

推荐（上调）

## 证券行业动态点评

风险评级：中风险

多重积极因素共振，券商连续放量上行

2019年12月18日

许建锋（SAC执业证书编号：S0340519010001）

电话：0769-22110925 邮箱：xujianfeng@dgzq.com.cn

## 事件：

2019年12月13日-12月17日，券商II（申万）指数放量上涨，区间涨幅为8.69%，其中南京证券、天风证券、中信建投的区间涨幅分别为33.73%、26.88%、22.86%。

## 点评：

- **券商板块估值变化的内在逻辑。**“牛市预期推动券商上涨”这是券商估值提升的表层逻辑，而内在逻辑是经济面、政策面、资金面、情绪面对市场影响的共振改变了投资者对大市未来走势的预期，进而改变对券商的业绩预期，最后传到至券商估值变动。
- **多重积极因素共振推动本轮券商板块上涨，其持续性在于北上资金净流入的延续性。**政策面：2019年资本市场改革红利频出，本轮改革不仅增厚券商业绩，更在于提升上市公司质量，引入并留住中长期资金，提升股权融资规模，有利于提高资本市场活跃度；情绪面：中美贸易达成第一阶段协议，贸易摩擦进入缓和阶段，情绪面主要抑制因素暂时消除；经济面：本次企业去库存接近尾声，2020年有望进入补库存周期；资金面：北上资金持续净流入，外资看多A股信号明显，叠加近日A股成交额明显放大，投资者产生市场向好预期，是本轮券商上行的关键因素，因此，本轮行情持续性在于北上资金净流入的延续性，若延续性维持，市场向好预期将被强化，国内机构资金有望大规模进场，形成资金接力，将继续推高券商估值。
- **资本市场改革的头两个阶段。**券商行业已进入以资本市场改革推动的第三次创新周期，注册制、IPO战略跟投、子公司分拆上市等制度创新，为券商行业带来增量收入。2019年9月，证监会提出全面深化资本市场改革12个重点任务，可视为改革第一阶段的施工蓝图，目标是解决引入并留住中长期资金、提高新兴产业股权融资比例两个核心问题。因此，资本市场改革第一阶段可归结为股权融资的改革，投行业务突出的头部券商政策红利受益显著。我们判断改革第二阶段将落在衍生品、柜台业务方面，提供丰富的风险管理工具及降低相关工具的使用成本将是该阶段改革的重点。借鉴美国投行发展历程，衍生品推动的其他业务成为营收的主要来源，国内券商营收结构变化大概率遵循美国同行的发展趋势，衍生品及柜台业务具备先发优势的头部券商有望受益。
- **未来券商的四个业务方向。**我们认为金融行业双向开放、资本市场改革、培育新兴产业存在依次服务关系，在此变革背景下，券商业务内容将发生如下变化：一、注册制下的股权融资规模将迅速扩大，投行业务将聚焦于新兴产业的股权融资需求；二、衍生品及柜台业务的规模将大幅扩大，具体变现为产品种类将丰富，及相关工具的使用成本将下降；三、国内券商将跟随中国企业走出去，国际业务表现为大力拓展中资企业的海外融资业务，同时挖掘外企到A股的融资需求；四、随着佣金下降，行业对外资开放，将倒逼国内券商快速发展财富管理业务。能把握上述业务变化趋势，并提前布局者，有望在开放格局下的竞争突围而出。
- **投资建议。**我们判断券商行业已进入以资本市场改革推动的第三次创新周期，第一阶段创新红利主要出现在股权融资业务，随着兼并重组、再融资、分拆上市等新规施行，创业板实施注册制、新三板创

建精选层、科创板挂牌数量增长等兑现，券商行业将在 2020 年迎来股权融资大年。因此，建议关注投行业务突出，政策红利受益明显的头部券商，华泰证券（601688）、广发证券（000776）、海通证券（600837），适当关注中信建投（601066）。

- **风险提示。**股权融资规模增长不及预期，资本市场改革进度放缓，贸易摩擦风险提升，两融余额、市场成交额大幅萎缩。

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn