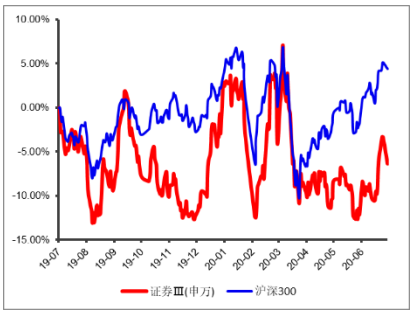
非银金融（证券） 2020 年中期投资策略 维持评级

报告原因：中期策略 **政策加持，市场回暖，投资券商正当时** **看好**

2020 年 6 月 30 日 **行业研究/深度报告**

证券板块近一年市场表现



分析师：

刘丽

执业登记编码：S0760511050001

电话：0351--8686794

邮箱：liuli2@sxzq.com

孙田田

执业登记编码：S0760518030001

邮箱：suntiantian@sxzq.com

电话：0351-8686900

徐风

执业登记编码：S0760519110003

电话：0351--8686970

邮箱：xufeng@sxzq.com

地址：

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

- **政策密集发布，券商迎来历史性机遇。**从 2018 年底，资本市场“牵一发而动全身”历史定位确定以来，资本市场改革政策密集发布。科创板争分夺秒的推出，在前不久的陆家嘴论坛上，易会满主席还强调将继续推进科创板建设，加快推出将科创板股票纳入沪股通标的、引入做市商制度、研究允许 IPO 老股转让等创新制度，抓紧出台科创板再融资办法；新《证券法》的修订，奠定了发行注册制的法律基础，公开发行公司债注册制、创业板注册制逐步落地，资本市场基础制度建设不断完善。证券公司作为资本市场的重要引擎，是资本市场改革的最大受益者。
- **交易回暖，风险偏好改善。**2020 年上半年，虽遇到了罕见的新冠疫情，但在党中央的统一领导下，复工复产进展迅速，制造业景气度回升。根据国家统计局公布的 6 月数据，中国制造业采购经理指数（PMI）为 50.90%，环比上升 0.3 个 bp。与此同时，市场交易回暖，截至 6 月 29 日，两市日均成交额为 7580.67 亿元，比 2019 年增长 45.79%。与此同时，沪深 300 上涨 0.32%，创业板上涨 31.95%。两融余额达到 1.15 万亿（6 月 29 日），达到年内新高。
- **ROE 的驱动由 ROA 向权益乘数转变。**近年来行业资本类业务规模不断扩大，提高了行业杠杆，资本类业务成为业绩贡献的重要力量，同时费用类业务的价格战使得 ROA 下行压力增大，依靠资产负债表扩张能力提高 ROE 成为行业共识。但资本类业务收益率稳定性不足，收益率的波动给券商带来的业绩不确定性。
- **以重资产业务杠杆换取业务空间的基础上，轻资产业务聚焦专业提升回报率。**由于资本类业务的不稳定性，费用类业务的拓展能力成为 ROE 能否保持稳定高水平的关键。在大投行体系建设的背景下，头部券商具有较强的机构客户储备和较为成熟的服务体系，在投行、资管业务上表现出更强的优势。权益乘数有安全提升空间，优质客户储备丰富且具有强大的资本实力和创新业务能力积累，同时多元化的收入结构能够平滑市场波动对经营业绩的影响，未来业务空间较大。

投资建议：

- **当前估值处于底部区域。**当前证券板块估值水平为 1.48XPB，虽然高

本公司或其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上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

于 2018 年因二级市场下跌和股权质押风险时 1XPB 的估值水平，但依然处于十年来证券板块估值的底部区域，具有很好的长期投资价值。

- **短期内，次新、中小券商受资金青睐。**A 股目前处于区间震荡格局，更具弹性的次新、中小券商更受资金青睐。
- **从行业发展趋势来看，头部更具优势。**大型券商权益乘数有安全提升空间，优质客户储备丰富，费用类业务拓展能力较强，在投行及资管业务上表现出更强的优势，同时多元化的收入结构能够平滑市场波动对经营业绩的影响。长期**配置角度来看，受益于改革红利、业务综合发展、风控能力较强的头部券商有投资价值，建议投资者关注。**
- **建议投资者关注中信证券、中信建投、招商证券、国金证券、东方财富、南京证券。**

风险提示：

- 二级市场大幅下滑；疫情影响超出预期；政策推行不及预期。

目 录

一、资本市场改革蹄疾步稳，核心竞争力建设成为关键 6

1.1 多层次资本市场体系完善，股权融资时代来临 6

1.2 经营环境改善监管引导差异化发展 7

1.3 外资进入开放步伐加快 8

1.4 从 ROA 和权益乘数看券商 ROE 提升路径 9

二、轻资产业务以聚焦专业转型提升回报 11

2.1 股权融资大年，投行能力建设成为关键因素 11

2.2 管理费率提升，资管业务差异化发展 14

2.3 财富管理业务重构，以平台实现协同 16

三、 重资产业务以杠杆换取业务空间 18

3.1 融资成本下行，券商多渠道补充净资本 18

3.2 金融资产扩张，信用规模收缩 19

3.3 自营决定成败，收益率稳定性不足 20

3.4 两融标的扩容，市场化程度提升 22

四、投资策略 23

4.1 2020 年上半年券商板块明显分化 23

4.2 2020 年行业盈利预测 24

4.3 把握证券行业难得的交易性机会 24

五、重点个股 25

5.1 中信证券：杠杆率提升，龙头优势尽显 25

5.2 招商证券：机构业务保持优势，ROE 居大券商前列 26

5.3 中信建投：投行业务绝对优势，盈利能力领先行业 26

5.4 东方财富：互联网平台优势，零售财富龙头 26

5.5 国金证券：IPO 进步迅速，加码金融科技 27

5.6 南京证券：经纪业务区位优势，投行大幅增长 27

六、风险提示 28

图表目录

表 1 IPO 储备前十位 13
表 2 2020 年上半年股票和债券承销金额前十位统计 13
表 3 2020Q1 券商总资产管理规模和主动管理规模前 20 名 14
表 4 经纪业务佣金率及收入占比对比 16
表 5 证券公司信息技术投入情况 17
表 6 券商密集补充净资本（2020 年） 19
表 7 2019 年和 2020Q1 行业业绩情况 21
表 8 行业盈利预测简表 24
表 9 重点个股盈利预测简表 27

图 1 行业收入结构（单位：%） 9
图 2 上市券商 ROE 与权益乘数（单位：%/倍） 9
图 3 上市券商 2019 年 ROE 与 ROA（单位：%） 10
图 4 上市券商 2019 年 ROE 与权益乘数（单位：%/倍） 10
图 5 上市券商营业收入分业务集中度（单位：%） 10
图 6 上市券商权益乘数对比（单位：倍） 10
图 7 上市券商 2012-2019 年 ROA（单位：%） 11
图 8 上市券商 2012-2019 年 ROE（单位：%） 11
图 9 股票承销规模（单位：亿元） 12
图 10 债券承销规模（单位：亿元） 12
图 11 股票承销集中度（单位：%） 13
图 12 股权承销及 IPO 平均成交费率（单位：%） 13
图 13 资管业务净收入及管理费率（单位：亿元/%） 15
图 14 资管业务收入结构（单位：%） 15

图 15 前十大券商 2019 年代销金融产品收入占比（单位：%） 17
图 16 前十大券商 2019 年代买卖证券款占比（单位：%） 17
图 17 2015 年-2019 年嘉信理财收入结构（单位：%） 17
图 18 2015 年-2019 年摩根士丹利收入结构（单位：%） 17
图 19 净资产规模增长（单位：万亿元） 19
图 20 债券发行规模大增（单位：亿元） 19
图 21 上市券商信用资产及金融资产占比（单位：%） 20
图 22 上市券商信用资产结构（单位：%） 20
图 23 年末市值投资规模占比（单位：亿元/%） 21
图 24 证券投资收益率（单位：%） 21
图 25 两融余额及占比（单位：亿元/%） 22
图 26 两融平均利率及佣金率（单位：%/万分之） 22
图 27 股票质押利息收入及占比（单位：亿元/%） 23
图 28 股票质押平均利率及担保比例（单位：%） 23
图 29 两市日均成交额（单位：亿元） 25
图 30 近十年证券行业 PB（单位：倍） 25

2020 年是全面建成小康社会和“十三五”规划的收官之年，资本市场改革迎来政策密集期，科创板注册制配套制度不断完善，创业板注册制试点快速落地，新三板配套改革深化，资本市场基础制度建设完善，推进全面深化改革落地，努力打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。新《证券法》颁布，新的定位，对证券业的发展生态提出了更高的要求，迫切需要证券业提高核心竞争力，以更好地服务经济高质量发展。证券行业是资本市场的重要引擎，能力建设是核心竞争力，在双向开放加速推进，行业集中度进一步提升，竞争更加激烈的背景下，本篇通过对证券行业核心竞争力的提升路径进行分析，从 ROE 驱动力角度看券商盈利模式的变化及未来发展方向，为投资证券行业提供参考。

一、资本市场改革蹄疾步稳，核心竞争力建设成为关键

1.1 多层次资本市场体系完善，股权融资时代来临

政策改革逻辑主线多层次资本市场体系不断完善，股权融资市场迎来大机遇，资本市场服务实体经济能力逐步增强，作为资本市场重要一环的证券公司将在其中发挥重要作用，打开证券行业未来发展空间。资本市场改革加速推进下经营环境持续改善增厚券商经营业绩。

- **科创板制度再推进，红筹企业回归科创板制度明确。**

上交所发布《关于红筹企业申报科创板发行上市有关事项的通知》，对红筹企业在申报科创板发行上市过程中面临的普遍性问题做出了针对性安排。《通知》兼顾市场承载能力同时体现制度差异化安排，为红筹企业回归提供制度环境，进一步提升资本市场制度吸引力，将吸引更多优质科创类红筹企业登陆科创板。

- **创业板注册制改革落地，投行业务增量。**

6 月 12 日证监会证监会、深交所、中国结算、证券业协会等发布了创业板注册制改革相关配套制度及规则，涉及首发、再融资、持续监管、保荐等各方面。进一步明确创业板定位，设置行业负面清单，支持创新创业企业上市，同时支持传统企业与新产业新技术的融合。创业板试点注册制改革缩短审核时间，券商投行业务预计将快速增长，前期创业板项目储备丰富的证券公司将直接受益于政策改革红利；注册制的实施将重塑投行竞争格局，同时赋予券商更多主动权。创业板试点注册制改革将进一步加速投行业务模式的转型，综合实力突出的龙头券商定价能力、销售能力、合规风控体系等综合能力显著优于其他可比同业券商，投行业务资源将继续向龙头券商集中，龙头券商的承销份额也将持续提升，行业马太效应进一步加剧。

- **新三板转板制度出炉，多层次资本市场体系完善。**

证监会出台新三板精选层转板上市意见，符合条件的新三板精选层挂牌公司可以申请转板到科创板或创业板上市，在新三板精选层挂牌上市一年以上，同时满足转入板块的上市条件的挂牌公司可以申请转板

上市，各项具体制度安排将在未来进一步明确细化，促进多层次资本市场协同发展。

1.2 经营环境改善监管引导差异化发展

目前，监管致力于提升证券行业的核心竞争力，打造航母级的头部券商。从股权管理，并表监管，到基金投顾，行业集中度提升已成趋势，大型券商在政策优势的加持下，在业务竞争中具有明显竞争力，倒逼中小券商寻找差异化道路。

- **股权管理规定放松股东资质要求，增强证券行业活力。**

2020 年 6 月 12 日，证监会对《证券公司股权管理规定》进行修改，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，适当降低证券公司主要股东资质要求。促进证券行业与国际接轨，激发市场活力，有利于证券公司引入资本，促进行业良性循环。

目前国内券商杠杆率水平较低，资本实力较弱，与国际投行差距较大。新修订的《股权规定》中对股东不再要求相匹配的金融业务经验，不再要求主要股东为行业龙头等，将有越来越多的企业参股证券公司，同时降低股权集中度，增加证券公司股东数量，有利于证券公司补充资本，提高资本实力，逐步与国际投行接轨。

- **打造券商航母，鼓励参与国际竞争。**

2019 年 11 月 29 日，证监会答复政协《关于做强做优做大打造航母级头部券商，构建资本市场四梁八柱确保金融安全的提案》，提出六大措施支持打造航母级头部证券公司，促进行业健康发展。同时在利润率较高的证券公司细分业务中，如衍生品、跨境业务、外汇业务等，监管层积极支持大型券商开疆扩土，为中国经济走出去发挥证券公司的独特作用。

- **把券商纳入系统性重要金融机构。**

我国监管机构将评定国内系统性重要的金融机构，并首次把券商纳入其中，充分认可券商在支持经济向高质量发展中的突出作用。随着系统性重要的金融机构名单发布，头部券商的地位更加突出，为建设有中国特色的世界一流投行奠定基础。

- **纳入并表管理，推动证券公司集团化管控。**

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 家证券公司纳入首批并表监管试点范围，母公司风险资本准备计算系数由 0.7 调降至 0.5，表内外资产总额计算系数由 1 降至 0.7。证券公司集团化经营态势下，并表监管是金融集团有效监管的重要手段，此次纳入监管的 6 家券商子公司业务规模较大、且业务国际化特征较为明显，各项风险准备计算系数和表内外资产总和计算系数的调降，将使得大型券商进一步释放净资本利用空间，有助于其业务扩展，大型券商的行业地位得到进一步巩固。中小型券商的竞

争压力将会增加，特色化经营将是中小型券商发展的必经之路。

- **基金投顾试点资格落地，财富管理迎来机遇。**

首批 7 家券商获批基金投顾试点资格，将与基金公司、银行、第三方销售机构共同开展基金投顾业务，财富管理转型迎来发展机遇。有利于证券公司凭借专业化的服务获得客户认可和报酬，有效提高投资者的收益，同时也将促进证券公司提高服务水平，减少对交易费的依赖，为证券行业经纪业务带来增量收入。头部机构优质的投资顾问资源将提供强大的竞争力，在该项业务试点前期抢占先机，拥有专业投资顾问团队，线下网点布局完善，客户基础较好的券商有望实现突围。

- **允许证券公司公开发行次级债，补充资本。**

次级债已经成为证券公司重要的流动性和资本补充工具，《证券公司次级债管理规定》明确证券公司可以公开发行次级债，支持证券公司发行减记债等债券品种，支持行业发展，进一步拓宽融资渠道，放开次级债公开发行渠道将直接助力券商补充资本，加快券商资本补充速度，符合证券行业做大做强监管导向。

1.3 外资进入开放步伐加快

金融开放节奏超过市场预期，外资加紧布局中国市场。

- 2020 年 5 月，发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》，正式取消 QFII 和 RQFII 投资额度限制。
- 2020 年 4 月 1 日起，正式取消对证券公司、公募基金管理公司的外资持股比例限制。
- 2020 年 5 月 9 日，上海信托拟转让上投摩根基金公司 49%股权，若这一交易后续完成并获核准，上投摩根基金将成为首家外资独资公募。截至目前，已有瑞银、野村、摩根大通等 6 家外资控股证券公司获批。

外资券商目前竞争力相对较弱，净利润率和 ROE 均低于非外资券商。2019 年 12 月，摩根大通（中国）和野村东方国际开业，截止 2019 年末，共有 15 家外资参控股券商（控股 3 家）。剔除新成立的 2 家外资控股券商，13 家外资参股券商合计实现净利润 55.85 亿元，同比+61%，占行业整体利润的 4.43%，同比下降 0.77%。随着外资控股证券公司的加速设立，外资布局中国市场的脚步加快，中资券商迎来与外资投行的同台竞争。

在当前形势下，中国资本市场对外开放步伐不断加快，双向开放深化，在外资券商进入的同时，中资券商走出去的程度尚显不足。虽然很多券商都有境外业务布局，但境外业务贡献度较小，同时境外金融市场波动较大，环境复杂，开展境外业务可以说是机遇与风险并存，在走出去的同时，加强风险管理与境外子公司管控成为重要一环。

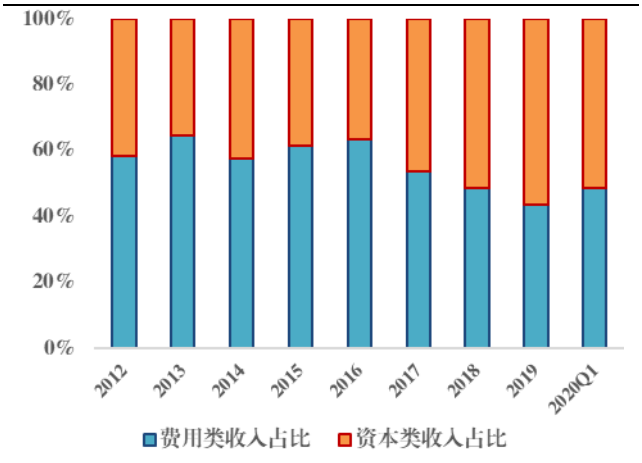
1.4 从 ROA 和权益乘数看券商 ROE 提升路径

ROE 的驱动由 ROA 向权益乘数转变。我们从杜邦分析（ROE=ROA*权益乘数）思路来看券商 ROE 的两方面驱动力，证券行业 ROA 主要由费用类业务与资本类业务收益率共同决定，权益乘数由资本类业务带动。

2013 年以前行业营业收入主要来源于费用类业务（经纪业务、投行业务及资管业务等客户手续费及佣金为主要收入的业务）收入，ROE 主要由 ROA 决定。从 2013 年开始，资本类业务如信用业务（融资融券及股权质押）及自营业务的规模不断扩大，提高了行业杠杆，资本类业务成为业绩贡献的重要力量。资本类业务收入在营业收入中的占比不断提升，券商依靠资产负债表扩张能力提高资本类业务规模来提升盈利能力，同时费用类业务的价格战竞争使得 ROA 下行压力增大。

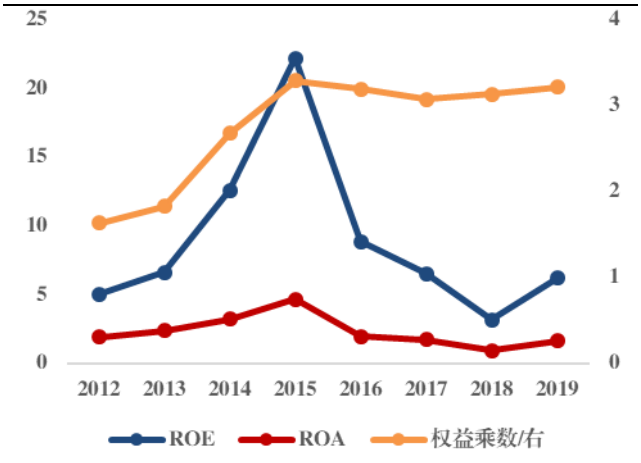
从上市券商来看，2015 年平均 ROE 达到 22.21%，较 2014 年实现翻倍，而 2015 年上市券商平均 ROA 仅较 2014 年提升 1.46pct，ROE 的提升最大驱动力为权益乘数。同理我们来看 2019 年，行业 ROE 提升至 6.21%，较 2018 年提升 3.01pct，而 ROA 平均为 3.21%，基本和 2018 年的 3.13%持平，ROE 的驱动由 ROA 向权益乘数转变，行业盈利模式迎来拐点。

图 1 行业收入结构（单位：%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

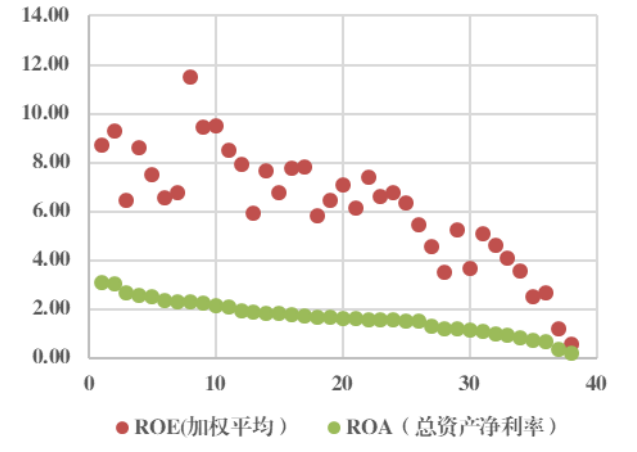
图 2 上市券商 ROE 与权益乘数（单位：%/倍）



数据来源：Wind，山西证券研究所

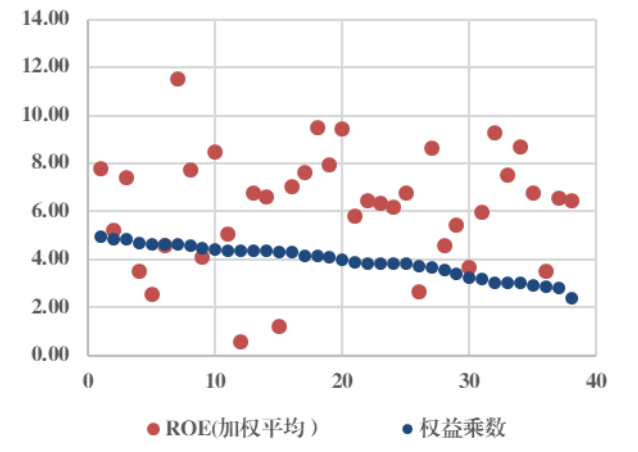
但权益乘数并不一定会带来高净资产收益率。对比权益乘数处于同样水平的上市券商的净资产收益率水平，净资产收益率呈现明显分化，券商以资产负债表扩张带来的业绩，以杠杆换取的业务空间需要轻资产业务提高回报率才能实现净资产收益率的稳定改善。

图 3 上市券商 2019 年 ROE 与 ROA（单位：%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 4 上市券商 2019 年 ROE 与权益乘数（单位：%/倍）

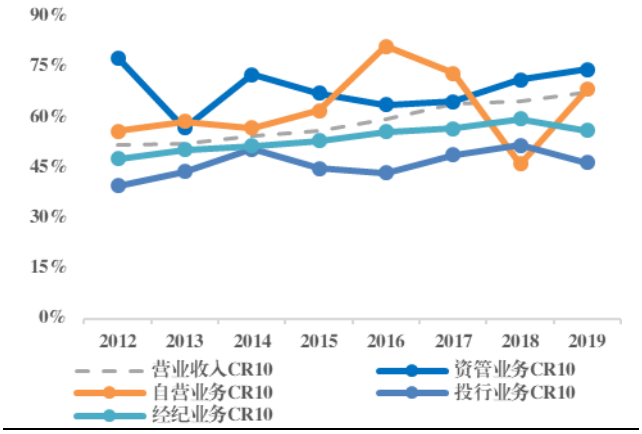


数据来源：Wind，山西证券研究所

头部券商整体权益乘数高于上市券商整体。内部分化来看，上市券商权益乘数（我们对权益乘数进行一定调整，选取剔除客户存款及客户备付金之后的总资产/归属于母公司股东的权益的真实杠杆水平）从 2013 年开始攀升，在 2015 年达到顶端（平均 3.29，大型券商 3.63，中小券商 3.03）。整体来看，头部券商资产扩张能力更强，2019 年上市券商中大型券商（前十家）权益乘数平均 3.70 倍，中小券商 3.04 倍，全部上市券商平均 3.22 倍。

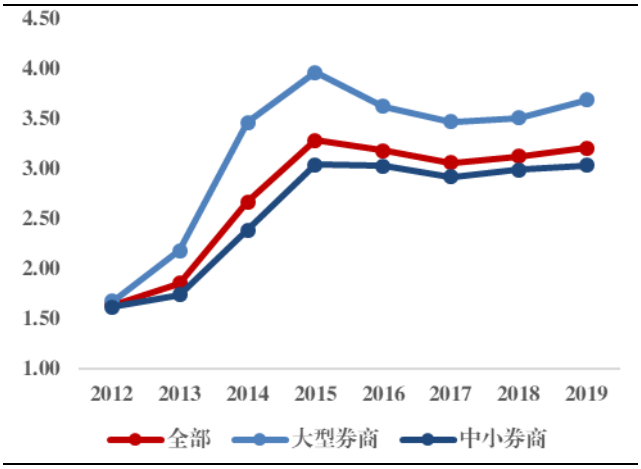
自营业务优势具有不稳定。由于自营业务收入受市场环境影响较大，导致收入存在不稳定性，自营业务 CR10 集中度波动较大。头部券商在自营业务上表现出来的优势不持续，从而带来自营业务集中度 CR10 波动性较大，由高杠杆带来的 ROE 提升具有不稳定性。

图 5 上市券商营业收入分业务集中度（单位：%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

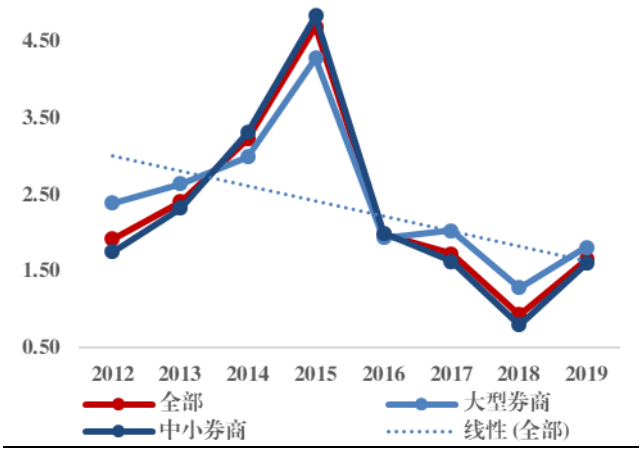
图 6 上市券商权益乘数对比（单位：倍）



数据来源：Wind，山西证券研究所

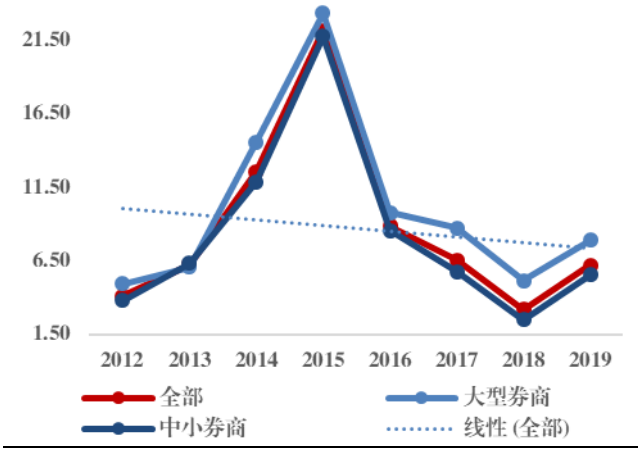
多元化收入结构表现出较强的防御性。拉长周期来看，证券行业盈利中枢整体下移，上市券商平均 ROE 水平随着市场环境变化波动较大，但整体呈下降趋势，而大型券商表现出一定优势，ROE 水平高于上市券商整体。在市场环境较差的时期如 2017 年和 2018 年，ROE 及 ROA 均表现出较强的防御性。

图 7 上市券商 2012-2019 年 ROA（单位：%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 8 上市券商 2012-2019 年 ROE（单位：%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

费用类业务的业务拓展能力成为 ROE 能否保持稳定高水平的关键。资管业务的集中度 CR10 高于营业收入集中度，头部券商在资管业务上表现出更强的优势，且处于稳定上升通道。权益乘数有安全提升空间，优质客户储备丰富且具有强大的资本实力和创新业务能力积累的券商业务空间较大。

在大投行体系建设的背景下，头部券商具有较强的机构客户储备和较为成熟的服务体系，在投行及资管业务明显优势，同时多元化的收入结构能够平滑市场波动对经营业绩的影响。

二、轻资产业务以聚焦专业转型提升回报

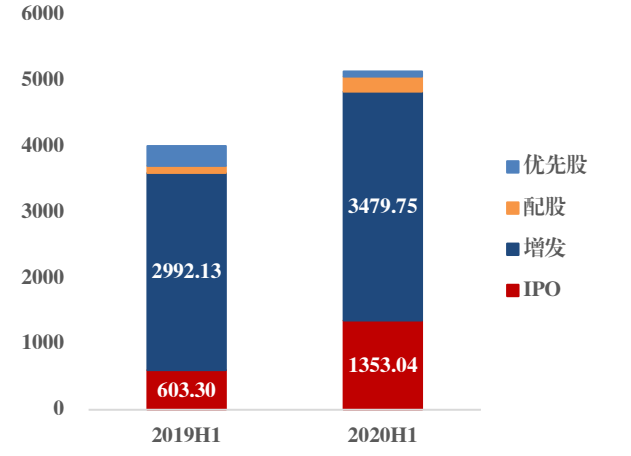
通过对比 2015-2019 年五年间经纪业务成交额与收入占比及证券行业 ROA，可以看出随着经纪业务佣金率下滑，经纪业务对费用类业务 ROA 的支撑力不断降低。而资管及投行类业务的利润率较高，由于机构客户储备丰富，大型券商在资管及投行业务上的优势更加突出，2020 年是股权融资大年，以聚焦专业能力服务机构业务，成为提升回报率的发力点。

2.1 股权融资大年，投行能力建设成为关键因素

注册制改革、再融资新规推动股权融资增长。2020 年上半年股权融资规模提升，增厚投行收益。截止 6 月 24 日，IPO 融资规模 1353.04 亿元，较去年同期增长 124%，增发规模 3479.75 亿元，增长 16%，配股规模 224.84 亿元，增长 106%。债券发行 16.26 万亿元，同比增长 25.18%，其中企业债发行 1841 亿元，增长 16.19%，公司债发行 1.56 万亿元，增长 48.88%。

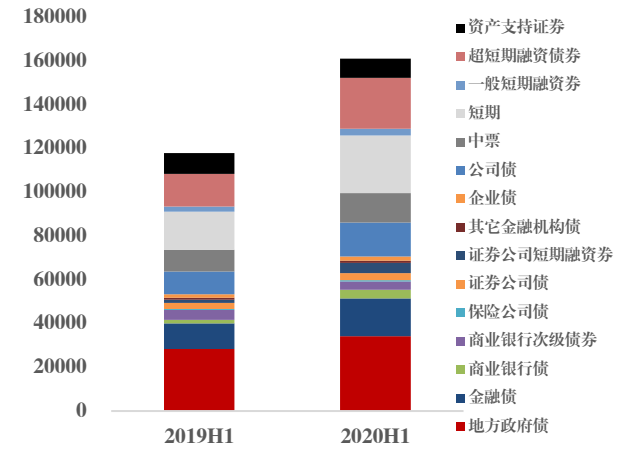
2020 一季度，再融资新规落地，新《证券法》确立公开发行公司债注册制，带动投行业务收入增长，全行业实现投行业务净收入 105.81 亿元，同比增长 20.68%；上市券商投行业务收入 78.56 亿元，同比增长 16%。

图 9 股票承销规模（单位：亿元）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 10 债券承销规模（单位：亿元）



数据来源：Wind，山西证券研究所

IPO 业务头部独大，股票承销金额集中度高于债券。股权承销集中度整体呈上升趋势，其中再融资业务集中度最高，2020 年上半年 IPO 及再融资集中度进一步提升，头部券商在 IPO 及再融资项目上具有较强的竞争力。由于可转债及可交换债集中度下降影响，股权承销集中度整体小幅下降，较 2019 年下降 2.44%。债券承销集中效应弱于股票，同时 2020 年上半年债券承销集中度小幅下降。

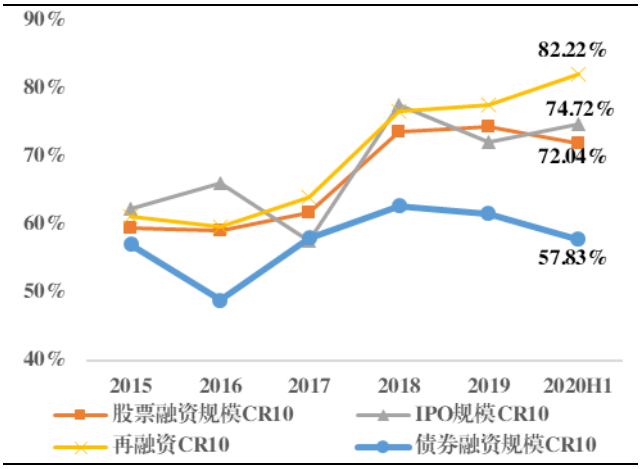
1) **IPO 头部独大。**据 Wind 数据，2020 年上半年（截止 6 月 24 日），中信建投 IPO 业务绝对领先，承销金额达到 407.73 亿元，市场份额 30.13%；排名第二位的中金公司 IPO 承销金额 156.65 亿元，市场份额 11.58%；中信证券承销规模 87.08 亿元排名第三，市场份额 6.44%；IPO 承销规模集中度 CR10 达到 74.72%，相比较于 2019 年上升了 2.52 个百分点。

2) **再融资集中度提升。**再融资（包括增发、配股及优先股）承销金额中信证券承销 926.72 亿元，排名首位，市场份额 24.52%；中信建投排名第二，承销金额 664.77 亿元，市场份额 17.59%；华泰联合承销金额 447.45 亿元，市场份额 11.84%，排名第三。再融资集中度 CR10 为 82.22%，相比较于 2019 年上升了 4.55pct。

3) **债券承销金额头部集中效应弱于股票承销。**债券承销金额前三位分别为中信证券（承销金额 5296.00 亿元，市场份额 12.61%）、中信建投（承销金额 5185.25 亿元，市场份额 12.34%）、国泰君安（承销金额 2562.39 亿元，市场份额 6.10%），债券承销集中度 CR10 为 57.83%，相比较于 2019 年下降了 3.81pct。相较于股权承销市场的高度集中化，债券承销尚处于混战阶段，竞争格局还不稳定，中小券商发力债券承销有望提升市场份额。

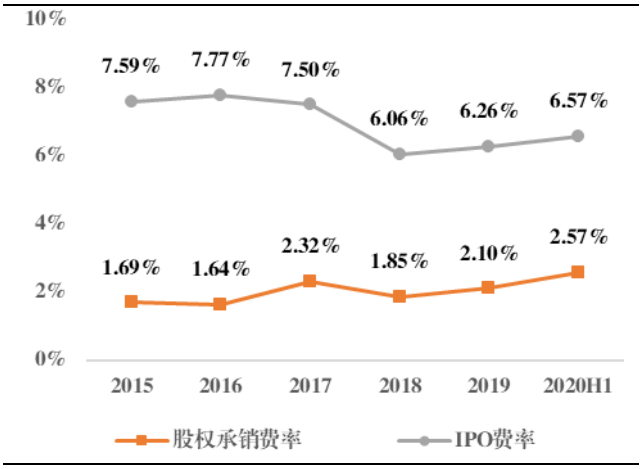
4) **IPO 承销费率有所提升，但中枢下移。**从近年来券商平均承销费率的趋势来看，IPO 承销费率是股权承销项目中最高的，从 2019 年开始企稳回升，但与 2015-2017 年的平均 7%左右的费率相比，承销费率中枢下移了 1 个百分点左右。

图 11 股票承销集中度（单位：%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 12 股权承销及 IPO 平均成交费率（单位：%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

表 1 IPO 储备前十位

证券公司	合计	已受理	已反馈	已预披露更新	中止审查	暂缓表决	辅导备案登记受理
中信证券	208	21	9	11	0	0	34
中信建投	186	16	3	18	0	0	37
海通证券	158	13	4	8	0	0	35
招商证券	151	5	8	12	0	0	32
广发证券	134	8	1	8	0	0	42
民生证券	131	9	6	3	0	0	24
华泰证券	129	14	5	5	0	0	18
国信证券	126	6	5	4	0	0	31
国金证券	118	11	1	2	0	0	20
国泰君安	108	11	3	9	0	0	8

数据来源：Wind，山西证券研究所

表 2 2020 年上半年股票和债券承销金额前十位统计

序号	证券公司	股票主承销金额（亿元）	份额	证券公司	债券主承销金额（亿元）	份额
1	中信证券	1244.79	19.14%	中信建投	5296.00	12.61%
2	中信建投	1191.55	18.33%	中信证券	5185.25	12.34%
3	华泰证券	591.69	9.10%	国泰君安	2562.39	6.10%
4	中金公司	461.67	7.10%	海通证券	2300.31	5.48%
5	国泰君安	334.81	5.15%	中金公司	2224.82	5.30%
6	申万宏源	234.96	3.61%	华泰证券	1588.92	3.78%
7	招商证券	183.17	2.82%	平安证券	1584.46	3.77%
8	华西证券	158.52	2.44%	光大证券	1398.84	3.33%
9	中国银河	143.61	2.21%	招商证券	1315.04	3.13%
10	海通证券	139.13	2.14%	中银证券	838.35	2.00%
	合计	**4683.90**	**72.04%**	**合计**	**24294.38**	**57.83%**

数据来源：Wind，山西证券研究所

注册制为核心的发行制度改革逐步落地，能力建设成关键因素。2019 年是注册制改革元年，2020 年是注册制改革深化年，金融委多次强调资本市场的枢纽作用。资本市场改革加速推进，新三板，创业板注册制，多层次资本市场体系完善。对券商来说，可增加投行业务收入，同时头部券商在项目储备及机构客户服务能力上有基础，注册制改革下更具优势，倒逼中小券商提升中介机构能力。

2.2 管理费率提升，资管业务差异化发展

资管业务去通道持续，管理费率改善。目前多数券商资产管理产品仍以固收和 ABS 业务为主，全市场债券型和货币型数量合计占比 45.46%，股票型和混合型数量合计占比 22.84%。而通道类规模持续压缩，但占比仍然偏高，2019 年以通道为主的定向资管受托资金规模收缩 21.23%，但规模仍占 69%。从资管规模排名前二十的券商来看，2020 年一季度资管月均规模较 2019 年底多数下降，而主动管理规模上升。

随着定向资产管理产品占比持续下降，集合资管产品占比提升，券商纷纷转型提升主动管理产品的规模，资管产品平均管理费率处上升通道。2019 年行业资管产品平均费率（资产管理业务净收入/全行业受托资金）为 0.22%，较 2018 年提升 0.03pct。管理费率的提升一定程度上可以缓解规模下降对资管业务收入的影响，2019 年行业实现资管业务净收入 275.16 亿元，同比小幅增长 0.06%，2020 一季度行业实现资管业务净收入 66.73 亿元，同比增长 16.40%。

表 3 2020Q1 券商总资产管理规模和主动管理规模前 20 名

证券公司	资管月均规模（亿元）	增长规模（亿元）	公司名称	主动管理月均规模（亿元）	增长规模（亿元）	主动管理占比
中信证券	10809	-239	中信证券	4871	365	45%
国君资管	6557	-520	国君资管	3921	-298	60%
招证资管	6085	290	华泰资管	2664	142	46%
华泰资管	5800	-81	招证资管	2176	361	36%
申万宏源	5005	-346	广发资管	1736	-34	67%
中银国际	4914	-69	中信建投	1573	-122	33%
中信建投	4823	-414	申万宏源	1358	2	27%
广发资管	2576	-140	中金公司	1252	118	83%
海通资管	2309	-149	海通资管	1243	58	54%
光证资管	2082	-95	光证资管	1184	13	57%
银河金汇	2062	-33	华融证券	969	-108	75%
安信证券	1981	-156	中泰资管	901	-12	71%
方正证券	1802	-123	东证资管	830	32	-
中金公司	1511	111	中银国际	815	94	17%
国信证券	1391	-11	安信证券	791	-53	40%
华融证券	1287	-198	天风证券	777	9	-
第一创业	1284	-258	银河金汇	768	32	37%
中泰资管	1273	-71	财通资管	758	11	-
浙商资管	1254	-	华西证券	747	-	-
开源证券	1218	-124	浙商资管	646	-	52%
合计	66021	-2623		29979	611	

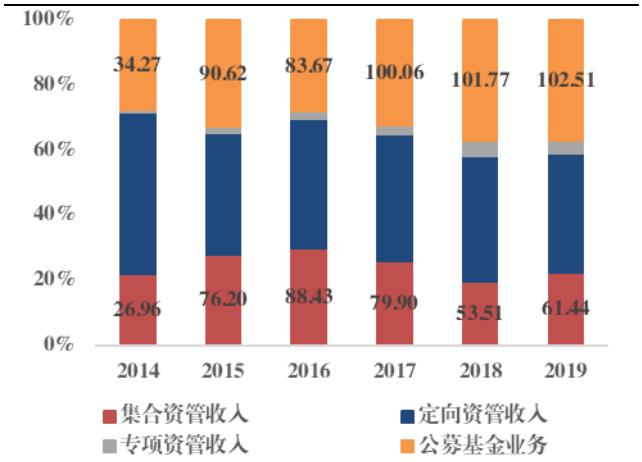
数据来源：中国基金业协会，山西证券研究所（注：不含证券公司管理的养老金规模）

图 13 资管业务净收入及管理费率（单位：亿元/%）



数据来源：中国证券业协会，山西证券研究所

图 14 资管业务收入结构（单位：%）



数据来源：中国证券业协会，山西证券研究所

公募基金收入贡献提升。2019 年资管业务净收入中公募基金（含大集合）实现收入 102.51 亿元，在行业营业收入中的占比达到 37.2%，首次超越定向资管收入（100.34 亿元）成为资产管理业务收入的最大贡献力量。

券商通过资管子公司发力主动管理转型，截止 2020 年 6 月底，已有安信证券、德邦证券、天风证券获准成立资产管理子公司，行业券商资管子公司增加至 19 家。在资管新规的持续推进之下，主动管理能力成为关键，监管部门也同样鼓励和支持有条件的券商资管设立资产管理子公司，在回归资产管理本源的同时提升整体行业竞争能力。

公募业务是券商资管主动管理转型的重要领域之一。券商资管向公募业务靠拢有益于券商提高客户服务能力，服务财富管理转型战略。目前大概有 13 家券商资管获得公募牌照，同时中小券商纷纷申请公募牌照。头部券商推进大集合产品公募化改造，国泰君安首批获得大集合产品参公改造试点资格并完成 2 只大集合产品参公改造，广发证券成功发行两只大集合转公募产品，中信证券、东方证券也在此前落地大集合转公产品。

在资管新规规范资管业务及理财子公司进入竞争的背景下，对于券商资管而言，转型主动管理成为大势所趋，产品设计能力和投资能力显得尤为重要。券商资管核心竞争力在主动投资能力，以子公司发力资管业务，协同母公司的投资、投行、研究、财富等资源，主动管理能力强的券商在竞争日趋激烈的环境下更具优势。

2.3 财富管理业务重构，以平台实现协同

传统经纪业务回报下滑，财富管理转型之路仍漫漫。

同样市场活跃度下，经纪业务的产出下降。2019 年两市日均成交额 5199.81 亿元，与 2016 年日均成交额水平相当，但由于行业佣金率由万 4.21 下降至万 3.49，经纪业务收入由 1052.95 亿元下降到 787.63 亿元，在营业收入中的占比由 32%下降至 22%。2019 年行业 ROA 较 2018 年有所回升，但提升幅度较小，由经纪业务作为主要业绩提升动力的行业盈利模式已经开始发生变化。

表 4 经纪业务佣金率及收入占比对比

时间	日均成交额（亿元）	代理买卖证券业务净收入（亿元）	收入占比（%）	佣金率（万分之）	ROA（%）
2015	10381.02	2690.96	46.79%	5.56	3.81%
2016	5184.95	1052.95	32.10%	4.21	2.13%
2017	4580.26	820.92	26.37%	3.78	1.84%
2018	3689.31	623.42	23.41%	3.76	1.06%
2019	5199.81	787.63	21.85%	3.49	1.70%

数据来源：Wind，山西证券研究所

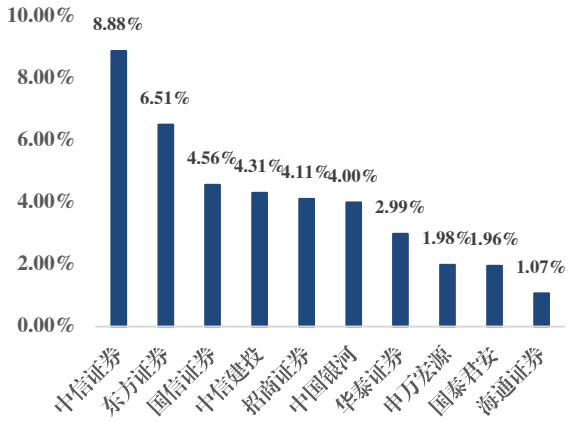
目前行业财富管理转型方向可以归结为两大类，一是利用互联网和数字化平台，以低佣金引流，做大客户资产规模，如东方财富互联网基金明显，华泰证券以金融科技保持经纪业务交易量市占率优势；二是选择针对高净值客户提供定制化服务，做好机构客户需求的挖掘。当下券商财富管理呈现以下特点：

1） **依赖通道收入，其他收入来源拓展不足。**经纪业务互联网化，线上引流渠道竞争激励，佣金率继续下滑，经纪业务逼近成本线。上市券商的代销金融产品业务成为提高非通道收入，降低经纪业务收入波动性，改善收入结构的主要抓手。但目前经纪业务仍然高度依赖通道收入，代销金融产品业务收入在经纪业务中的占比依然很小。前十大券商中，中信证券、东方证券代销金融产品收入占经纪业务比例为 8.88%和 6.51%，其他券商占比均低于 5%。

2） **投资者主体依然是个人。**券商加快财富管理转型之路，通过建立“以客户为中心”的组织体系，利用金融科技，打造服务客户的数字化体系。从上市券商的年报来看，个人投资者的代买卖证券款占比依然较高，除了东方证券、中信证券、中信建投，大型券商个人投资者占比在 70%以上。

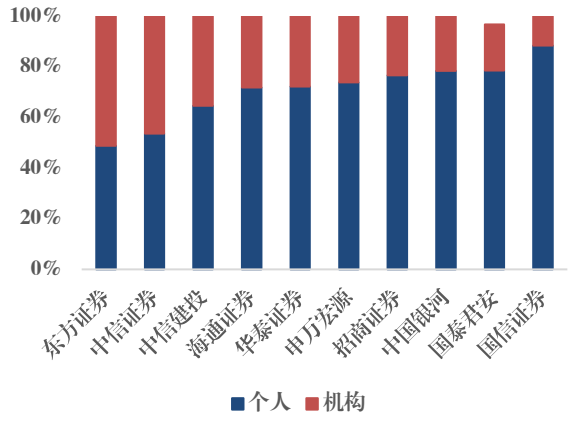
3） **券商在金融科技研发方向上分化。**行业数字化进程已迈入高速发展时期，券商纷纷布局金融科技，引入科技人才，提高科技投入。但国内券商目前在数字化转型的道路上仍处于初级阶段。除少数头部券商之外，多数券商转型路径尚不清晰，多为被迫转型。

图 15 前十大券商 2019 年代销金融产品收入占比（单位：%）



数据来源：上市公司年报，山西证券研究所

图 16 前十大券商 2019 年代买卖证券款占比（单位：%）



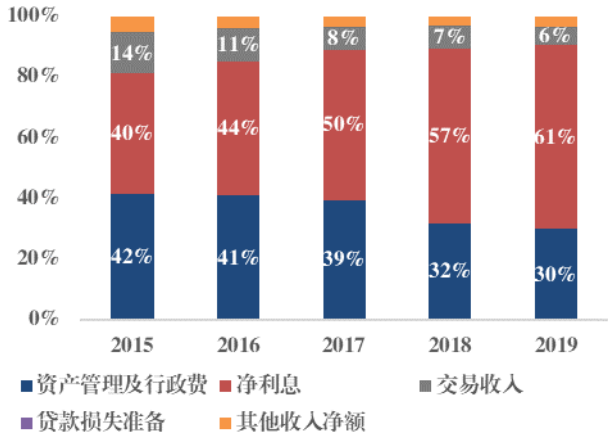
数据来源：中国证券业协会，山西证券研究所

表 5 证券公司信息技术投入情况

证券公司	研发支出（亿元）	占比营业收入（%）	研发人员数量	研发人员占比（%）	证券公司	研发支出（亿元）	占比营业收入（%）	研发人员数量	研发人员占比（%）
国泰君安	11.17	6.62	-	-	西部证券	1.58	4.30	82	2.98
海通证券	14.48	4.21	670	6.18	兴业证券	0.92	0.65	121	1.45
华泰证券	14.25（母公司）		-	-	国金证券	0.60	1.37	194	5.95
国信证券	6.96	4.94	390	4.17	财通证券	0.28	0.57	35	1.32
光大证券	3.65	3.62	224	2.48	天风证券	0.16	0.43	75	2.61
东方证券	2.94	1.54	188	3.26					

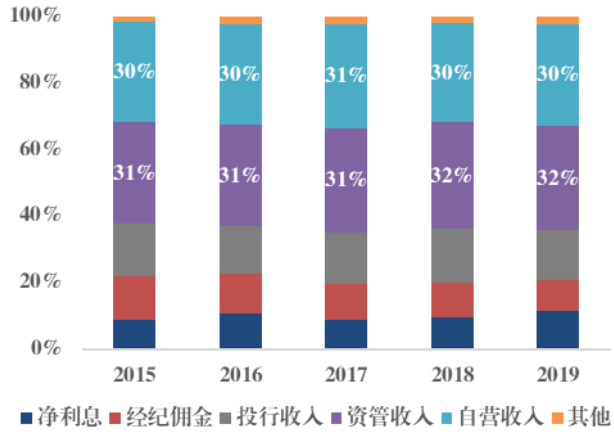
数据来源：Wind，公司年报，山西证券研究所

图 17 2015 年-2019 年嘉信理财收入结构(单位:%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 18 2015 年-2019 年摩根士丹利收入结构(单位:%)



数据来源：Wind，山西证券研究所

从国外投行的发展路径来看，财富管理收入主要来源于客户资管管理的管理费，交易佣金的占比较低。2020 年 4 月，《证券基金投资咨询业务管理办法》征求意见，规范证券投资顾问业务，首批 7 家券商获批基金投顾试点资格，券商加速申报基金投顾，买方投顾转型正式开启，券商投顾数量快速增加。管理型基金投顾为每一位客户量身定做基金投资策略，按照管理规模收取管理费，按照超额业绩提取业绩报酬投资咨询业务规范化发展。管理费模式有益于券商降低对通道业务的依赖，降低收入波动性。

在国内经纪业务市场转为存量竞争的背景下，财富管理的未来将是经纪业务作为前台窗口，起到平台作用，与券商信用、投行、资管等业务加强协同，提供专业化服务及满足客户资产配置需求，形成稳定的具有持续性的盈利模式。

三、 重资产业务以杠杆换取业务空间

3.1 融资成本下行，券商多渠道补充净资本

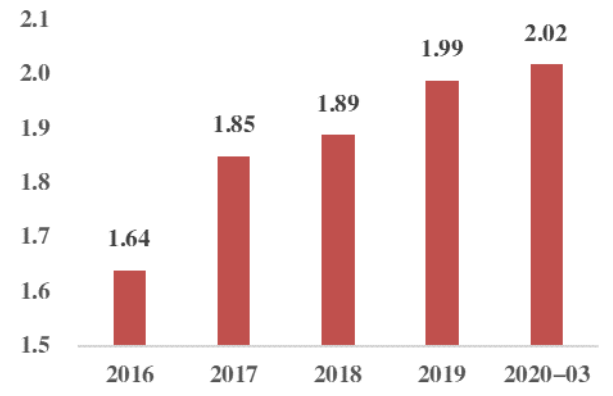
与国外投行相比，券商利用资产负债表扩张尚显不足，随着业务的重资产化，通过多种方式进行股权融资、扩张资本的需求迫切。补充资金本，扩大重资产业务规模成为行业共识，2020 年券商通过股权融资、债券融资等多种渠道补充净资本。

1） 股权融资提速。通过 IPO、配股、增发、优先股等方式，上半年共有中泰证券、中银证券 2 家券商上市，募集资金 45.73 亿元，较 2019 年全年增长 104.44%，同时有多家券商排队中；截止 6 月 24 日，再融资（配股、增发）与 IPO 合计融资规模 1045.47 亿元。

2） 债券融资规模增长，发行成本下行。截止 6 月 24 日，证券公司共发行公司债、短融、ABS、可转债合计 313 只，发行规模 7926.60 亿元，较 2019 年上半年增长了 84.61%。其中短期融资券加权平均利率 2.09%，较 2019 年上半年的 2.94%下降 85 个 BP；3 年期公司债平均利率 3.22%（2019 年上半年平均利率为 4.08%）。

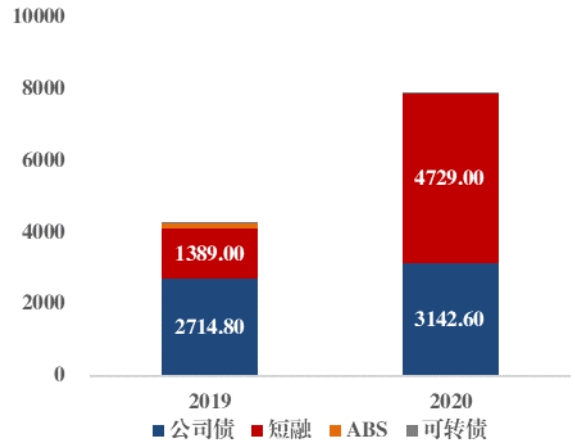
2019 年行业净资产较 2018 年提升 5.29%至 1.99 万亿元，2020 年一季度继续提升至 2.02 万亿元。目前在 A 股、新三板、港股市场及集团公司上市的券商不完全统计有 51 家，随着更多券商上市，股权融资渠道扩宽，同时再融资新规、次级债新规等政策呵护下，融资成本下行，券商通过资本市场融资脚步加快，有助于扩充资本提高竞争力。

图 19 净资产规模增长（单位：万亿元）



数据来源：中国证券业协会，山西证券研究所

图 20 债券发行规模大增（单位：亿元）



数据来源：中国证券业协会，山西证券研究所

表 6 券商密集补充净资本（2020 年）

定增	预计募集资金(亿元)	方案进度	配股	预计募集资金(亿元)	方案进度	IPO	募集资金（亿元）
中信证券	135	定增完成	山西证券	42.43	配股完成	中银国际（已上市）	30.52
中信建投	130	证监会核准	国海证券	39.94	配股完成	中泰证券（已上市）	15.21
第一创业	60	证监会核准	天风证券	53.49	配股完成	中金公司（回 A）	
浙商证券	100	国资委批准	东吴证券	59.88	配股完成		
西部证券	75	股东大会通过	招商证券	128	证监会核准		
			国元证券	55	证监会核准		
			红塔证券	80	董事会预案		
			华安证券	40	董事会预案		
合计	1045.47						

数据来源：Wind，山西证券研究所

3.2 金融资产扩张，信用规模收缩

券商资产负债表的扩张主要来自于金融资产，在 2018 年信用风险加速爆发之后，券商普遍收缩信用资产规模。

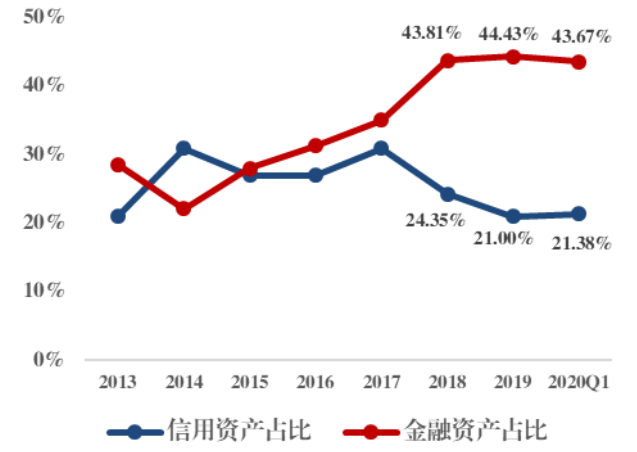
以上市券商平均水平来看，平均金融资产（金融资产=衍生金融资产+可供出售金融资产+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+债权投资+其他债权投资+其他权益工具投资）占总资产的比例从 2014 年开始不断攀升，在 2019 年达到 44.43%。而信用资产（信用资产=融出资金+买入返售金融资产）占比从 2018 年开始下降，2019 年下降至 21%。

信用资产内部结构分化，股权质押压缩，两融业务规模增长。我们以证券公司资产负债表融出资金规模来估算融资融券业务规模，以可供出售金融资产规模来估算股权质押业务规模。从上市券商 2013 年-2020

年一季度的平均数据来看，由于股权质押规模的大幅扩张，融出资金占信用业务资产规模的比例在 2018 年以前不断下降，2018 年底，融出资金仅在信用资产中占比 47%。而在风险暴露之后，2019 年开始券商控制股权质押业务规模，买入返售金融资产占信用业务资产规模的比例开始下降，2019 年较 2018 年下降了 16 个百分点，占比 37%，融出资金占比上升到 63%。

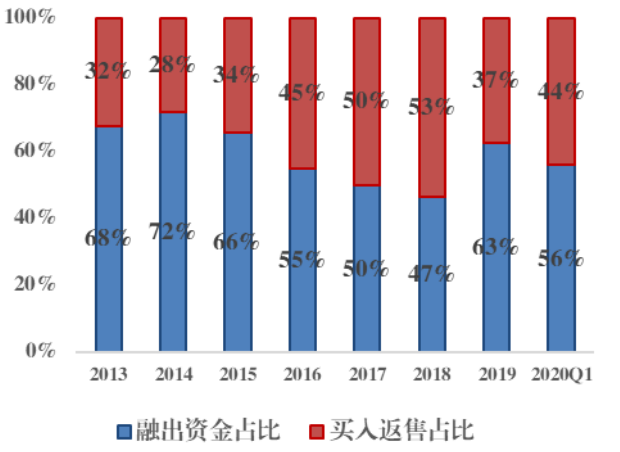
从一季度数据来看，2020 年一季度信用资产占总资产的比例开始回升，一季度较 2019 年底提高了 0.38 个百分点到 21.38%。从内部结构开看，股权质押业务规模占比提升，随着市场环境的改善，股权质押业务占信用业务资产规模的比例提升到 56%。

图 21 上市券商信用资产及金融资产占比（单位：%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 22 上市券商信用资产结构（单位：%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

3.3 自营决定成败，收益率稳定性不足

伴随着金融资产的扩张券商自营业务成为收入的主要来源，自营业务驱动业绩增长。2019 年，133 家证券公司（新增野村东方国际和摩根大通中国）合计实现营业收入 3,604.83 亿元，同比增长 35.37%；实现净利润 1,230.95 亿元，年同比大幅增长 84.77%。**业务全面增长，自营连续三年居于营收贡献率首位。**2019 年，除股权投资收益和资本中介利息收入同比下滑外（股权投资-10.49%、两融-3.04%、股质-24.07%），其他各项业务均同比回升，其中证券投资收益同比增长 52.65%，营收贡献率 34%，连续三年贡献居于首位。

2019 年一季度 133 家证券公司实现营业收入 983.3 亿元，同比-3.50%；净利润 388.72 亿元，同比-11.69%。**自营大幅下滑，其他业务均有增长。**证券投资收益大幅下滑 74.84%，营收贡献率降至 13%，经纪业务营收率重回首位达到 30%。经纪、投行、资管同比分别增长 33.04%、20.68%、16.40%。

表 7 2019 年和 2020Q1 行业业绩情况

项目（亿元）	2019 年	同比	占比	2020Q1	同比	占比
营业收入	3604.83	35.37%		983.3	-3.50%	
代理买卖证券业务净收入	787.63	26.34%	22%	294.67	33.04%	**30.0%**
承销保荐及财务顾问业务收入	482.65	30.46%	13%	105.81	20.68%	11%
资产管理业务净收入	275.16	0.06%	8%	66.73	16.40%	7%
证券投资收益	**1,221.60**	**52.65%**	**34%**	**129.32**	**-74.84%**	**13%**
利息净收入	463.66	115.81%	13%	291.92	322.83%	29.7%
投资咨询业务净收入	37.84	20.05%	1%	-	-	-
股权投资收益	193.72	-10.49%	5%	-	-	-
净利润	1,230.95	**84.77%**	-	388.72	-11.69%	

数据来源：中国证券业协会，山西证券研究所

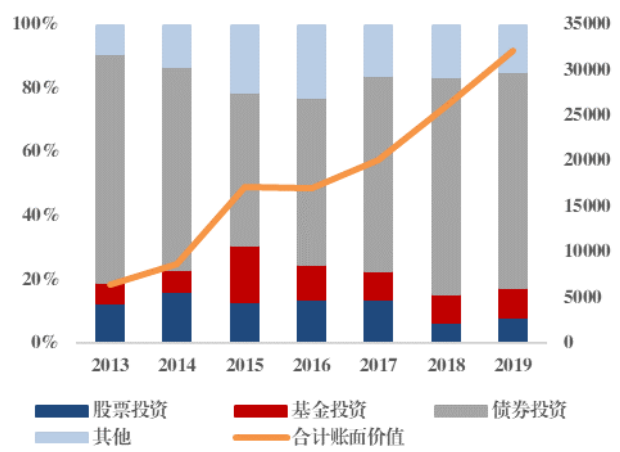
自营业务风险敞口暴露，收益波动较大。

虽然固定收益类是券商资产配置的主要方向，但从历史收益率来看，整体投资收益率（证券投资产品综合收益率=（投资收益（不含联营子公司）+公允价值变动损益）/投资产品平均成本）的波动还是比较大。从 2013 年以来，股票类投资的收益率（股票投资账面价值/（股票投资期初成本+股票投资期末成本）/2）的高点是在 2014 年的 20.44%，低点是 2018 年的-24.64%。

债券类投资收益率相对稳定，2017 年-2019 年分别是 6.32%、15.79%和 10.09%。整体收益率 2017 年-2019 年分别是 7.13%、10.61%、和 10.37%。

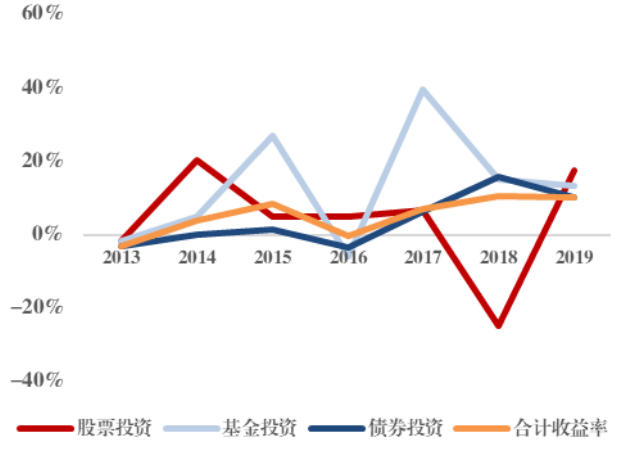
由于自营业务的收益率的波动给券商带来的业绩不确定性，通过对冲控制风险敞口，以及科创板做市制度预计将带来券商做市交易的改善。

图 23 年末市值投资规模占比（单位：亿元/%）



数据来源：中国证券业协会，山西证券研究所

图 24 证券投资收益率（单位：%）



数据来源：中国证券业协会，山西证券研究所

3.4 两融标的扩容，市场化程度提升

从历史情况来看，两融余额从 2012 年券商开始开展融资融券业务以来经历了 2013 年到 2014 年近两年的迅速扩张，随后在 2015 年之后开始大幅收缩，占 A 股流动市值的比例在 2017-2019 年基本趋于稳定，占比在 2%左右，与市场环境和政策环境相关性较大。2019 年 8 月证监会指导交易所修订《融资融券交易实施细则》，将融资融券标的数量由 950 只扩大至 1600 只，融资融券标的扩容后，市场融资融券标的市值占总市值比重由约 70%达到 80%以上，中小板、创业板股票市值占比大幅提升，推动融资融券业务发展，两融收入将成为券商业务收入的重要来源。

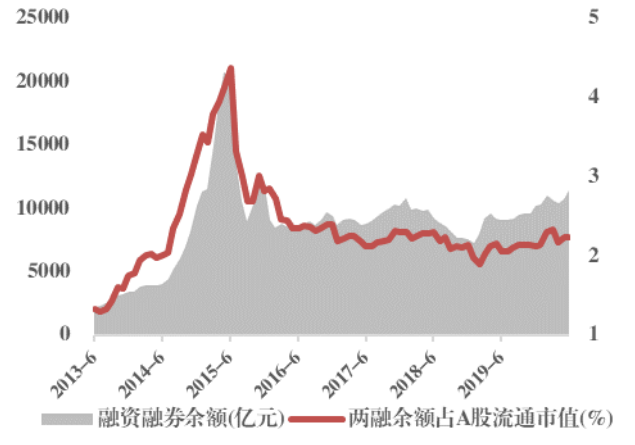
2019 年行业实现两融业务收入 732.43 亿元，基本与 2018 年持平，其中两融利息收入是两融收入的主要构成。

1) 两融平均利率（融资融券利息收入/平均融出资金余额）与货币政策环境相关，利率相对较为稳定，维持在 6%左右，2017 年后货币政策环境趋于平衡，两融平均利率小幅回升，2019 年行业平均利率为 7.35%。

2) 两融平均佣金率（融资融券佣金收入/平均因融资融券业务产生的证券交易金额）随着行业经纪业务竞争的不断白热化，跟随经纪业务佣金率，同样处于下滑趋势，从 2017 年开始企稳小幅回升，2019 年平均佣金率为万分之 3.75，较 2018 年提升万分之 0.76。

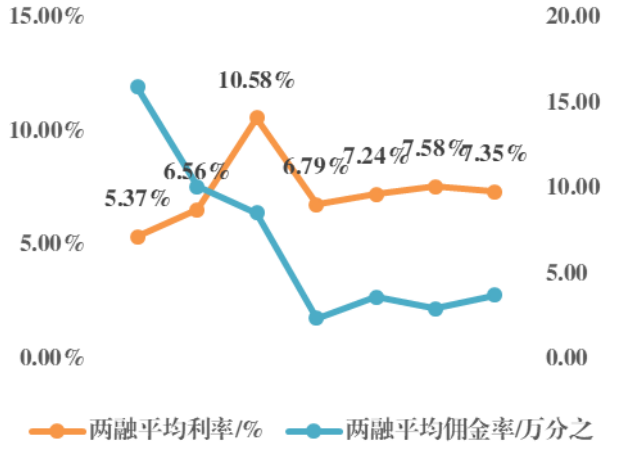
两融余额与市场行情和政策紧密相关，两融标的扩容同时取消最低维持担保比例的限制后，将进一步提升融资融券交易市场化程度，适当增加中小盘股票，正向引导资金规范入市，促进融资融券业务有序发展。券商融资成本与两融利率之间的利差为券商带来利息净收入，两融收入已经成为证券公司十分重要的收入来源。

图 25 两融余额及占比（单位：亿元/%）



数据来源：Wind、山西证券研究所

图 26 两融平均利率及佣金率（单位：%/万分之）



数据来源：中国证券业协会、山西证券研究所

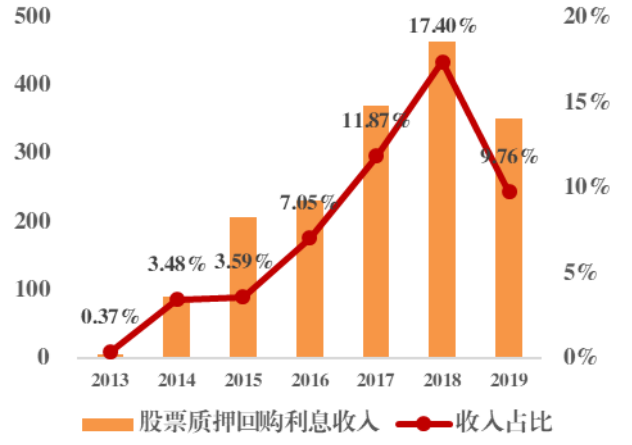
继续压缩股票质押业务规模，风险相对可控。

从开展股票质押业务以来，股票质押利息收入在券商收入占比不断提升，2018 年贡献了 17.4%的收入，但由于二级市场环境的变化，部分券商业务开展较为激进，在市场环境恶化的情况下，股权质押风险不断暴露，券商计提大额资产减值，拖累业绩。

2019 年以来随着监管要求及券商处于风险因素考量，纷纷压缩股票质押规模，2019 年底行业自有资金融出规模 4311.46 亿元，同比收缩-30.25%，上市券商（23 家披露）2019 年末合计股票质押式回购业务规模同比下降 27%，其中 7 家券商同比下降 30%以上。

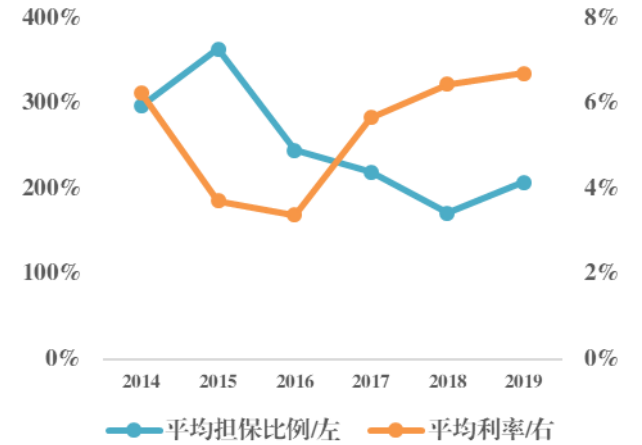
规模的收缩带来收入的下降，2019 年股票质押利息收入 351.88 亿元，同比下降-24.07%。随着市场环境改善，2019 年平均担保比例上升，风险有一定缓释，但新冠疫情下经济下行压力增大，市场对股票质押风险仍偏谨慎，股票质押规模可能延续下降趋势。

图 27 股票质押利息收入及占比（单位：亿元/%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 28 股票质押平均利率及担保比例（单位：%）



数据来源：中国证券业协会，山西证券研究所

四、投资策略

4.1 2020 年上半年券商板块明显分化

2020 年，券商板块表现整体不尽人意，且出现明显分化。证券III（申万）指数上半年（2020 年 1 月 1 日—6 月 23 日）跌幅 5.60%，在 227 个申万三级行业中排名第 149 位，同期沪深 300 上涨 0.60%。从个股表现来看，次新股+投行相对优势的券商更受投资者青睐，涨幅居前的为红塔证券（27.14%）、国金证券（26.6%）、中信建投（26.22%）。37 家纯券商板块中，除去中银证券因新上市涨幅大外，只有 8 家券商上涨，其余 28

家券商全部下跌。

4.2 2020 年行业盈利预测

我们预计 2020 年证券行业实现营业收入 4230.51 亿元，同比+17%；净利润 1480.68 亿元，同比+20%。其中，经纪业务 1086.93 亿元，同比+38%；投行 556.03 亿元，同比+15%；资管 280.66 亿元，同比+2%；利息净收入 510.03 亿元，同比增长+10%；自营收益 1343.76 亿元，同比+10%。

表 8 行业盈利预测简表

	2019 年	2020E	2021E
营业收入	3604.84	4230.51	4616.08
营业收入增长率	35.37%	17.36%	9.11%
其中：代理买卖证券业务净收入	787.63	1086.93	1099.66
承销保荐及财务顾问业务净收入	482.65	556.03	644.56
资产管理业务净收入	275.16	280.66	294.70
投资收益	1221.60	1343.76	1478.14
利息净收入	463.66	510.03	535.53
其他	374.14	453.10	563.51
净利润	1230.95	1480.68	1615.63
净利润增长率	84.77%	20.29%	9.11%

数据来源：山西证券研究所

4.3 把握证券行业难得的交易性机会

总体来说，证券板块行情与政策面、二级市场活跃度相关度很高，归根结底取决于证券公司业绩水平。因二级市场牛短熊长，证券行业的黄金期短暂，且顶部区域风险极高，因此节奏的把握较为重要。当前，我们对证券板块评级为“看好”，建议投资者重点关注证券板块难得的交易性机会：

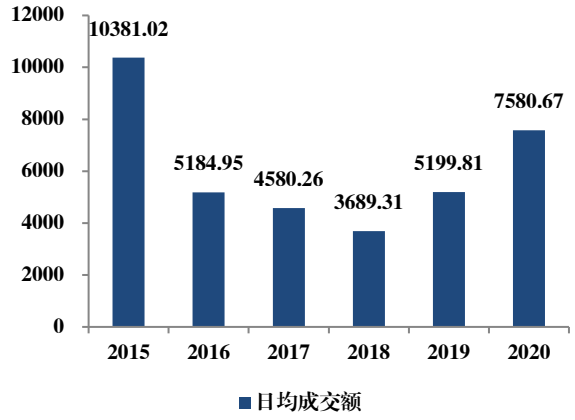
1） **政策密集发布，券商迎来历史性机遇。**从 2018 年底，资本市场“牵一发而动全身”历史定位确定以来，资本市场改革政策密集发布。科创板争分夺秒的推出，在前不久的陆家嘴论坛上，易会满主席还强调将继续推进科创板建设，加快推出将科创板股票纳入沪股通标的、引入做市商制度、研究允许 IPO 老股转让等创新制度，抓紧出台科创板再融资办法；新《证券法》的修订，奠定了发行注册制的法律基础，公开发行公司债注册制、创业板注册制逐步落地，资本市场基础制度建设不断完善。证券公司作为资本市场的重要引擎，是资本市场改革的最大受益者。

2） **交易回暖，风险偏好改善。**2020 年上半年，虽遇到了罕见的新冠疫情，但在党中央的统一领导下，复工复产进展迅速，制造业景气度回升。根据国家统计局公布的 6 月数据，中国制造业采购经理指

数（PMI）为 50.90%，环比上升 0.3 个 bp。与此同时，市场交易回暖，截至 6 月 29 日，两市日均成交额为 7580.67 亿元，比 2019 年增长 45.79%。与此同时，沪深 300 上涨 0.32%，创业板上涨 31.95%。两融余额达到 1.15 万亿（6 月 29 日），达到年内新高。

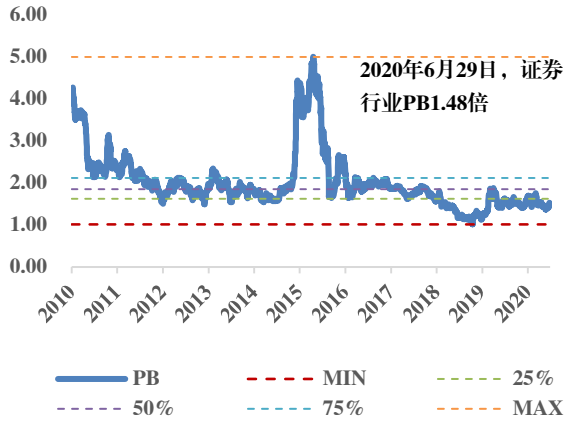
3） **当前估值处于底部区域。**当前证券板块估值水平为 1.51XPB，处于历史 15%分位，虽然高于 2018 年因二级市场下跌和股权质押风险时 1XPB 的估值水平，但依然处于十年来证券板块估值的底部区域，具有很好的长期投资价值。**短期内，次新、中小券商受资金青睐。**A 股目前处于区间震荡格局，更具弹性的次新、中小券商更受资金青睐。**从行业发展趋势来看，**头部券商权益乘数有安全提升空间，优质客户储备丰富，费用类业务拓展能力较强，在投行及资管业务上表现出更强的优势，同时多元化的收入结构能够平滑市场波动对经营业绩的影响。长期**配置角度来看，受益于改革红利、业务综合发展、风控能力较强的头部券商有投资价值，建议投资者关注。**

图 29 两市日均成交额（单位：亿元）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图 30 近十年证券行业 PB（单位：倍）



数据来源：Wind，山西证券研究所

五、重点个股

5.1 中信证券：杠杆率提升，龙头优势尽显

- **杠杆率提升，重资本业务贡献率持续加大。**公司行业龙头地位稳固，各项业务全面领先，具有较强的资产负债率利用能力。2019 年财务杠杆率由 2016 年的 3.2 倍稳步上升到 4.04 倍。证券投资业务对营业收入的贡献度由 2018 年的 24.61%上升到 28.38%，带动毛利率上升 11 个百分点。
- **大投行体系行业领先，加强境内外联动。**2019 年 A 股主承销金额 2798.03 亿元，市场份额 18.16%。债券承销市场份额占全市场（包含商业银行）的 5.29%，科创板申报 22 单，发行 9 单。香港市场 IPO 保荐数量排名市场第二，近十年来首次以联席账簿管理人身份参与美国市场 IPO 及再融资，2020 年上半

年股权融资金额排名行业首位。

- **财富管理客户和资产大幅增长。**公司零售客户超过 870 万户，2019 年较 2018 奶奶同比增加 50 万户；境内企业与机构客户 3.7 万家，同比增加 3000 户。收购广州证券，实现 31 个省、市的全覆盖。全资收购广州证券，提升在华南地区的影响力。

5.2 招商证券：机构业务保持优势，ROE 居大券商前列

- **机构业务优势继续保持。**公司托管外包产品数量和规模同比增长均超 10%，且在服务大型私募管理人、外资私募方面具有较大的领先优势，公、私募基金托管产品数量连续六年均排名券商行业第 1；WFOE 托管外包服务产品数量行业第 1。
- **IPO 驱动投行业务增长，ABS 业务优势稳固。**2019 年，IPO 承销金额 141.96 亿元，同比增长 80.24%，排名行业第 4，同比提升 1 名。ABS 承销规模排名行业第二位，信贷 ABS 承销规模连续五年居行业首位。
- **股东实力雄厚，公司新五年变革战略稳步推进。**财富管理和自营投资转型加速，“投资加投行”业务纵深发展，加上雄厚的股东实力，看好公司的长期发展。

5.3 中信建投：投行业务绝对优势，盈利能力领先行业

- **投行优势持续，项目储备丰富。**2019 年公司投行业务实现收入 36.8 亿元，同比增长 20.6%，IPO 规模增长 14.3%至 164.2 亿元，债券承销规模 9416 亿元，同比增长 50%。2020 年上半年 IPO 承销规模 407.73 亿元，保持绝对领先。截止 6 月 29 日，IPO 在审项目 37 家，项目储备丰富。
- **自营业务投资收益大幅上涨。**2019 年实现投资收益 43.99 亿元，收入占比 32%，同比增长 81%，表现优于行业增速。固定收益投资保持稳健风格，债券自营收益率领先市场指数，取得较好成绩。
- **盈利能力较强，业务均衡发展。**ROE 高于行业平均水平，2019 年 ROE11.51%，居头部券商首位，盈利能力行业领先，各项业务均衡发展，受益于政策红利带来的股权融资市场增量，预计将增厚公司业绩。

5.4 东方财富：互联网平台优势，零售财富龙头

- **公司互联网基金明显，高流量+低成本。**经过多年的发展，东方财富网已经成为用户访问量最大的互联网服务平台之一，在零售业务领域的流量优势和用户粘性是公司财富管理业务的护城河，东方财富证券经纪业务份额快速提升，同时低成本优势保障利润增长，一季度业绩超预期，2020Q1 公司实现营业收入 16.89 亿元，同比增长 82%，实现归母净利润 8.74 亿元，同比增长 127%。
- **基金销售业务快速增长。**金融电子商务服务平台基金销售额和金融电子商务服务业务均实现大幅增长，

公司互联网金融电子商务平台基金销售规模实现 6589 亿元，同比增长 25%，其中非“活期宝”销售额 3758 亿元，同比增长 91%。

5.5 国金证券：IPO 进步迅速，加码金融科技

- **经纪业务线上线下协同发展。**公司加码金融科技，提升零售客户市场份额，以“佣金宝”为代表的互联网证券金融产品不断迭代升级，构建股票+理财双顾问架构，信用业务稳步发展，两融余额增长 49%至 88.57 亿元，2019 年实现利息净收入 7.71 亿元，同比增长 33%。
- **投行业务排名大幅提升。**2019 年公司投行业务实现收入 9.01 亿元，同比增长 25%，投行加大项目开拓储备，提升行业领域优势，2020 年上半年 IPO 承销金额 76.04 亿元，排名由 2019 年的第 20 位提升到行业第 6 位。

5.6 南京证券：经纪业务区位优势，投行大幅增长

- **经纪业务区域优势明显。**公司利用江苏优势，布局宁夏地区，在宁夏地区具有较强的竞争优势，2019 年公司经纪业务客户数量同比增长 8.06%，代理股票基金交易量 12,572.12 亿元，同比增长 35.82%。
- **投行及投资业务收入增长优于行业。**投行业务挖掘南京及江苏业务资源，投行实现收入 3.02 亿元，同比增长 148%；固定收益取得较好业绩，2019 年投资业务实现收入 7.36 亿元，同比增长 309%，大幅优于行业平均水平。

表 9 重点个股盈利预测简表

股票代码	股票简称	股价（元）	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			PB			评级
			2020	2021	2022	2020	2021	2022	2020	2021	2022	
600030.SH	中信证券	23.50	486.34	546.55	615.28	140.54	163.36	192.66	1.72	1.62	1.57	买入
600999.SH	招商证券	20.52	202.84	226.44	246.70	78.17	88.55	97.63	1.55	1.49	1.43	增持
600109.SH	国金证券	11.04	54.35	63.83	68.01	17.42	22.19	23.80	1.51	1.41	1.37	增持
601066.SH	中信建投	37.70	161.41	188.75	211.50	67.55	81.97	94.61	5.07	4.79	4.45	增持
601990.SH	南京证券	14.08	26.02	29.74	31.18	8.68	10.38	11.10	4.18	4.02	3.94	增持
300059.SZ	东方财富	18.50	57.72	71.62	87.92	27.78	35.98	44.79	6.07	5.30	4.55	增持

数据来源：山西证券研究所

六、风险提示

- 二级市场大幅下滑
- 疫情影响超出预期
- 政策推行不及预期

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

太原
太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
http://www.i618.com.cn

北京
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336