



正是改革好风景，beta属性双重受益
——证券行业2019年投资策略

戴志锋 CFA 中泰银行业首席分析师，金融组组长

执业证书编号：S0740517030004

陆韵婷 中泰非银首席分析师

执业证书编号：S0740518090001

高崧 中泰非银研究助理

中泰证券研究所

2019年1月5日

中泰证券研究所
专业|领先|深度|诚信

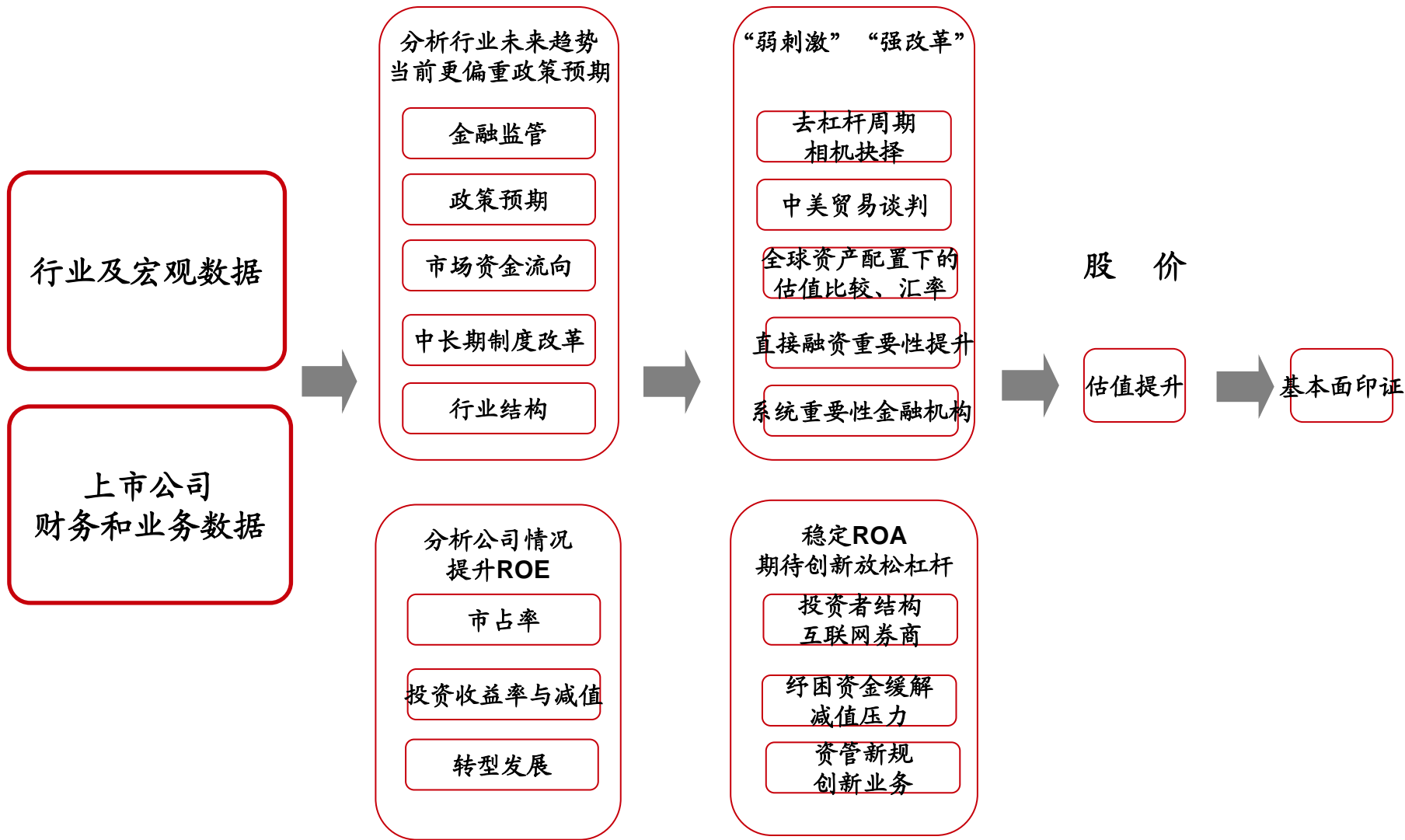
投资要点

- 我们认为，2019年宏观存在下行预期，监管“相机抉择”继续宽松概率加大，“刺激+改革”双管齐下，政策推动行业边际改善，板块低估值且具有高beta属性，具备较强配置价值！
- 自上而下看多板块：1) 18年流动性宽松环境已经形成，未来经济下行预期下，“相机抉择”下继续宽松概率增大，监管政策预计“弱刺激”“强改革”并行推进；2) 资本市场改革重要性提升，包括回购、民企纾困、并购重组、科创板等短中长期改革持续推进，券商业务迎来机遇：
- 估值V.S.基本面均具备空间：1) 政策周期推动券商估值修复，估值改善先于基本面，目前行业PB处于历史底部，2018年至今行业PB中枢仅1.4倍，相比近10年中枢2倍存在上移空间。2) 18年受投行股权承销低迷、股票质押减值计提增加行业业绩整体承压，19年股质迎来纾困资金，边际下行因素缓解，持续看好科创板注册制预期下龙头券商投行规模回升，关注股指期货及期权市场环境改善，自营衍生品业务有望回暖。
- 个股选择，对标海外，把握龙头：1) 对标高盛，关注具备机构客户优势+衍生品业务空间的中信证券；2) 对标嘉信，关注成功获取公募牌照，提升资管业务发展的潜力与空间的东方财富；3) 对标野村，关注深度挖掘客户需求+具有并购重组传统优势的华泰证券。
- 风险提示：资金募集不及预期；二级市场大幅下滑；监管政策发生超预期变化。

目录

- 一、自上而下看多板块：“弱刺激”“强改革”，行业beta属性强，期待改善
- 二、估值V.S.基本面均具备空间：政策推动估值提升优先，股质风险暴露，基本面触底
- 三、个股选择，把握龙头：借鉴全球视野下的投行经验，短期机构服务+创新业务提升ROA，中长期看好龙头现代化投资银行竞争力

关注资本市场改革，自上而下的证券行业分析框架



来源：中泰证券研究所

2018年回顾：资管新规落地，股质风险暴露，“政策底”确认

- ▶ **资管新规**：427资管新规正式落地，721私募资管配套落地，1130大集合确认转型发展，券商资产管理业务转型持续推进，规模收缩，关注公募业务及ABS发展。
- ▶ **股票质押风险**：2月市场大幅调整，股质业务新规叠加资管新规通道资金收缩，信托股质风险暴露，随后6月、10月中美贸易争端下市场大幅调整，券商股质压力增大，规模收缩、龙头减值计提增加，10月18日，高层发声+多政策合力“纾困”，“政策底”确认，券商减值计提压力有望缓解；
- ▶ **投行IPO通过率低迷**：年初至今IPO审核通过率55%，同比下降12个百分点，CDR+科创板预期下，业务集中度持续提升。
- ▶ **创新业务**：801场外期权一、二级交易商落地，业务回归常态化，1130股指期货松绑，创新业务趋势回暖，期待深圳ETF期权品种上市，券商经纪、做市提升整体ROE。

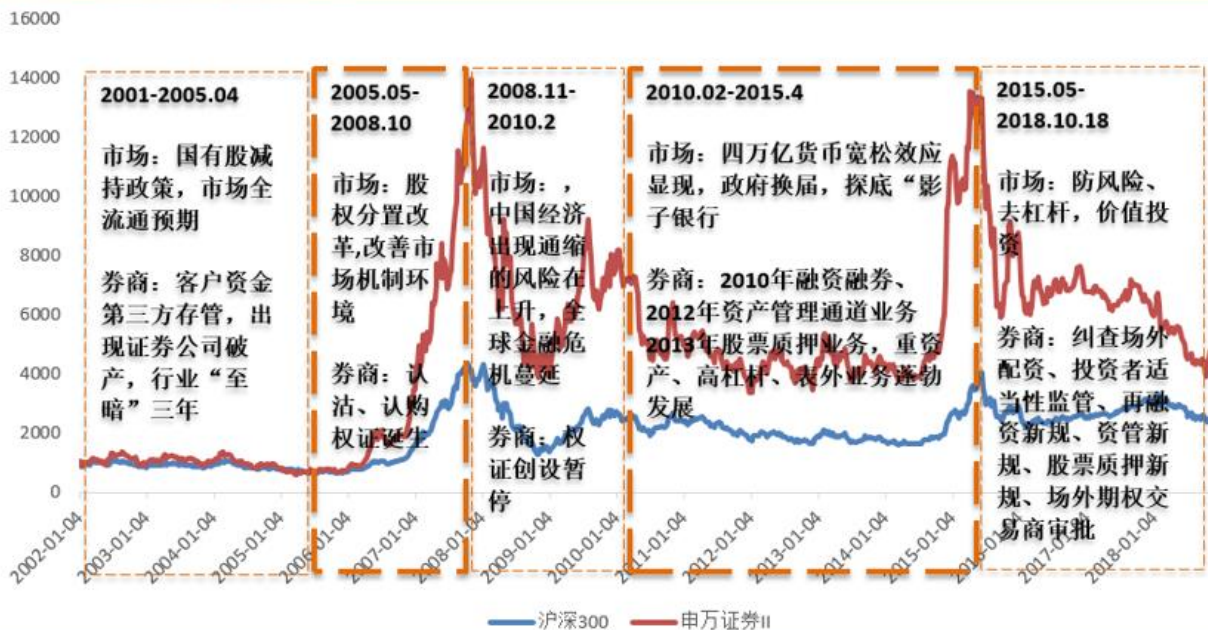
2019年展望：“弱刺激” “强改革”，看好板块beta属性

- ▶ **监管政策弱刺激强改革，19年将继续边际放松：**流动性宽松环境已经形成，经济下行预期下，未来“相机抉择”继续宽松概率增大；
- ▶ **四大类改革政策推动：**1) 回购：股价“稳定器”增强投资者信心，加强信息披露防范道德风险；2) 纾困计划：政府+金融机构+社会化募资拟出资超过8000亿元，期待投资落地加速；3) 并购重组：防范炒作+商誉“圈套”，服务中长期产业升级；4) 科创板试点注册制，投行定价能力提升，打造现代化投资银行体系；
- ▶ **行业基本面触底，政策托底效应逐步显现，估值及配置均处于低位，存在改善空间：**1) 存量经纪业务要强调客户二次开发和高端客户结构占比提升。2) 投行业务中长期仍是方向：随着多层次资本市场的建设推进，我国直接融资占比会持续提升，龙头券商投行业务优势有望继续凸显；3) 资管业务强调主动管理，关注具备公募业务潜力券商；4) 创新业务：看好龙头资产负债表空间。

自上而下看行业：受益于政策推动，风险偏好提升做多市场beta

►政策对市场及券商的影响高度一致，期待创新环境改善下的市场风险偏好提升。我们认为，1) 以史为鉴，从2000“至暗三年”为新起点，看市场及券商目前处于第3轮政策周期，1018政策底已确定，19年有望成为严、松过渡期，以资本市场深化改革为主线，政策推动下市场具备风险偏好提升预期，券商作为市场beta，具备做多条件；2) 与过去单纯政策“刺激”不同，本轮“弱刺激”“强改革”存在相机抉择机制，“影子银行”、股票质押等信用派生业务存量杠杆问题需要时间化解，因此大幅宽松概率较小，但以风险对冲为根本的衍生品类业务创新仍具备机遇。

图表：政策宽、严对券商估值影响显著

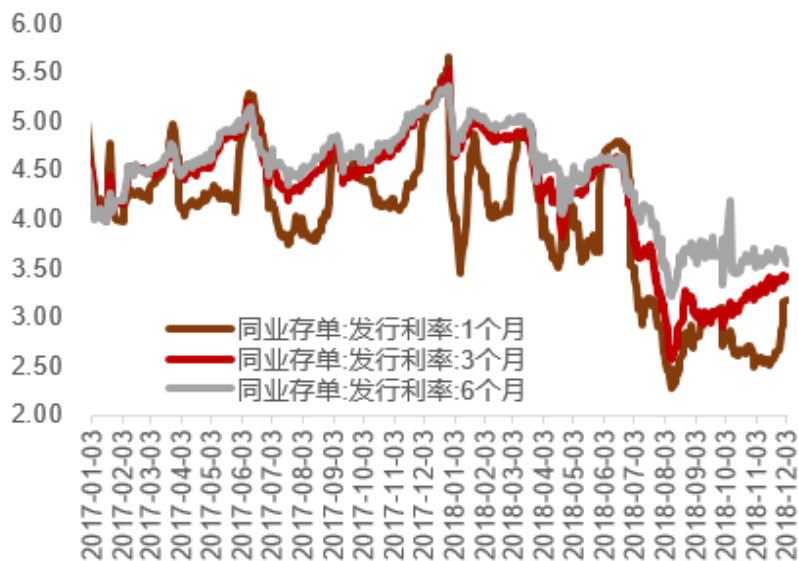


来源：wind，中泰证券研究所

宏观：流动性宽松环境已经形成，经济下行预期下，继续宽松概率增大

- ▶ 宽货币政策下，当前流动整体较为宽松，政策推动市场风险偏好提升。年内四次定向降准，向市场释放流动性约2.15万亿。10月18日以来政策面暖风频吹，多方出资缓解上市公司股票质押风险，科创板、沪伦通、股指期货松绑、外资控股券商等信号持续提升A股风险偏好。
- ▶ 19年经济下行压力加大已形成一致预期，结合10月18日以来政策转向力度与速度，“相机抉择”下流动性将继续维持相对宽松。美国加息预期较之前有所改善，国内我们类比14年情况，我们认为后续存在继续降准、降息可能性均存在，若经济持续走弱，降息下信用通道有望打开，宽货币到传导到宽信用，对市场改善幅度进一步增大。

图表：当前流动性相对宽松，后续有望维持



来源：wind，中泰证券研究所

图表：类比14年GDP增速下行，存在双降可能性



来源：wind，中泰证券研究所

监管：“弱刺激” “强改革”，市场改革推进，创新环境改善

▶经济越来越弱+改革越来越多，监管边际放松趋势持续确定。我们认为，本轮政策转向是防范系统性风险为前提，因此短期弱刺激难改经济下滑大趋势，EPS下行同时追求相对稳健，那么监管政策需要持续释放制度红利，提升市场的信心。

图表：非银机构救市政策一览

10月12日-22日，放开并购重组：

- 1) 证监会对《关于上市公司发行股份购买资产同时募集配套资金的相关问题与解答》；
- 2) 《关于并购重组审核分道制“豁免/快速通道”产业政策要求的相关问题与解答》；
- 3) IPO被否企业筹划重组上市的间隔期从3年缩短为6个月；
- 4) 鼓励私募股权基金参与企业并购重组、债转股以及股权融资，有效防范股权质押风险。

10月19-11月9日，金融机构专项资管计划，缓解股权质押风险：

- 1) 10月19-26日，允许保险资金设立专项产品参与化解上市公司股票质押流动性风险，不纳入权益投资比例监管；
- 2) 10月22-11月2日，11家券商自有资金出资255亿设立纾困资管计划。

11月5日，设立科创板并试点注册制：

- 1) 11月5日，习总书记在进博会开幕致辞提到，将在上交所设立科创板，并试点注册制；
- 2) 新华社表示，科创板补齐资本市场服务科技创新的短板循序渐进试点注册制激发市场活力；
- 3) 科创板将对交易机制进行创新，2019年上半年推出是大概率事件。

10月26日-11月9日，鼓励上市公司回购，前后期资金给予支持：

- 1) 国常会审议通过关于修改《中华人民共和国公司法》的决定，对股份回购的规定进行了专项修改；
- 2) 三部委下发《关于支持上市公司回购股份的意见》。

11月30日-11月1日：印花税+优化交易监管：

- 1) 印花税法征求意见稿发布：印花税率调整由国务院决定并向全国人大常委会备案；
- 2) 优化交易监管。减少交易阻力，增强市场流动性。减少对交易环节的 unnecessary 干预，让市场对监管有明确预期，让投资者有公平交易的机会。

10月-11月，继续全方位扩大开放：

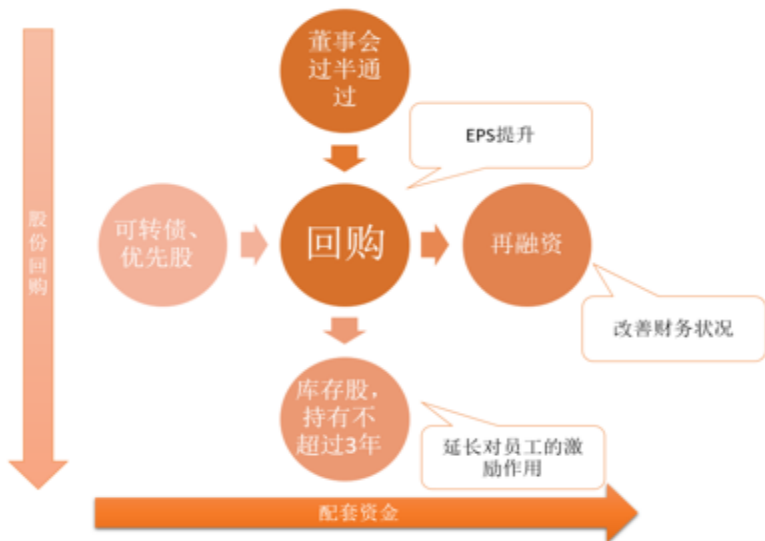
- 1) 沪伦通准备就绪，预计12月初上线；
- 2) 与日本签署，《促进两国证券市场合作的谅解备忘录》；
- 3) 首家外资控股券商花旗瑞银证券，同时拟控股公募基金国投瑞银；
- 4) 中国证监会与新加坡金管局在上海召开第三届中新证券期货监管圆桌会，12月2日，中金所松绑股指期货。

来源：银保监会，证监会，上交所，中泰证券研究所

监管政策之回购：股价“稳定器”增强投资者信心

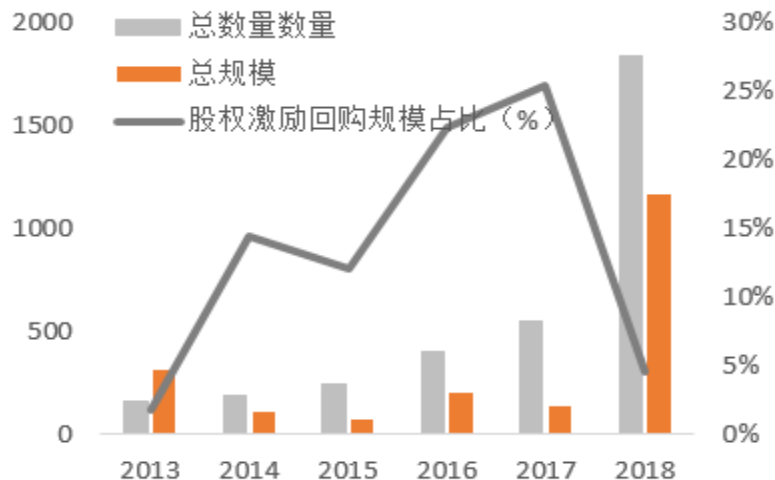
- 回购是成熟资本市场增强投资者信心的有效工具，中长期激励机制+融资体制向欧美靠拢或改善A股局面。
- 短期来看，立法+证监会。协会多份文件已明确优化决策程序提高主动市值管理积极性，同时打造了较为完整的资金链闭环，谋求帮助上市公司实现“涨价改善基本面”的目标，并探索分红功能，增强投资者信心。短期刺激效果显著，公司法修改后，日均交易金额3.78亿元，为之前的2.4倍。
- 长远来看，对标美股，我们认为，1) 从公司治理角度，回购使得管理层/合伙人考核、期权、薪酬均与市值管理挂钩的，主动市值管理动力强劲，目前我国国有企业面临动力不足等问题，激励机制或将成为改革的关键点，好企业与好股票匹配程度有望提升；2) 从融资结构角度，回购有利于提高直接融资效率，配套并购重组的审批放开、上交所设立科创板试点注册制，期待后续融资体制对短期政策刺激效果的巩固。

图表：回购流程图预判



来源：中泰证券研究所

图表：主动回购占比仍然较低

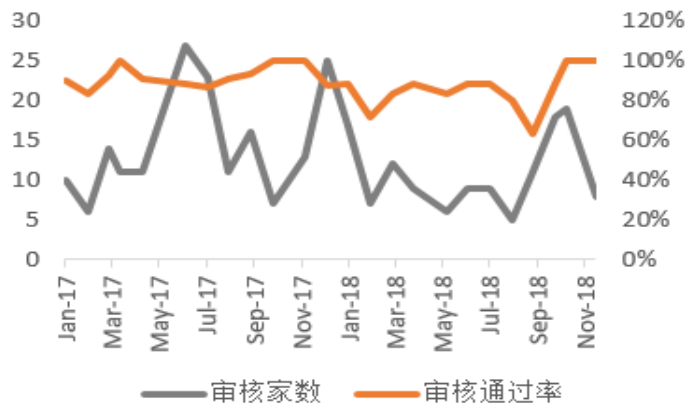


来源：choice, 中泰证券研究所

监管政策之并购重组：中长期来看有利于供给侧改革产业整合以及新兴产业的外延式扩张。

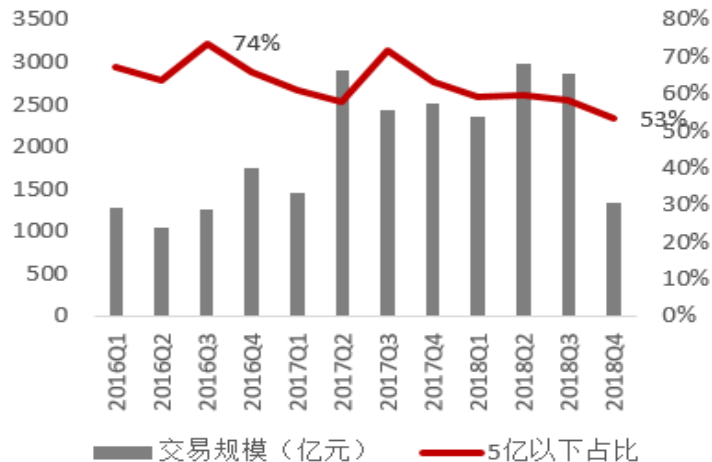
- ▶ 中长期来看，并购重组是供给侧改革、产业升级发展的优质路径。
- ▶ 短期来看，并购重组政策改革目前相比回购以及纾困资金，效果较弱，主要原因在于市场对炒壳的担忧以及历史遗留的大规模商誉减值问题，截止Q3，上市公司商誉1.45万亿，商誉占净利润比重由2008年的不足7%增长至40%，证监会下发会计风险提示第8号-商誉减值，上市公司过去通过忽悠式并购的资本运作将面临较大压力。
- ▶ 长远来看，1) 并购重组是企业发展壮大有效路径，通过收购兼并走工业化成长道路，优质企业壮大，有利于国家战略的践行；2) 有利于科技领域、民营企业利用并购实现智力创造。从美国前五大科技龙头发展历程来看，过去10年间其合计年均收购在40家以上，通过收购不断完善战略布局，强化平台作用，推动公司持续发展的运作体系得到有效验证，我国科技发展未来将持续提速，运作模式值得借鉴。

图表：2018年9月以来并购重组审核提速，11月通过率回归100%



来源：wind，中泰证券研究所

图表：小额并购重组占比具有回升空间



来源：wind，中泰证券研究所

监管政策之股指期货：券商创新业务趋势回暖

▶ **股指期货再次松绑，释放资本市场创新发展，进一步对外开放信号，券商创新业务回暖**

▶ **短期来看：**降低交易成本将有效提振投资者情绪，改善流动性，为海内外量化资金提供更有竞争力市场环境，同时开仓幅度调整超预期放开利好对冲策略，日内开仓最大市值容量提升至5亿，量化对冲产品数量有望增多，股指期货常态化发展发挥市场稳定器作用：

▶ **长期来看：**对券商直接收入贡献有限，创新趋势回暖，IB发挥营业部优势扩大返佣分成、自营受益于潜在标的品种增多，做市业务收入空间增大，8月个股期权一、二级交易商确认以来，交易小幅回升，我们认为，券商创新业务有望趋势回暖，ROE存在改善预期。

图表：券商期货子公司对合并净利润贡献

上市券商简称	期货子公司	持股比例	期货子公司净利润 (亿元)	对合并净利润 贡献
山西证券	格林大华期货	100%	0.86	78%
东吴证券	东吴期货	93.80%	0.10	34%
财通证券	永安期货	33.50%	5.53	32%
方正证券	方正中期期货	90.62%	0.50	22%
国海证券	国海良时期货	83.84%	0.23	19%
东北证券	渤海期货	96%	0.43	17%
浙商证券	浙商期货	100%	0.53	13%
长江证券	长江期货	93.56%	0.49	12%
光大证券	光大期货	100%	0.89	9%
中国银河	银河期货	83.32%	1.32	8%
华安证券	华安期货	92.04%	0.22	8%
兴业证券	兴证期货	97.18%	0.50	7%
申万宏源	中银万国期货	96.22%	1.15	5%
东方证券	宏源期货	100.00%	0.49	2%
第一创业	东证期货	100%	0.36	5%
国泰君安	第一创业期货	100%	0.03	4%
东兴证券	国泰君安期货	100%	1.74	4%
中信建投	东兴期货	100%	0.25	4%
招商证券	中信建投期货	100%	0.71	4%
海通证券	招商期货	100%	0.74	4%
中原证券	海通期货	66.67%	1.70	4%
国元证券	中原期货	51.36%	0.10	4%
中信证券	国元期货	98.41%	0.09	4%
华西证券	中信期货	93.47%	1.85	3%
西南证券	华西期货	100%	0.16	3%
国金证券	西南期货	100%	0.09	3%
广发证券	国金期货	100%	0.15	3%
华泰证券	广发期货	100%	0.69	2%
南京证券	华泰期货	60%	1.00	2%
国信证券	南京证券	79.60%	0.04	2%
西部证券	国信证券	100%	-	-
	西部期货	100%	-0.06	-2%

来源：公司公告，中泰证券研究所

监管政策之科创板：制度改革创新实践，投资银行迎来机遇与挑战

- ▶经济工作会议召开，资本市场改革重要性提升，推动设立科创板并试点注册制尽快落地，地方企业征集积极推进中：除上海地区前期密集调研外，12月14日西安市金融办发布了“龙门行动”计划之遴选“科创板”上市企业征集令；
- ▶我们认为，科创板作为发行、上市、信息披露、交易、退市、投资者适当性等基础制度改革的土壤，其发展有利于我国资本市场制度创新进一步完善，同时对现代化投资银行，尤其是券商定价能力的提出挑战，龙头券商人才与资源实力相对雄厚，有望借助直投业务、投行业务协作，实现创新发展。

图表：中国资本市场建设进程



来源：wind，中泰证券研究所

图表：2008-2018 中国科技公司境外上市数量持续增长



来源：21世纪数据，中泰证券研究所

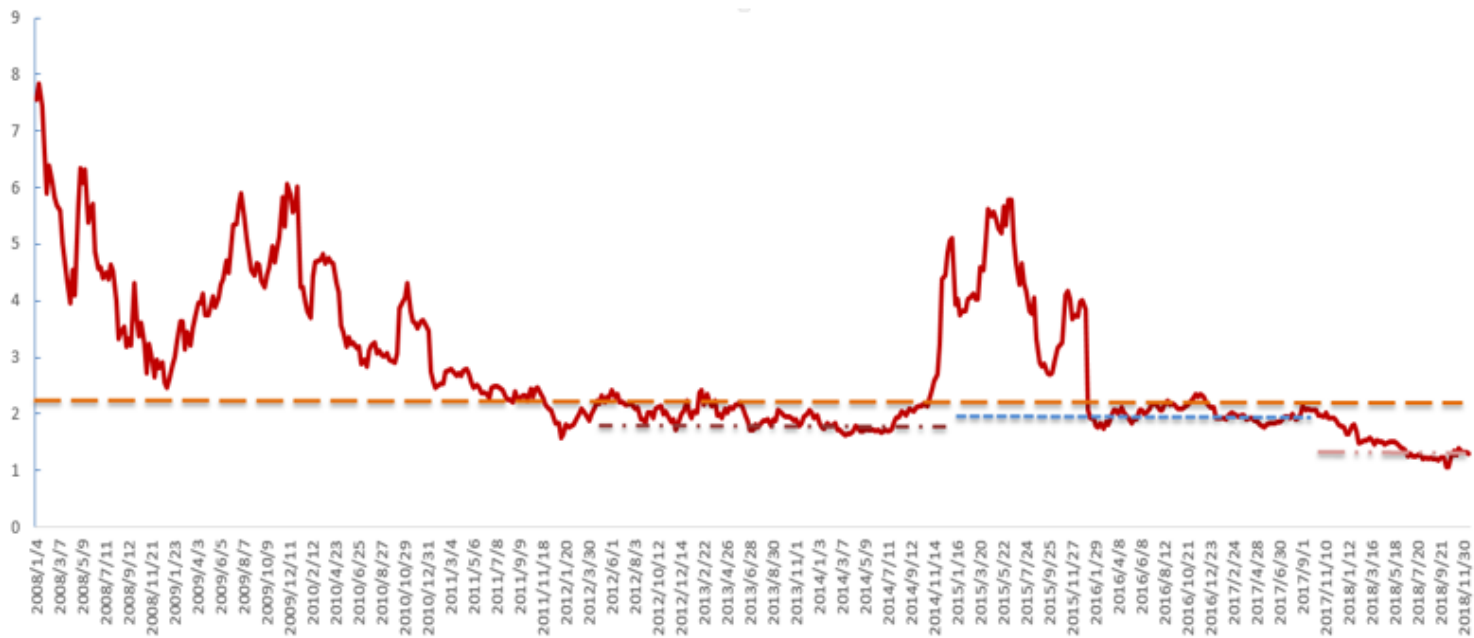
目录

- 一、自上而下看多板块：“弱刺激” “强改革”，行业beta属性强，期待改善
- 二、估值V.S.基本面均具备空间：政策推动估值提升优先，股质风险暴露，基本面触底
- 三、个股选择，把握龙头：借鉴全球视野下的投行经验，短期机构服务+创新业务提升ROA，中长期看好龙头现代化投资银行竞争力

估值：处于10年中枢底部，风险暴露时间换空间，存在修复空间

- 政策周期推动估值修复，估值改善先于基本面：证券行业基本面与资本市场高度关联，而估值受监管政策周期影响较大，总体呈现先估值后基本面态势；
- 目前处于PB处于历史底部。回顾过去10年证券板块估值情况，PB中枢为2.2倍，最小值1.1倍，以牛熊周期拆分对比，2012-14年牛市前期，行业PB中枢为2倍，最小值1.6倍，2015-17年牛市后期，PB中枢基本稳定为2.1倍，最小值小幅提升至1.7倍，我们认为，券商估值中枢整体稳定在2-2.2倍之间，而2018年至今，行业PB中枢仅1.4倍，年内创历史最低估值，最新估值1.3倍，我们认为，随着纾困资金对于股票质押风险的缓解、资管“影子银行”规模缩减回归合理补充，行业风险暴露改善，估值中枢存在上移空间。

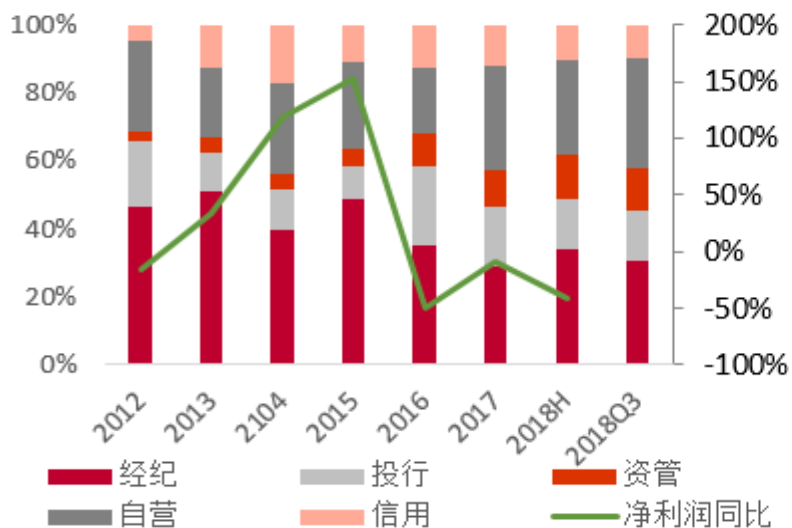
图表：2008-2018 券商PB 估值中枢2.2倍，18年1.4倍，处于区间底部



基本面：类信用业务风险随去杠杆推进逐步暴露，防风 险基调下，19年有望边际改善

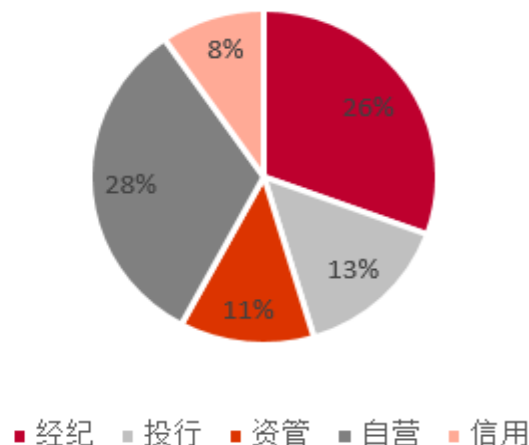
- ▶回顾18年，去杠杆进入实操，券商业绩整体承压：资管通道业务缩减、股质风险集中暴露、衍生品等创新业务相对谨慎，市场三轮震荡中券商经纪、自营难以大幅改善，投行受市场供给调节股权承销承压：截止2018Q3，行业实现净利润496.55亿元，相比17H仍-10%，其中利息净收入相比17H-21%，10月市场大幅下挫后，券商信用减值计提压力提升，预计对全年仍有影响。
- ▶展望19年，关注股权承销改善、对外开放下增量资金对经纪正面影响。1) 科创板有望带来投行核心竞争力变革，融资结构改善，直接融资重要性提升，发行、回购、并购重组多业务机遇，市场化的定价能力、系统性服务将成为核心，同时注册制试点，审核效率提升，投行收入周期有望缩短；2) 对外开放持续推进，券商创新业务趋势回暖，沪伦通开通在即，MSCI、富时罗素指数纳入，券商在发行、跨境转换与做市、经纪等三大业务均有机遇；3) 股票质押风险缓解：金融机构+地方政府资金纾困资金已超8000亿元，券商信用业务压力有所减缓；

图表：行业收入结构 (2012-2018Q3)



来源：中证协，中泰证券研究所

图表：行业2018Q3 收入结构

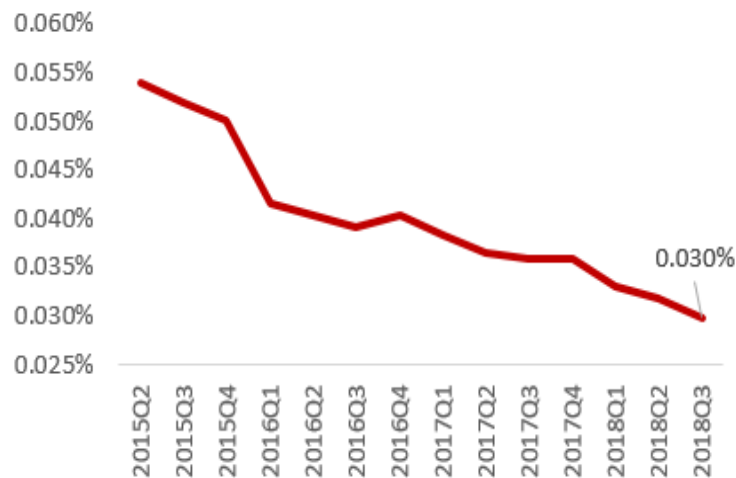


来源：中证协，中泰证券研究所

经纪业务回顾：关键影响因素从市占率过渡到客户结构

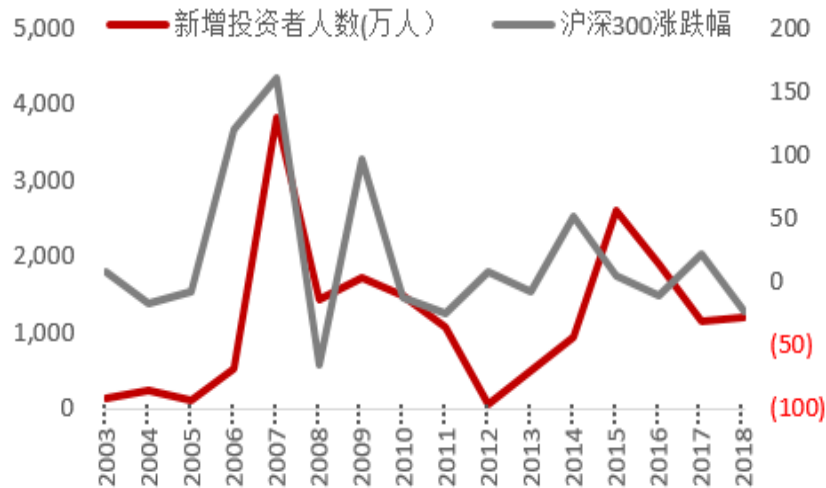
- 券商从价格竞争迈入转型期，存量客户有待二次开发。
- 1、价格战基本进入尾声，随着监管在券商分类评级划定“万分之2.5”底线，我们估算，截止2018Q3，行业平均佣金率已降至万3，预计后期降幅空间有限。
- 2、新增投资者数量放缓，内生竞争转向客户结构，行业将更加聚焦“存量市场”，差异化增值服务探索财富管理。

图表：行业平均佣金率降幅收窄



来源：Wind，中泰证券研究所

图表：新增投资者数量放缓



来源：Wind，中泰证券研究所

经纪业务展望：存量客户的二次开发成为重要方向。

- ▶1、机构客户基础决定综合佣金率水平和经纪业务收入水平，关注对外开放。在成交量下行的态势下，机构客户占比高中信、东方、兴业证券等经纪业务收入增速表现更为稳定；金融行业对外开放的持续推进，龙头境外客户增长提速，中信18H境外客户经纪业务代理买卖证券款较17年末大幅提升140%，绝对规模与境内基本持平，后续中信、华泰等国际业务收入提速可期；
- ▶2、零售高净值客户尚有较大的挖掘空间。根据招商银行的统计，中国资产1000万以上高净值人群数量每年保持20%左右的速度增长，目前券商财富管理客户仍集中在大众客户，中高端客户具备较大开发空间。

图表：机构客户丰富的券经纪业务收入表现更好 (2018)



来源：Wind，中泰证券研究所

图表：招行统计的中国高净值人群数量保持稳定高增



来源：Wind，中泰证券研究所

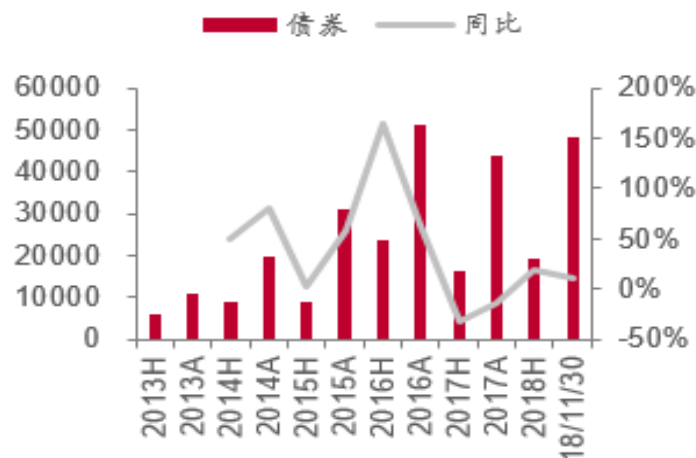
投行业务回顾：系列监管政策出台，整体经营面临考验

- 证券公司股票市场投行业务受到较大冲击：**受并购重组、再融资、减持新规以及IPO审核趋严等一系列政策的出台影响，截止2018年11月，市场股权融资规模8553亿，同比-33%，其中IPO规模显著收缩，募资1271亿元，同比-41%；
- 债券融资的结构性问题今年尤为突出：**发行结构更转型大中型国有企业，截止11月债券承销总体规模同比+20%，企业债和公司债同比+29%，但资源竞争压力增大，其次地方政府债利率提升，承销规模飙涨6倍，ABS作为弥补非标融资工具，承销规模同比+30%。

图表：行业股权承销业务规模（亿元），同比（%）



图表：行业债券承销业务规模（亿元），同比（%）



来源：wind，中泰证券研究所

来源：wind，中泰证券研究所

投行业务展望：股债趋势均继续向龙头集中

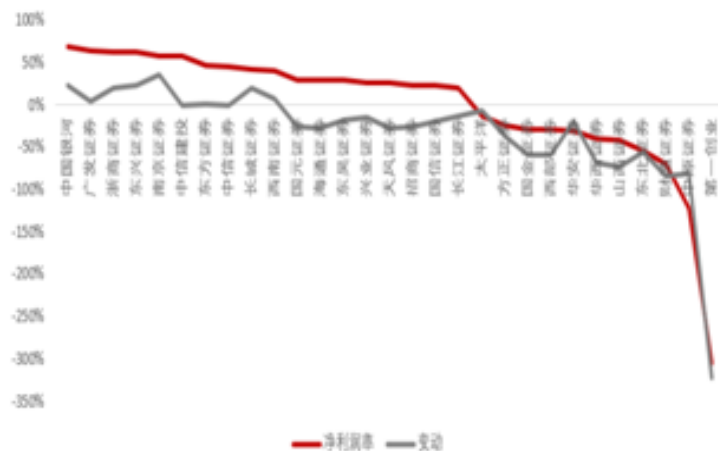
- ▶ **股权融资**：市场低迷情况下，龙头券商品牌吸引力增强，短期内储备项目丰富，大单的优势日益凸现，科创板创造定价能力提升空间。
- ▶ **债券承销**：“打破刚兑”形成优胜劣汰的发行环境，券商或将择优承销，考虑风险评估能力，稳健型龙头券商将再次受益。
- ▶ **行内控指引**也会引导投行人才资源回流大平台，过去中小券商“高效率+高激励”的竞争策略难以为继，经营压力增大。

图表：IPO 审核与获批数量（个）以及通过率（%）



来源：wind，中国证监会，中泰证券研究所

图表：龙头净利润率相对稳定



来源：wind，中泰证券研究所

投行业务展望：关注并购重组和地方债、ABS发展空间

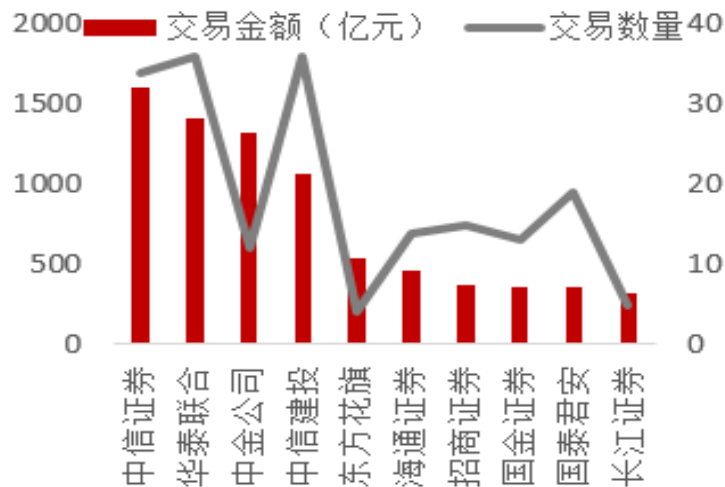
- 股权关注并购重组：**在经济增速降档的背景下，优化存量资源配置的并购重组对实体经济及资本市场意义重大，投行也由传统通道式财务顾问转向提供交易撮合、架构设计、配套融资、资源整合等多元化服务；
- 从海外经验来看，**高盛、摩根士丹利等顶级投行在并购领域的优势非常显著，2017年财务顾问占投行收入的比重分别达到43%、38%，而中国仅为25%，部分原因在于并购财务顾问费率本身较低，通常不足1%，海外投行主要依靠融资贷款增厚利润，而国内投行无法提供融资，未来存在较高提升空间的可能性。
- 债权关注地方债以及ABS发展机遇：**预计明年宏观调控，地方政府债券发行可观，同时规模较大非标市场将面临转标需求，ABS未来市场需求广阔，带动为ABS产业链提供承销和管理服务内容的证券公司投行业务发展。

图表：并购重组收入测算值（亿元）及利润占比（%）



来源：wind，中泰证券研究所

图表：券商作为财务顾问参与并购重组交易额（亿元），数量（个）-20181219



来源：wind，中泰证券研究所

资管业务回顾：18年规模显著收缩，竞争环境更为复杂

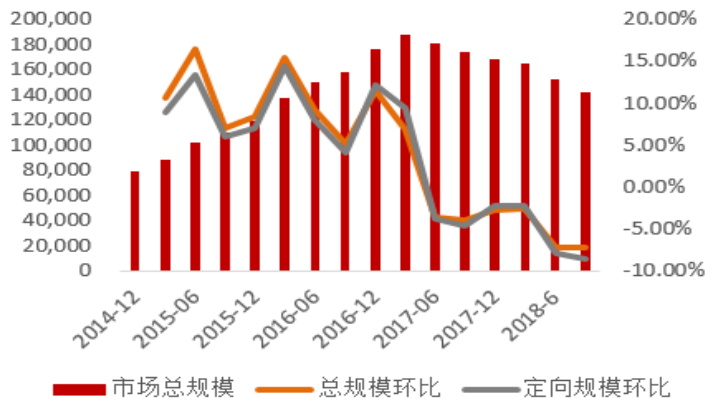
► 券商资管规模回落，龙头主动管理占比提升：

► 1、资管规模回落，截止Q3规模至1.41万亿，相比17末-16%，尤其是通道业务比重较大的定向资管计划，下滑18%。

► 2、市场迎来大资管竞争的新时代，银行、信托、券商资管、基金等资管机构，将在统一监管框架下开展资管业务，从过去的合作为主，转向更加复杂的竞合关系。

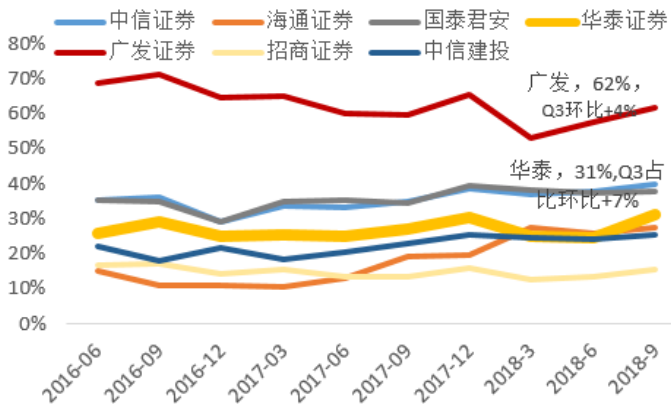
► 3、提升主动管理业务规模水平已经成为行业共识，主动管理能力强的机构将脱颖而出，拥有更广阔的发展空间，18年龙头券商周主动管理占比逐步提升，

图表：资管增速放缓



来源：Wind，中泰证券研究所

图表：龙头主动管理占比逐步提升



来源：Wind，中泰证券研究所

资管业务展望：券商凭借自身优势，实现差异化竞争

➤1、资本市场全牌照业务优势，可实现业务协同。随着大集合转型公募落地，建议关注13家具有牌照券商东方、华泰、长江、浙商、财通、东兴、山西等。

➤2、对接银行等金融机构FOF、委外业务，重点关注银行子公司业务。

➤3、扩大ABS业务优势。

全牌照协同优势

经纪、投行、
资管、自营、
私募股权投资基金、
另类投资等全牌照

客户覆盖个人、企业、机构等各种类型

企业和机构客户：

既有融资需求，成为资管产品投资标的；

又有投资需求，可以成为券商资管的高端客户来源。

打造特色化和定制化资管产品

独特产品标的：券商可获得独特的项目资源，如上市公司定增、发债、并购、发行ABS等项目；

多元化的产品配置：券商可通过期权、期货、外汇、利率等衍生品，为客户设计定制化、特色化资管产品；

银行由于缺乏相应的人才和业务积累，短期内委外

中小城商行和农商行资源有限，预计委外主动管理，

考虑通过FOF等形式进行对外投

资管新规中明确指出，“依据金融监督管理部门颁布规则开展的资产证券化业务，不适用本意见”

来源：中泰证券研究所

ABS业务作为通道业务转型、非标转标、银行出表的重要手段，未来发展空间巨大。

券商作为企业ABS业务的SPV创设机构，业务优势明显，有望成为重要增长点。

信用业务回顾：类信贷业务风险暴露，减值拖累业绩

- 信用业务（两融业务、质押业务）步入瓶颈期，融资成本上行压制利息净收入。防范风险进入攻坚阶段，后续随着新增项目利率的提升，收入下滑有望放缓；
- 股质业务风险暴露，减值计提比例拖累业绩。2018H披露数据30家上市券商股票质押业务余额6083亿元，较去年末-6%，中信、国君、华泰等龙头降幅在20%左右，同时减值准备计提有所提升，买入返售金融资产整体减值累计计提比例提升至余额0.8%，17年末仅为0.06%，国君、中信等比例在1%以上，假设下半年减值补提1%，我们预计对龙头券商利润侵蚀率区间约4-11%，广发、华泰、中信等抗风险能力相对较强，而中小券商股质业务项目风险本身较大，减值补提比例预计较大，预计侵蚀利润超30%。

图表：2018Q3 上市券商利息净收入排名（百万元）及占比（%）



来源：wind，中泰证券研究所

图表：2018H 上市券商融资融券余额排名（亿元），同比（%）



来源：wind，中泰证券研究所

信用业务展望：增量资金向优质企业集中

➤ 股票质押业务未来空间有限，资金向优质企业和部分绩优国企集中。

➤ 从信用传导角度：银行资金逐渐回流，带来券商股票质押业务的被动收缩；

➤ 从券商自身风险角度：

◆ 股权质押业务风险关注第提升，18H以来券商呈现主动收缩趋势；

◆ 股票质押新规实施以来，业务标准有所提升，对市值低于一定规模的上市公司态度谨慎，风控会严厉程度提升，我们预计市场空间较为有限；

◆ 对于标的选择会更加谨慎，资金向优质企业和部分绩优国企集中。

图表：2018H 股票质押回购规模及净资本（百万元）

证券公司	2018年评级	2018H净资本(百万元)	自有资金参与股权质押/净资本	监管上限(百万元)	股票质押业务余额	目前占比	差额
海通证券	AA	73685	150%	110528	73364	100%	50%
中信证券	AA	83604	150%	125406	59425	71%	79%
国泰君安	AA	87646	150%	131470	55496	63%	87%
申万宏源	AA	58438	150%	87657	52258	89%	61%
中国银河	AA	55600	150%	83400	40909	74%	76%
华泰证券	AA	50892	150%	76338	40058	79%	71%
国信证券	A	44580	150%	66870	38585	87%	63%
招商证券	AA	51515	150%	77273	31629	61%	89%
东方证券	AA	38122	150%	57182	27324	72%	78%
广发证券	AA	59407	150%	89111	26328	44%	106%
兴业证券	A	34039	150%	51058	25381	75%	75%
光大证券	A	32083	150%	48124	21415	67%	83%
东吴证券	A	17722	150%	26583	17302	98%	52%
长江证券	BBB	26511	100%	26511	12210	46%	54%
太平洋	BB	13071	100%	13071	9612	74%	26%
国元证券	BBB	17131	100%	17131	9145	53%	47%
东兴证券	A	17840	150%	26760	8907	50%	100%
国海证券	B	15179	100%	15179	8343	55%	45%
方正证券	A	19725	150%	29588	8207	42%	108%
东北证券	BBB	12648	100%	12648	5206	41%	59%
华安证券	A	8993	150%	13490	5092	57%	93%
中原证券	C	7620	50%	3810	4427	58%	-8%
第一创业	BBB	6611	100%	6611	2755	42%	58%
山西证券	A	7507	150%	11261	2665	36%	114%
西部证券	BB	15593	100%	15593	2621	17%	83%
西南证券	BBB	15154	100%	15154	1610	11%	89%
安信证券	A	16500	150%	24750	-	-	-
国金证券	A	16063	150%	24095	-	-	-

来源：wind，公司公告，中泰证券研究所

信用业务展望:

金融机构+地方合理纾困, 8000亿缓解民企质押违约风险

▶ 出资规模增长至8000亿:

◆1) 其中金融机构方面: a. 券商纾困资管计划: 协会18日公布, 共计32家券商签署协议, 拟出资金额上升至527.5亿, 其中已设立31只资管计划, 规模417.11亿元; b. 券商私募基金: 新增东吴证券子公司东吴创投, 社会化募资5.5亿; c. 保险资管计划: 目前5家保险拟出资金额合计780亿;

◆2) 地方政府方面: 根据我们不完全统计, 目前15省地方政府拟出资参与纾困; 方式涉及成立纾困基金、发行专项债券、与机构合作设立私募基金、纾困可交换债以及信用贷款、担保贷款等多种方式, 金额合计超过3000亿元 (如若降深圳降税、贷款、发债的3000算上, 合计6000亿元), 其中单纯债权类约57亿。

◆落地仍较为缓慢, 深市民企改善较为显著: 券商股质延期、战投纾困, 地方股质承接及举牌已有案例可参考。

券商资管计划			保险资管计划		
11月2日	天风证券	10.5	10月29日	国寿资产	200
11月5日	国泰君安	25	11月5日	阳光资产	100
11月6日	国信证券	20.01	11月5日	太平资产	80
11月6日	广发证券	10	11月6日	人保资产	300
11月7日	海通证券	50	11月9日	新华资产	100
11月8日	中信证券	25		合计	780
11月8日	招商证券	20.1			
11月8日	申万宏源	20			
11月9日	中信建投	20			
11月12日	中国银河	20.1			
12月7日	华泰证券	29.4			
	合计	250.11			
合计			券商纾困私募基金		
11月12日	东兴证券	7.5	11月5日	银河证券	600
11月15日	东方证券	20	11月21日	国信证券	150
11月16日	兴业证券	20.1	11月21日	中信证券	20
11月20日	安信证券	20.1	11月29日	东吴创投	5.5
11月23日	中泰证券	10.1		合计	775.5
11月26日	湘财证券	0.3			
11月28日	国盛证券	10			
拟	平安证券	-	拟	东吴证券	-
拟	光大证券	-	拟	华安证券	-
拟	华创证券	-	拟	国金证券	-
拟	华金证券	-	拟	广州证券	-
拟	财通证券	-	拟	申港证券	-
拟	长江证券	-	拟	浙商证券	-
拟	山西证券	-	拟	平安证券	-
拟	方正证券	-	拟	万联证券	-
拟	东海证券	-	拟	太平洋证券	-
拟	红塔证券	-	拟	五矿证券	-
拟	华西证券	-	拟	民生证券	-
拟	第一创业	-	拟	开源证券	-
拟	国元证券	-	拟	华福证券	-
	合计	527.5			
已成立	合计	417.11			

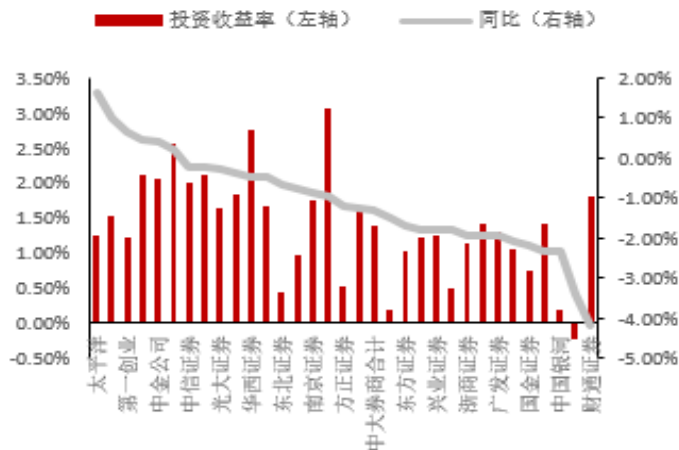
来源: 中证协、公司官网、券商中国, 中泰证券研究所

自营业务回顾： 债券配置增多，准则变更下小券商相对稳健

▶ 自营业务采取相对收益策略，18年受市场影响收益率承压。

- ▶ A+H大券商受到会计准则变更，交易性股票资产增多，受市场影响波动较大，预计下半年受益于多方出资缓解民企违约风险，信用债环境有所改善，券商债券配置或有所增多，截止11月，券商债券配置杠杆率2.25，同比+11%。
- ▶ 根据我们测算，截止18H，小券商受益于自营规模较小，调仓相对灵活，收益率具有相对优势，其中山西、华西、东兴以3.06%、2.77%、2.55%位列三甲；中长期来看，大类资产配置、开展衍生品业务对冲风险，龙头有望保持规模收益增长。

图表：1H18 券商自营投资收益率 (%) 排名，同比 (%)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表：自营债券投资杠杆率同比+11%，受益于债券市场走强



来源：wind，中泰证券研究所

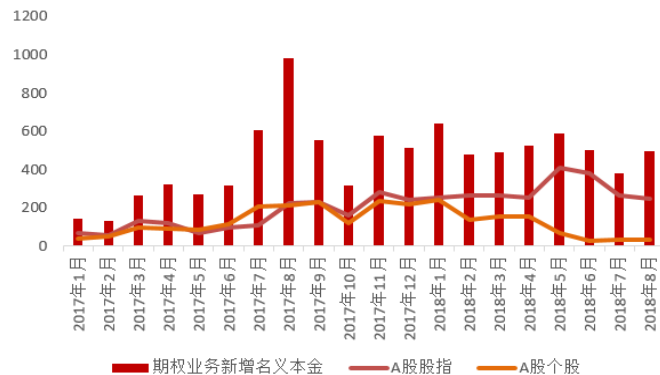
自营业务展望：关注衍生品业务发展机遇

国内衍生品市场发展有望充分受益于多层次资本市场建设推进，从风险控制角度来看，大券商协作优势较为显著，规模效应形成壁垒短时间仍然较高。未来可以关注：

1、考虑标的以及收益率，现有标的资产期权中，个股期权收入相对可观，占资收益率可达10%，随着IPO审批改善、科创板试点注册制，标的丰富度提升，客户需求有望随之提升，考虑到对冲成本以及效率，开展业务较早的的大券商具有相对优势，建议关注中信证券，中金公司；

2、12月2日第十四届中国国际期货大会在深圳召开，深交所副总经理王红表态将尽快推出深市ETF期权，我们认为现有上证50ETF期权10家主做市商有望受益于标的丰富度带来的交易量提升，自营做市收入实现增长，我们认为，券商创新业务有望趋势回暖，ROE存在改善预期。

图表：个股期权新增名义本金逐步回升（亿元）



来源：中证协，中泰证券研究所

图表：ETF 期权业务收入弹性测算（亿元）

关于ETF期权业务	2018E	2019E悲观	2019E中性	2019E乐观
做市收益率	20%	20%	20%	25%
经纪费率（每张）	3.3	3.3	3.3	4.3
做市规模	60	60	120	240
经纪规模（亿张）	3.16	3.16	6.32	12.65
做市收入（属于自营）	12.00	12.00	24.00	60.00
经纪收入（属于经纪）	10.43	10.43	20.87	54.39
总收入	22.435	22	45	114

来源：中泰证券研究所

基本面总结:

持续看好龙头，投行业绩、自营有望改善

➤ 手续费收益：看好投行成效及并购重组规模提升

➤ **投行：** IPO发行有望随新发审委上任及科创板试点注册制政策推动有所改善，中性预计19年规模增速30%；受益于并购重组、回购等改革政策推动，作为配套资金的再融资规模18Q4以来有所改善，中性预计19年规模增速40%；债券承销预计受益于地方债发行，仍保持较好增长，中性预计19年规模增速30%，行业集中度提升过程中，整体承销费率有望小幅增长实现，同时并购重组改善预期下，财务顾问收入增速有望转正；

➤ **经纪：** 市场情绪改善，MSCI、富时罗素指数带动外资进入，资本市场改革推动交易情况改善，19年交易额有望触底回升，中性预计回升至4814亿元。交易佣金预计下滑趋势继续收窄，中性预计18年平均佣金率万3.0；

➤ **资管：** 随着大集合、私募资管等大资管新规配套细则下发，券商资管向主动管理私募、公募产品转型路径日渐清晰，我们预计19年整体规模仍承压，中性预计集合、定向、专项业务规模增速分别为-5%、-20%、+20%，资管转型进入攻坚阶段。

➤ 信用、自营收益：自营衍生品做市有望改善，信用业务增长承压

➤ **自营：** 券商自营有望受益于期权品种增多，收益率可观的做市业务收入提升；

➤ **信用：** 2018年两融大幅收缩，预计19年小幅改善，利差继续稳定，股票质押回购交易受存续合约到期及资管计划参与纾困等影响，19年自有资金参与规模继续收缩，中性假设变动比例-15%。

基本面总结:

持续看好龙头, 投行业绩、自营有望改善

图表: 行业业绩预测及核心假设

单位(亿元)	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E悲观	2019E中性	2019E乐观
一、经纪(代理买卖证券业务净收入)	1049	2691	1053	821	642	592	720	870
二、投行(证券承销与保荐及财务顾问业务净收入)	309	531	684	510	361	386	464	539
三、资管(受托客户资产管理业务净收入)	124	275	296	310	267	182	191	275
四、自营(证券投资收益, 含公允价值变动)	710	1,414	568	861	579	637	895	1,187
五、利息(利息净收入)	446	591	382	348	209	174	243	322
营业收入	2603	5752	3280	3113	2421	2106	2818	3768
净利润	966	2448	1234	1130	635	595	941	1452
ROE	10.5%	16.9%	7.5%	6.1%	3.4%	3.2%	4.8%	7.2%
同比变化	2014	2015	2016	2017	2017	2019E悲观	2019E中性	2019E乐观
营业收入	63%	121%	-43%	-5%	-22%	-13%	16%	56%
净资产	22%	58%	13%	13%	2%	-2%	3%	6%
经纪	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E悲观	2019E中性	2019E乐观
日均交易额	3211	11055	5677	4959	4126	4181	4814	5526
佣金率	0.067%	0.050%	0.038%	0.034%	0.0320%	0.0288%	0.0304%	0.0320%
投行	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E悲观	2018E	2019E乐观
IPO股票承销额	669	1576	1496	2189	1335	1468	1735	2002
IPO承销保荐费率	7.35%	5.30%	5.97%	6.86%	4.08%	4.00%	4.20%	4.40%
全市场再融资金额	8289	16256	18108	13331	9086	9994	12720	15446
再融资费率	0.65%	0.40%	0.38%	0.24%	0.16%	0.16%	0.17%	0.18%
债券承销额	19712	31267	51152	44043	55433	55433	72064	88694
债券承销费率	0.60%	0.70%	0.64%	0.37%	0.29%	0.28%	0.29%	0.31%
财务顾问业务收入	69	138	160	124	99	109	119	129
资管	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E悲观	2019E中性	2019E乐观
集合资产管理规模	6555	15532	21938	21125	19269	17342	18305	19269
定向资产管理规模	72542	101580	146857	143938	118425	76976	94740	112503
专项资产管理规模	366	1794	4315	59	44	48	52	57
自营	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E悲观	2019E中性	2019E乐观
自营投资规模	5959	12621	16969	16400	17985	19783	18839	22481
综合投资收益率	11.92%	11.20%	3.35%	5.25%	3.22%	3.22%	4.75%	5.28%
信用	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E悲观	2019E中性	2019E乐观
两融余额	10257	11743	9392	10263	7557	7935	8313	8691
股票质押余额-自有资金	1027	2553	4856	8199	7000	5250	5950	6650

来源: 中证协、中基协、wind、中泰证券研究所

目录

- 一、自上而下看多板块：“弱刺激”“强改革”，行业beta属性强，期待改善
- 二、估值V.S.基本面均具备空间：政策推动估值提升优先，股质风险暴露，基本面触底
- 三、个股选择，把握龙头：借鉴全球视野下的投行经验，短期机构服务+创新业务提升ROA，中长期看好龙头现代化投资银行竞争力

结论：机构综合服务能力成为竞争核心，持续看好龙头

➤行业发展：净资本为王，提升机构客户服务能力，衍生品创新提升ROA

- ◆北美独立投行具备强大的机构服务能力；
- ◆日本金控集团在直接融资比例提升中，投行业务重要性显著提升；
- ◆结论：短期关注净资本雄厚券商机构交易服务能力提升，中长期坚定看好龙头券商现代化投资银行建设。

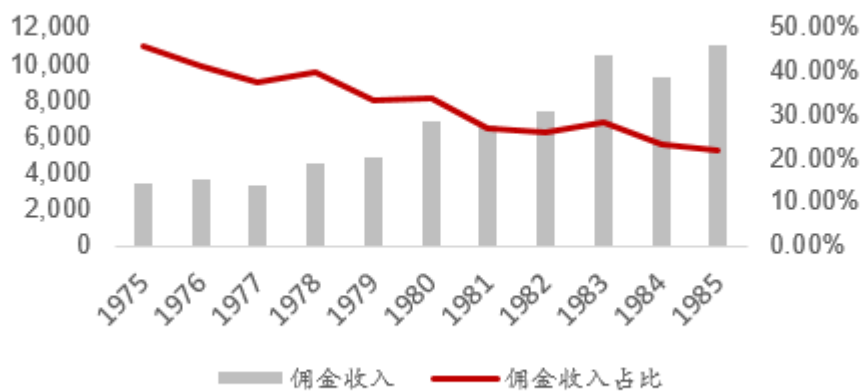
➤个股对标：关注中信、东财、华泰等

- ◆对标美国高盛，重视机构化发展，关注中信证券等；对标嘉信，独立财务顾问助理财富管理转型，关注东方财富等；
- ◆对标日本野村，布局国际化发展，关注华泰证券、中金公司等；

对标美国：继续细化客户基础分层

- 美国投行自1975年佣金自由化改革以后快速迈入分化发展期，传统经纪业务竞争加剧，投行转型根据自身客户基础选择转型的方向，在佣金收入占比不断下降的十年中，整体佣金收入是持续上升的。
- 1) 大型投行围绕机构客户需求，发展机构交易业务；
- 2) 折扣券商抓住价格敏感型零售客户痛点，通过低佣策略快速占领零售经纪市场，建立交易基础设施和零售分销网络，实现规模效应，
- 对照国内证券行业，伴随竞争深化，综合实力强的大型券商在各业务条线上保持领先，俨然如美国的大型投行；东方财富等有流量优势的券商，对标嘉信，通过低佣金互联网获客，快速获取增量客户，尝试从折扣券商向财富管理平台演进。

图表：1975-1985 美国券商投行佣金收入（百万美金）、占比



来源：SEC，中泰证券研究所

对标美国：中长期探索机构客户资本中介业务升级

- ▶90年以后美国投行业务链条逐步完善，以大型投行为核心的影子银行体系初步形成；资本中介业务是大型投行参与国际影子银行体系的重要工具，通过客户抵押物重复抵押，投行为金融市场创造大量流动性，实现了信用创造、提升杠杆；
- ▶对于国内，短期来看，由于市场结构、法律法规和监管要求等方面的差异，国内证券行业杠杆倍数短期内难以有效提升，资本中介业务预计停留在两融以及股票质押的相对初级阶段；随着8月1号场外衍生品一、二级交易商获批落地，衍生品市场探索有望提速，目前来看存量净资产有优势的大型券商发展空间相对灵活；
- ▶长远来看，随着资本市场客户结构机构化发展以及衍生品交易市场的逐步完善，以机构客户为中心的资本中介业务级将有效稳定总体行业盈利水平。

图表：美国衍生品市场发展使得机构投资者在市场中始终占主导地位

时期	经济发展周期	GDP年均增速(%)	衍生品市场发展
1950—1970年	稳定快速增长	3.74	商品期货稳步增长
1971—1982年	滞涨时期	2.41	金融衍生品出现并以高速增长，汇率、利率、股票市场依序出现衍生品
1983—2000年	复苏时期	3.47	金融衍生品继续高速增长，以基础衍生品为基础资产的复杂衍生品开始出现
2001—2009年	萧条调整时期	1.44	场外衍生品出现并迅速发展
2010—2014年	调整复苏时期	1.7	场外衍生品开始纳入监管，衍生品总体规模保持稳定

来源：中泰证券研究所

案例-高盛：机构客户王者，交易起家转型资本中介

1) 机构客户的储备和服务范围进一步拓宽。美国1980年开始，机构投资者成为市场主导力量，高盛凭借在大宗交易上的领导地位确立了竞争优势，此阶段机构销售交易和本金投资是其支柱业务。当前中国高净值客户通过机构开展财富管理的比例仅有60%，远低于美国成熟市场的比例，我们认为，国内券商理财业务的机构客户资源还有不小的开发空间。

2) 与资本市场投资标逐渐丰富的同时，建立全面的开放架构产品平台，加强对高净值客户服务。随着OTC市场的发展，高盛的做市和创设业务基本得以大力发展，而国内券商开展的衍生品业务在品种和规模上均有限，受监管约束较大。

➤A) 纵观国际经验，美国的做市和创设业务的兴起过程是：80年代侧重杠杆交易和高息债券，90年代侧重衍生交易，而这一切发展的起点来自于70年代以纳斯达克为首的OTC市场的建立；

◆B) 产品做市和创设业务大部分起始于OTC市场，因此建立更多更全的场外市场将是做市和创设业务发展的土壤；我国多层次资本市场建立持续推进，容纳更多的投资标的，而增强衍生品和其基础资产的联动效应。



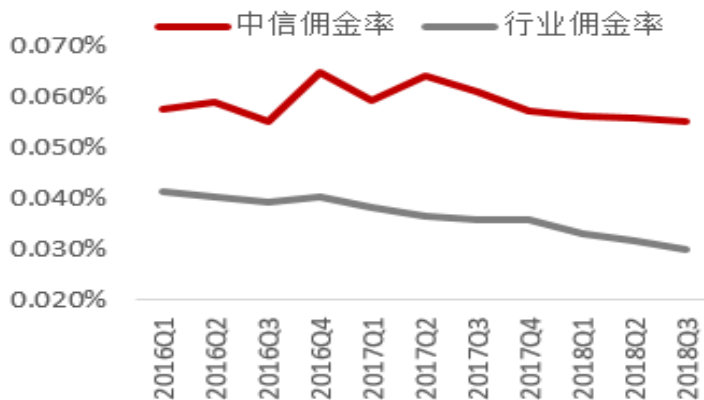
高盛架构体系



对标国内-中信证券：具有交易基因的王者之师

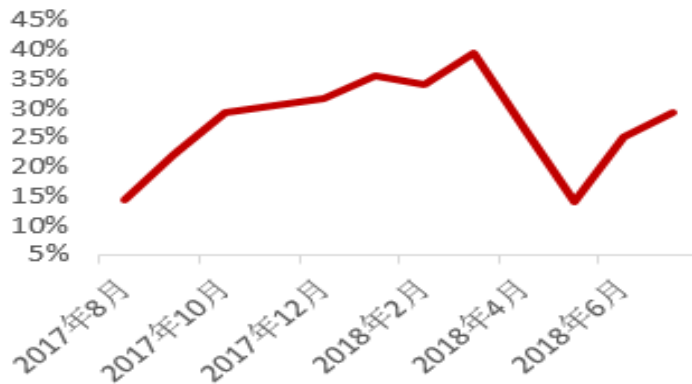
- ▶从国内券商角度看，利用资产负债表进行定价和交易是券商提升ROE的方式，17年中信、中金等龙头券商业务占资收益率高于行业ROE，建议持续关注。
- ▶中信稳定的经收入溢价来源于较高的机构客户占比以及较强的海外业务优势，未来战略发展规划，展望未来：
 - ▶1) 公司财富转型发展：公司拟收购广州证券100%股权，若成功收购，有望进一步加强对广东地区的覆盖能力，华南营业部数量提升至76家，区域线下服务能力得到有效补充，为财富管理转型发力奠定基础；
 - ▶2) 交易多元化：2017年公司场外期权业务规模尤其是个股期权战绝龙头地位，预计后续股指期货松绑、期权品种扩容外汇期权业务，公司整体盈利能力有望持续改善

图表：中信佣金率持续高于行业平均



来源：wind，中泰证券研究所

图表：中信每月场外期权新增名义本金的市场集中度：%



来源：中证协，中泰证券研究所

案例-嘉信理财：独立理财顾问模式、丰富产品、便利交易，助力财富管理成功转型

- ▶ 嘉信理财公司是美国佣金自由化之后迅速崛起的折扣经纪商；
 - ▶ 1) 嘉信以低佣金互联网获客抢占市占率，智能化、便利化大量吸引客户；
 - ▶ 2) 财富管理转型的成功，离不开产品丰富度提升。嘉信主要依靠ETF类标准化资产服务客户，ETF类资产在美国具有管理费率低廉，同时免征资本利得税的优势，因此客户需求较大。
 - ▶ 3) 互联网基因，独立理财顾问模式差异化特色；

图表：嘉信发展路径流程图

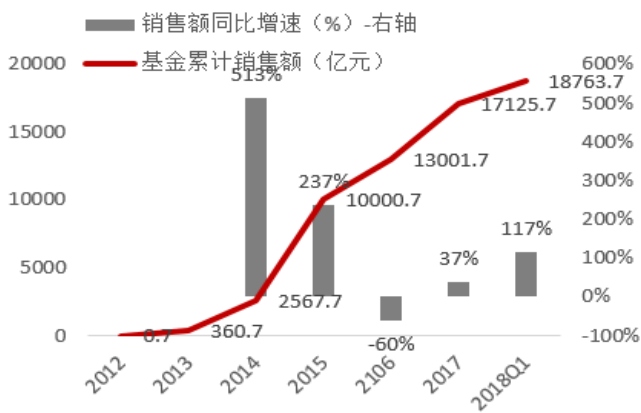


来源：公司官网，中泰证券研究所

对标国内- 东方财富：获取公募牌照，东方嘉信初见雏形

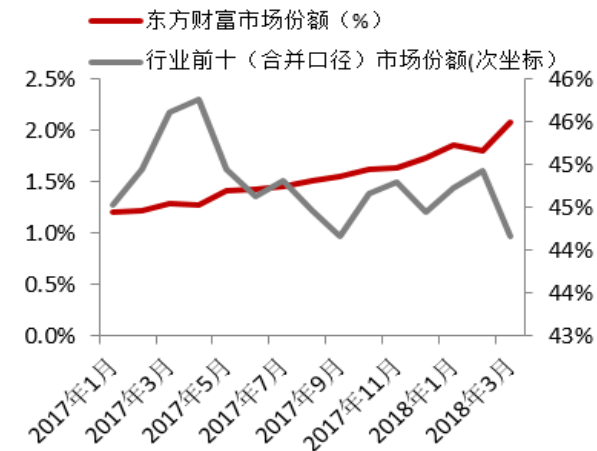
- ▶ 历时三年，获批公募牌照，流量变现之路更进一步。公司早期依靠财经资讯以及数据服务等几类大量用户资源，2007年天天基金网上线，2012年取得基金代销资格，流量变现之路开启，2015年收购同信证券，截止2018中报，券商业务收入占比提升至56%，此次成功获批公募基金牌照，将进一步拓宽公司互联网金融平台用户转化和流量变现渠道，一站式金融服务平台价值持续提升，提升资管业务发展的潜力与空间，东方嘉信初见雏形。
- ▶ 对标海外，指数基金发展具备空间，等待政策环境改善：对于指数基金的发展空间，对比我国与美国规模市占率，2017年国内的指数基金规模占比大概5%左右，而美国指数基金（包括共同基金和ETF）规模占比为35%（2007年占比15%），十年复合增速在12-15%，但考虑到美国指数基金发展的背景为401K养老计划与买方投顾制度，国内目前条件尚不成熟，东财未来业务发展或等待东风。
- ▶ 我们认为，虽同为互联网平台下设基金公司，但从客群角度来看，天天基金相比支付宝客群投资属性更强。产品销售渠道更为畅通；从产品费率角度看，东财有望受益于销售端天天基金渠道分成内部优惠、管理端东财证券交易佣金维持相对低位，在成本上进一步压缩，变相提升指数基金的收益率，对客户吸引力进一步增强。

图表：东方财富电商平台基金销售额同比增速及累计销售额（亿元）



来源：公司公开交流会，中泰证券研究所

图表：东方财富股基交易市场份额行业对比



来源：wind，中泰证券研究所

对标日本：把握直接融资提升机遇

- ▶ 日本与我国市场经济结构一样是间接融资为主的国家主导型。对我国加强金融自由化、构建多层次资本市场、提升直接融资比例具有一定借鉴意义。
- ▶ 90年代初期日本在泡沫经济的背景下，资本市场的机能下降，企业间信用降低，公司债和股票这两种直接融资受到抑制，与我国目前情况较为类似，日本政府80、90年代对于金融自由化的促进措施与我国目前提出建立多层次资本市场，力求提高直接融资比例具有相似性。

图表：日本金融自由化促进措施

增加直接融资的手段

- 降低利率谋求股票市场发展平稳
- 降低发债标准、简化了发行手续、设立了债券期货市场企业债券及凭证式债券的发行量不断增加

国际化发展，刺激融资渠道拓宽

- 鼓励企业海外发行股票、凭证式企业债券
- 海外融资活跃，刺激融资渠道拓宽

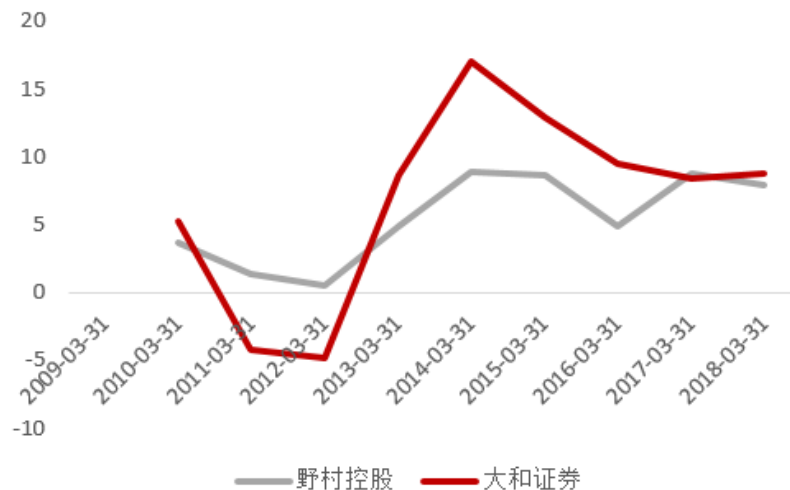
鼓励资产交易自由化，缓解中小企业融资难的问题

- 减少政府干预，开展金融控股集团业务，融资渠道进一步多元化
- 直接融资的发展同时也导致了大企业的“脱媒”现象，金融机构更积极主动地为中小企业融资，中小企业融资难的问题得到缓解

案例-野村证券：投行业务为王，强化全球化的大类资产配置能力

- ▶野村穿越“牛熊”的稳健盈利能力对去杠杆中的国内券商具有较大借鉴意义：
 - ▶稳健得益于多元化、尤其布局轻资产，而并非单纯放大杠杆提升投资收益；
 - ▶金融改革之后，野村业务扩张集中在巩固投行业务，提高服务效率，强调“基于客户需求开发产品”的理念，投行经纪业务部门发力，最终战略性带动资产管理业务的发展；
 - ▶2009年借雷曼破产的契机将其收购，国际业务得到进一步加强。

图表：野村与大和ROE波动对比



来源：公司财报，wind，中泰证券研究所

案例-野村证券：投行业务为王，强化全球化的大类资产配置能力

►投行业务关键词：特色投行组织架构，差异性的国际化战略布局

►以行业分工组的模式：更好地满足各行业客户对专业技术含量较高的服务的要求；对单一行业的研究不断深入，有利于发掘优质资源：

►2008年收购为雷曼亚洲和欧洲业务，对不同区域采取差异化布局：

►(1)日本：维持传统业务的市场领先地位并发展咨询业务，尤其把握金融改革期间的并购发展提速，平均每年订单数量较之前翻番，且并购业务收入占比持续较高水平；

►(2)亚洲：集中在可以收取高佣金费且成长性较高的国家，并提高地区间的协作；

►(3)欧洲地区：深入挖掘核心市场和核心产品；

►(4)美国：长期发展战略。

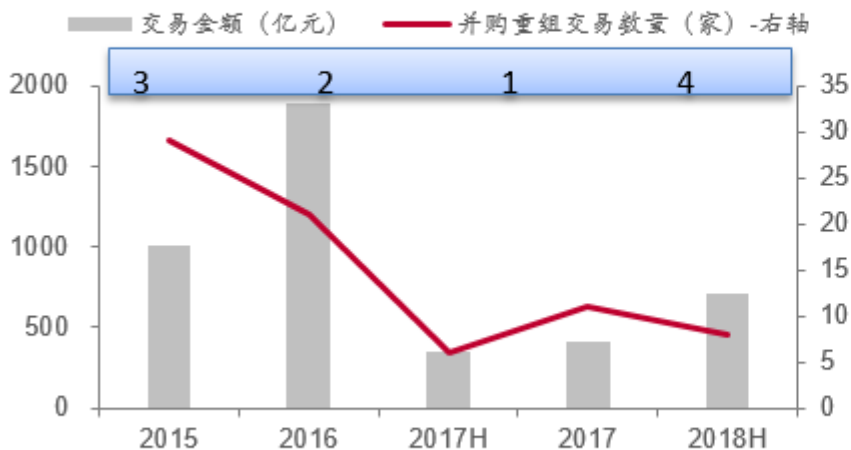
►对于我国券商国际化业务发展，目前多立足香港，未来随着金融对外开放的不断推进，或存在并购机遇，野村的国际化业务战略具有一定借鉴意义。

对标国内：华泰证券 践行“以客户服务为中心”，财富管理+并购重组领头羊

►公司并购重组业务前瞻性布局：业务继续保持行业领先地位，截止18H，公司经证监会核准的并购重组交易家数8家，交易金额人民币704.54亿元，行业双料第一，有望充分受益于并购重组市场回暖；

• 涨乐财富通+Asset Mark，“以客户为中心”不断升级财富管理平台：证券行业经历牌照-网点-客户服务的历程，回归本源发展，金融科技进入后半场，客户服务能力成为核心竞争力，公司持续践行深度把握客户需求，涨乐财富通升级至6.0，外延并购Asset Mark前瞻布局客户跨境服务，平台不断强化推动公司国际化服务能力不断提升。

图表：华泰证券并购重组数量（家）交易金额（亿元）排名行业前列



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表：华泰领先的财富管理全球布局

领先的财富管理



卓越的资产管理能力

管理者 / 战略家尽调与选择
市场及情景分析
投资组合构建与分析
投资组合再平衡与跟踪
报告与业绩分析



领先的技术

外部合作与内部研发并举
集合式、开放化的架构平台
数字化投顾服务工具
PortfolioEngine © 2.0
AssetMark WealthBuilder
Investor Portal 2.0



优质的服务

运营支持
现场专家咨询
行业领先的管理模式
后台支持
商业思维领袖

来源：公司公告，中泰证券研究所

风险提示

- **二级市场持续低迷。**券商基本面以及保险投资端与二级市场相关程度高，若二级市场持续低迷将对行业产生负面影响。
- **金融监管发生超预期变化。**监管政策的变化会对非银金融机构业务开展等产生较大影响。
- **包括纾困资管计划、中长期制度改革推进低于预期。**

重要声明

■中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

■本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

■市场有风险，投资需谨慎。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。

■投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

■本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

谢谢!