

爱建证券有限责任公司

研究所

分析师：张志鹏

Tel: 021-32229888-25311

E-mail: zhangzhipeng@ajzq.com

执业编号：S0820510120010

联系人：张赢

TEL: 021-32229888-25514

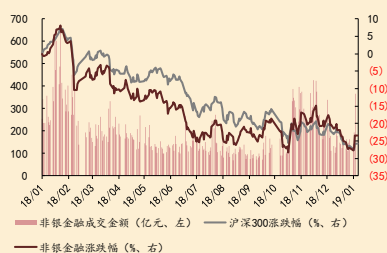
E-mail: zhangying0927@ajzq.com

联系人：葛广晟

TEL: 021-32229888-25526

E-mail: geguangsheng@ajzq.com

行业评级：同步大市
(维持)



数据来源：Wind，爱建证券研究所

(%)	1 个月	6 个月	12 个月
绝对表现	-4.00	-9.24	-26.20
相对表现	-4.22	0.73	-23.23

相关报告：

《证券行业专题报告：股票质押业务风险探析》2018.10.16

《证券行业 2018 年中期策略报告_金融开放与行业改革并行，关注龙头券商》2018.06.25

《证券行业未来发展探析（一）：历史变革中的券商资管》2018.04.17

证券行业

2019 年 01 月 08 日 星期二

资本市场改革踏步向前，把握业绩修复机会

投资要点：

□ **2018 年券商板块回顾：**2018 年券商板块整体下跌，在年尾政策暖风助力下，股押风险缓解和业绩预期改善，券商板块迅速反弹。整体来看，龙头券商依托业绩支撑，股价下跌幅度相对较小，优于行业平均。

□ **政策面新变化：**我国改革与监管一直处于“改革+发现风险+监管调节+风险释放+再改革”的动态过程中，增量改革始终是资本市场发展的主逻辑。从 2015 年中至今，严监管周期已经持续 2.5 年，市场风险和业务风险已有所释放，围绕资本市场改革和加速对外开放两条主线的增量改革纷至沓来。放松再融资和并购重组、推行科创板、放松股指期货、推进沪伦通、放松外资准入，随着改革逐一落地，有望带动券商基本面修复。

□ **2019 年证券行业基本面展望：**ROE 提升重在 ROA 改善。1) 重资产业务方面，2019 年信用业务规模承压，但利差维持高位有助于缓解收入下滑，IFRS9 实施后自营业绩波动性增加，自营业务弹性重看市场表现。在资本回报率难以提升的情况下，券商增加经营杠杆动力不足。2) 轻资产业务方面，经纪业务机构化程度对稳定收入至关重要，接下来机构化和财富管理战略将成为经纪业务新的发力点。松绑并购重组和再融资以及后续科创板的落地有助于扭转券商投行股权业务下滑趋势；债券发行受益于利率下行，规模有望继续增长。资管业务受资管新规的深远影响，通道业务和资金池业务将收缩，券商主动管理转型势在必行。

□ **投资建议：**1) 行业：当前行业估值已到历史底部位置 (1.16x PB)，并且经测算，股押风险对券商净资产冲击普遍小于 2%，随着民企融资环境改善和纾困基金落地，券商估值仍有修复空间。2019 年是监管层加速推进资本市场增量改革的一年，投行业务迎来增量业务；且行业正加速对外开放，随着增量资金的入场，与市场关联度较高的经纪业务、自营业务业绩或将受益，券商基本面有望得到修复。预计行业净利润 2018E、2019E (中性) 分别为 677 亿元、717 亿元。2) 个股：从估值和 ROE 两个维度我们看好龙头券商，增量改革+机构化+大券商综合金融服务能力将促使业务资源将向头部券商集中，行业集中度将进一步提高。我们推荐中信证券 (600030) 和华泰证券 (601688)。

□ **风险提示：**市场波动加大投资业务风险；股票质押业务风险恶化；改革推进程度不及预期；监管政策出现重大变化。

目录

1、2018 年市场回顾	5
2、政策面新变化	6
2.1 推进资本市场增量改革	6
2.2 降低并购重组和再融资限制	8
2.3 推行科创板和注册制试点	9
2.4 松绑股指期货交易	12
2.5 加快证券业对外开放	13
3、2019 年基本面展望	14
3.1 概况：2018 年盈利下滑，短期 ROE 提升更依赖 ROA	14
3.2 自营：IFRS9 实施背景下业绩波动加大	17
3.3 信用：股票质押风险将逐渐化解	19
3.4 经纪：积极拥抱财富管理和机构化	22
3.5 投行：多重政策利好下收入有望改善	24
3.6 资管：主动管理转型势在必行	26
4、投资建议	27
4.1 行业：估值触底，修复动力已备	27
4.2 个股：行业集中度持续提升，头部券商 ROE 有望优先改善	28
风险提示	30

图表目录

图表 1: 券商板块经 9 个月下行后迎反弹.....	5
图表 2: 券商板块 2018 年个股涨跌幅 (%)	6
图表 3: 持续进行的资本市场改革伴随着监管调节	7
图表 4: 支持并购重组政策陆续落地.....	9
图表 5: 新三板月度挂牌数量和成交数量.....	11
图表 6: 2017 年中国创投市场退出方式分布 (笔)	11
图表 7: 股指期货持仓量变动情况 (手)	13
图表 8: 证券行业收入与净利润.....	15
图表 9: 证券行业收入结构.....	15
图表 10: 券商净资产与净利率剪刀差.....	15
图表 11: 券商收入结构与 ROE 提升路径.....	16
图表 12: 证券行业杠杆变化与净资产走势.....	16
图表 13: 上市券商经营杠杆更高.....	16
图表 14: 证券行业重资产收入占比趋稳.....	17
图表 15: 证券公司融资成本变动情况 (%)	17
图表 16: A+H 上市券商计入当期损益金融资产规模变化.....	17
图表 17: A+H 上市券商投资净收益/营业收入 (%)	18
图表 18: A+H 上市券商公允价值变动净收益/营业收入 (%)	18
图表 19: 2019 年开始实施 IFRS9 券商 2018Q3 金融资产结构.....	18
图表 20: 上市券商资本中介业务收入结构.....	19
图表 21: 融资融券余额.....	20
图表 22: 券商股票质押业务待购回规模 (亿元)	20
图表 23: 券商每月新增股票质押规模 (含补充质押)	21
图表 24: 市场未解押股数和参考市值分布.....	21
图表 25: 股基日均成交金额走势.....	23
图表 26: 行业平均佣金率走势.....	23
图表 27: 2018Q3 代理买卖证券业务净收入前十.....	23
图表 28: 2018Q3 代理买卖证券业务净收入增长前十.....	23
图表 29: 券商代销金融产品收入/经纪业务收入.....	24
图表 30: 代理买卖证券款机构占比 (经纪+信用)	24
图表 31: 股权融资规模历年变化.....	25
图表 32: IPO 审核通过率历年变化.....	25
图表 33: 公司债和 ABS 驱动 2018 年债券发行规模提升.....	25
图表 34: 2018 年股权承销规模前五.....	26
图表 35: 2018 年债券承销规模前五.....	26
图表 36: 券商资管规模历年增长情况 (亿元)	26
图表 37: 2018 年末券商集合资管资产净值排名.....	26
图表 38: 2018H1 券商资管主动管理规模占比 (%)	27
图表 39: 2018Q3 部分券商资管业务收入增长情况.....	27
图表 40: 券商板块历年估值.....	27
图表 41: 券商 PB 与 ROE 对比.....	28

图表 42: 中信证券 PE-Band.....	29
图表 43: 中信证券 PB-Band.....	29
图表 44: 华泰证券 PE-Band.....	29
图表 45: 华泰证券 PB-Band.....	29

表格目录

表格 1: 2018 年以来严监管主要政策一览	8
表格 2: 2018 年完善资本市场制度相关政策一览	10
表格 3: 我国多层次资本市场构成.....	11
表格 4: 股指期货交易管理变动情况.....	12
表格 5: 2018 年证券业开始加速对外开放	14
表格 6: A+H 股上市券商股票质押业务减值计提情况 (亿元)	22
表格 7: 2018 年投行业务集中度 (CR5)	25
表格 8: 证券行业盈利预测.....	28

1、2018 年市场回顾

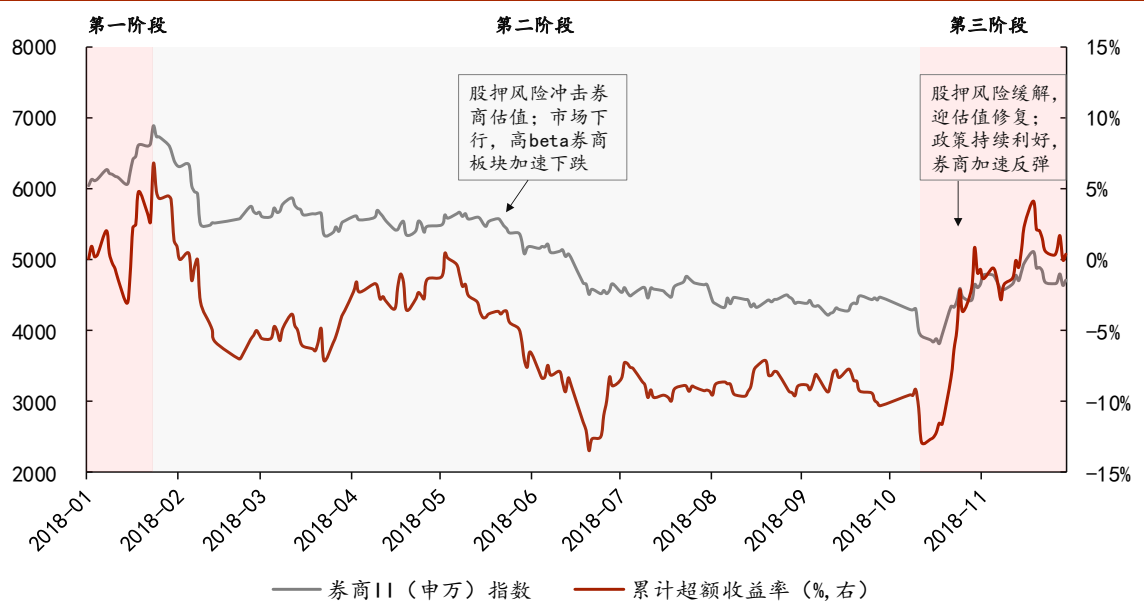
回顾 2018 年，A 股全年呈现趋势性下跌，作为高 beta 板块，券商板块全年表现总体下跌，细分来看，呈现年初上涨 (+15.68%)、年中调整下跌 (-51.54%) 和年末反弹 (+15.07%) 三个阶段，在申万 28 个行业中，分列第 2、第 26、第 1。

第一阶段 (1 月 2 日到 1 月 24 日): 流动性宽松+监管氛围缓和, 券商板块区间上涨 15.68%。2017 年 12 月 29 日，央行推出了“临时准备金动用安排”，以应对春节期间部分商业银行现金投放的流动性缺口，市场开年迎来量价齐升；同时券商监管氛围有所缓和，监管层在严监管周期下对券商依然保持着开放的态度。券商板块迎来估值修复，PB 从年初 1.57 回升到 1.81。

第二阶段 (1 月 25 日到 10 月 18 日): 股指下跌+股押风险冲击, 券商板块区间下跌 51.54%。由于金融去杠杆和中美贸易摩擦等利空因素，券商指数跟随大盘不断下探。自 6 月份以来，企业流动性紧缩叠加大盘下跌，股票质押业务风险暴露不断冲击券商净资产，券商板块估值持续下挫。截至 10 月 18 日，券商板块指数和估值均达到年内低点，破净上市券商达 17 家，占比 45%，券商板块 PB 仅为 1.02。

第三阶段 (10 月 19 日至年末): 政策维稳+股押风险缓解, 板块区间反弹 15.07%。10 月 19 日，刘鹤副总理及“一行两会”均表示重视股市的健康发展，随后一系列缓解民企融资、维稳股市、解决企业股票质押风险的政策陆续出台。监管层的政策暖风持续超预期，股押风险得到释放，券商板块迎来快速反弹。破净券商数量由 17 家降为 5 家，券商板块 PB 回升至 1.2 附近。

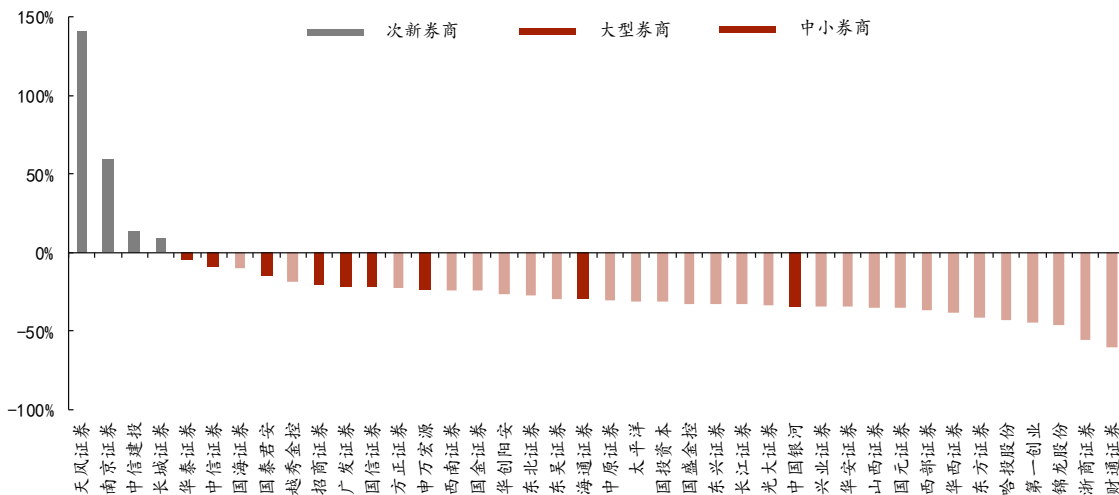
图表 1：券商板块经 9 个月下行后迎反弹



数据来源：Wind，爱建证券研究所

回顾 2018 年券商个股表现，新上市券商领涨，其次是大型券商涨幅总体优于行业平均。得益于业绩表现韧性十足，华泰证券和中信证券仅分别下降 4%和 9%，在剔除次新股后跌幅最小。多数中小券商在市场整体低迷状况下，业绩基本面承压，股价大幅下挫。

图表 2：券商板块 2018 年个股涨跌幅（%）



数据来源：Wind，爱建证券研究所

2、政策面新变化

2.1 推进资本市场增量改革

由于中国资本市场发展较晚，其不断开放业务资格和主体资格、鼓励金融创新的过程时常伴随着制度漏洞和监管未到位，当市场风险出现时，进而进入严监管周期。资本市场改革在适应市场节奏，不断推行增量改革和对外开放，逐渐形成**改革+发现风险+监管调节+风险释放+再改革**的动态过程，**增量改革始终是资本市场发展的主逻辑**。期间发现风险和监管趋严调节过程较为明显的出现了两次，分别是：

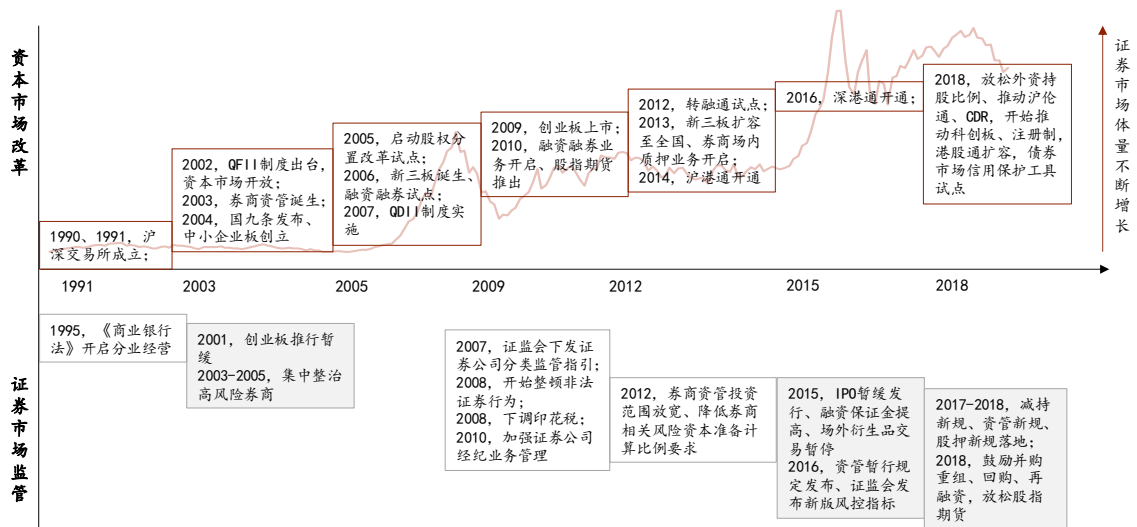
1) 2003 年-2004 年启动证券公司综合整治，通过制定券商评审标准、处置高风险券商、建立客户资金三方存管制度、完善以净资本为核心的监督体系，解决前期积累的随意挪用客户交易结算资金、违规理财等违规问题。在综合整治进行一年以后，风险得到一定释放，2005 年-2007 年监管放松、一系列改革启动，股权分置改革试点、新三板诞生、融资融券试点、QDII 制度实施。

2) 2008 年市场下跌风险释放后，2012 年证券业召开创新大会推进行业改革开放，证券业迎来宽松改革时期。随着 2015 年中股市暴跌，2015 年-2018 年，监管进入从严周期。在证券公司风险管理方面，出台券商风险管理新规、修订券商分类评级；业务方面，限制融资杠杆、资管新规、股押新规等规定陆续落地，证券行

业在强监管环境下改革开放进展处于停滞状态。直到 2018 年，市场风险释放、去杠杆取得成效，资本市场改革（CDR、沪伦通、科创板、注册制等）纷至沓来，在严监管环境下改革稳步推进。

从监管调整的过程来看，2003 年是整顿证券公司合规问题，2015 年主要是肃清证券公司业务风险，引导服务实体经济。但提高资金融通效率和开放程度的资本市场增量改革在持续推进。从量上来看，证券市场上市公司市值从 2005 年的 3.2 万亿，已经成长到如今的 48.67 万亿。

图表 3：持续进行的资本市场改革伴随着监管调节



数据来源：爱建证券研究所

从 2015 年中至今，严监管周期已经持续 2.5 年，市场风险得到释放。一方面，自央行提出宏观审慎评估体系和资管新规打破银行与非银的套利交易，金融去杠杆成效初显。基金子公司资产管理规模从 2016Q2 到 2018Q2 下降 45% 至 6.1 万亿，券商资管规模从 2017Q3 到 2018Q3 下降 25% 至 1.4 万亿。另一方面，自 2015 年高点至今上证综指已累计下跌 50%，股指经历大幅回调，A 股估值已有安全边际。

表格 1：2018 年以来严监管主要政策一览

时间	政策	影响
2018.01.12	证监会《股票质押式回购交易及登记结算业务办法(2018 年修订)》	限制质押率、股票质押比例、融资用途，强化证券公司风险管理，股押业务场内规模开始收缩
2018.04.10	证券业协会创新部叫停券商场外期权私募通道	4 月 11 日起暂停券商与私募基金开展场外期权业务，7 月 18 日私募主体和私募产品恢复
2018.04.27	一行两会《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	去通道、净值化方向不变，设定过渡期安排
2018.10.22	证监会《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》及《证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定》	进一步明确资管产品的投资者适当性管理、标准化及非标准化产品的定义、流动性指标管理等规定。在私募展业、过渡期等方面边际放松
2018.11.30	证监会《券商大集合产品指引》	解决历史遗留问题，大集合朝公募转型

数据来源：央行，证监会，证券业协会，爱建证券研究所

2018 年 12 月 21 日中央经济工作会议指出要通过深化改革，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，提高上市公司质量，完善交易制度，引导更多中长期资金进入，推动在上交所设立科创板并试点注册制尽快落地。20 日金融委座谈会指出资本市场风险充分释放、已具备长期投资价值，资本市场改革即将进入实施阶段。2018 年受国内经济下行、民企融资受阻，贸易摩擦等因素影响，市场不断下行，加剧民企融资阻力、风险逐渐暴露。10 月份，监管层开始加快畅通民企融资渠道，针对性设立纾困基金解决股票质押业务风险。在此背景下，监管层态度从严监管向稳金融调整，政策端形成推进资本市场改革、加速对外开放两条主线，提高上市公司质量、减少交易监管、鼓励价值投资，资本市场改革纷至沓来。

2.2 降低并购重组和再融资限制

由于货币向企业传导机制受阻，政府需要从直接融资和间接融资双管齐下。直接融资方面具体包括：1) 减少并购重组资格限制、缩短并购重组时间、拓展融资渠道、减少融资用途限制为手段，支持企业整合，提高资本市场资源配置。包括加快并购重组审核速度，尤其是给予高端产业豁免审核通道，侧重扶持优质企业；IPO 被否企业重组上市间隔由 3 年缩短至 6 个月；证监会试点定向可转债支持企业通过资本市场并购重组发展壮大。

2) 配股、发行优先股或董事会确定发行对象的非公开发行股票，可将募集资金全部用于补充流动资金和偿债。其他方式募集资金的补充流动资金和偿债比例不得超过募资总额的 30%。同时，放松再融资用途、缩短再融资时间间隔。允许前次募集资金基本使用完毕或募集资金投向未发生变更且按计划投入的上市公司，申请增发、配股、非公开发行股票不受 18 个月融资间隔限制，但原则上不少于 6 个月。

图表 4：支持并购重组政策陆续落地



数据来源：证监会，爱建证券研究所

2.3 推行科创板和注册制试点

2018 年在市场底部位置推行科创板和注册制试点，是我国多层次资本市场建设必要的一环。一方面为更多本土优质的双创企业提供优质的资本市场土壤，包容性的上市条件、直接融资功能、一定的市场流动性将帮助更多的双创企业上市。同时，给国内创投增加了一个合适的退出渠道，优化国内创投的投资环境。另一方面，在科创板进行注册制试点，在成熟一项推出一项的思路下，逐渐推动我国证券发行制度从核准制向注册制的转变。从 11 月 5 日习近平宣布建设科创板和注册制试点，证监会和上交所推进迅速，已经初步推进上市企业标准拟定、部门架构、人员配备等工作，另外各地政府和企业也在积极准备。预计 2019 年上交所的首要工作就是完成科创板和注册制的落地。

表格 2：2018 年完善资本市场制度相关政策一览

主题	政策	主要内容
完善退市制度	07.27 证监会修改《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》	新增：1) 对欺诈发行、危害公共安全等重大违法公司实施暂停上市、终止上市。2) 明确强制退市公司相关责任主体的工作要求。
	11.16 上交所、深交所《上市公司重大违法强制退市实施办法》	重大违法强制退市情形：1) 上市公司存在欺诈发行、重大信息披露违法或者其他严重损害证券市场秩序的重大违法行为，且严重影响上市地位。2) 存在涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的违法行为，情节恶劣，严重损害国家利益、社会公共利益，或者严重影响上市地位。
完善停复牌制度	11.06 证监会《关于完善上市公司股票停复牌制度的指导意见》	1) 严格规范重大事项停牌申请、期限等。2) 强化上市公司股票停复牌信息披露要求。
推进科创板和试点注册制	11.05 国家主席习近平宣布	习主席在上海首届进口国际博览会上宣布将设立科创板并试点注册制。
	11.05 上交所《关于在上交所设立科创板并试点注册制相关情况答记者问》	上交所将积极研究制订科创板注册制试点方案，向市场征求意见并履行报批程序后实施。科创板是独立于现有主板市场的新设板块，并在该板块内进行注册制试点。
	11.13 上交所召开第四届理事会第十次会议	会议就设立科创板并试点注册制听取了会员理事和监事的意见与建议，包括：科创板定位、上市企业门槛、交易制度设计、注册制如何试点等议题。
	11.20 上海市经信委发布《关于征集推荐上交所科创板企业名单的通知》	要求相关部门及单位梳理推荐拟挂牌上交所科创板的优质企业名单。将拟挂牌企业名单于 11 月 23 日中午前上报。随后，安徽、湖北、江苏、浙江、四川等多地政府推动本地企业筹备科创板上市。
推行 CDR	06.06 证监会发布《存托凭证发行与交易管理办法(试行)》等规章及规范性文件	1) 明确了存托凭证的法律适用和基本监管原则，对存托凭证的发行、上市、交易、信息披露制度等作出具体安排。2) 修改后的《首发办法》和《创业板首发办法》，明确规定符合条件的创新试点企业不再适用有关盈利及不存在未弥补亏损的发行条件。
	06.15 证监会《关于商业银行担任存托凭证试点存托人有关事项规定》	明确商业银行开展存托业务条件，包括净资本不少于 4000 亿人民币，在纽约、香港等地区合计拥有 5 家以上境外机构，且在纽约或香港地区的机构应具有股票托管业务资格等条件。

数据来源：证监会，上交所，深交所，爱建证券研究所

推行科创板和注册制影响几何？ 1) 意义：承接新经济、新技术企业，弥补新三板不足。2014 年国家推动双创发展，踏着互联网、大数据、人工智能的浪潮，一系列新经济、新技术企业受到资本的青睐，VC/PE 机构发展迅猛，而健全创投环境需要完善的准入和退出机制，IPO、股权转让和新三板成为主要退出途径。新三板在 2013 年扩容全国后，挂牌家数迅速增长，但是受制于流动性和做市制度影响，活跃度在 2018 年陡降。从当前科创板的定位来看，着重于提高资本市场服务科创企业的能力，对企业盈利情况、协议控制和不同投票权构架等具有一定的包容度。短期内，科创板会对其他板块形成“抽血”效应，但是长期来看，

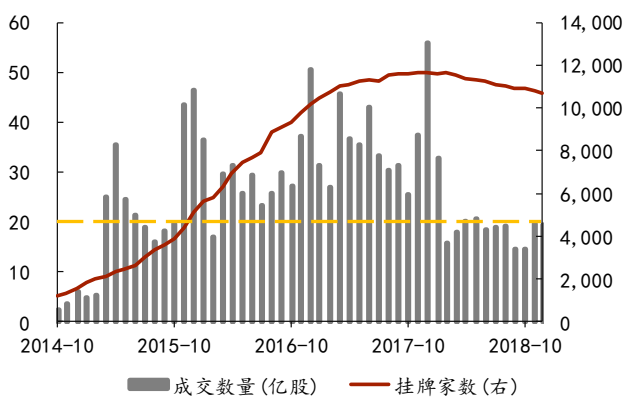
科创板给境外上市公司回归 A 股、境内科创企业上市、新三板转板提供了新的渠道，增量改革的意义将会凸显。2) 对券商影响：投行业务直接受益增量改革、市场扩容间接带动经纪业务、券商直投子公司新增投资退出渠道。科创板成立后，券商投行业务有望获得增量业务，大型券商在投行业务能力、项目储备情况、资本金等方面优势尽显。另外，证券市场的扩容有望带动成交量的提升，经纪业务间接受益。

表格 3：我国多层次资本市场构成

		交易场所	地点	企业数量	总市值 (亿元)	历史	特点
场内市场	一板	上交所主板	上交所	1440	324,050	1990、1991 年分别设立	大型成熟企业
		深交所主板	深交所	445	111,204		
		中小企业板	深交所	919	32,782	2004 年 5 月深圳主板内设立	成长性较好和科技含量较高、流通股本规模相对较小的公司
	二板	创业板	深交所	736	19,565	2009 年 10 月 30 日设立	暂时无法在主板上市的创业型企业、中小企业和高科技产业企业
		科创板	上交所	/	/	/	科创型企业
场外市场	三板	新三板	全国股转公司	10835	2,543	2006 年诞生，2013 年全国扩容	为中小微企业提供融资、交易、并购、发债等
	四板	区域性股权交易市场	全国各地	88961	/	以省为单位，省政府监管	特定区域内的企业提供股权、债券的转让和融资服务的私募市场

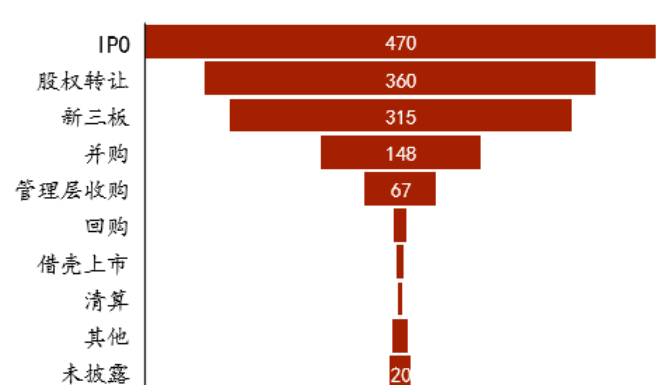
数据来源：Wind，爱建证券研究所

图表 5：新三板月度挂牌数量和成交数量



数据来源：Wind，爱建证券研究所

图表 6：2017 年中国创投市场退出方式分布 (笔)



数据来源：清科研究，爱建证券研究所

2.4 松绑股指期货交易

股指期货作为 A 股权益类投资的一种对冲工具，其交易品种、交易成本、杠杆比例等均影响到市场投资者的风险对冲能力和参与程度。我国股指期货当前的三个品种，即沪深 300 (IF)、上证 50 (IH) 和中证 500 (IC)，经历了“松”（2015 年 8 月 26 日-2017 年 2 月 16 日）和“紧”（2017 年 2 月 17 日至今）变动。2018 年 12 月 3 日是最新一次放松：沪深 300、上证 50 股指期货交易保证金标准统一调整为 10%，中证 500 股指期货交易保证金标准统一调整为 15%；股指期货日内过度交易行为的监管标准调整为单个合约 50 手，套期保值交易开仓数量不受此限制；股指期货平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之 4.6。

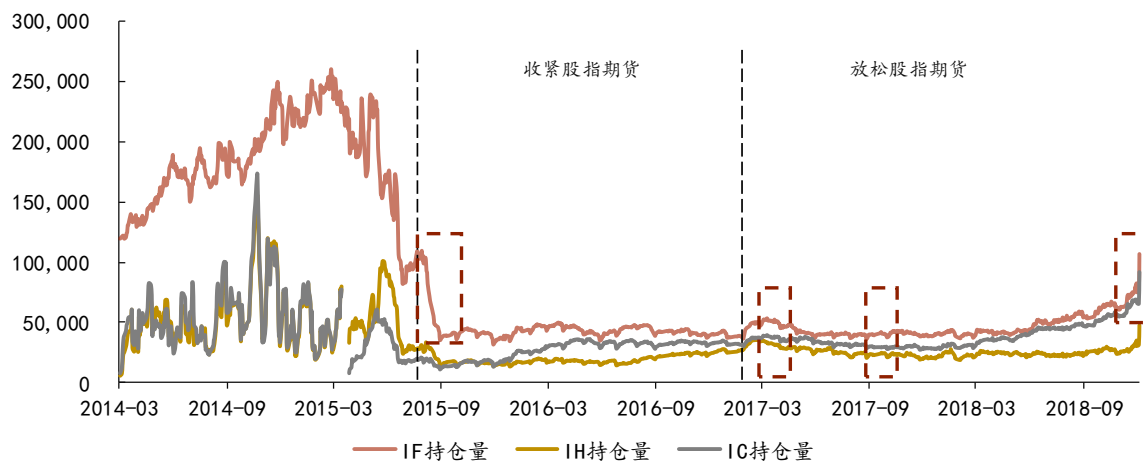
1) 放松股指期货有利于公募和外资等长线资金进行风险对冲，而机构投资者参与度的提高从股市活跃度提升和期货交易活跃度提升（券商期货子公司）两个方面为券商贡献佣金收入。回看 2015 年 8 月股指期货的收紧，股指期货持仓量迅速萎缩；而自 2018 年 12 月 3 日股指期货 2018 年首次放松至 12 月 25 日，股指期货持仓量大涨 63%。2) 券商自营进行衍生品对冲的成本降低，利于券商权益类投资控制风险敞口，也利于券商衍生品业务发展。

表格 4：股指期货交易管理变动情况

日期	买入持仓保证金			卖出持仓保证金			套期保值保证金			手续费(平今仓)(万)	日内过度交易监管	
	IF	IH	IC	IF	IH	IC	IF	IH	IC	全部品种	非套保	
2015/4/16	10%						10%			0.25	无限制	
2015/7/8	10%						20%					
2015/7/9	10%						30%					
2015/8/3	10%						10%					
2015/8/26	12%						12%			1.5	无限制	
2015/8/27	15%						12%					
2015/8/28	20%						12%					
2015/8/31	30%						12%					
2015/9/7	40%						20%			23	10 手	
2017/2/17	20%		30%		20%		30%		20%	20%	9.2	20 手
2017/4/5	30%		20%		15%		15%		15%	15%		
2017/9/18	15%		15%		10%		15%		10%	15%		
2018/12/3	10%		15%		10%		15%		10%	15%	4.6	50 手

数据来源：中金所，爱建证券研究所

图表 7：股指期货持仓量变动情况（手）



数据来源：Wind，爱建证券研究所

2.5 加快证券业对外开放

2018 年 A 股被纳入 MSCI 和宣布纳入富时罗素指数，这意味着将有更多的海外资金进入 A 股。为了畅通境外投资者投资 A 股市场，对外资机构和个人投资者的资格、交易限制或将逐步取消。目前有两项进展：**1) 推进沪伦通**。作为资本市场互联互通手段，沪伦通实现了境内企业到伦交所融资和境内投资者投资伦交所上市公司的机会。对券商来说，申请成为沪伦通的转换机构和做市商需要分类评级连续两年达到 BBB 和三年以上开展国际业务的经验，而大券商在评级、境外业务经验、托管、做市等方面有着先天优势，预计在沪伦通落地后，此类增量业务更利于头部券商业绩改善。**2) 放宽外商投资准入**。2018 年开始，外商在华持有证券公司、基金公司、期货公司的比例不超过 51%，且在 2021 年之后取消上述比例限制。从历史情况来看，除中金、东方花旗、高盛高华和瑞银证券外，其他合资券商 2018 年上半年均处于亏损状态，合资券商表现总体较差。考虑到合资券商的优势是投资银行业务、衍生品交易和做市业务，短期内，对于较依托客户资源和业务资源的国内券商业务来说冲击有限。但是随着外资资格和国内衍生品市场的放开，外资券商依托优秀的风险管理、投资管理、产品创设能力，在投行、财富管理、衍生品业务等领域对国内券商有一定冲击。然而，国内大型券商可依托集中度提升做大做强，有望不断巩固自身的竞争力。另外，在监管层扶持券商做大做强的背景下，政策端的支持也将帮助大型券商提高竞争力，逐渐参与国内外市场化竞争。

表格 5：2018 年证券业开始加速对外开放

主题	政策	主要内容
沪伦通	10.12 上交所发布沪伦通给征求意见稿	包括发行、上市、交易、跨境转换、持续监管等诸多环节，以及境内、境外不同市场主体，带有一定的特殊性和复杂性。
	11.02 上交所发布沪伦通存托凭证业务配套业务规则	1) 业务开展初期，境外发行人不可融资，境内发行人可融资。2) 明确境内发行人和境外发行人上市要求。3) 沪伦通中国存托凭证实行竞价和做市混合交易制度。4) 投资者适当性：账户日均资产不低于 300 万等。
	12 月跨境转换机构备案	12 月 4 日，中金公司取得沪伦通全球存托凭证英国跨境转换机构备案；12 月 13 日，巴克莱银行取得沪伦通全球存托凭证英国跨境转换机构备案。
放宽外商投资准入	04.28 证监会《外商投资证券公司管理办法》	1) 允许外资控股合资证券公司。2) 逐步放开合资证券公司业务范围。3) 完善境外股东条件。
	11.30 证监会核准瑞银证券变更实际控制人	核准 UBS AG 增持瑞银证券股比至 51%，核准瑞银证券变更实际控制人
放宽外国人投资 A 股	08.15 证监会修改《证券登记结算管理办法》和《上市公司股权激励管理办法》	1) 允许在境内工作的外国自然人投资者开立 A 股证券账户。2) 将可以成为股权激励对象的境内上市公司外籍员工范围，从在境内工作的外籍员工，扩大到所有外籍员工。9 月 15 日起实施。

数据来源：证监会，上交所，爱建证券研究所

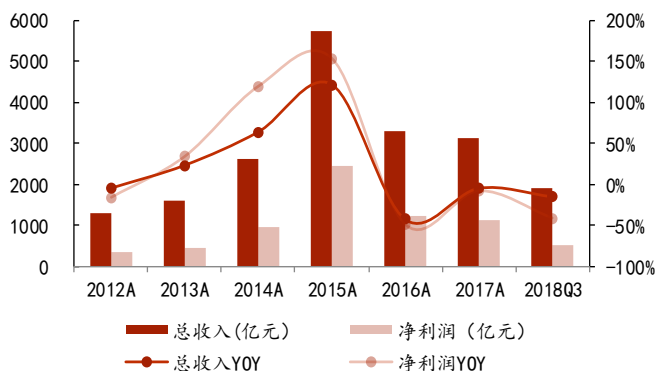
3、2019 年基本面展望

3.1 概况：2018 年盈利下滑，短期 ROE 提升更依赖 ROA

2018 年券商整体业绩下滑。2018 年前三季度，证券行业实现营业收入 1893 亿元，同比下降 15%；实现净利润 497 亿元，同比下降 42%，其中，34 家上市券商实现净利润 478 亿元，同比下降 32%。主要系市场下行拖累券商经纪业务和自营业务、发行审核趋严下投行业务净收入下滑以及券商大幅计提资产减值损失所致。从收入结构来看，轻资产业务收入占比在 50%左右，其中，投行业务收入占比从 2018 年初的 16%下滑至 13%，而资管收入占比增长 1 个百分点，经纪业务收入占比基本不变。重资产业务占比较 2018 年初有所下滑，受二级市场影响，两融和股押质押业务规模均出现下滑，利息收入占比较年初下滑 3 个百分点，而自营业务收入占比基本未变。

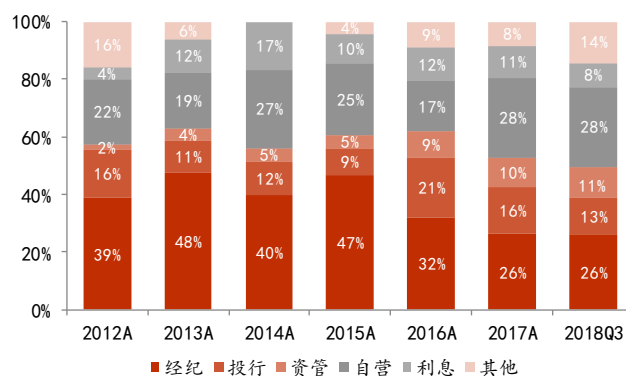
从行业 ROE 来看，2016 年以来净利率与净资产再次形成剪刀差。由于重资产业务的发展，行业净资产规模一直在保持增长，2012 年末和 2018Q3 分别为 6943 亿元和 18900 亿元，累计增长 1.72 倍。但是自 2015 年股灾后，行业进入严监管周期，券商收入增长出现停滞甚至倒退。券商 ROE 也在 2018Q3 达到近年低点 2.63%。

图表 8：证券行业收入与净利润



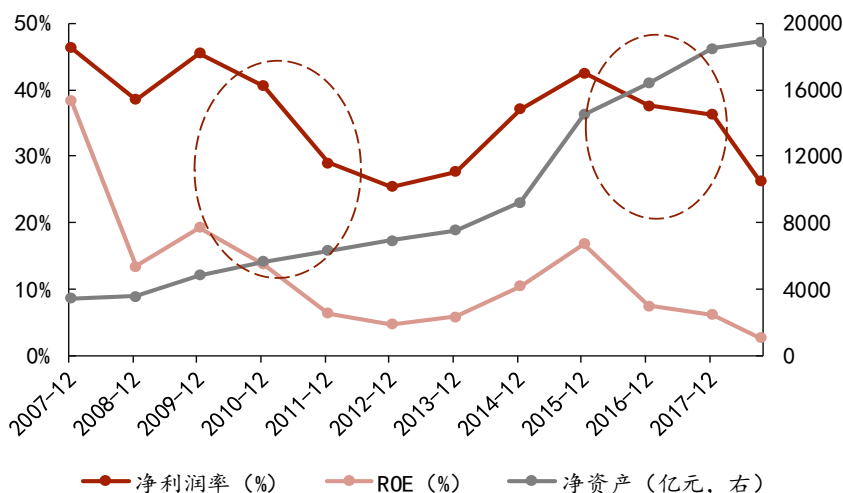
数据来源：Wind，爱建证券研究所

图表 9：证券行业收入结构



数据来源：Wind，爱建证券研究所

图表 10：券商净资产与净利率剪刀差

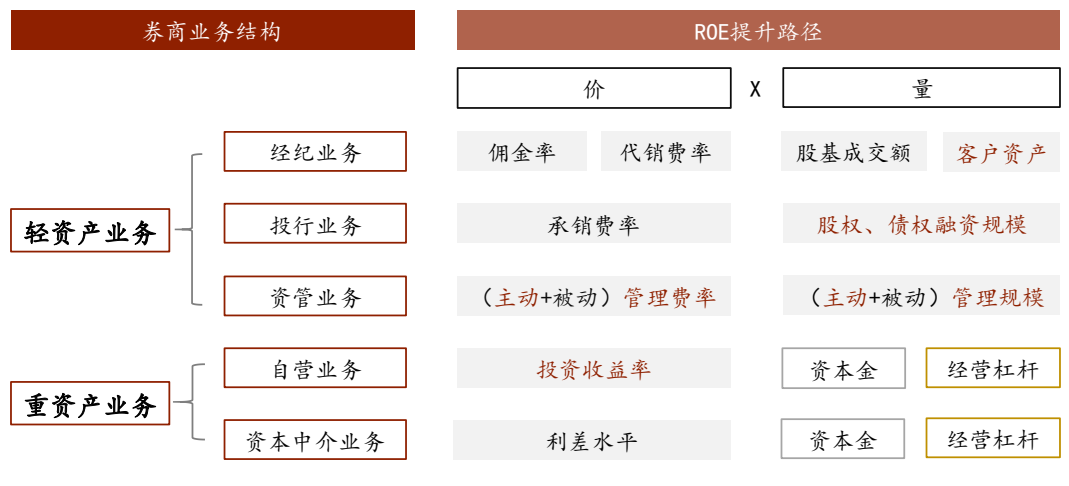


数据来源：爱建证券研究所

剖析券商 ROE 驱动因素，我们知道 $ROE=ROA \times \text{权益乘数}$ ，可以将 ROE 拆解成 ROA 和权益乘数，即业务盈利能力和经营杠杆率。券商业务主要由轻资产业务（佣金收入）和重资产业务（资本金收入）构成，是否提升经营杠杆则较依赖与市场相关度较高的重资产业务的表现。从券商杠杆倍数来看，2012 年-2015 年，行业杠杆倍数和净利率分别从 1.61、25% 提升到高点 3.74、43%，杠杆倍数的提升带动券商 ROE 的改善；2016 年-2018 年行业杠杆倍数稳定在 2.7 附近，行业净利率则在不断下降。拆分券商加杠杆的动力来看，一是资产端：自营业务投资收益率提高和信用业务利差水平扩大及规模增长；二是负债端：资金成本有优势。在资产端，当前在市场表现企稳的状态下，权益投资收益率和两融规模提升空间有限，股票质押业务风险对券商的冲击短期内还有待消化，券商股押业务风险偏好有所下降，因此，短期内主动加杠杆动力不足。在负债端，市场利率下行使得券商债务融资成本有所下降，证券公司债票面利率自 2018 年中至今处于下行阶段，大券商融资成本占优。在资金回报率提升承压的情况下，低成本融得的冗余资金进

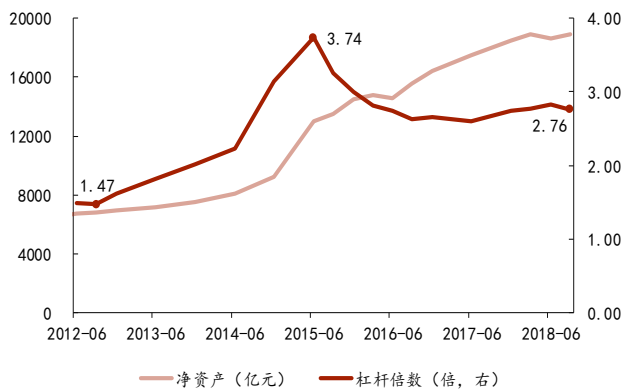
一步降低了券商加杠杆的动力。所以，短期内还没有提升经营杠杆的动力，因此未来 ROE 提升更多依赖于 ROA 提升。具体来看，在 2019 年政策端推动增量改革和对外开放的背景下，ROA 提升需要从政策端边际宽松带来的业务机会（科创板、并购重组、沪伦通等投行业务、衍生品业务），以及券商内生经营效率改善（围绕零售客户的财富管理转型、围绕机构客户的交易业务）两方面着手。

图表 11：券商收入结构与 ROE 提升路径



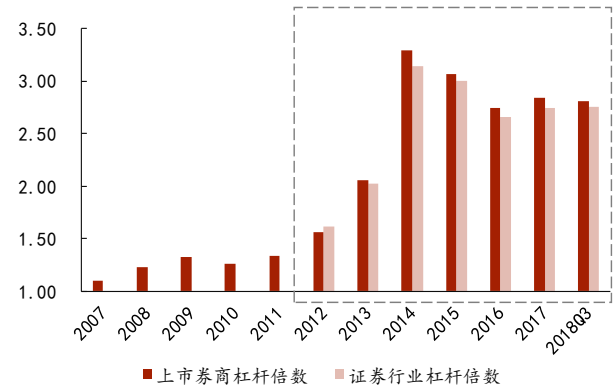
数据来源：爱建证券研究所

图表 12：证券行业杠杆变化与净资产走势



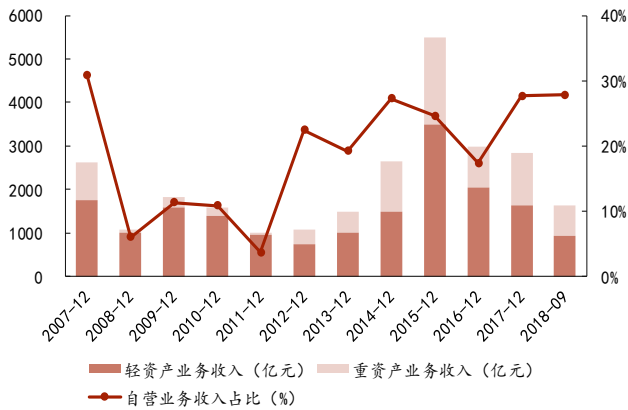
数据来源：Wind，爱建证券研究所

图表 13：上市券商经营杠杆更高



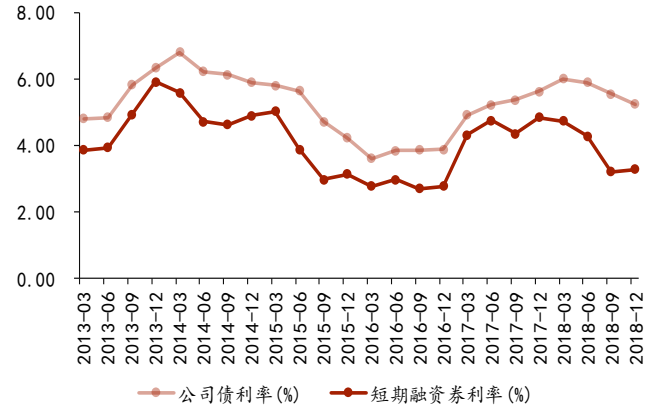
数据来源：Wind，爱建证券研究所

图表 14：证券行业重资产收入占比趋稳



数据来源：Wind，爱建证券研究所

图表 15：证券公司融资成本变动情况 (%)



数据来源：Wind，爱建证券研究所

3.2 自营：IFRS9 实施背景下业绩波动加大

受新会计准则影响，计入当期损益的金融资产规模增加。在 IFRS9 实施后，资产类别划分从“四分类”变为“三分类”。从转换方向上看，券商权益类工具中原来计入交易性金融资产的仍会划分到以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 (FVTPL) 中，而原来被划分至可供出售金融资产 (AFS) 的权益类工具大部分将划分至计入当期损益的金融资产 (FVTPL) 中，所以整体来看计入当期损益的金融资产规模或将增加。券商板块中 12 家 A+H 股上市券商 2018 年已经开始实施新会计准则，这 12 家券商计入当期损益的金融资产规模增幅主要出现在 2018 年一季报，相较 2017 年末，12 家券商计入当期损益金融资产在 2018Q1 合计新增 2153 亿元，增幅为 27%。

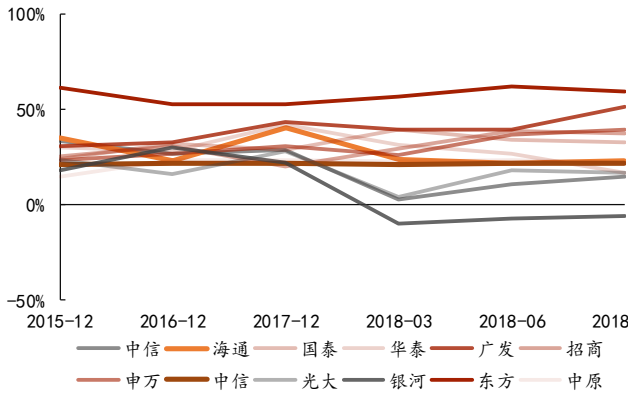
图表 16：A+H 上市券商计入当期损益金融资产规模变化

	交易性金融资产		计入当期损益金融资产 (FVTPL)		
	2016-12	2017-12	2018-03	2018-06	2018-09
中信证券	17%	12%	27%	-8%	7%
海通证券	-16%	8%	35%	10%	3%
国泰君安	-16%	28%	3%	14%	14%
华泰证券	-37%	2%	57%	-6%	-8%
广发证券	-26%	2%	34%	-15%	26%
招商证券	-23%	51%	-6%	20%	5%
申万宏源	-39%	41%	9%	20%	26%
中信建投	-8%	18%	54%	4%	4%
光大证券	-3%	52%	23%	5%	9%
中国银河	-25%	-1%	72%	-6%	13%
东方证券	-27%	106%	19%	2%	-10%
中原证券	59%	-5%	49%	6%	16%

数据来源：Wind，爱建证券研究所

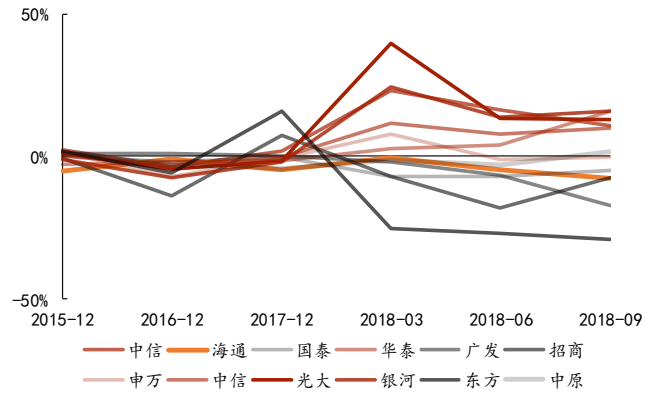
公允价值变动加大券商自营业绩波动。券商自营收入主要包括投资净收益和公允价值变动净收益，若原有计入可供出售金融资产（AFS）中的权益类工具变更计入当期损益金融资产（FVTPL），公允价值变动净收益将会受到较大影响。从公允价值变动净收益/营业收入的比重变动看，相较前几年，波动性自 2018Q1 明显加大，中国银河、东方证券、中信证券、光大证券 2018Q1 占比均超过 20%。

图表 17: A+H 上市券商投资净收益/营业收入 (%)



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

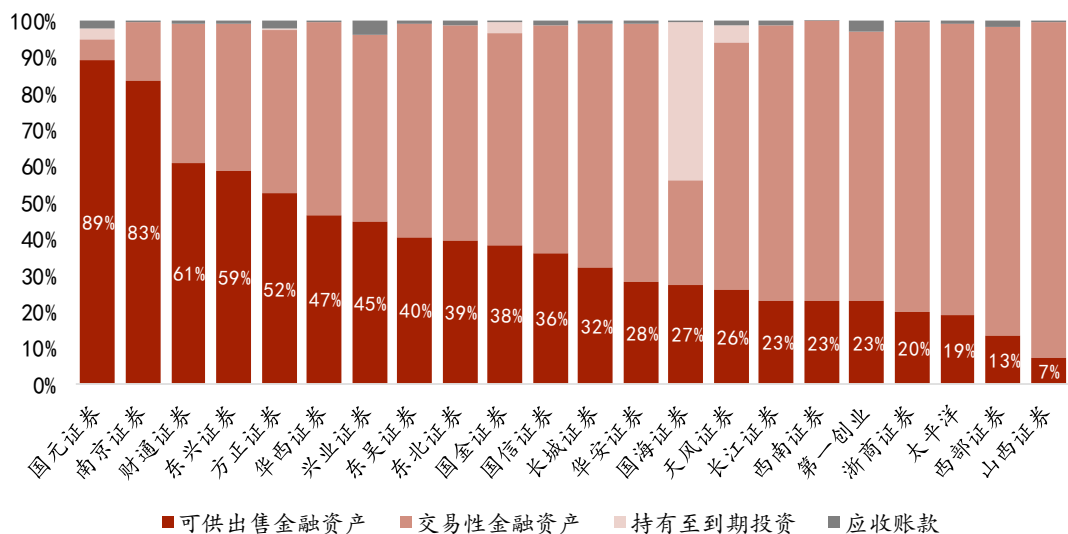
图表 18: A+H 上市券商公允价值变动净收益/营业收入 (%)



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

2019 年，境内券商开始实施新的会计准则，权益类资产将基本被划入到计入当期损益的金融资产（FVTPL）中，其自营业绩波动性将进一步加大。从 2019 年开始实施新会计准则的 A 股券商 2018Q3 的金融资产结构来看，可供出售金融资产占比大部分在 20% 以上，其中，国元证券、南京证券、财通证券等占比靠前，相应的业绩受市场波动可能会更为明显。

图表 19: 2019 年开始实施 IFRS9 券商 2018Q3 金融资产结构

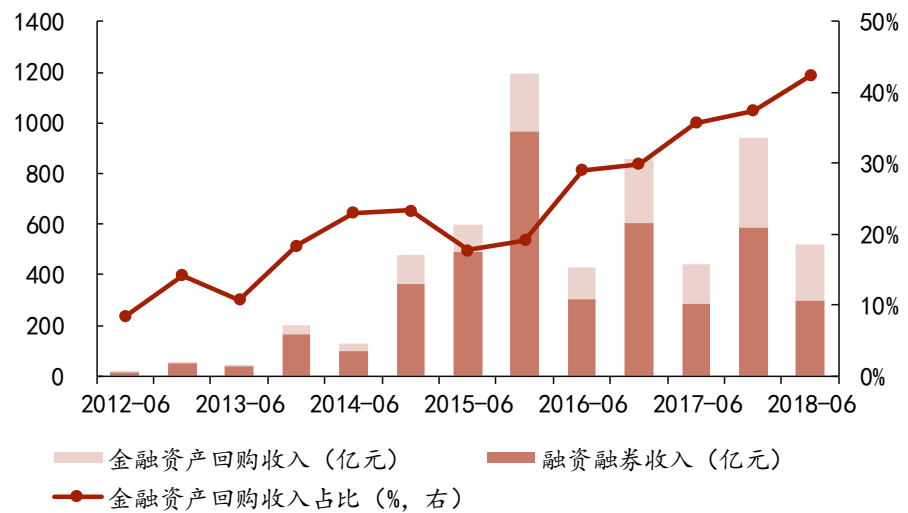


数据来源: Wind, 爱建证券研究所

3.3 信用：股票质押风险将逐渐化解

展望 2019 年信用业务，我们需要关注业务规模和利差水平变化。在业务结构上，两融业务在信用业务中的收入占比一直保持在 50% 以上，但是股票质押业务对收入的贡献度在不断提高。由于两融业务和股押业务所需资金均来自公司自有资金和负债，因此资金成本一致，对券商利润贡献主要关注利息收入水平。参考 34 家上市券商，近三年信用业务收入规模表现相对稳定，合计利息收入保持在 800 亿元以上。在收入结构上，由于两融业务和二级市场表现高度相关，而股票质押业务是上市公司股东新增的融资方式，中小企业在融资难的背景下通过股票质押融资的需求不断增长，除 2015 年牛市时两融占比提高外，股票质押收入占比总体在不断提高，截至 2018Q2，股票质押等回购业务收入占比提升至 42%。

图表 20：上市券商资本中介业务收入结构

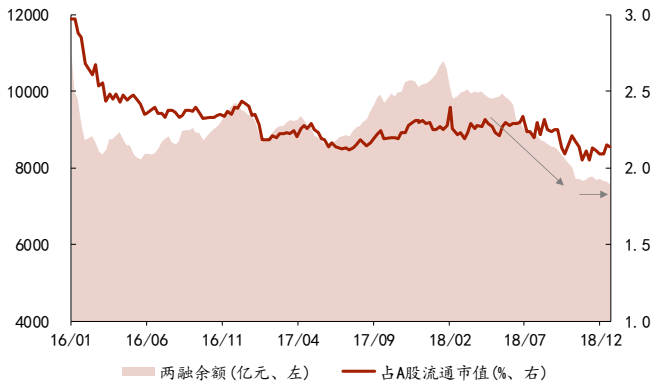


数据来源：Wind，爱建证券研究所

业务规模收缩压力犹存，利差扩大有望稳定业务收入。 1) **规模**：一方面，2018 年两融余额随市场不断下降，从 2018 年初的 1 万亿，到年末跌为 7557.04 亿。两融余额高度依赖市场表现，考虑到 2019 年市场或有所企稳，两融平均余额有望维持当前水平。另一方面，券商股票质押业务待购回规模从在 2017 年达到高点 16250 亿元后，伴随 2018 年股押风险的暴露，相较 2017 年末，2018Q3 券商表内（自有资金）和表外（资管通道）待购回余额双降，合计维持在 12916 亿元，分别下降 17%、24%。预计 2019 年券商风险偏好有所降低，不会扩大股押规模。 2) **利差**：在收入端，券商融资利率多数确定在 8.35%—8.6% 之间，实际值可能略小于规定利率范围，两融利率基本保持稳定；股押利率则弹性较高，主要和市场信用环境及券商融资成本相关，由于 2018 年市场融资环境趋紧、表外股押规模收缩、券商股押风险偏好下降，股押利率水平逐渐抬升，预计 2019 年股押利率有望维持较高水平。在成本端，券商融资来源主要有公司债、次级债和短期融资券（2018Q3 负债占比分别为 26.16%、12.78%、4.69%），其中，短期融资券利率（期限以 3 个月为主）和公司债利率（1-3 年期为主）来看，均呈下降趋势，2018Q4

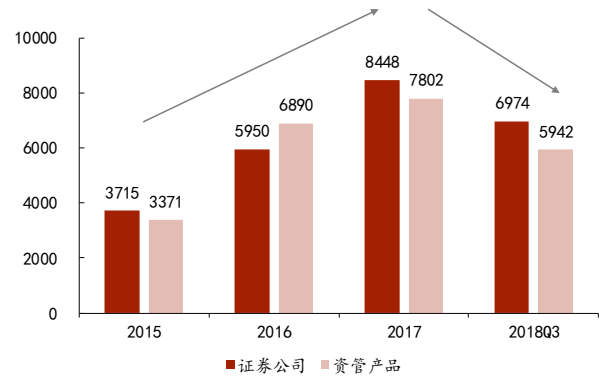
分别为 3.27%、5.24%，相较 2018Q1 分别下降 146bp、77bp。且与小券商相比，大型券商融资成本更低，融资利差自 2018 年以来不断扩大，如：主体评级 AAA 与 AA 的公司债票面利差 2018Q1 与 2018Q4 分别为 95bp、228bp。展望 2019 年，信用业务利差水平有望维持较高水平，缓冲业务规模收缩压力。

图表 21：融资融券余额



数据来源：Wind，爱建证券研究所

图表 22：券商股票质押业务待购回规模 (亿元)

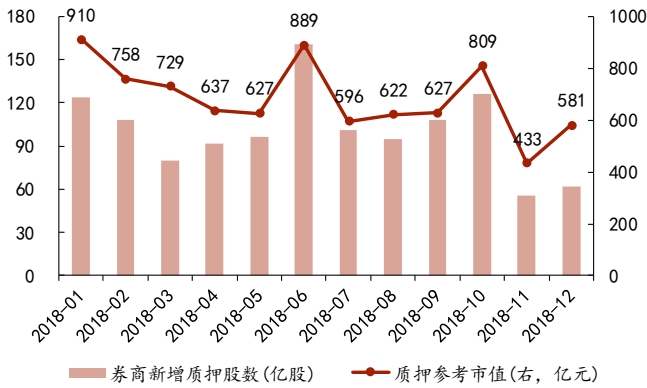


数据来源：证券业协会，爱建证券研究所

股押业务风险缓解，估值修复空间仍存。2018 年股票质押风险对净资产的冲击成为券商板块估值下挫的主要原因之一。当前时点我们观察券商股票业务时，发现券商股押规模在逐渐收缩、监管层合力化解股票质押风险也起到了支撑作用。目前，股押对券商净资产冲击基本在 2% 以下，随着纾困基金陆续落地及民企流动性的提高，股票质押风险对券商板块估值的压制将逐步消除。

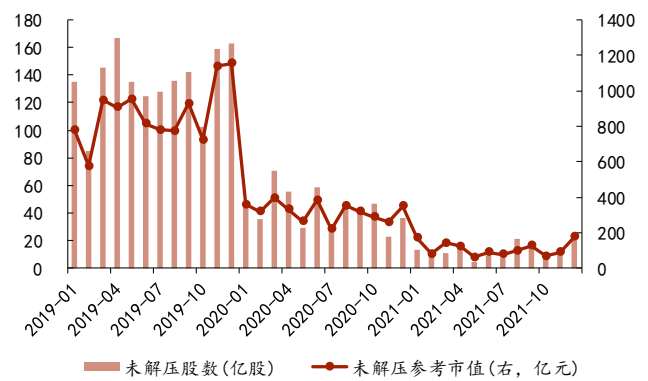
1) 券商股票质押业务规模收缩，2019 年仍面临解押压力。2018 年股票质押主要经历了“股价下跌-股押出现平仓风险-(股押新规限制股押融资-)平仓加速股价下跌-企业融资和纾困基金政策陆续出台-股价趋稳-股押风险得到缓解”的过程。其中，股价是影响股押业务履约保障比例的主要因素。2018 年券商前十个月每月新增股票质押参考市值基本稳定在 600-800 亿之间，主要系股价下跌，补充质押占比提高所致；后两月股押规模则开始回落。截至 2018 年 9 月末，券商表内、表外待购余额较 2018 年初已分别下降 17%、24%，股押规模收缩意味着券商股押业务风险进一步降低。但通过观察股票质押解押的时间分布，2019 年仍然面临一定的解押压力，后续企业融资环境和股价表现是消化风险的关键。

图表 23: 券商每月新增股票质押规模 (含补充质押)



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 24: 市场未解押股数和参考市值分布



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

2) 新会计准则加大波动率, 股票质押风险对净资产冲击有限。财政部根据国际会计准则理事会发布的新会计准则 IFRS9 将企业执行时间分成三批, 其中, 境内外上市及境外上市公司、境内上市公司分别于 2018 年 1 月 1 号、2019 年 1 月 1 号开始执行。新会计准则下金融资产减值核算由“已发生损失法”改为“预期损失法”, 股票质押业务发生的风险会提前确认信用损失。目前部分券商对信用损失的计提标准按照履约保障比例按项目进行梯度计提, 履约保障比例在 200%、警戒线 (150%)、平仓线 (130%)、成本线 (100%) 和成本线以下各区间内的项目按相应比例计提, 通常成本线以下的项目则全部计提减值准备。我们统计了 12 家 A+H 股上市券商股押信用损失计提情况, 在如下假设下: 三季度券商融出资金按照行业表内融出资金降幅 9.45% 估算、2018Q3 新增信用风险损失来自于股押净减值准备计提。可以看到, 一方面, 2018Q3 受市场下行影响, 两融业务、股票质押业务等业务信用减值损失计提总体明显增加, 其中, 华泰证券、中信建投、光大证券、海通证券、中信证券计提幅度较大, 招商证券和东方证券则进行了回拨, 券商动态的减值计提更直接地反映了其谨慎的风控。另一方面, 目前股票质押风险对券商的净资产的冲击程度基本小于 2%。考虑到测算的假设存在高估股押业务风险的情况、以及受后续行情企稳回暖影响股押风险减值准备存在转回的可能, 券商估值修复依然存在空间。

表格 6: A+H 股上市券商股票质押业务减值计提情况 (亿元)

	2018H 股 押表内 规模	2018Q3 股 押表内规 模(估)	2018H 信用减 值损失	2018Q3 信用减 值损失	2018Q3 新 增信用减 值损失	2018H 买入 返售金融资 产减值准备	2018Q3 买入 返售金融资 产减值准备(估)	2018Q3 减 值计提/净 资产
东方证券	273.24	247.42	0.99	0.96	-0.03	10.26	10.23	1.99%
国泰君安	554.96	502.52	4.64	5.44	0.80	13.73	14.54	1.18%
中信建投	159.42	144.35	2.56	7.59	5.03	0.43	5.46	1.13%
中信证券	594.25	538.09	7.02	12.32	5.30	10.12	15.43	1.01%
海通证券	733.64	664.31	6.83	12.47	5.64	5.57	11.21	0.95%
中原证券	44.27	40.09	0.63	1.04	0.41	0.55	0.95	0.95%
光大证券	214.15	193.91	1.91	3.61	1.69	2.13	3.83	0.78%
申万宏源	522.58	473.20	0.94	1.48	0.54	2.63	3.18	0.46%
中国银河	409.09	370.43	2.14	3.17	1.02	1.09	2.11	0.32%
华泰证券	400.58	362.73	0.61	2.29	1.69	1.42	3.11	0.29%
广发证券	263.28	238.40	0.96	1.48	0.53	1.79	2.32	0.27%
招商证券	316.29	286.40	1.20	0.97	-0.23	2.22	1.99	0.25%

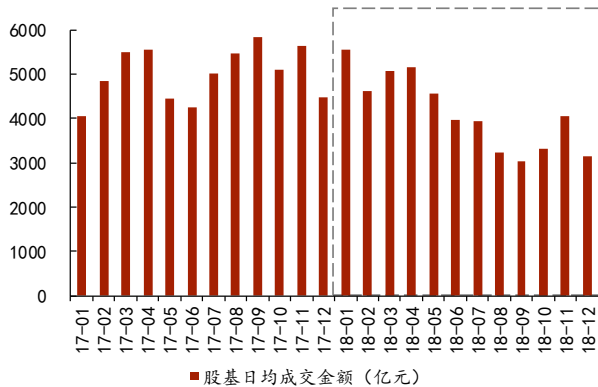
数据来源: Wind, 爱建证券研究所

3) 监管层合理化解股押风险, 优质企业股押风险获优先释放。自 2018 年 10 月中旬以来, 监管层合力化解股票质押风险。在政策上, 央行、证监会、银保监会、证券业协会的纾困政策先后出台, 加大对民企融资投放力度; 鼓励券商、险资朝解决股押风险方向投放资金, 以及设立民企债券融资等创新工具畅通民企融资信用问题。目前, 由地方政府、券商、保险资管、地方专项债主要在 2018 年 11 月份集中成立的纾困基金规模合计近 5000 亿元。现有纾困基金主要采用债权转让、股权转让、定增和上市公司重组等方式参与化解大股东股押风险, 由于纾困基金主要投向基本面良好、难以从银行等信贷机构获得短期流动性的上市公司, 优质企业股押风险有望获得优先解决。整体来看, 纾困基金多在 2018 年设立, 在 2019 年将陆续落地, 随着多数民企融资问题得到解决, 券商股押风险也将逐步得到缓解, 2018 年股票质押减值计提部分或将转回增厚 2019 年利润, 股押风险对券商板块估值的压制将逐步消除。

3.4 经纪: 积极拥抱财富管理和机构化

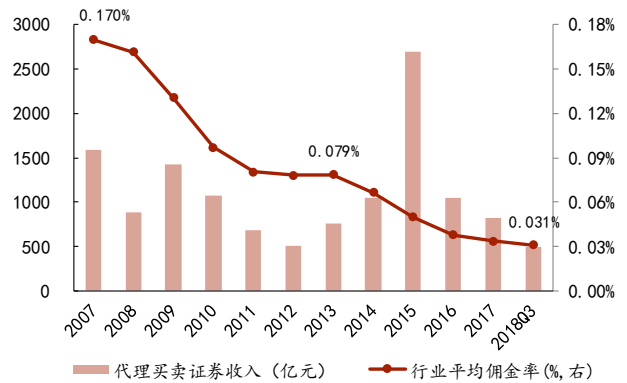
行业佣金率下滑趋缓。2018 年受二级市场下行影响, 券商经纪业务量价齐跌。一方面, 交易活跃度有所下降, 股基日均成交金额 4137 亿元, 同比下降 21%。另一方面, 行业佣金率仍缓慢下滑, 2018Q3 下滑至万 3.1。但行业佣金率下滑速度已经明显减慢, 且未来下滑空间有限。一是, 2016 年公布的证券公司分类评价中, 代理买卖证券业务收入排名计算时, 确定了万分之 2.5 的成本线; 二是当前经纪业务已进入存量竞争的时期, 前期有效的价格战已经不是获取业务增量的主要手段, 而是以财富管理和机构化作为新的战略方向。且在交易量没有明显回升的情况下, 券商降佣的动机不足, 预计 2019 年行业佣金率将维持在万 3 水平。

图表 25: 股基日均成交金额走势



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

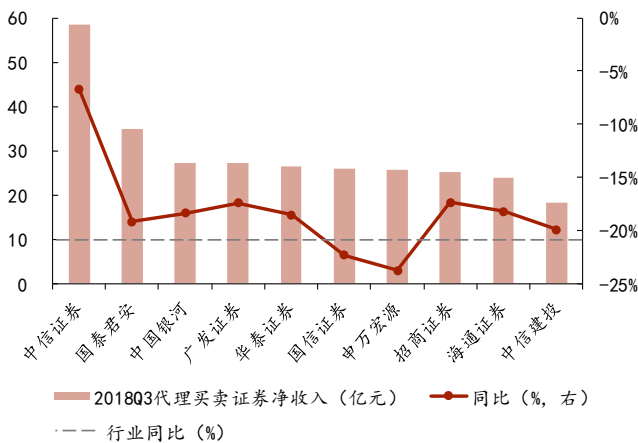
图表 26: 行业平均佣金率走势



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

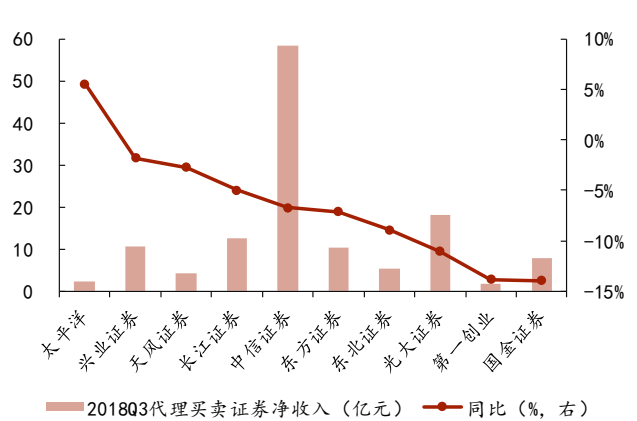
从 2018 年券商代理买卖证券业务净收入表现来看, 头部券商收入格局基本未变, 大型券商代理买卖证券净收入增长情况总体好于行业平均, 除国信证券和申万宏源外, 其余 8 家券商收入跌幅均小于行业平均跌幅 (-21%), 其中中信证券跌幅最小 (-6.75%)。收入降幅较小的券商如兴业证券、中信证券、东方证券, 主要受益于机构客户占比较高; 而天风证券、长江证券则受益于成长迅速的研究服务带来的公募分仓的增长。

图表 27: 2018Q3 代理买卖证券业务净收入前十



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 28: 2018Q3 代理买卖证券业务净收入增长前十

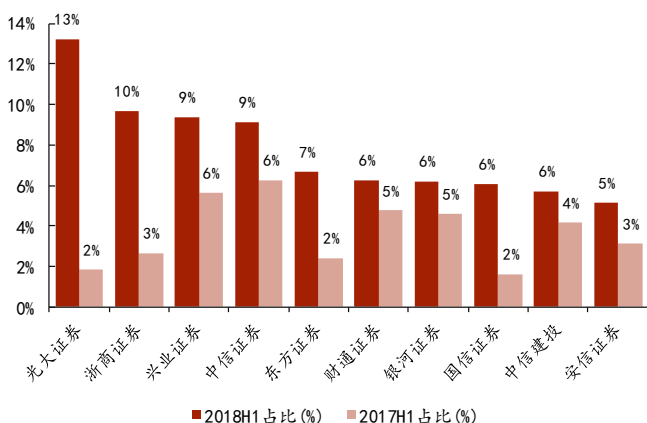


数据来源: Wind, 爱建证券研究所

拆分经纪业务收入来看, 包括代理买卖证券业务收入、交易单元席位租赁收入和代销金融产品收入, 面对佣金率下滑和交易量低迷的情况, 券商需要在客户结构和服务内容上发力提高经纪业务创收能力。1) **财富管理转型, 挖掘高净值客户。**在零售端, 以财富管理为切入口, 培育和开发高净值客户, 随着券商财富管理转型的深入, 通过挖掘客户交易需求之外的理财需求, 代销金融产品将成为券商经纪业务新的增长点。在 2018H 券商代销金融产品收入/经纪业务收入中, 光大证

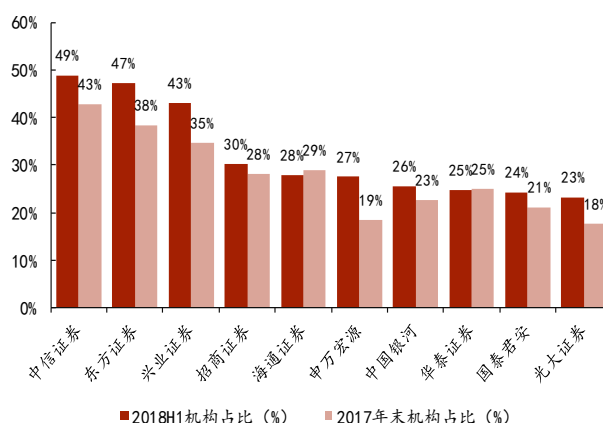
券 (13%)、浙商证券 (10%)、兴业证券 (9%)、中信证券 (9%)、东方证券 (7%) 占比较高。2) 开拓机构客户。一方面, 机构客户具有费率高、资产托管稳定的特点, 使其在稳定券商佣金业务收入方面优于个人客户; 另一方面, 随着社保基金、保险资管、公募基金、外资机构等机构客户的陆续进场, 机构客户市场占比提高的趋势将带来更可观的业务空间, 预计券商之间机构客户争夺战将加剧。虽然机构客户对费率敏感性低于个人客户, 但是对券商综合金融服务能力要求更高, 因此大中型券商在服务机构客户上更有优势。如中信证券、东方证券等机构化程度高的券商佣金收入排名更靠前或是 2018 年收入降幅更小。

图表 29: 券商代销金融产品收入/经纪业务收入



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 30: 代理买卖证券款机构占比 (经纪+信用)

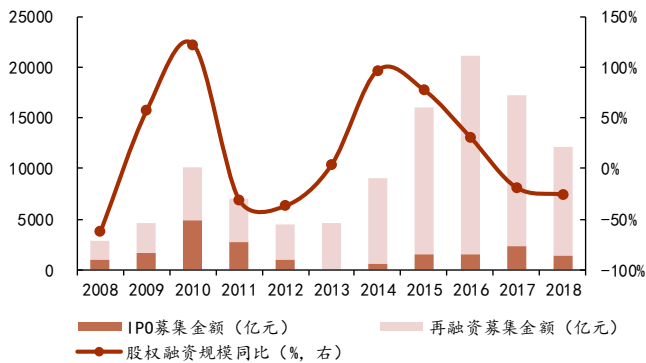


数据来源: Wind, 爱建证券研究所

3.5 投行: 多重政策利好下收入有望改善

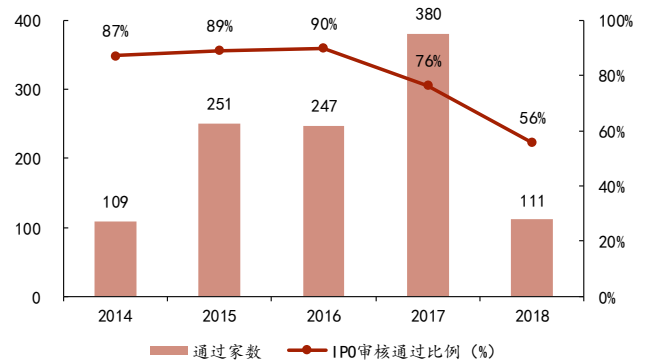
股权融资方面, 2018 年严格的发行审核环境和二级市场下行对投行业务冲击较大。业务规模上, 股权融资规模下滑明显, IPO 发行家数、规模分别为 105 家和 1378 亿元, 同比下降 76%和 37%; 再融资规模为 10729 亿元, 同比下降 24%。IPO 审核通过率上, 创近几年新低, 跌至 56%。但随着 IPO 审核提速, IPO “堰塞湖”问题得到改善, 常态化发行有望延续, 提高上市公司质量和对新经济的支 持将成为重点方向。2018 年 10 月以来, 投行相关业务改革提速, 再融资和并购重组逐渐松绑, 其中, 放松再融资用途、缩短再融资时间间隔; 减少并购重组资格限制、缩短并购重组时间。另外, 推行科创板和注册制试点, 增量改革有望带动投行业务边际改善。而债券融资方面, 2019 年债券承销业务有望受益于利率下行, 延续 2018 年的增长趋势。

图表 31: 股权融资规模历年变化



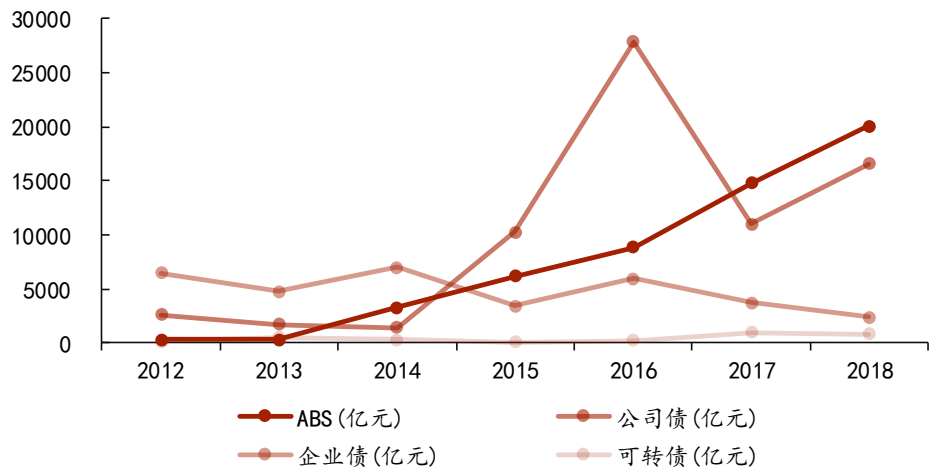
数据来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 32: IPO 审核通过率历年变化



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 33: 公司债和 ABS 驱动 2018 年债券发行规模提升



数据来源: Wind, 爱建证券研究所

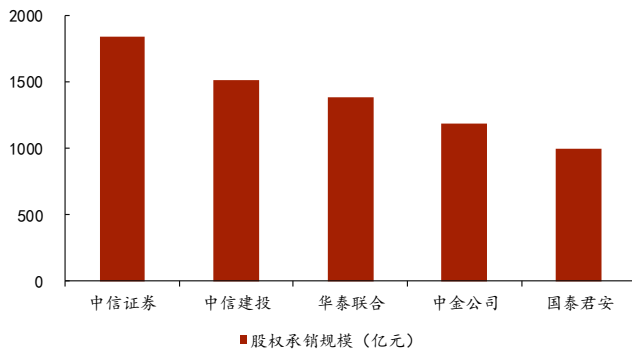
2018 年不论股权融资趋紧还是债市走牛, 股债业务的集中度都在提升。头部券商承销金额不降反升, 2018 年股权承销金额和债券承销金额 CR5 分别为 57.67%、44.09%, 同比增加 11.37% 和 4.33%, 龙头券商投行业务竞争力不论在顺势还是逆势中均进一步凸显。展望 2019 年, 随着科创板、沪伦通和 CDR 的推进, 龙头券商依托项目资源储备、机构客户优势、项目承做经验有望进一步受益。

表格 7: 2018 年投行业务集中度 (CR5)

年份	股权	IPO	再融资	债券	公司债
2018	57.67%	65.56%	57.12%	44.09%	37.96%
2017	46.30%	35.78%	49.35%	39.76%	32.05%
增幅	11.37%	29.78%	7.77%	4.33%	5.91%

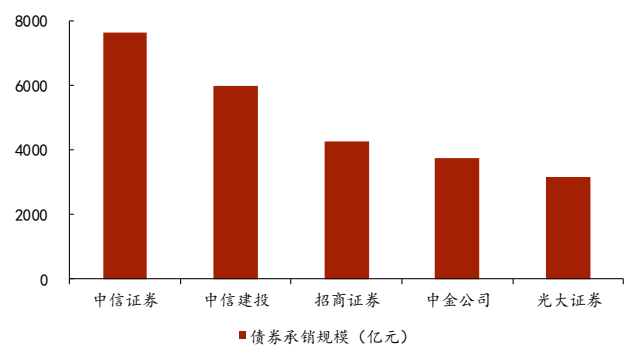
数据来源: Wind, 爱建证券研究所

图表 34：2018 年股权承销规模前五



数据来源：Wind，爱建证券研究所

图表 35：2018 年债券承销规模前五

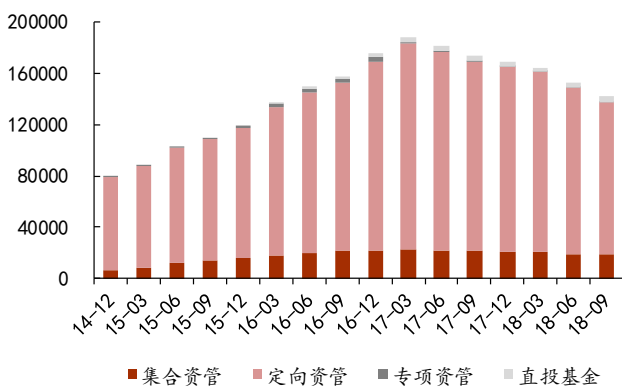


数据来源：Wind，爱建证券研究所

3.6 资管：主动管理转型势在必行

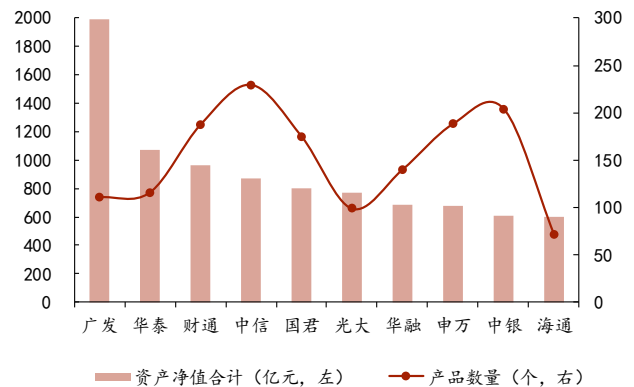
2018 年 4 月 27 日《资管新规》正式落地，券商通道业务和资金池业务开始整顿，2018 年 11 月 28 日《券商大集合指导意见》出台，券商资金池业务将在 2020 年底完成整改，券商资管管理费提成收入也将消失。资管新规在短期内对券商资管业务有所压制，尤其是通道占比高的券商；长远看，将倒逼券商资管朝主动管理转型，未来券商资管将回归比拼投资、产品设计、风险控制等主动管理能力。截至 2018Q3，券商资管规模持续收缩，与 2017Q1 的高点相比，已累计下降 24% 至 14.18 万亿，其中 92% 来自于定向资管规模的下降。

图表 36：券商资管规模历年增长情况（亿元）



数据来源：Wind，爱建证券研究所

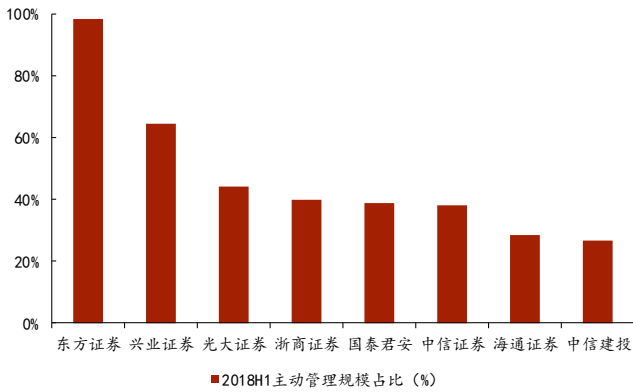
图表 37：2018 年末券商集合资管资产净值排名



数据来源：Wind，爱建证券研究所

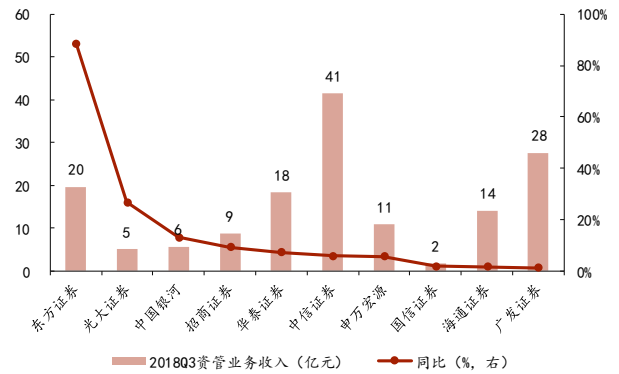
在通道业务持续收缩下，券商主动管理能力成为稳定业务收入的重要手段。从 2018 年资管业务收入表现看，主动管理规模占比较高的券商，资管业务收入增长幅度更靠前，东方证券、华泰证券和中信证券等以规模和收入增幅双优势行业领先，其中东方证券更是以 89% 的收入增幅遥遥领先。

图表 38：2018H1 券商资管主动管理规模占比 (%)



数据来源：Wind，爱建证券研究所

图表 39：2018Q3 部分券商资管业务收入增长情况



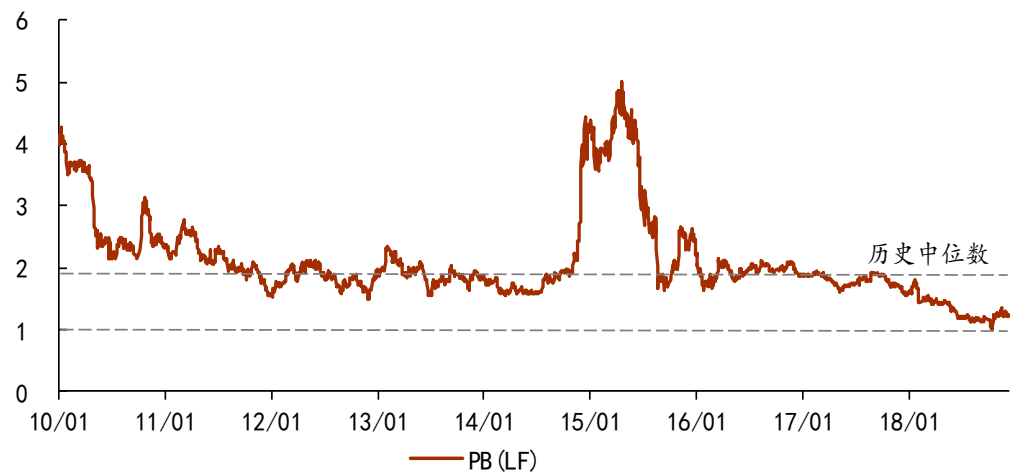
数据来源：Wind，爱建证券研究所

4、投资建议

4.1 行业：估值触底，修复动力已备

首先，与历史估值水平相比，当前行业估值已到底部。2018 年 12 月 31 日券商板块估值为 1.16x PB, 低于自 2010 年以来的中位数 1.91x PB, 券商板块估值仍然具有较大的安全边际。其次，考虑到券商股权质押业务风险，对券商净资产冲击普遍不超过 2%，且监管层在积极解决民企融资问题和股权质押业务风险，随着纾困基金后续落地，券商资产质量将得到修复。最后，2019 年监管环境正发生边际变化，监管层正加大资本市场增量改革力度，券商投行业务相关的增量业务有助于券商基本面修复；行业对外开放加速推进，随着增量资金的入场，与市场关联度较高的经纪业务、自营业务业绩有望边际改善。

图表 40：券商板块历年估值



数据来源：Wind，爱建证券研究所

表格 8：证券行业盈利预测

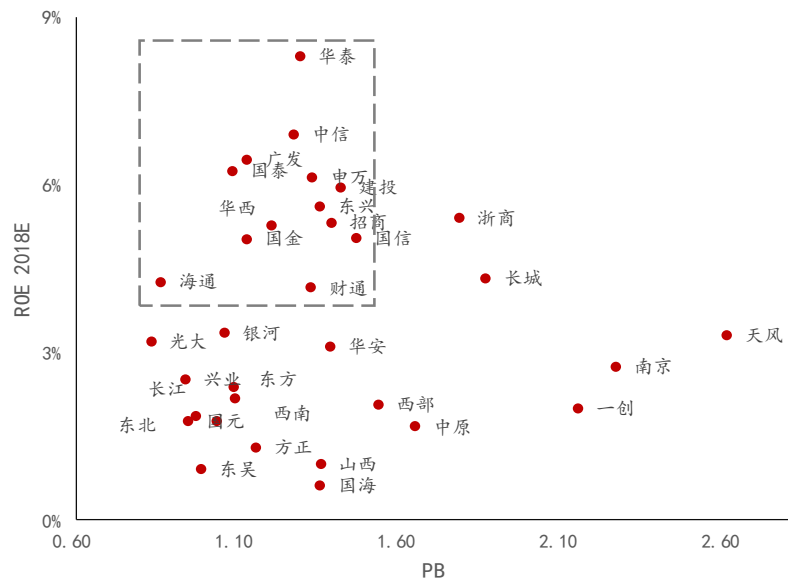
	2016	2017	2018E	2019E(悲观)	2019E(中性)	2019E(乐观)
经纪业务收入	1053	821	627	538	633	728
投行业务收入	684	510	376	342	398	454
资管业务收入	296	310	325	262	309	355
利息净收入	382	348	252	194	223	252
自营业务收入	568	861	647	636	748	860
其他业务收入	296	263	190	180	200	220
总营业收入	3280	3113	2417	2152	2511	2870
净利润	1234	1130	677	584	717	861
ROE	7.53%	6.11%	3.71%	3.55%	3.93%	4.29%

数据来源：Wind，爱建证券研究所

4.2 个股：行业集中度持续提升，头部券商 ROE 有望优先改善

首先，从估值和 ROE 两个维度进行筛选，截至 2018 年末，龙头券商如华泰证券、中信证券、广发证券、国泰君安均表现出低估值和高 ROE 的特点。而次新券商如天风证券、南京证券、长城证券的估值水平明显高于行业平均。其次，行业集中度提高趋势利好龙头券商。自监管层采用券商分类评级划分诸多业务资质时，大型券商在政策端拥有天然的优势。在业务层面上，2019 年随着增量改革的推进、机构化业务的深入发展，大券商综合金融服务能力将进一步凸显，业务资源将向龙头券商进一步集中，龙头券商 ROE 有望优先获得改善。

图表 41：券商 PB 与 ROE 对比

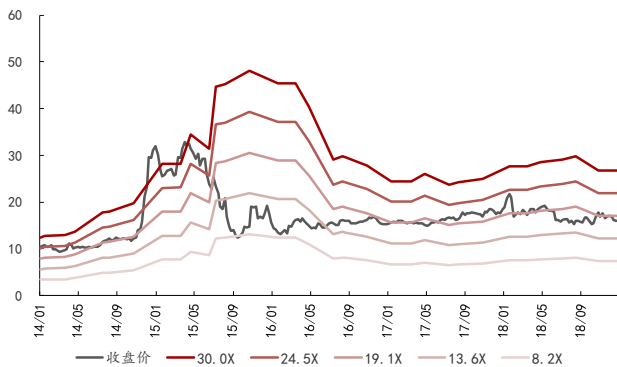


数据来源：Wind，爱建证券研究所

个股推荐

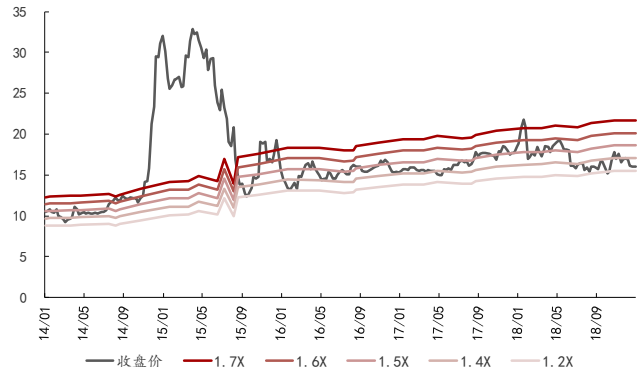
1) 中信证券：作为全能型券商，中信证券机构化战略行业领先，经纪业务具有较高的稳定性和增长潜力；投行业务稳居行业第一，接下来 CDR、科创板等增量改革优先受益；在收购广州证券，“大小吃”的趋势下，将做大做强、夯实行业龙头地位。预测公司 2018E、2019E 净利润分别为 103.72 亿元、115.20 亿元，对应 EPS 分别为 0.86、0.95。

图表 42：中信证券 PE-Band



数据来源：Wind，爱建证券研究所

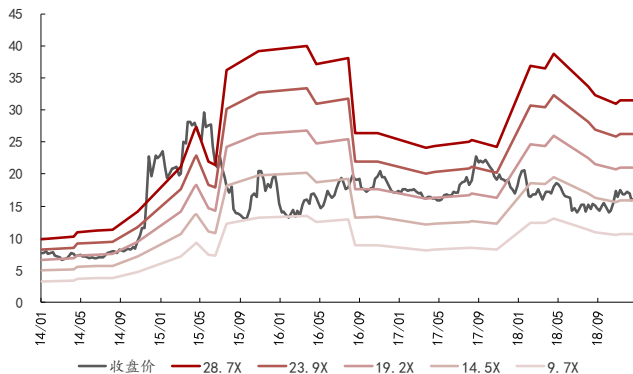
图表 43：中信证券 PB-Band



数据来源：Wind，爱建证券研究所

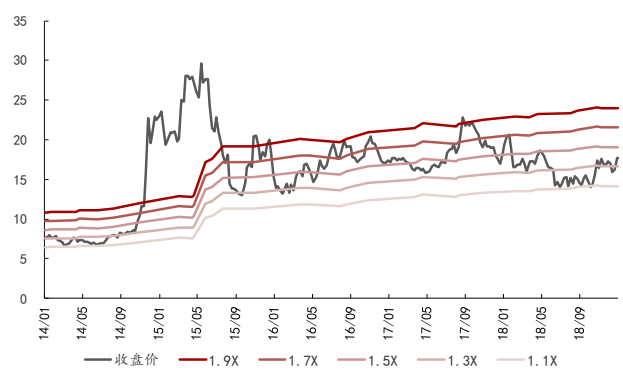
2) 华泰证券：作为国内券商财富管理转型的先行者，华泰证券在架构和技术上已打通个人、机构和企业，经纪业务市占率行业第一，财富管理业务优势显著；引入阿里和苏宁战略投资、收购 AssetMark，依托金融科技和海内外联动进一步拓展公司财富管理业务广度和深度；A+H+G 股上市，引入战略投资者阿里和苏宁，资本实力渐厚。预测公司 2018E、2019E 净利润分别为 75.57 亿元、82.53 亿元，对应 EPS 分别为 0.92、1.00。

图表 44：华泰证券 PE-Band



数据来源：Wind，爱建证券研究所

图表 45：华泰证券 PB-Band



数据来源：Wind，爱建证券研究所

风险提示

- 1、市场波动加大投资业务风险
- 2、股票质押业务风险恶化
- 3、改革推进程度不及预期
- 4、监管政策出现重大变化

注册证券分析师简介

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内，公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准。

公司评级

强烈推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅15%以上

推荐：预期未来6个月内，个股相对大盘涨幅5%~15%

中性：预期未来6个月内，个股相对大盘变动在±5%以内

回避：预期未来6个月内，个股相对大盘跌幅5%以上

行业评级

强于大市：相对强于市场基准指数收益率5%以上；

同步大市：相对于市场基准指数收益率在~5%~+5%之间波动；

弱于大市：相对弱于市场基准指数收益率在~5%以下。

重要免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与我公司和研究员无关。我公司及研究员对所评价或推荐的证券不存在利害关系。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发表、复制。如引用、刊发，需注明出处为爱建证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

爱建证券有限责任公司

地址：上海市浦东新区世纪大道1600号33楼（陆家嘴商务广场）

电话：021-32229888 邮编：200122

网站：www.ajzq.com