

投资评级：推荐（维持）

报告日期：2020年06月14日

分析师

分析师：刘文强 S1070517110001

☎ 021-31829700

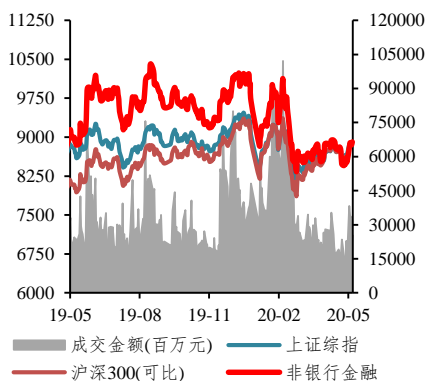
✉ liuwq@cgws.com

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

<<再论券商股历史复盘与驱动因素的量化实证剖析>> 2020-06-07

<<融资渠道拓展，杠杆率有望逐步提升>> 2020-05-31

<<修改符合预期，与时俱进+强化合规风控>> 2020-05-24

股权管理办法略超预期，行业制度供给持续加快

——关于《证券公司股权管理规定》（征求意见稿）等政策的专题评析

核心观点

■ 要点 1：证监会发布《证券公司股权管理规定》（征求意见稿）反映现实要求与行业发展需要

新修改的《证券公司股权管理规定》（征求意见稿）共计5章44条，及其实施规定主要修改涉及几方面的内容。1是修改主要股东定义。2是适当降低证券公司主要股东资质要求。3是根据新《证券法》，调整证券公司股权相关审批事项。4是结合实践中出现的新情况，进一步明确有关监管要求。5是落实简政放权，进一步精简申报材料。

■ 要点 2：我国券商行业与同业相比存在较大差距，亟待补充资本实力

与金融同业相比，券商行业资本实力明显不足。目前，券商不论在资本实力还是杠杆率方面都远不及保险行业和银行业。根据2020Q1数据，券商总资产约为保险业的48%；总资产规模不及银行业的4%。净资产方面，券商不及银行业13%；杠杆为3.02倍，与2019年年末的测算结果相比略有提升，但也远远低于保险业（8.65倍）及银行业（12.4倍）。与国外大型顶级投行相比，国内券商行业的资本杠杆率也多有不及。以摩根士丹利和高盛为例，2020年第一季度摩根士丹利杠杆率为10.87，是国内证券行业的3.6倍，而高盛的杠杆率为11.66，约为国内证券行业的4倍。

■ 要点 3：预计更多资本加入证券业，中小券商预期受益

此次股权管理规定的修改，一方面让监管更有针对性和效率性，另一方面是适度降低门槛，有利于中小券商引入股东，引进资本，提升资本实力及激发活力。整体来说，本次修订，对于中小券商更为有利，预计中小券商随着未来的资本实力增强，存在部分弯道超车的可能性，未来行业竞争格局预计会发生变化。

■ 要点 4：预期中小券商股权变更显著增多，混改进一步提速

考虑到疫情影响下，当前中小券商部分存在经营困难的现实，存在着部分股东受让股权的现实需求，中小券商的股权变更预计频繁。而在国企层面持续推进混改双百计划，预计未来券商行业的混改将进一步提速。其中比较典型的是华泰证券与中金证券。

■ 要点 5：新政预期将助力券商估值提升

客观上而言，券商股呈现出一二级市场倒挂的现实特征。而导致倒挂的核

心因素之一是券商股的 ROE 相对低迷，有资本制约的因素。此次新政落地后，预计未来将会有越来越多企业参股证券公司，有助于证券公司补充资本，助力行业创新发展，长期看有助于提高行业估值水平。

■ **投资建议：**

重点推荐关注华泰证券（第一家 A+H+G 内地券商）、国泰君安、申万宏源、海通证券及国金证券等，港股关注中金公司等；互联网券商东方财富。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，部分为关联券商未列出。

■ **风险提示：**中美贸易摩擦波动风险；地缘政治风险；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；肺炎疫情持续蔓延影响等。

目录

1. 券商股东松绑-降低门槛，正当其时	5
1.1 事件及回顾	5
1.2 事件评析-规定修改反应现实要求与行业发展需要，好于预期	5
1.3 潜在影响-行业松绑持续推进，中小券商预计更受益	10
1.3.1 与同业相比存在较大差距，亟待补充资本实力	10
1.3.2 预计更多机构加入证券业，中小券商将更受益	12
1.3.3 预计中小券商股权变更显著增多，混改也将进一步提速	13
1.3.4 预计新政将助力券商估值提升	14
2. 展望与投资建议	15
2.1 行业展望与趋势	15
2.2 投资建议	15
3. 风险提示	17

图表目录

图 1：银行业杠杆率	10
图 2：保险业杠杆率	10
图 3：券商行业杠杆率	11
图 4：2020Q1 券商、保险、银行的总、净资产及杠杆率情况	11
图 5：摩根士丹利杠杆率等指标	12
图 6：高盛杠杆率等指标 单位（%）	12
图 7：券商并购多发于熊市	14
图 8：行业 PB 及 PE	15
图 9：行业 2020Q1 估值趋势	15
图 10：两市成交量与券商 PB 估值	16
表 1：证券公司股权管理规定修订及要点	5
表 2：关于实施《证券公司股权管理规定》有关问题的修订及要点	8
表 3：2012 年以来日均两市成交量区间与券商 PB 均值 单位：亿元	17

1. 券商股东松绑-降低门槛，正当其时

1.1 事件及回顾

公司治理是金融机构监管的重点，股权管理是公司治理的基础。2019年7月5日，证监会发布《股权规定》，以部门规章形式，明确了证券公司股权管理的有关要求，夯实证券公司主体责任，强化内部追责，完善外部追责。而2020年3月1日起施行的新《证券法》对证券公司股东要求有所调整。在新《证券法》框架下，结合境内外金融机构监管实践，相应调整和完善《股权规定》关于证券公司股东准入和监管的相关要求。

1.2 事件评析-规定修改反应现实要求与行业发展需要，好于预期

新修改的《证券公司股权管理规定》（征求意见稿）共计5章44条，及其实施规定主要修改涉及几方面的内容。1是修改主要股东定义。参考国内外金融监管经验，结合证券公司股权日渐分散的趋势，将证券公司主要股东从“持有证券公司25%以上股权的股东或者持有5%以上股权的第一大股东”调整为“持有证券公司5%以上股权的股东”。2是适当降低证券公司主要股东资质要求。取消主要股东具有持续盈利能力的要求；将主要股东净资产从不低于2亿元调整为不低于5000万元人民币；不再要求主要股东具备相匹配的金融业务经验；不再要求主要股东为行业龙头等。3是根据新《证券法》，调整证券公司股权相关审批事项。将“证券公司增加注册资本且股权结构发生重大调整、减少注册资本，变更持有5%以上股权的股东、实际控制人，应当依法报中国证监会批准”调整为“证券公司变更主要股东或者公司的实际控制人，应当依法报中国证监会批准”，取消的审批情形调整为备案事项。4是结合实践中出现的新情况，进一步明确有关监管要求。包括禁止证券公司股权相关的“对赌协议”；明确控股股东变更为持股100%的股东的备案程序；明确单个非金融企业实际控制证券公司股权比例不得超过50%的豁免情形等。5是落实简政放权，进一步精简申报材料。包括适当减少股东财务审计报告要求，简化股东及所控制机构诚信合规记录证明文件要求等。

表 1：证券公司股权管理规定修订及要点

	原规定	修订稿（2020）	核心要点
修改第五条	<p>根据持股比例和对证券公司经营管理的影响，证券公司股东包括以下四类：</p> <p>（一）控股股东，指持有证券公司50%以上股权的股东或者虽然持股比例不足50%，但其所享有的表决权足以对证券公司股东会的决议产生重大影响的股东；</p> <p>（二）主要股东，指持有证券公司25%以上股权的股东或者持有5%以上股权的第一大股东；</p> <p>（三）持有证券公司5%以上股权的股东；</p> <p>（四）持有证券公司5%以下股权的股东。</p>	<p>根据持股比例和对证券公司经营管理的影响，证券公司股东包括以下三类：</p> <p>（一）控股股东，指持有证券公司50%以上股权的股东或者虽然持股比例不足50%，但其所享有的表决权足以对证券公司股东会的决议产生重大影响的股东；</p> <p>（二）主要股东，指持有证券公司5%以上股权的股东；</p> <p>（三）持有证券公司5%以下股权的股东。</p>	<p>取消主要股东持有证券公司25%以上股权的股东或者持有5%以上股权的第一大股东的规定，将主要股东更改为指持有证券公司5%以上股权的股东。</p>
修改第六条	<p>证券公司设立时，中国证监会依照规定核准其注册资本及股权结构。</p>	<p>证券公司设立时，中国证监会依照规定核准其注册资本及股权结构。</p>	<p>细化股权结构变化分类要求，对主要股</p>

证券公司增加注册资本且股权结构发生重大调整、减少注册资本，变更持有 5%以上股权的股东、实际控制人，应当依法报中国证监会批准。

证券公司变更注册资本或者股权，不涉及前款所列情形的，应当在公司登记机关办理变更登记后 5 个工作日内，向公司住所地中国证监会派出机构备案。证券公司在证券交易所、全国中小企业股份转让系统（以下简称股份转让系统）发生的股权变更不适用本款规定。

持有证券公司 5%以下股权的股东，应当符合下列条件：

（一）自身及所控制的机构信誉良好，最近 3 年无重大违法违规记录或重大不良诚信记录；不存在因故意犯罪被判处刑罚、刑罚执行完毕未逾 3 年的情形；没有因涉嫌重大违法违规正在被调查或处于整改期间；

（二）不存在长期未实际开展业务、停业、破产清算、治理结构缺失、内部控制失效等影响履行股东权利和义务的情形；不存在可能严重影响持续经营的担保、诉讼、仲裁或者其他重大事项；

（三）股权结构清晰，逐层穿透至最终权益持有人；股权结构中原则不允许存在理财产品，中国证监会认可的情形除外；

（四）自身及所控制的机构不存在因不诚信或者不合规行为引发社会重大质疑或产生严重社会负面影响且影响尚未消除的情形；不存在对所投资企业经营失败负有重大责任未逾 3 年的情形；

（五）中国证监会基于审慎监管原则规定的其他条件。通过证券交易所、股份转让系统交易取得证券公司 5%以下股份的股东，不适用本条规定。

第八条 持有证券公司 5%以上股权的股东，应当符合下列条件：

（一）本规定第七条规定的条件；

（二）不存在净资产低于实收资本 50%的情形；

（三）不存在或有负债达到净资产 50%的情形；

（四）不存在不能清偿到期债务的情形；

（五）净资产不低于 5000 万元人民币。

第九条 证券公司的主要股东，应当符合下列条件：

（一）本规定第八条规定的条件；

（二）净资产不低于 2 亿元人民币，财务状况良好，

证券公司变更主要股东或者公司的实际控制人，应当依法报中国证监会批准。

证券公司的控股股东、实际控制人实际控制证券公司的股权比例增 100%的，证券公司应当在公司登记机关办理变更登记后 5 个工作日内，向中国证监会备案。

证券公司变更注册资本、股权或者 5%以上股权的实际控制人，不涉及本条第二、三款所列情形的，应当在公司登记。机关办理变更登记之日起（依法不需办理公司变更登记的，自相关确权登记之日起）5 个工作日内，向公司住所地中国证监会派出机构备案。证券公司在证券交易所、全国中小企业股份转让系统（以下简称股份转让系统）发生的股权变更不适用本款规定。

存在下列情形的，不得成为证券公司的股东：

（一）最近 3 年存在重大违法违规记录或重大不良诚信记录；因故意犯罪被判处刑罚、刑罚执行完毕未逾 3 年；因涉嫌重大违法违规正在被调查或处于整改期间；

（二）存在长期未实际开展业务、停业、破产清算、治理结构缺失、内部控制失效等影响履行股东权利和义务的情形；存在可能严重影响持续经营的担保、诉讼、仲裁或者其他重大事项；

（三）股权结构不清晰，不能逐层穿透至最终权益持有人；股权结构中存在理财产品，中国证监会认可的情形除外；

（四）因不诚信或者不合规行为引发社会重大质疑或产生严重社会负面影响且影响尚未消除；对所投资企业经营失败负有重大责任未逾 3 年；

（五）中国证监会基于审慎监管原则认定的其他情形。通过证券交易所、股份转让系统交易取得证券公司 5%以下股份的股东，不适用本条规定。”

东、实际控制人、变更注册资本、股权或者 5%以上股权的实际控制人有了细化规定。

更改表述，将应当符合的条件改为不得存在的情形。

删除

将第九条改为第八条，将净资产不低于 2 亿元人民币更改

修改第七条

删除第八条

第九条改为
第八条

	具有持续盈利能力，资产负债和杠杆水平适度，具备与证券公司经营业务相匹配的持续资本补充能力；	录，治理规范，管理能力达标，风险管控良好；	为净资产不低于
	(三)公司治理规范，管理能力达标，风险管控良好；	(三)财务状况良好，净资产不低于 5000 万元人民币，资产负债和杠杆水平适度，具备与证券公司经营业务相匹配的持续资本补充能力；	5000 万元人民币；
	(四)开展金融相关业务经验与证券公司业务范围相匹配，能够为提升证券公司的综合竞争力提供支持；	(四)不存在净资产低于实收资本 50%、或有负债达到净资产 50%或者不能清偿到期债务的情形；	新增不存在净资产低于实收资本
	(五)对证券公司可能发生风险导致无法正常经营的情况，制定合理有效的风险处置预案。	(五)能够为提升证券公司的综合竞争力提供支持；	50%、或有负债达到净资产 50%或者不能清偿到期债务的情形。
		(六)中国证监会基于审慎监管原则规定的其他条件。	
		第九条 证券公司的第一大股东、控股股东，应当符合下列条件：	
		(一)本规定第八条规定的条件；	
		(二)开展金融相关业务经验与证券公司业务范围相匹配；	1. 规定顺序调整。
		(三)入股证券公司与其长期战略协调一致，有利于服务其主营业务发展；	2. 进一步完善对第一大股东、控股股东的要求，增加对其业务经验、风险处理的规定，体现了审慎监管的原则。
		(四)对完善证券公司治理结构、推动证券公司长期发展有切实可行的计划安排；	
		(五)对保持证券公司经营管理的独立性和防范风险传递、不当利益输送，有明确的自我约束机制；	
		(六)对证券公司可能发生风险导致无法正常经营的情况，制定合理有效的风险处置预案；	
		(七)中国证监会基于审慎监管原则规定的其他条件。	
		第十五条 非金融企业入股证券公司的，还应当符合下列要求：	
		(一)符合国家关于加强非金融企业投资金融机构监管的有关指导意见；	规定顺序调整，对单个非金融企业控制
		(二)单个非金融企业实际控制证券公司股权的比例原则上不得超过 50%，为处置证券公司风险等中国证监会认可的情形除外。”	证券公司的持股比例问题进行完善。
		证券公司 5%以上股权的实际控制人，应当符合本规定第八条第一项至四项的规定。证券公司的实际控制人，还应当符合本规定第九条第五项和第十条第三项、第四项的规定。	
		非金融企业入股证券公司的，还应当符合下列要求：	
		(一)符合国家关于加强非金融企业投资金融机构监管的有关指导意见；	
		(二)单个非金融企业实际控制证券公司股权的比例原则上不得超过 50%。	补充了例外情形
		证券公司股东应当充分了解股东权利和义务，充分知悉证券公司经营管理状况和潜在风险等信息，投资预期合理，出资意愿真实，并且履行必要的内部决策程序。	补充“不得签订在未来符合特定条件时，由证券公司向特定股东赎回股权或由
第十条改为	第十条 证券公司的控股股东，应当符合下列条件：		
第九条	(一)本规定第九条规定的条件；		
	(二)入股证券公司与其长期战略协调一致，有利于服务其主营业务发展；		
	(三)对完善证券公司治理结构、推动证券公司长期发展有切实可行的计划安排；		
	(四)对保持证券公司经营管理的独立性和防范风险传递、不当利益输送，有明确的自我约束机制。		
第十六条改为第十五条	第十六条 非金融企业入股证券公司的，还应当符合下列要求：		
	(一)符合国家关于加强非金融企业投资金融机构监管的有关指导意见。		
	(二)单个非金融企业实际控制证券公司股权的比例原则上不得超过 50%。		
第十三条改为第十二条	证券公司 5%以上股权的实际控制人，应当符合本规定第八条第一项至四项的规定。证券公司的实际控制人，还应当符合本规定第九条第五项和第十条第三项、第四项的规定。		
第十六条改为第十五条	非金融企业入股证券公司的，还应当符合下列要求：		
	(一)符合国家关于加强非金融企业投资金融机构监管的有关指导意见。		
	(二)单个非金融企业实际控制证券公司股权的比例原则上不得超过 50%。		
第二十一条改为第二十条	证券公司股东应当充分了解股东权利和义务，充分知悉证券公司经营管理状况和潜在风险等信息，投资预期合理，出资意愿真实，并且履行必要的内部决策程序。		

第四十二条
改为第四十
一条

证券公司增加注册资本且股权结构发生重大调整,指证券公司增加注册资本且新增持有 5%以上股权的股东或主要股东,或者证券公司第一大股东、控股股东、实际控制人发生变化。

证券公司变更持有 5%以上股权的股东,指证券公司新增持有 5%以上股权的股东或主要股东,或者证券公司第一大股东、控股股东发生变化。

证券公司变更持有 5%以上股权的实际控制人,指证券公司新增持有 5%以上股权的实际控制人,或者证券公司的实际控制人发生变化。

特定股东赎回股权或由特定股东转让、受让证券公司股权的协议,或者形成类似的实质上具有“对赌”性质的股权交易安排。

特定股东转让、受让证券公司股权的协议,或者形成类似的实质上具有“对赌”性质的股权交易安排。”

证券公司变更主要股东,指证券公司新增主要股东,或者证券公司第一大股东、控股股东发生变化。证券公司变更 5%以上股权的实际控制人,指证券公司新增持有 5%以上股权的实际控制人,或者证券公司的实际控制人发生变化。

资料来源:证监会,长城证券研究所

表 2: 关于实施《证券公司股权管理规定》有关问题的修订及要点

	原规定	修订稿(2020)	核心要点
第一条	<p>(三) 主体资格类文件是指证明证券公司股东、持有证券公司 5%以上股权的实际控制人符合相应资格条件的证明文件,具体如下:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 背景资料,包括营业执照或者注册证书,证券或金融业务资格证明文件(如适用),经工商登记的股东名册,实际控制人情况说明等。 2. 入股证券公司的说明与承诺。 3. 自身及所控制的机构最近 3 年诚信证明文件。 4. 持股 5%以下的股东最近 1 年经审计的财务报告,持股 5%以上的股东最近 3 年经审计的财务报告,持有证券公司 5%以上股权的实际控制人最近 1 年经审计的财务报告,业务具有显著杠杆性质且多项业务之间存在交叉风险的证券公司的控股股东最近 5 年经审计的财务报告;境内主体的财务报告,应当经具有证券相关业务资格的会计师事务所审计,境外主体经审计的财务报告,还应当附有与原文内容一致的中文译本。 5. 相关资金来源说明及出资能力证明文件、非货币财产出资的资产评估报告。 6. 实际控制证券公司 5%以上股权的主体符合条件的证明文件;实际控制证券公司 5%以上股权的自然人(如有)相关材料,包括:申报表、背景资料、本人及所控制或担任主要负责人的企业诚信证明文件 	<p>(三) 主体类文件是指证明证券公司股东、5%以上股权的实际控制人符合相应条件或要求的文件,具体如下:</p> <ol style="list-style-type: none"> 1. 背景资料,包括营业执照或者注册证书,证券或金融业务资格证明文件(如适用),经工商登记的股东名册,入股目的、资金来源等情况说明与承诺,实际控制人情况说明等。 2. 最近 3 年诚信合规情况说明(含人民银行征信报告,工商、税务诚信合规查询文件等适当支撑文件,下同),证券公司主要股东、实际控制人还需提供所控制企业最近 3 年诚信合规情况说明。 3. 证券公司非主要股东、5%以上股权的实际控制人最近 1 年经审计的财务报告,主要股东最近 2 年经审计的财务报告;业务具有显著杠杆性质且多项业务之间存在交叉风险的证券公司的控股股东最近 5 年经审计的财务报告;境内主体的财务报告,应当经符合证券法规定的会计师事务所审计,境外主体经审计的财务报告,应当附有与原文内容一致的中文译本。非货币财产出资的,还应当提供资产评估报告。 4. (非金融企业股东适用)符合国家关于加强非金融企业投资金融机构监管指导意见的说明。 5. (有限合伙企业股东适用)所有合伙人背景情况说明;负责执行有限合伙企业事务的普通合伙人符合 	<p>细化主体类文件申报要求,将原第一大股东、控股股东、实际控制人适用细化为主要股东、控股股东、证券公司的实际控制人适用和主要股东、控股股东、证券公司的实际控制人适用。</p>

等。

7.（非金融企业股东适用）符合国家关于加强非金融企业投资金融机构监管指导意见的说明及证明文件。

8.（有限合伙企业股东适用）所有合伙人背景情况说明；负责执行有限合伙企业事务的普通合伙人符合股东条件的证明文件和有关承诺。

9.（主要股东、控股股东、证券公司的实际控制人适用）对证券公司可能发生风险导致无法正常经营的情况制定的风险处置预案。

10.（控股股东、证券公司的实际控制人适用）对完善证券公司治理结构、推动证券公司长期发展的计划安排；对保持证券公司经营管理独立性和防范风险传递、不当利益输送的相关自我约束机制说明。

11.（业务具有显著杠杆性质且多项业务之间存在交叉风险的证券公司的主要股东、控股股东适用）最近3年长期信用均保持在高水平，规模、收入、利润、市场占有率等指标居于行业前列的证明文件。

（四）发起设立证券公司除应当提交基本类、主体资格类文件外，还应当提交以下专项类文件：

1. 公司章程草案，名称预核准通知书，内部管理制度，内部机构设置及职能、营业场所和技术系统等情况说明。

2. 拟任董事长、总经理、合规负责人简历及符合任职资格条件的证明文件。

3. 中国境内律师事务所出具的法律意见书。

设立外商投资证券公司，还应当按照中国证监会关于外商投资证券公司管理办法相关要求提交申请文件。境外股东提交所在国家或地区监管机构对其符合境外股东相关条件的说明函确有困难的，可以由中国证监会认可的从事证券业务的境外优质律师事务所等机构出具相关说明函。

（五）证券公司变更注册资本、股权或者持有证券公司5%以上股权的实际控制人，按照《规定》应当报批或备案的，应当提交基本类文件；涉及主体资格审核或备案的，还应当提交主体资格类文件，但是证券公司以未分配利润或公积金转增资本，以及通过证券交易所公开发行的方式增资且股权结构未发生重大调整，且未新增可以提名董事、监事的股东的，免除主体资格类文件要求。证券公司变更注册资本或股权的，还应当提交以下专项类文件：

1.（证券公司变更股权适用）股权转让方入股证券公司的批准或备案文件复印件（如适用）及公司登记文件。

2.（证券公司增加注册资本且股权结构发生重大调

规定条件的说明和有关承诺。

6.（第一大股东、控股股东、实际控制人适用）对证券公司可能发生风险导致无法正常经营的情况制定的风险处置预案；对完善证券公司治理结构、推动证券公司长期发展的计划安排；对保持证券公司经营管理独立性和防范风险传递、不当利益输送的自我约束机制说明。

7.（业务具有显著杠杆性质且多项业务之间存在交叉风险的证券公司的第一大股东、控股股东适用）最近3年长期信用均保持在高水平，规模、收入、利润、市场占有率等指标居于行业前列的说明。

（四）发起设立证券公司除应当提交基本类、主体类文件外，还应当提交以下专项类文件：

1. 公司章程草案，名称预核准通知书，内部基本管理制度，内部机构设置及职能、营业场所和技术系统等情况说明。

2. 拟任董事长、总经理、合规负责人简历及符合规定的说明。

3. 中国境内律师事务所出具的法律意见书。设立外商投资证券公司，还应当按照中国证监会关于外商投资证券公司管理办法相关要求提交申请文件。境外股东提交所在国家或地区监管机构对其符合境外股东相关条件的说明函确有困难的，可以由中国证监会认可的从事证券业务的境外优质律师事务所等机构出具相关说明函。

（五）证券公司变更注册资本、股权或者5%以上股权的实际控制人，按照《规定》应当报批或备案的，应当提交基本类、主体类文件，但是证券公司以未分配利润或公积金转增资本，以及通过证券交易所公开发行的方式增资且未变更主要股东、公司实际控制人，且未新增可以提名董事、监事的股东的，免除主体类文件要求。证券公司变更注册资本或股权的，还应当提交以下专项类文件：

1.（证券公司变更股权适用）股权转让方登记成为证券公司股东的文件。

2.（证券公司减少注册资本适用）证券公司资产负债表、财产清单、减资后模拟风险控制指标监管报表。

3.（证券公司变更注册资本且不涉及变更主要股东或公司实际控制人适用）经符合证券法规定的会计师事务所出具的证券公司验资报告，证券公司变更后的公司登记文件复印件。”

整适用)证券公司背景资料。

3. (证券公司减少注册资本适用)证券公司背景资料、资产负债表、财产清单、减资后模拟风险控制指标监管报表。

4. (证券公司增加注册资本且股权结构发生重大调整适用)经具有证券相关业务资格的会计师事务所出具的证券公司验资报告,证券公司变更后的公司登记文件复印件。

第二条

第二条

(一)《规定》施行前,非金融企业实际控制证券公司股权比例超过 50%的,《规定》施行后,原则上不得继续增持证券公司股权比例。

第二条

(一)《规定》施行前,非金融企业实际控制证券公司股权比例超过 50%的,《规定》施行后,原则上不得继续增持证券公司股权比例,为化解证券公司风险等中国证监会认可的情形除外。

资料来源:证监会,深交所,长城证券研究所

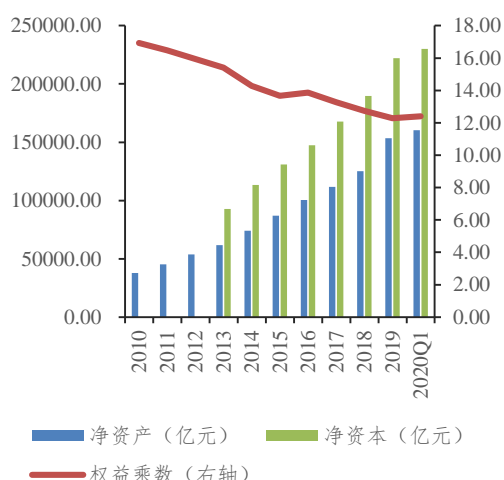
1.3 潜在影响-行业松绑持续推进,中小券商预计更受益

1.3.1 与同业相比存在较大差距,亟待补充资本实力

■ 与金融同业相比,券商行业资本实力明显不足

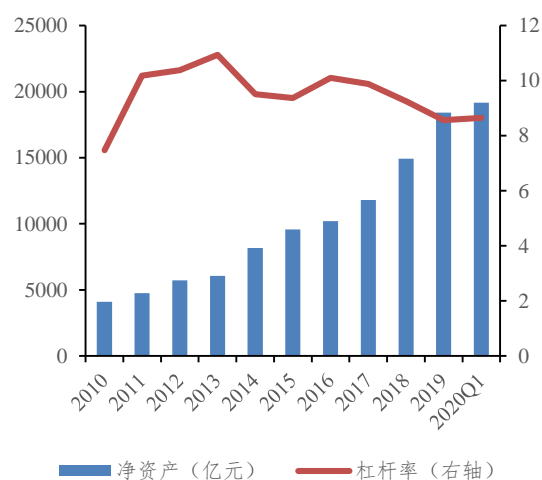
目前,券商不论在资本实力还是杠杆率方面都远不及保险行业和银行业。根据 2020Q1 数据,券商总资产约为保险业的 48%;总资产规模不及银行业的 4%。净资产方面,券商不及银行业 13%;杠杆为 3.02 倍,与 2019 年年末的测算结果相比略有提升,但也远远低于保险业(8.65 倍)及银行业(12.4 倍)。我们认为,券商的资本实力在一定程度上制约了其发展,不能有效支撑以资本市场为主导的金融供给侧改革对于券商责任和职能的定位与要求。而券商扩张资产负债表的内在动力和空间充足,当然这也在一定程度上取决于监管的尺度,实际上从今年以来的多项政策来看,均有逐渐放开的趋势。

图 1: 银行业杠杆率



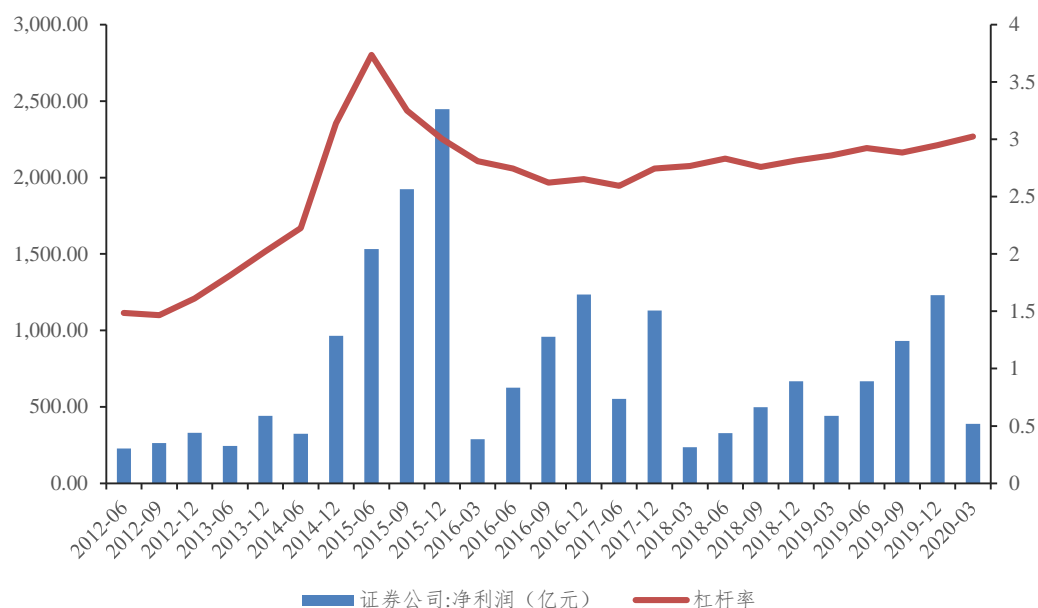
资料来源: wind, 银行业杠杆率=总资产/净资产, 长城证券研究所

图 2: 保险业杠杆率



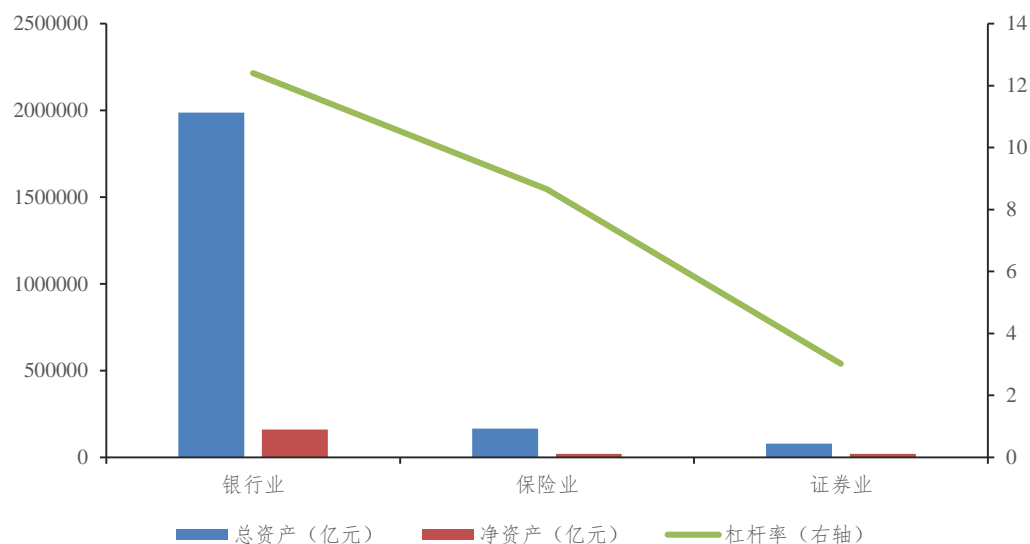
资料来源: wind, 保险业杠杆率=总资产/净资产, 长城证券研究所

图 3: 券商行业杠杆率



资料来源: 证券业协会, 证券业杠杆率= (总资产-客户备付金)/净资产, 长城证券研究所

图 4: 2020Q1 券商、保险、银行的总、净资产及杠杆率情况

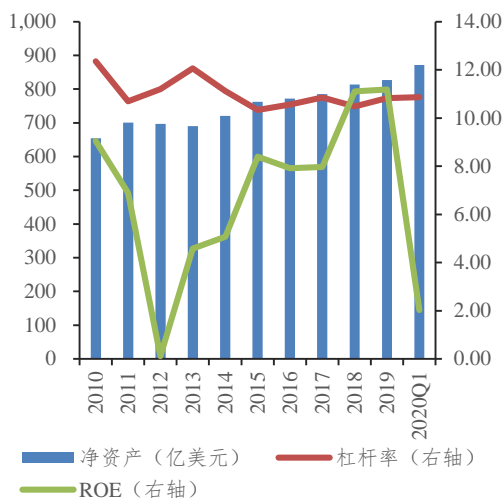


资料来源: 证券业协会、银保监会, 长城证券研究所 (注: 证券业杠杆率= (总资产-客户备付金)/净资产, 保险业杠杆率=总资产/净资产, 银行业杠杆率=总资产/净资产)

■ 整个行业不及海外巨头

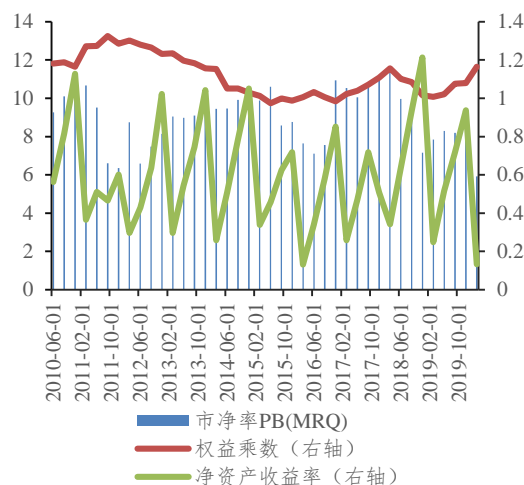
与国外大型顶级投行相比, 国内券商行业的资本杠杆率也多有不逮。以摩根士丹利和高盛为例, 2020 年第一季度摩根士丹利杠杆率为 10.87, 是国内证券行业的 3.6 倍, 而高盛的杠杆率为 11.66, 约为国内证券行业的 4 倍。

图 5: 摩根士丹利杠杆率等指标



资料来源: wind, 长城证券研究所

图 6: 高盛杠杆率等指标 单位 (%)



资料来源: wind, 长城证券研究所

1.3.2 预计更多机构加入证券业，中小券商将更受益

此次股权管理规定的修改，一方面让监管更有针对性和效率性，另一方面是适度降低门槛，有利于中小券商引入股东，引进资本，提升资本实力及激发活力。整体来说，本次修订，对于中小券商更为有利，预计中小券商随着未来的资本实力增强，存在部分弯道超车的可能性，未来行业竞争格局预计会发生变化。

而民生证券的再融资可以折射此次政策精神。公开资料显示，3 月 29 日晚间，泛海控股发布关于控股子公司民生证券拟实施增资扩股的公告。披露计划后不足 20 天，民生证券的 25 亿元增资扩股计划就已有 15 位投资者参与。参与的投资者们背景不一，有地方国资，亦有多家上市公司，且均不属于公司关联方，股东结构多元。其中如，深圳索菲亚投资管理有限公司出资 4 亿元，此为上市公司索菲亚家居旗下全资子公司；大众交通（集团）股份有限公司出资 3 亿元，实际控制人为上海大众企业管理有限公司；青岛金源民福股权投资合伙企业（有限合伙）出资 2.86 亿元，为山西国资背景；时代出版传媒股份出资 1 亿元，这是安徽出版集团旗下上市公司，同样为地方国资背景。民生证券本次增资扩股，将有效优化民生证券股权结构，增强其资本实力和发展后劲，有利于其进一步发展壮大、做强做优，推动公司持续稳健发展。我们认为，预计后续会有更多社会资本，包括外资参与到券商增资中来。

表 3: 民生证券增资扩股投资者背景及出资额

投资者名称	实际控股	出资额/亿元
深圳索菲亚投资管理有限公司	索菲亚家居股份有限公司旗下全资子公司	4
杭州东恒石油有限公司	大股东个人出资比例 95%	3.95
大众交通（集团）股份有限公司	控股股东为大众公用事业（集团）股份有限公司	3
青岛金源民福股权投资合伙企业（有限合伙）	控股股东为山西国资	2.86
洛阳利尔耐火材料有限公司	北京利尔高温材料股份有限公司旗下全资子公司	2

赵洪修	——	1.5
共青城人和智胜股权投资合伙企业（有限合伙）	——	1.26
嘉兴德宁正鑫股权投资合伙企业（有限合伙）	——	1.13
时代出版传媒股份有限公司	安徽出版集团旗下上市公司	1
地素时尚股份有限公司	马瑞敏	1
青岛海洋创新产业投资基金有限公司	青岛国资	1
杭州崇福众财投资合伙企业（有限合伙）	——	1
四川鼎祥股权投资基金有限公司	——	0.5
橙叶志远（东营）股权投资基金中心（有限合伙）	——	0.5
嘉兴德宁宏阳一期股权投资合伙企业	——	0.3

资料来源：公司公告，长城证券研究所

1.3.3 预计中小券商股权变更显著增多，混改也将进一步提速

考虑到疫情影响下，当前中小券商部分存在经营困难的现实，存在着部分股东受让股权的现实需求，中小券商的股权变更预计频繁。

而在国企层面持续推进混改双百计划，预计未来券商行业的混改将进一步提速。其中比较典型的是华泰证券与中金证券，早在 2018 年 8 月，华泰证券首次披露深化混合所有制改革试点总体方案获批，并引入 6 家战略投资者，合计募资 142 亿元，包括阿里巴巴、苏宁易购、安信证券、中国国有企业结构调整基金股份有限公司、上海北信瑞丰资产管理有限公司、阳光财产保险股份有限公司等。在完成非公开发行引进战略投资者的基础上，在合法合规的前提下，适当引入新的战略股东代表担任公司董事，构建结构多元、优势互补的董事会，更好地发挥董事会的作用，进一步完善法人治理结构。而为响应国企混改双百计划，2019 年 3 月 11 日，汇金将其持有中金公司 398,500,000 股内资股股份（约占中金公司总股本的 9.5%）转让予海尔集团公司间接控股子公司海尔集团（青岛）金融控股有限公司，本次股份转让已于 2019 年 3 月 11 日完成。本次引进海尔金控，有利于中金公司的投资者结构更加多元化，股权结构亦实现进一步优化。

图 7：券商并购多发于熊市

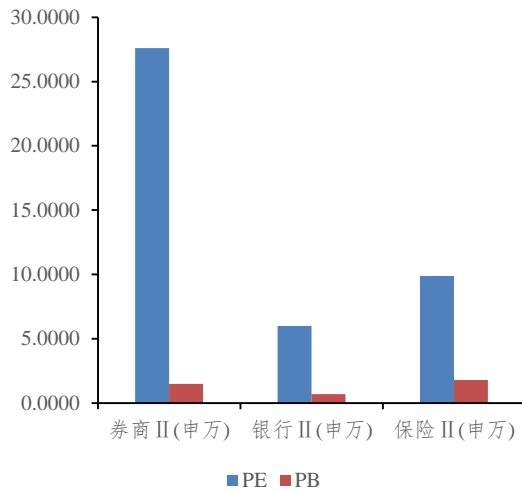


资料来源：wind，长城证券研究所，遴选结果可能存在一定差异

1.3.4 预计新政将助力券商估值提升

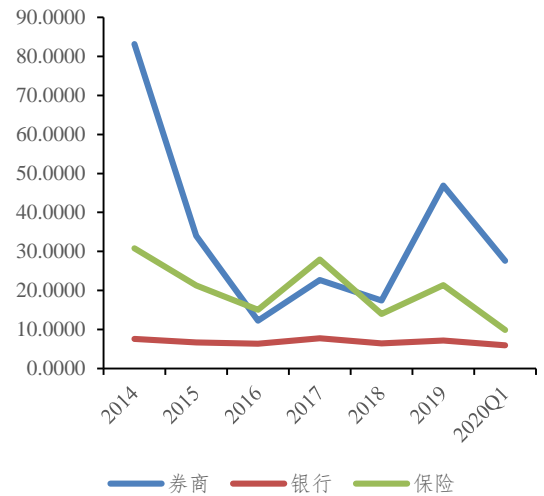
客观上而言，券商股呈现出一二级市场倒挂的现象。而导致倒挂的核心因素是之一是券商股的 ROE 相对低迷，也有资本制约的因素。此次新政落地后，预计未来将会有越来越多企业参股证券公司，有助于证券公司补充资本，助力行业创新发展，长期看有助于提高行业估值水平。

图 8：行业 PB 及 PE



资料来源：wind，长城证券研究所

图 9：行业 2020Q1 估值趋势



资料来源：wind，长城证券研究所

2. 展望与投资建议

2.1 行业展望与趋势

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。

2.2 投资建议

未来市场走势，需要基本面、政策面的共振，节奏上更多取决于肺炎疫情进展及中美贸易谈判后续进展。后续谈判可能需要更多时间，需要聚焦疫情解决、自身的资本市场改革力度及进程。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，稳增长诉求强烈，政策天平会更倾向逆周期调节的宏观经济政策。当前券商估值处于历史中

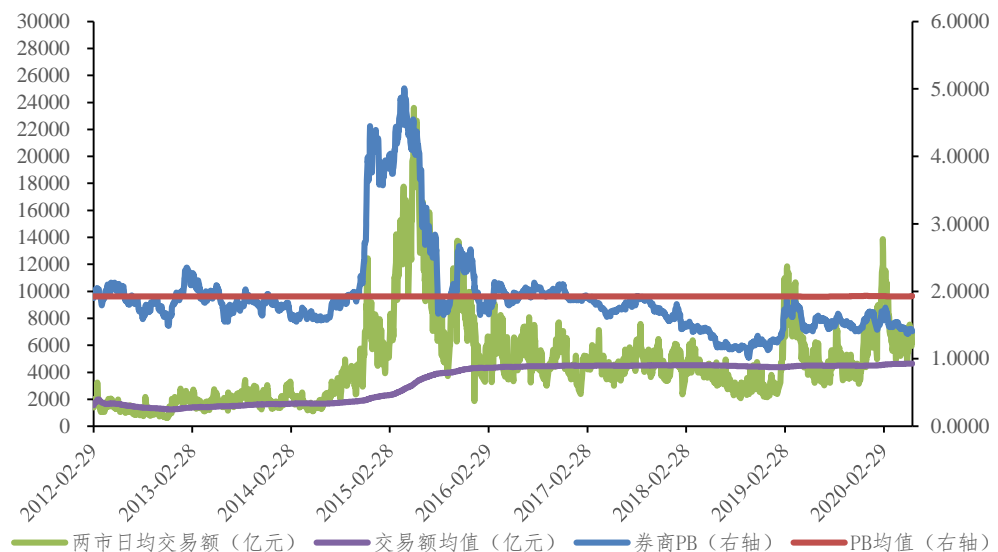
枢，“十四五”规划和创业板注册制落地，T+0 的松绑与做市商制度预期升温，流动性资金面及基本面-投行价值链驱动景气度上升、次级债发行等新规都在逐渐共振，累积市场燃点。再次重申，证券指数所处的周期或将处于 2012 年年初对应的周期位置，应战略性与积极布局券商行业。但我们一直强调行业分化与发展并存，需精选个股配置：

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（非公开发行通过，龙头蓄势再出发），国泰君安（发布限制性股权激励，市场化改革超预期），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：国金证券（投行业务率先突围，有望受益创业板新政），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。其他为关联券商，未列出。

图 10：两市成交量与券商 PB 估值



资料来源：wind，长城证券研究所，截至 2020/6/14

表 3：2012 年以来日均两市成交量区间与券商 PB 均值 单位：亿元

日均两市成交量区间	<4000	4000-6000	6000-8000	8000-10000	10000-15000	>15000
券商 PB 均值（SW 证券 II）（LF，中值）	1.71	1.81	2.14	2.32	3.05	4.14
券商 PB 均值（剔除 2014.10—2015.12 极端行情）	1.70	1.72	1.74	1.71	1.71	——
券商 PB 均值（取 2014.10—2015.12 极端行情）	1.75	2.69	3.07	2.80	3.46	4.14

资料来源：wind，长城证券研究所，截至 2020/6/14

3. 风险提示

中美贸易摩擦波动风险；地缘政治风险；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；肺炎疫情持续蔓延影响等。

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>