

# 非银金融行业

## 监管支持打造航母级头部券商，行业分化加速

行业评级

买入

前次评级

买入

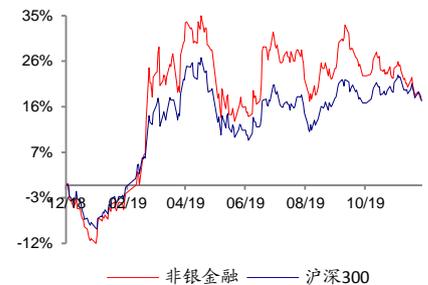
报告日期

2019-12-01

相对市场表现

### 核心观点

- 证券：证监会支持打造航母级头部券商，行业发展分化加速。**11月29日证监会答复《关于做强做优做大打造航母级头部券商，构建资本市场四梁八柱确保金融安全的提案》。首先从业务端支持证券公司大力发展创新业务，主要是场外衍生品等。明确发展柜台市场交易，试点信用衍生品、场外期权、跨境衍生品及结售汇等。自今年以来，衍生品业务已经在不断放开；监管推进行衍生品业务发展总是选取龙头券商进行试点。从当前场外衍生品发展情况来看，一方面名义本金集中度高，截至9月底规模较大的五家在整个场外衍生品业务中占到**77.27%**。另一方面从新增规模来看，龙头券商亦具有极强优势，按9月最新数据，五家新增总量占比高达**81.69%**。其次从资金端给予证券公司充足的支持，使其有足够的资本金开展创新业务。支持证券公司在境内外多渠道、多形式融资，优化融资结构，增强资本实力。引导各类国有资本通过认购优先股、普通股、可转债、次级债等方式投资证券公司，推动证券行业做大做强。我们认为，在衍生品等重要资本业务不断发展的背景下，资本的扩张和运用能力发展是“证券公司”向“现代投资银行”转型的关键。头部券商已呈现较强优势，本轮提案的落地将更进一步对龙头券商的净资本进行补充。另外本轮提案中明确提到“盘活客户资产”。我们认为这或许包含两层含义：1)是鼓励支持证券公司创设更多的创新金融工具，引导客户资产认购，盘活客户资产进入资本市场。2)是放开客户抵押物再抵押，参照美国90年代投行将客户抵押物再抵押，在资产端为杠杆投资机构提供融资，在负债端向现金管理机构融资，实现信用创造、提升杠杆。在对外开放不断落地，外资进入不断加速的明确趋势下，快速做大做强本土券商以应对外资竞争是当前最核心以及最紧迫的任务。在此背景下，无论是业务端资本端都已明确向头部券商大力倾斜。建议关注龙头企业：中信证券(600030.SH)/(06030.HK)、华泰证券(601688.SH)/HTSC(06886.HK)、中金公司(03908.HK)、海通证券(600837.SH)/(06837.HK)等。
- 保险：产品再平衡，负债端改善。**临近年底，进入开门红预售期。今年以来各家公司均表现出产品再平衡趋势，主要表现为理财型产品受到市场重新关注，银保渠道回暖等。2019年上半年，根据WIND和各家银行财报显示，各银行保险代销业务收入大幅增长，招商银行代销保险收入同比增长30.48%，实现近两年首次正增长，平安银行代销保险收入同比增长34%。银保渠道在提升价值率的改善基础上，有望重新扮演重要角色，助力负债端复苏。长期来看，受经济环境影响，对利率长期下行的预期仍然较高，保险资产端面临考验，未来或进一步影响产品端预订利率的设置。当前行业整体估值仍然较低，建议关注**建议关注：中国平安(601318.SH)/(02318.HK)、中国太保(601601.SH)/(02601.HK)、新华保险(601336.SH)/(01336.HK)、中国人寿(601628.SH)/(02628.HK)、中国财险(02328.HK)。**
- 风险提示：**市场风险事件包括经济增速放缓、利率波动影响、行业竞争加剧等；公司经营业绩不达预期，爆发重大风险及违约事件等。



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：

陈卉



SAC 执证号：S0260519040001

SFC CE No. BOX142



0755-82535901



gfchenh@gf.com.cn

### 相关研究：

- 非银金融行业:证券业利好政策不断,保险业关注开门红 2019-11-17
- 非银金融行业:再融资全面宽松与衍生品扩容推进行业发展 2019-11-10
- 非银金融行业:资本市场改革持续推进,关注保险开门红分化 2019-11-03

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/EV(x)		ROE	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中国平安	601318.SH	人民币	83.62	20190909	买入	92.65	8.57	10.10	9.76	8.28	1.28	1.09	18%	17%
新华保险	601336.SH	人民币	44.52	20190428	买入	63.11	3.01	3.96	14.79	11.24	0.71	0.62	47%	20%
中国太保	601601.SH	人民币	34.25	20190428	买入	41.79	2.35	3.00	14.57	11.42	0.82	0.73	13%	14%
中国平安	02318.HK	HKD	88.70	20190816	买入	107.73	8.57	10.10	9.29	7.88	1.22	1.03	18%	17%
新华保险	01336.HK	HKD	30.15	20190428	买入	46.60	3.01	3.96	8.99	6.83	0.43	0.37	47%	20%
中国太保	02601.HK	HKD	27.70	20190428	买入	38.60	2.35	3.00	10.58	8.29	0.60	0.53	13%	14%

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海通证券	600837.SH	CNY	13.74	20191030	买入	17.70	0.75	0.92	18.32	14.93	1.24	1.16	7.0%	8.1%
华泰证券	601688.SH	CNY	16.97	20191201	买入	24.9	0.91	1.15	18.65	14.76	1.23	1.16	6.3%	7.9%
中信证券	600030.SH	CNY	21.41	20191030	买入	26.20	1.32	1.61	16.22	13.30	1.56	1.42	10.0%	11.2%
海通证券	06837.HK	HKD	7.82	20191030	买入	9.50	0.75	0.92	9.52	7.76	0.65	0.60	7.0%	8.1%
HTSC	06886.HK	HKD	11.74	20191201	买入	17.2	0.91	1.15	11.79	9.33	0.78	0.73	6.3%	7.9%
中信证券	06030.HK	HKD	14.54	20191030	买入	17.4	1.32	1.61	10.06	8.25	0.96	0.88	10.0%	11.2%
中金公司	03908.HK	HKD	13.48	20191119	买入	18.67	1.12	1.30	10.95	9.44	1.16	1.06	11.0%	11.7%

注：A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。

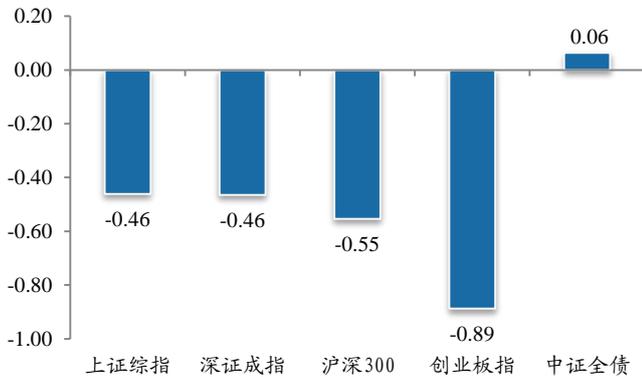
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：收盘价及表中估值指标按照最新收盘价计算

## 一周表现

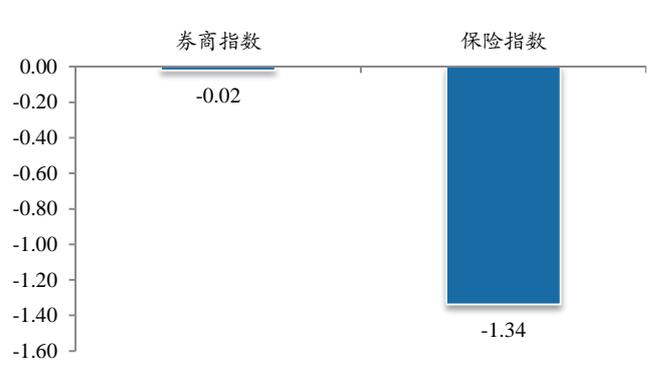
上证指数报2871.98点，跌0.46%；深证成指报9582.16点，跌0.46%；沪深300报3828.67点，跌0.55%；创业板指数报1664.90点，跌0.89%。中信II证券指数CI005165跌0.02%、中信II保险指数CI005166跌1.34%。

图1：市场指数周度涨跌幅（%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图2：市场行业指数周度涨跌幅（%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

## 行业动态及一周点评

### 保险：产品再平衡，负债端改善

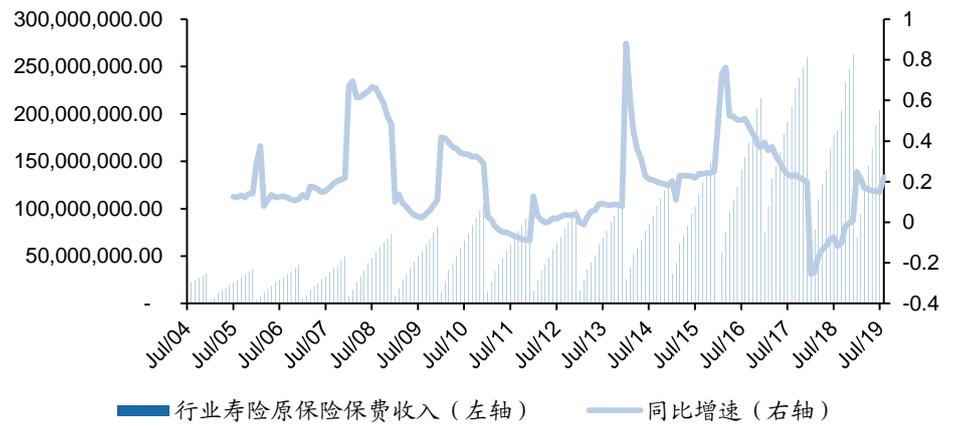
临近年底，进入开门红预售期。今年以来各家公司均表现出产品再平衡趋势，主要表现为理财型产品受到市场重新关注，银保渠道回暖等。2019年上半年，根据WIND和各家银行财报显示，各银行保险代销业务收入大幅增长，招商银行代销保险收入同比增长30.48%，实现近两年首次正增长，平安银行代销保险收入同比增长34%。银保渠道在提升价值率的改善基础上，有望重新扮演重要角色，助力负债端复苏。

长期来看，受经济环境影响，对利率长期下行的预期仍然较高，保险资产端面临考验，未来或进一步影响产品端预订利率的设置。

当前行业整体估值仍然较低；**建议关注：中国平安(601318.SH)/(02318.HK)、中国太保(601601.SH)/(02601.HK)、新华保险(601336.SH)/(01336.HK)、中国财险(2328.HK)。**

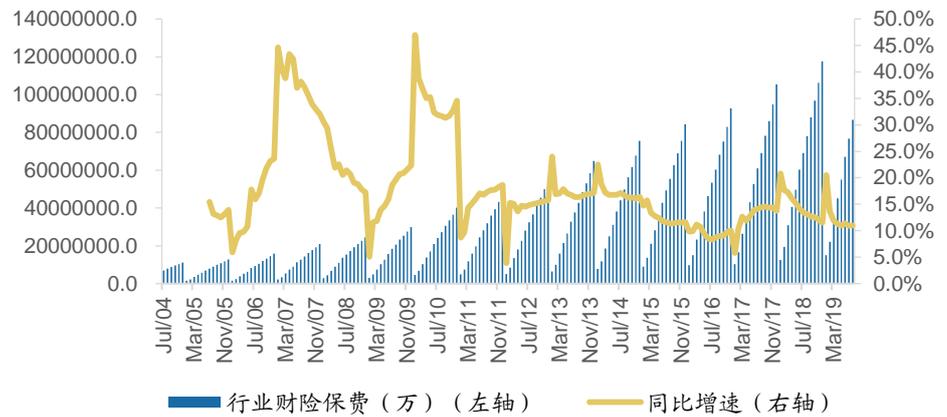
**风险提示：**保险经营风险包括外部金融环境发生重大变化带来系统性风险传导、保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等，以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。

图3: 月度行业寿险保费及其增速 (万元)



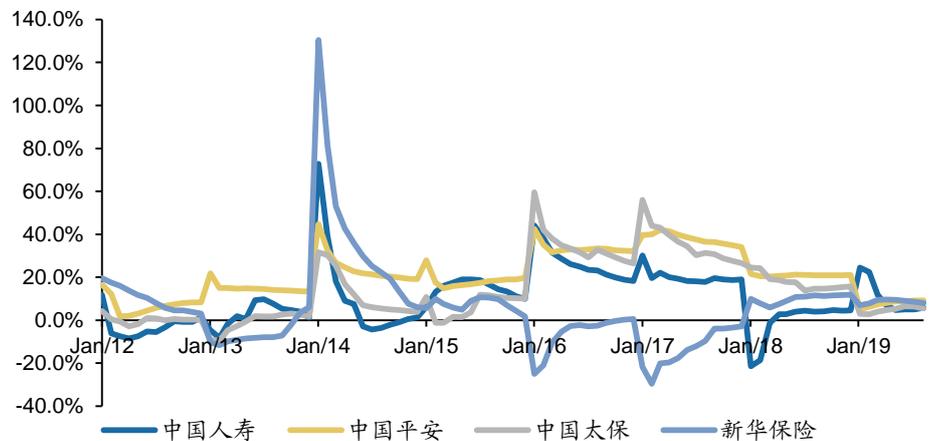
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 月度行业财险保费及其增速 (万元)



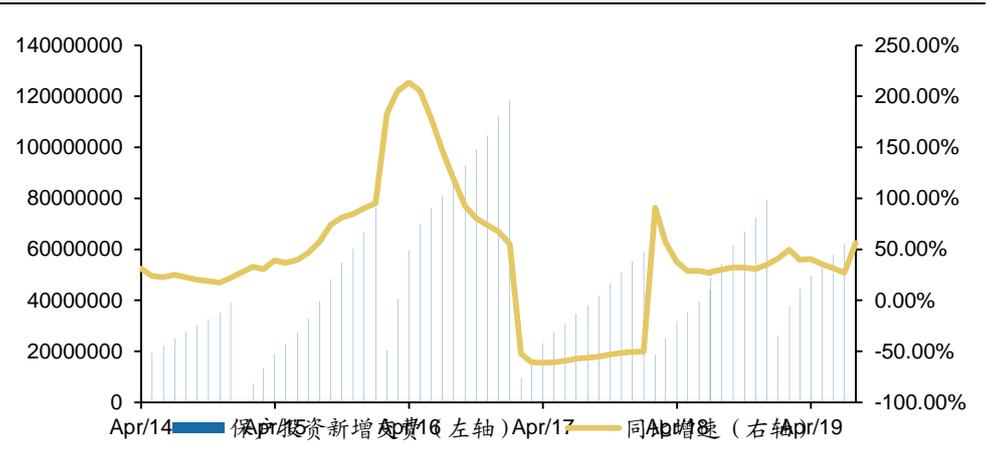
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图5: 主要保险公司寿险业务月度保费增速



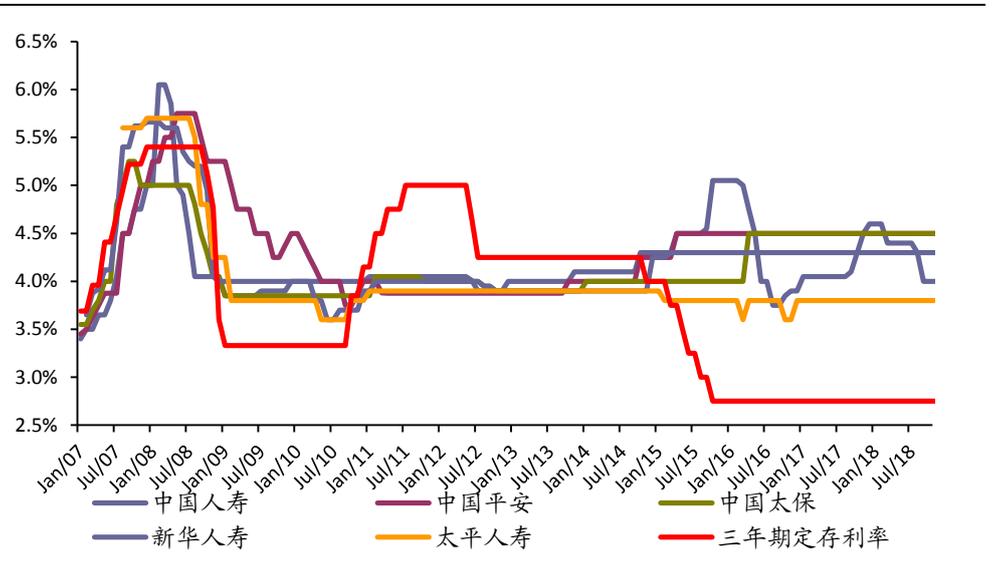
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图6: 保户投资款新增交费及同比增速 (万元)



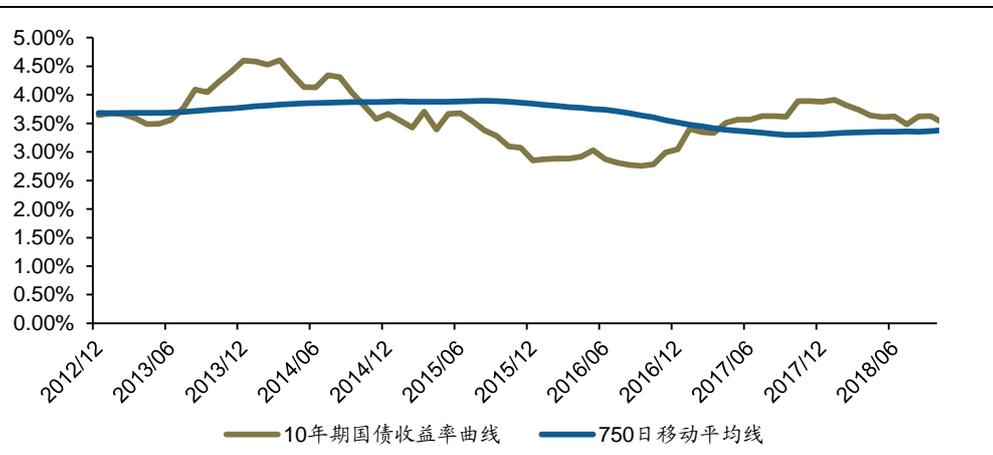
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图7: 行业万能险结算利率



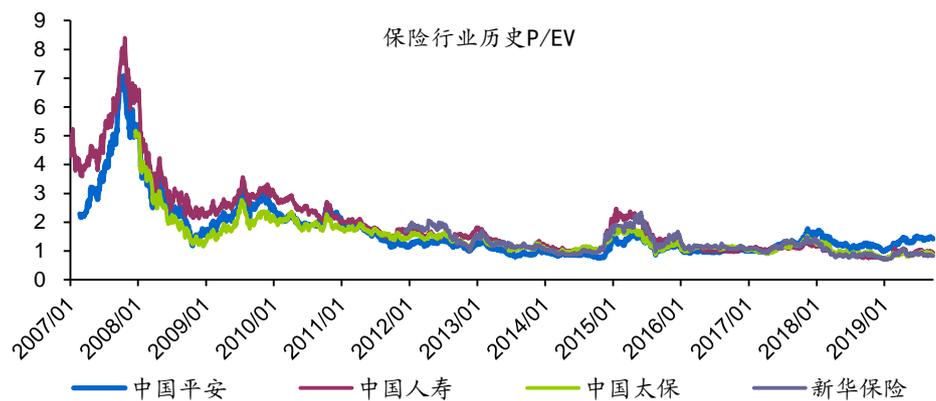
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图8: 10年期国债收益率及750日移动平均线



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图9: 保险行业估值曲线 (P/EV) (倍)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

表 1: 四大上市险企寿险财务保费累计同比增速

公司	Dec/18	Jan/19	Feb/19	Mar/19	Apr/19	May/19	Jun/19	Jul/19	Aug/19
中国人寿	4.7%	24.4%	22.4%	11.9%	6.9%	4.7%	5.0%	5.1%	5.8%
中国平安-人寿	21.1%	5.2%	6.2%	7.4%	8.0%	8.7%	8.9%	9.2%	9.2%
中国平安-健康	72.5%	119.8%	96.7%	78.6%	75.6%	71.4%	74.1%	68.2%	64.4%
中国平安-养老	20.2%	6.1%	10.9%	18.1%	7.5%	7.4%	7.6%	7.3%	11.1%
中国平安	21.4%	5.6%	6.6%	8.1%	8.4%	9.0%	9.2%	9.6%	9.7%
中国太保	15.7%	2.9%	2.8%	3.9%	4.8%	5.4%	6.5%	6.3%	5.5%
新华保险	11.9%	6.9%	7.9%	9.5%	9.6%	9.5%	9.0%	8.6%	8.1%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 中国平安保费数据为人寿、健康、养老三部分之和

表 2: 四大上市险企寿险财务保费每月环比增速

公司	Dec/18	Jan/19	Feb/19	Mar/19	Apr/19	May/19	Jun/19	Jul/19	Aug/19
中国人寿	17.7%	560.3%	-80.1%	165.0%	-73.0%	18.7%	112.0%	-52.5%	41.6%
中国平安-人寿	20.1%	273.8%	-71.2%	13.7%	-12.2%	-1.4%	-1.1%	-10.4%	0.1%
中国平安-健康	-11.8%	181.0%	-62.2%	90.6%	-13.3%	6.8%	10.1%	7.8%	-13.6%
中国平安-养老	12.5%	39.1%	-24.6%	172.7%	-45.1%	-24.3%	22.1%	-21.6%	4.4%
中国平安	19.4%	263.1%	-70.4%	20.8%	-15.3%	-2.7%	0.1%	-10.8%	0.1%
中国太保	-35.0%	808.0%	-70.7%	72.0%	-62.0%	38.1%	61.0%	-48.1%	72.6%
新华保险	-7.0%	223.3%	62.4%	109.8%	-46.9%	-0.9%	71.4%	-40.4%	0.1%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 中国平安保费数据为人寿、健康、养老三部分之和

表3: 四大上市险企寿险财务保费每月同比增速

公司	Dec/18	Jan/19	Feb/19	Mar/19	Apr/19	May/19	Jun/19	Jul/19	Aug/19
中国人寿	8.6%	24.4%	12.9%	-6.3%	-30.8%	-14.4%	6.6%	6.7%	13.4%
中国平安-人寿	24.4%	5.2%	9.9%	12.1%	12.0%	13.2%	10.4%	12.9%	8.8%
中国平安-健康	56.1%	119.8%	53.8%	51.9%	66.2%	56.3%	87.5%	42.9%	41.6%
中国平安-养老	79.3%	6.1%	17.9%	25.2%	-17.5%	6.7%	8.4%	5.5%	62.6%
中国平安	26.3%	5.6%	10.4%	13.6%	10.0%	13.3%	11.0%	12.9%	11.1%
中国太保	25.5%	2.9%	2.6%	6.9%	13.0%	10.4%	12.5%	4.4%	0.0%
新华保险	15.0%	6.9%	10.6%	12.3%	10.4%	8.7%	7.1%	5.2%	2.9%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 中国平安保费数据为人寿、健康、养老三部分之和

## 证券：证监会支持打造航母级头部券商，行业发展分化加剧

11月29日，证监会在答复政协十三届全国委员会第二次会议第3353号提案(《关于做强做优做大打造航母级头部券商，构建资本市场四梁八柱确保金融安全的提案》)表示：为推动打造航母级证券公司，将鼓励和引导证券公司充实资本、丰富服务功能、优化激励约束机制、加大技术和创新投入、完善国际化布局、加强合规风险管控，积极支持各类国有资本通过认购优先股、普通股、可转债、次级债等方式注资证券公司，推动证券行业做大做强。

**提案从业务端、资本端两方面大幅度支持龙头券商加速发展。**

**1) 从业务端支持证券公司大力发展创新业务，主要是场外衍生品等。**鼓励证券公司以客户为中心，依法盘活客户存量资产，发展柜台市场交易，试点信用衍生品、场外期权、跨境衍生品及结售汇等业务，研究推进并购融资，进一步完善、深化资产定价、风险管理和面向客户的综合服务能力。进一步丰富证券公司服务功能。

**2) 从资金端给予证券公司充足的支持，使其有足够的资本金开展创新业务。**支持证券公司在境内外多渠道、多形式融资，优化融资结构，增强资本实力。支持行业内市场化的并购重组活动，促进行业结构优化及整合。多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组，支持行业做优做强。针对“以社保基金、汇金、中投相结合的方式大幅加大对国有大型头部券商资本投入”的建议，将在依法依规的前提下，积极支持各类国有资本通过认购优先股、普通股、可转债、次级债等方式注资证券公司，推动证券行业做大做强

**3) 在技术上，鼓励证券公司加大信息技术和科技创新投入，以技术推进经营效率的提升和产业扩张上限。**在确保信息系统安全可靠的基础上，加大金融科技领域研究，探索人工智能、大数据、云计算等技术应用，提高金融科技开发和应用水平。

**4) 在内部治理上，支持证券公司完善优化激励机制以及加强合规风控建设。**

**5) 支持证券公司完善国际化布局，依法设立、收购境外证券经营机构，提升为实体企业“走出去、引进来”提供配套金融服务的能力。**

**第一，从业务看上，证监会明确了大力推进场外衍生品等业务发展。**

明确发展柜台市场交易，试点信用衍生品、场外期权、跨境衍生品及结售汇等。

自今年以来，衍生品业务已经在不断放开；**监管推进衍生品业务发展总是选取龙头券商进行试点。**

**2018年8月1日，中国证券业协会发布了场外期权业务交易商名单公告：**其中一级交易商：广发、国君、华泰、招商、中金、中信建投、中信；二级交易商：财通、东方、东吴、国信、海通、平安、申万、浙商、银河。

**在业务操作上：**

一级交易商可以在沪深证券交易所开立场内个股对冲交易专用账户，直接开展对冲交易。一级交易商应当根据自身合约设计要求及标的范围确定是否接受二级交易商的个股对冲交易。

而**二级交易商**仅能与一级交易商进行个股对冲交易，不得自行或与一级交易商之外的交易对手开展场内个股对冲交易。同时，二级交易商应确保其与对手方和一级交易商分别达成的个股期权合约挂钩标的、合约期限、合约规模、收益结构等交易要素基本保持一致。

**2019年2月**，证监会发布《关于支持证券公司开展信用衍生品业务、服务民营企业债券融资的通知》，鼓励具备场外期权交易商资质的券商申请开展信用衍生品业务，打开券商信用衍生品业务闸门。根据通知，信用衍生品业务申请条件包括：1) 具备场外期权交易商资质（包括一级交易商和二级交易商）；2) 近一年开展场外期权业务没有发生过重大风险。**截至2019年7月底**，已有**11家券商**获取业务资格，包括**中信证券、华泰证券、中金公司等7家一级交易商**，以及**浙商证券、国金证券、长城证券和方正证券等4家二级交易商**。

**2019年5月**，中金所发布《关于公布国债期货做市商名单的公告》，**8家证券公司**成为国债期货做市商，分别是：**招商证券、华泰证券、中信证券、东方证券、天风证券、申万宏源、中国银河以及国金证券**。

表 4: 最新公布或放开的衍生品业务资质均仅向少数头部券商试点

时间	品种	类型	资质名单
2018年5月	股指期货	上证50ETF主做市商	中信、华泰、国泰君安、海通、广发、东方、光大、国信、招商、中泰、
2018年8月	场外期权	一级交易商	中金、中信、华泰、国君、广发、中信建投、招商
		二级交易商	海通、财通、东方、东吴、国信、平安、申万、浙商、银河
2019年2月	信用衍生品	业务资质	中金、中信、华泰、国泰君安、广发、中信建投、招商
2019年5月	国债期货	做市商	中信、华泰、招商、东方、天风、申万宏源、银河、国金

数据来源：中国证券业协会、中国期货业协会，广发证券发展研究中心

从当前场外衍生品名义本金规模来看，市场集中度高，龙头券商具有绝对优势。

一方面**存续名义本金集中度高**：**截至9月底**规模较大的前五家证券公司在收益互换、场外期权中的全行业占比分别为92.99%、77.00%，在整个场外衍生品业务中占到77.27%。另一方面**新增名义本金亦呈现高集中度状态**：收益互换业务新增规模排名前五的证券公司新增初始名义本金共824.66亿元，占9月收益互换业务新增总量的98.52%；9月场外期权业务新增规模排名前五的证券公司新增初始名义本金为902.80亿元，占9月场外期权业务新增总量的81.69%

表 5: 证券公司场外衍生品存续名义本金（亿元）/截至9月底

排名	互换		期权		合计	
	证券公司	存续名义本金	证券公司	存续名义本金	证券公司	存续名义本金
第一名	中信证券	526.7	中信建投	712.02	中信证券	1,237.57
第二名	中金公司	266.83	中信证券	710.87	华泰证券	833.45
第三名	华泰证券	204.19	申万宏源	660.66	中信建投	758.81
第四名	国泰君安	54.03	华泰证券	629.26	申万宏源	662.85
第五名	中信建投	46.78	国泰君安	423.87	国泰君安	477.89

数据来源：中国证券业协会，广发证券发展研究中心

从衍生品业务用资收益率的角度看：同样中信等头部券商已经显示出较强优势。

中信证券规模大、模式经验足、收益率高。近年来中信证券衍生品业务持续发展，不断贴近市场需求，扩大应用场景：柜台产品业务进一步丰富挂钩标的和收益结构、做市交易业务向多品种、多元化方向发展，上证50ETF期权做市持续排名市场前列。始终能保持客户群体广泛、产品供给丰富、收益相对稳定的业务形态。

华泰证券自2018年8月获得场外期权一级交易商资质后规模快速增加，据中国证券业协会场外证券业务开展情况报告：截至2019年9月末，全市场场外衍生品存续明细本金3970亿元，其中华泰证券以833.45亿元位列第二，单月新增名义本金801.58亿元，位行业第一。

表 6：头部券商衍生金融资产收益率

	年均衍生金融资产（亿元）			衍生金融资产收益率（%） （处置及持有衍生金融资产收益/资产）		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
中信	67.35	45.08	86.61	7.04	-7.65	24.80
华泰	4.59	2.28	13.74	13.91	4.98	3.78
国君	1.70	2.09	4.26	2.92	-1.50	8.11
海通	40.81	33.07	19.89	-8.44	-0.16	-0.55

数据来源：公司年报，广发证券发展研究中心

注：年均衍生金融资产=年初、年中、年末衍生金融资产加权平均

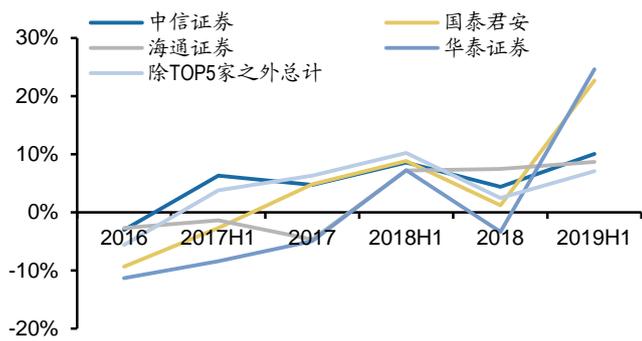
第二，从资金端上看，证监会明确了大力支持头部券商扩充净资本。国资或将率先发力起带头作用，通过认购优先股、普通股、可转债、次级债等方式注资证券公司。

我们认为，在衍生品等重资本业务不断发展的背景下，资本的扩张和运用能力发展是“证券公司”向“现代投资银行”转型的关键。当前龙头可用资产已呈现扩张优势；我们预计未来龙头券商在资产扩张方面的优势剪刀差将进一步扩大，因为无论从负债还是再融资能力上，均是龙头企业更有较大优势。①从负债扩张：头部券商的融资渠道将更为宽广，行业资源有望继续向头部集中。②从未来净资产扩张的角度看：龙头券商再融资与海外IPO尽享优势。

从总资产增速看，自2018年开始，龙头券商对资产的扩张不断加速，2019H1 中信、国君、华泰总资产同比增速更是分别高达10.06%、22.68%、24.61%。

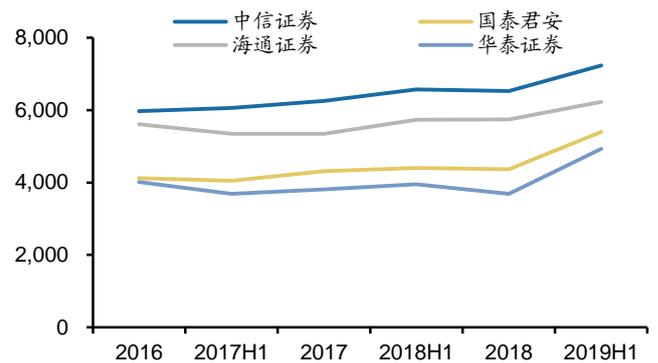
同时龙头券商总资产优势剪刀差逐渐加大：自2015至今，中信证券在整体的资产体量以及扩张速度上均保持了明显优势，与同业相比剪刀差逐渐增大。

图 10: 头部券商总资产同比增速



数据来源: 公司年报/半年报、广发证券发展研究中心

图 11: 头部券商总资产 (亿元)

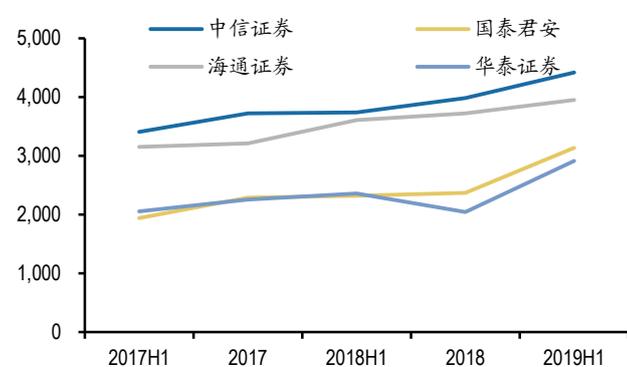


数据来源: 公司年报/半年报、广发证券发展研究中心

从负债的角度看: 龙头公司 (中信证券、华泰证券) 已显示出较为优势的扩张状态, 长期来看, 头部券商的融资渠道将更为宽广, 行业资源有望继续向头部集中。

自2019年中报显示, 行业杠杆率扩张明显, 龙头公司剔除客户代买卖资产及负债的杠杆率近两年增加明显, 其它证券公司整体杠杆率微弱下滑, 剪刀差分化路口已经显现。龙头之中细分来看: 2019年上半年中信、国君、华泰尤其突出。

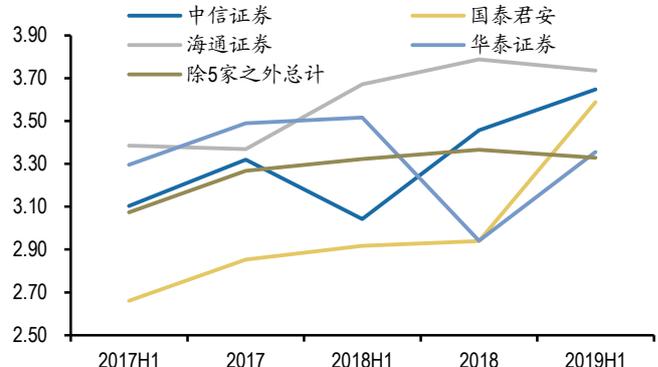
图 12: 剔除代买卖后的各家负债 (亿) 扩张情况对比



数据来源: 公司年报/半年报、广发证券发展研究中心

注: 负债=负债总计-代理买卖证券款

图 13: 剔除代买卖后的杠杆率对比



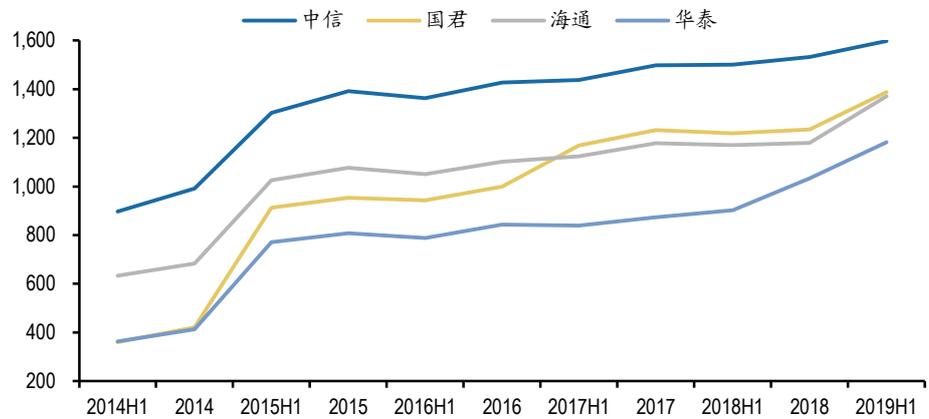
数据来源: 公司年报/半年报、广发证券发展研究中心

注: 资产=资产总计-客户资金存款-客户备付金

从净资本的扩张角度看, 头部券商已呈现较强优势, 本轮提案的落地将更进一步对龙头券商的净资本进行补充。

从再融资的角度看, 华泰证券近两年来净资本扩张步伐不断加快, 除了2015年H股上市之外, 2017年的142亿定增以及2019年的16.9亿美元GDR。

图 14: 头部证券公司净资产 (亿元)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

表 7: 头部券商再融资扩张情况

券商	再融资
中信证券	2015 年 H 股上市;
国泰君安	2015 年 A 股上市;
海通证券	2015 年 H 股上市
华泰证券	2015 年 H 股上市; 2017 年定增; 2019 年 GDR

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

另外值得注意的是, 本轮提案中明确提到“盘活客户资产”。我们认为这或许包含两层含义:

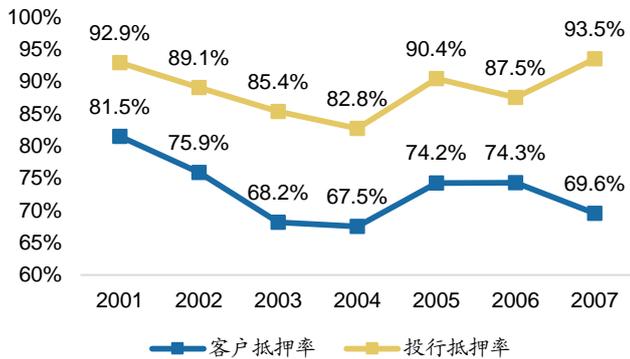
1) 是鼓励支持证券公司创设更多的创新金融工具, 引导客户资产认购, 盘活存量客户资产更多的进入资本市场。

2) 是放开客户抵押物再抵押, 创造大量信用额度。参照美国 90 年代, 投行将客户抵押物再抵押, 在资产端为杠杆投资机构提供融资, 在负债端向现金管理机构融资, 实现了信用创造、提升杠杆。

与我国当前情况类似, 90 年代的美国同样经历了一轮资本中介业务与机构业务发展的浪潮。就融资融券和证券回购而言, 美国投行可在 T 规则 (Regulation T) 和美国证券交易委员会的 15c3 规则 (Rule 15c3) 的监管下, 使用客户的证券抵押物进行再抵押, 为投行融入资金。

当时, 一方面, 以大型投行为核心的影子银行体系初步确立, 作为金融市场的资本中介, 投行将客户抵押物再抵押, 创造出大量信用, 实现了资产负债表大幅扩张; 2007 年仅几家大投行依此净融入资金 5600 亿美元。另一方面, 大型投行依托雄厚的资本实力开展风险中介 (机构交易、FICC) 业务, 组织场内外市场流动性, 并利用信息优势赚取超额利润。

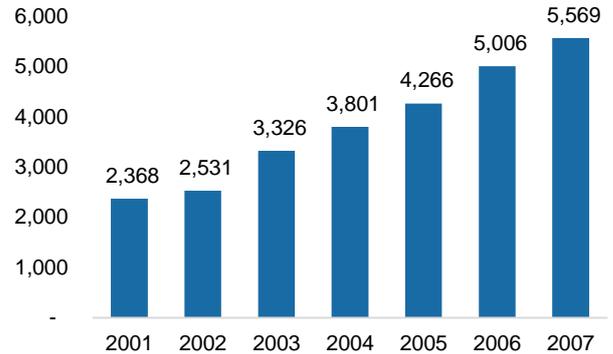
图 15: 美国投行抵押率高于客户抵押率



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

注: 以上数据由高盛、摩根士丹利、美林证券、雷曼兄弟数据合并计算

图 16: 资本中介业务为投行净融入资金规模(亿美元)



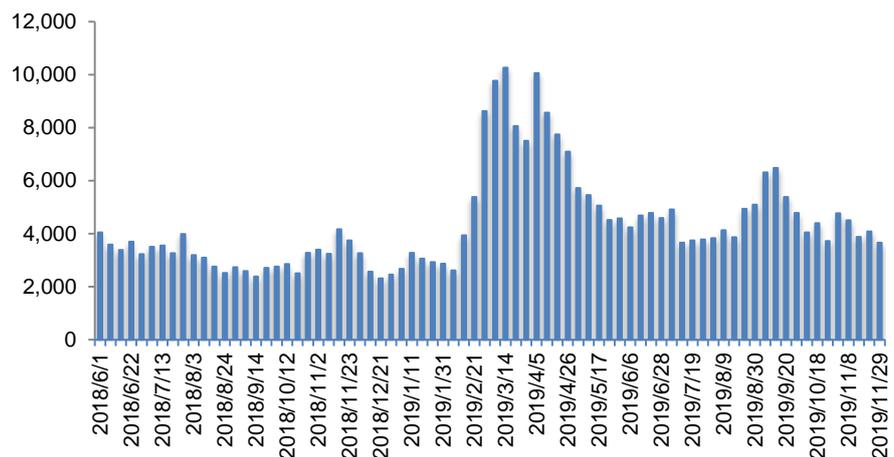
数据来源: 公司年报/半年报、广发证券发展研究中心

注: 以上数据由高盛、摩根士丹利、美林证券、雷曼兄弟数据合并计算

在对外开放不断落地, 外资进入不断加速的明确趋势下, 快速做大做强本土券商以应对外资竞争是当前最核心以及最紧迫的任务。在此背景下, 无论是业务端资本端都已明确向头部券商大力倾斜。

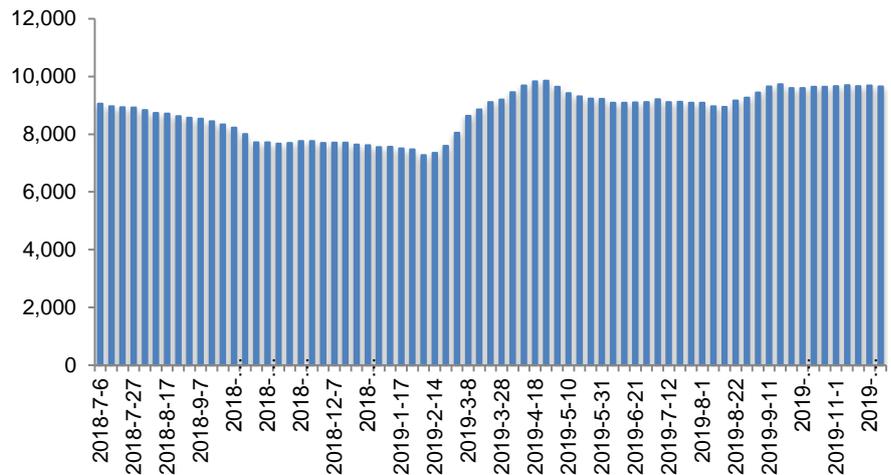
建议关注龙头企业: 中信证券 (600030.SH) / (06030.HK)、华泰证券 (601688.SH) / HTSC (06886.HK), 及低估值龙头海通证券 (600837.SH) / (06837.HK) 等。

图 17: 全部AB股周度成交金额(亿元)



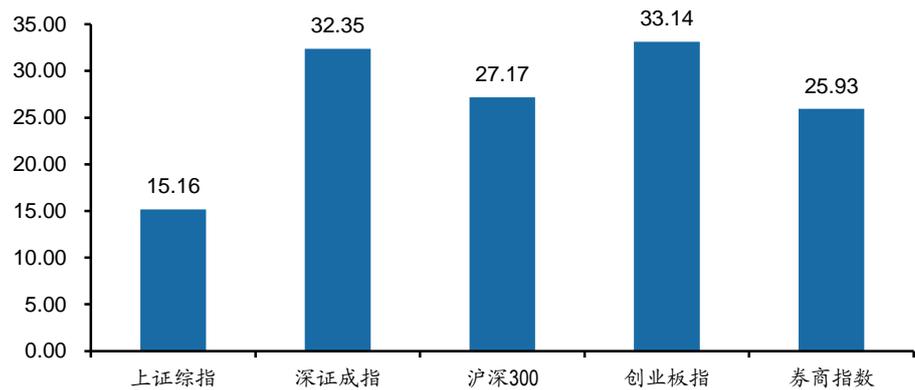
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图18: 沪深融资融券余额 (亿元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图19: 2019年以来市场及券商指数涨跌幅 (%)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

附表1: 美股和港股可比公司估值情况

市场	公司	股票代码	股价 (元)	EPS(元)			PE (倍)			PB (倍)		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
美股	摩根士丹利	MS.N	49.48	4.81	4.87	5.51	8.30	10.16	8.98	1.16	1.02	1.06
(USD)	高盛集团	GS.N	221.35	25.53	23.11	25.08	8.20	9.58	8.83	1.03	1.00	0.92
港股	友邦保险	01299.HK	78.40	1.68	3.77	4.34	46.67	20.80	18.06	3.11	2.71	2.40
(HKD)	中国太平	00966.HK	18.10	1.81	2.61	3.19	10.77	4.80	4.17	0.72	0.63	0.55

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 表中估值情况按最新收盘价计算; 盈利预测数据来自 Wind 一致预测; 美股股价和 EPS 单位为美元; 港股股价和 EPS 为港元。

## 风险提示

券商经营风险因素包括宏观经济与行业景气度下行，如经济下行超预期、多因素影响利率短期大幅波动、资管新规后续补丁文件严厉性超预期、行业爆发严重风险事件等；公司经营受多因素影响，风险包括：行业竞争加剧、存量资管项目爆发严重风险事件、公司业绩不达预期、二级市场波动、新领域投资出现亏损等。

## 广发非银行金融行业研究小组

陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。

鲍 淼：资深分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。

文 京 雄：资深分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。

陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

陈 韵 杨：资深分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持： 预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有： 预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出： 预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14 楼1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与天风证券(601162)公司有投资银行业务关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。