

谨慎推荐（维持）

## 证券行业 2020 年上半年投资策略

风险评级：中风险

改革驱动转型，开放倒逼升级

2019 年 12 月 2 日

许建锋

SAC 执业证书编号：

S0340519010001

电话：0769-22110925

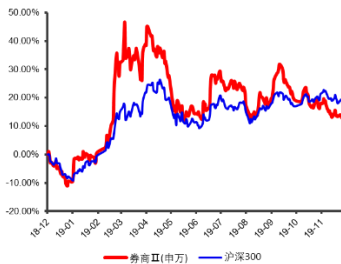
邮箱：xujianfeng@dgzq.com.cn

### 细分行业评级

证券

谨慎推荐

### 行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

### 相关报告

《证券行业 2019 年下半年投资策略：拥抱改革，迎接晨光》

《证券行业 2019 年四季度投资策略：行业第三次创新周期开启，基本面、资金面、情绪面边际改善》

■ **佣金率降幅放大，短期内国内券商实施零佣金可能性低。**单季度看，佣金率降幅扩大趋势更加明显，2019年Q1、Q2、Q3佣金率环比降幅分别为万分之0.14、万分之0.12、万分之0.17，显著高于2018年单季环比降幅。推测是由于2019年市场显著回暖，经纪业务价格需求弹性提升，各券商把握市场机遇，通过低佣金率策略，争夺市场份额。此外，国内券商短期内实施零佣金的可能性较低，主要基于如下因素：一、经纪业务净收入占营收比例较高。二、无新营收源替代经纪业务收入。三、佣金率有监管下限。今年7月证监会发布了《证券经纪业务管理办法（征求意见稿）》，明确规定券商收取的佣金不得低于证券经纪业务服务成本。

■ **再融资红利兑现将至。**2019年10月后，证监会发布重大资产重组办法修订意见及再融资办法修订的征求意见稿，预示券商将迎来再融资承销规模的扩张阶段。从历史看，2013年-2016年是再融资规模（增发+配股+优先股+可转债+可交换债）扩张阶段，年复合增长率为66.75%，于2016年达到峰值20758亿元，之后随着再融资政策收紧，再融资规模回落；现政策松绑意图明显，2020年再融资规模有望重新进入扩张阶段。

■ **交易所股票质押待回购余额呈下降趋势，降幅有所放缓。**2018年股票质押信用风险暴露，股票质押待回购余额出现向下拐点，2019年Q4（截止2019年11月27日）日均待回购余额较2018年Q1下降了80.65%。随着2019年市场回暖及监管层多措施纾解股票质押风险，待回购余额降速放缓。2019年9月10日，证监会提出全面深化资本市场改革12个重点任务，其中第七项是切实化解股票质押等重点领域风险，预期2020年股票质押待回购余额将继续小幅收缩。

■ **股票质押风险仍需警惕。**场内股票质押履约担保率在2019Q1出现过环比回升，随后继续回落，2019年9月30日、11月27日的履约担保率分别为144%、139%，均低于2018年Q4末水平。从主要上市券商信用减值损失（含两融、股票质押减值损失）看，2019Q1-Q3累计减值损失与2018同期基本持平。从上述两点看，2019年场内整体股票质押信用风险仍需警惕。

■ **券商资管规模延续下行趋势。**券商资管规模自2017年一季度后呈下降趋势，2019年6月末，整体资管规模为12.53万亿元，较2018年末-6.17%，预计三季度末延续下行趋势；其中，集合计划规模保持平稳，定向资管规模逐季下滑，私募子公司私募基金规模稳步扩大。2019年，主动管理排名前20券商合计主动管理规模呈下滑趋势。

■ **内资头部券商将最先直面国外同行竞争。**预期外资券商初期主要布局财富管理及销售交易业务，而销售交易业务及跨境资产配置主要是内资头部券商有所涉及，内资中小券商较少布局，因此内资头部券商将最先直面国外同行竞争。

- **投资建议。**建议关注改革红利受益较大、行业定位升级的头部券商海通证券（600837）、中信证券（600030），及探索自身特色领先、高弹性标的东方财富（300059）。
- **风险提示。**经济超预期下行，股市指数大幅下跌，股基成交额大幅萎缩，资本市场改革进度不及预期，中美贸易摩擦加大。

## 目录

1. 经纪业务：佣金率下行趋势不变，财富转型步伐将加快.....	5
2. 投行业务：IPO 红利进入兑现期，再融资红利兑现将至.....	8
3. 信用业务：两融余额边际改善，股票质押规模收缩明显.....	13
4. 资管业务：资管规模延续下行趋势，开放格局对资管业务形成冲击.....	18
5. 行业开放：券商行业开放进入倒计时，内资头部券商将最先直面国外同行竞争.....	20
6. 投资建议.....	22
7. 风险提示.....	24

## 插图目录

图 1：佣金率（万分之一）.....	5
图 2：单季度佣金率（万分之一）.....	5
图 3：嘉信理财营收结构（%）.....	6
图 4：上市券商营收结构（%）.....	6
图 5：券商行业整体营收结构（%）.....	7
图 6：股基日均成交额（亿元，%）.....	7
图 7：单季股基日均成交额（亿元）.....	8
图 8：单季 IPO 募集规模（亿元）.....	9
图 9：IPO 募集规模（亿元）.....	10
图 10：单季再融资募集规模（亿元）.....	10
图 11：再融资募集规模（亿元，%）.....	11
图 12：截止 2019 年 11 月 5 日已发行的科创板企业数量（家）.....	12
图 13：截止 2019 年 11 月 5 日各券商科创板排队项目数量（家）.....	12
图 14：券商债券承销规模（亿元）.....	13
图 15：2019 年前三季度券商承销债券结构（亿元，%）.....	13
图 16：日均融资余额（亿元）.....	14
图 17：融资余额占 A 股流通市值比（%）.....	14
图 18：融资余额与大盘指数走势一致（亿元）.....	14
图 19：日均融券余额（亿元）.....	15
图 20：融券余额占 A 股流通市值比（%）.....	16
图 21：股票质押日均待回购余额（亿元）.....	16
图 22：场内股票质押履约担保率（亿元，%）.....	17
图 23：主要上市券商累计信用减持损失（亿元）.....	17
图 24：券商集合计划规模（亿元）.....	18
图 25：券商定向资管计划规模（亿元）.....	18
图 26：券商私募子公司私募基金规模（亿元）.....	19
图 27：券商资管规模（万亿）.....	19
图 28：主动管理排名前 20 券商合计主动管理规模（亿元）.....	19
图 29：境外基金净资产总值/本土基金净资产总值.....	20
图 30：境外基金净资产总值/本土基金净资产总值.....	20
图 31：券商板块（申万二级）PB.....	23
图 32：券商板块（申万二级）PE.....	23

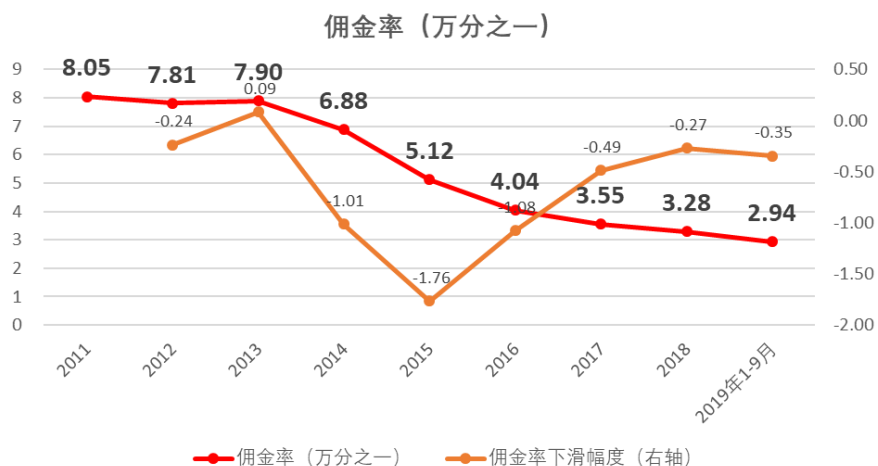
## 表格目录

表 1: 资本市场改革快速推进 .....	9
表 2: 券商行业开放节奏加速 .....	21
表 3: 外资券商布局中国市场 .....	21
表 4: 重点公司估值及盈利预测 (元, 倍) .....	23

## 1. 经纪业务：佣金率下行趋势不变，财富转型步伐将加快

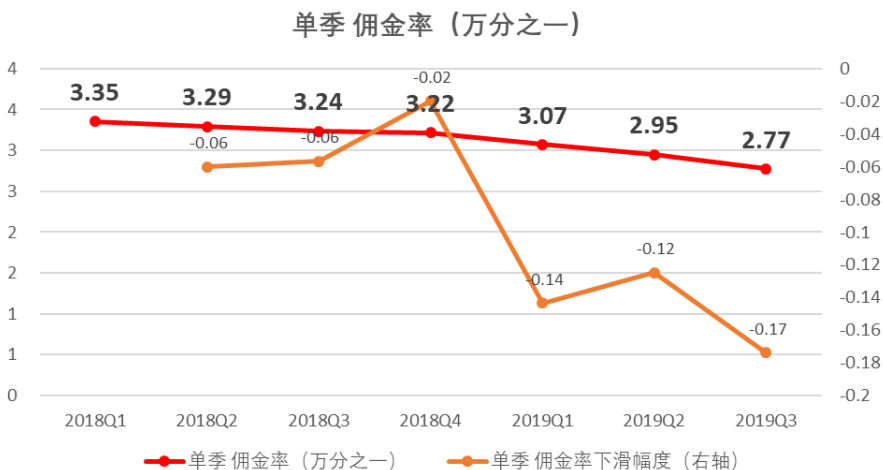
市场回暖，经纪业务价格需求弹性提升，佣金率降幅放大。2019 年前三季度，行业整体佣金率为万分之 2.94，较 2018 年下降万分之 0.35，而 2018 年环比降幅为万分之 0.27，下滑幅度略有放大。单季度看，佣金率降幅扩大趋势更加明显，2019 年 Q1、Q2、Q3 佣金率环比降幅分别为万分之 0.14、万分之 0.12、万分之 0.17，显著高于 2018 年单季环比降幅。推测是由于 2019 年市场显著回暖，经纪业务价格需求弹性提升，特别是 2019 年 Q1、2019 年 Q3，各券商把握市场机遇，通过低佣金率策略，争夺市场份额。从过往年份看，市场回暖时期，佣金率环比降幅放大，市场降温阶段，则降幅收窄。当前，经纪业务净收入占营收比例较大，在未有新收入替代之前，经纪业务依然是各券商争夺重点，因此预期佣金率将继续下行趋势，环比降幅受市场景气度影响。

图1：佣金率（万分之一）



数据来源：上交所，深交所，证券业协会，东莞证券研究所

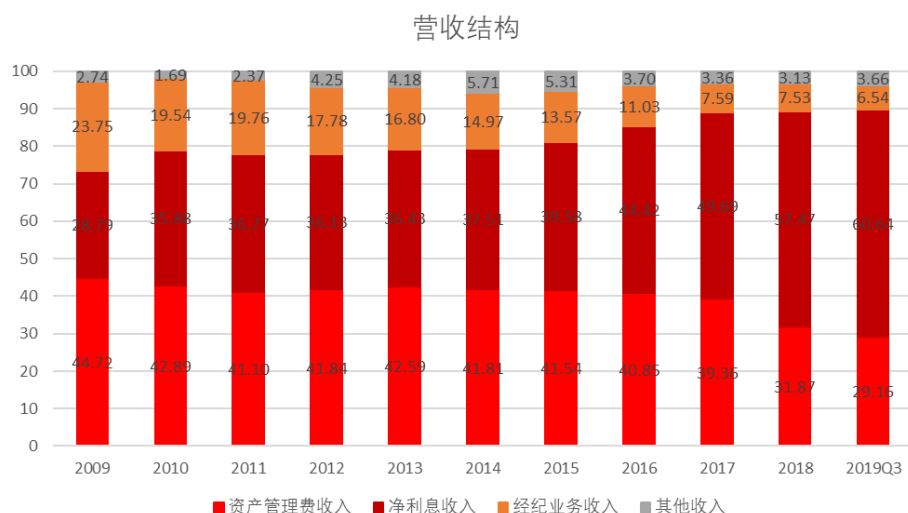
图2：单季度佣金率（万分之一）



数据来源：上交所，深交所，证券业协会，东莞证券研究所

**美国经纪业务进入零佣金时代。**2019 年 10 月 1 日，美国经纪交易巨头嘉信理财宣布，从 2019 年 10 月 7 日起，取消在美国或加拿大交易所上市的股票、ETF 和期权的在线交易佣金。随后，美国其他交易商迅速宣布实施零佣金，美国经纪业务正式进入零佣金时代。从嘉信理财收入结构看，其佣金收入占营收比例逐年下降，2019 年前三季度占比降至 6.54%，实施零佣金后对其营收影响较小；而利息净收入及资产管理费收入贡献主要营收，因此通过零佣金引流客户，增加资管规模，赚取管理费及利息收入，可对冲佣金方面的损失。

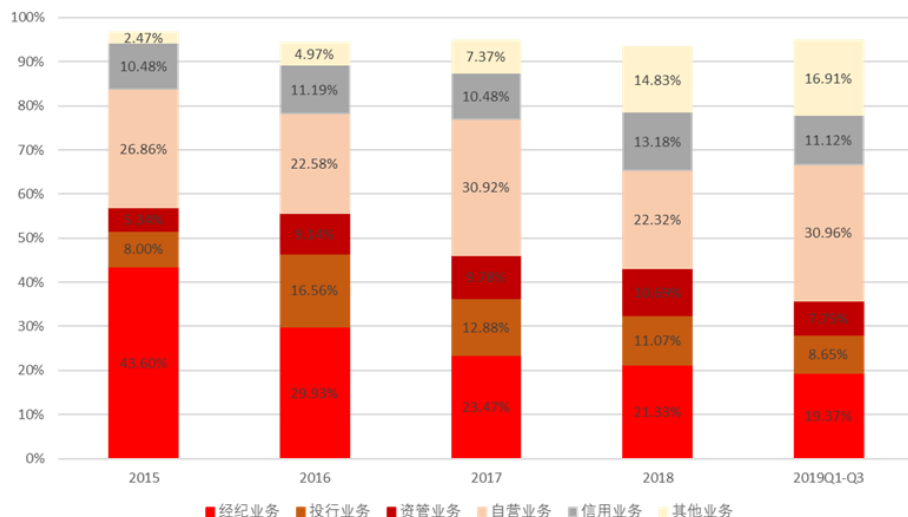
图3：嘉信理财营收结构（%）



数据来源：wind，东莞证券研究所

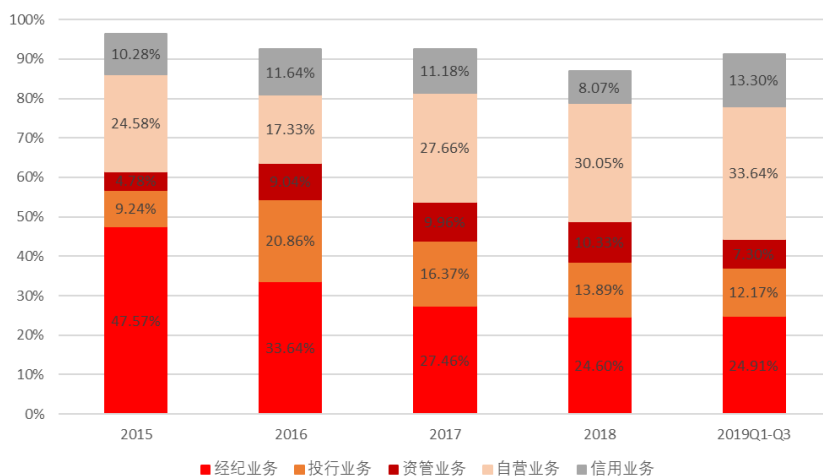
**短期内国内券商实施零佣金可能性低。**回观国内，券商短期内实施零佣金的的可能性较低，主要基于如下因素：一、经纪业务净收入占营收比例较高。虽然上市券商或整个行业，经纪业务净收入占营收比例逐年下降，截止 2019 年前三季度，上市券商、行业整体经纪业务净收入占比分别为 19.37%、23.94%。二、无新营收源替代经纪业务收入。国内券商投顾不能开展代客理财，进而券商无法赚取投顾开展资产管理过程中加杠杆产生的利息收益及相应的资产管理费收入；而当前券商资管产品以固收类为主，获取的管理费较低。资本市场改革有望增厚投行及销售交易等机构业务收入，短期对经纪业务增收效果有限。三、佣金率有监管下限。今年 7 月证监会发布了《证券经纪业务管理办法（征求意见稿）》，明确规定券商收取的佣金不得低于证券经纪业务服务成本。

图4：上市券商营收结构（%）



数据来源：wind，东莞证券研究所

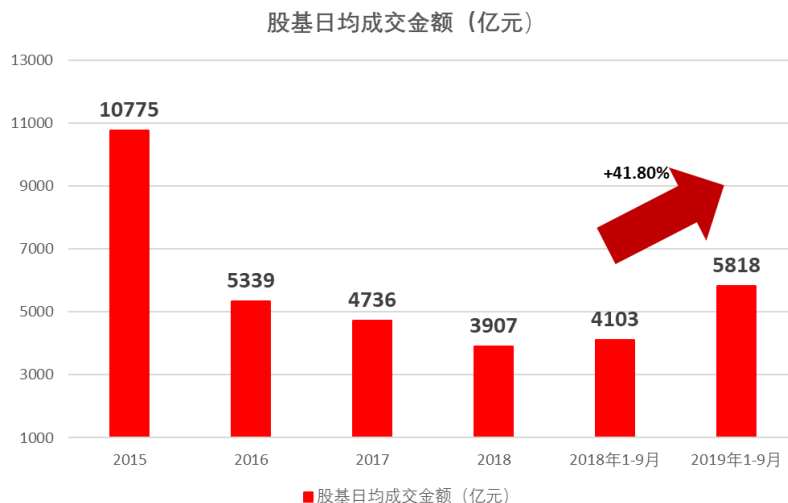
图5：券商行业整体营收结构（%）



数据来源：证券业协会，东莞证券研究所

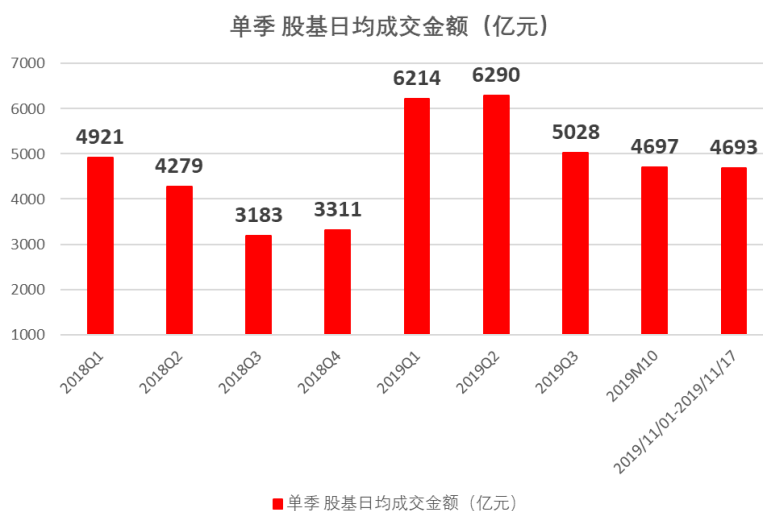
经济下行及 CPI 高企制约日均成交额提升。2019 年 Q1、Q2 股基日均成交额达到年内高点，随后边际回落，11 月（11 月 1 日至 11 月 17 日）日均股基成交额仅约 4700 亿元。成交额水平反映了投资者信心及市场资金面状况，由于经济仍在下行，抑制了部分投资者做多情绪；猪肉价格主导的 CPI 上涨制约了货币宽松空间。因此，预期随着经济先行指标拐点出现及 CPI 回落，日均成交额将提升。

图6：股基日均成交额（亿元，%）



数据来源：上交所，深交所，东莞证券研究所

图7：单季股基日均成交额 (亿元)



数据来源：上交所，深交所，东莞证券研究所

**财富管理转型迫在眉睫。**当前各券商经纪业务同质化严重，随着竞争加剧，佣金率呈下行趋势，压缩着经纪业务净收入增速；2019年10月，美国几大经纪交易商巨头实施零佣金的消息，犹如达摩克里斯之剑，催促了券商加快向财富管理转型的步伐。

## 2. 投行业务：IPO 红利进入兑现期，再融资红利兑现将至

**改革推进，政策利好不断。**2019年9月10日，证监会提出全面深化资本市场改革12个重点任务，可视为未来资本市场的改革蓝图，包括稳步实施注册制，优化重组上市、再融资等制度，支持分拆上市，加快资本市场开放，推动更多中长期资金入市，加大违法成本，加强投资者保护等。随后，资本市场改革密集“施工”：2019年10月18日，资产重组迎来松绑，创业板重组上市“破冰”；2019年11月4日，中国证监会党委指出要抓紧推进创业板改革并试点注册制、新三板改革、推动提高上市公司质量、引导中



长期资金入市等重点改革措施落地实施；2019 年 11 月 8 日，新三板深化改革措施公开征求意见；2019 年 11 月 8 日，再融资松绑政策、科创板优化再融资政策公开征求意见；2019 年 11 月 15 日，阎庆民副主席指出要大力推动提高上市公司质量。

**表 1：资本市场改革快速推进**

主题	内容
深化资本市场改革 12 个重点任务	2019 年 9 月 9 日至 10 日，证监会在京召开全面深化资本市场改革工作座谈会，会议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。
重组松绑	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》
新三板改革	2019 年 10 月 25 日，证监会宣布新三板全面深化改革启动。
创业板试点注册制	2019 年 11 月 4 日，中国证监会党委传达学习贯彻党的十九届四中全会精神，会中指出要抓紧推进创业板改革并试点注册制、新三板改革、推动提高上市公司质量、引导中长期资金入市等重点改革措施落地实施，更好发挥资本市场“晴雨表”功能。积极配合推动证券法、刑法修订，推动建立中国特色的证券集体诉讼制度，显著提升违法违规成本，持续净化市场生态。
新三板改革	2019 年 11 月 8 日，为进一步深化新三板改革，完善市场基础制度，优化融资功能，落实差异化监管安排，提高挂牌公司信息披露质量，证监会拟对《非上市公众公司监督管理办法》进行修订，同时起草了《非上市公众公司信息披露管理办法（征求意见稿）》。
再融资松绑	2019 年 11 月 8 日，证监会拟对《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》等再融资规则进行修订，并向社会公开征求意见。
科创板再融资优化	2019 年 11 月 8 日，按照《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》的具体要求，证监会起草了《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》（征求意见稿），向社会公开征求意见。
提升上市公司质量	2019 年 11 月 15 日，阎庆民副主席在第十届财新峰会上的讲话指出要大力推动提高上市公司质量。

资料来源：证监会，东莞证券研究所

**IPO 红利进入兑现期。**在资本市场改革全面推进的背景下，IPO、重组、增发、债券承销业务空间已全面打开。科创板首批 25 家企业于 2019 年 7 月挂牌交易，IPO 增量业务在 2019 年下半年开始释放。2019Q3 单季，券商 IPO 募资规模同比+188.91%，环比+119.54%；按 2019Q3 IPO 规模测算，预计 2020 年全年 IPO 募资规模为 3000 亿元，超过近 5 年高峰。注册制极大提高了企业上市效率，结合退市制度、重组制度完善，上市企业数量将保持动态平衡，因此上市企业数量不会成为 IPO 规模扩张的制约因素。

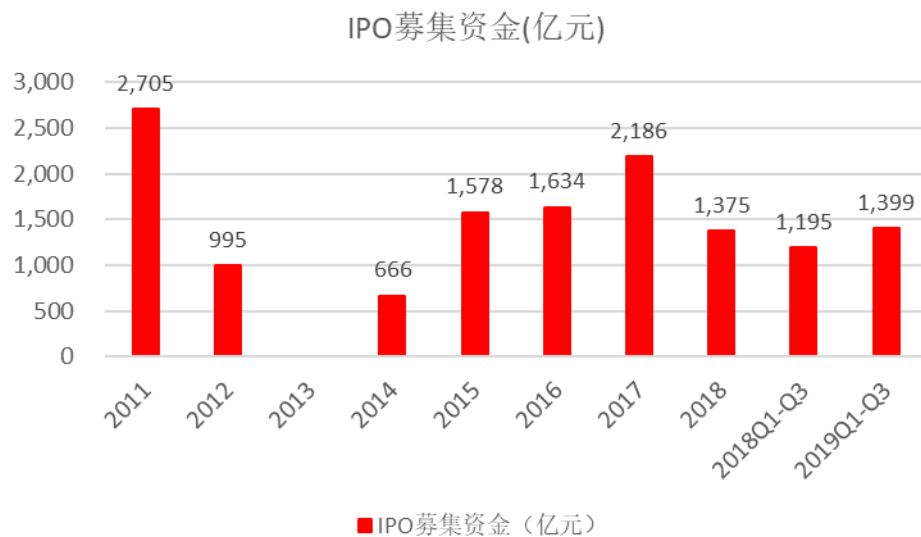
**再融资红利兑现将至。**2019 年 10 月后，证监会发布重大资产重组办法修订意见及再融资办法修订的征求意见稿，预示券商将迎来再融资承销规模的扩张阶段。从历史看，2013 年-2016 年是再融资规模（增发+配股+优先股+可转债+可交换债）扩张阶段，年复合增长率为 66.75%，于 2016 年达到峰值 20758 亿元，之后随着再融资政策收紧，再融资规模回落；现政策松绑意图明显，2020 年再融资规模有望重新进入扩张阶段。

**图8：单季IPO募集规模（亿元）**



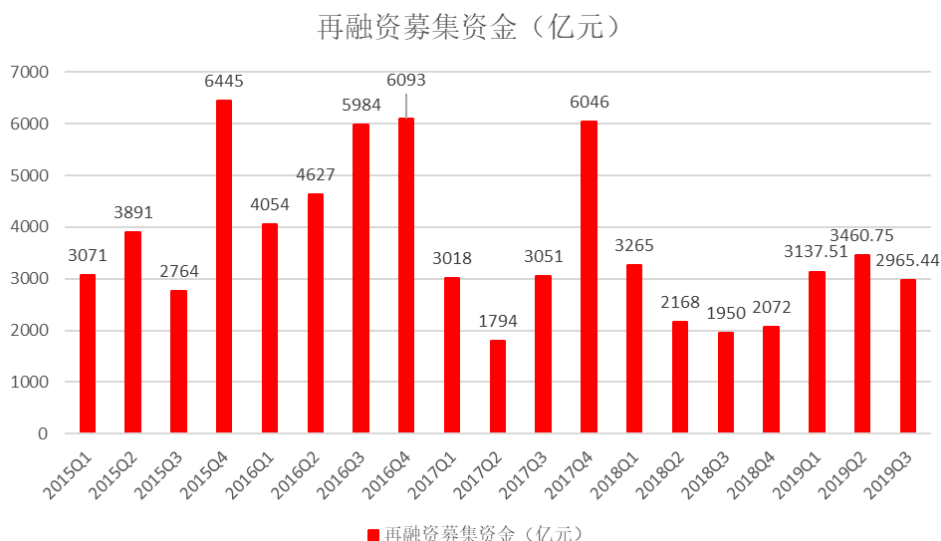
数据来源：wind，东莞证券研究所

图9：IPO募集规模（亿元）



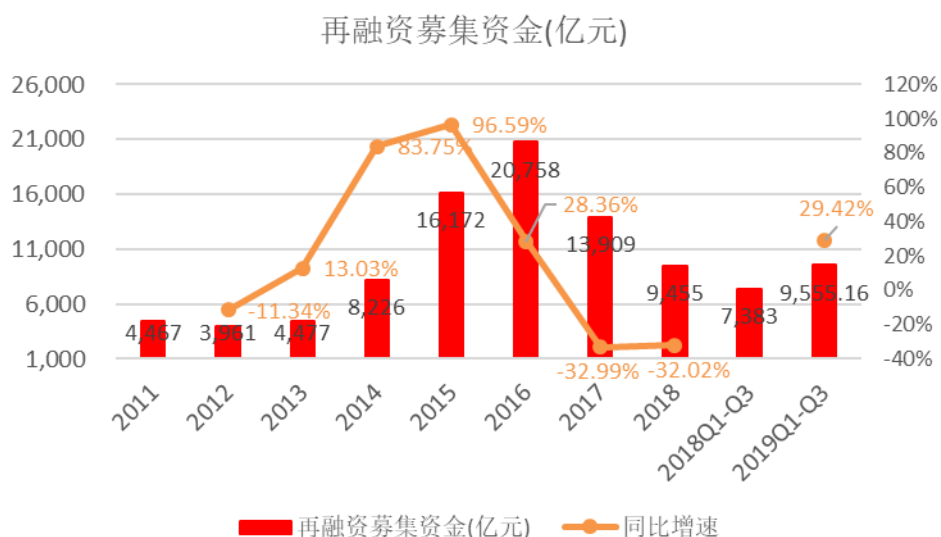
数据来源：wind，东莞证券研究所

图10：单季再融资募集规模（亿元）



数据来源：wind，东莞证券研究所

图11：再融资募集规模（亿元，%）

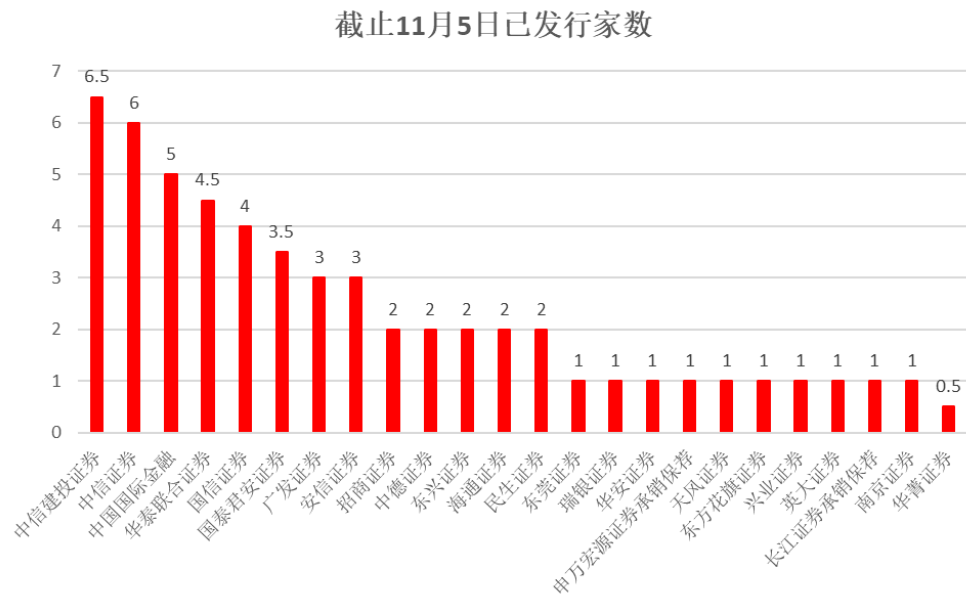


数据来源：wind，东莞证券研究所

**注册制下头部券商 IPO 业务优势依然明显。**截止 2019 年 11 月 5 日，科创板已发行 56 家企业，中信建投已发行项目数最多，为 6.5 家；排队 100 家中，中金公司排队项目最多，占 12 家。注册制下，头部券商占较大市场份额，IPO 业务优势依然明显，并预期这种优势将延伸到再融资、重组业务。

**科创板承销保荐费率有下降空间。**截止 2019 年 11 月 5 日，从已公布承销保荐费用的 51 家（已发行 56 家）科创板公司看，承销保荐费用合计 36.17 亿元，承销保荐费率中位数为 7.39%，博瑞医药费率最高，为 12.52%，澜起科技费率最低，为 1.27%；科创板承销保荐费用高于传统 IPO 项目约 3pct，这部分溢价包含了跟投的风险溢价，未来随着科创板风险管理工具供给，及券商风险管理能力提升，预计科创板承销保荐费率将下降。

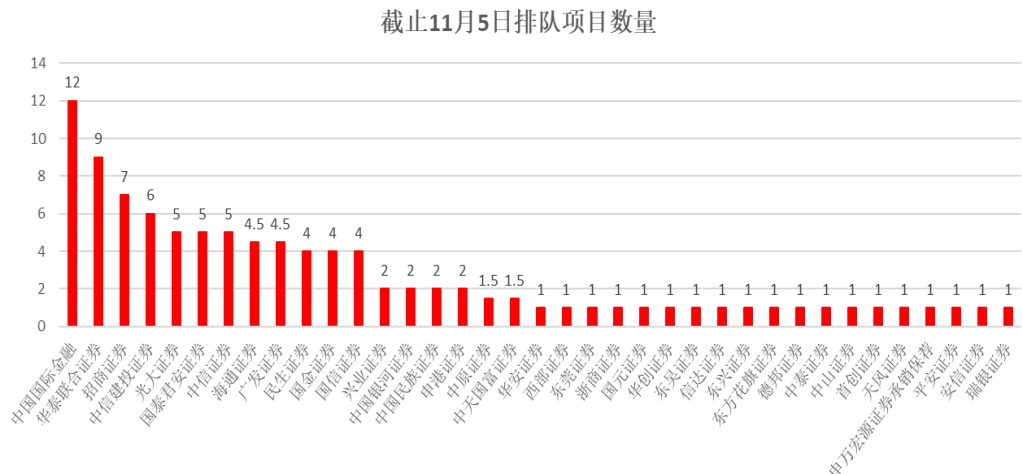
图12：截止2019年11月5日已发行的科创板企业数量（家）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

注：联合保荐的平均计算，例如A、B券商联合保荐X企业，则A、B券商保荐家数各记0.5家。

图13：截止2019年11月5日各券商科创板排队项目数量（家）

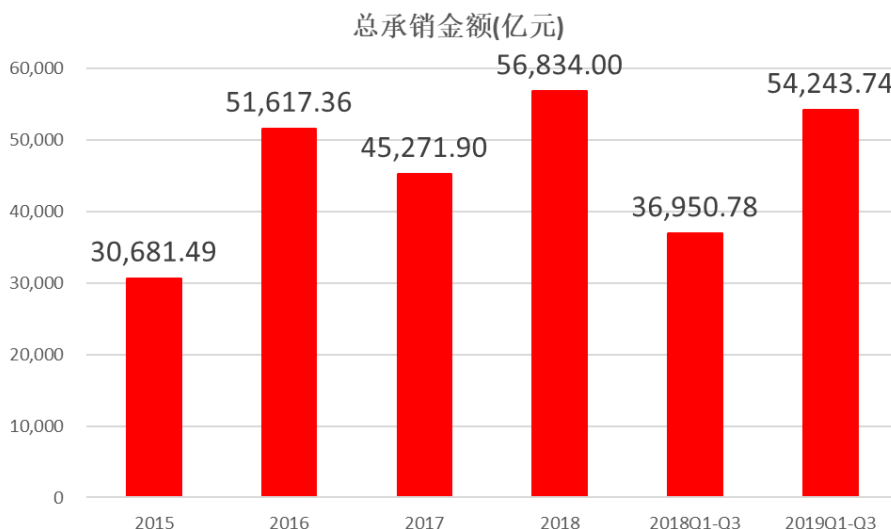


数据来源：Wind，东莞证券研究所

注：联合保荐的平均计算，例如A、B券商联合保荐X企业，则A、B券商保荐家数各记0.5家。

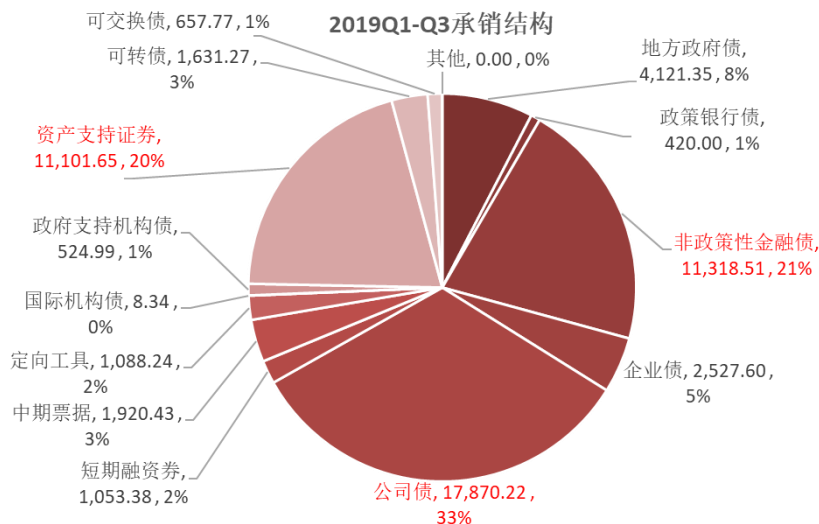
**债券承销规模增幅关键看中小银行补充资本力度。**2019年前三季度，券商行业债券承销规模为5.4万亿元，同比增长46.80%，总承销额已达2018年全年的95%，同比增幅主要由非政策性金融债及公司债贡献；从承销债券的结构看，公司债、非政策性银行金融债、资产支持证券占比较大，占比分别为33%、21%、20%；虽然可转债、地方政府债承销规模同比增幅最大(分别同比增长237.44%、105.26%)，但规模占比分别仅有3%、8%。2019年11月6日，金融委召开第九次会议提出，要深化中小银行改革，重点支持中小银行多渠道补充资本，因此2020年非政策性金融债有望大幅增长。

图14：券商债券承销规模（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图15：2019年前三季度券商承销债券结构（亿元，%）

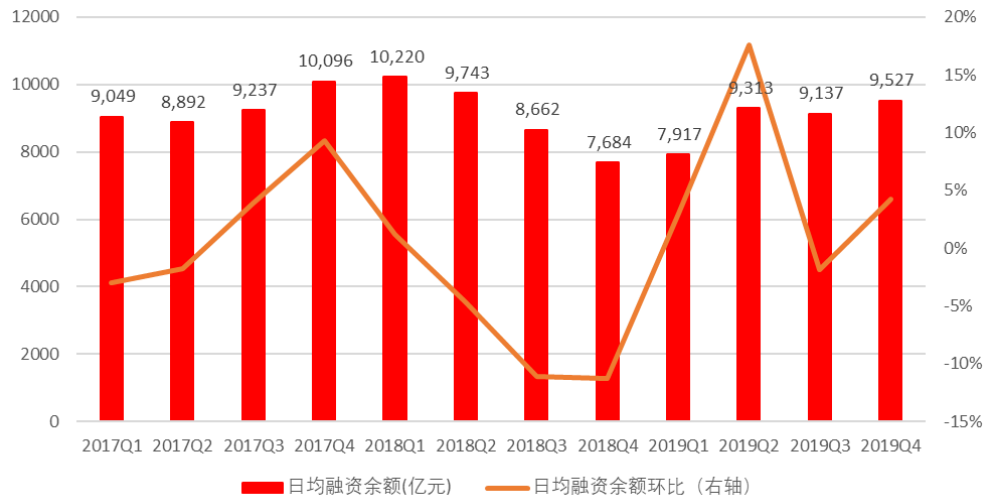


数据来源：Wind，东莞证券研究所

### 3. 信用业务：两融余额边际改善，股票质押规模收缩明显

2019 年日均融资余额边际改善，未来增长空间取决于市场行情。2019 年（截止 11 月 27 日）日均融资余额为 8,928.68 亿元，虽然较 2018 年日均余额-1.51%，但 2019 年呈边际改善，2019Q1、2019Q2、2019Q3、2019Q4（截止 11 月 27 日）融资日均余额分别环比+ 3.03%、+17.63%、-1.89%、+ 4.27%。当前从融资余额占流通市值比处于低位，融资余额有很大扩张空间；从历史看，融资余额与大盘指数走势基本一致，与融资费率走势关联性低，因此融资余额的提升取决于市场行情，预期 2020 年日均融资余额 9000 至 10000 亿元。

图16：日均融资余额（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

注：2019Q4数据截止2019年11月27日

图17：融资余额占A股流通市值比（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

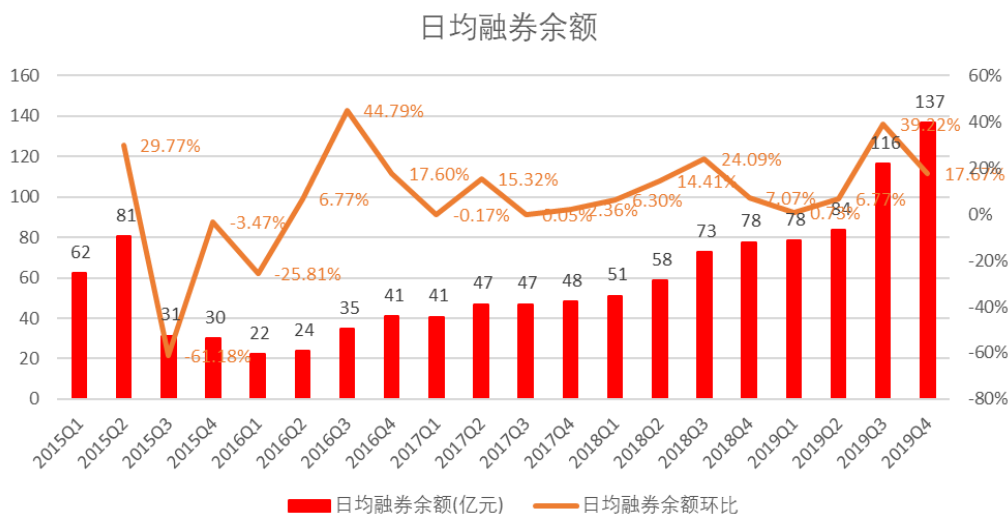
图18：融资余额与大盘指数走势一致（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

**日均融券余额将保持上升势头。**随着出借券源增加，日均融券余额自 2016 年以来呈上升态势，2019 年 Q3 日均余额增长明显，环比+ 39.22%，增量主要由科创板融券贡献(2019Q3 日均融券余额环比增加 33 亿元，科创板同期日均融券余额分别为 22 亿元)。政策导向扩源降费：自 2019 年 8 月 8 日起，证金公司整体下调转融资费率 80BP；2019 年 8 月 9 日，证监会指导沪深交易所修订的《融资融券交易实施细则》正式出台，将融资融券标的股票数量由 950 只扩大至 1600 只，扩容后，中小板、创业板股票市值占比大幅提升；科创板股票上市即为两融标的。融券规模扩张一直受限于券源不足，随着政策转向促进多空平衡，融资融券机制优化，科创板挂牌企业数量增加，预计券源数量增速上升，融券成本将下降，日均融券余额有望继续保持上升势头，估计 2020 年日均融券余额为 140 至 160 亿元。

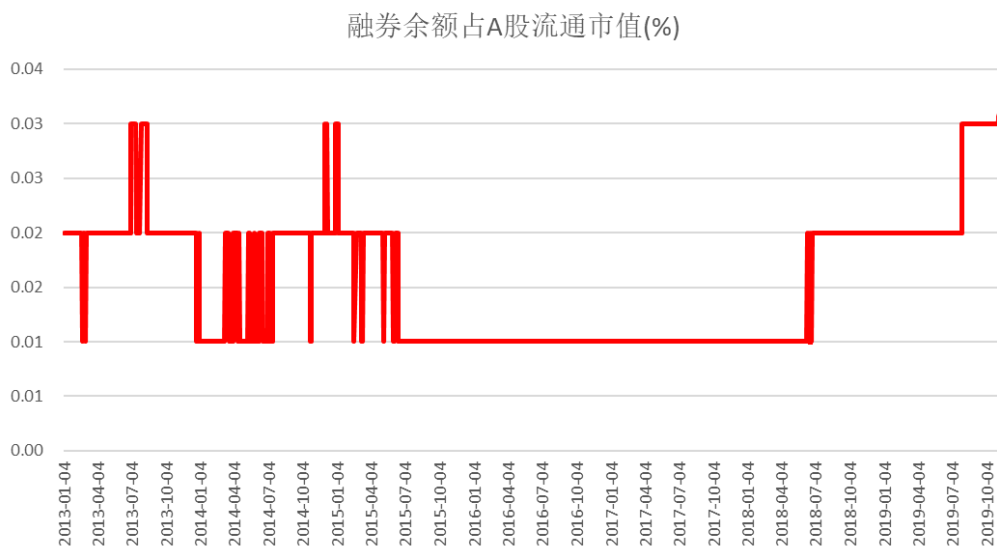
图19：日均融券余额（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

注：2019Q4数据截止2019年11月27日

图20：融券余额占A股流通市值比（%）



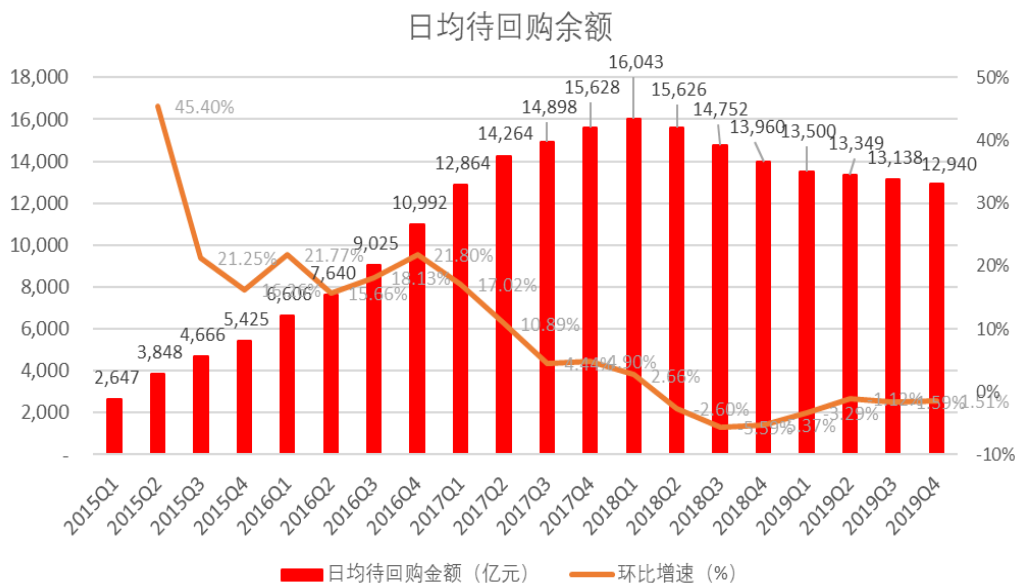
数据来源：Wind，东莞证券研究所

交易所股票质押待回购余额呈下降趋势，降幅有所放缓。从启动股票质押业务至2017年，股票质押待回购余额呈单边扩张趋势，期间并未受市场行情影响而出现波动，即使在2015年市场出现熔断的情况下，待回购余额仍保持环比上升态势，推测原因是股票质押融出资金并不主要投向股市，导致待回购余额与市场行情关联度较低。

2018年市场再次大幅下跌，股票质押信用风险暴露，股票质押待回购余额出现向下拐点，2019年Q4（截止2019年11月27日）日均待回购余额较2018年Q1下降了80.65%。随着2019年市场回暖及监管层多措施纾解股票质押风险，待回购余额降速放缓。2019年9月10日，证监会提出全面深化资本市场改革12个重点任务，其中第七项是切实化解股票质押、债券违约、私募基金等重点领域风险，预期2020年股票质押待回购余额将继续小幅收缩，股票质押日均待回购余额预计为12700亿元至12800亿元。

图21：股票质押日均待回购余额（亿元）



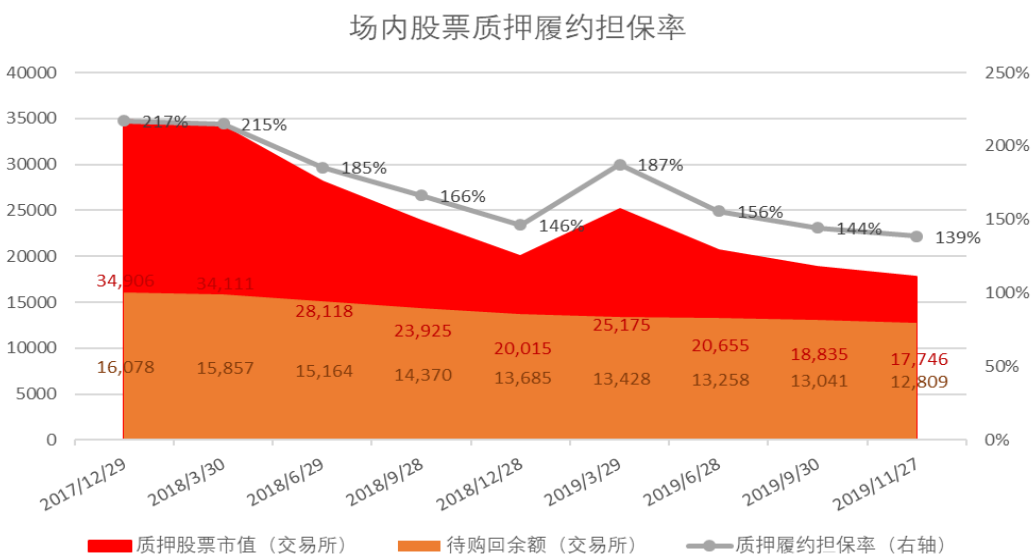


数据来源：沪、深交易所，东莞证券研究所

注：2019Q4数据截止2019年11月27日

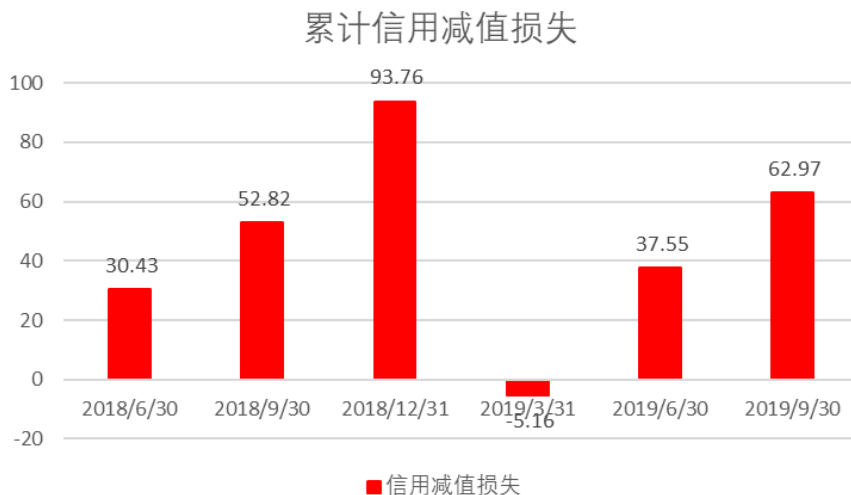
**股票质押风险仍需警惕。**场内股票质押履约担保率在 2019Q1 出现过环比回升，随后继续回落，2019 年 9 月 30 日、11 月 27 日的履约担保率分别为 144%、139%，均低于 2018 年 Q4 末水平。从主要上市券商信用减值损失（含两融、股票质押减值损失）看，2019Q1-Q3 累计减值损失与 2018 同期基本持平。从上述两点看，2019 年场内整体股票质押信用风险仍需警惕。

图22：场内股票质押履约担保率（亿元，%）



数据来源：沪、深交易所，东莞证券研究所

图23：主要上市券商累计信用减持损失（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

注：由于采用新会计准则时间不同，统计口径仅含2018年开始有信用损失数据的上市券商，包括申万宏源、广发证券、中信证券、海通证券、东方证券、招商证券、中信建投、国泰君安、中原证券、华泰证券、光大证券、中国银河

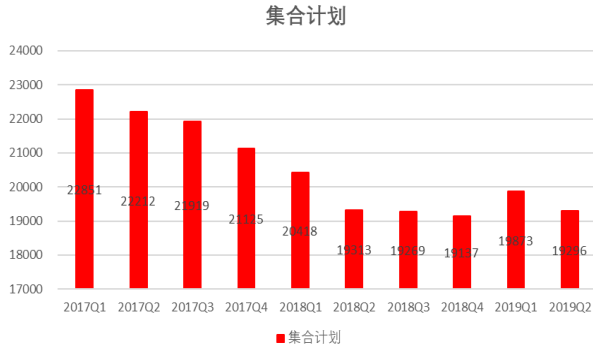
#### 4. 资管业务：资管规模延续下行趋势，开放格局对资管业务形成冲击

**2020 年底完成完成资管业务调整。**2013 年《证券投资基金法》发布施行以来，证监会持续督促行业机构按照公募基金的要求对大集合产品予以规范；2018 年 4 月《中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会、国家外汇管理局日前联合印发了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，进一步对公募产品的运作规范提出若干具体要求；2018 年 11 月，证监会发布《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》；在三项法规要求下，券商资管业务持续调整优化，对定向资管中的通道业务，及资金池产品进行清理或转型，大集合产品要对标公募基金进行规范，并要求 2020 年底完成调整。

**券商资管规模延续下行趋势。**券商资管规模自 2017 年一季度后呈下降趋势，2019 年 6 月末，整体资管规模为 12.53 万亿元，较 2018 年末-6.17%，预计三季度末延续下行趋势；其中，集合计划规模保持平稳，定向资管规模逐季下滑，私募子公司私募基金规模稳步扩大。2019 年，主动管理排名前 20 券商合计主动管理规模呈下滑趋势，较 2018 年末-6.10%，或受转公募影响，到期的主动管理计划不再续做。预计 2020 年券商资管规模约 10 万亿元至 11 万亿元。

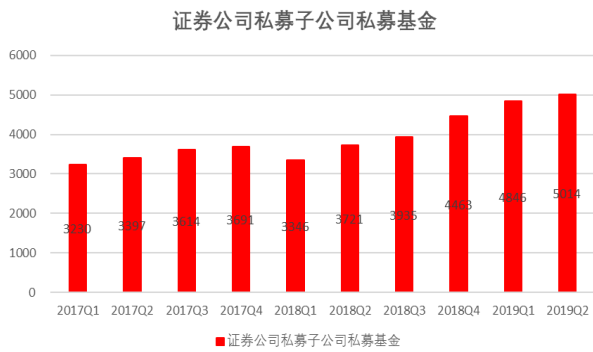
图24：券商集合计划规模（亿元）

图25：券商定向资管计划规模（亿元）



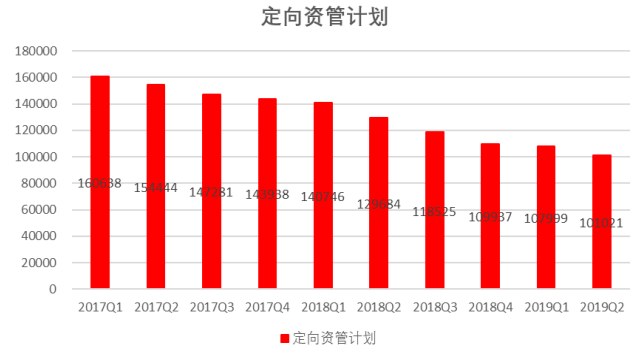
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图26：券商私募子公司私募基金规模（亿元）



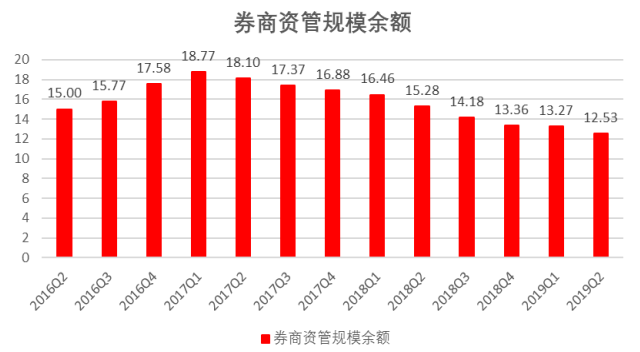
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图27：券商资管规模（万亿）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图28：主动管理排名前20券商合计主动管理规模（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

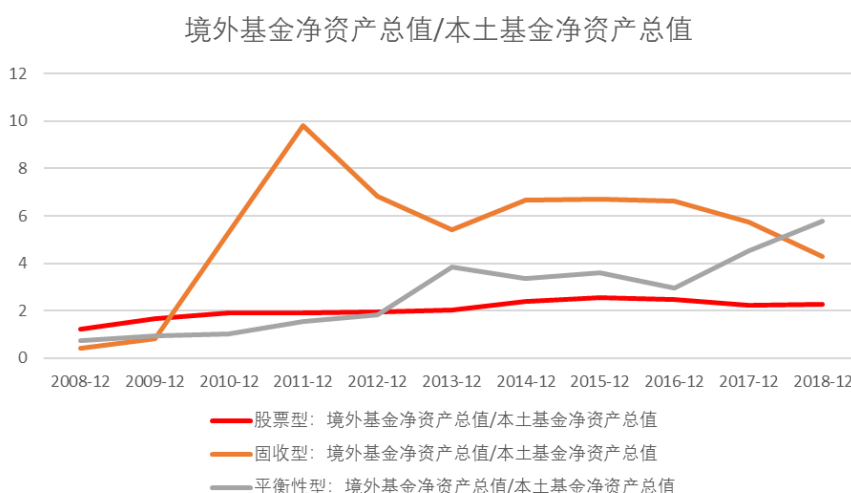
图29：主动管理排名前20合计主动管理规模（亿元）

开放格局对资管业务形成冲击，浮动费率公募值得关注。未来提供资管服务主要机构为银行理财子公司、公募基金、券商、保险及外资券商，其中外资券商（资管机构）为新入局者，具备品牌、丰富的产品线、明星投资经理、全球资产配置等优势，预计券商行业全面开放后，资管业务将成为内外资券商的主要争夺点。2006年台湾就开放了境

外基金总代理，此后境外基金在台湾市场迅猛发展，境外基金净资产总值大幅领先台湾本土基金公司。

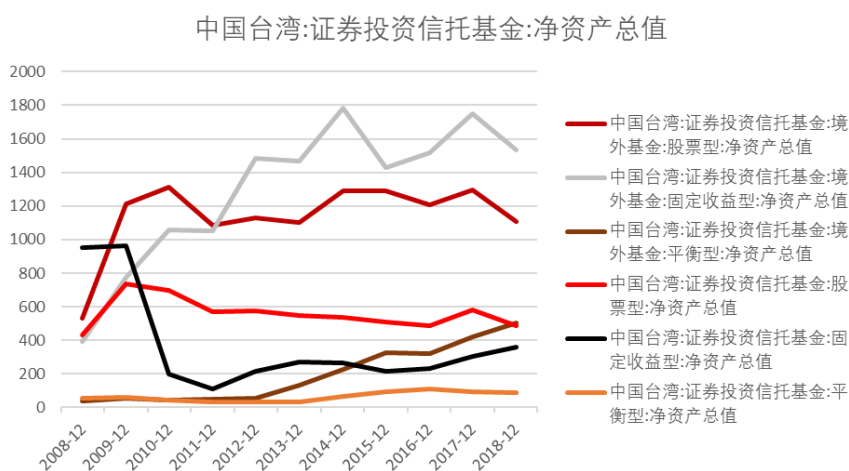
2019 年 11 月 28 日，6 只浮动费率基金获批，均为封闭管理，封闭期 1 年至 3 年不等，上述基金均采用 0.8% 的固定管理费率，远低于目前混合基金 1.5% 的管理费率，当基金年化收益率超过 8% 时，可对超过 8% 的部分提取 20% 的业绩报酬。浮动费率形式更符合市场化原则，该类公募基金将对券商资管产品形成竞争，浮动费率模式未来或成为封闭型资管产品的主流。

图29：境外基金净资产总值/本土基金净资产总值



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图30：境外基金净资产总值/本土基金净资产总值



数据来源：Wind，东莞证券研究所

## 5. 行业开放：券商行业开放进入倒计时，内资头部券商将最先直面国外同行竞争

**券商行业开放进入倒计时。**2019 年 7 月 20 日，金融委提出取消券商外资股比例限制提前至 2020 年；2019 年 10 月 11 日，证监会明确自 2020 年 12 月 1 日起取消证券公司外资股比限制；2019 年 11 月 7 日，国务院提出全面取消在华证券公司的业务范围限制，券商行业开放节奏加速，迎接国际竞争进入倒计时。

**表 2：券商行业开放节奏加速**

日期	开放政策
2018/4/30	《外商投资证券公司管理办法》正式发布，办法规定允许外资控股合资证券公司
2019/7/20	金融委办公室发布《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》，提出了 11 条金融业对外开放措施， <u>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。</u>
2019/10/11	证监会明确取消证券、基金和期货公司外资股比限制时点：自 2020 年 1 月 1 日起取消期货公司外资股比限制；自 4 月 1 日起，在全国范围内取消基金管理公司外资股比限制， <u>自 12 月 1 日起取消证券公司外资股比限制。</u>
2019/10/16	国常会提出全面取消在华外资银行、证券公司、基金管理公司业务范围限制。
2019/11/7	国务院发布《关于进一步做好利用外资工作的意见》，提出加快金融业开放进程， <u>全面取消在华外资银行、证券公司、基金管理公司等金融机构业务范围限制，</u> 丰富市场供给，增强市场活力。

资料来源：证监会，东莞证券研究所

**国外投行巨头加紧布局中国市场。**2019 年 3 月，野村东方国际证券和摩根大通证券（中国）两家外资控股合资券商获批，11 月 22 日，野村东方国际证券已获得证监会颁发的经营证券业务许可证，可开展的经营业务范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券自营及证券资产管理（不含承销与保荐）。此外，摩根斯坦利、高盛、瑞士信贷、瑞银集团等国外投行巨头亦加紧布局中国市场，法国兴业银行、花旗集团等表示计划在中国建立独资券商，国外投行经营理念将得到更深入贯彻。

**表 3：外资券商布局中国市场**

最新进度日期	机构	国内布局	进度
2018 年 11 月	瑞银集团	瑞银证券	瑞银集团增持瑞银证券有限责任公司的股比至 51%。
2019 年 3 月	摩根大通	摩根大通证券	由摩根大通控股以及为实际控制人的证券公司——摩根大通证券（中国）有限公司成立。
2019 年 3 月	星展证券	星展证券	新加坡星展银行申请设立外资参股证券的申请材料获证监会接收。
2019 年 5 月	/	联信证券、金圆统一证券、方圆证券、瀚华证券、华胜国际证	证监会对联信证券、金圆统一证券、方圆证券、瀚华证券、华胜国际证券等五家拟设合资券商进行了第一次反馈意见。
2019 年 7 月	瑞士信贷	瑞士方正证券	瑞士信贷申请对瑞信方正的持股比例由增资前的 33.30%提高至 51.00%，并成为瑞信方正的控股股东。申请材料已被证监会接收。
2019 年 8 月	高盛集团	高盛高华证券	申请对高盛高华持股比例提高至 51%，证监会接受申请材料。

2019 年 8 月	摩根士丹利	摩根士丹利华鑫证券	摩根士丹利华鑫证券的股东摩根士丹利作价 3.762 亿元受让摩根华鑫 2% 股权，该交易完成后，摩根士丹利将持有摩根华鑫 51% 股权，成为这家合资券商的控股股东。
2019 年 9 月	日本大和证券	株式会社大和证券	向中国监管机构申请成立一家合资证券公司，材料已于近日被证监会接收
2019 年 9 月	高盛集团	广隆证券	中国证监会已批准广隆证券联合高盛在中国设立合资证券公司。
2019 年 9 月	台湾元富证券	/	福建省投资开发集团有限责任公司和台湾元富证券股份有限公司联合发起设立证券公司的申请已经被证监会接收。
待定	法国兴业银行	/	计划 2020 年外资股权比限制取消后，在中国成立一家独资券商。
待定	花旗集团	/	花旗集团 (Citigroup) 正计划在中国设立一家全资证券公司。

资料来源：公开资料整理，东莞证券研究所

**内资头部券商将最先直面国外同行竞争。**行业开放最终目的是提升内资券商的国际竞争力，头部内资券商最有望成为能与国际一流投行竞争的“种子选手”，而中小券商将在开放过程探索自身特色经营道路，从“小而全”转向“小而美”。此外，预期外资券商初期主要布局财富管理及销售交易业务，而销售交易业务及跨境资产配置主要是内资头部券商有所涉及，内资中小券商较少布局，因此内资头部券商将最先直面国外同行竞争。

## 6. 投资建议

**市场观望情绪抑制板块估值修复。**2019 年以来（截止 2019 年 11 月 29 日）沪深 300 涨 27.17%，券商 II (申万) 区间涨 25.13%，券商板块主要在 10 月中开始跑输大盘，影响因素如下：一是，10 月 16 日出台重要消息“国常会提出全面取消在华外资银行、证券公司、基金管理公司业务范围限制”，市场反应过度悲观，券商板块从反弹走势转为继续下行；二、成交额在中秋后一直处于低位，市场指数没有进入上升趋势；2019 年前三季度净利润增速低于一季度，基本面没有环比改善；三、2019 年高业绩基数，预期 2020 年净利润同比增速将明显放缓；四、宏观经济继续下行，投资者对证券市场持观望情绪；五、将近年末结算业绩，机构投资者风格转稳健；六、年末结算亦对资金面形成一定影响；此外，CPI 高企，并预期 2020 年上半年处于高位，抑制货币政策宽松空间，资金面难有显著改善。

**券商板块中期积极因素值得关注：**首先，资本市场改革带来券商行业第三次业务创新期，随着改革深入，政策红利逐步兑现，2020 年机构务收入的增长有望对冲 2019 年业绩高基数的影响，从而整体业绩仍有望保持较高增速；其次，社融、企业盈利拐点有望在 2020 年出现，这些宏观积极因素将有效增强投资者信心，进而提高市场成交额及推高指数；三，资本市场改革带给券商行业的红利确定性高，而资本市场开放对券商行业的负面冲击非必然，因此市场过度悲观的情绪会自行纠偏；四、随着生猪出栏量上升及春节后猪肉需求回落，春节后猪肉价格有望环比下降，并带动其他替代肉类价格回落，同时在 2019 年二季度后的 CPI 高基数影响下，预期 CPI 同比增速在 2020 年年中将同比显著下降，抑制货币政策的物价因素将解除，市场资金面将迎来改善；五、2019 年 11 月



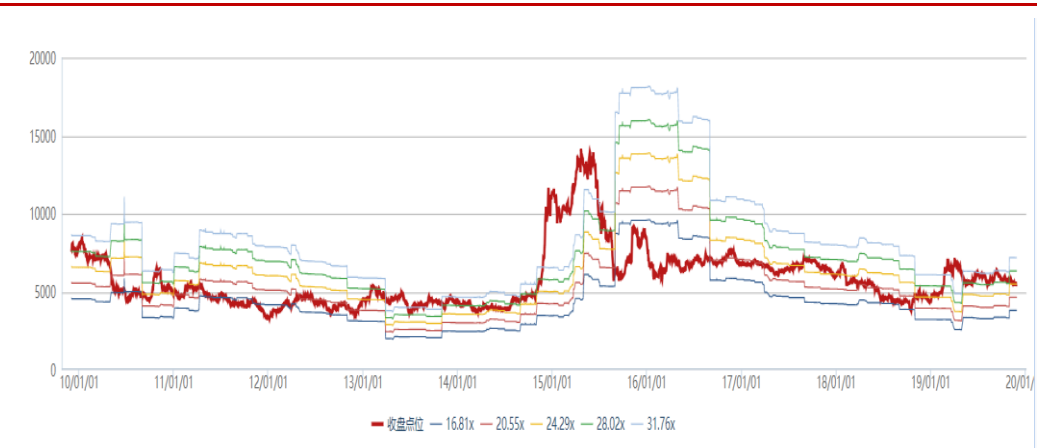
29 日，证监会答复政协十三届全国委员会第二次会议第 3353 号提案称，下一步，继续鼓励和引导证券公司充实资本、丰富服务功能、优化激励约束机制、加大技术和创新投入、完善国际化布局、加强合规风险管控，积极推动打造航母级头部证券公司，促进证券行业持续健康发展。预期，券商整体资本将得到充实，业务潜力获得提升；开放背景下，头部券商定位升级，经营发展或进入提速期。

建议关注改革红利受益较大、行业定位升级的头部券商海通证券（600837）、中信证券（600030），及探索自身特色领先、高弹性标的东方财富（300059）。

图31：券商板块（申万二级）PB



图32：券商板块（申万二级）PE



数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 4：重点公司估值及盈利预测（元，倍）

简称	EPS（元）			PE（X）			PB（X）		
	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
中信证券	0.77	1.10	1.24	29.51	20.65	18.32	1.80	1.70	1.60
华泰证券	0.61	0.84	0.97	31.44	22.83	19.77	1.53	1.51	1.43
海通证券	0.45	0.73	0.85	32.62	20.11	17.27	1.43	1.35	1.29
国泰君安	0.77	1.05	1.21	23.36	17.13	14.87	1.27	1.24	1.21
招商证券	0.66	0.95	1.08	25.62	17.80	15.66	1.72	1.40	1.34

中信建投	0.40	0.58	0.69	57.40	39.59	33.28	4.12	3.32	3.09
------	------	------	------	-------	-------	-------	------	------	------

资料来源：东莞证券研究所

## 7. 风险提示

经济超预期下行，股市指数大幅下跌，股基成交额大幅萎缩，资本市场改革进度不及预期，中美贸易摩擦加大。



**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn