

创业板注册制改革落地，关注股权融资新时代

——证券行业 2020 年半年度投资策略报告

分析师： 张继袖

SAC NO: S1150119010017

2020 年 6 月 14 日

证券分析师

张继袖

zhjxnk@126.com

研究助理

王磊

SAC No: S1150119010017

wanglei3271@bhzq.com

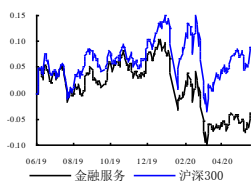
子行业评级

证券	看好
多元金融	看好
保险	看好

重点品种推荐

中信证券	增持
华泰证券	增持

最近一年行业相对走势



投资要点：

● 市场震荡调整，行业 β 属性凸显

2020 年初至今在海内外疫情及中美关系冲击影响下市场波动加剧，具有高 β 属性的证券行业亦表现出震荡调整态势，截至 6 月 11 日累计跑输大盘 8.90 个百分点。长期来看，随着全球疫情逐步得到控制，生产生活秩序恢复正常，宏观经济持续回暖，市场风险偏好有望稳步提升，叠加流动性宽松和资本市场深化改革背景下，券商板块在业绩、估值的上升空间均值得期待。

● 自营业务挑大梁，行业杠杆率、ROE 回升

2019 年 37 家直接上市券商合计实现营业收入 3812.03 亿元，同比增长 41.78%，自营业务收入同比增长 97.52%；2020 年一季度实现营业收入 849.8 亿元，同比下跌 5.52%，自营业务收入同比下跌 40.44%，另外，自营业务已成为券商第一大收入来源，是券商业绩的主要驱动因素；2019 年上市券商平均杠杆率为 3.13 倍，较 2018 年末提高 0.07 倍，2020 年一季度上市券商杠杆率继续上升至 3.54 倍；2019 年上市券商 ROE 经历四年连续下降后实现触底反弹，由 2018 年的 3.23% 上升至 6.19%，2020 年一季度券商盈利能力继续呈上升趋势，年化 ROE 达 7.52%。

● 注册制下资本市场将迎来股权融资大年

6 月 12 日，证监会发布创业板改革并试点注册制相关制度规则，深交所也发布相关配套规则。注册制下证券发行将更加市场化，交易所只对发行主体的申请文件进行形式审查，不进行实质判断，以审核问询的方式提高发行主体信息披露质量。注册制相较核准制主要有以下三方面变化：上市条件多元化，IPO 门槛降低；审核流程简化，发行效率提高；定价方式更加市场化。

注册制对于券商投行的资本实力、定价能力、销售能力、风控能力等提出了更高的要求，在行业格局上，头部集中趋势将更加明显。另外，再融资、并购重组政策松绑，定增市场同样值得关注。我们认为，当前在完善资本市场基础制度，促进多层次资本市场发展，提高直接融资特别是股权融资比重的政策方向下，资本市场将迎来股权融资大年。

● 盈利预测

在谨慎、中性、乐观假设下预计 2020 年证券行业营收分别为 3964、4472、4969 亿元，分别同比增长 9.97%、24.05%、37.83%；净利润 1348、1520、1689 亿元，分别同比增长 9.50%、23.51%、37.24%。

● 投资建议

短期来看，疫情蔓延及中美关系仍存在较大不确定性，在宏观经济尚未完全修复、市场风险偏好承压的情况下市场波动幅度较大，具有高 β 属性的证券

板块受市场环境的影响较大，仍需关注外围因素对证券板块基本面和估值造成的负面影响。

中长期来看，推动金融供给侧改革是监管当局未来一段时间的主要任务，作为资本市场的重要参与者，证券板块享有领先于其他金融子板块的政策面利好。6月12日创业板注册制正式落地，将全面开启券商投行业务的快速增长。注册制下IPO将更加“市场化”，券商作为连接投资者和发行人纽带的中介角色将被进一步强化，同时也对投行的资本实力、定价能力、销售能力、风控能力等提出了更高的要求。我们认为，大型券商在研究定价、资本实力等方面更具优势，注册制下行业马太效应或将加剧。

当前券商板块估值为1.42倍，处于历史较低水平安全性较高。考虑到目前券商政策和流动性两大核心催化剂确定性都较为明确，我们看好板块的投资机会。在监管打造航母级券商政策引导下，行业集中度提升的逻辑不变，头部券商借助雄厚资本实力和风控能力将更加受益，持续看好龙头券商投资价值，继续推荐中信证券（600030.SH）和华泰证券（601688.SH）。

风险提示：疫情冲击下资本市场震荡加剧；资本市场改革推进进展不及预期

目 录

1. 证券板块表现	6
1.1 行情回顾：市场震荡调整，行业 β 属性凸显	6
1.2 业绩回顾：自营挑大梁，ROE 触底回升	8
2. 下半年主要看点：注册制改革下资本市场将迎股权融资大年	11
2.1 创业板试点注册制改革	13
2.1.1 上市条件多元化，IPO 门槛降低	13
2.1.2 审核流程简化，发行效率提高	14
2.1.3 定价方式更加市场化	16
2.1.4 注册制改革下券商投行业务发展趋势	17
2.2 再融资新规政策松绑，定增市场放量在即	21
2.3 并购重组新规提高并购重组市场活跃度	23
3. 盈利预测	24
4. 投资策略	29
5. 风险提示	30

图 目 录

图 1: 2020 年初至今证券板块相对沪深 300 超额收益	7
图 2: 2017.1-2020.5 日均股基成交额 (亿元)	7
图 3: 2017.1-2020.5 新增投资者数量及环比增速	7
图 4: 沪深两市两融余额 (亿元)	8
图 5: 沪、深股通净买入金额及累计净买入金额	8
图 6: 申万一级行业涨跌幅	8
图 7: 直接上市券商涨跌幅	8
图 8: 2015-2020Q1 上市券商营收、归母净利润 (亿) 及增速	9
图 9: 2015-2020Q1 上市券商营收结构	9
图 10: 上市券商平均杠杆倍数 (剔除客户资金)	9
图 11: 上市券商年化 ROE	9
图 12: 中国社融规模直接融资占比较低	12
图 13: 美国非金融企业直接融资占比较高	12
图 14: 资本市场改革政策加速落地	12
图 15: 注册制与核准制对比	13
图 16: IPO 核准制和注册制流程比较	15
图 17: 从 IPO 受理日至上市公告日经历天数	15
图 18: 创业板注册制和核准制下投资者询价、定价对比	16
图 19: 不同板块上市公司首发市盈率及所属行业市盈率均值	17
图 20: 股权募集资金及集中度	17
图 21: 债权募集资金及集中度	17
图 22: 科创板承销家数 CR5、CR10	18
图 23: 科创板承销金额 CR5、CR10	18
图 24: 2015-2019 年再融资规模 (亿元) 及增速	22
图 25: 券商再融资业务承销收入 (亿元) 及增速	22
图 26: 并购重组上会数量及过会率	24
图 27: 财务顾问业务净收入及占总营收比例	24
图 28: 行业证券投资收益 (含公允价值变动) 及占总应收比重	27
图 29: 上市券商自营业务投资收益率	27
图 30: 券商资管规模 (亿元)	28

表 目 录

表 1: 直接上市券商 2019、2020Q1 营收增速、杠杆倍数及 ROE	10
表 2: 直接融资与间接融资对比	11
表 3: 创业板注册制和核准制下财务指标要求对比	14
表 4: 各券商科创板储备项目数量	18
表 5: 各券商创业板储备项目数量	19

表 6: 创业板与科创板在跟投对象上存在差异	20
表 7: 各券商科创板跟投数量、规模及浮动盈亏	20
表 8: 再融资新规主要修订内容	21
表 9: 定增市场业务测算	23
表 10: 经纪业务预测表	24
表 11: 信用业务预测表	25
表 12: 投行业务预测表	26
表 13: 自营业务预测表	27
表 14: 资管业务预测表	28
表 15: 证券行业盈利预测表 (单位: 亿元)	29

1. 证券板块表现

1.1 行情回顾：市场震荡调整，行业 β 属性凸显

总体来看，2020 年年初至今在海内外疫情及中美关系冲击影响下市场波动加剧，具有高 β 属性的证券行业亦表现出震荡调整态势，截至 6 月 11 日累计跑输大盘 8.90 个百分点。

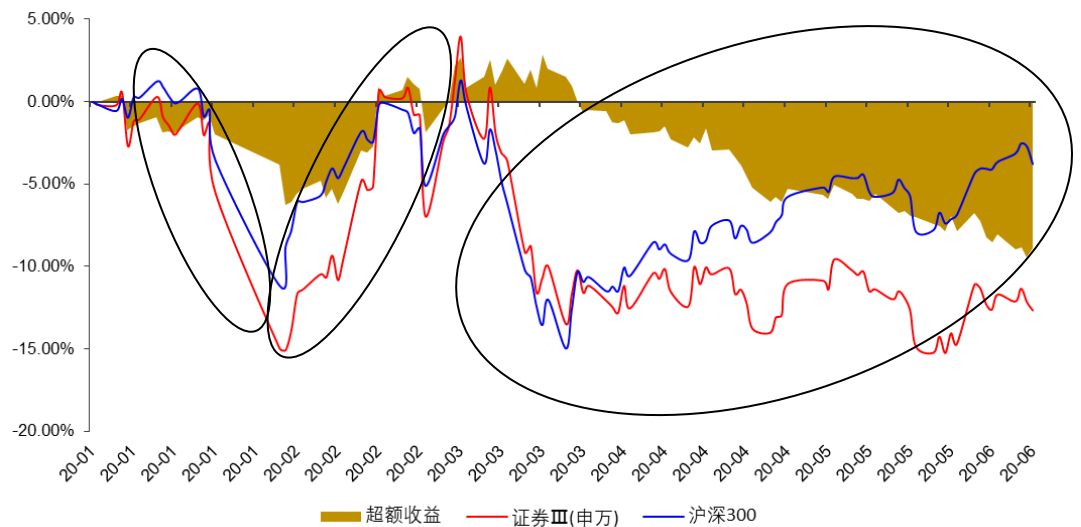
1 月份，国内疫情全面爆发，大面积停工停产对经济增速预期带来负面影响，投资者避险情绪升温，市场出现大幅下滑，券商板块整体表现弱于大盘，截至 2 月 4 日申万证券 III 指数累计下跌 15.10%，跑输大盘 6.27 个百分点。

进入 2 月份，随着春节节后疫情进入可控阶段，复工复产逐步推进以及逆周期调控政策的不断出台，A 股市场迎来快速反弹，资本市场深化改革下券商板块表现突出，不仅收复了上月跌幅，而且录得相对正收益。

3 月份新冠疫情开始在全球蔓延，感染人数不断提升，疫情的全球蔓延以及进一步恶化对全世界造成了严重的经济冲击和社会影响，境外资本市场出现大幅波动，A 股市场表现出较为显著的联动效应出现下跌，券商板块下跌幅度超过大盘。

总体来看，券商板块与 A 股市场表现具有较高同步性。4 月份以来板块表现与大盘出现分化，我们认为主要与高市场波动环境下券商股的基本面受到负面影响较大对估值造成压制有关。长期来看，随着全球疫情逐步得到控制，生产生活秩序恢复正常，宏观经济持续回暖，市场风险偏好有望稳步提升，叠加流动性宽松和资本市场深化改革背景，券商板块在业绩和估值上均值得期待。

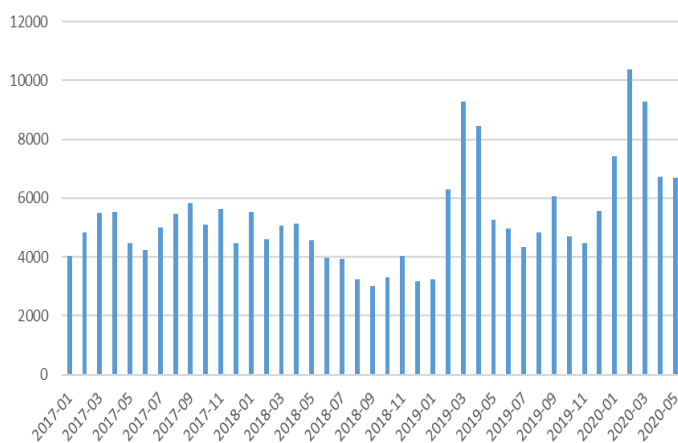
图 1: 2020 年初至今证券板块相对沪深 300 超额收益



资料来源: wind, 渤海证券

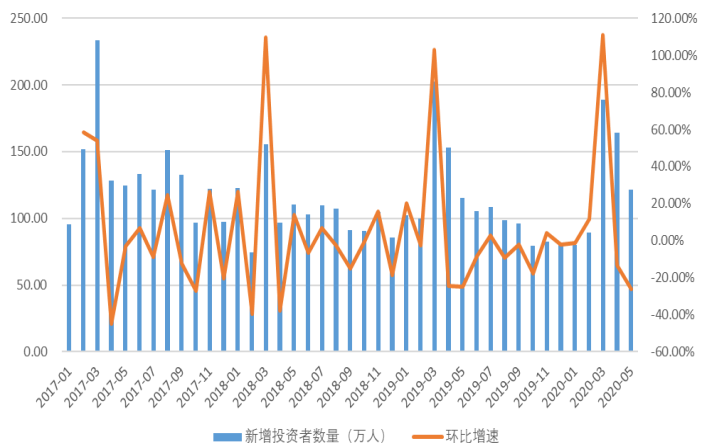
前 5 月市场交投活跃度快速提升，投资者快速进场。2020 年初至今，股基日均成交金额快速提升，5 月单月日均股基成交金额为 6686.48 亿元，虽然较前几月成交额有所下降，但总体来看仍处于近几年高位。较 2019 年 5 月的 5280.38 亿元提升 1406.1 亿元，同比提升 26.63%。从投资者新开户数量来看，5 月新增投资者数量为 121.41 万人，4 月份高基数下环比下降 25.99%，但较去年同期增加 6.15 万人。

图 2: 2017.1-2020.5 日均股基成交额（亿元）



资料来源: wind, 渤海证券

图 3: 2017.1-2020.5 新增投资者数量及环比增速



资料来源: wind, 渤海证券

从融资融券余额来看，代表杠杆资金的两融余额重新站上 1.1 万亿元。截至 6 月 11 日，沪深两市两融余额 11084.58 亿元，较年初增加 834.44 亿元，提升至近年来较高水平，表明今年以来市场风险偏好稳步提升。从沪、深股通交易情况来看，2020 年除 3 月份净卖出外，其他月份均呈净买入状态，表明 A 股对外资的吸引力未减。

图 4: 沪深两市两融余额 (亿元)

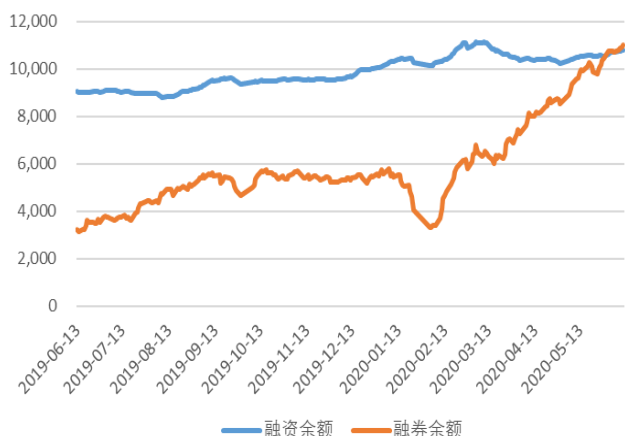
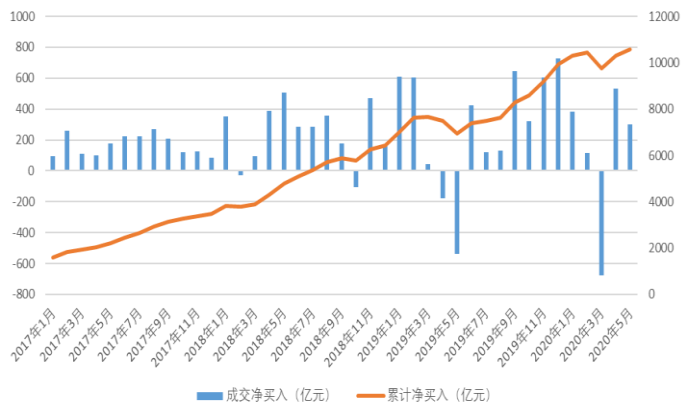


图 5: 沪、深股通净买入金额及累计净买入金额

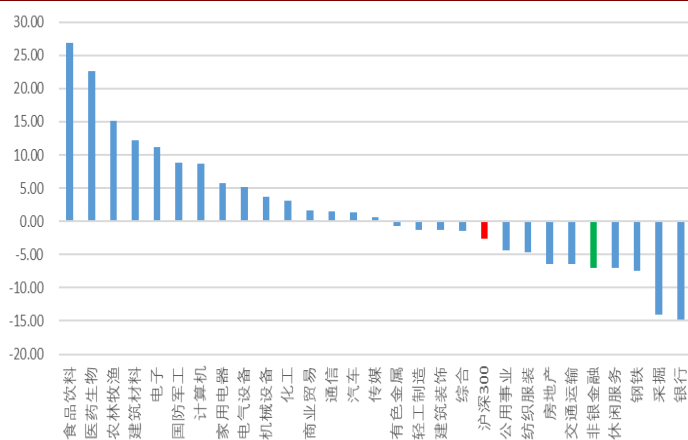


资料来源: wind, 渤海证券

资料来源: wind, 渤海证券

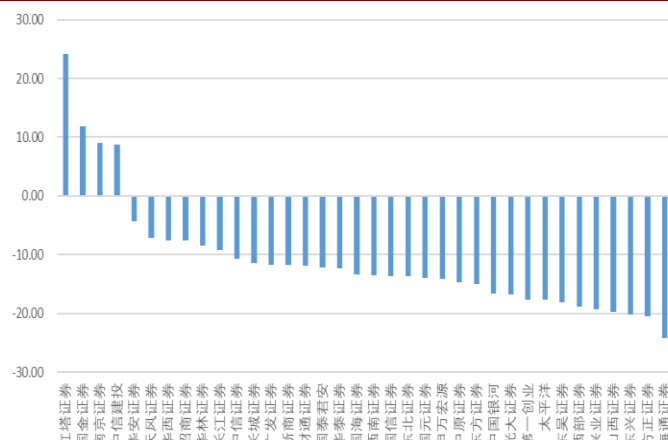
从板块及个股走势看，非银板块上半年走势较差，在申万 28 个一级子行业中排名第 24 位；个股层面，剔除新股后仅红塔证券 (+24.15%)、国金证券 (+11.81%)、南京证券 (+8.99%)、中信建投 (+8.68%) 四家券商录得正收益，跌幅排名前三的为海通证券 (-24.13%)、方正证券 (-20.53%)、东兴证券 (-20.24%)。

图 6: 申万一级行业涨跌幅



资料来源: wind, 渤海证券

图 7: 直接上市券商涨跌幅



资料来源: wind, 渤海证券

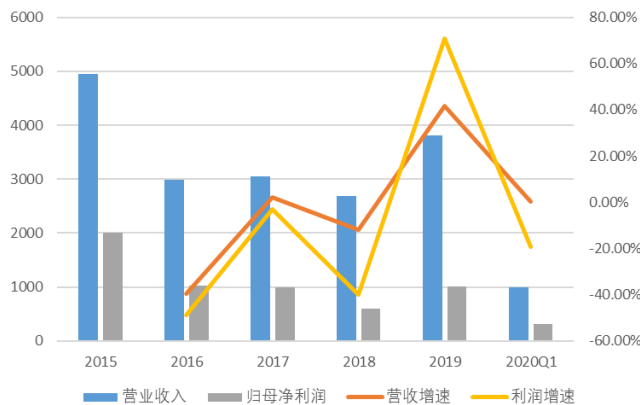
1.2 业绩回顾：自营挑大梁，ROE 触底回升

自营业务已成为券商业绩的首要驱动因素。2019 年 37 家直接上市券商合计实现营业收入 3812.03 亿元，同比增长 41.78%，实现归母净利润 1016.56 亿元，同比增长 70.96%。分业务看，经纪、投行、资管、信用、自营收入分别同比增长 19.45%、21.49%、3.00%、15.36%、97.52%。2020 年一季度上市券商实现营业收入 849.8 亿元，同比下跌 -5.52%，归母净利润 309.28 亿元，同比下降 19.21%，其中自营业务收入下降了 40.44%，占营收比重也由 2019Q1 的 43.95% 下降至

32.95%。

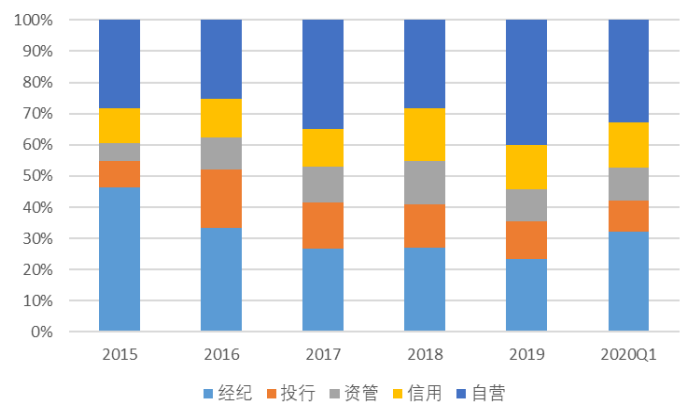
自营业务是 2019 年业绩高增长的主要驱动因素，也是拖累 2020Q1 业绩的主要原因。自营业务已成为券商业绩的主要驱动因素，自 2017 年起已超过经纪业务成为券商第一大收入来源。

图 8：2015-2020Q1 上市券商营收、归母净利润（亿）及增速



资料来源：wind，渤海证券

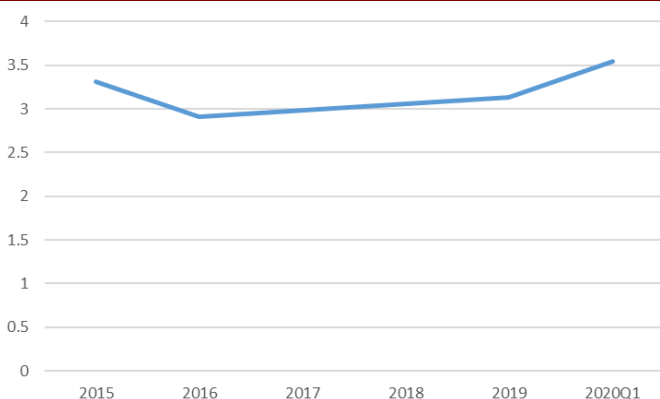
图 9：2015-2020Q1 上市券商营收结构



资料来源：wind，渤海证券

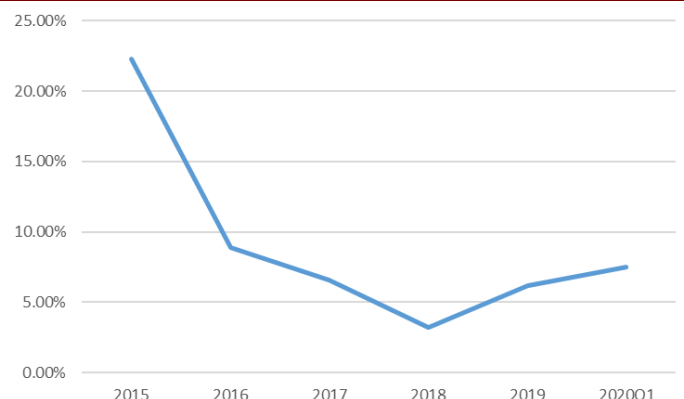
杠杆率稳步提升，ROE 触底反弹。2019 年上市券商平均杠杆率为 3.13 倍，较 2018 年末提高 0.07 倍，2020Q1 上市券商杠杆率继续上升至 3.54 倍。2019 年上市券商 ROE 经过四年连续下降后实现触底反弹，由 2018 年的 3.23% 上升至 6.19%，2020Q1 券商盈利能力继续呈上升趋势，年化 ROE 达到 7.52%。

图 10：上市券商平均杠杆倍数（剔除客户资金）



资料来源：wind，渤海证券

图 11：上市券商年化 ROE



资料来源：wind，渤海证券

大型券商业绩更加稳健，杠杆倍数、ROE 普遍高于中小券商。分规模来看，2019 年大型券商（以 2019 年年报披露的净资产为标准，定义排名前十的券商为大型券商，包括中信、国君、海通、华泰、招商、广发、申万、国信、中投、银河）平均营收增速为 46.03%，其他上市中小型券商的营收增速均值为 53.81%，而 2020Q1 大型券商的营收增速为 12.09%，中小型券商的营收增速为 -3.32%，也

就是说在市场向好、行业普涨时，大型券商的业绩增速要小于中小型券商，而市场变差、行业盈利承压时，大型券商经营则更显稳健，降幅要小于中小券商。

从杠杆倍数、ROE 来看，大型券商要普遍高于中小券商。10 家大型券商 2019、2020Q1 的 ROE（摊薄）均值分别为 7.83%、9.00%，较中小型券商平均值高出 2.63、3.4 个百分点；大型券商 2019、2020Q1 的杠杆倍数平均值为 3.62 倍、3.73 倍，较中小型券商平均水平高出 0.67 倍、0.51 倍。

表 1：直接上市券商 2019、2020Q1 营收增速、杠杆倍数及 ROE

证券代码	证券简称	2019 营收增速	2020Q1 营收增速	2019 杠杆倍数	2020Q1 杠杆倍数	2019ROE (摊薄,%)	2020Q1ROE (摊薄,%)
600030.SH	中信证券	15.90%	22.14%	4.04	4.08	7.57	2.30
601211.SH	国泰君安	31.83%	-8.22%	3.26	3.37	6.28	1.31
600837.SH	海通证券	44.87%	-29.81%	3.89	4.09	7.55	1.79
601688.SH	华泰证券	54.35%	9.87%	3.76	3.84	7.35	2.31
600999.SH	招商证券	65.24%	5.17%	3.76	3.73	8.56	2.06
000776.SZ	广发证券	49.37%	-21.23%	3.34	3.57	8.26	2.22
000166.SZ	申万宏源	60.98%	41.05%	3.67	3.78	6.89	2.34
002736.SZ	国信证券	40.49%	9.97%	3.17	3.32	8.74	2.48
601066.SH	中信建投	25.54%	41.00%	4.06	3.81	9.72	3.33
601881.SH	中国银河	71.69%	50.98%	3.27	3.75	7.37	2.41
600958.SH	东方证券	84.91%	-5.91%	4.12	4.22	4.51	1.48
600109.SH	国金证券	15.49%	29.10%	1.76	2.14	6.27	2.25
601198.SH	东兴证券	19.88%	-30.56%	3.29	3.57	6.02	1.50
002926.SZ	华西证券	54.70%	-12.27%	2.58	3.13	7.29	1.87
601108.SH	财通证券	56.32%	-25.45%	2.41	2.55	8.78	0.90
601878.SH	浙商证券	53.17%	51.19%	3.66	3.83	6.51	2.10
601696.SH	中银证券	5.54%	6.12%	2.68	2.60	6.27	2.25
000728.SZ	国元证券	26.04%	-7.59%	2.68	2.56	3.68	1.12
601901.SH	方正证券	15.24%	4.92%	2.82	2.62	2.61	0.98
002939.SZ	长城证券	41.62%	41.84%	2.56	2.91	5.86	2.14
600909.SH	华安证券	83.48%	-16.62%	2.85	3.13	8.35	2.27
601236.SH	红塔证券	71.94%	152.45%	3.12	3.33	6.26	3.49
601555.SH	东吴证券	23.27%	-16.65%	3.60	2.94	4.95	1.38
002945.SZ	华林证券	0.98%	46.01%	2.06	1.92	8.27	3.01
601162.SH	天风证券	17.35%	-18.62%	2.99	2.89	2.54	0.46
000686.SZ	东北证券	17.53%	-20.64%	3.39	3.50	6.46	2.10
000783.SZ	长江证券	60.96%	-43.53%	2.92	3.17	5.96	1.50
601990.SH	南京证券	78.44%	13.89%	2.38	2.61	6.40	2.02
600369.SH	西南证券	27.14%	-49.99%	2.79	2.93	5.32	1.02
002500.SZ	山西证券	-25.53%	-40.49%	3.45	3.80	4.03	1.70

002673.SZ	西部证券	64.51%	-30.95%	2.06	2.12	3.46	1.42
601377.SH	兴业证券	119.24%	-5.86%	3.67	3.55	5.12	0.78
002797.SZ	第一创业	45.96%	-11.51%	3.00	3.09	5.67	2.53
601788.SH	光大证券	30.41%	-17.62%	3.24	3.29	1.20	2.28
000750.SZ	国海证券	67.73%	6.38%	3.77	3.18	3.48	1.64
601375.SH	中原证券	43.82%	-33.66%	3.30	3.54	0.60	-0.70
601099.SH	太平洋	352.71%	-53.69%	2.48	2.52	4.47	0.94

资料来源: wind, 渤海证券

2.下半年主要看点:注册制改革下资本市场将迎股权融资大年

现状: 直接融资比重难以提高, 金融服务实体经济能力有待加强

间接融资主要依据企业当前状况、有无可抵押资产等给予信用支持, 而直接融资更多是注重企业未来发展, 相较于间接融资资源配置更加有效, 尤其对中小企业、创新型企业的成长壮大发挥着重要作用。

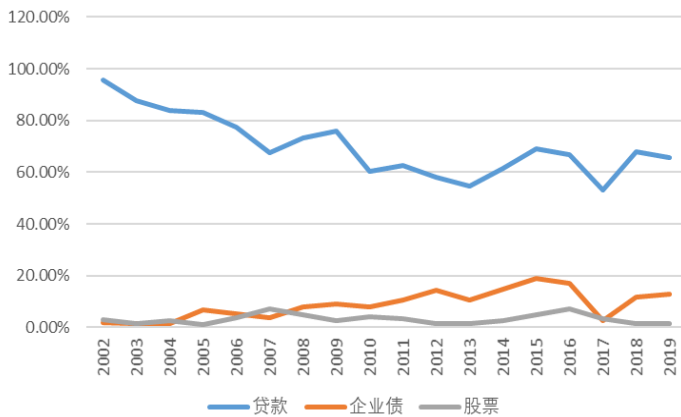
表 2: 直接融资与间接融资对比

	直接融资	间接融资
信息处理成本	高	低
企业承担成本	低	高
决策类型	分散决策	集中决策
资金期限	较长	较短
提前偿还风险	低	高
风险容忍度	高	低
价格发现功能	高	低
适合主体	中小、新兴、轻资产型企业	传统制造业等成熟企业

资料来源: 渤海证券

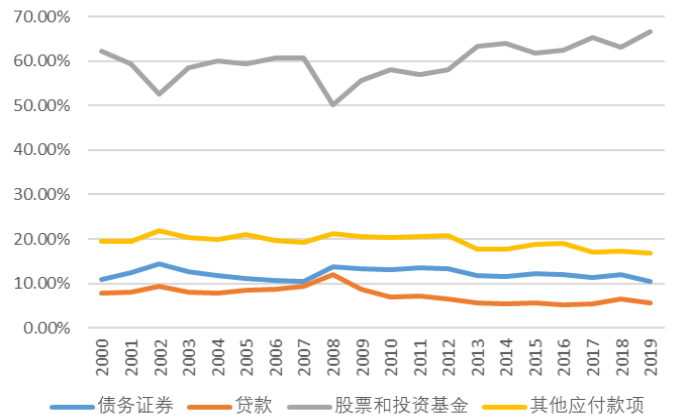
同其他成熟市场相比, 我国金融市场直接融资比重较低。我国一直以来最主要的融资方式是间接融资, 近几年间接融资占社会融资规模的比重一直在 60%以上, 与此相反, 美国社融结构中股票和投资基金融资是主要方式, 近几年占比在不断提升, 达 60%以上。

图 12: 中国社融规模直接融资占比较低



资料来源: wind, 渤海证券

图 13: 美国非金融企业直接融资占比较高



资料来源: wind, 渤海证券

措施: 大力发展直接融资特别是股权融资是此次资本市场全面深化改革的重要任务

证监会在 2019 年 9 月召开的全面深化资本市场改革工作座谈会上发布“深改 12 条”纲领性文件, 在直接融资方面, 提出充分发挥科创板的试验田作用, 稳步实施注册制, 优化重组上市、再融资等制度, 支持分拆上市试点。随后, 重组新规、再融资新规等政策在加速落地。

6 月 12 日晚, 证监会发布了《创业板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法(试行)》、《创业板上市公司持续监管办法(试行)》和《证券发行上市保荐业务管理办法》。与此同时, 证监会、深交所、中国结算、证券业协会等发布了共计 8 项主要业务规则及 18 项配套细则、指引和通知, 政策的落地将对健全资本市场功能发挥重要作用。

图 14: 资本市场改革政策加速落地

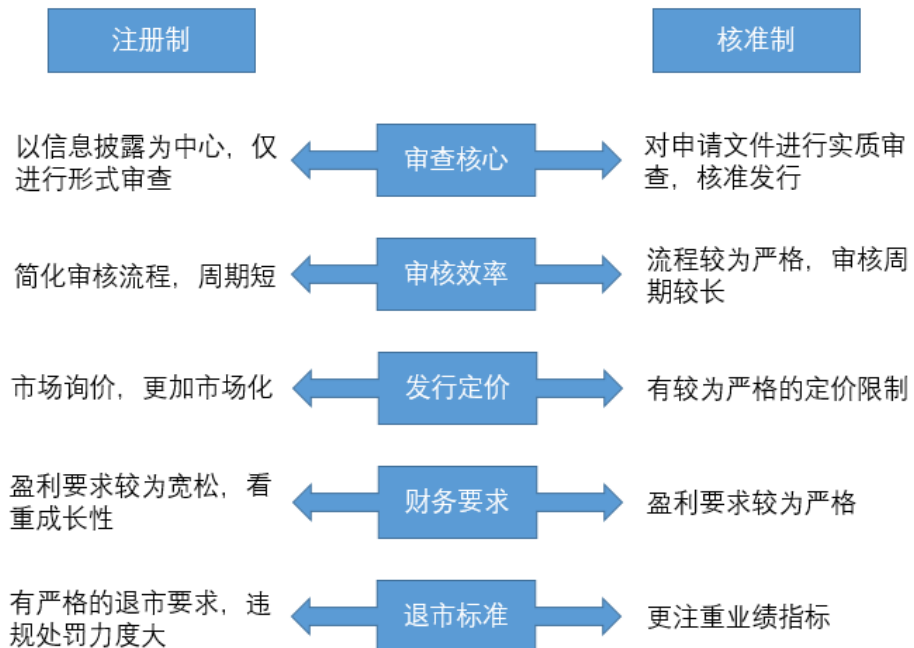
科创板注册制试点	重组新规正式稿落地, 五方面松绑	新三板改革方案正式稿落地	新证券法出炉, 降低公开债券发行门槛, 从核准制改为注册制	配套募资适用再融资新规	审议通过《创业板改革并试点注册制总体实施方案》	创业板注册制规则落地
2019年7月	2019年10月	2019年12月	2019年12月	2020年3月	2020年4月	2020年6月

资料来源: 渤海证券

2.1 创业板试点注册制改革

注册制以信息披露为核心，审核机构只注重形式审查，市场参与主体通过自我约束在资本市场上进行投融资行为，注册制有助于提高市场发行效率，完善资本要素的市场化配置功能，目前已成为成熟资本市场普遍使用的证券发行制度。

图 15：注册制与核准制对比



资料来源：上交所，深交所，渤海证券

2.1.1 上市条件多元化，IPO 门槛降低

长期以来，A 股市场投资者中散户规模巨大，机构投资者缺位，导致资本市场对资源的配置效率不高，这种情况下监管层的“监管力量”就显得尤为重要。

核准制下，证券发行不仅要以充分的信息披露为前提，而且必须符合证券管理机构制定的若干适于发行的硬性条件，目的在于禁止质量差的证券在资本市场公开发行。为了使自己能够满足上市条件，发行主体不得不对上市资产进行“包装”，对财务数据进行优化，从而增加通过发审会的几率。从这个方面来看，对证券发行设置硬性标准反而会加大发行主体隐瞒、虚报信息的动机。

注册制下，审核主体下沉到交易所，发行程序分为交易所审核和证监会注册两个环节，通过问询的方式来督促企业提高信披质量。在上市条件上，相比核准制下的硬性财务指标要求，注册制下制定了更为多元的上市条件：取消“最近一年不

存在未弥补亏损”的要求，符合净利润、预计市值+营收+净利润、预计市值+营收三套标准之一可申请上市，并且允许符合条件的红筹企业、特殊股权结构企业上市。

我们认为，注册制相较于核准制最大的区别在于是否对股票发行设置过多门槛，“严进”人为改变了资本市场的供求关系，制约了资本市场资源的合理流动与配置效率。

表 3：创业板注册制和核准制下财务指标要求对比

注册制	核准制
<p>发行人申请股票首次发行上市的，应当至少符合下列上市标准中的一项：</p> <p>（一）最近两年净利润均为正，且累计净利润不低于人民币 5000 万元；</p> <p>（二）预计市值不低于人民币 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元；</p> <p>（三）预计市值不低于人民币 50 亿元，且最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元。</p> <p>取消了现有规则中“最近一期末存在未弥补亏损”的要求，设定一年的过渡期。</p> <p>允许符合条件的红筹企业、特殊股权结构企业上市。</p>	<p>同时满足下述条件：</p> <p>1、最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于 1000 万元；或者最近一年盈利，最近一年营业收入不少于 5000 万元。</p> <p>2、最近一期末净资产不少于 2000 万元，且不存在未弥补亏损；</p> <p>3、发行后股本总额不少于 3000 万元。</p> <p>不允许红筹企业和特殊股权结构企业上市。</p>

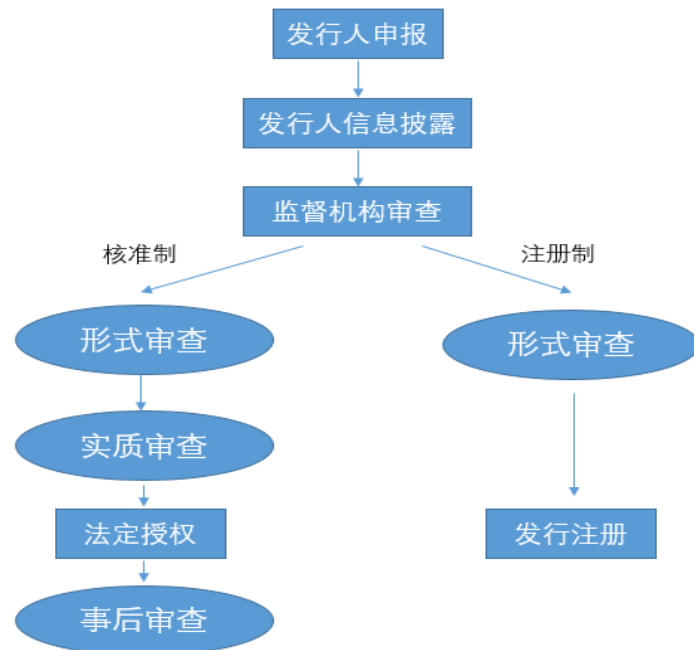
资料来源：证监会，深交所，渤海证券

2.1.2 审核流程简化，发行效率提高

核准制下，发行主体要经历受理、反馈会、初审会、发审会、封卷、核准发行等环节。首先，各环节由不同部门负责，相互配合、相互制约，这种审核机制虽然严密但效率不高；另外，需要对申报内容进行实质审核，所以需要花费更多时间核验申报内容的真实性。

相比注册制，交易所仅对发行主体披露申报资料的全面性进行审查，发行主体在信息披露充分的情况下即可申报注册。可以看到，注册制下审查流程得到明显简化，发行效率提高。

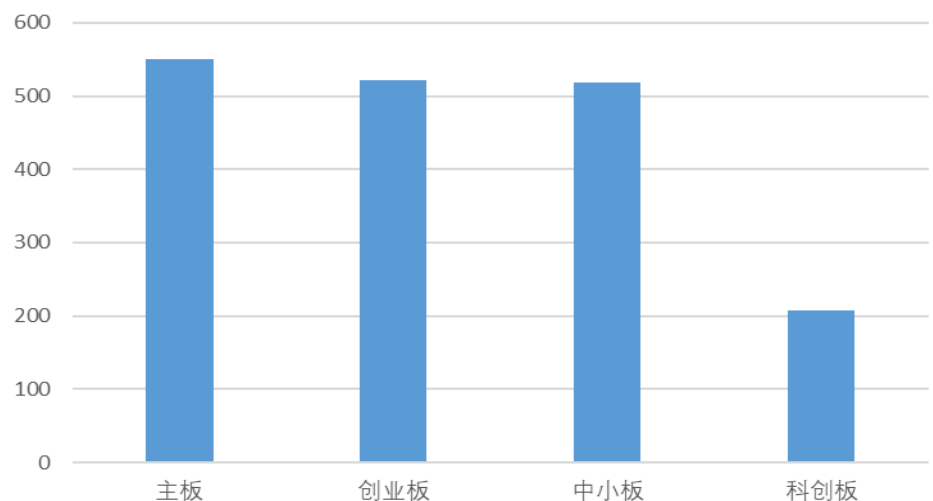
图 16: IPO 核准制和注册制流程比较



资料来源: 渤海证券

经统计, 2015 年以来在核准制背景下上市公司 (包括主板、中小板、创业板) 从 IPO 受理日到上市公告日的平均时长在 500 天以上, 而注册制下的科创板审核及问询回复周期平均在 200 天左右。从审核时间来看, 注册制后上市公司的审核周期显著缩短, 审核效率得到大幅提升。

图 17: 从 IPO 受理日至上市公告日经历天数



资料来源: wind, 渤海证券

2.1.3 定价方式更加市场化

从证监会 5 月 22 日公布的《创业板首次公开发行证券发行与承销特别规定（征求意见稿）》来看，创业板借鉴了科创板的主要制度，并根据实际予以优化，结合创业板存量改革特点，增强制度安排的包容度。

注册制下取消了直接定价方式，全面采用市场化的询价定价方式。将首次公开发行询价对象限定在证券公司、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外投资者和私募基金管理人等七类专业机构投资者，并允许参与询价的机构投资者为不同配售对象最多提出 3 个报价，并且最高报价不得高于最低报价的 120%。

图 18：创业板注册制和核准制下投资者询价、定价对比

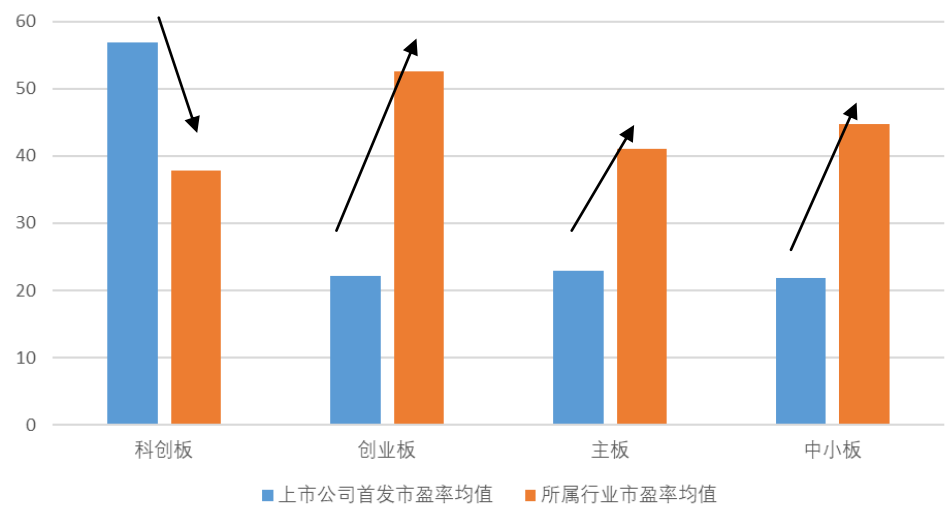
	询价对象	价格确定	报价方式
注册制	<ul style="list-style-type: none"> 首次公开发行证券采用询价方式的，应当向证券公司、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外机构投资者和私募基金管理人等专业机构投资者 	<ul style="list-style-type: none"> 网下投资者以询价的方式确定股票发行价格 	<ul style="list-style-type: none"> 参与询价的网下投资者可以为其管理的不同配售对象分别报价，同一投资者的不同报价不得超过 3 个，且最高报价不得高于最低报价的 120%。
核准制	<ul style="list-style-type: none"> 证券公司、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外机构投资者专业机构投资者 符合要求的个人投资者 	<ul style="list-style-type: none"> 可采取询价（不超过 23 倍或行业平均市盈率）或直接定价方式 	<ul style="list-style-type: none"> 网下投资者报价应当包含每股价格和该价格对应的拟申购数量，且只能有 1 个报价

资料来源：渤海证券

从 2004 年引入询价机制开始，我国 IPO 定价机制经历了新股定价证监会窗口指导、2009 年取消窗口指导、2014 年指导新股定价 23 倍市盈率等阶段，期间新股定价机制不断完善，在探索中走向市场化。2019 年科创板设立标志着 A 股市场迎来全面的市场化询价制度，即发行人和主承销商可以通过初步询价确定发行价格，或者在初步询价确定发行价格区间后通过累计投标询价确定发行价格。

从各市场 IPO 市盈率来看，科创板发行市盈率最高，均值达到 56.9 倍，并且高于上市公司所属行业市盈率的均值。其他板块（主板、创业板、中小板）的发行市盈率均值在 23 左右，并且显著低于所属行业市盈率均值，表明新股发行存在显著的抑价现象。

图 19：不同板块上市公司首发市盈率及所属行业市盈率均值



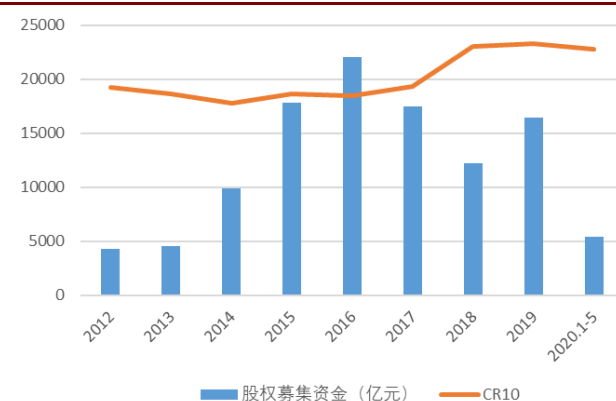
资料来源：wind，渤海证券

2.1.4 注册制改革下券商投行业务发展趋势

趋势一：行业头部集中趋势将更加明显

从投行业务当前的竞争格局来看，不论是股权融资还是债权融资，行业前十券商的市场份额占比都在 50% 以上，股权融资集中度要高于债权融资集中度，近年来呈现出不断上升的趋势。

图 20：股权募集资金及集中度



资料来源：wind，渤海证券

图 21：债权募集资金及集中度



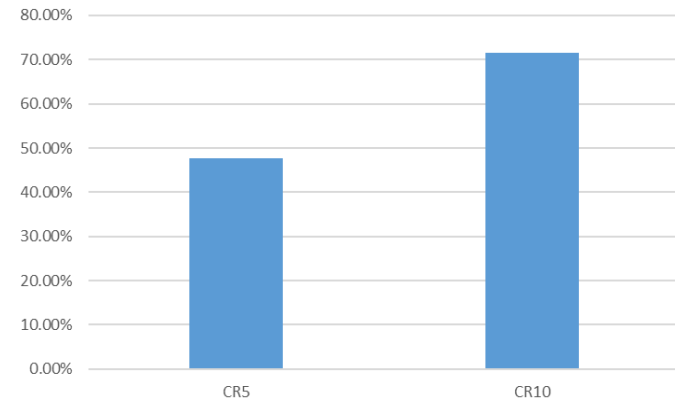
资料来源：wind，渤海证券

注册制改革为券商投行带来增量业务的同时，也对券商作为中介机构的业务能力提出了更高的要求。注册制下，券商将在新股定价和配售等多个环节发挥系统性作用，投行将从发行通道模式回归定价销售本源，通道型投行向综合型投行转型的压力加剧。我们认为，投行的定价能力、销售能力等将起到决定性作用，在这种情况下头部券商在承揽项目上将获得更多的业务机会和更大的话语权，市场集

中度有望进一步提升。

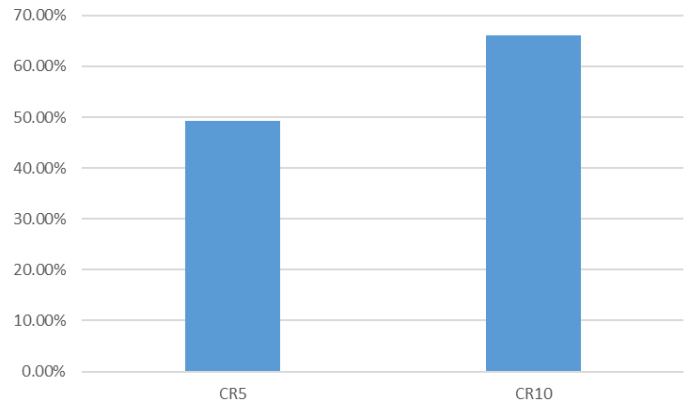
以上市的 109 家科创板企业为例，前 5 家券商合计承销 52 家，承销金额 625.12 亿元，分别占比 47.71%、49.23%，前 10 家券商合计承销 78 家，承销金额 838.27 亿元，分别占比 71.56%、66.01%。头部券商在注册制发行下的投研、定价、以及客户把控能力更强，综合优势凸显。

图 22: 科创板承销家数 CR5、CR10



资料来源: wind, 渤海证券

图 23: 科创板承销金额 CR5、CR10



资料来源: wind, 渤海证券

从科创板项目储备情况来看，目前有 187 家企业（剔除终止审查）排队上市，其中中信证券储备项目数量达 30 家，高于排名第二的华泰证券 11 家，前十券商储备项目数量占比达到 66.84%，科创板运行将近一年以来仍有相当一部分券商没有斩获科创板项目。

表 4: 各券商科创板储备项目数量

证券简称	家数	证券简称	家数
中信证券	30	国信证券	3
华泰证券	19	光大证券	3
海通证券	16	中天国富	2
民生证券	13	中泰证券	2
中信建投	12	广发证券	2
国泰君安	12	东兴证券	2
中金公司	6	东吴证券	2
兴业证券	6	东方证券	2
安信证券	6	中原证券	1
招商证券	5	中航证券	1
国元证券	5	中国银河	1
国金证券	5	中德证券	1
东莞证券	5	长城证券	1
长江证券	4	五矿证券	1
西部证券	4	华林证券	1

申万宏源	4	华菁证券	1
浙商证券	3	华金证券	1
申港证券	3		

资料来源: wind, 渤海证券

从创业板储备项目来看, 目前在审项目有 184 家, 其中中信建投 16 家、中信证券 13 家、海通证券 10 家, 前十券商储备项目数量占比为 51.63%, 低于科创板储备项目集中度, 预计随着创业板注册制的推进, 大型龙头券商获得的创业板项目增量也将更加显著, 行业集中度将进一步提升。

表 5: 各券商创业板储备项目数量

证券简称	家数	证券简称	家数
中信建投	16	国都证券	2
中信证券	13	华创证券	2
海通证券	10	华西证券	2
民生证券	10	开源证券	2
国金证券	9	长城证券	2
国信证券	8	浙商证券	2
华泰联合	8	中国银河	2
长江证券	8	渤海证券	1
招商证券	7	财通证券	1
东兴证券	6	第一创业	1
广发证券	6	国融证券	1
中金公司	6	华龙证券	1
安信证券	5	开源证券	1
东方花旗	5	联储证券	1
东莞证券	5	平安证券	1
国泰君安	5	申港证券	1
国元证券	5	万和证券	1
东吴证券	4	五矿证券	1
申万宏源	4	信达证券	1
中原证券	4	英大证券	1
西部证券	3	中国民族证券	1
兴业证券	3	中航证券	1
东北证券	2	中泰证券	1
光大证券	2	中天国富	1

资料来源: wind, 渤海证券, 审核状态包括: 已反馈、已受理、已预披露更新、暂缓表决

趋势二: 由通道服务商向资本性投行转型, 对保荐企业提供“变相担保”

根据 2019 年 4 月发布的《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》相关规则, 科创板试行保荐机构相关子公司跟投制度, 即发行人的保荐机构通过另类投资子公司参与发行人 IPO 战略配售, 认购发行股票数量 2%至 5%的股票,

并对获配股份设定 24 个月限售期。

2020 年 6 月 13 日，深交所发布了《深圳证券交易所创业板首次公开发行证券发行与承销业务实施细则》，对创业板保荐跟投制度进行了一定的优化和革新，创业板未盈利企业、存在表决权差异安排企业、红筹企业以及发行价格（或者发行价格区间上限）超过《特别规定》第八条第三项、第四项规定的中位数、加权平均数孰低值的企业，试行保荐机构相关子公司跟投制度。

表 6：创业板与科创板在跟投对象上存在差异

	科创板	创业板
跟投主体	保荐机构依法设立的另类投资子公司或者实际控制该保荐机构的证券公司依法设立的另类投资子公司	
跟投对象	所有保荐项目	未盈利、红筹架构、特殊表决权以及高价发行四类“特殊企业”
配售比例	（一）发行规模不足 10 亿元的，跟投比例为 5%，但不超过人民币 4000 万元； （二）发行规模 10 亿元以上、不足 20 亿元的，跟投比例为 4%，但不超过人民币 6000 万元； （三）发行规模 20 亿元以上、不足 50 亿元的，跟投比例为 3%，但不超过人民币 1 亿元； （四）发行规模 50 亿元以上的，跟投比例为 2%，但不超过人民币 10 亿元。	
限售期	24 个月	

资料来源：《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》，《创业板改革并试点注册制总体实施方案》，渤海证券

截至 6 月 11 日，37 家券商合计跟投科创板项目 122 家（联席承销分别计入各券商），累计投入资金 56.41 亿元，累计浮盈 75.98 亿元，平均每家券商浮盈在 2.05 亿元。其中，仅英大证券跟投科创板项目出现亏损，中金公司跟投项目最多，获配 16 家，累计浮盈 14.62 亿元。头部券商在科创板项目上具有较强优势，承销及跟投的市场集中度均较高，前十券商跟投项目数及浮动盈亏分别占比达 63.93%、73.55%。

表 7：各券商科创板跟投数量、规模及浮动盈亏

名称	参与首发配售次数	累计获配投入资金(万元)	最新浮动盈亏(万元)
中国中金财富证券有限公司	16	97,345.86	146,182.60
中信建投投资有限公司	11	40,478.08	48,144.18
中信证券投资有限公司	11	65,565.70	67,302.80
华泰创新投资有限公司	7	36,613.40	45,928.06
国信资本有限责任公司	7	20,739.70	46,145.74
国泰君安证裕投资有限公司	6	26,694.31	52,838.59
广发乾和投资有限公司	6	17,736.48	18,763.10
海通创新证券投资有限公司	5	26,468.99	96,425.79
招商证券投资有限公司	5	23,598.13	21,198.30
国金创新投资有限公司	4	14,386.84	15,884.96
民生证券投资有限公司	4	11,874.63	23,582.12

光大富尊投资有限公司	4	11,688.50	27,842.20
东兴证券投资有限公司	3	11,990.01	8,764.48
上海东方证券创新投资有限公司	3	10,551.30	12,519.50
安信证券投资有限公司	3	10,184.65	14,335.02
山证创新投资有限公司	2	6,290.51	3,774.81
国新投资有限公司	2	52,509.66	8,272.00
天风创新投资有限公司	2	5,937.47	9,319.92
东吴创新资本管理有限公司	2	5,093.42	2,913.46
兴证投资管理有限公司	2	6,412.00	5,383.61
平安磐海资本有限责任公司	1	1,923.71	1,448.82
银河源汇投资有限公司	1	6,000.00	9,466.71
德邦星睿投资管理有限公司	1	3,430.76	5,971.99
浙商证券投资有限公司	1	2,042.67	0.00
信达创新投资有限公司	1	2,871.59	3,702.97
西部证券投资(西安)有限公司	1	4,891.60	1,905.40
申银万国创新证券投资有限公司	1	2,601.65	17,549.01
中银金融资产投资有限公司	1	3,531.94	193.20
中泰创业投资(深圳)有限公司	1	2,595.32	1,406.62
方正证券投资有限公司	1	1,909.64	1,690.28
英大证券投资有限公司	1	5,151.60	-537.23
长江证券创新投资(湖北)有限公司	1	6,000.00	637.46
东莞市东证宏德投资有限公司	1	2,931.70	3,092.90
华富瑞兴投资管理有限公司	1	4,000.00	3,606.69
华菁证券投资有限公司	1	4,000.00	17,624.05
南京蓝天投资有限公司	1	6,000.00	16,452.06
五矿资本控股有限公司	1	2,077.92	113.66
合计	122	564,119.73	759,845.85

资料来源: wind, 渤海证券

2.2 再融资新规政策松绑，定增市场放量在即

2020年2月14日晚，证监会发布《再融资新规》正式稿，正式稿主要内容与前期征求意见稿基本一致，并在“新老划断”和发行股份上限方面进一步放松，即时点由核准批文印发调整为发行完成时点，发行股份上限由发行前股本的20%上调至30%，同时加强了对“明股实债”等问题的监管。

表 8: 再融资新规主要修订内容

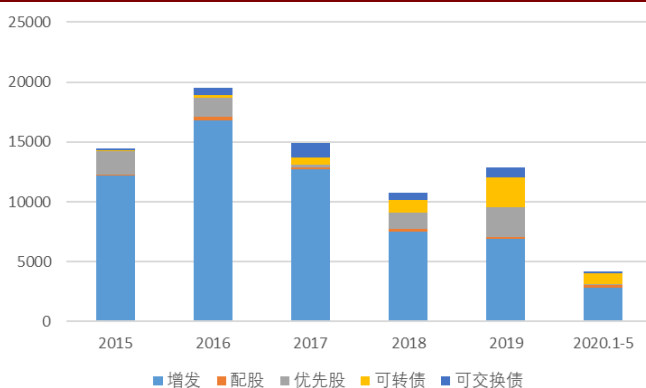
创业板		全部 A 股非公开发行	
修改前	修改后	修改前	修改后
公开发行条件: 最近一期末资产负债率高于 45%	公开发行条件: 取消最近一期末资产负债率高于 45%	定价基准日: 发行首日	定价基准日: 1. 确定发行对象且为战略投资者的: 董事会决议公告日、股东大会决议

		公告日或者发行期首日	
		2.竞价发行：发行期首日	
非公开发行条件：连续两年盈利、扣非前后就低为准；前次募集资金基本使用完毕	非公开发行条件：取消连续两年盈利要求；前次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改为信息披露要求	发行价格：定价基准日前 20 个交易日均价的 9 折	发行价格：定价基准日前 20 个交易日均价的 8 折
		锁定期：大股东、实控人、关联方和战略投资者 36 个月；其他投资者 12 个月	锁定期：大股东、实控人、关联方和战略投资者 18；其他投资者 6 月
		减持：解禁后适用减持规则	减持：解禁后不适用减持规则
		发行对象：主板（中小板）不超过 10 名，创业板不超过 5 名	发行对象：主板（中小板）和创业板不超过 35 名
		批文有效期：6 个月	批文有效期：12 个月

资料来源：中证协投资者之家，渤海证券

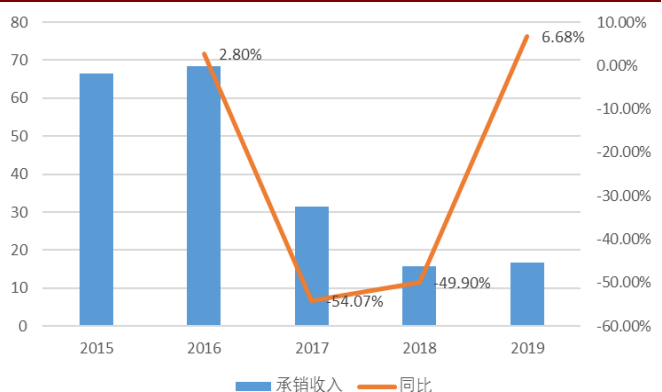
再融资规则收紧后松绑，定增市场将出现反弹。2017 年初，为避免资金“脱实向虚”，防止“炒概念”和套利性融资等行为形成资产泡沫，监管机构对再融资政策进行了收紧，再融资规模由 2016 年的 1.95 万亿下滑 23.60%至 2017 年的 1.49 万亿，券商承销收入也由 2016 年的 68.36 亿元降至 2017 年的 31.4 亿元，降幅达 54.07%。

图 24：2015-2019 年再融资规模（亿元）及增速



资料来源：wind、渤海证券

图 25：券商再融资业务承销收入（亿元）及增速



资料来源：wind、渤海证券

此次再融资规则修订，从“供给端”和“需求端”对融资规则进行了松绑，定增市场将加速回暖。从“供给端”来看，取消连续 2 年盈利（以 2019 年为基准，

下同)可增加 125 家创业板公司获得增发资格、取消最近一期末资产负债率高于 45%可增加 557 家公司获得增发资格, 2019 年已实施增发的创业板公司增发上限由 111.98 亿股提升至 167.97 亿股。从“需求端”来看, 发行对象、锁定期、发行定价的松绑能够有效降低投资者在定增投资上的不确定性, 提升投资者参与定增投资的热情, 激发市场活力。

从对券商投行收入的影响来看, 经过测算券商担任主承销商的增发业务平均承销费率为 0.91, 假设 2020 年券商定增规模能重回 2016 年高点, 那么 2020 年券商定增承销收入将超百亿。

表 9: 定增市场业务测算

2019 年增发规模(亿)	1469.16		
发行费用(亿)	13.34		
费率	0.91%		
	2020 年预测		
	谨慎	中性	乐观
2020 年增发规模(亿)	9000	11000	13000
承销收入(亿)	81.9	100.1	118.3
占 2019 年营收比重	2.27%	2.78%	3.28%

资料来源: 渤海证券 注: 仅统计投行为主承销商的增发

2.3 并购重组新规提高并购重组市场活跃度

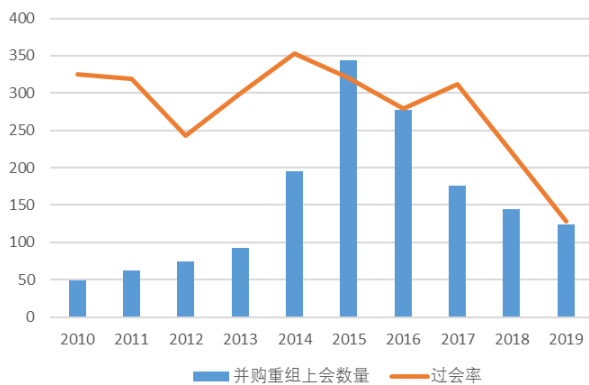
2019 年 10 月 18 日, 证监会正式发布会《关于修改(上市公司重大资产重组管理办法)的决定》, 主要包括: (1)“累计首次原则”计算期间由 60 个月进一步缩短至 36 个月; (2)取消重组上市(借壳上市)认定标准中的“净利润”指标; (3)解禁创业板重组上市, 允许国家战略性新兴产业和战略性新兴产业资产在创业板重组上市; (4)拟恢复重组上市配套融资, 多渠道支持上市公司置入资产改善现金流、发挥协同效应; (5)简化科创板公司并购重组的信披要求。

我们认为, 取消重组上市认定标准中的“净利润”指标, 以及进一步缩短“累计首次原则”计算期间, 分别从净利润角度和时间角度对重大资产重组认定触发的难度增大, 从而一定程度鼓励企业并购重组。另外, 解禁创业板重组上市, 给大量高新技术产业登陆资本市场提供了机会, 有利于提升创业板公司质量。

并购重组政策松绑将提振 2020 年并购重组业务活跃度, 有利于券商财务顾问贡献收入。并购重组业务自 2016 年收紧以来, 上会项目数量、通过率等均出现了不同程度下滑, 2015 年到 2019 年并购重组的上会数量从 344 下降到 124 家,

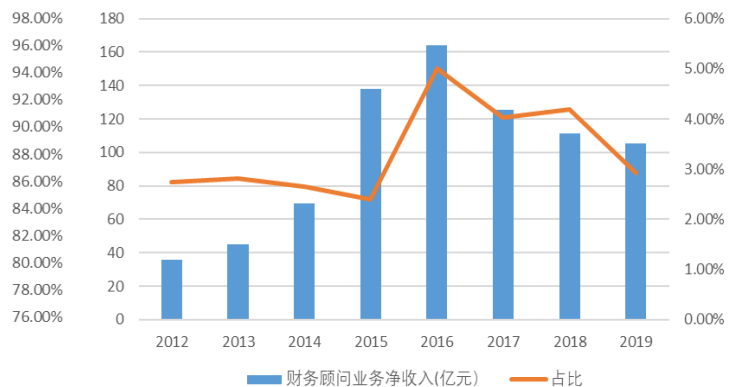
过会率从 93.6%下降至 83.06%。相应的券商财务顾问业务收入也出现下滑，财务顾问业务收入从 2016 年的 164.16 亿元下降至 2019 年的 105.21 亿元，占营业收入的比重也从 2016 年的 5.00%下滑至 2019 年的 2.92%。

图 26: 并购重组上会数量及过会率



资料来源: wind、渤海证券

图 27: 财务顾问业务净收入及占总营收比例



资料来源: wind、渤海证券

3.盈利预测

1.经纪业务

疫情影响下，监管层的逆周期调节措施驱动市场风险偏好提升，春节假期开市以来日均股基成交额连续过万亿，2020 年市场交易额有望显著改善。我们用市场流通市值*换手率来计算成交额，假设（1）2020 年市场流通市值用 2020 年 5 月底市值替代；（2）佣金率下降趋势减缓，2020 年佣金率用 2019 年佣金率替代。那么在谨慎/中性/乐观假设下预计 2020 年经纪业务净收入分别为 869/913/956 亿元，同比增长 10%/16%/21%。

表 10: 经纪业务预测表

	2016	2017	2018	2019	2020.5	2020 谨慎	2020 中性	2020 乐观
总成交额（万亿）	138.91	122.61	100.57	136.62	79.19	150.9	158.45	165.99
流通市值（万亿）	20.05	22.57	17.03	24.58	25.15	25.15	25.15	25.15
换手率	6.93	5.43	5.91	5.56	6.30（年化）	6.00	6.3	6.60
佣金率（%%）	3.79	3.35	3.10	2.88	2.88	2.88	2.88	2.88
代理买卖证券业务净收入（亿元）	1052.95	820.92	623.42	787.63		869.18	912.67	956.10
同比						10.35%	15.88%	21.39%

资料来源: 渤海证券

2.信用业务

融资融券业务: 我们用两融规模*年息率来计算两融业务收入, 假设条件如下: (1) 两融规模用年初和年末余额的平均值表示; (2) 截至 2020 年 5 月末, 两融余额 10780.52 亿元, 较 2019 年末增长 5.77%, 因为两融业务与市场活跃度紧密相关, 结合当前国内外市场环境, 我们给定两融余额在谨慎/中性/乐观假设下分别同比增长 5%/10%/15%; (3) 2019 年家券商公开给出的融资利率普遍在 8.5% 左右, 在利率下行的大环境下, 假设 2020 年的年息率在谨慎/中性/乐观假设下分别为 7%/7.5%/8%。根据以上假设, 在谨慎/中性/乐观假设下预计 2020 年两融业务收入分别为 749/840/936 亿元, 同比增长 5%/18%/32%。

股票质押业务: 2018 年证券公司股票质押融出资金规模为 6181.07 亿元, 较去年下降 24.61%, 假设 2019 年融出资金规模以同样速度下滑, 在谨慎/中性/乐观假设下, 2020 年年均股票质押规模下降至 4000/4500/5000 亿元, 年息率为 6.5%, 那么股票质押业务收入在谨慎/中性/乐观假设下的收入分别为 260/292.5/325 亿元。

综上, 信用业务总收入为 1009.13/1115.22/1229.86 亿元, 随着股票质押规模的压缩和市场回暖, 风险整体可控, 假设信用业务利润率维持 2019 水平, 那么 2020 年利息净收入分别为 440.18/486.46/536.46 亿元。

表 11: 信用业务预测表

	2016	2017	2018	2019	2020.5	2020 谨慎	2020 中性	2020 乐观
两融业务								
利息收入 (亿元)	728.14	707.2	672.89	709.99		749	840	936
同比		-2.88%	-4.85%	5.51%		5.49%	18.31%	31.83%
两融规模 (万亿)	1.06	0.98	0.89	1.02	1.08	1.07	1.12	1.17
同比		-7.00%	-9.34%	-0.39%	5.77%	5%	10%	15%
年息	6.89%	7.20%	7.55%	8%		7%	7.5%	8%
股票质押业务								
股票质押融出资金规模 (亿)	5950.06	8198.79	6181.07	4944.86		4000	4500	5000
同比		37.79%	-24.61%	-24.61%				
年息率	3.90%	4.48%	7.50%	7%		6.5%	6.5%	6.5%
股票质押业务收入 (亿)	232.03	367.66	463.88	349.64		260	292.5	325
约定购回	3.97	3.86	3.19	3.17		3.63	4.01	5.65
信用业务总收入 (亿)	964.14	1078.71	1139.96	1062.8		1013	1137	1266
利润率	39.6%	32.27%	18.86%	43.62%		43.62%	43.62%	43.62%
利息净收入 (亿)	381.79	348.09	215	463.66		446	500	557

资料来源: 渤海证券

3. 投行业务

投行业务收入来源主要包括承销保荐、再融资和并购重组。从目前 IPO 排队企业情况来看，目前有 67 家科创板、144 家主板、162 家创业板、50 家中小板排队上市公司，假设 67 家科创板公司均能顺利上会，其他剔除中止表决、暂缓表决后的 60 家公司也能顺利上会，那么 2020 年预计有 363 家上市公司顺利上会，按照 2019 年 84.15% 的过会率以及考虑到疫情对上市进度的影响，2020 年在谨慎/中性/乐观假设下 IPO 承销规模分别增长 0%/5%/10%。为抗击疫情的影响，债券发行速度明显加快，在谨慎/中性/乐观假设下债券承销规模分别增长 5%/10%/15%。那么，2020 年在谨慎/中性/乐观下承销保荐收入分别为 432.35/453.23/474.13 亿元。

再融资新规下，假设定增规模能够恢复到 2016 年水平，在谨慎/中性/乐观假设下的规模分别为 9000/11000/13000 亿元，那么定增承销收入分别为 79.2/96.8/114.4 亿元。

考虑到传统增发逐步恢复以及重组配套融资的放开，在悲观/中性/乐观假设下预计 2020 年并购重组业务交易金额同比增长 10%/20%/30%，那么财务顾问业务净收入分别为 117.35/128.01/138.68 亿元。

综上，投行业务总收入在谨慎/中性/乐观假设下的总收入为 628.9/678.04/727.21 亿元。

表 12：投行业务预测表

	2016	2017	2018	2019	2020 谨慎	2020 中性	2020 乐观
承销保荐							
IPO 承销规模(亿)	1500.31	2304.17	1375.41	2533.42	2533.42	2660.09	2786.76
IPO 承销收入(亿)	89.5	150.13	55.13	113.29	126.67	133	139.34
IPO 费率	5.97%	6.52%	4.01%	4.47%	5%	5%	5%
债券承销规模(万亿)	3.38	1.47	1.89	2.91	3.06	3.20	3.35
债券承销收入(亿)	430.49	234.11	203.33	264.15	305.68	320.23	334.79
债券承销费率	1.27%	1.59%	1.08%	0.91%	1%	1%	1%
再融资							
承销规模-主承(亿)	11293.26	7370.64	3041.68	1469.16	9000	11000	13000
承销收入(亿)	65	28	13	13	79.2	96.8	114.4
承销费率	0.58%	0.39%	0.43%	0.88%	0.88%	0.88%	0.88%
并购重组							
承销规模-财顾(亿)	5519.85	5341	4286	5333.87	5867.26	6400.64	6934.03
财务顾问收入(亿)	164.16	125.37	111.50	105.21	117.35	128.01	138.68

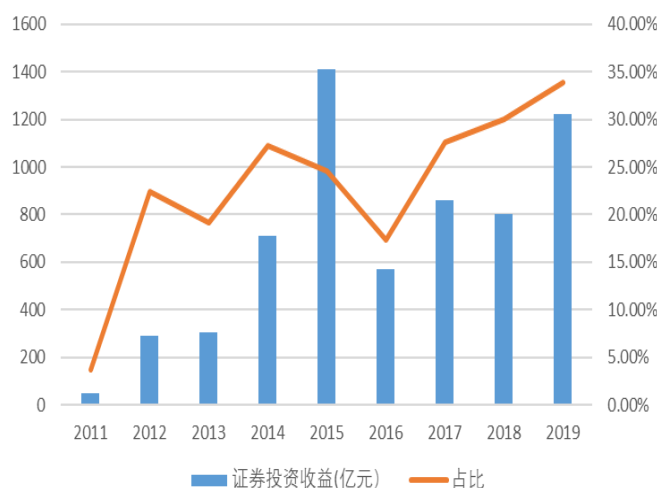
费率	2.97%	2.35%	2.60%	1.97%	2%	2%	2%
总收入	684.15	509.61	369.96	482.65	628.9	678.04	727.21

资料来源：渤海证券

4. 自营业务

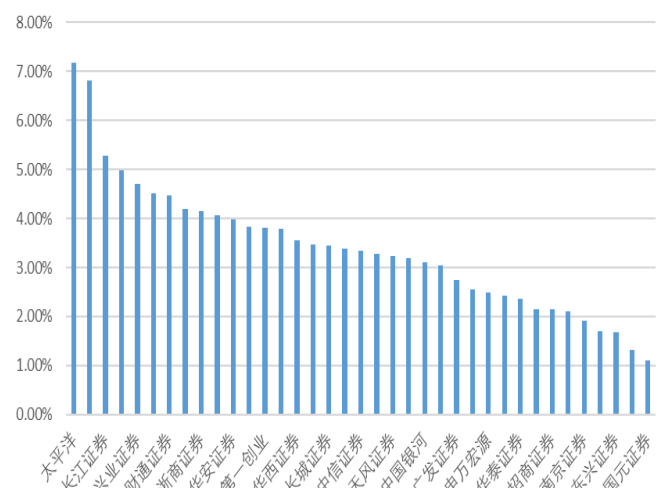
近几年，券商自营业务收入对总营收的贡献不断提升，已经超过经纪业务成为券商的第一大收入来源，2019 年行业自营业务收入占比达到 33.89%。因 2019 年股债市场均表现良好，券商投资资产随之扩容，投资收益率也呈上升趋势，太平洋、东北证券、长江证券截至 2019 年三季度的收益率分别达到 7.17%、6.82%、5.28%，头部券商中信证券、国泰君安、华泰证券投资收益率在 2-3%之间，主要系其积极运用多元化投资策略，钝化投资业务弹性有关。

图 28：行业证券投资收益（含公允价值变动）及占总营收比重



资料来源：wind、渤海证券

图 29：上市券商自营业务投资收益率



资料来源：wind、渤海证券 注：投资规模=金融投资+衍生金融资产；投资收益=投资净收益-对联营企业和合营企业投资收益+公允价值变动净收益

我

们用 2020 前三年行业金融产品投资规模的平均增速来估算 2020 年金融产品投资规模增速，在谨慎/中性/乐观假设下分别增长 25%/28.21%/30%；用前三年行业金融产品投资综合收益率均值来估算 2020 年金融产品投资收益率，在谨慎/中性/乐观假设下分别为 3%/3.52%/4%。结合以上假设，预计 2020 年自营业务净收入分别为 1350/1626.24/1872 亿元。

表 13：自营业务预测表

	2016	2017	2018	2019	2020 谨慎	2020 中性	2020 乐观
金融产品投资规模（万亿）	1.72	2.01	2.61	3.60	4.5	4.62	4.68
增速		16.86%	29.85%	37.93%	25%	28.21%	30%

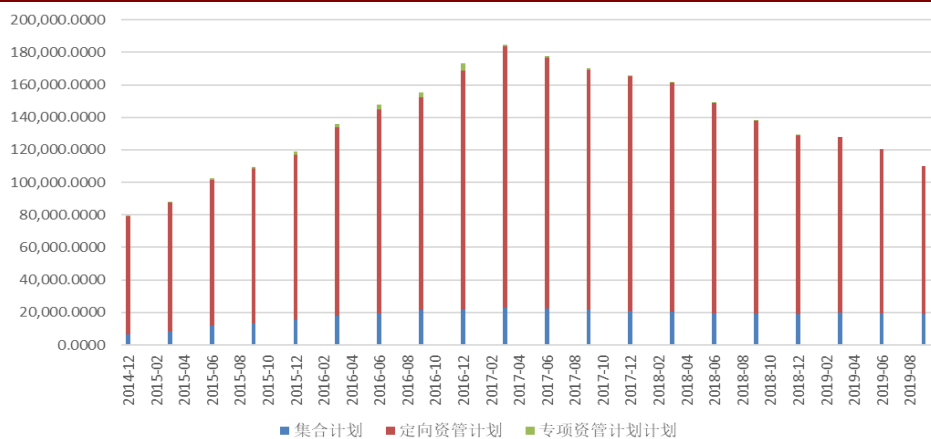
投资收益（亿）	568.47	860.98	800.27	1221.6	1350	1626.24	1872
综合收益率	3.34%	4.28%	3.07%	3.39%	3%	3.52%	4%

资料来源：渤海证券

5. 资管业务

2018 开始，伴随《资管新规》及配套政策的落地实施，资管行业开启了以创新为主、存量为辅的变革与重构，券商资管向去通道、去资金池、大集合公募化转型等主动管理转型。截止 2019 三季度，券商资管业务规模 11.51 万亿，同比下降 18.83%。从构成看，集合资管计划、定向资管计划规模分别为 1.9 万亿、9.12 万亿，占比分别为 16.51%、79.24%，分别同比下降 1.55%、23.06%。

图 30：券商资管规模（亿元）



资料来源：wind，渤海证券

我们预计 2020 年券商资管整体规模仍将承压，根据基金业协会最新数据，截至 2020 年 1 月底，券商资管规模规模为 9.35 万亿元，较 2017 年峰值规模减少一半。在谨慎/中性/乐观假设下，集合、定向资管规模同比增速分别为 -10%/-5%/0、-20%/-15%/-10%，资管费率分别为 0.21%/0.22%/0.23%，那么，在谨慎/中性/乐观假设下预计 2020 年行业资管业务净收入 185.22/205.92/227.70 亿元。

表 14：资管业务预测表

	2016	2017	2018	2019Q3	2020 谨慎	2020 中性	2020 乐观
集合资管计划（万亿）	2.19	2.11	1.91	1.89	1.62	1.71	1.80
同比		-3.65%	-9.48%	-2.07%	-10%	-5%	0
定向资管计划（万亿）	14.69	14.39	10.99	9.12	7.2	7.65	8.10
同比		-2.04%	-25.19%	-23.04%	-20%	-15%	-10%
资管净收入（亿）	296.46	310.21	275		185.22	205.92	227.7
净收益率	0.18%	0.19%	0.21%		0.21%	0.22%	0.23%

资料来源：渤海证券

总结:

2020 年,在谨慎、中性、乐观假设下对应 2020 年行业营收 3964/4472/4969 亿元,分别同比增长 9.97%/24.05%/37.83%。

表 15: 证券行业盈利预测表(单位:亿元)

	2016	2017	2018	2019	2020 谨慎	2020 中性	2020 乐观
经纪业务收入	1052.95	820.92	623.42	787.63	869.18	912.67	956.10
信用业务收入	381.79	348.09	215	463.66	446	500	557
投行业务收入	684.15	509.61	369.96	482.65	628.9	678.04	727.21
自营业务收入	568.47	860.98	800.27	1221.6	1350	1626.24	1872
资管业务收入	296.46	310.21	275	275.16	185.22	205.92	227.70
其他业务收入	296.12	263.47	379.22	374.13	485.11	548.88	628.63
总营收	3279.94	3113.28	2662.87	3604.83	3964	4472	4969
营收增速		-5.08%	-14.47%	35.37%	9.97%	24.05%	37.83%
净利润率	37.64%	36.29%	25.02%	34.15%	34.15%	34.15%	34.15%
净利润	1234.45	1129.95	666.2	1230.95	1348	1520	1689
净利润增速		-8.47%	-41.04%	84.77%	9.50%	23.51%	37.24%

资料来源:渤海证券

4.投资策略

短期来看,疫情蔓延及中美关系仍存在较大不确定性,在宏观经济尚未完全修复、市场风险偏好承压的情况下市场波动幅度较大,具有高 β 属性的证券板块受市场环境的影响较大,仍需关注外围因素对证券板块基本面和估值造成的负面影响。

中长期来看,推动金融供给侧改革是监管当局未来一段时间的主要任务,作为资本市场的重要参与者,证券板块享有领先于其他金融子板块的政策面利好。6 月 12 日创业板注册制正式落地,将全面开启券商投行业务的快速增长。注册制下 IPO 将更加“市场化”,券商作为连接投资者和发行人纽带的中介角色将被进一步强化,同时也对投行的资本实力、定价能力、销售能力、风控能力等提出了更高的要求。我们认为,大型券商在研究定价、资本实力等方面更具优势,注册制下行业马太效应或将加剧。

当前券商板块估值为 1.42 倍,处于历史较低水平安全性较高。考虑到目前券商政策和流动性两大核心催化剂确定性都较为明确,我们看好板块的投资机会。在监管打造航母级券商政策引导下,行业集中度提升的逻辑不变,头部券商借助雄厚资本实力和风控能力将更加受益,持续看好龙头券商投资价值,继续推荐中信证券(600030.SH)和华泰证券(601688.SH)。

5.风险提示

疫情冲击下资本市场震荡加剧；资本市场改革推进进展不及预期

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

 张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

 崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

 徐中华
+86 10 6810 4898
张源
+86 22 2383 9067

汽车行业研究小组

 郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

电力设备与新能源行业研究

 郑连声
+86 22 2845 1904
滕飞
+86 10 6810 4686

电子行业研究

 徐勇
+86 10 6810 4602
邓果一
+86 22 2383 9154

医药行业研究小组

 徐勇
+86 10 6810 4602
甘英健
+86 22 2383 9063
陈晨
+86 22 2383 9062
张山峰
+86 22 2383 9136

非银金融行业研究

 张继袖
+86 22 2845 1845
王磊
+86 22 2845 1802

通信行业研究

 徐勇
+86 10 6810 4602

传媒行业研究

 姚磊
+86 22 2383 9065

餐饮旅游行业研究

 杨旭
+86 22 2845 1879

食品饮料行业研究

 刘瑞
+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

 周喜
+86 22 2845 1972

固定收益研究

 朱林宁
+86 22 2387 3123
马丽娜
+86 22 2386 9129
张婧怡
+86 22 2383 9130

金融工程研究

 宋旻
+86 22 2845 1131
张世良
+86 22 2383 9061
陈菊
+86 22 2383 9135

金融工程研究

 祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

策略研究

 宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

博士后工作站

 张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

博士后工作站

 苏菲 绿色债券
+86 22 2383 9026
刘精山 货币政策与债券市场
+86 22 2386 1439

综合管理

 齐艳莉 (部门经理)
+86 22 2845 1625
李思琦
+86 22 2383 9132

机构销售•投资顾问

 朱艳君
+86 22 2845 1995
王文君
+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

 任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

 张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn

请务必阅读正文之后的免责声明