

# 非银金融行业

## 如何看新一轮资本市场深化改革？

行业评级

买入

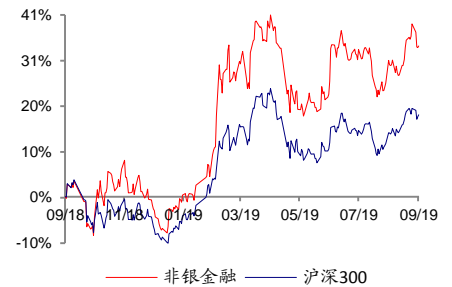
前次评级

买入

报告日期

2019-09-20

### 相对市场表现



分析师:

陈福



SAC 执证号: S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师:

陈卉



SAC 执证号: S0260519040001



0755-82535901



gfchenh@gf.com.cn

请注意，陈卉并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究:

非银金融行业:改革号角全面吹响,券商迎来战略发展期	2019-09-15
非银金融行业:央行降准释放流动性,非银凸显配置价值	2019-09-08
非银金融行业:三家券商获批即期结售汇资质:信号意义大	2019-09-06

### 核心观点:

#### ● 背景: 资本市场改革逐步推进

今年以来金融对外开放不断加速,金融供给侧改革深入推进,科创板及注册制等基础制度建设以及证券业创新业务不断落地。尤其是8月份以来,国务院、深改委、证监会多次重量级会议均提及“深化资本市场改革”,对资本市场及中介机构在服务实体经济发展中的战略地位不断拔高。

#### ● 内涵: 全面深化资本市场改革的四大看点

资本市场深改座谈会提出12条重点内容,围绕四个方面:①投行业务再发展:稳步实施注册制,专业化能力有望实现服务溢价和竞争力巩固;松绑再融资,并购重组业务也将得以提振;发展投行资本化,私募股权业务迎来收获期助力业绩增厚。②信用业务均衡发展:政策改革利好融资融券,措施配合化解股质风险。③衍生品扩容:鼓励期权期货产品不断创新并不断松绑,FICC类衍生品起步,弥补国内券商与国际顶级投行的差距。④入退市机制与法治双发力,净化资本市场环境。

#### ● 对比: 本次改革定位高、力度强、质量优

复盘15年资本市场发展,存在多轮改革,但重要系统性改革有两次,2005~2006年股权分置改革以及2012年证券业创新大会。本次改革特点:①定位高:从2006年的企业治理与券商整理到2012年从业务层面推进创新发展,再到如今的重构资本市场基础制度,发展直接融资将服务实体经济职能的责任向证券公司倾斜,券商系统重要性得到实质提升。②力度强:从多层次资本市场建设、对外开放力度、证券业创新业务推进、证券业公司发展支持力度上均更加强。③质量优:2006年股改后经纪业务大发展及权证创设,改革主要围绕零售业务;2012年创新大会之后信用业务和泛资管业务爆发,零售和机构业务兼具;看本轮改革,从投行到信用再到衍生品,基本围绕机构业务,有望拉近本土券商与国际大行的差距。

#### ● 影响: 深化改革对资本市场和证券行业影响几何?

前两次改革推进了资本市场和证券行业快速发展:从资本市场角度看,包括IPO、再融资和债务发行等融资规模全面发展,多层次资本市场更加丰富,沪深市场指数也录得较大涨幅;从证券行业角度看,股改和创新大会后,证券业的业绩大幅增长与盈利模式的明显改善,收入结构更趋多元。我们预计本次深改将开启新一轮行业发展周期,资本市场和证券行业也将迎来新的发展机遇,更好地服务实体经济。

#### ● 投资建议: 关注综合实力强与业务创新的券商

资本市场深化改革的大背景下,建议重点关注:1)作为龙头企业的中信证券(A、H)、海通证券(A、H)、中金公司、华泰证券、HTSC,2)业务创新的东方财富等。

#### ● 风险提示

宏观经济与行业景气度下行,行业爆发严重风险事件,行业竞争加剧,公司业绩不达预期、二级市场波动、新领域投资出现亏损等。

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海通证券	600837.SH	CNY	15.35	20190901	买入	17.30	0.75	0.92	20.47	16.68	1.39	1.28	7%	8%
华泰证券	601688.SH	CNY	19.80	20190830	买入	24.00	0.82	1.09	24.15	18.17	1.16	1.08	6%	8%
中信证券	600030.SH	CNY	23.59	20190823	买入	28.90	1.34	1.61	17.60	14.65	1.12	1.02	10%	11%
海通证券	06837.HK	HKD	8.65	20190901	买入	9.50	0.75	0.92	10.54	8.59	0.72	0.66	7%	8%
HTSC	06886.HK	HKD	12.54	20190830	买入	14.30	0.82	1.09	13.97	10.51	0.86	0.81	6%	8%
中信证券	06030.HK	HKD	15.44	20190823	买入	20.90	1.34	1.61	10.53	8.76	1.03	0.94	10%	11%
中金公司	03908.HK	HKD	15.46	20190826	买入	18.68	1.01	1.13	13.93	12.45	1.32	1.21	10%	10%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: A+H 股上市公司的业绩预测一致, 且货币单位均为人民币; 对应的 H 股 PE 和 PB 估值, 为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得; 收盘价及表中估值指标按照 9 月 19 日收盘价计算

## 目录索引

背景：资本市场改革正逐步推进.....	6
近期全面深改高频提及.....	6
资本市场改革措施持续落地.....	6
内涵：全面深化资本市场改革的四大看点.....	10
投行业务再发展：稳步实施注册制、松绑再融资、发展投行资本化.....	11
两融业务均衡发展，松紧措施配合化解股质风险.....	16
衍生品扩容，弥补国内券商与国际顶级投行的差距.....	19
入退市机制与法治双发力，净化资本市场环境.....	23
对比：力度更强、质量更高.....	24
前两次重要的改革：2004-2007年股改与2012-2015年创新大会.....	24
2019年：差异点在哪里？.....	25
影响：改革对资本市场和证券行业意义几何？.....	26
2006-2007年：股权分置改革带来市场繁荣.....	26
2012-2015年：创新大会后资本市场与证券行业均得到长足发展.....	28

## 图表索引

图 1: 金融供给侧改革核心要义.....	8
图 2: 中国直接融资、间接融资占比 .....	8
图 3: 美国直接融资、间接融资占比 .....	8
图 4: 科创板券商承销保荐服务家数及占比 .....	12
图 5: 再融资规模变动与可转债占比 (亿元, %) .....	13
图 6: 美国历年并购重组业务交易金额及在全球市场中占比 (万亿美元/%) .....	14
图 7: 美国实现顾问费用收入及在全球占比 (十亿美元/%) .....	14
图 8: 美国并购重组业务收入与承销发行业务收入 (十亿美元) .....	14
图 9: 我国券商投行业务收入构成 (亿元) 与财务顾问净收入占比变动 (右轴) .....	14
图 10: 各券商科创板跟投、直投浮盈 (亿元) .....	15
图 11: 资本中介业务受影响情况.....	16
图 12: 融券余额及占比情况.....	17
图 13: 股权质押待购回余量 (亿股) .....	18
图 14: 股权质押风险缓解措施.....	19
图 15: 长期资金入市孕育衍生品业务需求 .....	20
图 16: 高盛衍生品资产规模 (左轴, 十亿美元), 占总资产比重 (右轴) .....	20
图 17: 我国金融衍生品种类.....	21
图 18: 股指期货成交量 (左轴, 万手), 持仓量 (右轴, 手) .....	21
图 19: 国债期货成交量 (左轴, 万手), 持仓量 (右轴, 手) .....	21
图 20: 证券公司场外衍生品未了结初始名义本金 (亿元) .....	22
图 21: 2018 年衍生金融资产规模前十大券商信用类衍生品名义金额 (左轴, 亿元), 占总规模比重 (右轴) .....	22
图 22: 入退市双向把关与加大法治供给.....	23
图 23: 券商资管业务收入 (亿元) 与占营收的比 .....	25
图 24: 券商受托管理总额 (亿元) .....	25
图 25: 券商两融利息净收入 (亿) 与增长率 .....	25
图 26: 券商融资融券余额 (亿元) .....	25
图 27: 2019 全面深改与 2012 创新大会以及 2005/06 改革对比 .....	26
图 28: 2006 前后 IPO 募资统计.....	27
图 29: 2006 前后再融资募资统计.....	27
图 30: 2006 前后全国债券发行统计 .....	27
图 31: 2006-2007 证券板块收入利润 (亿) .....	28
图 32: 2006-2007 证券板块营业收入构成.....	28
图 33: 2012 年后 IPO 募资统计.....	28
图 34: 2012 年后再融资募资统计.....	28
图 35: 2012 年后全国债券发行统计 .....	29
图 36: 2012-2015 券商行业营收与净利润 (亿元) .....	29
图 37: 2011-2015 券商行业营业收入构成.....	29

表 1: 三季度以来多次重量级会议提出要“深化资本市场改革” .....	6
表 2: 今年以来多项改革措施已逐步推进 .....	7
表 3: 年初以来科创板加速落地至今高质量平稳运行 .....	9
表 4: 多项推进券商业务发展的政策相继出台 .....	10
表 5: 深化资本市场改革 12 条重点 .....	11
表 6: 2018 年末/年度部分券商私募股权基金和另类投资业务情况 (亿元) .....	15
表 7: 场内衍生品规模测算 (万亿元) .....	22

## 背景：资本市场改革正逐步推进

### 近期全面深改高频提及

近来，国务院金融稳定发展委员会第七次会议、国务院常务会议、全国金融形势通报和工作经验交流电视电话会议、中央全面深化改革委员会第十次会议、证监会全面深化资本市场改革工作座谈会等多次重量级会议均提及“深化资本市场改革”，对资本市场及中介机构在中国经济发展和实体经济中的战略地位不断拔高。

资本市场是资本要素市场化配置的场所，对服务实体经济有着重要的作用，特别是在中国经济已步入增速换挡时期，资本市场在供给侧结构性改革、经济转型升级、优化融资结构等方面能够发挥积极作用。

表1：三季度以来多次重量级会议提出要“深化资本市场改革”

时间	部门	会议	发言人	内容
2019-8-31	国务院金融委	国务院金融稳定发展委员会召开第七次会议	刘鹤	深化金融改革提供机制保障，进一步扩大开放，完善治理结构。要进一步深化资本市场改革，坚持市场化、法治化、国际化方向。以科创板改革为突破口，加强资本市场顶层设计，完善基础制度，提高上市公司质量，扎实培育各类机构投资者，为更多长期资金持续入市创造良好条件，增强资本市场的活力、韧性和服务能力。
2019-9-4	国务院	国务院常务会议	李克强	加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等政策工具，引导金融机构完善考核激励机制
2019-9-5	国务院金融委	召开全国金融形势通报和工作经验交流电视电话会议	刘鹤	深化金融改革开放，为实体经济发展提供动力支持，落实好各项开放举措，以开放促进改革创新、促进高质量发展
2019-9-9	国务院	中央全面深化改革委员会第十次会议	习近平	营造市场化、法治化、制度化的长期稳定发展环境
2019-9-10	证监会	全面深化资本市场改革工作座谈会	易会满	全面深化资本市场改革的12个方面重点任务。

数据来源：中国政府网、广发证券发展研究中心

### 资本市场改革措施持续落地

#### 一是金融对外开放已经加速推进。

自2018年博鳌亚洲论坛上习总书记强调将进一步扩大对外开放、易纲行长公布新一轮金融开放的时间表以来，中国金融市场开放步伐不断加快，沪深港股通每日额度大幅提升，QFII和RQFII审批额度逐年稳步放大。

通过扩大和深化开放，以竞争促发展，提升我国金融业竞争力和稳健性一级抗风险能力；与此同时，增加金融产品和服务的多元化和多样性，提升金融服务实体经济

的能力。

**表2: 今年以来多项改革措施已逐步推进**

分类	日期	部门	文件	内容
对外开放	2018.04.01	博鳌论坛	习总书记博鳌论坛开幕式重要讲话后易纲行长发布金融业对外开放措施和时间表	确定在未来几个月未来取消银行和金融资产管理公司的外资持股比例限制, 将证券公司、基金管理公司、人身险公司的外资持股比例上限放宽至 51%。进一步完善内地与香港两地股票市场互联互通机制, 允许符合条件的外国投资者来华经营保险代理业务和保险公估业务不再对合资证券公司业务范围单独设限
对外开放	2018.04.11	央行	沪深港通额度增加	沪深股通、沪深港股通每日额度分别由 130 亿元、105 亿元扩大至 520 亿元、420 亿元, 2018 年 5 月 1 日起实行
对外开放	2018.05.01	央行	《外商投资证券公司管理办法》	放宽外资控股合资证券公司比例至 51%; 外商投资证券公司经营业务范围扩大; 统一外资持有上市和非上市两类证券公司股权的比例; 境外股东资质进一步完善
对外开放	2018.06.01	央行	《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》	取消 QFII 每月资金汇出不超过上年末境内总资产 20% 的限制; 取消 QFII、RQFII 本金锁定期要求
对外开放	2019.01.14	外管局	QFII 额度增加	合格境外投资者 (QFII) 总额度由 1500 亿美元增加至 3000 亿
对外开放	2019.03.29	证监会	外资入场	野村证券、摩根大通获批在华设立控股子公司
对外开放	2019.06.13	证监会	进一步扩大资本市场对外开放的 9 项政策措施	1) 推动修订 QFII/RQFII 制度规则; 2) 允许合资证券和基金管理公司的境外股东实现“一参一控”; 4) 放宽外资银行在华从事证券投资基金托管业务的准入限制; 5) 全面推开 H 股“全流通”改革; 6) 加大期货市场开放力度, 扩大特定品种的范围; 7) 放开外资私募证券投资基金管理人管理的私募产品参与“港股通”交易的限制; 8) 研究扩大交易所债券市场对外开放; 9) 研究制定交易所熊猫债管理办法, 进一步便利境外机构发债融资。
对外开放	2019.07.20	金融委	《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》: 11 条	1) 允许外资开展信用评级业务; 2) 允许外资设立入股商业银行理财子公司; 3) 允许外资控股控股银行保险理财子公司; 4) 允许外资参股养老金管理公司; 5) 支持外资全资设立或参股货币经纪公司; 6) 人身险外资股比限制从 51% 提高至 100% 的过渡期提前至 2020 (原 2021); 7) 允许外资持有保险资管超过 25%; 8) 放宽外资保险准入取消 30 年经营年限; 9) 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至 2020 (原 2021); 10) 允许外资机构获得银行间债券市场 A 类主承销牌照。
对外开放	2019.09.10	外管局	取消 QFII 和 RQFII 限额	取消 QFII 和 RQFII 投资额度限制, 提升外资购买债券的权限

数据来源: 各部门官网、广发证券发展研究中心

## 二是金融供给侧结构性改革深入推进。

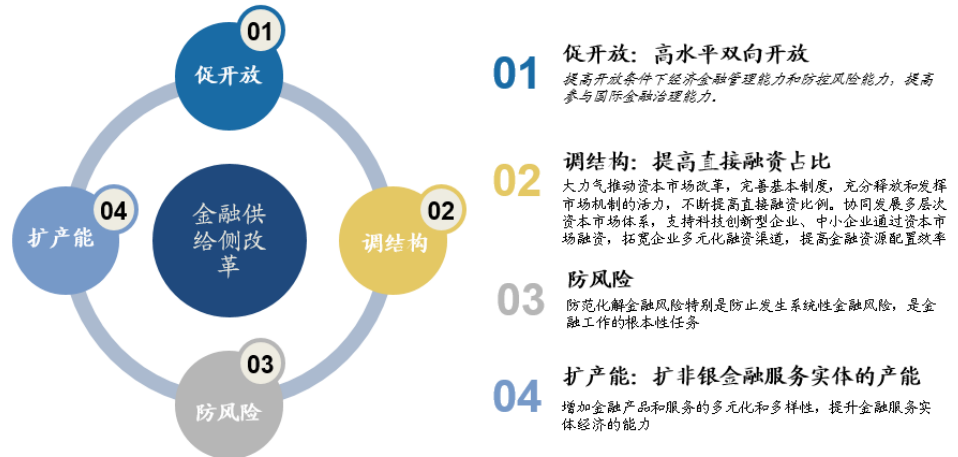
自 2019 年 2 月 22 日习近平总书记在中央政治局会议上提出“深化金融供给侧结构性改革”以来, 调结构、促开放、防风险、扩产能四个方面的要义已不断深入各级监管部门及中介机构。

通过立足实体经济需求, 深化资本市场基础制度改革, 将选择权交给市场。通过发

展多层次资本市场体系，拓宽企业多元化融资渠道，推动机构积极开发个性化、差异化、定制化金融产品，提高服务精准度。

其中，改革向市场化推进强化中介机构的主观能动性、扩大直接融资占比、拓展金融产品的多元化和多样性都给证券行业带来了极大的发展机遇。

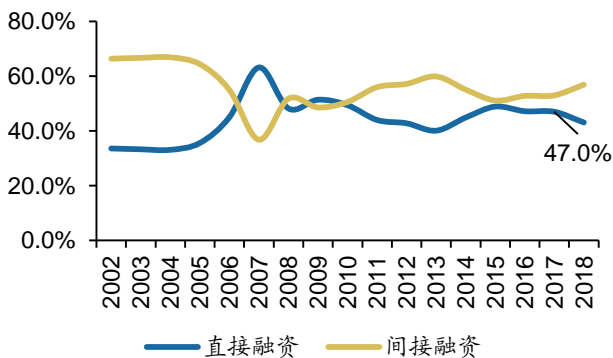
图1：金融供给侧改革核心要义



数据来源：中国政府网、广发证券发展研究中心

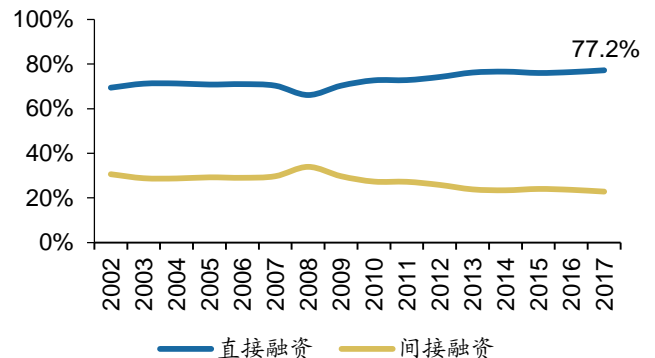
根据美联储与央行数据，2017年末美国直接融资占比（非金融企业融资中股权融资+债权融资占比）达到77.2%，同期我国直接融资占比（按社会融资统计口径中非人民币贷款及外币贷款占比计算）约47%，二者间差距较大。

图2：中国直接融资、间接融资占比



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图3：美国直接融资、间接融资占比



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

三是科创板及注册制等基础制度与证券业创新业务不断落地。

2018年11月5日，习近平总书记于首届中国国际进口博览会上宣布，在上海证券交易所设立科创板并试点注册制。2019年1月30日，证监会出台《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》。7月22日，首批25家企业挂牌科创板，标志着注册制正式落地。截至9月16日已上市科创板企业29家，为券商贡献承销保



荐费21.93亿元，跟投浮盈22.22亿，直投浮盈47.08亿（其中澜起科技贡献中信38.80亿）。

**表3：年初以来科创板加速落地至今高质量平稳运行**

分类	时间	部门	会议/文件
科创板	2018.11.5	中国国际进口博览会开幕式	习总书记指出要在上海证券交易所设立科创板并试点注册制
科创板	2019.01.30	证监会	《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》
科创板	2019.01.30	上海证券交易所	六套配套细则
科创板	2019.03.01	证监会	科创板并试点注册制主要制度规则正式发布
科创板	2019.06.13	上交所	科创板开板
科创板	2019.07.22	上交所	首批 28 家企业挂牌上市

数据来源：各部门官网、广发证券发展研究中心

其次是，其它多项有利于券商各项创新业务的政策指示相继出台。

**投行业务方面**，松绑创业板资产重组、松绑三年期定增和分拆子公司上市等；

**两融业务方面**，科创板转融通市场化利率试点、下调转融资费率、新两融细则大幅扩充两融标的，取消担保比例并扩充担保物等。

另外还有**结售汇**等多项创新业务的放开。同时在当前**QFII**大幅放开和结售汇试点的基础上，未来作为国际投资市场刚需的“衍生品”业务亦将不断完善。

在支持证券公司发展创新业务层面，证监会于8月9日修订《证券公司风险控制指标计算标准》，**全面下调风险资本准备，助力龙头证券公司释放大量风险准备金用于发展创新业务。**

**表4: 多项推进券商业务发展的政策相继出台**

时间	部门	分类	会议/文件	内容
2019.01.17	央行	衍生品	债券市场国际论坛	研究推出债券 ETF 指数型产品, 计划增加 2019 年关键期限国债发行, 适时全面开放回购交易; 大力推进人民币衍生品使用
2019.04.05	上海交易所	两融业务	科创板转融通市场化利率试点	中信证券、中信建投证券、银河证券、海通证券、申万宏源证券、国泰君安证券、华泰证券、国信证券和招商证券等 9 家券商已开通科创板转融通业务权限
2019.06.20	证监会	投行业务	二次修订《上市公司重大资产重组管理办法》	资产重组政策放松, 删除净利指标, 支持上市公司加快质量提升速度
2019.08.08	证金公司	两融业务	下调转融资费率 80 个基点	182 天期费率由 4.3% 降至 3.5%, 91 天期费率从 4.6% 下降至 3.8%, 28 天期费率由 4.8% 下降至 4%。
2019.08.09	沪深交易所	两融业务	《融资融券交易实施细则》	1) 取消了最低维持担保比例不得低于 130% 的统一限制; 2) 客户还可以证券公司认可的其他证券等资产作为补充担保物, 增强补充担保的灵活性; 3) 是将融资融券标的股票数量由 950 只扩大至 1600 只
2019.08.09	证监会	降风险准备	修订《证券公司风险控制指标计算标准》	全面下调风险资本准备, 对连续三年分类评价为 A 类 AA 级及以上的证券公司, 风险资本准备调整系数下调为 0.5; 龙头证券公司全面释放资本金
2019.08.23	证监会	投行业务	《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》	上市公司经营战略更加多元, 借助分拆实现业务聚焦和均衡发展的需求逐步凸显。
2019.09.05	外管局	结售汇	三家券商获批结售汇	中信、华泰和招商获批结售汇业务试点资格, 允许其在风险可控的前提下开展自身及代客即期结售汇业务, 并按规定参与银行间外汇市场交易。

数据来源: 各部门官网、广发证券发展研究中心

## 内涵: 全面深化资本市场改革的四大看点

2019年9月9日至10日, 证监会在京召开全面深化资本市场改革工作座谈会。提出了当前及今后一个时期全面深化资本市场改革的12个方面重点任务。

**表5：深化资本市场改革12条重点**

方向	具体内容
充分发挥科创板的试验田作用	保持改革定力。总结 <b>推广科创板</b> 行之有效的制度安排，稳步实施注册制，完善市场基础制度
大力推动上市公司提高质量	严把IPO审核质量关，充分发挥资本市场并购重组主渠道作用，畅通多元化退市渠道，促进上市公司优胜劣汰。 <b>优化重组上市、再融资等制度，支持分拆上市试点。</b>
补齐多层次资本市场体系的短板	推进创业板改革，加快新三板改革， <b>选择若干区域性股权市场开展制度和业务创新试点。允许优质券商拓展柜台业务。大力发展私募股权投资。推进交易所市场债券和资产支持证券品种创新。丰富期货期权产品</b>
狠抓中介机构能力建设	加快建设 <b>高质量投资银行，完善差异化监管举措，支持优质券商创新提质，鼓励中小券商特色化精品化发展。</b> 推动公募机构大力发展权益类基金。压实中介机构责任，推进行业文化建设。
加快推进资本市场高水平开放	抓紧落实已公布的对外开放举措，维护开放环境下的金融安全
推动更多中长期资金入市	强化证券基金经营机构长期业绩导向，推进公募基金管理人分类监管。推动放宽各类中长期资金入市比例和范围。推动公募基金纳入个人税收递延型商业养老金投资范围
切实化解股票质押、债券违约、私募基金等重点领域风险	
进一步加大法治供给	大幅提高欺诈发行、上市公司虚假信息披露和中介机构提供虚假证明文件等违法行为的违法成本。
加强投资者保护	推动修改或制定虚假陈述和内幕交易、操纵市场相关民事赔偿司法解释
提升稽查执法效能	强化案件分层分类分级管理，集中力量查办欺诈造假等大要案，提升案件查办效率
大力推进简政放权	大幅精简审批备案事项，优化审批备案流程，提高监管透明度。加强事中事后监管
加快提升科技监管能力	推进科技与业务深度融合，提升监管的科技化智能化水平

数据来源：证监会、广发证券发展研究中心

我们认为，本次全面深改将开启新一轮证券行业发展周期。券商的投行业务、资本中介业务、衍生品业务都将得以促进，不断与国际投行的业务范畴轨迹，与世界资本市场双向高度开放交流。其中：投行业务包括推广注册制试点、再融资松绑、发展投行资本化；资本中介业务包括壮大融券业务、化解股票质押风险；衍生品业务包括场内外衍生品不断创新迎合“刚需”，市场活力迸发，推动境外与长期资金入市。另外，净化资本市场投资环境也得到更多关注，把控上市入口关和出口关，修订《证券法》，加大法治供给提供外部保障。

### 投行业务再发展：稳步实施注册制、松绑再融资、发展投行资本化

**一是推广注册制，券商核心竞争力面临重塑。**

会议指出要发挥科创板的试验田作用，坚守科创板定位，优化审核与注册衔接机制，保持改革定力。总结推广科创板行之有效的制度安排，稳步实施注册制，完善市场基础制度。

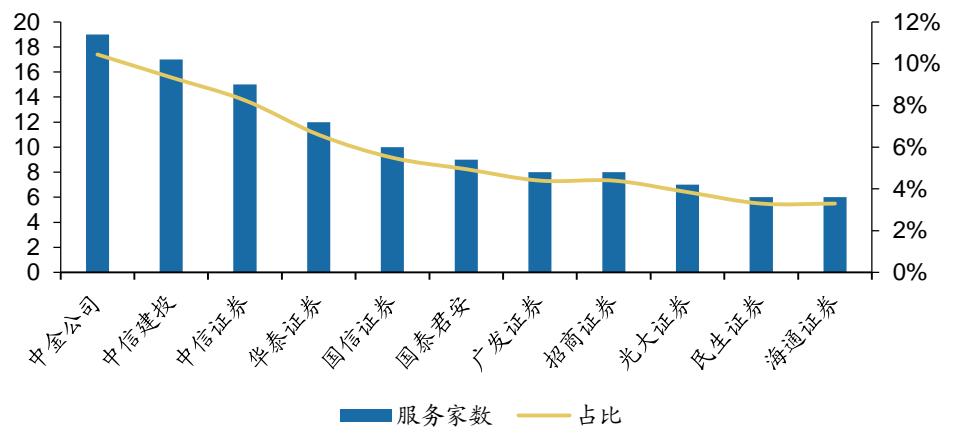
短期而言，注册制能激发市场活力，缩短上市时间，降低监管成本。科创板试点注

册制后，放开市场准入门槛，将公司股票的发行情况交由市场决定，利用资本市场对上市公司优胜劣汰，从而有效抑制投机行为。

长期来看，试行注册制以发挥资本市场主体成员自身的能力。如科创板注册制下的询价、定价、配售等环节难度上升，要求承销券商具有过硬的综合实力。主要原因如下：1) 科创企业处于成长期，资产恶化风险大，需要券商具有前端企业质量的筛选能力、风险控制能力；2) 定价制度上实行全面市场化询价发行，取消直接定价，且以证券公司、基金公司等专业机构作为询价对象，对于券商投行业务发挥研究定价能力提出更高要求；3) 战略配售同时考验了券商资本实力及机构客户储备情况，需要券商具有更强的综合销售能力。

头部券商竞争优势明显，承销规模大、投研与风控能力强、优质客户储备丰富。截至2019年9月16日，29家科创板企业已经发行上市；共计124家企业处于审批流程中，参与及担任主要承销方的中外券商共计47家，承销家数排序为，中金公司18家、中信建投17家、中信证券14家、华泰证券10家、国信证券10家。

图4：科创板券商承销保荐服务家数及占比



数据来源：wind、广发证券发展研究中心（注：剩余其他承销商共服务65家，占比35.71%）

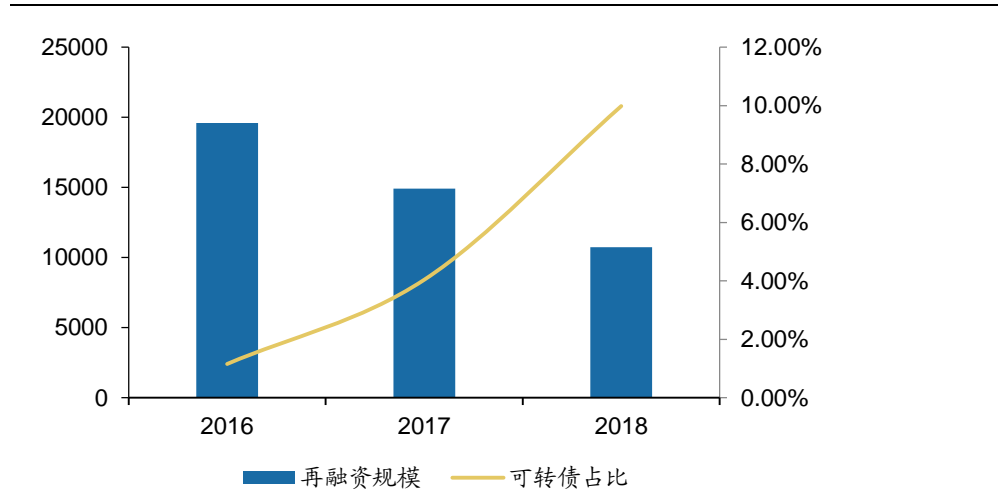
注册制稳步推进，有望落地创业板。注册制在科创板试验田中试行后，推广的政策信号明确，8月公布的《中共中央国务院关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》明确提出：“提高金融服务实体经济能力，研究完善创业板发行上市、再融资和并购重组制度，创造条件推动注册制改革。”此次改革座谈会力图打造良好的内外部环境，包括加大法治供给、畅通多元化退市渠道等。以注册制扩容为中轴，补齐资本市场体系短板。联动创业板与新三板，推进创业板改革，加快新三板改革，选择若干区域性股权市场开展制度和业务创新试点。

## 二是松绑再融资，平衡投行业务收入构成。

2016年后再融资政策收紧，可转债开始发力。由于再融资结构失衡，定增规模过大，2016年证监会通过窗口指导，逐步收紧再融资中的定增业务。2017年2月证监会修改《上市公司非公开发行股票实施细则》，对再融资业务提出更为规范化和严格化的要求，其中包括：该定价基准日为发行期首日，提高两次融资的间隔时间限

制，规定发行量不得超过当前总股本的20%。这导致国内再融资规模收缩，2017年再融资规模同比下滑23.86%。与此同时，定增外的其他再融资方式受到关注，上市公司纷纷在可转债上寻求突破。2016年后可转债占比逐年攀升，2018年占再融资规模已近十个百分点。

图5：再融资规模变动与可转债占比（亿元，%）

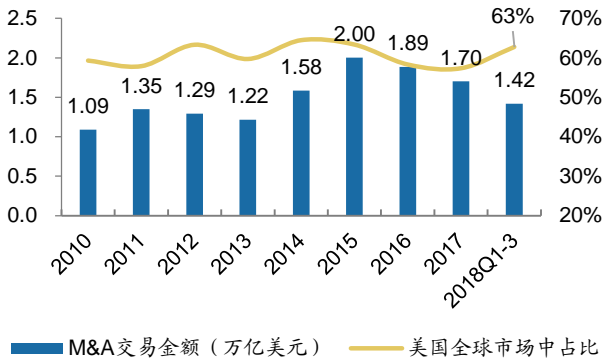


数据来源：wind、广发证券发展研究中心

再融资政策逐步松绑，空间广阔。2018年11月证监会修订发布的《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》对相关规定略有放松，主要内容包包括：两次融资期限原则上不少于18个月，但部分情况下可缩短至6个月；上市公司发行可转债、优先股和创业板小额快速融资不受限制；配套募资可部分用于补充流动资金与偿还债务，但不得超过募集总金额的30%，对轻资产、高研发投入的企业，论证合理性后可以放宽比例限制。2019年6月证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》公开征求意见，放开了创业板公司重组上市的“禁令”，“拟支持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”，并恢复配套融资，想要“借壳上市”的公司能够通过配套融资缓解资金压力，优化并盘活创业板上市公司的存量。再融资业务的市场空间逐渐打开。

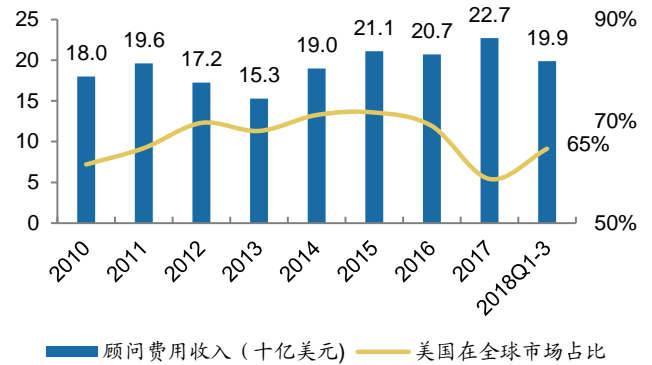
近年国际并购重组业务保持快速增长，尤其以跨界并购为主的大型重组业务规模持续提升。汤森路透数据显示，2017年，全球完成并购重组业务共370亿笔，交易金额共29694亿美元，估算实现顾问费用收入387亿美元。其中美国为最活跃市场，当年与美国相关（作为并购方或被并购方）并购重组业务交易金额共17032亿美元，在全球市场中占比57%，实现顾问费用收入227亿美元，占比近60%。2016年以来美国机构通过并购重组业务实现的费用收入已超过传统承销发行业务收入，且保持稳定增长。

图6: 美国历年并购重组业务交易金额及在全球市场中占比 (万亿美元/%)



数据来源: 汤森路透、广发证券发展研究中心

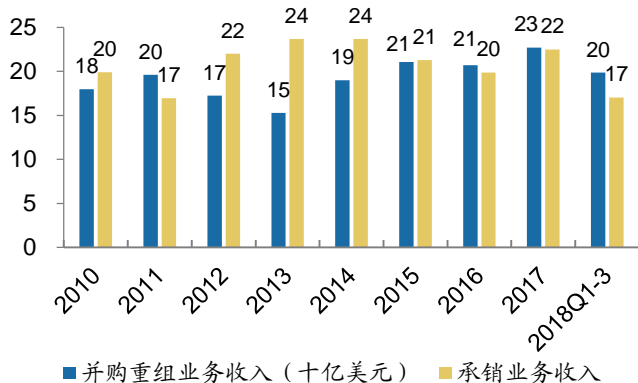
图7: 美国实现顾问费用收入及在全球占比 (十亿美元/%)



数据来源: 汤森路透、广发证券发展研究中心

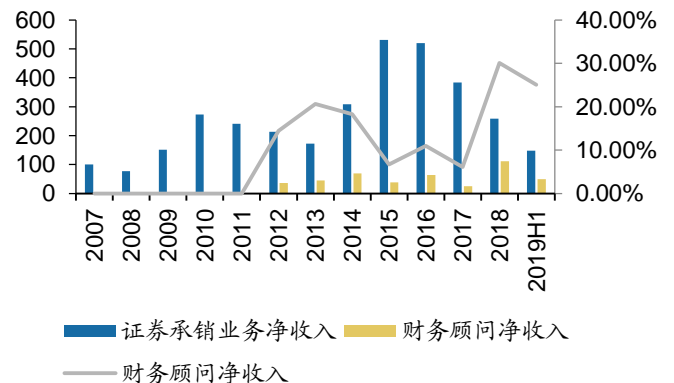
**国内并购重组业务空间广阔, 将得以提振。**我国券商财务顾问净收入在总收入中占比从过去不足1%提升至4%, 但与美国相比这块收入的占比仍较低。美国投行的并购重组业务收入贡献在四大投行可以占5%-10%, 与承销发行业务收入平分秋色, 而在精品投行收入占比可以高达50%以上。在我国投行总收入中占比波动上升, 平均占比16.54%, 与证券承销业务收入存在不小差距。改革座谈会提出要充分发挥并购重组业务的主渠道作用, 将之作为整顿国内资本市场的重要工具, 提升上市公司质量, 这或将刺激券商的并购重组业务迎来一轮提振, 促进财务顾问净收入增长以对标国际趋势, 促进投行业务收入结构平衡。

图8: 美国并购重组业务收入与承销发行业务收入 (十亿美元)



数据来源: 汤森路透、广发证券发展研究中心

图9: 我国券商投行业务收入构成 (亿元) 与财务顾问净收入占比变动 (右轴)



数据来源: 证券业协会、广发证券发展研究中心

### 三是发展投行资本化业务, 私募股权业务迎来收获期。

投行资本化业务特指投行业务+私募股权基金业务/直投业务, 除上文已经分析的投行业务外, 私募股权基金业务与直投业务亦处于发展期。

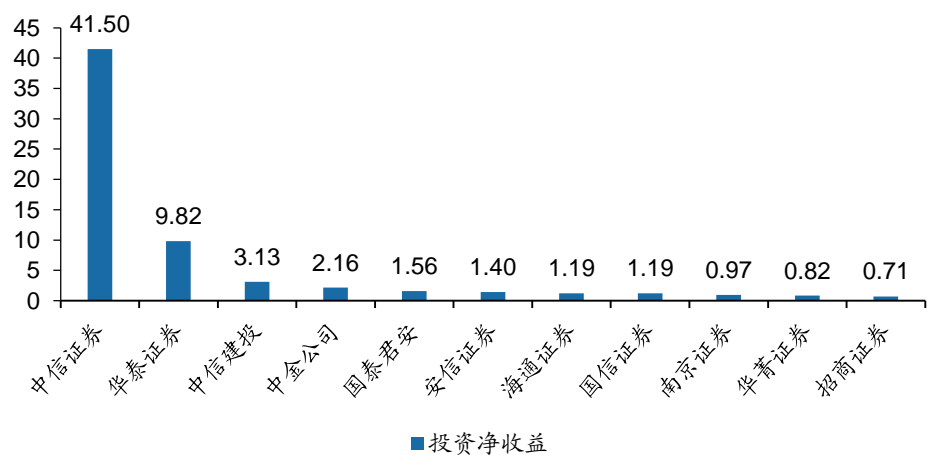
我国投行资本化业务起步于2007年。2007年9月，证监会出示《关于开展直接投资业务试点的无异议函》，规定券商以不超过净资产15%的自有资金设立子公司开展直投。其后，政策在自有资金比例、投资范围、外部资金募集等方面不断松绑，私募股权基金业务随之快速崛起。按照各家券商2018年年报披露数据，中金资本管理规模接近3000亿元、中信（金石投资和中信证券投资）超800亿元，中信建投、华泰等也快速发展。改革重点任务中所放出的积极信号，影响将在不久后显现。不仅在科创板推出后，项目退出渠道更通畅，券商的跟投、直投业务规模进一步扩大，成为新的盈利增长点，而且在金融机构服务实体经济的政策指引下未来业务还有进一步成长空间。

表6: 2018年末/年度部分券商私募股权基金和另类投资业务情况 (亿元)

证券公司	私募股权/另类投资	设立时间	管理资产规模	注册资本	净资产	营收	净利润
中金公司	中金资本	2017年3月	2492				
中信证券	金石投资/中信证券投资	2007年10月/-	600/219.85	30/140	88.2/160.3	-0.53/71.2	-0.47/6.02
华泰证券	华泰紫金	2008年8月	348.46	60	67.79	0.81	-0.46
东方证券	东证资本/东证创投	2010年2月/-	239.25/28.46	40/30	45.42/32.85	9.51/2.18	5.62/1.02
招商证券	招商致远	2009年8月	超过210	21	21.98	-0.15	-1
中信建投	中信建投资本	2009年7月	453.58	16.5	13.14	1.05	0.05
海通证券	海通开元	2008年10月	176	106.5	133.52	2.94	1.88
国信证券	国信弘盛	2008年8月	超过100	40.5	-	3.91	2.63
国泰君安	国泰君安创投/国泰君安证裕	2009年5月 /2018年2月	333/10	49/10	73.8/10	3.24/0.3	0.88/0.24

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图10: 各券商科创板跟投、直投净收益 (亿元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

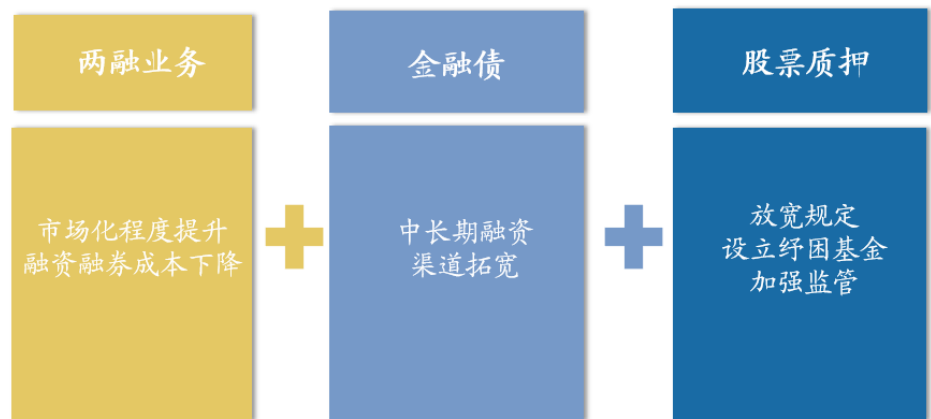
## 两融业务均衡发展，松紧措施配合化解股质风险

一是，政策改革利好融资融券，两融业务有望蓬勃发展。

一方面，两融担保物扩充以及担保线比例限制取消，可容纳资金规模上升。主要归于两融细则修订，市场流动性增强。8月9日，沪深证券交易所修订《融资融券交易实施细则》，对担保比例、担保物范围、融资融券标的股票数量做出调整。一是取消了最低维持担保比例不得低于130%的统一限制，交由证券公司与客户自主约定最低维持担保比例。二是完善维持担保比例计算公式，除了现金、股票、债券外，客户还可以证券公司认可的其他证券等资产作为补充担保物，增强补充担保的灵活性。三是将融资融券标的股票数量由950只扩大至1600只。标的扩容后，市场融资融券标的市值占总市值比重由约70%达到80%以上，中小板、创业板股票市值占比大幅提升。

我们认为，上述政策均是长远影响证券行业的制度性安排，对证券投资者、市场、券商均有积极影响，1) 从投资者看：可选择的投资品种会更多，担保物选择和担保比例更加灵活，有利于释放更多流动性资金入市。2) 从市场看：有利于提升融资融券交易市场化程度；市场活跃度增强；3) 从券商看：有利于券商做大两融业务规模，同时自身能动性增加。

图11：资本中介业务受影响情况



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

另一方面，政策重点发力融券业务，未来有望快速发展。

目前来看，市场整体两融业务中融券业务规模过小，科创板的两融业务则提供了范例。从最新的数据中可以看到，沪深两市两融余额中融券余额占比过小，仅2%左右，且近年来长期处于1%以下。科创板上市公司两融余额占比则较为合理，融券余额占35.29%，超过三分之一，同海外成熟资本市场的两融业务结构相符。

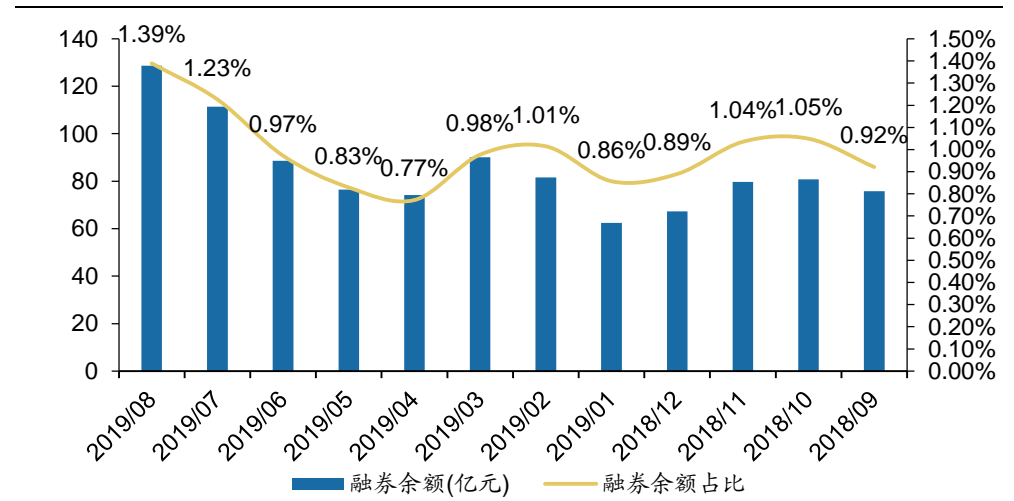
二者差别的主要原因归于政策安排，科创板融券业务获重大政策利好。上交所、中证金融、中国结算4月30日联合发布了《科创板转融通证券出借和转融券业务实施细则》，其中对券源范围、证券出借规则做出更为宽松的规定，并在9家券商试行融券约定申报制度。以约定申报方式达成交易的，能够在盘中根据行情实时调整业



务；通过出借与借入双方协商的方式确定费率，从而降低了业务成本。这些举措都提高了科创板转融券业务效率，且转融券业务不限于券商，更多参与者加入进一步扩大了融券规模。

未来主板转融通制度有望继科创板后调整，促进融券业务发展。两融中融券业务占比仅1%左右，重要原因之一在于转融通收费较高（3%-4%），证券融出方得到1.5%-2%的年化利率。而科创板上，转融通中介费率为0.6%，证券融出方可得4%甚至更高。作为多项制度试验田的科创板，未来经验可能推广。从海外经验来看，融券占两融20%-30%才较为合理。

图12: 融券余额及占比情况

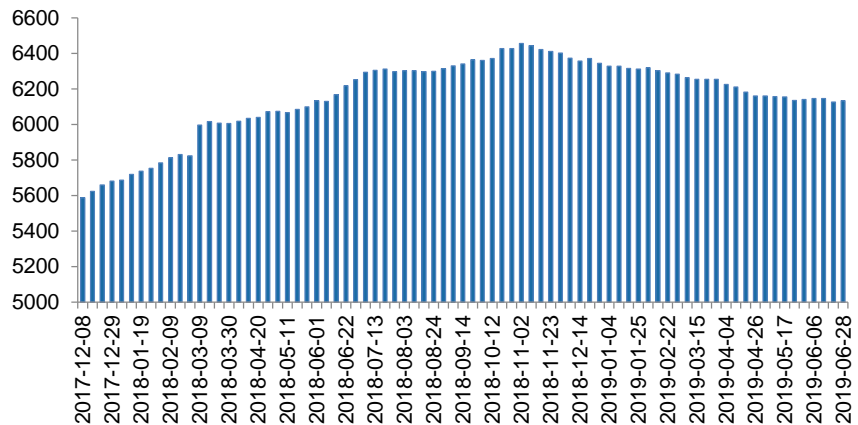


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

## 二是加强监管，化解股票质押风险。

股票质押回购业务对券商的风控能力与投研能力有较高要求，稍有不慎就容易出现“踩雷”事件。自2018年10月股市指数大幅波动以来，股票质押风险上升，股票质押规模收缩。2019年以来情况有所缓和，A股市场回暖，股票质押补仓压力减弱。截至2019上半年末，市场质押待购回余量为6135亿股，同比2018上半年末下降1.9%，环比2018年末下降3.3%。

图13: 股权质押待购回余量 (亿股)



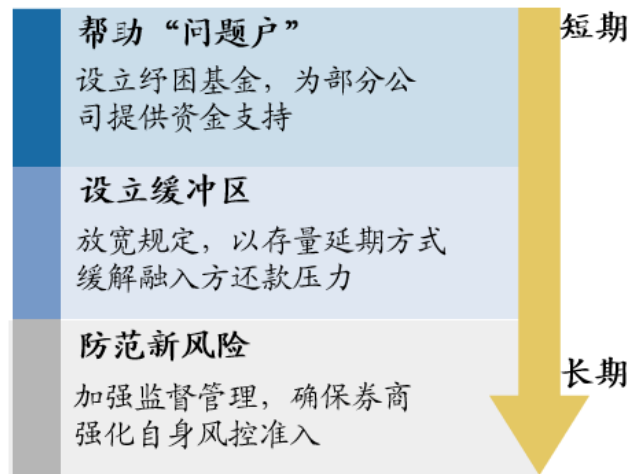
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

此次全面深化资本市场改革工作座谈会的重点任务中, 提到要“切实化解股票质押、债券违约、私募基金等重点领域风险”, 上半年市场与政府采取了如下几项措施来缓和股票质押业务风险。一是沪深交易所于1月18日发布了《关于股票质押式回购交易相关事项的通知》, 主要内容包括: 1) 优化违约合约展期安排, 2) 明确旨在解决合约违约而新增交易的特别安排。二是各级地方政府成立纾困专项基金。三是升级监管措施与严格程度。

几项举措既有着眼现状以缓解已有的可能风险, 又有从源头控制以保证股票质押业务长远安全。前两项为股票质押风险建立缓冲地带, 以存量延期方式缓解融入方还款压力, 保证之后可能波动带来的风险能够被化解, 并帮助部分业已陷入股权质押风波的上市公司, 为其提供资金支持。后一项则是在券商股票质押的内部控制上加强监督管理, 确保券商强化自身风控准入, 不盲目扩大股权质押规模。

股票质押风险的成功化解, 将有助于修正市场风险偏好, 从而令股票质押规模趋向于稳定, 提升券商估值。

图14：股权质押风险缓解措施



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

### 衍生品扩容，弥补国内券商与国际顶级投行的差距

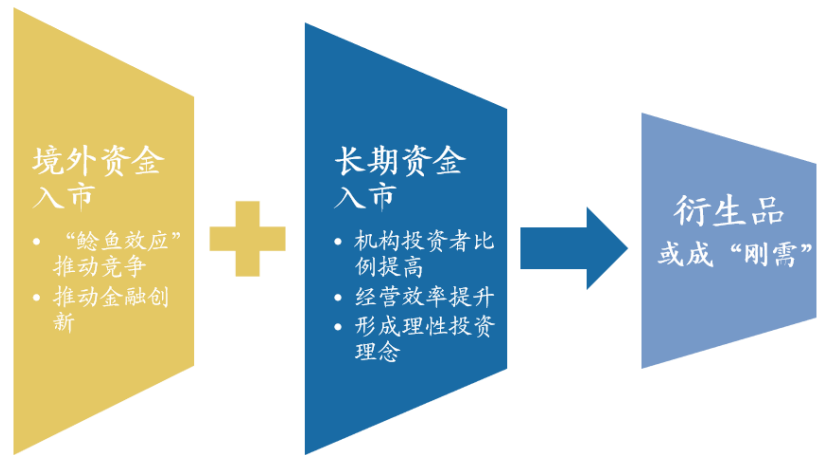
#### 各类长线资金进入资本市场，激发生衍生品需求

资本市场高水平对外开放，吸引更多境外长期资金。一是A股纳入MSCI指数程度加深，2019年8月8日，MSCI宣布将现有A股的纳入因子从10%提高到15%，预计11月份增加至20%。从此前几次提升纳入因子的情况来看，境外资本或再随A股纳入MSCI指数程度加深而被动增持，且相对国际市场而言，A股整体估值偏低，配置价值高，可能吸引更多长期资金进入。二是QFII、RQFII的规模逐渐上升，随着各项限制逐步放开，9月10日国家外汇管理局宣布取消投资额度限制，配合A股纳入MSCI指数程度加深，进一步放大了境外长期资金投资的积极预期。

国内长期资金参与资本市场的来源多样化。一是银行理财子公司快速推出，借助原本的渠道优势吸纳更多的闲置资金，以独立法人的形式参与资本市场，为国内投资者的权益投资提供有效渠道。二是国企划拨10%股权至社保，确定了一部分资金的长期投入。三是提升保险权益资金比重在即，银保监会今年多次表态鼓励保险资金入市，规模大、期限长的保险资金的参与正呼应了改革座谈会中“推动更多中长期资金入市”的要求。

以上长期资金入场的同时，作为这些资金的所有者主体，机构投资者的比例亦将随之上升。机构投资者扩容趋势下，对应对冲、套利等多样化投资需求将进一步提升，衍生品需求被激发。

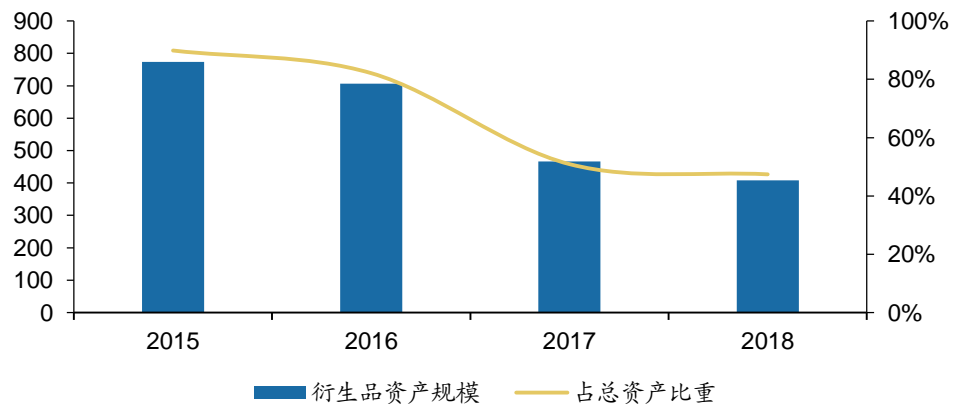
图15: 长期资金入市孕育衍生品业务需求



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

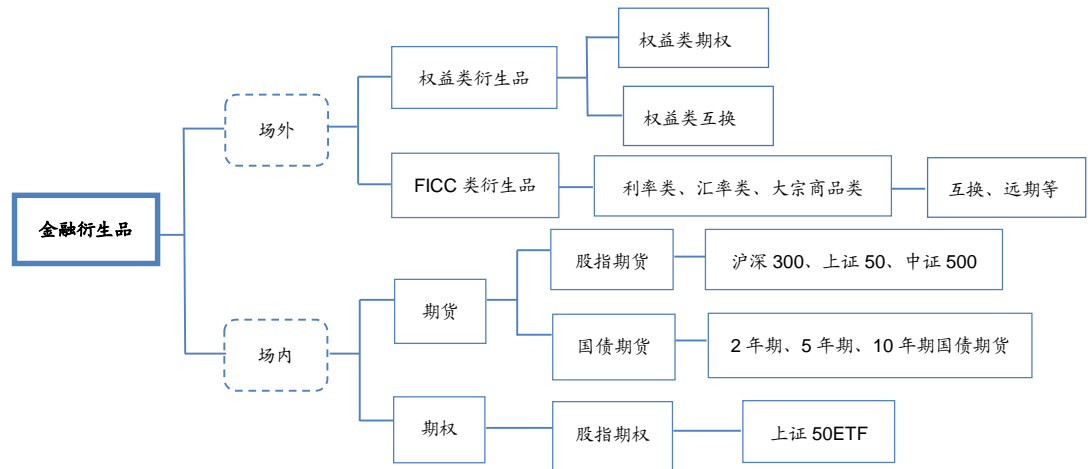
近年来国内券商持续加大衍生品业务布局, 但对比国际投行, 仍尚未形成成熟的衍生品业务体系, 从业务规模到产品配置结构都与海外大行有一定差距。囿于信息披露不完备, 我们暂时无法掌握各家券商在衍生品业务上的具体资金投放, 但我们大致判断衍生品业务规模最大的中信证券, 其衍生品资产占总资产比重预计仅5%左右。相较于国际投行40%-50%的衍生品资产比重, 国内券商衍生品规模远未发展起来, 未来提升空间广阔。

图16: 高盛衍生品资产规模 (左轴, 十亿美元), 占总资产比重 (右轴)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图17: 我国金融衍生品种类



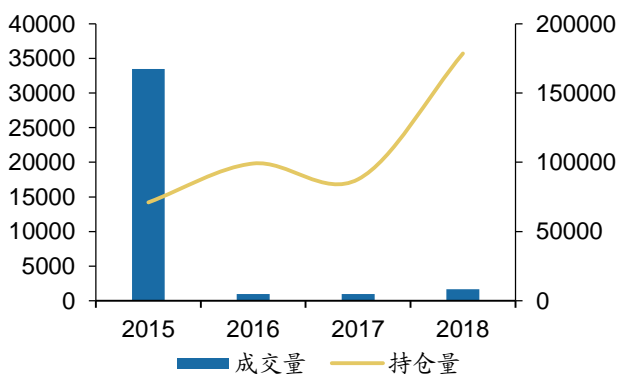
数据来源: 广发证券发展研究中心

**鼓励期权期货产品不断创新并松绑交易规则，市场活力迸发。**

重点任务中强调要推进交易所市场债券和资产支持证券品种创新，丰富期货期权产品。场内衍生品方面，创新产品不断推出，股指期货交易规则不断松绑。经三年多股票期权仿真交易演练后，深交所将稳妥推出股票ETF期权试点，有望增加场内期权市场品种和规模。股指期货交易规则自2017年以来中金所先后对股指期货交易规则进行四次调整，松绑力度循序渐进。2019年4月中金所发布第四次调整公告再次调低费率与保证金，提高监管交易量的上限，流动性逐步恢复。2019年5月，中金所发布《关于公布国债期货做市商名单的公告》，引进8家证券公司成为国债期货做市商，有利于增加国债期货的流动性，推动场内期货发展速度和规模进一步提升。

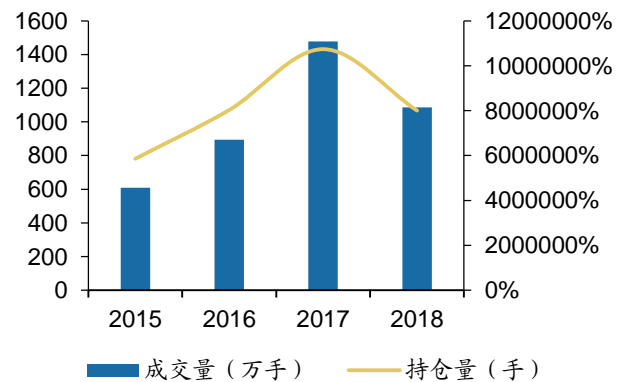
综合场内期权期货，预计2019、2020、2021年场内衍生品交易规模将分别达到91.07万亿元、164.11万亿元、237.01万亿元。

图18: 股指期货成交量(左轴, 万手), 持仓量(右轴, 手)



数据来源: 中金所、广发证券发展研究中心

图19: 国债期货成交量(左轴, 万手), 持仓量(右轴, 手)



数据来源: 中金所、广发证券发展研究中心

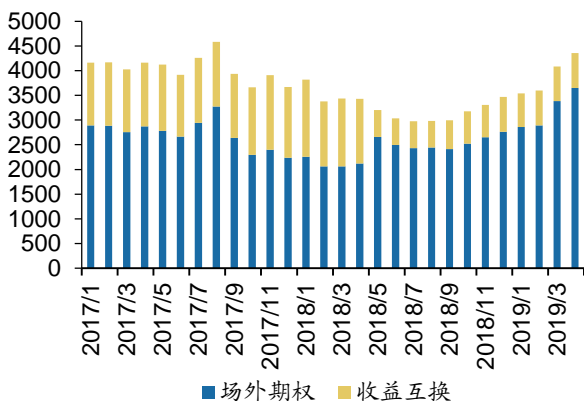
表7: 场内衍生品规模测算 (万亿元)

类型	2018A	2019E	2020E	2021E
场内期权	8.34	16.69	25.63	34.31
Yoy	72.16%	100.12%	53.57%	33.87%
股指期货	15.74	62.96	125.92	188.88
Yoy	49.81%	300%	100%	50%
国债期货	10.38	11.42	12.56	13.82
Yoy	-26.29%	10%	10%	10%
合计	34.46	91.07	164.11	237.01

数据来源: 上交所、中金所、广发证券发展研究中心

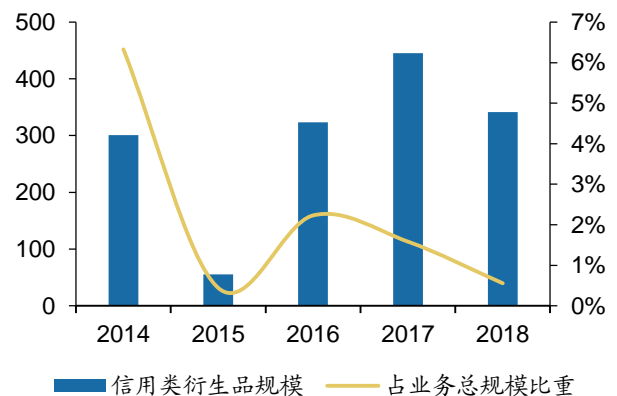
场外衍生品方面, 权益类衍生品规模不断增长, FICC类衍生品逐渐起步。近年来, 金融改革背景下要求推动发展相关衍生品, 随着市场逐步恢复以及政策引导, 证券公司衍生品业务覆盖扩大、品种逐步发展完全, 已经有关于权益、利率、信用、外汇、大宗产品等衍生产品在场内外发行。2019年4月, 证券公司场外金融衍生品业务未了结初始名义本金为4355.27亿元。较上月增长273.98亿, 环比增长6.71%, 保持增长态势。信用类衍生品获得政策支持, 2019年2月, 证监会发布《关于支持证券公司开展信用衍生品业务、服务民营企业债券融资的通知》, 鼓励具有场外期权交易商资格的证券公司申请信用衍生品业务, 目前已有11家证券公司获得业务资格, 预计未来将会有更多的信用衍生品业务出现。

图20: 证券公司场外衍生品未了结初始名义本金 (亿元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图21: 2018年衍生金融资产规模前十大券商信用类衍生品名义金额 (左轴, 亿元), 占总规模比重 (右轴)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

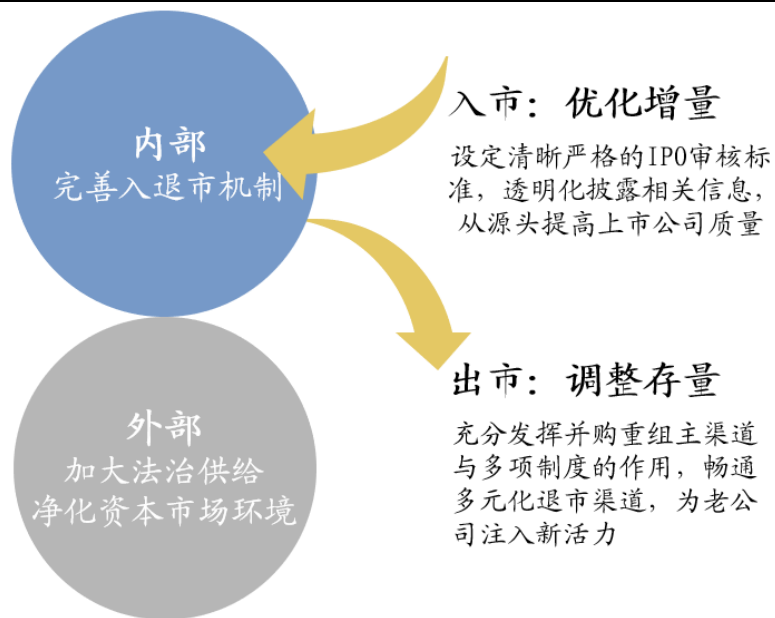
综合而言, 我们判断包括外资在内的长期资金入市, 将激发丰富的衍生品需求, 而国内监管部门, 将在风险可控的基础上不断推出金融创新, 资本市场的产品内涵将更为丰富。

## 入退市机制与法治双发力，净化资本市场环境

完善入市退市机制，推动上市公司提高质量标准。

此次改革座谈会提出要制定实施推动提高上市公司质量行动计划，切实把好入口和出口两道关，努力优化增量、调整存量。在入口处严把IPO审核质量关，设定清晰严格的IPO审核标准，透明化披露相关信息，确保拟上市公司有方向地提升自身业务能力、管理能力和盈利能力，从源头提高上市公司质量。在出口处充分发挥资本市场并购重组主渠道作用，畅通多元化退市渠道，促进上市公司优胜劣汰。尤其是针对资本市场中部分业绩长期表现差却仍旧占据上市公司名额的公司，可以通过优化重组上市、再融资等制度改善自身业务结构、注入新的活力。而部分具备较好盈利能力、运作规范、有正当拆分需求的上市公司则能够利用分拆上市进一步发展，突出主业，增强独立性。

图22：入退市双向把关与加大法治供给



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

此举有利于改善资本市场环境中竞争生态，着重于公司间盈利能力的对比。督促上市公司积极改善业务结构、提升经营绩效以在优胜劣汰的资本市场中存活下来，同时注入健康的新鲜血液刺激原有的市场格局。

### 加大法治供给，净化资本市场环境

改革座谈会指出，要加快推动《证券法》《刑法》修改，大幅提高欺诈发行、上市公司虚假信息披露和中介机构提供虚假证明文件等违法行为的违法成本。用好用足现有法律制度，坚持严格执法，提升监管威慑力。推动建立具有中国特色的证券集体诉讼制度。探索建立行政处罚没款优先用于投资者救济的制度机制。推动修改或制定虚假陈述和内幕交易、操纵市场相关民事赔偿司法解释。

证监会表示将争取在年内通过《证券法》修订，争取最晚于明年2月份推出修订后的《证券法》。证券法修订草案三审稿中对大多数违法行为大幅提高了罚款金额的上限，并试图在行政处罚之外配合《刑法》，真正发挥法律的强制性作用。

**健全资本市场法治体系，有利于营造良好的市场生态，保护投资者的合法权益，促进更多的资金进入到资本市场当中来，从而扩大市场规模。**

## 对比：力度更强、质量更高

### 前两次重要的改革：2004-2007年股改与2012-2015年创新大会

复盘最近15年资本市场改革，我们发现，每一轮的改革，都将资本市场和证券行业发展推向一个新的台阶。其中，较为重要的两轮改革，分别是2005~2006年的股权分置改革以及2012年的证券业创新大会。

#### 2004-2007年：三年综合整治和股权分置改革。

由于存在虚假信息披露、挪用客户保证金等行为，2004年8月到2007年8月，证监会对证券行业开展了为期三年的综合整治。至此，证券行业历史上存在的问题和遗留的风险，基本得以解决，全行业面貌为之一新。

同时，股权分置改革拉开序幕。2004年1月31日，国务院发布《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》，明确提出“积极稳妥解决股权分置问题”。作为资本市场一项基本制度的改革，股权分置改革解决了非流通股股东的流通权的取得问题，实现同股同权，使得大股东与中小股东的利益达成一致。2005年5月9号开始的股权分置改革，截至2006年底，沪深两市已完成或者进入改革程序的上市公司共1301家，占应改革上市公司的97%，对应市值占比98%，股权分置改革任务基本完成。

伴随股权分置改革以及行业三年整治的完成，证券行业迈入了一个新的发展周期。具体表现在：第一，证券公司的财务上的一些漏洞或者长期遗留下来的缺口基本填满，财务状况显著好转。第二，各项业务快速发展，如营业部新设申请重新放开，经纪业务快速发展，再如IPO等投行业务在中小板开板后快速上量，以及权证创设等创新业务亦有长足发展。第三，证券行业自身的融资行为放开，一批证券公司通过借壳和IPO补充了资本金。

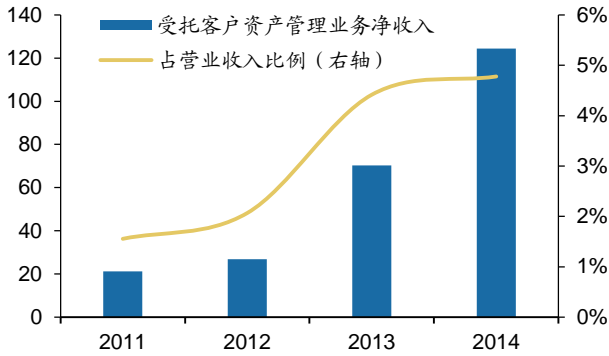
#### 2012-2015年：创新大会后开始了新一轮发展

2012年召开的券商创新大会提出大力推动券商业务创新发展，会后出台的《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施》，提出了支持券商创新发展的十一大方针政策，拉开了券商业务创新的帷幕。

整体而言，2012年创新大会之后，证券行业业务层面最大的突破是信用业务（包括两融和股票质押）和泛资管业务，助力证券行业业务结构更加多元，同时，证券行业的同质化属性开始在龙头券商中弱化。

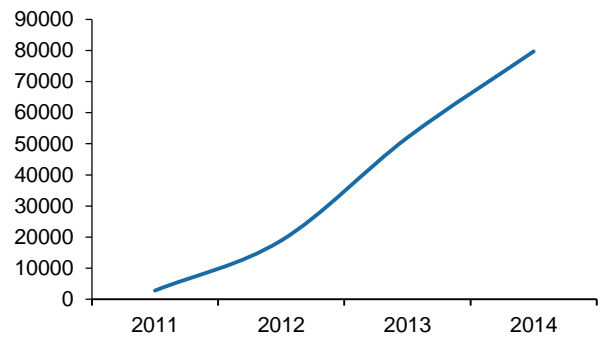


图23: 券商资管业务收入(亿元)与占营收的比



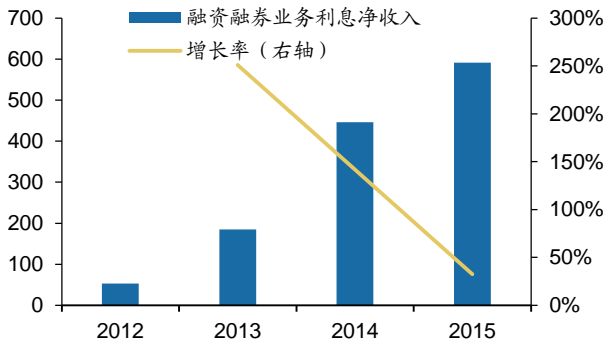
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图24: 券商受托管理总额(亿元)



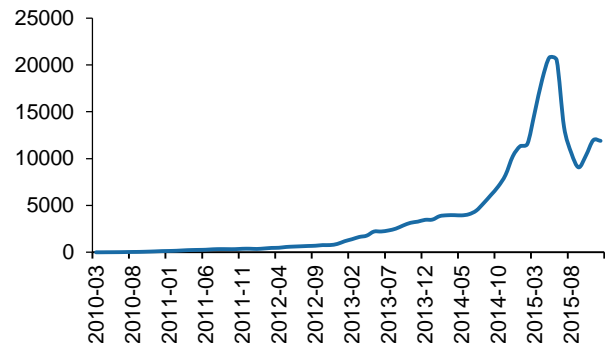
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图25: 券商两融利息净收入(亿)与增长率



数据来源: 中国证券业协会、广发证券发展研究中心

图26: 券商融资融券余额(亿元)



数据来源: 中国证券业协会、广发证券发展研究中心

## 2019年: 差异点在哪里?

我们认为本次的《全面深化资本市场改革工作》，从多层次资本市场建设、对外开放力度、证券业基础制度改革、证券业创新业务推进、证券业公司发展支持力度上，此次改革相较于前两次改革有过之而无不及。

### 第一，本次深改的定位高。

相较于第一次改革在于建设上市公司股东利用共同体，完善企业治理和整治证券公司不当经营及竞争；第二次改革从业务的角度支持券商创新的开展。

本次深改，是要从资本市场基础制度上进行变革，注册制的试行和预期推行从根本上重置了我国的资本市场体系，大力发展直接融资服务实体经济，已经将服务实体经济职能的责任向证券公司倾斜，证券公司在资本市场中的系统地位得到实质提升。

### 第二，本次深改的力度强。

从多层次资本市场建设来看：相较于12年的新三板扩容，本次科创板的推进从年初提及到年中落地再到如今的计划推广，整体速度的质量上不可同日而语。

从对外开放的程度看：从适度增进已经转变为全面放开。

从证券业基础制度的变革看：注册制重塑了资本市场运行生态，将金融扶持实体经济体系过渡至了券商。

从证券业业务经营的角度看：相较于2006年的经纪和投行以及2012年的两融和资管托管，本轮证券公司大量多项市场化的创新业务开始全面发展。

从对证券公司发展的扶持看：今年以来连续两次调低风险准备，放松债务融资手段，拓宽融资渠道，明确调了支持券商差异化发展，相较于之前力度更强。

### 第三，本次深改券商各项业务受益质量高。

本次深化金融体制改革对证券公司多项业务的经营而言并不是一时的放松，如果说前几次改革的业务层面的松或紧具备较强的周期属性，那么本次基础制度的变革和对外开放等大趋势或已不可逆转。大量市场化创新业务的推进使得国内券商正在向国际化型真正的“投行银行”迈进。

图27：2019全面深改与2012创新大会以及2005/06改革对比

	2006	2012	2019
多层次资本市场	稳步推进创业板建设09年落地 新三板试行	12年新三板扩容 13年新三板面向全国推行	科创板 从年初提到年中落地
对外开放	积极稳妥的开始推进： 1) 试行QFII，研究QDII 2) 落实与港澳的合作	适度增进： 1) QFII额度增加(300至800) 2) 外资参股券商自1/3至49% 3) 放宽境内企业境外发行与境外企业入境发行人民币股票	全面放开： 1) 《进一步扩大资本市场对外开放的9项政策措施》。 2) 《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》11条。
证券业基础制度	股权分置改革 改善上市公司治理，建设与股东利益共同体，改善市场定价	新股发行体制改革 2009-2012试点市场化定价	注册制 新股发行完全市场化定价 一二级全面市场化 强调中介机构责任与主观能动性
证券业业务	扭亏为盈 投行业务：鼓励上市公司并购重组和再融资 经纪业务：鼓励合规资金入市	创新试点 投行业务：IPO放宽。经纪业务：代销产品范围扩大。资管业务：全面放松/托管等开启。自营业务：扩大投资品种。创新业务：两融/期货资管/柜台交易	全面市场化高质量发展 投行业务：科创板增量/重组放松。经纪业务：MSCI扩容，外资入市 创新业务：转融通市场化定价/下调费率。两融范围放宽，取消担保限制扩大担保物。结售汇业务试点。OTC/私募股权/ABS/衍生品等
证券业公司发展	1) 拓宽证券公司融资渠道：上市 2) 鼓励券商兼并重组优化：兼并	1) 拓宽融资：扩大次级债 2) 降低风险准备	1) 拓宽融资渠道：GDR等 2) 大幅降低风险准备2次，释放资本金 3) 支持券商差异化发展

数据来源：各部门官网、广发证券发展研究中心

## 影响：改革对资本市场和证券行业意义几何？

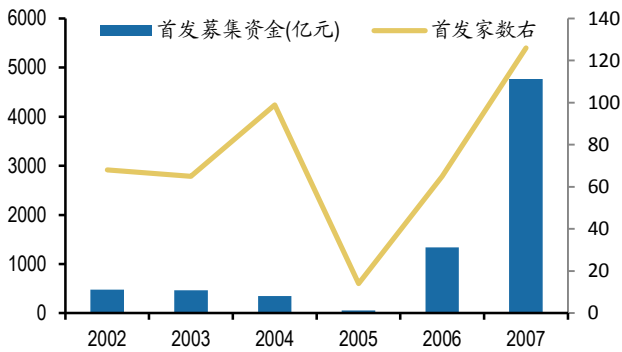
前两次改革分别带来资本市场和证券行业两个黄金发展周期：

### 2006-2007年：股权分置改革带来市场繁荣

股权分置改革后，资本市场迎来黄金发展期。市场股债融资金额不断攀升：股权融

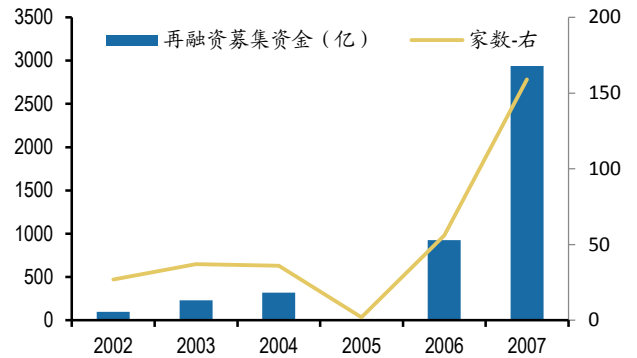
资方面：IPO募集资金从2005年的52.73亿元迅速升至2006年的1339.31亿元；再融资募集资金从2.62亿元跃升至924.25亿元。债权融资方面，全国债券发行总额从2004年的3774.73亿元增长至2006年的7070.33亿元。

图28: 2006前后IPO募资统计



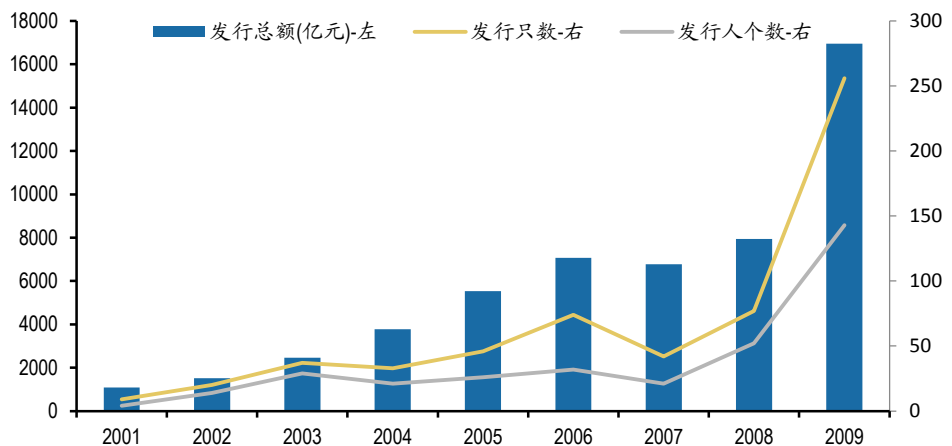
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图29: 2006前后再融资募资统计



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

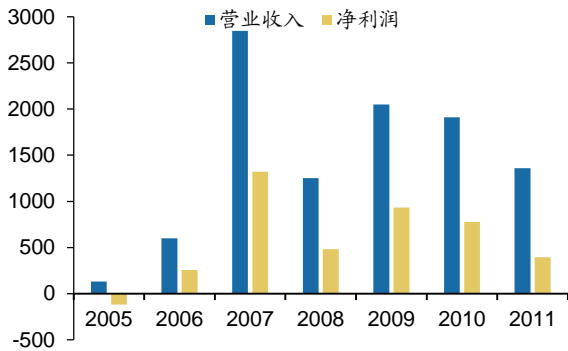
图30: 2006前后全国债券发行统计



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

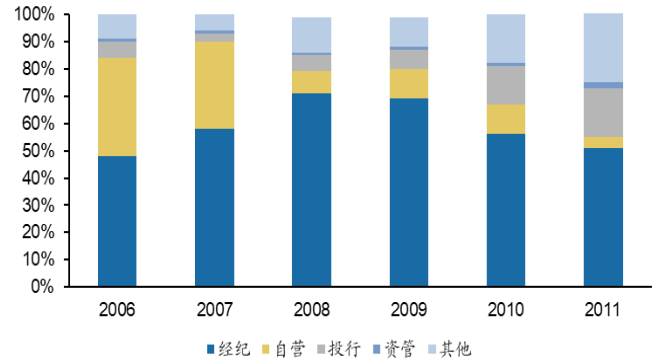
**2006年后证券业盈利能力改善。**随着改革的推进，2006年后证券业整体扭亏为盈，营收利润逐年增长。经纪投行业务快速增长，自身资本金得到了不断补充。

图31: 2006-2007证券板块收入利润(亿)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图32: 2006-2007证券板块营业收入构成

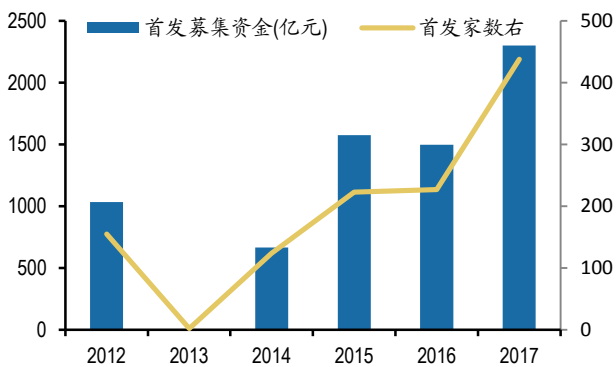


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

### 2012-2015年: 创新大会后资本市场与证券行业均得到长足发展

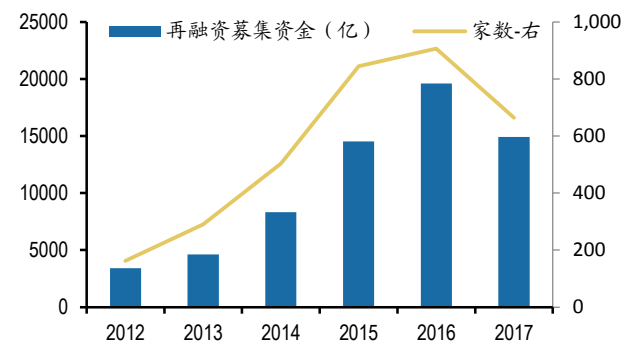
创新大会后，资本市场得到进一步发展。股权融资方面：再融资及IPO的家数及募集资金不断攀升。债权融资方面，全国债券发行总额从2012年的2.35万亿增长至2016年的11.44万亿。

图33: 2012年后IPO募资统计



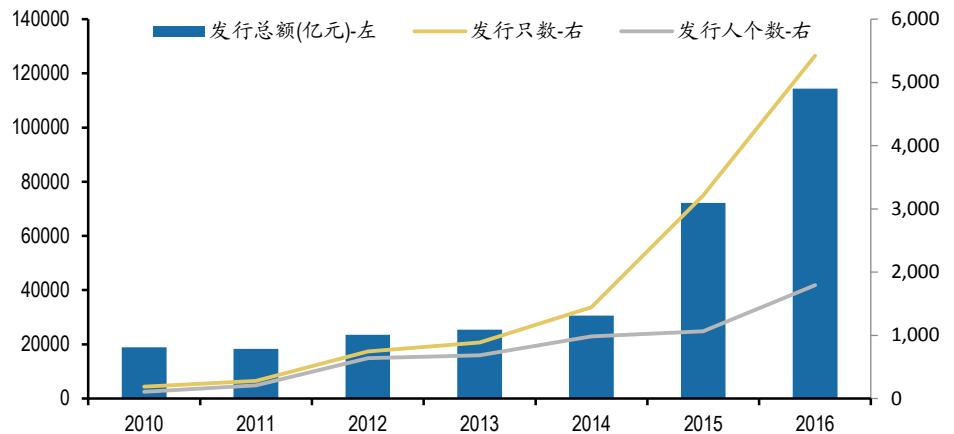
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图34: 2012年后再融资募资统计



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图35: 2012年后全国债券发行统计

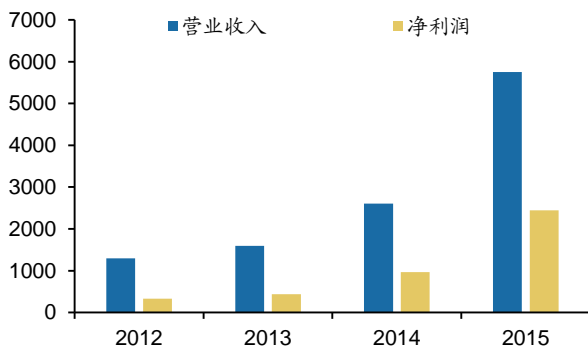


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

证券行业也得以快速发展。在业务创新的利好下，2012-2015年证券行业营业收入与净利润持续增长（2014和2015亦受到市场流动性宽松带来的交易量放大红利）。

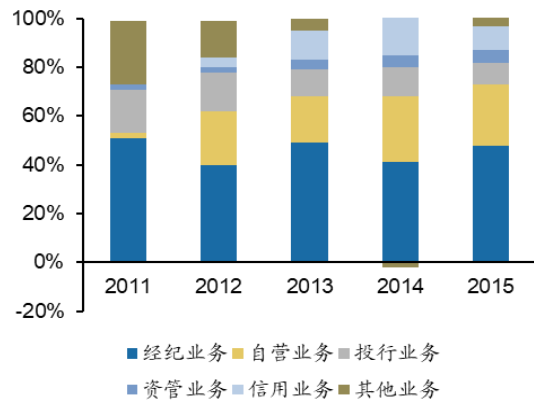
从收入结构上看：以自营、两融为代表的新兴业务占比出现上升，资管业务亦不断增长，券商业务呈现多元化趋势发展。

图36: 2012-2015券商行业营收与净利润（亿元）



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图37: 2011-2015券商行业营业收入构成



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

## 投资建议：关注综合实力强与业务创新的券商

资本市场深化改革的大背景下，我们长期看好那些综合实力强劲的头部的券商，以及能够及时创新业务，从而受利于改革的券商。建议重点关注：1) 作为龙头企业的中信证券（A、H）、海通证券（A、H）、中金公司、华泰证券、HTSC，2) 业务创新的东方财富等。

## 风险提示

宏观经济与行业景气度下行，行业爆发严重风险事件；行业竞争加剧，导致盈利能力下滑；各家公司业绩不达预期；二级市场巨幅波动；新领域投资出现亏损等。

### 附表

美股重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)	
				2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
摩根士丹利	MS.N	USD	44.02	4.87	5.51	8.79	8.54	0.91	0.94
高盛	GS.N	USD	215.23	23.11	25.08	9.31	8.58	0.97	0.90

数据来源：广发证券发展研究中心数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：收盘价及表中估值指标按照9月18日收盘价计算

## 广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍 淼：资深分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 文 京 雄：资深分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 韵 杨：高级分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

- (1) 广发证券在过去 12 个月内与国泰君安(601211)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券在过去 12 个月内与国泰君安(02611)公司有投资银行业务关系。
- (3) 广发证券在过去 12 个月内与国信证券(002736)公司有投资银行业务关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。