



## 强于大市

# 证券行业 2019 年中期策略

## 资本市场推进改革开放，券商转型升级正当时

科创板即将开市，我国金融市场供给侧改革不断深入，资本市场与投行的地位不断提升。在这一大背景下，我国券商未来业务转型升级将主要围绕两条主线：大投行业务与重资产业务。在当前政策面友好环境下，券商板块具备较高配置性价比。

- **金融供给侧改革深入，投行地位不断提升。**随着科创板正式开板、第一股华兴源创有望于7月中上旬上市。我国的科技创新之路以及科创企业的崛起离不开资本市场的鼎力支持。设立科创板并试点注册制等金融供给侧改革正是希望最大限度地发挥资本市场助力科技创新与实体经济的功能。科创板将为券商带来全面的供给侧改革：1) 对券商的专业性提出了更高要求。2) 赋予券商更大的定价权与话语权，将逐步提升投行的**重要性**。3) 将孕育出更多综合性大投行及专业性精品投行。
- **供给侧改革之下，券商破局阶段一：大投行业务。**大投行业务包含甚广，除了IPO业务之外，再融资、并购重组、直投、机构业务等都在大投行业务的范畴，其考验的是券商对于客户的综合服务能力，是一家券商核心竞争力的体现。近年来，在政策的指引下多家券商都在向大投行模式转型，提升对客户的综合开发能力。科创板引入了券商跟投制度，券商与发行人、投资者之间的关系粘度更强更复杂。**科创板的设立将促进券商大投行业务转型与升级，加速IPO、再融资、直投等子业务的融合，同时对券商的发行定价能力、资源整合以及销售能力提出更高要求，综合实力强的龙头券商将更具优势。**
- **供给侧改革之下，券商破局阶段二：重资产业务。**2013年以来，券商开始着力开展自营业务、资本中介业务等占用资本金较重的重资产业务，券商的业务结构开始发生变化。**重资产化趋势下，券商纷纷定增配股，掀起补充资本金浪潮。**中国券商正在经历业务的重资产化转型过程，现有重资产业务较为单一，风险收益的“性价比”较低。设立科创板并试点注册制为券商提供发展重资产业务多元化的良好契机。未来券商的重资产业务主要有几条主线可循：**做市商业务、衍生品业务、FICC业务以及融券业务。**

### 投资建议

- **政策面支撑下，看好券商板块高配置性价比。**科创板已正式开板，并有望于7月迎来上市第一股，当前资本市场改革不断深化，开放程度不断提高，相关政策持续稳定友好。政策面支撑下券商板块享有一定的安全边际，且当前板块估值1.83倍，仍显著低于历史估值中枢2.14倍。在此基础上高Beta属性使得券商板块享有较高的配置性价比，进可攻退可守，龙头券商尤为受益。重点推荐充分受益于科创板推出且业务长远布局清晰的龙头券商华泰证券。

### 风险提示

- 政策出台、内外部环境以及市场波动对行业的影响超预期。

### 相关研究报告

- 《证券行业点评》 20190613
- 《上市券商5月业绩点评》 20190612
- 《上市券商4月业绩点评》 20190510

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 证券

王维逸

021-20328592

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518050001

\*孙嘉康为本报告重要贡献者



## 目录

|                                       |           |
|---------------------------------------|-----------|
| <b>1 科创板倒计时：供给侧改革深入，投行地位不断提升.....</b> | <b>4</b>  |
| 1.2 科创板进入倒计时：进程超预期，有望7月中上旬开市.....     | 6         |
| <b>2 供给侧改革下，券商破局阶段一：大投行业务.....</b>    | <b>10</b> |
| 2.1 IPO 业务：考验券商定价等专业能力 .....          | 11        |
| 2.2 再融资业务：政策回暖，业务松绑 .....             | 12        |
| 2.3 并购重组业务：占比与重要性有望双双提升 .....         | 13        |
| 2.4 直投业务：科创板制度创新下的机遇与挑战.....          | 15        |
| 2.5 券商大投行业务竞争格局：龙头券商主导，精品投行另辟蹊径.....  | 16        |
| <b>3 供给侧改革下，券商破局阶段二：重资产业务.....</b>    | <b>18</b> |
| 3.1 重资产化趋势下，券商掀起补充资本金浪潮 .....         | 18        |
| 3.2 融券业务：科创板重要的做空机制 .....             | 20        |
| 3.3 做市商业务：海外顶级投行的支柱业务 .....           | 20        |
| 3.4 衍生品业务：另一片亟待开发的蓝海.....             | 22        |
| 3.5 FICC 业务：机构业务与重资产业务的结合.....        | 24        |
| <b>4 盈利展望与投资建议.....</b>               | <b>25</b> |
| 4.1 2019 年盈利展望 .....                  | 25        |
| 4.2 投资建议 .....                        | 25        |
| <b>5 风险提示.....</b>                    | <b>27</b> |



## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图表 1. 2002-2018 年中国直接融资存量变化及占比            | 4  |
| 图表 2. 2002-2018 年中国直接融资构成变化情况             | 4  |
| 图表 3. 设立科创板与试点注册制的推进进程                    | 6  |
| 图表 4. 科创板上市流程                             | 7  |
| 图表 5. 科创板已受理企业审核状态分布                      | 7  |
| 图表 6. 科创板已受理企业行业分布                        | 8  |
| 图表 7. 科创板已受理企业区域分布                        | 8  |
| 图表 8. 科创板已受理企业融资规模分布                      | 9  |
| 图表 9. 2012-2018 年财务顾问净收入占投行业务净收入的比重       | 10 |
| 图表 10. 券商大投行业务范畴                          | 10 |
| 图表 11. 2016-2018 年 A 股发行价市盈率对比            | 11 |
| 图表 12. 科创板询价定价制度                          | 11 |
| 图表 13. 2017 年 2 月再融资新规主要内容                | 12 |
| 图表 14. 2013-2018 年股权再融资规模及增速              | 12 |
| 图表 15. 2018 年 11 月再融资政策核心要点               | 12 |
| 图表 16. 2019 年再融资新政核心内容（讨论阶段）              | 13 |
| 图表 17. 2018 年 10 月以来并购重组政策持续松绑核心内容        | 13 |
| 图表 18. 6 月 20 日证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》征求意见 | 14 |
| 图表 19. 2015-2019 年证券行业并购重组业务 CR4 市场份额     | 15 |
| 图表 20. 科创板跟投制度阶梯式跟投比例                     | 15 |
| 图表 21. 科创板跟投制度跟投比例测算                      | 16 |
| 图表 22. 科创板 IPO 项目保荐机构情况（截至 6 月 23 日）      | 16 |
| 续 图表 22. 科创板 IPO 项目保荐机构情况（截至 6 月 23 日）    | 17 |
| 图表 23. 四大券商短期融资券额度上限提升                    | 18 |
| 图表 24. 2017-2019 年上市券商实施配股方案情况            | 18 |
| 图表 25. 2017-2019 年上市券商实施增发方案情况            | 19 |
| 图表 26. 2017-2019 年上市券商实施可转债方案情况           | 19 |
| 图表 27. 2017-2019 年上市券商横向并购重组情况            | 19 |
| 图表 28. 2014/01-2019/06 融券余额及其占两融总额的比重     | 20 |
| 图表 29. 中国做市商制度发展历程                        | 21 |
| 图表 30. 美国顶级投行 2018 年做市商业业务收入及占比（百万美元）     | 22 |
| 图表 31. 2018 年券商场外衍生品业务情况                  | 23 |
| 图表 32. 美国顶级投行 2018 年 FICC 业务收入及占比（百万美元）   | 24 |
| 图表 33. 2019 年证券行业业绩弹性测算                   | 25 |
| 图表 34. 上市券商估值表                            | 26 |

## 1 科创板倒计时：供给侧改革深入，投行地位不断提升

### 1.1 金融供给侧改革深入，资本市场与投行地位望持续提升

#### 1.1.1 资本市场现状：直融比重小，地位远不及银行信贷市场

直接融资在社融规模中占比较小。以银行贷款为主的间接融资的比例过大，直接融资比例相对较低，构成了中国面临的长期结构性失衡问题。尽管直接融资近年来一直在增加，但其在整个融资市场的比例仍然远低于成熟市场的水平。截至2018年末，直接融资存量规模占社会融资存量规模的比重仅为13.52%，资本市场在社融中的地位也远低于银行信贷市场。高上市门槛和低上市效率问题，阻碍了中国企业的直接融资渠道。为了满足融资需求，企业寻求银行贷款等间接融资渠道。因此，高昂的资本成本提高了社会的总体负债，融资难，融资贵已经成为成为中国实体经济向前发展面临的主要障碍。

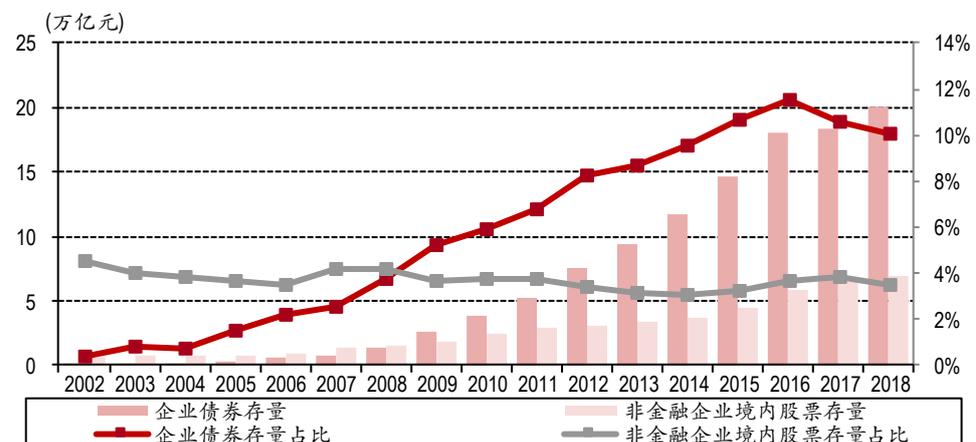
图表 1. 2002-2018 年中国直接融资存量变化及占比



资料来源：万得，中银国际证券

股市对实体经济的作用明显欠缺。直接融资的内部构成在不断发生变化，2002年企业债券占社融存量的比重仅为0.41%，境内股票存量的占比为4.52%，截至2018年末，企业债券占社融存量的比重大幅提升至10.03%，境内股票存量的占比下降至3.49%。当前我国股市对于实体经济的融资功能明显欠缺，改革势在必行。

图表 2. 2002-2018 年中国直接融资构成变化情况



资料来源：万得，中银国际证券



## 1.1.2 资本市场增量改革下，重要性将不断提升

**我国的科技创新之路：资本市场支持不可或缺。**科技创新与技术研发需要较高的先期投入，耗时费力，风险较高，投资成本回收周期较长，过去政府一直扮演着我国科技创新主体的角色，资本市场对企业科技创新的支持力度十分有限，银行贷款等间接融资、短期融资存在先天不足，削弱了企业科技创新的积极性，成为我国科技进步的障碍之一。我国科技创新、科创企业的崛起离不开资本市场的鼎力支持。设立科创板并试点注册制等金融供给侧改革正是希望最大限度地发挥资本市场助力科技创新与实体经济发展的功能，逐步提升资本市场的重要性。

**科创板：我国关键科技创新成果转化的动能。**1) 科创板为资本进入科技创新领域提供了规范高效的市场机制，2) 有助于做大投资增量、盘活投资存量、顺畅资本流转，提高科技领域资源配置效率，3) 提升直融支持力度，将提升企业进行技术研发与科技创新的意愿，并打通企业主导的科技创新成果转化的途径。

科创板将引导企业正确认识科技研发的重要性（“最近三年研发投入合计占最近三年营业收入的比例不低于 15%”、“医药行业企业需取得至少一项一类新药二期临床试验批件，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件”）；建立并稳固核心技术研发团队，凝聚高级技术人才，不断加大科研投入，最终达到加速科技创新成果孵化的目的。

**资本市场增量改革先行。**近年来，监管层十分重视资本市场的改革，直接融资对于实体经济的支持力度也在不断加大。为了降低改革过程中资本市场与金融系统受到的不利影响，采用增量市场改革先行、待制度成熟后再逐渐推广至整个资本市场是更加稳妥的方法。科创板所带来的制度革新主要是从三方面影响中国的股市：1) 定价更为市场化；2) 推进股市投资者的机构化趋势变动，形成以长期机构投资者为主体的投资者结构；3) 构建并完善 A 股市场的信用体系，发掘并强化市场的价值发行功能。

## 1.1.3 科创板带来券商供给侧改革，重新定位券商专业性与重要性

科创板的设立将为券商带来全面的供给侧改革：1) 业务模式变革的同时，对券商的专业性提出了更高要求。2) 赋予券商更大的定价权与话语权，将逐步提升券商在资本市场乃至金融体系中的重要性。3) 将孕育出更多专业投行。

**科创板将对券商的定价能力等专业性提出更高要求。**在传统投行业务中，券商扮演的是通道的角色，提供的综合服务非常有限，缺乏对相关业务的立体式开发以及对客户的持续跟进服务。券商的各个主营业务条线往往各自为战，缺乏各部门之间的配合与协同，难以产生更大的合力。科创板的设立将为券商带来业务模式的转型与业务结构的重塑，促进券商综合性大投行业务转型与升级，加速 IPO、增发、直投等子业务的融合，加强各业务部门之间的合作与协同，同时对券商的价值发现/定价能力、撮合交易能力、投资能力以及销售能力等专业性提出更高要求。

**科创板将提升我国券商的重要性。**在我国金融系统中，券商或投行的地位相对较低，其根本原因在于券商并未发挥其在专业性上的优势，主要业务是低附加值、低收益的通道类业务与信贷类业务。科创板采用更加市场化的询价定价机制，由于券商具备先天的专业优势，将逐渐加大在资本市场的定价权，提升其在我国资本市场乃至金融体系中的重要性。此外，科创板望有成为做空机制的试验田，成熟的做空机制也将显著提升资本市场的价值发现功能与有效性。

**科创板将促进券商间差异化发展，打破同质化格局。**当前的中国证券市场，无论是龙头券商，还是中小型券商，都是较为平均地发展各个业务条线，各家券商的业务结构相近，同质化较高，缺乏重点与亮点。科创板的设立有望引导全行业改变同质化格局，促使各家券商差异化定位，发挥所长，有所侧重地发展自己的业务：1) 龙头券商如中信证券、华泰证券将凭借自己强大的专业能力与综合实力以及充足的资本优势，逐渐发展成为比肩高盛、大摩等国际顶尖投行的综合性专业投行。2) 中小券商宜审时度势，在资源与资金有限的情况下，合理差异化定位，集中资源着力发展自己的优势业务，逐步发展成为特色精品投行。



## 1.2 科创板进入倒计时：进程超预期，有望7月中上旬开市

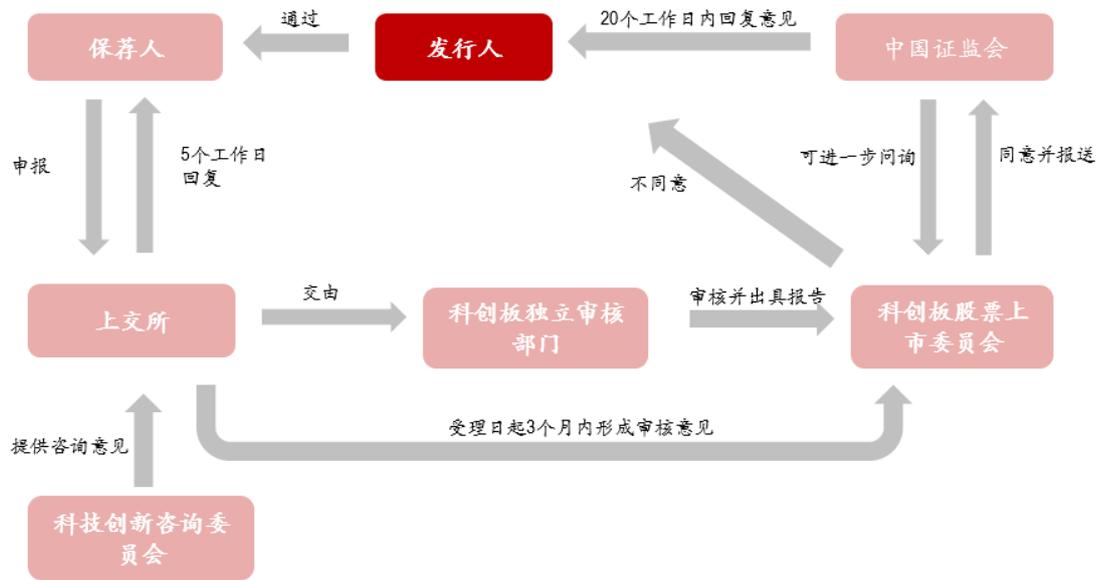
**科创板推进超预期，有望7月中上旬开市。**从去年11月提出伊始，中央以及监管层就表现出了快速推进设立科创板并试点注册制的坚定决心。6月5日，天准科技、安集科技、微芯生物3家拟上市企业率先通过科创板上市委员会的审核，并于6月11日正式递交证监会进入注册流程。6月13日第十一届陆家嘴论坛上，科创板正式开板。6月19日，华兴源创成为了科创板上市第一股，并于6月24日确定发行价格24.26元/股（对应PE估值41倍）；最终网上发行的中签率为万分之5.99，最终战略配售数量占发行总量的4.11%，网下发行数量占扣除最终战略配售数量后发行数量的80.19%；网上发行数量占扣除最终战略配售数量后发行数量的19.81%，华兴源创有望于7月中上旬正式上市。

图表 3. 设立科创板与试点注册制的推进进程

| 时间         | 科创板大事记   |
|------------|--|
| 2018/11/05 | 习主席在首届进博会上宣布在上交所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，不断完善资本市场基础制度。  |
| 2019/01/23 | 中央全面深化改革委员会第六次会议审议通过科创板以及试点注册制的实施方案及意见。  |
| 2019/01/28 | 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》。   |
| 2019/01/30 | 证监会就《科创板上市公司持续监管办法（试行）》公开征求意见。   |
| 2019/03/01 | 证监会发布《注册管理办法（试行）》、《持续监管办法（试行）》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第41号-科创板公司招股说明书》、《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第42号-首次公开发行股票并在科创板上市申请文件》。 |
| 2019/03/18 | 上交所科创板股票发行上市审核系统正式开始接受发行人的申请。  |
| 2019/03/21 | 上交所公司第一届科创板股票上市委员会、科技创新咨询委员会委员候选人名单。   |
| 2019/03/22 | 上交所预披露首批9家科创板受理企业的招股书。   |
| 2019/04/01 | 上交所向3家申报企业发出了首批发行上市审核问询函。  |
| 2019/04/16 | 上交所发布《科创板股票发行与承销业务指引》。   |
| 2019/04/23 | 上交所官网公布了3家科创板受理企业提交的首轮问询回复，并通过答记者问的形式，介绍首轮问询及回复的相关情况。  |
| 2019/04/30 | 上交所、中证金融公司、中国结算联合发布《科创板转融通证券出借和转融券业务实施细则》。   |
| 2019/05/27 | 上交所发布科创板上市委2019年第1次审议会议公告，将于6月5日召开第1次审议会议，审议微芯生物、天准科技、安集科技3家企业的发行上市申请。   |
| 2019/06/05 | 科创板上市委2019年第1次审议会议召开，微芯生物、天准科技、安集科技3家企业“过会”。   |
| 2019/06/11 | 微芯生物、天准科技、安集科技3家企业正式递交证监会进入注册流程。   |
| 2019/06/13 | 第十一届陆家嘴论坛上，科创板正式开板。  |
| 2019/06/19 | 华兴源创在上交所披露招股意向书、上市发行安排等多项文件，意味着公司已率先顺利通关，成为了科创板上市第一股，股票代码688001。   |

资料来源：上交所，证监会，中银国际证券

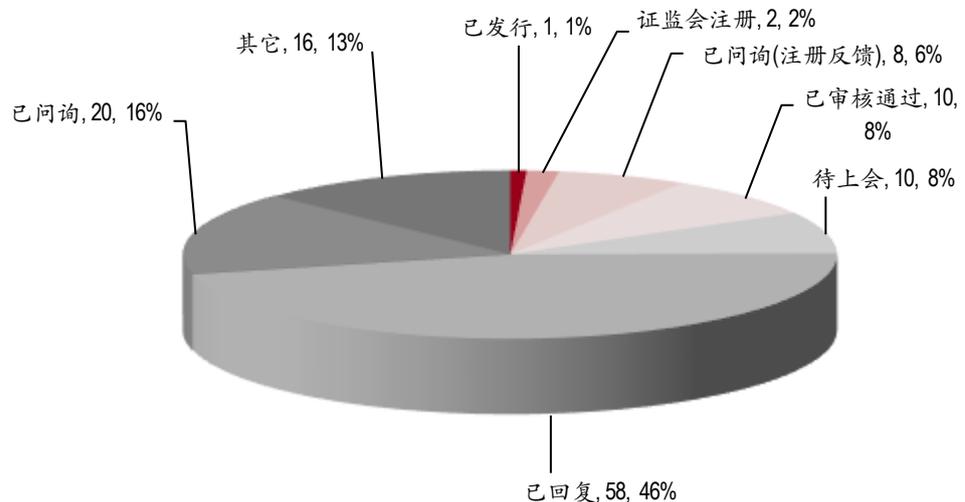
图表 4. 科创板上市流程



资料来源：上交所，中银国际证券

**1家企业已发行，2家企业完成注册待发行。**截至6月23日，科创板共受理125家拟上市申请企业，其中，1家企业已发行，2家企业完成证监会注册待发行，8家企业证监会注册中，10家企业已完成上交所审核通过，10家企业处于待上会的状态。

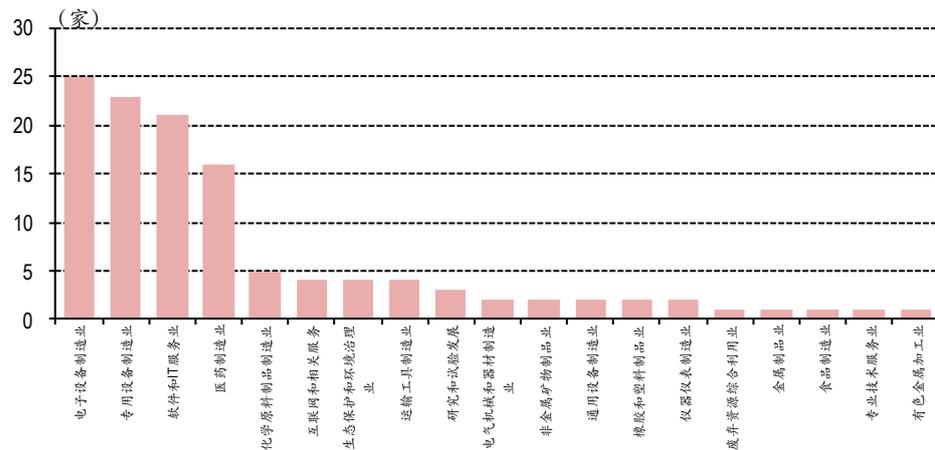
图表 5. 科创板已受理企业审核状态分布



资料来源：上交所，万得，中银国际证券

**科创板聚焦定位新经济领域。**分行业来看，截至6月23日，125家已受理企业中，25家企业来自计算机、通信和其他电子设备制造业，25家来自专用设备制造业，23家属于软件和IT服务业，16家属于医药制造业，合计占比达71.20%，行业分布符合科创板扶持科技创新与新经济领域的定位。

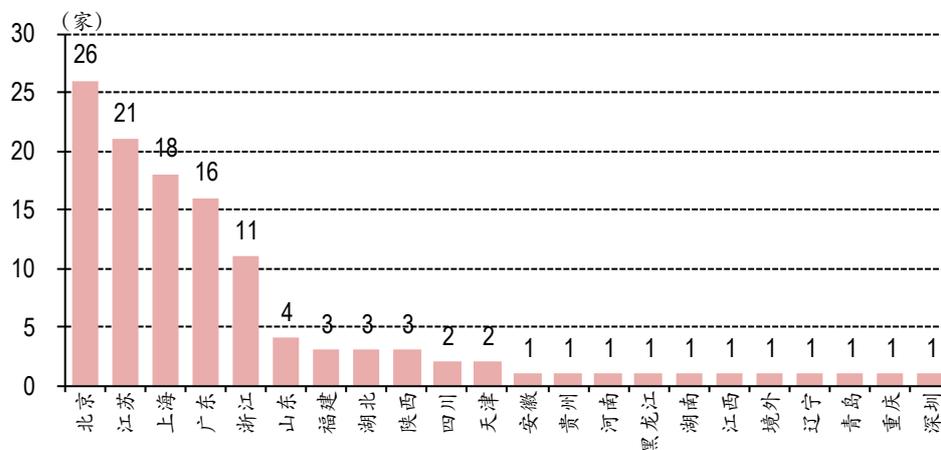
图表 6. 科创板已受理企业行业分布



资料来源：上交所，万得，中银国际证券

三大经济圈成为科创板最重要的项目来源。分地区来看，截至6月23日，125家拟上市申请企业中，来自北京、江苏、上海、广东、浙江的企业分别为26家、21家、19家、17家、13家，合计占比高达76.80%。科创板上报企业的区域分布与国家核心经济圈完全吻合，长三角（上海、江苏、浙江）经济圈、京津冀（北京）经济圈、珠三角（广东）经济圈孕育了全中国绝大部分的新经济企业，也是科创板重要的项目来源。

图表 7. 科创板已受理企业区域分布

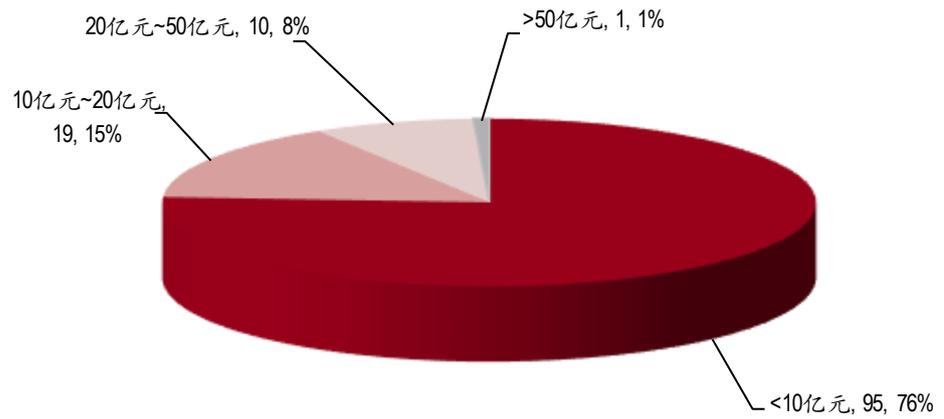


资料来源：上交所，万得，中银国际证券

绝大部分科创板拟上市企业融资规模低于10亿元。从融资规模来看，截至6月23日，125家企业中，95家企业的融资规模小于10亿元，家数占比高达76%，反映出绝大部分新经济领域的科创板拟上市企业仍然处于快速发展期，企业规模有限的特点。另外，融资规模10-20亿元以及20-50亿元的企业分别为19家与10家，只有一家企业（中国铁路通信信号股份有限公司，拟融资105亿元）融资规模超过50亿元。



图表 8. 科创板已受理企业融资规模分布

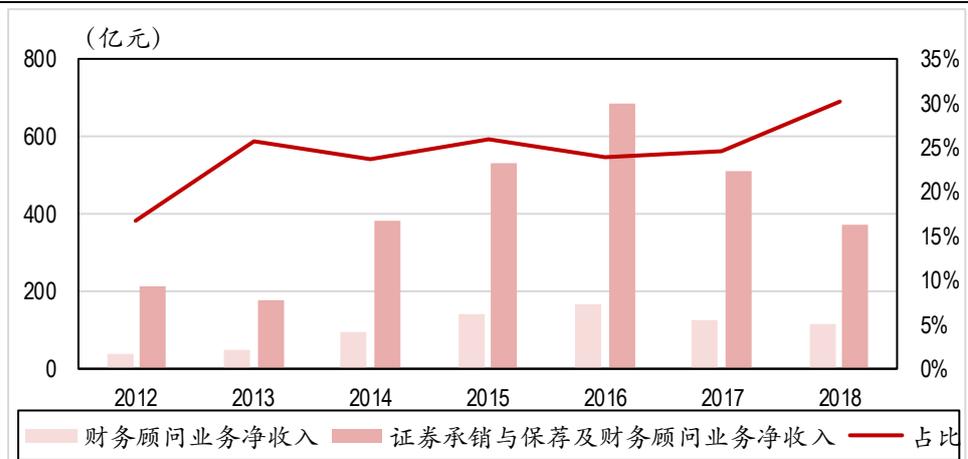


资料来源：上交所，万得，中银国际证券

## 2 供给侧改革下，券商破局阶段一：大投行业务

**大投行业务：以企业为核心的展业模式。** 券商作为保荐人，与发行人之间的关系过去仅停留在保荐与承销层面，待发行人完成新股 IPO 后业务宣告结束，也就是所谓的传统投行业务。随着中国证券业的发展以及我国券商对海外顶级投行业务模式的不断深入学习，大投行的概念应运而生并成为中国券商未来的新业务模式发展方向。大投行业务包含甚广，除了承销保荐业务之外，增发及配股、并购重组、投资咨询、机构销售、直投等业务都在大投行业务的范畴，其考验的是券商对于客户的综合服务能力，是一家券商核心竞争力的体现。近年来，在政策的指引下各家券商都在整体开发大投行业务模式，提升对于客户的综合开发能力，以并购重组业务为例，2012年-2018年，证券行业的财务顾问业务(即并购重组业务)净收入占投行业务收入的比重由2012年的17%提升至2018年的30%。

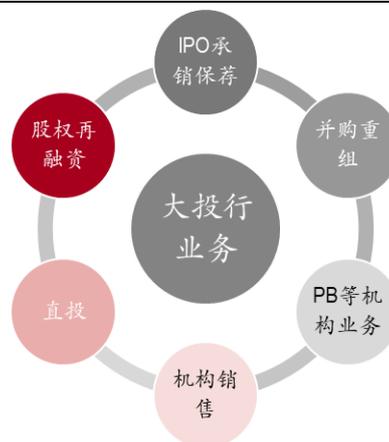
图表 9. 2012-2018 年财务顾问净收入占投行业务净收入的比重



资料来源：中证协，万得，中银国际证券

**科创板将促进券商大投行业务转型与升级。** 科创板引入了券商跟投制度，使得券商与发行人之间的关系不再是一锤子买卖。券商与发行人、投资者之间的关系更粘更复杂，因此在早期的承销保荐业务之后，后续的再融资、并购重组、投资咨询、直投等一系列综合大投行业务都将成为券商可开发的新业务增长点。科创板的设立将促进券商大投行业务转型与升级，加速 IPO、再融资、直投等子业务的融合，同时对券商的发行定价能力以及资源整合与分配能力提出更高要求，综合实力更强的龙头券商将更具优势。

图表 10. 券商大投行业务范畴

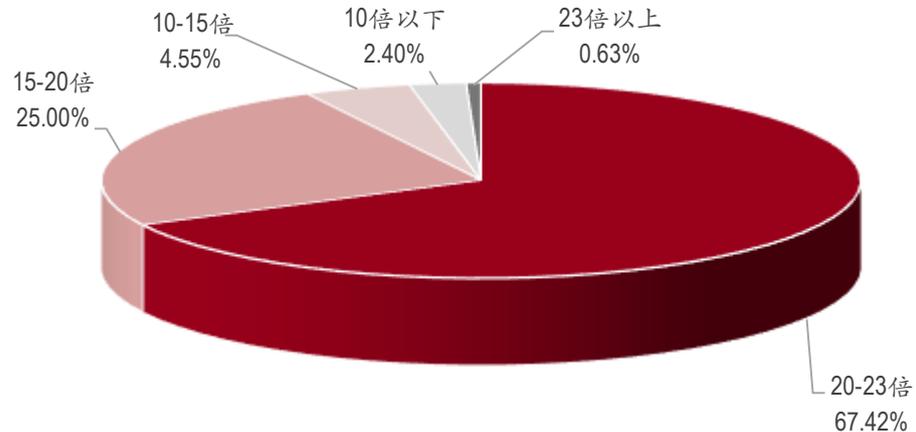


资料来源：万得，中银国际证券

## 2.1 IPO 业务：考验券商定价等专业能力

A 股现行发行定价受到 23 倍市盈率红线的制约。自 2014 年 6 月 A 股 IPO 重新开启后，超过 99% 的新股发行定价不超过 23 倍市盈率。我们统计了 A 股 2016 年以来的首发上市的股票，在全部 792 只股票中，超过 23 倍市盈率红线的仅有 5 只股票，市盈率 20-23 倍的股票多达 534 只，占比高达 67.42%。

图表 11. 2016-2018 年 A 股发行价市盈率对比



资料来源：万得，中银国际证券

**科创板采用更加市场化的询价定价方式。**科创板首次公开发行的股票向专业机构投资者以询价的方式确定股票发行价格。科创板赋予了市场更大的定价权，也对券商的定价能力提出了更高的要求。

以科创板第一股华兴源创为例，发行人和保荐机构根据初步询价情况，并综合考虑发行人基本面、本次公开发行的股份数量、发行人所处行业、可比上市公司估值水平、市场情况、募集资金需求以及承销风险等因素，协商确定本次发行价格为 24.26 元/股（此价格对应不同口径计算出的市盈率在 36 倍至 41 倍之间）。本次发行的价格不高于网下投资者剔除最高报价部分后有效报价的中位数和加权平均数，以及公募基金、社保基金和养老金的报价中位数和加权平均数四个数中的孰低值，价格的确定充分参考了向各机构投资者询价之后的结果。

图表 12. 科创板询价定价制度

### 序号 科创板询价定价制度具体规定

- 首次公开发行股票向证专业机构投资者以询价的方式确定股票发行价格。
- 发行人和主承销商可以通过初步询价确定发行价格，或者在初步询价确定发行价格区间后，通过累计投标询价确定发行价格。
- 参与询价的网下投资者可以为其管理的不同配售对象账户分别填报一个报价，每个报价应当包含配售对象信息、每股价格和该价格对应的拟申购股数。
- 发行人和主承销商应当在申购前，披露网下投资者剔除最高报价部分后有效报价的中位数和加权平均数，以及公募基金、社保基金和养老金的报价中位数和加权平均数等信息。
- 初步询价结束后，发行人和主承销商确定的发行价格超过上述中位数、加权平均数的孰低值的，发行人和主承销商应当在申购前至少一周发布包含以下内容的投资风险特别公告。

资料来源：上交所，中银国际证券

**打破传统投行通道业务桎梏，中国券商向专业投行领域进军。**1) 在传统通道类投行业务中，券商之间更多比拼的是投行项目资源，专业能力方面的差异被弱化了。科创板的询价定价机制将助部分龙头券商在投行业务中有的放矢地发挥自己的专业能力优势。2) 科创板投行项目资源将更多地向专业投行集中，行业集中度将显著提升；同时由于专业投行在业务中将提供定价、撮合、研究咨询等综合服务，承销费率有望显著回升。



## 2.2 再融资业务：政策回暖，业务松绑

监管收紧，再融资业务规模显著下滑。2017年2月，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》，旨在抑制市场存在的过度融资、募集资金脱实向虚等现象，对定增规模、再融资周期、再融资募资用途等方面作出相关调整。

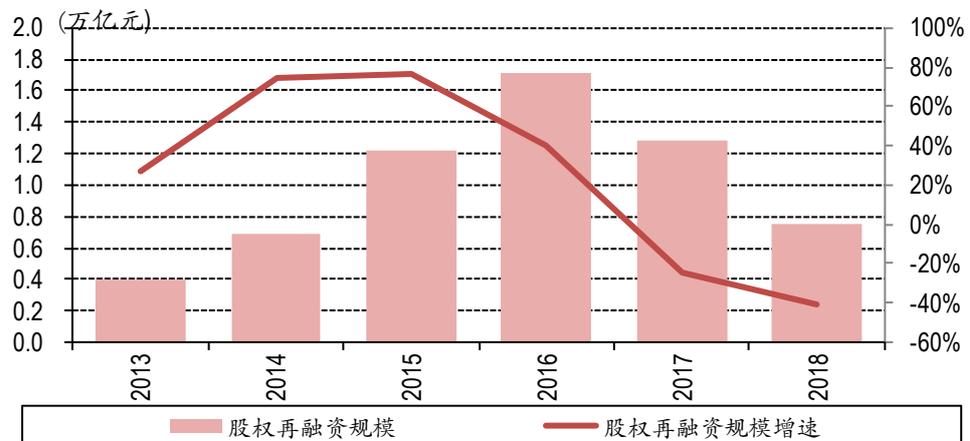
图表 13. 2017年2月再融资新规主要内容

| 要点      | 2017年2月再融资新规主要内容   |
|---------|--|
| 市价发行    | 取消将董事会决议公告日、股东大会决议公告日作为上市公司非公开发行股票定价基准日的规定，明确定价基准日只能为本次非公开发行股票发行期的首日。              |
| 限制规模    | 上市公司申请非公开发行股票的，拟发行的股份数量不得超过本次发行前总股本的20%。   |
| 限制再融资周期 | 上市公司申请增发、配股、非公开发行股票的，本次发行董事会决议日距离前次募集资金到位日原则上不得少于18个月。                             |
| 限制募资用途  | 上市公司申请再融资时，除金融类企业外，原则上最近一期末不得存在持有金融较大、期限较长的交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人款项、委托理财等财务性投资的情形。 |

资料来源：证监会，中银国际证券

2017年5月，证监会及交易所出台减持新规，提到“定增股解禁12个月内减持不得超50%”，在一系列趋严政策的影响下，2017年起增发规模出现显著下降。

图表 14. 2013-2018年股权再融资规模及增速



资料来源：万得，中银国际证券

再融资政策松绑，旨在襄助上市公司走出困境。2018年11月，证监会修订发布《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》，分别从募资用途（补充流动性）、以及再融资周期（18个月降为6个月）两方面进行了政策松绑。

图表 15. 2018年11月再融资政策核心要点

| 要点    | 2018年11月再融资政策核心内容  |
|-------|--|
| 募资用途  | 通过配股、发行优先股或非公开发行股票方式募集资金的，可全部用于补充流动资金和偿还债务。通过其他方式募集资金的，用于补充流动资金和偿还债务的比例不得超过募集资金总额的30%。 |
| 再融资周期 | 允许前次募集资金基本使用完毕或募集资金投向未发生变更且按计划投入的上市公司，申请增发、配股、非公开发行股票不受18个月融资间隔限制，但相应间隔原则上不得少于6个月。     |

资料来源：证监会，中银国际证券

由于 18 年市场的低迷，监管层适时地松绑了再融资政策，一方面是为了缓解股票质押风险，鼓励多方资金向股市注入流动性；另一方面是为了帮助中小以及民营上市公司打通股权再融资通道，降低企业杠杆率。

**再融资政策有望进一步放松，券商拥抱再融资业务良机。**据 21 世纪经济报道，目前监管层计划进一步修改再融资政策，涉及减持要求、价格锁定、发行股本、投资者人数等。再融资政策有望进一步松绑，尤其利好项目资源丰富的龙头券商。

**图表 16. 2019 年再融资新政核心内容（讨论阶段）**

| 序号 | 2019 年再融资新政核心内容（讨论阶段）                         |
|----|---|
| 1  | 三年期锁价定增，允许董事会前锁定发行价格，改回和原来一样；                 |
| 2  | 证监会批文有效期由 6 个月放宽到 12 个月；                      |
| 3  | 发行股本规模由现在的不超过本次发行前总股本的 20% 提升到 50%；           |
| 4  | 主板/创业板定增投资者由 10/5 名放宽到 35 人；                  |
| 5  | 投资者锁定期满后，原减持新规要求 12 个月内减持不超过 50%，这条删除，放宽减持规定； |
| 6  | 目前创业板资产负债率 45% 的要求、以及前次募集资金使用到 70% 的要求，并没有调整； |
| 7  | 关于创业板定增，要求连续两年盈利改一年，删除前募资金使用良好的限制条件。          |

资料来源：21 世纪经济报道，万得，中银国际证券

## 2.3 并购重组业务：占比与重要性有望双双提升

### 2.3.1 并购重组规则持续松绑，并购市场活跃度高涨

**并购重组规则持续松绑。**自 2018 年 10 月以来，证监会先后出台了多项并购重组新政，包含 IPO 被否企业筹划重组上市的间隔期从 3 年缩短为 6 个月、鼓励中概股参与 A 股并购重组、新增十个行业可以享受快速审核通道、放松并购重组融资用途、鼓励私募股权基金参与上市公司并购重组。此外，证监会在上市公司并购重组领域推出了一系列服务举措：

**图表 17. 2018 年 10 月以来并购重组政策持续松绑核心内容**

| 要点        | 2018 年 10 月以来并购重组政策持续松绑核心内容   |
|-----------|---|
| 鼓励私募股权参与  | 鼓励私募股权基金通过参与非公开发行、协议转让、大宗交易等方式，购买已上市公司股票，参与上市公司并购重组。  |
| 深化“放管服”改革 | 证监会继续深化“放管服”改革：1) 进一步简政放权，鼓励市场化并购，丰富并购重组支付工具，提高审核效率。2) 继续深化改革，完善基础性制度，充分发挥并购重组服务实体经济作用。   |
| 审核分道制     | 证监会发布关于并购重组审核分道制“豁免/快速通道”产业政策要求的相关问题与解答称，证监会进一步新增并购重组审核分道制豁免/快速通道产业类型。  |
| 鼓励回 A     | 证监会积极支持优质境外上市中资企业参与 A 股上市公司并购重组，不断提升 A 股上市公司质量。对于此类并购，证监会采取同境内企业并购同类标准，一视同仁，不设任何额外门槛。   |
| 重组上市间隔期   | 为统一与被否企业重新申报 IPO 的监管标准，支持优质企业参与上市公司并购重组，推动上市公司质量提升，证监会将 IPO 被否企业筹划重组上市的间隔期从 3 年缩短为 6 个月。  |
| 配套融资      | 1) 优化重组上市监管安排，支持控股股东、实际控制人及其一致行动人通过认购配套融资、增资标的资产等方式真实、持续地巩固控制权。2) 放宽配套融资使用，明确配套融资可以用于补充上市公司和标的资产流动资金、偿还债务，以满足并购重组后续整合产能、优化资本结构等需求。  |
| 信息披露      | 并购重组信息披露制度简化：1) 聚焦核心要素。聚焦主要交易对方和交易标的核心要素的披露。2) 预估值不再强制披露。在已明确交易标的的前提下，不再强制要求披露标的预估值或拟定价，便于交易各方充分地谈判博弈。3) 增加中介机构核查弹性。增加了中介机构核查的弹性，允许中介机构结合尽职调查的实际进展披露核查意见。4) 简化披露事项。在充分披露相关风险的前提下，不再要求披露权属瑕疵、立项环保等报批事项，本次交易对公司同业竞争、关联交易的预计影响，相关主体买卖股票自查情况。 |

资料来源：证监会，万得，中银国际证券



**并购重组规则进一步松绑，利好券商并购重组业务。**近期证监会就修改并购重组规则征求意见，主要内容包括：1) 拟取消重组上市认定标准中的“净利润”指标。2) 进一步将“累计首次原则”计算期间由5年缩短至3年。3) 允许符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市。4) 恢复重组上市配套融资。**并购重组规则的进一步松绑是资本市场存量市场的重大改革，将盘活市场资本，提高上市公司质量。**

图表 18.6 月 20 日证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》征求意见

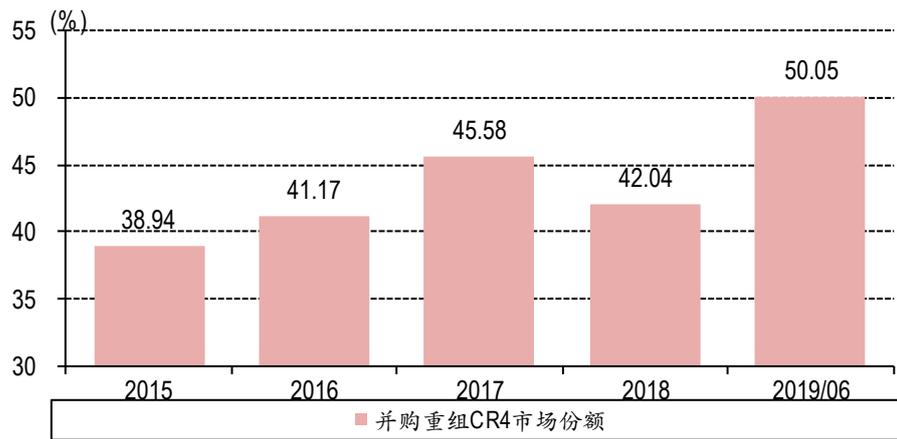
| 序号 | 2019 年 6 月 20 日证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》核心要点   |
|----|---|
| 1  | 拟取消重组上市认定标准中的“净利润”指标。在当前经济形势下，一些公司经营困难、业绩下滑，需要强化监管法规“适应性”，发挥并购重组功能，拟删除净利润指标。            |
| 2  | 进一步缩短“累计首次原则”计算期间。本次修改统筹市场需求与证监会抑制“炒壳”、遏制监管套利的一贯要求，将累计期限减至 36 个月。                       |
| 3  | 允许符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市。同时明确，非前述资产不得在创业板重组上市。                               |
| 4  | 恢复重组上市配套融资，支持上市公司置入资产改善现金流、发挥协同效应。  |
| 5  | 在规则适用方面，证监会核准前，上市公司按照修改后发布施行的《重组办法》变更相关事项，如构成对原交易方案重大调整的，应当根据《重组办法》有关规定重新履行决策、披露、申请等程序。 |
| 6  | 证监会将遵循“放管管制、加强监管、推进创新、改进服务”主线，不断推进市场化改革，强化对违法违规行为的监管。                                   |
| 7  | 对并购重组“三高”问题持续从严监管，坚决打击恶意炒壳、内幕交易、操纵市场等违法违规行为，坚决遏制“忽悠式”重组、盲目跨界重组等市场乱象。                    |
| 8  | 强化中介机构监管，督促各交易主体归位尽责，支持上市公司通过并购重组提升内生动力，有效应对外部风险和挑战。                                    |

资料来源：证监会，中银国际证券

**并购重组市场化改革持续深化，符合资本市场改革大方向。**并购重组改革作为存量资本市场改革的重要配套制度，其在很多方面与科创板的改革精神相契合：1) 取消“净利润”指标以及缩短“累计首次原则”的计算周期将显著盘活市场资本，鼓励优质企业资产注入现有上市公司，提升各路投资者参与存量市场并购重组的动力，进而不断提升上市公司质量；2) 新的并购重组政策允许新经济企业在创业板重组上市，在政策导向上与科创板相似，旨在扶持科创型企业、推动我国科技创新与新经济发展，进而提升资本市场在国家经济发展中的重要性。在政策的推动之下，各市场主体对于并购重组业务的需求端有明显回暖迹象，并购重组市场活跃度显著提升，截至 2019 年 6 月 13 日，上市公司定增重组的案例(包括预案、证监会反馈等情形)有 74 例，同比增加 19 例。

**马太效应显现，并购重组业务集中度将提升。**并购重组规则的持续松绑为券商的投行业务带来利好：1) 并购重组业务的规模以及在投行业务中的比重有望进一步提升；2) IPO 被否或部分计划 IPO 的企业可以更多地选择通过并购重组的方式完成上市融资，有望成为 2019 年券商投行业务的新亮点，尤其利好具备较大资源优势的龙头券商，如中信证券、华泰证券等，并购重组业务马太效应显现。

图表 19. 2015-2019 年证券行业并购重组业务 CR4 市场份额



资料来源：万得，中银国际证券

## 2.4 直投业务：科创板制度创新下的机遇与挑战

### 2.4.1 科创板引入券商跟投制度，加大保荐机构责任压实

券商跟投制度加大保荐机构责任压实。科创板试行保荐机构相关子公司跟投制度。发行人的保荐机构参与本次发行战略配售，并对获配股份设定限售期。跟投制度下，券商与被保荐上市公司的利益被绑定在一起，要求券商对承销保荐项目加强尽调与甄别工作，提高价值判断能力，加大券商等保荐机构责任压实。券商在开展投行业务的时候有抬高定价的倾向，在开展直投业务的有压低定价的倾向，跟投制度有助于券商卖方发行定价与买方直投定价的统一，做出更合理的定价，反映真实价值。同时限售期的设定将进一步增强投资者对保荐项目的信心。

### 2.4.2 科创板跟投：对券商资本实力与投资能力提出更高要求

上交所明确券商细则，采用阶梯式跟投比例。4月16日，上交所发布了《科创板股票发行和成效业务指引》（简称指引），跟投的比例也首次得到了明确。指引规定，保荐机构相关子公司必须按照股票发行价格认购发行人首发规模的2%-5%，锁定期为24个月。具体跟投比例如下：

图表 20. 科创板跟投制度阶梯式跟投比例

| 融资规模        | 券商跟投比例(%) | 跟投上限    |
|-------------|-----------|---------|
| <10 亿元      | 5         | 4,000 万 |
| 10 亿元~20 亿元 | 4         | 6,000 万 |
| 20 亿元~50 亿元 | 3         | 1 亿元    |
| >50 亿元      | 2         | 10 亿元   |

资料来源：上交所，中银国际证券

根据现有申请项目测算，跟投比例平均为4%。我们以截至6月23日的125家科创板拟上市企业的数据为基础进行测算，1) 融资额小于10亿元的95家企业平均跟投比例为4.82%；2) 融资额介于10至20亿元的19家企业平均跟投比例为3.89%；3) 融资额介于20亿元至50亿元的10家企业平均跟投比例为2.85%；4) 融资额大于50亿元的1家企业跟投比例为2%。经综合测算，120家拟上市企业平均跟投比例约为4%。

图表 21. 科创板跟投制度跟投比例测算

| 融资规模        | 拟申请上市企业家数 | 融资规模 (亿元) | 跟投金额 (亿元) | 平均跟投比例(%) |
|-------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| <10 亿元      | 95        | 545.55    | 26.30     | 4.82      |
| 10 亿元~20 亿元 | 19        | 244.05    | 9.49      | 3.89      |
| 20 亿元~50 亿元 | 10        | 277.25    | 7.89      | 2.85      |
| >50 亿元      | 1         | 105.00    | 2.10      | 2.00      |
| 合计          | 125       | 1,171.85  | 45.77     | 3.91      |

资料来源: 上交所, 万得, 中银国际证券

**科创板跟投制度对券商资本实力提出更高要求。**随着科创板与注册制的不断发展壮大, IPO 项目的家数与融资规模都将持续增长, 券商的跟投金额也将持续增加。尤其对于以传统轻资产业务为主、资本实力较弱的中小券商来说, 开展科创板 IPO 业务将面临资金压力。

**科创板跟投制度考验券商的投资管理能力。**过去券商在 IPO 业务中, 仅扮演承销保荐的角色, 导致券商对于 IPO 项目的质量价值判断以及风险把控方面有所欠缺。引入跟投制度的一大意义在于, 保荐方的跟投使得项目的优劣将直接关系到保荐方本身的利益, 因此跟投制度将倒逼券商加强投前尽调与价值判断、投中控制、投后管理等一系列工作, 对于券商的综合投管能力提出更高的要求。

## 2.5 券商大投行业务竞争格局: 龙头券商主导, 精品投行另辟蹊径

**券商大投行业务竞争格局之一: 龙头券商优势显著。**由于科创板对券商的询价定价能力、销售能力、投管能力、研究能力、资源整合以及资本金实力等方面提出了更多的要求, 综合实力强劲的龙头券商拥有天然的优势, 加之享有的丰富的项目资源优势, 龙头券商在大投行业务领域将占据主导地位, 且集中度将会不断提高。

**“三中一华”占据科创板 IPO 市场绝对主导地位。**以科创板 IPO 情况为例, 截至 6 月 23 日, 无论是保荐家数还是募集资金规模, 中信建投、中金公司、中信证券、华泰证券 (“三中一华”) 牢牢占据前四名。保荐企业家数方面, 中信建投、中金公司、中信证券、华泰证券分别有 14.5 家、11 家、9 家、8.5 家, 合计占比达 34.40%。募集资金规模方面, 中金公司、中信建投、华泰证券、中信证券分别是 179.94 亿元、135.58 亿元、117.93 亿元、92.12 亿元, 合计占比高达 44.85%。在科创板初期, “三中一华”将占据主导地位, 预计未来投行集中度将向综合型大券商集中。

图表 22. 科创板 IPO 项目保荐机构情况 (截至 6 月 23 日)

| 序号 | 保荐机构 | 保荐家数 | 序号 | 保荐机构 | 拟募集资金(亿元) |
|----|------|------|----|------|-----------|
| 1  | 中信建投 | 14.5 | 1  | 中金公司 | 179.93    |
| 2  | 中金公司 | 11   | 2  | 中信建投 | 135.58    |
| 3  | 中信证券 | 9    | 3  | 华泰证券 | 117.93    |
| 4  | 华泰证券 | 8.5  | 4  | 中信证券 | 92.12     |
| 5  | 招商证券 | 8    | 5  | 招商证券 | 85.19     |
| 6  | 国泰君安 | 6.5  | 6  | 海通证券 | 68.34     |
| 7  | 光大证券 | 6    | 7  | 国泰君安 | 64.30     |
| 8  | 广发证券 | 6    | 8  | 申万宏源 | 38.36     |
| 9  | 海通证券 | 6    | 9  | 广发证券 | 38.10     |
| 10 | 国信证券 | 5    | 10 | 光大证券 | 36.22     |
| 11 | 民生证券 | 5    | 11 | 天风证券 | 35.77     |
| 12 | 东兴证券 | 4    | 12 | 民生证券 | 29.33     |
| 13 | 安信证券 | 3    | 13 | 东兴证券 | 27.11     |
| 14 | 国金证券 | 3    | 14 | 国信证券 | 22.80     |
| 15 | 申万宏源 | 3    | 15 | 中天国富 | 19.57     |
| 16 | 中天国富 | 3    | 16 | 国金证券 | 19.52     |
| 17 | 华安证券 | 2    | 17 | 山西证券 | 16.98     |
| 18 | 天风证券 | 2    | 18 | 华安证券 | 15.09     |

资料来源: 上交所, 万得, 中银国际证券



续 图表 22. 科创板 IPO 项目保荐机构情况 (截至 6 月 23 日)

| 序号 | 保荐机构 | 保荐家数 | 序号 | 保荐机构 | 拟募集资金(亿元) |
|----|------|------|----|------|-----------|
| 19 | 长江证券 | 2    | 19 | 瑞银证券 | 14.84     |
| 20 | 山西证券 | 2    | 20 | 安信证券 | 13.67     |
| 21 | 中泰证券 | 2    | 21 | 东吴证券 | 11.76     |
| 22 | 德邦证券 | 1    | 22 | 东莞证券 | 11.13     |
| 23 | 东方证券 | 1    | 23 | 德邦证券 | 10.09     |
| 24 | 东莞证券 | 1    | 24 | 方正证券 | 9.73      |
| 25 | 东吴证券 | 1    | 25 | 南京证券 | 8.04      |
| 26 | 国元证券 | 1    | 26 | 长江证券 | 7.06      |
| 27 | 华创证券 | 1    | 27 | 中泰证券 | 6.42      |
| 28 | 华菁证券 | 0.5  | 28 | 国元证券 | 6.00      |
| 29 | 南京证券 | 1    | 29 | 英大证券 | 5.77      |
| 30 | 瑞银证券 | 1    | 30 | 首创证券 | 5.56      |
| 31 | 申港证券 | 1    | 31 | 兴业证券 | 5.50      |
| 32 | 首创证券 | 1    | 32 | 申港证券 | 4.50      |
| 33 | 兴业证券 | 1    | 33 | 华创证券 | 3.60      |
| 34 | 英大证券 | 1    | 34 | 华菁证券 | 3.26      |
| 35 | 方正证券 | 1    | 35 | 东方证券 | 2.67      |
| 总计 |      | 125  | 总计 |      | 1,171.85  |

资料来源：上交所，万得，中银国际证券

**券商大投行业务竞争格局之二：精品投行另辟蹊径。**中小券商由于在资源禀赋、资金实力等方面的局限性，部分券商选择差异化竞争、走精品投行的发展路线才。利用局部区域资源优势（如东吴证券）或依靠大股东项目资源优势（如长江证券），中小券商可以发挥卡位优势，不仅可以获取较为充足的项目资源，也可借助自身特有的优势加强对项目价值判断、风险甄别的把控，提升业务的效率与质量，在大投行转型升级竞争中占据一席之地。

### 3 供给侧改革下，券商破局阶段二：重资产业务

#### 3.1 重资产化趋势下，券商掀起补充资本金浪潮

**包商事件后续影响发酵，头部券商成非银机构流动性供给桥梁。**包商银行事件的影响持续发酵，虽然近期银行间市场的钱相对充足，但大量非银金融机构难借到钱；且央行提供给银行的流动性难以顺畅传导到非银金融机构。中小券商等非银机构面临流动性断层以及融资难度加大等难题。为进一步打通近期市场出现的流动性结构性困局，央行与证监会于召集头部券商与大型银行召开会议，旨在鼓励大行扩大向大型券商融资，支持大型券商扩大向中小非银机构融资。

**缓解非银领域流动断层的具体措施包括：**1) 鼓励大行通过同业拆借、质押回购等方式加大对大型券商的融资支持力度。2) 监管部门建议大行与大型券商开展债券回购业务时，合理把握回购质押物的标准，不搞“齐步走”“一刀切”。3) 央行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。4) 监管部门建议在银行间市场因交易对手受限交易的利率债产品，可快速转托管到交易所市场，以提高交易效率。5) 鼓励大型券商积极报价、投资参与银行间债券市场债券回购违约的快速拍卖处置。6) 监管部门鼓励大型券商通过不同方式向中小券商及各类产品提供流动性支持。

**央行打响流动性传导第一枪。**6月21日晚间，中信、国泰君安、海通、华泰四家头部券商均收到央行关于本公司短期融资券最高待偿还余额有关事项的通知，核准余额上限分别为469亿、508亿、397亿、300亿，分别提高310亿元、378亿元、197亿元、84亿元，央行就此打响借助头部券商向市场传导流动性的第一枪。

图表 23. 四大券商短期融资券额度上限提升

| 序号 | 公司   | 最新短融上限 (亿元) | 提高前短融上限 (亿元) | 上限提高金额 (亿元) |
|----|------|-------------|--------------|-------------|
| 1  | 中信证券 | 469         | 159          | 310         |
| 2  | 国泰君安 | 508         | 130          | 378         |
| 3  | 海通证券 | 397         | 200          | 197         |
| 4  | 华泰证券 | 300         | 216          | 84          |

资料来源：万得，中银国际证券

**融资方式增加、融资成本下降，龙头券商尤为收益。**我国券商的杠杆水平较海外投行偏低，主要是受监管与业务模式限制的影响。此次以包商事件影响为契机，央行将全面提高大型券商短融上限，支持发行金融债券，既丰富了券商融资渠道、有望提升融资规模，又利于降低融资成本，整体提高杠杆率。尤其对于龙头券商来说，其作为流动性的桥梁，不仅资金实力大增，其在金融体系的地位与影响力也有望提升。

**上市券商通过增发、配股或可转债方式补强资本实力。**为顺应行业重资产化发展方向，过去几年众多上市券商纷纷开始补强资本实力，它们大都采用一级市场增发或配股的方式融资以充实资本金。从2017年开始，共有7家上市公司发布增发方案，11家上市券商发布增发方案，10家上市券商发布可转债方案，补充资本浪潮就此掀起。随着科创板的正式开板与运行以及资本市场的改革深入，我国券商将会经历一系列业务结构的调整与升级，券商的补强资本需求将会持续加码。

图表 24. 2017-2019 年上市券商实施配股方案情况

| 序号 | 公司   | 进度           | 预案公告日      | 募集资金上限 (亿元) | 占募集前净资产比重(%) |
|----|------|--------------|------------|-------------|--------------|
| 1  | 西部证券 | 2017 年已实施    | 2016/04/21 | 50          | 41.91        |
| 2  | 国信证券 | 2018 停止实施    | 2018/04/24 | 180         | 35.10        |
| 3  | 国海证券 | 2018 年证监会通过  | 2018/11/24 | 50          | 36.84        |
| 4  | 招商证券 | 2019 年股东大会通过 | 2019/03/13 | 150         | 18.11        |
| 5  | 天风证券 | 2019 年股东大会通过 | 2019/04/16 | 80          | 66.11        |
| 6  | 山西证券 | 2019 年股东大会通过 | 2019/04/23 | 60          | 47.70        |
| 7  | 东吴证券 | 2019 年董事会预案  | 2019/05/14 | 65          | 31.05        |

资料来源：万得，中银国际证券



图表 25. 2017-2019 年上市券商实施增发方案情况

| 序号 | 公司   | 增发类型 | 预案日        | 实际或预计募集金额 (亿元) | 占募集前净资产比重(%) |
|----|------|------|------------|----------------|--------------|
| 1  | 申万宏源 | 定向   | 2017/01/26 | 120            | 22.48        |
| 2  | 东方证券 | 定向   | 2017/02/14 | 111            | 26.99        |
| 3  | 华泰证券 | 定向   | 2017/05/27 | 142            | 16.92        |
| 4  | 兴业证券 | 定向   | 2017/12/19 | 80             | 23.93        |
| 5  | 广发证券 | 定向   | 2018/05/09 | 150            | 17.83        |
| 6  | 国信证券 | 定向   | 2018/11/28 | 150            | 28.59        |
| 7  | 中信证券 | 定向   | 2019/01/10 | 135            | 8.52         |
| 8  | 中信建投 | 定向   | 2019/01/22 | 130            | 26.38        |
| 9  | 中原证券 | 定向   | 2019/04/09 | 55             | 54.34        |
| 10 | 第一创业 | 定向   | 2019/04/25 | 60             | 67.94        |
| 11 | 海通证券 | 定向   | 2019/04/27 | 200            | 16.31        |

资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 26. 2017-2019 年上市券商实施可转债方案情况

| 序号 | 公司   | 预案日        | 发行数量       | 募集金额 (亿元) | 占募集前净资产比重(%) |
|----|------|------------|------------|-----------|--------------|
| 1  | 国泰君安 | 2017/02/21 | 38,000,000 | 70        | 7.05         |
| 2  | 中原证券 | 2017/04/07 | 6,800,000  | 26        | 25.11        |
| 3  | 太平洋  | 2017/06/13 | 35,000,000 | 17        | 14.81        |
| 4  | 国金证券 | 2017/08/30 | 25,500,000 | 68        | 36.85        |
| 5  | 长江证券 | 2018/01/27 | 28,000,000 | 50        | 18.01        |
| 6  | 浙商证券 | 2018/03/13 | 1,700,000  | 35        | 25.57        |
| 7  | 山西证券 | 2018/04/03 | 70,000,000 | 28        | 22.67        |
| 8  | 国元证券 | 2018/05/18 | 2,800,000  | 60        | 24.12        |
| 9  | 华安证券 | 2019/03/13 | 5,000,000  | 28        | 21.73        |
| 10 | 财通证券 | 2019/04/27 | 6,000,000  | 38        | 18.93        |

资料来源: 万得, 中银国际证券

**证券行业或现同业并购潮。**对于证券公司来说, 并购也是常见的补强实力的方式。相比于增发与配股, 并购对于增强券商的综合实力效果更佳立竿见影, 也是风险更大的做法。除了并购标的合理价格难以确定之外, 并购之后很容易产生“水土不服”等现象, 导致并未产生预期的内部协同效果, 反而有可能产生一定的内耗。

但是机遇与风险是并存的, 尤其是在我国证券行业飞速发展变化的当下, 同业并购能够快速增强券商的综合实力, 具有很高的战略意义与价值。近年来, 证券行业的横向并购案例也是屡见不鲜。以中信证券并购广州证券为例, 中信证券旨在借助粤港澳大湾区整体国家层面战略规划的政策东风, 完成收购广州证券后或将持续受益于大湾区发展带来的金融需求、政策优惠等, 收购完成后有望推动中信证券在大湾区的布局再下一城。

图表 27. 2017-2019 年上市券商横向并购重组情况

| 序号 | 公司   | 日期         | 交易标的   | 百分比 (%) | 交易总价值 (万) |
|----|------|------------|--------|---------|-----------|
| 1  | 东兴证券 | 2018/02/06 | 东兴香港证券 | 24.52%  | 60,000    |
| 2  | 方正证券 | 2018/06/16 | 方正中期期货 | 1.82%   | 40,000    |
| 3  | 财通证券 | 2018/06/27 | 浙商资产   | 20.81%  | 203,748   |
| 4  | 东方证券 | 2019/01/09 | 东方花旗   | 33.33%  | 47,558    |
| 5  | 中信证券 | 2019/01/10 | 广州证券   | 100.00% | 1,346,000 |
| 6  | 长江证券 | 2019/05/18 | 长证国际   | -       | 80,000    |
| 7  | 天风证券 | 2019/05/29 | 恒泰证券   | 29.99%  | -         |

资料来源: 万得, 中银国际证券

### 3.2 融券业务：科创板重要的做空机制

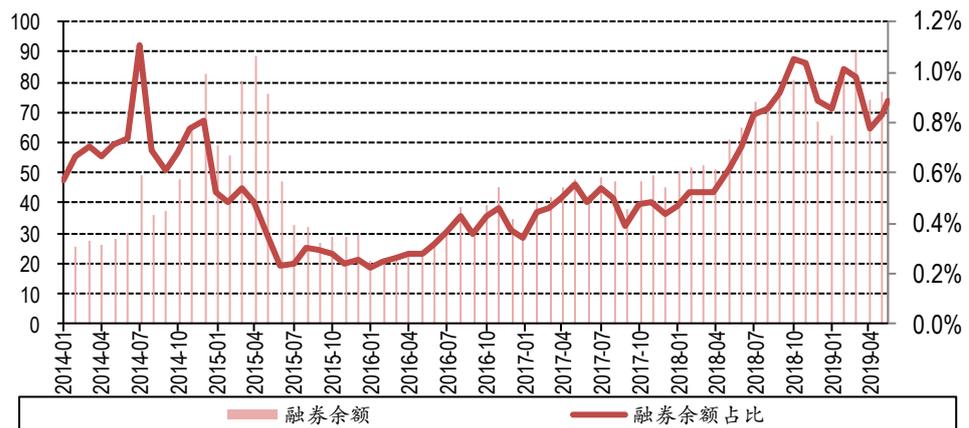
#### 3.2.1 重要的做空机制：发挥价格发现功能，提高流动性。

融券业务对于证券市场有着重要意义：1) 发展融券业务有助于稳定和调整市场价格，巩固证券市场金融安全。2) 融券业务具有价格发现的功能。融券对市场起着“缓冲器”的作用。而正是由于这种功能的存在，促使股票市场上的股价接近实际价值，从而产生价格发现机制。3) 融券交易风险对冲的能力可以放大证券供求，增加交易量，放大资金的使用效果，对于增加股票市场资本的流动性和交易活跃性有着明显的作用，从而有效地降低流动性风险。4) 有利于有效沟通资本市场各参与主体。5) 为投资者提供新的盈利模式以及风险管理手段。

#### 3.2.2 当前融券业务发展缓慢，规模整体偏低

两融业务经过数年间的发展已经达到了万亿的规模，但是与万亿规模形成反差的是，由于券源不畅通、融券保证金利用率低以及融券卖出提价机制等因素的制约，融券业务发展缓慢，规模仍然较低。2014/01-2019/06 期间，融券余额从 19.86 亿元上升至 81.01 亿元，但是截至 2019 年 6 月 13 日，融券余额占两融余额比重仅 0.89%，规模仍有较大的发展空间。

图表 28. 2014/01-2019/06 融券余额及其占两融总额的比重



资料来源：万得，中银国际证券

#### 3.2.3 科创板规则为融券业务等做空机制发展搭建了平台

科创板相关规则规定全部股票自上市首日起可作为融资融券标的，因此融券业务发展有望突破瓶颈，有望改善当前融资融券业务严重不均衡的格局，促进融券价格发现、提升流动性等功能的实现。除此之外，随着科创板制度的逐步完善，个股期货、个股期权等其他做空机制有望推出，进一步推动做空机制的发展完善。

### 3.3 做市业务：海外顶级投行的支柱业务

#### 3.3.1 做市商的前世——做市商制度的起源

做市商制度旨在活跃市场，提高市场效率。金融市场上，某些产品由于流动性不足或不均衡，投资者很难找到对手方，导致交易需求得不到满足，市场功能受到一定限制。为了提高市场效率，美国纳斯达克市场率先发明并采用了做市商制度，通过做市商提供竞争性报价活跃市场，满足投资者的交易需求。随着做市商制度在纳斯达克市场的成功，这一制度逐渐被各大交易所借鉴，在全球证券和衍生品市场得到广泛应用。当前，纳斯达克、CME、CBOE、香港交易所、台湾期货交易所等境外成熟市场均成功实施了做市商制度。

### 3.3.2 做市商的今生——中国做市商制度的发展与现状

做市商制度在中国证券市场有所发展。我国境内首次应用做市商制度的证券市场是银行间债券市场，新三板设立后也引入了做市商制度。近年来，随着股票期权、商品期权、商品期货及场外期权等衍生品市场的蓬勃发展，做市商制度有了更多可以应用的领域，得以进一步的发展。

图表 29. 中国做市商制度发展历程

| 序号 | 市场      | 中国做市商制度发展历程  |
|----|---------|--|
| 1  | 银行间债券市场 | 2001 年，银行间债券市场首次推出双边报价业务，引入双边报价商。2007 年，人民银行颁布《全国银行间债券市场做市商管理规定》， <b>银行间市场重新确定了做市商制度，规范了做市商管理，要求做市商按照报价与其他市场参与者达成交易。当前，银行间债券市场做市商由银行和证券公司组成。</b>   |
| 2  | 新三板市场   | 新三板也是我国较早明确实行做市商制度的市场。 <b>新三板采用的是纯粹的做市商制度，做市商在市场中扮演了向投资者分销股份的角色。按规定，新三板每家挂牌转让的公司必须对应两家以上的做市商，目前做市商主要为证券公司。</b> 申请条件主要包括具备证券自营业务资格、设立做市业务部门和专业人员、具备做市业务制度和运行稳定的做市系统等。                               |
| 3  | 期权市场    | 2015 年，上证 50ETF 期权在上海证券交易所挂牌上市，成为境内第一支场内期权产品。时隔两年，2017 年大连商品交易所上市境内第一支商品期权——豆粕期权，随后郑州商品交易所上市白糖期权，境内期权市场建设实现质的突破。 <b>为提高期权市场流动性和定价效率，更好地服务实体经济，三家交易所上市期权产品上市时，均同步实施了做市商制度，成为境内衍生品市场实施做市商制度的先行者。</b> |
| 4  | 期货市场    | 2018 年年末，大连商品交易所上线了以大商所期货合约价格和商品期货价格指数为标的的商品互换业务，构建了一个以交易商为核心的业务模式，搭建了统一的场外市场综合服务平台。互换业务的交易模式为： <b>客户发起交易需求，经与交易商协商协议条款后在综合服务平台登记挂牌交易，再由双方协商议价或点价确定交易价格。</b>                                       |
| 5  | 场外期权市场  | 场外期权等市场也利用了做市商制度的原理。 <b>在场外交易中，期货公司风险管理子公司、商业银行、证券公司以及大型投资机构等各类交易商根据客户需求，量身定制各种风险管理方案，提供场外衍生产品报价。</b> 究其本质，商品互换、场外期权等业务中的交易商，类似于纯粹做市商制度中的做市商，承担着为市场提供报价，并成为客户交易对手方的功能。                             |

资料来源：万得，中银国际证券

虽然我国银行间市场、新三板、股票期权、商品期权等市场均已引进做市商制度，且做市商制度对证券及衍生品市场的发展起到了重要的推动作用，成为境内衍生品市场制度创新的重要举措，但是相比于海外成熟市场，我国做市商制度的发展仍然处于相对初级的阶段，且业务的体量较小，对国内券商的利润贡献十分有限。

### 3.3.3 做市商的未来——以科创板为契机，做市商业务的巨大发展空间

科创板为做市商制度的发展提供了契机。科创板细则明确指出股票交易实行竞价交易，条件成熟时引入做市商机制，做市商可以为科创板股票提供双边报价服务。科创板设立初期，市场环境条件距离细则中提到的“条件成熟时”尚需时日，但是有美国纳斯达克交易所引入并发展做市商制度的成功经验在前，科创板有很大机会将做市商机制引入 A 股市场，届时中国券商的重资产业务结构也将发生重大变化。

做市商业务将成为中国券商未来着重开发的蓝海。以高盛、摩根大通为代表的美国顶级投行采用的都是重资产业务模式，但是与中国券商以自营业务为主不同的是，美国顶级投行的重资产业务以做市商业务为主。相比于自营业务，做市商业务更加强调券商的询价定价能力，受系统性风险影响较小，为券商带来的收益也相对稳定，性价比明显更高。A 股历史上尚未推出成熟运行的做市商机制，仅在一些缺乏流动性的地方交易平台尝试过做市商机制。以科创板的推出为契机，将做市商制度正式引入 A 股基础证券市场，同时国内衍生品市场巨大的发展空间也将为做市商制度提供广阔的土壤，因此做市商业务对于中国券商来说是一片具有极大开发价值的蓝海。以美国顶级投行为例，2018 年摩根大通与高盛集团分别实现做市商业务收入 120.59 亿美元与 94.51 亿美元，分别占营业收入的 22.34% 与 28.77%。



图表 30. 美国顶级投行 2018 年做市业务收入及占比 (百万美元)

| 投行名称 | 2018 年做市业务收入 | 2018 年营业收入 | 做市业务收入占比(%) |
|------|--------------|------------|-------------|
| 摩根大通 | 12,059       | 55,059     | 21.90       |
| 高盛集团 | 9,451        | 36,616     | 25.81       |

资料来源: 万得, 中银国际证券

### 3.4 衍生品业务: 另一片亟待开发的蓝海

#### 3.4.1 我国场内金融衍生品市场现状分析

**场内上市品种: 合约设计单一, 期权与金融期货类品种较少。**目前我国不仅上市了境外较为成熟的贵金属、有色金属、主要农产品等品种, 还上市了较具特色的黑色系、化工系品种, 上市衍生品品种共计 55 个。但我国的合约设计较为单一, 一般一种商品只上市一种期货合约, 合约总数占全球比例不足 2%。1) 商品期货品种方面, 缺乏生猪、活禽等市场需求量较大的重要农产品品种, 原油、天然气等能源类战略性品种有待推出, 天气类、商品指数类、航运指数类创新型品种更是匮乏。现有上市品种中, 很多品种交易冷清、不够活跃。2) 金融期货品种方面, 目前仅上市了 5 个品种, 且缺乏外汇类品种。3) 期权品种方面, 产品开发才刚刚起步, 目前仅上市了 2 个商品期权和 1 个金融期权。而境外市场期权和金融期货类合约相比商品期货更为丰富, 全球期权及金融期货类合约种数占全部合约种数比例达到 59.3%, 因此我国场内衍生品尤其是期权类产品仍有极大发展空间。

**市场规模: 商品期货交易量大, 期权与金融期货严重欠发展。**1) 我国商品期货成交量全球领先, 但由于交易单位普遍较小。自 2008 年以来, 我国已成为全球交易量最大的商品期货市场, 据美国期货业协会 FIA 统计, 2016 年起我国商品期货交易量全球占比已超过 60%。但我国期货合约交易单位普遍小于境外标杆性期货合约, 换算后的交易量仍然显著低于境外。另外, 我国 3 家商品期货交易所成交金额合计低于美国 CME 集团一家商品期货成交金额。2) 相比于商品期货, 我国期权及金融期货交易规模偏小, 仍然严重欠发展。据 FIA 统计, 2016 年美国金融期货、商品期权和金融期权交易量分别占到全球的 25.93%、81.80% 和 51.89%。与之相比我国差距较大, 期权及金融期货成交量分别仅占全球市场的 0.2% 和 0.85%。

**投资者结构: 个人投资者占比较高, 投机氛围浓厚。**我国以个人投资者为主, 机构投资者占比偏低, 与成熟市场存在显著差距。国际成熟期货市场机构投资者持仓占比普遍在 60% 以上。与之相比, 我国期货市场投资者仍以个人投资者为主, 机构投资者尤其是产业客户参与程度偏低。2017 年以来, 我国期货市场机构投资者持仓占比仅为 48% 左右。这种不均衡的投资者结构使得市场投机氛围浓厚, 一定程度上制约了我国期货市场价格发现功能的发挥, 也制约了企业参与衍生品市场交易的积极性。

**我国场内衍生品市场开放程度仍然较低。**我国衍生品市场仍然相对封闭, 与我国开放程度较高的实体经济不相匹配。近年来我国期货市场通过加强境外交易所合作、允许 QFII 参与金融期货市场、扩大保税交割试点等举措不断深化对外开放, 但整体而言开放程度不够, 难以满足实体经济开放的风险管理需要。第十一届陆家嘴论坛上, 证监会主席易会满提出将持续扩大期货市场对外开放力度, 在政策导向下, 我国场内衍生品市场将会逐步实现对外开放。

#### 3.4.2 我国场外金融衍生品市场现状分析

**收益互换: 交易方式灵活, 杠杆宽松, 对两融业务起到补充作用。**我国场外衍生品市场与 2013 年启动, 主要分为场外期权与收益互换两大类。1) 收益互换与两融相比, 交易方式更灵活, 杠杆比例更宽松。股票收益互换是指证券公司根据协议, 与交易对手方约定在未来某一期限内针对特定股票的浮动收益与固定收益或其他浮动收益进行现金流交换的交易。2) 互换交易在业务目的上类似于“两融”业务中的融资买券业务, 交易期间一般由证券公司代客户持有证券, 并根据客户交易指令调整标的证券仓位, 从而实现客户杠杆交易目的。“两融”业务对证券公司资质、交易对手门槛、标的范围、投资额度均有明确的要求和限制性规定。与此相比, 互换业务的交易方式更为灵活, 杠杆比例更为宽松, 其标的也包括境外股票, 对交易所“两融”业务在场外有一定的补充作用。



**场外期权：一二级交易商资质确定，场外期权更加规范化。**1) 2018年8月，证监会公布了场外期权一级交易商和二级交易商的名单。其中，一级交易商包括中信证券、中金公司、中信建投、国泰君安、华泰证券、广发证券、招商证券7家券商，二级交易商包括海通证券、申万宏源、中国银河、国信证券等9家券商。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。未跻身一二级交易商的券商不得开展场外期权业务。2) 从协会公布的交易标的来看，共有1152只个股入选场外期权业务挂钩个股标的，包括沪市471只个股和深市的681只个股。场外期权的交易标的不得超出该“名单”。3) 此外，对于场外期权业务的对手方，需是专业机构投资者，并且满足三个硬性条件。在监管层面的指引下，场外期权正在朝着更加规范化的方向发展。

**场外衍生品市场发展迅猛，集中度高。**2018年场外衍生品交易新增名义本金规模8,772.06亿元，与2017新增7,489.47亿元相比，环比多增17.13%；截至2018年12月底，场外衍生品存续交易名义本金3,466.71亿元，与去年同期3,665.73亿元相比，减少189.02亿元，环比减少5.16%。全年新增期权交易标的以A股股指、黄金期现货、A股个股为主，主要交易对手以商业银行（构建结构化存款）、证券公司及其子公司（提供流动性、风险对冲服务）、私募基金为主；新增收益互换标的以境外标的（港股、美股）、A股股指、A股个股为主，主要交易对手以私募基金、其他机构（实体企业、投资机构）为主。全年场外期权交易量排名前十的证券公司合计新增名义本金5,986.69亿元，占到全市场新增期权交易量的89.11%；全年收益互换交易量排名前十的证券公司合计新增名义本金1,966.27亿元，占到全市场新增互换交易量的95.74%。

图表 31. 2018 年券商场外衍生品业务情况

| 新增交易名义本金排名 | 收益互换 |          | 场外期权 |          | 合计   |          |
|------------|------|----------|------|----------|------|----------|
|            | 证券公司 | 全年新增名义本金 | 证券公司 | 全年新增名义本金 | 证券公司 | 全年新增名义本金 |
| 第一名        | 中金公司 | 669.83   | 中信证券 | 1,548.71 | 中信证券 | 2,081.19 |
| 第二名        | 中信证券 | 532.48   | 中信建投 | 1,298.19 | 中信建投 | 1,316.07 |
| 第三名        | 广发证券 | 230.71   | 中泰证券 | 952.51   | 中金公司 | 1,097.70 |
| 第四名        | 华泰证券 | 162.99   | 广发证券 | 537.43   | 中泰证券 | 955.40   |
| 第五名        | 申万宏源 | 152.15   | 中金公司 | 427.87   | 广发证券 | 768.14   |
| 第六名        | 国泰君安 | 85.49    | 申万宏源 | 367.21   | 申万宏源 | 519.36   |
| 第七名        | 国信证券 | 67.35    | 海通证券 | 323.64   | 海通证券 | 323.64   |
| 第八名        | 光大证券 | 27.12    | 国泰君安 | 208.40   | 华泰证券 | 320.12   |
| 第九名        | 东兴证券 | 20.11    | 招商证券 | 165.60   | 国泰君安 | 293.89   |
| 第十名        | 招商证券 | 18.06    | 华泰证券 | 157.13   | 国信证券 | 197.01   |
| 前十名合计      |      | 1,966.27 |      | 5,986.69 |      | 7,872.52 |
| 前十名占比(%)   |      | 95.74    |      | 89.11    |      | 89.75    |

资料来源：中证协，中银国际证券

### 3.4.3 衍生品业务：我国券商未来发展的另一片蓝海

中国的衍生品市场仍然处于欠发展状态，无论从法律政策制定方面，还是市场搭建、产品创设方面都远远滞后于基础证券市场的发展。由于衍生品市场对基础证券市场有着不可或缺的重要功能（规避风险、套利、价值回归等），是中国证券行业急需突破的子行业。衍生品业务与做市商业务有很大的关联性，因为在衍生品业务中券商正是扮演做市商、交易商的角色。相比于基础证券，衍生品需要更强的专业能力，对做市商的定价能力要求极高，因此衍生品业务正是一家投行核心竞争力的集中体现，也是未来中国券商重资产业务的一大发展方向。目前中国的期货法正在制定中，股指期货的交易安排正在逐步放开，新的衍生品产品也在不断创设中，未来一到两年内中国的衍生品行业有望迎来突破，券商也将拥抱新的发展机遇。

### 3.5 FICC 业务：机构业务与重资产业务的结合

#### 3.5.1 我国券商 FICC 业务现状分析

**FICC 业务的范畴与盈利模式：**FICC (Fixed income, Currency and Commodities) 是固定收益证券、外汇及大宗商品业务的统称，其主要业务模式是在传统固定收益业务的基础上，将债券、利率、信贷、外汇以及商品等业务线及其产品线有机整合，为机构客户提供跨风险类别、跨宏观周期的综合性金融解决方案。FICC 的盈利主要来源于四个方面：1) 代理业务，即代理客户执行 FICC 产品等的交易，从中获取一定的佣金；2) 做市业务，包括以交易对手的方式与客户直接进行相关产品的买卖交易，或发挥做市功能为 FICC 产品提供流动性，从中获取买卖价差；3) 产品设计，即根据客户的需求为其提供结构化产品的定制、发行和交易服务，帮助其实现投资目标，从中获取产品设计费；4) 风险敞口管理，主要通过衍生产品的风险对冲功能控制交易风险敞口，从中获取价差、交易、利息等收入。

**我国 FICC 业务格局：银行主导，券商业务发展空间大。**银行作为国内债券和外汇市场的主体，在债券交易和外汇市场上占有较大的优势，国内债券 80% 以上都是银行作为主体在交易，在外汇市场上，由于我国外汇资格的限制，银行更是演绎独角戏，大宗商品方面国内商业银行略有欠缺。1) **国内券商机构在 FICC 业务方面的发展主要集中在固定收益方面，券商的固定收益业务主要表现为债权一级市场的承销与销售业务、债权二级市场的交易业务和固定收益证券衍生品业务**，在最近几年的发展中，券商在债券方面的业务量仅次于商业银行。2) **外汇业务方面**，由于《非银行金融机构经营外汇业务范围》文件的限制，券商不能够在国际外汇市场上进行自营或者代客外汇买卖。不过国泰君安证券 2014 年 12 月 3 日宣布，已获国家外汇管理局批复，取得结售汇业务经营资格。这是券商首次获批结售汇业务资格并获准参与银行间外汇市场交易。3) **在大宗商品方面，国内券商间接参与，通过控股期货公司在大宗商品的期货和现货交易方面获得经纪、投资咨询、资产管理和现货贸易收入，或者券商通过 IB 业务获得一些经纪收入。**综上所述，我国券商在 FICC 业务领域仍有较大的发展前景，券商已经逐渐开始储备人才为未来的全牌照市场做准备。

**当前券商发展 FICC 业务的瓶颈。**券商在发展 FICC 业务中受到多种限制：1) 市场条件限制，国内利率尚未市场化，金融为分业经营状态，对券商参与 FICC 业务设定了先天阻碍，也限制了企业和金融机构的业务需求；2) 资格和监管限制，券商没有外汇交易、商品期货现货交易资格等资格和监管限制也是 FICC 业务未充分发展的原因；3) 市场基础条件尚未发展完备，虽然 FICC 业务拥有很广阔的市场前景，但是国内的基础市场如债券交易、外汇交易、商品交易及相关衍生品市场仍需进一步完备发展。

#### 3.5.2 券商在 FICC 领域拥有巨大的业务发展空间

受制于市场条件限制、资质与监管限制等客观影响，当前我国券商的 FICC 业务规模有限，对业绩的贡献较为边缘化。但是随着金融供给侧改革的不断深入，利率市场化不断推进，券商牌照更加齐全，FICC 业务作为机构业务与重资产业务的结合点，也是考验券商综合服务能力的核心竞争力的体现。参考美国顶级投行的业务结构，摩根士丹利与高盛集团 2018 年分别实现 FICC 业务收入 50.05 亿美元与 58.82 亿美元，分别占营业收入的 21.90% 与 25.81%。因此我国券商在 FICC 领域仍有拥有发展空间。

图表 32. 美国顶级投行 2018 年 FICC 业务收入及占比 (百万美元)

| 投行名称 | 2018 年 FICC 业务收入 | 2018 年营业收入 | FICC 业务收入占比(%) |
|------|------------------|------------|----------------|
| 摩根大通 | 12,059           | 55,059     | 21.90          |
| 高盛集团 | 9,451            | 36,616     | 25.81          |

资料来源：万得，中银国际证券



## 4 盈利展望与投资建议

### 4.1 2019 年盈利展望

2018 年是证券行业的寒冬季，全行业净利润同比大幅下滑 41.04%，净利润水平为近五年新低。2019 年 2 月以来，两市成交活跃度快速提升，成交额与换手率均大幅提升，投资者情绪抬升，市场显著升温，券商有望迎来春天。我们对 2019 年的日均成交量、承销规模、两融平均规模、股权质押平均融出资金、股债投资收益率等基本假设变量分三种情况进行弹性测试，在悲观、中性、乐观假设下，证券行业 2019 年整体净利润增速为 32.68%、69.36%、111.53%。

图表 33. 2019 年证券行业业绩弹性测算

| 证券行业业绩测算            |                | 2017         | 2018           | 2019E        |              |               |
|---------------------|----------------|--------------|----------------|--------------|--------------|---------------|
| 单位：亿元               |                | 实际           | 实际             | 悲观           | 中性           | 乐观            |
| 经纪业务                | 市场日均成交额        | 5,011        | 4,116          | 4,500        | 6,000        | 8,000         |
|                     | 净佣金率(%)        | 0.034        | 0.031          | 0.029        | 0.030        | 0.031         |
|                     | <b>经纪业务净收入</b> | <b>821</b>   | <b>623</b>     | <b>637</b>   | <b>878</b>   | <b>1,210</b>  |
| 投行业务                | IPO 募资规模       | 2,304        | 1,375          | 1,513        | 1,650        | 1,788         |
|                     | 债权承销规模         | 27,426       | 35,944         | 35,944       | 37,741       | 39,539        |
|                     | 增发规模           | 12,874       | 7,572          | 8,329        | 9,086        | 9,843         |
|                     | IPO 承销收入       | 104          | 55             | 68           | 74           | 80            |
|                     | 债券承销收入         | 137          | 137            | 180          | 189          | 198           |
|                     | 增发承销收入         | 129          | 61             | 67           | 73           | 79            |
|                     | 承销保荐收入         | 15           | 6              | 8            | 9            | 10            |
|                     | 财务顾问收入         | 125          | 112            | 120          | 134          | 147           |
|                     | 投资咨询收入         | 34           | 32             | 32           | 32           | 32            |
|                     | <b>投行业务净收入</b> | <b>544</b>   | <b>401</b>     | <b>443</b>   | <b>478</b>   | <b>514</b>    |
| 信用业务                | 两融平均规模         | 9,359        | 9,030          | 8,000        | 8,500        | 9,000         |
|                     | 股票质押融出资金规模     | 11,657       | 9,701          | 6,400        | 7,200        | 8,000         |
|                     | 净利率(%)         | 1.66         | 1.15           | 1.04         | 1.07         | 1.15          |
|                     | <b>总利息净收入</b>  | <b>348</b>   | <b>215</b>     | <b>149</b>   | <b>169</b>   | <b>196</b>    |
| 自营业务                | 权益类占比(%)       | 33.00        | 28.00          | 28.00        | 33.00        | 40.00         |
|                     | 沪深 300 涨幅(%)   | 21.78        | -25.31         | 15.00        | 30.00        | 45.00         |
|                     | 自营收入增速         |              | -7.05          | 4.20         | 9.90         | 18.00         |
|                     | <b>自营业务净收入</b> | <b>861</b>   | <b>800</b>     | <b>834</b>   | <b>879</b>   | <b>944</b>    |
| 资管业务                | 券商资管平均规模       | 177,800      | 148,300        | 140,885      | 148,300      | 155,715       |
|                     | 资管综合费率(%)      | 0.17         | 0.19           | 0.19         | 0.20         | 0.20          |
|                     | <b>资管业务净收入</b> | <b>310</b>   | <b>275</b>     | <b>268</b>   | <b>297</b>   | <b>311</b>    |
| <b>其它业务净收入</b>      |                | <b>230</b>   | <b>348</b>     | <b>348</b>   | <b>348</b>   | <b>348</b>    |
| <b>营业总收入</b>        |                | <b>3,113</b> | <b>2,663</b>   | <b>2,678</b> | <b>3,049</b> | <b>3,523</b>  |
| <b>净利润率(%)</b>      |                | <b>36.30</b> | <b>25.02</b>   | <b>33.00</b> | <b>37.00</b> | <b>40.00</b>  |
| <b>净利润</b>          |                | <b>1,130</b> | <b>666</b>     | <b>884</b>   | <b>1,128</b> | <b>1,409</b>  |
| <b>预计净利润同比增速(%)</b> |                |              | <b>(41.04)</b> | <b>32.68</b> | <b>69.36</b> | <b>111.53</b> |

资料来源：万得，中银国际证券

### 4.2 投资建议

**1.政策方面：**长期来看，金融供给侧改革持续推进之下，资本市场与投行的重要性将会持续提升。中短期来看，资本市场深化改革与扩大开放不断推进，科创板以及“沪伦通”等举措将会相继落地，虽然利好政策以充分预期，但政策面的稳定又好与不断开放仍然可以为券商板块提供一定的安全边际。

**2.市场方面：**作为高 Beta 品种，券商在具有一定安全边际时期具有较高配置性价比；同时券商自身经营受到中美贸易摩擦的影响较小，满足部分资金配置需求。但是风险与机会并存，中美关系以及宏观经济大环境尚未明朗，市场风险偏好有所下降，市场整体短期不确定性较大。



**3.投资建议：**政策面支撑下，看好券商板块高配置性价比。科创板已正式开板，并有望于7月迎来上市第一股，当前资本市场改革不断深化，开放程度不断提高，相关政策持续稳定友好。**政策面支撑下券商板块享有一定的安全边际**，且当前券商指数估值1.83倍，仍低于历史估值中枢2.14倍。**在此基础上高Beta属性使得券商板块享有较高的配置性价比，进攻退可守，龙头券商尤为受益。**重点推荐充分受益于科创板推出且业务长远布局清晰的龙头券商**华泰证券**。

图表 34. 上市券商估值表

| 代码          | 券商   | 股价<br>(元) | 总市值<br>(亿元)   | PB          |             |             |             | PE            |              |              |              | 评级   |
|-------------|------|-----------|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|--------------|--------------|--------------|------|
|             |      |           |               | 2018        | 2019E       | 2020E       | 2021E       | 2018          | 2019E        | 2020E        | 2021E        |      |
| 600030.SH   | 中信证券 | 24.38     | 2,725         | 1.93        | 1.85        | 1.78        | 1.69        | 31.46         | 23.98        | 20.83        | 17.93        | 买入   |
| 601688.SH   | 华泰证券 | 22.76     | 1,878         | 1.82        | 1.75        | 1.67        | 1.60        | 37.32         | 22.61        | 19.98        | 17.53        | 买入   |
| 600837.SH   | 海通证券 | 14.48     | 1,434         | 1.41        | 1.36        | 1.30        | 1.23        | 31.96         | 16.72        | 14.50        | 12.48        | 增持   |
| 601211.SH   | 国泰君安 | 18.74     | 1,579         | 1.35        | 1.30        | 1.25        | 1.20        | 24.89         | 17.88        | 15.81        | 14.06        | 增持   |
| 000776.SZ   | 广发证券 | 14.20     | 980           | 1.27        | 1.22        | 1.17        | 1.12        | 25.17         | 16.13        | 13.51        | 11.59        | 增持   |
| 600999.SH   | 招商证券 | 17.37     | 1,076         | 1.77        | 1.69        | 1.61        | 1.52        | 26.30         | 18.55        | 16.16        | 14.07        | 增持   |
| 601066.SH   | 中信建投 | 21.37     | 1,429         | 3.43        | 3.07        | 2.74        | 2.44        | 52.92         | 35.77        | 29.27        | 25.92        | 未有评级 |
| 000166.SZ   | 申万宏源 | 5.11      | 1,211         | 1.66        | 1.53        | 1.40        | 1.28        | 27.68         | 19.46        | 16.71        | 14.98        | 未有评级 |
| 601881.SH   | 中国银河 | 12.58     | 961           | 1.93        | 1.69        | 1.53        | 1.31        | 24.75         | 32.92        | 29.47        | 26.80        | 中性   |
| 002736.SZ   | 国信证券 | 13.44     | 1,102         | 2.33        | 2.02        | 1.93        | 1.91        | 24.19         | 22.85        | 19.75        | 14.90        | 未有评级 |
| 601788.SH   | 光大证券 | 11.71     | 495           | 1.14        | 1.09        | 1.05        | 1.00        | 17.92         | 21.03        | 18.27        | 16.14        | 未有评级 |
| 300059.SZ   | 东方财富 | 13.99     | 940           | 4.61        | 4.09        | 3.76        | 3.43        | 75.42         | 50.20        | 40.56        | 33.61        | 买入   |
| 601901.SH   | 方正证券 | 7.27      | 598           | 1.59        | 1.53        | 1.49        | 1.45        | 90.88         | 39.47        | 35.62        | 30.97        | 未有评级 |
| 600958.SH   | 东方证券 | 10.94     | 699           | 1.48        | 1.43        | 1.38        | 1.33        | 62.15         | 23.07        | 20.30        | 17.47        | 增持   |
| 601377.SH   | 兴业证券 | 6.89      | 461           | 1.42        | 1.37        | 1.33        | 1.28        | 340.90        | 24.97        | 20.93        | 17.28        | 中性   |
| 000728.SZ   | 国元证券 | 9.38      | 316           | 1.28        | 1.25        | 1.20        | 1.16        | 46.90         | 31.46        | 27.53        | 23.57        | 未有评级 |
| 601555.SH   | 东吴证券 | 10.48     | 314           | 1.56        | 1.41        | 1.30        | 1.19        | 87.33         | 15.18        | 13.55        | 12.38        | 未有评级 |
| 600369.SH   | 西南证券 | 5.06      | 286           | 1.54        | 1.48        | 1.44        | 1.40        | 126.50        | 35.09        | 32.27        | 28.06        | 未有评级 |
| 600109.SH   | 国金证券 | 9.91      | 300           | 1.54        | 1.44        | 1.36        | 1.22        | 29.67         | 22.04        | 19.65        | 17.09        | 未有评级 |
| 000783.SZ   | 长江证券 | 7.92      | 438           | 1.65        | 1.59        | 1.52        | 1.45        | 170.27        | 21.62        | 18.37        | 16.23        | 中性   |
| 000686.SZ   | 东北证券 | 9.02      | 211           | 1.40        | 1.33        | 1.26        | 1.18        | 69.38         | 15.57        | 13.82        | 12.01        | 未有评级 |
| 601198.SH   | 东兴证券 | 12.17     | 336           | 1.71        | 1.56        | 1.46        | 1.35        | 33.25         | 18.68        | 16.24        | 13.89        | 未有评级 |
| 000750.SZ   | 国海证券 | 5.13      | 216           | 1.59        | 1.58        | 1.57        | 1.56        | 256.50        | 146.57       | 122.14       | 106.21       | 未有评级 |
| 601099.SH   | 太平洋  | 3.61      | 246           | 2.39        | 2.25        | 2.10        | 1.96        | -18.61        | 23.14        | 19.28        | 16.77        | 未有评级 |
| 002673.SZ   | 西部证券 | 10.32     | 361           | 2.08        | 2.06        | 2.03        | 2.00        | 180.42        | 103.10       | 85.91        | 74.71        | 未有评级 |
| 002500.SZ   | 山西证券 | 8.28      | 234           | 1.88        | 1.85        | 1.81        | 1.76        | 103.50        | 59.14        | 49.29        | 42.86        | 未有评级 |
| 002797.SZ   | 第一创业 | 6.48      | 227           | 2.58        | 2.40        | 2.26        | 2.06        | 180.00        | 60.34        | 53.91        | 49.58        | 未有评级 |
| 601375.SH   | 中原证券 | 5.40      | 164           | 2.10        | 2.01        | 1.98        | 1.94        | 270.00        | 79.41        | 70.96        | 65.38        | 未有评级 |
| 600909.SH   | 华安证券 | 6.68      | 242           | 1.93        | 1.85        | 1.78        | 1.71        | 44.53         | 38.86        | 35.25        | 31.99        | 未有评级 |
| 601878.SH   | 浙商证券 | 9.49      | 316           | 2.32        | 2.19        | 2.06        | 1.93        | 43.14         | 24.65        | 20.54        | 17.86        | 未有评级 |
| 601108.SH   | 财通证券 | 11.28     | 405           | 2.11        | 2.02        | 1.93        | 1.83        | 51.27         | 29.30        | 24.42        | 21.23        | 未有评级 |
| 601990.SH   | 南京证券 | 10.23     | 281           | 2.65        | 2.59        | 2.51        | 2.42        | 113.67        | 64.22        | 49.78        | 40.47        | 未有评级 |
| 601162.SH   | 天风证券 | 11.35     | 588           | 4.77        | 4.64        | 4.49        | 4.33        | 177.34        | 101.34       | 84.45        | 73.43        | 未有评级 |
| 002939.SZ   | 长城证券 | 18.36     | 570           | 3.45        | 3.31        | 3.16        | 3.00        | 87.43         | 49.96        | 41.63        | 36.20        | 未有评级 |
| 002926.SZ   | 华西证券 | 10.71     | 281           | 1.53        | 1.46        | 1.38        | 1.30        | 32.45         | 18.55        | 15.45        | 13.44        | 未有评级 |
| 002945.SZ   | 华林证券 | 18.56     | 501           | 11.07       | 10.18       | 9.28        | 8.43        | 132.57        | 75.76        | 63.13        | 54.90        | 未有评级 |
| <b>大券商</b>  |      |           | <b>14,871</b> | <b>1.82</b> | <b>1.69</b> | <b>1.58</b> | <b>1.48</b> | <b>29.50</b>  | <b>22.54</b> | <b>19.48</b> | <b>16.94</b> |      |
| <b>行业</b>   |      |           | <b>22,961</b> | <b>1.96</b> | <b>1.86</b> | <b>1.77</b> | <b>1.68</b> | <b>85.39</b>  | <b>38.05</b> | <b>32.52</b> | <b>28.40</b> |      |
| <b>中小券商</b> |      |           | <b>8,090</b>  | <b>2.02</b> | <b>1.94</b> | <b>1.86</b> | <b>1.77</b> | <b>112.13</b> | <b>45.47</b> | <b>38.75</b> | <b>33.87</b> |      |

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日2019年7月1日，未有评级公司盈利预测来自万得一预期



## 5 风险提示

- 1) 利率变化导致市场资金成本变化、对信用业务的融资成本产生影响，同时市场连续下跌引发信用业务风险；
- 2) 证券行业目前同质化竞争较为激烈，各公司提供的服务差距较小，随着外资逐渐进入国内资本市场，其强大的主动管理能力与运营经验，或将抢占部分资管业务与创新业务市场份额；
- 3) 证券公司海外布局加速，承担相应的海外市场风险和投资风险；
- 4) 中美关系等国际环境对宏观经济带来的影响超预期。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371