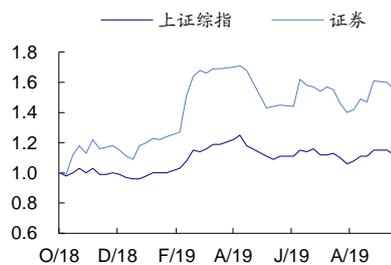


一年该行业与上证综指走势比较



行业投资策略

改革与竞争驱动行业转型

● 核心观点

改革推进和竞争加剧将助力国内券商业务转型。9 月以来，国内资本市场改革持续推进，外资入市再清障碍，美国嘉信理财佣金归零。经纪业务占比较高的国内券商面临较大压力，预计未来国内券商将向资本化、国际化、机构化的趋势转型。

● 行业重要动态

从国内来看：证监会部署全面深化资本市场改革任务，包括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，进一步加大法治供给等；外资入市再清障碍，QFII、RQFII 额度限制取消；从国外来看，美国最大线上证券经纪商之一的嘉信理财 (SCHW) 宣布将美国股票、ETF 和期权的在线交易佣金从 4.95 美元降至零，之后德美利证券也表示跟进。

● 市场交易量持续回暖，两融业务企稳回升

(1) 经纪业务方面，9 月 A 股日均成交金额为 5654 亿元，环比增长 26%；1-9 月累计日均成交金额为 5457 亿元，较 2018 年全年增长 48%；(2) 投行业务方面，9 月 IPO 数量为 11 家，实际募资规模为 99 亿元，环比下降 61%，1-9 月 IPO 规模同比增长 21%；9 月再融资规模为 906 亿元，环比上涨 213%，1-9 月再融资规模同比下降 19%；(3) 自营业务方面，股指涨跌互现。上证综指上涨 0.66%，上月下跌 1.58%；沪深 300 上涨 0.39%，上月下跌 0.93%；创业板上涨 1.03%，上月上涨 2.58%；中债总全价指数下降 0.31%，上月上涨 0.45%；(4) 从反映市场风险偏好和活跃度的两融余额看，9 月两融平均余额 9591 亿元，环比上涨 5.7%，最新两融余额 (10 月 8 日) 为 9551 亿元。

● 投资建议

资本市场改革持续，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。目前券商板块 PB 估值为 1.69 倍，处于中枢偏下区间，具有较高安全边际。龙头券商估值在 1.3-1.9 倍，市场未体现出对龙头券商的估值溢价。建议关注在资本实力、风险定价能力、业务布局方面均有优势的龙头券商，推荐中信证券、华泰证券、招商证券；此外，建议关注优势难以复制的特色券商，包括东方财富、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；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。

相关研究报告:

- 《证券行业 9 月投资策略：市场活跃度回暖，政策放松持续》——2019-09-06
- 《证券行业 2019 年中报综述：盈利回升，增量催化可期》——2019-09-04
- 《证券行业深度分析报告：金融供给侧改革下的券商转型机遇》——2019-08-30
- 《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

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	22.33	2494	1.07	1.19	20.87	18.76
601688	华泰证券	增持	18.85	1568	0.89	1.01	21.18	18.66
600999	招商证券	增持	16.34	1011	0.96	1.09	17.02	14.99
600958	东方证券	增持	10.10	646	0.35	0.47	28.86	21.49
300059	东方财富	增持	14.77	992	0.30	0.38	49.23	38.87

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业重要动态

- 10月1日，美国最大线上证券经纪商之一的嘉信理财（SCHW）在其官网宣布，自10月7日开始将美国股票、ETF和期权的在线交易佣金从4.95美元降至零，之后德美利证券也表示跟进；
- 9月10日，国家外汇管理局发布公告称，为贯彻落实党中央、国务院关于推动形成全面开放新格局的重大决策部署，进一步扩大我国金融市场对外开放，经国务院批准，国家外汇管理局决定取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度限制；
- 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。会议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，包括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，进一步加大法治供给，加快推动《证券法》《刑法》修改等；
- 9月5日，龙头券商中信、华泰、招商公告获批结售汇业务资质；
- 从前9个月券商IPO承销收入排行榜单具体来看。IPO承销数量（包括联席保荐家数）方面，中信证券（19个）、中信建投证券（15个）、中金公司（10个）位列前三。承销收入方面，中信证券以9.01亿元承销收入暂居首位，其目前承销收入占市场份额13.67%；中信建投证券以6.33亿元的承销收入暂列第二，占市场份额9.61%；招商证券以4.46亿元的承销收入位列第三，占市场份额6.77%。此外，主承销收入超过2亿元的依次还有国信证券、中金公司、东兴证券、华泰联合证券，分别实现承销收入3.41亿元、3.37亿元、3.33亿元、3.11亿元。

市场交易量持续回暖，两融业务企稳回升

（1）经纪业务方面，9月A股日均成交金额为5654亿元，环比增长26%；1-9月累计日均成交额为5457亿元，较2018年全年增长48%；（2）投行业务方面，9月IPO数量为11家，实际募资规模为99亿元，环比下降61%，1-9月IPO规模同比增长21%；9月再融资规模为906亿元，环比上涨213%，1-9月再融资规模同比下降19%；（3）自营业务方面，股指涨跌互现。上证综指上涨0.66%，上月下跌1.58%；沪深300上涨0.39%，上月下跌0.93%；创业板上涨1.03%，上月上涨2.58%；中债总全价指数下降0.31%，上月上涨0.45%，上月上涨0.47%；（4）从反映市场风险偏好和活跃度的两融余额看，9月两融平均余额9591亿元，环比上涨5.7%，最新两融余额（9月30日）为9489亿元。

投资建议

2019年业绩和政策改革确定性大。IPO审核常态化、再融资业务松绑、并购重组制度调整优化，券商投行业务迎来高阶发展；短融额度提升、转融资费率下调、发行金融债，头部券商融资成本有望降低，杠杆提升空间打开。9月以来政策红利密集发布，资本市场改革持续，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。

目前券商板块PB估值为1.69倍，处于中枢偏下区间，具有较高安全边际。龙头券商估值在1.3-1.9倍，市场未体现出对龙头券商的估值溢价。建议关注在资

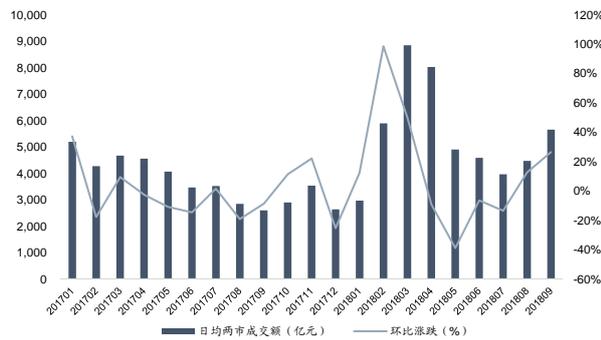
本实力、风险定价能力、业务布局方面均有优势的龙头券商，推荐中信证券、华泰证券、招商证券；此外，建议关注优势难以复制的特色券商，包括东方财富、东方证券。

风险提示

市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性；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。

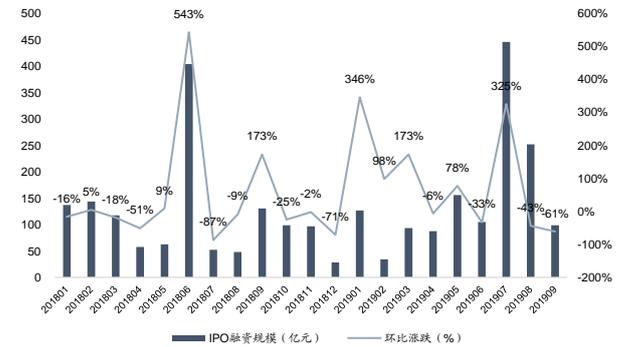
关键图表

图 1：两市日均成交额及环比涨跌



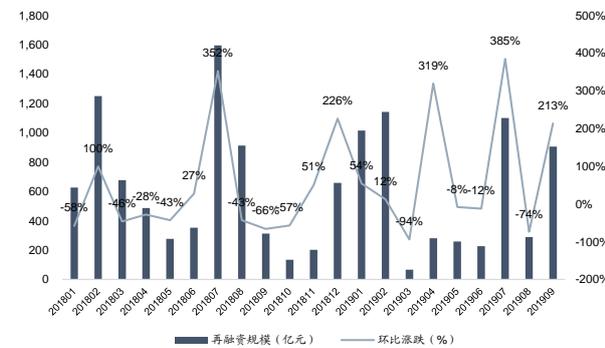
资料来源：上交所、深交所，国信证券经济研究所整理

图 2：IPO 融资规模及环比涨跌



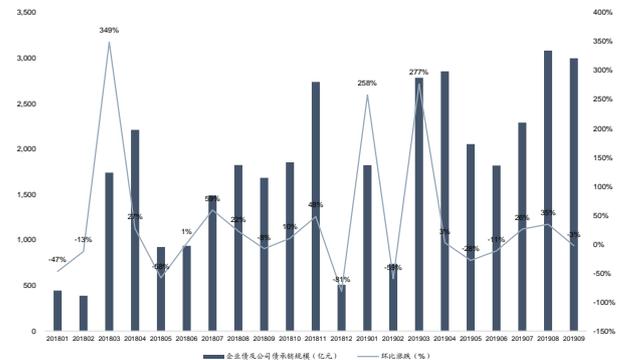
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 3：再融资规模及环比涨跌



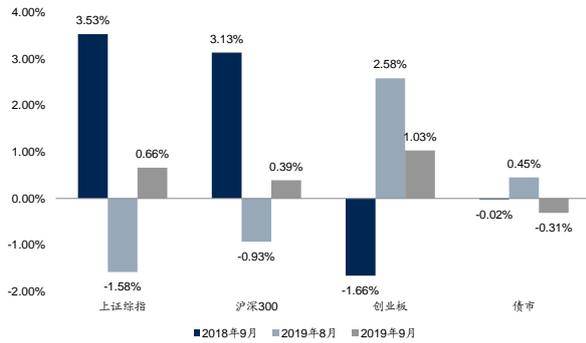
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：企业债及公司债承销规模及环比涨跌



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 5: 股债两市表现



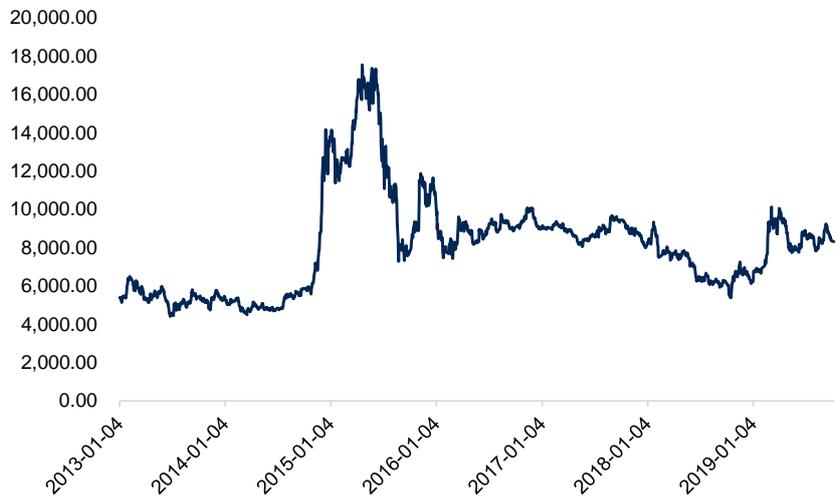
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 日均两融余额及环比涨跌



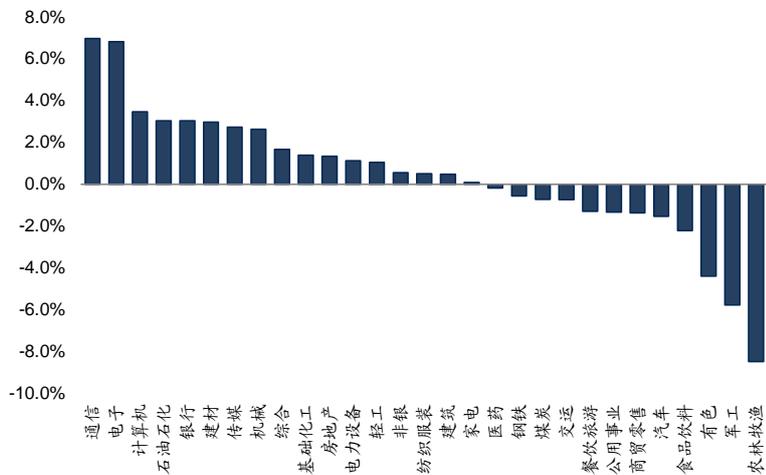
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 券商指数 886054 走势 (日 K 线)



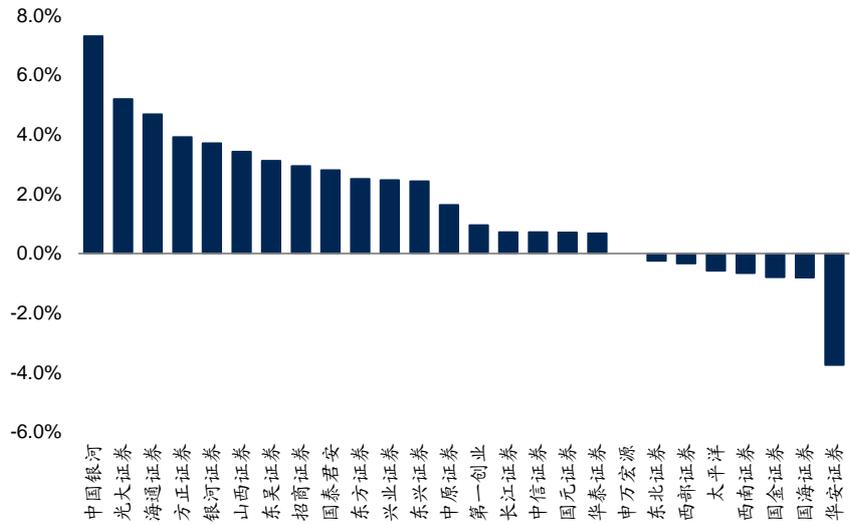
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 29 个中信一级行业月涨幅排名



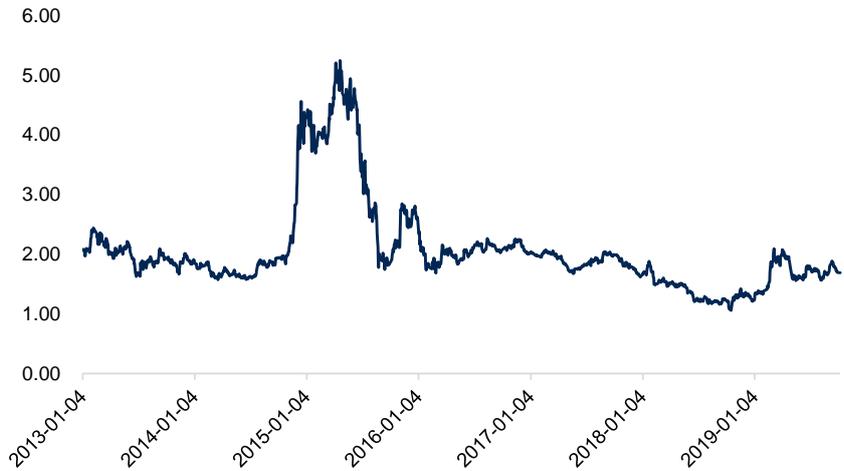
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9: 券商板块个股月涨跌幅情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 券商板块 PB 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 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	22.33	2494	1.07	1.19	20.87	18.76
601688	华泰证券	增持	18.85	1568	0.89	1.01	21.18	18.66
600999	招商证券	增持	16.34	1011	0.96	1.09	17.02	14.99
600958	东方证券	增持	10.10	646	0.35	0.47	28.86	21.49
300059	东方财富	增持	14.77	992	0.3	0.38	49.23	38.87

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