

分析师: 张洋

执业证书编号: S0730516040002

Zhangyang-yjs@ccnew.com

021-50588666-8069

沐浴改革春风、享受政策红利

——证券行业 2019 年中期投资策略

证券研究报告-行业半年度策略

同步大市 (维持)

盈利预测和投资评级

发布日期: 2019 年 06 月 17 日

公司	18BV	19BV	19P/B	评级
中信证券	12.64	13.33	1.55	增持
海通证券	10.25	10.68	1.19	增持
兴业证券	4.85	5.02	1.24	增持

证券相对沪深 300 指数表现



相关报告

- 《上市券商 2019 年 5 月月报点评: 环比、同比均出现回落》 2019-06-11
- 《上市券商 2019 年 4 月月报点评: 环比明显回落但同比改善幅度依然显著》 2019-05-15
- 《上市券商 2019 年 3 月月报点评: 同比、环比均实现持续大幅改善》 2019-04-12

联系人: 李琳琳
电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

投资要点:

- **资本市场地位空前提高。**2018 年年底以来, 顶层对于资本市场的定位空前提高。2018 年年底召开的中央经济工作会议将资本市场在整个经济、金融运行中的地位 and 作用空前提高至: “牵一发而动全身”; 2019 年 2 月 22 日, 中共中央政治局就完善金融服务、防范金融风险举行第十三次集体学习中, 习近平总书记指出“金融是国家重要的核心竞争力”。资本市场是国家金融体系的重要组成部分, 其定位的空前提高, 将为未来证券行业的不断砥砺前行奠定坚实的基础。
- **科创板注册制快速推进。**2018 年 11 月 5 日, 习近平总书记提出在上交所设立科创板并试点注册制。进入 2019 年, 科创板注册制推进的速度屡超市场预期。2019 年 6 月 13 日, 中国证监会主席易会满在第 11 届陆家嘴论坛中宣布, 上海证券交易所科创板正式开板。
除注册制外, 科创板推出的保荐机构跟投机制将对行业现有的业务模式产生较为深远的影响, 倒逼证券公司进一步推动投行、研究、另类投资、信用、创新等各项业务深度融合、协同。同时, 跟投机制对各证券公司的资本实力提出了更高的要求, 进一步明确了资本实力在竞争中的核心地位。
- **证券行业各分业务 2019 年下半年展望。**经纪: 行业平均净佣金率将维持缓步下行, 代理买卖证券业务净收入全年有望同比实现一定幅度的增长。自营: 自营业务将成为 2019 年行业整体业绩实现边际改善的核心驱动力之一。投行: 科创板注册制及 CDR 业务将贡献 2019 年下半年股权融资业务增量, 投行业务净收入有望于下半年放量, 投行业务净收入放量后或将导致头部与非头部券商经营业绩出现分化。资管: 资管新规对行业资管业务的影响将逐步显现, 资管业务净收入全年出现下滑对行业基本面实现边际改善的影响较小。信用: 两融余额将维持区间震荡, 股票质押业务风险将以“个案”的方式呈现, 利息净收入有望同比实现正增长。
- **投资策略。**2019 年上半年券商板块表现优异, 板块内全面开花, 弹性券商涨幅更大。近期 P/B 回落至 1.5X 倍为再度配置券商板块提供良机。2019 年行业基本面边际改善的确定性较强, 头部券商仍是中长期稳健配置的首选, 次新及非头部券商是短期捕捉弹性的较佳选择。重点推荐公司: 中信证券、海通证券、兴业证券。

风险提示: 1. 权益类及固收类二级市场行情转弱导致行业基本面无法得到持续改善; 2. 短期涨幅过快、涨幅过大导致券商板块出现快速调整。

内容目录

1. 资本市场地位空前提高	4
1.1. 中央经济工作会议对资本市场做出重要表述	4
1.2. 习近平总书记对金融及资本市场做出重要表述	5
1.3. 证监会主席易会满针对资本市场提出“四个必须”	5
1.4. 一系列涉及行业风控指标及具体业务领域的政策	6
2. 科创板注册制快速推进	7
2.1. 科创板进度屡超市场预期	8
2.2. 科创板注册制引领制度创新	8
2.3. “跟投机制”影响深远	9
2.4. 科创板注册制更具“普惠性”	12
3. 经营业绩显著改善、并购整合引发关注	12
3.1. 2019Q1 证券公司资本实力增速加快	12
3.2. 2019Q1 证券公司盈利能力显著改善	13
3.3. 2019Q1 证券公司盈利能力集中度出现回落	14
3.4. 2019Q1 行业收入结构出现异常值	14
3.5. 并购整合引发关注	15
4. 证券行业各分业务 2019 年上半年回顾及 2019 年下半年展望	17
4.1. 经纪业务 2019 年上半年回顾及 2019 年下半年展望	17
4.2. 自营业务 2019 年上半年回顾及 2019 年下半年展望	20
4.3. 投行业务 2019 年上半年回顾及 2019 年下半年展望	22
4.4. 资管业务 2019 年上半年回顾及 2019 年下半年展望	26
4.5. 信用业务 2019 年上半年回顾及 2019 年下半年展望	28
5. 投资策略	30
5.1. 2019 年上半年券商板块表现较为优异，一度成为大盘领涨板块	30
5.2. 板块内全面开花、弹性券商涨幅更大	31
5.3. 券商板块估值仍处于历史低位	31
5.4. 投资建议	32
6. 风险提示	33

图表目录

图 1: 科创板注册制屡超市场预期	8
图 2: “跟投机制”下券商需进一步加强业务深度融合	10
图 3: 行业总资产（万亿元）增速加快	13
图 4: 行业净资产（万亿元）增速加快	13
图 5: 2019Q1 行业营收（亿元）同比大幅增长	13
图 6: 2019Q1 行业净利（亿元）同比大幅回升	13
图 7: 行业营收集中度处于自 2012 年以来的次高位	14
图 8: 2019Q1 净利排名前 10 位公司集中度降幅明显	14
图 9: 2012-2019Q1 证券行业收入结构	15
图 10: 日均股票成交量（亿元）显著回升	17

图 11: 股票成交总量 (万亿) 达到去年全年的 67.54%.....	17
图 12: 行业平均净佣金率持续走低但降幅有所收窄.....	18
图 13: 代理买卖证券业务净收入 (亿元) 同比小增.....	18
图 14: 代理买卖证券业务净收入占比持续下降.....	18
图 15: 北向资金成交占比呈现不断扩大的趋势.....	19
图 16: 权益大幅反弹.....	20
图 17: 固收窄幅震荡.....	20
图 18: 2019Q1 自营业务收入 (亿元) 同比大增.....	21
图 19: 2019Q1 自营业务收入占比创历史记录.....	21
图 20: IPO 家数、规模 (亿元) 有所回升.....	22
图 21: IPO 单家融资规模 (亿元) 出现下降.....	22
图 22: 再融资规模 (亿元) 暂未放量.....	23
图 23: 可转债发行规模 (亿元) 续创历史新高.....	23
图 24: 股权融资规模 (亿元) 有所放量.....	23
图 25: 股权融资承销金额集中度基本持平.....	23
图 26: 债权融资规模 (万亿元、按上市日) 有所增长.....	24
图 27: 各类债券承销金额集中度略有下降.....	24
图 28: 2019Q1 投行业务净收入 (亿元) 同比增长.....	25
图 29: 2019Q1 投行业务净收入占比被动下降.....	25
图 30: 2017 年以来行业资管总规模 (万亿元) 持续下降.....	26
图 31: 定向资管规模 (万亿元) 持续且显著下降.....	27
图 32: 定向资管占比处于逐步下降中.....	27
图 33: 资管业务净收入 (亿元) 持续下滑.....	27
图 34: 资管业务净收入占比显著下降.....	27
图 35: 两融余额 (亿元) 快速回升.....	28
图 36: 两融年度月均余额 (亿元) 同比依旧下滑.....	28
图 37: 两融余额占流通市值比维持在 2014 年以来的较低水平.....	29
图 38: 利息净收入 (亿元) 同比小增.....	29
图 39: 利息净收入占比被动下降.....	29
图 40: 截至 2019 年 6 月 14 日收盘, 中信二级行业指数证券 II 年内涨幅达到 27.26%.....	30
图 41: 截至 2019 年 6 月 14 日收盘, 上市券商全部实现上涨, 弹性券商涨幅更大.....	31
图 42: 截至 2019 年 6 月 14 日收盘, 券商板块 P/B (倍) 仍处于历史低位.....	31
表 1: 习近平总书记重要讲话的核心要点.....	5
表 2: 证监会主席易会满针对资本市场讲话的核心要点.....	6
表 3: 一系列涉及行业风控指标及具体业务领域的政策.....	7
表 4: 科创板与主板、中小板、创业板主要制度的区别.....	9
表 5: 《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》对于保荐机构跟投的相关规定.....	9
表 6: A 股纯证券业务上市券商通过各种方式进一步提升自身资本实力.....	11
表 7: 截至 6 月 14 日各券商科创板项目数量.....	12
表 8: 中信证券、天风证券并购整合方案.....	15
表 9: 主板、中小板、创业板 IPO 项目储备排名前 10 公司一览.....	25
表 10: 重点公司估值表.....	33

1. 资本市场地位空前提高

2018 年年底以来，顶层对于资本市场的定位空前提高。2018 年年底召开的中央经济工作会议将资本市场在整个经济、金融运行中的地位和作用空前提高至：“牵一发而动全身”；2019 年 2 月 22 日，中共中央政治局就完善金融服务、防范金融风险举行第十三次集体学习中，习近平总书记指出“金融是国家重要的核心竞争力”。资本市场是国家金融体系的重要组成部分，其定位的空前提高，将为未来证券行业的不断砥砺前行奠定坚实的基础。

同时，在 2018 年年底召开的中央经济工作会议中，顶层指出了资本市场深化改革的目标，即“打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”。该表述也向市场传达了顶层对 2019 年乃至未来较长一段时间内资本市场整体运行状态的殷切期望。

2019 年 2 月 27 日，证监会主席易会满参加国务院新闻办公室举行的新闻发布会时指出“必须敬畏市场，尊重规律，遵循规律；必须敬畏法治，坚持依法治市，依法监管；优化交易监管改革，让市场有明确预期，让投资者有公平交易的机会；必须敬畏风险，着力防范化解重大金融风险；培养健康的资本市场生态”。此外，为化解市场风险因素、激发市场活力，监管层于年初出台了一系列涉及行业风控指标及具体业务领域的政策，行业整体监管口径出现进一步放松。

顶层的表述及各项政策的出台向市场充分传达了暖意，大大提振了市场信心，有效激发了市场活力。2019 年前 5 个月，证券行业整体经营环境显著改善，经营业绩显著回暖。

1.1. 中央经济工作会议对资本市场做出重要表述

中央经济工作会议于 2018 年 12 月 19 日至 21 日在北京举行。习近平总书记在会上发表重要讲话，总结 2018 年经济工作，分析当前经济形势，部署 2019 年经济工作。

针对资本市场，会议指出，“资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，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”。

1.1.1. 资本市场定位得到空前提高

与以往相比，2018 年年底召开的中央经济工作会议将资本市场在整个经济、金融运行中的地位和作用空前提高至：“牵一发而动全身”。

1.1.2. 指明了资本市场深化改革的目标

除资本市场定位被空前提高外，会议指出了资本市场深化改革的目标，即“打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”。该表述可以视为顶层对 2019 年乃至未来较长一段时间内资本市场整体运行状态的殷切期望。

1.2. 习近平总书记对金融及资本市场做出重要表述

2019年2月22日，中共中央政治局就完善金融服务、防范金融风险举行第十三次集体学习，习近平总书记就推动金融业高质量发展发表重要讲话。

表 1: 习近平总书记重要讲话的核心要点

核心要点

金融活，经济活；金融稳，经济稳。经济兴，金融兴；经济强，金融强。经济是肌体，金融是血脉，两者共生共荣。

深化金融供给侧结构性改革，要以服务实体经济、服务人民生活为本，在强化服务功能、找准服务重点上下功夫。

要建设规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，构建全方位、多层次金融支持现代化经济体系建设的服务体系，适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势，推动金融服务结构和质量来一个转变，不断畅通金融血脉、服务民生百业。

金融是国家重要的核心竞争力，金融安全是国家安全的重要组成部分。防范化解金融风险特别是防止发生系统性金融风险，是金融工作的根本性任务。必须坚持底线思维，增强忧患意识，平衡好稳增长和防风险的关系，精准有效处置重点领域风险，坚决打好防范化解包括金融风险在内的重大风险攻坚战。

资料来源：新华网、中原证券

1.2.1. 首次提出金融是国家重要的核心竞争力

习近平总书记在讲话中，首次将金融提高至“国家重要的核心竞争力”地位。作为金融业的重要组成部分，资本市场的地位也随之进一步提高。

证券行业是根植于资本市场的特殊行业，资本市场定位的空前提高，将为未来证券行业的不断砥砺前行奠定坚实的基础；深化金融供给侧结构性改革，适应经济高质量发展，切实增强服务实体经济的能力，是证券行业实现可持续发展的根本保障。

1.2.2. 防范化解金融风险是金融工作的根本性任务

习近平总书记在讲话中，指出“金融安全是国家安全的重要组成部分”，再次强调防范化解金融风险的重要性，并提出“在高水平双向开放中提高经济金融管理能力和防控风险能力”。

防范化解金融风险，为推动包括证券行业在内的我国金融业实现高质量发展创造了良好的经营环境。

1.3. 证监会主席易会满针对资本市场提出“四个必须”

2019年2月27日，证监会主席易会满参加国务院新闻办公室举行的新闻发布会并发表讲话，针对资本市场提出“四个必须”，并提出构建资本市场健康的生态。

表 2: 证监会主席易会满针对资本市场讲话的核心要点

核心要点

必须敬畏市场，尊重规律、遵循规律，毫不动摇地推进资本市场健康发展。资本市场是现代金融体系的基础，同时也对国家金融实力乃至参与国际金融治理能力构成影响。资本市场既是一个融资市场，也是一个投资市场。我们发展资本市场的核心就是要立足我国实际，不断深化对金融本质、初心和规律的再认识，做到尊重规律、敬畏规律、遵循规律，坚持按市场规律办事。要充分发挥资本市场配置资源、资产定价和缓释风险的重要作用，促进形成金融和实体经济的良性循环。建设规范、公平、高效、透明的多层次资本市场体系。

必须敬畏法治，坚持依法治市、依法监管，切实保护投资者的合法权益。加强监管，保护投资者合法权益，是证监会的天职。我们将坚持增量和存量并重，把好市场入口和市场出口两道关，加强全程监管，实现市场化优胜劣汰。我们将切实履行监管职责，坚决打击欺诈发行、大股东违规占用、操纵业绩、操纵并购、操纵市场、内幕交易等违法违规行为。推进《证券法》等法律法规的修订，大幅提升资本市场违法违规成本。我们要持续加大各类中介机构监管，促其履行好应尽的职责。

必须敬畏专业，强化战略思维、创新思维，全面深化资本市场改革开放。当前重点是抓好设立科创板并试点注册制，以此带动资本市场全面深化改革。完善资本市场基础制度。进一步完善交易制度，优化交易监管改革，让市场有明确预期，让投资者有公平交易的机会。全方位推进资本市场高水平对外开放。我们将始终保持“本领恐慌”意识，向实践学习，向市场学习，向投资者学习。

必须敬畏风险，坚持底线思维、运用科学方法，着力防范化解重大金融风险。防范化解金融风险特别是防止发生系统性金融风险，是金融工作的底线和根本性任务，更是我们监管工作的底线和根本性任务。大力推进科技监管，充分运用大数据、人工智能等手段，提升对以上市公司为重点的智能化专业监管能力。加强各级证券监管机构自身廉洁建设，切实做到“打铁必须自身硬”，落实对证券从业机构和高管人员强监管、严监管各项要求，通过“管住人”和健全制度“防火墙”，更好地落实“看住钱”。

资本市场是一个生态体系，应该是依靠市场各参与者、调动市场各参与者，按市场规律来办事。我们遵循市场规律，实际上就是要高度来认识按照它的规律来办事。要靠我们这支专业团队、靠全市场的参与方，能够培养一个健康的生态，这比什么都重要。生态建设好了，资本市场的健康发展才有保证。

资料来源：新华网、中原证券

1.3.1. 强调了资本市场的投资功能

除融资功能外，投资是资本市场的重要功能之一；融资与投资辩证统一、有机结合、相辅相成。切实保护投资者的合法权益，进一步完善交易职责，优化交易监管改革，让市场有明确预期，让投资者有公平交易的机会，能够增强市场流动性，有效激发市场深层活力，引导资本市场完善自身功能，促进资本市场良性、健康发展。

1.3.2. 构建资本市场健康生态

遵循市场规律，构建一个健康的资本市场生态，兼顾市场各方利益，促进资本市场的健康发展，更有助于资本市场高质量服务实体经济，更有利于扩大直接融资比重。

证券公司作为资本市场的中介机构，是践行资本市场高质量服务实体经济、推动直接融资比重提高的重要载体。构建资本市场健康生态为证券行业、证券公司实现自身高质量发展带来了历史性机遇。

1.4. 一系列涉及行业风控指标及具体业务领域的政策

为化解市场风险因素、激发市场活力，证监会于年初出台了一系列涉及行业风控指标及具体业务领域的政策，行业整体监管口径出现进一步放松。

表 3: 一系列涉及行业风控指标及具体业务领域的政策

发布日期	发布单位	主要内容
1 月 31 日	证监会	正在研究修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》，拟放宽证券公司投资成份股、ETF 等权益类证券风险资本准备计算比例，减少资本占用，进一步支持证券公司遵循价值投资理念，加大对权益类资产的长期配置力度。
1 月 31 日	证监会	为进一步优化融资融券业务机制，提升证券公司自主管理能力，沪深交易所正在抓紧修订《融资融券交易实施细则》，拟取消“平仓线”不得低于 130% 的统一限制，交由证券公司根据客户资信、担保品质量和公司风险承受能力，与客户自主约定最低维持担保比例；同时，扩大担保物范围，进一步提高客户补充担保的灵活性。此外，为满足投资者对标的证券的多样化需求，沪深交易所正在研究扩大标的证券范围。
1 月 31 日	证监会	证监会对《合格境外机构投资者境内证券投资管理办法》及其配套规则、《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》及其配套规则进行了修订整合，形成了《合格境外机构投资者及人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法（征求意见稿）》和《关于实施〈合格境外机构投资者及人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法〉有关问题的规定（征求意见稿）》，并向社会公开征求意见。
2 月 1 日	证监会	为加强证券公司交易信息系统外部接入管理，保护投资者合法权益，维护证券市场秩序，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。
4 月 19 日	中金所	自 2019 年 4 月 22 日结算时起，将中证 500 股指期货交易保证金调整为 12%；将股指期货日内过度交易的监管标准调整为单个合约 500 手，套期保值交易开仓数量不受限制；将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三点四五。

资料来源：中国证监会、中金所、中原证券

年初涉及行业风控指标、信用业务、对外开放、外部系统接入、期货交易制度等一系列政策“组合拳”的密集出台，对于缓解当时市场压力，化解市场风险，引导市场预期，提振市场信心、有效激发市场活力产生了积极的作用。

随着各项利好政策的不断累积，权益类二级市场行情于今年一季度显著回暖，前期几近枯竭的市场流动性得到显著改观，证券行业的整体经营环境得到大幅改善。

2. 科创板注册制快速推进

2018 年 11 月 5 日，习近平总书记在首届中国国际进口博览会开幕式发表主旨演讲，提出在上交所设立科创板并试点注册制。

进入 2019 年，作为落实创新驱动和科技强国战略的重大改革举措，完善资本市场基础制度、激发市场活力和保护投资者合法权益的重要安排，科创板注册制推进的速度屡超市场预期。2019 年 6 月 13 日，中国证监会主席易会满在第 11 届陆家嘴论坛中宣布，上海证券交易所科创板正式开板。

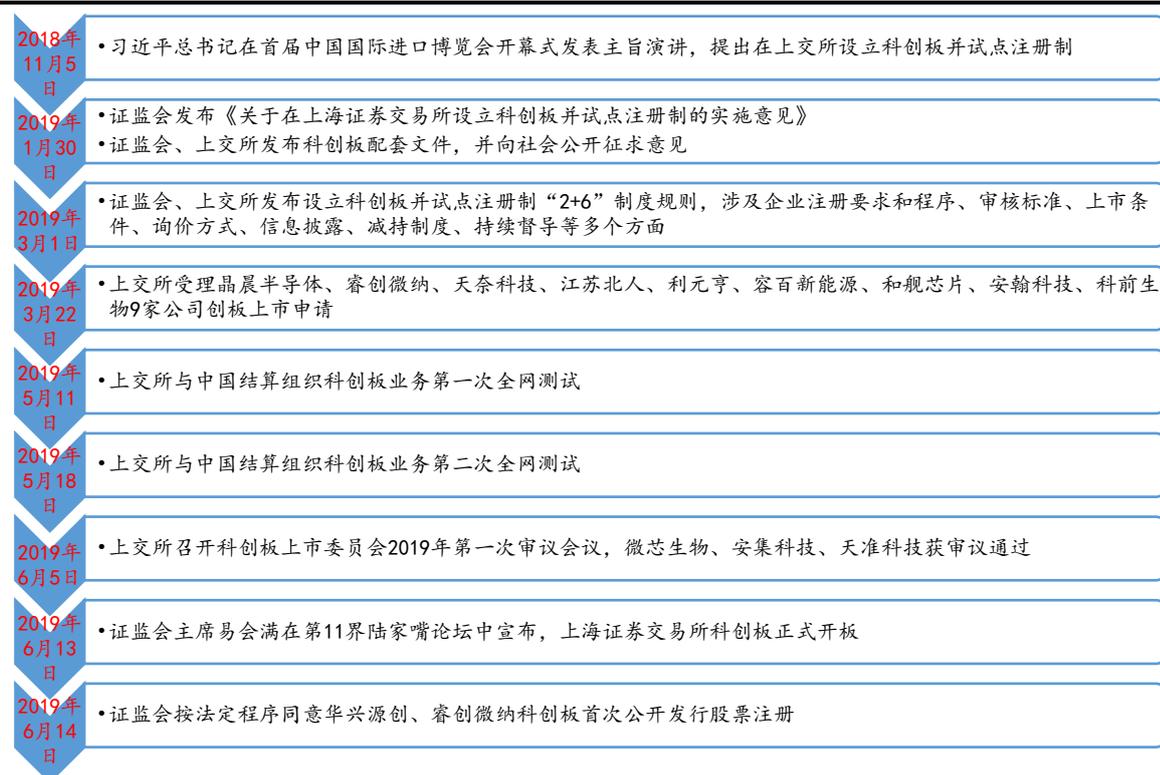
除注册制外，科创板推出的保荐机构跟投机制将对行业现有的业务模式产生较为深远的影响，倒逼证券公司进一步推动投行、研究、另类投资、信用、创新等各项业务深度融合、协同。同时，跟投机制对各证券公司的资本实力提出了更高的要求，进一步明确了资本实力在竞争中

的核心地位，行业向重资产化经营进一步倾斜。

2.1. 科创板进度屡超市场预期

从习近平总书记提出在上交所设立科创板并试点注册制到科创板正式开板仅历时 7 个月的时间；从上交所受理第一批拟上市企业申请到证监会同意 2 家企业科创板首次发行股票注册仅历时 84 天，科创板进度屡超市场预期。

图 1：科创板注册制屡超市场预期



资料来源：中国证监会、上海证券交易所、新华网、中原证券

截至 2019 年 6 月 14 日，上交所共受理科创板拟上市企业申请共 123 家，其中提交注册企业 6 家、已过会企业 3 家，已问询企业 100 家，已受理企业 13 家，科创板鸣锣交易渐行渐近。

2.2. 科创板注册制引领制度创新

科创板注册制以充分市场化为前提，在上市条件、定价原则、交易制度、退市制度、信息披露等多个方面相较主板、中小板、创业板均实现突破和创新，是我国资本市场基础制度的重大变革。

在科创板注册制平稳运行一段时间后，各项创新制度有望向主板、中小板、创业板全面推广，以增量改革促存量转型的方式，逐步减少行政干预，引导市场提高资源有效配置的效率，进而激发市场深层活力，推动直接融资比重的不断提升。

表 4: 科创板与主板、中小板、创业板主要制度的区别

	科创板	主板、中小板、创业板
重点支持行业	新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业	传统与新经济行业均可
审核原则	注册制	核准制
上市标准	综合考虑企业市值、盈利能力、研发投入、业务及产品等多种因素；允许尚未盈利或存在累计未弥补亏损的企业上市；允许符合相关要求的特殊股权结构和红筹企业上市	主要关注企业的盈利能力
首发定价原则	市场化询价	原则上不高于 23 倍 P/E
投资者门槛	20 个交易日日均资产不低于 50 万元	无
交易制度	T+1；新股上市前 5 个交易日不设涨跌幅限制；新股上市首日即可融资融券；上市 5 个交易日后每日涨跌幅限制为 20%	T+1；新股上市首日涨跌幅限制为 44%；新股上市次日后涨跌幅限制为 10%；仅两融标的可以进行融资融券
退市制度	采用多项市场、定量及定性指标，退市制度更为严格	退市制度的严格程度相对较低
信息披露	全面，重行更加重质	全面

资料来源：中国证监会、上海证券交易所、中原证券

2.3. “跟投机制”影响深远

2.3.1. “跟投机制”是重要的制度创新

为最大化限制发行人与保荐机构的利益捆绑，抑制 IPO 市场化定价泡沫化，吸取过往教训以防微杜渐，上海证券交易在 2019 年 4 月 16 日正式发布的《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》中，明确了科创板试行保荐机构相关子公司跟投的相关规定。

表 5: 《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》对于保荐机构跟投的相关规定

	主要内容
跟投主体	发行人的保荐机构通过依法设立的另类投资子公司。
跟投资金性质	自有资金，证监会另有规定的除外。
跟投比例	发行规模不足 10 亿元的，跟投比例为 5%，但不超过人民币 4000 万元； 发行规模 10 亿元以上、不足 20 亿元的，跟投比例为 4%，但不超过人民币 6000 万元； 发行规模 20 亿元以上、不足 50 亿元的，跟投比例为 3%，但不超过人民币 1 亿元； 发行规模 50 亿元以上的，跟投比例为 2%，但不超过人民币 10 亿元。
跟投股份锁定期	24 个月。
跟投信息披露	发行人和主承销商应当在招股意向书和初步询价公告中披露向参与配售的保荐机构相关子公司配售的股票总量、认购数量、占本次发行股票数量的比例以及持有期限等信息。

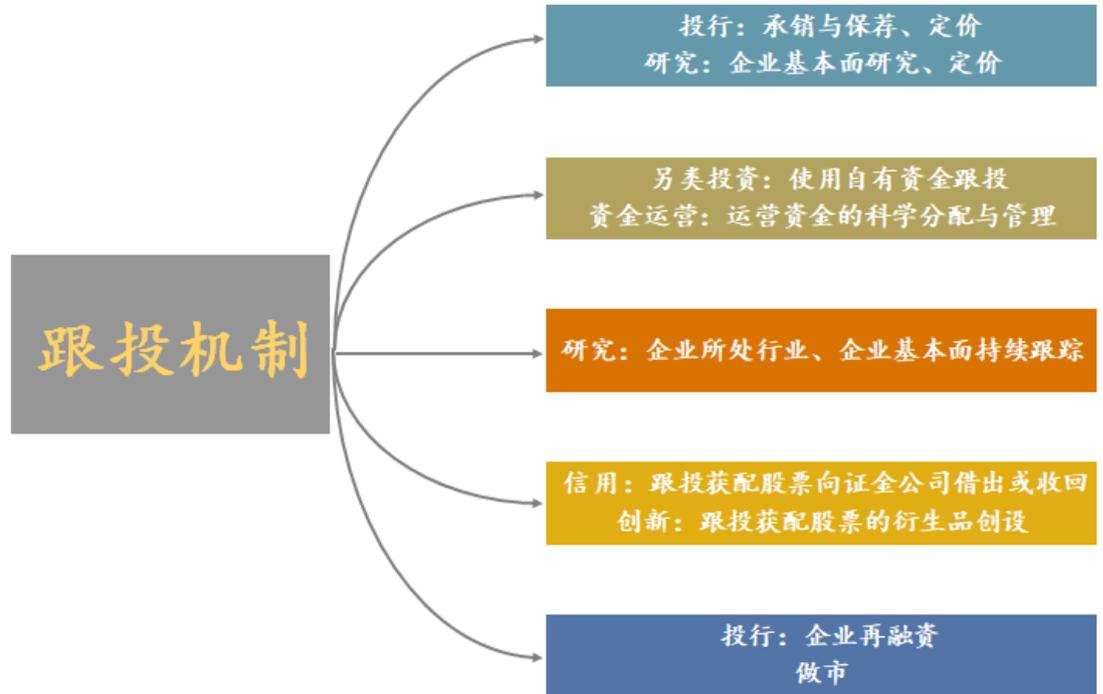
资料来源：上海证券交易所、中原证券

“跟投机制”是科创板注册制重要的制度创新之一，“跟投机制”倒逼证券公司进一步推动投行、研究、另类投资、信用、创新等各项业务深度融合、协同。同时，跟投机制对各证券公司的资本实力提出了更高的要求，进一步明确了资本实力在竞争中的核心地位，行业向重资产化经营进一步倾斜。如果未来“跟投机制”逐步推广至主板、中小板、创业板，将对证券行业

现有业务格局带来较为深远的影响。

2.3.2. “跟投机制”倒逼券商业务深度融合、协同

图 2：“跟投机制”下券商需进一步加强业务深度融合



资料来源：中原证券

首先，科创板试行“跟投机制”的初衷在于吸取历史经验教训，防范 IPO 市场化定价泡沫化；而发行价格又是注册制下证券发行成功与否的核心要素之一。由于使用自有资金跟投，券商在科创板企业 IPO 市场化定价时会更趋于理性。定价过高将使得跟投资金锁定期结束后出现亏损的风险增大，而定价过低也不利于标的企业的承揽及后续维护。因此，定价能力成为区分科创板以及未来注册制全面推行后各公司投行业务水平高低的重要指标之一。在此过程中，研究业务的深度协同是确保投行项目成功以及跟投资金未来成功退出的重要保障。由于目前还没有成功经验可供参考，各公司在不同类型，甚至暂未盈利的科创企业定价中尚处于探索阶段。

其次，在投行业务部门完成标的企业的承销与保荐业务的同时，券商另类投资子公司将开立专用证券账户存放跟投获配股票。这也是另类投资业务首次与投行业务直接进行业务协同。此外，各公司也需加强对运营资金的科学分配与管理能力。

第三，在跟投获配股票处于锁定期时，券商研究业务部门需要对标的企业所处行业、企业基本面进行持续跟踪，以期较为准确的把握锁定期结束后的退出时点，实现收益最大化。同时，投行业务部门也能够结合研究成果，适时的帮助科创板已上市企业进行再融资。

第四，在持有跟投获配股票的过程中，是否将持有股票向证券金融公司借出或收回也需要券商信用业务部门的协同；在监管允许的前提下，能否利用持有的跟投获配股票进行衍生品等创新业务的创设，以及未来能否在科创板推行做市制度，我们拭目以待。

在科创板注册制的制度创新下，券商需要打通多个传统及创新业务部门，逐步迈向真正意义上的“一站式”综合金融服务提供商，在切实做到服务实体经济高质量发展的同时，完成自身的业务转型，与实体经济共同走向繁荣。

2.3.3. “跟投机制”对券商资本实力提出更高的要求

2014年下半年以来，随着重资产业务的迅猛发展，证券行业规模化经营的发展趋势已经十分明确，行业的盈利模式由传统通道类轻资产模式向“轻、重并举”转型，资本实力成为证券公司实现做大做强的核心要素。此外，行业多年来形成了以净资本为核心的风险控制指标制度，近年来各项业务的快速增长也伴随着业务风险的快速上升，资本实力的地位愈发重要。

此次科创板推出的“跟投机制”对各证券公司的资本实力提出了更高的要求，进一步明确了资本实力在证券行业白热化竞争中的核心地位，行业向重资产化经营进一步倾斜。

表 6: A 股纯证券业务上市券商通过各种方式进一步提升自身资本实力

券商	预案公告日	募资方式	募资进度	募资金额
海通证券	2018.4.27	A 股定向增发	股东大会通过	不超过 200 亿元
广发证券	2018.5.9	A 股定向增发	证监会批准	不超过 150 亿元
华泰证券	2018.11.23	发行 GDR	已实施	15.38 亿美元
国海证券	2018.11.24	A 股配股	证监会批准	不超过 50 亿元
国信证券	2018.11.28	A 股定向增发	股东大会通过	不超过 150 亿元
申万宏源	2019.1.10	H 股 IPO	已实施	88.699 亿港元
中信证券	2019.1.10	A 股定向增发	股东大会通过	134.60 亿元
中信建投	2019.1.12	A 股定向增发	股东大会通过	不超过 130 亿元
招商证券	2019.3.13	A 股配股	股东大会通过	不超过 150 亿元
华安证券	2019.3.13	发行可转债	股东大会通过	不超过 28 亿元
国泰君安	2019.4.10	H 股配股	已实施	31.22 亿港元
天风证券	2019.4.16	A 股配股	股东大会通过	不超过 80 亿元
中原证券	2019.4.19	A 股定向增发	董事会预案	不超过 55 亿元
山西证券	2019.4.23	A 股配股	股东大会通过	不超过 60 亿元
第一创业	2019.4.25	A 股定向增发	股东大会通过	不超过 60 亿元
财通证券	2019.4.27	发行可转债	股东大会通过	不超过 38 亿元
东吴证券	2019.5.14	A 股配股	董事会预案	不超过 65 亿元

资料来源：各公司公告、Wind、中原证券

截至 5 月底，36 家纯证券业务上市券商中，共 17 家公司通过或拟通过定向增发、配股等多种方式补充资本金，进一步提升自身资本实力。上述 17 家公司合计募集或拟募资金额接近 1500 亿元人民币。

特别是“跟投机制”正式出台以来，大量非头部券商提升资本实力的意愿更为强烈，以期抓住行业变革的历史性机遇，确保自身在未来的行业洗牌中立足于不败之地。可以预见，年内跟进再融资的上市券商数量将进一步增加，而未上市券商也将加快自身的上市步伐或者通过其他非公开的方式壮大资本实力。

2.4. 科创板注册制更具“普惠性”

与 CDR 业务确定试点期间 10 家主保荐商资格不同,对于科创板注册制的承销与保荐业务,头部与非头部券商都能够分享相关政策红利。但不可否认的是,头部券商在业务储备、定价及承销能力、资本实力上更具优势。

截至 6 月 14 日,科创板已受理、已问询、已过会、提交注册项目中,中信建投以 14 个高居榜首,项目数量排名前 10 位的公司中除民生证券外均为头部券商;至少申报 1 个项目的非头部券商达到 24 家。其中,外资背景的申港证券、瑞银证券、华菁证券(联合保荐)也有科创板项目申报,科创板注册制更具“普惠性”。

表 7: 截至 6 月 14 日各券商科创板项目数量(相同项目数量下排名不分先后)

券商	项目数量	券商	项目数量	券商	项目数量
中信建投	14	中天国富	3	首创证券	1
中金公司	11	安信证券	3	申港证券	1
中信证券	9	申万宏源	3	瑞银证券	1
华泰联合	8	中德证券	2	南京证券	1
招商证券	7	长江证券	2	华创证券	1
海通证券	6	天风证券	2	国元证券	1
国泰君安	6	中泰证券	2	东吴证券	1
广发证券	6	华安证券	2	东莞证券	1
光大证券	6	国金证券	2	东方花旗证券	1
民生证券	5	民族证券	1	德邦证券	1
国信证券	5	英大证券	1	联合保荐	2
东兴证券	4	兴业证券	1		

资料来源:上海证券交易所、Wind、中原证券

注:联合保荐为华泰联合与中信建投,华菁证券与国泰君安

3. 经营业绩显著改善、并购整合引发关注

3.1. 2019Q1 证券公司资本实力增速加快

根据中国证券业协会的统计,截至 2019 年 3 月 31 日,共有 131 家证券公司,总资产为 7.05 万亿元,净资产为 1.94 万亿元,净资本为 1.62 万亿元,分别较 2018 年底的 6.26 万亿元、1.89 万亿元、1.57 万亿元增长 12.62%、2.65%、3.18%;2018 年底相较 2017 年底行业总资产、净资产、净资本增速分别为 1.95%、2.16%、-0.63%。

2019 年一季度证券公司资本实力增速加快,且总资产增幅高于净资产增幅,行业整体负债率提高,杠杆率有所回升。

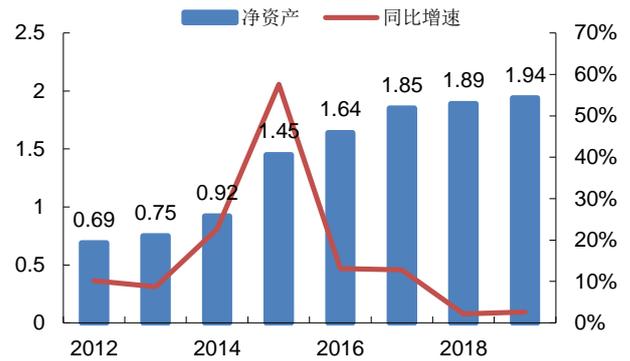
在行业内各公司通过各种方式提升自身资本实力的背景下,预计 2019 年证券公司资本实力同比增幅将进一步加快,资本实力有望创历史新高。

图 3: 行业总资产 (万亿元) 增速加快



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

图 4: 行业净资产 (万亿元) 增速加快



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

3.2. 2019Q1 证券公司盈利能力显著改善

根据中国证券业协会的统计, 2018 年行业营业总收入为 2662.87 亿元, 同比-14.47%, 较 2015 年峰值的 5751.55 亿元下滑幅度达到 53.70%; 2018 年行业净利润总额为 666.20 亿元, 同比大幅减少 41.04%, 较 2015 年峰值的 2447.63 亿元下滑幅度达到 72.78%。

2019 年第一季度, 行业营业总收入为 1018.94 亿元, 同比大幅增长 54.47%; 利润总额为 440.16 亿元, 同比大幅回升 86.83%; 一季度营收、净利总额分别达到 2018 年全年水平的将近 4 成、7 成。

综合当前各方面情况看, 行业上轮周期低点或已出现。对于 2019 年全年而言, 一季度是盈利高点, 二季度是盈利低点, 三、四季度有望再迎一个盈利相对高点, 2019 年行业盈利能力将出现较大程度的改善, 符合我们在去年年度策略报告中的预期和判断。

图 5: 2019Q1 行业营收 (亿元) 同比大幅增长



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

图 6: 2019Q1 行业净利 (亿元) 同比大幅回升



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

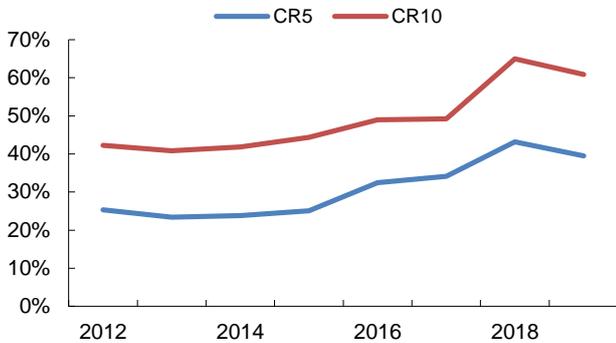
3.3. 2019Q1 证券公司盈利能力集中度出现回落

2018 年行业营业收入排名前 5 位 (CR5)、前 10 位 (CR10) 证券公司的集中度分别为 43.22%、64.94%，达到近 6 年来的最高水平。2019Q1 上述 2 项数据分别回落至 39.51%、60.85%，集中度出现下降，但仍处于自 2012 年以来的次高位。

2018 年行业净利润排名前 5 位 (CR5)、前 10 位 (CR10) 证券公司的集中度分别为 46.18%、72.99%，创历史最高水平。2019Q1 上述 2 项数据分别回落至 38.12%、58.22%，集中度出现下降，特别是前 10 位公司的集中度降幅较为明显。但与营收集中度类似，也仍处于自 2012 年以来的次高位。

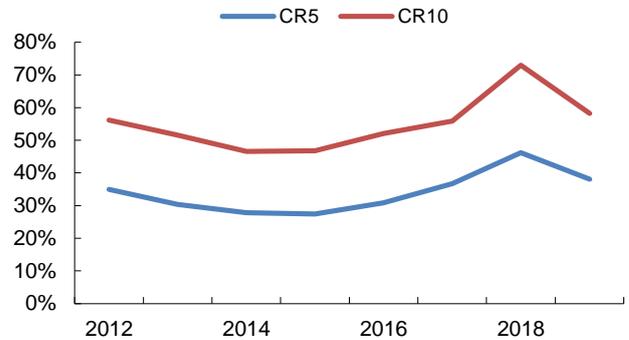
从盈利能力集中度的变化中可以看出，集中度整体呈现震荡上升的趋势，但在熊市周期中行业的头部效应更强，而在牛市周期中头部效应则有所减弱，非头部券商的业绩弹性更大。

图 7: 行业营收集中度处于自 2012 年以来的次高位



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

图 8: 2019Q1 净利排名前 10 位公司集中度降幅明显



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

3.4. 2019Q1 行业收入结构出现异常值

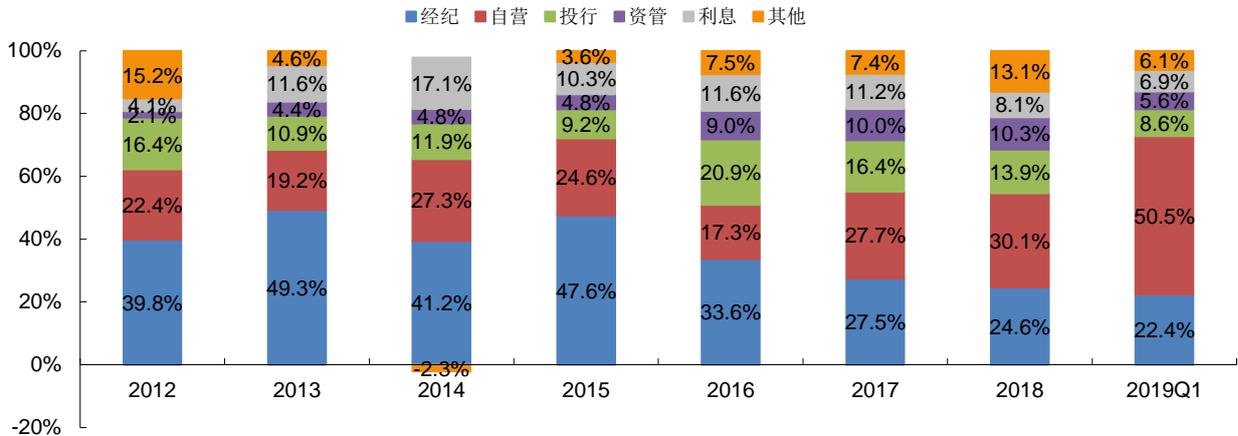
2018 年行业经纪、自营、投行、资管、利息、其他业务收入占比分别为 24.6%、30.1%、13.9%、10.3%、8.1%、13.1%。其中，经纪业务收入占比继续下降，自营、投行业务收入占比合计近半，资管业务收入占比继续有所提高，利息收入占比出现回落。

2019Q1 行业经纪、自营、投行、资管、信用、其他业务收入占比分别为 22.4%、50.5%、8.6%、5.6%、6.9%、6.1%。其中，自营业务收入占比较 2018 年提高 20.4 个百分点，且显著高于 2012 年以来的平均水平，出现异常值。自营业务收入占比的大幅提高使得其他各业务收入占比出现被动下降。

从收入结构的变化中可以看出，行业 2019 年一季度业绩显著改善的核心驱动力在于自营业务经营状况的大幅反转，符合我们在去年年度策略报告中的预期。但由于 2019Q1 自营业务收入占比显著偏离合理范围，我们认为 2019 年 2-4 季度自营业务收入相较一季度将出现回落；同时，在投行业务、利息净收入逐步放量后，2019 年全年自营业务收入占比将向合理区间逐

步靠拢，但可以确定同比将出现大幅提高。

图 9：2012-2019Q1 证券行业收入结构



资料来源：中国证券业协会、中原证券

注：经纪=代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）+投资咨询业务净收入；投行=证券承销与保荐业务净收入+财务顾问业务净收入

3.5. 并购整合引发关注

3.5.1. 个别上市券商拟进行并购整合

2018 年 12 月 25 日，中信证券发布公告拟收购广州证券 100% 股权；2019 年 5 月 29 日，天风证券发布公告拟收购恒泰证券 29.99% 股权。

表 8：中信证券、天风证券并购整合方案

收购方	被收购方	主要内容
中信证券	广州证券	中信证券拟向广州越秀金融控股集团股份有限公司及其全资子公司广州越秀金融控股集团发行股份购买剥离广州期货 99.03% 股份和金鹰基金 24.01% 股权后的广州证券 100% 股权，交易价格经交易各方协商后确定为 134.60 亿元。
天风证券	恒泰证券	天风证券签署股权收购意向协议，拟以现金的方式收购北京庆云洲际科技有限公司等 9 家公司持有的恒泰证券 29.99% 的股权，交易价格尚需进一步协商。

资料来源：中信证券及天风证券相关公告、中原证券

证券行业的并购整合自 2016 年年底中金公司收购中国中投证券后陷入较长一段时间的沉寂。在 2016 年以来行业营收、净利出现持续、大幅下滑的背景下，头部券商得益于自身各项业务开展的广度及深度、大股东的扶持以及政策红利等因素，抗行业周期的能力显著增强，经营业绩在熊市周期依然十分稳健。反观非头部券商，受制于底子薄、业务单一等多重不利因素，展业压力逐年增大，经营业绩持续走低，个别券商甚至于 2018 年出现多年未见的亏损。在此背景下，中信证券、天风证券的并购案例受到市场高度关注，并引起市场关于证券行业是否将进入大规模并购整合期的讨论。

3.5.2. 短期看，证券行业的并购整合仍将以“个案”为主

我们认为，从短周期看，证券行业大规模的并购整合较难发生。

首先，当前证券行业整体经营较为规范、稳健，大规模并购整合缺乏“天时”。回顾 2002-2006 年证券行业的大规模并购整合潮，诱因在于监管缺失及内控失效而导致当时大量证券公司无法正常持续经营。反观当前，多年来证券行业已经逐步建立起了一系列较为完整的监管体系，虽然极个别公司依然存在内部风控合规不健全、不到位的问题，但行业整体上已经进入了规范、稳健发展的全新时期；虽然 2018 年行业经历寒冬，个别证券公司出现亏损，但基本能够实现持续正常经营。同时，在顶层多次强调守住不发生系统性金融风险底线这一基本思路下，证券行业再次发生本世纪初的大规模并购整合潮目前看缺乏必要的“天时”。

其次，选择合适的并购标的难度较高。目前行业内大部分证券公司的实际控制人主要为财政部、中央汇金等中央政府、机构及各省、市、自治区国资委，小部分券商为混合所有制或民资实控。由于存在体制机制、决策效率、收购对价、地方保护主义、能否有效完成内部整合及实现协同效应等因素，造成并购标的实际选择的难度较高。对于央企系统的券商而言，合并整合需要顶层统筹安排；对于区域型券商而言，各省、市、自治区国资委能否在并购整合的多个层面达成一致也存在较大不确定性，且往往重组方案酝酿的时间周期较长。

第三，大量非头部券商陆续登陆 A 股降低了被并购的可能性。2014 年以来，大量证券公司通过 IPO、借壳等方式陆续登陆 A 股，并通过各种方式再融资，不仅极大的增强了自身的资本实力，提升了整体竞争力，并且在上市后，公司的估值水平也出现了显著提升。在有二级市场交易价格指引的背景下，有并购意愿的券商较难以相对较低的估值水平完成上市券商的并购。

此外，截至目前，行业排名前 50 位的公司中已有接近 8 成实现 A 股或 H 股上市，当中未上市的公司也基本在积极筹备上市。对于上市券商，特别是头部券商而言，并购行业排名较为靠后的券商对于自身综合实力的提升将较为有限。

综上所述，我们认为短期内行业并购整合仍将以“个案”为主，但“个案”的数量或有所增多。

3.5.3. 中长期看，证券行业加快并购整合符合顶层要求及发展规律

首先，证券行业逐步加快并购整合符合顶层要求。2019 年 2 月 22 日，中共中央政治局会议，习近平总书记就推动金融业高质量发展发表重要讲话中指出“要深化金融供给侧结构性改革”。从中长期看，加快并购整合有利于优化证券行业机构体系、市场体系、产品体系，有助于为实体经济发展提供更高质量、更有效率的金融服务。

其次，并购整合能够有效增强证券行业整体竞争力。2018 年 4 月 28 日，证监会正式发布《外商投资证券公司管理办法》。一年来，瑞银证券、摩根大通证券（中国）和野村东方国际证券等外资控股券商已获证监会核准，部分拟新设立外资控股券商正在落实相关程序，外资进入中国证券行业的步伐正在加快。从中长期看，并购整合能够有效增强证券行业的整体竞争力，有助于内资券商直面外资券商的全面竞争；同时，并购整合也有利于内资券商牢牢把握国内资

本市场话语权，并捍卫国家金融安全。

第三，证券行业逐步走向整合符合发展规律。从成熟资本市场的发展经验看，证券行业逐步走向整合是行业发展的客观规律和必经阶段。对于行业排名较为靠后的、未上市的、没有传统业务集中地的、没有地方政府及大股东扶持的中小券商而言，未来的竞争之路将愈发坎坷。

第四，头部与非头部券商均有并购整合的需求。对于头部券商而言，通过并购整合能够进一步巩固自身的行业头部地位；对于非头部券商而言，在能够产生协同效应的前提下，通过并购整合能够快速实现自身的跨越式成长，以期在趋于白热化的市场竞争中成功突围。以中信证券为例，回顾其将近 24 年的发展历程，中信证券从初创时的中小券商逐步成长为我国证券行业的绝对龙头，多次精准战略择时进行行业内并购整合功不可没。

第五，并购整合的模式有望多样化。从 2006 年以来行业并购整合的案例看，主要为一家头部券商并购整合一家中小券商，即自上而下的纵向模式，中信证券并购广州证券即为该模式的代表案例。此外，非头部券商之间，即相对平行的横向模式有望逐步增多，此次天风证券拟收购恒泰证券 29.99% 股权即为该模式的代表案例。未来，头部券商之间的合并整合、多家非头部券商之间的合并整合以及外资收购内资券商的案例均有望逐步走向视野。

4. 证券行业各分业务 2019 年上半年回顾及 2019 年下半年展望

4.1. 经纪业务 2019 年上半年回顾及 2019 年下半年展望

4.1.1. 经纪业务 2019 年上半年回顾

日均股票成交量显著回升。2019 年 1-5 月沪、深两市日均股票成交量为 6124 亿元，较 2018 年的 3692 亿元大幅增长 65.87%，并超越 2016 年的日均成交量水平，达到历史次高。2019 年前 5 月股票成交总量为 60.63 万亿元，已经达到 2018 年全年水平的 67.54%。日均股票成交量、成交总量的显著回升为行业经纪业务实现困境反转创造了良好的条件。

图 10: 日均股票成交量 (亿元) 显著回升



资料来源: Wind、中原证券

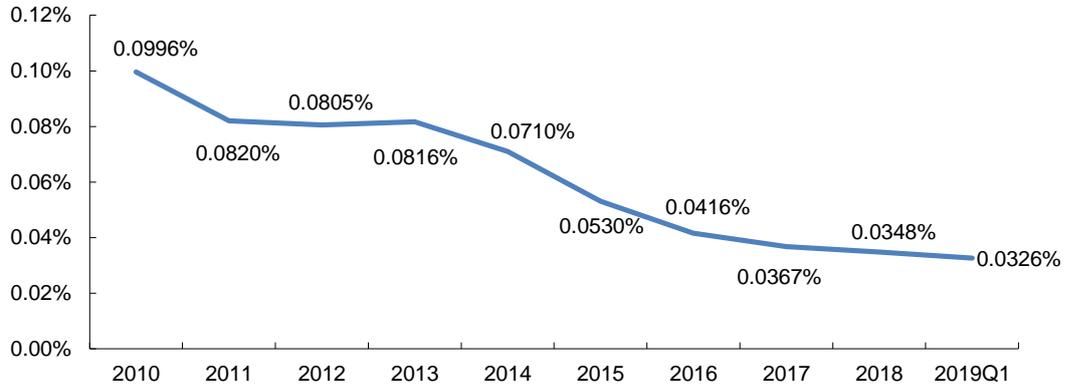
图 11: 股票成交总量 (万亿) 达到去年全年的 67.54%



资料来源: Wind、中原证券

行业平均净佣金率（含席位租赁）持续走低但降幅有所收窄。2013-2017 年行业平均净佣金率（含席位租赁）年均降幅超过 10%，而 2018 年同比降幅约为 5.31%。截至 2019Q1，行业平均净佣金率下滑至 0.326‰（万分之 3.26），较 2018 年年底的 0.348‰ 下滑约 6.32%，续创历史新低，但降幅相较 2013-2017 年的平均降幅有所收窄。

图 12：行业平均净佣金率持续走低但降幅有所收窄



资料来源：中国证券业协会、Wind、中原证券

2019Q1 代理买卖证券业务净收入同比小增。根据中国证券业协会的统计，2018 年行业共实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）495.61 亿元，同比下滑 24.06%且连续三年下滑，绝对额仅为 2015 年历史峰值（2691 亿）的约 23%。

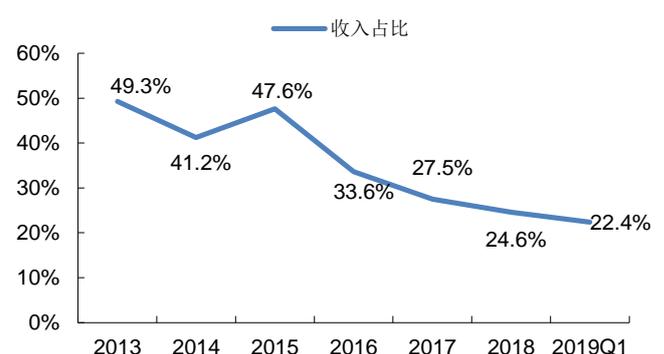
2019 年第一季度行业共实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）221.49 亿元，同比小幅增长 13.77%；绝对额达到 2018 年全年水平的 44.69%。收入占比由 2015 年的 47.6%快速下滑至 2018 年的 24.6%，2019Q1 为 22.4%。

图 13：代理买卖证券业务净收入（亿元）同比小增



资料来源：中国证券业协会、中原证券

图 14：代理买卖证券业务净收入占比持续下降



资料来源：中国证券业协会、中原证券

北向资金成交占比不断扩大是 2019Q1 代理买卖证券业务净收入增幅小于同期成交量增幅的重要原因之一。进入 2018 年以来，随着 A 股国际化步伐的不断加快，以 MSCI 为代表的境外投资者陆续通过沪、深港通进入 A 股市场，北向资金占 A 股月均成交额的比重由 2018 年年初的 3%-5%提高至目前的 6%-9%。

2019Q1 行业代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）同比小增 13.77%，低于同期日均成交量同比增幅（2019Q1 日均成交量为 5856 亿元，较 2018Q1 日均成交量的 4770 增长 22.77%），除平均净佣金率持续下滑外，北向资金成交占比不断扩大及其未通过内资券商系统进入 A 股是造成这一现象产生的重要因素之一。同时，若剔除北向资金进入 A 股所带来的成交增量，2019Q1 行业平均净佣金率实际下滑的幅度将小于名义的 6.32%。

图 15：北向资金成交占比呈现不断扩大的趋势



资料来源：Wind、中原证券

部分证券公司经纪业务积极向财富管理转型。2018 年年底以来，以中信证券为代表的部分证券公司通过拆分、合并、新设等方式将经纪业务部门更名为财富管理部门，积极探索传统经纪业务向财富管理转型。整体上看，目前行业经纪业务转型的基本路径仍是加强各项业务深度融合，适时通过科技赋能，强化金融产品销售，为客户尝试进行资产配置，为核心战略客户提供个性化的全方位金融服务，并试图通过转型提高自身经纪业务市场份额，进而带动其他业务寻求新的利润增长点。

4.1.2. 经纪业务 2019 年下半年展望

行业平均净佣金率仍有下行的空间。首先，随着行业经纪业务利用互联网及移动互联网作为展业的载体逐步常态化，行业经纪业务呈现出成本线动态下降的新特点，成本下降将极大地撼动原有的佣金率底线；其次，虽然传统区域型券商的平均净佣金率水平近年来普遍出现较为显著的下降，但仍相对行业均值保有一定的优势，因此行业平均净佣金率仍有持续下行的空间。

行业平均净佣金率下行的速率将趋缓。首先，在行业经纪业务经历近年来互联网及移动互联网的洗礼后，行业平均净佣金率已经出现了持续、大幅下降，目前绝对值已经较低；其次，大力发展各种类型机构投资者客观上平缓了行业平均净佣金率下行的速率；第三，随着各公司逐步跟进经纪业务向财富管理转型，作为目前财富管理的主要业务模式之一，签署投顾协议的客户将维持相对高佣金率水平，在一定程度上对冲了行业平均净佣金率下行的速率。

经纪业务成功转型任重道远。受制于监管政策、业务融合程度、客户的接受程度、从业人员的业务能力等因素，目前经纪业务向财富管理转型主要聚焦于产品代销、投顾服务等初级阶段，与欧美成熟资本市场进行个性化资产配置，以收取各项服务费用、甚至盈利分成的展业模

式存在较大差距；同时，由于社会及行业发展程度不同，简单对标国际大行并不科学。

近年来，行业关于经纪业务亟待转型的声音不绝于耳，但转型的方向、路径和具体方案暂未有明确的定论。即使出现一定的共识，再次快速沦为缺乏自身特色的高度同质化业务恐难避免，行业经纪业务成功转型任重道远。

经纪业务仍是券商最重要的基础性业务。作为与二级市场行情高度正相关的强周期性主营业务，近年来代理买卖证券业务净收入占比的逐年下降，尚不足以证明行业总体的业务结构和盈利模式已经发生了根本性改变。作为高弹性业务，经纪业务是证券公司在牛市周期中快速获取超额收益的最重要的基础性业务，并为其他各项业务提供潜在的业务资源；同时，经纪业务是证券公司区别于其他类型金融机构的最基本特征。

代理买卖证券业务净收入全年有望同比实现一定幅度的增长。2019年1-5月市场成交量水平出现显著回升，市场活力得到有效激发；在科创板正式鸣锣交易后，有望进一步吸引场外增量资金，行业代理买卖证券业务净收入2019年全年有望同比实现增长，且增幅较一季度有望进一步扩大。

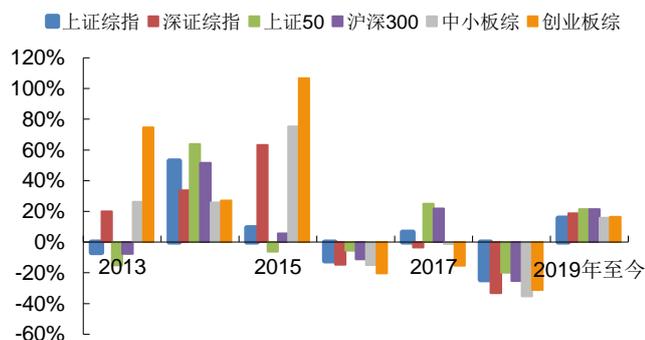
4.2. 自营业务 2019 年上半年回顾及 2019 年下半年展望

4.2.1. 自营业务 2019 年上半年回顾

权益大幅反弹、固收窄幅震荡。截至2019年6月14日，年内上证指数上涨15.56%、深证综指上涨18.71%、上证50指数上涨21.48%、沪深300指数上涨21.40%、中小板综指上涨15.91%、创业板综指上涨16.51%，各大权益类指数在经历去年的持续下跌后出现大幅反弹，行业权益类自营业务经营环境显著回暖。

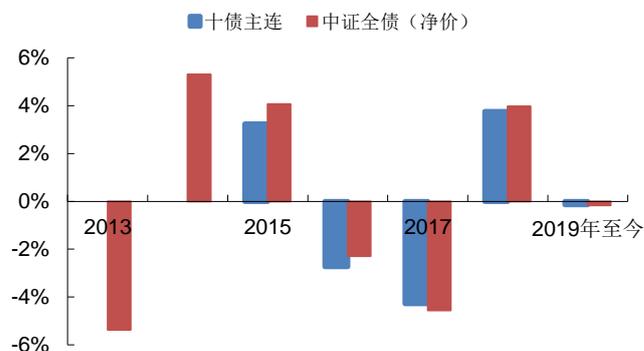
截至2019年6月14日，年内代表利率债的十年期国债期货指数微跌0.14%，振幅仅为2.71%；中证全债（净价）指数微跌0.17%，振幅仅为1.53%，行业固定收益类自营业务经营环境波澜不惊。

图 16: 权益大幅反弹



资料来源：Wind、中原证券

图 17: 固收窄幅震荡



资料来源：Wind、中原证券

股指期货进一步松绑为权益类自营业务实现有效套保创造了有利条件。2019年4月19日，中金所进一步对股指期货进行松绑，除降低保证金及平今仓手续费外，日内过度交易行为的监管标准由50手大幅放宽至500手。虽然套期保值交易开仓数量不受限制，但股指期货流动性的大为好转将为行业权益类自营业务实现有效套保，为各公司锁定投资收益、平抑单月业绩波动创造了有利的条件。

自营业务是2019Q1行业经营业绩边际显著改善的核心驱动力。根据中国证券业协会的统计，2018年行业共实现证券投资收益（含公允价值变动）800.27亿元，同比下滑7.05%；由于近年来行业内各公司普遍加大了固定收益类自营的配置，绝对额达到2015年历史峰值（1414亿）的约56.60%。

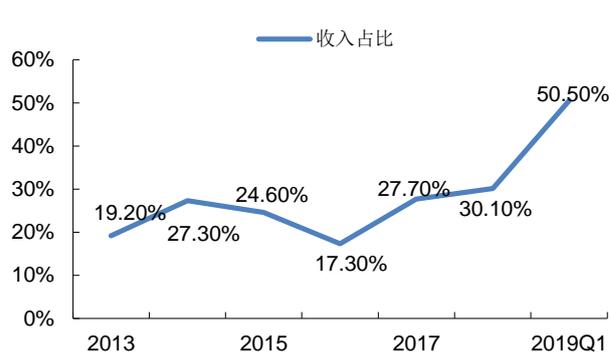
受权益显著回暖的影响，2019年第一季度行业共实现证券投资收益（含公允价值变动）514.05亿元，同比大增2.15倍；绝对额达到2018年全年水平的64.23%。收入占比2018年提升至30.1%，2019Q1达到创记录的50.5%，成为一季度行业经营业绩边际显著改善的核心驱动力。

图 18: 2019Q1 自营业务收入（亿元）同比大增



资料来源：中国证券业协会、中原证券

图 19: 2019Q1 自营业务收入占比创历史记录



资料来源：中国证券业协会、中原证券

4.2.1. 自营业务 2019 年下半年展望

分化现象仍难避免。首先，结合目前影响市场的各要素分析，股、债较难同步进入牛市状态，权益、固收类自营资金配置比例的差异将导致各公司自营业务出现分化；其次，下半年较难出现类似上半年的普涨行情，权益类市场将出现一定程度的分化，各公司权益类自营的投研能力、投资策略等方面的差异将导致分化现象的发生。从上市券商5月月度经营数据中可见一斑。

自营业务收入占比将向合理范围收敛。我们认为，2019年一季度自营业务收入占比超过50%显著偏离合理范围。从全年的角度看，一季度自营业务收入为全年高点，二季度至四季度自营业务平均收入相较一季度将出现回落；同时，在下半年投行业务、利息净收入逐步放量后，2019年全年自营业务收入占比将向合理区间收敛，但可以确定同比将出现大幅提高。

自营业务将成为2019年行业整体业绩实现边际改善的核心驱动力之一。首先，2019年一

季度行业自营业务收入的同比大增为全年实现超预期增长奠定了坚实的基础；其次，虽然存在一定的不确定因素，但在资本市场地位得到空前提高，A股低估值以及境内外增量资金不断进入的背景下，A股市场将逐步具备有活力、有韧性的特质，进而使得自营业务成为驱动行业全年业绩出现边际改善的核心要素之一。

4.3. 投行业务 2019 年上半年回顾及 2019 年下半年展望

4.3.1. 投行业务 2019 年上半年回顾

IPO 数量有所回升、单家融资规模出现下降。根据 Wind 的统计，2018 年共完成 105 家 IPO，首发募资规模 1378 亿元，同比分别减少 76.26%、40.11%；2018 年证监会共审核 IPO 申请 199 次，通过 111 次，审核通过率仅为 55.78%，创历史最低记录；2018 年 IPO 单家融资规模为 13.12 亿元，较 2017 年的 5.25 亿元显著提高，并创 2012 年以来最高。

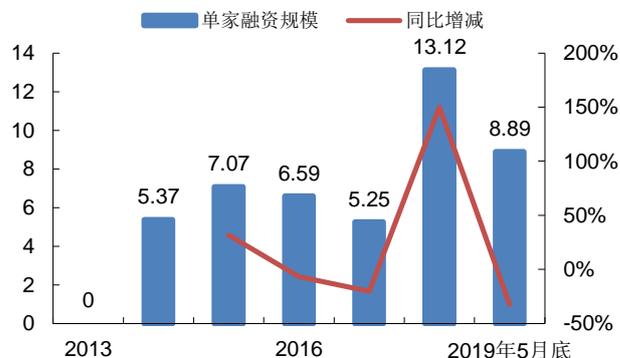
2019 年 1-5 月共完成 56 家 IPO，首发募资规模 498 亿元，分别达到 2018 年全年水平的 53.33%、36.14%；前 5 月证监会共审核 IPO 申请 43 次，通过 38 次，审核通过率为 88.37%，回到 2014-2017 年的平均水平；前 5 月 IPO 单家融资规模为 8.89 亿，较 2018 年出现较为明显的下降，但仍高于 2014-2017 年的平均水平。

图 20: IPO 家数、规模 (亿元) 有所回升



资料来源: Wind、中原证券

图 21: IPO 单家融资规模 (亿元) 出现下降

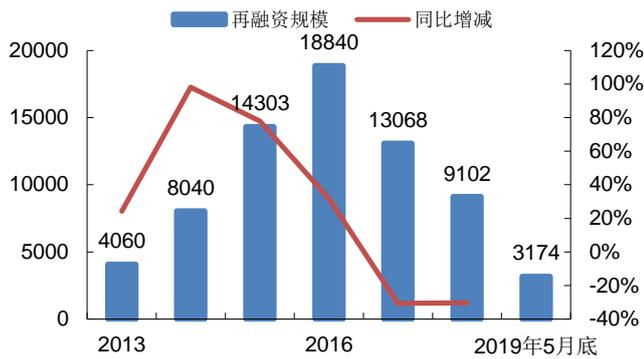


资料来源: Wind、中原证券

再融资规模暂未放量、可转债发行持续升温。根据 Wind 的统计，2018 年再融资（增发、配股、优先股）规模为 9102 亿元，同比减少 30.35%；可转债发行家数、规模分别为 77 家、1071 亿，均创历史最高纪录。

2019 年 1-5 月再融资（增发、配股、优先股）规模为 3174 亿元，仅达到 2018 年全年水平的 34.87%，暂未出现放量；前 5 月可转债发行家数、规模分别为 56 家、1533 亿元，分别达到 2018 年全年水平的 72.73%、143.14%，年未过半而发行规模已经续创历史新高。

图 22: 再融资规模(亿元)暂未放量



资料来源: Wind、中原证券

图 23: 可转债发行规模(亿元)续创历史新高



资料来源: Wind、中原证券

股权融资规模有所放量、集中度基本持平。根据 Wind 的统计,2018 年股权融资总规模为 12107 亿元,同比减少 29.71%。规模走低的同时,股权融资承销金额排名前 5 (CR5)、前 10 (CR10) 公司的合计市场份额分别为 57.65%、73.06%,较 2017 年的 46.29%、61.80% 分别提高约 11.36、11.26 个百分点,提高幅度较为显著,且达到近 7 年来的最高水平。股权融资承销金额排名前 10 的公司分别是中信证券、中信建投、华泰联合、中金公司、国泰君安、国信证券、海通证券、招商证券、中银国际、国元证券。

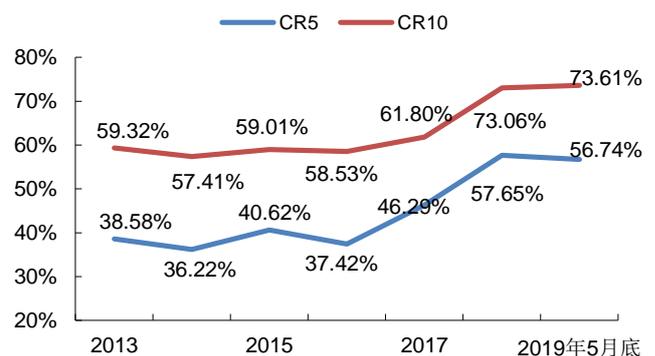
2019 年 1-5 月股权融资总规模为 5763 亿元,达到 2018 年全年水平的 47.60%,有所放量;股权融资承销金额排名前 5 (CR5)、前 10 (CR10) 公司的合计市场份额分别为 56.74%、73.61%,与 2018 年全年水平基本持平。前 5 月股权融资承销金额排名前 10 的公司分别是中信证券、中信建投、东方花旗、华泰联合、中金公司、广发证券、中银国际、国泰君安、平安证券、海通证券;其中,前 5 月中信证券股权承销规模的优势尤为显著。

图 24: 股权融资规模(亿元)有所放量



资料来源: Wind、中原证券

图 25: 股权融资承销金额集中度基本持平



资料来源: Wind、中原证券

债权融资规模有所增长、集中度略有下降。根据 Wind 的统计,2018 年行业各类债券承销金额为 5.64 万亿元(按上市日),同比增长 28.29%。其中,规模最大的公司债承销金额同比增长 49.70%至 1.65 万亿元;规模次之的 ABS 承销金额同比增长 34.44%至 1.71 万亿元,成为行业债权融资规模同比走高的主要驱动力。2018 年各类债券承销金额排名前 5 (CR5)、前

10 (CR10) 公司的合计市场份额分别为 44.02%、62.90%，较 2017 年的 39.78%、58.02% 分别提高约 4.24、4.88 个百分点，达到近 7 年来的最高水平。各类债券承销金额排名前 10 的公司分别是中信证券、中信建投、招商证券、中金公司、光大证券、国泰君安、海通证券、中银国际、平安证券、广发证券。

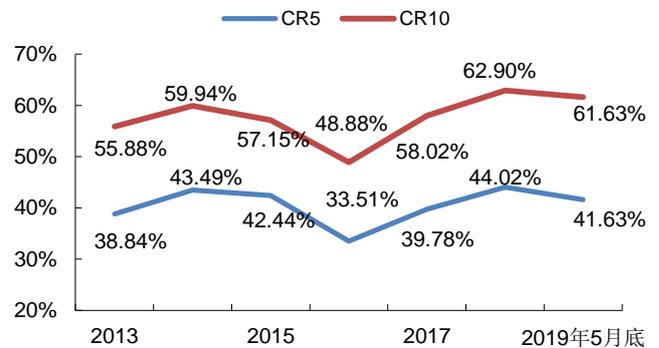
2019 年 1-5 月行业各类债券承销金额为 2.61 万亿元，达到 2018 年全年水平的 46.31%，有所放量；前 5 月各类债券承销金额排名前 5 (CR5)、前 10 (CR10) 公司的合计市场份额分别为 41.63%、61.63%，较 2018 年全年水平略有下降，但仍处于仅 7 年来的高位。前 5 月各类债券承销金额排名前 10 的公司分别是中信建投、中信证券、中金公司、招商证券、国泰君安、海通证券、光大证券、华泰证券、广发证券、平安证券。

图 26: 债权融资规模 (万亿元、按上市日) 有所增长



资料来源: Wind、中原证券

图 27: 各类债券承销金额集中度略有下降



资料来源: Wind、中原证券

投行业务行业集中度维持历史高位平抑了头部券商经营业绩的波动。股权、债权融资业务行业集中度维持在历史高位水平，投行业务资源有向头部券商不断聚集的趋势，进而在一定程度上平抑了头部券商经营业绩的波动，使得头部券商抗行业周期的能力得到大幅度的增强，同时也导致了头部与非头部券商经营业绩出现分化。

投行业务净收入同比增长、收入占比被动下滑。根据中国证券业协会的统计，2018 年行业共实现证券承销与保荐及财务顾问业务净收入 369.96 亿元，同比下滑 27.40%，且连续 2 年出现下滑。

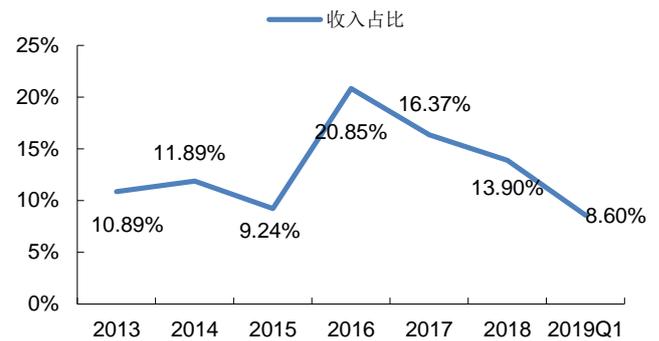
2019 年第一季度行业共实现证券承销与保荐及财务顾问业务净收入 87.68 亿元，同比增长 18.44%；绝对额达到 2018 年全年水平的 23.70%。收入占比 2018 年下降至 13.9%，2019Q1 继续被动下降至 8.6%。

图 28: 2019Q1 投行业务净收入(亿元)同比增长



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

图 29: 2019Q1 投行业务净收入占比被动下降



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

4.3.1. 投行业务 2019 年下半年展望

主板、中小板、创业板 IPO 审核口径将与上半年保持一致。主板、中小板、创业板 IPO 审核通过率回到 2014-2017 年的均值水平不等于 IPO 出现放松。在严把上市公司入口关的基调下, 预计下半年主板、中小板、创业板 IPO 审核口径将与上半年保持一致。主板、中小板、创业板 IPO 项目储备的数量及质量仍是 2019 年全年各公司实现相关业务收入的基础保障。

表 9: 主板、中小板、创业板 IPO 项目储备排名前 10 公司一览 (不包括辅导备案登记受理企业)

排名	公司	IPO 项目储备	排名	公司	IPO 项目储备
1	中信建投	39	7	国金证券	14
2	广发证券	29	8	海通证券	12
3	中金公司	24	8	光大证券	12
4	中信证券	22	10	国泰君安	10
5	招商证券	20	10	国信证券	10
5	民生证券	20	10	东兴证券	10

资料来源: Wind、中原证券

科创板注册制及 CDR 业务将贡献 2019 年下半年股权融资业务增量。随着科创板的正式开板, 行业投行业务离真正实现相关业务收入已经处于倒计时阶段; 随着 2019 年 6 月 13 日伦交所首席执行官在第 11 界陆家嘴论坛上表示“沪伦通相关监管框架已建好, 跨境交易规则已确认, 即将启动”以及华泰证券 GDR 的成功发行, 已被市场淡忘一段时间的 CDR 业务也有望于下半年正式落地。科创板注册制及 CDR 业务将保障 2019 年股权融资业务规模同比实现增长。

股权融资业务集中度存在进一步提高的空间。鉴于主板、中小板、创业板、科创板 IPO 项目储备仍以头部券商为主导, CDR 业务存在 10 家试点期间主保荐机构等因素, 预计 2019 年下半年股权融资业务集中度仍将维持历史高位, 并存在进一步提高的空间。

债权融资业务有望保持平稳增长。在固定收益类产品配置需求不断提高以及相关政策的指引下, 预计 2019 年下半年行业各类债券承销规模有望保持平稳增长。

投行业务净收入有望于下半年放量。在科创板注册制、CDR 业务提供股权融资业务增量以及各类债券承销规模平稳增长的预期下, 行业投行业务净收入有望于下半年放量, 进而成为

2019 年行业基本面同比边际改善的核心驱动力之一。

投行业务净收入放量后或将导致头部与非头部券商经营业绩出现分化。从目前投行各业务领域的项目储备及业务实现开展的情况看，在下半年行业投行业务净收入放量后，头部券商受益程度将明显高于非头部券商，从而导致下半年头部与非头部券商因为投行业务综合竞争力的差异而出现整体经营业绩的分化。

4.4. 资管业务 2019 年上半年回顾及 2019 年下半年展望

4.4.1. 资管业务 2019 年上半年回顾

行业资管总规模持续下降。行业资产管理业务总规模于 2017Q1 见顶回落后出现持续下降。根据中国证券投资基金业协会的统计，截至 2018 年底行业资管总规模约 13.36 万亿元，同比降幅达到创纪录的 20.85%。截至 2019 年第一季度，行业资管总规模继续下降至 13.27 万亿元。

图 30：2017 年以来行业资管总规模（万亿元）持续下降

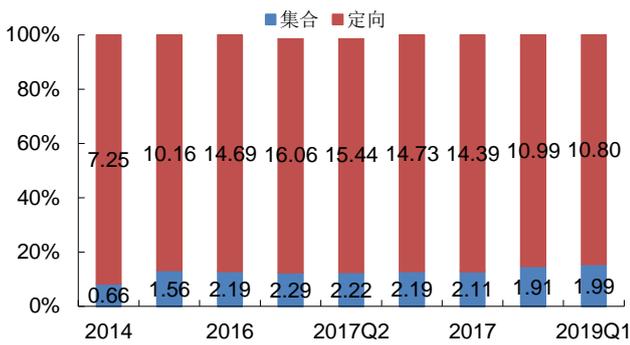


资料来源：中国证券投资基金业协会、中原证券

资管业务结构有所优化。根据中国证券投资基金业协会的统计，截至 2018 年底，行业定向资管规模约为 10.99 万亿元，较 2017Q1 峰值的 16.06 万亿元已经出现持续且较为显著的下降，占资管总规模的比例约为 82.26%。2019Q1 定向资管规模继续下降至 10.80 万亿元，占资管总规模的 81.39%，虽然占比绝对值依然较高，但已处于逐步下降中。

截至 2018 年底，以主动管理为主的集合资管规模为 1.91 万亿元，同比下降 9.48%；2019Q1 小幅回升至 1.99 万亿元，占比也出现小幅提高，行业资管业务结构有所优化。

图 31: 定向资管规模 (万亿元) 持续且显著下降



资料来源: 中国证券投资基金业协会、中原证券

图 32: 定向资管占比处于逐步下降中



资料来源: 中国证券投资基金业协会、中原证券

资管业务成为 2019Q1 唯一出现净收入同比下滑的大业务线。根据中国证券业协会的统计, 2018 年行业共实现资产管理业务净收入 275.00 亿元, 同比下滑 11.35%, 为近 7 年来首次。

2019 年第一季度行业共实现资产管理业务净收入 57.33 亿元, 同比下滑 15.43%, 资管业务成为 2019Q1 唯一出现净收入同比下滑的大业务线; 绝对额达到 2018 年全年水平的 20.85%。收入占比 2018 年回落至 10.3%, 2019Q1 继续下降至 5.6%, 下降幅度较为显著。

图 33: 资管业务净收入 (亿元) 持续下滑



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

图 34: 资管业务净收入占比显著下降



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

4.4.2. 资管业务 2019 年下半年展望

资管新规对行业资管业务的影响将逐步显现。随着时间越来越临近资管新规“新老划断”过渡期截至日 2020 年年底, 资管新规对行业资管业务的影响将逐步显现, 行业资管业务总规模仍将维持下降趋势, 行业资管业务结构存在较大的优化空间。

主动管理规模能否实现同比增长存在不确定性。行业资管业务自 2017 年以来, 已经积极向主动管理转型, 但效果并不明显, 其重要原因在于权益类二级市场行情持续低迷, 且固定收益类产品面临其他类型金融机构较为激烈的竞争。权益类二级市场上半年出现大幅反弹帮助以主动管理为主的集合资管规模出现小幅回升, 但全年能否实现同比增长存在一定的不确定性。

资管业务净收入全年出现下滑对行业基本面实现边际改善的影响较小。行业资管业务净收

入占比在 2016-2018 年达到 10%左右，2019Q1 再度下降至 5%左右，整体占比较少；且由于资管业务净收入绝对值相对较小，即使全年出现同比下滑，也难以对冲经纪、自营、投行等业务线的增量收入，无法撼动 2019 年行业基本面实现边际改善的预期。

4.5. 信用业务 2019 年上半年回顾及 2019 年下半年展望

4.5.1. 信用业务 2019 年上半年回顾

两融业务边际贡献依旧为负。根据 Wind 的统计，截至 2018 年底沪、深两市两融余额为 7557 亿元，同比下滑 26.36%，创 2014 年以来新低；2018 年两融月均余额为 9030 亿元，同比下滑 3.52%。

进入 2019 年，两融余额于 1 月底再创 7282 亿元的新低后，出现快速回升，且一度接近万亿大关；截至 5 月底，回升至 9225 亿元。但 2019 年前 5 个月两融月均余额为 8675 亿元，较 2018 年仍下滑 3.93%，对行业整体经营业绩的边际贡献依旧为负。

图 35: 两融余额 (亿元) 快速回升



资料来源: Wind、中原证券

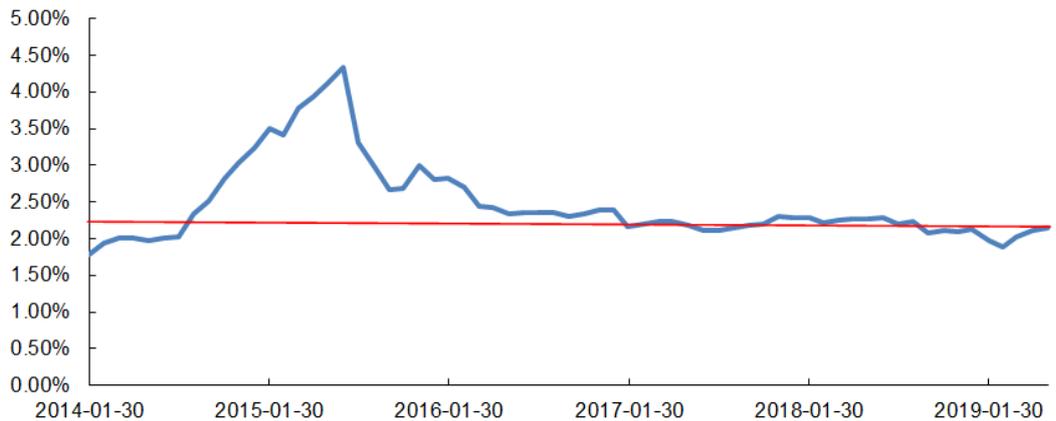
图 36: 两融年度月均余额 (亿元) 同比依旧下滑



资料来源: Wind、中原证券

两融余额占流通市值比维持在较低水平。2018 年两融余额占流通市值比维持在 2.05%~2.25%的窄幅区间内波动；2019 年 1-5 月，两融余额占流通市值比一度跌破 2%至 1.89%的近 5 年来的低位水平，目前虽然回升至 2.1X%，但仍处于 2014 年以来的较低水平，两融业务整体风险可控。

图 37: 两融余额占流通市值比维持在 2014 年以来的较低水平



资料来源: Wind、中原证券

股票质押风险得到大幅纾解。在 2018 年第四季度行业股票质押业务风险大面积暴露后, 全国各地及各金融机构市场化纾解股票质押业务风险的举措陆续出台; 同时, 在权益类二级市场上半年经历大幅反弹后, 目前行业股票质押风险问题已经得到大幅纾解, 行业内各公司股票质押融出资金的潜在坏账率大幅降低。

信用业务所带来的利息净收入同比或仍有回落。根据中国证券业协会的统计, 2018 年行业共实现利息净收入 214.85 亿元, 同比下滑 38.28%, 创历史最大降幅。

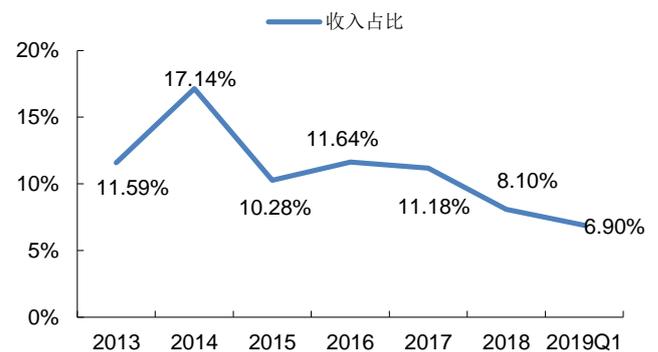
2019 年第一季度行业共实现利息净收入 69.04 亿元, 同比小幅增长 4.94%; 绝对额达到 2018 年全年水平的 32.13%。收入占比 2018 年回落至 8.1%, 2019Q1 被动下降至 6.9%。但是若剔除由于会计准则变化(债权投资和其他债权投资持有期间利息由投资收益划分至利息收入)所造成的影响, 2019Q1 由信用业务所带来的利息净收入同比或仍有回落。

图 38: 利息净收入(亿元)同比小增



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

图 39: 利息净收入占比被动下降



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

4.5.2. 信用业务 2019 年下半年展望

两融余额将维持区间震荡。两融余额的增减与权益类二级市场行情的涨跌密切相关。首先, 外围存在一定的不确定因素, 将抑制两融余额的持续回升; 其次, 资本市场地位得到空前提高, A 股市场逐步具备有活力、有韧性的特质, 将减缓两融余额下行的速率。预计 2019 年下半年

两融余额将维持在 8000-10000 万亿元的区间内震荡。

两融业务边际贡献将与 2018 年基本持平。虽然 2019 年 1-5 月两融业务边际贡献依旧为负，但月均余额仅较 2018 年小幅下滑 3.93%。在两融余额维持区间震荡的预期下，预计 2019 年全年两融业务边际贡献度将在正负 5% 的区间内。

科创板新股上市首日即可融资融券将对两融业务产生促进作用。首先，有利于促进融资规模的增长；其次，各类机构获配股票比例的大幅提高有助于保障融券业务券源供给，进而促进融券业务的开展。

股票质押业务风险将以“个案”的方式呈现。虽然股票质押业务风险得到大幅纾解，但在价值投资理念逐步深入人心的背景下，个别不具备持续经营能力的公司陆续进入“出清”名单是大势所趋，股票质押业务风险仍将以“个案”的方式不断呈现，未来股票质押业务的开展更加考验证券公司的风控能力。

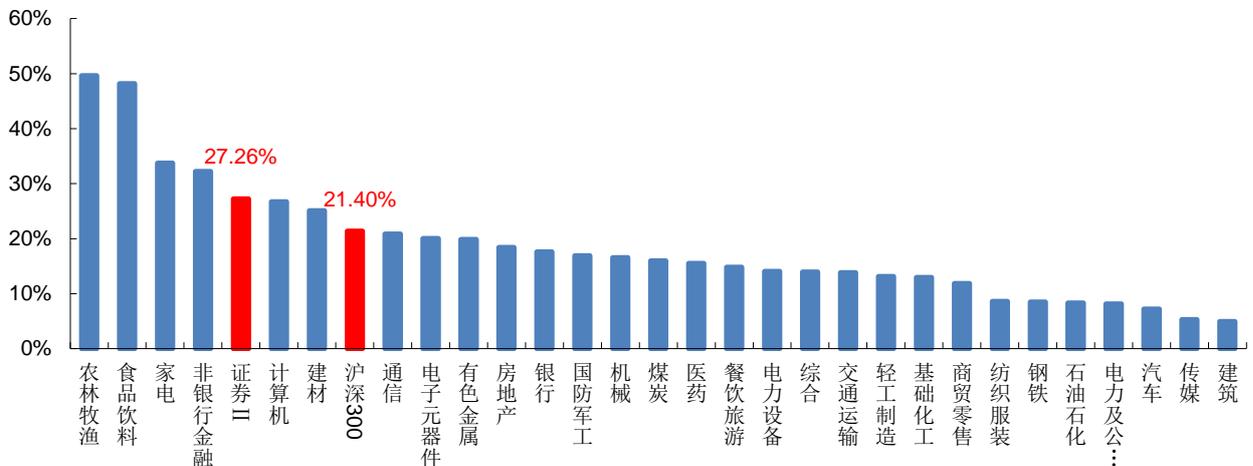
利息净收入有望同比实现正增长。在计入债权投资和其他债权投资持有期间利息的前提下，结合行业信用业务相对平稳运行的预期，2019 年全年行业利息净收入有望同比实现正增长。

5. 投资策略

5.1. 2019 年上半年券商板块表现较为优异，一度成为大盘领涨板块

2019 年上半年中信二级行业指数证券 II 表现较为优异，年内最大涨幅曾经达到 64.57%，一度成为大盘的领涨板块。截至 6 月 14 日收盘，年内涨幅为 27.26%，跑赢沪深 300 指数 5.86 个百分点；与 29 个中信一级行业指数相比，排名第 5 位，仅次于农林牧渔、食品饮料、家电和非银金融。

图 40: 截至 2019 年 6 月 14 日收盘，中信二级行业指数证券 II 年内涨幅达到 27.26%



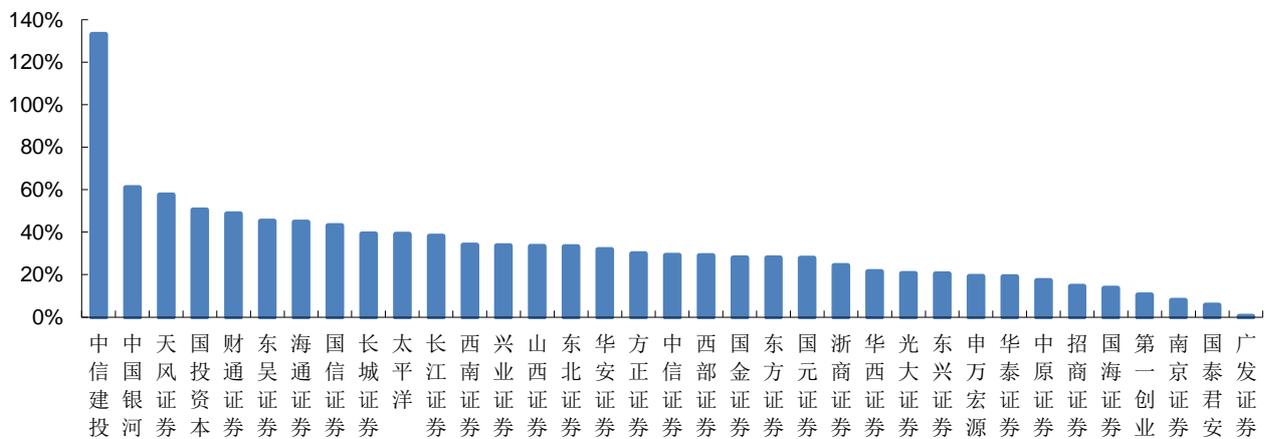
资料来源: Wind、中原证券

5.2. 板块内全面开花、弹性券商涨幅更大

截至2019年6月14日收盘，35家纯证券业务上市券商(剔除年内上市的新股华林证券)，全部实现上涨。其中，涨幅排名前10位的分别为中信建投(133.07%)、中国银河(60.92%)、天风证券(57.46%)、国投资本(50.39%)、财通证券(48.61%)、东吴证券(45.22%)、海通证券(44.77%)、国信证券(43.03%)、长城证券(39.15%)、太平洋(38.96%)；涨幅超过30%的有16家公司，涨幅超过20%的有26家公司。

整体上看，2019年上半年具有次新属性的上市券商涨幅最大，非头部券商的整体表现优于头部券商。

图 41: 截至 2019 年 6 月 14 日收盘，上市券商全部实现上涨，弹性券商涨幅更大



资料来源: Wind、中原证券

5.3. 券商板块估值仍处于历史低位

截至2019年6月14日收盘，券商板块平均P/B为1.55倍，虽较2018年第四季度的低点1.0X倍出现较为明显的修复，但仍低于历史均值，处于历史低位。

图 42: 截至 2019 年 6 月 14 日收盘，券商板块 P/B (倍) 仍处于历史低位



资料来源: Wind、中原证券

5.4. 投资建议

5.4.1. 2019 年全年证券行业基本面出现边际改善的确定性较强

随着资本市场地位得到空前提高，各项缓解市场压力，化解市场风险，引导市场预期，提振市场信心、激发市场活力的利好政策不断累积，二级市场行情于今年一季度显著回暖，前期几近枯竭的市场流动性得到显著改观，证券行业的整体经营环境得到大幅改善。

根据我们对 2019 年下半年各分业务的展望，经纪业务全年增幅有望较一季度进一步扩大；自营业务的超预期以及投行业务下半年的放量将成为行业业绩边际改善的核心驱动力；资管、信用业务合计不再贡献边际负收益，2019 年全年证券行业基本面出现边际改善的确定性较强，维持行业“同步大市”的投资评级。

5.4.2. 券商板块仍具再度向上修复估值的潜力

近期券商板块估值水平相较年内高点出现持续回落，平均 P/B 再度回落至 1.5X 的历史较低水平，估值优势再度显现。虽然市场受外围不确定因素的干扰出现一定幅度的波动，但在证券行业沐浴改革春风、享受政策红利的背景下，券商板块依然具备再度向上修复估值的潜力，应积极把握再度布局券商股的良机。

5.4.3. 头部券商仍是中长期稳健配置的首选

在证券行业沐浴改革春风、享受政策红利的过程中，头部券商得益于自身各项业务开展的广度及深度，整体受益程度将显著高于非头部券商；预计 2019 年头部券商仍将领跑行业，行业集中度仍将维持高位，龙头券商将享有一定的估值溢价，仍然是中长期稳健配置券商板块的首选。

5.4.4. 次新及非头部券商是短期捕捉弹性的较佳选择

从盈利能力集中度的变化中可以看出，证券行业在熊市周期中的头部效应更强，而在牛市周期中头部效应则有所减弱，非头部券商的业绩弹性更大；同时，次新及非头部券商由于市值小，更易在市场情绪升温时受到活跃资金的关注，是短期捕捉弹性的较佳选择，但要注意买卖时机及持股周期的把握。

5.4.5. 重点推荐公司

中信证券。作为行业的龙头公司，中信证券各项业务开展的广度及深度均处于行业绝对领先地位；公司将充分享受资本市场各项改革所带来的政策红利；把握行业周期低点再度并购扩张将进一步完善公司在全国的业务布局。

海通证券。作为老牌券商，公司资本实力雄厚，各项业务均衡，国际及融资租赁业务成为公司打造多元化收入结构的重要着力点；公司将充分享受资本市场各项改革所带来的政策红利；虽然去年投资业务承压较重，但在 2019 年市场显著转暖的背景下具备较大的边际改善空间。

兴业证券。2018 年公司核心区域市场竞争力明显提升，集团协同经营成效初步显现，经纪业务市场份额明显增长；计提信用业务减值损失有利于公司 2019 年轻装上阵；较强的投资管理能力有助于公司把握市场环境大幅改善后的投资机会，并取得良好的相对收益。

表 10: 重点公司估值

公司简称	总股本 /亿股	流通股 /亿股	股价 (元, 6.14)	每股净资产(元)			EPS (19A Q1)	P/B(倍)			PE (19A Q1)	投资 评级
				2018A	2019E	2020E		2018A	2019E	2020E		
中信证券	121.17	98.15	20.66	12.64	13.33	13.78	0.35	1.27	1.55	1.50	14.70	增持
海通证券	115.02	80.92	12.74	10.25	10.68	10.98	0.33	0.86	1.19	1.16	9.65	增持
兴业证券	66.97	66.97	6.20	4.85	5.02	5.14	0.15	0.96	1.24	1.21	10.40	增持

资料来源: Wind, 中原证券

6. 风险提示

1. 权益类及固收类二级市场行情转弱导致行业基本面无法得到持续改善;
2. 短期涨速过快、涨幅过大导致券商板块出现快速调整。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本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头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。