

## 券商 2005-2018 年复盘：细数外部驱动因素，知往鉴今精选个股

券商股的市场表现具有较强的周期性，我们通过对 2005 年以来的板块行情复盘，可以看到经济增长、货币与财政政策、金融监管政策是主要的外部影响因素。映射当下，我们认为 2019 年券商行情的研判需要重点关注货币政策与金融监管。

### 核心观点

- 券商股具有周期股的属性，其周期主要受到股市波动、监管政策以及宏观经济的影响。我们对 2005 年以来的券商板块表现进行梳理分析，总结了五个产生绝对收益与相对收益（相对于万得全 A）的时间段，具体如下：
  - 1) **2006 至 2007 年 10 月底**：牛市行情下的券商大涨，且在牛市前期券商股获得显著超额收益。行情驱动因素的核心在于经济增速持续提高，股权分置改革顺利落地，机构资金入市等；这一时期中信证券是比较稀有的纯粹券商标的，2007 年中信高 Beta 收入占比达到 75%。
  - 2) **2008 年 11 月至 2009 年 7 月底**：在金融危机的压力下，“四万亿”计划刺激经济，货币政策宽松助力融资成本降低，券商与 A 股涨幅均衡，绝对收益显著，相对收益不明显。
  - 3) **2012 年初至 2013 年 2 月**：2012 年召开的券商创新大会，开启了业务创新的大幕，两融、资管通道等业务开始起步，在这一区间中，市场涨幅较低，券商相对收益显著。宏源证券把握创新机遇，资管规模快速创新高，资管业务收入也高速提升，为这一时间段的代表性标的。
  - 4) **2014 年 7 月初到 2015 年 5 月底**：与 2007 年类似，牛市行情下获得显著的绝对收益与相对收益。这一阶段行情的驱动因素，主要在于资本市场政策利好以及货币政策宽松。华泰证券迅速提升的经纪与两融市占率，成为这一阶段的代表性标的。
  - 5) **2018 年 10 月中旬至 11 月下旬**：这一时间区间较短，券商板块走出独立行情。驱动因素主要在于金融政策，一是股票质押业务风险化解，二是投行业务、直接融资放松。前者对应标的为海通证券，后者对应标的为中信建投。
- 我们认为券商股具有强周期性，周期与股票市场牛熊高度相关，核心驱动因素在于市场走势，而市场涨跌的背后，又是货币政策、财政政策、经济增长与金融监管政策互相作用的结果。券商股在两种情况下可以获得显著相对收益：一是牛市初期，券商高 Beta 使得其行情启动较快；二是金融监管政策利好时期，会提高市场对于券商板块的关注度，从而获得相对收益。

### 投资建议与投资标的

- 对于券商股未来的行情研判，我们认为货币政策与金融监管是影响未来券商股的核心因素。在这之中，货币政策宽松有利于提升交易活跃度，带来券商板块的行情机会，考虑到行业集中度提升，龙头的业务优势将得到进一步巩固，推荐中信证券(600030，增持)；投行业务是券商未来重要的业务边际增量，推荐华泰证券(601688，增持)、广发证券(000776，增持)、中信建投(601066，增持)。

### 风险提示

- 系统性风险对非银行金融业务及估值的压制；政策如果出现超预期的变化会影响券商估值。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

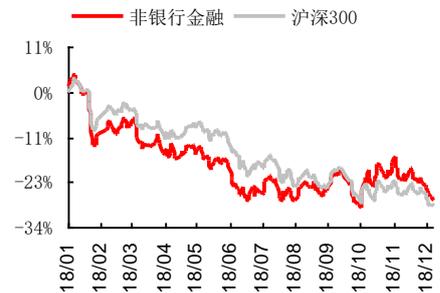
东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国/A 股
行业	非银行金融
报告发布日期	2019 年 01 月 16 日

### 行业表现



资料来源：WIND

证券分析师	唐子佩
	021-63325888*6083
	tangzippei@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860514060001
	张潇
	021-63325888*6253
	zhangxiao@orientsec.com.cn
	执业证书编号：S0860517080003

### 相关报告

券商 12 月业绩分化，龙头优势持续确认	2019-01-10
券商 11 月业绩环比大增，关注政策密集	2018-12-07
期的板块机遇	
股指期货交易放松，ETF 期权有望扩充品种，券商显著受益	2018-12-03

# 目录

一、 2005 年以来的券商股表现梳理 .....	5
二、 2005-2007 年：经济高速增长，股权分置改革顺利落地 .....	6
2.1 驱动因素：政策改革叠加经济增长 .....	7
2.1.1 股权分置改革 .....	7
2.1.2 GDP 增速上行，企业盈利能力强 .....	7
2.1.3 机构资金入市 .....	9
2.1.4 CPI 高涨，货币政策收紧 .....	10
2.2 代表性标的：中信证券 .....	11
三、 2009 年：“四万亿”计划推动 A 股触底回升 .....	12
四、 2012-2013 年 2 月：券商创新大年 .....	14
4.1 驱动因素：政策驱动创新，资管业务抬升 .....	14
4.2 代表性标的：宏源证券 .....	17
五、 2014-2015 年：货币政策宽松，信用业务发展 .....	19
5.1 驱动因素：政策面叠加资金面 .....	19
5.1.1 “新国九条”等政策驱动 .....	19
5.1.2 降准降息，资金面利好 .....	21
5.1.3 两融业务快速发展 .....	21
5.2 代表标的：华泰证券 .....	22
六、 2018 年 10-11 月：股票质押风险化解，权益承销显著放松 .....	24
6.1 驱动因素：政策主导、估值修复 .....	25
6.1.1 股票质押政策频出，助力风险化解 .....	25
6.1.2 投行类政策：再融资与并购重组放松，科创板有望实现突破 .....	26
6.2 代表标的：中信建投、海通证券 .....	28
6.2.1 中信建投：投行优势突出，顺应政策趋势 .....	28
6.2.2 海通证券：前期估值受质押风险压制 .....	29
七、 券商股历史行情总结及核心观点 .....	30
八、 投资建议 .....	32
8.1 货币政策与金融监管是 2019 年券商的核心关注要素 .....	32
8.2 投资标的：从市场集中度与业绩弹性两个角度选择 .....	33
九、 风险提示 .....	34

## 图表目录

图 1：2005 年以来券商指数走势及其超额收益区间 .....	5
图 2：2005 年以来“券商指数/万得全 A”波动情况及相对收益区间 .....	6
图 3：2005—2009 年末的券商指数与万得全 A 指数表现 .....	6
图 4：2005 年后 GDP 同比增速持续上升（%） .....	8
图 5：2001—2010 年第二产业与第三产业收入贡献比例均持续上升 .....	8
图 6：2005 年后工业增加值同比增速持续上升 .....	8
图 7：2005—07 年公募基金（非货币）规模快速提升（亿元） .....	9
图 8：2006—08 年美元指数走势持续向下 .....	10
图 9：2006—08 年 CPI（累计同比）持续上升 .....	10
图 10：2007 年 1—3 年中长期贷款利率持续提高 .....	11
图 11：2007 年大型金融机构存款准备金率持续提高 .....	11
图 12：2006—2009 年中信证券股价表现 .....	11
图 13：中信证券 2003—2010 年业绩表现（百万元） .....	12
图 14：2006—2008 年中信经纪业务占比 40%左右 .....	12
图 15：2005—2009 年末的券商指数与万得全 A 指数表现 .....	12
图 16：2008 年 11 月至 2009 年 7 月各上市券商及券商指数的涨幅情况 .....	14
图 17：2012—2013 年中期券商指数与万得全 A 走势对比 .....	14
图 18：券商受托管理资产规模快速增长，2016 年同比增速 50%（亿元） .....	15
图 19：2010 年后国家经济走出金融危机影响，金融业 GDP 贡献占比提升 .....	16
图 20：2012 年宏源证券市场表现显著超过证券行业水平（以 2012.1.4 为基准日） .....	17
图 21：宏源证券 2012 年收入增速远超行业（亿元） .....	18
图 22：宏源 2012—13 年资管收入及占比不断提升（百万元） .....	18
图 23：券商资产管理规模持续提升（万亿元） .....	18
图 24：资管业务收入持续增长，对收入贡献比例有限（亿元） .....	18
图 25：2014—15 年券商指数与万得全 A 涨幅对比 .....	19
图 26：2014 年 11 月开启时隔两年的降息 .....	21
图 27：2015 年 4 月开启时隔三年的全面降准 .....	21
图 28：2014 年两融规模迅速上升（亿元） .....	22
图 29：2012 年两融业务推出后行业利息净收入及其占总收入比例持续攀升（亿元） .....	22
图 30：2014 年底开始华泰证券股价表现超出行业水平（以 2014 年 1 月 2 日为基准） .....	23
图 31：2014 年华泰证券经纪业务业务市占率居券商首位 .....	23
图 32：2014 年华泰证券收入增速略超行业水平 .....	24
图 33：华泰证券两融业务占比在 2013 年后显著提升 .....	24
图 34：2014 年华泰证券两融业务市占率居券商首位 .....	24

图 35：2018 年 10 月中旬后券商估值触底反弹 (PB) .....	25
图 36：大券商 IPO 项目储备资源更加丰厚 .....	26
图 37：18 年月度 IPO 规模及数量保持在较低水平 .....	27
图 38：18 年末再融资规模攀升 (亿元) .....	27
图 39：券商涨幅榜对比 (2018.10.18-1018.11.19, 剔除 10 月 19 日上市的天风证券) .....	28
图 40：海通证券表内股票质押余额在上市券商中最高 (2018H, 亿元) .....	29
图 41：核心影响因素与券商股走势的对比总结图 .....	31
表 1：三一重工股权分置改革方案 .....	7
表 2：2008 年四季度到 2010 年底，4 万亿元投资的重点投向和资金测算 .....	13
表 3：2012-2015 上半年证监会出台一系列鼓励行业创新发展的重要文件 .....	15
表 4：2012 年分别两次下调准备金率及利率 (%) .....	16
表 5：宏源证券受托客户资产管理业务净收入及排名 .....	17
表 6：2014-15 年监管文件整理 .....	19
表 7：华泰证券“涨乐财富通”在 APP 测评中排名第一 .....	23
表 8：中信建投的股票与债券承销行业排名始终保持领先 .....	29
表 9：2017 年以来降准情况统计 .....	32

## 一、2005 年以来的券商股表现梳理

券商股具有周期股的属性，其周期主要受到股市波动、监管政策以及宏观经济的影响。我们对 2005 年以来的券商板块表现进行梳理分析，总结其产生绝对收益与相对收益（相对于万得全 A 指数）的时间段。整体来看，我们将 2005 年以来的时间区间分为五段：

- 1) **2006 至 2007 年 10 月底**，券商指数涨幅 1831%，万得全 A 涨幅 475%；能同时获得显著的绝对收益与相对收益；
- 2) **2008 年 11 月至 2009 年 7 月底**，券商指数涨幅 115%，万得全 A 收益率 132%，绝对受益显著，相对收益不明显。
- 3) **2012 年初至 2013 年 2 月**，在这一区间中，券商指数收益率 58%，万得全 A 收益率 11%，相对收益显著。其中有两个时间段的绝对收益较为显著，2012 年初至当年 5 月底，券商指数收益率 43.2%；2012 年 11 月末至 2013 年 2 月中，券商指数收益率 56%。
- 4) **2014 年 7 月初到 2015 年 5 月底**，期间券商指数绝对收益率 235%，万得全 A 涨幅 167%，有显著绝对收益；2014 年 7 月初到 2014 年末，券商指数绝对收益率 200%，万得全 A 涨幅 52%，相对收益显著。
- 5) **2018 年 10 月中旬至 11 月下旬**，券商指数涨幅 34%，万得全 A 涨幅 12.8%，同时有绝对收益与相对收益。

我们将就各次行情产生的原因与代表性标的进行分析总结。

图 1：2005 年以来券商指数走势及其超额收益区间



数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 2：2005 年以来“券商指数/万得全 A”波动情况及相对收益区间**


数据来源：Wind，东方证券研究所

## 二、2005-2007 年：经济高速增长，股权分置改革顺利落地

2006 至 2007 年 10 月底，券商指数涨幅 1831%，万得全 A 涨幅 475%；能同时获得显著的绝对收益与相对收益。从这一时间段行情的驱动因素主要是政策驱动与经济增长，前者主要为股权分置改革；后者包括 2008 年之前经济基本面持续向上、GDP 增速持续抬升驱动牛市；与此同时，货币政策持续收紧，利率、准备金率都有显著下滑，并未阻止牛市脚步。在这之中，券商作为高 Beta 标的，表现出了更强的弹性，在牛市启动前夕就表现出强劲上涨势头，且整体涨幅高于行业水平。

**图 3：2005-2009 年末的券商指数与万得全 A 指数表现**


数据来源：Wind，东方证券研究所

## 2.1 驱动因素：政策改革叠加经济增长

### 2.1.1 股权分置改革

股权分置改革是 07 年牛市的重要推动力。2004 年 1 月，国务院发布《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，明确提出“积极稳妥解决股权分置问题”。2005 年 4 月，证监会发布《关于上市公司股权分置改革试点有关问题的通知》，股权分置改革试点启动。在试点成功经验的基础上，2005 年 8-9 月，《关于上市公司股权分置改革的指导意见》和《上市公司股权分置改革管理办法》相继出台，改革事项全面铺开。改革对于股票市场的影响，主要体现在以下几个方面：

- **改革初期股市快速下滑，触底后大幅回升、牛市来临。**2005 年 4 月启动股权分置改革试点，5 月分三一重工、紫江企业、清华同方、金牛能源被确认为四家改革试点公司。受此消息影响，市场受潜在卖出压力影响而持续下跌，2005 年 6 月 6 日上证综指触及 998 点，其后又一路上升，开启一轮波澜壮阔的牛市行情。
- **股权分置改革解决了我国证券市场的历史遗留问题，提升了企业治理效率，也提升了 A 股的市场吸引力。**非流通法人股的改革问题一直是悬在我国证券市场之上的达摩克里斯之剑，而股权分置改革通过协调流通股与非流通股股东之间的利益矛盾，推动二者权利一致化，并设置了限售期以缓解大股东减持对上市公司股价的影响。在这一制度后，大股东与公司的经营管理团队的利益一致化，更具动力将企业做大做强。同时，由于化解了流通风险问题，A 股的市场吸引力提升，更多的资金参与进来，也直接推动了一轮牛市的诞生。

**表 1：三一重工股权分置改革方案**

非流通股股东对流通股股东的补偿方案	以 2005 年 4 月 29 日公司总股本 24000 万股为基数，由非流通股股东向方案实施基准日的流通股 股东按持股比例共支付总额为 2100 万股公司股票和 4800 万元现金对价；即：流通股股东每持有 10 股流通股将获得 3.5 股股票和 8 元现金对价。
减持规划	1、自公司股权分置改革方案实施后的第一个交易日起满二十四个月以上。 2、自公司股权分置改革方案实施后，任一连续 5 个交易日(公司全天停牌的，该日不计入 5 个交易日)公司二级市场股票收盘价格达到 2005 年 4 月 29 日收盘价 16.95 元的 112.1%即 19 元或以上。

数据来源：公司公告，东方证券研究所

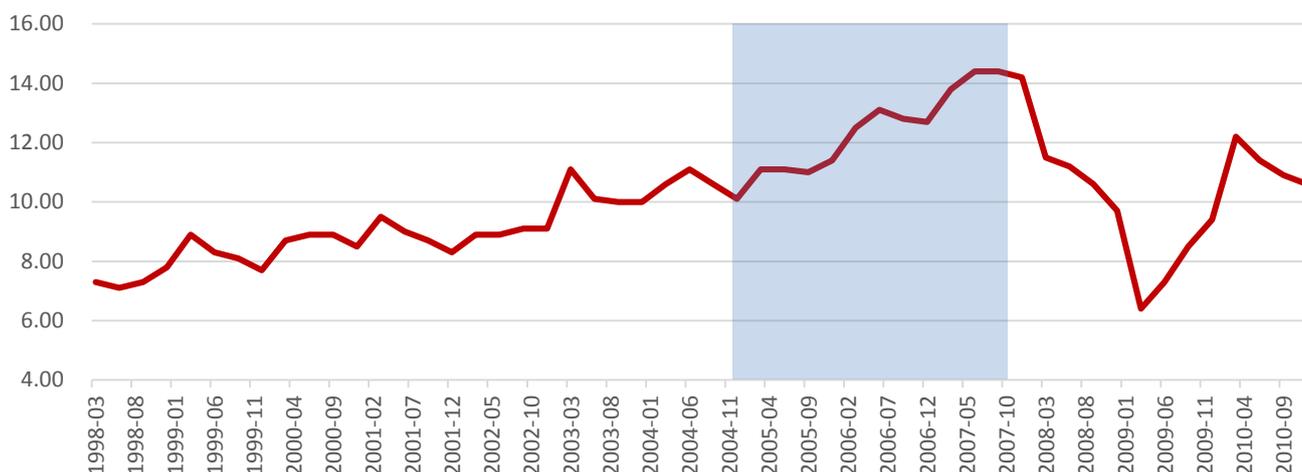
### 2.1.2 GDP 增速上行，企业盈利能力强

2000 年以来,我国 GDP 保持增长,其中 2005 年后增速提高,2007 年 GDP 增速高达 14.2%。此后受金融危机影响,2009 年一季度 GDP 增速下滑至 6.4%，其后的四万亿政策等推动投资、刺激经济,2010 年一季度 GDP 增速即回升至 12.2%。GDP 增长也伴随着产业升级,20 世纪 90 年代以来,第一产业对 GDP 的贡献比例持续下滑,从 1991 年的 24.9%下降至 2010 年的 8.42%；

2001-2010 年第二、第三产业的贡献比例均持续上升，2001 年二者比例分别为 45.6%、40.5%，2010 年这两个比例均提升至 49%和 42.5%。

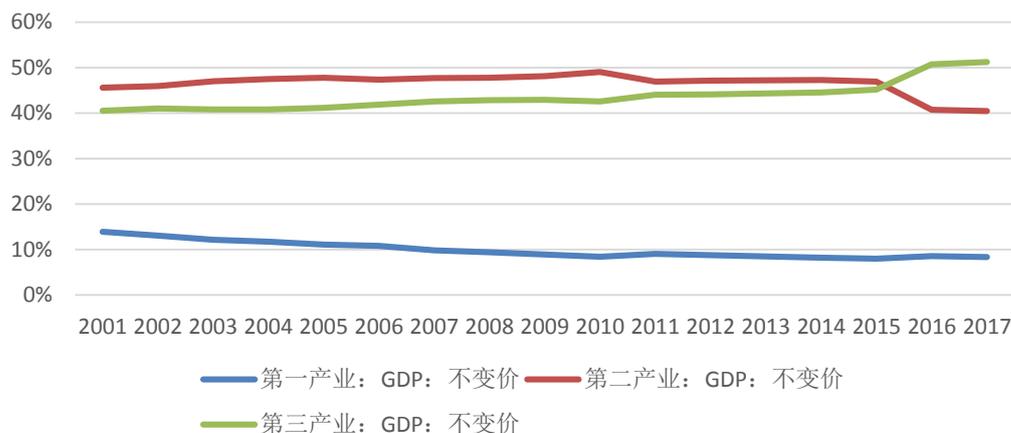
与国民经济飞速发展伴随着的，是企业盈利能力提升。2000 年后工业增加值同比增速持续提升，其中 2001 全部工业增加值同比增速 8.7%，规模以上工业增加值同比增速 9.9%，2007 年分别提升至 14.9%、18.5%。

图 4：2005 年后 GDP 同比增速持续上升 (%)



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 5：2001-2010 年第二产业与第三产业收入贡献比例均持续上升



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：2005 年后工业增加值同比增速持续上升



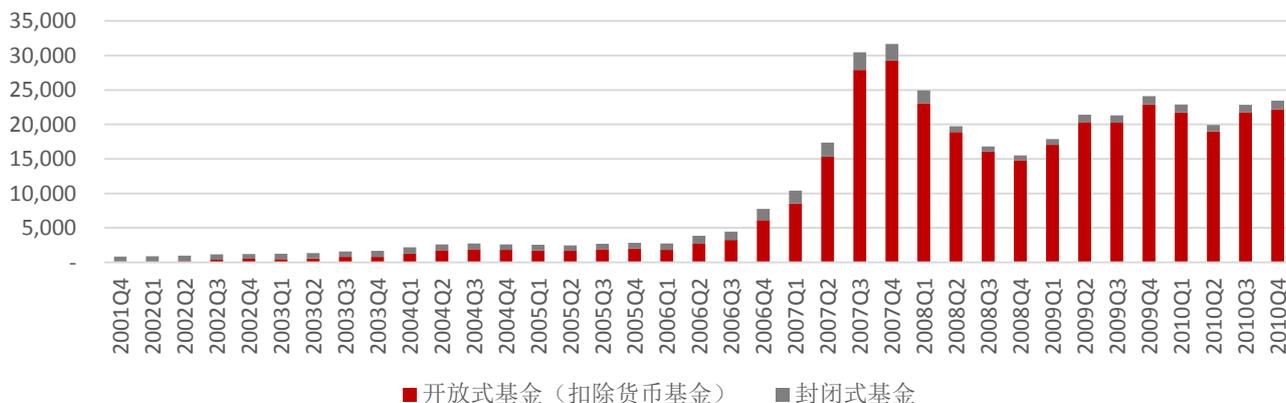
数据来源：Wind，东方证券研究所

### 2.1.3 机构资金入市

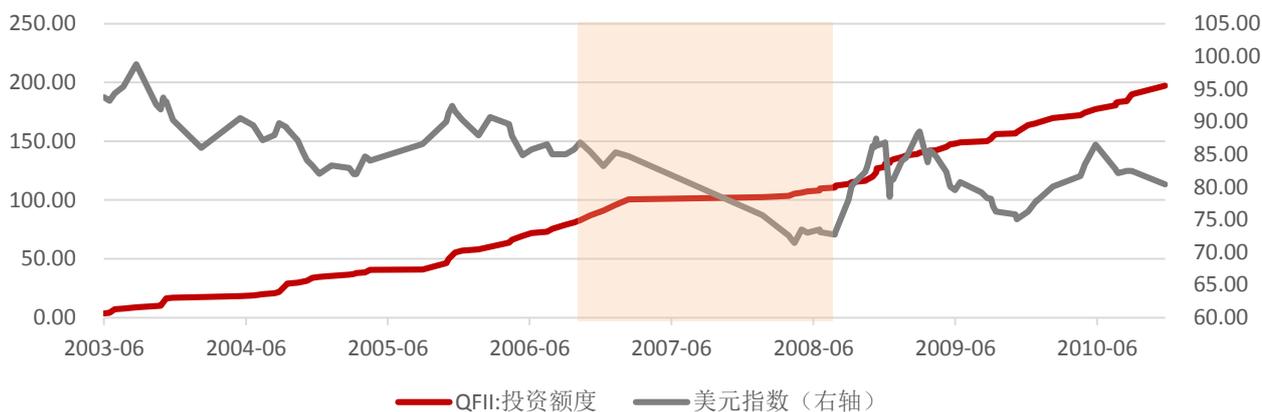
2000年10月份证监会颁布《开放式证券投资基金试点办法》，其后首只开放式基金华安创新发行，成功募集50亿份，此后南方稳健、华夏成长等代表性产品相继成立。此后，市场上又逐步出现债券型基金、指数型基金、保本型基金、货币市场基金、LOF基金、分级基金等等，公募基金规模持续提升。2004年实施《证券投资基金法》、《证券投资基金信息披露管理办法》、《证券投资运作管理办法》、《证券投资基金销售管理办法》等各类法规，进一步规范了公募基金的运作要求，推动这一行业进入新的发展时代。根据Wind数据，2005年末非货币公募基金规模2825亿元，2007年末达到31645亿元，两年内规模增长10倍，大规模基金资金入市，与市场上涨形成共振。2007年，上交所上市公司股东中投资基金占比达到26%，这也是迄今为止的最高水平。

与此同时，随着美元指数不断走低，QFII投资额度不断增加，越来越多的海外资金参与到A股投资中来。其中，美元指数从2005年末91下降至2018年中72，而QFII制度自从2002年推行后，不断扩容，为外资进入我国资本市场提供了更加便利的选择。

图7：2005-07年公募基金（非货币）规模快速提升（亿元）



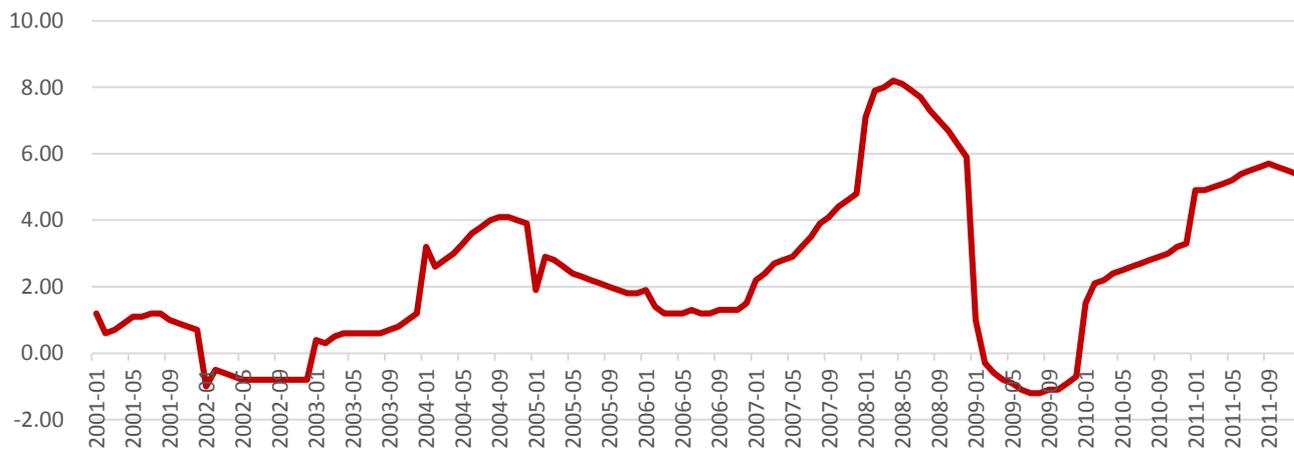
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 8：2006—08 年美元指数走势持续向下**


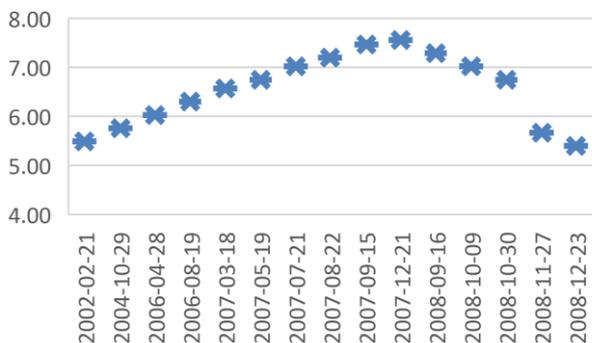
数据来源：Wind，东方证券研究所

### 2.1.4 CPI 高涨，货币政策收紧

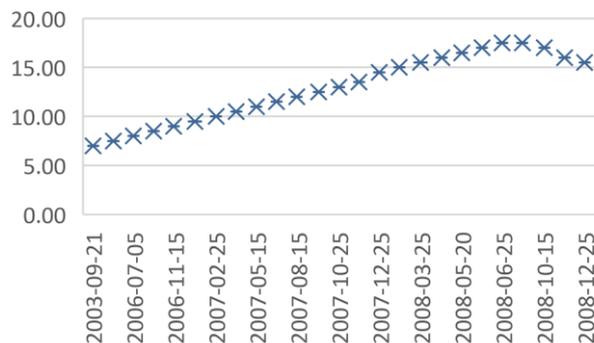
经济向上的环境下，货币政策周期转换不影响牛市进程。1997 年的亚洲金融危机后，我国开始实行稳健的货币政策，体现为利率与存款准备金率双降。2003 年后，随着经济转好，贷款、投资、外汇储备等指标纷纷增长，其中 CPI 从 2006 年的 1.5% 上涨至 2007 年 4.8%。在此背景下，货币政策有所调整，期间央行 10 次上调存款准备金率，6 次加息。可见，偏紧的货币政策并未影响牛市进程，高速增长的经济基本面是行情爆发的核心原因。

**图 9：2006—08 年 CPI (累计同比) 持续上升**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 10：2007 年 1-3 年中长期贷款利率持续提高**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 11：2007 年大型金融机构存款准备金率持续提高**


数据来源：Wind，东方证券研究所

## 2.2 代表性标的：中信证券

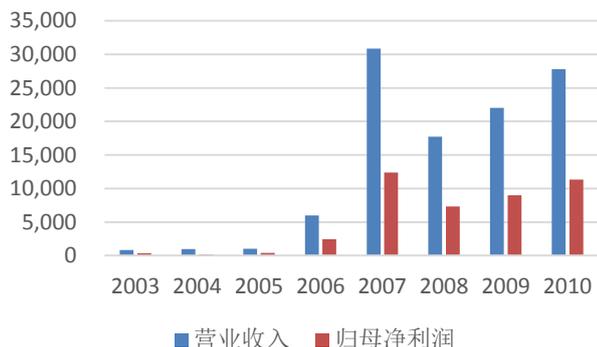
在这一阶段，上市券商较少，中信证券是比较稀有的纯粹券商标的，且从 2006 年初的 1.3 元一路上涨至 2007 年 10 月末 27 元，涨幅巨大，是这一阶段的代表性标的，也与板块涨幅基本一致。

**中信股价上涨与业绩上涨是相辅相成的。**在券商业绩 Beta 属性的推动下，2005/2006/2007 年公司实现归母净利润 4/24.35/123.89 亿元，其中 2007 年净利润较 2005 年高了 30 倍。从收入结构来看，在这一阶段公司收入的 40%左右来自经纪业务，自营对收入的贡献在 2007 年占比达到 35%，2008 年就迅速滑落至 18%。

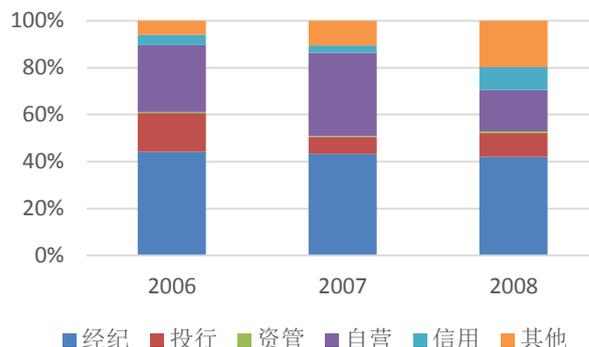
除此之外，这一时期也是券商借壳上市的高峰时间，长江证券、国元证券、国海证券、海通证券、国金证券等均是借壳重组登录 A 股市场，丰富了券商板块的标的池。

**图 12：2006-2009 年中信证券股价表现**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 13：中信证券 2003–2010 年业绩表现（百万元）**


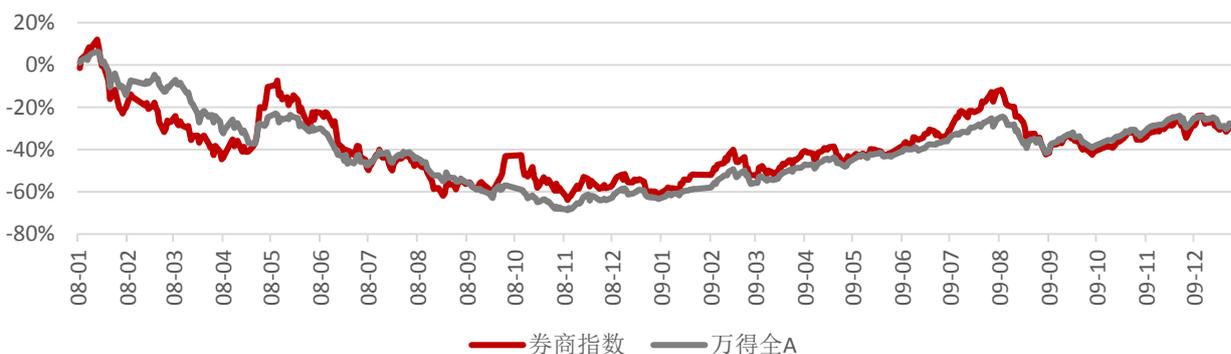
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 14：2006–2008 年中信经纪业务占比 40%左右**


数据来源：Wind，东方证券研究所

### 三、 2009 年：“四万亿”计划推动 A 股触底回升

2008 年 11 月至 2009 年 7 月底，券商指数涨幅 115%，万得全 A 收益率 132%，券商板块绝对受益显著，没有相对收益。从这一时间段行情的驱动因素主要是金融危机后“四万亿”计划出台刺激经济，带动 GDP 增速触底回升，券商在这一阶段涨幅与市场整体差距不大。

**图 15：2005–2009 年末的券商指数与万得全 A 指数表现**


数据来源：Wind，东方证券研究所

2008 年的全球金融风暴对我国经济产生了一定冲击，2008 年 11 月和 12 月，我国进出口总值开始负增长，单月同比分别下降 9%和 11.1%，而这一增速直到 2009 年 11 月才能够由负转正。进出口下滑对我国经济增长也带来了直接影响，2007 年 GDP 同比增速 14.2%，2008 年和 2009 年上半年分别同比 9.7%和 7.3%。事实上，从 2008 年底开始，各国当局开始出台相关的宽松政策来缓解流动性压力与市场恐慌情绪，而政策的时滞性使得政策反映到经济数据有所滞后。

2008年11月5日，国务院总理温家宝主持召开国务院常务会议，研究部署进一步扩大内需、促进经济平稳较快增长的措施，明确提出以应对复杂多变的形势，当前要实行积极的财政政策和适度宽松的货币政策。会议确定了当前进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施，投向集中于民生工程、基础设施、生态环境建设和灾后重建等，初步匡算，实施上述工程建设，到2010年底约需投资4万亿元。

**表 2：2008 年四季度到 2010 年底，4 万亿元投资的重点投向和资金测算**

重点投向	资金测算
廉租住房、棚户区改造等保障性住房	约 4000 亿元
农村水电路气房等民生工程和基础设施	约 3700 亿元
铁路、公路、机场、水利等重大基础设施建设和城市电网改造	约 15000 亿元
医疗卫生、教育、文化等社会事业发展	约 1500 亿元
节能减排和生态工程	约 2100 亿元
自主创新和结构调整	约 3700 亿元
灾后恢复重建	约 10000 亿元

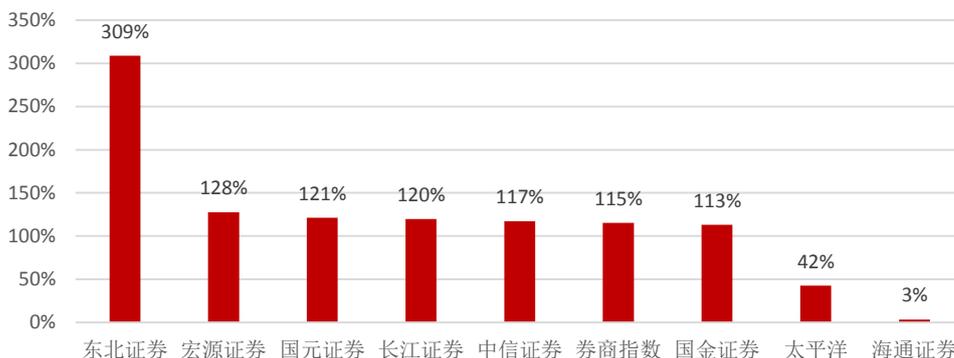
数据来源：发改委，东方证券研究所

四万亿计划对经济发展的拉动效应是显著的。2009年10月27日，国家发展改革委有关负责人在回答记者提问时表示，4万亿元投资计划项目建设进展顺利，中央投资的引导和带动作用持续显现，取得了明显成效。

- i. 对拉动全社会投资和稳定经济发挥了重要作用。前9个月全社会投资增长33.4%，增幅比去年同期提高6.4个百分点。
- ii. 为进一步加强“三农”和改善民生夯实了基础。加强农村民生工程和农业基础设施建设，大力支持农村饮水安全、农村电网改善、农村公路、农村沼气、农村危房改造等工程，不断改善农村生产生活条件，建成了一大批关系人民群众切身利益的惠民工程。在今年四批中央投资中，用于民生工程的投资占比超过50%。
- iii. 积极推进了经济结构战略性调整和发展方式转变。中央投资发挥“四两拨千斤”的作用，如安排200亿元中央投资用于支持重点产业调整振兴和促进中小企业发展，企业技术改造步伐明显加快，重大装备自主化工作积极推进。加强自主创新能力建设，开工建设了一批高技术产业化项目。
- iv. 重大基础设施建设稳步推进，汶川地震灾后恢复重建有力有序开展。着眼于缓解基础设施的瓶颈制约，加快重大基础设施建设，为长远发展增强后劲。

在积极的财政政策之外，2008年末宽松的货币政策也为这一上涨做出了铺垫。其中，2008年下半年四次降准、五次降息，为实体经济融资发展提供了较为宽松的环境，也与“四万亿”财政政策计划相配合，致力于拉动经济发展。

通过统计这一时期的券商股表现，可以看到大部分公司与券商指数涨幅类似在110-120%之间，其中东北证券由于经纪业务占比高带来的高Beta特性，涨幅居前。

**图 16：2008 年 11 月至 2009 年 7 月各上市券商及券商指数的涨幅情况**


数据来源：Wind，东方证券研究所

## 四、 2012-2013 年 2 月：券商创新大年

2012 年初至 2013 年 2 月：在这一区间中，券商指数收益率 58%，万得全 A 收益率 11%，相对收益显著。这一阶段的相对收益主要来自于证券行业创新政策不断推出，券商业务的新的增长点涌现，推动行业业绩与估值实现超出行业水平的提升。

**图 17：2012-2013 年中期券商指数与万得全 A 走势对比**


数据来源：Wind，东方证券研究所

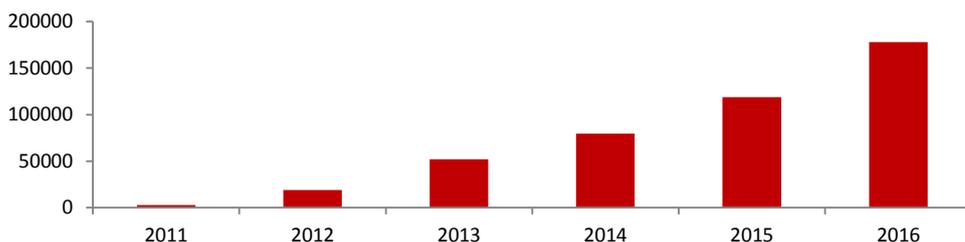
### 4.1 驱动因素：政策驱动创新，资管业务抬升

2012 年 5 月的券商创新大会可以视为金融行业创新发展浪潮的起点，2012 年至 2015 年中期也是券商行业蓬勃发展、产品创新层出不穷的重要时期。2012 年 5 月，证监会主持召开了第一届券商创新大会，会后出台《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施》，提出了支持券商创新发展的十一大方针政策，包括提高证券公司理财类产品创新能力，加快新产品新业务创新进

程，放宽业务范围和投资方式限制等内容。这一次的券商创新大会可以视作证券行业创新发展的前奏，此后推出的《证券公司客户资产管理业务管理办法》和《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》开启了资管行业的春天，投行、资管、ABS等券商创新业务开始实现全面发展。从数据角度来看，2012年券商受托管理客户资产为1.89万亿元，2016年这一数字提升至17.82万亿元，年化增速达到75%。

**券商资管业务脱颖而出，成为券商创新的排头兵。**券商产品创新遵循着两条规律与趋势：从低资本消耗到高资本消耗，从简单低附加值的通道业务到主动投资。资产管理正是典型的低资本消耗业务，因此受到券商的青睐。同时，叠加银信合作监管强化、银行对通道服务需求强化这一背景，定向资管蓬勃发展。定向资管中券商扮演了通道的角色，是银信合作的一种替代，它费率低、操作快、不占用券商的太多资源，券商大多通过定向资管迅速扩张资产管理规模。资管所具有的低资本消耗与高成长性特征这一逻辑也得到了资本市场的认可。

**图 18：券商受托管理资产规模快速增长，2016 年同比增速 50%（亿元）**



数据来源：证券业协会，东方证券研究所

**表 3：2012-2015 上半年证监会出台一系列鼓励行业创新发展的重要文件**

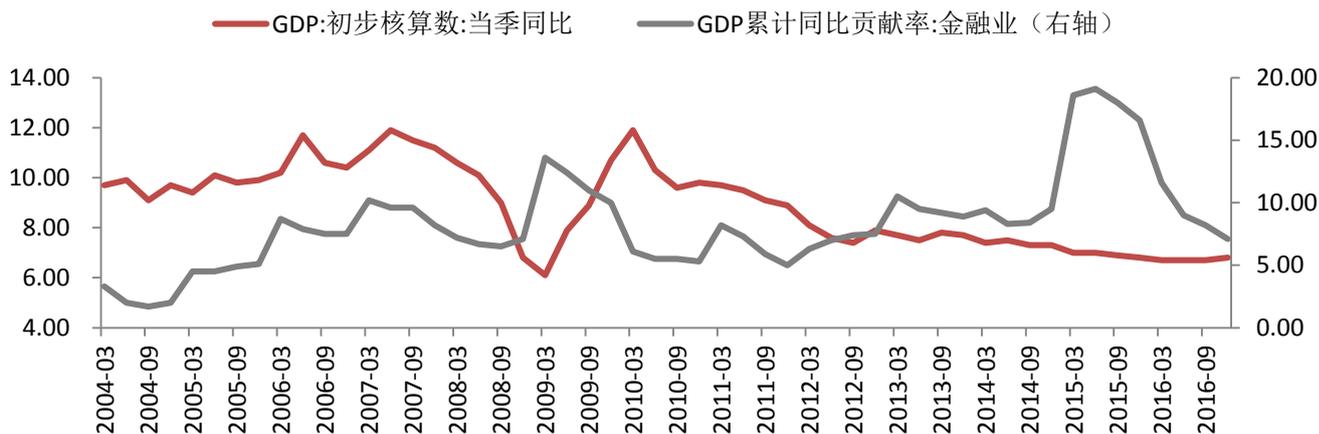
文件	征求意见稿时间	正式出台时间	主要内容
《证券公司业务（产品）创新工作指引（试行）》		2011/10/27	指导证券公司合法合规开展业务（产品）创新活动并有效防控风险；明确鼓励创新：合理区分证券公司创新失误与违规行为；鼓励证券公司建立促进创新的绩效考核评价激励机制；在加强自律管理和风险监控的同时，支持、引导证券公司开展业务（产品）创新。
《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施》	2012/5/9		<b>2012 年券商创新大会后出台，是证券行业创新业务的指引性文件。</b> 一是提高证券公司理财类产品创新能力；二是加快新产品新业务创新进程；三是放宽业务范围和投资方式限制；四是扩大证券公司代销金融产品范围；五是支持跨境业务发展；六是推动营业部组织创新；七是鼓励证券公司发行上市和并购重组；八是鼓励券商积极参与场外市场建设和中小微企业私募债试点；九是改革证券公司风险控制指标体系；十是探索长效激励机制；十一是积极改善证券公司改革开放、创新发展的社会环境，加强从业人员管理，强化社会责任意识，建立证券纠纷调解机制，持续开展投资者教育。
《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》 《证券投资基金管理公司子公司管理暂行规定》	2012/7/2	2012/9/26	规范基金公司从事资产管理业务活动，允许基金公司设立子公司开展特定客户资产管理业务，基金子公司迎来大发展
《上市公司员工持股计划管理暂行办法》	2012/8/4		强化员工持股的信息披露，防止利用员工持股计划进行内幕交易和利益输送。股权激励开启健康有序发展
《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《证券公司集合资产管理业务实施细则》		2012/10/18 (2013/6/26 修订)	划定业务范围（集合、定向、专向）、明确监管边界与神额流程，券商资管业务迎来大发展

《证券公司资产证券化业务管理规定》	2013/2/26	2013/3/15 (2014/12/22 修订)	规范证券公司资产证券化业务活动，开启券商参与 ABS
-------------------	-----------	------------------------------	----------------------------

数据来源：证监会，东方证券研究所

与此同时，金融业对 GDP 的贡献比例也在不断抬升。背后原因主要在于，国民经济从金融危机的泥潭中快速复苏，GDP 同比增长率在 2009Q1 到达最低点 6.1% 后快速回升，2010Q1 即达到 11.9%。而金融业作为拉动 GDP 的重要产业板块，开始扮演越来越重要的角色。在这一背景下，监管层开始采取措施提升金融行业开放程度、鼓励直接融资、鼓励金融服务实体经济，从数据上看，金融业对 GDP 的贡献率从 2011 年 5% 提升至 2013Q1 的 8.9%，并在 2015 上半年的牛市中实现 19.1% 的 GDP 贡献率。

图 19：2010 年后国家经济走出金融危机影响，金融业 GDP 贡献占比提升



数据来源：Wind，东方证券研究所

除此之外，在这一时期货币政策也有所放松，但对市场的影响较小。2012 年分别两次降准降息，全年上证综指收益率仅 3.2%，并未出现显著上涨。可见，在没有强财政政策或经济增长配合的环境下，货币政策宽松难以扭转市场走势。

表 4：2012 年分别两次下调准备金率及利率 (%)

	中长期贷款利率:1 至 3 年(含)		人民币存款准备金率:大型存款类金融机构(变动日期)
2011-07-07	6.65	2011-12-05	21.00
2012-06-08	6.40	2012-02-24	20.50
2012-07-06	6.15	2012-05-18	20.00

数据来源：Wind，东方证券研究所

## 4.2 代表性标的：宏源证券

我们认为，这一时期的代表性标的为宏源证券。从市场表现来看，12年初至13年2月，券商指数涨幅58%，宏源证券涨幅91%。宏源证券在这一时期能够获得超越市场的收益率，主要是受益于资管业务宽松政策。从2012年初开始，宏源证券的资管发展驶上快车道，2011、2012、2013年资管规模分别为3800、9400、36000万元，行业排名分别为21、8、3，实现了飞跃式的提升。

与此同时，宏源证券业绩也受资管业务影响而有所提升，且增速好于行业水平。2011/2012/2013年公司资管业务收入分别为38.2/95.5/363.5亿元，对收入的贡献比例分别达到2%/3%/9%，其中、2012/2013年公司收入同比增速好于行业水平。

图 20：2012 年宏源证券市场表现显著超过证券行业水平（以 2012.1.4 为基准日）



数据来源：Wind，东方证券研究所

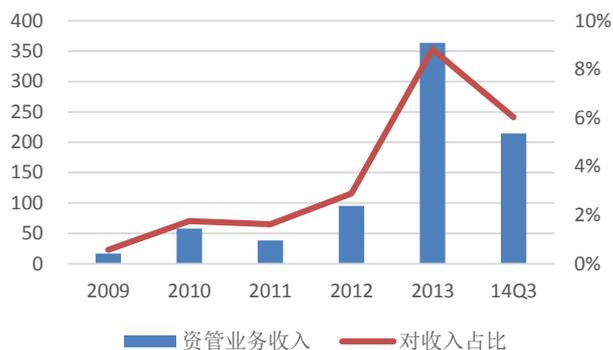
表 5：宏源证券受托客户资产管理业务净收入及排名

	净收入（万元）	排名
2010	5809	15
2011	3817	21
2012	9548	8
2013	36349	3

数据来源：证券业协会，东方证券研究所

**图 21：宏源证券 2012 年收入增速远超行业（亿元）**

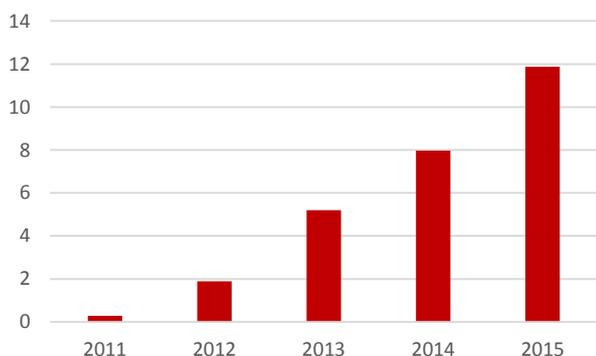

数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 22：宏源 2012-13 年资管收入及占比不断提升（百万元）**


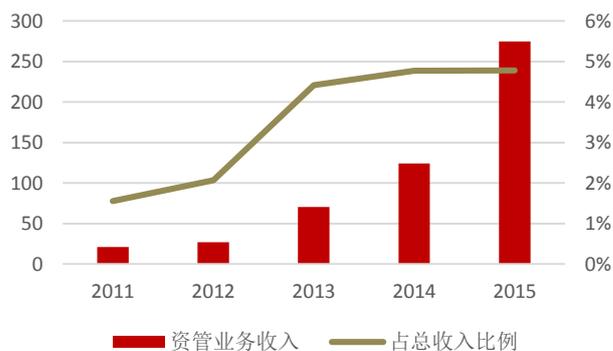
数据来源：Wind，东方证券研究所

**定向资管冲规模，但是利润率低于集合资管，对 EPS 的提振较弱，券商创新需要寻找下一站。**

从数据角度来看，2012 年开始，券商资管业务规模持续提升，带来的收入也从 2011 年的 21 亿元提升至 2015 年的 275 亿元，但管理规模的持续提升以低费率的通道类业务为主，资管业务对于收入的贡献比例在 5% 以下，边际弹性较弱。2013 年 5 月 8 日的券商创新大会上，对券商创新重新定调，要求更多的关注券商创新以来积累的系统性风险。之后 2016 年起，证监会推出通道业务强监管政策，资管业务的发展迈入主动管理的新阶段。

**图 23：券商资产管理规模持续提升（万亿元）**


数据来源：证券业协会，东方证券研究所

**图 24：资管业务收入持续增长，对收入贡献比例有限（亿元）**


数据来源：证券业协会，东方证券研究所

## 五、 2014-2015 年：货币政策宽松，信用业务发展

2014 年 7 月初到 2015 年 5 月底：期间券商指数绝对收益率 235%，万得全 A 涨幅 167%，有显著绝对收益；2014 年 7 月初到 2014 年末，券商指数绝对收益率 200%，万得全 A 涨幅 52%，相对收益显著。这一阶段的行情，主要是受到牛市驱动，而券商的高 Beta 特性驱使其股价反映早于市场整体，在牛市初期能够获得显著的相对收益。

图 25：2014-15 年券商指数与万得全 A 涨幅对比



数据来源：Wind，东方证券研究所

### 5.1 驱动因素：政策面叠加资金面

#### 5.1.1 “新国九条”等政策驱动

这一阶段的政策焦点集中于完善资本市场建设，尤以注册制的推进广受关注。2013 年 11 月出台的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，首次明确提出推进股票发行注册制改革，其后的多份文件先后提及这一安排，新股发行体制改革气氛浓厚，在此之后于 2015 年 12 月 27 日由全国人大常委会授权国务院两年内实施注册制。2014 年 5 月，国务院以红头文件的形式出台《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》，文件从九个方面明确了资本市场发展的方向与具体任务要求，被称为“新国九条”。除此之外，在 14-15 年期间，还针对不同的资本市场参与主体、市场产品类型推出了有针对性的监管新政，凸显了政府对于资本市场的重视程度。

表 6：2014-15 年监管文件整理

文件	征求意见稿时间	正式出台时间	主要内容
《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》		2013/11/15	提出推进股票发行注册制改革

《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》		2013/11/30	贯彻十八届三中全会决定中关于“推进股票发行注册制改革”的要求，改革的总体原则是：坚持市场化、法制化取向，综合施策、标本兼治，进一步理顺发行、定价、配售等环节的运行机制，发挥市场决定性作用，加强市场监管，维护市场公平，切实保护投资者特别是中小投资者的合法权益。
《优先股试点管理办法》		2014/3/21	上交所与深交所出台配套试点管理办法后，优先股的发行与交易制度框架基本建立
修订《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》《首次公开发行股票并在创业板上市管理暂行办法》		2014/5/14	健全多层次资本市场体系，进一步明确创业板市场定位，推动创业板市场真正成为支持创新型、成长型中小企业发展的资本市场平台。
《国务院关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》		2014/3/24	提出发挥市场机制作用、尊重企业的主体地位，通过取消和下放一大批行政审批事项、完善税收政策、丰富金融政策手段等来支持企业兼并重组，形成一批具有行业引领能力和国际竞争力的大企业大集团。
《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》		2014/5/9	发展多层次股票市场，积极稳妥推进股票发行注册制改革。建立和完善以信息披露为中心的 <b>股票发行制度</b> 。逐步探索符合我国实际的股票发行条件、上市标准和审核方式。
《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》		2014/5/29	明确了今后一段时期推进证券经营机构创新发展的总体原则、主要任务和具体措施。三大任务是 <b>建设现代投资银行、支持业务产品创新、推进监管转型</b> 。
《关于大力推进证券投资基金行业创新发展的意见》		2014/6/13	大力发展证券投资基金，加快推动基金管理公司向现代资产管理机构转型，是当前促进资本市场健康发展的重要任务
《私募投资基金监督管理暂行办法（征求意见稿）》	2014/7/11		规范私募投资基金活动，保护投资者及相关当事人的合法权益，促进私募投资基金行业健康发展
《私募投资基金管理人登记和基金备案办法（试行）》		2014/1/17	规定了私募投资基金管理人登记、基金备案、从业人员管理、信息报送、自律管理等方面的要求。
《公开募集证券投资基金运作管理办法》	2013/4/26	2014/7/7	规范公开募集证券投资基金运作、保护投资者权益、促进行业健康发展
《期货公司监督管理办法》		2014/10/30	规范期货公司经营活动，加强对期货公司监督管理，保护客户合法权益，推进期货市场建设
《证券公司及基金管理公司子公司资产证券化业务管理规定（修订稿）》	2014/9/26	2014/11/19	明确以《证券法》、《基金法》、《私募投资基金监督管理暂行办法》为上位法，统一以资产支持专项计划作为特殊目的载体开展资产证券化业务。二是将资产证券化业务开展主体范围由证券公司扩展至基金管理公司子公司。三是取消行政审批，实行市场化的证券自律组织事后备案和基础资产负面清单管理制度
《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》	2014/7/4	2014/10/15	提出健全上市公司主动退市的机制，实施重大违法公司强制退市制度、完善与退市相关的配套制度安排。
《上市公司重大资产重组管理办法》	2014/7/11	2014/10/23	一是取消不构成借壳上市的出售行为的审批，以及要约收购的审批；二是完成发行股份购买资产的定价机制；三是完善借壳上市的定义，执行与IPO等同的要求，并强调创业板企业不可借壳上市；四是丰富并购重组的支付工具；五是放松了非关联第三方买卖股份的门槛限制；六是明确财务顾问责任；七是分道制的审核。
《关于修改〈上市公司收购管理办法〉的决定》		2014/10/23	在充分论证的基础上进一步“简政放权”，同时在强化信息披露、加强事中事后监管、督促中介机构归位尽责等方面作出配套安排。
《股票期权交易试点管理办法》	2014/12/5	2015/1/9	中国证监会近日已批准上海证券交易所开展股票期权交易试点，试点产品为上证50ETF期权
《公司债券发行与交易管理办法》	2014/12/5	2015/1/15	一是扩大发行主体范围；二是丰富债券发行方式；三是增加债券交易场所；四是简化发行审核流程；五是实施分类管理；六是加强债券市场监管；七是强化持有人权益保护。
《关于促进融券业务发展有关事项的通知》		2015/4/17	一是支持专业机构投资者参与融券交易，扩大融券券源；二是推出市场化的转融券约定申报方式；三是优化融券卖出交易机制，提高交易效率；四是充分发挥融券业务的市场调节作用，近期将扩大融券交易和转融券交易的标的证券至1100只

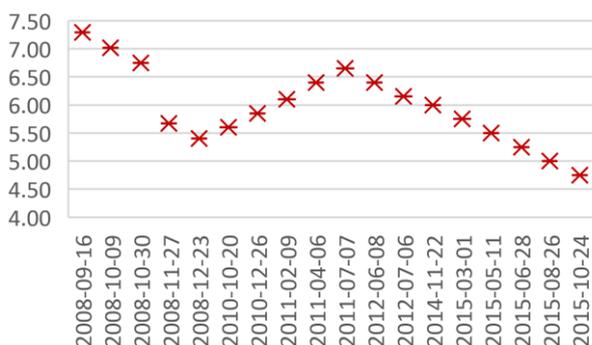
数据来源：证监会，东方证券研究所

### 5.1.2 降准降息，资金面利好

2014年4月和6月，央行共实施两次定向下调存款准备金率，11月实施一次非对称下调金融机构人民币贷款和存款基准利率。其中11月的降息与券商大涨时间点较为一致，可以看做是2014年末券商行情的重要催化剂。

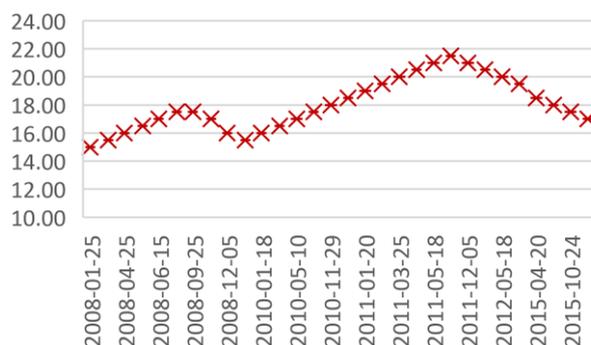
宽松的货币政策对股市的影响逻辑，体现在两个方面：一是降低市场无风险利率水平，降低分母，提升投资者的风险偏好；二是融资成本降低传导至实体经济后，有望助力企业扩张规模、提升盈利能力，进而提高分子。对于券商而言，高Beta特性决定了在股市向好的环境下，券商业绩与估值双升，股价弹性更强。

图 26：2014 年 11 月开启时隔两年的降息 (%)



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 27：2015 年 4 月开启时隔三年的全面降准 (%)



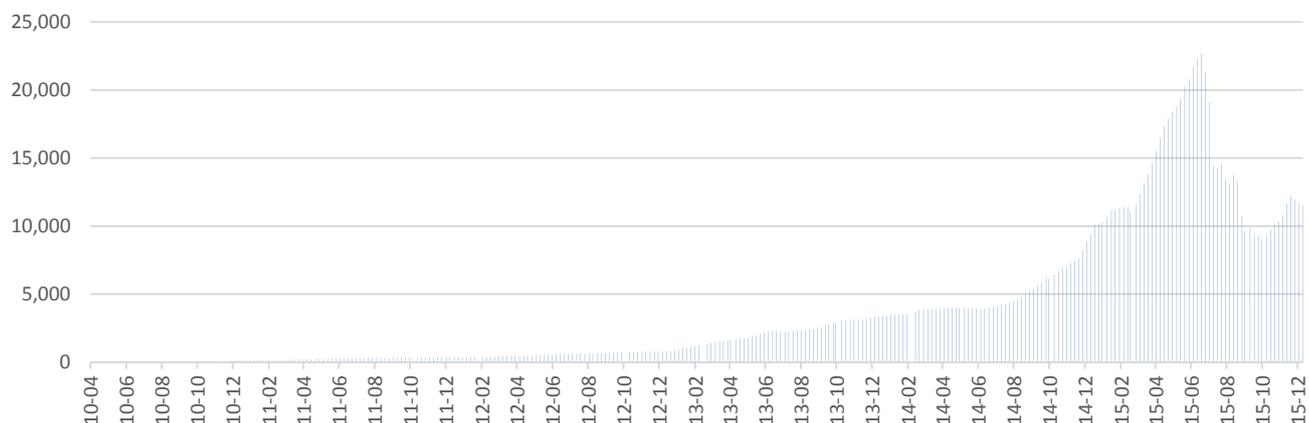
数据来源：Wind，东方证券研究所

### 5.1.3 两融业务快速发展

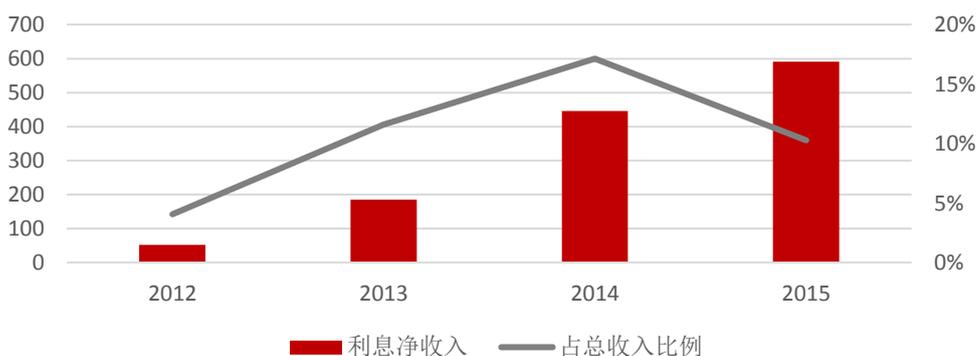
以融资融券和股权质押为代表的资本中介业务在2012年获批，经历两年发展之后，伴随市场估值触底与情绪上行，资金业务快速抬升，成为券商业绩贡献的主力之一。

两融业务在发展初期受制于券商行业所能提供的资本供给上限，在2013年下半年，我们即可观察到证金公司转融通余额已经基本接近上限，而该部分资金是券商所能调动的成本较高的融资金来源，由此从2014年三季度始，我们可观察到证券行业开始大规模债权融资，为融资业务补充源源不断的资本供给，并于2014年四季度开始上市券商开始密集权益再融资，以将提升后的权益杠杆下降到监管许可范围之内，并以此推动下一波的债权轮动融资。

从具体数据来看，2013年两融余额在1000-3000亿元左右运行，2014年末升至万亿元规模，并于2015年巅峰超过两万亿元。两融余额的快速提升也带动券商利息净收入提高，2013/2014/2015年行业利息净收入分别为185/446/591亿元，分别占总收入比例12%/17%/10%，其中2014年这一业务对行业收入的边际影响最为显著。

**图 28：2014 年两融规模迅速上升（亿元）**


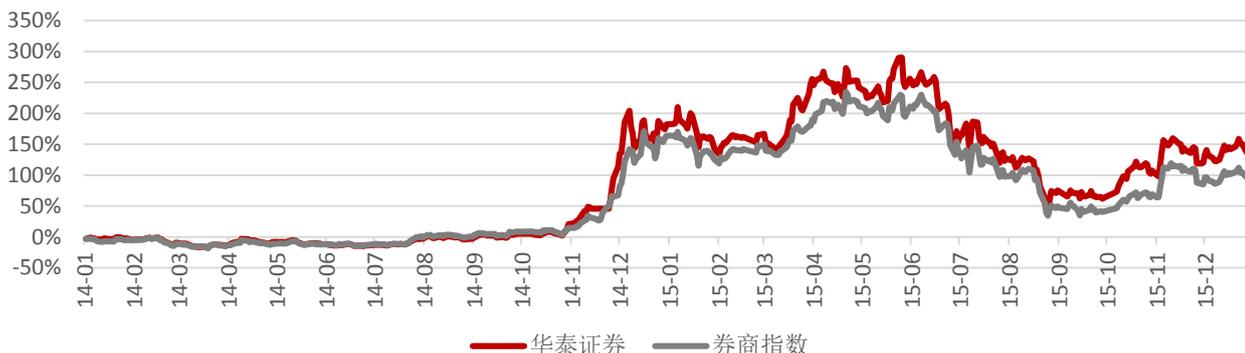
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 29：2012 年两融业务推出后行业利息净收入及其占总收入比例持续攀升（亿元）**


数据来源：证券业协会，东方证券研究所

## 5.2 代表标的：华泰证券

从股价表现来看，2014 年末开始华泰股价涨幅开始超越行业水平，并在 15 年将这一优势保持下去，是当时时点的牛股。整体逻辑在于公司发力互联网经纪业务，继而提升两融业务市占率，Beta 特性持续强化。

**图 30：2014 年底开始华泰证券股价表现超出行业水平（以 2014 年 1 月 2 日为基准）**


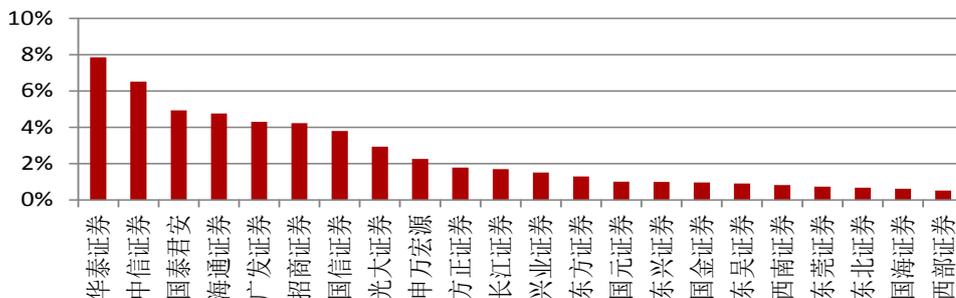
数据来源：Wind，东方证券研究所

- 2014 年，华泰证券超越中信证券登上经纪业务市占率第一的位置，这有赖于公司互联网金融布局与手机客户端的推广。**2013 年年底，华泰以壮士断腕之势，在核心大券商中率先打开互联网开户，并将佣金率降到极值，将经纪业务市占率冲到市场第一。两融客户来自经纪业务导流，凭借互联网布局的先发优势，华泰两融业务业绩也持续提升，成为了当时时点的牛股。

**表 7：华泰证券“涨乐财富通”在 APP 测评中排名第一**

券商 app 名称	综合得分	名次
华泰涨乐财富通	75.5	1
广发证券易淘金	72	2
兴业证券优理宝	71.5	3
长江证券长江 E 号	70.5	4
国信证券金太阳	68.5	5

数据来源：网络公开信息，东方证券研究所

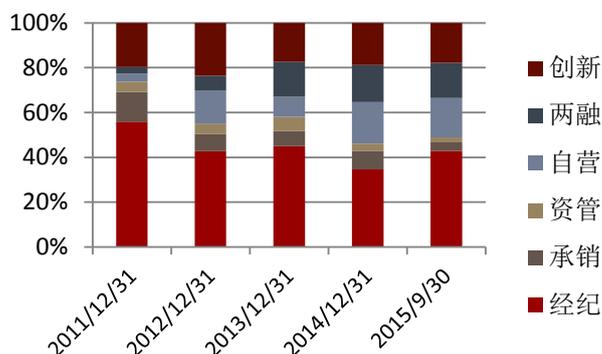
**图 31：2014 年华泰证券经纪业务业务市占率居券商首位**


数据来源：Wind，东方证券研究所

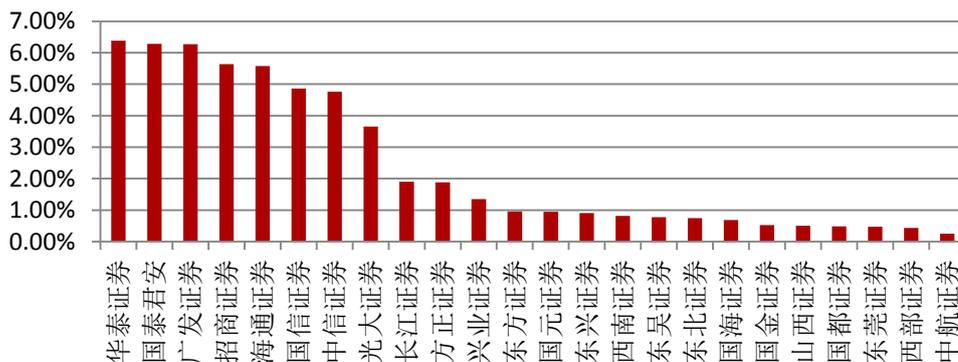
- 华泰采取 etrade 模式，将两融业务占比提升，两融市占率同时上行，带动业绩增长。并且在 2014 年 3 季度开始推动股债轮动融资，以保证充足的资本供给。2014 年，华泰的两融业务收入占比从 2011 年的 3% 提升至 20%，市占率也超越国泰君安、广发证券成为业内第一。在此带动下，2014 年公司收入增速高于行业平均水平 5%。在此期间，以两融为核心的资本中介业务也不断强化券商的业务杠杆，并对互联网影响下日渐下行的经纪业务 beta 形成了有效的补充。

**图 32：2014 年华泰证券收入增速略超行业水平（亿元）**


数据来源：Wind，证券业协会，东方证券研究所

**图 33：华泰证券两融业务占比在 2013 年后显著提升**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 34：2014 年华泰证券两融业务市占率居券商首位**


数据来源：Wind，东方证券研究所

## 六、2018 年 10-11 月：股票质押风险化解，权益承销显著放松

2018 年 10-11 月，券商板块显著反弹，从 10 月 18 日到 11 月 19 日，行业 PB 从 1.06 回升至 1.43，板块涨幅高达 34.7%，万得全 A 涨幅 12.8%。从较为短期的视角来看，板块的绝对收益与相对收益均较为显著。

整体来看，这一轮反弹主要是受到了短期的政策驱动，反映为股票质押政策与投行政策两大类。其中，股票质押业务风险累及券商净资产质量，是前期压制板块估值的一个核心因素，随着这一风险逐步化解，券商板块迎来估值修复，部分前期破净券商修复到一倍左右；在此之外，投行业务新政带来了业务的边际增量机遇，也推动板块进一步上涨。

图 35：2018 年 10 月中旬后券商估值触底反弹（PB）



数据来源：Wind，东方证券研究所

## 6.1 驱动因素：政策主导、估值修复

### 6.1.1 股票质押政策频出，助力风险化解

2018 年下半年市场下跌引发股票质押风险暴露，对券商业绩带来负面影响。根据中登公司数据，截止 10 月 19 日，市场质押股数 6428 亿，占总股本 10.01%，相比于 2 个月前（8 月 17 日）增加 129 亿股；对应质押市值为 4.3 万亿元，占总市值 8.75%，较 8 月 17 日市值减少 6026 亿元。这意味着，股票下跌触发警戒线或平仓线后，股东实施补仓，进而推高了质押股份数；而股价下跌幅度较大使得质押市值减少。共 3485 家上市公司有质押股份，其中 148 家质押比例超过 50%，对应市值 8520 亿元；根据公告，控股股东质押比例在 80% 以上的上市公司有 574 家。股票质押风险暴露对券商业绩会产生一定影响，以 18 上半年数据为基础，我们假定券商表内质押平仓比例 10%，平仓后损失比例 20%，则对净利润影响达到 18.8%。

政策利好，助力提升市场信心，股票质押业务风险得以缓解。具体来看，股票质押风险化解手段包括以下几项：

- **监管领导发言提振信心。**10 月 19 日，三位监管领导发表观点：1) 刘鹤副总理要求“金融机构科学合理做好股权质押融资业务风险管理”，认为“股市的调整和出清，正为股市长期健康发展创造出好的投资机会”。2) 银保监会主席郭树清表示，银行业在质押品触及止损线时，要综合评估，采取恰当方式稳妥处理；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。3) 证监会主席刘士余表示各类基金应当“帮助有发展前景但暂时陷入经营困难的上市公司纾解股票质押困境”。
- **券商发起纾困基金。**10 月 31 日，协会组织 11 家证券公司作为联合发起人，出资 255 亿行业系列资产管理计划，吸引银行、保险、国有企业和政府平台等资金，达到撬动千亿规模资金并开展具体业务的目的。在这 11 家券商之外，其他券商也可根据情况自行设立产品参与进

来，11月16日，兴业证券以自有资金出资成立证券行业支持民企发展系列资产管理计划首期规模为20.1亿元，预计撬动资金超过200亿元。

- **保险公司成立专项产品。**10月19日，银保监会主席郭树清表示，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。截止11月15日，已经成立了五只保险业纾困专项产品，目标总规模达到780亿元。
- **多地政府机构组织募集资金，援助当地面临质押风险的上市公司。**监管领导明确提出化解股票质押风险，叠加一系列的资金有望入场，有助于提升市场信心，而股市回暖又能有效缓解质押风险的暴露。已有数十个地方政府表态参与，涉及资金规模近千亿元。

股票质押政策，更多聚焦于存量风险化解的问题，对于券商股而言，则是减轻了这一业务对于股价的压制效应。同时也应当注意到，风险化解的政策只能“治标”，“治本”则依赖于质押业务规模收缩以及市场上涨。在这一政策背景下，前期质押平仓压力较大的券商股价反弹也更多。

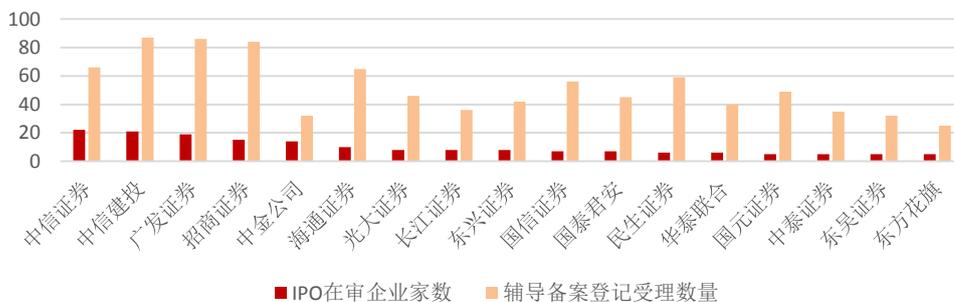
### 6.1.2 投行类政策：再融资与并购重组放松，科创板有望实现突破

#### ➤ IPO：关注科创板

科创板的设立，是2019年IPO业务最值得关注的重点事件。2018年11月5日，国家主席习近平在首届中国国际进口博览会开幕式上发表主旨演讲，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。科创板定位科技创新类企业，将在交易制度、准入门槛方面实现中国资本市场的创新与突破。上交所表示19上半年有望看到科创板成果。

一个新的上市板块，首批需要较多的企业来形成板块与指数效应，这为券商投行业务带来机遇，深耕中小科技类企业、项目储备丰厚的券商能够显著受益。综合当前IPO排队企业家数与辅导备案登记受理情况，中信证券、中信建投、广发证券和招商证券具有相对优势。

图 36：大券商 IPO 项目储备资源更加丰厚



数据来源：Wind，东方证券研究所

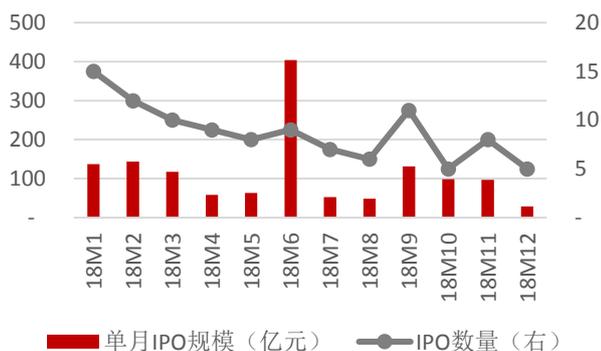
### ➤ 再融资：配套募集资金用途放开

11月9日证监会修订发布《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》，对上市公司再融资放宽，具体包括：

- i. 明确使用募集资金补充流动资金和偿还债务的监管要求。通过配股、发行优先股或董事会确定发行对象的非公开发行股票方式募集资金的，可以将募集资金全部用于补充流动资金和偿还债务。通过其他方式募集资金的，用于补充流动资金和偿还债务的比例不得超过募集资金总额的30%；对于具有轻资产、高研发投入特点的企业，补充流动资金和偿还债务超过上述比例的，应充分论证其合理性。
- ii. 对再融资时间间隔的限制做出调整。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，但相应间隔原则上不得少于6个月。

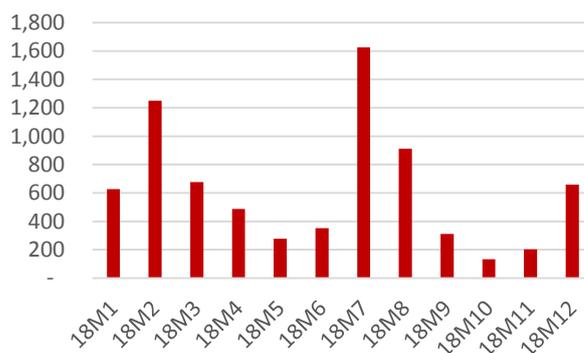
民企融资是近期监管重点的关注方向，再融资要求放宽能够有效提升募资规模，缓解当前的民企融资困境。18年再融资规模7514亿元，同比-40.9%，其中12月单月659亿元，环比+226%。2017年再融资新规后，提升了发行定价的市场化程度，募资难度有所加大，可见监管对再融资的倾斜正在落实到数据业绩层面，我们预计随着政策取向持续，发行规模将在19年有实质性提升。

图 37：18 年月度 IPO 规模及数量保持在较低水平



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 38：18 年末再融资规模攀升（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

### ➤ 并购重组：证监会推出多项举措支持并购重组发展

18年10月以来，证监会推出多项政策支持并购重组业务发展，包括：

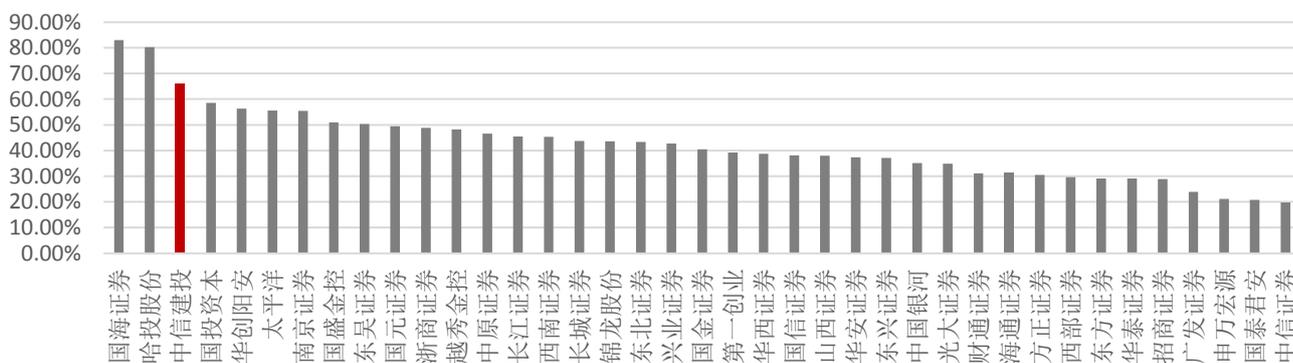
- i. 推出“小额快速”审核机制，直接由上市公司并购重组审核委员会审议，简化行政许可，压缩审核时间；
- ii. 放开配套融资管制，允许上市公司用于补充流动资金和偿还债务，以满足企业后续产能整合、优化资本结构等切实诉求；
- iii. 试点定向可转债并购支持上市公司发展。

并购重组是企业做大做强、资源整合的有力工具，证监会这一政策导向有利于提升并购重组项目的推进效率，也能够提升券商这一业务的业绩贡献。18年并购重组市场项目金额 3.3 万亿元，同比-34.7%；其中四季度重组金额 8695 亿元，环比+4.7%；四季度并购重组项目数量 3551 亿元，环比+23.3%。我们从 2018 年券商财务顾问业务排名可以看到，中信证券、中金公司、华泰联合和中信建投担任财务顾问的业务较多，其中中金公司交易金额大、交易数量偏少，表明中金投行业务单项目体量较大。

## 6.2 代表标的：中信建投、海通证券

由于这一区间的时间较短，我们计算各券商的涨幅，对比其弹性。可以看到，券商上涨呈现这样两个特色：1) 流通市值小的涨幅高；2) 估值低的破净券商涨幅较多。在这之中，我们选择中信建投和海通证券作为代表性标的。

图 39：券商涨幅榜对比（2018.10.18-1018.11.19，剔除 10 月 19 日上市的天风证券）



数据来源：Wind，东方证券研究所

### 6.2.1 中信建投：投行优势突出，顺应政策趋势

中信建投在本次行情中上涨幅度最高达到 66%。上涨原因一方面在于公司是次新股，流通盘小、弹性大；另一方面，中信建投作为 10 名左右排位的券商，投行业务排名始终为行业 TOP3，投行优势明显，受益于此次投行政策放松。

**表 8：中信建投的股票与债券承销行业排名始终保持领先**

	2015		2016		2017	
	绝对值	排名	绝对值	排名	绝对值	排名
股票主承销家数	45.45	2	66	2	53	3
股票主承销金额	821	3	1,084	2	972	4
股票佣金收入	8.26	3	11.52	2	12.63	2
债券主承销家数	86	1	322	1	360	1
债券主承销金额	1,914	1	4,076	1	4,057	2
债券佣金收入	17.05	1	27.25	1	11.62	2

数据来源：证券业协会，东方证券研究所

### 6.2.2 海通证券：前期估值受质押风险压制

海通证券涨幅在大券商中最高，与板块整体涨幅相当。公司此前估值较低且破净，其中原因之一受股票质押风险暴露的影响，海通股票质押规模行业内排名第一，受到的估值压制也比较多，此次纾困基金的持续推出，能够在较大程度上化解这一风险，从而推动公司估值反弹。

**图 40：海通证券表内股票质押余额在上市券商中最高（2018H，亿元）**


数据来源：财务报告，东方证券研究所

## 七、 券商股历史行情总结及核心观点

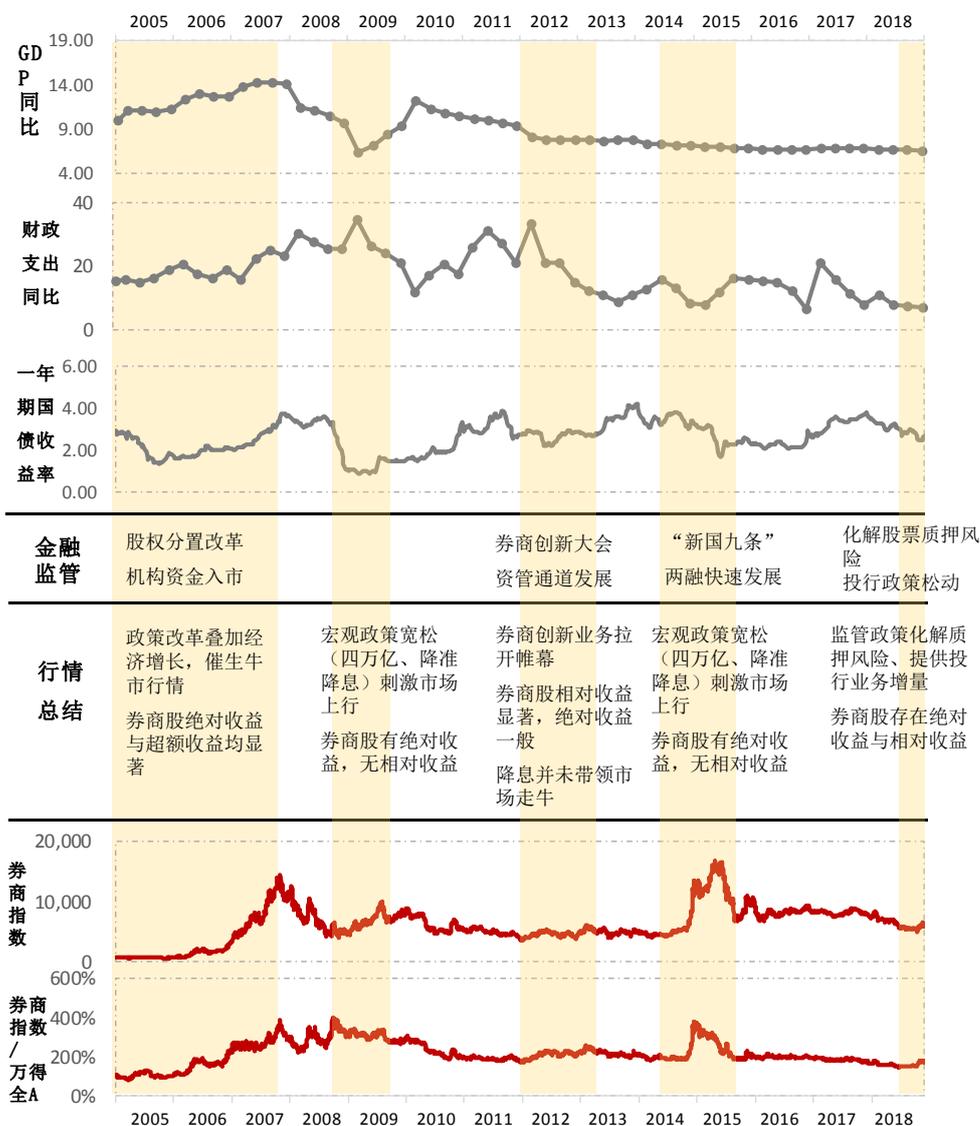
整体来看，券商股在 2005 年以来的走势，我们将以下五个区间作为有显著代表性的时间进行分析：

- 1) 2006 至 2007 年 10 月底：牛市行情下的券商大涨，且在牛市前期获得显著超额收益。行情驱动因素的核心在于经济增速持续提高，且股权分置改革顺利落地，机构资金入市等都为市场向好打下基础；
- 2) 2008 年 11 月至 2009 年 7 月底：“四万亿”计划刺激经济，货币政策宽松助力融资成本降低，券商与 A 股涨幅均衡，绝对收益显著，相对收益不明显。
- 3) 2012 年初至 2013 年 2 月：2012 年召开的券商创新大会，开启了业务创新的大幕，两融、资管通道等业务开始起步，在这一区间中，市场涨幅较低，券商指数相对收益显著。
- 4) 2014 年 7 月初到 2015 年 5 月底：与 2007 年类似，牛市行情下获得显著的绝对收益，且在牛市初期有显著的相对收益。牛市行情的驱动因素，主要在于资本市场政策利好较多，金融业在国民经济中的重要性日益加强，而货币政策宽松直接开启了这一行情。
- 5) 2018 年 10 月中旬至 11 月下旬：这一时间区间较短，券商板块的绝对收益与相对收益均存在。行情的驱动因素主要在于金融政策，一是股票质押业务风险化解政策，二是投行业务、直接融资的利好政策。

综上所述，我们认为券商股的核心驱动因素在于市场走势，而市场涨跌的背后，又是货币政策、财政政策、经济增长与金融监管政策互相作用的结果，在不同的时期、不同的要素组合对其走势的影响也有所不同，核心结论观点如下：

- 1) 券商股具有强周期性，周期与股票市场牛熊高度相关。
- 2) 经济增长对股票市场的拉动效应强于货币政策宽松。2005-2007 年，货币政策一路收紧，表现为加息、提高准备金率，但依然孕育出了波澜壮阔的牛市行情，背后原因主要在于经济增速持续创新高，且股权分置改革等政策顺利推出，提升了市场信心；2012 年持续降准降息，但经济增速下行，A 股市场走势平稳，上证综指全年涨幅仅 3.2%。
- 3) 财政政策对于 A 股市场的影响偏弱，2008-09 年“四万亿”投资叠加货币政策宽松，市场有显著反弹，但缺乏持续向上的市场逻辑，券商股未获得超额收益。
- 4) 券商股在两种情况下可以获得较为显著的相对收益：一是牛市初期，券商高 Beta 使得其行情启动较快，涨幅显著高于市场，2007 年与 2014 年即为显著体现；二是金融监管政策利好时期，会提高市场对于券商板块的关注度，从而获得相对收益，这一效应在 2012 年券商创新大会后的券商股走势中有所体现。

图 41：核心影响因素与券商股走势的对比总结图



数据来源：Wind，东方证券研究所

## 八、投资建议

### 8.1 货币政策与金融监管是 2019 年券商的核心关注要素

对于券商股未来的行情研判，我们仍然立足于经济增长、宏观政策、以及金融监管三个角度进行分析，整体认为宏观政策环境较为宽松，为市场提供较好的基础，金融监管是影响未来券商股的核心因素。

- 1) **经济增长。**近年来经济增速整体稳定、小幅下滑，预计未来经济增速大幅波动的概率不大，这一要素对股市、尤其是券商股的边际影响有限。
- 2) **宏观政策环境较为宽松，重点关注后续货币政策。**
  - i. 2018 年多次实施定向降准，2019 年 1 月 4 日公告全面降准，货币政策较为宽松。考虑到货币政策对股票市场的影响更加直接，且目前可以使用的工具与调控空间还比较丰富，后续货币政策的动向值得重点关注。

表 9：2017 年以来降准情况统计

公告时间	适用机构	降准时间	幅度	规模	降准目的
2019/1/4	金融机构	2019/1/15、25 (分别下调 0.5 个百分点)	1 个百分点	8000 亿 (总释放资金 1.5 万亿, 考虑其他因素后净释放 8000 亿)	基本对冲今年春节前由于现金投放造成的流动性波动, 有利于金融机构继续加大对小微企业、民营企业支持力度
2018/10/7	大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行	2018/10/15	1 个百分点	7500 亿 (除去偿还 MLF 的部分)	可以增加金融机构支持小微企业、民营企业 and 创新型企业的资金来源……降准释放的部分资金用于偿还中期借贷便利, 属于两种流动性调节工具的替代, 而余下资金则与 10 月中下旬的税期形成对冲
2018/6/24	国有大型商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行	2018/7/5	0.5 个百分点	7000 亿 (其中下调 5 家国有大型商业银行、12 家股份制商业银行准备金率释放 5000 亿, 下调邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行准备金率释放 2000 亿)	支持市场化法治化“债转股”项目, 支持相关银行开拓小微企业市场, 发放小微企业贷款
2018/4/17	大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、	2018/4/25	1 个百分点	4000 亿 (操作当日偿还 MLF 约 9000 亿元, 同时释放增量资金约 4000 亿元)	加大对小微企业的支持力度, 可以通过适当降低法定存款准备金率置换一部分央行借贷资金……大部分用于偿还中期借贷便利, 属于

	外资银行				两种流动性调节工具的替代，而余下的小部分资金则与4月中下旬的税期形成对冲
2017/9/30	普惠金融考核标准达标的商业银行	2018/1/1	按考核结果分别下调0.5、1个百分点	/	促进金融资源向普惠金融倾斜

数据来源：央行官网，东方证券研究所

- ii. 财政政策方面，2018年7月份的国常会指出，积极的财政政策要更加积极。财政部也表示正在抓紧研究更大规模的减税、更加明显的降费措施，进一步降低企业成本，激发市场活力。宽松的宏观调控政策，为A股市场发展奠定了较好的基础。
- 3) **金融监管**。我们认为，金融监管政策是2019年最值得重点关注的一个要素。与2018年末的券商行情逻辑类似，金融监管的关注要点体现在两个方面，股票质押风险化解，以及直接融资市场发展：
- i. 股票质押风险化解：18年末针对这一问题，已经有地方政府、券商、保险等各类机构发起设立资管产品用于化解这一风险，也相继有标杆性产品落地，未来股票质押业务存量规模与股票质押纾困计划的落地情况将会直接影响这一风险的化解效果。
  - ii. 直接融资市场发展：主要包括权益融资与债务融资两类。其中，权益融资的政策在2018年末已经出台较多，2019年这些政策还有待完善、落地、以及反映到数据中去，包括科创板的具体规划安排、再融资与并购重组规模能否有显著提升等等。在债务融资方面，2019年1月5日，央行副行长潘功胜赴银行间市场交易商协会调研，提出要进一步发挥债券市场融资功能、创新债券市场产品、支持实体经济发展，提升债券市场对外开放水平，拓展债券市场深度和广度，完善债券市场制度，我们预计未来债券市场支持实体经济发展有望出现亮点。

## 8.2 投资标的：从市场集中度与业绩弹性两个角度选择

我们认为，我国证券行业处于变革期，行业集中度不断提升，在客户开发维护、产品设计、风险管理等方面具有相对优势的券商能够把握市场机遇，迈入上升通道。从中期的角度来看，券商股的投资机会更多来自于政策机遇，而政策取向集中于发展直接融资市场，利好中小科技型企业客户储备丰富的券商，具体来讲，我们推荐标的如下：

- 1) **基于我们对市场集中度提升趋势的判断，推荐中信证券**。若后续货币政策持续宽松，资金面有望影响A股交投活跃度提升，进而利好券商板块性的机遇。目前行业趋势体现为集中度提升、中信证券作为行业龙头，在发展历程中积累了丰富的机构客户，并协同投行、资管等各业务条线进行客户的开发与维护，且近期公告计划收购广州证券100%股权，有望进一步巩固行业地位与优势。

- 2) 从政策角度来看，投行业务是券商未来重要的业务边际增量，推荐华泰证券、广发证券、中信建投。其中，华泰联合作为并购重组业务的领军者，项目储备与项目质量都是行业中的佼佼者，预计华泰能够把握市场机会，实现业绩贡献提升；广发证券是大券商中唯一的民营体制公司，IPO 项目储备丰厚，深耕中小企业市场，有望积极把握投行业务机遇，实现业绩提升；中信建投在上市券商中投行收入占比最高，投行业务放松的边际收益更为显著。

## 九、 风险提示

系统性风险对非银行金融业务及估值的压制。在券商业务属性高 beta 的前提下，一旦系统性风险最终发生，将对券商业绩与股价产生重大负面影响。

政策如果出现超预期的变化会影响券商估值。我们认为金融监管政策是未来板块行情的一个重要影响因素，但政策的出台节奏、落地效果都存在不确定性，一旦出现预期之外的变化，对板块会带来显著影响。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：[www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email：[wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

