

证券

证券行业 2018 年中报综述

中性

2018 年 09 月 03 日

头部化趋势明朗化

证券分析师：王剑 021-60875165 wangjian@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070002
证券分析师：李锦儿 0755-81981002 lijiner@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070003

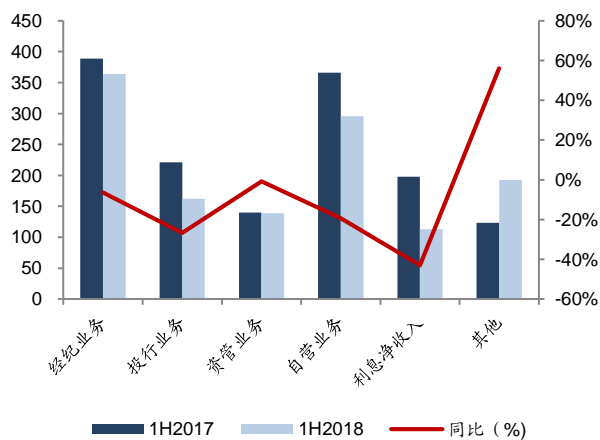
事项：

上市券商 2018 年中报已披露完毕，本篇报告对其中的核心信息进行归纳和分析。整体而言，券商业绩承压，主要受投行、自营业务拖累，此外，新准则下资产减值损失计提大幅增加对业绩造成负面影响。行业业绩整体承压，但头部券商业绩亮点较多，信用业务风险可控、衍生品业务对冲投资波动、自营弹性加大、主动管理业务收入提升，头部化趋势明显化。

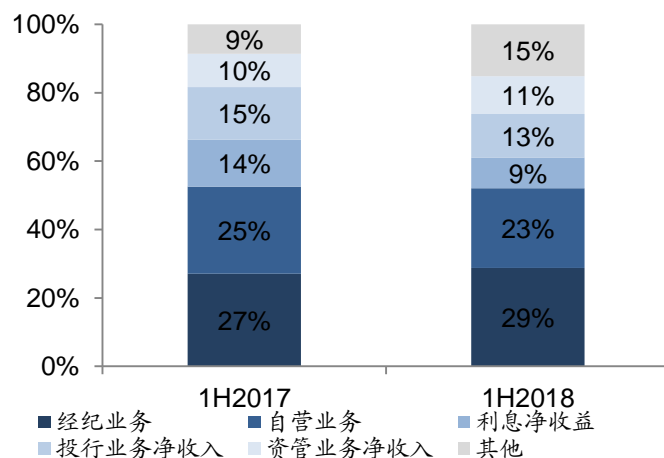
评论：

■ 投行、自营承压，资产减值损失计提提升

行业营业收入、净利润分别同比下滑 12%、41%。上半年，证券行业实现营业收入 1266 亿元，同比下降 12%，净利润 329 亿元，同比下降 41%；报告期末，净资产为 1.86 万亿元，较年初增长 0.54%。分业务而言，经纪、投行、资管、利息、自营、其他业务收入同比分别-6%、-27%、-1%、-43%、-19%、56%，营收占比分别为 29%、13%、11%、9%、23%、15%。营业收入下降主要由于 IPO 发审趋严投行业务承压、二级市场波动证券投资收入下滑、负债成本高所致；新会计准则下，基于信用损失模型计提资产减值损失，资产减值损失大幅提升，因此，利润降幅远大于收入降幅。

图 1：行业各项业务收入及同比变化


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：行业营业收入构成


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

仅 5 家券商净利润实现正增长。分券商而言，仅中信证券、华泰证券、申万宏源、东兴证券、中原证券 5 家实现正增长，增幅分别为 13%、6%、1%、2%、9%；此外，东吴证券、方正证券、国海证券净利润降幅较大，太平洋亏损 1.05 亿元。

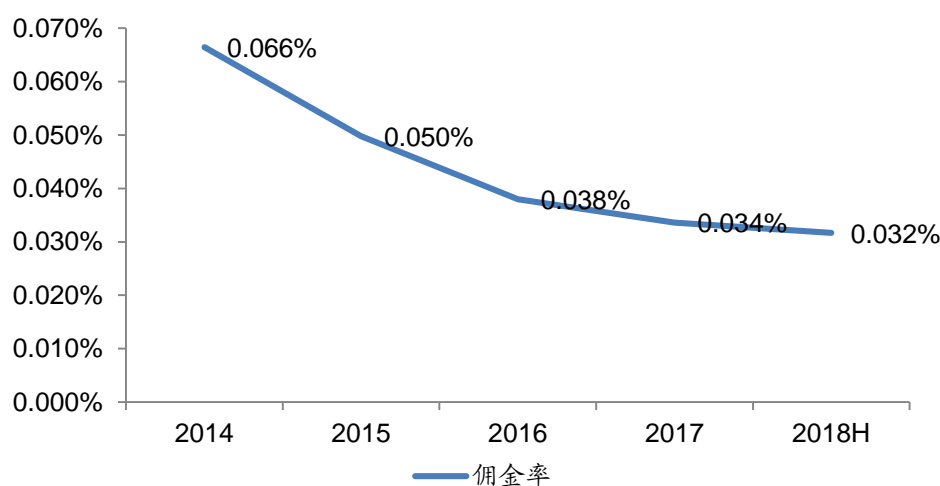
表 1：2018 年上半年上市券商净利润及变化（亿元）

	2018H	2017H	同比 (%)		2018H	2017H	同比 (%)
中信证券	55.65	49.27	13%	长江证券	3.78	9.95	-62%
国泰君安	40.09	47.56	-16%	西南证券	3.05	3.67	-17%
华泰证券	31.59	29.93	6%	西部证券	2.51	4.37	-43%
海通证券	30.31	40.23	-25%	东北证券	2.49	3.11	-20%
申万宏源	20.66	20.50	1%	华安证券	2.45	4.06	-40%
招商证券	18.07	25.52	-29%	国元证券	2.32	5.14	-55%
中信建投	16.93	18.55	-9%	方正证券	2.06	8.24	-75%
中国银河	13.11	21.12	-38%	中原证券	1.46	1.33	9%
光大证券	9.69	12.37	-22%	山西证券	1.10	2.37	-54%
安信证券	8.31	12.67	-34%	华创证券	1.03	1.48	-30%
东方证券	7.16	17.55	-59%	国海证券	1.02	3.58	-71%
兴业证券	6.87	13.09	-48%	第一创业	0.72	1.89	-62%
东兴证券	5.76	5.65	2%	东吴证券	0.26	4.27	-94%
国金证券	4.96	5.50	-10%	太平洋	-1.05	-1.23	
浙商证券	4.01	5.27	-24%				

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

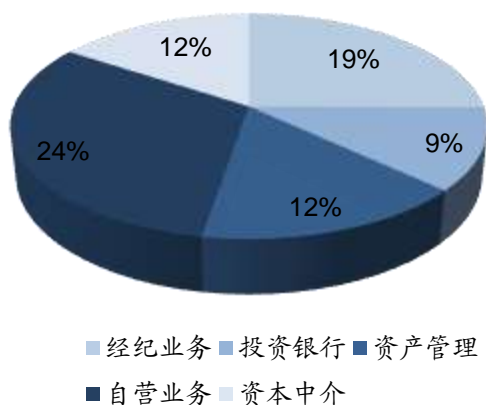
■中大型券商对经纪业务依赖程度下滑

佣金率下行趋势放缓。2018 年上半年, A 股市场呈现弱势格局, 市场股基单边交易量为 54.79 万亿元, 同比增长 2.35%, 行业平均佣金率为万分之 3.2, 同比下滑 8%, 下滑幅度大幅减少。预计佣金率下行趋势或放缓, 主要基于以下原因: 监管层通过券商分类评级规则缓解佣金率恶性竞争; 行业更加聚焦“存量市场”, 增值服务成竞争重心; 客户机构化, 对佣金率敏感性低, 粘性更高。

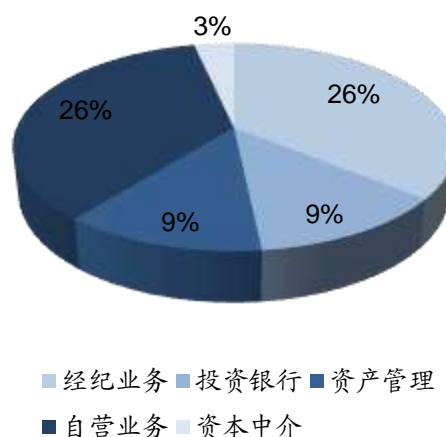
图 3：佣金率下行趋势放缓


资料来源: Wind、证券业协会、国信证券经济研究所整理

中大型券商对经纪业务依赖程度下降。2017 年中小券商（除前五大外上市券商）经纪业务收入占比 26%，高于大型券商（前五大券商）占比 19%。中大型券商一方面凭借较好的增值服务能力, 进行存量客户的二次开发, 深入财富管理转型; 另一方面, 凭借较好的客户基础, 开展佣金率费率更高的机构经纪业务。

图 4：大型券商 2018 年上半年业务结构


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 5：中小券商 2018 年上半年业务结构


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

■IPO 审核趋严，投行业务短期承压

投行业务收入承压。上半年国内股权融资市场（含 IPO、增发、配股、优先股、可转债）募资总额 6605 亿元，同比下降 21%，其中 IPO 由于审核趋严，挂牌 63 家，较去年同期减少 184 家，IPO 过会率 52%；债券市场券商承销总额 1.99 万亿元，同比上升 22%；并购交易金额 1.39 万亿元，同比上升 11%。上市券商投行业务收入普遍承压，整体下滑 22%。

业务资源头部化倾向更加突出。行业投行收入整体承压环境下，但部分券商投行业务逆势增长，例如中信建投、华泰证券。中信建投 IPO、再融资主承销金额分别同比增长 45.9%、106.3%，主要受益于宁德时代、深信服等 IPO 项目；华泰证券 IPO 主承销金额增长 4 倍，主要受益于江苏租赁、药明康德等 IPO 项目。资本市场加大开放与扶优限劣的政策导向使得机构业务相关市场集中度明显上升，业务资源头部化倾向更加突出。

表 2：上市券商投行业务收入

	2018H	2017H	增幅 (%)
中信证券	17.50	18.42	-5%
海通证券	15.25	16.30	-6%
中信建投	14.21	13.04	9%
国泰君安	10.50	13.13	-20%
华泰证券	8.08	6.73	20%
招商证券	5.83	10.13	-42%
东方证券	5.76	6.37	-10%
申万宏源	4.03	5.82	-31%
光大证券	3.62	3.14	16%
兴业证券	3.55	5.80	-39%
东兴证券	3.49	3.05	15%
西南证券	2.70	2.69	0%
长江证券	2.44	3.50	-30%
东吴证券	2.26	4.48	-50%
国金证券	1.87	6.37	-71%
浙商证券	1.65	2.45	-33%
国元证券	1.50	1.84	-19%
方正证券	1.24	1.43	-13%
西部证券	1.15	2.07	-44%
山西证券	0.97	2.93	-67%
东北证券	0.90	1.17	-23%
国海证券	0.69	2.31	-70%
第一创业	0.55	1.66	-67%

中原证券	0.32	0.35	-9%
华安证券	0.26	0.51	-50%
合计	125.49	160.04	-22%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

■股票质押业务规模有所下降

股票质押回购余额较上年末下滑 11%。上半年, 股票质押新规开始正式实施, 市场监管趋严, 去杠杆力度加大, 股票质押业务风险显现, 全市场股票质押业务规模有所下降, 上市券商股票质押待回购余额普遍呈现负增长态势。据中国证券业协会统计, 截至 6 月末全市场股票质押待回购金额为 13,928.97 亿元, 较 2017 年末下降 10.72%, 其中证券公司自有资金融出规模为 7,701.23 亿元, 较 2017 年末减少 6.07%, 占比 55.29%。

表 3: 上市券商股票质押待回购余额

	2018H	2017	变化幅度
海通证券	1062.38	1120.69	-5%
华泰证券	772.26	908.75	-15%
国泰君安	671.27	846.14	-26%
中信证券	594.25	780.34	-24%
招商证券	545.28	591.28	-8%
申万宏源	522.58	323.33	62%
中国银河	518.71	492.77	5%
中信建投	412.23	462.63	-11%
光大证券	401.67	438.74	-9%
东方证券	294.09	259.42	-12%

资料来源: 上市券商 2018 年中报、国信证券经济研究所整理

整体信用风险可控。(1) 履约担保比例仍维持较高水平。从履约担保比例来看, 中大型券商平均履约保障比例均在 200% 以上, 整体风险可控; (2) 新会计准则下足额计提信用减值损失。由于 A+H 上市券商 2018 年初适用新金融工具准则, 原金融资产减值损失本期在“信用减值损失”项下列报, 在预期信用损失模型下, 2018 年上半年计提资产减值损失较充分, 统计 A+H 上市券商减值损失情况, 2018 年上半年信用减值损失较去年同期资产减值损失普遍增加, 足额计提信用风险, 有利于控制实际业务风险。

表 4: A+H 上市券商资产减值损失

	减值损失		买入返售金融资产减值损失		履约担保比例
	信用减值损失 (2018H)	资产减值损失 (2017H)	2018H	2017H	2018H
中信证券	7.02	2.60	4.40	0.91	212%
海通证券	6.98	7.07	1.09	1.16	216%
国泰君安	4.64	2.20	4.08	1.29	218%
申万宏源	0.94	1.05	0.99	0.66	
华泰证券	0.61	0.06	0.69	0.09	231%
招商证券	1.20	0.35	0.82	0.42	204%
光大证券	1.91	0.04	1.84	-	
东方证券	0.99	0.35	0.33	-	

资料来源: 上市券商 2018 年中报、国信证券经济研究所整理

■自营收入波动增加, 市场震荡下业绩承压

A+H 上市券商由于实行新会计准则, 利润波动加大。新金融工具准则下新增交易性金融资产、其他债权投资、债权投资、其他权益工具投资四项, 以海通证券披露的首次执行新金融工具准则产生的影响为例, 原计入“可供出售金融资产”科目资产为 412.29 亿元, 重新划分为交易性金融资产 (195.2 亿元)、以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产产

益工具（169.12 亿元）、以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产-债务工具（33.99 亿元），公允价值变动直接影响利润表，因此利润波动加大。

表 5：海通证券首次执行新金融工具准则产生的影响

	可供出售金融资产	持有至到期投资	以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产	以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产-债务工具	以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产-权益工具	以摊余成本计量的其他资产/原贷款和应收款项等
2017 年 12 月 31 日账面价值-原金融工具准则	412.29	0.79	998.57			3,251.26
重分类：						
来自可供出售金融资产	-412.29		195.20	33.99	169.12	13.99
来自持有至到期投资		-0.79	0.79			
来自 FVTPL			-65.23	65.23		
来自贷款和应收款重新计量			71.00			-71.00
ECL 模型下的减值						-4.70
其他				-0.02		
2018 年 1 月 1 日的期初账面价值-新金融工具准则			1,200.33	99.20	169.12	3,189.55

资料来源：上市券商 2018 年中报、国信证券经济研究所整理

受二级市场震荡影响，自营业务短期承压。上半年，股市震荡下行，上证综指、沪深 300、创业板指数分别下跌 13.9%、12.9%、8.3%；债市上行，中证全债指数上涨 4.4%。二级市场震荡影响下，券商权益类自营承压，固收类自营受益于债市上涨，整体而言，自营业务仍有较大压力，上半年上市券商自营业务收入同比下滑 20%。

表 6：上市券商自营收入变动（亿元）

	自营收入（2018H）	自营收入（2017H）	增幅（%）
中信证券	53.34	45.08	18%
国泰君安	30.77	31.66	-3%
华泰证券	25.29	24.06	5%
申万宏源	21.66	15.81	37%
海通证券	18.32	46.13	-60%
东方证券	15.01	32.58	-54%
光大证券	13.06	8.70	50%
兴业证券	10.05	17.06	-41%
招商证券	9.66	13.14	-26%
东兴证券	9.62	5.99	61%
西南证券	8.03	6.98	15%
国海证券	6.17	6.67	-7%
山西证券	6.16	5.44	13%
西部证券	6.14	4.54	35%
东北证券	5.50	4.96	11%
长江证券	5.02	5.75	-13%
东吴证券	4.66	7.28	-36%
方正证券	4.51	8.59	-48%
国金证券	3.46	2.15	61%
浙商证券	3.06	3.75	-18%
国元证券	2.89	5.12	-44%
中国银河	2.60	13.80	-81%
第一创业	2.36	1.47	61%
华安证券	2.12	2.34	-9%
中原证券	1.75	1.07	63%
合计	271.21	320.12	-20%

资料来源：上市券商 2018 年中报、国信证券经济研究所整理

部分券商衍生金融工具对冲投资波动，投资端业绩较稳定。虽然上半年券商自营普遍承压，但其中不乏自营业务表现突出的券商，例如中信证券、华泰证券，自营业务收入逆势增长，主要是以场外期权业务为代表的权益类衍生品业务提供可观的浮盈，分析其“公允价值变动损益”科目，中信证券、华泰证券交易性金融分别亏损 45.62 亿元、19.49 亿元，但衍生金融工具收益分别为 62.08 亿元、21.30 亿元，对冲抵消后，正向收益仍较显著。

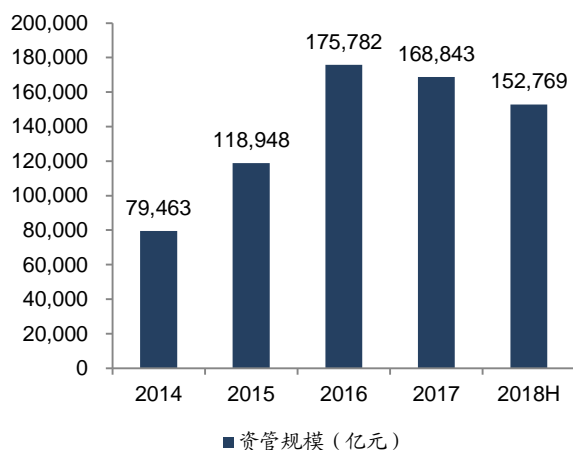
表 7：中信证券、华泰证券公允价值变动损益明细（亿元）

	中信证券		华泰证券	
	2018H	2017H	2018H	2017H
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产	不适用	25.47	不适用	2.60
交易性金融资产	-45.62	不适用	-19.49	0.00
以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债	不适用	-6.12	0.00	-1.14
交易性金融负债	15.94	不适用	1.64	0.00
衍生金融工具	62.08	-16.39	21.30	-2.42
其他	0.00	-0.01	0.00	0.00
合计	32.39	2.94	3.45	-0.96

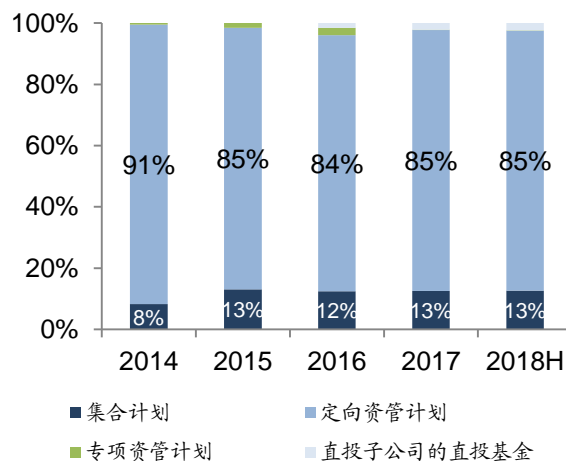
资料来源：上市券商 2018 年中报、国信证券经济研究所整理

■资管业务回归本源、主动为王

资管规模下滑。上半年，随着资产管理新规及其配套政策的陆续推出，在强化统一协调监管的趋势下，资产管理业务去通道化、产品净值化和消除套利的进程持续推进，主动管理能力将成为核心竞争力。截至报告期末，券商资管总规模为 15.28 万亿元，较去年同期减少 15.58%。

图 6：券商资管规模


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 7：各类资管计划规模占比


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

2018 年上市券商合计实现资管收入 130.7 亿元，同比增长 10%。预计通道业务将进一步压缩，结构调整加速，主动管理规模占比继续提升，以带动主动管理业务收入及业绩报酬的提升。龙头券商业务优势明显，大型综合性券商资管业务在把握客户需求的基础上，依托投行资管的全业务链协作和投资研究的一体化专业优势，竞争力较高。

表 8: 上市券商资管收入 (亿元)

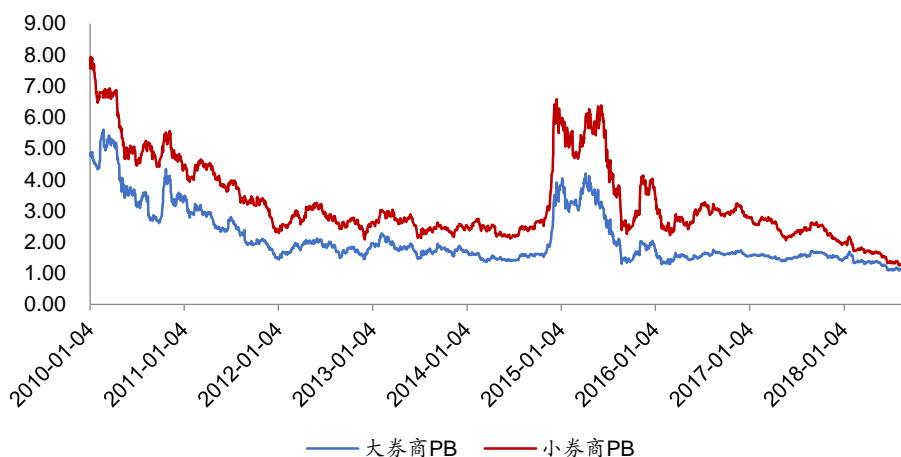
券商	2018H	2017H	同比 (%)	券商	2018H	2017H	同比 (%)
中信证券	29.11	26.69	9%	兴业证券	1.37	1.73	-21%
东方证券	15.03	6.44	133%	浙商证券	1.12	1.86	-40%
华泰证券	11.79	11.39	3%	太平洋	0.95	0.89	7%
海通证券	8.68	9.12	-5%	东吴证券	0.88	1.97	-55%
国泰君安	8.08	8.86	-9%	东北证券	0.80	1.00	-21%
申万宏源	7.19	5.97	20%	国金证券	0.78	0.85	-8%
招商证券	6.06	5.37	13%	山西证券	0.75	0.56	33%
中国银河	3.82	3.13	22%	国海证券	0.71	0.80	-11%
光大证券	3.41	1.99	71%	西南证券	0.58	0.53	10%
第一创业	2.73	3.12	-13%	中原证券	0.53	0.30	74%
长江证券	2.18	2.86	-24%	华安证券	0.49	0.30	63%
东兴证券	1.63	1.63	0%	西部证券	0.33	0.49	-32%
方正证券	1.53	1.35	14%	国元证券	0.31	0.30	4%
合计	130.70	118.89	10%				

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

■投资建议

随着同质化通道类业务占比的进一步下滑,国内券商因战略方向以及竞争优势的不同,或在财富管理、跨境及海外业务、基于资产负债表的资本中介服务业务等方向呈现差异化发展趋势,行业格局加速分化。龙头券商在资本金实力、风险定价能力、机构客户布局上均具有相对优势,更能把握业务机遇,看好龙头券商业绩边际改善;此外,未来或有更多中小券商走出特色化发展道路。估值上,目前券商板块 PB 估值为 1.2 倍,处于历史低位,具有较高安全边际。

具体的投资策略上,我们重点推荐以下两类券商:(1)资本实力充足、综合业务能力行业领先、业务国际化布局的大型券商,在推荐中信证券(资本实力稳居行业第一、衍生品业务市场份额遥遥领先、国际业务持续发力、机构业务布局优势明显)、华泰证券(经纪业务成本优势显现、财富管理转型加速推进、定增补充资本金);(2)错位竞争、发展模式难以复制的特色化券商,推荐东方财富(典型的轻资产模式,从垂直财经网站平台转型到互联网券商领域,成长性强)、东方证券(主动投资能力行业领先)。

图 8: 券商历史估值趋势


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告:

- 《证券行业专题报告系列一：精品券商孵化正当时》——2018-08-29
 《证券行业 8 月投资策略：业绩企稳，龙头优势延续》——2018-08-08
 《证监会资管新规点评：指标进一步细化，确保平稳过渡》——2018-07-23
 《证券行业 7 月投资策略：龙头优势继续演绎，估值修复可期》——2018-07-11
 《证券行业 2018 年中期投资策略：开放时代，改革为行业注入新活力》——2018-06-27

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032