

强于大市

证券行业 2020 年中期策略

潮平两岸阔，风正一帆悬

2020 年供给侧改革持续推进、二级市场基础制度和证券行业监管制度不断完善，成为行业变革发展、做大做强的重要推动力。在市场环境与资本市场改革推动下，预计上半年证券行业业绩实现正增长，下半年业务全线受益。

- **交投活跃度同比升温，二季度业绩预计改善。**2020 年上半年，尽管受到海内外疫情冲击，A 股市场呈现震荡，交投活跃度波动较大，但整体来看沪深 300 累计上涨 1.64%，日均股基成交额 8072.94 亿元，在 2019 上半年高基数下同比增长 29.46%，两融余额两次突破 1.1 万亿元，整体呈现上升趋势。可比口径下的 35 家上市券商 1-6 月累计净利润 610.33 亿元，同比增长 20.91%，包括三方面因素：（1）市场驱动：一季度交投活跃度高昂，二季度市场行情回暖，带动经纪、两融业务增长，自营业务较一季度改善；（2）资本市场改革：科创板自 2019 年 6 月开板后平稳运行、今年 2 月再融资新规落地，投行业务迎来业务增量；（3）会计准则变化：新会计准则将部分自营业务下的项目重分类至利息业务下。
- **资本市场改革开放促进行业变革发展。**新冠疫情对全国经济造成冲击，催化资本市场改革政策加速出台。政策梳理为三个层次：（1）提升金融服务实体经济的能力，以创业板注册制试点的开启拉开全面注册制的帷幕、打通新三板转板通道、宽松化的再融资新规加速落地，发挥券商作为投融资两方桥梁的重要作用，不仅为投行业务带来业务增量，更能推动券业大投行业务融合。（2）完善二级市场基础制度，一方面改进交易、退市规则等，引入长期资金，树立价值投资理念，强化 A 股市场韧性；另一方面将创业板涨跌幅限制放宽至 20%，研究引入 T+0 制度，以提升市场活跃度。有助于使券商自营投资收益更加稳定，同时利好经纪业务和两融业务。（3）完善证券行业监管制度，放开外资股比限制、支持券商增强流动性、充实资本金，支持财富管理转型，新修订分类监管规定强化专业服务能力与合规审慎经营导向。这些政策有助于为证券行业改进展业环境、带来业务机遇、促进专业与资本能力的提升、规范经营活动，将成为证券行业变革发展、做大做强的重要推动力。
- **政策利好叠加流动性改善，下半年业务全线受益。**随着下半年流动性改善、资本市场改革政策落地实施、创业板注册制试点正式开启，预计行业业务全线受益，其中投行业务、自营业务和经纪业务或为下半年业绩增长的主要驱动力。在悲观、中性、乐观假设下，预计行业全年实现净利润 11.64 亿元、14.16 亿元、16.28 亿元，同比增速-5.43%、15.00%、32.24%。

投资建议

- 长期来看，证券行业享有明显领先其他金融子行业的政策面利好，资本市场深化改革和开放举措逐步推进，在证监会推动打造航母级券商的大背景下，**龙头券商有望享受持续且重大的政策红利，行业集中度或将保持上升趋势。**上半年板块估值处于历史低位，下半年行业业绩增长可支撑估值提升。个股选择遵循两条投资逻辑：一是充分受益于政策面利好的头部券商，**重点推荐中信证券、华泰证券**；二是积极跟进创业板注册制试点，且投行、经纪业务收入占比较高，因此充分受益于注册制等资本市场改革的特色化券商，**建议关注国金证券。**

风险提示

- 政策出台、内外部环境以及市场波动对行业的影响超预期。

相关研究报告

《上市券商 6 月业绩点评》20200710
《上市券商 5 月业绩点评》20200606
《证券行业政策点评》20200525

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 证券

证券分析师: 兰晓飞
(8610)66229085
xiaofei.lan@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300511040003

联系人：张天愉
(8610)66229087
tianyu.zhang@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300119080020

目录

1 上半年回顾：ALPHA 与 BETA 共存，二季度业绩预计改善..... 4

1.1 行情回顾：市场震荡调整，行业 ALPHA 与 BETA 属性共存..... 4
1.2 业绩回顾：二季度自营业务有望改善，1-6 月累计净利润正增长..... 5

2 下半年看点：资本市场改革开放促进行业变革发展..... 8

2.1 以注册制改革为纲，提升直融服务实体经济的能力..... 8
2.2 完善市场基础制度建设..... 11
2.3 证券行业政策：强化专业、规范导向，支持券商做大做强..... 14

3 盈利预测：政策利好叠加流动性改善，业务全线受益..... 20

4 投资建议：遵循龙头与专业型券商两条逻辑..... 21

图表目录

图表 1. 2020/1/2-2020/6/30 沪深 300 指数与证券行业累计涨跌幅 4
图表 2. 2018/1-2020/6 日均股基成交额 5
图表 3. 2018/1-2020/6 融资融券余额 5
图表 4. 可比口径下（35 家）上市券商净利润及同比变化 6
图表 5. 2019/1-2020/6 股权承销额与 IPO 承销额 6
图表 6. 2019/1-2020/6 债券承销金额 6
图表 7. 2017-2020 期末受托管理资本金总额 7
图表 8. 2019-2020 证券行业资管业务单季收入 7
图表 9.上半年资本市场与证券行业政策 8
图表 10. 供给侧改革时间轴 8
图表 11. 创业板注册制与科创板注册制规则对比 9
图表 12.再融资新旧规则对比 10
图表 13. 2013-1H2020 市场再融资规模 11
图表 14.历次《证券法》修订对于“证券“定义的扩容 12
图表 15. 完善二级市场闭环 13
图表 16. 对外开放进程 14
图表 17.外资控股券商 15
图表 18. 政策支持证券行业充实资本金 15
图表 19.投保基金比例新旧规则对比 16
图表 20. 并表监管试点券商风险指标 17
图表 21. 2020 年券商募资用途 17
图表 22.1H2011-1Q2020 证券行业经纪业务佣金率 18
图表 23. 2019 年证券行业业绩弹性测算 20
图表 24. 2014/1-2020/6 证券行业市净率 21
图表 25. 2014/1-2020/6 中信证券市净率 21
图表 26. 2014/1-2020/6 华泰证券市净率 21
图表 27. 2014/1-2020/6 国金证券市净率 22
图表 28. 创业板 IPO 已受理家数前十名 22
图表 29.上市券商估值表 23

1 上半年回顾：ALPHA 与 BETA 共存，二季度业绩预计改善

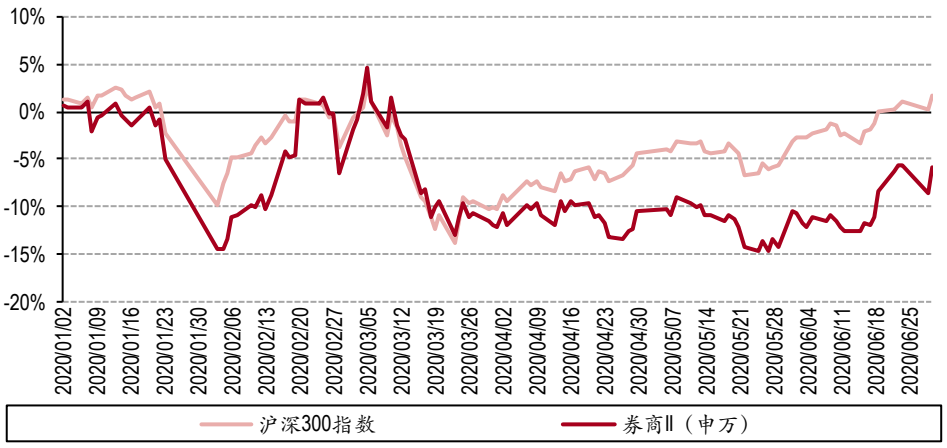
1.1 行情回顾：市场震荡调整，行业 alpha 与 beta 属性共存

上半年券商板块跑输大盘。截至 2020 年 6 月 30 日，券商申万二级指数累计跌幅 5.96%，沪深 300 指数累计涨幅 1.64%。

一季度受海内外疫情冲击，板块 Beta 属性凸显。1 月疫情爆发，市场对经济增速预期下调，提升了投资者避险情绪，造成市场大幅下滑。2 月疫情控制得当，逆周期政策出台催化 A 股快速反弹，券商指数累计涨跌幅追平大市。3 月海外疫情蔓延带来全球经济冲击，境外市场剧烈波动，带累国内 A 股市场下跌。

二季度板块与市场表现分化，6 月以来板块显著回暖。二季度大盘震荡上行，而券商板块由于基本面受到冲击，在 4 月至 5 月间遭遇一定的估值压制，与市场整体出现分化。6 月以来，在国内疫情得到控制，资本市场深化改革不断推进、创业板正式施行注册制的背景下，券商板块行情开始回暖。

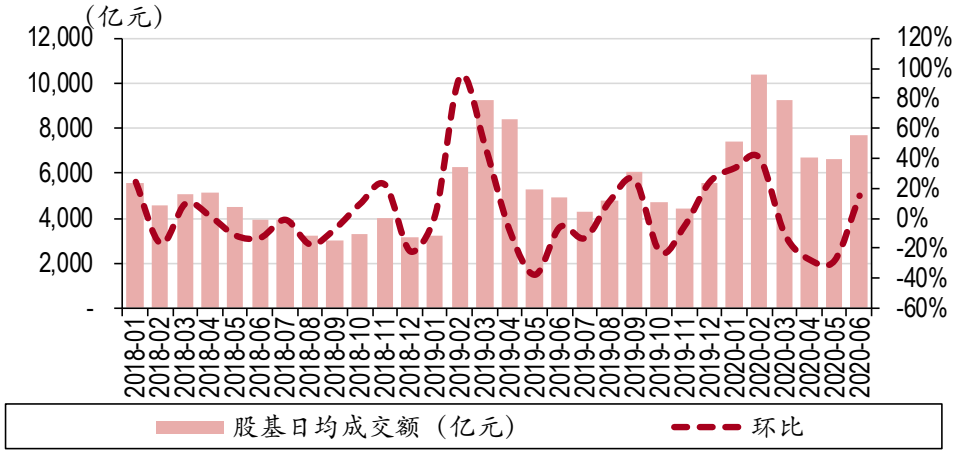
图表 1. 2020/1/2-2020/6/30 沪深 300 指数与证券行业累计涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

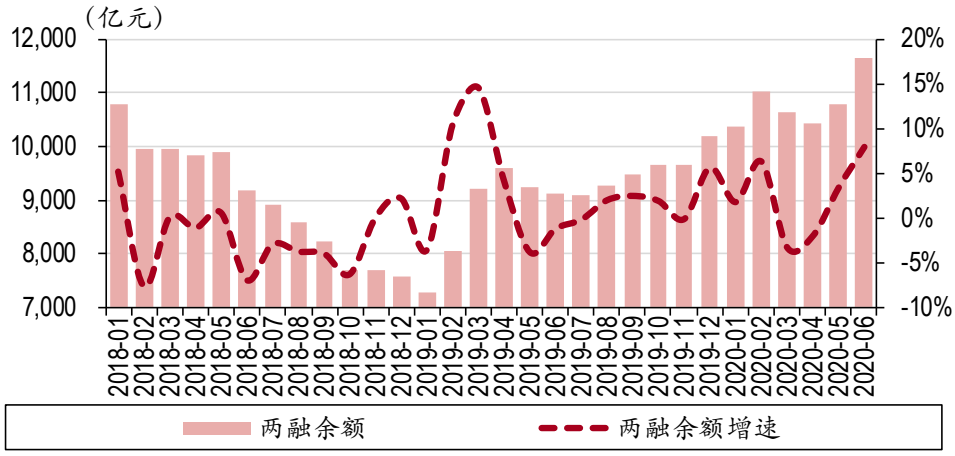
市场交投活跃度同比升温，风险偏好稳步提升。2 月份疫情进入可控阶段，为减缓疫情对经济造成的冲击，逆周期的调控政策不断出台，保障了市场流动性充裕，推动交投活跃度在 2 月显著升温。3 月-5 月海外市场的暴跌打击了市场信心，股指出现反复震荡，市场活跃度大幅下滑。随着国内疫情得到有效控制以及基本面的好转，6 月市场情绪显著回暖，日均股票、基金成交额环比增长 15.08%。2020 年上半年日均股基成交额为 8072.94 亿元，在 2019 年上半年较高基数下同比增长 29.46%。融资融券余额继续呈现上行趋势，6 月再度突破 1.1 万亿元创下新高，显示出市场风险偏好持续提升。

图表 2. 2018/1-2020/6 日均股基成交额



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 2018/1-2020/6 融资融券余额

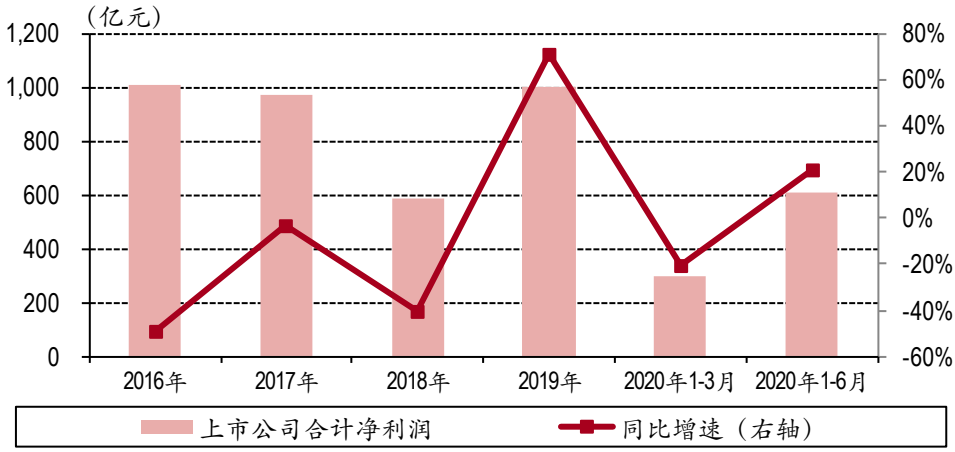


资料来源：万得，中银证券

1.2 业绩回顾：二季度自营业务有望改善，1-6 月累计净利润正增长

可比口径下上市券商 1-6 月累计净利润同比增长 20.91%。在一季度自营业务拖累以及去年同期高基数背景下，证券行业业绩大幅下滑。证券公司上半年业绩数据尚未披露，根据上市券商公布的月度业绩简报，可比口径下（即去除红塔证券、中银证券与中泰证券后的 35 家上市券商），2020 年 1-6 月上市券商合计实现净利润 610.33 亿元，同比增长 20.91%，而 1-3 月净利润（一季报数据）为 301.19 亿元，同比减少 20.30%，可见二季度主营业务显著回暖（剔除券商子公司分红，并考虑所得税影响；自 2020 年 1 月 31 日起，对中信华南进行追溯调整）。

图表 4. 可比口径下（35 家）上市券商净利润及同比变化

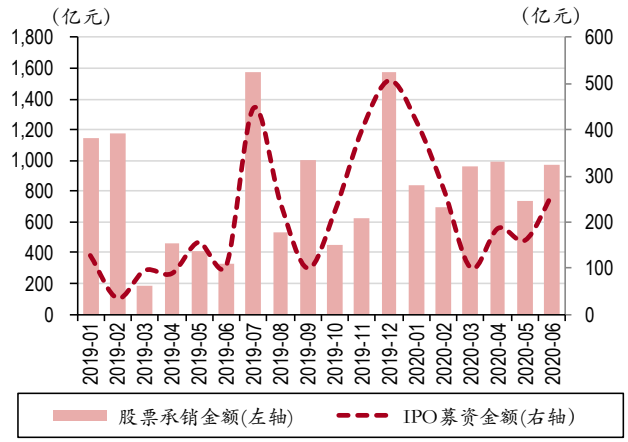


资料来源：公司公告，中银证券

自营收益二季度有望环比改善，上半年经纪业务持续增长。（1）受到国内外疫情蔓延、经济承压、国际政治环境日趋紧张的影响，一季度市场行情震荡下行，导致证券行业自营业务疲软。据中证协数据，一季度自营收入 291.92 亿元，占比 29.69%，同比减少 43.21%，因而大幅拖累券商整体业绩增速。随着此后市场行情回暖，二季度自营业务收入有望得到改善。（2）一季度证券行业经纪业务收入 294.67 亿元，同比增长 33.04%，占行业总收入 29.97%，上市券商经纪业务净收入全部实现正增长。从上半年整体来看，得益于日均股基成交额同比提升 29.46%，预计上半年经纪业务收入保持较好的同比增速。

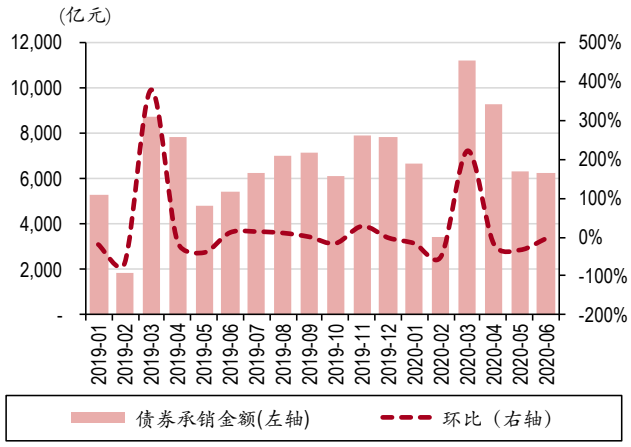
股债承销规模提升，投行业务增幅显著。（1）一季度行业投行业务收入增长 25.67%至 110.19 亿元。头部券商较为稳健，10 家大券商合计实现投行业务收入 43.9 亿元，同比增长 6.39%，占行业 39.9%；中小券商增幅较大，浙商证券（+262.6%）、华西证券（+248%）、南京证券（+203%）增速位列前三。（2）上半年 IPO 金额同比增加 130.50%至 1,393 亿元，主要由于 2019 年上半年科创板尚未开板；受益于定增新规于 2020 年 2 月落地，再融资规模增长 22.33%；地方政府债、公司债承销发力，债券承销金额同比增长 34.59%至 4.33 万亿。

图表 5. 2019/1-2020/6 股权承销额与 IPO 承销额



资料来源：万得，中银证券

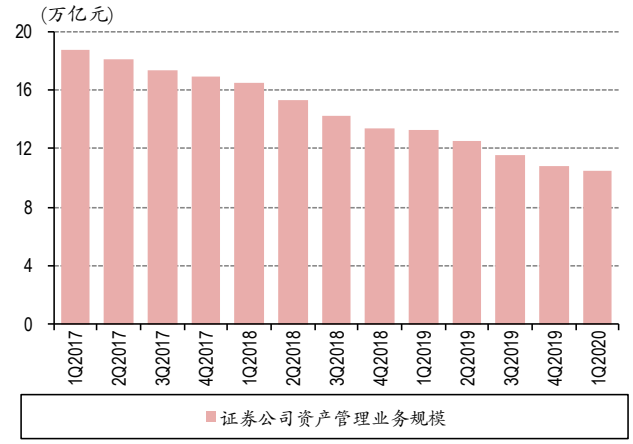
图表 6. 2019/1-2020/6 债券承销金额



资料来源：万得，中银证券

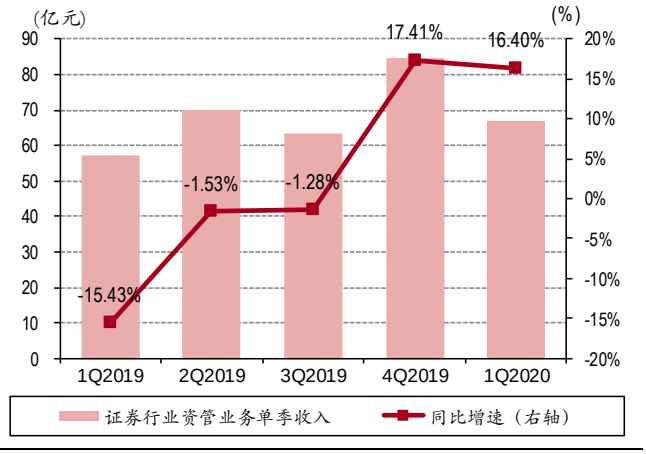
资管收入显著改善，主动管理规模提升。随着资管新规及相应配套细则的落地实施，行业资管规模持续下滑，但资管业务收入目前已止跌回升。一季度行业实现资管收入 66.73 亿元，同比增长 16.40%。从主动管理规模来看，在中基协公布的私募资管规模前 20 名的券商中，大券商主动管理规模稳居前列且同比增速最大，5 家券商主动管理占比超过 50%，最高为华融证券（75%）。

图表 7. 2017-2020 期末受托管理资本金总额



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 2019-2020 证券行业资管业务单季收入



资料来源：万得，中银证券

两融发力规模破万亿，股票质押维持谨慎。一季度行业实现利息净收入 129.32 亿元，同比大增 87.31%。利息收入增长驱动力一是市场活跃度提升，两融收入增长，二是两融标的得到扩容，三是新会计准则将部分自营业务下的项目重分类至利息业务下。股票质押规模则在券商主动压降下持续收缩，同时信用风险有上行趋势。一季度上市券商信用减值损失合计 40.5 亿元，而上年同期冲回 10.5 亿元。

2 下半年看点：资本市场改革开放促进行业变革发展

疫情催化资本市场改革政策加速出台，推动行业变革发展。新冠疫情对全国经济造成了较大冲击，催化资本市场改革政策加速出台。2020 上半年出台的政策可自上而下梳理为三个层次：一是提升金融服务实体经济的能力，推进全面注册制改革，发挥券商作为投融资两方桥梁的重要作用；二是完善二级市场基础制度，改进交易、退市等规则；三是证券行业的监管制度，为券商转型路径指引方向。这些政策有助于为证券行业改进展业环境、带来业务机遇、促进专业与资本能力提升、规范经营活动，将成为证券行业变革发展、做大做强的重要推动力。

图表 9.上半年资本市场与证券行业政策

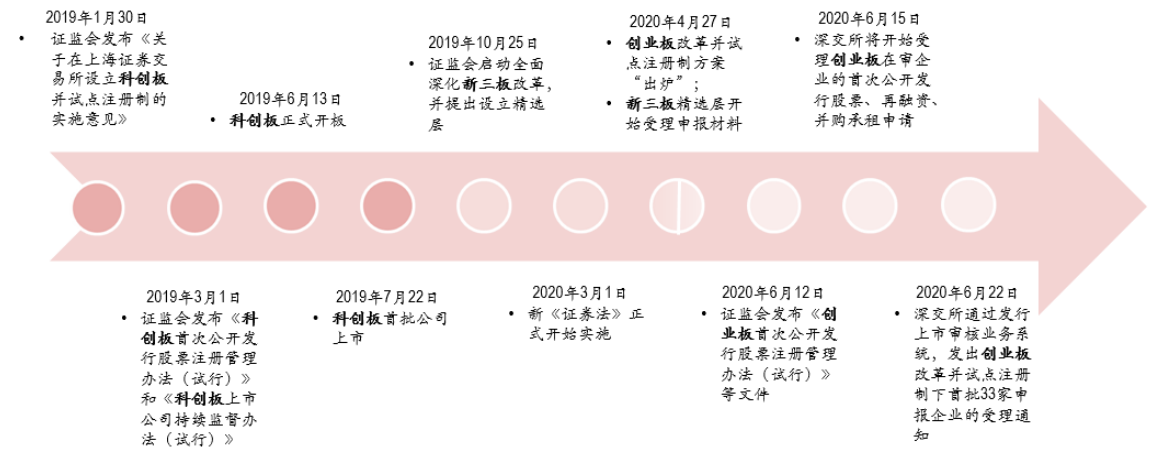
政策层面	主要政策	政策影响
金融服务实体经济	（1）创业板注册制改革； （2）新三板精设置精选层并打通转板通道； （3）再融资新规松绑。	（1）投行重要性提升； （2）倒逼投行能力提升； （3）投行业务迎来巨大增长空间。
二级市场基础制度	（1）修订交易规则； （2）退市机制有望改善； （3）试点 20%涨跌幅，研究引入 T+0 制度。	（1）引入长期资金，强化市场韧性； （2）提升市场活跃度； （3）利好券商自营、经纪业务。
证券行业监管制度	（1）券商外资股比放开； （2）支持券商加强资本实力； （3）券商基金投顾试点、提高基金投顾门槛； （4）分类监管修订。	（1）推动券商做大做强，打造航母券商； （1）促进券商提升专业能力； （2）促进券商重视合规经营、风险管理。

资料来源：万得，中银证券

2.1 以注册制改革为纲，提升直融服务实体经济的能力

全面注册制拉开序幕，疏通企业融资通道。2019 年是我国资本市场供给侧改革的元年，科创板作为我国资本市场的“试验田”成功试点注册制，资本市场对实体经济的融资服务范围扩大、重要性提升，直接融资及投行的重要性也被提升到前所未有的高度。2020 年，资本市场供给侧改革持续推进：3 月 1 日起正式实施的新版《证券法》推行全面注册制，从创业板开始拉开存量市场注册制改革的帷幕；新三板推出精选层并打通转板通道，健全多层次资本市场体系，完善主板、科创板、中小板、创业板和新三板市场建设；再融资新规加速落地，为企业上市、融资进一步提供便利。

图表 10. 供给侧改革时间轴



资料来源：证监会，上交所，深交所，中银证券

创业板注册制试点相较核准制发行条件与交易制度放宽，对新增投资者增设适当性要求。根据证监会与深交所发布的创业板注册制试点制度与规则来看，创业板的注册制试点相较过去核准制：1）上市标准包容性更强，在三项标准中满足其中一项即可，允许特殊股权架构企业、红筹企业上市，淡化盈利指标；2）对未盈利、红筹架构、特殊投票权、高价发行的四类公司的上市设定强制跟投制度；3）交易制度松绑，上市的前五日不设涨跌幅，此后涨跌幅限制由 10%扩大为 20%；4）简化退市程序，以组合类财务退市指标替换单一的连续亏损退市指标，强化退市风险揭示；5）对新开通创业板交易权限的投资者提出适当性要求，新申请者前 20 个交易日账户资产日均应不低于 10 万元，且参与证券交易 24 个月以上。

相较科创板追求错位发展，创业板跟投制度与投资者门槛更宽松。同样推行注册制，创业板与科创板差异在于：1）创业板定位于成长型创新创业企业，支持传统产业与新产业融合，与定位于科技驱动的科创板各有特色、错位发展；2）上市标准不同，且创业板对红筹企业增加最近一年利润为正的一项要求；3）创业板的跟投制度较科创板有所放宽（科创板要求券商对其所有 IPO 项目进行跟投）；4）创业板投资者门槛较低，10 万元的资产要求远低于科创板 50 万元的标准。5）《创业板首次公开发行证券发行与承销特别规定》另外规定，保留创业板现行直接定价制度，为提高发行效率，允许公开发行 2,000 万股（份）以下且无股东公开发售股份的 IPO 项目直接定价发行。结合创业板存量改革特点，增强制度安排的包容度。

图表 11. 创业板注册制与科创板注册制规则对比

	创业板	科创板
目标定位	主要服务**成长型创新创业企业**，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合。	主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的**科技创新企业**。
上市条件	**满足三项标准之一：** **1)净利润：**最近两年净利润均为正，且累计净利润≥5000 万元； **2)市值+净利润+营收：**预计市值≥10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入≥1 亿元； **3)市值+营收：**预计市值≥50 亿元，且最近一年营业收入≥3 亿元。 **红筹企业&表决权差异安排：** 1)预计市值≥100 亿元，且最近一年净利润为正； 2)预计市值≥50 亿元，最近一年净利润为正且营业收入≥5 亿元。	**满足五项标准之一：** **1)市值+净利润/营收：**预计市值≥10 亿元，最近两年净利润均为正且累计净利润≥5000 万元，或者预计市值≥10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入≥1 亿元； **2)市值+营收+研发收入：**预计市值≥15 亿元，最近一年营业收入≥2 亿元，且最近三年累计研发投入占最近三年累计营业收入的比例≥15%； **3)市值+营收+经营活动现金净流量：**预计市值≥20 亿元，最近一年营业收入≥3 亿元，且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计≥1 亿元； **4)市值+营收：**预计市值≥30 亿元，且最近一年营业收入≥3 亿元； **5)市值+核心产品或技术：**预计市值≥40 亿元，主要业务或产品须经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果。医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件。 **红筹企业&表决权差异安排：** 1)预计市值≥100 亿元； 2)预计市值≥50 亿元且最近一年营业收入≥5 亿元。
交易制度	涨跌幅限制从 10%提升到 20%，上市前五日不受限；上市首日起均可作为两融标的(此前为 3 个月)	涨跌幅限制 20%，上市前五日不受限； 上市首日起均可作为两融标的
投资者门槛	存量投资者的适当性要求基本保持不变，但要求充分揭示风险；**新增个人投资者**须满足前 20 个交易日日均资产不低于 10 万元，且具备 24 个月的 A 股交易经验的门槛。	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+参与证券交易 24 个月以上。
跟投设置	仅对未盈利企业、特殊股权结构企业、红筹企业、高价发行企业实施保荐人相关子公司强制跟投的制度，**其他发行人不强制跟投**。	2%-5%的强制跟投比例。

资料来源：证监会，深交所，上交所，中银证券

新三板转板通道打通，带来保荐业务收入增量。3 月 6 日，证监会就新三板转板上市指导意见公开征求意见，要点包括：1）以科创板和创业板为试点转板范围；2）转板企业需精选层连续挂牌一年以上，且符合转入板块的上市条件，交易所可提出差异化要求；3）无需经过证监会核准或注册，由交易所审批；4）监管方面将严格审核。转板制度有助于促进各个市场间通道畅通，相较新三板退市后再在其他市场 IPO，能够为新三板企业节省再次核查、排队的时间成本。对于尚不满足科创板、创业板上市条件的企业，可选择在新三板进行过渡，将增强新三板的吸引力，提升企业进入新三板的积极性。新三板具有承上启下的重要意义，精选层的建立和转板制度的打通将改善新三板流动性，并疏通优质企业的上市通道，将提升券商挂牌举荐业务效率，带来收入增量，并通过提高新三板市场活跃度利好做市商业务发展。

再融资松绑加速落地，松绑力度加大超预期。2019 年 11 月发布的再融资新规征求意见稿精简了发行条件，优化非公开制度安排，延长批文有效期。2020 年 2 月 14 日，在新冠疫情的催化下，修订后的主板和创业板再融资规则加速落地。正式稿保留了征求意见稿的核心，其变化在于：1）新老划断使用范围更广，再融资申请尚未获得批复的可适用新版规则；2）加强对“明股实债”等违法违规行为的监管；3）将规模限制由 20%提升至 30%，再融资周期限制由 18 个月减为 6 个月。

图表 12.再融资新旧规则对比

序号	适用范围	原规则规定	新规则规定
1	创业板	非公开发行股票需连续两年盈利（上市公司非公开发行股票募集资金用于收购兼并的除外）	取消此条件
2	创业板	公开发行证券最近一期末资产负债率高于 45%（上市公司非公开发行股票的除外）	取消此条件
3	创业板	前次募集资金基本使用完毕	取消此条件，调整为信息披露要求
4	创业板	发行价格不低于发行期首日前一个交易日公司股票均价的，本次发行股份自发行结束之日起可上市交易	取消此条
5	主板（中小板）、创业板	发行价格不得低于定价基准日前 20 个交易日公司股票均价的 9 折	不得低于 8 折
6	主板（中小板）、创业板	本次发行股份自发行结束之日起，12 个月内不得转让；控股股东、实际控制人及其控制的企业认购的股份，36 个月内不得转让	锁定期分别为 6 个月和 18 个月
7	主板（中小板）、创业板	定增股份解禁后 1 年内通过竞价交易减持不超过持有非公开发行股份的 50%；在任意连续 90 日内，通过竞价交易减持不得超过总股本的 1%，通过大宗交易减持的解禁限售股不得超过总股本的 2%，合计不超过 3%	取消定增股份减持限制
8	主板（中小板）、创业板	主板（中小板）非公开发行股票的特定对象不超过 10 名，创业板不超过 5 名	统一改为不超过 35 名
9	主板（中小板）	非公开发行对象为战略投资者的，应当经国务院相关部门实现批准	取消国务院相关部门批准要求，改为“应当遵守国家的相关规定”
10	主板（中小板）、创业板	再融资批文有效期为 6 个月	有效期 12 个月
11	主板（中小板）、创业板	定价基准日只能为发行期首日	董事会决议提前确定全部发行对象且为战略投资者的，定价基准日可以为关于本次非公开发行股票的董事会决议公告日、股东大会决议公告日或者发行期首日
12	主板（中小板）、创业板	非公开发行股份数量不得超过本次发行前总股本的 20%	不超过 30%**（较征求意见稿新增）**
13	主板（中小板）、创业板	申请增发、配股、非公开发行股票的，本次发行董事会决议日距离前次募集资金到位日原则上不得少于 18 个月	前次募集资金基本使用完毕或募集资金投向未发生变更且按计划投入的，可不受上述限制，但相应间隔原则上不得少于 6 个月**（较征求意见稿新增）**

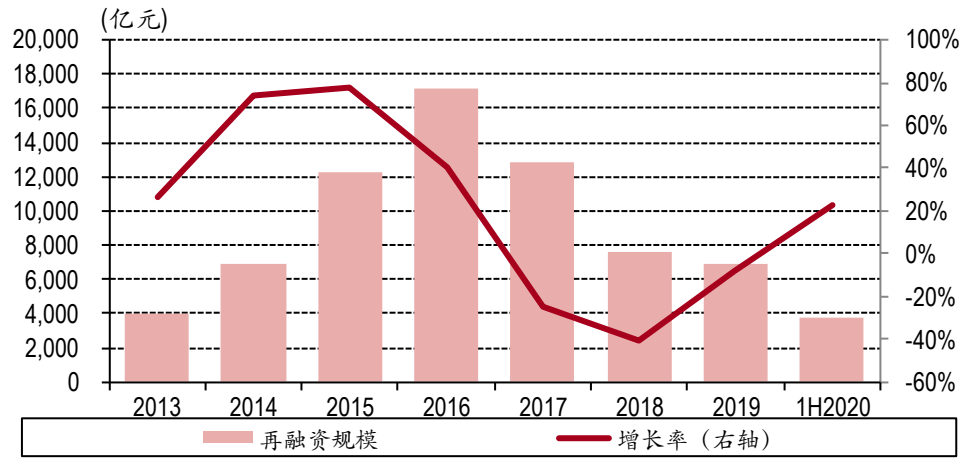
资料来源：证监会，中银证券

定价与锁定政策放开，从资金供给端激发再融资市场活力。非公开发行的定价下限由定价基准日前20个交易日均价的9折降为8折，旨在贯彻注册制理念，将定价权交还给市场；锁定期由36个月（控股股东）与18个月分别缩短至12个月与6个月，且不适用于减持规则的相关限制，通过降低投资者在锁定期内持有非公开发行股份的不确定性，鼓励投资者参与再融资。

创业板条件放宽+批文时效延长，从资金需求端激活再融资市场。截至再融资新规落地，创业板797家上市公司中有795家公布了2017年至2019年前三季度财务数据，其中80%在2017-2018年连续盈利，只有31%最近一期（19Q3）资产负债率不低于45%，两项条件取消，将有159家创业板企业获得非公开发行资格，548家获得公开发行资格，有助于释放存量市场的需求。批文有效期从6个月延长至12个月，方便上市公司选择发行窗口，提升企业通过定增方式进行融资的意愿。

再融资业务空间扩张，对券商投行业务形成利好。为抑制过度融资现象，2017年定增政策收紧，2月对定价基准日、融资规模与融资周期加大限制，5月又收紧减持新规。政策趋严叠加2018年经济下行，自2017年以来再融资规模持续收缩。市场复苏下，2019年再融资规模降幅趋缓，随着再融资新规落地，1H2020再融资规模实现同比正增长。2020年全年有望成为再融资规模的拐点，将为券商带来一定投行业务业绩增量。

图表 13. 2013-1H2020 市场再融资规模



资料来源：万得，中银证券

承销业务全线迎来增量，券商大投行业务融合加速。综合来看，资本市场供给侧改革为券商带来承销业务全线的业务增量外，对券商的定价能力和销售能力也提出了更高的要求，并将加速券商大投行业务的融合转型，即推动券商从对企业客户一次性的服务转变为提供包括承销保荐、增发配股、并购重组、投资咨询、机构销售、直投等多项业务的综合服务，有效提升客户黏性。

2.2 完善市场基础制度建设

2.2.1 “证券”定义扩容，打造统一的功能性监管

扩大《证券法》覆盖范围，增加覆盖存托凭证、ABS和资管产品。随着资本市场迅速发展，多样化的投资产品、具有证券功能性的产品不断涌现，已经远超出原《证券法》所列举的范围，因此为了顺应资本市场发展，新《证券法》对证券定义进行了相应扩容，这也是2019年12月28日审议通过的新版《证券法》较三审稿的重要差别之一。新版《证券法》明确存托凭证为法定证券种类，将资产支持证券（ABS）、资产管理产品的发行与交易也纳入了《证券法》的法律使用范围内，并将证券衍生品发行与交易的相关规定从《证券法》中删除，未来将由《期货法》对其进行规范。

“证券”定义扩容是向通往统一的功能性监管再进一步。功能性监管是指基于金融体系基本功能而设计的更具连续性和一致性，并能实施跨产品、跨机构、跨市场协调的监管，对相似性质的证券业务施行统一的监管规则，将有效减少市场上的监管套利行为，提高监管效率。资管新规就可以看作我国金融监管向功能性监管改革的一部分。在资产管理行业快速发展的初期，由于监管空白导致资产管理市场监管套利活动频繁、乱象频发，行业内发生系统性风险的可能性不断上升。资管新规的落地则宣告资产管理领域无序扩张时代结束。此次新《证券法》的规定肯定了资产支持证券、资产管理产品的证券性质，将其纳入《证券法》的调整适用范围，有利于提高其法律适用位阶，引导其良性健康发展。而原《证券法》中关于证券衍生品种发行与交易的规定，新《证券法》则予以删除，则有利于厘清证券法与期货法的边界，为我国将来在《期货法》立法中作出统一安排预留了空间。

图表 14.历次《证券法》修订对于“证券“定义的扩容

《证券法》版本	对于“证券”的定义
1998 年 12 月首部《证券法》	股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券。
2005 年 10 月修订版	（1）股票、公司债券和国务院依法认定的其他证券； （2）**政府债券、证券投资基金份额**的上市交易，适用本法； （3）**证券衍生品**发行、交易的管理办法，由国务院依照本法的原则规定。
2019 年 12 月修订版	（1）股票、公司债券、**存托凭证**和国务院依法认定的其他证券； （2）政府债券、证券投资基金份额的上市交易，适用本法； （3）**资产支持证券、资产管理产品**发行、交易的管理办法，由国务院依照本法的原则规定； （4）**证券衍生品**发行与交易的规定，在新版《证券法》中**删除**。

资料来源：证监会，中银证券

2.2.2 完善二级市场闭环，保持 A 股市场韧性

沪深两所修订交易规则，规范市场日常交易。新版《证券法》不仅推行全面注册制、完善证券发行规则，同时强调了交易与退市规则的改进。沪深两所贯彻《证券法》理念，修订交易规则，新增重大异常波动条款，出现重大异常波动的，交易所可采取限制交易、强制停牌等处置措施并报告证监会，严重影响市场稳定的，交易所可采取临时停市等处置措施并公告。同时，触发暂缓交收、技术性停牌或临时停市等措施的条件由“交易异常情况”变为“突发性事件”，其中将“技术故障”细则改为“重大技术故障”并新增“重大人为差错”一条。两所修订交易规则旨在规范证券市场日常交易和投资者行为，维护市场稳定有序。

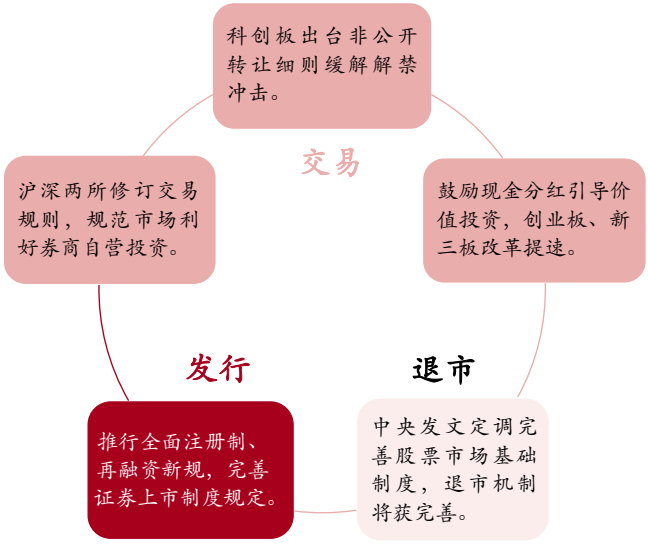
科创板出台非公开转让细则缓解解禁冲击。为应对 7 月即将来临的科创板解禁“小洪峰”，上交所发布《科创板上市公司股东以向特定机构投资者询价转让和配售方式减持股份实施细则》。（1）以特定机构作为减持股份的受让方，是考虑到机构投资者具备一定地投资研究能力和更具韧性地风险承受能力，另一方面，是为了避免新增流通股份直接流入二级市场对股价产生短期直接冲击，利好券商自营业务。（2）优化询价转让制度，提高交易效率，给予受让方自主议价的权利，并设定二级市场价格为最低价以避免极端价格出现。该细则将推动形成理性有序的减持行为，降低投资者过桥减持等“曲线减持”的动力，减少股权质押、并购重组等其他正常金融行为的阻力。

中央发文定调完善股票市场基础制度，鼓励现金分红，引导价值投资理念。中共中央、国务院印发关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见（下称“意见”），其中提到鼓励现金分红。近年来随着监管层积极引导，A 股股息率逐步提升，由 2014 年的 1.83%提升至 2018 年的 2.46%。分红与资本利得是投资者获得收益的两大来源，通过鼓励上市公司现金分红，提升股息率，将引导投资者树立价值投资和长期投资的理念，提升中长期资金比例，有助于维护市场稳定。

退市机制将获完善。意见还就完善股票市场基础制度释放了重磅信号，包括发行、交易、退市制度。自 2012 年出台完善上市公司退市制度的方案，2014 年明确主动退市与强制退市的体系，2018 年调整重大违法强制退市规定并加大退市执行力度，2020 年新修订证券法简化退市程序，取消暂停上市程序，并授权交易所规定终止上市情形，当前 A 股已形成了涵盖财务类、交易类、规范类及重大违法等多元化退市指标体系，退市类型包括主动退市、并购重组退市和强制退市。随着未来退市机制日渐完善，效率提升，渠道更加多元化，退市制度将助市场更好地做到优胜劣汰，出清问题公司带来的风险，并通过督促上市公司自我约束来提升上市公司质量。

从二级市场闭环的全流程进行完善，稳定的市场利好券商自营和信用业务。诸多监管政策规范和改善二级市场的交易和退市环节，和注册制所改进的上市发行环节形成闭环，全方位提升上市公司质量，吸引长期资金入市，从而逐渐培育市场的价值投资理念，保持 A 股市场的韧性，利好券商自营业务。同时，市场优胜劣汰机制完善，出清问题公司带来的风险，将有效降低券商信用业务的“暴雷”风险。

图表 15. 完善二级市场闭环



资料来源：证监会，上交所，深交所，中银证券

2.2.3 试点放宽涨跌幅限制，提升市场活跃度

科创板、创业板相继试点 20%涨跌幅，科创板有望引入单次“T+0”交易。（1）科创板试点注册制的同时，试验了 20%的涨跌幅上限，在创业板注册制改革中，也将涨跌幅从 10%放宽至 20%。A 股的涨跌幅限制始于 1996 年，彼时散户投资者对投资资本市场的风险管理意识较弱，同时监管尚未成熟，市场中存在股价操纵行为，股价的剧烈波动严重影响到投资者利益。10%的涨跌幅限制减少了短期的股价大幅波动，避免投资者蒙受巨大损失，而随着市场监管的完善和投资者投资风格与理念的逐渐转变、机构投资者比例提升，为涨跌幅限制的逐步放开提供了空间，随着涨跌幅限制的逐步放开，A 股活跃度将持续升温。（2）5 月 29 日上交所在回应两会代表科创板相关建议时，提出“适时推出做市商制度、研究引入单次 T+0 交易”。“T+0”交易制度将会给投资者及时纠错及止损机会，也将明显提升市场交易活跃度。

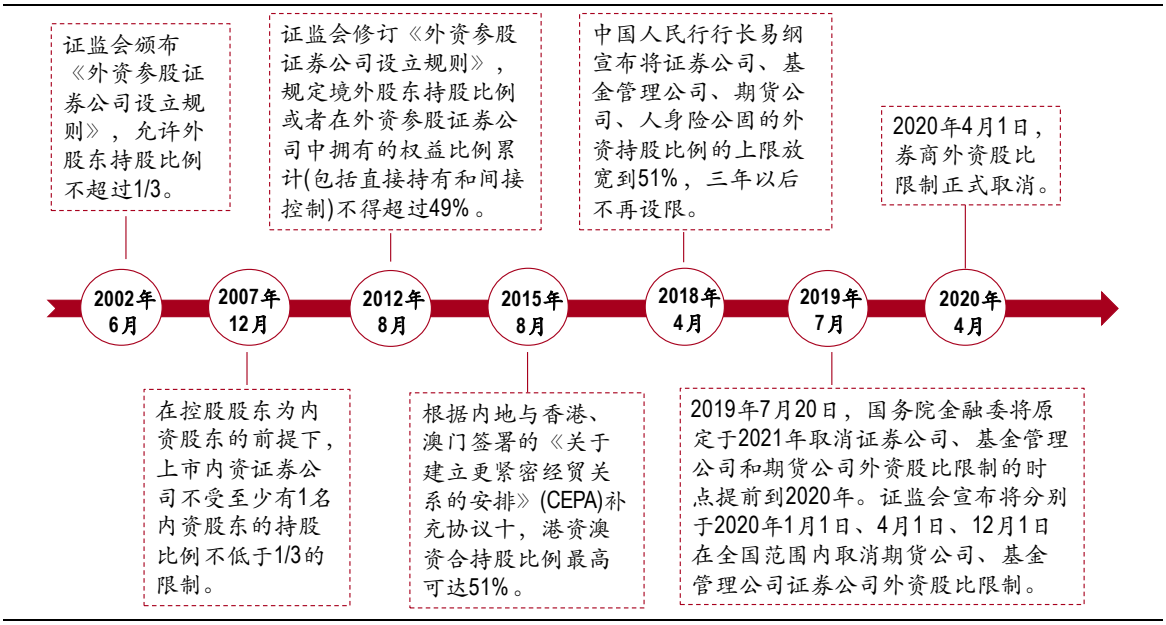
市场活跃度提升，利好券商经纪业务。随着经纪净佣金率持续下滑，市场活跃度决定了券商经纪业务的弹性，涨跌幅限制的宽松和未来 T+0 交易的引入将从股价和资金两端增强市场的流动性，提升交投活跃度，为券商经纪业务带来一定增长空间。

2.3 证券行业政策：强化专业、规范导向，支持券商做大做强

2.3.1 券商外资股比放开

证券公司外资持股比例限制逐渐放宽，4 月 1 日正式取消。2002 年 6 月中国证监会颁布《外资参股证券公司设立规则》，首次允许外资股东投资国内券商，但持股比例不超过 1/3，后来又经历了 2007 年 12 月与 2012 年 10 月的两次规则修订、2015 年 8 月的《<内地与澳门关于建立更紧密经贸关系的安排>补充协议十》（以下合称"CEPA 10"）以及 2018 年的《外商投资证券公司管理办法》，国内券商外资持股比例限制逐渐放宽。证监会于近期正式宣布将分别于 2020 年 1 月 1 日、4 月 1 日、12 月 1 日在全国范围内取消期货公司、基金管理公司证券公司外资股比限制，证券行业对外资完全放开的时间节点提前了一年。证监会 2020 年 3 月 13 日明确，自 2020 年 4 月 1 日起取消证券公司外资股比限制，符合条件的境外投资者可根据法律法规、证监会有关规定和相关服务指南的要求，依法提交设立证券公司货变更公司实际控制人的申请。

图表 16. 对外开放进程



资料来源：央行，证监会，中银证券

外资控股券商加速进军我国证券领域。截至目前，内地共有 7 家外资控股券商的设立或控股股东变更获证监会批准，第一批设立的 6 家合资券商中，瑞银证券、高盛高华、摩根士丹利华鑫证券通过股权受让或增资外资股比已提升至 51%。在 CEPA10 框架下的汇丰前海证券设立时外资股比即达到 51%。在新版《管理办法》的指引下，野村东方国际证券与摩根大通证券（中国）第一批共两家外资控股券商于 19 年 3 月宣告成立，并分别于 2019 年 12 月和 2020 年 3 月正式开业。此外，另有星展证券、株式会社大和证券等外资证券正在申请设立或计划设立中。在我国证券行业对外资不断扩大开放的政策指引下，外资控股券商正在大跨步地进入我国证券行业。

图表 17.外资控股券商

	日期	券商	事件
1	2017/6/19	汇丰前海证券	核准设立汇丰前海证券，控股股东为香港上海汇丰银行，持股比例 51%
2	2018/11/27	瑞银证券	核准 UBS AG 成为瑞银证券主要股东，UBS Group AG 成为实际控制人
3	2019/3/13	摩根大通证券	证监会核准设立摩根大通证券（中国），控股股东为 J.P. Morgan International Finance Limited，出资比例 51%
4	2019/3/13	野村东方国际证券	证监会核准设立野村东方国际证券，控股股东为野村控股，出资比例 51%
5	2020/3/23	高盛高华证券	证监会批复高盛集团成为高盛高华证券控股股东，持股比例 51%
6	2020/3/24	摩根士丹利华鑫证券	证监会批复摩根士丹利成为摩根士丹利华鑫证券控股股东，持股比例 51%
7	2020/4/14	瑞信方正证券	证监会核准批复瑞士信贷银行成为瑞信方正的控股股东，持股比例 51%

资料来源：证监会，中银证券

外资券商有望带来“鲶鱼效应”，加速行业转型升级步伐。证券行业扩大开放进程快速推进，外资加速进入：1）为内地券商带来增量资金，引入更多优秀人才、技术、创新业务及风控经验，推动国内券商做大做强、加速转型发展；2）加剧证券行业竞争，产生“鲶鱼效应”，本土券商只有做大做强、加速提升综合实力、推进转型升级，以抵御资本实力充足的外资控股券商带来的冲击。

2.3.2 支持券商加强资本实力

今年以来出台了多项政策在资金方面对证券行业予以支持。充实的资本金将提升券商应对风险的能力和资本运作空间，并能够助力行业大力发展重资产业务，推动券商做大做强。

图表 18. 政策支持证券行业充实资本金

丰富证券公司流动性支持手段，提升行业抗风险能力

- 《证券投资者保护基金实施流动性支持管理规定》允许投保基金扩大适用范围，在市场出现重大波动或行业发生重大风险事件时，对证券公司实施流动性支持。
- 证监会降低证券公司2019年度及2020年度证券投资者保护基金缴纳比例，释放券商资金流动性。

风控监管顺应集团化趋势，提高资本运作空间

- 顺应券商集团化经营发展态势，将行业风险管控边界从母公司层面扩展至合并报表视角，强化分支机构风险管理，实现风险管理全覆盖。
- 降低风险资本准备计算系数和表内外资产总额计算系数，释放净资本并提升杠杆水平。

证券公司股权新规宽松化，助力券商增强资本实力

- 降低主要股东资质要求，支持社会资本参股券商，贯彻落实证监会“多渠道充实证券公司资本，支持行业做优做强”的态度。

资料来源：证监会，中银证券

证监会发布券商流动性支持新规：允许投保基金扩大使用范围，在市场出现重大波动或行业发生重大风险事件时，对券商实施流动性支持。申请使用投保基金须同时满足四项条件：（1）可能引发金融市场重大风险；（2）具有还本付息的能力（投保基金的借款利率高于同期市场利率）；（3）通过自救或者其他市场化方式无法化解流动性风险（建议优先选择市场化方式）；（4）中国证监会规定的其他条件。我国证券行业近年来资本充足，未发生重大流动性风险，设立流动性支持新规是为了与海外成熟市场接轨，建立流动性支持长效机制，防患于未然。新规将确保券商在面临重大风险时有充足资金应对，为行业的稳定增添了一重保障。

降低投资者保护基金比例，释放券商资金流动性。证监会下调投资者保护基金比例，对 A 类、B 类、C 类、D 类证券公司，分别按照其营业收入的 0.5%、0.6%、0.7%、0.7%的比例缴纳 2019 年度证券投资者保护基金，2020 年度参照执行。疫情催化逆周期调节政策出台，证监会时隔 7 年再次“定向降准”旨在为券商释放部分流动性，减少经营成本，缓解疫情影响。证监会预计行业 2019 年度缴纳金额将下降 8%，2020 年度下降 45%。根据证券投资者保护基金公司数据，2019 年 H1 共缴纳保护基金 10.15 亿元，预计 2019 年全年缴纳 20-25 亿元，2020 年将为券商释放 9-11.25 亿元的资金。

图表 19.投保基金比例新旧规则对比

		2013 年规定				
		保护基金规模 200 亿以上			保护基金规模 200 亿（含）以下	2020 年规定
		证券公司上年度亏损面			-	
证券公司评级		低于 10%	10%-30%（含）	超过 30%	-	
A 类	AAA	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
	AA	0.75%			1%	
	A	1%			1.5%	
B 类	BBB	1.5%	0.75%		2%	0.6%
	BB	1.75%			2.5%	
	B	2%			3%	
C 类	CCC	2.5%	1%		3.5%	0.7%
	CC	2.75%			4%	
	C	3%			4.5%	
D 类	D	3.5%	1.25%		5%	0.7%

资料来源：证监会，中银证券

注：2013 年规定对于连续三年(含缴纳当年)评级为 A 类且缴纳当年评定为 AA 级和 A 级的证券公司,将分别按照其营业收入的 0.5%和 0.75%的比例缴纳保护基金。

并表监管试点落地，6 家大券商入选首批试点范围。2016 年 6 月，证监会修订了《证券公司风险控制指标管理办法》(下称《风控办法》)，要求证券公司应当将所有子公司以及比照子公司管理的各类孙公司纳入全面风险管理体系，强化分支机构风险管理，实现风险管理全覆盖，并提出推动并表监管的中期安排。经过几年的前期工作，证监会于 2020 年 3 月 27 日公布，中金公司、招商证券、中信证券、华泰证券、中信建投、国泰君安 6 家券商已基本建立能够有效覆盖各类风险、各业务条线、各自孙公司的全面风险管理体系，初步具备实施并表监管条件，因此决定将上述 6 家证券公司纳入首批并表监管试点范围。

两项风控指标放宽释放净资本并提升杠杆水平，促进重资产业务发展。试点初期，对试点机构母公司风险资本准备计算系数由 0.7 降至 0.5，表内外资产总额计算系数由 1 降至 0.7。两项系数的下调将分别提升券商的风险覆盖率与资本杠杆率水平，释放流动性，提升资金使用效率并提高资本运作空间（根据《风控办法》规定，券商风险覆盖率不得低于 100%，资本杠杆率不得低于 8%）。（1）于今年 1 月发布并将于 6 月 1 日实施的新风控指标计算标准对连续三年分类评价为 A 类 AA 级及以上的券商，风险资本准备调整系数设为 0.5，试点的 6 家券商本已满足系数下调的条件，此次并表监管将提高试点券商中长期维持低系数的确定性。（2）表内外资产总额系数的下调将使得 6 家券商的资产总额提升空间由 102%增至 188%，有助于杠杆运用水平的提升，促进重资产业务的发展。其中，中金公司与招商证券受益最大，提升空间分别由 30%与 68%增至 86%与 140%。

龙头券商持续且充分享受政策倾斜，政策延续了证监会打造航母券商的思想。（1）并表监管旨在对券商及其子（孙）公司进行穿透监管，一方面扩大了监管范围，另一方面在风险可控的前提下支持券商做大做强，对子公司数量更多、业务条线更为丰富的大型券商助益更大。（2）参与试点的大券商风险管理基础较好，在并表监管的新框架下将进一步提升集团整体的风控水平，有助于形成发展壮大的良性循环，巩固其风险管理能力的优势。龙头券商持续且充分享受政策倾斜，行业集中度有望持续提升，将倒逼中小券商寻求特色化、差异化发展。

图表 20. 并表监管试点券商风险指标

	核心净资本（%）	风险覆盖率（%）	资本杠杆率（%）	表内外资产（亿元）	表内外资产上限（亿元）		表内外资产总额提升空间（%）	
					调整前	调整后	调整前	调整后
中信证券	949.04	166.90	13.73	6,912.18	11,863.03	16,947.18	71.63	145.18
国泰君安	859.71	271.23	19.97	4,305.03	10,746.44	15,352.05	149.63	256.61
华泰证券	655.59	257.56	21.69	3,022.55	8,194.88	11,706.97	171.13	287.32
中信建投	539.56	275.19	16.84	3,204.02	6,744.46	9,634.94	110.50	200.71
招商证券	486.51	240.52	13.44	3,619.90	6,081.43	8,687.76	68.00	140.00
中金公司	171.86	136.00	10.40	1,646.92	2,148.25	3,068.93	30.44	86.34
合计				22,710.59	45,778.48	65,397.83	101.57	187.96
监管要求		**不低于 100%**	**不低于 8%**					

资料来源：万得，中银证券

证券公司股权管理新规宽松化，增强资本实力。本次征求意见稿主要修改内容：（1）主要股东由“持股 25%以上或 5%以上第一大股东”调整为“持股 5%以上股东”；（2）降低主要股东资质要求，不要求具有持续盈利能力、具有金融业务经验、行业龙头身份，净资产从不低于 2 亿元下调为不低于 5000 万元；（3）禁止证券公司股权相关的“对赌协议”；（4）取消部分情形下的审批要求，调整为备案事项。新规完善了对券商股东的监管规则，并对主要股东的定义、资质、调整股权的审批事项三方面更加宽松，是对社会资本参股券商的支持，贯彻落实了证监会 2019 年 11 月答复函中“多渠道充实证券公司资本，支持行业做优做强”的态度。

券商积极补充资本金，大力发展重资产业务。今年以来，各券商通过多元化途径充实资本金，而募集资金用途主要为发展投资与交易业务、资本中介业务、信息系统建设三类。随着券商牌照的价值降低，同质化竞争日益激烈，国内券商板块的盈利模式显现了重资产化的趋势。现有重资产业务较为单一，主要为自营投资和资本中介业务，风险收益的“性价比”较低，未来券商重资产业务将日渐多元化，其中做市商业务和衍生品业务是证券行业亟待开发的两片蓝海。

图表 21. 2020 年券商募资用途

方式	券商	募集金额（亿元）	募集资金用途
定增	海通证券	200	1）**60** 亿元用于发展**资本中介业务**，进一步提升金融服务能力；2）**100** 亿元用于扩大 **FICC** 投资规模，优化资产负债结构；2）**15** 亿元用于加大**信息系统建设**投入，提升公司整体的信息化水平；4）**20** 亿元用于增加投行业务的资金投入，进一步促进投行业务发展；5）**5** 亿元用于补充营运资金
定增	国信证券	150	1）**23** 亿元用于向全资子公司增资；2）**60** 亿元用于**投资与交易业务**；3）**25** 亿元用于**资本中介业务**；4）**40** 亿元用于偿还债务；5）**2** 亿元用于其他营运资金安排
定增	中信建投	130	1）**55** 亿元用于发展**资本中介业务**；2）**45** 亿元用于发展**投资交易业务**；3）**10** 亿元用于**信息系统建设**；4）**15** 亿元用于增资子公司；5）**5** 亿元用于其他运营资金安排
定增	西部证券	75	1）**26** 亿元用于**交易与投资**；2）**24** 亿元用于发展**资本中介业务**；3）**12** 亿元用于对子公司增资；4）**2** 亿元用于增加营业网点及渠道建设投入；5）4 亿元用于偿还债务；6）**2** 亿元用于增加**信息技术和风控体系建设**投入；7）**5** 亿元用于其他运营资金
定增	西南证券	70	1）**23** 亿元用于对子公司增资；2）**15** 亿元用于增加**证券投资业务**投入；3）**10** 亿元用于增加**信用交易业务**投入；4）**6** 亿元用于增加**信息技术和风控体系**建设投入；5）**6** 亿元用于增加营业网点及渠道建设投入；6）**10** 亿元用于增加其他业务投入
定增	南京证券	60	1）**25** 亿元用于扩大**资本中介业务**规模；2）**25** 亿元用于扩大**自营业务投资**规模；3）**2** 亿元用于子公司增资、网点建设；4）**2** 亿元用于信息技术、风控合规投入；5）**6** 亿元用于补充营运资金
定增	第一创业	60	1）**25** 亿元用于扩大**投资与交易业务**规模；2）**20** 亿元用于扩大**信用业务**规模；3）**10** 亿元用于偿还债务；4）**4** 亿元用于增加对子公司的投入；5）**1** 亿元用于其他运营资金安排
定增	中原证券	55	1）发展**资本中介业务**；2）发展**投资与交易业务**；3）对境内外全资子公司进行增资；4）用于**信息系统建设及合规风控**投入；5）补充营运资金

资料来源：证监会，中银证券

续 图表 21. 2020 年券商募资用途

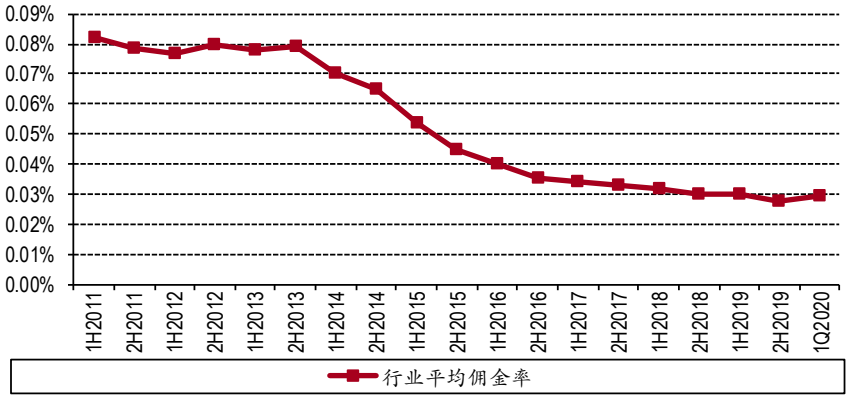
方式	券商	募集金额（亿元）	募集资金用途
配股	招商证券	150	1）25%用于发展经纪及财富管理业务；2）25%用于拓展机构客户服务及**投资和交易业务**；3）20.7%用于通过向招商证券国际有限公司提供额外资金支持其业务；4）24.3%用于为子公司、联营公司及建立新子公司提供资金；5）5%用于营运资金和一般企业用途
配股	红塔证券	80	1）40 亿元用于发展 FICC 业务；2）20 亿元用于发展**资本中介业务**；3）5 亿元用于增加投行业务资金投入；4）2 亿元用于设立境外子公司及多元化布局；5）3 亿元用于加大**信息技术系统建设**投入；6）10 亿元用于其他营运资金安排
配股	天风证券	80	1）25 亿元用于子公司增资及优化布局；2）15 亿元用于加强财富管理业务投入；3）15 亿元用于适度增加**证券自营**规模；4）10 亿元用于加大研究业务的投入；5）5 亿元用于加大 IT 技术平台建设的投入；6）10 亿元用于其他营运资金安排
配股	东吴证券	65	1）10 亿元用于向境内外全资子公司增资；2）20 亿元用于发展**资本中介业务**；3）30 亿元用于发展**投资与交易业务**；4）2 亿元用于**信息技术及风控合规**投入；5）3 亿元用于其他运营资金安排
配股	山西证券	60	1）20 亿元用于**资本中介业务**；2）20 亿元用于**债券自营**业务；3）20 亿元用于对子公司增资
配股	国元证券	55	1）30 亿元用于**固定收益类自营**业务；2）15 亿元用于**融资融券**业务；3）5 亿元用于对子公司增资；4）1.5 亿元用于**信息系统建设、风控合规体系**建设；5）3.5 亿元用于其他营运资金安排
配股	国海证券	50	1）25 亿元用于适时扩大包括融资融券和股票质押式回购业务在内的**信用交易业务**规模；2）10 亿元用于加大证券资产管理业务投入，增强资产管理业务能力；3）9 亿元用于扩大**自营业务**投资规模；4）5 亿元用于加大投资银行业务投入；5）1 亿元用于优化营业网点布局、加大 IT 技术平台建设投入

资料来源：证监会，中银证券

2.3.3 支持业务转型

传统经纪业务同质化及价格战促使国内佣金率不断下行，收入弹性与贡献度显著下降。我国券商曾经高度依赖传统经纪业务，但是由于传统经纪业务主要是提供基础的通道服务，同质化严重。自佣金自由化以来，各家券商之间逐渐开打价格战，且有愈演愈烈，日趋白热化之势，因此券业佣金率呈现快速下滑态势，由 2013 年的万分之 8.0 降至 1Q2020 的万分之 2.96。由于当前国内券商经纪业务仍然以收取代理买卖证券佣金为主（绝大多数券商代理买卖证券净收入占经纪业务收入比重在 70%以上），近年来经纪业务收入占比逐年下降，由 2013 年的 48%下降至 1Q2020 的 30%，虽然仍常居第一或第二大收入贡献来源，但其收入弹性与贡献度已不可同日而语。

图表 22.1H2011-1Q2020 证券行业经纪业务佣金率



资料来源：万得，中银证券

财富管理转型迫在眉睫，已成为证券行业共识。显然我国券商通过提供同质化的交易通道服务收取佣金收入的盈利模式难以为继，且当前券商的财富管理业务发展处于相对落后的位置，竞争手段单一、目标客户不清晰、投顾专业素质有待提高，因此财富管理转型已经迫在眉睫。美国等海外发达市场为我们提供了财富管理转型的良好的范本，其要点在于基础通道服务趋于免费，增值财富管理服务加速收费进程，逐渐降低对于通道业务收入的依赖，以费代佣。

首批券商获基金投顾试点资格，成为券商财富管理转型突破口。2020 年 2 月，中金公司、中信建投、华泰证券、国泰君安等 7 家券商获批基金投顾业务试点资格，可在公募基金领域接受客户的全权委托，根据与客户协议约定的投资组合策略，投顾可以代客户做出具体基金投资品种、数量和买卖时机的决策，并代客户执行基金产品申购、赎回、转换等交易申请。试点券商快速布局业务，4 月国联证券顺利完成首批公募投顾客户的签约和交易，成为业内首家正是提供基金投顾服务的券商。公募基金投顾业务试点的开启将为券商的买方投顾与代客理财新模式提供一定的示范效应，未来待公募基金投顾模式逐渐成熟，有望将成功经验向券商财富管理领域移植，同时将引导券商培育以客户为中心的文化，搭建以客户为中心的业务体系。买方投顾模式将颠覆现有的以销售为导向的模式，并显著加速券商买方投顾业务的发展与财富管理业务的转型升级。基金投顾试点将加速财富管理业务转型，体现了政策对于业务转型的支持。

证监会提高基金投顾门槛，为财富管理转型保驾护航。伴随着创新业务的推出，势必要跟进完善监管制度才能更好防范风险。2020 年 4 月，证监会发布《证券基金投资咨询业务管理办法（征求意见稿）》，将基金投顾业务正式纳入证券基金投资咨询业务范围、重启机构准入制度（设定净资产不低于 1 亿元等标准）、提高从业人员资质要求、明确负面清单、提出 1 年整改期、规定 3 种退出安排。《管理办法》旨在规范投资咨询业务发展，保护投资者权益，提供更加专业优质的服务，基金投顾业务纳入投资咨询业务范围中得到统一规范，将为证券行业的财富管理转型保驾护航。

2.3.4 分类监管规定修订强化专业、合规导向

分类监管迎第三次修订，对行业引导作用显著。分类监管制度确立于 2009 年，通过每年进行一次的券商分类评级，确定各券商风险控制指标标准、风险资本准备计算比例、投保基金缴纳比例、监管资源分配、现场和非现场检查频率，并且对券商申请增加业务种类、创新业务试点资格存在较大影响。分类监管规定经 2010 年、2017 年两次修改，近些年来对行业起到了重要引导作用。此次修改优化了市场竞争力评价指标、资本充足与风险管理能力加分指标，完善依据合规状况扣分及降级标准，明确了风险管理能力评价指标和标准。

优化市场竞争力评价指标，强化专业服务能力导向。营业收入指标口径由“合并报表”变为“专项合并”，盈利能力将结合净利润和 ROE 排名进行加分，简化经纪业务加分规则，拆分投行业务为承销与财务顾问两项加分项等。（1）修订内容既涵盖券商综合实力，也考虑到专项业务能力，引导券商突出主业，做优做强，同时将引导行业差异化发展。龙头券商综合实力较强，有望获得更多加分，从而在创新业务的开展中更易获得政策支持。同时，特色化的中小券商亦将受益。（2）新设机构客户服务及交易评价指标、财富管理业务相关指标，资管业务加分规则中新增主动管理比例加分项，旨在顺应行业发展转型趋势。

合规及风险管理评价指标趋严，强化合规审慎经营导向。（1）加强对券商及其董监高、主要业务人员被采取处罚处分等监管措施情况下的处罚力度，明确对公司治理与内部控制严重失效等情形予以调降分类级别的依据。（2）优化资本充足与风险管理能力加分指标，提高主要风控指标持续达标的加分门槛，结合风险覆盖率和净资本加分，新增加分项促进风险控制指标并表管理，将引导券商强化资本约束，提升全面风险管理能力。更加严格的合规及风控评价指标之下，行业评级或将日益两极分化。龙头券商合规、风控体系健全，资本实力充足，规则修订后将更有机会获益；另一方面，合规、风控水平较低的部分中小券商或将面临更大的扣分风险和降级风险。

3 盈利预测：政策利好叠加流动性改善，业务全线受益

2020 年一季度市场行情震荡、活跃度高昂，二季度活跃度下滑而行情回暖，上半年整体业绩同比提升。随着下半年流动性改善、资本市场改革政策落地实施、创业板注册制试点正式开启，预计证券行业业务全线受益，其中投行业务、自营业务和经纪业务或为下半年业绩增长的主要驱动力。在悲观、中性、乐观假设下，预计证券行业 2020 年整体净利润增速为-5.43%、15.00%、32.24%。

图表 23. 2019 年证券行业业绩弹性测算

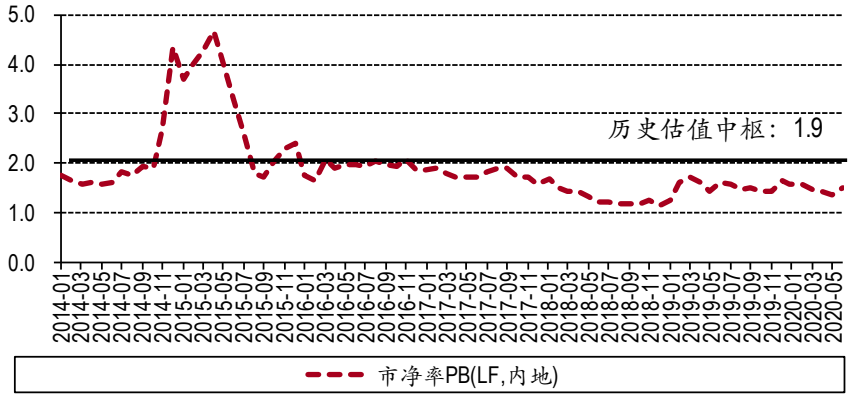
	证券行业业绩测算	2019	20201Q		2020E	
	单位：亿元	实际	实际	悲观	中性	乐观
经纪业务	市场日均成交额	5,580	9,125	6,500	7,000	8,000
	净佣金率 (%)	0.029	0.030	0.026	0.027	0.028
	经纪业务净收入	**788**	**295**	**825**	**922**	**1,093**
	YOY(%)	**26.34**	**33.04**	**4.71**	**17.10**	**38.79**
投行业务	IPO 募资规模	2,533	786	2,913	3,040	3,293
	再融资规模	6,939	1,700	8,326	9,336	10,408
	债权承销规模	46,777	20,399	56,133	60,810	65,488
	承销保荐收入	**377**	**97**	**450**	**485**	**525**
	财务顾问收入	**105**	**14**	**112**	**117**	**123**
	投行业务净收入	**483**	**110**	**562**	**602**	**647**
	YOY(%)	**30.46**	**25.67**	**16.43**	**24.70**	**34.09**
信用业务	两融平均规模	9,153	10,682	10,000	11,000	11,500
	股票质押融出资金规模	8,499	-	7,649	8,074	8,499
	净利率 (%)	2.63	-	2.63	2.63	2.63
	总利息净收入	**464**	**129**	**464**	**501**	**525**
	YOY(%)	**115.81**	**87.31**	**(0.01)**	**8.06**	**13.30**
自营业务	权益类占比(%)	33.00	-	28.00	33.00	35.00
	沪深 300 涨幅(%)	30.00	(10.02)	10.00	20.00	30.00
	规模系数	120.00	-	1.10	1.10	1.20
	自营业务净收入	**1,222**	**292**	**1,381**	**1,432**	**1,620**
	YOY(%)	**52.65**	**(43.21)**	**13.08**	**17.26**	**32.60**
资管业务	券商资管平均规模	120,363	-	114,345	120,363	126,381
	资管综合费率(%)	0.23	-	0.24	0.26	0.28
	资管业务净收入	**275**	**67**	**274**	**313**	**354**
	YOY(%)	**0.06**	**16.40**	**(0.27)**	**13.73**	**28.60**
其它业务净收入		**374**	**90**	**374**	**393**	**412**
营业总收入		**3,605**	**983**	**3,880**	**4,163**	**4,651**
净利润率(%)		**34.15**	**39.53**	**30.00**	**34.00**	**35.00**
净利润		**1,231**	**389**	**1,164**	**1,416**	**1,628**
净利润同比增速(%)		**84.77**	**(11.69)**	**(5.43)**	**15.00**	**32.24**

资料来源：万得，中银证券

4 投资建议：遵循龙头与专业型券商两条逻辑

1）券商板块：长期来看，证券行业享有明显领先其他金融子行业的政策面利好，资本市场深化改革和开放举措逐步推进，在证监会推动打造航母级券商的大背景下，龙头券商有望享受持续且重大的政策红利，行业集中度或将保持上升趋势。从估值来看，上半年估值处于历史低位，下半年业绩增长可支撑估值提升。

图表 24. 2014/1-2020/6 证券行业市净率

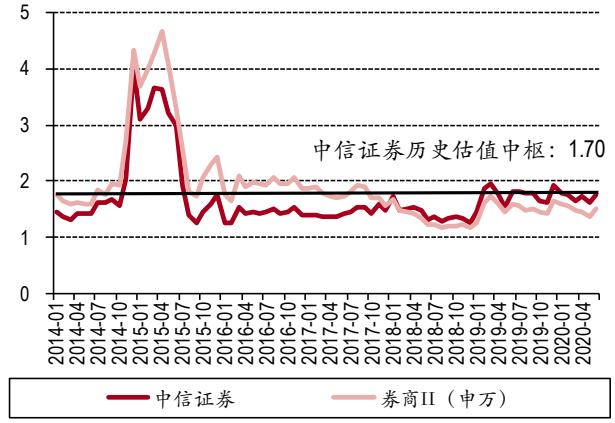


资料来源：万得，中银证券

2）个股选择遵循两条投资逻辑：

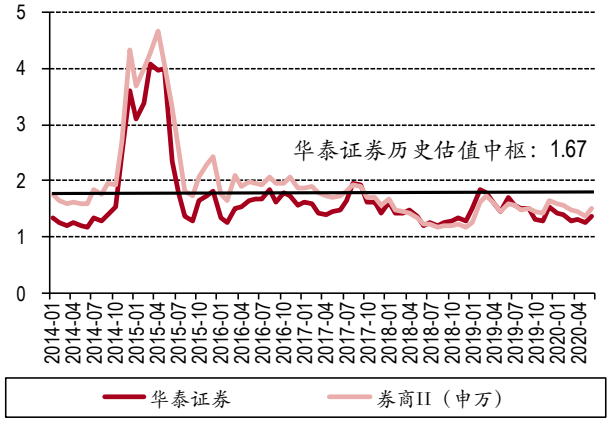
一是充分受益于政策面利好的头部券商。市场制度不断完善、交投活跃度提升，头部券商客户渠道更广受益更多；行业监管倾向头部券商，龙头将获得更多政策面支持，创新、转型业务抢占先发优势，面对外资券商带来的激烈竞争也具备更强的抗压能力。**重点推荐券商中的“全 A 生”中信证券，和投行实力突出、线上渠道优势领先的华泰证券。**

图表 25. 2014/1-2020/6 中信证券市净率



资料来源：万得，中银证券

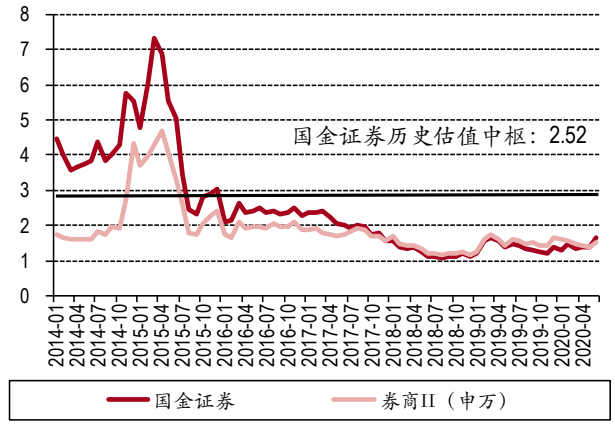
图表 26. 2014/1-2020/6 华泰证券市净率



资料来源：万得，中银证券

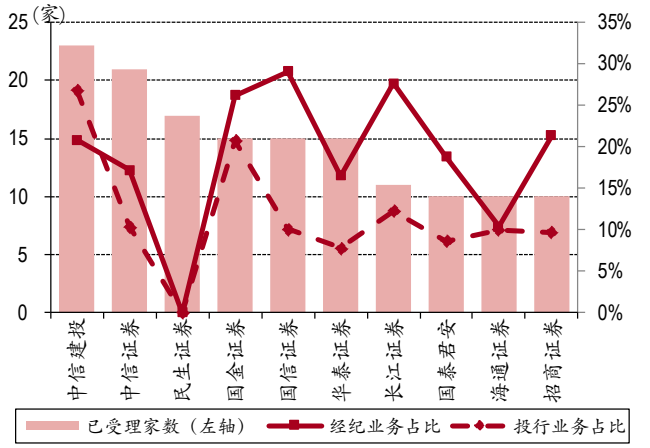
二是充分受益于注册制改革的特色化券商。大投行业务领域全面松绑、创业板注册制刚刚正式实施将是下半年券商业务增长的主要驱动力。注册制对券商投行业务的定价能力、销售能力等提出更高要求，综合能力强劲的头部券商以外，具备投行业务优势的特色化中小券商券商将抢占更多业务增量。经纪业务、投行业务收入占比较多的券商下半年将享受更多利好。截至 2020 年 7 月 14 日，创业板注册制试点已受理 IPO 项目数达 275 家，在已受理项目数量前十的券商中，国金证券（23 家）位列第四，同时 2019 年经纪、投行业务收入占比合计 46.9%，**建议关注国金证券。**

图表 27. 2014/1-2020/6 国金证券市净率



资料来源：万得，中银证券

图表 28. 创业板 IPO 已受理家数前十名



资料来源：万得，中银证券

图表 29.上市券商估值表

代码	券商	股价（元）	总市值（亿元）	PB				PE				评级
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E	
600030.SH	中信证券	32.00	3,797	2.40	2.39	2.23	2.08	31.68	26.19	22.88	20.54	买入
601066.SH	中信建投	51.42	3,415	8.44	6.68	6.02	5.46	76.75	62.76	53.37	46.39	未有评级
601688.SH	华泰证券	23.01	1,929	1.70	1.62	1.54	1.46	22.13	20.54	17.95	15.88	买入
600999.SH	招商证券	28.59	1,730	2.73	2.58	2.43	2.28	29.47	23.24	20.50	18.19	增持
601211.SH	国泰君安	20.22	1,698	1.48	1.43	1.36	1.30	22.47	18.10	15.88	14.11	增持
600837.SH	海通证券	15.63	1,506	1.43	1.35	1.27	1.19	18.83	15.88	13.87	12.15	增持
000166.SZ	申万宏源	6.09	1,431	1.83	1.74	1.65	1.56	25.38	22.62	19.88	18.51	增持
002736.SZ	国信证券	14.18	1,163	2.27	1.81	1.67	1.53	25.32	20.93	17.45	15.37	未有评级
000776.SZ	广发证券	16.63	1,128	1.39	1.33	1.26	1.20	16.80	14.83	13.06	11.72	增持
601881.SH	中国银河	14.31	1,104	2.05	1.92	1.79	1.62	27.52	25.66	23.29	21.23	未有评级
300059.SZ	东方财富	28.02	2,259	8.87	7.54	6.49	5.53	100.94	61.68	47.93	38.21	买入
300033.SZ	同花顺	166.93	897	22.49	18.49	15.17	12.53	99.96	73.40	57.89	48.02	增持
600918.SH	中泰证券	21.63	1,507	4.86	4.44	4.08	3.78	72.10	57.04	49.47	41.90	未有评级
601788.SH	光大证券	28.42	1,172	2.76	2.66	2.53	2.40	230.68	51.54	45.56	39.58	未有评级
601696.SH	中银证券	35.85	996	7.04	6.63	6.63	6.19	112.03	67.90	56.58	49.20	未有评级
601236.SH	红塔证券	24.80	901	6.74	6.31	5.88	5.46	103.33	98.14	86.80	78.76	未有评级
600958.SH	东方证券	12.67	807	1.64	1.59	1.53	1.47	36.20	26.77	20.73	18.04	中性
601901.SH	方正证券	8.62	710	1.84	1.78	1.71	1.62	71.83	51.07	41.40	34.15	未有评级
601878.SH	浙商证券	18.99	644	4.40	4.19	4.01	3.84	65.48	60.63	52.96	47.22	未有评级
601377.SH	兴业证券	8.89	595	1.73	1.68	1.63	1.58	34.19	30.97	27.12	22.92	中性
601990.SH	南京证券	17.86	589	5.31	4.99	4.99	4.65	81.18	49.20	41.00	35.65	未有评级
601162.SH	天风证券	7.72	515	3.30	3.22	3.22	3.13	130.85	79.30	66.08	57.46	未有评级
000783.SZ	长江证券	8.80	487	1.80	1.68	1.62	1.55	29.33	25.44	21.50	18.31	中性
601108.SH	财通证券	13.22	474	2.28	2.15	2.06	2.04	25.42	24.01	23.27	20.24	未有评级
002939.SZ	长城证券	15.28	474	2.80	2.60	2.40	2.21	47.75	36.62	30.47	27.36	未有评级
600109.SH	国金证券	15.41	466	2.25	2.12	1.99	1.85	35.92	32.71	29.71	25.96	未有评级
002945.SZ	华林证券	16.96	458	8.58	7.93	7.28	6.68	106.00	88.94	81.19	73.61	未有评级
601555.SH	东吴证券	10.40	404	1.49	1.45	1.39	1.50	29.71	34.78	29.77	27.67	未有评级
601198.SH	东兴证券	14.25	393	1.94	1.83	1.83	1.71	32.17	19.50	16.25	14.13	未有评级
002797.SZ	第一创业	10.63	372	4.12	3.87	3.62	3.38	72.81	58.57	49.37	42.98	未有评级
002673.SZ	西部证券	10.48	367	2.08	2.01	2.01	1.93	60.16	36.46	30.38	26.42	未有评级
000728.SZ	国元证券	10.81	364	1.46	1.43	1.39	1.35	40.04	34.15	29.38	25.16	未有评级
002926.SZ	华西证券	13.47	354	1.80	1.68	1.56	1.45	24.49	22.80	19.68	17.09	未有评级
600369.SH	西南证券	5.72	323	1.65	1.57	1.57	1.48	31.78	19.26	16.05	13.96	未有评级
002500.SZ	山西证券	8.87	318	1.98	1.91	1.91	1.82	49.28	29.87	24.89	21.64	未有评级
600909.SH	华安证券	8.58	311	2.34	2.52	2.41	2.29	27.68	26.40	23.83	21.19	未有评级
000750.SZ	国海证券	5.69	310	1.71	1.65	1.58	1.51	47.42	41.26	36.71	33.24	未有评级
601099.SH	太平洋	4.29	292	2.83	2.71	2.71	2.58	63.09	38.24	31.86	27.71	未有评级
000686.SZ	东北证券	11.17	261	1.68	1.58	1.58	1.47	25.98	15.74	13.12	11.41	未有评级
601375.SH	中原证券	6.00	179	2.40	2.42	2.40	2.38	300.00	2857.14	234.38	187.50	未有评级
	大券商		**18,901**	**1.92**	**1.80**	**1.69**	**1.58**	**24.40**	**20.89**	**18.31**	**16.41**	
	行业		**33,946**	**2.27**	**2.16**	**2.09**	**1.98**	**54.94**	**117.89**	**33.95**	**29.23**	
	中小券商		**15,044**	**2.40**	**2.30**	**2.24**	**2.13**	**66.39**	**154.27**	**39.81**	**34.04**	

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止日 2020 年 7 月 15 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

5 风险提示

1）利率变化导致市场资金成本变化、对信用业务的融资成本产生影响，同时市场连续下跌引发信用业务风险；

2）证券行业目前同质化竞争较为激烈，各公司提供的服务差距较小，随着外资逐渐进入国内资本市场，其强大的主动管理能力与运营经验，或将抢占部分资管业务与创新业务市场份额；

3）证券公司海外布局加速，承担相应的海外市场风险和投资风险；

4）中美关系等国际环境对宏观经济带来的影响超预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371