

# 证券

## 行业年度策略

### 格局远未固化，龙头券商暂时领先

#### 投资要点

- ◆ **为什么上市券商龙头溢价不明显？** 2017年以来，A股各行业不同程度出现了强者恒强、龙头溢价现象，如银行业、保险业。但证券龙头溢价不足30%，我们认为原因在于龙头公司尚未展现出明显优于同业的盈利能力。2018年以来大型券商相对中小券商的优势略有显现，但头部券商之间差异并不明显。
- ◆ **龙头券商布局优势能体现在ROE上吗？**

**行业：同质化、资本冗余等问题暂无改善。**我们估算证券业2019年平均ROE约6.4%（上市券商平均约7.0%），仍较低。证券业ROE较低主要由于同质化竞争、杠杆率不高和资本冗余。同质化下恶性竞争延续，2019年行业平均佣金率再度下滑超10%，我们预期2020年将继续下滑。监管导向下，上市券商不断大额股权融资，呈资本冗余状态，同时受制于业务范围和专业能力不足，资金配置途径有限，因此也没有动力加杠杆，ROE难以快速提升。

**扶优抑劣多年，为什么大型券商优势自2018年才略有显现？** 证券业自2004年综合治理一直秉承“扶优抑劣”的监管导向，但资本冗余、同质化竞争下，大型券商杠杆率难以超越同业，甚至更低；经纪（包括机构业务）、两融、资管等业务也并未出现集中度提高的迹象。

低迷市场环境下，大型券商业绩稳健、费用率低，规模优势凸显。同时，受监管态度转变、加强监管力度影响，投行和场外衍生品业务行业集中度明显提升，成为优质公司超越同业的契机。科创板注册制有望加剧投行业务集中度提升的态势，这方面中信建投、中信、华泰、中金占据优势。场外衍生品业务经过2017、18年的进一步规范，已成大中型券商主场。2019年9月末，排名前5的证券公司占新增名义本金额的86%，存续名义本金额的77%。考虑监管限制和业务性质，我们认为场外衍生品业务具有强者恒强、赢者通吃的潜质，这一方面中信优势显著。

提升ROE，除重资产业务，还有经纪、产品代销、投顾等轻资产业务，我们认为这些的未来在财富管理。转型问题证券业已探索多年，尚无成熟模式。我们认为关键在于经营思路由监管导向转变为客户需求导向，最看好管理型投资顾问模式。中金的买方投顾模式最符合我们期待，中信的一体化平台或具潜力。

- ◆ **投资建议：**我们认为证券业格局远未固化，激烈竞争将延续。但A股市场已处历史底部且有望逐步回暖。结合上市券商基本面和估值水平，我们推荐中信（龙头溢价提升）、广发（监管处罚期满+低估值）、海通、国君，建议关注中金、招商、国信、东方、第一创业。
- ◆ **风险提示：**股市回暖不达预期；新业务推进不达预期；行业竞争再加剧；监管加强；坏账率超预期等风险。

 投资评级 **领先大市-A 维持**

首选股票	评级
600030	中信证券 买入-B
601211	国泰君安 买入-B
600837	海通证券 买入-A
000776	广发证券 买入-A
300059	东方财富 增持-B

#### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
证券相对收益	5.66	-5.14	2.98
证券绝对收益	8.50	-2.66	29.12
证券相对收益	5.66	-5.14	2.98
证券绝对收益	8.50	-2.66	29.12

#### 分析师

 崔晓雁  
 SAC 执业证书编号：S0910519020001  
 021-20377098

#### 报告联系人

 范清林  
 fanqinglin1@huajinsec.cn  
 021-20377065

#### 相关报告

- 证券：11月可比净利润同比-26%、环比-27% 2019-12-11
- 证券：10月可比净利润同比+215%、环比+10% 2019-11-08
- 证券：利润维持高增长，投资收益贡献最大业绩 2019-11-07
- 证券：预期上市券商 Q1-Q3 净利润平均同比+67% 2019-10-20
- 证券：证券行业深度分析 2019-10-10

## 内容目录

一、为什么上市券商的龙头溢价不明显？ .....	3
二、证券业 ROE 不高及龙头券商表现并不突出的原因 .....	3
(一) 证券业 ROE 不高的原因 .....	4
1、同质化问题仍待解决，预期价格战将持续 .....	4
2、受限于业务资质，行业整体杠杆率不高且资本冗余 .....	5
(1) 信用业务：杠杆资金最主要配置方向，但股质业务收缩、两融增量难觅 .....	6
(2) 做市业务：海外投行资金配置重点，在我国方兴未艾 .....	8
(二) 扶优抑劣多年，为什么大型券商优势自 2018 年才略有显现？ .....	10
1、资本冗余下，大型券商杠杆率与行业平均大致相当 .....	11
2、同质化严重、竞争激烈，多业务条线行业集中度并未提升 .....	11
3、战略投入拉低公司整体盈利能力 .....	12
4、龙头券商优势在 2018、19 年显现的原因 .....	13
(1) 低迷市场环境，大型券商规模优势凸显 .....	13
(2) 行业集中度提升在投行条线显现 .....	13
(3) 场外衍生品，大型券商的主场 .....	15
三、以客户需求为导向，全面转型财富管理也是未来方向 .....	16
(一) 向财富管理转型的探索早已开始 .....	16
(二) 我们认为财富管理存在三种模式 .....	16
(三) 中金、中信的财富管理走在行业前列 .....	18
四、投资建议 .....	20
(一) 假设 2020 年股市景气稳中有升 .....	20
(二) 券商股遵循高 ROE 高 PB 的规律 .....	21
(三) 推荐标的 .....	21
风险提示 .....	23

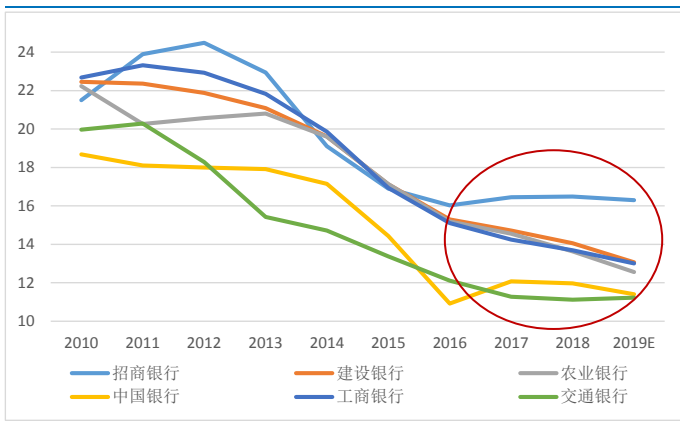
## 一、为什么上市券商的龙头溢价不明显？

2017 年以来，受经济减速、机构投资者占比提升等因素影响，A 股市场各行业不同程度上出现了强者恒强、龙头溢价的现象。如银行业中，招商银行以 1.62xPB 的估值倍数远高于国有大行——中（0.66x）、农（0.74x）、工（0.85x）、建（0.86x）、交（0.61x），以及平安（1.10x）、光大（0.70x）、兴业（0.83x）、民生（0.61x）<sup>1</sup>等全国性股份行；保险业，中国平安寿险业务折算 2019E P/EV 约 1.90x，同样远高于中国人寿的 1.00x、太保寿 0.99x 和新华保险的 0.69x。

证券业同样出现了龙头溢价现象，但溢价幅度不足 30%。具体表现为中信证券 1.62xPB，估值倍数高于华泰证券（1.28x）、海通证券（1.27x）、国泰君安（1.25x），估值溢价 20-30%。

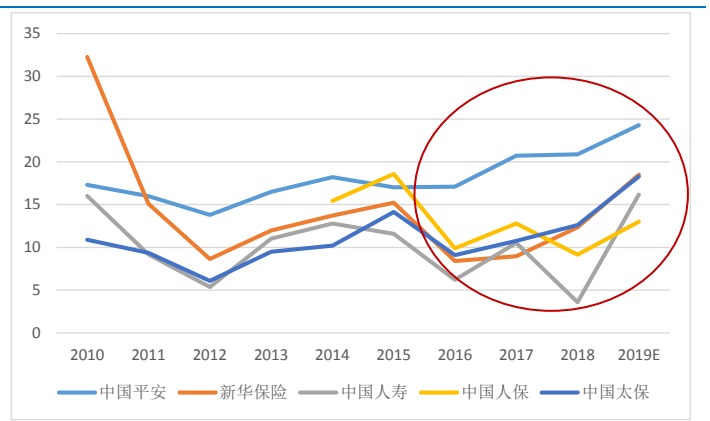
我们认为证券业龙头溢价并不显著的主要原因在于行业整体的低 ROE 水平以及龙头证券公司尚未展现出明显优于同业的盈利能力。

图 1：招行 ROE 明显高于国有大行，且优势在加大（%）



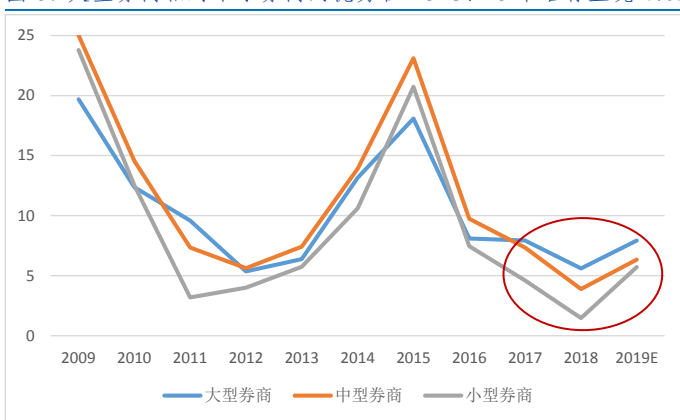
资料来源：WIND，华金证券研究所

图 2：平安 ROE 长期高于另外四家上市保险公司（%）



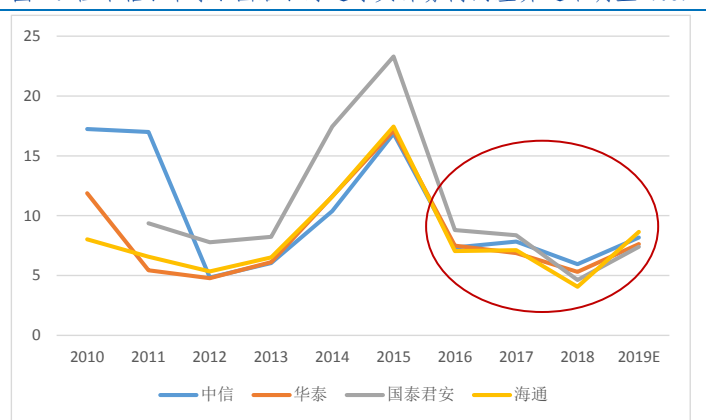
资料来源：WIND，华金证券研究所

图 3：大型券商相对中小券商的优势在 2018、19 年略有显现（%）



资料来源：WIND，华金证券研究所，注：大型券商包括中信、中金、华泰、海通、国泰君安五家。其他分类参考 2019 年 12 月 3 日总市值，总市值大于 300 亿的为中型，不足 300 亿为小型

图 4：但中信、华泰、国君、海通等头部券商的差异还不明显（%）



资料来源：WIND，华金证券研究所

## 二、证券业 ROE 不高及龙头券商表现并不突出的原因

<sup>1</sup>均指 A 股，使用 2019/11/29 收盘价对应 P/B(LF)，保险业、证券业估值同样适用 2019/11/29 收盘价

## （一）证券业 ROE 不高的原因

同质化竞争、杠杆率不高、资本冗余等仍困扰证券业。ROE 较低是压制券商股估值的重要因素。根据证券业协会 2019 年 1-3 季度数据，我们估算证券行业 2019 年全年平均 ROE 约 6.4%，较 2018 年的 3.6% 有较大幅度提升，但仍显著低于上市银行、上市保险普遍 10% 以上的 ROE 水平。

关于证券业 ROE 较低的探讨较多，我们认为原因主要集中在同质化竞争、杠杆率不高、资本冗余三方面。

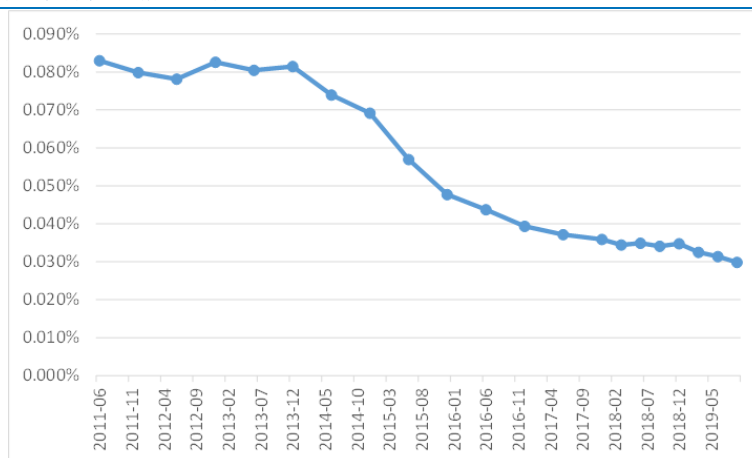
### 1、同质化问题仍待解决，预期价格战将持续

2019 年 10 月，新浪财经等媒体报道“多家总部位于华南地区的中小券商将佣金费率压到万分之一水平”。事实上，草根调研可知，2015 年出台的万分之 2.5 的新开户佣金率指导早已被突破。目前，普通散户网上开户佣金率还维持在万 2.5 的水平；但对于资券规模超过 100 万、200 万的高净值客户线下开户佣金率早已降至万 2.0 甚至万 1.8；普通私募机构佣金率则已降至万 1.5、1.6；对于交易频繁、交易量大的量化客户则早已降至万 1.2、1.3 的水平。

值得注意的是，上述佣金率仍为客户交易佣金率，扣除交给交易所、中登公司、证监会的相关规费才是证券公司可以取得的净佣金率。目前，规费主要包括三项：证券监管费、经手费、过户费。其中，经手费为成交金额的万分之 0.487，过户费为成交金额的万分之 0.2，证券监管费为股票成交额的万分之 0.2（投资基金及债券免征）。综合测算规费成本约为成交额的万分之 0.6-0.7。此外，证券公司还需缴纳增值税、投资者保护基金，还有公司中后台的系统开发、维护费用及人工成本等。我们估计在日均成交 4000 亿元的假设下，万分之一应该已是中小证券公司经纪业务的成本底线。

考虑到 2019 年第 3 季度证券业平均净佣金率为万分之 3，而部分中小券商新开户净佣金率仅万分之 0.3-0.4，我们预期经纪业务净佣金率下滑趋势远未结束。

图 5：经纪业务佣金率仍在下滑通道中



资料来源：证券业协会、WIND、华金证券研究所

经纪业务是证券公司最主要盈利来源，经纪业务利润率持续下滑成为拖累证券业 ROE 的重要原因之一。整体而言，我们认为证券公司目前提供的各种产品或服务，如证券交易、金融产品

销售、融资融券、股票质押、股票债券发行等同质性较强，因此在相对分散的竞争格局下，恶性竞争难以避免。

**理论上客户分类、产品分级、差异化服务是挣脱价格战泥潭的有效途径**，多年来证券公司进行了许多这方面的探索。如银河证券按资产规模和佣金贡献将客户分为VIP客户、核心客户、潜力客户和普通客户，同时根据风险承受能力将客户分成保守型、稳健型和进取型三类。中信证券则是将客户分为新开户、二星级、三星级、四星级、五星级、VIP客户和钻石级。钻石级客户可使用快速交易通道、特色咨询服务（研究员面对面、定制报告及参加资本市场年会）等。华泰证券则是将客户分为紫金理财卡客户、紫金金卡客户、紫金钻卡客户。然而我们草根调研发现目前证券公司的客户服务仍存在堆砌资讯信息、服务内容与客户需求不匹配、服务人员不专业导致客户投资损失等问题。

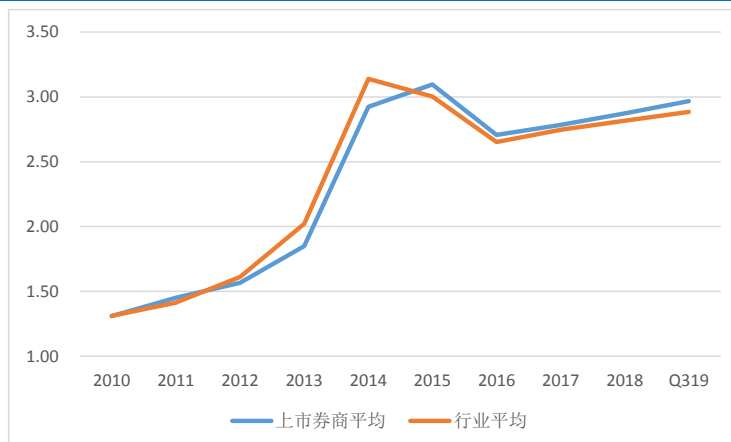
此外，长期以来，绝大多数个人投资者难以通过参与资本市场实现资产增长，无法与证券公司形成交互促进的良性正循环，证券公司服务难以转化为客户资产增值的收益，我们认为这一问题不是证券公司自身能够改变。我们期待国内资本市场进一步完善，平衡好融资市场和投资市场的关系；证券公司也能逐步提升综合金融服务能力（交易便利性、投研支持、快捷融资渠道、多样化对冲工具等），形成真正的核心竞争力。

展望2020年，考虑到同质化、竞争格局分散等问题并未改善，我们预期经纪业务价格战或持续。基于2019年行业平均佣金率下滑态势，我们预计2020年行业平均净佣金率或同比下滑10%左右。

## 2、受限于业务资质，行业整体杠杆率不高且资本冗余

**证券业杠杆率缓慢回升中，但整体仍然较低。**2019年3季度末，证券业平均有效杠杆率为2.88x，虽较2018年末的2.82x小幅回升。虽然2017年以来证券业有效杠杆率一直在缓慢回升，但整体仍大幅低于上市银行（12.36x）、上市保险公司（10.15x）同期杠杆率水平，也大幅低于高盛（10.95x）、摩根士丹利（10.96x）2019年3季度末的杠杆率水平。

图6：证券业、上市券商平均杠杆率缓慢回升中

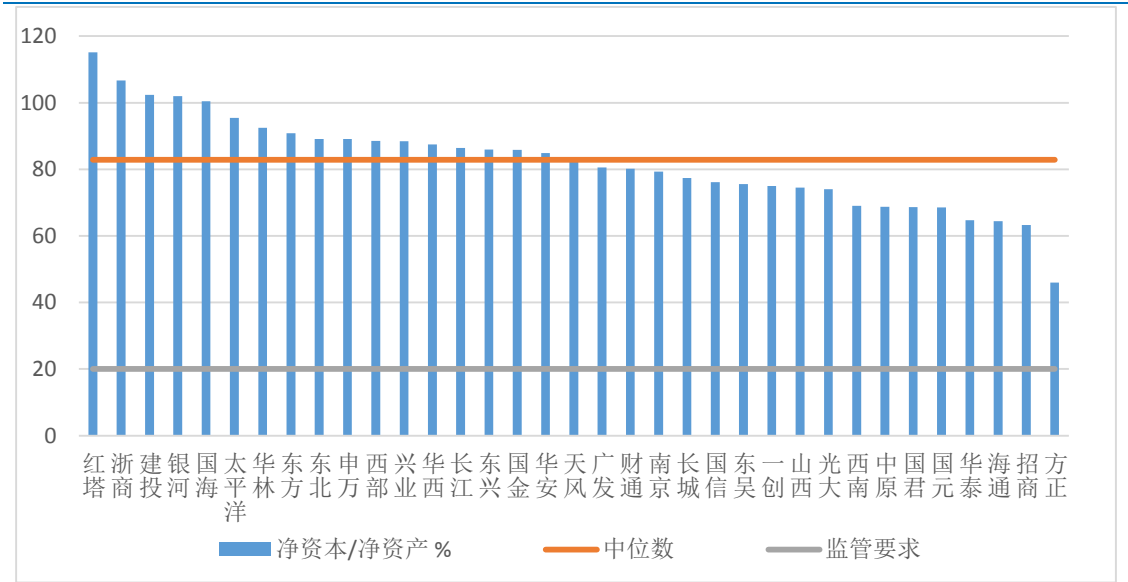


资料来源：证券业协会、公司公告、华金证券研究所

与此同时，证券业还面临资本冗余问题。证券业资本冗余问题集中反映在资本杠杆率、净资产/净资产、风险覆盖率、流动性覆盖率等指标。2019年中期末，上市券商资本杠杆率中位数为

21.69%，监管要求为不得低于 8%；净资本/净资产中位数为 82.89%，监管要求为不得低于 20%；风险覆盖率中位数为 252.39%，监管要求为不得低于 100%；流动性覆盖率中位数为 357.90%，监管要求为不得低于 100%。

图 7：上市券商“净资本/净资产”指标与监管要求比较



资料来源：公司公告、华金证券研究所

证券公司资本冗余、没有动力加杠杆，我们认为一方面是监管导向下，持续大额股权融资致净资产快速提升，另一方面则受制于业务范围和专业能力不足。业务范围较少，缺少可以放心加杠杆的业务；专业能力不足，即便有业务亟待资金，也只能浅尝辄止甚至大额亏损后退出。

杠杆犹如双刃剑，增加负债赚取利差是最优结果，但若增加了负债，融入资金没有有效运用，则需承担刚性的资本成本；若资金配置在风险较高的业务，一旦资产价值大幅波动，则财务成本叠加信用风险或投资损失，只会形成更加恶劣的结果。

从证券公司资产配置来看，目前证券公司的杠杆资金主要用于信用业务、固定收益投资、非方向性量化投资和债券或 ETF 基金做市。其中我们最看好信用业务和 ETF 基金做市业务。

### （1）信用业务：杠杆资金最主要配置方向，但股质业务收缩、两融增量难觅

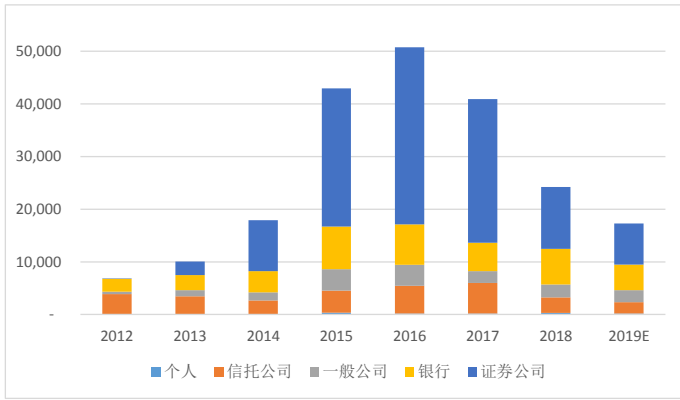
根据我们估算，2019 年 3 季度末证券业信用业务融出资金余额约 14700 亿元，其中融资融券业务约 9500 亿元，股票质押业务约 5200 亿元。信用业务占用资金约占证券行业可配置总资产<sup>2</sup>的 25%，净资产的 75%。

#### 股票质押业务：仍处风险暴露期，2019 年规模同比收缩 30-40%

从股票质押业务参考市值来看，2015-17 年是业务快速发展的三年，也是证券公司融出资金最多的三年，然而信贷周期下行叠加股票市场周期下行，以及股质新规和减持新规导致风险处置受限，2018 年以来暴露出大量坏账。2018 年资产质量恶化预期下，拖累券商股 PB 估值在 4 季度跌至 0.8x 左右的历史最低位。2019 年以来多数上市券商主动收缩股质业务规模甚至暂停股质业务、计提减值准备、引入纾困基金、解决相关法律纠纷。根据 2019 年中报，多数上市券商股票质押和融资融券业务维持担保比例回升至 200% 以上。

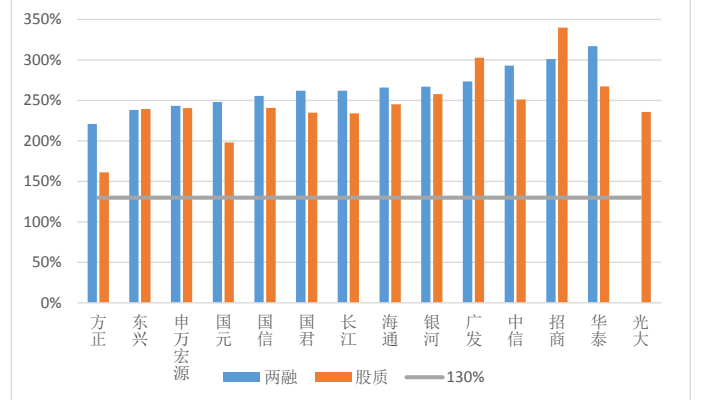
<sup>2</sup> 剔除第三方存管，不能动用的客户保证金

图 8：券商、银行、信托公司等接受股票质押日参考市值（亿元）



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 9：H119 上市券商股票质押和融资融券业务维持担保比例



资料来源：公司公告，华金证券研究所

2019 年以来，部分证券公司暂停了股票质押业务。信用业务是证券公司切入信贷业务的最主要途径，而信贷业务是金融行业的主流业务，也是大幅加杠杆的最主要途径，我们认为完全放弃股质业务并不理性。

此外，以 2019 年上半年证券公司股票质押利息收入来看，中信证券、海通证券、国泰君安利息收入分别高达 11.85 亿元，18.35 亿元和 11.06 亿元，收入占总收入比重分别为 5.44%、10.35%、7.85%，收入还是较可观的。同时，即便在 2018 年股票质押连续暴雷的年份，当年上市券商合计计提信用减值损失 93.76 亿元；但比较来看，仅中信、海通、国君、华泰四家 2018 年股票质押利息收入合计就超过 130 亿元。因此整体来说，股票质押业务对证券公司依旧是有利可图的。

2019 年 1-3 季度，上市券商再度计提信用减值损失合计 77.98 亿元。考虑到近期股市再度低迷及年终结算因素，我们预计 2018、19 年上市券商计提信用减值损失或累加达到 200 亿元，多数上市券商信用减值/信用业务余额超过 2%，部分甚至达到 5%以上。我们认为坏账计提已较充分。

我们预期当市场回暖，多数证券公司仍将继续开展股质业务。当然，股票质押业务专业性较强，需要在宏观经济预判、标的筛选、风险识别、资金管控、风险处置等多方面协同配合，同时也需要充足的资本实力为后盾，大型券商更占优势。

业务整体有利可图，较高的维持担保比例加已充分计提减值准备，我们认为对证券公司资产质量问题不必过度担忧。资产质量无忧，则 PB 估值至少可给予 1x，持续盈利预期下给予 10-20% 的估值溢价也是合理的。

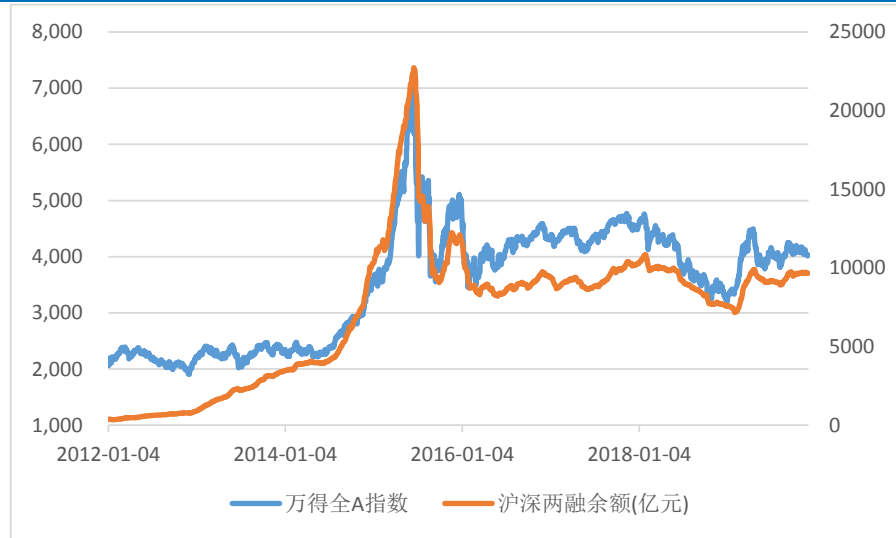
### 融资融券业务：融资业务与股市景气密切正相关，融券业务有待发展

受益于资金、担保物均在证券公司信用账户下以及较低的杠杆比例，融资融券业务潜在风险远小于股票质押业务，已成为证券公司的常规业务、稳定收入来源。

2019 年 8 月 9 日，证监会指导沪深交易所修订的《融资融券交易实施细则》正式出台，自 8 月 19 日起开始施行。新规进一步扩大融资融券标的范围，标的股票由 950 只扩大至 1600 只，两融标的市值占总市值比重由约 70%达到 80%以上。同时，取消了最低维持担保比例不得低于 130%的统一限制，交由证券公司根据客户资信、担保品质量和公司风险承受能力，与客户自主

约定最低维持担保比例。新规还完善了维持担保比例计算公式，除了现金、股票、债券外，客户还可以证券公司认可的其他证券等资产作为补充担保物，增强补充担保的灵活性。新规施行后，两融余额由新规前的不足 9000 亿元，回升至目前的 9700 亿元左右。

图 10: 融资融券规模与 A 股市场景气密切正相关



资料来源: WIND、华金证券研究所

然而，融资融券业务的主要问题在于目前 98.65% 是融资业务，融券业务始终没发展起来。而融资业务则与 A 股市场景气程度密切正相关，受市场波动影响较大。参考我国台湾地区证券市场，融券业务待偿余额通常占融资融券业务余额的 10-20%。我们期待大陆地区的融券业务也能发展起来，成为平稳证券市场的重要工具，也为证券公司拓展新利润来源。

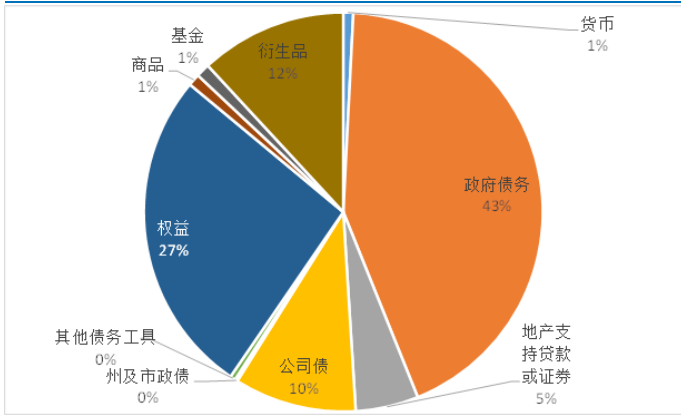
综上所述，展望 2020 年，我们认为若 A 股市场景气不能大幅回升，信用业务（股票质押和融资融券业务）规模难以快速提升。但若证券业融出资金 50% 为杠杆资金，假设市场利率下滑 40bps（与 2019 年下滑幅度相同），则证券业利息净收入有望增加约 29 亿元，占 2019 年行业净利润的 1.66%。

## （2）做市业务：海外投行资金配置重点，在我国方兴未艾

以高盛集团为例，做市业务占用资产比例超过 60%，是杠杆资金的主要配置方向。分结构来看，海外投行做市业务主要分三类——FICC、权益和衍生品。高盛 2018 年的 FICC 业务收入贡献达 20% 左右，而 FICC 收入的 80% 来自做市。FICC 中的 Fix income 除债券外，还有大量资产证券化产品；Currencies 指外汇交易；Commodities 指大宗商品。场外衍生品也是海外投行做市业务的重要方向，2019 年中期末高盛金融资产中衍生品金额占比达 12%。

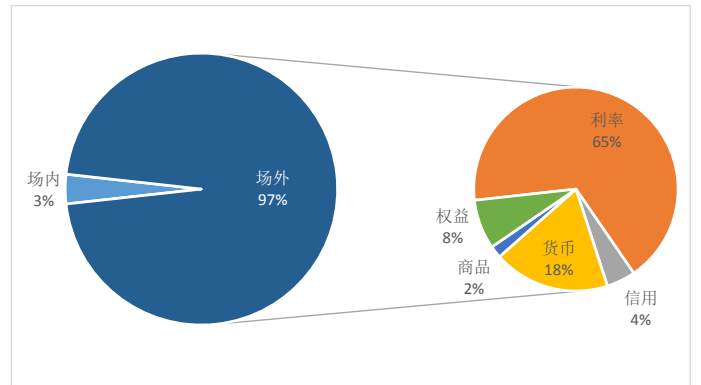


图 11：高盛集团金融资产构成（H119）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 12：高盛衍生品资产构成（H119）



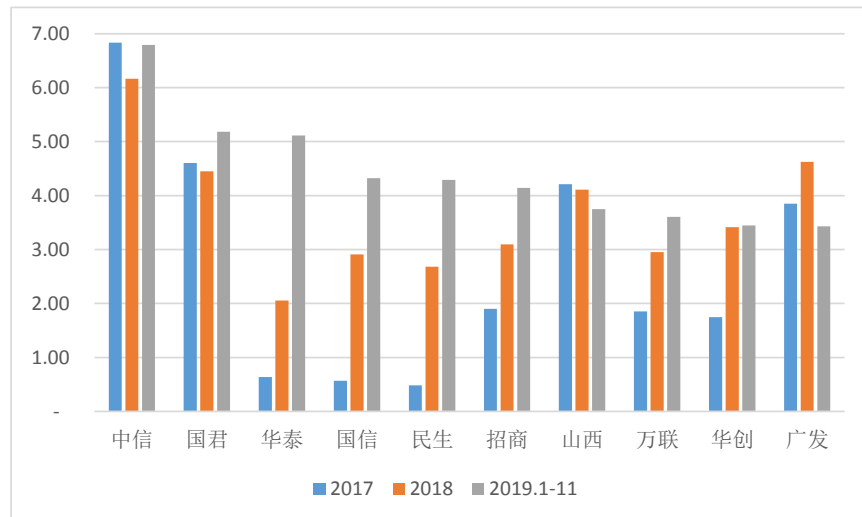
资料来源：公司公告，华金证券研究所

与海外投行不同，我国证券公司做市业务主要涉及债券做市、ETF 做市和场外衍生品做市。场外衍生品做市目前仅中信、中金出具规模。外汇交易和大宗商品还在初步探索阶段。

**债券做市：**证券公司参与银行间市场债券做市由来已久，中信证券、国泰君安自 2005 年已取得银行间债券市场做市资格、中金公司 2010 年取得，招商、光大、中信建投、广发、国信 2016 年取得主承销和尝试做市资格。

然而，银行间债券市场以商业银行为主要交易对手，多为一对一协议交易，做市交易占比很低，证券公司整体参与度不高。从中债登的债券交割量金额来看，中信证券处于绝对领先的地位，最近 5 年一直保持行业首位，东方、广发、国君、华泰等跟随其后，排名时有更迭。债券做市占用资金量较大，但利差较小，因此发展多年并未成为重要业务支柱。

图 13：证券公司债券交割量占同类机构比例（%）



资料来源：WIND、华金证券研究所

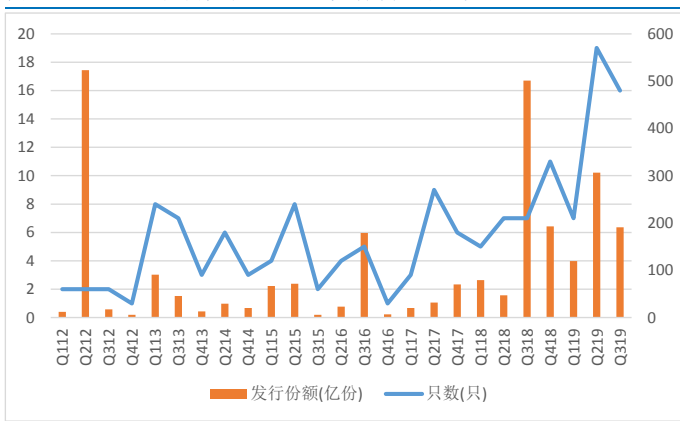
**ETF 做市：**早在 2012 年国内 ETF 市场已正式引入“做市商制度”，但上交所 2015 年 8 月发布的《ETF 服务商评价体系运作效果分析》中指出真实履行做市义务的服务商仅占少数，激励机制不健全，服务商没有动力履行义务，而且服务商做市水平不高，无法通过做市业务实现盈利。这一现象直至 2018 年才有所改观。2018 年 11 月，上交所发布《上市基金流动性服务业务指引》

征求意见稿，对上交所上市基金的流动性服务业务从做市申请、做市规则和做市商监管三大方面进行规范：

- **做市商分层、分级并建立淘汰和激励机制。**将流动性服务商区分主做市商和一般做市商。其中，主做市商包括 5 档评级，而一般做市商分为 4 档评级。对于主做市商会根据打分指标，引入淘汰机制，一般做市商则不会进行年度末位淘汰。不过，主做市商会根据评级结果获得激励和费用减免。据了解，激励包括试点基金的交易经手费，股票型 ETF 沪市成分股交易经手费给予一定程度的减免等。
- **修订报价规则。**对做市商提供的买卖报价价差以及最小申报数量要求方面也做出了变更，规定最高的股票型基金最大报价价差不超过 0.5%（原 1%），货币 ETF 则更低。另外，上市基金最小报价数量也由原来统一的不低于 1 万份改成股票基金不低于 20 万元，其余基金品种的最小报价数量也在 20 万元左右。
- **公布考评结果。**2019 年 1 月，上交所还公布了 2018 年度上交所上市基金流动性服务考评结果，其中国信证券、中信建投证券、联讯证券、方正证券为优秀；华融证券和中国银河证券为良好；招商证券、中信证券、广发证券、华泰证券、申万宏源证券为合格。2019 年前 10 个月已有 65 只 ETF 引入一家或多家做市商。引入做市商数量最多的华夏沪深 300ETF，已先后引入 9 家做市商。

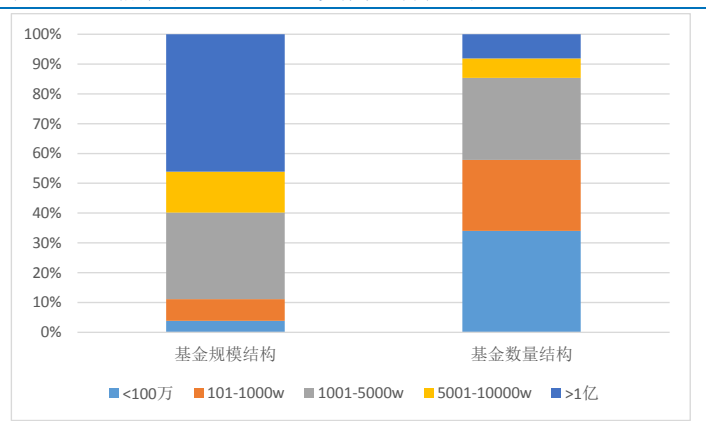
参考海外成熟资本市场经验，截至 2018 年末，美国指数基金规模达 6.6 万亿美元，指数共同基金和指数 ETF 共计占到长期投资基金净资产的 36%（各占 18%）。指数基金费率较低、方便对冲风险和资产配置，我们十分看好指数型基金。我们预期随着社保资金、保险资金、银行理财资金逐步入市以及做市制度的进一步完善，我国指数型基金将进入快车道。证券公司从事为其提供配套服务的周边业务也将前景广阔。从已披露的上市基金做市商数据来看，广发、方正、中信等具备先发优势。

图 14: Q318 开始股票型 ETF 发行明显提速



资料来源: WIND, 华金证券研究所

图 15: 目前股票型 ETF 基金多数交易并不活跃 (2019.1-11)

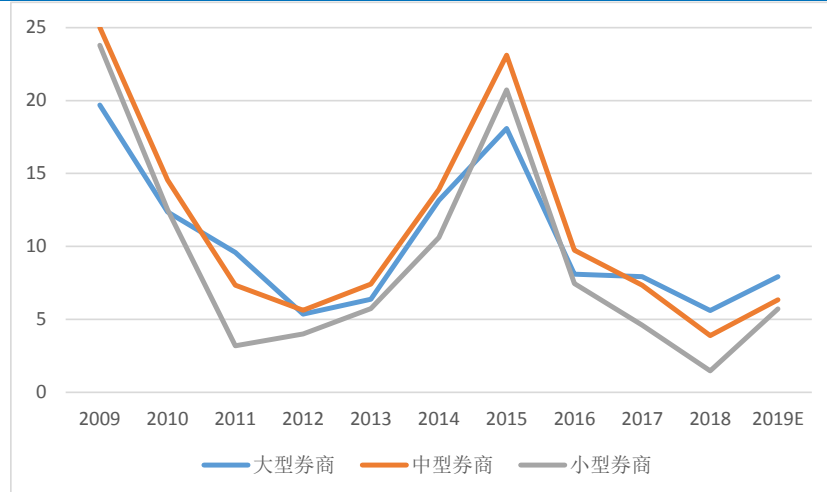


资料来源: WIND, 华金证券研究所

## (二) 扶优抑劣多年，为什么大型券商优势自 2018 年才略有显现？

从图 16（与图 3 相同）可以看到，2017 年之前大型上市券商的 ROE 相对中小型上市券商并无优势，甚至在 A 股市场景气较好的年份表现弱于中小型上市券商。

图 16: 大型券商相对中小券商的优势在 2018、19 年略有显现 (%)



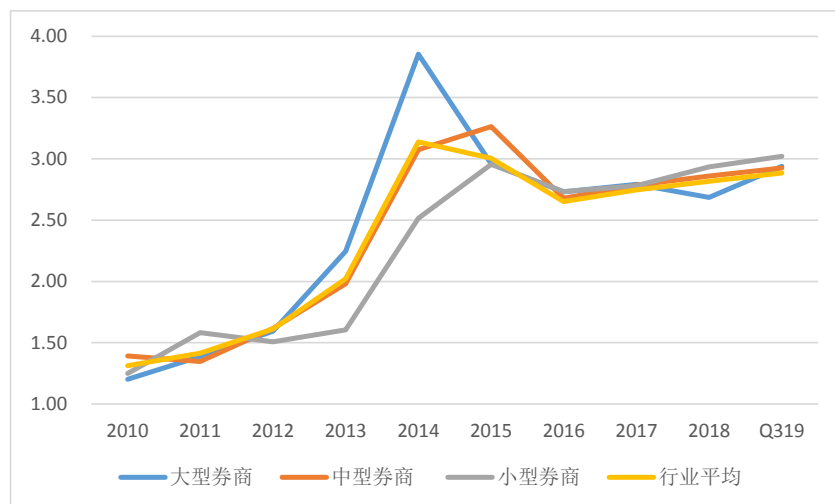
资料来源: WIND、华金证券研究所, 注: 大型券商包括中信、中金、华泰、海通、国泰君安五家。其他分类参考 2019 年 12 月 3 日总市值, 总市值大于 300 亿的为中型, 不足 300 亿为小型

证券业自 2004 年综合治理开始, 一直秉承“扶优抑劣”监管导向, 大型券商在牌照获取、资本实力、人才资源、客户积累等多方面占据优势, 但为什么这些优势多年里却并未体现在 ROE 上呢? 我们认为原因主要在于三方面:

## 1、资本冗余下, 大型券商杠杆率与行业平均大致相当

上市券商普遍资本冗余, 资金配置方向有限下, 大型券商杠杆率与行业平均大致相同, 甚至更低。2013-14 年大型券商杠杆率较高, 主要由于国泰君安未上市, 杠杆率较高, 2015 年国君上市融资后杠杆率快速降低。其他时段, 大型券商杠杆率与行业平均大致相当, 2018 年末甚至低于行业平均。

图 17: 各类型上市券商杠杆率比较

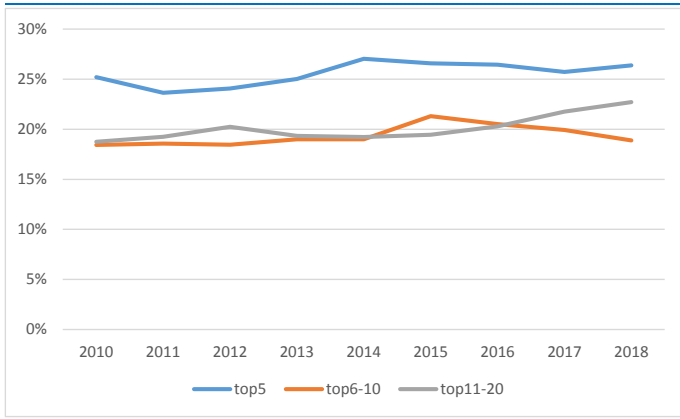


资料来源: WIND、华金证券研究所, 注: 大型券商包括中信、中金、华泰、海通、国泰君安五家。其他分类参考 2019 年 12 月 3 日总市值, 总市值大于 300 亿的为中型, 不足 300 亿为小型。

## 2、同质化严重、竞争激烈, 多业务条线行业集中度并未提升

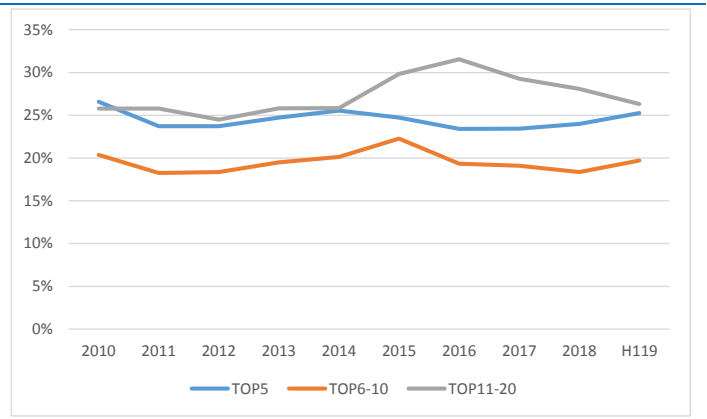
受业务/产品同质化影响，经纪（含机构业务）、两融、资管等业务竞争激烈，并未出现集中度提高的迹象。对于证券业，多年来市场一直期待出现行业集中度提升，竞争格局的优化，从而脱离恶性竞争的迹象。然而，从历史数据来看，经纪收入（无论零售还是机构）、资产管理收入、融资融券规模并没有出现行业集中度提升的迹象。

图 18: 经纪收入没有明显的集中度提升的迹象



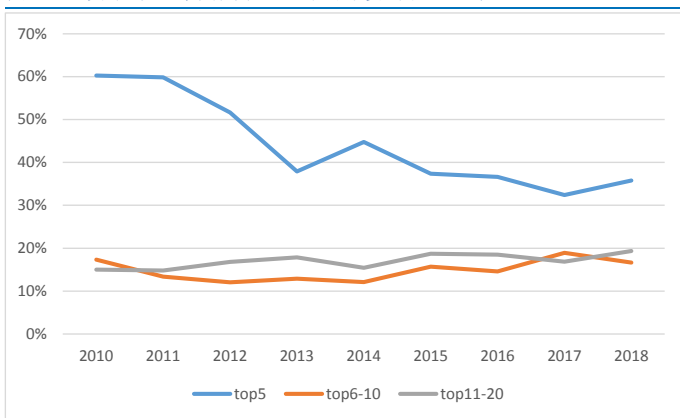
资料来源: WIND, 华金证券研究所

图 19: 基金分仓（机构收入主要构成）没有集中度提升的迹象



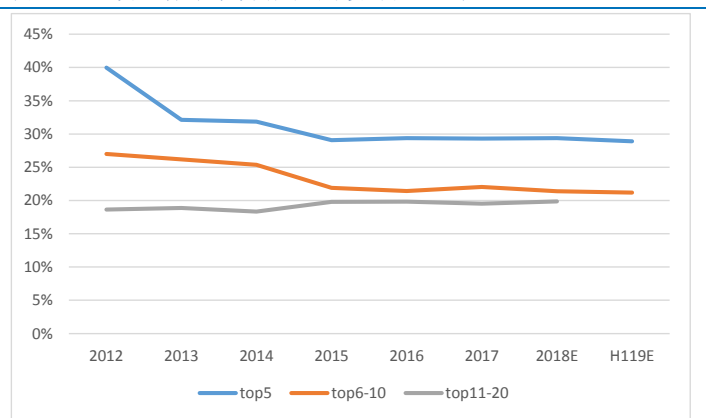
资料来源: WIND, 华金证券研究所

图 20: 资管收入没有明显的集中度提升的迹象



资料来源: WIND, 华金证券研究所

图 21: 融资融券余额没有集中度提升的迹象



资料来源: WIND, 华金证券研究所

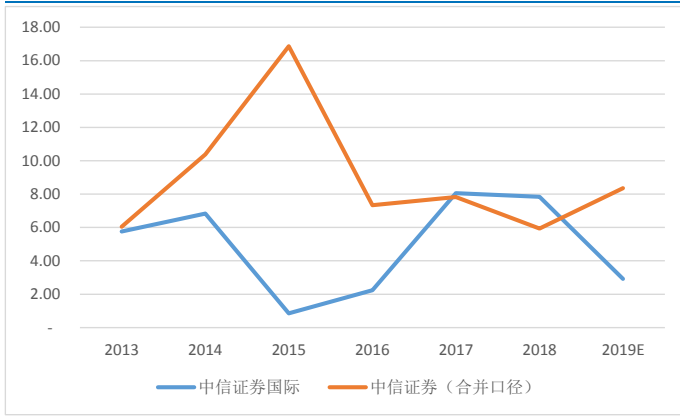
### 3、战略投入拉低公司整体盈利能力

大型券商海外布局、业务多元化，受战略投入影响，短期内拉低了公司整体的盈利能力。以中信证券为例，中信证券国际 2019 年中期末总资产、净资产分别 1147 亿元和 83.00 亿元，总资产、净资产占比分别达到 15.73%和 5.18%，净利润却仅 1.20 亿元，半年 ROE 1.46%。从历史数据来看，多数时间中信证券国际在拉低公司整体 ROE。

再以海通证券为例，海通开元 2019 年中期末总资产、净资产分别 173.78 亿元和 139.19 亿元，总资产、净资产占比分别达到 2.73%和 11.23%，净利润却仅 6.03 亿元，半年 ROE 4.42%。从历史数据来看，多数时间海通开元也在拉低公司整体 ROE。

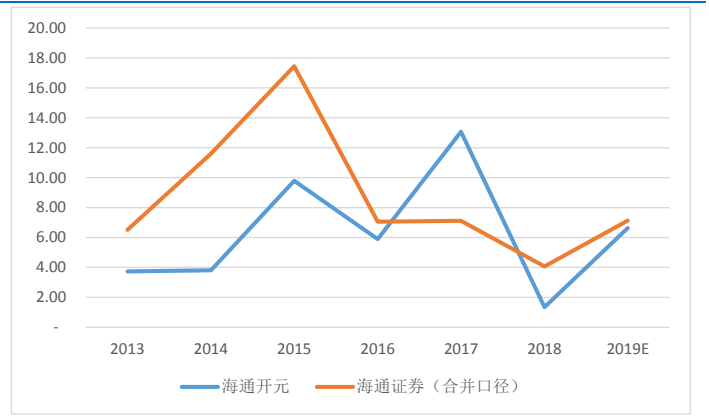
对于我国证券公司拓展海外业务或进行多元化布局，我们认为利好长期可持续发展的战略性投入，这一投入必不可少，但短期内确实可能拉低公司整体盈利能力。

图 22: 中信证券国际 2017 年之前一直拉低公司整体 ROE



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 23: 除 2017 年, 海通开元也在拉低公司整体 ROE



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

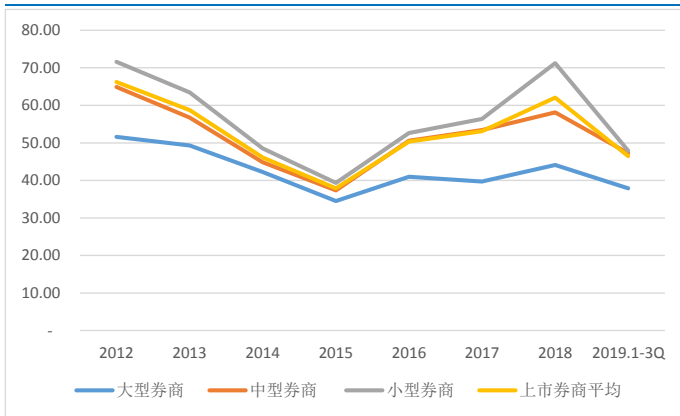
## 4、龙头券商优势在 2018、19 年显现的原因

### (1) 低迷市场环境，大型券商规模优势凸显

证券公司普遍业绩波动较大，与证券场景气程度高度正相关。但受益于规模效应、业务布局全面等因素，大型券商业绩相对稳健。具体表现在管理费用率较低，且低迷市场环境下优势愈发明显。反映在净利润率上也是同理，市场低迷环境下，大型券商收入多元，同比例计提的信用减值对利润的影响也相对较小，因此净利润率更高。

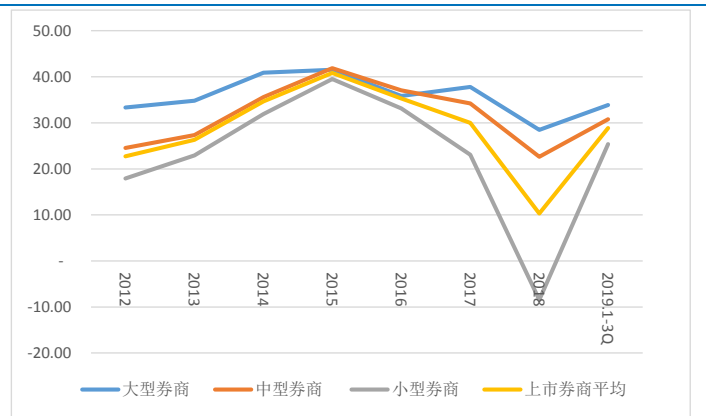
即便未来市场景气回暖，大型券商规模优势收窄，相对于小型券商的优势始终存在，但部分中型券商利润率或超越大型券商。

图 24: 各类型上市券商管理费用率比较 (%)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 25: 各类型上市券商净利润率比较 (%)

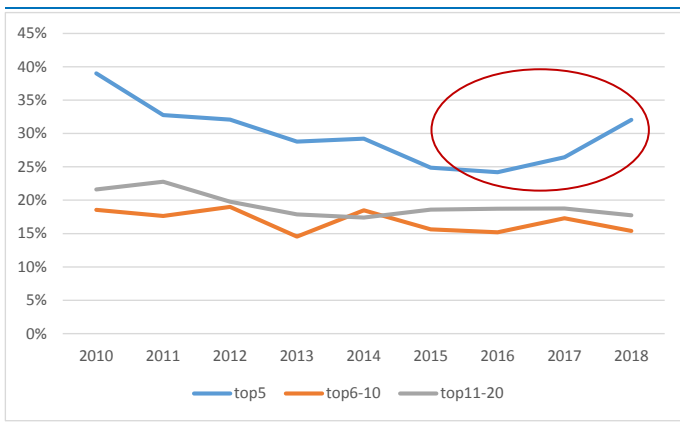


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

### (2) 行业集中度提升在投行条线显现

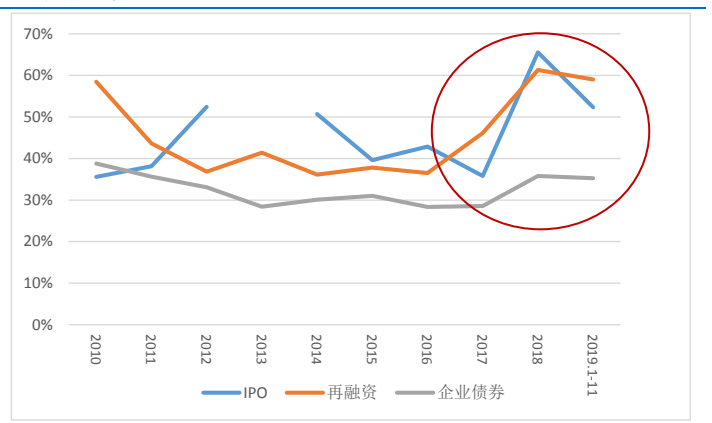
目前行业集中度提升主要体现在投行业务。投行收入集中度显著提升开始于 2016、17 年。股灾之后，监管层态度转变，加强了对证券公司的监管力度。尤其在投行业务方面，如 2016 年 7 月兴业证券因欣泰电气欺诈发行，先行赔付 5.5 亿元。再如 2017 年 3 月西南证券因并购项目九好集团“忽悠式”重组被暂停投行业务；同年，信达证券、中德证券、中投证券、爱建证券、新时代证券、东莞证券等多家证券公司因投行业务受到证监会处罚。强监管+严厉处罚下，中小券商投行业务趋于稳健保守，为大型券商发挥优势提供了市场空间。

图 26: 投行收入集中度提升迹象明显



资料来源: WIND, 华金证券研究所

图 27: IPO、再融资、企业债券均出现不同程度的集中度提升(按主承销规模)



资料来源: WIND, 华金证券研究所

科创板的推出也加剧投行业务集中度提升的态势。2019年6月科创板正式开板以来,截止12月4日已挂牌交易60家企业。目前数据显示,排名前5的证券公司取得了全部承销保荐收入的43%,排名前10的证券公司取得了全部承销保荐收入的66%。考虑到43%、66%的比例较目前投行收入行业分布高10个百分点,我们预期随着科创板业务占比提升,投行收入行业集中度还将增加。

11月30日,深交所副总经理王红在2019年第15届中国(深圳)国际期货大会上表示,“深交所按照证监会的统一部署,充分借鉴科创板试点注册制的成功经验,进一步完善创业板的发行上市、再融资和并购重组等基础性制度。”虽然具体改革细则尚未出台,但参考科创板试点注册制是必然的。新型注册制下,投行业务大概率将继续向头部集中。

此外,科创板及未来创业板项目若均需跟投,且有较长锁定期。考虑到权益投资占用净资本、流动性较大,我们认为中小券商尤其未上市的中小券商很难持续推进科创板/创业板业务,向资本实力雄厚、销售能力更强的大型券商集中势在必行。

表 1: 科创板主承销 TOP10

排名	证券公司	参与主承销项目数	募资金额(亿元)	承销保荐收入(万元)
1	中信建投	9	65.24	45,282
2	中信	9	108.59	42,255
3	华泰联合	5	62.73	36,888
4	中金	7	90.50	34,694
5	国信	7	46.81	31,483
6	招商	3	28.65	22,666
7	国泰君安	6	43.14	22,553
8	广发	4	26.21	20,333
9	东兴	2	24.26	17,596
10	安信	3	22.41	17,522
	小计	55	518.54	291,272
	行业占比	63%	65%	66%

资料来源: 华金证券研究所

从 2019 年数据来看，中信建投、中信、华泰、中金在科创板业务上占据优势。我们预计大投行产业链下，IPO 承销保荐的优势大概率可进一步拓展至再融资、债券发行及直投、并购、场外衍生品和大宗交易等业务。

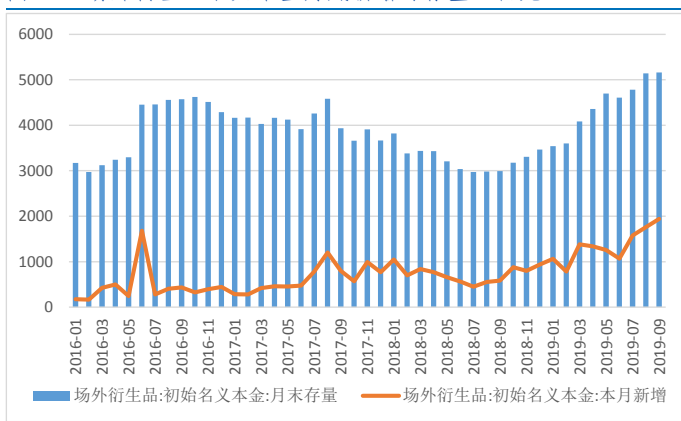
### (3) 场外衍生品，大型券商的主场

场外衍生品业务是 2015 年股灾后，证券业异军突起的业务。由于发展过于迅猛，2017、18 年证监会对这一业务进行了规范。根据最新规定 2018 年 5 月颁布的《关于进一步加强证券公司场外期权业务自律管理的通知》，场外衍生品业务是证券公司较高级别的风险管理业务，只有经监管层认可的一级交易商和二级交易商可以开展业务，一级交易商可在沪深证券交易所开立场内个股对冲交易专用账户，直接开展对冲交易；二级交易商只能通过与一级交易商开展衍生品交易进行个股风险对冲。此外，场外期权挂钩个股标的限定 1152 只个股（沪市 471 只和深市 681 只）。

目前一级交易商包括广发证券、国泰君安、华泰证券、中金公司、招商证券、中信证券、中信建投等 7 家；二级交易商包括海通证券、申万宏源、银河证券、国信证券、财通证券、东吴证券、东方证券、平安证券、浙商证券等 9 家。

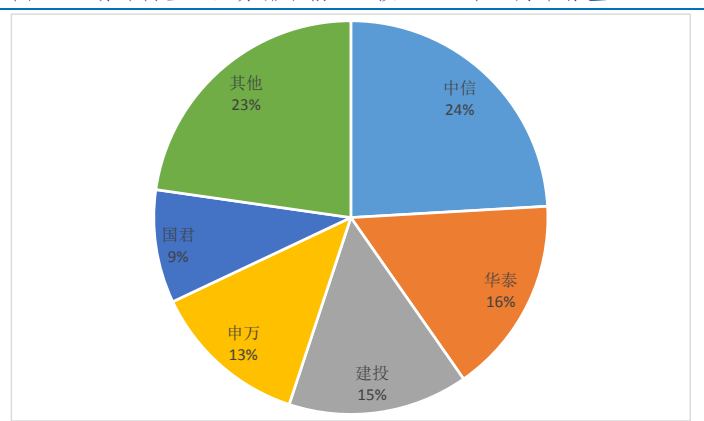
根据证券业协会发布的《场外证券业务开展情况报告》，2019 年 9 月末场外衍生品存续名义本金 5158.76 亿元，排名前 5 的证券公司占新增名义本金额 85.93%，存续名义本金额的 77.27%。存续规模较高的前 5 大证券公司分别是中信、华泰、中信建投、申万宏源和国泰君安。

图 28：场外衍生品名义本金月底新增与存量（亿元）



资料来源：证券业协会，华金证券研究所

图 29：场外衍生品业务排名前 5（按 2019 年 9 月末存量）



资料来源：证券业协会，华金证券研究所

场外衍生品包括场外期权和收益互换，标的包括股指、商品、个股、黄金和部分境外标的。交易对手包括商业银行、基金公司及其子公司、私募基金、证券公司及其子公司等。

上市券商关于场外衍生品业务披露的信息较少，根据草根调研我们了解到场外衍生品业务中规模最大的是股指期货，交易对手主要是商业银行的结构化存款，但由于商业银行议价能力较强，期权费率极低；证券公司场外衍生品业务收益主要来自个股期权，交易对手主要是私募基金、公募基金，且主要是看多期权。期权费率大致在 5%-20%，以 1-3 个月短期期权为主。

大宗商品原是场外衍生品业务的重点发力标的，但 2018 年 7 月中拓公司卖出大量 PTA 看涨期权，但最终爆仓被强平，同时穿仓给华泰期货、天风期货等 5 家期货公司造成了约 2.5 亿元损失。此后，各大期货公司纷纷收紧了场外期权业务的授信。

场外衍生品业务的收益源自期权费扣除对冲成本，股指期货由于对冲成本较低因此期权费也较低；个股看涨期权往往通过在现货端买入部分个股进行对冲，占用资金且面临一定风险敞口。理论上证券公司可以通过撮合客户交易实现客户之间的风险对冲，但由于场外期权业务个性化强、流动性差，目前还难以做到大量撮合客户交易。

基于监管限制和业务性质，我们认为场外衍生品业务具有强者恒强、赢者通吃的潜质，中信证券已展现出先发优势。

### 三、以客户需求为导向，全面转型财富管理也是未来方向

#### （一）向财富管理转型的探索早已开始

证券公司提升 ROE，除着力发展重资产业务，还有经纪、金融产品代销、投资顾问、研究咨询、资产管理等轻资产业务。我们认为这些业务可整合在一起，成为财富管理业务。价格战持续，制度红利越来越稀薄的市场环境下，向财富管理的转型在证券业已探索多年。

- 早在广发证券 2012 年制定的五年战略中，已提出“实现传统通道业务向财富管理的转型”。2014 年年报开始，公司将经营业务划分为 5 个分部，分别为投资银行业务、财富管理业务、机构客户服务业务、投资管理业务及其他。
- 2014 年招商证券在京、沪、深三地设立区域财富管理中心，建立团队服务高净值客户。
- 2015 年方正证券在经纪业务管理部之外新设财富管理部为一级部门。
- 中信于 2018 年 12 月将经纪业务发展与管理委员会更名为财富管理委员会，从组织架构层面凸显向财富管理转型的决心。与此同时中信还提出了明确的转型目标：2019 年培养一支高素质的投顾团队，初步实现投顾服务收费；2020 年全面推进投顾服务收费和财富管理展业模式与财富管理中心建设；到 2021 年，要实现财富管理客户数量和资产总规模增长 50%、投顾服务收费超 2 亿元。
- 银河证券 2019 年初也高调宣布将经纪业务总部更名为财富管理总部，并提出改革投顾薪酬制度，谋求经纪业务向财富管理转型。
- 兴业证券 2019 年 1 月将经纪业务总部更名为财富管理总部，公司将大量业务下沉至营业部层面，正在客户分级（分铂金会员、黄金会员等）、营销宣传（定期发布资产配置报告、研究员音频/视频会议）、产品配置（公募、私募产品）等方面持续推进。
- 2019 年 7 月，中投证券正式更名为“中国中金财富证券有限公司”，10 月中金公司在深圳举行 2019 中金财富战略升级发布会，并宣布旗下财富管理品牌“中金财富”正式启用。

#### （二）我们认为财富管理存在三种模式



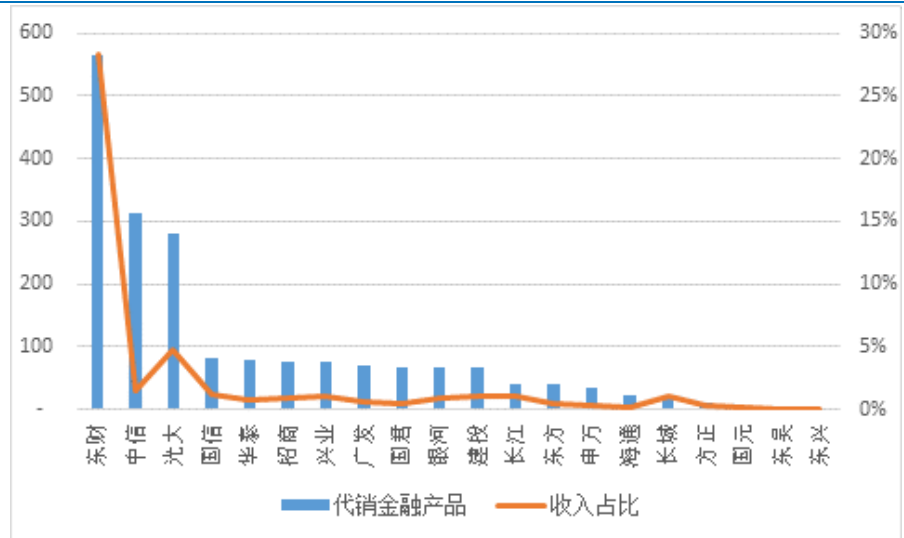
轻资产的财富管理业务，银行、保险、证券、信托、第三方均可涉足，市场空间很大但竞争同样激烈。证券公司转型财富管理具备有一定客户基础、专业能力相对较强、产品序列丰富等优势，但也存在各业务条线各自为战、争夺客户、经营思路尚需转变等弊端。

目前多数证券公司的经营思路仍以监管为导向，组织架构设置与业务资格（牌照）相对应。金融牌照本质是经营特许权，背后的制度红利决定了金融牌照的价值。然而，经历多年价格战，证券业经纪、咨询、金融产品代销等业务的制度红利已越来越少。这一情况下，只能由监管导向转变为客户需求导向，从赚取制度红利转变为向客户要业绩。如何在符合监管要求的情况下满足客户财富增值保值的需求，成为证券公司需要思考的首要问题。

参考国内外金融机构发展经验，我们将财富管理业务大致分为两种模式：金融产品超市模式和投资顾问模式，其中投资顾问模式又可再分为咨询型投顾模式和管理型投顾模式。

- (1) **金融产品超市模式：如嘉信理财的共同基金超市、东方财富的天天基金网。**这一模式下，客户自主选择投资标的，服务提供方是产品销售渠道或平台，致力于代销产品的多而全，在业务链中充当渠道或平台的角色。从某种意义上，证券公司的传统经纪业务也是金融产品超市的一种，客户在交易系统中自主决策购买哪一只股票，证券公司收取交易手续费。这一模式的优势在于门槛低、风险小；难度在于获客和保持客户不流失；缺点也在于门槛低，所以竞争激烈，容易陷入价格战。

图 30：主要上市券商代销金融产品业务收入及收入占比与东方财富比较



资料来源：公司公告、华金证券研究所。

- (2) **咨询型投顾模式：如诺亚财富的理财规划师团队、证券公司投资顾问等。**这一模式下，服务提供方通过理财经理、投资顾问为客户提供专业的投资建议，影响客户投资决策。这一模式的难度在于如何从客户处收取投资顾问费以及提升并维持投顾人员的专业能力。以诺亚为代表的第三方财富管理公司（券商代销非标产品亦同）的主要收入来源于融资方提供的代销费用，这一情形下销售人员利益与融资方绑定，短期行为或损伤投资人利益。而证券公司投资顾问（或客户经理）的问题则在于专业能力不足，服务面一般仅限于股票但难以帮助客户持续从股票市场盈利，因此过往出现过一些证券公司搭建投顾团队、加强客户服务反而导致客户流失的案例。与此同时，真正投资能力较强的投资顾问往往不会一直担任投资顾问为客户服务。

(3) **管理型投顾模式**：我们认为这一模式将是财富管理业务的主流形式。2019年10月证监会机构部发布了《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，行业期待已久的公募基金投资顾问业务试点正式落地。华夏、嘉实、易方达、南方、中欧等基金公司首批试点。据了解首批试点机构主要依托旗下子公司开展投顾业务，如华夏财富、嘉实财富、中欧钱滚滚等。

公募基金投资顾问业务需为每一位客户开立专属投顾账户、量身定制投顾策略，然后从全市场数千只产品选出匹配该策略的产品并持续跟踪，是一个长期动态调整的过程，需要较强的投资管理能力和风险控制能力，与FOF业务类似。

我们看好以公募基金投资顾问业务为代表的管理型投顾业务。管理型投顾模式的收费从收取申购赎回等交易费用调整为按保有规模收取管理费，弥补了咨询型投顾可能损伤客户的潜在风险，真正使投顾与客户利益保持一致，是长期可持续的业务模式。海外独立财富管理机构的收入结构中，咨询费通常仅占10%，管理费收入占比90%。

虽然首批试点名单中没有证券公司，但我们认为证券公司从事管理型投顾同样具有优势和可行性。从社会分工的角度，我们将资产管理的核心竞争力分为融资能力和投资能力（包括风控能力），投资行为又可分为大类资产配置、选股、择时和仓位管理。

相对于基金公司，证券公司尤其是拥有大量营业网点和存量客户的大型证券公司融资能力更强，而投资能力偏弱。投资顾问实质是采购投资能力，将选股、择时和一部分仓位管理的职能交给真正具有较强投资能力的资管机构，自身专注于做好大类资产配置和风险控制。考虑同样竞争压力，我们预期基金公司的投顾业务会更多配置于自有基金（类似于内部FOF），证券公司在标的选择上则利益冲突较少，相对更加客观公正。此外，我们衷心期待监管层可以放开公募基金之外的其他证券类型的管理型投顾业务。

### （三）中金、中信的财富管理走在行业前列

各证券公司转型财富管理的路线各不相同，我们最看好的管理型投资顾问模式尚未大规模开展。从现有资料信息来看，中金公司最符合我们的期待，中信证券最有潜力，其他公司还有待观察。

**财富管理业务布局，中金公司走在了行业前列。**中金财富管理是以关注客户整个生命周期为出发点，提供“财富规划+资产配置”解决方案，线上线下结合。具体做法是投资顾问与客户签订“一对一”资管计划，然后根据客户需求和风险承受能力设计资产配置方案，配置相应的子基金。子基金取自产品池，产品池涵盖公募、私募、资管计划，以私募为主，是公司基于既往业绩、策略、风格等遴选出来的优质标的。中金公司内部称之为“买方投顾模式”，其实就是我们最看好的管理型投顾模式。

图 31：中金公司买方投顾模式



资料来源：新浪财经、华金证券研究所

**中信证券理念领先，客户市场不断做大。**中信于 2018 年底启动全面财富管理转型，并提出“以客户需求为中心，重塑业务流程”的观点，公司将经纪业务发展与管理委员会更名为财富管理委员会，财富管理委员会下设零售客户部、财富客户部、金融产品部、投资顾问部、金融科技部、运营管理部等部门及北京、上海、江苏、安徽等 19 家分公司。

启动转型一年以来，公司理顺了从总部到分支机构的财富管理推动体系，将分支机构作为承接公司各项业务的区域落地平台，并依托自主打造的集“产品销售、投资顾问、资产配置”为一体的财富管理平台，为客户提供综合金融解决方案。受益于上述一系列举措，公司客户市场不断做大，截止 2019 年中期末，零售个人客户和一般法人机构客户分别由上年末的 820 万户和 3.4 万户升至 850 万户和 3.6 万户。

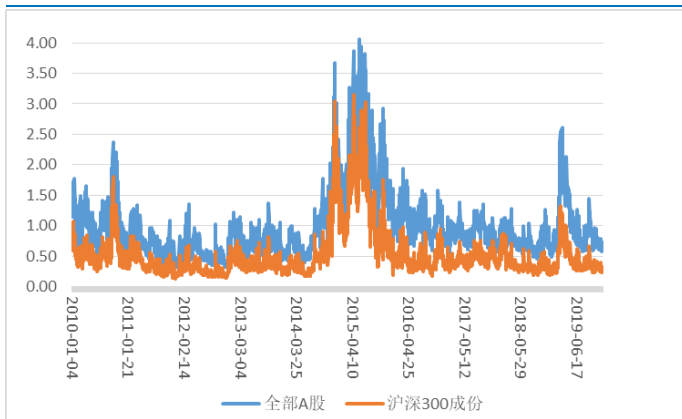
## 四、投资建议

### （一）假设 2020 年股市景气稳中有升

证券行业与股票场景气程度密切正相关，强周期高弹性。上市券商不但业绩与与股票场景气程度密切正相关，估值倍数也与与股票场景气程度密切正相关，两厢叠加造就了券商股价的高弹性。因此，我们首先对 2020 年股票场景气做一个粗略的预判。

近期股票市场再度陷入低迷，个别交易日成交金额仅 3000 多亿元，整体换手率仅 0.70% 左右。纵观我国证券交易所设立以来的股票交易历史，目前的交易活跃度已处于历史底部。低迷的市场也体现在我国股票市场的平均估值徘徊于历史的绝对底部。目前全部 A 股和沪深 300 平均 P/E（中值）分别为 30.97x 和 20.56x，与 2012-13 年历史底部大致相当。

图 32：全部 A 股与沪深 300 换手率已处历史底部



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 33：全部 A 股与沪深 300 平均 P/E 已处历史底部



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 34：A 股投资长期收益率（PE 倒数）与 10 年期国债收益率比较



资料来源：WIND、华金证券研究所，注：A 股长期投资收益率=1/全部 A 股市盈率(历史 TTM\_中值)

与此同时，我们使用全部 A 股 TTM PE 中值计算倒数，取得股票投资长期收益率，将其与 10 年期国债收益率进行比较。多数情况下，作为风险资产的股票 PE 倒数低于 10 年期国债收益

率，但在某些特别低迷的时段，PE 倒数也会出现高于 10 年期国债收益率的情况。比如 2006-07 年牛市启动之前；2008 年金融危机之时；2012 年和 2018 年 4 季度资本寒冬之际。

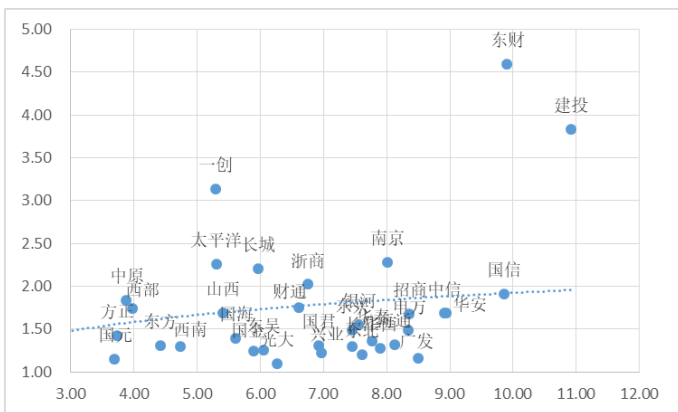
目前全部 A 股 TTM PE 中值倒数再度升至高于 10 年期国债收益率的水平。换言之，目前时点投资股票的长期投资收益率已高于市场无风险资产（10 年期国债）收益率，同时还享有股价上涨取得资本收益的可能。参考历史经验，股票长期投资收益率高于市场无风险资产收益率的时间一般非常短暂，时间较长的是 2019 年春季行情之前的 4 个月；2006 年大牛市之前则持续了近 10 个月。

综上所述，我们认为目前 A 股市场已处于历史底部，继续恶化的可能性不大，有望逐步回暖。

## （二）券商股遵循高 ROE 高 PB 的规律

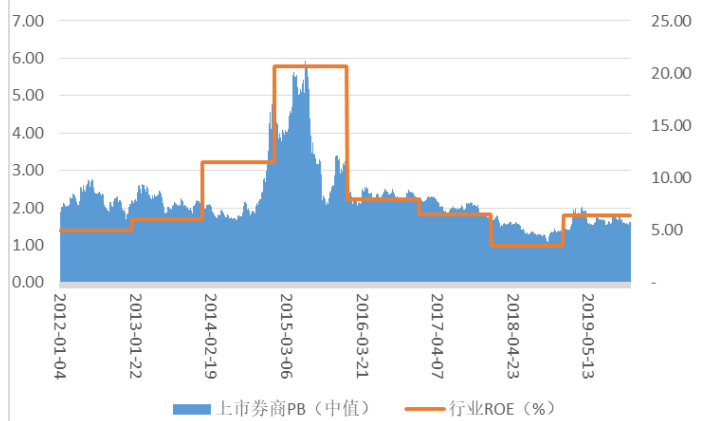
券商股估值通常使用 PB 估值法，目标 PB 与长期可持续 ROE 正相关，但会受短期（最近 1-2 年）预期影响。整体而言，我们遵循高 ROE 高目标 PB 的原则。当然，ROE 稍高，PB 过高也是不合理的。从券商股历史估值来看，同样遵循了高 ROE 高 PB 的规律。

图 35：上市券商 PB、ROE 比较



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 36：上市券商历史 PB 与行业 ROE 比较



资料来源：WIND，华金证券研究所

## （三）推荐标的

截止 2019 年 12 月，A 股上市券商已多达 36 只，PB (LF) 估值区间 1.10-4.00x<sup>3</sup>，差异较大；2019-20E ROE 区间 4.00-11.00%，差异也较大。

综合上文分析，我们认为证券业竞争格局远未固化，中信、海通、国君、华泰四家大型券商虽然在总资产、净资产等规模体量指标超越同业，但全行业资本冗余下，竞争优势并不突出，部分中型券商的盈利能力甚至更为优秀。我们认为目前上市券商中尚未出现一家全面领先的公司，中信、中金、中信建投、华泰、国君、海通、广发等各有千秋，在可预期的未来证券业仍将延续激烈竞争格局。结合上市券商基本面与估值水平，我们推荐：

<sup>3</sup> 剔除上市时间不足 1 年的次新股

- **中信证券：维持买入-B 评级。**公司资产规模、盈利规模等规模指标位居行业首位，在场外期权、投行、财富管理、海外等业务布局领先且已展现出一定的优势。公司目前股价对应 2020-21E P/B 1.56x 和 1.46x，虽略高于多数同业，但仍处于历史底部区域。我们预期未来公司各方面优势将逐步在盈利能力上体现出来，届时公司龙头溢价空间还将扩大。
- **广发证券：维持买入-A 评级。**位居行业第二梯队的大中型券商，投行实力较强。因 2018 年海外投资亏损等原因，2019 年被限制增加场外衍生品业务规模和限制增加新业务种类 6 个月，并被降级至 BBB。2019 年 1-3 季度净利润同比+36%，我们认为广发盈利能力仍然较好，监管处罚即将期满，公司目前股价对应 2020-21E P/B 1.11x 和 1.09x，估值水平明显低于可比公司，估值吸引力显著。
- **海通证券：维持买入-A 评级。**相对中信、华泰等，一贯秉承“稳健乃至保守战略”的海通特色并不明显。但公司综合实力仅次于中信，是居于行业前列的头部券商之一，资本实力、销售能力、定价能力、风控能力等均表现优异，稳健经营、均衡发展。2019 年 1-3 季度净利润同比+106%，业绩良好，且估值低于中信、华泰等主要可比公司。
- 建议关注行业第二梯队中具备成长潜力的中金、招商、国信、东方和以固收业务为特色的中小券商——第一创业。

表 2：部分上市券商估值比较

证券代码	简称	收盘价 元	总市值 亿元	自由流通市值 亿元	P/E			P/B		
					2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E
600030.SH	中信	22.25	2,498	1,739	20.0	18.1	16.4	1.67	1.56	1.46
601066.SH	建投	22.70	1,514	109	39.5	34.6	30.5	3.37	3.15	2.99
601688.SH	华泰	17.94	1,509	778	20.2	17.5	15.3	1.35	1.29	1.24
601211.SH	国君	17.56	1,476	759	17.6	14.8	13.1	1.22	1.13	1.07
600837.SH	海通	14.18	1,394	1,088	18.3	16.0	13.9	1.31	1.25	1.18
000166.SZ	申万	4.86	1,143	472	21.0	18.8	16.7	1.49	1.41	1.22
600999.SH	招商	17.12	1,058	399	18.1	16.1	13.8	1.38	1.33	1.25
000776.SZ	广发	13.97	958	381	15.4	13.5	12.4	1.17	1.11	1.09
002736.SZ	国信	11.63	954	234	17.7	16.3	14.6	1.77	1.66	1.54
600958.SH	东方	9.94	635	411	29.6	24.7	20.4	1.30	1.26	1.21
601788.SH	光大	11.70	495	202	21.3	18.1	16.0	1.09	1.03	0.98
601377.SH	兴业	6.31	423	296	19.1	17.8	15.2	1.23	1.18	1.12
601198.SH	东兴	10.96	302	143	21.5	19.5	17.9	1.48	1.43	1.37
000728.SZ	国元	8.42	283	155	30.4	25.9	21.4	1.12	1.08	1.04
600109.SH	国金	8.37	253	184	22.6	20.9	20.0	1.24	1.18	1.12

资料来源：WIND，华金证券研究所

注：收盘价使用 2019 年 12 月 09 日收盘价，华金覆盖公司使用华金盈利预测，未覆盖公司使用 WIND 一致预期

## 风险提示

**市场风险：**证券业主要收入来源均与证券市场密切相关。证券市场受整体经济发展、宏观政策、国际环境和投资者心理等因素影响，存在一定周期性。若未来我国证券市场持续不景气或大幅波动，可能对上市券商业务发展和经营业绩产生较大不利影响。

### 监管风险：

**监管加强导致业务发展受阻风险。**2015年下半年以来，中国证券业进入强监管阶段，监管态度由鼓励创新转变为控制风险。监管层对证券公司风险管理、流动性指标、杠杆率等进一步加强监管。投资者适当性管理、先行赔付等要求也加大了证券的责任。监管层的谨慎态度和较大的处罚力度或导致创新业务发展受限。

**监管处罚及连带风险。**近年来证监会对多家证券公司实施立案调查，对部分证券公司处以暂停业务或大额罚款。若公司展业过程中出现未勤勉尽责、尽职调查不到位、信息披露不完善等不合规事项，或面临较严峻监管处罚。接受监管处罚后，还将面临声誉受损、客户流失、先行赔付、集体诉讼等风险。

### 行业风险：

**牌照放开导致竞争加剧的风险。**2018年以来监管层再度加快资本市场对外开放，继瑞银、野村控股证券公司后，摩根大通也向证监会提交了相关申请材料。我们认为中长期来看，金融混业经营、证券业对内对外开放是大势所趋，随着金融牌照审批放开，海外资本、民营资本进入证券业或导致相关业务竞争加剧。

**竞争加剧下佣金率、利率持续下滑的风险。**证券公司同质化仍较强，竞争激烈。我们担忧未来经纪业务佣金率、股票质押利率、融资融券利率/交易佣金率等仍有下滑的空间。

**人才流失风险。**证券行业属于知识密集型行业，证券公司发展的关键在于人才储备和积累。若公司未建立完善的职业发展平台和激励机制，或面临高级管理人员和业务骨干流失的风险。若人才离职后继续开展与公司有竞争关系的业务，上市券商还可能进一步面临客户流失的风险。

## 行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。



### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议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，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com