

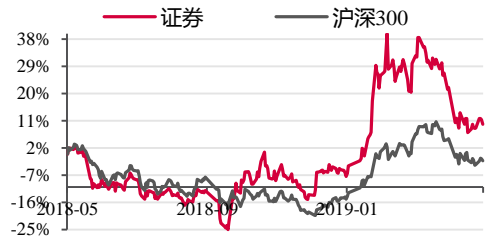
改革赋予新动能 分化中寻找α

2019年05月30日

评级 同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
证券	-10.00	-9.86	9.81
沪深300	-6.95	-0.77	-2.21

杨莞茜

分析师

执业证书编号: S0530516080001  
yangwq@cfzq.com

0731-84779576

相关报告

- 《证券：证券行业 2019 年 4 月报：估值回调 凸显配置价值》 2019-05-19
- 《证券：证券行业 2019 年 4 月经营业绩点评：4 月净利润环比锐减 50%，同比仍然保持高增长》 2019-05-13
- 《证券：证券行业 2019 年 3 月报：短期扰动不改价值，业绩向上拐点确立》 2019-04-19

重点股票	2018E		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
中信证券	0.77	26.25	1.09	18.54	1.22	16.57	推荐
中国银河	0.28	36.39	0.42	24.49	0.46	22.18	推荐
华泰证券	0.66	28.33	0.89	21.01	1.00	18.70	推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- **行业至暗时刻已过去，板块压制性因素逐步消除。**2016 年以来趋紧的金融监管取得成效，证券公司各项业务制度框架逐步完善，行业回归健康发展，金融监管进入边际放松阶段。年初至今，市场交易环境回暖，上证综指上涨 23.4%，2019 年一季报上市券商营收同比增长 51.4%，净利润同比增长 86.6%，为全年业绩改善奠定基础。在政策与市场行情的双重催化下，2018 年压制板块估值的因素逐步消除，证券板块走出一波快速上涨行情。
- **政策红利进一步释放，证券行业迎来向上发展良机。**金融供给侧改革进一步深化，顶层要求提高金融的供给质量，构建全方位、多层次金融支持服务体系。证券公司在拓宽融资渠道、提升直接融资比重、增加金融供给等方面肩负重担，有望迎来向上发展的良机。科创板的推出，行业生态迎来重大变革，投行回归定价与销售本源；跟投制度推动重资产业务发展，加速证券行业业务结构转型。
- **行业创新方兴未艾，带来新的发展机遇。**随着股指期货松绑，场外期权、信用保护工具等金融衍生品稳步推进、CDR 业务指引落地、交易信息系统外部接入、MOM 业务破冰，新一轮创新业务开启，给证券公司带来新的发展机遇。
- **新环境下催生竞争新格局，加速行业洗牌。**创新业务的拓展使得券商业务范围突破过去的“通道业务”，资本中介等类贷款业务快速发展。科创板跟投制度的推出对证券公司的资本提出了更高的要求，重资本的业务模式倒逼证券公司加快补充资本金。与此同时，金融行业双向开放的进程加速，一面是引进来，一面是走出去。在国际与国内的双重竞争格局下，行业加速洗牌，具有较强资本实力、业务能力的上市券商优势将持续显现。
- **投资建议。**资本市场改革推动业务模式转型升级，对券商资本实力、产品创设能力、研究定价能力、综合服务等方面提出更高要求，市场对券商的定价将从贝塔逐步转向阿尔法。我们建议关注两条投资主线：
  - (1) 长期聚焦阿尔法：关注资本金充足、经营稳健、综合实力强、创新能力突出，优先受益科创板业务机会，如中信证券、华泰证券。
  - (2) 短期关注贝塔：在市场上行周期当中的高弹性券商，如中国银河。
- **风险提示：宏观经济下行；市场大幅波动；行业监管趋严。**

## 内容目录

<b>1 短期：板块压制性因素消除</b>	<b>4</b>
1.1 监管：金融监管进入后半程，业务制度框架逐步完善，行业回归发展	4
1.2 市场：市场交易环境回暖，投资者风险偏好提升	6
1.3 业绩：2019 年净利润改善明显，全年业绩稳健向好	7
1.3.1 2018 年营收与净利润迎来双降，行业景气度进入低谷	7
1.3.2 2019 年一季报同比改善明显	9
1.4 资金：海外资金及国内长线资金入市，长期深刻改变 A 股生态	11
<b>2 中长期：证券行业迎来向上发展良机</b>	<b>12</b>
2.1 政策：政策红利进一步释放，行业市场前景广阔	12
2.1.1 金融供给侧改革进一步深化，证券公司肩负重要责任	12
2.1.2 科创板释放重大政策红利，推动业务转型升级	13
2.2 行业创新方兴未艾，带来发展新机遇	15
2.2.1 金融衍生品业务	15
2.2.2 CDR 业务	18
2.2.3 PB 业务	18
2.2.4 MOM 业务	19
2.3 新环境催生竞争新格局，加速行业洗牌	20
2.3.1 重资本业务模式倒逼券商加快补充资本金	20
2.3.2 金融行业双向开放进程加速，引进来与走出去加快行业洗牌	21
<b>3 投资建议</b>	<b>22</b>
3.1 行业选股逻辑	22
3.2 重点公司介绍	22
3.2.1 中信证券（600030）	22
3.2.2 中国银河（601881）	23
3.2.3 华泰证券（601688）	24

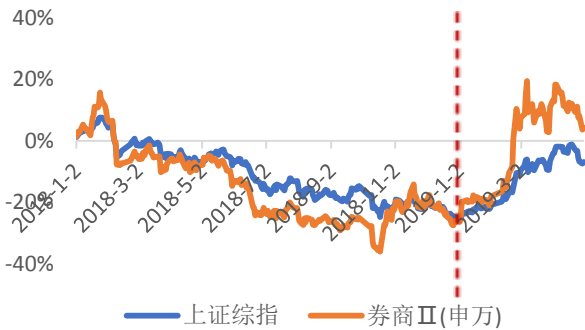
## 图表目录

图 1: 2019 年初券商走出一波快速上涨行情	4
图 2: 前 4 个月证券板块涨幅 21.8%	4
图 3: 日均成交金额自年初以来快速放大	6
图 4: 两融余额回升至 9500 亿元以上	6
图 5: 两融净买入金额 (亿元)	6
图 6: 陆股通净买入金额 (亿元)	6
图 7: 新增投资者数量 (万人)	7
图 8: 2014-2018 年营业收入与净利润情况	7
图 9: 2014-2018 年净资产收益率情况	7
图 10: 除自营外各项业务收入均有所下滑	8
图 11: 自营与经纪业务收入占比居前	8
图 12: 2014-2018 年营业支出情况	8
图 13: 2017-2018 年营业支出细分项目对比	8
图 14: 上市券商净利润集中度情况	9
图 15: 细分业务收入集中度情况	9
图 16: 2017-2018 年一季度营收与净利润情况	9
图 17: 2014-2019 年一季度净资产收益率情况	9
图 18: 2019 年 Q1 各项业务营收同比 (%)	10
图 19: 2019 年 Q1 各项业务收入占比 (%)	10
图 20: 净利润及同比增速	10
图 21: QFII 投资额度 (亿美元)	12
图 22: RQFII 投资额度 (亿元)	12
图 23: 我国社会融资体系存在结构性失衡	13
图 24: 加快建设多层次资本市场, 提高金融供给质量	13
图 25: 科创板下的券商综合服务模式	14
图 26: 股指期货成交额随政策松绑逐步回升	16
图 27: 场外期权新增交易笔数	17
图 28: 场外期权新增名义本金	17
图 29: 私募基金管理人及基金数量	19
图 30: 私募基金规模	19
表 1: 我国金融监管	4
表 2: 证券公司业务条线政策梳理	5
表 3: A 股纳入 MSCI、富时罗素指数进程安排	11
表 4: 保荐承销收入敏感性测试	14
表 5: 直投业务收入敏感性测试	15
表 6: 股指期货历次调整一览	16
表 7: 场外期权交易商名单	17
表 8: CDR 发行收入预测	18
表 1: 证券公司密集补充资本	20
表 5: 证券公司境外业务试点获批情况	21

## 1 短期：板块压制性因素消除

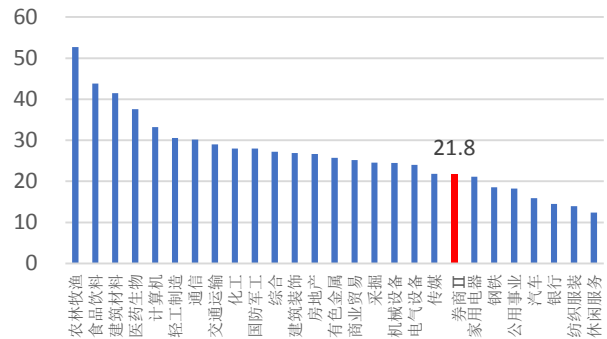
在经历了前期市场下调的压力、监管政策的收严以及信用风险的聚集，2018 年证券板块整体处于一个底部阶段，在量价齐跌的熊市背景下，业绩与估值承压。进入 2019 年，年初以来上证综指从 2465 点一路上行至 3078 点，一度最高触及 3288 点，截至 4 月末的整体涨幅为 23.4%。在政策方面，2016 年以来趋紧的金融监管取得成效，业务回归正常化发展，监管政策开始边际放松。部分创新业务的重新推出、加上金融供给侧改革、科创板的提出，带动了板块估值的整体提升，在市场行情与政策的双重催化下，2019 年初证券板块从底部走出一波快速上涨的行情，整体涨幅接近 22%。行业至暗时刻已过去，板块整体压制性因素得以消除。

图 1：2019 年初券商走出一波快速上涨行情



资料来源：wind，财富证券

图 2：前 4 个月证券板块涨幅 21.8%



资料来源：wind，财富证券

### 1.1 监管：金融监管进入后半程，业务制度框架逐步完善，行业回归发展

2015 年国务院政府工作报告当中首次提及创新金融监管，以防范和化解金融风险。我国的金融监管不断朝着更深层次推进，从为遏制乱象推出“阻击”措施，到更多的针对乱象根源而建章立制，金融监管政策从单纯监管，到推进改革，再到对改革的内容以及节奏进行调整。2015 年至 2018 年，经历前期一系列的规范、整顿，金融监管从严以及监管常态化已经成为市场的共识。从成果上来看，随着各项工作的推进，已暴露的部分风险有序处置，金融乱象得到有效遏制。当前金融监管对业务的边际影响减弱，部分创新业务重新推出，金融监管进入边际放松阶段。

表 1：我国金融监管

时间	报告	政策要点
2015	国务院政府工作报告	创新金融监管，防范和化解金融风险。
2016	中央经济工作会议	加快金融监管体制改革
2017	中央经济工作会议	积极、稳妥推进金融监管体制改革
2018	中央经济工作会议/国务院政府工作报告	强化金融监管协调机制、改革金融监管体制

资料来源：中国政府网，财富证券

各项政策逐步落地，重塑业务格局，促进行业发展。2015 年至 2018 年，针对证券

期货经营机构各业务条线的监管政策逐步推出,对业务进行系统性规范,重塑业务格局。包括严查场外配资、禁止提供接口、投行并购重组新规、再融资新规、债券承销资质分类、资管新八条底线、资管新规、场外期权业务新规等在内,各项业务制度逐步完善,促进行业回归健康、有序发展。

表 2: 证券公司业务条线政策梳理

时间	业务板块	监管政策	主要内容
2015.6	经纪业务	《关于加强证券公司信息系统外部接入管理的通知》	禁止证券公司为通过网上证券交易接口为任何机构和个人开展场外配资活动、非法证券业务提供便利
2016.1		修订《证券账户业务指南》	将一个投资者开立证券账户数量上限调整为 3 户
2016.4		《经纪业务管理办法(草案)》征求意见	放松证券交易佣金的收取标准、对分支机构分类分级管理
2019.2		《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定》征求意见	证券公司在安全、合规的前提下,放开为机构投资者合理化需求提供外部接入服务
2017.2	投行业务	再融资新规《上市公司非公开发行股票规则》	明确定价基准日只能为本次非公开发行股票发行期的首日;限定拟发行的股份数量不能超过总股本 20%;两次募资间隔不得少于 18 个月
2017.5		减持新规	完善大宗交易制度,防范“过桥减持”
2018.5		CDR 相关细则(征求意见稿)	支持创新企业在境内发行股票或存托凭证,对存托凭证的发行、上市、交易、信息披露制度等作出了具体安排
2018.6		公司债券承销业务分类	分类管理评级近两年未达良好的,不能担任公司债券项目主承销商
2019.1		设立科创板并试点注册制	允许符合科创板定位、尚未盈利或存在累计未弥补亏损的企业在科创板上市,允许符合相关要求的特殊股权结构企业和红筹企业在科创板上市。
2015.11	信用业务	两融新规	融资保证金比例由原规定不得低于 50%调高至不得低于 100%。
2018.1		股票质押新规	聚焦实体经济、细化风控指标要求,对融出资金用途、融资方、融资业务规模提出要求
2015.3	资管业务	八条底线	对结构化资管计划杠杆率、资金池业务等方面进行规定
2016.6		新“八条底线”	扩大八条底线涵盖面,对结构化资管计划杠杆率、预期收益率宣传、违法证券期货业务活动等方面进行更加严格的规定
2016.7		《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》	加强对违规宣传推介和销售行为、结构化资管产品、违法从事证券期货业务活动、委托第三方机构提供投资建议、开展或参与“资金池”业务、实施过度激励等问题的规范
2018.4		资管新规	破刚兑、控分级、降杠杆、提门槛、禁资金池、去通道、除嵌套
2019.2		MOM 产品指引征求意见	明确管理人中管理人产品投资定义与运作模式,规范产品投资运作
2019.1	自营业务	研究修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》	对风控指标实施逆周期调节,鼓励证券公司权益类投资
2018.5	场外业务	场外期权交易商分类管理	对证券公司参与场外期权交易实施分类管理,对参与场

			外期权的投资者门槛做出明确规定
2017.6	风控	证券公司分类监管规定	强化风险管理能力评价指标体系，促进行业提升全面风险管理能力

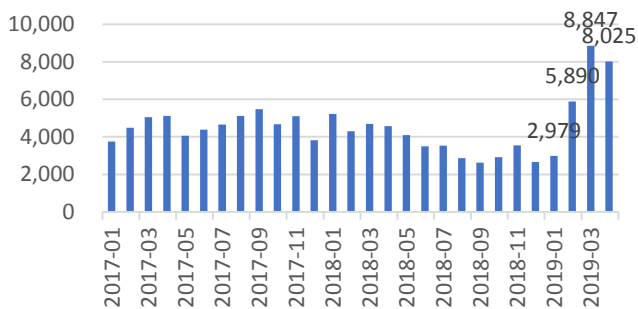
资料来源：证监会，证券业协会，财富证券

## 1.2 市场：市场交易环境回暖，投资者风险偏好提升

前4月市场交投活跃度快速提升，新投资者加快入场。股基日均成交金额快速提升，截至4月末单月日均成交金额为8025亿元，同比增长75.3%，较2018年底的2662亿元提升5000多亿元。共有12个交易日日均交易金额再次突破万亿元，创下了自2015年11月以来新高。此外，代表杠杆资金的两融余额稳步回升。4月30日末沪深两融余额9599亿元，较年初增加了1090亿元，回升至2018年6月水平；且近三个月两融单月净买入额由负转正。虽然当前日均成交金额及两融余额距2015年市场高位时还有较大的差距，但整体已进入了上行空间，市场的风险偏好在逐步提升。此外，反映投资者热情的新开户数也呈现明显的回升趋势。3月新增投资数量为202.4万人，环比激增103%。

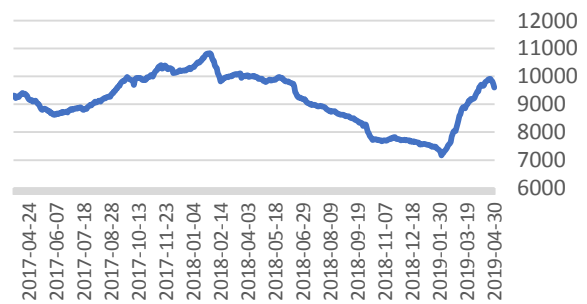
整体而言，市场环境改善值得期待，随着市交投活跃度的持续升温、指数向上突破，带动经纪业务、融资业务放量、权益投资改善，证券公司业绩有望进入正向循环周期。

图3：日均成交金额自年初以来快速放大



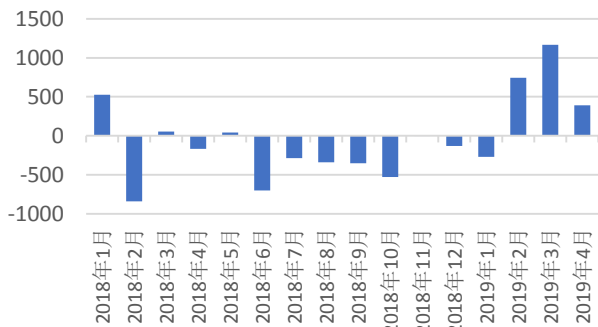
资料来源：wind，财富证券

图4：两融余额回升至9500亿元以上



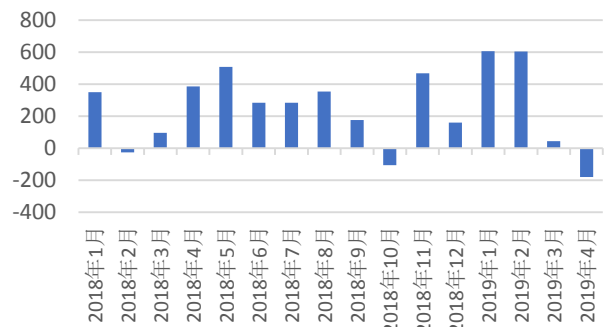
资料来源：wind，财富证券

图5：两融净买入金额（亿元）



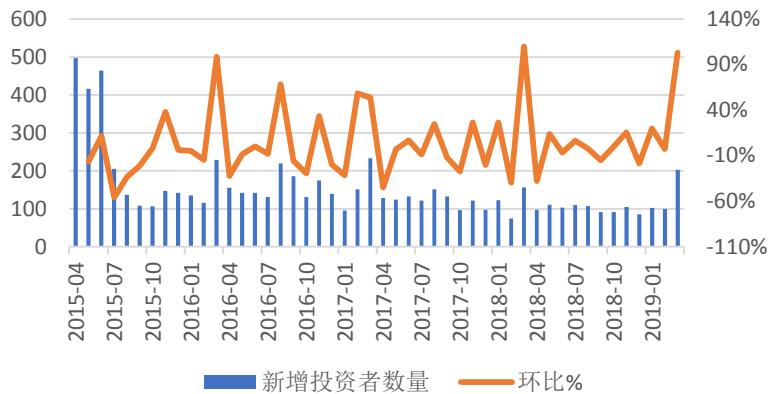
资料来源：wind，财富证券

图6：陆股通净买入金额（亿元）



资料来源：wind，财富证券

图 7：新增投资者数量（万人）



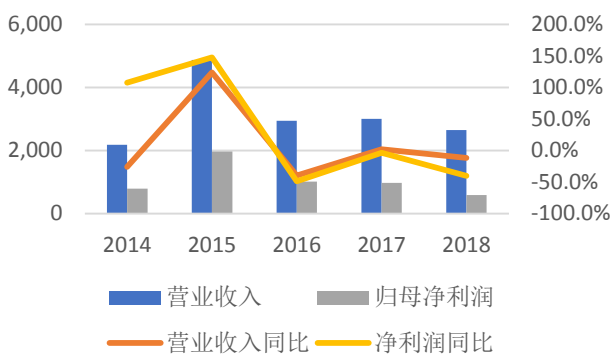
资料来源：wind，财富证券

### 1.3 业绩：2019 年净利润改善明显，全年业绩稳健向好

#### 1.3.1 2018 年营收与净利润迎来双降，行业景气度进入低谷

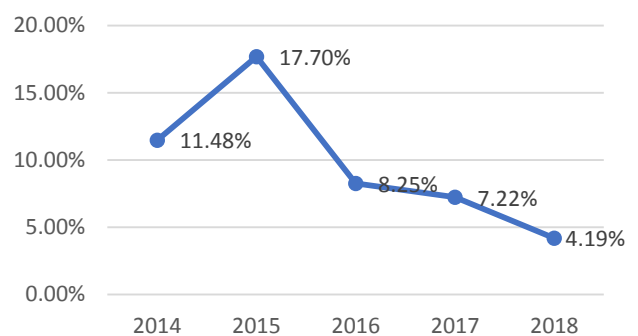
2018 年，35 家上市券商合计实现营业收入 2649 亿元，同比下降 12.0%；实现归属母公司股东净利润 584 亿元，同比下降 40.1%，经营业绩为近四年来最低。上市公司盈利能力也出现大幅下滑，净资产收益率也从 2015 年最高时的 17.7%，大幅下行 13.5 个百分点至 2018 年的 4.19%，行业整体景气度进入低谷。

图 8：2014-2018 年营业收入与净利润情况



资料来源：wind，财富证券

图 9：2014-2018 年净资产收益率情况



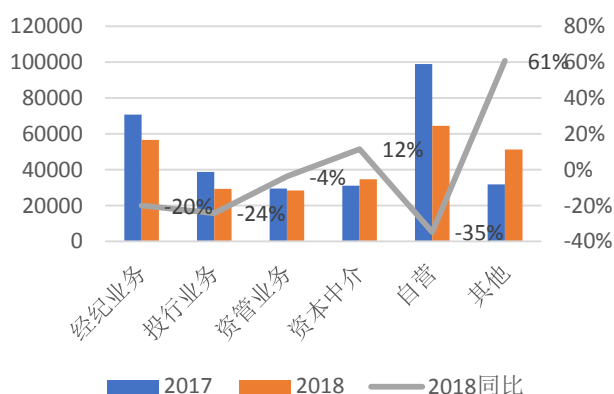
资料来源：wind，财富证券

自营大幅下滑拖累全年业绩，报表口径调整导致利息净收入表现较优。从细分业务上来看，2018 各项业务全面下滑，仅资本中介业务实现同比增长。受指数走低影响，与市场行情密切相关的自营收益大幅减少，2018 年自营业务收入 645.79 亿元，同比下滑 35%，成为拖累全年业绩的主要因素。经纪业务收入 566.19 亿元，同比下滑 20%。投行业务收入 294.06 亿元，同比下滑 24%。资管业务收入 283.64 亿元，同比下滑 4%。资本中介业务带来的净利息业务收入不降反升，收入 347.36 亿元，同比上升 12%。主要原因系会计

报表口径调整，A+H 上市券商报表当中，以公允价值计量且其变动计入当期损益科目下的债券投资和其他债权投资，从投资收益项归入至利息收入，造成了投资收益的下降及利息收入上升。

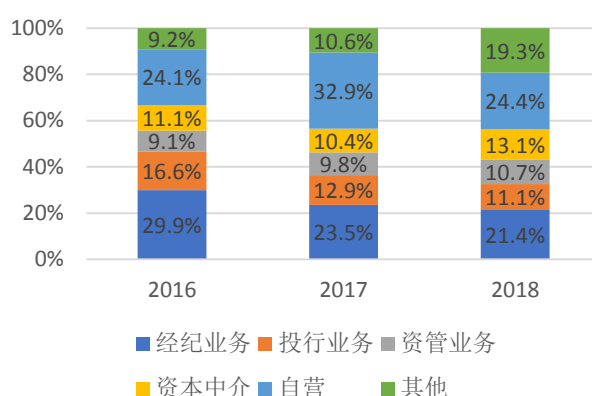
**自营、经纪占据半壁江山。**收入业务结构方面，2018 年自营业务收入占比下降了 8.5 个百分点至 24.4%。在市场下行周期中，自营业务收入已经连续两年超过经纪，成为证券公司的主要收入来源。经纪业务收入占比 21.4%，持续三年下滑。投行、资管业务收入占比较为稳定，分别为 11.1%、10.7%。资本中介业务占比提升 2.7 个百分点至 13.1%。

图 10：除自营外各项业务收入均有所下滑



资料来源：wind，财富证券

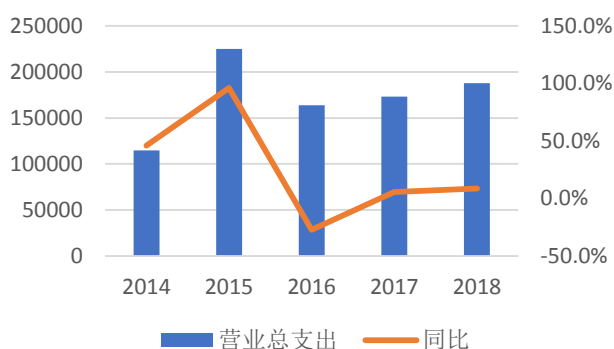
图 11：自营与经纪业务收入占比居前



资料来源：wind，财富证券

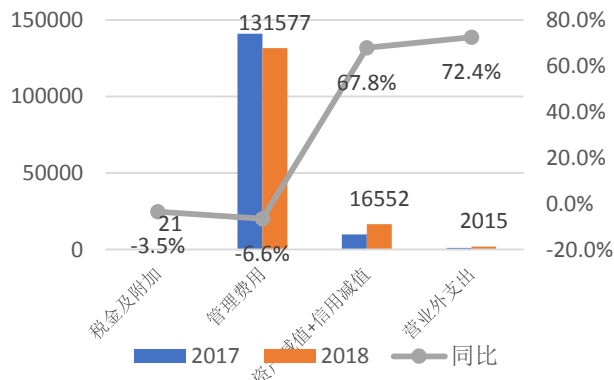
**成本费用的扩张主要来自信用业务资产减值损失的大幅提升。**2018 年，上市证券公司成本支出端费用同比增长 8.6% 至 1879.20 亿元。细分来看，管理费用 1315.8 亿元，同比减少 6.6%；资产减值损失 165.52 亿元，同比增加 67.8%，主要原因为 2018 年股票质押及两融风险集中爆发，造成部分证券公司大幅计提减值损失。此外，新施行的 IFRS9 会计准则要求 12 家 A+H 券商引入基于预期信用损失的减值模型，而不是采用实际损失法，资产减值计提更加真实和充分。

图 12：2014-2018 年营业支出情况



资料来源：wind，财富证券

图 13：2017-2018 年营业支出细分项目对比

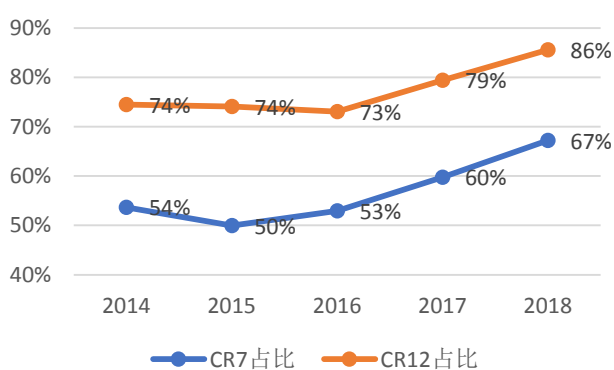


资料来源：wind，财富证券



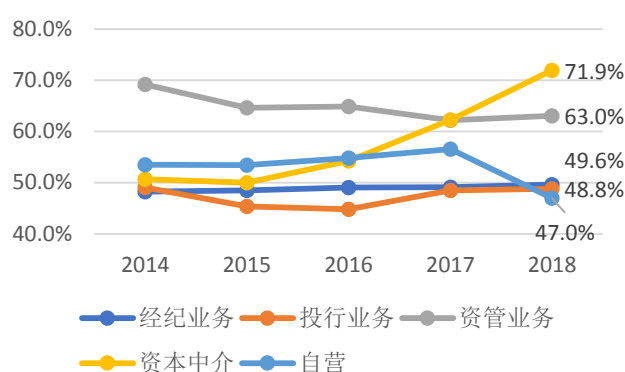
**利润集中度持续提升，大券商经营相对稳健。**2015年至2018年，35家上市券商中，行业CR7（中信、海通、国泰、华泰、广发、招商、申万宏源）的营收集中度在基本维持不变的情况下，行业利润集中度却呈现快速上升趋势，从50%上升了17个百分点至67%，其中资金业务利润集中度上升速度远超牌照业务。具体来看，牌照业务当中，经纪业务提升1.1个百分点至48.5%；投行业务提升3.5个百分点至46.9%；资管业务下降1.6个百分点至63.0%。资金业务当中，信用业务净收入集中度跃升22个百分点至71.9%，提升显著。信用业务差异是利润集中度提升的主要原因之一，主要原因为大券商在资金业务负债端成本覆盖能力较强。其次，下行周期中，大券商对包括前期扩张节奏的把控以及经营稳健程度优于中小券商，成本费用率的差异也是利润集中度提升的原因。

图 14：上市券商净利润集中度情况



资料来源：wind，财富证券

图 15：细分业务收入集中度情况

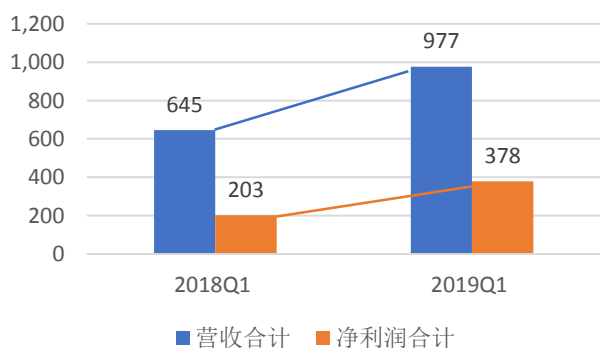


资料来源：wind，财富证券

### 1.3.2 2019 年一季度报同比改善明显

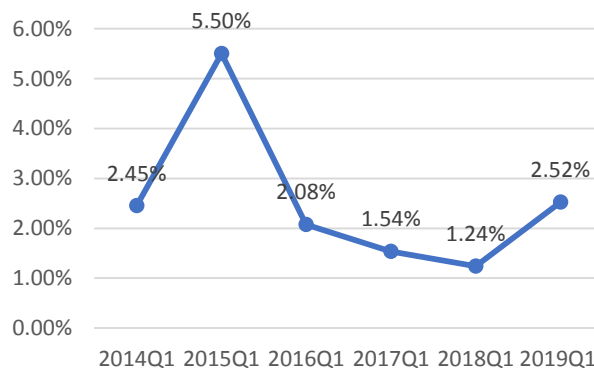
2019年一季度，指数上行、市场回暖带动成交量显著提升。34家上市券商合计实现营业收入977亿元，相较2018Q1同比增长51.4%；实现归属母公司股东净利润378亿元，同比增长86.6%。行业一季度单月ROE也在2018年触底跌至1.24%之后，显著回升至2.52%，达到近年来最高。

图 16：2017-2018 年一季度营收与净利润情况



资料来源：wind，财富证券

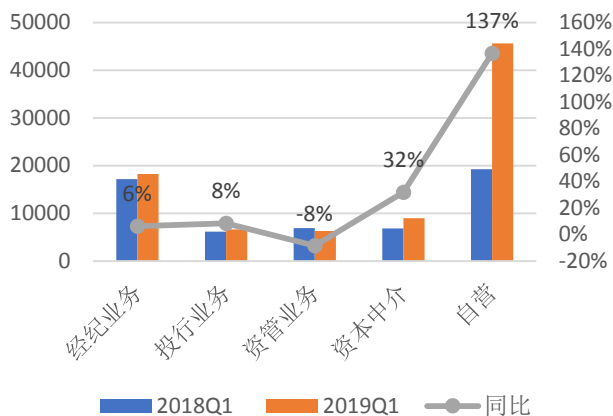
图 17：2014-2019 年一季度净资产收益率情况



资料来源：wind，财富证券

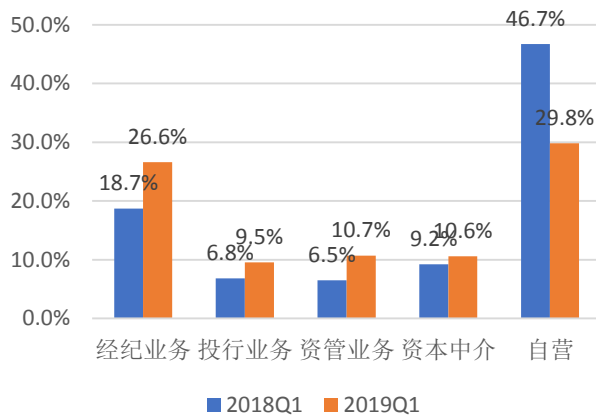
新会计准则加大投资收益波动，上行周期中自营业务成为提振业绩的主要因素。从细分业务来看，一季度经纪业务同比增长 6%、投行业务同比增长 8%、资本中介业务同比增长 32%，增速最快的来自自营业务，收入同比增长 137%。在新会计准则下，12 家上市券商原可供出售金融资产重新分类至公允价值计量且其变动计入当期损益金融资产（加大了当期公允价值变动），导致利润的波动性增强。2019 年一季度上证综指涨幅接近 24%，上市券商自营业务（投资收益+公允价值变动）收益 455.99 亿元，收入占比近 30%。在市场上行周期中，成为提振业绩的主要因素。

图 18: 2019 年 Q1 各项业务营收同比 (%)



资料来源: wind, 财富证券

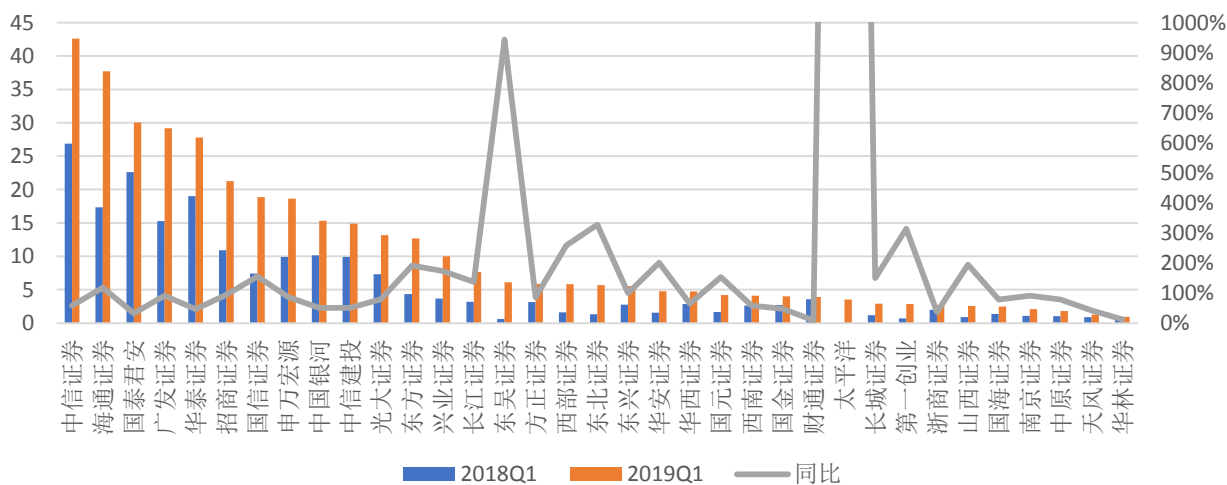
图 19: 2019 年 Q1 各项业务收入占比 (%)



资料来源: wind, 财富证券

中小券商业绩改善弹性更加明显。整体来看，一季度中小券商整体业绩表现出较大弹性。一方面是在近两年行业收入与净利润连续大幅下滑背景下，中小券商在资金运用能力及成本管理方面的差异，拖累其盈利能力，造成创收下滑远超大型券商。在前期业绩低基数的影响下，2019 年一季度，自营业务弹性大幅释放推动收入爆发式增长。收入增速靠前的 10 家券商中，有 8 家为中小券商；而在净利润增速排名前 10 的券商中，中小券商也占据了 7 家，增长幅度普遍超过 200%。

图 20: 净利润及同比增速



资料来源: wind, 财富证券

## 1.4 资金：海外资金及国内长线资金入市，长期深刻改变 A 股生态

A 股纳入 MSCI、富时罗素指数以及互联互通机制的完善，以价值投资、长线投资为代表的海外资金的加速入场，持续吸引海外增量资金进入国内市场，短期来看有利于提升市场交易活跃度，中长期来看有利于引导境内资本市场向发达市场成熟机制进化，助力资本市场深化改革。

**海外资金加速入场，长期深刻改变 A 股生态。**2018 年 6 月，A 股首次被纳入 MSCI 新兴市场指数，8 月，影响因子从 2.5%上调至 5%；2019 年 3 月 MSCI 宣布扩容，通过三步将中国 A 股纳入因子从 5%上调至 20%。根据官方测算，此次 A 股纳入因子提高有望吸引 800 亿美元增量资金。2018 年 9 月，富时罗素宣布，将 A 股纳入富时罗素指数，按照计划，分三步于 2019 年 6 月、9 月和 2020 年 3 月分别纳入 20%、40%、40%，标的范围涵盖富时中国 A 股互联互通全盘指数中的大、中、小股票。预计“入富”第一阶段将带来 100 亿美元被动资金净流入。海外资金的进入，除了带给 A 股市场增量资金以外，对于改善 A 股市场投资者结构、引导境内投资机构走向国际化的投资方式、提高国内资本市场对外开放程度都将起到巨大作用，长期来看将深刻改变 A 股生态。

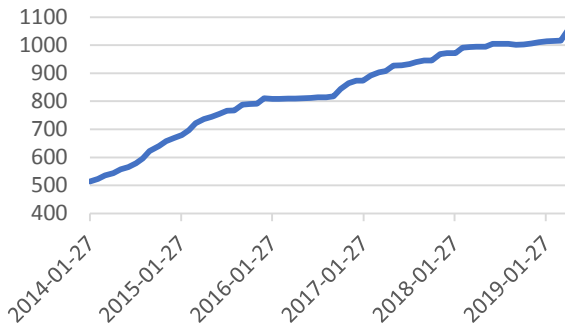
表 3：A 股纳入 MSCI、富时罗素指数进程安排

指数	时间	进程
MSCI	2018 年 6 月	A 股纳入 MSCI 新兴市场指数，影响因子 2.5%
	2018 年 8 月	MSCI 新兴市场指数影响因子上调至 5%
	2019 年 5 月	将大盘 A 股纳入因子从 5%上调至 10%；同时以 10%的纳入因子纳入创业板大盘 A 股
	2019 年 8 月	大盘 A 股纳入因子从 10%上调至 15%
	2019 年 11 月	大盘 A 股纳入因子从 15%上调至 20%；同时将中盘 A 股（包括创业板股票）以 20%的因子纳入
富时罗素指数	2019 年 6 月	纳入富时新兴市场指数，纳入因子（富时中国 A 股互联互通全盘指数中股票可投资市值的 25%）中的 20%
	2019 年 8 月	纳入因子的 40%
	2010 年 3 月	纳入因子的 40%，投资范围涵盖富时中国 A 股互联互通全盘指数中的大、中、小股票（1249 只成分股）

资料来源：MSCI，富时罗素，财富证券

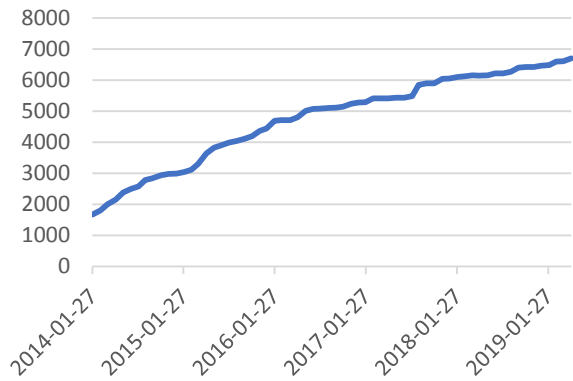
**跨境资本市场互联互通渠道持续扩容，QFII 制度改革推动资本市场与国际接轨。**2018 年 5 月起，沪深股通及港股通每日限额分别由原 130 亿元、105 亿元上调至 520 亿元、420 亿元。沪伦通进展略有推迟，但管理层表示整体工作仍在稳步进行。2018 年 6 月中国人民银行、国家外汇管理局对目前 QFII、RQFII 相关外汇管理制度进行了重大调整，取消 QFII 资金汇出比例限制和本金锁定期要求，允许 QFII 持有的证券资产在境内开展外汇套期保值等，极大便利了境外投资者通过 QFII 渠道投资境内金融市场。2019 年 1 月，外汇局宣布 QFII 投资总额度由 1500 亿美元增至 3000 亿美元，外资进入 A 股的渠道陆续开拓。截至 2019 年 4 月末，累计 319 家 QFII 机构合计投资额度为 1057.96 亿美元，QFII 的资金规模持续增长。

图 21: QFII 投资额度 (亿美元)



资料来源: wind, 财富证券

图 22: RQFII 投资额度 (亿元)



资料来源: wind, 财富证券

**多措并举, 鼓励国内长期资金入市。**2018 年 10 月, 国务院金融稳定发展委员会召开防范化解金融风险会议, 要求“鼓励长期资金入市”要快速扎实地落实到位。近 1 年来, 对于银行理财、保险资金、社保资金鼓励入市政策不断出台。2018 年银保监会出台的银行理财新规, 允许商业银行通过设立理财子公司开展资管业务, 放开私募银行理财产品直接投资股票的限制、公募理财产品可以通过投资公募基金间接入市。2019 年 5 月工行、建行理财子公司正式开业, 其他批准设立的理财子公司也在抓紧推进各项准备工作。2018 年底我国商业银行理财规模超过 32 万亿元, 如果按 3% 的资金进入股市测算, 规模将达到 9600 亿元, 未来银行理财资金有望成为 A 股重要的角色。

保险资金方面, 2018 年 2 月银保监会和证监会联合发布四大政策, 形成保险机构投资者股票投资的基本制度和政策框架; 6 月《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》, 允许保险资产管理公司设立专项产品, 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。2019 年一季度, 保险资金运用余额为 17.06 万亿元, 其中股票和证券投资基金共计 2.11 万亿元, 占比 12.37%, 保险资金权益类资产投资比例还有较大上升空间。

## 2 中长期: 证券行业迎来向上发展良机

### 2.1 政策: 政策红利进一步释放, 行业市场前景广阔

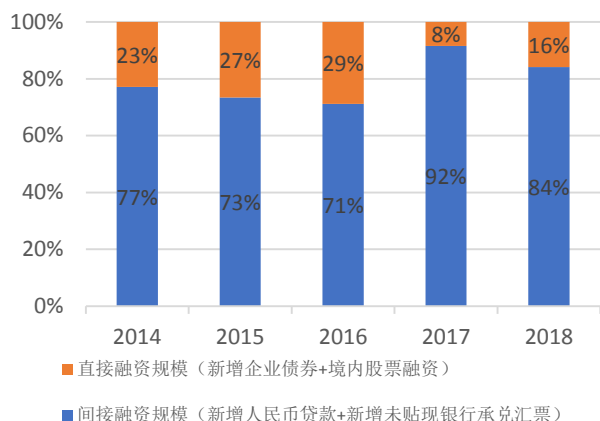
#### 2.1.1 金融供给侧改革进一步深化, 证券公司肩负重要责任

2019 年, 供给侧改革进入深化之年, 2 月在中央政治局工作会议中习总书记中指出, 要深化金融供给侧结构性改革, 增强金融服务实体经济能力。改革要以金融体系结构调整优化为重点, 优化融资结构和金融机构体系、市场体系、产品体系, 为实体经济发展提供更高质量、更有效率的金融服务。一直以来, 我国存在直接融资占比过低、提升缓慢、社会融资结构失衡的问题。2018 年, 我国新增社会融资规模中, 直接融资占比仅为 16%。对间接融资的过度依赖, 产生了杠杆率过高、金融风险过于集中等难题。

要提高金融的供给质量, 也就是需要构建风险投资、银行信贷、债券市场、股票市

场等全方位、多层次金融支持服务体系。其中，证券公司在拓宽融资渠道、提升直接融资比重、增加金融供给等方面肩负着不可替代的作用。证券公司的资本融通功能在金融市场上将进一步体现，在资本市场的地位显著提升，有望迎来向上发展的良机。

图 23：我国社会融资体系存在结构性失衡



资料来源：wind，财富证券

图 24：加快建设多层次资本市场，提高金融供给质量



资料来源：财富证券

### 2.1.2 科创板释放重大政策红利，推动业务转型升级

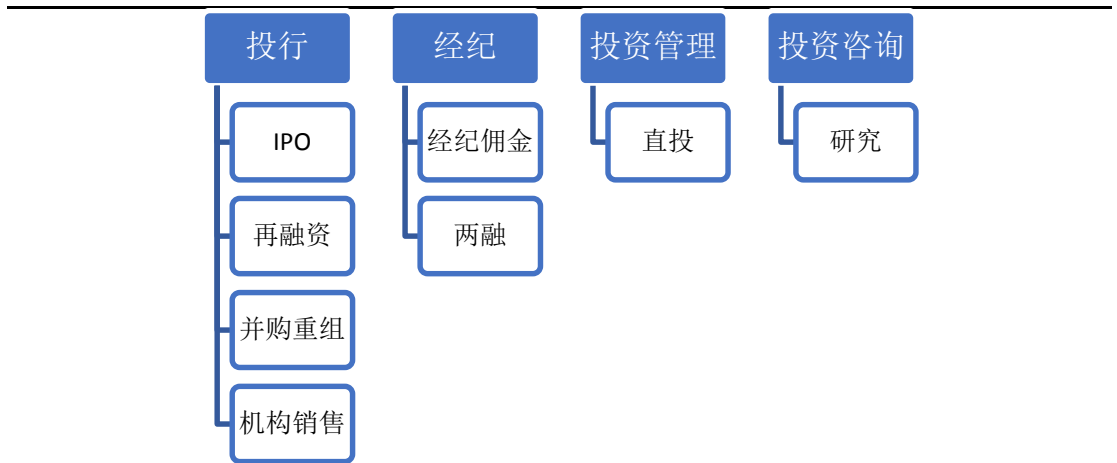
2019 年一季度的券商行情，除了市场要素向好带动业绩提升之外，更重要的利好因素主要来自政策，科创板及注册制的推出为证券行业 2019 年以来最大的政策红利之一，将带来行业的深刻变革。

**科创板对券商专业能力提出更高的要求，投行回归定价与销售本源。**过去投行的业务模式主要是作为通道类业务赚取佣金收入，缺乏对市场定价的话语权、销售能力要求低，并未真正对客户进行立体式全方位开发及持续跟进服务。《科创板股票发行与承销业务指引》中，对战略投资者、新股配售经纪佣金、超额配售选择权、发行定价配售程序等作出了明确规定和安排，科创板股票发行的成功与否，将取决于投行研究、定价、销售能力，对券商能力的专业性提出更高的要求。综合来看，科创板将推动投行逐步告别通道佣金收入模式，转向以专业服务、综合服务为核心，回归定价和销售本源，带动研究、经纪、直投等业务的协同发展。

**科创板加速业务结构转型，推动重资产业务发展。**科创板另外一个重要新举措，就是保荐机构的跟投制度。可以通过保荐机构另类投资子公司或者证券公司依法设立的另类投资子公司，参与科创板发行战略配售，跟投比例为 2%-5%，且锁定期为 2 年。保荐+跟投制度，客观上强化了保荐机构履职担责，由于券商需要以自有资金跟投科创板的股票，对于跟投标的选择和定价会更加审慎。另一方面，跟投制度增强了对保荐机构的资本约束，对科创板项目承揽较多的龙头券商来说，资本金要求将进一步提高，保荐承销业务将逐步从轻资产业务轨道走上重资产业务轨道。此外，制度还明确在条件成熟时引入做市商机制；科创板股票在上市首日即可成为两融标的，都为券商重资产业务提供发展契机，未来进一步推动券商向重资产业务方向转型。在当前市场环境下，对券商来说，

无论是传统业务还是创新业务都需要雄厚的资金支持，资本实力是券商未来发展的关键因素。

图 25：科创板下的券商综合服务模式



资料来源：财富证券

**科创板带来增量业绩贡献测算：全年预计带来 53 亿元增量业务。**科创板推出后，为券商带来的业绩增量将主要来自投行、直投、经纪、信用业务，包括：（1）IPO、再融资保荐承销费率、并购重组业务收入；（2）直投收益；（3）配售经纪佣金；（4）融资融券利息收入。考虑 2019 年科创板设立初期，投行业务收入主要来自项目 IPO，我们暂对配售佣金及信用业务带来的业绩贡献增量忽略不计，主要从 IPO 保荐承销收入、直投业务角度来测算投行业务收入增量。主要假设条件如下：

- （1）每家科创板上市企业募集资金 10 亿元，2019 年上市 100 家；
- （2）IPO 保荐费率 5%（2018 年 A 股 IPO 平均保荐费率位 4.2%）；
- （3）子公司跟投比例 2%，平均收益率 10%/年。

截至 2019 年 4 月 30 日，科创板已辅导备案受理的拟上市企业共计 126 家（75 家已回复）。按照中性假设条件，2019 年预计上市 100 家、全年募集资金规模为 1000 亿元、IPO 保荐费率 5% 来计算，预计 2019 年科创板带来承销保荐收入 50 亿元。以承销规模（1000-1500 亿元）及保荐费率（4%-6%）为变量对承销保荐收入进行敏感性分析的话，2019 年科创板预计为券商带来承销保荐收入 40 至 90 亿元；约占 2018 年投行收入的 3.2%-7.2%。

表 4：保荐承销收入敏感性测试

承销规模（亿元）	承销费率				
	4%	4.5%	5%	5.5%	6%
1000	40	45	50	55	60
1300	52	58.5	65	71.5	78
1500	60	67.5	75	82.5	90

资料来源：财富证券

直投业务方面，按照 1000 亿元融资规模、3%跟投比例、以及 10%的平均收益率/年来计算，预计 2019 年科创板带来直投业务收入为 3 亿元。以承销规模（1000-1500 亿元）、

跟投比例率(2%-5%)、收益率(-5%-20%)为变量对直投业务收入进行敏感性分析的话, 2019年科创板预计为券商带来直投业务收入为-1至15亿元。

表 5: 直投业务收入敏感性测试

		收益率				
跟投规模 1000 (亿元)		-5%	0%	10%	15%	20%
跟投比例	2%	-1	0	2	3	4
	3%	-1.5	0	3	4.5	6
	4%	-2	0	4	6	8
	5%	-2.5	0	5	7.5	10
		收益率				
跟投规模 1300 (亿元)		-5%	0%	10%	15%	20%
跟投比例	2%	-1.3	0	2.6	3.9	5.2
	3%	-2	0	3.9	5.85	7.8
	4%	-2.6	0	5.2	7.8	10.4
	5%	-3.3	0	6.5	9.75	13
		收益率				
跟投规模 1500 (亿元)	1500	-5%	0%	10%	15%	20%
跟投比例	2%	-1.5	0	3	4.5	6
	3%	-2.3	0	4.5	6.75	9
	4%	-3	0	6	9	12
	5%	-3.8	0	7.5	11.3	15

资料来源: 财富证券

2019年全年预计可为券商带来53亿元增量业务。中性假设下, 预计科创板的施行可为券商带来53亿元的增量业务, 其中投行业务50亿元, 直投业务3亿元, 占2018年券商全年业绩的3.8%。

## 2.2 行业创新方兴未艾, 带来发展新机遇

### 2.2.1 金融衍生品业务

股指期货迎来第四轮优化, 有望恢复常态化交易。2019年4月19日, 中金所对股指期货实行第四次调整, 调整的内容包括: 下调交易保证金、平仓手续费, 以及下调过度交易的监管标准。本次为2015年中金所对股指期货交易施行严格的控制后的第四轮优化, 从内容上看, 对期货日内过度交易行为的监管标准出现较大放松, 非套保单个产品单日开仓量从50手放宽至500手, 调整幅度显著大于之前。经历了前三轮放松后, 股指期货交易也出现了回暖态势, 今年前三个月成交量均同比出现显著提升。3月份沪深300股指期货、上证50股指期货以及中证500股指期货成交量分别为231.5万手、103.5万手和172.8万手, 同比增长366%、186%和469%。

优化股指期货交易管理、恢复常态化运行, 有利于满足境内及境外投资者风险管理的需求, 引导更多资金进入资本市场。对证券公司而言, 期货市场流动性的提升, 一方

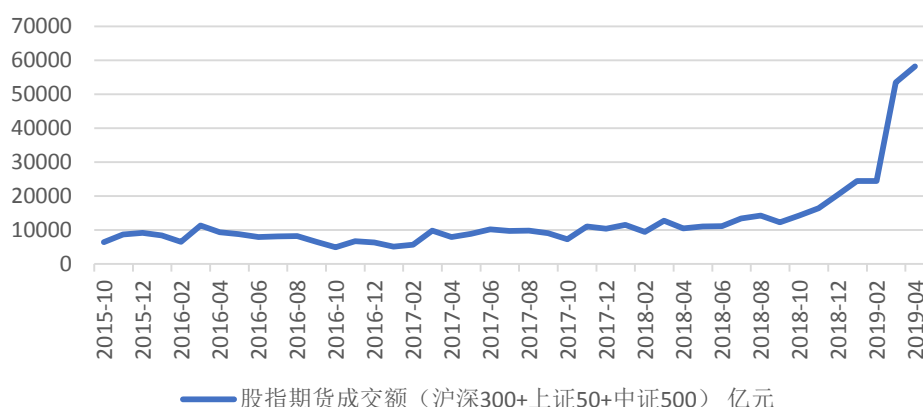
面带动手续费收入的增加；另一方面对冲工具的增加也有助于减少自营业务的波动，提升业绩的稳定性。

表 6：股指期货历次调整一览

日期	套持仓保证金	非套持仓保证金	平仓手续费 (万分之)	过度交易行为监管标准
调整前	10%	10%	0.23	非套保单上证 50/中证 500 总额限 1200 手；沪深 300 总额限 1500 手
2015/9/7	20%	40%	23	非套保单日开仓量超过 10 手
2017/2/17	20%	上证 50/沪深 300 20%； 中证 500 30%	9.2	非套保单日开仓量超过 20 手
2017/9/18	上证 50/沪深 300 15%； 中证 500 30%	上证 50/沪深 300 15%； 中证 500 30%	6.9	非套保单日开仓量超过 20 手
2018/12/3	上证 50/沪深 300 10%； 中证 500 15%	上证 50/沪深 300 10%； 中证 500 15%	4.6	非套保单日开仓量超过 50 手
2019/4/19	上证 50/沪深 300 10%； 中证 500 15%	上证 50/沪深 300 10%； 中证 500 12%	3.4	非套保单日开仓量超过 500 手

资料来源：中金所，财富证券

图 26：股指期货成交额随政策松绑逐步回升



资料来源：wind，财富证券

场外期权监管收紧，新规首设分层管理机制，利好头部券商。为整顿业务乱象，2018 年 4 月以来，场外期权监管多方面收紧：中基协对投资范围涵盖场外期权的期货资管产品暂停备案，中证协暂停证券公司与私募基金开展场外期权业务，暂停期货公司风险管理子公司与私募基金开展的场外期权业务。5 月场外期权业务监管新规出台，在重启场外期权业务的同时，对业务进行进一步规范。新规首次对证券公司参与场外期权交易实施分类管理，根据公司资本实力、分类结果等情况，将 A 类以上证券公司分为一级和二级交易商。只有一级交易商可在交易所内直接开展对冲交易；二级交易商无法自行开展衍生品交易对冲个股风险，只能与一级交易商交易；新规同时还提高了场外期权投资者的参与门槛。



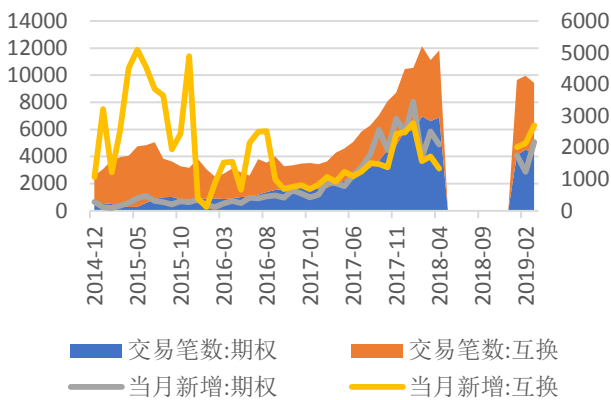
场外期权作为一项专业化程度较高的业务，主要的竞争力取决于券商的规模效应、资本规模、客户储备和风险定价能力，入围一级交易商的 7 家证券公司通过开展个股期权方面将具有显著优势。此前场外期权的市场集中度较高，新增名义本金规模 CR5 始终而维持在 80% 以上，新的分层管理的机制将创设期权的权利集中到了行业内少数龙头券商，期权业务市场份额将继续向龙头券商倾斜。

表 7: 场外期权交易商名单

场外期权交易商	
一级交易商	广发证券、国泰君安、华泰证券、中金公司、招商证券、中信建投、中信证券
第一批	财通证券、东方证券、东吴证券、国信证券、海通证券、平安证券、申万宏源、浙商证券、中国银河
二级交易商	第二批 长城证券、方正证券、国金证券、华安证券、兴业证券
	第三批 东兴证券、光大证券、国联证券、华福证券、华西证券、南京证券、山西证券

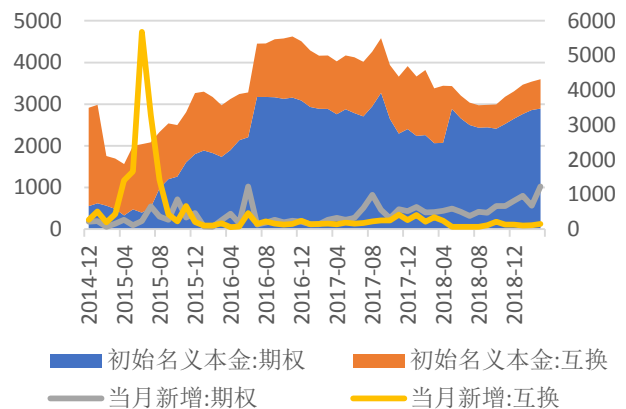
资料来源：证券业协会，财富证券

图 27: 场外期权新增交易笔数



资料来源：wind，财富证券

图 28: 场外期权新增名义本金



资料来源：wind，财富证券

**交易所信用保护工具推出，信用衍生品发展空间广阔。**信用衍生品是在银行间和交易所内，专门用于管理信用风险的信用衍生工具。我国市场上的信用风险管理类工具，主要是银行间市场交易商协会自 2010 年陆续推出的信用风险缓释工具，包括信用风险缓释合约和信用风险缓释凭证。与国际相比，我国信用衍生品发展程度较低，且以银行为主导。为贯彻党中央、国务院支持民营企业发展指示精神，提高民营企业债券融资效率，2018 年 11 月，上交所、深交所试点交易所债券市场信用保护工具业务，意味着继银行间债券市场之后，交易所债券市场信用保护工具也正式落地。2019 年 1 月，上交所、深交所发布《信用保护工具业务管理试点办法》及配套规则，又从制度上对信用保护工具产品类型、参与者、业务流程等进行了明确。

当前开展的交易所信用保护工具主要包括信用保护合约和信用保护凭证，试点初期以信用保护合约为主要形式，国泰君安、中信证券为首批开展信用保护工具业务试点机构。截至目前，已有多家券商获批开展信用衍生品业务。在近几年债券违约事件频发、信用风险抬升的背景下，证券公司提供债券发行+信用保护工具的一、二级联动综合金融

解决方案，一方面有利于促进公司债券发行，强化保荐承销的综合服务能力，另一方面也有利于满足投资者对风险对冲的需求，帮助企业提升市场信心，信用衍生品业务未来或成为券商新的利润增长点。

### 2.2.2 CDR 业务

**CDR 业务指引落地，互联互通渠道进一步扩展。**2018年3月，国务院办公厅转发关于《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知》，支持创新企业在境内发行存托凭证，正式宣布 CDR（中国存托凭证）的推出；随后，CDR 配套的发行与交易管理、监管制度也陆续出台。CDR 业务打开了境外优质红筹企业回归 A 股的大门，为企业提供多样化的融资渠道和投资者，我国与国际资本市场互联互通渠道进一步扩展。在 CDR 运行当中，存托机构是最为核心的中介机构，承担着境外审查融资企业财务状况、签订发行契约、确定转换比例以及境内承销发行的责任。目前中登、银行、券商均可担任存托机构，由于 CDR 业务涉及境内外市场，对存托机构跨境服务能力、承销保荐能力都有较高的要求，因此在境外有分支机构、投行综合实力比较强的龙头券商优势将会更加突出。

此前公布的第一批符合 CDR 发行名单的公司共有 8 家，我们按当前公司总市值 2% 的融资比例、以及 5% 的保荐承销费率计算，保守估计第一批 CDR 规模可接近 1300 亿元，预计可为投行业务带来 65 亿元收入。

表 8：CDR 发行收入预测

证券代码	证券简称	总市值 (亿人民币)	上市日期	上市地点	融资金额 (按 2.5% 计算)	承销保荐收入 (5% 费率)
0700.HK	腾讯控股	27,125	2004-06-16	香港联交所	542.5	27.1
2382.HK	舜宇光学	649	2007-06-15	香港联交所	13.0	0.6
BABA.N	阿里巴巴	27,529	2014-09-19	纽约证券交易所	550.6	27.5
BIDU.O	百度	2,767	2005-08-05	纳斯达克	55.3	2.8
NTES.O	网易	2,262	2000-06-30	纳斯达克	45.2	2.3
JD.O	京东	2,631	2014-05-22	纳斯达克	52.6	2.6
CTRP.O	携程网	1,348	2003-12-09	纳斯达克	27.0	1.3
WB.O	微博	678	2014-04-17	纳斯达克	13.6	0.7
		合计			1299.8	65.0

资料来源：wind，财富证券

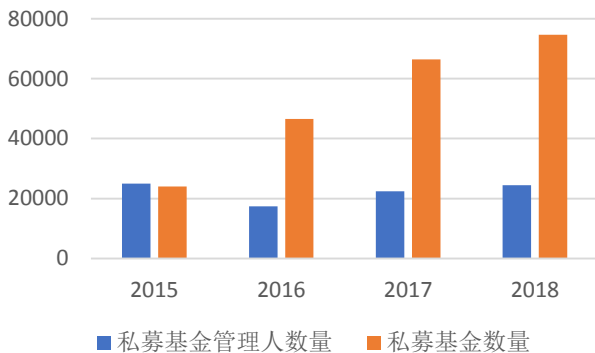
### 2.2.3 PB 业务

**信息系统外部接入提上日程，扩大量化私募参与有望提升市场活力。**证券公司信息系统外部接入监管始于 2015 年，彼时由于场外配资违规涌入，对市场行情起到了推波助澜的作用，监管层全面暂停了券商交易系统外部接口。部分正规的量化私募受到较大影响，由于不能再满足其分仓管理、统一风控、交易策略执行以及交易速度上的要求，造成部分私募资金撤出市场。2019 年 2 月，证监会就《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定》向社会公开征求意见，明确证券公司可以为私募证券投资基金管理人提供外部接入服务，券商交易系统外部接入放开进入倒计时。交易体系外部接入的放开，为

更多的私募机构投资者参与市场提供便利，有利于提升股市交易活跃度，改善市场流动性。

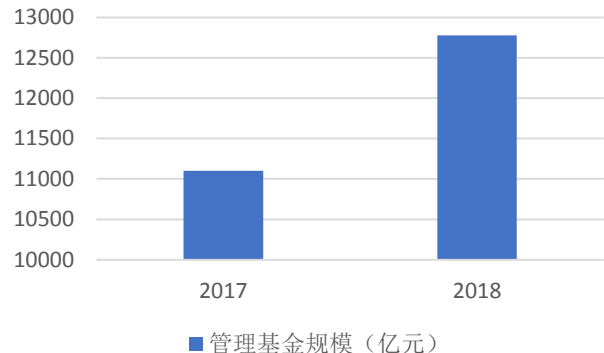
**乘私募基金发展之风，PB 业务加快发展。**证券公司 PB 业务主要是为机构投资者提供包括交易、托管、清算、杠杆融资、后台运营、研究支持、资金监督等在内的全方位金融服务。近年来，私募证券投资基金数量持续快速增长，截至 2018 年末，我国已登记的私募基金管理人 24448 家，私募基金数量 74642 只，规模共计 12.78 万亿元。私募证券投资基金规模的增长，为 PB 业务带来广阔市场空间，同时也倒逼证券公司加大 IT 投入、整合内部资源、提升综合服务能力、完善业务产品线。未来随着我国金融市场逐步成熟，机构投资者占比提升，大力发展以机构投资者为主的 PB 业务，有利于优化证券客户和收入结构，推经纪业务转型，是顺应市场发展必然趋势。

图 29：私募基金管理人及基金数量



资料来源：基金业协会，财富证券

图 30：私募基金规模



资料来源：基金业协会，财富证券

### 2.2.4 MOM 业务

**MOM 产品破冰，大资管行业迎来发展春天。**2019 年 2 月，证监会发布管理人中管理人（MOM）产品指引（征求意见稿），对产品定义、运作模式、参与主体资质条件等进行规范，为 MOM 发展确定方向。MOM 是指母管理人直接管理基金投资，将产品部分或者全部资产委托给多个子管理人进行管理，其中子管理人可以为证券、商业银行资管机构、保险资管机构及符合条件的私募证券投资基金管理人。MOM 在境外发展迅猛，属于一类成熟的资管产品，具有“多元资产、多元风格”的特征，既能体现母管理人的大类资产配置能力，又可以发挥不同子管理人的特定资产管理能力。

**MOM 打开金融机构之间分工合作的空间，将促进大资管行业专业化分工与差异化竞争。**MOM 可以实现以较少的产品层级容纳大体量的资金规模，相较 FOF 产品具有节约嵌套层级、调仓灵活、降低成本、收益稳健等特性，天然满足银行、保险等大体量资金的分散投资、多元投资、稳健投资的需求。MOM 形式将极大促进大资管行业间的相互协作、专业化分工以及差异化竞争，为证券公司、公募、私募基金带来新的发展机遇。

## 2.3 新环境催生竞争新格局，加速行业洗牌

### 2.3.1 重资本业务模式倒逼券商加快补充资本金

过去券商的主要盈利来自经纪、投行、资管为代表的牌照业务收取的净佣金收入，靠天吃饭特性较强。2012年以来，创新业务的拓展使得券商业范围突破过去的“通道业务”，资本中介等类贷款业务快速发展。而我国证券公司实行的是以净资本为核心的风险控制指标体系，各项业务风控指标与资本规模紧密相关。特别当前科创板跟投制度的推出，对证券公司的资本金提出了更高的要求。2018年，共有8家上市证券公司补充资本382亿元；其中IPO首发6家，募资120亿元；定向增发2家，募资262亿元。2019年，证券公司加快补充资本，截至4月末共有17家上市券商完成及拟通过定增、配股、可转债、GDR等方式补充资本金约人民币1520亿元。重资本的业务模式下，证券公司亟需通过增资或者加大主动负债来补充资本金。

表9：证券公司密集补充资本

时间	代码	名称	方案进度	发行方式	发行数量(万股)	募集资金(亿元)
2018	601688.SH	华泰证券	已实施	定向增发	108,873	142.1
	000166.SZ	申万宏源	已实施	定向增发	247,934	120.0
	002945.SZ	华林证券	已实施	IPO	27,000	9.8
	002939.SZ	长城证券	已实施	IPO	31,034	19.6
	601162.SH	天风证券	已实施	IPO	51,800	9.3
	601066.SH	中信建投	已实施	IPO	40,000	21.7
	601990.SH	南京证券	已实施	IPO	27,502	10.4
	002926.SZ	华西证券	已实施	IPO	52,500	49.7
	000166.SZ	申万宏源	已实施	IPO (H股)	25,040	88.69 (亿港元)
	601211.SH	国泰君安	已实施	配股 (H股)	10,400	31.7 (亿港元)
	600837.SH	海通证券	股东大会通过	定向增发	161,843	200.0
	000776.SZ	广发证券	证监会核准	定向增发	118,000	150.0
	002736.SZ	国信证券	股东大会通过	定向增发	164,000	150.0
	601377.SH	兴业证券	股东大会通过	定向增发	120,000	80.0
2019	600030.SH	中信证券	董事会预案	定向增发	79,316	134.6
	601066.SH	中信建投	董事会预案	定向增发	127,707	130.0
	601375.SH	中原证券	董事会预案	定向增发	77,381	55.0
	002797.SZ	第一创业	董事会预案	定向增发	70,000	60.0
	000750.SZ	国海证券	证监会核准	配股	126,466	50.0
	600999.SH	招商证券	股东大会通过	配股	171,570	128.0
	601162.SH	天风证券	股东大会通过	配股	155,400	80.0
	002500.SZ	山西证券	股东大会通过	配股	84,862	60.0
	601555.SH	东吴证券	董事会预案	配股	89,913	65.0
	601108.SH	财通证券	股东大会通过	可转债	-	38.0
	601688.SH	华泰证券	证监会核准	GDR	82,000	5 (亿美元)

资料来源：wind，财富证券

### 2.3.2 金融行业双向开放进程加速，引进来与走出去加快行业洗牌

在 2013 年《CEPA》补充协议的框架下，证券公司、证券咨询机构首次对港、澳地区股东持有证券公司的股权比例放宽至 51%。2018 年政府表示要进一步加大金融行业的对外开放，包括放宽外资金融机构设立限制、扩大外资金融机构在华业务范围、拓宽中外金融市场合作领域。2018 年 4 月新的《外商投资证券公司管理办法》实施，明确允许外资控股合资证券公司、逐步放开合资证券公司业务范围、进一步完善境外股东条件。继瑞银证券成为首家外资控股合资证券公司以后，2019 年 3 月，证监会核准设立摩根大通证券、野村东方国际证券，成为首批外资控股新设立证券公司；4 月瑞士信贷对瑞信方正增资，正式成为控股股东。总的来说，大幅度放宽外资进入金融业的比例限制，是我国证券市场对外开放的重要举措。境外优质资本的进入有助于推动行业配套制度的完善和新业务模式的发展。国际竞争格局下，具有较强资本实力、业务能力的上市券商优势将持续显现。

**跨境业务试点再放开，鼓励国内券商走出去。**2018 年 9 月，《证券公司和证券投资基金管理公司境外设立、收购、参股经营机构管理办法》发布，从制度上引导券商在合规基础上开展海外业务。2018 年，在时隔 3 年之后，多家大型券商再度获批跨境业务试点资格。跨境业务试点放开，一方面丰富了跨境财富管理产品种类，满足证券公司跨境投融资需求，提高资金配置效率。目前以中金公司、中信证券、海通证券为代表的部分大型券商海外业务收入已经占到公司总收入的 10% 以上，跨境业务开展有助于优化券商收入结构，降低券商对传统业务的依赖，成为券商未来新的利润增长点。同时，鼓励国内券商走出去拓展境外业务，也是提升国内券商综合竞争力的重要手段。

表 10：证券公司境外业务试点获批情况

获批时间	证券公司	获批内容
2014 年	中信证券	以自有资金参与境外交易场所金融产品交易，以及投资于其他合格境内机构投资者允许投资的境外金融产品或工具。
2015 年	海通证券	以自有资金参与境外交易场所金融产品交易，以及投资于其他合格境内机构投资者允许投资的境外金融产品或工具。
2018 年 1 月	国泰君安、华泰证券	投资者允许投资的境外金融产品或工具。与境内外交易对手签订场外金融衍生品交易主协议及其补充协议（含 ISDA、CSA、NAFMII 及 SAC 等），参与场外金融产品交易。
2018 年 5 月	广发证券、中金公司、招商证券	以自有资金参与境外交易场所金融产品交易，以及投资于其他合格境内机构投资者允许投资的境外金融产品或工具。与境内外交易对手签订场外金融衍生品交易主协议，参与场外金融产品交易。
2018 年 5 月	中信证券	以自有资金在境外交易场所参与金融产品交易并与境外机构签署 ISDA 主协议、开展场外金融衍生产品交易、在境内合法交易场所参与碳排放权交易。
2018 年 10 月	中国银河、中信建投	以自有资金参与境外交易场所金融产品交易，以及投资于其它合格境内机构投资者允许投资的境外金融产品或工具。与境内外交易对手签订场外金融衍生品交易主协议，参与场外金融产品交易。

资料来源：证监会，财富证券

### 3 投资建议

#### 3.1 行业选股逻辑

展望 2019 年下半年，短期来看市场向上空间取决于国内、外宏观经济环境、监管政策、市场资金、企业盈利能力等因素的共同影响，虽然有一定不确定性，但行业最差时刻已经过去，一季度为全年业绩改善奠定了基础。中长期来看，金融供给侧改革及资本市场改革是将未来较长一段时间内的主旋律，证券公司肩负服务实体经济、提高直接融资比重的重任，行业地位有望得到提升。此外金融监管边际放松、业务回归正常、有序发展、科创板及注册制的推出、以及新一轮创新业务开启，证券行业迎来发展良机。当前时点，金融行业双向开放的进程加速，国际与国内的双重竞争加快行业洗牌，行业差异化在加剧。总的来看，改革赋予了行业新动能，在推动业务模式的转型升级的同时，对券商资本实力、产品创设能力、研究定价能力、综合服务等能力提出更高要求，催生内部分化，市场对券商的定价将从贝塔逐步转向阿尔法。我们建议关注两条投资主线：

主线一：长期聚集阿尔法。关注资本金充足、经营稳健、综合实力较强、创新能力突出，以及优先受益科创板业务机会的龙头券商，如中信证券、华泰证券。

主线二：短期看贝塔。市场上行周期中关注高弹性券商，如中国银河。

#### 3.2 重点公司介绍

##### 3.2.1 中信证券（600030）

**经纪业务市占率与佣金率双升，机构客户数量居前。**2018 年公司股票基金交易金额为 11.05 万亿元，市场份额 6.09%，较上一年提升 0.4 个百分点，排名保持行业第二；整体平均佣金率较上一年提升 9%，至万分之 6.7，处于行业较高水平。代销金融产品 8755 亿元，产品销售能力行业领先。客户方面，经纪业务零售客户累计近 820 万户、一般法人机构客户 3.4 万户，QFII 与 RQFII 客户共有 193 家，总客户数量稳居市场前列。

**投行业务国内市场优势明显，股权、债券主承销金额行业居首。**2018 年公司完成股权主承销金额 1783 亿元，市场份额 14.75%；债券主承销金额 7659 亿元，市场份额 5.11%；完成重大资产重组交易金额 723 亿元，排名行业第二。

**资管业务立足机构、兼顾零售，加速业务转型，主动管理规模行业居首。**截至报告期末，公司资产管理规模为 13,431.20 亿元，同业市场份额 10.40%，其中主动管理规模占比为 41.2%，达到 5527.70 亿元，均排名行业第一。

**跨境业务发展稳健，协同效益凸显。**中信里昂作为公司覆盖全球主要股票市场、以机构业务为主导的国际化境外业务平台，在“一带一路”领域的资源优势和服务能力继续领先于中资同业。2018 年共完成 31 单 IPO、8 单配售项目、40 单债权项目及 9 单并购项目。在香港保荐交易量排名第二，市场份额从 2017 年的 3.5% 上升至 9.3%；参与的项

目融资规模在印度市场排名第三，在印度尼西亚排名第五。2018 年整体投资银行收入同比翻番，创历史新高。

**投资建议与盈利预测：**中信证券作为行业龙头，经营业绩稳健、综合实力较强；机构业务客户基础较好、国际业务布局前瞻，在衍生品交易、跨境业务等创新业务上率先发力，有望进一步拉大与其他券商差距。收购广州证券完成后，有望助力中信证券加强在粤港澳大湾区的布局，未来持续受益粤港澳大湾区经济建设带来的金融业务需求。预计公司 2019 年、2020 年营业收入分别为 496.38 亿元、523.51 亿元；实现归属母公司股东净利润 132.66、148.26 亿元，EPS 1.09 元、1.22 元，对应 1.62X、1.53X，给予“推荐”评级。

### 3.2.2 中国银河（601881）

**经营稳健的老牌综合型证券公司，经纪业务渠道优势显著。**公司整体经营业绩较为稳定，2018 在量价齐跌的市场背景下，净利润同比-27.47%，优于行业同比-41%的平均水平，营收与净利润排列行业第 10 位。公司建立了行业内覆盖最广的营业实体渠道，且在下行周期中不断逆势扩张，当前共计拥有 493 家营业部、拥有经纪业务客户 1032 万户，经纪业务规模优势显著。公司期末两融余额 402 亿元，市占率为 5.33%；股票质押待购回余额 373 亿元，同比增长 3.07。此外公司期货经纪快速发展，股票期权累计成交量全国第 4。

**权益类投资收益下降，资管主动管理规模还有提升空间。**公司施行 IFRS9 准则，市场波动将更明显的反映到业绩中，2018 年自营营收 0.63 亿元，同比下降 83%。主要系权益类投资报告期内表现不佳；固定收益类投资收益良好，债券质押式报价回购业务保持业内领先地位，业务规模及客户数量稳居市场第一。资管新规下通道业务逐渐退出，公司定向资管规模同比减少 30.9%，下降程度明显。主动管理规模提升至 22%，未来还有较大提升空间。

**海外业务运营稳健，业务平台持续扩展，构建多元化收入结构。**银河国际控股以经纪业务为基础，优化和拓展融资、投行业务，报告期内实现营收 3.69 亿元，同比增长 6.65%。此外，完成联昌证券 50% 股权收购，海外业务平台延伸至包括新加坡、印度尼西亚、泰国、印度、韩国、美国和英国在内的 7 个国家，搭建市场周期波动抵御力较强的多元化收入架构。

**投资建议与盈利预测。**公司经纪业务收入占比 35%，加上融资业务合计占比达 70%，位居上市证券公司首位；且拥有行业最多的实体渠道，经纪业务规模优势显著，将更快的受益于市场活跃度提升带来的交易及融资业务放量。公司于 2017 年上市，当前流通 A 股仅有 12 亿股，占总股本比例仅为 12.12%，低于中小券商，具备更强弹性。预计 2019 年-2020 年营业收入与净利润分别为 142.86 亿元、149.88 亿元，净利润分别为 42.18 亿元、46.57 亿元，EPS 0.42 元、0.46 元，对应 PB 1.52X、1.46X，给予“推荐”评级。

### 3.2.3 华泰证券（601688）

**财富管理领跑行业。**公司以金融产品体系建设、服务平台建设和投资顾问队伍建设为重点，从服务、流程和技术平台等方面加快推进财富管理转型落地，财富管理服务效率和用户体验持续提升。2018 年底，移动平台“涨乐财富通”月活数已突破 700 万，连续 4 年位居证券公司类 APP 第一名，品牌效应突出。经纪业务持续领跑，报告期内股基交易金额 14.27 万亿元，市占率 7.70%，连续 5 年行业排名第一；平均净佣金率止跌回升，较 2017 年提升 0.15BP 至万分之 2.37。代销金融产品共计 2.89 万亿元，实现收入 1.73 亿元，同比增长 22.7%。

**并购重组财务顾问、股权承销业务形成了一流的行业竞争优势。**公司通过搭建大投行一体化平台和全业务链体系，全面提升产品服务能力和综合服务快速响应能力，2018 年股权主承销规模 1385 亿元，行业排名第三；债券承销金额 2043 亿元，行业排名第八；并购重组交易金额 1104 亿元，行业排名第一。

**境内外资源联动，提升跨境资本市场服务能力。**华泰金控（香港）各项业务均衡发展，目前资本规模位居香港行业前列。公司成功收购 AssetMark 进入美国市场，通过借鉴国际领先的业务模式和经验，进一步发展自身财富管理业务。报告期末 AssetMark 管理的资产总规模达到 448.55 亿美元，较 2017 年底增长约 5.8%；截至 2018 年第三季度末 AssetMark 在美国 TAMP 行业中的市场占有率为 10.20%，排名维持第三。

**投资建议及盈利预测：**公司多项核心指标保持行业领先，以经纪与投行为特色业务。财富管理奠定行业龙头地位，公司革新意识较强，架构调整战略落实高效迅速；投行业务优势明显，优先受益于并购重组放松、科创板以及 CDR 带来的业务机会。公司引入了阿里、苏宁作为战略投资者，股权结构多样化将带来新的增长动力。公司拟发行 GDR，资本金进一步补充有助于带动业绩进一步提升。预计公司 2019 年、2020 年营业收入为 209.36 亿元、224.95 亿元，实现归母净利润 73.32 亿元、82.28 亿元，对应 PB 1.44X、1.37X，给予推荐评级。



## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438