

2020年06月11日

非银行金融

行业中期策略

资本市场改革持续推进，看好投融资中介业务

投资要点

◆ **资本市场战略地位达到空前高度，看好投融资中介业务前景。**2019年2月习近平总书记提出“资本市场将成为国家重要核心竞争力组成部分”以来，我国资本市场建设进入新阶段。新《证券法》实施、注册制试点、金融进一步开放。我们预期后续改革将围绕“深改12条”持续推进。基于政策推进，更基于我国经济发展和居民财富增值保值的内在需求，我们坚定看好我国资本市场前景及与之相关的投融资中介业务。

◆ **只有拥有强大核心竞争力的金融机构才能脱颖而出。**我们看好投融资中介中大投行、财富管理、资本中介、资产管理四个业务条线。但这些业务已近乎混业经营，证券业需面临来自银行、保险、资管机构、第三方财富管理、民营FA等各方面的竞争。我们从全市场的角度逐一分析各项业务，寻找能够从竞争中脱颖而出的优质公司。

我们认为**中信证券、国泰君安、华泰证券**综合实力较强、各方面均表现优异。此外，**中信建投**在投行业务；**中金公司**在投行业务和财富管理；**东方证券**（偏权益类）、**中银证券**（偏债券类）在资产管理；**东方财富**在零售经纪业务和金融产品销售表现优异。

◆ **核心竞争力不强的上市券商也并非完全没有价值。**特许经营权享有制度红利，券商牌照的制度红利主要体现在小客户零售经纪业务、信用业务和低成本融资三方面。当然，头部券商竞争力强，更容易获取制度红利。但我们认为有一定客户积累的中小型券商，即便核心竞争力不强，依靠历史积累也可在未来较长时间存活并盈利。而这类公司更有赖于资本市场活跃度，业绩弹性叠加估值倍数弹性，股价波动往往更大。

我们认为**红塔、国金、东方、银河、第一创业、国海**等中期和下半年业绩表现或较好，**国泰君安**推出股权激励计划，**海通、西南、国信、中原**定增预案获批，或有望形成事件催化。

◆ **投资建议：**结合ROE和P/B估值水平，我们维持**中信证券**买入-B，**国泰君安、华泰证券**和**东方证券**的买入-A评级，看好公司中长期前景。同时，建议关注**东方财富**和**中金公司**回归A股的阶段性交易机会。此外，考虑中期、3季报业绩增速等事件性催化，建议关注**红塔、国金、银河、一创**等的交易性机会。

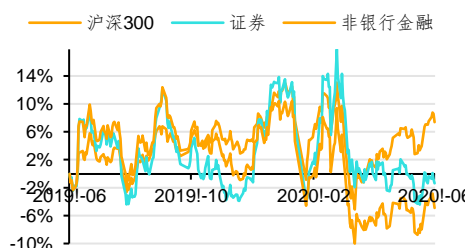
◆ **风险提示：**股市回暖不达预期；新业务推进不达预期；行业竞争再加剧；监管加强；坏账率超预期等风险。

投资评级

领先大市-A 维持

首选股票	评级
600030	中信证券 买入-B
601688	华泰证券 买入-A
000776	广发证券 买入-A
601211	国泰君安 买入-A
600958	东方证券 买入-A
300059	东方财富 增持-B

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
证券相对收益	-3.58	-10.46	-8.78
证券绝对收益	-2.68	-11.27	-1.34
非银行金融相对收益	-2.44	-7.14	-12.30
非银行金融绝对收益	-1.54	-7.95	-4.86

分析师

 崔晓雁
 SAC 执业证书编号：S0910519020001
 021-20377098

相关报告

 证券：5月可比净利润同比+43%、环比-52%
 2020-06-07

 证券：5月可比净利润同比+43%、环比-52%
 2020-06-07

 证券：《证券公司分类监管规定》修改快评
 2020-05-24

 证券：《证券公司分类监管规定》修改快评
 2020-05-24

 保险：《保险销售人员和保险专业中介机构从业人员管理》快评
 2020-05-20

内容目录

一、资本市场改革稳步推进，战略地位达空前高度	3
二、受益于资本市场完善发展的行业有哪些？	5
三、投融资中介机构核心竞争力比较	6
（一）大投行业务	6
1、直接融资占比提升主要由哪些金融工具驱动	6
2、债券承销，券商不断向银行优势领域渗透	8
3、股票承销，增发业务更能体现券商销售能力	11
（二）财富管理业务	12
1、财富管理的三种模式	12
2、证券行业财富管理业务现状	14
（三）资本中介业务	15
1、证券公司加杠杆提升 ROE 之路	15
2、股票质押业务体现核心竞争力	17
（四）资产管理业务	18
（五）综述：哪些是前景向好的优质公司	19
四、制度红利日渐稀薄，但仍然存在	20
（一）经纪业务：证券公司传统业务基本盘	20
（二）信用业务：融资融券成业绩稳定器	22
（三）低成本融资	23
五、投资建议	24
（一）值得长期关注/持有的标的：核心竞争力为王	24
（二）2020 年下半年交易性机会：弹性优先+事件驱动	25
1、假设 H220 股市景气保持平稳	25
2、上市券商中期及全年业绩展望	25
3、股权激励、定向增发等事件	26
4、个股标的	26
风险提示	28

一、资本市场改革稳步推进，战略地位达空前高度

回顾新中国发展历程，我国资本市场从探索建立到逐步成型到沪深交易所证券市值跻身全球大型证券交易所前列。我国资本市场发展的成绩有目共睹，但相对我国全球第二大经济体的国际地位，我国金融业的全球影响力、话语权与自身经济体量并不匹配。目前，金融已成为现代经济的核心，也成为国际竞争的重要手段，同时也是社会财富积累到一定阶段后，社会资源配置的内在需求。

2019年2月22日，中央总书记习近平在中共中央政治局工作会议上明确指出“金融是国家重要的核心竞争力”、“包括股票市场在内的资本市场也将成为国家重要核心竞争力的组成部分”。我们认为这一来自最高层的指示标志着我国资本市场发展进入新阶段。2016-18年以化解系统性金融风险为主基调的强监管正式转向“鼓励金融服务实体经济”。

2019年下半年以来，多项资本市场改革政策陆续推出，其中影响或十分深远的包括：

■ **新《证券法》正式实施：**2020年3月1日，新修订的《中华人民共和国证券法》正式施行。虽然本次证券法修订，在市场较为期待的集体诉讼、从业人员持股等方面低于市场预期，但在全面推行证券发行注册制度、提高证券违法违规成本、强化信息披露要求、取消相关行政许可、压实中介机构市场“看门人”法律职责、扩大证券法的适用范围等方面提供了制度保障。

■ **注册制试点：**2019年7月22日，上交所正式推出科创板并试点注册制。科创板重点支持信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业；允许符合科创板定位、尚未盈利或存在累计未弥补亏损的企业上市；允许特殊股权结构企业和红筹企业上市；上交所负责科创板发行上市审核；证监会负责科创板股票发行注册并对上交所审核工作进行监督。截止2020年5月末，上交所已受理307家企业提交的科创板发行上市申请，其中106家挂牌交易，募集资金1270亿元。我们认为科创板的注册制相对完整意义的注册制虽仍有差距，但整体仍成功运行。我们相信未来科创板注册制仍将持续完善。

2020年4月28日，深交所发布《关于做好创业板改革并试点注册制技术准备的通知》。目前，创业板改革并试点注册制正在快速推进。6月1日深交所发言人指出，创业板试点注册制实施之日起10个工作日内，深交所仅接受首次公开发行股票、再融资、并购重组在审企业提交的相关申请；同时，为做好新旧制度衔接、稳定市场预期，按照“新老划断”原则，在审企业无需适用相关负面清单的规定。我们期待注册制的施行从根本上完善我国证券市场的上市、退市和信息披露等基础制度问题。

■ **交易制度微创新：**科创板目前的交易制度规则是，上市前五个交易日不设置涨跌幅限制，后续实行20%的涨跌幅限制，突破了多年以来主板、中小板10%的涨跌幅限制。2020年5月29日上交所就全国两会期间代表委员关于资本市场的建议回应称“适时推出做市商制度、研究引入单次T+0交易”。若科创板推出单次T+0，则是对传统交易制度的又一次突破。

- **放宽再融资限制：**2019 年 11 月 8 日，证监会修改《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》和《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》。精简再融资发行条件；优化非公开发行制度安排，支持引入战略投资者；调整非公开发行股票定价和锁定机制，将发行价格限制调低，锁定期缩短；单次非公开发行对象数量调高；将批文有效期延长至 12 个月。支持科创板上市企业引入战略投资者；设置便捷高效的注册程序提高融资效率，压缩监管部门审核，上交所审核期限为 2 个月，证监会注册期限为 15 个工作日，研究制定小额融资规则。

2020 年 2 月 14 日，证监会发布《关于修改〈上市公司证券发行管理办法〉的决定》、《关于修改〈上市公司非公开发行股票实施细则〉的决定》及《关于修改〈创业板上市公司证券发行管理暂行办法〉的决定》，同时修订《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》。再融资新规的发布为上市公司再融资松绑，在上市公司的融资规模、定价机制、减持机制、锁定机制、发行对象、批文有效期等多个维度进行了全方位的优化改革。

- **金融开放再进一步：**2019 年 7 月 20 日，国务院金融稳定发展委员会办公室对外发布《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》，将原定于 2021 年取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制的时点提前到 2020 年。

2019 年 10 月，证监会相关负责人表示自 2020 年 4 月 1 日起，在全国范围内取消基金管理公司外资股比限制；自 2020 年 12 月 1 日起，在全国范围内取消证券公司外资股比限制；符合条件的境外投资者持有境内期货公司股比放宽至 51%，三年后不再设限。

2019 年 11 月 7 日，国务院印发《关于进一步做好利用外资工作的意见》，指出将全面取消在华外资银行、证券、基金管理公司等金融机构业务范围限制；2020 年取消证券、证券投资基金管理、期货、寿险公司外资持股比例不超过 51%的限制。

扩大对外开放背景下，2020 年 3 月 20 日，摩根大通证券（中国）有限公司正式开业，业务涉及证券经纪、证券投资咨询以及证券承销与保荐。4 月 3 日，摩根资产管理宣布与上海信托初步达成商业共识，将拟收购上投摩根基金管理有限公司股权至 100%。4 月 29 日，摩根大通宣布经与合资方及相关主管机构协商，其旗下期货和期权业务已向中国证券监督管理委员会提交申请，有意将其在摩根大通期货有限公司中的持股比例由 49%增持至 100%。

短短一个月的时间里，摩根大通就实现了在中国的证券、基金、期货市场的全方位布局，推进速度大幅超出我们预期。我们认为这既展现了海外金融机构对中国资本市场前景的看好，也让我们认识到了国际大型跨国财团在布局和扩张中的实力。可以预见未来更多海外机构将进入我国，而对外开放的加速也有助于倒逼我国金融机构，尤其证券公司加速分化、提升自身核心竞争力。

此外，还有全面深化新三板改革、批准沪深 300ETF 期权上市交易、融资融券股票标的由 950 只扩容至 1600 只等。

我们认为，2019 年以来资本市场推出的各项措施，都围绕着 2019 年 9 月证监会在京举行的全面深化资本市场改革工作座谈会上提出的资本市场“深改 12 条”。“深改 12 条”则是证监会基于习近平总书记关于资本市场的重要指示和国务院金融稳定发展委员会第七次会议精神，研究总结出的十二条全面深化资本市场改革重点任务。“深改 12 条”的总目标旨在“打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”。考虑到建设完善资本市场是一个长期艰巨的系统性伟大工程，我们预期后续改革将围绕“深改 12 条”持续推进。

表 1：深改 12 条

序号	内容
一	充分发挥科创板的试验田作用。坚守科创板定位，优化审核与注册衔接机制，保持改革定力。总结推广科创板行之有效的制度安排，稳步实施注册制，完善市场基础制度。
二	大力推动上市公司提高质量。制定实施推动提高上市公司质量行动计划，切实把好入口和出口两道关，努力优化增量、调整存量。严把 IPO 审核质量关，充分发挥资本市场并购重组主渠道作用，畅通多元化退市渠道，促进上市公司优胜劣汰。优化重组上市、再融资等制度，支持分拆上市试点。加强上市公司持续监管、分类监管、精准监管。
三	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。允许优质券商拓展柜台业务。大力发展私募股权投资。推进交易所市场债券和资产支持证券品种创新。丰富期货期权产品。
四	狠抓中介机构能力建设。加快建设高质量投资银行，完善差异化监管举措，支持优质券商创新提质，鼓励中小券商特色化精品化发展。推动公募基金大力发展权益类基金。压实中介机构责任，推进行业文化建设。
五	加快推进资本市场高水平开放。抓紧落实已公布的对外开放举措，维护开放环境下的金融安全。
六	推动更多中长期资金入市。强化证券基金经营机构长期业绩导向，推进公募基金管理人分类监管。推动放宽各类中长期资金入市比例和范围。推动公募基金纳入个人税收递延型商业养老金投资范围。
七	切实化解股票质押、债券违约、私募基金等重点领域风险。
八	进一步加大法治供给。加快推动《证券法》《刑法》修改，大幅提高欺诈发行、上市公司虚假信息披露和中介机构提供虚假证明文件等违法行为的违法成本。用好用足现有法律制度，坚持严格执法，提升监管威慑力。
九	加强投资者保护。推动建立具有中国特色的证券集体诉讼制度。探索建立行政处罚没款优先用于投资者救济的制度机制。推动修改或制定虚假陈述和内幕交易、操纵市场相关民事赔偿司法解释。
十	提升稽查执法效能。强化案件分层分类分级管理，集中力量查办欺诈造假等大要案，提升案件查办效率。
十一	大力推进简政放权。大幅精简审批备案事项，优化审批备案流程，提高监管透明度。加强事中事后监管。
十二	加快提升科技监管能力。推进科技与业务深度融合，提升监管的科技化智能化水平。

资料来源：证券日报，华金证券研究所

二、受益于资本市场完善发展的行业有哪些？

我们坚定看好我国资本市场的未来前景，除了资本市场改革已取得国家高层战略层面的高度重视，改革措施持续推进外；更重要的是，我国资本市场的发展，是由经济体量和社会财富所带来的内在需求所推动。市场需求叠加政策推动和低利率环境，展望未来半年到一年，我们预期我国债券市场将保持繁荣，股票市场也有望回暖、保持活跃。

资本市场发展建设过程中，投融资中介无疑是最受益的，我们认为具体业务可分为大投行、财务顾问、资产管理、财富管理、资本中介等。从业务范围来看，这些受益于资本市场发展的业务与证券公司业务范围高度一致，因此证券业直接受益于资本市场发展。然而与此同时，我们也看到可以从事大投行、财务顾问、资产管理、财富管理、资本中介等业务的并不只有证券公司。具体体现在：

（1）帮助实体企业进行融资的信托公司及商业银行、保险公司的投行部门，从事的也是投行业务；

（2）以华兴资本、汉能投资、易凯资本、汉理资本为代表的民营 FA 机构，被誉为新兴投行的四大金刚，主要服务于新经济，业务包括财务顾问、私募融资、兼并收购、私募股权投资、夹层投资等。从业务本质来看，民营 FA 机构所从事的业务与海外投行早期非常相似。

（3）资产管理是真正的混业经营，公募基金、私募基金、保险资管、银行理财子公司、期货资管与券商资管尽管产品和客户侧重点各有不同，但整体还是在同一市场内搏杀。

（4）财富管理也是混业经营状态，银行、保险、信托、券商、第三方机构均以财富管理为转型方向，且已持续转型多年。

（5）资本中介业务指以客户服务为目的，占用自身资产负债为客户交易、投资、融资提供便利的业务，主要包括信用业务（融资融券、股票质押）和做市业务。融资融券和交易所体系内的做市业务是证券公司仍享受制度红利的业务，股票质押则需和银行、信托等其他金融机构竞争。

综上所述，受益于资本市场完善发展的行业较多，市场竞争十分激烈。同时，除来自其他金融机构的竞争，证券业内部的竞争也在持续。我们坚定看好我国资本市场的未来前景，但我们认为只有拥有强大核心竞争力的金融机构才能脱颖而出。

三、投融资中介机构核心竞争力比较

我们沿用上文思路，继续从大投行（含财务顾问）、财富管理、资本中介、资产管理几个业务条线的角度分析投融资中介机构核心竞争力。

（一）大投行业务

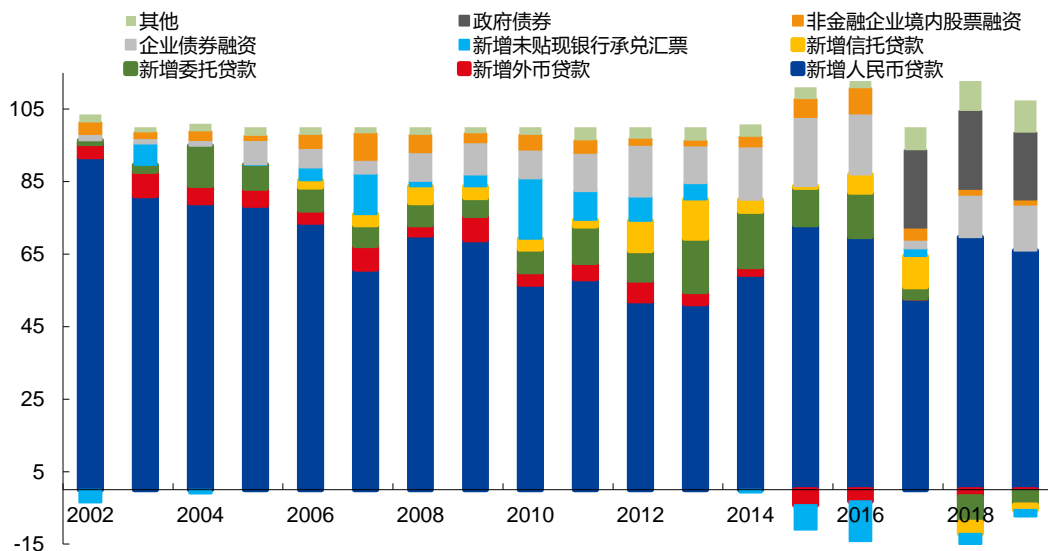
理论上证券公司投行（IPO、再融资、发债、ABS）、商业银行投行（发债、ABN、非标融资、投贷联动）、精品投行（民营 FA）等都属于广义的大投行范畴，都是直接融资的中介机构。

1、直接融资占比提升主要由哪些金融工具驱动

扩大直接融资占比是中国金融改革中一个老生常谈的问题，中国人民银行在《中国金融稳定报告（2011）》中就明确提出“今后金融工作的重点是扩大直接融资规模”。目前，直接融资在社会融资中占比提升的趋势在金融领域早已形成共识。因此包括商业银行在内的各类金融机构也早已布局应对。

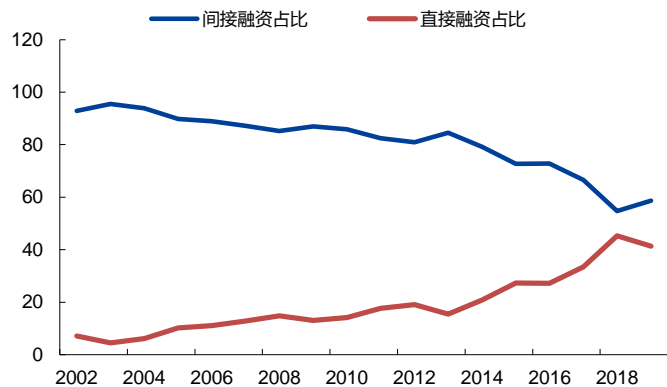
根据人民银行社融数据，2002-19 年我国社会融资中直接融资整体呈快速提升态势，直接融资占比由 2002 年的 7.1% 快速提升 2018 年的 45.26%，2019 年小幅回落至 41.37%。其中最重要的推动因素是企业债券、政府债券和其他金融工具。企业债券融资占比是由 2002 年的 1.8% 升至 2019 年的 12.67%（峰值是 2015 年的 19.08%）；2017-19 年，政府债券爆发式发行，在社融中占比分别达到 21.34%、21.58% 和 18.46%，成为仅次于人民币贷款的社会融资项目。

图 1：我国社会融资规模结构



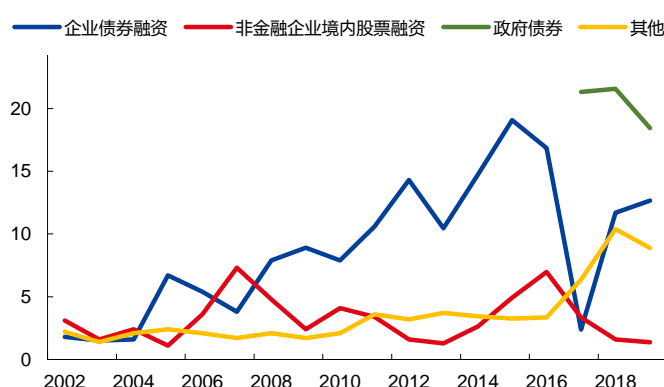
资料来源：WIND，华金证券研究所，注：考虑到信托贷款仍处于打破刚性兑付阶段，我们将其归为间接融资

图 2：最近 20 年来直接融资占比呈提升趋势



资料来源：WIND，华金证券研究所，注：间接融资包括人民币贷款、外币贷款、委托贷款、信托贷款；直接融资包括：银行汇票贴现、企业债券、政府债券、境内股票融资

图 3：直接融资业务分项比较

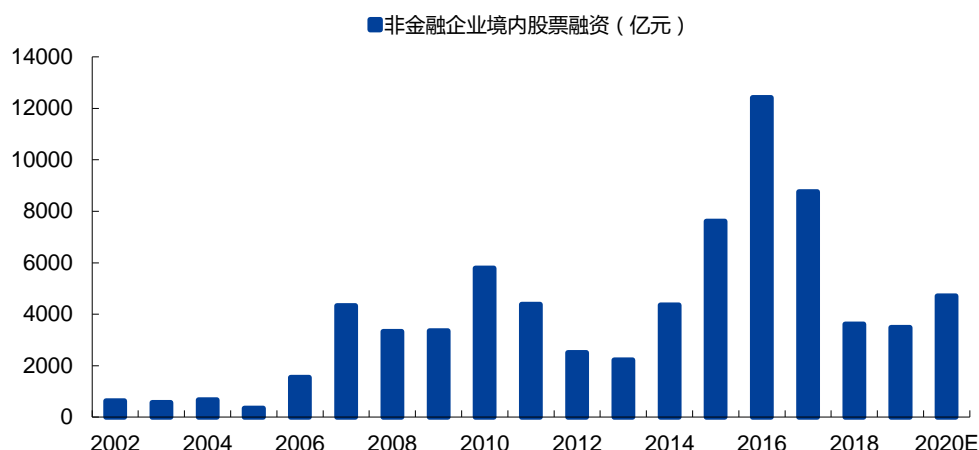


资料来源：WIND，华金证券研究所

概况而言，2002 年至今我国直接融资占比整体呈提升态势，直接融资提升主要由企业债券、政府债券和其他金融工具（ABS、ABN、场外股权融资等）。非金融企业境内股票融资占比波动较大，与股票市场景气正相关。2007 年达到峰值，占比 7.30%，此后 2016 年再度升至 6.97% 的高位。从融资规模来看，2020 年预计非金融企业境内股票融资金额 4710 亿元，与最近 10 年平均值¹大致相当。

¹剔除 2016 年峰值

图 4：2002 年以来非金融企业境内股票融资规模（亿元）



资料来源：WIND，华金证券研究所

2、债券承销，券商不断向银行优势领域渗透

企业债券、政府债券及各类金融工具是我国直接融资占比提升最重要的驱动力，也是政策鼓励的方向。债券承销是商业银行的传统优势业务，也是应对直接融资占比提升的重要抓手，因此债券承销早在多年前已成为商业银行投行部的支柱业务。此外，众多商业银行还不断探索适合的发展路径，目前已形成相对特色的是包括民生银行和平安银行。

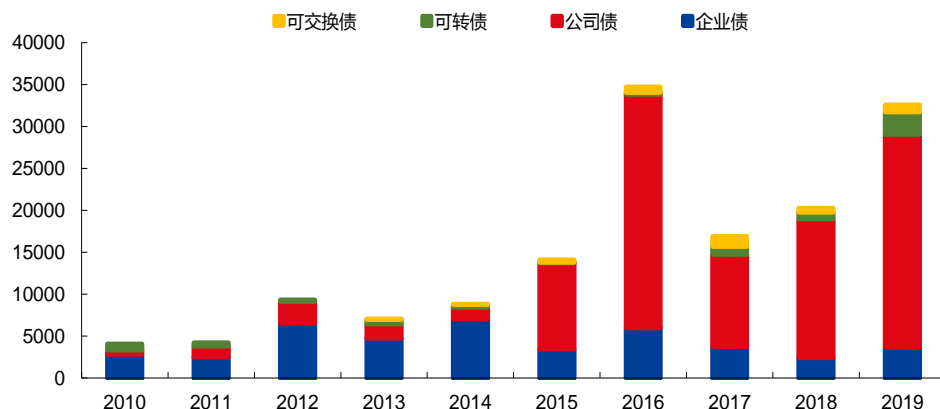
- 民生银行投行业务是轻资本模式，公司投行部曾推出一款产品名“上市直通车”，为企业从酝酿上市到成功上市，乃至上市后一段时期的金融服务需求提供一揽子解决方案。具体可提供的服务包括战略规划、债务融资、股本融资、股债混合融资（并购贷款、银团贷款、债转股等）、资产重组、债务优化、并购整合以及各类咨询顾问服务，甚至还包括对券商、律所等中介机构服务的整合。
- 平安银行的投行业务则更为综合，公司提出了“商行+投行+投资”高效联动的策略，设立行业事业部，致力于成为平安集团团体综合金融业务发动机的角色。以行业事业部为引领，与各行业龙头深度绑定，依托集团优势，满足客户多元化投融资需求。

从民生银行、平安银行投行业务的发展战略可以看到，商业银行投行部从事的业务与证券公司投行业务（牌照业务除外）大致相当，未来混业竞争在所难免。同样，证券公司也在向金融债、政府债承销等商业银行优势领域渗透。

我国债券市场由银行间市场和交易所市场共同构成，分别由人民银行和证监会监管。交易所市场一直是券商的主场，交易所市场上发行的各类金融工具如公司债、私募债、可转债、可交换债、金融债、证监会主管 ABS 等几乎完全由证券公司主承销，银行间市场（包括跨市场）发行的企业债也完全由证券公司主承销。

2015 年 1 月，证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》，实现了公司债发行主体、发行方式、发行期限和流通场所的全面放松和扩容，简化了发行审批流程。2015 年以来交易所债券市场扩容明显。尤其公司债规模扩容显著，2015 年当年公司债发行规模由 2013、14 年的 1500 亿左右剧增至 10,284 亿元，2016 年再度猛增，突破 27,000 亿元。

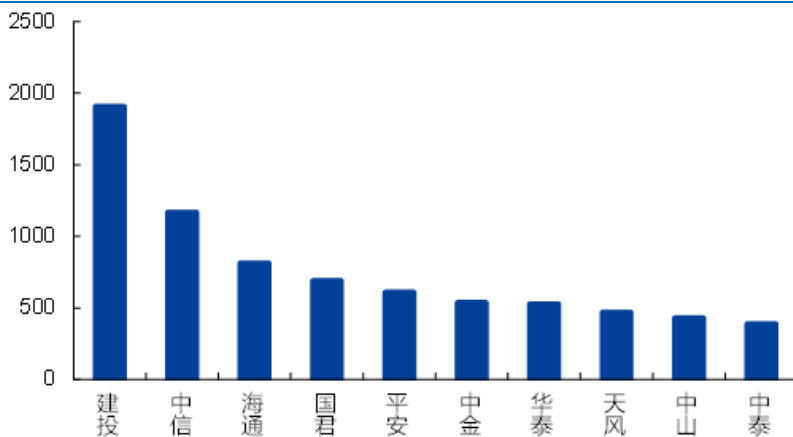
图 5：2010 年以来新发企业债券规模增速较快（亿元）



资料来源：WIND，华金证券研究所

从 2020 年上半年数据来看，中信建投、中信、海通、国君等在企业债券的券商传统优势领域表现优异。

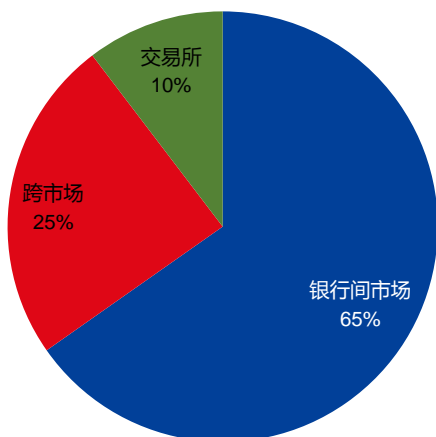
图 6：2020 年 1-5 月，证券公司独立主承销企业债券，规模 TOP10（亿元）



资料来源：WIND，华金证券研究所；注：企业债券包括企业债和公司债

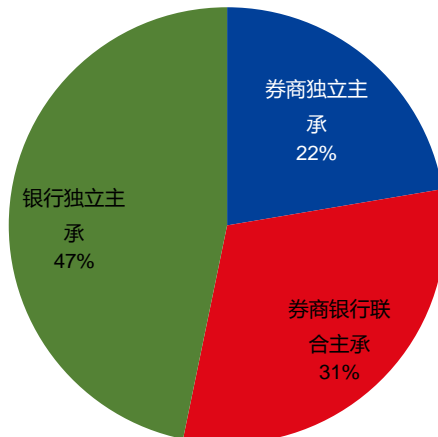
然而，相对于银行间债券市场，交易所市场规模仍然较小，2020 年 1-5 月新发债券规模交易所市场占比仍然仅 10%。多年来，证券公司也致力于向银行间市场渗透，抢占银行市场份额。

图 7：我国债券市场按交易场所结构（2020 年前 5 个月）



资料来源：WIND，华金证券研究所

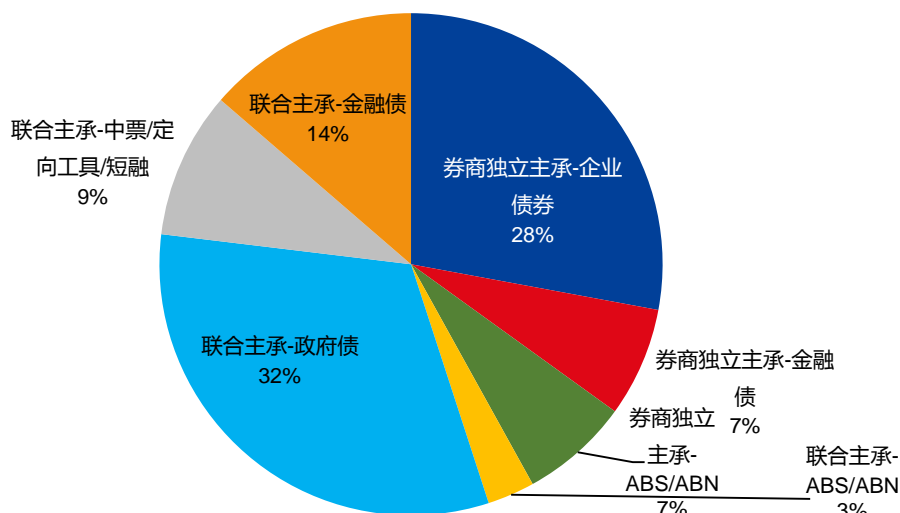
图 8：我国债券市场按主承销商结构（2020 年前 5 个月）



资料来源：WIND，华金证券研究所

2020年1-5月，证券公司独立主承销商业银行债、商业银行次级债、银保监会主管ABS、保险公司债等银行间市场产品规模1465亿元；并通过与商业银行联合主承销方式参与一般中期票据、定向工具、短期融资券、商业银行债、商业银行次级债、银保监会主管ABS、保险公司债等产品发行，总规模1.51万亿元。此外，证券公司也积极参与到银行间和交易所跨市场发行的地方政府债业务中，2020年1-5月，证券公司与商业银行联合主承销的地方政府债规模1.85万亿元，占新发地方政府债总规模的57.53%。

图9：2020年1-5月证券公司参与主承的各类债券规模构成

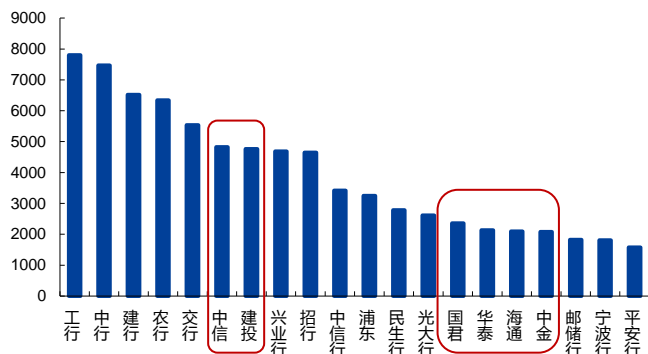


资料来源：WIND，华金证券研究所

从2020年上半年数据来看，按照承销规模，中信、中信建投、国君、华泰、海通、中金已跻身债券承销市场²前列，分别位居第6、7、14、15、16、17位，进步明显，已可与大中型商业银行一较高下。

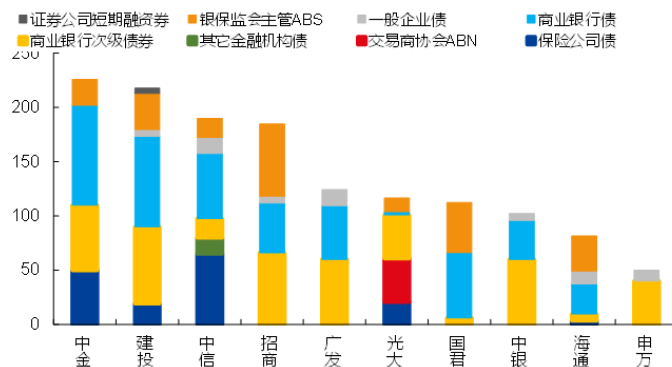
在金融债（商业银行债、商业银行次级债、保险公司债、其他金融机构债等）、政府债、银保监会主管ABS、交易商协会ABN等新兴领域，中金、中信建投、中信等表现优异。

图10：2020年1-5月，银行间市场主承销规模排名（亿元）



资料来源：WIND，华金证券研究所

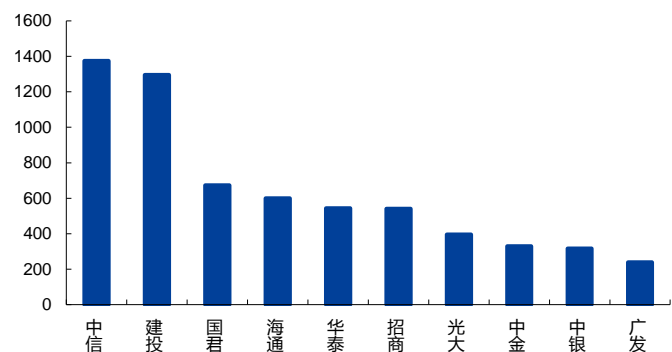
图11：2020年1-5月银行间市场，证券公司独立主承销规模TOP10（亿元）



资料来源：WIND，华金证券研究所

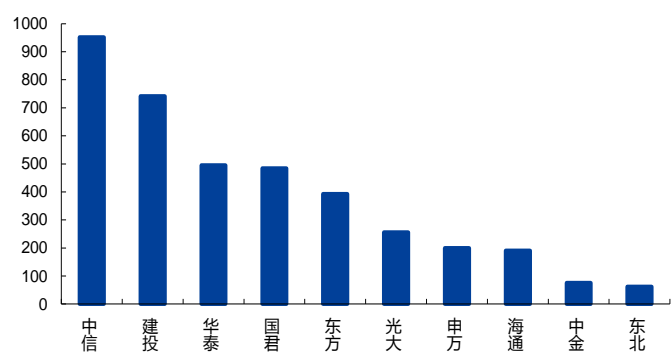
²债券市场包括银行间市场、交易所市场和跨市场品种

图 12: 2020 年 1-5 月银行间市场, 券商与银行联合主承销, 规模 TOP10 的证券公司 (亿元)



资料来源: WIND, 华金证券研究所

图 13: 2020 年 1-5 月跨市场地方政府债, 券商与银行联合主承销, 规模 TOP10 的证券公司 (亿元)



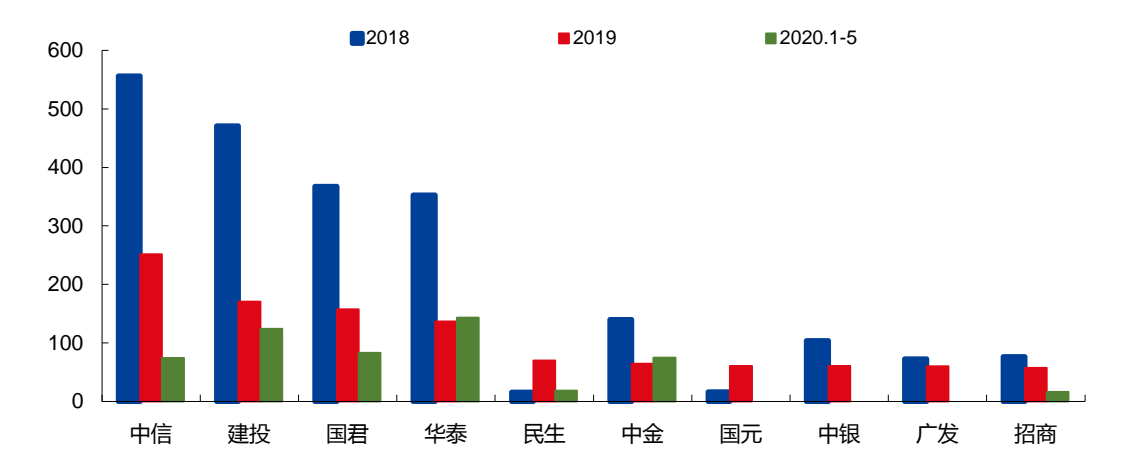
资料来源: WIND, 华金证券研究所

3、股票承销, 增发业务更能体现券商销售能力

权益融资是证券公司传统优势业务, 目前尚未受到商业银行、民营 FA 的冲击。然而, 由于我国证券发行制度上的强监管, IPO 保荐承销中发行定价和销售都难以受证券公司左右, 因此 IPO 业务更多是制度红利和股东背景下的项目获取能力, 并不能反映投行在定价和销售方面的竞争力。

考虑到注册制持续推进和未来激烈竞争将持续, 投行业务的核心竞争力至关重要。券商大投行各相关业务中, 券商担任主承销商³的增发业务更能体现券商投行的销售能力。2018 年至 2020 年上半年, 中信、中信建投、国君、华泰、中金一直居于行业最前列; 2020 年 1-5 月中信、中信建投、国君、华泰、中金增发业务主承销规模市占分别为 10.37%、17.37%、11.63%、20.03%、10.48%。

图 14: 增发 (投行主承销) 募资规模 TOP10 (亿元)

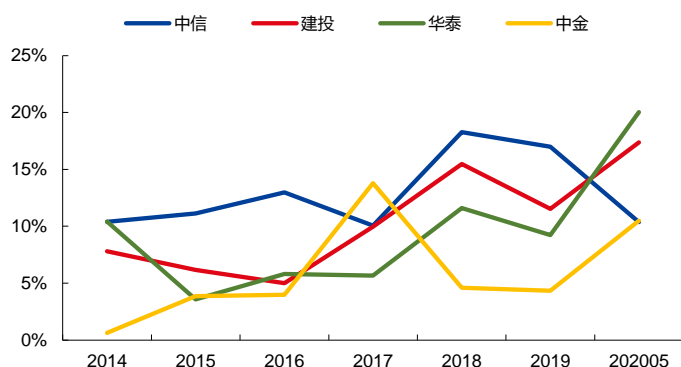


资料来源: WIND, 华金证券研究所

从 2014 年以来增发主承销金额市场占有率变化趋势来看, 中信、中信建投、华泰、中金整体呈上升趋势; 而西南、广发、国信、申万、海通整体表现不佳。

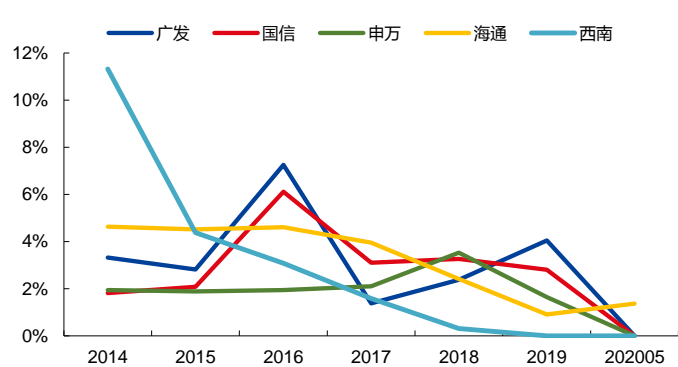
³由券商担任财务顾问的增发业务, 不需募资, 不能反映销售能力

图 15：增发业务市占持续提升的公司（按规模）



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 16：增发业务市占表现不佳的公司（按规模）



资料来源：WIND，华金证券研究所

（二）财富管理业务

1、财富管理的三种模式

财富管理是混业经营状态，银行、保险、信托、券商、第三方机构均以财富管理为转型方向。我们维持将财富管理业务分为三种模式——金融产品超市、咨询型投顾和管理型投顾模式。

- （1） **金融产品超市模式：东方财富天天基金网，目前最好的金融产品超市。** 金融产品超市模式下，客户自主选择投资标的，服务提供方是产品销售渠道或平台。渠道或平台的核心竞争力在于联通客户与产品，一方面拥有海量客户源，另一方面代销产品尽量多而全。从某种意义上，证券公司的传统经纪业务也是金融产品超市的一种，客户在交易系统中自主决策购买哪一只股票，证券公司收取交易手续费。

金融产品超市模式的优势在于门槛低、风险小；难度在于获客和保持客户不流失；缺点也在于门槛低，所以竞争激烈，容易陷入价格战。5月27日，招商银行宣布部分基金申购费打一折，这是继蚂蚁金服、陆金所2016年将基金申购费率降至1折以来，银行渠道也加入战局。

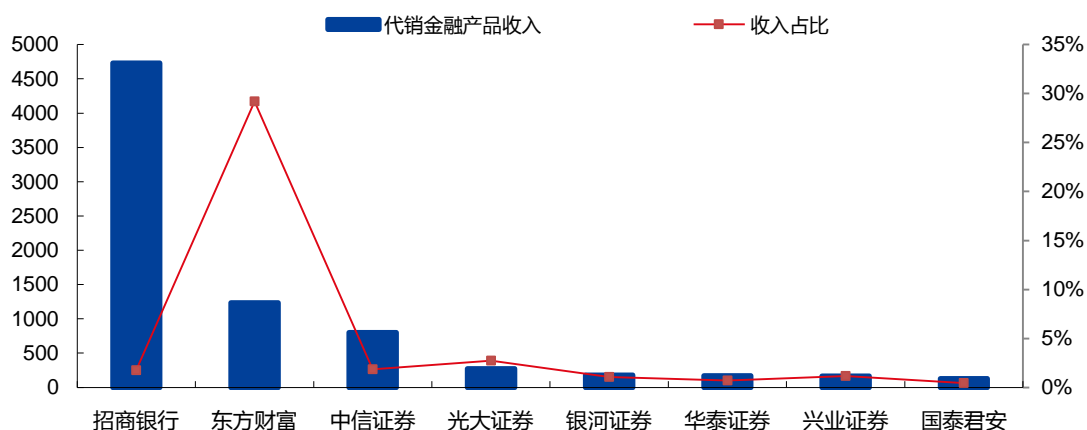
受益于丰厚的客户资源，背靠 ATE 互联网平台的蚂蚁金服、腾讯理财通、天天基金网更占优势：

- 根据 2019 年年报，工商银行代理销售基金 5,892 亿元，代理销售国债 766 亿元，代理销售个人保险 1,326 亿元。
- 2019 年，招商银行实现代理保险收入 57.90 亿元；代理基金收入 47.30 亿元；代理贵金属收入 1.20 亿元。
- 2019 年，天天基金网基金销售额 6,589 亿元，其中“活期宝”2,831 亿元；其他基金 3,758 亿元，实现电子商务收入 12.36 亿元。

与大型银行、天天基金网相比，证券公司客户体量较小，发展金融产品超市天然不足。同时，证券公司主动管理能力相对强一些，销售产品也更倾向于自家资管产品。因此，即便代销金融产品收入金额最高的中信证券，2019 年代销收入也仅 8.03 亿元，远低于工行、招行等大型商业银行，也低于东方财富的天天基金网。

其他代销金融产品收入较高的证券公司如光大证券、银河证券、华泰证券、兴业证券、国泰君安等 2019 年代销金融产品收入分别 2.75、1.79、1.73、1.66、1.30 亿元，相对中信存在断层式差距。考虑到客户是金融机构最核心的珍贵资源，证券公司客户规模原本不多，我们认为盲目发展金融产品超市不但不占优势，反而容易导致客户流失。因此，金融产品超市模式更适合银行、背靠大股东的第三方机构，不适合证券公司。

图 17：主要上市券商代销金融产品业务收入及收入占比与东方财富比较



资料来源：公司公告、华金证券研究所。

- (2) **咨询型投顾模式：诺亚财富，多数证券公司转型财富管理采用的模式。**咨询型投顾模式模式下，财富管理机构通过理财经理、投资顾问为客户提供投资建议，影响客户决策。这一模式的难度在于如何从客户处收取费用及如何提升并维持投顾人员的专业能力。以诺亚为代表的第三方财富管理公司（非标类金融产品代销亦同）的主要收入是融资方提供的代销费用。标准金融产品（如公募基金）代销业务类似，收入主要来源于基金产品认购、申购费用和尾随佣金。然而，销售人员利益与融资方绑定，很容易陷入短期行为导致损伤投资人利益。

证券公司的投资顾问，除了产品代销，往往还包括股票投资建议咨询。然而，通常投顾并不能帮助客户持续从股市中盈利，因此过往出现过搭建投顾团队反而导致客户流失的案例。而且，真正投资能力较强的投顾往往也不会一直担任投顾为客户提供咨询服务。

- (3) **管理型投顾模式：我们看好的财富管理业务方向。**2019 年 10 月证监会机构部发布了《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》，行业期待已久的公募基金投资顾问业务试点正式落地。华夏、嘉实、易方达、南方、中欧等基金公司首批试点。据了解首批试点机构主要依托旗下子公司开展投顾业务，如华夏财富、嘉实财富、中欧钱滚滚等。

公募基金投资顾问业务需为每一位客户开立专属投顾账户、量身定制投顾策略，然后从全市场数千只产品选出匹配该策略的产品并持续跟踪，是一个长期动态调整的过程，需要较强的投资管理能力和风险控制能力，与 FOF 业务类似。

我们看好以公募基金投资顾问业务为代表的管理型投顾业务。管理型投顾模式的收费从收取申购赎回等交易费用升级为按保有规模收取管理费、按超额业绩取得业绩提成。管理型投顾模式规避了咨询型投顾可能损伤客户的潜在风险，真正使投顾与客户利益保持一致，是长期持续的业务模式。当然，也是需要专业投资能力的业务模式。海外独立财富管理机构的收入结构中，咨询费通常仅占 10%，管理费收入占比 90%。

2020 年 3 月，银河证券、中金公司、中信建投、国泰君安、申万宏源、华泰证券、国联证券 7 家证券公司获得证监会首批公募基金投资顾问业务试点资格。

从社会分工的角度，我们将资产管理的核心能力分为融资能力和投资能力（包括风控能力），投资行为又分成大类资产配置、选股、择时和仓位管理等。相对于基金公司，证券公司拥有大量营业网点和存量客户，融资能力更强而投资能力偏弱。管理型投顾实质是采购投资能力，将选股、择时和一部分仓位管理的职能交给投资能力更强的优质资管机构，自身专注于大类资产配置、策略选择和风险控制。我们认为证券公司从事管理型投顾更具优势和可行性。

2、证券行业财富管理业务现状

目前，证券业内对财富管理业务的定义并不统一，各家都声称向财富管理转型，但各自财富管理业务的涵盖范围并不一样。我们选取业内较出色的几家：

中信证券的财富管理业务旨在提供综合金融解决方案，是经纪业务的升级版。中信于 2018 年底启动全面财富管理转型，将经纪业务发展与管理委员会更名为财富管理委员会，财富管理委员会下设零售客户部、财富客户部、金融产品部、投资顾问部、金融科技部、运营管理部等部门及北京、上海、江苏、安徽等 19 家分公司。启动转型一年多以来，公司优化客户分级分类服务体系、优化投资产品体系，自主打造了集“产品销售、投资顾问、资产配置”为一体的财富管理平台，为客户提供综合金融解决方案。

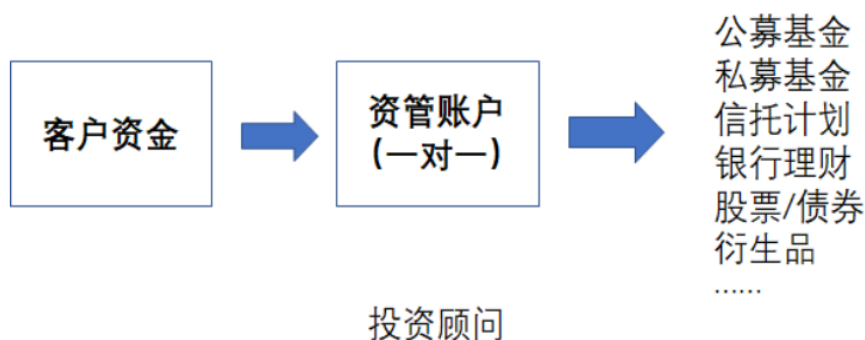
国泰君安的财富管理是通过投顾团队服务富裕和高净值客户，并向资管子公司引流。2019 年国君投资顾问队伍人数同比增长 26%，覆盖及服务的富裕客户和高净值客户数量同比增长 35% 和 28%，产品销售中自有产品占比始终保持在 70% 左右。投顾团队引流下，资管主动管理业务规模占比升至 60%。

光大证券的财富管理业务聚焦金融产品，是经纪业务的一部分。2019 年年报中，公司明确提出“2020 年，公司财富管理业务将继续聚焦金融产品体系”；“持续打造私募基金配置名品金富尊 FOF 和公募基金配置名品金富尊财富账户。建立以金融工程为核心的能力圈，在产品评价、资产配置、总量量化、量化选股、量化择时五个领域深入研究，形成核心竞争力，支持公司产品体系建设”。

兴业证券的财富管理业务包括证券及期货经纪业务和资产管理业务。经纪业务包括代理买卖证券、金融产品销售、融资融券、股票质押等。打造了“兴证财富”的品牌，定期为客户提供各种资讯，市场影响力不断提升。目前兴业证券财富管理部的组织架构是一个开放的架构，以服务、支持、推动分公司为核心定位，投顾团队专业能力不断提升，线上与线下相结合。线上以“优理宝”平台为基础，在客户完成证券开户和产品购买之后仍然持续服务客户。

中金公司的财富管理业务包括交易服务、资本服务、产品及顾问服务。早在 2011 年中金公司已推出金致系列 TOT 产品，为高净值个人或机构客户管理财富，创造了不少成功案例。目前，中金财富管理以关注客户整个生命周期为出发点，提供“财富规划+资产配置”解决方案，线上线下结合。具体做法是投资顾问与客户签订“一对一”资管计划，然后根据客户需求和风险承受能力设计资产配置方案，配置相应的子基金。子基金取自产品池，产品池涵盖公募、私募、资管计划，以公司基于既往业绩、策略、风格等遴选出来的优质私募标的为主。中金公司称之为“买方投顾模式”，与我们的管理型投顾模式异曲同工。

图 18：中金公司买方投顾模式



资料来源：新浪财经、华金证券研究所

我们认为上述公司已经是业内在财富管理领域，转型较为领先的公司。比较这些公司财富管理业务上的布局，我们最看好中金公司。一方面，中金的财富管理正是我们最看好的管理型投顾模式；另一方面，中金在高净值客户服务方面自 2011 年开始，业务模式、对接产品已十分成熟；第三，中金对中金财富（原中投证券）的整合较彻底，执行力强，较少受到历史遗留问题的干扰。

（三）资本中介业务

1、证券公司加杠杆提升 ROE 之路

资本中介业务是我们十分看好的业务方向。我们认为当资本市场发展到一定阶段，使用资产负债表为客户提供便利，以促进交易和提升客户粘度成为证券公司的必然选择。同时，资本中介业务也是证券公司增加负债，加杠杆、提升 ROE 的重要路径。

目前证券公司开展的资本中介业务主要包括信用业务（融资融券、股票质押）和做市业务（新三板做市、债市做市、场内基金做市、场外期权做市等）。受融资渠道、业务资格、专业能力、抗风险能力、IT 系统等因素制约，头部大型券商和中小券商在资本中介业务上分化明显。大型头部券商杠杆率更高，更偏好于开展资本中介业务。截止 2020 年 1 季度末，上市券商间的杠杆率

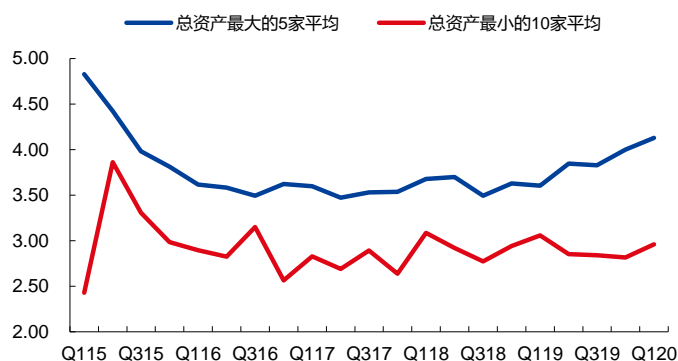
分化已十分明显，有效杠杆率最高的中信建投 4.83x，最低的华林证券仅 1.92x。我们预期类似的分化未来将更加明显。

图 19：证券业净资产和平均有效杠杆率



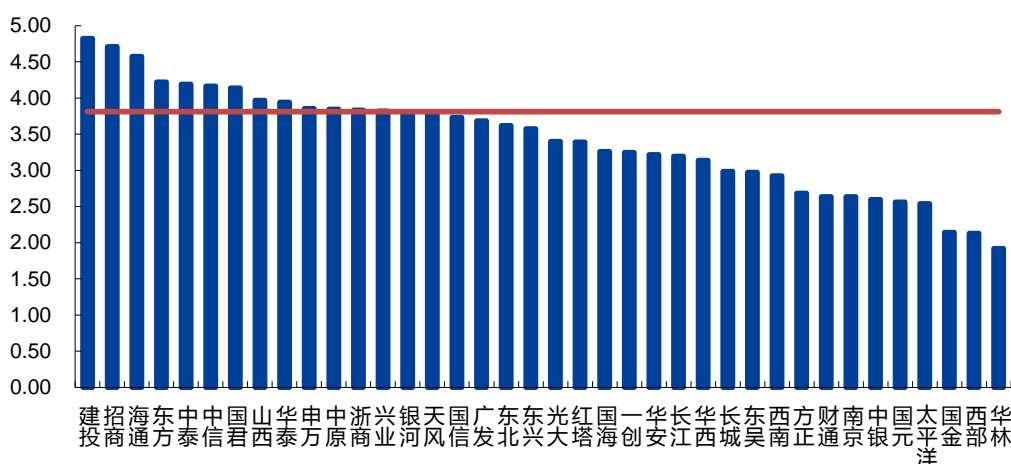
资料来源：证券业协会，华金证券研究所

图 20：大型上市券商和小型上市券商杠杆率分化



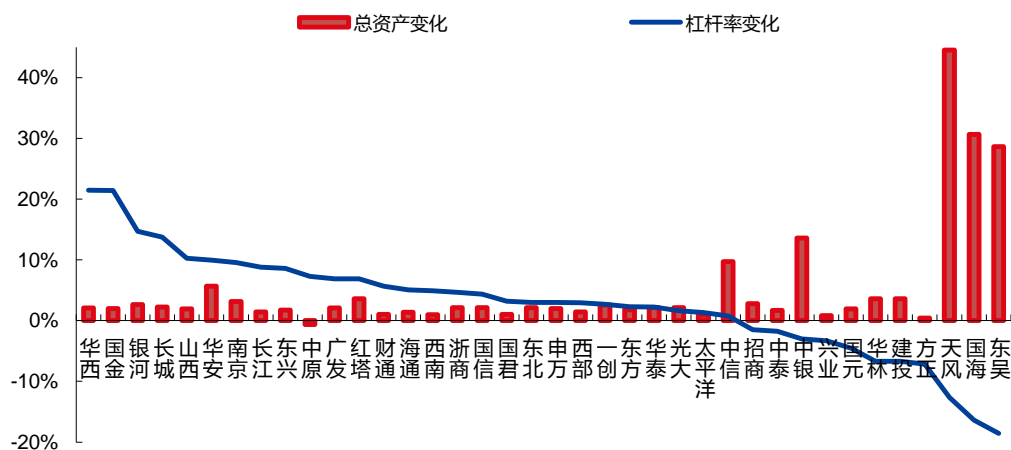
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 21：上市券商有效杠杆率及上市券商平均比较（Q120）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 22：上市券商有效杠杆率提升幅度比较（Q120）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

2020年上半年,38家上市券商中杠杆率提升幅度最大的是华西证券、国金证券和银河证券。杠杆率下滑幅度最大的是东吴证券、国海证券和天风证券,但杠杆率下滑是由于三家通过配股进行了募资,总资产金额还是提升的。方正证券、中信建投和华林证券杠杆率有所下滑。

需要特别说明的是,加杠杆有利于提升 ROE,但我们认为杠杆是手段、是结果,而非目的。我们希望看到的是证券公司通过加杠杆开展可持续且潜在风险不大的资本中介业务;我们并不支持证券公司使用杠杆资金进行投资,虽然较强投资能力下的债券投资或可贡献可观收益,但我们认为这些收益并不能带来估值溢价,潜在风险还可能带来估值折价。

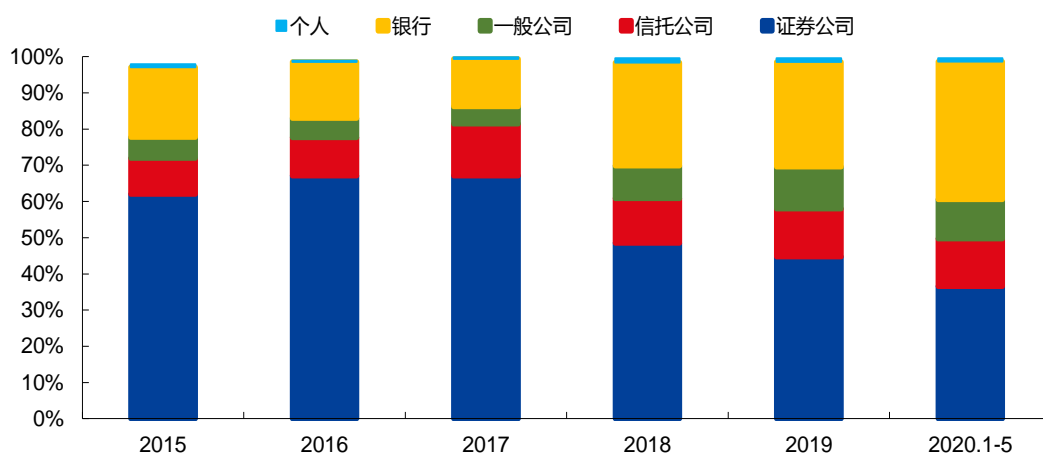
2020年1季度,杠杆率提升幅度较大或总资产大幅增加的上市券商,如华西证券、国金证券、银河证券、东吴证券、国海证券和天风证券,除东吴证券主动收缩业务规模外,均不同幅度的增加了金融投资资产。此外,我们注意到,与业内多数公司主动收缩股票质押业务规模不同,国金、国海的买入返售金融资产较年初分别增加 19%和 11%。我们推断国金、国海两公司或加强了股票质押业务。与此同时,西部、山西、中泰、华泰也出现了买入返售金融资产较年初大幅增加的现象。

2、股票质押业务体现核心竞争力

我们认为各类资本中介业务中股票质押业务是个比较能体现核心竞争力的业务。开展股票质押业务对金融机构的资本实力、融资能力、定价能力和风控能力都有较高要求。股票质押业务也是一个竞争十分激烈的业务,银行、证券、信托、私募、个人都可参与。

根据 WIND 披露的股票质押明细数据,2015-17 年证券业占据市场 65%左右的份额,2018 年至今快速降低,2020 年 1-5 月证券公司接受质押股票市值已降至全市场的 37%。银行业则正好相反,2015-17 年市场不断被券商抢占,2018 年以来不断抢占券商市场。2017 年银行业股权质押市占已降至 13%,2020 年 1-5 月则回升至 38%,超越券商再度成为股票质押市场上最大的质押方。

图 23: 各金融子行业股票质押业务市场份额变化 (按接受质押市值)



资料来源: WIND、华金证券研究所

股票质押业务是信贷周期叠加股票市场周期,周期性特别强,把握周期节奏是最具专业性的一环。2015-17 年,证券公司在周期顶部大肆展业,因此在周期下行阶段风险暴露特别多,信用

损失金额较大。我们认为目前已处于股票市场周期的底部，大多数股票估值也处于历史底部，目前阶段开展股质业务的风险远小于 2015-17 年期间。从行业比较来看，我们认为银行业对本轮股票质押业务的周期把握比证券业强。

公司层面，根据 WIND 股票质押明细数据，浙商银行、兴业银行、平安银行 2020 年以来股票质押业务市占提升最快。证券公司方面，国金证券、国海证券、西南证券 2020 年以来股票质押业务市占提升较快。另据渠道调研信息，中信证券、国泰君安也加强了股票质押业务的拓展，但国泰君安今年新增的股质业务主要是通过资管子公司进行的。

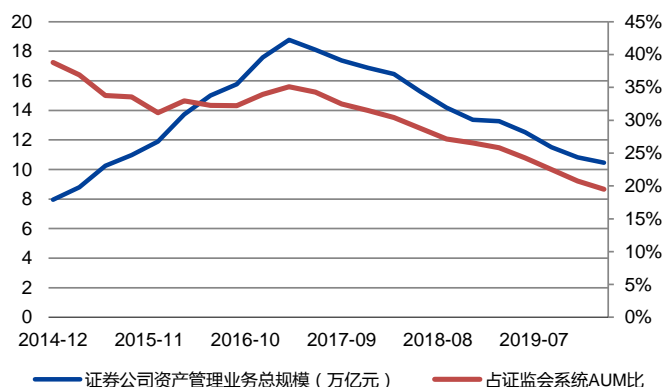
（四）资产管理业务

资产管理也是证券公司重要的发展方向，虽然理论上证券公司的基因在于投融资“中介”，更适合联络沟通撮合，证券公司的投资能力或难以与专业的资管机构媲美。然而，对标高盛、摩根士丹利、瑞银等大型国际投行，资管部门均是重要的构成，业绩贡献不可忽视。其中高盛、摩根士丹利 2019 年资管业务收入分别高达 61.89 和 130.83 亿美元，收入占比分别达到 17.44% 和 31.59%。

2017 年 2 季度以来，受市场环境转变、监管趋严、资管新规等因素影响，证券业资管规模持续降低，截止 2020 年 1 季度末已由 2017 年 1 季度末的峰值 18.77 万亿元降至 10.47 万亿元。但需要说明的是券商资管规模减少主要是作为通道业务的定向资管计划减少。证券公司定向资管计划 AUM 同样在 2017 年 1 季度末达到峰值 16.06 万亿元，至 2020 年 1 季度末降至 7.99 万亿元，减少了 8.07 万亿元，与券商资管减少的 AUM 大致相当。

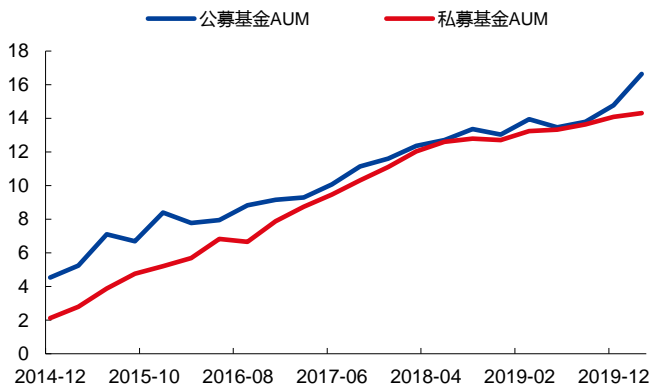
与券商资管 AUM 持续收缩不同，公募基金和私募机构 AUM 呈持续提升态势，显示我国社会居民投资理财需求依然旺盛，大资管行业前景依然光明。

图 24：券商资管业务 AUM 及占比变化趋势



资料来源：基金业协会，华金证券研究所

图 25：公募、私募机构 AUM 持续提升（万亿元）

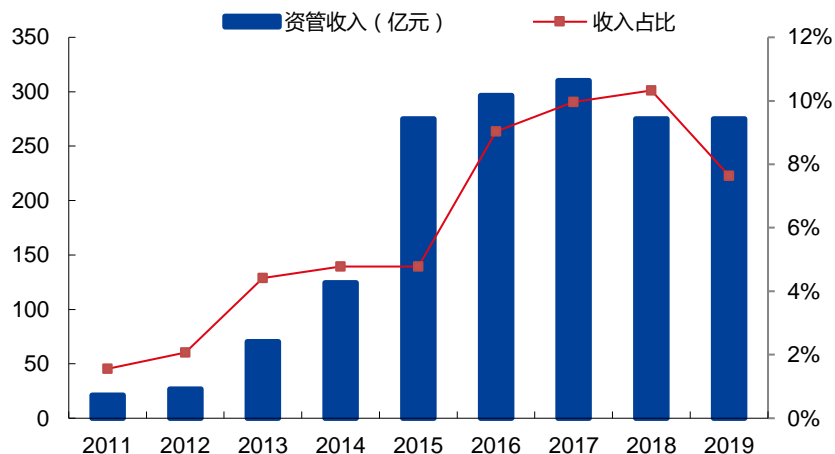


资料来源：基金业协会，华金证券研究所

与券商资管规模大幅收缩形成鲜明对比，证券业资管业务收入下滑幅度并不大。2018 年券商资管 AUM 同比降了 17%，资管收入仅下滑 11%；2019 年券商资管 AUM 同比再度降了 19%，资管收入同比反而增加了 0.06%。

出现这一反差主要是由于产品结构的变化，以低费率通道业务为主的定向资管计划减少，体现券商主动管理能力的集合资管计划、公募类基金自 2019 年 4 季度开始回升。我们认为主动管理能力才是证券公司赖以生存、有待发展的核心竞争力。

图 26：证券业资管收入及收入占比变化趋势

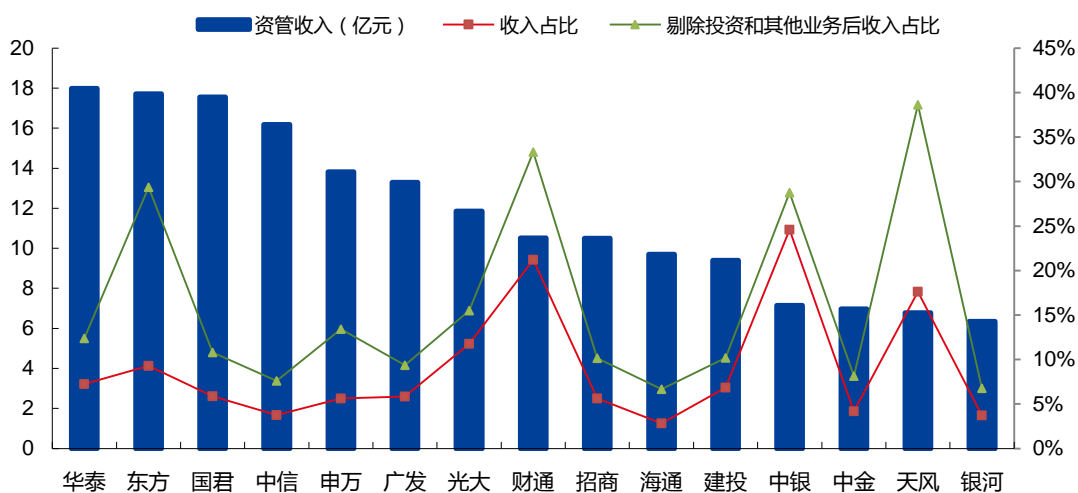


资料来源：证券业协会、华金证券研究所

资管行业是真正的混业经营，目前越来越多的券商资管取得公募牌照，其中表现优异的如东方证券资管、中银证券资管非货币基金资产规模已超千亿，跻身公募基金行业前 30。华泰资管、财通资管、长江资管非货币 AUM 分别 456 亿元、257 亿元和 73 亿元处于券商资管较前列。

从资管收入贡献来看，华泰、东方、国君位居行业前三甲；收入占比方面则是中银、财通、天风、东方居前。

图 27：2019 年资管收入和收入占比较高的上市券商



资料来源：WIND、华金证券研究所

（五）综述：哪些是前景向好的优质公司

综上所述，我们看好我国资本市场和投融资中介业务的未来前景，但投融资中介业务已近乎混业经营，竞争十分激烈，我们认为只有拥有强大核心竞争力的金融机构才能脱颖而出。我们认

为大投行、财富管理、资本中介、资产管理是投融资中介业务未来较有前景的业务条线。基于大投行、财富管理、资本中介、资产管理四大业务的既往表现，我们认为**中信证券、国泰君安、华泰证券**综合实力较强、各方面均表现较好，具有发展为国际一流全能投行的潜力。

中信建投在投行业务；**中金公司**在投行业务和财富管理；**东方证券、中银证券**在资产管理；**东方财富**在金融产品超市方面，表现较好。此外，2020年上半年**华西证券、国金证券、银河证券**抓住市场机遇快速加杠杆，利于2020年ROE的快速提升。

尤其值得特别提出的是，根据WIND股票质押明细数据，**国金证券、国海证券、西南证券、中信证券、国泰君安**有加强股票质押业务拓展的迹象。我们认为把握住股票市场周期节奏是证券公司体现核心竞争力的重要体现。

表 2：核心竞争力居于行业前列的上市券商

业务大类	子领域	优质上市券商
大投行业务	企业债券承销	中信建投、中信、海通、国君
	金融债	中信、中信建投、国君、华泰、海通、中金
	政府债、ABS、ABN	中金、中信建投、中信
	增发	中信、中信建投、国君、华泰、中金
财富管理	金融产品超市	东方财富
	咨询型投顾	国泰君安、华泰
	管理型投顾	中金
资本中介业务	有效杠杆率绝对值	中信建投、招商、东方、中信、国君
	有效杠杆率提升	华西、国金、银河、长城、山西
	股票质押	国金、国海、西南、中信、国泰君安
资产管理	资产管理	东方、华泰、国君、中银、财通

资料来源：华金证券研究所整理

四、制度红利日渐稀薄，但仍然存在

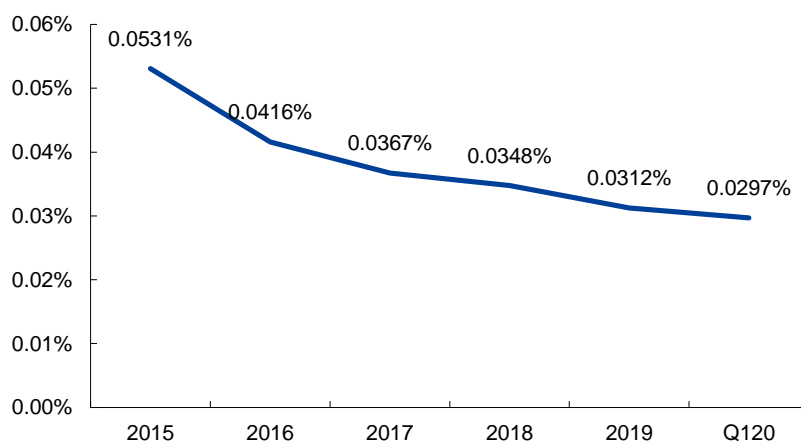
券商牌照是稀缺的金融资源。牌照所代表的特许经营权及相关业务带来的现实利益正是牌照价值所在。当然，在行业集中度日益提升的趋势下，核心竞争力较强的头部大型券商更容易获取制度红利。但我们认为，有一定客户积累的证券公司，即便核心竞争力不强，但依靠历史积累的制度红利在未来较长时间也仍可存活并盈利。这类公司易被市场忽视，且各业务更有赖于资本市场活跃度，因此当市场回暖时，业绩弹性叠加估值倍数提升，股价弹性反而更大。

我们认为券商的制度红利主要体现在经纪业务（小客户零售）、信用业务和低成本融资三个方面。

（一）经纪业务：证券公司传统业务基本盘

证券业经纪业务佣金率价格战已延续了十余年，行业平均净佣金率从千分之3一路降至目前低于万分之3。根据媒体报道，2020年以来多家中小券商新开户佣金率已降至万分之一（包括过户费），仅高于券商需缴纳的监管规费（约万分之0.7）一点点。我们预计行业平均净佣金率仍将持续下行。

图 28：证券业平均净佣金率



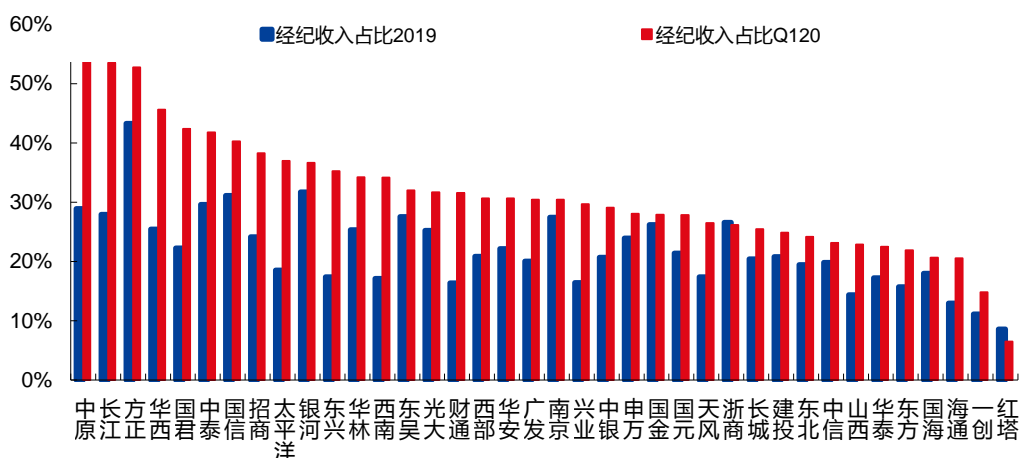
资料来源：WIND、华金证券研究所

然而，经纪业务制度红利仍然存在，经纪业务的制度红利主要在于小客户零售业务。小客户零售业务的制度红利来自“佣金收费每笔最低 5 元”的规定。举例说明，若客户单笔交易金额低于 2 万元，则即便开户佣金率 0.025% 或更低，客户实际承担佣金仍是 5 元，即实际佣金率高于开户佣金率。

根据上交所统计年鉴，2018 年末持股市值 10 万元以下的账户数占比 58.21%；持股市值 10-50 万的账户数占比 28.71%；自然人投资者户均持股市值仅 11.82 万元。根据我们渠道调研，也发现大量自然人投资者普遍具有交易活跃、单笔交易金额较小的特征。

根据代理买卖证券业务净收入及 2018 年股基交易金额市场份额，红塔证券是目前上市券商中经纪份额最小的公司，经纪份额仅 0.10% 左右。从公司披露的 2018、19 年分部数据来看，2018 年 AB 股日均成交额仅 3700 亿元的市场环境下，红塔经纪业务（不含信用业务）营业利润亏损 365 万元，毛利率 -2.96%；而在 AB 股日均成交额达到 5200 亿元的 2019 年，红塔经纪业务分部实现营业利润 2089 万元，毛利率 12.95%，业绩弹性可见一斑。

图 29：上市券商经纪收入占比



资料来源：WIND、华金证券研究所

（二）信用业务：融资融券成业绩稳定器

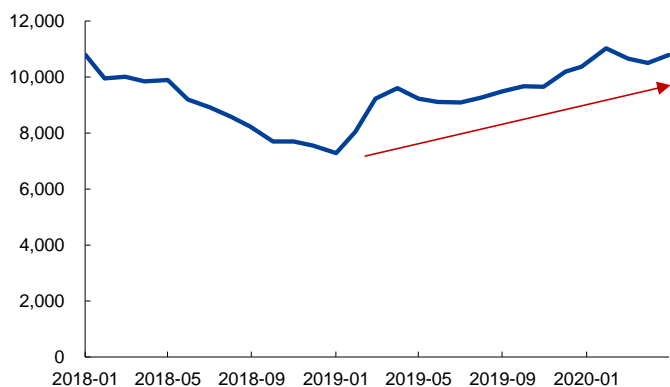
融资融券是证券公司独有的业务类型，并且融资融券业务必须在信用账户内进行，完全处于证券公司监控之下，因此潜在风险不大。2019年8月新版《融资融券交易实施细则》施行后，融资融券标的股票已由950只扩大至1600只，两融标的市值占总市值比重已达80%以上。融资融券成为券商制度红利中重要的一部分。

我们对两融业务业绩贡献进行了粗略的估算。虽然个别中小券商给予投资者6.99%、6.66%的融资优惠利率，但融资业务利率平均仍处于8.0%左右，融券业务利率行业平均仍处于10%左右。考虑到目前短期融资券发行利率已普遍降至3.5%左右，我们假设证券公司普遍取得4.5%左右的利差。按照目前11,000亿元的市场余额估算，融资融券业务可为证券公司贡献约495亿元的利息净收入。再考虑两融交易佣金收入，我们预计证券业融资融券业务合计贡献收入超600亿元，收入占比15-20%，已成为证券公司十分重要的业绩来源。

受不断暴露的坏账风险影响，证券公司2018年以来一直主动压缩股质业务规模。然而，券商开展股票质押是场内质押，效率高、放款快，在制度上优于银行、信托的场外质押。这也是2012-17年证券公司可以从银行、信托抢到大量股票质押业务市场份额的重要原因。我们认为股质业务的制度红利仍在，当市场回暖，证券公司仍有望重新夺回市场。

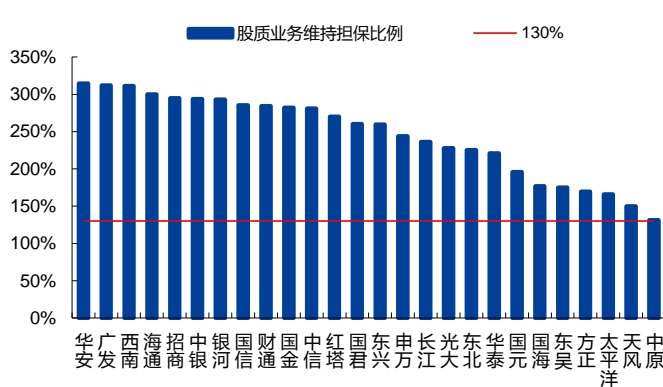
潜在风险方面，中国证券金融公司公示数据显示，2019年末全市场融资融券客户平均维持担保比例为276.6%，显示两融业务潜在风险较小。股票质押业务具有一定的潜在风险，尤其减持新规发布之后。但根据2019年年报，上市券商股票质押业务维持担保比例多数也在200%以上。但中原证券、天风证券2019年末股质业务维持担保比例只有131%和150%，仅略高于监管要求，面临一定风险暴露风险。

图 30：融资融券余额 2019 年以来持续回升（亿元）



资料来源：WIND，华金证券研究所

图 31：2019 年末上市券商股质业务维持担保比例

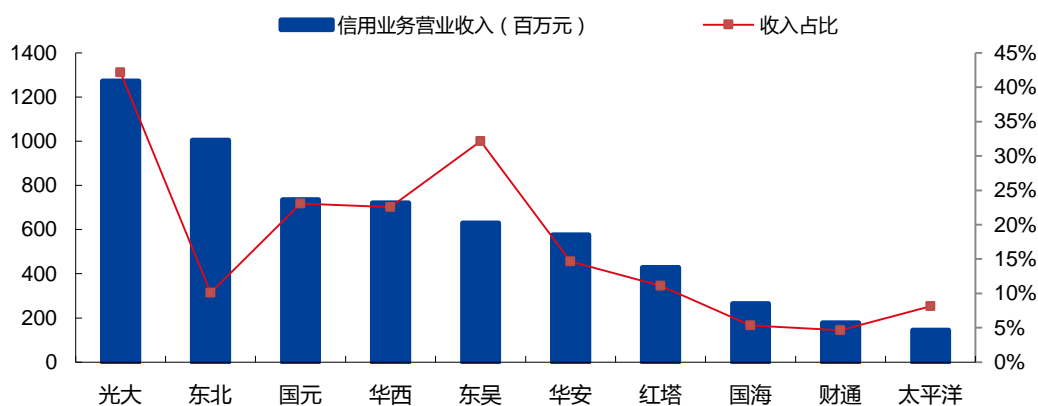


资料来源：公司公告，华金证券研究所

上市券商信用业务业绩贡献方面，受数据来源限制，仅10家上市券商单独披露信用业务分部的营业收入和营业利润。考虑到各家信用减值准备计提政策并不一致，我们仅比较营业收入和收入占比。

数据显示，披露数据的10家上市券商中光大证券信用业务收入合计12.73亿元，收入占比高达42%。经纪份额只有0.30%左右的太平洋信用业务也实现营业收入1.45亿元，收入占比8.15%。

图 32：上市券商信用业务收入概况



资料来源：公司公告、华金证券研究所

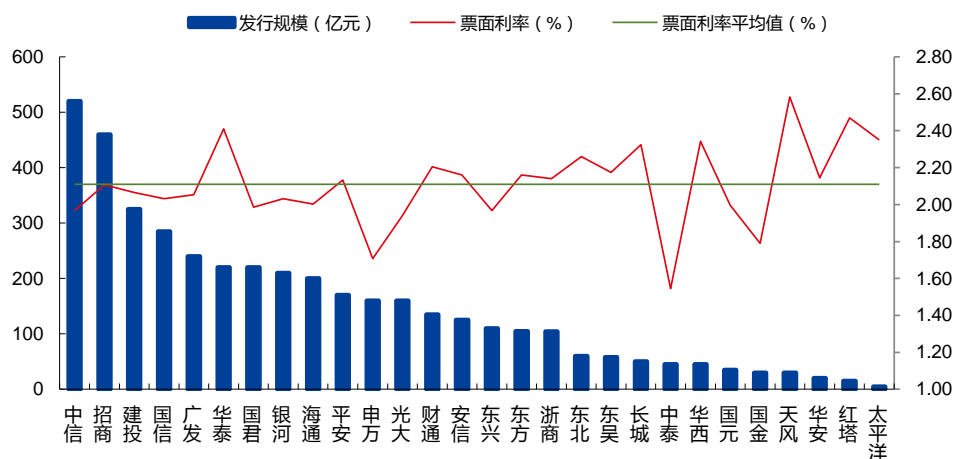
（三）低成本融资

2020 年上半年（截至 6 月 10 号），共 60 家证券公司通过证券公司短期融资券和证券公司债累计融资 7,271 亿元。其中，通过证券公司短期融资券融资 4,294 亿元，平均成本仅 2.11%；通过证券公司债融资 2,977 亿元，3 年期证券公司债 1,852 亿元是其中最主要的组成部分。3 年期证券公司债平均成本 3.55%。考虑到 2020 年上半年新发行的 AA+ 级 3 年期企业债券平均票面利率 5.57%，我们认为低成本债券融资给证券公司带来了难以忽视的套利机会。

上市券商比较方面，大型券商发行规模较大，并且融资成本相对较低。出现这一现象主要是由于根据监管规定，证券公司债券融资规模上限与净资本规模成正比，同时大型证券公司主体评级往往更高。

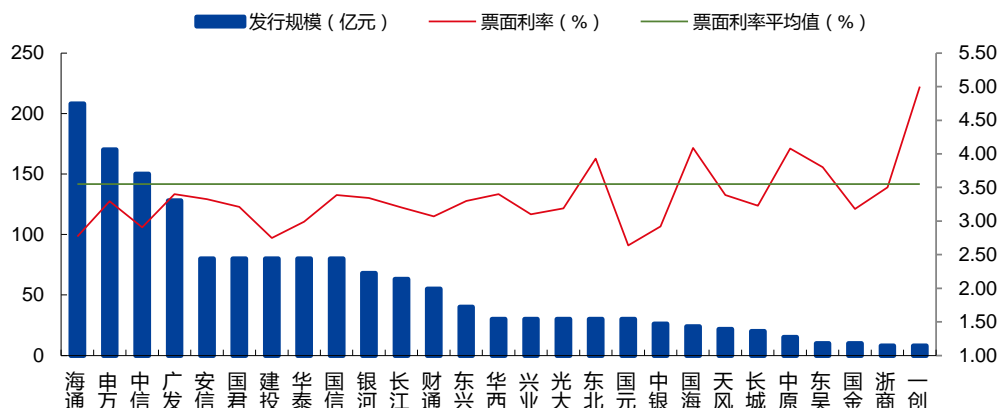
当然，抓住利率下行融资机遇，实现低成本融资的中小券商也值得关注。如前文提及 2020 年上半年有效杠杆率提升显著的华西证券、国金证券、长城证券，分别融资 85 亿元、70 亿元和 80 亿元，融资成本约 2.64%、2.26% 和 2.82%。

图 33：2020 年上半年上市券商发行的证券公司短期融资券规模和利率比较



资料来源：WIND、华金证券研究所

图 34：2020 年上半年上市券商发行的证券公司债规模和利率比较



资料来源：WIND、华金证券研究所

五、投资建议

（一）值得长期关注/持有的标的：核心竞争力为王

基于我国经济发展和居民财富增值保值的内在需求，我们坚定看好我国资本市场的未来前景，及与之相关的投融资中介业务。然而，投融资中介业务已近乎混业经营，竞争十分激烈，我们预期只有拥有强大核心竞争力的金融机构才能脱颖而出。

基于大投行、财富管理、资本中介、资产管理四业务的表现，我们认为**中信证券、国泰君安、华泰证券**综合实力较强、各方面均表现优异，具有发展为国际一流全能投行的潜力。此外：

- **中信建投**在投行业务表现出众；
- **中金公司**在投行业务和财富管理表现较好；
- **东方证券（偏权益类）、中银证券（偏债券类）**在资产管理表现较好；
- **东方财富**在零售经纪业务和金融产品超市表现较好。

综上所述，我们认为**中信证券、国泰君安、华泰证券、中信建投、中金公司、东方证券、中银证券、东方财富**八家公司值得长期关注。结合目前 P/B 估值水平，我们维持**中信证券**买入-B，**国泰君安、华泰证券和东方证券**的买入-A 评级，推荐长期持有。同时，我们建议关注**东方财富**和**中金公司**回归 A 股后的阶段性交易机会。

表 3：部分上市券商估值比较（收盘价：6 月 10 日）

证券代码	简称	收盘价	总市值	自由流通市值	P/B			ROE		
		元	亿元	亿元	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
600030.SH	中信	23.06	2,773	1,802	1.84	1.63	1.54	7.76	8.69	9.63
601066.SH	建投	33.59	2,240	162	5.51	4.34	3.91	11.51	10.53	11.33

		收盘价	总市值	自由流通市值		P/B			ROE	
601688.SH	华泰	18.14	1,535	960	1.34	1.26	1.20	7.94	7.7	8.23
601211.SH	国君	16.25	1,367	703	1.19	1.06	0.99	6.75	7.4	7.82
300059.SZ	东财	15.81	1,274	897	6.01	4.52	4.05	9.49	11.71	13.41
601696.SH	中银	22.90	636	64	5.00			6.44		
600958.SH	东方	9.29	593	385	1.20	1.16	1.11	4.61	4.79	5.99

资料来源: WIND, 华金证券研究所 (注: 中信/华泰/国君/东财/东方为我们预测数据, 其他为 wind 一致预测, 缺失数据为无市场一致预测)

(二) 2020 年下半年交易性机会: 弹性优先+事件驱动

1、假设 H220 股市景气保持平稳

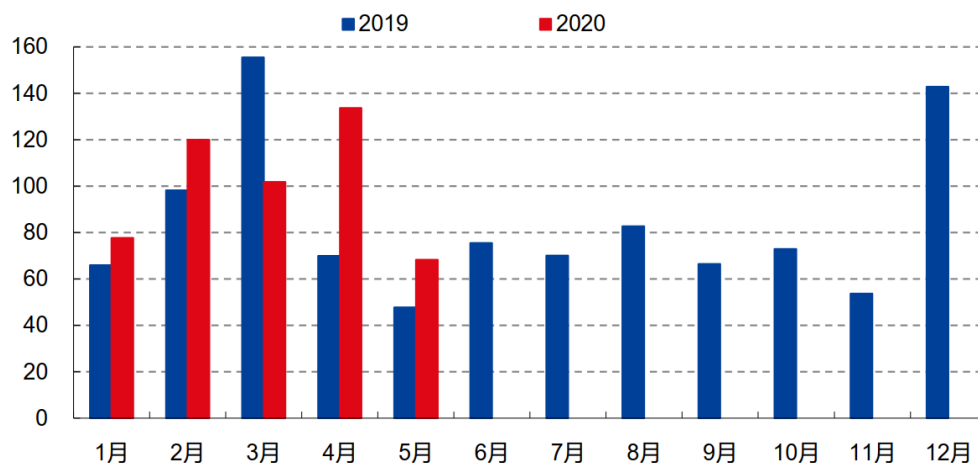
券商股股价表现与股市景气程度密切正相关, 短期交易性机会尤其呈现强周期特性。没有对股票场景气程度的假设, 上市券商无论业绩还是估值倍数均难以预判。因此, 我们首先假设 H220 股市景气保持平稳, 与 H120 市场环境大致相当, 较 2019 年活跃。

- **股基日均成交额:** 2020 年 1-5 月, 股基日均交易 7,988 亿元, 同比+25%。我们假设 2020 年全年股基日均交易 7500 亿元, 同比+38%。
- **融资融券平均余额:** 2020 年 1-5 月, 两融平均余额 10,717 亿元, 同比+24%。我们假设 2020 年全年融资融券平均余额 11,000 亿元, 同比+21%。

2、上市券商中期及全年业绩展望

基于上市券商 1-5 月母公司口径净利润和下半年市场保持平稳的假设, 我们估算上市券商 Q220 净利润平均同比增幅可达 50%以上, H120 净利润同比增长预计 10-15%。受益于 Q219、Q319 的低基数, 我们预计上市券商 1-3 季度净利润同比增幅将扩大至 20%左右, 全年净利润同比增幅约 30%左右。业绩增幅不断扩大, 有望对券商股股价产生正面推动效应。

图 35: 上市券商母公司口径可比净利润月度表现 (亿元)



资料来源: WIND、华金证券研究所

个股方面，我们预计中信、华泰 H120 净利润同比增幅约 20% 左右；而海通受海通银行等海外资产拖累、国泰君安受不再并表上海证券影响，H120 净利润或现一定幅度下滑。

中小券商中，**红塔证券**规模较小、投资收益占比高、业绩弹性大，H120 净利润同比增幅或达 200% 以上，全年净利润同比增幅约 150%，业绩表现亮眼。**国金证券**受益于上半年果断加杠杆、**国海证券**受益于上半年完成配股增厚资本，H120 和 1-3 季度净利润同比增幅预计将达 60% 和 50% 左右，业绩表现较好。此外，受益于利率下行带来的债券市场投资机遇，**东方证券**、**银河证券**、**第一创业**业绩表现预计也将较好。

3、股权激励、定向增发等事件

国泰君安股权激励计划：6 月 7 日，国泰君安公告 A 股限制性股票激励计划，拟向激励对象授予不超过 8900 万 A 股限制性股票，约占总股本 1%，首次 0.92%、预留 0.08%。这是新《证券法》实施后，首家推行股票激励计划的证券公司。与以往证券公司使用员工薪酬购买港股或通过信托计划间接持有股票的股权激励计划不同，国泰君安的这一限制性股票激励计划是公司使用自有资金通过二级市场回购股票，然后以十分优惠的价格转售激励对象，设置的对标公司、KPI 考核也合理。截至 6 月 10 号，公司已首批回购 470 万股，购买平均成本 16.26 元。

我们认为激励机制对证券公司尤为重要，证券业务的核心正在于“人”的主观积极性。国泰君安业内首家探索在 A 股推出激励计划，有望有效激发核心人员主人翁意识，提高公司凝聚力和效率。公司 2020EP/B 目前仅 1.05x，是配置的较好时点。

7 家公司拟定向增发融资。截至 6 月 10 日，中信建投、国信、第一创业、西南、中原、南京、海通等 7 家公司发布公告，其定增预案已取得证监会批复或核准。我们认为对于海通、西南、国信、中原等低估值公司，目前通过定向增发有利于增厚净资产，提高资本实力，利于中长期发展，或可成为公司股价催化剂。

4、个股标的

综上所述，我们认为**红塔**、**国金**、**东方**、**银河**、**第一创业**、**国海**等中期和下半年业绩表现或较好，值得关注。**国泰君安**推出股权激励计划，**海通证券**、**西南证券**、**国信证券**、**中原证券**或实施定向增发，有望形成事件催化。

结合 P/B 估值，我们维持**国泰君安**、**海通证券**、**东方证券**买入-A 评级，建议关注**红塔**、**国金**、**银河**、**一创**等的交易性机会。

表 4：部分上市券商估值比较（收盘价：6 月 11 日）

证券代码	简称	收盘价 元	总市值 亿元	自由流通市值 亿元	2019A	P/B 2020E	2021E	2019A	ROE 2020E	2021E
业绩驱动										
601236.SH	红塔	21.12	767	77	5.74	5.37	5.00	6.78	6.40	6.80
601881.SH	银河	9.82	764	124	1.40	1.32	1.22	7.64	7.85	8.11
600109.SH	国金	10.37	314	228	1.51	1.43	1.35	6.48	6.58	6.71
002797.SZ	一创	6.81	239	163	2.64	2.48	2.32	5.83	7.09	7.90
000750.SZ	国海	4.21	229	142	1.64	1.22	1.17	3.54	4.00	4.30

		收盘价	总市值	自由流通市值	P/B			ROE		
事件驱动										
601211.SH	国君	16.26	1,364	703	1.19	1.06	0.99	6.75	7.4	7.82
600837.SH	海通	11.82	1,145	907	1.08	1.00	0.94	7.81	7.72	8.7
002736.SZ	国信	10.73	880	216	1.72	1.37	1.26	9.46	9.03	9.57
600369.SH	西南	4.50	254	121	1.30			5.46		
601375.SH	中原	4.59	136	60	1.84			0.59		

资料来源: WIND, 华金证券研究所 (注: 国君/海通为我们预测数据, 其他采用 wind 一致预期, 缺失数据为无市场一致预测)

风险提示

市场风险：证券业主要收入来源均与证券市场密切相关。证券市场受整体经济发展、宏观政策、国际环境和投资者心理等因素影响，存在一定周期性。若未来我国证券市场持续不景气或大幅波动，可能对上市券商业务发展和经营业绩产生较大不利影响。

监管风险：

监管加强导致业务发展受阻风险。2015年下半年以来，中国证券业进入强监管阶段，监管态度由鼓励创新转变为控制风险。监管层对证券公司风险管理、流动性指标、杠杆率等进一步加强监管。投资者适当性管理、先行赔付等要求也加大了证券的责任。监管层的谨慎态度和较大的处罚力度或导致创新业务发展受限。

监管处罚及连带风险。近年来证监会对多家证券公司实施立案调查，对部分证券公司处以暂停业务或大额罚款。若公司展业过程中出现未勤勉尽责、尽职调查不到位、信息披露不完善等不合规事项，或面临较严峻监管处罚。接受监管处罚后，还将面临声誉受损、客户流失、先行赔付、集体诉讼等风险。

行业风险：

牌照放开导致竞争加剧的风险。2018年以来监管层再度加快资本市场对外开放，继瑞银、野村控股证券公司后，摩根大通也向证监会提交了相关申请材料。我们认为中长期来看，金融混业经营、证券业对内对外开放是大势所趋，随着金融牌照审批放开，海外资本、民营资本进入证券业或导致相关业务竞争加剧。

竞争加剧下佣金率、利率持续下滑的风险。证券公司同质化仍较强，竞争激烈。我们担忧未来经纪业务佣金率、股票质押利率、融资融券利率/交易佣金率等仍有下滑的空间。

人才流失风险。证券行业属于知识密集型行业，证券公司发展的关键在于人才储备和积累。若公司未建立完善的职业发展平台和激励机制，或面临高级管理人员和业务骨干流失的风险。若人才离职后继续开展与公司有竞争关系的业务，上市券商还可能进一步面临客户流失的风险。

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsc.cn