

证券研究报告

2019年12月10日

行业报告 | 行业投资策略

证券

# 股权融资大年，头部券商进入新一轮成长期

作者：

分析师 夏昌盛 SAC执业证书编号：S1110518110003

分析师 罗钻辉 SAC执业证书编号：S1110518060005

联系人 舒思勤



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

## 摘要

### 2019年9月，证监会提出全面深化资本市场改革的12个方面重点任务。

改革的重点方向：1）“大力推动上市公司提高质量”，优化重组上市和再融资等制度，支持分拆上市试点等；2）“充分发挥科创板的试验田作用”+“补齐多层次资本市场体系的短板”，将科创板的制度向创业板等推广，深化新三板改革等；3）“狠抓中介机构能力建设”，对券商加强差异化监管，龙头券商对于创新业务将有先发优势；4）“加快推进资本市场高水平开放”，开放往往会伴随着创新业务的推出，开放难以改变市场竞争格局；5）“推动更多中长期资金入市”。

### 2019年11月，证监会列举六项打造航母级证券公司的政策措施。

1）券商资本金有望进一步提升，先做大再做强做优；2）创业板（推行注册制）和新三板改革（进一步分层）、主板转融通制度改革、信用衍生品、场外期权、跨境衍生品及结售汇等将是下一阶段创新的方向。3）“依法盘活客户资产”相对超预期，未来在现有法律框架下，针对客户资产盘活的具体政策值得期待。截至2019年三季度客户存量资产占行业总资产的比例约18%，若能使用客户保证金，预计头部券商的负债成本（目前平均4-4.5%）将大幅下降。

## 摘要

### 金融对外开放将倒逼监管转变思路，优化证券公司现有业务模式。

1) 外资券商进入中国后将倒逼监管转变思路，未来监管机制将逐步与国际接轨。瑞士银行、摩根士丹利、高盛、瑞士信贷申请提升合资公司持股比例至 51%，摩根大通、野村证券和大和证券申请设立持股 51% 的合资券商。2) 中资券商国际化进程预计将提速，未来业务发展将基于研究的中介业务，包括中资企业海外融资、跨境财富管理等，主要中资券商海外业务收入占比约 14%，未来收入占比提升空间大。

### 股权融资大时代，中长期资金入市，多空交易机制需要逐步完善。

1) 转融通机制是完善多空交易机制的核心。对比海外市场两融业务发展情况，融券业务在融资融券业务中占比约 20%-30% 之间，主板、创业板、中小板的融券业务占比长期处于 1% 的低位。2) 假设未来融券余额提升至 2000-3000 亿元的水平，息差假设稳定在 3%，则贡献业绩增量是 60-90 亿元，占 2020 年净利润的比重约 4.7%-7%。

**风险提示：资本市场改革进度低于预期，市场大幅波动造成业绩及估值双重下滑，证券公司信用业务风险。**

### 重点标的推荐

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2019-12-09	评级	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600030.SH	中信证券	22.25	买入	0.77	1.08	1.17	1.34	28.90	20.60	19.02	16.60
601688.SH	华泰证券	17.94	增持	0.61	0.89	1.05	1.25	29.41	20.16	17.09	14.35
601211.SH	国泰君安	17.56	增持	0.77	0.97	1.13	1.33	22.81	18.10	15.54	13.20
600837.SH	海通证券	14.18	买入	0.45	0.79	0.91	1.05	31.51	17.95	15.58	13.50

资料来源：wind，上市公司年报，天风证券研究所

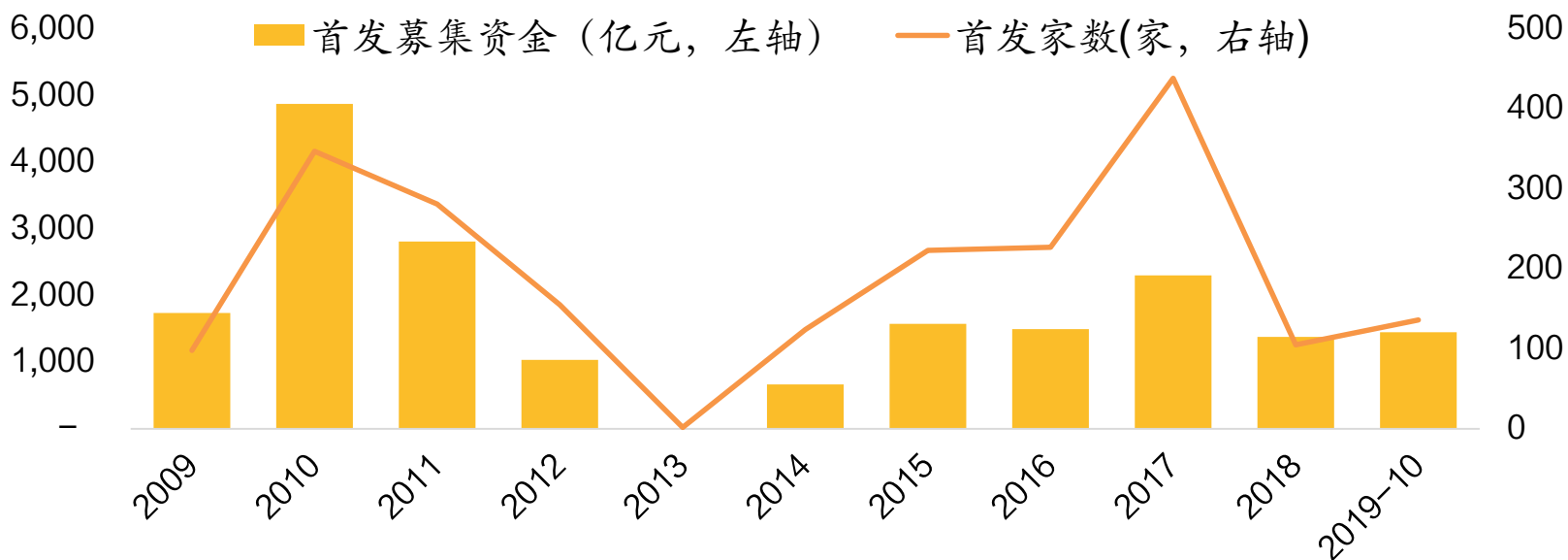
请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

# 投行业务：2020年迎来股权融资大年

后续创业板、新三板等各市场会迎来全方位放开，2020年将为股权融资大年。有核心竞争力的投行将在未来3-5年内迎来业绩快速增长期，投行业务将进入寡头竞争阶段。

我们预计2020年投行业务收入同比+20%至662亿元，其中股权融资规模为1.93万亿元，债券承销规模为4.4万亿元。预计2020年并购重组行业将迎来发展机遇，预计财务顾问收入为147亿元。

图1：IPO业务迎来快速增长期（单位：亿元）

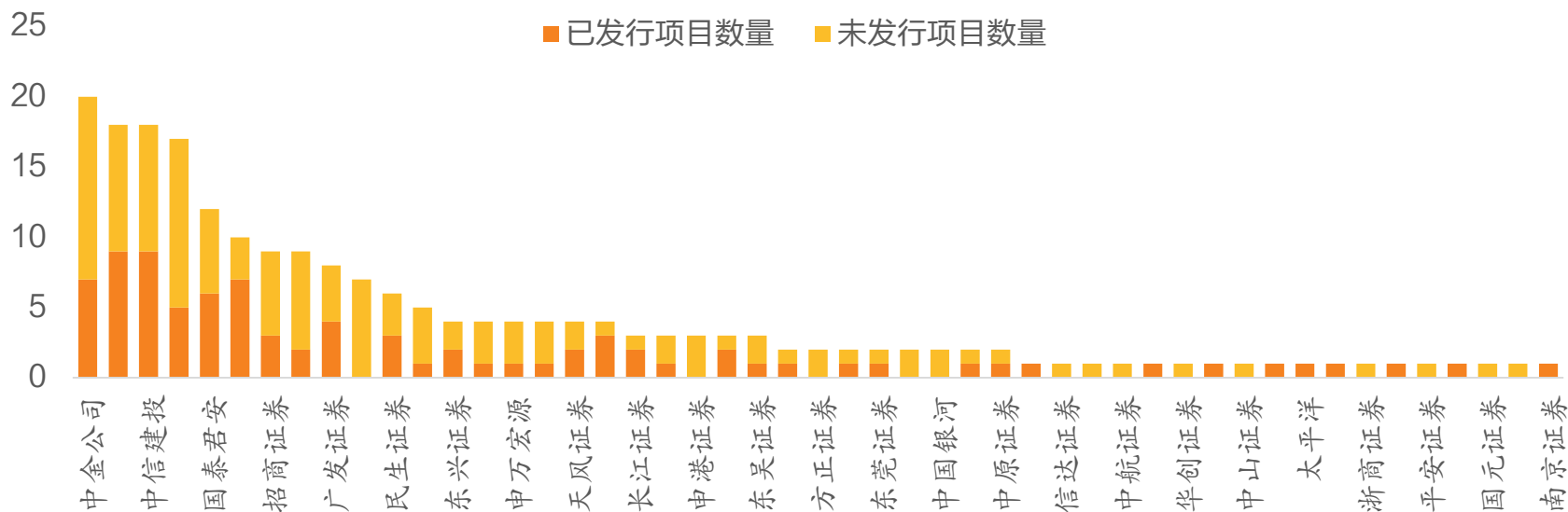


资料来源：wind，上市公司年报，天风证券研究所

# 投行业务：2020年迎来股权融资大年

已有181家公司申报科创板，61家已经挂牌上市，91家企业仍在正常审核流程中。我们预计2020年将有150家企业挂牌上市，平均募集资金规模12亿元（含超募部分），则科创板募集资金规模将达到1800亿元，预计将带来约148亿元的收入，占营业收入比重约3.8%。考虑到科创板项目集中度较为集中，收入预计将集中在少数几家投行。

图2：各家券商的科创板项目数量（单位：个）



资料来源：wind，上市公司年报，天风证券研究所

# 投行业务：2020年迎来股权融资大年

- 2019年10月18日，证监会正式发布会《关于修改（上市公司重大资产重组管理办法）的决定》。我们预计将会提振2020年的并购重组业务，预计2020年财务业务收入有望达到147亿元，同比增长23%，在营业收入中占比为4.1%。

表1：并购重组财务顾问业务收入规模和排名靠前的券商（单位：万元）

财务顾问业务收入	2014	排名	2015	排名	2016	排名	2017	排名	2018	排名
中信证券	20,334	3	23,982	5	18,007	6	22,334	5	20,304	3
华泰证券	34,576	1	49,274	1	52,499	1	72,825	1	44,047	1
中金公司	11,044	5	39,922	3	41,785	2	35,963	3	29,467	2
中信建投	8,215	7	22,578	6	27,037	5	52,904	2	17,193	4

资料来源：wind，上市公司年报，天风证券研究所

# 经纪业务：弹性趋于下降，承担聚集客户的重任

- 国内证券公司的佣金率预计仍将会趋势性下降，但是短期内效仿嘉信理财等互联网券商实现股票、基金交易零佣金的可能性极低。
- 我们预计2020年证券行业的经纪业务收入为967亿元，同比增长19%。核心假设包括：日均股票交易额为6500亿元，佣金率小幅下滑至0.031%，关注经纪业务中非交易佣金的增长情况。

图3：证券行业经纪业务收入情况

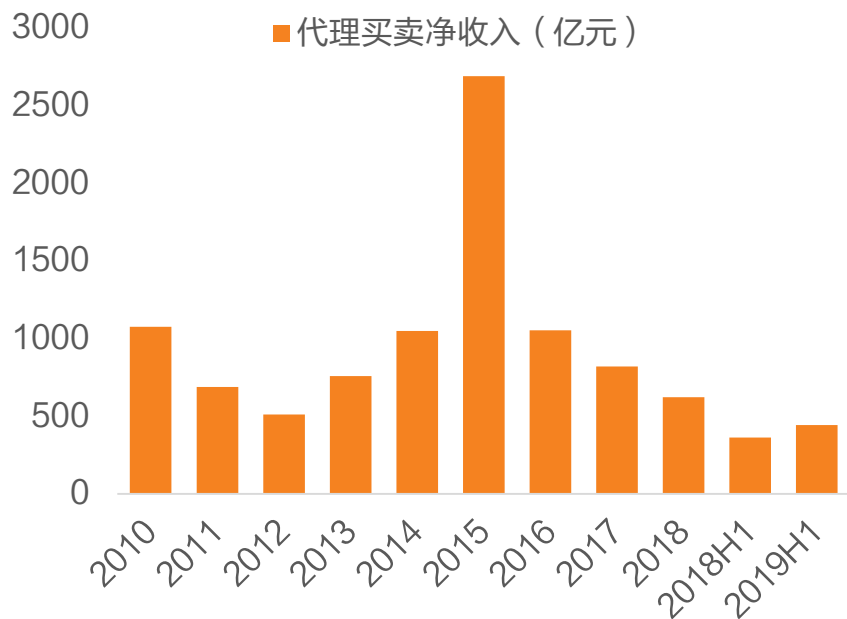
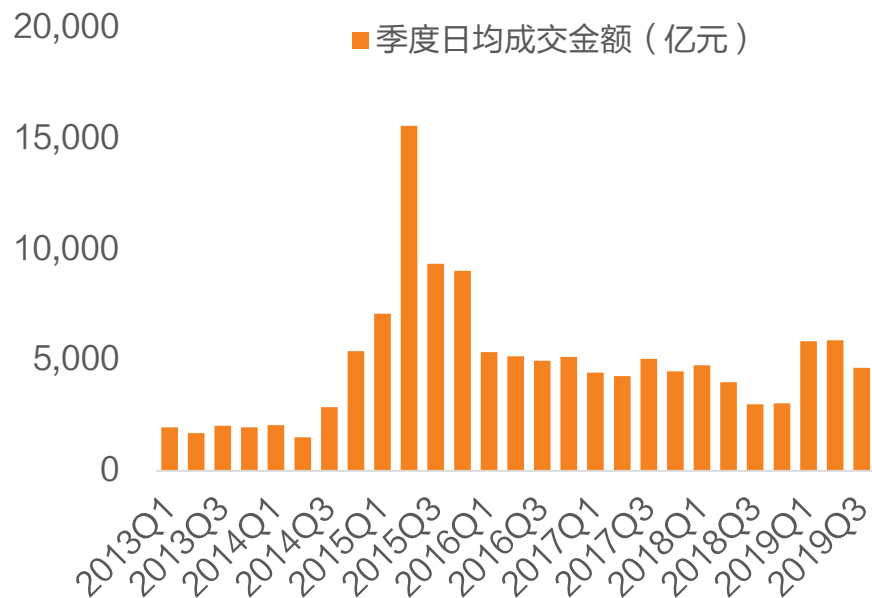


图4：沪深两市日均成交金额



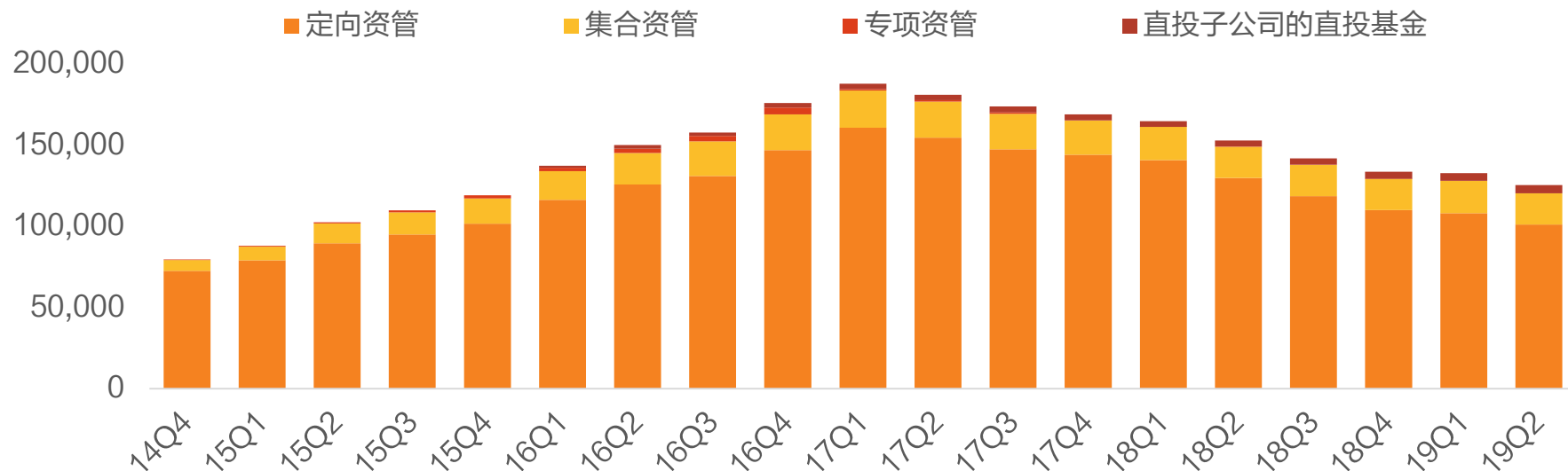
资料来源：wind，上市公司年报，天风证券研究所



# 资管业务：通道规模持续收缩，关注大集合产品公募化改造

- 2019年上半年，证券行业资产管理业务净收入127亿元，占比为7.1%，较2018年底下降3.6个百分点。
- 2019年8月，东方证券等5家券商资管机构的8个产品先后收到旗下大集合产品公募化改造的批文。预计2020年券商大集合产品公募化改造将提速，这有利于券商集合资管业务规模的回升。

图5：券商资管计划规模（单位：亿元）



资料来源：wind，上市公司年报，天风证券研究所

# 自营业务：债券投资拉动杠杆率提升，权益投资策略趋于丰富

- 2020年券商的金融投资资产（债券投资为主）仍将逐步提升。券商逐渐改变传统的方向性交易和价差收入为主导的盈利模式，进一步的丰富自身的交易策略。
- 中信证券、中信建投、中金公司和华泰证券的科创板募集资金规模分别为92.4亿元、50.1亿元、44.2亿元和39亿元。跟投规模占权益类资产比例在0.7%-4.1%之间，占净资产比例在0.18%-0.67%之间。经测算，四家公司跟投浮盈规模分别是2.50亿元、2.09亿元、1.85亿元和1.42亿元，跟投浮盈的利润贡献在2.5%-6.7%之间。

表2：头部券商的科创板跟投规模及跟投浮盈（单位：亿元，%）

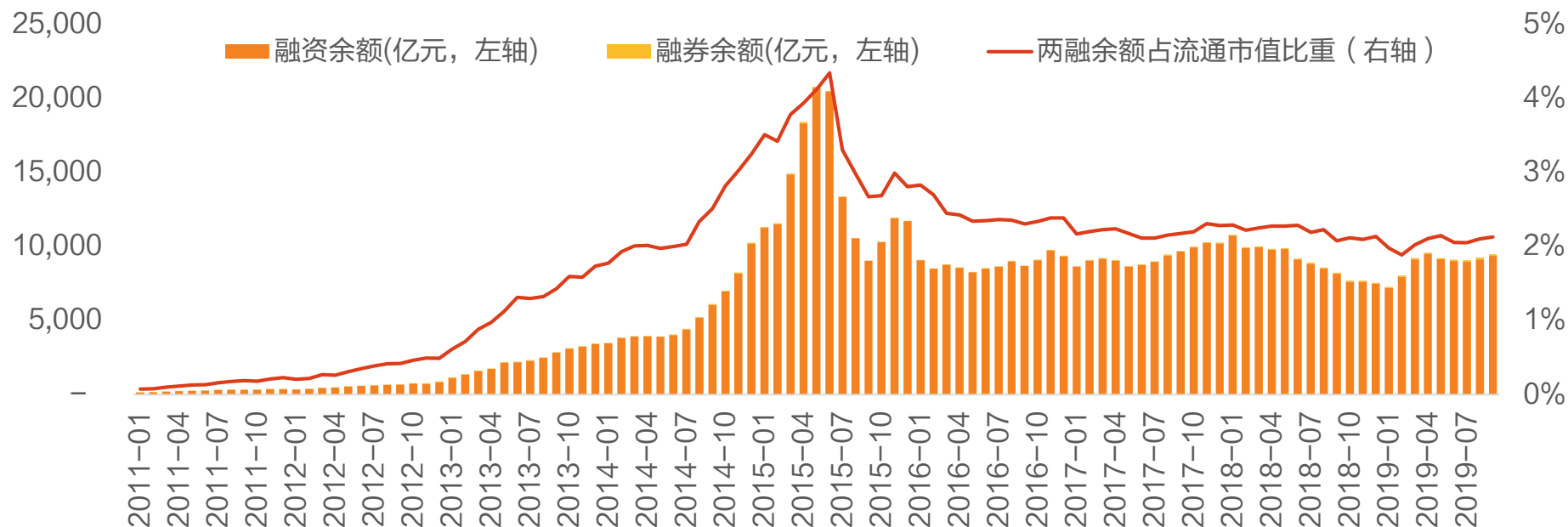
	募集资金	跟投规模	跟投浮盈	收入弹性	利润弹性	跟投规模/权益类资产	跟投规模/净资产
中金公司	44.2	2.83	1.85	1.4%	5.3%	1.04%	0.67%
中信建投	50.1	2.26	2.09	1.9%	6.7%	4.11%	0.47%
中信证券	92.4	3.24	2.50	0.7%	2.5%	0.71%	0.21%
华泰证券	39.0	1.84	1.42	0.9%	2.8%	1.08%	0.18%

资料来源：wind，上市公司年报，天风证券研究所

# 资本中介：融券业务+机构化驱动规模提升

- 我们预计2020年日均两融余额为1.1万亿元，股票质押规模回落至4500亿元，行业利息净收入487亿元（考虑到其他债券利息收入的影响），同比增长24%。
- 两融余额占流通市值比重维持在1.8%-2.2%区间，未来提升的空间有限。我们认为两融业务发展的长期驱动因素：一是投资者结构优化，二是融券余额占比提升。

图6：沪深两市两融余额结构及占流通市值比重



资料来源：wind，上市公司年报，天风证券研究所

# 资本中介：融券业务+机构化驱动规模提升

图7：美国两融余额占总市值比重



图8：日本两融余额占总市值比重



图9：美国融资融券业务结构

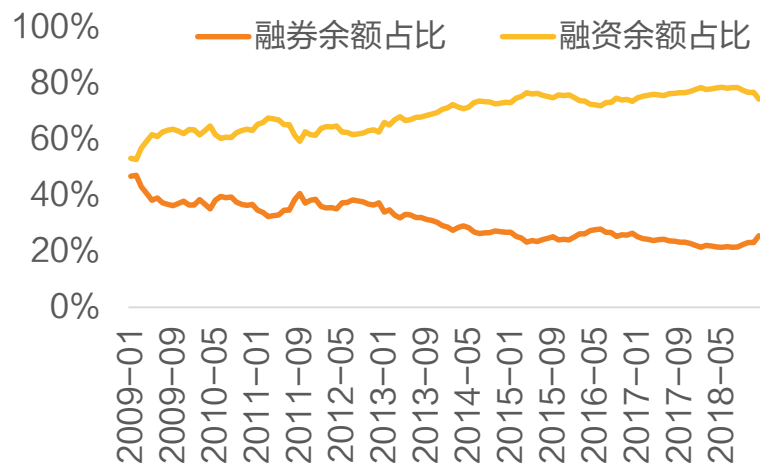
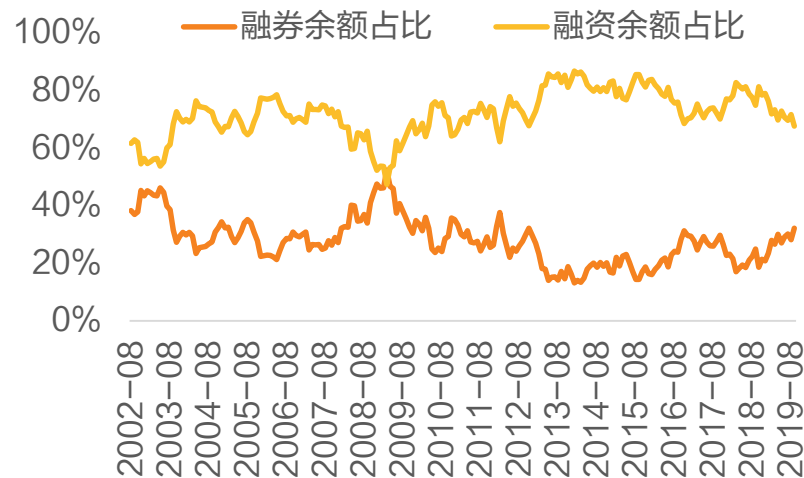


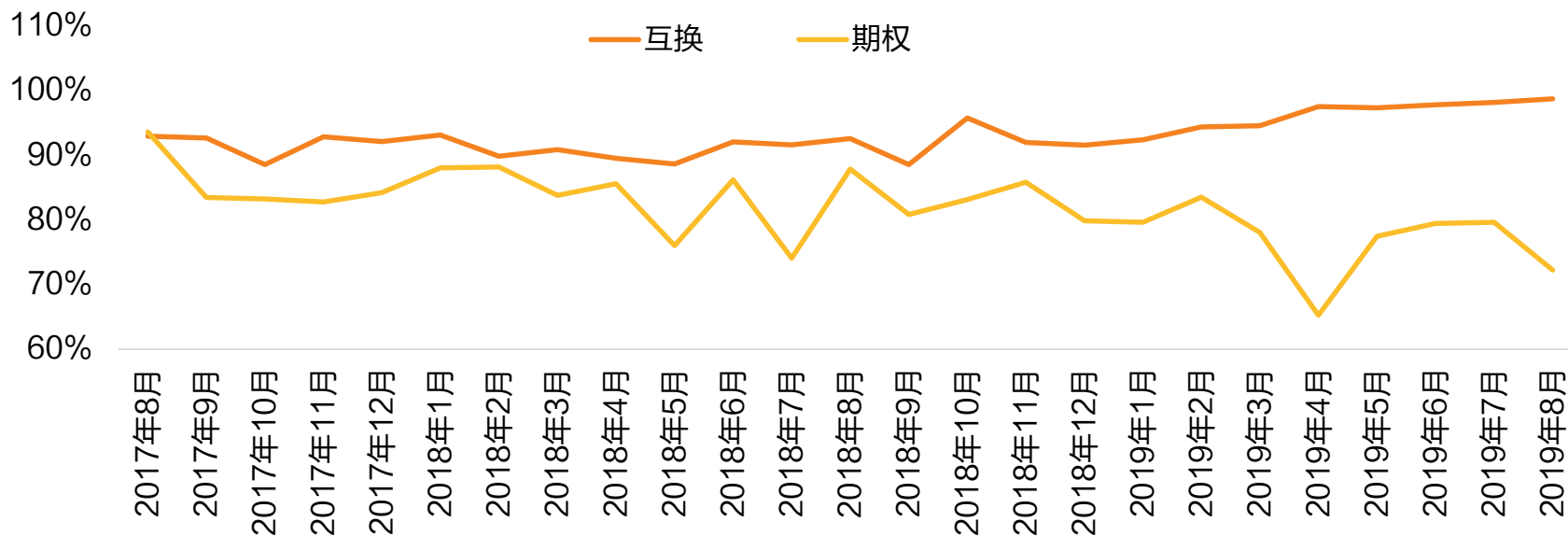
图10：日本融资融券业务结构



# 衍生品：政策呵护下将成为券商资产配置的重点方向

- 衍生品市场集中度明显高于传统业务。拉长周期来看，互换CR5集中度基本上在90%以上，而期权集中度略有下滑，但依然维持在65%以上的水平。
- 衍生品业务将成为券商资产的重点方向。中金公司、中信证券等更多的使用股指期货、场外期权等产品优化自营投资策略，而华泰证券、国泰君安等券商也在积极跟进，预计这一趋势将在2020年延续。

图11：证券公司场外衍生品新增交易集中度（截至2019年8月）



资料来源：wind，上市公司年报，天风证券研究所

# 预计2020年证券行业净利润为1282亿元，YOY+22%

表3：证券行业盈利预测（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019E	20E保守	20E中性	20E乐观
经纪业务	2,691	1,053	821	623	814	818	967	1,042
投资银行	532	684	510	370	550	566	662	756
承销保荐	394	520	384	259	430	429	515	598
财务顾问	138	164	125	112	120	137	147	156
投资咨询	45	51	34	32	30	50	50	50
资产管理	275	297	310	275	268	237	289	311
投资收益	1,414	569	861	800	950	1,050	1,100	1,120
利息净收入	591	382	348	215	393	460	488	515
其它收入	205	246	230	348	200	300	300	300
营业收入	5,752	3,280	3,113	2,663	3,255	3,481	3,856	4,094
营收增速	121.0%	-43.0%	-5.1%	-14.5%	22.2%	7.0%	18.5%	25.8%
净利润	2,448	1,234	1,130	666	1,054	1,157	1,282	1,361
净利润增速	153%	-50%	-8%	-41%	58%	10%	22%	29%
净资产	14,513	16,377	18,460	18,900	20,334	20,674	20,799	20,877
ROE	16.9%	7.5%	6.1%	3.5%	5.2%	5.6%	6.2%	6.5%
净资产增速	57.9%	12.8%	12.7%	2.4%	7.6%	1.7%	2.3%	2.7%

资料来源：wind，上市公司年报，天风证券研究所

# 券商股投资建议

- 展望2020年，直接融资比重预计将进一步提升，2020年围绕资本市场改革的利好政策预期仍将继续出台，证券行业将迎来政策利好与业绩双改善。
- 我们预计2020年证券行业将实现营业收入3856亿元，同比上升18.5%；将实现净利润1282亿元，同比增长21.6%。预计全行业的ROE为6.2%。
- A股推荐标的：板块估值重回低位水平，性价比凸显。证券行业平均估值1.90x PB，大型券商估值在1.2-1.7x PB之间，行业历史估值的中位数为2.4x PB（2012年至今）。重点推荐中信建投H（投行龙头，显著受益于股权融资大发展）、中信证券（行业龙头，全方面受益于政策红利）、华泰证券（基本面支撑其估值修复）。

# 券商股投资建议

表4：上市券商估值表（2019年12月06日）

证券名称	P/E（倍）			P/B（倍）		
	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
中信证券	17.93	20.72	20.92	1.27	1.69	1.61
国泰君安	15.97	18.05	16.06	1.08	1.28	1.27
华泰证券	14.77	20.11	17.05	1.29	1.35	1.32
海通证券	16.70	19.08	16.42	0.86	1.33	1.28
广发证券	15.24	14.30	12.50	1.13	1.21	1.18
招商证券	19.16	18.99	17.44	1.38	1.39	1.36
中信建投	21.03	41.24	33.35	1.41	3.46	3.36
东方证券	30.48	28.49	23.19	1.08	1.33	1.30
光大证券	21.02	20.95	18.05	0.83	1.07	1.02
兴业证券	30.20	21.79	18.06	0.94	1.27	1.21



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS