

资本市场深化改革红利释放，头部券商优势显著

证券行业

推荐 维持评级

核心观点

● 最新观点

1) **复盘历史，政策与市场共振，驱动证券板块估值变化。**2015年6月股市异常波动后，证券行业经历了长达三年多的金融严监管，板块估值受到压制。进入2018年，受中美贸易摩擦和结构性去杠杆的共同影响，市场震荡下行，弱市下股票质押风险攀升，证券行业估值进一步承压。2018年10月起，监管层牵头纾解股票质押风险，随着科创板宣布设立以及并购重组、再融资、股指期货等业务松绑，政策利好释放改善市场预期，推动板块估值修复。2019年以来，在中美贸易局势缓和、监管边际改善和流动性宽松等诸多利好因素的共同作用下，投资者风险偏好继续回升，市场交投回暖，板块估值得到了进一步修复。

2) **证券板块估值虽有修复但仍处于历史偏低区间。**2018年10月中旬至2019年11月末，证券板块市净率由1.03倍上升至1.56倍，板块估值已实现显著修复，但仍处于历史偏低区间。随着证券行业监管宽松周期开启，资本市场深化改革持续推进，券商多项业务空间扩容，丰厚业绩，有助估值进一步修复。

3) **外部环境复杂严峻叠加内部经济动能转换，驱动资本市场深化改革。**从外部环境来看，全球经济放缓及贸易摩擦背景下，我国经济发展面临的外部环境复杂严峻；国内经济发展方面，国内经济动能转换，以银行系间接融资为主的融资体系难以从根本上解决民营、中小创企业融资难题，承载直接融资功能的资本市场必然要发挥重要作用，资本市场改革势在必行。

4) **资本市场地位提升，制度改革深化。**党的十八大以来，中央对资本市场建设发展作出了一系列指示，从完善市场基础制度、提升上市公司质量、引导长期资金入市、狠抓中介机构能力等多方面深化改革。国家对资本市场发展的支持力度依然值得期待，未来资本市场深化改革有望加码。

5) **政策红利持续释放，券商业务空间有望得到多维度扩容。**投行业务方面，科创板成功落地，并购重组持续松绑，叠加资本市场双向开放拓宽跨境融资渠道，券商投行业务空间扩容。投资业务方面，金融衍生品种类逐渐丰富，有助于券商自营业务对冲市场下行风险，平滑券商业绩波动；资本市场互联互通机制深化，券商可投资标的和渠道得到丰富，有利于券商适时增配海外资产，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。客户服务方面，改革红利释放拓展客户服务内容，提升券商综合服务水平，增厚收入空间。

● 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1.61X 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)。

● **风险提示：**业绩受市场波动影响大的风险。

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

对本报告的编制提供信息

王畅

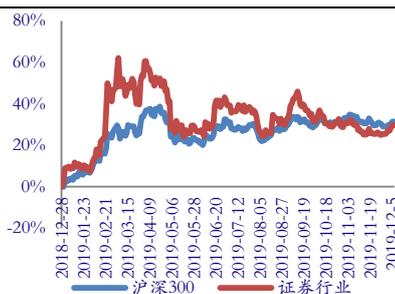
☎：010-66568674

✉：wangchang_yj@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

行业数据

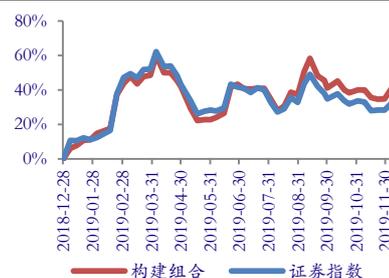
2019.12.06



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

核心组合表现

2019.12.06



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

目 录

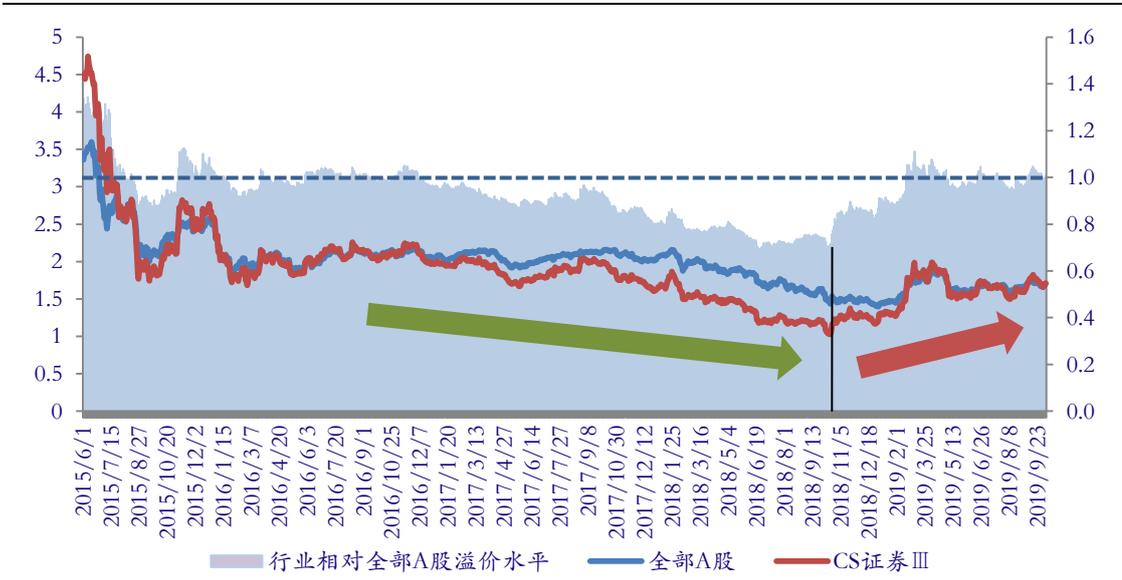
一、政策与市场共振，驱动证券板块估值变化.....	1
(一) 证券板块行情演绎.....	1
1、2015年6月至2018年10月：金融严监管压制板块估值上行.....	1
2、2018年10月-2019年10月末：监管宽松周期开启，板块估值得到修复.....	2
(二) 证券板块估值虽有修复但仍处于历史偏低区间.....	7
二、资本市场深化改革势在必行，券商迎来更广阔发展空间.....	8
(一) 外部环境复杂严峻叠加内部经济动能转换，驱动资本市场深化改革.....	8
(二) 资本市场地位提升，改革红利释放.....	9
(三) 受益政策红利释放，投行收入空间增厚.....	10
1.科创板释放新一轮资本市场改革红利，助力投行业务转型发展.....	10
2.资本市场双向开放推进，投行有望受益跨境融资发展.....	11
3.并购重组政策不断放松，券商财务顾问空间得到扩容.....	12
(四) 衍生品市场扩容叠加资本市场互联互通机制深化，助力大投资业务发展.....	12
1.资本市场互联互通机制深化，为券商提供全球资产配置机会.....	12
2.直投退出渠道优化，资金融通效率提升.....	13
3.多层次资本市场建设推进，助力衍生品业务发展.....	15
(五) 客户服务内容日渐丰富，券商综合服务能力提升.....	17
三、投资建议.....	18
四、风险提示.....	18
插图目录.....	19
表格目录.....	19

一、政策与市场共振，驱动证券板块估值变化

(一) 证券板块行情演绎

2015年6月股市异常波动后，证券行业经历了长达三年多的金融严监管，板块估值受到压制。进入2018年，受中美贸易摩擦和结构性去杠杆的共同影响，市场震荡下行，弱市下股票质押风险攀升，证券行业估值进一步承压。2018年10月起，监管层牵头纾解股票质押风险，随着科创板宣布设立以及并购重组、再融资、股指期货等业务松绑，政策利好释放改善市场预期，推动板块估值修复。2019年以来，在中美贸易局势缓和、监管边际改善和流动性宽松等诸多利好因素的共同作用下，投资者风险偏好继续回升，市场交投回暖，板块估值得到了进一步修复。复盘历史，政策与市场共振，驱动证券板块估值变化。

图 1：2015 年 6 月至 2019 年 9 月末证券行业与市场市净率

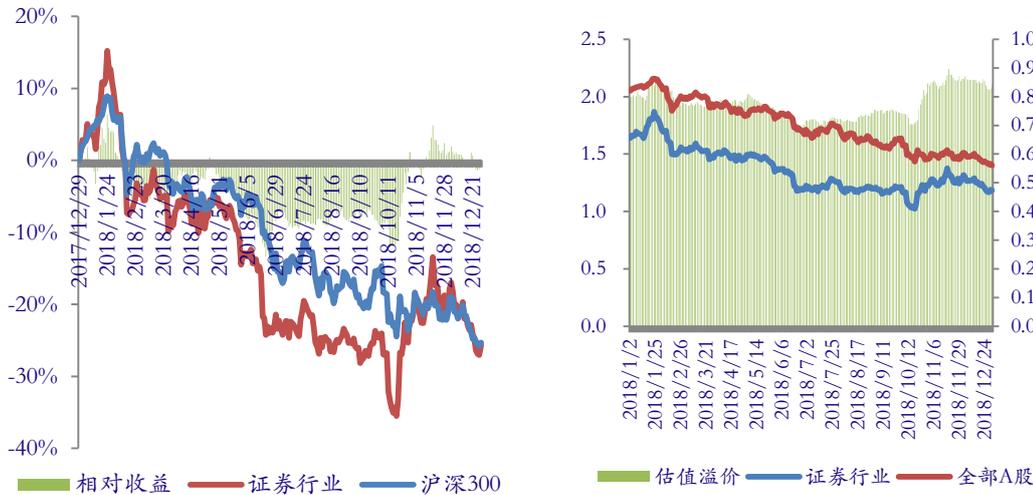


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

1、2015 年 6 月至 2018 年 10 月：金融严监管压制板块估值上行

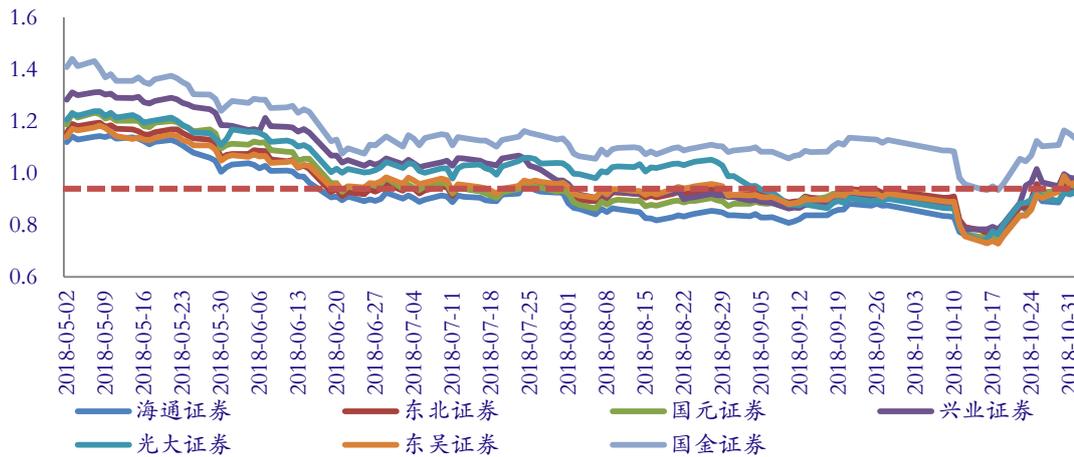
2015年股市异常波动后，金融强监管周期开启，引发证券板块估值持续下行。金融去杠杆背景下，券商各业务条线监管收紧：投行IPO过会率持续下行；并购重组及再融资政策趋严；受去通道、去资金池政策引导，资管规模收缩；监管对分支机构及投资者行为管理加强。严监管周期下，证券板块估值受到明显压制，板块市净率相对全部A股溢价水平由2015年6月的1.34下降到2018年1月的0.82。2018年2月，美国宣布对华出口一系列商品加征关税，中美贸易摩擦引发股市震荡下挫。股市交投低迷，股票质押风险逐步攀升，引发投资者对证券公司资产质量担忧，致使部分券商股于2018年10月集体“破净”。2018年2月至10月，证券行业累计跌幅达28.32%，跑输沪深300指数9.32个百分点；板块市净率由1.70倍下降至1.21倍，相对全部A股溢价水平由0.82进一步下降至0.74。

图 2：2018 年证券板块与沪深 300 收益率及市净率对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3：股票质押风险攀升，引发部分券商于 2018 年 10 月集体“破净”



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

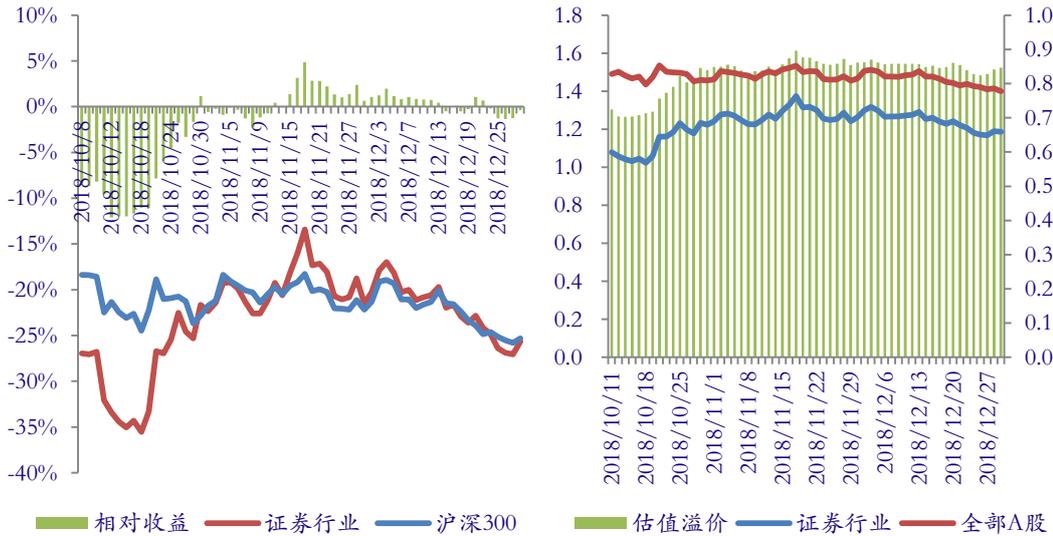
2、2018 年 10 月-2019 年 10 月末：监管宽松周期开启，板块估值得到修复

(1) 2018 年 10 月至 2018 年末：高层领导密集发声提振市场信心，行业监管边际改善

2018 年 10 月 19 日，包括副总理刘鹤在内的高层领导集体发声，提振市场信心，此后监管边际持续放松。副总理刘鹤表示政府高度重视股市健康发展，督促推出有针对性的改革举措。同天，一行两会高层领导密集发言，央行行长易纲表示当前股市估值与稳中向好的经济基本面形成反差，将出台措施缓解企业融资困难；银保监会主席郭树清表示将充分发挥保险资金长期稳健投资优势，加大保险资金财务性和战略性投资优质上市公司的力度；证监会主席刘士余表示始终坚持以改革开放创新为主线来稳定和提振市场信心。此后，证券行业监管宽松周期开启，“小额快速”并购重组审核机制、大资管新规延长过渡期、沪伦通、科创板等利好政策密集出台。此外，监管牵头成立千亿资管计划，运用多种市场化手段纾解股票质

押风险，缓解投资者对证券行业资产质量的担忧，带动板块估值修复。流动性方面，在 2018 年上半年已实施 3 次降准的基础上，10 月 15 日央行宣布降准 1 个百分点。连续降准有助于改善市场流动性，助力股市企稳。2018 年 10 月 19 日至年末，证券板块行情有所转暖，板块区间收益达 11.46%，跑赢沪深 300 指数 15.42 个百分点；板块估值由 1.06 倍回升至 1.19 倍，相对全部 A 股溢价水平由 0.72 回升至 0.84。

图 4: 2018 年 10 月至 12 月末证券板块与沪深 300 当年累计收益率及市净率对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 1: 2018 年 10 月至年末证券行业重要政策一览

时间	政策节点	具体内容
2018.10.08	“小额快速”并购重组审核机制	不构成重大重组且符合条件的项目在证监会受理后直接交并购重组委审议，简化行政流程
2018.10.22	《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》	放宽部分监管指标
2018.11.05	国家主席习近平在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布设立科创板并试点注册制	提升资本市场服务科技创新企业的功能，增强市场包容性，强化市场功能
2018.11.09	《关于支持上市公司回购股份的意见》	拓宽回购资金来源、适当简化实施程序、引导完善治理安排，鼓励实施股权激励或员工持股计划，强化激励约束，提升公司管理风险能力，提高上市公司质量
2018.11.09	《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》	符合要求的上市公司增发、配股、非公开发行的间隔限制由 18 个月缩短到 6 个月

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(2) 2019年1月—3月末：社融超预期叠加贸易摩擦缓解推动市场反弹，科创板设立推进提升板块弹性

进入2019年一季度，受益于社融超预期和中美贸易摩擦缓解，市场企稳反弹。2019年1月新增社融4.62万亿，同比多增1.48万亿；其中新增人民币贷款3.57亿元，同比多8818.1亿元，新增社融及人民币贷款均创历史新高。3月PMI录得50.5%，重回荣枯线上方，CPI及PPI等关键指标均有所好转。在金融、经济数据好转的背景下，2月18日《粤港澳大湾区发展规划纲要》印发、2月22日中央政治局会议传达财政政策宽松信号、2月24日特朗普宣布推迟上调我国输美商品关税，一系列利好消息显著提升投资者风险偏好，推动主要指数强势反弹。

科创板引领新一轮资本市场改革，受益制度红利释放，证券行业业务空间拓展，业绩增厚，板块弹性显现。2019年1月至3月，科创板相关文件指引与配套规则密集发布，落地速度远超预期。科创板在上市标准方面提升了对科创企业的包容性，有助于改善资本市场供给结构；在发行审核、承销保荐、投资交易、持续督导、投资者适当性和退市方面实现改革创新，有助提升发行、交易、信披等环节的效率，助力资本市场健康发展，为证券行业经营发展提供有利环境。此外，科创板引入了券商跟投、超额配售和差异化佣金制度，增厚券商收入空间。年初至3月末，证券行业上涨迅速，板块区间收益达49.17%，跑赢沪深300指数20.55个百分点；板块市净率由1.19倍回升至1.87倍，相对全部A股溢价水平由0.84提升至1.05。

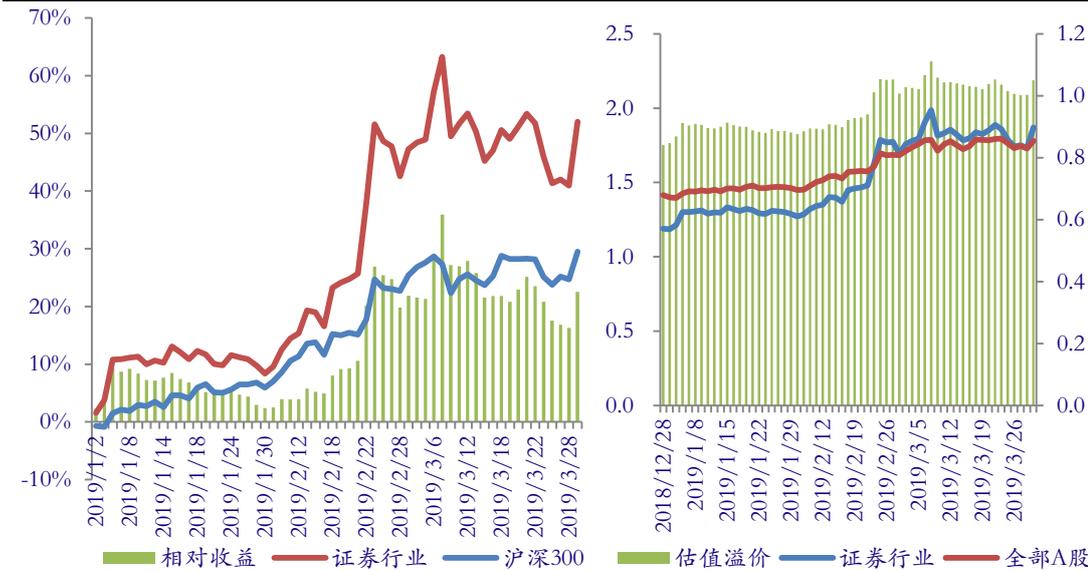
表 2：2019 年重要政策一览

时间	政策节点	内容与分析
2019.01.31	《合格境外机构投资者及人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法（征求意见稿）》及其配套规则	放宽境外投资者准入条件，扩大投资范围，优化托管人管理，加强持续监管
2019.02.18	中共中央、国务院印发《粤港澳大湾区发展规划纲要》	支持“一带一路”建设，深化粤港澳互利合作与高质量发展
2019.01~2019.04	科创板设立与推进	由正式宣布设立到配套制度相继推出，历时仅3个月，落地速度超预期
2019.4.1	《关于深化增值税改革有关政策的公告》正式实施	增值税率下调，优化企业营商环境，释放适度宽松的财政政策信号
2019.5.15	央行启动定向降准	对聚焦当地、服务县域的中小银行，实行较低的优惠存款准备金率，降低小微企业融资成本
2019.06.17	沪伦通正式启动	深化资本市场改革及对外开放，拓宽双向跨境投融资渠道
2019.06.20	《上市公司重大资产重组管理办法》向社会公开征求意见	拟取消重组上市认定标准中的“净利润”指标，拟恢复重组上市配套融资
2019.07.20	国务院金融委办公室宣布金融开放“新11条”	推进金融业对外开放，将放开外资持股证券公司、基金管理公司、期货公司比例时点从2021年提前至2020年
2019.10.18	证监会修改《上市公司重大资产重组管理办法》	简化重组上市认定标准，取消“净利润”指标；允许符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业

2019.10.25	证监会启动全面深化新三板改革	板重组上市；恢复重组上市配套融资 将优化发行融资制度，完善市场分层， 建立挂牌公司转板上市机制
------------	----------------	---

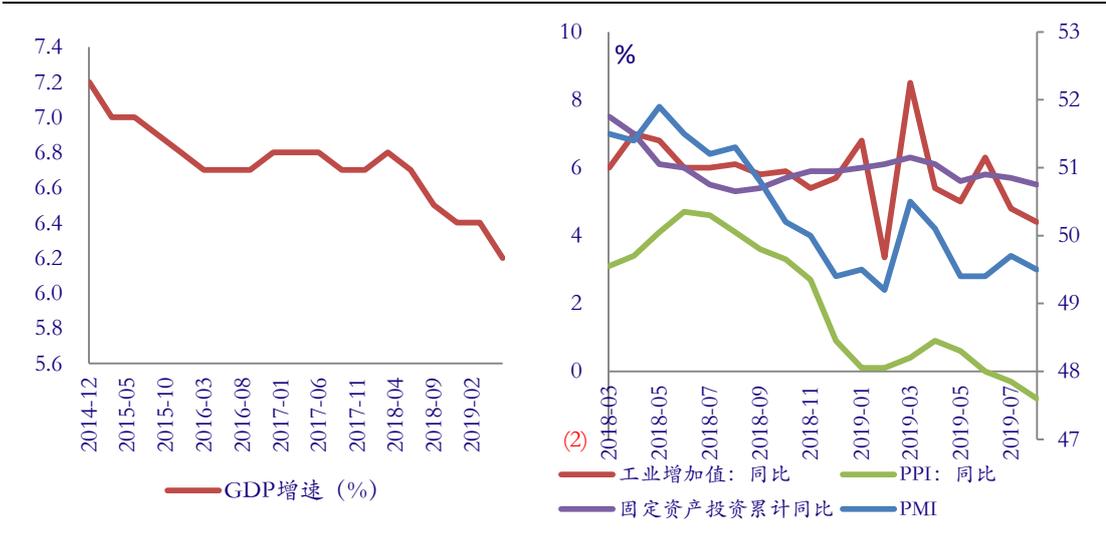
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：2019 年 1 月-3 月末证券板块与沪深 300 当年累计收益率及市净率对比



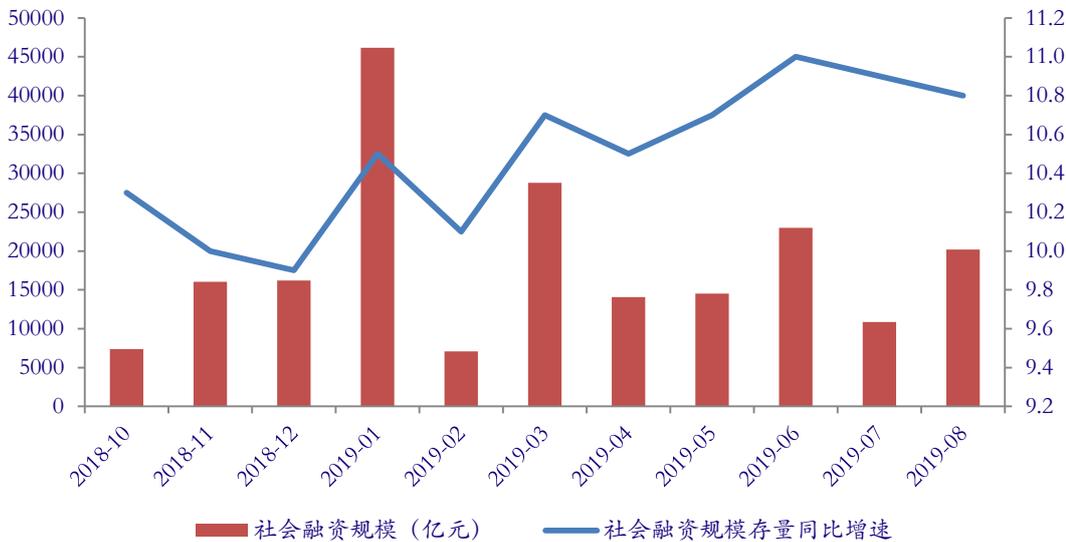
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 6：GDP 及主要经济数据情况



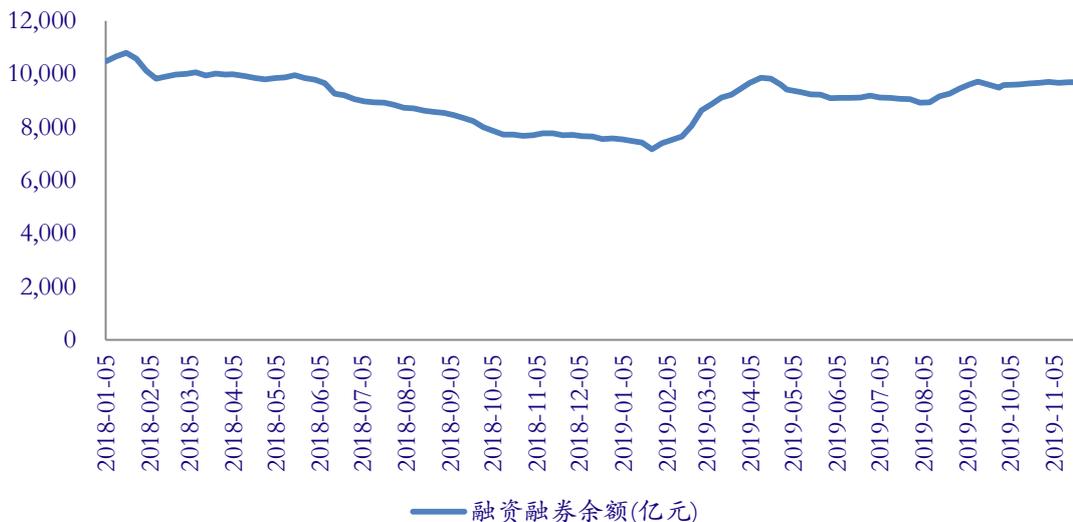
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 7：2019 年 1 月至 3 月新增社融超预期改善



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 8：2019 年 1 月至 3 月，市场风险偏好回升，两融余额显著增长



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

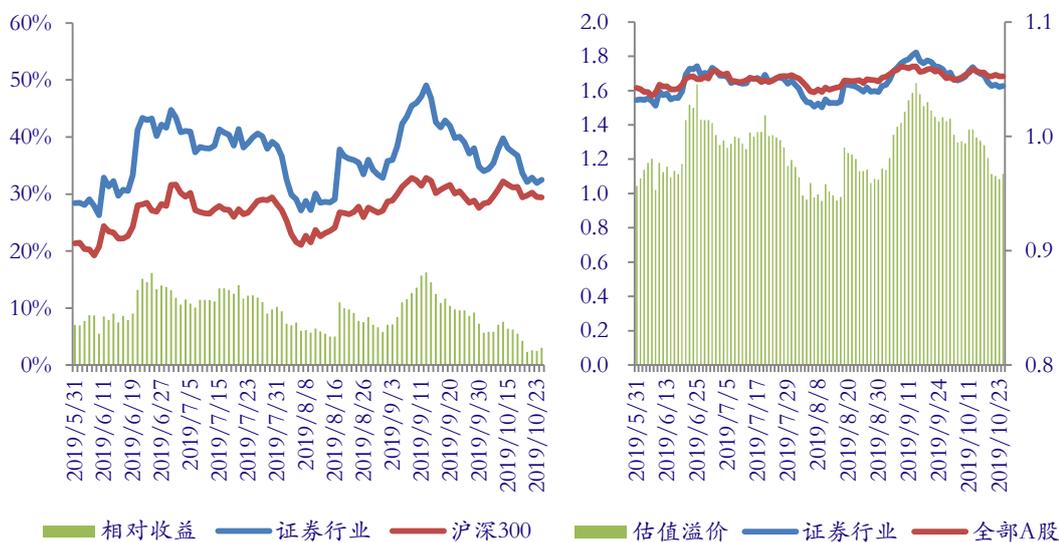
(3) 2019 年 6 月至 7 月初：科创板落地超预期、中美贸易局势改善助推券商板块表现

科创板落地速度超预期叠加中美贸易摩擦有所缓解，助推板块本轮上涨行情。6 月 10 日，科创板上市委员会公布将于 6 月 19 日审议容百科技、光峰科技等 5 家公司首发申请，科创板审核节奏超预期，引发次日证券板块集体上涨。6 月 19 日，上述 5 家企业全部成功过会，科创板开板进入倒计时，显著提升投资者对证券板块预期。6 月 29 日国家主席习近平和美国总统特朗普在日本大阪举行会晤，美方表示不再对中国出口产品加征新的关税，主要指数企稳反弹。6 月至 7 月初，证券板块表现受到利好政策的支撑，实现区间收益 12.75%，跑赢沪深 300 指数 4.32 个百分点；板块市净率由 1.55 倍回升至 1.74 倍，相对全部 A 股估值溢价水平由 0.96 提升至 1.01。

(4) 2019年8月中旬至9月中旬：多重利好交织，助力板块反弹

受益于监管政策边际持续放松，证券板块显著反弹。8月9日，证监会松绑两融业务，取消130%担保比例限制，并对标的进行了扩充。此后，《证券公司风险控制指标计算标准》发布，部分权益类投资的风险资本占用及两融业务流动性认定得到放松，券商风控管理体系进一步完善。央行于8月17日对LPR机制进行改革，疏通利率传导机制，降低实体经济融资成本，提振融资需求。9月5日中美贸易磋商重启，市场担忧有所缓解。9月16日“全面+定向”降准实施，货币宽松环境延续，证券板块受益于市场交投回暖。8月中旬至9月中旬，证券板块表现受到利好政策的支撑，实现区间收益10.46%，跑赢沪深300指数3.91个百分点；板块市净率由1.53倍升至1.77倍，相对A股溢价水平由0.94提升至1.02。

图 9：2019年6月至9月末证券板块与沪深300当年累计收益率及估值对比

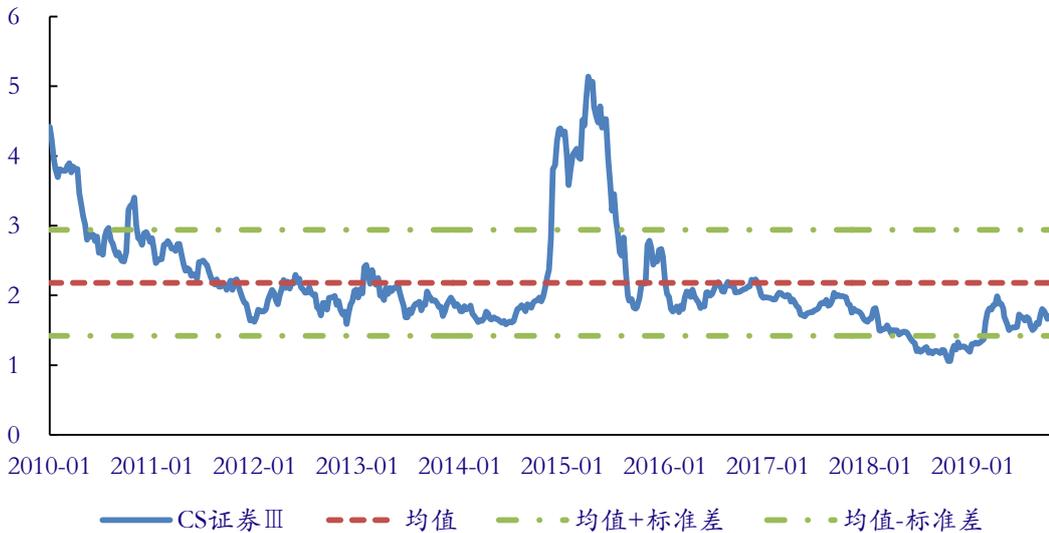


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

(二) 证券板块估值虽有修复但仍处于历史偏低区间

当前板块估值在历史考察期内仍处于偏低水平。2018年10月中旬至2019年11月末，证券板块市净率由1.03上升至1.56倍，板块估值已实现显著修复。但就板块历史估值水平来看（2010年至今证券行业PB均值为2.18倍），目前估值仍处于偏低区间。随着证券行业监管宽松周期开启，资本市场深化改革持续推进，券商多项业务空间扩容，丰厚业绩，有助估值进一步修复。

图 10：证券板块历史估值



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

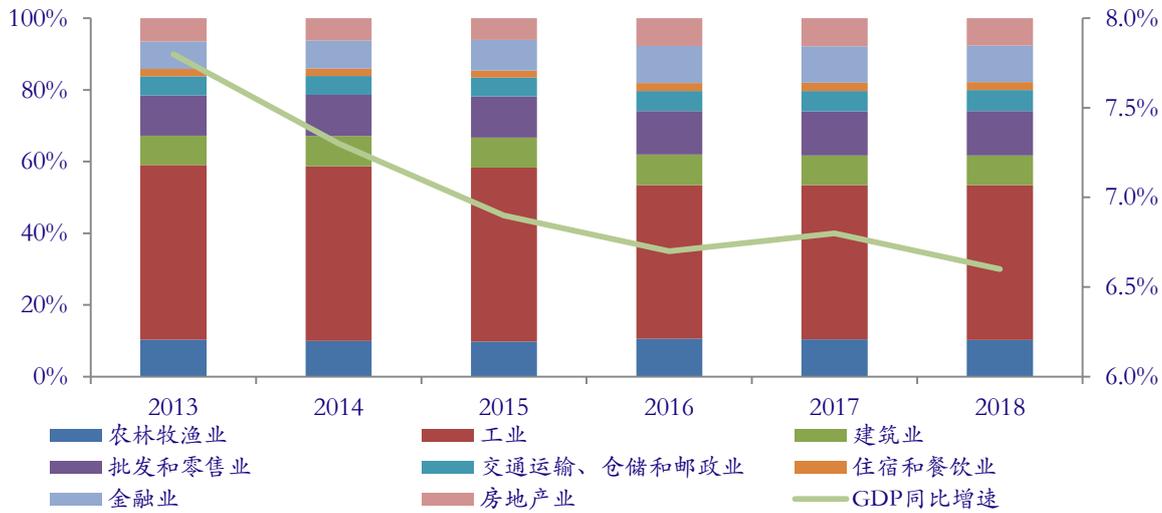
二、资本市场深化改革势在必行，券商迎来更广阔发展空间

（一）外部环境复杂严峻叠加内部经济动能转换，驱动资本市场深化改革

全球经济放缓及贸易摩擦背景下，我国经济发展面临的外部环境复杂严峻。多项数据指明，全球经济增长面临较大压力。10月15日，国际货币基金组织（IMF）基于贸易不确定性以及全球制造业活动放缓，宣布下调2019年全球经济增速预测至3%，较7月的预测值下调0.2个百分点。其中，下调美国2019年增速预测0.2个百分点至2.4%，下调欧元区2019年增速预测0.1个百分点至1.2%，下调中国2019年增速预测0.1个百分点至6.1%。当前，贸易保护主义蔓延，对我国企业出口及对外投资造成压力。2018年以来，美国不断抬升关税壁垒，对我国钢铁、重要工业技术等相关产品出口进行打击；并限制中兴、华为等高端科技企业购买美国技术与产品，制约科技、制造产业发展，阻碍我国“科技强国”与“中国制造2025”战略推进。为了走出技术受制于人的困境，需要通过资本市场引导更多金融资源进入前沿科技领域，以更大力度支持关键产业成长。

国内经济发展动能转换，资本市场服务实体经济质效亟待提升。近年来，我国经济由高速增长转向高质量发展，经济发展动能转换，科技与服务业将成为经济持续增长的重要支撑。我国融资结构失衡，以银行系间接融资为主的融资体系难以从根本上解决民营、中小创企业融资难题，承载直接融资功能的资本市场必然要发挥重要作用，资本市场改革势在必行。资本市场基础性制度建设将逐渐完善，涵盖发行、上市、交易、披露以及退市等制度改革会逐步推进，其中新股发行的注册制改革必然是重要突破口。从审核制到注册制，降低对于资产、盈利等指标的硬约束，鼓励符合国家产业战略方向、拥有核心技术的中小创企业通过资本市场融资，发展壮大，助推经济动能转换，最终实现经济高质量发展。

图 11: GDP 结构变迁及同比增速变化



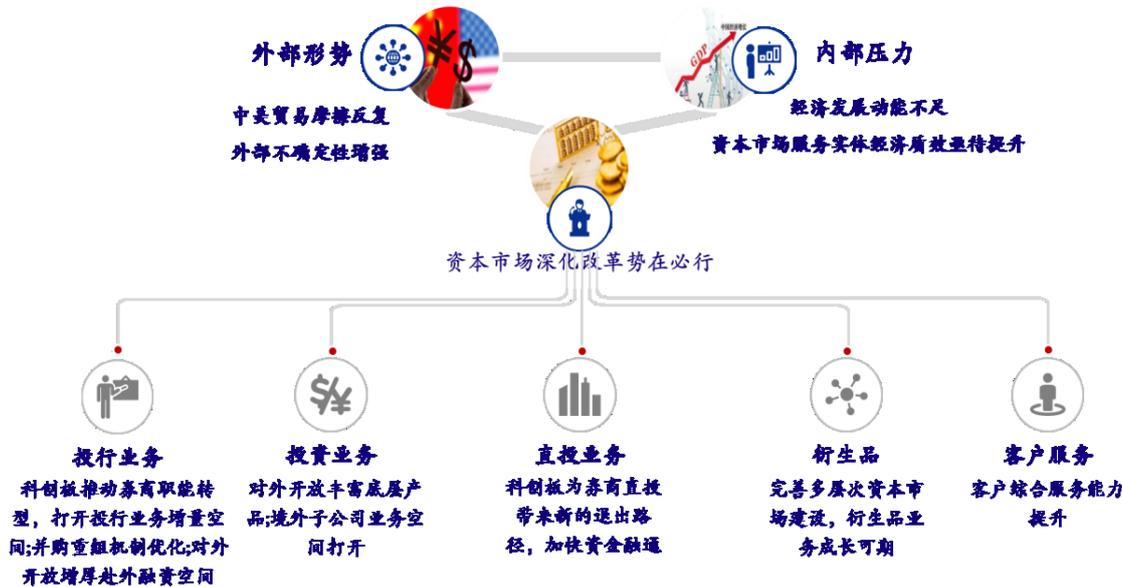
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 资本市场地位提升，改革红利释放

资本市场地位提升，制度改革深化。党的十八大以来，中央对资本市场建设发展作出了一系列指示：2018 年中央经济工作会议提出“资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，要通过深化改革，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”；2019 年 7 月 30 日，中共中央政治局会议要求“推进金融供给侧结构性改革，引导金融机构增加对制造业、民营企业的中长期融资”；9 月 9 日，证监会提出了“资本市场深化改革 12 条”，从完善市场基础制度、提升上市公司质量、引导长期资金入市、狠抓中介机构能力等多方面深化改革。国家对资本市场发展的支持力度依然值得期待，未来资本市场深化改革有望加码。

政策红利持续释放，券商业务空间有望得到多维度扩容。投行业务方面，科创板成功落地，并购重组持续松绑，叠加资本市场双向开放拓宽跨境融资渠道，券商投行业务空间扩容。投资业务方面，金融衍生品种类逐渐丰富，有助于券商自营业务对冲市场下行风险，平滑券商业绩波动；资本市场互联互通机制深化，券商可投资标的和渠道得到丰富，有利于券商适时增配海外资产，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。客户服务方面，改革红利释放拓展客户服务内容，提升券商综合服务水平，增厚收入空间。

图 12: 资本市场深化改革势在必行, 券商迎来更广阔发展空间



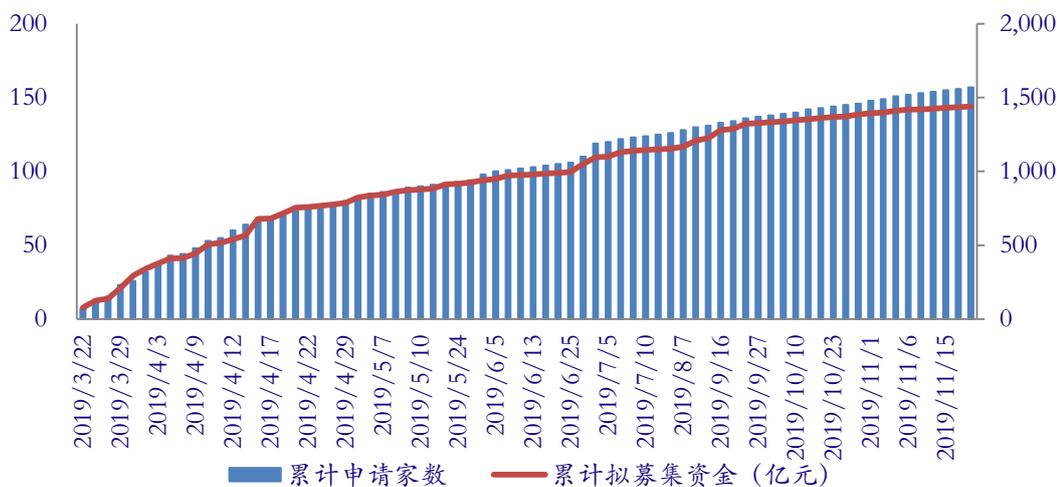
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(三) 受益政策红利释放, 投行收入空间增厚

1. 科创板释放新一轮资本市场改革红利, 助力投行业务转型发展

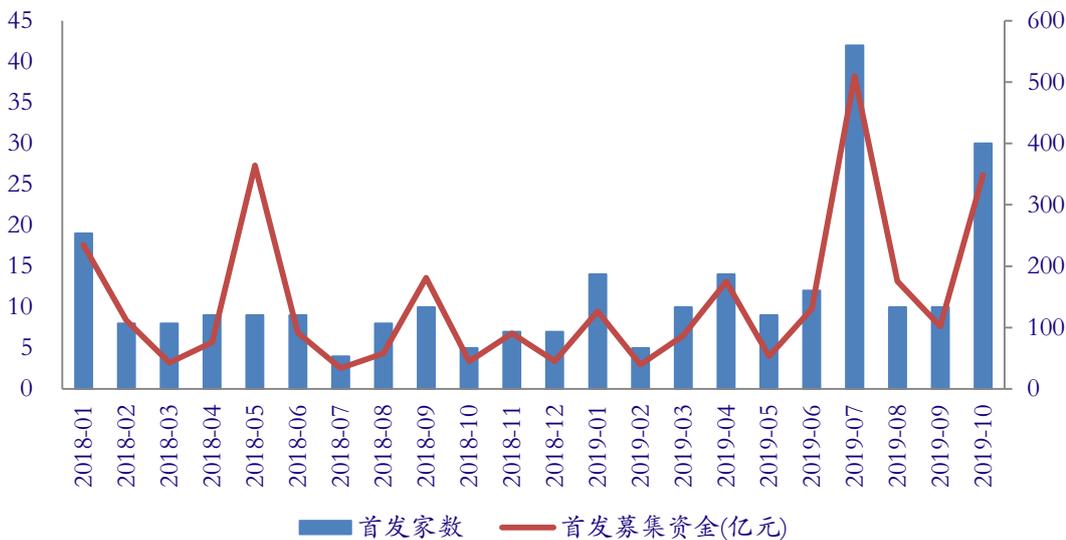
科创板引领资本市场增量改革, 投行业务空间扩容。科创板在净利润、股权结构等要求方面适度放宽, 助力更多优质科创企业上市, 叠加注册制背景下项目审批节奏有望加快, 带来投行收入增量空间。同时, 科创板引入超额配售制度, 在给予券商承销方面灵活性的同时, 进一步拓宽承销保荐收入空间。2019年7月22日, 科创板正式开板, 首批25家过会公司集中上市, 显著提振券商投行收入。截至11月末, 科创板累计申请家数达157家, 拟募集资金达1440.37亿元, 有望助推投行收入持续增长。

图 13: 科创板企业申请家数及拟募集资金情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 14： 7 月科创板开板推动券商 IPO 承销家数及规模显著增长



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

科创板加快券商投行由通道型保荐向综合型现代化投行转型。作为提升资本市场发行环节市场化程度的重要尝试，科创板在发行定价、承销、跟投等环节实现了制度创新，促进券商传统“通道式”承销保荐的模式向“保荐+跟投”模式转变。同时，跟投机制下，券商直投子公司需参与项目首次公开发行股票数量 2%至 5%股票的跟投，且 24 个月的锁定期长于其他投资方，投行定价能力和公司资本实力都面临考验。此外，科创板为券商直投项目增加了新的退出通路，也为券商股权投资带来了新机遇，要求券商加强直投、投行、研究和投资等多领域业务协同。

科创板背景下，券商定价能力、承销能力和资本实力等方面面临新的挑战，集中度预计提升。在定价环节，考虑到部分科创企业盈利薄弱、估值难度较高的特点，科创板放宽了市盈率限制，券商定价能力面临新的挑战。在承销环节，《科创板股票发行与承销业务指引》要求券商充分重视公募产品、社保基金、养老金、企业年金基金、保险资金和合格境外机构投资者资金等配售对象的长期投资理念，并引入超额配售和差异化佣金制度，给予券商业务灵活性和主动性，科创板项目储备较多、机构客户优势明显的大型综合券商有望受益。由于跟投机制要求券商直投子公司利用自有资本金参与项目跟投，对券商综合资金实力提出更高要求。整体来看，券商综合实力受到新的挑战，龙头券商优势显著，投行业务集中度预计提升。

2. 资本市场双向开放推进，投行有望受益跨境融资发展

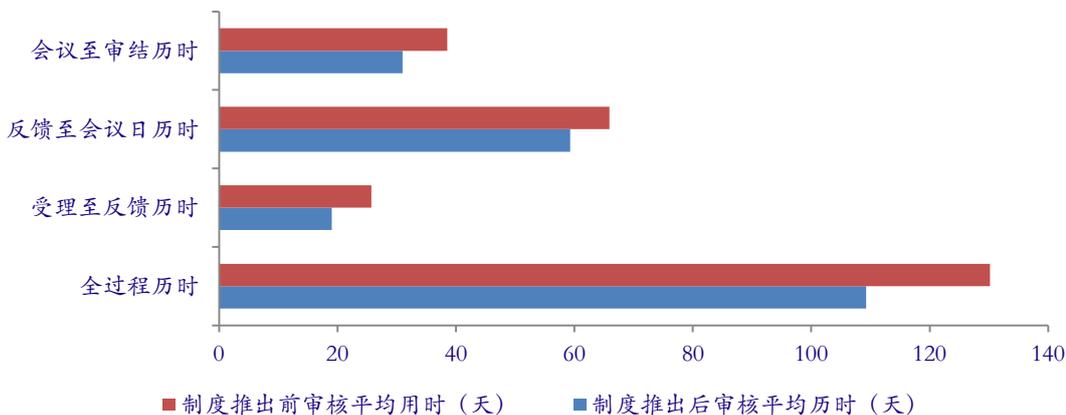
资本市场双向开放推进，投行有望受益跨境投资发展。6 月 17 日沪伦通落地，开拓了境内企业赴外融资途径，券商跨境服务内容得到丰富。券商在服务客户跨境存托凭证发行、交易和转换的过程中，可获取保荐、交易佣金、手续费以及做市价差收入。此外，券商在存托凭证创设、后续兑回、存托及做市过程中加深了境外资本市场参与程度，与国际金融机构合作关系得到强化，有助于券商跨境服务能力的提升和国际品牌形象建设。然而券商申请成为跨境转换机构，需满足“最近 2 年证券公司分类结果为 BBB 级别及以上、具有 3 年以上国际

证券业务经验”等监管要求，并取得做市商资格，使用自有资金开展相关业务，大型券商优势明显。

3. 并购重组政策不断放松，券商财务顾问空间得到扩容

并购重组机制持续优化，有望为券商财务顾问业务带来增量。2018年10月以来，并购重组相关政策不断放松，包括：推出“小额快速”并购重组审核机制，新增并购重组审核分道豁免/快速通道，将IPO被否企业重组上市间隔由3年缩短为6个月。监管边际放松，并购重组项目节奏明显加快，平均审核时间缩短了16.05%。2019年10月《重组办法》落地，简化重组上市认定标准，取消“净利润”指标，恢复重组上市配套融资，支持符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市。此举有助于经营困难或亏损企业引入优质资产，加速落后产业通过并购重组进行资源整合；并扶持高新产业通过创业板重组上市，为券商投行带来业务增量。

图 15：“小额快速”并购重组制度推出前后审核历时情况对比



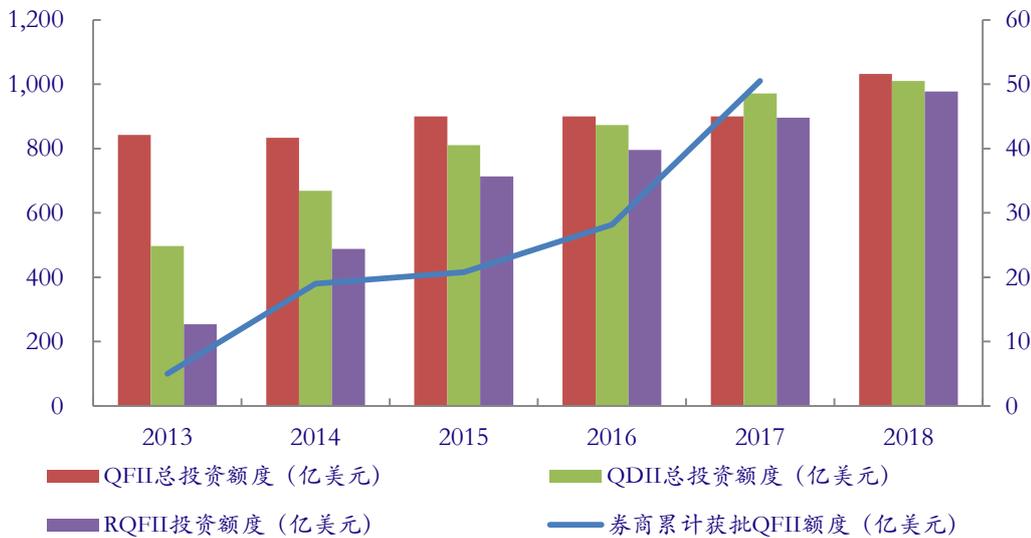
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（四）衍生品市场扩容叠加资本市场互联互通机制深化，助力大投资业务发展

1. 资本市场互联互通机制深化，为券商提供全球资产配置机会

资本市场对外开放力度加大，境内外互联互通模式不断创新，丰富券商跨境投资机会。近年来，资本市场对外开放进程不断推进，目前 QFII 和 RQFII 投资额度限制已全面放开，QDII 投资额度也在持续提升，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。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众多，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风险，提高自营业务收益。

图 16: QFII、QDII、RQFII 获批投资额度

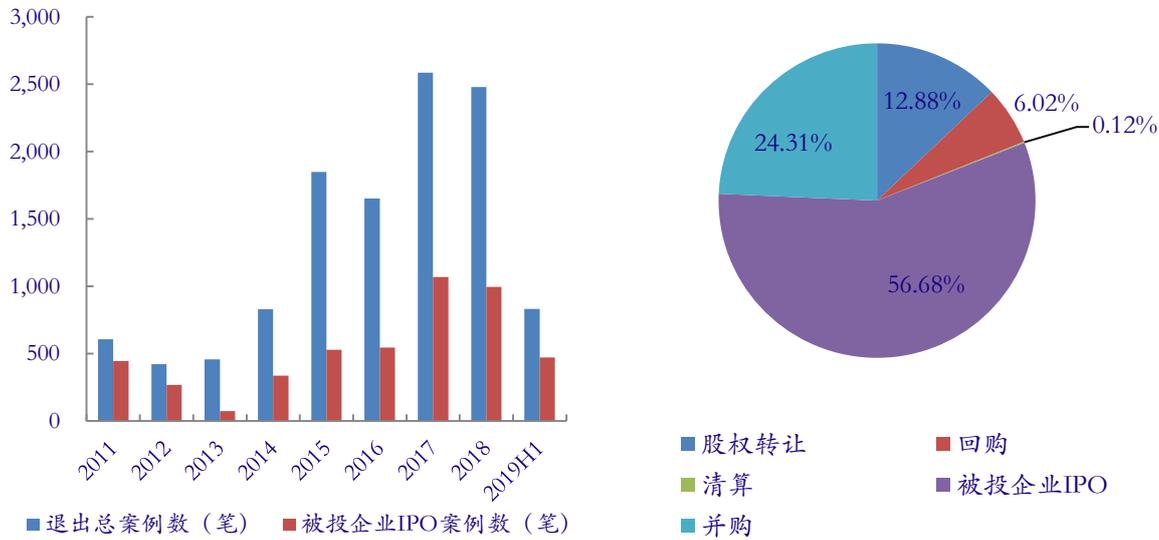


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2. 直投退出渠道优化，资金融通效率提升

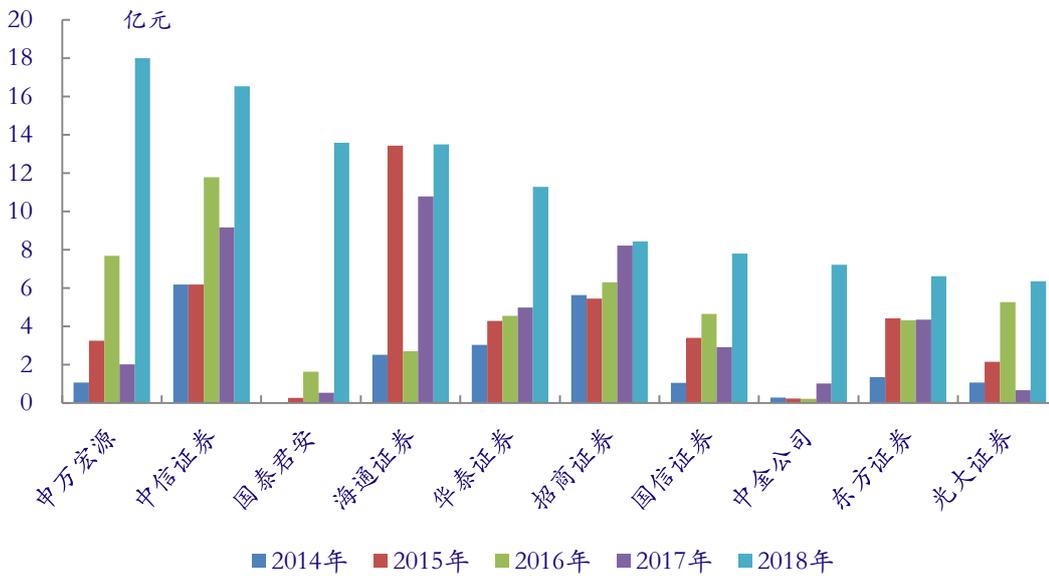
科创板优化券商直投业务退出渠道，增厚直投业务空间。近年来，券商直投业务不断发展，业务范围得到有力扩充，收入实现了较为稳健的增长。根据清科数据显示，56.7%的直投投资收益是通过项目企业上市兑现的。在科创板实行注册制背景下，科创企业上市节奏加快，优化券商直投退出渠道，有助于股权投资兑现收益。股权投资资本在企业上市后退出现，进入新一轮的项目投资，有利于新的股权项目加速孵化，加快券商直投资金融通循环。同时，根据《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》，参与科创板上市公司保荐的券商直投子公司需承诺认购发行人首次公开发行股票数量的2%至5%，跟投机制下券商直投业务收益空间得以拓宽。

图 17: 我国股权投资市场项目退出情况 (左) 及项目退出方式分布 (右)



资料来源:《2019 年上半年中国股权投资市场退出情况》, 清科研究中心, 中国银河证券研究院整理

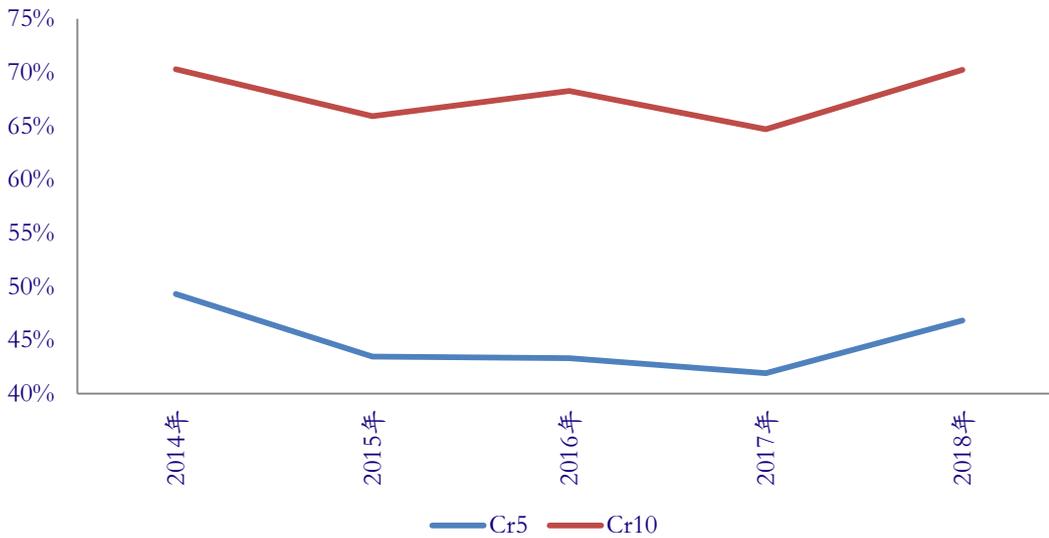
图 18: 近年来我国上市券商股权投资收入呈上升趋势



资料来源: 中国证券业协会, 中国银河证券研究院整理

注: 2016 年数据剔除国泰君安出售海际证券子公司股权所得 30 亿元

图 19：近年来，上市券商股权投资收入集中度有所回升



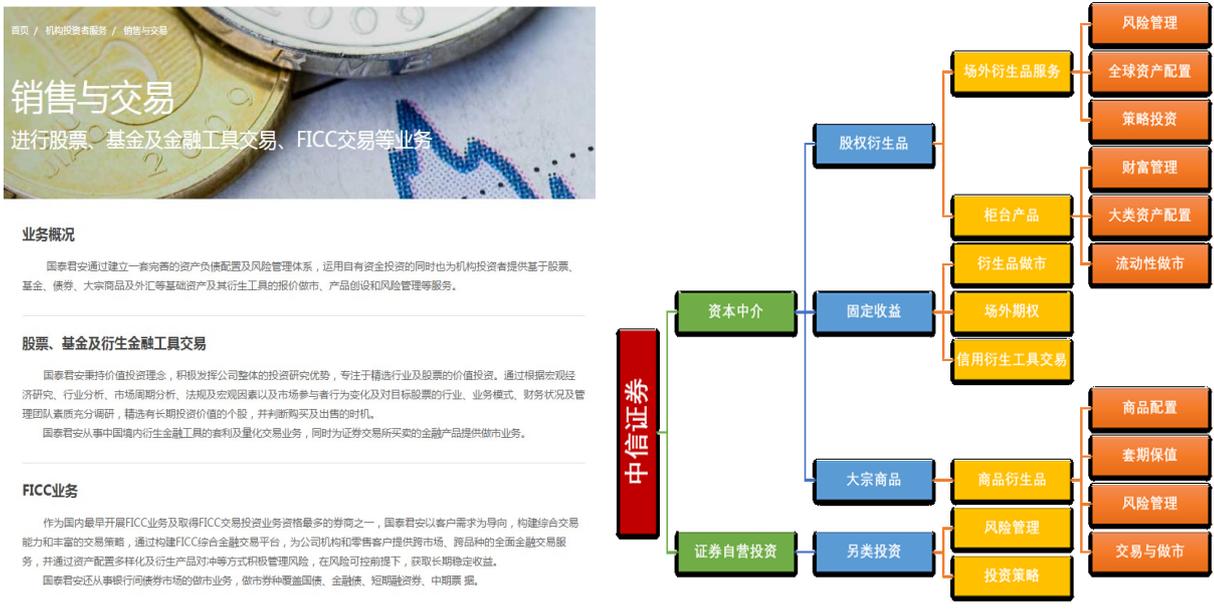
资料来源：中国证券业协会，中国银河证券研究院整理

注：2016 年数据剔除国泰君安出售海际证券子公司股权所得 30 亿元

3.多层次资本市场建设推进，助力衍生品业务发展

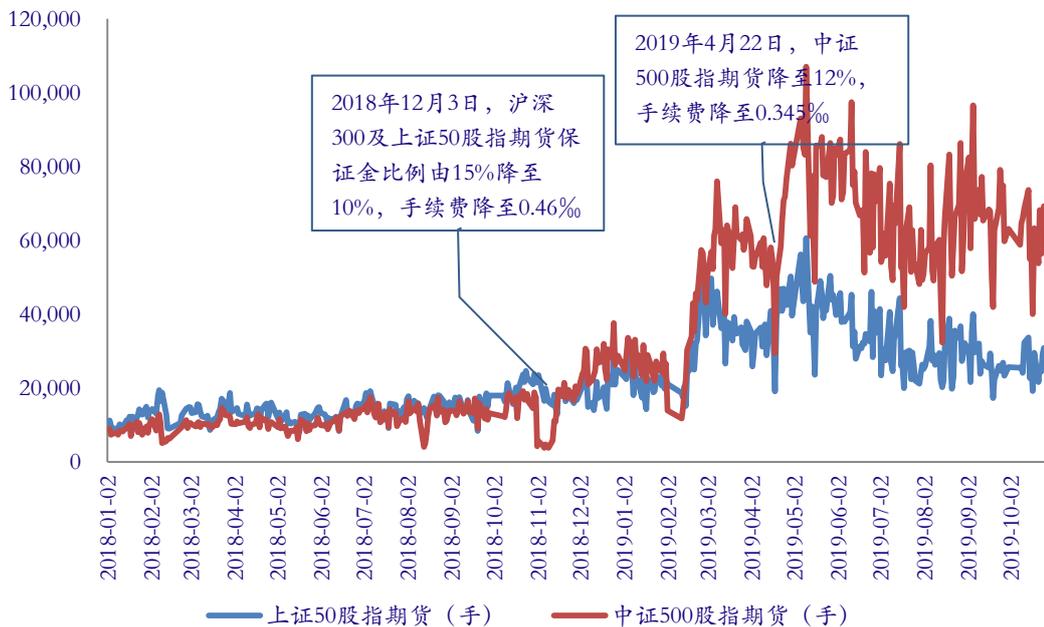
随着我国多层次资本市场发展完善，监管环境不断放松，金融衍生品种类逐渐丰富，业务需求提升，衍生品市场发展空间广阔。券商自营业务可通过丰富的衍生工具，对冲市场下行风险，减小对方向性投资的冲击，平滑券商业绩波动。券商也可作为对手方，为客户提供做市交易服务，满足客户对冲风险和资产配置策略需求，赚取中介服务收入，丰厚券商盈利空间。目前，监管逐步丰富衍生工具品种，优化相关交易机制，引导衍生品市场健康稳定发展。股指期货交易方面，2018 年 12 月 3 日沪深 300 及上证 50 股指期货保证金比例由 15%降至 10%，手续费率降至 0.46‰；2019 年 4 月 22 日，中证 500 股指期货保证金比例降至 12%，沪深 300、上证 50、中证 500 股指期货手续费率降至 0.345‰。股指期货手续费率及保证金比例连续下调，带动市场交易活跃度提升。场外衍生品业务方面，随着 2018 年 8 月 1 日场外期权业务重启后，场外衍生品规模显著回升。截至 2019 年 9 月末，场外衍生品名义本金达 5,158.76 亿元，较年初增长 45.74%。其中，场外期权业务本金 3,977.39 亿元，较年初增长 39.18%；收益互换业务名义本金 1,181.38 亿元，较年初增长 73.22%。未来，随着衍生品市场机制逐步完善，券商相关业务有望迎来进一步丰富、发展。

图 20：国泰君安销售交易业务和中信证券衍生类资本中介业务一览



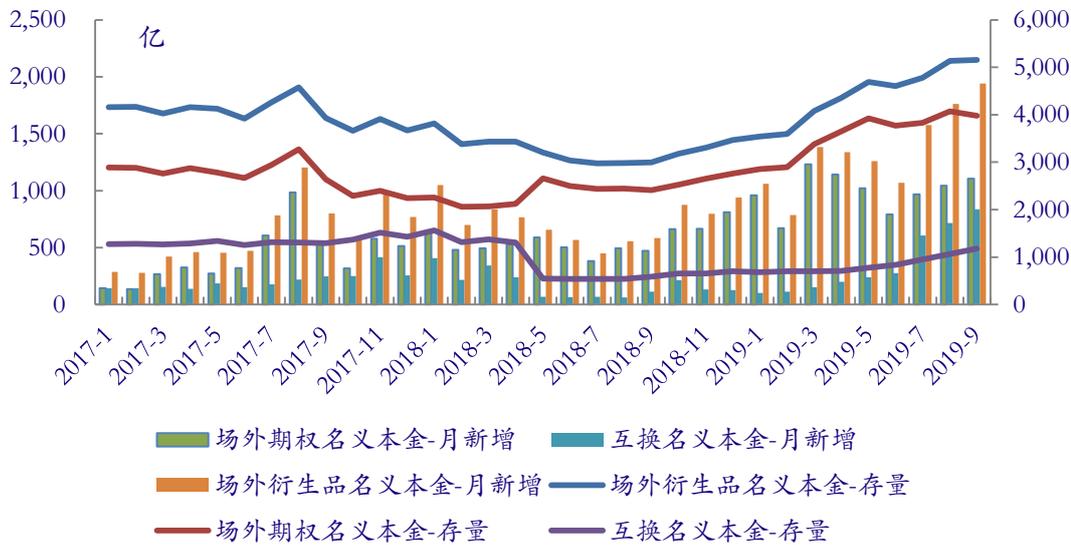
资料来源：国泰君安官网，中信证券年报，中国银河证券研究院整理

图 21：股指期货成交情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 22: 场外业务名义本金及交易情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(五) 客户服务内容日渐丰富，券商综合服务能力提升

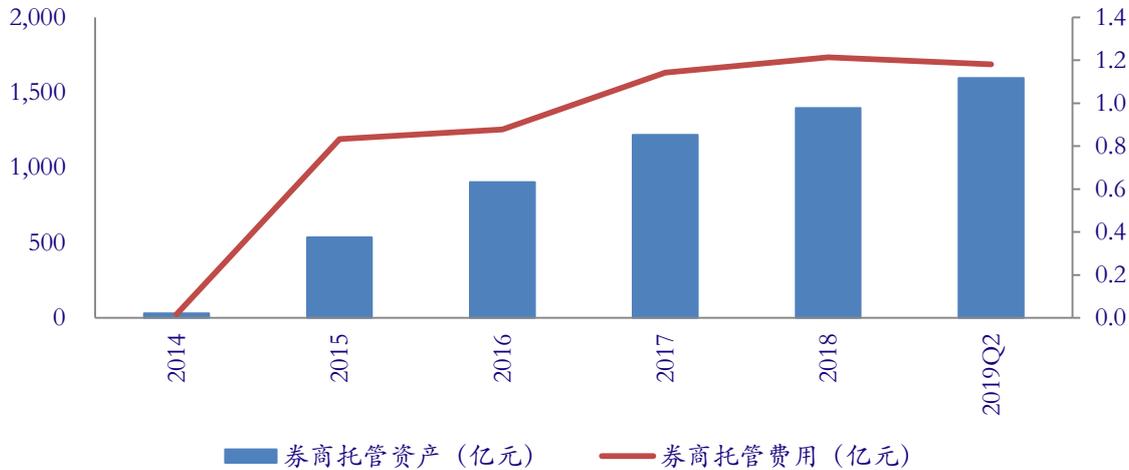
资本市场深化改革，拓展了券商为客户提供的服务内容，有助于提升券商综合服务水平。对外开放提速，沪港通、深港通、中日 ETF、沪伦通落地，投资标的多元化提升，券商全球资产配置的底层产品得到丰富，包括海外资管计划、全球股票基金等产品服务实现了持续发展，有助满足客户境外投资需求。衍生品市场扩容，有助于券商通过衍生品业务满足客户风险管理、策略构建以及锁定收益等需求。科创板落地后，针对客户对科创企业相关的业务需求，券商陆续推出围绕科创项目的资金融通、流动性管理、投研联动等服务，创新服务水平不断提升。参考国外先进投行的发展经验，随着融资手段丰富和直接融资地位提升，券商服务体系有望由过去 IPO、再融资、企业债、公司债为主拓展至企业金融方案、企业衍生业务、风险管理、股权、投资级债券、杠杆融资、债务管理、ABS 和结构化融资等综合服务场景。新设公募基金采用券商结算模式已由试点转为常规，助力券商打造交易、结算、托管、投研、代销一站式的机构主经纪商服务，有助于提升券商机构服务竞争力，带来业务增量空间。

表 2: 券商海外产品及服务布局日益丰富

券商	海外产品
中信证券	信享全球、寰球商品、沪港深 1 号私募基金
广发证券	广发全球稳定收益债券资产集合管理计划、广发海外多元配置基金
海通证券	海通 FT 账户
国泰君安	向全球资产管理机构提供全服务链的资产托管和基金行政服务
中金公司	中金大中华股票配置集合资产管理计划、工银中金美元货币市场 ETF
华泰证券	“涨乐全球通”移动终端提供环球炒股、理财服务

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 23: 券商托管资产与收费情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

三、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 1.61X 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)。

四、风险提示

业绩受市场波动影响大的风险。

插图目录

图 1: 2015 年 6 月至 2019 年 9 月末证券行业与市场市净率	1
图 2: 2018 年证券板块与沪深 300 收益率及市净率对比	2
图 3: 股票质押风险攀升, 引发部分券商于 2018 年 10 月集体“破净”	2
图 4: 2018 年 10 月至 12 月末证券板块与沪深 300 当年累计收益率及市净率对比	3
图 5: 2019 年 1 月-3 月末证券板块与沪深 300 当年累计收益率及市净率对比	5
图 6: GDP 及主要经济数据情况	5
图 7: 2019 年 1 月至 3 月新增社融超预期改善	6
图 8: 2019 年 1 月至 3 月, 市场风险偏好回升, 两融余额显著增长	6
图 9: 2019 年 6 月至 9 月末证券板块与沪深 300 当年累计收益率及估值对比	7
图 10: 证券板块历史估值	8
图 11: GDP 结构变迁及同比增速变化	9
图 12: 资本市场深化改革势在必行, 券商迎来更广阔发展空间	10
图 13: 科创板企业申请家数及拟募集资金情况	10
图 14: 7 月科创板开板推动券商 IPO 承销家数及规模显著增长	11
图 15: “小额快速”并购重组制度推出前后审核历时情况对比	12
图 16: QFII、QDII、RQFII 获批投资额度	13
图 17: 我国股权投资市场项目退出情况 (左) 及项目退出方式分布 (右)	14
图 18: 近年来我国上市券商股权投资收入呈上升趋势	14
图 19: 近年来, 上市券商股权投资收入集中度有所回升	15
图 20: 国泰君安销售交易业务和中信证券衍生类资本中介业务一览	16
图 21: 股指期货成交情况	16
图 22: 场外业务名义本金及交易情况	17
图 23: 券商托管资产与收费情况	18

表格目录

表 1: 2018 年 10 月至年末证券行业重要政策一览	3
表 2: 券商海外产品及服务布局日益丰富	17

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，金融行业证券分析师。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