

## 证券行业业绩增长确定性强，业态亟需转型

证券行业

**推荐** 维持评级

### 核心观点

#### ● 最新观点

1) **证券行业业绩增长确定性强，β属性依旧。**近年来头部券商经纪业务加速向财富管理转型，自营业务强调非方向性投资以降低对市场敏感度，但短期看证券行业靠天吃饭特征难有根本转变，行业商业模式亟待转型。2019年前三季度，行业年化ROE达6.40%，较18年提升2.84个百分点，盈利能力显著增强。市场回暖环境下，券商业务利润率不同程度回升。政策助力叠加市场利率下行，短期负债增多推升杠杆水平，行业杠杆率达2.88倍，较18年提升2.43%。净利润率和杠杆共振，推动行业ROE提升。

2) **证券行业各业务条线变化各异。**佣金率下行，经纪业务弹性减弱，盈利空间收窄，经纪业务亟需向财富管理转型，转变传统通道佣金收入的盈利模式；资管业务主动管理转型成效初显，ABS是未来发展的重要方向；科创板开板、创业板注册制改革推进、再融资松绑，股权融资规模回升，并购重组空间巨大；行情回暖下自营业务弹性加剧，衍生类投资出现浮亏，头部券商权益配置上控制风险敞口，强化非方向性投资转型以稳定收益；信用业务利润空间有限，融资成本管控能力至关重要。

3) **证券行业亟需主动转型，回归投资银行本源，拓展业务边界，驱动业绩增长。**从驱动路径看，经纪业务财富管理转型、科创板跟投机制、资产管理主动转型，助力传统业务利润率提升；低利率时代，通过加杠杆方式扩大资产负债表，提高资金使用效率，驱动盈利能力提升。多层次资本市场建设时期，衍生品发展空间广阔，券商可运用衍生工具平滑投资业务收入波动，可作为交易对手方满足客户对冲风险和资产配置策略需求，赚取中介服务收入，丰厚盈利空间。资本市场互联互通国际化红利释放，助力券商海外业务拓展；底层资产多元化，提高券商全球资产配置能力，提升产品丰富度。

4) **机构对券商板块配置力度小幅增加，龙头券商持续受机构青睐。**2019Q3，机构对券商板块配置力度小幅增加。机构持券商板块总市值占机构重仓股总市值1.68%，较上季度末提升0.19个百分点。机构持续增配龙头标的中信证券，券商板块重仓市值集中度CR5 88.21%，环比增加了0.70个百分点，板块持仓集中度升势延续。

#### ● 投资建议：

宏观经济动能转换，金融业回归服务实体本源，未来我国金融业态将会发生变化，资本市场将在金融体系中发挥更大作用，制度红利释放依然可期，券商业务空间扩容。金融供给侧改革深化，监管引导打造航母级券商，大型券商在资本实力、人才、综合服务能力和品牌影响力等方面具备优势，强者恒强态势延续。当前板块1.57X PB，防御与反弹攻守兼备，维持“推荐”评级。个股方面，我们持续看好龙头券商投资价值，推荐中信证券(600030.SH)、华泰证券(601688.SH)、海通证券(600837.SH)和国泰君安(601211.SH)。

#### ● 核心组合

证券代码	证券简称	周涨幅	年初至今涨幅	相对收益率
600030.SH	中信证券	-0.37%	35.80%	7.47%
601688.SH	华泰证券	0.41%	8.62%	-19.71%
600837.SH	海通证券	-0.87%	60.37%	32.04%
601211.SH	国泰君安	1.09%	13.54%	-14.79%

#### ● 风险提示：市场波动对业务影响大的风险。

### 分析师

武平平

☎：010-66568224

✉：wupingping@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130516020001

张一纬

☎：010-66568668

✉：zhangyiwei\_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130519010001

特此鸣谢

杨策

☎：010-66568643

✉：yangce\_yj@chinastock.com.cn

王畅

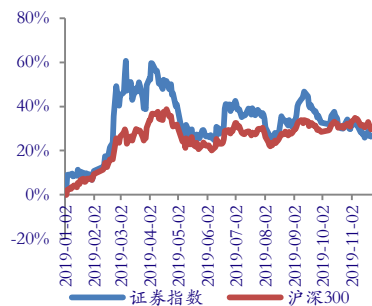
☎：010-66568674

✉：wangchang\_yj@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

### 行业数据

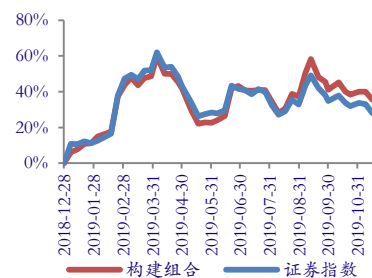
2019.11.29



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

### 核心组合表现

2019.11.29



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 目 录

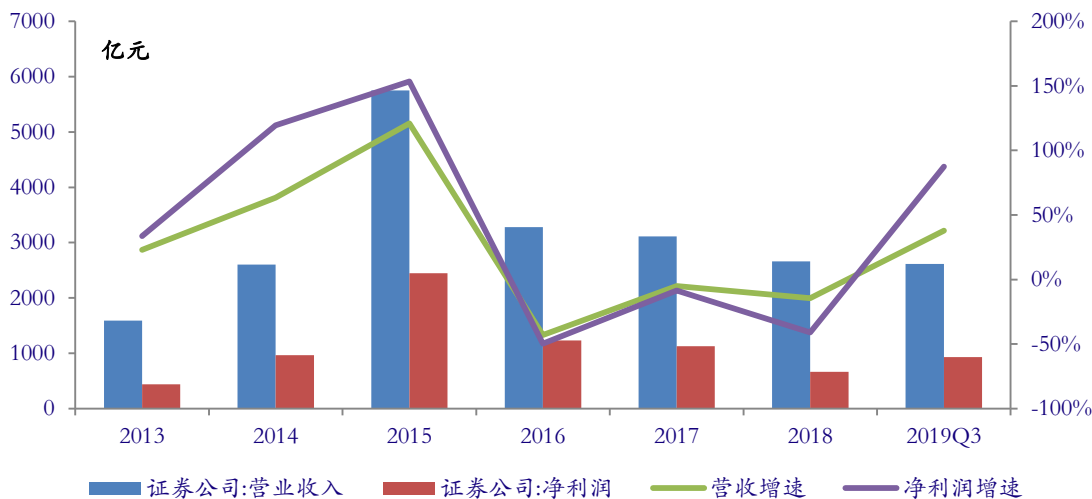
一、业绩增长确定性强，净利率+杠杆助推 ROE 提升 .....	1
(一) 证券行业业绩回暖，B属性依旧 .....	1
(二) 盈利能力增强，头部券商 ROE 驱动因素各有侧重 .....	2
(三) 政策助力叠加市场利率下行，短期负债增多推升券商杠杆水平 .....	3
二、各业务条线变化各异，自营贡献业绩弹性 .....	6
(一) 经纪业务：弹性减弱，嘉信理财等券商取消线上佣金 .....	6
(二) 资管业务：主动管理转型成效初显，ABS 业务空间广阔 .....	7
(三) 投行业务：股权融资受益科创板规模回升，并购重组空间巨大 .....	10
(四) 自营业务：行情回暖下自营业务弹性加剧，衍生类投资出现浮亏 .....	11
(五) 信用业务：利润空间增长有限，融资成本管控能力至关重要 .....	13
三、回归本源，拓展业务边界以丰厚利润 .....	13
(一) 衍生品发展空间广阔，有助平滑券商大投资业务收入波动 .....	14
(二) 资本市场互联互通国际化红利释放，助力券商海外业务拓展以及资产全球配置 .....	17
四、机构对券商板块配置力度小幅增加，个股配置分化 .....	19
五、投资建议 .....	22
六、风险提示 .....	23
插图目录 .....	24
表格目录 .....	24

## 一、业绩增长确定性强，净利润率+杠杆助推 ROE 提升

### (一) 证券行业业绩回暖，β属性依旧

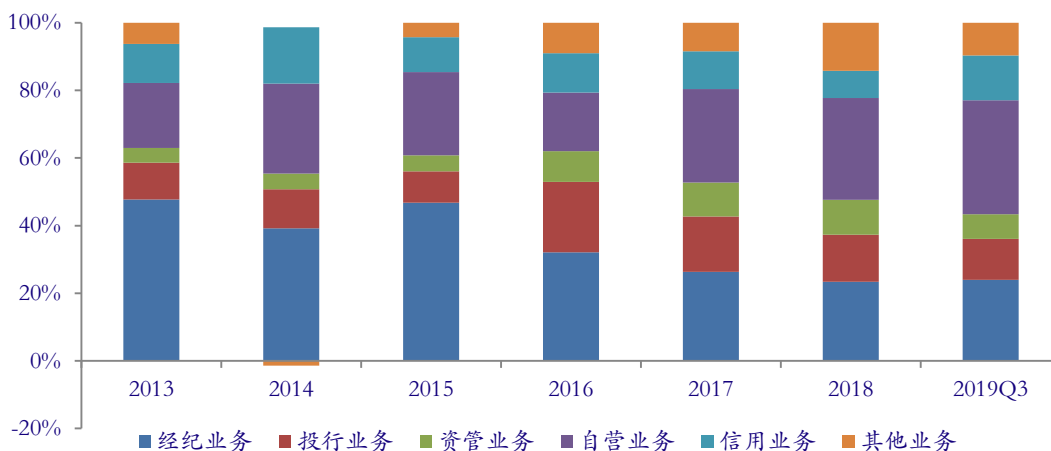
2019 年前三季度，市场指数和成交情况整体向好，证券行业营业收入和净利润均出现较大幅度上涨。依据证券业协会数据披露，2019 年前三季度，证券行业实现营业收入 2611.95 亿元，同比上升 37.96%；净利润 931.05 亿元，同比上升 87.50%。纵观证券行业历史业绩，我们发现券商业绩β属性依旧明显，靠天吃饭特征难有根本转变。在证券行业收入中，“经纪+信用+自营”业务收入占比超过 60%，与市场行情高度绑定，周期属性明显。尽管近年来经纪业务加速向财富管理转型，头部券商自营业务强调非方向性投资以降低对市场敏感度，但是短期来看证券行业靠天吃饭特征难有根本转变，证券行业商业模式亟待转型。

图 1：2019 年前三季度证券行业业绩回暖



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 2：证券行业收入结构情况

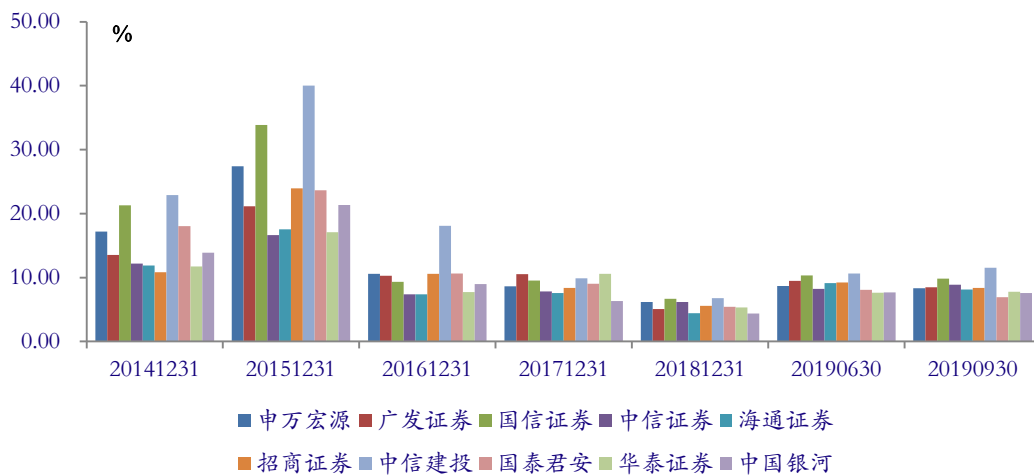


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## (二) 盈利能力增强，头部券商 ROE 驱动因素各有侧重

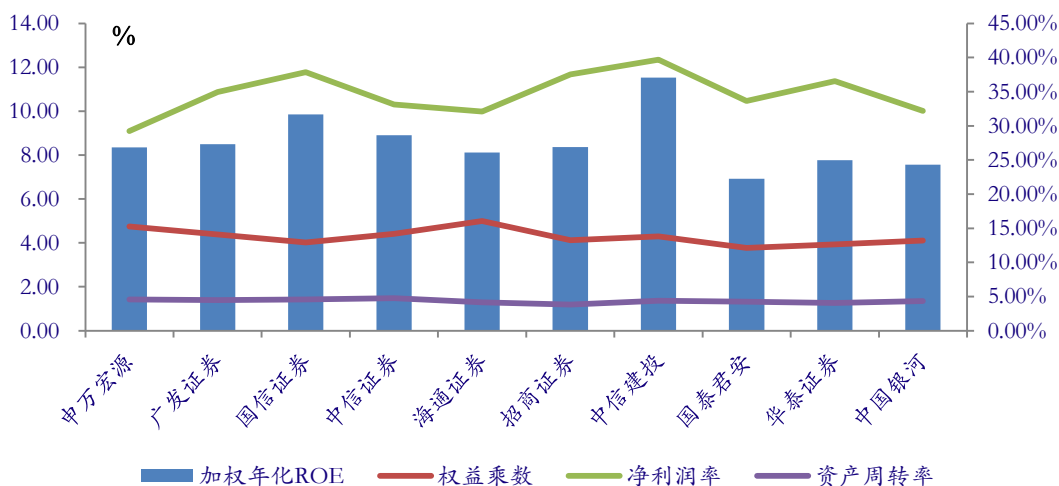
2019 年前三季度，证券行业年化 ROE 达 6.40%，较 2018 年提升 2.84 个百分点，行业盈利能力显著增强。从上市券商看，TOP10 券商 2019 年化加权 ROE 水平较 2018 年增长，其中中信建投、国信证券、中信证券、广发证券和招商证券位列前五。从 ROE 分解看，各家券商 ROE 增长的驱动因素各有侧重。中信建投净利润率位居行业前列，中信证券资金使用效率优于同业，海通证券凭借较高的杠杆水平驱动 ROE 增长。整体来看，头部券商盈利能力差异主要来自净利润率以及杠杆使用水平，资产周转率差异较小且处于较低水平，未来要积极探索提升资金使用效率。

图 3: Top10 证券公司年化 ROE 情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 4: Top10 证券公司 ROE 分解情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

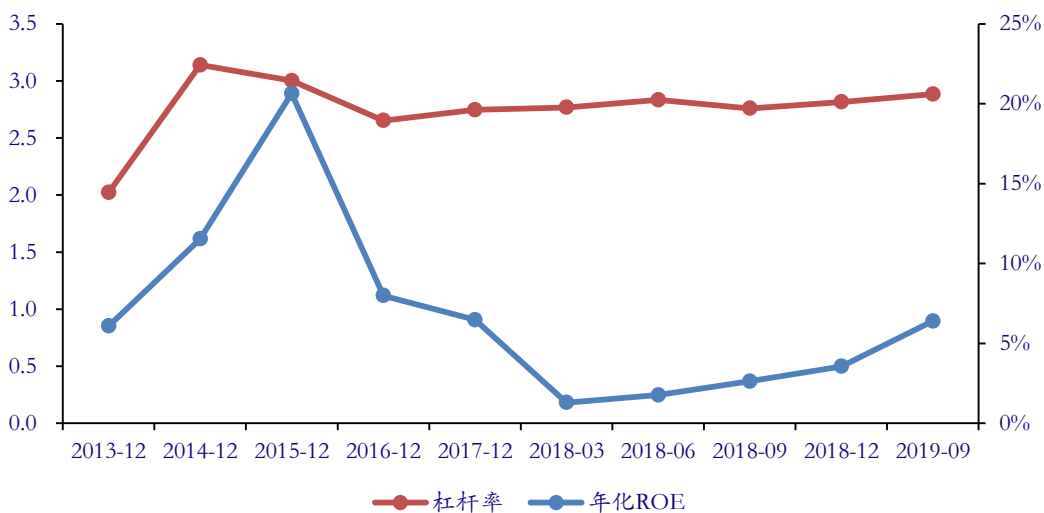
注: 净利润率=净利润/营业总收入; 权益乘数=平均总资产/平均归属于母公司的股东权益;

总资产周转率=营业总收入/[(期初资产总额+期末资产总额)/2]

### (三) 政策助力叠加市场利率下行，短期负债增多推升券商杠杆水平

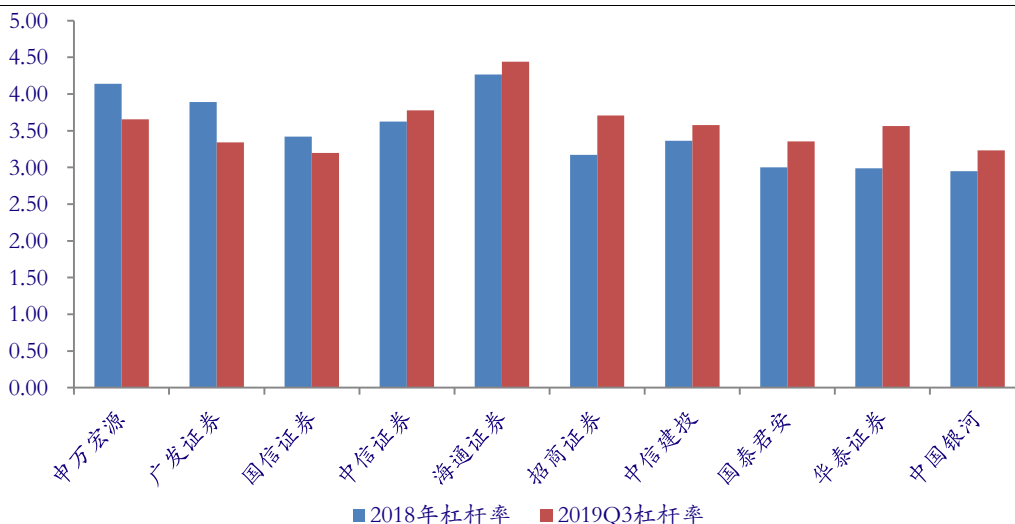
2019 年前三季度，证券行业杠杆率达 2.88 倍，较 2018 年提升 2.43%，行业杠杆运作水平有所提升。从上市券商看，海通证券以 4.44 倍的杠杆率仍居可比券商首位，杠杆率较年初提升 4.07%；中信证券杠杆率水平达 3.78，处于次高水平，较年初增加 4.13%；华泰证券、招商证券和国泰君安杠杆率提升较快，分别较年初提升 19.20%、16.93%和 11.66%；广发证券、申万宏源和国信证券杠杆水平有所下降，分别较年初下降 14.09%、11.77%和 6.50%。

图 5：2019Q3 证券行业年化 ROE 和杠杆率情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：Top10 券商杠杆率变化情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

杠杆率= (资产总计-代理买卖证券款) / 归属母公司股东的股东权益合计

央行上调短融上限、允许发行金融债，政策层面助力头部券商杠杆经营。2019年6月25日，央行上调多家头部券商短融余额上限，并允许其发行金融债，旨在通过头部券商向中小非银机构及整个市场传导流动性，增强实体经济服务力度。2019年8月8日起，证金公司整体下调转融资费率80BP，降低券商转融通成本。截至10月16日，9家调整过的券商存续短融余额740亿元，核准上限为存量的近4倍；另外，已有9家券商累计发行金融债525亿，多项监管政策出台，有利于优化头部券商融资渠道与结构，改善融资成本，助力头部券商杠杆经营，提升ROE水平。

**表 1: 券商短融余额与核准上限**

证券公司	存续短融余额 <sup>1</sup> : 亿元	核准短融余额上限: 亿元
中信证券	50	469
国泰君安	30	508
海通证券	50	397
华泰证券	110	300
广发证券	90	176
申万宏源	60	298
招商证券	270	316
中信建投	80	209
中国银河	-	368
中金公司	-	未公告
<b>合计</b>	<b>740</b>	<b>3041</b>

数据来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

**表 2: 券商金融债发行情况**

债券简称	发行日期	发行票面利率(%)	发行面额(亿元)	期限(年)
19 广发证券金融债 01	2019-07-19	3.63	50.00	3.00
19 国泰君安金融债 01	2019-08-06	3.48	80.00	3.00
19 华泰证券金融债 01	2019-08-19	3.40	60.00	3.00
19 中金公司金融债 01	2019-08-20	3.39	25.00	3.00
19 招商证券金融债 01BC	2019-10-09	3.45	50.00	3.00
19 中信证券金融债 01	2019-07-23	3.58	90.00	3.00
19 申万宏源金融债 01	2019-09-16	3.43	60.00	3.00
19 海通证券金融债 01	2019-08-27	3.39	70.00	3.00
19 中信建投金融债 01	2019-08-01	3.52	40.00	3.00
<b>合计</b>			<b>525</b>	

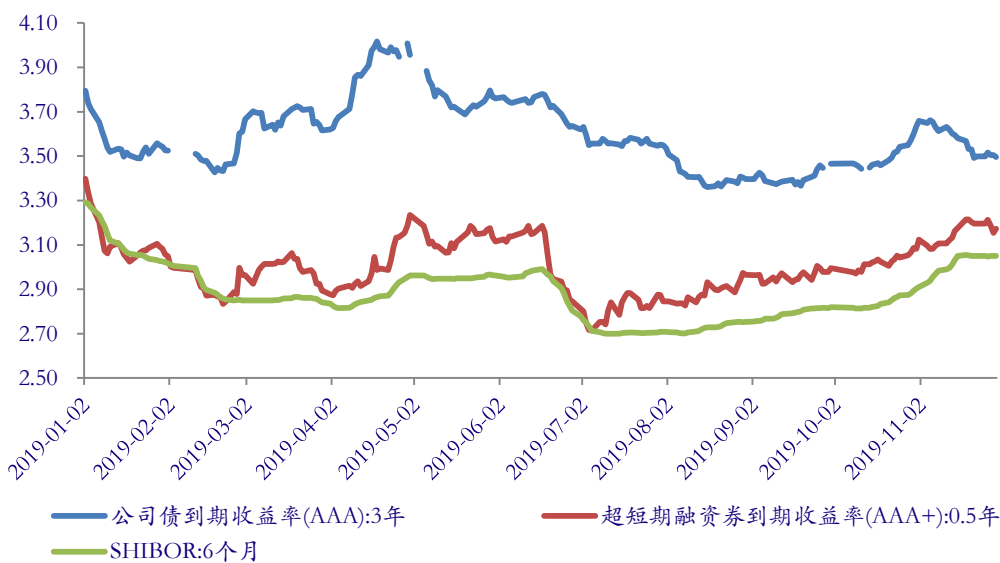
数据来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

<sup>1</sup> 截至2019年10月16日数据

流动性持续宽松的环境下，做好负债管理，适度增加短期负债有助于降低券商短期融资成本。从券商来看，截至2019年前三季度，中信证券短期借款较年初增长34.65%，华泰证券拆入资金较年初增加47.10%，华泰证券、海通证券、国泰君安应付短期融资款较年初分别增加44.15%、38.42%、135.67%，券商短期负债有所增多。

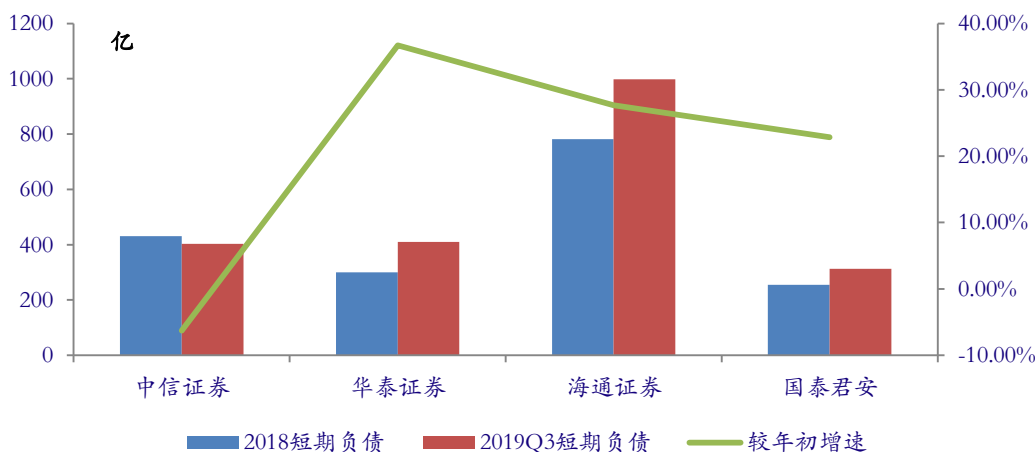
市场流动性充裕，以质押式回购业务为代表的卖出回购金融资产款作为一种相对灵活的融资方式，成为券商迅速提升杠杆、布局重资本业务的有效工具。截至2019年三季度末，华泰证券卖出回购金融资产款较年初大增145.60%，国泰君安和招商证券分别较年初增长56.16%和54.86%。2019H1，券商质押式报价回购利率多有下降，券商融资成本得到改善。

图 7：公司债、短融和同业拆借利率变化率



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

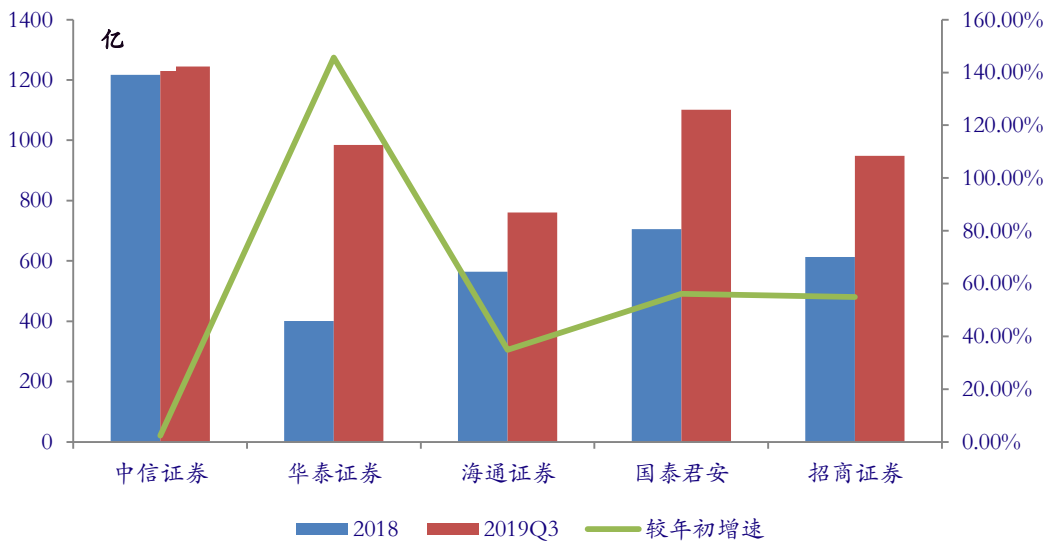
图 8：2019Q3 上市券商短期负债增多



资料来源: 中国银河证券研究院整理

注: 短期负债包括短期借款、应付短期融资款和拆入资金

图 9：2019Q3 上市券商卖出回购金融资产款规模增长



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 3：券商质押式报价回购利率区间有所下降

证券公司	2018 年利率	2019H1 利率
中信证券	1.6%-8.7%	1.6%-7%
华泰证券	--	3%-6.8%
海通证券	2.3%-3.7%	1.8%-2.8%
国泰君安	1.50%-6.66%	1.37%-6.66%
招商证券	1.5%-4.05%	2.16%-3.35%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 二、各业务条线变化各异，自营贡献业绩弹性

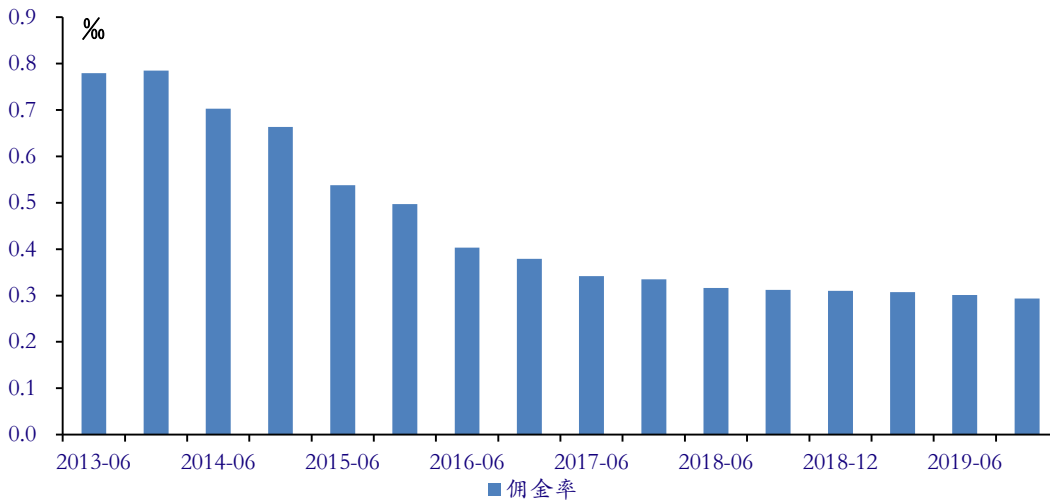
### (一) 经纪业务：弹性减弱，嘉信理财等券商取消线上佣金

受佣金率持续下行影响，经纪业务收入弹性减弱。2019 年前三季度，证券行业经纪业务收入 625.33 亿元，同比增加 26.17%；前三季度累计股基交易额为 106.50 万亿元，同比增长 34.19%；日均股基成交额 5819.90 亿元，同比增长 34.19%；测算 2019 年前三季度佣金率为 0.294%，较 2019H1 继续下行。经纪业务收入占比较去年同期下降 2.24 个百分点至 23.94%，经纪业务对券商收入弹性贡献减弱。

10 月 1 日，美国线上证券经纪商嘉信理财宣布，从 2019 年 10 月 7 日起，公司将完全取消美国和加拿大上市股票、ETF 和期权的线上交易佣金。从嘉信理财收入结构看，资产管理和利息净收入占营收比重在 90%左右，公司商业模式并不依赖于佣金收入，取消佣金对公司未来收入的影响有限，但标志着美国证券经纪业务“零佣金”时代的到来。在佣金率下行趋势下，传统经纪业务盈利空间收窄，经纪业务亟需向财富管理转型，转变传统通道佣金收入的盈利模式，将券商收入与客户利益绑定，提升客户粘性。

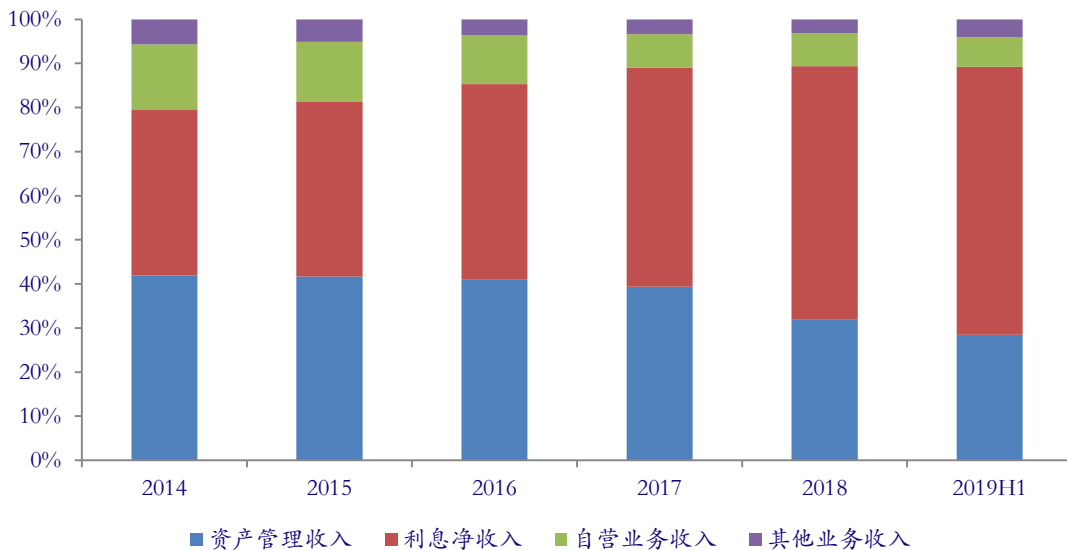


图 10: 2019Q3 行业佣金率继续下行



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 11: 2014-2019H1 嘉信理财收入结构



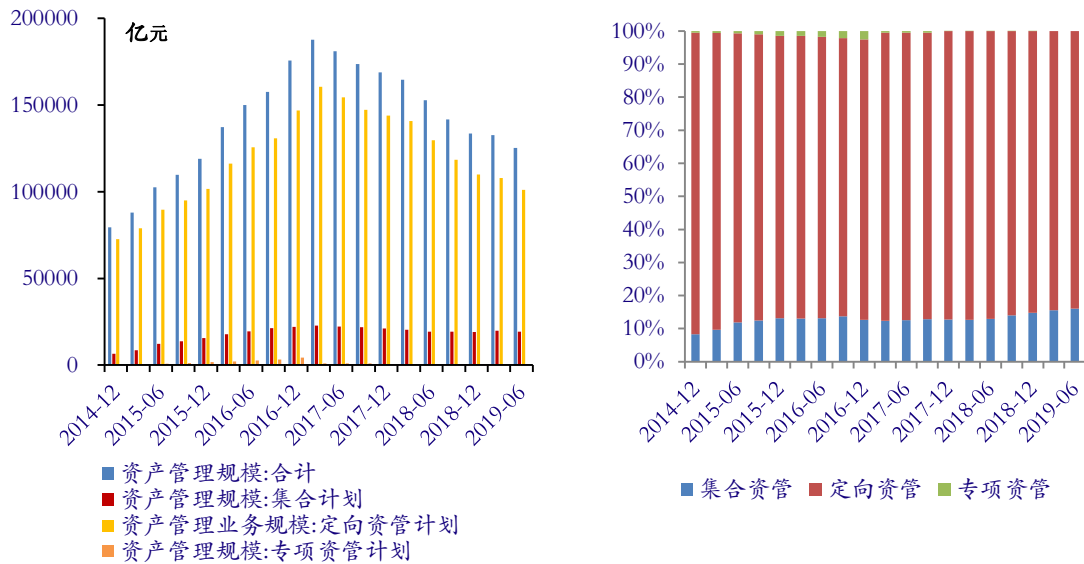
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## (二) 资管业务: 主动管理转型成效初显, ABS 业务空间广阔

受大资管新规去杠杆、去通道、去刚兑持续影响, 券商资管面临规模增长和费率提升双重压力, 过去依赖通道业务驱动规模增长的模式已经无法适应业务发展需求, 各家券商纷纷向主动管理转型。2019 年上半年, 券商资管规模合计 12.53 万亿, 较 2019Q1 下降 5.57%, 其中集合资管计划规模 1.93 万亿, 较 2019Q1 下降 2.90%, 定向资管计划规模 10.10 万亿, 较 2019Q1 下降 6.46%, 集合资管有所占比提升。受益于 2019 年上半年市场回暖和主动管理转型的推进, 券商资管业务利润率水平触底回升。从券商看, 广发证券主动管理规模占比达 65.81%,

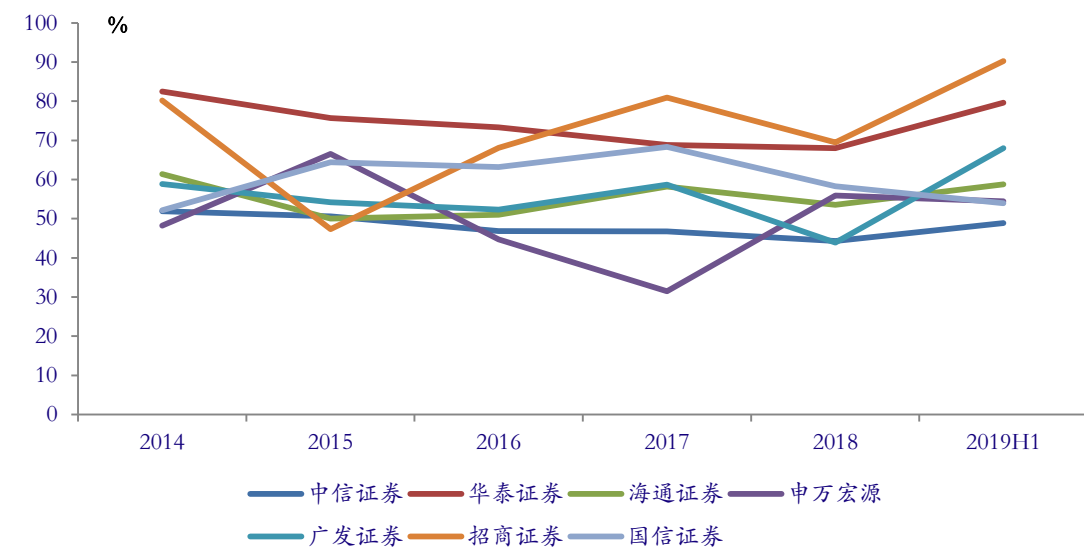
集合资管收入占比 89.10%，业务利润率 68%，处于可比券商前列水平。同时，随着券商大集合产品的公募化改造不断推进，部分集合产品改公募产品开售，销售情况火热，券商资管公募产品有望稳步发展，丰富资管产品类别，助力主动管理长足发展。

图 12: 券商资产管理规模和结构情况



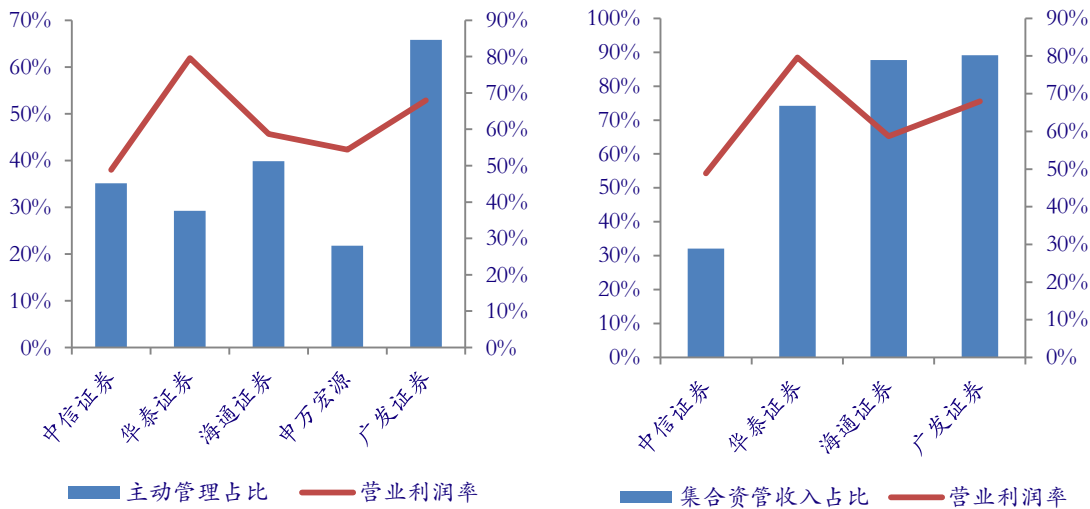
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 13: 2019H1 上市券商资管业务营业利润率回升



资料来源: 上市券商年报, 中国银河证券研究院整理

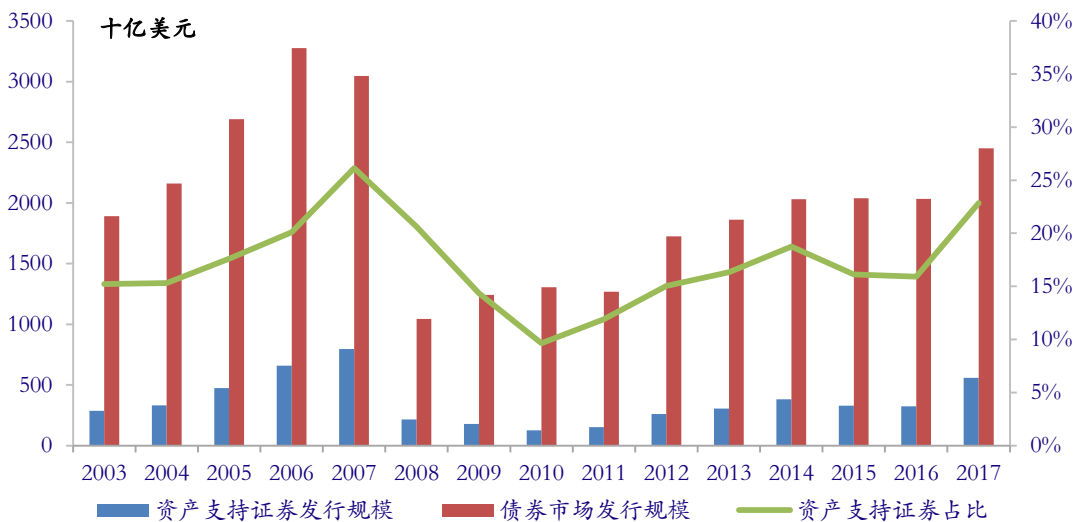
图 14: 2019H1 券商主动规模占比、集合资管收入占比与资管业务营业利润率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

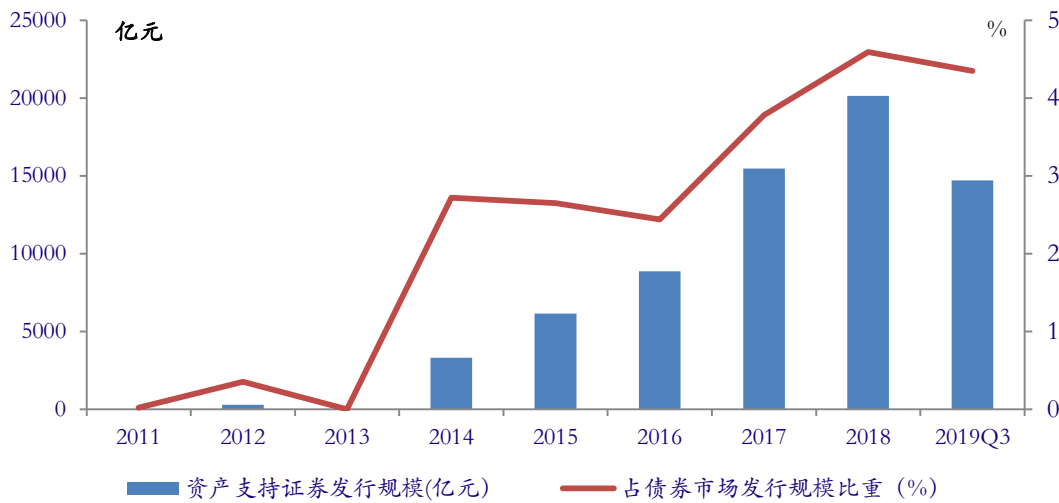
ABS 作为标准化资产受监管支持, 具备盘活资产、优化资产负债结构、加快资产周转的优势, 业务空间广阔。从国外来看, 2017 年美国资产证券化发行规模占债券市场发行规模比重达 22.83%, 而 2019 年前三季度, 我国资产证券化发行规模占债券市场发行规模占比仅为 4.35%, 距离发达国家市场有很大的发展空间; 同时, 随着 ABS 底层资产不断丰富, 交易结构不断创新, 非标转标趋势下, 业务空间扩容, ABS 是券商资管未来发展的重要方向。

图 15: 美国资产证券化规模和占比情况



资料来源: SIFMA, 中国银河证券研究院整理

图 16: 中国资产证券化规模和占比情况

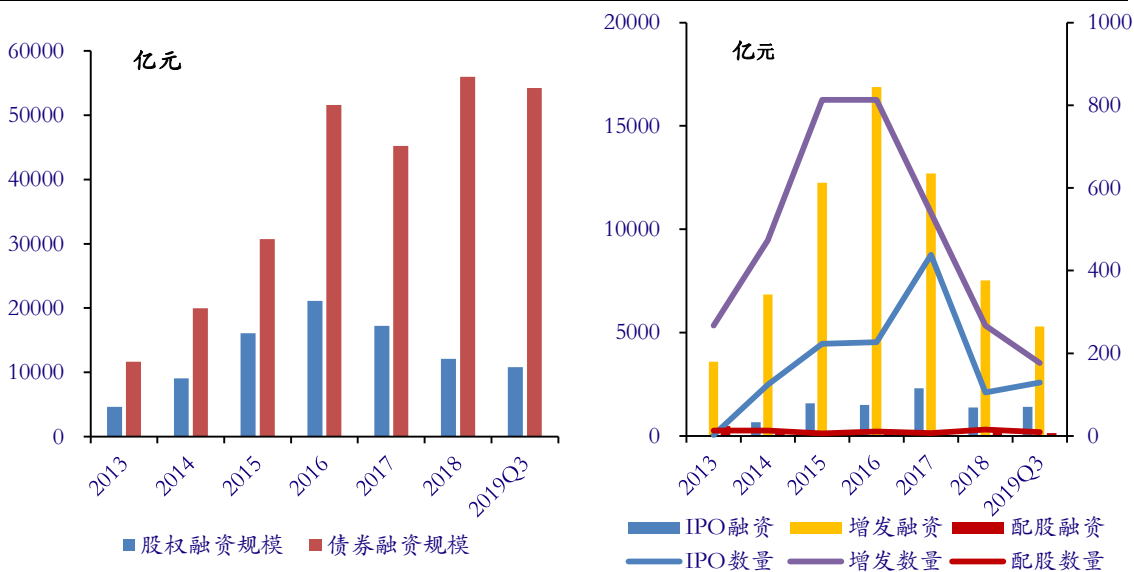


资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

### (三) 投行业务: 股权融资受益科创板规模回升, 并购重组空间巨大

2019 年前三季度, 证券行业实现投行收入 317.83 亿元, 同比增长 32.71%。从融资规模来看, 股权融资规模受益于科创板 IPO 增长, 同比增速转正, 债券融资规模维持高增长。2019 年前三季度, 股权融资规模 10791.94 亿元, 同比增长 3.56%。其中, IPO 实际募集资金 1400.47 亿元, 同比增长 21.33%; 增发实际募集资金 5287.68 亿元, 同比减少 19.02%; 配股募集资金 133.88 亿元, 同比下降 18.99%。债券承销方面, 受多次降准的影响, 市场流动性合理充裕, 利率下行, 发行量增加。2019 前三季度券商承销债券金额总计 5.42 万亿元, 同比增长 46.80%, 继续维持较高的增速。

图 17: 2019Q3 股权融资规模回升, 债券融资规模高增

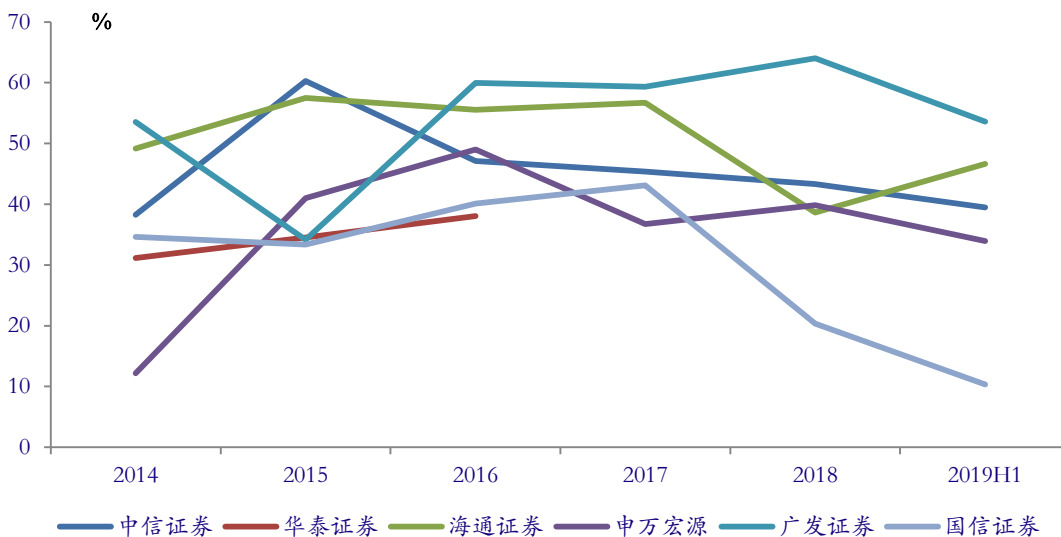


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

当前券商投行业务多以承销保荐为主，同质化现象严重。今年以来 IPO 过会率有所提高，但从严审核的大趋势不变，叠加费率竞争不断加剧，券商营业利润率下行趋势不变。2019 年 10 月 18 日，证监会正式发布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》，以优化重组上市制度。包括取消重组上市认定标准中的“净利润”指标、缩短“累计首次原则”计算期间至 36 个月、放开特定产业创业板重组上市、恢复重组上市配套融资等方面。新规松绑并购重组标准，有助于活跃重组上市市场，券商财务顾问业务空间扩容。

借鉴海外经验，高盛集团在面对 20 世纪 80 年代美国杠杆收购潮时，考虑其当时在大型企业客户层面的劣势，转而成为数量众多的优质中小企业客户群体提供收购防御服务，通过击退收购方、抬高收购价格和引入白衣骑士等多种形式帮助企业应对恶意收购，或者在收购交易中为股东争取更多的收益，并且以低年费的形式为可能成为恶意收购标的的中小企业提供长期咨询服务，包括恶意收购提醒、企业治理结构优化以及亏损业务条线剥离等，避免优质企业由于价值低估而招致恶意收购的情况。以此培育了众多优质中小客户，形成差异化竞争优势，成就世界领先投行。对于国内证券公司来说，应紧跟市场及政策动态，在科创板、国企改革、产业并购、企业治理结构优化、市场化债转股等方面积极布局，切实提升服务能力，形成差异化竞争优势，提高客户忠诚度和客户黏性。

**图 18： 2019H1 上市券商投行业务营业利润率下行趋势不变**



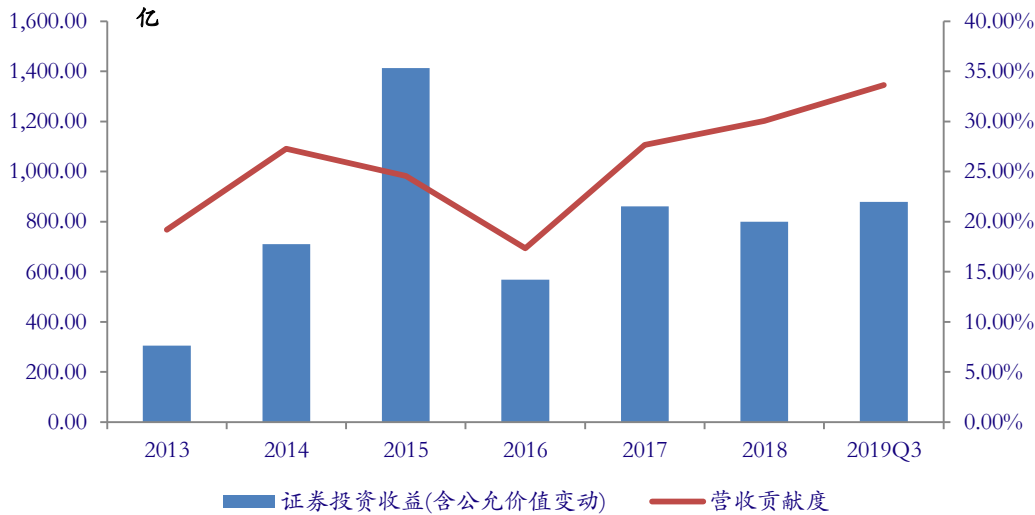
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

#### （四）自营业务：行情回暖下自营业务弹性加剧，衍生类投资出现浮亏

2019 年前三季度，股市行情向好助推券商自营收入大幅反弹，自营业务弹性加剧。2019 年前三季度，上证综指上涨 16.49%，沪深 300 上涨 26.70%，券商自营业绩显著改善，自营业务实现收入 878.71 亿元，同比增长 66.97%，营收贡献度达 33.64%，同比提升 6.89 个百分点，自营业务弹性加剧。股票市场行情向好下，各券商衍生品对冲投资出现不同程度的亏损。从上市券商看，2019H1 中信证券、华泰证券和招商证券衍生金融工具公允价值变动收益分别为 -36.47 亿、-10.99 亿元和 -6.59 亿元，对营收的贡献度分别为 -16.74%、-9.89% 和 7.72%。从业务

长期稳定发展角度看，头部券商逐步减少方向性投资力度，注重风险管理和仓位控制，弱化对业绩波动的影响。同时，加大向非方向性投资交易转型，灵活运用跨市场、跨品种、多策略投资方案实现资产的保值增值和风险管理，在风险可控下增厚自营业务收入。

图 19： 2019Q3 自营业务弹性加剧



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

表 4： 2019H1 券商衍生品投资出现不同程度的亏损

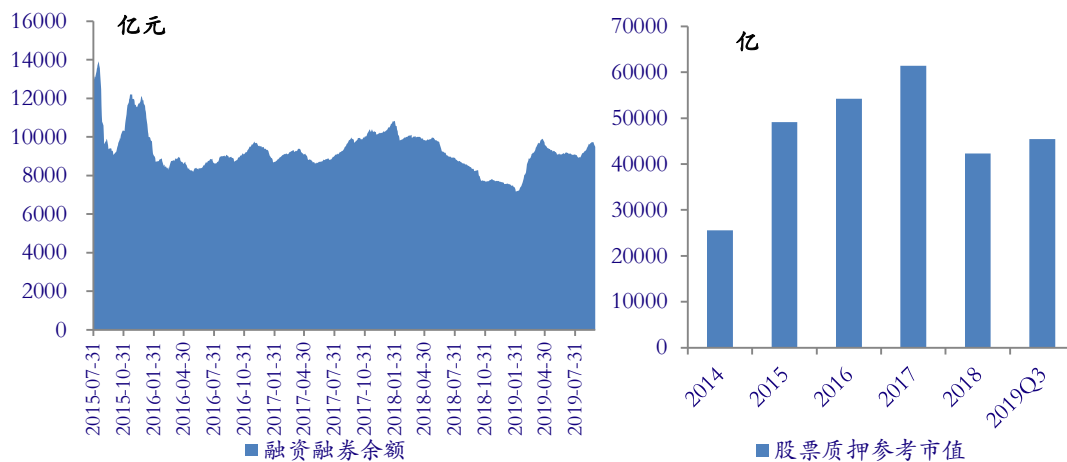
(亿元)	中信证券			华泰证券			招商证券		
	2019H1	2018	2017	2019H1	2018	2017	2019H1	2018	2017
投资净收益	82.71	70.71	124.75	31.72	24.11	89.09	25.7	36.8	27.12
其中：对联营和合营企业的投资收益	3	7.32	6.04	12.8	9.59	5.40	4.62	9.17	8.45
公允价值变动净收益	-7.96	17.06	8.43	15.39	17.98	-3.42	8.92	-6.42	10.1
其中：									
交易性金融资产公允价值变动	38.11	-66.13	-	27.31	-6.31	-	14.64	-5.27	-
衍生金融工具公允价值变动	-36.47	63.38	-37.99	-10.99	25.53	-4.79	-6.59	0.38	1.03
交易性金融负债	-9.6	19.81	-	-0.93	-1.24	-	0.87	-1.53	-
投资交易收入合计	74.75	87.77	133.18	47.11	42.09	85.68	34.62	30.38	37.22

资料来源：公司公告，中国银河证券研究院整理

### (五) 信用业务：利润空间增长有限，融资成本管控能力至关重要

2019 年前三季度，证券行业实现利息净收入 347.38 亿元，同比增长 121.60%。市场回暖，投资者风险偏好上升，两融规模改善、股票质押规模企稳成为利息净收入增长的主因。8 月上旬，证监会指导证券交易所修订《融资融券交易实施细则》，扩大融资融券标的范围，取消最低维持担保比例的统一限制，对融资融券交易机制作出较大幅度优化，提升融资融券市场化程度。截至 2019 年 9 月末，市场两融余额为 9488.86 亿元，较 2018 年末增长 25.55%；股票质押参考市值为 45414.77 亿元，较 2018 年末增长 7.30%。从成熟市场经验来看，两融余额占流通市值比例一般不超过 3%，股票质押严监管态势持续，头部券商股票质押业务仍以防控风险为主，券商信用业务增长空间有限，如何有效控制融资端成本成为券商保持该项业务盈利能力和市场竞争力的关键。

图 20：融资融券余额和股票质押参考市值



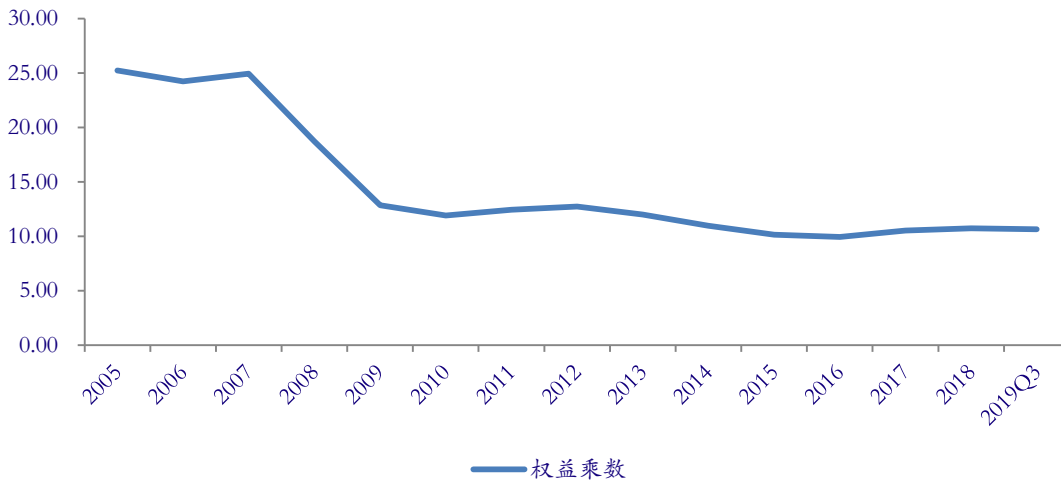
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 三、回归本源，拓展业务边界以丰厚利润

当前资本市场深化改革、金融业对外开放提速、证券行业同质化严重、抗周期能力薄弱，证券行业亟需主动转型，回归投资银行本源，提升投融资、资产定价、资产管理能力，打造核心竞争力，驱动 ROE 增长。从驱动路径来看，经纪业务财富管理转型、科创板推出和跟投机制、资产管理主动管理转型，助力传统业务利润率提升；低利率时代，通过杠杆方式扩大资产负债表，提高资金使用效率，驱动盈利能力提升。

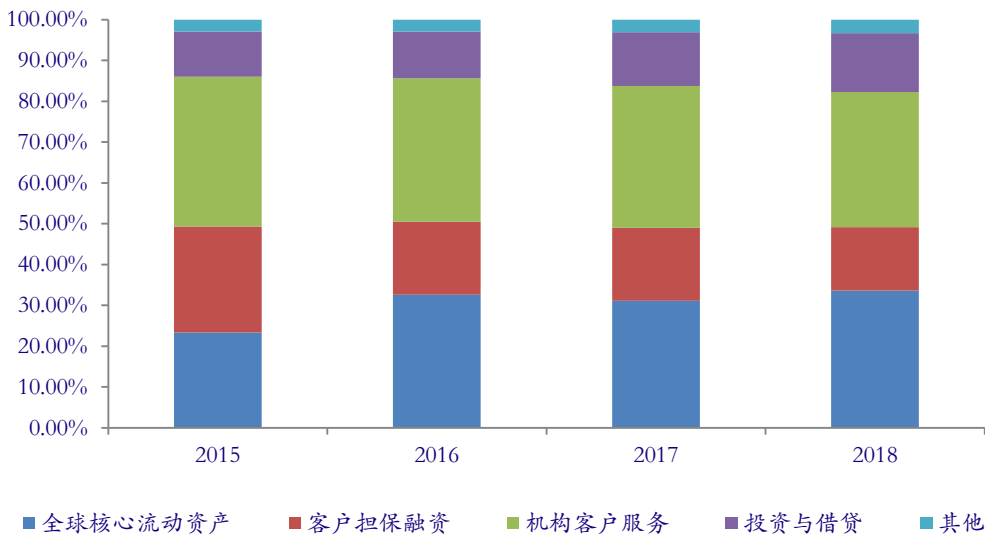
当前行业杠杆倍数为 2.88 倍，高盛集团 2008 年之前杠杆率高达 25 倍，金融危机后也维持 10 倍以上的杠杆率水平，相较海外投行，国内证券公司杠杆水平仍低。境外券商可以运用客户资产，而境内券商无法动用第三方托管客户保证金，资金来源受限。当前监管放松头部券商融资渠道，叠加市场处于低利率时期，杠杆具备一定提升空间。但是杠杆提升掣肘集中于资产端，受制于外汇管制严格、国内衍生品市场发展远未成熟、以及直投业务周期过长、收益不确定性等影响，资产投向有限。未来，证券公司要切实提升创新能力，拓展业务边界，提升资金使用效率，丰厚盈利空间。

图 21: 高盛集团权益乘数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 22: 高盛资产投向情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

### (一) 衍生品发展空间广阔, 有助平滑券商大投资业务收入波动

随着我国多层次资本市场发展完善, 金融衍生品种类逐渐丰富, 监管环境不断放松, 业务需求提升, 衍生品市场发展空间广阔。券商自营业务可通过丰富的衍生工具, 对冲市场下行风险, 减小对方向性投资的冲击, 平滑券商业绩波动。券商也可作为对手方, 为客户提供做市交易服务, 满足客户对冲风险和资产配置策略需求, 赚取中介服务收入, 丰厚券商盈利空间。

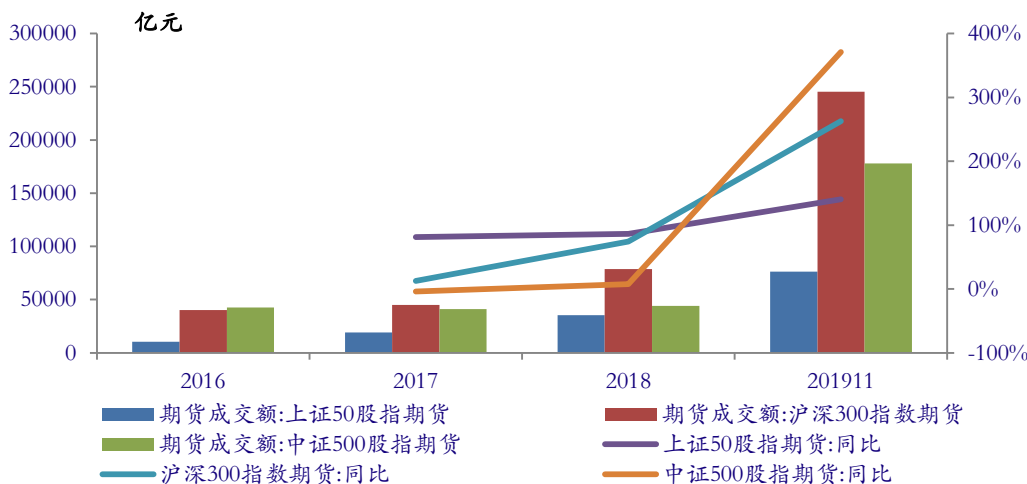
为促进衍生品市场发展, 政策红利持续释放。监管逐步丰富衍生工具品种, 优化相关交



易机制，引导衍生品市场健康稳定发展。

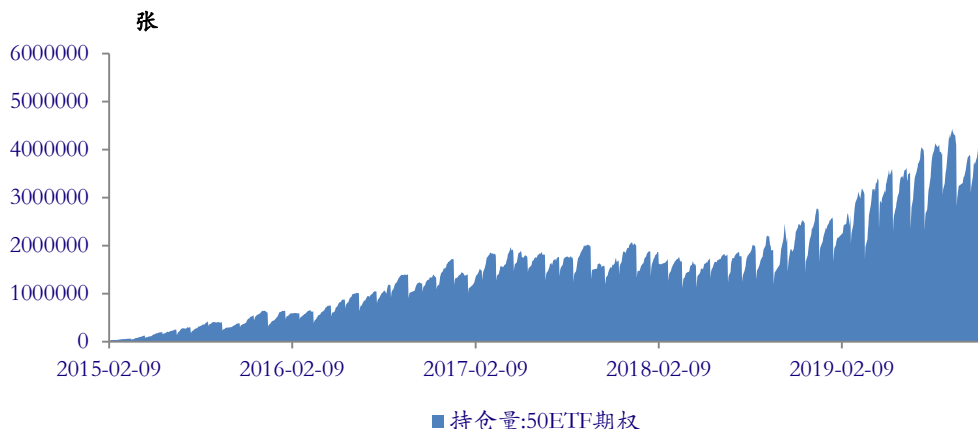
股指期货松绑力度大，期权品种扩容，场内衍生品市场发展迅速。2018年12月2日，中金所公告调整股指期货交易安排，自2018年12月3日结算时起，将沪深300、上证50股指期货交易保证金标准统一调整为10%，中证500股指期货交易保证金标准统一调整为15%；将股指期货平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之四点六，交易成本降低有助于提升市场交易活跃度，股指期货成交额扩大。截至2019年11月，股指期货累计成交额较同比增长264.21%，其中沪深300股指期货成交额同比增长262.76%，中证500股指期货成交额同比增长370.68%，有利于境内投资者运用股指期货进行套期保值、对冲，市场有效性得到提升。2019年11月8日，证监会宣布正式启动扩大股票股指期货期权试点工作，将按程序批准上交所、深交所上市沪深300ETF期权，中金所上市沪深300股指期货期权。股指期货期权工具扩容将丰富境内投资者风险管理工具，也为市场长期稳定发展发挥积极作用。

**图 23：股指期货累计成交额情况**



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

**图 24：50ETF 期权持仓量**

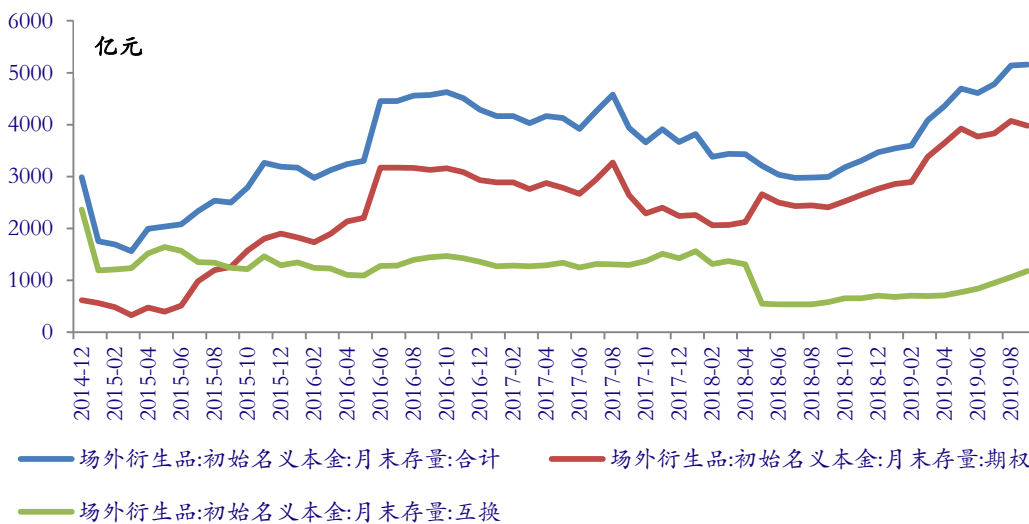


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

场外衍生品市场规范化运作，市场规模回升，未来空间广阔。2018年4月，监管暂停券商与私募基金开展场外期权业务，不得新增业务规模，存量到期自动终止，场外衍生品市场规模有所回落；2018年5月，证券业协会发布《关于进一步加强证券公司场外期权业务监管的通知》，将证券公司分为场外期权业务一级交易商和二级交易商，一级交易商可直接开展对冲交易；二级交易商通过与一级交易商开展衍生品交易进行个股风险对冲，引导券商场外期权业务规范化运作。2018年8月，证券业协会公布《场外期权交易商名单》及《场外期权业务挂钩个股名单》，中信证券、中金证券、国泰君安等7家证券公司获得场一级交易商资格，同时还有9家券商成为场外期权业务二级交易商。受到场外期权破冰、监管规范化和交易商资格审批的影响，券商场外期权业务回暖，市场集中度或将进一步上行。截至2019年9月，证券公司场外衍生品业务初始名义本金5158.76亿元，同比增加72.37%，市场规模持续回升。分品种看，场外期权业务初始名义本金3977.39亿元，同比增长65.07%；收益互换业务初始名义本金1181.38亿元，同比增长102.53%。

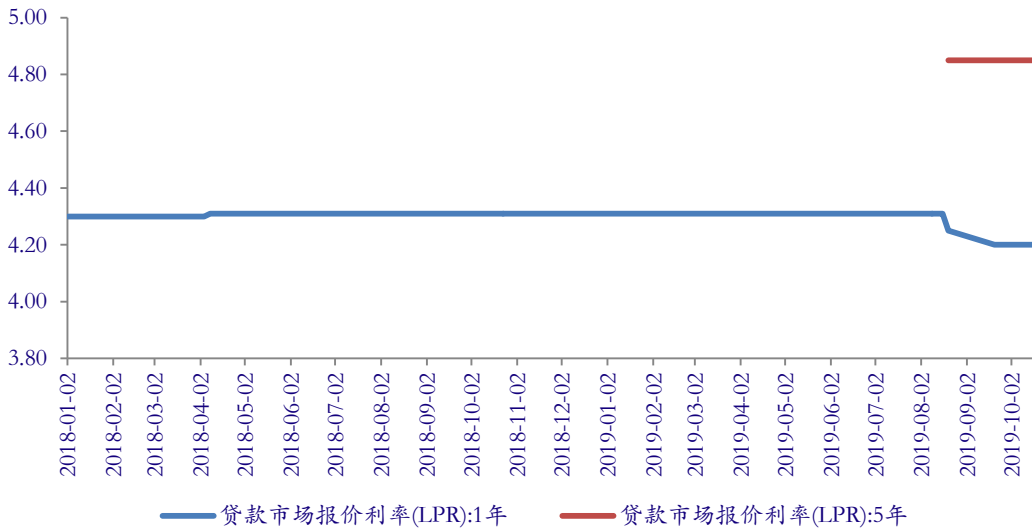
2019年8月，LPR机制改革，新LPR以MLF为基准利率，波动性提升，催生利率类衍生品需求，利率衍生工具规模和占比较高、风险定价能力强的券商有望受益。LPR机制出台打开贷款利率下行空间，利率波动加剧，企业降低融资成本、强化负债端利率风险管理的需求增强。受此影响，基于LPR的利率互换业务（IRS）升温，利率衍生品发展空间巨大。依据中国外汇交易中心（CFETS）数据显示，2019年8月新LPR报价首月，全市场LPR1和LPR5利率互换成交笔数增至133笔，名义本金高达185.90亿元，较2019年以来的其他月份实现显著增长。

图 25：场外衍生品存量情况



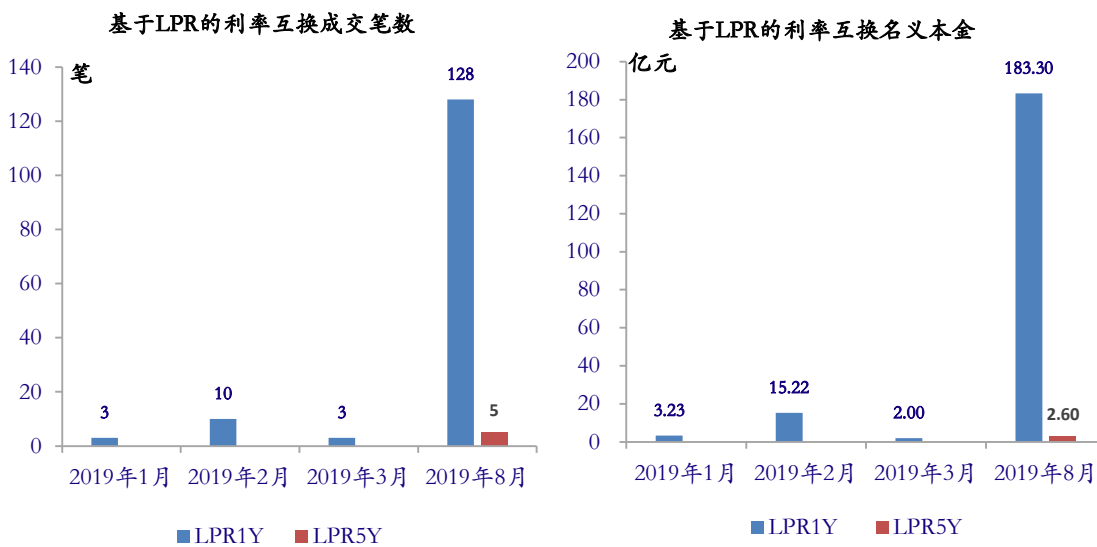
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 26: 贷款市场报价利率(LPR)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 27: 基于 LPR 的利率互换市场成交显著增长



资料来源: 中国外汇交易中心 (CFETS), 中国银河证券研究院整理

## (二) 资本市场互联互通国际化红利释放, 助力券商海外业务拓展以及资产全球配置

对外开放力度持续加大, 资本市场国际化步伐提速, 沪港通、深港通、沪伦通、中日 ETF 互通陆续开通, 资本市场互联互通模式不断创新、范围不断扩大, 政策红利释放助力券商海外业务拓展, 优化收入结构, 提升国际竞争力。近年来, 券商海外业务规模得到持续增长, 营收贡献度上升, 2019H1, 海通证券海外业务贡献收入 45.59 亿, 占总收入比重

达 25.71%，位列可比券商首位，海外业务发展领先。

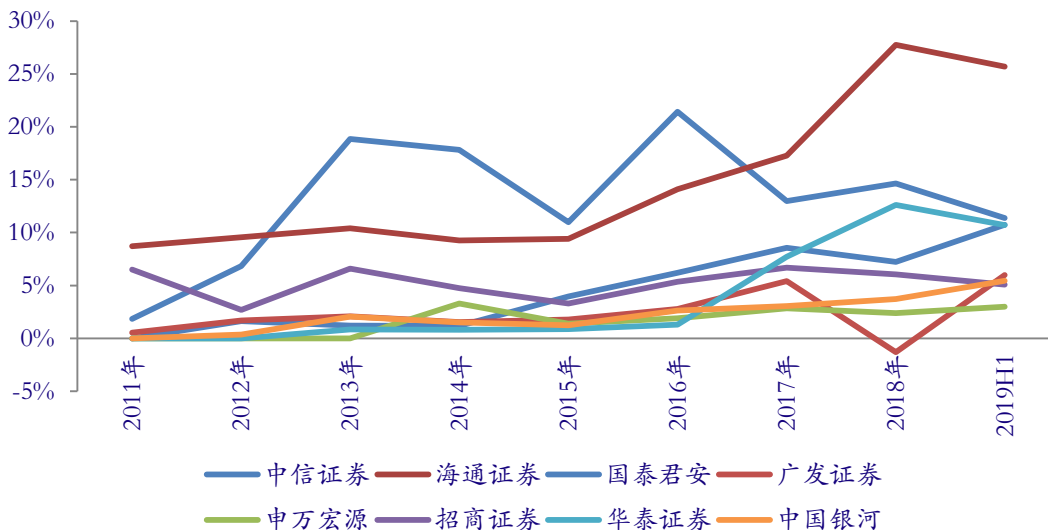
头部券商海外业务布局较早，先发优势明显。多数券商立足于香港子公司，如海通国际、华泰国际和银河国际等，通过增资、牌照获取等形式开展海外业务。在设置海外分支机构的同时，部分券商还通过直接收购的形式实现海外业务布局拓展，如中信证券收购里昂证券、银河证券收购联昌证券、华泰证券收购 AssetMark 等，直接收购可以突破地域、牌照、人才、经验和渠道的限制，拓宽国际化业务的深度和广度。

表 5: Top10 券商海外业务主要开展主体情况

证券公司	海外业务主要开展主体
中信证券	中信证券国际、中信里昂证券
海通证券	海通国际、海通银行、自贸区分公司
华泰证券	华泰国际、华泰金控（香港）、AssetMark、华泰证券（美国）
国泰君安	国泰君安国际
广发证券	广发控股（香港）
招商证券	招证国际
申万宏源	申万宏源（国际）
国信证券	国信香港
中国银河	银河国际、银河联昌证券
中信建投	中信建投国际

资料来源：上市公司年度报告，中国银河证券研究院整理

图 28: 海外业务营收占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

尽管发展迅速，海外业务仍然受到外汇管制的制约，以 GDR 为代表的跨境融资或成为应对资金出海难的有效方式。2019 年 6 月华泰证券完成 GDR 发行，募资金额达 16.9 亿美元，

拟定用于支持国际业务增长，扩展海外布局，增强公司现有的主营业务。GDR 的募集资金可以直接在海外运用，有效支持海外业务的增长。

海外业务的发展为券商提供了全球资产配置机会。目前国内优质资产稀缺，以欧美为代表的海外成熟市场资产种类繁多，券商可适时增配海外资产，丰富自营投资品种和交易模式，打造跨市场、跨品种、多策略的资产配置策略，通过多元化配置和投资策略分散自营业务风险，提高自营业务收益。同时，借助海外业务的发展，可以丰富券商客户服务内涵，满足客户多样化、国际化的投融资和风险管理需求，完善客户服务闭环，增强客户粘性。

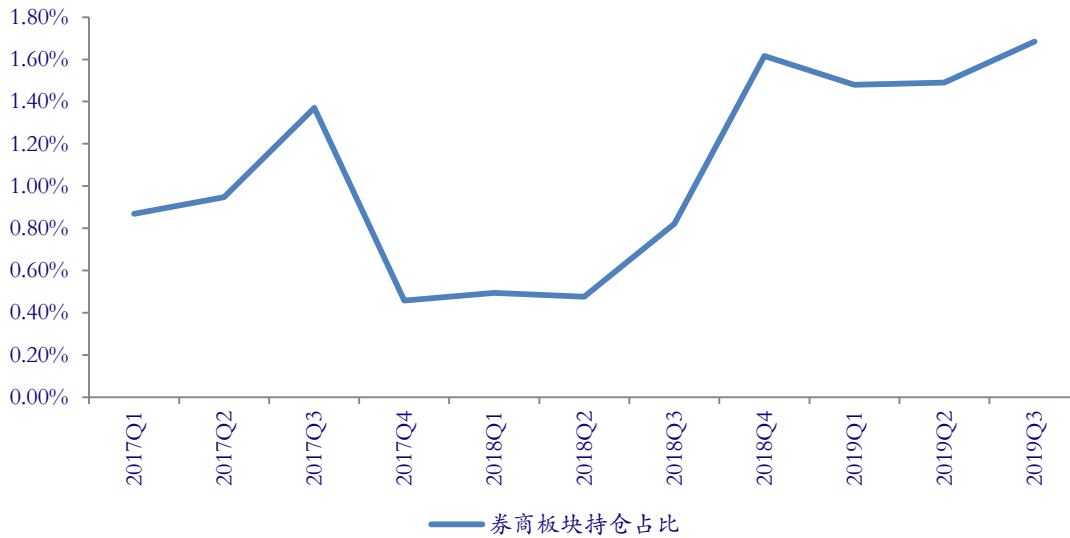
在发展海外业务的同时，也应注重风险防控。海外业务要求券商具备强大资本实力和风控水平以及足够的国际业务经验和人才储备。近几年，部分券商海外投资“暴雷”，业务管控、投资能力和风险认知不足是主因。券商在开展海外业务时，一方面应建立健全海外投资风险管控机制，严格把控业务风险，充分调研、审慎决策，加强监督检查，严格控制风险敞口，避免大幅亏损；另一方面，在开展海外业务时，深刻了解当地监管政策和法律法规，坚持公司自身战略定位和管理文化，注重管理人员任免，扎实、稳健实现海外业务发展目标。

#### 四、机构对券商板块配置力度小幅增加，个股配置分化

机构对券商板块配置力度小幅增加。截至 2019 年 9 月末，机构持券商板块总市值占机构重仓股总市值的 1.68%，较上季度末提升 0.19 个百分点。重仓股市值方面，券商板块重仓股总市值为 140.54 亿元，较 2019Q2 增加了 20.98%；持股基金数方面，9 月末重仓券商机构 880 家，较上季度末增加了 64 家。

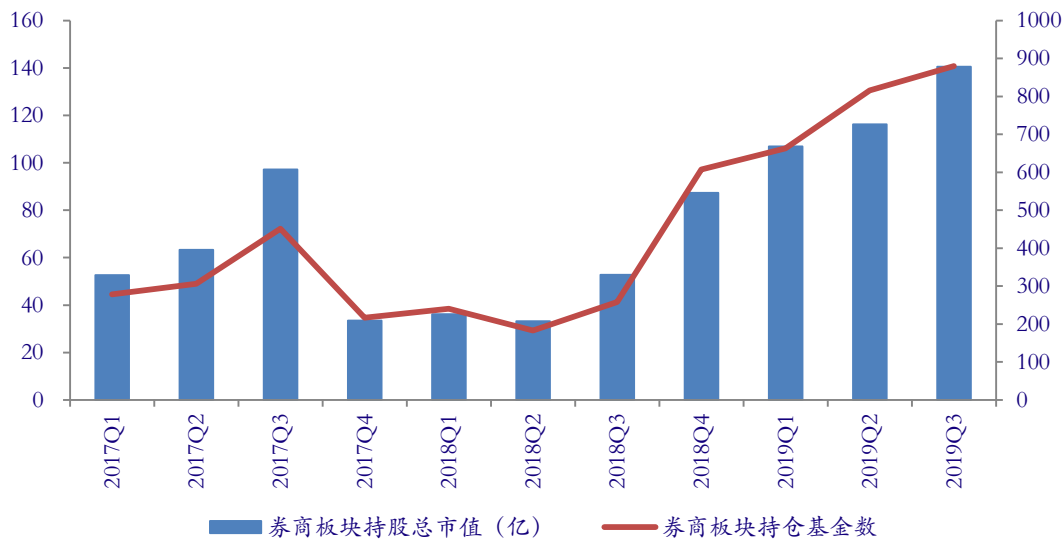
龙头券商持续受机构青睐，板块持仓集中度升势延续。三季度重仓持股市值排名前五券商分别为中信证券（600030.SH）、东方财富（300059.SH）、华泰证券（601688.SH）、海通证券（600837.SH）和国泰君安（601211.SH），其重仓基金数分别为 382 家、102 家、106 家、104 家和 63 家，较上季度分别变化+60 家、-1 家、-65 家、+37 家和+30 家；基金重仓持有上述券商的市值分别为 56.00、29.40、15.83、15.56 和 7.18 亿元，环比变化分别为 56.98%、15.87%、-36.67%、31.62% 和 180.95%。2019Q3 券商板块重仓市值集中度 CR5 和 CR10 分别为 88.21% 和 96.92%，环比分别增加了 0.70 和减少了 0.02 个百分点。板块持仓集中度升势延续。

图 29: 券商板块持股比例变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 30: 券商板块重仓持股持有基金数和持股总市值变化



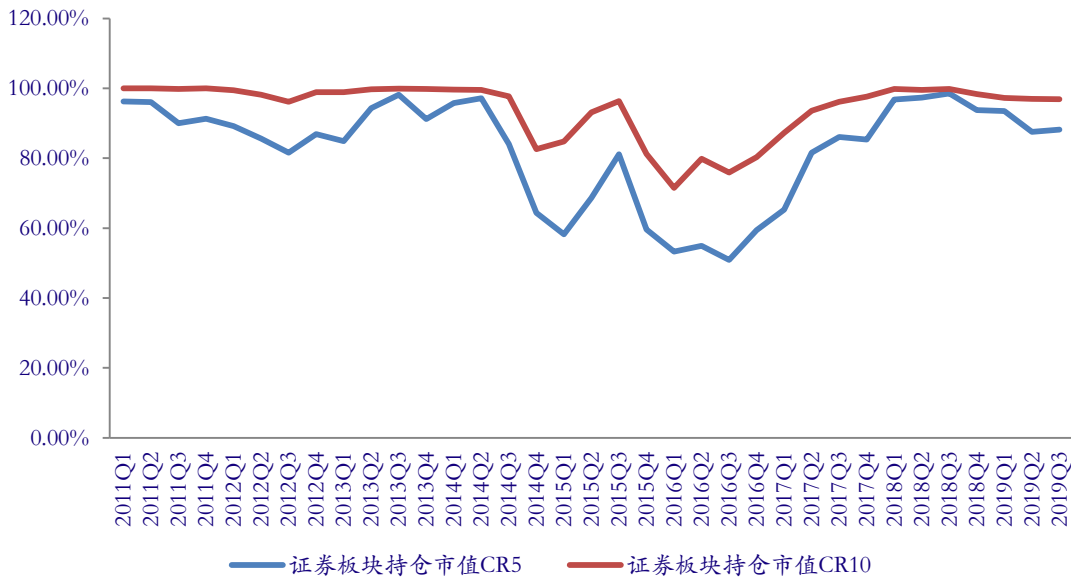
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 6: 2019Q3 券商板块基金持仓排序

股票名称	持仓市值(万)	变化	持有基金数	变化
中信证券	560010.03	56.98%	382	60
东方财富	294037.03	15.87%	102	-1
华泰证券	158326.14	-36.67%	106	-65
海通证券	155597.36	31.62%	104	37
国泰君安	71810.14	180.95%	63	30
广发证券	58376.16	56.06%	22	11
招商证券	30433.18	-19.85%	28	-3
中国银河	14005.94	813.43%	12	5
东吴证券	10370.25	-30.72%	5	-2
东方证券	9202.28	45.78%	4	-5
申万宏源	8343.65	274.51%	11	7
方正证券	6133.36	1037.00%	6	5
山西证券	6016.55	35.17%	2	0
红塔证券	5321.50	15452.69%	3	-8
中信建投	4807.50	-	4	4
国信证券	4389.48	254.39%	6	4
长江证券	3100.65	106.84%	9	7
辽宁成大	2050.64	-88.90%	1	0
华创阳安	1177.56	-	1	1
第一创业	595.04	-	1	1
光大证券	580.32	19.91%	2	-1
国盛金控	442.65	18.13%	1	-1
兴业证券	148.66	-97.22%	1	-4
华西证券	141.41	-32.66%	3	2
吉林敖东	10.63	-96.92%	1	0

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 31：证券板块重仓持股市值集中度变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

## 五、投资建议

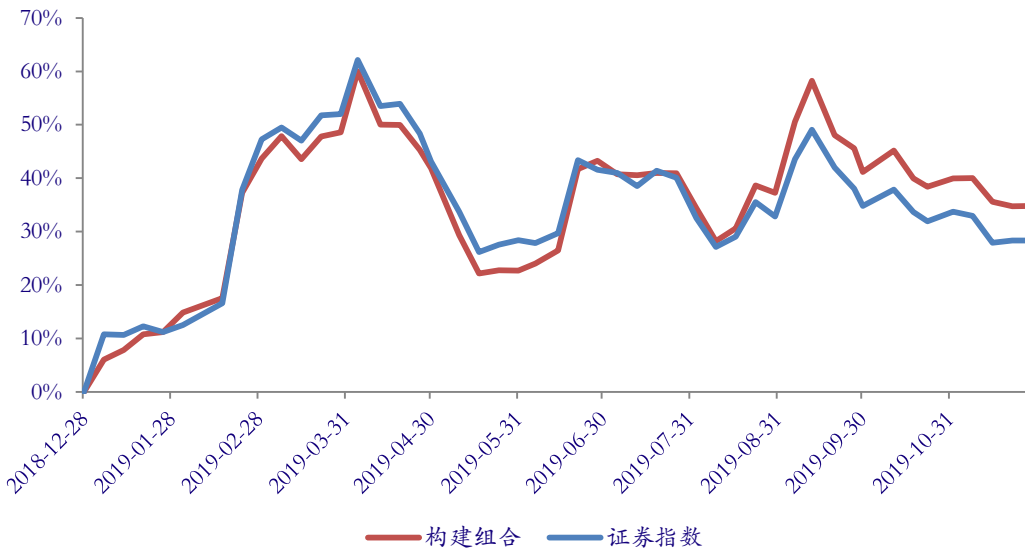
宏观经济动能转换，金融业回归服务实体本源，未来我国金融业态将会发生变化，资本市场将在金融体系中发挥更大作用，制度红利释放依然可期，券商业务空间扩容。金融供给侧改革深化，监管引导打造航母级券商，大型券商在资本实力、人才、综合服务能力和品牌影响力等方面具备优势，强者恒强态势延续。当前板块 1.57X PB，防御与反弹攻守兼备，维持“推荐”评级。个股方面，我们持续看好龙头券商投资价值，推荐中信证券（600030.SH）、华泰证券（601688.SH）、海通证券（600837.SH）和国泰君安（601211.SH）。

### 核心推荐

我们综合考虑上市券商基本面、估值、股价弹性，筛选关键财务指标，预测未来盈利前景，同时考虑溢价因素以及资金流向，构建股票池模型，精选优质券商个股，建立投资组合。我们选取中信证券（600030.SH）、华泰证券（601688.SH）、海通证券（600837.SH）和国泰君安（601211.SH）4 只股票，业绩基准采用证券指数 CI005345.WI。年初至今组合总回报 34.80%，证券指数总回报 28.33%，跑赢业绩基准 6.47 个百分点。



图 32: 核心组合收益率情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

## 六、风险提示

业绩受市场波动影响大的风险。

## 插图目录

图 1: 2019 年前三季度证券行业业绩回暖 .....	1
图 2: 证券行业收入结构情况 .....	1
图 3: Top10 证券公司年化 ROE 情况 .....	2
图 4: Top10 证券公司 ROE 分解情况 .....	2
图 5: 2019Q3 证券行业年化 ROE 和杠杆率情况 .....	3
图 6: Top10 券商杠杆率变化情况 .....	3
图 7: 公司债、短融和同业拆借利率变化率 .....	5
图 8: 2019Q3 上市券商短期负债增多 .....	5
图 9: 2019Q3 上市券商卖出回购金融资产款规模增长 .....	6
图 10: 2019Q3 行业佣金率继续下行 .....	7
图 11: 2014-2019H1 嘉信理财收入结构 .....	7
图 12: 券商资产管理规模和结构情况 .....	8
图 13: 2019H1 上市券商资管业务营业利润率回升 .....	8
图 14: 2019H1 券商主动规模占比、集合资管收入占比与资管业务营业利润率 .....	9
图 15: 美国资产证券化规模和占比情况 .....	9
图 16: 中国资产证券化规模和占比情况 .....	10
图 17: 2019Q3 股权融资规模回升, 债券融资规模高增 .....	10
图 18: 2019H1 上市券商投行业务营业利润率下行趋势不变 .....	11
图 19: 2019Q3 自营业务弹性加剧 .....	12
图 20: 融资融券余额和股票质押参考市值 .....	13
图 21: 高盛集团权益乘数 .....	14
图 22: 高盛资产投向情况 .....	14
图 23: 股指期货累计成交额情况 .....	15
图 24: 50ETF 期权持仓量 .....	15
图 25: 场外衍生品存量情况 .....	16
图 26: 贷款市场报价利率(LPR) .....	17
图 27: 基于 LPR 的利率互换市场成交显著增长 .....	17
图 28: 海外业务营收占比 .....	18
图 29: 券商板块持股比例变化 .....	20
图 30: 券商板块重仓持股持有基金数和持股总市值变化 .....	20
图 31: 证券板块重仓持股市值集中度变化 .....	22
图 32: 核心组合收益率情况 .....	23

## 表格目录

表 1: 券商短融余额与核准上限 .....	4
表 2: 券商金融债发行情况 .....	4

表 3: 券商质押式报价回购利率区间有所下降 .....	6
表 4: 2019H1 券商衍生品投资出现不同程度的亏损 .....	12
表 5: Top10 券商海外业务主要开展主体情况 .....	18
表 6: 2019Q3 券商板块基金持仓排序 .....	21

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

**武平平，张一纬，金融行业证券分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，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受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。除银河证券官方网站外，银河证券并未授权任何公众媒体及其他机构刊载或者转发公司发布的证券研究报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 15 楼  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn  
北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn