

行业研究/年度策略

2019年11月27日

行业评级:

非银行金融 增持 (维持)
证券 II 增持 (维持)

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

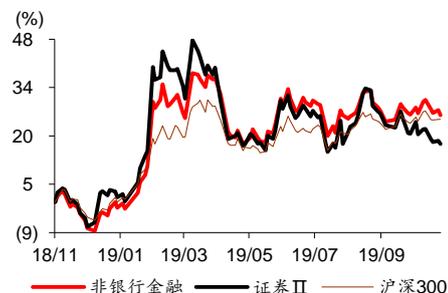
陶圣禹 执业证书编号: S0570518050002
研究员 021-28972217
taoshengyu@htsc.com

王可 021-38476725
联系人 wangke015604@htsc.com

相关研究

- 1 《非银行金融/银行: 行业周报 (第四十六周)》2019.11
- 2 《非银行金融: 健康保险扩容, 医保合作打开市场》2019.11
- 3 《非银行金融: 再融资超预期, 市场化再迈进》2019.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

市场新生态, 重构新模式

证券行业 2020 年投资策略

资本市场深化改革, 证券行业模式重塑

顶层定调金融供给侧改革, 资本市场战略地位前所未有的。监管引导下资本市场改革全面深化, 市场化、国际化、机构化是大势所驱, 将重塑市场新生态。券商行业是资本市场核心参与者, 市场变革将倒逼券商打破原有商业模式, 构筑生态圈模式。行业转型也是优胜劣汰的过程, 未来券商将走出差异化发展模式, 治理机制和战略定位优秀的券商有望突出重围。当前证券行业进入改革转型攻坚年, 业务升级将遵循轻重并举路线, 顺利转型的券商将享受估值从β向α跨越。推荐中信证券、招商证券、国泰君安。

资本市场: 深化改革, 重塑市场新生态

资本市场市场化、国际化、机构化大势所趋, 将重塑市场新生态。市场化多维推进, 制度市场化迈入“存量和增量共同改革”新阶段, 业务市场化迎来行业新一轮创新发展周期, 监管市场化遵循“稳健发展+扶优限劣”两大基调。国际化从“引进来”和“走出去”双轮推进, 外资券商进入受监管对外开放节奏和证券公司自身竞争力影响, 预计会在高附加值业务上对国内券商形成挤压。机构化趋势也将深刻影响A股市场生态, 监管积极引导中长期资金入市, 外资、保险资金、保障类基金、理财子公司、公募基金五大类机构资金入市可期, 将提高券商机构业务重要性。

模式重构: 升级重塑, 打造良性生态圈

当前证券行业商业模式转型升级步伐加速。追溯海外经验, 美国 1975 年佣金自由化倒逼投资银行业务探索创新业态。未来证券行业将由坐享红利到主动求变, 由牌照为王到实力为王, 由业务导向到客户导向, 由人力引擎到“人力+科技”双轮驱动。行业面临供给侧改革, 参考成熟市场高集中度和全能券商与精品券商差异竞争格局, 行业未来格局也进一步强化马太效应、培育差异化模式。券商破局需要自上而下优化治理机制, 明确以客户为导向的战略定位, 为顺利转型构筑基因。

业务升级: 轻重并举, 迎接转型攻坚年

当前证券行业已经进入改革转型攻坚年, 改革转型是挑战也是机遇。未来券商业务升级将遵循轻重并举路线: 财富管理、投资银行、资产管理等轻资产业务将驱动 ROA 提升; 融券业务、权益类投资、FICC、衍生品等重资产业务有望驱动权益乘数提升。我们认为, 顺利转型的券商有望实现 ROE 上行, 从而享受估值从β向α过渡的跨越。我们预计, 中性情况下 2020 年行业净利润同比增速 12%。当前价格对应的大券商 2020 年 PB 水平 1.1-1.6 倍左右, PE 15-19 倍。推荐中信证券、招商证券、国泰君安。

风险提示: 市场波动风险、利率风险、政策风险、技术风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
600030.SH	中信证券	21.52	买入	0.77	1.36	1.36	1.5	27.95	15.82	15.82	14.35
600999.SH	招商证券	16.65	买入	0.66	0.91	1.05	1.19	25.23	18.30	15.86	13.99
601211.SH	国泰君安	16.74	买入	0.77	1.00	1.20	1.35	21.74	16.74	13.95	12.40

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

资本市场：深化改革，重塑市场新生态	5
市场化：激发市场深层活力	5
制度：存量和增量共同改革	5
业务：新一轮创新发展开启	7
监管：稳健发展+扶优限劣	8
国际化：引进来和走出去双轮推进	8
引进来：开放是否将撼动格局？	8
走出去：券商国际化布局迈进	10
机构化：深刻影响 A 股市场生态	10
模式重构：升级重塑，打造良性生态圈	11
商业模式：模式转型升级步伐加速	11
格局分化：行业面临供给侧改革	11
公司破局：治理机制+战略定位	12
治理机制构筑内在基因	12
战略定位围绕客户导向	12
业务升级：轻重并举，迎接转型攻坚年	13
轻资产业务驱动 ROA 提升	13
财富管理：坚持“以资产驱动”模式	13
投行业务：实力和模式双赛道竞技	14
资管业务：深化主动管理模式转型	15
重资产业务驱动权益乘数提升	15
融券业务：关注政策及市场节奏	15
权益类投资：探索专业可持续发展	16
FICC：业务想象空间广阔	17
衍生产品：监管引导下稳健发展	17
风控实力强化是发展前提条件	17
中性情况下预计 2020 年行业净利润同比增速 12%	18
风险提示	20

图表目录

图表 1: 全文逻辑框架图	4
图表 2: 2019 年以来证券行业相关政策时间轴.....	5
图表 3: 1979-2018 年韩国上市公司总市值及占 GDP 比重.....	6
图表 4: 1979-2018 年韩国股市总交易额	6
图表 5: 1979-2018 年韩国股市走势及市盈率	6
图表 6: 1976-2018 年台湾上市公司总市值及占 GDP 比重.....	7
图表 7: 1976-2018 年台湾上市股票总交易额	7
图表 8: 2018 年以来资本市场引进来重要政策时间轴.....	8
图表 9: 各国（或地区）证券业开放（或关键）时点的确定及标志.....	9
图表 10: 1999-2018 年韩国外资券商净利润占比.....	9
图表 11: 2015-2018 代销金融产品收入占代理买卖证券业务净收入.....	13
图表 12: 2012-2019H1 投顾数量占从业人数比例.....	13
图表 13: 投行未来高阶竞争逻辑图	14
图表 14: 全业务链、全生命周期大投行生态圈	15
图表 15: 2014-2018 年高盛集团权益类投资收益率	16
图表 16: 2018 年末高盛集团权益类资产投资所属地区分布	16
图表 17: 行业盈利预测假设条件	19
图表 18: 证券行业盈利预测	19

顶层定调金融供给侧改革，资本市场战略地位前所未有。监管引导下资本市场改革全面深化，市场化、国际化、机构化是大势所驱，将重塑市场新生态。券商行业是资本市场核心参与者，市场变革将倒逼券商打破原有商业模式，构筑生态圈模式，也将带来转型战略机遇。行业转型也是优胜劣汰的过程，未来证券公司将走出差异化发展模式，治理机制和战略定位优秀的券商有望突出重围。当前证券行业已经进入改革转型攻坚年，业务升级将遵循轻重并举路线：财富管理、投资银行、资产管理等轻资产业务将驱动 ROA 提升；融券业务、权益类投资、FICC、衍生品等重资产业务有望驱动权益乘数提升。我们认为，顺利转型的券商有望最终实现 ROE 上行，从而享受估值从 β 向 α 过渡的跨越。

图表1：全文逻辑框架图



资料来源：华泰证券研究所

资本市场：深化改革，重塑市场新生态

市场化：激发市场深层活力

资本市场是对接培育新经济新产业的土壤，要实现资源高效配置必须建立市场化的制度。当前中国新旧动能转换，新经济产业崛起，开启金融市场和融资结构新周期。资本市场的核心职能是通过市场“看不见的手”，将资金高效率地配置给最优秀的企业，促进企业成长，再反哺股东。而市场化是资金有效、良性循环的必要土壤。资本市场改革遵循市场化方向，在制度、监管、券商业态等多维度实现市场化生态圈。

图表2：2019 年以来证券行业相关政策时间轴



资料来源：证监会，证券业协会，上交所，深交所，华泰证券研究所

制度：存量和增量共同改革

监管循序渐进推动基本制度深刻变革，后期增量经验与存量市场平稳嫁接将全面优化资本市场生态，政策红利仍值得期待。回溯 2019 年制度改革步伐，科创板打响市场化制度建设的第一枪，在上市标准、涨跌幅限制、做空机制、退市等基础制度方面充分向市场化机制靠拢。重大资产并购重组、再融资制度优化放宽、新三板改革政策陆续落地，创业板注册制改革传递积极信号，从多维度完善市场投融资功能。政策改革方向顺应市场化改革大趋势，修订力度和速度反映监管循序渐进推动改革的基调。

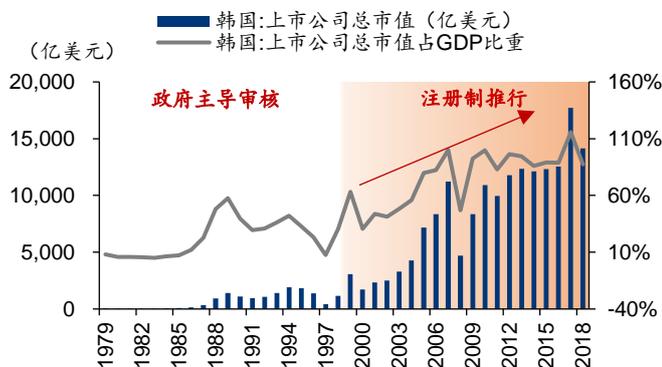
当前改革从“以增量带动存量发展”向“推动存量和增量共同改革”转变，未来将结合证券法修订，在存量板块发行承销、交易、信息披露和退市等基础制度改革将引入科创板经验。监管改革方向清晰、目标明确，科创板已有经验也将提供可参考措施，同时存量转型中也需要关注新老业务合理平稳过渡。市场全面深刻变革将从深层重塑市场投融资、交易活力，优化资本市场整体运行环境，倒逼券商培育适应市场化运行的专业实力，打造资本、定价、销售、协同、风控、科技六大核心竞争力。中长期看，我们坚信伴随直接融资大发展、多层次资本市场建设和市场化制度延伸，行业将迎来更高阶创新发展周期。改革赋予顺应资本市场改革、率先打造专业实力的券商以中长期价值。

借鉴发达市场经验，韩国和台湾均在间接融资主导的格局下，循序渐进推动资本市场注册制改革，并且迎来股票市场大发展。

韩国：1996 年韩国场外市场正式引入自动化交易系统，KOSDAQ 正式成立，改善中小企业和高科技企业融资环境，初期实行审核制。1998 年韩国为进一步激发资本市场活力，改变政府主导审核的股票发行模式，确立全市场股票发行注册制，实行证券发行审核与上市审核相分离的双审制，以交易所对发行人上市申请的实质审核为主。注册制推行后资本市场效率显著提升，上市公司总市值从 1997 年末的 419 亿美元上升至 2018 年末 14137 亿美元，占 GDP 比重从 7.5% 上升至 87%。注册制推行需要经历循序渐进改革深化过程。在注册制全面推行初期，市盈率指标较高，1998 和 1999 年末股市市盈率分别达 28 倍和

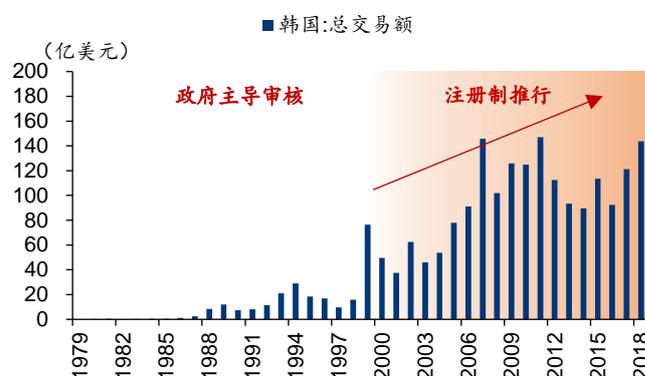
35 倍，后期伴随市场逐步成熟，市盈率指标逐渐回归均衡定价区间。同时市场充分竞争，通过优胜劣汰逐步筛选优质上市公司，吸引投资者资金入市，推动股市活跃度提升。韩国股市年成交额从 1997 年的 9.57 亿美元上升至 2018 年的 143 亿美元。

图表3： 1979-2018 年韩国上市公司总市值及占 GDP 比重



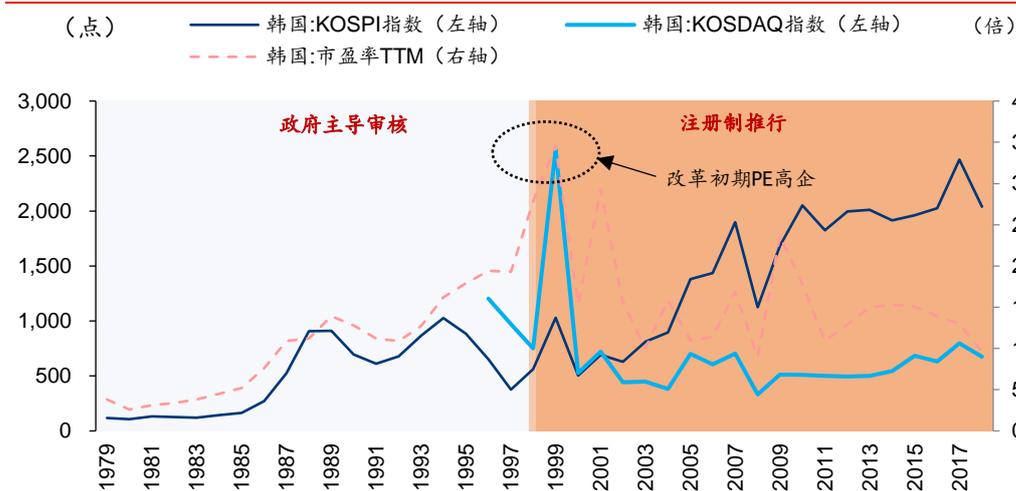
资料来源：世界银行，华泰证券研究所

图表4： 1979-2018 年韩国股市总交易额



资料来源：韩国央行，华泰证券研究所

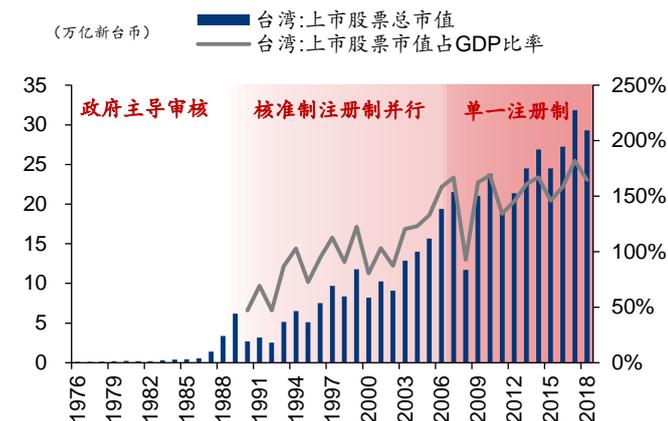
图表5： 1979-2018 年韩国股市走势及市盈率



资料来源：韩国央行，华泰证券研究所

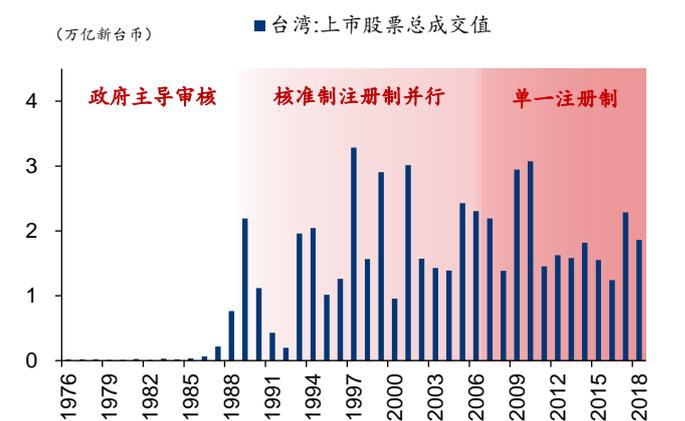
台湾：台湾资本市场注册制改革经历过两个阶段，循序渐进将注册制推进到全部市场。**第一个阶段是 1988 年-2005 年注册制和核准制并存时期。**1988 年以前，台湾发行制度推行核准制。20 世纪 80 年代初期，台湾推进经济自由化，要求减少政府干预，其中推进发行制度改革是重要组成。因此，台湾吸收美国和日本注册制经验，引入注册制，股票发行审核可选取采用核准制和注册制。注册制引入带来了股票市场繁荣发展，股票总市值从 1987 年末的 1.4 万亿新台币上升至 2005 年末 15.6 万亿新台币。股票市场流动性显著增强，成交额由 1987 年 0.2 万亿新台币上升至 2005 年 2.4 万亿新台币。**第二个阶段是 2006 年后注册制全面推行。**进入 21 世纪后，台湾经济自由化、法制化推行完善，资本市场发展成熟，因此 2006 年起监管将“核准制和注册制并存”过渡至“全面注册制”，助力资本市场改革深化。股票总市值进一步提升，2018 年末已达 29.3 万亿新台币，占 GDP 比例达 164%。这一阶段资本市场整体发展已较为成熟，注册制全面推开后，市场保持平稳运行。

图表6： 1976-2018 年台湾上市公司总市值及占 GDP 比重



资料来源：台湾统计局，华泰证券研究所

图表7： 1976-2018 年台湾上市股票总交易额



资料来源：台湾统计局，华泰证券研究所

业务：新一轮创新发展开启

当前，行业已经进入新一轮创新发展周期，监管自上而下引导创新和头部券商创新并进：

一方面，衍生品扩容、多空机制完善、外汇牌照试点等监管资质如期而至，为业务增量开拓奠定制度基础。2019 年多项创新牌照落地，均助力资本市场功能有效发挥，也将驱动券商向高端业务模式转型、开拓新盈利点：第一，监管落实科创板转融通机制和公募基金参与转融通证券出借制度。根据上交所统计，自 2019 年 7 月科创板开市以来，科创板融券余额最高曾达 31.8 亿元，占全市场融券比例最高曾达 25.9%。第二，外管局批准中信证券、华泰证券和招商证券 3 家证券公司结售汇业务试点资格，券商突破 FICC 业务发展最后一块牌照壁垒。参照海外投行经验，美国投行 FICC 作为机构业务、重资本业务重要链条，对投资银行营业收入贡献占比较高。券商能否把握政策机遇，分羹 FICC 市场，将取决于其综合实力打造。第三，证监会宣布正式启动扩大股票股指期货期权试点工作，批准上交所和深交所沪深 300ETF 期权合约、中金所上市沪深 300 股指期货期权。股指期货扩容将为券商带来期权经纪、做市价差、自营投资等多项增量收入。

另一方面，头部券商引领创新发展浪潮。促进头部券商发展，符合监管“扶优限劣”思路，在业务资质上向头部券商倾斜。同时，头部券商在人才、交易、产品创设、销售渠道等多方面显著领跑，积极利用现有资质拓展规模、开拓创新模式，以市场化经营方式持续夯实创新能力。

回溯历史，券商行业在历经两次创新大会后，创新业务均迅速扩展，也成为券商收入增长重要驱动。在 2019 年，创新业务种类拓展速度明显加快，释放转型发展新信号。但是创新业务是否能够做大做强，决定了创新牌照是否能够最终驱动券商估值和收入提升。市场需要关注两大因素：一是业务是否具有做大基础。历史上融资融券、股票质押、股权投资业务均经历牌照放开后规模快速增长历程。从需求角度看，伴随资本市场成熟度提升、外资持续进入，境内投资者需要创新产品满足多样化投资策略；从供给端看，监管后续多次出台配套政策为业务发展注入多次催化剂，券商开辟新业务增量需求、优秀的业务回报、持续夯实的资本实力是业务发展动力源泉。我们认为 FICC、融券、衍生品从供求角度看均符合大发展逻辑，中长期看均具有做大做强的基础，将为券商贡献业绩新增量。二是业务是否能够在风险可控的前提下稳健增长。2018 年股票质押风险集聚升级的历史经验教训，说明业务能够实现稳健长远发展，需要与业务相匹配的风控实力。风控实力将成为券商业务种类和规模拓展的关键性要素。

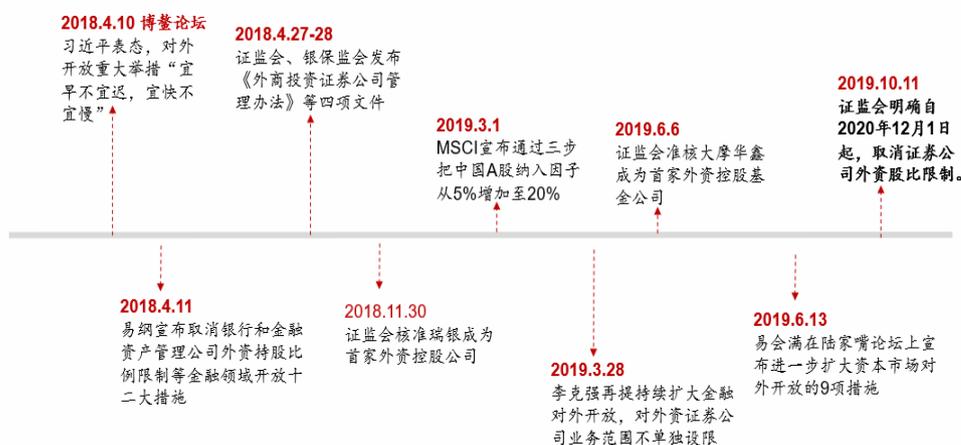
监管：稳健发展+扶优限劣

行业监管框架多维完善，“引导稳健发展”和“扶优限劣”两大监管思路将重塑行业良性竞争格局。2019 年监管持续完善行业监管框架，股权管理、流动性支持管理、风控指标修订陆续出台，整体遵循引导行业“稳健发展”和“扶优限劣”两大监管思路，将重塑行业格局、助力良性竞争。股权管理明确分类管理安排，优化股东治理机制，将重塑证券行业竞争格局，并优化规范股东治理机制。流动性支持管理规定从制度层面建立证券行业流动性支持长效机制，同时强化约束倒逼券商夯实风控能力。风控指标修订通过逆周期调节机制，引导券商在严控风险前提下有序进行重资产业务和创新业态开拓，打造更完善的风险控制体系。同时，行业优胜劣汰初现端倪，并购整合和撤销业务事件也为拘泥于传统经营模式的券商提出警示，倒逼加快转型步伐。未来监管框架持续完善和市场化，为行业迈入长期良性发展轨道奠定基础。同时在监管扶优限劣和市场化改革的背景下，未来大型优质券商将把握行业发展先机率先转型，行业马太效应有望强化。

国际化：引进来和走出去双轮推进

引进来：开放是否将撼动格局？

图表8：2018 年以来资本市场引进来重要政策时间轴



资料来源：证监会，新华社，MSCI 官网，银保监会，华泰证券研究所

引进来包括海外资金进入 A 股市场和外资进入证券行业两大方向：

一方面，A 股国际化持续推进。重要国际指数将 A 股和债市纳入、沪深港通每日额度扩大 4 倍、取消 QDII 和 RQFII 投资额度限制、沪伦通正式启动，均有望为境内市场引入增量资金，助力市场国际化的不断深入。境外资金流入将有助于优化投资者结构、引导价值投资，对促进资本市场健康发展发挥了积极作用。

另一方面，证券行业对外开放是资本市场对外开放的重要组成部分。我国证券行业开放在资本市场引导下平稳进行。2018 年以来，金融行业对外开放步伐整体加快，证券行业是对外开放过程中的先行者，目前已有 3 家获批外资控股券商（UBS、Nomura、JP Morgan），新设合资券商也初现端倪，2020 年 12 月 1 日起监管将正式放开证券公司外资股比限制，预计外资参控股或全资券商有望出现。外资全资和控股券商将摆脱过去因表决权有限而对经营管控制度较低的影响，或将投入更大资源开拓市场，行业将迈入与高端竞技新阶段。

外资进入是否将撼动境内证券行业格局？如何在开放中保持并提升境内券商竞争力？是产业发展和二级投资均需要考虑的问题。结合海外市场发展经验，我们认为资本开放过程中证券行业的竞争格局是否会被撼动，一方面受监管对证券业开放节奏影响，另一方面受当地证券行业自身竞争力影响。

开放政策的松紧与开放速度的快慢对行业格局变化具有决定性的影响。日本、韩国和台湾在开放政策方面非常严格，开放速度方面相对较慢，直到目前其开放程度仍然有限，因此始终维持内资券商主导的竞争格局；而开放政策宽松且速度很快的泰国和创立之初就实行开放政策的香港则呈现出明显的外资券商主导的竞争格局。**开放过程中监管对境内券商的保护也为内资券商循序渐近过渡提供保障。**以日本为例，日本政府在开放证券业方面严格遵循与经济发展相协调、渐进式的保护原则。在改革过程中，外国证券公司进入本国市场的限制性政策和措施相对较多，对国内证券机构采取政策倾斜，其目的是为日本国内证券机构的发展及迎接外资证券机构的挑战赢得宝贵的时间。但是监管需要平衡保护措施和机构在市场化竞争中专业实力的构筑，培育出具有国际竞争力的龙头券商，引导高阶竞争。

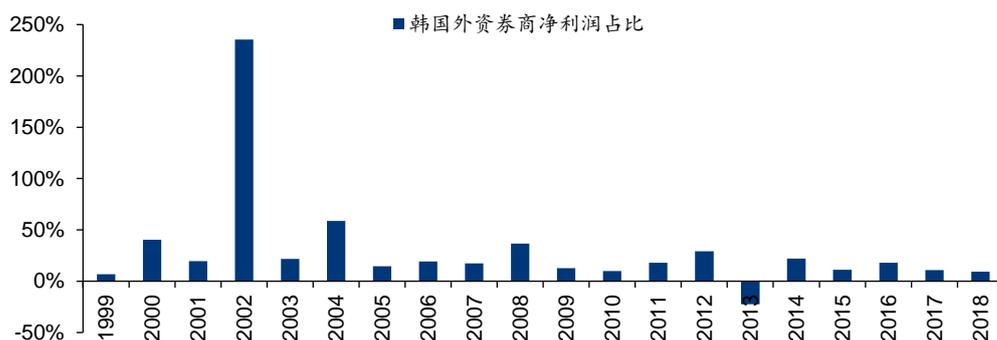
图表9： 各国（或地区）证券业开放（或关键）时点的确定及标志

	美国	日本	韩国	台湾	泰国	香港
准入时间	1977	1971	1990	1988	1998	1986
准入标志	外国证券公司获准成为纽约股票交易所会员	外国证券公司可以在日本从事证券业务	允许外资证券公司在韩国建立分公司或合资证券公司	允许外资证券公司投资当地证券公司并参与管理	对证券代理业务进一步放开，允许外商在 10 年内拥有控股权	属于天然开放的证券市场，我们取香港联交所成立时间为关键时点
标志性法规或文件	-	颁布《外国证券公司法》	“向外国证券公司开放的指导纲领”	修订后的《证券法》	修改后的《外商经营法》（FBA）	-

资料来源：SEC，美国证券业及金融市场协会（SIMFA），日本证监会（JSDA），韩国金融投资协会(KOFIA)，台湾金融监督管理委员会，泰国证券交易委员会，香港证监会，华泰证券研究所

证券公司自身竞争力是开放后格局重要影响要素。考察日本、韩国及台湾等以内资券商主导市场的国家(地区)，可以发现行业集中度与证券公司的竞争力存在着明显的关联性。行业集中度高的日本拥有竞争力强大的国际性券商，龙头券商具有可与外资投行竞争的實力。韩国与台湾的券商集中度在开放前相对较低，未形成能够领导行业专业竞争的头部券商，整体竞争力相对要弱。诸如，根据韩国 FISIS（金融数据信息系统）统计，韩国在证券行业对外开放后，外资券商净利润占比曾达到 40% 以上，直至金融危机后外资投行收缩国际布局后占比才回落。我们认为当地证券公司自身的竞争力越强，行业开放后整体的竞争格局越不易被撼动。

图表10： 1999-2018 年韩国外资券商净利润占比



资料来源：韩国 FISIS（金融数据信息系统），华泰证券研究所

外资专注高附加值业务，预计在财富管理、衍生品、并购重组高端业务上将对国内券商形成挤压。从日本和韩国市场开放经验看，随着资本项下自由兑换、外资投资机构准入门槛降低、金融工具日益丰富和完善，外资的全球视野、全球化标准化交易和清算系统、全球丰富的产品链，在机构投资和高净值个人财富管理方面具有竞争力，将自上而下对国内券商形成业务挤压。以韩国为例，外资券商进入后，在交易佣金、衍生品和并购重组等收入占比较高，根据韩国 FISIS（金融数据信息系统）统计，前三项收入市占率最高分别曾达 17%、20% 和 71%（剔除内资券商亏损，市占率超过 100% 的异常情况）。未来，在我国证券行业对外开放进程中，外资投行在开放初期将对高净值客户财富管理、并购重组、衍生品等外资投行已构筑业务产生影响；在衍生品、FICC 等创新业务方面，外资虽具有成熟专业优势，但因牌照和市场工具尚未完善，短期影响尚具不确定性，但伴随市场改革深化长期将产生显著影响。

走出去：券商国际化布局迈进

券商走出去步伐加快、形式多样。伴随着中国客户海外服务需求提升及人民币国际化推进，境内券商走出去步伐加快，通过获取境外证券市场牌照、发行全球存托凭证（GDR）、收购境外公司股权、增资境外子公司等方式进行国际化布局。此外，券商还积极通过在境外市场发行上市，以及获得国际评级，提升国际市场影响力。目前，境内券商已整体形成了“立足香港桥头堡，布局亚太、辐射全球”的国际化业务格局。

机构化：深刻影响 A 股市场生态

资本市场机构化，将深刻影响 A 股市场生态。我们基于以下两方面判断市场机构化是大势所驱：

一是监管积极引导中长期资金入市。监管多次提出引导长期资金入市，证监会于 2019 年 10 月 21 日就引导更多中长期资金入市听取意见建议，并提出未来将从三方面着手，释放积极信号：1) 增强权益产品吸引力。2) 推动放宽中长期资金入市比例和范围，研究完善引导资金长期投资的相关政策。3) 提升交易便利性和效率，降低交易成本。

二是多元机构资金入市值得期待。未来 A 股市场的主要增量机构投资者资金来源包括五大方面：一是外资，受益于资本市场对外开放继续深化，外资持股比例上限存在放宽的可能、QFII 和 RQFII 等制度有望继续完善，同时横向比较+纵向比较下，A 股具有较强的估值吸引力；二是保险资金，受益于监管层多次指出鼓励保险资金增持上市公司股票，保险公司权益类资产监管比例有望提高；三是保障类基金（社保基金、养老金、企业年金、职业年金等），受益于社保基金等中长期资金权益类投资占比提升、个人税收递延型商业养老保险投资公募基金试点落地、职业年金和养老金陆续到账投资等；四是商业银行理财子公司资金，受益于商业银行理财子公司陆续成立开业运营；五是公募基金，受益于居民资产配置的调整、地产等投资回报率下行，有望带来居民部门资金通过配置公募基金入市。

资本市场机构化将提高券商机构业务重要性。一方面，伴随机构投资者增加，对券商机构业务服务需求也将进一步提升。同时，券商可以在传统的经纪业务之外，针对专业投资者提供包括研究、销售、融资、投资等一系列的综合金融服务，扩张业务空间，提升盈利能力。另一方面，机构投资者对市场变化和运行规律的影响将更加深刻，对券商专业实力提出更高要求。专业投资者对于市场的理解更为客观，投资决策更多的基于基本面研究与分析，也将倒逼券商提升专业服务能力。

模式重构：升级重塑，打造良性生态圈

商业模式：模式转型升级步伐加速

证券行业商业模式转型升级步伐加速。当前，传统业务饱和导致依赖牌照红利的商业模式面临瓶颈；同时资本市场市场化、国际化、机构化深化变革，均对券商专业能力提出更高要求。证券行业转型升级步伐加速，由坐享红利到主动求变，打造差异化竞争格局；由牌照为王到实力为王，专业能力和资源禀赋是竞争核心；由业务导向到客户导向，打造以客户为中心的金融生态圈；由人力引擎到“人力+科技”双轮驱动，fintech 驱动效能提升。

追溯成熟市场发展经验，美国 1975 年佣金自由化倒逼投资银行业务探索创新业态。1975 年美国正式实现经纪业务佣金自由化，通道业务承压、压缩盈利空间、加剧竞争态势，根据美国证券业及金融市场协会（SIMFA）统计，投行经纪业务收入贡献占比由实现佣金自由化前的超过 50%，不断下滑至 80 年代的 40% 以下，倒逼美国投资银行开拓增量创新。投行创新发展可分为 2 个周期：**第一阶段是 1975-80 年代**，创新发展正式起航。大型投行将转型的重点放在机构客户上，凭借资本中介业务（尤其是回购协议）、FICC 业务线等创新业务，用资产负债表服务客户；并且，投行开发垃圾债券、过桥贷款等创新金融工具，为企业杠杆收购服务。而折扣券商抓住价格敏感型零售客户痛点，通过低佣策略快速占领零售经纪市场。**第二阶段是 90 年代-2007 年**，衍生品快速创新发展，根据美国证券业及金融市场协会（SIMFA）统计，其他业务收入占比提升至 40% 以上。主经纪商业务、FICC 业务快速发展提升投行交易实力。**2008 年金融危机后**，投行压缩杠杆重回稳健发展轨道。

格局分化：行业面临供给侧改革

成熟市场形成高度集中的证券业格局，中国证券行业面临供给侧改革。根据 SIMFA 统计，2018 年美国证券行业营业收入前三名高盛、摩根士丹利和嘉信理财，合计占比行业营收比例 63%；根据日本证监会统计，日本证券业野村证券、大和证券和日兴证券三家寡头垄断，2018 年合计占比日本证券业营业收入比例 59%。根据中国证券业协会统计，当前中国证券行业受模式同质化影响，行业格局相对分散，2018 年末营业收入前三名占行业比例仅 32%。我们认为，中国证券行业面临供给侧改革：第一，监管彰显“扶优限劣”政策基调，明确差异化分类管理安排；第二，头部券商在投行转型、财富管理、FICC 和衍生品等创新业务上将把握先机。当前，行业并购整合和中小券商优胜劣汰已初现端倪，行业最终有望形成与美国和日本相似的寡头格局。

行业格局分化重塑，券商需要明确定位和特色，选择合适的经营模式。参考成熟市场经验，美国投行在佣金自由化后，大型券商和中小券商根据自身资源禀赋探索差异化发展破局，均开辟出成功发展道路。大型全能型投资银行高度倚重机构业务，围绕机构客户需求发展机构交易业务。高盛、摩根士丹利是典型代表。更多中小型投资银行选择专业化和特色化经营的路线，部分券商也凭借专业化经营，均在各自经营的领域形成独特的竞争力。如拉扎德凭借在并购重组领域专业优势提供精品投行服务，折扣券商嘉信理财以低佣金扩大零售户基础，探索转型财富管理性模式。**未来，国内大型券商将加速向全能型投行迈进。**大型券商将加速探索“以业务为导向”向“以客户为导向”转型，协同各部门资源，打造以融资业务、财富管理及资产管理、产业资源整合为核心的生态圈，实现全产业链协同和价值延伸。**中小券商探索特色化、专业化的精品券商之路。**中小券商资本和业务实力较为弱势，在行业竞争格局中将根据自身股东资源、特色业务等优势，制定精准品牌定位，争夺细分市场。

公司破局：治理机制+战略定位

治理机制构筑内在基因

治理机制是公司经营管理的内核，决定着公司治理方式的有效性，对公司的经营和发展具有长远影响。治理机制作为保证公司健康发展、增强成长的根本力量，在改革浪潮中必将率先优化革新。

借鉴美国经验，优秀的治理机制是助力美国券商逐步壮大的重要力量源泉。整体看，美国投行治理机制具有四大特征：第一，股权结构均衡灵活，集中度偏低，机构投资者主导背景下持股比例被较大分散。第二，股东资本属性呈现多元化，广泛来源于多样化社会资金。第三，管理层实力强劲，具备前瞻的战略部署和扎实的战术能力，在发展历程中不乏管理层改革创新、带领公司走向巅峰的案例，例如70年代兼并收购部的弗里曼德带领高盛成为市场中反恶意收购的核心力量，帮助高盛迈上世界级投资银行的新台阶。第四，股权激励和合伙人制度为主的长期激励，叠加薪酬短期激励模式完善，例如高盛就凭借大力度的股权激励和独特的合伙人机制，对员工形成显著激励。

当前，国内券商治理机制仍在逐步探索完善。整体看，股权相对集中、仍在演变；股东资本属性以国有股东控股为主，混合所有制改革初现端倪；管理层实力较为强劲，具有强烈改革意愿和战略战术能力的领导层，成功为公司把握发展机遇；长期激励机制初探，积极试水员工持股和股权激励。未来，资本市场改革也将需要券商治理机制率先优化革新，成为保证公司健康发展、增强成长的根本力量。我们判断，未来中国证券公司治理机制或将呈现以下态势：股权结构更趋灵活合理、股东身份更趋多元、管理层实力更受重视、激励方式更趋多样。

战略定位围绕客户导向

当前国内证券公司组织架构主要以“业务导向”为主，无法有效提供一揽子综合金融服务，互联网快速发展下长尾特征明显。国内券商的组织架构以业务驱动型为主，产品体系的架构、业务流程、组织体系和服务模式围绕业务驱动展开。在完全竞争市场格局下，以产品为中心的组织架构设计是难以有效满足不断增长、灵活多样且动态的客户需求。因为并未从客户需求出发，因此一方面产品缺乏定制，另一方面无法有效提供一揽子综合金融服务。同时互联网的快速发展促使客户资产呈碎片化，券商客户服务模式也随之呈现离散化现象，客户长尾化特征越来越突出。

客户导向的业务协同模式探索开启，但转型仍面临难点。当前，券商各业务间虽开启协同探索，但在过去长期相互割裂、协同机制尚未建设完善、利益分配机制存在分歧背景下，成功实现从“以业务为导向”向“以客户为导向”的战略转型成功经验相对较少。

券商需自上而下构筑以客户为导向的业务体系，通过平台化建设和业务协同，打造大投行生态圈。市场制度改革将推动资本市场深化发展、激发企业金融需求背景下，投资银行将加速探索“以业务为导向”向“以客户为导向”转型，协同各部门资源，打造以融资业务、财富管理及资产管理、产业资源整合为核心的“大投行生态圈”，实现全产业链协同和价值延伸。

业务升级：轻重并举，迎接转型攻坚年

证券行业已经进入改革转型攻坚年。当前海外券商推行零佣金模式释放信号，国内券商经纪业务在监管佣金底线不存在零佣金压力，但佣金率下滑大势所趋、交易型客户主导的模式将使盈利空间承受长期持续下滑压力；资本市场增量和存量改革并进，投行业务亟待全面转变传统通道业务模式；股票质押前期开展粗放，叠加经济下行压力、减持新规限制和券商处置手段有限，风险较多淤积于券商内部，妥善化解仍需周期；大资管统一协调监管下券商资管去通道方向明确，存量化解过渡期已进入倒计时。外部环境变化与自身发展短板下，券商业务模式已进入不得不转型的改革攻坚年。

改革转型是挑战也是机遇，能够顺利转型的券商将享受估值从 β 向 α 过渡的跨越提升。当前券商业务趋同性仍较为严重，与市场关联度高的经纪业务和自营投资收入占比高，导致板块 β 属性仍较为突出。当前资本市场改革倒逼行业加快转型升级，证券公司的竞争模式从通道业务向现代化投行转变，高阶转型通过驱动 ROE 稳定上行，赋予部分顺利转型的券商以 α 溢价。

明确有望实现重点突破的业务，并由此筛选具备转型实力和率先开启转型的优质券商，有望挖掘券商价值投资机会。根据 $ROE=ROA \times$ 权益乘数的细化拆解，ROA 和权益乘数上行均驱动估值提升。其中，ROA 提升主要依赖于轻资产业务，权益乘数提升则依赖于券商提升杠杆的能力。因此，可从两大维度挖掘有望实现高阶转型发展的关键业务：

轻资产业务驱动 ROA 提升

ROA 提升主要依赖于轻资产业务转型升级，我们认为券商财富管理、投资银行业务高阶转型是现阶段驱动 ROA 上行的关键业务。

财富管理：坚持“以资产驱动”模式

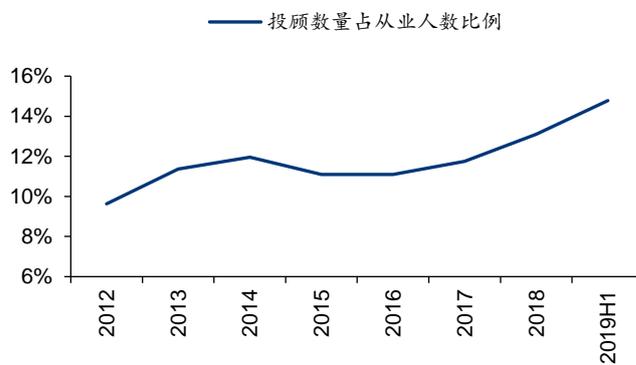
券商财富管理转型初级阶段显现一定阶段性成效。在客户端，券商由交易型主导，向探索交易型、理财型、配置型均衡发展转变，代表财富管理，行业代销金融产品净收入占经纪净收入比例从 2015 年的 2.49% 上升至 2018 年的 9.76%。在投顾端，投资顾问数量逆证券从业人员数量趋势上升，投资顾问数量占从业人员比例从 2015 年的 11.1% 上升至 2019H1 末的 14.8%；投资顾问绩效考核由以交易量为主，向涵盖资产规模、销售规模以及综合金融服务收入增量创收转变。在渠道端，券商加快金融科技投入布局线上渠道，部分券商通过组织架构调整设立线下专门获客团队。

图表 11：2015-2018 代销金融产品收入占代理买卖证券业务净收入



资料来源：证券业协会，华泰证券研究所

图表 12：2012-2019H1 投顾数量占从业人数比例



资料来源：证券业协会，华泰证券研究所

财富管理转型面临现实困境。第一是券商财富管理尚无法实现“代客理财”，盈利模式尚不明朗。国内券商缺失客户账户管理功能，无法进行“代客理财”。而海外成熟财富管理模式以收取管理费为主，根据嘉信理财年报，其财富管理业务收入中六成来自管理费收入。因此，当前券商无法直接适用海外成熟模式，限制收入快速增长。而当前公募基金试点买方投顾模式，允许“代客理财”模式并收取管理费，享受显著资质优势，将对券商财富管理

理形成直接冲击。第二是在大财富管理市场中面临银行私人银行、公募基金竞争，在中高净值客户财富管理服务上起步较晚。**第三**是投顾培养体系尚未建立完善，缺乏具备丰富实战经验的高素质投顾。**第四**产品供给体系尚不完善，自有主动管理产品数量和规模较小，产品创设能力有待提升。

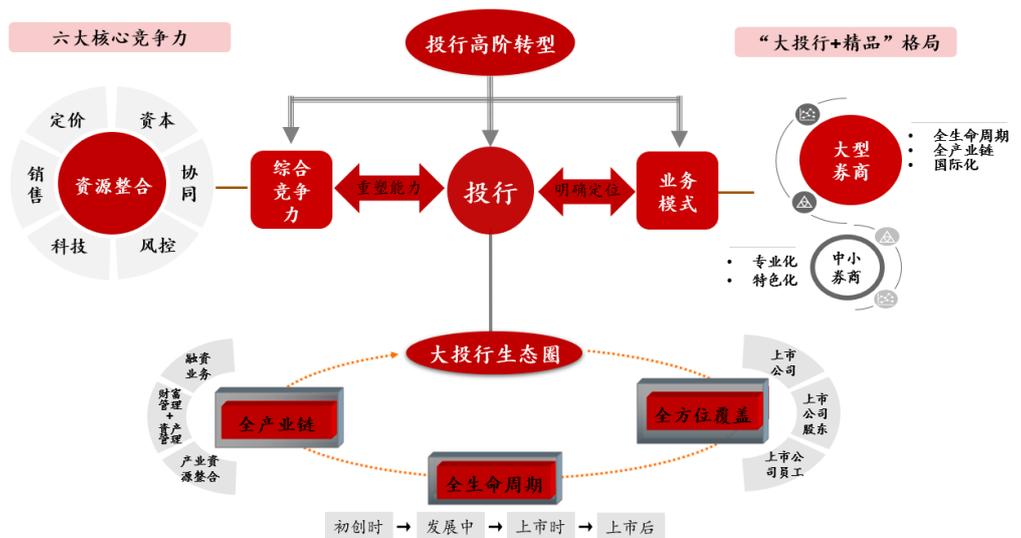
未来需要监管配套政策优化和券商模式重塑双管齐下。一方面，若配套政策能够优化支持，有望奠定券商财富管理模式重塑的重要政策基础。另一方面，券商需要认识到本土财富管理需求旺盛增长和大财富管理竞争日趋激烈的行业趋势，把握业务升级时间窗口，**实现推动“以交易及销售为主”的模式向“以资产驱动为主”模式转换。**券商需要积极把握监管政策信号，发挥在投资研究、产品创设、资本市场经验、综合业务服务等方面的比较优势，构筑线上线下一体化财富管理模式。**财富管理转型对券商产品、人才、渠道、研究、科技等多方面综合实力提出更高要求，并非所有券商均有充足的资源禀赋成功转型，行业有望形成差异化竞争格局。**

投行业务：实力和模式双赛道竞技

科创板引领资本市场市场化改革，股权融资迎来关键突破，再融资、债权融资和并购重组协同发展。科创板试点注册制下，市场将成为项目筛选和资源配置的主体，监管对新股发行节奏扰动将削弱，股票注册审核的时间也将缩短，从而提升股票发行效率，推动股权融资占比显著提升。同时，新股发行市场化机制改革，也有望为再融资、债权融资和并购重组等制度提供宝贵经验。未来，再融资政策边际优化、债券市场稳健发展、并购重组市场化改革政策成效显著，也将助力投行多元化业务提质增效。

未来，券商投行将开启实力和模式双赛道竞技。投行将进一步夯实资本实力，并全方位重塑定价、销售、资源整合、风控、科技等综合业务能力。大型券商和中小券商将采取差异化竞争模式。大型券商将深化全产业链模式转型，构建以股权融资、并购咨询、资产证券化、项目融资、风险投资为核心的“大投行”运作模式，延长业务链条、拓展服务周期，为客户提供全面综合的金融服务解决方案。中小券商将探索特色化、专业化的精品券商之路，在产品、客户、区域和渠道方面构筑独树一帜的特色，开辟与大型券商差异化的发展路径。

图表13： 投行未来高阶竞争逻辑图



资料来源：华泰证券研究所

图表14： 全业务链、全生命周期大投行生态圈



资料来源：华泰证券研究所

资管业务：深化主动管理模式转型

资管新规过渡期节点临近，构筑主动管理、产品创新和模式创新的差异化优势。2018 年资管新规和券商资管业务配套细则相继落地，破刚兑、去通道、去嵌套全面推开，引导资管业务持续向主动管理等内涵式增长方向转型。

伴随资管新规过渡期节点的临近及刚性兑付等的打破，券商将加快培养主动管理能力、构筑定制化创新产品线等打造差异化优势。券商资管正在从模式和业务上寻求突破，加快主动管理转型。资管新规下，券商资管将由过去依靠牌照红利的成长模式，逐步过渡到以市场竞争为主导的业务轨道，并加快打造主动管理能力。未来，券商资管优势将体现于与券商全业务链协同上，探寻与研究、经纪、投行、资本中介、衍生品等业务协作。**投资方面**，券商可投资产类型较广，能协同投行、直投等业务获取项目资源，拥有跨越一、二级的投向优势。且可以依赖券商投研能力进行价值研判、设计出多策略资管产品。**资金端方面**，券商可借助经纪业务增强客户粘性，产品门槛不高，能够覆盖的潜在客户较多。**产品端方面**，券商可利用在 FICC 业务和相关衍生品方面的已有优势，并协同资本中介业务合理配置杠杆，提高多元化产品创新能力。此外，部分券商还将发力 ABS、RETIS 等创新品种，均有望开辟盈利增长点。

重资产业务驱动权益乘数提升

重资产业务创新发展是驱动权益乘数有效提升的驱动因素之一，若券商能够恰当把握重资产创新业务发展机遇，并相应提升资产负债表运用能力，有望通过驱动权益乘数实现 ROE 水平提升。

融券业务：关注政策及市场节奏

科创板转融通制度优化开启融券新机遇。科创板优化转融通制度设计，明确公募基金、社保基金、保险资金等机构投资者均可向中证金融出借证券，并进一步出借给证券公司用于融券出借，扩大证券出借券源、提升融券效率。科创板融券自开板以来规模稳步扩张，根据 Wind 统计，科创板融券规模从首日 7.97 亿元最高曾上升至 31.8 亿元，占 A 股全市场融券比例从首日 8.1% 最高曾上升至 25.9%，反映出在多空机制完善、充分遵循市场化的板块中，投资者对融券业务需求可观。

融券贡献利息收入，是成熟市场投行重要收入来源。从美国经验看，1950 年以来融券业务受到政策、市场、资金、技术、产品等多方面因素影响，监管允许机构出借证券、对冲基金崛起、多空交易策略演化、数学模型广泛应用、衍生品创新、股票市场波动等多因素驱动业务规模快速上涨。同时，融券发展也催生券商 PB 业务（Prime Brokerage，主经纪商）快速发展，根据 SIMFA 统计，融券利息收入占投行 PB 业务收入比例曾高达 70%。

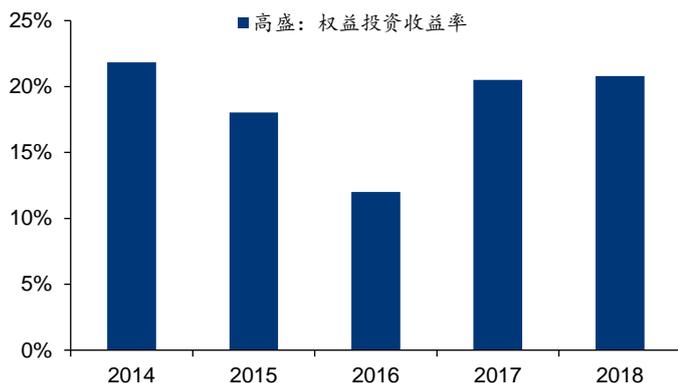
未来融券发展有望成为券商资本中介业务重要突破，需密切关注监管政策节奏和市场整体环境。做空机制是实现市场价格发现的有效工具，能够提升资本市场运行韧性，为投资者提供有效避险工具，并在一定程度上放大证券需求。多空机制完善是资本市场发展中长期必然趋势。参考美国经验，融券业务发展需要政策、市场需求、技术条件等多方面要素匹配，未来发展需要积极把握政策及市场信号。券商可率先通过打造领先的券源融通平台、做大券池规模、汇聚交易型客户集群，构筑先发优势。

权益类投资：探索专业可持续发展

二级市场权益类投资探索可持续发展的业务体系。自营二级市场权益类投资受市场方向性波动的影响较大，且 IFRS9 准则全面实施后进一步放大自营业务波动，是导致券商业绩随市场高波动的重要因素之一。成熟市场投行业绩也受到权益类投资显著影响，高盛权益类投资近五年来收益率均保持在 10%-25% 区间内。其利用多元化全球配置、发挥企业机构客户优势推荐优质项目、注重长期投资、执行风险分散等投资特征，均助力其获得稳健可观的权益投资收益。

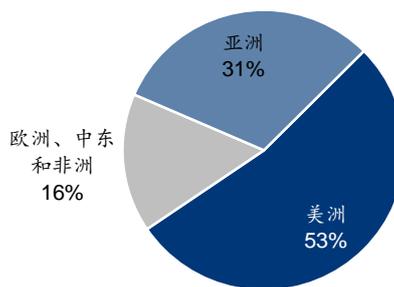
未来，券商二级市场权益类投资要从模式、策略与研究、基础平台和风控体系等多方面强化：第一，确立以交易为核心的全新业务模式和流程。第二，丰富多策略池，深化产业链研究与跟踪，挖掘市场运行规律，捕捉交易机会，建立可持续发展的投资业务体系。第三，加速大数据平台建设，扎实完成框架搭建和底层建设。第四，健全全方位市场监控体系。

图表15： 2014-2018 年高盛集团权益类投资收益率



注：权益投资收益率=股权投资收入/股权投资规模
资料来源：公司年报，华泰证券研究所

图表16： 2018 年末高盛集团权益类资产投资所属地区分布



资料来源：公司年报，华泰证券研究所

一级市场股权投资在监管引导下向两类独立的专业规范经营方向发展。券商股权投资将通过两类独立机构开展，私募股权投资基金对外募资投资，另类投资子公司以券商自有资本金投资。当前中金、中信等券商凭借投行、研究、风控、运营基础、政府及客户信贷等优势，保持优势地位。未来券商股权投资将从以下方面发力：**从投资方向上看**，券商股权投资将有望把握产业和资本市场改革机遇，或将加强重点行业聚焦和深耕，并探索新兴产业和高端产业前瞻性布局。**从资金募集上看**，私募股权投资基金公司需要多渠道募资，以品牌价值吸引多元机构渠道资金和政府引导基金。**从模式及实力上看**，需要发挥券商综合金融业务协同优势。券商尤其是头部券商将借助全产业链大投行模式，加强与研究、投行、资本中介、销售交易等业务协同。**从人才资源上看**，需持续引入专业人才并给予市场化激励机制。券商将有望从投行、研究、风控等部门筛选具有长期专业经验的人员向私募子公司输送。同时，市场化激励机制将充分激发人员活力。

FICC：业务想象空间广阔

2019年9月5日，外汇管理局批准中信证券、华泰证券和招商证券等3家证券公司结售汇业务试点资格，可开展自身及代客即期结售汇业务、在银行间外汇市场开展人民币对外汇即期和衍生产品交易。券商外汇牌照试点打破过去券商FICC业务资质最后一道限制门槛，赋予业务发展想象空间。参考海外经验，美国投行FICC业务收入占比高，境内券商业务资质齐全后未来有望实现业务稳步拓展。

国内券商业务起步较晚，未来头部券商有望有序拓展业务范围和业务规模，依靠风险管理能力进军高端业务领域。业务发展需要理顺组织架构、培育综合实力。从组织架构上看，当前券商已围绕业务种类和资产种类设计两大类FICC业务条线架构，并结合海外投行经验持续优化完善。从综合实力上看，FICC业务种类复杂，对资本实力、业务资质、研究、风险定价、产品创设、销售能力、信息技术、风险控制等多方面综合实力要求高。券商未来将完善交易策略库、拓展做市品种、丰富做市手段、完善数据库及模型开放，提供聚焦头部客户风险管理需求的综合服务。

衍生品：监管引导下稳健发展

衍生品是机构服务的核心能力之一，国内券商衍生品业务在监管引导下稳健发展，未来有望成为重要盈利增量。参照成熟市场发展经验，20世纪90年代美国金融衍生品交易的兴起，助力投资银行收入持续增长。当前，监管稳步引导衍生品业务发展，推出股指期货新品种、推出信用衍生品、多次松绑股指期货、完善场外期权监管。未来，国内衍生品产品丰富、规模拓展和较高的盈利水平，将为券商开辟重要的盈利增长点。此外，部分券商还将利用衍生品开拓多元化投资策略和进行风险对冲，从而获得稳定可持续的业绩回报。

监管稳步拓展衍生品创新同时，券商自身在现有衍生品品种基础上，也需积极发挥主动性，通过加强市场研判、优化策略、发挥交易系统优势、利用境内外资源，构筑产品设计、产品定价和风险对冲能力。最终实现深度对接集团机构服务体系，创新机构客户一揽子综合金融需求解决方案。

风控实力强化是发展前提条件

各项业务发展需要以风控强化为前提。从场外配资、股票质押等业务的历史经验教训中可以得出，业务发展需要以完善的风险控制为前提。并且，未来市场化制度设计和未来业务专业化提升也将增加券商自主风险管理的内在需求，风控实力将成为券商业务种类和规模拓展的关键决定性要素。风控更为有效、业务更加均衡的优质券商，有望实现全业务链综合发展。而风控实力较弱的券商，将面临业务拓展压力，需要依据自身资源禀赋探索特色化发展路径。部分券商不具备与创新业务匹配的风控实力，需要认清业务边界、审慎发展。

中性情况下预计 2020 年行业净利润同比增速 12%

对 2020 年行业在乐观、中性、悲观情景下做出以下假设：

1. 经纪业务：根据 Wind 统计，2019 年前三季度股基日均交易额 5820 亿元，市场交投活跃度同比回暖。假设 2020 年市场乐观、中性、悲观情景下股票基金日均交易金额分别为 6500 亿元、5500 和 4500 亿元。行业佣金率有小幅下滑压力。根据 Wind 和证券业协会统计，2019 年前三季度行业测算平均佣金费率 0.0294%，假设乐观、中性、悲观情景下 2020 年行业股基佣金费率分别下滑 2%、3%、4%，佣金率水平分别为 0.0288%、0.0285%和 0.0282%。
2. 投行业务：根据 Wind 统计，2019 年前三季度 IPO 募集资金 1400 亿元，同比上升 21.3%。其中，科创板 IPO 融资 472 亿元。随着 2020 年科创板稳步推进，以及监管引导推动创业板注册制改革，预计 2020 年 IPO 整体募集规模将继续上升。2019 年前三季度再融资募集资金 7071 亿元，同比下降 10%。监管优化放宽再融资规则成效将在 2020 年逐渐显现，预计 2020 年再融资规模将上涨。2019 年前三季度证券公司债券承销 5.5 万亿元。根据华泰证券研究所固定收益组 2019 年 11 月 18 日发布的《2020 年债市策略展望：滞胀表象，枕戈待旦》，2020 年在稳增长压力下，利率债、准利率债供给量较大，较 2019 年有增长。预计 2020 年市场乐观、中性、悲观情景下 IPO 融资规模分别为 2500 亿、2200 亿和 1800 亿，再融资规模分别为 1.5 万亿元、1.3 万亿元和 1.1 万亿元，证券公司承销债券融资规模分别为 7.5 万亿元、6.5 万亿元和 4.5 万亿元。
3. 资管业务：根据证券业协会统计，2019 年 6 月末券商集合资管计划和定向资管计划余额分别为 1.93 万亿和 10.1 万亿，同比基本持平和下降 22.1%。受资管新规去通道化持续推进，以及证券公司发展策略变化的影响，预计通道类业务规模将进一步收缩，主动管理转型将推动集合规模提升。预计 2020 年市场乐观、中性、悲观情景下集合管理资产规模分别为 2.1 万亿、2.0 万亿、1.9 万亿元；定向理财规模分别为 9.5 万亿、8.5 万亿、7.5 万亿。
4. 资本中介业务：根据 Wind 统计，2019 年前三季度沪深融资融券日均余额 8901 亿元。2019 年来两融余额先逐步上行后维持波动，预计随着市场风险释放和投资者信心回归，2020 年两融规模将延续回暖趋势。2019 年 9 月末券商股票质押未解押参考市值 3.2 万亿元（以质押日市值计算）。伴随监管规范引导、存量业务压降和券商业务战略转变，股票质押业务规模预计将持续收缩。预计 2020 年市场乐观、中性、悲观情景下日均两融余额为 1.05 万亿元、0.95 万亿元、0.80 万亿元，股票质押未解押参考市值为 3.15 万亿元、3.10 万亿元、2.80 万亿元。
5. 净利润率：根据证券业协会统计，2019 年前 9 个月净利润率 35.6%，在营业成本相对刚性、营业收入提升下，净利润率上行。预计 2020 年市场乐观、中性、悲观情景下净利润率 41%、39%、37%。

图表17： 行业盈利预测假设条件

单位：亿元	2018	2019E	乐观 2020E	中性 2020E	悲观 2020E
日均股基交易额	4122	5600	6500	5500	4500
平均佣金率	0.0312%	0.0294%	0.0288%	0.0285%	0.0282%
IPO 股票承销额	1375	2000	2500	2200	1800
再融资	8922	9428	15000	13000	11000
债券承销额	57961	65000	75000	65000	45000
主动资产管理规模	19137	19400	21000	20000	19000
定向资产管理规模	109937	95000	95000	85000	75000
两融余额规模	9131	9000	10500	9500	8000
股票质押业务市值规模	32000	32000	31500	31000	28000
净利润率	25.0%	35.6%	41.0%	39.0%	37.0%

资料来源：证券业协会，Wind，华泰证券研究所

预计市场 2020 年在乐观、中性、悲观情景下行业营业收入分别为 3717 亿元、3498 亿元和 3262 亿元，增速分别为 6.73%、0.46%、-6.34%；预计净利润分别为 1524 亿元、1364 亿元和 1207 亿元，增速分别为 25%、12%、-1%；对应 ROE 为 7.4%、6.8%、6.2%。

图表18： 证券行业盈利预测

单位：亿元	2018	2019E	乐观 2020E	中性 2020E	悲观 2020E
营业收入	2663	3483	3717	3498	3262
经纪业务	623	834	866	767	701
投行业务	369	424	528	506	483
承销保荐收入	258	333	408	396	383
财务顾问	112	91	120	110	100
投资咨询	32	34	40	35	30
投资业务	800	1022	1100	1050	980
资产管理业务	275	254	270	260	250
资本中介业务	215	463	513	495	438
其他业务+子公司	349	452	440	420	410
净利润	666	1221	1524	1364	1207
净资产	18900	19900	20500	20000	19500
ROE	3.5%	6.1%	7.4%	6.8%	6.2%
盈利增速	-41%	83%	25%	12%	-1%

资料来源：证券业协会，Wind，华泰证券研究所

中长期看，资本市场深化改革下券商业务模式高阶转型，有望驱动行业估值模式从 β 走向 α ，中小券商估值溢价有望走向收敛。证券公司估值定价上 β 属性强， α 属性弱。当前，市场化改革驱动证券行业发展步伐加快，行业高阶转型正在路上，未来业务模式升级变革将驱动估值模式从 β 走向 α 。优质大型券商在执业、人才、渠道、研究等方面资源领先，有望把握转型先机实现各业务链条全面转型升级，差异化、特色化将趋强化，有望赢得 α 溢价，同时也将驱动大、小券商估值溢价逐渐收敛。

优选标的：

逻辑一：全业务链发展的行业龙头。推荐业务稳健均衡，综合竞争实力强，品牌优势明显，创新业务布局前瞻的中信证券。

逻辑二：全业务链发展、条线业务特色凸显的券商。推荐创新能力较强、业务资质领先，业务链条宽广，前瞻性布局机构业务生态的招商证券。推荐综合金融布局完善，机构客户基础扎实的国泰君安。

风险提示

- 1、市场波动风险。公司经纪、自营及资管业务与股市及债市环境高度相关，来自股市及债市的波动将会影响证券公司业绩。
- 2、利率风险。固定利率工具使公司面临公允价值利率风险，浮动利率工具使公司面临现金流利率风险。
- 3、政策风险。证券行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏。
- 4、技术风险。当前证券行业加速推进金融科技运用，并投入了大量的成本。未来金融科技的发展及回报若低于预期，将会拖累行业整体表现。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com