

大变革下行业的洗牌与分化

——证券业 2020 年中期策略报告

推荐 (维持)

2020 年 06 月 03 日

重点公司

重点公司	2020E	2021E	评级
中信证券	0.99	1.06	审慎增持
华泰证券	1.05	1.17	审慎增持
海通证券	0.87	0.94	审慎增持
国泰君安	1.03	1.17	审慎增持

相关报告

《证券业 2020 年策略报告：变革驶入快车道，业务模式正重塑》2019-11-12

《证券业 2019 年中期策略报告：暖风忽至，春意渐浓》2019-06-05

分析师：

许盈盈

xuyingying@xyzq.com.cn

S0190519070001

团队成员：

傅慧芳、陈绍兴、许盈盈、王尘、李英

投资要点

证券行业两大业务发展趋势愈加明显，以注册制改革为核心驱动力的机构业务以及佣金下滑背景下的财富管理转型。当前证券行业整体正处于大变革、大发展、大分化阶段，从业务竞争要素以及监管环境来看，头部券商综合实力凸显且掌握先发优势，在竞争中处于领先地位；中小券商艰难寻求差异化发展之路。

注册制改革驱动券商机构业务发展：以注册制为核心的资本市场改革推动了发行及交易制度的革新，为券商业务，特别是机构业务发展创造了历史机遇。

✓ 发行制度变革下，券商投行业务率先获益，迎来业务空间扩容。跟投制度的优化，短期 IPO 集中度进一步提升的动力或有所弱化，资本金较小的小券商也有机会参与，但长期来看难以改变 IPO 高市占率格局。创业板改革推进下新股增多，价格或面临进一步分化，考验券商实力，整体竞争格局尚未达到稳态。

✓ 交易制度的变化在于逐步向发达市场靠拢，加速推动投资者机构化进程，进一步催生机构研究及对冲需求。为促进多空平衡，创业板两融机制优化，融券需求有望大幅增长。此外销售交易业务也有望迎来更多发展空间，再融资放松将增加大宗交易业务土壤，可作为对冲方式的场外权益类衍生品需求也有望有增长。当前场外权益类衍生市场资质门槛及规模经济性利好头部券商。

低佣背景下券商加速向财富管理转型：证券公司交易佣金趋零是行业大趋势，当前券商自身对于经纪业务向财富管理转型有较大诉求。2019 年 10 月基金投顾试点放开，基金投顾业务的拓展将成为券商财富管理业务新收入增长点。以华泰、银河、建投、国君为代表的多家头部券商率先获得业务试点资格，且综合当前代销金融产品收入、公募基金发行规模、投顾人数及平台 IT 技术，在未来基金投顾业务竞争中，头部券商综合优势明显。

证券行业 2020 年盈利预测：基于保守、中性、乐观假设，我们预计 2020 年证券行业营业收入分别为 3631 亿元/3968 亿元/4278 亿元，分别同比增长 0.7%/10.1%/18.7%；净利润 1089 亿元/1270 亿元/1455 亿元，分别同比 -11.5%/3.1%/18.2%；对应 ROE 为 5.28%/6.10%/6.85%。

投资策略：变革进程中把握头部券商投资确定性。证券行业正面临注册制改革带来的业务空间扩容红利，外资券商入市及内资券商牌照审批重启才刚刚开始，证券牌照稀缺性仍不可忽视，市场整体扩容下中小券商仍有立身之本。短中期以投行和销售交易为代表的机构业务将率先迎来历史性发展机遇，对标海外市场，综合实力强劲的头部券商优势将越发凸显；叠加监管层扶优扶强的思路及打造航母级券商的诉求，头部券商投资价值已然明确。当前市场及行业环境更偏向于中性及乐观假设，2020 年行业 ROE 同比有望继续小幅改善。目前行业估值为 1.4 倍，仅高于 2018Q3&Q4，处于历史低位，建议左侧布局。我们看好在业务变革阶段具备较强竞争优势的头部标的中信证券和华泰证券。

风险提示：市场下行风险、成交额大幅回落、政策落地不达预期、股权质押风险恶化、固收信用风险恶化、行业竞争加剧风险

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



目 录

1、注册制改革驱动券商机构业务发展	3 -
1.1、注册制下 IPO 市场开闸，头部集中趋势明显	4 -
1.2、交易机制革新，机构经纪、两融及销售交易业务将受益	8 -
2、低佣背景下券商加速向财富管理转型	14 -
2.1 基金投顾政策放开，将成为财富管理新增长点	15 -
2.2 从券商内部竞争要素来看，头部券商综合优势明显	15 -
3、证券行业 2020 年盈利预测	19 -
4、投资策略：变革进程中把握头部券商投资确定性	21 -
5、风险提示	23 -
 图 1：2012 年以来年度 IPO 规模	5 -
图 2：保荐机构科创板发行家数（单位：家）	6 -
图 3：保荐机构科创板发行规模（单位：亿元）	6 -
图 4：科创板上市公司首发日涨跌幅分布（从发行日截止 2020 年 4 月 30 日）	7 -
图 5：科创板上市公司累计涨跌幅分布（从发行日截止 2020 年 4 月 30 日） ..	7 -
图 6：场外衍生品名义规模及场外期权占比	11 -
图 7：场外权益类衍生品存续交易量 CR5	12 -
图 8：2019Q4 行业净佣金率已降至万 2.79	14 -
图 9：非牛市期间经纪业务收入天花板伴随佣金率缓慢下降	14 -
图 10：经纪业务占行业营收比重不断下降	14 -
图 11：证券 III(申万)市净率变动情况（截止 2020 年 5 月 27 日）	22 -
 表 1：创业板注册制改革政策进度	3 -
表 2：科创板保荐机构分档跟投机制	6 -
表 3：创业板&科创板投资者门槛及交易机制对比	8 -
表 4：创业板、科创板与美日市场交易机制及投资者门槛对比	9 -
表 5：创业板&科创板两融业务对比（截止 2020 年 4 月 30 日）	10 -
表 6：2019 年每季末证券公司场外衍生品存续交易量排名前 5（亿元）	12 -
表 7：2019 年末证券公司收益互换及场外期权存续交易量（亿元）	12 -
表 8：已获批基金投顾业务试点机构（截止 2020 年 5 月 31 日）	15 -
表 9：证券行业代销金融产品收入（万元，协会母公司口径）	16 -
表 10：具备公募基金管理人资格的券商公募产品运行情况（截止 2019 年末）	16 -
表 11：证券公司投资顾问人数排名前 10（截止 2020Q1）	17 -
表 12：2019 年券商自营 APP 日均活跃用户规模	17 -
表 13：基金投顾市场测算基础数据	18 -
表 14：5 年后基金投顾市场空间测算	18 -
表 15：证券行业盈利预测假设条件	19 -
表 16：证券行业 2020 年盈利预测（单位：亿元）	19 -
表 17：重点公司盈利预测与估值表（更新至 05 月 27 日）	22 -

报告正文

证券行业两大业务发展趋势愈加明显，以注册制改革为核心驱动力的机构业务，以及佣金下滑背景下的财富管理转型。当前证券行业整体正处于大变革、大发展、大分化阶段，从业务竞争要素以及监管环境来看，头部券商综合实力凸显，且掌握先发优势，在竞争中处于领先地位；中小券商艰难寻求差异化发展之路。

1、注册制改革驱动券商机构业务发展

2018 年末，以注册制为核心的中国资本市场改革正式拉开帷幕。2018 年 11 月 5 日，国家主席习近平在首届中国国际进口博览会开幕式主旨演讲中宣布，将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，我国资本市场注册制改革正式拉开帷幕。2019 年 7 月 22 日，科创板正式挂牌交易，随即国务院提出将研究完善创业板发行上市、再融资和并购重组制度，创造条件推动注册制改革。

2020 年 4 月创业板注册制开始登上历史舞台。时隔仅 9 个月，2020 年 4 月 27 日在习近平总书记主持下，中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》；晚间，证监会发布创业板首发注册办法、创业板再融资注册办法等规则的征求意见稿，深交所发布创业板改革并试点注册制配套业务规则征求意见稿，创业板注册制开始登上历史舞台。

创业板注册制包括增量及存量市场改革，潜在业务机遇将超越科创板。创业板注册制改革从提出设想到实施方案推出历时 9 个月，对比科创板从提出到方案推出仅 3 个月，虽然创业板改革落地时间更长，但从推进速度上仍然超出市场预期，主要源于创业板改革既是增量市场改革，也是庞大的存量市场改革。在此背景下，券商面临的潜在业务机遇也势必将超越科创板。

表 1：创业板注册制改革政策进度

时间	政府部门/文件	具体表述/举措
2019 年 8 月 9 日	《中共中央国务院关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》	研究完善创业板发行上市、再融资和并购重组制度，创造条件推动注册制改革。
2019 年 9 月 10 日	《深化十二条》	第三点要求补齐多层次资本市场体系的短板。推进创业板改革，加快新三板改革，选择若干区域性股权市场开展制度和业务创新试点。
2019 年 11 月 3 日	证监会	证监会主席易会满就资本市场改革开放热点话题接受专访。易会满表示，科创板开市以来取得初步成效，符合预期，基本平稳；未来将加快推进创业板改革并试点注册制，结合证券法修订，研究逐步推开。
2019 年 12 月 12 日	中央经济工作会议	中央经济工作会议提出，要加快金融体制改革，完善资本市场基础制度，提高上市公司质量，健全退出机制，稳步推进创业板和新三板改革。
2019 年 12 月 13 日	证监会	易会满主持召开党委（扩大）会议，传达学习中央经济工作会议精神，并就证监会系统贯彻落实工作进行部署。会议明确了资本市场未来六大改革方向，包括加快推进创业板改革并试点注册制，深化新三板改革，加快债券市场产品工具创新，加大期货期权产品供给，大力发展私募股权投资，和加大资本市场对符合国家战略和产业政策方向相关领域的支持力度。

2019 年 12 月 28 日	《中华人民共和国证券法》	全国人大常委会审议通过了《中华人民共和国证券法》修订草案，并将自 2020 年 3 月 1 日起正式实施。此次法案修订明确了全面推行注册制，优化了证券发行条件。
2020 年 2 月 29 日	《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》	研究制定在深圳证券交易所创业板试点股票公开发行注册制的总体方案，并及时总结创业板、创业板注册制改革经验，积极创造条件，适时提出在证券交易所其他板块和国务院批准的其他全国性证券交易场所实行股票公开发行注册制的方案。相关方案经国务院批准后实施
2020 年 3 月 23 日	证监会	证监会表示创业板改革已经做了认真研究论证，包括在一定范围内征求意见。创业板改革会重点抓好注册制这条主线，同时会在其他一些方面，包括发行、上市、信息披露、交易、退市等一系列基础制度方面，作出改革安排。目前，相关工作正在有序推进。
2020 年 4 月 27 日	深改委、证监会、深交所	中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》，证监会就 4 部规章制度向市场公开征求意见，深交所就 8 项业务规则向社会公开征求意见。

数据来源：各政府官网，兴业证券经济与金融研究院整理

以注册制为核心的资本市场改革为券商机构业务创造了历史性发展机遇。以注册制为核心的 A 股资本市场改革推动了发行及交易制度的革新，为券商业务，特别是机构业务发展创造了历史性机遇。从业务范围来看，券商机构业务主要包括投行业务、机构研究与销售业务、主经纪商业务和投资交易业务。发行制度变革下，券商投行业务率先获益，迎来业务空间的扩容；而交易制度的变化在于逐步向发达市场靠拢，加速推动投资者机构化进程，进一步催生机构研究及对冲需求，有利于机构经纪及以客户为中心的投资交易业务发展。

1.1、注册制下 IPO 市场开闸，头部集中趋势明显

● 创业板与科创板差异化竞争，IPO 市场再迎扩容

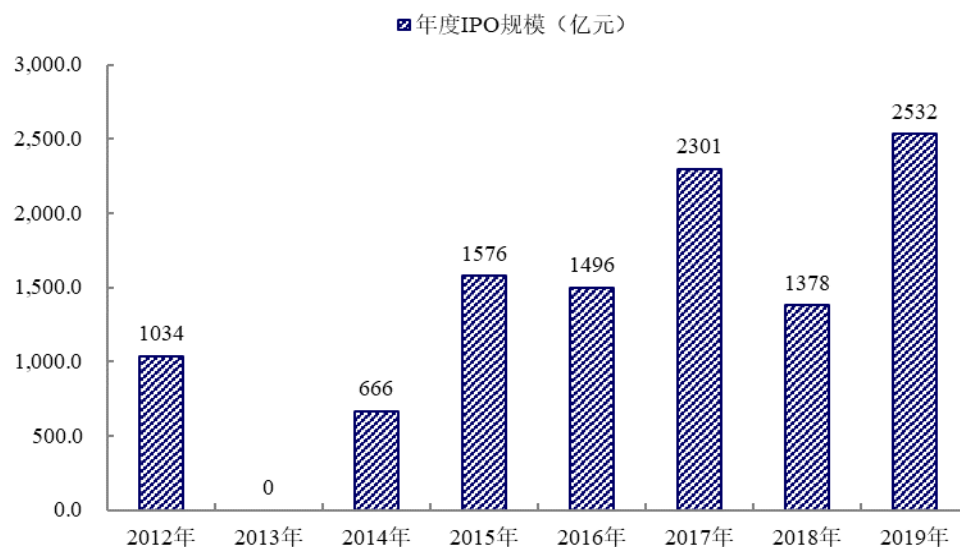
创业板与科创板定位差异化，创业板覆盖企业行业范围更广。注册制率先从科创板和创业板进行试点，从科创板和创业板的定位来看，科创板定位服务于符合国家战略、突破关键核心技术的科技创新企业，而创业板主要服务成长型创新创业企业，也支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合。2020 年 3 月 27 日，上交所发布《科创板企业发行上市申报及推荐暂行规定》，细化科创板重点支持和推动的 7 大行业范围。创业板虽也设置上市推荐行业负面清单，但传统行业与互联网、大数据、云计算、自动化、新能源、人工智能等新技术、新产业、新业态、新模式深度融合的创新创业企业仍可以在创业板上市。因此从行业门槛来看，创业板覆盖企业范围更广。

创业板相较科创板改革第一年对申报企业有盈利要求。从发行指标来看，创业板改革借鉴了科创板的经验，引入了市值指标，但相比科创板，创业板在改革初期对申报企业有盈利性要求，未盈利企业在改革实施一年以后可以申请上市。此外，创业板也给红筹架构的企业打开了上市渠道，但相比科创板也有盈利要求。

2019 年 IPO 发行规模创 2012 年以来新高，科创板占比 32%。2019 年全市场 IPO 项目募资规模达 2532 亿元，同比增长 84%，为 2012 年来新高。2019 年 7 月 22

日科创板正式挂牌交易，全年整体发行规模为 804.63 亿元，占全年 IPO 规模的 32%，科创板落地推升了全年 IPO 发行规模。

图 1：2012 年以来年度 IPO 规模



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

未来创业板与科创板错位竞争，IPO 市场迎来再扩容。从定位及发行指标来看，创业板跟科创板既有错位也有竞争，同样以创新为突破口，创业板对申报企业的盈利要求体现其更偏重已进入成长期的企业，而科创板服务企业则可以是初创期的企业；科创板对科创属性要求很高，而创业板也允许申报企业是转型升级的传统产业。由此可见，当前随着创业板注册制改革的推进，IPO 市场将迎来再次扩容。

● 创业板跟投制度优化，但长期来看难以改变 IPO 高市占率格局

创业板跟投制度或将有所优化，不再做强制要求。除 IPO 发行门槛外，创业板在发行与承销方面适用《证券发行与承销管理办法》，相较科创板差异不大，但截至目前深交所还尚未出台发行承销业务有关细则。根据媒体报道，发行承销上主要差异来源于保荐机构的跟投制度。具体来看，科创板监管层要求保荐机构强制跟投，参与跟投的主体为保荐机构旗下的另类投资子公司，且必须使用自有资金，承诺认购发行人首次公开发行股票数量 2%-5% 的股票，具体比例根据发行人首次公开发行股票规模分档确定。跟投股份设定 24 个月限售期，介于战略投资者（12 个月）和实际控制人（36 个月）之间。而此次创业板注册制改革或不再要求券商对其保荐的所有项目进行强制跟投，而是仅对未盈利，红筹架构，特殊投票权以及高价发行的四类公司采取强制性跟投。

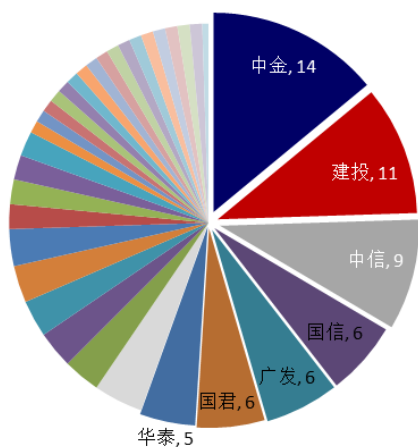
表 2: 科创板保荐机构分档跟投机制

四种情形	发行规模	跟投比例
1	不足 10 亿元	5%，但总额不超过人民币 4000 万元
2	10 亿元以上、不足 20 亿元	4%，但总额不超过人民币 6000 万元
3	20 亿元以上、不足 50 亿元	3%，但总额不超过人民币 1 亿元
4	50 亿元以上	2%，但总额不超过人民币 10 亿元

数据来源：证监会，兴业证券经济与金融研究院整理

跟投制度优化长期来看难改注册制下 IPO 高集中度格局。科创板跟投机制下，券商必须以自有资金出资，且锁定期长达 2 年，对于资本金规模较小的券商、融资渠道受限的非上市券商以及负债率较高的券商都有一定限制，在此背景下资本金较为雄厚，融资渠道较多的上市头部券商会有较为明显的优势。从科创板发行情况来看，截止 2020 年 4 月末，国内 100 家券商中仅 35 家有保荐项目，其中中金公司、中信证券和中信建投稳居前三，发行规模 CR3 达到 49%，占据半壁江山；发行规模 CR10 达 75%，已与美国投行市场市占率水平相当。强制跟投制度的优化，短期 IPO 集中度进一步提升的动力或有所弱化，资本金较小的小券商也有机会参与，但长期来看，头部券商仍将凭借丰富的项目储备、人才优势和分销客户渠道，在注册制 IPO 领域保持高市占率。

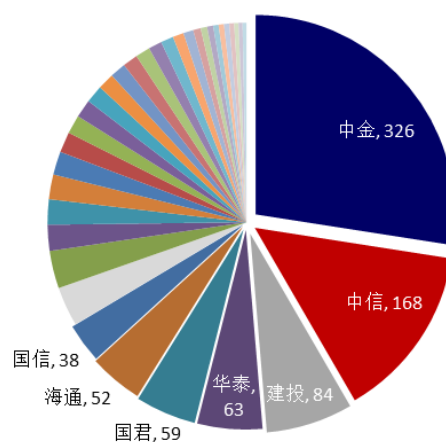
图 2: 保荐机构科创板发行家数 (单位: 家)



备注：截止 2020 年 4 月 30 日

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 3: 保荐机构科创板发行规模 (单位: 亿元)



备注：截止 2020 年 4 月 30 日

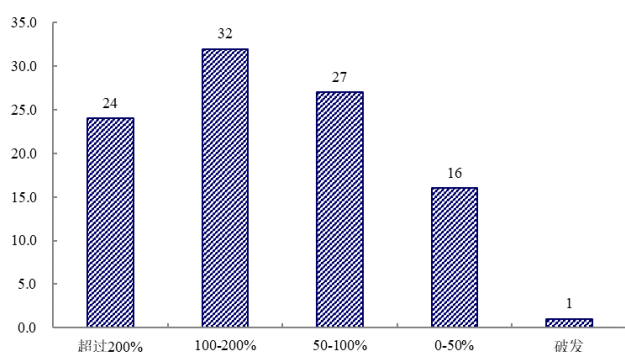
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

● 新股增多价格将面临分化，竞争格局尚未达到稳态

科创板项目的稀缺性导致当前新股破发比例很低。截止 2020 年 4 月 30 日，科创板已挂牌交易上市公司合计 100 家。100 家上市科创板公司中，上市首日出现破发的家数仅 1 家，截止 4 月 30 日收盘价破发家数为 6 家，占比仅 6%。由此可见当前科创板高门槛的行业和技术定位，使得上市项目还存在一定的稀缺性，新股破发比例很低。

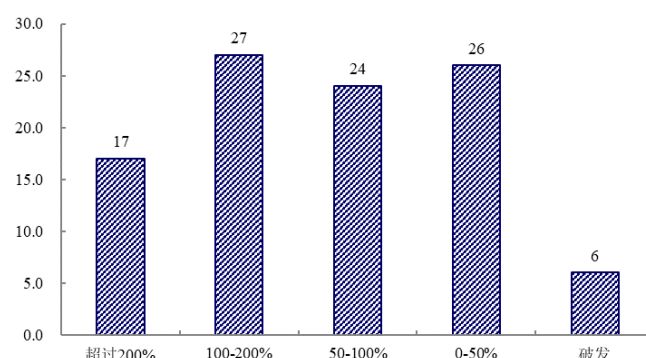
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 4: 科创板上市公司首发日涨跌幅分布 (从发行日截止 2020 年 4 月 30 日)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 5: 科创板上市公司累计涨跌幅分布 (从发行日截止 2020 年 4 月 30 日)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

创业板改革推进下新股增多, 价格或面临进一步分化, 考验券商实力。创业板注册制改革后, 首先会先处理存量 IPO 项目, 截止 4 月 30 日创业板 IPO 排队上市的企业合计 208 家, 叠加科创板排队挂牌企业 137 家, 合计 345 家, 存量预上市新股数量不低。创业板注册制改革后, 新股上市数量或增多, 新股定价面临进一步分化, 考验券商项目识别和销售能力。在此背景下, 整体行业在 IPO 领域的竞争格局尚未达到稳态。

● 再融资及并购重组条件更加宽容, 进一步打开投行市场空间

再融资新规松绑, 有望刺激需求释放, 激发投资热情。2020 年 2 月 14 日再融资新规正式落地, 此次修订对多项操作要求均有所放松, 包括发行价格由 9 折改为 8 折, 锁定期由 36 个月和 12 个月缩短至 18 个月和 6 个月, 且没有减持规则的相关限制等。再融资门槛的降低将有利于上市公司正常再融资需求的释放, 更厚的定价安全垫、更短的锁定期以及减持规则的放松将显著增加参与机构的投资收益率, 激发市场投资热情。再融资业务费率(以增发为例在 1% 左右)虽低于 IPO(6% 左右), 但高于债权融资(0.3% 左右), 有望成为 2020 年投行业务新增长点。

创业板再融资发行条件再优化, 大幅压缩审核周期。创业板再融资方面, 进一步落实了《证券法》关于注册制的相关要求, 发行条件得到再优化。此外还最大限度压缩监管部门的审核和注册期限, 交易所审核期限为 2 个月, 中国证监会注册期限为 15 个工作日, 对于发行上市公司来说审核周期更加透明和可预期。

监管层支持市场并购重组活动, 创业板改革进一步取消协同效应条款。并购重组方面, 2019 年 10 月 18 日落地的重组新规, 取消重组认定中的“净利润”指标、进一步缩短“累计首次原则”至 36 个月、解除创业板重组上市的“一刀切”禁令等, 一定程度上提升了并购重组市场活跃度。且此次创业板注册制改革, 相较科创板, 取消了要求标的资产与上市公司具有协同效应这一条款, 充分考虑了存量

企业转型升级或产业并购的并购重组需求，更具包容性。

在注册制改革背景下，创业板再融资及并购重组规则更加灵活和市场化，上市公司再融资及并购重组活动也将重新激活，券商投行业务市场空间进一步打开。

1.2、交易机制革新，机构经纪、两融及销售交易业务将受益

创业板除对发行制度进行全面改革外，交易层面也做了巨大革新，主要包括投资者适当性、股票交易规则以及两融机制。

● 交易机制向发达市场靠拢，将加速投资者机构化进程

创业板投资者账户资产要求下降，存量客户均可参与，覆盖面更广。从投资者门槛来看，创业板明确新申请开通交易权限的个人投资者，权限开通前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均应不低于 10 万元，并参与证券交易 24 个月以上。相比于科创板，创业板直接将账户资金门槛从 50 万元下调至 10 万元。此外，存量创业板个人投资者交易前只需以纸面或电子方式签署《风险揭示书》即可参与交易。由此可见，创业板新申请投资者覆盖面更广，且存量客户均可参与，截止 2020 年 3 月末中登所最新数据，存量创业板个人投资者就达到 4676 万人，相较于科创板近 300 万个人投资者，整体市场的交易活跃度将大大加强。

创业板实施新股上市初期交易机制，整体涨跌幅放宽至 20%。在股票交易规则上，创业板全面向科创板看齐，包括实施新股上市初期交易机制，新股前 5 个交易日不设涨跌幅限制，优化盘中临时停牌机制，设置 30%、60% 两档停牌指标，各停牌 10 分钟；引入了科创板的盘后定价交易机制以及连续竞价期间“价格笼子”。除此以外，创业板存量股票竞价交易涨跌幅限制比例也从 10% 放宽至 20%。

表 3：创业板&科创板投资者门槛及交易机制对比

	创业板	科创板	差异
投资者适当性	(一)权限开通前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币 10 万元 ，并参与证券交易 24 个月以上。(二)普通投资者首次参与创业板交易的，要求以纸面或电子方式签署《创业板投资风险揭示书》。	申请权限开通前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币 50 万元 ，并参与证券交易 24 个月以上。	创业板账户资金门槛从 50 万降至 10 万 。
交易规则	实施新股上市初期交易机制，新股前 5 个交易日不设涨跌幅限制。	首次公开发行上市的股票，上市后的前 5 个交易日不设价格涨跌幅限制。	相同
	创业板股票竞价交易涨跌幅限制比例放宽为 20%	科创板股票竞价交易实行价格涨跌幅限制，涨跌幅比例为 20%。	创业板除新股 5 个交易日后涨跌幅限制为 20% ，存量股票涨跌幅限

制也从 10%放宽至 20%。

实施盘后固定价格交易，每个交易日的 15:05 至 15:30 为盘后固定价格交易时间。盘后定价交易申报的时间为每个交易日 9: 15 至 11: 30、13: 00 至 15: 30。	实施盘后固定价格交易，每个交易日的 15:05 至 15:30 为盘后固定价格交易时间。接受交易参与人收盘定价申报的时间为每个交易日 9:30 至 11:30、13:00 至 15:30。	相同
连续竞价阶段限价申报的有效竞价范围，应当符合下列要求： (一) 买入申报价格不得高于买入基准价格的 102%； (二) 卖出申报价格不得低于卖出基准价格的 98%。	在连续竞价阶段的限价申报，应当符合下列要求： (一) 买入申报价格不得高于买入基准价格的 102%； (二) 卖出申报价格不得低于卖出基准价格的 98%。	相同
实施盘中临时停牌机制，设置 30%、60%两档停牌指标，各停牌 10 分钟。	实施盘中临时停牌机制，设置 30%、60%两档停牌指标，各停牌 10 分钟。	相同

数据来源：深交所、上交所，兴业证券经济与金融研究院整理

交易机制向发达市场靠拢，机构化提升将是必然过程。虽然投资者门槛的下降有利于吸引更多个人投资者入场，但涨跌幅的放宽以及新股定价机制的实施，也放大了投资风险。注册制改革下，国内市场交易制度逐步向美日等发达金融市场靠拢，不同于以散户为主的 A 股市场，美日市场都是以机构投资者为主导。因此长期来看，一方面上市、退市机制市场化后，打新、炒壳等具备散户特征的投机行为将得到遏制，散户投资逻辑将逐步失效；另一方面上市公司逐步以初创期、成长期为主，需要投资者更加专业地甄别其真实的价值投资，投资风险和投资失败的可能性更大，此类个股更适合专业的机构投资者。市场机构投资者比例的提升，也将是 A 股注册制改革的一个必然过程。

表 4：创业板、科创板与美日市场交易机制及投资者门槛对比

	创业板	科创板	纽约证交所	纳斯达克	东京证交所
交易机制	涨跌幅 20% 涨跌幅限制， 新股前 5 日无限制	涨跌幅 20% 涨跌幅限制， 新股前 5 日无限制	无涨跌幅限制， 实行熔断机制	无涨跌幅限制， 实行熔断机制	因股价级距而 异，20%-50%
成交制度	T+1	T+1	T+0	T+0	T+0
投资者门槛	新进投资者 10 万门槛+24 个月经验	50 万门槛 +24 个月 经验		无	

数据来源：深交所、上交所，兴业证券经济与金融研究院整理

● 两融机制优化，融券需求有望大幅增长

创业板两融机制券源供给更加丰富，出借申报时间有所提前。为促进多空平衡，创业板注册制进一步完善两融机制。创业板注册制同科创板，发行新股自首个交

易日起即可作为两融标的，两融覆盖面扩大；实施转融通市场化约定申报方式，实现证券公司借入证券当日可供投资者融券卖出，同时实施创业板转融券约定申报实时成交，大幅提升融券效率。不同于科创板的是，创业板出借人范围进一步扩大，新增网下投资者，券源供给更加丰富，明确瑕疵证券出借限制；出借申报时间提前 15 分钟至 9:15。

创业板两融机制较优化前市场化水平及交易效率将大大提高。创业板及科创板实施转融通市场化约定申报方式，相比优化前转融券期限固定，费率固定，允许展期但不允许提前了结，且为盘中申报，盘后集中撮合成交，借入次日方可融券交易，优化后将“期限固定、费率固定”的转融券模式调整为借贷双方自主协商确定期限、费率，并提供更加灵活的展期和提前了结方式；将盘中申报、盘后集中撮合成交，调整为盘中实时撮合成交，证券公司可以实时借入创业板股票，供其客户进行融券交易。优化后的转融券业务市场化水平和交易效率更高，借贷双方可以根据单只股票的市场供需情况灵活定价，券源库存管理更为简便，业务成本更低，进一步满足借贷双方多样化需求。

两融机制优化后，创业板融券供给及需求有望大幅增长。当前 809 家创业板中，两融标的为 194 家，占比 24%。截止 4 月末，100 家科创板公司合计融资、融券余额分别为 80.51 亿元、25.68 亿元，融券占两融比例超过 24%，对比当前创业板融资、融券规模分别为 990.42 亿元、15.55 亿元，融券占比不足 2%。若未来创业板标的均可融资融券，且实施转融通市场化约定申报方式，融券需求有望大幅增长，需求来源或主要为机构投资者进行事件性交易需求，包括可转债、定增、量化对冲等。当前科创板融券余额仅 0.89 亿股，占总股本的比例不足 1%，创业板相比科创板，出借人新增网下投资者，券源供给有望进一步丰富。

表 5：创业板&科创板两融业务对比（截止 2020 年 4 月 30 日）

	创业板	科创板
两融标的数量	194 只	100 只
融资余额（亿元）	990.42	80.51
融券余额（亿元）	15.55	25.68
融券占两融比例	1.55%	24.19%
融券余量（亿股）	1.55	0.89
融券余量占总股本比例	0.04%	0.25%

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

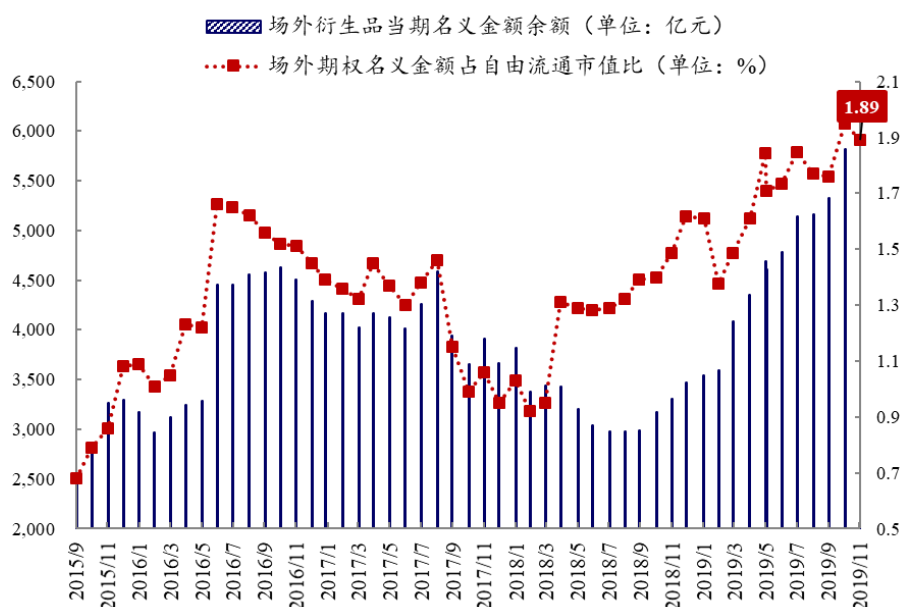
● 除融券外，销售交易业务也迎来发展机遇

创业板改革后销售交易业务也有望迎来更多发展空间。除两融机制促进多空平衡外，销售交易业务有望迎来更多需求空间。除再融资新政发布，科创板及创业板注册制改革也均放宽了上市公司再融资的各项条件，2020 年起资本市场再融资规

模有望大幅回升，伴随而来的将会增加大宗交易的业务土壤。科创板个股尚未纳入场外期权业务挂钩个股标的名单，但创业板有 180 家在名单之列，占创业板个股数量的 22%，创业板新交易机制施行后，作为对冲可选方式的场外期权需求也有望有明显增长。

2019 年场外权益类衍生交易规模已有明显增长。当前场外权益类衍生品主要为收益互换及场外期权，其中场外期权名义规模较大，占比在 70% 左右。根据证券业协会发布的场外证券业务开展情况报告最新数据，截止 2019 年末，证券公司开展的场外金融衍生品未了结初始名义本金 6227 亿元，较 2018 年末累计净流入 2760 亿元；其中场外期权未了结初始名义本金 4642 亿，较 2018 年末累计净流入 1880 亿元，整体交易规模较 2018 年增长明显，且已超过 2016/2017 年水平。

图 6：场外衍生品名义规模及场外期权占比



数据来源：证券业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

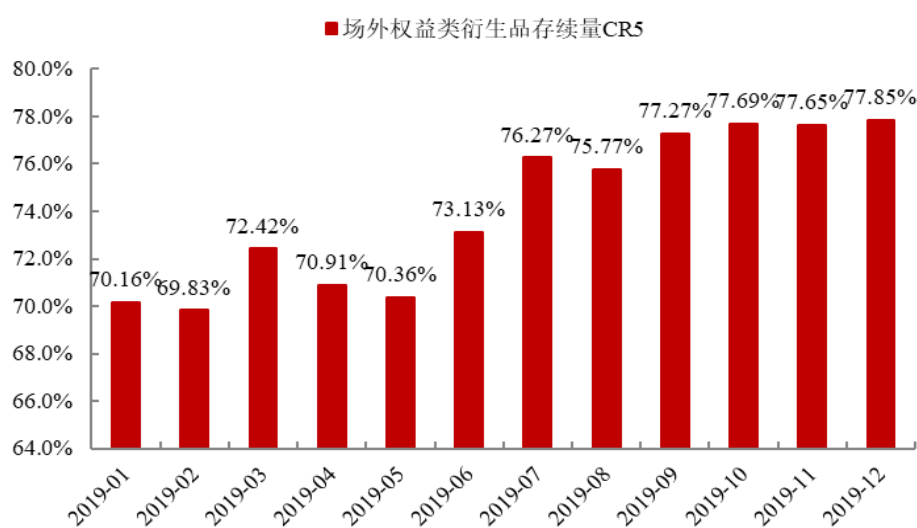
● 场外权益类衍生市场资质门槛及规模经济性利好头部券商

场外期权资质门槛利好头部券商，业务进一步向头部集中。2018 年 5 月 28 日中国证券业协会下发了《关于进一步加强证券公司场外期权业务自律管理的通知》，将证券公司分为一级交易商和二级交易商，明确未能成为交易商的证券公司不得与客户开展场外期权业务，且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。当前，证券行业中仅有 7 家一级交易商及 27 家二级交易商。随着场外期权资质的限制，未获得资质的中小券商退出该业务领域，而二级交易商开展场外个股期权业务只能进行“背靠背”操作，成本增加，场外期权业务进一步向一级交易商集中。目前一级交易商申请需满足最近一年分类评级在 A 类 AA 级以上，利好头部券商，当前 7

家一级交易商分别为中信证券、华泰证券、国泰君安、中金公司、中信建投、广发证券和招商证券。

场外权益类衍生市场头部化趋势明显，2019 年末 CR5 升至 78%。头部券商在场外权益类衍生业务上对冲成本、资金成本等方面优势明显，一方面随着业务规模的扩大，风险对冲规模经济性显现，利润率增加，另一方面其风险对冲能力强，资本占用较少，资金成本也较低。2019 年起证券业协会披露场外权益类衍生品存续交易量前 5 大券商排名，中信、华泰、建投、申万稳居前 4，且 CR5 从年初 70% 上升至 78%。

图 7：场外权益类衍生品存续交易量 CR5



数据来源：证券业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

表 6：2019 年每季末证券公司场外衍生品存续交易量排名前 5（亿元）

排名	2019Q1		2019Q2		2019Q3		2019Q4	
1	中信建投	1145	中信证券	878	中信证券	1238	中信证券	1446
2	中信证券	699	中信建投	805	华泰证券	833	华泰证券	1285
3	华泰证券	426	华泰证券	657	中信建投	759	申万宏源	815
4	申万宏源	367	申万宏源	628	申万宏源	663	中信建投	657
5	中金公司	317	国泰君安	401	国泰君安	478	中金公司	645
CR5	72.42%		73.13%		77.27%		77.85%	

数据来源：证券业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

从收益互换及场外期权各自细分情况来看，截止 2019 年末，收益互换存续交易量 CR5 达到 92%，场外期权 CR5 为 80%，均呈现高度集中的格局。

表 7：2019 年末证券公司收益互换及场外期权存续交易量（亿元）

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

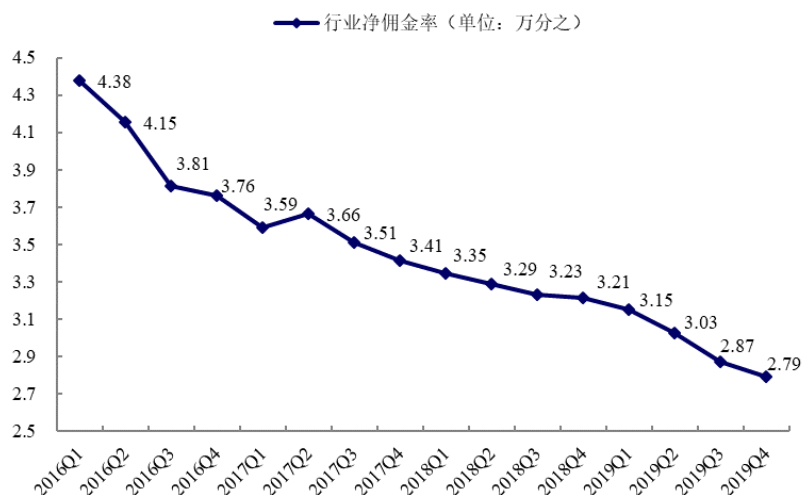
排名	互换		期权		合计	
	机构	存续名义 本金	机构	存续名义 本金	机构	存续名义 本金
1	中信证券	635	华泰证券	1061	中信证券	1446
2	中金公司	463	中信证券	810	华泰证券	1285
3	华泰证券	225	申万宏源	801	申万宏源	815
4	国泰君安	81	中信建投	607	中信建投	657
5	中信建投	50	国泰君安	443	中金公司	645
CR5		91.81%		80.17%		77.85%

数据来源：证券业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

2、低佣背景下券商加速向财富管理转型

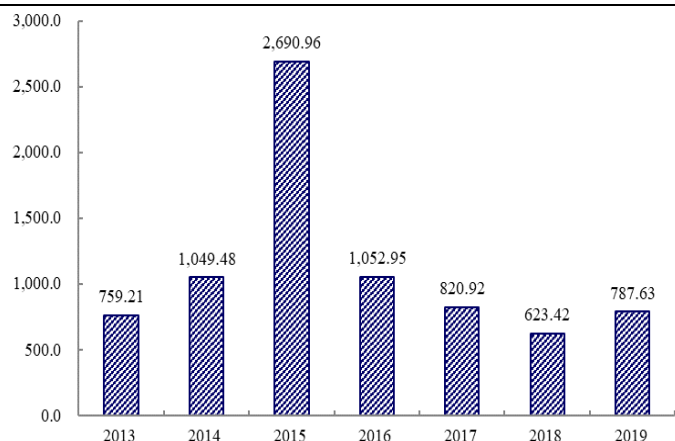
交易佣金盈利压缩背景下券商向财富管理转型有较大诉求。当前券商自身对于经纪业务向财富管理转型有较大诉求。根据证券业协会披露的 2019 年经营数据，行业净佣金率持续下行，2019Q4 已降至万 2.79。剔除支付给各类交易清算机构约万分之 1 的刚性手续费，可转化为收入部分已不足万 2。经纪业务占营收的比重不断下降，2019 年仅 22%，不到 2013 年占比的一半。且 2019 年 10 月美国经纪业务率先进入零佣金时代，证券公司交易佣金趋零是行业大趋势。

图 8：2019Q4 行业净佣金率已降至万 2.79

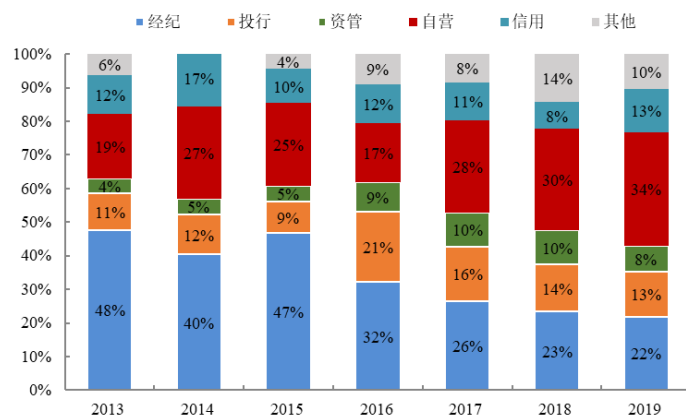


数据来源：证券业协会、上深交所，兴业证券经济与金融研究院整理

图 9：非牛市期间经纪业务收入天花板伴随佣金率缓慢下降 图 10：经纪业务占行业营收比重不断下降



数据来源：证券业协会，兴业证券经济与金融研究院整理



数据来源：证券业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

2.1 基金投顾政策放开，将成为财富管理新增长点

基金投顾将成为财富管理业务新收入增长点。当前国内券商经纪业务正积极向财富管理业务，但由于代客理财政策尚未放开，主要业绩增量来源于代销金融产品。参照美国财富管理市场，机构主要通过代客理财向客户收取一定比例的投顾费用和资产管理费用。2019年10月，证监会下发《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》，明确了试点机构可以代客投资公募基金。此次基金投顾试点的推进，虽没有直接放开代客理财，但放开了代客买卖基金，并允许试点机构向客户收取投资顾问服务费。基金投顾业务的拓展将成为券商财富管理业务新收入增长点。

多家头部券商获得基金投顾试点资格，获得先发优势。从当前机构申请情况来看，2019年10月25日，5家公募基金作为首批试点机构获得业务开展资格，分别为华夏基金、嘉实基金、南方基金、易方达基金和中欧基金；2019年12月14日，3家第三方基金销售机构获得试点资格，分别为腾安基金、蚂蚁基金和珠海盈米基金。2020年3月3日，华泰证券、中国银河、中信建投、国泰君安、国联证券率先公告获得该业务试点资格，获得业务发展的先发优势。

表 8：已获批基金投顾业务试点机构（截止 2020 年 5 月 31 日）

获批时间	获批机构
2019 年 10 月 25 日	嘉实基金、华夏基金、易方达基金、南方基金、中欧基金
2019 年 12 月 14 日	腾安基金（腾讯集团全资子公司）、蚂蚁基金（控股股东为蚂蚁金服）、珠海盈米基金（主要股东为广发证券旗下全资子公司广发信德）
2020 年 3 月 3 日	华泰证券、中国银河
2020 年 3 月 4 日	中信建投、国泰君安、国联证券

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

2.2 从券商内部竞争要素来看，头部券商综合优势明显

从券商内部未来业务开展的竞争对比来看，初期我们认为代销金融产品收入这一口径更能体现各家券商当前基金销售及产品筛选的能力、以及基金客群基础。根据近 5 年证券业协会发布的行业代销金融产品收入排名来看，中信证券在收入规模上具备较为明显的优势，2018 年该细分收入为 7.97 亿元，银河证券及中金公司约为 2.2 亿元，国信、兴业、华泰、广发、招商、建投、安信证券在 1-2 亿之间。整体来看，大中型券商在代销金融产品收入上排名靠前。

表 9: 证券行业代销金融产品收入(万元, 协会母公司口径)

2014 年			2015 年		2016 年		2017 年		2018 年	
序号	机构	收入	机构	收入	机构	收入	机构	收入	机构	收入
1	中信证券	51113	中信证券	130822	中信证券	70072	中信证券	74479	中信证券	79744
2	广发证券	13210	银河证券	39816	中信建投	26538	银河证券	23797	银河证券	21874
3	银河证券	11938	广发证券	37116	银河证券	25696	中金公司	16343	中金公司	21645
4	国信证券	9472	中信建投	36771	华泰证券	20654	兴业证券	15737	国信证券	19219
5	国泰君安	8977	华泰证券	34875	中金公司	17081	中信建投	15407	兴业证券	18372
6	申万宏源	8027	国信证券	28598	广发证券	16536	华泰证券	14048	华泰证券	16728
7	中信建投	7060	兴业证券	23342	兴业证券	13809	国信证券	13871	广发证券	16092
8	华泰证券	6933	招商证券	16406	国信证券	11848	招商证券	13632	招商证券	15937
9	中金公司	6121	中金公司	15040	申万宏源	11412	广发证券	13028	中信建投	14774
10	兴业证券	5584	申万宏源	14801	安信证券	10518	安信证券	10740	安信证券	11831

数据来源: 证券业协会, 兴业证券经济与金融研究院整理

此外, 已具备公募基金管理牌照的券商, 在产品供给和创设方面具备更强的灵活性和自主性。截止 2019 年末, 已发行公募基金产品的券商中规模排名前三的为东证资管、中银国际和财通资管, 分别为 1234 亿元、997 亿元和 440 亿元。

表 10: 具备公募基金管理资格的券商公募产品运行情况(截止 2019 年末)

具体公司	公募基金数量 (只)	公募基金份额 (亿份)	公募基金规模 (亿元)
东证资管	62	847.23	1234.12
中银国际	29	1536.20	996.67
财通资管	33	432.06	440.36
华泰资管	22	217.31	227.37
长江资管	17	166.79	168.61
东兴证券	20	105.86	105.16
浙商资管	19	73.41	75.01
山西证券	12	69.81	70.83
中泰资管	11	17.48	19.04
国都证券	5	4.24	3.83
渤海汇金	7	1.62	1.65
华融证券		暂无产品数据	
北京高华		暂无产品数据	

数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

从业务开展准备上, 可从投顾数量及平台技术两方面来对比。根据证券业协会从业人员信息公示数据整理(截止 2020.3.11), 中信证券、广发证券和中信建投注册在职投资顾问人数超过 3000 人, 国君、银河、申万、华泰和国信超过 2000 人。从投资顾问占在职从业人员的比重中, 中信、广发和建投也排名前 3, 均超过 30%。整体来看, 大中型券商投顾储备较为充分。

表 11: 证券公司投资顾问人数排名前 10 (截止 2020Q1)

机构名称	证券投资咨询 (投资顾问)	投资顾问占从业 人数比重
中信证券	4097	31%
广发证券	3207	30%
中信建投	3013	32%
国泰君安	2797	22%
中国银河	2665	29%
申万宏源	2456	23%
华泰证券	2397	29%
国信证券	2077	22%
方正证券	1919	18%
长江证券	1719	23%

数据来源: 证券业协会, 兴业证券经济与金融研究院整理

从平台 IT 技术能力来看, 根据易观数据库整理的 2019 年券商自营 APP 日均活跃用户规模对比, 华泰证券年度日均活跃用户规模为 292.99 万, 较排名第 2、3 的平安证券及国泰君安有较为明显的优势。

表 12: 2019 年券商自营 APP 日均活跃用户规模

序号	证券公司	APP	年度日均活跃用户规模 (万)
1	华泰证券	涨乐财富通	292.99
2	平安证券	平安证券	181.37
3	国泰君安	国泰君安君弘	168.33
4	方正证券	小方	154.2
5	广发证券	广发证券易淘金	152.4
6	海通证券	海通 e 海通财	149.69
7	中信建投	蜻蜓点金	146.72
8	中国银河	中国银河证券	142.53
9	中泰证券	中泰齐富通	140.87
10	国信证券	金太阳	135.69
11	安信证券	安信手机证券	119.6
12	招商证券	智远一户通	116.54
13	申万宏源	申万宏源大赢家	116.49
14	中信证券	中信证券	83.32
15	中投证券	掌中投	69.16

数据来源: 易观, 兴业证券经济与金融研究院整理

综合当前代销金融产品收入、公募基金发行规模、投顾人数及平台 IT 技术, 在基金投顾业务竞争中, 头部券商综合优势明显。

根据基金业协会披露的近5年公募基金规模来看，年复合增长率高达25%。在基金投顾试点推广下，若券商销售的公募基金规模均能转变为投顾服务规模，根据敏感性测算，我们预计5年后基金投顾贡献的收入规模有望达到388亿元。在此测算下若以2019年为基数，将增厚经纪业务49%，增厚行业营业收入11%。

表 13：基金投顾市场测算基础数据

公募基金规模（亿元，截止2019年末）	147672.51
券商公募基金销售市占率（2018年末）	4.30%
投资顾问平均服务费率	0-5%
2019年行业代理买卖证券业务收入（亿元）	787.63
2019年行业营业收入（亿元）	3604.83

数据来源：基金业协会、证券业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

表 14：5年后基金投顾市场空间测算

公募基金5年复合增长率 投顾平均费率					
	15%	20%	25%	30%	35%
0.50%	63.86	79.00	96.89	117.88	142.37
1.00%	127.72	158.01	193.78	235.77	284.73
1.50%	191.58	237.01	290.68	353.65	427.10
2.00%	255.44	316.01	387.57	471.54	569.46
2.50%	319.30	395.02	484.46	589.42	711.83
3.00%	383.16	474.02	581.35	707.30	854.20

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

3、证券行业 2020 年盈利预测

我们对于 2020 年证券行业进行盈利预测，基于保守、中性和乐观三种假设情景假设条件如下：

表 15：证券行业盈利预测假设条件

	2017A	2018A	2019A	2020E		
				保守	中性	乐观
日均股基交易量	4586.07	3688.72	5165.75	6084	7388	8692
佣金率（‰）	0.378	0.376	0.349	0.330	0.320	0.310
两融业务						
日均余额	9363.78	9131.02	9116.41	9000	9500	10000
利率（%）	7.58	7.36	7.15	6.90	7.00	7.10
股票质押业务						
日均余额	6527.33	7189.97	5246.27	3800	4000	4200
利率（%）	5.66	6.45	6.71	6.70	6.80	6.80
自有资金利息收入	138.67	126.15	120.78	120	120	120
投行增速	-26%	-27%	30%	10%	15%	20%
资管增速	5%	-11%	0%	5%	10%	15%
自营规模（当年）	20137	26102	32238	33850	34495	35462
平均收益率（%）	4.64%	3.46%	4.19%	3.80%	4.00%	4.10%

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

基于以上保守、中性、乐观假设，预计 2020 年证券行业营业收入分别为 3631 亿元/3968 亿元/4278 亿元，分别同比增长 0.7%/10.1%/18.7%；净利润 1089 亿元/1270 亿元/1455 亿元，分别同比-11.5%/3.1%/18.2%；对应 ROE 为 5.28%/6.10%/6.85%。

表 16：证券行业 2020 年盈利预测（单位：亿元）

	2017A	2018A	2019A	2020E		
				保守	中性	乐观
经纪业务	821	623	788	882	1038	1183
日均股基交易量	4586	3689	5166	6084	7388	8692
佣金率（‰）	0.38	0.38	0.35	0.33	0.32	0.31
收入占比	26%	23%	22%	27%	29%	31%
利息净收入	348	215	464	300	356	418
两融业务	710	672	652	621	665	710
日均余额	9364	9131	9116	9000	9500	10000
利率（%）	7.58	7.36	7.15	6.90	7.00	7.10
股票质押业务	369	463	352	255	272	286
日均余额	6527	7190	5246	3800	4000	4200

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

利率(%)	5.66	6.45	6.71	6.70	6.80	6.80
客户资金规模	10621	9379	13007	11707	13007	14308
利息收入	255	217	252	222	260	286
负债规模	32308	34278	39186	41145	41929	43105
利息支出	1204	1384	1320	1317	1384	1422
自有资金利息收入	139	126	121	120	120	120
债权投资			28	27	28	29
其他债权投资			328	311	344	360
收入占比	11%	8%	13%	8%	9%	10%
投行业务	510	370	483	531	555	579
增速	-26%	-27%	30%	10%	15%	20%
收入占比	16%	14%	13%	15%	14%	14%
资管业务	310	275	275	289	303	316
增速	5%	-11%	0%	5%	10%	15%
收入占比	10%	10%	8%	8%	8%	7%
投资收益	861	800	1222	1256	1335	1388
自营规模(当年)	20137	26102	32238	33850	34495	35462
平均收益率(%)	4.64%	3.46%	4.19%	3.80%	4.00%	4.10%
收入占比	28%	30%	34%	35%	34%	32%
其他业务	263	379	374	374	382	393
增速	-11%	44%	-1%	0%	2%	5%
收入占比	8%	14%	10%	10%	10%	9%
收入合计	3,113	2,663	3,605	3,631	3,968	4,278
增速	-5.1%	-14.5%	35.4%	0.7%	10.1%	18.7%
净利润	1,130	666	1,231	1,089	1,270	1,455
增速	-8.5%	-41.0%	84.8%	-11.5%	3.1%	18.2%
ROE	6.11%	3.52%	6.09%	5.28%	6.10%	6.85%

数据来源：兴业证券经济与金融研究院整理

4、投资策略：变革进程中把握头部券商投资确定性

行业大幅扩容背景下，中小券商仍有立身之本。当前整个证券行业正面临注册制改革带来的业务空间扩容红利，虽然无论是发行与交易制度改革驱动下的机构业务大发展，还是低佣背景下财富管理的加速转型，从竞争要素以及当前业务现状来看，集中度提升趋势明显，头部券商掌握业务变革发展中的主动权；但当前外资券商入市及内资券商牌照审批重启才刚刚开始，证券牌照稀缺性仍不可忽视，市场整体扩容下中小券商仍有立身之本。

短中期业务发展及监管思路下，头部券商投资价值明确。随着改革的深入推进，短中期以投行和销售交易为代表的机构业务将率先迎来历史性发展机遇，对标海外市场，综合实力强劲的头部券商优势将越发凸显，业务发展逻辑顺畅，进一步推升行业集中度；叠加监管层扶优扶强的思路及打造航母级券商的诉求，头部券商也将深度受益监管红利。因此，在当前行业大变革时期，中小券商差异化发展之路尚不清晰，而头部券商投资价值已然明确。

全年行业 ROE 有望继续小幅改善，估值处于历史低位，建议左侧布局。当前国内利率下行、流动性宽松、再融资落地、创业板注册制推进，为券商降低成本、扩容业务提供有力环境。年初落地的行业利好政策如再融资新规、新证券法等也已逐步兑现至券商业绩中，创业板注册制的落地下半年也将进一步增厚券商盈利空间。当前市场及行业环境更偏向于中性及乐观假设，2020 年证券行业 ROE 同比有望继续小幅改善。截止 2020 年 5 月 27 日收盘，行业整体估值为 1.4 倍，仅高于 2018Q3&Q4，处于历史低位，建议左侧布局。个股上，我们看好在业务变革阶段具备较强竞争优势的头部标的中信证券和华泰证券。

图 11: 证券Ⅲ(申万)市净率变动情况(截止 2020 年 5 月 27 日)



数据来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

● 重点公司推荐

- ✓ **中信证券:** 从行业变革趋势及政策红利来看, 公司作为头部券商将深度受益。注册制下公司投行业务保持第一梯队; 自营投资稳健, 销售交易业务已具备较为明显的规模优势。当前已完成收购广州证券, 成为业内唯一一家成功开展逆周期收购的券商。
- ✓ **盈利预测:** 考虑到公司 2020 年 3 月已完成收购广州证券事项, 我们预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 0.99 元/1.06 元/1.14 元, 2020 年 5 月 27 日收盘价对应的 PB 分别为 1.63/1.52/1.42 倍, 维持“审慎增持”评级。
- ✓ **华泰证券:** 公司财富管理和机构服务双轮驱动战略推进顺利, 股基交易市占率持续稳居行业第一, 线上线下智能化改造走在行业前列, 财富管理转型持续深入; 注册制下投行业务表现靠前, 2019 年大力开拓以客户为中心的投资交易业务, 全年收益凭证发行规模排名行业第一, 场外期权、收益互换存续名义本金分别升至行业第一和第三。
- ✓ **盈利预测:** 我们预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 1.05 元/1.17 元/1.30 元, 2020 年 5 月 27 日收盘价对应的 PB 分别为 1.20/1.14/1.09 倍, 维持“审慎增持”评级。

表 17: 重点公司盈利预测与估值表(更新至 05 月 27 日)

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

代码	公司	评级	市值 (亿元)	EPS (元)				PB			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600030	中信证券	审慎增持	2881	1.01	0.99	1.06	1.14	1.74	1.63	1.52	1.42
661688	华泰证券	审慎增持	1572	1.04	1.05	1.17	1.30	1.25	1.20	1.14	1.09
600837	海通证券	审慎增持	1322	0.83	0.87	0.94	0.99	1.05	0.98	0.92	0.86
601211	国泰君安	审慎增持	1400	0.90	1.03	1.17	1.26	1.02	0.96	0.91	0.86

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院

5、风险提示

市场下行风险、成交额大幅回落、政策落地不达预期、股权质押风险恶化、固收信用风险恶化、行业竞争加剧风险

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn