

【民生金融】 深化改革是券商价值重估的风向标

——资本市场深化改革专题报告

分析师：杨柳 执业证号：S0100517050002
研究助理：陈煜 执业证号：S0100117100051

2019年09月09日

风险提示：1、市场交易量不及预期；2、政策实施不及预期。

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

守 民
正 生
出 在
新 勤



上半年改革举措频出：资本市场正步入新起点

历史上的改革年：2005-07年、2012-14年回顾

趋势展望：深化改革是券商价值重估的风向标

投资建议：看好改革利好下的板块配置价值

一、上半年改革举措频出：资本市场正步入新起点

基本判断：从2018年12月21日的中央经济工作会议开始，资本市场深化改革的表述的频次和力度持续增强，下半年融资、交易规则加大优化幅度，降准释放流动性，对外开放进程提速，修法进入三读议程为注册制提供制度基础等，表明2019年已经成为新一轮改革周期起点的重要年份。

一、中央经济工作会议

- 2018年12月，中央经济工作会议**定调资本市场“牵一发而动全身”的战略定位**，确定了“透明、开放、有活力、有韧性”的改革目标，提出“提高上市公司质量，完善交易制度，引导更多中长期资金进入，推动在上交所设立科创板并试点注册制尽快落地。”
- **解析：**深化改革总基调确立，涉及融资、定价、交易的核心功能，以及中长期资金入市四个核心主题：**1) 融资：**科创板引导资金投向科技创新重点领域；**2) 定价：**试点注册制将为新的资产定价手段探索和积累经验；**3) 交易：**完善基础制度；**4) 引导中长期资金入市。**

2018年末中央经济工作会议确立资本市场深化改革总基调

时间	机构	事件	内容
2018年12月21日	中央经济工作会议	强调资本市场改革	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，提高上市公司质量，完善交易制度，引导更多中长期资金进入，推动在上交所设立科创板并试点注册制尽快落地。

一、上半年改革举措频出：资本市场正步入新起点

二、政治局会议

2月政治局会议提出深化金融供给侧改革以来，各项目标均有的放矢，保持改革步伐。

- 1) 2月22日第十三次集体学习：提出**深化金融供给侧改革，深化金融改革开放等总体目标。**
- 2) 4月19日：**以关键制度创新促发展、以信息披露为核心的发行注册制。**
- 3) 7月30日：表态改革方向和定力：**坚守科创板定位，落实好以信息披露为核心的注册制，提高上市公司质量。推进金融供给侧结构性改革，引导中长期融资等。**

2019年以来政治局会议提出各项明确的改革政策目标

时间	机构	要点	内容
2019年2月22日	政治局第十三次集体学习	深化金融供给侧改革	深化对国际国内金融形势的认识，正确把握金融本质，深化金融供给侧结构性改革，平衡好稳增长和防风险的关系，精准有效处置重点领域风险，深化金融改革开放，增强金融服务实体经济能力，坚决打好防范化解包括金融风险在内的重大风险攻坚战，推动我国金融业健康发展。
2019年4月19日	政治局会议	关键制度创新促发展	要以关键制度创新促进资本市场健康发展，科创板要真正落实以信息披露为核心的证券发行注册制。坚持结构性去杠杆，在推动高质量发展中防范化解风险。要以关键制度创新促进资本市场健康发展，科创板要真正落实以信息披露为核心的证券发行注册制。
2019年7月30日	政治局会议	落实信息披露为核心的注册制	科创板要坚守定位，落实好以信息披露为核心的注册制，提高上市公司质量。推进金融供给侧结构性改革，引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资，把握好风险处置节奏和力度，压实金融机构、地方政府、金融监管部门责任。

一、上半年改革举措频出：资本市场正步入新起点

三、证监会

2019年以来，资本市场融资、交易的相关规则不断完善，尤其是进入三季度，规则调整的频率和力度在不断增强。管理层持续优化各项规则，监管方向较过去三年出现了明显转向，1) 融资方面，自18年11月再融资规则调整，19年科创板及试点注册制加速落地，7月开板运行，恢复借壳配套融资等；2) 交易方面，第三方接入重启、重组上市认定放宽、提出创业板借壳、扩大债券市场交易范围、优化两融规则并扩容等。

2019年融资和交易规则呈现持续优化态势

时间	事件
2019年1月30日	《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》、上交所配套规则公开征求意见
2019年2月2日	《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定》公开征求意见
2019年3月1日	科创板规则正式落地
2019年6月14日	《公开募集证券投资基金参与转融通证券出借业务指引（试行）》
2019年6月20日	修改《上市公司重大资产重组管理办法》
2019年7月5日	发布《证券公司股权管理规定》
2019年7月26日	《公开募集证券投资基金信息披露管理办法》及相关配套规则
2019年8月6日	扩大银行参与交易所债券市场范围
2019年8月7日	下调转融费率
2019年8月9日	《融资融券交易实施细则》
2019年8月10日	修订《证券公司风险控制指标计算标准》公开征求意见
2019年8月23日	发布《科创板上市公司重大资产重组特别规定》
2019年8月30日	《非上市公司非公开发行可转换公司债券业务实施办法》

一、上半年改革举措频出：资本市场正步入新起点

四、宏观及其他视角

- 对外开放进程加快，MSCI、富时罗素纳入范围扩大，外资控股比例松绑等。
- 截止至9月6日，年内人民银行三次降准，流动性持续改善。
- 8月以来，长端利率下行至3%左右，近两月保持低位。
- 金融委会议多次出现资本市场改革议题，《证券法》及《公司法》等相关立法将加快修订。

2019年人民银行三次降准持续释放流动性

时间	实施时间	类型	事件
2019年1月4日	2019/1/15和2019/1/25	普降	下调金融机构存款准备金率1个百分点，其中，2019年1月15日和1月25日分别下调0.5个百分点。同时，2019年一季度到期的中期借贷便利（MLF）不再续做。净释放长期资金约8000亿元。
2019年5月6日	2019-5-15	定向	对仅在本县级行政区域内经营，或在其他县级行政区域设有分支机构但资产规模小于100亿元的农村商业银行，执行与农村信用社相同档次的存款准备金率，该档次目前为8%。约有1000家县域农商行可以享受该项优惠政策，释放长期资金约2800亿元，全部用于发放民营和小微企业贷款。
2019年9月6日	普降： 2019/9/16 定向： 2019/10/15和 2019/11/15	普降+定向	2019年9月16日全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。再额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率1个百分点，于10月15日和11月15日分两次实施到位，每次下调0.5个百分点。降准释放长期资金约9000亿元。

上半年改革举措频出：资本市场正步入新起点

历史上的改革年：2005-07年、2012-14年回顾

趋势展望：深化改革是券商价值重估的风向标

投资建议：看好改革利好下的板块配置价值

二、历史上的改革年：2005-07年、2012-14年回顾

基本判断：以启动证券立法修订为标准，回顾历史上两个重要的资本市场改革时期：2005-2007年、2012-2014年，资本市场改革是政策施力的重心，施政重点往往涵盖股权融资、（发行）定价、交易、中长期资金入市以及对外开放等关键制度内容，不同经济周期下的改革路径和举措具有相似性。

2005年起较为突出的改革时期主要包括2005-2007年、2012-2014年以及2019年至今（均启动了修法进程）



民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：Wind，民生证券研究院

二、历史上的改革年：2005-07年、2012-14年回顾



(一) 2005年-2007年是资本市场重要的改革年份

2004年《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》出台，强调“促进资本形成、优化资源配置、推动经济结构调整、完善公司治理结构”。

目标：1) 转换社会资金为长期投资；2) 国有经济结构调整和战略性改组，加快非国有经济发展；3) 提高直接融资比例。

□ 2005-06年股权分置改革实施，全流通形成的股权价值激励。目标：规范上市公司非流通股份的转让行为，防止国有资产流失。稳步解决目前上市公司股份中尚不能上市流通股份的流通问题。

□ 2005年新的《公司法》、《证券法》为资本市场新举措的实施扫清障碍。

1) 融资及发行定价：区分公开发行和非公开发行；推出首次发行股票公司存量发行试点、上市公司定向发行制度、新股发行询价机制，融资功能恢复；

2) 交易制度：推出融资融券，恢复“T+0”回转交易制度；扩大QFII额度并放宽其投资限制；外国投资者开户；沪深300指数推出，金融产品创新预期升温；

3) 资金引导：保险资金入市、发展股票型基金规模和私募基金、推动企业参与职工年金计划等。

二、历史上的改革年：2005-07年、2012-14年回顾

在2005股权分置改革的基础上，**2006年资本市场的改革举措频出，围绕新股发行定价、两融交易、股指提货和做大基金规模等。**一系列规范文件出台，标志着证券行业走出了行业危机、开始进入新的发展阶段。

2005-2006年市场机制持续完善、全面改革的预期逐步落地

时间	机构	事件
2005年2月21日	证监会	证券投资者保护基金正式启动
2005年4月8日	上证所、深交所	沪深300指数推出
2005年4月30日	证监会	股权分置改革试点
2005年6月6日	证监会	首家银行系基金管理公司获准设立
2005年6月6日	证监会	发布上市公司回购流通股操作细则
2005年9月7日	上证所、深交所、中登公司	全面股改正式启动
2006年1月1日	证监会	《上市公司股权激励管理办法(试行)》施行
2006年2月6日	证券业协会	发布《债券质押式回购委托协议指引》
2006年2月14日	中登公司	发布《关于外国战略投资者开立A股证券账户等有关问题的通知》
2006年2月16日	深交所	“深证新指数”发布
2006年4月11日	证监会	发布《证券登记结算管理办法》
2006年5月8日	证监会	《上市公司证券发行管理办法》实施
2006年5月15日	上证所、深交所	修订后的《证券交易所交易规则》发布
2006年5月18日	证监会	《首次公开发行股票并上市管理办法》实施
2006年7月3日	证监会	发布《证券公司融资融券业务试点管理办法》
2006年7月10日	证监会	《证券市场禁入规定》施行
2006年7月13日	深交所	发布《中小企业板上市公司募集资金管理细则》
2006年7月24日	证监会	发布《证券公司风险控制指标管理办法》
2006年8月2日	证监会	发布《上市公司收购管理办法》
2006年10月23日	中国金融期货交易所	股指期货制度框架基本明确

二、历史上的改革年：2005-07年、2012-14年回顾

(二) 2012年-2014年步入了资本市场创新的改革发展阶段

以2012年券商创新大会为契机，资本市场再一次步入改革发展的快车道，年初启动行政审批改革，之后新三板加速筹备、放宽外资持股比例至49%、降低券商自营风险资本准备、放宽境外发行条件等。

2012年改革举措包含新股发行定价、外资持股比例、简化审核流程等内容

时间	事件	内容
2012年1月9日	行政审批改革	召开全国证券期货监管系统纪检监察工作会议，证监会主席郭树清表示，证监会正按照国务院要求，启动新一轮行政审批改革，初步议定减少行政审批事项 32% 。
2012年2月1日	IPO预披露提前	IPO预披露提前政策开始实施；同日，首次对外公开首次公开发行股票（IPO）审核工作流程及申报企业在审情况。有关部门负责人表示，证监会已简化非上市公司吸收合并上市公司行政许可申请流程。
2012年4月5日	场外交易试点推广	今年将在总结中关村公司股份转让试点经验的基础上，筹建统一监管下的全国性场外交易市场。
2012年5月4日	同时上报多只基金	发布《关于修改第六条及第十二条的决定（征求意见稿）》，拟允许基金管理公司同时上报多只基金的募集申请。
2012年5月21日	首次公开发行股票可自主协商直接定价。	公布《关于修改〈证券发行与承销管理办法〉的决定》。提出首次公开发行股票，除可以询价方式定价外，发行人与主承销商可自主协商直接定价。
2012年5月26日	支持民间投资发展	发布《关于落实工作要点的通知》。出台促进民营企业融资和规范发展、鼓励民间资本参股证券期货经营机构、为民营企业健康发展创造良好环境三大方面共 15 条具体措施，支持民间投资健康发展。
2012年10月16日	提高合资券商外资持股比例上限	公布修订后的《外资参股证券公司设立规则》，将合资券商外资持股比例上限由此前的 1/3 升至 49% 。
2012年11月19日	正式发布修改后的券商自营业务规定	扩大证券自营投资品种范围；修改券商风险资本准备计算标准，降低多项自营业务中风险资本准备计算标准；调整券商净资本相应规定，调低券商净资本计算时多个项目的扣减比例。
2012年12月13日	简化基金产品审核流程	将取消基金产品审核通道，公司可以根据市场需求自行决定上报数量和类型。将缩短基金产品审核期限，常规产品按照简易程序在 20 个工作日内完成审核。将实行基金产品网上申报与审核。
2012年12月20日	放宽境内企业境外发行股票和上市的条件	发布新规，取消了此前境外上市需“净资本不少于 4 亿元、过去一年税后利润不少于 6000 万元人民币、筹资额不少于 5000 万美元”等硬门槛。进一步放宽了境内企业境外发行股票和上市的条件，并简化审核程序。
2012年12月21日	放宽上市公司闲置募集资金用途	发布《上市公司监管指引第2号——上市公司募集资金管理和使用的监管要求》，放宽上市公司闲置募集资金用途，允许购买安全性高、流动性好的投资产品，包括固定收益类的国债、银行理财产品以及其他投资产品等。

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：证监会官网，民生证券研究院

二、历史上的改革年：2005-07年、2012-14年回顾

2013年资本市场改革向纵深发展，代表性的改革举措是11月底发布《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》。年末，党的十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，将金融改革和资本市场建设提到了新的高度。

2013年资本市场具有代表性的改革举措是新股发行体制改革意见出台

时间	事件	内容
2013年1月21日	简化境外首次公开发行股份、境外增发股份申请材料	公布《股份有限公司境外公开募集股份及上市(包括增发)审批申请材料目录和申请书示范文本》，简化境外首次公开发行股份(到境外主板及创业板上市)、境外增发股份(包括股票的派生形式)所需要的申请材料。
2013年1月31日	全国股份转让系统挂牌股票转让	全国股份转让系统挂牌股票转让可采取做市方式、协议方式、竞价方式或证监会批准的其他转让方式。
2013年2月26日	降低资产证券化业务的准入门槛	公布《证券公司资产证券化业务管理规定(征求意见稿)》，降低了证券公司从事资产证券化业务的准入门槛。
2013年4月19日	减轻证券公司经营成本	发布《关于进一步完善证券公司缴纳证券投资者保护基金有关事项的补充规定》，下调证券公司缴纳证券投资者保护基金比例，减轻证券公司经营成本。
2013年5月24日	正在积极开展优先股相关工作	按照有关要求，证监会正在积极开展优先股相关工作，条件成熟时将尽快推出，但表示没有明确的时间点。
2013年9月4日	基金参与国债期货交易	公布《公开募集证券投资基金投资参与国债期货交易指引》，要求基金参与国债期货交易，应当根据风险管理的原则，以套期保值为目的，并按照中国金融期货交易所套期保值管理的有关规定执行。
2013年9月13日	宣布上市公司并购重组审核分道制方案	由证券交易所、证监局、证券业协会及财务顾问分别对上市公司合规情况、中介机构职业能力、产业政策及交易类型三项进行评价，按评价汇总结果将并购重组申请划入豁免/快速、正常、审慎三条审核通道
2013年11月8日	商业银行发行公司债券补充资本	和银监会联合发布《关于商业银行发行公司债券补充资本的指导意见》，允许境内外上市以及正在排队等待境内上市的商业银行发行公司债券以补充资本。《指导意见》自11月6日起施行。
2013年11月30日	逐步推进股票发行从核准制向注册制过渡	发布《关于进一步推进新股发行体制改革的意见》
2013年12月13日	优先股试点管理	就《优先股试点管理办法》公开征求意见，对优先股发行主体、发行条件、投资者资格等内容予以详细规定。
2013年12月16日	非上市公众公司股票公开转让	提出非上市公众公司股票公开转让只能在全国中小企业股份转让系统进行。

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：证监会官网，民生证券研究院

二、历史上的改革年：2005-07年、2012-14年回顾



启动于2013年末，2014年深化，发行注册制改革步入元年。同时，业务创新为证券行业发展提供了空间。2013年年中曾提出过证券行业十年增长十倍的长远规划，并表示 FICC 业务（含定息收益、利率、商品、货币等）及证券公司融资业务将成为今年行业两大创新点。

□ 2013年末，十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，将金融改革和资本市场的建设提到了新的高度，明确指出“推进政策性金融机构改革。健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革，多渠道推动股权融资，发展并规范债券市场，提高直接融资比重。鼓励金融创新，丰富金融市场层次和产品。”

□ 2014年，发行注册制、创业板、退市制度等成为改革的重点领域：

- 1) 发行注册制改革成为了这一轮资本市场改革的主线。
- 2) 多层次资本市场建设：满足企业多样化的融资需求，提出**适当放宽创业板对创新型、成长型企业的财务准入指标**。停止执行《关于进一步做好创业板推荐工作的指引》，创业板申报企业不再限于九大行业。支持创业板上市公司通过并购实现持续发展。创业板上市公司一旦触发退市条件，将坚决、快速退市，不允许借壳上市
- 3) 简政放权，加快政府职能转变，将主要工作从行政审批向监管执法转型。提出常态化退市、注册制发行、信息披露为中心、中小投资者维权建设、法制化等。

二、历史上的改革年：2005-07年、2012-14年回顾

（三）从2005-2007年、2012-2013年的显示出相似的改革路径

通过整理两个时期的资本市场重要规范文件来看，重要的改革年份下：

□ **资本市场基础法均启动并完成修法**，例如2005年的《证券法》大范围修订，2013-2014年两次《证券法》小范围修订。

□ 诸多政策和规则陆续出台，**核心围绕四个方面：融资和定价、交易、资金入市和对外开放。**

例如，**1) 融资和定价**：2005年推出首次发行股票公司存量发行试点、上市公司定向发行制度、新股发行询价机制等。2012年IPO发行协商定价，2013年新三板建设、创业板改革、优化境外发行规则、发行注册制改革、优先股试点等。

2) 交易制度：2005年推出融资融券，恢复“T+0”回转交易制度；扩大QFII额度并放宽其投资限制；外国投资者开户等；2012年基金参与国债期货交易，场外交易试点推广等。2013年允许新三板做市方式、协议方式、竞价方式等转让等。

3) 资金入市：2005-2006年允许保险资金入市、发展股票型基金规模和私募基金、推动企业参与职工年金计划；2012年扩大证券自营投资品种范围、修改券商风险资本准备计算标准降低资本占用。

4) 对外开放：2006年允许外国投资者开立账户；2012年放宽合资券商外资持股比例上限由此前的1/3升至49%等。

上半年改革举措频出：资本市场正步入新起点

历史上的改革年：2005-07年、2012-14年回顾

趋势展望：深化改革是券商价值重估的风向标

投资建议：看好改革利好下的板块配置价值

三、趋势展望：深化改革是券商价值重估的风向标

基本判断：2019年是资本市场深化改革的重要年份，随着科创板及试点注册制落地，资本市场已经进入了新一轮的深化改革周期，**改革政策的力度和定力，将成为资本市场核心中介机构——券商价值是否重估的风向标。**

（一）关注估值：金融改革周期背后的利率变动与券商估值呈反向关系

从2014-2015的市场利率变化来看，券商估值与之呈现反向关系，此阶段变化较为明显，券商估值出现了大幅度的上行突破走势，实现了短期的、大幅的价值重估。2019年三次降准、长端利率下行，LPR改革实质推进，都是值得关注的改革周期启动信号。（2012-2014年有三次降准、2015年三次降准）

2012-2013改革之后的利率与券商估值变化值得关注



民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：Wind，民生证券研究院

三、趋势展望：深化改革是券商价值重估的风向标

（二）关注催化：资本市场深化改革方案将形成中长期积极影响

近期，中国证券报报道称，8月25日，证监会有关负责人召开会议，研讨细化资本市场改革总体方案。目前资本市场深化改革方案已经基本成型，A股市场即将在基础制度改革、法治保障、上市公司质量、长期资金入市等方面迎来一系列重磅利好。

2019年以来，本轮资本市场改革的已经全面覆盖融资、定价、交易、资金入市和对外开放各个方面，**力度不低于2005-2006年、2012-2014年这两轮重要改革阶段：**

- 1) 本轮改革力度已经达到政治法律高度。**《证券法》三读稿已经上报全国人大，修法进程年内有望加快。本次修订将为注册制提供制度基础和立法依据，为扩大适用提供制度空间。《公司法》全面修订正在启动，预计将联动修订。
- 2) 融资定价已实质突破：**科创板及试点注册制平稳运行，在融资定价方面已经形成实质突破。创业板注册制改革预期明确。**预计未来融资功能提升仍会是改革重点，存量部分关注再融资发行定价优化等。**
- 3) 交易优化趋势明确：**两融规则和扩容已经落地、第三方外部接入试点运行中，预计期货和衍生品会进一步丰富，以满足风险管理和投资需要。
- 4) 中长期资金入市将持续：**持续加大对险资、社保、外资等资金入市的引导。
- 5) 对外开放明确提速：**已经明确提前至2020年持股比例完全放开。

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

三、趋势展望：深化改革是券商价值重估的风向标

（三）关注对外开放：市场机制需加速与国际接轨、引导资金入市

资本市场改革需要整体谋划，**扩大开放意味着要提高金融系统的适配性**。从趋势来看，开放进程提速明确，改革力度也必然会随着增加。预计随着MSCI和富时罗素提升A股纳入因子权重，我国资本市场的交易完善、账户管理、托管结算等方面的优化会持续进行。

□ **持续改善市场准入条件是赢得国际机构投资者支持的首要因素**。过去基于互联互通机制、国际投资者反馈积极，离岸人民币市场流动性、停牌机制等核心问题都出现明显改善，因此使得扩大纳入因子至20%成为可能。

□ **未来MSCI要将剩余的80%纳入，市场机制及改革方向会是重点领域：**

- 1) 避险工具的参与门槛需要进一步放宽，让国际投资者能够充分管理投资组合的风险；
- 2) 股票资金交割周期（T+0）与国际接轨（T+2）；
- 3) 满足海外投资者综合交易账户下各个投资人账户进行交割的需求。
- 4) 允许外资参与融资融券。
- 5) 股指期货持续松绑。
- 6) QFII、RQFII两项制度合二为一，持续优化规则。

三、趋势展望：深化改革是券商价值重估的风向标

(四) 券商估值有望持续受益于改革催化后的盈利改善

从DDM模型来看，市场利率和流动性变化对板块估值的短期影响突出，多数情况下是估值变化的先导因素。但是从长期来看，ROE（或EPS）与估值波动的长期变动趋势相近，随着盈利改善，估值中枢有望突破中枢区间实现快速上移。

券商板块估值走势与ROE趋势情况 (2006-2019.9.6)



民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：Wind，民生证券研究院

三、趋势展望：深化改革是券商价值重估的风向标

(五) 券商业绩确定性推动ROE回升，估值上行趋势可期

2019年上半年券商中报业绩保持高增长，归母净利润同比+59%，ROE已经明显恢复，预计全年能够恢复至6%左右，优势券商能够达到8%。在改革利好的催化下，有望推动估值趋势上行。

2019年市场及行业主要数据假设和上市券商业绩预测

(亿元)	2018A	2019E 谨慎	2019E 中性	2019E 乐观	(亿元)	2018A	2019E谨慎	2019E中性	2019E乐观
日均成交额	3689	4427	4796	5165	营业收入	2662	2912	3491	3816
同比(%)	-19%	20%	30%	40%	同比(%)	-11%	9%	31%	43%
股权融资规模	12107	12713	13923	14529	归母净利润	593	757	908	992
同比(%)	-30%	5%	15%	20%	同比(%)	-39%	28%	53%	67%
集合资管规模	19137	17224	18180	20094	经纪业务收入	566	664	719	775
同比(%)	-9%	-10%	-5%	5%	同比(%)	-20%	17%	27%	37%
两融+股票质押规模	14865	14865	15573	16281	投行业务收入	294	298	326	340
同比(%)	5%	5%	10%	15%	同比(%)	-24%	1%	11%	16%
自营规模	19992	21991	23990	24990	资管业务收入	284	207	273	342
同比(%)	33%	10%	20%	25%	同比(%)	-3%	-27%	-4%	20%
总资产	58129	59873	61035	63942	信用业务收入	347	365	545	537
净资产	14995	15595	15745	16195	同比(%)	12%	5%	57%	55%
销售净利率	26%	26%	26%	26%	自营业务收入	591	770	960	1125
					同比(%)	-37%	30%	62%	90%
					其他收入	580	609	667	696
					同比(%)	56%	5%	15%	20%
					ROA	1.0%	1.3%	1.5%	1.6%
					ROE	4.0%	4.9%	5.8%	6.1%

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：民生证券研究院

上半年改革举措频出：资本市场正步入新起点

历史上的改革年：2005-07年、2012-14年回顾

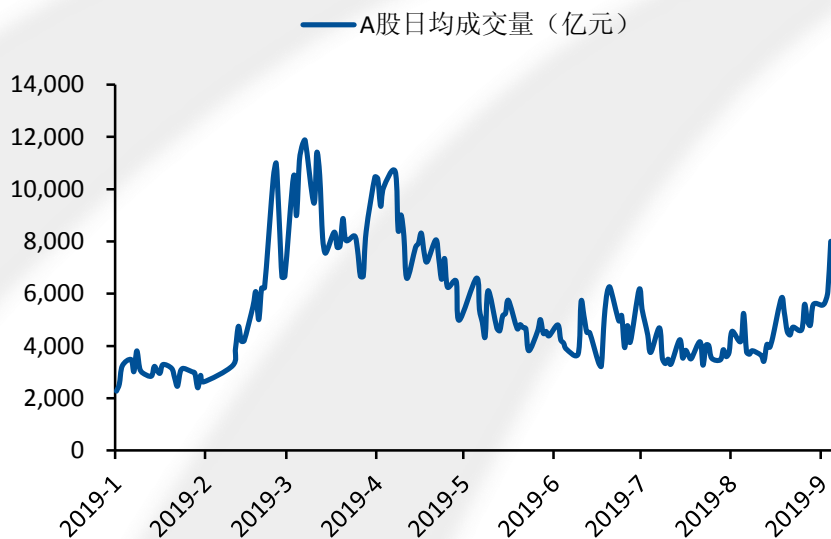
趋势展望：深化改革是券商价值重估的风向标

投资建议：看好改革利好下的板块配置价值

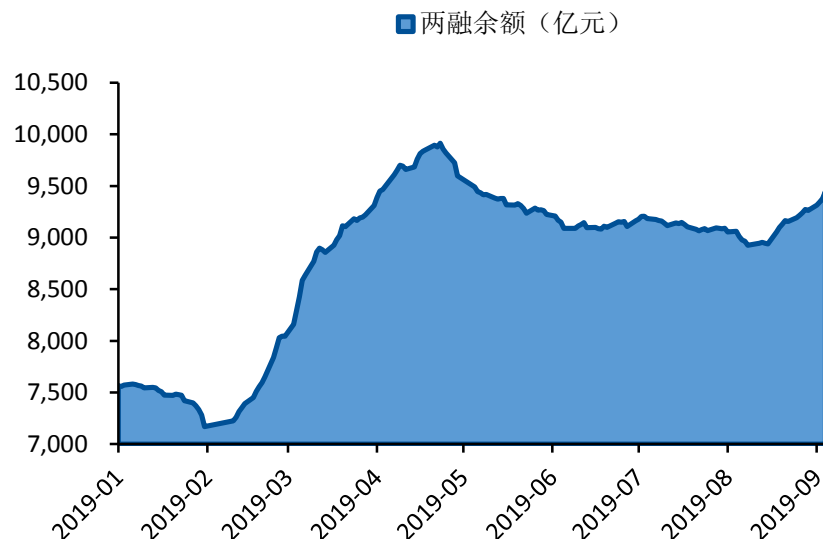
四、投资建议：看好改革利好下的板块配置价值

- 9月6日A股市场成交金额达到8000亿元，达到近五个月以来的高点，受规则优化和扩容积极影响，两融余额回升至近9500亿元，上证综指回升至3000点附近。
- 交易活跃、权益资产价格上行，推动上市券商PB估值升至1.7X左右，接近2016-2017年平均1.8XPB，预计本轮行情下券商估值有望进一步上行。
- **叠加资本市场深化改革的持续催化下，预计券商板块估值有望上行突破，参考一季度PB最高至1.9-2.0X区间，中性预计仍有5-15%的空间。**

9月以来日均交易金额出现大幅增长



积极政策催化下两融余额保持上行趋势



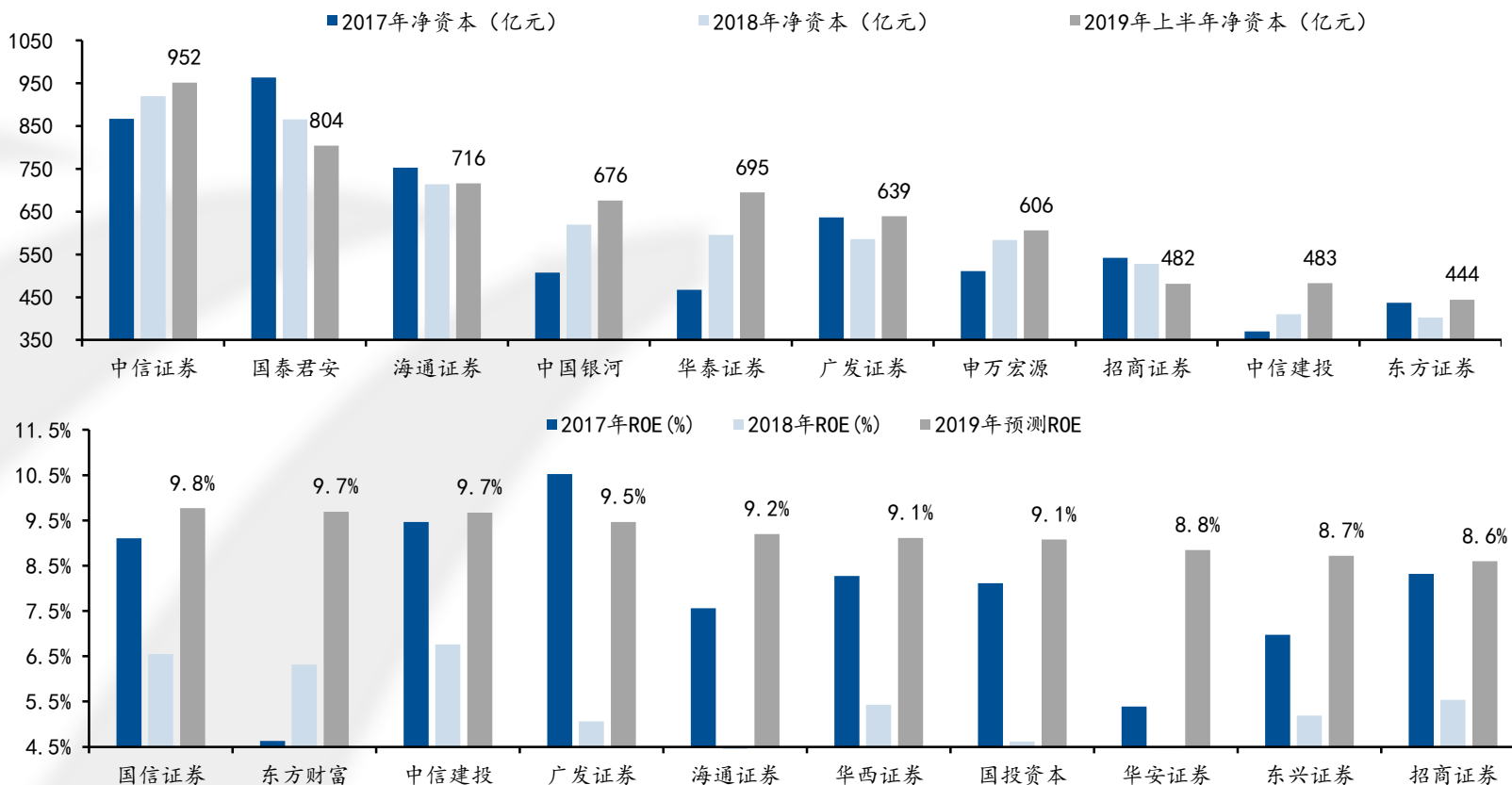
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：Wind，民生证券研究院

四、投资建议：看好改革利好下的板块配置价值

投资标的方面，推荐综合实力领先的中信证券、国际化实力稳步提升的华泰证券，以及头部券商中ROE靠前的海通证券和招商证券。

净资产、盈利能力是券商综合实力的体现



民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：Wind，民生证券研究院

• 分析师与研究助理简介

杨柳，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。

陈煜，中国社科院商法学博士，金融学博士后。两年证券行业政策研究经验。2017年加入民生证券。

分析师承诺：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明：

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内 公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内 行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

免责声明：

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。