



Research and
Development Center

创新促发展，继续拥抱龙头

证券行业 2019 中期投资策略

2019 年 6 月 25 日

王小军 金融行业分析师

关 竹 金融行业分析师

创新促发展，继续拥抱龙头

2019 中期投资策略

2019 年 6 月 25 日

本期内容提要：

◆ 行业展望

宏观经济仍存在下行压力，政策落地到业绩改善并非一日之功。目前我国经济运行稳中有变，经济增长下行压力加大，长期积累的风险逐步暴露。从国际来看，中美贸易战一定程度上增加了我国经济的外部风险和下行压力，对实体经济、资本市场产生了一定冲击。虽然今年以来监管政策出现边际放宽，科创板加速推进、金融供给侧结构性改革深化使得券商在一季度业绩明显提升，但是从政策效果的时滞性、企业信心改善等角度来看，现阶段经济复苏动力难言强劲。此外，政策落地到业绩改善并非一日之功。尽管科创板已经开板，且过会率亦远超主板，但监管层对科创板推进仍相对谨慎，预计挂牌速度不会爆发式激增，因此在投行业务收入的贡献度上并不会在短期内有明显提升。同时，虽然科创板较主板扩大了涨跌幅限制，且前 5 天交易没有涨跌幅限制，但是投资收益的波动性亦因此而加大，在券商业绩改善方面稳定性有待观察。

ROE 驱动因素几经变化，发展高毛利率业务。考虑到可行性及其难易程度，我们认为在合理范围内提升权益乘数，选择发展高 ROA 业务，有助于提升公司的 ROE。而关于提高 ROA，历史上主要依靠资产周转率来驱动 ROA，但随着监管政策的趋严和牌照的逐步放开其盈利变得愈加困难和被动。为了追求持久且相对稳定的 ROE，我们从杜邦分析的角度，建议证券公司通过发展高毛利率业务来提升 ROA。我们认为证券公司在业务发展上可选择期货子公司、衍生品业务、主动资产管理业务和基金管理公司四个方向来提升 ROE。

◆ 行业投资逻辑与投资主线

行业估值处于历史低位，创新制度与创新产品逐步落地。随着收入结构和业务发展模式的转化，行业历史估值低位并不能作为衡量投资价值的唯一标准。我们认为，随着科创板开通、衍生品品种放开，创新制度和创新产品逐步落地，证券行业将被注入新的活力，从而激发市场的风险偏好。中长期看，科创板和沪伦通等差异化创新政策、海外业务、牌照放开都将对证券行业竞争格局产生巨大的影响，券商将日益分化。

券商股表现或将分化，综合大型券商更具优势。随着科创板的加速落地以及衍生品业务的放开，资本市场不仅在存量流动上有所改善，在增量上亦有业务空间。存量市场的改善，将利好经纪、自营等传统业务，中小券商可享受这些红利，但从科创板上市公司储备情况到衍生品业务市场份额来看，大券商在业务资格和前期投入上具备明显优势，券商股表现亦将出现分化。展望未来，行业的

证券研究报告

行业研究——投资策略

证券行业

看好	中性	看淡
----	----	----

上次评级：看好，2018.12.4

证券行业相对沪深 300 表现



资料来源：信达证券研发中心

王小军 行业分析师

执业编号：S1500512040003

联系电话：+86 10 83326865

邮箱：wangxiaojun@cindasc.com

关竹 行业分析师

执业编号：S1500517090001

联系电话：+86 10 83326871

邮箱：guanzhu@cindasc.com

发展对券商的资本实力和业务资格提出了更高的要求，在此背景下利好综合大型综合券商和高ROA 业务能力发展较好的券商，我们建议持续关注综合实力强劲的龙头券商。

基于对证券行业监管政策与经营环境的判断，我们预计2019年下半年证券行业的经营状况较2018年有所改善，维持证券行业“看好”评级，建议持续关注行业龙头和部分特色券商。

投资主线：

- 1、业务综合，资本实力雄厚的大型券商海通证券；
- 2、主动管理能力优秀的东方证券。

◆ **风险因素：**

- 1、交易量持续下跌风险和自营业务的波动性；
- 2、监管政策落地不达预期，影响业务推进。

目录

政策回顾与展望.....	1
政策回顾：双向开放进程加快，科创板增厚券商收入.....	1
政策展望：宏观经济仍存在下行压力，需关注风险传导.....	1
证券行业业务.....	3
一季度盈利大幅改善，但经营环境并不乐观.....	3
经纪业务：政策利好下交易回暖，财富管理转型需继续深化.....	4
投行业务：提升直接融资比重打开业务空间，科创板开启资本市场增量改革.....	6
资管业务：通道规模大幅萎缩，行业格局竞争加剧.....	8
信用交易业务：市场行情制约整体规模，存量业务风险降低.....	10
创新业务：政策支持创新业务，发展受制于券商资质.....	13
证券行业展望与投资主线.....	14
行业展望.....	14
盈利预测.....	15
投资主线.....	16
证券行业评级.....	17
风险因素.....	17

图目录

图 1：2019 年证券行业政策梳理及受政策影响业务概览.....	2
图 2：2015-2019Q1 证券行业营业收入及净利润同比增速.....	3
图 3：上市券商 2019 年 1-5 月母公司口径月度经营数据.....	3
图 4：2015-2019 年 5 月月度成交额及其同比.....	4
图 5：2013-2019（F）市场成交额（亿元）及佣金率.....	4
图 6：2013-2019 年 5 月各类股权业务规模（亿元）.....	7
图 7：2013-2019 年 5 月债券承销金额（亿元）构成情况.....	7
图 8：2015 年-2019（F）各类资管规模及同比增速（右轴）.....	8
图 9：2011 年 1 月-2019 年 5 月两融交易额占 A 股成交额比重（%）.....	10
图 10：2011 年 1 月-2019 年 5 月两融余额规模与两融余额/流通市值.....	10
图 11：2012-2019（F）两融规模与两融费率水平.....	11
图 12：201812-201906 市场质押股数及其占总股本比重（单位：亿元、%）.....	12
图 13：2008 年以来上市券商 PE（TTM）.....	16
图 14：2008 年以来上市券商 PB（LF）.....	16
图 15：中信、广发、海通、华泰 PB.....	17

政策回顾与展望

政策回顾：双向开放进程加快，科创板增厚券商收入

双向开放进程加快，市场加速国际化。美国主动挑起贸易战的动机之一是要求中国开放金融业。2018年4月新的《外商投资证券公司管理办法》实施，明确允许外资控股合资证券公司、逐步放开合资证券公司业务范围、进一步完善境外股东条件。继瑞银证券成为首家外资控股合资证券公司以后，2019年3月，证监会核准设立摩根大通证券、野村东方国际证券，成为首批外资控股新设立证券公司；4月瑞士信贷对瑞信方正增资，正式成为控股股东。2019年1月，外管局宣布将QFII总额度由1,500亿美元增加至3,000亿美元。3月MSCI宣布扩容，通过三步将中国A股纳入因子从5%上调至20%。根据MSCI测算，此次A股纳入因子提高有望吸引800亿美元增量资金。2018年9月富时罗素宣布将A股纳入其指数，分三步于2019年6月、9月和2020年3月分别纳入20%、40%、40%。

政策密集出台，科创板增厚券商收入。2018年11月5日，习近平在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布，将在上交所设立科创板并试点注册制。证监会于2019年1月30日发布了《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》，有序推进设立科创板并试点注册制各项工作。3月1日，证监会发布了《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》和《科创板上市公司持续监管办法（试行）》，自公布之日起实施。4月16日，上交所发布《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》，自发布之日起施行，进一步明确了科创板发行承销过程中的实操规则。科创板制度设计引导投行在新股定价和配售制度等环节发挥核心作用，加速实现全产业链协同和价值延伸。科创板的推出将深化资本市场发展、激发企业金融需求，证券公司以保荐上市为切入点，协同各部门资源，实现股权融资、并购咨询、风险投资为核心的全产业链协同和价值延伸。此外，科创板将引入做市商业务，投行流动性创造能力一方面有利于提升发行上市时投行的议价权，另一方面在上市后投行可通过做市赚取价差和证券借贷收入，有望开辟盈利新增长点。

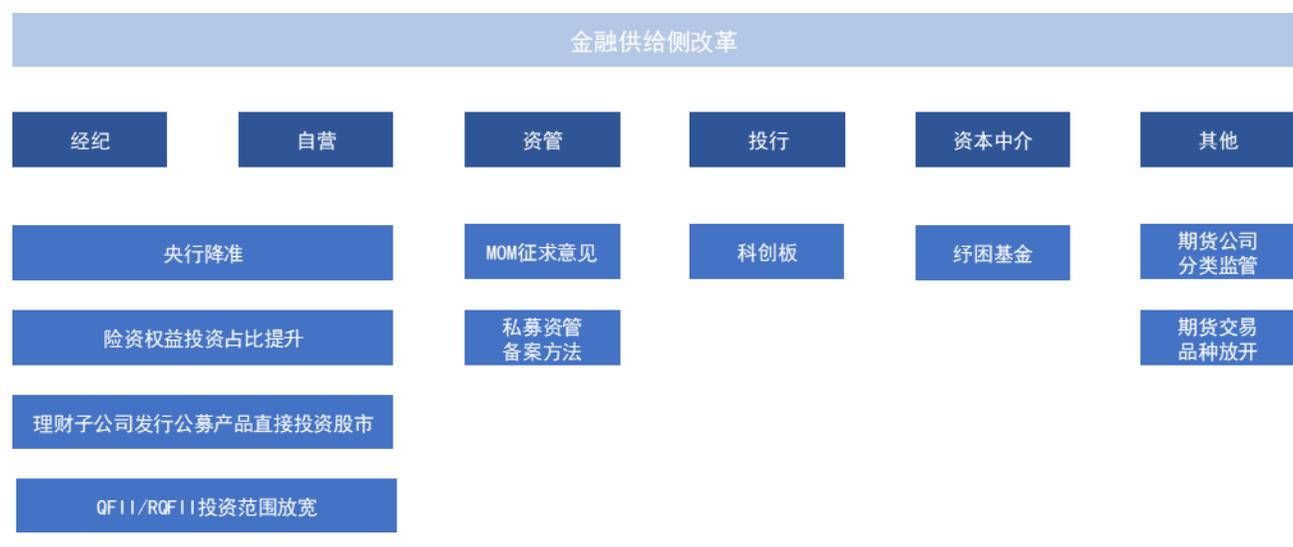
政策展望：宏观经济仍存在下行压力，需关注风险传导

宏观经济稳中有变，是否好转仍需谨慎。目前我国经济运行稳中有变，经济增长下行压力加大，长期积累的风险逐步暴露。从国际来看，中美贸易战一定程度上增加了我国经济的外部风险和下行压力，对实体经济、资本市场产生了一定冲击。2019年一季度GDP同比增长6.4%，与去年四季度持平。随着逆周期财政政策和货币政策的协同发力，今年经济实现平稳开局，但面对不确定的贸易争端，对于经济是否已经走入复苏通道仍需要谨慎判断。

金融供给侧深化改革，需关注风险传导。2015年股市大幅波动，行业进入3年的严监管阶段。宏观经济下行、行业风险基本出清导致继续严监管的必要性下降，2018年四季度监管政策开始边际宽松迹象，2019年一季度则延续这一基调。2月22日习总书记首次提出深化金融供给侧结构性改革，要求优化融资结构和金融机构体系、市场体系、产品体系，为实体经济发展

提供更高质量、更有效率的金融服务。证券公司在拓宽融资渠道、提升直接融资比重、增加金融供给等方面肩负着不可替代的作用。近期监管层多次强调提高直接融资占比，完善多层次资本市场结构，且鼓励券商各业务条线发展的政策措施陆续出台，监管态度向促发展倾斜。我们认为，区别于周期行业的去库存，金融行业并不能借鉴去杠杆后关闭无效供给后，龙头公司产品提价的策略。一方面，金融服务并不像周期产品具有价格弹性，服务价格的趋势性下降并不会随着去杠杆的推进而出现明显反转。另一方面，由于金融行业的交叉范围愈加扩大，证券行业自身无法吸收存款，过于依赖与同业机构和银行的资金往来，均会使得券商面临金融行业传导过来的风险。

图 1：2019 年证券行业政策梳理及受政策影响业务概览



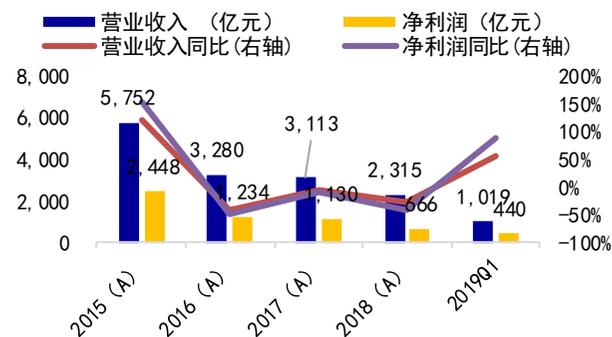
资料来源：信达证券研发中心整理

证券行业业务

一季度盈利大幅改善，但经营环境并不乐观

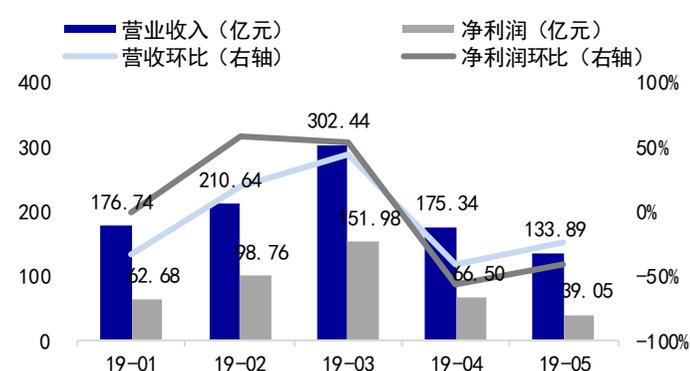
在贸易战形势缓和、国内流动性宽裕等因素影响下，A股市场一季度交投状况大幅好转。受益于投资收益的大幅提升，131家证券公司一季度实现营收1,018.94亿元，净利润440.16亿元，较2018年同期分别增长54.5%和86.8%。一季度上市券商中营收规模前5位的券商占全部上市券商营收比例为41%，虽然集中度有所下降，但仍处于高位。在行业商业模式向重资产转变的过程中，资金实力雄厚的大券商竞争优势更为明显，行业集中度可能进一步提升。二季度贸易战疑云再起，国内货币政策边际收紧，A股市场主要指数均出现不同程度的回调，两市成交量大幅缩水，5月份37家上市券商（母公司口径）营收和净利润较4月份分别下降23.6%（前值42.0%）和41.3%（前值56.2%）。在宏观经济仍未企稳、上市公司盈利继续下滑的背景下，证券行业经营环境并不乐观。

图 2: 2015-2019Q1 证券行业营业收入及净利润同比增速



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 3: 上市券商 2019 年 1-5 月母公司口径月度经营数据



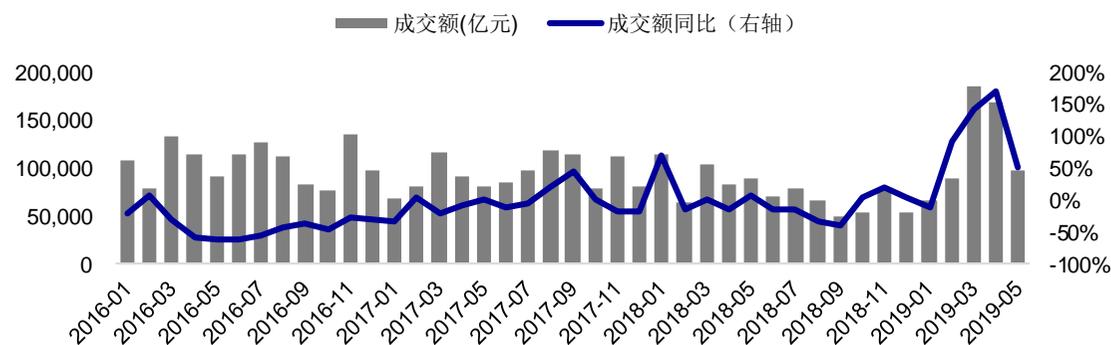
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

经纪业务：政策利好下交易回暖，财富管理转型需继续深化

一季度市场成交额回暖，预计全年日均成交额 5800 亿元。受央行降准、QFII 放宽投资范围等政策落地，以及北上资金对 A 股市场的青睐，2019 年一季度 A 股市场成交额有所回暖，一季度两市日均成交额达到 5,851 亿元，同比增长 22.77%。4 月份受贸易争端影响以及国内货币政策边际收紧，A 股市场主要指数均出现不同程度的回调，两市成交量大幅缩水，两市日均成交额不断下行，从月度数据来看，5 月两市日均成交额 4901 亿元，环比下降 38.93%。我们认为，随着资本市场的逐步开放，沪伦通等交易细则的逐步落地将对市场活跃度有所提升，预计 2019 年全年两市日均成交额为 5,800 亿元，较 2018 年有所改善。

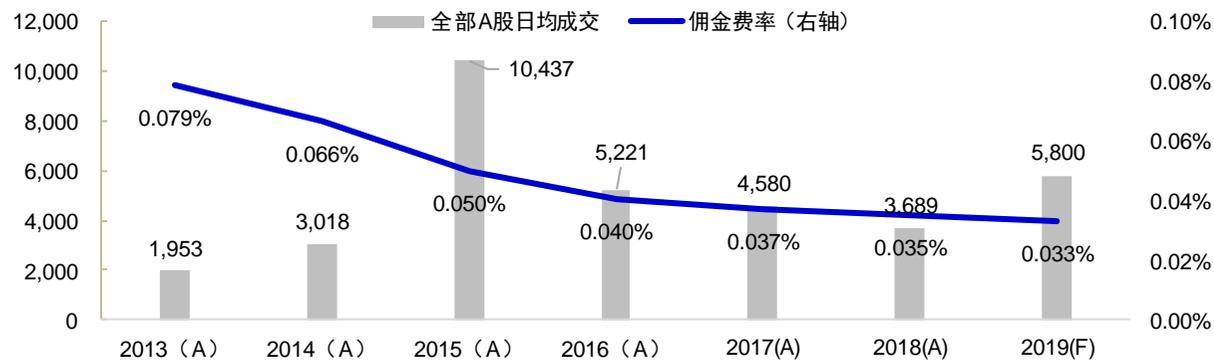
手续费率降幅逐步趋稳，财富管理转型需继续深化。行业手续费率下降趋势不改变，但降幅逐步趋稳。2018 年证券行业手续费率降至 0.035%，较 2017 年下降约 0.2BP。佣金率下降的背景下，多家券商提出转型财富管理方向，服务高净值客户，但截至目前大部分券商仅仅停留在组织架构的筹备改善中，并未有过多的实质性动作，整体转型仍需继续深化。我们预计，在差异化服务作为主要竞争方向的背景下，行业佣金率降幅将持续收窄，2019 年证券行业佣金率下降至 0.033%。

图 4：2015-2019 年 5 月月度成交额及其同比



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 5：2013-2019 (F) 市场成交额 (亿元) 及佣金率



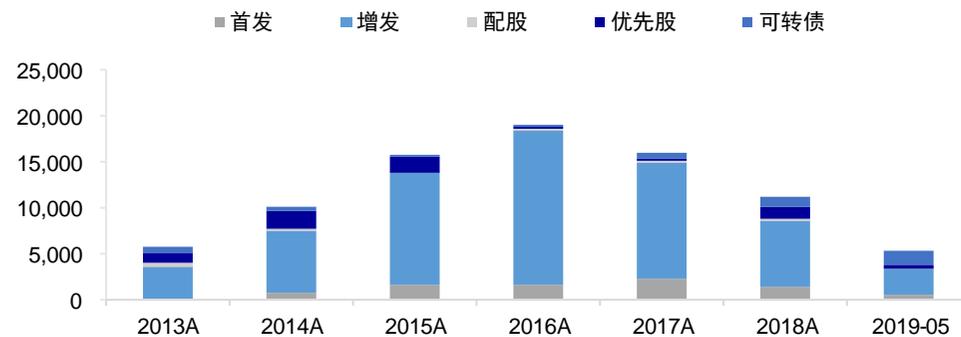
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

投行业务：提升直接融资比重打开业务空间，科创板开启资本市场增量改革

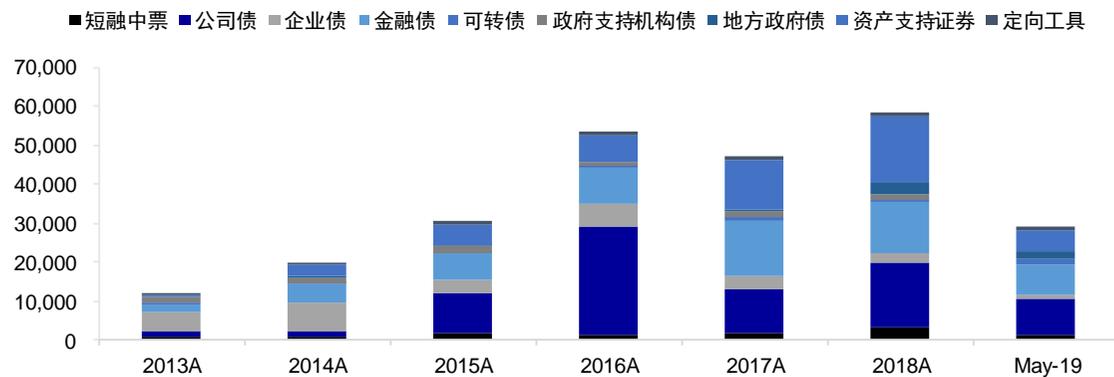
提升直接融资比重打开业务空间，科创板开启资本市场增量改革。习近平总书记在2017年7月的中央金融工作会议上提到：“要把发展直接融资放在重要位置，形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到有效保护的多层次资本市场体系”。十九大报告中也指出，要增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展。2019年6月13日，易会满在陆家嘴金融论坛上宣布科创板开板。科创板统筹推进发行、上市、信息披露、交易、退市等基础制度改革，在上市标准、投资者门槛、涨跌幅限制、做空机制、退市制度等方面做出差异化安排，向市场化机制靠拢，有望充分激发市场活力。同时科创板制度创新完善将发挥先锋作用，有望形成可复制可推广的制度机制。通过增量改革促进存量转型，将循序渐进深化资本市场改革。今年以来，《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《科创板上市公司持续监管办法（试行）》等相关制度密集出台。项目进展迅速，截止5月底，上交所共受理113家企业在科创板的上市申请，其中有3家已通过审查，61家处在已回复状态，26家处在已问询状态。按保荐机构划分，中信建投、中信、华泰和中金数量较多，分别为14、8、7和6家。

再融资约束松绑后利好股权业务，IPO过会率提升。股权业务方面，2018年11月9日证监会发布了《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》，对再融资规则予以放宽，再融资规模有所回升。2019年1月18日，新一届发审委任职，IPO、并购重组的过会率大幅提升，截至5月底，共审核了38家公司的IPO申请，其中34家获通过，IPO过会通过率高达89.47%；共审核37家公司并购重组申请，通过率为83.78%。我们认为，考虑到监管层对于企业融资环境改善的目的，股权融资约束的放宽将是监管层未来改革的方向。但也应考虑到金融供给侧改革，监管层在存量市场的松绑将较为谨慎，一方面要让上市公司融资更加便利灵活，另一方面也要注意政策放开后可能衍生的过度融资、募集资金脱实向虚、违法违规等问题。

债承业务集中度小幅上升，地方政府债发行规模激增。从债券承销市场占有率来看，截至5月底，前十家券商债承份额61.32%，较去年同期上升1.9个百分点，行业集中度小幅上升。截至2019年5月底，证券行业债券承销规模2.89万亿元，较2018年同期上涨65%；公司债仍领先于金融债，成为券商承销最大规模债券，公司债和金融债规模分别为8,893亿和1,327亿，同比变化75%和82%。受政策支持，地方政府债发行规模激增，截至五月底，承销发行地方政府债2046亿元，同比增速1488%。我们认为在2019年，受永续债等政策引导，债券发行规模将进一步增长，从而为证券公司的债承业务打开空间。

图 6: 2013-2019 年 5 月各类股权业务规模 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7: 2013-2019 年 5 月债券承销金额 (亿元) 构成情况


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

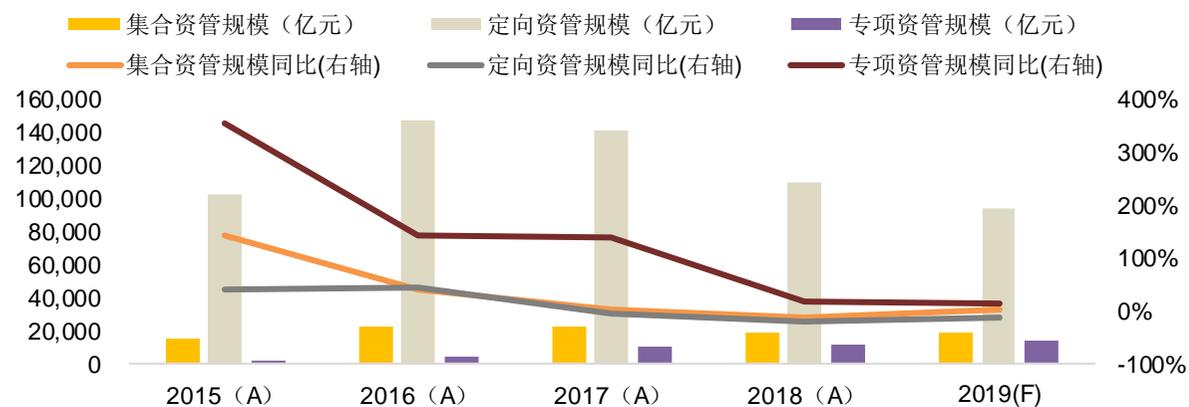
资管业务：通道规模大幅萎缩，行业格局竞争加剧

资管新规叠加净资本要求，通道规模萎缩速度放缓。遏制通道业务的资管新规发布后，象征着通道业务的单一类资管产品的规模大幅萎缩。资管新规落地前的 2018 年一季度末，券商资管定向资管计划、基金公司及子公司一对一产品规模分别为 14.07 万亿元和 9.84 万亿元，合计为 23.91 万亿元。截至 2019 年 3 月底，券商、基金公司及子公司的存续的单一产品规模分别为 10.79 万亿元和 7.87 万亿元，合计 18.67 亿元。值得注意的是，券商资管及总规模 2019Q1 环比降幅逐步减弱。我们认为，萎缩的原因除了资管新规对嵌套层数的限制外还有证监会在 2016 年底对基金子公司提出净资本等要求，并在 2018 年 6 月 15 日结束过渡期，因此导致以通道业务为主的基金子公司规模进一步下降。随着对增量业务的控制，存量的通道业务逐步到期，通道业务进入平稳过渡期。

配套细则相继落地，行业格局竞争加剧。资管新规发布的一年内，各项配套细则相继落地：2 月，证监会发布的《证券投资基金经营机构管理人中管理人产品指引征求意见稿》共有 24 条，对 MOM 的产品定义、运作模式、参与主体资质条件、母子管理人及托管人职责划分、投资运作、风险管理与内部控制等进行了规范。6 月中国证券投资基金业协会发布了《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。新规将自今年 7 月 1 日起实施。我们认为，各项细则的出台有助于形成更为严密的法规体系，对证券、基金、期货还是其子公司，发行的私募产品形成统一的监管规则，同时能进一步规范证券期货经营机构资管业务的发展。但也应注意到，MOM 母基金管理人只有证监会批准的公募资产管理机构和私募资产管理机构，并不包括银行理财和信托等。子基金管理人包括银行理财和保险资管，不包括在基金业协会备案的私募基金管理人。我们认为，将银行理财纳入子管理人范围，意味着资管业务竞争将加剧。

我们预计，在资管新规各项细则的逐步落地下，行业资管规模将小幅缩水，2019 年资管业务规模将达到 12.64 万亿，同比下降 10.4%。其中，集合资管规模 1.91 万亿、定向资管 9.34 万亿、专项资管 1.38 万亿，同比变动 0%、-15%和 15%。

图 8：2015 年-2019 (F) 各类资管规模及同比增速 (右轴)



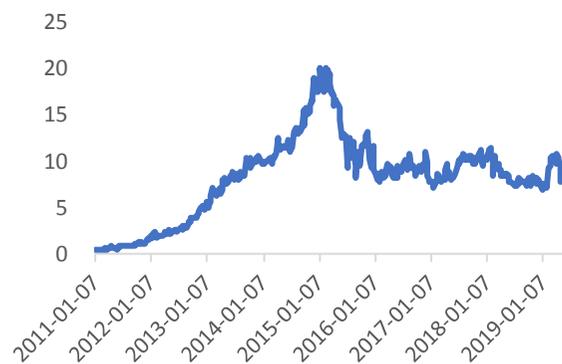
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

信用交易业务：市场行情制约整体规模，存量业务风险降低

市场带动两融规模回升，融资利率受货币环境影响。截至 2019 年 5 月底，两融日均交易额为 577 亿元，占 A 股成交额比例为 9.42%。从每日交易规模来看，2019 年一季度受市场行情带动，两融交易规模持续回升，但 4 月及 5 月市场行情的震动较大，两融规模波动性加大。我们预计，2019 年两融交易额占 A 股交易额比重在 9% 左右，日均交易额为 562 亿元。截至 2019 年 5 月底，两融日均余额达到 8,627.46 亿元，占 A 股市场流通市值比重约为 2.04%，我们假定 2019 年该比重将在 2.1%，按照 2019 年流通市值 42 万亿元估算，对应日均两融余额为 8,820 亿元。

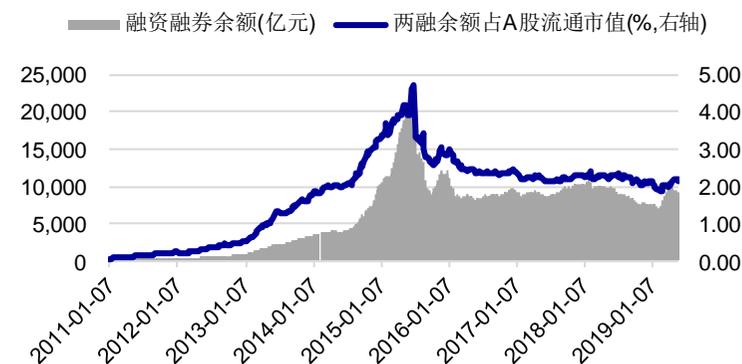
两融利率或小幅下降。2019 年上半年央行降准，缓解了 2018 年货币环境的紧平衡状态，但实体经济融资需求旺盛，因此融资利率基本与 2018 年持平，目前多数券商的融资利率在 8% 左右。考虑到央行的降准分三次释放流动性，同时近期央行将同业存单和票据纳入合格质押品范围，未来货币环境有望实现边际宽松，实体经济融资成本趋于下行，我们预计 2019 年两融费率将小幅下行。

图 9: 2011 年 1 月-2019 年 5 月两融交易额占 A 股成交额比重 (%)

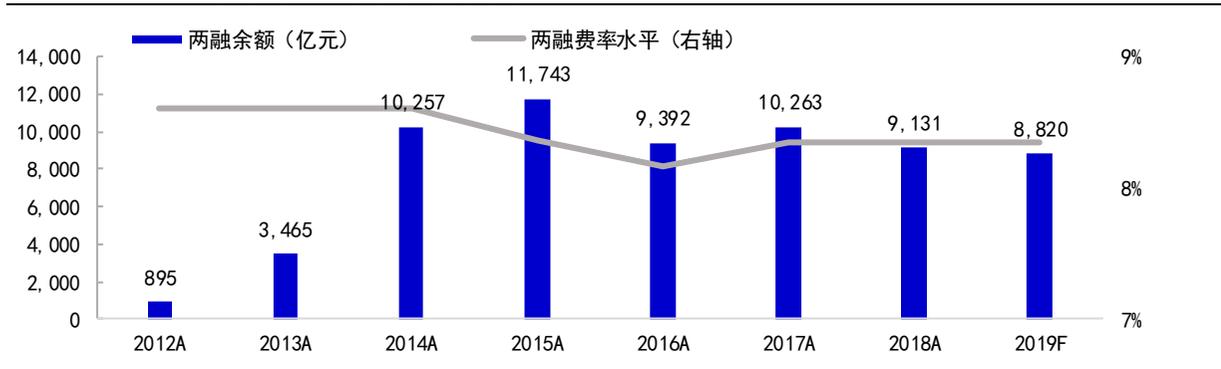


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 10: 2011 年 1 月-2019 年 5 月两融余额规模与两融余额/流通市值



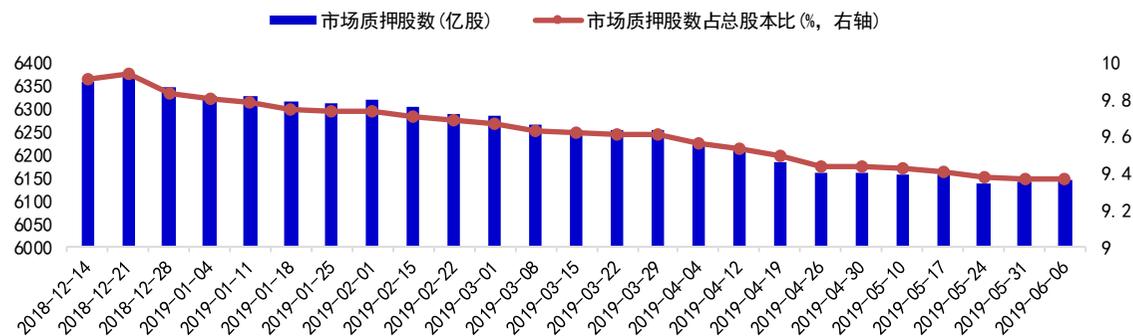
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 11: 2012-2019 (F) 两融规模与两融费率水平


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

纾困基金逐步发挥作用，存量业务的风险下降。随着股东偿还借款、解除质押，纾困基金的设立，股票质押风险逐步下降。截至 2019 年一季度末，地方政府成立纾困基金，宣告规模合计约 2900 亿元；46 家证券公司设立支持民营企业发展专项资管计划，出资规模 651 亿元；18 家证券公司获得开展信用衍生品业务无异议函、通过交易所市场达成信用保护合约规模 6 亿元，撬动民营企业债务融资规模合计 58 亿元。同时，一季度末深沪两市股票质押回购融资余额 11259 亿元，较 2018 年底下降 5.6%，延续 2018 年 2 月起的持续下降态势。整体质押比例大于 50% 的股票由 2018 年底的 141 只下降至 128 只，降幅 9.2%。业务规模下降伴随个股质押集中度结构调整，一季度合计了结合约还款 748 亿元，约 54.1% 还款资金对应质押股票为深证成指、上证 180、沪深 300 等指数成份股，市值高、流动性好、代表性强的指数成份公司股票质押风险进一步缓释。

图 12: 201812-201906 市场质押股数及其占总股本比重 (单位: 亿元、%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

创新业务：政策支持创新业务，发展受制于券商资质

期货品种逐步放开，政策鼓励衍生品业务发展。近两年，我国期货市场品种上市速度明显加快。期货方面，原油期货、国债期货、纸浆期货等纷纷上市交易；期权方面，铜期权作为国内首个工业品期货期权品种上市。2019年1月28日，中国证监会期货部主任罗红生在出席郑商所棉花期权上市仪式上表示，2019年期货市场将持续增加市场供给。近期证监会副主席方星海在第十三届中国期货分析师暨场外衍生品论坛表态，重点内容主要包括以下几点：1、《期货法》立法步伐加快；2、要加大金融期货品种创新；3、加快推进期货公司上市；4、加速对外开放，鼓励外商控股期货公司设立；5、推动期货公司员工持股；6、推动股指期货等特定品种对外开放。

创新业务发展受制于券商资质。各家券商实力不同，创新业务的发展亦受制于此。以场外期权业务为例，场外业务市场广阔，但市场竞争度较高。中国证券业协会于2018年公布了场外期权业务一级、二级交易商名单，并公布了场外期权业务挂钩个股标的的名单。两类券商在进行相关交易时的可操作空间差距明显。一级交易商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。二级交易商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。而如果不能跻身这两类交易商的行列，那么券商将失去与客户开展场外期权业务的资格。我们认为场外期权业务考验券商的风险定价能力、资本实力和销售能力，同时前期投入较大。期权业务的市场集中度往往较高，大型综合券商在期权业务的投入方面以及平台实力上更有优势。

证券行业展望与投资主线

行业展望

宏观经济环境是仍存在下行压力，政策落地到业绩改善并非一日之功。2018 年市场的下跌，对自营、经纪等业务产生冲击，去杠杆下资管新规的落实影响资管业务收入，导致证券行业在业绩上大幅下滑。此外，受到股票质押风险、通道业务加速萎缩的冲击，券商行业估值被压低。虽然今年以来监管政策出现边际放宽，科创板加速推进、金融供给侧结构性改革深化使得券商在一季度业绩明显提升，但是从政策效果的时滞性、企业信心改善等角度来看，现阶段经济复苏动力难言强劲。此外，政策落地到业绩改善并非一日之功。尽管科创板已经开板，且过会率亦远超主板，但监管层对科创板推进仍相对谨慎，预计挂牌速度不会爆发式激增，因此在投行业务收入的贡献度上并不会在短期内有明显提升。同时，虽然科创板较主板扩大了涨跌幅限制，且前 5 天交易没有涨跌幅限制，但是投资收益的波动性亦因此而加大，在券商业绩改善方面稳定性有待观察。

ROE 驱动因素几经变化，发展高毛利率业务。从 ROE 历年表现来看，2007 年、2009 年和 2015 年 ROE 明显优于其他年份，但三者高的原因不尽相同：2007 年 ROA 和权益乘数均表现出色，2009 年和 2015 年则分别依靠的是当时的 ROA 和权益乘数。因此，证券公司可通过 ROA 和权益乘数来提升 ROE。但，权益乘数的提升并非无止境的。值得注意的是，按照修订后的《证券公司风险控制指标管理办法》，证券公司资本杠杆率不得低于 8%。按照理论，证券公司资本杠杆不得高于 12.5 倍，而基于流动性风险等要求，实际上远低于 12.5 倍。因此考虑到可行性及其难易程度，我们认为在合理范围内提升权益乘数，选择发展高 ROA 业务，有助于提升公司的 ROE。而关于提高 ROA，历史上主要依靠资产周转率来驱动 ROA，但随着监管政策的趋严和牌照的逐步放开其盈利变得愈加困难和被动。为了追求持久且相对稳定的 ROE，我们从杜邦分析的角度，建议证券公司通过发展高毛利率业务来提升 ROA。我们认为证券公司在业务发展上可选择期货子公司、衍生品业务、主动资产管理业务和基金管理公司四个方向来提升 ROE。

盈利预测

我们预计 2019 年行业营收和净利润分别为 3,304 亿元和 1,025 亿元, 同比分别增长 42.7%和 53.8%, 整体收入结构与 2018 年基本相当。

表 1: 证券行业盈利预测 (单位: 亿元)

	2015 (A)	2016 (A)	2017 (A)	2018 (A)	2019 (F)
营业收入	5,752	3,280	3,113	2,315	3,304
代理买卖证券净收入	2,691	1,053	821	623	924
投行业务净收入	577	735	544	401	424
资管业务净收入	275	296	310	275	255
投资收益	1,414	568	861	800	1,414
利息净收入	591	382	348	215	287
净利润	2,448	1,234	1,130	666	1,025
营业收入同比	121.0%	-43.0%	-5.1%	-25.7%	42.7%
净利润同比	153.5%	-49.6%	-8.5%	-41.0%	53.8%
当前股价对应的PE				32.3	21.0

资料来源: 证券业协会, Wind, 信达证券研发中心预测,

注: 当前股价对应的 PE 按照中信证券行业指数计算, 收盘价日期采用 2019.6.24

投资主线

行业估值处于历史低位，但后续行情有赖政策。当前上市券商 PB (LF) 为 1.7 倍，龙头券商 PB 为 1.1-1.6 倍，估值水平受市场行情带动较去年有所回升，处于历史低位。中信、广发、海通、华泰当前的 PE (TTM) 水平分别为 26.17、18.38、22.56 和 35.49 倍，PB (LF) 分别为 1.82、1.18、1.33 和 1.79 倍。按照我们对净利润 1,025 亿元的预测，上市券商 2019 年动态 PE 为 21 倍。随着收入结构和业务发展模式的转化，行业估值位于历史低位并不能作为衡量投资价值的唯一标准。我们认为，券商股后续行情取决于监管政策推出及落实力度、二级市场活跃程度，短期恐难有相对收益。中长期看，科创板和沪伦通等差异化创新政策、海外业务、牌照放开都将对证券公司业绩产生分化，影响其后市表现。

券商股表现或将分化，综合大型券商更具优势。随着科创板的加速落地以及衍生品业务的放开，资本市场不仅在存量流动上有所改善，在增量上亦有业务空间。存量市场的改善，将利好经纪、自营等传统业务，中小券商可享受这些红利，但从科创板上市公司储备情况到衍生品业务市场份额来看，大券商在业务资格和前期投入上具备明显优势，券商股表现亦将出现分化。展望未来，行业的发展对券商的资本实力和业务资格提出了更高的要求，在此背景下利好综合大型综合券商和高 ROA 业务发展较好的券商，我们建议持续关注综合实力强劲的龙头券商。

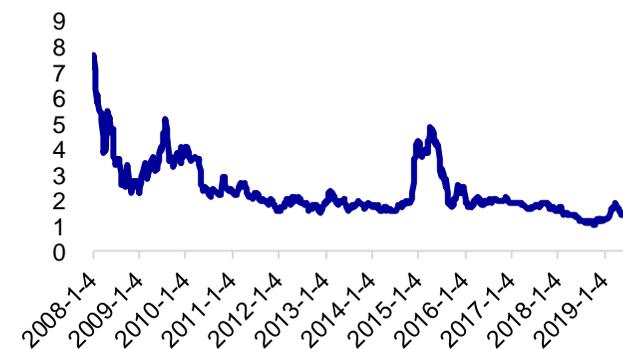
我们建议持续关注行业龙头及部分特色券商。

- 1、业务综合，资本实力雄厚的大型券商海通证券；
- 2、主动管理能力优秀的东方证券。

图 13: 2008 年以来上市券商 PE (TTM)



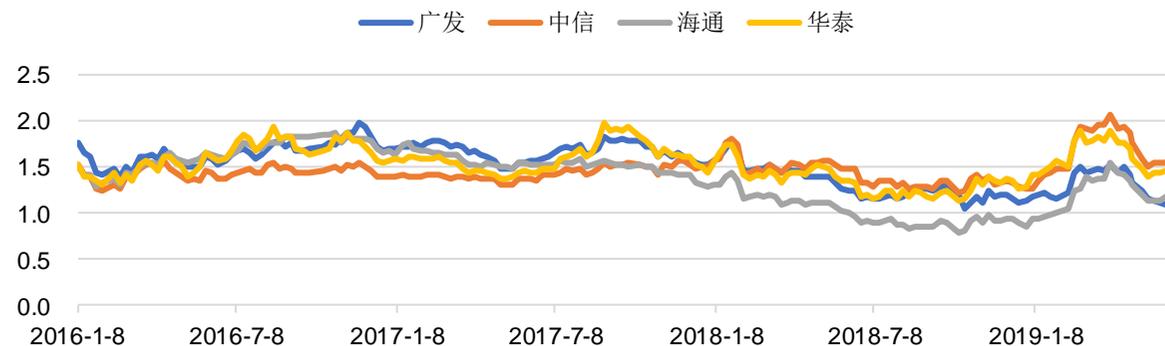
图 14: 2008 年以来上市券商 PB (LF)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 15: 中信、广发、海通、华泰 PB



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

证券行业评级

基于对证券行业监管政策与经营环境的判断, 我们预计 2019 年下半年证券行业的经营状况较 2018 年有所改善, 维持证券行业“看好”评级, 建议持续关注行业龙头和部分特色券商。

风险因素

- 1、交易量持续下跌风险和自营业务的波动性;
- 2、监管政策落地不达预期, 影响业务推进。

研究团队简介

王小军，金融行业分析师。10年证券从业经历，曾就职于天相投顾和中国民族证券，主要从事国际经济及金融市场研究。2012年4月加入信达证券，负责策略研究(行业比较)，2014年7月起负责金融行业研究。拥有国际与国内、宏观策略与行业等多维度的研究经验。与央视、新华社等主流媒体互动频繁。

关竹，金融行业分析师。2015年研究生毕业于中央财经大学金融专业，2013年本科毕业于山东大学金融专业。2015年7月加入信达证券研究开发中心，负责金融行业的研究。

机构销售联系人

区域	姓名	办公电话	手机	邮箱
华北	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	010-83252088	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	巩婷婷	010-83252069	13811821399	gongtingting@cindasc.com
华东	王莉本	021-61678580	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	021-61678586	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	洪 辰	021-61678568	13818525553	hongchen@cindasc.com
华南	袁 泉	010-83252068	13671072405	yuanq@cindasc.com
国际	唐 蕾	010-83252046	18610350427	tanglei@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。