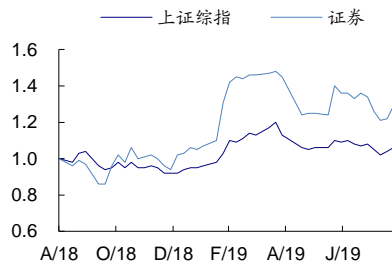


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

- 《转融资费率下调点评: 情绪面利好, 基本面影响有限》——2019-08-08
- 《证券行业 8 月投资策略: 投行业务增长, 政策红利持续》——2019-08-08
- 《证券行业深度分析报告: 券商杠杆提升之路》——2019-08-06
- 《2019 年券商分类评级结果点评: 龙头优势继续演绎》——2019-07-29
- 《证券行业 7 月投资策略: 业绩回暖, 政策红利逐步释放》——2019-07-10

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

证券分析师: 李锦儿

电话: 021-60933164
E-MAIL: lijiner@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业专题

金融供给侧改革下的券商转型机遇

● 主要逻辑与结论

自从我国经济进入“新常态”以来, 金融总量供给充足, 但结构性问题凸显, 目前我国金融体系服务新兴产业的能力不足, 限制了金融助推实体经济转型的能力。金融供给侧结构性改革的目的是服务实体经济, 增加有效供给, 提升金融资源配置效率。证券公司作为连接资本市场和实体经济的桥梁, 近年来面临着内在隐患与外在困境, 导致其对直接融资的有效供给严重不足。为了更高质量、高效率地服务于实体经济, 金融供给侧改革将推动证券公司投行业务、机构业务、资本中介业务、零售业务全面转型。

● 证券行业对直接融资贡献不足

金融供给侧改革的核心是服务实体经济, 推动经济转型, 这需要有一个合理的金融体系结构来满足实体经济的融资需求。从我国金融体系整体来看, 直接融资比重较小, 对新兴产业支持力度不够。这一问题在证券行业自身体现为资本市场体制性障碍、创收创利能力不强、外资券商加速竞争等各种内在隐患与外在困境, 最终导致其对直接融资的有效供给严重不足。

● 券商将出现四大转型趋势

金融供给侧改革将推动我国证券行业出现四大业务转型趋势: 一是投行业务将通过提高定价能力、投资管理能力以及增加国际化布局来更好地服务于新兴产业; 二是以交易为中心的机构服务业务发展模式更为丰富, 券商创新能力提升(如财富管理、衍生品、FICC等); 三是通过扩展资本中介业务(如股票质押业务、融资融券业务), 解决成长型企业融资问题; 四是随着高净值客户的服务趋于定制化, 券商将会依赖金融科技低成本、高效率地服务中小客户。

● 投资建议: 推荐大型龙头券商和特色券商的投资组合

金融供给侧结构性改革将推动证券行业加速形成差异化发展格局, 预计未来证券行业将呈现“大而全”、“小而精”券商共存的局面, 目前券商板块 PB 估值为 1.66 倍, 处于历史低位, 具有较高安全边际。推荐大型龙头券商和特色券商的投资组合。建议关注大型龙头券商中信证券、华泰证券、招商证券, 特色券商东方财富、东方财富。

● 风险提示

市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性; 金融监管趋严; 市场竞争加剧; 流动性紧张导致融资成本上升; 创新推进不及预期等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600030	中信证券	增持	22.25	2476	1.07	1.19	20.79	18.70
601688	华泰证券	增持	19.00	1573	0.97	1.11	19.59	17.12
600999	招商证券	增持	16.10	998	0.96	1.09	16.77	14.77
600958	东方证券	增持	10.10	647	0.35	0.47	28.86	21.49
300059	东方财富	增持	14.54	976	0.30	0.38	48.47	38.26

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

主要逻辑与结论	4
背景：金融供给侧改革需解决的问题	4
金融总量供给充足，结构性问题凸显	4
新兴产业的发展需要直接融资	5
直接融资比例过低，限制了金融服务实体经济的能力	6
挑战：证券行业对直接融资贡献不足	6
同质化竞争严重，营收利润双降	6
投资者结构变化，金融服务匮乏	8
国际化竞争加剧，核心竞争力不足	10
应对：券商将出现四大业务转型趋势	14
投行业务——通过业务转型升级服务新兴产业	15
机构业务——通过丰富业务类型服务机构客户	16
资本中介业务——通过重资产业务提升盈利能力	20
零售业务——通过金融科技渗入提高服务效率	24
投资建议	26
风险提示	26
分析师承诺	27
风险提示	27
证券投资咨询业务的说明	27

图表目录

图 1: 金融供给侧结构性改革的逻辑.....	4
图 2: 美国多层次资本市场结构.....	5
图 3: 2013-2017 年各国直接融资比重.....	6
图 4: 2002-2018 年我国直接融资和间接融资比重.....	6
图 5: 我国证券行业同质化竞争格局.....	7
图 6: 2012-2018 年我国证券行业总资产集中度.....	7
图 7: 2012-2018 年我国证券行业营业收入集中度.....	7
图 8: 2012-2018 年我国证券行业净利润集中度.....	8
图 9: 2011-2018 年我国证券行业盈利公司占比.....	8
图 10: 2007-2018 年我国证券行业营业收入和净利润情况.....	8
图 11: 我国资本市场自然人投资者和机构投资者占比.....	9
图 12: 我国资本市场各类投资者持股市值占比.....	9
图 13: 证券公司需革新以应对资本市场投资者机构化的趋势.....	10
图 14: 我国城市家庭金融资产配置结构.....	10
图 15: 我国证券行业佣金率变化情况.....	11
图 16: 2016-2018 年沪港通和沪市港股通总成交金额.....	12
图 17: 2016-2018 年深港通和深市港股通总成交金额.....	12
图 18: 金融供给侧改革推动证券公司转型方向.....	14
图 19: 2018 年度证券公司境外子公司证券业务收入占营业收入比例排名.....	16
图 20: 2014-2018 年我国主动投资型和被动投资型基金资产净值占比.....	17
图 21: 2012-2018 年瑞银集团财富管理收入占比.....	18
图 22: 2016-2018 年我国场外衍生品年度新增初始名义本金.....	18
图 23: 2016-2018 年我国场外衍生品初始名义本金/境内上市公司总市值.....	18
图 24: FICC 业务范畴.....	19
图 25: FICC 四种盈利模式.....	19
图 26: 2011-2018 年代理买卖证券业务对营业收入贡献占比.....	20
图 27: 2011-2018 年证券行业轻资产业务与重资产业务收入占比.....	21
图 28: 2018 年证券行业各项主营业务占比.....	21
图 29: 2013-2017 年开通股票质押式回购业务的证券公司数量.....	22
图 30: 2018 年股票质押业务利息收入排名.....	22
图 31: 2010-2018 年我国证券公司融资融券余额.....	23
图 32: 2010-2018 年我国融资、融券余额分别占比.....	23
图 33: 2018 年我国证券公司融资融券业务利息收入排名.....	24
图 34: 金融科技主要从三方面提高传统经纪业务的效率.....	24
图 35: 2012-2018 年我国证券行业 IT 投入.....	25
图 36: 2018 年我国证券公司信息技术投入金额排名.....	26
图 37: 2018 年我国证券公司信息技术投入考核值排名.....	26
表 1: 不同产业类型适合的融资方式对比.....	5
表 2: 我国外资持股比例逐步放宽政策.....	11
表 3: 全球股票承销市场排名前 20 位.....	12
表 4: 2017 年中国香港股票发行市场承销前 20 位.....	13
表 5: 2017 年我国香港港元债券市场承销商前 20 位.....	13
表 6: 2017 年中国香港市场并购业务前 20 名.....	14
表 7: 美、日投行国际化业务发展路径.....	15
表 8: 中资券商香港子公司设立情况.....	15
表 9: 国际评级公司对部分国内证券公司的最新评级结果.....	16
表 10: 美国顶级投资银行 2018 年 FICC 业务收入及占比情况.....	20
表 11: 三种典型的数字化转型方式.....	25
表 12: 重点个股估值表.....	26

主要逻辑与结论

自从我国经济进入“新常态”以来，金融总量供给充足，但存在结构性问题。高质量的经济增长意味着我国经济增长从原来主要依靠传统制造业、基建和地产投资转向更加依靠消费、科技和其它方面的创新，因此金融资源配置应该更加关注新兴产业和创新企业，进一步满足他们的创新发展需要。然而，从我国金融体系整体来看，直接融资比重较小，对新兴产业支持力度不够，金融服务实体经济的效率不高。这一问题在证券行业自身体现为各种内外困境，包括多年来面临着资本市场体制性障碍、创收创利能力不强、外资券商加速竞争等各种内在隐患与外在困境，最终导致其对直接融资的有效供给严重不足。

金融供给侧结构性改革将推动我国证券行业投行业务、机构业务、资本中介业务、零售业务的全面转型，从而促进行业的结构调整，增加有效供给，推动直接融资的发展，更高质量、高效率地服务于实体经济。在这样的背景下，预计未来我国证券行业将出现差异化趋势，呈现出“大而全”、“小而精”两类券商共存的局面。大型龙头券商在资本实力、风险定价能力、业务布局方面均有优势；特色券商则有望通过其特色业务的领先优势脱颖而出。

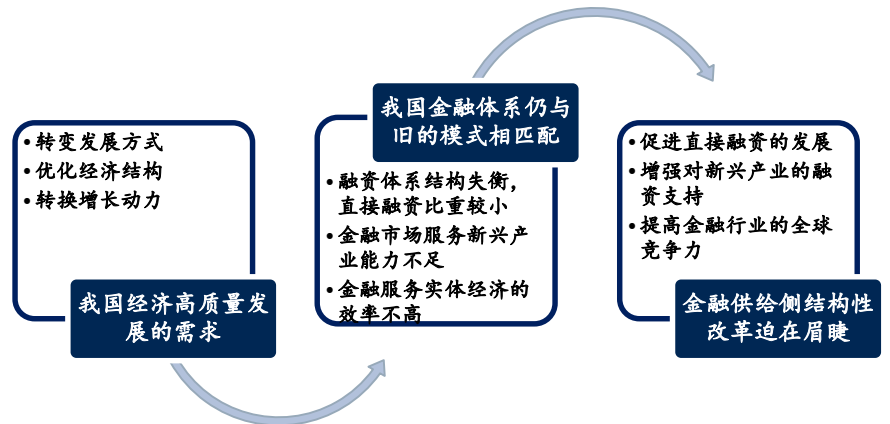
背景：金融供给侧改革需解决的问题

近年来我国金融业发展势头强劲，金融供给总量持续增长，但存在结构性问题——金融供给端未匹配实体经济的需求。在当前经济转型的关键时期，新兴产业的发展需要资本市场提供直接融资服务，但我国金融有效供给不足，以银行体系间接融资为主的现状一直没有得到根本性转变，资本市场发展较慢，限制了金融助推实体经济转型的能力。

金融总量供给充足，结构性问题凸显

金融供给侧结构性改革的核心是服务实体经济。我国经济转型意味着转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力，这需要有一个有效的金融系统进行资源配置，以增加有效供给，推动产业结构升级。但是，我国金融体系依然是与旧的模式相匹配的：一方面，融资体系结构失衡，直接融资比重较小；另一方面，金融市场发展不成熟，服务新兴产业、创新企业的力量不足，服务实体经济的效率不高。与此同时，新时代背景下金融市场加速开放，金融风险多发，金融体系的变革面临着多重挑战，金融供给侧结构性改革迫在眉睫。

图 1：金融供给侧结构性改革的逻辑

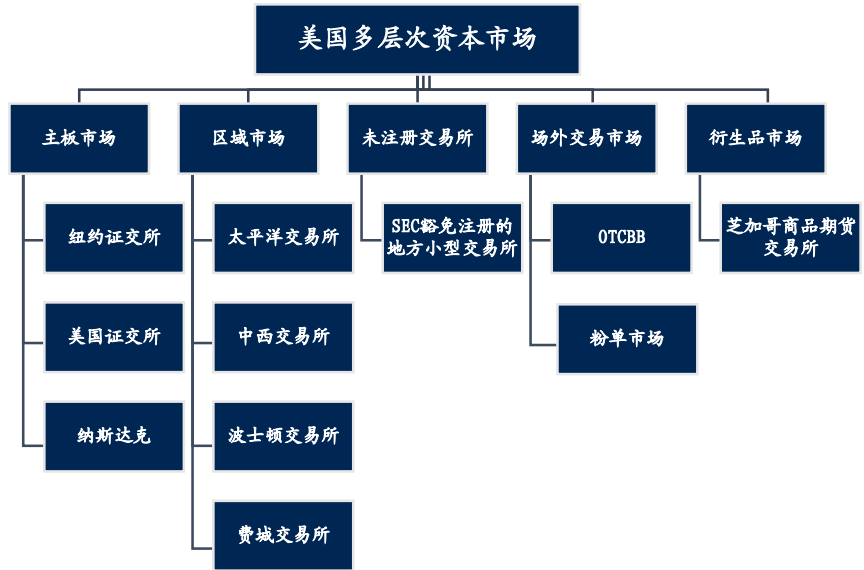


资料来源:国信证券经济研究所整理

新兴产业的发展需要直接融资

从海外经验上看，新兴产业的发展离不开直接融资的支持。比如，美国的多层次资本市场在培育新兴产业、助推美国经济转型中起到了关键性作用。自上世纪 80 年代起，美国逐步由工业经济发展模式向消费型经济转型。在互联网浪潮的推动下，知识密集型服务产业逐渐替代传统劳动密集型产业。第三产业类的服务、电子、计算机等新兴产业快速发展，加速促进了经济结构的转型升级。从 2009 年之后，美国不仅在传统产业领域保持着竞争优势，高科技创新企业也迅速发展，先后形成了一批具有国际影响力的产业集群。

图 2：美国多层次资本市场结构



资料来源：国信证券经济研究所整理

和传统产业相比，新兴产业更加需要通过资本市场进行直接融资。在过去的时代背景下，我国经济增长依靠基建、重工业以及房地产等粗放型产业，以及为这些产业配套的传统制造业，而彼时我国以大中型银行为主导的金融供给具有风险偏好低、重抵押物、风险识别能力弱等特点，有效支持了以传统产业为主的经济结构，满足了实体经济融资需求。而新兴产业不同于传统产业，通常发展时间较短，规模有限，内源融资不足，在前期需要大量的资本投入，经营具有高风险性。一方面，无形资产占比较大，在缺乏足够抵押或担保的情况下难以获得银行大量的信贷支持；另一方面，以往核准制的严格要求导致新兴产业难以在股票市场获得融资。此外，我国企业发债有严格的限制，很多属于新兴产业的公司尚未达到企业发债的标准，很难通过债券融资获得相应的资金支持。

表 1：不同产业类型适合的融资方式对比

	银行间接融资	资本市场直接融资
信息产生成本	低	高
决策类型	集中决策	分散决策
对投资者权利保护的需求	低	高
资金期限	短期	长期为主
被要求提前偿还的风险	高	低
风险容忍度	低	高
价格发现功能	低	高
适合的产业或项目	制造业等成熟产业	基础设施；新兴产业；研发驱动的行业；对长期资本有需求的行业

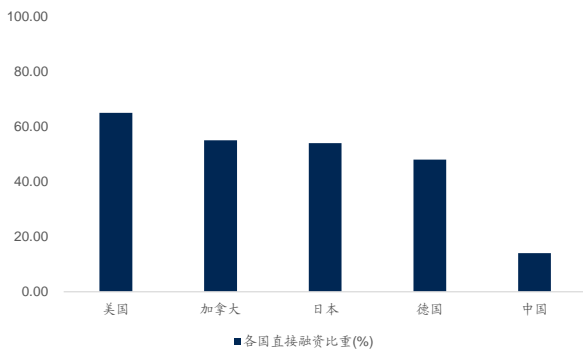
资料来源：国务院发展研究中心“高质量发展的目标要求和战略重点”课题组、国信证券经济研究所整理

直接融资比例过低，限制了金融服务实体经济的能力

资本市场的特性决定了直接融资将成为新常态下建设制造强国和发展现代服务业的重要支撑。在中国经济新常态下，制造业可在有效的政策环境下通过金融创新来拉动产业平稳发展。创新伴随着高风险，这是以银行贷款为主导的间接融资体系难以支持的，2018年12月，中央经济工作会议提出“资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，要通过深化改革，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”，明确了资本市场的重要地位与未来改革目标。站在新的历史方位上，证券业坚持回归本源、优化结构，推动实现高质量发展是跨越关口的必由之路。

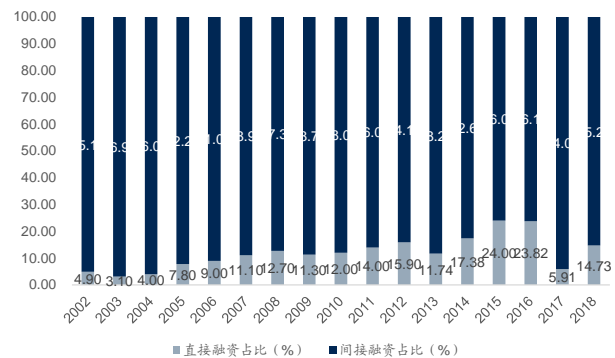
我国金融体系以间接融资为主，直接融资占比较低，且发展不充分。我国间接融资中以银行为主，其他金融中介占比较低；银行融资以大中型银行为主，中小银行占比较低。“十三五”规划以来，中国资本市场的发展慢于预期，与规划纲要中提出的“显著提高直接融资特别是股权融资比重”的目标仍有明显差距。目前，我国直接融资占比仍在14%左右，而在20世纪90年代，发达国家直接融资比重已经达到了60%，近年接近70%的水平。

图 3：2013-2017 年各国直接融资比重



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：2002-2018 年我国直接融资和间接融资比重



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

挑战：证券行业对直接融资贡献不足

前文已述，金融供给侧结构性改革是我国经济结构转型中的必然选择和关键步骤，它的效果，直接决定了能否有效支持新兴产业发展并最终实现转型目标。因此，推动改革、推动直接融资成为了当务之急。资本市场是直接融资的主要舞台，证券行业是直接融资的主要服务商，因此，证券行业本身也需要加快转型发展，以提升服务直接融资的能力。

当前证券行业对直接融资的有效供给不足，为实体经济提供的融资力度不够。近年来，证券行业面临着资本市场体制性障碍、营收与利润双降、金融产品品种有限、外资券商加速竞争等困境与隐患。为了达到金融供给侧结构性改革的目标，需要持续推进资本市场改革步伐，优化融资结构和金融机构体系、市场体系、产品体系，从而为实体经济发展提供更高质量、更有效率的金融服务。

同质化竞争严重，营收利润双降

受限于政策监管与制约、市场基础薄弱、创新动能不足等现实原因，我国证券行业一直保持同质化发展，主要表现在业务同质化、网点布局同质化、经营模式同质化、营销策略同质化等多个方面。

(1) 业务同质化。投行、自营、资管、经纪四大传统业务在证券行业发展中一

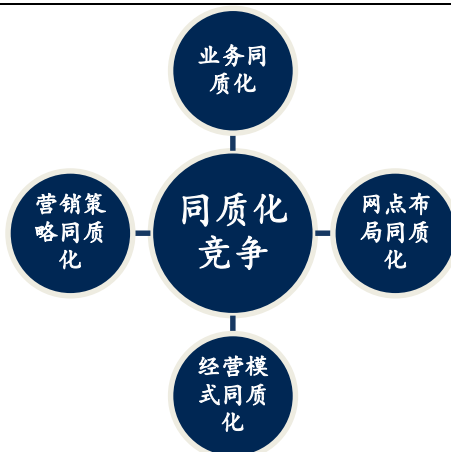
直处于极为重要的地位，即便是在创新业务加快发展的当下，四大传统业务依然是证券公司的业务主体，相比之下创新业务的营收贡献很低。2018年，我国证券公司的传统业务收入占比仍接近60%。

(2) 网点布局同质化。一方面，营业网点持续扩张。从2012年到2017年，证券行业的营业部数量从4978家增长至10873家。另一方面，分支机构网络分布的扎堆效应明显。证券公司的营业部数量主要扎堆在广东、浙江、江苏等经济发达省份，三个省份的证券公司营业网点达到3338家，占比高达30.70%。

(3) 经营模式同质化。雷同且单一的业务结构造就了整个证券行业的经营模式。在我国证券行业发展之初，因券商牌照的存在，券商经营主要依靠经纪业务，并以四大传统业务牌照为基准来开展通道业务。这种盈利模式不考虑市场细分和客户需求，只是追求绝对规模扩张（比如营业网点迅速增加）。

(4) 营销策略同质化。虽然大型龙头券商在营销策略上略胜一筹，但大多数证券公司的营销策略并不明确，以低佣金、大幅返佣等价格竞争方式来争夺客户，以营业网点规模扩张为抢占客户资源，并未有效满足客户需求与细分市场。

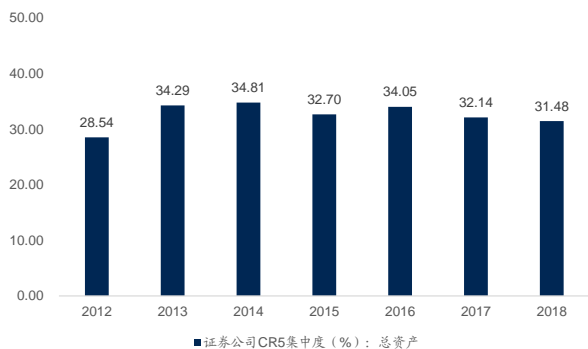
图 5：我国证券行业同质化竞争格局



资料来源：国信证券经济研究所整理

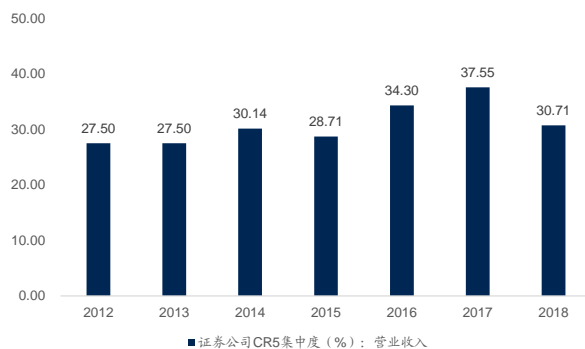
大型券商凭借规模优势、平台优势、品牌优势，龙头优势逐渐扩大，市场集中度加速提升。2018年，我国总资产、营业收入、净利润排名前5位的证券公司占全行业的31.48%、30.71%、48.62%。但与此同时，2018年以来，经济下行压力增大，资本市场持续低迷，2018年我国证券行业盈利公司占比为80.92%，同比下降11.7%；营业收入同比下降14.47%，净利润同比下降41.04%。

图 6：2012-2018 年我国证券行业总资产集中度



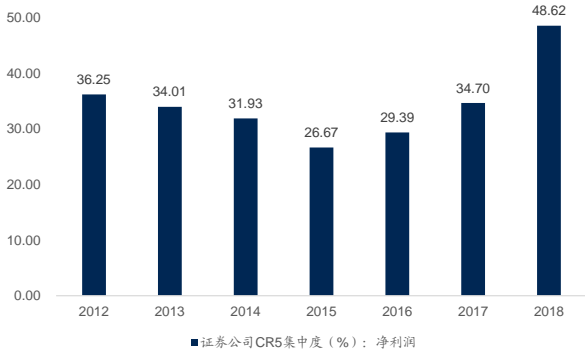
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：2012-2018 年我国证券行业营业收入集中度



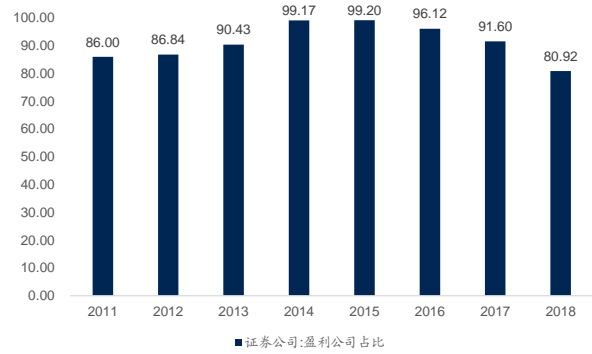
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 8: 2012-2018 年我国证券行业净利润集中度



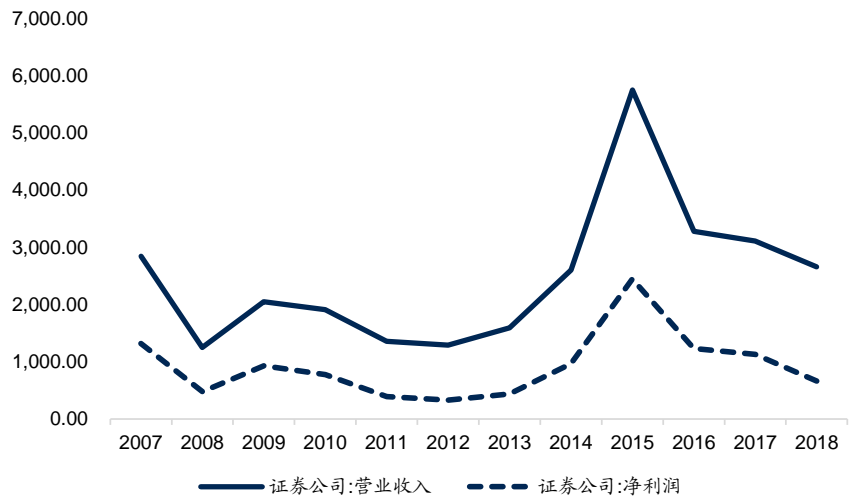
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 9: 2011-2018 年我国证券行业盈利公司占比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 10: 2007-2018 年我国证券行业营业收入和净利润情况

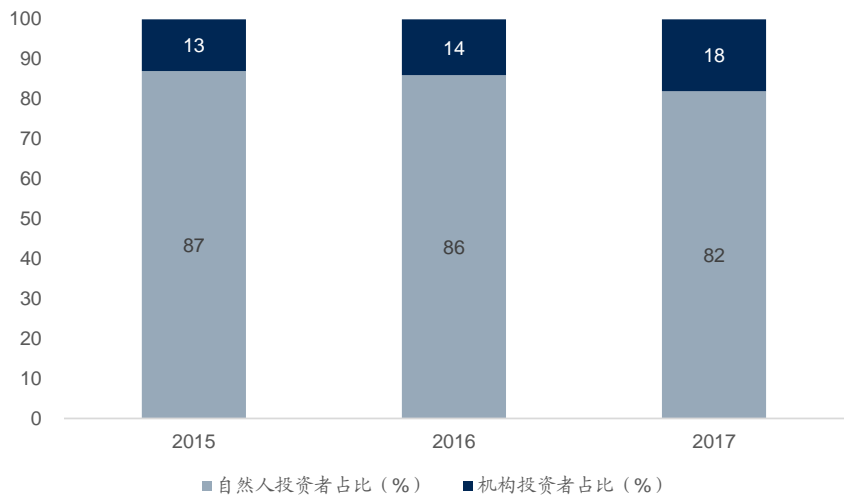


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资者结构变化, 金融服务匮乏

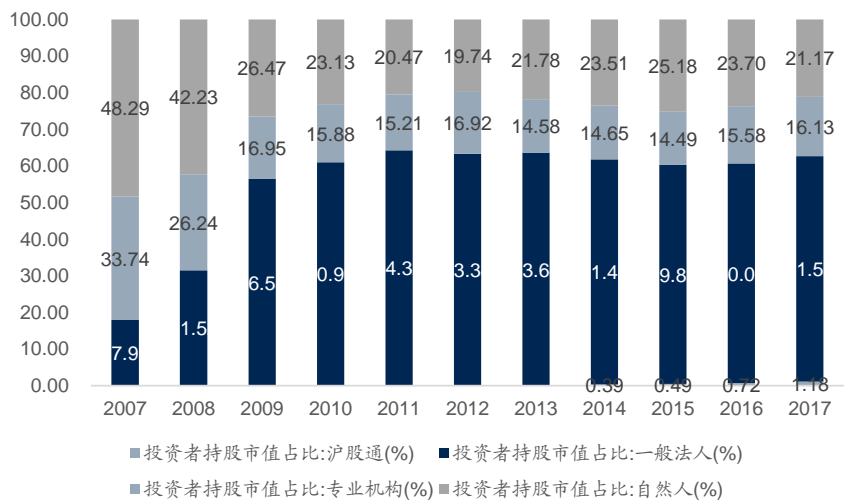
资本市场投资者出现机构化趋势。随着金融全球化进程的推进以及我国资本市场对外开放程度的提升, A 股市场逐步对标境外成熟资本市场, 境内外专业机构投资者数量占比和持股市值占比都稳步提升。一方面, 监管层逐渐放开保险资金股权投资限制, 保险资金持续发展壮大, 已成为 A 股市场重要的增量资金来源。另一方面, 2019 年是我国资本市场纳入国际指数的关键之年, 外资持有 A 股的规模快速增长, 已成为 A 股市场重要的配置力量。公募和私募基金将继续稳步增长, 保险、银行、社保等机构客户的重要性将进一步提升。

图 11: 我国资本市场自然人投资者和机构投资者占比



资料来源: 上海证券交易所、国信证券经济研究所整理

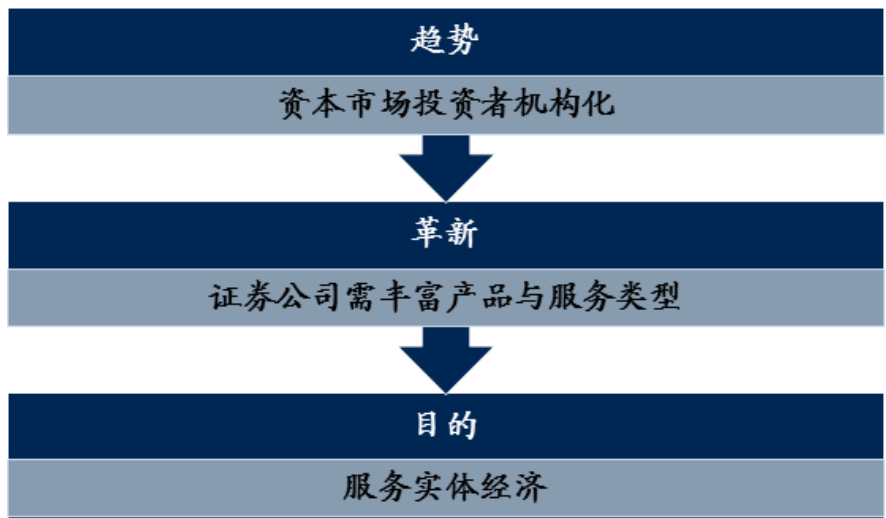
图 12: 我国资本市场各类投资者持股市值占比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

在资本市场机构化发展趋势下,证券公司作为连接资本市场和实体经济的桥梁,需要进行产品与服务的变革创新。近年来,证券行业产品与服务同质化程度较高、金融创新力度仍显不足。同时,实体企业的金融需求正变得越来越多样化、复杂化,这就亟需证券公司不断提升综合服务能力。资本市场的机构化发展意味着对证券公司产品的丰富多样性和服务的综合专业性提出更高要求,证券公司需要不断地进行业务创新和服务优化的变革迭代,以满足机构投资者的需求。

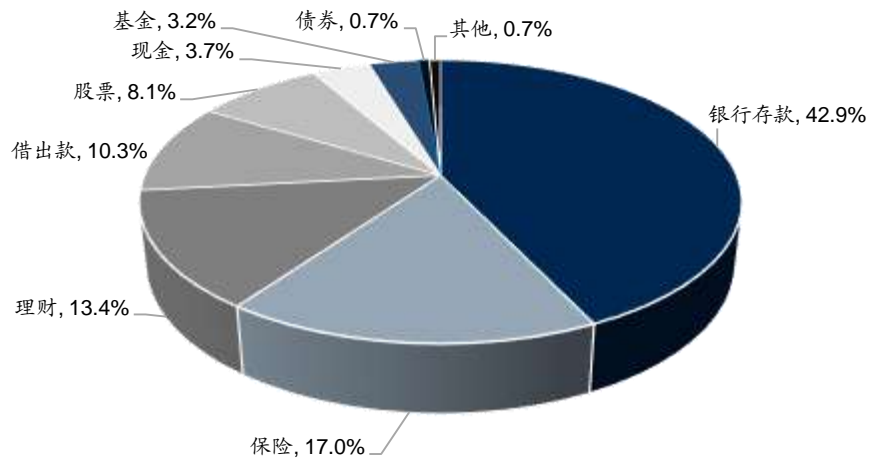
图 13: 证券公司需革新以应对资本市场投资者机构化的趋势



资料来源: 国信证券经济研究所整理

从资金端来看,我国金融产品匮乏,投资品种单一。由于大量企业及居民配置于存款及理财产品,相应期限较短,缺乏可以长投的资金,资金供给与实体经济融资需求难以合理匹配。2018 年末,我国城市家庭银行存款占比高 42.9%,理财产品占比 13.4%,股票、债券、基金等风险资产占比仅为 12%。此外,由于我国财富管理服务质量、专业性欠缺,投资者教育水平有限,居民整体缺乏对金融产品的了解,且风险承受能力较弱,无法有效动员社会富余资金投入新兴产业中去。

图 14: 我国城市家庭金融资产配置结构



资料来源:《2018 中国城市家庭财富健康报告》、国信证券经济研究所整理

国际化竞争加剧,核心竞争力不足

而正当我国证券行业因种种原因依然处于低水平竞争的时候,金融开放与国际化竞争的加剧,有可能会倒逼我们做出相应的变革。

(1) 外资持股比例放开将加剧券商竞争

外资持股券商比例逐步放宽。我国券商逐步放宽外资投资比例可大致分为四个阶段: 外资持股比例分别为 1/3、49%、51%、无限制。外资持股比例的放宽和

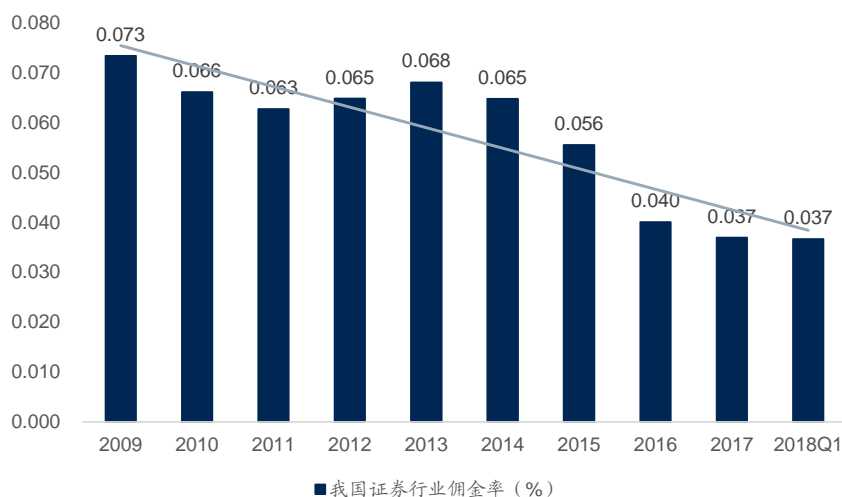
优质境外资本的进入将推动国内证券公司转变经营理念、规范业务发展，将加剧证券行业的竞争，优化整个行业格局。由于国内券商佣金率持续下滑，在国际竞争加剧的格局下，具有较强资本实力和国际业务竞争力的大型龙头券商将持续显现优势。

表 2: 我国外资持股比例逐步放宽政策

时间	开放政策	具体规定
2002 年 6 月	1/3 的最初上限	证监会颁布《外资参股证券公司设立规则》，允许境外股东持股比例不超过 1/3
2012 年 8 月	放宽上限至 49%	证监会修订《外资参股证券公司设立规则》，规定境外股东持股比例或者在外资参股证券公司中拥有的权益比例累计(包括直接持有和间接控制)不得超过 49%
2015 年 8 月	港资、澳资合并持股比例最高可达 51%	根据内地与香港、澳门签署的《关于建立更紧密经贸关系的安排》(CEPA)补充协议十，港资、澳资合并持股比例最高可达 51%
2018 年 4 月	外资持股比例可达 51%	中国人民银行行长易纲宣布将证券公司、基金管理公司、期货公司、人身险公司的外资持股比例的上限放宽到 51%，三年以后不再设限
2019 年 7 月	提前于 2020 年内取消证券公司等外资股比限制	国务院金融稳定发展委员会办公室宣布了一系列金融业进一步对外开放的政策措施，其中包括将原定于 2021 年取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制的时点提前到 2020 年

资料来源: 证监会、国务院、国信证券经济研究所整理

图 15: 我国证券行业佣金率变化情况

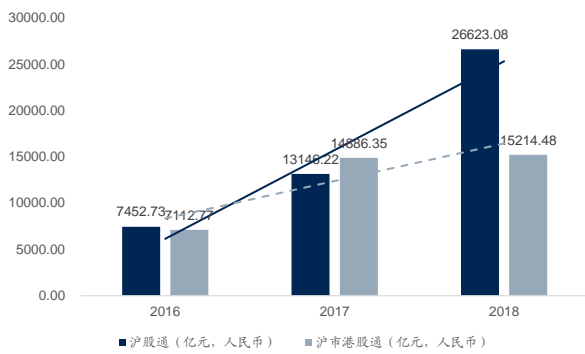


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

(2) 资本市场开放为 A 股吸引增量资金

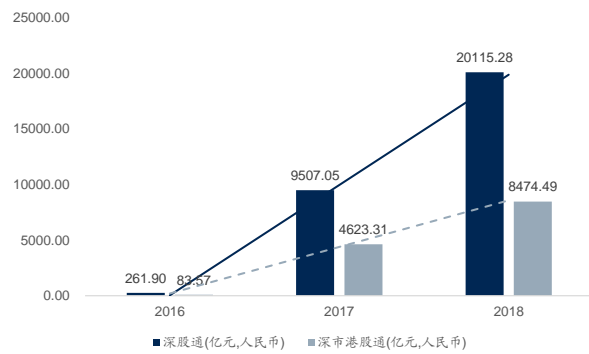
随着资本市场开放逐步深化, MSCI 增加 A 股权重, 沪港通、深港通运行良好, 有利于证券行业的国际业务开展。近年来总成交额持续扩张, 2016 年沪股通和沪市港股通总成交金额分别为 7452.73 亿元、7112.77 亿元, 2018 年已增长至 26623.08 亿元、15214.48 亿元; 2016 年深股通和深市港股通总成交金额仅为 261.90 亿元、83.57 亿元, 2018 年分别增长为 20115.28 亿元、8474.49 亿元。

图 16: 2016-2018 年沪港通和沪市港股通总成交金额



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 17: 2016-2018 年深港通和深市港股通总成交金额



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

(3) 我国券商与国际一流投行业务相比尚有差距

一方面, 国际业务渗透率仍有待提高。目前中资证券公司的国际业务模式主要是境内外联动, 协助内地公司在香港市场上市、跨境并购、债券融资等, 但国际业务规模和一流国际投行差距较大。另一方面, 财富管理、衍生品等高端业务涉足不够。在香港市场, 参与个股衍生品做市的目前仅有中银国际和海通国际两家中资机构。外汇业务资格的长期缺失也很大程度上影响了券商国际化发展水平。多数中资券商仍无法向客户提供区域协同乃至全球协同服务, 国际业务影响力和渗透力不足。

从全球股票承销市场来看, 2017 年前 50 名中只有 9 家国内证券公司, 合计市场份额仅占 4.17%, 发行额为 240.35 亿美元。全球股票发行市场承销商前 20 位中, 仅有中信证券一家中资证券公司。

表 3: 全球股票承销市场排名前 20 位

承销商	排行	发行额所占排行榜份额 (%)
摩根士丹利	1	9.51
高盛公司	2	8.76
摩根大通	3	7.59
花旗集团	4	6.57
美国银行美林	5	5.93
瑞士银行	6	4.86
瑞士信贷集团	7	4.65
巴克莱	8	3.38
德意志银行	9	3.10
加拿大皇家银行资本市场	10	2.13
野村控股	11	1.47
富国银行	12	1.39
杰富瑞集团有限公司	13	1.24
法国巴黎银行	14	1.14
瑞穗金融集团	15	1.09
大和证券	16	1.08
英国汇丰银行有限公司	17	1.02
三井住友金融集团	18	0.92
满地可银行	19	0.91
中信证券	20	0.77

资料来源: BLOOMBERG、国信证券经济研究所整理

从中国香港股票承销市场来看, 2017 年发行额前 50 位中也仅有 14 家中国内地证券公司, 合计市场份额占比 18.28%, 发行金额为 61.73 亿美元。

表 4: 2017 年中国香港股票发行市场承销前 20 位

承销商	排行	发行额所占排行榜份额 (%)
摩根士丹利	1	16.40
高盛公司	2	9.51
美国银行美林	3	5.08
瑞士银行	4	3.77
花旗集团	5	3.74
英国汇丰银行有限公司	6	3.68
招商银行	7	3.55
瑞士信贷集团	8	3.54
中金公司	9	3.22
招商证券	10	2.99
中信证券	11	2.95
摩根大通	12	2.93
海通证券	13	2.85
中国建设银行	14	2.80
中国农业银行	15	2.42
中国银行	16	2.22
金利丰金融	17	1.95
中国工商银行	18	1.70
中国光大证券	19	0.99
中国交通银行	20	0.97

资料来源: BLOOMBERG、国信证券经济研究所整理

从债券发行业务来看, 2017 年中国香港港元债券承销商前 40 位中, 国际一流投行依然占主要地位, 内地证券公司国泰君安证券、海通证券分别排名第 12 位、第 32 位, 市场份额占比分别为 2.11%、0.30%。

表 5: 2017 年我国香港港元债券市场承销商前 20 位

承销商	排行	发行额所占排行榜份额 (%)
英国汇丰银行有限公司	1	22.97
渣打银行	2	13.86
花旗集团	3	8.69
东方汇理	4	5.63
澳大利亚联邦银行	5	5.08
瑞穗金融集团	6	4.54
澳大利亚国民银行有限公司	7	4.24
中国银行	8	3.70
加拿大丰业银行	9	3.08
野村控股	10	2.91
法国兴业银行	11	2.45
国泰君安证券	12	2.11
星展集团	13	2.05
澳新银行	14	1.83
中国建设银行	15	1.58
巴克莱	16	1.35
华侨银行有限公司	17	1.32
中国工商银行	18	1.28
三菱日联金融集团	19	1.23
高盛公司	20	1.19

资料来源: BLOOMBERG、国信证券经济研究所整理

从并购业务来看, 2017 年中国香港并购业务排名前 50 位中仅有 4 家中资证券公司入围, 合计市场份额 4.62%, 总交易金额为 160.70 亿元。其中中信证券排名第 11 位, 市场份额为 3.54%。

表 6: 2017 年中国香港市场并购业务前 20 名

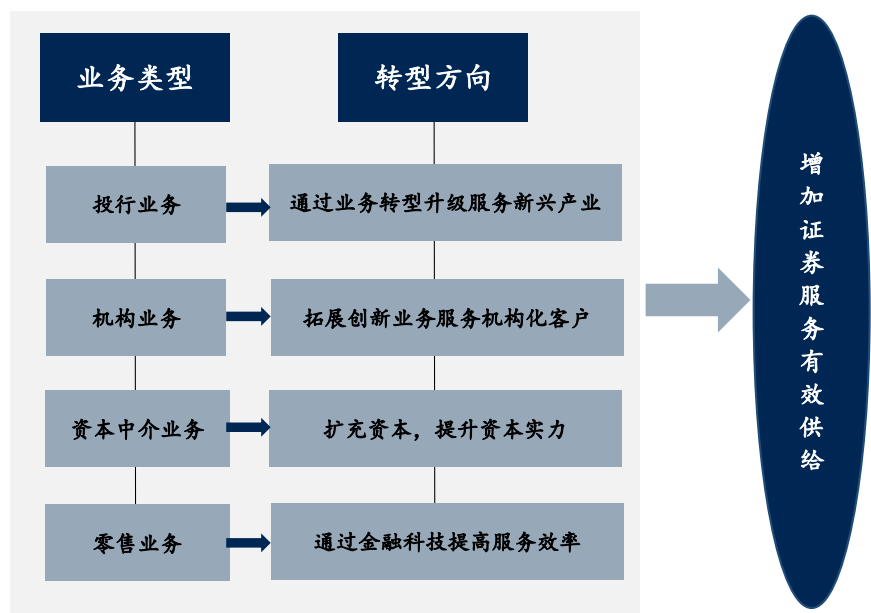
承销商	排行	发行额所占排行榜份额 (%)
高盛	1	26.59
汇丰银行	2	23.35
花旗	3	18.97
摩根大通	4	16.43
瑞银	4	16.43
法国巴黎银行	6	4.43
Optima Capital Ltd	7	4.02
野村证券	8	3.63
瑞士信贷	9	3.59
德意志银行	9	3.59
中信证券	11	3.54
高银金融控股有限公司	12	2.92
新百利集团	13	2.50
Houlihan Lokey	14	2.22
中国光大银行	15	1.93
罗斯柴尔德公司	16	1.23
乐高企业融资有限公司	17	1.00
巴克莱	18	0.96
CV C Capital LLP	18	0.96
阿马斯资本	20	0.95

资料来源: BLOOMBERG、国信证券经济研究所整理

应对: 券商将出现四大业务转型趋势

金融供给侧改革将推动我国证券行业出现四大业务转型趋势。一是投行业务将通过提高定价能力、投资管理能力以及增加国际化布局来更好地服务于新兴产业; 二是以交易为中心的机构服务业务发展模式更为丰富, 券商创新能力提升 (如财富管理、衍生品、FICC 等); 三是通过扩展资本中介业务 (如股票质押业务、融资融券业务), 解决成长型企业融资问题; 四是随着高净值客户的服务趋于定制化, 券商将会依赖金融科技低成本、高效率地服务中小客户。

图 18: 金融供给侧改革推动证券公司转型方向



资料来源: 国信证券经济研究所整理

投行业务——通过业务转型升级服务新兴产业

市场化询价定价方式对 IPO 业务的定价能力提出了更高要求。注册制打破了此前核准制制度下对企业严格的盈利要求，对新兴产业直接融资更加友好。传统通道类投行业务是投行项目资源之间的竞争，在新推行的注册制制度下，采用更加市场化的询价机制，取消了原来 23 倍市盈率的限制，赋予市场更大的定价权，这对证券公司的定价能力、研究能力提出了更高的要求。

跟投制度考验券商的投资管理能力。跟投制度规定，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。跟投制度下，证券公司与被保荐上市公司的利益被绑定在一起，这要求证券公司加强投前尽调、投中控制和投后管理等一系列工作。跟投制度有助于证券公司发行定价时做出更合理的定价。

投行业务国际化步伐加快。在我国全面开放的新格局中，金融业及资本市场的开放正加快推进。伴随着我国客户持续“走出去”以及人民币国际化的不断推进，国内证券业领先机构的国际化进程已经从网络布局、业务拓展阶段步入资源整合、转型升级阶段，从跨境业务发展迈向国际业务拓展的深水区，并在香港市场和部分业务领域确立了一定的竞争优势和品牌影响。

投行业务国际化已取得阶段性成果，大型龙头券商处于领先优势。国内券商的投行业务逐步进行国际化拓展，以满足中资企业境外投融资需求。美、日投行国际化发展的路径来总体分为三步：优势业务开拓新区域、做强当地业务、业务全球化。国内证券公司国际化的路径通常为：立足香港、布局亚太、辐射全球。目前大批行业领先的龙头券商已经在中国香港市场成立了网点。从 2018 年证券公司境外子公司证券业务收入占营业收入比例排名来看，海通证券（27.74%）、中金公司（20.65%）、山西证券（17.56%）排名居前。

表 7：美、日投行国际化业务发展路径

发展阶段	服务对象	主打业务
走出去	本国企业及私人客户	传统优势业务
做强新区域的当地业务	本国客户和新区域当地客户	国际化新业务模式，当地特色业务
业务全球化	全球客户	跨国垄断业务

资料来源：国信证券经济研究所整理

表 8：中资券商香港子公司设立情况

时间	成立家数
1990-1999 年	4
2000-2008 年	5
2009-2015 年	18
2016-2018 年	2

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 19: 2018 年度证券公司境外子公司证券业务收入占营业收入比例排名



资料来源: 中国证券业协会、国信证券经济研究所整理

大型龙头券商在国际评级中占据优势地位。国际评级有助于券商拓展境外融资渠道, 降低融资成本, 提高国际资本市场影响力, 并为国际布局提供有力支持。近年来, 国内部分券商持续获得来自国际著名评级公司穆迪、标准普尔的评级。从评级结果来看, 穆迪授予国内券商的主体信用评级集中在 Baa1 至 Baa3, 标普集中在 BBB 和 BBB+。从评级结果来看, 龙头券商依然占据优势地位。

表 9: 国际评级公司对部分国内证券公司的最新评级结果

公司名称	标普信用评级	穆迪信用评级
中信证券	BBB+/Stable/A-2	Baa1 (Stable)
中金公司	BBB+/Positive/A-2	Baa1 (Stable)
国泰君安证券	BBB+/Stable/A-2	Baa1 (Stable)
华泰证券	BBB+/Stable/A-2	Baa2 (Stable)
海通证券	BBB+/ Positive /A-2	
光大证券		Baa3 (Stable)
东方证券		Baa3 (Stable)

资料来源: Bloomberg, 国信证券经济研究所整理

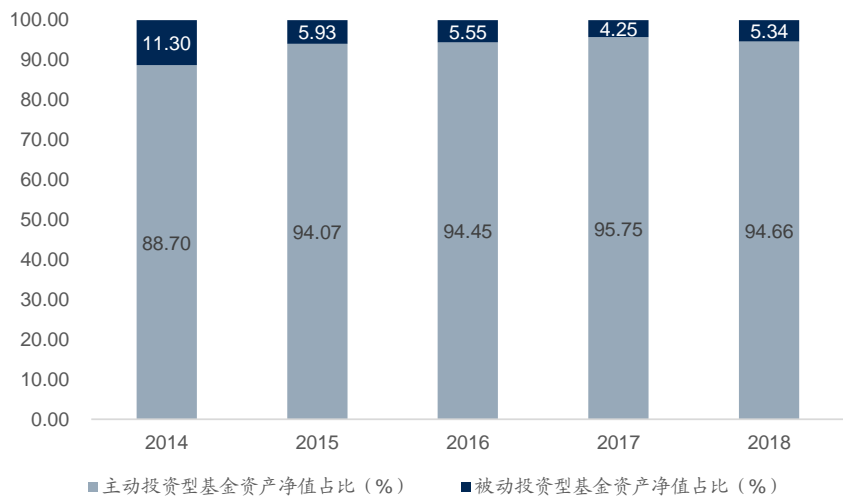
机构业务——通过丰富业务类型服务机构客户

投资者机构化趋势将驱动证券业务的机构化。机构投资者较个人投资者更为理性, 更加注重投资收益的稳定性。机构投资者占比上升将提高其市场话语权, 并引导市场投资风格向长期价值投资转换。这既将促进被动型投资产品的需求增长, 又将带动财富管理、衍生品、FICC 等创新业务的发展。在此背景下, 牌照齐全的大型龙头券商和单项机构业务处于行业领先地位的特色券商将体现优势。

(1) 被动型投资产品

庞大的机构投资者群体将促进被动型投资产品快速扩张。近年来, 我国被动投资基金的资产净值在全部基金中占比一直较小, 这是因为我国 A 股个人投资者占比较高, 而个人投资者频繁交易的特性更倾向于选择主动投资产品。和主动投资相比, 被动型基金具有透明化、低成本、风险分散的特性, 能在削减交易成本和费用的条件下获取长期稳健收益, 因此机构投资者所持有的长期资金往往倾向于选择被动型投资产品。未来客户的机构化趋势将促进被动型投资产品需求大幅上涨。

图 20: 2014-2018 年我国主动投资型和被动投资型基金资产净值占比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

美国资本市场的投资者机构化趋势促进了被动投资基金的快速增长。美国机构投资者尤其是养老金账户对被动投资基金产品极为青睐。根据晨星公司 (Morningstar) 的数据报告, 2018 年末, 美国股票投资基金市场中, 股票指数型共同基金和交易所交易基金等被动跟踪指数的投资基金的资产占比约 48.7%, 若该趋势延续到 2019 年末, 美股被动投资基金的资产占比将有史以来首次超过 50%。

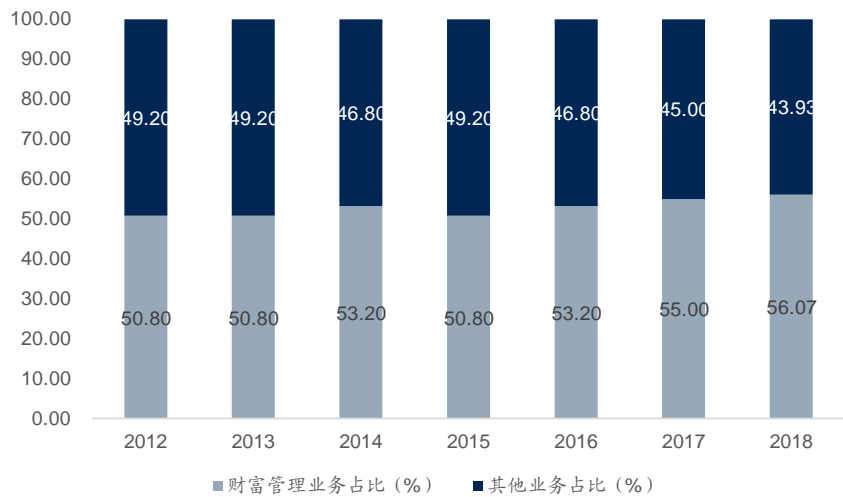
(2) 财富管理业务

财富管理属于成熟的理财服务, 将满足以客户为中心的机构化业务需求。一般的理财是以产品为中心, 而财富管理则是以客户为中心。财富管理服务对象众多, 服务范围较广, 不局限于对个人客户的财富管理, 还包括对机构客户的资产管理。机构在发展周期中战略投资者引入、财务顾问、上市融资、市值管理等, 都可以成为券商财富管理业务的切入点。随着客户机构化趋势的加快, 券商可以发挥投行、资产管理、财富管理业务之间的协同作用, 为机构客户服务。

我国券商的财富管理业务主要存在三方面问题。一是仅停留在战略转型层面, 服务对象不清晰; 二是产品创新不足; 三是业务协同不够。不少券商甚至将财富管理做成通道性质的经纪业务。相比而言, 美国、欧洲、日本财富管理业务模式发展较为成熟, 甚至成为盈利能力最强的核心业务。

瑞银集团 (UBS) 是全球最大的财富管理机构。瑞银集团财富管理模式的核心理念在于对客户需求的理解能力和自上而下的资产配置能力, 公司提供投资管理、财富规划、银行信贷以及企业财务咨询等服务, 其财富管理业务模块有清晰的业务流程: (1) 评估客户风险承受能力; (2) 跟踪分析各类资产的风险收益; (3) 确定投资策略; (4) 设计投资组合; (5) 动态跟踪调整。近年来, 财富管理业务每年为瑞银贡献的收入都超过 50%, 业务范围遍布全球市场。

图 21: 2012-2018 年瑞银集团财富管理收入占比



资料来源: BLOOMBERG、国信证券经济研究所整理

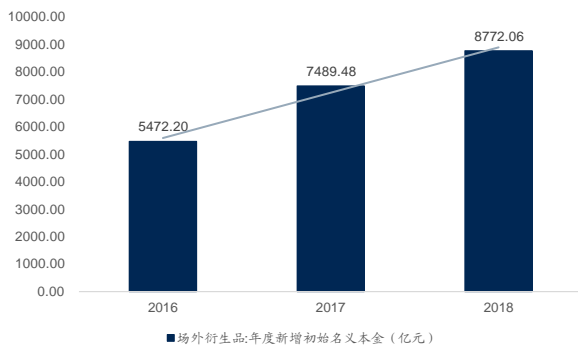
(3) 衍生品业务

衍生品具有价格发现的功能。国际成熟期货市场机构投资者持仓比普遍在 60% 以上, 而我国期货市场机构投资者占比仅在 48% 左右。长久以来, 我国资本市场个人投资者占主导地位, 机构投资者参与度较低, 这在一定程度上制约了衍生品业务的发展。而随着投资者机构化趋势的加快, 未来衍生品市场仍将出现利润增长点。

从交易品种来看, 我国衍生品市场发展缓慢。我国场内衍生品仅有股指期货和 ETF 期权两种; 场外衍生品品种多于场内, 主要包括收益互换和个股期权, 此外还存在一些嵌入金融结构化产品。相比起来, 香港股权衍生品种类繁多, 且已构建多层次衍生品投资工具体系, 港交所还上市交易大量个股衍生产品, 包括股票期货、股票期权涡轮、牛熊证等, 在合约设定上也更为开放和灵活。

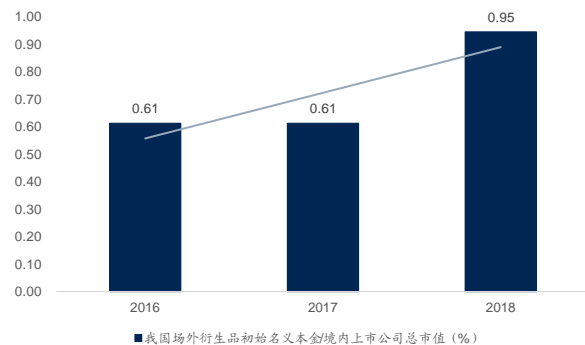
从交易规模来看, 我国衍生品业务发展迅猛, 但和发达国家仍有差距。一方面我国场外衍生品规模近年来迅速扩大, 2018 年我国场外衍生品交易新增名义本金规模为 8772.06 亿元, 同比增长 17.13%; 另一方面, 近年来我国衍生品名义本金/境内上市公司市值比重均值不足 1%, 而美国则达到 10%。

图 22: 2016-2018 年我国场外衍生品年度新增初始名义本金



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 23: 2016-2018 年我国场外衍生品初始名义本金/境内上市公司总市值



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

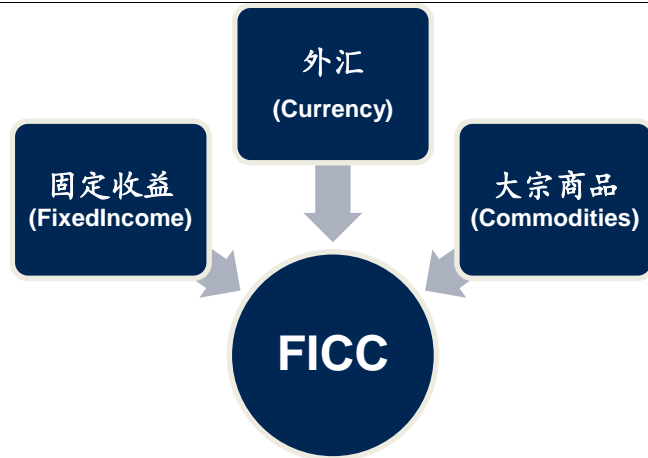
目前我国衍生品市场发展较慢主要源于投资者结构不均衡、投机动机较重、资

本项目尚未开放、监管较衍生品发展相对滞后等因素。随着场外衍生品监管框架逐步完善，参与主体逐步放开，机构投资者比例不断增加，我国场外衍生品业务（特别是场外期权业务）将为证券行业带来新的盈利增长点，这对证券公司定价能力、风险管理能力也提出了更高的要求。

(4) FICC 业务

FICC 业务能够降低券商业务的 Beta 属性，有助于提升收益的稳定性。 FICC 业务的盈利来源与股债二级市场的关联程度较低，更能满足机构客户的需求。FICC 业务包括固定收益（Fixed Income）、外汇（Currency）和大宗商品（Commodities）业务，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。

图 24: FICC 业务范畴



资料来源：国信证券经济研究所整理

FICC 包括四种盈利模式。（1）代理业务，券商利用牌照优势代理客户交易，获得佣金收入。（2）做市服务，券商作为客户对手方提供报价，最终赚取买卖价差。（3）产品设计，券商根据客户需求设计产品，获得相应的财务顾问收入以及产品执行过程中的利息收入等。（4）风险敞口管理，券商提供 FICC 服务往往带来风险敞口，对其管理过程中会带来投资收益、利息收入或汇兑损益等收入项目。

图 25: FICC 四种盈利模式



资料来源：国信证券经济研究所整理

国外投行 FICC 业务发展已较为成熟。例如摩根士丹利以高净值客户与机构客户并重，2018 年其 FICC 对公司收入贡献比例为 21.90%，其中近 90%来自交易类业务，包括公司作为对手方向客户销售产品或做市以及公司承担风险敞口投资的盈利或损失。高盛重视机构客户，其为机构客户提供的做市、产品服务销售等服务涵盖 FICC 与 Equity 两大方向，2018 年 FICC 对高盛收入贡献比例为 25.81%，而 FICC 收入的 80%来自做市。

表 10: 美国顶级投资银行 2018 年 FICC 业务收入及占比情况

投资银行	2018 年 FICC 业务收入 (百万美元)	2018 年 FICC 收入占比 (%)
摩根士丹利	12059	21.90
高盛集团	9451	25.81

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

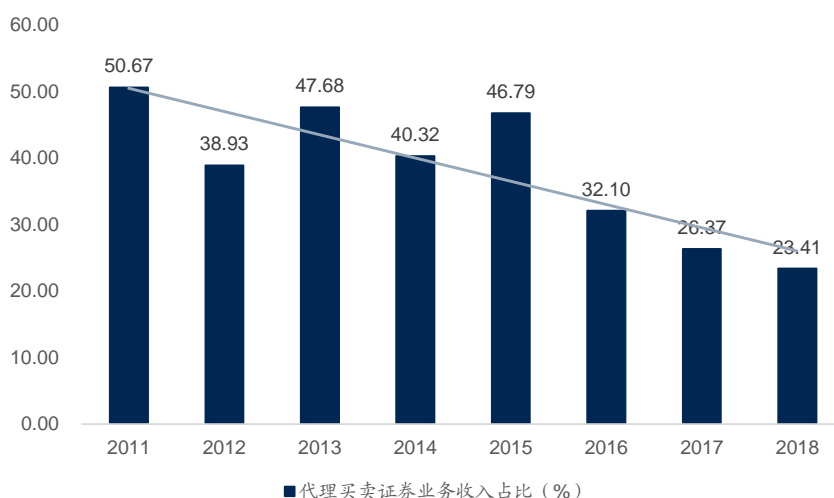
我国券商 FICC 业务未来有较大发展空间。FICC 业务本质上是机构业务和重资产业务的结合。此前由于我国机构投资者占比较低，券商在外汇交易、商品期货现货交易资格方面多有限制，再加上衍生品发展程度较低，我国 FICC 业务发展较慢。而随着国际竞争不断加剧，金融供给侧改革不断推进，我国券商已经逐渐开始为 FICC 业务进行布局，其中国际化程度较高、创新业务开展较快的大型龙头券商占据更大优势。

资本中介业务——通过重资产业务提升盈利能力

当前我国证券行业发展正呈现出从“通道驱动”向“资本驱动”转变的基本特征。在通道业务增长空间有限的情况下，重资产业务逐渐成为证券公司发展的核心竞争力。在“通道驱动”阶段，行业盈利整体受佣金率和交易量的驱动，提升交易的市场占有率及交易佣金是证券公司的竞争侧重点；在“资本驱动”阶段，证券公司需借助资本扩充业务类型，通过业务扩展和创新来提升竞争力。

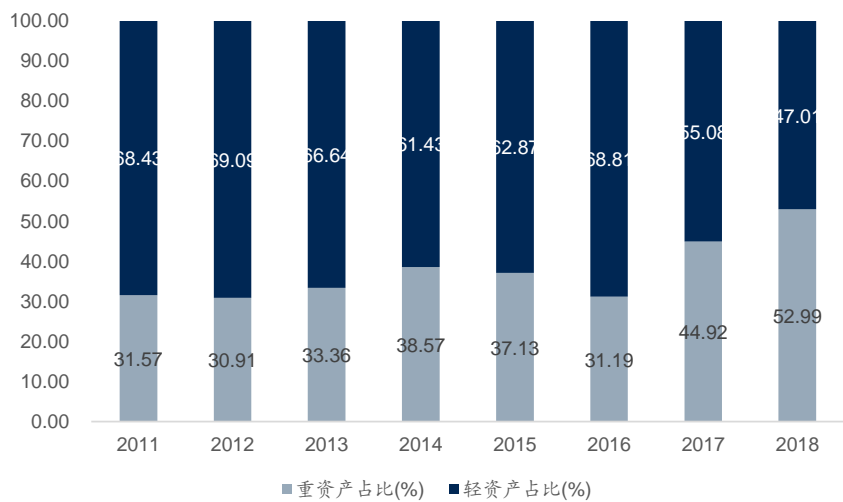
证券行业重资产业务占比持续上升。2011-2018 年我国证券行业的传统通道业务（代理买卖证券业务）收入贡献持续下滑，从 2011 年 50.67%下降至 2018 年 23.41%；与此同时，以融资融券、股票质押、股权投资为核心的重资产业务收入贡献稳步上升，2012-2018 年，重资产业务对营业收入的贡献度从 31.57%提升 52.99%，而依托牌照的轻资产业务（经纪、投行）收入占比继续下降。

图 26: 2011-2018 年代理买卖证券业务对营业收入贡献占比



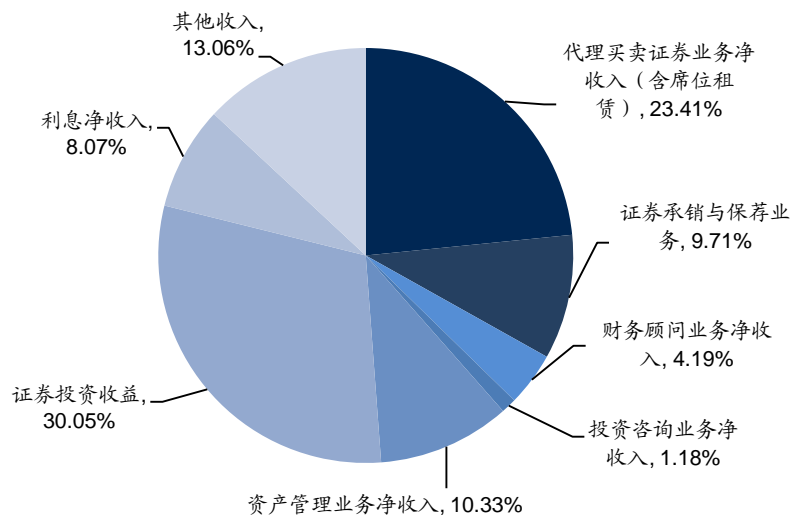
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 27: 2011-2018 年证券行业轻资产业务与重资产业务收入占比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 28: 2018 年证券行业各项主营业务占比



资料来源: 中国证券业协会、国信证券经济研究所整理

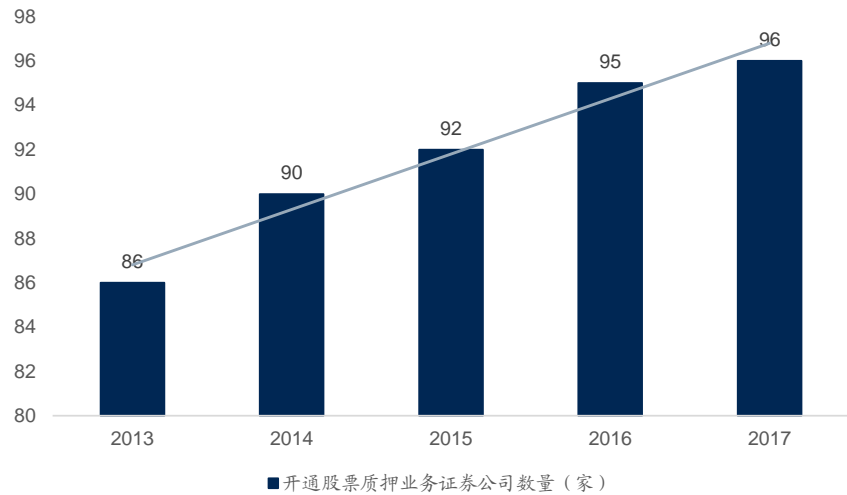
随着证券行业步入资本驱动阶段，证券公司的业务发展也呈现出“资本为王”的特征。过去券商在金融体系中长期扮演的是“通道”角色，在代理买卖证券和股票、债券的承销发行中发挥着通道作用，但当前券商已从以通道型业务为主向资本中介和资本投资拓展，包括融资融券、股票质押融资、做市等资本中介型业务已经明显发力。在资本赛道上领跑的大型证券公司近年来业务竞争力明显提升，一家证券公司的净资本规模排名很大程度上决定了其营业收入或净利润的排名。

(1) 股票质押业务

股票质押业务是解决中小型、创业型企业融资问题、服务实体经济的重要工具。股票质押业务可分为场内股票质押及场外股票质押。场内质押业务主要指股票质押式回购，是以证券公司及其资管子公司为主的类融资业务；场外质押业务主要指一般的股票质押融资，从事该业务的主体为商业银行、信托公司、证券公司、一般公司、个人等。两种股权质押业务共同构成股权质押市场，为我国

实体经济建设提供支持。近年来开通股票质押业务的证券公司不断增加。

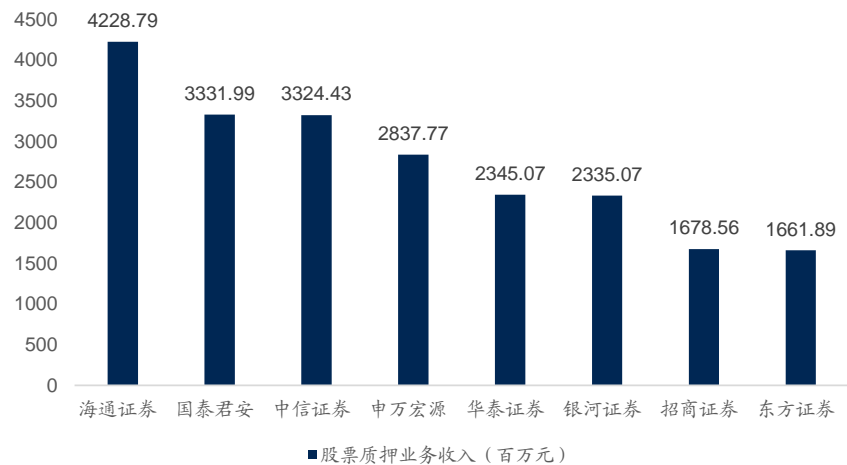
图 29: 2013-2017 年开通股票质押式回购业务的证券公司数量



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

大型龙头券商在股票质押业务中占据优势。从 2018 年股票质押业务收入来看, 排名前三的分别是海通证券 (42.29 亿元)、国泰君安 (33.31 亿元)、中信证券 (33.24 亿元)。

图 30: 2018 年股票质押业务利息收入排名

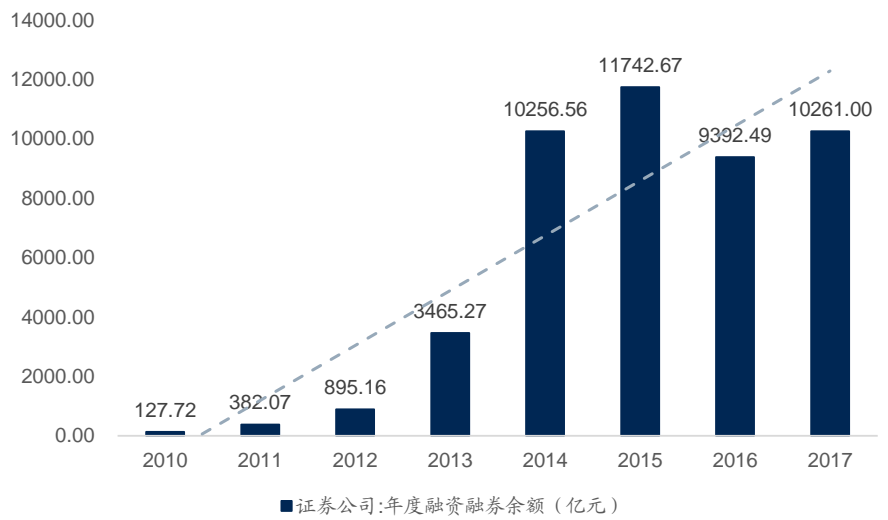


资料来源: 中国证券业协会、国信证券经济研究所整理

(2) 融资融券业务

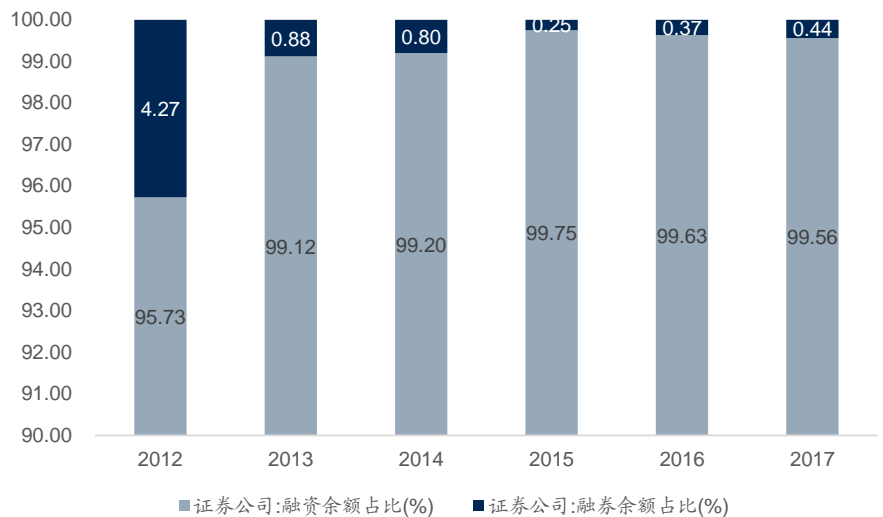
融资融券业务有助于提高资本市场定价效率。当市场过度投机或者坐庄导致某一股票价格暴涨时, 投资者可通过融券卖出方式沽出股票, 从而促使股价下跌; 反之, 当某一股票价值低估时, 投资者可通过融资买进方式购入股票, 从而促使股价上涨。我国证券公司融资融券业务余额从 2010 年 127.72 亿元发展到 2018 年 7557.04 亿元。但长久以来, 融资融券业务发展不平衡, 融券业务一直占比较低, 从 2013 年到 2018 年, 融券余额在融资融券总额中占比平均不足 1%, 呈现出“融资单边行”的特点。

图 31: 2010-2018 年我国证券公司融资融券余额



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 32: 2010-2018 年我国融资、融券余额分别占比

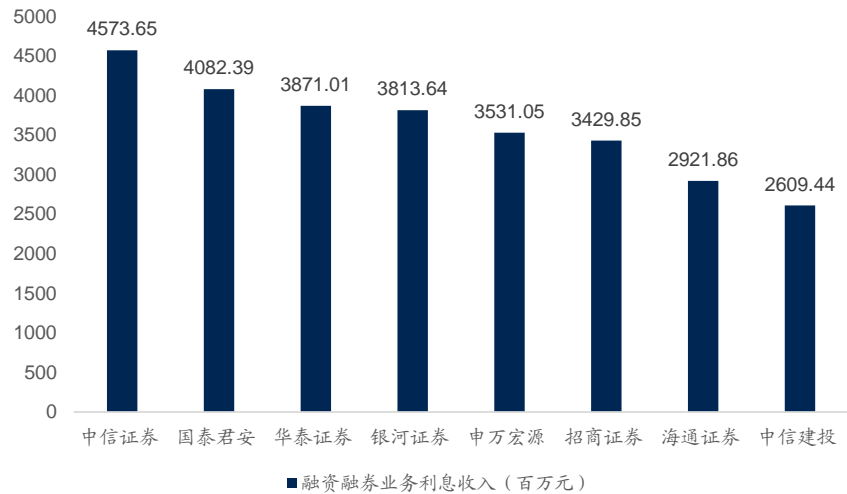


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

新推出的融资融券细则规定将改善“两融”市场“单边市”的现状。细则规定扩大融券的券源，增加融券的规模，从而降低了卖空成本，有助于提高市场流动性和市场定价的效率。融资融券制度的完善，将对存在舞弊、欺诈、违规行为的公司起到一定的约束作用，规范上市公司的行为，使 A 股投资者受到更好的保护。

大型龙头券商在融资融券业务中占据优势。从 2018 年融资融券业务收入来看，排名前三的分别是中信证券（45.73 亿元）、国泰君安（40.82 亿元）和华泰证券（38.71 亿元）。

图 33: 2018 年我国证券公司融资融券业务利息收入排名

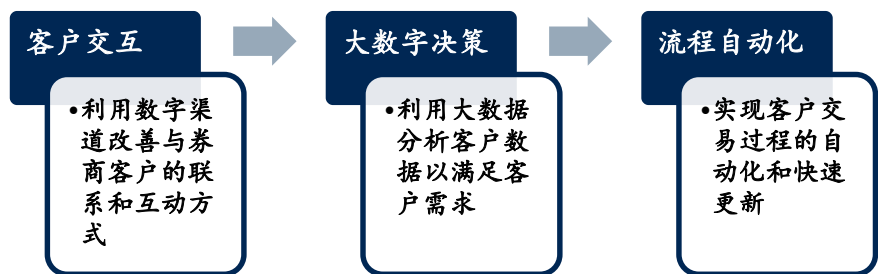


资料来源: 中国证券业协会、国信证券经济研究所整理

零售业务——通过金融科技渗入提高服务效率

金融科技将渗入传统零售业务，从而提高服务效率。金融科技将推动证券公司的数字化转型，有效提升客户体验的满意度和证券经营机构的内部运营管理水平，加快实现智能化运营与数字化运营。传统零售业务将通过金融科技实现改造升级。具体来看，金融科技在证券公司的应用可以表现为：客户交互提升、大数据推动决策、运营流程自动化和布局创新。

图 34: 金融科技主要从三方面提高传统经纪业务的效率



资料来源: McKinsey&Company、国信证券经济研究所整理

客户交互提升。利用网络和科技手段对机构客户和企业客户开展新的服务模式。如高盛开放基于其核心系统的 Marquee 平台供客户接入，并打造数据与通信平台 Symphony，为客户提供基于云计算的加密即时通信，此外，还整合了道琼斯、汤姆路透 Eikon 等服务，作为行业分发平台，帮助机构客户进行安全沟通、定价和报价，最终实现卖方赋能买方。

大数据驱动决策。基于数据分析为客户匹配更精准的产品和服务，实现存量客户挖潜。利用算法可以从不完整的客户数据中提炼洞见，而机器识别推介其他产品可弥补客户经理因不了解情况而错失的交叉销售机会；同时数据分析在研究、定价、风险管理上也将发挥重要作用。

运营流程自动化。除了提升前台产能，数字化在中后台将提高券商运营效率、减少人工审批环节出现的疏漏，且有助于更及时准确地把控风险。机器人流程自动化（RPA）已在投行运营中台展现出巨大潜能，能迅速完成数据提取和清洗等日常工作；在交易风险计算方面，机器人可以下载、验证和分析头寸。

数字化转型主要分为三种方式：全面数字化转型、引领特定领域的数字化转型和聚焦核心业务的数字化转型。代表券商分别摩根士丹利、高盛、嘉信理财、爱德华琼斯等。

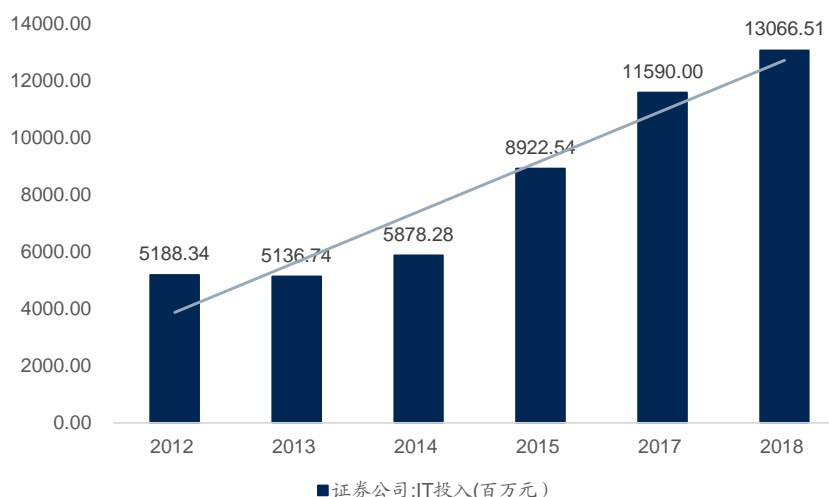
表 11：三种典型的数字化转型方式

		全面数字化转型	引领特定领域的数字化转型	聚焦核心业务的数字化转型
概括		以科技公司为愿景，业务模式和组织全方位数字化转型	将创新金融科技和能力作为核心竞争力，专注在特定领域领先市场	以追赶全球趋势、支持核心业务数字化为主
数字化	前台	布局生态圈，利用大数据、AI 等技术提升客户体验及创造价值	创新先行，如嘉信率先推出金融超市，在智能投顾刚兴起时即推出 Schwab Intelligent Advisor 平台	仅围绕核心业务的高价值环节进行数字化，如爱德华琼斯仅专注客户线上平台的体验提升和投顾数字工作台
	中后台	打造技术性组织和能力，IT 内嵌业务的扁平组织，实施敏捷开发优化系统	循序渐进投入中后台的数字化建设	
	团队	内部全能开发团队，公司核心技术人才普遍占全公司 20%以上	敏捷开发团队，如嘉信为开发智能投顾迅速将开发团队从 3 人扩充到 300 人	以外包开发为主
金融科技		对外通过基金投资金融科技公司，内部设置创新加速器	通过内部创新加速器推动	审慎布局
示例		摩根士丹利、高盛	嘉信理财	爱德华琼斯

资料来源：McKinsey&Company、国信证券经济研究所整理

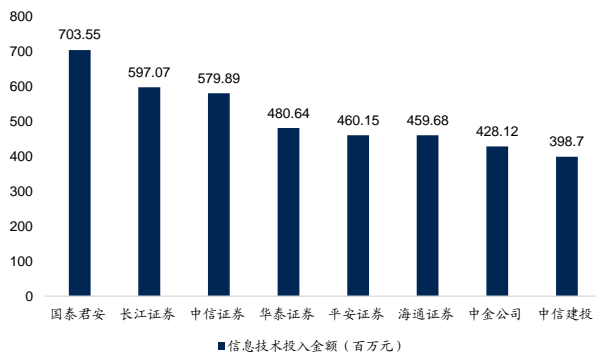
从我国证券行业的金融科技投入来看，2012 年-2018 年信息技术投入逐年上升，由 2012 年 51.88 亿元增长到 2018 年 130.66 亿元。截止到 2018 年末，我国证券公司信息系统投入金额排名前三的公司分别为国泰君安（7.04 亿元）、长江证券（2.97 亿元）和中信证券（5.80 亿元）；信息技术投入考核值排名前三的公司分别为平安证券（5.34 亿元）、国泰君安（5.26 亿元）和长江证券（5.22 亿元）。

图 35：2012-2018 年我国证券行业 IT 投入



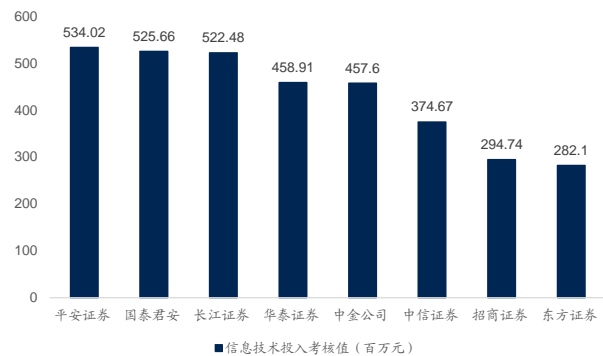
资料来源：中国证券业协会、国信证券经济研究所整理

图 36: 2018 年我国证券公司信息技术投入金额排名



资料来源: 中国证券业协会、国信证券经济研究所整理

图 37: 2018 年我国证券公司信息技术投入考核值排名



资料来源: 中国证券业协会、国信证券经济研究所整理

投资建议

随着金融供给侧结构性改革的推进, 证券行业将加速形成差异化发展格局, 预计未来证券行业将实现“大而全”、“小而精”券商共存的局面。推荐大型龙头券商和特色券商并存的投资组合。**中信证券、华泰证券、招商证券是大型龙头券商的典范**, 行业龙头地位稳固, 在资本实力、风险定价能力、业务布局方面均有优势; **东方证券、东方财富是特色券商的典型代表**, 东方证券主动管理能力优异, 在行业内处于领先地位, 东方财富的互联网流量优势有助于其成为零售巨头。目前券商板块 PB 估值为 1.66 倍, 处于历史低位, 具有较高安全边际。建议关注中信证券、华泰证券、招商证券、东方财富、东方证券。

风险提示

市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性, 包括经纪、自营承压、股票质押业务计提资产减值损失增加等; 金融监管预期外趋严, 创新推进不达预期; 市场低迷、牌照放开等因素导致行业竞争加剧, 外资抢占部分创新业务的市场份额; 流动性紧张导致融资成本快速上升, 导致融资融券、股票质押等资本中介业务利差下降, 从而导致业绩贡献不及预期。

表 12: 重点个股估值表

代码	公司	评级	收盘价	总市值	EPS		PE	
			(元)	(亿元)	2019E	2020E	2019E	2020E
600030	中信证券	增持	22.25	2476	1.07	1.19	20.79	18.70
601688	华泰证券	增持	19.00	1573	0.97	1.11	19.59	17.12
600999	招商证券	增持	16.10	998	0.96	1.09	16.77	14.77
600958	东方证券	增持	10.10	647	0.35	0.47	28.86	21.49
300059	东方财富	增持	14.54	976	0.30	0.38	48.47	38.26

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032