

2020 年 06 月 28 日

看好

混业经营推动产业升级，利好银行和头部券商

——银证混业经营研究

证监会：发展高质量投资银行是贯彻落实国务院关于资本市场发展决策部署的需要，也是推进和扩大直接融资的重要手段。如何推进，有多种路径选择，现尚在讨论中。

证券分析师

马鲲鹏 A0230518060002
makp@swsresearch.com
李晨 A0230519080011
lichen2@swsresearch.com
郑庆明 A0230519090001
zhengqm@swsresearch.com

研究支持

许旖珊 A0230118070006
xuys@swsresearch.com
王茂宇 A0230119110001
wangmy2@swsresearch.com

联系人

李晨
(8621)23297818×7363
lichen2@swsresearch.com

- **产业结构决定金融结构，新经济崛起直接融资大发展：**各国经验都表明，混业试点启动、直接融资占比大幅提升、权益市场大发展、社会资金配置经济新旧动能切换，这四点相辅相成。在新旧经济动能转换的大背景下，我国主要的融资需求方由此前的房地产和基础设施建设演变成新经济部门，金融结构亦需主动调整以适应产业的变化，我国金融结构应从基于信贷思维的广义信贷融资转向更适合更轻的新经济动能产业的直接融资。
- **为适应新经济动能产业的融资需求，实现直接融资占比提升：**1) **社会资金配置方式变化：**从信贷、类信贷资产向标准化资产迁移，这是资管新规的核心目标，2018 年以来各类资管机构正在净值化、主动管理转型的道路上坚定不移地推进；2) **融资途径变化：**由于间接融资时代绝大部分客户资源属于银行，因此让银行参与直接融资是从核心中介机构入手、从底层解决直接融资发展动力的关键，有利于产业结构转型、做大直接融资市场总量。
- **若以推动银证混业为发展高质量投资银行的路径，预计向试点银行发放投行牌照先行，同步推进银行体制、人才市场化改革，下一阶段推动修改法律：**各国经验表明先试点推进、再修改法律，是控制外溢风险的有效策略。我们预计，第一阶段预计以向试点银行发放股票承销资质为核心的狭义投行牌照为主；第二阶段再推动商业银行法等相应条款修订，完善银证混业的制度基础；与此同时，在做大做强直接融资以适应经济动能转换的历史使命下，商业银行预计也将更加有动力推动体制机制改革与专业能力建设。
- **银行做增量而非瓜分存量，头部券商转型升级的核心业务预计银行短期不会涉足：**银证混业的首要目标是做大直接融资增量，做大直接融资总盘子对全行业都有正面效应。头部券商的未来明星业务——基于权益及其衍生品的大销售交易业务，预计银行短期内不会涉足。此外，当前券商在机制上相对于银行仍有显著更强的竞争力。
- **混业经营试点将成为券商板块加速分化的起点，利好头部券商：**一是无差异化竞争力的中小券商加速出清，二是专业能力稀缺性使得机制优异券商投资价值更加凸显，三是在双向混业时代，预计券商资本金、客户资券经营掣肘、账户功能掣肘等将逐步取得突破，最终有机制、有能力、有准备的优质券商将迎来历史性战略机遇。混业试点启动后，预计证券行业围绕头部、做强头部的改革政策将加速推进落地，头部券商若能紧跟政策东风，在权益及其衍生品业务上强化固有优势、打造难以被银行替代的专业能力和先发优势，此时就是券商行业内部分化、头部券商长期重估的起点。
- **投资建议：**1) **银行：**将商业银行引入直接融资市场，有利于我国产业结构转型、银行盈利方式转型。A 股首推组合：**平安银行、光大银行、杭州银行、南京银行、兴业银行、邮储银行**；A 股长期组合：**招商银行、常熟银行、宁波银行**；H 股首推组合：**邮储银行、招商银行、建设银行**。2) **券商：**权益类业务能力稀缺，券商系金控尤为珍贵。国际经验表明，即便在深度混业时代，银行牵头的金控强在大固收业务上、券商牵头的金控强在权益业务上。大权益资产这片广阔的蓝海依然在向机制优异的头部券商敞开怀抱。个股首推**华泰证券、中信证券、中信建投-H、中金公司**，关注**国泰君安、招商证券、国金证券**。
- **风险提示：**宏观经济失速下滑引发不良风险，银证试点推进过程中出现超预期风险事件



申万宏源研究微信服务号

投资案件

结论和投资建议

1) 银行：将商业银行引入直接融资市场，有利于我国产业结构转型、银行盈利方式转型。A股首推组合：平安银行、光大银行、杭州银行、南京银行、兴业银行、邮储银行；A股长期组合：招商银行、常熟银行、宁波银行；H股首推组合：邮储银行、招商银行、建设银行。**2) 券商：**权益类业务能力稀缺，券商系金控尤为珍贵。国际经验表明，即便在深度混业时代，银行牵头的金控强在大固收业务上、券商牵头的金控强在权益业务上。大权益资产这片广阔的蓝海依然在向机制优异的头部券商敞开怀抱。个股首推华泰证券、中信证券、中信建投-H、中金公司，关注国泰君安、招商证券、国金证券。

原因及逻辑

产业结构决定金融结构，在产业转型升级、新旧动能转换的关键窗口期，金融结构亦需主动调整以适应产业的变化。间接融资更适合基建地产等传统动能、直接融资更适合更轻的新动能产业，伴随着我国经济动能转化，金融结构应从基于信贷思维的广义信贷融资转向更适合更轻的新经济动能产业的直接融资。

各国经验都表明：混业试点启动、直接融资占比大幅提升、权益市场大发展、社会资金配置经济新旧动能切换，这四点相辅相成。间接融资时代绝大部分客户资源都在银行手里，打开银行参与直接融资的大门，是做大直接融资总量的前提。

若以推动银证混业为发展高质量投资银行的路径，预计向试点银行发放投行牌照先行，同步推进银行体制、人才市场化改革，下一阶段推动修改法律。各国经验表明先试点推进、再修改法律，是控制外溢风险的有效策略。我们预计，第一阶段预计以向试点银行发放股票承销资质为核心的狭义投行牌照为主；第二阶段再推动商业银行法等相应条款修订，完善银证混业的制度基础。

银证混业的首要目标是做大直接融资增量，做大直接融资总盘子对全行业都有正面效应。头部券商的未来明星业务——基于权益及其衍生品的大销售交易业务，预计银行短期内不会涉足。此外，当前券商在机制上相对于银行仍有显著更强的竞争力。

混业经营试点将成为券商板块加速分化的起点，利好头部券商。一是无差异化竞争力的中小券商加速出清，二是专业能力稀缺性使得机制优异券商投资价值更加凸显，三是在双向混业时代，预计券商资本金、客户资产经营掣肘、账户功能掣肘等将逐步取得突破，最终有机制、有能力、有准备的优质券商将迎来历史性战略机遇。

有别于大众的认识

与市场不同之处在于，通过海外历史经验分析商业银行参与直接融资市场的意义，深入分析龙头券商在银证混业经营试点开启后的独特价值。

目录

1. 新经济崛起金融行业必经之变：直接融资大发展	6
1.1 新经济稳步增长，对 GDP 增长支撑作用不断强化	6
1.2 “信贷+非标”的融资架构与基建地产的融资需求相匹配	8
1.3 产业结构决定金融结构，新经济下直接融资亟待发展	9
1.4 融资途径变化：打开商业银行直融的大门是大前提.....	12
1.5 社会资金配置方式变化：表外资管业务是商业银行参与直接融资的主战场.....	14
1.6 以向试点银行发放投行牌照为第一步.....	16
2. 不必看空券商，券商系金控尤为珍贵.....	16
2.1 银证混业经营的目标：做大直接融资增量	16
2.2 权益类业务能力稀缺：券商系金控尤为珍贵	17
3. 结论：混业经营是为了更好地助推产业升级，利好银行及头部券商	19
3.1 银行：促进产业转型，提升直接融资发展动力	19
3.2 券商：混业之始，优质券商长期重估之时	20

图表目录

图 1：15 年起新经济产业增速明显加快.....	7
图 2：新旧动能转换：传统工业—基建地产—新经济（以 GDP 增长贡献率（%）衡量）.....	7
图 3：我国融资结构以“贷款+非标”的间接融资为主.....	8
图 4：基建与房地产行业为银行信贷主要投向.....	9
图 5：资金信托主要投向基础产业和房地产（%）.....	9
图 6：商品房销售面积累计同比与非标增量占比.....	9
图 7：基建固定资产投资累计同比与非标增量占比.....	9
图 8：英美日德第一产业占比稳步下降.....	10
图 9：全球产业转移背景下日德工业占比高于美英.....	10
图 10：美英服务业占比稳定保持在较高水平.....	10
图 11：剔除高端制造业后日德工业占比与美英相当.....	10
图 12：美国直接融资占比较高，整体直接融资占比超过 50%.....	11
图 13：各国发行债券融资占融资规模比重较低，美国发行债券融资占比最高..	11
图 14：直接融资中股权融资占据主导地位.....	11
图 15：英国金融监管体系演进历程.....	13
图 16：1983-86 年英国证券业与银行业内部整合后，上市公司总市值占 GDP 比重（%）显著提升.....	13
图 17：美国金融监管体系演进历程.....	13
图 18：1989-90 年美国商业银行股票承销开始试点，上市公司总市值占 GDP 比重（%）显著提升）.....	13
图 19：日本金融监管体系演进历程.....	14
图 20：1981 年日本允许银行经办有价证券业务，上市公司总市值占 GDP 比重（%）显著提升.....	14
图 21：美国与中国主要银行 AUM 占总资产比重.....	15
图 22：摩根大通与我国银行业理财权益类资产占 AUM 比重.....	15
图 23：行业经纪业务和融资业务对银行吸引力有限.....	17
图 24：中银证券 2019 年收入构成（百万元）.....	17
图 25：2019 年人均薪酬超过 50 万元的上市券商共 14 家，上市银行共 5 家.	17

图 26 : 2017 年高盛机构销售和交易类资产约为信贷类资产的 3 倍	19
图 27 : 2019 年嘉信理财存款负债杠杆约 12 倍 , 非存款负债杠杆仅 0.6 倍 ...	19
表 1 : 支持新经济发展重要政策梳理	7
表 2 : 历史和最新各家银行手续费收入占比第一的业务 (2006 vs. 2019)	15
表 3 : 美国股票主承销前三名为 : 摩根士丹利、高盛、摩根大通 , 前两者为券商主导的金融集团	18
表 4 : 美国债券主承销前五名均为银行主导的金融集团	18
表 5 : 摩根士丹利、高盛权益交易收入超过 FICC , 摩根大通、花旗、汇丰 FICC 交易收入显著高于权益交易	19
表 6 : 上市银行估值表 (收盘价日期 : 2020 年 6 月 24 日)	21
表 7 : 上市券商估值比较表 (收盘价日期 : 2020 年 6 月 24 日)	21

1. 新经济崛起金融行业必经之变：直接融资大发展

当前我国正处于新旧经济动能转换的关键时期，近几年以高技术产业和数字经济为代表的部门正在快速崛起，但对标发达国家新经济占 GDP 比重 15%-20% 的水平，我国 8% 左右的新经济产业占比仍然较低，尚未对经济增长形成主导型支撑效应。对标发达国家经济动能转换历程和对中美新经济企业融资结构的案例分析均可发现，新经济企业的融资需求与过往传统经济部门有很大不同，更加依赖直接融资尤其是股权融资。而金融行业能提供的融资模式需要转变以适应正在变化的实体融资需求，以便更好服务实体经济增长。因此发展直接融资对我国顺利完成新旧动能转换、顺利迈向发达的高收入阶段意义重大。

1.1 新经济稳步增长，对 GDP 增长支撑作用不断强化

我们定义新经济为以新产业、新业态、新商业模式为核心的战略性新兴产业。十二五和十三五国家战略性新兴产业发展规划明确新经济具体行业分类，主要包括节能环保、新一代信息技术、生物产业、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车、数字创意八大产业群。统计局现有统计口径未公布各产业群明细数据，我们在现有分类基础上选取符合八大产业群的细分行业，主要包括第二产业中的高技术制造业群和第三产业中的信息传输、软件和信息技术服务业。

从中央到地方，我国政府大力推进创新、高科技、互联网带动产业升级转型，促进新旧经济动能转换已成为新时期经济发展战略核心，目前已取得一定成效。

1) 按各行业对 GDP 增长贡献率来看，2000 后我国经济增长主要驱动力经历从传统工业到基建地产的转换，近年来新经济产业快速崛起，对经济增长的支撑作用正在逐渐强化。2000-2008 年传统工业是经济增长的主要驱动力，其 GDP 增长贡献率始终保持在 40%-50%。2009-2014 年经济增长主要驱动力由传统工业让渡到基建地产，一方面传统工业 GDP 增长贡献率从 2010 年 48.5% 的高点一路下滑至 2014 年的 35.3%；一方面基建地产在金融危机后的四万亿投放下快速加杠杆，2009 年二者合计 GDP 增长贡献率从 6.4% 提升到 9.5%，此后稳定在 10% 左右水平。不可否认传统经济对我国过去 GDP 增长具有显著贡献，但以劳动密集型为主的传统经济动能正在持续衰退，而以战略性新兴产业为代表的经济新动能正处于加速增长的向上通道中，截至 2017 年底，新经济部门增加值增速同比提升 4.6 个百分点至 18.3%，GDP 增长贡献率提升至 7.7% (VS 2012 5.9%)。

2) 高端制造业和新兴产业税收增长较快，亦反映产业发展新动能不断积聚。现代服务业税收保持快速增长势头，2017 年互联网和相关服务、软件和信息技术服务行业税收分别增长 55% 和 36%，通用设备、通信设备、专用设备 etc 高端制造业税收分别增长 23.5%、21.6%、20.9%。

但我们也应清醒地认识到目前我国新经济部门占 GDP 比重仍然较低，尚未对经济增长形成主导型的支撑效应。十三五规划披露口径下 2015 年我国战略性新兴产业占 GDP 比重达 8%，假设未来 3 年 GDP 增速保持在 6.9% 的水平，那么未来三年战略性新兴产业年均

复合增速需达到 27%才能达到十三五规划制定的 2020 年我国战略性新兴产业增加值占 GDP 比重达到 15%的增长目标，成为未来推动经济增长的新动力。

表 1：支持新经济发展重要政策梳理

时间	机构	政策/事件	要点
2010.1	国务院	《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》	标志发展新经济正式提升到国家战略层面
2012.07	国务院	《十二五国家战略性新兴产业发展规划》	列出七大新经济产业：节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车，提出到2020年，产业增加值的国内生产总值占比达15%
2015.07	国务院	《关于积极推进互联网+行动的指导意见》	覆盖面广，布局互联网驱动三大生产领域和现代生产性服务业产业升级
2015.09	国务院	《2025制造规划》	定义十大重点行业：新一代信息技术、高档数控机床和机器人、航空航天装备、海洋工程装备及高技术船舶、先进轨道交通装备、节能与新能源汽车、电力装备、新材料、农机装备、生物医药及高性能医疗器械 制定“三步走”实现制造强国目标：2025迈入制造强国行列
2016.02	国务院	《关于加快构建大众创业万众创新支撑平台的指导意见》	对大力推进大众创业万众创新和推动实施“互联网+”行动的具体部署
2016.05	中共中央、国务院	《国家创新驱动发展战略纲要》	实施创新驱动发展战略三个阶段的目标：2020年进入创新型国家行列
2016.12	国务院	《十三五国家战略性新兴产业发展规划》	1.增长目标：2015战略性新兴产业占GDP 8%，2020目标占比15%，意味着未来5年增速达20%； 2.五大战略新兴产业：新一代信息技术、高端制造、生物、绿色低碳、数字创意等5个产值规模10万亿元级的新支柱 3.战略性新兴产业：空天海洋、信息网络、生命科学、核技术
2016.04	银监会、科技部、央行	《关于支持银行业金融机构加大创新力度 开展科创企业投贷联动试点的指导意见》	打破银行业传统信贷对科创企业信贷支持局限，鼓励银行业通过设立投资功能子公司和科技金融专营机构通过投贷联动为科技类创新企业提供融资支持
2018.01	证监会	加大对新技术新产业新业态新模式支持力度	证监会对生物科技、云计算、人工智能、高端制造开启IPO绿色通道，符合相关规定的“独角兽”企业可以实行即报即审，不用排队。这一举措是我国直接融资放开，进一步完善深市多层次市场体系的重要一步。

资料来源：国务院、银监会、证监会、申万宏源研究

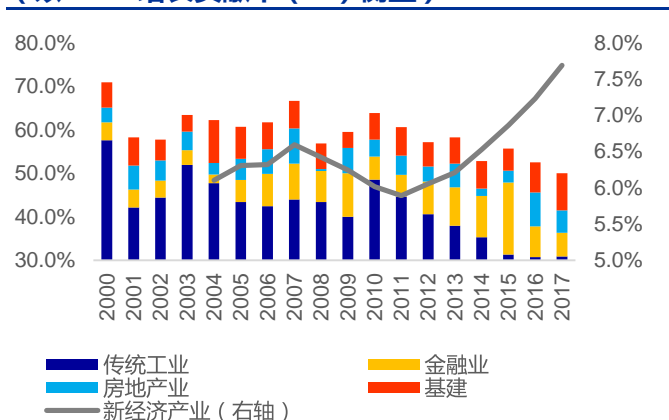
图 1：15 年起新经济产业增速明显加快



资料来源：国家统计局，申万宏源研究

备注：传统工业贡献率计算口径为工业剔除高技术制造业；基建贡献率计算口径为交通运输、仓储和邮政业+租赁与服务业

图 2：新旧动能转换：传统工业—基建地产—新经济 (以 GDP 增长贡献率 (%) 衡量)

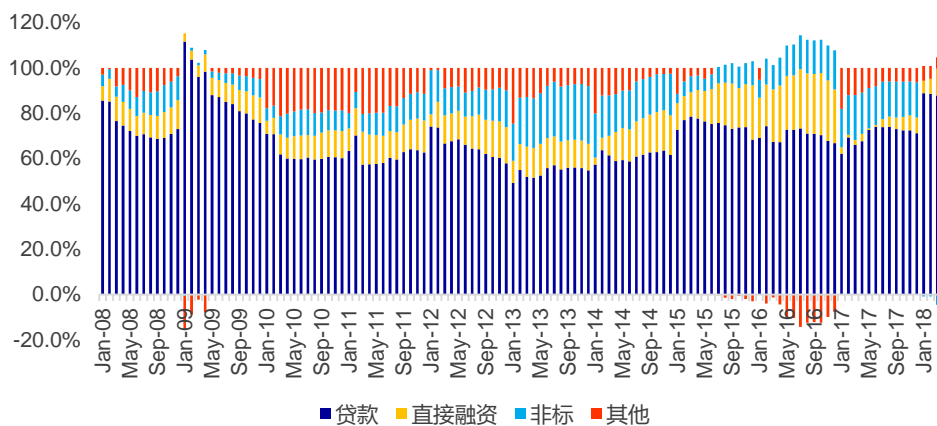


资料来源：国家统计局，申万宏源研究

1.2 “信贷+非标”的融资架构与基建地产的融资需求相匹配

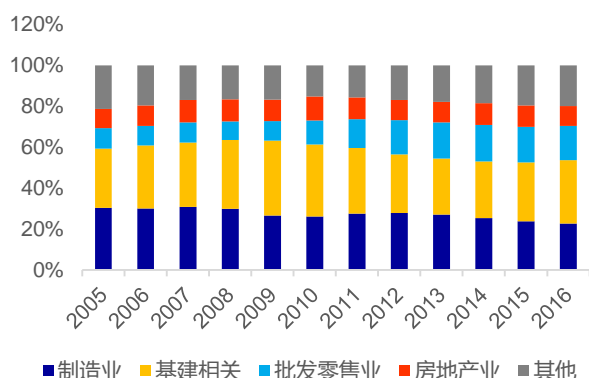
2000-12 年我国经济增长主要驱动力从传统工业转向基建地产，房地产和基建相关企业作为银行投资的最底层资产，其财务上的特点使得“表内贷款+表外非标”为特征的融资架构应运而生，资管产品呈现“刚性兑付+预期收益型”特点。房地产和基建相关企业在财务上表现出重资产、抵押物充足、未来现金流可预测性高且部分国企、央企有政府信用背书，这类财务上的硬约束使得银行在将这类企业的融资需求作为实质底层资产时，可以为投资者提供隐形的“刚性兑付”承诺。以此为根基，银行过去十年构建的融资架构表现为“表内贷款+表外非标”的间接融资为主的特点。表内信贷方面，除制造业和批发零售业外，房地产和基建相关行业贷款是对公贷款的主要投向行业，2010 年基建与房地产贷款占比达到最高水平分别为 35%和 12%。2010 年，国务院发文规范地方政府融资平台，基建地产表内贷款占比有所收窄，但银行借道表外非标的模式开启，非标增量占比迅速提升。图 33 和 34 中可以看出，商品房销售面积累计同比与基建类固定资产投资累计同比与社融中非标增量占比变化趋势高度相关，用表外非标形式支持地产基建发展的模式得到充分印证。具体以资金信托为例，其资产端投向以基础产业和房地产为主，工商企业占比不足 30%，基础产业+房地产占比最高曾达到 50.8%（1Q10），10-13 年占比均在 35%以上。因此客观评价，信贷思维、刚性兑付、非标资产、预期收益型负债匹配成本法计价类固收资产以赚取利差为典型特点的融资方式，是高度匹配过去十多年围绕大规模基础设施建设和房地产投资的社会融资需求的。

图 3：我国融资结构以“贷款+非标”的间接融资为主



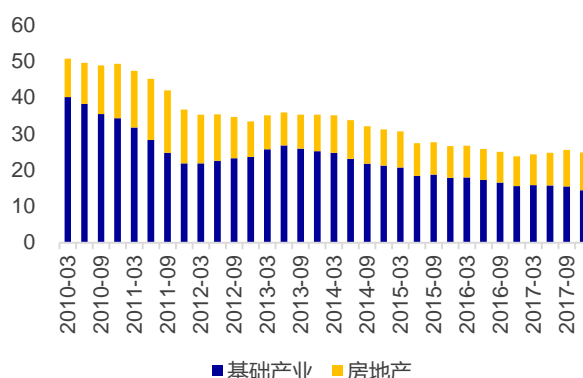
资料来源：中国人民银行，申万宏源研究

图 4：基建与房地产行业为银行信贷主要投向



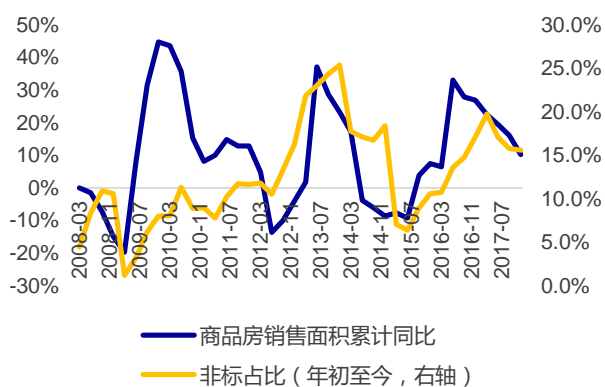
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：资金信托主要投向基础产业和房地产（%）



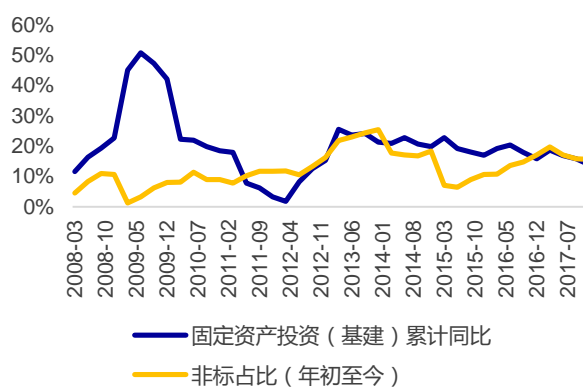
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：商品房销售面积累计同比与非标增量占比



资料来源：Wind，中国人民银行，申万宏源研究

图 7：基建固定资产投资累计同比与非标增量占比



资料来源：Wind，中国人民银行，申万宏源研究

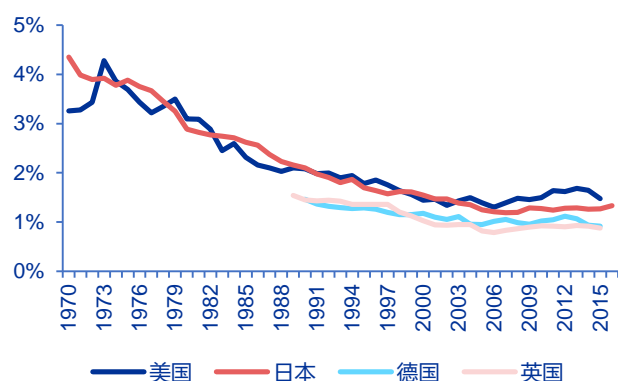
1.3 产业结构决定金融结构，新经济下直接融资亟待发展

尽管“表内信贷+表外非标”的间接融资的方式，是高度匹配过去十多年大量基建和地产的社会融资需求的。但其既不适应正在崛起的新经济融资需求，亦不兼容于国际主流金融模式，变革迫在眉睫。

与传统经济相比，新经济自身特征决定了其必须由直接融资支撑，未来新经济占比提升将带来直接融资尤其权益类资产占比的提升。与过去的传统经济如房地产、基建等行业相比，参考本文第一部分我们可以发现新经济具备以下特征：一是轻资产，公司最重要的一般为无形资产如知识产权等，而只有少量可抵押资产或甚至无抵押；二是所处发展阶段一般为早期成长期，因此基本无信用背书；三是较高风险、无稳定现金流可追踪等经营特征使得公司难以通过银行风控以获得信贷融资。综上，新经济发展需要融资必然依靠直接融资，参照美国发展的融资模式，未来我国新经济在社会经济中的占比逐步提升，这将带动直接融资、特别是权益类资产占比的提升。

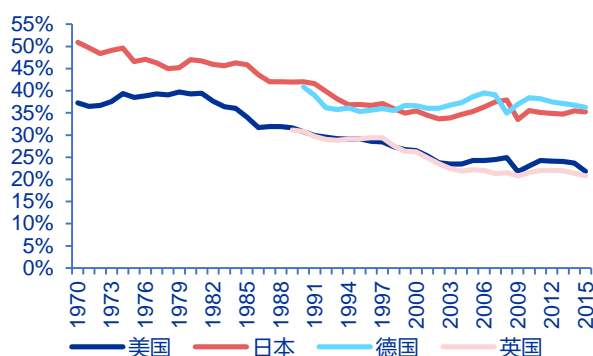
英美日德四国的产业结构和其对应的融资结构变迁历史表明，直接融资大发展是国家产业转型升级、新旧动能切换、经济迈入高质量发展的必由之路。英美日德四国产业结构和融资结构数据在 1970-2000 年间变化较为显著，产业升级完成后保持相对稳定，因此我们重点观察 1970-2000 年数据变化进行作证。**产业结构上**，英美日德均表现为支柱产业由第二产业向第三产业过渡，制造业内部由资本密集型产业向技术密集型产业过渡的趋势。四国第一产业占比基本相当，占比持续下降，1990 年后维持在 2% 以下的低水平；第二产业占比持续下降，第三产业占比稳步提升。**对应融资支持上**，两类模式下产业升级均对应直接融资占比的快速提升，2000 年占比均超过 50%。进一步拆分直接融资结构，股权融资占据主导地位，2000 年后英美日德四国股权融资占融资总量比重中枢均在 40% 以上。

图 8：英美日德第一产业占比稳步下降



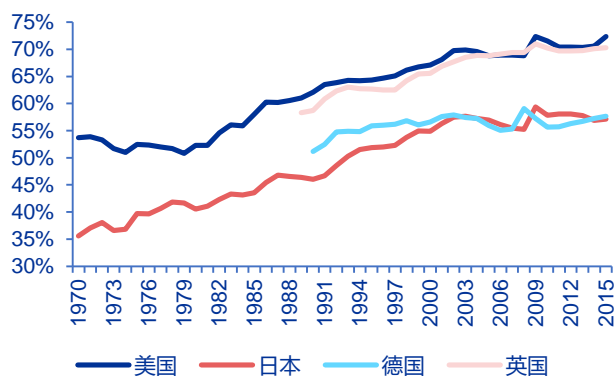
资料来源：OECD，申万宏源研究

图 9：全球产业转移背景下日德工业占比高于美英



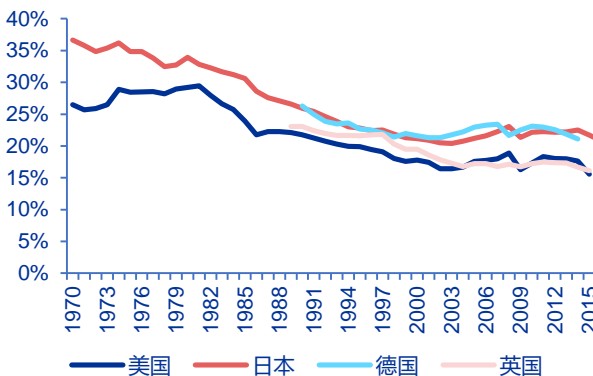
资料来源：OECD，申万宏源研究

图 10：美英服务业占比稳定保持在较高水平



资料来源：OECD，申万宏源研究

图 11：剔除高端制造业后日德工业占比与美英相当

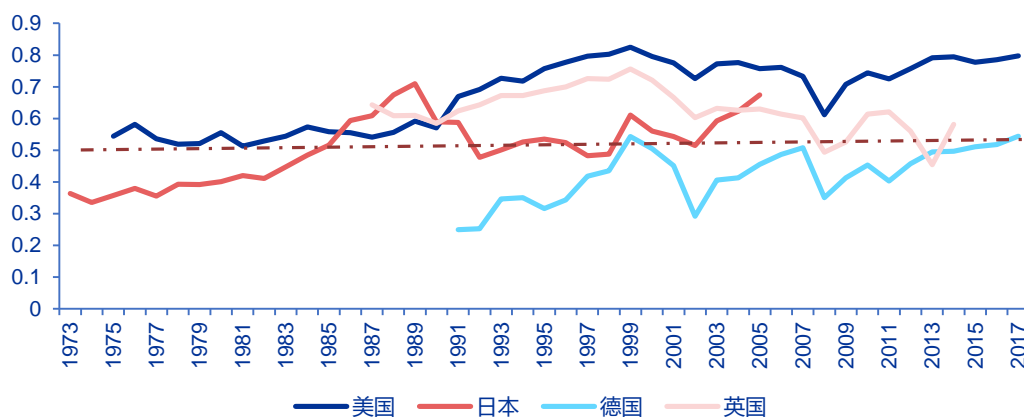


资料来源：OECD，申万宏源研究

英美、日德模式存在明显差异。英美经济新动能以服务业为主，资本市场在融资结构中作用突出，对应更高的直接融资占比；日德新经济更集中于高端制造业，银行为主的融资结构体系下直接融资占比低于美英水平。这与全球产业结构转移的历史进程相吻合，制造业由英国向美国再向具有后发优势的德国日本转移。产业占比绝对水平来看，2000 年日德第二产业占比稳定在 35% 左右，高出美英第二产业占比 15 个百分点以上，其差距主要

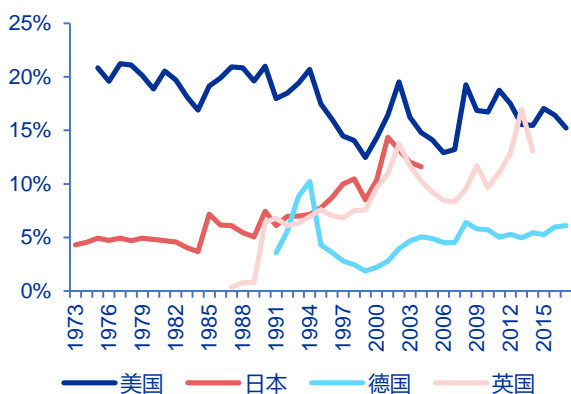
体现在高端制造业上,剔除高端制造业后日德与美英第二产业占比差值大幅收窄至 5%以内。直接融资占比水平美国>英国>日本>德国,美英日直接融资尤其是股权融资逐步占据主导地位,1990 年后直接融资占比基本在 50%以上,股权融资占比来看美国占比最高,英国次之,德国和日本相当。德国融资结构仍以传统信贷为主,但直接融资占比亦逐步提升,2000 年至今美英日德直接融资中枢水平分别为 75.5%/59.6%/58.5%/45.3%。

图 12：美国直接融资占比较高，整体直接融资占比超过 50%



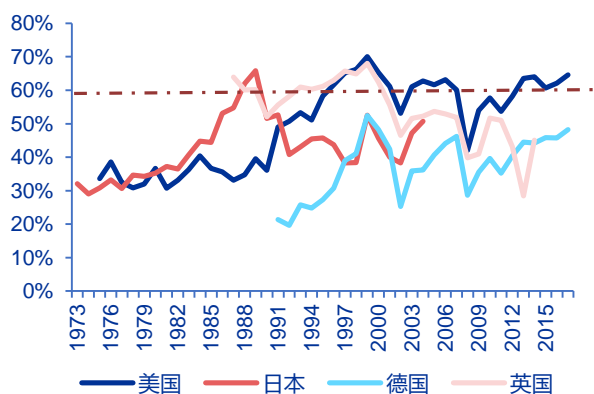
资料来源：CEIC，Bloomberg，申万宏源研究

图 13：各国发行债券融资占融资规模比重较低，美国发行债券融资占比最高



资料来源：CEIC，Bloomberg，申万宏源研究

图 14：直接融资中股权融资占据主导地位



资料来源：CEIC，Bloomberg，申万宏源研究

当前我国正处于新旧动能转换时期，而融资结构仍以匹配基建+地产的传统信贷为主。以劳动和资本驱动的传统经济动能正在持续衰退，新经济产业快速崛起，对经济增长的支撑作用正在逐渐强化，截至 2017 年底，新经济部门增加值增速同比提升 4.6 个百分点至 18.3%，GDP 增长贡献率提升至 7.7%（VS 2012 5.9%）。而对应的直接融资占比仍然处于较低水平，截至 2017 年底，我国直接融资占比为 43.9%，其中债券发行占比 12.4%、股票占比 31.5%。（与四国融资结构测算方法保持一致采用存量法，股权融资数据为股市总市值）国际经验表明，无论是以高端制造还是以发展信息产业为核心的发展模式均离不开直接融资的大力支持，当前英美日直接融资占比均在 60% 以上，占比最低的德国亦超过

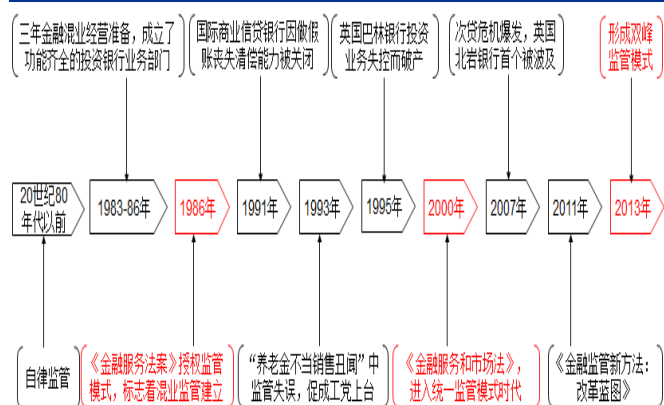
50%，仍明显高于我国直接融资占比。随着我国新旧经济动能转换推进，直接融资尤其是股权融资将大有可为。

1.4 融资途径变化：打开商业银行直融的大门是大前提

由于分业经营时代各国的融资客户均掌握在商业银行手中，直接融资大发展的前提是**为商业银行打开直融的大门**。回顾一下英国和美国上世纪 80-90 年代的混业经营历程，会发现几个典型特点：1）都在利率市场化完成之后经历了从分业到混业的过程。2）都是以自下而上推动为主，先有监管基于“一事一议”原则批准的试点性案例，再修改法律。3）给予银行直接融资牌照前，两国直接融资规模和占比都非常低，引入银行后，直接融资规模和社会融资中的占比都得到了显著提升。所以将银行引入直接融资，并不是来分现有的存量蛋糕的，而是来将这个市场整体做大的。

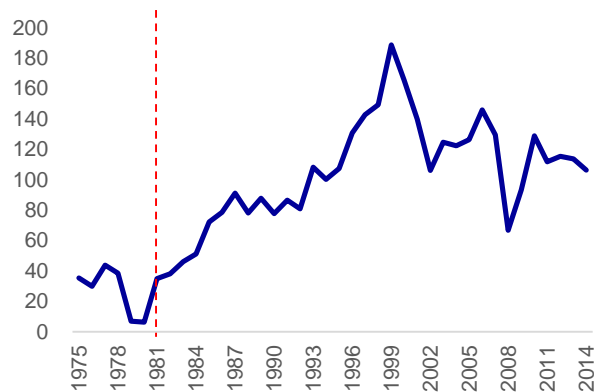
英国：为了应对新形势，英国金融业在 1983-1986 年的三年准备时间内经过了一系列重组和整合，形成了功能比较齐全的投资银行业务部门。到了 20 世纪 90 年代，英国的商业银行经过与国际投行的竞争比较后，逐渐涌现出一批超级金融机构，业务领域涵盖了银行、证券、保险、信托等各个方面，成为与德国相类似的全能金融集团。例如，英国的巴克莱银行集团、劳埃德银行集团，以及汇丰、渣打等跨国银行集团纷纷收购和兼并证券公司，开始提供包括证券经纪业务、股票承销业务在内的综合性金融服务。“金融大爆炸”改革带来了直接融资金融市场的繁荣，英国股权及债权直接融资规模不断扩大，将商业银行引入直接融资市场的结果是整个直接融资市场规模、直接融资规模占经济总量比重的显著扩大。利率市场化改革和“金融大爆炸”改革依次完成后，英国社会融资结构逐渐向以股票为代表的直接融资工具转换，英国上市公司市值逐年上升占 GDP 比重快速上升，从 1981 年的 35% 上升至 1999 年顶峰时的 189%。从融资占比情况看则更为明显，直接融资新增规模占总融资规模比例在 1991 年达到近 80%，较此前一年上升近 60 个百分点，此后直接融资新增占比便维持在 50% 以上。

图 15：英国金融监管体系演进历程



资料来源：申万宏源研究

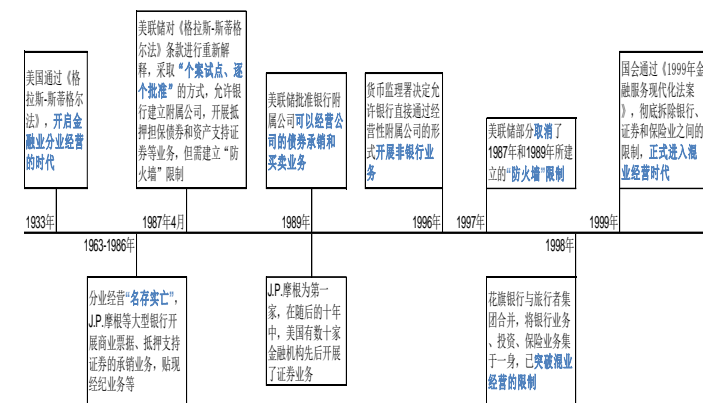
图 16：1983-86 年英国证券业与银行业内部整合后，上市公司总市值占 GDP 比重（%）显著提升



资料来源：Wind，申万宏源研究

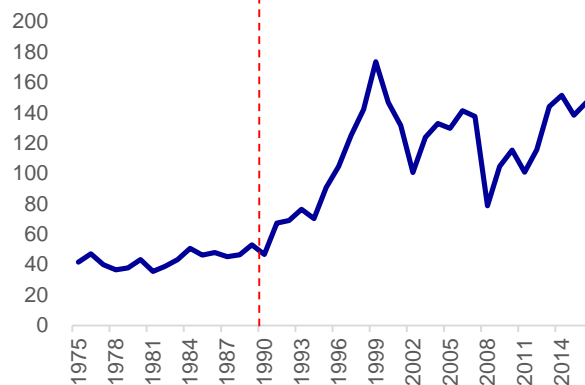
美国：自 90 年，美联储批准大银行控股公司的证券子公司可以经营公司债券承销、买卖业务等。在 1990 年 9 月，J.P. 摩根成为第一家获得企业股票承销资格的商业银行集团，也意味着商业银行金融直接融资市场的时代开启，这带动了随后整个直接融资市场的迅速发展。美国上市公司总市值占 GDP 比重从 1990 年的 47% 提升至 1999 年 174% 的最高值。从直接融资增量占比情况看，从 92 年开始美国增量融资以直接融资为主，而 93 年以后直接融资占比一半以上年份维持在 50% 以上。

图 17：美国金融监管体系演进历程



资料来源：申万宏源研究

图 18：1989-90 年美国商业银行股票承销开始试点，上市公司总市值占 GDP 比重（%）显著提升

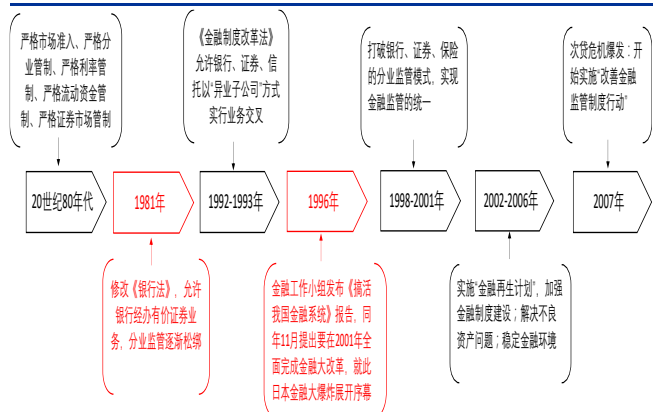


资料来源：Wind，申万宏源研究

日本：二战后日本为了将战争中受创的经济恢复，建立了严格的分业限制型金融体系，一方面进行利率限制与外汇管制，另一方面将银行业务与证券、信托严格分离。20 世纪 80 年代以来在金融自由化与国际竞争冲击下，日本分业经营监管被逐渐打破：1981 年日本修改银行法，允许银行办理有价证券业务，打破原先证券公司独家经营的格局，标志金融制度走向混业化，1981 年起日本上市公司总市值占 GDP 比重迅速从 35% 提升至 1990 年 94%，从直接融资存量规模与占比来看，趋势基本类似；1992 年国家通过并于 1993 年开始实施的《金融制度改革法》允许银行、证券、信托实行业务交叉，1996 年发布《搞活我国金融

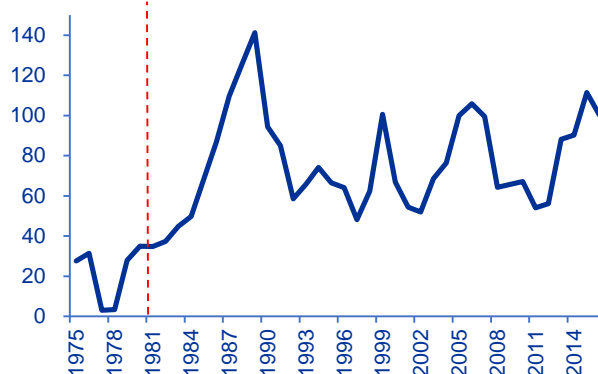
系统》并明确金融大改革时点，自此日本金融大爆炸正式拉开序幕，并在未来几年逐步完成金融混业经营。

图 19：日本金融监管体系演进历程



资料来源：申万宏源研究

图 20：1981 年日本允许银行经办有价证券业务，上市公司总市值占 GDP 比重（%）显著提升



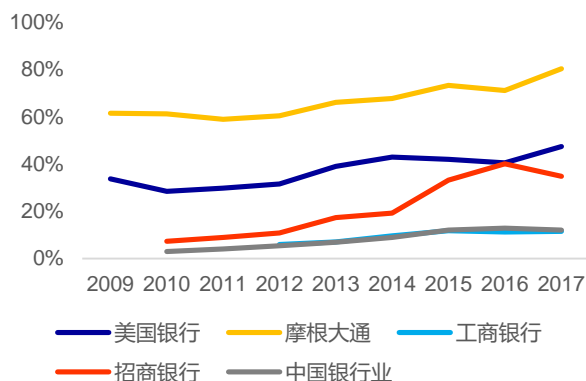
资料来源：Wind，申万宏源研究

1.5 社会资金配置方式变化：表外资管业务是商业银行参与直接融资的主战场

全球通行的商业银行监管基本原则是其表内自营资金不能投放于权益类资产，传统表内商业银行业务必须与股权类业务严格隔离，因此，表外资管业务必须快速发展以适应越来越大的权益融资需求。我们对比了美国与中国主要银行的资产管理规模（AUM）占总资产比重，摩根大通与美国银行的 AUM 占总资产比重显著高于工商银行、招商银行及我国银行业水平。2009-17 年摩根大通 AUM 占比始终保持在约 60% 以上的水平，美国银行占比稍低但也保持在约 30% 以上。而我国目前距离美国的水平还有较大差距，行业维持在 15% 以下。而从 AUM 的资产投向上来看，摩根大通权益类资产占比 20% 左右，而我国银行理财目前权益类资产占比仍在 10% 以下，提升空间巨大。

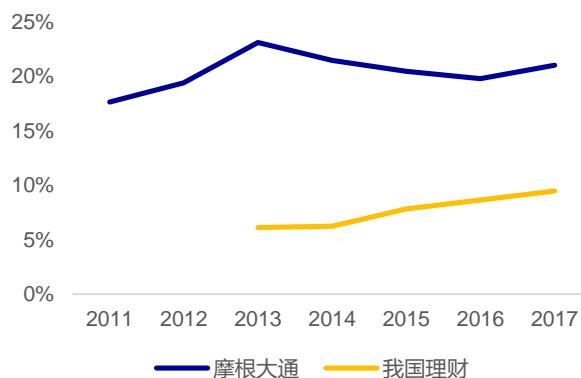
社会资金配置方式的变化，从信贷、类信贷资产往标准化资产迁移，这是资管新规的核心目标，银行业的收入结构也将由当前的利差收入独大变为利差收入和非息收入并重。新资管业务的发展将使得银行的盈利模式从过去的利差驱动模式（本质上也是刚性兑付存在的根源）变为更加追求管理费收入、资产增值收益、超额收益分成。我国商业银行目前仍以利息收入为主，占比 70% 以上。对标美国四大银行，除花旗稍弱（30% 以上）外，摩根大通、美国银行及富国银行的非息收入占比均在约 40% 以上，摩根大通于 2013 年甚至达到 50.5% 的比重，与利息收入平分秋色。因此，随着银行资管业务参与直接融资发展的程度越来越深，我国商业银行的非息收入占比提升趋势将越来越明显。

图 21：美国与中国主要银行 AUM 占总资产比重



资料来源：公司财报，申万宏源研究

图 22：摩根大通与我国银行业理财权益类资产占 AUM 比重



资料来源：Wind，公司财报，申万宏源研究

备注：我国理财 16 年未披露权益类资产占比，取前后两年平均值。

表 2：历史和最新各家银行手续费收入占比第一的业务（2006 vs. 2019）

地区 单位：%	银行	2019年*		2006年	
		排名第一的手续费收入	占比	排名第一的手续费收入	占比
中国内地	工商银行	银行卡	27	结算清算	25
	建设银行	银行卡	34	证券、外汇交易及保险服务代理	27
	农业银行	银行卡	29	-	-
	中国银行	银行卡	31	代理业务	27
美国	美国银行	投行与经纪业务	42	银行卡	37
	富国银行	经纪业务	36	信托及投资	30
	摩根大通	资产管理	39	财富管理	39
	花旗集团	投资银行	25	银行卡	27
欧洲	汇丰银行	资产管理	14	银行卡	27
	巴克莱银行	交易佣金	43	信贷相关	75
	劳埃德银行	银行卡	36	账户	21
	苏格兰皇家	支付	33	-	-
	德意志银行	资产管理	29	资产管理	29
	法巴银行	资产管理	36	-	-
	桑坦德银行	资产管理	32	资产管理	28
	三菱日联	交易佣金	18	信托	16
日本	三井住友	银行卡	26	转账汇款	19
	瑞穗集团	存贷手续费	18	交易佣金	19
中国香港	中银香港	银行卡	20	投资及保险	37
	恒生银行	银行卡	33	零售投资基金	22
	东亚银行	银行卡	31	企业服务	31
中国台湾	国泰世华	银行卡	36	-	-
	中国信托银行	保险	27	-	-
	富邦银行	保险	39	-	-
新加坡	星展银行	资产管理	36	交易佣金	16
	华侨银行	资产管理	43	资产管理	22
	大华银行	资产管理	27	资产管理	21

资料来源：公司财报，申万宏源研究

1.6 以向试点银行发放投行牌照为第一步

打破银证分业经营的藩篱,是为了推动直接融资发展,以适应经济新旧动能切换。2018年资管新规落地,打破刚兑、消除多层嵌套、压降非标等,是为了推动增量资金到资本市场中,到直接融资上。而自上而下给银行试点发放券商牌照,核心目的是推动融资方式的变化。只有推动资金入市与改变融资方式同步推进,直接融资在我国才能真正发展起来。

若以推动银证混业为发展高质量投资银行的路径,预计首先将向试点银行发放投行牌照,同时推动银行业机制、人才市场化改革,下一步再推进修改法律。各国历史经验表明,先试点推进、再修改法律,是控制外溢风险的有效策略。以做大直接融资总量为最终目标,我们预计为试点银行发放以股票承销资质为核心的投行牌照是银证混业的第一步。由于目前商业银行法仍规定“商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资和证券经营业务,不得向非自用不动产投资或者向非银行金融机构和企业投资,但国家另有规定的除外。”我们预计在稳妥推进第一步试点工作并取得一定成效后,将推动商业银行法修改。与此同时,银行本身的机制与人才将进一步推动市场化改革,我们相信以发展直接融资为核心历史使命面前,银行业将存在更强的动力推进专业能力建设、体制机制改革,为做大直接融资市场贡献自己的力量。

2. 不必看空券商, 券商系金控尤为珍贵

2.1 银证混业经营的目标: 做大直接融资增量

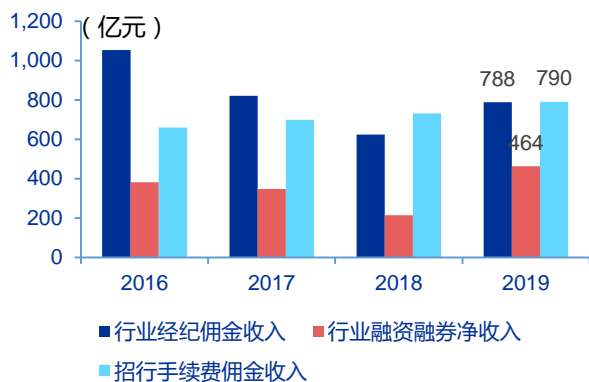
银证混业的首要目标是做大直接融资增量,而非瓜分券商现有存量业务。银证混业第一阶段,预计会以向试点银行发放以股票承销资质为核心的投行牌照为主,是狭义投行牌照。而传统经纪业务、融资业务等存量竞争本就激烈的业务对银行的吸引力实则有限。2019年,券商行业经纪佣金收入788亿元,还略低于招商银行2019年手续费及佣金收入。**头部券商转型升级的核心业务——基于权益及其衍生品的大销售交易业务,预计银行短期内不会涉足。**目前核心增量机构业务高度集中于优质头部券商,包括注册制下的股权发行与承销业务、融券业务、产品创设业务等。

当前银证协同的案例之一: 中国银行通过全资子公司中银国际控股持有中银证券37%股权。2019年中银证券营业收入29.1亿元、净利润7.98亿元、总资产483亿元、净资产127亿元,在所有上市券商中分别排第33、第30、第34、第35。收入结构看,2019年,中银证券经纪、投行、资管、净利息、投资收入占比分别为21%、7%、25%、29%、14%。过去,中银证券与中国银行的协同更多在于银行借助券商资管计划进行部分业务出表。

当前券商在机制上相对银行仍具有显著更强的竞争力。2019年中银证券人均薪酬37万元,高于中国银行(29万元),远落后于优质龙头券商70~90万元的人均薪酬水平,也落后于国金证券(61万元)、兴业证券(55万元)、财通证券(52万元)等中型上市

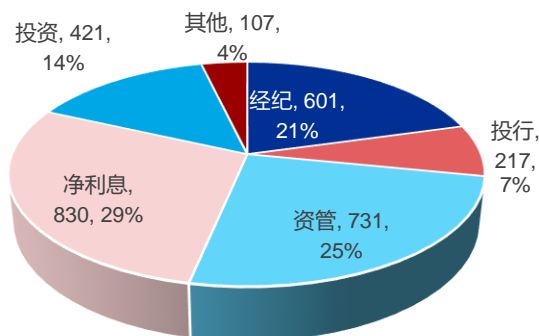
券商。2019 年人均薪酬排名前 3 的上市券商分别为中金公司（89 万元）、中信证券（79 万元）、华泰证券（74 万元）。

图 23：行业经纪业务和融资业务对银行吸引力有限



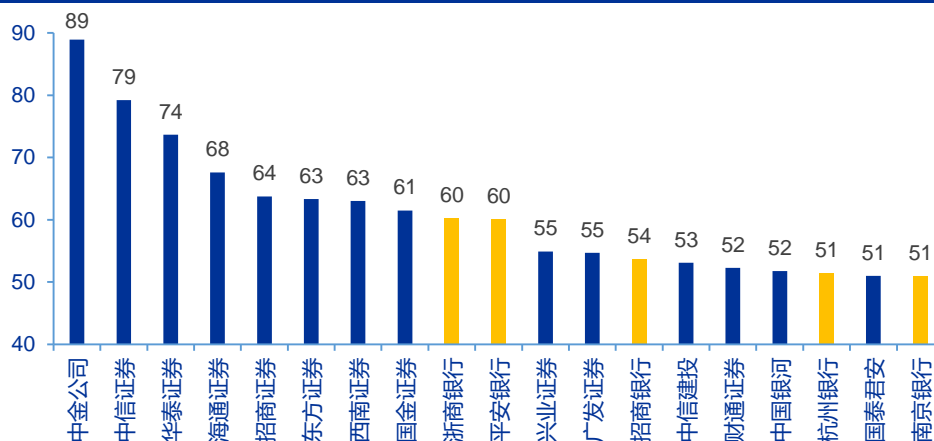
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 24：中银证券 2019 年收入构成（百万元）



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 25：2019 年人均薪酬超过 50 万元的上市券商共 14 家，上市银行共 5 家



资料来源：Wind，申万宏源研究

2.2 权益类业务能力稀缺：券商系金控尤为珍贵

混业经营时代是双向平等的，券商同样可试点获取银行牌照。而由券商主导的金控在权益类业务上的能力显著优于由银行主导的金控，在大力发展权益融资的目标下，券商系金控具备不可替代的价值。

从混业经营经济体的实际情况看，有三种主要混业模式：1) 以银行主导的金融控股公司；2) 以券商主导的金融控股公司；3) 全能银行模式。其中，美国、日本形成了银行主导和券商主导的金融集团，英国是以银行为主导的金融集团占据优势地位，德国则为典型的全能银行模式。根据各自的初始资源禀赋差异，不同主导模式下的金融控股公司优势各异：国际经验表明，由银行主导的金控在债权类、FICC 业务上更具优势，由券商主导的金控则在权益类业务上更具优势。

以券商为主导的金融集团、银行为主导的金融集团在股权、债权承销业务方面分别具有明显相对竞争优势。从证券承销业务来看，2019 年美国股票承销前 3 名中有两名是券商主导的金融集团——高盛、摩根士丹利分列第一、第二，股权承销市场份额分别为 15.4%、10.8%。而债券承销前 5 名均为银行主导的金融集团——美国银行、富国银行、摩根大通、花旗、瑞士信贷。

从做市交易和产品创设业务来看，以银行为主导的金融集团主要在 FICC 交易上优势突出，以券商为主导的金融集团主要在权益交易上具有优势。我们以高盛、摩根士丹利、摩根大通、花旗、汇丰等五家金融集团的 FICC 和权益交易业务收入为例，高盛和摩根士丹利是以券商为主导的金融集团，权益交易收入超过或者与 FICC 交易收入持平，摩根大通、花旗、汇丰是以银行为主导的金融集团，FICC 交易收入显著高于权益交易收入。

表 3：美国股票主承销前三名为：摩根士丹利、高盛、摩根大通，前两者为券商主导的金融集团

	2019 股票主承销（十亿美元）	2019 市占率	2018 市占率	2017 市占率	2016 市占率
高盛公司	26.3	15.4%	11.9%	12.5%	13.6%
摩根士丹利	18.4	10.8%	12.8%	11.6%	9.0%
摩根大通	16.9	9.9%	10.6%	11.9%	15.3%
美国银行	14.6	8.5%	7.5%	8.7%	9.9%
花旗集团	14.2	8.3%	8.8%	8.5%	7.8%
巴克莱	10.3	6.0%	6.3%	7.1%	8.4%
瑞士信贷集团	7.5	4.4%	5.3%	6.5%	8.1%
富国银行	6.4	3.8%	3.8%	4.3%	4.9%
杰富瑞集团有限公司	5.5	3.2%	3.7%	1.8%	2.0%
加拿大皇家银行资本市场	5.2	3.1%	3.6%	3.1%	2.5%

资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

表 4：美国债券主承销前五名均为银行主导的金融集团

	2019 债券主承销（十亿美元）	2019 市占率	2018 市占率	2017 市占率	2016 市占率
美国银行	1,456	15.0%	10.9%	11.6%	11.3%
富国银行	1,094	11.2%	10.3%	11.3%	10.8%
摩根大通	1,044	10.7%	11.4%	10.4%	10.6%
花旗集团	979	10.1%	8.9%	9.9%	8.9%
瑞士信贷集团	675	6.9%	10.5%	6.6%	6.8%
摩根士丹利	666	6.8%	6.5%	6.7%	5.4%
巴克莱	615	6.3%	6.2%	5.7%	6.8%
高盛公司	453	4.7%	6.7%	6.0%	6.0%
野村控股	354	3.6%	3.8%	4.3%	4.7%
德意志银行	243	2.5%	2.4%	3.2%	3.4%

资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

注：债券承销统计包含公司债、国债、地方债、凭证、抵押债，公司注册国限定为美国

表 5：摩根士丹利、高盛权益交易收入超过 FICC，摩根大通、花旗、汇丰 FICC 交易收入显著高于权益交易

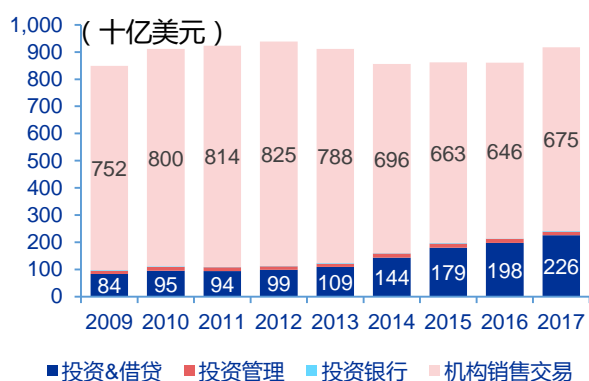
	摩根士丹利		高盛		摩根大通		花旗		汇丰	
	权益	FICC	权益	FICC	权益	FICC	权益	FICC	权益	FICC
2019	8,056	5,546	7,391	7,388	6,494	14,418	2,908	12,884	993	4,770
2018	8,976	5,005	7,453	6,985	6,888	12,706	3,427	11,661	1,181	5,093
2017	7,982	4,928	6,077	6,218	5,703	12,812	2,879	12,369	1,295	5,714
2016	8,037	5,117	6,603	5,299	5,740	15,259	2,933	13,063	1,011	5,720
2015	8,288	4,758	6,911	7,556	5,694	12,592	3,128	11,346	1,342	4,668
2014	7,135	4,214	7,829	7,322	5,044	14,075	2,774	12,148	-	-
2013	6,529	3,594	6,736	8,461	4,994	15,976	2,815	13,625	-	-

资料来源：公司年报，申万宏源研究

注：HSBC 于 2017 年年报开始披露往前三年的该项数据

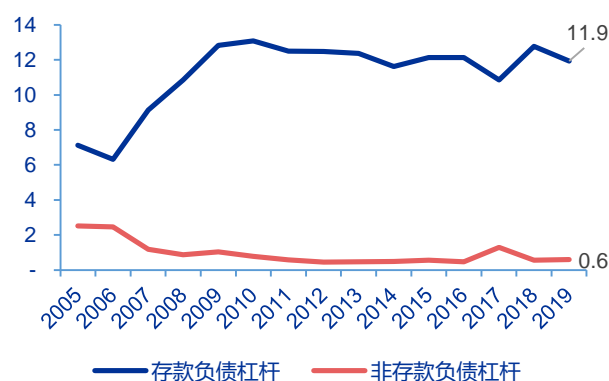
混业经营稳态下，我们将看到拥有银行牌照的券商集团（券商系金控）、拥有券商牌照的银行集团（银行系金控）、独立券商、独立银行等各类金融机构主体共存。美国一流投行中，高盛、摩根士丹利、嘉信理财是典型拥有银行牌照券商集团。高盛与摩根士丹利 2008 年获批转型为银行控股公司，嘉信理财于 2003 年成立嘉信银行。

图 26：2017 年高盛机构销售和交易类资产约为信贷类资产的 3 倍



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

图 27：2019 年嘉信理财存款负债杠杆约 12 倍，非存款负债杠杆仅 0.6 倍



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

3. 结论：混业经营是为了更好地助推产业升级，利好银行及头部券商

3.1 银行：促进产业转型，提升直接融资发展动力

产业结构决定金融结构，在产业转型升级、新旧动能转换的关键窗口期，直接融资更适合更轻的新动能产业。我国主要的融资需求方由此前的房地产和基础设施建设演变成新经济部门，“新经济”不存在稳定和确定性的未来现金流预期和节奏，无法提供大量抵押物，从个案来看其失败风险远高于“旧经济”，因此，最适应新经济融资需求的，并不

是过去基于信贷思维的广义信贷融资，而是股权融资。各国经验都表明，混业试点启动、直接融资占比大幅提升、权益市场大发展、社会资金配置经济新旧动能切换，这四点相辅相成的。

如果将银行引入直接融资市场，将直接提升直接融资发展动力。各国历史经验表明，银证混业试点将明显做大直接融资增量。由于间接融资时代绝大部分客户资源都在银行手里，解决银行无法通过直接融资尤其是权益融资盈利的苦恼，是从核心中介机构入手、从底层解决直接融资发展动力不足的关键。伴随着融资途径的变化，社会资金配置方式也将逐渐从信贷、类信贷资产转向标准化资产，这亦是资管新规的核心目标。

若以推动银证混业为发展高质量投资银行的路径，预计向试点银行发放投行牌照为第一步，同时推动银行业人才、机制市场化改革，下一步再推进修改法律。各国历史经验表明，先试点推进、再修改法律，是控制外溢风险的有效策略。以做大直接融资总量为最终目标，我们预计为试点银行发放以股票成效资质为核心的投行牌照是银证混业的第一步。对于银行本身的机制与专业能力建设，我们相信以发展直接融资为核心历史使命面前，银行业将存在更强的动力推进市场化体制机制、专业能力的建设。

投资建议：A 股首推组合：**平安银行、光大银行、杭州银行、南京银行、兴业银行、邮储银行**；A 股长期组合：**招商银行、常熟银行、宁波银行**；H 股首推组合：**邮储银行、招商银行、建设银行**。

3.2 券商：混业之始，优质券商长期重估之时

混业经营试点之时，将成为券商板块加速分化的起点：一是无差异化竞争能力的中小券商或加速出清，因为传统通道业务的牌照价值将不断弱化；二是机制优异券商投资价值更加凸显，因为专业能力（风险定价能力、产品创设能力、交易能力）的稀缺性有赖于人才队伍和公司治理，最终由机制决定分化；三是双向混业时代，预计券商资本金、客户资产经营掣肘、账户功能掣肘等将逐步取得突破，最终有机制、有能力、有准备的优质券商将迎来历史性战略机遇。

银证混业经营开启之时，也是优质券商长期投资价值重估之时。随着混业试点开启，预计证券行业围绕头部、做强头部的改革政策将加速推进落地，未来将伴随着证券账户功能的逐步完善、场内外衍生品谱系不断丰富、资本金快速补充。优质券商若能抓住银证混业试点第一阶段股权融资大发展，但与银行在核心业务上直接竞争不多的时间窗口，紧跟政策东风，迅速强化自身在权益及其衍生品业务上的固有优势，在未来深度混业来临之前打造难以被银行替代的专业能力和先发优势。此时就是券商行业内部分化、头部券商长期重估的起点。

投资建议：大权益资产这片广阔的蓝海依然在向机制优异的头部券商敞开怀抱，个股首推**华泰证券、中信证券、中信建投-H、中金公司**，关注**国泰君安、招商证券、国金证券**。

表 6：上市银行估值比较表（收盘价日期：2020 年 6 月 24 日）

上市银行	代码	收盘价	流通市值(亿元)	P/E(X)		P/B(X)		ROAE		ROAA		股息收益率	
				20E	21E	20E	21E	20E	21E	20E	21E	20E	21E
工商银行	601398.SH	5.22	14,074	5.78	5.50	0.68	0.61	12.4%	11.7%	1.04%	0.99%	5.27%	5.53%
建设银行	601939.SH	6.32	606	5.70	5.38	0.68	0.61	12.5%	11.9%	1.05%	1.00%	5.34%	5.66%
农业银行	601288.SH	3.37	10,759	5.41	5.12	0.61	0.56	11.9%	11.5%	0.86%	0.84%	5.68%	6.00%
中国银行	601988.SH	3.46	7,292	5.41	5.17	0.56	0.51	10.8%	10.3%	0.88%	0.84%	5.75%	6.02%
交通银行	601328.SH	5.12	2,010	4.98	4.83	0.50	0.45	10.5%	9.8%	0.78%	0.75%	6.30%	6.49%
邮储银行	601658.SH	4.58	3,074	6.04	5.35	0.73	0.67	12.7%	13.1%	0.64%	0.67%	5.18%	5.85%
招商银行	600036.SH	33.90	6,993	8.10	7.00	1.32	1.17	17.2%	17.7%	1.38%	1.45%	4.10%	4.74%
中信银行	601998.SH	5.07	1,726	4.90	4.49	0.53	0.49	11.1%	11.3%	0.75%	0.74%	5.11%	5.58%
民生银行	600016.SH	5.67	2,011	4.58	4.24	0.50	0.45	11.5%	11.2%	0.83%	0.81%	6.57%	7.11%
浦发银行	600000.SH	10.60	3,111	5.15	4.82	0.58	0.52	11.8%	11.4%	0.85%	0.83%	5.98%	6.39%
兴业银行	601166.SH	15.84	3,291	4.71	4.21	0.61	0.55	13.6%	13.7%	0.98%	0.99%	5.11%	5.71%
光大银行	601818.SH	3.59	1,429	4.62	4.03	0.54	0.49	12.4%	12.9%	0.86%	0.89%	6.50%	7.46%
华夏银行	600015.SH	6.13	943	4.66	4.39	0.43	0.41	9.5%	9.6%	0.73%	0.71%	4.29%	4.56%
平安银行	000001.SZ	12.80	2,484	7.88	6.81	0.82	0.73	11.0%	11.4%	0.77%	0.78%	1.96%	2.26%
北京银行	601169.SH	4.90	1,036	4.75	4.46	0.50	0.46	11.0%	10.7%	0.80%	0.79%	6.32%	6.72%
南京银行	601009.SH	7.41	742	5.36	4.63	0.78	0.73	16.1%	16.3%	1.01%	1.04%	5.77%	6.65%
宁波银行	002142.SZ	26.11	1,569	9.83	8.04	1.47	1.28	16.6%	17.1%	1.19%	1.26%	2.21%	2.70%
上海银行	601229.SH	8.24	1,171	5.68	5.14	0.67	0.60	12.4%	12.3%	0.92%	0.91%	5.19%	5.74%
杭州银行	600926.SH	9.07	538	7.24	5.89	0.83	0.76	12.7%	13.5%	0.73%	0.80%	4.71%	5.80%
贵阳银行	601997.SH	7.17	231	3.59	3.10	0.61	0.55	17.9%	18.6%	1.19%	1.26%	5.23%	6.02%
常熟银行	601128.SH	7.49	205	9.89	8.43	1.08	0.95	11.5%	11.9%	1.12%	1.15%	3.10%	3.64%
张家港行	002839.SZ	5.79	105	9.71	8.71	0.89	0.80	10.0%	10.0%	0.82%	0.82%	2.93%	3.26%
A 股板块平均				5.89	5.39	0.72	0.65	12.6%	12.4%	0.95%	0.94%	5.17%	5.59%

资料来源：Wind 资讯、申万宏源研究

表 7：上市券商估值比较表（收盘价日期：2020 年 6 月 24 日）

单位：人民币元		2020/6/24				申万预测 EPS		申万预测 BVPS		预测净利润增速		预测 ROE	
股票代码	证券简称	评级	收盘价	20E PE	20E PB	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
A 股													
600030.SH	中信证券	买入	24.25	19.6	1.69	1.24	1.57	14.3	15.4	31%	26%	9.2%	10.5%
601688.SH	华泰证券	买入	19.46	14.8	1.34	1.31	1.58	14.5	15.6	32%	20%	9.4%	10.5%
601211.SH	国泰君安	增持	17.36	15.8	1.23	1.10	1.26	14.2	14.8	13%	15%	7.0%	7.6%
601066.SH	中信建投	增持	37.95	39.6	4.30	0.96	1.18	8.8	9.7	40%	22%	13.3%	14.1%
600837.SH	海通证券	增持	12.87	17.5	1.08	0.73	0.91	11.9	12.6	1%	24%	6.8%	7.4%
600999.SH	招商证券	增持	20.17	20.5	1.63	0.99	1.17	12.3	13.2	14%	17%	8.6%	8.7%
000776.SZ	广发证券	增持	14.37	12.9	1.15	1.12	1.28	12.5	13.4	13%	14%	9.1%	9.9%
600958.SH	东方证券	增持	9.63	21.9	1.20	0.44	0.53	8.0	8.4	26%	21%	5.6%	6.5%
601788.SH	光大证券	增持	14.79	17.5	1.33	0.85	0.96	11.1	11.8	587%	13%	7.9%	8.4%
002736.SZ	国信证券	增持	11.35	18.7	1.59	0.61	0.70	7.2	7.7	21%	15%	8.6%	9.0%
601377.SH	兴业证券	增持	6.15	17.2	1.14	0.36	0.43	5.4	5.7	36%	19%	6.6%	7.6%
000783.SZ	长江证券	增持	6.90	22.9	1.32	0.30	0.39	5.2	5.4	0%	31%	5.9%	7.4%

资料来源：申万宏源研究

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。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。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。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。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	chentao1@swhyse.com
华北	李丹	010-66500631	lidan4@swhyse.com
华南	陈左茜	755-23832751	chenzuoxi@swhyse.com
海外	朱凡	021-23297573	zhufan@swhyse.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等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人作出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。