

非银金融（证券）

报告原因：年度策略

2018年12月29日

2019年证券行业投资策略

借政策东风，待春日暖阳

维持评级

看好

行业研究/年度策略

证券行业近一年市场表现



分析师：刘丽

执业证书编号：S0760511050001

电话：0351--8686794

邮件：liuli2@sxzq.com

研究助理：徐风

邮件：xufeng@sxzq.com

地址：

太原市府西街69号国贸中心A座28层

北京市西城区平安里西大街28号中海国际中心7层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

- 牛短熊长造就券商板块黄金期短暂。监管从严，叠加股市下行，行业进入调整期。前三季度累计亏损公司增加至26家，占行业总数的20%。证券板块估值也跌至历史新低。
- 监管政策频出，驱动交易性机会。监管层目前对去杠杆柔性化处理，融资条件逐渐放宽，流动性适度放松，10月19日，国务院副总理刘鹤就当前经济金融热点问题接受了媒体专访，对恢复二级市场信心有了立竿见影的效果。证券行业指数在之后的22个交易日上涨了34.07%，券商个股多次出现涨停。
- 设计科创板并试点注册制如惊雷，改变资本市场格局。设计科创板并试点注册制如一声惊雷，划过中国资本市场的夜空，并成为各界讨论的高频词汇。目前，证监会正在全力推进这项重大改革，抓紧制定修订相关制度规则。
- 股权质押短期风险得到一定遏制，长期压力仍存。股权质押业务迅速发展，成为服务实体经济发展的关键一环。信用紧缩引发上市公司流动性出现一定程度的紧张，在监管层的领导下，上市公司积极“自救”，地方政府纷纷设立纾困基金，银行、保险等通过信贷或者发行专项产品等给予支持，证券行业成立资管计划对接项目，证券交易所发行纾困专项债券，私募基金等市场机构加入纾困队伍。我们认为，纾困基金当下有发展前景但暂时遇到融资困难的上市企业有很大的帮助。

投资建议：

- 证券板块依然是政策驱动型的阶段性机会。展望2019年，全球经济的不确定性依然很大，中美贸易战的走向对于A股和证券板块的影响不言而喻，深化资本市场改革，扩大资本市场对外开放水平依然是防范金融风险、提高证券行业核心竞争力的长期之道。证券板块依然是政策驱动型的阶段性机会。
- 受监管政策以及券商业绩与净资本的高度相关性影响，大型券商在成本控制、风险管理及业务多元化等具有明显优势，未来券商业绩分化趋势继续存在。建议投资者关注头部券商，中信证券、华泰证券。

风险提示：二级市场大幅波动；行业竞争加剧；从严监管超出预期

目 录

一、价值重估，冬尽春未到	4
二、2018 年证券板块二级市场表现：15 年未有之变局.....	6
三、2018 年前三季度券商业绩：净利润大幅下滑，投行、信用业务降幅明显.....	9
四、证券行业格局.....	11
4.1 财富管理转型之路既慢且长，任重道远	11
4.2 自营业务：多策略，多资产配置平滑业绩.....	13
4.3 投行业务：IPO 标的价值取向变化，投行业务向头部券商集中	13
4.4 资管业务：全面拥抱主动管理.....	16
五、投资建议：行业估值底部，政策预期向好	17
5.1 中信证券（600030.SH）：龙头地位稳固，战略调整，风险可控	18
5.2 华泰证券（601688.SH）：引入战投，混改提升活力	20
六、风险提示	22

图表目录

表 1 近 5 年来股权质押业务呈井喷式发展.....	6
表 2 证券行业个股涨幅前五名与后五名.....	8
表 3 合并报表口径下上市券商 2018 年前三季营收情况.....	9
表 4 上市券商 2018 年前三季分业务收入情况.....	10
表 5 2017 年和 2018 年一级市场募资情况.....	14
表 6 2018 年投行业务审批情况.....	15
表 7 独角兽上市情况统计.....	15
表 8 IPO 承销规模前十的上市券商.....	15
表 9 证券公司主动管理资产月均规模前二十名（2018 年前三季度）.....	16
表 10 中信证券财务预测表.....	18
表 11：华泰证券财务预测表.....	20
图 1 监管政策频出，市场信心逐渐恢复.....	5
图 2 2018 年主要股指大幅收阴.....	7
图 3 内地和香港金融股的联动性加强.....	8
图 4 证券行业单季度业绩情况.....	11
图 5 上市券商单季度业绩情况.....	11
图 6 营业部数量增长（2011-2017）.....	12
图 7 经纪业务行业佣金率企稳.....	12
图 8 证券公司投资收益及公允价值变化.....	13
图 9 证券板块市净率处于历史低位.....	17

一、价值重估，冬尽春未到

牛短熊长造就券商板块黄金期短暂。从 2003 年，第一家上市券商中信证券开始至今，证券板块的黄金时代极其短暂，15 年来，只有两次大的机会，主要原因是 A 股市场的牛短熊长，证券板块的高贝塔属性更是加剧了周期性。



监管从严，叠加股市下行，行业进入调整期。根据中国证券业协会统计，131 家证券公司合计实现营业收入 1893.31 亿元，较上年同期下降 15.38%；实现净利润 496.55 亿元，较上年同期下降 41.65%。前三季度累计亏损公司增加至 26 家，占行业总数的 20%。证券板块估值也跌至历史新低。

监管政策频出，驱动交易性机会。监管层目前对去杠杆柔性化处理，融资条件逐渐放宽，流动性适度放松，包括下调存款准备金率、通过对银行窗口指导鼓励银行扩大表内信贷、加强对于民营企业的信贷支持。**10 月 19 日，国务院副总理刘鹤就当前经济金融热点问题接受了人民日报记者、新华社、中央电视台的联合采访**，对恢复二级市场信心有了立竿见影的效果。证券行业指数在之后的 22 个交易日上涨了 34.07%，券商个股多次出现涨停。

图 1：监管政策频出，市场信心逐渐恢复

监管层出台多项政策，稳定市场预期

- 允许银行理财子公司对资本市场进行投资。
- 要求金融机构科学合理做好股权质押融资业务风险管理。
- 鼓励地方政府管理的基金、私募股权基金帮助有发展前景的公司纾解股权

完善市场基本制度

- 制定《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》。
- 大幅放宽回购股份条件，完善上市公司回购股份制度
- 加大退市制度改革。
- 完善交易制度，优化交易监管，丰富期货及衍生品工具
- 深化并购重组市场化改革。

推进新三板制度改革

鼓励长期资金进入股市

- 加大保险资金财务性和战略性投资优质上市公司力度。
- 壮大机构投资者力量，巩固市场长期投资的基础。
- 完善QFII、RQFII制度，开展个人税收递延型商业养老保险投资公募基金试点。

促进国企改革和民企发展

- 推动国有企业在资本市场进行混合所有制改革。
- 支持行业龙头民营企业进行产业兼并重组。
- 持续优化营商环境，促进民营企业减税降负。

提升资本市场对外开放水平

- 加快建设具有国际竞争力的综合性投资银行，
- 优化沪深港通机制，
- 有序扩大期货特定品种开放范围。
- 加快银行、证券、保险等领域的开放。

来源：山西证券研究所

设计科创板并试点注册制如惊雷，改变资本市场格局。2018年11月5日，习近平主席在首届中国国际进口博览会开幕式主旨演讲中宣布“将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制”。设计科创板并试点注册制如一声惊雷，划过中国资本市场的夜空，并成为各界讨论的高频词汇。目前，证监会正在全力推进这项重大改革，抓紧制定修订相关制度规则。重点是设置符合科技创新企业特点的发行上市条件，切实增强对科技创新的包容性。在科创板试点注册制，改进信息披露体系，建立和完善以信息披露为中心的发行上市制度，逐步将现行发行审核条件中可以由投资者判断的事项转化为更加严格的信息披露要求。实行更加市场化的基础制度安排，充分发挥专业机构投资者在新股定价中的作用，建立符合科技创新企业特点和投资者适当性要求的交易机制，提高价格发现效率，优化、丰富强制退市指标和类型，实施严格的退市制度，将会改变资本市场格局。为券商转型提供难得的机遇。

股权质押短期风险得到一定遏制，长期压力仍存

2012年10月份，《证券公司客户资产管理业务管理办法》发布，证券公

司为上市公司股东提供股权质押融资服务开闸，股权质押进入银行信托券商三国时代。股权质押业务迅速发展，成为服务实体经济发展的关键环节，融资渠道拓宽使财务杠杆效应逐步发挥，证券公司资本盈利能力也进一步提升。

2018年，二级市场股价表现影响上市公司运营资金流动性，投资者对券商资产质量产生怀疑，证券公司也大幅增加资产减值准备。针对这一情况，在监管层的领导下，上市公司积极“自救”，地方政府纷纷设立纾困基金，银行、保险等通过信贷或者发行专项产品等给予支持，证券行业成立资管计划对接项目，证券交易所发行纾困专项债券，私募基金等市场机构加入纾困队伍。我们认为，纾困基金当下有发展前景但暂时遇到融资困难的上市企业有很大的帮助。

表 1：近 5 年来股权质押业务呈井喷式发展

	股权质押业务规模(亿元)	股权质押业务利息收入(亿元)	增长率(%)
2013年	895.44	5.95	-
2014年	4,204.78	90.45	369.58%
2015年	14,133.72	206.46	236.13%
2016年	12262.89	231.24	-13.24%
2017年	15602.08	369.48	27.23%

来源：中国证券业协会，山西证券研究所

展望 2019 年，全球经济的不确定性依然很大，中美贸易战的走向对于 A 股和证券板块的影响不言而喻，深化资本市场改革，扩大资本市场对外开放水平依然是防范金融风险、提高证券行业核心竞争力的长期之道。证券板块依然是阶政策驱动型的阶段性机会。

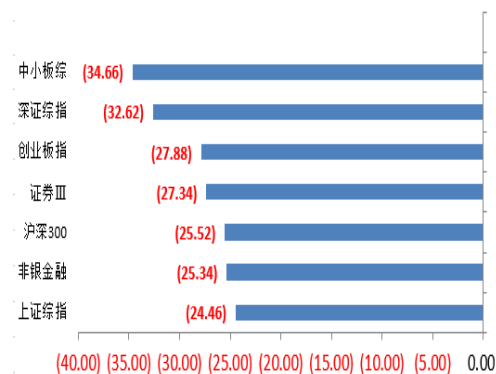
二、2018 年证券板块二级市场表现：15 年未有之变局

2018 年是一个越努力越失败的一年，各主要股指大幅收阴。截至 2018 年 12 月 26 日收盘，上证综指、深证综指、创业板收盘分别比上年末下跌 24.46%、32.62%、27.88%。我们认为主要原因有两点：一是中美

贸易摩擦转化为中美贸易战，引发两个超级大国未来关系不确定性的担忧。第二是去杠杆引发信用收缩，多年来低利率环境下负债经营积累的风险彻底暴露，经济下行压力加大。上市公司业绩受到影响，引发股价持续下挫，股指不断创出新低。

股权质押标的证券股价下跌，影响券商资产质量。非银金融板块下跌25.34%，在28个申万行业中排名第6位，证券III跌27.34%，在227个三级行业中排名第59位。我们认为主要原因是一级市场融资金额下降，二级市场低迷，券商业绩持续下滑。二是股价下跌，作为上市公司重要的融资方式的股权质押业务受到严重影响，多家券商踩雷，引起投资者对券商资产的担忧。证券板块市净率创下历史新低，估值逼近1倍，有12家上市券商“破净”。今年的证券板块发生了15年未有之变局。

图 2 2018 年主要股指大幅收阴

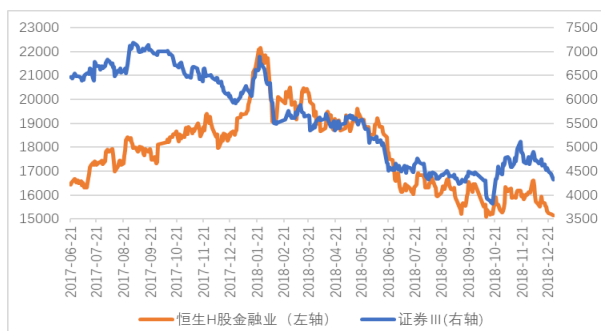


来源：中国证券业协会，山西证券研究所

资本市场对外开放，强化内地和香港金融股的联动性。随着沪港通、深港通的开通、A股纳入MSCI、沪伦通的渐行渐近等一系列的资本市场对外开放措施的推进，加上大型券商公司在香港上市，强化内地和香港金融股的联动性。目前，A+H股的上市券商共有11家，且多数为大型券商，申万宏源已披露H股的上市计划，有望成为第12家A+H股的上市公司。而香港与欧美资本市场相关性较强，美股经过10年的牛市，已处于阶段性高位，金融板块的走势对于A股金融板块也有很

大的影响。

图 3：内地和香港金融股的联动性加强



来源：中国证券业协会，山西证券研究所

上市券商次新股领涨，头部券商相对抗跌。从个股表现来看，除次新股天风证券（145.35%）、南京证券（60.81%）和中信建投（13.09%）、长城证券（9.13%）录得正涨幅外，其余上市券商年内股价均下跌，头部券商相对抗跌。其中，跌幅较少前五名为华泰证券（-7.37%）、中信证券（-9.32%）、国海证券（-12.96%）、国泰君安（-16.60%）、国信证券（-22.15%）；跌幅较多前五名为财通证券（-60.62%）、浙商证券（-56.30%）、第一创业（-44.59%）、东方证券（-42.60%）、华西证券（-38.28%）。

表 2 证券行业个股涨幅前五名与后五名

前五名		后五名	
证券简称	涨跌幅/%	证券简称	涨跌幅/%
天风证券	145.35	华西证券	(38.28)
南京证券	60.81	东方证券	(42.60)
中信建投	13.09	第一创业	(44.59)
长城证券	9.13	浙商证券	(56.30)
华泰证券	(7.37)	财通证券	(60.62)

来源：wind，山西证券研究所

三、2018 年前三季度券商业绩：净利润大幅下滑，投行、信用业务降幅明显

2018 年前三季度，证券行业计提资产减值损失大幅增加，券商业绩整体下滑。131 家券商合计实现营业收入 1,893.31 亿元，同比下降 15.38%；营业支出 282.16 亿元，同比增长 8.42%，其中计提资产减值损失 171.20 亿元，较上年同期增加 149.66 亿元；实现净利润 496.55 亿元，同比下降 41.65%；前三季度累计亏损公司增加至 26 家，占行业总数的 19.85%。

券商各项业务均有所下滑，其中资管业务净收入小幅下滑，投行业务和信用业务降幅最为显著。2018 年前三季度，全行业实现利息净收入 156.76 亿元，同比下滑 43.17%，主要是市场利率上行证券公司融资成本提高所致；实现投行业务净收入 239.50 亿元，同比减少 32.57%；实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁收入）495.61 亿元，同比减少 20.84%；投资业务收入（证券投资收益及公允价值变动损益）526.28 亿元，同比减少 11.40%；资产管理业务净收入 203.01 亿元，同比下降 4.94%。

上市券商业绩波动低于行业水平。合并报表口径下，34 家上市券商合计实现营业收入 1845.50 亿元，同比下降 12.28%；实现归属于母公司股东净利润 478.24 亿元，同比下降 32.91%。上市券商中，仅有三家营业收入同比增长，分别是山西证券（27.92%）、东北证券（16.22%）、国泰君安（1.04%）；上市券商归母净利润同比均下滑，降幅在 10% 以内的券商有 5 家，分别为华泰证券（-4.84%）、华西证券（-5.27%）、天风证券（-6.90%）、申万宏源（-7.60%）、中信证券（-7.73%）。

表 3 合并报表口径下上市券商 2018 年前三季营收情况

证券公司	营业收入		归母净利润		证券公司	营业收入		归母净利润	
	金额/亿元	同比增长率/%	金额/亿元	同比增长率/%		金额/亿元	同比增长率/%	金额/亿元	同比增长率/%
中信证券	272.09	-4.53	73.15	-7.73	东吴证券	25.19	-21.33	1.92	-76.22
国泰君安	167.87	1.04	55.12	-21.65	国金证券	24.98	-21.51	7.10	-19.17

海通证券	161.77	-15.98	35.88	-41.62	财通证券	23.47	-24.86	6.73	-44.38
华泰证券	125.19	-2.22	44.80	-4.84	东兴证券	22.06	-10.31	7.78	-16.02
广发证券	113.60	-25.60	41.14	-35.39	长城证券	20.38	-10.60	4.79	-28.75
申万宏源	93.66	-2.79	33.11	-7.60	华西证券	20.17	-0.19	8.02	-5.27
中信建投	78.11	-5.91	21.85	-27.95	天风证券	19.88	-7.98	2.64	-6.90
招商证券	77.92	-18.19	30.72	-26.36	西南证券	18.28	-17.91	2.97	-49.71
东方证券	65.66	-6.99	9.04	-65.62	西部证券	16.27	-27.48	3.44	-51.55
国信证券	63.38	-27.52	19.31	-42.52	国元证券	16.26	-34.92	3.28	-63.15
中国银河	63.28	-29.04	18.70	-44.74	国海证券	14.87	-34.22	1.28	-77.18
光大证券	58.49	-12.35	11.77	-48.15	中原证券	12.70	-19.18	1.36	-61.82
兴业证券	45.77	-26.26	7.27	-63.34	第一创业	12.56	-8.02	1.25	-58.06
山西证券	43.51	27.92	1.16	-69.40	华安证券	12.19	-20.37	3.58	-40.68
东北证券	41.37	16.22	2.71	-57.72	南京证券	9.04	-9.83	2.26	-29.14
方正证券	37.08	-21.31	4.55	-65.84	太平洋	6.45	-27.27	-1.77	-303.57
长江证券	35.85	-18.05	5.71	-61.56	合计	1845.5	-12.28	478.24	-32.91
浙商证券	26.13	-20.85	5.62	-30.78					

数据来源：wind，山西证券研究所

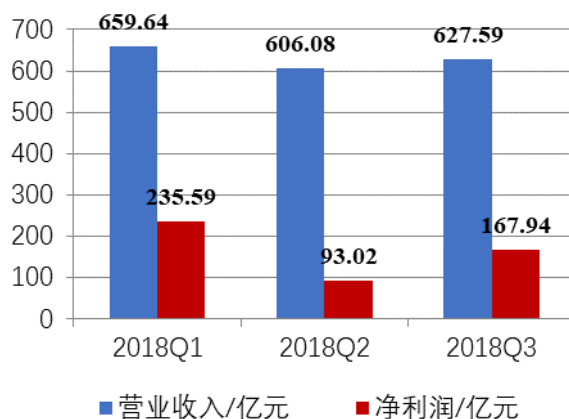
表 4 上市券商 2018 年前三季分业务收入情况

证券名称	经纪业务		投行业务		资管业务		自营业务		信用业务	
	同比	占比	同比	占比	同比	占比	同比	占比	同比	占比
中信证券	-6.75%	21.49%	-20.28%	8.93%	5.99%	15.22%	-0.46%	24.07%	-23.24%	5.51%
国金证券	-13.97%	31.20%	-68.51%	11.85%	-16.23%	4.26%	60.25%	24.19%	-14.40%	18.15%
西南证券	-21.25%	21.82%	-13.05%	18.81%	-11.99%	4.03%	-19.14%	48.49%	-712.42%	-7.20%
海通证券	-18.23%	14.77%	-24.90%	11.74%	1.74%	8.68%	-61.73%	14.70%	37.61%	21.44%
东北证券	-8.93%	12.93%	-34.13%	3.43%	-25.18%	2.65%	-20.95%	19.36%	同比增长	0.39%
国元证券	-26.02%	26.55%	-43.94%	11.19%	-32.22%	2.62%	-44.81%	25.91%	-31.22%	26.45%
国海证券	-21.26%	27.62%	-61.59%	9.51%	-11.84%	7.05%	-19.91%	56.69%	同比减少	-27.60%
广发证券	-17.40%	24.02%	-51.09%	8.15%	1.24%	24.32%	-42.26%	30.90%	-36.71%	2.17%
长江证券	-4.98%	35.24%	-37.30%	9.69%	-36.81%	8.45%	5.80%	26.27%	-52.66%	11.80%
国信证券	-22.32%	40.84%	-44.76%	12.68%	1.91%	2.95%	-27.90%	15.55%	-28.41%	20.11%
招商证券	-17.34%	32.30%	-33.07%	13.18%	9.32%	11.21%	-6.75%	20.86%	-54.36%	8.39%
东吴证券	-18.73%	25.12%	-43.17%	14.06%	-10.03%	5.10%	-32.25%	33.44%	同比减少	-19.08%
华西证券	-27.28%	30.02%	-63.75%	4.22%	234.77%	5.04%	46.34%	40.41%	6.92%	18.78%
南京证券	-24.79%	30.53%	75.12%	9.95%	-7.93%	4.86%	-7.43%	18.92%	-15.25%	31.89%
华安证券	-24.49%	36.88%	-49.94%	2.60%	53.95%	5.92%	16.27%	32.39%	-59.86%	14.12%
兴业证券	-1.83%	23.44%	-46.93%	11.11%	-29.31%	4.66%	-47.33%	27.91%	-152.35%	-4.71%
方正证券	-20.44%	47.46%	-36.04%	5.25%	4.11%	6.15%	6.74%	26.27%	-71.16%	6.75%
华泰证券	-18.55%	21.09%	-1.76%	10.03%	7.33%	14.71%	-16.28%	23.29%	-18.05%	15.95%
光大证券	-11.06%	30.84%	-2.12%	10.21%	26.74%	8.63%	2.15%	29.11%	-54.95%	8.03%
山西证券	-22.97%	6.75%	-62.30%	3.58%	111.16%	1.56%	6.21%	18.99%	-273.52%	-1.93%
第一创业	-13.82%	14.92%	-37.41%	12.28%	-10.39%	32.94%	82.99%	23.98%	-114.23%	-1.37%
东方证券	-7.13%	15.57%	-22.37%	11.94%	88.60%	30.02%	-71.35%	20.49%	同比增加	-19.50%
国泰君安	-19.15%	20.84%	-20.27%	8.54%	-11.85%	6.90%	-3.22%	26.90%	-10.48%	23.00%

中国银河	-18.36%	43.19%	43.51%	6.61%	13.03%	9.04%	-70.41%	9.95%	-17.14%	29.98%
西部证券	-21.99%	26.19%	-57.90%	9.45%	-30.09%	2.90%	16.31%	56.51%	-102.57%	-0.58%
浙商证券	-26.06%	21.62%	-40.06%	8.31%	-38.22%	6.21%	-5.50%	20.74%	-10.10%	9.62%
中原证券	-28.50%	24.56%	-28.44%	3.58%	50.56%	6.15%	-10.61%	22.21%	-31.37%	18.63%
财通证券	-21.05%	21.87%	-13.34%	5.29%	-9.43%	16.83%	-33.99%	35.79%	-28.61%	5.73%
太平洋	5.52%	36.30%	11.03%	14.88%	-8.96%	18.92%	-1.91%	39.49%	-142.82%	-11.96%
中信建投	-19.94%	23.50%	-11.75%	25.81%	1.46%	6.16%	29.92%	31.77%	-33.94%	9.15%
东兴证券	-22.43%	22.19%	-6.62%	20.84%	26.65%	14.11%	29.94%	67.52%	同比减少	-24.98%
申万宏源	-23.76%	27.33%	-43.64%	6.83%	5.67%	11.58%	51.33%	37.96%	-23.39%	11.80%
天风证券	-2.71%	21.15%	-33.87%	14.84%	-6.88%	26.74%	-10.44%	31.26%	同比减少	-13.80%
长城证券	-17.06%	20.95%	19.24%	19.74%	-15.95%	6.93%	8.84%	34.31%	-98.03%	0.32%
合计	-16.82%	24.19%	-29.06%	10.32%	5.39%	11.26%	-20.59%	25.98%	-32.66%	9.05%

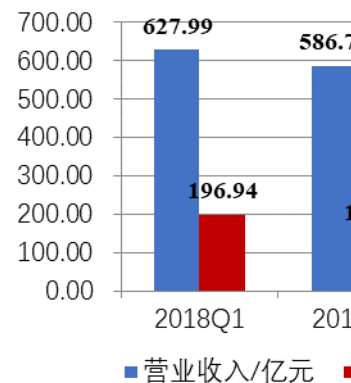
数据来源: choice, 山西证券研究所

图 4 证券行业单季



数据来源: wind,

图 5 上市券商单季



数据来源: wind, LL

四、证券行业格局

4.1 财富管理转型之路既慢且长，任重道远

券商新设营业部放开和互联网金融的持续发展，证券行业佣金率持续走低，券商经纪业务放弃“价格战”，转向空间更广阔的财富管理，成为行业共识。

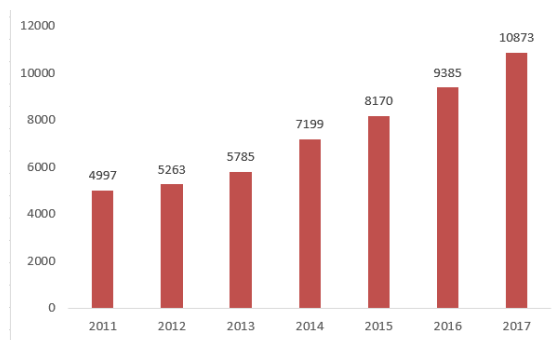
财富管理转型之路既慢且长。目前的抓手包括转变内部架构，对客户精准分层，形成机构和零售业务体系；在行情低迷的大环境下，主抓

代销金融产品；大力培育投资顾问，提高客户粘性。但依然是“路漫漫其修远兮”，处于艰难的爬坡阶段。经纪业务处于盈亏平衡点，考虑到经纪业务为基础业务，除了少数的投行子公司和资管子公司，大多数券商的总部架构基本为经纪业务服务，经纪业务已处于亏损状态。

财富管理转型难点在于不能实现客户的保值增值。在 2018 年 A 股市场持续阴跌的情况下，依靠股票市场保值增值极为困难。如有客户再通过融资融券方式操作，保值增值更是难上加难。

行业佣金率略有企稳。2018 年前三季度，全行业实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁收入）495.61 亿元，同比减少 20.84%，2018 年前三季度行业平均净佣金率为万分之 3.79，与 2017 年前三季度相比基本持平。

图 6 营业部数量增长（2011-2017）



资料来源：中国证券业协会，山西证券研究所

图 7：经纪业务行业佣金率企稳



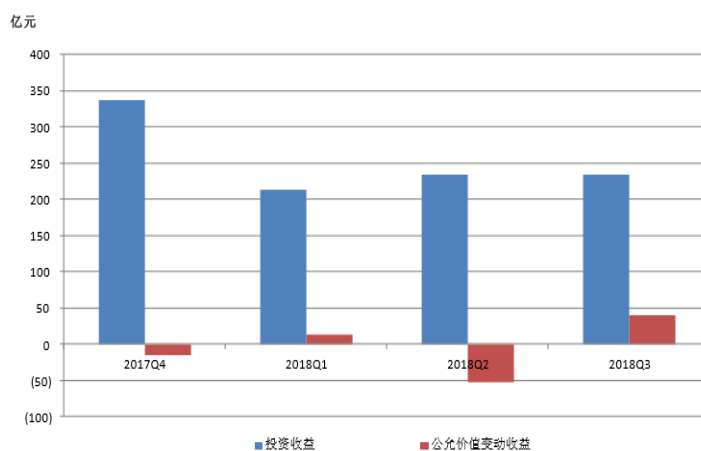
资料来源：中国证券业协会，山西证券研究所

4.2 自营业务：多策略，多资产配置平滑业绩

证券公司自营业务的盈利模式较为传统，主要通过权益类投资和固定收益投资来赚取价差或利差，收益的波动性非常大，是证券公司呈现周期性的最重要因素之一。由于二级市场的波动及新的会计准则实施，自营业务对券商业务影响不断加大。近几年股指期货、国债期货、利率互换等金融衍生工具陆续出现，丰富了证券公司的交易工具，通过跨境联动、多策略、多资产配置，多对冲手段，能更好的平滑资产市场的波动影响，降低风险敞口，降低市场波动对自营业绩的影响，有望形成可持续的盈利模式。

按 2018 年第三季度末市值统计，证券投资规模为 24,423.28 亿元，与 2017 年末相比增加 21.28%。其中权益类市值比上年末下降 22.06%，受益于债券市场大幅反弹，固定收益类市值大幅增长 34.91%。

图 8 证券公司投资收益及公允价值变化



数据来源：中国证券业协会，山西证券研究所

4.3 投行业务：IPO 标的价值取向变化，投行业务向头部券商集中

IPO “堰塞湖”一直是 A 股的一个棘手问题。2017 年，IPO 常态化和从严审核之后，“堰塞湖”逐步解决。虽然今年新股发行放缓，但年初的

上百家企业撤材料，排队家数变少。截至 2018 年 12 月 13 日，证监会受理首发及发行存托凭证企业 278 家，其中已过会 35 家，未过会 243 家。未过会企业中正常待审企业 234 家，中止审查企业 9 家。

2018 年，募资大幅缩减。总计募集资金 507 家，同比下降 53.99%；募资金额 12025.52 亿元，同比下降 30.17%。其中，通过 IPO 公司家数 105 家，同比下降 76.03%；募集资金 1378.15 亿元，同比下降 41.11%。增发募集家数 265 家，同比下降 50.93%；募集资金 7443.69 亿元，同比下降 41.41%。

IPO 发审从严、拥抱新经济。2018 年共审核首发企业 199 家，其中通过 111 家，通过率为 55.78%；未通过 59 家，占比达到 26.65%；暂缓表决和取消审核家数合计达 29 家，占审核企业总数的 14.57%，监管依然从严。**如果算上年初很多拟上市企业撤材料，IPO 的通过率更低。**

为了鼓励优秀企业在 A 股上市融资，监管层为独角兽开启了 IPO 快速通道，完成了三只独角兽的上市融资：工业富联（2 月 1 日递交上市 IPO 申请，3 月 8 日便成功过会）、宁德时代（2018 年 6 月 11 日上市）、药明康德（2 月 2 日报送更新后的招股说明书，3 月 27 日顺利过会），募集资金总额 348.33 亿元。

IPO 标的价值取向变化，投行业务向头部券商集中。创新型企业对中国的经济、科技力量有显著的正面效应，政策鼓励创新型企业优先、加速上市；同时，证监会、深沪交易所密切地对互联网、智能制造、生物医药、生态环保等四大行业的企业进行调研，以了解企业的发展历程和所掌握的核心科技技术，以及对接企业融资诉求。头部券商在承揽承销能力、项目储备均有显著优势，无论是债券承销、股票承销，独角兽企业或者其他“四新”企业融资，都领先行业。

表 5 2017 年和 2018 年一级市场募资情况

	集资金额合计		IPO 统计		增发统计	
	募集家数(家)	募集资金(亿元)	首发家数(家)	首发募集资金(亿元)	增发家数(家)	增发募集资金(亿元)
2018	507	12,027.52	105	1,378.15	265	7,443.69
2017	1,102	17,223.86	438	2,301.09	540	12,705.31

同比变化 -53.99% -30.17% -76.03% -40.11% -50.93% -41.41%

数据来源：wind，山西证券研究所

表 6 2018 年投行业务审批情况

类型	通过情况			未通过情况		其他情况	
	审核公司总家次	家次	占比 (%)	家次	占比 (%)	家次	占比 (%)
全部	463	340	73.43	80	17.28	43	9.29
首发	199	111	55.78	59	29.65	29	14.57
并购重组	143	122	85.31	17	11.89	4	2.8
可转债	107	95	88.79	4	3.74	8	7.48
配股	13	12	92.31	0	0	1	7.69
发行 CDR	1	0	0	0	0	1	100

数据来源：wind，山西证券研究所

表 7 独角兽上市情况统计

代码	简称	上市日期	募集资金总额/亿元	主承销商
601138.SH	工业富联	2018-6-8	271.20	中金公司
300750.SZ	宁德时代	2018-6-11	54.62	中信建投 高盛高华 兴业证券
603259.SH	药明康德	2018-5-8	22.51	华泰联合 国泰君安

数据来源：wind，山西证券研究所

表 8 IPO 承销规模前十的上市券商

机构名称	承销金额	承销家数	发行费用
中金公司	368.09	8	7.44
华泰联合证券	194.85	10	6.76
中信建投	132.25	9	4.07
中信证券	127.76	11	4.68
招商证券	78.76	8	2.82
国信证券	45.22	2	1.97
广发证券	37.95	7	2.87
国泰君安	28.69	4	2.06
兴业证券	27.99	4	1.05

数据来源：choice，山西证券研究所

4.4 资管业务：全面拥抱主动管理

资管新规实施以来，资管业务基金化转变为投研能力的竞争。很多券商已持有或积极申请公募牌照，通过出资设立公募基金公司，成立资产管理子公司并由子公司申请公募基金牌照，或者是直接由券商申请公募基金资格，建立大资管条线管理。目前许多资管子公司充分发挥主动管理能力，成为证券公司重要的利润增长点。

2018 年前三季度，证券公司通道类资管规模持续收缩。截至 2018 年第三季度末，全行业受托资金 14.82 万亿元，比上年末减少 14.17%，主要是定向资管以及集合资管受托资金规模下降所致，分别下降 17.19%、12.47%，专项资管适应政策环境，受托资金规模比上年末增加 9.59%。从收入来看，2018 年前三季度资产管理业务净收入 203.01 亿元，同比下降 4.94%，在营业收入中占比 10.72%。

表 9 证券公司主动管理资产月均规模前二十名（2018 年前三季度）

排名	公司名称	主动管理资产 2018 年 Q3 月均规模（亿元）	排名	公司名称	主动管理资产 2018 年 Q3 月均规模（亿元）
1	中信证券	6043.75	11	东方资管	1039.82
2	国泰君安资管	3006.22	12	招商证券	957.45
3	广发资产	2537.86	13	安信证券	842.17
4	华泰资管	2217.27	14	海通资管	833.20
5	中信建投	1560.04	15	中银国际	776.60
6	华融证券	1502.20	16	财通资管	761.02
7	申万宏源	1443.12	17	天风证券	721.83
8	中金公司	1334.06	18	银行金汇资管	719.73
9	光大资管	1127.84	19	长江资管	692.44
10	中泰资管	1083.23	20	长城证券	608.73

数据来源：中国基金业协会，山西证券研究所

五、投资建议：行业估值底部，政策预期向好

基于上述分析，我们预测 19 年业绩小幅增长。根据上述对行业发展前景的判断，我们对 2018 年收入与净利润在假设下进行了预测，预测结果分别为 2752.59 和 825.78 亿元，具体假设如下：

- 经纪：因流动性风险有所缓解，交易量小幅上行，增长 10%，佣金率企稳；
- 投行：排队家数大幅降低，但 2019 年科创板推出的几率很大，预计 19 年投行业务收入提升 10%；
- 资管：主动管理成为行业共识，通道业务继续萎缩，预计资管规模将持续下降，预计通道业务资管规模下滑 50%；集合资管规模增长 5%，券商资管收入增速 10%；
- 自营：政策推动市场预期向好，假设权益类投资小幅增长 5%，固定收益类增长 20%；
- 信用业务：假定两融余额与今年基本持平，股权质押业务规模下滑 30%。

从 2015 年 6 月至今，券商板块一路下行，其间只有短暂的投资机会，2018 年 10 月，券商板块整体市净率逼近 1 倍，创出新低，有 12 支券商股“破净”。展望 2019 年，全球经济的不确定性依然很大，中美贸易战的走向对于 A 股和证券板块的影响不言而喻，深化资本市场改革，扩大资本市场对外开放水平依然是防范金融风险、提高证券行业核心竞争力的长期之道。证券板块依然是政策驱动型的阶段性机会。

图 9 证券板块市净率处于历史低位



数据来源：wind，山西证券研究所

由于监管政策方向以及券商业绩与净资本的高度相关性，头部券商在成本控制、风险管理及业务多元化等具有明显优势，未来券商业绩分化趋势继续存在。建议投资者关注头部券商。

5.1 中信证券（60030.SH）：龙头地位稳固，战略调整，风险可控

➤ 财富管理转型，代销金融产品规模显著增长；自营业务表现突出，逆市大幅增长；主动管理彰显实力，华夏基金管理规模同比增长；境外子公司贡献率提升，投行项目储备丰富；战略调整，主动缩减股权质押融资规模。

➤ **盈利预测与估值：**预计公司 2018-2020 年实现营业收入 370.08 亿元、391.04 亿元、433.97 亿元，归属于母公司股东净利润 103.54 亿元、111.57 亿元、129.68 亿元，同比增长（-13.34%）、7.62%、16.31%；每股净资产分别为 12.40/12.77/14.80 元。

表 10：中信证券财务预测表

报表预测				
利润表	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	432.92	370.08	391.04	433.97
手续费及佣金净收入	189.57	172.45	186.19	217.66
其中：代理买卖证券业务净收入	80.45	63.04	68.02	79.89
证券承销业务净收入	44.06	41.37	44.75	51.09
受托客户资产管理业务净收入	56.95	68.03	73.42	86.69
利息净收入	24.05	16.01	15.22	16.40
投资净收益	124.75	124.26	114.01	130.09
其他业务收入	85.35	57.36	75.63	69.82
营业支出	270.43	232.03	242.28	261.05
利润总额	161.74	138.05	148.76	172.92
所得税	41.96	34.51	37.19	43.23
净利润	119.77	103.54	111.57	129.69

减：少数股东损益	5.44	4.45	4.93	5.66
归属母公司股东净利润	114.33	99.08	106.64	124.03
资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E
1、资产				
货币资金	1055.70	925.31	840.10	794.82
交易性金融资产	1781.54	1907.57	1996.69	2055.32
应收票据及账款	216.62	248.88	254.22	265.05
混业经营金融类资产	2233.21	2344.87	2462.11	2585.22
流动资产合计	5287.06	5426.63	5553.12	5700.41
长期股权投资	85.86	85.86	85.86	85.86
金融资产投资	592.27	625.18	602.58	583.65
投资性房地产	8.72	8.72	8.72	8.72
固定资产	82.65	172.97	363.19	761.36
无形资产	34.47	32.08	29.40	27.15
商誉	102.81	103.51	103.81	103.73
其他非流动资产	61.92	61.92	65.02	68.27
非流动资产合计	968.69	1090.23	1258.56	1638.72
资产总计	6255.75	6516.87	6811.68	7339.13
2、负债				
短期借款	59.91	59.91	59.91	59.91
交易性金融负债	464.52	464.52	464.52	464.52
应付票据及账款	433.73	433.73	433.73	433.73
混业经营金融类负债	2248.37	2473.20	2720.52	2992.58
其他流动负债	133.93	140.62	147.65	155.04
流动负债合计	3340.45	3571.99	3826.34	4105.77
长期借款	11.22	11.22	11.22	11.22
应付债券	1062.20	1062.20	1062.20	1062.20
长期应付款	214.32	203.60	193.42	183.75
专项应付款	30.32	28.80	27.36	25.99
预计负债	4.42	4.42	4.42	4.42
其他非流动负债	61.39	64.46	67.69	71.07
非流动负债合计	1383.87	1374.70	1366.31	1358.65
负债合计	4724.32	4946.69	5192.65	5464.43

3、股东权益				
股本	121.17	121.17	121.17	121.17
资本公积金	544.46	544.46	544.46	544.46
历史期累积留存收益	832.37	904.55	953.41	1209.08
预测期累积留存收益				
归属母公司股东的权益	1497.99	1502.63	1547.43	1792.92
少数股东权益	33.44	67.55	71.61	81.78
股东权益合计	1531.43	1570.17	1619.04	1874.70
负债和股东权益合计	6255.75	6516.87	6811.68	7339.13

5.2 华泰证券（601688.SH）：引入战投，混改提升活力

➤ 引入阿里、苏宁等战略投资者，混改方案获批，增强公司活力；财富管理转型佼佼者，持续领跑行业；投行地位巩固提升，ABS 发力带动资管业务；AssetMark 市场份额提升，华泰金控推进国际业务；发行 GDR 并在伦敦证券交易所上市国内获批，资本实力有望进一步增强。

➤ **盈利预测与估值：**预计公司 2018-2020 年净利润分别为 59.43 亿元、62.31 亿元、74.68 亿元，同比增长（-37.61%）、5.51%、19.47%；每股净资产分别为 12.12/12.21/12.79 元。

表 11：华泰证券财务预测表

报表预测				
利润表	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	211.09	168.26	177.07	197.02
手续费及佣金净收入	86.82	76.80	82.58	95.47
其中：代理买卖证券业务净收入	42.10	29.75	30.16	32.94



证券承销业务净收入	20.39	21.69	25.80	31.74
受托客户资产管理业务净收	23.06	25.36	26.62	30.78
利息净收入	36.00	18.36	19.67	20.87
投资净收益	89.09	71.48	72.79	78.77
其他业务收入	2.22	1.62	2.03	1.91
营业支出	102.60	89.02	93.99	97.46
利润总额	115.85	79.23	83.09	99.57
所得税	21.77	19.81	20.77	24.89
净利润	94.08	59.43	62.31	74.68
减：少数股东损益	1.31	1.55	1.25	1.72
归属母公司股东净利润	92.77	57.88	61.07	72.95
资产负债表	2017A	2018E	2019E	2020E
1、资产				
货币资金	830.02	737.69	662.07	626.69
交易性金融资产	845.50	938.90	913.98	924.26
应收票据及账款	19.80	27.69	37.35	44.32
混业经营金融类资产	1460.70	1533.73	1610.42	1690.94
流动资产合计	3156.02	3238.01	3223.81	3286.21
长期股权投资	88.96	88.96	88.96	88.96
金融资产投资	445.83	464.40	471.47	478.17
投资性房地产	8.45	8.45	8.45	8.45
固定资产	37.37	39.16	41.02	42.98
无形资产	51.38	47.91	44.69	41.67
商誉	19.72	18.59	17.53	16.53
其他非流动资产	7.10	6.60	6.93	7.28
非流动资产合计	658.80	674.07	679.04	684.03
资产总计	3814.83	3912.08	3902.85	3970.25
2、负债				
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
交易性金融负债	143.81	143.81	143.81	143.81
应付票据及账款	336.86	336.86	336.86	336.86
混业经营金融类负债	939.31	864.13	828.23	811.45
其他流动负债	36.46	41.66	39.33	41.42



流动负债合计	1456.44	1386.46	1348.24	1333.55
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
应付债券	771.98	771.98	771.98	771.98
长期应付款	64.45	61.23	58.17	55.26
专项应付款	23.83	22.64	21.51	20.43
预计负债	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动负债	612.22	642.83	674.97	708.72
非流动负债合计	1472.48	1498.68	1526.63	1556.39
负债合计	2928.93	2885.13	2874.86	2889.94
3、股东权益				
股本	71.63	71.63	71.63	71.63
资本公积金	458.21	458.21	458.21	458.21
历史期累积留存收益	343.53	497.11	498.15	550.47
预测期累积留存收益				
归属母公司股东的权益	873.36	1000.18	1007.41	1055.42
少数股东权益	12.54	26.77	20.57	24.89
股东权益合计	885.90	1026.95	1027.99	1080.31
负债和股东权益合计	3814.83	3912.08	3902.85	3970.25

六、风险提示

- 证券市场景气度波动
- 行业竞争加剧风险
- 从严监管超出预期

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5%~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。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。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。