



行业评级：增持

报告日期：2019-12-3



汪双秀

0551-65161830

wangsx92@163.com

S0010512090002

## 打造航母级券商 利好头部公司

### 主要观点：

#### □ 市场表现

**市场热度：**上周上证综指、沪深300、中小板指及创业板指数成交金额分别为7402、5916、4604和3759亿元，交易额环比分别下降5%、1%、16%、18%，中小板及创业板成交金额下降幅度较大。

**指数表现：**上周市场指数下跌，沪深300下跌0.55个百分点，仅电子行业涨幅超过1%。传媒、医药生物、计算机、食品饮料跌幅均超过2个百分点。券商股上涨0.018个百分点，强于大盘整体表现。

#### □ 行业动态

- (1) 打造航母级券商 将重塑券业发展格局；
- (2) 券商11月份揽佣金53亿元 环比增11%；
- (3) 股票质押整体规模持续缩小 券商年末“讨债”压力犹存。

#### □ 公司动态及公告小结

- (1) A股上市券商将再添“新丁” 中银国际证券IPO过会；
- (2) 天风证券又有新动作 首笔境外美元债在港成功上市；
- (3) 券商寻差异化业务增长点 第一创业证券布局量化服务。

#### □ 投资策略

证监会发布关于政协十三届全国委员会第二次会议第3353号（财税金融类280号）提案答复的函，明确打造航母级证券公司的政策措施。包括：一是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。二是进一步丰富证券公司服务功能。三是支持证券公司优化激励约束机制。四是鼓励证券公司加大信息技术和科技创新投入。五是支持证券公司完善国际化布局。六是督促证券公司加强合规风控管理。

资本实力方面，支持证券公司多渠道融资。具体业务方面，依法盘活客户存量资产，试点信用衍生品、场外期权、跨境衍生品及结售汇等业务，未来衍生品业务或成为重要增长极。对头部券商形成实质性利好，建议关注低估值龙头券商，如中信证券、海通证券。

#### □ 风险提示

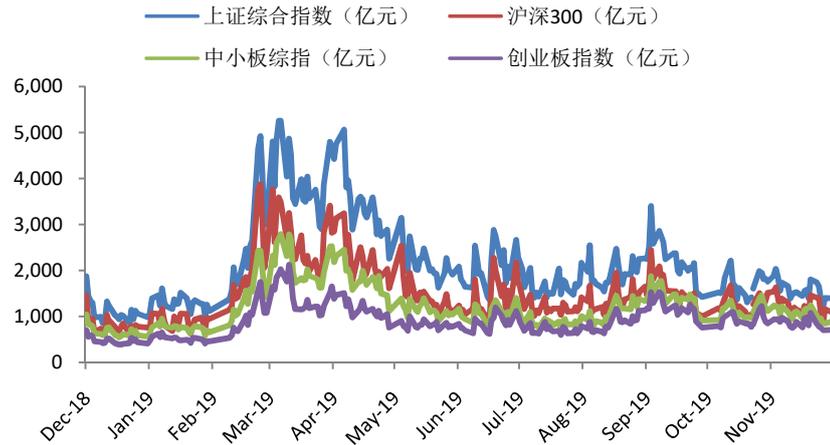
- 资本市场改革推进不及预期；
- 流动性风险。

# 1 市场表现

## 1.1 大盘及行业指数走势

**市场热度：**数据显示，上周上证综指、沪深 300、中小板指及创业板指数成交金额分别为 7402、5916、4604 和 3759 亿元，交易额环比分别下降 5%、1%、16%、18%，中小板及创业板成交金额下降幅度较大。

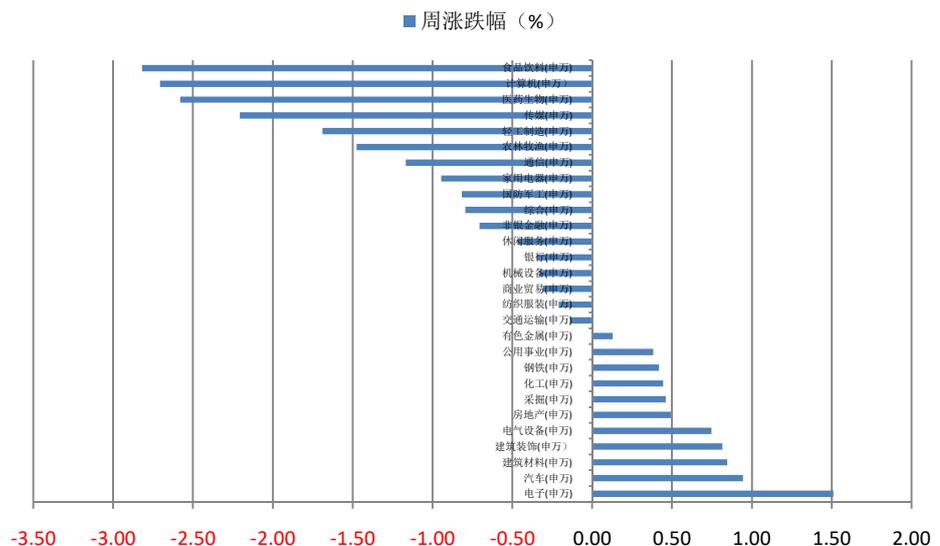
图 1 A 股成交金额



资料来源: wind、华安证券研究所

**指数表现：**上周市场指数下跌，沪深 300 下跌 0.55 个百分点，仅电子行业涨幅超过 1%。传媒、医药生物、计算机、食品饮料跌幅均超过 2 个百分点。券商股上涨 0.018 个百分点，强于大盘整体表现。

图 2 行业上周涨跌幅对比



资料来源: wind、华安证券研究所

图表3 非银金融相对沪深300走势



资料来源：wind、华安证券研究所

图表4 证券行业相对沪深300走势



资料来源：wind、华安证券研究所

## 1.2 上市公司股价表现

上周，券商板块整体微幅上涨。西部证券、东兴证券涨幅居前，超过2%。天风证券跌幅居前，跌幅超过5%。估值方面，板块PB1.9倍，处于历史中位水平。

图表5 上市公司涨跌幅

代码/简称	周涨跌幅
西部证券 002673.SZ	2.08
东兴证券 601198.SH	2.07
方正证券 601901.SH	1.98
华创阳安 600155.SH	1.65
国元证券 000728.SZ	1.58
招商证券 600999.SH	1.23
国泰君安 601211.SH	1.09
山西证券 002500.SZ	1.09
申万宏源 000166.SZ	1.06
国投资本 600061.SH	1.01
光大证券 601788.SH	0.99
中国银河 601881.SH	0.88
华西证券 002926.SZ	0.85
红塔证券 601236.SH	0.75
西南证券 600369.SH	0.70
兴业证券 601377.SH	0.65
广发证券 000776.SZ	0.53
华安证券 600909.SH	0.50
国海证券 000750.SZ	0.43
华泰证券 601688.SH	0.41
东方证券 600958.SH	0.41
财通证券 601108.SH	0.32
太平洋 601099.SH	0.31
国金证券 600109.SH	0.00
东吴证券 601555.SH	0.00
南京证券 601990.SH	-0.26
中信证券 600030.SH	-0.37
长江证券 000783.SZ	-0.48
国信证券 002736.SZ	-0.70
浙商证券 601878.SH	-0.71
海通证券 600837.SH	-0.87
东北证券 000686.SZ	-1.14
中原证券 601375.SH	-1.27
中信建投 601066.SH	-1.28
长城证券 002939.SZ	-1.35
哈投股份 600864.SH	-1.41

锦龙股份 000712.SZ	-2.92
越秀金控 000987.SZ	-2.98
华林证券 002945.SZ	-3.31
第一创业 002797.SZ	-3.36
华鑫股份 600621.SH	-3.56
国盛金控 002670.SZ	-4.97
天风证券 601162.SH	-5.63

资料来源：wind、华安证券研究所

图表 6 最近交易日的市盈率与市净率

证券代码/简称	PE	PB
华林证券 002945.SZ	98.55	8.34
红塔证券 601236.SH	138.49	4.73
中信建投 601066.SH	55.45	3.60
锦龙股份 000712.SZ	-65.68	3.45
第一创业 002797.SZ	202.50	2.86
南京证券 601990.SH	109.16	2.39
华鑫股份 600621.SH	643.93	2.27
天风证券 601162.SH	91.68	2.25
长城证券 002939.SZ	61.78	2.19
太平洋 601099.SH	-16.81	2.16
浙商证券 601878.SH	37.86	2.04
国盛金控 002670.SZ	-39.46	1.88
中原证券 601375.SH	274.06	1.81
西部证券 002673.SZ	154.10	1.78
国信证券 002736.SZ	27.21	1.78
财通证券 601108.SH	41.81	1.74
华安证券 600909.SH	39.10	1.73
申万宏源 000166.SZ	28.65	1.72
中信证券 600030.SH	27.63	1.69
山西证券 002500.SZ	94.90	1.69
中国银河 601881.SH	36.10	1.58
东兴证券 601198.SH	29.63	1.52
华泰证券 601688.SH	30.61	1.49
方正证券 601901.SH	83.27	1.46
华创阳安 600155.SH	143.39	1.44
国海证券 000750.SZ	266.85	1.44
国投资本 600061.SH	30.08	1.39
越秀金控 000987.SZ	51.82	1.39
招商证券 600999.SH	24.95	1.37
华西证券 002926.SZ	29.35	1.35
海通证券 600837.SH	30.33	1.34
西南证券 600369.SH	107.75	1.31

东方证券 600958.SH	55.22	1.31
长江证券 000783.SZ	134.15	1.30
国金证券 600109.SH	24.60	1.28
兴业证券 601377.SH	306.27	1.28
东吴证券 601555.SH	71.40	1.27
东北证券 000686.SZ	60.81	1.22
国泰君安 601211.SH	22.19	1.21
广发证券 000776.SZ	23.64	1.20
国元证券 000728.SZ	41.97	1.14
光大证券 601788.SH	500.25	1.10
哈投股份 600864.SH	-91.98	1.04

资料来源：wind、华安证券研究所

## 2 行业动态

### 打造航母级券商 将重塑券业发展格局

【事件】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号提案时称，积极推动打造航母级证券公司，并提出了六项举措和工作重点。这也是监管层首次明确提出打造航母级证券公司。

【点评】笔者认为，随着证券业对外开放的提速，外资控股的合资证券公司不断增多，行业竞争日趋激烈，大型券商竞争优势突出，头部效应显著，行业整合需求持续攀升，打造航母级证券公司也是顺势而为。

今年8月份证券业协会发布的《中国证券业发展报告(2019)》显示，截至2018年底，全国共有证券公司131家，总资产6.27万亿元，净资产1.89万亿元，实现营业收入2662.87亿元，实现净利润666.20亿元。

同时，头部券商的“先占优势”非常明显，行业集中度持续提升。2016年-2018年，前十大券商利润占行业总利润的比重从2016年的52%大幅上升至2018年的87%。

根据数据显示，2018年营收最高的前5家和前10家证券公司占行业总营收的比重分别为26.39%和42.14%，分别比2017年高出1.26个百分点和1.8个百分点，而在净利润集中度方面，行业前5家和前10家证券公司的占比分别达到46.2%和69%，分别比2017年高出13.34个百分点和19.47个百分点。

另外，2018年，大型证券公司市场份额明显提升。以IPO业务为例，全年仅有45家证券公司揽得承销项目，承销规模排名前5和前10的证券公司的市场份额分别达到65.56%和77.67%，分别比2017年增加了29.78个百分点和20.09个百分点。

由此来看，券商行业高利润的时代已经结束，竞争越来越激烈，头部效应越来越强，头部券商不管是从资本实力、专业能力、人才资源，还是风险控制及管理能力方面都优势凸显，具有引领行业发展方向并展开国际竞争的實力。

监管层明确提出推动打造航母级头部证券公司的具体安排计划，更为做强头部券商提供有力支持：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；在依法合规的前提下，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，促进证券行业持续健康发展。

实际上，从中信证券(21.680, 0.27, 1.26%)收购广州证券，到天风证券(5.350, -0.01, -0.19%)与恒泰证券的横向联合，再到华创证券接手转让股权入主太平洋(3.280, 0.02, 0.61%)证券等。证券业并购整合的大戏已开始上演。

这也意味着以少数头部券商为代表的规模较大的全牌照、综合类券商的市场份额将不断提高。

但是，笔者认为，在打造航母级券商的同时，鼓励中小券商向特色化精品化发展是做强券商的另一面。因为，差异化不代表单一化，一个完整的行业生态应该是建立在特色化、差异化的发展基础之上。

在今年9月10日召开的全面深化资本市场改革工作座谈会上，证监会也提出要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。

因此，中小券商需要结合自身情况选择差异化路径。发挥区域资源优势，缩

小行业研究的范围，在细分行业形成自身特色，错开与大型券商的竞争，形成自己的经营特色，在某些领域做到行业领先，只有这样才有利于打造我国证券行业多层次化、多元化发展格局。(证券日报)

### 券商 11 月份揽佣金 53 亿元 环比增 11%

【事件】11 月份，A 股持续跌宕，上证综指最终落在 2871 点，板块、个股行情分化明显，日平均成交额为 4096 亿元，券商的佣金收入也受到直接影响。据东方财富 Choice 数据统计显示，今年 11 月份，A 股成交量为 7582.07 亿股，成交额 84899.94 亿元；B 股成交量为 5.13 亿股，成交额 26.01 亿元；基金成交额 180.58 亿元。

【点评】按照多家券商测算的券商累计净佣金费率万分之三点一三来计算。11 月份，券商已揽入佣金 53.28 亿元，环比增长 11.02%(受 10 月份假期因素影响，比 11 月份少 3 个交易日)。同时，据《证券日报》记者统计，11 月份券商日均佣金收入为 2.537 亿元，环比下降 4.87%。

从 2019 年的整体情况来看，今年券商在佣金方面收入表现尚可，今年前 11 个月，券商已揽入佣金 724 亿元，已远超 2018 年券商全年佣金收入总和。

从新入场的投资者人数来看，根据中国证券登记结算有限责任公司最新数据显示，截至 10 月底，沪、深两市期末投资者数为 15811.65 万，同比增长 9.35%。至此，今年前 10 个月，沪、深两市新增投资者数较 2018 年末新增 1161.21 万。具体来看，今年前 10 个月，新增投资者数分别为 102.37 万(同比减少 16.65%)、99.65 万(同比增长 34.22%)、202.48 万(同比增长 29.97%)、153.11 万(同比增长 58.02%)、115.26 万(同比增长 4.49%)、105.58 万(同比增长 2.43%)、108.49 万(同比减少 1.21%)、98.62 万(同比减少 7.88%)、96.28 万(同比增长 5.81%)、79.38 万(同比减少 12.61%)。

如今，券商行业佣金率趋稳，成交额的多少直接影响券商佣金收入的高低，财富管理业务转型启航，龙头券商经纪业务转型成效初显，券商经纪业务的营收占比也在逐步下降。近期，券商在密集抛出 2020 年 A 股投资策略的同时，也对明年券商佣金方面的趋势进行了剖析。

华创证券非银团队预计 2020 年日均成交额有望突破 6000 亿元。佣金率在低位缓慢下行，预计 2019 年市场平均佣金率在万分之三点四，较 2018 年平均佣金率下滑 0.33%。2020 年中性预测下佣金率万分之三点二二，同比下滑 0.18%。经纪业务收入同比预增 2%。

同时，四季度以来，多家国外券商宣布股票交易“零佣金”。业界有声音认为，这对国内券商在财富管理业务方面的转型势必造成一定影响。

对此，国信证券王剑研究团队表示，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。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。

华泰证券非银金融沈娟团队也表示，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下不存在零佣金压力，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；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。

兴业证券非银团队认为，国内券商扣除支付给各类交易清算机构的刚性手续费，实际佣金部分约为万分之二，未来这部分收入空间预计将继续压缩。由于监管要求及券商自身情况，国内经纪业务不会马上进入零佣金时代，且短期内佣金率下行速率预计将降低。(证券日报)

### 股票质押整体规模持续缩小 券商年末“讨债”压力犹存

【事件】日前光大证券发布一则涉诉公告，称石河子市瑞晨股权投资合伙企业（有限合伙）在公司开展股票质押式回购交易的待回购期间，由于质押股票价格下跌，交易履约保障比例低于约定的最低履约保障比例，且未按合同约定采取相应的履约风险管理措施，已构成违约。光大证券请求法院依法判令被告偿还融资本金、支付融资利息、违约金等，合计 1.17 亿元。

【点评】从标的来看，被质押股票现多为 ST 及\*ST 公司股票，股票质押多数发生于 2017 年至 2018 年，彼时恰是证券市场股票质押的高峰期，不少券商因股票质押事项计提高额坏账。以东方证券为例，公司 2019 年上半年对股票质押式回购业务计提减值准备 3.89 亿元，已占到其同期净利润的 32.16%；10 月 30 日公司公告称，拟对涉及退市大控的股票质押融资项目计提单项信用减值准备 4.6 亿元。

券商股票质押年内也受到监管层的高度关注。据中国证券报记者不完全统计，年内有近 30 家券商因股票质押业务被监管部门问询或开出罚单。涉诉券商多数在公告中表示，目前公司各项业务经营情况正常，但鉴于诉讼尚未开庭审理，最终判决结果对公司本期利润或期后利润的影响存在不确定性。

在川财证券研究所所长陈雳看来，随着部分上市公司股价波动触及平仓线，券商按照合同约定采取相应措施，行动上合理合法行为，从而避免自身产生和积压风险。“从整体情况看，券商股票质押的系统性风险可控。”

#### 整体风险缓释

对于密集出现的券商股票质押诉讼案件，陈雳认为原因是多方面的：“比如股票质押标的公司经营治理不善、所在行业出现系统性风险。也有一小部分属于券商自身操作失误，如被质押股份的个股面临退市风险，或存在高位质押情形等。”

在东北证券研究总监付立春看来，很多上市公司在经济下行压力下，经营及资金流面临较大挑战，一些潜在问题逐渐暴露，从而导致被质押股份股价下跌或是股票质押方难以按约还款，最终引发券商“追债”；就券商而言，提升自身专业能力非常重要。

Wind 数据显示，截至 2019 年 11 月 29 日，A 股市场整体股票质押股数 5924.29 亿股，市场股票质押市值为 4.4 万亿元，较高峰期均明显下滑。在新时代证券首席经济学家潘向东看来，公布股票质押到期时间的公司解押主要集中在 2019 年和 2020 年，整体来看，2019 年随着 A 股估值逐步得到修复，股票质押风险水平会呈下降趋势，股票质押整体平仓风险得到缓释与个股质押爆仓风险并存。“大券商风控严格，办理股票质押的上市公司质量较高，相对风险较低；对于质押比例比较高的行业券商部门依然需要警惕，个别上市公司股票质押风险需要格外关注。”

今年 8 月底，证监会对今年以来股票质押规模增幅较大的 9 家证券公司进行现场核查，从下发通报来看，被检查证券公司主要存在五大类问题：一是业务定位不清，盲目追逐利益；二是风险意识不强，风控措施不足；三是审核把控不严，质押率设置不严谨；四是尽职调查不完备、甚至缺乏尽职调查；五是贷后风险管

理流于形式。

兴业证券策略分析师许盈盈指出，券商年初以来压缩的股票质押业务属于近年来风控收紧后承接的问题较小、折扣率较低的业务，而较早几年承接的折扣率较高、问题较大的业务短时间内依旧难以处理。“股票质押风险的解决还需要时间，未来一段时间内仍将对券商利润产生负面影响。”

#### 严把质量关口

对券商而言，如何防范或减轻股票质押业务带来的风险？业内人士均表示，需要从多方面加强对质押标的的甄别，并提升自身风控能力。

陈雳认为，在办理股票质押流程中，券商在事前应加强对风险项目的甄别以及自身风控水平；事中应保持对项目持续跟踪督导，及时预防和化解风险。“万一出现不可控风险，结合监管部门及关联方建议协商，最终按法律法规角度妥善解决。未来股票质押主要考验从事这项业务的券商资本金实力和风控水平，相对而言大券商占优。”

付立春认为，对于股票质押增量业务，券商需更加谨慎并进行更为深入的尽职调查；对于存量项目，券商需要加强管理，例如加强对质押流程和相关方的跟踪。

潘向东建议券商可从四方面入手防范股票质押风险：“一是严格把控股票质押业务质量，在股票质押风险发酵背景下，券商首先应提高业务门槛，从源头上减少股票质押业务风险；二是可适当下调质押率和提高质押利率，适当下调质押率是减少爆仓风险的有效方式，而提高质押利率可以弥补相应的质押风险上升；三是可以和企业协商，通过提前回购方式、补充质押标的等方式减少潜在风险；四是在股票质押风险暴露后，可加强和股票质押公司的沟通，尽量避免强制平仓，减少券商和企业双方损失。”

此前证监会在下发通报中强调，针对核查情况反映出的问题，各证券公司要引以为戒，认真自查整改，清醒审视业务定位，落实股票质押自律新规的各项规定，加强风险管控力度。

华泰证券非银分析师沈娟认为，股票质押本质是基于客户股票流动性开展的重资本借贷业务，业务健康发展，既需要优化外部政策助力存量风险化解。“未来，券商股票质押经营必须以风险控制为前提，从客户准入、授信定价、贷后管理和风险追偿四大阶段实现全流程专业管控。”

今年以来券商股票质押整体规模持续缩小，但留下的“后遗症”却逐渐浮出水面。据中国证券报记者不完全统计，截至12月1日，年内至少有10家上市券商因股票质押方质押违规将其诉诸公堂，近30家券商因股票质押业务被监管部门问询或开出罚单。

业内人士认为，当前券商股票质押面临整体平仓风险缓释与个股爆仓风险并存的局面，未来需要从多方面加强对质押标的的甄别，并提升自身风控能力，做好质押后的跟踪督导。（中国证券报）

## 3 公司动态及公告小结

### 3.1 公司动态

## A股上市券商将再添“新丁” 中银国际证券IPO过会

【事件】11月28日，中银国际证券IPO申请过会，A股上市券商将再添“新丁”。中银国际证券作为一家中型券商，在资管业务方面具有一定优势，此次上市融资将缓解净资本规模有限对公司发展的约束。根据招股说明书（申报稿），中银国际证券本次IPO拟发行不超过8.33亿股，即不超过其发行后总股本的25%。

【点评】昨日，证监会第十八届发审委2019年第187次会议审核通过了中银国际证券的IPO申请。发审委会议主要对公司提出了三方面的问题。

首先是关于股东的问题。中银国际证券第一大股东中银国际控股持有公司37.14%的股份，而中银国际控股为中国银行(3.620, -0.01, -0.28%)的全资子公司。发审会就此要求中银国际证券说明其“不存在控股股东、实际控制人”的认定依据是否充分，以及中银国际证券自身不注册商标的原因，是否对中国银行存在重大依赖等。

二是与中国银行等的关联交易问题。报告期内，中银国际证券与中银国际控股、中国银行及其关联方，在投资银行业务、资产管理业务、自营投资、私募股权投资、房屋租赁等领域存在大量的关联交易。发审会要求中银国际证券说明：各类关联交易的必要性及合理性，结合市场同类交易价格以及关联交易定价原则，说明交易价格的公允性。

三是关于资管业务的问题。中银国际证券在报告期内存在数量较大的资产管理业务，发审会要求其说明各项资管产品是否存在需要刚性兑付或予以补偿的风险及原因等。

资料显示，中银国际证券经证监会批准于2002年2月28日在上海成立，目前注册资本25亿元，是一家全牌照券商。招股说明书（申报稿）显示，截至2018年底，中银国际证券的第二大股东为中国石油(5.560, -0.03, -0.54%)集团资本，持股15.92%；第三大股东为上海金融发展投资基金（有限合伙），持股比例为10.53%。

目前，中银国际证券在北上广深等全国80多座主要城市设有115家分支机构。此外，中银国际证券还通过全资子公司中银国际投资、中银资本投资控股和中银国际期货分别从事私募股权投资业务、另类投资业务和期货业务。

中国证券业协会公布的行业排名数据显示，截至2019年6月底，中银国际证券的资产总规模为435.67亿元，行业排名第38位。今年上半年实现营业收入13.83亿元，实现净利润5亿元，均在行业中排名第33位。（上海证券报）

## 天风证券又有新动作 首笔境外美元债在港成功上市

【事件】天风证券发布的公告显示，11月28日公司完成2亿美元高级信用债券的簿记和定价工作。据了解，本次债券发行受英国法律管辖，将在香港联交所以及澳门交易所挂牌交易，天风国际、汇丰银行、民生银行(6.170, 0.00, 0.00%)香港分行、民银国际为全球协调人，超额认购近6倍，最终定价收窄70个基点到达4.30%水平。

【点评】天风证券表示，此次发债的资金将用于开拓天风证券的海外业务发展，增资天风国际，进一步在对外开放和资本市场深化过程当中发挥金融机构的价值。

在11月28日宣布交易后1小时，即实现3倍认购，宣布交易后2小时，簿记规模高达10亿美元，最终收到中外各类共计近50家机构的热情认购，最终以近6倍的认购倍数，收益率较最初指导价收窄70个基点，实现中资券商类机构无评级发行的最低利率。

对于为何会选择在香港发行，天风证券董事长余磊解释称，“天风坚信中央政府对香港的支持不会变，香港国际金融中心的地位不变。在香港发海外债，显示了我们对于香港发展坚定的决心。”

此次发债在天风证券副总裁兼天风国际董事会主席翟晨曦看来是“战略性的布局”，她说：“天风非常看好海外业务发展，非常看好香港这样一个国际金融中心，作为连接中国内地和海外市场这样一个桥的作用。这次发债将用于我们的海外业务发展，用于增资天风国际，能够在下一轮对外开放和资本市场深化过程当中，能够跟大家一起发挥一些作用。”（第一财经）

### 券商寻差异化业务增长点 第一创业证券布局量化服务

【事件】日前，第一创业证券正式发布“FIRST 量化服务体系”，为机构和个人客户量化投资提供全方位、专业化、智能化的系统服务。而系统化量化服务体系的打造，也被业内视为券商突破机构服务的传统模式、寻求差异化业务的新路径。

【点评】广义上来说，凡是交易指令由量化模型发出或指导的都属于量化策略。量化大家庭包括量化选股、量化对冲、量化高频、量化CTA、量化期权等等。

第一创业副总裁朱剑锋表示，伴随着我国资本市场期货、期权等衍生品工具不断丰富，相关政策、制度的持续完善，量化投资发展迅速，并凭借其强大的数据处理能力、非人工的理性投资技术特点和稳健的投资回报等诸多优势，备受市场青睐。

事实上，今年以来，券商资管量化产品也迎来发行大年，据 Wind 统计显示，目前 59 家券商共发行超 302 只量化产品，资产管理规模接近 550 亿元。为获取新的盈利增长点，券商机构业务也抓紧布局量化服务。

不过也有业内人士表示，随着量化投资复杂程度的不断提升，如何借助科技的力量，顺应数字时代的变化，化主观为客观、变模糊为精确，利用量化交易优势提高投资的收益风险比，是行业需要破题的重点。

#### 打造量化生态圈

据了解，FIRST 量化服务体系联通各方资源培育量化生态圈，旨在为量化交易投资提供性能卓越、资源丰富、技术专业、覆盖范围全面的系列服务。

朱剑锋介绍，“第一创业 FIRST 量化服务体系”具有五大特点：一是快速的交易工具，快速的行情服务，快速的服务响应；二是提供智能化的交易架构、交易实现和策略诊断；三是提供可靠的应用平台、数据服务和底层架构；四是特有的销售管理和独特的组织结构相结合为客户提供量身定制的服务；五是内部团队与外部伙伴紧密协作，全方位的团队合作，成为打造量化生态圈的前提条件。

该体系根据机构客户和财富客户不同需求开发了机构 FIRST 和宽客汇两个不同的量化服务体系。以机构客户为例，量化服务体系除了具备传统量化交易系统的特点之外，还从个性化定制与生态圈构建方面入手，在拓展量化领域边界的同时向细分需求领域及宏观生态方面发展；除了有硬件和底层架构方面的优越性能，还包含了量化社群搭建以及独有的资金端定制化对接等特色。

财富客户“宽客汇”服务体系从量化工具平台服务、量化策略功能服务和量化线上顾问服务三个方面为个人量化投资者提供全方位、多样化的专业服务，将量化交易成功地从机构客户推向个人客户，解决个人客户交易痛点，让个人专业客户交易更加科学化，效率化。

#### 稳健投资心理驱动

为何今年量化投资突然如此火爆？厚石天成基金总经理侯延军认为，近期量化产品受到追捧，其实主要指的是量化对冲和量化高频策略。量化对冲策略由于其自带的稳定属性，当市场低迷期经常受到稳健投资人关注，尤其是近半年来打破刚兑的预期及固收信仰的灭失都给量化对冲策略以增量客户。量化高频策略则是本身有量化对冲属性的同时，又因其换手率超高而获得了券商渠道的大力追捧。

有券商量化部负责人表示，当前量化投资最大的瓶颈是投资者收益预期过高。“去年到今年，很多从房地产、信托里出来的资金，对产品的要求是保本保收益，同时会进行收益比较，比如涨的时候要相对收益，跌的时候就要绝对收益。”

由于市场并未形成像样的牛市，稳健资金一直在寻找出路，在股指期货自2018年下半年逐步松绑后，量化对冲策略也逐步复活并重新开始吸纳资金。

投资者要求收益稳健，机构要求可持续低风险，使得量化对冲产品成了香饽饽，尤其是量化高频策略，还能满足券商要求的佣金，成为了近几年一个近乎完美的策略。

据了解，今年中信证券、华泰证券等多家头部券商的营业部均力推锐天、幻方、九坤、至诚卓远等量化高频策略私募。（长江商报）

## 3.2 公告小结

图表7 上市公司重要公告总汇

公司	公告时间	公告事件	公告概要
国盛金控	2019/12/3	关于非公开发行公司债券获得深交所无异议函的公告	公司近日收到深圳证券交易所出具的《关于国盛金融控股集团股份有限公司2019年非公开发行公司债券符合深交所转让条件的无异议函》(深证函[2019]663号),深交所对公司申请确认非公开发行面值不超过5亿元人民币的公司债券符合深交所转让条件无异议。该无异议函自出具之日(2019年11月22日)起12个月内有效。
天风证券	2019/11/30	关于公司发行境外美元债券的公告	天风证券股份有限公司(以下简称“公司”或“本公司”)于2019年7月2日召开第三届董事会第十八次会议并于2019年7月22日召开2019年第四次临时股东大会,审议通过了《关于公司直接或间接发行境外债券具体方案的议案》,同意公司或境外全资子公司在中国境外发行不超过(含)美元6亿元相当的境外债券。
浙商证券	2019/11/30	关于完成设立另类投资子公司的公告	公司的另类投资子公司现已办理完毕工商登记手续,并领取了营业执照。
中原证券	2019/11/26	2019年上半年度权益分派实施公告	本次利润分配以方案实施前的公司总股本3,869,070,700股为基数,向全体股东(包括A股股东及H股股东)每股派发现金红利人民币0.02元(含税),共计派发现金红利人民币77,381,414.00元(含税)。

资料来源:wind、华安证券研究所

## 4 投资策略

证监会发布关于政协十三届全国委员会第二次会议第3353号(财税金融类280号)提案答复的函,明确打造航母级证券公司的政策措施。包括:一是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。二是进一步丰富证券公司服务功能。三是支持证券公司优化激励约束机制。四是鼓励证券公司加大信息技术和科技创新投入。五是支持证券公司完善国际化布局。六是督促证券公司加强合规风控管理。

资本实力方面,支持证券公司多渠道融资。具体业务方面,依法盘活客户存量资产,试点信用衍生品、场外期权、跨境衍生品及结售汇等业务,未来衍生品业务或成为重要增长极。对头部券商形成实质性利好,建议关注低估值龙头券商,如中信证券、海通证券。

## 5 风险提示

资本市场改革推进不及预期;  
流动性风险。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。华安证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。