

深化改革筑行业基石，转型发展促券商估值上修

—2019 年券商板块投资策略

深度研究报告/非银行金融

2018 年 12 月 28 日

报告摘要:

● 板块回顾：周期扰动板块表现，大型券商韧性突出

2018 年受严监管和金融资产价格波动影响，券商板块业绩和估值出现明显扰动，板块估值和基金持仓均达到历史低位。业绩承压下上市券商持续增厚资本储备，三季度净资产 1.44 万亿元，较去年末增长 3.4%。资本实力靠前、拥有业绩支撑的大型券商全年表现好于整体，行业分化进一步加剧。

● 趋势分析：稳金融基调下市场改革深化，券商转型发展有望持续改善

2019 年板块看点：1) 科创板和试点注册制成为深化改革突破口，2019 年股权融资的数量和规模有望实现稳步提升。公司债、ABS、可转债融资继续丰富和优化融资结构。并购重组规则优化助推存量资产整合。2) 佣金率降幅放缓但趋势不变，转型财富管理已成为零售业务发展主线，优势券商聚焦投顾人力队伍、平台建设和技术研发，为业务转型夯实基础。3) 资管新规实施推动主动管理转型，业务收入有望保持增长。4) 衍生品交易规模增长突显交易需求，未来发展潜力巨大。券商跨境联动、海外业务布局将是开放背景下国际化发展前瞻。

● 投资逻辑：四个维度看好券商估值上修

纾困资金落地，深化改革预期明确，看好板块估值上修：1) 2019 年在稳金融基调下，以科创板和试点注册制为突破，深化改革将进一步加快行业筑底进程，发挥基石效应，催化业绩改善。2) 在“宽信用”目标驱动下，风险利率有望维持下行趋势，流动性改善利好券商板块。3) 券商收入来源呈现多元化趋势，“去通道”下增长重心由传统业务向创新型业务转变。4) 权益乘数、总资产规模、营收规模保持平稳前提下，ROA 的提升更多来自资本金类业务和创新型业务，预计财富管理增值服务、衍生品交易、投行资本化有望驱动 ROA 改善。

● 投资建议

预计随着利率下行、流动性改善和改革红利释放，市场交易量、股权融资规模有望逐步回暖。资本金业务、转型业务和创新业务有望提升 ROA。中性情景假设下预计上市券商 2019 年归母净利润有望实现 10% 增长。目前板块估值 PB 处于 1.2 低位，建议关注资本实力突出和行业领先地位稳固的大型券商中信证券和华泰证券，以及转型发展优势明显的东方财富，预计 2019 年 PB 分别为 1.2、1.2 和 3.3，维持推荐评级。

● 风险提示：1、市场交易量不及预期；2、信用风险大于预期。

盈利预测与财务指标

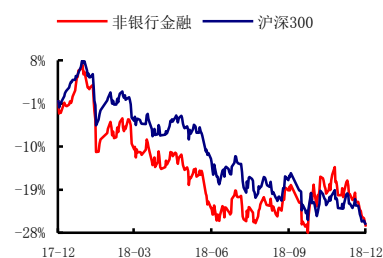
代码	重点公司	现价 12月27日	EPS			PB			评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
600030	中信证券	16.01	0.94	1.05	1.17	1.30	1.25	1.20	推荐
601688	华泰证券	15.87	1.29	1.03	1.14	1.30	1.24	1.18	推荐
300059	东方财富	11.91	0.15	0.26	0.35	3.48	3.39	3.27	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨柳

执业证号：S0100517050002

电话：010-85127730

邮箱：yangliu_yjs@mszq.com

研究助理：陈煜

执业证号：S0100117100051

电话：010-85127528

邮箱：chenyu_yjy@mszq.com

相关研究

1. 保险行业 2019 年投资策略：继续坚守转型，保险股基本面向好
2. 行业事件点评：稳字当头资本市场改革深化，券商估值上修可期

目录

一、板块回顾：周期扰动板块表现，大型券商韧性突出	3
(一) 板块估值达到底部区间，机构持仓降至低位	3
(二) 周期扰动业绩承压，“广积粮”净资产规模保持增长	4
(三) 大型券商韧性突出，行业格局持续分化	5
二、趋势分析：定调稳金融，券商业绩有望持续改善	6
(一) 深化改革触及关键领域，投行业务有望迎来改善	6
(二) 财富管理转型持续推进，投顾队伍和技术投入持续加码	9
(三) 定向资管规模持续下降，主动管理转型将持续推进	11
(四) 衍生品交易规模增长，海外业务发展成为国际化前瞻	12
三、投资逻辑：四个维度看好券商板块估值上修	14
(一) 深化资本市场改革具有基石效应	14
(二) 利率回落和流动性改善利好券商板块	15
(三) 收入结构多元化，基本面有望加快企稳与改善	15
(四) ROE 分析：关注财富管理转型、衍生品交易和投行资本化	16
四、投资建议	17
五、风险提示	18
六、附录	18
插图目录	20
表格目录	20

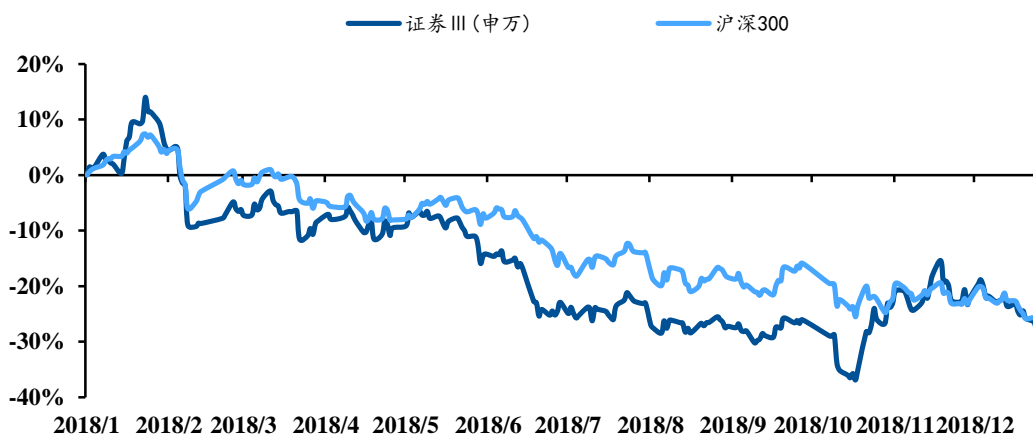
一、板块回顾：周期扰动板块表现，大型券商韧性突出

券商不同于一般企业，必须在严格的监管下开展经营，监管规则的变化对行业趋势和投资判断有着巨大影响。同时，券商的资产价值是按市场价格确定，与市场波动通常保持一致。回顾 2018 年，严监管下行业回归本源，叠加市场行情波动，券商板块估值达到历史低位，行业整体表现出周期扰动特征。

（一）板块估值达到底部区间，机构持仓降至低位

回顾今年券商板块，在资管新规“去杠杆”、“去通道”的政策环境下，叠加中美贸易摩擦、美股行情波动等外围因素，年内券商板块行情波动明显，截止至 12 月 26 日，券商板块下行 28%，沪深 300 指数下降 27%，券商板块与市场波动呈现较高的一致性。年内券商板块波动明显，板块加权贝塔为 1.15，高于去年同期 0.99，波动性有所提升。

图 1：截止至 12 月 26 日券商板块较年初下行明显



资料来源：Wind，民生证券研究院

受年内 A 股市场行情波动影响，截止至 2018 年 12 月末，上市券商板块 PB 为 1.2 处于历史低位，明显低于去年同期的 1.8 水平，且与近三年平均 PB2.4 和近五年平均 PB2.3 相比有较大距离，板块估值历史底部特征明确。

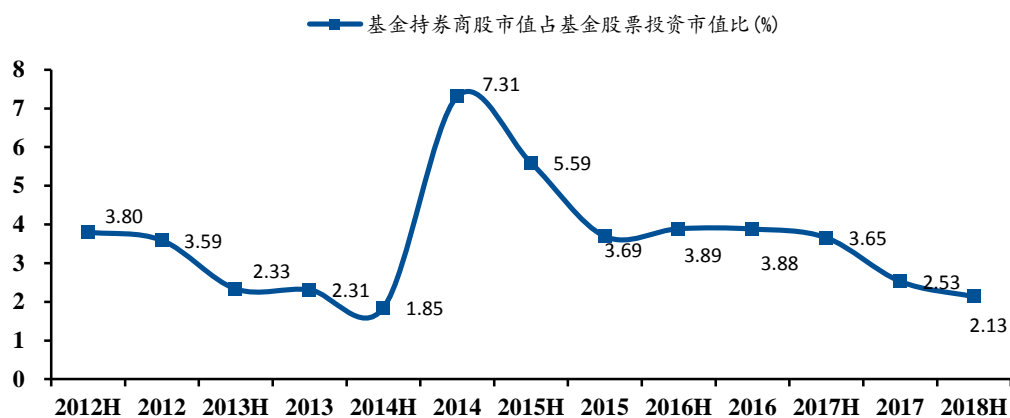
图 2：上市券商板块估值处于历史低位



资料来源：Wind，民生证券研究院

上市券商股的基金持仓比例降至低位。2018 年中报显示持上市券商股市值占基金股票投资市值比例为 2.1%，仅略高于 2014 年中报的 1.9%，不足 2014 年末峰值 7.3% 的一半，距离近五年均值的 3.7% 也有较大差距。

图 3：2018 年中报显示上市券商股的基金持仓比例降至低位的 2.13%



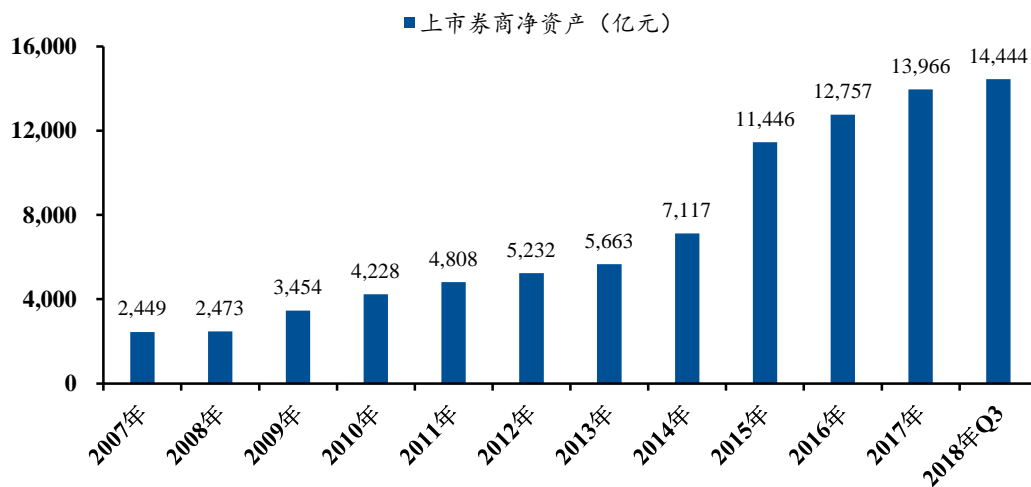
资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）周期扰动业绩承压，“广积粮”净资产规模保持增长

前三季度受市场行情波动影响，券商板块业绩承压明显。前三季度 34 家上市券商共实现营业收入 1845.5 亿元，同比-12.3%，归母净利润共计 478.2 亿元，同比-32.9%。2018 年 Q3 上市券商净资产总规模 1.44 万亿元，较 2017 年增长 3.4%。

净资产排名靠前的分别是中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券和广发证券，均实现了净资产正增长。增幅较大的有华泰证券、申万宏源、东方证券、华西证券和财通证券，其中华泰证券 8 月定增实施募集资金 141 亿元，净资产同比增长 22.8%。华西证券、财通证券 2018 年完成 IPO 上市，净资产规模明显上升。申万宏源 2018 年 1 月实施定增募集资金 120 亿元，东方证券 2017 年末实施定增，募集资金 110.6 亿元。

图 4：上市券商净资产规模保持持续增长

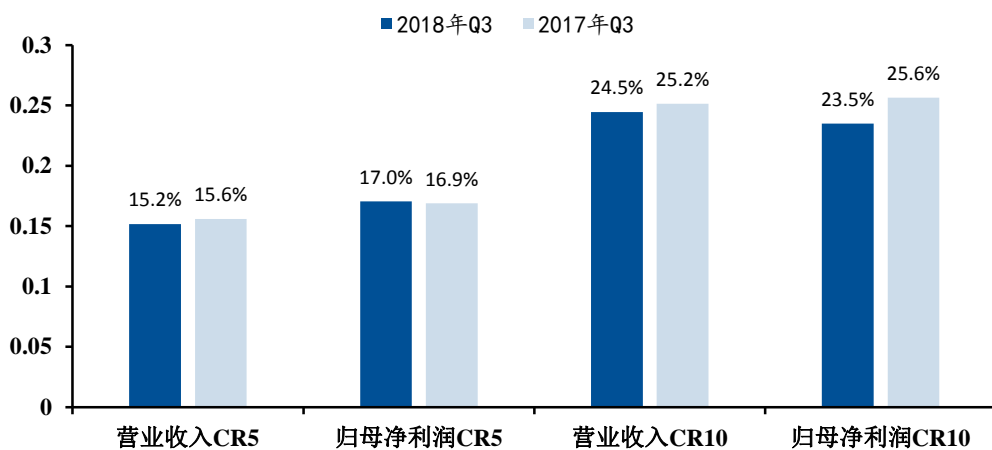


资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）大型券商韧性突出，行业格局持续分化

前三季度 34 家上市券商营收、净利 CR5 分别为 15%、17%，较去年同期保持平稳。CR10 较去年同期分别下降，显示行业竞争进一步加剧。盈利能力靠前的前五名大型上市券商利润占比达到 17%，盈利能力要好于其他券商。

图 5：前三季度上市券商 CR10 小幅下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

前三季度 34 家上市券商中，大型券商的归母净利润规模领先，盈利能力优势明显，在板块下行阶段展现较强的韧性。中小券商利润降幅明显，业绩分化明显。中信证券、国泰君安、华泰证券、广发证券和海通证券位居利润规模前五名，分别为 73 亿元、55 亿元、45 亿元、41 亿元和 36 亿元。利润降幅较小的有华泰证券、华西证券、天风证券、申万宏源、中信证券，降幅分别为-4.8%、-5.2%、-6.9%、-7.6%、-7.7%。降幅较大的有太平洋、国海证券、东吴证券、山西证券和方正证券，利润降幅均超过六成。

表 1：2018 年前三季度上市券商业绩分化明显

证券公司	归母净利润 (亿元)	同比	证券公司	归母净利润 增速前五	证券公司	归母净利润 降幅前五
中信证券	73.15	-7.7%	华泰证券	-4.8%	方正证券	-65.8%
国泰君安	55.12	-21.7%	华西证券	-5.3%	山西证券	-69.4%
华泰证券	44.80	-4.8%	天风证券	-6.9%	东吴证券	-76.2%
广发证券	41.14	-35.4%	申万宏源	-7.6%	国海证券	-77.2%
海通证券	35.88	-41.6%	中信证券	-7.7%	太平洋	亏损

资料来源：Wind，民生证券研究院

拥有业绩支撑的优质大型券商股价表现好于整体水平。截止至 12 月 26 日，上市券商板块年初至今整体下跌 23%。个股方面，除去年内上市的券商新股，华泰证券、中信证券、国海证券、国泰君安和国信证券涨幅居前，分别是-7.4%、-9.3%、-13%、-16.6%和-22.1%。财通证券、浙商证券、第一创业、东方证券、华西证券跌幅居前，分别是-60.6%、-56.3%、-44.6%、-42.6%和-38.3%。

表 2：截止至 12 月 26 日，优质大型券商股价表现好于整体水平

(亿元)	年初至今涨 幅前五 (%)	证券公司	年初至今跌 幅前五 (%)
华泰证券	-7.4	财通证券	-60.6
中信证券	-9.3	浙商证券	-56.3
国海证券	-13.0	第一创业	-44.6
国泰君安	-16.6	东方证券	-42.6
国信证券	-22.1	华西证券	-38.3

资料来源：Wind，民生证券研究院

二、趋势分析：定调稳金融，券商业绩有望持续改善

(一) 深化改革触及关键领域，投行业务有望迎来改善

12 月 21 日，中央经济工作会议提出要深化资本市场改革，科创板和试点注册制将成为明年制度改革的突破口。预计随着 2019 年科创板和注册制试点的实施，新发行制度的构建和突破将会对证券市场及券商板块产生长期性的深远影响：1) 有助于提高直接融资比重，助推科技创新型产业发展，有利于国内投资者分享科技企业发展红利；2) 推动新股发行上市制度改革深化，完善新股发行定价，提高新股发行效率，减少一二级市场定价差；3) 从静态盈利指标向市场化价值评估模式转变。

表 3：新股发行注册制改革重要事件一览

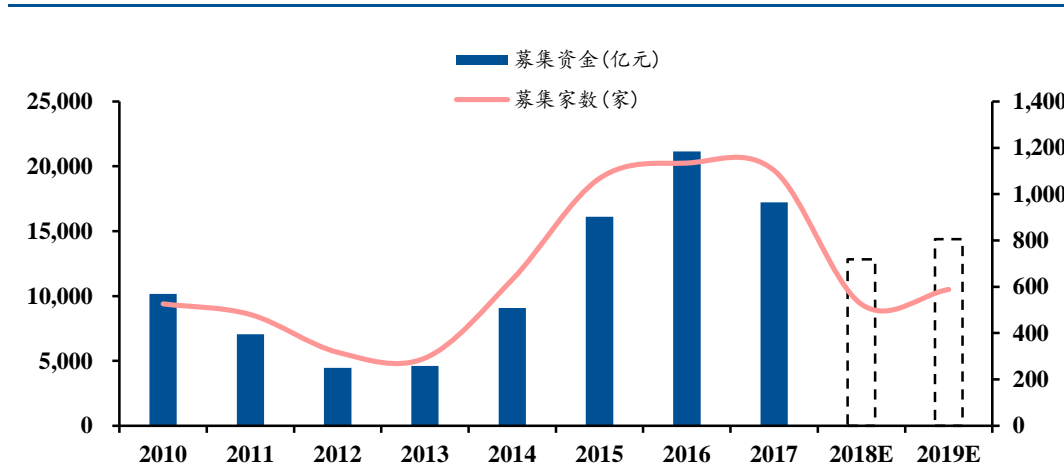
日期	发行注册制改革进程
2013 年 11 月	十八届三中全会审议通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》提出推进股票发行注册制改革。
2015 年 12 月	国务院实施股票发行注册制改革的举措获得全国人大常委会授权。
2016 年 3 月	证监会主席在十二届全国人大四次会议记者会上表示，注册制不可单兵突进，要建设和完善多层次资本市场，完善法治环境，为注册制改革创造条件。
2018 年 2 月	证监会主席向全国人大常委会汇报注册制改革的情况，并指出目前资本市场发展注册制仍存在不

	少挑战，需要进一步探索完善。注册制授权期限延长到 2020 年 2 月。
2018 年 11 月	国家领导人在上海进博会上宣布在上海证券交易所设立科创板并试点注册制。确立为国家战略高度。

资料来源：Wind，和讯网，民生证券研究院

深化改革触及发行融资关键领域，股权融资数量和规模有望实现稳步提升。截止至 12 月 26 日，股权融资募资总规模为 1.2 万亿元，较去年下降 31%，其中 IPO 同比-38%、增发同比-39%。预计在科创板和试点注册制推行下，股权融资的数量和规模有望实现稳步提升。在政策托底以及发行制度改革突破的催化背景下，基于近八年股权融资规模平均增速 12%，预计 2019 年股权融资总规模有望达到 1.4 万亿元规模，其中 IPO 约为 1700 亿元，增发约为 9000 亿元。另外，小额快速通道、可转债支付和重组上市、再融资时间间隔缩短等出台，并购重组规则得到明显优化，有望助推存量资产整合，提振券商投行业务收入。

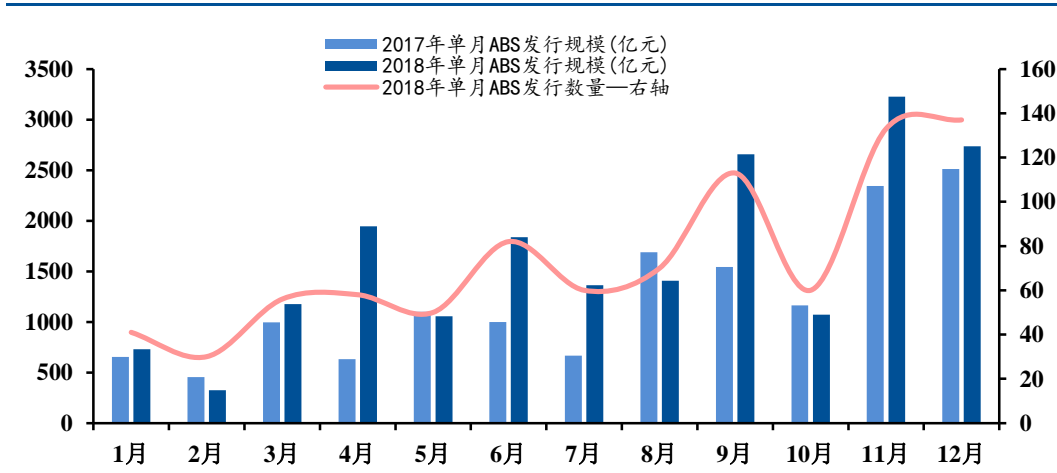
图 6：预计科创板落地将提振 A 股市场股权融资市场数量和规模



资料来源：Wind，民生证券研究院

2018 年股权融资整体规模收紧，债券融资规模保持稳定增长，融资结构呈现多元化发展趋势。1) 截止至 12 月 26 日，公司债发行额 1.63 万亿元，较去年增长 47%。2) ABS、可转债融资规模增速明显。截止至 12 月 26 日，ABS 发行总规模达到 1.95 万亿元，同比增长 32.4%。其中，企业 ABS 发行规模 8940 亿元，同比+9.2%，信贷 ABS 发行规模 9318 亿元，同比+55.9%。

图 7：2018 年 1-11 月 ABS 发行总规模同比+35.8%



资料来源：Wind，民生证券研究院

股权融资规模收缩下，依托优质存量资产的证券化融资方式，已经成为重要的金融机构和非金融企业的融资手段。预计 2019 年 ABS 将继续保持较快的规模增长。其中，招商证券、中信证券、中金公司、光大证券、中信建投、华泰证券等券商 ABS 承销金融排名居前，大型券商优势明显。

表 4：截止至 12 月 26 日，金融机构 ABS 承销规模中大型券商排名靠前

机构名称	金额(亿元)	市场份额(%)	项目只数
招商证券	2213.27	11.7	113
中信证券	2130.88	11.26	147
中金公司	1479.51	7.82	87
光大证券	1372.83	7.25	95
中信建投	1095.97	5.79	65
华泰证券	781.14	4.13	52
德邦证券	713.51	3.77	39
交通银行	614.46	3.25	20
国泰君安	581.32	3.07	30
信达证券	572.53	3.03	9

资料来源：Wind，民生证券研究院

3) 2018 年可转债发行规模保持平稳，1-11 月发行规模达到 513 亿元，同比+7%，主要以公募可转债发行为主。2018 年 11 月证监会发布定向可转债并购支持上市公司试点，预计 2019 年可转债发行规模将持续增长。截止至 12 月末，券商可转债承销规模前十中，大型券商的投行业务实力突出，中金公司、中信建投、中信证券分别位列前三。

表 5：截止至 12 月 26 日，券商可转债承销规模排名情况

机构名称	募集资金(亿元)	市场份额(%)
中金公司	123.93	11.27
中信建投	123.25	11.21
中信证券	97.33	8.85
华泰联合	89	8.09
国信证券	74.46	6.77

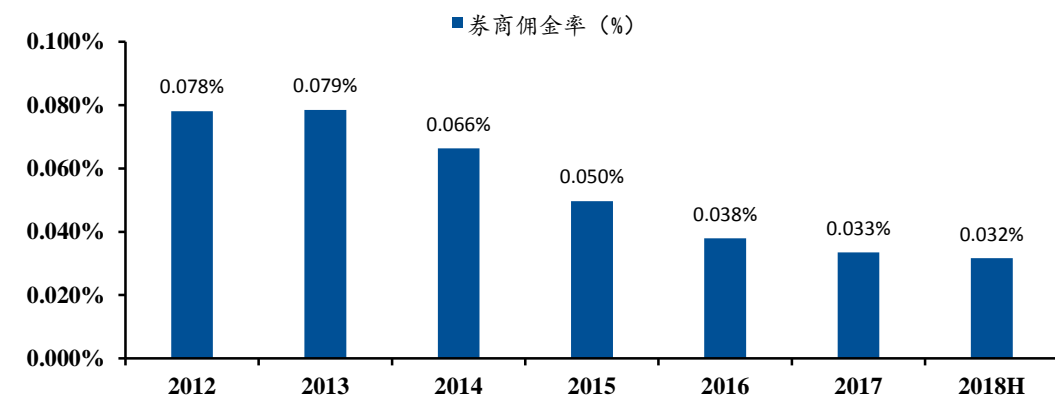
民生证券	66.66	6.06
国泰君安	44.02	4
广发证券	43.33	3.94
高盛高华	26.54	2.41
招商证券	21.3	1.94

资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）财富管理转型持续推进，投顾队伍和技术投入持续加码

零售业务转型财富管理趋势不断加速，人力和平台建设是当前发展的重点领域。1) 行业已进入佣金下降通道，降幅收窄不改下降趋势。券商佣金率下降经历了快速下降和降幅收窄两个阶段：从2012年0.078%至2015年0.05%，以及2016年0.038%至2018年上半年0.032%。降幅明显收窄对经纪业务收入形成企稳作用，预计2019年经纪业务收入能够总体保持平稳。

图8：2018年券商佣金率降幅持续收窄

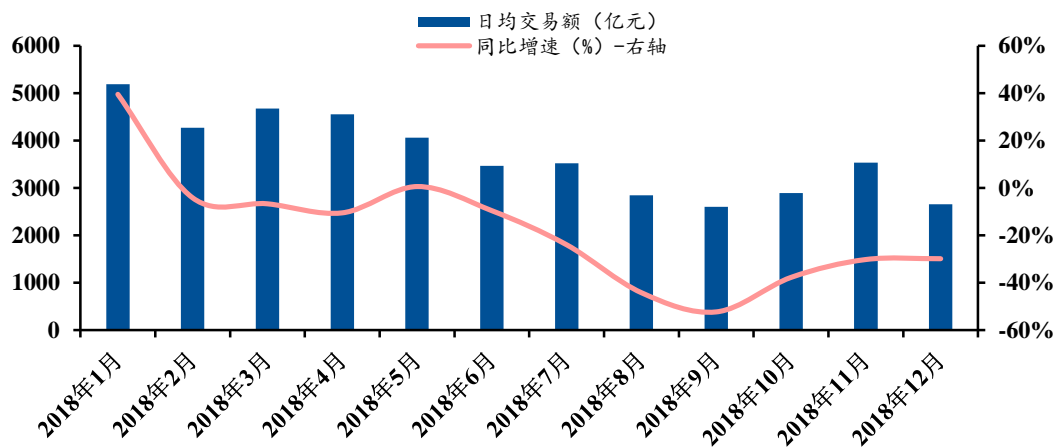


资料来源：Wind，民生证券研究院

2) 移动端信息技术应用推动佣金率下降。8月摩根大通推出一款免佣金的投资APP“*You Invest*”，用户可在第一年内免费进行100次股票或ETF交易，并且可以依据其活动程度可获得无限次的免费交易。“零佣金”是在被动管理快速发展的美国市场下出现，但低佣金率无疑会加快传统经纪模式向财富管理模式转型发展。

3) 市场波动加大影响经纪业务收入稳定，转型发展极为迫切。2018年我国A股市场交易量下滑明显，截止至12月26日，全年日均交易量3700亿元同比-19%。最低点出现在9月，单月同比达到-52.3%。市场低迷突显传统经纪业务转型发展迫切。

图 9：2018 年 A 股市场日均交易额同比出现明显下滑

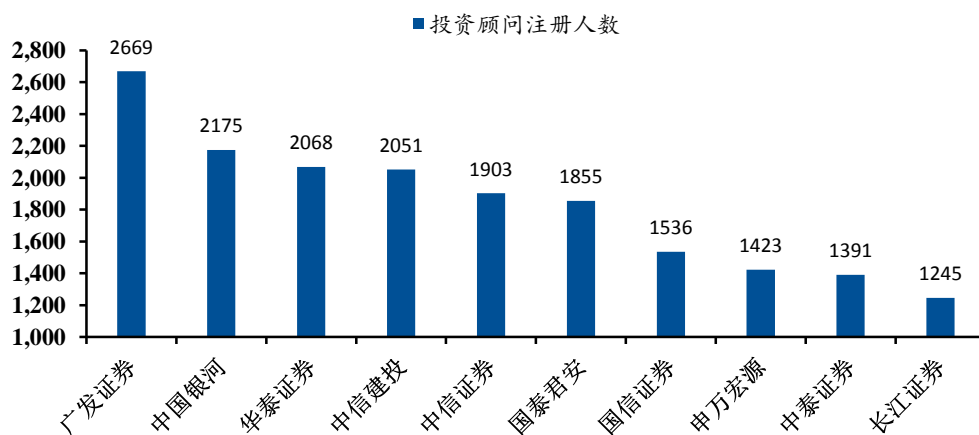


资料来源：Wind，民生证券研究院

当前财富管理转型的落脚点在于投顾队伍和平台建设。从国外成熟市场经验看，财富管理业务的收费模式与受托管理资产规模相关，核心在于以客户为中心，通过投资顾问向客户提供专业、优质、个性化的投资咨询和财富管理服务。目前我国券商财富管理业务还处在投资顾问队伍和财富管理平台建设的阶段。

截止至 10 月初，全行业投资顾问注册人数约 4.5 万人，其中队伍规模靠前的券商分别是广发证券、中国银河、华泰证券、中信建投、中信证券，前十家券商的投顾人数占行业总规模的 41%，大型券商优势明显。

图 10：截止至 2018 年 10 月初券商投资顾问注册人数情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

用自主研发打造转型发展护城河。从研发投入来看，据 2017 年报显示，国信证券、广发证券、华泰证券研发支出合计位列前三，分别达到了 5.8 亿元、5.5 亿元和 4.1 亿元，同比增幅显著分别达到 443%、255%和 41%，营收占比为 4.9%、2.6%和 2%。

华泰证券三年累计支出达到 10 亿元，广发证券、国信证券分别为 8.3 亿元和 8.2 亿元。

研发人数长江证券、华泰证券和国信证券居前，分别为 864 人、538 人和 445 人。预计 2019 年优势券商将继续围绕财富管理转型，持续提升投顾队伍规则和研发投入力度，布局未来零售市场为财富管理业务确立先发优势。

表 6：2017 年报上市券商研发投入及占比情况

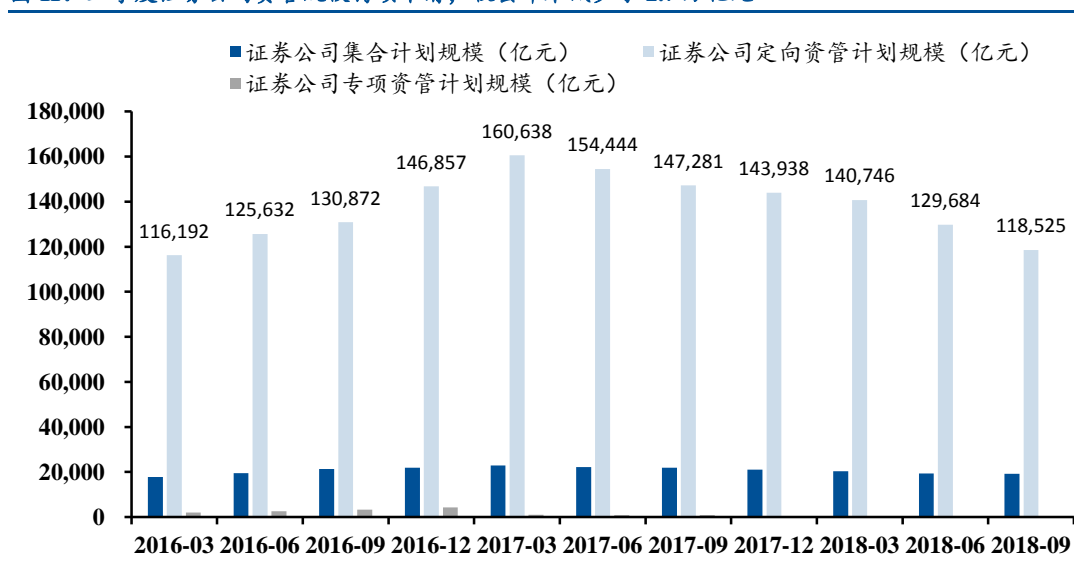
证券简称	2017 年研发支出合计 (亿元)	2017 年研发支出总额占营业收入比例 (%) ↓	2017 年研发人员数量
国信证券	5.82	4.88	445
广发证券	5.54	2.57	——
华泰证券	4.13	1.96	538
长江证券	0.93	1.66	864
华西证券	0.43	1.62	52
东方证券	1.65	1.57	118
国金证券	0.60	1.36	145
光大证券	0.70	0.71	32
兴业证券	0.59	0.67	92
南京证券	0.08	0.55	——

资料来源：Wind，民生证券研究院

(三) 定向资管规模持续下降，主动管理转型将持续推进

资管新规实施以来，“去杠杆”、“去通道”是新规过渡期内的主要任务，以定向资管计划为主的通道业务持续收缩。截止至三季度证券行业资管总规模持续下滑至 14.2 万亿元，较去年末下滑了 16%，绝对规模缩减了 2.7 万亿元，降幅主要来自定向资管规模的缩减。三季度定向资管缩减了 2.5 万亿元至 11.9 万亿元，较去年末下滑 17.7%。预计 2019 年资管新规过渡期保持平稳实施，定向资管规模将会继续收缩。

图 11：三季度证券公司资管规模持续下滑，较去年末减少了 2.7 万亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

从上市券商三季度资管业务收入来看，资管业务收入同比+5.3%，实现逆势增长，主动管

理的转型趋势将会延续。转型主动管理将会持续提升集合资管计划收入，目前全行业集合资管计划规模为 1.9 万亿元，较去年末小幅下滑 9%。但是上市券商主动管理优势明显，2018 年三季度券商私募主动管理资产规模中信证券以 6043 亿元位居榜首，其次是国泰君安、广发证券、华泰证券和中信建投，预计 2019 年排名靠前的优势券商业收入将保持稳健增长。

表 7：2018 年前三季度券商主动管理资产月均规模情况

(单位：亿元)	2018Q3↓	2018Q2	2018Q1
中信证券	6043.8	6071.3	6161.1
上海国泰君安证券资产管理有限公司	3006.2	3094.3	3388.9
广发证券资产管理(广东)有限公司	2537.9	2653.1	2842.5
华泰证券(上海)资产管理有限公司	2217.3	2266.8	2360.1
中信建投	1560	1481.9	1522.9
华融证券	1502.2	1624.4	1788.3
申万宏源	1443.1	1343.1	1283
中金公司	1334.1	1426.7	1568.6
上海光大证券资产管理有限公司	1127.8	1095.6	1184.2
中泰证券(上海)资产管理有限公司	1083.2	1180.9	1325.2

资料来源：Wind，民生证券研究院

(四) 衍生品交易规模增长，海外业务发展成为国际化前瞻

传统型业务收益下滑情况下，券商普遍积极扩宽收入来源。34 家上市券商前三季度实现其他收入共计 353.9 亿元，同比+42%。高增长推动收入占比提升至 19%，增幅显著表明券商收入来源正不断扩宽，并形成新的业绩增长点，建议高度关注场外衍生品业务持续发展、海外业务扩张及收入增加等积极因素。

表 8：前三季度上市券商其他业务收入同比增长超四成

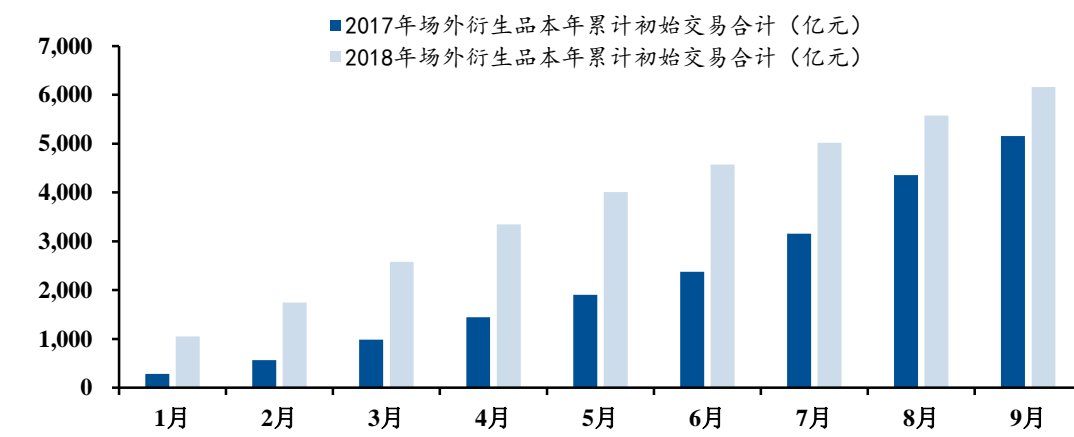
	其他业务收 入(亿元)	同比(%)		其他业务收 入(亿元)	同比(%)
中信证券	67.43	0.02%	长城证券	3.62	24.96%
海通证券	46.37	25.72%	财通证券	3.40	-21.47%
山西证券	30.50	79.76%	中原证券	3.16	-12.15%
东方证券	27.24	413.49%	长江证券	3.06	39.11%
东北证券	25.34	50.05%	方正证券	3.01	61.47%
国泰君安	23.21	1070.87%	中信建投	2.81	9.37%
华泰证券	18.70	199.46%	国金证券	2.59	-14.64%
兴业证券	17.20	69.54%	西南证券	2.57	108.00%
广发证券	11.86	144.84%	第一创业	2.17	40.17%
招商证券	10.95	12.74%	国元证券	1.18	-14.63%
东吴证券	10.42	36.79%	华安证券	0.99	72.52%
浙商证券	8.75	-16.06%	西部证券	0.90	-13.47%
光大证券	7.70	-16.85%	中国银河	0.77	-78.04%
国信证券	4.99	-20.48%	南京证券	0.35	197.70%
申万宏源	4.22	27.61%	华西证券	0.31	167.30%
国海证券	3.97	14.40%	太平洋	0.15	237.31%
天风证券	3.94	77.38%	东兴证券	0.07	-12.50%

合计 353.91 42.06%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

(1) 衍生品累计交易规模稳定增长, 预计 2019 年将继续维持交易活跃。截止至今年 9 月, 场外金融衍生品月末存量合计 2993 亿元, 9 月新增合计 584 亿元, 年内累计交易 6161 亿元, 较去年同期增加了 1003 亿元, 同比+19%。其中场外期权规模 4582 亿元, 占比 74%, 收益互换 1579 亿元。

图 12: 截止至 2018 年 9 月场外衍生品年内累计交易规模同比+19%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

从集中度来看, 新增规模高度集中, 大型券商占据绝对业务优势地位。9 月互换新增 CR5 为 88.6%, 场外期权 CR5 为 75.4%。今年 8 月, 证券业协会公布了场外期权一级交易商名单, 共 7 家: 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 9 家: 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。9 月新增业务量集中在规模和业务具有优势的一级交易商和二级交易商当中。

表 9: 从 9 月新增规模来看行业集中度高、大型券商占据绝对优势地位

证券公司	9月互换新增名义本金	证券公司	9月期权新增名义本金	证券公司	9月新增名义本金合计
中信证券	50.02	中信建投	184.5	中信建投	185.53
中金公司	20.26	中信证券	93.95	中信证券	143.97
国泰君安	16.19	广发证券	39.41	国泰君安	49.92
华泰证券	8.61	国泰君安	33.73	中金公司	47.82
国信证券	4.84	申万宏源	29.63	广发证券	39.41

资料来源: Wind, 民生证券研究院

(2) 金融市场对外开放步伐持续推进, 券商海外布局加快。年初至今, 国泰君安、华泰证券、广发证券等券商相继发布公告宣布公司跨境业务试点获批。截至目前, 共计 9 家券商获批开展跨境业务试点。另外 9 月, “沪伦通”落地后, 华泰证券启动伦交所 GDR 发行。一系列举动表明券商的海外业务正在加速扩张, 持续推动收入增长。

根据证券业协会 2017 年的证券公司经营情况排名, 境外子公司证券业务收入占比前五名

分别是：海通证券、中金公司、中信证券、中原证券和东兴证券。其中，海通证券以 25.6% 位居行业首位，较去年 21.2% 上升了 4.38 个百分点，其次是中金公司 20.7%、中信证券 12.2%。其中，海通证券海外业务上半年营收 20.67 亿元，较去年同期增长 9.6%，海通国际证券继续保持了香港中资证券机构龙头地位，拥有较强的国际业务竞争实力。

表 10：2017 年海通、中金和中信的海外业务收入占比靠前

	2017 年海外业务 收入占比	变动百分 点	排名 变动		2016 年海外 业务收入占比
海通证券	25.58%	4.38%	+1	中金公司	23.85%
中金公司	20.67%	-3.18%	-1	海通证券	21.20%
中信证券	12.24%	0.10%	0	中信证券	12.14%
中原证券	10.38%	6.14%	+4	光大证券	10.76%
东兴证券	10.33%	8.77%	+13	国泰君安	6.21%

资料来源：中国证券业协会，民生证券研究院

三、投资逻辑：四个维度看好券商板块估值上修

展望 2019 年，在风险有效管控基础上，深化改革催化下业务赛道扩宽、盈利能力改善，券商估值有望稳步上修。2018 年末，纾困基金的设立、支持民营企业等政策出台，核心是提振市场信心，缓解股票质押风险，“政策底”的效果正陆续显现。中长期来看，盈利水平为核心的基本面有望持续改善，我们从四个维度来看 2019 年券商板块的投资机会。

（一）深化资本市场改革具有基石效应

从证券市场根本制度基础《证券法》2005 年、2013 年、2014 年几次修订情况来看，立法推动制度完善对板块行情存在中长期的积极影响。目前，在经历了 2015 年下半年至 2018 年末的并购重组收紧、再融资新规、减持新规、股票质押新规、资管新规、场外期权规范等强监管之后，券商板块估值触及历史底部。

2019 年在稳金融基调下，以科创板和试点注册制为突破，深化改革将进一步加快行业筑底进程，催化业绩改善。并购重组规则优化、回购制度、股指期货常态化、对外开放进程加快等效果逐渐显现。预计在保持监管力度的同时，政策转向将会推动券商业务赛道扩宽、创新业务有望得到进一步发展。

图 13: 制度构建与完善对证券板块行情启动具有推动作用

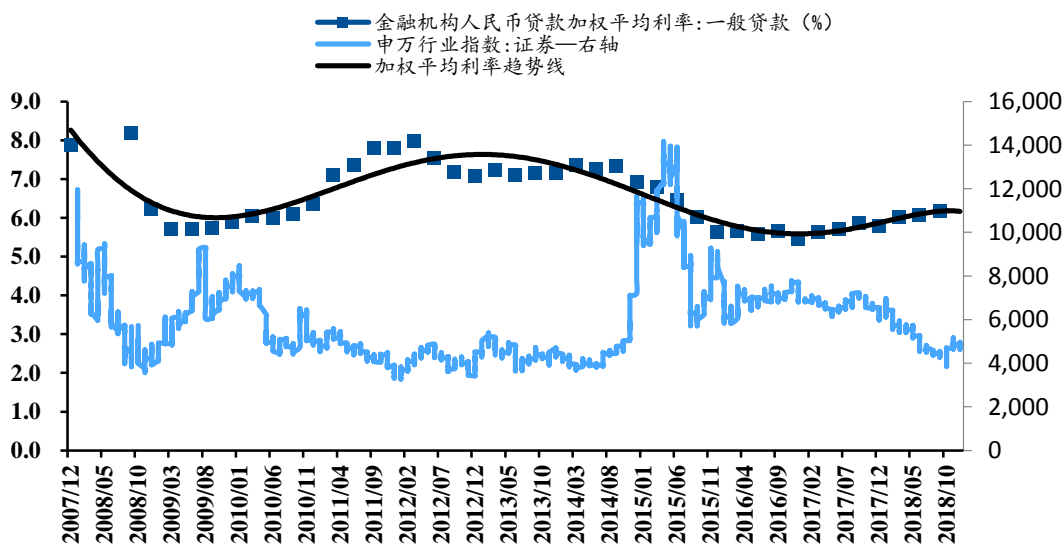


资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 利率回落和流动性改善利好券商板块

日均交易量对市场流动性最为敏感，同时融资规模也反映了市场信用和资金供需的情况。2018年末“六稳”政策提出，预计2019年在“宽信用”目标驱动下，风险利率有望加快下行趋势。同时，美联储加息次数降低为两次，理论上也为国内货币政策降准降息提供了较大的空间。利率下行将改善市场流动性，推动券商板块行情上行、估值上修。

图 14: 风险利率回落有望助推券商板块行情启动



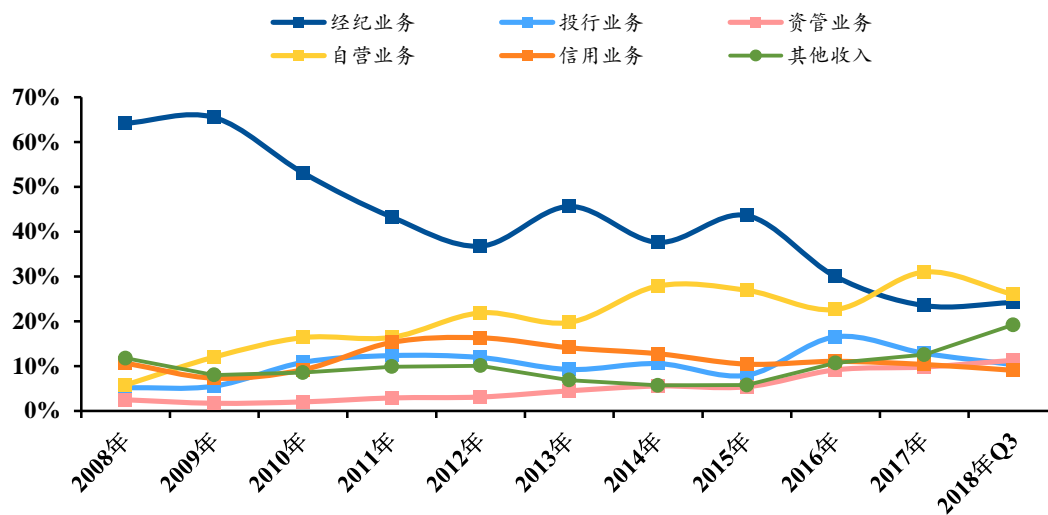
资料来源：Wind，民生证券研究院

(三) 收入结构多元化，基本面有望加快企稳与改善

近年来券商收入结构中，经纪业务、投行业务收入占比持续下降，券商收入来源呈现多元

化趋势，在资管新规“去通道”、“去杠杆”规范下，券商收入增长的重心逐步由传统业务向创新型业务转变。财富管理转型、主动型资产管理、衍生品交易、海外业务等资本投入型业务将继续成为券商利润增长的重要来源。

图 15：近十年上市券商自营、资管和其他收入的占比持续提升



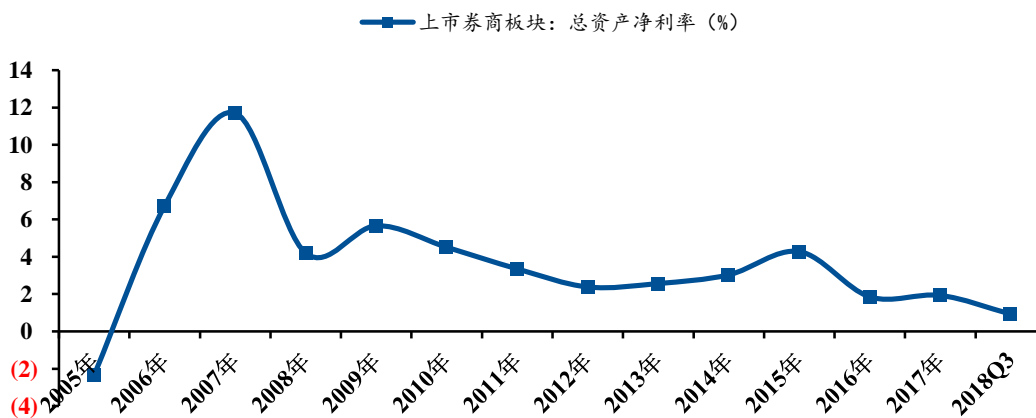
资料来源：Wind，民生证券研究院

(四) ROE 分析：关注财富管理转型、衍生品交易和投行资本化

ROE 拆分为 ROA*权益乘数，显示与总资产回报、杠杆水平正相关。由于去杠杆金融政策环境下，权益乘数、总资产规模保持总体平稳前提下，驱动改善的核心在于营收规模的稳定和创新型业务带来的利润率提升。

2012 年之前，佣金手续费类业务的利润对 ROA 的影响极为明显，2012 年之后两融、股票质押业务、衍生品交易等资金类业务成为改善的主要驱动力量，也推动券商资产负债表持续扩张。由于盈利模式的变化，即使在 2014-2015 年牛市阶段，传统型业务对券商 ROA 的提升远不及 2006-2007 年。

图 16：2014-2015 年牛市期间的 ROA 提升幅度并不明显



资料来源：Wind，民生证券研究院

长期来看，经纪、投行、资管等传统业务在行业成熟阶段利润率改善会趋于稳定，佣金类业务的价格竞争将会日趋激烈。ROA 的提升更多来自资本金类业务，或转型发展形成的创新型业务。结合利率下行、转型推进和科创板三个角度来看，预计 2019 年财富管理的增值服务、衍生品交易、投行资本化对 ROA 提升的积极影响更甚。

四、投资建议

展望 2019 年，预计随着利率下行、流动性改善和改革红利释放，市场交易量、股权融资规模有望逐步回暖。目前纾困资金稳步落地，股票质押风险总体可控，预计明年券商板块投行业务收入企稳，资管收入持续增长，资本中介业务维持规模，券商板块业绩有望持续改善，推动估值上修。

表 11：2019 年证券市场数据假设情况

市场数据假设 (亿元)	2016	2017	2018E	2019E 谨慎	2019E 中性	2019E 乐观
日均成交额	5185	4580	3723	3158	3909	4282
同比 (%)	-50%	-12%	-19%	-15%	5%	15%
股权融资规模	21135	17224	12826	12278	14389	16417
同比 (%)	31%	-19%	-26%	-4%	12%	28%
集合资管规模	21938	21125	18571	14857	16325	17828
同比 (%)	41%	-4%	-12%	-20%	-12%	-4%
两融+股票质押规模	12801	17210	14200	12780	15183	17608
同比 (%)	4%	34%	-17%	-10%	7%	24%
券商持股市值	724	771	480	461	509	557
同比 (%)	-21%	6%	-38%	-5%	10%	20%
其他收入增速 (%)	12%	20%	25%	5%	10%	15%
上市券商总资产	52853	54553	56000	56000	56000	56000
上市券商净资产	12757	13966	15000	15000	15000	15000
上市券商销售净利率 (%)	34%	32%	26%	26%	26%	26%

资料来源：Wind，民生证券研究院

考虑到上市券商具有行业代表性，因此选取 34 家上市券商为预测样本。基于市场数据和相关假设，在谨慎、中性、乐观条件下，2019 年预测 34 家上市券商对应的营业收入合计分别是 2332、2686 和 2950 亿元，同比增速分别为-5%、9%和 20%、归母净利润合计分别为 606、698 和 767 亿元，同比增速分别为-5%、10%和 20%，ROE 分别为 4.0%、4.7%和 5.1%。

表 12：2019 年上市券商营收净利润预测情况

单位：亿元	2016	2017	2018E	2019E 谨慎	2019E 中性	2019E 乐观
营业收入合计	2935	2999	2461	2332	2686	2950
同比 (%)	-40%	2%	-18%	-5%	9%	20%
归母净利润合计	1003	969	638	606	698	767
同比 (%)	-49%	-3%	-34%	-5%	10%	20%
经纪业务收入	880	705	595	509	619	684
同比 (%)	-58%	-20%	-16%	-15%	4%	15%
投行业务收入	485	385	254	274	321	366

同比 (%)	25%	-21%	-34%	8%	26%	44%
资管业务收入	269	293	278	297	327	357
同比 (%)	3%	9%	-5%	7%	18%	28%
信用业务收入	324	310	223	200	256	297
同比 (%)	-36%	-4%	-28%	-10%	15%	33%
自营业务收入	664	929	639	557	644	703
同比 (%)	-49%	40%	-31%	-13%	1%	10%
其他收入	313	377	472	495	519	543
同比 (%)	12%	20%	25%	5%	10%	15%
ROA	1.9%	1.8%	1.1%	1.1%	1.2%	1.4%
ROE	7.9%	6.9%	4.3%	4.0%	4.7%	5.1%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

个股选择方面, 资本实力、业务创新能力和效益提升是推动 ROA 提升的关键, 建议关注具有资本实力和行业领先地位的大型券商中信证券和华泰证券, 以及转型发展优势明显的东方财富, 预计 2019 年 PB 分别为 1.2、1.2 和 3.3, 维持推荐评级。

五、风险提示

- 1、市场交易量不及预期; 2、信用风险大于预期。

六、附录

表 13: 2018 年下半年以来托底政策和催化政策密集出台

日期	监管部门	政策文件及举措	主要内容
2018-6-28	银保监会	《关于允许境外投资者来华经营保险代理业务的通知》、《关于允许境外投资者来华经营保险公估业务的通知》	经营保险代理业务 3 年以上的境外保险专业代理机构在华投资设立的保险专业代理机构可以申请经营保险代理业务, 业务范围和市场准入标准适用保险专业代理机构的相关规定。
2018-7-8	证监会	进一步放开外国人 A 股证券账户开立政策	在现有规定的基础上, 允许以下两类外国人直接开立 A 股证券账户: 一是在我国境内工作的外国人。二是 A 股上市公司中在境外工作并参与股权激励的外籍员工。
2018-8-18	银保监会	《关于进一步做好信贷工作提升服务实体经济质效的通知》	要求必须着力疏通货币信贷传导机制, 提升金融服务实体经济质效, 推动稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期, 实现金融与实体经济良性循环。
2018-8-31	证监会	《上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证业务监管规定(试行)》	明确沪伦通中国存托凭证(CDR)发行审核制度。规定沪伦通 CDR 应当符合《管理办法》关于公开发行 CDR 的规定, 明确了申报文件、核准程序、保荐尽调、会计审计安排和 CDR 数量上限等要求。明确 CDR 跨境转换制度安排。
2018-9-6	证监会	提出完善上市公司股份回购制度的修法建议	一是增加股份回购情形, 二是完善实施股份回购的决策程序, 三是建立库存股制度。

2018-9-28	证监会	《外商投资期货公司管理办法》	外商投资期货公司界定为单一或有关联关系的多个境外股东直接持有或间接控制公司 5%以上股权的期货公司。要求境外投资者通过投资关系、协议或其他安排，实际控制期货公司 5%以上股权的，应当转为直接持股，但对通过中国境内证券公司间接持有期货公司股权及中国证监会规定的其他情形予以豁免。
2018-10-8	证监会	建立上市公司并购重组“小额快速”审核机制	一是最近 12 个月内累计交易金额不超过 5 亿元；二是最近 12 个月内累计发行的股份不超过本次交易前上市公司总股本的 5%，且最近 12 个月内累计交易金额不超过 10 亿元。
2018-10-20	证监会	IPO 被否企业筹划重组上市的间隔缩短	IPO 被否企业筹划重组上市的间隔期从 3 年缩短为 6 个月。
2018-10-23	中证协	组织 11 家券商设立资管计划缓解股票质押风险	中证协组织 11 家券商出资 210 亿元设立母资管计划，拟形成 1000 亿元总规模的资管计划，以提供流动性支持的财务投资为主要方式，支持具有发展前景的民营企业化解股票质押风险。11 家券商主要包括中信、海通、国泰君安等。
2018-10-25	银保监会	《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》	支持险资参与化解上市公司股票质押流动性风险，加大保险资金投资优质上市公司力度。
2018-10-26	银保监会	《保险资金投资股权管理办法》公开征求意见	取消保险资金开展股权投资的行业范围限制，通过“负面清单+正面引导”机制提升保险资金服务实体经济能力。
2018-10-26	上交所	交易所债券市场改革创新	一是推出纾困专项债，二是支持民营企业持续融资，三是抓紧推出信用增进工具。为纾困专项债建立审核绿色通道，同时建立、健全高收益债券、股债结合产品的制度安排，完善债券市场配套制度安排，更好地发挥深化交易所债券市场直接融资功能，助力民营企业长期健康发展。
2018-10-26	全国人大	《公司法》修订	通过了关于修改公司法的决定。公司法第一百四十二条规定的允许股份回购的情形增加到六种。
2018-11-5	领导人	科创板和注册制试点	宣布在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，不断完善资本市场基础制度。
2018-11-6	证监会	《关于完善上市公司股票停复牌制度的指导意见》	压缩重大事项停牌期限。证券交易所要进一步缩短上市公司因重大事项申请股票停牌的期限，明确各类型重大事项停牌的最长期限。上市公司股票超过规定期限仍不复牌的，原则上应当强制其股票复牌。
2018-11-16	证监会	《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组（2018 年修订）》	不再要求披露交易对方业务发展状况、主要财务指标和下属企业名目。简化或暂缓披露海外并购、招拍挂等信息。允许中介机构结合尽职调查的实际进展披露核查意见。在已明确交易标的前提下，不再强制要求披露标的预估值或拟定价等。

资料来源：Wind，民生证券研究院

插图目录

图 1: 截止至 12 月 26 日券商板块较年初下行明显	3
图 2: 上市券商板块估值处于历史低位	4
图 3: 2018 年中报显示上市券商股的基金持仓比例降至低位的 2.13%	4
图 4: 上市券商净资产规模保持持续增长	5
图 5: 前三季度上市券商 CR10 小幅下滑	5
图 6: 预计科创板落地将提振 A 股市场股权融资市场数量和规模	7
图 7: 2018 年 1-11 月 ABS 发行总规模同比+35.8%	8
图 8: 2018 年券商佣金率降幅持续收窄	9
图 9: 2018 年 A 股市场日均交易额同比出现明显下滑	10
图 10: 截止至 2018 年 10 月初券商投资顾问注册人数情况	10
图 11: 三季度证券公司资管规模持续下滑, 较去年末减少了 2.7 万亿元	11
图 12: 截止至 2018 年 9 月场外衍生品年内累计交易规模同比+19%	13
图 13: 制度构建与完善对证券板块行情启动具有推动作用	15
图 14: 风险利率回落有望助推券商板块行情启动	15
图 15: 近十年上市券商自营、资管和其他收入的占比持续提升	16
图 16: 2014-2015 年牛市期间的 ROA 提升幅度并不明显	16

表格目录

表 1: 2018 年前三季度上市券商业绩分化明显	6
表 2: 截止至 12 月 26 日, 优质大型券商股价表现好于整体水平	6
表 3: 新股发行注册制改革重要事件一览	6
表 4: 截止至 12 月 26 日, 金融机构 ABS 承销规模中大型券商排名靠前	8
表 5: 截止至 12 月 26 日, 券商可转债承销规模排名情况	8
表 6: 2017 年报上市券商研发投入及占比情况	11
表 7: 2018 年前三季度券商主动管理资产月均规模情况	12
表 8: 前三季度上市券商其他业务收入同比增长超四成	12
表 9: 从 9 月新增规模来看行业集中度高、大型券商占据绝对优势地位	13
表 10: 2017 年海通、中金和中信的海外业务收入占比靠前	14
表 11: 2019 年证券市场数据假设情况	17
表 12: 2019 年上市券商营收净利润预测情况	17
表 13: 2018 年下半年以来托底政策和催化政策密集出台	18

分析师与研究助理简介

杨柳，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。

陈煜，中国社科院商法学博士，金融学博士后。两年证券行业政策研究经验。2017年加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。