

分析师: 张洋

执业证书编号: S0730516040002

Zhangyang-yjs@ccnew.com 021-50586627

证券行业践行高质量发展正当时

——证券行业 2020 年投资策略

证券研究报告-行业年度策略

同步大市 (维持)

盈利预测和投资评级

发布日期: 2019 年 11 月 25 日

公司简称	19BV	20BV	20P/B	评级
中信证券	13.33	13.78	1.56	增持
海通证券	10.82	11.17	1.24	增持
广发证券	11.91	12.61	1.05	增持

投资要点:

证券相对沪深 300 指数表现



相关报告

- 《上市券商 2019 年 10 月月报点评: 剔除子公司分红因素后环比降幅明显》 2019-11-13
- 《上市券商 2019 年 9 月月报点评: 环比小幅下滑、同比四连升》 2019-10-21
- 《上市券商 2019 年 8 月月报点评: 环比小幅增长、同比改善幅度较为显著》 2019-09-10

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 14 楼

邮编: 200122

- **证券行业践行高质量发展正当时。**随着资本市场地位的空前提高, 各项政策措施进入一砖一瓦的实施阶段, 资本市场不仅会在稳经济、稳金融、稳预期等方面发挥更积极的作用, 也将给市场各参与主体带来重大战略机遇。作为根植于资本市场的特殊行业, 近年来证券行业面临同质化竞争下行业分化加剧、全面开放加速、传统展业模式难以为继等新挑战, 亟需深化对金融本质和规律的认识, 回归本源, 推动行业实现高质量发展。证券公司作为资本市场最主要的中介机构, 应积极把握新一轮资本市场改革开放所带来的历史性机遇, 围绕为实体经济提供更高质量、更有效率的金融服务, 打造差异化的核心竞争力, 积极践行高质量发展。
- **2019 年证券行业经营业绩显著改善。**2019 年全年证券行业经营业务确定性出现显著改善, 行业新一轮上升周期或已开启。从收入结构的变化中可以看出, 行业 2019 年业绩显著改善的核心驱动力在于自营业务经营状况的大幅好转, 经纪业务贡献边际正收益, 资管、利息收入合计不再贡献边际负收益, 符合我们在去年年度策略报告中的预期; 投行业务收入占比较 2018 年出现下降, 属于被动下降, 前三季度投行业务净收入同比增长且增幅明显。
- **证券行业各分业务 2020 年展望。**经纪: 市场活力将得到进一步激发, 进而吸引场外增量资金, 行业经纪业务有望继续贡献边际正收益。自营: 在固定收益类自营业务景气度有望提高的前提下, 行业自营业务整体有望保持一定幅度的增长。投行: 在科创板注册制有望率先向创业板推广、并购重组业务将迎新机遇、再融资新规将打开再融资业务增长空间、新三板改革的背景下, 行业投行业务将保持增长且增速有望扩大。资管: 资管新规过渡期截止日将至, 资管业务难有起色但对行业整体业绩的边际影响将较为有限。信用: 信用业务将相对平稳运行, 行业利息净收入有望保持同比正增长。
- **投资策略。**2019 年券商板块表现相对良好, 并曾一度成为领涨板块; 板块内全面开花, 头部与非头部券商平分秋色, 非头部券商弹性更大; 券商板块估值仍处于历史低位。预计 2020 年全年证券行业整体经营业绩有望持续改善, 但幅度或将收敛; 近期券商板块 P/B 回落至 1.5X 倍为再度配置券商板块提供良机。头部券商仍是中长期稳健配置的首选, 应积极关注弹性券商的阶段性投资机会。重点推荐公司: 中信证券、海通证券、广发证券。

风险提示: 1. 权益类及固收类二级市场行情转弱导致行业基本面无法得到持续改善; 2. 短期涨幅过快、涨幅过大导致券商板块出现快速调整; 3. 资本市场各项改革的力度和进度不及预期。

内容目录

1. 证券行业践行高质量发展正当时	5
1.1. 政策助力行业践行高质量发展	5
1.2. 近年来证券行业面临新挑战	6
1.2.1. 同质化竞争下行业分化加剧	6
1.2.2. 证券行业全面开放进一步加速	6
1.2.3. 传统展业模式难以为继	6
1.3. 美国投行差异化发展的案例与启示	7
1.3.1. 全能型投行	7
1.3.2. 精品投行	7
1.3.3. 折扣型经纪商	8
1.3.4. 社区型经纪商	9
1.3.5. 启示	9
1.4. 证券公司践行高质量发展的基本路径	10
1.4.1. 坚持差异化的竞争理念，并制定相应的公司战略、明确发展定位	10
1.4.2. 结合自身战略定位，明确发展路径和展业模式	10
1.4.3. 优化顶层制度有助于证券公司创新服务内容和模式	11
2. 2019年证券行业经营业绩显著改善	11
2.1. 证券公司资本实力增速加快	11
2.2. 证券公司盈利能力显著改善	12
2.3. 行业收入结构趋于合理	12
3. 证券行业各分业务 2019 年回顾及 2020 年展望	13
3.1. 经纪业务 2019 年回顾及 2020 年展望	13
3.1.1. 经纪业务 2019 年回顾	13
3.1.2. 经纪业务 2020 年展望	16
3.2. 自营业务 2019 年回顾及 2020 年展望	17
3.2.1. 自营业务 2019 年回顾	17
3.2.1. 自营业务 2020 年展望	18
3.3. 投行业务 2019 年回顾及 2020 年展望	19
3.3.1. 投行业务 2019 年回顾	19
3.3.1. 投行业务 2020 年展望	22
3.4. 资管业务 2019 年回顾及 2020 年展望	24
3.4.1. 资管业务 2019 年回顾	24
3.4.2. 资管业务 2020 年展望	26
3.5. 信用业务 2019 年回顾及 2020 年展望	26
3.5.1. 信用业务 2019 年回顾	26
3.5.2. 信用业务 2020 年展望	28
4. 投资策略	29
4.1. 2019 年券商板块表现相对良好，曾一度成为领涨板块	29
4.2. 板块内全面开花、非头部券商弹性更大	29
4.3. 券商板块估值仍处于历史低位	30
4.4. 投资建议	30
4.4.1. 预计 2020 年全年证券行业整体经营业绩有望持续改善，但幅度或将收敛	30

4.4.2. 券商板块仍具再度向上修复估值的潜力	31
4.4.3. 头部券商仍是中长期稳健配置的首选	31
4.4.4. 应关注弹性券商的阶段性投资机会	31
4.4.5. 重点推荐公司	31
5. 风险提示	32

图表目录

图 1: 2016-2018 年高盛集团收入结构	7
图 2: 2016-2018 年摩根士丹利收入结构	7
图 3: 2016-2018 年拉扎德 (Lazard) 收入结构	8
图 4: 2016-2018 年艾佛考尔 (Evercore) 收入结构	8
图 5: 2012-2018 年嘉信理财收入结构	9
图 6: 行业总资产 (万亿元) 创历史新高	12
图 7: 行业净资产 (万亿元) 创历史新高	12
图 8: 2019Q3 行业营收 (亿元) 同比大幅增长	12
图 9: 2019Q3 行业净利 (亿元) 同比大幅回升	12
图 10: 2012-2019Q3 证券行业收入结构	13
图 11: 日均股票成交量 (亿元) 显著回升	14
图 12: 股票成交总量 (万亿) 达到 2018 年的 119.57%	14
图 13: 北向资金成交占比呈现不断提高的趋势	14
图 14: 2019 年前三季度行业平均净佣金率续创新低且降幅再度扩大 (剔除北向资金成交量)	15
图 15: 代理买卖证券业务净收入 (亿元) 同比增长	15
图 16: 代理买卖证券业务净收入占比有所回升	15
图 17: 权益大幅反弹	17
图 18: 固收区间震荡	17
图 19: 2019Q3 自营业务收入 (亿元) 同比大增	18
图 20: 2019Q3 自营业务收入占比达到近 6 年来最高	18
图 21: IPO 家数、规模 (亿元) 出现回升	19
图 22: IPO 单家融资规模 (亿元) 小幅下降	19
图 23: 预计全年再融资规模 (亿元) 同比基本持平	20
图 24: 可转债发行规模 (亿元) 续创历史新高	20
图 25: 股权融资规模 (亿元) 同比将出现放量	21
图 26: 股权融资承销金额集中度小幅回落	21
图 27: 债权融资规模 (万亿元、按上市日) 出现增长	22
图 28: 各类债券承销金额集中度略有下降	22
图 29: 2019Q3 投行业务净收入 (亿元) 同比增幅明显	22
图 30: 2019Q3 投行业务净收入占比被动下降	22
图 31: 2017 年以来行业资管总规模 (万亿元) 持续下降	25
图 32: 定向资管规模 (万亿元) 持续且显著下降	25
图 33: 定向资管占比处于逐步下降中	25
图 34: 资管业务净收入 (亿元) 持续下滑	26
图 35: 资管业务净收入占比显著下降	26
图 36: 两融余额 (亿元) 回升至近 17 个月来的高位	27
图 37: 两融年度月均余额 (亿元) 同比即将回升	27

图 38: 两融余额占流通市值比维持在 2014 年以来的较低水平	27
图 39: 利息净收入 (亿元) 同比大幅增长	28
图 40: 利息净收入占比出现回升	28
图 41: 截至 2019 年 11 月 22 日收盘, 中信二级行业指数证券 II 年内涨幅达到 25.95%	29
图 42: 截至 2019 年 11 月 22 日收盘, 33 家上市券商实现上涨, 头部与非头部券商平分秋色	30
图 43: 截至 2019 年 11 月 22 日收盘, 券商板块 P/B (倍) 仍处于历史低位	30
表 1: 全面深化资本市场改革的 12 个方面重点任务	5
表 2: 截至 11 月 22 日收盘各券商科创板落地项目数量 (相同项目数量下排名不分先后) ..	20
表 3: IPO 项目储备排名前列公司一览 (含科创板、不包括辅导备案登记受理企业)	23
表 4: 《关于修订〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》的主要内容	23
表 5: 再融资新规的主要内容	24
表 6: 重点公司估值	32

1. 证券行业践行高质量发展正当时

2018年年底召开的中央经济工作会议将资本市场在整个经济、金融运行中的地位和作用空前提高至：“牵一发而动全身”；同时，“打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”向市场传达了顶层对未来较长一段时间内资本市场整体运行状态的殷切期望。随着各项政策措施进入一砖一瓦的实施阶段，资本市场不仅会在稳经济、稳金融、稳预期等方面发挥更积极的作用，也将给市场各参与主体带来重大战略机遇。

作为根植于资本市场的特殊行业，近年来证券行业面临同质化竞争下行业分化加剧、全面开放加速、传统展业模式难以为继等新挑战，亟需深化对金融本质和规律的认识，回归本源，推动行业实现高质量发展。证券公司作为资本市场最主要的中介机构，应积极把握新一轮资本市场改革开放所带来的历史性机遇，围绕为实体经济提供更高质量、更有效率的金融服务，打造差异化的核心竞争力，积极践行高质量发展。

1.1. 政策助力行业践行高质量发展

2019年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，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 1: 全面深化资本市场改革的 12 个方面重点任务

重点任务	主要内容
充分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。
大力推动上市公司提高质量	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。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。优化重组上市、再融资等制度，支持分拆上市试点。加强上市公司持续监管、分类监管、精准监管。
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，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。
狠抓中介机构能力建设	加快建设高质量投资银行，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。推动公募基金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 推动更多中长期资金入市	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。 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。
切实化解风险 进一步加大法治供给	切实化解股票质押、债券违约、私募基金等重点领域风险。 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。
加强投资者保护	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。
提升稽查执法效能 大力推进简政放权	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。

资料来源：中国证监会、中原证券

全面深化资本市场改革工作座谈会召开以来，为落实相关重点方向的改革，证监会陆续发布了“取消证券公司、基金公司外资股比限制时点提前”，《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》、“启动全面深化新三板改革”等政策及文件。可以预计，证监会针对 12 个方面重点任务改革措施的配套政策及文件将在未来一段时间内持续出台。

资本市场的全面深化改革以及顶层制度的不断完善将有效的助力证券行业践行高质量发展。

1.2. 近年来证券行业面临新挑战

1.2.1. 同质化竞争下行业分化加剧

根据中国证券业协会发布的行业年度经营数据，2012-2019Q3 行业经纪、自营、投行、资管、信用五大业务收入占比分别为 84.8%、95.4%、102.3%、96.4%、92.5%、92.6%、91.3%，行业营收依然主要集中于传统业务。由于传统业务普遍属于通道类、标准化业务，从而造成我国证券公司业务及收入结构、经营模式、营销策略、组织架构及机制保障高度同质化的现象难以得到有效改观。作为创新业务的代表，另类投资业务属于非通道类、非标准化业务，各公司实际开展的差异化程度较高，但由于整体尚处于开展初期阶段，收入贡献并不显著。

此外，在盈利能力集中度方面，2018 年行业净利润排名前 5 位、前 10 位证券公司的集中度分别为 55.23%、87.10%，创历史最高水平。伴随着同质化竞争，证券行业的分化现象进一步加剧。

1.2.2. 证券行业全面开放进一步加速

2018 年以来，我国资本市场对外开放不断加速。继外资持有国内证券公司的股比上限 2018 年放宽至 51%后，已有包括瑞银集团、摩根大通、野村控股、摩根士丹利等国际知名投行通过股权转让、核准新设、增资等多种方式获得国内证券公司控股权。2019 年 10 月 11 日，证监会例行发布会表示，取消证券公司外资股比限制将由 2021 年提前至 2020 年 12 月 1 日，预计不久的将来我们会看到更多外资控股证券公司的身影。

尽管外资控股证券公司在初期可能会受制于资本实力相对较弱、客户储备相对不足、本土文化了解有限等因素，只能聚焦于少数专业化程度高、门槛相对较高的业务领域，但中长期看，随着金融供给侧改革以及新一轮资本市场改革开放的不断深化，国际投行在财富管理、注册制下的证券承销与保荐、衍生品交易、做市等方面的业务优势将逐步得以体现，进而冲击我国证券行业现有的竞争格局和证券公司现有的经营模式，也由此将倒逼国内证券公司不得不从战略上反思如何应对、如何转型。

1.2.3. 传统展业模式难以为继

从发达国家的经验来看，高新技术产业和战略性新兴产业的发展离不开直接融资的支持。而我国当前融资结构失衡，直接融资比重较小，根据中国人民银行网站披露的信息，2018 年我国社会融资规模增量、存量中直接融资的比例仅为 24.1%、17.1%，占比依然处于较低水平。

当前我国证券公司仍处于依靠牌照红利的发展阶段，以通道和交易为主的展业模式，不仅抗周期能力薄弱，立足本源所应有的以客户为中心提供全生命周期的金融服务能力和服务实体经济的能力存在明显不足。

随着互联网及移动互联网、大数据、云计算、人工智能等科技手段在金融服务体系中的应用不断深入，互联网金融以其跨界化、去中介、分布式、智能化的特有魅力，从进一步了解客户、助力员工、创新产品、优化运营等方面已融入到证券公司展业的各个环节。从实际情况看，科技赋能下的互联网金融更多体现在促进技术与业务的深度融合，但也将不可避免的冲击证券公司传统的展业模式，尤其是经纪业务的展业模式、盈利模式、竞争格局。

1.3. 美国投行差异化发展的案例与启示

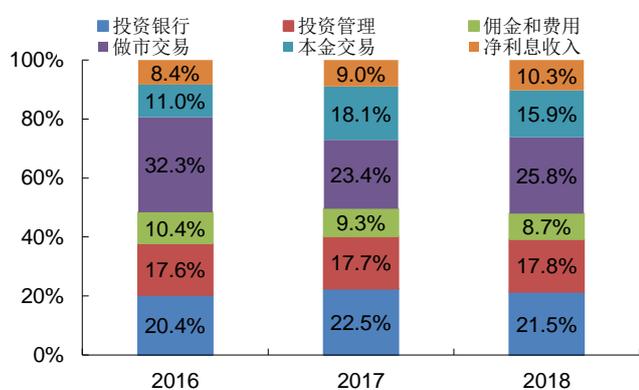
虽然在发展阶段、市场结构、监管等方面中美资本市场差异较大，但鉴于美国在全球资本市场中的领先地位，我们仍可以通过探究美国投行在差异化、特色化发展的成功经验，寻求我国证券公司高质量发展的映射。

在经过长期的发展与金融危机的洗礼后，美国投行逐步明确了自身发展定位和战略布局，形成了全能型投行、精品投行、折扣型经纪商、社区型经纪商等四类成功的经营模式。

1.3.1. 全能型投行

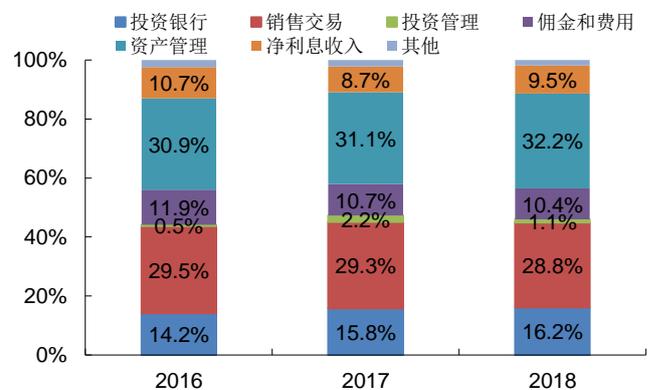
以高盛集团、摩根士丹利为代表的全能型投行，其经营特色主要体现在：国际化运营、资产规模大、综合实力更全面，以企业、政府、专业投资机构、高净值个人客户为目标客户，服务内容包括股权与债权融资、并购服务、资产管理、财富管理综合金融服务，组织架构及运营中强调以客户为中心及相关的交叉销售金融产品或服务的高效性。在此基础上，全能型投行又有着各自的特色和优势业务，如：高盛集团专注于投行业务全产业链服务及与之相关的机构及高净值客户服务，而摩根士丹利则专注于机构证券业务和财富管理业务。

图 1: 2016-2018 年高盛集团收入结构



资料来源: Wind、中原证券

图 2: 2016-2018 年摩根士丹利收入结构



资料来源: Wind、中原证券

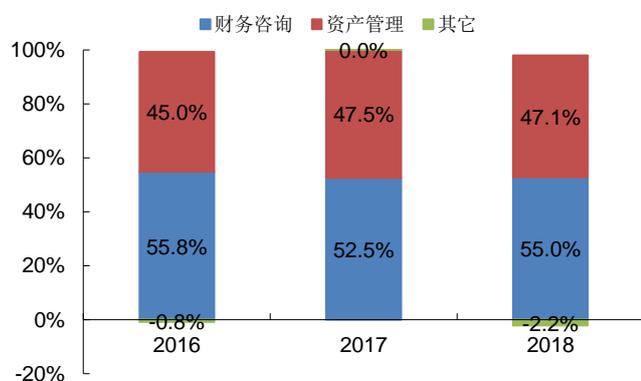
1.3.2. 精品投行

以拉扎德 (Lazard)、艾佛考尔 (Evercore) 为代表的精品投行, 其经营特色相较全能型投行而言业务更有针对性, 大多聚焦于投融资、IPO、并购重组、公司治理、财务管理中的一项或几项核心业务, 以“技以专而精”为客户提供立场客观和价值中立的专业服务并以此赢得客户认可。与全能型投行相比, 精品投行的主要特点为: 公司员工人数少, 精品投行中最大的拉扎德雇员仅 2996 人 (截至 2018 年底); 业务范围小, 通常以投行业务为主; 关注行业少, 通常仅深耕于几个特定行业中。

拉扎德 (Lazard) 专注于财务顾问和资产管理两大业务领域。其中, 财务顾问业务主要聚焦于消费、金融、保健和生命科学、工业、能源和基础设施、房地产、技术和传媒、电信等行业领域; 公司于 2009 年在财务顾问业务的基础上衍生出相关的资产管理业务, 主要为客户提供风险与收益匹配的优质产品、提供定制化的投资方案。根据拉扎德 2016-2018 年年报, 公司收入结构中仅有财务顾问及资产管理两项, 其中财务顾问业务净收入占比超过 50%。作为美国精品投行的代表, 回顾拉扎德公司的历史, 全球瞩目的重量级并购案例举不胜举, 这些光辉战绩赋予了公司并购之王的美誉。

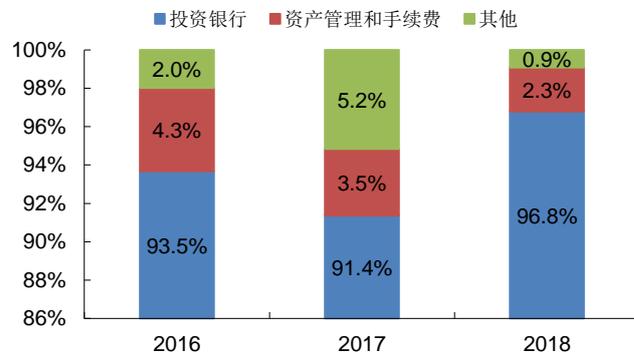
与拉扎德类似, 艾佛考尔 (Evercore) 主要业务是提供重组和并购的顾问咨询, 并被业界称为成长速度最快的“华尔街新势力”。根据艾佛考尔 2016-2018 年年报, 公司收入结构中投行业务收入占比超过 90%。

图 3: 2016-2018 年拉扎德 (Lazard) 收入结构



资料来源: Wind、中原证券

图 4: 2016-2018 年艾佛考尔 (Evercore) 收入结构



资料来源: Wind、中原证券

1.3.3. 折扣型经纪商

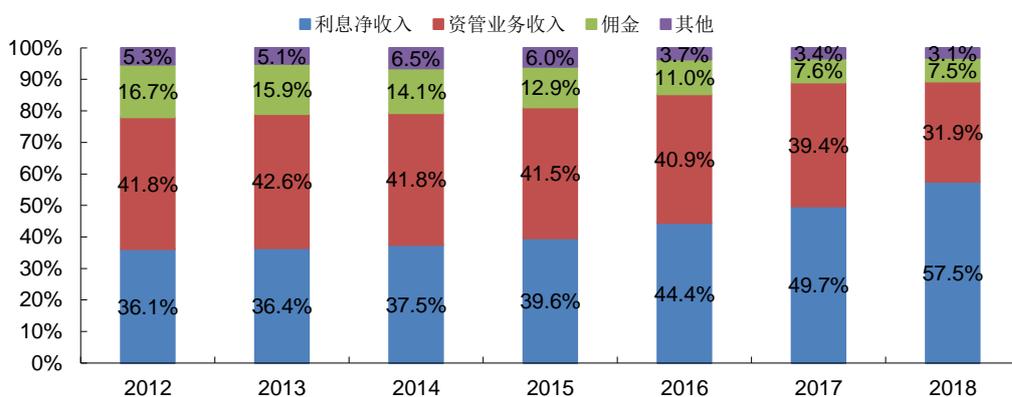
以嘉信理财为代表的折扣型经纪商, 其经营特色主要体现在: 通道佣金收费远远低于行业平均、甚至是“零佣金” (嘉信理财已于美国时间 2019 年 10 月 7 日开始将美国、加拿大交易所的股票、ETF 线上交易佣金降至零), 目标客户聚焦于中小零售客户, 服务内容聚焦于提供便捷且低成本的交易通道、丰富且多样化的理财产品和相关的投资理财咨询, 收入主要来源于为数量众多的中小零售客户提供账户服务而产生的资产管理收入和利息收入。

1971 年以一家小型传统证券经纪商而注册成立的嘉信理财, 在 1975 年美国证券业实施浮动佣金制后明确定位于为客户提供低价服务的折扣经纪商, 进而在相对较短时间内获得较快发

展；随后又抓住 80 年代初计算机电子化交易系统带来的技术变革、美国共同基金的大发展以及 90 年中期美国互联网普及等历史性机遇，逐步发展壮大。公司聚焦中小零售客户的服务痛点，不断利用科技和专业人才让投资变得更加轻松和易于掌握，真正践行其“凡事以客为先”的经营理念，实现为客户提供最有用及具专业操守的投资服务，进而实现帮助客户积累并管理财富的经营目标。

根据嘉信理财 2018 年年报，公司利息净收入、资管业务收入、佣金收入是主要收入来源。其中，2012-2018 年，嘉信理财的利息净收入、资管业务收入合计占比分别为 78.0%、79.0%、79.3%、81.1%、85.3%、89.0%、89.3%。

图 5：2012-2018 年嘉信理财收入结构



资料来源：Wind、中原证券

1.3.4. 社区型经纪商

以爱德华·琼斯公司为代表的社区型经纪商，其经营特色主要体现在：以社区为基础——社区营业网点（C 类、轻型营业部）的连锁经营模式，以个人客户为基础——以稳健、长期的中小零售客户为目标客户，以专业理财顾问的综合金融投资服务为主要产品。

爱德华·琼斯公司成立于 1922 年，目前在全美拥有超过 1.3 万家分支机构，拥有超过 700 万零售客户、1.5 万亿美元客户资产，以及超过 1.8 万名理财顾问。与高盛集团、摩根士丹利等美国全能型投行大力开拓机构客户及高净值客户、几乎放弃零售业务不同，爱德华·琼斯公司自成立以来始终坚持零售业务，并通过社区营业网点为普通中小零售客户提供优质服务。与嘉信理财等折扣型经纪商立足线上、结合线下，通过低佣金甚至零佣金揽客不同，爱德华·琼斯公司依托自身研究力量，坚持通过理财顾问面对面的方式，为中小零售客户进行人生规划和全面财富管理，并且不做折扣经纪商。

尽管北美投行界曾一度质疑公司的经营模式和竞争策略，但“事实胜于雄辩”，历经百年发展的爱德华·琼斯公司已经成长为美国最大的零售证券经纪商。

1.3.5. 启示

上述美国四类投行基于不同目标客户、不同业务领域、不同服务模式和竞争策略而形成的

自身特色及成功经验，在一定程度上说明：

证券中介服务价值链长、渠道广的特点，为证券公司通过差异化竞争实现高质量发展创造外部条件。立足于服务实体经济的证券中介服务机构，其服务对象既包括证券发行人（企业），也包括证券投资者（机构和个人），针对于证券发行人的服务内容既包括企业上市的证券承销与保荐，也包括围绕企业上市后的并购重组、财务顾问、再融资等；针对证券投资者的服务内容既包括机构投资者和高净值个人的资产管理、财富管理，也包括针对中小零售客户的投资理财服务。所涉及的服务渠道既可以依托互联网的线上渠道，也可以依托社区连锁网点的线下渠道。证券公司服务对象、服务内容、服务渠道的多样化，蕴藏着不同的个性化需求，进而为证券公司通过差异化服务及竞争策略实现高质量发展创造有利的外部条件。

自身禀赋的差异，为证券公司通过差异化竞争推动自身高质量发展提供内部支持。由于自身禀赋的差异以及占有资源的相对不平衡，证券公司，尤其是中小证券公司需要结合自身特点准确定位并专注于相应的目标客户或目标领域，才有可能实现所谓的精品化或专业化发展。美国投行的实践表明，全能型投行也经历了明确业务模式和目标客户群、放弃中小零售客户及相关业务进而集中资源、专注主业的成长过程；精品投行虽然缺乏规模优势，但在特定领域建立专业、特色的业务模式后，其业务能力和市场影响力也不逊色；折扣型经纪商和社区型经纪商，虽然缺乏高净值的客户基础，但如能聚焦中小零售客户的需求和痛点并形成特色优势后，其市场影响力和成长性仍然值得期待。

1.4. 证券公司践行高质量发展的基本路径

1.4.1. 坚持差异化的竞争理念，并制定相应的公司战略、明确发展定位

公司战略作为内部的顶层设计，体现了公司对市场、行业和自身的整体认知水平，决定着公司重大决策和资源配置方式，进而也决定了公司的经营理念和经营特色。战略定位是指企业在赖以生存的市场上如何选择竞争策略以求得生存并发展壮大，它包括三个层次的定位：第一个层次，是公司层面的定位，决定企业的长期经营目标；第二个层次，是事业部级的定位，是针对各目标业务领域的战略；第三个层次，是职能部门级的定位，是确定研究、财务和人力资源等各职能领域中的目标和策略。其中，后两个层次的定位服从于第一个层次的定位。战略对于一个企业，就如同船舵对于船一样重要，而舵手是企业的高层管理团队。

从高盛、拉扎德、嘉信理财、爱德华·琼斯等成功美国投行的发展中可以看出，要在市场竞争中持续立于不败之地，必须要有一个能明确专注于什么、如何专注进而形成真正专业特色的战略定位。因此，国内证券公司首先需从战略层面明确自身的差异与特色，这就需要公司的高层管理团队，因地制宜、因时而谋，仔细思考在当前形势下应该做什么、应该往哪个方向发展、应该选择何种竞争策略来培养或巩固自身的相对竞争优势。

1.4.2. 结合自身战略定位，明确发展路径和展业模式

对于头部证券公司而言，可以借鉴高盛和摩根士丹利的全能型展业模式，首先专注于投行业务链的综合投融资服务，进而在此基础上培育创设产品及相关服务的能力，深化业务融合，逐步强化针对企业、机构客户及相关高净值客户的跨市场综合金融服务能力。

对于部分已经在投行业务领域有一定基础的中等规模证券公司，可以借鉴拉扎德和艾佛考尔等公司的精品投行展业模式，聚焦投行业务链某些环节（并购重组、再融资等）或某些行业（比如消费、医疗保健、高新技术产业和战略性新兴产业）的投融资服务，进而形成在相关领域的展业特色，并在此基础上进一步拓展资产管理或财富管理业务。

对于多数经纪业务收入占比高的证券公司而言，则可以选择两种路径：一种是借鉴嘉信理财“折扣经纪+账户服务”的展业模式，为客户提供便捷、高效、低成本的交易服务，并打造拥有丰富产品种类及线上咨询的综合互联网及移动互联网金融服务平台，以此满足数量众多的中小零售客户的投融资需求；另一种是借鉴爱德华·琼斯公司“社区+个性化咨询服务”的发展模式，聚焦于网点布局和投资顾问的培育，以小而精的实体轻型网点为依托，通过线下投资顾问为中小零售客户提供投资咨询服务。

1.4.3. 优化顶层制度有助于证券公司创新服务内容和模式

证券行业现行的基于经纪、自营、投行、资管四大传统业务牌照的经营模式不仅造成了严重的同质化问题，也限制了我国证券公司逐步迈向现代化投行所必须具备的交易、托管结算、支付、投融资等基础能力的进一步提高。因此，如果在行业顶层制度设计方面进一步优化包括 FICC 业务在内的证券交易、兼顾机构和零售客户的财富管理、投融资服务等以功能为导向的牌照管理体系，支持证券公司在严格监管、风险可控的前提下有序开展账户管理服务，不仅能够从根源上缓解同质化问题，更有助于促进证券公司围绕实体经济的真实需求，强化现有业务的深度融合，逐步创新服务内容和模式，进而推动证券行业、证券公司迈向高质量发展的康庄大道。

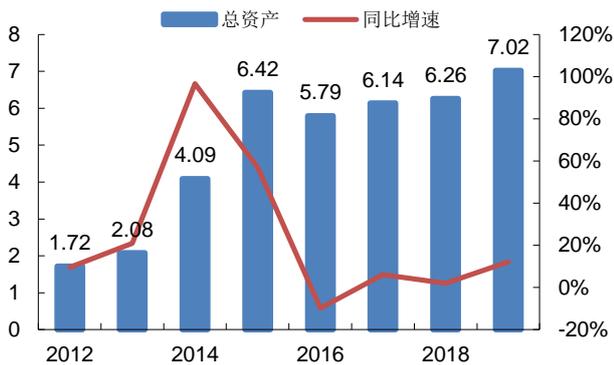
2. 2019 年证券行业经营业绩显著改善

2.1. 证券公司资本实力增速加快

根据中国证券业协会的统计，截至 2019 前三季度，共有 131 家证券公司，总资产为 7.02 万亿元，净资产为 1.99 万亿元，净资本为 1.62 万亿元，分别较 2018 年底的 6.26 万亿元、1.89 万亿元、1.57 万亿元增长 12.14%、5.29%、3.18%；2018 年底相较 2017 年底行业总资产、净资产、净资本增速分别为 1.95%、2.16%、-0.63%。

在行业内各公司通过各种方式提升自身资本实力的背景下，2019 年证券公司资本实力增速加快，绝对额创历史新高；总资产增幅高于净资产增幅，行业整体负债率提高，杠杆率回升。

图 6: 行业总资产 (万亿元) 创历史新高



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

图 7: 行业净资产 (万亿元) 创历史新高



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

2.2. 证券公司盈利能力显著改善

根据中国证券业协会的统计, 2018 年行业营业总收入为 2662.87 亿元, 同比-14.47%, 较 2015 年峰值的 5751.55 亿元下滑幅度达到 53.70%; 2018 年行业净利润总额为 666.20 亿元, 同比大幅减少 41.04%, 较 2015 年峰值的 2447.63 亿元下滑幅度达到 72.78%。

2019 年前三季度, 行业营业总收入为 2611.95 亿元, 同比大幅增长 37.96%; 净利润总额为 931.05 亿元, 同比大幅回升 87.50%; 前三季度营收、净利总额分别达到 2018 年全年水平的 98.09%、139.76%, 并扭转连续三年下滑的不利局面。

综合当前各方面的情况看, 2019 年全年行业经营业绩确定性出现显著改善, 符合我们在去年年度策略报告中的预期和判断, 行业新一轮上升周期或已开启。

图 8: 2019Q3 行业营收 (亿元) 同比大幅增长



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

图 9: 2019Q3 行业净利 (亿元) 同比大幅回升



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

2.3. 行业收入结构趋于合理

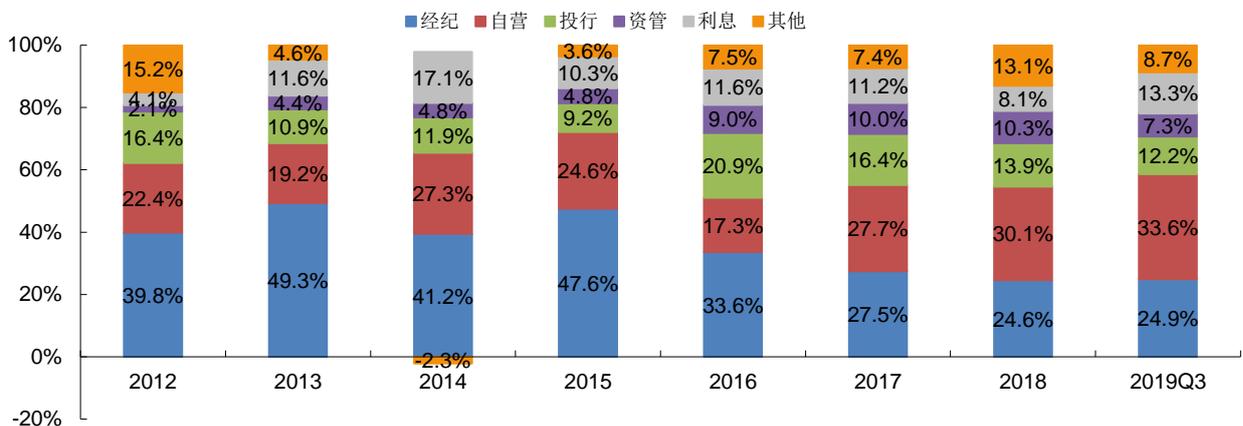
2018 年行业经纪、自营、投行、资管、利息、其他业务收入占比分别为 24.6%、30.1%、

13.9%、10.3%、8.1%、13.1%。2019 前三季度行业经纪、自营、投行、资管、信用、其他业务收入占比分别为 24.9%、33.6%、12.2%、7.3%、13.3%、8.7%。其中，经纪、自营、利息收入占比出现提高，投行、资管、其他收入占比出现下降。此外，自营业务收入占比较第一季度的 50.5% 出现大幅回落并向合理区间靠拢，符合我们在 2019 年中期策略报告中的判断。

从收入结构的变化中可以看出，行业 2019 年业绩显著改善的核心驱动力在于自营业务经营状况的大幅好转，经纪业务贡献边际正收益，资管、利息收入合计不再贡献边际负收益，符合我们在去年年度策略报告中的预期；投行业务收入占比较 2018 年出现下降，属于被动下降，前三季度投行业务收入同比增长且增幅明显。

2019 年前三季度行业经纪、自营、利息三个与二级市场行情高度正相关的业务收入合计占比为 71.8%，虽然低于 2013-2015 年超过 80% 的水平，但为 2016 年以来最高，证券行业的周期属性尚未出现显著减弱的迹象。

图 10: 2012-2019Q3 证券行业收入结构



资料来源：中国证券业协会、中原证券

注：经纪=代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）+投资咨询业务净收入；投行=证券承销与保荐业务净收入+财务顾问业务净收入

3. 证券行业各分业务 2019 年回顾及 2020 年展望

3.1. 经纪业务 2019 年回顾及 2020 年展望

3.1.1. 经纪业务 2019 年回顾

日均股票成交量显著回升。2019 年 1-10 月沪、深两市日均股票成交量为 5337 亿元，较 2018 年的 3692 亿元大幅回升 44.56%，并超越 2016 年的日均成交量水平，达到历史次高。2019 年 1-10 月股票成交总量为 107.27 万亿元，达到 2018 年全年水平的 119.57%。日均股票成交量、成交总量的显著回升为行业经纪业务整体经营环境出现改善创造了良好的条件。

按月看，成交量放量主要集中于 3 月、4 月，其余月份成交量水平仍较为低迷。

图 11: 日均股票成交量 (亿元) 显著回升



资料来源: Wind、中原证券

图 12: 股票成交总量 (万亿) 达到 2018 年的 119.57%



资料来源: Wind、中原证券

北向资金成交占比呈现不断提高的趋势。2018 年以来, 随着 A 股国际化进程的不断提速, 以 MSCI 为代表的境外投资者陆续通过沪、深港通进入 A 股市场, 北向资金占 A 股月均成交额的比重由 2018 年的 3%-6% 提高至目前的 6%-9%。

图 13: 北向资金成交占比呈现不断提高的趋势

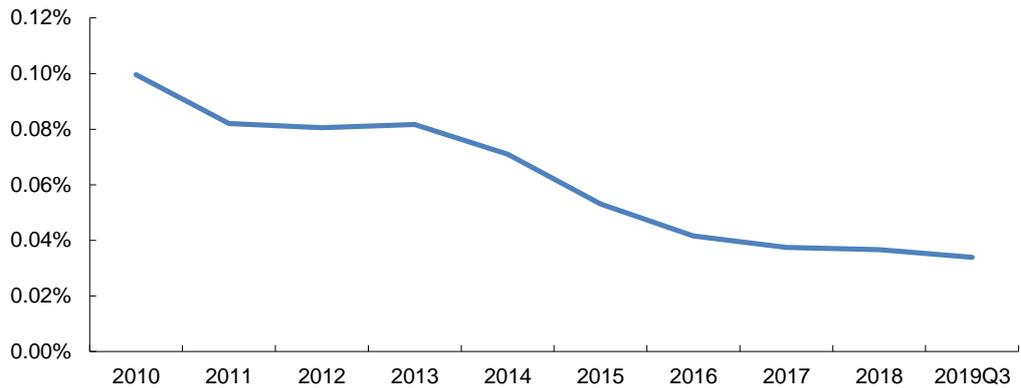


资料来源: Wind、中原证券

2019 年前三季度行业平均净佣金率 (含席位租赁) 续创新低且降幅再度扩大。2013-2017 年行业平均净佣金率 (含席位租赁) 年均降幅超过 10%, 2018 年同比降幅约为 2.19%。

考虑到北向资金成交占比不断提高及其未完全通过内资券商系统进入 A 股等因素, 将北向资金成交量剔除后, 截至 2019Q3, 行业平均净佣金率为 0.315% (万分之 3.15), 较 2018 年下滑约 7.45%, 续创历史新低, 且降幅再度有所扩大。

图 14: 2019 年前三季度行业平均净佣金率创新低且降幅再度扩大 (剔除北向资金成交量)



资料来源: 中国证券业协会、Wind、中原证券

2019 前三季度代理买卖证券业务净收入扭转连续三年下滑的不利局面。根据中国证券业协会的统计, 2018 年行业共实现代理买卖证券业务净收入(含席位租赁) 495.61 亿元, 同比下滑 24.06%且连续三年下滑, 绝对额仅为 2015 年历史峰值(2691 亿)的 23%。

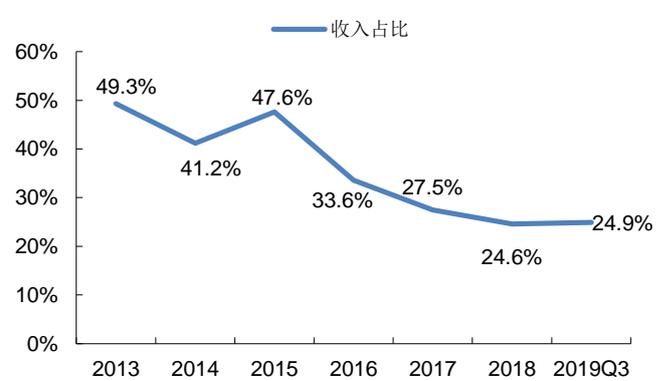
2019 年前三季度行业共实现代理买卖证券业务净收入(含席位租赁) 625.33 亿元, 同比增长 26.17%, 扭转连续三年下滑的不利局面; 绝对额达到 2018 年全年水平的 100.31%。收入占比由 2015 年的 47.6%快速下滑至 2018 年的 24.6%, 2019Q3 回升至 24.9%。

图 15: 代理买卖证券业务净收入(亿元)同比增长



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

图 16: 代理买卖证券业务净收入占比有所回升



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

北向资金成交占比不断提高是代理买卖证券业务净收入增幅小于同期成交量增幅的重要原因之一。2019 前三季度行业代理买卖证券业务净收入(含席位租赁)同比增长 26.17%, 低于同期日均成交量同比增幅(2019 年前三季度日均成交量为 5337 亿元, 较 2018 前三季度日均成交量的 3906 亿元增长 36.64%), 且增幅差额低于同期平均净佣金率下滑幅度。

除平均净佣金率持续下滑外, 北向资金成交占比的不断提高及其未完全通过内资券商系统进入 A 股是造成这一现象产生的重要因素之一。

业内各公司经纪业务积极向财富管理转型。2018 年年底以来, 以中信证券为代表的部分证券公司通过拆分、合并、新设等方式将经纪业务部门更名为财富管理部门, 积极探索传统经

纪业务向财富管理转型。整体上看，目前行业经纪业务转型的基本路径仍是加强各项业务深度融合，适时通过科技赋能，强化金融产品销售，为客户尝试进行资产配置，为核心战略客户提供个性化的全方位金融服务，并试图通过转型提高自身经纪业务市场份额，进而带动其他业务寻求新的利润增长点。

3.1.2. 经纪业务 2020 年展望

行业平均净佣金率仍有进一步下行的空间。首先，随着行业经纪业务利用互联网及移动互联网作为展业的载体走向常态化，行业经纪业务呈现出成本线动态下降的新特点，成本下降将极大地撼动原有的佣金率底线；其次，新一代适龄投资者更易接受通过互联网及移动互联网开户的方式，初始佣金率较低，长周期看必定逐步拉低平均水平；第三，部分传统区域型券商的平均净佣金率水平仍相较行业均值保有一定的优势。因此，行业平均净佣金率仍有进一步下行的空间。

行业平均净佣金率将保持缓步下行的态势。首先，在行业经纪业务经历近年来互联网及移动互联网的洗礼后，行业平均净佣金率已经出现了持续、大幅下降，目前绝对值已经较低；其次，大力发展各种类型机构投资者客观上平缓了行业平均净佣金率下行的速率；第三，随着各公司逐步跟进经纪业务向财富管理转型，作为目前财富管理的主要业务模式之一，签署投顾协议的客户将维持相对高佣金率水平，在一定程度上对冲了行业平均净佣金率下行的速率。因此，行业平均净佣金率将保持缓步下行的态势，在某一周期内再度出现大幅下滑的概率较低。

经纪业务施行零佣金策略的条件尚不成熟。目前行业经纪业务仍以提供通道服务为主，且市场份额集中度较低，与以嘉信理财为代表的美国折扣型经纪商的展业模式存在较大差异。资产管理能力的不足以及存量保证金的高度分散化难以支撑行业经纪业务施行零佣金策略。

培育投资顾问团队是现阶段行业经纪业务向财富管理转型的重心。受制于监管政策、业务融合程度、客户的接受程度、投顾团队的业务能力等因素，目前行业经纪业务向财富管理转型主要聚焦于产品代销、简单投顾服务、咨询产品推送等初级阶段，与欧美成熟资本市场进行个性化资产配置，以收取各项服务费用、甚至盈利分成的展业模式存在较大差距。各公司应未雨绸缪，加快培育投顾团队，提升投顾人员的业务能力，以期在未来顶层制度优化后抢占先机，快速构筑业务壁垒。

经纪业务仍是券商最重要的高弹性、基础性业务之一。作为与二级市场行情高度正相关的强周期性主营业务，近年来代理买卖证券业务净收入占比的下降，尚不足以证明行业的业务结构发生了根本性改变；即使行业平均净佣金率逐年下滑，但在市场成交量总体水平上一个台阶后，经纪业务仍将保持相对高弹性，是业内各公司在牛市周期中快速获取超额收益的最重要的基础性业务之一，并为其他各项业务提供潜在的业务资源。

2020 年行业经纪业务仍有望继续贡献边际正收益。随着资本市场地位的空前提高、更多助力资本市场高质量发展政策的不断出台、长线资金的不断进入、上交所科创板的成功落地以及明年降准降息的预期，我们认为市场活力将得到进一步激发，进而吸引场外增量资金，2020

年行业经纪业务仍有望继续贡献边际正收益。

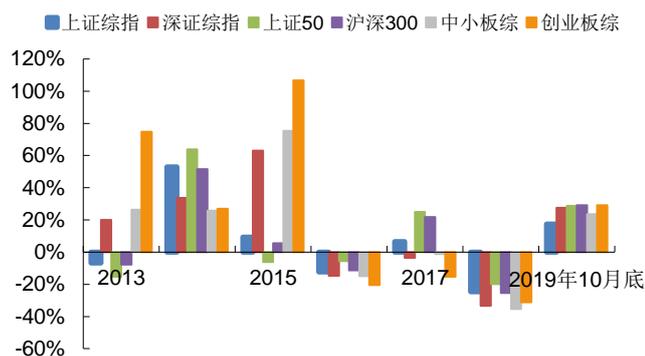
3.2. 自营业务 2019 年回顾及 2020 年展望

3.2.1. 自营业务 2019 年回顾

权益大幅反弹、固收区间震荡。截至 2019 年 10 月，上证指数上涨 17.45%、深证综指上涨 27.47%、上证 50 指数上涨 28.85%、沪深 300 指数上涨 29.10%、中小板综指上涨 23.50%、创业板综指上涨 29.22%，各大权益类指数在经历 2018 年的持续下跌后出现大幅反弹，行业权益类自营业务经营环境显著回暖。

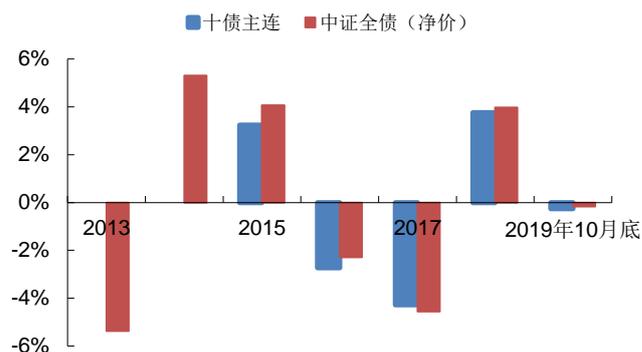
截至 2019 年 10 月，代表利率债的十年期国债期货指数微跌 0.26%，振幅达到 3.76%；中证全债（净价）指数微跌 0.16%，振幅仅为 1.67%，行业固定收益类自营业务经营环境较为平稳。

图 17: 权益大幅反弹



资料来源: Wind、中原证券

图 18: 固收区间震荡



资料来源: Wind、中原证券

衍生金融产品种类的不断丰富为自营业务摆脱方向性束缚创造了有利条件。2019 年 4 月 19 日，中金所进一步对股指期货进行松绑，除降低保证金及平今仓手续费外，日内过度交易行为的监管标准由 50 手大幅放宽至 500 手。虽然套期保值交易开仓数量不受限制，但股指期货流动性的大为好转将为行业权益类自营业务实现有效套保，为各公司锁定投资收益、平抑单月业绩波动创造了有利的条件。

2019 年 11 月 8 日，证监会正式启动扩大股票股指期权试点工作，批准上交所、深交所上市沪深 300ETF 期权，中金所上市沪深 300 股指期权。随着期权产品体系的逐步完善，行业权益类自营业务的对冲工具和对冲策略不断丰富，有助于行业权益类自营业务摆脱方向性束缚。

自营业务是 2019 年行业经营业绩显著改善的核心驱动力之一。根据中国证券业协会的统计，2018 年行业共实现证券投资收益（含公允价值变动）800.27 亿元，同比下滑 7.05%；绝对额达到 2015 年历史峰值（1414 亿）的 56.60%。

在权益大幅反弹以及结构性投资机会凸显的背景下，2019 年前三季度行业共实现证券投资

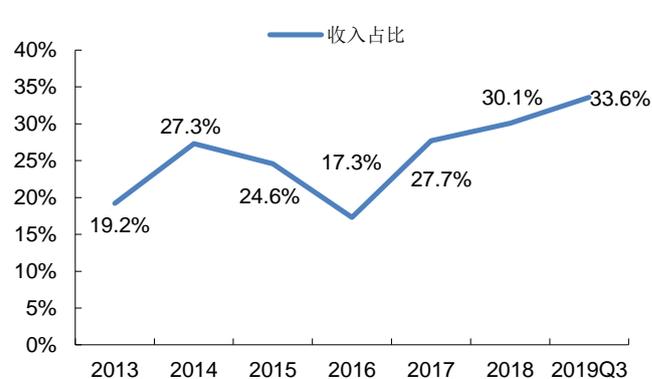
收益（含公允价值变动）878.71 亿元，同比增长 66.97%；绝对额达到 2018 年全年水平的 109.80%。收入占比 2018 年提升至 30.1%，2019Q3 进一步提高至近 6 年来的最高位 33.6%，并成为 2019 年行业经营业绩显著改善的核心驱动力之一。

图 19: 2019Q3 自营业务收入（亿元）同比大增



资料来源：中国证券业协会、中原证券

图 20: 2019Q3 自营业务收入占比达到近 6 年来最高



资料来源：中国证券业协会、中原证券

3.2.1. 自营业务 2020 年展望

市场活力的进一步激发将为行业权益类自营业务营造良好的经营环境。与经纪业务类似，权益类自营业务与二级市场关联度较高，市场活力的进一步激发有利于权益类自营业务的开展。同时，衍生金融产品体系的不断完善将为以社保、养老金、保险等各类机构提供丰富的风险管理工具，有助于促进更多中长期资金逐步入市，进而为行业权益类自营业务营造良好的经营环境。

权益类自营业务的分化现象将有所加剧。首先，纵观 2019 年至今权益类市场的行情走势，除一季度受流动性宽松影响出现普涨外，二季度至今均出现较为显著的结构化行情，各类机构偏爱的投资标的涨幅均较为显著，从而抑制了 2020 年进一步向上的空间；其次，2019 年是自 2015 年以来各机构权益类自营业务景气度最高的年份，综合目前市场的各要素看，景气度进一步提高的难度较大；第三，各公司权益类自营的投研能力、投资策略、风险偏好、风控能力等差异较大，率先发掘到新的价值投资标的的公司将在 2020 年权益类自营业务的开展中占据先机，分化现象恐将有所加剧。

固定收益类自营业务有望接棒权益类自营业务。在 2020 年全面降准降息预期较高的前提下，固定收益类自营业务景气度有望提高，进而接棒权益类自营业务驱动行业自营业务整体保持相对较高的景气度。

2020 年行业自营业务仍有望实现增长。基于上述预测，我们认为在固定收益类自营业务景气度有望提高的前提下，2020 年权益类自营业务即使出现一定幅度的回落，也能够被固定收益类自营业务完全对冲，行业自营业务整体仍有望保持一定幅度的增长，但增幅将小于 2019 年。

3.3. 投行业务 2019 年回顾及 2020 年展望

3.3.1. 投行业务 2019 年回顾

IPO 数量出现回升、单家融资规模出现下降。根据 Wind 的统计,2018 年共完成 105 家 IPO,首发募资规模 1378 亿元,同比分别减少 76.26%、40.11%;2018 年证监会共审核 IPO 申请 199 次,通过 111 次,审核通过率仅为 55.78%,创历史最低记录;2018 年 IPO 单家融资规模为 13.12 亿元,较 2017 年的 5.25 亿元显著提高,并创 2012 年以来最高。

2019 年 1-10 月共完成 145 家 IPO(含科创板),首发募资规模 1624 亿元,分别达到 2018 年全年水平的 138.10%、117.85%;1-10 月证监会共审核 IPO 申请 213 次,通过 187 次,审核通过率为 87.79%,回到 2014-2017 年的平均水平;1-10 月 IPO 单家融资规模为 11.20 亿,较 2018 年出现小幅下降,但仍高于 2014-2017 年的平均水平。

图 21: IPO 家数、规模(亿元)出现回升



资料来源: Wind、中原证券

图 22: IPO 单家融资规模(亿元)小幅下降



资料来源: Wind、中原证券

科创板注册制正式落地。作为落实创新驱动和科技强国战略的重大改革举措,完善资本市场基础制度、激发市场活力和保护投资者合法权益的重要安排,科创板注册制快速推进并于 7 月正式落地。截至 11 月 22 日,科创板已有 56 家企业实现上市交易,募集资金净额为 679.87 亿元。

从科创板已上市企业保荐机构的数量及分布看,包括非头部及外资背景券商在内的共 24 家公司成功实现项目落地,头部券商在业务储备、定价及承销能力、资本实力上更具优势,科创板注册制“普惠性”的特征也同样较为显著。

表 2: 截至 11 月 22 日各券商科创板落地项目数量 (相同项目数量下排名不分先后)

券商	项目数量	券商	项目数量	券商	项目数量
中信建投	7	中德证券	2	天风证券	1
中信证券	6	招商证券	2	申万宏源	1
中金公司	5	民生证券	2	瑞银证券	1
华泰证券	5	海通证券	2	南京证券	1
国信证券	4	东兴证券	2	华安证券	1
国泰君安	4	长江证券	1	华菁证券	1
广发证券	3	英大证券	1	东莞证券	1
安信证券	3	兴业证券	1	东方证券	1

资料来源: Wind、中原证券

注: 联合保荐单独列示

再融资规模基本持平、可转债发行持续升温。根据 Wind 的统计, 2018 年再融资 (增发、配股、优先股) 规模为 9102 亿元, 同比减少 30.35%; 可转债发行家数、规模分别为 77 家、1071 亿, 均创历史最高纪录。

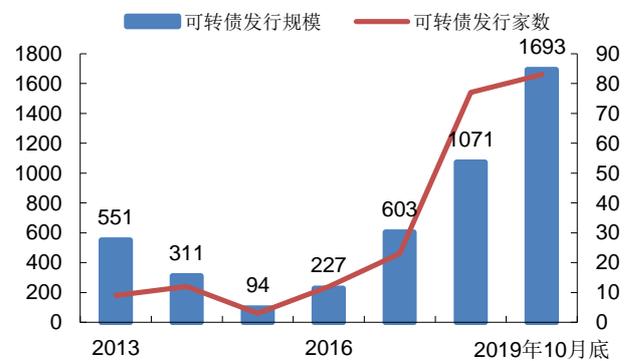
2019 年 1-10 月再融资 (增发、配股、优先股) 规模为 7995 亿元, 达到 2018 年全年水平的 87.84%, 预计全年将于 2018 年基本持平; 1-10 月可转债发行家数、募资规模分别为 83 家、1693 亿元, 分别达到 2018 年全年水平的 107.79%、158.08%, 全年发行规模确定性续创历史新高。

图 23: 预计全年再融资规模 (亿元) 同比基本持平



资料来源: Wind、中原证券

图 24: 可转债发行规模 (亿元) 续创历史新高



资料来源: Wind、中原证券

股权融资规模同比放量、集中度小幅回落。根据 Wind 的统计, 2018 年股权融资总规模为 12107 亿元, 同比减少 29.71%。规模走低的同时, 股权融资承销金额排名前 5 (CR5)、前 10 (CR10) 公司的合计市场份额分别为 57.65%、73.06%, 较 2017 年的 46.29%、61.80% 分别提高约 11.36、11.26 个百分点, 提高幅度较为显著, 且达到近 7 年来的最高水平。股权融资承销金额排名前 10 的公司分别是中信证券、中信建投、华泰联合、中金公司、国泰君安、国信证券、海通证券、招商证券、中银国际、国元证券。

2019 年 1-10 月股权融资总规模为 11990 亿元, 达到 2018 年全年水平的 99.03%, 全年同比将出现一定幅度的放量; 股权融资承销金额排名前 5 (CR5)、前 10 (CR10) 公司的合计

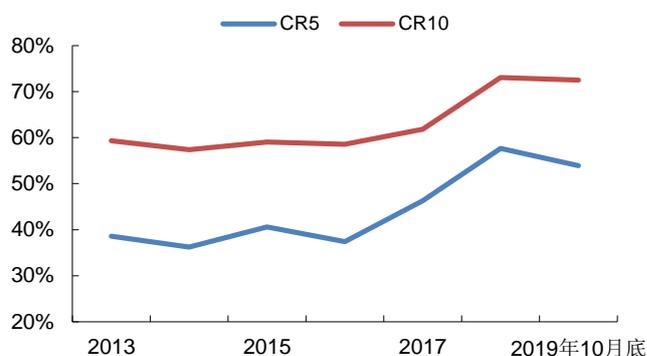
市场份额分别为 53.94%、72.48%，较 2018 年全年水平出现小幅回落，但仍处于近 7 年来的次高水平。1-10 月股权融资承销金额排名前 10 的公司分别是中信证券、中金公司、华泰联合、中信建投、国泰君安、东方花旗、中银国际、招商证券、长江承销保荐、广发证券；其中，中信证券、中金公司股权承销规模的优势尤为显著。

图 25: 股权融资规模(亿元)同比将出现放量



资料来源: Wind、中原证券

图 26: 股权融资承销金额集中度小幅回落



资料来源: Wind、中原证券

债权融资规模出现增长、集中度略有下降。根据 Wind 的统计，2018 年行业各类债券承销金额为 5.64 万亿元（按上市日），同比增长 28.29%。其中，规模最大的公司债承销金额同比增长 49.70% 至 1.65 万亿元；规模次之的 ABS 承销金额同比增长 34.44% 至 1.71 万亿元，成为行业债权融资规模同比走高的主要驱动力。2018 年各类债券承销金额排名前 5（CR5）、前 10（CR10）公司的合计市场份额分别为 44.02%、62.90%，较 2017 年的 39.78%、58.02% 分别提高约 4.24、4.88 个百分点，达到近 7 年来的最高水平。各类债券承销金额排名前 10 的公司分别是中信证券、中信建投、招商证券、中金公司、光大证券、国泰君安、海通证券、中银国际、平安证券、广发证券。

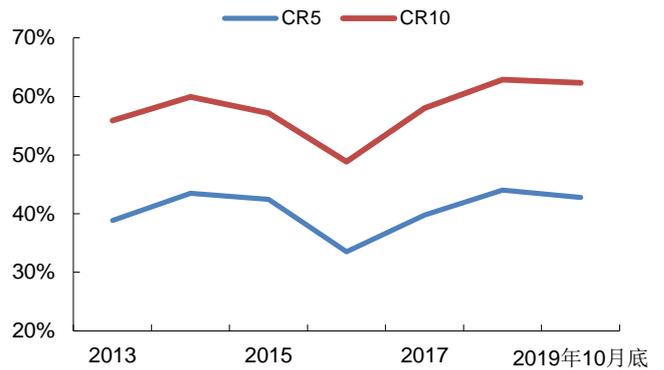
2019 年 1-10 月行业各类债券承销金额为 5.77 万亿元，达到 2018 年全年水平的 102.30%，预计全年增幅将进一步扩大；1-10 月各类债券承销金额排名前 5（CR5）、前 10（CR10）公司的合计市场份额分别为 42.78%、62.34%，较 2018 年全年水平略有下降，但仍处于近 7 年来的高位。1-10 月各类债券承销金额排名前 10 的公司分别是中信建投、中信证券、中金公司、国泰君安、海通证券、招商证券、光大证券、平安证券、华泰证券、广发证券；其中，中信建投、中信证券各类债券承销金额的优势尤为显著。

图 27: 债权融资规模 (万亿元、按上市日) 出现增长



资料来源: Wind、中原证券

图 28: 各类债券承销金额集中度略有下降



资料来源: Wind、中原证券

投行业务行业集中度维持历史高位平抑了头部券商经营业绩的波动。股权、债权融资业务行业集中度维持在历史高位水平, 投行业务资源有向头部券商不断聚集的趋势, 进而在一定程度上平抑了头部券商经营业绩的波动, 使得头部券商抗行业周期的能力得到大幅增强, 同时也导致了头部与非头部券商经营业绩出现分化。

投行业务净收入同比增幅明显、收入占比被动下滑。根据中国证券业协会的统计, 2018 年行业共实现证券承销与保荐及财务顾问业务净收入 369.96 亿元, 同比下滑 27.40%, 且连续 2 年出现下滑。

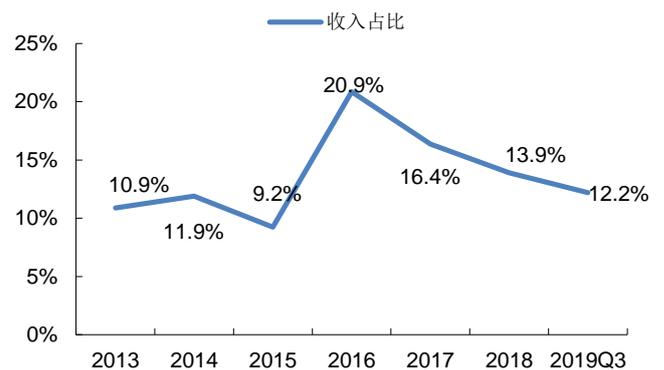
2019 年前三季度行业共实现证券承销与保荐及财务顾问业务净收入 317.83 亿元, 同比增长 32.71%; 绝对额达到 2018 年全年水平的 85.91%。收入占比 2018 年下降至 13.9%, 2019Q1 继续被动下降至 12.2%。

图 29: 2019Q3 投行业务净收入 (亿元) 同比增幅明显



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

图 30: 2019Q3 投行业务净收入占比被动下降



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

3.3.1. 投行业务 2020 年展望

主板、中小板、创业板 IPO、科创板审核口径将保持一致。主板、中小板、创业板 IPO 审核通过率回到 2014-2017 年的均值水平不等于 IPO 出现放松, 在严把上市公司入口关的基调下, 预计 2020 年主板、中小板、创业板 IPO 审核口径将保持一致; 科创板被否企业以及主动撤回申报材料数量的增加表明科创板注册制并不是 IPO 捷径。主板、中小板、创业板、科创板 IPO

项目储备的数量及质量仍是 2020 年全年各公司实现相关业务收入的基础保障。

表 3: IPO 项目储备排名前列公司一览 (含科创板、不包括辅导备案登记受理企业)

排名	公司	IPO 项目储备	排名	公司	IPO 项目储备
1	中信建投	37	7	中金公司	20
2	中信证券	27	8	国金证券	19
3	招商证券	23	9	华泰联合	16
3	海通证券	23	10	国泰君安	15
5	民生证券	22	11	东兴证券	12
6	广发证券	21	11	东吴证券	12

资料来源: Wind、中原证券

科创板注册制有望率先向创业板推广。在科创板注册制平稳运行一段时间后,各项创新制度有望向主板、中小板、创业板全面推广,以增量改革促存量转型的方式,逐步减少行政干预,引导市场提高资源有效配置的效率,进而激发市场深层活力,推动直接融资比重的不断提升。2019 年 8 月 18 日,中共中央国务院发布《关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》中明确指出“提高金融服务实体经济能力,研究完善科创板发行上市、再融资和并购重组制度,创造条件推动注册制改革”,2020 年科创板注册制有望率先向创业板推广。

并购重组业务将迎新机遇。2019 年 10 月 18 日,证监会发布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》。

表 4:《关于修订〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》的主要内容

主要内容
简化重组上市认定标准,取消“净利润”指标。
将“累计首次原则”计算期间进一步缩短至 36 个月。
允许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,其他资产不得在创业板实施重组上市交易。
恢复重组上市配套融资。
丰富重大资产重组业绩补偿协议和承诺监管措施,加大问责力度。

资料来源:中国证监会、中原证券

允许符合条件的相关资产在创业板重组上市,恢复重组上市配套募资,将为 2020 年行业并购重组业务带来新的机遇,并有助于进一步提升业务规模。

再融资新规将打开再融资业务增长空间。2019 年 11 月 8 日,证监会就修改《上市公司证券发行管理办法》、《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》、《上市公司非公开发行股票实施细则》向社会公开征求意见。

表 5: 再融资新规的主要内容

核心要点	主要内容
发行要素	定价基准日由发行日首日重新回归至董事会、股东大会、发行日三者任选；主板（中小板）、创业板定增投资者从 10 名、5 名放宽到 35 名；定增价格由原来的 9 折下调为 8 折；再融资批文有效期从 6 个月延长到 12 个月。
发行资质	取消创业板上市公司定增要求连续 2 年盈利的条件；公开发行取消创业板资产负债率高于 45% 的限制。
减持规则	非公开发行减持股份总数、减持节奏不再受减持新规的限制；主板、创业板的锁定期由 36 个月、12 个月缩短至 18 个月、6 个月。

资料来源：中国证监会、中原证券

再融资新规在结束征求意见正式落地后，将有效激发再融资市场的活跃度，为行业再融资业务打开新的增长空间。

2020 年将是股权融资业务的大年。随着注册制的稳步推广，并购重组及再融资制度的逐步优化，新三板基础层-创新层-精选层三层架构的设立以及转板机制的实施，行业股权融资业务将迈入新的高质量发展阶段，并将喜迎业务大年。

股权融资业务集中度存在进一步提高的空间。鉴于主板、中小板、创业板、科创板股权融资项目储备仍以头部券商为主导，预计 2020 年股权融资业务集中度仍将维持历史高位，并存在进一步提高的空间。

债权融资业务有望保持平稳增长。在固定收益类产品配置需求不断提高以及固定收益二级市场升温的预期下，预计 2020 年行业各类债券承销规模将继续保持平稳增长。

2020 年行业投行业务增速有望扩大。基于上述预测，我们认为 2020 年行业投行业务将保持增长且增速有望扩大，进而驱动 2020 年行业基本面持续改善。

投行业务总量的不平衡将导致头部与非头部券商经营业绩分化加剧。在 2020 年行业投行业务增速扩大后，头部券商受益程度明显高于非头部券商，将导致头部与非头部券商的经营业绩分化加剧。

3.4. 资管业务 2019 年回顾及 2020 年展望

3.4.1. 资管业务 2019 年回顾

行业资管总规模持续下降。行业资产管理业务总规模于 2017Q1 见顶回落后出现持续下降。根据中国证券投资基金业协会的统计，2018 年底行业资管总规模约 13.36 万亿元，同比降幅达到创纪录的 20.85%。截至 2019H1，行业资管总规模继续下降至 12.53 万亿元。

图 31: 2017 年以来行业资管总规模 (万亿元) 持续下降

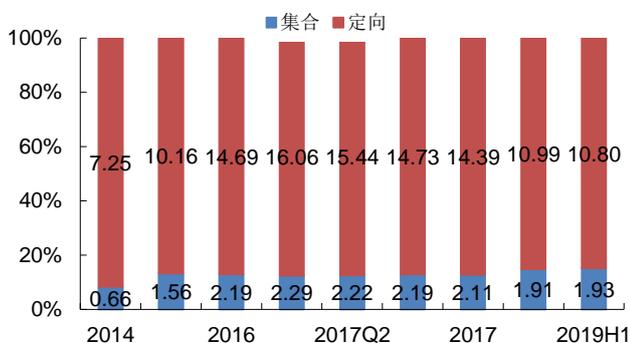


资料来源: 中国证券投资基金业协会、中原证券

资管业务结构有所优化。根据中国证券投资基金业协会的统计,截至 2018 年底,行业定向资管规模约为 10.99 万亿元,较 2017Q1 峰值的 16.06 万亿元已经出现持续且较为显著下降,占资管总规模的比例约为 82.26%。2019H1 定向资管规模继续下降至 10.10 万亿元,占资管总规模的 80.60%,虽然占比绝对值依然较高,但已处于逐步下降中。

截至 2018 年底,以主动管理为主的集合资管规模为 1.91 万亿元,同比下降 9.48%;2019H1 小幅回升至 1.93 万亿元,占比也出现小幅提高,行业资管业务结构有所优化。

图 32: 定向资管规模 (万亿元) 持续且显著下降



资料来源: 中国证券投资基金业协会、中原证券

图 33: 定向资管占比处于逐步下降中



资料来源: 中国证券投资基金业协会、中原证券

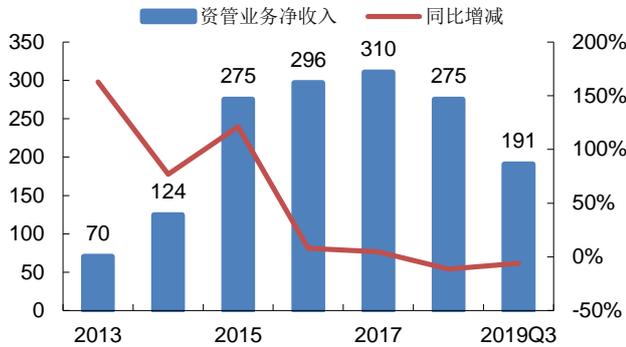
头部券商资管业务结构调整已走在行业前列。从上市券商三季报的情况看,以海通证券、广发证券为代表的个别券商受托客户资产管理业务净收入出现逆市增长。整体看,资管实力较强的头部券商业务结构的调整已经走在行业前列。

资管业务成为行业 2019 年前三季度唯一出现净收入同比下滑的业务领域。根据中国证券业协会的统计,2018 年行业共实现资产管理业务净收入 275.00 亿元,同比下滑 11.35%,为近 7 年来首次。

2019 年前三季度行业共实现资产管理业务净收入 190.64 亿元,同比下滑 6.09%,资管业务成为行业 2019 年前三季度唯一出现净收入同比下滑的业务领域;绝对额达到 2018 年全年水

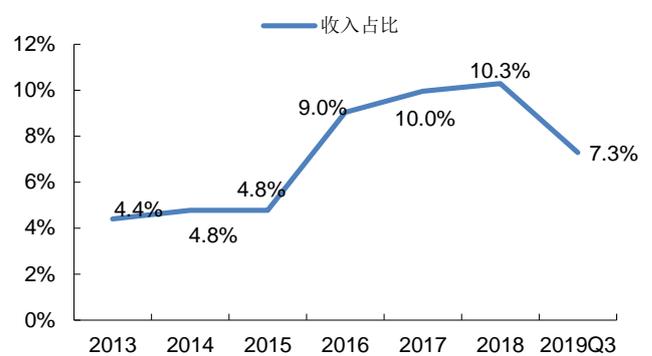
平的 69.32%。收入占比 2018 年回落至 10.3%，2019Q3 继续下降至 7.3%，下降幅度较为显著。

图 34: 资管业务净收入 (亿元) 持续下滑



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

图 35: 资管业务净收入占比显著下降



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

3.4.2. 资管业务 2020 年展望

资管新规“新老划断”将至，行业资管业务结构调整力度将进一步加强。随着时间越来越临近资管新规“新老划断”过渡期截止日 2020 年年底，行业资管业务调结构力度将进一步加强，行业资管业务总规模仍将维持下降趋势，业务结构存在较大的优化空间。

大集合改造是看点。当前券商资管大集合转型主要为公募化或私募化两个方向，公募化改造更受券商青睐。在完成大集合的公募化改造后，投资者门槛大大降低，有助于资管业务主动管理规模的提高。

资管业务的分化将加剧。在公募化改造后，主动管理能力强、过往业绩表现优异的券商更易吸引资金、构筑业务壁垒进而扩充业务规模；而缺乏主动管理底蕴券商的资管业务处境将更加艰难。

2020 年行业资管业务难有起色。由于 2020 年行业资管业务结构调整力度将进一步加强，主动管理能力的培养尚需时日，预计行业资管业务难有起色。但由于资管业务净收入占比相对较小，即使出现同比持续下滑，对行业整体业绩的边际影响将较为有限。

3.5. 信用业务 2019 年回顾及 2020 年展望

3.5.1. 信用业务 2019 年回顾

两融业务边际贡献即将转正。根据 Wind 的统计，截至 2018 年底沪、深两市两融余额为 7557 亿元，同比下滑 26.36%，创 2014 年以来新低；2018 年两融月均余额为 9030 亿元，同比下滑 3.52%。

进入 2019 年，两融余额于 1 月底再创 7282 亿元的新低后，出现快速回升，且一度接近万

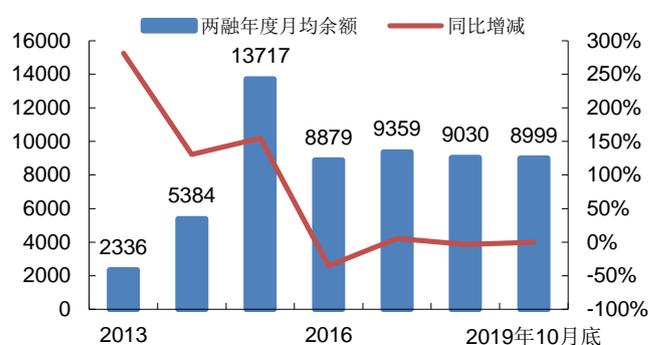
亿大关；截至 10 月底，回升至 9666 亿元，创近 17 个月来的新高。2019 年 1-10 月两融月均余额为 8999 亿元，虽然较 2018 年仍有微幅下滑，但对行业全年整体经营业绩的边际贡献即将转正。

图 36: 两融余额 (亿元) 回升至近 17 个月来的高位



资料来源: Wind、中原证券

图 37: 两融年度月均余额 (亿元) 同比即将回升



资料来源: Wind、中原证券

两融业务整体风险可控。2018 年两融余额占流通市值比维持在 2.05%~2.25% 的窄幅区间内波动；2019 年 1-10 月，两融余额占流通市值比一度跌破 2% 至 1.89% 的近 5 年来的最低水平，目前虽然回升至 2.1X%，但仍处于 2014 年以来的较低水平，两融业务整体风险可控。

图 38: 两融余额占流通市值比维持在 2014 年以来的较低水平



资料来源: Wind、中原证券

两融标的进一步扩容有效促进了两融余额的回升。2019 年 8 月 9 日，上交所和深交所决定自 8 月 19 日起扩大两融标的范围，两融标的增加 650 只至 1600 只。两融标的扩容后，两融余额由 7 月底的 9086 亿增长至 10 月底的 9666 亿，同期上证指数基本持平。

科创板的正式落地促进了融券业务的发展。截至 2019 年 10 月底，科创板两融余额为 57.40 亿元，其中融资余额为 36.95 亿元，融券余额为 20.45 亿元，融券余额占比达到 35.63%，远高于两融整体余额中融券余额 1.38% 的比例。

上市券商主动压缩股票质押业务规模。在 2019 年权益类二级市场经历大幅反弹后，目前行业股票质押风险问题已经得到大幅纾解。但鉴于股票质押业务风险收益不成正比以及其他重

资产业务快速发展等因素,从中报披露的信息看,上市券商普遍主动压缩了股票质押业务规模。2019年部分上市券商计提股票质押减值的压力仍存。

信用业务所带来的利息净收入同比或仍有回落。根据中国证券业协会的统计,2018年行业共实现利息净收入214.85亿元,同比下滑38.28%,创历史最大降幅。

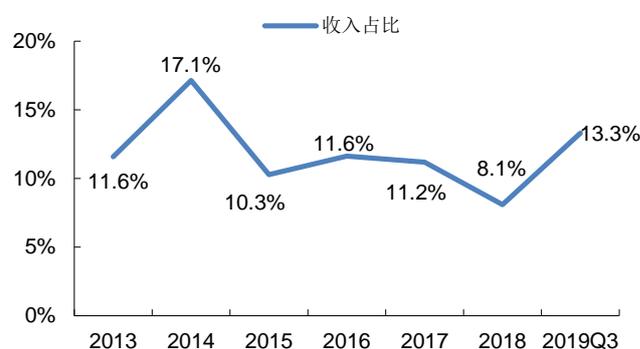
2019年前三季度行业共实现利息净收入347.38亿元,同比大幅增长121.60%;绝对额达到2018年全年水平的161.68%。收入占比2018年回落至8.1%,2019Q3回升至13.3%。但是若剔除由于会计准则变化(债权投资和其他债权投资持有期间利息由投资收益划分至利息收入)所造成的影响,2019Q3由信用业务所带来的利息净收入同比或仍有回落。

图 39: 利息净收入(亿元)同比大幅增长



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

图 40: 利息净收入占比出现回升



资料来源: 中国证券业协会、中原证券

3.5.2. 信用业务 2020 年展望

两融余额存在进一步回升的空间,但空间有限。首先,两融余额的增减与权益类二级市场的行情密切相关。如果2020年市场活力得到进一步激发,将促进两融余额出现进一步回升;其次,目前两融余额占流通市值比相对较为合理,且保证金存量并不支持两融余额出现大幅回升。预计2020年两融余额将维持在万亿大关上下区间震荡。

两融整体结构较难出现大幅优化。目前限制融券业务发展的主要障碍在于券源供给不足。虽然科创板的两融制度有望推广至创业板,但也仅限于“增量”,占主导地位的“存量”如何提高券源供给是两融整体结构能否逐步优化的关键。

两融业务将保持边际正贡献。在两融余额存在进一步回升空间以及在万亿大关上下震荡的预期下,2020年两融月均余额有望较2019年同比继续回升,两融业务对行业整体经营业绩将保持边际正贡献。

股票质押业务风险将以“个案”的方式呈现。虽然股票质押业务风险得到大幅纾解,但在价值投资理念逐步深入人心的背景下,个别不具备持续经营能力的公司陆续进入“出清”名单是大势所趋,股票质押业务风险仍将以“个案”的方式不断呈现,未来股票质押业务的开展更加考验证券公司的整体风控能力。

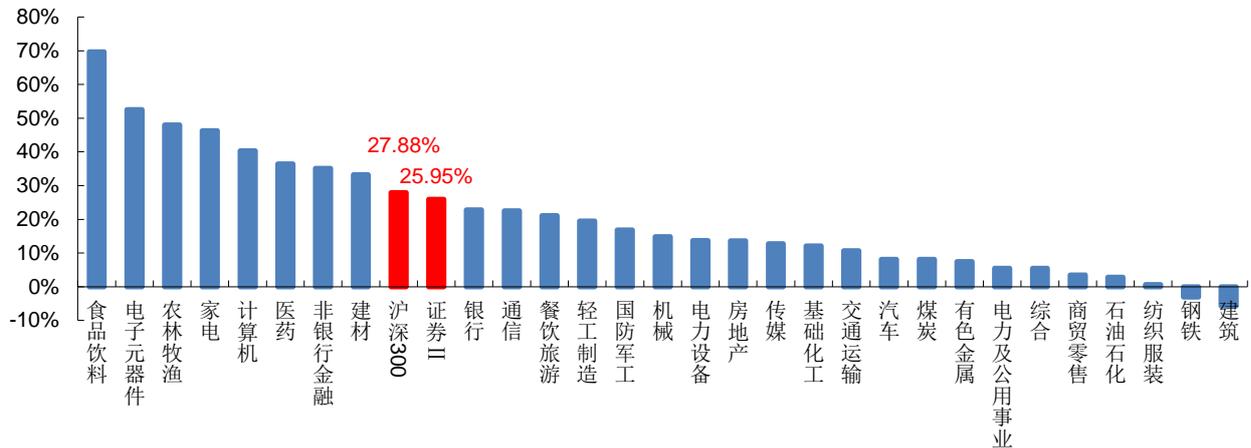
2020 年行业利息净收入有望保持同比正增长。在计入债权投资和其他债权投资持有期间利息的前提下，结合行业信用业务相对平稳运行的预期，2020 年行业利息净收入有望保持同比正增长。

4. 投资策略

4.1. 2019 年券商板块表现相对良好，曾一度成为领涨板块

2019 年中信二级行业指数证券 II 表现相对良好，年内最大涨幅曾经达到 64.57%，一度成为领涨板块；第二季度后出现回落并维持区间震荡。截至 11 月 22 日收盘，年内涨幅为 25.95%，跑输沪深 300 指数 1.93 个百分点；与 29 个中信一级行业指数相比，排名第 9 位，仅次于食品饮料、电子元器件、农林牧渔、家电、计算机、医药、非银金融和建材。

图 41: 截至 2019 年 11 月 22 日收盘，中信二级行业指数证券 II 年内涨幅达到 25.95%



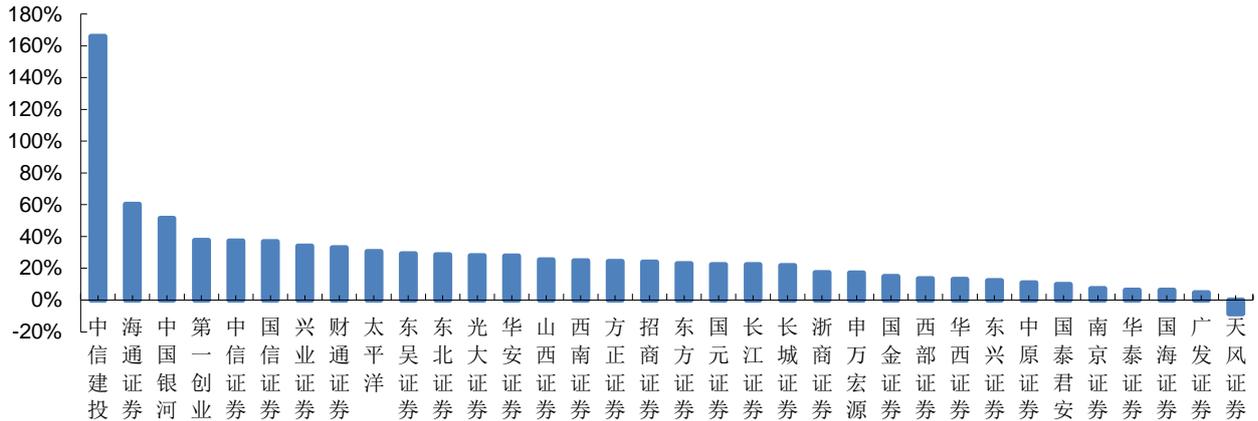
资料来源: Wind、中原证券

4.2. 板块内全面开花、非头部券商弹性更大

截至 2019 年 11 月 22 日收盘,34 家纯证券业务上市券商(剔除年内上市的新股华林证券、红塔证券)仅 1 家出现下跌,33 家实现上涨。其中,涨幅排名前 10 位的分别为中信建投(165.89%)、海通证券(60.23%)、中国银河(51.41%)、第一创业(37.52%)、中信证券(37.23%)、国信证券(36.68%)、兴业证券(33.99%)、财通证券(33.01%)、太平洋(30.52%)、东吴证券(29.05%);涨幅超过 30%的有 9 家公司,涨幅超过 20%的有 21 家公司。

整体上看,2019 年板块内全面开花,头部与非头部券商平分秋色,非头部券商的弹性更大。

图 42: 截至 2019 年 11 月 22 日收盘, 33 家上市券商实现上涨, 头部与非头部券商平分秋色

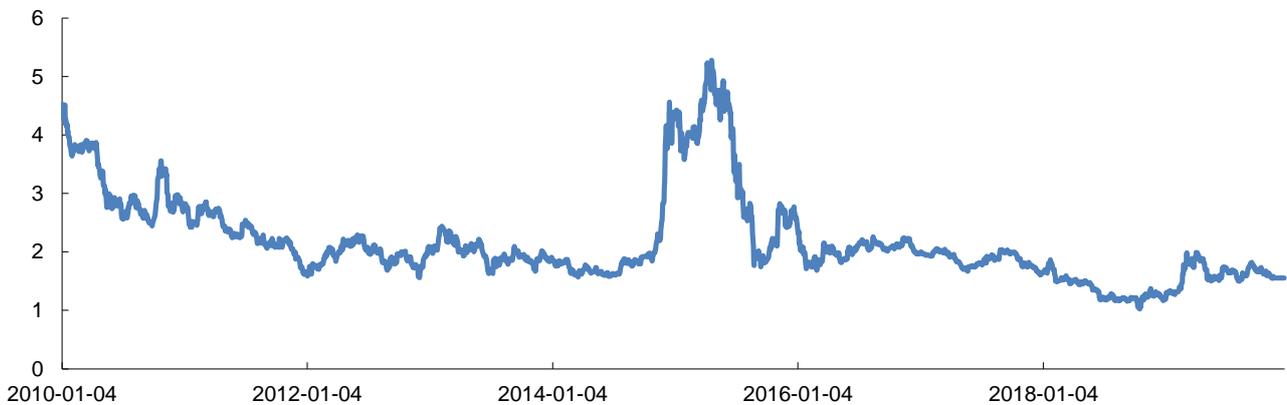


资料来源: Wind、中原证券

4.3. 券商板块估值仍处于历史低位

截至 2019 年 11 月 22 日收盘, 券商板块平均 P/B 为 1.55 倍, 虽较 2018 年第四季度的低点 1.0X 倍出现较为明显的修复, 但仍低于历史均值, 处于历史低位。

图 43: 截至 2019 年 11 月 22 日收盘, 券商板块 P/B (倍) 仍处于历史低位



资料来源: Wind、中原证券

4.4. 投资建议

4.4.1. 预计 2020 年全年证券行业整体经营业绩有望持续改善, 但幅度或将收敛

随着资本市场地位的空前提高, 全面深化资本市场改革的 12 个方面重点任务配套政策措施的逐步落地, 证券行业喜迎历史性发展机遇, 行业新一轮周期或已开启, 行业践行高质量发展正当时。

根据我们对 2020 年各分业务的展望: 市场活力将得到进一步激发, 进而吸引场外增量资金, 行业经纪业务有望继续贡献边际正收益; 在固定收益类自营业务景气度有望提高的前提下,

行业自营业务整体有望保持一定幅度的增长；在科创板注册制有望率先向创业板推广、并购重组业务将迎新机遇、再融资新规将打开再融资业务增长空间、新三板改革的背景下，行业投行业务将保持增长且增速有望扩大；资管新规过渡期截止日将至，资管业务难有起色但对行业整体业绩的边际影响将较为有限；信用业务将相对平稳运行，行业利息净收入有望保持同比正增长，2020 年全年证券行业整体经营业绩有望持续改善，但幅度或将收敛。维持行业“同步大市”的投资评级。

4.4.2. 券商板块仍具再度向上修复估值的潜力

近期券商板块估值水平相较年内高点（接近 2 倍 P/B）出现持续回落，平均 P/B 再度回落至 1.5X 的历史较低水平，估值优势再度显现。在证券行业经营业绩持续改善的预期下，券商板块依然具备再度向上修复估值的潜力，应积极把握布局券商板块的良机。

4.4.3. 头部券商仍是中长期稳健配置的首选

在证券行业积极践行高质量发展的过程中，头部券商得益于自身各项业务开展的广度及深度，整体受益程度将显著高于非头部券商；预计 2020 年头部券商的经营业绩仍将领跑行业，行业集中度仍将维持高位，龙头券商将享有一定的估值溢价，仍然是中长期稳健配置券商板块的首选。

4.4.4. 应关注弹性券商的阶段性投资机会

证券行业在熊市周期中的头部效应更强，而在牛市周期中头部效应则有所减弱，非头部券商的业绩弹性更大，更易在市场情绪升温时受到活跃资金的关注，是短期捕捉弹性的较佳选择，但要注意把握买卖时机并合理规划持股周期。

4.4.5. 重点推荐公司

中信证券。作为行业的龙头公司，中信证券各项业务开展的广度及深度均处于行业绝对领先地位；公司将充分享受新一轮资本市场改革开放所带来的政策红利；把握行业周期低点再度并购扩张将进一步完善公司在全国的业务布局，提高公司综合竞争力。

海通证券。作为行业龙头公司之一，公司资本实力雄厚，各项业务均衡，国际及融资租赁业务成为公司打造多元化收入结构的重要着力点；2019 年公司各项业务全面回暖，主要财务指标和业务指标继续排名行业前列，市场竞争力和合规风险管控能力进一步提升。

广发证券。2019 年公司加快传统业务转型步伐，积极培育中高端客户群，整体经营业绩快速回暖且保持行业领先地位；投行较为充足的业务储备将为公司 2020 年经营业绩实现持续改善奠定坚实的基础。目前公司 P/B 仅 1.1X 倍，头部券商最低，估值优势明显。

表 6: 重点公司估值

公司简称	总股本 /亿股	流通 股/亿 股	股价 (元, 11.22)	每股净资产(元)			EPS (19A Q3)	P/B(倍)			PE(19A Q3)	投资 评级
				2018A	2019E	2020E		2018A	2019E	2020E		
中信证券	121.17	98.15	21.49	12.64	13.33	13.78	0.87	1.27	1.61	1.56	20.7	增持
海通证券	115.02	80.92	13.86	10.25	10.82	11.17	0.64	0.86	1.28	1.24	17.7	增持
广发证券	76.21	59.19	13.27	11.16	11.91	12.61	0.74	1.14	1.11	1.05	17.4	增持

资料来源: Wind, 中原证券

5. 风险提示

1. 权益类及固收类二级市场行情转弱导致行业基本面无法得到持续改善;
2. 短期涨势过快、涨幅过大导致券商板块出现快速调整;
3. 资本市场各项改革的力度和进度不及预期。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。