

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020 年 05 月 31 日

**分析师**

分析师：刘文强 S1070517110001

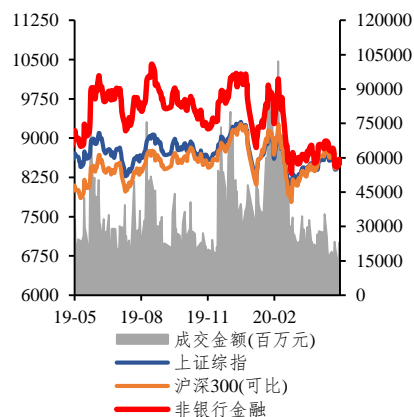
☎ 021-31829700

✉ liuwq@cgws.com

联系人（研究助理）：张永 S1070118090027

☎ 010-88366060-8865

✉ zhangyong@cgws.com

**股价走势图**


数据来源：贝格数据

**相关报告**

&lt;&lt;修改符合预期，与时俱进+强化合规风控&gt;&gt; 2020-05-24

&lt;&lt;经纪业务重登宝座，头部证券公司业绩分化&gt;&gt; 2020-05-08

&lt;&lt;权益市场波动险企盈利分化，Q2 有望迈向常态&gt;&gt; 2020-05-08

# 融资渠道拓展，杠杆率有望逐步提升

## ——关于修改《证券公司次级债管理规定》决定的专题评析

**核心观点**
**■ 要点 1：促进行业发展，支持实体经济**

近三年，次级债已成为证券公司重要的流动性和资本补充工具，但目前仅限于非公开发行次级债券，且发行减记债等其他品种也缺乏明确依据，有必要进一步完善《管理规定》，适应市场多样化需求，更好的支持行业发展。修改的总体思路，一是保持基本框架，延续监管理念；二是完善部分条款，解决“痛点”问题；三是统一机构投资者界定。

**■ 要点 2：修改内容亮点纷呈，旨在完善制度供给**

此次《证券公司次级债管理规定》（下称《规定》）共计 22 条。其中 6 条进行了修改，主要体现在优化次级债发行方式，允许公开发行；支持证券公司发行减记债、应急可转债及其他创新类债券品种；将机构投资者概念统一至《证券期货投资者适当性管理办法》的表述和界定；依据《公司债券发行与交易管理办法》，统一规制次级债券销售的相关要求；补充上位法依据。

**■ 要点 3：明确证券公司次级债公开发行募集**

本次修改突破投资者 200 人限制，意味着次级债可以公开发行。2017 年、2018 年、2019 年和 2020 年至今证券公司次级债发行总额分别为 1924.60 亿元、1317.40 亿元、1512.10 亿元和 673.00 亿元，发行量最大的证券公司分别为兴业证券、中信建投、安信证券和申万宏源。《规定》实施后，资质良好的证券公司将进一步拓宽融资路径。

**■ 要点 4：证券公司可自行销售次级债券**

《规定》第十条第二款明确了“具备证券承销业务资格的证券公司非公开发行次级债券可以自行销售”。《规定》实施不仅可以促进证券公司投行业务收入增长，而且可以提高证券公司发行次级债券的便捷程度。2019 年，次级债发行总额 14079.6 亿元，同比增长 100.06%。其中，中信证券作为主承销商承销总额为 9847 亿元，排名第一。

**■ 要点 5：证券公司的融资渠道更宽，杠杆率预计将提升**

《规定》新增支持证券公司发行减记债、应急可转债及其他创新类债券品种，融资渠道进一步拓宽。在宽松环境下，证券公司杠杆率有望进一步提升，进而带动 ROE 增长。从 2020 年一季度的 37 家上市证券公司的主要债务工具融资结构来看，中小证券公司的债券融资比重约 25%，高于大型证券公司约 3pct。预计《规定》对证券公司的影响不同，资质良好的中小证

券公司受益更显著。

- **投资建议：**重点推荐关注华泰证券（第一家 A+H+G 内地证券公司）、国泰君安、申万宏源、海通证券及东方证券等，港股关注中金公司等；互联网证券公司东方财富。风险偏好高的投资者可关注次新股类弹性标的：南京证券、中国银河等，部分为关联证券公司未列出。
- **风险提示：**中美贸易摩擦波动风险；市场大幅下跌风险；政策改革不及预期风险；宏观经济下行风险；肺炎疫情持续蔓延风险；地缘政治风险等。

## 目录

1. 事件回顾.....	5
2. 事件评析.....	5
2.1 修改背景及思路-促进行业发展，支持实体经济.....	5
2.2 修改内容-亮点突出.....	5
2.3 潜在影响.....	7
2.3.1 明确证券公司次级债公开发行募集.....	7
2.3.2 证券公司可自行销售次级债，发行便捷与提高收入并举.....	8
2.3.3 证券公司的融资渠道更宽，杠杆率预计将提升.....	9
3. 展望与投资建议.....	11
3.1 展望.....	11
3.2 估值与投资建议.....	11
4. 风险提示.....	12

## 图表目录

图 1: 上市证券公司 PB 估值与 ROE 关系图 .....	12
表 1: 增设证券公司业务评价指标, 提升全面风险管理能力 .....	5
表 2: 2017-2020 年证券公司次级债发行规模及占比情况 (单位: 亿元) .....	7
表 3: 证券公司次级债承销数据 .....	9
表 4: 证券行业杠杆率 (不含保证金) .....	9
表 5: 2019 年 37 家证券公司负债明细结构 .....	10

# 1. 事件回顾

为落实新《证券法》有关要求，支持证券公司充实资本，增强风险抵御能力，更好服务实体经济，证监会会对《证券公司次级债管理规定》（以下简称《管理规定》）部分条款进行了修改。

# 2. 事件评析

## 2.1 修改背景及思路-促进行业发展，支持实体经济

自 2010 年证券公司次级债相关规定实施以来，次级债在拓宽证券公司融资渠道、支持证券公司补充资本方面发挥了积极作用。近三年，证券公司共发行次级债 4563 亿元，占证券公司公司债发行总规模的 34%，次级债已成为证券公司重要的流动性和资本补充工具。但目前仅限于非公开发行次级债券，且发行减记债等其他品种也缺乏明确依据，有必要进一步完善《管理规定》，适应市场多样化需求，更好的支持行业发展。

总体思路是，一是保持基本框架，延续监管理念。《管理规定》明确了证券公司次级债的内涵、发行方式、条件、程序、净资本计入等要求，大部分内容仍符合监管现状和行业实践情况，拟继续保持《管理规定》的基本框架和主要内容。二是完善部分条款，解决“痛点”问题。一方面，删除限制证券公司公开发行的相关条款；另一方面，增加支持证券公司发行减记债等债券品种的条款，切实满足行业发展需求。三是统一机构投资者界定。根据《证券期货投资者适当性管理办法》有关规定，统一规范了机构投资者的范围。

## 2.2 修改内容-亮点突出

此次《证券公司次级债管理规定》（下称《规定》）共计 22 条。此次对其中 6 条进行了修改，主要体现在优化次级债发行方式，允许公开发行；支持证券公司发行减记债、应急可转债及其他创新类债券品种；将机构投资者概念统一至《证券期货投资者适当性管理办法》的表述和界定；依据《公司债券发行与交易管理办法》，统一规制次级债券销售的相关要求；补充上位法依据。

**表 1：增设证券公司业务评价指标，提升全面风险管理能力**

序号	原稿（2017）	修改稿	修订说明
1	第一条 为规范证券公司次级债管理，维护投资者合法权益，根据《证券法》、《证券公司监督管理条例》等法律、行政法规的规定，制定本规定。	第一条 根据《证券法》《证券公司监督管理条例》 <u>《国务院办公厅关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》</u> <u>《公司债券发行与交易管理办法》</u> 等法律、行政法规、规章的规定，为规范证券公司次级债管理，维护投资者合法权益，制定本规定。	进一步补充完善上位法依据，增加《国务院办公厅关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》《公司债券发行与交易管理办法》。
2	第二条 本规定所称证券公司次级债，是指证券公司向股东或机构投资者定向借入的清偿顺序在普通债之后的次级债务（以下简称次级债务），以及证券公司向机构投资者发行的、清偿顺序在普通债之后的有价证券（以下简称次级债券）。次级债务、次级债券为证券公司同一清偿顺序的	第二条 本规定所称证券公司次级债，是指证券公司向股东或机构投资者定向借入的清偿顺序在普通债之后的次级债务（以下简称次级债务），以及证券公司向机构投资者发行的、清偿顺序在普通债之后的有价证券（以下简称次级债券）。次级债务、次级债券为证券公司同一清偿顺序的债务。  本规定所称机构投资者，是指符合 <u>《证券期货投资者适当性管</u>	1. 将机构投资者概念统一至《证券期货投资者适当性管理办法》的表述和界定。“前款所称的机构投资者是指：经国家金融监管部门批准设立的金融机构……经中国证监会认

序号	原稿 (2017)	修改稿	修订说明
	<p>债务。</p> <p>前款所称的机构投资者是指：经国家金融监管部门批准设立的金融机构，包括商业银行、证券公司、基金管理公司、信托公司和保险公司等；上述金融机构面向投资者发行的理财产品，包括但不限于银行理财产品、信托产品、投连险产品、基金产品、证券公司资产管理产品等；注册资本不低于人民币 1000 万元的企业法人；合伙人认缴出资总额不低于人民币 5000 万元，实缴出资总额不低于人民币 1000 万元的合伙企业；经中国证监会认可的其他投资者。</p> <p>证券公司次级债券只能以非公开方式发行，不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。每期债券的机构投资者合计不得超过 200 人。</p>	<p><u>理办法》第八条第一款第（一）项至第（四）项条件之一的投资者。</u></p> <p>（一）经有关金融监管部门批准设立的金融机构，包括证券公司、期货公司、基金管理公司及其子公司、商业银行、保险公司、信托公司、财务公司等；经行业协会备案或者登记的证券公司子公司、期货公司子公司、私募基金管理人。</p> <p>（二）上述机构面向投资者发行的理财产品，包括但不限于证券公司资产管理产品、基金管理公司及其子公司产品、期货公司资产管理产品、银行理财产品、保险产品、信托产品、经行业协会备案的私募基金。</p> <p>（三）社会保障基金、企业年金等养老基金，慈善基金等社会公益基金，合格境外机构投资者（QFII）、人民币合格境外机构投资者（RQFII）。</p> <p><u>（四）同时符合下列条件的法人或者其他组织：</u></p> <p><u>1.最近 1 年末净资产不低于 2000 万元；</u></p> <p><u>2.最近 1 年末金融资产不低于 1000 万元；</u></p> <p><u>3.具有 2 年以上证券、基金、期货、黄金、外汇等投资经历。</u></p>	<p>可的其他投资者”修改为“本规定所称机构投资者，3 是指符合《证券期货投资者适当性管理办法》第八条第一款第（一）项至第（四）项条件之一的投资者”。</p> <p>2.允许公开发行，删除第二条第三款“证券公司次级债券只能以非公开方式发行，不得采用广告、公开劝诱和变相公开方式。每期债券的机构投资者合计不得超过 200 人”的相关规定。</p>
3	<p>第八条 证券公司次级债券可在证券交易所或中国证监会认可的交易场所（以下统称交易场所）依法向机构投资者发行、转让。<u>发行或转让后，债券持有人不得超过 200 人。</u></p> <p>次级债券发行或转让后，证券公司应在中国证券登记结算有限责任公司或中国证监会认可的其他登记结算机构（以下统称登记结算机构）办理登记。证券公司在银行间市场发行次级债券，应事先经中国证监会认可，并遵守银行间市场的相关规定。</p>	<p><u>第八条 证券公司次级债券可在证券交易所或中国证监会认可的交易场所（以下统称交易场所）依法向机构投资者发行、转让。</u></p> <p><u>次级债券发行或转让后，证券公司应在中国证券登记结算有限责任公司或中国证监会认可的其他登记结算机构（以下统称登记结算机构）办理登记。证券公司在银行间市场发行次级债券，应事先经中国证监会认可，并遵守银行间市场的相关规定。</u></p>	<p>优化次级债发行方式，允许公开发行。删除第九条第一款“发行或转让后，债券持有人不得超过 200 人”的相关表述。</p>
4	<p>第十条 证券公司次级债券的发行、转让、兑付、登记、托管、结算、投资者适当性、信息披露和投资者权益保护等应符合法律法规以及交易场所和登记结算机构的相关规定。</p> <p>证券公司次级债券可由具备承销业务资格的其他证券公司承销，也可由证券公司自行销售。</p>	<p>第十条 证券公司次级债券的发行、转让、兑付、登记、托管、结算、投资者适当性、信息披露和投资者权益保护等应符合法律法规以及交易场所和登记结算机构的相关规定。</p> <p><u>具备证券承销业务资格的证券公司非公开发行次级债券可以自行销售。</u></p>	<p>依据《公司债券发行与交易管理办法》，统一规制次级债券销售的相关要求。将第十条第二款“证券公司次级债券可由具备承销业务资格的其他证券公司承销，也可由证券公司自行销售”修改为“具备证券承销业务资格的证券公司非公开发行次级债券可以自行销”。</p>
5	无	<p><u>第二十一条 证券公司发行减记债、应急可转债及其他创新类债券品种，参照适用本规定，其他监管规则另有规定的，从其规定。</u></p>	<p>增加一条，作为第二十一条，支持证券公司发行减记债、应急可转债及其他创新类债券品种。</p>
6	<p>第二十一条 本规定自公布之日起施行。《证券公司借入次级债务规定》（证监会公告〔2010〕</p>	<p><u>第二十二条 本规定自公布之日起施行。《证券公司借入次级债务规定》（证监会公告〔2010〕23 号）同时废止。</u></p>	<p>原稿的第二十一条变为新稿的第二十二条。</p>

序号	原稿 (2017)	修改稿	修订说明
	23 号) 同时废止。		

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

## 2.3 潜在影响

### 2.3.1 明确证券公司次级债公开发行募集

本次修改突破投资者 200 人限制，意味着次级债可以公开发行。根据 wind 统计，2017 年、2018 年、2019 年和 2020 年至今证券公司次级债发行总额分别为 1924.60 亿元、1317.40 亿元、1512.10 亿元和 673.00 亿元，其中 2017 年发行量最大的证券公司为兴业证券，发行量 248.00 亿元，占总发行量的 12.89%，2018 年发行量最大的证券公司为中信建投，发行量 195.00 亿元，占总发行量的 12.90%，2019 年发行量最大的证券公司为安信证券，发行量 167.00 亿元，占总发行量的 11.04%，2020 年至今发行量最大的证券公司为申万宏源，发行量 120.00 亿元，占总发行量的 17.83%。投资者人数限制取消后，预计证券公司次级债发行规模将增长，资质良好的证券公司发行规模将显著提升。

**表 2：2017-2020 年证券公司次级债发行规模及占比情况（单位：亿元）**

发行人	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年	
	发行总额	占比	发行总额	占比	发行总额	占比	发行总额	占比
华西证券	18.00	0.94%						
英大证券	5.50	0.29%			5.00	0.33%	5.00	0.74%
安信证券	30.00	1.56%	100.00	7.59%	167.00	11.04%		
国元证券	30.00	1.56%			21.00	1.39%		
东方财富	12.00	0.62%						
恒泰证券	15.00	0.78%						
国泰君安	60.00	3.12%			50.00	3.31%	50.00	7.43%
东兴证券	30.00	1.56%			20.00	1.32%	20.00	2.97%
海通证券	45.00	2.34%	20.00	1.52%	33.00	2.18%		
天风证券	10.00	0.52%	9.00	0.68%	7.50	0.50%	17.50	2.60%
东莞证券	11.50	0.60%			20.00	1.32%		
渤海证券	15.00	0.78%						
华创证券	20.00	1.04%	15.00	1.14%	11.10	0.73%		
华福证券	12.00	0.62%	10.00	0.76%	19.00	1.26%	20.00	2.97%
国都证券	10.00	0.52%			17.20	1.14%		
大同证券	2.00	0.10%	2.00	0.15%	1.00	0.07%	1.00	0.15%
国信证券	85.00	4.42%	11.00	0.83%				
第一创业	18.00	0.94%	6.00	0.46%	5.00	0.33%	8.00	1.19%
东北证券	50.00	2.60%			40.00	2.65%	30.00	4.46%
长江证券	50.00	2.60%			30.00	1.98%		
国海证券	48.50	2.52%			17.50	1.16%	12.00	1.78%
广发证券	55.00	2.86%	46.00	3.49%	40.00	2.65%	45.00	6.69%
申万宏源	47.00	2.44%	153.00	11.61%			120.00	17.83%
首创证券	15.00	0.78%	15.00	1.14%	10.00	0.66%	5.00	0.74%
浙商证券	35.00	1.82%	76.00	5.77%	10.00	0.66%	19.00	2.82%



信达证券	60.00	3.12%			26.00	1.72%		
中国中金	28.00	1.45%			30.00	1.98%	20.00	2.97%
财富证券								
江海证券	44.10	2.29%			18.70	1.24%		
中原证券	25.00	1.30%	15.00	1.14%	10.00	0.66%	15.00	2.23%
华泰证券	70.00	3.64%	38.00	2.88%				
方正证券	41.20	2.14%	6.40	0.49%	15.60	1.03%		
国融证券	5.00	0.26%	4.00	0.30%				
华融证券	70.00	3.64%	25.00	1.90%	37.50	2.48%	36.00	5.35%
民生证券	15.00	0.78%	30.00	2.28%	10.60	0.70%		
上海证券	40.00	2.08%						
中金公司	70.00	3.64%	25.00	1.90%	65.00	4.30%	15.00	2.23%
东吴证券	96.80	5.03%			20.00	1.32%	10.00	1.49%
东方证券	60.00	3.12%	64.00	4.86%	100.00	6.61%		
中信证券	100.00	5.20%	90.00	6.83%	55.00	3.64%	20.00	2.97%
太平洋证 券	50.00	2.60%						
招商证券	172.00	8.94%	67.90	5.15%				
兴业证券	248.00	12.89%						
万联证券			5.00	0.38%			7.00	1.04%
华安证券	20.00	1.52%	10.00	0.66%				
联储证券	10.00	0.76%						
中银国际	25.00	1.90%						
中信建投	50.00	3.80%	195.00	12.90%	50.00	7.43%		
光大证券	30.00	2.28%						
中信证券	25.10	1.91%						
西南证券	29.00	2.20%	26.40	1.75%				
财达证券			40.00	3.04%	8.00	0.53%	15.00	2.23%
中航证券			15.00	1.14%				
财通证券			80.00	6.07%	50.00	3.31%	30.00	4.46%
中国银河			160.00	12.15%	140.00	9.26%	50.00	7.43%
东海证券							10.00	1.49%
国联证券					8.00	0.53%	7.00	1.04%
华金证券					10.00	0.66%	7.50	1.11%
长城国瑞					15.00	0.99%	3.00	0.45%
宏信证券							5.00	0.74%
长城证券							20.00	2.97%
国金证券					10.00	0.66%		
山西证券					30.00	1.98%		
南京证券					17.00	1.12%		
中泰证券					80.00	5.29%		
合计	1,924.60	100.00%	1,317.40	100.00%	1,512.10	100.00%	673.00	100.00%

资料来源: wind, 长城证券研究所, 截止至 5 月 30 日

## 2.3.2 证券公司可自行销售次级债，发行便捷与提高收入并举



《规定》第十条第二款明确了“具备证券承销业务资格的证券公司非公开发行次级债券可以自行销售”。《规定》不仅可以促进证券公司投行业务收入增长，而且可以提高证券公司发行次级债券的便捷程度。2019年，次级债发行总额 14079.6 亿元，同比增长 100.06%。其中，中信证券作为主承销商承销总额为 9847 亿元，排名第一。

**表 3：证券公司次级债承销数据**

年份	次级债总额（亿元）
2010	1132.2
2011	2928
2012	2001
2013	2362.36
2014	4978.82
2015	10000.69
2016	4814.9
2017	6930.33
2018	7037.6
2019	14079.6
2020	4978.8

资料来源：wind，长城证券研究所，截止到 5 月 30 日

### 2.3.3 证券公司的融资渠道更宽，杠杆率预计将提升

《规定》新增支持证券公司发行减记债、应急可转债及其他创新类债券品种，融资渠道进一步拓宽。在宽松环境下，证券公司杠杆率有望将进一步提升，进而带动 ROE 增长。从 2020 年一季度的 37 家上市证券公司的主要债务工具融资结构来看，中小证券公司的债券融资比重约 25%，高于大型证券公司约 3pct。预计《规定》对证券公司的影响不同，资质良好的中小证券公司受益更显著。

**表 4：证券行业杠杆率（不含保证金）**

年份	行业杠杆率（不含保证金）
2012	1.62
2013	2.36
2014	3.25
2015	3.15
2016	2.81
2017	2.90
2018	3.00
2019	3.06
2020Q1	3.15

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

**表 5：2019 年 37 家证券公司负债明细结构**

名称	短期借款	拆入资金	应付短期融资款	应付债券	长期借款	卖出回购金融资产
申万宏源	0.68%	3.51%	4.30%	29.98%	0.09%	26.48%
东北证券		1.42%	9.13%	15.05%		22.52%
国元证券	1.53%	0.17%	8.65%	21.12%	0.78%	20.22%
国海证券		7.64%	2.81%	16.37%		42.20%
广发证券	1.08%	1.59%	6.24%	28.62%	0.96%	27.83%
长江证券		5.61%	6.26%	31.05%		18.05%
山西证券	0.39%	17.29%	9.73%	9.47%		33.93%
西部证券		1.22%		8.92%		39.61%
国信证券	0.14%	2.63%	8.85%	22.66%		25.53%
第一创业	0.72%	2.49%	0.36%	23.56%	1.71%	34.15%
华西证券		3.55%	13.50%	19.36%		28.59%
长城证券		2.20%	7.76%	23.58%		27.08%
华林证券	0.00%	4.58%	11.62%			17.19%
中信证券	1.33%	2.69%	4.21%	18.04%	0.05%	23.84%
国金证券	0.54%	1.59%	9.90%	17.05%		17.23%
西南证券		4.78%	2.52%	30.76%		33.23%
海通证券	11.60%	3.43%	5.56%	26.27%	8.44%	15.48%
华安证券			4.82%	16.90%		33.46%
东方证券	0.47%	1.70%	7.54%	31.68%		27.02%
招商证券	1.24%	1.43%	10.89%	21.33%	0.46%	28.81%
中信建投	0.52%	5.24%	8.80%	25.96%		23.28%
太平洋		0.63%	9.26%	27.13%		35.01%
财通证券	1.32%		16.53%	29.12%		13.57%
天风证券		1.02%	12.10%	38.13%		18.36%
东兴证券	2.11%	1.42%	9.56%	34.82%		23.75%
国泰君安	0.10%	1.89%	8.46%	16.17%	0.34%	27.25%
红塔证券	0.27%	0.27%	12.07%			41.89%
中原证券	3.60%	7.37%	12.83%	12.59%	0.04%	30.96%
兴业证券	3.58%		1.69%	32.53%	2.25%	19.97%
东吴证券	0.78%	3.93%	7.27%	37.94%		9.80%
华泰证券	1.11%	2.13%	9.08%	15.45%	0.18%	23.51%
中银证券		2.80%	0.56%	19.47%		8.14%
光大证券	2.84%	5.56%	5.02%	27.63%	3.20%	16.40%
浙商证券	0.01%	0.17%	9.88%	24.59%		21.18%
中国银河	1.98%	2.80%	7.48%	24.54%		24.90%
方正证券		5.47%	5.20%	19.57%		16.46%
南京证券			9.85%	23.08%		28.50%
合计	1.98%	2.79%	7.00%	22.99%	1.11%	23.94%
大型证券公司	2.44%	2.66%	6.95%	22.03%	1.36%	24.15%
中小型证券公司	0.94%	3.11%	7.13%	25.17%	0.54%	23.46%

资料来源：公开资料整理，长城证券研究所

## 3. 展望与投资建议

### 3.1 展望

2020 年是全面建成小康社会和“十三五”规划的收官之年，也是资本市场而立之年。证监会系统深入学习贯彻新时代中国特色社会主义思想，坚决贯彻落实党中央国务院决策部署，坚持稳中求进工作总基调，坚定不移贯彻新发展理念，落实“六稳”方针，坚决打好“三大攻坚战”，紧扣深化金融供给侧结构性改革的主线，坚持市场化法治化方向，学习借鉴国际最佳实践，坚持“四个敬畏、一个合力”，以贯彻实施新证券法为契机，加强基础制度建设，推进全面深化改革落实落地，有效维护资本市场平稳运行，切实保护投资者合法权益，努力打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，更好服务经济高质量发展。

我们预计未来行业发展将呈现以下态势：市场双向开放，跨境资本自由流动将推进行业的国际化和全球化；行业整合将提速，市场集中度进一步上升，行业领先者之间的竞争更加激烈，并在业务和服务、资本驱动、综合化、产品化、金融科技等方面形成差异化经营的局面；基于牌照和监管的盈利模式将逐步消失，业务模式必将从过去的以通道佣金业务为主过渡到收费型中介业务、资本中介类业务为主，兼顾自有资金投资业务的综合业务模式，资本、客户流量和专业服务能力将成为提升核心竞争力的重要基础。而资本中介类业务、跨境业务、自有资金业务等，一方面依赖于资本实力的增强，另一方面，其所需的必要的信息系统、人力资源、取得客户流量的推广支出都离不开资本的支持。

而在新《证券法》这一顶层的制度设计下，我们认为要走出真正的航母级投行还是任重道远。中国证券公司基础金融功能实质性拓展仍未有顶层法的明确表示，资产运用模式、投顾业务乃至财富管理业务的发展模式较长时间内仍难以与国外投行直接对标。国内证券公司仍需在拓展资产运用方式和空间中探索新的方式与路径，或者基于平台化的创新，或者争取在未来的系统重要性机构和航母级机构中争取制度红利。如何有效进行业务创新探索，实现相对有效的跨越监管周期、经济周期与产业周期，抗周期能力提升，避免业绩的巨幅波动，能够使投资者比较容易预测业绩趋势。我们认为，这些均是摆在监管者与证券公司经营者面前最现实的问题。

### 3.2 估值与投资建议

未来市场走势，需要基本面、政策面（如监管层表示科创板将适时推出做市商制度、研究引入单次 T+0 交易，保证市场的流动性，从而保证价格发现功能的正常实现）的共振，节奏上更多取决于肺炎疫情进展、中美贸易谈判后续进展及地缘政治风险。后续谈判可能更复杂，需要更多时间，我们需要聚焦疫情解决、自身的资本市场改革力度及进程，密切关注行业可能开启的并购重组整合浪潮，龙头证券公司有望开启溢价空间。我们认为，今年是十三五最后一年及全面建成小康社会决胜之年，政策天平会更倾向逆周期调节的宏观经济政策。当前证券公司估值处于历史中枢，应战略性与积极布局证券行业。但我们一直强调行业分化与发展并存，需精选个股配置：

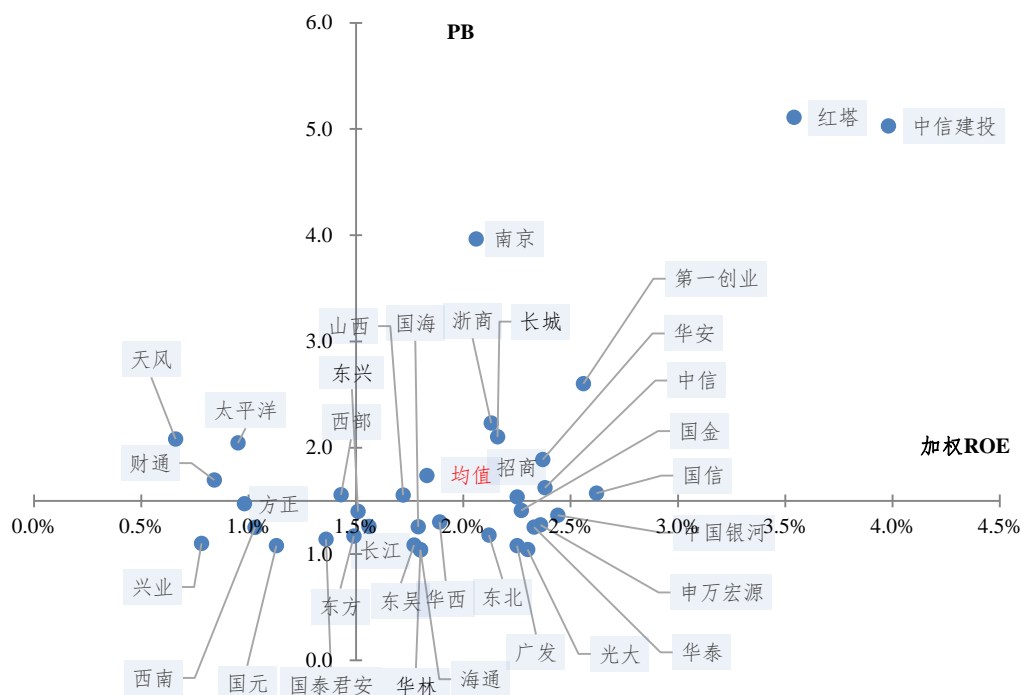
建议从三条主线选择个股，1) 业绩优良稳健、营收结构多元化、均衡化的龙头证券公司：重点推荐华泰证券（财富管理转型可期，2020Q1 营业收入 68.65 亿元，同比增长 9.87%；归母净利润 28.88 亿元，同比增长 3.90%；混改方案落地，实施职业经理人制以激发竞争

力，股权激励方案落地彰显公司长远前景)，海通证券（2020Q1 营业收入 69.86 亿元，同比减少 29.81%；归母净利润 22.83 亿元，同比减少 39.45%；海通银行经营向好，公司大股东定增已确认大部分认购），国泰君安（2020Q1 公司实现营业收入 61.45 亿元，较去年同期减少 8.22%；实现归母净利润 18.26 亿元，较去年同期减少 39.25%），申万宏源（2020Q1 公司实现合并营业收入 76.97 亿元，同比增长 41.05%；归母净利润 19.87 亿元，同比增长 6.72%）。

2) 建议关注创新+转型发展的中小型证券公司：东方证券（2020Q1 归母净利润 8.13 亿元，同比减少 35.95%），东方财富（互联网证券战略持续推进，短期基金销售份额有所承压，保持行业领先地位，金融业务牌照不断增多，看好公司打造闭环体系，2020Q1 归母净利润为 8.74 亿元，同比增长 162.42%）。

3) 建议关注次新股类弹性标的：南京证券，中国银河（2020Q1 归母净利润 17.54 亿元，同比增长 14.41%；拥有最多营业网点，经纪业务位列前茅，客户基础强大，有望受益市场回暖）；次新股调整力度大，需要把握节奏。其他为关联证券公司，未列出。

图 1：上市证券公司 PB 估值与 ROE 关系图



资料来源：wind，长城证券研究所，截止到 5 月 30 日

## 4. 风险提示

中美贸易摩擦波动风险；市场大幅下跌风险；政策改革不及预期风险；宏观经济下行风险；肺炎疫情持续蔓延风险；地缘政治风险等。

**研究员承诺**

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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

**特别声明**

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于 2017 年 7 月 1 日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

**免责声明**

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

**长城证券投资评级说明****公司评级：**

强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15% 以上；  
推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15% 之间；  
中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 -5%~5% 之间；  
回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5% 以上

**行业评级：**

推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场；  
中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步；  
回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场

**长城证券研究所**

深圳办公地址：深圳市福田区福田街道金田路 2026 号能源大厦南塔楼 16 层

邮编：518033 传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编：100044 传真：86-10-88366686

上海办公地址：上海市浦东新区世博馆路 200 号 A 座 8 层

邮编：200126 传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>