

市场回暖带动业绩增长，结构转型扩展估值空间

——2019年证券行业三季度报综述

2019年11月08日

看好/维持

非银行金融 | 行业报告

首席分析师 | 刘嘉玮 电话：010-66554043 邮箱：liujw_yjs@dxzq.net.cn

执业证书编号：S1480519050001

投资摘要：

科创板成为投行业绩由降转升的“胜负手”。科创板的推出为券商投行业务持续贡献增量，增强市场活力，亦因项目自身特点有效提升券商投行 IPO 的整体佣金水平，从一定程度上缓解了激烈价格战对券商投行业务的负面影响。此外，受科创板跟投机制的制约，业务资源和资本实力更具优势的头部券商拿到大半市场份额，进而再度加剧了券商投行业务的“马太效应”。未来头部券商在投行业务的话语权有望进一步增强，行业集中度将不断提升。

财富管理享受金融科技“加成”，经纪业务佣金率下行趋缓。证券行业财富管理密集转型期开始已一年有余，在经过大量的先期投入和组织架构、人员结构、业务模式的集中调整后，部分布局较早的券商已开始收获转型红利。金融科技的广泛应用为券商的财富管理转型提供“助推器”，大数据、人工智能和传统业务的深度融合令券商在深挖客户潜质、对接客户个性化需求等方面实现质的突破。在服务现有客户和开发新客户两端为券商贡献价值。内含较高附加值的财富管理对提升整体佣金水平大有裨益，行业佣金率下行趋缓。

资管新规持续影响下，券商资管业务加速向“本源”回归。在资管新规严格去通道的要求之下，券商资管通道规模持续下降，且节奏不断加快。行业强化主动管理能力，提升主动管理占比将成为未来一段时期的主旋律。部分券商已实现主动管理规模和占比双升，转型效果显著。未来随着券商资管全面实现净值化管理，资管业务规模虽然和曾经的峰值相比将有一定差距，但贡献的收入和利润有望大幅提升，在券商营收中的重要性持续增强。

二级市场回暖，权益投资在自营投资收益中的占比大幅提升。三季度利率有抬升趋势，固收投资收益比较优势收窄，而权益类资产仍具配置机会，表现优异的个股层出不穷。是否敢于并善于“加权益”是三季度各券商业绩分化的重要决定因素之一，预计未来对权益自营业务投研考核的标准将进一步细化和严格。

金融监管边际宽松，行业对外开放进程加速，券商喜迎“加杠杆”良机。在对外开放的大趋势下，FICC、期权衍生品等创新业务规模持续增加，证券行业经营模式正逐步从“佣金为王”到“佣金+发挥资本效能”再到“佣金+资本+业务模式创新”转变，这种转变令券商能更大幅度降低对市场行情的依赖性，进而降低β属性，券商的“成长性”有望逐步显现。考虑到相关业务的“高门槛”，高评级头部券商在发挥综合优势，迎接转型红利上大步走在行业前列。

风险提示：经济快速下行的风险、市场表现低于预期的风险、中美贸易争端加剧等黑天鹅事件的风险、金融监管严于预期的风险、流动性差于预期的风险。

行业重点公司盈利预测与评级

简称	EPS (元)				PE				PB	评级
	18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E		
中信证券	0.77	1.02	1.09	1.24	29.49	22.26	20.83	18.31	1.75	推荐
海通证券	0.45	0.76	0.80	0.88	31.10	18.63	17.53	16.04	1.39	推荐
国泰君安	0.77	0.87	0.92	0.99	22.66	19.94	19.02	17.53	1.20	推荐
华泰证券	0.61	0.83	0.89	0.97	29.45	21.63	20.22	18.55	1.45	推荐

资料来源：公司财报、东兴证券研究所

目 录

1. 前三季度行情回顾：政策暖风频吹，市场持续回暖	5
1.1 市场涨势趋缓，交投高位震荡	5
1.2 多重利好政策叠加，行业迎来发展契机	6
1.3 多路资金进场，市场流动性持续增强	8
1.4 风险事件仍时有发生，警钟需长鸣	10
2. 深蹲起跳，券商三季报报喜	12
2.1 业绩概览：受益于证券市场回暖，行业营收净利润大幅增长	12
2.2 经纪业务：收入增速喜人，财富管理转型效果逐步显现	15
2.3 投行业务：股权、债券承销规模一降一升，科创板贡献显著	17
2.4 资管业务：以质补量，主动管理转型加速推进	19
2.5 自营业务：投资收益同比增长 66.97%，对营收贡献度大幅提升	20
2.6 信用业务：融资融券规模温和增长，股票质押余额持续下降	21
2.7 海外业务：头部券商国际化进程提速	22
2.8 期权衍生品：整体规模下降，市场集中度提升	23
3. 证券行业 Q4 展望	24
3.1 经纪业务：财富管理前景光明	24
3.2 投行业务：价格战持续，做优做精是关键	25
3.3 资管业务：转型持续	27
3.4 信用业务：两融股质继续分化	27
3.5 自营业务：市场回暖，喜迎“股债双牛”	28
3.6 国际业务和期权衍生品：驶入发展快车道	28
4. 投资建议	29
5. 风险提示	29
相关报告汇总	30

表格目录

表 1：2018 年-2019Q3 金融对外开放政策不完全统计	7
表 3：LPR 月度报价表	9
表 3：近十次央行宣布降准后大盘走势（单位：%）	10
表 4：前三季度中美贸易争端进展及对国内股市影响概览	10
表 5：上市券商前三季度数据表	13

插图目录

图 1: 2019 年前三季度沪深 300、上证 50 及券商行业走势 (%)	5
图 2: 2016 年 11 月-2019 年 9 月 A 股日均成交额	5
图 3: 截至 2019 年 9 月末科创板标的两融余额	6
图 4: 2018 年 1 月-2019 年 9 月月度北向资金流量	9
图 5: 十年期国债到期收益率曲线	10
图 6: 2019 年前三季度上市券商营业收入概览	12
图 7: 2019 年前三季度上市券商归母净利润概览	12
图 8: 归母净利润前 5、前 10 的上市券商占总体比例	15
图 9: 2015-2019Q3 日均股基成交额	15
图 10: 2015-2019Q3 股基成交额	15
图 11: 2015-2019Q3 债券成交额	16
图 12: 2015-2019Q3 行业代理买卖证券净收入	16
图 13: 2019 年前三季度上市证券公司代理证券买卖净收入概览	16
图 14: 2015-2019Q3 股基交易佣金率	17
图 15: 2015-2019Q3 行业证券承销与保荐业务收入情况	17
图 16: 2015-2019Q3 行业财务顾问业务收入情况	17
图 17: 2019 年前三季度 38 家可比上市券商证券承销与保荐业务收入概览	18
图 18: 2015-2019Q3 股权融资规模	18
图 19: 2015-2019Q3 债券募资规模	18
图 20: 截至 9 月末科创板主承销商发行数量对比	19
图 21: 2016-2019Q3 证券公司资产管理业务规模	20
图 22: 2016-2019H1 证券公司主动管理及通道业务规模	20
图 23: 2019 前三季度上市券商资管业务净收入概览	20
图 24: 2019 前三季度证券公司自营业务收入合计	21
图 25: 2015-2019Q3 行业 131 家券商利息净收入	22
图 26: 2015-2019Q3 市场两融余额	22
图 27: 2019 年前三季度 38 家上市券商利息净收入	22
图 28: 截至 2019 年 8 月券商场外期权衍生品新增交易集中度	23
图 29: 截至 2019 年 8 月期权当月新增初始名义本金	23
图 30: 截至 2019 年 8 月收益凭证发行只数和金额	23
图 31: 2019 年 Q4 北向资金净流入额及预测	25
图 32: 2019 年 Q4 市场成交量及预测	25
图 33: 2019 年 Q4 首发募集资金、家数预测	26
图 34: 2019 年 Q4 增发募集资金、家数预测	26
图 35: 2015-2019 年市场债券发行规模、数量预测	26
图 36: 2019 年券商债券承销类型分布	26
图 37: 2019 年证券行业资管规模及主动管理占比预测	27
图 38: 2019 年四季度证券行业资管收入预测	27

图 39：2019 年市场股票质押规模及预测	27
图 40：2019 年市场融资融券规模及预测	27
图 41：2019 年 Q3 券商杠杆率水平	28

1. 前三季度行情回顾：政策暖风频吹，市场持续回暖

1.1 市场涨势趋缓，交投高位震荡

2019年第三季度，行情开启调整模式。继2019年1-4月市场快速反弹后，受中美贸易争端和经济数据不及预期等负面因素影响，5月起市场行情持续震荡整理，直至三季度结束。截至9月末沪深300指数较年初上涨25.41%、上证50上涨25.04%，证券行业持续跑赢大盘，前三季度涨幅为33.03%，较年中小幅回落。

图1：2019年前三季度沪深300、上证50及券商行业走势（%）



资料来源：Wind，东兴证券研究所

受科创板资金分流影响，7月A股成交额短期回落，之后稳步回升。一季度受投资者乐观情绪提振，市场成交量季度环比回升速度喜人。3月达到峰值，股票日均成交额8851.88亿元，同比增长89.24%、环比增长50.16%；7月日均成交额为短期低点，仅3968.56亿元。8月起市场交易情绪逐渐回归稳定，日均成交额回升至5000亿元上下，虽不及一季度，但考虑到去年同期的低基数，增速仍十分可观。

图2：2016年11月-2019年9月A股日均成交额



资料来源：Wind，东兴证券研究所

1.2 多重利好政策叠加，行业迎来发展契机

三季度以来，行业持续收获政策红利。对内金融供给侧改革持续推进，对外金融开放力度不断增强，行业市场格局发生了深刻的变化。行业具有强 β 属性，对市场及政策敏感度高，前三季度在改革红利、积极的财政政策和稳健略偏宽松的货币政策的多重影响下，业绩估值双升。截至目前，政策层面的积极变化可以归纳为下列几点：

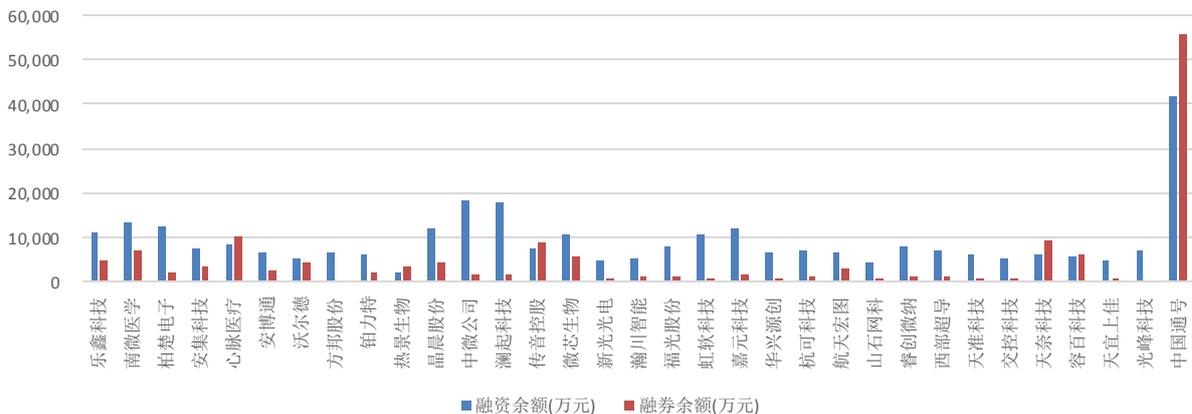
金融供给侧改革持续深化：

在2019年2月22日中共中央政治局第十三次集体学习会议上，习近平主席提出“正确把握金融本质，深化金融供给侧结构性改革”重大命题。这是继2015年“供给侧改革”概念提出后，首次针对金融业发展的“供给侧改革问题”给予关键指引。会议强调金融是国家的核心竞争力，提出抓住完善金融服务、防范金融风险，推动金融业高质量发展，增强金融服务实体经济能力。再次提出了支持实体企业直接融资，强调证券行业在实体企业融资结构中的重要地位，政策的进一步明确对证券公司投行业务构成直接利好。

科创板热度高涨，证券行业喜迎业务增量：

科创板的设立是我国“金融供给侧改革”的重大举措。在2018年11月5日科创板概念被首次提出后，后续工作在有条不紊中快速推进，2019年1月30日证监会发布科创板试点注册制实施意见，3月1日证监会发布科创板试行办法，6月13日科创板正式开板，7月22日首批25家科创板企业上市交易，截至9月30日科创板已上市企业家数增加至33家。科创板试点注册制在推进我国资本市场基础制度改革中发挥着重要作用，为资本市场增添了活力和发展动能。

图3：截至2019年9月末科创板标的两融余额



资料来源：Wind，东兴证券研究所

对于证券行业而言，科创板的设立意味着大量业务机会的涌现，相较而言，投行和直投业务、经纪业务受到的影响更为直接，其他业务条线（如信用业务、衍生品业务等）也迎来新的业务机会。如在经纪业务方面，科创板开板提振了市场情绪，“涨跌幅限制放宽至20%、新股上市后的前5个交易日不设涨跌幅限制”更是为投资者开放了更广阔的交易空间，投资者交易层面需求提升直接增加了券商经纪业务收入。但与此同时，科创板也对券商的综合业务能力提出了更高的要求。如投行业务方面，科创板企业上市给

券商带来 IPO 业务增量和不菲的佣金，但由于科创板试行注册制，实行跟投制度，对券商的定价能力、资本实力、风控能力等都有很大的考验。

关注业务机会的同时，对风险的把控也是券商科创板业务的重点。如科创板融券业务采用 T+0 制度，客户融券卖出当日即可通过直接还券或买券还券的方式向券商偿还融入证券，考虑到交易模式的创新和相对较高的业务风险，目前仅在中信证券、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 9 家评级高、资本实力较强、风控体系较为完善的券商试点。为了应对较高的业务风险，证券公司要求更高的利率作为风险补偿，科创板融券利率一般要比主板融券利率高 6-8pct，但是否实现风险充分覆盖仍需观察。

扩大金融行业对外开放的政策力度持续加强：

我国资本市场对外开放起步较晚，面对经济全球化下日益增长的需求，自 2018 年起我国对外开放步伐明显加快，相继出台了多项相关政策。今年仅 1 至 4 月国家外汇管理局就批准了 13 家合格境外机构投资者（QFII）新增投资额度共计 47.4 亿美元，超过 2018 年总额。进入三季度，我国金融业对外开放的深度和广度都得到了进一步提升，特别是对外开放 11 条的公布，贯彻了习近平总书记“宜快不宜慢、宜早不宜迟”的原则，大幅度提升了金融业开放的速率。随后，证监会提出全面深化资本市场改革“12 条”中再次重申加快推进资本市场高水平开放，外管局取消合格境外投资者额度限制等政策变化使我国金融对外开放跑步进入崭新阶段。

表 1：2018 年-2019Q3 金融对外开放政策不完全统计

时间	机构	文件及主要内容
2018 年 4 月 11 日	央行	央行行长易纲在博鳌亚洲论坛年会上公布了我国进一步扩大金融业对外开放的具体措施和时间表。
2018 年 4 月 28 日	证监会	正式发布《外商投资证券公司管理办法》，外资可由参股转控股，即日起接受相关申请。
2018 年 5 月 3 日	央行	发布《进一步明确人民币合格境内机构投资者境外证券投资管理有关事项》
2018 年 5 月 4 日	证监会	发布《证券公司和证券投资管理公司境外设立、投资、参股经营机构管理办法（征求意见稿）》
2018 年 5 月 18 日	央行	发布《关于进一步完善跨境资金流动管理，支持金融市场开放有关事宜》
2018 年 6 月 12 日	央行	发布《关于人民币境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》
2018 年 6 月 28 日	国家发展改革委、商务部	发布《外商投资准入特别管理措施（负面清单）（2018 年版）》取消银行业外资股比限制，将证券公司、基金管理公司、期货公司、寿险公司的外资股比放宽至 51%，2021 年取消金融领域所有外资股比限制。
2018 年 10 月 25 日	银保监会	网站就修改《外资银行管理条例》公开征求意见，进一步放宽了外资银行在华经营的相关限制。
2018 年 10 月 12 日	证监会	发布《关于上海证券交易所与伦敦海证券交易所互联互通存托凭证业务的监管规定（试行）》

2019年6月17日	证监会	和英国金融行为监管局发布沪伦通《联合公告》，批准上交所和伦交所开展沪伦通。
2019年7月20日	国务院金融稳定发展委员会	发布扩大金融对外开放的11条措施：包括鼓励外资入股商业银行理财子公司；允许境外金融机构投资设立、参股养老金管理公司；将取消合资证券公司、基金管理公司、期货公司外资股比限制的时间提前至2020年等。
2019年9月10日	证监会	全面深化资本市场改革的12个方面重点任务：提出加快推进资本市场高水平开放
2019年9月10日	外汇管理局	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

资料来源：监管部门公告，东兴证券研究所

2019年3月，MSCI宣布将扩大A股在MSCI全球基准指数中的纳入因子至20%，分三个阶段落实：5月扩大至10%、8月扩大至15%、11月扩大至20%。11月将把A股中盘股纳入MSCI指数。富时罗素旗舰指数在季度调整中将中国A股的纳入因子由5%提升至15%，已于9月23日正式生效。标普道琼斯指数也以25%的因子纳入A股部分股票。时至今日，国际三大指数都纳入了A股因子。随着国际核心指数相继加大A股权重，在进一步提升A股国际影响力、吸引外资的同时，也对我国资本市场的监管体系提出了更高要求。

资管新规对证券公司资产管理业务的开展产生深远影响：

2018年4月27日，央行、银保监会、证监会、外汇局联合发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，明确打破刚兑及限制通道业务。面临严格的监管要求证券公司积极应对，主动压降资管通道业务规模，提升主动管理占比，对券商主动管理能力要求不断提高，随着调整截止日期的临近，券商资管业务形式将持续发生变化。

伴随市场持续回暖，基于相对平稳的市场行情，监管部门加大力度不断推进新的政策措施制定和实施。9月9日至10日证监会召开全面深化资本市场改革工作座谈会，会议总结当前形势，提出全面深化资本市场改革的12个方面重点任务，包括发挥科创板改革试验田作用、提高上市公司质量、补齐多层次资本市场体系短板、推动更多中长期资金入市、加快资本市场高水平对外开放等。本次提出的重点任务涵盖改革的各个方面，以“打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”为总目标，坚持市场化、法治化的改革方向，多角度全方位的将“金融供给侧改革”落实。

1.3 多路资金进场，市场流动性持续增强

政策放宽推动各类中长期资金跑步入市：

2018年下半年受市场行情单边下行影响，股票质押风险持续暴露。对此地方政府纷纷建立专项资金，以债权、股权的方式向A股上市公司提供流动性支持以化解平仓风险。政府层面的支持对于稳定A股市场起到了关键的作用。2019年上半年，银保监会多次提出鼓励保险资金增持上市公司股票。券商资管、地方国资等也持续进场，在化解上市公司股权质押风险、维护上市公司和资本市场稳定健康发展上发挥了巨大作用。

外资持续涌入，为市场注入流动性：

随着我国资本市场制度逐渐完善，以陆港通、沪伦通等 A 股开放机制的建立拓宽了外部资金进入渠道，金融市场的逐步开放和 A 股当前的低估值使外资投资 A 股的力度持续增强。

三季度以来北向资金持续净流入，特别在 8 月 27 日，北向资金全天合计净流入 112.71 亿元，创下年内单日净流入额最高纪录；9 月北向资金净流入 652.98 亿，创史上单月最大净流入额。

图 4：2018 年 1 月-2019 年 9 月月度北向资金流量



资料来源：Wind，东兴证券研究所

财政政策、货币政策灵活调配，释放流动性信号：

更为重要的是，上半年央行财政政策和货币政策定调发生微妙变化，财政政策更为积极，货币政策也出现偏宽松的迹象。财政上不断推进减税降费、降低企业经营成本；货币方面多次降准，改革 LPR 定价方式等，为金融行业特别是证券行业提供了发展契机。

表 2：LPR 月度报价表

	1 年期	5 年期及以上
2019 年 08 月	4.25%	4.85%
2019 年 09 月	4.20%	4.85%
2019 年 10 月	4.20%	4.85%

资料来源：中国人民银行公告，东兴证券研究所

自下半年起，货币政策持续释放宽松信号。8 月 20 日，央行提出 LPR 改革方案的实施，希望通过新的利率传导机制，推进利率市场化改革和“两轨并一轨”，在经济下行压力下通过新路径尝试满足降低实体经济融资成本的需求。之后在 9 月 6 日，央行提出全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，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。这是今年的第三次降准，本次降准将释放长期资金约 9000 亿元，其中全面降准释放资金约 8000 亿元、定向降准释放资金约

1000 亿元，以填补市场资金缺口，缓解流动性分层难题，推动资金流向小微和民营企业。

图 5：十年期国债到期收益率曲线



资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 3：近十次央行宣布降准后大盘走势（单位：%）

时间	调整幅度	次日涨跌幅	后 5 个交易日涨跌幅	后 20 个交易日涨跌幅
2019-9-6	-1.00	0.84	1.04	0.33
2019-5-6	定向降准	0.69	-0.09	-0.56
2019-1-4	-1.00	0.72	1.55	4.11
2018-10-7	-1.00	-3.72	-7.60	-5.13
2018-6-24	-0.50	-1.05	-1.47	-2.09
2018-4-17	-1.00	0.80	2.03	2.85
2017-9-30	定向降准	0.76	1.24	0.68
2016-2-29	-0.50	1.68	7.79	10.04
2015-10-23	-0.50	0.50	-0.88	6.39
2015-8-25	-0.50	-1.27	6.80	5.99

资料来源：中国人民银行网站公告，东兴证券研究所

1.4 风险事件仍时有发生，警钟需长鸣

目前最大的外部不确定因素仍为中美贸易争端，但其对 A 股影响效果已边际减弱。自 2017 年 8 月美国对中国启动 301 调查，此次中美贸易战正式拉开帷幕。由于中美贸易局势形式恶化会从诸多方面影响国内经济，近一年半以来国内资本市场对贸易战进展的敏感性较强，历次相关事件都对股市产生了一定影响。直至在十月初举办的中美部长级会议上，美国总统特朗普表示双方达成了实质性的第一阶段协议，预计随着贸易争端的缓和，对我国股市的影响将进一步减弱。

表 4：前三季度中美贸易争端进展及对国内股市影响概览

时间	内容概要	次日大盘涨跌情况
----	------	----------

1月7日-9日	中美双方在北京举行经贸问题副部级磋商。	-0.36%
1月30日-31日	中美在华盛顿举行第六轮高级别磋商。双方在两国元首阿根廷会晤达成的重要共识指引下，讨论了贸易平衡、技术转让、知识产权保护、非关税壁垒、服务业、农业、实施机制以及中方关切问题。	+1.30%
2月14日-15日	中美全面经济对话中方牵头人刘鹤在北京，与美国贸易代表莱特希泽、财政部长姆努钦举行第七轮中美经贸高级别磋商。	+2.68%
2月24日	特朗普称，将推迟提高对华关税税率，并可能计划第二次中美首脑峰会。	+5.60%
3月28日-29日	美国贸易代表团应邀访华，在北京举行第八轮中美经贸高级别磋商。	+2.58%
4月3日-5日	在美国举行第九轮中美经贸高级磋商。双方讨论了技术转让、知识产权保护、非关税措施、服务业、农业、贸易平衡、实施机制等协议文本，取得新的进展。	-0.05%
5月5日	特朗普发推文称，将于本周五（5月10日）开始对中国2000亿美元的输美商品加征25%关税。	-5.58%
5月8日	美国贸易代表办公室宣布对华2000亿美元商品关税从10%提升到25%。	-1.48%
5月9日	商务部发言人表示，升级贸易摩擦不符合两国人民和世界人民的利益，中方对此深表遗憾，如果美方关税措施付诸实施，中方将不得不采取必要反制措施。	+3.10%
5月10日	美国对中国2000亿美元商品开始加征25%关税。	-1.21%
5月13日	美国贸易代表办公室发布声明，拟对3000亿美元中国商品加征25%的关税，涉及3805个税号，其中涉及农产品税号为272个。	-0.69%
5月13日	国务院关税税则委员会决定，自6月1日起，对已实施加征关税的600亿美元清单美国商品中的部分，提高加征关税税率，对之前加征5%的商品，仍继续加征5%关税。	-0.69%
5月15日	美国总统特朗普签署行政命令，要求美国进入紧急状态，美国企业不得使用对国家安全构成风险的企业所产生的电信设备。美国商务部周三表示，将把中国公司华为及其70家附属公司列入“实体名单”。	+0.58%
5月17日	美国白宫宣布推迟6个月就是否对进口汽车及零配件加征关税作出决定，并指示美国贸易代表莱特希泽与有关经济体就汽车贸易进行谈判。	-0.41%
6月29日	二十国集团大阪峰会(G20大阪峰会)在日本大阪市召开，国家主席习近平同美国总统特朗普在日本大阪举行会晤，中美双方同意在平等和相互尊重的基础上重启经贸磋商。美方表示不再对中国出口产品加征新的关税。两国经贸团队将就具体问题进行讨论。	+2.22%
7月30-31日	上海举行第十二轮中美经贸高级别磋商，双方讨论了中方根据国内需要增加自美农产品采购以及美方将为采购创造良好条件。同时，特朗普发推对警告中国尽早达成协议，否则面临的协议会更严峻。	-0.81%

8月23日	中国宣布对美国的关税政策采取反制措施，自2019年12月15日12时01分起，对近750亿原产于美国的汽车及零部件恢复加征25%、5%关税。特朗普推特回应呼吁在中美企回国生产。	-1.17%
10月11日	双方暂定于10月初进行第十三轮中美经贸高级别磋商	1.15%

资料来源：公开资料整理、东兴证券研究所

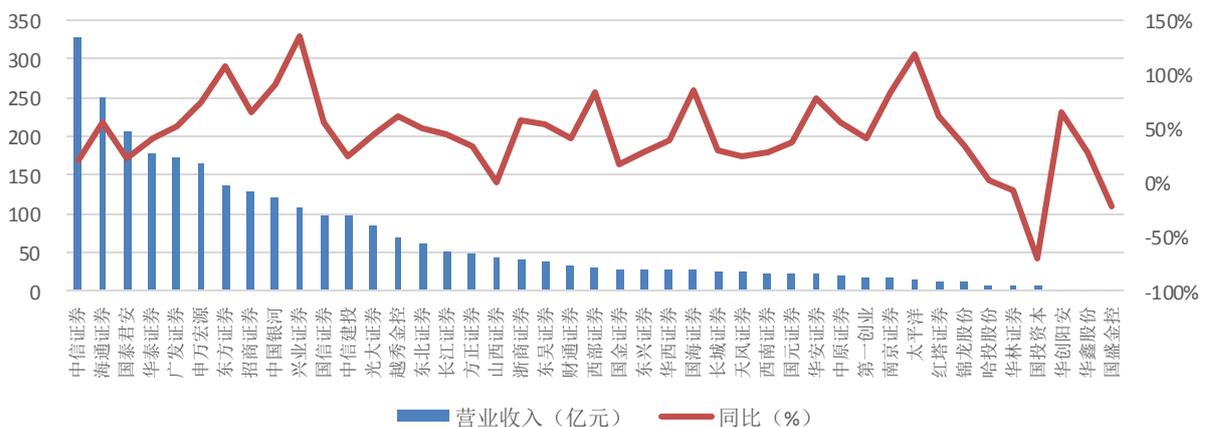
股票质押等涉及上市公司的潜在风险因素仍处于高发期，警钟需长鸣。上半年ST康美、新城集团、博信股份、ST康得等上市公司黑天鹅事件频发：康美药业因财务造假案股价大跌，高比例股权质押摊解；新城集团由于其实控人涉刑事案件被捕导致公司暴雷；博信集团也由CEO被捕为导火索，A股、港股、美股三家上市公司同时暴跌，继而导致诺亚财富因股权质押踩雷，后又涉及京东、苏宁等多家企业；康得新案件更是引起一系列蝴蝶效应，不仅导致股权质押方招商证券踩雷，瑞华会计师事务所再次因未尽责履责受处，承做29个IPO项目被中止审查。一系列黑天鹅事件不仅暴露了部分上市公司内部监管问题，更需引起证券行业对股权质押业务风险的持续高度警觉。

2. 深蹲起跳，券商三季度报报喜

2.1 业绩概览：受益于证券市场回暖，行业营收净利润大幅增长

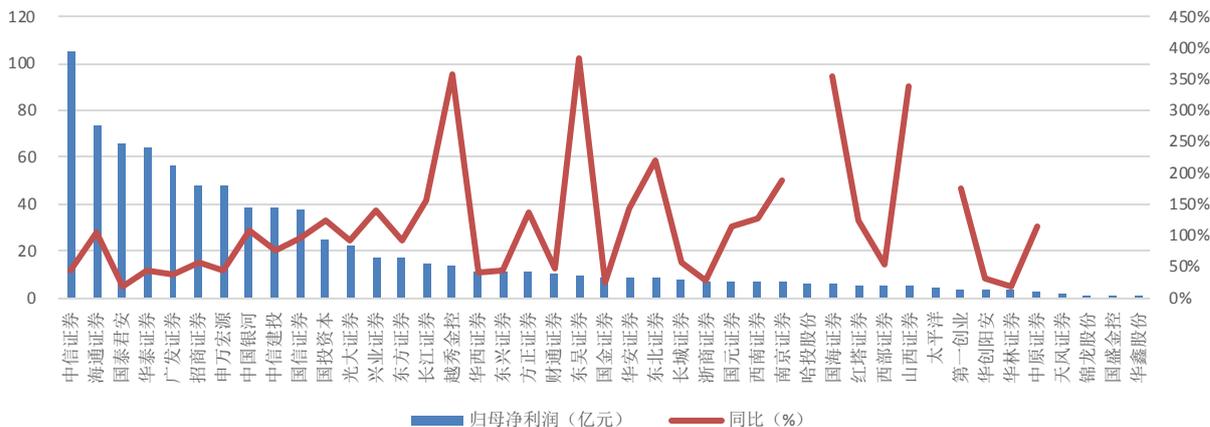
2019年上半年证券行业景气度明显回升，证券业协会数据显示，前三季度行业实现营业收入2611.95亿元，同比增长37.96%，净利润931.05亿元，同比大幅增长87.50%；43家A股上市券商共实现营业收入2,842.59亿元，同比增长46.33%，归母净利润847.44亿元，同比增长71.47%。

图6：2019年前三季度上市券商营业收入概览



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图7：2019年前三季度上市券商归母净利润概览



资料来源: Wind, 东兴证券研究所注: 其中南京证券、哈投股份、太平洋、天风证券、锦龙股份、国盛金控、华鑫股份增速不可比

对比行业,上市券商 2019 前三季度业绩弹性稍低,收入整体增速略快于行业,但利润增速显著低于行业。由于去年的低基数,43 家上市券商中,兴业证券和太平洋营收同比增幅超过 100%; 共有 19 家上市券商营业收入同比增长超过 100%。仅华林证券、国投资本和国盛金控三家营业收入同比下滑。

表 5: 上市券商前三季度数据表

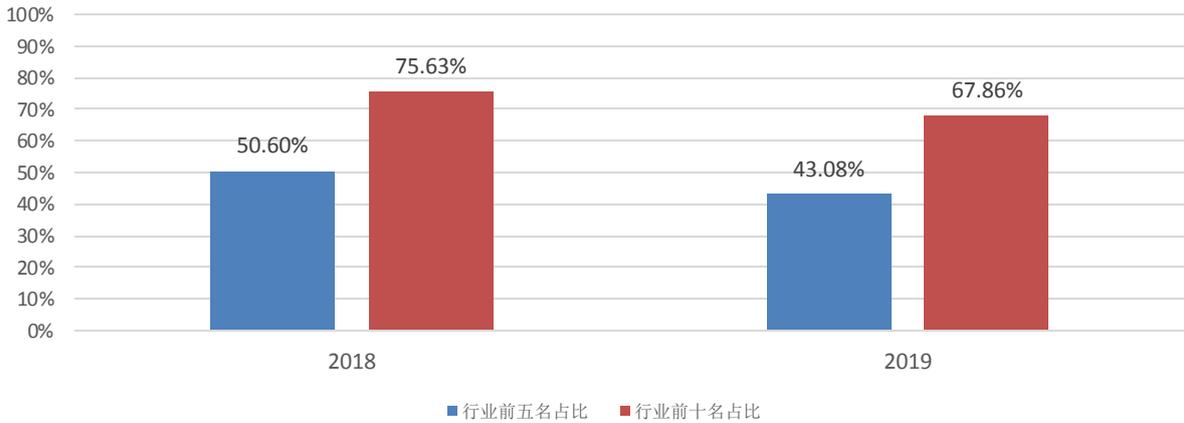
	营业收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)
中信证券	327.74	20.45%	105.2221	43.85%
海通证券	251.47	55.45%	73.8565	105.86%
国泰君安	205.93	22.67%	65.4619	18.76%
华泰证券	177.50	41.78%	64.4072	43.77%
广发证券	173.58	52.80%	56.1566	36.51%
申万宏源	164.22	75.33%	47.5665	43.64%
东方证券	136.07	107.25%	17.4141	92.67%
招商证券	128.99	65.56%	48.2359	57.03%
中国银河	120.44	90.31%	38.6024	106.46%
兴业证券	108.14	136.25%	17.5307	141.19%
国信证券	98.67	55.67%	37.3467	93.37%
中信建投	96.97	24.14%	38.1977	74.78%
光大证券	84.53	44.52%	22.6712	92.65%
越秀金控	68.82	61.07%	13.4082	357.01%
东北证券	62.47	51.00%	8.6791	220.33%
长江证券	52.18	45.57%	14.6271	156.10%
方正证券	49.67	33.95%	10.7496	136.48%
山西证券	43.51	0.01%	5.0808	337.81%
浙商证券	41.08	57.20%	7.0890	26.16%
东吴证券	38.93	54.55%	9.2585	382.24%
财通证券	33.24	41.61%	9.9500	47.89%

西部证券	29.87	83.66%	5.2244	51.88%
国金证券	29.04	16.24%	8.7731	23.52%
东兴证券	28.11	27.42%	11.0743	42.26%
华西证券	27.99	38.74%	11.1945	39.57%
国海证券	27.67	86.05%	5.8239	354.64%
长城证券	26.42	29.62%	7.4405	55.22%
天风证券	24.62	23.87%	1.9378	-26.60%
西南证券	23.31	27.52%	6.7195	126.26%
国元证券	22.47	38.13%	6.9972	113.24%
华安证券	21.82	78.99%	8.7340	144.25%
中原证券	19.85	56.36%	2.9044	113.81%
第一创业	17.77	41.48%	3.4635	176.31%
南京证券	16.60	83.51%	6.5193	188.44%
太平洋	14.06	118.05%	4.0067	不适用
红塔证券	12.90	61.85%	5.2972	123.80%
锦龙股份	12.29	33.84%	1.2443	不适用
哈投股份	7.96	2.15%	5.9371	不适用
华林证券	6.74	-7.46%	3.0569	18.90%
国投资本	6.20	-69.44%	24.5573	123.68%
华创阳安	1.65	64.79%	3.2430	30.75%
华鑫股份	1.10	28.43%	0.8564	119.48%
国盛金控	0.01	-22.38%	0.9258	不适用

资料来源：Wind、东兴证券研究所

前三季度收入及净利润排名前10的券商格局稳定，前10位券商归母净利润均超过30亿元。其中，中信证券、海通证券、国泰君安和华泰证券四家公司归母净利润超过60亿元。中小券商上半年利润增速普遍较高，弹性尽显，东吴证券、越秀金控、国海证券、山西证券、东北证券增速均超200%。行业集中度较去年同期有所下降，归母净利润排名前5的券商合计占比下降7.52%，前十名合计占比下降了7.77%。其原因在于中小型券商、区域型券商去年同期基数较低，今年业绩改善更为明显。

图 8：归母净利润前 5、前 10 的上市券商占总体比例



资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.2 经纪业务：收入增速喜人，财富管理转型效果逐步显现

前三季度受益于市场行情回暖，投资者信心不断增强，交易趋于活跃，券商经纪业务收入出现快速增长。前三季度市场股基累计成交额 99.62 万亿元，同比增长 39.38%；股基日均成交额 5,444 亿元，同比增长 39.06%；市场债券累计成交额 153.13 万亿元，较 18 年同期大幅增涨 50.80%。

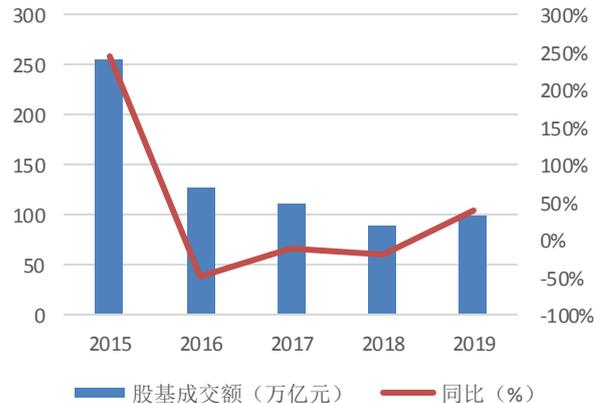
从证券业协会披露的数据看，131 家证券公司前三季度实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）625.33 亿元，同比增长 26.17%。其中数据可比的 38 家证券公司共实现代理买卖证券业务收入 537.47 亿元，同比增长 18.61%。收入排名前三的券商分别为中信证券、国泰君安证券和中国银河证券，分别为 57.02 亿元、44.92 亿元和 35.91 亿元。中小券商经纪业务收入弹性较大，增速普遍较快，增速排名前三的券商分别为南京证券、锦龙股份和华林证券，分别增长 68.44%、50.23%和 39.13%。

图 9：2015-2019Q3 日均股基成交额



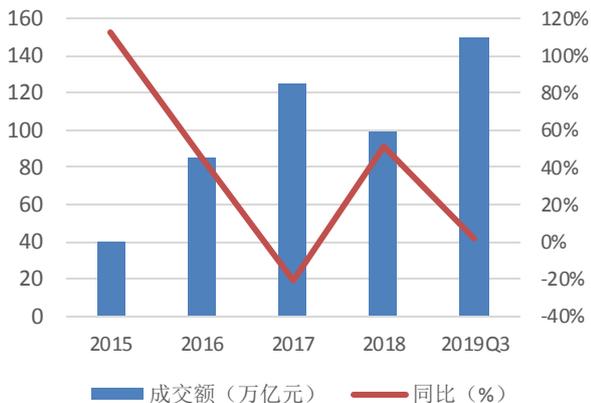
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 10：2015-2019Q3 股基成交额



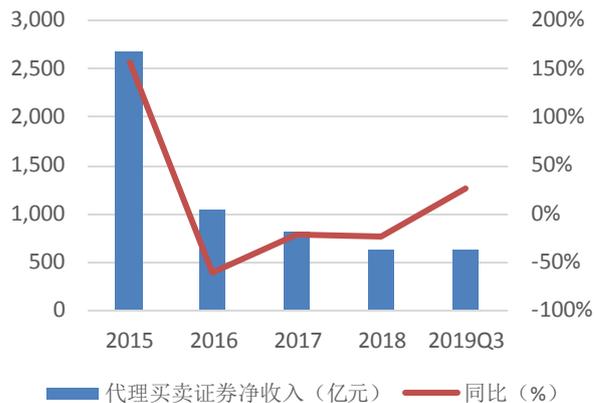
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 11：2015-2019Q3 债券成交额



资料来源：Wind，东兴证券研究所

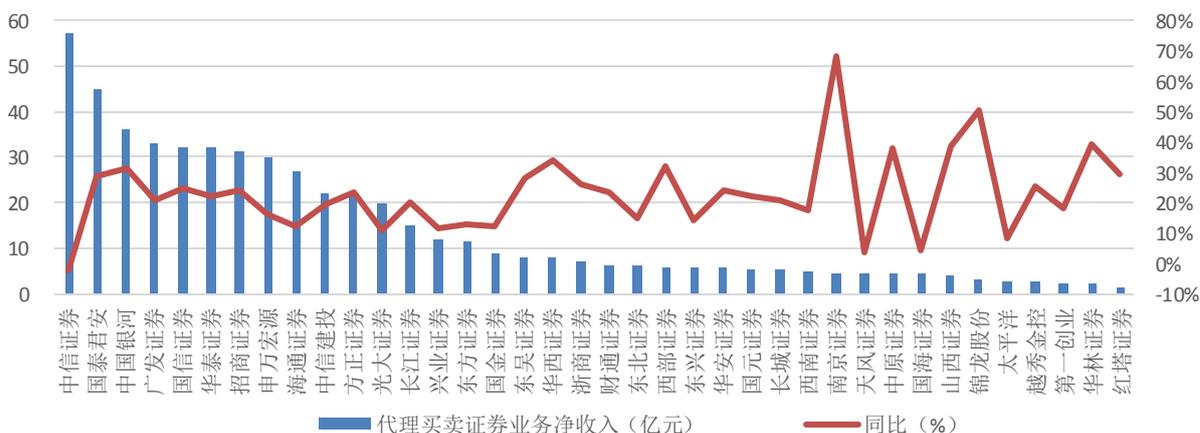
图 12：2015-2019Q3 行业代理买卖证券净收入



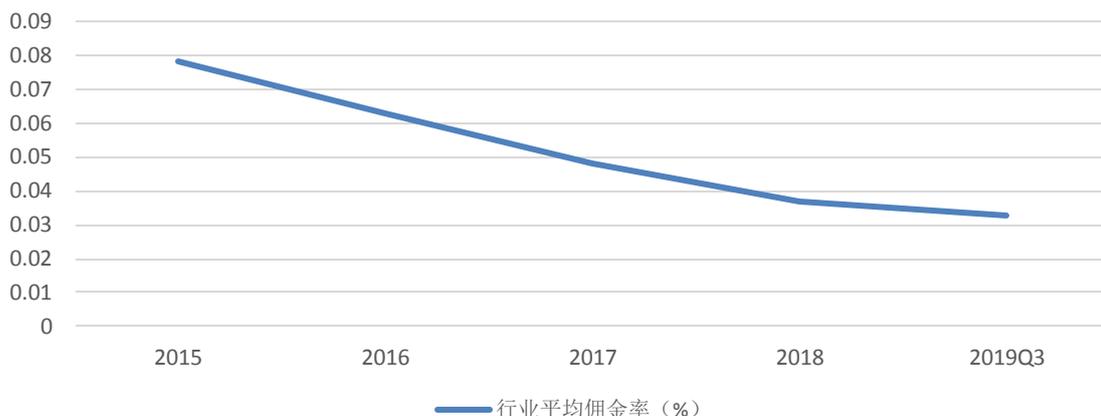
资料来源：Wind，东兴证券研究所

随着证券行业竞争的不断加剧，经纪业务作为低附加值业务成为价格战的主战场，近年来佣金率呈现快速下降态势。自 2017 年起，多家券商在公司战略中提到财富管理转型，从机构设置、人员结构和产品设计等方面积极进行调整。从各家券商的经纪业务数据看，行业财富管理转型效果已经初步显现。金融科技对财富管理转型的贡献不可忽视，人工智能的加入在深度挖掘客户需求，个性化产品创设等方面起到至关重要的作用，理财资产配置等具有较高附加值的客户服务项目为经纪业务佣金率逐步企稳奠定基础。据测算今年前三季度市场佣金率为 0.032%，降幅进一步收窄。

图 13：2019 年前三季度上市证券公司代理证券买卖净收入概览



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 14：2015-2019Q3 股基交易佣金率


资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.3 投行业务：股权、债券承销规模一降一升，科创板贡献显著

2019 年前三季度行业 131 家证券公司合计实现投行业务净收入 249.69 亿元，同比增长 42.79%。受科创板影响，三季度以来股权融资业务回暖明显，债权融资也有较大幅度的增长。其中股权承销规模 10791.94 亿元，比去年同期增加 3.56%。全市场完成 IPO129 个，同比增加 42 个，募资规模 1400.46 亿元，同比增长 21.33%，但单均规模下滑明显；增发项目 176 个，募资规模 5287.67 亿元，同比减少 19.02%。债券承销项目 1.4 万个，募资规模 3.43 万亿元，同比大幅增长 65.49%；其中企业债、公司债、ABS 分别同比增长 75.39%、78.54%、22.00%。18 年 IPO 过会率不足 50%，而截至三季度末 2019 年 IPO 过会 81 家，累计上会 92 家，过会率超过 88%，随着 IPO 审核趋于常态化，再融资业务政策放宽，券商投行业务将迎来高速发展期。

图 15：2015-2019Q3 行业证券承销与保荐业务收入情况


资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 16：2015-2019Q3 行业财务顾问业务收入情况


资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 17：2019 年前三季度 38 家可比上市券商证券承销与保荐业务收入概览



资料来源：Wind，东兴证券研究所

38 家可比上市券商中，2019 年上半年投行业务收入前三名分别为中信证券、海通证券、中信建投，业务收入分别为 29.81 亿元、25.67 亿元、25.32 亿元；收入增速前三名的证券公司为华西证券、南京证券、中原证券，增速分别为 189.65%、185.79%、177.77%。从市场份额来看，前三季度中信证券 IPO 主承销份额占比 19.23%，再融资占比 11.96%，均排名行业第一。

图 18：2015-2019Q3 股权融资规模



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 19：2015-2019Q3 债券募资规模



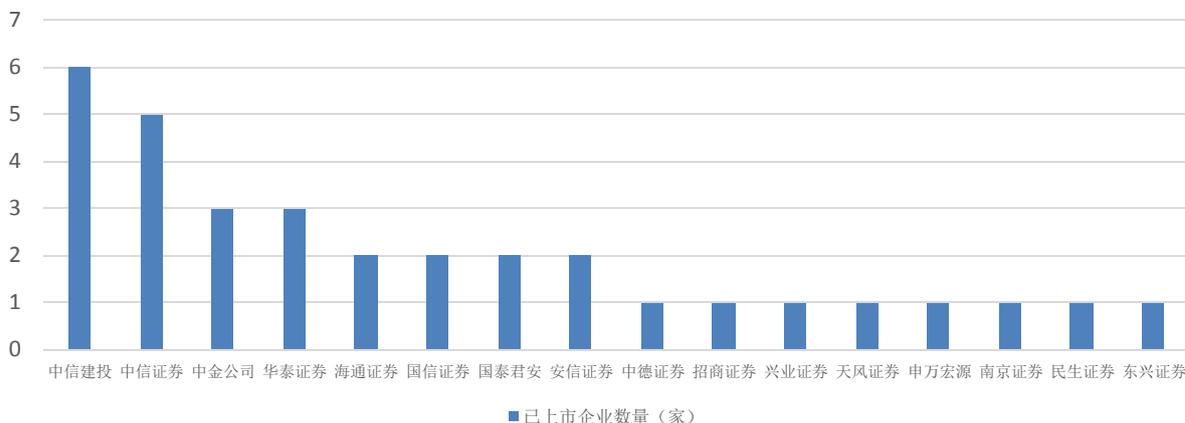
资料来源：Wind，东兴证券研究所

2019 年 7 月科创板正式落地，为证券行业带来巨大投行业务增量，截至 9 月末，科创板已上市公司 33 家，担任主承销商的券商共计 16 家，为行业带来承销及保荐业务收入约 24.33 亿元，承销家数排名前三的分别为：中信建投 6 家、中信证券 5 家、华泰证券 3 家，业务收入约为：3.59 亿元、3.66 亿元、2.46 亿元。考虑到科创板 IPO 项目的自身特点，券商不仅需要承担保荐功能，还需要担负询价定价、发行承销和销售的责任，这促使券商从过去的只关注佣金收入向多维度全流程参与转化，中长期深度参与企业的成长全过程。这种职责的转变不仅很大程度上提高了券商的佣金收入，亦能大幅增加企业粘性，便于多条线同时发展业务，深挖企业潜在价值。头部券商在这些方面具备明显优势，因此科创板业务大

多花落头部券商。

科创板的跟投机制要求企业的保荐机构要参与发行人首次公开发行时的战略配售，投资比例设为四档 2%-5%，锁定期 24 个月。截至 2019 年 9 月 30 日，已经发行的 33 只股票相对于发行价仍有较高涨幅，其中沃尔德涨幅最高为 250.11%。已上市的 33 家券商跟投发售新股的科创板公司产生的浮盈约为 16.14 亿元。从跟投机制影响上看，一方面券商跟投科创板项目为其带来一定的业绩弹性，跟投制度使券商与发行人、投资者之间关系深度绑定，同时也加速券商另类投资子公司的扩容，对券商的发行定价能力提出更高要求，中长期利于业务的发展；另一方面虽然锁定期为 24 个月属于券商可接受时长，但跟投和主动投资仍存在差异，且占用了其一部分的资本金，因此可能在锁定期满股份解禁后，各承销商会选择减持股份。在此情况下，跟投股票的大量集中解禁会对科创板股价造成一定的短期负面影响，进而增加券商的项目退出风险。

图 20：截至 9 月末科创板主承销商发行数量对比



资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.4 资管业务：以质补量，主动管理转型加速推进

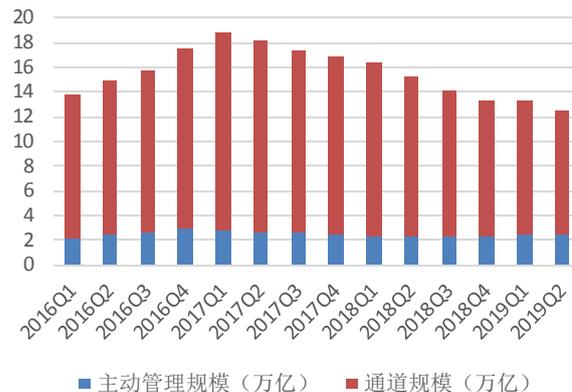
资管新规的发布标志着资管行业分业监管时代的结束和大资管时代的到来，券商资管去通道化、产品净值化和消除监管套利的进程加快推进。新规发布以来，券商资管规模不断下降，截至 2019 年 9 月规模 12.71 万亿元，较年初下滑 9.92%，但较 6 月末增加 1.56 万亿；业务净收入 190.64 亿元，同比下降 6.09%。改革给券商资管业务造成的阵痛不可避免，但从长期来看，新规推动券商资管加速向主动管理转型、提升自身资产管理水平，引导行业良性发展。

图 21：2016-2019Q3 证券公司资产管理业务规模



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 22：2016-2019H1 证券公司主动管理及通道业务规模



资料来源：中国基金业协会，东兴证券研究所

从证券公司三季度披露的数据看，受托客户资产管理业务净收入排名前三的分别为中信证券、广发证券和华泰证券，分别为 41.00 亿元、28.47 亿元和 21.88 亿元，其中中信证券同比下降 1%、广发和华泰分别上升 3.07%和 18.81%。

图 23：2019 前三季度上市券商资管业务净收入概览



资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.5 自营业务：投资收益同比增长 66.97%，对营收贡献度大幅提升

券商自营业务收入主要取决于股债市场的表现。前三季度，权益市场一改 2018 年的持续低迷，行情显著回暖。随着利率不断走低，固定收益市场继续维持慢牛格局，但和权益市场的快速反弹相比略显平淡，行业的股债配置权重和 18 年相比已发生明显变化，“股增债减”成为自营资产配置的主旋律。

图 24：2019 前三季度证券公司自营业务收入合计


资料来源：Wind，东兴证券研究所

前三季度 131 家券商证券投资收益共计 878.71 亿元，同比增长 66.97%。其中，数据可比的 38 家上市券商自营业务收入 939.59 亿元，同比增长 71.31%。其中，35 家上市券商自营业务收入实现正增长，收入排名前三的分别为中信证券、海通证券和华泰证券，分别为 121.26 亿元、83.93 亿元和 81.02 亿元；增速排名前三的是红塔证券、中国银河和太平洋，分别为 487.32%、441.56%和 363.17%；仅有 3 家券商收入负增长，分别为国元证券、方正证券和东兴证券。

2.6 信用业务：融资融券规模温和增长，股票质押余额持续下降

2019 上半年，证券行业信用业务收入实现快速增长，131 家券商利息净收入 347.38 亿元，同比增长 121.60%。其中，数据可比的 38 家上市券商利息净收入 302.86 亿元，同比增长 79.85%。收入排名前三的券商为国泰君安、海通证券和中国银河；增速排名前三的券商分别为长城证券、广发证券和方正证券，分别增长 2777.90%、832.06%和 307.59%。

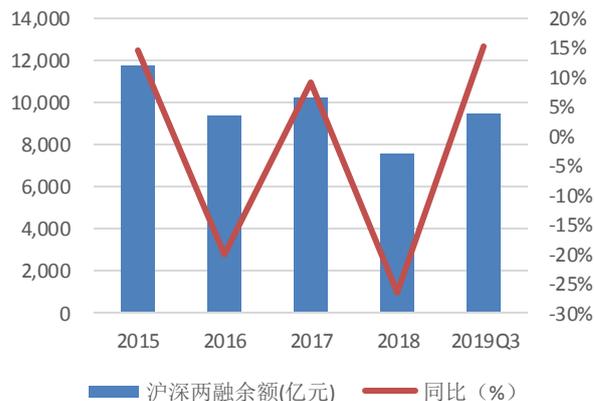
股票质押式回购业务方面，虽然市场持续回暖，但违约事件仍时有发生。监管层多次提出证券公司需切实降低股票质押风险，在项目尽调和质押率等方面提出了更高要求。行业积极应对，通过多项举措加强业务风险管理，特别是在 2018 年极端的市场行情为券商敲响警钟后，证券公司的风险意识大大增强。2019 年前三季度，行业持续主动压降股票质押业务规模，将稳定经营作为长期目标。截至 9 月末，市场股票质押市值为 45414.77 亿元。

图 25：2015-2019Q3 行业 131 家券商利息净收入



资料来源：Wind，东兴证券研究所

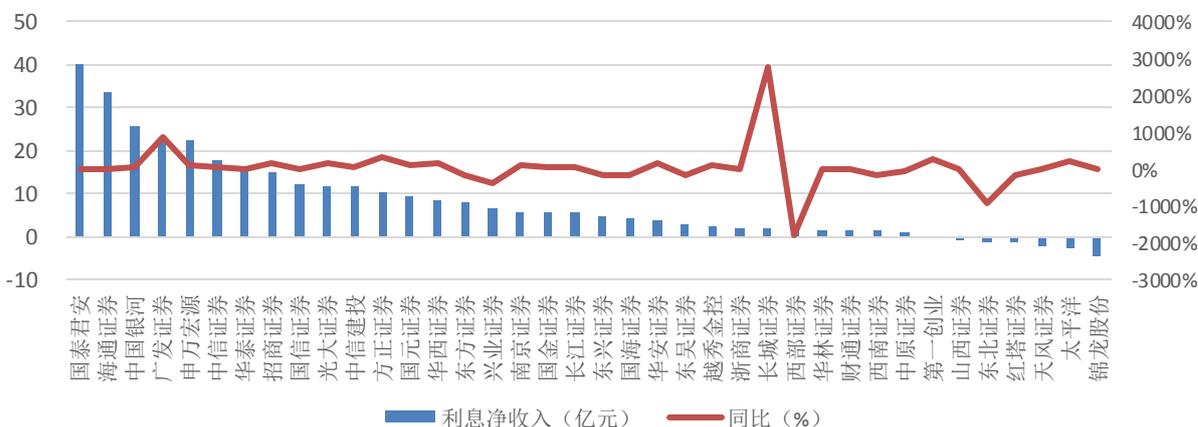
图 26：2015-2019Q3 市场两融余额



资料来源：Wind，东兴证券研究所

融资融券业务方面，受益于股市回暖，两融余额缓慢回升，业务的市场参与度大幅提高。截至9月末市场融资融券余额9489.14亿元，较上年末增加25.56%，其中融资余额9372.79亿元，较上年末增长25.14%，融券余额116.35亿元，较上年末增长74.12%。

图 27：2019 年前三季度 38 家上市券商利息净收入



资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.7 海外业务：头部券商国际化进程提速

近年来，海外市场一直是证券公司特别是头部券商积极开拓的业务领域，海外业务收入呈现逐年上升趋势。券商大多以香港作为海外业务的核心平台和主阵地，竞争激烈程度不断增加。除立足香港市场之外，部分券商逐步将业务拓展至东南亚地区，配合国家的“一带一路”战略持续扩张业务版图，中信证券、海通证券等头部券商已进入欧洲和美国市场。随着海外业务规模和种类不断拓展，对券商资质和综合实力的要求不断提升，加剧了海外业务的“马太效应”。

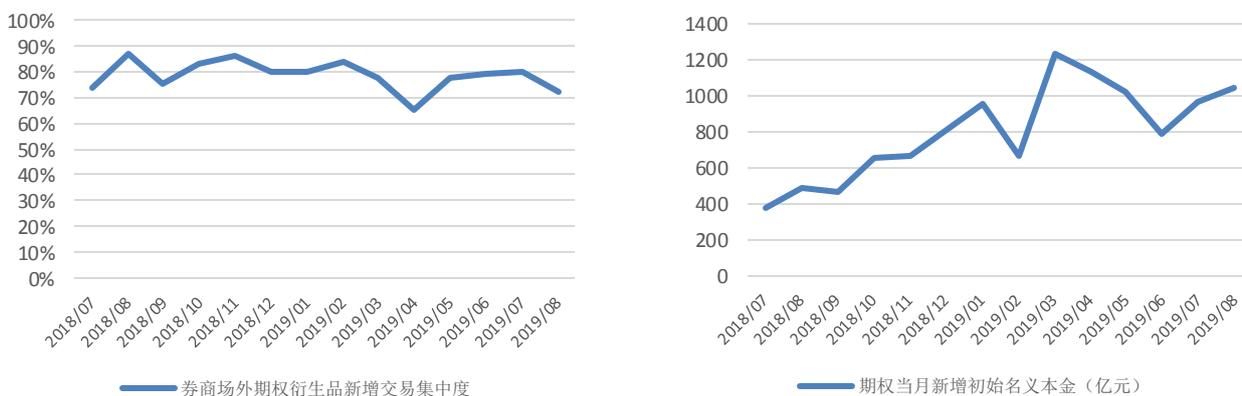
头部券商有较为充足的资本金、人才储备和技术资源拓展海外业务，相比较之下综合实力较弱中小券

商在海外业务上难有建树。头部四家券商的境外子公司：海通国际、中信里昂、国泰君安国际、华泰国际，以及中金公司的海外布局均较为广泛和深入，海外业务综合排名处于行业前列。

2.8 期权衍生品：整体规模下降，市场集中度提升

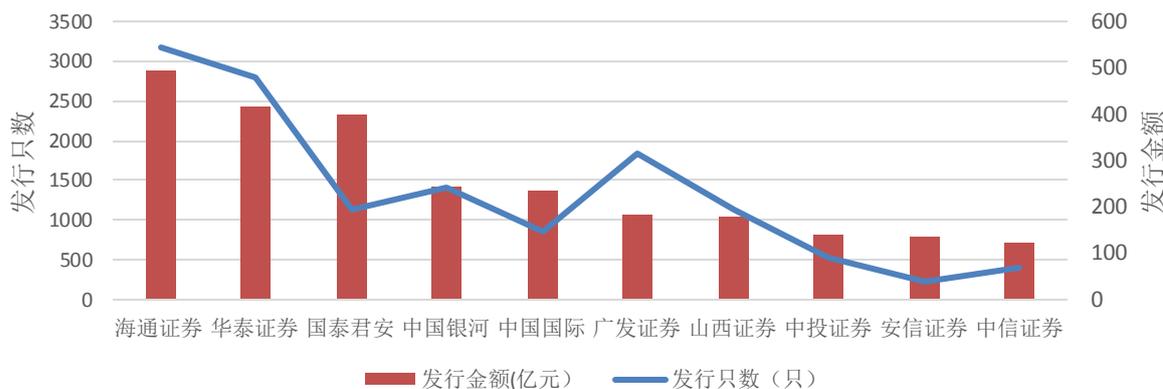
前三季度，场外市场运行整体平稳。1-3月场外衍生品新增交易规模先降后增，4-6月交易规模则保持连续三个月的下降趋势，7-8月恢复平稳增长。今年1至8月券商场外衍生品业务合计新增名义本金10229.30亿元，其中，场外期权业务新增初始名义本金7827.34亿元，占比76.52%。同时期新增名义本金排名前十的券商中，名列前二的华泰证券和中信证券的合计新增名义本金规模突破3500亿元；中信建投证券、中信证券、申万宏源证券、华泰证券、招商证券、国泰君安证券的场外期权月度新增名义本金规模超过500亿元。场外衍生品新增交易集中度也逐渐提升。业务龙头中信证券作为头部券商，其场外期权业务规模持续增加，上证50ETF期权做市持续排名市场前列。

图 28：截至 2019 年 8 月券商场外期权衍生品新增交易集中度 图 29：截至 2019 年 8 月期权当月新增初始名义本金



注：“集中度”指每月新增期权衍生品交易中，名义本金排名前五的证券公司的交易量之和在全市场中的占比。
 资料来源：Wind，东兴证券研究所
 数据来源：中国证券业协会，东兴证券研究所

图 30：截至 2019 年 8 月收益凭证发行只数和金额



资料来源：Wind，东兴证券研究所

截至2019年8月，证券公司合计发行收益凭证24,810只，发行规模4,996.19亿元。其中，发行规模排名前十的证券公司合计发行收益凭证13475只，发行规模2559亿元，分别占到总发行量的54.31%和51.22%。头部券商的收益凭证发行规模优势明显，海通证券、国泰君安证券、华泰证券、银河证券的发行规模在200亿元以上，海通证券更是超过400亿元；前十名券商的发行规模均超过100亿元。

3. 证券行业 Q4 展望

证券行业经营业绩和估值与二级市场表现的正相关性很强，若要判断Q4证券行业表现，我们需对市场情况作出基本假设。在经历了前10个月的震荡上行之后，对于未来市场走向，我们认为：

第一，A股纳入国际指数的数量不断增加，权重持续提高。国内市场近期将实现全球三大指数共同增持，北向资金持续快速流入，A股市场迎来外资集中配置期。

第二，政策鼓励险资、地方国资持续进场，同时出台多项举措严控上市公司入口，提升上市公司资质，逐步消除信息违规披露等市场乱象，进而凸显A股标的整体投资价值。长期价值投资资金有望持续流入，为市场提供资金支持。

第三，科创板为市场带来活水，提升投资者交易的活跃度。“赚钱效应”激发市场活力。继科创板注册制推行后，创业板注册制也有望在1-2年内推出，但全面注册制落地仍需时日。

第四，金融行业对外开放不仅为国内企业海外投资创造便利条件，也为外资金融机构在华经营提供契机，优化金融市场环境，增强市场活力，丰富市场供给，促进我国金融业健康发展。行业持续加强业务创新能力，为金融供给侧改革提速。外资机构全面参与市场竞争，但短期内市场份额不会超过10%。

第五，金融监管环境不会出现实质性改变，但对于证券行业业务创新的支持会加大。

第六，证券行业经营对资本金的要求逐渐提高，政策会持续向头部公司倾斜，行业马太效应日趋显著。

第七，在宏观经济下行压力下，积极的财政政策和稳健略偏宽松的货币政策仍将持续。央行将通过逐步完善LPR形成机制，降准等措施释放流动性，降低实体经济融资成本，对股市、债市构成实质利好，有望引领资本市场持续回暖。

第八，美国经济下行信号显现，贸易争端通过中美双方协商解决的可能性增大，贸易战负面影响边际减弱。

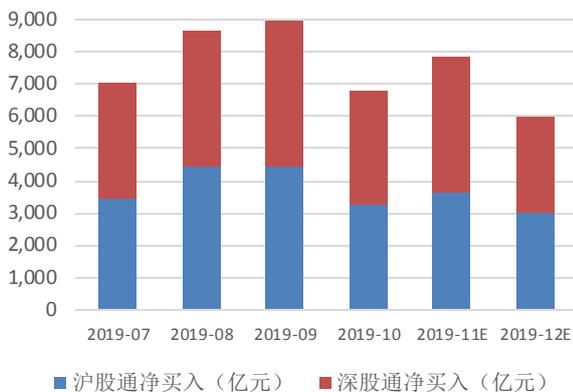
综合上述八点，我们预计未来资本市场将继续向好，有望推动券商业绩进一步改善，估值也有望持续提升。在做出对市场的基本判断后，我们就细分业务板块进行分析：

3.1 经纪业务：财富管理前景光明

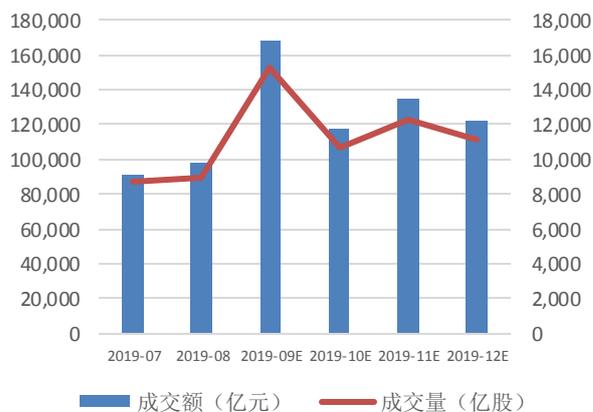
预计四季度市场交易将保持平稳在盘活市场存量方面，券商的财富管理转型稳步推进，产品线不断丰富，具有附加值的服务项目将为券商经纪业务贡献更多增量，总佣金水平有望加快企稳的步伐。金融科技的应用也趋广泛，在深挖客户资源，精准对接客户需求，金融产品精细化个性化等方面均有望取得突破。

在深挖存量价值的同时，增量资金持续进场为券商经纪业务贡献“新业务价值”。增量来自于内外两方面，从内部看，除了市场回暖后基金、券商资管、险资等机构和个人投资者权益投资规模和交易量持续提升外，年内多家银行理财子公司将相继开业，与传统银行推出的产品相比，采用净值化管理模式的理财子

公司产品线更加丰富，产品体系更为齐全，并且其理财产品销售的准入门槛也已彻底取消，受众面更为广泛，将带来大量增量客户，进一步利好资管产品销售，为市场注入流动性。从外部看，三大国际指数已全部纳入 A 股因子，11 月 MSCI 还将对 A 股进行新一轮扩容，将指数中的所有 A 股大盘股纳入因子从 15% 增加至 20%，彭博巴克莱等指数也即将纳入 A 股。综合来看，A 股市场的流动性持续增强，股基交易量有望稳中有升，进而推升券商经纪业务收入。

图 31：2019 年 Q4 北向资金净流入额及预测


资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 32：2019 年 Q4 市场成交量及预测


资料来源：Wind，东兴证券研究所

3.2 投行业务：价格战持续，做优做精是关键

券商股权投资业务将凸显三大特征：1. 业务规模持续增大。2019 年 IPO 过会率显著提高，科创板增厚股权投资业绩。2019 年仅 7、8 两月 IPO 发行规模就已超上半年总发行规模，预计下半年 IPO 首发募集资金额同比环比均有大幅提高。2. 投行价格战持续，但由于科创板的出现，科创板费率高于传统业务，对投行价格战有一定缓冲效应，券商承销保荐费率企稳回升，投行收入有望实现突破。3. 投行的“马太效应”持续增强。由于跟投机制和板块特征，承销科创板项目门槛较高，对券商资质更为看重，头部券商更有机会品尝“头啖汤”，但由于项目规模偏小，且融资主体业务话语权相对较弱，头部券商的议价能力得以体现。与此同时，主板资源之争依旧，大投行仍占绝对优势。多重因素叠加影响下，股权投资“马太效应”加剧，行业集中度将进一步提升。

图 33：2019 年 Q4 首发募集资金、家数预测



资料来源：Wind，东兴证券研究所

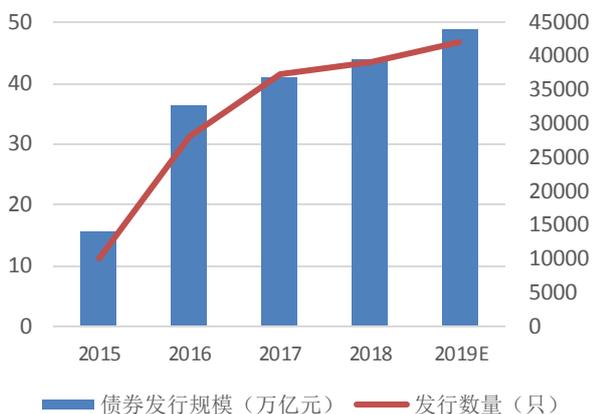
图 34：2019 年 Q4 增发募集资金、家数预测



资料来源：Wind，东兴证券研究所

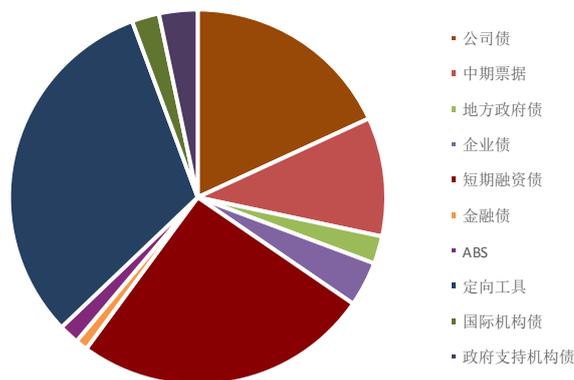
债券承销方面,截至今年 9 月末各机构发债规模合计 33.81 万亿元,同比增加 2.95%,发债数量合计 31430 只,28049 同比增加 12.05%。自李克强总理提出持续加大金融支持实体经济力度,支持实体企业直接融资的政策理念后,企业融资渠道进一步打通,央行降准及 LPR 形成机制完善等利好的出现,有效降低金融机构融资成本,预计四季度公司债、企业债、金融债的发行规模将会持续提升,债券市场规模依然呈现增长态势。

图 35：2015-2019 年市场债券发行规模、数量预测



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 36：2019 年券商债券承销类型分布

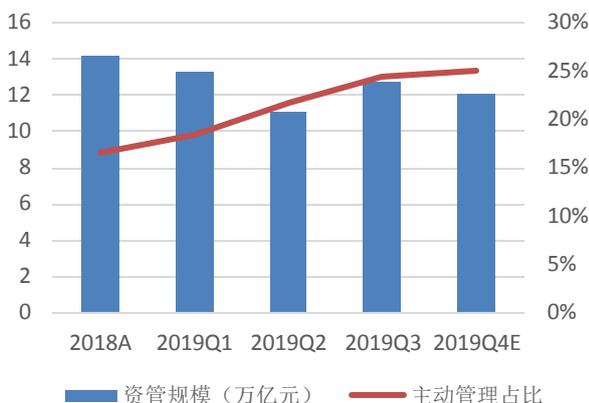


资料来源：Wind，东兴证券研究所

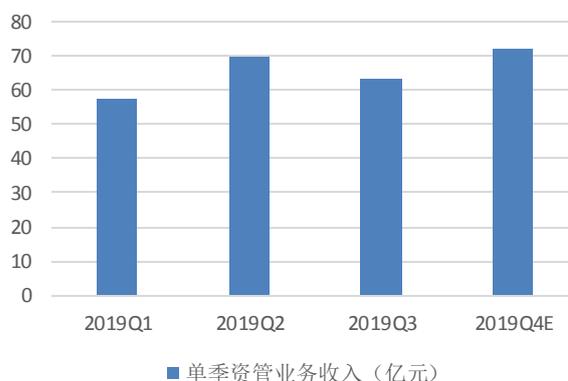
并购重组方面,由于业务门槛相对较高,且业务总规模有限,市场参与者较少。市场近半份额由几家头部券商瓜分,截至三季度末,海通证券、中信证券、中信建投、华泰证券、国泰君安五家证券公司财务顾问业务收入居市场前五,份额接近 50%。未来在相关制度逐步完善后,企业并购重组项目规模有望持续增加,同时随着金融市场对外开放速度加快,跨境并购项目有望呈现井喷式增长态势。并购重组这颗资本市场上“皇冠上的明珠”有望更加闪耀。

3.3 资管业务：转型持续

资产管理新规及配套细则 2018 年 4 月正式落地，为资管行业搭建了未来规范化发展的运行框架，持续引导资管业务回归主动管理，券商资管业务正逐步完成净值化转型。在严监管环境下，券商资管业务调整压力巨大，“去通道”成为券商资管部门首要任务。自 2018 年起，券商资管业务规模持续下降，其中通道业务大幅缩窄，主动管理占比持续提升。在行业转型的新时代，券商资管部门充分整合资源，提升客户服务能力，最大程度发挥金融科技与传统业务的融合优势，提升资产配置、风险控制和投研专业水平，主动管理能力显著增强。预计 Q4 资管业务仍呈现“量缩质增”态势。

图 37：2019 年证券行业资管规模及主动管理占比预测


资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 38：2019 年四季度证券行业资管收入预测


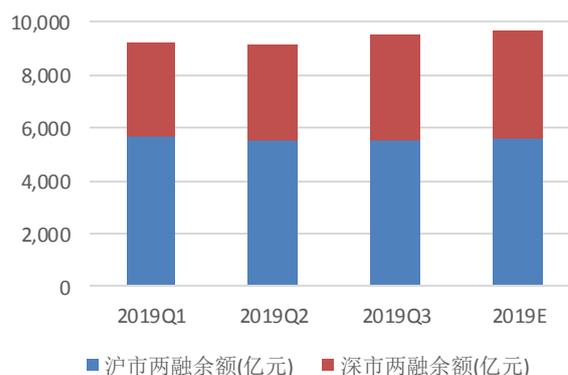
资料来源：Wind，东兴证券研究所

3.4 信用业务：两融股质继续分化

在股票质押风险持续影响下，上半年券商普遍持续压降股权质押规模，在市场出现明确反转之前，风险长期存在，且前期股质业务规模扩张较快，风险防控存在问题，过高质押率、项目尽调缺失等问题普遍存在。2018 年市场的快速下行充分暴露股权质押业务存在的问题，各家券商对股质业务风险的重视程度明显提高。在严格把控业务风险的核心理念下，预计 Q4 股票质押规模仍会呈现缓慢收缩态势。

图 39：2019 年市场股票质押规模及预测


资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 40：2019 年市场融资融券规模及预测


资料来源：Wind，东兴证券研究所

上半年随市场转暖，券商融资融券规模明显回升。在沪深两市交易所于8月9日宣布扩大两融标的范围，同时取消最低维持担保比例后，两融业务有望迎来新的发展契机。未来在市场稳中向好的局面下，两融规模有望温和扩张，大概率维持在9000亿之上，甚至有望突破一万亿大关。

3.5 自营业务：市场回暖，喜迎“股债双牛”

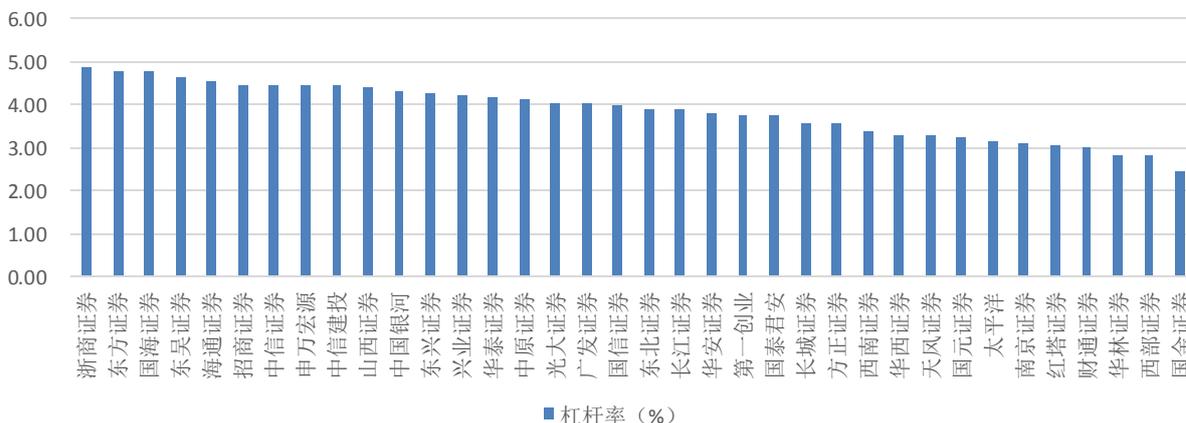
从券商披露数据看，2019上半年上市券商自营权益类证券及证券衍生品/净资本为26.13%，环比提高3.6pct，但仍处于历史低位，前三名分别是国泰君安(45.48%)、西南证券(45.43%)、方正证券(39.37%)；自营固定收益类证券/净资本为194.77%，前三名分别是招商证券(314.44%)、国海证券(289.07%)、东方证券(256.41%)。依托于四季度各项政策红利，市场信心和交易活跃度不断提升，权益及固定收益市场或将出现双牛局面，券商自营业务收入有望持续攀升。

3.6 国际业务和期权衍生品：驶入发展快车道

FICC业务和期权衍生品业务是当前券商业务创新的前沿阵地，也是加杠杆、提升ROE的关键点。年初以来，金融严监管态势有所缓和，为部分创新业务模式提供了发展的土壤。同时，市场行业回暖为创新业务创造了发展的契机。从各家券商中报看，国际业务、衍生品业务规模和收入大多实现了较快增长。业务收入在营业收入中的比重持续增加，已成为收入利润的重要来源。

目前131家券商整体杠杆率水平为3.53倍，同比提升7.62%，其中浙商证券(4.85倍)、东方证券(4.79倍)、国海证券(4.76倍)位列前三位。

图 41：2019年 Q3 券商杠杆率水平



资料来源：Wind，东兴证券研究所

展望四季度，虽然期权衍生品等创新业务正在快速发展，但和欧美投行相比此类业务仍处于发展初期，上升空间极大。随着金融市场对外开放政策逐步落地，境外知名券商参与市场竞争，国内券商着力发展期权、期货、衍生品交易及做市等创新业务是长期趋势。不过受到业务门槛和券商资质的限制，可预期未来头部券商和国际化精品券商相关业务的发展仍将领先同业。

4. 投资建议

四季度在多重政策利好的持续推动下，证券板块表现有望稳中向好，行业大概率将实现业绩和估值双升。板块诸多标的中，自身业务特征决定了中小券商的业绩和估值弹性将继续高于行业均值。但从行业发展角度看，行业业务结构变革仍在路上，资本中介、投资这两类对资本金要求较高的业务在券商业务结构中占比提升的趋势仍将持续，衍生品等创新业务对券商资质和评级的要求也在逐步提高，券商“硬实力”的重要性比以往任何时期都要上一个台阶。因此，未来证券公司综合实力、核心竞争力和监管评级将成为业务开展的“敲门砖”和“高门槛”，行业的“马太效应”仍在持续放大。综上，具备中长期投资价值的标的仅包含几家头部券商，头部券商估值和 ROE 有望呈现螺旋上升态势；而次新小券商仅具备阶段配置价值。当前四家头部券商 PB 均值仅 1.4x，具备较强的投资价值，且仓位普遍较低，交易价值凸显。继续看好头部券商表现，均维持“推荐”评级，推荐顺序为中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券。

5. 风险提示

经济快速下行的风险、市场表现低于预期的风险、中美贸易争端加剧等黑天鹅事件的风险、金融监管严于预期的风险、流动性差于预期的风险。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
公司	中信证券（600030）：自营类投资表现优异，推动中期业绩稳健增长	2019-08-23
公司	国泰君安（601211）：中报报喜归功于自营类业务发力和机构业务转型红利释放	2019-08-23
公司	海通证券（600837）：全球化布局红利显现	2019-09-02
公司	华泰证券（601688）：财富管理红利释放，投资收益优于预期	2019-09-02
公司	华泰证券（601688）：GDR 短期股价波动影响消退，关注成长性和配置价值——2019 年公司三季报点评	2019-10-30
公司	中信证券（600030）：市场回暖叠加科创板红利推升公司业绩——2019 年公司三季报点评	2019-10-31
公司	海通证券（600837）：业务全面开花，业绩大幅增长——2019 年公司三季报点评	2019-10-31
公司	国泰君安（601211）：财富管理和机构业务转型成效显著——2019 年公司三季报点评	2019-10-31
行业	非银行金融：多重红利叠加 行业迎来发展机遇期——2019 年证券行业中期报综述	2019-09-12
行业	健全制度体系，全面提升证券公司经营能力——证监会资本市场“深改 12 条”解读	2019-09-19

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

非银首席分析师：刘嘉玮

武汉大学学士，南开大学硕士，“数学+金融”复合背景。四年银行工作经验，四年非银金融研究经验，两年银行研究经验。2015年第十三届新财富非银金融行业第一名、2016年第十四届新财富非银金融行业第四名团队成员；2015年第九届水晶球非银金融行业第一名、2016年第十届水晶球非银金融行业第二名团队成员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。