

非银金融行业

证券分类评价指标调整利好谁

行业评级

买入

前次评级

买入

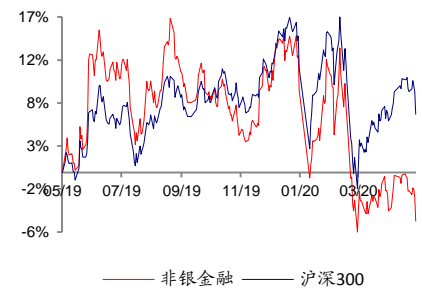
报告日期

2020-05-24

核心观点:

- **证券:** (1) 2020 年政府工作报告发布, 定调逆周期调控政策。2020 年 5 月 22 日, 十三届全国人大三次会议正式开幕, 国务院总理李克强作政府工作报告, 对今年的经济工作做出重要部署。宏观经济方面, 明确稳就业保民生的政策底线, 未设定经济增速具体目标。货币政策方面, 明确提出使用新型货币政策工具。财政政策方面, 对地方政府专项债券、抗疫特别国债、财政赤字规模、赤字率以及中央财政对地方转移支付等进行了安排。短期内宏观调控目标仍以“六稳、六保”为核心, 宽松政策环境推动利率下行, 对于抬升证券行业估值中枢有一定积极作用, 有助于推动 A 股成交量, 为券商经纪业务带来预期增长。(2) 证监会就《关于修改<证券公司分类监管规定>的决定》公开征求意见。完善监管体系和评价指标, 有利于促进证券公司规范经营、提升全面风险管理能力, 引导证券行业差异化发展。我们认为, 本次修改体现出监管对于证券公司业务方向上的引导, 推动证券公司加强合规风控体系建设并加大违法乱纪扣分成本, 使资质齐全、内控完善的龙头券商在加分项和减分项上均更为受益。我们看好资本市场改革持续推进带来券商业绩提升的 α 收益, 也看好积极的财政政策与主动作为的货币政策共振营造的宽松环境带来的券商 β 收益。当前龙头券商 2020E 整体 PB 估值 1-1.3 倍 (中信存在一定龙头溢价), 处于估值低位, 建议关注龙头企业: 中信证券 (600030.SH) / (06030.HK)、中金公司 (03908.HK)、华泰证券 (601688.SH) / HTSC (06886.HK)、国泰君安 (601211.SH) / (02611.HK)、海通证券 (600837.SH) / (06837.HK)、东方财富 (300059.SZ)、招商证券 (600999.SH) / (06099.HK) 等。
- **保险:** 负债端改善预计可持续。4 月份上市险企保费数据改善明显, 展望后续, 全面复工复产提升收入预期, 推动保障需求的有续释放; 疫情导致其他行业失业增加推动增员入口明显提升, 叠加保险公司费用投入增加, 代理人队伍企稳回升; 此外, 银保监会已发布《重大疾病保险的疾病定义使用规范修订版(征求意见稿)》, 重疾险定义调整在即有望提振销售, 负债端改善将贯穿 2020 全年。资产端方面, 经济逐步企稳推动长期利率保持稳定, 结合当前 PEV 估值已蕴含极度悲观预期, 看好保险行业长期趋势。建议关注: 中国平安 (601318.SH) / (02318.HK)、中国太保 (601601.SH) / (02601.HK)、新华保险 (601336.SH) / (01336.HK)、中国人寿 (601628.SH) / (02628.HK)。
- **风险提示:** 市场风险事件包括经济增速放缓、利率波动影响、行业竞争加剧等; 公司经营业绩不达预期, 爆发重大风险及违约事件等。

相对市场表现



分析师:

陈福



SAC 执证号: S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师:

陈韵杨



SAC 执证号: S0260519080002

SFC CE No. BOX139



0755-82984511



chenyunyang@gf.com.cn

相关研究:

非银金融行业:监管层释放信号, 资本市场改革持续推进	2020-05-17
非银金融行业:保险人力有望回暖, 负债端边际改善可期	2020-05-10
非银金融行业:新单保费显著改善, 行业有望估值修复	2020-05-05

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/EV(x)		ROE	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
中国平安	601318.SH	CNY	70.12	20200221	买入	103.46	9.44	10.62	7.65	6.80	0.95	0.83	26.69%	23.1%
新华保险	601336.SH	CNY	43.33	20200326	买入	67.70	5.13	5.94	8.74	7.55	0.58	0.53	18.0%	18.3%
中国太保	601601.SH	CNY	28.00	20200323	买入	54.20	3.37	4.01	8.51	7.15	0.59	0.53	15.0%	16.6%
中国人寿	601628.SH	CNY	26.31	20200326	买入	37.63	1.61	2.14	16.70	12.56	0.92	0.62	10.0%	12.0%
中国平安	02318.HK	HKD	78.55	20200221	买入	114.96	9.44	10.62	8.16	7.26	0.93	0.81	26.69%	23.1%
新华保险	01336.HK	HKD	25.90	20200326	买入	40.92	5.13	5.94	5.08	4.39	0.31	0.28	18.0%	18.3%
中国太保	02601.HK	HKD	22.00	20200323	买入	38.68	3.37	4.01	6.50	5.46	0.41	0.37	15.0%	16.6%
中国人寿	02628.HK	HKD	15.08	20200326	买入	28.95	1.61	2.14	9.20	6.93	1.00	0.31	10.0%	12.0%

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
海通证券	600837.SH	CNY	11.81	20200429	买入	16.67	0.99	1.16	12.65	10.79	1.06	0.98	8.70%	9.40%
华泰证券	601688.SH	CNY	17.23	20200430	买入	25.65	1.19	1.41	14.92	12.59	1.25	1.18	8.50%	9.60%
中信证券	600030.SH	CNY	22.30	20200428	买入	28.88	1.14	1.40	20.56	16.74	1.62	1.53	8.50%	9.40%
国泰君安	601211.SH	CNY	15.71	20200430	买入	24.90	1.20	1.45	13.42	11.10	1.04	0.97	7.50%	8.60%
东方财富	300059.SZ	CNY	14.19	20200410	增持	23.63	0.43	0.47	41.65	38.11	3.89	3.63	9.32%	9.62%
招商证券	600999.SH	CNY	16.60	20200429	买入	21.92	1.14	1.21	15.36	14.47	1.31	1.26	8.40%	8.50%
海通证券	06837.HK	HKD	6.42	20200429	买入	9.35	0.99	1.16	6.55	5.59	0.50	0.46	8.70%	9.40%
HTSC	06886.HK	HKD	12.00	20200430	买入	19.00	1.19	1.41	10.22	8.62	0.78	0.74	8.50%	9.60%
中信证券	06030.HK	HKD	14.08	20200428	买入	18.55	1.14	1.40	12.26	9.99	0.88	0.83	8.50%	9.40%
国泰君安	02611.HK	HKD	10.20	20200430	买入	16.57	1.20	1.45	8.40	6.95	0.60	0.55	7.50%	8.60%
中金公司	03908.HK	HKD	12.44	20200331	买入	19.09	1.15	1.37	10.37	8.70	0.00	0.00	10.30%	11.30%
招商证券	06099.HK	HKD	7.94	20200429	买入	10.63	1.14	1.21	7.09	6.68	0.54	0.52	8.40%	8.50%

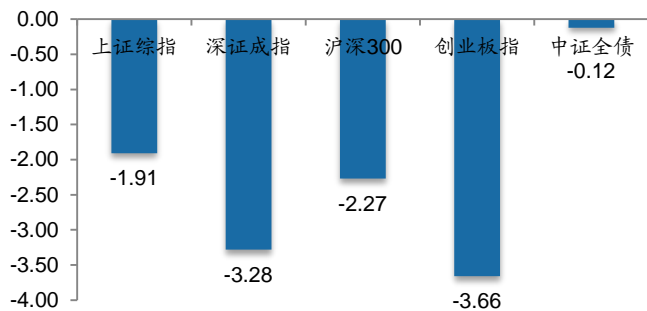
注：A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。收盘价及表中估值指标按照最新收盘价计算。

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

一、一周表现

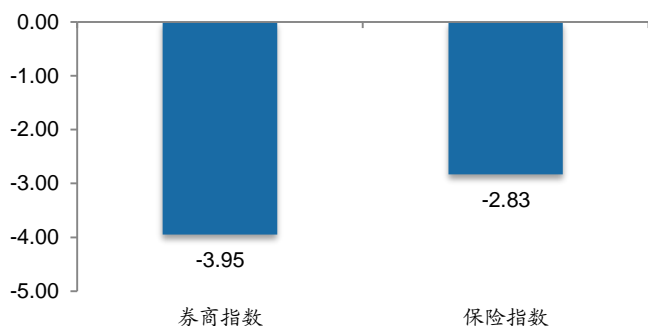
2020年5月22日，上证指数报2813.77点，跌1.91%；深证成指报10,604.97点，跌3.28%；沪深300报3,824.06点，跌2.27%；创业板指数报2,046.60点，跌3.66%。中信II证券指数CI005165跌3.95%、中信II保险指数CI005166跌2.83%。

图1：市场指数周度涨跌幅（%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图2：市场行业指数周度涨跌幅（%）



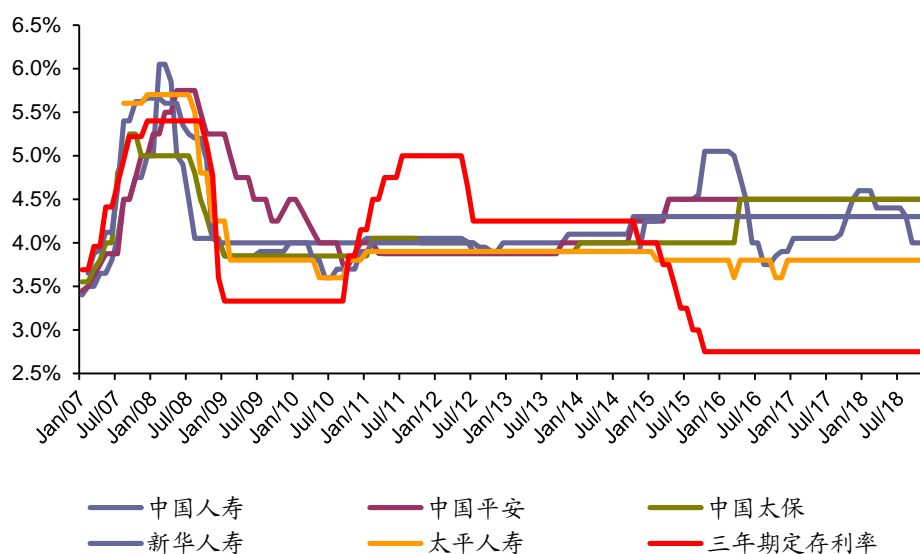
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

二、行业动态及一周点评

（一）保险：负债端改善预计可持续

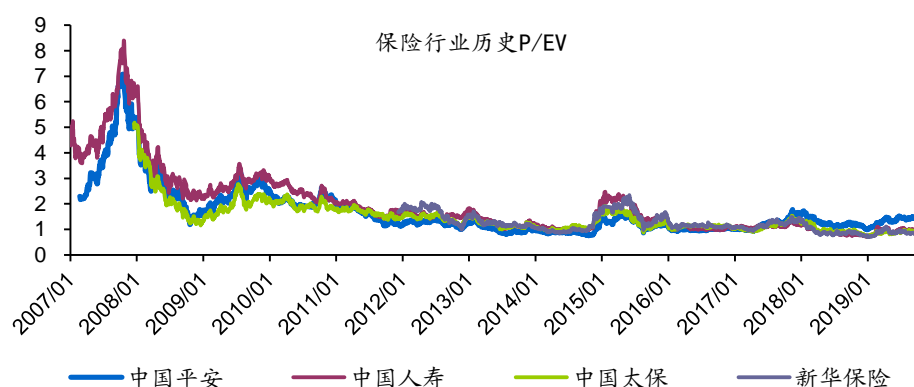
4月份上市险企保费数据改善明显，展望后续，全面复工复产提升收入预期，推动保障需求的有续释放；疫情导致其他行业失业增加推动增员入口明显提升，叠加保险公司费用投入增加，代理人队伍企稳回升；此外，银保监会已发布《重大疾病保险的疾病定义使用规范修订版(征求意见稿)》，重疾险定义调整在即有望提振销售，负债端改善将贯穿2020全年。资产端方面，经济逐步企稳推动长期利率保持稳定，结合当前PEV估值已蕴含极度悲观预期，看好保险行业长期趋势。建议关注：中国平安(601318.SH) / (02318.HK)、中国太保(601601.SH) / (02601.HK)、新华保险(601336.SH) / (01336.HK)、中国人寿(601628.SH) / (02628.HK)。

图3: 行业万能险结算利率



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 保险行业估值曲线 (P/EV) (倍)



数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

风险提示: 外部金融环境发生重大变化带来系统性风险的传导, 保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等, 以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。同时, 还存在寿险行业存在人力增员及保费增长不达预期, 以及保费结构调整缓慢、价值提升幅度低于预期的风险; 产险行业受商业车险费率市场化改革影响, 利润下行风险。

(二) 证券: 监管体系改革, 有望推动业务放量

1. 2020年政府工作报告发布, 定调逆周期调控政策

2020年5月22日, 十三届全国人大三次会议正式开幕, 国务院总理李克强作政

府工作报告。报告回顾了2019年以及2020年以来的工作成绩，披露了多项关键经济指标、汇报了扶贫攻坚战和污染防治攻坚战成果。除此之外，报告对今年的经济工作做出重要部署。

宏观经济方面，2020年未设定全年经济增速具体目标，明确稳就业保民生的政策底线。

货币政策方面，明确提出央行使用新型货币政策工具，促使**广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年**；明确提出需创立直达实体的新型货币政策，并推动市场利率下行。

财政政策方面，中央政府今年拟安排地方政府专项债券**3.75万亿元**，用于新型基础设施建设、旧城改造和推广新能源汽车；今年赤字率拟按**3.6%**以上安排，财政赤字规模比去年增加**1万亿元**，同时发行**1万亿元**抗疫特别国债，今年中央财政对地方转移支付增加**12.8%**。

受疫情影响，我国经济短期承压，但2020年政府工作报告对于宏观调控政策的表述为后续稳经济的逆周期调控政策定下基调，短期内宏观调控目标仍以“六稳”“六保”为核心，宽松的政策环境推动利率步入下行通道，对于抬升证券行业估值中枢有一定积极作用。另外，宽松的政策环境也有助于推动A股成交量，为券商经纪业务带来预期增长。

表1：政府工作报告对经济工作的部署

关键词	主要内容
经济增速	2020 未设定全年经济增速具体目标，明确稳就业保民生的政策底线
货币政策	1.综合运用降准降息、再贷款等手段，引导广义货币供应量和社会融资规模增速明显高于去年； 2.创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行； 3.中小微企业贷款延期还本付息政策再延长至明年3月底，鼓励银行大幅增加小微企业信用贷、首贷、无还本续贷，支持企业扩大债券融资。
财政赤字	今年赤字率拟按 3.6% 以上安排，财政赤字规模比去年增加 1万亿元 ，同时发行 1万亿元 抗疫特别国债
地方债	1.中央政府今年拟安排地方政府专项债券 3.75万亿元 ，用于新型基础设施建设、旧城改造和推广新能源汽车 2.今年中央财政对地方转移支付增加 12.8% 。

数据来源：政府工作报告、广发证券发展研究中心

2. 证监会就《关于修改<证券公司分类监管规定>的决定》公开征求意见

（1）证券公司分类监管发展历程：

证券公司分类监管制度是证券行业的一项基础性监管制度。2009年，证监会出台《证券公司分类监管规定》（以下简称《规定》），确立了包含风险管理能力、持续合规状况和市场竞争力分类评价指标体系，并于2010年、2017年进行了两次修改。从实践看，分类监管制度有利于促进证券公司加强合规风控、增强核心竞争力。《关于修改<证券公司分类监管规定>的决定》（以下简称《修改决定》）有利于体现证券公司合规、审慎及专业服务能力导向，有利于优化并完善分类评价指标体系，进一步促进证券公司规范经营、提升全面风险管理能力，引导证券行业差异

化发展。

《规定》包括总则、评价指标、评价方法、类别划分、组织实施、分类结果使用、附则等七章，共35条，以及附件《证券公司风险管理能力评价指标与标准》。

《修改决定》维持了《规定》中现行的以风管能力、持续合规状况为主的证券公司分类评价体系，基于监管实践中遇到的突出问题，着重优化了相关评价指标。

一是进一步强化合规、审慎经营导向。《修改决定》进一步完善了对证券公司及其人员被采取处罚处分措施的扣分规则，明确了对公司治理与内控严重失效等情形予以调降分类级别的依据，全面强化了风险管理能力评价指标和标准，使分类评价结果更加准确地反映证券公司的合规风控状况；同时优化了资本充足等评价指标，有助于引导证券公司强化资本约束，提高全面风险管理的有效性，切实实现风险管理全覆盖。

二是进一步强化专业服务能力导向。《修改决定》的提出适应证券行业发展状况，从总体财务状况、各业务具体经营状况和信息技术投入等多个维度优化市场竞争力评价指标，有助于引导证券公司突出主业，做优做强，促进证券行业差异化特色化发展。

表2：《修改决定》对各类指标的具体修改方式

大类指标	细分指标	具体修改方式
市场竞争力指标	营业收入	计算口径由合并报表口径调整为专项合并口径
	证券经纪业务	加分标准调整为“上一年度代理买卖证券业务收入位于行业前5名、前10名、前20名的，分别加2分、1分、0.5分”
	投行业务	细化为两个指标：上一年度承销与保荐收入位于行业前5名、前10名、前20名的，分别加2分、1分、0.5分；财务顾问业务收入位于行业前10名、前20名的公司，分别加1分、0.5分
	资管业务	增设“资产管理业务规模位于行业中位数以上，且资产管理产品投资权益类资产的规模占资产管理业务规模的比例位于行业前10名、前20名的，分别加1分、0.5分”
	机构客户服务及交易【新增】	上一年度代理机构客户买卖证券交易量位于行业中位数以上，且代理机构客户买卖证券交易量占代理全部客户买卖证券交易量的比例位于行前10名、前20名的，分别加1分、0.5分，或者基于柜台与机构客户对手方交易业务收入位于行业前5名、前10名的，分别加1分、0.5分，两项按孰高分值加分
	财富管理业务【新增】	上一年度投资咨询业务收入或者代销金融产品业务收入位于行业前10名、前20名的，分别加1分、0.5分，两项按孰高分值加分
	盈利能力	取消原有净资产收益率和成本管理能力两个评价指标，整合为“上一年度净利润位于行业中位数以上且净资产收益率位于行业前10名、前20名的，分别加1分、0.5分”
	信息技术投入	由“信息系统建设投入排名”绝对数指标，调整为“信息技术投入金额”相对数指标，即“信息技术投入金额位于行业平均数以上，且投入金额占营业收入的比例位于行业前5名、前10名、前20名的，分别加2分、1分、0.5分”
资本充足与风管能力指标	主要风控指标	提高达标要求，变更为“最近3个、4个评价期内主要风控指标持续达标

		的，分别加 2 分、3 分”
	资本约束指标	评价期内风险覆盖率达到 150%且净资本 200 亿元以上、风险覆盖率达到 150%的，分别加 2 分、1 分
	风险管理全覆盖及 风险监测有效性评价指标	证券公司实现风险控制指标并表管理、风险管理全面覆盖境内外子公司、同一业务和同一客户信用风险归口管理、各项业务数据逐日系统化采集、各类风险控制指标 T+1 日计量与报告的，加 2 分；最近 2 个评价期并表管理持续符合监管要求，并且实现运用内部模型法计量风险的，加 3 分
	公司治理与合规管理	补充完善证券公司股权管理、从业人员管理、廉洁从业管理、企业文化建设工作机制、投资银行业务内部控制等评价指标与标准
	全面风险管理	补充完善自营投资、股票质押、资产管理、投资银行等重点业务风险管控，以及境外子公司风险管控、债券回购经纪业务结算风险管控、声誉风险管理等的评价指标与标准
持续合规状况	对照相关法律法规及部门规章的规定，进一步梳理完善行政监管措施扣分标准	
	明确证券公司董事、监事、高级管理人员被采取公开谴责、出具警示函等监管措施的扣分标准，以及证券公司相关人员被实施书面自律监管措施、纪律处分的扣分标准	
	进一步明确对证券公司投资银行子公司、资产管理子公司相关行政处罚和行政监管措施的扣分标准	
	进一步明确证券公司被实施行政处罚或重大行政监管措施事先告知事项的扣分标准	
	明确证券公司发生重大风险事件或公司治理与内部控制严重失效，或者没有如实报告控股股东和实际控制人信息及变动情况的，可视情节下调公司分类结果级别。	

数据来源：证监会、广发证券发展研究中心

《修改决定》从市场竞争力、资本充足与风险管理能力、持续合规状况等多个维度，对证券公司的评价体系进行了修改与完善。我们认为，此举有利于进一步完善资本市场监管体系，推动证券行业运行的合规化与竞争性，有利于证券公司强化公司治理与内部控制，提高风险承受能力。同时，更合理更多元的评价指标，有利于证券公司将主业做大做强，促进行业进一步分化，龙头券商可进一步提升综合实力，中小券商可深耕优势领域，实现业务放量。

表3：《修改决定》对证券公司的加减分项目及一票否决项目前后对比

项目	细分维度	原评价标准	新评价标准
加分项	财富管理	无	投资咨询业务或代销金融产品业务收入排名行业前 10、20 名，加 1、0.5 分，两项按孰高分值加分
	机构客户服务及交易	无	代理机构客户买卖证券交易量高于行业中位数，且占代理全部客户买卖证券交易量的比例排名行业前 10、20 名，加 1、0.5 分，或基于柜台与机构客户对手方交易业务收入排名行业前 5、10 名的，加 1、0.5 分，前述两项按孰高分值加分
	投行业务	承销与保荐和财务顾问业务收入排名行业前 5、10、20 名，加 2、1、0.5 分	承销与保荐业务收入排名行业前 5、10、20 名，加 2、1、0.5 分财务顾问业务收入排名行业前 10、20 名，加 1、0.5 分
	资管业务	资管业务收入排名行业前 5、10、20 名，加 2、1、0.5 分	资管业务规模高于行业中位数，且投资权益类资产占资管规模比例排名行业前 10、20 名，加 1、0.5

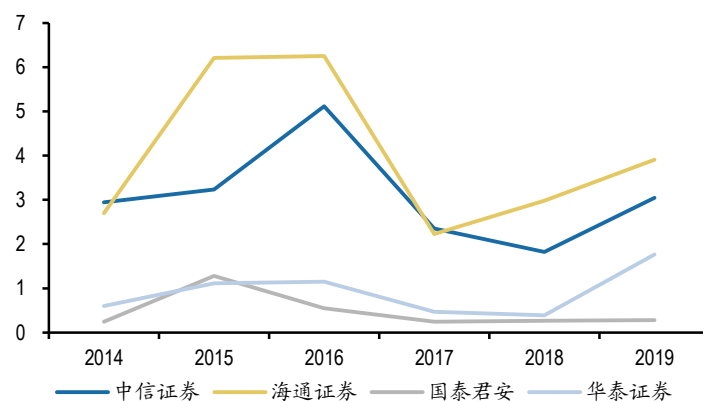
			分
	境外子公司	境外子公司证券业务收入占营业收入比例 40%、30%、20%，加 4、3、2 分	境外子公司证券业务收入占营业收入比例 40%、30%、20%，加 2、1、0.5 分
	信息技术	信息系统建设投入排名行业前 5、10、20 名，加 2、1、0.5 分	信息技术投入金额高于行业均值，且投入金额占营业收入比例排名行业前 5、10、20 名，加 2、1、0.5 分
	营业收入	采用合并报表口径，营业收入排名行业前 5、10、20 名，加 2、1、0.5 分	改为专项合并口径，加分不变
	盈利能力	净利润为正且成本管理能力排名行业前 5、10、20 名，加 2、1、0.5 分	净利润高于行业中位数且净资产收益率排名行业前 10、20 名，加 1、0.5 分
	净资本	净资本达到规定标准 10 倍及以上，每一倍数加 0.1 分，最高加 3 分	风险覆盖率达 150%可加 1 分，净资本 200 亿元以上可再加 1 分
	风控指标	最近 2、3 个评价期内主要风控指标持续达标，加 2、3 分	最近 3、4 个评价期内主要风控指标持续达标，加 2、3 分；新设证券公司不满 3 年但持续达标的，加 2 分
减分项	董监高违规	公司被出具警示函并责令采取相关措施的，扣 0.5 分	董监高被出具警示函并责令采取相关措施的，也扣 0.5 分
	董监高被认定不当人选或撤职	被认定不当人选或撤职，扣 3 分	被认定不当人选 1 年内，扣 2.5 分；超过 1 年，扣 3 分
	子公司、营业部违规	按照《标准》减半扣分	按原分值扣分
	不达评价指标要求	共六项指标，每项不达标扣 0.5 分	因不达标而被行政处罚或立案调查的，至少扣 2 分
	治理与内控失效	未作明确规定	可直接降等
一票否决项	严重违法违规	可下调 3 等，情节严重可直接打入 D 类	延续原评价标准

资料来源：证监会、广发证券发展研究中心

①加分项：

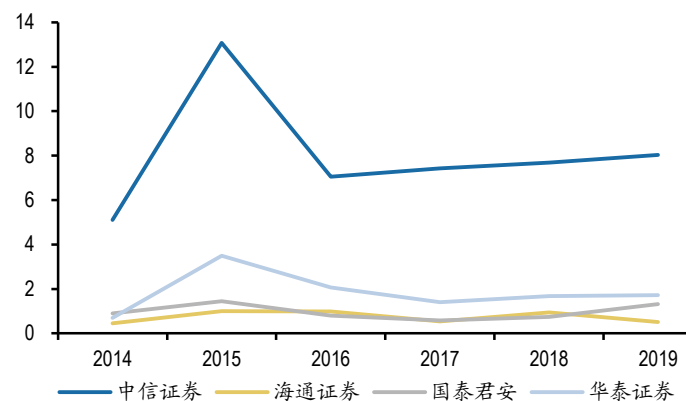
新增财富管理业务维度，上一年度投资咨询业务收入或者代销金融产品业务收入位于行业前10名、前20名的证券公司，分别加1分、0.5分，两项按孰高分值加分。

图5：头部券商投资咨询业务收入（亿元）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

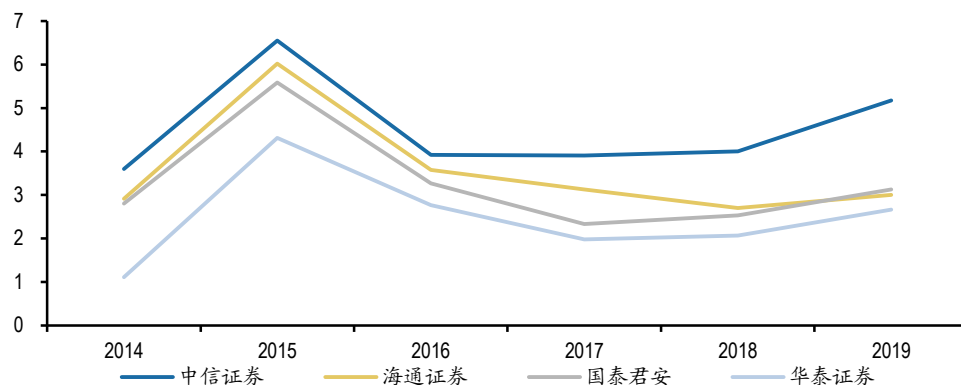
图6：头部券商代销金融产品收入（亿元）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

新增机构客户服务及交易维度，上一年度代理机构客户买卖证券交易量位于行业中位数以上，且代理机构客户买卖证券交易量占代理全部客户买卖证券交易量的比例位于行前10名、前20名的证券公司，分别加1分、0.5分，或者基于柜台与机构客户对手方交易业务收入位于行业前5名、前10名的证券公司，分别加1分、0.5分，两项按孰高分值加分。

图7：头部券商机构佣金收入（亿元）



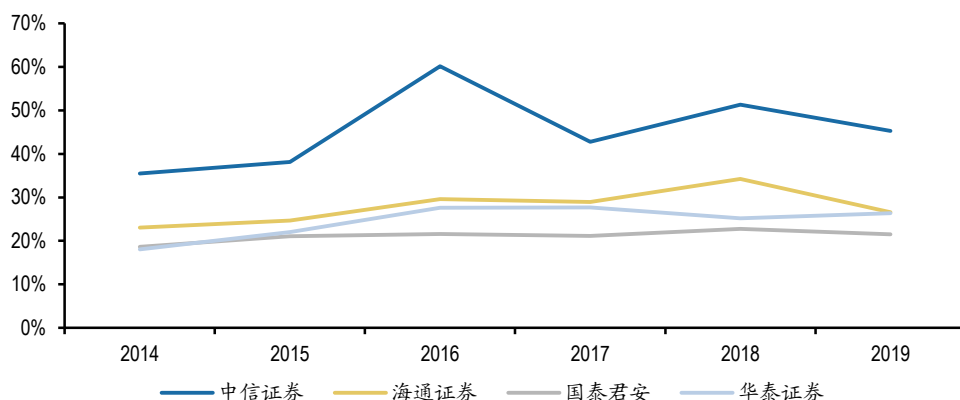
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

表4：2014-2019年券商机构佣金收入排名TOP10

排名	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1	中信证券	招商证券	招商证券	中信证券	长江证券	中信证券
2	海通证券	中信证券	中信证券	长江证券	中信证券	长江证券
3	招商证券	海通证券	海通证券	广发证券	广发证券	中信建投
4	国泰君安	申万宏源	广发证券	招商证券	招商证券	招商证券
5	申万宏源	国信证券	中国银河	海通证券	海通证券	广发证券
6	中信建投	安信证券	国泰君安	中信建投	光大证券	光大证券
7	国信证券	国泰君安	长江证券	天风证券	中泰证券	国泰君安
8	中国银河	广发证券	国信证券	兴业证券	天风证券	海通证券
9	广发证券	中国银河	兴业证券	中泰证券	兴业证券	中泰证券
10	兴业证券	中信建投	申万宏源	东方证券	东方证券	东方证券

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

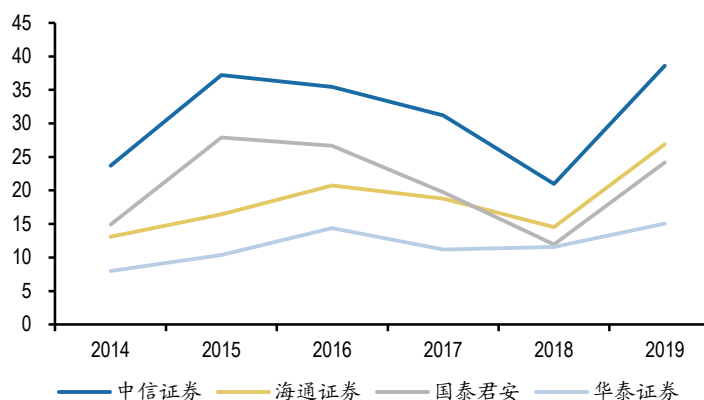
图8：头部券商代理买卖证券业务收入中机构占比（%）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

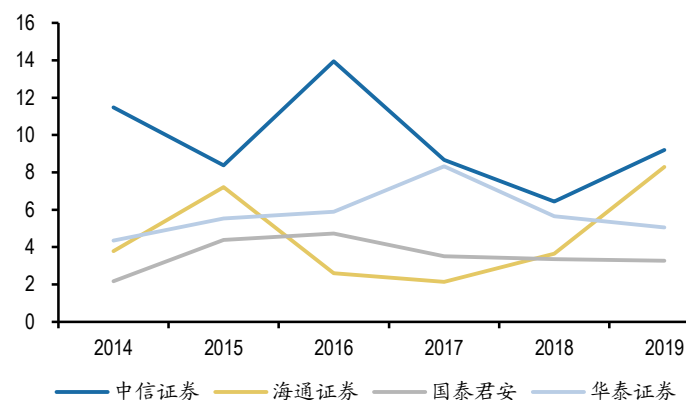
细化投行业务维度指标，上一年度承销与保荐收入位于行业前5名、前10名、前20名的证券公司，分别加2分、1分、0.5分；财务顾问业务收入位于行业前10名、前20名的证券公司，分别加1分、0.5分。

图9：头部券商承销与保荐业务收入（亿元）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图10：头部券商财务顾问业务收入（亿元）

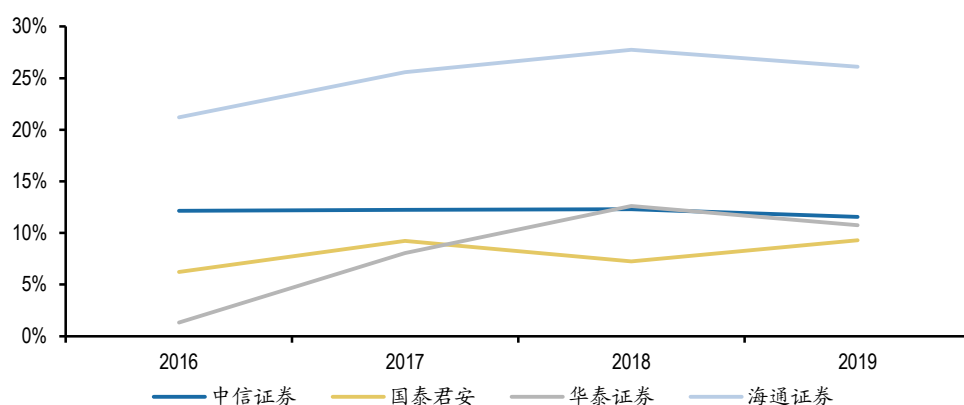


数据来源：wind、广发证券发展研究中心

调整资管业务收入维度，新增如下评分标准：资产管理业务规模位于行业中位数以上，且资产管理产品投资权益类资产的规模占资产管理业务规模的比例位于行业前10名、前20名的证券公司，分别加1分、0.5分。

调整境外子公司收入维度，调低加分分值，上一年度境外子公司证券业务收入占营业收入的比例达到40%、30%、20%，且营业收入位于行业中位数以上的证券公司，分别加2分、1分、0.5分（原来为4分、3分、2分）。

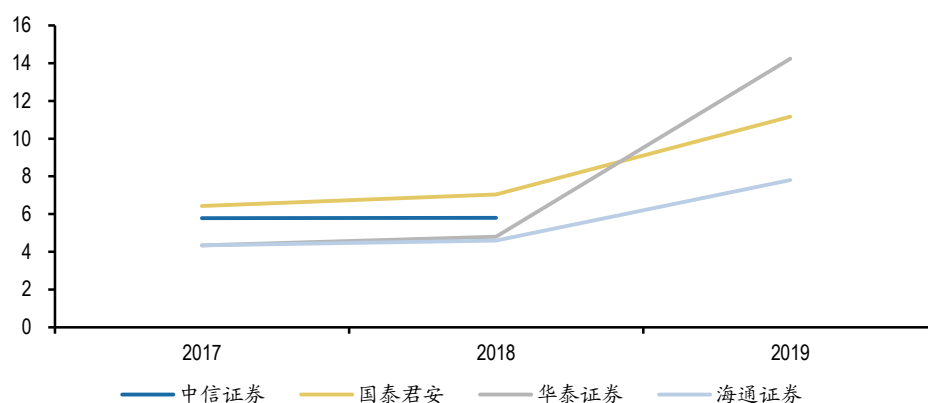
图11: 头部券商境外业务占营业收入之比 (%)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

调整信息技术投入维度指标, 将“信息系统建设投入排名”绝对数指标, 调整为“信息技术投入金额”相对数指标。信息技术投入金额位于行业平均数以上, 且投入金额占营业收入的比例位于行业前5名、前10名、前20名的证券公司, 分别加2分、1分、0.5分。

图12: 头部券商信息技术投入 (亿元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

②减分项与一票否决项

新增针对公司董事、监事和高管人员违法违规事件的扣分项。例如证券公司董事、监事、高级管理人员因对公司违法违规行为负有责任被采取出具警示函, 责令公开说明, 责令定期报告的, 每次扣0.5分; 董事、监事、高级管理人员因对公司违法违规行为负有责任被认定为不适当人选1年以上的, 每次扣3分。

进一步明确对证券公司投资银行子公司、资产管理子公司相关行政处罚和行政监管措施的扣分标准。证券公司控股子公司纳入母公司合并评价, 子公司被采取违法违规监控与改正措施的, 按已有规则予以扣分, 不再减半扣分; 证券公司分公司、营业部等分支机构被直接采取上述措施的, 按以上原则减半扣分, 累计最高扣5分。

强化对证券公司企业治理和内部控制的监管要求。证券公司在评价期内发生重大风险事件或者公司治理与内部控制严重失效, 造成严重影响, 或者没有按规定真

实、准确、完整地报告公司控股股东和实际控制人信息及变动情况的，可视情节下调公司分类结果级别。证券公司在评价期内存在挪用客户资产、违规委托理财、财务信息虚假、恶意规避监管或股东虚假出资、抽逃出资等违法违规行为的，将公司分类结果下调3个级别；情节严重的，将公司分类结果直接认定为D类。

（2）对证券公司经营的影响：

通过调整、增加指标来优化证券公司评分体系，有助于促进证券行业分化，具有较强导向性。

对于证券业务而言：本次分类监管在各项业务条线的加减分设置上，综合考虑了当前证券行业发展状况，也体现出监管对于证券公司业务方向上的引导：

①增设财富管理加分项指标引导财富管理业务发展：

②增值机构业务加分项指标引导机构经纪业务发展；

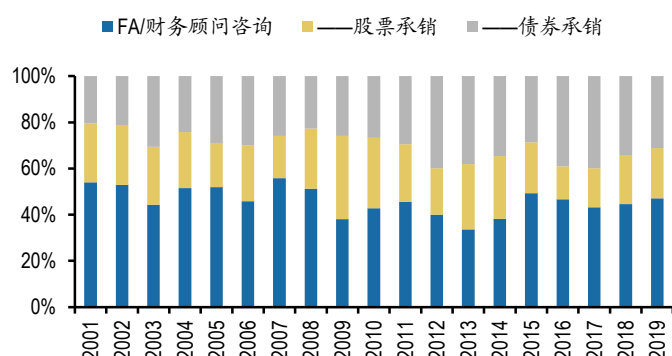
此两项与前期引导长期资金入市、《证券投资咨询业务管理办法》等大力推进机构投资者与财富管理业务的整体思路相一致。

③引导资管业务向主动权益转型。

④引导并购重组业务发展。

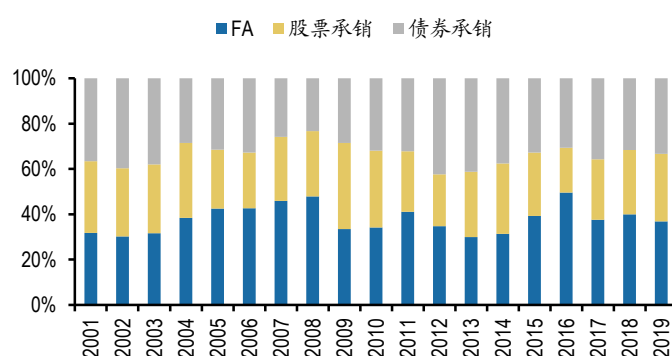
从海外情况看，近年来高盛和大摩在并购咨询业务上的体量越来越大，并购FA收入已逐渐超过股票承销收入，占投行整体卖方收入的40%以上，境内投行方面，近年来国内券商投行业务收入中，FA业务占比明显提高。几家头部机构近年来财务顾问业务在投行收入中的占比不断提升：从2010年到2019年，中信财务顾问业务收入占比自8.99%提升至19.23%；华泰自5.72%提升至25.14%；中信建投自4.96%提升至14.87%。值得关注的是，随着境内并购交易转向以产能集聚和供应链整合为主的产业并购，那些在细分行业内具备较强行业专业化能力的投行则取得相对优势。机构通过完成具有市场影响力的大型并购重组交易，不断巩固公司投行业务的市场地位与行业竞争力。

图13：高盛投行业务结构



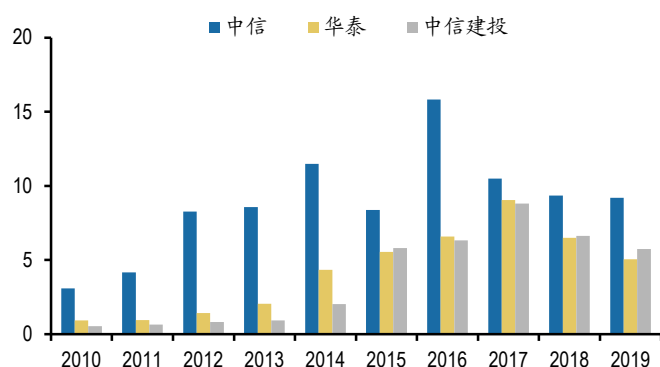
数据来源：高盛年报、广发证券发展研究中心

图14：大摩投行业务结构



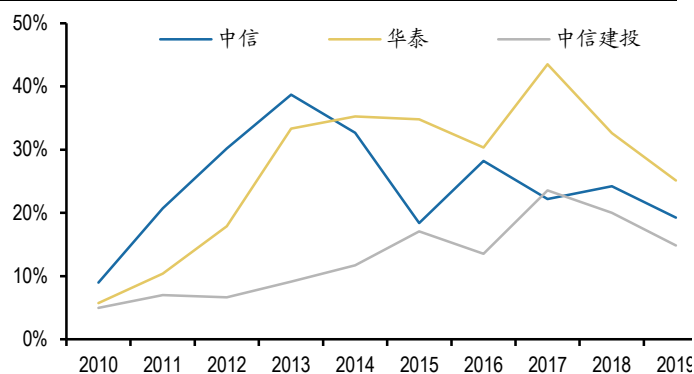
数据来源：大摩年报、广发证券发展研究中心

图15: 典型券商财务顾问业务收入



数据来源: 高盛年报、广发证券发展研究中心

图16: 典型券商财务顾问收入占投行收入比



数据来源: 大摩年报、广发证券发展研究中心

对于公司治理而言: 引导证券公司加强合规风控体系建设以及加大违法乱纪扣分成本。目前《证券公司分类监管规定(征求意见稿)》已经将风险控制指标、风险覆盖率、合规风控人员配备等因素作为加分项。从减分项和一票否决项来看,《修改决定》的提出很大程度上完善了证券行业的监管体系,增设因董监高违法违规而对整个公司的扣分项,对挪用资产、违规理财、财务造假等严重违法违规行为继续实行零容忍,一经发现甚至可直接降为D类。此举有利于进一步完善资本市场监管体系,推动证券行业运行的合规化与竞争性,有利于证券公司强化公司治理与内部控制对于大中型证券公司而言,持续较高水平的合规风控投入有助于构建完善的合规风控体系,培育行业合规风控文化。

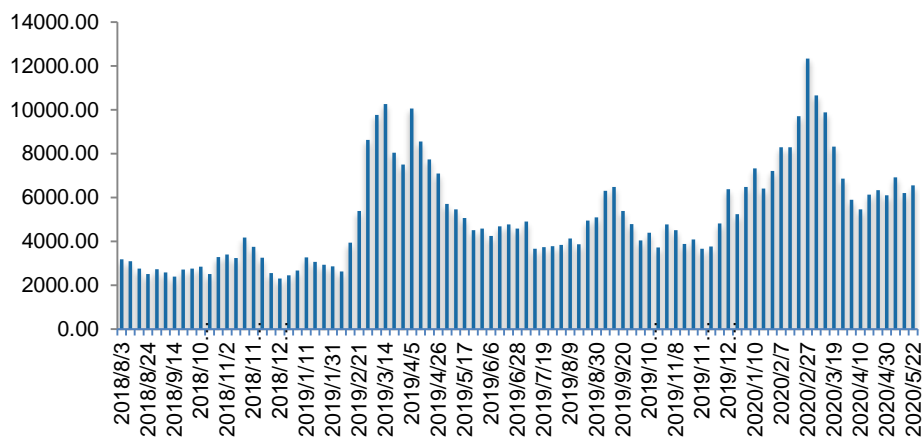
(3) 对证券行业格局变化的影响: 龙头券商加分项和减分项均更为受益。

对于证券行业结构而言,评分体系完善并进一步细化,有利于促进行业分化。头部券商资质、牌照齐全,公司治理和内控体系较完善,在监管引导加分的创新业务上亦具备较强的发展优势;能够继续保持上等级级,维持龙头地位。另外一些单项业务突破型券商亦一定程度受益,通过深耕优势领域实现业务放量。

我们看好资本市场改革持续推进带来券商业绩提升的 α 收益,也看好积极的财政政策与主动作为的货币政策共振营造的宽松环境带来的券商 β 收益。当前龙头券商2020E整体PB估值1-1.3倍(中信存在一定龙头溢价),处于估值低位,建议关注龙头企业:中信证券(600030.SH)/(06030.HK)、中金公司(03908.HK)、华泰证券(601688.SH)/HTSC(06886.HK)、国泰君安(601211.SH)/(02611.HK)、海通证券(600837.SH)/(06837.HK)、东方财富(300059.SZ)、招商证券(600999.SH)/(06099.HK)等。

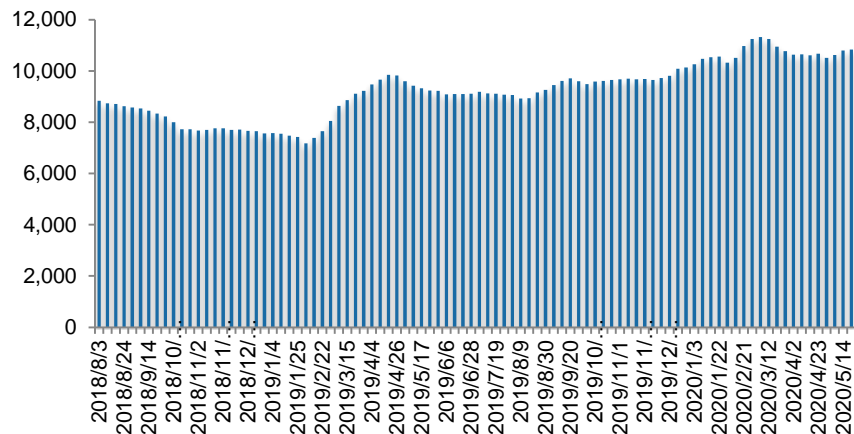
风险提示: 券商经营风险因素包括宏观经济与行业景气度下行,如经济下行超预期、多因素影响利率短期大幅波动、资管新规后续补丁文件严厉性超预期、行业爆发严重风险事件等;公司经营受多因素影响,风险包括:行业竞争加剧、存量资管项目爆发严重风险事件、公司业绩不达预期、二级市场波动、新领域投资出现亏损等。

图17: 全部AB股周度成交金额 (亿元)



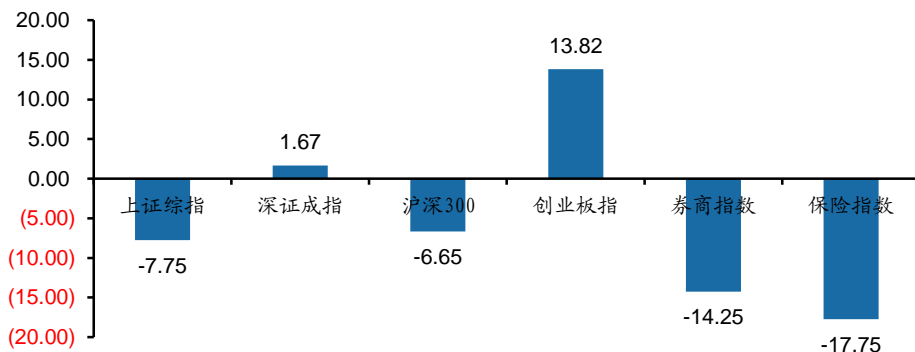
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图18: 沪深融资融券余额 (亿元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图19: 2020年以来市场及券商指数涨跌幅 (%)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

附表1: 美股和港股可比公司估值情况

市场	公司	股票代码	股价 (元)	EPS(元)			PE (倍)			PB (倍)		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
美股	摩根士丹利	MS.N	40.30	4.81	4.87	5.51	8.30	7.66	6.77	0.87	0.77	0.80
(USD)	高盛	GS.N	180.10	25.53	23.11	25.08	8.20	7.44	6.85	0.80	0.77	0.72
港股	友邦保险	01299.HK	70.65	1.68	4.15	4.67	40.63	16.45	14.61	2.71	2.24	2.01
(HKD)	中国太平	00966.HK	12.56	1.81	2.77	3.10	7.43	3.01	2.67	0.68	0.57	0.22

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 表中估值情况按最新收盘价计算; 盈利预测数据来自 Wind 一致预测; 美股股价和 EPS 单位为美元; 港股股价和 EPS 为港元。

三、风险提示

市场风险事件包括经济增速放缓、利率波动影响、行业竞争加剧等; 公司经营业绩不达预期, 爆发重大风险及违约事件等。

广发非银行金融行业研究小组

陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017 年 3 月进入广发证券研究发展中心，带领团队荣获 2019 年新财富非银行金融行业第三名。

文 京 雄：资深分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015 年进入广发证券发展研究中心。

陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

陈 韵 杨：资深分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。

增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。

持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与天风证券(601162)公司有投资银行业务关系。

(2) 广发证券在过去 12 个月内与国信证券(002736)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。