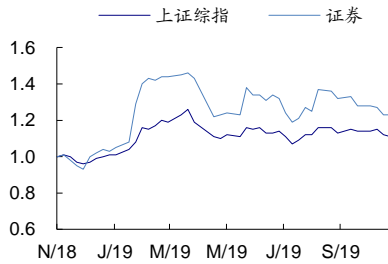


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

- 《证券行业 11 月投资策略: 市场交易量萎缩, 业绩分化明显》——2019-11-12
- 《证券行业 10 月投资策略: 改革与竞争驱动行业转型》——2019-10-11
- 《证券行业 9 月投资策略: 市场活跃度回暖, 政策放松持续》——2019-09-06
- 《证券行业 2019 年中报综述: 盈利回升, 增量催化可期》——2019-09-04
- 《证券行业深度分析报告: 金融供给侧改革下的券商转型机遇》——2019-08-30

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

证券分析师: 李锦儿

电话: 021-60933164
E-MAIL: lijiner@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业专题

改革驱动转型

● 核心观点

改革将推动我国证券公司从“通道类中介”向“专业型投行”转型, 证券公司将迎来高质量发展的新机遇。证券公司作为连接资本市场和实体经济的桥梁, 投行业务、机构业务、资本中介业务、零售经纪业务将进行相应的模式调整和业务优化, 从而更好地满足实体经济转型的需求。大型券商凭借规模优势、平台优势、品牌优势, 龙头优势将逐渐扩大, 特色券商则有望通过其特色业务的领先优势脱颖而出。

● 资本市场改革为证券行业释放红利

宏观层面, 金融供给侧改革提出要增加有效供给, 服务新兴产业, 促进我国经济转型, 这将有利于我国直接融资比重的增加; 基础制度层面, 注册制改革承担起服务战略性新兴产业的使命, 创业板、新三板改革也将增加对创新型成长企业的包容性, 这将扩展我国证券公司的业务范围和利润来源; 对外层面, 资本市场对外开放政策不断深化, 国内证券公司不仅要服务国内企业“走出去”, 还将直面外资的需求和外资金融机构的竞争, 这将促使我国证券公司进一步提升竞争力。

● 券商将从“通道类中介”向“专业型投行”转型

资本市场改革将促进我国证券公司从“通道类中介”向“专业型投行”转型。长久以来, 我国证券公司扮演着“通道”类角色, 轻资产业务占比较高, 主要表现为: 经纪业务以交易佣金收入为主, 为机构客户提供财富管理的能力不足; 投行业务以承销和保荐业务为主, 服务新兴产业功能不足; 资产管理业务以通道类业务为主, 主动管理能力不强。资本市场改革将使证券公司扩大业务范围, 增强专业服务水平, 从而提高资源配置效率。

● 中性假设下, 预计证券行业 2020 年净利润同比增长 9.2%

在市场呈现宽幅震荡的中性假设下, 我们对 2020 年证券行业进行盈利预测。中性假设下, 我们预计 2020 年全行业营业收入 4089 亿元, 同比增长 9.1%; 净利润 1309 亿元, 同比增长 9.2%。

● 投资建议: 推荐大型龙头券商和特色券商的投资组合

改革将推动证券行业加速形成差异化发展格局, 预计未来证券行业将呈现“大而全”、“小而精”券商共存的局面, 目前券商板块 PB 估值为 1.59 倍, 处于历史低位, 具有较高安全边际。推荐大型龙头券商和特色券商的投资组合。建议关注大型龙头券商中信证券、华泰证券、招商证券, 特色券商东方证券、东方财富。

● 风险提示

市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性; 金融监管趋严; 市场竞争加剧; 流动性紧张导致融资成本上升; 创新推进不及预期等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600030	中信证券	增持	21.43	2,415	1.07	1.19	20.03	18.01
601688	华泰证券	增持	16.94	1,433	0.97	1.11	19.03	16.77
600999	招商证券	增持	16.37	1,012	0.96	1.09	17.05	15.02
600958	东方证券	增持	9.68	618	0.35	0.47	27.66	20.60
300059	东方财富	增持	13.72	921	0.30	0.38	45.73	36.11

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

内容目录

主要逻辑与结论	4
资本市场改革为证券行业释放红利	4
金融供给侧改革：增加有效供给	4
基础性制度改革：服务新兴产业	5
扩大对外开放：促进良性竞争	6
券商从“通道类中介”向“专业型投行”转型	7
政策驱动：拓展业务布局，迎接国际竞争	8
市场驱动：重资产业务提高盈利能力	10
客户驱动：提升机构客户服务水平	12
科技驱动：金融科技提升服务效率	13
投资建议：龙头券商+特色券商	14
2020 年行业盈利预测	14
行业将形成差异化竞争格局	16
风险提示	17
分析师承诺	18
风险提示	18
证券投资咨询业务的说明	18

图表目录

图 1: 我国资本市场改革的方向和内容	4
图 2: 2002-2018 年我国直接融资和间接融资比重	5
图 3: 2007-2018 年证券行业营业收入和净利润	5
图 4: 2014-2019 年证券行业盈利公司占比	5
图 5: 2016-2018 年沪港通和沪市港股通总成交额	7
图 6: 2016-2018 年深股通和深市港股通总成交额	7
图 7: 改革推动证券公司业务转型	8
图 8: 2005-2018 年证券公司股票承销额 CR10	8
图 9: 2005-2018 年证券公司债券承销额 CR10	8
图 10: 2005-2019 年证券行业佣金率变化	10
图 11: 2005-2019 年证券行业代理买卖证券收入占比	10
图 12: 2011-2018 年证券行业轻资产业务与重资产业务收入占比	10
图 13: 2013-2018 年我国证券公司资本中介业务占比	11
图 14: 2013-2018 年开通股票质押式回购交易证券公司数量 (家)	11
图 15: 2013-2018 年证券公司股票质押式回购余额	11
图 16: 2013-2018 年开通股融资融券证券公司数量 (家)	11
图 17: 2013-2018 年证券公司融资融券余额	11
图 18: 2018 年证券公司股票质押式回购式业务收入排名	12
图 19: 2018 年证券公司融资融券业务收入排名	12
图 20: 2016-2018 年我国场外衍生品年度新增初始名义本金	13
图 21: 2016-2018 年我国场外衍生品初始名义本金/境内上市公司总市值	13
图 22: 金融科技主要从三方面提高传统经纪业务的效率	14
图 23: 2012-2018 年我国证券行业总资产 CR5 集中度	16
图 24: 2012-2018 年我国证券行业净资产 CR5 集中度	16
图 25: 2012-2018 年我国证券行业营业收入 CR5 集中度	16
图 26: 2011-2018 年我国证券行业净利润 CR5 集中度	16
图 27: 券商 PB 估值	17
表 1: 全面深化资本市场改革 12 个方面重要任务	6
表 2: 我国外资持股比例逐步放宽政策	6
表 3: 外资证券公司进驻中国资本市场动态	7
表 4: 2018 年中国香港股权融资市场承销前 10 位	9
表 5: 2018 年中国香港 IPO 市场承销前 10 位	9
表 6: 2018 年中国香港市场并购业务前 10 名	9
表 7: 我国证券公司“金融科技”的布局和应用概况	14
表 8: 盈利能力核心假设	15
表 9: 证券行业 2020 年盈利预测 (亿元)	15
表 10: 重点个股估值表	17

主要逻辑与结论

资本市场改革是经济转型的助推器。经济转型意味着转换增长动力，新动能更加依赖直接融资。而我国直接融资发展不充分，导致资本市场服务实体经济能力不足。金融供给侧改革提出要增加有效供给，服务实体经济，这将有利于我国直接融资比重的增加；资本市场基础制度改革不断推进，多层次资本市场不断完善，将提高资本市场对新兴产业的包容性；资本市场对外开放政策不断深化，将促进行业良性竞争，提升金融市场配置效率。

资本市场改革将促进我国证券公司从“通道类中介”向“专业型投行”转型。长久以来，我国证券公司扮演着“通道”类角色，轻资产业务占比较高，主要表现为：经纪业务以交易佣金收入为主，为机构客户提供财富管理服务的不足；投行业务以承销和保荐业务为主，服务新兴产业功能不足；资产管理业务以通道类业务为主，主动管理能力不强。资本市场改革将使证券公司扩大业务范围，增强专业服务水平，从而提高国际竞争力。

改革将促进证券公司扩大业务范围，增加利润来源。在市场呈现宽幅震荡的中性假设下，我们对 2020 年证券行业进行盈利预测。我们预计 2020 年全行业营业收入 4089 亿元，同比增长 9.1%；净利润 1309 亿元，同比增长 9.2%。

资本市场改革为证券行业释放红利

资本市场改革是经济转型的助推器。宏观层面，金融供给侧改革提出要增加有效供给，服务新兴产业，促进我国经济转型，这将有利于我国直接融资比重的增加；基础制度层面，注册制改革承担起服务战略性新兴产业的使命，创业板、新三板改革也将增加对创新型成长企业的包容性，这将扩展我国证券公司的业务范围和利润来源；对外层面，资本市场对外开放政策不断深化，国内证券公司不仅要服务国内企业“走出去”，还将直面外资的金融服务竞争，这将促使我国证券公司进一步提升国际竞争力。

图 1：我国资本市场改革的方向和内容

宏观层面

金融供给侧改革：新兴产业的发展需要直接融资

基础制度层面

基础性制度改革：释放服务新兴产业的积极信号

对外层面

扩大对外开放：将促进行业良性竞争

资料来源：国信证券经济研究所整理

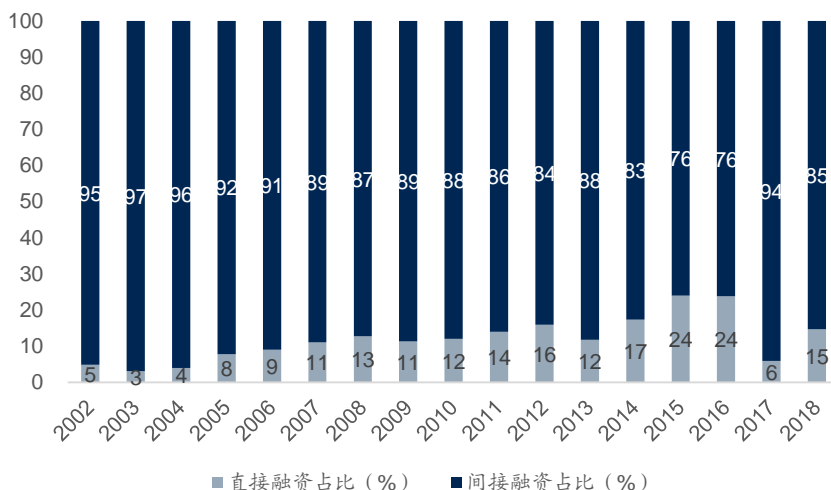
金融供给侧改革：增加有效供给

金融供给侧改革的核心是服务经济转型，而新兴产业的发展亟需发展直接融资。我国以大中型银行为主导的金融体系是与旧的经济增长模式相匹配的。随着我

国经济进入新常态，意味着需要优化经济结构、转换增长动力，这需要一个有效的金融系统进行资源配置，以增加有效供给，推动产业结构升级。新兴产业不同于传统产业，通常发展时间较短，规模有限，内源融资不足，在前期需要大量的资本投入，经营具有高风险性，这是以银行贷款为主导的间接融资体系难以支持的。资本市场的特性决定了直接融资将成为新常态下建设制造强国和发展现代服务业的重要支撑。

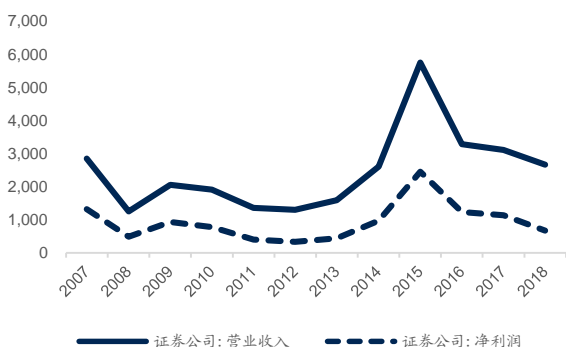
我国金融体系直接融资占比较低，且发展不充分。目前，我国直接融资占比仍在 15%左右，而在 20 世纪 90 年代，发达国家直接融资比重已经达到了 60%，近年已接近 70%。作为连接资本市场和实体经济的桥梁，当前证券行业对直接融资的有效供给不足。近年来，证券行业还因资本市场体制性障碍、营收与利润双降、金融服务无法满足机构投资者需求而承压。为了达到金融供给侧结构性改革的目标，证券公司需要全面转型，优化融资结构和金融机构体系、市场体系、产品体系，从而为实体经济发展提供更高质量、更有效率的金融服务。

图 2：2002-2018 年我国直接融资和间接融资比重



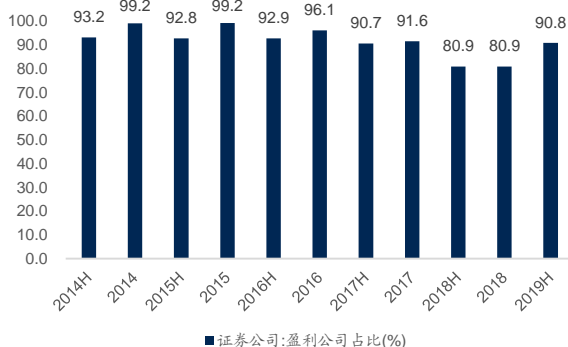
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理（注：这里把社会融资规模中企业债券融资和非金融企业境内股票融资界定为直接融资，社会融资规模中其余项为间接融资。当然，这种划分并不十分严谨，仅供参考。）

图 3：2007-2018 年证券行业营业收入和净利润



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：2014-2019 年证券行业盈利公司占比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

基础性制度改革：服务新兴产业

基础性制度改革承担着服务战略性新兴产业的使命。在金融供给侧改革的背景下，为了促进新经济企业的发展，我国需要完善多层次资本市场以及相配套的制度。2019 年 9 月，证监会召开了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, 这标志着资本市场改革总体方案的成型。

“深改 12 条”体现了我国资本市场改革体现了我国资本市场改革的重要方向, 即更好地服务实体经济。例如, 创业板改革将增强对创新创业企业的制度包容性。此前, 创业板对再融资有着严苛的限制。除了与其他板块相同的再融资政策之外, 创业板上市公司公开发行证券还需要资产负债率超过 45%。很多创业板公司属于轻资产公司, 银行融资缺乏抵押物, 企业发展以使用自有资金为主, 无法达到 45% 的再融资要求。再融资规则松绑, 取消了创业板公开发行证券最近一期末资产负债率高于 45% 的条件; 取消了创业板非公开发行股票连续 2 年盈利的条件等, 以精简发行条件, 拓宽创业板再融资服务的覆盖面, 提高了对创新型成长公司的包容性。而新三板改革将更好地服务中小企业发展。通过完善分层管理、改进交易机制、优化投资者适当性要求等, 将改善市场流动性水平, 更好地解决中小企业融资需求。

表 1: 全面深化资本市场改革 12 个方面重点任务

1	优化审核与注册衔接机制, 保持改革定力, 稳步实施注册制, 完善市场基础制度。
2	严把 IPO 审核质量关, 畅通多元化退市渠道, 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。
3	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。
4	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。
5	加快推进资本市场高水平开放。抓紧落实已公布的对外开放举措, 维护开放环境下的金融安全。
6	推动更多中长期资金入市。强化证券基金经营机构长期业绩导向, 推进公募基金管理人分类监管。推动放宽各类中长期资金入市比例和范围。推动公募基金纳入个人税收递延型商业养老金投资范围。
7	切实化解股票质押、债券违约、私募基金等重点领域风险。
8	进一步加大法治供给。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。
9	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。
10	提升稽查执法效能。强化案件分层分类分级管理, 集中力量查办欺诈造假等大要案, 提升案件查办效率。
11	大力推进简政放权。大幅精简审批备案事项, 优化审批备案流程, 提高监管透明度。加强事中事后监管。
12	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: 证监会网站、国信证券经济研究所整理

扩大对外开放: 促进良性竞争

外资持股券商比例逐步放宽。我国券商逐步放宽外资投资比例可大致分为四个阶段: 外资持股比例分别为 1/3、49%、51%、无限制。外资持股比例的放宽和优质境外资本的进入将推动国内证券公司转变经营理念、规范业务发展, 将加剧证券行业的竞争, 优化整个行业格局。在国际竞争加剧的格局下, 具有较强资本实力和国际业务布局较全面的大型龙头券商将显现竞争优势。

表 2: 我国外资持股比例逐步放宽政策

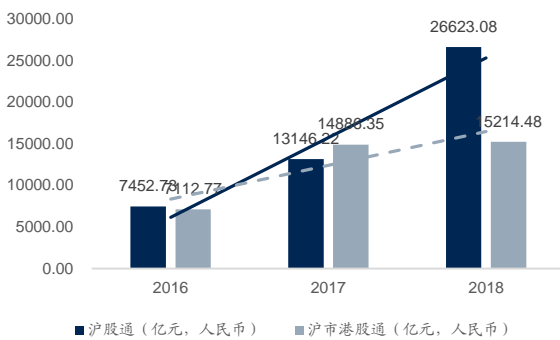
时间	开放政策	具体规定
2002 年 6 月	1/3 的最初上限	证监会颁布《外资参股证券公司设立规则》, 允许境外股东持股比例不超过 1/3

2012年8月	放宽上限至 49%	证监会修订《外资参股证券公司设立规则》，规定境外股东持股比例或者在外资参股证券公司中拥有的权益比例累计(包括直接持有和间接控制)不得超过 49%
2015年8月	港资、澳资合并持股比例最高可达 51%	根据内地与香港、澳门签署的《关于建立更紧密经贸关系的安排》(CEPA)补充协议十, 港资、澳资合并持股比例最高可达 51%
2018年4月	外资持股比例可达 51%	中国人民银行行长易纲宣布将证券公司、基金管理公司、期货公司、人身险公司的外资持股比例的上限放宽到 51%, 三年以后不再设限
2019年7月	提前于 2020 年内取消证券公司等外资股比限制	国务院金融稳定发展委员会办公室宣布了一系列金融业进一步对外开放的政策措施, 其中包括将原定于 2021 年取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制的时点提前到 2020 年

资料来源: 证监会、国务院、中国人民银行、国信证券经济研究所整理

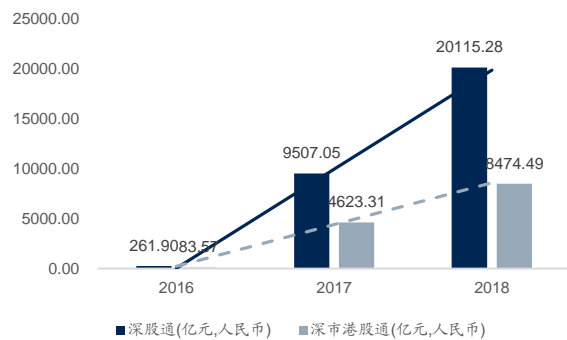
资本市场开放为 A 股吸引增量资金。随着资本市场开放逐步深化, MSCI 增加 A 股权重, 沪港通、深港通运行良好, 有利于证券行业的国际业务开展。近年来总成交额持续扩张, 2016 年沪股通和沪市港股通总成交额分别为 7452.73 亿元、7112.77 亿元, 2018 年已增长至 26623.08 亿元、15214.48 亿元; 2016 年深股通和深市港股通总成交额仅为 261.90 亿元、83.57 亿元, 2018 年分别增长为 20115.28 亿元、8474.49 亿元。

图 5: 2016-2018 年沪股通和沪市港股通总成交额



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 6: 2016-2018 年深股通和深市港股通总成交额



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

外资控股券商进军中国业务速度加快。在国务院落实扩大证券业对外开放的总体部署下, 外资控股券商逐步开始扩展在中国开展金融服务的业务范围。我们认为, 由于客户粘性、文化差异等阻碍, 虽然外资券商的进驻不足以重塑整体行业格局, 但将倒逼我国证券公司借鉴外资券商在特定业务上的专业优势, 从而提升自身的服务水平。

表 3: 外资证券公司进驻中国资本市场动态

时间	事件
2018.11	瑞银证券有限责任公司变更实际控制人, 证监会核准 UBS AG (瑞银集团) 持有瑞银证券有限责任公司的股比至 51%。
2019.3	摩根大通、野村证券获准设立摩根大通证券(中国)有限公司、野村东方国际证券有限公司
2019.11	野村东方国际证券获得证监会办法的经营证券业务许可证, 可开展证券经纪、证券投资咨询、证券自营及证券资产管理等业务

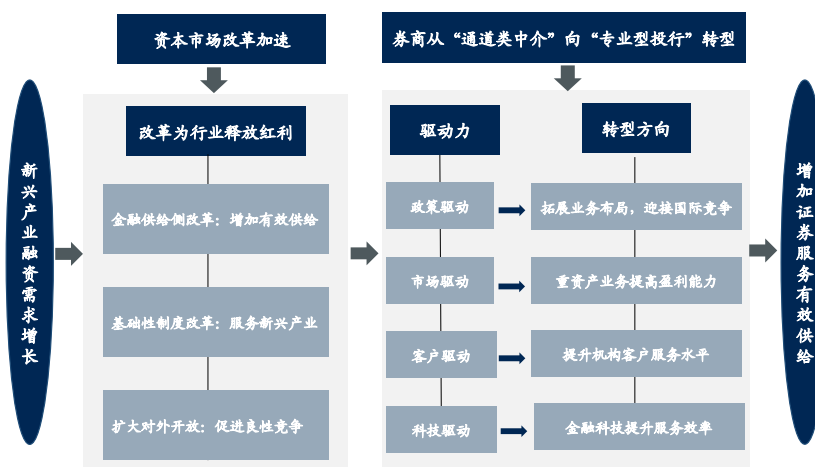
资料来源: 证监会、野村集团、国信证券经济研究所整理

券商从“通道类中介”向“专业型投行”转型

资本市场改革将促进我国证券公司从“通道类中介”向“专业型投行”转型。长久以来, 我国证券公司扮演着“通道”类角色, 轻资产业务占比较高, 主要表现为: 经纪业务以交易佣金收入为主, 为机构客户提供财富管理服务的不足; 投

行业业务以承销和保荐业务为主，服务新兴产业功能不足；资产管理业务以通道类业务为主，主动管理能力不强。资本市场改革将使证券公司扩大业务范围，增强专业服务水平，提高资源配置效率。

图 7：改革推动证券公司业务转型



资料来源:国信证券经济研究所整理

政策驱动：拓展业务布局，迎接国际竞争

建设多层次资本市场推出的相关配套制度拓展了投行业务范围。一方面，在新推行的注册制制度下，采用更加市场化的询价机制，取消了原来 23 倍市盈率的限制，赋予市场更大的定价权，这对证券公司的定价能力、研究能力提出了更高的要求。另一方面，跟投制度考验券商的投资管理能力。跟投制度规定，保荐机构相关子公司必须按照股票发行价格认购发行人首发规模的 2%-5%，锁定期为 24 个月。跟投制度下，证券公司与被保荐上市公司的利益被绑定在一起，这要求证券公司加强投前尽调、投中控制和投后管理等一系列工作。

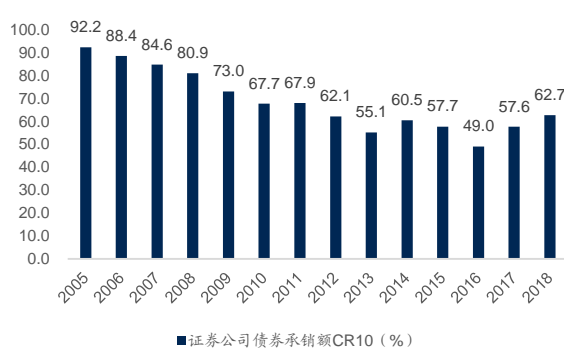
大型龙头券商不仅在国内投行业务方面集中度高，而且国际化进程更快。2018 年，国内证券公司投行业务股票承销额、债券承销额 CR10 集中率分别高达 74.7%、62.7%。随着“一带一路”战略的推进、人民币国际化趋势的加快以及境内外客户跨境金融服务需求的提高，国内证券公司的投行业务逐渐转型升级，进入国际化进程。投行业务的国际化模式主要是境内外联动，协助内地公司在香港市场上市、跨境并购、债券融资等，大型龙头券商同样处于优势地位。

图 8：2005-2018 年证券公司股票承销额 CR10



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 9：2005-2018 年证券公司债券承销额 CR10



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

中资券商在全球股权融资市场发行额同比增 135%，在中国香港股权融资市场发行额同比增 106%。2018 年全球股权融资市场承销商前 50 名中有 9 家国内

证券公司，合计市占率为 10.07%，同比增加 6 个百分点；发行额为 565.92 亿美元，同比增长 135%。2018 年中国香港股权融资市场承销商前 50 位中有 16 家中国内地证券公司，合计市场份额占比 21.3%；发行金额为 126.9 亿美元，同比增长 106%。其中，招商证券以 3.38% 的市场份额位列第十位。

表 4：2018 年中国香港股权融资市场承销前 10 位

承销商	排行	发行额所占排行榜份额 (%)
摩根士丹利	1	12.27
花旗集团	2	7.28
美国银行美林	3	7.25
高盛公司	4	6.82
瑞士银行	5	5.91
招商银行	6	4.66
中金公司	7	3.69
建设银行	8	3.43
农业银行	9	3.43
招商证券	10	3.38

资料来源: BLOOMBERG、国信证券经济研究所整理

中资券商在中国香港 IPO 市场发行额同比增 25%。2018 年中国香港 IPO 市场承销商 50 位中有 18 家中国内地证券公司，合计市场份额占比 29.9%，同比提高 0.32 个百分点；发行金额为 106.61 亿美元，同比增长 25%。招商证券、海通证券分别以 5.1%、4.3% 的市场份额位居第五、十位。

表 5：2018 年中国香港 IPO 市场承销前 10 位

承销商	排行	发行额所占排行榜份额 (%)
招商银行	1	12.27
农业银行	2	7.28
招商银行	3	7.25
高盛公司	4	6.82
招商证券	5	5.91
摩根士丹利	6	4.66
工商银行	7	3.69
瑞士银行	8	3.43
中金公司	9	3.43
海通证券	10	3.38

资料来源: BLOOMBERG、国信证券经济研究所整理

中资券商在境外债券发行规模占比依然较小，并购业务市占率同比增加 11 个百分点。2018 年中国香港港元债券承销商前 50 位中，国际一流投行依然占主要地位，内地证券公司海通证券、国泰君安证券分别排名第 22 位、第 30 位，市场份额占比分别为 0.55%、0.17%。从并购业务来看，2018 年中国香港并购业务排名前 50 位中有 4 家中资证券公司入围，合计市场份额 15.6%，同期增长 11 个百分点。

表 6：2018 年中国香港市场并购业务前 10 名

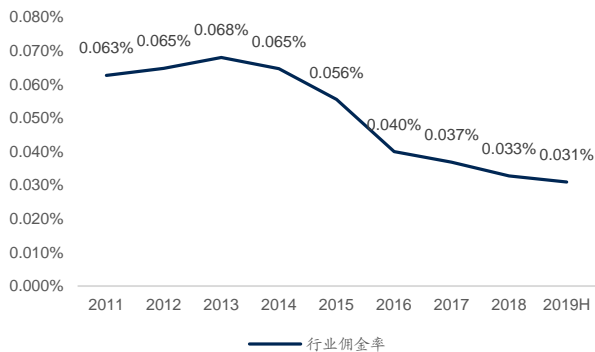
承销商	排行	发行额所占排行榜份额 (%)
花旗集团	1	16.15
高盛公司	2	14.49
摩根大通	3	14.04
摩根士丹利	4	11.73
中金公司	4	10.80
德意志银行	6	10.00
美驰	7	9.66
狮树咨询	8	9.38
中信证券	9	9.28
汇丰银行	10	3.47

资料来源: BLOOMBERG、国信证券经济研究所整理

市场驱动：重资产业务提高盈利能力

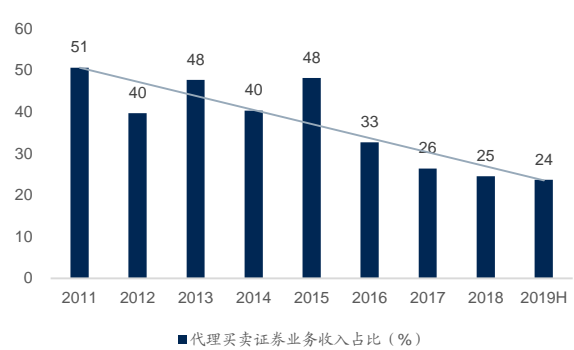
佣金率下滑趋势将倒逼我国证券公司从“轻资产”向“重资产”转型。随着美国最大线上证券经纪商之一的嘉信理财在其官网宣布取消佣金，长期来看，国内券商佣金率也将呈现持续下滑的趋势。从2011年到2019年上半年，我国证券行业佣金率已从0.063%下降至0.031%，传统通道业务代理买卖证券收入占比也从51%降至24%。在此前“通道驱动”阶段，行业盈利整体受佣金率和交易量的驱动，提升交易的市场占有率及交易佣金是证券公司的竞争侧重点；在“资本驱动”阶段，证券公司需借助重资产业务扩充业务范围，提升金融服务的专业能力。

图 10：2005-2019 年证券行业佣金率变化



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

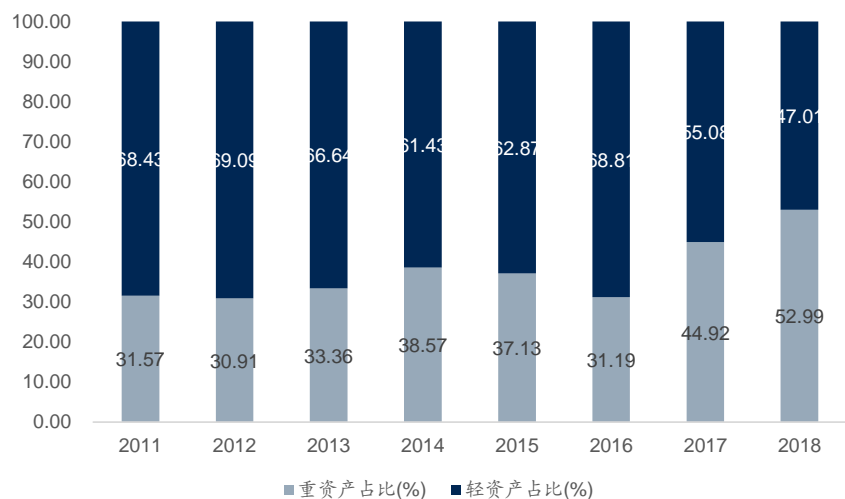
图 11：2005-2019 年证券行业代理买卖证券收入占比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

证券公司通道类业务占比逐年下降。过去证券公司在金融体系中长期扮演的是“通道”角色，在代理买卖证券和股票、债券的承销发行中发挥通道中介作用。从2012-2018年，通道类轻资产业务对营业收入的贡献度68.43%下降到47.01%。以融资融券、股票质押、股权投资为核心的重资产业务收入贡献稳步上升。在以轻资产业务为主的时期，经纪业务扮演交易通道的角色，结合客户需求的财富管理能力较弱；投行业务以承销和保荐业务为主，服务新兴产业、助力产业转型的功能不足；自营业务规模较小，投资工具较为单一。

图 12：2011-2018 年证券行业轻资产业务与重资产业务收入占比

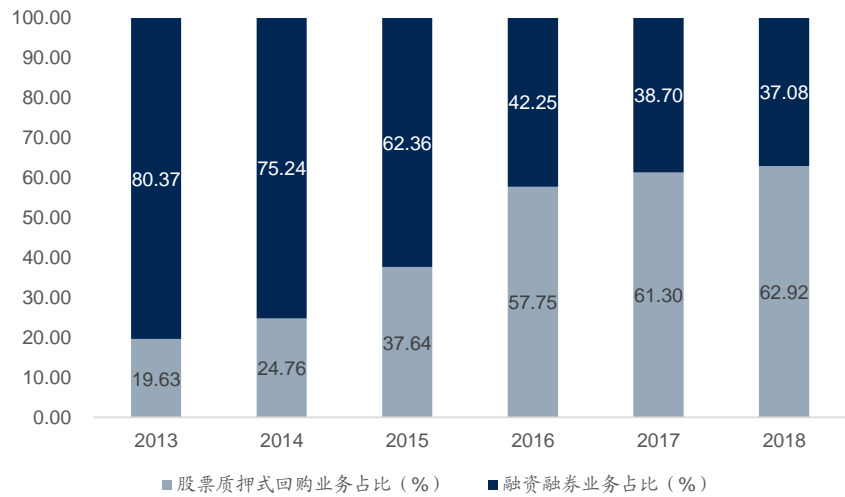


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

资本中介业务总体平稳发展。资本中介业务中，股票质押业务是解决中小型、创业型企业融资问题、服务实体经济的重要工具，融资融券业务有助于提高资本市场定价效率。近年来，开通资本中介业务的证券公司逐渐增加，股票质押

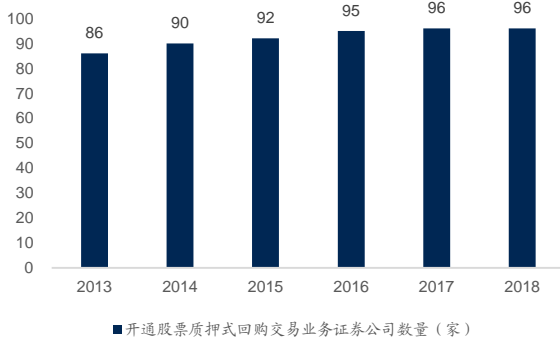
式回购余额和两融业务余额呈现稳步增长的趋势。从 2016 年起，证券公司股票质押式回购业务已经超过融资融券余额，成为资本中介中占比规模最大的业务。

图 13: 2013-2018 年我国证券公司资本中介业务占比



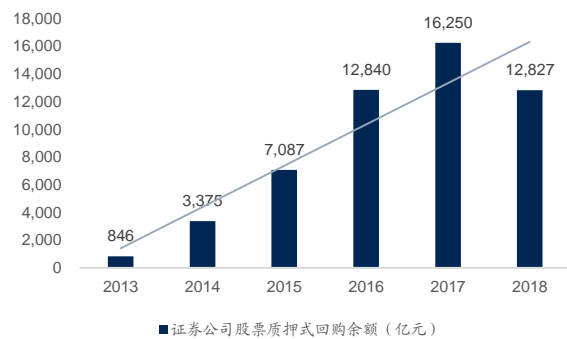
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 14: 2013-2018 年开通股票质押式回购交易证券公司数量 (家)



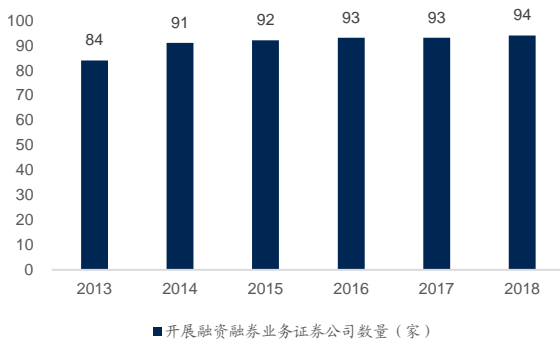
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 15: 2013-2018 年证券公司股票质押式回购余额



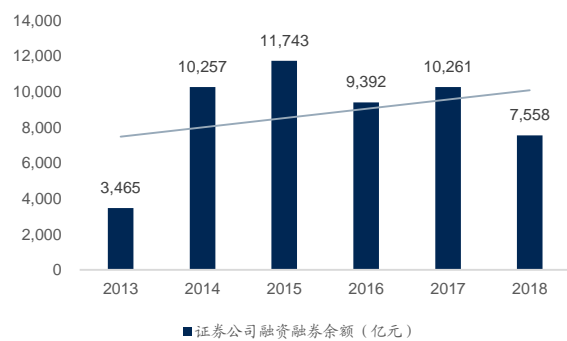
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 2013-2018 年开通融资融券证券公司数量 (家)



请务必阅读正文之后的免责条款部分

图 17: 2013-2018 年证券公司融资融券余额



全球视野 本土智慧

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

股票质押业务和融资融券业务都是龙头券商的重要收入来源。从 2018 年股票质押业务收入来看，排名前三的分别是海通证券（42.29 亿元）、国泰君安（33.31 亿元）、中信证券（33.24 亿元）。从 2018 年融资融券业务利息收入来看，排名前三的分别为中信证券（45.74 亿元）、国泰君安（40.82 亿元）、华泰证券（38.72 亿元）。

图 18：2018 年证券公司股票质押式回购业务收入排名

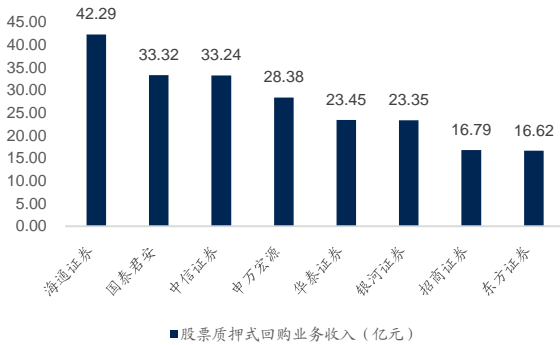
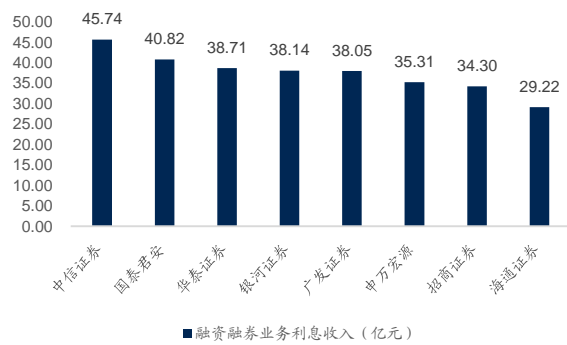


图 19：2018 年证券公司融资融券业务收入排名



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

重资产业务对证券公司的专业服务能力和风险管理水平提出更高要求。2017 年以来，《减持新规》和《股票质押监管新规》的推出，意在加强证券公司开展股票质押业务时的风险识别能力、标的证券的评估能力和项目管理能力。此后，股票质押业务将从“规模制胜”模式转向“专业制胜”模式。融资融券业务亦然，在融资融券制度中，追加保证金和强制平仓是最重要的风险控制措施，面临客户担保物流动性丧失、大股东质押风险提高、整体市场环境走弱等情况，建立完整的坏账追索、财务计提、坏账核销制度，是证券公司风险管理水平的重要体现。

客户驱动：提升机构客户服务水平

投资者机构化趋势将促进证券公司经纪业务、资管业务、投资业务的全面转型，从而增加利润来源。机构投资者较个人投资者更为理性，更加注重投资收益的稳定性。机构投资者占比上升将提高其市场话语权，并引导市场投资风格向长期价值投资转换。目前，我国证券公司针对机构投资者的定制化业务和高端业务涉足不够。机构投资者的增长，在此背景下，资本实力较强、业务布局完善的龙头券商和单项业务专业实力行业领先的特色券商将体现优势。

(1) 经纪业务将向财富管理转型

财富管理是券商经纪业务转型的引擎。过去国内证券公司的经纪业务主要以零售客户的佣金交易收入为主要收入来源，但当前证券公司营业部数量急剧减少、佣金率逐年下降、代理买卖业务收入占比逐渐减小的趋势使证券公司经纪业务承压，业务转型迫在眉睫。面临着机构投资者规模逐渐扩大的趋势，以客户为中心、以资产配置为核心的财富管理将更好地满足机构投资者的金融服务需求。

财富管理服务对象众多，服务范围广泛。和银行相比，证券公司的财富管理业务也有相应的特长，例如更加丰富的资本市场投资经验、更强大的研究团队以及不同业务条线之间的资源整合优势。随着客户机构化趋势的加快，券商可以发挥投行、资产管理、财富管理业务之间的协同作用，并借力金融科技，形成资产端、客户需求端以及平台端的业务价值链，为机构客户服务。

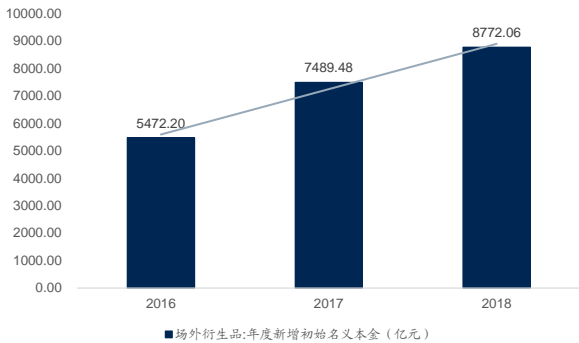
(2) 资管业务将改变业务结构

资管业务将完善产品线，探索新的发展模式。在此前的非净值化时代，资管产品以通道业务为主，净值化产品发展缓慢。如今监管套利被打破，大部分通道业务会濒临灭绝，净值化资管产品将成为资管业务的主流产品，资产证券化业务将迎来新的发展机遇。预计未来证券公司的资管业务将充分发挥研究和交易优势，加强主动管理能力。此外，随着证券公司获得合格境内业务投资者(QDII)、人民币合格境外机构投资者(RQFII)、合格境外机构投资者(QFII)投资顾问业务资格的增加，跨境金融服务需求也将为资管业务带来新的利润来源。

(3) 投资业务将增加衍生品规模和品种

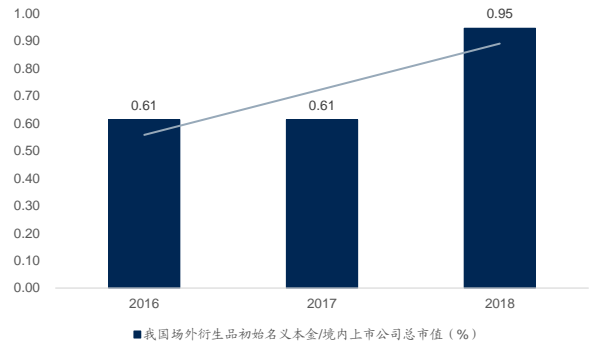
机构投资者的发展将使我国衍生品投资业务出现新的利润增长点。国际成熟期货市场机构投资者持仓比普遍在60%以上，而我国期货市场机构投资者占比仅在48%左右。从交易规模看，我国衍生品市场发展规模发展迅猛，但和发达国家有差距，近年来我国衍生品名义本金/境内上市公司市值比重均值不足1%，而美国则达到10%；从交易品种看，我国衍生品品种依然较为单一。目前场内衍生品仅有股指期货和ETF期权两种；场外衍生品品种多于场内，主要包括收益互换和个股期权，此外还存在一些嵌入金融结构化产品。相比起来，香港股权衍生品种类繁多，且已构建多层次衍生品投资工具体系，港交所还上市交易大量个股衍生产品，包括股票期货、股票期权涡轮、牛熊证等，在合约设定上也更为开放和灵活。

图 20: 2016-2018 年我国场外衍生品年度新增初始名义本金



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 21: 2016-2018 年我国场外衍生品初始名义本金/境内上市公司总市值

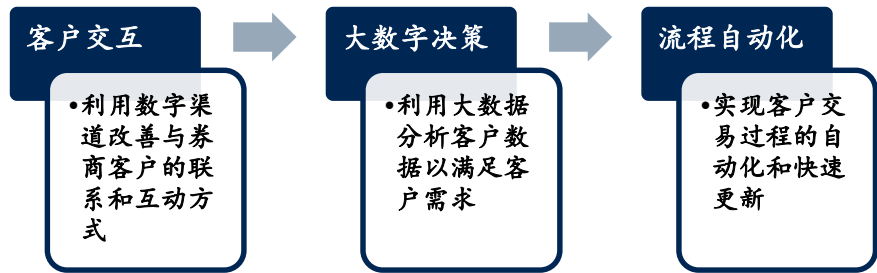


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

科技驱动: 金融科技提升服务效率

金融科技使证券公司运营向智能化方向转型。随着证券公司营业部撤销的趋势逐渐加快，可见证券行业非现场交易的趋势逐渐扩大，证券公司的运营模式随着金融科技手段的应用变得更加高效。金融科将推动证券公司的数字化转型，有效提升客户体验的满意度和证券经营机构的内部运营管理水平，加快实现智能化运营与数字化运营。具体来看，金融科技在证券公司的应用可以表现为：客户交互提升、大数据推动决策、运营流程自动化和布局创新。目前，我国证券公司都逐渐将金融科技融入公司的发展战略中。

图 22: 金融科技主要从三方面提高传统经纪业务的效率



资料来源: McKinsey&Company、国信证券经济研究所整理

表 7: 我国证券公司“金融科技”的布局和应用概况

公司名称	金融科技战略和应用
中信证券	加强金融科技平台的开发和大数据、人工智能等新技术的应用,深度应用人工智能、大数据等科技,自主打造集“产品销售、投资顾问、资产配置”为一体的财富管理平台,依托智能引擎,通过数据驱动、金融科技驱动实现财富管理升级
华泰证券	坚持从客户需求出发,追求用先进的金融科技助力业务发展,同时强化中后台运营效率,不断提升数字化管理水平;借助金融科技实力强化资产管理能力,在业内率先推出 FoF/MoM 投研一体化管理平台
招商证券	加快推进以“数字化、智能化”为目标的金融科技发展,积极推进金融科技创新孵化,探索金融科技在财富管理、机构业务、投行业务、风险管理等多个领域的创新应用,推动公司 APP 在客户引流、客户体验、客户服务、风险控制等方面释放更多的能量,为公司的发展插上科技的翅膀。
中信建投证券	整合中信建投证券各类信息系统,建立统一的接口标准,打造集中运营平台,实现各类数据按需提取,提升信息化运营水平;对外建立统一的客户服务窗口,最大化统一 326 家分支机构的服务标准。
国泰君安证券	高度重视对科技的战略性投入,持续推进自主金融科技创新,是金融科技在证券行业应用的先行者;深化人工智能应用与科技赋能,布局低延时交易系统 and 多层次快速交易体系;优化 Matrix 和君弘百事通,推进公司基础数据系统建设,打造全连接企业数字化平台
长江证券	金融科技在获客引流、产品创设、服务优化等方面发挥重要作用,为公司业务发展转型赋能;金融科技正逐步由服务业务向赋能业务、引领业务转变,应用场景愈加丰富;旗舰产品长江 e 号获得多项具有行业影响力和市场口碑的奖项

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议: 龙头券商+特色券商

资本市场改革不断释放行业红利,证券公司将迎来高质量发展的新机遇。随着多层次资本市场不断完善,证券公司将从“通道类中介”向“专业型投行”转型,扩大业务范围,增加利润来源,从而提升 ROE 水平。

2020 年行业盈利预测

在市场呈现宽幅震荡的中性假设下,我们对 2020 年各业务进行盈利预测。中性假设下,我们预计 2020 年营业收入 4089 亿元,同比增长 9.1%;净利润 1309 亿元,同比增长 9.2%。我们对各项业务进行核心假设如下:

(1) 经纪业务预增 4%: 截止到 2019 年 11 月 18 日, 市场日均成交金额为 5268 亿元, 假设 2019 年日均成交金额持平, 中性假设下, 2020 年日均成交额同比增 15%, 放大至 6058 亿元; 2019 年上半年行业佣金率 0.031%, 假设 2019 年全年持平; 随着行业佣金率持续下降, 经纪业务逐渐向财富管理业务转型, 券商轻资产业务比例逐渐降低, 预计 2020 年行业平均佣金率同比下降 8%, 降至 0.029%, 2020 年全年经纪业务总收入同比增长 4%。

(2) 投行业务预增 20%: 截止 2019 年 10 月末, IPO 融资规模为 1624 亿元, 同比增长 12%; 再融资规模为 16365 亿元, 同比增长 10%; 债券承销规模为 60347 万亿元, 同比增长 42%。预计 2019 年全年各项业务增速持平, IPO 规模增 12%, 再融资规模同比增 10%, 债券承销规模增 42%, 为 81604 亿元。2019 年前三季度, 投行业务收入实现同比增长 45%, 但自 10 月起再融资、债券融资规模下降, 预计 2019 年全年投行业务实现 30% 的同比增长。2020 年伴随着资本市场改革深化, 直接融资规模提升, 投行业务拓展, 再融资规则放开, 国际化业务提速, 投行收入来源将更加多元。中性假设下, 预计 2020 年全年 IPO、再融资、债券承销将分别增长投行业务将延续 30% 的同比增长率。

(3) 资本中介业务预增 5%: 截止到 2019 年 11 月 18 日, 两融余额为 9682 亿元, 2019 年两融规模自 2 月起开始呈现上升趋势, 并在 3 月突破 9000 亿元。预计 2019 年末两融余额将突破 10000 亿元, 2019 全年两融日均余额预计为 9100 亿元。由于转融通细则将扩大券源, 增加融券规模, 中性假设下, 预计 2020 年全年两融日均余额为 9600 亿元。2019 年以来, 股票质押风险逐步缓解。预计 2020 年全年资本中介业务收入增长 5%, 为 226 亿元。

(4) 资管业务预增 5%: 2018 年颁布资管新规以来, 促进了券商资管业务去杠杆、去通道, 积极加强主动管理。从整体收入情况来看, 2019 年前三季度, 证券行业资管业务收入同比下滑 6%, 预计 2019 年全年资管收入将维持 6% 的同比下滑, 实现 258 亿元收入。在去通道和净值化的结构性转型过程中, 预计资管业务总规模将有持续下降的压力, 但主动管理规模占比将增加, 平均费率将有所提升。中性假设下, 预计 2020 年资管业务收入同比增 5%。

(5) 投资业务预增 10%: 从 2017 年到 2019 年, 投资一直是证券公司收入占比最高的业务。2019 年前三季度, 主要受权益市场回暖影响, 证券公司自营业务收入同比增 67%。一方面, 当下国内开启降息周期, 有利于提振市场的风险偏好和股市表现; 另一方面, 在深改 12 条大力发展私募股权投资和跟投制度下, 预计股权投资收入也将增加。因此, 预计 2020 年投资收入将继续增长。中性假设下, 预计 2020 年全年投资收入同比增长 5%。

表 8: 盈利能力核心假设

	2017	2018	2019E	2020E 悲观	2020E 中性	2020E 乐观
日均股基成交金额	4582	3689	5268	0.028%	6058	6322
佣金率	0.037%	0.033%	0.031%	0.028%	0.029%	0.030%
IPO 融资规模	2301	1378	1543	1852	1929	2006
再融资规模	14933	10729	11802	12982	13572	14162
债券承销规模	45272	57468	81604	89765	97925	102005
融资融券余额	9364	9131	9100	9373	9600	10010

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测 (单位: 亿元)

表 9: 证券行业 2020 年盈利预测 (亿元)

	2017	2018	2019E	2020E 悲观	2020E 中性	2020E 乐观
经纪业务收入	821	623	748	741	791	862
投行业务收入	384	258	312	359	375	390
投资业务收入	861	800	1280	1344	1408	1537
资管业务收入	310	275	255	255	268	281

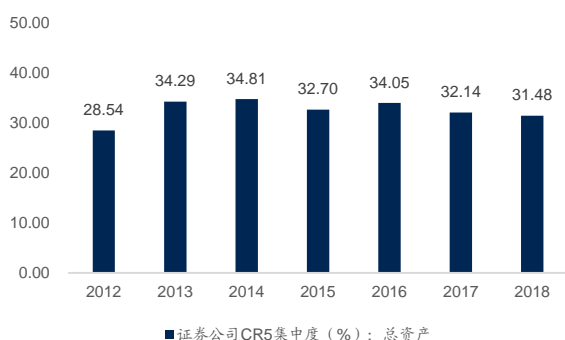
资本中介业务收入	348	215	226	230	237	248
其他业务收入	389	491	907	941	989	1066
行业总收入	3113	2663	3462	3871	4069	4383
YOY	-5.1%	-14.5%	40.0%	3.8%	9.1%	17.6%
净利润	1130	666	1133	1084	1309	1578
YOY	-8.5%	-41.0%	80.0%	-9.6%	9.2%	31.6%
ROE	6.1%	3.5%	6.3%	5.7%	6.9%	8.3%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测 (单位: 亿元)

行业将形成差异化竞争格局

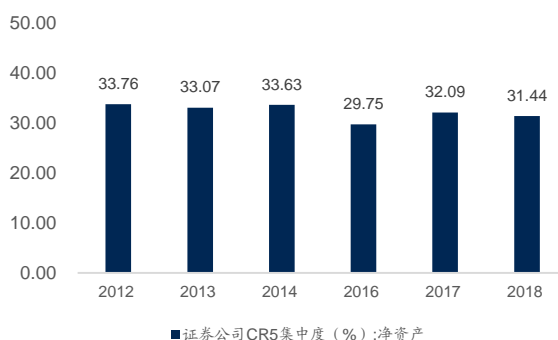
大型券商凭借规模优势、平台优势、品牌优势，龙头优势逐渐扩大，市场集中度加速提升。2018年，我国总资产、净资产、营业收入、净利润排名前5位的证券公司占全行业的31.48%、31.48%、30.71%、48.62%。

图 23: 2012-2018 年我国证券行业总资产 CR5 集中度



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 24: 2012-2018 年我国证券行业净资产 CR5 集中度



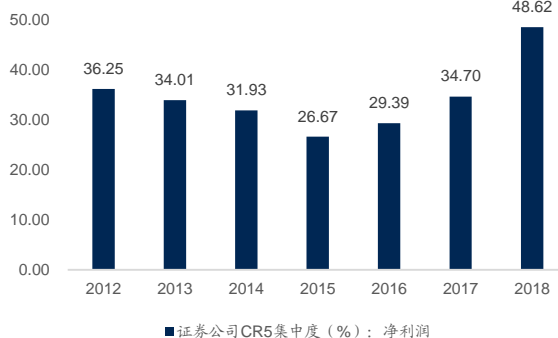
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 25: 2012-2018 年我国证券行业营业收入 CR5 集中度



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 26: 2011-2018 年我国证券行业净利润 CR5 集中度



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

随着资本市场改革的全面推进，证券行业将加速形成差异化发展格局，预计未来证券行业将实现“大而全”、“小而精”券商共存的局面。推荐大型龙头券商和特色券商并存的投资组合。中信证券、华泰证券、招商证券是大型龙头券商的典范，行业龙头地位稳固，在资本实力、风险定价能力、业务布局方面均有优势；东方证券、东方财富是特色券商的典型代表，东方证券主动管理能力优异，在行业内处于领先地位，东方财富的互联网流量优势有助于其成为零售巨头。目前券商板块 PB 估值为 1.59 倍，处于历史低位，具有较高安全边际。建议关注中信证券、华泰证券、招商证券、东方财富、东方证券。

图 27: 券商 PB 估值



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

风险提示

市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性，包括经纪、自营承压、股票质押业务计提资产减值损失增加等；金融监管预期外趋严，创新推进不达预期；市场低迷、牌照放开等因素导致行业竞争加剧，外资抢占部分创新业务的市场份额；流动性紧张导致融资成本快速上升，导致融资融券、股票质押等资本中介业务利差下降，从而导致业绩贡献不及预期。

表 10: 重点个股估值表

代码	公司	评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600030	中信证券	增持	21.43	2,415	1.07	1.19	20.03	18.01
601688	华泰证券	增持	16.94	1,433	0.89	1.01	19.03	16.77
600999	招商证券	增持	16.37	1,012	0.96	1.09	17.05	15.02
600958	东方证券	增持	9.68	618	0.35	0.47	27.66	20.60
300059	东方财富	增持	13.72	921	0.3	0.38	45.73	36.11

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032