018 年 11 月，再融资时间间隔缩短；2019 年 11 月科创板再融资规则出台。政策迎来松绑后，2019 年出现复苏，再融资规模较 2018 年上升 19.22%。从 A 股市场再融资方式上看，定增方式占到 60% 以上。2018 年政策出现松绑迹象之后降幅出现缓解，但是目前再融资市场活跃度仍不高。再融资新规有利于扩大融资主体的范围，提高上市公司融资主体的发行效率及投资者退出便利性，增厚投资者的安全垫，将提高投资者积极性，提振再融资市场活力。

但需要注意在疫情影响下，券商的投行、财务顾问及并购重组业务等业务可能受到影响，这些业务与客户等机构进行面对面工作沟通，监管层员工、企业员工的轮流值班对项目审批预计受到一定程度影响，对券商合规风控提出更大要求。

图 24: 再融资规模 单位：亿元



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 25: 上市公司再融资和并购重组政策历次变化回顾

宽松期	2014年5月: 新国九条鼓励市场化并购重组, 创业板再融资政策落地
	2014年11月, 进一步完善借壳上市标准; 大幅取消重大资产重组审批; 定价机制更为灵活
	2015年4月, 上市公司发行股份购买资产募集配套资金的比例从25%扩大到100%; 募集配套资金可用于补充公司流动资金(比例不超过50%)
	2015年8月, 证监会等四部委联合发布《关于鼓励上市公司兼并重组、现金分红及回购股份的通知》
紧缩期	2016年6月, 募集配套资金不能用于补充上市公司和标的资产流动资金、偿还债务
	2016年9月, 最严借壳标准出台, 给“炒壳”降温
	2017年2月, 再融资新规出台: 定价基准日统一为股票发行期首日; 发行规模不超过20%; 时间间隔不少于18个月
	2017年5月, 减持新规出台, 维护市场长期稳定发展, 保护中小投资者
宽松期	2018年9月, 重大资产重组定价机制细化, 发行价格可双向调整
	2018年10月, 推出小额快速并购重组审核机制, 募集配套资金可用于补充上市公司和标的资产流动资金、偿还债务(不应超过交易作价的25%; 或者不超过募集配套资金总额的50%)
	2018年11月, 再融资时间间隔从18个月缩短至6个月, 募集资金用途放宽
	2019年6月, 取消重组上市认定标准中的“净利润”指标并恢复配套融资, 支持符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市
	2019年8月, 科创板并购重组相关原则和规定发布
	2019年11月, 再融资新规公开征求意见, 科创板再融资规则出台
2020年2月, 再融资政策松绑落地, 发行条件精简, 非公开制度安排优化, 再融资批文有效期从6个月延长至12个月	

资料来源: 证监会, 长城证券研究所

图 26: 2013-2020 年创业板股权再融资规模及同比

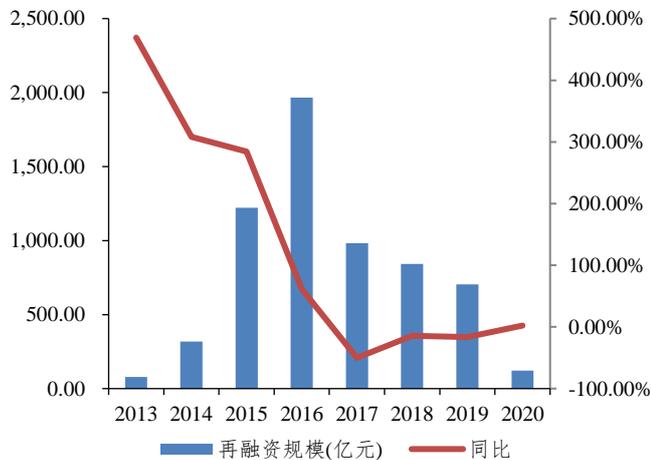
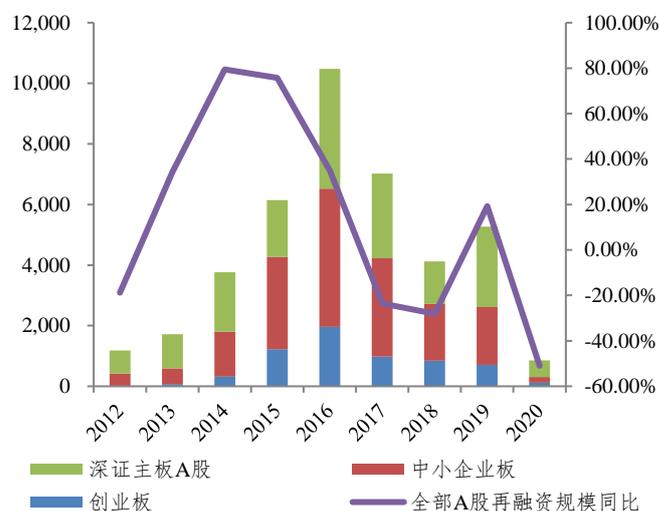
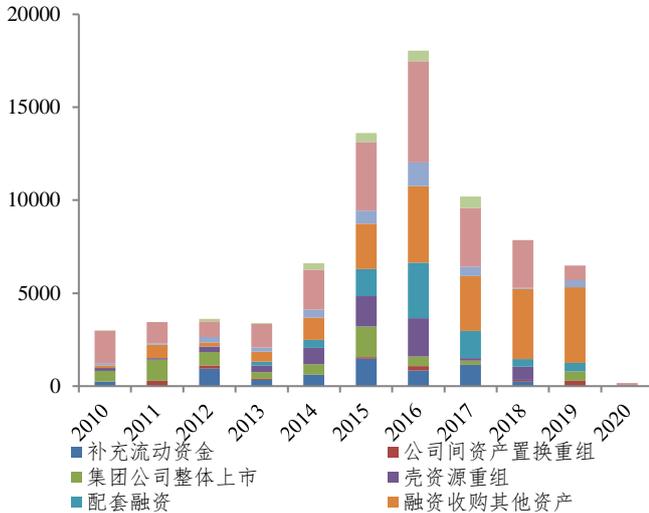


图 27: A 股市场各板块股权再融资规模 单位: 亿元



资料来源: wind, 长城证券研究所, 截至 2020/2/15

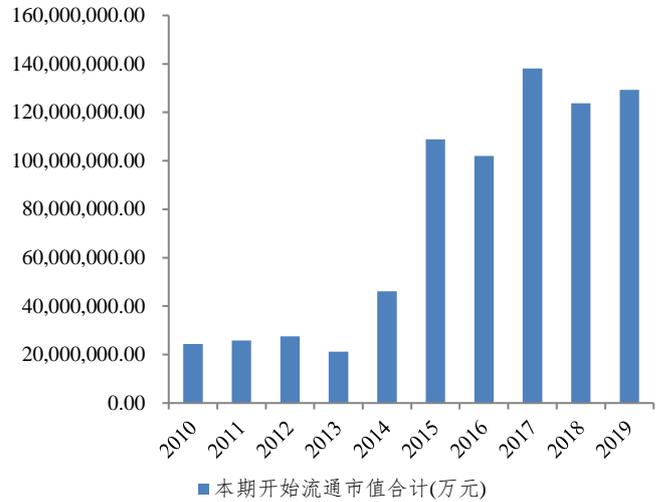
图 28: 2010 年至今 A 股上市公司定增总额



资料来源: wind, 长城证券研究所

资料来源: wind, 长城证券研究所, 截至 2020/2/15

图 29: 2010 年至今的解禁数据



资料来源: wind, 长城证券研究所

表 17: 2012 年以来券商再融资规模前五名

排名	机构名称	金额 (亿元)	占比 (%)	承销家数
1	中信证券	4128.015	10.25	186
2	中信建投	3355.75	8.33	202
3	国泰君安	3053.548	7.58	161
4	中金公司	2293.483	5.69	77
5	华泰联合	2098.932	5.21	148
6	海通证券	1714.462	4.26	119
7	国信证券	1633.165	4.05	119
8	广发证券	1584.254	3.93	144
9	招商证券	1245.079	3.09	89
10	西南证券	1157.504	2.87	97
11	中德证券	1070.895	2.66	53
12	兴业证券	811.888	2.02	68
13	国金证券	774.4283	1.92	83
14	安信证券	749.0879	1.86	57
15	高盛高华	700.2488	1.74	22

资料来源: wind, 长城证券研究所

表 18: 2018.1-2020.2 券商承销总收入排名前十五名 单位: 万元

机构名称	收入	市场份额(%)
中信证券	248,461.19	11.22
中金公司	247,025.67	11.16
中信建投	179,159.18	8.09
广发证券	130,263.00	5.88
华泰联合	130,223.64	5.88
招商证券	118,630.35	5.36
国信证券	98,223.99	4.44
国泰君安	98,012.54	4.43
国金证券	71,880.83	3.25
民生证券	62,211.40	2.81
东兴证券	61,646.18	2.78
安信证券	59,863.39	2.7
长江证券承销保荐	58,486.27	2.64
海通证券	56,051.10	2.53
兴业证券	36,794.56	1.66

资料来源: wind, 长城证券研究所

表 19: 2019 年 H1 主要券商的投行承销收入及份额前五名

券商名称	证券承销业务净收入 (万元)	营业收入(万元)	承销净收入占比(%)	承销净收入市占率 (%)
中信证券	180,367.73	2,179,118.14	8.28	8.85
海通证券	164,681.50	1,773,478.01	9.29	8.08
中信建投	162,121.63	590,556.20	27.45	7.96
中金公司	117,500.51	698,084.08	16.83	5.77
国泰君安	106,425.97	1,409,497.18	7.55	5.22
光大证券	79,947.40	586,103.33	13.64	3.92
招商证券	65,198.93	854,040.45	7.63	3.20
华泰证券	60,393.21	1,110,672.26	5.44	2.96
申万宏源	58,709.09	746,846.89	7.86	2.88
平安证券	54,094.20	611,277.27	8.85	2.66
东方证券	52,869.52	807,890.36	6.54	2.59
广发证券	52,124.82	1,194,150.43	4.37	2.56
中泰证券	51,299.57	477,758.24	10.74	2.52
国信证券	48,916.60	653,360.21	7.49	2.40
东兴证券	45,114.16	188,732.98	23.90	2.21

资料来源: wind, 长城证券研究所

5.3 资金类业务：当下大自营投资、信用业务等业务放大周期性，如何跨越监管周期更为重要

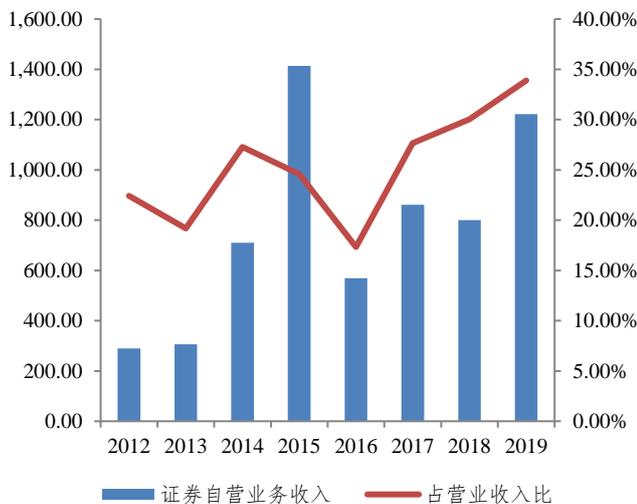
5.3.1 大自营业务波动性，非方向投资正在推进

■ 自营投资放大周期性波动

券商自营业务的收入受市场周期性和市场波动性影响，占营业收入的比重较高，是券商业绩弹性的放大器。2014年至2015年，政策进入宽松期，券商自营业务收入大幅上升，券商行业业绩突出。2015年，券商自营业务收入高达1413.54亿元，环比增长99.01%，为2012年以来的最高点。2016年政策进入紧缩期，市场低迷，券商自营业务收入大幅下降，环比减少59.78%，行业整体业绩不佳。受资本市场改革影响，2019年证券市场回暖，行业自营业务收入1221.6亿元，环比上升52.65%，占营业收入比重33.89%。2019年多家券商实现了营收净利润双增长。

自2015年以来，上市券商平均自营权益类证券及证券衍生品与净资本比重上升，自营固定收益类证券与净资本比重下降。总体来看，自营投资收入的变化幅度大、占营业收入比高，导致了券商业绩波动。

图 30: 券商自营收入 单位: 亿元



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 31: 上市券商自营投资与净资本比重 单位: %



资料来源: wind, 长城证券研究所

■ 非方向性投资在积极推进，任重道远

自营投资的非方向投资就是中性策略投资，行业的目标就是投资规模要扩大，收入和规模要同步地扩大，收入是随着规模的扩大而扩大的。目前券商做中性策略，分别是股指期货、场外期权、基金做市业务及AH股套利策略等，前三个是主导地位。而如广义的FICC业务，国内本金投资、黄金ETF交易、黄金借贷业务、逆回购业务、国债期货交易、利率互换业务、信用风险缓释工具等也在积极开展。监管也逐渐允许还将积极开展外汇交易、票据和原油期货等业务。

例如海通证券积极扩大 FICC 投资规模，完善衍生品业务。2019 年，海通证券将 FICC 业务提升为募资首要用途，反超资本中介业务。再融资新规发布后，海通证券发布了新的定增方案，FICC 业务依旧为募集资金的一大投向。但从整体来看，目前国内券商 FICC 业务仍处发展初期，并且仍以固定收益类业务为主。由于牌照稀缺，券商外汇业务规模较小。2019 年外汇局进一步推动改革开放，批准中信证券、华泰证券及招商证券 3 家券商结售汇业务试点资格。此前，国泰君安是国内唯一一家获批结售汇业务经营资格的券商。外汇业务的发展，将有助于券商拓展客户服务范围，增强 FICC 业务能力。

未来中性策略转型，要扩大境外投资，整个境外市场和境内市场在绝大多数的时间端形成了一个风险对冲的关系，非常有利于券商跨境做市业务，而且境外市场的优秀资产配置的范围的广度和深度更大。海通证券的自贸区分公司是首批加入自贸区 FTU 体系的证券机构，成功实施了国内券商首单 FT 项下跨境融资项目。海通国际衍生品业务成功跻身第一梯队发行商行列，打破了外资投行对这一业务领域的长期垄断；正式开展美国做市业务，成为纳斯达克首家中资背景的做市商。

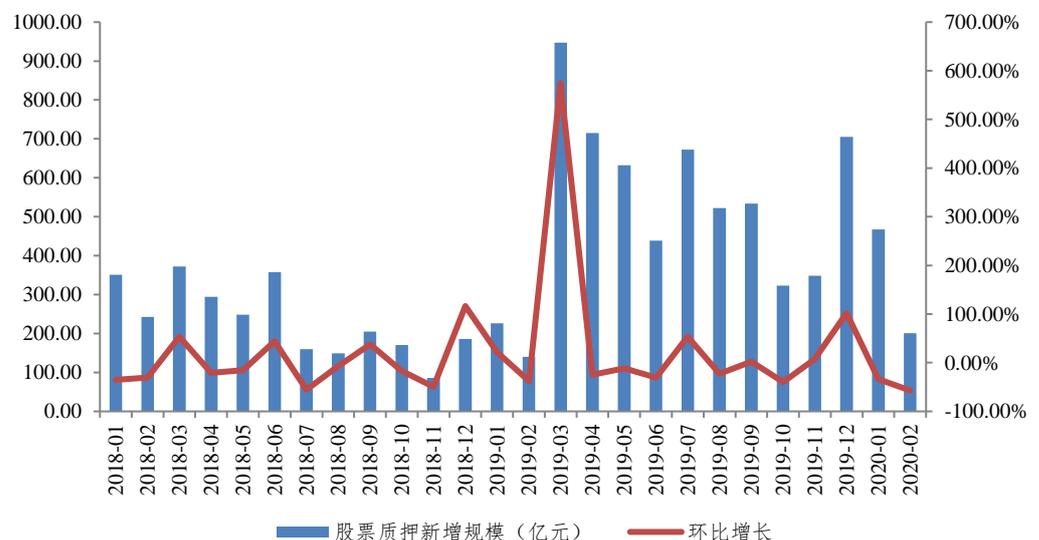
5.3.2 现阶段信用类业务品类少，抗风险能力相对弱

■ 股票质押业务成券商业绩计提的重要来源，监管高度关注

2018 年以来由股票质押引发的风险持续暴露，导致监管趋严。去年，证监会机构部对股票质押规模增幅较大的 9 家公司进行了现场核查，依法采取应对问题的措施，并且向券商发出机构监管情况通报。同时，沪深交易所发出的问询函也体现了监管层对于股票质押业务风险的关注。随着券商股票质押回购风险持续暴露，今年以来，又有多家券商进行了计提减值。据不完全统计，截止 3 月 3 日，今年至少已有 10 家券商发布了计提减值准备的公告，分别为西部证券、第一创业、长江证券、西南证券、山西证券、国海证券、国元证券等，累计计提资产减值近 40 亿元。券商计提减值其中多数是由股票质押引起。

虽说 2018 年以来多家券商主动调整股票质押回购业务定位，采取措施审慎开展增量业务，股票质押业务存量规模持续下降。但股票质押成为计提资产减值的重要来源，必须引起重视。

图 32: 2018 年以来股票质押新增规模

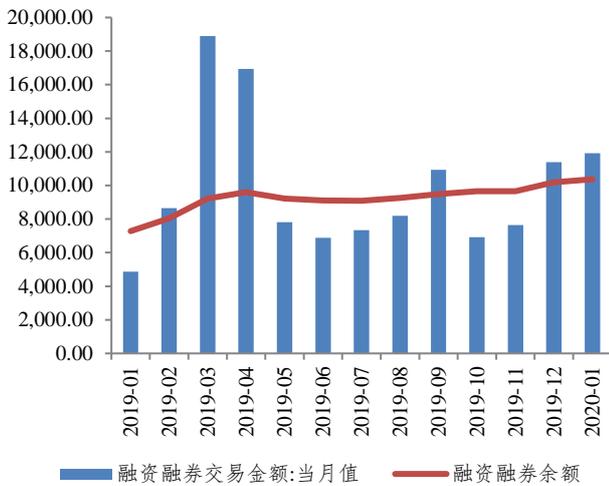


资料来源: wind, 长城证券研究所

■ 两融业务比重畸形，融券业务亟待发展

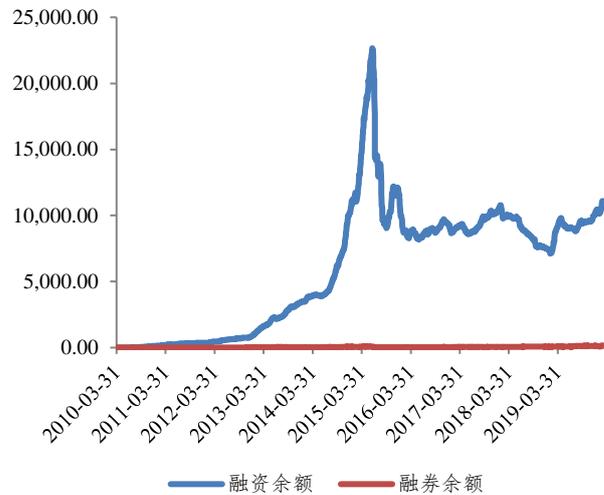
2019年以来，我国两融规模平稳上升。截至2020年3月3日，融资融券余额占A股流通市值的2.23%。然而我国融资业务与融券业务的比重畸形。截至2019年底，美国的融资余额与融券余额之比约为3:1，日本的融资余额与融券余额之比约为2.5:1。相较之下，历年来我国融资余额与融券余额的比例远高于美国及日本的比例，达73:1。尽管自科创板上市以来，由于其融券机制的优化，融券余额迅速上升，但融券业务仍待发展，实现有效的价值发现制度任重道远。

图 33: 2019 年以来两融规模 单位: 亿元



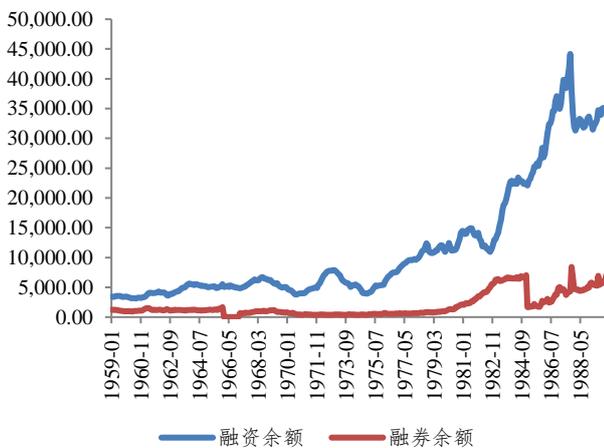
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 34: 融资余额与融券余额 单位: 亿元



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 35: 1959 年-1989 年美国两融余额 单位: 百万美元



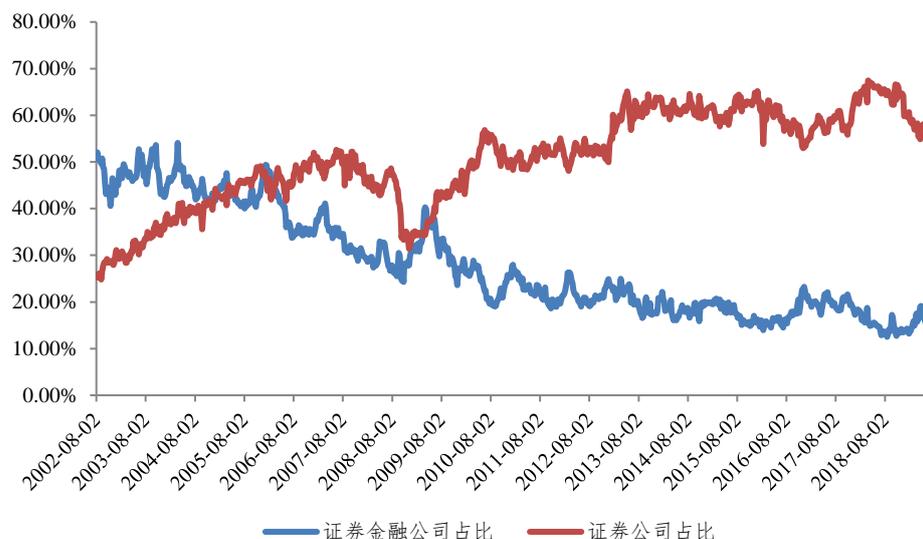
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 36: 1990 年-2019 年美国两融余额 单位: 百万美元



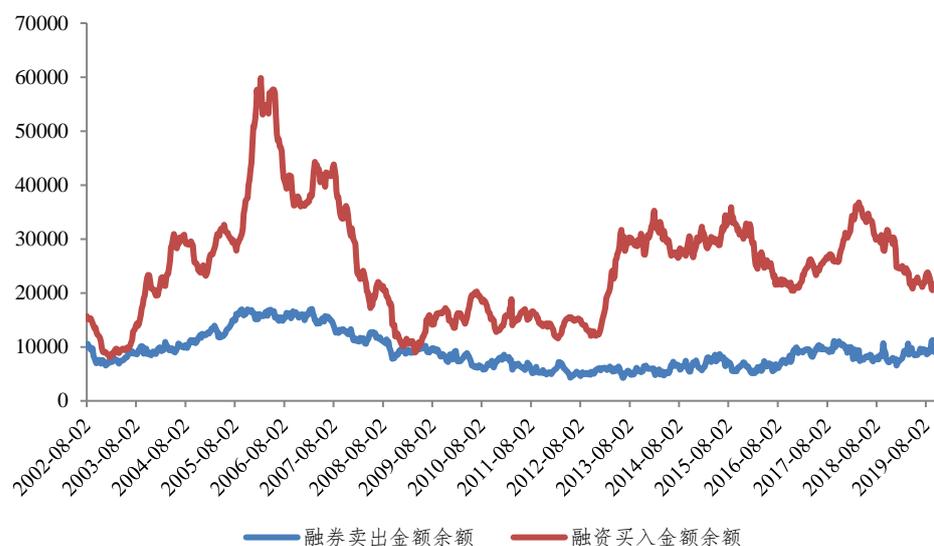
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 37: 2002 年-2019 年日本主要交易所两融余额来源



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 38: 2002 年-2019 年日本主要交易所两融余额 单位: 亿日元



资料来源: wind, 长城证券研究所

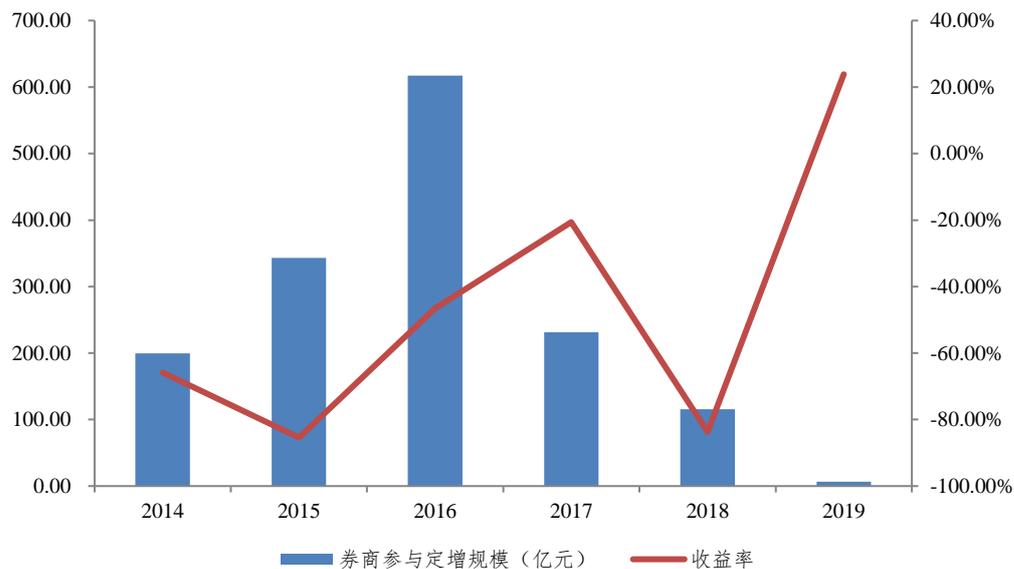
5.3.3 券商参与定增、直投等重要买方业务，需要努力跨越监管周期

新证券法让企业回归了天然的上市权利。券商较为重要的买方业务-再融资参与定增业务、直投及跟投等迎来了重要的发展机遇，但更为重要的是如何跨越监管等周期，能够比较顺畅形成“募投管退”环节。

2017年2月再融资新规发布，政策收紧，券商参与定增规模大幅下降，定增项目收益率为负。股权再融资市场低迷，定增项目匮乏。2017、2018年两年，定增基金规模连续下滑，分别为396亿元、302亿元，定增基金收益率为负。2019年，定增项目收益率超过20%，定增基金收益率达14%。随着2020年再融资新规落地，非公开发行股票不受《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》限制，同时折价率由90%降为80%，锁定期更短。政策红利增厚了定增基金安全垫，缩短了锁定期，降低了投资风险，激活了再融资市场，预计定增基金将迎来大幅增长。

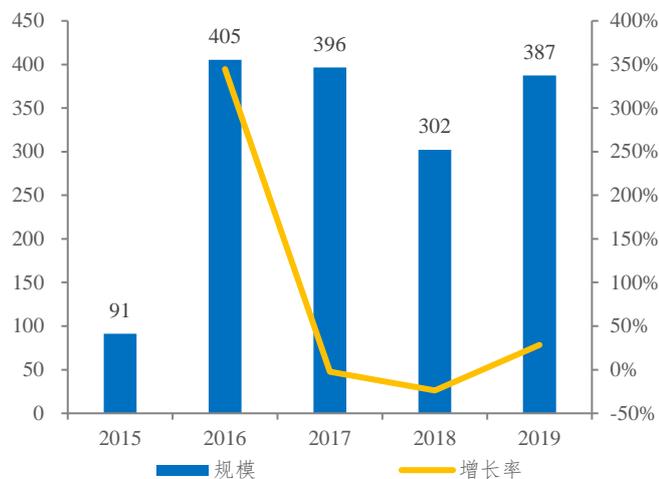
实际上，券商直投业务与减持新规密切相关。2017年的减持新规明确：“持有上市公司非公开发行股份的股东，通过集中竞价交易减持该部分股份的，除遵守前款规定外，自股份解除限售之日起12个月内，减持数量不得超过其持有该次非公开发行股份数量的50%。”投资周期的延长，在再融新规的基础上进一步压制了定增业务，券商直投业务大受负面影响。近日，证监会发布了创投减持规定，简化反向挂钩政策适用标准；取消大宗交易方式下减持受让方的锁定期限制；取消投资期限在五年以上的创业投资基金减持限制；合理调整投资期限计算方式；允许私募股权投资基金参照适用反向挂钩政策；明确弄虚作假申请政策的法律责任。此次，证监会对反向挂钩政策简化优化，有利于缓解私募股权投资基金、创业投资基金“退出难”。符合反向挂钩政策的私募股权投资基金和创业投资基金持股市值占比很小，且需根据限售要求分批解禁，不会显著增加市场减持压力。预计未来券商直投及创投业务将迎来利好。

图 39: 证券行业定增业务规模



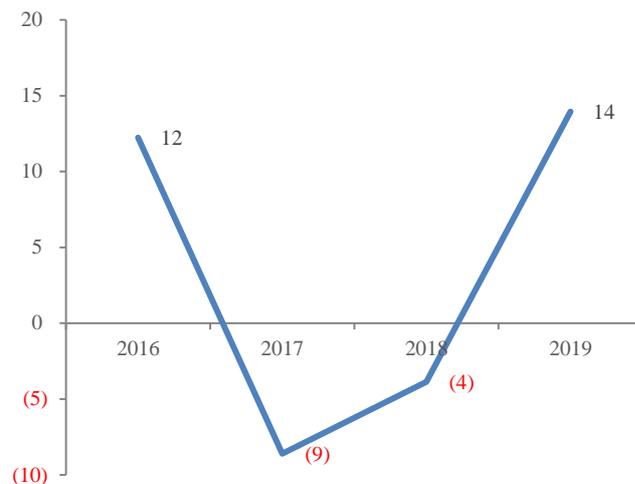
资料来源: wind, 长城证券研究所

图 40: 定增基金规模



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 41: 定增基金收益率 (%)



资料来源: wind, 长城证券研究所

表 20: 部分科创板跟投机构浮盈率及占比情况

跟投机构	账面浮盈 (亿元)	账面浮盈占比	跟投机构	账面浮盈 (亿元)	账面浮盈占比	跟投机构	账面浮盈 (亿元)	账面浮盈占比
中信证券投资有限公司	7.93	18.08%	英大证券投资有限公司	0.00	0.00%	芯源微	0.82	2.25%
柏楚电子	0.82	1.87%	卓越新能	0.00	0.00%	国泰君安证裕投资有限公司、华菁证券投资有限公司	1.11	3.04%
传音控股	0.80	1.82%	兴证投资管理有限公司	0.65	1.78%	心脉医疗	1.11	3.04%
当虹科技	0.64	1.46%	福光股份	0.28	0.76%	国泰君安证裕投资有限公司	2.53	6.90%
澜起科技	3.08	7.03%	赛特新材	0.38	1.03%	安恒信息	1.16	3.18%
容百科技	0.45	1.02%	兴贵投资有限公司	0.00	0.00%	海尔生物	0.74	2.03%
睿创微纳	0.80	1.82%	有方科技	0.00	0.00%	嘉必优	0.20	0.53%
赛诺医疗	0.35	0.79%	天风创新投资有限公司	0.36	0.99%	晶晨股份	0.42	1.16%
道通科技	0.99	2.27%	安博通	0.36	0.99%	国金创新投资有限公司	0.92	2.52%
中信建投投资有限公司、华泰创新投资有限公司	2.57	5.86%	首正泽富创新投资(北京)有限公司	0.00	0.00%	特宝生物	0.69	1.90%
虹软科技	2.57	5.86%	八亿时空	0.00	0.00%	祥生医疗	0.23	0.63%
中信建投投资有限公司	3.93	8.96%	申银万国创新证券投资有限公司	0.81	2.21%	贵阳中天佳创投资有限公司	0.00	0.00%
铂力特	0.27	0.61%	安集科技	0.81	2.21%	建龙微纳	0.00	0.00%

跟投机构	账面浮盈 (亿元)	账面浮盈占比	跟投机构	账面浮盈 (亿元)	账面浮盈占比	跟投机构	账面浮盈 (亿元)	账面浮盈占比
华特气体	0.81	1.84%	山证创新投资有限公司	0.21	0.58%	广发乾和投资有限公司	1.44	3.92%
天宜上佳	0.19	0.43%	致远互联	0.21	0.58%	鸿泉物联	0.17	0.47%
沃尔德	0.43	0.97%	山西创新投资有限公司	0.25	0.68%	晶丰明源	0.24	0.65%
西部超导	0.51	1.16%	热景生物	0.25	0.68%	迈得医疗	0.09	0.25%
新光光电	0.11	0.26%	南京蓝天投资有限公司	1.64	4.48%	美迪西	0.27	0.74%
中国电研	0.07	0.15%	南微医学	1.64	4.48%	清溢光电	0.43	1.16%
卓易信息	0.89	2.02%	民生证券投资有限公司	0.00	0.00%	万德斯	0.24	0.66%
广大特材	0.67	1.52%	博瑞医药	0.00	0.00%	光大富尊投资有限公司	1.72	4.70%
中泰创业投资(深圳)有限公司	0.00	0.00%	普元信息	0.00	0.00%	东方生物	1.15	3.14%
兴图新科	0.00	0.00%	天奈科技	0.00	0.00%	映翰通	0.57	1.55%
中国中投证券有限责任公司	4.39	10.00%	洁特生物	0.00	0.00%	方正证券投资有限公司	0.26	0.70%
交控科技	0.43	0.99%	华泰创新投资有限公司	1.71	4.66%	龙软科技	0.26	0.70%
山石网科	0.80	1.83%	方邦股份	0.42	1.15%	东兴证券投资有限公司	1.16	3.18%
中国通号	0.45	1.02%	光峰科技	0.31	0.86%	宝兰德	0.36	0.99%
威胜信息	0.58	1.33%	华熙生物	0.61	1.67%	嘉元科技	0.80	2.19%
优刻得	1.46	3.33%	华兴源创	0.36	0.99%	东吴创新资本管理有限公司	0.22093	0.0060348
泽璟制药	0.66	1.50%	华富瑞兴投资管理有限公司	0.3166	0.0086	江苏北人	0.2209	0.00603
贵阳中天佳创投资有限公司	0	0	长阳科技	0.31656	0.00865	东莞市东证宏德投资有限公司	0	0
建龙微纳	0	0	海通创新证券投资有限公司	2.6758	0.0731	联瑞新材	0	0
光大富尊投资有限公司	1.8848	0.04296	天准科技	0.11693	0.00319	安信证券投资有限公司	0	0
东方生物	1.14675	0.026135	中微公司	2.55884	0.0699	奥福环保	0	0
映翰通	0.73807	0.016821	国信资本有限责任公司	2.679	0.0732	瀚川智能	0	0
东吴创新资本管理有限公司	0.2852	0.0065	佰仁医疗	0.3156	0.00862	微芯生物	0	0
江苏北人	0.28518	0.0065	杭可科技	0.29	0.78%	USB AG	0	0
中国中金财富证券有限公司	4.6501	0.10598	航天宏图	0.6754	0.0184	昊海生科	0	0
长江证券创新投资(湖北)有限公司	0.13275	0.003626	普门科技	0.28767	0.00786			

跟投机构	账面浮盈 (亿元)	账面浮盈占比	跟投机构	账面浮盈 (亿元)	账面浮盈占比	跟投机构	账面浮盈 (亿元)	账面浮盈占比
三达膜	0.1327	0.00363	申联生物	0.2915	0.008	总计	41.501	1.13360

资料来源: wind, 长城证券研究所

6. 展望与投资建议

6.1 行业展望与趋势

2020 年是全面建成小康社会和“十三五”规划的收官之年，也是资本市场而立之年。证监会系统深入学习贯彻新时代中国特色社会主义思想，坚决贯彻落实党中央国务院决策部署，坚持稳中求进工作总基调，坚定不移贯彻新发展理念，落实“六稳”方针，坚决打好“三大攻坚战”，紧扣深化金融供给侧结构性改革的主线，坚持市场化法治化方向，学习借鉴国际最佳实践，坚持“四个敬畏、一个合力”，以贯彻实施新证券法为契机，加强基础制度建设，推进全面深化改革落实落地，有效维护资本市场平稳运行，切实保护投资者合法权益，努力打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，更好服务经济高质量发展。

我们预计未来行业发展将呈现以下态势：市场双向开放，跨境资本自由流动将推进行业的国际化和全球化；行业整合将提速，市场集中度进一步上升，行业领先者之间的竞争更加激烈，并在业务和服务、资本驱动、综合化、产品化、金融科技等方面形成差异化经营的局面；基于牌照和监管的盈利模式将逐步消失，业务模式必将从过去的以通道佣金业务为主过渡到收费型中介业务、资本中介类业务为主，兼顾自有资金投资业务的综合业务模式，资本、客户流量和专业服务能力将成为提升核心竞争力的重要基础。而资本中介类业务、跨境业务、自有资金业务等，一方面依赖于资本实力的增强，另一方面，其所需的必要的信息系统、人力资源、取得客户流量的推广支出都离不开资本的支持。

6.2 投资建议

未来市场走势，需要基本面、政策面的共振，节奏上更多取决于肺炎疫情进展及中美贸易谈判后续进展。后续谈判可能需要更多时间，需要聚焦疫情解决、自身的资本市场改革力度及进程。我们认为，今年是十三五最后一年及全面建成小康社会决胜之年，稳增长诉求强烈，政策天平会更倾向逆周期调节的宏观经济政策。当前券商估值处于历史中枢，应战略性与积极布局券商行业。但我们一直强调行业分化与发展并存，需精选个股配置：

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 年业绩报告预报显示，归母净利润将增加 35.2 亿-42.8 亿元，同比增长 70%-85%；扣非归母净利润将增加 35.1 亿-42.6 亿元，同比增长 70%-85%，国内第一家 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，2019 年业绩报告预报显示，归母净利润增加 41.7 亿-44.8 亿元，同比增长 80%-86%；扣非归母净利润将增加 41.7 亿-44.6 亿元，同比增长 87%-93%；海通银行经营向好，定增已获通过），国泰君安（2019 年业绩快报显示，公司实现营业收入 298.56 亿元，较去年同期增长 31.42%；实现归母净利润

86.26 亿元，同比增长 28.59%；扣非归母净利润为 81.49 亿元，同比增长 40.32%；拟成立“国泰君安股权投资母基金”，首期基金认缴意向总规模为 80.08 亿元，暂定名“上海国泰君安创新股权投资母基金中心（有限合伙）”，广发证券（2019 年业绩预告显示，实现归母净利润 71.60 亿-75.90 亿元，同比增长 66.5%-76.5%）。

2) 建议关注创新+转型发展的中小型券商：兴业证券（综合实力稳中有升，经营业绩显著增长，2019 年业绩快报显示，2019 年归母净利润 15-18 亿元，同比增长 1008.3%-1229.9%；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，2019 年业绩快报显示，归母净利润增加 11.19 亿-12.69 亿元，同比增长 90.9%-103.1%），东吴证券（2019 年实现营业收入 50-56 亿元，同比增长 20.14%-34.55%，归母净利 10-11 亿元，同比 179.01%-206.91%），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，2019 年业绩快报显示，归母净利润为 17.2 亿-19.2 亿元，同比增长 79.41%-100.27%）。

3) 建议关注次新股类弹性标的：南京证券，中信建投（受益科创板，投行业务优势稳固，信用业务大幅增长，2019 年业绩快报显示实现营业总收入 136.93 亿元，同比增速 25.54%；归属净利润为 55.02 亿元，同比增速 78.19%；130 亿定增获证监会通过将助力公司长远发展），中国银河（2019 年业绩快报显示，母净利润 51.2 亿元，同比增长 77.3%；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）；次新股调整力度大，需要把握节奏。

图 42: 两市成交量与券商 PB 估值



资料来源: wind, 长城证券研究所, 截至 2020/3/5

表 21: 2012 年以来日均两市成交量区间与券商 PB 均值 单位: 亿元

日均两市成交量区间	<4000	4000~6000	6000~8000	8000~10000	10000~15000	>15000
券商 PB 均值 (SW 证券 II) (LF, 中值)	1.71	1.82	2.27	2.39	3.06	3.88
券商 PB 均值 (剔除 2014.10—2015.12 极端行情)	1.70	1.73	1.82	1.75	1.72	1.14
券商 PB 均值 (取 2014.10—2015.12 极端行情)	1.75	2.69	3.07	2.79	3.47	4.01

资料来源: wind, 长城证券研究所, 截至 2020/3/5

表 22: 近期非银板块增发预案与增发实施项目

代码	名称	预案公告日	方案进度	增发数量 (万股)	预计 (实际) 募集资金 (亿元)	定向增发目的
000627.SZ	天茂集团	2019-08-27	董事会预案	-	-	融资收购其他资产
601066.SH	中信建投	2020-01-14	发审委通过	127,707.23	130.00	项目融资
002736.SZ	国信证券	2019-11-27	证监会核准	164,000.00	150.00	补充流动资金
600369.SH	西南证券	2019-08-24	股东大会通过	100,000.00	70.00	项目融资
601990.SH	南京证券	2019-08-03	股东大会通过	65,976.47	60.00	项目融资
002797.SZ	第一创业	2019-04-25	股东大会通过	70,000.00	60.00	补充流动资金
601375.SH	中原证券	2019-04-19	股东大会通过	77,381.40	55.00	项目融资
600030.SH	中信证券	2019-01-10	证监会核准	80,986.76	134.60	引入战略投资者
603300.SH	华铁应急	2019-12-05	股东大会通过	13,601.66	10.00	项目融资
600318.SH	新力金融	2018-09-12	已实施	2,936.44	2.01	融资收购其他资产
002423.SZ	中粮资本	2018-04-25	已实施	180,111.9	195.24	融资收购其他资产

资料来源: wind, 长城证券研究所

7. 风险提示

中美贸易摩擦波动风险; 市场大幅下跌风险; 地缘政治风险; 政策改革不及预期风险; 宏观经济下行风险; 流感肺炎疫情疫情影响超预期风险等。

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：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层

邮编：518033 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>