

证券 II 行业

开放与科创并举，行业迎来发展新机遇

核心观点:

● 2019H1: 市场波动加大业绩震荡

2019 年上半年，权益市场呈现先扬后抑的震荡行情，加大了证券行业业绩波动，当前行业估值处于低位，左侧布局迎来好时机：1) 重资产业务方面：两融业务有所回暖，股票质押规模持续缩水，但质押风险有所舒缓；自营业务受市场行情、IFRS9 推行等影响波动较大，一季度业绩大幅提升，二季度以来有所回落。2) 通道业务方面：经纪业务竞争日益激烈，受市场交投活跃度变化影响业绩波动较大，行业财富管理初步转型；投行业务随着 2019 年市场回暖，IPO 回暖、债券发行规模波动提升；资管业务受监管影响，通道业务规模持续缩水，在创新政策推出下转型主动管理。

● 未来展望：政策环境向好，助力估值修复

展望 2019 年下半年，金融供给侧改革持续深化，政策环境向好、创新业务持续发展等有望助力券商板块估值修复：

1) 科创板挂牌为证券行业注入新活力。作为最重要的金融机构参与者，券商面临转型变革新机遇。科创板覆盖券商全链条业务，创造盈利增长点；同时也强化券商中介责任，对业务能力要求高，券商核心竞争力面临重塑。当前科创板头部券商创投优势明显，行业集中度加速提升。

2) 金融对外开放进程加速，行业迎来新的发展期。对外开放至少包含两层含义：一是市场开放，加速开放背景下，循序渐进引入海外长线资金，如 MSCI、罗素指数等，以及外资机构进入中国市场；二是产品开放，顺应国际资本市场发展潮流，加速推进衍生品业务落地。

3) 补充资本金，发展资本中介业务。在杠杆倍数难以提升、信用创设受限的背景下，通过再融资，快速提升资本，提升竞争力逐步被提上券商发展议程。券商多渠道提升净资本，强者恒强局面巩固。

● 盈利预期：传统业务有望回暖，中性假设下行业利润回升 53%

自营、经纪、投行、信用、资管等传统业务仍为盈利主流。基于主要市场数据假设，在保守、中性、乐观条件下，对 2019 年证券行业收入进行预测，对应行业总营业收入分别为 3071、3700、4327 亿元，同比变动分别为 15%、39%、62%，对应行业净利润分别为 789、1016、1243 亿元，同比变动分别为 18%、53%、87%。

● 投资建议：长期看好，围绕三条主线，关注头部券商

展望 2019 年经营环境，在科创板、对外开放等政策红利推动下，行业仍具发展潜力。在国内券商杠杆暂时难以提升的情形下，ROE 取决于 ROA，我们看好在三条业务线上具有明显优势的头部券商：1) 衍生品：关注寡占市场下的龙头券商；2) 投行资本化：关注传统投行业务及资本化业务突出的券商；3) 财富管理：按图索骥，关注四要素优势突出的券商。

综上所述，我们长期看好创新业务推进所带来的证券板块的投资性机会。证券行业有望通过投行资本化、财富管理等高 ROA 业务促进券商实现战略发展。个股方面建议重点关注：中信证券 (600030.SH) / (06030.HK)、华泰证券 (601688.SH) / HTSC (06886.HK)、中金公司 (03908.HK)、及低估值龙头海通证券 (600837.SH) / (06837.HK) 等。

● 风险提示

市场风险事件包括经济增速放缓、利率波动影响、行业竞争加剧等；公司经营业绩不达预期，爆发重大风险及违约事件等。

行业评级

买入

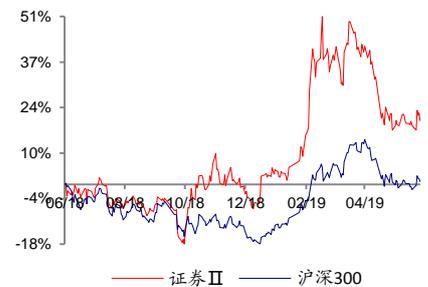
前次评级

买入

报告日期

2019-06-17

相对市场表现



分析师:

陈福



SAC 执证号: S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师:

陈卉



SAC 执证号: S0260519040001



0755-82535901



gfchenh@gf.com.cn

请注意，陈卉并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

证券 II 行业:从盈利模式变化 2019-06-06

看证券未来投资主线

证券 II 行业:外资控股券商对 2019-04-11

行业格局影响几何?

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海通证券	600837.SH	人民币	12.74	20190426	买入	17.10	0.75	0.98	16.99	13.00	1.16	1.06	7%	9%
华泰证券	601688.SH	人民币	19.28	20190430	买入	26.60	0.96	1.17	20.16	10.93	0.96	0.90	7%	9%
中信证券	600030.SH	人民币	20.66	20190429	买入	28.90	1.31	1.61	15.77	7.91	0.93	0.85	10%	11%
海通证券	06837.HK	HKD	8.06	20190426	买入	12.90	0.75	0.98	9.51	7.28	0.65	0.60	7%	9%
HTSC	06886.HK	HKD	11.58	20190430	买入	18.60	0.96	1.17	10.71	8.79	0.54	0.50	7%	9%
中信证券	06030.HK	HKD	14.38	20190429	买入	20.90	1.31	1.61	9.71	7.90	0.52	0.47	10%	11%
中金公司	03908.HK	HKD	14.52	20190401	买入	21.00	1.19	1.37	10.80	9.38	1.20	1.10	12%	12%

注：A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：收盘价及表中估值指标按照 6 月 14 日收盘价计算

目录索引

2019H1: 市场波动加大业绩震荡	6
市场行情波动, 加大行业业绩震荡	6
波动行情下, 重资产业务业绩变化明显	6
通道业务转型, 发掘新增长点	8
行业 PB: 估值处低位, 左侧布局好时机	12
未来展望: 政策环境向好, 助力估值修复	13
科创板加速推进, 券商转型变革新机遇	14
金融高水平双向开放, 衍生品等创新业务持续发展	16
再融资加速, “资本为王”为趋势	21
业绩预期: 传统业务有望回暖, 中性假设下行业利润回升 53%	23
投资建议: 长期看好, 围绕三条主线, 关注头部券商	26
风险提示	26

图表索引

图 1: 31 家上市券商 2019 年月度营业收入 (左轴, 百万元), 同比增速 (右轴)	6
图 2: 31 家上市券商 2019 年月度净利润 (左轴, 百万元), 同比增速 (右轴) ...	6
图 3: 两融余额 (左轴, 亿元), 环比增长 (右轴)	7
图 4: 市场质押股数 (左轴, 亿股), 占总股本比 (右轴, %)	7
图 5: 沪深 300、中证全债指数 2019 年以来涨跌幅	8
图 6: 月度债券违约金额 (余额, 亿元)	8
图 7: 日均股票成交金额 (左轴, 百万元), 环比变动 (右轴)	9
图 8: 新增投资者数 (左轴, 万户), 环比变动 (右轴)	9
图 9: 月度股权融资首发家数 (左轴, 家), 首发募集资金 (右轴, 亿元)	10
图 10: 月度股权融资增发家数 (左轴, 家), 增发募集资金 (右轴, 亿元)	10
图 11: 月度债券市场发行募资规模 (亿元)	10
图 12: 券商资管月度新成立产品总数 (左轴, 个), 发行份额 (右轴, 亿份) ...	11
图 13: 2019 年前 5 个月券商资管新成立产品发行份额分布 (亿份)	11
图 14: 券商指数与上证指数对比	13
图 15: 2015-2017 年证券板块历史估值 (倍)	13
图 16: 2018 年以来证券板块历史估值 (倍)	13
图 17: 沪深两市股权融资募集家数 (左轴, 家), 募集资金 (右轴, 亿元)	14
图 18: 科创板承销项目数量、金额统计	15
图 19: 科创板承销金额占比统计	15
图 20: QFII 投资额度 (亿美元)	18
图 21: RQFII 投资额度 (亿元人民币)	18
图 22: 股指期货成交量 (左轴, 万手), 持仓量 (右轴, 手)	20
图 23: 三大股指期货成交量变化情况 (万手)	20
图 24: 证券公司场外衍生品新增交易集中度	21
图 25: 2019 年 3 月场外衍生品新增交易量分布 (亿元)	21
图 26: 历年证券行业收入结构及其变化	22
图 27: 证券行业资产驱动业务占比提升 (亿元)	22
图 28: 券商再融资金额 (左轴, 亿元) 与项目数 (右轴, 个)	22
图 29: 2019 年以来, A 股成交金额与换手率大幅波动	24
图 30: 截至 3 月末, 客户保证金规模升至 1.5 万亿 (亿元)	24
表 1: 2019H1 股票质押风险有所降低 (亿元)	7
表 2: 2019 年以来券商资管相关政策文件/会议	12
表 3: 科创板公司背后券商创投统计	16
表 4: 2018 年以来对外开放意见/政策一览	17
表 5: A 股纳入 MSCI、富时罗素指数体系进程	18
表 6: 股指期货交易规则调整过程	20
表 7: 券商场外交易商分类	21

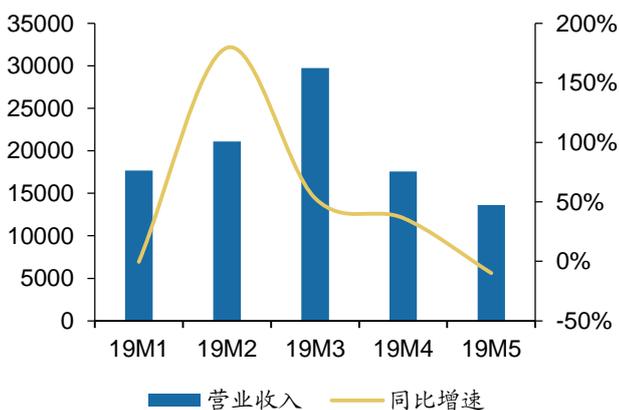
表 8: 目前正在进行的再融资项目	23
表 9: 主要市场假设 (亿元)	25
表 10: 2019 证券行业主要财务数据预测 (亿元)	25

2019H1：市场波动加大业绩震荡

市场行情波动，加大行业业绩震荡

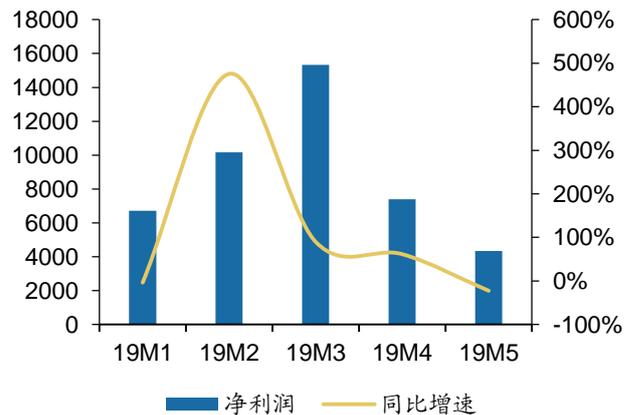
2019年以来，市场总体回暖，但呈现初期上涨后期回落的波动行情，加大证券行业业绩震荡。根据公司财报数据统计，前五个月31家上市券商合计实现营业收入996.8亿元，同比增长37.1%；合计实现净利润439.4亿元，同比增长62.8%，行业业绩总体提升幅度较大。其中一季度月度业绩呈现大幅增长趋势，3月份达到峰值。2019年3月，31家上市券商实现营业收入297.2亿元，同比增长53%；实现净利润153.3亿元，同比增长89.8%。进入二季度后受市场行情下滑影响行业业绩回落，5月份31家上市券商实现营业收入136.1亿元，同比下滑9.9%；实现净利润43.3亿元，同比下滑22.6%。

图1：31家上市券商2019年月度营业收入（左轴，百万元），同比增速（右轴）



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

图2：31家上市券商2019年月度净利润（左轴，百万元），同比增速（右轴）



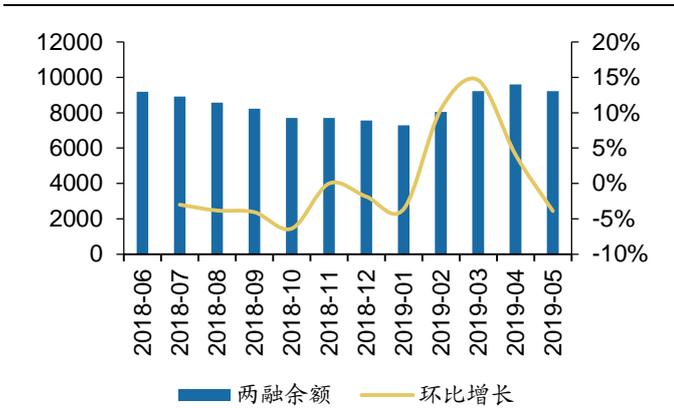
数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

波动行情下，重资产业务业绩变化明显

资本中介业务：两融业务有所回暖，质押规模持续缩水

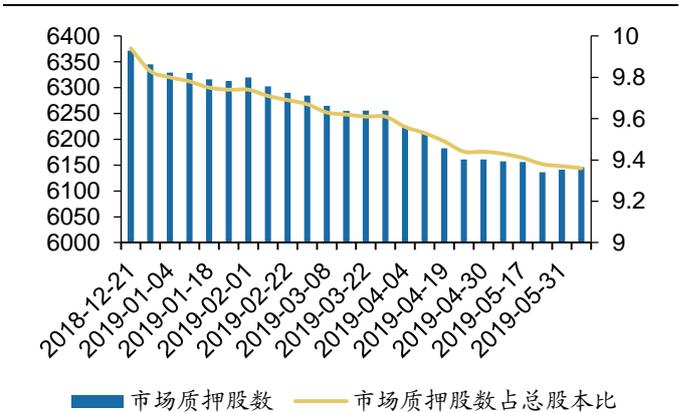
2019年以来市场回暖，券商业绩有所提升。根据中国证券业协会披露数据，2019年一季度行业实现利息净收入69.04亿元，同比增长4.94%。业务方面，两融余额重回高位，质押规模持续收缩。2019年以来随着市场行情回暖，两融余额逐步回升，4月末回升至9599亿元相对高位，较2018年末上升27%。随后两融余额略有回落，5月末达9224.6亿元，环比下滑3.9%。股票质押规模持续回落，根据中登数据统计，截至2019年6月6日，市场质押股数6146亿股，较2018年末的6372亿股下滑3.5%，期间质押股数占总股本比重减少0.58个百分点。

图3: 两融余额 (左轴, 亿元), 环比增长 (右轴)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图4: 市场质押股数 (左轴, 亿股), 占总股本比 (右轴, %)



数据来源: 中登、广发证券发展研究中心

股票质押风险有所舒缓。2019年1月, 沪深交易所双双发布《关于股票质押式回购交易相关事项的通知》, 对股票质押违约合约展期安排、新增股票质押回购等方面进行监管明确, 舒缓股权质押风险。根据我们测算, 截至2019年6月4日, 股票质押低于平仓线融出资金余额1923亿元, 较2018年末下滑25.4%; 低于警戒线融出余额2608亿元, 较2018年末下滑32.2%, 股票质押风险有所降低。

表 1: 2019H1 股票质押风险有所降低 (亿元)

发布日期	截至 2018 年 12 月 31 日			截至 2019 年 6 月 4 日		
	质押日参考市值	融出资金余额	占比	质押日参考市值	融出资金余额	占比
履约保障比例低于 100%	2,578	1,031	8.7%	1,699	680	5.7%
履约保障比例低于 110%	3,698	1,479	12.4%	3,805	1,234	10.4%
履约保障比例低于 120%	4,972	1,989	16.7%	3,838	1,535	12.9%
低于平仓线融出余额	6,449	2,579	21.7%	4,808	1,923	16.2%
低于警戒线融出余额	9,614	3,846	32.4%	6,521	2,608	22.0%
总融出余额	29,717	11,887	100.0%	19,654	11,862	100.0%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

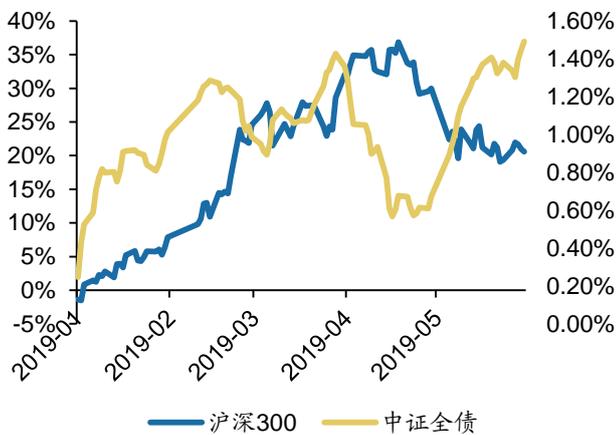
注: 1) 统计范围为 2017 年 1 月 1 日以来, 仍处于质押阶段的股票质押项目; 2) 质押率: 假设质押率为 40%; 2) 警戒线与平仓线: 实际业务中根据标的、融资人、流通限售等因素可能差别很大, 常见的有预警/平仓, 160%/140%, 150%/130%, 本文测算中假设警戒线 150%, 平仓线为 130%; 4) 不考虑中途补仓以及利息成本等。

自营业务：受市场行情影响业绩波动大

自营投资是券商业绩波动的放大器。2019年以来股票市场持续调整、IFRS9的推行加剧券商自营业绩波动。2019年初期市场回暖，券商自营业绩大幅提升。2019年一季度，证券行业合计实现投资收益(含公允价值变动)514.05亿元，同比增长215.2%。进入4月份以来，股票市场表现不佳，券商自营业绩有所回落。

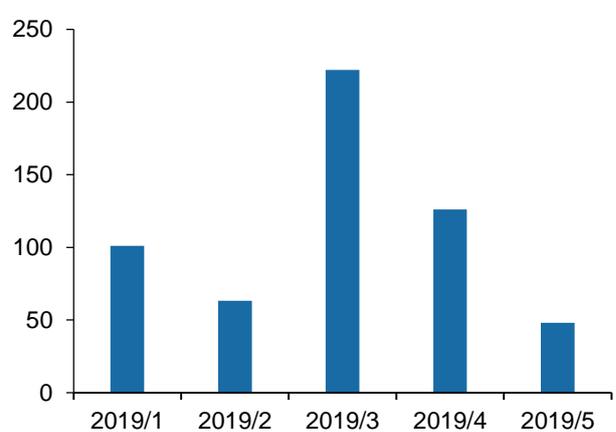
业务方面，权益投资而言，2019年前5个月沪深300上涨20.56%，在市场行情整体上行环境下，多数券商2019年以来权益投资获得超额收益。固收投资而言，2019年前5个月中证全债指数上涨1.49%。2018年以来受金融去杠杆、社融收缩带来融资条件收紧影响，债券市场违约事件频发，进入2019年后违约频率仍高，据WIND统计，2019年初至2019年6月12日，债券违约数量达70只，违约规模480.37亿元，其中三月份违约高发，达到222.23亿元。券商固收投资亦面临信用风险暴露的负面冲击。

图5：沪深300、中证全债指数2019年以来涨跌幅



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图6：月度债券违约金额（余额，亿元）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

IFRS9准则实施加大自营业绩波动。IFRS9准则于2018年1月1日开始实施，A+H券商2018年1季报已完成资产划分，单独A股上市券商于2019年1月1日变更会计准则，计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产项的直投及自营资产加大了当期投资收益及公允价值变动的波动幅度。

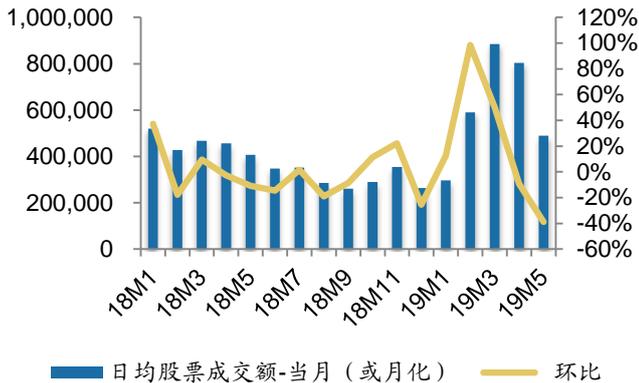
通道业务转型，发掘新增长点

经纪业务：竞争日益激烈，转型财富管理

2019年以来市场回暖环境下，券商经纪业务业绩提升迅速。2019年一季度行业代理买卖证券净收入221.5亿元，同比增长13.8%。4月份以来市场交投活跃度下降，经纪业务表现有所回落，总体仍好于2018年末水平。根据wind数据统计，2019年5月两市日均股票成交金额4900.7亿元，环比2019年4月的8029.3亿元下滑39%，延续上月环比下滑趋势。5月成交金额合计9.8万亿元，环比下滑41.8%，同比增长9.7%。

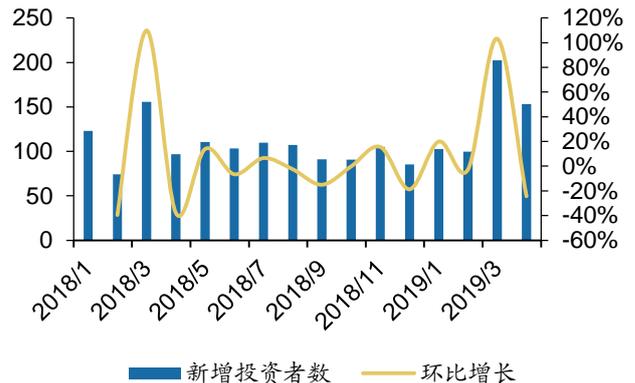
受行情波动影响，证券市场账户活跃度变化显著。根据中证登数据披露，2019年一季度以来月新增投资者数显著增加，3月份达到202.5万户，环比增长103.2%。4月份股市回落影响下新增投资者数量有所下滑，呈现较大幅度波动。随着金融市场对外开放，外资券商进入持续加速，目前已设立3家外资券商，加剧以经纪业务为主的传统通道业务行业竞争。

图7: 日均股票成交金额 (左轴, 百万元), 环比变动 (右轴)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图8: 新增投资者数 (左轴, 万户), 环比变动 (右轴)



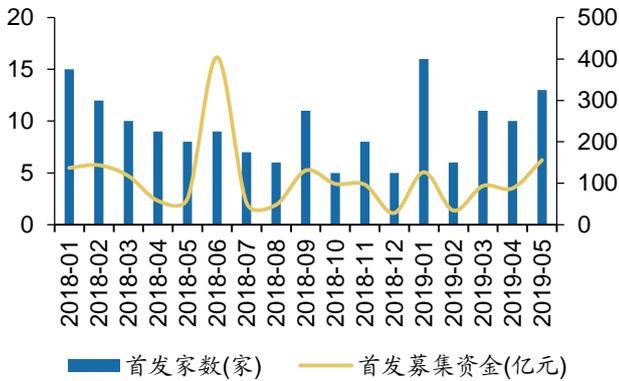
数据来源: 中证登、广发证券发展研究中心

行业财富管理初步转型，科创板经纪业务是趋势。降佣趋势下，经纪业务意义在于导流，零售业务转型财富管理为必然趋势。经纪业务作为通道业务，类比互联网金融的支付行业——作为导流的基础业务存在，将逐步发展为券商业务的流量入口。2019年3月，上交所发布《科创板股票发行与承销实施办法》，明确承销商应向战略投资者、网下投资者收取一定比例的新股配售经纪佣金；4月，《科创板股票发行与承销业务指引》进一步对新股配售经纪佣金作出相关规定，要求承销商向通过战略配售、网下配售获配股票的投资者收取的新股配售经纪佣金费率应当根据业务开展情况合理确定，并在初步询价公告和发行公告中披露。随着科创板推进，创新市场机制为券商经纪业务带来发展机遇。

投行业务: 股债市场融资规模波动回升

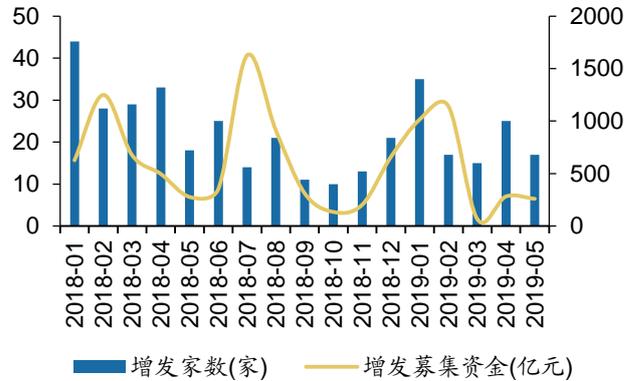
股权融资有所回升。2018年以来受行业监管力度加大影响，股权融资规模持续下滑，随着2019年市场回暖，证券市场股权融资规模有所提升。根据wind数据统计，前5个月累计股权融资规模达5762.5亿元，同比下滑8.6%。其中，IPO逐步回暖，5月IPO发行规模155.9亿元，较4月的87.8亿元环比增长148%；再融资呈现减速趋势，5月份再融资发行规模258.91亿元，同比下滑6%。

图9: 月度股权融资首发家数(左轴, 家), 首发募集资金(右轴, 亿元)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

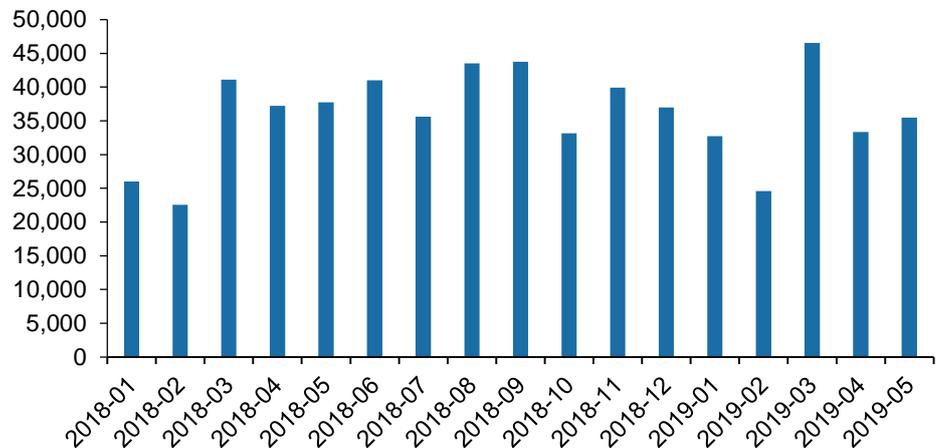
图10: 月度股权融资增发家数(左轴, 家), 增发募集资金(右轴, 亿元)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

债券发行规模波动提升。2019年前5个月债券市场发行规模17.7万亿元, 同比增长7.9%。3月份债券发行规模达到2018年以来峰值, 随后有所回落。整体来看, 2019年以来债券市场发行规模呈现波动提升态势。

图11: 月度债券市场发行募资规模(亿元)

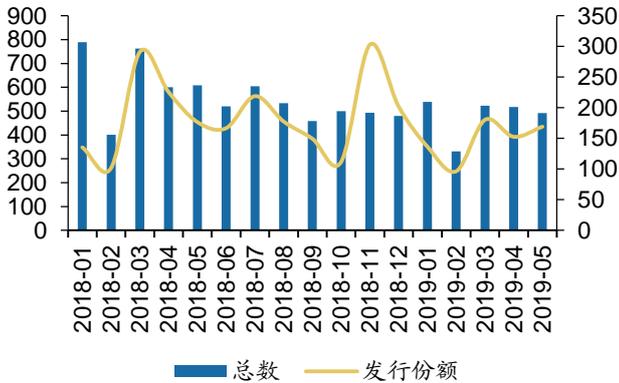


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

资管业务: 规模缩水, 转型主动管理

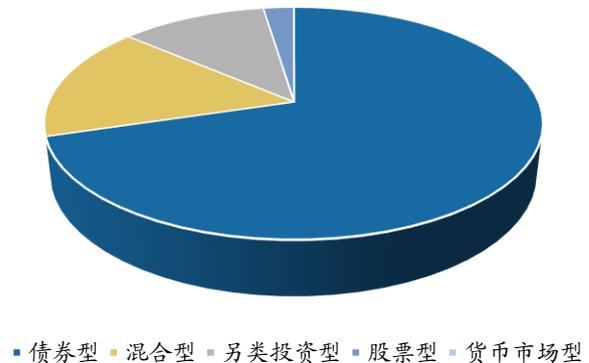
2018年4月以来资管新规及其配套政策落实下券商资管规模持续缩水。根据中国证券业协会披露数据, 2019年一季度行业受托管理资金规模达14.1亿元, 同比下滑16.7%。前5个月券商资管合计新成立产品2403个, 发行份额735亿份, 较2018年同期减少21%。其中3月至5月发行份额较为稳定, 保持在150亿份以上。发行产品类型上以债券型为主, 份额达到516.8亿份, 占比70%。业绩方面, 2019年一季度资管业务净收入57.3亿元, 同比下滑15.4%。持续下行的业绩表现, 使得各证券公司面临迫切的转型需求, 主动管理成为大方向。

图12: 券商资管月度新成立产品总数 (左轴, 个), 发行份额 (右轴, 亿份)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图13: 2019年前5个月券商资管新成立产品发行份额分布 (亿份)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

监管与创新齐头并进。2019年以来券商资管相关监管政策和创新政策相继出台,在规范业务的基础上引导券商资管创新发展。监管层面上,资管新规后续配套细化政策不断落实,进一步规范相关业务。2019年3月,基金业协会发布《集合资产管理计划资产管理合同内容与格式指引(试行)》等三项规范文件,统一规范证券期货经营机构契约型私募资产管理计划合同内容与格式;6月,基金业协会发布《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理办法(试行)》,对证券公司、基金管理公司、期货公司等机构及其子公司的私募资管业务备案方面进行规定。

创新层面上,2019年2月证监会发布《证券投资基金经营机构管理人中管理人(MOM)产品指引(征求意见稿)》,为MOM发展制定了行业标准和行动准则,国内MOM产品正式起航;5月,中国证券投资基金业协会会长在“第21届风险投资论坛”指出,股权创投基金成为创新资本形成的关键力量。当前,以私募股权创投基金为代表的风险投资活动十分活跃。截至2019年一季度末,在中国证券投资基金业协会登记的私募股权与创投基金管理人共有1.45万家,管理规模达9.28万亿元。股权创投基金成为券商资管发展的新方向,未来潜力较大。

表 2: 2019 年以来券商资管相关政策文件/会议

发布日期	会议/文件	主要内容
2019 年 2 月	《证券投资基金机构管理人中管理人 (MOM) 产品指引 (征求意见稿)》	对证券投资基金机构发行 MOM 产品进行规范。MOM 产品指证券投资基金机构 (以下简称母管理人) 将所管理资产管理产品部分或者全部资产委托给多个符合条件的第三方资产管理机构 (以下简称子管理人) 进行管理的资产管理产品。
2019 年 3 月	《集合资产管理计划资产管理合同内容与格式指引 (试行)》、《单一资产管理计划资产管理合同内容与格式指引 (试行)》、《资产管理计划风险揭示书内容与格式指引 (试行)》	统一规范证券期货经营机构契约型私募资产管理计划合同内容与格式, 对旧版合同指引进行了完善和调整: 1) 不再要求单一资管产品的投资者提取后的最低保有量, 删除了单一资管产品最低保有量 3000 万元的要求; 2) 不再对集合资管产品的开放期长度上限作要求; 3) 明确规定业绩比较基准不能是固定数值, 避免业绩比较基准被滥用为对预期收益的暗示; 4) 按照资产管理合同约定, 资产管理计划份额持有人大会可以设立日常机构。
2019 年 5 月	第 21 届风险投资论坛	中国证券投资基金业协会会长指出: 创新资本是创新发展的基础, 我国现有的以信贷资金为主导的资本形成体系已不足以支撑创新资本的形成, 而股权创投基金通过高度分散的市场化投资直达实体经济, 承担投资风险, 成为创新资本形成的关键力量。
2019 年 6 月	《证券期货经营机构私募资产管理计划备案管理办法 (试行)》	对证券公司、基金管理公司、期货公司等机构及其子公司的私募资管业务进行规定, 备案要求层面要求资产管理计划完成备案前, 不得开展投资活动; 备案核查层面要求协会按照“实质重于形式”原则对备案材料进行核查; 并对自律管理作出相关规定。

数据来源: 证监会、基金业协会、广发证券发展研究中心

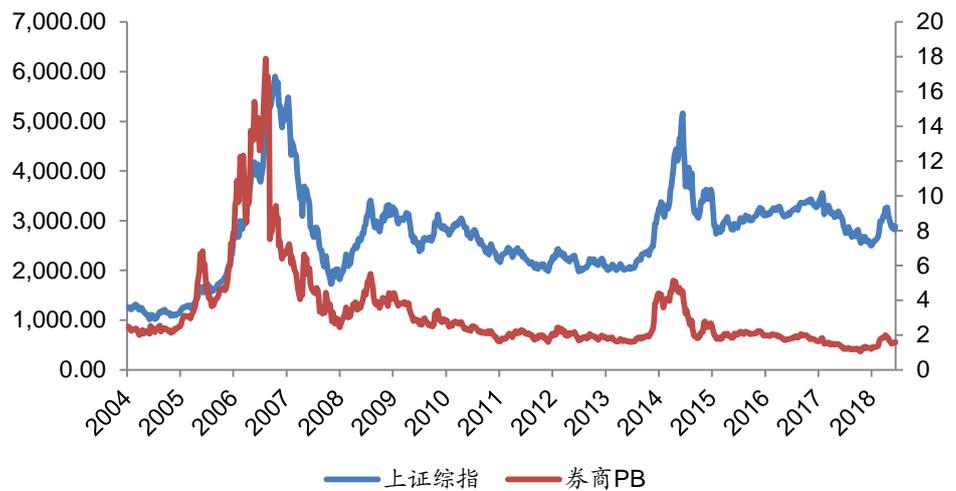
行业 PB: 估值处低位, 左侧布局好时机

盈利模式重构是行业呈现成长股属性的关键。我们把券商相对上证指数有超额收益的时期称为成长股属性, 与上证指数同涨同跌的时期称为周期股属性。回顾证券板块估值的历史数据, 成长股属性时期分别是 2007 年和 2014 年, 之所以能跑出远超大盘的涨幅, 根本原因是盈利模式重构带来利润的快速释放: 2007 年主要归于包括经纪业务和投行业务在内的通道业务快速做大, 2014 年主要归于创新业务崛起, 尤其是资本中介业务快速做大。

流动性变化是促进券商板块上涨的另一重要因素。由流动性变化带来 β 行情的年份包括 2008 年和 2015 年: 2008 年下半年央行一共下调 4 次存款基准利率, 5 次贷款基准利率, 3 次准备金率, 宽松的货币政策给予股市流动性利好; 2015 年央行 4 次降准和 4 次降息后券商股同样迎来大涨行情。

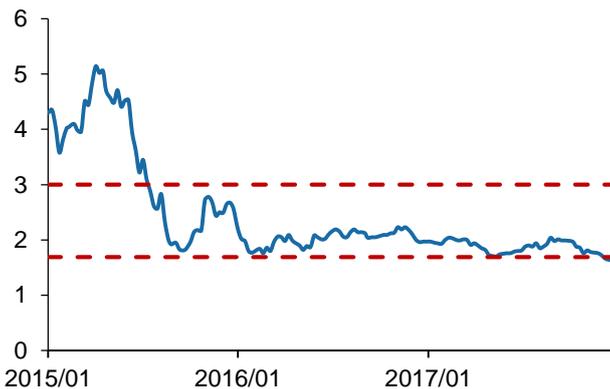
估值处低位, 左侧布局好时机。2016 年至今, 券商行业整体 PB 值在 1.8-2.5 倍之间波动, 数据显示, 整体 PB 低于 2x 时, 券商板块估值渐有吸引力, 反弹行情开始启动。2019 年初期在金融供给侧改革、鼓励业务创新, 市场行情回暖等因素共振下, 行业呈现短期波段行情, PB 最高回升至 1.99X (LF)。2019 年二季度以来随着市场行情下滑, 券商板块 PB 估值回落至 1.5X, 估值处于底部, 随着创新政策的释放、金融的市场开放与流动性向好, 行业估值有进一步修复空间。

图14: 券商指数与上证指数对比



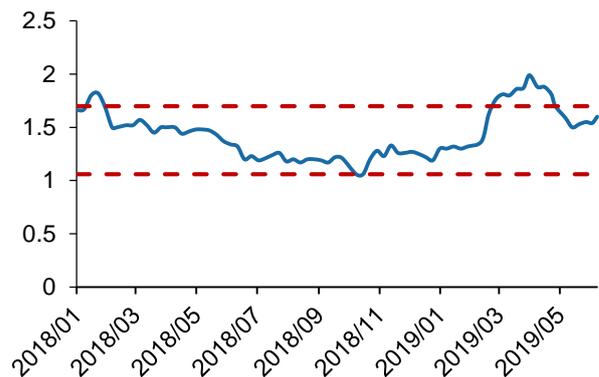
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图15: 2015-2017年证券板块历史PB (LF, 倍)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图16: 2018年以来证券板块历史PB (LF, 倍)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

未来展望: 政策环境向好, 助力估值修复

展望2019下半年, 金融供给侧改革持续深化, 政策环境向好、创新业务持续发展等有望主力券商板块估值修复: 1) 科创板加速推进, 券商迎来转型变革新机遇, 龙头效应明显; 2) 金融对外开放进程加速, 中国资本市场将逐渐与国际成熟市场接轨, 衍生品等创新业务持续发展; 3) 证券行业盈利模式由通道驱动向资产驱动转变, “资本为王”成为行业发展大趋势, 券商多渠道提升净资本, 强者恒强局面巩固。

科创板加速推进，券商转型变革新机遇

2019年6月13日，第十一届陆家嘴论坛上中国证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式，科创板正式开板。自2019年1月证监会发布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，正式启动科创板设立及注册制试点工作以来，科创板经历近半年的部署和推进正式面世，开辟了优质民企直融渠道，推进我国资本市场国际化。作为最重要的金融机构参与者，证券行业面临转型变革新机遇。

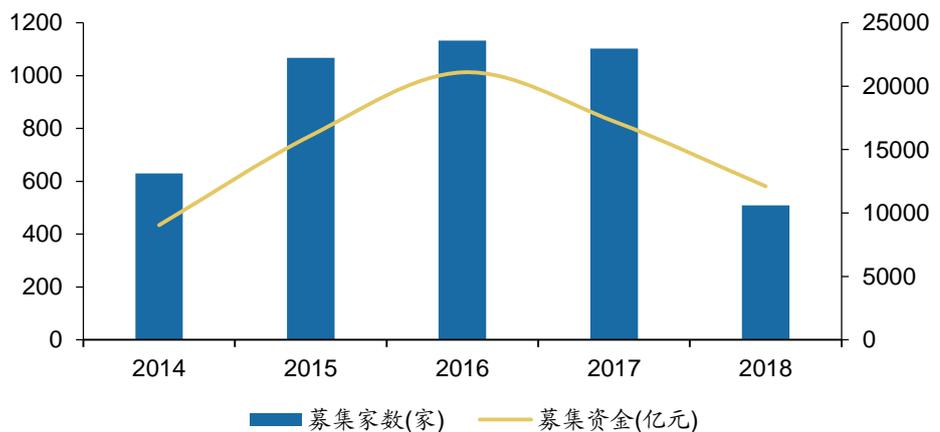
1. 科创板下机遇与挑战并存，券商核心竞争力面临重塑

科创板制度下券商参与度高，涉及投行、直投、资管、自营、经济等全链条业务，证券行业机遇与挑战并存。

机遇：覆盖全链条业务，创造盈利增长点

科创板提升投行业务盈利空间。科创板开辟优质创企直融渠道，为券商带来增量投行业务。2018年以来受监管趋严影响，A股股权融资规模下滑明显，募集资金1.2万亿元，同比下滑30%。随着科创板推进。预计未来券商投行业务整体承销规模将有所回暖，发展迎来机遇。

图17：沪深两市股权融资募集家数（左轴，家），募集资金（右轴，亿元）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

科创板带动全链条业务发展。1) 科创板实行战略配售制度，要求券商跟投，有利于拓宽券商直投业务的投资、退出渠道，同时券商与发行人的绑定程度更高，进一步覆盖风险投资、改制辅导、上市前融资、IPO、再融资、并购重组等各个发展阶段的服务需求，为企业提供全生命周期服务。2) 科创板实行新股配售经纪佣金制度，要求承销商向通过战略配售、网下配售获配股票的投资者收取新股配售经纪佣金，提升券商经纪业务佣金。3) 证券公司可作为介入人通过约定申报和非约定申报方式参与科创板转融券业务，为券商两融业务带来机遇。

挑战：强化中介责任，业务能力要求高，券商核心竞争力面临重塑

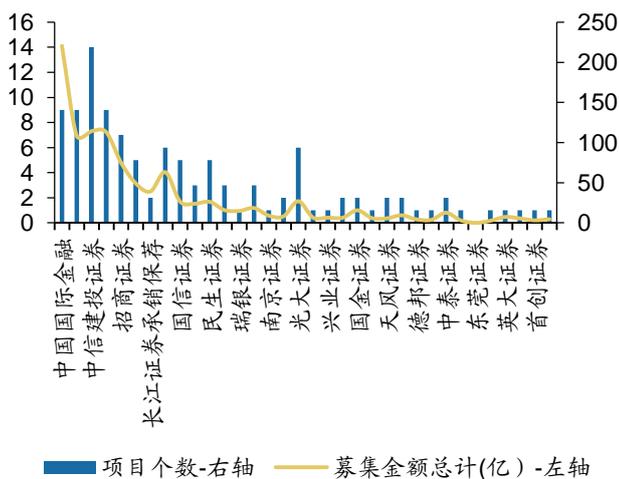
资本规模：扩大业务规模的核心前提。根据2019年4月上交所发布的《科创板股票发行与承销业务指引》，科创板实行保荐机构相关子公司跟投制度，跟投比例2-5%，锁定期两年，对于券商资本金有一定的限制。注册制试点下资本市场国际化进程加速，后续资本规模大、筹集资金能力强的券商将占据优势。

注册制下券商综合实力要求高。科创板注册制从根本上改变资本市场的基本制度，询价、定价、配售等环节要求承销券商具有过硬的综合实力：1) 科创企业处于成长期，资产恶化风险大，需要券商具有前端企业质量的筛选能力、风险控制能力；2) 定价制度上实行全面市场化询价发行，取消直接定价，且以证券公司、基金公司等专业机构作为询价对象，对于券商投行业务发挥研究定价能力提出更高要求；3) 战略配售同时考验了券商资本实力及机构客户储备情况，需要券商具有更强的综合销售能力。总体而言，随着科创板注册制试点，未来向其他板块延展，参考美国及香港，承销商对新股的估值定价能力将成为投行业务核心竞争力，投行将从传统通道业务向提供兼并收购顾问、财务咨询顾问等一体化综合金融服务升级拓展，研究定价能力及内部资源整合能力强的券商将在业务进展中获取更大优势。

2.科创板头部券商优势明显，行业集中度加速提升

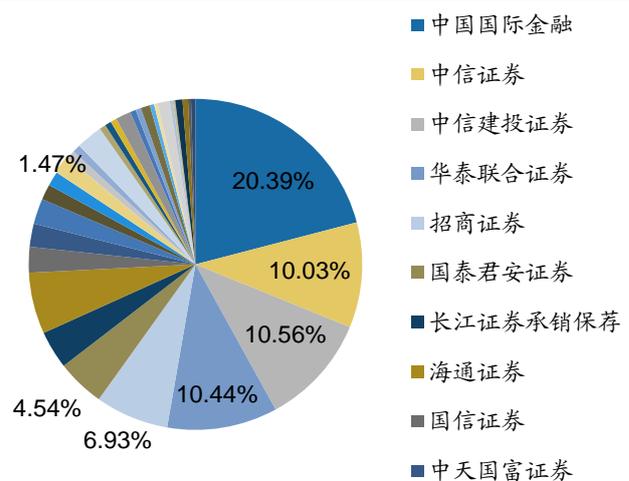
头部券商承销规模大，优势明显。随着科创板各项制度的陆续落实，头部券商凭借综合实力业务发展优势明显。截至6月7日，上交所共受理117家科创板企业，中止2家；合计总承销金额1082.13亿元，其中中金公司总承销金额最大，为220.61亿元，共计承销9个项目，占总承销金额的20.39%。另外，中金公司、中信证券、中信建投、华泰证券合计占比54.32%，龙头效应明显。

图18：科创板承销项目数量、金额统计（截至2019/06/07）



数据来源：上交所、广发证券发展研究中心

图19：科创板承销金额占比统计（截至2019/06/07）



数据来源：上交所、广发证券发展研究中心

布局创投，龙头效应明显。以企业前十大股东统计，共有15家科创板公司有券商创投布局。其中，中信证券创投公司达到3家，最高股权占比达10.89%；其他优势机构包括中金公司3家、华泰证券1家；其余财通证券、东吴证券等机构各1家。券商创投龙头效应明显。

表3: 科创板公司背后券商创投统计

证券公司	公司	预计市值 (亿元)	股权占比
中信证券	光峰科技	≥10	10.89
	澜起科技	220.1	5.02
	苑东生物	≥10	2.78
中国国际金融	华熙生物	20-240	1.67
	中国通号	≥30	0.30
	博瑞医药	≥10	2.17
华泰证券	虹软科技	≥30	18.15
	虹软科技	≥30	1.81
东吴证券	天准科技	≥20 (34-40)	1.97
东方证券	贝斯达	45.35-28.56	2.00
光大证券	西部超导	≥10	4.13
方正证券	赛伦生物	≥10	2.71
太平洋	久日新材	10-60	1.69

数据来源：上交所、广发证券发展研究中心

金融高水平双向开放，衍生品等创新业务持续发展

自加入WTO始，中国逐步实现对外开放的承诺，有序推进金融开放进程。2018年4月，博鳌亚洲论坛上，我国发布进一步扩大金融业对外开放的措施和时间表；5月，证监会发布《外商投资证券公司管理办法》，从法规层面落实国内证券业首次实现向外资放开控股权的对外开放承诺；2019年5月“2019清华五道口全球金融论坛”上，央行副行长陈雨露表示下一步将对标高水平开放的要求，继续推进金融业对外开放。

表 4: 2018 年以来对外开放意见/政策一览

发布日期	会议/文件	主要内容
2018 年 4 月	博鳌论坛开幕式重要讲话	发布金融业对外开放措施和时间表, 确定在未来几个月未来取消银行和金融资产管理公司的外资持股比例限制, 将证券公司、基金管理公司、人身险公司的外资持股比例上限放宽至 51%。进一步完善内地与香港两地股票市场互联互通机制, 允许符合条件的外国投资者来华经营保险代理业务和保险公估业务不再对合资证券公司业务范围单独设限
2018 年 4 月	扩大沪深港通每日额度	沪深股通、沪深港股通每日额度分别由 130 亿元、105 亿元扩大至 520 亿元、420 亿元, 2018 年 5 月 1 日起实行
2018 年 5 月	《外商投资证券公司管理办法》	放宽外资控股合资证券公司比例至 51%; 外商投资证券公司经营业务范围扩大; 统一外资持有上市和非上市两类证券公司股权的比例; 境外股东资质进一步完善
2018 年 6 月	《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》	取消 QFII 每月资金汇出不得超过上年末境内总资产 20% 的限制; 取消 QFII、RQFII 本金锁定期要求
2018 年 8 月	关于修改《证券登记结算管理办法》的决定	在原有规定的中国公民、中国法人、中国合伙企业等投资者范围基础上, 增加“符合规定的外国人”作为投资者类别之一, 将允许在境内工作的外国自然人投资者开立 A 股证券账户
2019 年 2 月	《境内上市公司外籍员工参与股权激励资金管理暂行办法》	实行登记管理, 境内上市公司及其外籍员工可凭业务登记凭证直接在银行办理相关跨境收支、资金划转及汇兑业务; 境内上市公司外籍员工参与股权激励所需资金, 可以来源于其在境内的合法收入或从境外汇入的资金。
2019 年 3 月	博鳌论坛 2019 年年会开幕式重要讲话	中国将持续扩大金融业对外开放, 银行、证券和保险业对外资全面放开市场准入正在加快推进。
2019 年 4 月	与法国金融市场管理局签署《金融领域创新合作谅解备忘录》	证监会与法国金融市场管理局签署《金融领域创新合作谅解备忘录》, 就探索推进两国资本市场互联互通建设达成共识。
2019 年 5 月	2019 清华五道口全球金融论坛	下一步将对标高水平开放要求, 继续推进金融业对外开放。

数据来源: 证监会、银监会、保监会、金融委、中国人民银行、广发证券发展研究中心

1. 金融市场加速放开, 激发市场活力

市场开放程度提高, 循序渐进引入海外长线资金。自 2018 年 6 月将 A 股以 2.5% 的纳入因子纳入 MSCI 之后, A 股部分纳入 MSCI 指数成功进行第二步: 纳入因子由 2.5% 提升至 5%, 调整结果已于 8 月 31 日收盘后正式生效。2019 年 3 月 1 日, 实现第三步: MSCI 宣布将现有 A 股在 MSCI 全球基准指数中的纳入因子由 5% 提高至 20%。2019 年 5 月 14 日, 实现提升计划的第一步: MSCI 中国指数增加 26 只 A 股, 其中 18 只是创业板股票, 纳入因子从 5% 提高至 10%。根据 MSCI 在 3 月发布的公告, 第二步和第三步将分别在 2019 年 8 月和 2019 年 11 月完成, 纳入因子将陆续提升至 15%、20%。

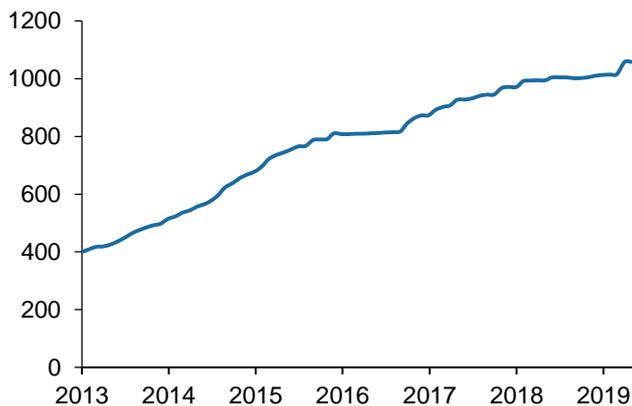
表5: A股纳入MSCI、富时罗素指数体系进程

时间	进程
2013-2014	被列入 MSCI 新兴市场指数观察名单
2015 年 5 月	富时罗素启动将中国 A 股纳入富时全球股票指数体系的过渡计划
2017 年 6 月	MSCI 公司宣布决定将 A 股纳入 MSCI 新兴市场指数
2017 年 9 月	富时罗素对 A 股进行评估
2018 年 Q1	MSCI 发布详细 A 股纳入文件
2018 年 3 月	“MSCI 中国 A 股指数”更名为“MSCI 中国 A 股在岸指数”
2018 年 4 月	扩大沪深港通每日额度并于 5 月 1 日开始实行
2018 年 6 月	A 股正式纳入 MSCI, 纳入因子 2.50%
2018 年 9 月	A 股的 MSCI 纳入因子提高至 5%
2018 年 9 月 26 日	MSCI 将就“进一步提高 A 股在 MSCI 指数中的权重”展开咨询
2018 年 9 月 27 日	A 股成功纳入富时指数
2019 年 3 月 1 日	MSCI 宣布将 A 股的 MSCI 纳入因子提高至 20%
2019 年 5 月 14 日	MSCI 中国指数增加 26 只 A 股, 纳入因子从 5% 提高至 10%

数据来源: MSCI 官网、富时罗素官网、中国证券业协会、广发证券发展研究中心

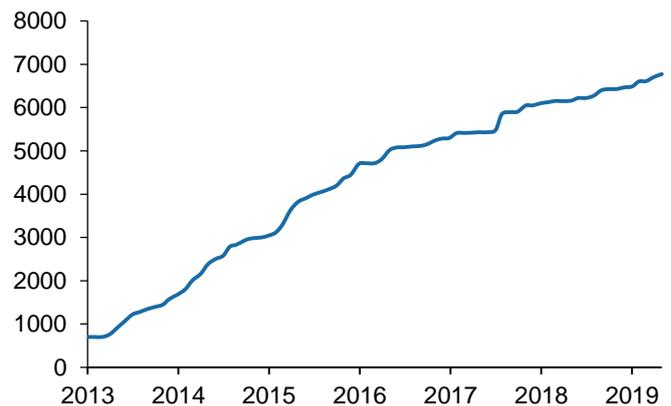
外资流入渠道持续扩容。2019年1月14日, 中国国家外汇管理局将合格境外机构投资者(QFII)总额度由1500亿美元增加至3000亿美元, 2019年3月4日, 证监会近日核准了国际货币基金组织(IMF)人民币合格境外机构投资者资格, 股市对外开放水平进步提升。近年来QFII, RQFII规模持续增加, 2019年5月底, QFII日投资额度达到1058亿美元, RQFII日投资额度达到6773亿人民币。

图20: QFII投资额度(亿美元)



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

图21: RQFII投资额度(亿元人民币)



数据来源: WIND, 广发证券发展研究中心

外资券商进程加速，“鲶鱼效应”激发市场活力。根据2018年5月证监会发布的《外商投资证券公司管理办法》，外资控股合资证券公司比例放宽至51%，外商投资证券公司经营业务范围扩大。2018年11月30日，证监会发布公告核准UBS AG增持瑞银证券股比至51%，瑞银证券变更实际控制人，成为我国首家外资控股证券公司。2019年3月29日，证监会发布公告，核准设立摩根大通证券（中国）有限公司、野村东方国际证券有限公司，摩根大通和野村控股株式会社分别为实际控制人。至此，我国外资控股券商队伍扩充到3家。根据证监会披露，截至5月24日，共有18家合资券商正在排队申请设立。

日本和中国台湾证券市场对外开放的过程显示，合资机构短期内快速增加但随后减少，竞争有所加剧但也带来更多创新业务，最终行业核心地位仍由本土机构掌控。我们判断外资券商进入国内金融市场会带来一定竞争，但更应乐观地看到，在“鲶鱼效应”下国内机构的经营效率可能提升，而且，在金融市场对外开放进程中，风险可控的金融创新可能不断推出，有利于证券行业的长期发展。

2. 衍生品业务：场内流动性逐步恢复，场外龙头盛宴

股指期货流动性逐步恢复。自2017年以来中金所先后对股指期货交易规则进行四次调整，松绑力度循序渐进。2019年4月中金所发布第四次调整公告，中证500股指期货交易保证金标准由15%调整为12%；沪深300、上证50、中证500股指期货各合约平仓交易手续费标准由成交金额的万4.6调低至万3.45，日内过度交易行为监管标准由单个合约50手调整为500手。对比收紧前10%的交易保证金标准及万1.15的平仓手续费标准，后续仍有稳步松绑空间。

随着交易规则的逐步放宽，股指期货市场活跃度不断提升，2018年股指期货成交量达1634.4万手，持仓量达17.9万手，分别同比增长66.3%、103.7%。截至2019年4月末，沪深300股指期货成交量达242.1万手，较2018年同期增长460.1%；上证50股指期货成交量达108.2万手，同比增长246.1%；中证500股指期货成交量达172.1万手，同比增长572.5%。对比2015年成交量和持仓量情况，我国股指期货市场仍有较大提升空间。

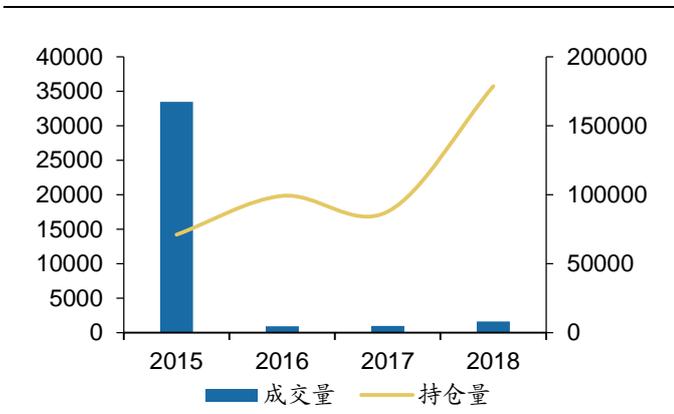
场内衍生品市场快速发展带来券商增量业务。一方面，在经纪业务佣金率持续下滑形势下，股指期货市场成交量的大幅增长为券商提供盈利新模式，提升券商佣金收入；另一方面，场内衍生品的发展为证券公司自营业务提供创新投资标的，拓宽自营业务投资范围，增加风险控制手段，降低自营业绩波动程度。

表6: 股指期货交易规则调整过程

调整时间	交易保证金			日内过度交易行为监管标准	平今仓交易手续费
	沪深 300	上证 50	中证 500		
2015 年 9 月前	10%	10%	10%	无限制	万分之 1.15
2015 年 9 月	40%	40%	40%	10 手	万分之 23
2017 年 2 月	20%	20	30%	20 手	万分之 9.2
2017 年 9 月	15%	15	30%	20 手	万分之 6.9
2018 年 12 月	10%	10%	15%	50 手	万分之 4.6
2019 年 4 月	10%	10%	12%	500 手	万分之 3.45

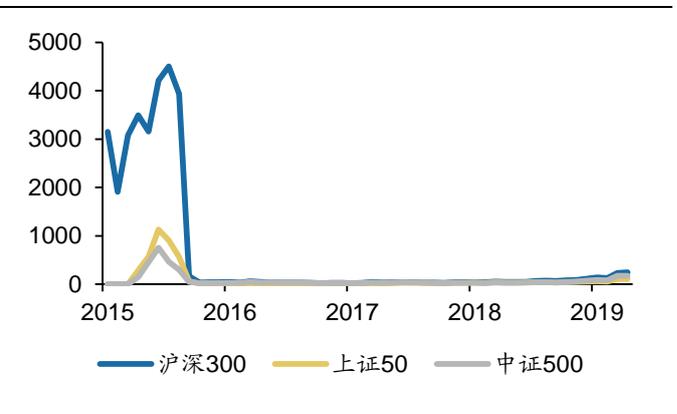
数据来源: 中金所、广发证券发展研究中心

图22: 股指期货成交量(左轴, 万手), 持仓量(右轴, 手)



数据来源: 中金所、广发证券发展研究中心

图23: 三大股指期货成交量变化情况(万手)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

场外新规落地, 行业呈现龙头盛宴。2019年5月, 证监会下发《关于进一步加强证券公司场外期权业务监管的通知》对交易商资质分级管理、业务准入门槛、业务规模均作出明确规定, 华泰证券、中金公司、招商证券、中信证券、中信建投等7家证券公司入围一级交易商, 在个股期权对冲渠道上具有显著优势。

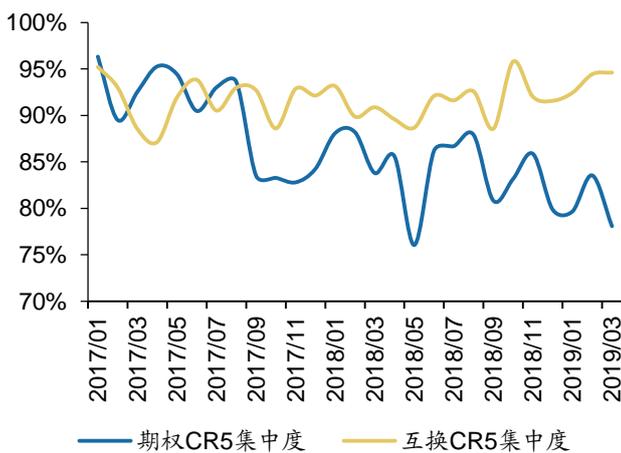
市场份额上, 衍生品市场集中度高。2017年以来, 互换CR5集中度基本在90%以上, 期权集中度略有下滑, 2019年3月CR5集中度为78%。2019年3月新增交易业务中, 新增交易名义本金排名前五的券商分别为中信建投、中信证券、华泰证券、招商证券和中金公司, 分别占比24%、19%、17%、9%、8%, 其他公司仅占22%。

表 7: 券商场外交易商分类

类别	要求	券商	业务范围
一级交易商	最近一年分类评级在 A 类 AA 级以上的证券公司, 经中国证监会认可	华泰证券、中金公司、招商证券、中信证券、中信建投等	可以在沪深证券交易所开立场内个股对冲交易专用账户, 直接开展对冲交易; 应当根据自身合约设计要求及标的范围确定是否接受二级交易商的个股对冲交易
二级交易商	最近一年分类评级在 A 类 A 级以上的证券公司, 经中国证券业协会备案	财通证券、东方证券、东吴证券、海通证券、平安证券、申万宏源、中国银河、浙商证券、长城证券、方正证券、国金证券、华安证券、兴业证券	仅能与一级交易商进行个股对冲交易, 不得自行或与一级交易商之外的交易对手开展场内个股对冲交易, 应确保其与对手方和一级交易商分别达成的个股期权合约挂钩标的、合约期限、合约规模、收益结构等交易要素基本保持一致
其他		剩余券商	未能成为交易商的证券公司不得与客户开展场外期权业务

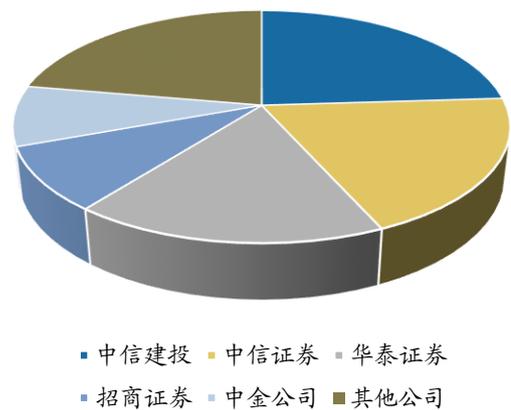
数据来源: 证监会、广发证券发展研究中心

图 24: 证券公司场外衍生品新增交易集中度



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 25: 2019年3月场外衍生品新增交易量分布 (亿元)

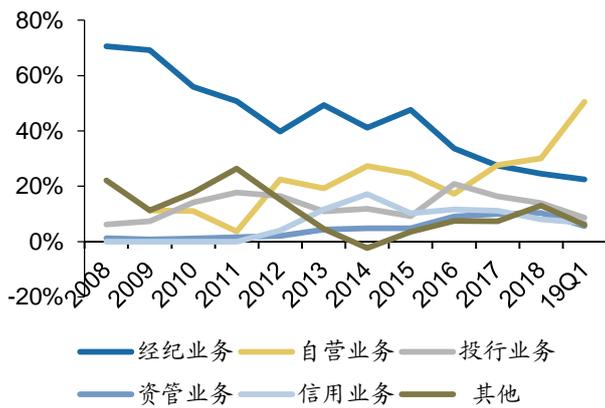


数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

再融资加速, “资本为王”为趋势

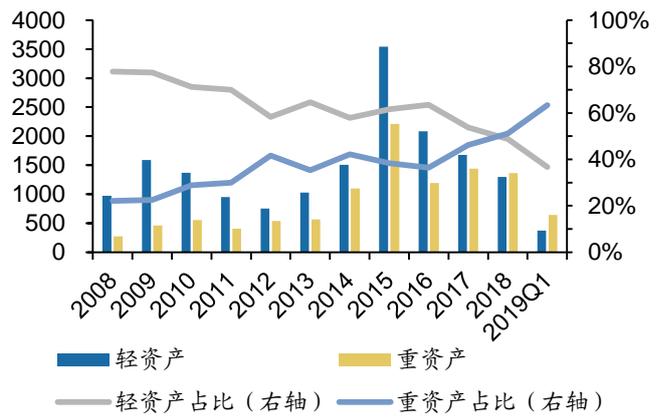
近年来我国证券行业盈利模式呈现出由通道驱动向资产驱动转变的特征, 商业模式由轻转重, “资本为王”成为行业发展大趋势。2012-2019年行业传统通道业务收入贡献持续下滑, 对应收入占比由2012年的56%降至2019年一季度的37%, 而资本驱动型业务收入贡献持续上升, 对应收入占比由26%提升至63% (实际更高, 如信用业务部分收入计在经纪业务)。商业模式的切换与过渡, 意味着证券行业竞争的核心要点从渠道转变为资本, 在杠杆倍数难以提升、信用创设受限的背景下, 通过再融资, 快速提升资本, 提升竞争力逐步被提上券商发展议程。

图 26: 历年证券行业收入结构及其变化



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

图 27: 证券行业资产驱动业务占比提升 (亿元)



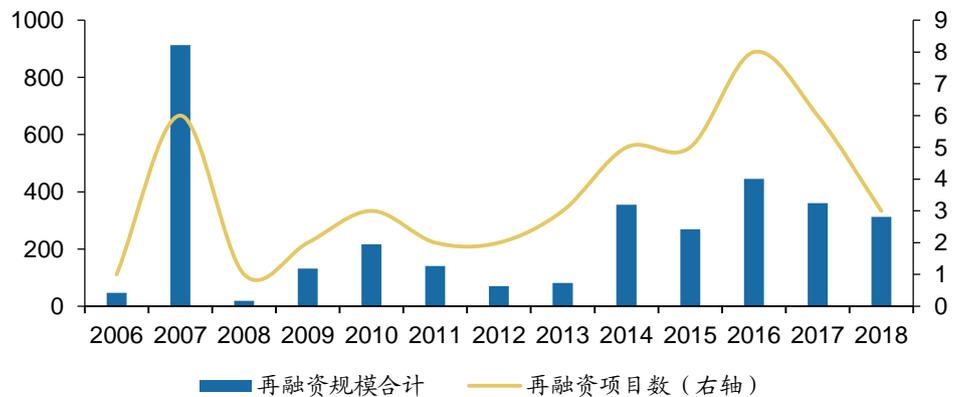
数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

注: 重资产业务包括自营、另类投资以及资本中介业务收入, 轻资产业务包括经纪、投行及资管业务收入。占比为占营收比重

券商多渠道提升净资本。2015年以来, 券商迎来新一轮上市高峰期, A股上市券商由2014年末的19家增加到目前的33家, 港股上市的内地券商由2014年末的4家增加到目前的11家, 期间券商也通过A股、H股增发进一步提升资本规模。2018年券商实现再融资312亿元, 申万宏源、华泰证券已完成A股定增, 分别募资120、142亿元。券商再融资预案频发, 海通证券、中信证券等大型券商已披露A股增发公告, 分别拟募资161、134.6亿元。

GDR落地, 开辟海外融资新模式。随着沪伦通配套制度逐步落实, GDR发行为券商开辟海外融资新模式, 是券商加速海外业务布局、提升国际竞争力的新方式。2018年12月华泰证券获证监会批准GDR发行方案, 拟发行不超过8251.5万份GDR, 并在伦敦交易所上市。2019年6月5日, 华泰再次披露上市意向函, GDR发行在即。

图 28: 券商再融资金额 (左轴, 亿元) 与项目数 (右轴, 个)



数据来源: WIND、广发证券发展研究中心

表 8: 目前正在进行的再融资项目

预案时间	券商名称	类型	再融资金额 (亿元)	阶段	目的
2019/1/22	中信建投	定增	130	董事会预案	项目于融资
2019/1/10	中信证券	定增	134.6	董事会预案	引入战略投资者
2018/11/24	国海证券	配股	50	证监会批准	增强资本金
2018/5/18	国元证券	可转债	60	股东大会通过	
2018/4/28	财通证券	可转债	38	股东大会通过	
2018/4/27	海通证券	定增	161	股东大会通过	项目融资
2018/4/3	山西证券	可转债	28	股东大会通过	
2017/12/19	兴业证券	定增	80	股东大会通过	补充流动资金

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

强者恒强，资本实力决定业绩排名。 证券行业处于资本密集型行业，监管对券商发展业务实行以净资本为核心的风控管理体系，行业呈现出以净资本为核心的头部化趋势。资本端处于优势的券商横向上可以通过并购收购扩大并购扩大业务规模或进入新的业务领域，促进业务协同发展；纵向上通过自身雄厚的实力拓展产业链条深度，提升附加价值，各项业务的开展具备天然优势。因此，在金融供给侧改革政策背景下，头部券商通过再融资扩充资本实力预期将获得更多业务机会。总体来看，净资产排名靠前的券商近年来营业收入、净利润、净资本各项指标也均位居行业前列，强者恒强局面得到巩固。

业绩预期：传统业务有望回暖，中性假设下行业利润

回升 53%

回顾2019上半年证券行业经营环境，初期股债市场回暖，两市成交额迅速回升，进入二季度以来市场行情回落，成交额萎缩。证券公司传统五大业务受市场波动影响，一季度收入大幅增长，预计二季度将出现不同程度的下降。展望2019下半年，政策环境总体向好、科创板、对外开放等持续推进的市场背景下，行业整体业务环境有望回暖：

经纪：2019年一季度A股流动市值加权平均换手率震荡大幅提升，3月份达到历史高位，同时客户保证金大幅提升，3月末客户保证金规模1.5万亿元，较2018年末增长60%。二季度以来A股成交金额和换手率快速回落，但整体水平仍高于上年末。2019年初至2019年6月11日，两市日均股票成交金额达6021.1亿元，同比2018年增长33.7%。中性假设全年日均成交额增长35%至4984亿元。

投行：IPO审批标准趋严，在科创板持续推进、支持新经济的方向指导下，预计传统IPO节奏维持平稳低速，定增预计需求回暖，供给仍受减持新规、定价规则限制，再融资规模有望小幅回升；受益于利率继续下行，债市承销规模预计稳中有升。

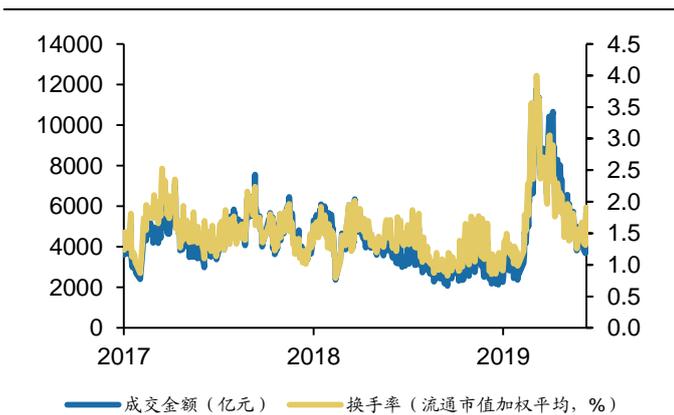
资产管理：行业监管及创新政策相继落地，一方面为产品规范过程中的处置方式提供了空间，券商资管整改有据可循，另一方面为资管业务提供创新发展方向。券商资管目前处于转型关键期，通道类定向资管业务仍将持续收缩，主动管理转型为大方向。预计整体资管业务规模持续调整，主动调结构的头部券商资管利润维持上升态势。

自营：IFRS9新规影响下，券商对权益投资规模预计保持谨慎，受益于信用二元环境改善，中低评级信用债有望迎来修复，自营资产配置较为均衡的头部券商的自营业绩有望获得回升。

资本中介：两融业务规模主要取决于市场需求，预计两融余额与成交金额同向波动；股票质押业务整体处于控规模、调结构阶段，预计整体规模将进一步回落。

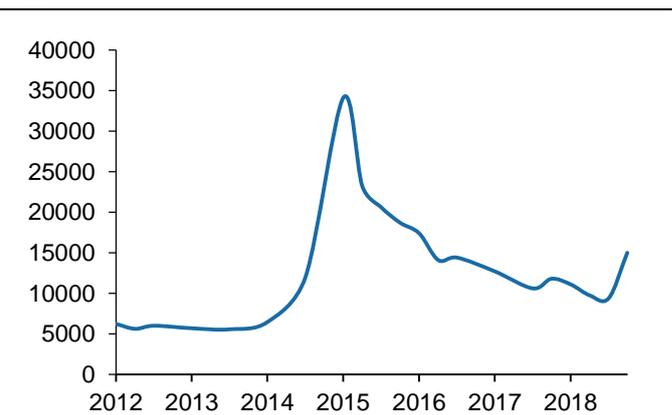
基于主要市场数据假设，在保守、中性、乐观条件下，对2019年证券行业收入进行预测，对应行业总营业收入分别为3071、3700、4327亿元，同比变动分别为15%、39%、62%，对应行业净利润分别为789、1016、1243亿元，同比变动分别为18%、53%、87%。

图29：2019年以来，A股成交金额与换手率大幅波动



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

图30：截至3月末，客户保证金规模升至1.5万亿（亿元）



数据来源：WIND、广发证券发展研究中心

表9: 主要市场假设 (亿元)

分业务关键假设	2016	2017	2018	2019E 保守	2019E 中性	2019E 乐观
日均成交金额	5,191	4,584	3,692	4,615	4,984	5,353
yoy	-50%	-12%	-19%	25%	35%	45%
沪深 300	3,310	4,031	3,011	2,860	3,162	3,463
当年收益率	-11%	22%	-25%	-5%	5%	5%
自营: 中证全债	176	175	190	200	200	200
当年收益率	2%	-0.30%	8.85%	5%	5%	5%
IPO 规模	1,496	2,301	1,378	1,171	1,309	1,447
yoy	-5%	54%	-40%	-15%	-5%	5%
定增规模	16,918	12,705	7,524	6,395	6,395	6,395
yoy	38%	-25%	-41%	-15%	-15%	-15%
集合规模	21,938	21,125	17,956	17,058	18,854	20,649
yoy	41%	-4%	-15%	-5%	5%	15%
融资融券余额	9,392	10,263	7,558	6,424	7,180	7,936
yoy	-20%	9%	-26%	-15%	-5%	5%
股权质押回购: 待购回余额	12,840	16,200	11,160	8,928	10,044	10,602
yoy	81%	26.20%	-31%	-20%	-10%	-5%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

表 10: 2019 证券行业主要财务数据预测 (亿元)

	2016	2017	2018	2019E 保守	2019E 中性	2019E 乐观
经纪业务	1,103	855	655	399	431	463
自营业务	568	861	800	1,454	2,035	2,617
利息收入	382	348	215	151	160	166
投行业务	684	510	370	422	427	432
资管业务	296	310	275	228	230	231
总营业收入	3,280	3,113	2,663	3,071	3,700	4,327
同比	-43%	-5%	-14%	15%	39%	62%
净利润	1,235	1,130	666	789	1,016	1,243
净资产	16,400	18,500	18,900	19,489	19,717	19,943
ROE	7.50%	6.10%	3.52%	4.05%	5.16%	6.23%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

投资建议：长期看好，围绕三条主线，关注头部券商

当下券商行业的商业模式正由通道业务（经纪、投行等）向买方业务（自营、资管、衍生品、私募股权等）转型。回顾2019上半年，市场波动引发证券行业经营业绩震荡，但展望2019年经营环境，总体来看，在监管鼓励创新，科创板、对外开放等政策红利推动下，行业仍居发展潜力。围绕三条主线，头部券商相对优势明显：

1) 衍生品：关注寡占市场下的龙头券商。金融高水平双向对外开放下，衍生品等创新业务快速发展。当前衍生品市场高度集中，龙头券商市场份额高，具备较前大风险控制能力和定价能力，在交易制度加速放开下优势明显。

2) 投行资本化：关注传统投行业务及资本化业务突出的券商。在金融供给侧改革持续深化，科创板推行的背景下，投行资本化业务具有重要承上启下作用，兼备传统投行业务强实力与私募股权业务管理规模靠前的券商有望更多受益；

3) 财富管理：按图索骥，关注四要素优势突出的券商。通道业务收入贡献持续降低背景下，转型财富管理，做大机构业务是发展方向。券商财富管理能力取决于渠道优势、产品端实力、服务质量以及并购能力。现阶段我国券商处于财富管理初级阶段，以代销金融产品为主，客户资源丰富、具备高客均资产，且经纪业务份额高的券商财富管理能力强，有望优先受益。

综上所述，我们长期看好创新业务推进所带来的证券板块的投资性机会。证券行业有望通过投行资本化、财富管理等高ROA业务促进券商实现战略发展。个股方面建议重点关注受益科创板、衍生品等业务创新的龙头公司：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK）、中金公司（03908.HK），及低估值龙头海通证券（600837.SH）/（06837.HK）等。

风险提示

1、风险因素包括宏观经济与行业景气度下行，如经济下行超预期、多因素影响利率短期大幅波动、资管新规后续补丁文件严厉性超预期、行业爆发严重风险事件等。2、公司经营受多因素影响，风险包括：行业竞争加剧、存量资管项目爆发严重风险事件、公司业绩不达预期、二级市场波动、新领域投资出现亏损等。

广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍 淼：分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 文 京 雄：分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：研究助理，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 韵 杨：研究助理，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

- (1) 广发证券在过去 12 个月内与国泰君安(601211)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券在过去 12 个月内与国泰君安(02611)公司有投资银行业务关系。
- (3) 广发证券在过去 12 个月内与国信证券(002736)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。