

# 新角度看券商系列之二： 春暖花开，业绩复苏与改革红利齐飞

**■核心观点：业绩复苏与改革红利齐飞。**业绩层面，我们看好全年券商自营投资收益和市場交易量（含两融）的大幅改善，投行传统业务回暖且增量业务落地，衍生品业务将稳步推进。政策层面，金融供给侧改革是資本市場长期升级的主线，券商业務空间扩大且享受資本市場升级的红利，外資券商的进入将带来“鯨魚效应”。我们认为，一季度券商业績的复苏是金融市場改革红利的初期体现，交易量改善和政策支持令券商全年业绩改善具有可持续性；随着改革的不断深入和券商业務模式的不断转型升级，优质券商将脱颖而出并享受資本市場升级带来的红利。建议短期关注具备业绩弹性、估值具有修复空间的中小券商，把握波段机会；头部券商更具长期竞争优势和成长空间，建议长线资金坚定持有龙头券商，共享資本市場升级红利。

**■业绩表现：季度利润大幅改善，小券商弹性大。**截至2019年4月10日晚，一季度可比口径券商实现净利润316.5亿元，同比增长73%，年化ROE升至9.9%。一季度净利润超10亿元的大中券商中，光大证券和国信证券净利润分别同比增长152%和126%，增速领先；国泰君安和中信证券一季度利润均超过30亿元；中小券商例利润增速大幅提升，如江海证券利润大幅提升15倍至4.6亿元，广州证券和太平洋利润分别同比增长31倍和19倍，东吴证券（+463%）、东北证券（+403%）、东方证券（+315%）和兴业证券（+302%）利润均出现大幅增长。

**■股价回顾：小市值券商领跑，估值大幅修复。**2019Q1券商股整体涨幅达到50%，低流通市值的个股涨幅居前。在高交易量和股指上行预期下，券商估值仍有提升空间。从历史经验来看，日均两市成交量在1~1.5万亿区间时，券商整体估值均值为3.46xPB，中值估值均值约为3.84xPB；日均交易量在6000-8000亿元的非极端行情阶段时，整体为2xPB，中值为2.2xPB。

**■边际变化：自营驱动业绩改善，交易量有望维持高位。**

(1) **市场交易明显提升，两融余额近万亿。**2019Q1日均股基交易额达5711亿元，环比+78%且同比+10%；3月日均股基交易量高达9258亿元。截至4月10日两融余额升至9702亿元，新增开户和交易数大幅增长，预示市场情绪依然乐观。

(2) **权益投资改善驱动利润改善，减值有望冲回。**我们认为权益投资改善是一季度业绩改善主因，这与券商日益扩张的资本金、重资产化的经营模式、佣金率总体下滑和采用IFRS9准则放大波动有关。此外，股市的回升也有望带动股票质押业务和自营业务的资产减值冲回。上半年我们认为应主要关注权益投资收益率的提升幅度，下半年则主要关注交易量能否维持高位。

(3) **IPO环比回暖，头部券商科创项目储备多。**2019Q1 IPO审核通过率回升至75%，发行规模256亿元，环比上升14%。截至4月10日中信建投被受理的项目数最多，达到10家。

**■改革带来红利，推动行业格局重塑。**

(1) **金融供给侧改革：受益直融占比提升，募资迫切性增强。**我们认为随着金融供给侧的改革，直接融资占比提升将为券商带来利好，并打开新一轮成长空间。同时，券商积极补充净资产，以满足增量业务发展需求和应对日益复杂的同业竞争。

(2) **科创板：注册制引领券商行业格局重塑。**注册制下券商需要打造核心竞争力，我们预计未来券商逐步呈现更明显的差异化特征，逐步实现“优胜劣汰”。投行定价能力成为IPO发行成败的核心要素，机构客户资源成为券商重点争夺对象，资本金成为券商关键的竞争力。

(3) **資本市場升级：丰富衍生品，塑造长期竞争力。**2018年以来政府和证监会多次强调要改革我国資本市場，我们认为这一趋势将成为券商新一轮发展的核心驱动因素，注册制、衍生品业务均将取得更大的发展。由于业务的复杂度和监管层对于券商风控和资本金的重视，头部券商在新一轮的資本市場改革中更具竞争力。

(4) **外资：境外资金持续流入，外資券商带来“鯨魚效应”。**資本市場的对外开放和MSCI的扩容给A股带来了增量资金，外資控股券商的获批是我国資本市場扩大开放、向国际成熟資本市場改革的重要体现，期待其带来的“鯨魚效应”。

**■弹性标的推荐：**东吴证券/东北证券/西南证券/东方证券。

**■长期标的推荐：**中信证券/海通证券/国泰君安；H股中金公司。

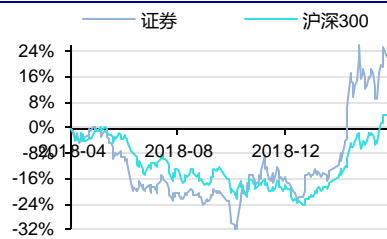
**■风险提示：**自营投资风险/市場交易量持续萎缩风险/政策变化风险

投资评级 **领先大市-A**

维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-1.62	-11.19	-2.77
绝对收益	4.83	17.98	-0.23

张经纬

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060002  
zhangjw1@essence.com.cn  
021-35082392

蒋中煜

报告联系人

jiangzy@essence.com.cn  
021-35082609

相关报告

新角度看券商系列之一：科创板引领注册制，投行转型进行时 2019-01-31

券商经纪业务的转型之路：券商新周期系列之二 2018-09-18

券商8月业绩点评：市场低迷业绩下降，风险犹存关注反弹 2018-09-07

券商股中报综述：业绩下滑估值底部，头部集中风险犹存 2018-09-03

2017年券商股年报综述：业绩分化龙头集中，自营提升融资加大 2018-05-04

## 内容目录

1. 股价回顾：小市值券商领跑，估值大幅修复.....	4
2. 业绩表现：季度利润大幅改善，小券商弹性大.....	7
3. 边际变化：自营驱动业绩改善，交易量有望维持高位.....	9
3.1. 经纪两融：交易量大幅提升，两融接近万亿大关.....	9
3.2. 股权质押：规模缩减风险改善，减值有望冲回.....	10
3.3. 投行：IPO 环比回暖，头部券商科创项目储备多.....	11
3.4. 自营：权益投资改善成为利润弹性主要来源.....	14
3.5. 资管：规模压缩压力减小但主动转型仍将持续.....	14
4. 长期趋势：改革带来红利，推动行业格局重塑.....	15
4.1. 金融供给侧改革：受益直融占比提升，募资迫切性增强.....	15
4.2. 科创板：注册制引领券商行业格局重塑.....	16
4.3. 资本市场升级：丰富衍生品，塑造长期竞争力.....	17
4.4. 外资：境外资金持续流入，外资券商带来“鲶鱼效应”.....	17
5. 投资建议和风险提示.....	18

## 图表目录

图 1：一季度券商股股价回暖（申万二级券商指数）.....	4
图 2：券商个股涨跌幅.....	5
图 3：券商股 PB 排序.....	6
图 4：两市交易量与券商股估值回溯.....	6
图 5：市场交易量明显提升.....	9
图 6：两融余额接近万亿元大关.....	9
图 7：深市开户数提升（万）.....	10
图 8：两市每周新增投资者数量（万人）.....	10
图 9：佣金率短期提升但仍存下降压力.....	10
图 10：股票质押股数下降.....	11
图 11：一季度 IPO 发行规模环比回暖.....	12
图 12：债券承销规模大幅增长.....	13
图 13：地方政府专项债发行量增加.....	13
图 14：权益投资收益率大幅改善.....	14
图 15：权益收益率与日均交易量临界点分析.....	14
图 16：中债总全价指数走平.....	14
图 17：国债利率略有回升.....	14
图 18：定向资管规模大幅缩减（万亿元）.....	15
图 19：集合资管净值还未回升.....	15
图 20：IPO 规模集中度.....	16
图 21：IPO 发行费用集中度.....	16
图 22：资本市场升级方向.....	17
图 23：北上资金呈流入趋势.....	17
表 1：各阶段券商股涨幅排名.....	5
表 2：历史交易量区间与券商估值回溯.....	7
表 3：2019 年一季度上市券商业绩（合并口径）.....	8

表 4: 一季度末股票未解质押市值排序 .....	11
表 5: 券商科创板项目储备 TOP10 .....	12
表 6: 2016-2019 年一季度再融资发行规模 TOP10 .....	13
表 7: 2016-2018 年历年再融资发行费用/营业收入 TOP10 .....	13
表 8: 券商近期募资计划一览 .....	16
表 9: 境内外资持股比例较高的券商名单 .....	18
表 10: 待批外资券商名录 .....	18

➤ **核心观点：业绩复苏与改革红利齐飞**

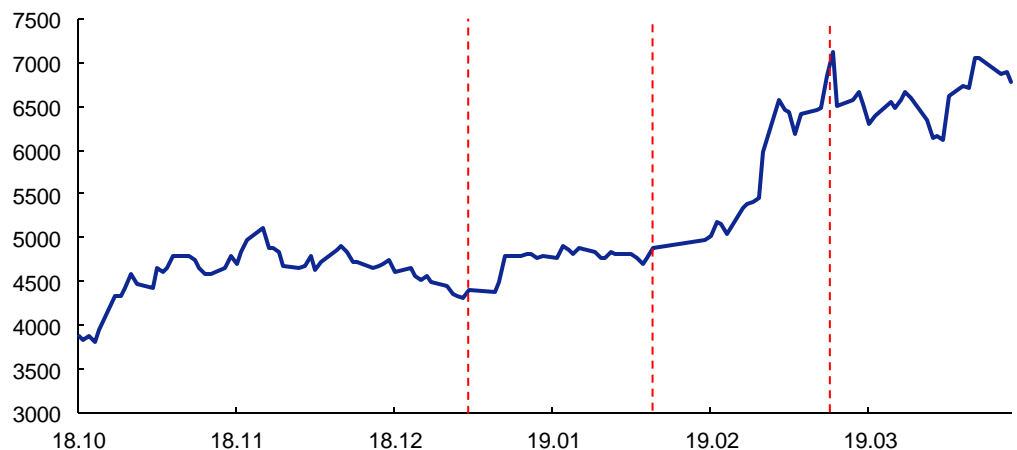
- **春江水暖鸭先知。**2019 年一季度可比口径券商实现净利润 316.5 亿元，同比增长 73%，年化 ROE 升至 9.9%。中小券商业绩弹性显著且股价涨幅领跑，整季券商指数涨幅高达 50%。
- **春暖花开又开，业绩复苏与改革红利齐飞。**业绩层面，我们看好全年券商自营投资收益和市场交易量（含两融）的大幅改善，投行传统业务回暖且增量业务落地，衍生品业务将稳步推进。政策层面，金融供给侧改革是资本市场长期升级的主线，券商业务空间扩大且享受资本市场升级的红利，外资券商的进入将带来“鲶鱼效应”。我们认为，一季度券商业绩的复苏是金融市场改革红利的初期体现，交易量改善和政策支持令券商全年业绩改善具有可持续性，中小券商业绩弹性更大；随着改革的不断深入和券商业务模式的不断转型升级，优质的券商将脱颖而出并享受资本市场升级带来的红利。
- **短看小券商业绩与估值修复，长看头部券商成长空间。**我们建议短期关注具备业绩弹性、估值具有修复空间的中小券商，把握波段机会；头部券商更具备长期竞争优势和成长空间，建议长线资金坚定持有龙头券商，共享资本市场升级红利。

## 1. 股价回顾：小市值券商领跑，估值大幅修复

2018 年 10 月到 2019 年一季度券商股股价表现经历四阶段，不同阶段主题各异，个股经历了“小-大-小”的轮动。

- **阶段一（2018.10-2018.12，涨幅 12%）：政策底已现但业绩底仍未确认。**此阶段股价上涨因政策转向提升了市场信心。但市场交易情绪仍较弱，对于股权质押风险的处置仍较为担忧，因此券商整体股价在年末出现震荡。个股中，风险暴露较多，低流通市值且低估值的券商股表现较好。
- **阶段二（2019.1-春节前，涨幅 11%）：外资基金逐步建仓，偏好头部券商。**外资流入+年初换仓，资金追逐低估值大券商。2019 年 1 月境外资金逐步加仓 A 股，叠加基金换仓需求，基本面扎实且低估值的头部券商股成为上涨主力。
- **阶段三（春节后-2019.3.7，涨幅 46%）：业绩预期和估值大幅修复。**社融数据和货币宽松超预期，估值大幅修复。春节后，社融数据和货币宽松超预期，大券商和中小券商先后大幅上涨。
- **阶段四（2019.3.8 至 2019.4.10，跌幅 5%）：估值修复至合理位置，高弹性个股涨幅领先。**3 月 4 日两市交易量突破 1 万亿元，券商整体估值修复到 2xPB 历史常态估值附近，整体股价略有下跌。市场开始关注题材股（华创阳安-雄安概念；华鑫股份-外资券商概念）和自营弹性较大且一季报可能超预期的个股（东吴证券）等。

图 1：一季度券商股股价回暖（申万二级券商指数）



资料来源：Choice，安信证券研究中心；截至 4 月 10 日

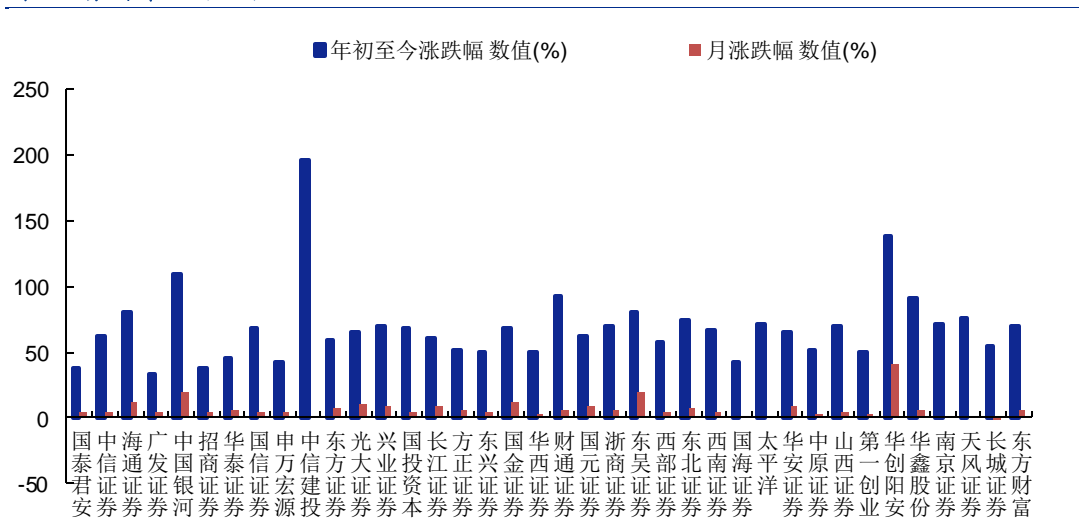
表 1: 各阶段券商股涨幅排名

排名	阶段一		阶段二		阶段三		阶段四	
	券商	涨跌幅	券商	涨跌幅	券商	涨跌幅	券商	涨跌幅
1	国海证券	57%	中信建投	39%	中信建投	155%	华创阳安	66%
2	东吴证券	32%	华泰证券	22%	太平洋	81%	东吴证券	20%
3	中信建投	38%	方正证券	18%	华林证券	79%	华鑫股份	14%
4	华鑫股份	38%	海通证券	17%	财通证券	77%	中国银河	11%
5	国投资本	31%	中信证券	16%	南京证券	75%	国金证券	10%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心; 截至 4 月 10 日

年初至今小市值券商股涨幅领先。年初至今,A 股大型券商(剔除中信建投)涨幅均值为 57%、中型券商涨幅 64%、小型券商涨幅 71%。各上市券商股价均有超 30% 的大幅反弹, 其中中信建投(+196.33%), 中国银河(+108.65%), 华创阳安(+137.72%) 等券商实现爆发性增长。从 3 月涨幅来看, 券商指数未见明显增长, 但部分个股出现较大涨幅, 华创阳安, 中国银河, 东吴证券等公司涨幅居前。虽然中国银河、中信建投均为大券商, 但由于其次新股属性, A 股实际流通市值较小。

图 2: 券商个股涨跌幅

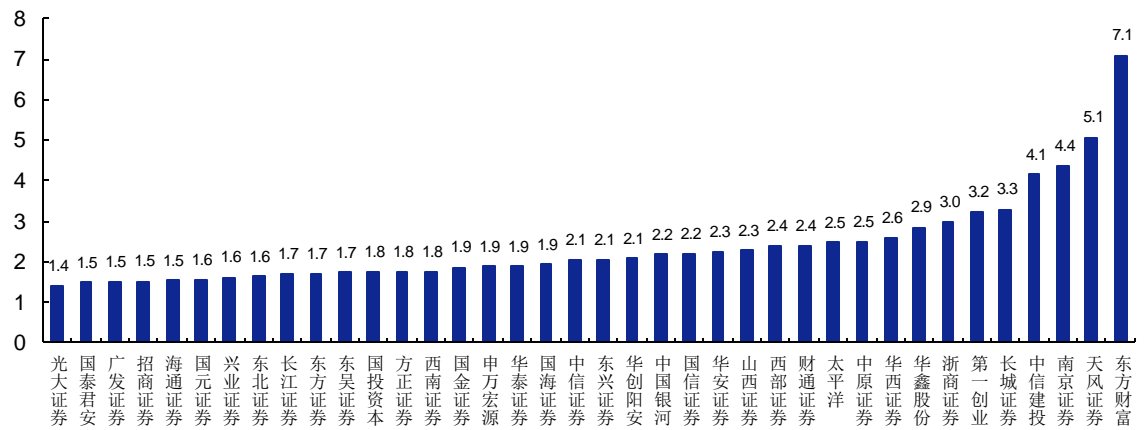


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

券商估值回升, 仍有“估值洼地”。截至 2019 年 4 月 10 日, 申万证券 II 指数对应整体估值和中值估值为 1.95xPB, 多数头部券商集中于 1.5-2xPB 区间, 仍有较多中小券商估值低于 2xPB。



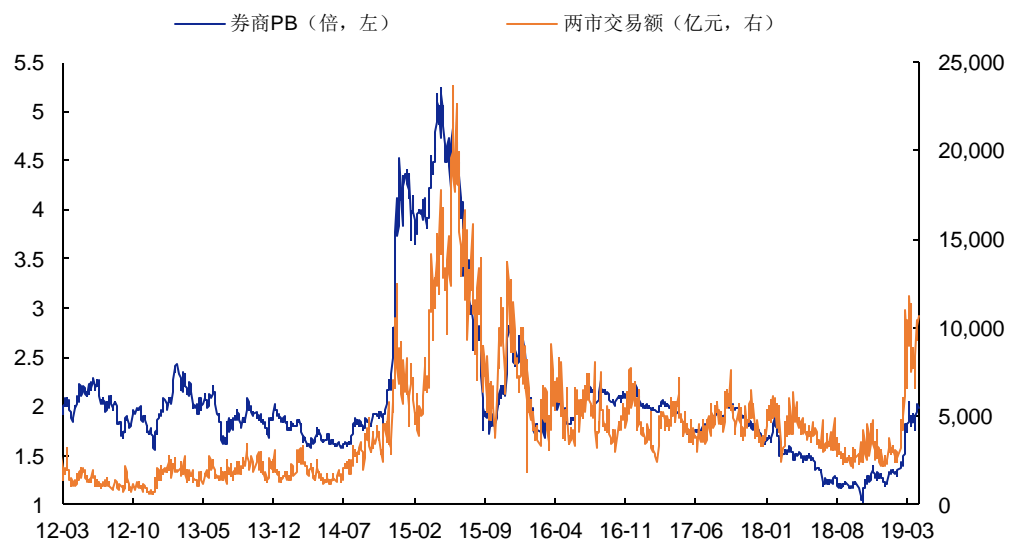
图 3：券商股 PB 排序



资料来源：Wind，安信证券研究中心；个股估值截至 2019.4.11

高交易量和股指上行预期下，券商估值仍有提升空间。从历史经验来看，日均两市成交量在 1 万亿至 1.5 万亿区间时，券商股整体估值均值为 3.46xPB，中值估值均值约为 3.84xPB。券商股估值在股指上行预期中存在“放大效应”。在市场非极端行情时，如日均交易量在 6000-8000 亿元区间时，券商整体估值为 2xPB，中值估值为 2.2xPB。我们考虑到 2019 政策密集落地，市场成交活跃度不断提高，龙头和高成长性小券商估值仍有上升空间。

图 4：两市交易量与券商股估值回溯



资料来源：Wind，安信证券研究中心

**表 2: 历史交易量区间与券商估值回溯**

日均两市交易量区间 (亿元) (2012.1 至 2019.4.10)	<4000	4000 ~6000	6000 ~8000	8000 ~10000	10000 ~15000	>15000
券商 PB 均值 (SW 证券 II) (LF, 整体法)	1.78	1.97	2.55	2.73	3.46	4.47
券商 PB 均值—整体 (剔除 2014.10-2015.12 极端行情)	1.77	1.86	2.01	1.96	1.91	-
券商 PB 均值—整体 (取 2014.10-2015.12 极端行情)	2.10	2.84	3.14	2.89	3.62	4.47
券商 PB 均值 (SW 证券 II) (LF, 中值)	1.94	2.10	2.76	3.04	3.84	5.20
券商 PB 均值—中值 (剔除 2014.10-2015.12 极端行情)	1.93	1.99	2.20	2.06	-	-
券商 PB 均值—中值 (取 2014.10-2015.12 极端行情)	2.44	3.02	3.37	3.24	4.04	5.20

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## 2. 业绩表现: 季度利润大幅改善, 小券商弹性大

截至 2019 年 4 月 10 日晚, 37 家券商发布 3 月业绩, 一季度可比口径券商实现净利润 316.5 亿元, 同比增长 73%, 年化 ROE 升至 9.9%。一季度净利润超 10 亿元的大中券商中, 光大证券和国信证券净利润分别同比增长 152%和 126%, 增速领先国泰君安和中信证券一季度利润均超过 30 亿元; 一季度净利润位于 5-10 亿元的中小券商中, 江海证券利润大幅提升 15 倍至 4.6 亿元; 东吴证券 (+463%)、东北证券 (+403%)、东方证券 (+315%) 和兴业证券 (+302%) 利润均出现大幅增长; 一季度净利润低于 5 亿元的中小券商中, 广州证券和太平洋利润分别同比增长 31 倍和 19 倍, 华鑫证券扭亏为盈。

表 3: 2019 年一季度上市券商业绩 (合并口径)

名称	本月营业收入			本月净利润			当年累计净利润		
	金额(亿元)	同比(%)	环比(%)	金额(亿元)	同比(%)	环比(%)	金额(万元)	同比(%)	累计年化 ROE
国泰君安	26.8	-7%	48%	16.1	18%	62%	30.5	29%	10.6%
中信证券	23.6	17%	29%	14.4	51%	73%	30.2	55%	9.5%
华泰证券	26.0	3%	90%	16.9	-19%	172%	27.3	-8%*	11.3%
海通证券	18.4	60%	9%	11.2	38%	13%	25.5	77%	9.3%
广发证券	19.4	107%	45%	8.5	99%	58%	18.8	49%	9.7%
国信证券	15.3	68%	80%	7.7	119%	24%	17.4	126%	11.7%
招商证券	16.0	116%	38%	7.6	108%	49%	17.2	75%	9.0%
申万宏源	18.4	18%	66%	7.8	3%	59%	16.5	65%	10.4%
中国银河	14.5	37%	56%	6.4	71%	67%	14.1	67%	8.7%
光大证券	11.7	114%	16%	5.5	230%	6%	12.9	152%	10.5%
东方证券	10.0	302%	35%	4.7	1014%	41%	9.7	315%	7.9%
安信证券	11.2	105%	20%	4.6	121%	20%	9.7	122%	12.7%
长江证券	10.2	135%	40%	3.4	307%	14%	7.9	170%	12.4%
兴业证券	9.9	489%	25%	1.9	241%	-41%	7.0	302%	8.9%
西南证券	7.0	185%	165%	4.2	274%	714%	5.9	114%	12.8%
西部证券	4.7	110%	65%	2.9	268%	114%	5.8	200%	13.1%
方正证券	6.8	26%	81%	3.4	61%	609%	5.6	91%	6.0%
东兴证券	3.7	45%	14%	3.4	162%	176%	5.5	106%	11.3%
东北证券	5.1	157%	47%	2.2	237%	56%	5.2	408%	14.5%
江海证券	4.2	237%	9%	1.7	扭亏为盈	-26%	4.6	1471%	18.7%
东吴证券	5.1	137%	105%	2.4	680%	29%	4.6	463%	9.3%
华西证券	3.6	17%	-7%	1.6	2%	-28%	4.4	59%	9.6%
国金证券	3.4	34%	13%	1.3	67%	-10%	4.0	62%	8.2%
太平洋	3.2	34%	26%	2.3	97%	156%	3.5	1854%	13.8%
国元证券	3.3	59%	47%	1.3	183%	1%	3.5	162%	5.8%
华安证券	3.3	87%	45%	1.3	65%	16%	3.2	173%	10.4%
财通证券	4.0	11%	4%	1.3	-15%	8%	3.2	4%	6.8%
第一创业	2.4	25%	19%	0.9	18%	20%	2.4	101%	11.0%
华创证券	2.6	71%	25%	1.1	247%	-4%	2.3	210%	8.6%
山西证券	2.3	25%	81%	1.0	0%	139%	2.0	76%	6.5%
浙商证券	3.5	56%	100%	1.1	28%	168%	1.8	1%	5.8%
国海证券	2.6	68%	75%	0.7	46%	65%	1.7	79%	5.1%
中原证券	1.8	98%	17%	0.2	713%	-74%	1.2	60%	5.1%
广州证券	1.3	14%	-2%	0.6	336%	122%	1.1	3061%	3.9%
华鑫证券	1.6	90%	-12%	0.3	扭亏为盈	扭亏为盈	0.2	扭亏为盈	1.5%
可比口径合计	307.1	50%	41%	151.6	57%	50%	316.5	73%	9.9%
中信建投	14.2	—	109%	8.4	—	107%	14.5	—	7.4%
长城证券	4.1	—	69%	1.4	—	65%	2.8	—	6.7%
南京证券	1.9	—	13%	0.9	—	17%	2.1	—	5.7%
天风证券	4.0	—	39%	1.2	—	272%	1.6	—	7.8%
华林证券	0.9	—	45%	0.5	—	131%	0.9	—	12.3%
总计	332.2	—	43%	164.0	—	53%	338.3	—	—
国盛证券	3.8	—	—	2.3	—	—	4.6	—	—

资料来源: Choice, 安信证券研究中心; 华泰证券剔除分红因素增长 33%。

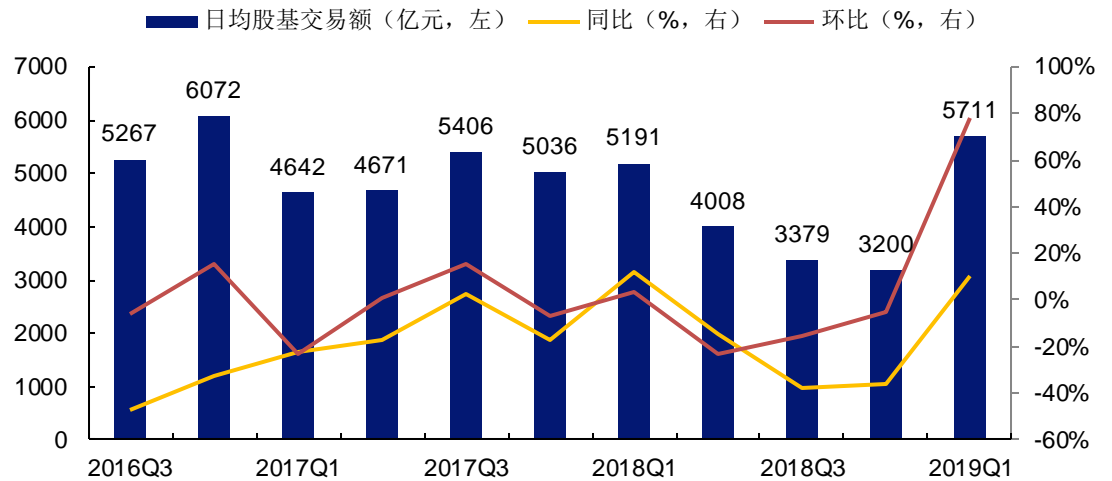


### 3. 边际变化：自营驱动业绩改善，交易量有望维持高位

#### 3.1. 经纪两融：交易量大幅提升，两融接近万亿大关

市场交易明显提升，多次单日破万亿元。2019年一季度日均股基交易额达5711亿元，环比增长78%且同比增长10%；3月单月股基交易量达到9258亿元，单月交易量创自2015年11月高点以来的新高，两市成交额多次单日突破万亿元，市场交易热度较高。

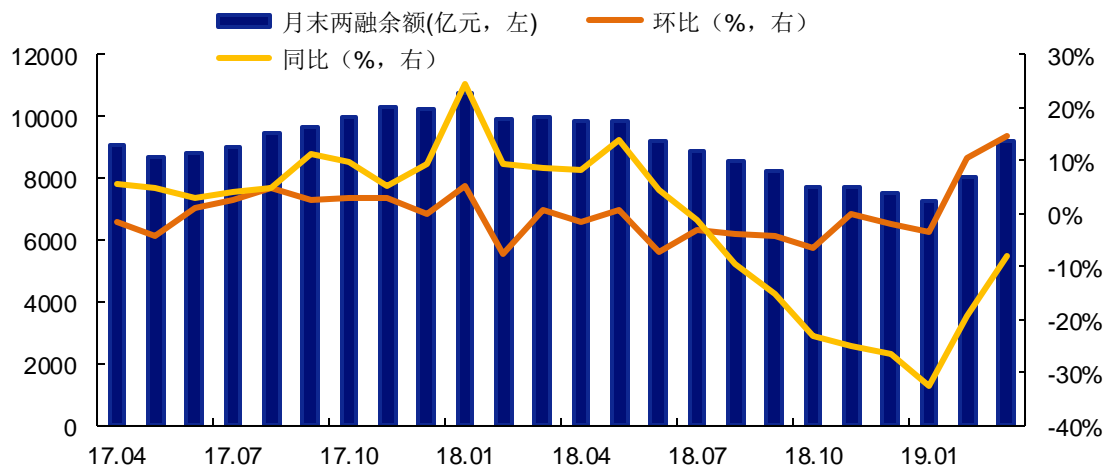
图5：市场交易量明显提升



资料来源：Wind，安信证券研究中心

两融余额接近万亿元。截至4月10日两融余额为9702亿元，接近万亿元大关。3月部分场外配资现象受到限制，叠加一般投资者入场，共同推升两融余额上升。两融余额的不断走高预示市场情绪依然偏乐观，市场交易量有望维持较高的水平。

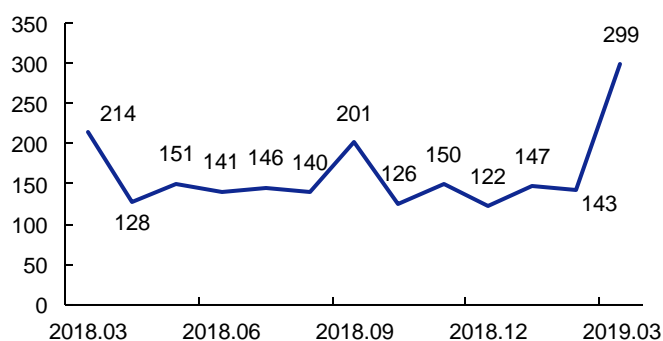
图6：两融余额接近万亿元大关



资料来源：Wind，安信证券研究中心

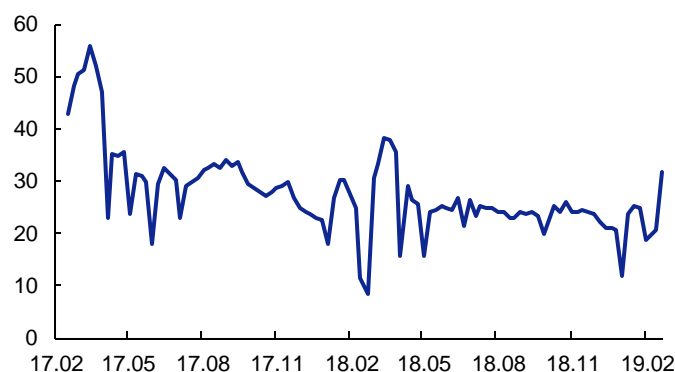
开户数大幅增加。根据深交所数据披露：3月份深市新增开户数299万，环比增长109%；3月份深市月交易户数到达2632万户，较1月末新增1146万户。2019年2月16日-2月22日，单周新增投资者数量达到32万人，是自2018年一季度以来的新高。

图 7：深市开户数提升（万）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

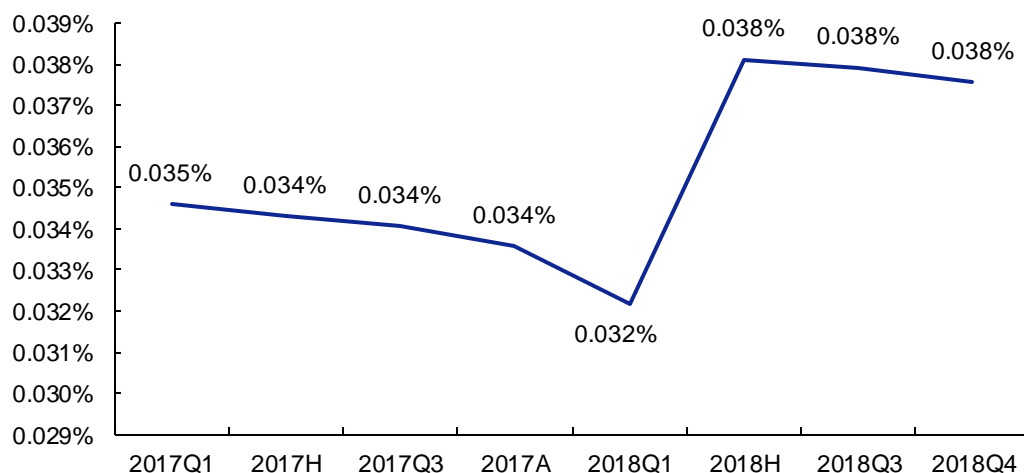
图 8：两市每周新增投资者数量（万人）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

佣金率预计下降，低费率投资者入场。2018 年券商行业佣金率出现一定幅度的回暖，这与高交易费率的机构交易相对更多有关。但随着市场交易量的大幅回暖和低费率投资者入场，佣金率仍存下降空间。互联网券商普遍新开户佣金为万分之 2-2.5，开户数大幅提升。

图 9：佣金率短期提升但仍存下降压力

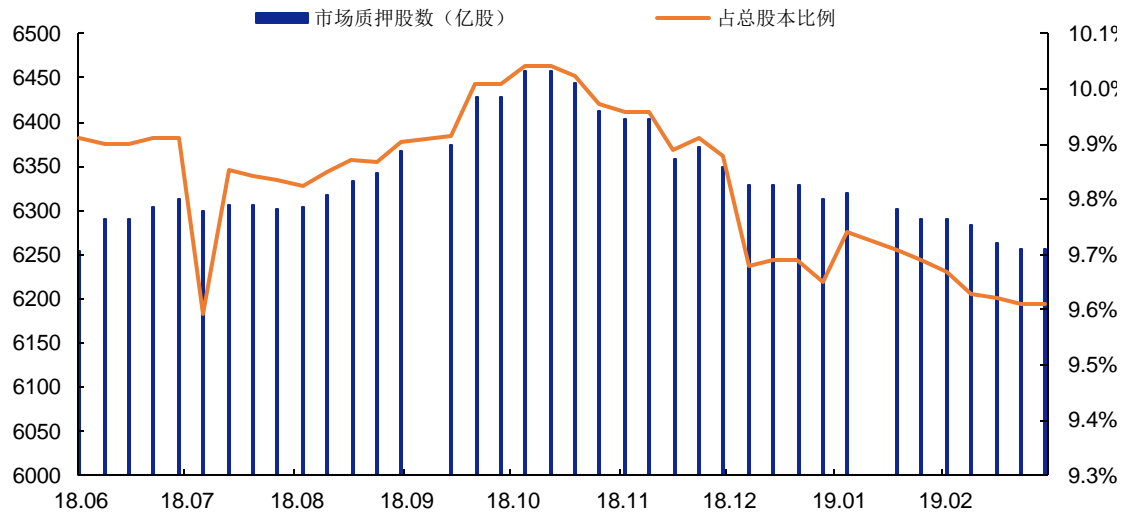


资料来源：证券业协会，安信证券研究中心

### 3.2. 股权质押：规模缩减风险改善，减值有望冲回

质押风险得到处置。2018 年 10 月起监管部门已开始采取措施治理股权质押问题，主要策略包括：引入纾困基金、鼓励通过各类融资方式偿还债务等。政策的出台带动 2018 年末券商股第一波上涨。随着一季度股价的回升，券商股权质押风险得到明显改善，资产损失减值有望冲回。

图 10: 股票质押股数下降



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

总体趋于下降, 但部分券商重启业务。2019 年预计券商仍将逐步清理高风险的股权质押业务, 预计总体规模趋降。同时在股指处于相对低位时, 部分前期受损较小的券商已重启股权质押业务, 可能带来业绩增量。从一季度变化来看, 中信证券季末股权质押市值上升 133 亿元, 排名升至行业第一, 可能与其接受质押的股票质地较好、季度股价涨幅较大有关。

表 4: 一季度末股票未解质押市值排序

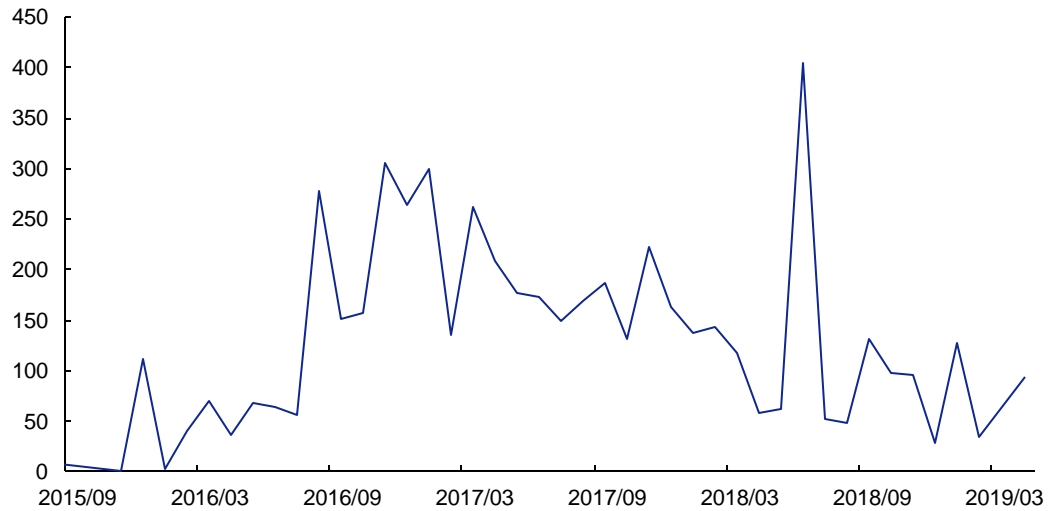
一季度末股票质押回购未解押市值排序		2019 年一季度股票质押未解押交易变化值				
		交易次数	总质押股数 (亿股)	参考市值 (亿元)	股数排名	规模排名
1	中信证券	-317	-27	+133	+2	+4
2	海通证券	-477	-25	-70	+2	-
3	申万宏源	-240	-46	-241	-1	-2
4	华泰证券	-330	-78	-174	-3	-1
5	中国银河	-234	-22	-206	+1	-1
6	国信证券	-230	-22	-130	+1	+2
7	广发证券	-273	-24	-154	+1	-1
8	平安证券	-46	-2	-14	+6	+4
9	中信建投	-241	-25	-174	-	-2
10	光大证券	-130	-11	-74	+3	+1

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

### 3.3. 投行: IPO 环比回暖, 头部券商科创项目储备多

IPO 通过率和发行规模环比略有回升。2019 年一季度 IPO 审核通过率回升至 75%, 三月每周核发 IPO 家数平均为 3 家 (1-2 月为 2 家); 一季度券商合计 IPO 发行家数 32 家, 规模 255.63 亿元, 环比上升 14%但同比仍下降 36%。

图 11：一季度 IPO 发行规模环比回暖



资料来源：Wind，安信证券研究中心

**头部券商科创板项目储备多。**中信证券和中信建投科创板储备项目均为 11 家，其次为中金公司（8 家）和华泰证券（7 家）。若考虑至少已到“已受理”阶段的项目储备，中信建投项目储备数最多，达到 10 家，其次为中信证券（9 家）、华泰证券（7 家）和中金公司（6 家）。

表 5：券商科创板项目储备 TOP10

公司简称	已问询	已受理	辅导备案	合计
中信建投	1	9	1	11
中信证券	4	5	2	11
中金公司	1	5	2	8
华泰证券	3	4	0	7
海通证券	1	2	1	4
东兴证券	0	1	2	3
国泰君安	1	1	1	3
招商证券	2	1	2	5
民生证券	2	1	0	3
天风证券	0	1	2	3
合计（联合保荐不重复计算）	21	41	25	87

资料来源：上交所，安信证券研究中心；截至 2019.4.11

**中信再融资承销规模居首，历史中小券商弹性更大。**根据历史统计，近三年中信证券再融资发行规模行业领先，中信建投发行家数领先；从弹性来看，再融资业务对券商个股收入贡献受市场影响较大，2017 年以来明显下滑且排名并不稳定，相对稳定居前的券商是国金证券，中信建投弹性排名提升较快。

**再融资政策可能松绑。**4 月 3 日，上证报报道称：证监会准备就有关再融资的政策作再评估。我们重点关注三个方面是否会如期调整：（1）重新允许董事会前锁定发行价格；（2）募资规模上限提升到 50%（此前 20%）；（3）删除“解禁后 12 个月内减持不超过 50%”的规定。

**表 6：2016-2019 年一季度再融资发行规模 TOP10**

	家数	发行规模 (亿元)	承销及保荐费用 (亿元)	家均费率
中信证券	172	6,611	11.84	0.18%
中信建投	185	4,369	7.81	0.18%
华泰证券	165	4,018	5.88	0.15%
国泰君安	140	3,477	7.38	0.21%
中金公司	88	3,222	3.62	0.11%
国信证券	113	2,152	4.86	0.23%
海通证券	94	2,008	5.40	0.27%
广发证券	135	1,874	7.45	0.40%
招商证券	75	1,236	2.44	0.20%
东方证券	45	1,049	2.12	0.20%

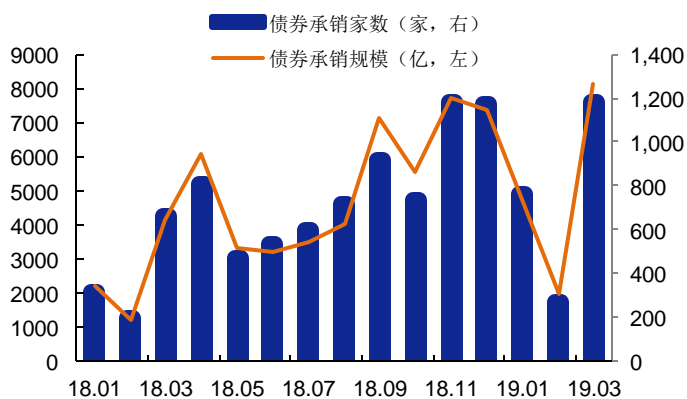
资料来源：Wind，安信证券研究中心

**表 7：2016-2018 年历年再融资发行费用/营业收入 TOP10**

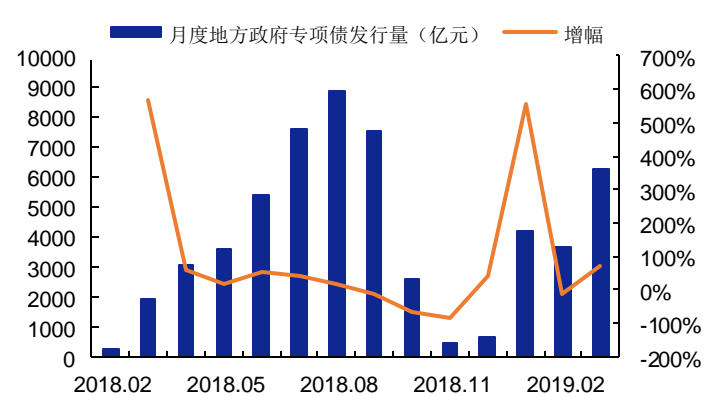
排名	公司	2016A	公司	2017A	公司	2018A
1	山西证券	13.2%	东兴证券	4.3%	中信建投	2.0%
2	西南证券	13.0%	东吴证券	3.0%	国金证券	1.7%
3	东吴证券	5.7%	山西证券	2.6%	华西证券	1.4%
4	国金证券	4.9%	西南证券	2.2%	方正证券	1.0%
5	兴业证券	3.3%	中信建投	2.0%	华泰证券	1.0%
6	华西证券	3.2%	华安证券	1.6%	国信证券	0.9%
7	国元证券	3.2%	天风证券	1.6%	兴业证券	0.9%
8	东兴证券	2.8%	国海证券	1.5%	广发证券	0.7%
9	华安证券	2.5%	浙商证券	1.4%	东方证券	0.7%
10	浙商证券	2.5%	国金证券	1.4%	长城证券	0.7%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

**债券承销规模回暖。**一季度券商主承销债券规模 8156 亿元，同比增长 20.4%。中信证券、中信建投和中金公司承销债券规模分别为 2085.67 亿元、1783.2 亿元和 1003.79 亿元，同比分别增长 92.6%，143.9%和 69.1%，排名行业前三。随着各项利好企业融资政策的推进，2019 年一季度公司债和企业债的发行量同比大幅增加，促使债券承销规模整体回升。此外，地方政府专项债务规模大幅提升，3 月同比增长超 70%，预计将持续拉动债券承销规模提升。

**图 12：债券承销规模大幅增长**


资料来源：Wind，安信证券研究中心

**图 13：地方政府专项债发行量增加**


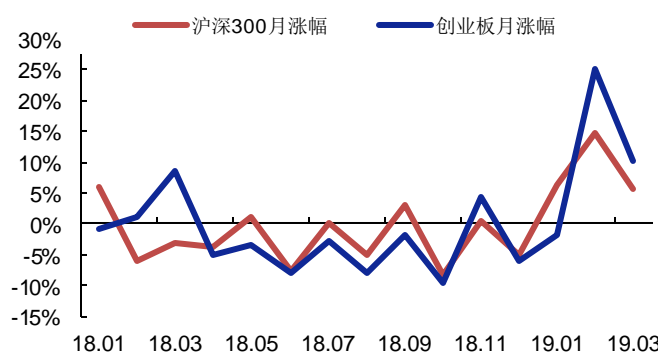
资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 3.4. 自营：权益投资改善成为利润弹性主要来源

权益投资改善是一季度业绩改善主因。在一定假设下（2019 年券商平均自营规模与结构 2018Q1 相同，固收投资收益率 4%，经纪业务佣金率万分之 3.2），我们发现在日均 6000 亿元股基交易额条件下，权益投资仅需实现 5% 以上的投资收益率即会出现“自营业务收入超过经纪业务收入”的现象。这与券商日益扩张的资本金、重资产化的经营模式和佣金率的总体下滑有关，IFRS9 准则和低基数效应还将放大自营业务的贡献。

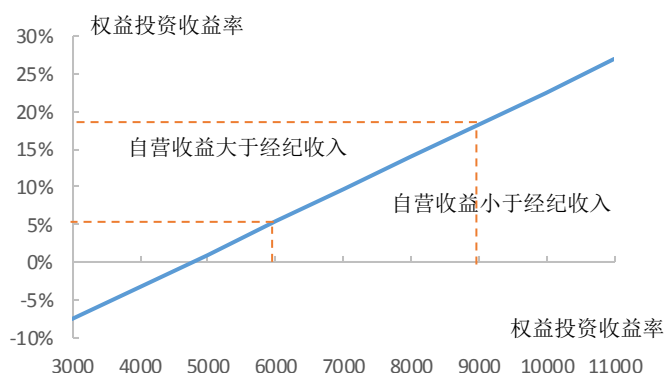
上半年看自营，下半年看经纪。在一般情况下，券商权益投资收益率持续提升的概率会随指数上升而下降，而交易量仍有较大概率维持高水平。考虑到 2018 年券商自营业绩低点出现在上半年，交易量低点出现在下半年，因此上半年主要关注权益投资收益率的提升幅度，下半年则主要关注交易量能否维持高位。

图 14：权益投资收益率大幅改善



资料来源：Wind，安信证券研究中心

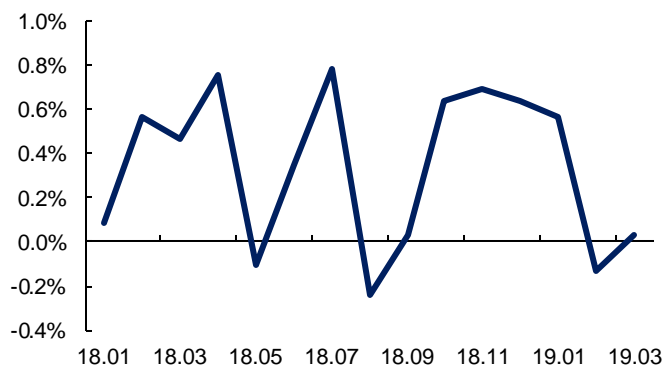
图 15：权益收益率与日均交易量临界点分析



资料来源：安信证券研究中心整理

债市收益率略有下降。随着市场对于经济预期有所好转，预计债券投资收益率略有回调。券商债券投资多以交易性为主，可能会遇到一定投资损失，但对于券商自营业绩的弹性影响不大。

图 16：中债总全价指数走平



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 17：国债利率略有回升



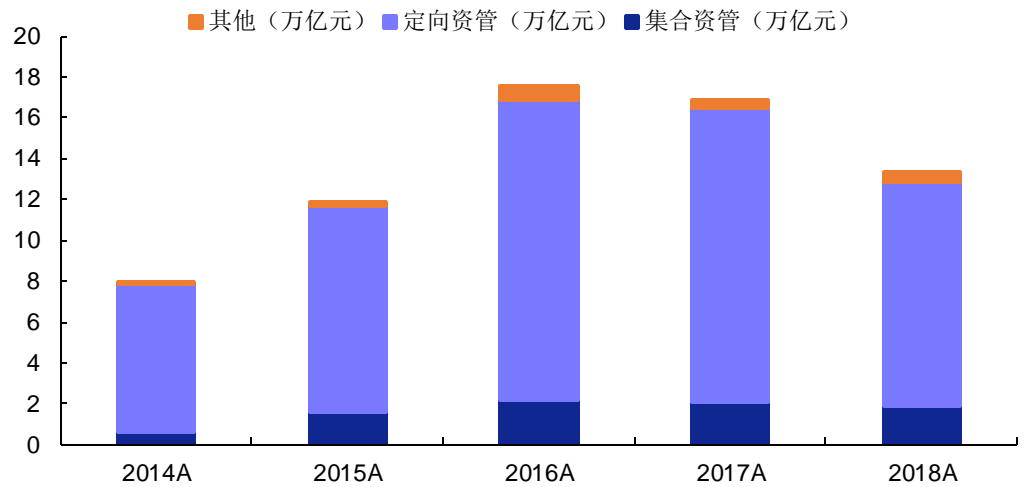
资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 3.5. 资管：规模压缩压力减小但主动转型仍将持续

通道业务压缩幅度可能缩小。2018 年末券商资管规模降至 13.4 万亿元，较年初下降 21%。其中占比最大的定向资管规模较年初下降 24% 至 11 万亿元。我们认为，资管新规细则出台后，未来 2-3 年券商定向资管规模压缩幅度可能缩小，经营压力略有减轻。



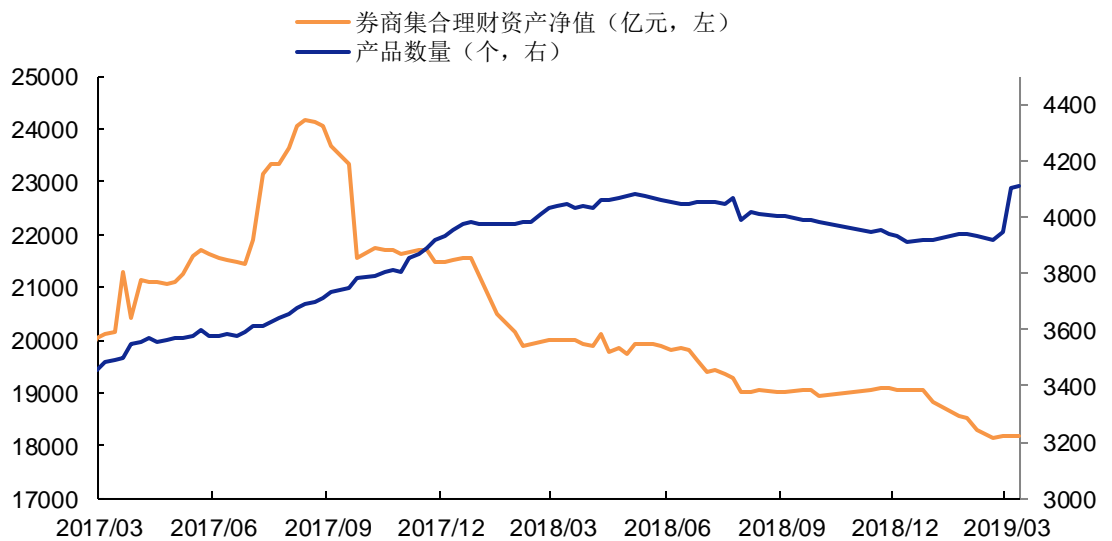
图 18: 定向资管规模大幅缩减 (万亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

集合净值还未回升, 主动转型任重道远。边际来看, 券商资管产品数量有所回升, 这和大集合产品拆分成若干小集合产品有关, 但资产净值还未出现明显回升迹象。

图 19: 集合资管净值还未回升



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

## 4. 长期趋势: 改革带来红利, 推动行业格局重塑

### 4.1. 金融供给侧改革: 受益直融占比提升, 募资迫切性增强

金融供给侧改革转变券商业务模式。我们认为金融供给侧改革的核心内容包括: (1) 金融机构服务实体经济, 提升以股权融资为代表的直接融资比重; (2) 引入境外成熟金融机构且推进资本市场升级开放; (3) 推动金融机构“优胜劣汰”; (4) 鼓励发挥金融科技的作用。对于券商而言, 直接融资占比提升将为券商带来利好, 并打开新一轮成长空间。同时, 券商需要补充净资产, 以满足科创板跟投需求和日益丰富的衍生品业务需求。此外, 外资券商进入将带来“鲶鱼效应”, 推动券商行业“优胜劣汰”。

券商募资热情提升。随着二级市场转好和政策支持, 部分券商被推迟的募资计划重启, 亦有

新券商筹划各类资本补充计划。例如申万宏源申请港股 IPO 上市，国泰君安、中信建投等券商推出定增计划，浙商证券拟发行可转债。

表 8：券商近期募资计划一览

进行中	首次预案公告日期	证券公司	代码	募资规模	增股比例
发行股份收购资产	2019/3/5	中信证券	600030.SH	135 亿元 (通过发行股份作为对价)	6.5% (7.9 亿股)
拟港股 IPO	2019/1/10	申万宏源*	000166.SZ	90.90~98.41 亿港元	不超过 20% (另有 15%超额配售权)
拟港股定向增发	2019/4/9	国泰君安	601211.SH	31 亿港元	2.2% (1.94 亿股)
	2019/1/22	中信建投	601066.SH	130 亿元	17%(12.8 亿股)
拟 A 股定向增发	2018/11/28	国信证券	002736.SZ	150 亿元	20%(16.4 亿股)
	2018/4/27	海通证券	600837.SH	200 亿元	14%(16.2 亿股)
	2018/5/9	广发证券	000776.SZ	150 亿元	15%(11.8 亿股)
	2017/12/19	兴业证券	601377.SH	80 亿元	18%(12 亿股)
拟发行可转债	2019/3/7	浙商证券	601878.SH	35 亿元	7%(2.3 亿股)
综合补充方式	2019/3/6	江海证券	哈投股份 (600864.SH)	52 亿元	2019 年至 2021 年拟通过争取股东增资、证券公司发行次级债券、优先股和其它混合资本工具募资

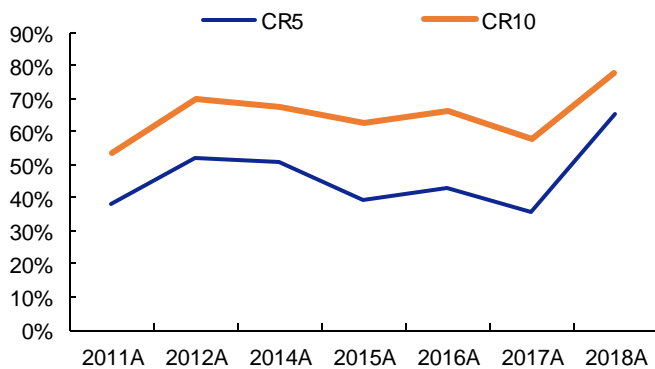
资料来源：Wind，安信证券研究中心；申万宏源预计于 4 月 26 日挂牌上市

#### 4.2. 科创板：注册制引领券商行业格局重塑

注册制引领券商行业格局重塑。注册制下，国内券商投行的发展趋势：①**战略：券商将采取差异化的竞争战略。**大投行成为综合金融服务商，小投行专注细分领域做精品“投行”。②**业务：定价为核心，承销是“惊险一跃”。**投行业务重点由保荐转向承销环节，因此定价能力成为发行成败的核心要素，机构客户资源成为券商重点争夺对象。③**组织：客户需求为核心，深耕细分行业。**投行的组织架构将由“以项目为中心”转变为“以客户为中心”，按产品分工逐步转变为按行业分工。④**资本与风控：资本实力和风控水平持续提升。**注册制下，对投行的资本实力和风险控制水平要求更高。

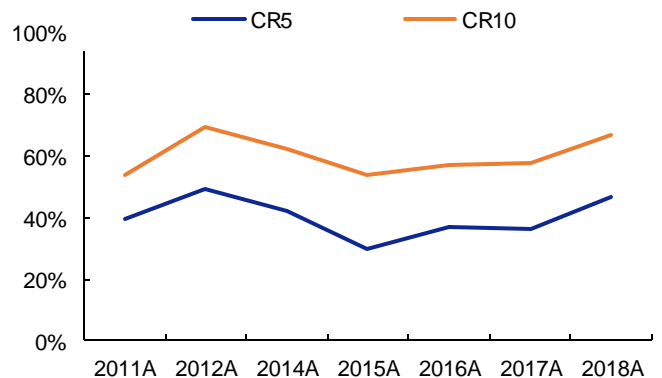
注册制之下券商核心竞争力升级。注册制下投行的核心竞争力包括：差异化定位的能力、业务能力（包括资本市场定价和研究能力、资本市场销售能力和产品设计能力）、组织能力（包括多元化的人才梯队和组织内部协同能力）和资本与风控实力。过往依靠牌照红利的经营模式需要升级，中小券商面临更大的挑战。

图 20：IPO 规模集中度



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 21：IPO 发行费用集中度



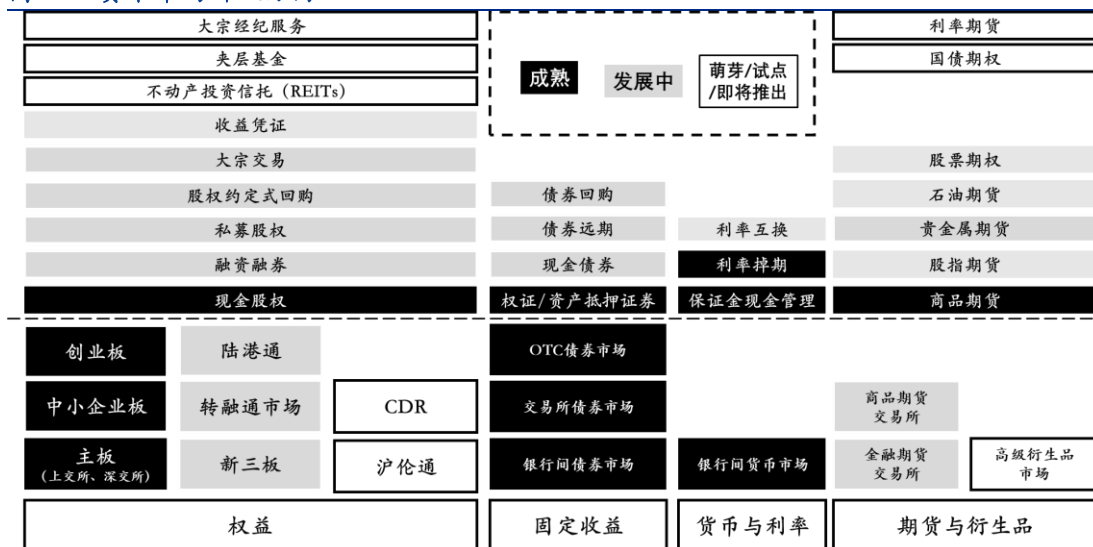
资料来源：Wind，安信证券研究中心

### 4.3. 资本市场升级：丰富衍生品，塑造长期竞争力

资本市场升级成为券商发展新驱动因素。2018 年政府和证监会多次强调要改革我国资本市场，我们认为这一趋势将成为券商新一轮发展的核心驱动因素。由于多层次资本市场建设和金融市场的双向开放后，全球股市联动效应增强，投资品种复杂度和风险提升，券商的业务能力也需要进一步提升。

塑造长期竞争力，头部券商更具优势。虽然资本市场的升级开放给券商带来更多业务机遇，但由于业务的复杂度和监管层对于券商风控和资本金的重视，头部券商在新一轮的资本市场改革中更具竞争力。

图 22：资本市场升级方向

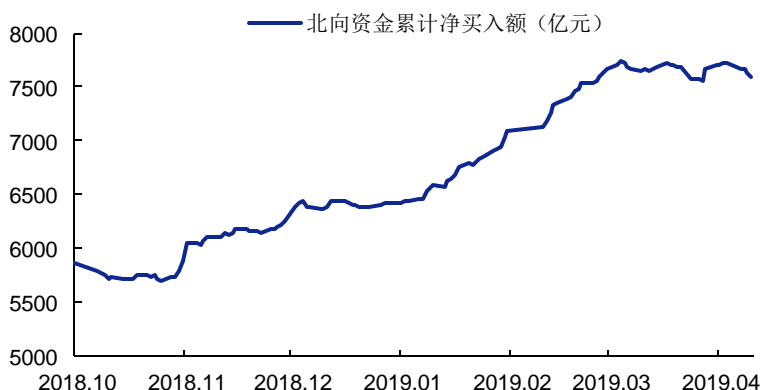


资料来源：安信证券研究中心整理

### 4.4. 外资：境外资金持续流入，外资券商带来“鲶鱼效应”

一季度北向资金持续流入，MSCI 将扩容。资本市场的对外开放给 A 股带来了增量资金，是目前 A 股交易量水平较 2012-2014 年更上一台阶的重要原因，且也为 A 股投资理念起到了潜移默化的影响。截至 2019 年 3 月北上资金已连续 6 个月持续净流入，虽然短期净流入稍有放缓，但我们认为是部分外资兑现收益的结果，而且随着 MSCI 分三步将 A 股的纳入因子从 5% 增加至 20%，预计将为市场带来 4500 亿左右的新增资金。

图 23：北上资金呈流入趋势



资料来源：Wind，安信证券研究中心

**外资控股券商获批。**2019年3月29日摩根大通中国和野村东方国际等两家外资控股券商正式获批。自2018年4月末证监会正式发布《外商投资证券公司管理办法》以来，多家外资券商申请成立合资证券公司或将控股比例提升至51%等，此次两家外资控股券商获批据申请时间约10个月，未来可能还有更多外资控股券商陆续获批。

**期待“鲶鱼效应”。**我们认为外资控股券商的获批是我国资本市场扩大开放、向国际成熟资本市场改革的重要体现，外资券商在注册制环境下的投行业务能力、资管能力、财富管理能力和衍生品业务能力等方面较国内券商更具优势，可能引发“鲶鱼效应”。

**表 9：境内外资持股比例较高的券商名单**

公司名称	境外股东名称	外资持股比例
瑞银证券	瑞士银行有限公司	51%
汇丰前海	香港上海汇丰银行有限公司	51%
野村东方	野村控股株式会社	51%
摩根大通中国	J.P.Morgan	51%
摩根士丹利华鑫	摩根士丹利（亚洲）有限公司	49%
华菁证券	万诚证券有限公司	49%
东亚前海	东亚银行有限公司	49%
申港证券	民信金控有限公司	34.85%
	嘉泰新兴资本管理有限公司	
中德证券	德意志银行股份有限公司	33.3%
高盛高华	高盛（亚洲）有限公司	33%
瑞信方正	瑞士信贷银行有限公司	24.99%

资料来源：安信证券研究中心整理

**表 10：待批外资券商名录**

排队待批外资控股券商名单	
温州众鑫证券	方圆证券
云锋证券	瀚华证券
百富证券	嘉实证券
阳光证券	珠江证券
粤港证券	华海证券
金港证券	恒晖证券
豪康证券	澳海证券
联信证券	华胜国际证券
金圆统一证券	

资料来源：Wind，安信证券研究中心

## 5. 投资建议和风险提示

业绩层面，我们看好全年券商自营投资收益和市场交易量（含两融）的大幅改善，投行传统业务回暖且增量业务落地，衍生品业务将稳步推进。政策层面，金融供给侧改革是资本市场长期升级的主线，券商业务空间扩大且享受资本市场升级的红利，外资券商的进入将带来“鲶鱼效应”。我们认为，一季度券商业绩的复苏是金融市场改革红利的初期体现，交易量改善和政策支持令券商全年业绩改善具有可持续性；随着改革的不断深入和券商业务模式的不断转型升级，优质券商将脱颖而出并享受资本市场升级带来的红利。

**建议短期关注具备业绩弹性、估值具有修复空间的中小券商，把握波段机会。推荐：东吴证券/东北证券/西南证券/东方证券。**

头部券商更具备长期竞争优势和成长空间，建议长线资金坚定持有龙头券商，共享资本市场升级红利。长期标的推荐：中信证券/海通证券/国泰君安；H股中金公司。

风险提示：自营投资风险/交易量大幅萎缩风险/政策变化风险。



## ■ 行业评级体系

### 收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

### 风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

## ■ 分析师声明

张经纬声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。



■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034