

2019年12月16日

证券研究报告 | 年度策略

证券行业2020投资策略： 政策暖风吹，改革孕育发展新机遇

证券分析师：马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

证券分析师：蒋江松媛

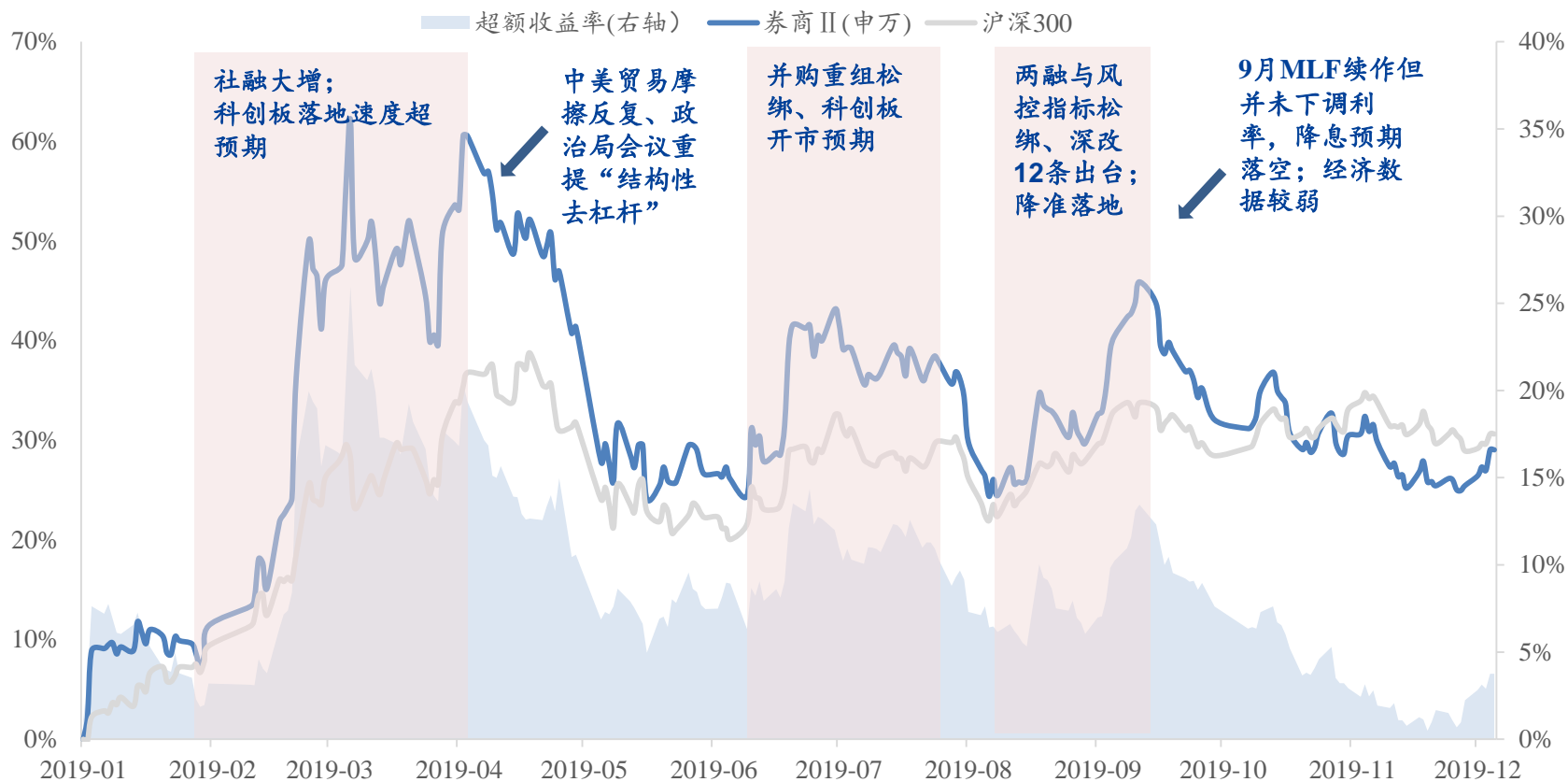
执业证书编号：S0680519090001

二零一九年十二月

2019年券商板块复盘：金融监管和流动性共振，券商板块阶段性出现较大行情。

- 2月-4月初：Q1社融大增（同比多增2.3万亿）；科创板正式文件落地速度超预期，资本市场改革持续推进。期间券商板块大涨42%。
- 6月下-7月末：市场并购重组松绑、科创板开市预期。期间板块震荡上涨7%。
- 8月中-9月中：两融与风控指标松绑、资本市场深化改革12条陆续出台；降准落地。期间板块震荡上涨15%。

图表：19年以来，券商板块表现



- 1、投资层面：**券商出现比较大的行情取决于金融监管周期和流动性刺激的叠加，当前时点来看，两个层面均可期：
 - **金融监管层面：**自从18年末开始，金融监管进入新一轮的放松周期，资本市场改革持续推进中，且从韩国、台湾等经验来看，改革有利于提升资本市场效率，利好市场长远发展。展望2020年，主要改革的方向主要在于：
 - 1) 科创板平稳运行、再融资和并购重组松绑下，股权融资有望持续发力，创业板受改革利好刺激将有较好发展；
 - 2) 对外开放持续推进，可以促进本土券商提升专业化服务能力，利好其长期发展；
 - 3) 衍生品稳步扩容，HS 300ETF期权和HS 300股指期货将于12月23日正式上市，可在期权经纪、做市价差、期货子公司层面增厚券商业绩，也有利于激发资本市场活力。（详见第一章）
 - **流动性层面：**考虑到国内经济仍有一定下行压力，海外开始降息周期，我国货币政策仍有一定宽松的空间。我们认为当前通胀预期不足以成为根本性基调的掣肘：
 - 1) 本轮CPI上升主要由于猪价带动，当前政府已经在积极调控，预计猪价后续稳定后，通胀压力将有所缓解。
 - 2) 对比2011年来看，CPI年中最高提升到6%以上，央行在短短的7个月内就共启动了3次加息（75bps）和6次提升存款准备金率（300bps），但当前官方各种表态中均未表现出货币政策“收紧”的趋势。但值得注意的是，货币政策的情况仍需密切跟踪经济运行的情况。
- 2、业务发展层面：**预计2020年，券商以下三方面业务上将迎来较好发展：
 - 1) 投行：科创板平稳运行、再融资和并购重组放松，利好股权业务发展。
 - 2) 两融：随着标的扩容、交易制度优化，预计规模中枢在2020年将提升至1.05万亿，且考虑到科创板融券业务发展较好，或稳步推进到其他板块，推动整体融券规模提升。
 - 3) 衍生品：随着期权扩容，将带来一定增量业务。此外，其他业务上仍面临一定痛点，亟需转型：
 - 1) 经纪业务：佣金率持续下滑，后续业绩弹性有限，财富管理转型势在必行；
 - 2) 资管：整体规模承压，主动管理成为各家分化的关键。
 - 3) 股票质押：行业系统性风险有限，但是各家券商项目资质分化，应加强风控管理。（详见第二章）
- 3、个股：**从当前政策导向来看，龙头券商在资本金实力、业务开展和综合服务能力等方面均有一定优势，行业集中度有望获得提升。建议关注：
 - ✓ 中信证券（行业龙头，资本市场改革下，有望持续受益于政策红利）；
 - ✓ 东方财富（高成长性的互联网券商，首只公募基金成功发行有望开启流量变现第三极）
 - ✓ 同花顺（贝塔属性较强，AI赋能有望探索新的盈利增长点）

第一章

政策面：基础制度改革创新，孕育券商新机遇

12年创新业务大会召开后，两融等业务获得较好发展，券商盈利模式重构。自从18年以来，金融监管进入新一轮放松周期，资本市场改革红利不断释放，券商有望迎来新发展机遇。且参考发达市场先进经验来看，注册制改革将有效推动资本市场效率提升，当前以改革促发展势在必行。

展望2020年，预计资本市场改革主要方向有：1) 股权融资继续发力，创业板再迎新机遇；2) 资本市场对外开放持续加速；3) 衍生品市场稳步发展。

金融监管周期对券商发展起到至关重要的作用，直接影响各项业务的景气度。从历史来看，2012年5月，创新大会召开，券商迎来发展良机，盈利模式重构，两融和资管蓬勃发展。

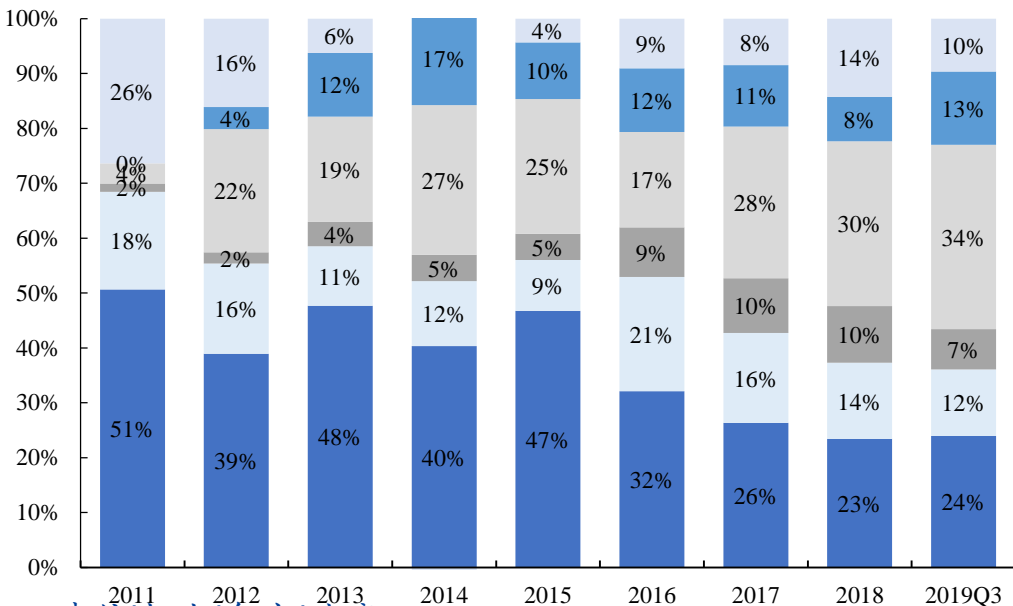
- **规模提升的起点：**1) 两融规模从12年6月的600亿，发展到14年6月已经提升到6000亿，后面叠加牛市催化，15年最高达到2.2万亿以上。2) 券商资管规模从12年6月的4800亿提升到14年6月的6.8万亿，后面一路提升到17年6月最高的18万亿。
- **盈利模式重构：**从全行业来看，两融利息净收入占比从12年的4%提升到14年的17%，后面也基本在10%以上；资管手续费收入占比从12年的2%提升到17年的10%左右。
- **杠杆率提升：**创新大会后，券商传统通道类业务占比逐年下降，重资产业务获得一定的发展，杠杆率从12年的1.6倍提升到牛市最高3倍以上，即使到17-18年，也有2.8倍左右。

图表：两融业务余额（亿元）



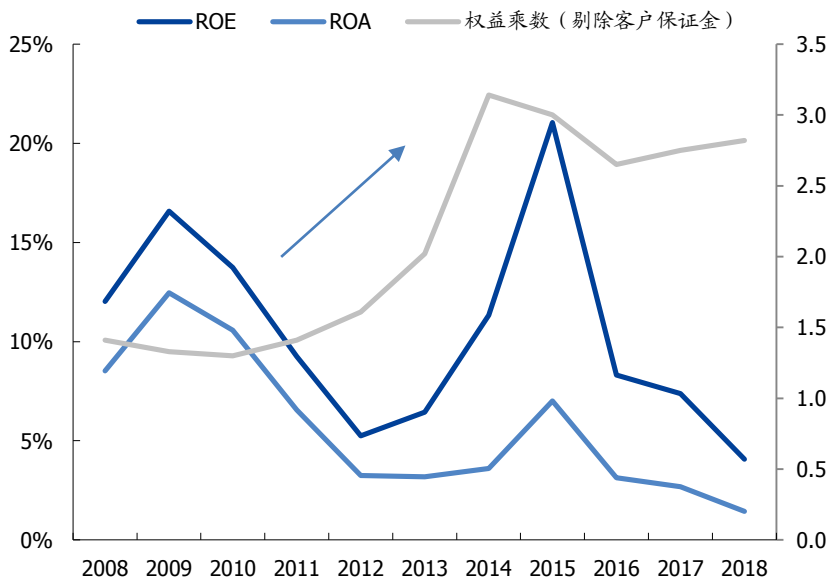
图表：券商行业营收结构情况

■ 经纪 ■ 投行 ■ 资管 ■ 自营 ■ 信用 ■ 其他



诚信|担当|包容|共赢

图表：2012年创新业务大会召开后，券商杠杆率提升



资料来源：Wind资讯，国盛证券研究所

自18年下半年以来，金融监管进入新一轮放松周期，资本市场改革持续深化，推动券商相关业务发展。今年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，后续将有更多利好资本市场长期健康发展的制度性政策出台。展望2020年，改革政策仍将成为券商板块发展的“核心变量”。

图表：今年以来，资本市场深化改革重大事件梳理

领域	时间	相关部门	事件
股权融资相关	2019年3月	上交所	科创板正式文件出台
	2019年10月	证监会	并购重组新规落地（6月即发布征求意见稿）
	2019年11月	证监会	上市公司再融资放松；新三板深改细节出炉
两融相关	2019年4月	上交所、证金公司	《科创板转融通证券出借和转融业务实施细则》发布
	2019年6月	证监会	《公开募集证券投资基金参与转融通证券出借业务指引》发布
	2019年8月	证金公司	整体下调转融资费率80BP
	2019年8月	证监会、上交所	修订两融细则，扩大两融标的范围
对外开放	2019年7月	国务院金融委	推出了11条金融业进一步对外开放的政策措施
	2019年9月	外管局	取消QFII、RQFH投资额度限制
	2019年10月	证监会	明确取消券商、基金公司外资持股比例时间表
衍生品相关	2019年4月	中金所	“松绑”股指期货，下调相关保证金标准、手续费率和
	2019年11月	证监会	期权扩容：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
	2019年12月	深交所	股票期权业务规则及指南发布
全面改革	2019年9月	证监会	提出“全面深化改革12条”
其他	2019年7月	证监会	证券股权管理规定落地
	2019年8月	证监会	修订《证券公司风险控制指标计算标准》

展望2020：1) 股权融资继续发力，创业板再迎新机遇

提升直接融资占比，股权融资或持续发力：

当前，社融存量中直接融资（债券+股票）占比为18%左右，相比年初已经提升0.7pc。但根据证监会数据，早在90年代初期，美国社融存量中直接融资比重已经超过80%，我国提升直接融资占比仍任重而道远。

预计2020年，随着科创板平稳运行（当前已经上市70家，预计后续每年上市100家左右）、并购重组放开、再融资新规落地、创业板、新三板等改革全面推进，股权融资将持续发力，资本市场活力将持续提升。

创业板活跃度或将提升，迎来新的发展机遇

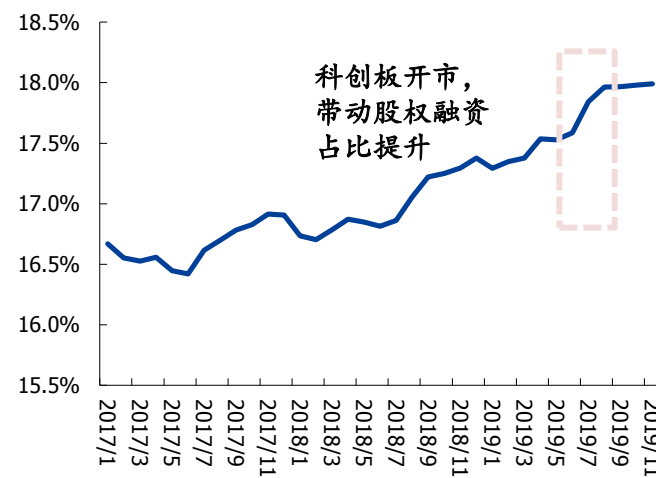
1) 并购重组松绑，允许创业板借壳上市；

2) 再融资放开，扩大创业板覆盖面：包括取消创业板公开发行证券最近一期末资产负债率高于45%的条件（可让大约125家公司重新获得非公开发行的资格）和非公开发行股票连续2年盈利的条件（可让535家创业板公司重新满足发行条件）。

3) 证监会“深化改革12条”：总结推广科创板行之有效的制度安排，稳步实施注册制，完善市场基础制度；推进创业板改革，预计将稳步推进创业板注册制。

4) 中央经济工作会议指出：要加快金融体制改革，完善资本市场基础制度，提高上市公司质量，健全退出机制，稳步推进创业板和新三板改革。

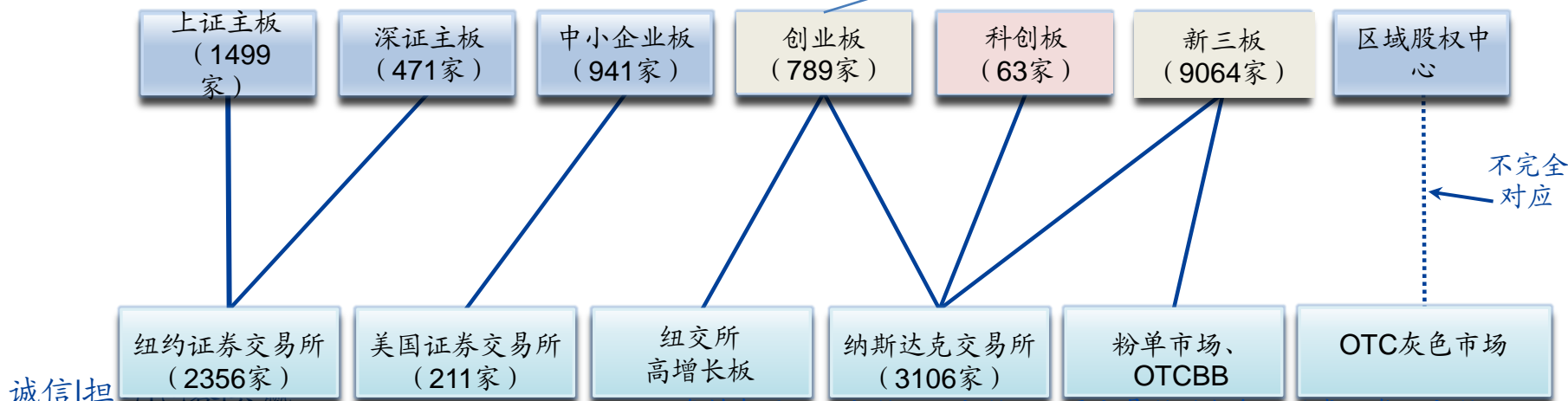
图表：图：社融中直接融资占比（存量）



资料来源：Wind资讯，国盛证券研究所

下一阶段多层次资本市场建设重点

图表：中美多层次资本市场对比



诚信|担

资料来源：上交所，深交所，世界交易所联合会，国盛证券研究所

台湾在注册制改革前，资本市场情况与我国目前相似：直接融资占比不到20%，资本市场活跃度有待提升。逐步推行注册制后，股票市场稳步扩容；电子等新型产业领域的中小企业上市融资获得便利，市值占比快速上升；资本市场效率提升，对我国注册制改革有一定的借鉴意义。

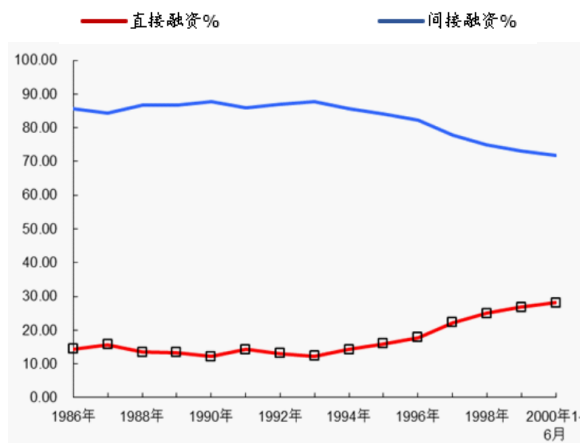
注册制改革前：间接融资占主导地位，资本市场交易活跃度相对较低

1) 直接融资占比较低：根据证监会数据，在80年代-90年代初期，台湾地区直接融资（存量）占比在15%左右，比例跟目前我国20%以下的水平相似，社会融资结构均以间接融资为主，直接融资亟需发展。

2) 资本市场活跃度较低：在1988年首次引入注册制之前，仅有不到140家上市公司，而股票市场每年的成交额仅不到万亿新台币，占当时台湾地区GDP比重不到30%。（而我国大陆市场18年股基成交金额/GDP为120%）

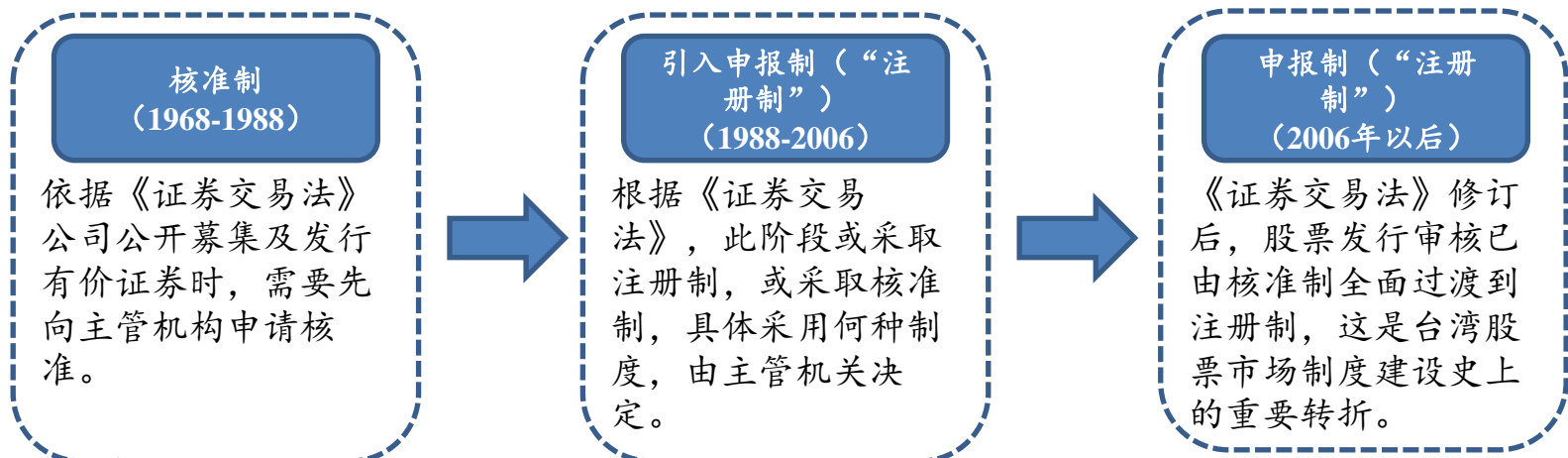
台湾逐步推进注册制改革：循序渐进—从“双规并行”到“全面注册制”
相比于直接“全面推行注册制”，台湾在1988年-2005年实行“核准制+注册制”双规并行的阶段，由相关主管单位决定采用何种方式，给资本市场一个缓冲期。在2006年以后，待台湾经济自由化、法制逐渐完善，资本市场发展相对成熟后，执行“全面注册制”。

图表：台湾直接融资占比情况（存量）



资料来源：证监会，国盛证券研究所

图表：台湾注册制改革历程



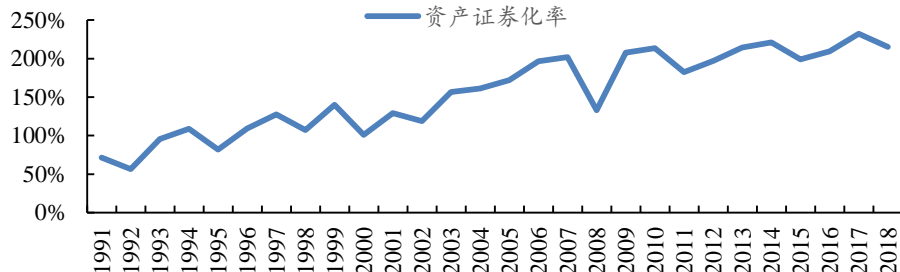
台湾注册制改革后：资本市场效率提升

1) 市场活跃度提升：自从1988年开始实行注册制后，上市审核加快，股票成交也明显活跃起来，每年的成交金额从以前的不到万亿，上升到20万亿以上的水平。2006年全面执行注册制后，股票市值增长势头（年复合增长率达4.6%）显著快于同期GDP（年复合增长率不到3%）。

2) 产业结构升级：注册制改革之前，台股上市公司市值上偏重于金融保险业、塑料、钢铁化工水泥等传统行业。改革后，我国台湾市场电子、计算机通信等新兴产业的中小企业上市更加便利，市值占比迅速提升，尤其是半导体类行业在2007年后就一直处于行业市值占比首位。

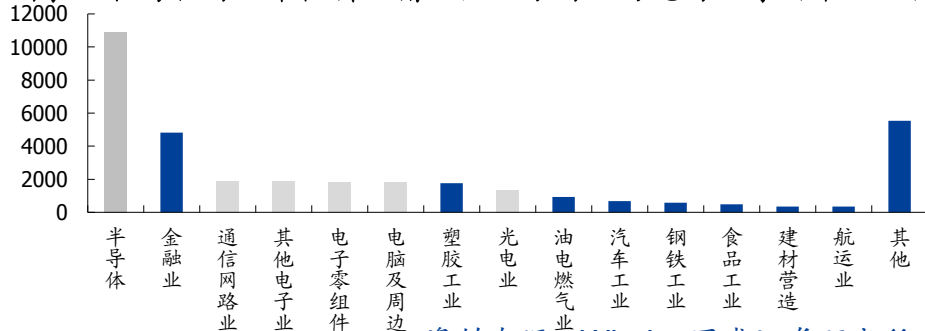
3) 直接融资获得较快发展：经粗略估算，资产证券化率（上市公司股票+债券市值/GDP）已经从90年代的不到100%上升到当前200%以上。

图表：台湾地区直接融资获得较快发展



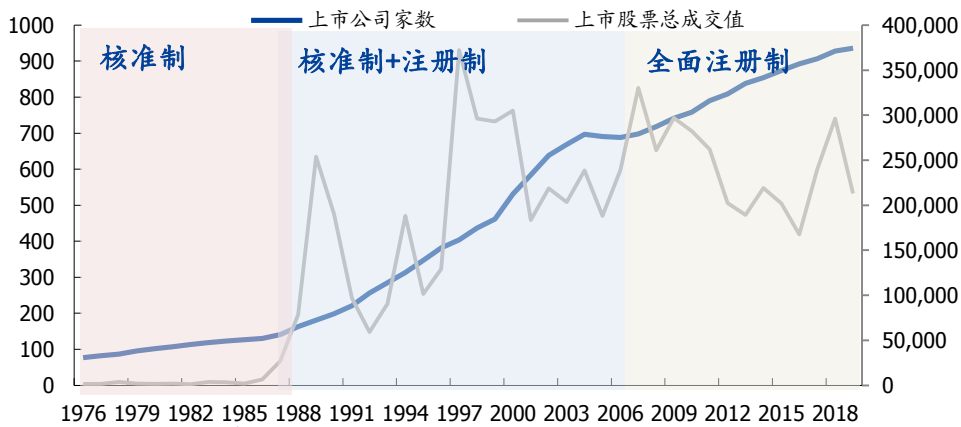
资料来源：台湾统计局，国盛证券研究所

图表：台湾各行业市值排名情况，电子行业为绝对主导（十亿元）



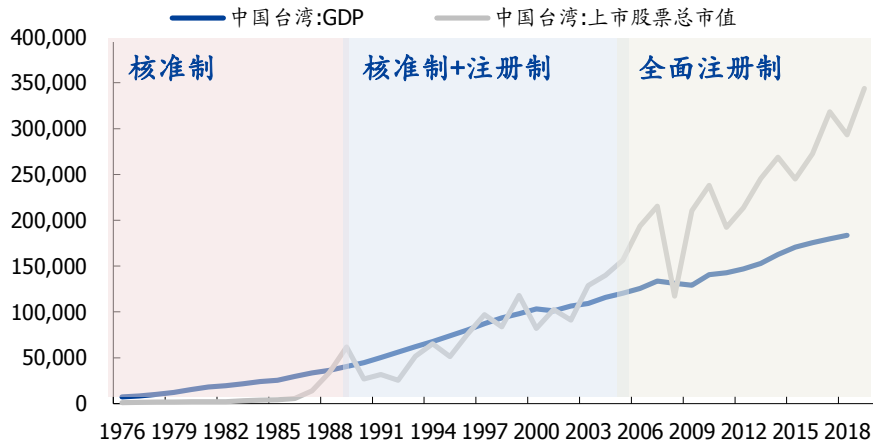
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表：注册制后，上市公司数量和成交金额（右轴，亿新台币）显著提升



诚信|担当|包容|共赢

图表：注册制后，上市公司市值远高于GDP增速（亿新台币）



资料来源：台湾统计局，国盛证券研究所

➤ 证券市场对外开放持续加速：

✓ A股不断纳入国际指数：

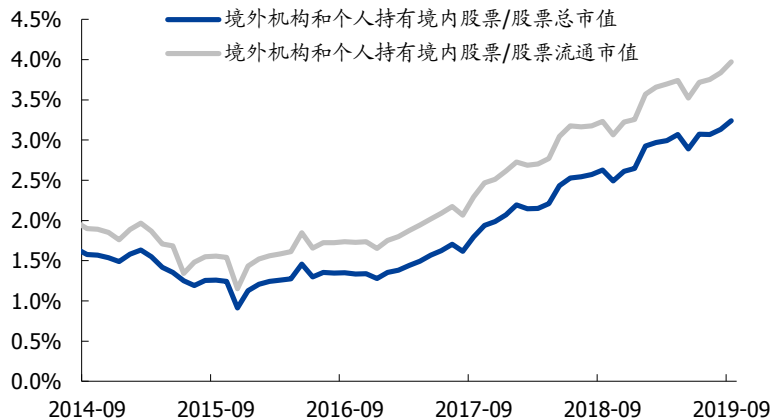
- 1) 2018年6月1日：纳入MSCI新兴市场指数；
- 2) 2018年9月27日：纳入富时新兴市场指数和富时环球指数；
- 3) 2019年9月23日：纳入标普新兴市场全球基准指数。

✓ 外资投资A股便利性提升：

- 1) 2019年6月17日，沪伦通正式启动；
- 2) 2019年9月10日，国管局决定取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度限制。

截至三季度末，外资持有中国股票**1.8万亿元**，创历史新高，较18年底持仓增幅达**53.56%**。外资持股占股票市场总市值比重**3.24%**，较18年底提升**0.6pc**。

图表：境外投资持股比例情况

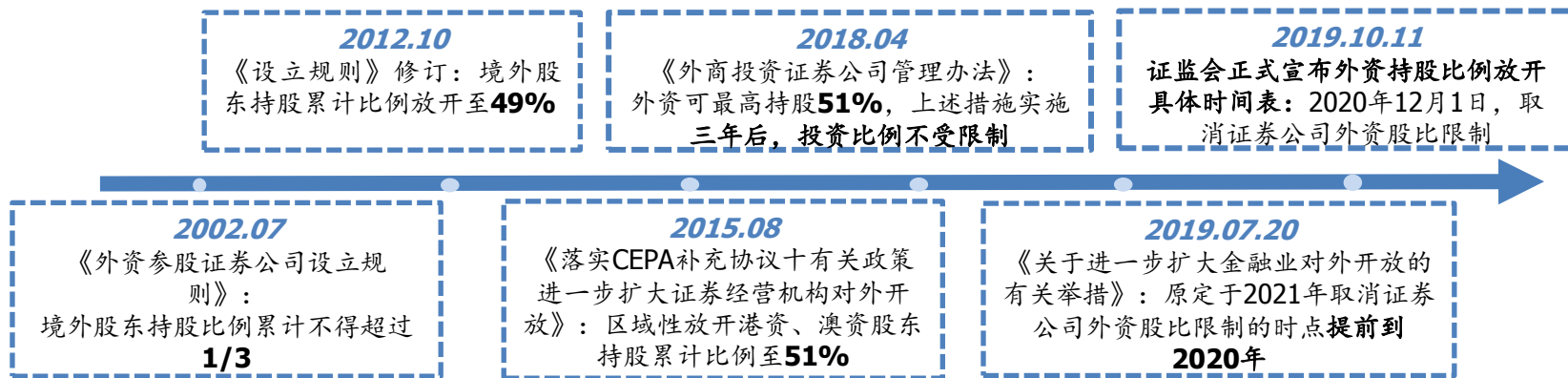


资料来源：外管局，Wind，国盛证券研究所

➤ 券商：2020年正式取消持股比例限制

- ✓ **3家**外资控股券商已经批准设立：瑞银集团、摩根大通、野村控股
- ✓ **7家**正在积极筹备中：新设合资--星展银行、日本大和证券；增资控股--瑞士信贷、高盛集团；股权受让--摩根士丹利；新设独资--法国兴业银行、花旗集团。

图表：外资持股比例放开进程时间轴



参考韩国和台湾对外开放的经验，外资进入后，影响相对有限，不改本土券商主导的趋势。

台湾的经验：

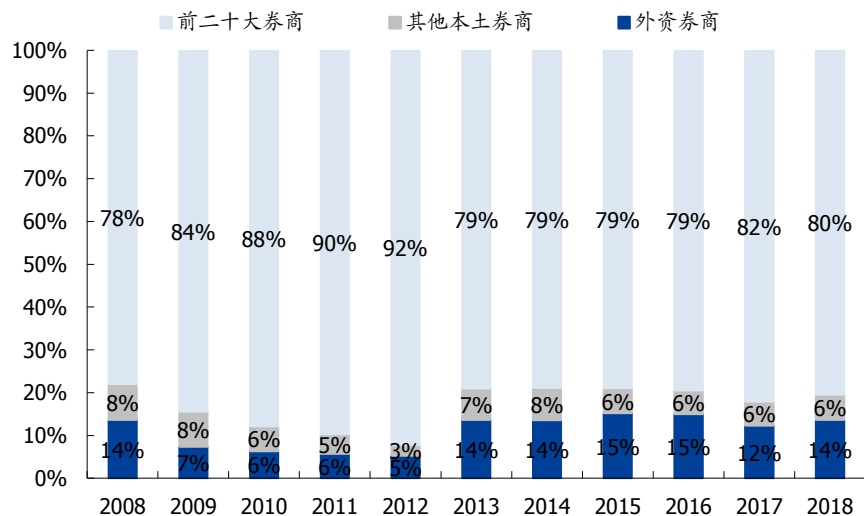
1) 90年代，逐步推进对外开放：从1989年允许外资券商在台湾设立分支机构，到2000年完全放开持股比例限制。台湾对外开放晚于韩国，但整体进程较快。

2) 外资进入后，本土券商仍占绝对主导地位：

✓**外资占比较低：**截止2018末，台湾地区共有68家券商，其中外资14家，本土54家。2008-2018年，外资券商营收占比基本上处于15%以下的水平，本土券商营收占比高达85%以上，外资整体影响相对有限。

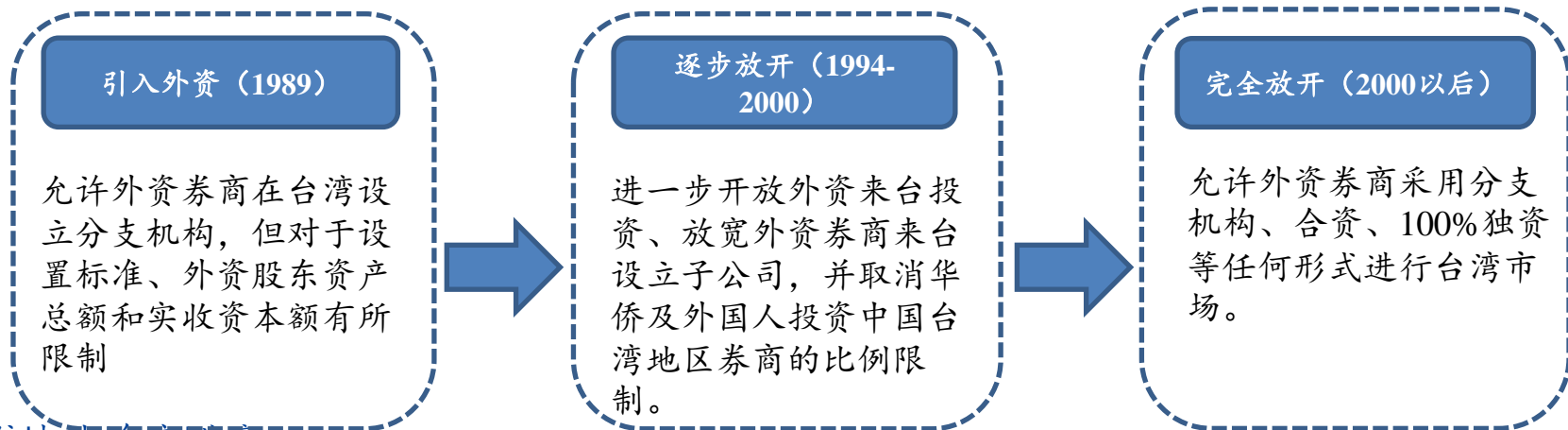
✓**前二十大券商占绝对主导地位：**2008-2018年，前二十大券商营收占比基本在78%以上的水平，龙头仍具有一定的市场的竞争力。

图表：台湾券商营收情况分布



资料来源：台湾证券商业同业协会，国盛证券研究所

图表：台湾证券业对外开放进程



➤ 韩国的经验：

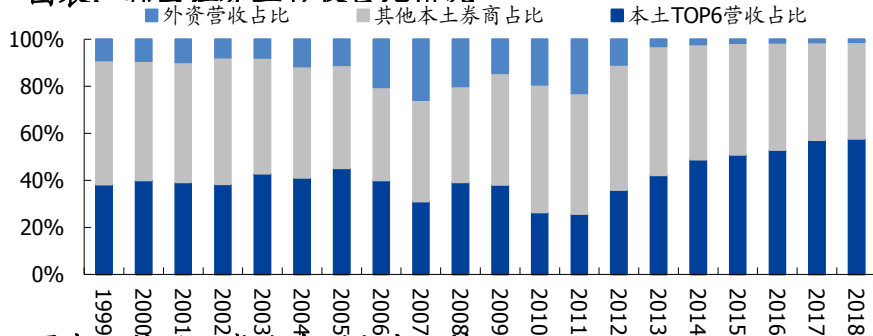
1) 80-90年代，逐步推进对外开放：1981年，韩国政府公布了“资本市场国际化长期计划”，提出通过允许外资间接投资、有限的直接投资、放宽外资直接投资限制与开放资本市场四步有计划的实现资本市场开放。自**1998年**取消外资对国内证券公司的投资比例上限，完全实现对外开放。

2) 外资券商进入后，本土券商集中度提升趋势不改：

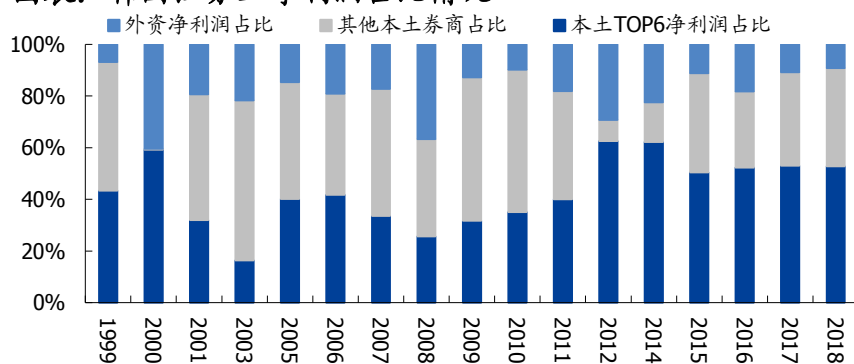
✓ 外资占比相对较低，而近5年来份额更低。根据韩国FISIS数据，截止2018年末，韩国共有56家证券公司，11家为外资券商（08年金融危机后，部分退出）。外资进入的20年来，大部分年份中，外资券商营收占比基本维持在10%以下，净利润占比保持在20%以下。

✓ 而对于三星证券、韩国投资证券等TOP6本土券商来说，外资进入并未影响其集中度提升的趋势，仍具有一定竞争优势。15年以来其营收占比就维持在50%以上（18年末为58%）；12年以来其净利润占比一直在50%以上（18年末为53%）。

图表：韩国证券业营收占比情况

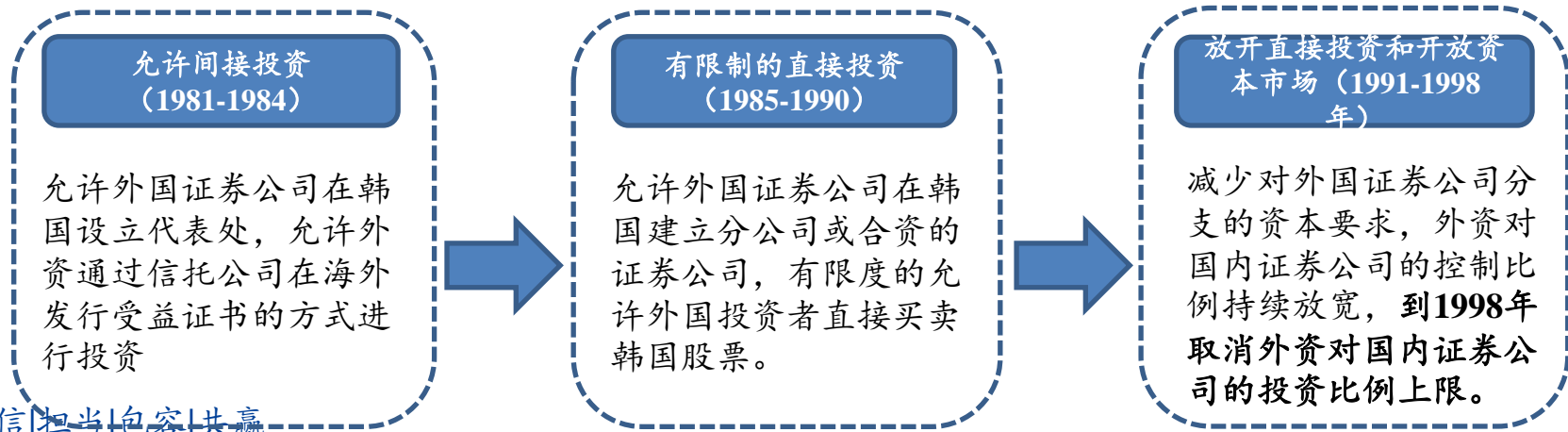


图表：韩国证券业净利润占比情况



图表：韩国证券业对外开放进程

资料来源：韩国FISIS，国盛证券研究所 备注：由于部分年份韩国证券业整体亏损，数据占比异常，在此剔除未列示



诚信 | 担当 | 包容 | 共赢

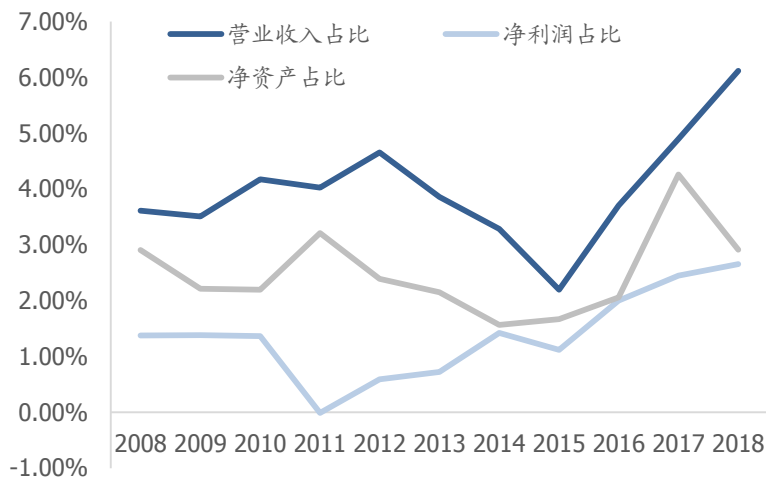
资料来源：《韩国金融制度》《韩国证券市场国际化的启示》，国盛证券研究所

➤ 对我国来说, 外资券商在投行、财富管理、衍生品等业务上具有一定优势, 可促进本土券商提升专业服务能力, 促发展大于竞争。

◆ 从目前11家合资券商情况来看, 整体竞争力相对有限。2018年其营收总计占行业比重为6.1%; 净利润合计占行业比重仅为2.7%。而其部分领域的专业优势可带动本土券商发展:

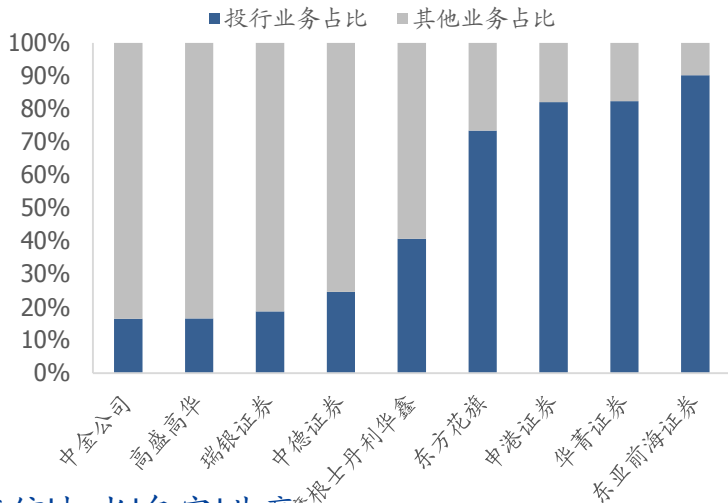
- ✓ 投行: 外资券商股东一般为高盛、花旗等国际大投行, 强大的股东背景可带来一定的国际项目先进经验和客户资源, 与中资券商集中于本土客户不同, 可形成差异化的竞争优势。
- ✓ 财富管理: 以瑞银集团为例, 其财富管理收入占比超过50%, 在全球资产配置、超高净值客户服务和专业的产品涉及上均有一定优势, 助力券商资管业务转型。
- ✓ 衍生品: 我国衍生品市场尚处于初级阶段, 外资券商在风险管理、衍生品产品设计上等均有一定的先进经验, 可带动国内相关业务的发展。

图表: 当前, 11家合资券商主要指标情况

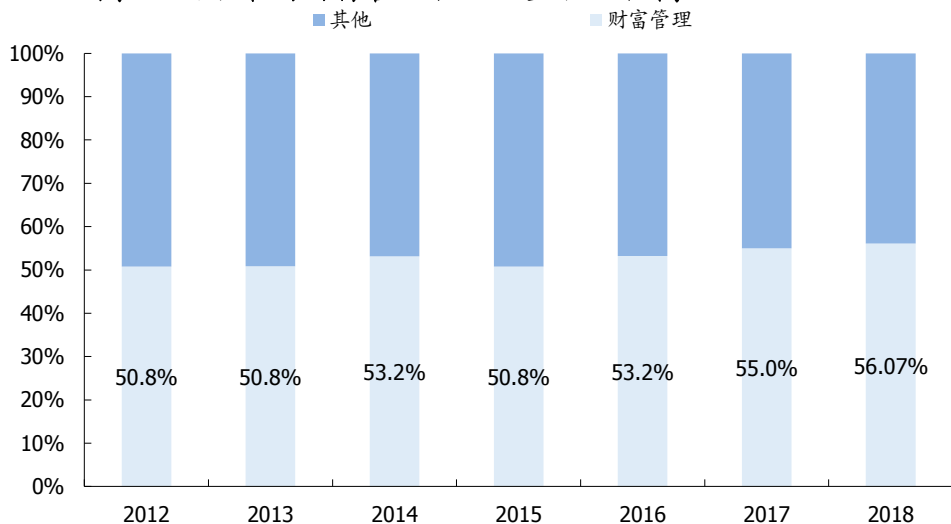


资料来源: 证券业协会, Wind, 国盛证券研究所

图表: 部分合资券商投行业务占比相对较高



图表: 瑞银集团财富管理收入一直占比较高



资料来源: UBS Annual Report, 国盛证券研究所

金融衍生品作为投资者风险对冲、套期保值的工具，对吸引外资、保险机构等长期资金入市起到关键的作用，是我国资本市场基础制度建设的重要环节。

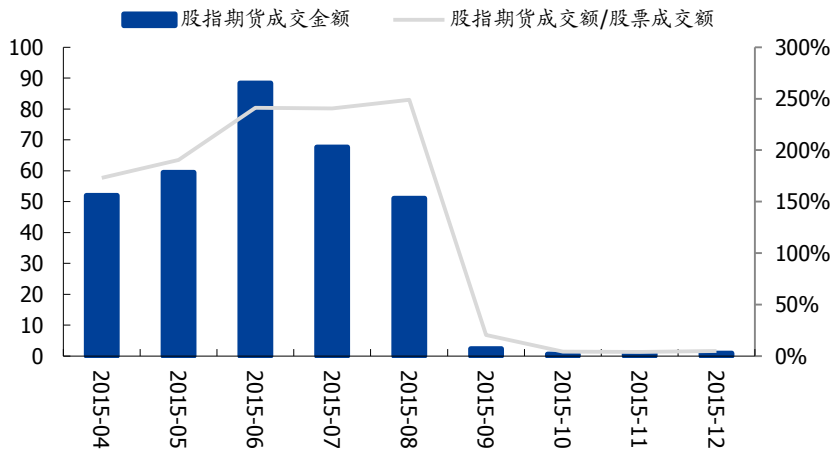
- 股指期货松绑：19年4月，中金所对于股指期货相关交易保证金、平仓手续费等规定进一步放松，目前股指期货活跃度已经有所回升，但仍较15年有一定差距。
- ✓ 2015年由于股票市场出现大幅波动，监管对股指期货有所收紧。当年9月，股指期货（沪深300+中证500+上证50）单月成交额迅速下降，由此前的每月50万亿以上，下降至9月仅为2.39万亿。
- ✓ 自从2017年交易规则放松以来，股指期货交易金额整体呈上升趋势，单月成交额从17年的5000-6000亿，逐步上升至19年3月以来的4万亿以上，整体交易活跃度有所提升，但仍未达到15年股灾前的成交水平。
- ✓ 部分品种的持仓保证金已经调整至15年收紧前水平，但整体交易成本仍严于2015年，例如平今仓手续费等仍有下降空间。

图表：股指期货交易规则调整情况

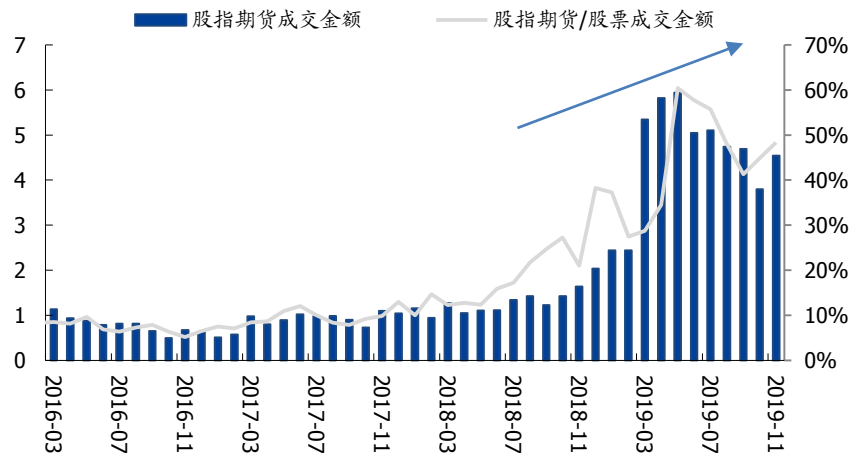
执行日期	套保持仓保证金			非套保持仓保证金			平今仓手续费	非套保异常开仓认定
	沪深300	上证50	中证500	沪深300	上证50	中证500	三大股指	三大股指
收紧前				10%			0.0023%，申报费1元	
2015/8/26	10%			12%			0.015%	600手
2015/8/27				15%				
2015/8/28				20%				
2015/8/31				30%				
2015/9/7	20%			40%			0.23%	10手
2017/2/17				合约价值20%	30%	0.092%	20手	
2017/9/18	合约价值15%	30%	合约价值15%	30%	0.069%			
2018/12/3	合约价值10%	30%	合约价值10%	30%	0.046%		50手	
2019/4/22	合约价值10%	12%	合约价值10%	12%	0.0345%		500手	

资料来源：中金所，国盛证券研究所

图表：2015年以前股指期货成交情况（万亿）



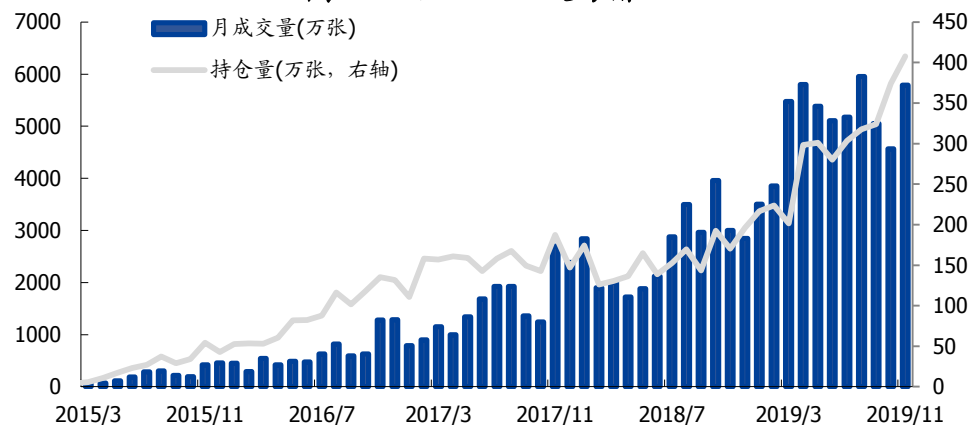
图表：2015年之后股指期货成交情况（万亿）



资料来源：Wind资讯，国盛证券研究所 14

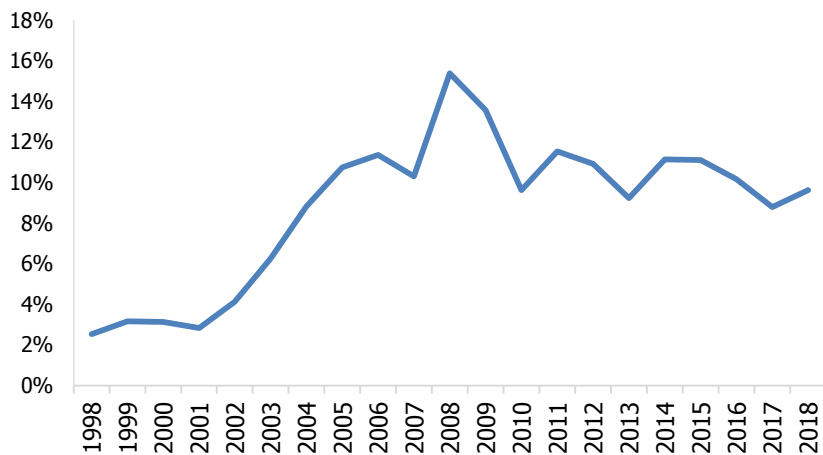
- 年末将迎来期权扩容：**当前我国证券市场期权产品仅有上证50ETF期权，于2015年2月9日正式推出。经证监会批准，12月23日，上交所和深交所将上市沪深300EFT期权；中金所将上市沪深300股指期货期权。
- 有助于激发资本市场活力：**1) 300ETF期权以沪深300ETF为标的，在范围上较上证50EFT范围有所扩大，有利于提升标的市场流动性；2) 有利于外资、保险机构等长期资金入市，便于进行套期保值和风险管理。
- 券商有望迎来业务增量：**衍生品扩容，将会在期权经纪、做市价差、自营投资和期货子公司等方面贡献增量业绩。以期权经纪来看，1-11月上证50ETF 5.6亿张成交量（前四年成交之和也仅为6亿张，今年成交活跃度显著提升），按照18年证券公司期权经纪业务成交量占比41.27%来看，以每张2元手续费粗略测算，预计券商带来4.6亿元左右的经纪业务收入，期权扩容后，预计每年此项收入将增至10亿元左右。

图表：上证50ETF交易情况

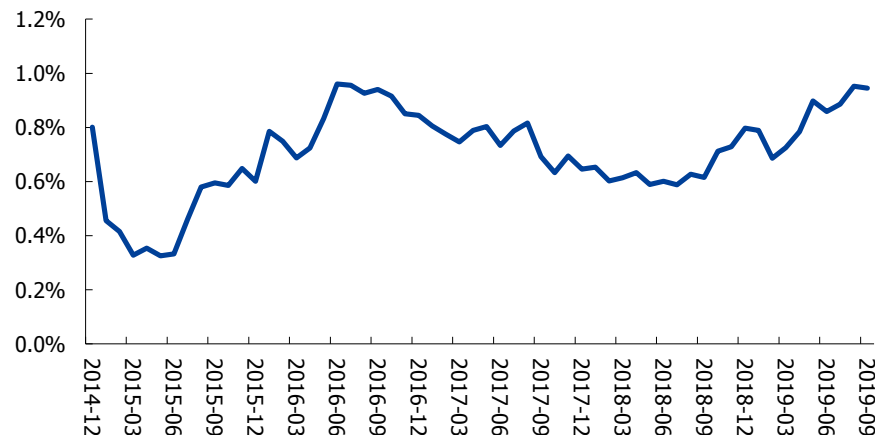


- 衍生品市场仍有待持续发展。**我国当前场外衍生品名义本金/股票总市值仅不到1%。而09年金融危机后，美国仅股票类场外衍生品名义本金/总市值保持在10%左右。我国较国外发达市场仍有较大差距，随着外资逐步进入我国证券市场，对于衍生品的需求也将增多，衍生品仍将持续发展。

图表：美国场外衍生品名义本金（股票）/总市值在10%左右波动



图表：我国场外衍生品名义本金/境内上市公司总市值仅不到1%



第二章

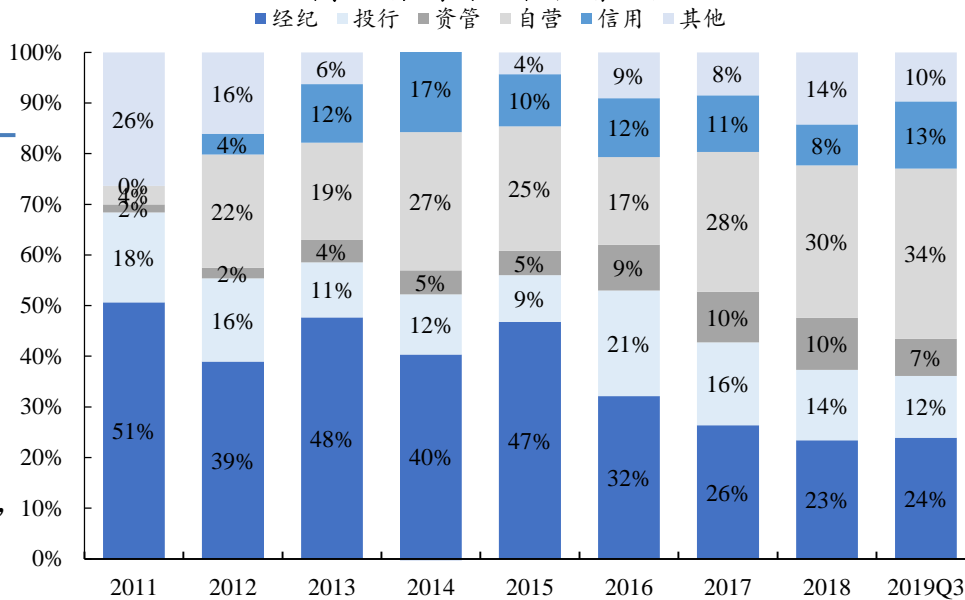
主营业务分析

预计2020年，券商以下三方面业务上将迎来较好发展：1) 投行：科创板平稳运行、再融资和并购重组放松，利好股权业务发展。2) 两融：随着标的扩容、交易制度优化，预计规模中枢在2020年将提升至1.05万亿，且考虑到科创板融券业务发展较好，或稳步推进到其他板块，推动整体融券规模提升。3) 衍生品：随着期权扩容，将带来一定增量业务。

此外，其他业务上仍面临一定痛点，亟需转型：1) 经纪业务：佣金率持续下滑，后续业绩弹性有限，财富管理转型势在必行；2) 资管：整体规模承压，主动管理成为各家分化的关键。3) 股票质押：行业系统性风险有限，但是各家券商项目资质分化，应加强风控管

今年10月，美国嘉信理财等券商相继宣布实施“零佣金”，考虑到我国监管要求、盈利模式等原因，短期内我国距离实施“零佣金”尚有一段距离。但面临交易佣金占比持续下滑，国内券商应积极寻求经纪业务转型，发力财富管理业务。

图表：券商行业营收情况占比



资料来源：证券业协会，国盛证券研究所

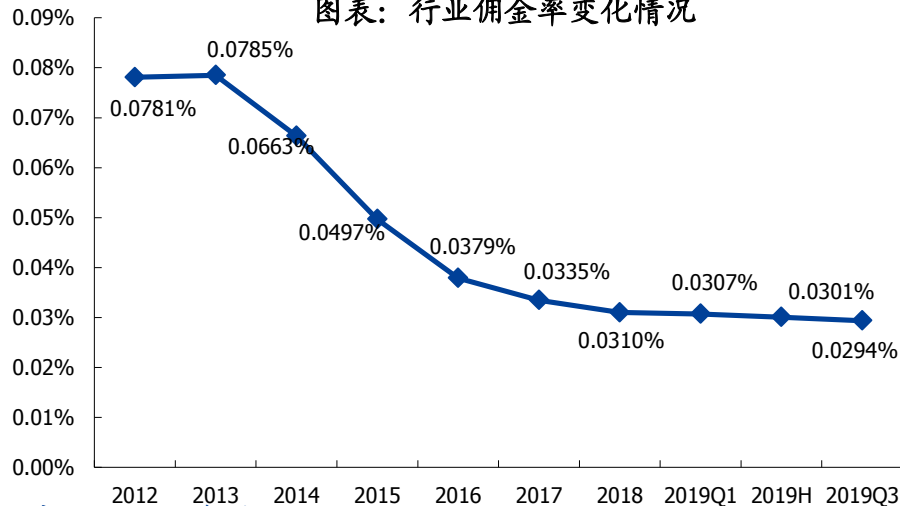
➤ **当前行业净佣金率已经跌破万3**：根据前三季度代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）625.33亿元计算，行业净佣金率在万2.94左右，跌破万3，预计后续下降幅度仍相对有限。今年前三季度在市场成交活跃度提升的情况下，经纪业务收入占比仍仅为24%，收入弹性较弱。

➤ **上市券商佣金率有所分化**：

✓ **以价换量**：根据19H数据，华泰证券和东方财富测算的净佣金率已经下降至万2以下，从市占率来看，华泰证券稳居市场第一位；东方财富凭借低佣金策略，股基市占率从15年末的0.27%，上升到19年中的3%左右，市场份额提升较快，排名已经跃升到行业前10。

✓ **维持高佣金率**：国君和中信证券，19H测算的净佣金率还维持在万4以上的水平，市占率分列行业第2和第3名（4.97%和5.83%）。

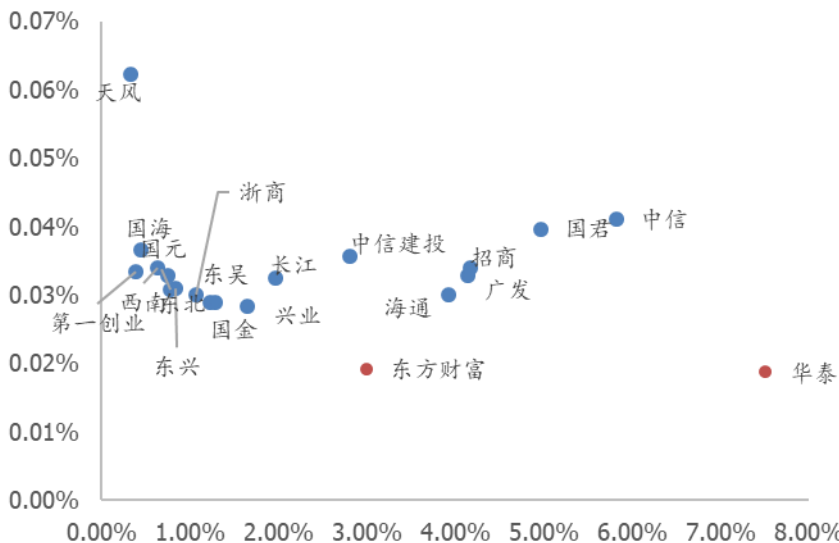
图表：行业佣金率变化情况



诚信|担当|包容|共赢

资料来源：证券业协会，国盛证券研究所

图表：19H各家券商净佣金率和市场份额情况

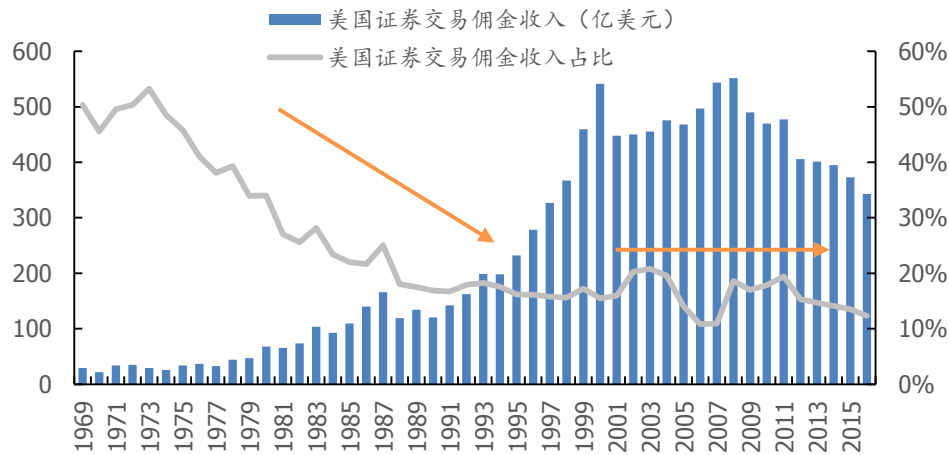


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

经纪业务：美国券商实行“零佣金”，我们该怎么做？

- ▶ **美国交易佣金占比持续下降**：1975年美国实施佣金自由化之后，交易佣金占比持续下滑，从此前50%的水平，下降到90年代以来占比基本维持在10%-20%之间，截止18年末，交易佣金占比仅为12.3%。期间，美国积极实现业务转型，发展FICC、财富管理等，为其后续实施“零佣金率”奠定了基础。
- ▶ **近年来，美国“佣金战”持续加码，线上券商步入“零佣金”时代**：早在2015年3月，美国互联网券商Robinhood公司推出“零佣金”交易服务，主要针对18-35岁的年轻投资者，受到市场的欢迎。随后，摩根大通和盈透证券先后推出零佣金型产品，今年10月，嘉信理财宣布将美股、ETF和期权线上相关交易佣金从4.95美元/笔下降至0，TD Ameritrade和E*Trade等大型线上券商跟进。

图表：美国证券交易佣金收入占比持续下降，当前仅为12%左右



资料来源：SEC，国盛证券研究所

- ▶ **我国短期内预计不会实施“零佣金”，主要原因在于：**

- ✓ **监管要求**：2019年7月26日，证监会起草《证券经纪业务管理办法（征求意见稿）》，明确禁止证券公司收取的佣金明显低于证券经纪业务服务成本。考虑到经手费万0.487（双向），证管费万0.2（双向），过户费万0.2（双向），向上交所等机构固定缴纳的费用共计万0.887，此外，人工、营业部等固定成本仍需一定费用，我国券商佣金率仍有一定底线。

- ✓ **营收结构不同：我国对经纪业务仍有一定依赖。**

美国：以嘉信理财为例，其营收主要以资管和净利息收入为主，二者营收占比合计接近90%，对于经纪业务依赖程度很低。此次佣金下降为0后，对于公司营收影响大约3~4%，整体相对有限。

我国：当前行业经纪业务收入仍有24%，成为我国券商最主要的盈利支撑之一。部分券商，如方正证券前三季度经纪业务收入占比在40%以上，短期内，实施“零佣金”对国内券商经营影响较大。

诚信|担当|包容|共赢

图表：近年来，美国“佣金战”情况

时间	相关事件
2015年3月	Robinhood 推出免交易服务佣金的移动APP，IOS移动用户可以在其上进行免佣金的美股交易，针对的用户主要为年龄18~35岁的年轻投资者。
2018年8月	富达证券 首次推出两款零费率共同基金，并追踪富达内部股市指数以达到降低成本的目的，产品也不设置最低投资门槛。
2018年8月	摩根大通 推出免佣金数字投资APP——You Invest，该APP的所有客户在开户的第一年内，可享有100笔免佣金股票/ETF交易的优惠，而拥有10万美元存量的 Chase Private Client账户客户可获得无限次免佣金服务。
2019年9月	盈透证券 将推出新的免佣金交易应用程序，这项新服务IBKR Lite允许用户投资美国股票和交易所交易基金，而无需支付任何佣金或市场数据费用。
2019年10月	嘉信理财 将完全取消在美国和加拿大交易所上市的股票、ETF和期权在移动端、网络端交易渠道的线上交易佣金。
2019年10月	TD Ameritrade、E*trade、Ally Invest、富达证券均跟进，实行股票交易零佣金。

资料来源：Bloomberg，公司公告，国盛证券研究所

参考嘉信理财发展路径：财富管理成为转型方向。

✓ **嘉信理财转型之路：依靠低佣金策略培养一批粘性较强的客户群体，后续收入重点转为提供增值性投资服务获取财富管理相关收入。**早在2000年嘉信理财佣金等交易收入占比仍在50%左右，后来随着财富管理的转型，占比逐步下降至8%。截止2018年末，其管理资产规模AUM高达3.25万亿美元，是2000年规模的3.7倍，自10年来的规模年度复合增长率在8.4%左右。

国内券商财富管理转型的痛点：

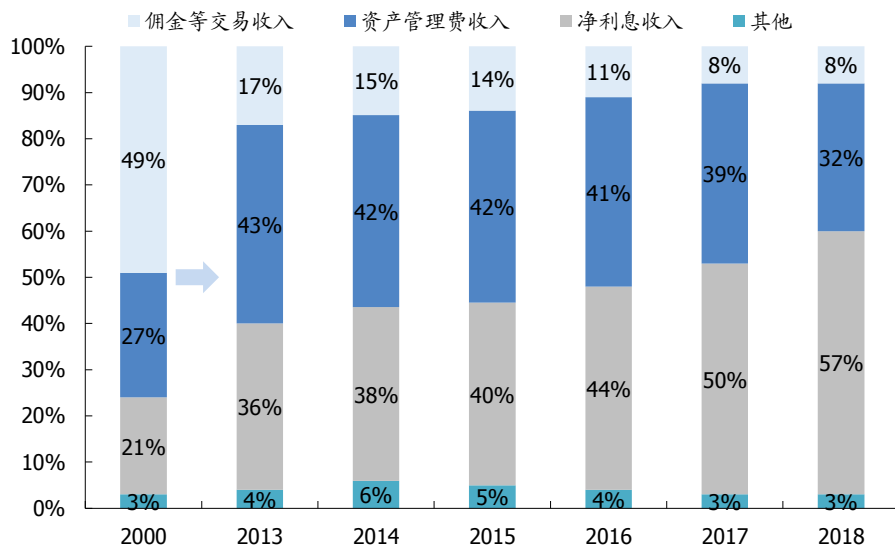
✓ 当前我国财富管理仅停留在代销金融产品层面，18年全行业代销金融产品收入38.5亿，占整体营收比例仅不到1.5%。净佣金率持续下行背景下，我国经纪业务向财富管理转型的需求更加迫切，但也面临一定阻碍：

1) 监管限制：2010年证监会颁布的《投资顾问暂行管理办法》，办法中明确“证券投资顾问不得代客户作出投资决策”，代客理财尚未放开的情况下，在一定程度上限制了财富管理的发展。

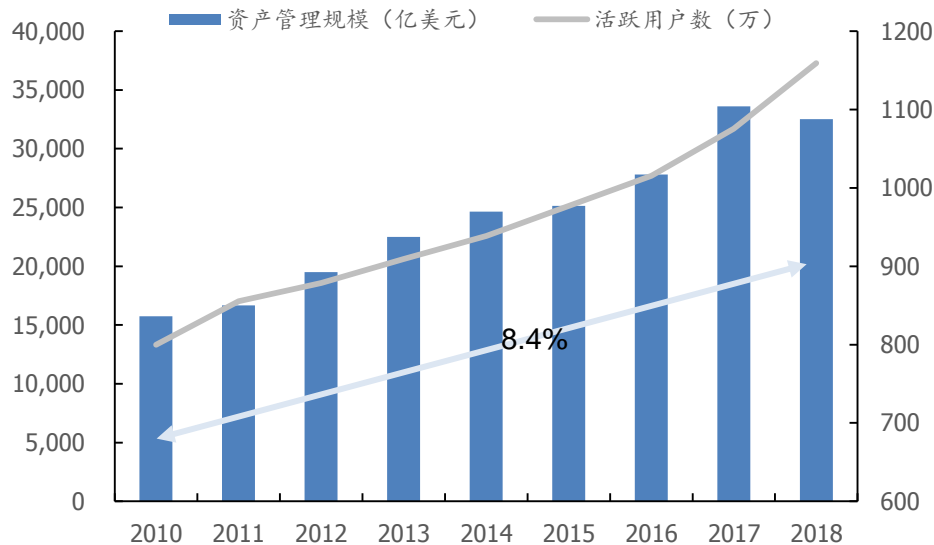
2) 金融产品供给能力相对有限：在我国，客户对于银行依赖程度更高。银行产品对应不同风险偏好的投资者范围更广，而券商产品主要适合风险偏好较高的投资者。后续券商应依靠其较强的投研能力，提供多元化产品，满足客户投资需求。

3) 客户基础与渠道销售能力相对较弱：中信证券经纪业务零售客户近820万；华泰证券1300万客户；而工行零售客户数量超过6亿。券商网点以城市为主，获客方面远不如银行。券商应积极发力金融科技，增强获客能力。

图表：嘉信理财营收结构



图表：嘉信理财客户理财规模持续增长

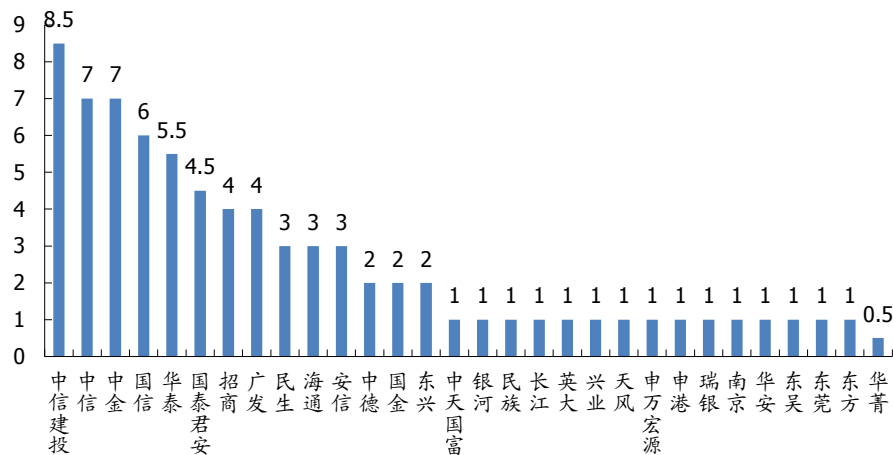


资料来源：公司公告，国盛证券研究所

➤ 预计股权融资将持续发力：

- ✓ **IPO**：今年截至11月末，IPO募集资金2436亿，创12年以来的新高，其中，科创板募集资金在800亿左右。当前科创板已成功上市+审核通过共计77家，预计后续每年上市企业100家，每年募集资金在1000亿左右。
- ✓ **再融资**：自从17年再融资+减持新规发布以来，定增受到较大负面影响，17年定增规模为1.27万亿，同比下降25%；而18年继续缩减至7524亿，同比40%。19年至今，前11个月定增规模仅为6000亿左右，预计明年再融资新规正式落地后，定增市场将有所回暖。
- ✓ **并购重组**：18年末开始，并购重组也迎来放松，今年“重组新规”已于10月正式落地，允许创业板借壳上市，预计明年并购重组活跃度将提升。
- **科创板注册制下，龙头受益明显**：从当前成功上市+审核通过的77家企业来看，中信建投、中信、中金、国金和华泰证券保荐家数位列行业前五名，国泰君安、招商和广发等大券商也位列前列。科创板对于券商资本金、定价能力等均有一定要求，综合实力较强的大券商将充分受益。

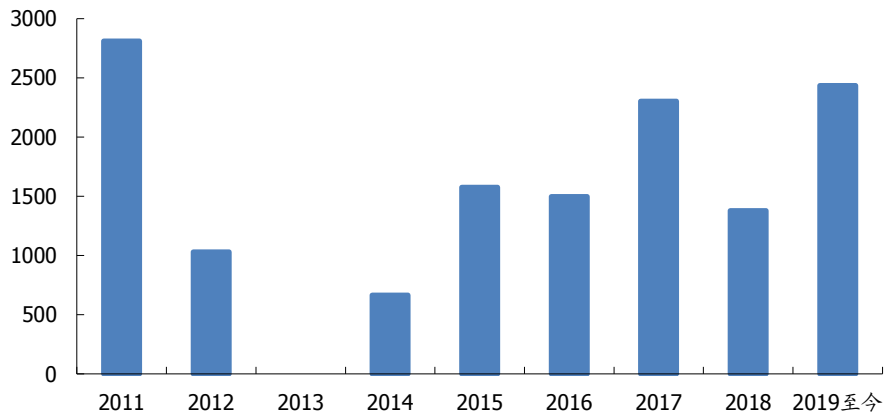
图表：科创板保荐机构分布情况（成功上市+审核通过）



备注：联合保荐算0.5家

图表：IPO募集资金情况（亿元）

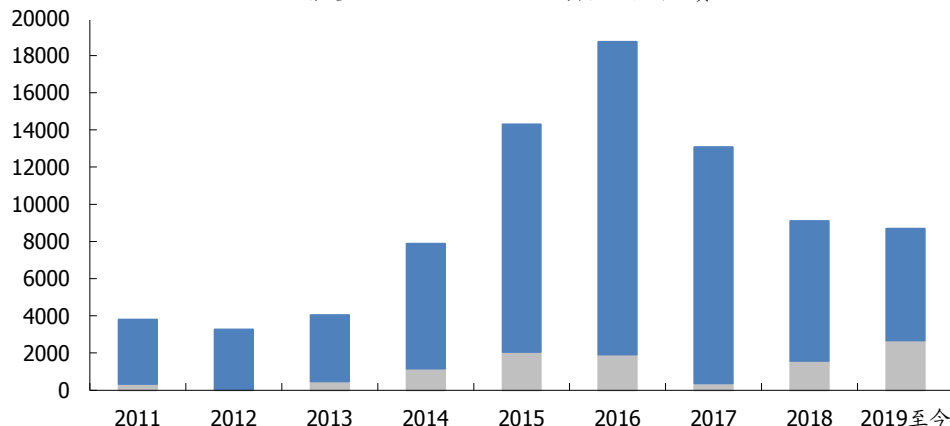
■ IPO募集资金规模（亿元）



诚信|担当|包容|共赢

图表：再融资规模尚未恢复（亿元）

■ 增发 ■ 其他股权再融资



资料来源：Wind资讯，国盛证券研究所

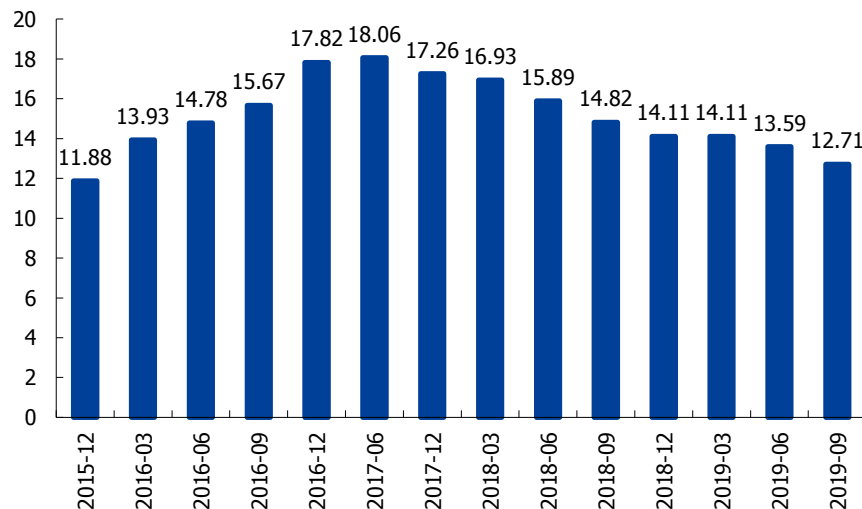
▶ **今年规模承压，后续有望触底回升：**去杠杆背景下，券商资管规模持续收缩，9月末，证券公司整体受托管理资金金额为12.71万亿，规模较去年同期下降14%。随着后续大集合公募化改造，有望券商资管规模回升。

▶ **主动管理能力成为资管业务分化的关键：**

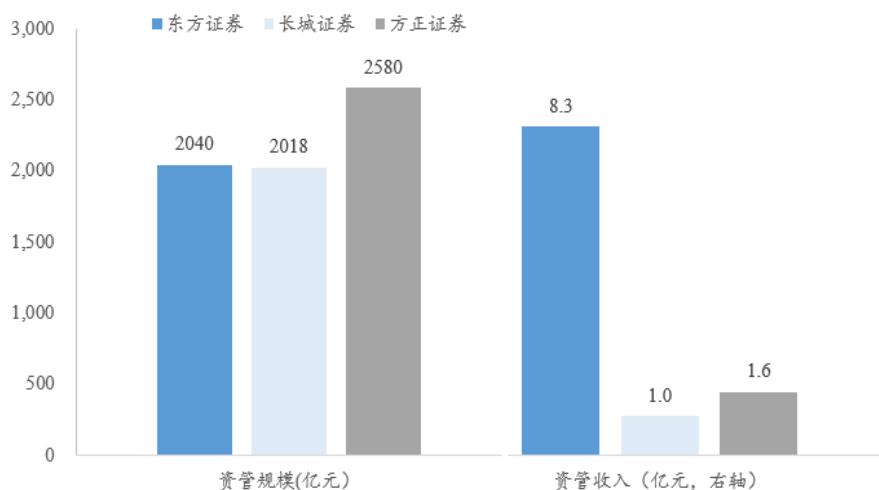
✓ **东方证券主动管理能力突出：**主动管理规模占比高达99%。19年6月末，其资管规模2040亿左右，基本与长城证券相当，低于方正证券，但从资管业务贡献收入来看，东证资管上半年收入8.3亿元，而长城证券和方正证券仅为1亿元和1.6亿元。但值得注意的是，各家券商资管权益规模、衍生品情况仍有不同，在一定程度上可能影响业绩表现。

✓ **各家券商积极寻求主动管理转型：**相比18年末，19H各家券商主动管理占比基本均有所提升，部分中小券商积极申请公募基金牌照，如财通证券，成为突围的关键。

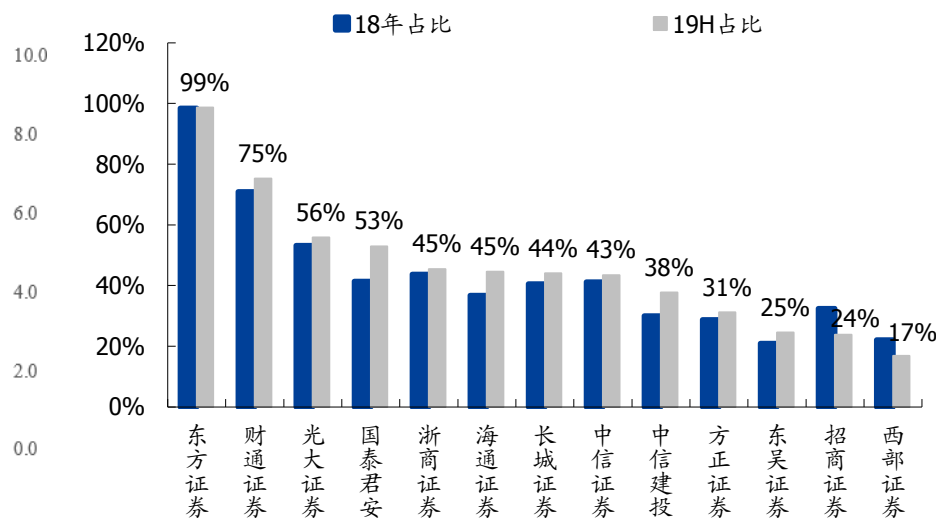
图表：券商受托管理资金本金金额（万亿）



图表：东方证券主动管理能力强，资管收入突出（19H）



图表：各家券商资管主动管理规模占比



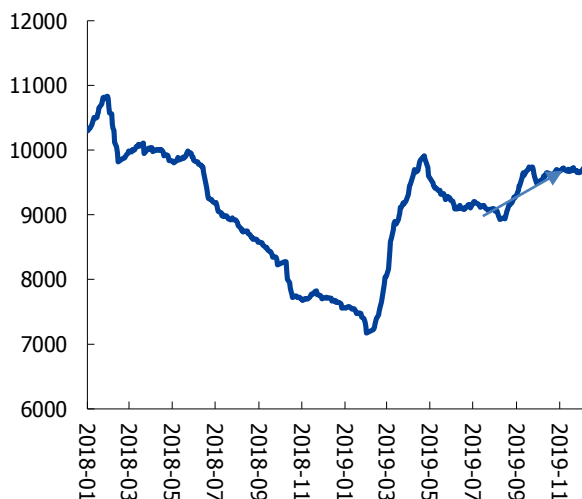
► **交易制度优化，两融规模有望持续提升：**今年8月，两融制度利好频出，包括标的扩容，转融费率放松，以及交易制度优化（最低维持担保比例可由券商自主决定，不再一刀切定为130%），截止到12月12日，两融余额规模已经较扩容前提升900亿。以扩容实施前两融余额（8月8日8965亿）占两融流通标的市值的比例（2.82%）计算，预计标的扩容后两融规模将提升1500亿左右，规模中枢将提升至1.05万亿。

► **融券规模有望提升：**

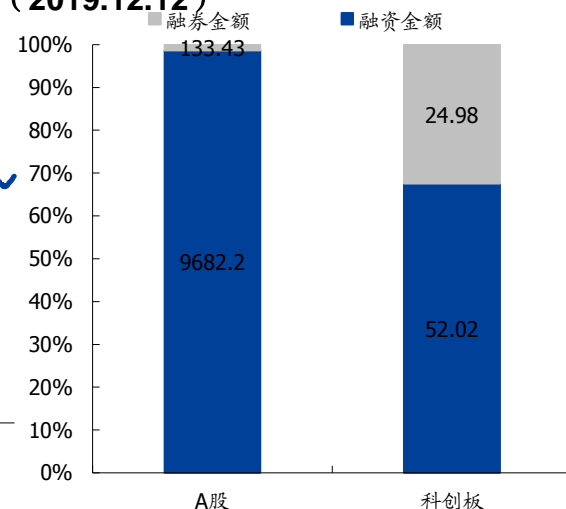
✓ **对比美国和日本，我国融券比例过低：**目前，A股整体融券规模占比仅不到1.4%，而科创板融券比例相对合理，接近32.5%，对比美国和日本融券比例占比在20%-30%的比例来看，我国融券规模仍有较大提升空间。

✓ **科创板融券规则有望推行至其他板块，带动融券业务发展：**（1）2019年4月30日《科创板转融通证券出借和转融业务实施细则》发布。（2）2019年6月21日，证监会发布《公开募集证券投资基金参与转融通证券出借业务指引》。科创板有效解决券源不足（允许公募基金参与转融出借）、费率市场化程序低（科创板试行融券约定申报制度）等问题，预计随着资本市场改革持续推进，科创板的先进经验有望推广到主板、创业板等，将有效带动融券业务的发展。

图表：沪深两融余额（亿）



图表：我国融资和融券比例情况（2019.12.12）



图表：美国融资和融券比例情况



图表：日本融资和融券比例情况



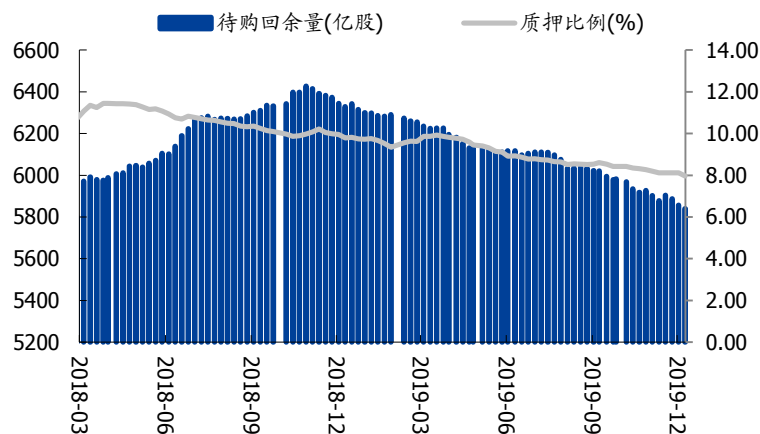
股票质押整体规模持续收缩：

截止12月13日，根据Choice，当前市场股票质押待回购余量5840亿股，质押比例仅不到8%，相比18年初11%以上的水平已经大幅下降。整体来看，随着今年市场行情好转，股票质押的系统性风险已经大幅下降，相比18年，风险压力最大时点已过。

当前时点，股票质押系统性风险相对有限，需关注各家券商风控、质押项目情况：

- ✓ 券商主动加强风控管理：19年6月，统计的34家上市券商表内股票质押规模4300亿左右，相比18年末下降700亿；披露数据的券商股票质押业务履约担保比例平均值为240%左右，相比18年末提升40pc。
- ✓ 值得注意的是，部分券商股票质押业务并非单纯赚取利息收入，而是作为投行相关客户的辅助服务。

图表：市场股票质押规模情况



资料来源：Choice，国盛证券研究所

图表：上市券商公告涉及股票质押减值计提标的

上市券商	涉及标的	上市券商	涉及标的
西部证券	乐视网、*ST信威、ST中南	东方证券	*ST东南、*ST刚泰、*ST大控
东北证券	*ST利源、恒康医疗	国元证券	*ST华业、*ST中孚
第一创业	*ST欧浦、天广中茂、*ST飞马	中原证券	*ST节能、银禧科技、科迪乳业、长城影视
光大证券	*ST华信	华安证券	*ST刚泰
兴业证券	金洲慈航、金龙机电、*ST东方、ST天润、永安林业、恺英网络、文投控股	长江证券	*ST利源、坚瑞沃能

备注：部分质押标的可能后续存在减值转回，在此仅列示公告具体披露涉及减值计提标的相关券商

第三章

盈利预测及投资建议

在资本市场改革红利不断释放情况下，预计中性假设下，2020年券商行业营业收入和净利润增速分别为5.5%和4.3%，预计ROE为6.1%左右。

图表：券商行业盈利预测（亿元）

科目	2017	2018	2019E	2020E
日均股基成交金额	5011	4139	5400	5500
净佣金率	0.0338%	0.0310%	0.0300%	0.0290%
经纪业务收入	821	623	791	778
增速	-22.0%	-24.1%	26.8%	-1.5%
投行业务收入	510	370	476	520
增速	-25.5%	-27.4%	28.6%	9.3%
资管业务收入	310	275	233	241
增速	4.6%	-11.4%	-15.3%	3.6%
信用业务收入	348	215	414	442
增速	-8.8%	-38.3%	92.7%	6.7%
自营收益	861	800	989	1100
增速	51.5%	-7.1%	23.6%	11.2%
营业收入	3113	2663	3235	3412
增速	-5.1%	-14.5%	21.5%	5.5%
净利润	1130	666	1142	1219
增速	-8.5%	-41.0%	71.4%	6.7%
净资产	18500	18900	19699	20553
增速	12.8%	2.2%	4.2%	4.3%
ROE	6.5%	3.6%	5.9%	6.1%

► 行业：

当前板块估值1.5倍左右，龙头中信证券不到1.8倍，仍处于较低水平，且大盘下跌空间有限，券商板块估值底有一定支撑。从历史复盘来看，券商板块出现比较大的行情是由于金融监管周期与流动性叠加带动，当前时点来看，两个催化剂均可期：

1) 政策面：从18年末，金融监管就进入了一轮的放松周期，资本市场改革利好政策频出。预计2020年再融资新规、期权扩容正式落地，创业板改革持续推进，均利好券商行业发展。

2) 流动性：当前通胀预期在一定程度上制约了货币政策的节奏，但我们认为不足以成为根本性基调的掣肘，本轮CPI上升主要由于猪价带动，当前政府已经在积极调控，预计猪价后续稳定后，通胀压力将有所缓解。且值得注意的是，货币政策情况仍需密切跟踪我国经济运行的情况。

3) 短期来看，中美第一阶段经贸协议文本达成一致，贸易摩擦缓和。且国内中央经济工作会议中并未出现“去杠杆”，而是强调“保持宏观杠杆率基本稳定”，对于情绪面有一定支撑。

► **个股：**从当前政策导向来看，龙头券商在资本金实力、业务开展牌照、综合服务能力等方面均有一定优势，行业集中度有望获得提升。建议关注：

中信证券（行业龙头，各项业务优势明显，有望持续受益于政策红利）；

东方财富（高成长性的互联网券商，首只公募基金成功发行有望开启流量变现第三极）；

同花顺（贝塔属性较强，AI赋能有望探索新的盈利增长点）

- 1、宏观经济下滑。**国内经济仍有一定下行压力，导致市场下行，影响二级市场成交活跃度。
- 2、中美贸易摩擦仍可能出现反复。**当前中美第一阶段经贸协议文本达成一致，贸易摩擦缓和；但从历史情况来看，后续演变情况可能出现反复，影响二级市场情绪。
- 3、政策推进不及预期。**资本市场改革推进情缓慢，相关政策落地不及时，在一定程度影响券商发展。
- 4、对外开放导致竞争加剧。**当前券商仍面临佣金率下滑，新业务进展缓慢的情况。2020年我国将正式取消外资持股比例限制，若大量外资券商进入本国市场，竞争加剧可能对我国券商造成一定负面影响。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均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。

诚信|担当|包容|共赢