

# 当灰犀牛没有尖角的时候 当通道不再留

——非银行金融行业 事件点评

2018年08月02日

看好/维持

非银行金融 | 事件点评

<b>郑闵钢</b>	分析师	执业证书编号: S1480510120012
	zhengmgdxs@hotmail.com	010-66554031
<b>安嘉晨</b>	研究助理	
	anjc@dxzq.net.cn	010-66554014

## 事件:

2018年8月1日,中国证券业协会公布证券公司2018年上半年度经营数据:131家证券公司当期实现营业收入1,265.72亿元。其中,代理买卖证券业务净收入(含席位租赁)363.76亿元、证券承销与保荐业务净收入116.86亿元、财务顾问业务净收入45.16亿元、投资咨询业务净收入14.54亿元、资产管理业务净收入138.88亿元、证券投资收益(含公允价值变动)295.50亿元、利息净收入112.92亿元。2018年上半年131家券商实现净利润328.61亿元。

## 观点:

### 1. 总量角度看证券行业业绩大幅下滑超40%,反映市场利空兑现

与2017年上半年经营数据进行比较(2017年上半年统计口径为129家券商,而2018年上半年为131家,考虑到新增的两家券商对整体数据影响较小,因此数据具备可比性)证券行业营业收入同比下降11.9%,净利润同比下降40.5%。我们认为营收与净利润下滑速度差,主要体现在两方面:

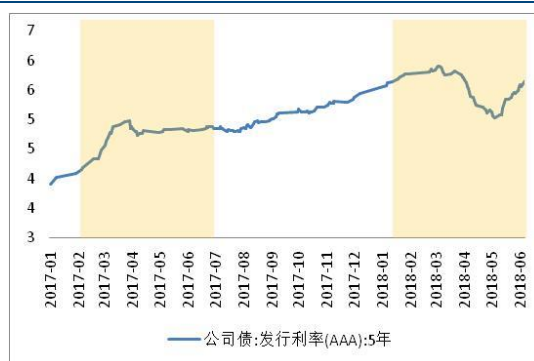
- ◆ **经营杠杆和财务杠杆均稳中有升:**我们暂用上市券商一季度的数据为例,Wind可比口径上市券商2017年一季度业务及管理费总额为299.4亿,而2018年一季度为300.5亿。由于证券公司人力开支体现为最主要的固定成本,我们推测2018年上半年证券公司虽然普遍在市场低迷时期开始进行成本控制,但依然幅度有限。加之金融科技等研发投入的增长,因此经营杠杆我们认为仍有小幅提升。而行业整体的资产负债率由2017年上半年的69.9%提升接近1个百分点至70.8%,同时考虑到券商融资结构中占比较大的质押回购利率与债券发行利率均同比抬升,因此财务杠杆放大。

图 1: 银行间质押回购利率变动 (MA20)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

图 2: AAA 企业债发行利率变动 (MA20)



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

- ◆ **股票质押业务减值损失确认：**如果证券行业保持 2017 年上半年的营业支出水平不变，当收入下降 11.9%时，净利润应下降 30.9%。而实际上净利润多下降了近 10 个百分点，我们认为主要是 2018 年上半年的股票质押业务受市场大幅回撤影响，逐月确认资产减值损失所致。据调研，股票质押业务的减值损失逐月计提，因此不管是从整体对净利润的影响幅度还是逐月计提的方式，均难引发市场较大幅度向下的预期差。从数据上来看，假设 2017 年证券行业整体分红比例为 33%（参照上市公司分红水平），则整体分红规模约为 370 亿元。而 2018 年上半年上市券商首发/增发规模为 200 亿元，以 2017 年底证券行业整体净资产规模 1.85 万亿元为基数计算，如今 2018 年中净资产规模应为 1.85 万亿元+200 亿元-370 亿元=1.83 万亿元。而实际上行业净资产规模为 1.85 万亿元。因此股票质押业务尚未实质上损害券商净资产，我们认为前期利空已经兑现。

表 1: 2018 年上半年证券板块股权融资汇总

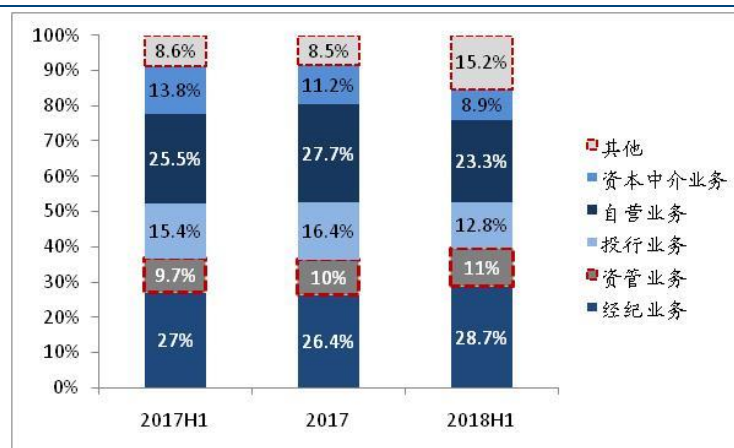
发行方式	证券简称	发行日期	上市日期	募资总额/发行规模(亿元)
首发	南京证券	2018-06-01	2018-06-13	10.42
首发	中信建投	2018-06-07	2018-06-20	21.68
首发	华西证券	2018-01-24	2018-02-05	49.67
增发	申万宏源	2018-01-08	2018-01-30	120

资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 2. 结构角度看证券行业主动求变寻找多元化新业务增长点

剔除经纪、资管、投行、自营、资本中介业务后，其他业务收入占比从 8.5%大幅提升至 15.2%。我们认为其中主要包括诸如大宗商品仓单交易、券商基金外包与托管服务、租赁业务等多元化新业务。在证券市场整体低迷的情况下，证券公司主动求变，开拓新的业务领域。我们看好头部券商凭综合业务协同能力，在新业务扩展上取得突破，如以大宗商品贸易为切入的 FICC 转型等方向。

图 3: 证券行业业务结构变动



资料来源：中国证券业协会，东兴证券研究所

### 3. 资管业务超预期，主动管理转型配合政策边际改善带来行业转型的空间与时间

资管业务取得超预期表现，净收入同比仅小幅下跌 0.8%。我们认为主要由于券商主动管理转型对冲了去通道的负面影响。另外券商控股基金规模的增长亦贡献了收入增量。根据 Wind 数据，2017 年 6 月至 2018 年 6 月公募基金资产净值从 10 万亿元左右增长至 12.7 万亿元，对券商整体资管业务收入提供了一定支撑。另外资管新规细则的出台，给通道业务的去化留出时间，但整体方向未变，券商不断提升产品创设和投研能力依然是未来行业大方向与趋势。我们看好券商利用好难得的政策缓冲期，完成业务转型与提升。

表 2：证券行业各细分业务净收入和净利润变动趋势

	2017H1	2018H1	2018H1 同比
营业收入	1437	1265.7	-11.9%
代理买卖证券业务净收入	388.5	363.8	-6.4%
证券承销与保荐业务净收入	169.2	116.9	-30.9%
财务顾问业务净收入	51.9	45.2	-13%
投资咨询业务净收入	15.7	14.5	-7.4%
资产管理业务净收入	140	138.9	-0.8%
证券投资收益（含公允价值变动）	365.9	295.5	-19.2%
利息净收入	197.9	112.9	-42.9%
净利润	552.6	328.6	-40.5%

资料来源：中国证券业协会，东兴证券研究所

表 3：证券行业资产变动趋势

	2017H1	2017	2018H1	2018H1 同比
总资产	5.81	6.14	6.38	9.8%
净资产	1.75	1.85	1.86	6.3%
净资本	1.5	1.58	1.56	4%
受托管理资金本金总额	18.06	17.26	15.89	-12%

资料来源：中国证券业协会，东兴证券研究所

### 结论：

我们看好目前具备业绩韧性和在新业务探索上取得领先地位的头部券商。对于证券板块目前的整体观点是灰犀牛利空兑现，超预期看点引发修复逻辑和风险偏好抬升带来板块投资价值。推荐中信证券、广发证券、招商证券。

### 风险提示：

外部环境恶化、国际化进程放缓、风险偏好进一步降低

## 分析师简介

### 郑闽钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永继 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

## 研究助理简介

### 安嘉晨

本科毕业于北京航空航天大学，硕士毕业于北京大学。曾经在腾讯、香港云锋金融工作多年。在互联网金融与金融科技等领域有丰富工作经验和深入研究。2018 年加入东兴证券，从事非银金融行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。