



证券

# 【联讯非银】证券行业 2019 年中期策略：拥抱政策春风，把握投行主线

2019 年 06 月 20 日

投资要点

增持(维持)

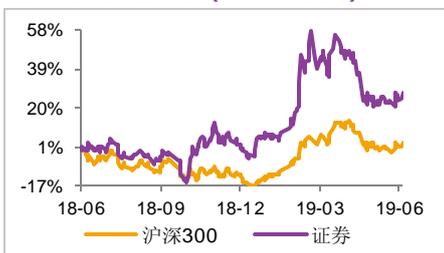
分析师：李兴

执业编号：S0300518100001

电话：010-66235713

邮箱：lixing@lxsec.com

行业表现对比图(近 12 个月)



资料来源：聚源

相关研究

《【联讯非银行业点评】股市成交持续放大，券商业绩继续改善——上市券商 3 月业绩点评》2019-04-10

《【联讯非银】证券行业一季报总结：资金业务大幅改善，中小券商弹性凸显》2019-05-10

《【联讯非银】上市券商 4 月业绩点评：环比下滑同比上升，市场改革步履不停》2019-05-13

◇ 券商一季度业绩大增，源于资金业务改善

2019 年一季度市场交投活跃叠加政策宽松，上市券商业绩大增，一季度 35 家上市券商全部盈利，总计营收 977 亿元（同比+51%）；净利润 378 亿元（同比+87%），为 2016 年以来业绩规模最大单季度。龙头券商规模优势依旧，净利润排名前五位的是中信、海通、国君、广发、华泰。从各项业务对业绩增长贡献来看，自营业务和信用业务增幅最大，轻资产业务中投行增幅较大。2019 年一季度证券行业 ROE 大幅回升，年化达到 9.08%，创下 2016 年以来新高。

◇ 投行收入增长可期，自营投资不断加码

2019 年前五月市场明显回暖，A 股日均成交额 6121 亿元，同比增长 34%；IPO 融资规模累计 498 亿元，同比下降 4%，但 2-4 月融资规模呈现上涨趋势，IPO 审核节奏也逐步提速，叠加科创板增量效应，全年 IPO 规模大概率实现正增长。债券发行规模提升，前五月核心债券发行规模 43984 亿元，同比增长 29%，投行收入增长可期。券商自营资产占净资本比例不断提高，自营投资规模不断加大。

◇ 监管政策持续松绑，行业迎来快速发展期

政策监管目前处于松绑期，无论是科创板快速落地、股指期货交易松绑，还是鼓励险资入市、加大对外开放，均对证券行业有着积极意义。科创板注册制作为 2019 年资本市场核心政策，将以投行业务升级为基石带动券商其他业务发展；证券法修订草案三次审议稿公开征求意见，基本制度完善利于提高资本市场资源配置效率；股指期货松绑可以进一步满足机构投资者的风险对冲需求，提升市场流动性；再融资宽松预期加强，有望加大金融服务实体经济力度，提高直接融资比例，利好资本市场主要参与者券商；中金所启动国债期货做市交易，将增厚券商投资业务收入；央行证监会出台大行支持非银方案，调高大型券商短期融资券最高限额，支持大型券商发行金融债券，利好龙头券商。监管政策持续松绑，行业将迎来快速发展期。

◇ 科创板箭在弦上，保荐券商强者恒强，增量收入有望超 50 亿

科创板推进速度逐步加快，首批公司即将面世。自 2018 年 11 月 5 日中央宣布设立科创板并试点注册制，仅历时七个月便有首批三家公司过会，其中两家公司从过会后提交注册申请到证监会同意更是仅用一天时间，华兴源创公告 6 月 27 日开始申购，科创板第一股即将面世。科创板保荐券商分布呈现聚焦龙头、强者恒强的局面，拟承销金额前五位券商占据半数以上市场份额，分别是中金、华泰、中信、建投、招商，与 2018 年券商 IPO 承销金额前五位基本一致，体现了券商投行业务强者恒强的局面。通过对科创板业务收入进行敏感性测算，我们预计在中性条件下，2019 年券商科创板增量收



入将超过 50 亿，较 2018 年营收增加 2%，头部券商将占据大多数份额。

#### ✧ 投资建议：行业估值具备吸引力，关注投行业务领先的龙头券商

我们认为证券行业短期看政策监管，中期看业绩实现，长期看行业转型。政策监管目前处于松绑期，2019 全年业绩增速有望超过 50%，行业转型双管齐下，建议关注科创板注册制引领的投行业务转型，投行业务领先、发行定价承销能力突出的龙头券商将受到更多关注。

推荐华泰证券，作为科创板首家上市企业保荐券商，华泰证券科创板拟承销金额市占率行业第二（仅次于中金，上市券商中排名第一），投行综合实力领先；华泰证券还是国内首家发行 GDR 的上市公司，子公司 AssetMark 美股分拆上市顺利推进，增厚资本金同时促进国际业务发展；公司股基交易市占率及移动客户端活跃度多年稳居市场第一，营业网点运营效率处龙头券商中领先地位；科技赋能驱动业务发展，前瞻性布局自主研发平台，信息技术水平不断提升，降本增效同时驱动业务发展。同时推荐中信证券（行业标杆，综合龙头）和中信建投（科创板拟保荐项目数量居首、IPO 储备项目领先）。

#### ✧ 风险提示

市场大幅波动风险，监管政策变化风险，外部环境持续恶化风险。



## 目 录

一、一季报业绩同比大增，资金业务大幅改善 .....	5
二、投行收入增长可期，自营投资不断加码 .....	7
（一）轻资产业务：经纪业务先扬后抑，投行收入增长可期 .....	7
（二）重资产业务：自营投资不断加码，信用业务规模回升 .....	12
（三）行业集中度：一季度整体下滑，自营逆势提升 .....	13
三、监管政策持续松绑，科创板成为政策核心 .....	14
（一）监管政策持续松绑，行业迎来快速发展期 .....	14
（二）科创板推进逐步加快，首批企业即将上市 .....	15
（三）科创板保荐券商分布：聚焦龙头，强者恒强 .....	17
（四）券商科创板业务敏感性测算：2019 年收入增厚超 50 亿 .....	19
四、投资建议：行业估值具备吸引力，关注投行业务领先的龙头券商 .....	23
（一）行业估值处于历史地位，迎来布局机会 .....	23
（二）注册制大背景下关注投行业务领先的龙头券商 .....	24
五、风险提示 .....	25

## 图表目录

图表 1： 一季度自营收入同比涨幅最大 .....	5
图表 2： 一季度各板块业务收入占比变化情况 .....	5
图表 3： 证券行业杠杆率 2016 年后连续攀升 .....	6
图表 4： 一季度证券行业 roe 大幅回升 .....	6
图表 5： A 股月度日均成交额走势（亿元） .....	7
图表 6： A 股周日日均成交额（亿元） .....	8
图表 7： 证券行业平均佣金率不断下滑 .....	8
图表 8： 经纪业务收入集中度下滑 .....	8
图表 9： 2019 年前五月 IPO 融资情况 .....	9
图表 10： 2019 年发审委首发企业审核情况 .....	9
图表 11： 2019 年前五月企业增发规模同比下降 17% .....	10
图表 12： 2019 年前五月企业再融资规模同比下降 37% .....	10
图表 13： 2019 年债券发行规模提升 .....	11
图表 14： 2019 年前五月企业债发行规模增速较快（亿元） .....	11
图表 15： 2017 年之后资管规模下降但集合计划占比提升 .....	12
图表 16： 券商自营资产占净资本比例不断提高（%） .....	13
图表 17： 2019 年两融余额整体回升 .....	13
图表 18： 上市券商 CR5 .....	14
图表 19： 各业务线条收入集中度 .....	14
图表 20： 2019 年以来证券行业主要政策与事件 .....	14



图表 21: 科创板不断提速.....	15
图表 22: 科创板已过会企业 16 家 (截止 20190619) .....	16
图表 23: 科创板保荐机构跟投比例.....	17
图表 24: 科创板保荐券商拟承销公司数量前十券商 .....	17
图表 25: 科创板保荐券商拟承销金额市占率前十券商.....	18
图表 26: 2018 年券商 IPO 承销金额前十位.....	18
图表 27: IPO 储备项目数量前十位券商.....	19
图表 28: 科创板 2019 年首发企业承销费用测算 (亿元) .....	20
图表 29: 2019 年科创板保荐机构跟投金额测算 (亿元) .....	20
图表 30: 2019 年科创板跟投对券商投资收益贡献测算 (亿元) .....	20
图表 31: 科创板发行相关要求.....	21
图表 32: 科创板网下初始发行比例.....	21
图表 33: 2019 年科创板配售佣金费用测算 (亿元) .....	22
图表 34: 券商板块前五个月涨幅靠前个股.....	23
图表 35: 证券行业估值低于中位数.....	23
图表 37: 推荐标的成长性及估值情况 (截止 20190619) .....	25

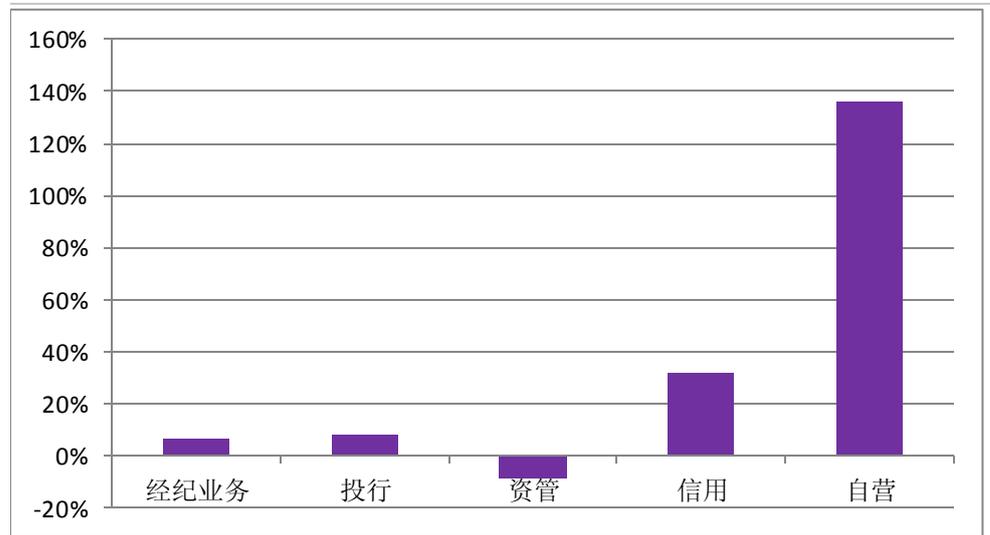


## 一、一季报业绩同比大增，资金业务大幅改善

2019 年一季度市场交投活跃叠加政策宽松，上市券商业绩大增，为 2016 年以来最佳单季度业绩规模。2019 年一季度 35 家上市券商全部实现盈利，总计营业收入 977 亿元，同比+51%，环比+23%；归母净利润 378 亿元，同比+87%，环比+271%，为 2016 年以来最佳单季度业绩。龙头券商规模优势依旧明显，归母净利润排名前五的是中信证券、海通证券、国泰君安、广发证券、华泰证券，分别为 43、38、30、29、28 亿元。14 家券商净利润同比增幅超过 100%，中小券商依靠业绩弹性增速排名靠前，增速排名前五的是太平洋、东吴证券、东北证券、第一创业、西部证券，增速均超过 200%。一季度净资产收益率同比大幅上升，中位数（2.6%）较去年同期上升 1.3 个百分点，华安证券、国信证券、东北证券、太平洋、中信建投在净资产收益率排名中位居前五。

从各项业务对业绩增长贡献来看，自营业务和信用业务同比增幅最大。上市券商各项业务中除资管以外，其他业务收入均有增长，其中自营业务涨幅最大，同比+136%，信用业务收入同比+32%，资管业务收入下滑，同比-8%。

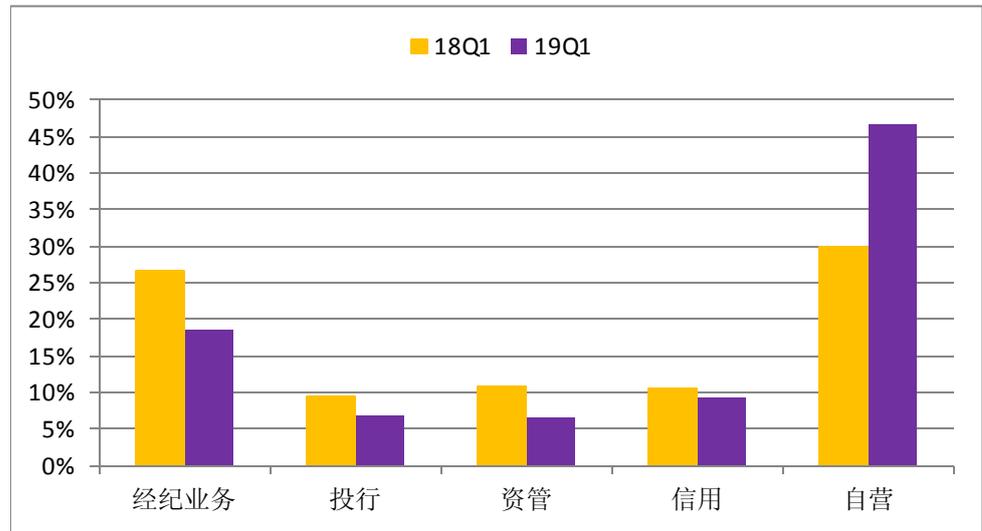
图表1： 一季度自营收入同比涨幅最大



资料来源:联讯证券, 万德

从各个板块业务收入结构来看，2019 年一季度上市券商营业收入中自营业务收入占比接近一半，且领先优势扩大，较 2018 年一季度上升 17 个百分点。除自营业务收入占比上升以外，其他业务均有所下滑，其中经纪业务和投行收入占比下滑幅度较大，分别较去年同期下滑 8 个和 5 个百分点。

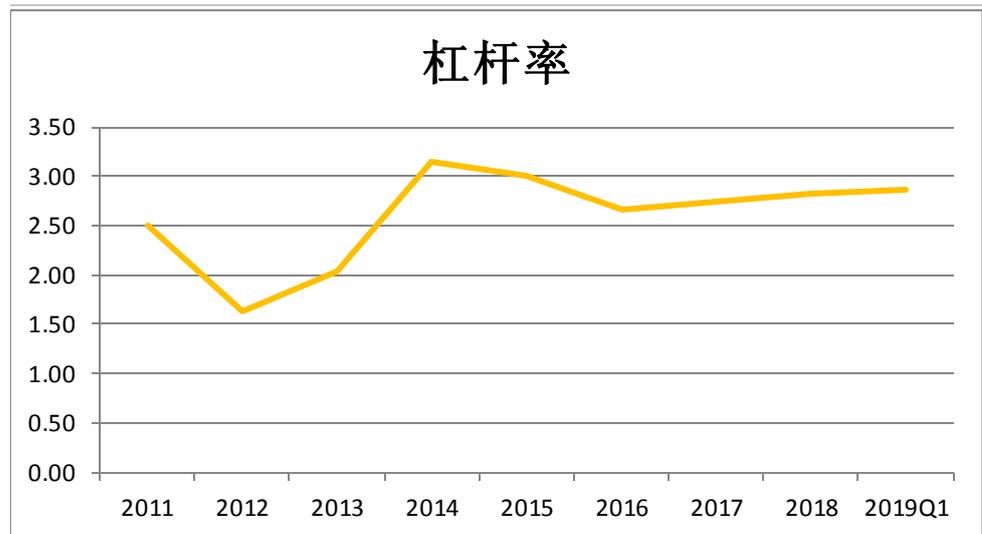
图表2： 一季度各板块业务收入占比变化情况



资料来源:联讯证券, 万德

证券行业融资火热提升行业杠杆率。2018 年证券行业业绩普遍下滑, 部分券商净资本受到影响, 目前有融资回血的需求, 同时 2019 年券商板块估值提升提高了融资成功率, 一季度有多家券商抛出了大额融资方案, 例如中信证券、中信建投均公布百亿规模以上的定增计划。

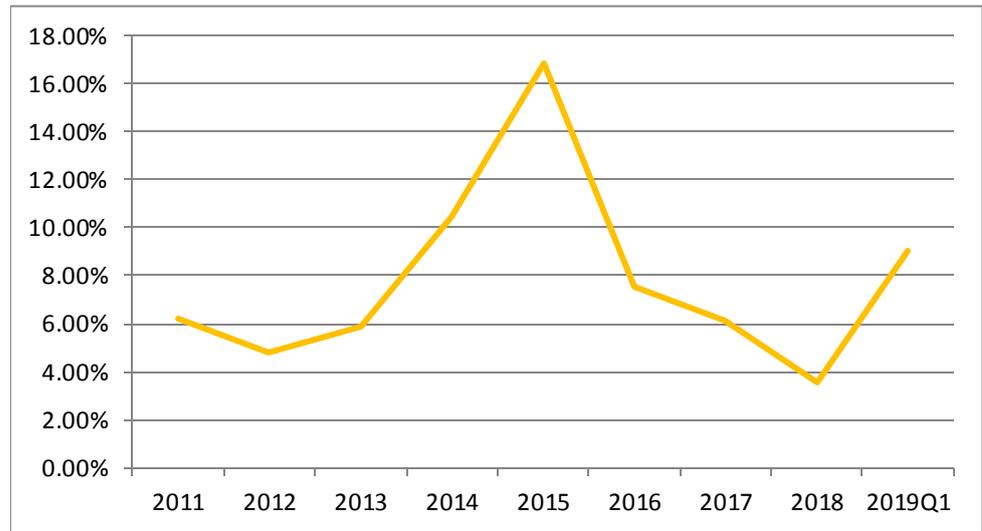
图表3: 证券行业杠杆率 2016 年后连续攀升



资料来源:联讯证券, 证券业协会

2019 年一季度证券行业 roe 为 9.08% (年化), 一改 2015 年以来一路下滑的态势, 创下 2016 年以来的历史新高。根据杜邦分析法,  $roe=roa \times \text{杠杆率}$ , 2019 年一季度证券行业 roe 提升主要归因于 roa 的提升, 在杠杆率仅提升 2% 的情况下, roa 大幅提升 152%。

图表4: 一季度证券行业 roe 大幅回升



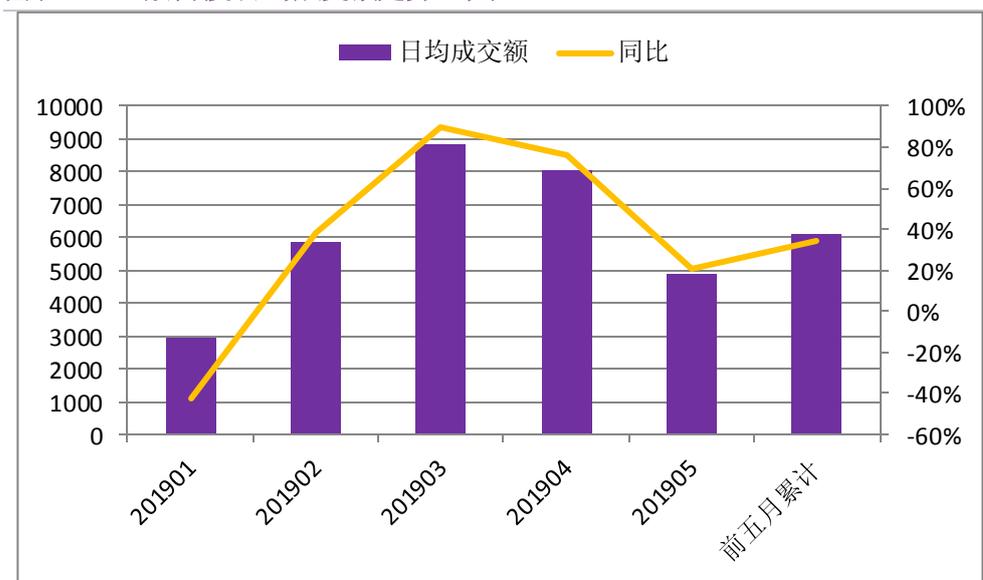
资料来源:联讯证券, 证券业协会

## 二、投行收入增长可期, 自营投资不断加码

### (一) 轻资产业务: 经纪业务先扬后抑, 投行收入增长可期

2019年前5月A股日均成交额6121亿元, 同比增长34%。其中3月A股日均成交额8847亿元, 同比增长89%, 为18年以来日均成交量最高一月。进入四月后市场活跃度逐步降低, 连续两个月成交量下滑, 5月A股日均成交额4901亿元, 环比下滑39%, 但同比依然上涨21%。

图表5: A股月度日均成交额走势(亿元)

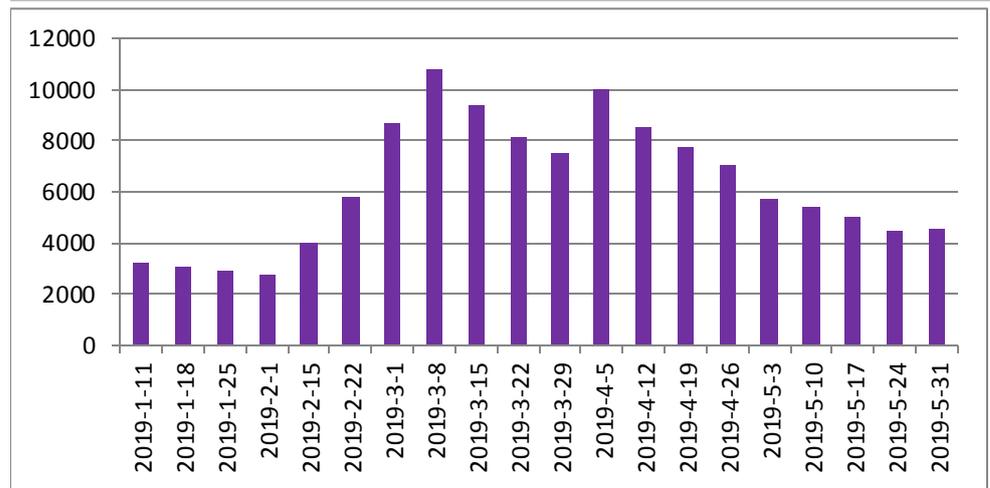


资料来源: 联讯证券, 万德

从周日日均成交额来看, 3月8日和4月5日当周日日均成交额均超过万亿。进入四月后, A股周日日均成交额经历连续七周下跌, 于五月份最后一周首次转为环比正增长, 当周日日均成交额4576.58亿元, 环比上涨1%。



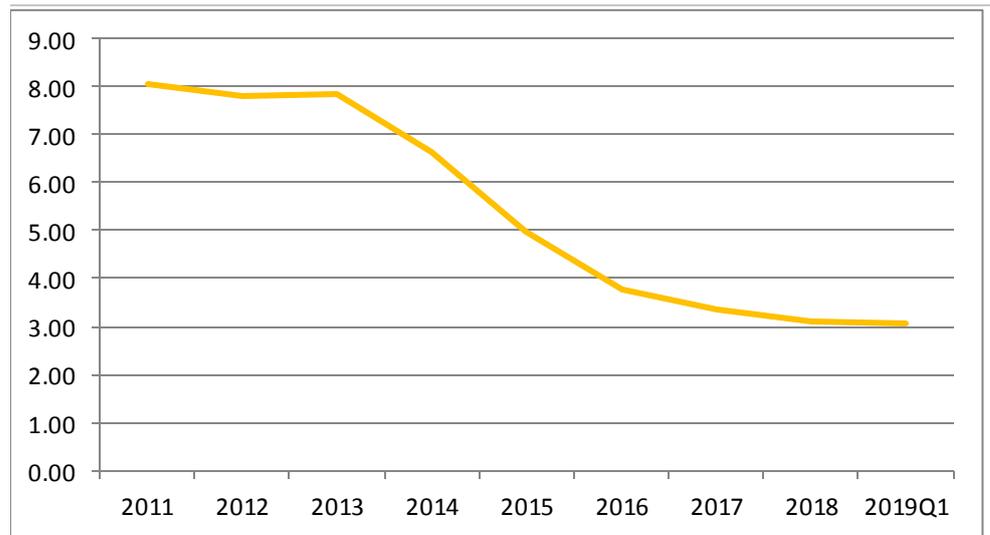
图表6: A股周日均成交额(亿元)



资料来源: 联讯证券, 万德

上市券商一季度经纪业务收入 182 亿元, 同比增长 6%。经纪业务收入增长率大幅低于股票交易额增长率, 我们认为造成这一现象的原因有两个, 首先是行业平均佣金率的下滑, 由 2011 年的万分之 8.05 降至 2019 年一季度的万分之 3.07。

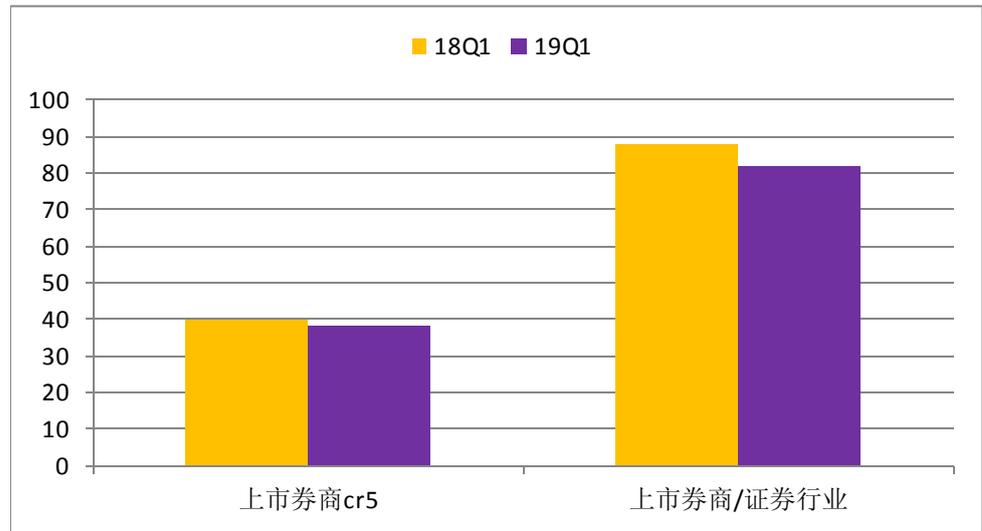
图表7: 证券行业平均佣金率不断下滑



资料来源: 联讯证券, 证券业协会

其次是经纪业务收入集中度的下滑, 无论是上市券商经纪业务收入 cr5 还是上市券商占证券行业的比重, 2019 年一季度较 2018 年一季度均有所下滑, 中小券商相对薄弱的资本实力对经纪业务等轻资产业务的不利影响相对较小, 尤其在市场上行时散户大量涌入, 提供差异化客户服务、佣金率相对较低的地方性中小券商更受散户青睐, 这也从另一方面拉低了行业整体佣金率。

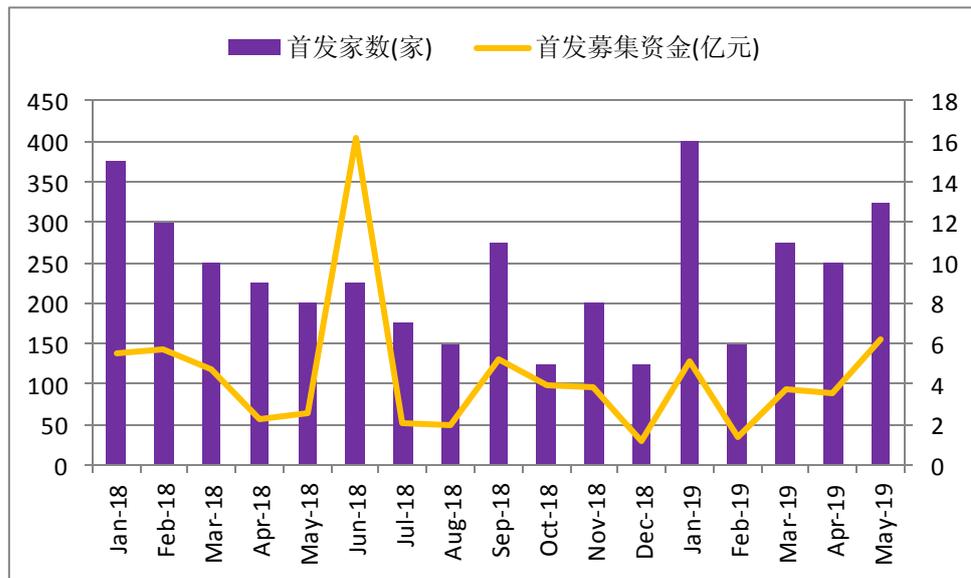
图表8: 经纪业务收入集中度下滑



资料来源:联讯证券, 万德, 证券业协会

2019年前五月 IPO 融资规模累计 498 亿元, 同比下降 4%。但 2-4 月融资规模呈现上涨趋势, 叠加科创板增量效应, 全年 IPO 规模大概率实现正增长。

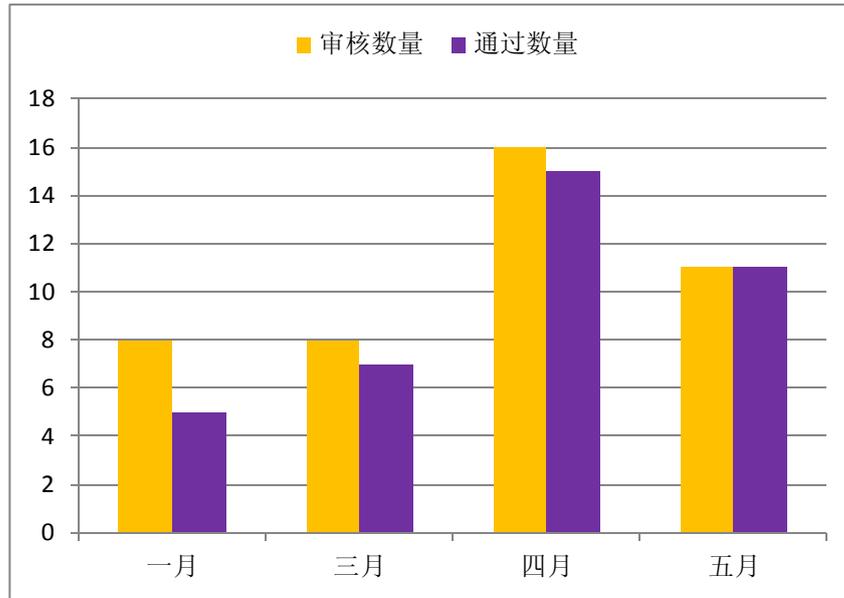
图表9: 2019年前五月 IPO 融资情况



资料来源: 联讯证券, 万德

从 IPO 审核节奏来看, 上半年逐步提速。2019 年 1 月和 3 月审核公司数量均为 8 家, 4 月审核 16 家, 5 月 11 家, 叠加审核通过率提高, 另外科创板项目带来增量收入, 券商投行保荐业务收入增长可期。

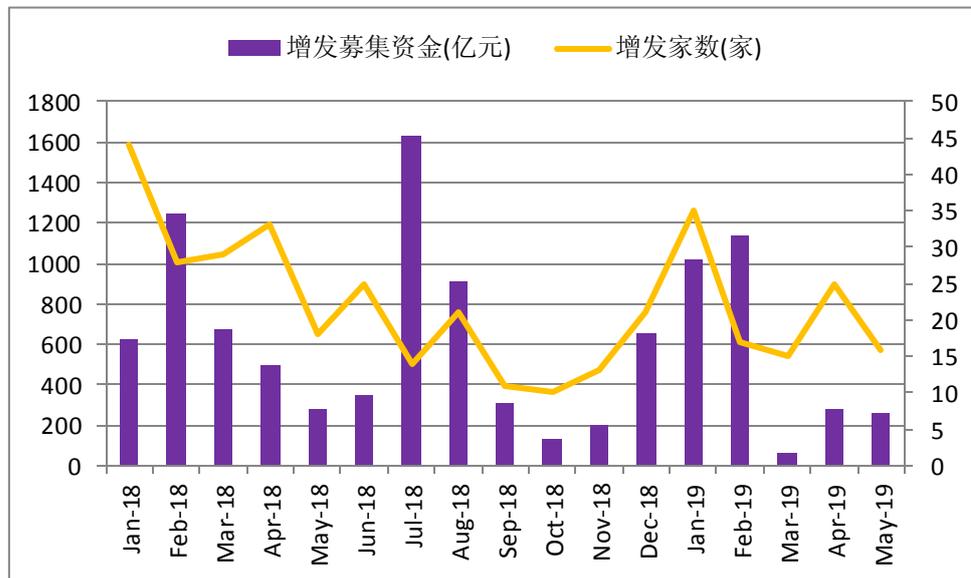
图表10: 2019年发审委首发企业审核情况



资料来源:联讯证券, 万德

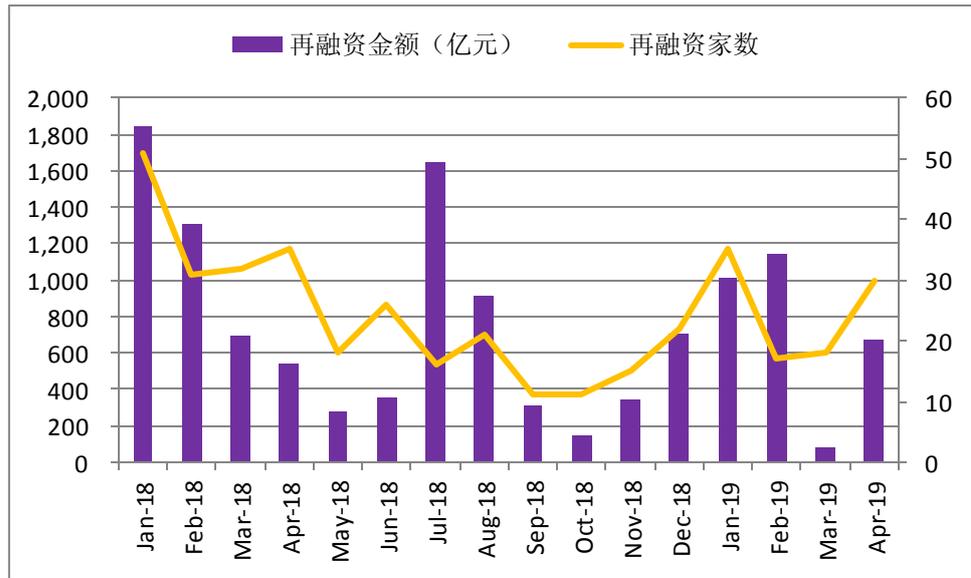
2019 年前五月增发融资规模累计 2763 亿元, 同比下降 17%。再融资(包括增发、配股和优先股)金额 2915 亿元, 同比下降 37%。

图表11: 2019 年前五月企业增发规模同比下降 17%



资料来源: 联讯证券, 万德

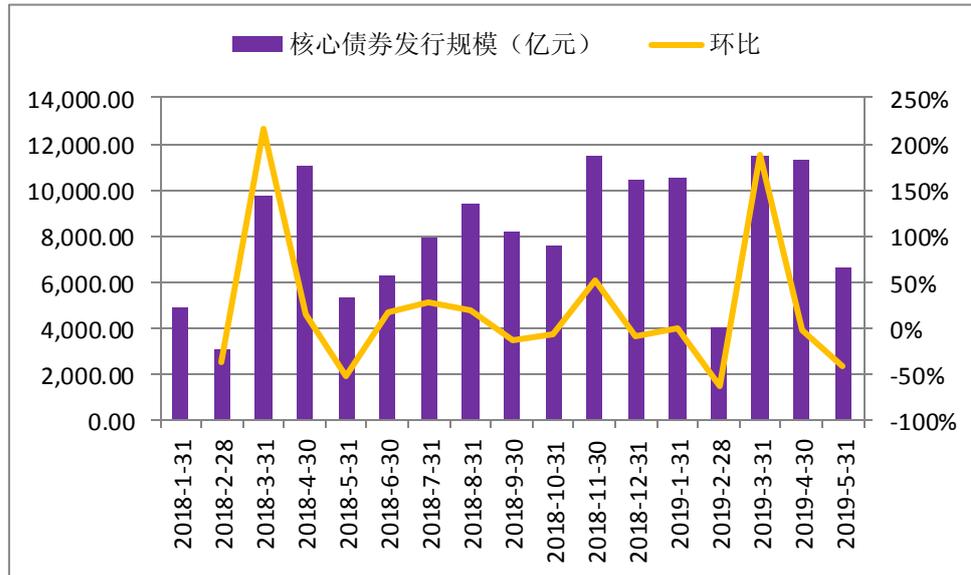
图表12: 2019 年前五月企业再融资规模同比下降 37%



资料来源：联讯证券，万德

2019 年债券发行规模提升，前五月核心债券（公司债、企业债和资产支持证券）发行规模 43984 亿元，同比增长 29%。

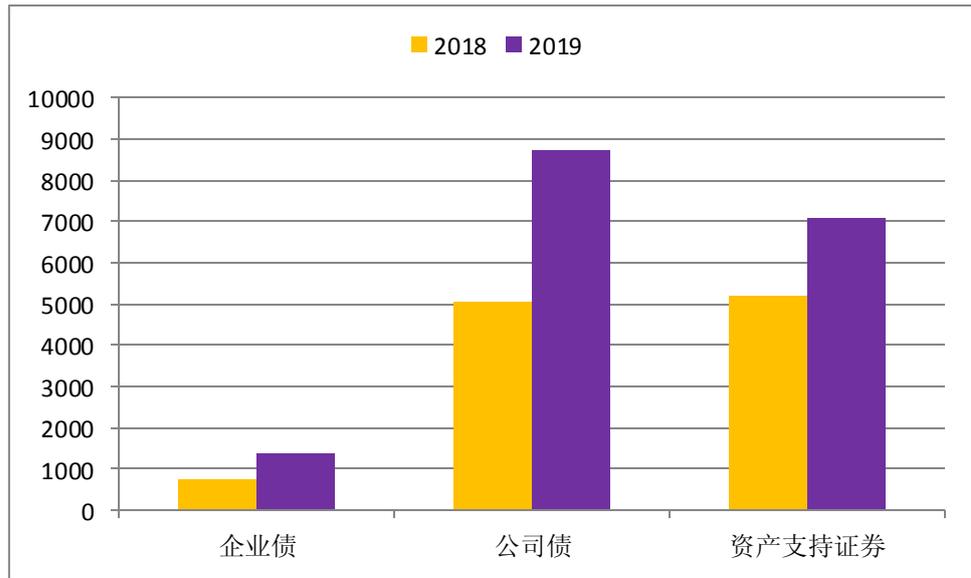
图表13： 2019 年债券发行规模提升



资料来源：联讯证券，万德

分债券类型来看，三类债券发行规模均有增长，其中企业债发行规模增速较快（+86%），公司债增长绝对值最大（3660 亿元）。

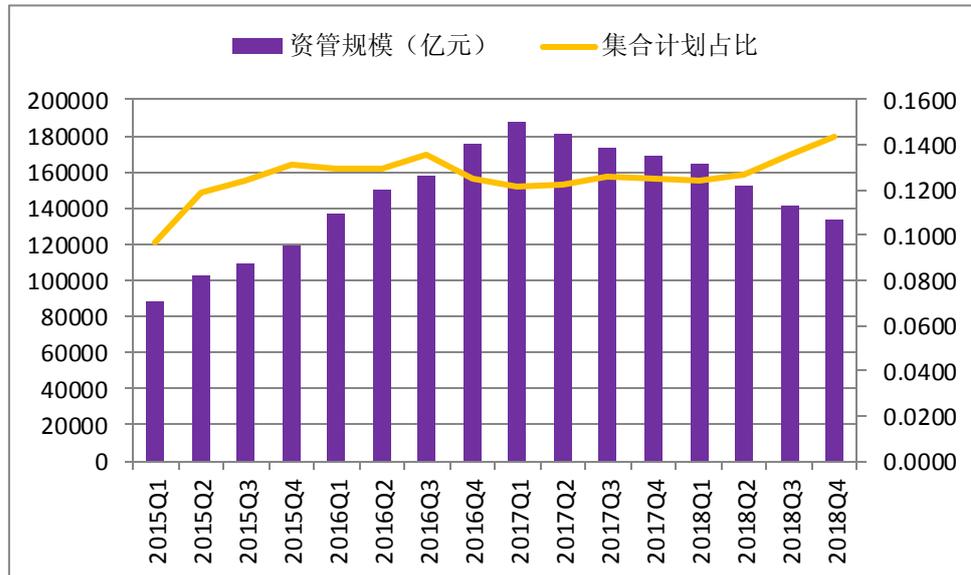
图表14： 2019 年前五月企业债发行规模增速较快（亿元）



资料来源：联讯证券，万德

资管规模连续七个季度下滑，集合计划占比不断提升。截止 2018 年末，券商资管规模合计 13.36 万亿，较 2017 年一季度末最高点下降 29%，资管规模连续七个季度下滑。但集合计划占比连续提升，2018 年末券商集合计划规模占资管总规模比例为 14.33%，较 2017 年一季度末提升了 2.16 个百分点。

图表15： 2017 年之后资管规模下降但集合计划占比提升



资料来源：联讯证券，万德

## (二) 重资产业务：自营投资不断加码，信用业务规模回升

从券商自营权益类证券及证券衍生品和固收类证券分别占净资产比例来看，2016 年以后自营权益占比不断降低，固收占比相反不断提升。总体来看券商自营资产占净资产比例不断提高，自营投资相对净资产规模不断加大，这一方面提升了券商自营业务在市场向好时的绝对收益，另一方面也对券商投研能力提出更高要求，投研能力强、风控水平高的券商有望获得更好的自营投资收益。



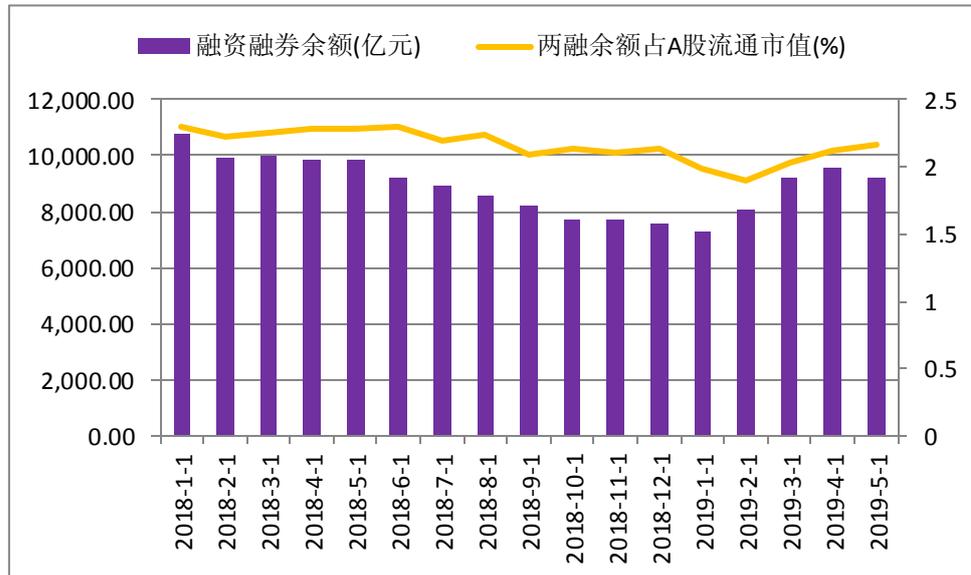
图表16: 券商自营资产占净资本比例不断提高 (%)



资料来源: 联讯证券, 万德

2019 年两融余额规模整体回升, 1-4 月连续上涨, 杠杆比例上行。截止 5 月末融资融券余额 9,224.59 亿元, 较 1 月末低点上涨 27%; 两融余额占 A 股流通市值 2.16%, 较 1 月末上升 0.17 个百分点。

图表17: 2019 年两融余额整体回升



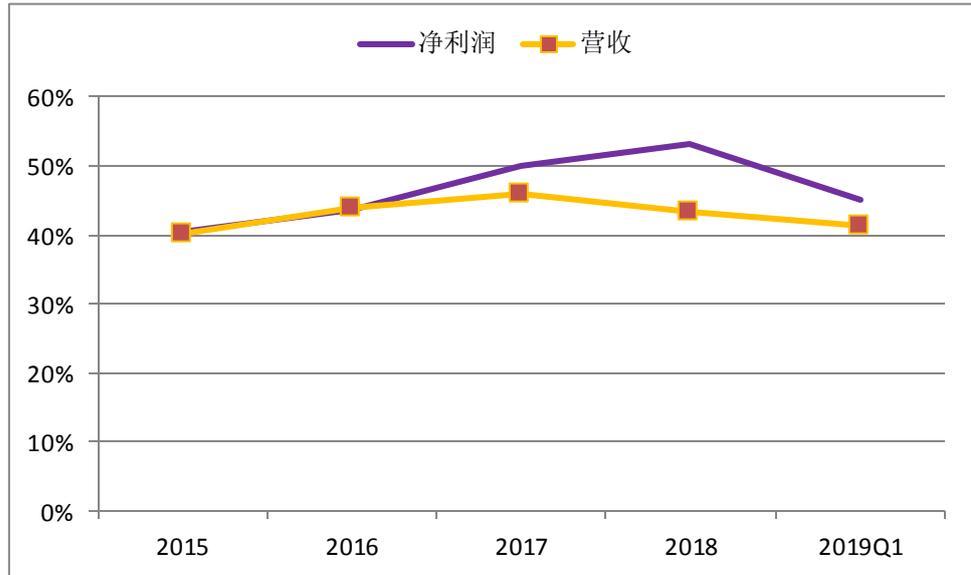
资料来源: 联讯证券, 万德

### (三) 行业集中度: 一季度整体下滑, 自营逆势提升

上市券商净利润集中度 (CR5) 在 2015-2018 年连续上升, 而在 2019 年一季度有所下滑, 主要原因是 2015-2018 年市场相对低迷, 行业风险暴露较多, 整体收入下滑, 业务多元化、经营风格稳健的大券商更能抵御市场下行带来的不利影响; 进入 19 年一季度市场交投回暖, 中小券商由于业绩基数较低等原因, 反弹相对幅度较龙头券商更大, 造成 2019 一季度行业集中度有所下滑。



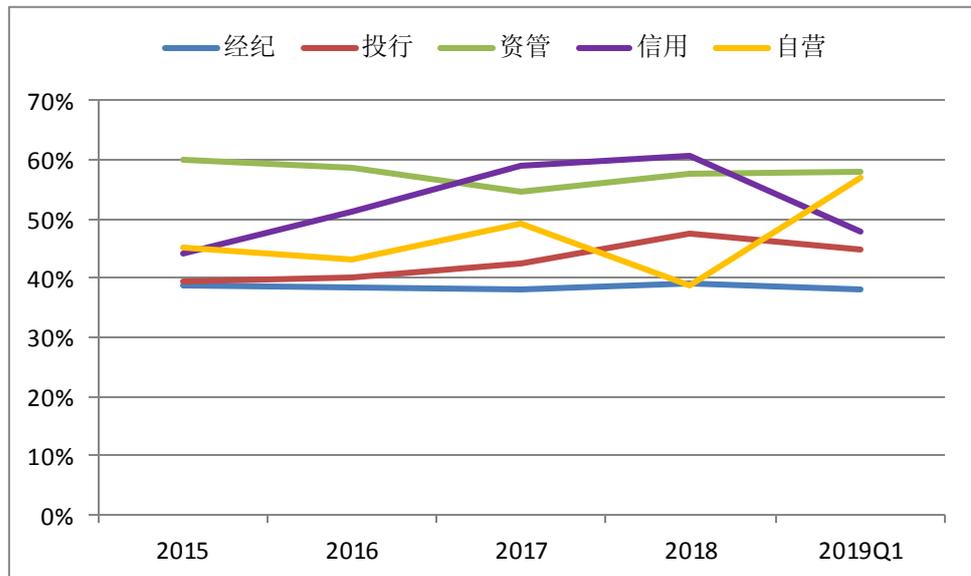
图表18: 上市券商 CR5



资料来源: 联讯证券, 万德

从各业务线条收入集中度来看, 经纪业务收入集中度相对较低, 资管业务较高。投行和信用业务收入集中度在 2015-18 年明显上升, 但 19 年一季度同时迎来下滑。

图表19: 各业务线条收入集中度



资料来源: 联讯证券, 万德

### 三、监管政策持续松绑, 科创板成为政策核心

#### (一) 监管政策持续松绑, 行业迎来快速发展期

2019 年以来证监会、交易所颁布多项政策文件, 对证券行业总体而言利大于弊, 无论是科创板快速落地、股指期货交易松绑, 还是鼓励险资入市、加大对外开放, 均对证券行业有着长期且深远的意义。监管政策持续松绑, 行业迎来快速发展期。

图表20: 2019 年以来证券行业主要政策与事件



日期	政策/事件	主要内容
20190118	《关于股票质押式回购交易相关事项的通知》	优化违约合约展期安排，融入方违约且确需延期以纾解其信用风险时，可以以存量延期方式缓解融入方还款压力；放宽旨在解决合约违约而新增交易的部分限制
20190128	银保监会鼓励险资入市	鼓励保险公司使用长久期账户资金，增持优质上市公司股票和债券，拓宽专项产品投资范围，加大专项产品落地力度
20190130	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》	明确科创板改革相关内容
20190131	《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定》	借鉴成熟市场经验，引导证券公司在安全、合规的前提下，为机构投资者合理化需求提供外部接入服务。涉及程序化交易等新型交易方式的监管及自律要求，待相关规则出台后，外部接入系统需一体遵循。
20190131	拟取消融资融券的“平仓线”不得低于130%的统一限制，并扩大担保物范围	缓解因股权质押问题、业绩地雷阵引发的踩踏式平仓风险
20190419	调整股指期货交易保证金标准、手续费标准及过度交易监管标准	核心变化在于下调中证500保证金比例至12%，放松非套保日内开仓手数限制到500手，以及降低平仓手续费至万分之3.45，此次股指期货松绑将进一步满足机构投资者的风险对冲需求，将在一定程度上提升市场流动性
20190426	证券法修订草案三次审议稿开始公开征求社会各界意见	主要修改要点包括增加“科创板注册的特别规定”专节、存托凭证纳入证券范围、证券公开发行修改和取消暂停上市交易制度等，基本制度完善利于提高资本市场资源配置效率
20190613	科创板宣布正式开板，证监会强调对外开放	国务院副总理刘鹤、上海市委书记李强、上海市市长应勇、证监会主席易会满共同为科创板开板。证监会将陆续推出修订QFII/RQFII制度规则、放宽外资银行在华从事证券投资基金托管业务的准入限制、全面推开H股“全流通”改革、加大期货和债券市场开放力度等一揽子对外开放的务实举措
20190617	沪伦通启动仪式	沪伦通启动仪式，华泰证券GDR（全球存托凭证，代码HTSC）在英国金融市场行为监管局维护的正式清单中的标准板块成功上市

资料来源：联讯证券

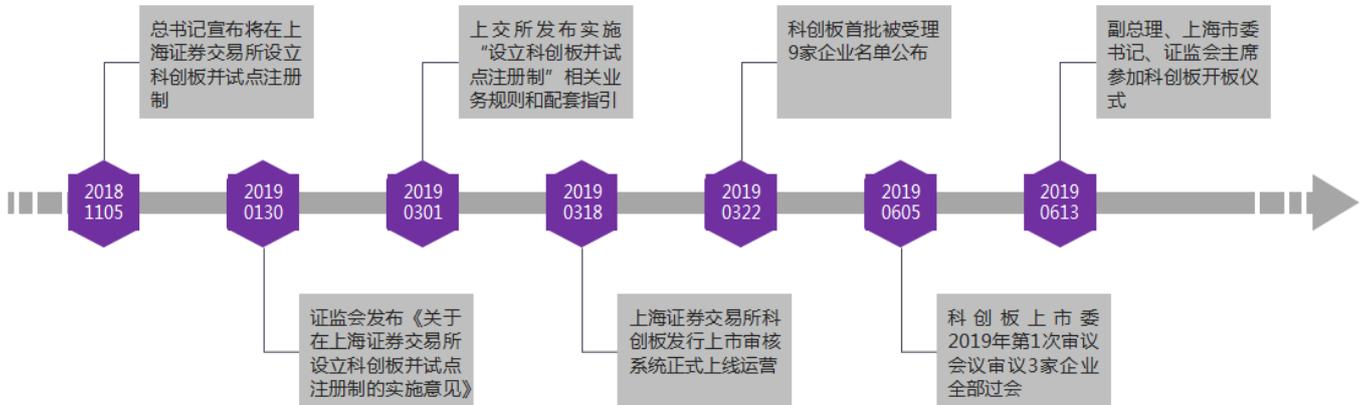
## （二）科创板推进逐步加快，首批企业即将上市

自2018年11月5日中央宣布设立科创板并试点注册制，仅历时七个月便有首批三家公司过会，其中两家公司从过会后提交注册申请到证监会同意更是仅用一天时间，华兴源创公告6月27日开始申购，将成为科创板第一股。科创板推进速度逐步加快，首批公司即将面世。

图表21：科创板不断提速



## 科创板时间轴



资料来源:联讯证券

6月5日科创板召开第1次上市委员会审议会议,审议3家企业全部通过。科创板上市企业要经过受理、审核问询、上市委审议、证监会注册、发行上市五个环节,上市委审议将采用少数服从多数原则,企业通过审议后经过证监会注册(20个工作日内完成)即可发行上市。参加第1次审议会议的3家企业中,受理日期最早的是深圳微芯生物(3月27日),从受理到审议仅用时69天。同时科创板相关交易系统的技术准备也在如火如荼进行中,目前已进行三次全网测试,万事俱备只欠东风,首家科创板上市企业最快可能在7月闪亮登场。首批科创板上会企业保荐券商为申万、安信、海通,第二批分别为中信、华泰、兴业。按企业招股书披露的募集资金投资项目概况统计,科创板首次上会三家企业拟募集资金合计21亿元,按承销费率3-5%计算,若全部成功发行将为三家券商带来0.63-1.1亿元的投行业务收入。科创板目前已过会企业16家,拟募集资金合计142亿元。

图表22: 科创板已过会企业16家(截止20190619)

公司名称	预计募集资金(万元)	上会日期	保荐券商	企业所在地
安集微电子科技(上海)股份有限公司	30,310.00	2019/6/5	申万宏源	上海
苏州天准科技股份有限公司	100,000.00	2019/6/5	海通证券	江苏省
深圳微芯生物科技股份有限公司	80,350.00	2019/6/5	安信证券	广东省
浙江杭可科技股份有限公司	54,686.00	2019/6/13	国信证券	浙江省
福建福光股份有限公司	65,107.74	2019/6/11	兴业证券	福建省
澜起科技股份有限公司	230,019.06	2019/6/13	中信证券	上海
北京天宜上佳新材料股份有限公司	64,560.00	2019/6/13	中信建投	北京
苏州华兴源创科技股份有限公司	100,891.70	2019/6/11	华泰证券	江苏省
烟台睿创微纳技术股份有限公司	45,000.00	2019/6/11	中信证券	山东省
南京微创医学科技股份有限公司	89,434.01	2019/6/17	南京证券	江苏省
交控科技股份有限公司	55,000.00	2019/6/17	中金公司	北京
乐鑫信息科技(上海)股份有限公司	101,140.93	2019/6/19	招商证券	上海



公司名称	预计募集资金(万元)	上会日期	保荐券商	企业所在地
上海微创心脉医疗科技股份有限公司	65,109.91	2019/6/19	华菁&国君	上海
宁波容百新能源科技股份有限公司	160,000.00	2019/6/19	中信证券	浙江省
深圳光峰科技股份有限公司	100,000.00	2019/6/19	华泰证券	广东省
杭州安恒信息技术股份有限公司	76,013.21	2019/6/19	国君&华龙	浙江省

资料来源：联讯证券，万德

5 月末，协会发布《科创板首次公开发行股票承销业务规范》，明确科创板承销规则。科创板跟投制度明确保荐券商按比例跟投所保荐项目，券商可以投行业务为中心，提前布局科创板优质企业，充分享受早期企业未来成长带来的长期收益，增厚投资业务收入。根据《科创板股票发行与承销业务指引》规定，保荐机构相关子公司应对发行项目实施跟投，参与跟投的主体为发行人的保荐机构依法设立的另类投资子公司或者实际控制该保荐机构的证券公司依法设立的另类投资子公司，使用自有资金承诺认购的规模为发行人首次公开发行股票数量 2%-5% 的股票，具体比例根据发行人首次公开发行股票的规模分档确定，跟投股份的锁定期为 24 个月。对于采用联合保荐方式的，参与联合保荐的保荐机构应当按照本指引规定分别实施保荐机构相关子公司跟投，并披露具体安排，保荐机构相关子公司跟投使用的资金应当为自有资金，证监会另有规定的除外。

图表 23：科创板保荐机构跟投比例

发行规模（亿元）	跟投比例（%）	跟投上限（亿元）
10 以下	5	0.4
10 到 20	4	0.6
20 到 50	3	1
50 以上	2	10

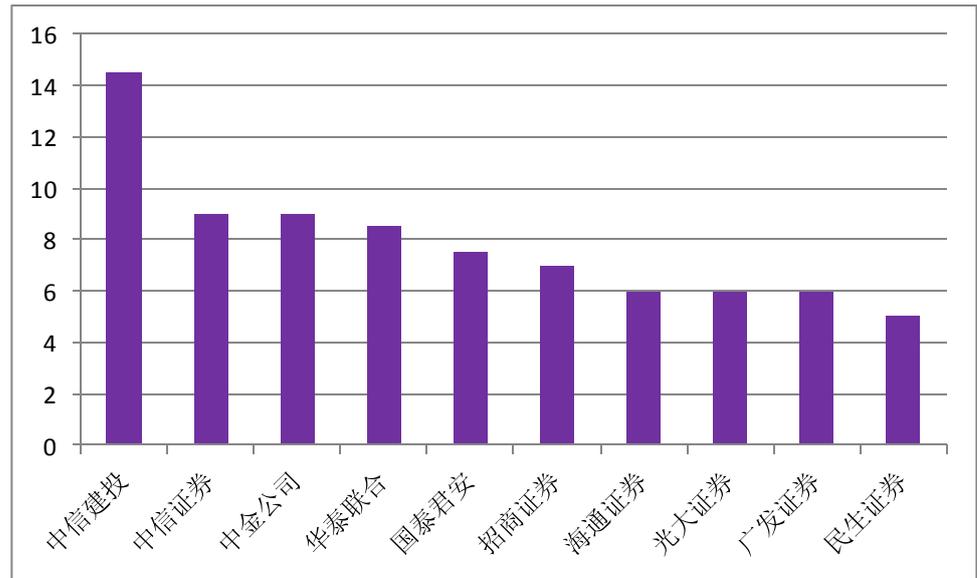
资料来源：联讯证券，《科创板股票发行与承销业务指引》

目前科创板已有公司披露上市发行安排及初步询价公告，华兴源创公告 6 月 27 日开始申购，公司将成为科创板第一股。华兴源创保荐券商为华泰证券，拟募集资金 11 亿元。

### （三）科创板保荐券商分布：聚焦龙头，强者恒强

按科创板保荐券商拟承销公司数量来看，前五位分别是中信建投、华泰联合、中信证券、中金公司、国泰君安。

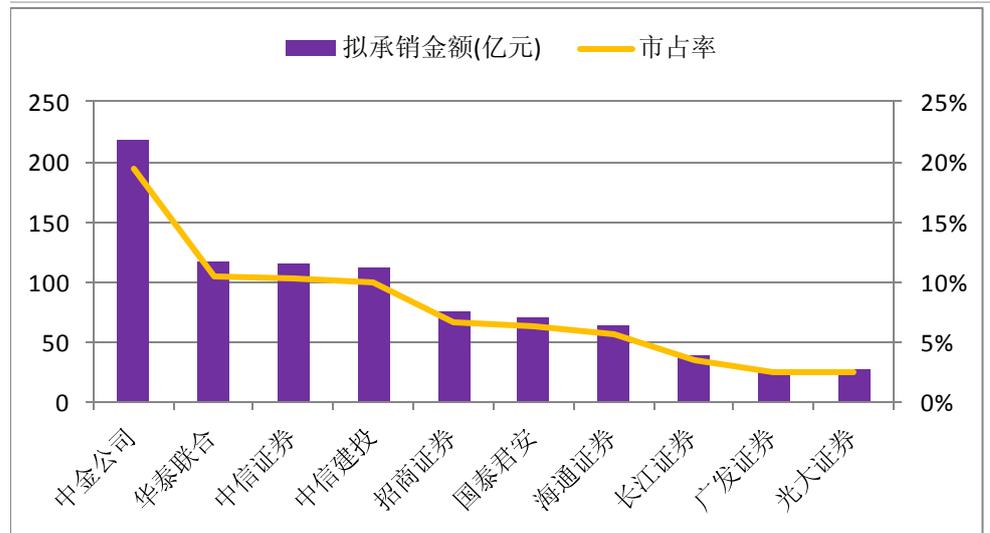
图表 24：科创板保荐券商拟承销公司数量前十券商



资料来源:联讯证券, 公司招股书

按科创板保荐券商拟承销金额市占率来看,前五位券商占据了 56.8%的总承销金额。承销金额市占率最高的是中金公司,以 219 亿元占据了 19.5%的市场份额。

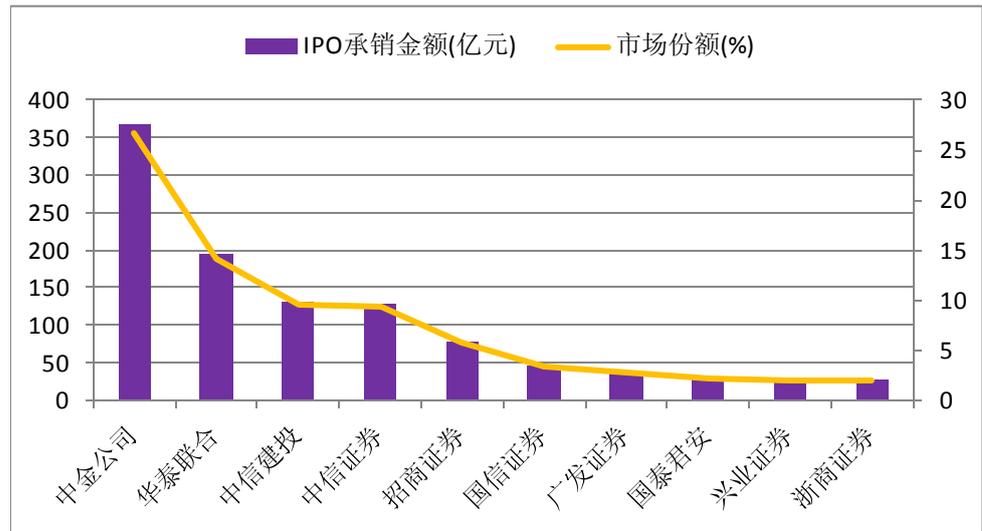
图表 25: 科创板保荐券商拟承销金额市占率前十券商



资料来源:联讯证券, 公司招股书

科创板保荐券商拟承销金额市占率前五分别是中金公司、华泰联合、中信证券、中信建投、招商证券,通过与 2018 年券商 IPO 承销金额排行榜对比发现,除中信证券与中信建投互换位置以外,前五名完全一致,体现了券商投行业务强者恒强的局面。目前科创板已有两家企业获得首批注册通过,分别是华兴源创(保荐券商华泰证券)和睿创微纳(保荐券商中信证券),两家保荐券商均在科创板拟承销金额市占率前三名,再次体现了头部券商在科创板业务当中的显著优势。

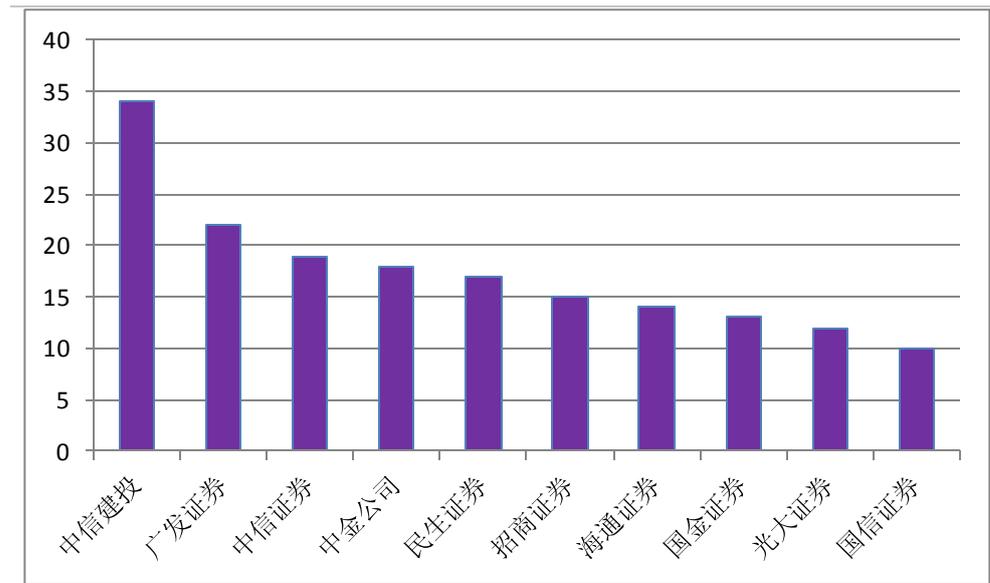
图表 26: 2018 年券商 IPO 承销金额前十位



资料来源:联讯证券, 万德

按各券商 IPO 储备项目数量来看, 前五位分别是中信建投、广发证券、中信证券、中金公司、民生证券。

图表27: IPO 储备项目数量前十位券商



资料来源:联讯证券, 万德

#### (四) 券商科创板业务敏感性测算: 2019 年收入增厚超 50 亿

创业板自 2009 年 10 月 30 日首批企业上市后, 五个月内企业数量达到 65 家。创业板首批 65 家企业募集资金合计 405 亿元, 平均每家企业募集资金 6.23 亿元; 超募资金 237 亿元, 整体超募比例为 141.07%; 承销费用 19.9 亿元, 整体承销费率为 4.91%。

2019 年截止 6 月 14 日 A 股首发企业 58 家, 募集资金合计 511 亿元; 超募资金-34 亿元, 整体超募比例为-6.24%; 首发承销保荐费用 26.3 亿元, 整体承销费率 5.15%。

我们预计科创板首批企业将在七月底之前上市, 年内企业数量有望达到 60-100 家。



按截止 6 月 14 日全部 123 家申报企业披露的拟募集资金计算，平均每家企业拟募集资金为 9.45 亿元。

我们选取创业板首批 65 家企业和今年以来上市企业的承销费率平均值，预计科创板承销费率 5.03%。结合科创板目前进度和平均募集资金，我们分别对不同情况下科创板 2019 年首发企业承销费用做了分别测算，在中性条件下，假设 2019 年科创板上市企业 80 家，平均每家募集资金 9.5 亿元，按承销费率 5.03% 计算，券商投行科创板增量收入约为 38.23 亿元，2018 年证券行业营收 2662.87 亿元，投行收入 258.46 亿元，由此得出科创板保荐对证券行业总体和投行收入分别增厚 1.44% 和 14.79%。

图表28： 科创板 2019 年首发企业承销费用测算（亿元）

平均每家募资（亿元）	企业数量				
	60	70	80	90	100
8	24.14	28.17	32.19	36.22	40.24
9	27.16	31.69	36.22	40.74	45.27
9.5	28.67	33.45	38.23	43.01	47.79
10	30.18	35.21	40.24	45.27	50.30
11	33.20	38.73	44.26	49.80	55.33

资料来源：联讯证券

目前披露的科创板企业拟募资金额都在 20 亿元以下，根据图表科创板保荐机构跟投比例规定，我们预计 2019 年内科科创板上市企业跟投比例区间为 2.5-4.5%。

图表29： 2019 年科创板保荐机构跟投金额测算（亿元）

跟投比例（%）	募资金额（亿元）				
	480	630	760	900	1100
2.5	12.00	15.75	19.00	22.50	27.50
3	14.40	18.90	22.80	27.00	33.00
3.5	16.80	22.05	26.60	31.50	38.50
4	19.20	25.20	30.40	36.00	44.00
4.5	21.60	28.35	34.20	40.50	49.50

资料来源：联讯证券

2019 年以来 A 股首发上市企业整体截止 6 月 14 日整体涨幅为 28%，我们预计科创板首发企业年内涨幅区间为 10-50%，根据上图测算保荐券商跟投金额，我们测算 2019 年科创板跟投对券商投资收益贡献如下。在中性条件下，假设 2019 年券商科创板跟投金额 26.6 亿元，年内涨幅 30%，上涨金额 7.98 亿元，计入公允价值变动损益，2018 年行业证券投资收益(含公允价值变动)为 800.27 亿元，由此得出科创板跟投对证券行业总体和投资收入分别增厚 0.3% 和 1%。

图表30： 2019 年科创板跟投对券商投资收益贡献测算（亿元）

涨幅（%）	跟投金额（亿元）				
	12.00	18.90	26.60	36.00	49.50
10	1.20	1.89	2.66	3.60	4.95



涨幅 (%)	跟投金额 (亿元)				
	12.00	18.90	26.60	36.00	49.50
20	2.40	3.78	5.32	7.20	9.90
30	3.60	5.67	7.98	10.80	14.85
40	4.80	7.56	10.64	14.40	19.80
50	6.00	9.45	13.30	18.00	24.75

资料来源：联讯证券

根据《促进科创板初期企业平稳发行行业倡导建议》，安排不低于网下发行股票数量的70%优先向公募产品、社保基金、养老金、企业年金基金、保险资金和合格境外机构投资者资金等6类中长线资金对象配售，建议对战略投资者和网下投资者收取的经纪佣金费率由承销商在0.08%至0.5%的区间内自主确定。

图表31： 科创板发行相关要求

项目	具体要求
投资者	建议除科创主题封闭运作基金与封闭运作战略配售基金外，其他网下投资者及其管理的配售对象账户持有市值门槛不低于6000万元，安排不低于网下发行股票数量的70%优先向公募产品、社保基金、养老金、企业年金基金、保险资金和合格境外机构投资者资金等6类中长线资金对象配售。建议通过摇号抽签方式抽取6类中长线资金对象中10%的账户，中签账户的管理人承诺中签账户获配股份锁定，持有期限为自发行人股票上市之日起6个月
发行	建议首次公开发行股票数量低于8000万股且预计募集资金总额不足15亿元的企业，通过初步询价直接确定发行价格，不安排除保荐机构相关子公司跟投与高级管理人员、核心员工通过专项资产管理计划参与战略配售之外的其他战略配售，不采用超额配售选择权等
佣金	建议对战略投资者和网下投资者收取的经纪佣金费率由承销商在0.08%至0.5%的区间内自主确定，推动形成行业惯例，避免恶性竞争

资料来源：联讯证券，《促进科创板初期企业平稳发行行业倡导建议》

根据《上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法》的规定：公开发行后总股本不超过4亿股的，网下初始发行比例不低于本次公开发行股票数量的70%；公开发行后总股本超过4亿股或者发行人尚未盈利的，网下初始发行比例不低于本次公开发行股票数量的80%。

科创板网下发行制度中最大的变化在于降低了网下初始发行量向网上回拨的力度。在考虑回拨机制的情况下，如网上投资者的申购数量小于发行数量，则将网上回拨至网下；如网上投资者的有效申购倍数超过50倍且不超过100倍，应当从网下向网上回拨，回拨比例为本次公开发行股票数量的5%；如网上投资者的有效申购倍数超过100倍的，则应当从网下向网上回拨本次公开发行股票数量的10%。回拨后无限售期的网下发行数量原则尚不得超过本次公开发行股票数量的80%，但也将不少于60%。

由于科创板申报企业中大部分发行规模不足1亿股，加之前两批市场关注度较高，因此我们取战略配售的比例为20%。在存在回拨机制的情况下，（网下发行初始发行比例—回拨比例）的范围为60%—75%之间。

图表32： 科创板网下初始发行比例

公开发行后总股本	网下初始发行比例
不超过4亿股	不低于70%



公开发行后总股本	网下初始发行比例
公开发行后总股本超过 4 亿股或亏损企业	不低于 80%

资料来源：联讯证券，《上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法》

全市场平均佣金率近五年一直处于下降通道，2018 年行业平均佣金率万分之 3.1，公募基金分仓佣金率万分之 8.37，我们预计科创板平均配售佣金率区间为 0.08-0.12%，且大概率靠近下限，配售比例按 70% 计算，我们测算 2019 年科创板新股配售对券商经纪业务收入贡献如下。在中性条件下，假设 2019 年券商科创板募资金额 760 亿元，佣金率为 0.1%，则佣金收入 0.53 亿元。2018 年行业经纪业务收入为 623.42 亿元，由此得出科创板新股配售对证券行业总体和经纪业务收入分别增厚 0.02% 和 0.09%。另外科创板股票交易也将为券商经纪业务贡献增量收入。

图表33： 2019 年科创板配售佣金费用测算（亿元）

募资金额（亿元） 佣金率（%）	480	630	760	900	1100
0.08	0.27	0.35	0.43	0.50	0.62
0.09	0.30	0.40	0.48	0.57	0.69
0.1	0.34	0.44	0.53	0.63	0.77
0.11	0.37	0.49	0.59	0.69	0.85
0.12	0.40	0.53	0.64	0.76	0.92

资料来源：联讯证券

除利好投行、自营和经纪业务以外，科创板也为券商资管和信用线条带来增量业务。资管业务方面，目前包括华泰、招商、安信在内的多家券商及其资管子公司已经推出了员工参与科创板战略配售的资管计划，拟投资微芯生物、中国通号等科创板拟上市企业，以上资管计划均为权益类产品，符合券商资管向主动管理转型的大趋势，同时产品期限较长均为十年，有望分享科创板企业未来成长的长期收益。

信用业务方面，2019 年 3 月，上交所发布《上海证券交易所科创板股票交易特别规定》，明确了科创板股票自上市首日起可作为融资融券标的。证券公司开展科创板融资融券业务，须遵守《证券公司监督管理条例》、《证券公司融资融券业务管理办法》等相关规定。中信、建投等大型券商已经修改了两融客户的风险揭示书以及业务合同书，新增科创板风险揭示相关内容。预计随着科创板市场容量逐渐扩大，信用业务交易量将逐步上升。

综上所述，我们预计中性条件下，2019 年科创板均为证券行业贡献超过 50 亿元增量收入，约为 2018 年行业营收的 2% 左右。其中投行 38.23 亿元，自营 7.98 亿元，经纪业务 0.53 亿元，资管和信用业务合计超过 5 亿元。

科创板在为证券行业带来增量收入的同时，提升了企业直接融资比例，利好资本市场直接参与者，另外随着新股发行注册制逐步完善，未来有望吸引国内科技互联网巨头等优质企业回归中国资本市场，丰富投资范围，提升上市企业整体质量，利于 A 股的长期发展，有望带来投资者对证券行业风险偏好的提升。



## 四、投资建议：行业估值具备吸引力，关注投行业务领先的龙头券商

### （一）行业估值处于历史地位，迎来布局机会

截止 2019 年 5 月 31 日，券商 II(申万)指数上涨 26.21%，跑赢同期沪深 300 指数 5.65 个百分点，涨幅在 103 个申万二级行业中位居前 20%。证券行业 2019 前五个月涨幅靠前的个股分别是中信建投、华林证券、华创阳安、中国银河、天风证券，除华创外其余四家券商均为 2017 年之后上市，次新股上涨效应明显。

图表34： 券商板块前五个月涨幅靠前个股

证券代码	证券简称	2019 前五个月涨跌幅 %	上市日期
601066.SH	中信建投	164.06	2018/6/20
002945.SZ	华林证券	126.49	2019/1/17
600155.SH	华创阳安	88.31	1998/9/18
601881.SH	中国银河	48.53	2017/1/23
601162.SH	天风证券	48.15	2018/10/19

资料来源：联讯证券，万德

目前证券行业整体估值为 1.47 倍 PB，低于 14 年以来估值中位数 1.81，处于历史估值 18.55%分位点，较近期最高点 4 月份 1.88 倍 PB 跌去 22%。

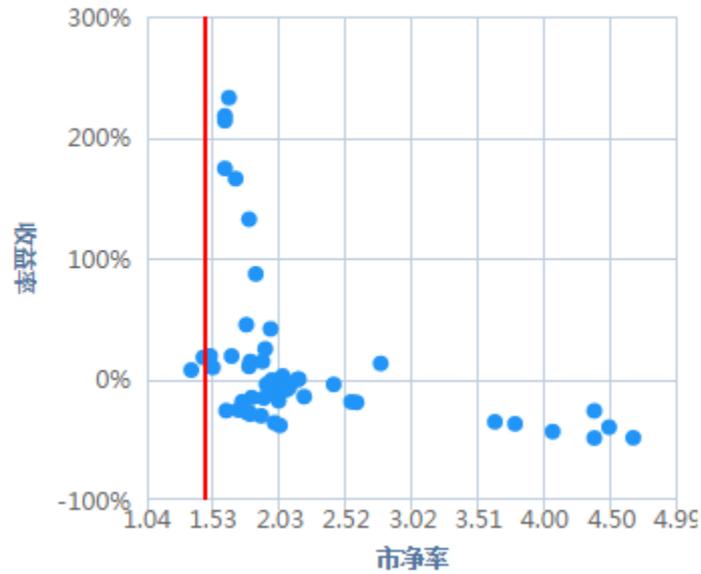
图表35： 证券行业估值低于中位数



资料来源:联讯证券，万德

从历史估值对应未来 1 年收益率统计，当行业估值低于 1.53 倍 PB 时，未来一年收益率为 7.43-19.15%。

图表36： 近五年行业月度估值对应未来 1 年收益率统计



资料来源:联讯证券, 万德

## (二) 注册制大背景下关注投行业务领先的龙头券商

我们认为证券行业短期看政策监管，中期看业绩实现，长期看行业转型。

政策监管目前处于松绑期，无论是科创板快速落地、股指期货交易松绑，还是鼓励险资入市、加大对外开放，均对证券行业有积极意义。科创板注册制作为 2019 年资本市场核心政策，将以投行业务升级为基石带动券商其他业务发展；证券法修订草案三次审议稿公开征求意见，基本制度完善利于提高资本市场资源配置效率；股指期货松绑可以进一步满足机构投资者的风险对冲需求，提升市场流动性；再融资宽松预期加强，有望加大金融服务实体经济力度，提高直接融资比例，利好资本市场主要参与者券商；中金所启动国债期货做市交易，将增厚券商投资业务收入；央行证监会出台大行支持非银方案，将适当调高大型券商短期融资券最高限额，支持大型券商发行金融债券。监管政策持续松绑，行业将迎来快速发展期。

业绩实现方面，2019 年一季度上市券商业绩同比大增 87%，随着二季度市场回调，结合券商月报财务数据，预计上市券商中报业绩增速回落至 40-50%之间，下半年随着科创板、沪伦通等业务落地带来增量收入以及纾困基金托底市场下行空间有限等因素影响，预计 2019 全年上市券商业绩增速大概率在 50%以上。

行业转型双管齐下。一是经纪业务变革带来的财富管理转型，目前行业经纪业务佣金率进入缓降阶段，未来还有下跌空间，券商急需降低对佣金收入的依赖性，未来市场机构交易占比逐渐增加，财富管理布局完善的券商将占据更多市场份额；二是科创板注册制引领的投行业务转型，在注册制大背景下，未来券商保荐承销业务将更注重审核和发行阶段的重要性，券商的发行、定价、承销能力重要性将提升到前所未有的高度，科创板引入跟投制度后更加考验券商的项目筛选和风险把控能力，投行业务领先、发行定价承销能力突出的龙头券商将受到更多关注。

推荐华泰证券，作为科创板首家上市企业保荐券商，华泰证券科创板拟承销金额排名行业第二（仅次于中金，上市券商中排名第一），投行综合实力领先；华泰证券还是国内首家发行 GDR 的上市公司，子公司 AssetMark 美股分拆上市顺利推进，增厚资本金



同时促进国际业务发展；公司股基交易市占率及移动客户端活跃度多年稳居市场第一，营业网点运营效率处龙头券商中领先地位；科技赋能驱动业务发展，前瞻性布局自主研发平台，信息技术水平不断提升，降本增效同时驱动业务发展。同时推荐中信证券（行业标杆，综合龙头）和中信建投（科创板拟保荐项目数量居首、IPO 储备项目领先）。

图表37： 推荐标的成长性及估值情况（截止 20190619）

证券代码	证券简称	股价	市值（亿元）	一季度净利润同比%	PB2018	PB2019E	PB2020E	PB2021E
601688.SH	华泰证券	19.45	1,524.89	46.04	1.57	1.52	1.44	1.36
600030.SH	中信证券	20.85	2,428.46	55.7	1.65	1.58	1.48	1.36
601066.SH	中信建投	19.8	1,358.76	50.45	3.5	2.99	2.77	2.58

资料来源：联讯证券，万德（注：预测估值取万德一致预期）

## 五、风险提示

市场大幅波动风险，监管政策变化风险，外部环境持续恶化风险。



## 分析师简介

李兴，中央财经大学硕士研究生，2016年6月加入联讯证券，现任非银金融分析师，证书编号：S0300518100001。

## 研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)