



强于大市

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
申万宏源	000166.SZ	4.43	增持
中信建投	601066.SH	8.17	增持
国泰君安	601211.SH	14.62	增持
海通证券	600837.SH	8.53	增持
广发证券	000776.SZ	13.49	增持
长江证券	000783.SZ	5.01	中性

资料来源：万得，中银证券

以2018年9月3日当地货币收市价为标准

证券行业2018年半年报综述

市场低迷拖累业绩，龙头优势继续扩大

2018年上市券商半年报发布结束，受上半年市场行情低迷等因素影响，券商整体业绩不佳。龙头券商的业绩表现继续领跑行业，表现出更好的业绩稳定性和抗压性。

支撑评级的要点

- **收入结构被动调整，个股业绩表现分化严重：**32家上市券商上半年归母净利润合计340.23亿元，同比下滑23.10%。经纪、自营、资管、投行、利息业务收入占比分别为27%、26%、12%、11%、10%。其中自营业务受二级市场下跌和信用债风险影响，收入大幅下滑，占比下降3个百分点。经纪业务表现平稳，收入占比被动提升3个百分点，回归第一大收入来源。32家券商中净利润正增长的只有5家，个股业绩表现严重分化。
- **资管业务结构优化业绩靓丽，经纪业务表现稳健：**上半年上市券商合计资管业务收入同比增长9.53%。虽然受资管新规去通道的影响资管总规模较年初下滑9.48%，但是主动管理规模提升3.21%至3.03万亿元，带动资管收入增长。经纪业务收入同比下降4.54%，上半年全市场股基成交量微涨1%，市场平均佣金率由万分之3.3下降到万分之3.2，业务整体表现平稳。
- **市场低迷拖累业绩，自营与信用业务大幅缩水：**今年上半年A股高开低走，指数下跌并持续底部徘徊，上市券商自营资产中股票与基金浮亏严重，自营业务收入同比大幅下滑21.11%。信用业务方面，由于全市场流动性偏紧，资金成本高企，利息支出大幅增加，叠加融资融券规模较年初下滑14.81%致使收入下降，利息净收入同比下滑30.52%。投行业务方面，上半年呈现“股冷债暖”的行情，受IPO以及股权再融资规模下降拖累，收入同比下滑21.86%。

评级面临的主要风险

- 市场情绪低迷对业绩和估值的双重压力；监管趋紧对行业影响超预期；海外布局加速带来的海外市场风险和投资风险。

重点推荐

- 国内外诸多不确定性因素下，券商经历寒冬业绩压力较大，加剧了行业的“马太效应”，上半年大券商净利润增速平均为-15.83%，显著高于全部上市券商的-23.10%，尤其是中信证券、华泰证券等龙头券商净利润逆势实现正增长，表现出更强的业绩抗压性和稳定性。市场筑底已久，下半年期待“沪伦通”、股指期货等方面的政策推陈出新提振情绪。目前板块估值已创新低，行业平均18PB1.22倍，其中大券商1.21倍，重点推荐龙头中信证券、华泰证券。

相关研究报告

《上市券商7月业绩点评》20180808

《证券行业2018年中期策略》20180626

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

王维逸

021-20328591

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518050001

目录

1 业绩整体惨淡，收入结构被动调整.....	7
1 上半年上市券商净利润同比下降 23.10%.....	7
2 业务结构被动调整，经纪业务回归第一大收入来源.....	9
2 各项业务中仅资管业务实现收入正增长.....	10
1 经纪：佣金率维持稳定，业务运营整体稳健.....	10
2 投行：股冷债暖，整体收入下滑两成.....	11
3 资管：结构持续优化，主动管理能力是未来核心竞争力.....	14
4 信用：两融余额、股权质押待回购金额双双下降.....	16
5 自营：收入占比大幅下滑，新会计准则加剧自营业务波动.....	17
3 业绩严重分化，龙头券商享估值溢价.....	20
1 业绩严重分化，龙头强者恒强.....	20
2 券商股估值创新低，反映对股票质押及自营业务的担忧.....	21
3 龙头券商优势扩大，应享有估值溢价.....	25
4 盈利展望与投资建议.....	27
1 盈利展望.....	27
2 投资建议.....	27
5 风险提示.....	30
申万宏源.....	31
中信建投.....	35
国泰君安.....	40
海通证券.....	45
广发证券.....	50
长江证券.....	55

图表目录

图表 1. 2018H1 上市券商 (32 家) 财务数据汇总及增速.....	7
图表 2. 2018H1 上市券商各项业务收入及增速.....	8
图表 3. 2018H1 上市券商归属于母公司股东净利润.....	8
图表 4. 2018H1 上市券商 ROE (年化)	9
图表 5. 2018H1 上市券商业务收入结构.....	9
图表 6. 2011-2018H1 全市场双边股基成交量.....	10
图表 7. 2018H1 上市券商经纪业务收入及同比变动.....	10
图表 8. 2011H1-2018H1 券商经纪业务佣金率.....	11
图表 9. 2017H1 上市券商投行业务收入及同比增速.....	12
图表 10. 2010-2018H1 首发募集资金规模及家数.....	12
图表 11. 2010-2018H1 股权融资规模及增速.....	12
图表 12. 2011-2018H1 债券发行规模.....	13
图表 13. 2018H1 上市券商股权承销排名 (合并口径)	13
图表 14. 2018H1 上市券商债券承销排名 (合并口径)	14
图表 15. 2018H1 上市券商资产管理业务收入及同比增速.....	15
图表 16. 2014Q4-2018H1 券商资产管理规模.....	15
图表 17. 2017/06 上市券商主动管理规模前十.....	15
图表 18. 2017 年 8 月末上市券商资产管理规模前二十及增速.....	16
图表 19. 2018H1 上市券商利息净收入及同比增速.....	16
图表 20. 2017/01-2018/07 市场两融余额.....	17
图表 21. 2018/01-2018/07 券商未解押股票质押参考市值.....	17
图表 22. 2018 年 6 月末券商未解押股票质押参考市值及市场份额.....	17
图表 23. 2018H1 上市券商自营业务收入及同比增速.....	18
图表 24. 上市券商合计归母其他综合收益.....	18
图表 25. 上市券商合计归母净资产.....	18
图表 26. 2017H1、2018H1 上市券商归母其他综合收益.....	19
图表 27. 2018H1 上市券商归属于母公司股东净利润同比增速.....	20
图表 28. 大券商与上市券商历史业绩及同比增速.....	20
图表 29. 大券商 2018H1 收入结构.....	21
图表 30. 上市券商 2018H1 收入结构.....	21
图表 31. 2018 年上证综合指数、沪深 300 指数、上证 50 指数走势.....	21
图表 32. 截至 2018 年 8 月底各行业指数涨跌幅排行.....	22
图表 33. 2018 年沪深 300 指数与券商行业指数走势.....	22

图表 34. 2017/01-2018/07 沪深两市日均股基成交额	23
图表 35. 2018/01-2018/08 沪深两市融资融券余额	23
图表 36. 2018 年券商指数、保险指数及银行指数相对表现	24
图表 37. 证券行业及大券商历史平均 PB 估值	24
图表 38. 2018Q1 与 2018Q2 证金公司持有券商股情况	25
图表 39. 中国公募基金对金融板块的持仓占比变化	25
图表 40. 大券商与中小券商历史 PB 估值及估值差	26
图表 41. 中信证券历史 PB 估值溢价	26
图表 42. 2018 年证券行业业绩弹性测试	27
图表 43. “沪伦通”监管规定公开征求意见稿十大要点	28
图表 44. 证监会答复函就股指期货市场后续发展改进方向	28
图表 45. 上市券商估值表	29
股价表现	31
投资摘要	31
图表 1. 2018 年上半年业绩摘要	32
图表 2. 2018H1 公司分业务收入及同比增速	32
图表 3. 2013-2018H1 公司分业务收入结构	32
图表 4. 2013-2018H1 公司经纪业务收入及市场份额	32
图表 5. 2013-2018H1 公司股债承销金额及份额	32
图表 6. 2014-2018H1 公司 IPO 承销金额及份额	33
图表 7. 2014-2018H1 公司资产管理业务规模及增速	33
图表 8. 2015-2018H1 公司资产管理业务结构	33
图表 9. 2015-2018H1 公司两融余额及市场份额	33
图表 10. 2015-2018H1 股票质押市值及收入	33
图表 11. 2014-2018H1 公司自营资产配置	33
损益表(人民币 百万)	34
主要比率	34
股价表现	35
投资摘要	35
图表 1. 2018 年上半年业绩摘要	36
图表 2. 2018H1 公司分业务收入及同比增速	36
图表 3. 2013-2018H1 公司分业务收入结构	36
图表 4. 2013-2018H1 公司经纪业务份额及佣金率	37
图表 5. 2013-2018H1 公司股债承销金额及份额	37
图表 6. 2014-2018H1 公司 IPO 承销金额及份额	37

图表 7. 2013-2018H1 公司资产管理业务规模及增速.....	37
图表 8. 2015-2018H1 公司资产管理业务结构.....	37
图表 9. 2013-2018H1 公司两融余额及市场份额.....	37
图表 10. 2016-2018H1 股票质押市值及收入.....	38
图表 11. 2015-2018H1 公司自营资产配置.....	38
损益表(人民币 百万).....	39
主要比率.....	39
股价表现.....	40
投资摘要.....	40
图表 1. 2018 年上半年业绩摘要.....	41
图表 2. 2018H1 公司分业务收入及同比增速.....	41
图表 3. 2013-2018H1 公司分业务收入结构.....	41
图表 4. 2013-2018H1 公司经纪业务份额及佣金率.....	42
图表 5. 2013-2018H1 公司股债承销金额及份额.....	42
图表 6. 2014-2018H1 公司 IPO 承销金额及份额.....	42
图表 7. 2013-2018H1 公司资产管理业务规模及增速.....	42
图表 8. 2015-2018H1 公司资产管理业务结构.....	42
图表 9. 2015-2018H1 公司两融余额及市场份额.....	42
图表 10. 2015-2018H1 股票质押市值及收入.....	43
图表 11. 2015-2018H1 公司自营资产配置.....	43
损益表(人民币 百万).....	44
主要比率.....	44
股价表现.....	45
投资摘要.....	45
图表 1. 2018 年上半年业绩摘要.....	46
图表 2. 2018H1 公司分业务收入及同比增速.....	46
图表 3. 2013-2018H1 公司分业务收入结构.....	46
图表 4. 2013-2018H1 公司经纪业务份额及佣金率.....	47
图表 5. 2013-2018H1 公司股债承销金额及份额.....	47
图表 6. 2014-2018H1 公司 IPO 承销金额及份额.....	47
图表 7. 2013-2018H1 公司资产管理业务规模及增速.....	47
图表 8. 2013-2018H1 公司资产管理业务结构.....	47
图表 9. 2013-2018H1 公司两融余额及市场份额.....	47
图表 10. 2013-2018H1 股票质押市值及收入.....	48
图表 11. 2013-2018H1 公司自营资产配置.....	48

损益表(人民币 百万).....	49
主要比率.....	49
股价表现.....	50
投资摘要.....	50
图表 1. 2018 年上半年业绩摘要.....	51
图表 2. 2018H1 公司分业务收入及同比增速.....	51
图表 3. 2013-2018H1 公司分业务收入结构.....	51
图表 4. 2013-2018H1 公司经纪业务份额及佣金率.....	52
图表 5. 2013-2018H1 公司股债承销金额及份额.....	52
图表 6. 2014-2018H1 公司 IPO 承销金额及份额.....	52
图表 7. 2013-2018H1 公司资产管理业务规模及增速.....	52
图表 8. 2015-2018H1 公司资产管理业务结构.....	52
图表 9. 2013-2018H1 公司两融余额及市场份额.....	52
图表 10. 2015-2018H1 股票质押式资产余额及收入.....	53
图表 11. 2015-2018H1 公司自营资产配置.....	53
损益表(人民币 百万).....	54
主要比率.....	54
股价表现.....	55
投资摘要.....	55
图表 1. 2018 年上半年业绩摘要.....	56
图表 2. 2018H1 公司分业务收入及同比增速.....	56
图表 3. 2013-2018H1 公司分业务收入结构.....	56
图表 4. 2013-2018H1 公司经纪业务份额及佣金率.....	57
图表 5. 2013-2018H1 公司股债承销金额及份额.....	57
图表 6. 2014-2018H1 公司 IPO 承销金额及份额.....	57
图表 7. 2013-2018H1 公司资产管理业务规模及增速.....	57
图表 8. 2015-2018H1 公司资产管理业务结构.....	57
图表 9. 2015-2018H1 公司两融余额及市场份额.....	57
图表 10. 2015-2018H1 股票质押市值及收入.....	58
图表 11. 2013-2018H1 公司自营资产配置.....	58
损益表(人民币 百万).....	59
主要比率.....	59

1 业绩整体惨淡，收入结构被动调整

1 上半年上市券商净利润同比下降 23.10%

2018年上半年，32家上市券商合计实现营业收入1219.44亿元，同比下滑7.73%，实现归属于母公司股东净利润340.23亿元，同比下滑23.10%。截至2018年上半年，合计归属于母公司股东净资产1.34万亿元，同比增长6.65%，总资产5.62万亿元，同比增长9.66%，上市券商整体杠杆率（剔除代理买卖证券款）为3.45倍，较去年同期上升0.25。

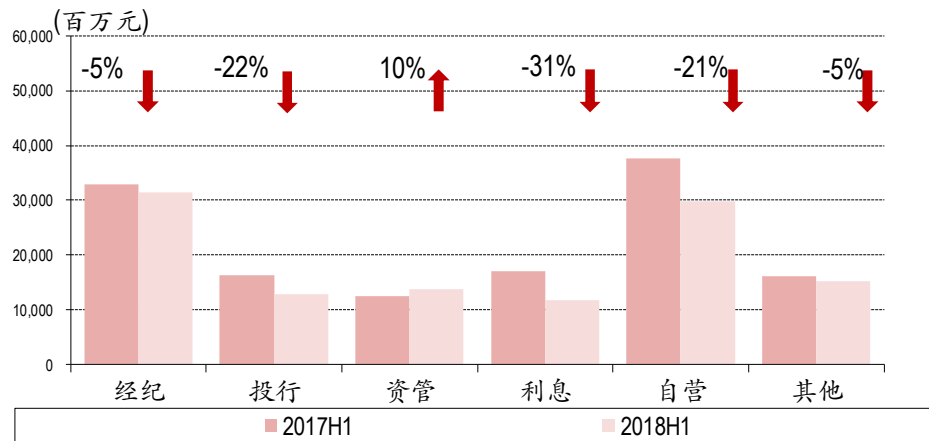
净利润降幅显著增加，市场低迷拖累整体业绩：1) 2018年上半年A股市场高开低走，叠加中美贸易战等不确定性因素，导致上半年业绩惨淡。2) 大盘回撤显著并持续底部徘徊，券商自营资产中股票与基金亏损严重，自营业务收入同比大幅下滑21.11%，上半年公允价值变动损益同比由正转负，归母净资产同比增幅显著小于去年同期的15.01%。3) 受累于流动性紧缺，资金成本上身，券商举债规模增加，上半年利息净收入同比下滑30.52%，杠杆率微升至3.45倍。4) 受制于IPO以及股权再融资规模下降，投行业务收入同比下滑21.86%。

图表 1. 2018H1 上市券商（32 家）财务数据汇总及增速

(百万元)	2017H1	2018H1	同比增速(%)
一、营业收入	132,153	121,944	(7.73)
手续费及佣金净收入	65,507	61,833	(5.61)
经纪业务手续费净收入	32,877	31,384	(4.54)
投资银行业务手续费净收入	16,317	12,749	(21.86)
资产管理业务手续费净收入	12,528	13,723	9.53
利息净收入	16,972	11,793	(30.52)
投资净收益	38,426	34,935	(9.09)
对联营企业和合营企业的投资收益	2,471	3,563	44.18
公允价值变动净收益	1,784	(1,601)	
其他业务收入	9,809	13,214	34.71
二、营业支出	74,390	77,409	4.06
营业税金及附加	964	1,047	8.59
管理费用	62,330	59,682	(4.25)
三、营业利润	57,763	44,536	(22.90)
四、利润总额	59,405	45,233	(23.86)
减：所得税	13,338	9,548	(28.41)
五、净利润	46,067	35,685	(22.54)
归属于母公司所有者的净利润	44,241	34,023	(23.10)
总资产	5,123,364	5,618,163	9.66
归属于母公司所有者的净资产	1,252,171	1,335,482	6.65
杠杆率（剔除代理买卖证券款）	3.20	3.45	7.74
ROE（年化）	0.07	0.05	(27.89)

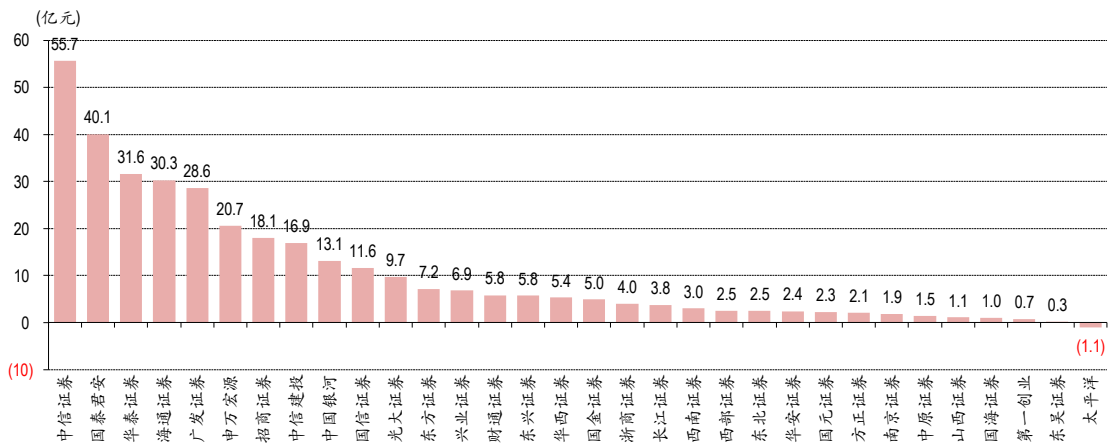
资料来源：公司公告，中银证券

资管业务结构优化业绩靓丽，经纪业务表现稳健：1) 资管：2018年上半年上市券商合计资管业务收入同比增长9.53%。虽然资管总规模受资管新规去通道影响较年初下滑9.48%，但是主动管理资管规模提升3.21%至3.03万亿元，带动收入增长。2) 经纪：上半年全市场股基单边成交量为57.41万亿，微涨1%，市场平均佣金率由万分之3.3下降到万分之3.2，合计经纪业务收入同比下降4.54%，整体运营平稳。

图表 2. 2018H1 上市券商各项业务收入及增速


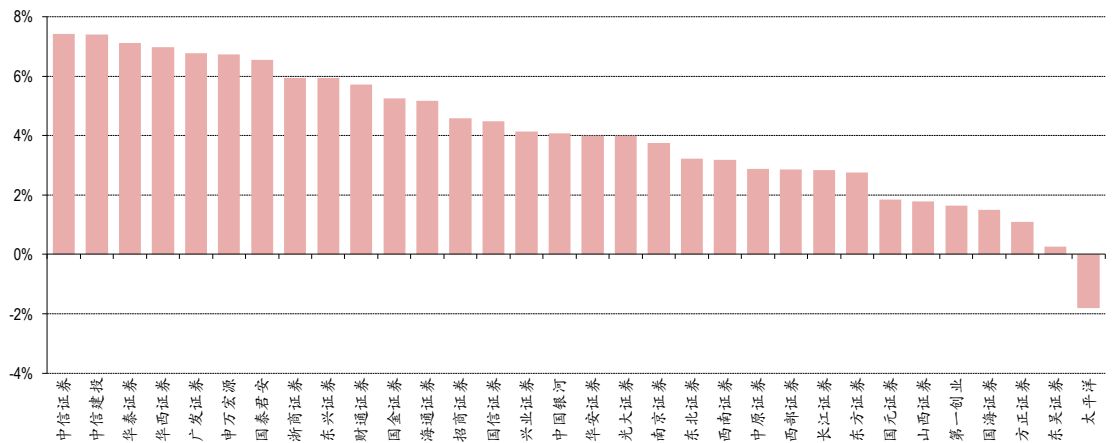
资料来源：公司公告，Wind，中银证券

32 家 A 股上市券商中，除太平洋证券连续第二年亏损外，其他券商全部实现盈利。10 家券商盈利超过 10 亿元，中信证券实现归母净利润 55.7 亿元，盈利水平遥遥领先。

图表 3. 2018H1 上市券商归属于母公司股东净利润


资料来源：公司公告，Wind，中银证券

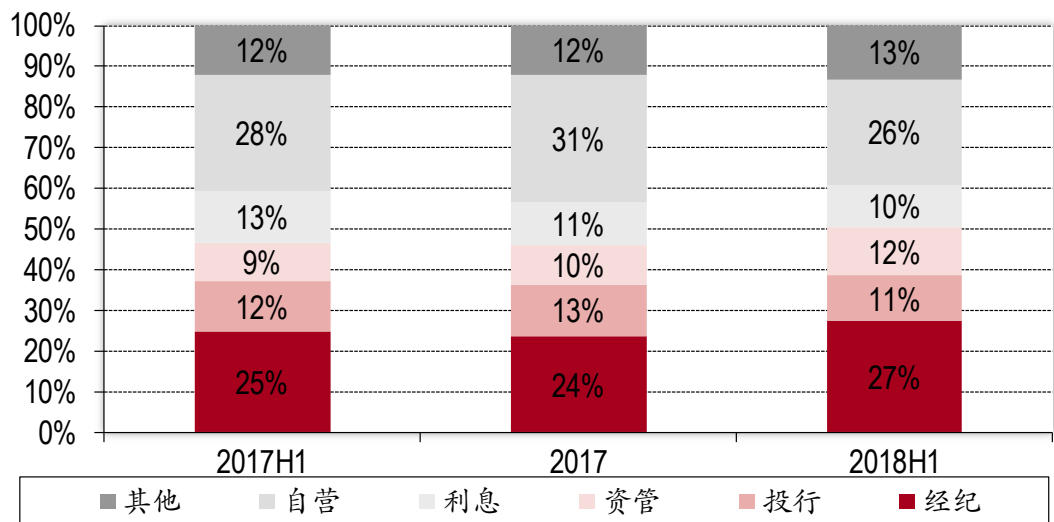
上市券商整体年化 ROE 5.10%，较去年同期下滑近 2 个百分点。上半年上市券商实现年化 ROE 5.10%，远低于去年的 7.07%，从券商历史 ROE 区间来看，券商总体“早涝保收”，牛市 ROE 能超过 20%，而熊市中 ROE 也超过 5%。今年上半年 A 股上市券商的 ROE 处于历史低位，但仍有高于 5% 的 ROE。上市券商中，中信证券、中信建投证券与华泰证券上半年 ROE 分别高达 7.42%、7.41% 与 7.12%，位居上市券商前三位。而方正证券、东吴证券、太平洋证券上半年 ROE 分别为 1.1%、0.26% 以及 -1.81%，位居上市券商后三位。

图表 4. 2018H1 上市券商 ROE (年化)


资料来源：公司公告，Wind，中银证券

2 业务结构被动调整，经纪业务回归第一大收入来源

上半年上市券商合计经纪、自营、资管、投行、信用业务收入占比分别为 27%、26%、12%、11%、10%。其中自营业务由于年初以来 A 股行情低迷、指数回撤显著，收入大幅下滑，占比下降 3 个百分点；经纪业务表现相对平稳，收入占比被动提升 3 个百分点，排名跃居第一位；资管业务受益于结构优化，收入贡献占比提升 3 个百分点，投行业务由于 IPO、股权再融资规模下滑，收入占比下滑 1 个百分点；信用业务由于资金成本上升、负债规模增加，收入占比下滑 3 个百分点。

图表 5. 2018H1 上市券商业务收入结构


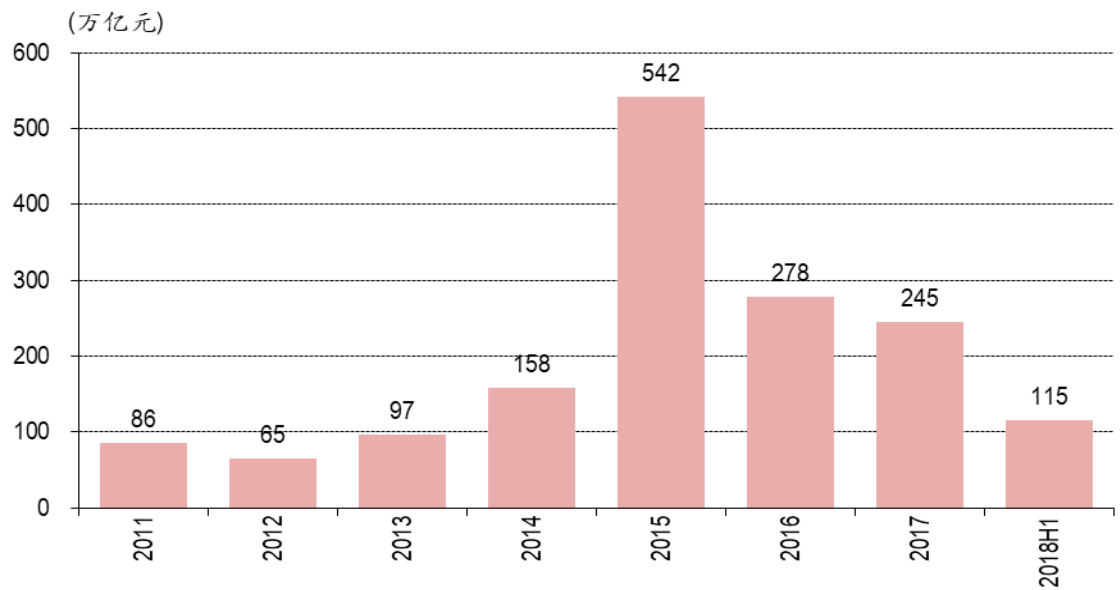
资料来源：公司公告，Wind，中银证券

2 各项业务中仅资管业务实现收入正增长

1 经纪：佣金率维持稳定，业务运营整体稳健

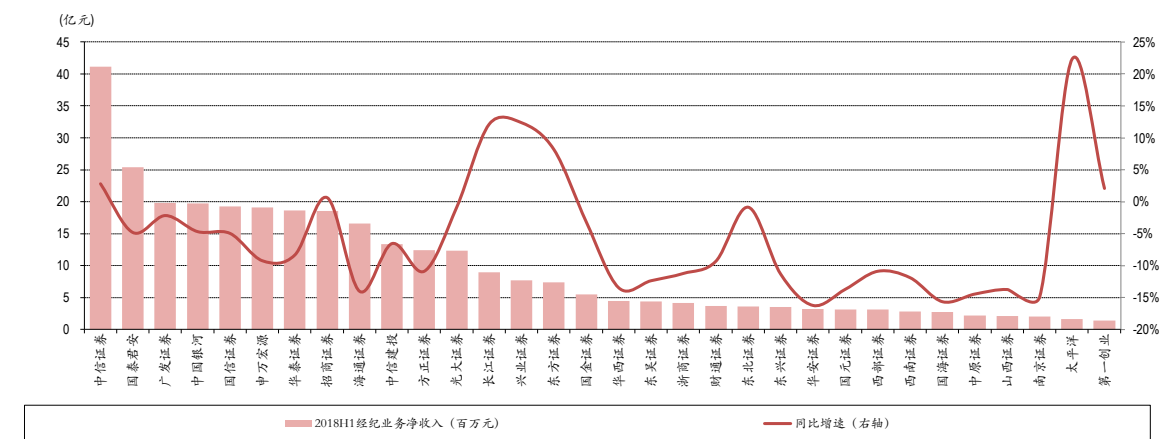
经纪业务净收入同比小幅下滑 4.54%。上半年全市场股基成交量为 114.82 万亿，微涨 1%，市场平均佣金率由万分之 3.3 下降到万分之 3.2，经纪业务收入同比下降 4.54%，降幅较去年同期的 27.29% 大幅收窄，占营业收入比重提升至 27%。其中，中信证券、国泰君安、申万宏源经纪业务净收入规模位居前三，太平洋证券、兴业证券经纪业务收入分别同比增长 22.32% 与 12.37%，增幅最大。

图表 6. 2011-2018H1 全市场双边股基成交量



资料来源：公司公告，Wind，中银证券

图表 7. 2018H1 上市券商经纪业务收入及同比变动



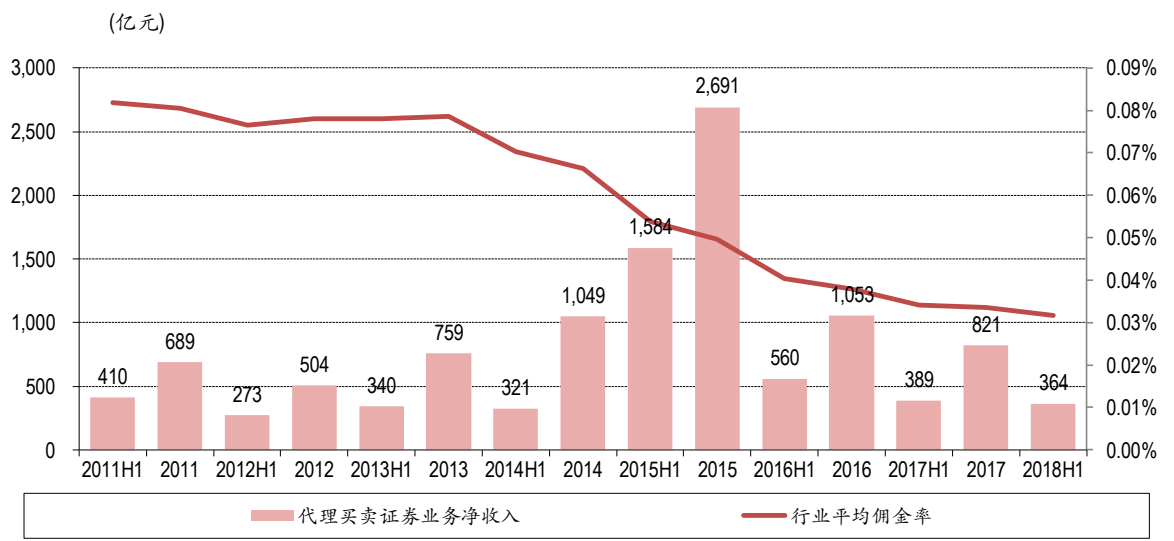
资料来源：公司公告，Wind，中银证券

上市券商经纪业务收入市占率 86.28%，集中度进一步提升。2018 年上半年，32 家上市券商合计实现经纪业务净收入 313.84 亿元，市场占比提升至 86.28%，集中度进一步提升。全市场股基成交量达到 114.82 万亿，同比微增 1%，华泰证券股基成交量达到 7.58 万亿，市占率 6.6% 继续领跑行业，但是市占率同比有所下滑。

佣金率基本维持稳定，品质竞争或将取代“价格战”。2018年上半年全市场平均佣金率为万分之3.2，和2017年的万分之3.3的佣金率基本持平。过去几年，经纪业务竞争日趋激烈，券商之间通过打“价格战”抢夺市场份额，行业平均佣金率迅速下滑。2018年以来，经纪业务市场同质化严重，佣金率水平已经逼近券商的盈亏平衡点，无太大下降的空间。

未来券商之间的竞争不再局限在用更低的佣金率提供同质化的经纪业务服务以争抢客源，而是如何能够为不同层级的客户提供高品质差别化的服务。比如，招商证券将券商经纪业务与财富管理相结合，针对不同级别的客户设计不同层次的服务，佣金率也被相应的划分成不同档，不仅有利于吸引更多高净值客户的加入，也有利于提升整体佣金率水平。

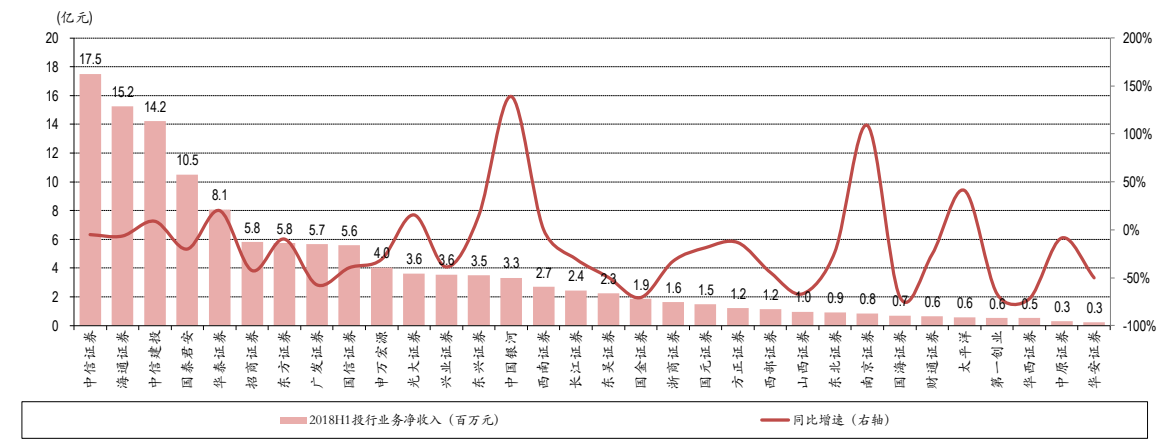
图表 8. 2011H1-2018H1 券商经纪业务佣金率



资料来源：公司公告，Wind，中银证券

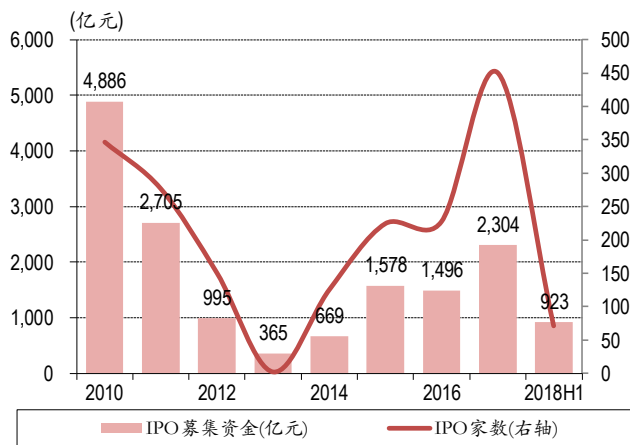
2 投行：股冷债暖，整体收入下滑两成

投行业务缩水，收入同比下滑 21.86%。2018年上半年股权承销规模同比下滑 19.13%，其中 IPO 过会率显著下降，IPO 增速放缓，股权再融资继续受到减持新规等政策的影响，规模持续下滑。而债券承销规模同比上升 9.63%。上半年 32 家上市券商实现投行业务收入合计 127.49 亿元，同比下滑 21.86%，占整体营业收入比重缩减至 11%。其中，中信证券、海通证券、中信建投投行业务净收入规模位居前三，中信证券收入达 17.5 亿元，虽同比下滑 5%，但仍大幅领先其他券商。中国银河证券投行业务收入同比大幅增长 139.1%，增速上市券商排名第一位。

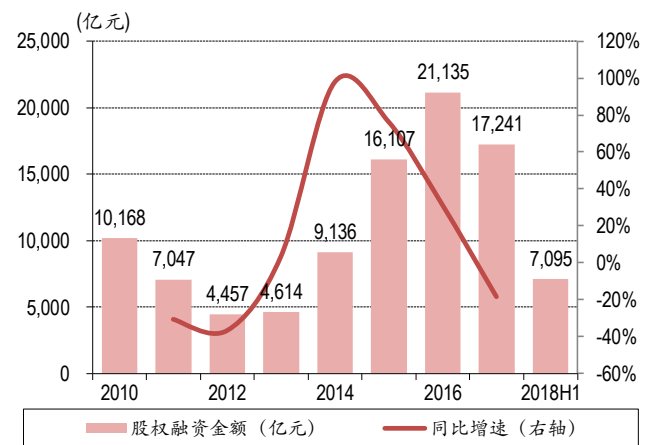
图表 9. 2017H1 上市券商投行业务收入及同比增速


资料来源：公司公告，Wind，中银证券

IPO 增速放缓，股权再融资规模大幅压降。2018 年上半年在减持新规等政策的影响下，股权融资规模合计 7095 亿元，同比下滑 19.13%，其中，IPO 规模同比大幅下滑 26.4%至 923 亿元，再融资规模合计 3817 亿元，同比下滑 43.79%。上市券商中，华泰证券股权承销（首发+再融资）金额排名第一，合计承销金额 793 亿元，市场份额高达 16.73%，中信建投、中信证券市场份额分别达到 13.18%、10.76%。

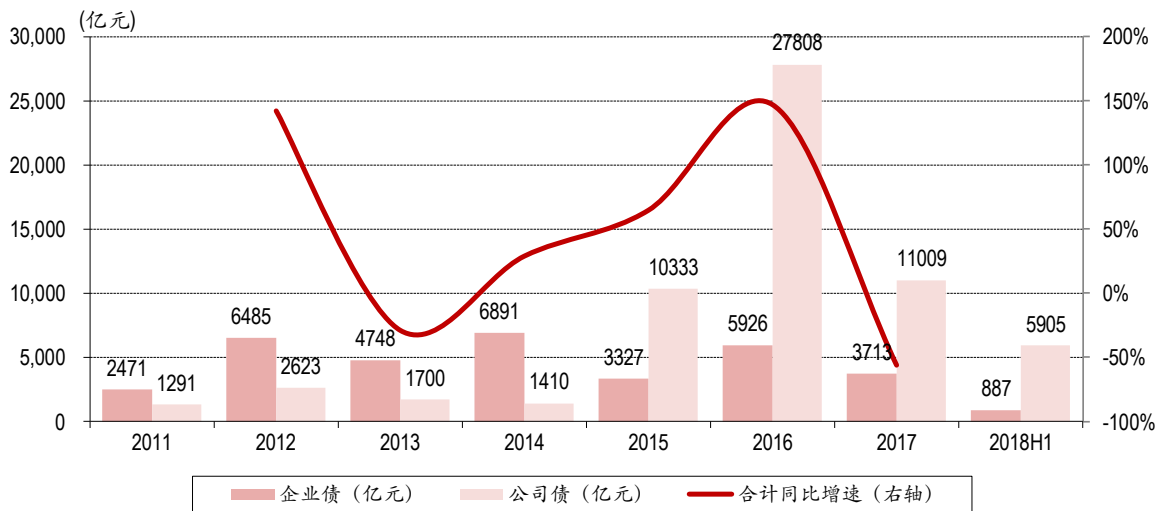
图表 10. 2010-2018H1 首发募集资金规模及家数


资料来源：公司公告，Wind，中银证券

图表 11. 2010-2018H1 股权融资规模及增速


资料来源：公司公告，Wind，中银证券

债权融资规模增长，公司债发行规模大幅增长。2018 年上半年，债券融资规模同比增加 9.63%，企业债、公司债发行规模分别为 887、5905 亿元，企业债同比基本持平，公司债同比大幅增加 42.42%。2018 年的债券承销市场行情更加温和，走势向上，整体“股冷债暖”，上市券商中，中信证券、中信建投、招商证券债券承销（公司债、企业债、ABS）规模位居前三，市场份额分别为 12.47%、9.36%、7.49%。

图表 12. 2011-2018H1 债券发行规模


资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券

图表 13. 2018H1 上市券商股权承销排名 (合并口径)

券商	市场份额(%)	承销家数				承销金额 (亿元)			
		首发	增发	配股	合计	首发	增发	配股	合计
华泰证券	16.73	6	14	0	20	84.78	708.31	0.00	793
中信建投	13.18	7	18	1	26	93.43	492.75	38.65	625
中信证券	10.76	7	20	0	27	79.50	430.53	0.00	510
国信证券	5.95	1	6	1	8	33.89	225.56	22.73	282
国泰君安	4.20	4	15	0	19	28.69	170.44	0.00	199
招商证券	2.65	3	8	0	11	28.34	97.18	0.00	126
东方证券	2.54	1	7	2	10	8.43	100.58	11.57	121
申万宏源	2.27	0	3	0	3	0.00	107.51	0.00	108
广发证券	2.27	4	14	0	18	20.98	86.46	0.00	107
海通证券	2.21	3	9	0	12	17.34	87.41	0.00	105
东兴证券	1.80	1	10	0	11	8.36	76.94	0.00	85
长江证券	1.25	1	3	0	4	3.22	56.17	0.00	59
中国银河	1.15	2	1	0	3	11.59	42.92	0.00	55
国金证券	1.12	0	6	2	8	0.00	30.30	22.94	53
兴业证券	0.91	1	1	1	3	18.21	7.50	17.50	43
浙商证券	0.87	2	2	0	4	26.73	14.28	0.00	41
国元证券	0.62	1	1	0	2	15.19	14.35	0.00	30
方正证券	0.47	0	3	0	3	0.00	22.31	0.00	22
东北证券	0.43	1	2	1	4	5.59	8.72	5.98	20
国海证券	0.38	0	2	0	2	0.00	18.23	0.00	18
财通证券	0.38	0	1	0	1	0.00	17.96	0.00	18
华西证券	0.30	0	3	0	3	0.00	14.25	0.00	14
东吴证券	0.27	1	3	0	4	5.21	7.57	0.00	13
西南证券	0.20	0	2	0	2	0.00	9.46	0.00	9
南京证券	0.20	0	2	0	2	0.00	9.34	0.00	9
第一创业	0.20	1	1	0	2	4.25	5.08	0.00	9
西部证券	0.10	1	0	0	1	4.83	0.00	0.00	5
上市券商	73.42	48	157	8	213	498.57	2,862.11	119.38	3,480
行业合计	100.00	71	206	11	288	922.87	3,677.60	139.61	4,740

资料来源: Wind, 中银证券

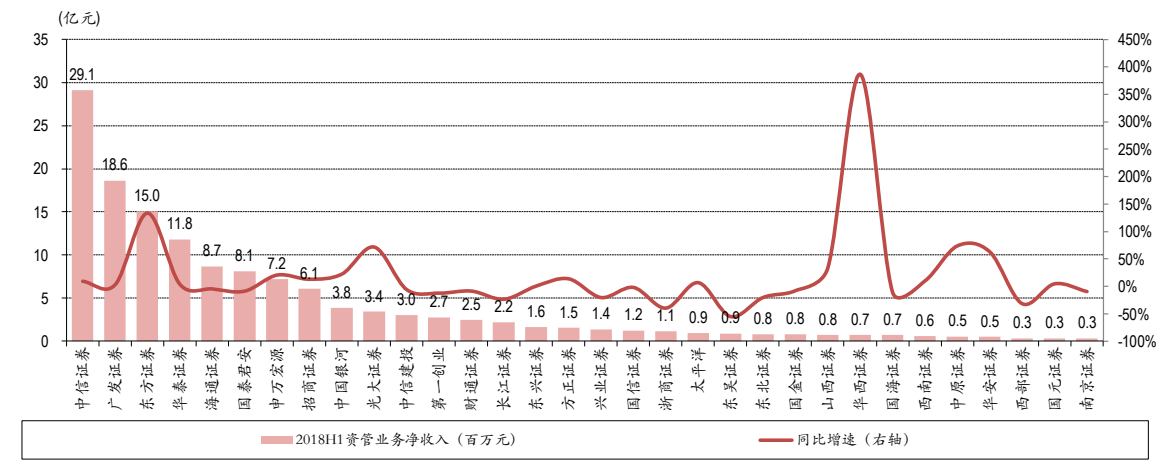
图表 14. 2018H1 上市券商债券承销排名 (合并口径)

券商	承销金额 (亿元)	市场份额 (%)	公司债 (亿元)	企业债 (亿元)	金融债 (亿元)	资产支持证券 (亿元)
中信证券	2,047.70	12.47	553.62	8.50	684.75	800.83
中信建投	1,537.43	9.36	805.42	48.70	297.98	385.33
招商证券	1,230.43	7.49	263.40	9.00	172.20	785.82
国泰君安	768.95	4.68	285.47	24.67	239.46	219.36
海通证券	733.22	4.46	337.76	80.63	126.00	188.82
华泰证券	713.80	4.35	182.68	12.00	155.27	363.86
光大证券	629.19	3.83	136.11	0.00	165.23	327.85
中国银河	386.44	2.35	91.44	14.00	281.00	0.00
兴业证券	374.86	2.28	145.36	4.00	214.13	11.38
广发证券	286.87	1.75	206.89	14.00	10.80	55.17
国信证券	283.30	1.72	126.46	35.00	45.00	76.84
东方证券	251.73	1.53	103.00	16.30	100.00	32.43
申万宏源	229.47	1.40	40.30	15.00	104.40	69.77
方正证券	208.81	1.27	99.43	12.60	26.40	70.39
国金证券	203.15	1.24	60.90	3.50	0.00	138.75
东兴证券	198.73	1.21	43.65	8.00	25.00	122.08
长江证券	141.72	0.86	41.90	24.50	54.00	21.32
华西证券	139.33	0.85	44.40	10.20	0.00	84.73
东吴证券	111.45	0.68	52.45	13.50	25.00	20.50
西部证券	91.98	0.56	85.65	0.00	0.00	6.33
浙商证券	83.06	0.51	66.16	16.90	0.00	0.00
西南证券	77.13	0.47	44.93	12.20	0.00	20.00
财通证券	65.73	0.40	22.57	39.20	0.00	3.96
国元证券	56.50	0.34	4.00	52.50	0.00	0.00
第一创业	36.22	0.22	12.00	0.00	18.00	6.22
华安证券	25.20	0.15	4.20	13.00	8.00	0.00
南京证券	20.00	0.12	20.00	0.00	0.00	0.00
太平洋	16.30	0.10	12.30	0.00	0.00	4.00
国海证券	9.50	0.06	9.50	0.00	0.00	0.00
东北证券	8.82	0.05	3.82	5.00	0.00	0.00
中原证券	8.00	0.05	8.00	0.00	0.00	0.00
上市券商	10,975.01	66.82	3,913.76	492.90	2,752.63	3,815.73
行业合计	16,424.55	100.00	5,904.55	887.20	3,739.71	5,893.10

资料来源: Wind, 中银证券

3 资管: 结构持续优化, 主动管理能力是未来核心竞争力

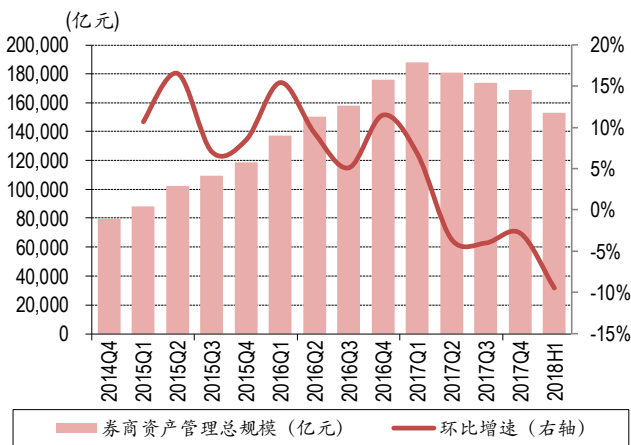
资管业务收入同比增长 9.53%，是唯一实现收入正增长的板块。随着《资管新规》以及配套文件的相继出台，通道类业务规模不断下降，破除刚兑净值化管理的要求让券商对主动管理能力的需求日趋高涨，在资管总规模较年初下滑 9.48% 的情况下，主动管理资产规模提升 3.21% 至 3.03 万亿元，带动收入增长。2018 年上半年上市券商实现资产管理业务收入 137.23 亿元，同比增长 9.53%。中信证券、广发证券、东方证券的资产管理业务收入位居前三，中信证券实现资管业务收入 29.11 亿元，大幅领先行业，主要受益于管理规模庞大以及主动管理占比较高。

图表 15. 2018H1 上市券商资产管理业务收入及同比增速


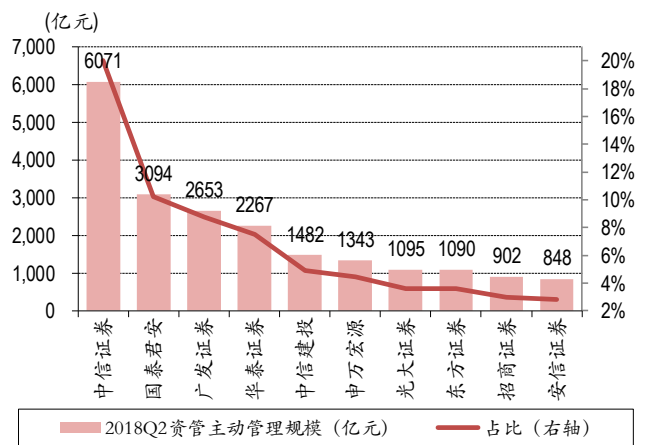
资料来源: Wind, 中银证券

通道类业务规模不断下降, 主动管理能力重要性突显。截至 2018 年 6 月末, 券商资管规模合计达到 15.3 万亿元, 较 2017 年年末下降 9.48%, 资管规模连续第二年下降, 《资管新规》下通道类业务被逐步清理。中国的券商正在经历着由轻资产运营模式向重资产运营模式过渡的时期, 过去单纯依靠牌照赚费率息差的模式逐步进化, 未来在重资产模式下, 主动管理能力是券商运营庞大规模资产并不完成增值的“金钥匙”。

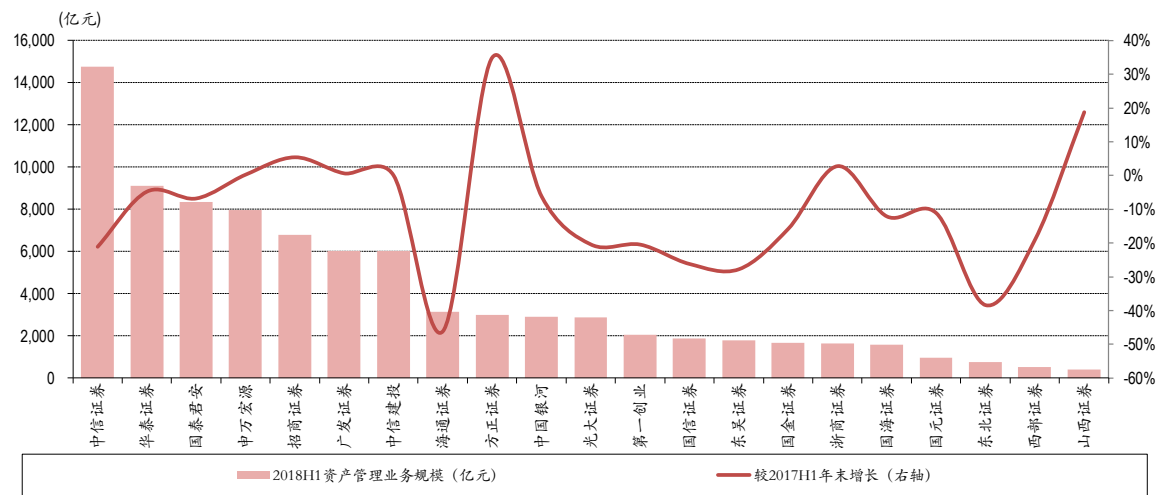
根据证券投资基金业协会数据, 截至 2018 年 6 月末, 上市券商中, 中信证券资管规模达到 1.48 万亿, 同比下滑 21.07%, 仍然大幅领先于其他券商。华泰证券与国泰君安证券资管规模分别达到 9099 亿元与 8357 亿元, 分列第二、第三位。6 月末, 全市场主动管理资管规模达到 3.03 万亿元, 同比增长 3.21%, 上市券商中, 中信证券主动管理规模达到 6071.31 亿元, 市占率 20.05%, 依然高居第一名。国泰君安证券、广发证券主动管理规模分别达到 3094.32 亿元、2653.05 亿元, 分别排在第二和第三位。

图表 16. 2014Q4-2018H1 券商资产管理规模


资料来源: Wind, 中银证券

图表 17. 2017/06 上市券商主动管理规模前十


资料来源: Wind, 中银证券

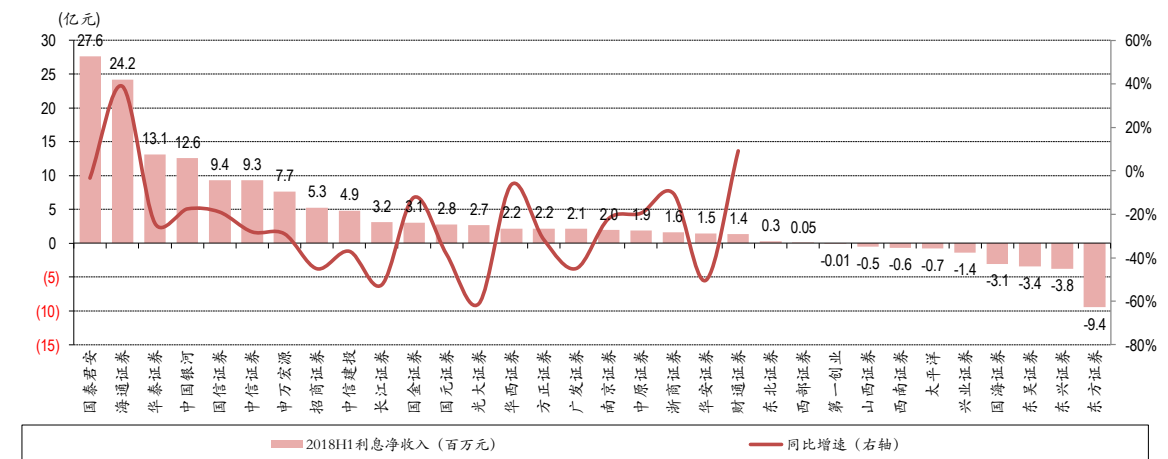
图表 18. 2017 年 8 月末上市券商资产管理规模前二十及增速


资料来源: Wind, 中银证券

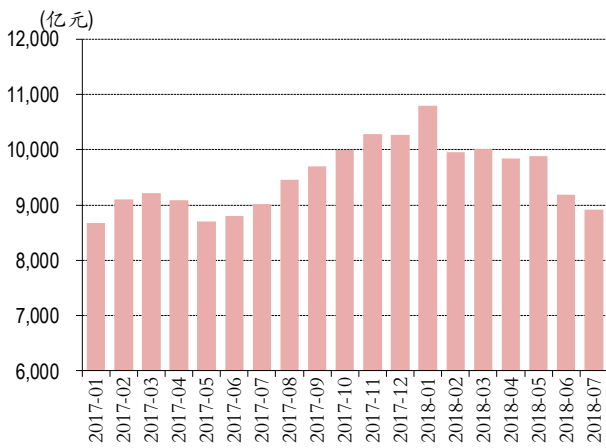
4 信用：两融余额、股权质押待回购金额双双下降

两融余额、股权质押待回购金额双双下降。2018 年去杠杆进程不断推进。截至 6 月末，全市场融资融券余额 9193.82 亿元，较 2017 年末下降 10.41%；全市场股票质押待回购金额 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 17 年末下滑 6.07%，占比提升至 55.29%。

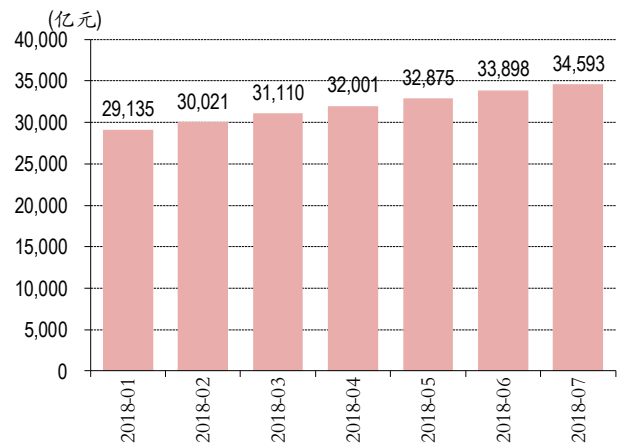
同时受制于流动性紧缺，资金成本上升，券商举债规模增加，上半年利息净收入合计 117.93 亿元，同比下滑 30.52%，占营业收入比重下滑至 10%。其中，国泰君安证券、海通证券、华泰证券利息净收入位居行业前三，分别达到 27.6 亿元、24.2 亿元、13.1 亿元。东方证券、东兴证券、东吴证券、国海证券、兴业证券、太平洋证券、西南证券、山西证券、第一创业证券利息净收入为负。

图表 19. 2018H1 上市券商利息净收入及同比增速


资料来源: Wind, 中银证券

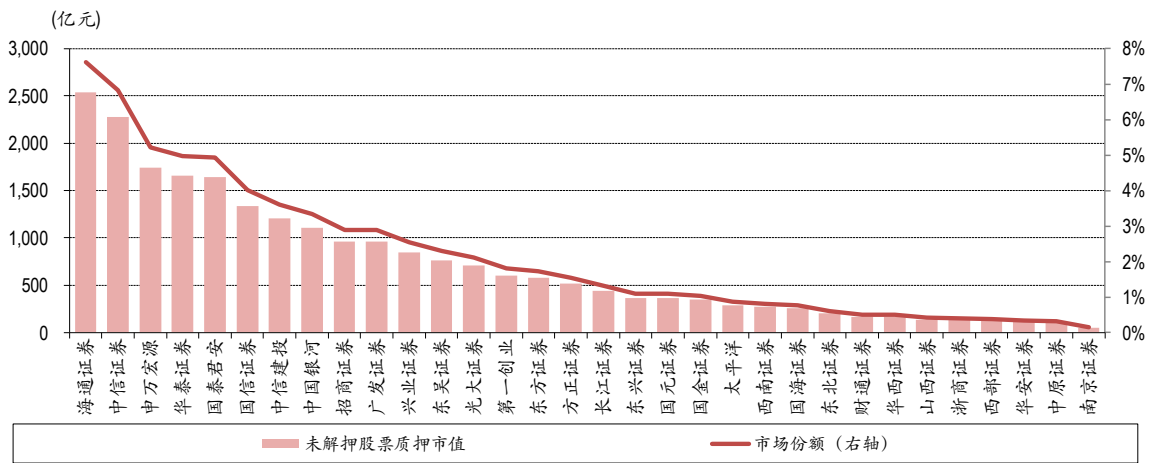
图表 20. 2017/01-2018/07 市场两融余额


资料来源: Wind, 中银证券

图表 21. 2018/01-2018/07 券商未解押股票质押参考市值


资料来源: Wind, 中银证券

从券商未解押股票质押参考市值维度统计,截至2018年6月末海通证券未解押市值达到2539亿元,排名上市券商第一位,市占率达7.62%,中信证券、申万宏源证券未解押市值分别为2274亿元、1740亿元,市占率分别为6.83%、5.22%,分列第二、第三位。

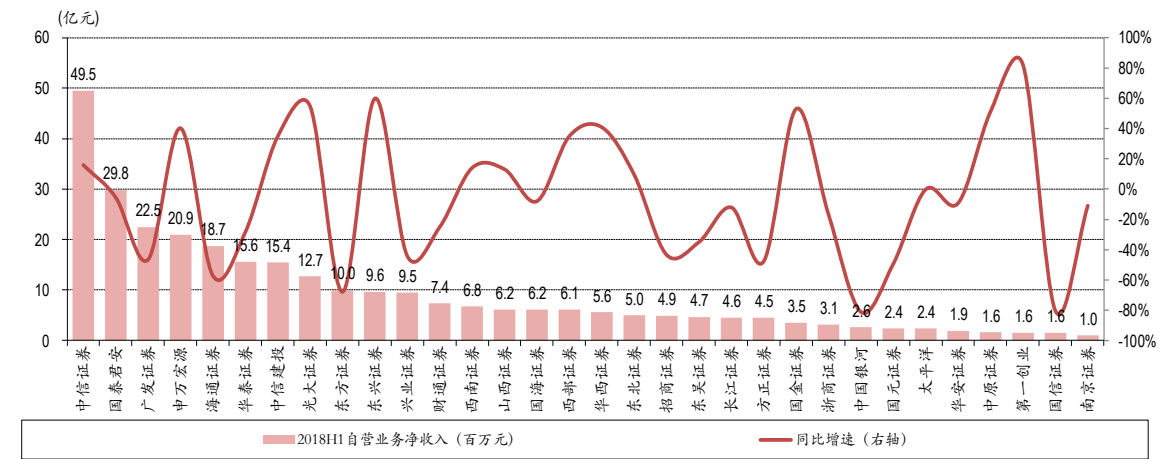
图表 22. 2018年6月末券商未解押股票质押参考市值及市场份额


资料来源: Wind, 中银证券

5 自营: 收入占比大幅下滑, 新会计准则加剧自营业务波动

自营收入同比下滑 21.11%。2018年上半年A股市场高开低走,指数回撤明显,持续底部徘徊,券商自营资产中股票与基金亏损严重,自营业务收入同比大幅下滑21.11%,收入占比下滑至26%。

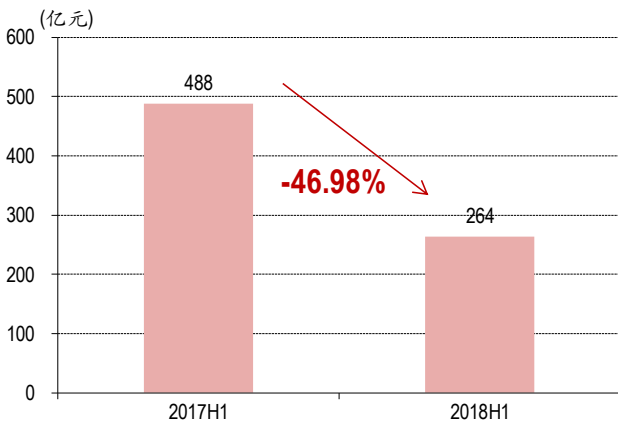
上市券商中,中信证券、国泰君安证券、广发证券自营业务收入分别为49.5亿元、29.8亿元、22.5亿元,位居前三。第一创业证券自营业务收入同比增长82%,成为上半年增速最快的上市券商。

图表 23. 2018H1 上市券商自营业务收入及同比增速


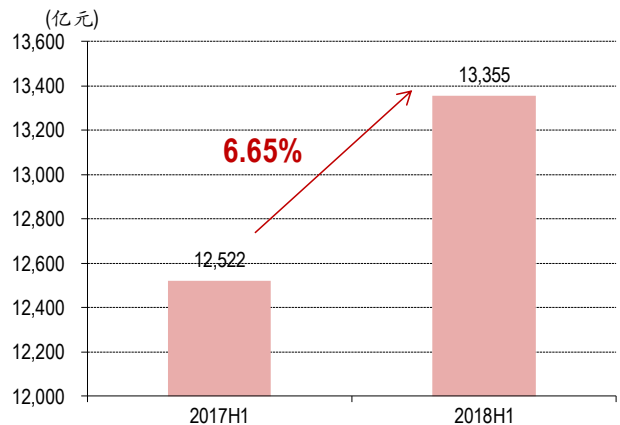
资料来源: Wind, 中银证券

新会计准则加剧业绩波动。上半年公允价值变动损益同比由正转负,为-16.01亿元,显著低于去年同期的17.84亿元,一方面是因为上半年A股行情较差,另外一方面是因为今年部分券商(如中信证券、华泰证券、申万宏源证券等)开始实行的新会计准则对于金融资产进行重新分类,将原本归属于可供出售金融资产的类别划分至交易性金融资产,浮盈浮亏均直接体现在利润中,加剧了业绩的波动。

归母其他综合收益大幅下滑。新会计准则的另外一个影响是原本应计入其他综合收益的浮盈浮亏被计入到了当期利润之中,导致归母其他综合收益大幅下降46.98%。2018年上半年,受业绩表现影响,上市券商合计归母净资产同比增长6.65%,增幅显著小于去年同期的15.01%。

图表 24. 上市券商合计归母其他综合收益


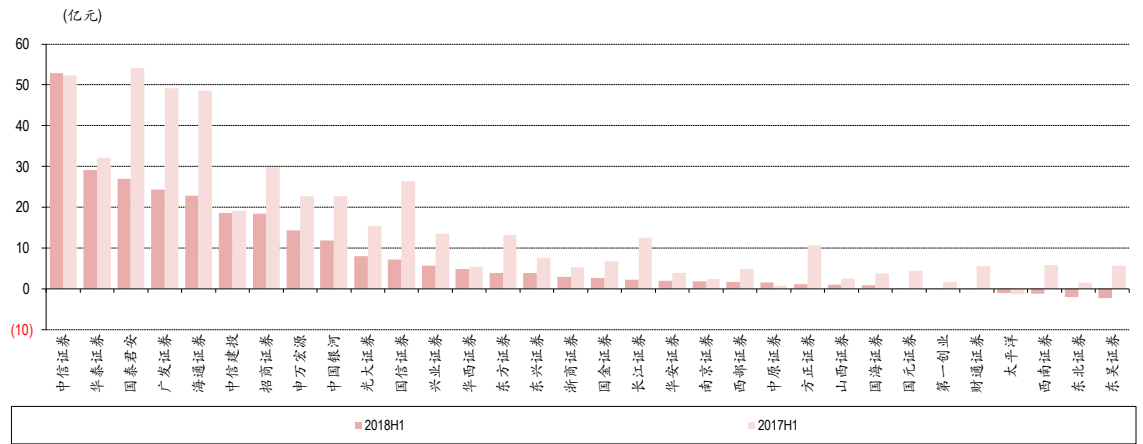
资料来源: Wind, 中银证券

图表 25. 上市券商合计归母净资产


资料来源: Wind, 中银证券

截至2018年6月,上市券商中,中信证券、华泰证券、国泰君安证券归母其他综合收益分别为53亿元、29亿元、27亿元,排名前三。上半年仅有中信证券与中原证券实现了归母其他综合收益的同比增长,而降幅超过50%的上市券商达到了19家。

图表 26. 2017H1、2018H1 上市券商归母其他综合收益



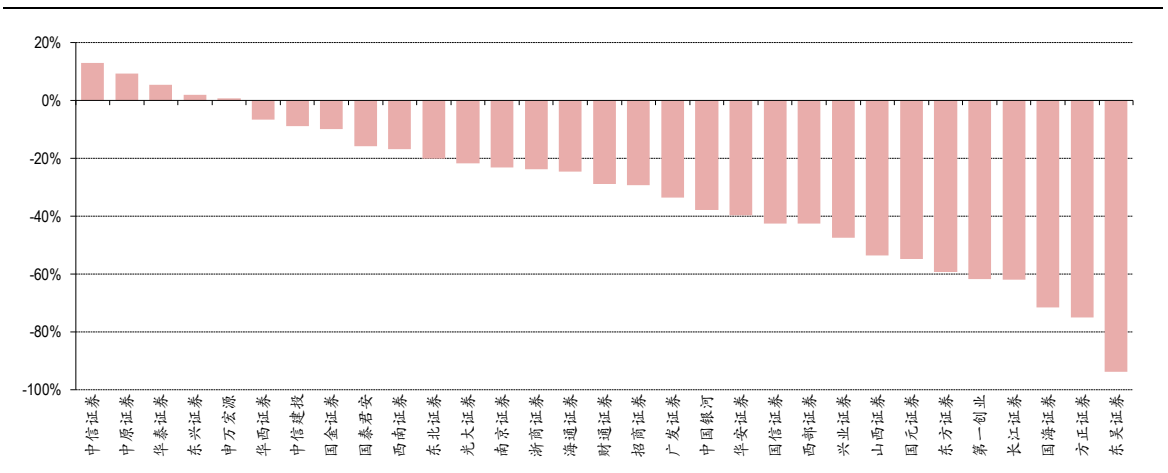
资料来源: Wind, 中银证券

3 业绩严重分化，龙头券商享估值溢价

1 业绩严重分化，龙头强者恒强

上市券商上半年业绩呈现“二八”分化格局。2018年上半年，上市券商业绩整体不佳，分化严重。净利润同比正增长的券商只有5家，分别是中信证券、中原证券、华泰证券、东兴证券以及申万宏源证券，其中中信证券归母净利润增幅为12.96%，在上市券商中增幅最高，业绩变现最为靓丽。在27家净利润下滑的券商中，同比降幅超过50%的有8家，分别是山西证券、国元证券、第一创业证券、长江证券、国海证券、方正证券以及东吴证券。太平洋证券归母净利润-1.05亿元，连续第二年亏损，亏损幅度较去年略有收窄。

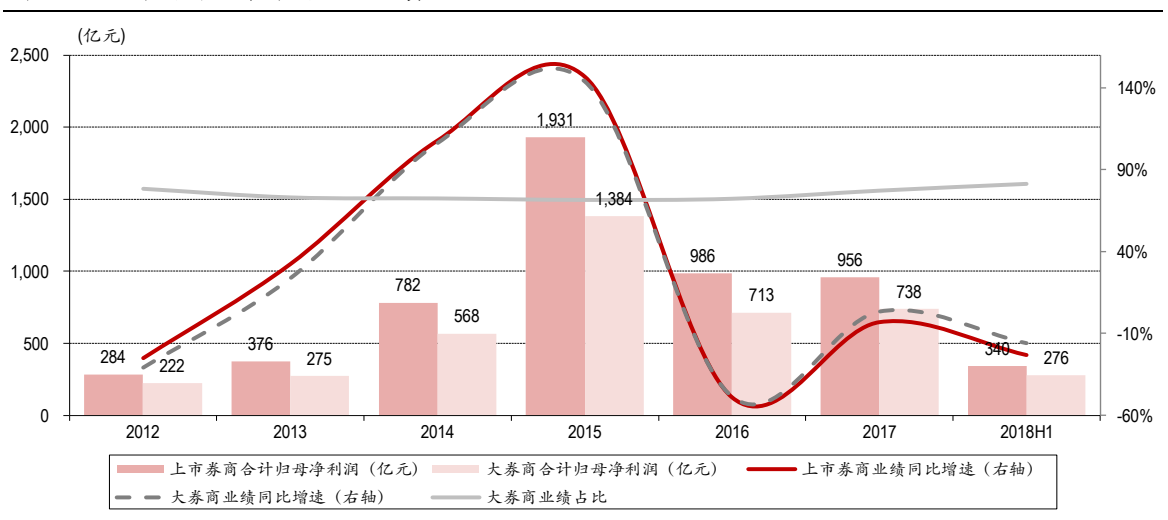
图表 27. 2018H1 上市券商归属于母公司股东净利润同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

大券商业绩远超行业平均。在市场寒冬时期，券商的“马太效应”尽显，上半年大券商净利润增速平均为-15.83%，显著高于全部上市券商的-23.10%，尤其是中信证券、华泰证券等龙头券商净利润逆势增长，面对市场压力，龙头券商更强更均衡的综合实力能够帮助它们更为平稳地过渡。此外，在行业不景气的大环境下，正是市场集中度快速提升的时期，11家A股上市大券商（分别是中信证券、国泰君安、华泰证券、海通证券、广发证券、申万宏源、招商证券、中信建投、中国银河、光大证券、国信证券）的归母净利润的市占率已经由2015年的72%提升至2018年上半年的81%。

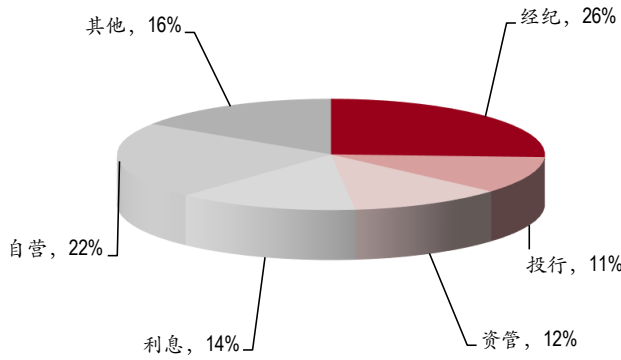
图表 28. 大券商与上市券商历史业绩及同比增速



资料来源: Wind, 中银证券

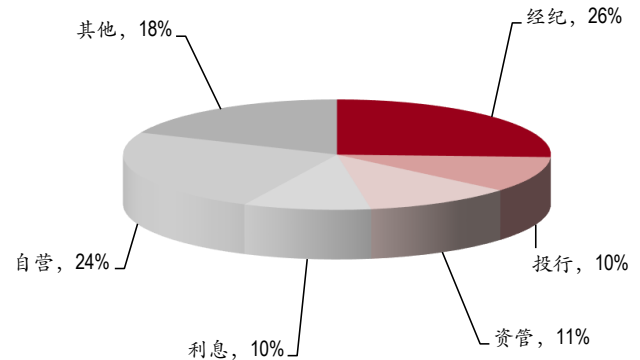
大券商业务结构更加均衡。从收入结构来看，大券商经纪、自营、信用、资管、投行业务收入占比分别为 26%、22%、14%、12%、11%，较上市券商平均的 26%、24%、10%、11%、10%更为均衡，因而对于单一业务政策变动、市场波动等情况具有更好的防御性。

图表 29. 大券商 2018H1 收入结构



资料来源: Wind, 中银证券

图表 30. 上市券商 2018H1 收入结构



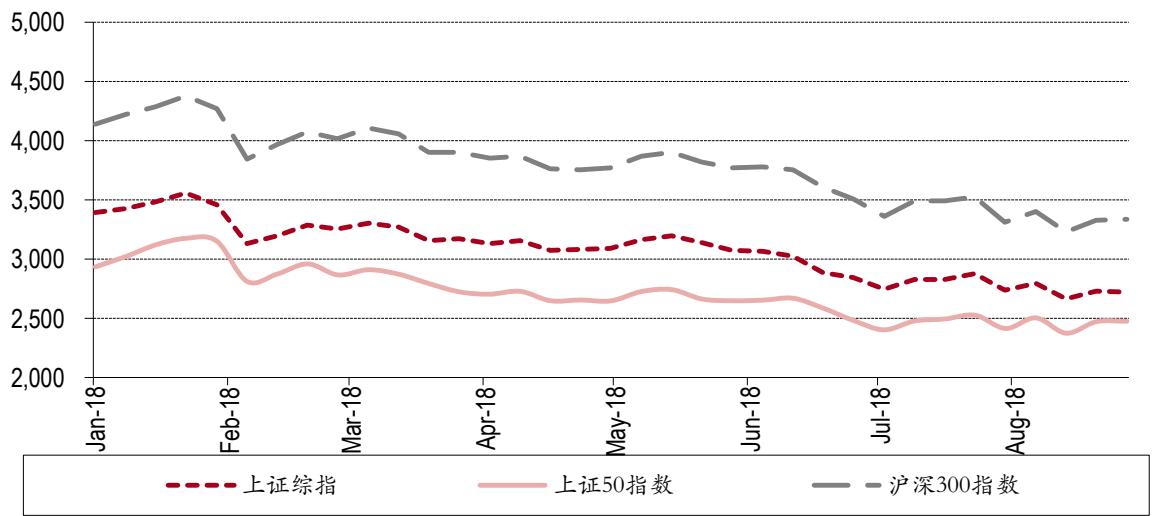
资料来源: Wind, 中银证券

龙头券商如中信证券、华泰证券之所能逆市取得大幅领先的业绩表现，一方面因为强大的综合实力、均衡的业务结构能够帮助他们抵御全方位的市场风险与政策风险，另一方面因为更加充足的资本以及雄厚的资金实力使得他们能够更加从容地创新，开拓新的业务领域带来增量业绩，以获取可持续发展的竞争力。

2 券商股估值创新低，反映对股票质押及自营业务的担忧

2018 市场指数高开低走。2018 年伊始，A 股市场“开门红”，迎来一波“小阳春”行情，然而从二月份开始，受去杠杆进程流动性持续紧缩和中美贸易战等国内外不确定性因素的影响，市场指数开始一路调整下行，维持低位徘徊的态势。

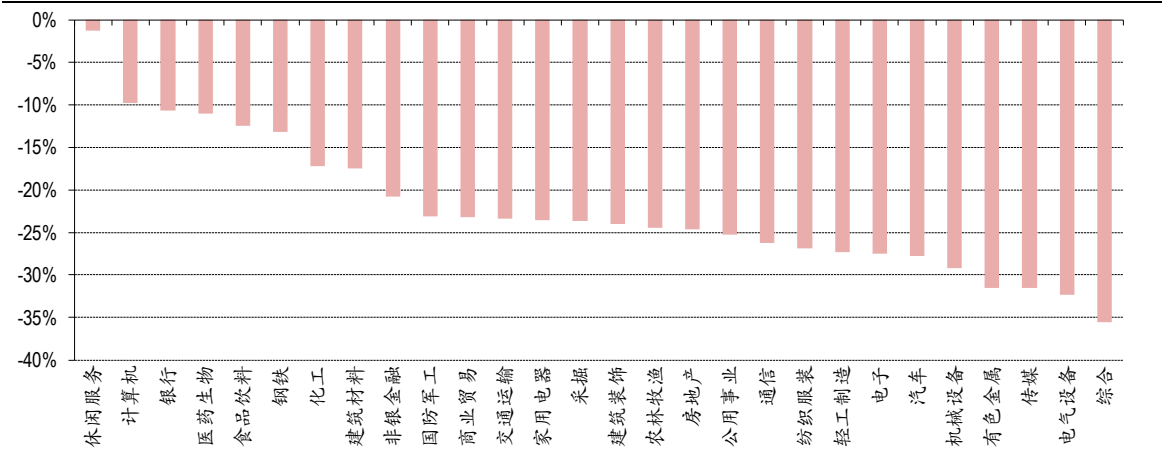
图表 31. 2018 年上证综合指数、沪深 300 指数、上证 50 指数走势



资料来源: Wind, 中银证券

非银行业股价表现整体不佳。今年以来A股市场行情持续低迷，截至8月底，全部28个申万一级行业指数较年初均有不同程度下跌，其中休闲服务、计算机、医药生物、食品饮料等行业受益于今年以来的消费升级概念、创新科技概念降幅较小。券商所在的非银金融行业较年初下跌20.8%，排名全部行业第9位。虽然排名仍然靠前，但是跌幅超过20%对于金融行业来说已经是远低于历史平均的股价表现了。

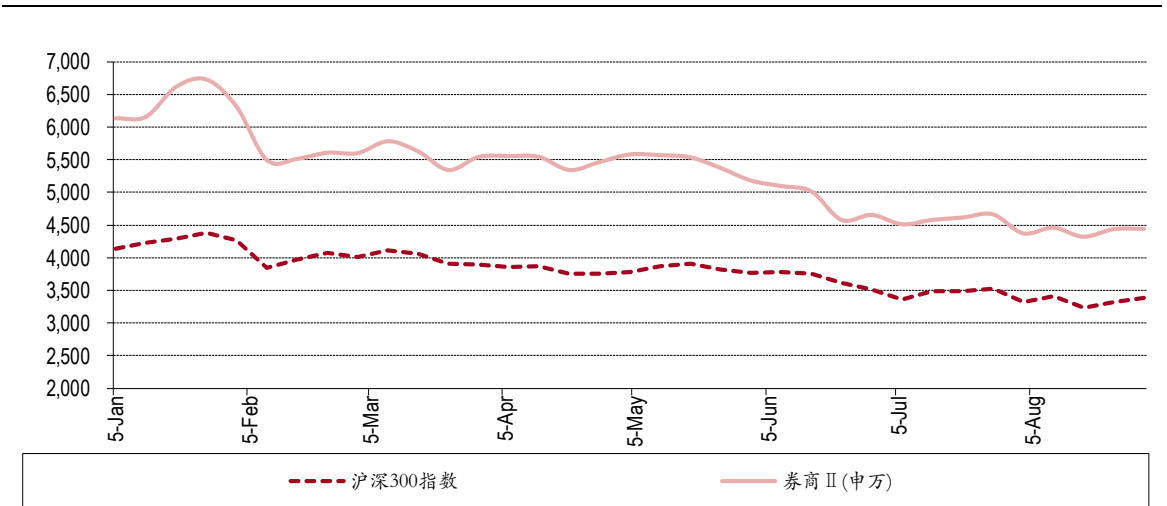
图表 32. 截至 2018 年 8 月底各行业指数涨跌幅排行



资料来源: Wind, 中银证券

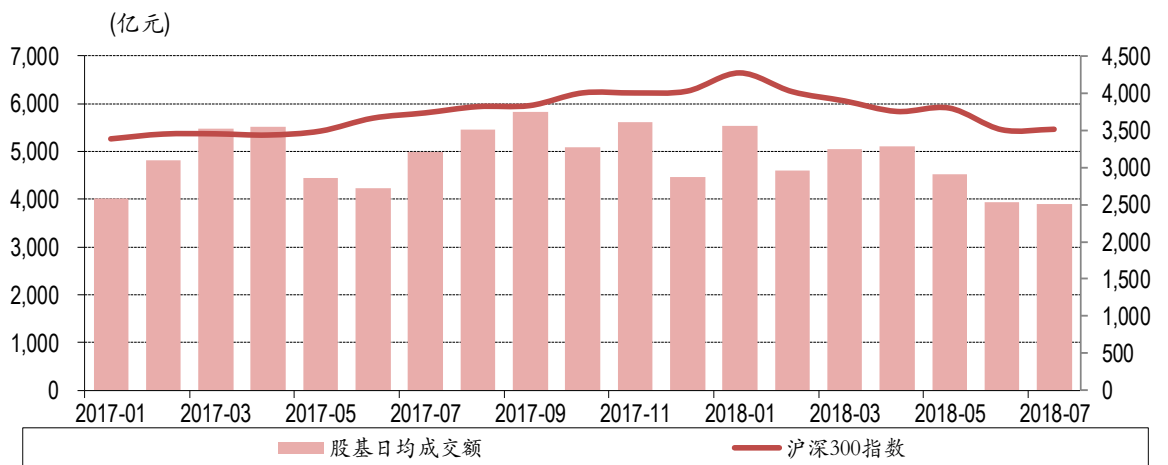
券商指数持续跑输大盘。由于券商具有强 Beta 属性，1 月份券商指数走势跑赢大盘，相比于沪深 300 指数相对收益最高达到+4.3%，进入 2 月份之后，券商指数跟随市场指数开始一路下跌，表现持续跑输大盘，相对收益一度下滑至-12.54%。7 月份以来，券商指数相对跌幅略有收窄的趋势。2018 年以来，日均股票基金成交额由 1 月份日均 5536 亿元下降至 7 月份日均 3908 亿元；市场融资融券余额也从 1 月底的 10,793 亿下降至 8 月底的 8623 亿元。股基成交量与两融规模的萎缩直接反映出悲观的市场投资者情绪。

图表 33. 2018 年沪深 300 指数与券商行业指数走势



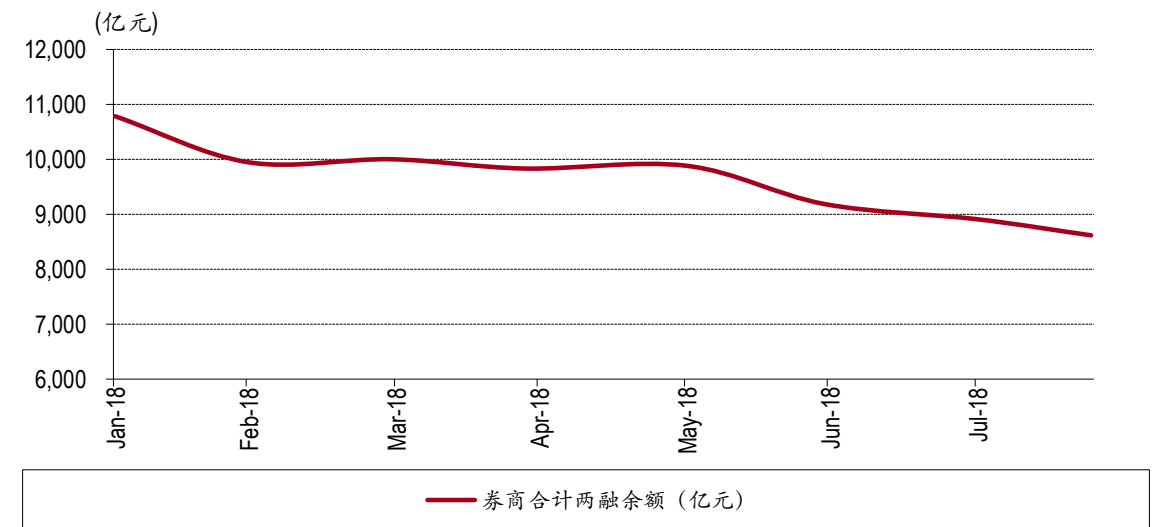
资料来源: Wind, 中银证券

图表 34. 2017/01-2018/07 沪深两市日均股基成交额



资料来源: Wind, 中银证券

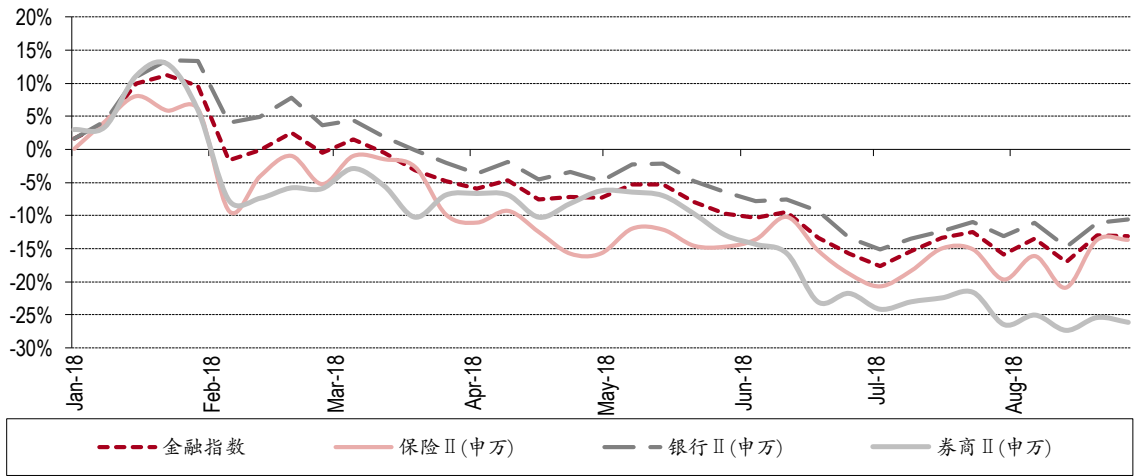
图表 35. 2018/01-2018/08 沪深两市融资融券余额



资料来源: Wind, 中银证券

券商指数表现不及银行、保险。2018 年是大资管统一监管时代的元年，监管层政策频出，“去杠杆”不断推进，流动性持续紧缺，金融业处于改革与开放的关键时期。未来证券业的发展产生了很多不确定性，市场的情绪较为悲观，叠加券商今年业绩的惨淡，申万券商 II 指数自 18 年年初起已累计下跌 26.15%，跌幅远超银行 II 的-10.66%与保险 II 的-13.69%。

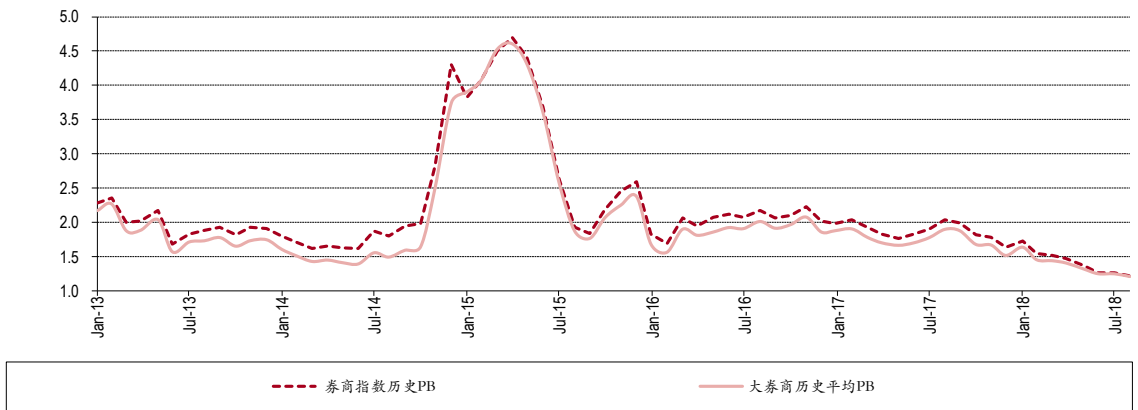
图表 36. 2018 年券商指数、保险指数及银行指数相对表现



资料来源: Wind, 中银证券

券商估值创历史新低，市场担忧反映充分。截至 2018 年 8 月底，证券行业平均 PB1.22 倍，大券商平均 PB1.21 倍，创下历史新低估值，远低于历史估值中枢 1.93 倍 PB。由于上半年市场行情低迷，两市大幅下跌，市场对股票质押爆仓以及自营业务亏损的担忧逐步增加。由于过去券商主要以轻资产模式运营，自身的净资产被侵蚀的风险较小，但是近年来券商不断增加自营业务规模，使用自有资金从事股票质押业务，净资产的市场风险敞口被放大，市场的担忧也随之而来，部分券商股甚至出现了市净率破一的情况。

图表 37. 证券行业及大券商历史平均 PB 估值



资料来源: Wind, 中银证券

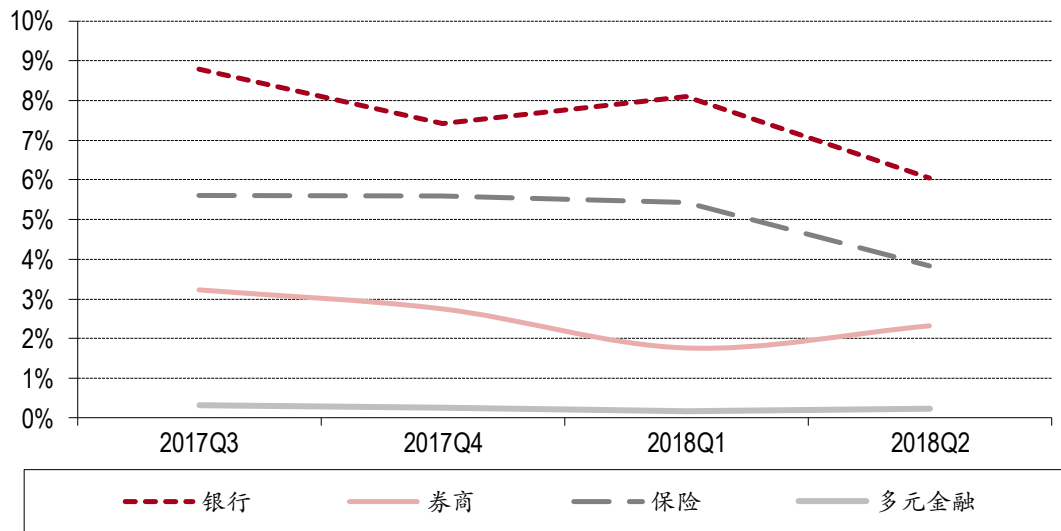
证金公司 18 年继续超配券商股。券商中报显示，证金公司 18 年二季度末持有的券商股比例较一季度小幅下滑，持有券商股市值总额达 284.42 亿元，持仓占比 7.37%，远高于券商股占 A 股总市值 3.38% 的比重。

公募基金低配券商股。根据公募基金中报持仓情况显示，截至 2018 年二季度末，中国公募基金持有券商股市值达 352.27 亿元，占总持仓比重 2.32%，较一季度末 1.76% 的持仓占比有所提升。相较于券商股 3.38% 的 A 股市值比重，目前公募基金对于券商股仍然大幅低配。

图表 38. 2018Q1 与 2018Q2 证金公司持有券商股情况

证券名称	2018Q1 持股比例(%)	2018Q2 持股比例(%)	最新持仓市值(亿元)
中信证券	5.94	5.84	94.57
国泰君安	5.68	2.34	63.23
华泰证券	6.42	6.42	54.69
申万宏源	3.11	3.11	27.75
兴业证券	4.90	4.90	14.99
长江证券	3.21	3.21	9.00
国元证券	3.68	3.68	7.31
国信证券	0.84	0.84	5.80
东北证券	2.51	2.51	3.67
国海证券	2.35	2.35	3.40
广发证券	4.33	0.00	0.00
光大证券	5.78	0.00	0.00

资料来源: Wind, 中银证券

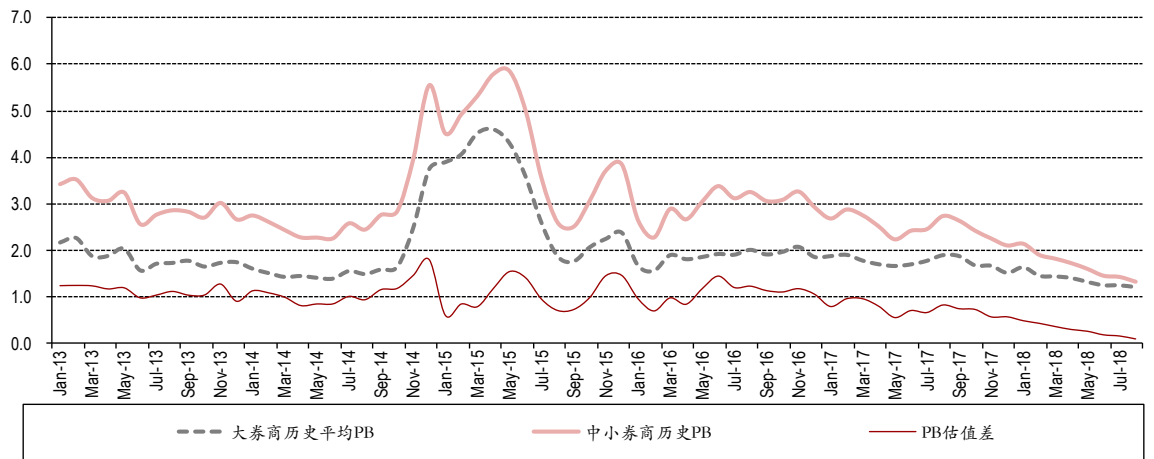
图表 39. 中国公募基金对金融板块的持仓占比变化


资料来源: Wind, 中银证券

3 龙头券商优势扩大, 应享有估值溢价

龙头券商享估值溢价, 更具配置价值。2018 年以来, 大券商与全行业 PB 差逐步缩小, 中小券商过去由于市值小、股价弹性大而享有的估值溢价也逐渐缩小, 这是因为在行业不景气的时期, 龙头券商有更强的综合实力抵御市场风险, 低估值、高业绩叠加政策红利, 市场预期也好于中小券商, 应享有估值溢价。

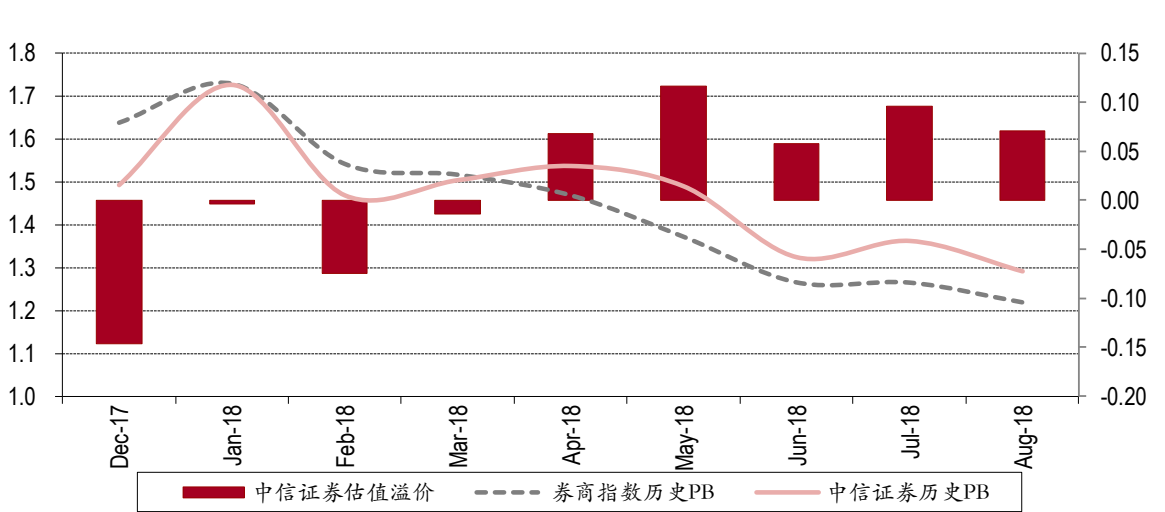
图表 40. 大券商与中小券商历史 PB 估值及估值差



资料来源: Wind, 中银证券

以中信证券为例, 2018 年初之前中信证券 PB 估值低于证券行业平均 PB 估值, 但是四月份以来中信证券 PB 估值溢价不断攀升, 一度达到 0.12, 截至 8 月底中信证券 PB 为 1.29 倍, 相对于行业平均 PB1.22 倍, 溢价达 0.07, 随着行业集中度的不断提升, 以中信证券为代表的龙头券商股更具配置价值。

图表 41. 中信证券历史 PB 估值溢价



资料来源: Wind, 中银证券

4 盈利展望与投资建议

1 盈利展望

2018 年对于券商来说无疑是“寒冬”，国内外诸多不确定性因素加剧了业绩的惨淡。我们预计 2018 年下半年券商业绩好于二季度情况，边际改善。我们对 2018 年的日均成交量、承销规模、两融平均规模、股债投资收益率等基本假设变量分三种情况进行弹性测试，在悲观、中性、乐观假设下，证券行业整体净利润增速为-37.58%、-22.06%、6.64%。

图表 42. 2018 年证券行业业绩弹性测试

证券行业业绩测算		2017	2018E		
单位：亿元		实际	悲观	中性	乐观
经纪业务	市场日均成交量	5,011	4,600	5,000	5,400
	净佣金率(%)	0.033	0.031	0.033	0.035
	经纪业务净收入	821	696	817	922
投行业务	IPO 募资规模	2,304	2,500	2,700	3,000
	债券承销规模	43,950	34,000	40,000	46,000
	增发规模	12,874	11,000	12,000	13,000
	IPO 承销收入	150	163	176	195
	债券承销收入	196	151	178	205
	增发承销收入	31	27	29	31
	承销保荐收入	7	341	383	432
	财务顾问收入	125	90	91	92
	投行业务净收入	510	431	474	524
信用业务	两融平均规模	9,359	8,600	8,900	9,300
	两融净利率(%)	3.72	3.00	3.50	4.30
	两融利息收入	348	258	312	400
	总利息净收入	348	258	312	400
自营	增长率(%)		(35.00)	(20.00)	(5.00)
	自营业务净收入	861	560	689	818
资管	券商资管平均规模	172,600	155,340	163,970	172,600
	资管综合费率	0.18	0.20	0.22	0.22
	资管业务净收入	310	311	361	380
其它业务净收入		264	264	284	304
营业总收入		3,114	2,519	2,936	3,347
净利润率(%)		36.29	28.00	30.00	36.00
净利润		1,130	705	881	1,205
预计净利润同比增速(%)			-37.58	-22.06	6.64

资料来源：Wind，中银证券

2 投资建议

严监管年政策频出：2018 年股票市场整体表现不佳，受行业严监管、流动性紧缺以及中美贸易战等国内外不确定性因素影响，投资者情绪低迷，预期较为悲观，市场持续下跌。随着政治局会议提出“六稳”要求，国常会提出积极的财政政策与稳健的货币政策并举，证监会出台以扩大开放与深化改革为主的五项举措，央行定向降准以支持实体经济与国家重要产业，政策面疑云释去，去杠杆进程放缓，流动性不足逐步得到缓解，市场担忧将逐步出清。

创新业务和专业能力拉开未来发展差距：2018 年上半年，券商业务结构发生被动调整，受 A 股持续下行影响自营业务收入产生较大幅度缩水，经纪业务取代自营业务成为第一大收入来源。传统牌照类业务更多的是“看天吃饭”，受市场行情以及监管层政策的影响不确定性大，未来券商将逐渐转型重资产经营模式，着力发展自营业务、主动管理资管业务以不断充实资产结构，同时应重视对诸如场外衍生品等创新业务的开发与拓展，以充分应对金融开放后外资券商大规模进入市场所带来的证券业务模式与结构的调整与革新。

下半年静待政策推陈出新：下半年监管层有望推出“沪伦通”以及股指期货新政，或带来正面催化。8月31日，证监会就《上海证券交易所与伦敦证券交易所市场互联互通存托凭证业务监管规定（试行）》公开征求意见。该规定规范了沪伦通存托凭证业务涉及的发行上市、交易、信息披露、跨境转换等行为。而同一日证监会答复政协十三届全国委员会第一次会议提案，其中就政协提议《关于促进股指期货市场功能正常发挥的提案》，答复函提及后续股指期货的监管及发展方向，明确优化股指期货交易安排、上市更多期货产品、引入更多交易机制、放开外资进入金融期货。市场筑底已久，目前板块估值已创新低，行业平均 18PB1.22 倍，其中大券商 1.21 倍。龙头券商享有高业绩与政策红利，优势有望持续扩大，重点推荐龙头中信证券、华泰证券。

图表 43. “沪伦通”监管规定公开征求意见稿十大要点

十大要点	具体描述
1.两个业务方向	东向业务是指伦交所上市公司在上交所挂牌中国存托凭证（CDR）。西向业务是指上交所 A 股上市公司在伦交所挂牌全球存托凭证（GDR）。
2.融资安排不同	东向业务暂不允许伦交所上市公司在我国境内市场通过新增股份发行 CDR 的方式直接融资。上交所 A 股上市公司则可通过发行 GDR 直接在英国市场融资。
3.产品跨境	沪深港通是两地的投资者互相到对方市场直接买卖股票，实现“投资者跨境”，但产品仍留在对方市场。而沪伦通是将对方市场的股票转换成 DR 到本地市场挂牌交易，实现了“产品跨境”，但投资者仍留在本地市场。
4.标的企业的选取标准	境外基础证券发行人要发行 CDR 须满足两个硬指标，一是须为伦交所主板高级上市公司；二是上市年限和市值规模须符合一定标准。据了解，这是为了选取在英国市场流动性较好，有较为广泛投资者基础的发行人参与沪伦通东向业务。西向 GDR 业务方面，伦交所也将欢迎上交所主板、市值规模达到一定标准的公司发行 GDR。
5.投资者选取标准	在试点初期，机构投资者以及符合条件的个人投资者，将可以根据中国证监会和上交所的相关规定，向其指定交易的证券公司申请参与沪伦通下 CDR 投资。参与 CDR 投资的个人投资者需满足拥有一定规模金融资产的要求。按照既有规则安排，投资 CDR 将不需要单开账户，合格投资者通过普通 A 股账户即可进行 CDR 的投资。
6.跨境转换	沪伦通东西双向业务都允许 DR 与基础股票按既定比例进行互相转换，这是沪伦通实现两地市场互联互通的主要方式。证监会有关部门负责人表示，这一安排有利于市场自主调节 DR 供需，保持 DR 与基础股票的价格联动。
7.投资者保护救济机制	1.落实投资者适当性管理。2.明确发行人法律责任。3.确保基础财产安全。4.保护境内投资者知情权。5.建立纠纷调解机制。
8.CDR 持有人三大权利	首先，CDR 持有人依法享有存托凭证代表的境外基础证券权益。其次，CDR 持有人可通过存托人行使对基础证券的股东权利，包括但不限于：投票、获取现金分红、股份分红及其他财产分配，行使配股权，行使表决权等。再者，CDR 持有人享有法律法规及中国证监会规定的和存托协议约定的其他权利。
9.适用法律法规	沪伦通下两地公司到对方市场发行上市，须适用发行地市场的法律法规。按照相关业务规则，沪伦通东向业务须遵循中国证券监管法律法规，适用中国证监会和上交所关于沪伦通下 CDR 发行上市、持续监管、本地交易和跨境转换的相关规定。
10.优化配套制度	沪伦通以实现境外基础证券发行人挂牌 CDR 和境内上市公司发行 GDR 为起步，后续还将视市场发展深入优化配套制度，为境内投资者提供更便捷的、投资境外优质上市公司的机会，也为境内上市公司拓展国际业务、提升国际知名度提供更多支持。

资料来源：Wind，中银证券

图表 44. 证监会答复函就股指期货市场后续发展改进方向

改进方向	具体描述
优化交易安排	将在加强监管能力建设的基础上，研究进一步调整优化股指期货的交易安排，发挥市场功能，促进市场长期稳健发展。
产品创新	将继续指导交易所深入研究股指期权、ETF 期权、外汇期货等金融期货产品，在时机成熟时上市相关品种，以进一步满足投资者多元化的交易和风险管理需求。
引入场外协商交易方式	将根据市场发展情况，积极推进中金所在国债期货等品种上引入相关交易机制，更好地满足机构投资者的风险管理需要。
金融期货对外开放	将指导中金所在强化市场监管的前提下，认真研究股指期货等金融衍生品对外开放的措施安排，为境外投资者管理 A 股市场风险提供对冲工具，进一步增加境外投资者参与 A 股交易的吸引力，安全稳妥推进金融期货市场对外开放。

资料来源：Wind，中银证券

图表 45. 上市券商估值表

代码	券商	股价 (元)	总市值 (亿元)	PB				PE				评级
				2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E	
600030.SH	中信证券	16.09	1,862	1.37	1.30	1.25	1.19	18.71	17.05	15.04	12.98	买入
600837.SH	海通证券	8.53	896	0.891	0.83	0.81	0.78	12.20	11.38	13.61	11.91	增持
601211.SH	国泰君安	14.62	1,268	1.24	1.03	1.00	0.96	11.33	12.89	14.56	11.78	增持
601688.SH	华泰证券	15.27	1,173	1.30	1.25	1.18	1.12	17.44	11.79	10.79	9.76	增持
000776.SZ	广发证券	13.49	944	1.31	1.21	1.17	1.12	12.80	11.96	16.79	12.74	增持
600999.SH	招商证券	12.88	814	1.44	1.34	1.06	1.02	15.97	14.91	18.78	14.61	增持
601066.SH	中信建投	8.17	574	1.63	1.53	1.36	1.30	11.15	14.74	16.11	14.49	增持
601881.SH	中国银河	7.35	597	1.21	1.15	1.12	1.09	14.46	18.72	18.17	18.17	未有评级
000166.SZ	申万宏源	4.43	998	1.70	1.61	1.52	1.45	16.43	19.32	16.08	15.57	增持
002736.SZ	国信证券	8.26	677	1.57	1.44	1.37	1.22	14.87	14.81	14.10	5.64	未有评级
601788.SH	光大证券	10.00	438	0.98	0.95	0.92	0.89	15.30	15.29	13.90	12.63	未有评级
601901.SH	方正证券	5.90	486	1.37	1.30	1.27	1.25	18.90	33.43	37.14	37.14	未有评级
600958.SH	东方证券	8.63	562	1.32	1.14	1.10	1.05	26.08	16.98	14.77	12.84	未有评级
601377.SH	兴业证券	4.46	299	0.94	0.89	0.86	0.83	14.60	13.07	11.37	11.96	未有评级
000728.SZ	国元证券	6.65	224	0.63	0.88	0.86	0.84	15.92	18.59	19.57	20.60	未有评级
601555.SH	东吴证券	6.34	190	0.94	0.91	0.90	0.88	12.69	24.13	26.81	28.23	未有评级
600369.SH	西南证券	3.61	204	1.07	1.05	1.03	1.02	22.21	30.47	32.07	33.76	未有评级
600109.SH	国金证券	6.81	206	1.18	1.09	1.06	1.03	15.86	17.14	16.33	17.19	未有评级
000783.SZ	长江证券	5.01	277	1.09	1.04	1.03	1.00	12.55	17.93	28.57	21.99	中性
000686.SZ	东北证券	6.14	144	0.92	0.92	0.90	0.88	10.93	21.55	23.94	25.20	未有评级
601198.SH	东兴证券	10.14	280	1.53	1.46	1.41	1.36	20.67	21.36	22.48	21.41	未有评级
000750.SZ	国海证券	3.36	142	1.03	1.03	1.01	1.00	13.95	37.69	32.78	31.22	未有评级
601099.SH	太平洋	2.25	153	1.30	1.31	1.30	1.29	22.97	131.90	131.90	138.84	未有评级
002673.SZ	西部证券	8.02	281	1.81	1.60	1.57	1.55	24.97	37.33	49.78	55.31	未有评级
002500.SZ	山西证券	6.35	180	1.46	1.44	1.41	1.39	38.41	43.93	46.24	48.67	未有评级
002797.SZ	第一创业	5.18	181	1.32	2.05	2.00	1.96	32.29	42.91	42.91	45.16	未有评级
601375.SH	中原证券	4.14	132	1.54	1.60	1.56	1.53	22.29	36.24	38.15	40.16	未有评级
600909.SH	华安证券	5.12	185	1.57	1.51	1.47	1.43	30.80	28.53	27.18	28.61	未有评级
601878.SH	浙商证券	6.65	222	2.08	1.64	1.58	1.53	17.86	20.84	21.94	23.09	未有评级
601108.SH	财通证券	9.85	354	2.16	1.74	1.66	1.60	10.15	17.91	18.46	20.52	未有评级
601990.SH	南京证券	8.44	232	2.26	2.23	2.18	2.14	42.31	50.85	53.53	56.35	未有评级
002926.SZ	华西证券	9.27	243	1.64	1.53	1.48	1.44	14.60	23.88	26.53	27.93	未有评级
	大券商		10,241	1.33	1.24	1.16	1.10	14.60	14.81	15.27	12.75	
	行业		15,416	1.37	1.31	1.26	1.22	18.80	26.55	27.82	27.70	
	中小券商		7,885	1.39	1.35	1.32	1.29	21.00	32.70	34.40	35.53	

资料来源: Wind, 中银证券

注: 股价截止日 2018 年 9 月 3 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) 证券行业具有强 Beta 属性，市场持续低迷对证券行业的经纪业务、两融业务、自营业务等主要收入来源业务带来业绩和估值双重压力；
- 2) 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；
- 3) 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；
- 4) 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。



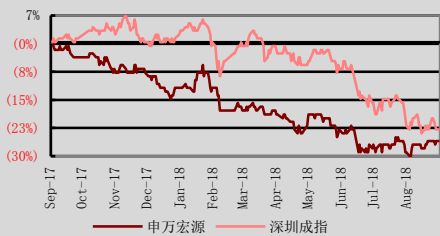
000166.SZ

增持

市场价格：人民币 4.46

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(16.2)	0.5	(2.8)	(25.8)
相对深证成指	8.1	8.2	15.0	(4.1)

发行股数(百万)	22,536
流通股(%)	89
流通股市值(人民币 百万)	89,325
3个月日均交易额(人民币 百万)	70
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
中国建银投资有限责任公司	29

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以2018年9月3日收市价为标准

相关研究报告

《证券行业 2018 年中期策略》20180626

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

王维逸

021-20328591

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518050001

申万宏源

自营资产配置调整，规避风险业绩稳定

事件：公司发布 2018 年半年报，上半年公司实现营业总收入 60.75 亿元，同比增长 0.21%；实现归属上市公司股东的净利润为 20.66 亿元，同比增长 0.76%；EPS0.28 元，BVPS2.92 元。

支撑评级的要点

- **营收与净利润微增，自营收入占比大幅增加：**1) 公司上半年营收和归母净利润同比分别上涨 0.21%和 0.76%，在全行业经营惨淡的情况下，业绩表现超过行业平均水平，略超预期。2) 自营、经纪、利息、资管、投行收入占比分别为 34%、31%、13%、12%、7%，业务发生结构性调整。其中自营业务占比大幅增长 10 个百分点。
- **经纪、投行、信用业务收入下滑显著：**上半年公司经纪业务收入同比下滑 9.23%，主要受市场份额由 5.02%下降到 4.65%影响所致。投行业务收入同比下降 30.82%，虽然股债承销金额市占率提升 0.1%，但是上半年 IPO 业务挂零。信用业务方面，公司大力发展股票质押业务，上半年股票质押收入增长 3.3 倍，但是利息支出大幅上涨 32.89%，导致利息净收入同比下滑 28.91%。
- **自营、资管业务业绩靓丽，成为支撑净利润“主力军”：**自营业务收入 1-6 月同比增长 40.39%，表现最为抢眼。自营资产组合中，债券占比提升 2 个百分点至 60.87%，股票占比下滑至 5.17%，公司通过自营资产结构调整的方式，规避了部分市场风险。资管业务收入同比增长 20.40%，在通道业务受阻的情况下，主动管理提升成为资管业务的主要增长点。
- **公司合并完成资源整合，逐步进入正轨。**公司自合并之后坚持协同发展之道，在逐渐度过业务融合的困难时期之后，公司充分整合资源并借助平台优势，各项业务逐渐步入正轨。公司在 7 月收到子公司一次性利润分配 10 亿元，为下半年业绩奠定基础。

评级面临的主要风险

- 政策出台对行业的影响超预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响；

估值

- 首次覆盖，给与公司“**增持**”评级，给与目标估值 1.7 倍 18PB，对应目标价格 4.96 元。

投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币, 百万)	14,720	13,368	13,766	14,984	17,130
变动(%)	(52)	(9)	3	9	14
归母净利润(人民币, 百万)	5,409	4,600	5,525	5,706	6,357
变动(%)	(55)	(15)	20	3	11
每股股息(人民币)	0.10	0.05	0.06	0.06	0.07
股息率(%)	2.24	1.12	1.34	1.39	1.55
每股收益(元/股)	0.27	0.23	0.28	0.28	0.32
BVPS(元)	2.61	2.75	2.92	3.06	3.22
市净率(倍)	1.70	1.61	1.52	1.45	1.38

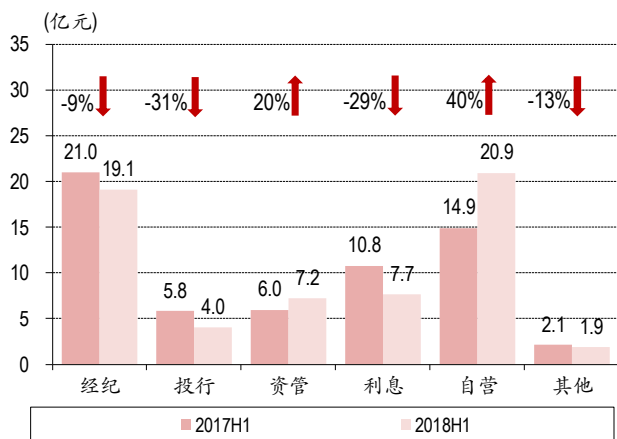
资料来源：公司数据及中银证券

图表 1. 2018 年上半年业绩摘要

单位: 百万元	2017H1	2018H1	同比 (%)
一、营业收入	6,062	6,075	0
手续费及佣金净收入	3,310	3,061	(8)
经纪业务手续费净收入	2,102	1,908	(9)
投资银行业务手续费净收入	582	403	(31)
资产管理业务手续费净收入	597	719	20
利息净收入	1,077	765	(29)
投资净收益	1,518	2,228	47
对联营企业和合营企业的投资收益	89	72	(19)
公允价值变动净收益	63	(62)	(199)
其他业务收入	55	38	(31)
二、营业支出	3,322	3,448	4
营业税金及附加	56	77	38
管理费用	3,143	3,274	4
三、营业利润	2,741	2,627	(4)
四、利润总额	2,740	2,617	(4)
减: 所得税	634	502	(21)
五、净利润	2,105	2,115	0
归属于母公司所有者的净利润	2,050	2,066	1
总资产	282,966	336,735	19
归属于母公司所有者的净资产	52,560	67,476	28

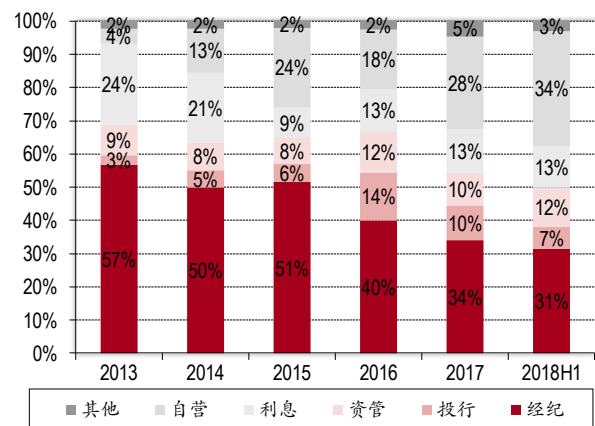
资料来源: 公司数据、中银证券

图表 2. 2018H1 公司分业务收入及同比增速



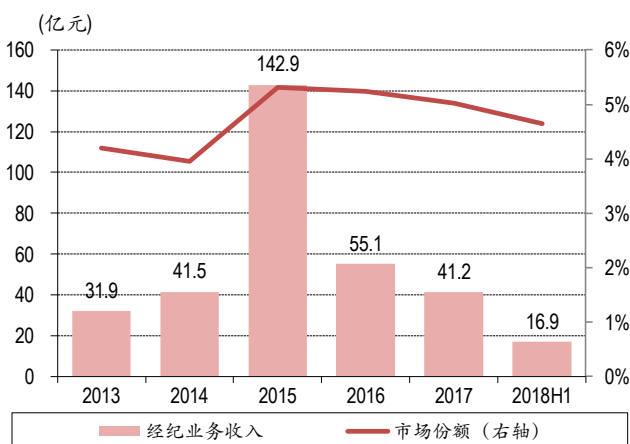
资料来源: 公司数据及中银证券

图表 3. 2013-2018H1 公司分业务收入结构

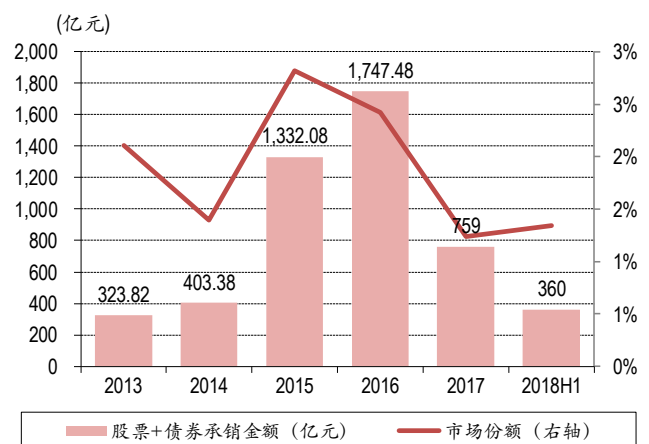


资料来源: 万得数据及中银证券

图表 4. 2013-2018H1 公司经纪业务收入及市场份额

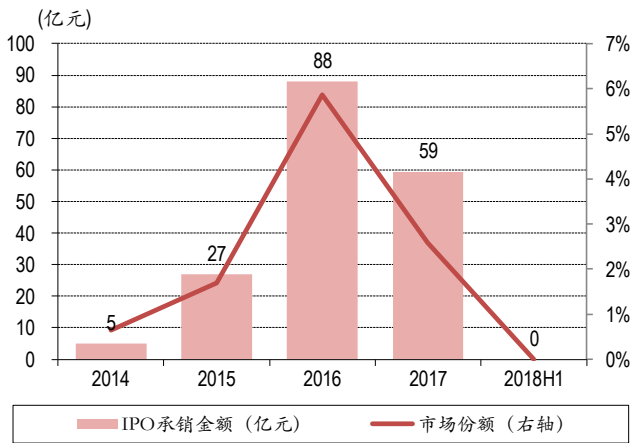


图表 5. 2013-2018H1 公司股债承销金额及份额



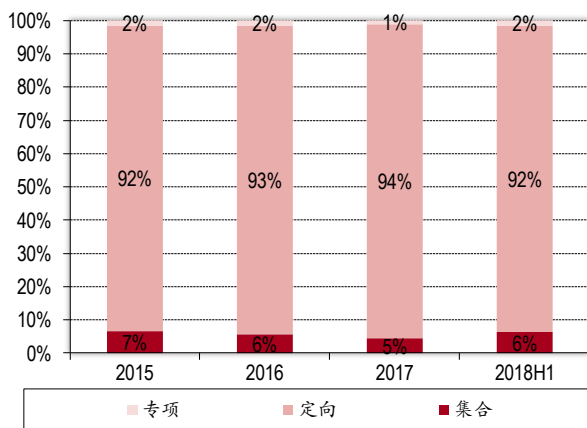
资料来源：公司数据及中银证券

图表 6. 2014-2018H1 公司 IPO 承销金额及份额



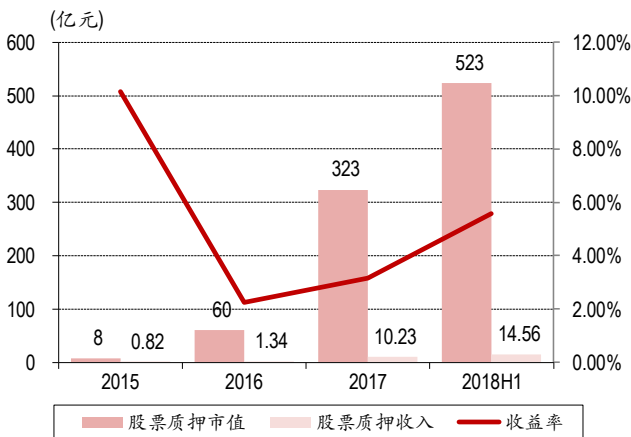
资料来源：公司数据及中银证券

图表 8. 2015-2018H1 公司资产管理业务结构



资料来源：公司数据及中银证券

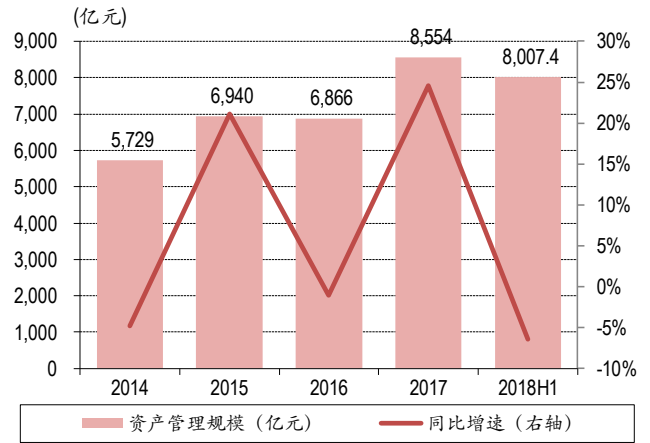
图表 10. 2015-2018H1 股票质押市值及收入



资料来源：公司数据及中银证券

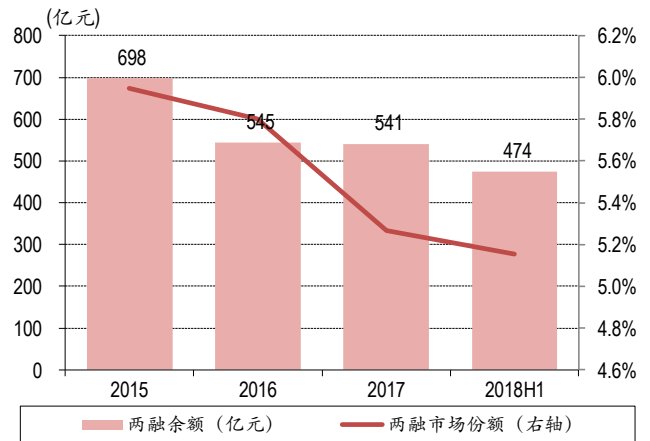
资料来源：万得数据及中银证券

图表 7. 2014-2018H1 公司资产管理业务规模及增速



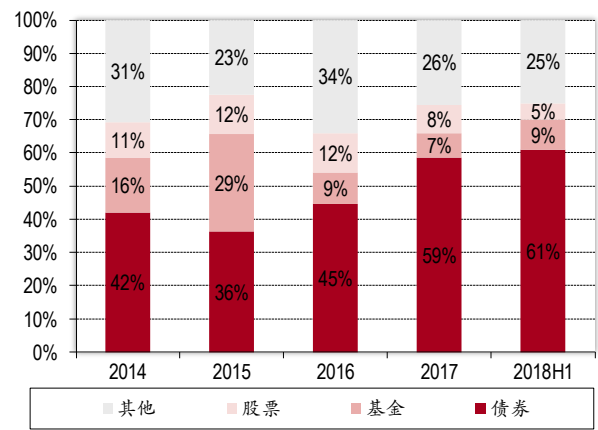
资料来源：万得数据及中银证券

图表 9. 2015-2018H1 公司两融余额及市场份额



资料来源：万得数据及中银证券

图表 11. 2014-2018H1 公司自营资产配置



资料来源：万得数据及中银证券

损益表(人民币百万)
主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2016	2017	2018E	2019E	2020E
一、营业收入	14,720	13,368	13,766	14,884	17,130					
手续费净收入	9,903	7,378	6,892	7,413	7,788	40	34	31	30	27
其中:代理买卖证券	5,897	4,559	4,246	4,514	4,629	14	10	7	8	7
证券承销业务	2,115	1,397	963	1,533	1,260	12	10	11	11	10
委托管理资产	1,804	1,303	1,559	1,615	1,762	25	29	40	41	44
利息净收入	1,867	1,750	1,239	1,280	1,755	13	13	9	9	10
投资净收益	3,902	4,062	6,555	7,009	8,301	(5)	3	1	1	1
其中:对联营和合营	212	223	1,000	800	800					
公允价值变动净收益	(1,018)	(90)	-	-	-	(52)	(9)	3	9	14
汇兑净收益	11	2	-	-	-	(64)	(5)	4	9	15
其他业务收入	54	106	80	82	86	(55)	(15)	20	3	11
二、营业支出	8,483	7,425	7,614	8,264	9,430					
营业税金及附加	425	114	127	133	155	0.27	0.23	0.28	0.28	0.32
业务及管理费	7,598	6,834	7,038	7,661	8,758	2.61	2.75	2.92	3.06	3.22
资产减值损失	451	429	397	411	446					
其他业务成本	10	48	52	60	72	42	44	45	45	45
三、营业利润	6,237	5,943	6,152	6,621	7,700	10	8	9	9	10
加:营业外收入	173	10	-	-	-	2	2	2	2	2
减:营业外支出	24	26	-	-	-					
四、利润总额	6,385	5,927	7,152	7,521	8,500	1.70	1.61	1.52	1.45	1.38
减:所得税费用	857	1,202	1,499	1,370	1,684	16.43	19.32	16.08	15.57	13.98
五、净利润	5,528	4,726	5,653	5,851	6,516					
归母净利润	5,409	4,600	5,525	5,706	6,357					

资料来源: 公司数据及中银证券预测



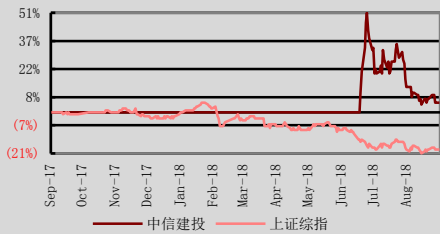
601066.SH

增持

市场价格：人民币 8.16

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	4.6	(17.5)	0.0	0.0
相对上证指数	23.2	(12.2)	12.0	18.9

发行股数(百万)	7,646
流通股(%)	5
流通股市值(人民币 百万)	3,264
3个月日均交易额(人民币 百万)	613
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
北京国有资本经营管理中心	35

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以2018年9月3日收市价为标准

相关研究报告

《证券行业 2018 年中期策略》20180626

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

王维逸

021-20328591

weyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518050001

中信建投

创新业务抢占先机，IPO 份额大幅提升

事件：公司发布 2018 年半年报，上半年公司实现营业总收入 52.63 亿元，同比增长 2.69%；实现归属上市公司股东的净利润为 16.93 亿元，同比下滑 8.75%；EPS0.51 元，BVPS6.03 元。

支撑评级的要点

- **营收同比小幅上升，归母净利润同比下滑：**1)公司上半年营收和归母净利润同比分别增长 2.69%和下滑 8.75%，在全行业业绩惨淡的背景下，公司业绩表现优于行业平均。2)自营、投行、经纪、利息、资管业务收入占比分别为 29%、27%、25%、9%、6%，业务结构发生一定调整。自营业务收入占比提升 7 个百分点跃居第一，信用业务占比下降 6 个百分点。
- **投行业务优势稳固，自营业务表现靓丽：**上半年 A 股市场 IPO 募集资金人民币 922.00 亿元，同比下降 20.96%，公司得益于 IPO 市占率由 6.31% 大幅提升至 10.12%，投行业务收入同比增长 8.92%，继续提升公司投行业务的优势地位。上半年自营业务表现抢眼，同比增长 34.93%。在二级市场持续的低迷的情况下，公司将债券类投资的比重由 65.87% 提升至 69.45%，同时场外期权业务等衍生金融工具贡献了可观的业绩增量。
- **信用业务近乎“腰斩”，资管业务亟待发展。**上半年信用业务收入同比下滑 36.94%；虽然两融业务收入与股票质押收入同比分别增长 18% 与 121%，但是受流动性紧缩融资成本上行等不利影响，利息支出大幅增加 50%。经纪业务收入同比下滑 6.54%，主要受股基成交额市占率小幅下滑至 1.99% 所致。资管业务收入同比下滑 6.11%，占比仍然较小，以主动管理型为主的资管业务规模急需提升。
- **创新业务抢占先机，回 A 有助公司补充资本实力：**公司今年成功完成 A 股上市，公司正式跻身“A+H”上市券商行列，资本实力得到大幅度提升，在进一步夯实投行、经纪传统业务优势的基础上，公司有望提升主动管理能力，开拓自营、资管以及创新业务的新领地。今年上半年以来，公司新增场外期权名义本金合计 292.14 亿元，市占率达到 9.03%，在创新业务方面占领先机，龙头综合实力有望持续提升。

评级面临的主要风险

- 政策出台对行业的影响超预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响；

估值

- 首次覆盖，给与公司“增持”评级，给予目标估值 1.5 倍 18PB，对应目标价格 9.05。

投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币, 百万)	13,259	11,303	11,759	13,908	16,434
变动 (%)	(30)	(15)	4	18	18
归母净利润(人民币, 百万)	5,259	4,015	3,877	4,311	5,156
变动 (%)	(39)	(24)	(3)	11	20
每股股息(人民币)	0.00	0.40	0.37	0.41	0.49
每股收益(元/股)	0.73	0.55	0.51	0.56	0.67
市净率(倍)	1.43	1.35	1.36	1.30	1.23

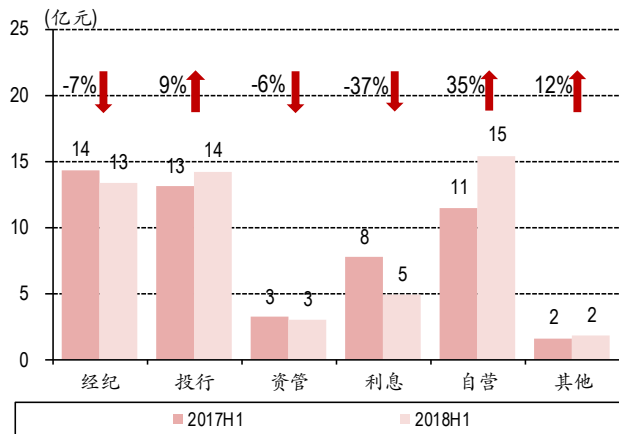
资料来源：公司数据及中银证券

图表 1. 2018 年上半年业绩摘要

单位：百万元	2017H1	2018H1	同比 (%)
一、营业收入	5,125	5,263	3
手续费及佣金净收入	3,233	3,220	(0)
经纪业务手续费净收入	1,428	1,335	(7)
投资银行业务手续费净收入	1,304	1,421	9
资产管理业务手续费净收入	319	299	(6)
利息净收入	770	486	(37)
投资净收益	1,208	1,126	(7)
对联营企业和合营企业的投资收益	(3)	1	(148)
公允价值变动净收益	(68)	417	(715)
其他业务收入	14	36	157
二、营业支出	2,635	3,030	15
营业税金及附加	40	43	8
管理费用	2,566	2,730	6
三、营业利润	2,490	2,232	(10)
四、利润总额	2,498	2,239	(10)
减：所得税	613	533	(13)
五、净利润	1,886	1,706	(10)
归属于母公司所有者的净利润	1,855	1,693	(9)
总资产	195,001	216,882	11
归属于母公司所有者的净资产	42,089	47,685	13

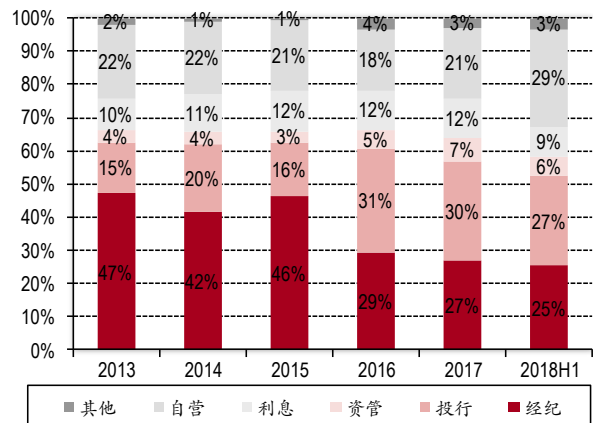
资料来源：公司数据、中银证券

图表 2. 2018H1 公司分业务收入及同比增速

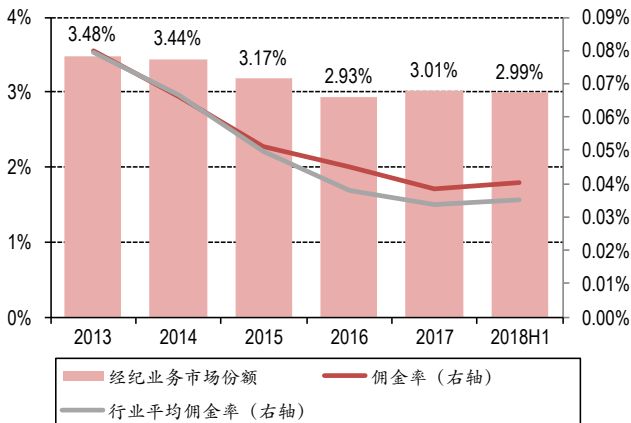


资料来源：公司数据及中银证券

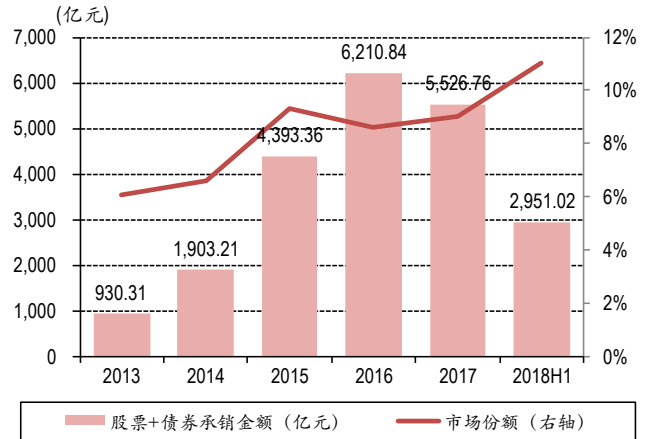
图表 3. 2013-2018H1 公司分业务收入结构



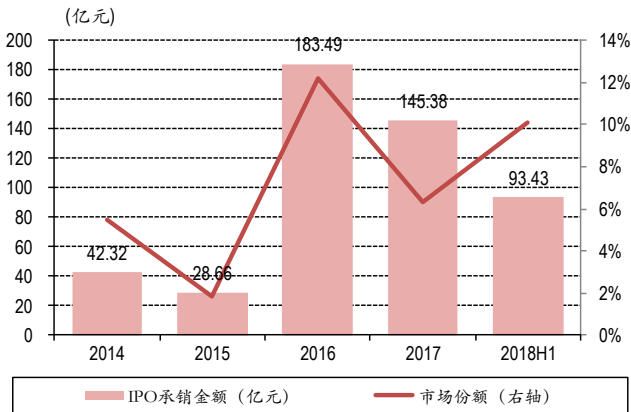
资料来源：万得数据及中银证券

图表 4. 2013-2018H1 公司经纪业务份额及佣金率


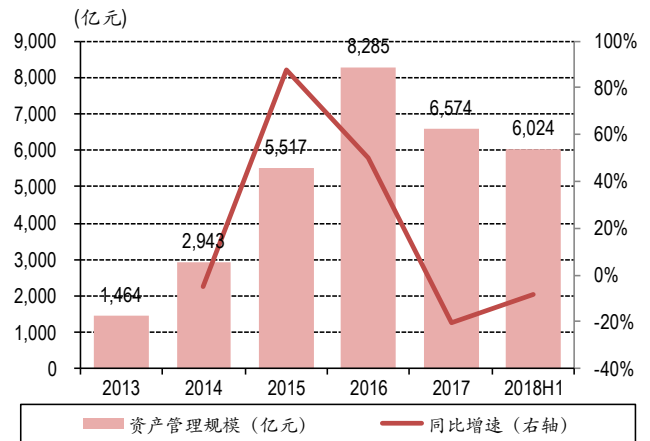
资料来源：公司数据及中银证券

图表 5. 2013-2018H1 公司股债承销金额及份额


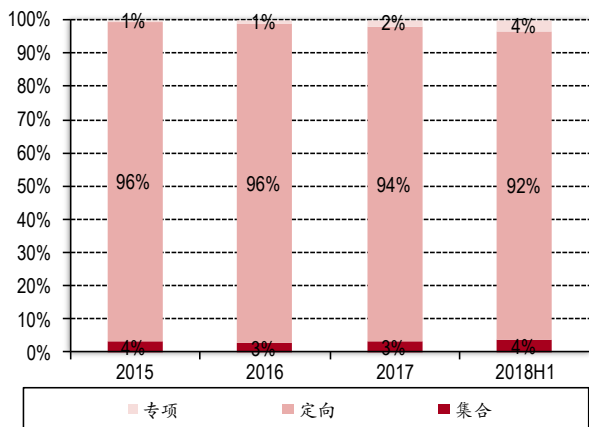
资料来源：万得数据及中银证券

图表 6. 2014-2018H1 公司 IPO 承销金额及份额


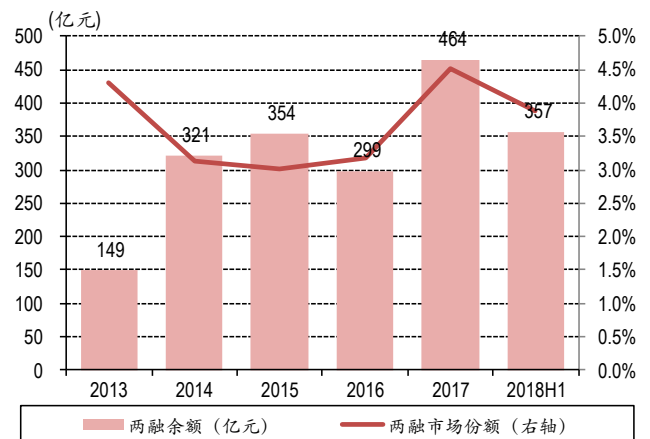
资料来源：公司数据及中银证券

图表 7. 2013-2018H1 公司资产管理业务规模及增速


资料来源：万得数据及中银证券

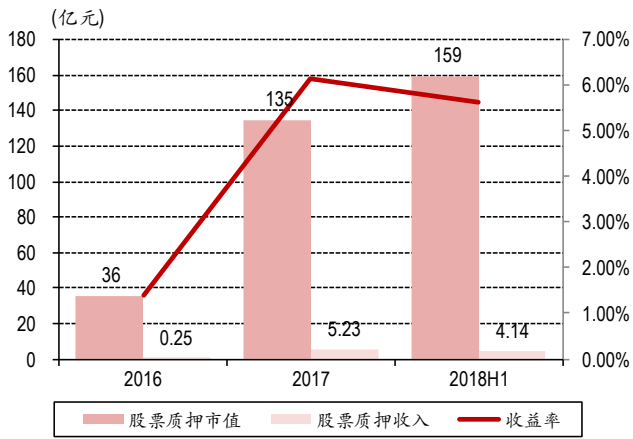
图表 8. 2015-2018H1 公司资产管理业务结构


资料来源：公司数据及中银证券

图表 9. 2013-2018H1 公司两融余额及市场份额


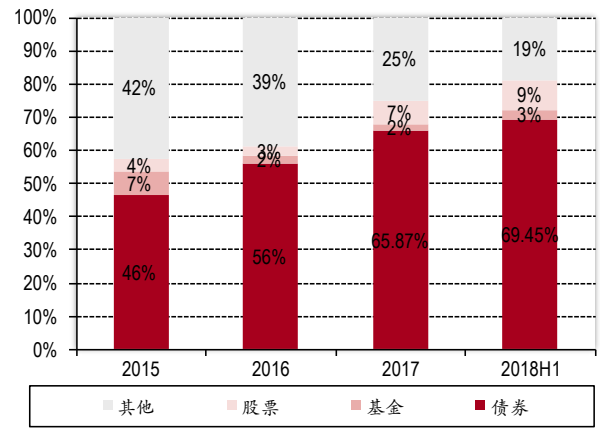
资料来源：万得数据及中银证券

图表 10. 2016-2018H1 股票质押市值及收入



资料来源：公司数据及中银证券

图表 11. 2015-2018H1 公司自营资产配置



资料来源：万得数据及中银证券

损益表(人民币 百万)
主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
一、营业收入	13,259	11,303	11,759	13,908	16,434	收入构成					
手续费净收入	9,195	7,609	7,734	8,253	9,162	经纪佣金 (%)	29	27	24	22	20
其中:代理买卖证券	3,895	3,046	2,870	3,111	3,261	投行收入 (%)	31	30	31	27	26
证券承销业务	4,163	3,348	3,682	3,733	4,313	资产管理 (%)	5	7	7	7	7
委托管理资产	725	838	785	1,011	1,190	自营收入 (%)	22	21	28	31	31
利息净收入	1,592	1,325	755	1,285	2,089	利息收入 (%)	12	12	6	9	13
投资净收益	2,858	2,425	3,244	4,341	5,155	其它 (%)	(3)	0	0	0	0
其中:对联营和合营	(3)	6	-	-	-	成长性					
公允价值变动净收益	(450)	(5)	-	-	-	营业收入增长率 (%)	(30)	(15)	4	18	18
汇兑净收益	32	(119)	-	-	-	营业利润增长率 (%)	(39)	(23)	(3)	19	18
其他业务收入	31	27	27	28	29	归母净利润增长率 (%)	(39)	(24)	(3)	11	20
二、营业支出	6,272	5,941	6,568	7,739	9,142	每股指标					
营业税金及附加	347	87	359	407	491	每股收益 (元/股)	0.73	0.55	0.51	0.56	0.67
业务及管理费	5,924	5,773	6,006	7,104	8,394	BVPS (元)	5.72	6.04	6.03	6.31	6.65
资产减值损失	(2)	76	199	223	250	盈利能力					
其他业务成本	2	4	4	6	7	经营利润率 (%)	53	47	44	44	44
三、营业利润	6,987	5,362	5,192	6,168	7,292	净资产收益率(ROE)	13	9	8	9	10
加:营业外收入	85	20	-	-	-	总资产收益率(ROA)	3	2	2	2	2
减:营业外支出	14	27	-	-	-	估值比率					
四、利润总额	7,057	5,355	5,192	6,168	7,292	PB	1.43	1.35	1.36	1.30	1.23
减:所得税费用	1,744	1,294	1,270	1,508	1,776	PE	11.15	14.74	16.11	14.49	12.12
五、净利润	5,313	4,062	3,922	4,361	5,216						
归母净利润	5,259	4,015	3,877	4,311	5,156						

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资料来源: 公司数据及中银证券预测



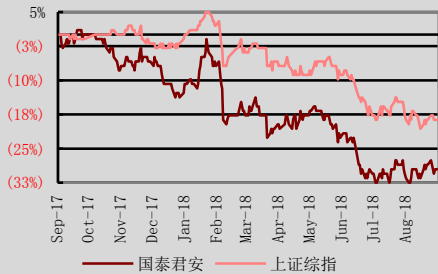
601211.SH

增持

市场价格：人民币 14.62

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(19.8)	(2.6)	(10.5)	(30.4)
相对上证指数	(1.2)	2.7	1.4	(11.5)

发行股数(百万)	8,714
流通股(%)	86
流通股市值(人民币 百万)	109,886
3个月日均交易额(人民币 百万)	219
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
上海国有资产经营有限公司	22

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以2018年9月3日收市价为标准

相关研究报告

《证券行业 2018 年中期策略》20180626

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

王维逸

021-20328591

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518050001

国泰君安

主要业务板块收入下滑，大宗商品交易贡献增加

事件：公司发布 2018 年半年报，上半年公司实现营业总收入 114.61 亿元，同比下滑 3.21%；实现归属上市公司股东的净利润为 40.09 亿元，同比下滑 15.71%；EPS1.00 元，BVPS14.63 元。

支撑评级的要点

- **净利润水平不及预期，业务结构较为稳定：**1) 公司上半年营收和归母净利润同比分别下滑 3.21%和 15.71%，营业支出大增造成归母净利润下降明显。2) 自营、利息、经纪、投行、资管收入占比分别为 28%、26%、24%、9%、7%，五大主营业务占比均有小幅下滑，业务结构稳定。其他业务收入占比提升较快，同比增长 9 个百分点至 12%。
- **主营业务收入全线小幅下滑，营业支出大增：**1) 经济：受股基成交额市占率降至 5.14%与佣金率同比微降的影响，经纪业务收入同比下滑 4.81%。2) 投行：受市场 IPO 节奏放缓以及 IPO 市占率降至 3.11%所累，投行业务收入大幅下降 20.07%。3) 资管：由于通道业务受阻以及资管规模下降等因素，资管收入同比下滑 8.86%。4) 信用：受益于两融业务收入与股票质押收入同比增长 3.83%、19.2%，利息收入变动不大，小幅下滑 3.31%。5) 自营：受到上半年 A 股市场持续低迷的影响，自营收入同比下滑 5.32%。营业支出大幅增加 17.21%是拖累上半年业绩表现的主要原因。其中业务与管理费上涨 5.69%。公司同时面临快速上涨的信用风险，买入返售金融资产减值损失激增至 4.08 亿元。
- **大宗商品交易重要性凸显，大券商发挥综合优势：**上半年大宗商品交易大幅增加 190.58%，这也成为其他业务收入大幅增长 472.81%的主要贡献来源。作为老牌行业龙头，公司面临业务转型的重要时期，通过对自营业务、主动管理资管业务、以及诸如场外期权等创新类业务的开发，逐步完成重资产模式转型，实现抵御市场风险的能力的提升，增强行业龙头的综合竞争力。

评级面临的主要风险

- 政策出台对行业的影响超预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响；

估值

- 首次覆盖，给与公司“增持”评级，给与目标估值 1.1 倍 18PB，对应目标价 16.09 元。

投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币, 百万)	25,765	23,804	23,655	28,274	31,874
变动(%)	(31)	(8)	(1)	20	13
归母净利润(人民币, 百万)	9,841	9,882	8,752	10,812	12,201
变动(%)	(37)	0	(11)	24	13
每股股息(人民币)	0.39	0.40	0.35	0.44	0.49
股息率(%)	2.60	2.67	2.36	2.92	3.30
每股收益(元/股)	1.29	1.13	1.00	1.24	1.40
BVPS(元)	11.80	14.13	14.63	15.25	15.95
市净率(倍)	1.24	1.03	1.00	0.96	0.92

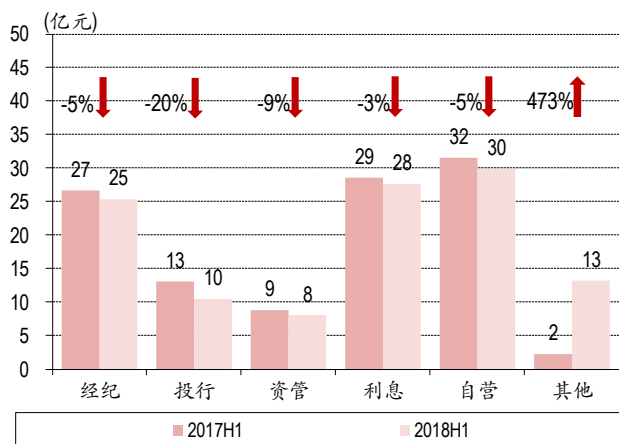
资料来源：公司数据及中银证券

图表 1. 2018 年上半年业绩摘要

单位：百万元	2017H1	2018H1	同比 (%)
一、营业收入	11,104	11,461	3
手续费及佣金净收入	4,964	4,506	(9)
经纪业务手续费净收入	2,664	2,536	(5)
投资银行业务手续费净收入	1,313	1,050	(20)
资产管理业务手续费净收入	886	808	(9)
利息净收入	2,859	2,764	(3)
投资净收益	3,233	3,898	21
对联营企业和合营企业的投资收益	15	94	527
公允价值变动净收益	(67)	(821)	1,122
其他业务收入	184	535	191
二、营业支出	5,138	6,023	17
营业税金及附加	68	84	24
管理费用	4,683	4,949	6
三、营业利润	5,966	5,438	(9)
四、利润总额	6,666	5,463	(18)
减：所得税	1,574	1,246	(21)
五、净利润	5,092	4,217	(17)
归属于母公司所有者的净利润	4,756	4,009	(16)
总资产	404,726	440,455	9
归属于母公司所有者的净资产	116,920	121,867	4

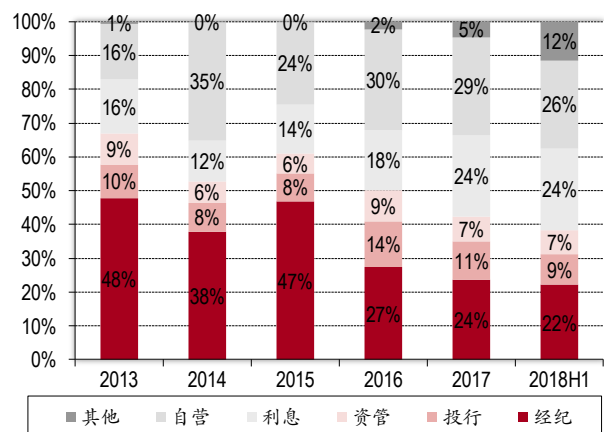
资料来源：公司数据、中银证券

图表 2. 2018H1 公司分业务收入及同比增速

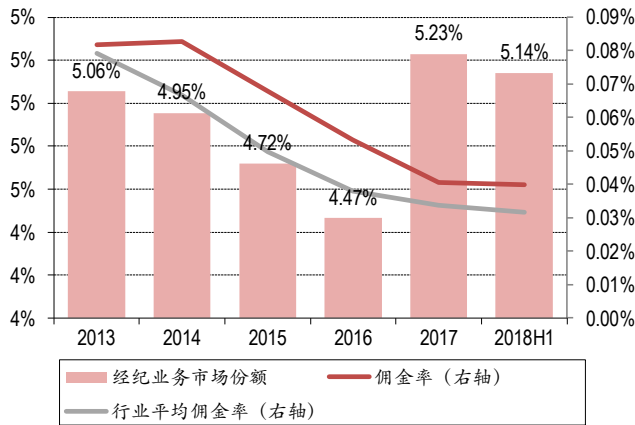


资料来源：公司数据及中银证券

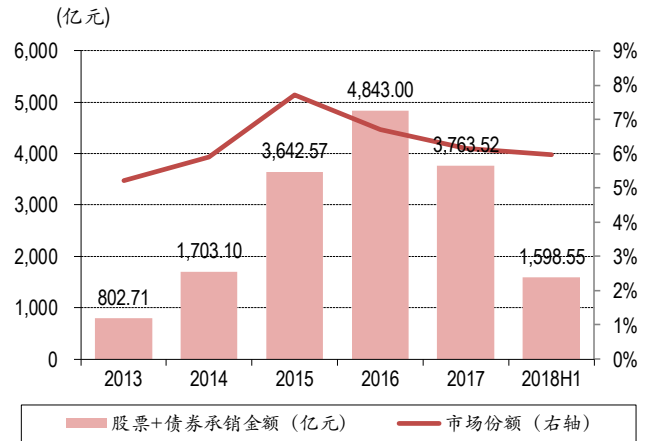
图表 3. 2013-2018H1 公司分业务收入结构



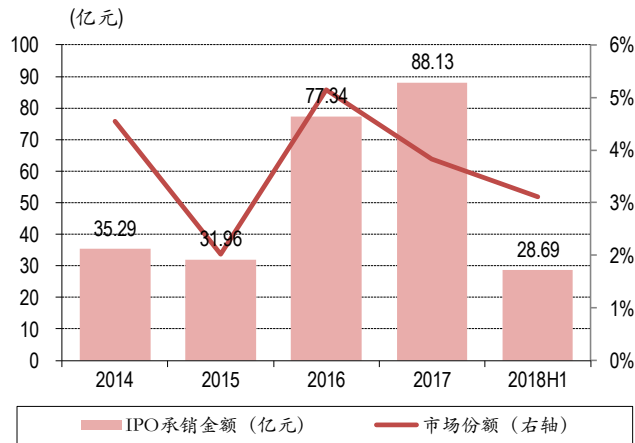
资料来源：万得数据及中银证券

图表 4. 2013-2018H1 公司经纪业务份额及佣金率


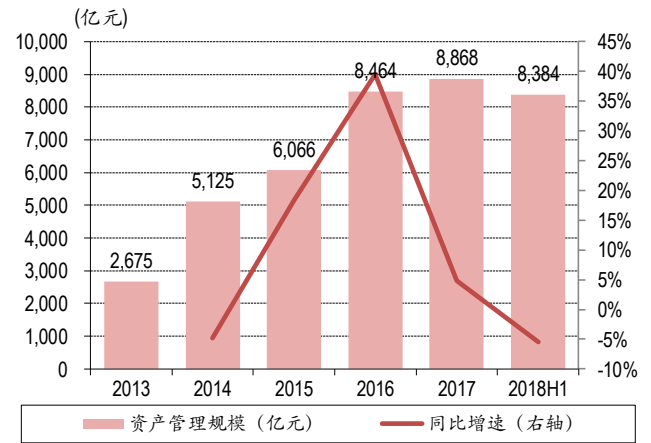
资料来源：公司数据及中银证券

图表 5. 2013-2018H1 公司股债承销金额及份额


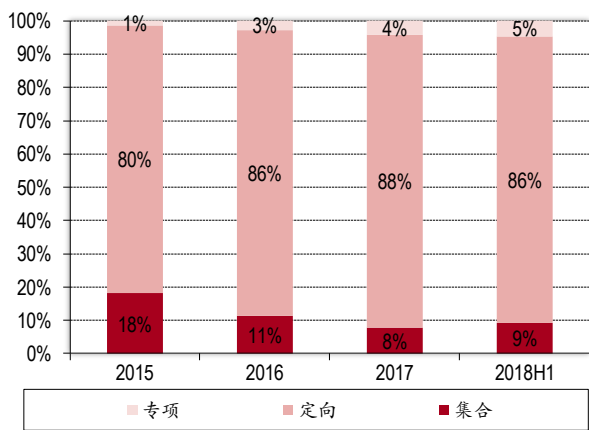
资料来源：万得数据及中银证券

图表 6. 2014-2018H1 公司 IPO 承销金额及份额


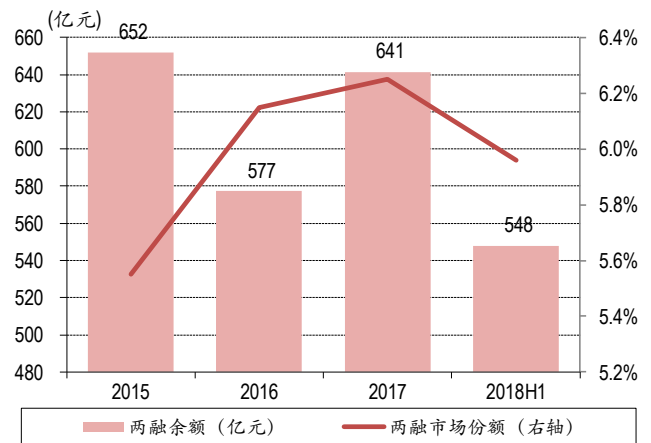
资料来源：公司数据及中银证券

图表 7. 2013-2018H1 公司资产管理业务规模及增速


资料来源：万得数据及中银证券

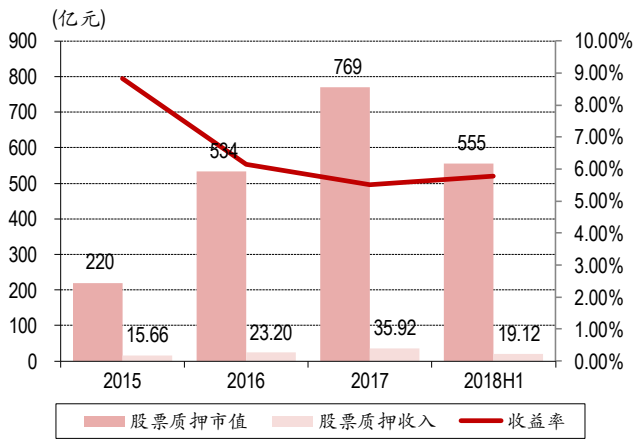
图表 8. 2015-2018H1 公司资产管理业务结构


资料来源：公司数据及中银证券

图表 9. 2015-2018H1 公司两融余额及市场份额


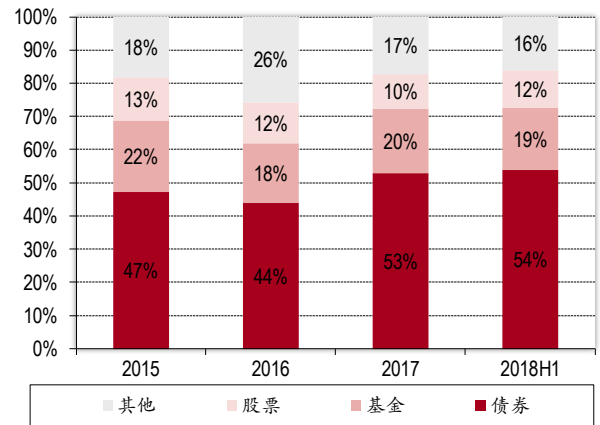
资料来源：万得数据及中银证券

图表 10. 2015-2018H1 股票质押市值及收入



资料来源：公司数据及中银证券

图表 11. 2015-2018H1 公司自营资产配置



资料来源：万得数据及中银证券

损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
一、营业收入	25,765	23,804	23,655	28,274	31,874
手续费净收入	13,260	10,450	9,640	11,010	12,634
其中:代理买卖证券	7,059	5,606	5,344	6,075	6,647
证券承销业务	3,498	2,708	2,168	2,429	2,861
委托管理资产	2,370	1,783	1,711	2,068	2,666
利息净收入	4,555	5,707	5,521	6,167	7,060
投资净收益	8,202	6,907	6,794	9,057	9,732
其中:对联营和合营	43	15	-	-	-
公允价值变动净收益	(469)	(7)	-	-	-
汇兑净收益	31	(193)	-	-	-
其他业务收入	187	213	1,700	2,040	2,448
二、营业支出	11,696	10,345	11,946	13,355	15,014
营业税金及附加	566	153	155	185	208
业务及管理费	9,748	9,264	9,942	11,004	12,404
资产减值损失	1,211	738	1,283	1,457	1,561
其他业务成本	171	190	566	710	840
三、营业利润	14,069	13,459	11,709	14,919	16,860
加:营业外收入	769	728	748	738	743
减:营业外支出	64	122	46	53	62
四、利润总额	14,774	13,661	12,411	15,604	17,542
减:所得税费用	3,421	3,178	2,925	3,640	4,103
五、净利润	11,353	10,483	9,486	11,663	13,139
归母净利润	9,841	9,882	8,752	10,812	12,201

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入构成					
经纪佣金 (%)	27	24	23	21	21
投行收入 (%)	14	11	9	9	9
资产管理 (%)	9	7	7	7	8
自营收入 (%)	32	29	29	32	31
利息收入 (%)	18	24	23	22	22
其它 (%)	(1)	3	7	7	8
成长性					
营业收入增长率 (%)	(31)	(8)	(1)	20	13
营业利润增长率 (%)	(35)	(4)	(13)	27	13
归母净利润增长率 (%)	(37)	0	(11)	24	13
每股指标					
每股收益 (元/股)	1.29	1.13	1.00	1.24	1.40
BVPS (元)	11.80	14.13	14.63	15.25	15.95
盈利能力					
经营利润率 (%)	55	57	49	53	53
净资产收益率(ROE)	9	7	6	7	8
总资产收益率(ROA)	2	2	2	2	3
估值比率					
PB	1.24	1.03	1.00	0.96	0.92
PE	11.33	12.89	14.56	11.78	10.44

资料来源: 公司数据及中银证券预测



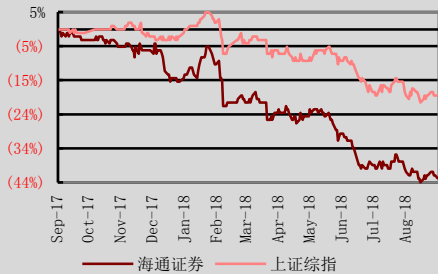
600837.SH

增持

市场价格：人民币 8.57

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(32.9)	(7.3)	(16.2)	(42.6)
相对上证指数	(14.2)	(2.0)	(4.2)	(23.6)

发行股数(百万)	11,502
流通股(%)	70
流通股市值(人民币 百万)	69,350
3个月日均交易额(人民币 百万)	362
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	30

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以2018年9月3日收市价为标准

相关研究报告

《证券行业2018年中期策略》20180626

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

王维逸

021-20328591

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518050001

海通证券

自营业务拖累业绩，信用业务表现靓丽

事件：公司发布2018年半年报，上半年公司实现营业总收入109.42亿元，同比下滑14.61%；实现归属上市公司股东的净利润为30.31亿元，同比下滑24.67%；EPS0.63元，BVPS10.55元。

支撑评级的要点

- 归母净利润下滑明显，自营占比大幅下降：1) 公司上半年营收和归母净利润同比分别下滑14.61%和24.67%，业绩表现略低于预期。2) 信用、自营、经纪、投行、利息业务收入占比分别为22%、17%、15%、14%、8%。收入结构被动调整，各业务板块收入更加均衡。自营业务占比大幅降低17个百分点，信用业务提升9个百分点，成为最大收入来源。
- 信用业务表现靓丽，自营业务收入下滑超五成：上半年信用业务表现最为优异，同比上涨38.86%。其中股票质押收入同比增长56.55%，成为利息收入增长的主要原因。受上半年A股市场持续低迷的拖累，自营业务收入同比下滑57.08%，成为上半年业绩表现不佳的主要原因。
- 传统牌照类业务收入均有所下滑。上半年经纪业务市场份额降至4.7%，而佣金率也下降至0.028%，致使收入同比下滑14.01%。投行业务方面，由于上半年IPO市场份额由17年的6%大幅减少至1.88%，收入同比下滑6.47%。资管业务收入同比下滑4.85%，其中资产管理业务收入同比增长13.33%，基金管理业务收入则同比下降13.56%。
- 国际业务广泛布局，创新业务成未来增长点。国际业务方面，通过收购整合海通国际证券、海通银行，设立自贸区分公司，公司建立了业内领先的国际业务平台，获得了亚太地区先发优势以及欧美地区前瞻性的战略储备。创新业务方面，18年上半年场外期权新增名义本金308.94亿元，市场份额达到9.55%，抢占了发展的先机。国际业务与创新业务将成为公司未来重要的战略布局。

评级面临的主要风险

- 政策出台对行业的影响超预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响；

估值

- 首次覆盖，给予公司“增持”评级，给予目标估值0.9倍18PB，对应目标价9.50元。

投资摘要

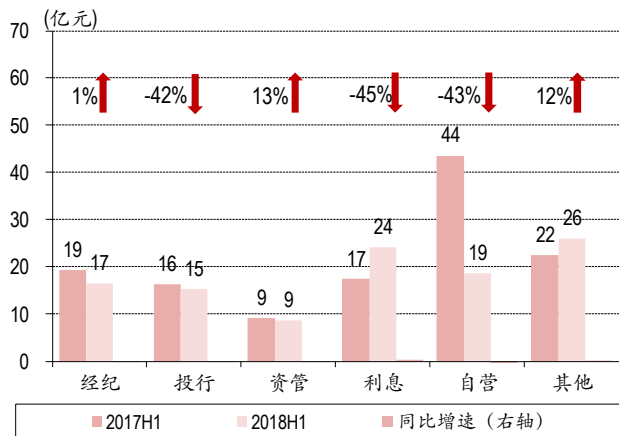
年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币, 百万)	28,012	28,222	25,734	30,088	33,689
变动(%)	(26)	1	(9)	17	12
归母净利润(人民币, 百万)	8,043	8,618	7,207	8,239	9,089
变动(%)	(49)	7	(16)	14	10
每股股息(人民币)	0.22	0.23	0.19	0.22	0.24
股息率(%)	2.53	2.65	2.21	2.53	2.79
每股收益(元/股)	0.70	0.75	0.63	0.72	0.79
BVPS(元)	9.58	10.24	10.55	10.91	11.30
市净率(倍)	0.89	0.83	0.81	0.78	0.75

资料来源：公司数据及中银证券

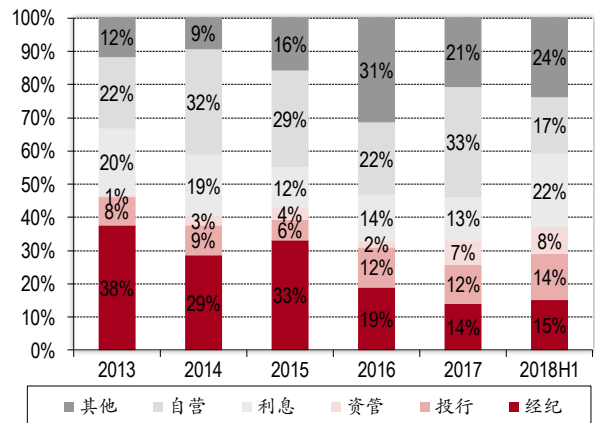
图表 1. 2018 年上半年业绩摘要

单位：百万元	2017H1	2018H1	同比 (%)
一、营业收入	12,814	10,942	(14.61)
手续费及佣金净收入	4,584	4,183	(8.76)
经纪业务手续费净收入	1,927	1,657	(14.01)
投资银行业务手续费净收入	1,630	1,525	(6.47)
资产管理业务手续费净收入	912	868	(4.85)
利息净收入	1,743	2,420	38.86
投资净收益	4,873	2,344	(51.89)
对联营企业和合营企业的投资收益	260	(36)	N/A
公允价值变动净收益	(260)	(512)	N/A
其他业务收入	2,117	2,511	18.63
二、营业支出	7,440	6,877	(7.56)
营业税金及附加	86	86	(0.67)
管理费用	4,973	4,071	(18.14)
三、营业利润	5,374	4,065	(24.36)
四、利润总额	5,810	4,501	(22.53)
减：所得税	1,293	1,042	(19.44)
五、净利润	4,517	3,459	(23.41)
归属于母公司所有者的净利润	4,023	3,031	(24.67)
总资产	534,894	573,220	7.17
归属于母公司所有者的净资产	112,466	116,999	4.03

资料来源：公司数据、中银证券

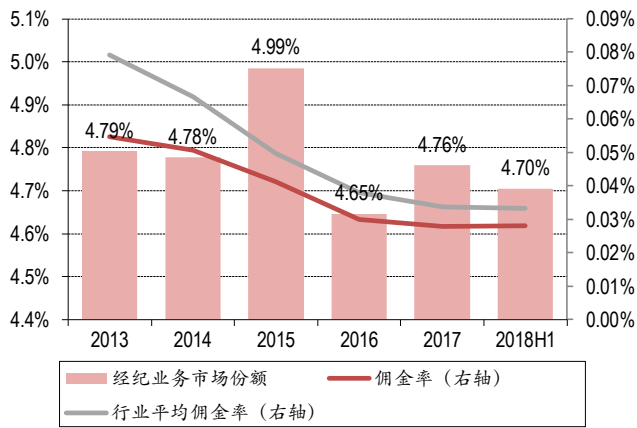
图表 2. 2018H1 公司分业务收入及同比增速


资料来源：公司数据及中银证券

图表 3. 2013-2018H1 公司分业务收入结构


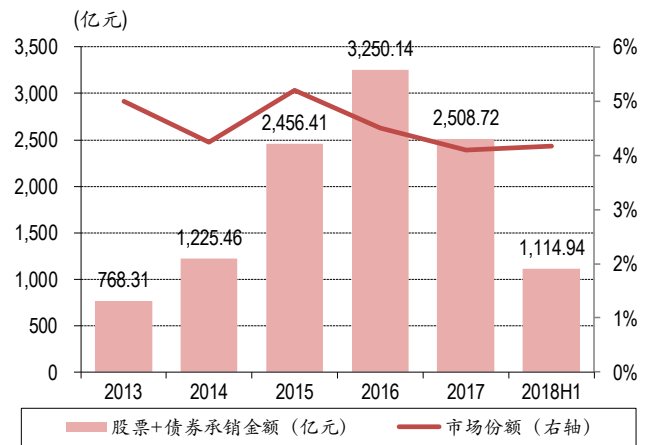
资料来源：万得数据及中银证券

图表 4. 2013-2018H1 公司经纪业务份额及佣金率



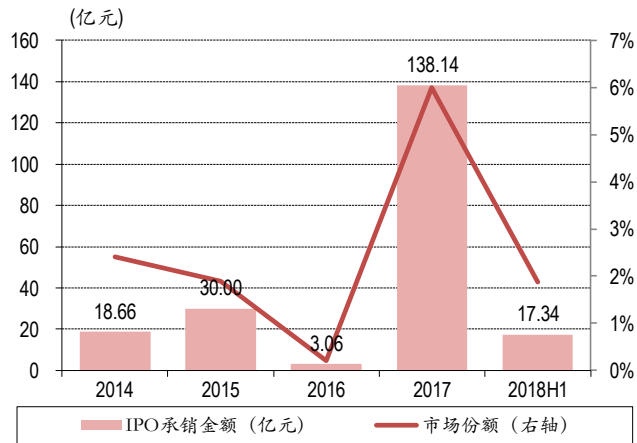
资料来源：公司数据及中银证券

图表 5. 2013-2018H1 公司股债承销金额及份额



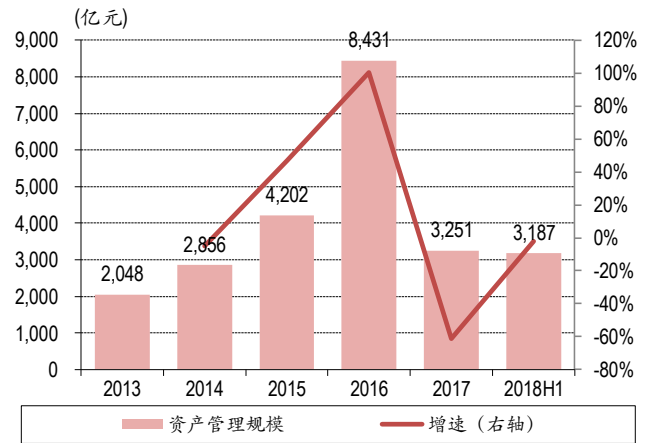
资料来源：万得数据及中银证券

图表 6. 2014-2018H1 公司 IPO 承销金额及份额



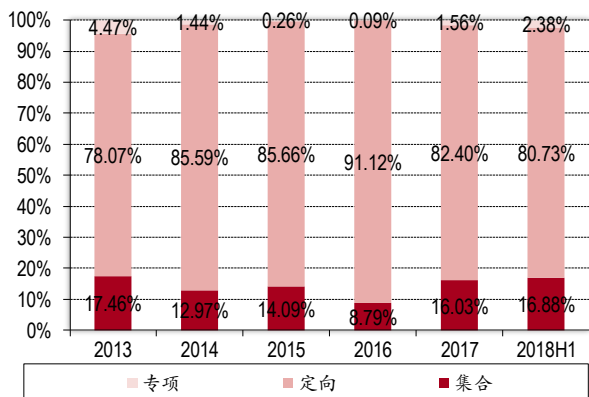
资料来源：公司数据及中银证券

图表 7. 2013-2018H1 公司资产管理业务规模及增速



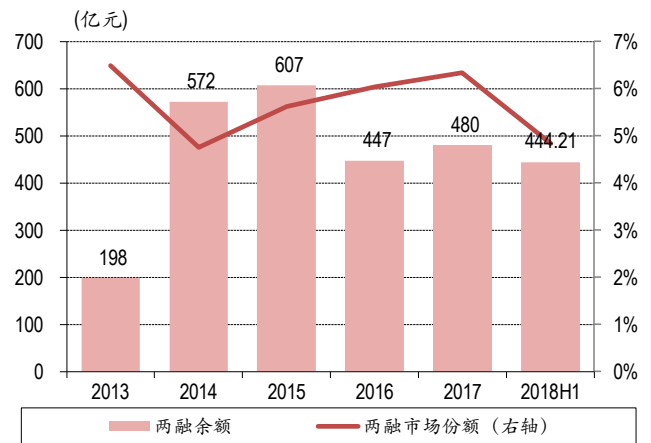
资料来源：万得数据及中银证券

图表 8. 2013-2018H1 公司资产管理业务结构



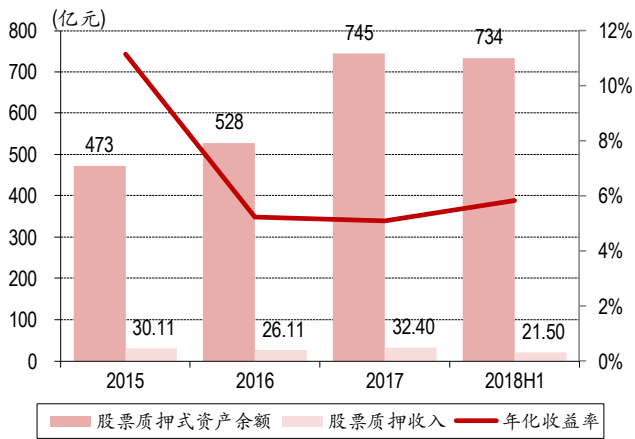
资料来源：公司数据及中银证券

图表 9. 2013-2018H1 公司两融余额及市场份额



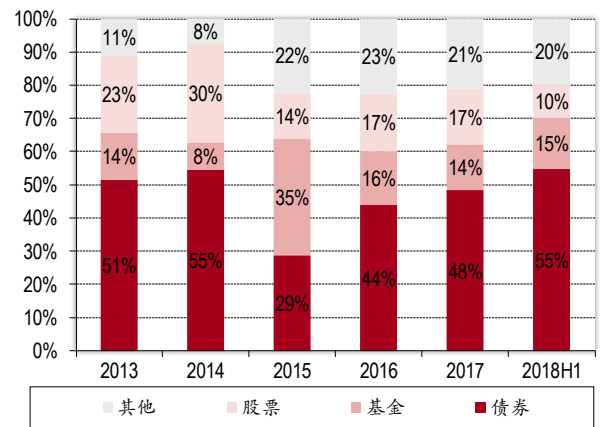
资料来源：万得数据及中银证券

图表 10. 2013-2018H1 股票质押市值及收入



资料来源：公司数据及中银证券

图表 11. 2013-2018H1 公司自营资产配置



资料来源：万得数据及中银证券

损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
一、营业收入	28,012	28,222	25,734	30,088	33,689
手续费净收入	10,965	9,556	9,161	10,118	11,146
其中:代理买卖证券	5,314	3,941	3,627	4,068	4,340
证券承销业务	3,356	3,330	3,175	3,533	4,046
委托管理资产	590	2,098	1,976	2,124	2,356
利息净收入	3,840	3,666	5,070	4,115	4,151
投资净收益	6,540	11,366	5,788	9,853	11,791
其中:对联营和合营	200	708	-	-	-
公允价值变动净收益	(231)	(1,329)	-	-	-
汇兑净收益	58	(225)	-	-	-
其他业务收入	6,841	5,196	5,715	6,001	6,601
二、营业支出	17,363	15,935	14,955	17,921	20,165
营业税金及附加	491	166	301	352	394
业务及管理费	9,564	9,755	8,895	10,400	11,645
资产减值损失	1,419	1,687	1,384	1,798	1,812
其他业务成本	5,889	4,327	4,375	5,371	6,314
三、营业利润	10,649	12,287	10,779	12,167	13,524
加:营业外收入	594	684	-	-	-
减:营业外支出	81	82	-	-	-
四、利润总额	11,162	12,889	10,779	12,167	13,524
减:所得税费用	2,231	3,014	2,520	2,707	3,111
五、净利润	8,931	9,876	8,259	9,160	10,113
归母净利润	8,043	8,618	7,207	8,239	9,089

资料来源: 公司数据及中银证券预测

主要比率

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
收入构成					
经纪佣金 (%)	19	14	14	14	13
投行收入 (%)	12	12	12	12	12
资产管理 (%)	2	7	8	7	7
自营收入 (%)	23	38	22	33	35
利息收入 (%)	14	13	20	14	12
其它 (%)	25	15	22	20	20
成长性					
营业收入增长率 (%)	(26)	1	(9)	17	12
营业利润增长率 (%)	(49)	15	(12)	13	11
归母净利润增长率 (%)	(49)	7	(16)	14	10
每股指标					
每股收益 (元/股)	0.70	0.75	0.63	0.72	0.79
BVPS (元)	9.58	10.24	10.55	10.91	11.30
盈利能力					
经营利润率 (%)	38	44	42	40	40
净资产收益率(ROE)	7	7	5	6	6
总资产收益率(ROA)	1	2	1	2	2
估值比率					
PB	0.89	0.83	0.81	0.78	0.75
PE	12.20	11.38	13.61	11.91	10.79

资料来源: 公司数据及中银证券预测



000776.SZ

增持

市场价格：人民币 13.49

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(18.7)	3.9	(2.7)	(26.9)
相对深证成指	5.6	11.6	15.1	(5.2)

发行股数(百万)	7,621
流通股(%)	78
流通股市值(人民币 百万)	79,851
3个月日均交易额(人民币 百万)	236
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	22

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以2018年9月3日收市价为标准

相关研究报告

《证券行业 2018 年中期策略》20180626

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

王维逸

021-20328591

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518050001

广发证券

市场低迷利润缩水，业绩表现低于行业平均

事件：公司发布 2018 年半年报，上半年公司实现营业总收入 76.10 亿元，同比下滑 24.28%；实现归属上市公司股东的净利润为 28.58 亿元，同比下滑 33.55%；EPS0.80 元，BVPS11.53 元。

支撑评级的要点

- **营收、净利润两位数下滑，经纪、资管占比被动拉升：**1) 上市公司上半年营收和归母净利润同比分别下滑 24.28%、33.55%，业绩表现低于行业平均。2) 自营、经纪、资管、投行、信用业务收入占比分别为 30%、26%、24%、7%、3%。资管业务与经纪业务占比分别提升 6.44 个百分点与 5.88 个百分点，比重被动拉升。
- **经纪业务持续稳健，资管结构有所改善：**上半年经纪业务收入同比微降 2.15%，股基成交量市场份额 4.26%，佣金率为 0.0374%，与去年同期相比保持稳定。资管规模下滑至 4430 亿元，专项资管计划占比提升至 4.67%，整体费率有所提升，资管业务收入同比增长 2.78%，
- **受市场下行拖累，投行、自营与信用业务下滑明显：**上半年投行业务收入同比下滑 57.33%，主要由于股债承销市占率由 3.1%下降至 1.79%，IPO 金额市场份额更是由 7.69%下滑至 2.27%。自营业务收入同比减少 46.41%，上半年 A 股市场持续走低，而公司自营资产中股票占比反而小幅上升 1%，未能规避市场波动对公司业绩的影响。信用业务收入同比下滑 46.41%，由于该业务占比较小，影响有限。

评级面临的主要风险

- 政策出台对行业的影响超预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响；

估值

- 首次覆盖，给与公司“增持”评级，给予目标估值 1.25 倍 18PB，对应目标价 14.41 元。

投资摘要

年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币, 百万)	20,712	21,576	15,907	20,451	23,242
变动(%)	(38)	4	(26)	29	14
归母净利润(人民币, 百万)	8,030	8,595	6,122	8,071	9,203
变动(%)	(39)	7	(29)	32	14
每股股息(人民币)	0.35	0.40	0.28	0.38	0.43
股息率(%)	2.59	2.97	2.11	2.78	3.17
每股收益(元/股)	1.05	1.13	0.80	1.06	1.21
BVPS(元)	10.30	11.13	11.53	12.06	12.66
市净率(倍)	1.31	1.21	1.17	1.12	1.07

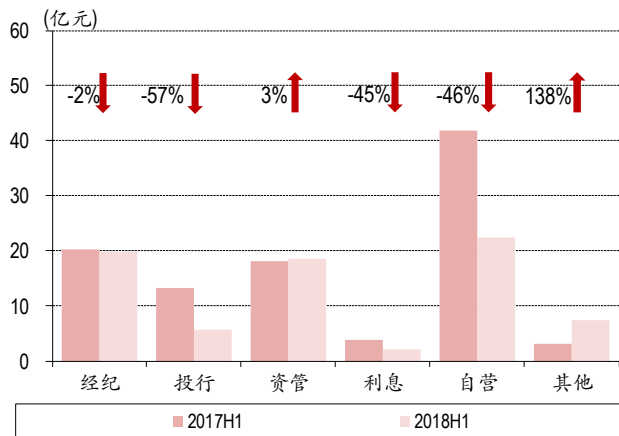
资料来源：公司数据及中银证券

图表 1. 2018 年上半年业绩摘要

单位：百万元	2017H1	2018H1	同比 (%)
一、营业收入	10,050	7,610	(24.28)
手续费及佣金净收入	5,238	4,456	(14.93)
经纪业务手续费净收入	2,024	1,980	(2.15)
投资银行业务手续费净收入	1,327	566	(57.33)
资产管理业务手续费净收入	1,811	1,861	2.78
利息净收入	386	213	(44.85)
投资净收益	4,628	2,987	(35.45)
对联营企业和合营企业的投资收益	202	252	24.68
公允价值变动净收益	(236)	(490)	
其他业务收入	18	13	(27.38)
二、营业支出	4,549	3,876	(14.79)
营业税金及附加	63	56	(11.25)
管理费用	4,448	3,724	(16.28)
三、营业利润	5,502	3,734	(32.13)
四、利润总额	5,798	3,737	(35.55)
减：所得税	1,301	728	(44.02)
五、净利润	4,497	3,008	(33.10)
归属于母公司所有者的净利润	4,301	2,858	(33.55)
总资产	358,328	390,471	8.97
归属于母公司所有者的净资产	80,775	84,111	4.13

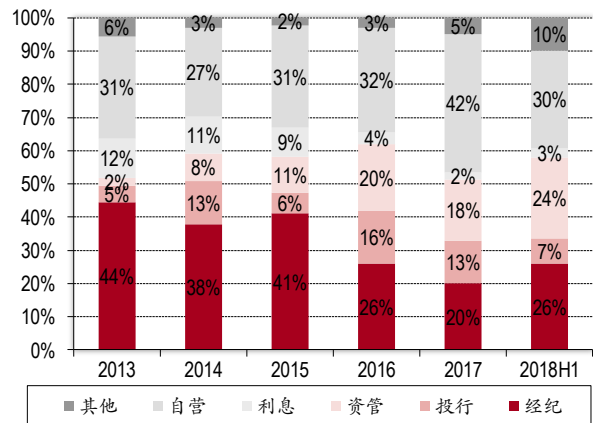
资料来源：公司数据、中银证券

图表 2. 2018H1 公司分业务收入及同比增速

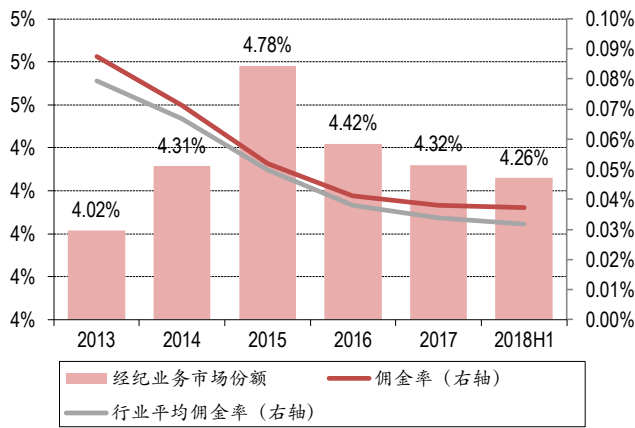


资料来源：公司数据及中银证券

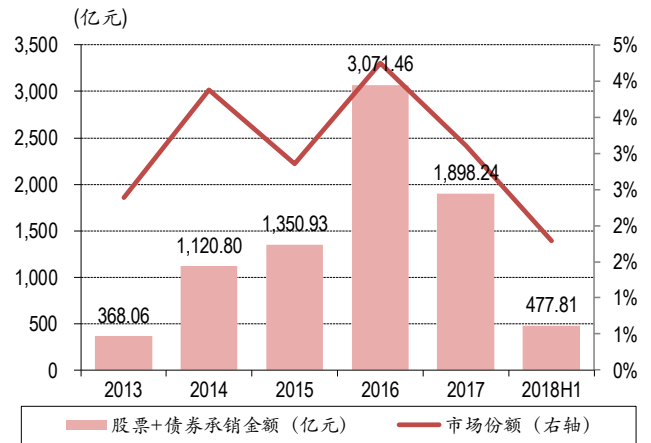
图表 3. 2013-2018H1 公司分业务收入结构



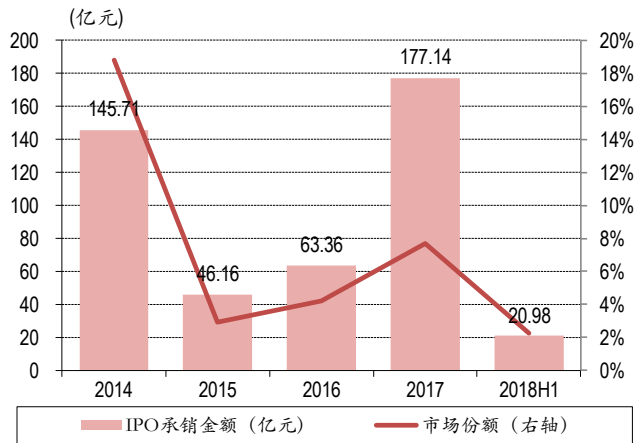
资料来源：万得数据及中银证券

图表 4. 2013-2018H1 公司经纪业务份额及佣金率


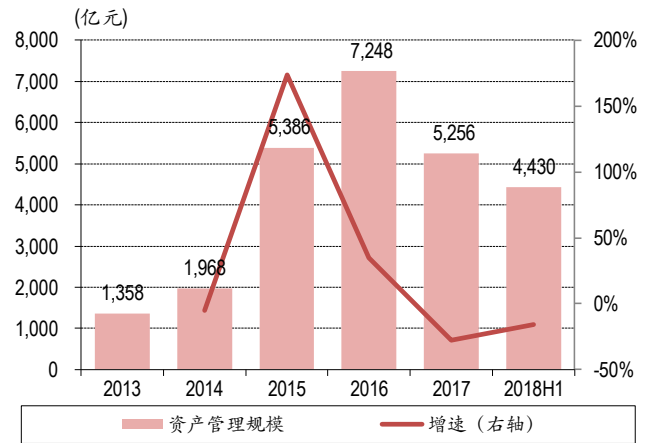
资料来源：公司数据及中银证券

图表 5. 2013-2018H1 公司股债承销金额及份额


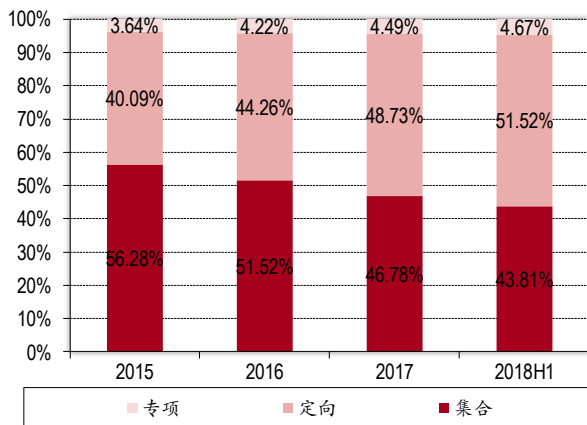
资料来源：万得数据及中银证券

图表 6. 2014-2018H1 公司 IPO 承销金额及份额


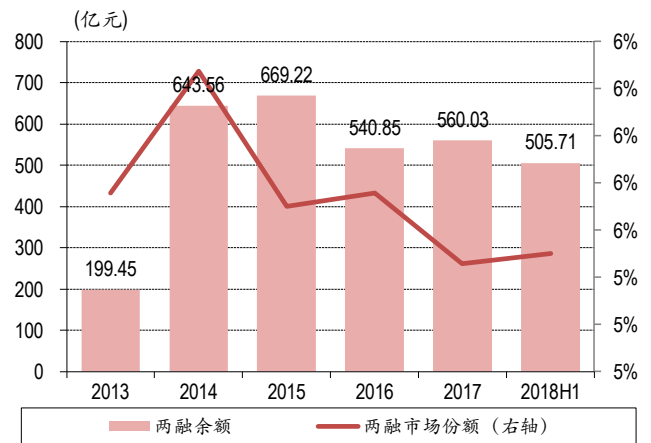
资料来源：公司数据及中银证券

图表 7. 2013-2018H1 公司资产管理业务规模及增速


资料来源：万得数据及中银证券

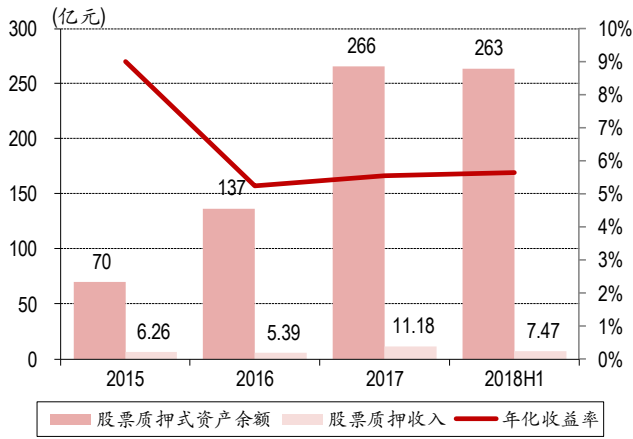
图表 8. 2015-2018H1 公司资产管理业务结构


资料来源：公司数据及中银证券

图表 9. 2013-2018H1 公司两融余额及市场份额


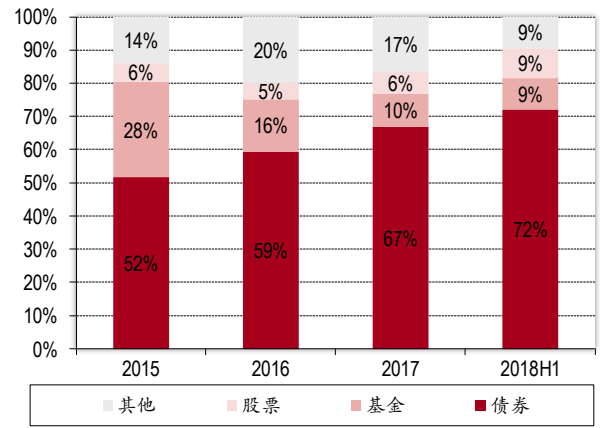
资料来源：万得数据及中银证券

图表 10. 2015-2018H1 股票质押式资产余额及收入



资料来源：公司数据及中银证券

图表 11. 2015-2018H1 公司自营资产配置



资料来源：万得数据及中银证券

损益表(人民币 百万)
主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
一、营业收入	20,712	21,576	15,907	20,451	23,242	收入构成					
手续费净收入	13,015	11,228	9,939	11,528	12,554	经纪佣金 (%)	26	20	27	23	22
其中:代理买卖证券	5,381	4,336	4,236	4,683	5,032	投行收入 (%)	16	13	9	11	11
证券承销业务	3,281	2,755	1,361	2,295	2,543	资产管理 (%)	20	18	26	21	20
委托管理资产	4,158	3,982	4,076	4,279	4,702	自营收入 (%)	31	41	35	40	43
利息净收入	728	470	294	608	743	利息收入 (%)	4	2	2	3	3
投资净收益	6,750	9,406	5,642	8,281	9,908	其它 (%)	3	4	0	0	0
其中:对联营和合营	403	453	-	-	-	成长性					
公允价值变动净收益	182	44	-	-	-	营业收入增长率 (%)	(38)	4	(26)	29	14
汇兑净收益	(26)	2	-	-	-	营业利润增长率 (%)	(40)	10	(31)	37	14
其他业务收入	62	46	32	34	37	归母净利润增长率 (%)	(39)	7	(29)	32	14
二、营业支出	10,186	9,987	7,897	9,472	10,768	每股指标					
营业税金及附加	475	126	101	125	145	每股收益 (元/股)	1.05	1.13	0.80	1.06	1.21
业务及管理费	9,285	9,461	7,158	8,968	10,192	BVPS (元)	10.30	11.13	11.53	12.06	12.66
资产减值损失	423	398	636	378	429	盈利能力					
其他业务成本	2	2	1	2	2	经营利润率 (%)	51	54	50	54	54
三、营业利润	10,526	11,589	8,010	10,979	12,474	净资产收益率(ROE)	10	10	7	8	9
加:营业外收入	260	99	135	155	164	总资产收益率(ROA)	2	2	2	2	2
减:营业外支出	81	44	41	45	51	估值比率					
四、利润总额	10,705	11,644	8,104	11,089	12,587	PB	1.31	1.21	1.17	1.12	1.07
减:所得税费用	2,296	2,561	1,702	2,382	2,705	PE	12.80	11.96	16.79	12.74	11.17
五、净利润	8,409	9,083	6,402	8,407	9,582						
归母净利润	8,030	8,595	6,122	8,071	9,203						

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资料来源: 公司数据及中银证券预测



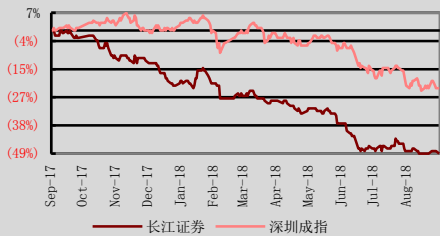
000783.SZ

中性

市场价格：人民币 5.05

板块评级：强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(34.3)	(5.6)	(18.1)	(48.5)
相对深证成指	(10.1)	2.2	(0.3)	(26.7)

发行股数(百万)	5,529
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	27,923
3个月日均交易额(人民币 百万)	73
净负债比率(%) (2018E)	净现金
主要股东(%)	
新理益集团有限公司	13

资料来源：公司数据，聚源及中银证券
以2018年9月3日收市价为标准

相关研究报告

《证券行业 2018 年中期策略》20180626

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

王维逸

021-20328591

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518050001

长江证券

市场低迷暴露经营风险，业绩下滑超六成

事件：公司发布 2018 年半年报，上半年公司实现营业总收入 23.46 亿元，同比下滑 15.12%；实现归属上市公司股东的净利润为 3.78 亿元，同比下滑 62.02%；EPS0.18 元，BVPS4.88 元。

支撑评级的要点

- **净利润下滑超六成，业务结构调整较大：**1) 公司上半年营收和归母净利润同比分别下滑 15.12%和 62.02%，营收下滑叠加营业支出大增，直接导致归母净利润下降明显。2) 经纪、自营、利息、投行、资管收入占比分别为 38%、19%、13%、10%、9%，业务结构调整较大。其中经纪业务占比提升 9 个百分点，而信用业务占比则大幅下降 11 个百分点。由于子公司销售大幅增长，其他业务收入占比由 5%提升至 9%。
- **经纪业务收入同比增长，其它各业务收入全线下滑：**受益于股基成交量市占率提升至 1.93%与佣金率上升至万分之 3.7，经纪收入同比增长 12.13%。受两融业务与股票质押业务所累，利息净收入同比下滑 52.38%。由于股债承销规模市占率由 1.02%下降至 0.85%，叠加市场总规模下降，投行业务收入同比减少 30.41%。资管业务收入同比下降 23.71%，主要由资产管理规模下滑近 9%所致。自营业务收入下降 11.96%，下滑幅度最小，这是由于债券类资产比重由 59%上升至 71%，自营资产净值回撤较小。
- **业务及管理费支出激增，计提信用业务减值准备增加：**上半年营业支出同比增长 23.05%，其中业务及管理费上涨 16.08%，成为支出增加的最主要原因。信用业务客户款坏账损失由去年同期的 3.8 万激增至 7,159 万，这为公司防范信用风险的爆发提出更高要求。
- **民营券商机制灵活，股东结构具备优势：**作为民营券商中的佼佼者，公司相比于大型央企券商的一大优势是灵活的机制，有助于公司在未来长期经营中提升效率，吸引行业精英加入。公司第一大股东新理益集团有限公司是民营企业，机制灵活；第二大股东湖北能源集团与第三大股东三峡资本控股作为国企，能为公司带来充足的优质项目资源，有利于公司长远发展。

评级面临的主要风险

- 政策出台对行业的影响超预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响；

估值

- 首次覆盖，给与公司“中性”评级，给与目标估值 1.07 倍 18PB，对应目标价 5.22 元。

投资摘要

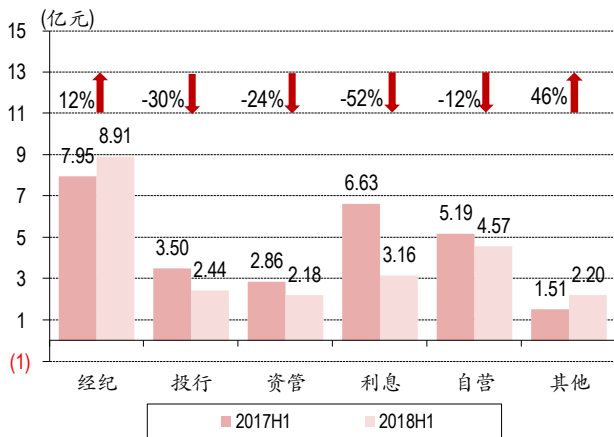
年结日：12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币, 百万)	5,857	5,640	4,884	5,721	7,193
变动(%)	(31)	(4)	(13)	17	26
归母净利润(人民币, 百万)	2,207	1,545	970	1,260	1,650
变动(%)	(37)	(30)	(37)	30	31
每股股息(人民币)	0.15	0.15	0.09	0.12	0.16
每股收益(元/股)	0.40	0.28	0.18	0.23	0.30
市净率(倍)	1.09	1.04	1.03	1.00	0.97

资料来源：公司数据及中银证券

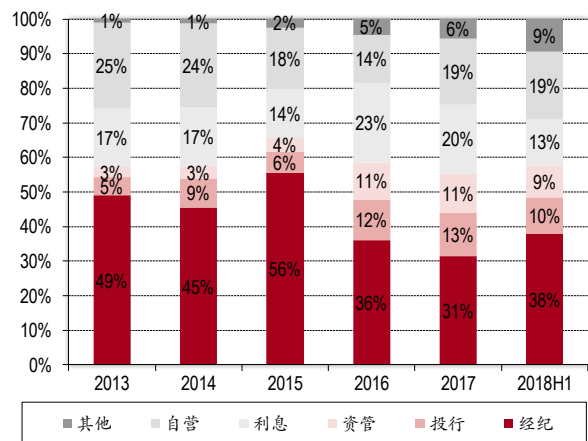
图表 1. 2018 年上半年业绩摘要

单位：百万元	2017H1	2018H1	同比 (%)
一、营业收入	2,764	2,346	(15)
手续费及佣金净收入	1,472	1,398	(5)
经纪业务手续费净收入	795	891	12
投资银行业务手续费净收入	350	244	(30)
资产管理业务手续费净收入	286	218	(24)
利息净收入	663	316	(52)
投资净收益	477	762	60
对联营企业和合营企业的投资收益	56	45	(19)
公允价值变动净收益	98	(260)	(366)
其他业务收入	54	129	140
二、营业支出	1,518	1,868	23.05
营业税金及附加	21	21	2
管理费用	1,440	1,671	16.08
三、营业利润	1,245	477	(62)
四、利润总额	1,257	492	(61)
减：所得税	249	105	(58)
五、净利润	1,008	387	(62)
归属于母公司所有者的净利润	995	378	(62)
总资产	108,004	110,735	3
归属于母公司所有者的净资产	25,941	26,846	3

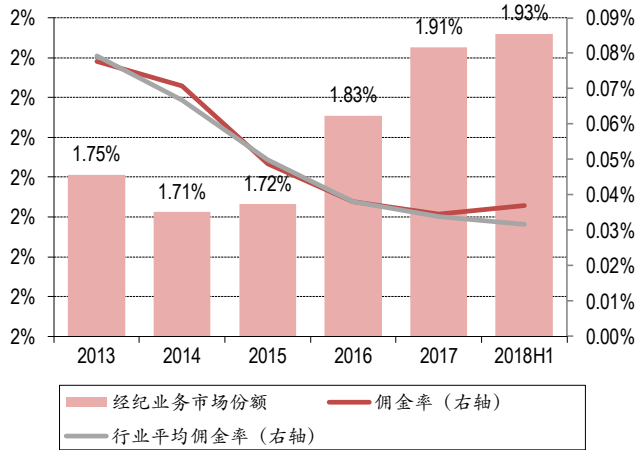
资料来源：公司数据、中银证券

图表 2. 2018H1 公司分业务收入及同比增速


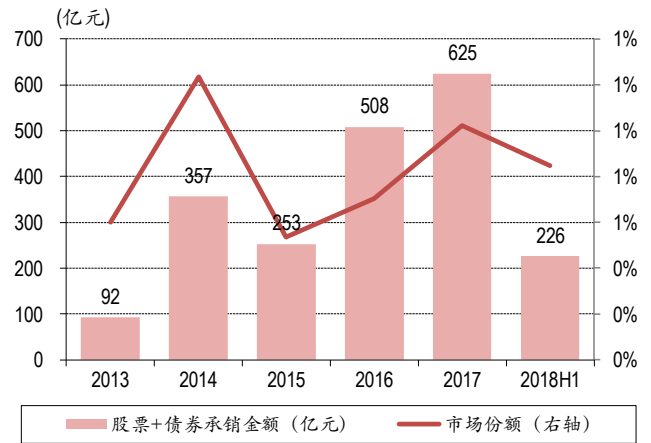
资料来源：公司数据及中银证券

图表 3. 2013-2018H1 公司分业务收入结构


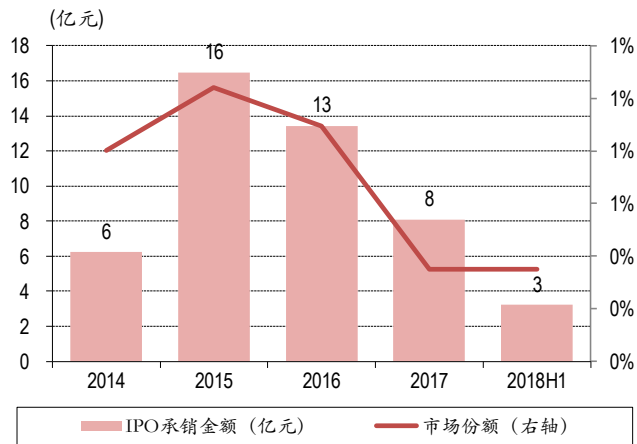
资料来源：万得数据及中银证券

图表 4. 2013-2018H1 公司经纪业务份额及佣金率


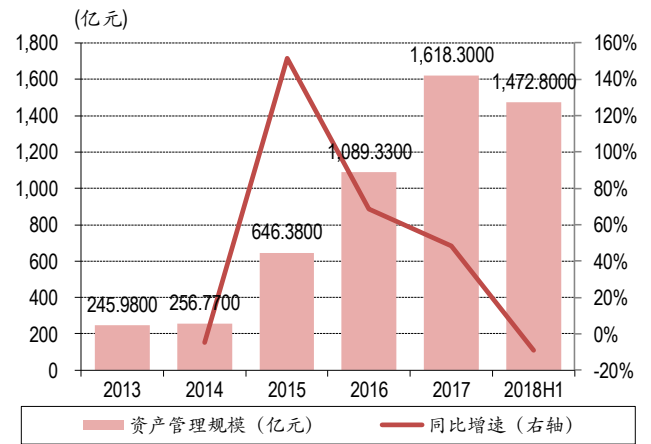
资料来源：公司数据及中银证券

图表 5. 2013-2018H1 公司股债承销金额及份额


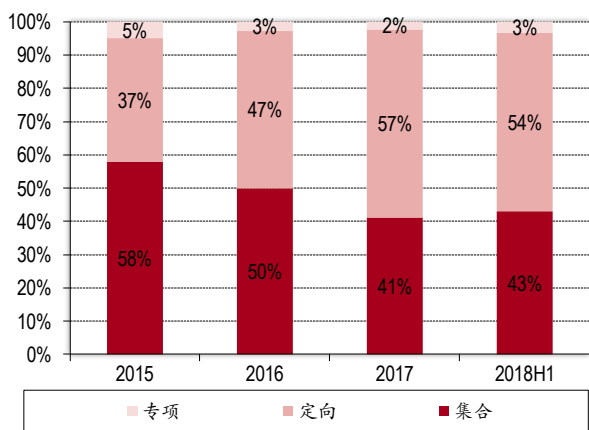
资料来源：万得数据及中银证券

图表 6. 2014-2018H1 公司 IPO 承销金额及份额


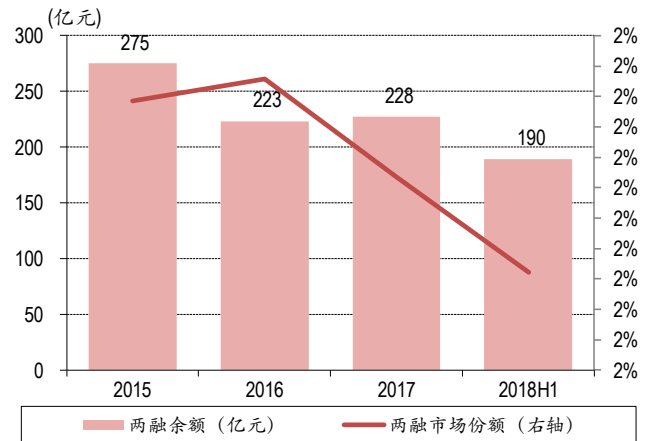
资料来源：公司数据及中银证券

图表 7. 2013-2018H1 公司资产管理业务规模及增速


资料来源：万得数据及中银证券

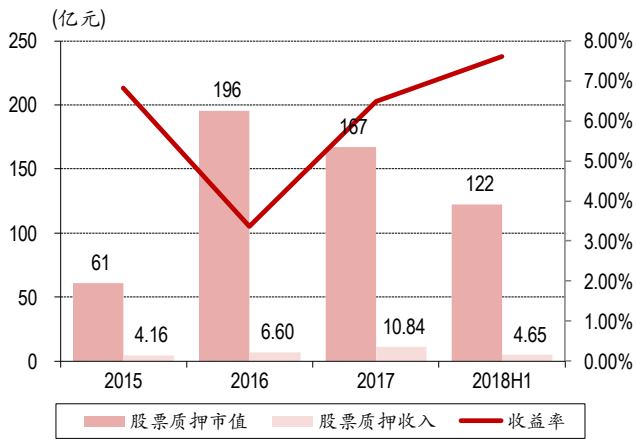
图表 8. 2015-2018H1 公司资产管理业务结构


资料来源：公司数据及中银证券

图表 9. 2015-2018H1 公司两融余额及市场份额


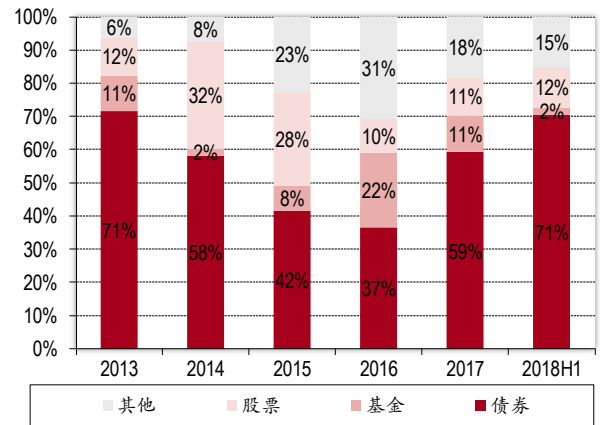
资料来源：万得数据及中银证券

图表 10. 2015-2018H1 股票质押市值及收入



资料来源：公司数据及中银证券

图表 11. 2013-2018H1 公司自营资产配置



资料来源：万得数据及中银证券

损益表(人民币百万)
主要比率

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
一、营业收入	5,857	5,640	4,884	5,721	7,193	收入构成					
手续费净收入	3,502	3,206	2,890	3,180	3,478	经纪佣金 (%)	36	31	37	35	30
其中:代理买卖证券	2,111	1,773	1,811	2,016	2,183	投行收入 (%)	12	13	10	9	8
证券承销业务	690	708	493	538	585	资产管理 (%)	11	11	10	9	9
委托管理资产	629	639	501	536	616	自营收入 (%)	18	18	21	21	27
利息净收入	1,355	1,131	698	1,056	1,538	利息收入 (%)	23	20	14	18	21
投资净收益	1,148	1,139	1,045	1,229	1,908	其它 (%)	0	5	5	4	4
其中:对联营和合营	120	110	-	-	-	成长性					
公允价值变动净收益	(227)	48	-	-	-	营业收入增长率 (%)	(31)	(4)	(13)	17	26
汇兑净收益	2	0	-	-	-	营业利润增长率 (%)	(39)	(29)	(37)	61	26
其他业务收入	78	117	250	256	269	归母净利润增长率 (%)	(37)	(30)	(37)	30	31
二、营业支出	3,157	3,732	3,687	3,789	4,762	每股指标					
营业税金及附加	187	43	38	44	55	每股收益 (元/股)	0.40	0.28	0.18	0.23	0.30
业务及管理费	2,811	3,501	3,486	3,551	4,465	BVPS (元)	4.61	4.79	4.88	5.00	5.15
资产减值损失	88	76	66	80	98	盈利能力					
其他业务成本	71	113	98	114	144	经营利润率 (%)	46	34	25	34	34
三、营业利润	2,700	1,908	1,197	1,932	2,431	净资产收益率(ROE)	9	6	4	5	6
加:营业外收入	40	64	28	31	35	总资产收益率(ROA)	2	1	1	1	1
减:营业外支出	4	11	5	5	6	估值比率					
四、利润总额	2,736	1,961	1,220	1,958	2,460	PB	1.09	1.04	1.03	1.00	0.97
减:所得税费用	519	417	248	395	506	PE	12.55	17.93	28.57	21.99	16.78
五、净利润	2,217	1,543	972	1,262	1,654						
归母净利润	2,207	1,545	970	1,260	1,650						

资料来源: 公司数据及中银证券预测

资料来源: 公司数据及中银证券预测

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，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它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：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来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士，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