



## 强于大市

# 证券行业 2020 年度策略

东方欲晓，莫道君行早

2019 年是资本市场供给侧改革的元年，科创板与注册制、再融资、并购重组等融资新政先后落地，未来资本市场投资端改革也有望跟进，以实现资本市场供需匹配。对外开放持续推进，倒逼行业转型升级，中国资本市场迎来新的发展机遇。

- **融资端：科创板等供给侧改革推动下，大投行业务加速转型。**今年是我国资本市场供给侧改革的元年，推动了证券行业的巨大变革，科创板的开市及注册制的实施、存量市场中再融资、并购重组规则全线松绑（其中科创板开市近半年来为证券行业贡献增量收入超过 66 亿元），资本市场对实体经济的融资服务范围扩大、重要性提升，直接融资及投行的的重要性也被提升到前所未有的高度。资本市场的改革或将改变投行的核心竞争力，促进券商大投行业务加速转型。
- **投资端：为实现资本市场供需匹配，融资端改革的同时也需要投资端政策放开的跟进。**今年以来，两融、衍生品市场不断扩容，融券业务有望打破瓶颈，发挥市场的价值发现功能。做空机制和场内外对冲工具的完善，有利于增加对长期资金的吸引力。公募投顾放开拉开了财富管理的转型的帷幕，未来待公募基金投顾模式逐渐成熟，有望将成功经验向券商财富管理领域移植。美国经纪商之所以敢于推行低佣金甚至零佣金，主要因其采用买方投顾以及全权委托经纪人代客理财的方式，依靠收取后端管理费，淡化佣金概念。我国券商通过提供同质化的交易通道服务收取佣金收入的盈利模式难以为继，财富管理转型已经迫在眉睫。
- **外资加速进入证券行业，鲶鱼效应下倒逼行业转型升级。**证监会与金融委先后定调，资本市场对外开放的核心政策方针确立。证券行业将于 2020 年完全放开股比限制，从长期来看，海外顶级投行参与度的提升：1) 将为我国证券行业带来增量资金，引入更多优秀人才、先进理念与创新业务经验；2) 对国内本土券商来说，有望为我国券商创新与变革之路打开全新视野，并产生“鲶鱼效应”，有望倒逼行业转型升级。同时与外资走进来匹配的是国内券商的走出去，有望培育与打造具有国际影响力的本土优质券商，更好地服务于实体经济。

### 相关研究报告

- 《上市券商 11 月业绩点评》 20191210
- 《上市券商 10 月业绩点评》 20191110
- 《证券行业 2019 年三季度报综述》 20191102

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 证券

王维逸

021-20328592

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518050001

\*孙嘉康、张天愉为本报告重要贡献者

### 投资建议

- 1) 长期来看，证券行业享有明显领先其他金融子行业的政策面利好，今年以来资本市场融资端深化改革不断深入、扩大开发举措不断推进，未来投资端政策也有望大幅放开，在证监会推动打造航母级券商的大背景下，龙头券商有望享受持续且重大的政策红利，行业集中度或将保持上升趋势。2) 短期来看，由于 2019 年以来内外不确定性因素影响使得券商板块估值已回调至较低水平，近期受中美贸易关系缓和以及中央经济工作会议等利好因素的集中催化，板块有望再度彰显高 Beta 弹性，在 2020 年享有较高的投资性价比。我们预计在悲观、中性、乐观假设下，证券行业 2020 年整体净利润增速为-1.14%、19.84%、37.52%。重点推荐业绩抗压性强、充分受益于资本市场改革且估值较低的券商龙头海通证券。

### 风险提示

- 政策出台、内外部环境以及市场波动对行业的影响超预期。



## 目录

<b>1 融资端：资本市场供给侧改革的元年 .....</b>	<b>5</b>
1.1 资本市场供给侧改革全面开启，有望持续提升直接融资与投行重要性 .....	5
1.2 科创板开市以来为券商带来收入超 66 亿，20 年或带来可观业绩贡献 .....	7
1.3 存量市场再融资规则全线松绑，券商再融资业务望迎来拐点 .....	10
1.4 并购重组迎新机遇，券商大投行业务望加速转型 .....	13
<b>2 投资端：两融、衍生品不断扩容，财富管理转型正当时 .....</b>	<b>15</b>
2.1 投资端政策亟待放开以实现供需匹配 .....	15
2.2 两融：转融资费率降低+标的扩容+券源扩大，融券成未来重要业务增长点 .....	16
2.3 衍生品市场：场内期货规则松绑、期权扩容，场外市场集中度高 .....	19
2.4 财富管理：公募投顾放开或引领我国零佣金时代，转型正当时 .....	24
<b>3 对外开放：外资加速进入，鲶鱼效应下倒逼行业转型升级 .....</b>	<b>27</b>
3.1 证监会与金融委先后定调扩大对外开放，海外增量资金有望加速引入 .....	27
3.2 券商外资股比限制将于 2020 年取消，“鲶鱼效应”下证券行业将加速转型升级 .....	29
<b>4 盈利展望及投资建议 .....</b>	<b>32</b>
4.1 2020 年盈利展望 .....	32
4.2 投资建议 .....	32
<b>5 风险提示 .....</b>	<b>34</b>



## 图表目录

图表 1. 2002-2019/10 年中国直接融资存量变化及占比.....	5
图表 2. 直接融资比重：中国 vs 美国.....	5
图表 3. 2002-2019/10 年中国直接融资构成变化情况.....	6
图表 4. 中美股权融资规模（截至 2019 年 12 月 6 日）与并购重组交易价值对比.....	6
图表 5. 2019 年资本市场供给侧改革进程.....	6
图表 6. 2019 年科创板 IPO 承销保荐家数及募集资金排名（截至 12 月 16 日）.....	7
图表 7. 2020 年科创板 IPO 承销保荐业绩贡献敏感性测试.....	8
图表 8. 科创板 IPO 项目跟投资金投入及浮动盈亏（截至 2019 年 12 月 16 日）.....	9
图表 9. 2020 年科创板项目跟投收益业绩贡献敏感性测试.....	10
图表 10. 2017 年 2 月再融资新规主要内容.....	10
图表 11. 2013-2019/11/27 年股权再融资规模及增速.....	11
图表 12. 创业板未连续两年盈利企业数量及占比.....	11
图表 13. 资产负债率低于 45% 的创业板企业（截至 19Q3）.....	11
图表 14. 再融资新旧规则对比.....	12
图表 15. 2013-2018 年全市场并购重组交易金额（有财务顾问的交易）.....	13
图表 16. 2013-2019/9 券商财务顾问业务净收入及同比增速.....	13
图表 17. 《上市公司重大资产重组管理办法》核心要点.....	14
图表 18. 2014-2018 资产管理规模对比：美国 vs 中国.....	15
图表 19. 2018 年中国公募基金结构.....	15
图表 20. 2018 年美国公募基金结构.....	15
图表 21. 2014-2019/10 我国公募基金规模变化.....	16
图表 22. 新增前两融标的构成.....	17
图表 23. 新增后两融标的构成.....	17
图表 24. 2019/07-2019/11 科创板两融余额及占比.....	17
图表 25. 2018/01-2019/11 全市场两融余额及增速.....	18
图表 26. 2019/07-2019/11 科创板融券余额及占比.....	19
图表 27. 2014/01-2019/11 融券余额及其占两融总额的比重.....	19
图表 28. 历次股指期货交易手续费规则调整情况.....	19
图表 29. 历次股指期货交易保证金率规则调整情况.....	20
图表 30. 历次股指期货开仓数量限制规则调整情况.....	20
图表 31. 2010/04-2019/11 股指期货单月成交量.....	20
图表 32. 2010/04-2019/11 股指期货持仓量.....	21
图表 33. 2015-2019/10 上证 50ETF 期权成交量.....	21



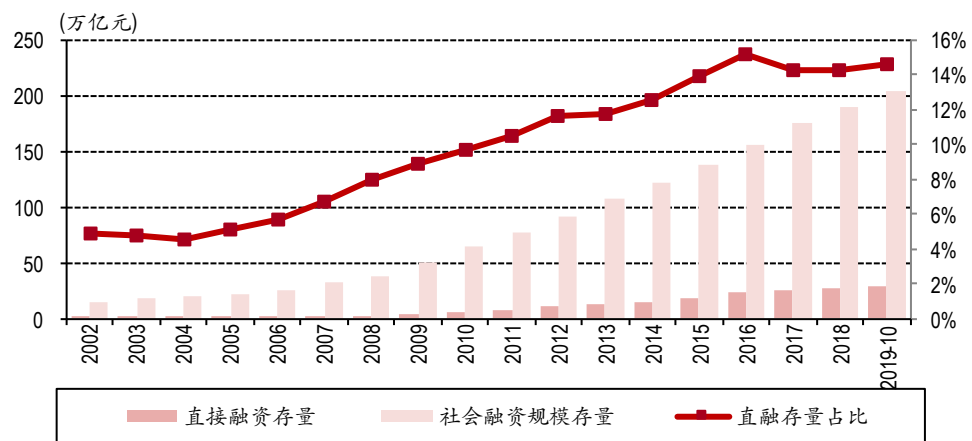
图表 34. 2015/02-2019/10 上证 50ETF 期权持仓量快速增长 .....	22
图表 35. 2018 年末场内股票期权市场业务量结构 .....	22
图表 36. 场外期权一二交易商名单 .....	23
图表 37. 2018/09-2019/09 收益互换与场外期权新增本金 CR5 .....	23
图表 38. 2018/09-2019/09 收益互换与场外期权存量本金 CR5 .....	23
图表 39. 2013-2018 年股权再融资规模及增速 .....	24
图表 40. 上市券商代理买卖证券净收入占经纪业务收入比重 (10 家) .....	25
图表 41. 2012-2019Q3 证券行业业务收入结构 .....	25
图表 42. 2011H1-2019Q3 证券行业经纪业务佣金率 .....	26
图表 43. 2019 年 6 月证监会一揽子 9 项资本市场对外开放举措 .....	27
图表 44. 2015-2019/09 QFII 持有 A 股重仓股市值及增长率 .....	27
图表 45. MSCI 增量资金测算 .....	28
图表 46. 2019 年 7 月金融委 11 条对外开放措施 .....	29
图表 47. 券商对外开放进程 .....	29
图表 48. 《管理办法》多方面放松外商投资券商 .....	30
图表 49. 《外商投资证券公司管理办法》从多方面对外商投资券商进行了优化 ...	31
图表 50. 2020 年证券行业业绩弹性测算 .....	32
图表 51. 上市券商估值表 .....	33

## 1 融资端：资本市场供给侧改革的元年

### 1.1 资本市场供给侧改革全面开启，有望持续提升直接融资与投行重要性

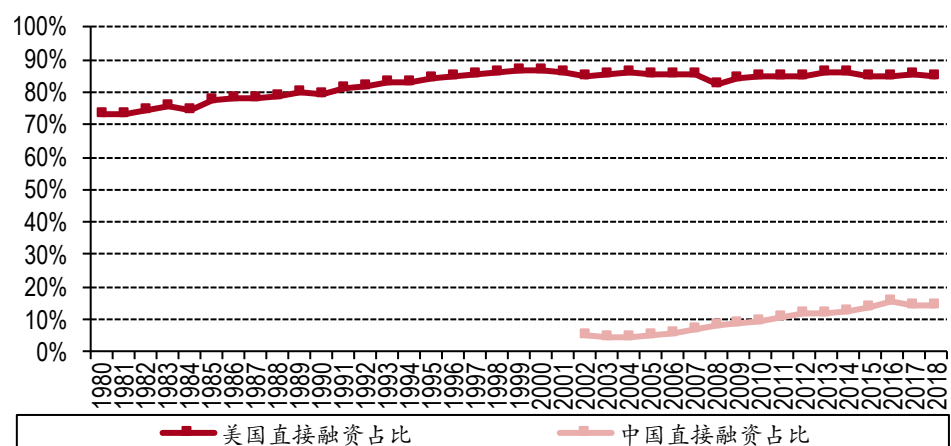
直接融资在社融规模中占比较小。以银行贷款为主的间接融资的比例过大，直接融资比例相对较低，构成了中国面临的长期结构性失衡问题。尽管直接融资近年来一直在增加，但它占整个融资市场的比例仍然远低于成熟市场的水平。截至 2019 年 10 月末，直接融资存量规模占社会融资存量规模的比重仍然仅为 14.67%，资本市场在社融中的地位也远低于银行信贷市场。据证监会统计，G20 国家直接融资比重总体呈上升态势，大多集中在 65-75% 区间内，美国显著高于其他国家，超过 80%。高上市门槛和低上市效率问题，阻碍了中国企业的直接融资渠道。为了满足融资需求，企业寻求银行贷款等间接融资渠道。因此，高昂的资本成本提高了社会的总体负债，融资难，融资贵已经成为中国实体经济向前发展面临的主要障碍。

图表 1. 2002-2019/10 年中国直接融资存量变化及占比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 2. 直接融资比重：中国 vs 美国



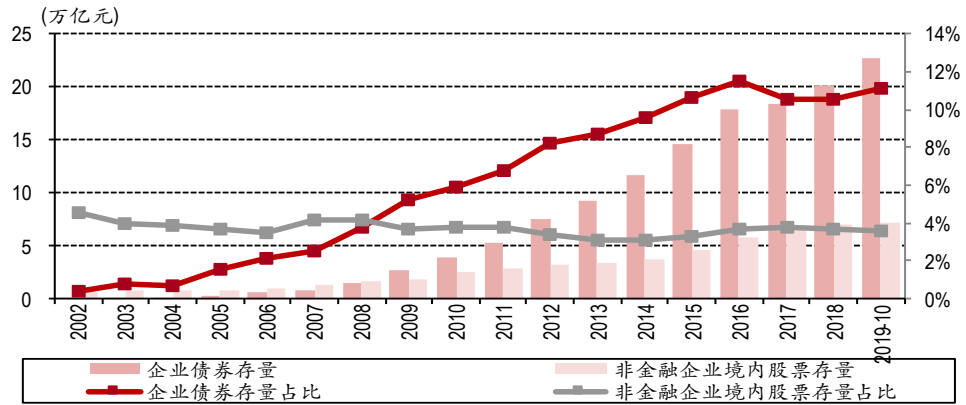
资料来源：万得，中银国际证券

股市对实体经济的作用明显欠缺。直接融资的内部构成在不断发生变化，2002 年企业债券占社融存量的比重仅为 0.41%，境内股票存量的占比为 4.52%，截至 2019 年 10 月末，企业债券占社融存量的比重大幅提升至 11.13%，境内股票存量的占比下降至 3.54%，有逐步边缘化的趋势。显然当前我国股市对于实体经济的融资功能是明显欠缺的，改革势在必行。



截至 2019 年 12 月 6 日，中国股票市场 IPO 规模达 2080.85 亿元，再融资规模（增发、配股，下同）达 6014.20 亿元；相比之下，美国股票市场 IPO 规模折合 4380.45 亿元（按 7.0 的汇率计算），再融资规模折合 1.10 万亿元，可以看出中美股权融资规模仍存在较大差距。虽然今年科创板开市为 A 股市场带来 IPO 融资的大幅回暖，但当前 IPO 占股权融资规模仍然较低。从并购重组来看，2018 年中国与美国的并购重组交易价值分别为 3.40 万亿元（其中仅 1.4 万亿通过财务顾问）与 17.34 万亿元，可见我国的并购重组市场仍有较大的发展空间。

图表 3. 2002-2019/10 年中国直接融资构成变化情况



资料来源：万得，中银国际证券

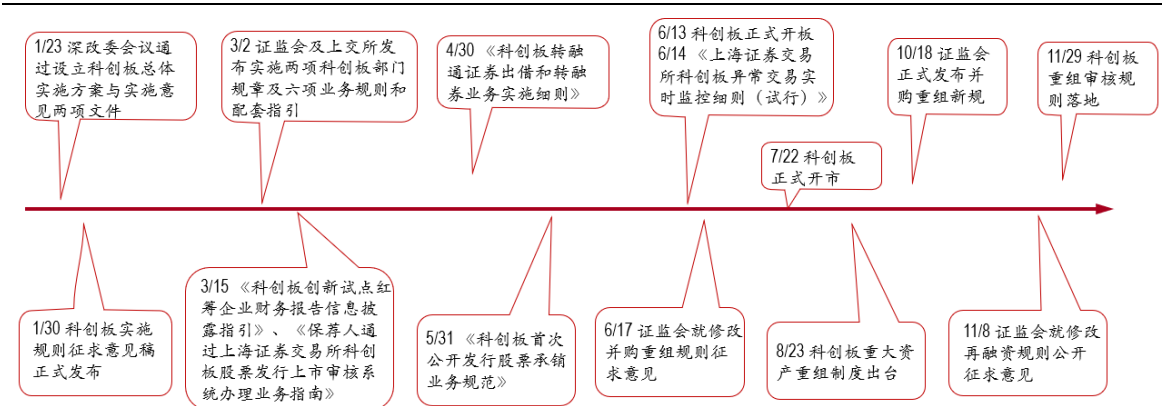
图表 4. 中美股权融资规模（截至 2019 年 12 月 6 日）与并购重组交易价值对比

融资规模或交易价值	IPO (亿元)	再融资 (增发、配股) (亿元)	IPO 规模占股权融资比重 (%)	并购重组 (2018 年) (万亿元)
中国	2080.85	6014.20	25.71	3.40
美国	4380.45	10977.35	28.52	17.34

资料来源：公司公告，中银国际证券

**IPO、再融资、并购重组制度改革将助推直接融资与投行重要性的显著提升。**我国正式开启改革之路，旨在提升直接融资对实体经济发展的作用与贡献度。今年是我国资本市场供给侧改革的元年，我国资本市场融资政策推动了证券行业的巨大变革，科创板的开市及注册制的实施、存量市场中再融资、并购重组规则全线松绑，资本市场对实体经济的融资服务范围扩大、重要性提升，直接融资乃至投行的重要性也被提升到前所未有的高度。资本市场的改革或将改变投行的核心竞争力，促进券商大投行业务加速转型。

图表 5. 2019 年资本市场供给侧改革进程



资料来源：万得，中银国际证券



## 1.2 科创板开市以来为券商带来收入超 66 亿，20 年或带来可观业绩贡献

科创板开市近半年，66 单 IPO 项目为券商带来承销保荐收入 45 亿元。自 2019 年 7 月 22 日开市以来，科创板已平稳运行近半年，截至 12 月 16 日，27 家券商已承销保荐 66 家公司成功上市（另有 4 家完成发行即将上市，1 家完成证监会注册），其中中信建投、中信证券、国信证券、中金公司分别保荐 7.5 家、7 家、6 家、5 家（联合承销记为 0.5 家），排名前四位；合计募集资金总额达 796.59 亿元（平均每家 IPO 金额达 12.07 亿元），其中中金公司、中信证券、华泰证券、中信建投分别实现募集资金总额为 177.71 亿元、110.85 亿元、62.73 亿元、59.64 亿元（联合承销募集资金各按 50% 计算），排名前四；24 家券商合计实现承销保荐费用 45.18 亿元（平均每单 IPO 项目为 6846 万元），平均费率为 5.67%。

图表 6. 2019 年科创板 IPO 承销保荐家数及募集资金排名（截至 12 月 16 日）

排名	券商名称	承销保荐家数	排名	券商名称	募集资金总额
1	中信建投	7.5	1	中金公司	177.71
2	中信证券	7	2	中信证券	110.85
3	国信证券	6	3	华泰证券	62.73
4	中金公司	5	4	中信建投	59.64
5	华泰证券	4.5	5	国泰君安	42.77
6	广发证券	4	6	国信证券	38.06
7	国泰君安	3.5	7	招商证券	37.92
8	安信证券	3	8	海通证券	27.86
9	民生证券	3	9	广发证券	26.21
10	招商证券	3	10	东兴证券	24.26
11	东兴证券	2	11	安信证券	22.41
12	海通证券	2	12	民生证券	20.90
13	中德证券	2	13	南京证券	17.49
14	东方证券	1	14	瑞银证券	15.88
15	东莞证券	1	15	长江证券	15.24
16	东吴证券	1	16	中德证券	14.09
17	国金证券	1	17	英大证券	12.88
18	华安证券	1	18	国金证券	10.11
19	南京证券	1	19	兴业证券	9.79
20	瑞银证券	1	20	华安证券	9.69
21	申万宏源	1	21	天风证券	7.28
22	天风证券	1	22	中天国富	6.26
23	兴业证券	1	23	东方证券	6.25
24	英大证券	1	24	东莞证券	5.86
25	长江证券	1	25	申万宏源	5.20
26	中天国富	1	26	东吴证券	5.09
27	华菁证券	0.5	27	华菁证券	4.16
总计		66	总计		796.59

资料来源：公司公告，中银国际证券



中性假设下，2020 年科创板 IPO 承销保荐业务预计将为券商带来利润贡献 37 亿元。我们对 2020 年券商科创板承销保荐收入进行敏感性测试，假设每单 IPO 项目融资金额平均为 12 亿元（维持 2019 年水平），不同假设下，2020 年科创板 IPO 项目家数 100-200，对应 IPO 规模达 1200 亿元-2400 亿元，承销保荐费率的预测范围从 4.5% 至 6.5% 之间。中性假设下，预计科创板 IPO 将为券商带来承销保荐收入 99 亿元，净利润贡献约 37.1 亿元（按净利润率 37.5% 预测），约占 2018 年证券行业净利润 5.57%，占 2019 年证券行业净利润（按同比 70% 增速计算，约为 1132 亿元）3.28%。收入预测范围为 54.0 亿元-156.0 亿元，对应业绩贡献 20.3-58.5 亿元，约占 2018 年证券行业净利润比重 3.04%-8.78%，占 2019 年证券行业净利润（预测同上）比重 1.79%-5.17%。

图表 7. 2020 年科创板 IPO 承销保荐业绩贡献敏感性测试

IPO 承销保荐业绩贡献 (亿元)		承销保荐费率				
		4.5%	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%
IPO 融资规模 (亿元)	1200	20.3	22.5	24.8	27.0	29.3
	1500	25.3	28.1	30.9	33.8	36.6
	1800	30.4	33.8	37.1	40.5	43.9
	2100	35.4	39.4	43.3	47.3	51.2
	2400	40.5	45.0	49.5	54.0	58.5
承销保荐贡献净利润占 2018 年净利润比重		承销保荐费率				
		4.5%	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%
IPO 融资规模 (亿元)	1200	3.04	3.38	3.72	4.05	4.39
	1500	3.80	4.22	4.64	5.07	5.49
	1800	4.56	5.07	5.57	6.08	6.59
	2100	5.32	5.91	6.50	7.09	7.68
	2400	6.08	6.75	7.43	8.11	8.78
承销保荐贡献净利润占 2019 年净利润预测值比重		承销保荐费率				
		4.5%	5.0%	5.5%	6.0%	6.5%
IPO 融资规模 (亿元)	1200	1.79	1.99	2.19	2.38	2.58
	1500	2.24	2.48	2.73	2.98	3.23
	1800	2.68	2.98	3.28	3.58	3.87
	2100	3.13	3.48	3.82	4.17	4.52
	2400	3.58	3.97	4.37	4.77	5.17

资料来源：公司公告，中银国际证券

注：2019 年证券行业净利润按同比 70% 增速预测，净利润率按 37.5% 计算。

科创板项目为券商带来可观跟投浮动收益。截至 2019 年 12 月 16 日，27 家券商科创板 IPO 项目累计跟投资金投入已达 31.46 亿元（平均跟投比例 3.9%），其中中信证券、中金公司、中信建投、华泰证券跟投金额分别达到 4.51 亿元、4.23 亿元、2.95 亿元、2.55 亿元，高居行业前列。跟投收益表现超出之前普遍市场预期，虽然浮盈较高点回撤明显，但是当前收益仍然丰厚，27 家券商合计实现科创板项目跟投浮盈 21.61 亿元，收益率 68.71%，其中中金公司、中信证券、中信建投、国泰君安浮盈分别为 3.31 亿元、3.23 亿元、1.88 亿元、1.85 亿元，位居前列，申万宏源、南京证券、华菁证券收益率分别为 224%、211%、192%，排名前三。





图表 8. 科创板 IPO 项目跟投资金投入及浮动盈亏 (截至 2019 年 12 月 16 日)

券商名称	参与首发配售次数	合计获配次数	累计获配投入资金 (亿元)	最新浮动盈亏(亿元)	上市以来最高浮盈 (亿元)	最新浮盈收益率(%)
申万宏源	1	1	0.26	0.58	1.35	223.71
南京证券	1	1	0.60	1.26	1.52	210.73
华菁证券	1	1	0.40	0.77	1.50	192.19
海通证券	2	2	1.09	1.16	2.90	106.21
安信证券	3	3	1.02	0.97	3.25	95.70
民生证券	3	3	0.98	0.91	1.69	93.00
国泰君安	5	5	2.27	1.85	4.92	81.61
中金公司	5	5	4.23	3.31	8.08	78.28
中信证券	8	8	4.51	3.23	9.15	71.59
华泰证券	5	5	2.55	1.77	4.66	69.50
兴业证券	1	1	0.40	0.27	1.11	66.85
天风证券	1	1	0.36	0.24	0.98	65.70
中信建投	8	8	2.95	1.88	6.84	63.88
东吴证券	1	1	0.25	0.16	0.33	61.23
招商证券	3	3	1.44	0.83	1.20	57.63
国信证券	6	6	1.79	1.02	3.06	56.85
东兴证券	2	2	1.00	0.47	1.35	46.77
广发证券	4	4	1.27	0.54	0.87	42.26
山西证券	2	2	0.63	0.20	0.78	32.16
东方证券	1	1	0.31	0.08	0.25	25.25
华安证券	1	1	0.40	0.10	0.29	24.07
东莞证券	1	1	0.29	0.05	0.19	18.22
长江证券	1	1	0.60	0.03	0.30	4.93
中天国富	1	1	0.31	0.01	0.05	4.78
瑞银证券	1	1	0.60	(0.01)	0.40	(1.15)
英大证券	1	1	0.52	(0.05)	0.14	(8.76)
国金证券	1	1	0.40	(0.04)	0.03	(10.73)
<b>总计</b>	<b>70</b>	<b>70</b>	<b>31.46</b>	<b>21.61</b>	<b>57.20</b>	<b>68.71</b>

资料来源：公司公告，中银国际证券

中性假设下，2020 年科创板项目跟投预计将为券商带来利润贡献 13.1 亿元。我们对 2020 年券商科创板项目跟投收益进行敏感性测试，假设科创板项目平均跟投比例为 3.9%（维持 2019 年水平），不同假设下，2020 年科创板 IPO 项目家数 100-200，对应 IPO 规模达 1200 亿元-2400 亿元，跟投收益的预测范围从 30%至 70%之间。中性假设下，预计科创板项目跟投将为券商带来浮动收益 35.01 亿元，净利润贡献约 13.1 亿元（按净利润率 37.5%预测），约占 2018 年证券行业净利润 1.97%，占 2019 年证券行业净利润（按同比 70%增速计算，约为 1132 亿元）1.16%。跟投收益预测范围为 14.0 亿元-65.4 亿元，对应业绩贡献 5.3-24.5 亿元，约占 2018 年证券行业净利润比重 0.79-3.68%，占 2019 年证券行业净利润（预测同上）比重 0.46-2.16%。



图表 9. 2020 年科创板项目跟投收益业绩贡献敏感性测试

跟投浮动收益净利润贡献 (亿元)		跟投收益率				
		30.0%	40.0%	50.0%	60.0%	70.0%
47		5.3	7.0	8.8	10.5	12.3
58		6.6	8.8	10.9	13.1	15.3
70	跟投占用资金 (亿元)	7.9	10.5	13.1	15.8	18.4
82		9.2	12.3	15.3	18.4	21.4
93		10.5	14.0	17.5	21.0	24.5

跟投收益贡献净利润占 2018 年净利润比重		跟投收益率				
		30.0%	40.0%	50.0%	60.0%	70.0%
47		0.79	1.05	1.31	1.58	1.84
58		0.99	1.31	1.64	1.97	2.30
70	跟投占用资金 (亿元)	1.18	1.58	1.97	2.36	2.76
82		1.38	1.84	2.30	2.76	3.22
93		1.58	2.10	2.63	3.15	3.68

跟投收益贡献净利润占 2019 年净利润预测值比重		跟投收益率				
		30.0%	40.0%	50.0%	60.0%	70.0%
47		0.46	0.62	0.77	0.93	1.08
58		0.58	0.77	0.97	1.16	1.35
70	跟投占用资金 (亿元)	0.70	0.93	1.16	1.39	1.62
82		0.81	1.08	1.35	1.62	1.89
93		0.93	1.24	1.55	1.85	2.16

资料来源：公司公告，中银国际证券

注：2019 年证券行业净利润按同比 70% 增速预测，净利润率按 37.5% 计算。

中性假设下,2020 年券商将实现承销保荐收入与跟投收益合计 134.01 亿元,对 20 年净利润贡献约 50.3 亿元(按净利润率 37.5% 预测),约占 2018 年证券行业净利润 7.54%,占 2019 年证券行业净利润(按同比 70% 增速计算,约为 1132 亿元)4.44%。不同假设下,2020 年科创板为券商的增量业绩贡献 25.5-83.0 亿元,约占 2018 年证券行业净利润比重 3.83%-12.46%,占 2019 年证券行业净利润(预测同上)比重 2.25%-7.33%。总体来看,科创板上市后将与现存市场板块之间形成良性互补与竞争关系,共同促进资本市场供给侧改革,在提升券商直接融资功能与服务实体经济重要性的同时,也有望为券商带来较为可观的业绩贡献。

### 1.3 存量市场再融资规则全线松绑, 券商再融资业务望迎来拐点

过去两年间受监管收紧影响,再融资业务规模显著下滑。2017 年 2 月,证监会发布了《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》,旨在抑制市场存在的过度融资、募集资金脱实向虚等现象,对定增规模、再融资周期、再融资募资用途等方面作出相关调整。

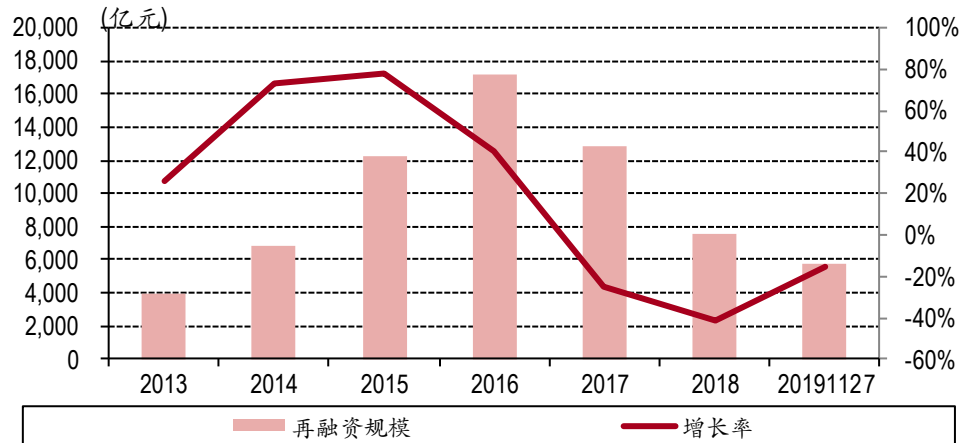
图表 10. 2017 年 2 月 再融资新规主要内容

要点	2017 年 2 月 再融资新规主要内容
市价发行	取消将董事会决议公告日、股东大会决议公告日作为上市公司非公开发行股票定价基准日的规定,明确定价基准日只能为本次非公开发行股票发行期的首日。
限制规模	上市公司申请非公开发行股票的,拟发行的股份数量不得超过本次发行前总股本的 20%。
限制再融资周期	上市公司申请增发、配股、非公开发行股票的,本次发行董事会决议日距离前次募集资金到位日原则上不得少于 18 个月。
限制募资用途	上市公司申请再融资时,除金融类企业外,原则上最近一期末不得存在持有金融较大、期限较长的交易性金融资产和可供出售的金融资产、借予他人款项、委托理财等财务性投资的情形。

资料来源：证监会，中银国际证券

2017年5月，证监会及交易所出台减持新规，提到“定增解禁12个月内减持不得超50%”，在一系列趋严政策的影响下，再融资规模出现显著下降，由2016年的1.72万亿元下降至2019年（截止11月27日）的5781.85亿元。

图表 11. 2013-2019/11/27 年股权再融资规模及增速

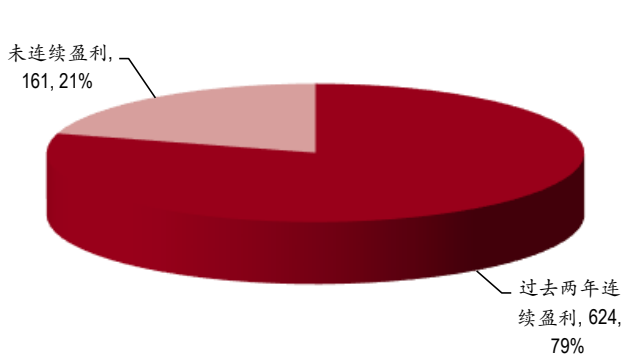


资料来源：万得，中银国际证券

再融资规则松绑激活市场再融资需求，券商再融资业务有望迎来拐点。证监会就修改再融资规则公开征求意见，内容主要包括：

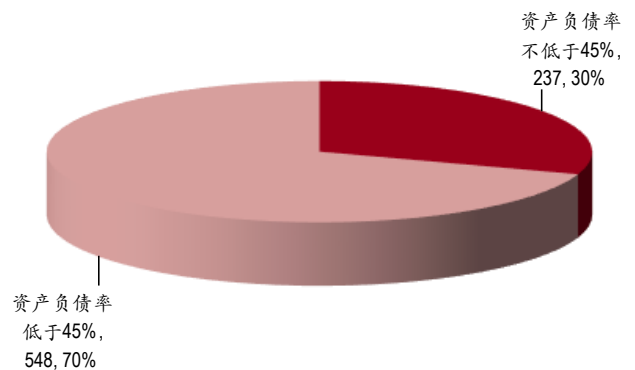
1) 降低创业板上市公司发行门槛与硬性指标，以更好满足创业板再融资需求。此次规则松绑的一大亮点体现在对创业板企业再融资需求的满足，取消创业板上市公司非公开发行股票连续2年盈利以及公开发行证券最近一期末资产负债率高于45%等要求，前次募集资金使用情况由发行条件改为信息披露要求。当前，785家创业板上市公司中，2017与2018年连续两年盈利的仅有624家，2018年末资产负债率高于45%的更是仅有237家。这也意味着在新规下，161家未实现连续盈利的企业获得了申请定增的入场券，而548家资产负债率不足45%的创业板企业也获得了公开增发的资格，对于普遍存在“融资难、融资贵”困境的创业板上市公司来说，重启再融资大门无疑是雪中送炭之举，能够更好地满足股权融资需求。

图表 12. 创业板未连续两年盈利企业数量及占比



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 13. 资产负债率低于45%的创业板企业（截至19Q3）



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券



2) 非公开发行制度获完善, 利好上市公司定增融资。优化非公开制度安排, 对引入战投的发行放宽定价基准日要求, 定价下限改为 8 折, 锁定期缩短至 18 个月和 6 个月, 主板 (中小板)、创业板非公开发行对象数量上限提至 35 名; 非公开发行制度的改善有助于吸引更多优质战略投资者参与定增交易, 有效提升对上市公司再融资支持。

图表 14. 再融资新旧规则对比

序号	适用范围	原规则规定	新规则规定
1	创业板	非公开发行股票需连续两年盈利 (上市公司非公开发行股票募集资金用于收购兼并的除外)	上市公司非公开发行股票取消此条件
2	创业板	公开发行证券最近一期末资产负债率高于 45% (上市公司非公开发行股票的除外)	完全取消此条件
3	创业板	创业板上市公司前次募集资金基本使用完毕	取消此条件, 调整为信息披露要求
4	创业板	发行价格不低于发行期首日前一个交易日公司股票均价的, 本次发行股份自发行结束之日起可上市交易	取消此条
5	主板 (中小板)、创业板	发行价格不得低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 9 折	不得低于 8 折
6	主板 (中小板)、创业板	本次发行股份自发行结束之日起, 12 个月内不得转让; 控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份, 36 个月内不得转让	锁定期分别为 6 个月和 18 个月
7	主板 (中小板)、创业板	主板 (中小板) 非公开发行股票的特定对象不超过 10 名, 创业板不超过 5 名	统一改为不超过 35 名
8	主板 (中小板)	非公开发行对象为战略投资者的, 应当取消国务院相关部门批准要求, 改为“应当遵守国家的相关规定”	经国务院相关部门批准
9	主板 (中小板)、创业板	再融资批文有效期为 6 个月	有效期 12 个月
10	主板 (中小板)、创业板	定价基准日为发行期首日	董事会决议提前确定全部发行对象且为战略投资者的, 定价基准日可以为关于本次非公开发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日或者发行期首日
11	主板 (中小板)、创业板	-	增加一条: 依据本办法非公开发行的股份, 其减持不适用《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》

资料来源: 万得, 中银国际证券

3) 科创板再融资规则出台, 将成为未来再融资业务增长点。本次证监会首次设定科创板基本发行条件, 规范科创板上市公司再融资行为, 且设置便捷高效的注册程序, 提升融资效率。最大限度压缩监管部门的审核和注册期限, 上海证券交易所审核期限为 2 个月, 证监会注册期限为 15 个工作日。

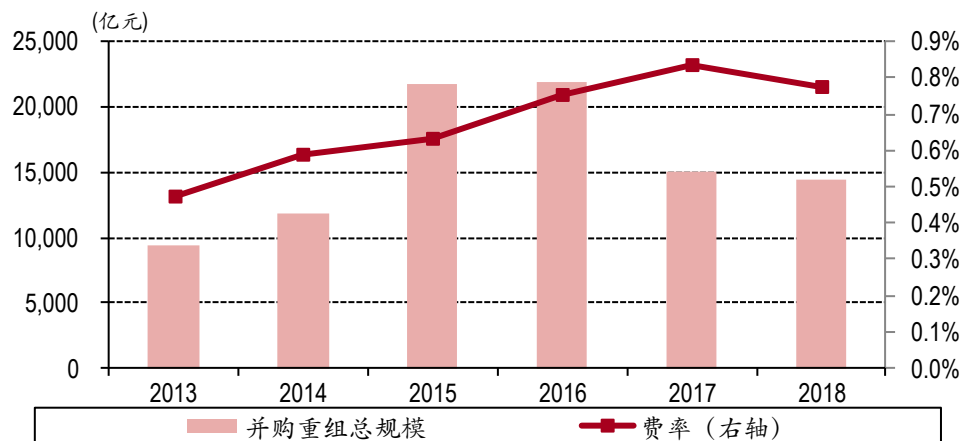
存量市场再融资规则大幅松绑, 将显著激发市场再融资需求, 激活再融资市场, 券商再融资业务有望于 2020 年迎来向上拐点。鉴于再融资在券商股权承销业务中占比较高, 或将带来可观业绩贡献。



### 1.4 并购重组迎新机遇，券商大投行业务望加速转型

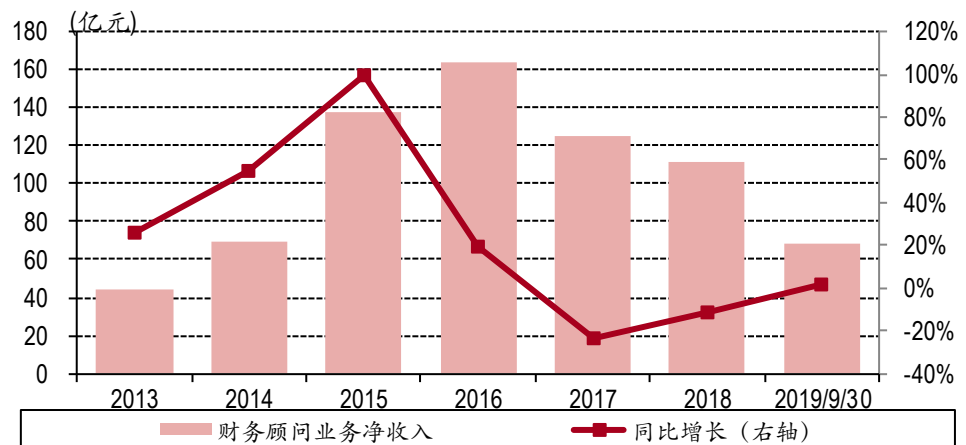
为打击乱象并购重组政策收紧，券商并购重组业务承压。为打击与纠正重组交易中出现的“三高”问题、恶意“炒壳”或炒作“垃圾股”、内幕交易、市场操纵等违规行为，2015年以来监管层收紧上市公司并购重组交易政策，叠加宏观经济处于下行通道，使得券商并购重组业务有所承压。根据万得资讯数据，全市场并购重组金额（仅统计有财务顾问的交易）由2016年的2.19万亿元下降至2018年的1.44万亿元，对应券商财务顾问收入由2016年的164.16亿元降至2018年的111.50亿元。值得注意的是，券商财务顾问费率呈现上升趋势，2015-2018年的费率分别为0.63%、0.75%、0.83%、0.77%（此处为估算，并购重组交易金额中包含其他非券商第三方财务顾问，但占比较小，可忽略不计）。

图表 15. 2013-2018 年全市场并购重组交易金额（有财务顾问的交易）



资料来源：万得，中银国际证券

图表 16. 2013-2019/9 券商财务顾问业务净收入及同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

**并购重组新政正式出台，政策持续松绑。**严监管下，上市公司重组交易违规行为得到有效限制，市场逐步回归理性。自2018年10月以来，证监会先后出台了多项并购重组新规定，包含IPO被否企业筹划重组上市的间隔期从3年缩短为6个月、鼓励中概股参与A股并购重组、新增十个行业可以享受快速审核通道、放松并购重组融资用途、鼓励私募股权基金参与上市公司并购重组。2019年10月证监会正式发布并购重组新规，包括：1) 简化重组上市认定标准，取消“净利润”指标；2) 将“累计首次原则”计算期间进一步缩短至36个月；3) 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板重组上市；4) 恢复重组上市配套融资。





图表 17. 《上市公司重大资产重组管理办法》核心要点

序号	《上市公司重大资产重组管理办法》核心要点
1	拟取消重组上市认定标准中的“净利润”指标。在当前经济形势下，一些公司经营困难、业绩下滑，需要强化监管法规“适应性”，发挥并购重组功能，拟删除净利润指标。
2	进一步缩短“累计首次原则”计算期间。本次修改统筹市场需求与证监会抑制“炒壳”、遏制监管套利的一贯要求，将累计期限减至 36 个月。
3	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板重组上市。同时明确，非前述资产不得在创业板重组上市。
4	恢复重组上市配套融资，支持上市公司置入资产改善现金流、发挥协同效应。
5	丰富重大资产重组业绩补偿协议和承诺监管措施，加大问责力度。
6	对并购重组“三高”问题持续从严监管，坚决打击恶意炒壳、内幕交易、操纵市场等违法违规行为，坚决遏制“忽悠式”重组、盲目跨界重组等市场乱象。

资料来源：万得，中银国际证券

**上市公司质量或将加速改善，社会资本参与重组交易积极性有望提升。** 1) 取消净利润指标将有助于经营与财务困难、微利或亏损公司加速资源整合，引入优质资产、盘活存量资产并提升上市公司整体质量水平。2) 累计首次规则缩短将使得上市公司控制权发生变更三年之后即可注入新实际控制人资产而不触发重大资产重组认定，在一定程度上将提升 A 股上市公司并购重组的积极性，并鼓励社会资本参与到上市公司并购重组以支持实体经济发展。

**创业板扶持科技创新力度增强，再融资市场有望被激活。** 1) 允许部分优秀新经济或科创型企业在创业板重组上市，旨在响应国家关于提升资本市场加大力度支持实体经济的相关政策导向，创业板将与科创板形成良性竞争关系，共同扶持新经济或科技创新企业或行业的发展。2) 恢复重组上市配套融资将大幅激励并引导社会资本或资金提供方参与上市公司并购重组，激活再融资市场，并有望改善并购重组上市公司的现金流，加速重组流程与改善上市公司经营状况。

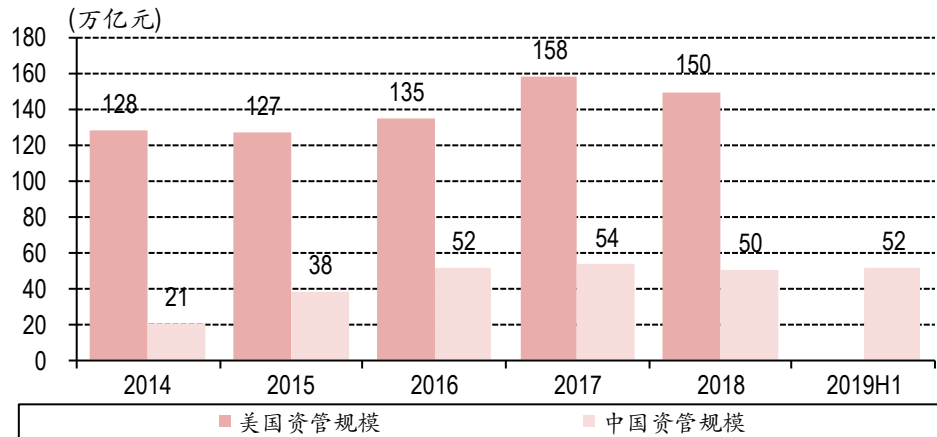
**并购重组市场将迎来新机遇，利好券商大投行业务转型发展。** 1) 此次规则修改旨在顺应新经济发展的趋势，加强资本市场对实体经济支持力度，但对于重组交易中出现的违规行为，监管层仍将严厉监管，坚决遏制，保证资本市场的健康发展。2) 此次规则松绑有助于并购重组市场触底反弹，将利好券商财务顾问业务未来发展，并将加速券商 IPO、再融资、并购重组等业务整合，促进券商大投行业务转型发展。

## 2 投资端：两融、衍生品不断扩容，财富管理转型正当时

### 2.1 投资端政策亟待放开以实现供需匹配

我国资管规模快速增长，但仍有较大上升空间。2014-2017年，我国资产管理市场取得了飞速的发展，据万得资讯数据，全市场资管总规模由2014年底的20.5万亿元增长至2018年末的50.36万亿元（受资管新规的影响，2018年末资管规模较17年的53.37万亿元略有下滑，截至2019H1资管规模回升至51.67万亿元），但相比美国市场资管规模仍有较大差距。据美国投资公司协会数据，截至2018年末，美国全市场资产管理规模约合149.79万亿元（按7.0汇率计算，下同；2019H1的数据暂无）。

图表 18. 2014-2018 资产管理规模对比：美国 vs 中国

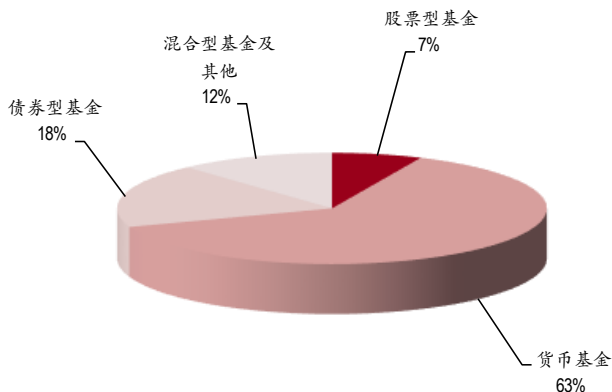


资料来源：万得，中银国际证券

注：2019H1 美国资管规模数据暂时无法获取。

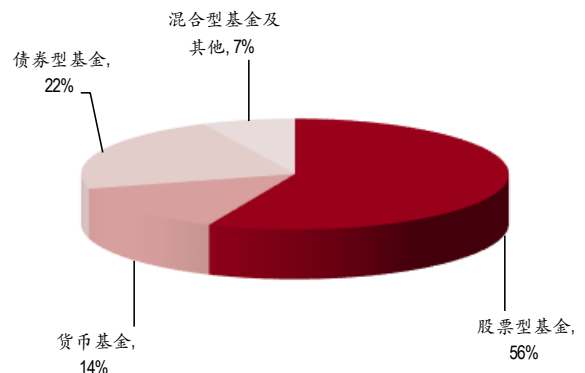
**主动管理之路任重而道远。**中美资产管理领域之间的差距并不仅仅是规模上的差距，结构上的差距更是短时间内难以追赶上的。以开放式基金为例，2018年，我国的开放式基金以货币基金为主，占比高达63%，而更加体现主动管理能力的股票型基金+混合型基金占比仅为19%，美国的开放式基金结构刚好相反，股票型基金+混合型基金占比高达63%，货币基金占比仅有14%。巨大的结构差距体现了我国资产管理领域仍有很长的路要走。资管新规明确要求去通道，采用净值化管理，不断提升主动管理能力，在监管的引导之下，各家券商也纷纷开始转型与改革。

图表 19. 2018 年中国公募基金结构



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 20. 2018 年美国公募基金结构

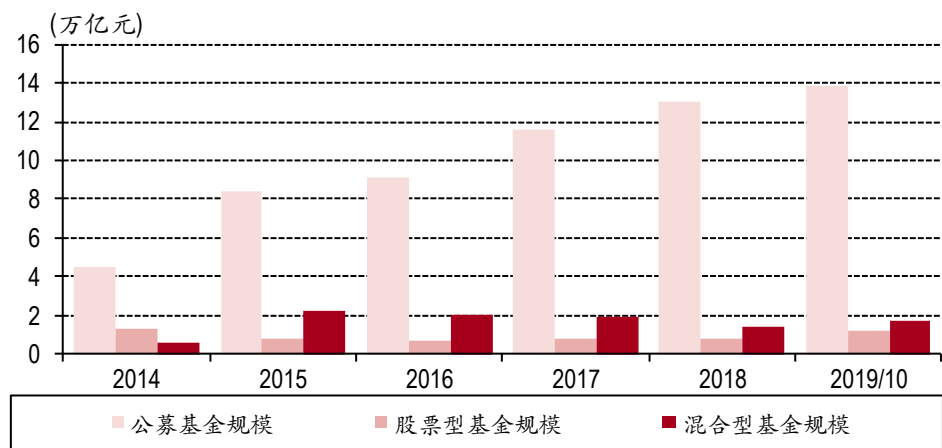


资料来源：公司公告，万得，中银国际证券



我国资本市场仍存在明显的供需不匹配问题。今年以来，我国资管市场呈现复苏的态势，资管规模止降回升。截至2019年6月末，全市场资管规模51.67万亿元，较年初提升1.31万亿元。其中，与二级市场关联度最高的公募基金规模提升最为明显，由年初的13.03万亿元提升至10月末13.91万亿元，增幅达6.69%（其中股票型基金与混合型基金规模分别由年初的0.82万亿、1.36万亿提升至1.16万亿、1.75万亿）。从供给端来看，截至10月末，资本市场新增股权融资规模7250.72亿元（IPO规模1605.44亿元，再融资规模5645.28亿元），新增上市公司139家，叠加行情大幅好转A股全市场流通市值大幅提升9.99万亿元；从需求端来看，公募基金中股票型基金+混合型基金规模增量7309.25亿元。显然，当前我国以公募基金为代表的机构资产管理需求的增量难以匹配资本市场供给的持续快速增加。

图表 21. 2014-2019/10 我国公募基金规模变化



资料来源：万得，中银国际证券

为实现资本市场供需匹配，在资本市场融资端大规模改革的同时也需要投资端政策放开的跟进。今年以来，两融、衍生品市场不断扩容，融券业务有望打破瓶颈，发挥市场的价值发现功能。做空机制和场内对冲工具的完善，有利于增加对长期资金的吸引力。公募投顾放开拉开了财富管理的转型的帷幕，未来待公募基金投顾模式逐渐成熟，有望将成功经验向券商财富管理领域移植。美国经纪商之所以敢于推行低佣金甚至零佣金，主要因其采用买方投顾以及全权委托经纪人代客理财的方式，依靠收取后端管理费，淡化佣金概念。我国券商通过提供同质化的交易通道服务收取佣金收入的盈利模式难以为继，财富管理转型已经迫在眉睫。

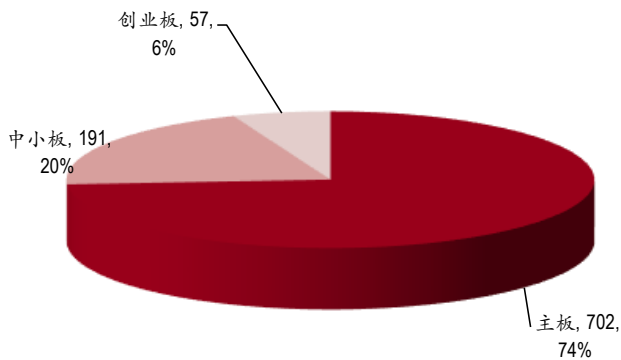
2020年，我们预计投资端政策有望进一步放开。在两融标的扩容、券源扩大以及转融资费率下降的综合影响下，两融业务尤其是融券业务有望获得突破性发展，随着科创板上市公司数量的快速增长，其对于两融业务的贡献度也将不断提升。衍生品方面，存量的股指期货市场或将进一步松绑，场内场外期权市场规模将持续快速增长，衍生品市场创新产品将持续推出，重点利好头部券商衍生品业务发展，头部集中化趋势将维持。券商财富管理方面，在政策的不断放开之下或有望迎来阶段性突破发展，头部券商将抢占转型先机。

## 2.2 两融：转融资费率降低+标的扩容+券源扩大，融券成未来重要业务增长点

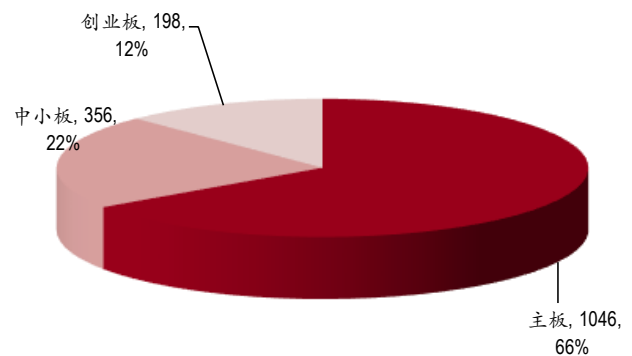
监管放宽两融业务风控指标计算标准，旨在鼓励券商快速推进两融业务发展。证监会于8月就修订券商风险控制指标计算标准公开征求意见，提升券商风险管理有效性与全行业抵御系统性风险的能力，其中对两融业务的风控指标作出明确调整，放宽对两融业务所需稳定资金的要求，将折算比例由50%下调至30%，在为两融业务开展营造了相对宽松的监管环境的同时，将明显降低两融业务的资金占用，提高资金使用效率，对券商加大加快开展两融业务有提振作用。

**融资融券规则优化，标的范围显著扩大。**证监会指导沪深交易所修订融资融券实施细则，两融业务交易机制得以大幅优化：1) 取消了最低维持担保比例不得低于 130% 的统一限制，改由证券公司与客户自主约定；2) 扩大补充担保物范围，客户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。新规摒弃“一刀切”规定，能够更好地满足券商自主风险管理的需求，提升风险管理能力。此外，新规显著扩大了两市两融标的范围，标的数量由 950 大幅提升至 1600（其中沪市由 525 升至 800，深市由 425 升至 800，中小板、创业板合计新增 306），将为券商两融业务带来增量贡献；中小板、创业板占比大幅提升（由新增前占比 26.11% 提升至新增后占比 34.63%），有助于通过做空机制的完善提升 A 股的价值发现与回归功能。3) 此外，科创板相关规则规定全部股票自上市首日起可作为融资融券标的，科创板开市以来，其两融余额占比由 7 月末的 0.48% 提升至 11 月末的 0.75%，科创板将成为券商两融业务未来重要的增长来源。

图表 22. 新增前两融标的构成



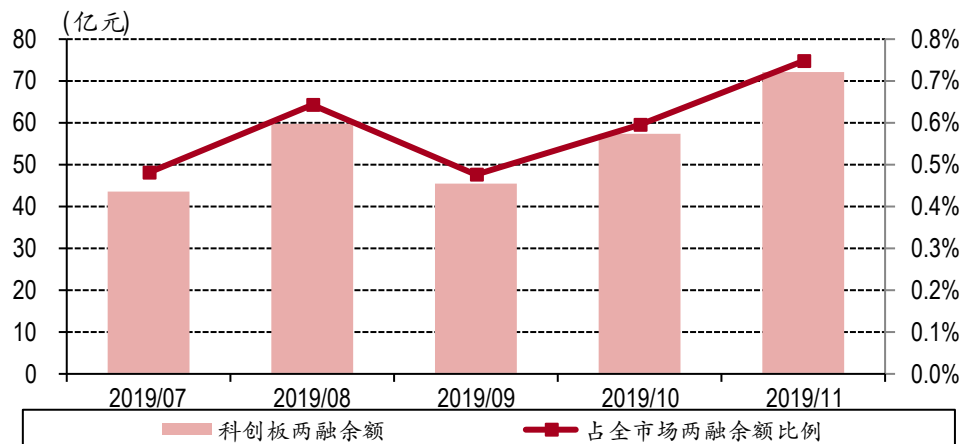
图表 23. 新增后两融标的构成



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 24. 2019/07-2019/11 科创板两融余额及占比



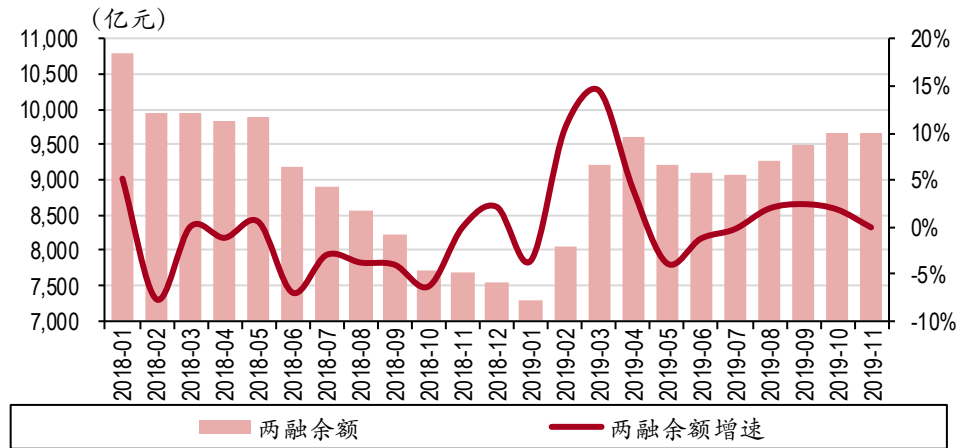
资料来源：万得，中银国际证券

**证金公司下调转融资费率 80bp，对券商两融业务实行“定向降息”。**证金公司于 8 月整体下调转融资费率 80BP，其中，182 天期费率由 4.3% 下调至 3.5%，91 天期费率由 4.6% 下调至 3.8%，28 天期费率由 4.7% 下调至 3.9%，14 天期和 7 天期费率由 4.8% 下调至 4%。证金公司是券商开展融资融券业务重要的资金来源，通过券商向市场提供流动性支持以更好地满足并刺激投资者融资需求，提振投资者情绪。对于券商来说，此次“定向降息”将降低券商融资成本，对两融业务也有正向的促进作用。



受多重利好政策的催化，市场两融余额逆市抬升。近期受国内宏观经济“滞胀”预期等不利因素影响，市场行情震荡下行，但是在两融业务多重政策利好的共同作用下，市场两融余额仍然呈现出明显的逆市提升的趋势，由7月末的9086.25亿元快速增长至11月末的9660.26亿元，已突破上半年高点，后续待行情回暖，券商两融业务有望取得阶段性突破。

图表 25. 2018/01-2019/11 全市场两融余额及增速



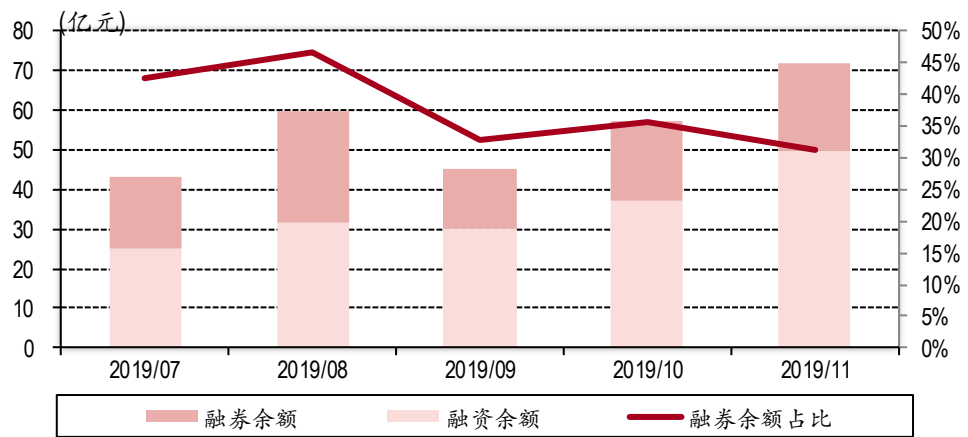
资料来源：万得，中银国际证券

科创板加持下，融券业务面临巨大发展机遇。两融业务经过数年间的发展已经达到了万亿的规模，但是与万亿规模形成反差的是，由于券源不畅通、融券保证金利用率低以及融券卖出提价机制等因素的制约，融券业务发展缓慢，规模仍然较低。在此背景下，上交所4月30日发布《科创板转融通证券出借和转融券业务实施细则》的通知。相关机制主要包括：1) 明确科创板证券出借及转融券业务的标的证券范围。2) 扩大券源：推动落实公募基金、社保基金等机构作为出借人参与科创板证券出借业务；战略投资者配售获得的在承诺的持有期限内的股票可参与科创板证券出借；3) 提高科创板证券出借、科创板转融券业务效率：市场主体可通过约定申报、非约定申报方式参与科创板证券出借、科创板转融券业务。

细则的推出无疑对融券业务的发展形成重大利好，由于科创板全部股票自上市首日起可作为融资融券标的，因此融券业务发展有望突破瓶颈，有望改善当前融资融券业务严重不均衡的格局，促进融券价格发现、提升流动性等功能的实现。截至11月末科创板融券余额占两融余额的比重高达31.28%（8月末曾达到46.81%），远高于全市场融券余额占比。今年以来融券业务发展迅猛，融券余额从1月末的62.40亿元上升至11月末的135.30亿元，占两融余额比重由0.86%增长至1.40%。但是可以看出，无论从余额还是占比上，融券业务仍有较大的发展空间。

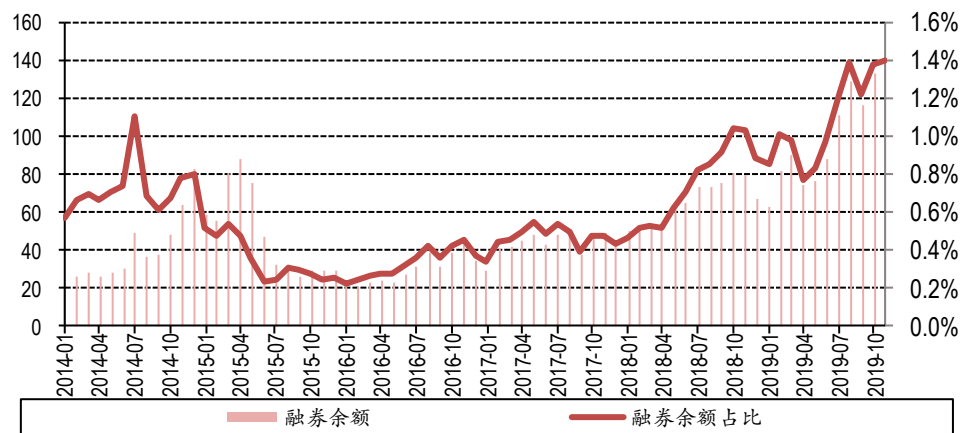


图表 26. 2019/07-2019/11 科创板融券余额及占比



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 27. 2014/01-2019/11 融券余额及其占两融总额的比重



资料来源: 万得, 中银国际证券

### 2.3 衍生品市场: 场内期货规则松绑、期权扩容, 场外市场集中度高

**股指期货全线松绑, 加速监管常态化。**受股票市场大幅波动影响, 监管层于 2015 年大幅收紧股指期货安排, 使得股指期货难以发挥其风险对冲以及套期保值等功能, 股指期货市场也经历了长达两年的监管整顿期。自 2017 年 2 月以来, 监管开始逐渐放松交易规则与安排。自 2019 年 4 月 22 日起: 1) 将中证 500 股指期货交易保证金标准统一由 15% 降为 12%; 2) 将股指期货日内过度交易行为的监管标准由单个合约 50 手大幅上调为 500 手, 且套期保值交易开仓数量不受此手数的限制; 3) 将股指期货平今仓交易手续费标准由万分之 4.6 下调至万分之 3.45。

图表 28. 历次股指期货交易手续费规则调整情况

时间	时期	调整内容
2015/7/31	监管整顿期	将手续费调整为交易手续费和申报费, 其中交易手续费万分之 0.23; 申报费每笔 1 元。
2015/8/25		股指期货的平今仓交易手续费万分之 1.5
2015/9/2		股指期货的平今仓交易手续费万分之 23
2017/2/16	政策松绑期	股指期货的平今仓交易手续费万分之 9.2
2017/9/15		股指期货的平今仓交易手续费万分之 6.9
2018/12/2		股指期货的平今仓交易手续费万分之 4.6
2019/4/19		股指期货的平今仓交易手续费万分之 3.45

资料来源: 中金所, 中银国际证券

图表 29. 历次股指期货交易保证金率规则调整情况

时间	时期	沪深 300 期货 IF(%)		上证 50 期货 IH(%)		中证 500 期货 IC(%)	
		非套期保值	套期保值	非套期保值	套期保值	非套期保值	套期保值
2015/8/26 之前	发展期	10	10	10	10	10	10
2015/8/26		12	10	12	10	12	10
2015/8/27		15	10	15	10	15	10
2015/8/27	监管整顿期	20	10	20	10	20	10
2015/8/28		30	10	30	10	30	10
2015/9/2		40	20	40	20	40	20
2017/2/16		20	20	20	20	30	20
2017/9/15	政策松绑期	15	15	15	15	30	20
2018/12/2		10	10	10	10	15	15
2019/4/19		10	10	10	10	12	12

资料来源：中金所，中银国际证券

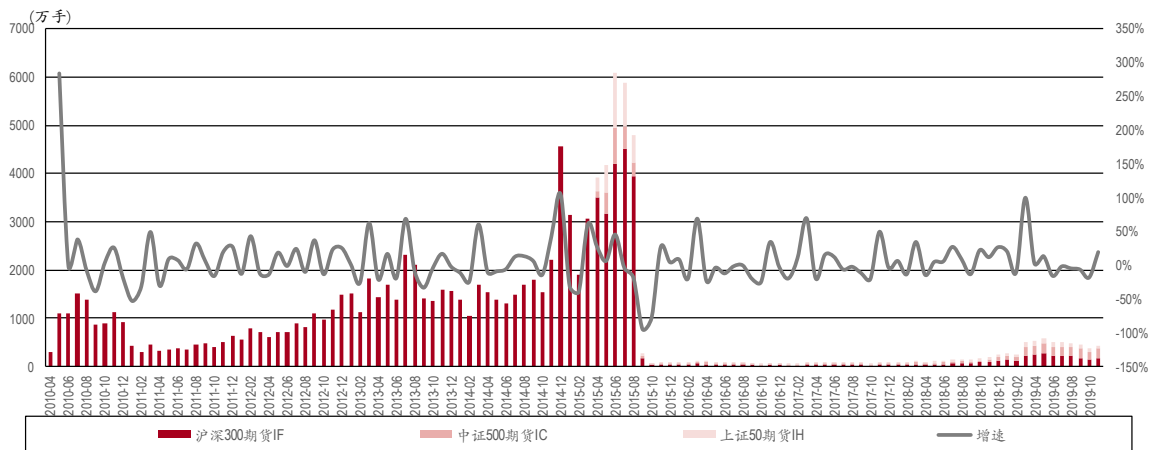
图表 30. 历次股指期货开仓数量限制规则调整情况

时间	时期	调整内容
2015/8/26		单个股指期货单日开仓交易量超过 600 手认定为异常交易
2015/8/28	监管整顿期	单个股指期货单日开仓交易量超过 100 手认定为异常交易
2015/9/2		单个股指期货单日开仓交易量超过 10 手认定为异常交易
2017/2/16		单个股指期货单日开仓交易量超过 20 手认定为异常交易
2018/12/2	政策松绑期	单个股指期货单日开仓交易量超过 50 手认定为异常交易
2017/2/16		单个非套保股指期货单日开仓交易量超过 500 手认定为异常交易

资料来源：中金所，中银国际证券

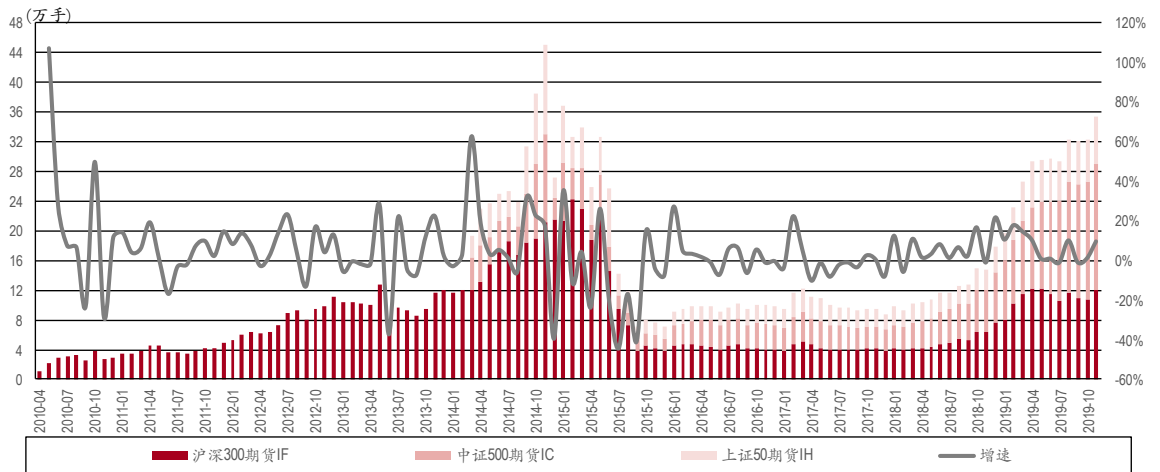
股指期货持续松绑有利于期货市场成交量抬升。股指期货规则五个月内连续两次大幅全线松绑，释放政策层面利好信号，有望带动市场长线资金对冲需求与短线非套期保值交易量。2018 年 12 月监管层全线松绑股指期货相关规则后，成交量明显抬升。2019 年 1-11 月，IF、IC、IH 指数期货累计成交量分别达 2179.89 万手、1788.69 万手、899.34 万手，较规则松绑前的 18 年 1-11 月分别同比增长 244%、392%、124%。

图表 31. 2010/04-2019/11 股指期货单月成交量



资料来源：中金所，中银国际证券

图表 32. 2010/04-2019/11 股指期货持仓量

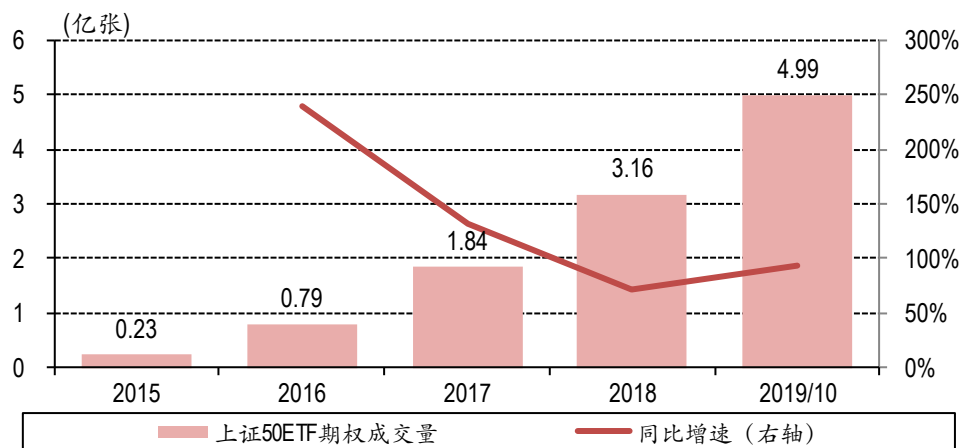


资料来源：中金所，中银国际证券

**股指期货规则松绑，利好券商期货经纪业务与自营业务开展。**股指期货加速常态化趋势将助市场成交活跃度维持高位，并且带动长期资金的场内外对冲需求与短线非套保交易量，同时也将满足券商自营资产的风险对冲与套期保值需求，重点利好券商的经纪业务、自营业务。

**沪深 300ETF 与指数期权即将上市，场内期权市场即将迎来扩容。**自 2015 年 2 月 9 日上证 50ETF 期权上市以来，我国场内股票期权市场取得了长足的发展，上证 50ETF 期权成交量由 2015 年的 0.23 万亿张提升至 2018 年的 3.16 万亿张，2019 年 1-10 月成交量已达 4.99 万亿张，同比增长 93.47%；上证 50ETF 期权持仓量由 2015 年 2 月的 1.07 万张增长至 2019 年 10 月的 374.15 万张，显示当前我国股票期权市场仍处于高速发展初期阶段。经证监会批准，上交所、深交所拟于 12 月上市沪深 300ETF 期权（期权标的分别为华泰柏瑞沪深 300ETF（沪市）和嘉实沪深 300ETF（深市）），中金所也将上市沪深 300 股指期权，这是我国场内期权市场首次迎来大扩容。期权作为金融衍生品市场的重要组成部分，具备对冲风险、套期保值、投机等多重属性与功能，同时作为一种有效的做空机制，期权对基础证券市场起到很好的补充作用，有利于证券市场发挥价值发现功能。

图表 33. 2015-2019/10 上证 50ETF 期权成交量



资料来源：中金所，中银国际证券

图表 34. 2015/02-2019/10 上证 50ETF 期权持仓量快速增长

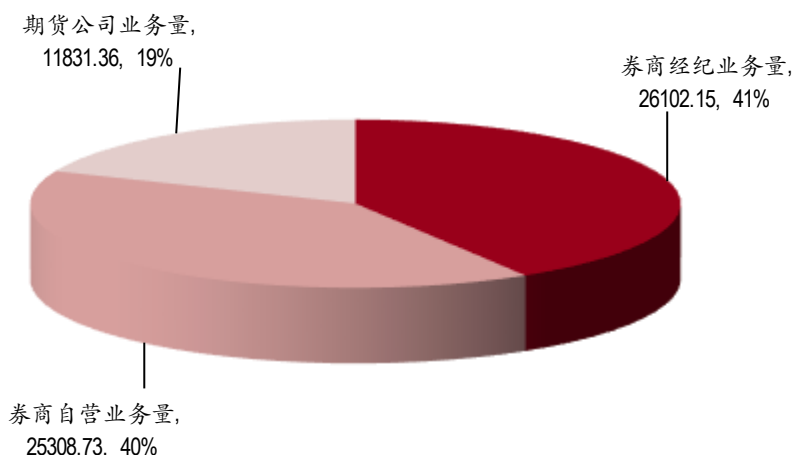


资料来源：中金所，中银国际证券

**深交所股票期权系列规则落地，个股期权发展取得重大进展。**深交所于 12 月发布股票期权 10 项规则 4 项指南，要点：1) 合约标的包括 ETF 与个股；2) 明确股票、ETF 成为标的的条件；3) 期权交易实行熔断制度，触发后进入 3 分钟集合竞价交易阶段；4) 实行投资者适当性制度，个人投资者设 50 万元门槛，董监高及持有 5% 以上股份的股东不得买卖该上市公司股票为标的的期权；5) 明确股票期权持仓限额，投资者单个合约品种权利仓持仓限额为 5,000 张；6) 允许量化交易，需向交易所备案。股票期权规则落地助力深市期权市场平稳启动，为个股期权上市留出空间，并助推 ETF 期权扩容，提升市场交易活跃度。

**场内期权扩容满足资金对冲需求，利好券商经纪业务与自营投资。**1) 此次场内期权扩容，尤其是中金所沪深 300 指数期权的推出，将更好地满足公募、社保基金、保险资管等机构投资者大量入市资金的对冲需求，极大地降低投资组合的市场风险敞口，提升持股意愿与持股比例，为机构投资者提供更多投资策略选择，同时有利于引导增量长期资金入市，为 A 股市场注入更多活水。2) 对于资金体量较小、专业度较低的个人投资者来说，沪深 300ETF 期权的推出将满足风险对冲、套利等多种需求，利于备兑开仓等多种交易策略的实现。3) 短期来看，场内期权扩容与股指期货规则松绑类似，在为券商带来增量衍生品业务的同时，将提升市场活跃度，利好经纪业务；此外，也将满足券商自身投资对冲的需求，利好自营业务的开展。截至 2018 年末，券商占据场内股票业务量的市场份额高达 81.29%（其中经纪业务量 41.27%，自营业务量 40.02%，另外期货公司市场份额近 18.71%），占据市场主导地位，长期来看，场内股票期权市场是一片巨大发展空间的蓝海，亟待券商开发。

图表 35. 2018 年末场内股票期权市场业务量结构



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

**场外期权：确立一二级交易商资质，更易形成头部集中化格局。**自2018年8月至2019年11月，证监会先后分五批公布了场外期权一级交易商和二级交易商的名单。其中，一级交易商包括中信证券、中金公司、中信建投、国泰君安、华泰证券、广发证券、招商证券7家券商，二级交易商包括海通证券、申万宏源、中国银河、国信证券等27家券商。一级交易商可以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；二级交易商仅能与一级交易商进行个股对冲交易，不得自行或与一级交易商之外的交易对手开展场内个股对冲交易。未跻身一二级交易商的券商不得开展场外期权业务。在监管层的交易商资格的指引下，场外期权业务更加规范化，也更易向头部集中。

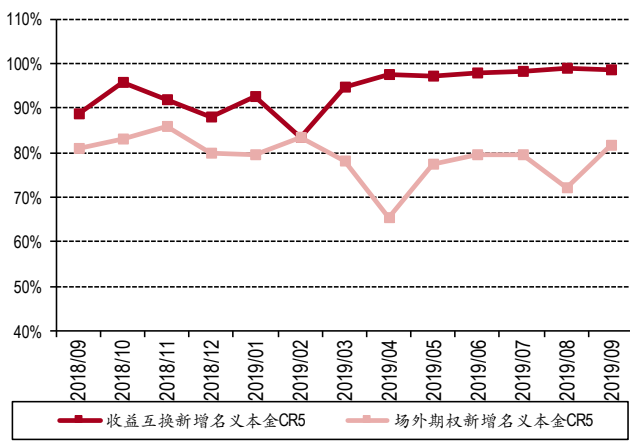
图表 36.场外期权一二级交易商名单

一级交易商			二级交易商				
序号	券商名称	序号	券商名称	序号	券商名称	序号	券商名称
1	广发证券	1	财通证券	10	长城证券	19	华西证券
2	国泰君安	2	东方证券	11	方正证券	20	南京证券
3	华泰证券	3	东吴证券	12	国金证券	21	山西证券
4	招商证券	4	国信证券	13	华安证券	22	安信证券
5	中金公司	5	海通证券	14	兴业证券	23	东莞证券
6	中信建投	6	平安证券	15	东兴证券	24	天风证券
7	中信证券	7	申万宏源	16	光大证券	25	信达证券
		8	浙商证券	17	国联证券	26	中泰证券
		9	中国银河	18	华福证券	27	中银国际

资料来源：中金所，中银国际证券

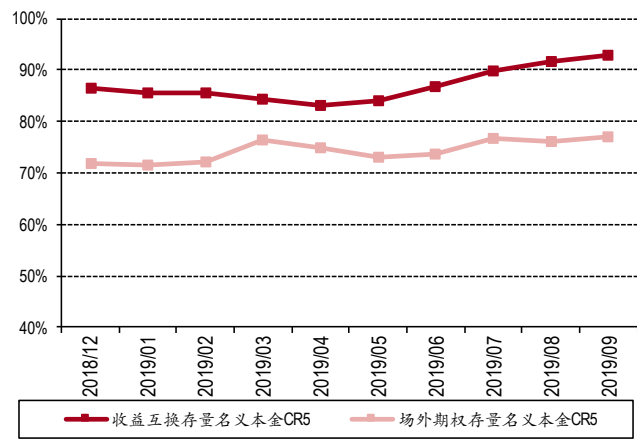
**场外衍生品市场发展迅猛，集中度高。**2019年1-9月场外衍生品交易新增名义本金规模1.22万亿元，同比2018年1-9月新增7036.76亿元多增97.56%；截至2019年9月底，场外衍生品存续交易名义本金5158.76亿元，与去年同期2992.79亿元相比，同比增长72.37%，我国场外衍生品市场正在高速发展中。此外，当前场外衍生品市场维持高集中度，9月单月收益互换与场外期权新增名义本金CR5分别为98.5%与81.7%，截至2019年9月，场外收益互换与场外期权存量名义本金CR5分别高达93%与77%，头部券商抢占场外衍生品市场发展先机。

图表 37. 2018/09-2019/09 收益互换与场外期权新增本金 CR5



资料来源：万得，中银国际证券

图表 38. 2018/09-2019/09 收益互换与场外期权存量本金 CR5



资料来源：万得，中银国际证券



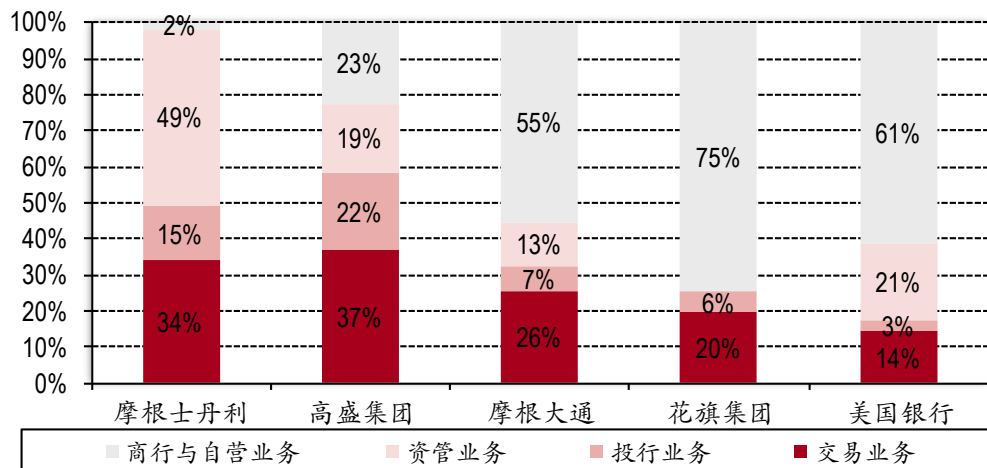
## 2.4 财富管理：公募投顾放开或引领我国零佣金时代，转型正当时

嘉信理财引领众互联网交易经纪商投行开启零佣金时代。美国最大的互联网经纪商嘉信理财（CharlesSchwab）于美国时间10月1日宣布，从10月7日开始，将把美国及加拿大交易所的股票、ETF线上交易佣金从每笔4.95美元降至零。随后，作为嘉信理财竞争对手的亚美利交易（TD Ameritrade）和亿创理财（E\*Trade）以及未上市的Ally Invest等网络经纪商纷纷跟随将股票和ETF的交易佣金降至零。10月25日嘉信理财又宣布将以换股方式收购亚美利交易，收购金额达260亿美元，折合人民币超1800亿元。短短不满一月的时间内，大洋彼岸的财富管理领域频发重磅事件，其重大影响已引起国内券商领域的重大反响，也加剧了国内证券行业的危机感。

美国投行与经纪商已成功完成财富管理转型，已摆脱对通道佣金收入的依赖。美国的众多投行以及经纪商之所以敢于推行低佣金甚至零佣金，主要有两方面的原因：

1) 业务相对多元化，佣金占比极低。以美国大型全能投行为例，由于海外采用混业经营的模式，其业务种类相当于我国大型商行与头部券商业务种类的合集，包含商业银行业务、投资银行业务、交易业务（包括FICC和股票交易执行等）以及资产管理业务ii) 交易业务是业务组合核心。从业务结构来看，交易业务是大型全能投行非商行业务中的核心业务，占非商行业务的比重往往超过50%。其中FICC业务以及做市商业务是最重要的交易业务，是大型全能投行重要的收入贡献来源与经营杠杆来源。相对而言，交易佣金等通道类收入占比极低，已逐渐边缘化。

图表 39. 2013-2018 年股权再融资规模及增速



资料来源：万得，中银国际证券

2) 美国采用买方投顾以及全权委托经纪人代客理财的方式，主要依靠收取管理费，淡化佣金概念。与我国个人投资者自主交易不同，海外投资者通常会全权委托投顾或经纪人代为做出投资决策与这行交易操作，投顾或经纪人以收取管理费为主，佣金概念逐步淡化。对于美国投行与经纪商而言，采用低佣甚至零佣的基础交易通道服务，更多地是为了吸引客户与流量，真正的盈利模式是通过提供多元化、差异化的增值财富管理服务的，收取较高的财富管理费用。

我国证券行业短时间内难以实现零佣金。当前国内券商经纪业务仍然以收取代理买卖证券佣金为主（绝大多数券商代理买卖证券净收入占经纪业务收入比重在70%以上），虽然近年来经纪业务收入占比逐年下降，但仍是第二大收入贡献来源（2019年前三季度经纪业务收入占比24%，仅次于自营业务收入占比的34%）。收取代理买卖证券佣金收入对于国内券商来说短期内难以替代。当前行业净佣金已经跌破万三，在现有市场交易规模下，部分中小券商短期已经面临成本收入比压力，且监管要求佣金不能低于证券公司服务成本，万分之二几乎是经纪业务的成本边际。因此国内证券行业短时间内难以实行零佣金。

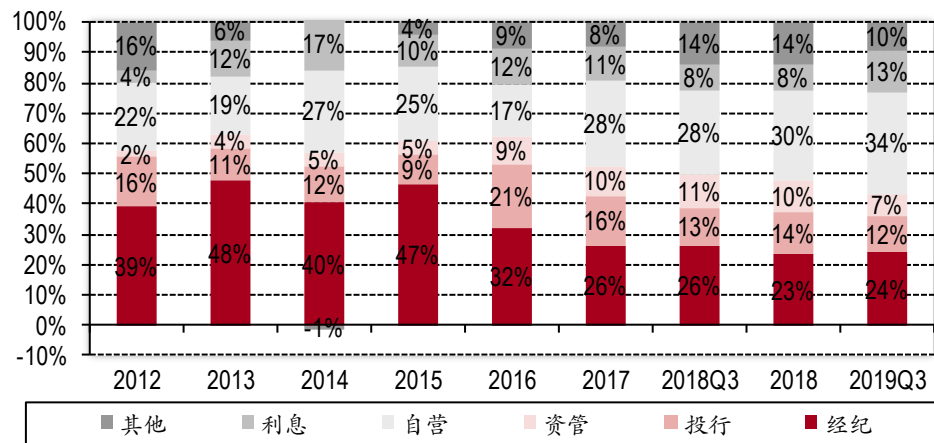


图表 40. 上市券商代理买卖证券净收入占经纪业务收入比重 (10 家)

单位: 亿元	代理买卖证券净收入 (亿元)	经纪业务净收入 (亿元)	营业总收入 (亿元)	代买收占经纪业 务比例	代买收占总营收比 例
中信证券	30.11	37.99	217.91	79	14
华泰证券	21.50	22.43	111.07	96	19
海通证券	14.41	18.96	177.35	76	8
国泰君安	26.55	31.50	140.95	84	19
东方证券	7.85	7.78	80.79	101	10
兴业证券	4.69	8.12	70.41	58	7
长江证券	6.62	10.34	37.28	64	18
东方财富	7.85	8.76	19.98	90	39
南京证券	2.19	3.12	10.02	70	22
红塔证券	1.00	1.01	7.53	99	13

资料来源: 中金所, 中银国际证券

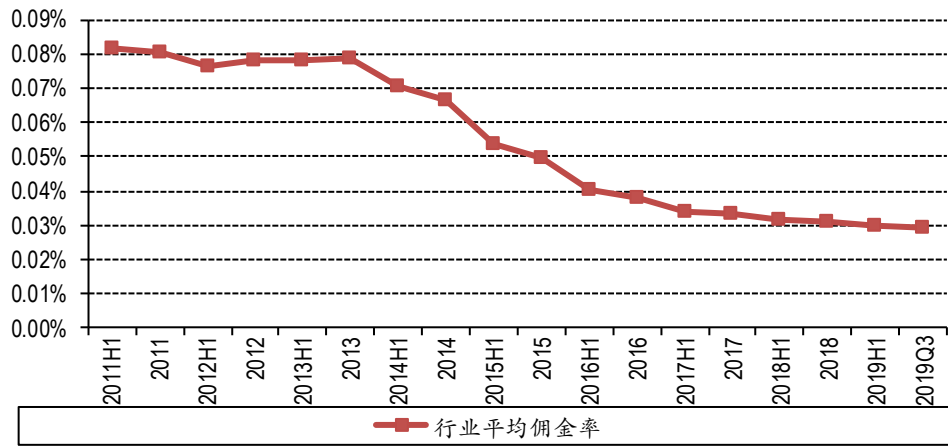
图表 41. 2012-2019Q3 证券行业业务收入结构



资料来源: 公司公告, 万得, 中银国际证券

美国进入零佣金时代以及国内佣金率不断下行, 推动国内券商加速财富管理转型。2019 年证券行业经纪业务佣金率维持小幅下滑态势, 前三季度行业平均佣金率万分之 2.94, 较上半年万分之 3.01 小幅下滑, 行业佣金率首次跌破万三, 其中 19Q3 单季佣金率仅为万分之 2.78。显然我国券商通过提供同质化的交易通道服务收取佣金收入的盈利模式难以为继, 财富管理转型已经迫在眉睫。美国的财富管理转型之路为我们提供了良好的范本, 其要点在于基础通道服务趋于免费, 增值财富管理加速收费进程, 逐渐降低对于通道业务收入的依赖, 以费代佣。同时这对于我国券商的资产配置、主动管理等专业能力提出了全新的更高要求。

图表 42. 2011H1-2019Q3 证券行业经纪业务佣金率



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

公募基金投顾开启试点或为国内券商代客理财新模式提供示范效应。证监会于近期下发《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》。根据《通知》规定，试点机构从事基金投顾业务，可以接受客户委托，按照协议约定向其提供基金投资组合策略建议，直接或间接获取经济利益，我国财富管理领域正式进入了“买方代理”的代客理财时代。与传统的基于“卖方代理”的基金销售模式相比，基金投顾采用“买方代理”模式，强调为客户提供量身定制的理财规划和全天候的资产配置服务，对专业性提出更高的要求。通过减免认申购费和收取一定的账户管理费，与客户投资利益更好地进行绑定，帮助客户赚取长期受益，基金投顾的模式将改变长久以来以销售代理机构为主导的基金营销格局。公募基金投顾的放开或将为券商的买方投顾与代客理财新模式提供一定的示范效应，未来待公募基金投顾模式逐渐成熟，有望将成功经验向券商财富管理领域移植。届时，在代客理财新模式的引领下，国内券商将真正摆脱佣金束缚，加速财富管理业务转型。

证监会有望逐渐放开头部券商对客户资金的使用权限。12月证监会在答复《关于做强做优做大打造航母级头部券商，构建资本市场四梁八柱确保金融安全的提案》时，表示为推动打造航母级证券公司主要开展六方面工作，其中包括进一步丰富证券公司服务功能，鼓励证券公司以客户为中心，依法盘活客户存量资产。由于监管出于风险控制的考量禁止动用客户保证金，当前我国券商在资金运用以及杠杆使用方面受到了一定的局限（众多发达国家包括美国是允许券商或投行使用客户资金的）。此次证监会传递了积极的信号，有望逐渐放开头部券商对客户资金的运用，不仅将提升券商资金使用效率、降低资金成本，也有助于提升券商的杠杆运用水平，进而提升ROE与盈利能力。同时，此举旨在顺应券商业务模式转型的需要。

### 3 对外开放：外资加速进入，鲶鱼效应下倒逼行业转型升级

#### 3.1 证监会与金融委先后定调扩大对外开放，海外增量资金有望加速引入

一揽子9项举措即将推出，证监会坚定推进资本市场对外开放。6月13日，第11届陆家嘴论坛召开，易主席发表重要讲话，其中提出证监会将会陆续推出一揽子9项对外开放举措，包括修订QFII和RQFII制度规则、允许境外股东“一参一控”、加大期货市场开放力度等重要举措。我国资本市场受中美贸易关系等因素的影响，外部不确定性有所增加，相应地市场对于扩大开放进程平添了一份担忧。证监会一揽子9项举措无疑为市场消除了疑虑，也充分体现出监管层对于坚定不移推进资本市场对外开放的信心。我国资本市场深化改革与扩大开放将会持续快速推进。

图表 43. 2019 年 6 月证监会一揽子 9 项资本市场对外开放举措

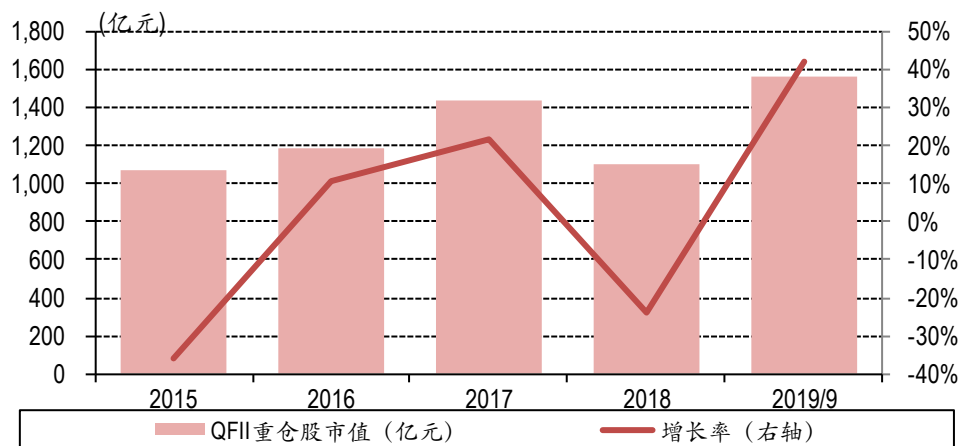
序号	具体措施
1	推动修订 QFII/RQFII 制度规则，进一步便利境外机构投资者参与中国资本市场。
2	按内外资一致原则，允许合资证券和基金管理公司的境外股东实现“一参一控”。
3	合理设置综合类证券公司控股股东的资质要求，特别是净资产要求。
4	适当考虑外资银行母行资产规模和业务经验，放宽外资银行在华从事证券投资基金托管业务的准入限制。
5	全面推开 H 股“全流通”改革。
6	持续加大期货市场开放力度，扩大特定品种范围。
7	放开外资私募证券投资基金管理人管理的私募产品参与“港股通”交易的限制。
8	研究扩大交易所债券市场对外开放，拓展境外机构投资者进入交易所债券市场的渠道。
9	研究制定交易所熊猫债管理办法，更加便利境外机构发债融资。

资料来源：证监会，中银国际证券

取消境外投资者限制+“入摩入富”不断推进，海外增量资金有望为 A 股注入源源活水。

(1) 取消合格境外投资者额度限制。9月10日，国家外汇管理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。具备相应资格的境外机构投资者，只需进行登记即可自主汇入资金开展符合规定的证券投资。截至2019年9月，QFII持有A股重仓股市值为1563.21亿元，较年初增长42.26%，20年有望持续快速增长态势。

图表 44. 2015-2019/09 QFII 持有 A 股重仓股市值及增长率



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券



(2) **MSCI 指数 A 股纳入因子提升至 20%，第一阶段最后一步有望带来超 3000 亿增量资金。**11 月 26 日 MSCI 指数正式完成 A 股纳入的第一阶段的最后一步，将大盘股的纳入因子由 15% 提升至 20%，并新纳入部分中盘股，纳入因子同为 20%。据 MSCI 公布数据，当前 MSCI 指数共包含 A 股 472 只个股，其中大盘股 244 只，中盘股 228 只，预计约占 MSCI 全球指数与新兴市场指数的市值比重分别为 0.5% 与 4.1%。此次 A 股比重提升预计将带来新增海外资金规模（主动+被动）464 亿美元，约合人民币 3280 亿元。

图表 45. MSCI 增量资金测算

MSCI 指数名称	跟踪资金规模 (亿美元)	纳入因子比例			
		5%	10%	15%	20%
MSCI 新兴市场	17000	0.72	1.76	2.46	4.10
MSCI 全球	32000	0.09	0.22	0.31	0.52
MSCI 亚洲（除日本）	4000	0.83	2.07	2.93	4.83
MSCI 中国	1000	2.32	5.25	7.79	12.10
新增资金规模（亿美元）		207.60	503.75	712.64	1176.57
单次新增规模（亿美元）		207.60	296.15	208.89	463.93
单次新增规模（亿元）		1,467.73	2,093.81	1,476.84	3,280.00

资料来源：公司公告，中银国际证券

(3) **富时罗素指数 A 股纳入第一阶段进行中，合计有望带来超 6000 亿增量资金。**根据富时罗素公布的计划，A 股纳入第一阶段将分三步走：2019 年 6 月纳入其中 20%，2019 年 9 月纳入 40%，2020 年 3 月纳入 40%，纳入因子分别达到 5%、15%、25%，涵盖 A 股大、中、小股票超 1000 只。从纳入比重来看，在第一阶段完成后，A 股将占到富时罗素新兴市场指数比重的 5.59%。按照当前富时罗素新兴市场跟踪资金规模（主动+被动）1.5 万亿美元就算，将有望为 A 股带来 839 亿美元增量资金，约合人民币 5928 亿元。

MSCI 及富时罗素等国际主流指数相继将我国 A 股纳入指数体系并不断提升 A 股纳入指数的比重，体现境外投资者对于我国金融市场投资需求增加。取消合格境外投资者额度限制，符合深化我国金融市场改革开放的政策，进一步满足境外投资者对于我国金融市场投资需求，并将为 A 股市场带来可观的海外增量资金。

**金融委宣布 11 条对外开放举措，确立扩大金融对外开放的核心政策方针。**7 月 20 日，国务院金融委宣布了 11 条金融业进一步对外开放的政策措施，其中涉及债券市场 3 条，银行保险业 7 条，以及证券业 1 条：1) 债券市场的对外开放举措涉及允许外资评级机构对银行间与交易所所有种类债券评级以及允许外资机构获银行间债券市场 A 类主承销牌照；2) 银行保险业开放举措包括鼓励境外机构设立或入股商业银行理财子公司、允许外资持有保险资管公司股份超过 25%、人身险外资股比限制过渡期由 2021 年提前到 2020 年以及取消外资保险公司 30 年经营年限的准入条件。3) 证券行业 1 条对外开放举措将取消券商、基金公司和期货公司外资股比限制的时点由 2021 年提前至 2020 年。此次金融委 11 条对外开放举措集中发布，涉及金融行业多个细分领域，外资可实现控股的领域进一步增加，开放的广度与力度空前，确立了扩大金融对外开放的核心政策方针，标志着我国金融对外开放进程进入了快车道。



**图表 46. 2019 年 7 月金融委 11 条对外开放措施**

放开领域	具体措施
债券	允许外资机构在华开展信用评级业务时,可以对银行间债券市场和交易所债券市场的所有种类债券评级。 允许外资机构获得银行间债券市场 A 类主承销牌照。 进一步便利境外机构投资者投资银行间债券市场。
保险	人身险外资股比限制从 51% 提高至 100% 的过渡期,由原定 2021 年提前到 2020 年。 放宽外资保险公司准入条件,取消 30 年经营年限要求。 取消境内保险公司合计持有保险资产管理公司的股份不得低于 75% 的规定,允许境外投资者持有股份超过 25%。 允许境外金融机构投资设立、参股养老金管理公司。
银行	允许境外资产管理机构与中资银行或保险公司的子公司合资设立由外方控股的理财公司。 鼓励境外金融机构参与设立、投资入股商业银行理财子公司。 支持外资全资设立或参股货币经纪公司。
证券	将原定于 2021 年取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制的时点提前到 2020 年。

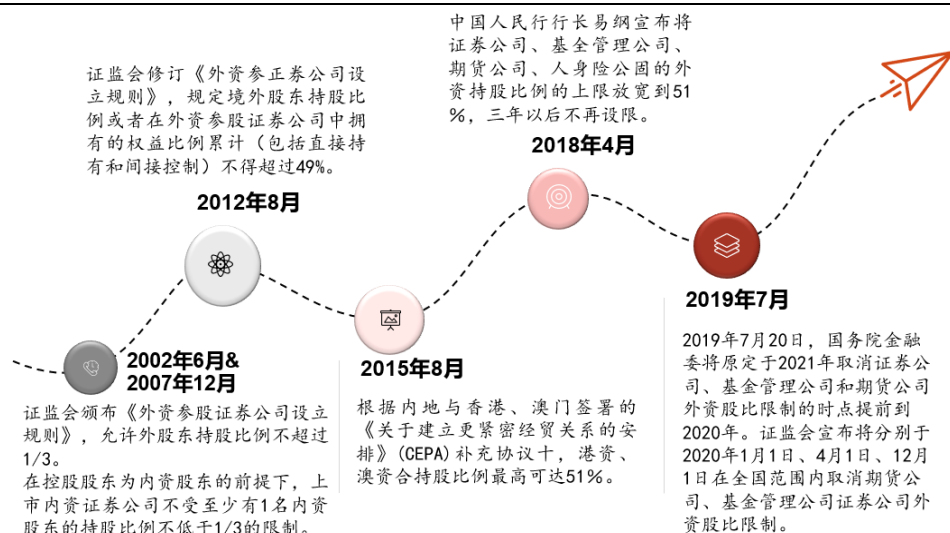
资料来源: 中国政府网, 中银国际证券

**金融委会议强调进一步扩大金融业双向开放。**9月27日,金融委召开第八次会议,强调要进一步扩大金融业高水平双向开放,鼓励境外金融机构和资金进入境内金融市场,提升我国金融体系的活力和竞争力。继允许外资机构获得银行间债券 A 类主承销牌照、取消合格境外投资者额度限制后,我国再次放出金融市场开放讯号,将进一步满足境外投资者对我国金融市场的投资需求,促进我国市场长期稳定的资金流入,有助于建立完善的权益资本市场。

### 3.2 券商外资股比限制将于 2020 年取消,“鲶鱼效应”下证券行业将加速转型升级

**证券公司外资持股比例限制逐渐放宽。**2002 年 6 月中国证监会颁布《外资参股证券公司设立规则》,首次允许外资股东投资国内券商,但持股比例不超过 1/3,后来又经历了 2007 年 12 月与 2012 年 10 月的两次规则修订、2015 年 8 月的《〈内地与澳门关于建立更紧密经贸关系的安排〉补充协议十》(以下合称“CEPA 10”)以及 2018 年的《外商投资证券公司管理办法》,国内券商外资持股比例限制逐渐放宽。证监会于近期正式宣布将分别于 2020 年 1 月 1 日、4 月 1 日、12 月 1 日在全国范围内取消期货公司、基金管理公司证券公司外资股比限制,证券行业对外资完全放开的时间节点提前了一年。

**图表 47. 券商对外开放进程**



资料来源: 证监会, 中国政府网, 万得, 中银国际证券



除外资股比限制放开之外,《外商投资证券公司管理办法》还从允许外资控股合资证券公司、逐步放开合资证券公司业务范围、统一外资持有上市和非上市两类证券公司股权的比例、完善境外股东条件、明确境内股东的实际控制人身份变更导致内资证券公司性质变更相关政策等方面进行了不同程度的放松。

图表 48. 《管理办法》多方面放松外商投资券商

序号	内容	主要变化
1	允许外资控股合资证券公司	制度名称由《外资参股证券公司设立规则》改为《外商投资证券公司管理办法》,体现外资由参转控; 《规则》规定合资证券公司的外资持股比例不得超过 49%, CEPA 10 框架下申请设立的合资证券公司可达 51%;《办法》将所有合资证券公司的外资持股比例上限统一调整为“应当符合国家关于证券业对外开放的安排”; 《规则》规定外资参股证券公司的境内股东应有 1 名是内资证券公司;《办法》未对合资证券公司的境内股东做出任何条件限制,符合公司法、证券法等法律法规的一般性股东要求即可。
2	逐步放开合资证券公司业务范围	《规则》对合资证券公司业务范围做出明确限制,仅在 CEPA 10 框架下申请设立的合资证券公司可实现全牌照; 《办法》取消上述业务范围限制,允许新设合资证券公司根据自身情况,依法有序申请证券业务,但初始业务范围需与控股股东或者第一大股东的证券业务经验相匹配。
3	统一外资持有上市和非上市两类证券公司股权的比例	《规则》规定单个境外投资者持有(包括直接持有和间接控制)上市内资证券公司股份的比例不得超过 20%;全部境外投资者持有(包括直接持有和间接控制)上市内资证券公司股份的比例不得超过 25%; 《办法》将全部境外投资者持有上市内资证券公司股份的比例调整为“应当符合国家关于证券业对外开放的安排”(根据中美元首会晤我方承诺,为不超过 51%); 《办法》明确,境外投资者持有上市内资证券公司 5% 以上股份的,应符合《办法》规定境外投资者应符合的条件。
4	完善境外股东条件	《规则》规定合资证券公司的境外股东须至少有一名是具有合法的金融业务经营资格的机构,《办法》将该要求扩展至所有境外股东,规定境外股东均需为在所在国家或者地区合法成立的金融机构; 《办法》对合资证券公司的境外股东增加以下资格要求:无因涉嫌重大违法违规正受到有关机关调查的情形;具有良好的国际声誉和经营业绩;近 3 年业务规模、收入、利润居于国际前列,近 3 年长期信用均保持在高水平。
5	明确境内股东的实际控制人身份变更导致内资证券公司性质变更相关政策	《规则》未明确该类变更将导致公司纳入外资参股证券公司管理;《办法》明确规定,内资证券公司股东的实际控制人变更为境外投资者,内资证券公司依法变更的证券公司,属于外商投资证券公司; 《办法》明确,内资证券公司股东的实际控制人变更为境外投资者,应符合《办法》规定境外投资者应符合的条件,不符合者应在 3 个月内完成规范整改。

资料来源:证监会,中银国际证券

外资控股券商正在加速进军我国证券领域。当前,我国已成功设立 14 家外资券商,除中金公司、中银国际(实际为中资控股)外,第一批设立的 6 家合资券商中,瑞银证券通过股权受让外资股比已提升至 51%,瑞信方正、高盛高华、摩根士丹利华鑫证券已先后提出增资或股权受让申请,完成后外资股比将提升至 51%。在 CEPA10 框架下的 4 家券商(华菁证券、申港证券、东亚前海、汇丰前海)设立时外资股比即达到 51%。在新版《管理办法》的指引下,野村东方国际证券与摩根大通证券第一批共两家外资控股券商于 19 年 3 月宣告成立,野村东方国际更是于近期获取了证监会颁发的四张业务牌照。此外,另有星展证券、株式会社大和证券等四家外资证券正在申请设立或计划设立中。在我国证券行业对外资不断扩大开放的政策指引下,外资控股券商正在大跨步地进入我国证券行业。



图表 49. 《外商投资证券公司管理办法》从多方面对外商投资券商进行了优化

政策阶段	外资券商名称	备注
《外资参股证券公司设立规则》及修订	中金公司	从法律与股权结构上属于合资券商本质为中资控股券商。
	中银国际证券	从法律与股权结构上属于合资券商本质为中资控股券商。
	瑞银证券	18年12月，瑞银集团完成股权受让，持股比例上升为51%。
	高盛高华证券	8月下旬，高盛已向中国证监会提交申请，拟将合资证券公司高盛高华持股比例提高至51%。
	瑞信方正证券	4月中旬，瑞士信贷银行单方面向瑞信方正增资，增资完成后，持股比例由增资前的33.3%提高至51%。
	中德证券	-
	摩根士丹利华鑫证券	于8月申请股权受让，完成后持股比例由49%提升至51%。
	东方花旗证券	-
	华菁证券	-
	申港证券	-
CEPA 10	东亚前海证券	-
	汇丰前海证券	-
	野村东方国际证券	11月22日，野村控股宣布，野村东方国际证券已获得证监会颁发的经营证券业务许可证，可开展的经营业务范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券自营及证券资产管理。
《外商投资证券公司管理办法》	摩根大通证券	3月，《管理办法》实行后，新设立的第一批外资控股券商之一。
	星展证券	新设外资控股合资券商，当前处于补正材料阶段。
	株式会社大和证券	新设外资控股合资券商，当前处于提交设立申请阶段。
	法国兴业银行	计划新设外商独资券商，名称待定。
申请设立或计划设立中	花旗集团	计划新设外商独资券商，名称待定。

资料来源：证监会，中银国际证券

**外资券商有望带来“鲶鱼效应”，加速行业转型升级步伐。** 证券行业完全放开股比限制，将加速外资以及海外顶尖投行进入国内市场，短期内势必加剧行业内的竞争，为国内券商带来前所未有的危机感，同时我国券商传统的通道类业务的盈利模式也将受到新的挑战。从长期来看，海外顶级投行参与度的提升：1) 将为我国证券行业带来增量资金，引入更多优秀人才、先进理念与创新业务经验；2) 对国内本土券商来说，有望为我国券商创新与变革之路打开全新视野，并产生“鲶鱼效应”，有望倒逼行业转型升级。同时与外资走进来匹配的是国内券商的走出去，有望培育与打造具有国际影响力的本土优质券商，更好地服务于实体经济。



## 4 盈利展望及投资建议

### 4.1 2020 年盈利展望

经历了 2019 年先扬后抑的市场行情，我们预计 2020 年证券行业仍将持续受到宏观经济“滞胀”预期、资本市场深化改革与扩大开放政策推出以及中美关系等海外不确定性因素的综合影响，我们对 2020 年的日均成交量、承销规模、两融平均规模、股权质押平均融出资金、股债投资收益率等基本假设变量分三种情况进行弹性测试，在悲观、中性、乐观假设下，证券行业 2020 年整体净利润增速为-1.14%、19.84%、37.52%。

图表 50. 2020 年证券行业业绩弹性测算

证券行业业绩测算		2018	2019E		2020E	
单位: 亿元		实际	中性	悲观	中性	乐观
经纪业务	市场日均成交额	4,116	5,500	5,000	6,000	7,000
	净佣金率 (%)	0.031	0.029	0.028	0.029	0.030
	<b>经纪业务净收入</b>	<b>623</b>	<b>778</b>	<b>683</b>	<b>849</b>	<b>1,025</b>
投行业务	IPO 募资规模	1,375	1,650	1,815	1,980	2,145
	债权承销规模	35,944	37,741	37,741	39,628	41,515
	增发规模	7,572	9,086	9,995	10,903	11,812
	IPO 承销收入	55	74	82	89	97
	债券承销收入	137	189	189	198	208
	增发承销收入	61	73	80	87	94
	承销保荐收入	6	9	10	11	12
	财务顾问收入	112	134	145	161	177
	投资咨询收入	32	32	32	32	32
	<b>投行业务净收入</b>	<b>401</b>	<b>478</b>	<b>505</b>	<b>546</b>	<b>587</b>
信用业务	两融平均规模	9,030	8,500	8,500	9,500	10,500
	股票质押融出资金规模	9,701	7,200	6,400	7,200	8,000
	净利率 (%)	1.15	1.07	1.04	1.07	1.15
	<b>总利息净收入</b>	<b>215</b>	<b>169</b>	<b>154</b>	<b>179</b>	<b>213</b>
自营业务	权益类占比 (%)	28.00	33.00	30.00	33.00	35.00
	沪深 300 涨幅 (%)	(25.31)	30.00	10.00	30.00	40.00
	规模系数		120.00	1.15	1.20	1.25
	自营收入增速 (%)	(7.05)	31.88	18.45	31.88	42.50
	<b>自营业务净收入</b>	<b>800</b>	<b>1,055</b>	<b>1,250</b>	<b>1,392</b>	<b>1,504</b>
资管业务	券商资管平均规模	148,300	148,300	140,885	148,300	155,715
	资管综合费率 (%)	0.19	0.20	0.20	0.20	0.20
	<b>资管业务净收入</b>	<b>275</b>	<b>297</b>	<b>282</b>	<b>297</b>	<b>311</b>
<b>其它业务净收入</b>		<b>348</b>	<b>348</b>	<b>348</b>	<b>383</b>	<b>383</b>
<b>营业总收入</b>		<b>2,663</b>	<b>3,125</b>	<b>3,222</b>	<b>3,645</b>	<b>4,022</b>
<b>净利润率 (%)</b>		<b>25.02</b>	<b>36.50</b>	<b>35.00</b>	<b>37.50</b>	<b>39.00</b>
<b>净利润</b>		<b>666</b>	<b>1,141</b>	<b>1,128</b>	<b>1,367</b>	<b>1,569</b>
<b>净利润同比增速 (%)</b>		<b>(41.04)</b>	<b>71.22</b>	<b>(1.14)</b>	<b>19.84</b>	<b>37.52</b>

资料来源: 万得, 中银国际证券

### 4.2 投资建议

1) 长期来看，证券行业享有明显领先其他金融子行业的政策面利好，今年以来资本市场融资端深化改革不断深入、扩大开发举措不断推进，未来投资端政策也有望大幅放开，在证监会推动打造航母级券商的大背景下，龙头券商有望享受持续且重大的政策红利，行业集中度或将保持上升趋势。

2) 短期来看，由于 2019 年以来内外不确定性因素影响使得券商板块估值已回调至较低水平，近期受中美贸易关系缓和以及中央经济工作会议等利好因素的集中催化，板块有望再度彰显高 Beta 弹性，在 2020 年享有较高的投资性价比。重点推荐业绩抗压性强、充分受益于资本市场改革且估值较低的券商龙头海通证券。



图表 51. 上市券商估值表

代码	券商	股价 (元)	总市值 (亿元)	PB				PE				评级
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E	
600030.SH	中信证券	23.32	2,623	1.85	1.73	1.62	1.52	30.09	20.72	18.34	16.05	买入
601688.SH	华泰证券	19.13	1,607	1.53	1.43	1.36	1.30	31.36	20.91	18.47	16.21	买入
600837.SH	海通证券	14.91	1,469	1.46	1.36	1.30	1.24	32.91	17.56	15.20	13.14	增持
601211.SH	国泰君安	18.09	1,523	1.31	1.26	1.21	1.16	24.02	18.65	15.73	14.13	增持
000776.SZ	广发证券	14.22	980	1.27	1.23	1.17	1.12	25.20	16.15	13.53	11.60	增持
600999.SH	招商证券	17.55	1,086	1.79	1.71	1.62	1.54	26.57	18.75	16.25	14.22	增持
601066.SH	中信建投	27.12	1,806	4.36	3.90	3.47	3.10	67.17	45.39	37.14	32.89	未有评级
000166.SZ	申万宏源	4.94	1,162	1.78	1.65	1.52	1.39	29.06	22.45	18.30	16.47	增持
601881.SH	中国银河	11.18	864	1.72	1.61	1.52	1.43	21.99	22.39	20.71	18.98	未有评级
002736.SZ	国信证券	11.94	979	2.07	1.76	1.67	1.58	21.49	18.71	16.38	14.43	未有评级
601788.SH	光大证券	12.21	516	1.19	1.14	1.08	1.02	18.68	21.80	18.66	16.43	未有评级
300059.SZ	东方财富	15.40	1,034	6.59	5.47	4.52	3.74	107.88	54.32	43.48	36.23	买入
300033.SZ	同花顺	114.03	613	18.35	15.33	12.72	10.57	96.70	67.03	51.74	42.15	增持
601901.SH	方正证券	6.94	571	1.51	1.46	1.42	1.38	86.75	35.88	35.16	30.57	未有评级
600958.SH	东方证券	10.21	652	1.38	1.33	1.29	1.24	58.01	30.40	21.52	16.95	中性
601377.SH	兴业证券	6.61	443	1.36	1.31	1.27	1.22	327.05	20.66	18.89	15.74	中性
000728.SZ	国元证券	8.70	293	1.19	1.16	1.12	1.08	43.50	32.00	26.53	22.89	未有评级
601555.SH	东吴证券	9.16	275	1.36	1.28	1.20	1.14	76.33	17.83	15.48	14.11	未有评级
600369.SH	西南证券	4.63	261	1.41	1.36	1.32	1.28	115.75	31.45	29.47	25.63	未有评级
600109.SH	国金证券	8.80	266	1.37	1.30	1.24	1.18	26.35	23.35	21.76	20.99	未有评级
000783.SZ	长江证券	6.59	364	1.37	1.33	1.27	1.21	141.68	19.60	15.73	13.38	中性
000686.SZ	东北证券	8.35	195	1.30	1.25	1.19	1.13	64.23	18.88	15.53	13.50	未有评级
601198.SH	东兴证券	11.48	317	1.61	1.53	1.45	1.36	31.37	19.01	15.84	13.78	未有评级
000750.SZ	国海证券	4.89	206	1.52	1.51	1.50	1.49	244.50	148.18	123.48	107.38	未有评级
601099.SH	太平洋	3.61	246	2.39	2.25	2.10	1.96	-18.61	23.14	19.28	16.77	未有评级
002673.SZ	西部证券	9.16	321	1.85	1.80	1.73	1.66	160.14	38.55	28.64	24.26	未有评级
002500.SZ	山西证券	7.84	222	1.78	1.72	1.65	1.57	98.00	27.62	24.00	20.87	未有评级
002797.SZ	第一创业	8.49	297	3.38	3.12	2.92	2.72	235.83	68.03	54.04	47.30	未有评级
601375.SH	中原证券	5.03	152	1.96	1.88	1.86	1.82	251.50	80.22	76.68	71.25	未有评级
600909.SH	华安证券	6.38	231	1.84	1.76	1.69	1.63	42.53	25.69	23.62	21.56	未有评级
601878.SH	浙商证券	9.25	308	2.26	2.16	2.06	1.97	42.05	30.50	27.98	24.99	未有评级
601108.SH	财通证券	10.18	365	1.91	1.79	1.71	1.63	46.27	30.14	28.33	26.60	未有评级
002926.SZ	华西证券	9.98	262	1.43	1.41	1.28	1.20	30.24	15.97	14.27	13.01	未有评级
601990.SH	南京证券	9.26	305	2.40	2.33	2.25	2.17	102.89	46.35	41.06	36.26	未有评级
601162.SH	天风证券	6.58	341	2.77	2.69	2.61	2.53	102.81	62.31	51.93	45.15	未有评级
002939.SZ	长城证券	13.56	421	2.55	2.45	2.35	2.23	64.57	39.13	32.61	28.36	未有评级
002945.SZ	华林证券	14.48	391	8.64	8.22	7.79	7.32	103.43	103.13	87.44	73.76	未有评级
	<b>大券商</b>		<b>14615</b>	<b>1.64</b>	<b>1.49</b>	<b>1.44</b>	<b>1.36</b>	<b>26.97</b>	<b>19.59</b>	<b>16.99</b>	<b>15.03</b>	
	<b>行业</b>		<b>22322</b>	<b>1.69</b>	<b>1.59</b>	<b>1.54</b>	<b>1.46</b>	<b>79.60</b>	<b>31.66</b>	<b>27.38</b>	<b>24.18</b>	
	<b>中小券商</b>		<b>7706</b>	<b>1.74</b>	<b>1.64</b>	<b>1.60</b>	<b>1.53</b>	<b>105.06</b>	<b>37.31</b>	<b>32.25</b>	<b>28.47</b>	

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 2019 年 12 月 16 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期





## 5 风险提示

- 1) 利率变化导致市场资金成本变化、对信用业务的融资成本产生影响，同时市场连续下跌引发信用业务风险；
- 2) 证券行业目前同质化竞争较为激烈，各公司提供的服务差距较小，随着外资逐渐进入国内资本市场，其强大的主动管理能力与运营经验，或将抢占部分资管业务与创新业务市场份额；
- 3) 证券公司海外布局加速，承担相应的海外市场风险和投资风险；
- 4) 中美关系等国际环境对宏观经济带来的影响超预期。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371