

行业定期策略

证券

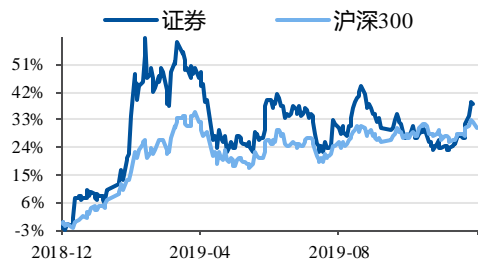
以稳为主，聚焦资本市场改革

2019年12月23日

评级 **同步大市**

评级变动：维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
证券	11.93	2.55	37.28
沪深300	4.34	3.25	32.61

龙靓

执业证书编号：S0530516040001
longliang@cfzq.com

滕毅

tengyi@cfzq.com

分析师

0731-84403365

研究助理

0731-84403398

相关报告

- 《证券：证券行业2019年11月月度报告：大型券商再获政策支持，看好龙头投资机会》 2019-12-13
- 《证券：证券行业2019年10月月度报告：政策持续宽松，中长期配置价值明显》 2019-11-14
- 《证券：证券行业2019年9月月度报告：行业基本面无忧，持续关注政策预期》 2019-10-22

重点股票	2018E		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
中信证券	0.77	30.84	1.12	21.21	1.21	19.63	推荐
华泰证券	0.65	29.71	0.89	21.74	0.94	20.7	推荐
东吴证券	0.12	78.5	0.49	19.22	0.53	17.77	推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- 年初至12月19日，申万证券指数上涨39%，跑赢上证综指及沪深300等市场主要指数。资本市场改革持续深化、监管政策松绑、降准背景下市场流动性持续宽松是券商板块2019年跑赢市场的主要原因。
- 政策方面，资本市场改革持续深化，为行业长期健康发展打下坚实基础，而监管进入宽松周期将支撑券商板块长期估值水平提升。流动性方面，预计市场流动性将继续呈现宽松态势，但后续市场利率下行空间十分有限。随着流动性宽松边际影响的逐步递减，市场风险偏好或将出现一定下降，券商板块短期估值水平存在下行压力。
- 证券行业格局：一是行业马太效应明显，大型券商凭借政策和资本优势强者恒强，中小券商面临特色化、精品化发展要求。二是业务结构保持重资产化趋势，未来经营业绩波动性将逐步下降，资本实力在行业竞争中的重要性将进一步凸显。三是并购整合将成为大势所趋，市场竞争愈发激烈的背景下行业整合或将持续提速。四是行业对外开放速度超出预期，未来外资券商将在财富管理、FICC等优势业务领域的蓝海市场与国内券商展开直接竞争。
- 各业务板块：（1）经纪：普涨行情或难再现，预计股基交易额小幅下滑，佣金率继续保持下行趋势。（2）信用：预计两融规模稳步提升，股质业务持续收缩。（3）投行：受益政策松绑，再融资、并购重组业务规模的扩大将带来明显业务和收入增量。（4）资管：继续“去通道化”，主动管理规模及占比有望加速上升。（5）自营：权益类收益将稳中趋降，固收类收益增长幅度有限。
- 我们认为，监管进入边际放松周期将支撑行业长期估值水平提升，但流动性宽松边际影响在逐步减弱，利率下行空间有限将导致市场风险偏好边际下降，不利于行业短期估值水平提升，叠加行业全年经营业绩下降的判断，给予行业2020年“同步大市”评级，建议关注行业的中长期配置价值。在投资主线上，我们建议以稳为主，重点关注经营情况良好、具有一定业务特色的低估值标的。投资主线一：经营稳健、资本实力强以及政策优势明显的头部券商，推荐中信证券、华泰证券。投资主线二：区位优势明显、业务特色突出以及估值水平偏低的中小券商，推荐东吴证券。
- 风险提示：市场交投活跃度低迷；市场大幅波动；证券公司业务开展不及预期；金融监管政策加强；资本市场改革进度低于预期。

内容目录

1 券商板块 2019 年市场表现复盘	4
1.1 市场表现：政策驱动行情，全年跑赢大市	4
1.2 估值：位于底部区间，中长期配置价值明显	5
2 政策面和流动性	5
2.1 政策面：改革持续深化，监管进入边际宽松周期	5
2.2 流动性：宽松仍将延续，但边际影响减弱	6
3 行业格局	7
3.1 竞争格局：马太效应明显，大型券商强者恒强，中小券商差异化发展箭在弦上	7
3.2 业务转型：业务重资产化，行业经营业绩趋稳	9
3.3 并购整合：大势所趋，行业整合或将提速	9
3.4 对外开放：外资券商进入，创新业务将面临激烈竞争	10
4 分项业务	11
4.1 经纪业务：普涨行情或难再现，股基交易额预计小幅下行	11
4.2 信用业务：两融规模稳步提升，股质业务持续收缩	12
4.3 投行业务：政策大幅松绑，迎接投行大年	13
4.4 资管业务：去通道化、主动管理转型仍为主旋律	15
4.5 自营业务：权益稳中趋降，固收波动加剧	16
5 证券行业 2020 年投资策略	17
5.1 投资策略与投资主线	17
5.2 重点推荐标的	18
5.2.1 中信证券（600030.SH）：行业龙头，航母级券商第一候选	18
5.2.2 华泰证券（601688.SH）：财富管理转型领先，期待估值修复	18
5.2.3 东吴证券（601555.SH）：区位优势显著，资本实力不断夯实	19
6 风险提示	19

图表目录

图 1：券商板块 2019 年市场表现	4
图 2：申万证券指数及申万一级子行业指数全年涨跌幅	4
图 3：上市券商、全部 A 股历史 PB 估值情况	5
图 4：行业营业收入、净利润集中度	8
图 5：行业重资产业务收入占比（自营+利息）	9
图 6：行业经纪业务收入	11
图 7：市场股基成交额	11
图 8：市场平均佣金率	12
图 9：上市券商经纪业务收入集中度	12
图 10：两市融资融券余额	13
图 11：市场股票质押情况	13
图 12：市场股权融资规模	13
图 13：市场债权融资规模（证券公司承销）	13
图 14：行业投行业务收入	14

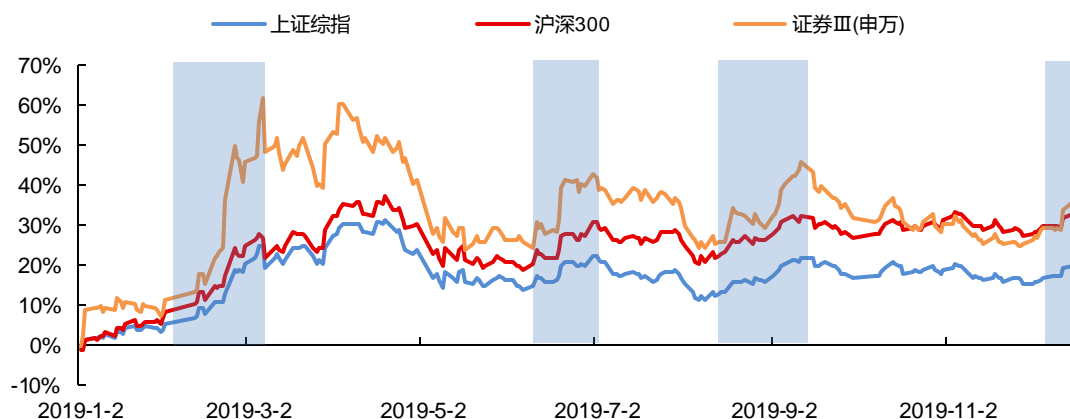
图 15: 上市券商投行业务收入集中度	14
图 16: 行业资管规模	15
图 17: 行业资管业务收入	15
图 18: 上市券商业务收入集中度	16
图 19: 行业资管主动规模占比	16
图 20: 行业自营业务收入	17
图 21: 上市券商自营业务集中度	17
表 1: 上市券商当前 PB 估值情况	5
表 2: 2019 年证券行业相关政策及事件梳理	6
表 3: 2019 年央行货币政策实施	7
表 4: 大型券商政策支持梳理	8
表 5: 证券行业近期并购整合梳理	10
表 6: 外资控股或拟控股证券公司	10
表 7: 投行类业务监管政策变动	14
表 8: 部分头部券商私募资管规模	16

1 券商板块 2019 年市场表现复盘

1.1 市场表现：政策驱动行情，全年跑赢大市

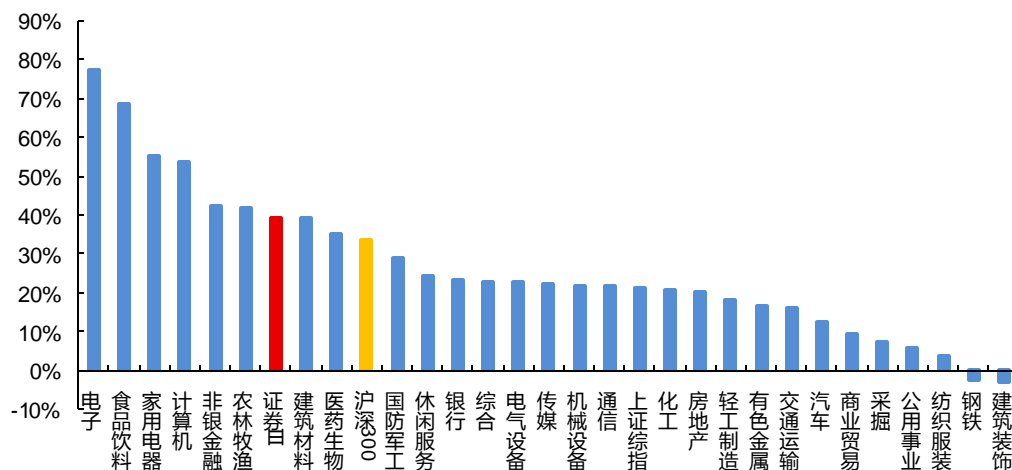
2019 年，市场逆转 2018 年以来的下行趋势，在政策利好下出现大幅反弹，同期券商板块市场表现优于大市。截至 2019 年 12 月 19 日，申万证券指数上涨 39.42%，跑赢上证综指 18.44 个百分点，跑赢沪深 300 指数 5.66 个百分点。从券商板块全年市场表现来看，有四次短期明显跑赢大盘。第一次是 1 月底至 3 月初，区间涨幅 51%，主要系央行降准释放流动性、社融超预期增长、监管政策出现宽松以及板块超跌等多重因素影响所致；第二次是 6 月初至 7 月初，区间涨幅 15%，主要系大型券商获央行流动性支持、并购重组政策松绑、科创板开市预期等因素影响所致；第三次是 8 月中旬至 9 月中旬，区间涨幅 16%，主要系央行降准、两融政策放松、券商风控指标计算标准优化调整等因素影响所致；第四次是 12 月初至今，区间涨幅 11%，主要系中美贸易战趋于缓和、流动性再次宽松预期等因素影响所致。

图 1：券商板块 2019 年市场表现



资料来源：wind，财富证券

图 2：申万证券指数及申万一级子行业指数全年涨跌幅



资料来源：wind，财富证券

1.2 估值：位于底部区间，中长期配置价值明显

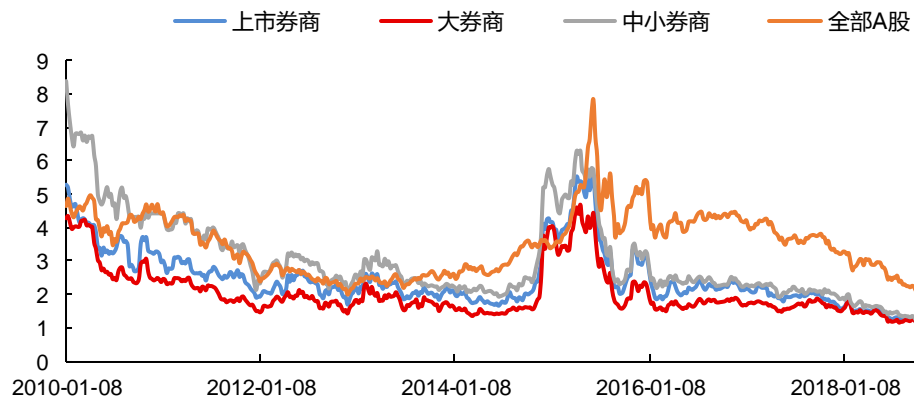
截至 2019 年 12 月 19 日，上市券商 PB 估值为 1.63 倍（历史 TTM，中值，剔除负值，下同），年初为 1.31 倍，当前估值位于历史的 84% 分位（2010 年 1 月 1 日起，下同），仍处于底部区间。大券商 PB 估值为 1.50 倍，位于历史 80% 分位；中小券商 PB 估值 1.83 倍，位于历史 84% 分位。

表 1：上市券商当前 PB 估值情况

	上市券商	大券商	中小券商
当前 PB 估值	1.63	1.50	1.83
历史 PB 估值中位数	2.94	2.74	2.85
相对全部 A 股 PB	0.69	0.63	0.77
历史分位	84.31%	80.59%	84.31%

资料来源：wind，财富证券

图 3：上市券商、全部 A 股历史 PB 估值情况



资料来源：wind，财富证券

2 政策面和流动性

2.1 政策面：改革持续深化，监管进入边际宽松周期

资本市场改革持续深化，为行业长期健康发展打下坚实基础。2019 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，包括完善资本市场建设、优化市场参与主体、加快对外开放、防范化解金融风险、加大法治供给、提高监管能力等 6 个方向。

“深改 12 条”对证券行业的影响是长期性的：一是完善资本市场建设将加速推进创业板与新三板改革，倒逼审核制改进和完善，同时将促进券商场外、创新业务发展。二是优化市场参与主体，再融资、并购重组的放宽以及分拆上市将为券商投行带来业务增量；差异化监管下大型券商享受政策红利进一步创新提质，中小券商未来将利用区位、股东等资源优势走特色化发展之路；而推动更多中长期资金入市则有利于降低市场波动，引导价值投资。三是加快对外开放有利于国内资本市场向市场化、国际化发展，短期难改行业格局，长期将加剧行业竞争。四是加大法治供给将提高上市公司、中介机构违法成

本，直接推动信披制度完善，保护投资者利益。

监管进入边际宽松周期，支撑券商板块长期估值水平提升。2019年以来，监管层积极推进市场制度建设并优化调整相关行业政策：一是先后落地科创板系列政策，同时确定新三板改革的基础文件，以及明确证券公司外资持股比例限制取消时点，积极建设和完善市场基础制度；二是先后发布证券公司股权管理规定，并对证券公司风控指标计算标准进行调整，适度引导证券公司业务发展方向，提升证券公司服务能力；三是对融资融券业务实施细则、并购重组政策、再融资政策进行优化调整，相关政策和制度修订速度显著加快，修订力度多次超出市场预期，市场投融资功能得到进一步完善。我们认为，基于服务实体经济这一根本目标，2020年资本市场改革将继续重点围绕完善资本市场建设、优化市场参与主体进行，具体政策将聚焦发行和退市制度改革、衍生品市场发展、做大做强行业龙头券商、做优精品中小券商、推动中长期资金入市等方面。此外，政策面趋于宽松也将支持券商板块进入估值提升长周期。

表 2：2019 年证券行业相关政策及事件梳理

时间	政策及事件
2019年1月	《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》发布
2019年7月	《证券公司股权管理规定》发布
2019年8月	《融资融券交易实施细则》修订
2019年8月	《证券公司风险控制指标计算标准》修订公开征求意见
2019年8月	《科创板上市公司重大资产重组特别规定》发布
2019年9月	全面深化资本市场改革工作座谈会召开，并提出12个方面重点任务
2019年10月	明确取消证券公司外资股比限制时点（2020年12月1日）
2019年10月	《上市公司重大资产重组管理办法》新修发布
2019年10月	启动全面深化新三板改革
2019年11月	《非上市公众公司监督管理办法》修订公开征求意见，《非上市公众公司信息披露管理办法》公开征求意见
2019年11月	《上市公司证券发行管理办法》《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》《上市公司非公开发行股票实施细则》等再融资规则修订公开征求意见
2019年11月	《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》公开征求意见
2019年11月	扩大股票股指期货试点，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11月	全面推开H股“全流通”改革
2019年12月	《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》发布

资料来源：中国证监会，财富证券

2.2 流动性：宽松仍将延续，但边际影响减弱

流动性与证券行业关系密切，也是影响券商板块短期估值水平变动的关键因素。一方面， β 属性较强的券商板块与市场流动性高度相关，而流动性宽松预期对二级市场表现将产生积极影响，利好券商板块短期估值水平提升；另一方面，市场利率下行带来融资成本下降，有利于券商杠杆率的提升，从而对ROE产生正向影响。

2019 年以来,全球已进入货币宽松周期,年内我国央行已多次实施降准或定向降准,向市场释放流动性。展望 2020 年,宏观经济增速下行压力仍然明显,国内融资需求依然不足,预计市场流动性将继续呈现宽松态势。但是,短期通胀压力下货币政策实施空间不大,后续基准利率下行空间十分有限。随着流动性宽松边际影响的逐步递减,市场风险偏好或将出现一定下降,券商板块短期估值水平存在下行压力。

表 3: 2019 年央行货币政策实施

时间	事件	影响
2019 年 1 月	央行下调金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点	释放资金约 1.5 万亿元
2019 年 5 月	央行针对聚焦当地、服务县域的中小银行,实行较低的优惠存款准备金率	约有 1000 家县域农商行可以享受该项优惠政策,释放长期资金约 2800 亿元
2019 年 9 月	央行下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点,额外对仅在省级行政区域内经营的城市商业银行定向下调存款准备金率 1 个百分点	释放长期资金约 9000 亿元,其中全面降准释放资金约 8000 亿元,定向降准释放资金约 1000 亿元

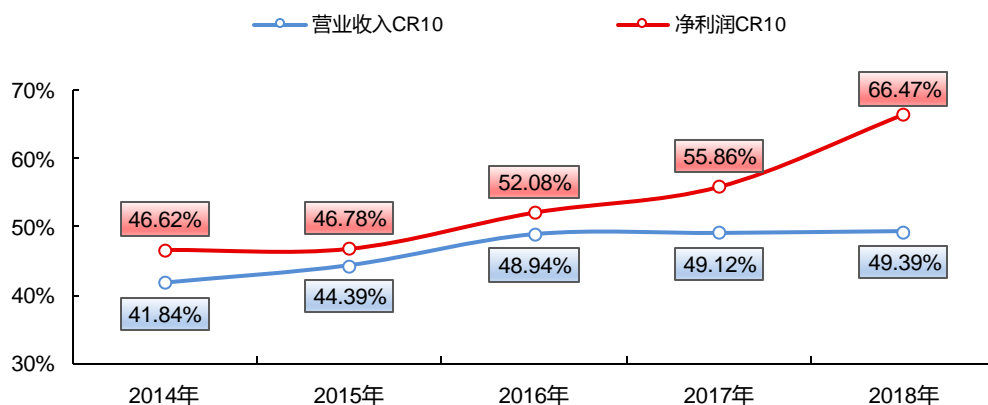
资料来源:中国人民银行,财富证券

3 行业格局

3.1 竞争格局:马太效应明显,大型券商强者恒强,中小券商差异化发展箭在弦上

对于大型券商而言,在政策持续倾斜的背景下,大型券商凭借创新业务试点先发、强大的资本实力和丰富的资源条件仍在扩大竞争优势,行业马太效应愈发显著。据中国证券业协会数据统计,2018 年行业营业收入 CR10 提升至 49.39%,较 2017 年提升 0.27 个百分点;2018 年行业净利润 CR10 提升至 66.47% (前十大券商净利润/行业盈利券商净利润),较 2017 年大幅提升近 9 个百分点。证监会提出,通过多渠道充实证券公司资本、进一步丰富证券公司服务功能、支持证券公司优化激励约束机制、鼓励证券公司加大信息技术和科技创新投入、支持证券公司完善国际化布局、督促证券公司加强合规风控管理等途径,积极推动打造航母级头部券商,支持行业做优做强。目前,行业政策利好大型券商发展,未来市场份额进一步向头部券商集中。

图 4：行业营业收入、净利润集中度



资料来源：中国证券业协会，财富证券

表 4：大型券商政策支持梳理

时间	事件	影响
2019年6月	央行上调多家大型券商待偿还短期融资券余额上限	缓解头部券商短期流动性压力，降低融资成本
2019年6月-9月	央行核准多家大型券商发行金融债	丰富头部券商融资手段，进一步拓宽券商的中长期负债来源
2019年8月	证券公司风险控制指标计算标准修订	在现行风险资本准备调整系数的基础上，增加一档“连续三年A类AA级及以上为0.5”。此项修订显著利好头部高评级券商，有利于扩大龙头券商的资本运作空间
2019年9月	中信证券、华泰证券、招商证券获得证券公司结售汇业务试点资格	允许在风险可控的前提下开展自身及代客即期结售汇业务，并按规定参与银行间外汇市场交易。有助于促进国内证券公司本币和外币业务均衡发展，加快培育国际一流投行，推动金融业高质量发展
2019年12月	证监会提出积极推动打造航母级证券公司	鼓励和引导证券公司充实资本、丰富服务功能、优化激励约束机制、加大技术和创新投入、完善国际化布局、加强合规风险管控，积极推动打造航母级头部证券公司，支持行业做优做强

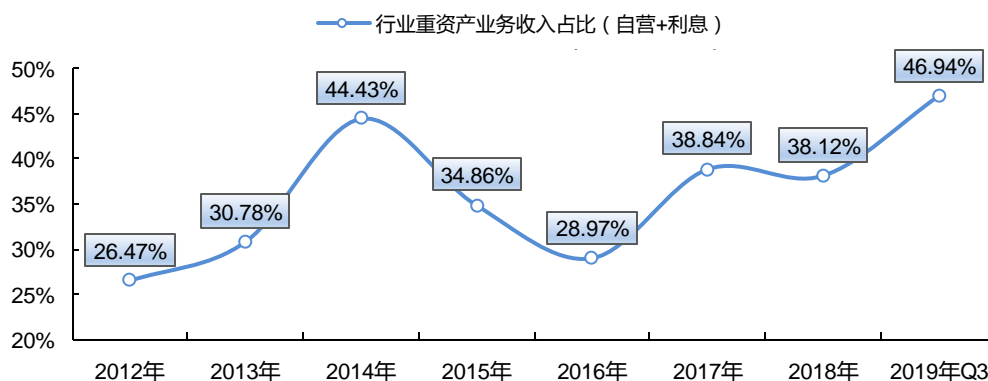
资料来源：中国证监会，中国人民银行，国家外汇管理局，财富证券

而中小型券商多数为区域性券商，背靠大股东优势在各自属地内占有一定的市场份额。但与全国性大型券商相比，中小型券商未能享受政策红利，同时在资本实力、业务能力以及人才储备等方面均落后于大型券商，不具备与大型券商在传统和创新业务上的竞争实力，中小券商亟待经营转型。证监会在2019年7月发布的《证券公司股权管理规定》以及2019年9月召开的全面深化资本市场改革座谈会上均提出支持中小型券商差异化、特色化、精品化发展，为中小券商转型提供思路。未来，有机会脱颖而出的中小券商只能是在不同业务层级中找准定位，始终关注创新与特色化，灵活应对市场环境的差异化金融服务提供商。

3.2 业务转型：业务重资产化，行业经营业绩趋稳

由于传统通道型轻资产业务仍然占有一定比重，行业经营业绩呈现明显的周期性，“靠天吃饭”仍是行业的基本特征之一。目前，提高重资产业务比重已成为行业共识，一方面，在科创板发行制度改革的影响下，以投行为代表的通道业务将加速资本化转型，未来投行业务将呈现一定的重资产特性；另一方面，国内券商将在固收投资、衍生品、资本中介等传统或创新类重资产业务上加大资本投入，未来业绩将趋于稳定。2019年前三季度，行业重资产业务（自营、信用）收入比重47%，较去年同期提升10个百分点，其中自营业务收入占比34%，较2018年同期提升6个百分点，已经成为券商第一大业务板块。总体来看，随着重资产业务比重的不断提升，资本实力在证券行业市场竞争中的重要性将进一步凸显。

图 5：行业重资产业务收入占比（自营+利息）



资料来源：中国证券业协会，财富证券

3.3 并购整合：大势所趋，行业整合或将提速

证券行业竞争日益激烈，部分中小型券商在前期市场下行背景下已经出现经营不善等情况，业绩波动性明显大于大型券商；叠加外资券商加速进场加剧市场竞争，行业并购整合已经成为大势所趋。2017年以来，已有中金公司收购中国中投证券、中信证券收购广州证券、天风证券收购恒泰证券、华创证券收购太平洋证券股权等案例出现，不仅存在大券商并购中小券商的情况，也存在中小券商之间的资产和业务整合。通过并购整合，大券商将强化自身的规模效应，同时弥补在部分区域或业务上的劣势；中小券商将获得更多的资源支持，夯实区域竞争优势。未来，充分竞争将推动市场出清速度加快，行业并购整合或将持续提速。

表 5：证券行业近期并购整合梳理

时间	并购事项	进度
2016 年 11 月	中金公司收购中国中投证券	中金公司作价 167 亿元收购中国中投证券 100% 股权，借助中投证券零售网络补齐经纪业务短板，中投证券现已更名中金财富证券。
2019 年 1 月	中信证券收购广州证券	中信证券作价 134.6 亿元收购广州证券 100% 股权（不包括广州期货及金鹰基金相应股权），拓展华南地区市场。此次收购已获中国证监会核准。
2019 年 5 月	天风证券收购恒泰证券	天风证券作价 45 亿元收购恒泰证券 29.99% 股权，成为恒泰证券第一大股东。中国证监会已于 2019 年 11 月受理恒泰证券股权变更申请。
2019 年 11 月	华创证券收购太平洋证券股权	华创证券拟作价 22 亿元收购太平洋证券 5.87% 股权，共计将获得 10.92% 股份表决权。华创证券意向取得太平洋证券的实际控制权。

资料来源：公司公告，中国证监会，财富证券

3.4 对外开放：外资券商进入，创新业务将面临激烈竞争

证监会已经将证券公司外资持股比例限制取消时点提前至 2020 年，多家外资控股券商已经获批设立，法国兴业银行、花旗集团均公开表示计划在中国设立外资独资券商，国内证券行业对外开放正在加速推进。短期来看，国内券商传统通道业务（经纪、投行等）的经营格局并不会发生显著变化，外资券商更为关注财富管理、FICC 等优势业务领域的蓝海市场。其中，由野村集团控股的合资证券公司野村东方国际证券有限公司已获准开业，合资公司在成立初期将以财富管理为主营业务，未来也将逐渐建立金融产品销售渠道，以及拓展机构及其他业务。目前，国内券商经纪业务正在进行财富管理转型，对 FICC 等创新业务仍处于探索过程中。中长期角度看，资本实力较强的外资券商将凭借其强大的资本实力、全市场资产配置能力和专业人才队伍，在创新业务上与国内券商进行直接竞争。

表 6：外资控股或拟控股证券公司

证券公司名称	控股股东	设立进度
野村东方国际证券有限公司	野村控股株式会社（51%）	2019 年 11 月已获准开业，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。
摩根大通证券（中国）有限公司	摩根大通国际（51%）	2019 年 12 月已获准开业，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、证券承销与保荐。摩根大通国际旗下摩根资管（中国）已于 2016 年 8 月获得证券资产管理业务资格。
瑞银证券有限责任公司	瑞士银行有限公司（51%）	中粮集团、国电资本分别向瑞士银行转让瑞银证券 14%、12.01% 的股权，转让后瑞士银行持有瑞银证券 51% 股权。上述转让已于 2018 年 11 月获得中国证监会核准。
瑞信方正证券有限责任公司	现为方正证券股份有限公司，拟变更为瑞士信贷银行	2019 年 4 月，瑞士信贷银行股份有限公司将以 6.28 亿元单方面向瑞信方正增资，增资完成后，瑞士信贷对

	股份有限公司 (51%)	瑞信方正的持股比例由增资前的 33.3% 提高至 51%，并成为瑞信方正的控股股东。中国证监会已于 2019 年 10 月受理变更申请。
摩根士丹利华鑫证券有限责任公司	原为华鑫证券有限责任公司，拟变更为摩根士丹利亚洲有限公司 (51%)	摩根士丹利拟以人民币 37620 万元的价格受让华鑫证券持有的摩根士丹利华鑫证券 2% 股权，摩根亚洲 (摩根士丹利全资控股公司) 将持有摩根士丹利华鑫证券 51% 股权，并成为控股股东。中国证监会已于 2019 年 11 月受理变更申请。
高盛高华证券有限责任公司	原为北京高华证券有限责任公司，拟变更为高盛 (亚洲) 有限责任公司 (51%)	高盛集团拟将合资证券公司高盛高华持股比例提高至 51%。中国证监会已于 2019 年 11 月受理变更申请。
大和证券 (中国) 有限责任公司	株式会社大和证券集团总公司 (51%)	中国证监会已于 2019 年 12 月受理设立申请。

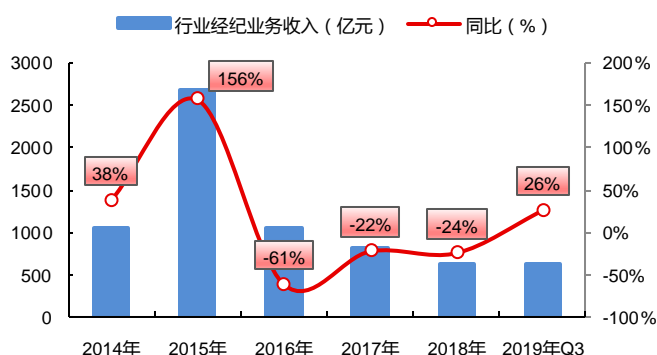
资料来源：中国证监会，财富证券

4 分项业务

4.1 经纪业务：普涨行情或难再现，股基交易额预计小幅下行

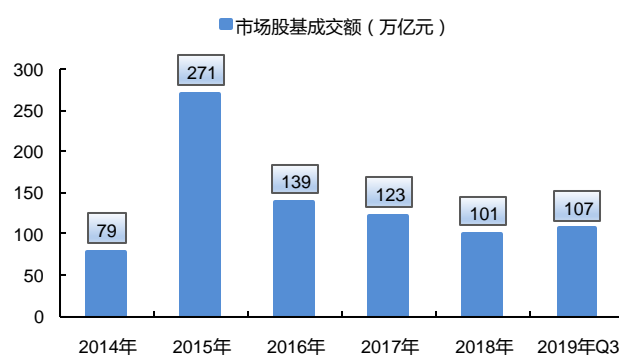
受益市场高景气度，2019 年经纪业务大幅增长，但佣金率仍在下行。2019 年前三季度，36 家上市券商实现经纪业务收入 532 亿元，同比增长 18%，占主要业务收入比重为 25%。2019 年前三季度，证券行业实现经纪业务收入 625 亿元，同比增长 26%，占行业营业收入的比重为 24%。2019 年前三季度，市场股基交易量同比增长 34%，是经纪业务收入增长的主要原因。行业经纪业务收入增幅小于市场股基交易量上升幅度，主要系行业平均佣金率下行所致。经大致测算，2019 年前三季度市场平均佣金率为万分之 2.94，较 2018 年下降 16 个百分点，下降趋势未能发生逆转。从市场集中度看，上市券商 2019 年前三季度经纪业务收入集中度 CR4/CR8 分别为 32.1%/55.7%，经纪业务竞争格局相对稳定。

图 6：行业经纪业务收入



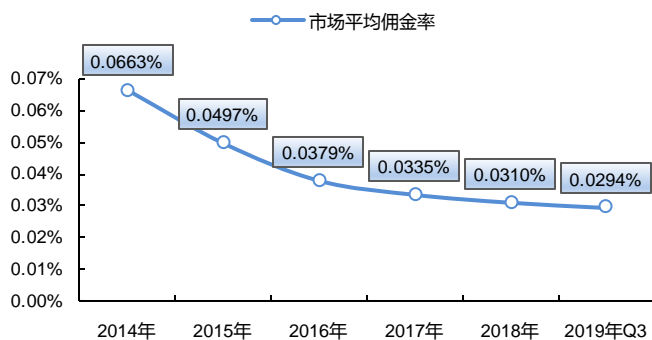
资料来源：中国证券业协会，财富证券

图 7：市场股基成交额



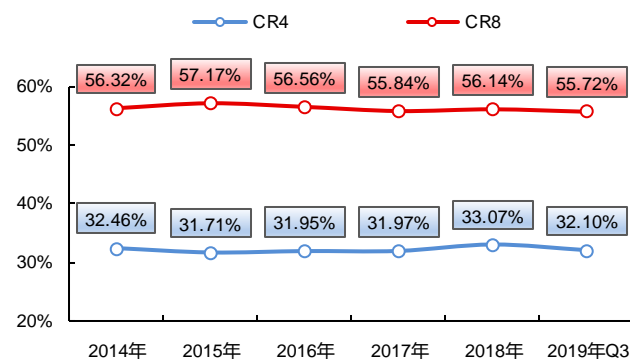
资料来源：wind，财富证券

图 8：市场平均佣金率



资料来源：wind，中国证券业协会，财富证券

图 9：上市券商经纪业务收入集中度



资料来源：wind，财富证券

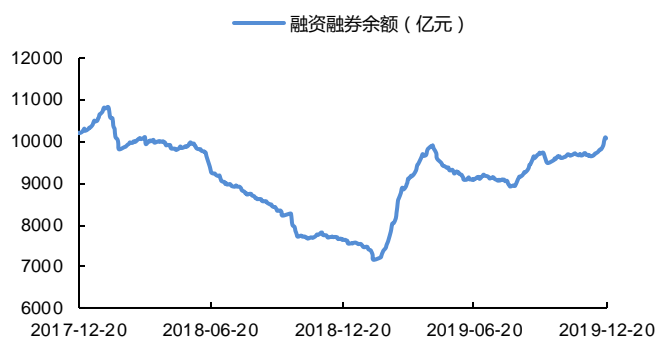
我们认为，2020 年市场难现 2019 年年初的快速上涨行情，更多的是以短期事件驱动的结构行情，这将导致投资者市场参与热情下降，中性预计 2020 年市场日均股基成交额为 5000 亿元。市场平均佣金率仍有下滑压力，但降幅未来将逐步收窄，中性预计 2020 年市场平均佣金率下滑至 0.0285%。

4.2 信用业务：两融规模稳步提升，股质业务持续收缩

融资融券业务规则放松，两融规模提升明显。截至 2019 年 12 月 13 日，两市融资融券余额已达 9813.47 亿元，较年初增加 2255.67 亿元，增幅达 29.85%，日均融资融券余额 9065.52 亿元。2019 年 8 月，交易所对《融资融券交易实施细则》进行了修订，修订内容涵盖维持担保比例调整、补充担保物认定调整以及标的股票数量调整等方面，其中最为关键的修订是将融资融券标的股票数量由 950 只扩大至 1600 只，增幅达 68%。标的扩容后，市场融资融券标的市值占总市值比重由约 70% 达到 80% 以上，中小板、创业板股票市值占比大幅提升，该部分融资需求目前正在被持续激活。虽然结构性行情对两融规模的提升有所影响，但受益两融标的扩容带来的融资需求上升，中性预计 2020 年日均两融余额为 9400 亿元。

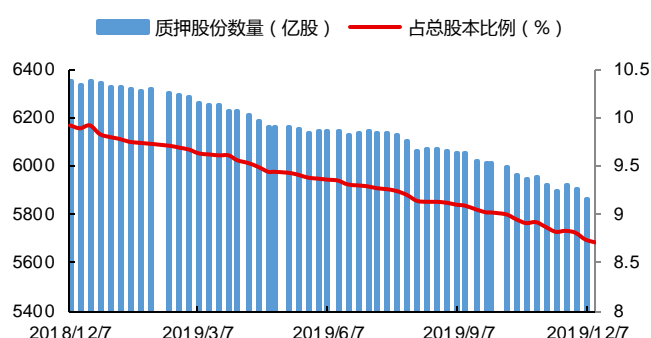
股票质押业务持续收紧，防范化解风险仍为首要任务。据万得统计，截至 2019 年 12 月 13 日，市场质押股数 5840.46 亿股，占总股本比例为 8.71%，占比较年初下降 1.12 个百分点。2019 年 8 月，证监会在《证券公司风险控制指标计算标准（修订稿）》（征求意见稿）中将一年期以上股票质押业务融出资金流动性计算比例提高，同时提高受限股风险资本准备计算比例，2019 年 9 月在“深改 12 条”中再次强调化解股票质押风险，表明监管层对股票质押业务仍然呈现持续收紧的态度。未来，防范化解风险仍是股票质押业务开展的主要指导原则，预计市场股票质押规模将持续下滑，股票质押业务规模较大、收入占比较高的券商将面临不利影响。

图 10：两市融资融券余额



资料来源：wind，财富证券

图 11：市场股票质押情况



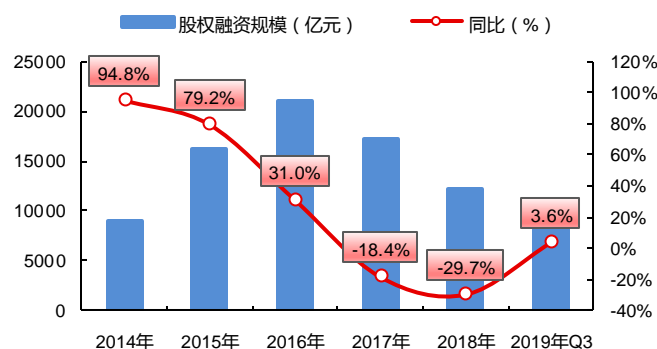
资料来源：wind，财富证券

4.3 投行业务：政策大幅松绑，迎接投行大年

监管政策放松叠加科创板落地，行业股权融资规模回升。股权业务方面，2019 年前三季度市场股权融资规模 10792 亿元，同比增长 3.6%，而 2018 年全年下降 29.7%。其中，市场 IPO 规模 1400 亿元，同比增长 21.3%，主要原因一是科创板开板（融资规模 472 亿元），二是 IPO 审核通过率提升（2019 年前三季度为 87%，去年同期为 55%）；再融资中增发及配股规模 5422 亿元，同比下滑 19.0%。债券业务方面，2019 年前三季度证券公司承销债券规模 55685 亿元，同比增长 43.9%。

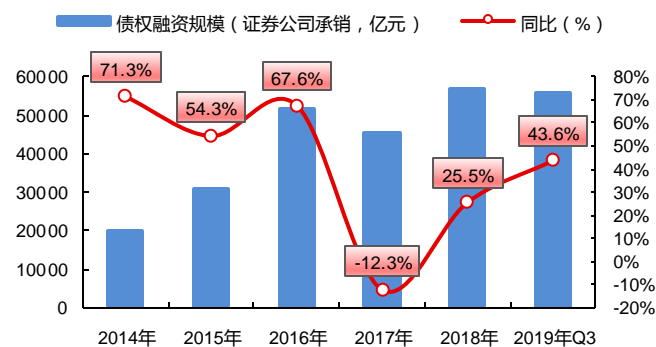
股权、债权承销规模双升带来行业投行业务收入增长。2019 年前三季度，36 家上市券商实现投行业务收入 238 亿元，同比增长 23%，占主要业务收入的比重为 11%。2019 年前三季度，行业实现投行业务收入 318 亿元，同比增长 33%，占行业营业收入的比重为 12%。从市场集中度来看，上市券商投行业务收入集中度呈现小幅上升趋势，2019 年前三季度 CR4/CR8 分别为 41.1%/60.0%。

图 12：市场股权融资规模



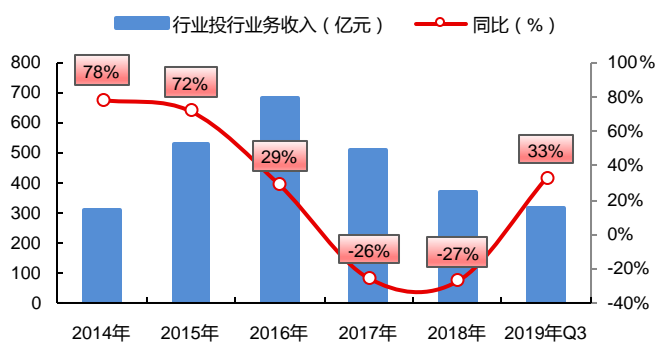
资料来源：wind，财富证券

图 13：市场债权融资规模（证券公司承销）



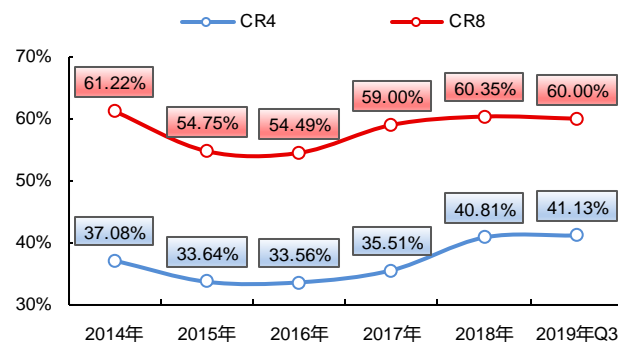
资料来源：wind，财富证券

图 14：行业投行业务收入



资料来源：中国证券业协会，财富证券

图 15：上市券商投行业务收入集中度



资料来源：wind，财富证券

监管政策大幅松绑，看好行业 2020 年投行业务发展。2019 年 6 月，证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》（以下简称《重组办法》）公开征求意见，修订主要涉及简化重组上市认定标准、缩短“累计首次原则”计算期限、允许部分战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市、恢复重组上市配套融资等方面，《重组办法》已于 2019 年 10 月正式实施。2019 年 11 月，证监会就修改《上市公司证券发行管理办法》《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》等再融资规则公开征求意见，就《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》公开征求意见，其中再融资办法修订要点主要包括大幅松绑创业板再融资要求、拓宽创业板再融资的覆盖面、优化非公开发行和减持机制、支持引入战略投资者、增加上市公司在再融资方面的自主性以及提升市场参与者交易的灵活性等方面。

表 7：投行类业务监管政策变动

时间	相关文件	主要（修订）内容
2019 年 10 月	《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》	(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，其他资产不得在创业板实施重组上市交易。(4) 恢复重组上市配套融资。(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。
2019 年 11 月	《上市公司证券发行管理办法》、《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》	主板（中小板）、创业板： (1) 发行对象：主板（中小板）、创业板上市公司均不超过 35 名（原为 10 名和 5 名）。(2) 定价：不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 8 折（原为 9 折）。(3) 定价基准日：提前确定全部发行对象且为战略投资者等的，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（原为发行期首日）。(4) 批文有效期：延长为 12 个月（原为 6 个月）。(5) 锁定期：调整为 18 个月（控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份、战略投资者，原为 36 个月）、6 个月（询价投资者，原为 12 个月），不适用《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》的有关规定。 创业板： (1) 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。(2) 取消创业板非公开发行股票连续 2 年盈利的条件。(3) 将创业板前次募集

2019年11月 《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》

资金基本使用完毕，且使用进度和效果与披露情况基本一致由发行条件调整为信息披露要求。

(1) 设定基本发行条件，规范上市公司再融资行为，切实保护投资者合法权益和社会公众利益。(2) 优化调整非公开发行股票制度安排，支持上市公司引入战略投资者。设置相对公开发行较低的负面清单形式的基本发行条件，有效提升非公开发行股票便捷性。(3) 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（上交所审核期限为2个月，证监会注册期限为15个工作日）。授权上海证券交易所根据科创板再融资运行总体情况和市场实际需要，研究制定小额融资的业务规则。

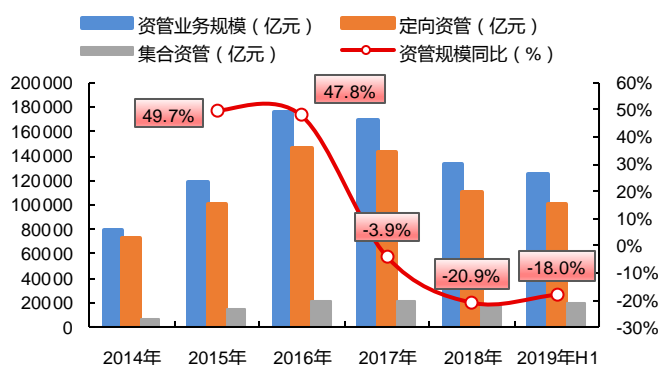
资料来源：中国证监会，财富证券

我们认为，2020年行业投行业务持续受益科创板注册制改革深化，并将显著受益再融资政策松绑，再融资规模叠加并购重组业务规模的扩大将为券商投行业务带来明显增量，中性预计2020年行业IPO规模2200亿元，再融资规模14000亿元，债券融资规模（证券公司承销）70000亿元。

4.4 资管业务：去通道化、主动管理转型仍为主旋律

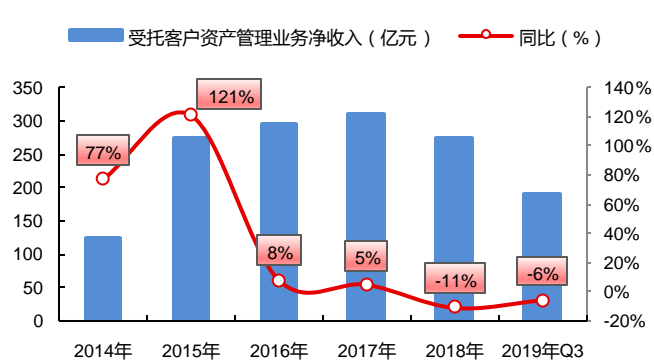
资管新规影响仍在持续，通道类业务不改收缩趋势，主动管理性质较强的集合资管规模逐步稳定。2019年上半年末，行业资管业务总规模12.53万亿元，同比下降18%，其中定向资管规模10.10万亿元，同比下降22.1%，集合资管规模1.93万亿元，同比基本持平。2019年前三季度，行业实现资管业务收入191亿元，同比下降6%，占行业营业收入的比重为7%。

图 16：行业资管规模



资料来源：wind，财富证券

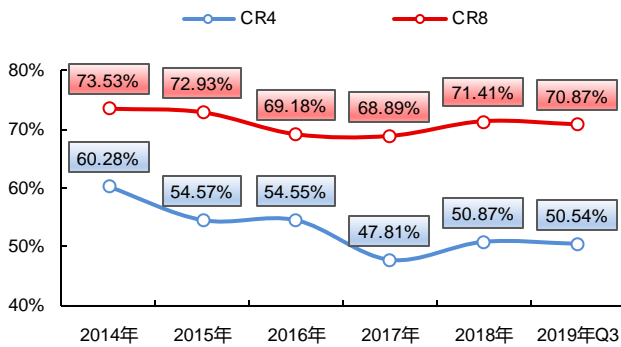
图 17：行业资管业务收入



资料来源：中国证券业协会，财富证券

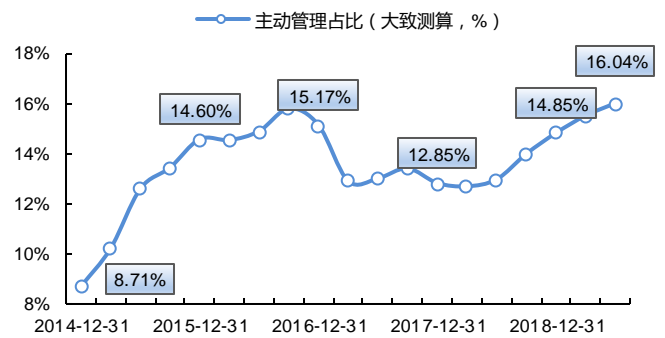
上市券商资管业务表现优于行业整体，市场集中度呈现小幅下滑趋势。36家上市券商2019年前三季度实现资管业务收入212亿元，同比增长2%，占主要业务收入的比重为10%。在市场集中度方面，资管业务收入集中度显著高于券商其他主要业务，2019年前三季度CR4/CR8分别达到50.54%/70.87%，而集中度却呈现下降趋势，表明当前大型券商虽然在资管业务方面具有领先优势，但中小型券商已经开始发力追赶。

图 18：上市券商业务收入集中度



资料来源：wind，财富证券

图 19：行业资管主动规模占比



资料来源：wind，财富证券

行业资管业务主动管理占比正在不断提升。以（集合资管规模+专项资管规模）/资管总规模大致测算行业主动管理占比，2019年上半年末行业资管业务主动管理占比提升至 16.04%，较去年同期大幅提升 3.05 个百分点。行业头部券商主动管理占比提升明显，据中国基金业协会数据，广发资管(65.81%)、国泰君安资管(48.11%)、海通资管(39.84%) 主动管理规模及占比均排名靠前。

表 8：部分头部券商私募资管规模

证券公司	2019Q1 资管规模	2019Q1 主动资管规模	主动管理占比	2019Q2 资管规模	2019Q2 主动资管规模	主动管理占比
中信证券	12941.35	5130.64	39.65%	11580.8	4070.46	35.15%
华泰资产	8491.06	2334.52	27.49%	8393.52	2456.8	29.27%
国泰君安资管	7325.31	3086.22	42.13%	7500.73	3608.33	48.11%
中信建投	6589.42	1733.92	26.31%	6712.53	1999.39	29.79%
申万宏源	6426.47	1429.87	22.25%	6093.82	1328.52	21.80%
招证资管	5809.03	1335.9	23.00%	5732.33	1416.68	24.71%
广发资管	3553.54	2335.58	65.73%	3282.68	2160.36	65.81%
海通资管	2789.6	993.43	35.61%	2865.23	1141.65	39.84%

资料来源：中国基金业协会，财富证券

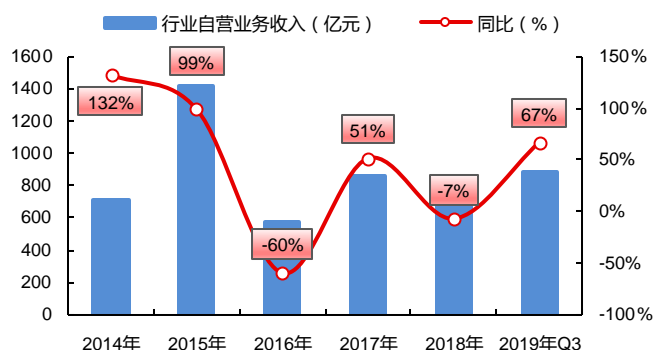
我们认为，2020 年行业资管业务将继续“去通道化”，主动管理规模及占比有望加速上升。中性预计 2020 年行业定向资管规模 8.5 万亿，集合资管规模 2 万亿，合计资管总规模 10.5 万亿。

4.5 自营业务：权益稳中趋降，固收波动加剧

股市、债市高景气度是 2019 年行业自营业务收入增长的主要原因。年初至今，主要权益类指数中上证综指涨幅超 20%、沪深 300 指数涨幅达到 34%、创业板指数涨幅逾 40%，主要固收指数中证全债指数上涨 4.4%。2019 年前三季度，行业实现自营业务收入（证券投资收益）879 亿元，同比增长 67%，占行业营业收入的比重为 34%，已经成为券商第一大业务板块。36 家上市券商 2019 年前三季度实现自营业务收入 850 亿元，同比增长 76%，占主要业务收入的比重为 40%。从市场集中度来看，上市券商自营业务集中度呈

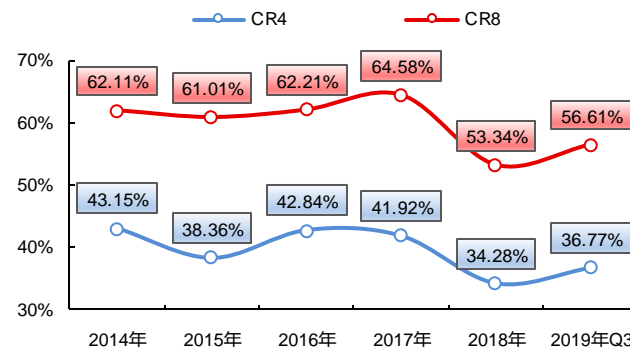
现下降趋势，2019年前三季度 CR4/CR8 分别为 36.77%/56.61%。

图 20：行业自营业务收入



资料来源：中国证券业协会，财富证券

图 21：上市券商自营业务集中度



资料来源：wind，财富证券

固收类规模提升以及权益类非方向性投资增加是未来行业自营业务主要发展方向。

固收方面，债券市场相对稳定，长期趋势下收益确定性更强，能有效降低自营业务波动；权益方面，非方向性投资将更加主流，即在买入权益品种的同时增加股指期货或期权等衍生品的反方向头寸，获取权益品种的 α 投资收益。随着市场期货、期权等衍生品的不断丰富，券商投资类风险对冲工具将更加多样化，权益类非方向性投资比例将呈现上升趋势。

我们认为，2019 年行业自营业务收入大幅增长，主要系股市、债市高景气度影响所致。展望 2020 年，2019 年年初股市快速上涨的行情难以再现，权益类自营收入将稳中趋降；利率下行空间十分有限，债市或将面临一定波动，固收类自营收入增长幅度有限。

5 证券行业 2020 年投资策略

5.1 投资策略与投资主线

给予行业“同步大市”评级，建议关注行业的中长期配置价值。展望 2020 年，行业监管仍处于放松周期，券商创新业务放开将进一步拓宽业务边界。流动性宽松趋势仍将延续但边际影响正在逐步减弱，后续利率下行空间也十分有限。基于对 2020 年市场行情的判断，在 2019 年高业绩基数的影响下，预计 2020 年证券行业经营业绩将出现小幅下降。我们认为，监管进入放松周期将支撑行业长期估值水平提升，但流动性宽松边际影响在逐步减弱，利率下行空间有限将导致市场风险偏好边际下降，不利于行业短期估值水平提升，叠加行业全年经营业绩下降的判断，给予行业 2020 年“同步大市”评级。资本市场改革仍是推动行业中长期向好的基础性因素，我们坚定看好行业的发展前景，建议关注行业的中长期配置价值。

在投资主线上，我们建议以稳为主，重点关注经营情况良好、具有一定业务特色的低估值标的。投资主线一：经营稳健、资本实力强以及政策优势明显的头部券商。推荐综合实力行业第一、创新业务布局领先、业绩韧性较强的龙头券商中信证券(600030.SH)，

以及财富管理转型行业领先、投行类业务排名靠前、具备一定估值优势的华泰证券（601688.SH）。**投资主线二：区位优势明显、业务特色突出以及估值水平偏低的中小券商。**推荐受益江苏区位优势、自营业务稳健发展、估值具有较高安全边际的东吴证券（601555.SH）。

5.2 重点推荐标的

5.2.1 中信证券（600030.SH）：行业龙头，航母级券商第一候选

2019 年前三季度业绩：营业收入 328 亿元，同比增长 20%，归母净利润 105 亿元，同比增长 44%，净资产收益率 6.68%，每股收益 0.87 元。截至 2019 年三季度末，公司归母净资产 1601 亿元，较年初增长 4%，每股净资产 13.21 元。

投资要点：（1）龙头业绩的高确定性：公司作为行业龙头，经营业绩稳健、综合实力较强，经纪业务市场份额排名行业第二，机构客户占比 40% 以上；投行业务保持领先优势，股权与债券承销金额行业第一；自营业务表现稳定，固收类贡献主要业绩增量；机构业务客户基础较好、国际业务布局前瞻，在衍生品交易、跨境业务等创新业务上率先发力，有望进一步拉大与其他券商差距。**（2）收购广州证券已获核准：**预计在 2020 年将完成全部收购事宜，届时将实现优势互补、资源共享，强化中信证券华南地区的业务布局，未来持续受益粤港澳大湾区经济建设带来的金融业务需求。**（3）拟进行员工股权激励，契合监管层指导要求：**公司拟开展员工股权激励，彰显管理层信心，长效机制下有望激发员工积极性。

盈利预测与投资评级：暂不考虑收购广州证券以及减持中信建投股份事项对公司业绩的影响，预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 464 亿元、482 亿元、529 亿元，归母净利润分别为 136 亿元、147 亿元、164 亿元，每股净资产分别为 13.4 元、14.1 元、14.8 元，PB 对应当前股价分别为 1.78 倍、1.68 倍、1.60 倍。公司行业排名首位，未来将充分受益政策优势，并享有一定的估值溢价，给予公司 2020 年 1.9-2.0 倍 PB，对应股价合理区间为 26.80-28.20 元，维持公司“推荐”评级。

风险提示：行业监管趋严；市场大幅波动风险；收购后业务整合不及预期。

5.2.2 华泰证券（601688.SH）：财富管理转型领先，期待估值修复

2019 年前三季度业绩：营业收入 178 亿元，同比增长 42%，归母净利润 64 亿元，同比增长 44%，净资产收益率 5.37%，每股收益 0.75 元。截至 2019 年三季度末，公司归母净资产 1199 亿元，较年初增长 16%，每股净资产 13.21 元。

投资要点：（1）头部券商受益政策支持：公司多项核心指标保持行业领先，作为头部券商将充分持续享受政策红利。**（2）以经纪与投行为特色业务：**互联网金融奠定行业龙头地位，经纪业务交易市占率连续 4 年保持行业第一；投行业务优势明显，优先受益于再融资政策以及并购重组政策放松、科创板注册制改革深化带来的业务机会。**（3）财富管理转型行业领先：**公司财富管理转型领衔行业第一梯队，多次获评中国最佳财富管

理机构。依托投顾团队构建财富管理差异化服务体系，为中高净值客户提供专业化、定制化服务。**(4) 资本实力不断夯实：**2018年8月完成定增、2019年6月发行GDR，公司资本实力持续强化，重资产业务模式下有助于业绩进一步提升。

盈利预测与投资评级：预计公司2019-2021年分别实现营业收入221亿元、226亿元、251亿元，归母净利润81亿元、85亿元、96亿元，每股净资产13.2元、13.6元、14.2元，PB对应当前股价1.47倍、1.42倍、1.37倍。目前公司A股与伦敦市场GDR价格基本持平，套利空间趋零。公司位列头部券商，估值水平具备较大修复空间，给予公司2020年1.6-1.7倍PB，对应股价合理区间为21.80元-23.10元，维持公司“推荐”评级。

风险提示：行业监管趋严；市场大幅波动；财富管理转型遇阻；海外业务发展不及预期。

5.2.3 东吴证券 (601555.SH)：区位优势显著，资本实力不断夯实

2019年前三季度业绩：营业收入39亿元，同比增长55%，归母净利润9.3亿元，同比增长382%，净资产收益率4.54%，每股收益0.31元。截至2019年三季度末，公司归母净利润207亿元，较年初增长16%，每股净资产6.91元。

投资要点：(1) **受益江苏区位优势：**公司位于江苏苏州地区，区位优势明显，未来将充分利用长三角地区科创企业集聚优势充分挖掘科创项目资源，投行业务具备十分可观的增长潜力。(2) **自营业务稳健发展：**公司自营业务规模排名中小券商靠前位置，自营业务表现稳健，已成为公司重要收入来源。(3) **配股夯实资本实力：**公司配股申请已获证监会审核通过，成功实施将夯实公司资本实力。募集资金拟重点投向自营业务及信用业务等重资产业务板块，加快公司业务结构转型，降低公司未来业绩波动。

盈利预测与投资评级：预计公司2019-2021年营业收入分别为54亿元、57亿元、65亿元，归母净利润分别为14.6亿元、15.7亿元、17.8亿元，每股净资产分别为6.9元、7.0元、7.2元，PB对应当前股价分别为1.36倍、1.34倍、1.30倍。考虑到公司区位优势明显，经营实力在中小型券商中排名靠前，参考目前行业整体估值，给予公司2020年1.6-1.7倍PB，股价合理区间为11.20元-11.90元，维持公司“推荐”评级。

风险提示：行业监管趋严；市场大幅波动；自营业务表现不及预期；配股实施进度低于预期。

6 风险提示

市场交投活跃度低迷；市场大幅波动；证券公司业务开展不及预期；金融监管政策加强；资本市场改革进度低于预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438