

证券

证券研究报告
2018年09月03日

市场持续回调，券商业绩分化明显

投资评级
行业评级 强于大市(维持评级)
上次评级 强于大市

2018年H1上市券商净利润同比下降31.9%

根据证券业协会公布的未经审计的2018年上半年证券公司经营数据，证券行业131家证券公司当期实现营业收入1265.72亿元，同比下降11.92%；当期实现净利润328.61亿元，同比下降40.53%；106家证券公司实现盈利。

30家上市券商2018年上半年共实现营业收入1160.44亿元，同比下降8.6%，归母净利润321.44亿元，同比下降31.9%，合计净资产13220.83亿元，平均净资产收益率1.90%。净利润最高的5家券商分别为中信证券（55.65亿元）、国泰君安（40.09亿元）、华泰证券（31.59亿元）、海通证券（30.31亿元）和广发证券（28.58亿元），中信证券和华泰证券实现逆势增长。

市场持续回调，监管不断加强，对券商业务开展带来较大压力

1) 经纪业务：交易量逐月下滑，平均净佣金率仍在寻底。2018年上半年，沪深股基日均交易量4604.60亿元，同比上升2.35%；行业平均佣金率0.0332%，较2017年整体下降50个bp，同比下降8.53%。券商经纪业务逐渐进入存量竞争阶段，中小券商争夺市场份额，以降低单客成本；龙头券商着重于挖掘高净值及机构客户的潜在需求，拓展新的利润点。

2) 资管业务：主动管理能力决定未来盈利能力。2018H1，券商资管规模为15.28万亿元，较17年末下降9.48%；30家上市券商上半年合计实现资管业务收入133.94亿元，YOY+9.99%，在规模缩水情况下实现收入增长，主要归因于上市券商主动调整资产管理业务的结构，提升主动管理规模占比。

3) 投行业务：股权承销业务承压，债权融资企稳。IPO发行金额下滑明显，上半年融资规模923亿元，YOY-26.40%；再融资规模持续缩水，募集资金规模6173亿元，YOY-18%；证券公司承销债券规模20291亿元，YOY+28%。

4) 自营业务：业绩弹性所在，变化取决于股债市场波动，开拓多市场多元化的投资策略是自营业务发展方向所在。上半年上市券商合计实现投资收益317亿元，YOY-18.66%；分化明显，共有14家上市券商实现同比增长，中信证券上半年自营收入53亿元，YOY+18.33%，是业绩逆势增长的重要因素。

5) 信用业务：规模收缩，利息支出增长影响净收入。上市券商整体实现利息净收入111.08亿元，YOY-30.34%；期末融资融券余额为9194亿元，较上年末-10%；全市场股票质押业务融出资产规模7701亿元，YOY-6%，上市券商股票质押业务规模5914亿元，较上年末下降8.6%。

投资建议：精选低估值龙头券商，目前券商股估值处在历史底部，板块中政策面和基本面边际改善都可能带来由于板块价格中值回归的而产生的投资机会。配置上，我们继续看好营收结构均衡、综合实力强的行业龙头券商；**推荐：中信证券、华泰证券、广发证券、国泰君安。**

风险提示：市场大幅波动风险、金融监管趋严、创新业务开展不及预期

作者

廖志明 分析师
SAC执业证书编号：S1110517070001
liaozhiming@tfzq.com

罗钻辉 分析师
SAC执业证书编号：S1110518060005
luozuanhui@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《证券-行业点评:7月上市券商业绩边际改善，分化延续》2018-08-08
- 《证券-行业点评:场外期权业务交易商及标的股票公布，未来业务利润将高度集中》2018-08-03
- 《证券-行业点评:资管新规执行细则略有放宽，关注龙头券商估值修复》2018-07-28

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2018-08-31	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600030.SH	中信证券	15.98	买入	0.94	1.08	1.24	1.44	17.00	14.80	12.89	11.10
601688.SH	华泰证券	15.36	增持	1.30	0.96	1.08	1.22	11.82	16.00	14.22	12.59
000776.SZ	广发证券	13.49	增持	1.13	1.22	1.34	1.50	11.94	11.06	10.07	8.99
601211.SH	国泰君安	14.62	增持	1.13	1.16	1.24	1.38	12.94	12.60	11.79	10.59

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

内容目录

1. 上市券商 2018 年上半年业绩概述.....	4
1.1. 业绩分化明显，头部特征显著.....	4
1.2. 行业格局：迎接强者恒强时代.....	7
2. 具体券商业务情况.....	8
2.1. 经纪业务：交易量逐月下滑，平均净佣金率仍在寻底.....	8
2.2. 资管业务：主动管理能力决定为盈利能力.....	10
2.3. 投行业务：股权承销业务承压，债权融资企稳.....	11
2.4. 自营业务：业绩弹性所在，分化明显.....	13
2.5. 信用业务：规模收缩，利息支出增长影响净收入.....	14
3. 投资建议.....	16
3.1. 精选低估值行业龙头券商.....	16

图表目录

图 1：截至 2018H1 行业总资产 6.38 万亿元，净资产 1.86 万亿元.....	4
图 2：证券行业杠杆变化情况.....	4
图 3：2018H1 证券行业营业收入同比下降 12%（亿元）.....	5
图 4：2018H1 证券行业净利润同比下降 41%（亿元）.....	5
图 5：自营和经纪业务仍是收入主要来源，投行及信用业务收入占比同比下降明显.....	6
图 6：行业净利润前五名集中度快速提升.....	8
图 7：2018H 经纪业务收入同比下降.....	8
图 8：2018H 月均成交金额逐月下滑.....	8
图 9：行业平均佣金净费率为 0.0332%，仍在寻底阶段.....	9
图 10：上市券商经纪业务收入情况（单位：亿元）.....	9
图 11：证券行业资产管理规模继续下滑（万亿元）.....	10
图 12：证券公司主动管理资产 2018 年 Q1 月均规模（亿元）.....	11
图 13：2018 上半年券商 IPO 业务情况（单位：亿元）.....	11
图 14：2015-2018 年上半年 IPO 审核情况.....	11
图 15：2018H1 再融资募集资金规模为 6173 亿元.....	12
图 16：2018H1 证券公司承销债券规模为 20291 亿元（单位：亿元）.....	12
图 17：截至 2018 年 6 月底，沪深两市两融余额回落至 9194 亿元（单位：亿元）.....	14
图 18：相对估值角度，券商板块处于历史低位，下半年关注估值修复.....	16
表 1：2018 年上半年证券行业经营环境.....	4
表 2：2018 上半年上市券商经营情况（单位：亿元）.....	5
表 3：A 股上市券商 2018 年中报营收结构.....	7
表 4：上市券商 2018 年上半年资管业务收入情况（单位：亿元）.....	10
表 5：上市券商证券承销业务净收入情况（单位：亿元）.....	12
表 6：2018 上半年上市券商投资收益情况：固收产品持续增加，权益类规模下滑（单位：亿元）.....	12

亿元)	13
表 7: 上市券商 2018 年上半年利息收入情况	14
表 8: 2018 年 H1 上市券商股票质押式回购规模 (单位: 亿元)	15

1. 上市券商 2018 年上半年业绩概述

1.1. 业绩分化明显，头部特征显著

市场持续回调，监管不断加强，对券商业务开展带来较大压力。2018 年上半年，沪深股市日均交易量 4604.60 亿元，同比上升 2.35%；自营业务中固定收益类业务表现较好，沪深 300 指数下跌 12.90%，创业板指数下跌 8.33%；中债综合财富（总值）指数上涨 3.03%；中债-国债总全价（总值）指数上涨 2.92%；沪深两市两融余额 9193.82 亿元，较 2017 年末减少 10.41%；上半年 IPO 发行规模 923 亿元，同比下降 20.96%；截至 18 年 H1，券商资管规模 15.28 亿元，较上年末下降 9.48%，同比下降 15.58%。

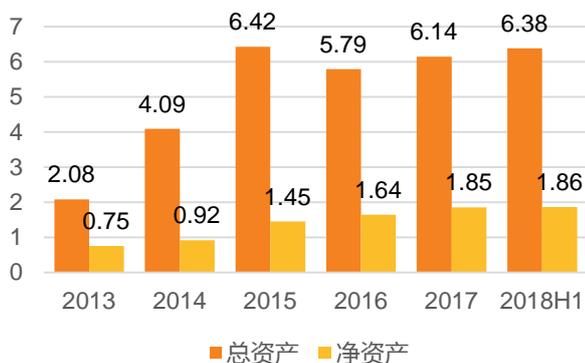
表 1：2018 年上半年证券行业经营环境

	2017	2017H1	2018H1
日均股基成交额（亿元）	4749.67	4,498.95	4604.6
YOY	-11.30%	-17.67%	2.35%
沪深 300 指数	4030.86	3666.80	3510.98
涨跌幅	21.78%	10.78%	-12.90%
创业板指	1752.65	1818.07	1606.71
涨跌幅	-10.67%	-7.34%	-8.33%
中债-企业债总财富（总值）指数-当期收益率	1.96%	1.05%	3.03%
中债-国债总全价（总值）指数-当期收益率	-4.96%	-3.22%	2.92%
IPO 发行规模（亿元）	2301	1254	923
券商资管规模（万亿元）	16.88	18.10	15.28
融资融券余额（亿元）	10262.64	8798.62	9193.82

资料来源：wind，证券业协会，天风证券研究所

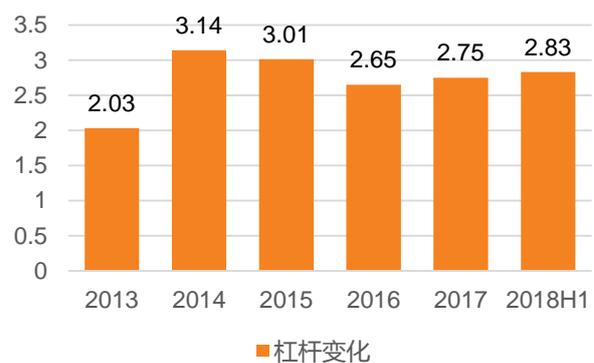
证券行业整体营业收入和净利润均出现较大幅度下滑。根据证券业协会公布的未经审计的 2018 年上半年证券公司经营数据，证券行业 131 家证券公司当期实现营业收入 1265.72 亿元，同比下降 11.92%；当期实现净利润 328.61 亿元，同比下降 40.53%；106 家证券公司实现盈利。截至 2018 年 6 月 30 日，131 家证券公司总资产为 6.38 万亿元，较 2017 年底增长 3.91%；净资产为 1.86 万亿元，较 2017 年底增长 0.61%；净资本为 1.56 万亿元，较 2017 年末下降 0.62%；客户交易结算资金余额（含信用交易资金）1.11 万亿元，托管证券市值 36.56 万亿元，受托管理资金本金总额 15.89 万亿元。

图 1：截至 2018H1 行业总资产 6.38 万亿元，净资产 1.86 万亿元



资料来源：证券业协会，天风证券研究所

图 2：证券行业杠杆变化情况



资料来源：证券业协会，天风证券研究所

图 3：2018H1 证券行业营业收入同比下降 12% (亿元)



资料来源：证券业协会，天风证券研究所

图 4：2018H1 证券行业净利润同比下降 41% (亿元)



资料来源：证券业协会，天风证券研究所

龙头券商凭借自身综合实力在相对不利的市场环境下保证一个优于行业平均水平的业绩表现。30 家上市券商 2018 上半年共实现营业收入 1160.44 亿元，同比下降 8.6%，归母净利润 321.44 亿元，同比下降 31.9%，合计净资产 13220.83 亿元，平均净资产收益率 1.90%。营业收入最高的 5 家券商分别为中信证券（199.93 亿元）、国泰君安（114.61 亿元）、海通证券（109.42 亿元）、华泰证券（82.16 亿元）、广发证券（76.10 亿元），同比变化分别为 6.95%、3.21%、-14.61%、1.23%和-24.28%；净利润最高的 5 家券商分别为中信证券（55.65 亿元）、国泰君安（40.09 亿元）、华泰证券（31.59 亿元）、海通证券（30.31 亿元）和广发证券（28.58 亿元），中信证券和华泰证券实现逆势增长。

表 2：2018 上半年上市券商经营情况 (单位：亿元)

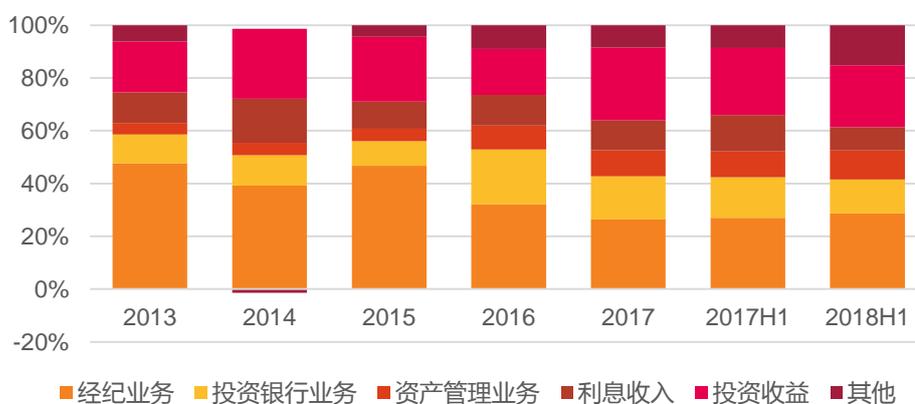
公司名称	营业收入	营收同比	归母净利润	净利同比	净利率	净资产	净资产收益率
中信证券	199.93	6.95%	55.65	12.96%	29.12%	1534.55	3.63%
国泰君安	114.61	3.21%	40.09	-15.71%	36.80%	1323.91	3.03%
海通证券	109.42	-14.61%	30.31	-24.67%	31.61%	1289.73	2.35%
广发证券	76.10	-24.28%	28.58	-33.55%	39.53%	880.41	3.25%
华泰证券	82.16	1.23%	31.59	5.53%	39.03%	914.51	3.45%
申万宏源	60.75	0.21%	20.66	0.76%	34.82%	691.71	2.99%
招商证券	47.86	-18.31%	18.07	-29.21%	37.70%	784.33	2.30%
中国银河	43.07	-24.02%	13.11	-37.93%	30.99%	649.23	2.02%
国信证券	40.60	-25.30%	11.58	-42.50%	28.66%	513.50	2.25%
光大证券	41.14	3.71%	9.69	-21.71%	25.29%	499.80	1.94%
方正证券	23.09	-22.21%	2.06	-75.03%	8.56%	383.22	0.54%
东方证券	42.77	-7.58%	7.16	-59.23%	17.76%	517.43	1.38%
长江证券	23.46	-15.12%	3.78	-62.02%	16.49%	271.26	1.39%
东吴证券	15.36	-24.96%	0.26	-93.85%	1.97%	204.28	0.13%
国元证券	11.10	-29.39%	2.32	-54.90%	20.87%	248.87	0.93%
东北证券	20.57	-2.73%	2.49	-20.06%	12.57%	163.85	1.52%
西部证券	11.43	-19.78%	2.51	-42.63%	21.86%	175.72	1.43%
国海证券	9.87	-31.37%	1.02	-71.49%	12.51%	140.38	0.73%
中原证券	8.65	2.73%	1.46	9.27%	18.18%	113.20	1.29%
太平洋	4.91	31.35%	-1.05	-14.46%	-21.38%	118.88	-0.89%
华安证券	8.10	-19.45%	2.45	-39.73%	30.30%	125.25	1.96%
第一创业	7.62	-12.68%	0.72	-61.85%	10.43%	91.54	0.79%

山西证券	29.80	41.99%	1.10	-53.55%	3.19%	130.46	0.85%
国金证券	16.74	-17.05%	4.96	-9.95%	30.19%	190.45	2.60%
西南证券	14.16	3.65%	3.05	-16.91%	22.28%	195.10	1.56%
东兴证券	14.70	4.16%	5.76	1.99%	39.18%	196.42	2.93%
兴业证券	33.09	-18.42%	6.87	-47.56%	29.91%	356.47	1.93%
浙商证券	17.64	-14.38%	4.01	-23.85%	22.74%	134.67	2.98%
华西证券	13.61	0.58%	5.37	-6.51%	39.41%	180.48	2.97%
财通证券	18.14	-16.13%	5.85	-28.79%	32.23%	201.24	2.90%
合计	1160.44	-8.60%	321.44	-31.90%	23.43%	13220.8	1.90%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

自营和经纪业务仍是收入主要来源，信用业务收入占比同比下降。 营收结构方面，2018上半年证券行业经纪业务总收入 363.76 亿元，占总营收的 28.74%；投行业务总收入 162.02 亿元，占总营收的 12.80%，同去年上半年相比下降 2.59 个百分点，投行业务主要受市场环境、监管政策的影响，占比略有下降；资产管理业务实现收入 138.88 亿元，占比 10.97%，与去年同期相比上升了 1.23 个百分点；投资收益总额 295.5 亿元，利息总收入 112.92 亿元，分别占上市券商总营收的 23.35%和 8.92%，占比均有所下滑。此外，我们观察到上半年证券行业资本驱动型业务（资本中介+投资业务）在整体营收的比重下滑，我们认为主要原因是受到市场调整的影响，资本中介业务规模收缩以及投资收益率的下滑。

图 5：自营和经纪业务仍是收入主要来源，投行及信用业务收入占比同比下降明显



资料来源：证券业协会，天风证券研究所

行业龙头券商拥有更加均衡的营收结构。 我们可以发现截至 2018 年上半年，净利润排名前五的龙头券商的经纪业务收入占比均低于行业平均，同时还都具备两个或更多营收贡献在 15%以上的主要券商业务，我们认为未来龙头券商可以凭借其具备的更为多元均衡的业务结构使得公司未来业绩表现更加平滑，避免了其它同业出现的业绩剧烈波动的情况；同时政策的倾斜也有利于龙头券商业务拓展。另外，受整体资金成本抬升及资本中介业务规模收缩的影响，共有 9 家上市券商出现利差损的情况。

表 3：A 股上市券商 2018 年中报营收结构

2018 中报	经纪业务	投资银行业务	资产管理业务	利息收入	投资收益	其它收入
中信证券	20.57%	8.76%	14.57%	4.66%	26.69%	24.76%
国泰君安	23.34%	9.66%	7.43%	25.44%	28.31%	5.82%
海通证券	15.14%	13.93%	7.93%	22.11%	16.74%	24.15%
广发证券	27.62%	7.90%	25.97%	2.97%	34.84%	0.70%
华泰证券	23.06%	10.01%	14.61%	16.23%	31.35%	4.74%
申万宏源	31.60%	6.67%	11.91%	12.68%	35.88%	1.26%
招商证券	38.77%	12.18%	12.65%	11.00%	20.18%	5.21%
中国银河	45.80%	7.74%	8.88%	29.35%	6.03%	2.19%
国信证券	47.52%	13.76%	3.04%	23.08%	7.35%	5.25%
光大证券	31.47%	9.24%	8.70%	6.85%	33.29%	10.45%
方正证券	53.76%	5.37%	6.64%	9.34%	19.53%	5.37%
东方证券	17.29%	13.46%	35.15%	-22.06%	35.08%	21.08%
长江证券	38.00%	10.39%	9.30%	13.45%	21.40%	7.45%
东吴证券	28.87%	14.85%	5.77%	-22.51%	30.54%	42.48%
国元证券	28.08%	13.51%	2.84%	25.19%	26.05%	4.33%
东北证券	17.62%	4.40%	3.87%	1.52%	26.78%	45.81%
西部证券	27.17%	10.10%	2.91%	0.41%	53.71%	5.70%
国海证券	27.94%	7.03%	7.25%	-30.94%	62.62%	26.11%
中原证券	25.58%	3.69%	6.10%	21.56%	20.20%	22.88%
太平洋	33.86%	11.98%	19.29%	-15.03%	49.52%	0.38%
华安证券	39.38%	3.17%	6.07%	18.22%	26.36%	6.80%
第一创业	17.94%	7.26%	35.81%	-0.13%	30.92%	8.20%
山西证券	7.02%	3.26%	2.53%	-1.66%	20.68%	68.17%
国金证券	32.90%	11.18%	4.66%	18.32%	20.65%	12.29%
西南证券	21.07%	20.07%	4.29%	-4.66%	59.66%	-0.44%
东兴证券	23.70%	23.76%	11.11%	-25.52%	65.48%	1.46%
兴业证券	24.50%	11.29%	4.36%	-4.45%	31.95%	32.35%
浙商证券	23.73%	9.39%	6.39%	9.11%	17.44%	33.94%
华西证券	32.71%	3.85%	5.49%	16.11%	41.09%	0.75%
财通证券	20.59%	3.59%	13.88%	7.61%	54.00%	0.34%

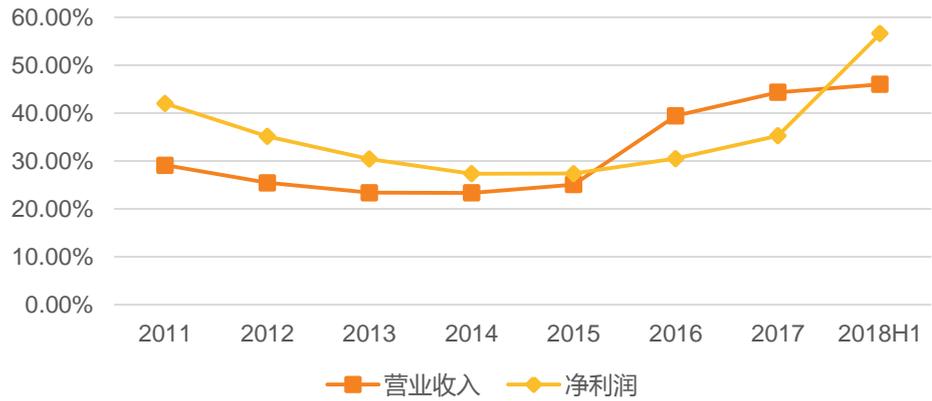
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 行业格局：迎接强者恒强时代

行业集中度逐步提升。从 2014 年开始，证券行业的营业收入与净利润虽然经历较大的波动，但是都在向龙头券商集中。截至 2018 年中，CR5 券商累计营收 582.21 亿元，占证券行业总营收的比重为 45.99%，较 17 年末提升 1.66 个百分点；CR5 归母净利润合计 186.22 亿元，占证券行业归母净利润的 56.60%，较 17 年末上升 21.32%。上半年归母净利润集中度快速提升，归因于龙头券商具备较强的投研能力，资金成本控制得当以及场外期权、跨境业务的快速发展。

证券行业目前处于强监管的阶段，传统业务条线均受到较大的限制，创新业务积极稳妥推进。在轻资产业务领域，龙头券商凭借自身综合优势，市场份额逐步提升；在资本驱动业务领域，投研实力、资金成本优势等让其获得竞争优势；创新业务领域，新经济企业上市、CDR 制度推行、跨境业务等，龙头券商获得政策倾斜明显。新的证券分类评级管理办法使得龙头券商在新业务拓展上更具优势，证券行业将迎来强者恒强的时代。

图 6：行业净利润前五名集中度快速提升



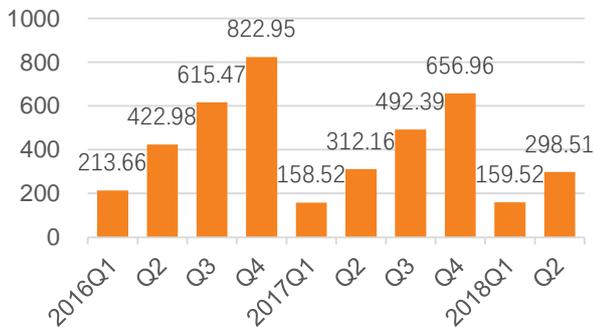
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 具体券商业务情况

2.1. 经纪业务：交易量逐月下滑，平均净佣金率仍在寻底

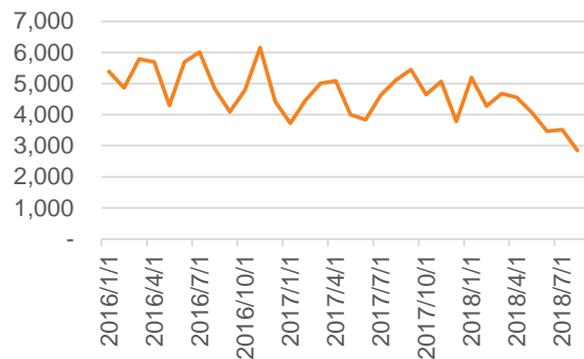
市场交易量逐月下滑，平均净佣金率仍在寻底。上半年 A 股股基成交额 57.41 万亿元，日均股基成交额 4604.6 亿元，同比小幅增长 2.35%，市场交易量整体呈现前高后低的趋势，进入三季度后受到市场行情影响，持续探底，2018 年 8 月月均股基成交额 2847 亿元，环比-19%。2018H 行业平均佣金率 0.0332%，较 2017 年整体下降了 50 个 bp，同比下降 8.53%，下滑幅度减小。受佣金率下滑影响，经纪业务收入同比下滑 4.37%至 298.51 亿元。

图 7：2018H 经纪业务收入同比下降



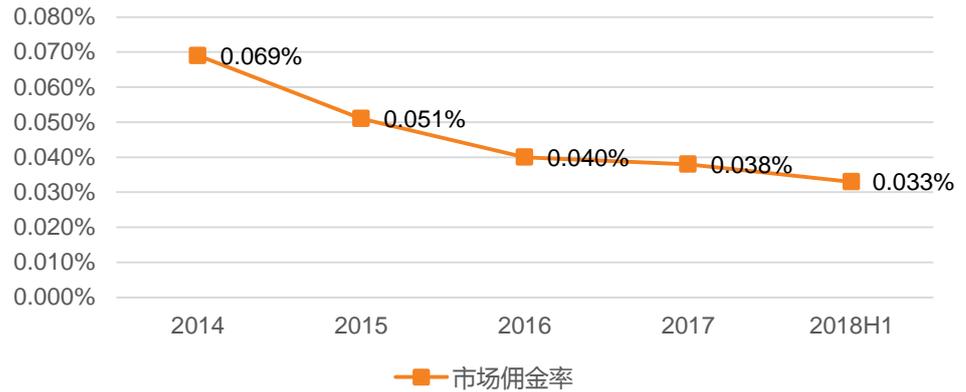
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：2018H 月均成交金额逐月下滑



资料来源：wind，天风证券研究所

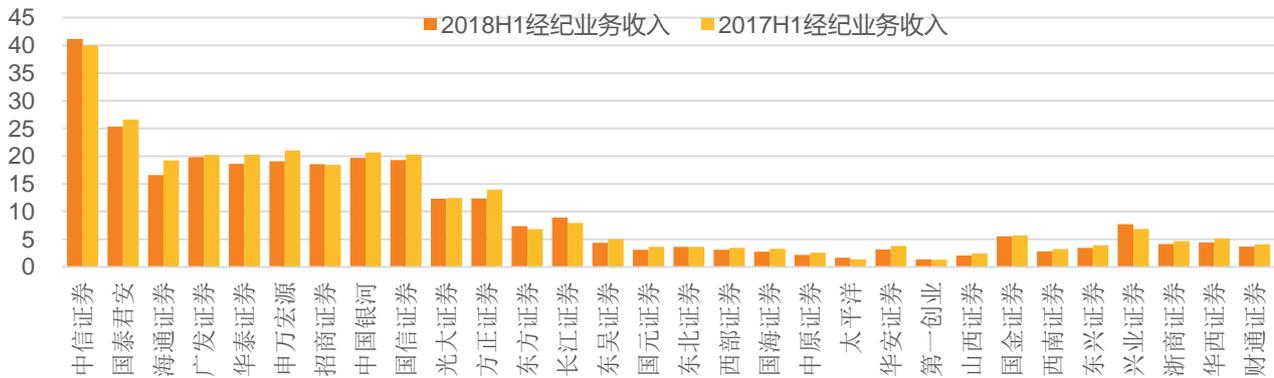
图 9：行业平均佣金净费率为 0.0332%，仍在寻底阶段



资料来源：证券业协会，天风证券研究所

分公司来看，上市券商经纪业务收入排前三位的是中信证券、国泰君安证券以及广发证券，分别实现了 41.12 亿元、25.36 亿元以及 19.80 亿元的经纪业务收入，同比分别+2.81%、-4.81%和-2.15%。股基成交量市场份额方面，根据上市公司半年报公布的数据，华泰证券上年股票基金交易量 7.58 万亿元，排名行业第一。在严峻的市场环境下实现营业收入正增长的上市券商有六家，分别是中信证券、招商证券、东方证券、长江证券、太平洋证券、第一创业、以及兴业证券。其中兴业证券实现经纪业务收入同比增长 12.37%，主要是公司股基交易量市场份额的提升。

图 10：上市券商经纪业务收入情况（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

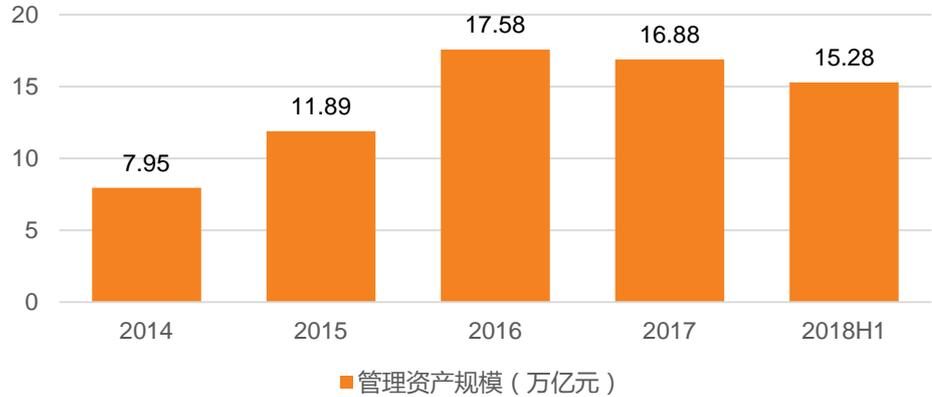
财富管理转型是经纪业务未来的方向。证券行业对于“利用佣金收入保持盈亏平衡，通过提供高附加值的财富管理服务盈利”的运营模式正形成行业性的共识，主动调整经纪业务战略，以客户为中心重塑服务体系，推动分支机构改革，搭建金融服务的智能化系统等。

经纪业务的开户，交易乃至金融产品销售属于标准化服务，一方面受到行情影响明显，另一方面，在佣金率仍将继续下降的前提下，很难有收入的增长。在客户交易结算资金余额和新增投资者数量维持在一个相对平稳的情况下，券商经纪业务着重点逐渐进入存量竞争的阶段。核心在于降低单客户成本，或者提高单客户价值：中小券商倾向于通过分支机构改革，提升渠道效率，争夺市场份额，以降低单客成本；而龙头券商着重于挖掘高净值及机构客户的潜在需求，拓展新的利润点。

2.2. 资管业务：主动管理能力决定为盈利能力

2018 年上半年，资管行业从严监管态势加强，《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称资管新规）正式颁布，对行业发展将产生深远影响。受市场波动和资管新规双重影响，券商资产管理行业规模开始呈现下降趋势，截至 2018 年中，规模为 15.28 万亿元，较 2017 年末下降 9.48%。我们预计这种下降的趋势未来仍将持续，但将是渐进的过程。

图 11：证券行业资产管理规模继续下滑（万亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

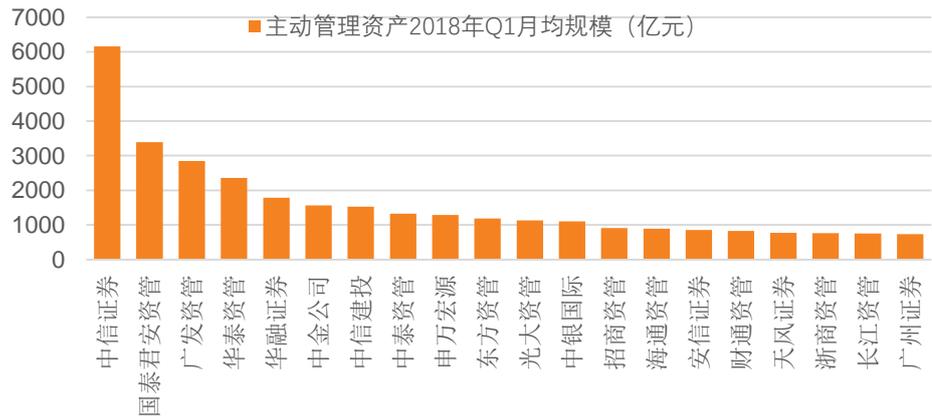
我们统计 30 家券商 2018H 合计实现资管业务收入 133.94 亿元，同比增长 9.99%，在规模下滑的情况下实现收入增长，主要归因于上市券商主动调整资产管理业务的结构，提升主动管理占比。中信证券、广发证券、东方证券凭借 29.11 亿元、18.61 亿元和 15.03 亿元的资管业务收入领跑全行业，同比分别增长 9.06%、2.78%和 133.34%。东证资管资产管理规模稳步提升，整体实现平稳健康发展。截至报告期末，东证资管受托资产管理规模人民币 2197.02 亿元，较上年末增长 2.48%，其中主动管理规模高达 98.23%，远超券商资管行业平均水平。

表 4：上市券商 2018 年上半年资管业务收入情况（单位：亿元）

公司名称	2017H1	2018H1	同比	公司名称	2017H1	2018H1	同比
中信证券	26.69	29.11	9.06%	东北证券	1.00	0.80	-20.51%
国泰君安	8.86	8.08	-8.86%	西部证券	0.49	0.33	-31.75%
海通证券	9.12	8.68	-4.85%	国海证券	0.80	0.71	-11.07%
广发证券	18.11	18.61	2.78%	中原证券	0.30	0.53	73.60%
华泰证券	11.39	11.79	3.48%	太平洋	0.89	0.95	6.55%
申万宏源	5.97	7.19	20.40%	华安证券	0.30	0.49	62.73%
招商证券	5.37	6.06	12.74%	第一创业	3.12	2.73	-12.52%
中国银河	3.13	3.82	22.20%	山西证券	0.56	0.75	33.26%
国信证券	1.26	1.23	-2.13%	国金证券	0.85	0.78	-8.04%
光大证券	1.99	3.41	71.37%	西南证券	0.53	0.58	9.80%
方正证券	1.35	1.53	13.57%	东兴证券	1.63	1.63	0.35%
东方证券	6.44	15.03	133.34%	兴业证券	1.73	1.37	-20.55%
长江证券	2.86	2.18	-23.71%	浙商证券	1.86	1.12	-39.79%
东吴证券	1.97	0.88	-55.28%	华西证券	0.15	0.75	386.32%
国元证券	0.30	0.31	4.43%	财通证券	2.73	2.49	-8.81%
合计	121.77	133.94	9.99%				

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 12：证券公司主动管理资产 2018 年 Q1 月均规模（亿元）



资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

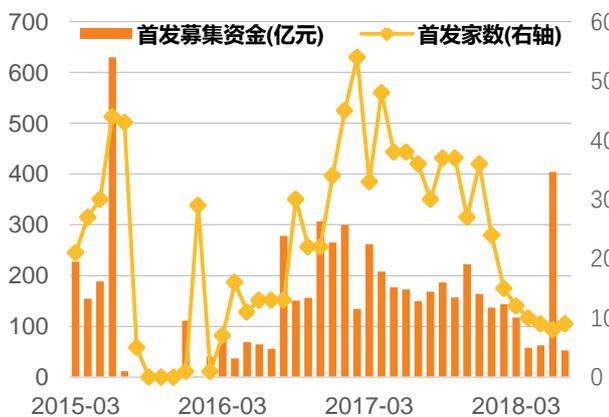
如果统一标准可以成功的消除套利空间，那么被监管层诟病的“通道业务”会因为自身的业务成本和潜在的巨大风险敞口而变得不再受利益相关者的青睐，自然就失去了存在的意义。所以，券商资管需要提升主动管理业务规模和业务能力已经成为了行业的共识。我们认为 18 年主要为通道业务的定向理财规模将会显著收缩，券商资管业务整体规模将缩减。而凭借着主动管理的显著规模效益以及既有的管理能力，龙头券商将获得相对的竞争优势。

2.3. 投行业务：股权承销业务承压，债权融资企稳

IPO 发行金额下滑明显。上半年 A 股市场共计完成股权融资规模 6579.32 亿元，同比下降 21.79%。受 IPO 发行节奏放缓（监管层有意引导资金支持“新经济”企业融资）、过会率持续走低影响，上半年 IPO 家数和融资规模同比下降，分别为 63 家和 922.87 亿元，分别同比下降 74.49%和 26.40%；再融资新规和减持新规的影响日益显现，导致再融资规模持续缩水，上半年再融资家数 257 家，募集资产规模 6173 亿元，同比下降 18%。

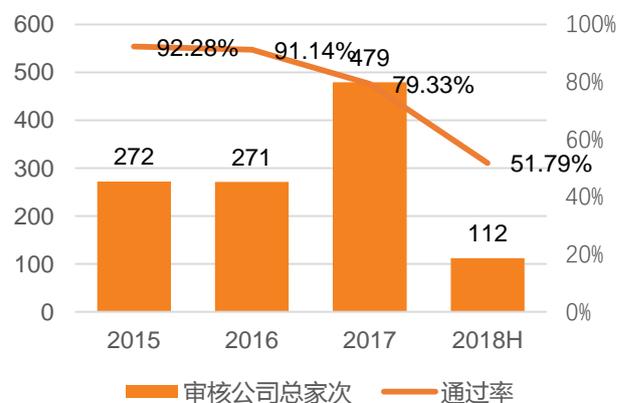
债券融资企稳。金融系统“去杠杆”的抽水行为提升了利率中枢和债权融资成本，导致去年债券发行规模快速下滑。2018 年上半年证券公司承销债券规模为 20291 亿元，同比增长 28%。展望全年，在“去杠杆”的大环境下，信用债违约风险提升，债券发行难度加大，预计券商承销债券的规模在 18 年仍将受到限制。

图 13：2018 上半年券商 IPO 业务情况（单位：亿元）



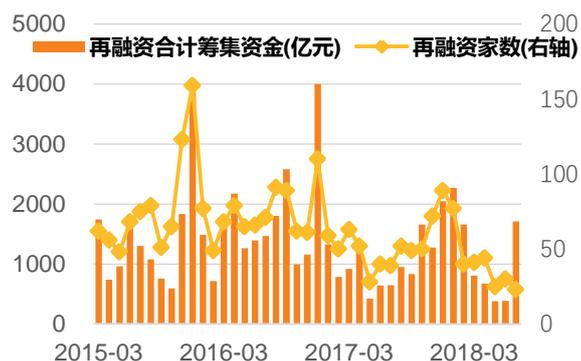
资料来源：wind，天风证券研究所

图 14：2015-2018 年上半年 IPO 审核情况



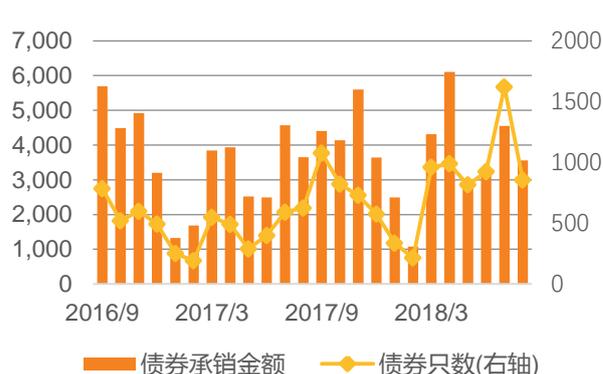
资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：2018H1 再融资募集资金规模为 6173 亿元



资料来源：wind，天风证券研究所

图 16：2018H1 证券公司承销债券规模为 20291 亿元（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

30 家上市券商上半年实现证券承销业务净收入 112.45 亿元，同比下降 24.90%，其中 6 家上市券商实现同比增长，24 家上市券商同比下滑。投行业务收入前三名的券商依旧是行业龙头中信证券、海通证券以及国泰君安证券，分别实现了 17.50 亿元、15.25 亿元和 10.50 亿元的投行业务收入，同比分别下降 5%、6.47%和 20.07%，华泰证券上年实现证券承销业务净收入 8.08 亿元，同比增长 20.03%。

表 5：上市券商证券承销业务净收入情况（单位：亿元）

公司名称	2017H1	2018H1	同比	公司名称	2017H1	2018H1	同比
中信证券	18.42	17.50	-5.00%	东北证券	1.17	0.90	-22.72%
国泰君安	13.13	10.50	-20.07%	西部证券	2.07	1.15	-44.30%
海通证券	16.30	15.25	-6.47%	国海证券	2.31	0.69	-69.97%
广发证券	13.27	5.66	-57.33%	中原证券	0.35	0.32	-8.50%
华泰证券	6.73	8.08	20.03%	太平洋	0.42	0.59	40.99%
申万宏源	5.82	4.03	-30.82%	华安证券	0.51	0.26	-50.10%
招商证券	10.13	5.83	-42.49%	第一创业	1.66	0.55	-66.73%
中国银河	1.39	3.33	139.13%	山西证券	2.93	0.97	-66.78%
国信证券	9.24	5.58	-39.60%	国金证券	6.37	1.87	-70.64%
光大证券	3.14	3.62	15.57%	西南证券	2.69	2.70	0.49%
方正证券	1.43	1.24	-13.32%	东兴证券	3.05	3.49	14.59%
东方证券	6.37	5.76	-9.66%	兴业证券	5.80	3.55	-38.77%
长江证券	3.50	2.44	-30.41%	浙商证券	2.45	1.65	-32.74%
东吴证券	4.48	2.26	-49.52%	华西证券	1.87	0.52	-71.92%
国元证券	1.84	1.50	-18.66%	财通证券	0.86	0.64	-25.36%
合计	149.72	112.45	-24.90%				

资料来源：wind，天风证券研究所

2.4. 自营业务：业绩弹性所在，分化明显

影响券商的业绩弹性，变化取决于股债市场波动，开拓多市场多元化的投资策略是自营业务发展方向所在。自 2017Q2 起，券商自营收入占比明显提升，基本稳定在 30% 的占比水平，从已经披露的数据看，30 家上市券商合计实现投资收益（投资净收益+公允价值变动净收益）317 亿元，同比下降 18.66%。从同比变化的角度看，券商自营业务分化明显，成为影响券商业绩的重要因素，共有 14 家上市券商实现同比增长。中信证券上半年自营收入 53 亿元，同比增长 18.33%，是其业绩逆势增长的重要因素。上半年实现投资收益超过 20 亿的上市券商还有国泰君安、广发证券、华泰证券及申万宏源等

总体投资规模达 16303 亿元，较 17 年底增长 16.81%。排名前三的分别为中信证券、广发证券、国泰君安，规模分别是 1708 亿元、1406 亿元和 1375 亿元。对比 2017 年底券商自营产品规模，各上市券商对权益类产品的下调仍在持续，仅有五家上市券商自营权益类及衍生品资产规模有所上升，固收类产品规模普遍上升，变动最大属行业龙头中信证券，2018 上半年增加了 364 亿固收类产品。。

表 6：2018 上半年上市券商投资收益情况：固收产品持续增加，权益类规模下滑（单位：亿元）

公司名称	投资收益		权益+衍生品规模		固定收益规模			金融资产净值		
	2018H1	2018 H1	2017 年底	变动	2018H1	2017 年底	变动	2018H1	2018Q1	变动
中信证券	53	266	288	-22	1442	1078	364	1695	1824	-129
国泰君安	31	279	269	10	1095	793	303	890	756	134
海通证券	18	233	232	1	629	435	194	1308	1233	74
广发证券	25	204	223	-19	1199	988	212	727	860	-133
华泰证券	25	318	283	35	708	506	202	1265	1263	2
申万宏源	22	140	144	-4	838	685	153	621	519	102
招商证券	10	135	167	-32	921	807	114	864	981	-116
中国银河	3	153	167	-14	579	490	89	466	496	-30
国信证券	3	155	182	-27	465	308	157	700	599	101
光大证券	13	93	94	-1	523	519	4	491	468	24
方正证券	5	87	84	3	385	288	97	522	466	56
东方证券	15	157	175	-18	909	827	82	554	525	30
长江证券	5	58	61	-3	244	273	-29	338	345	-8
东吴证券	5	40	44	-4	254	270	-16	429	449	-20
国元证券	3	12	15	-3	142	118	24	248	252	-3
东北证券	6	30	36	-6	194	171	24	255	241	14
西部证券	6	14	11	4	225	216	10	240	240	0
国海证券	6	11	11	-1	336	339	-3	345	369	-24
中原证券	2	8	6	2	144	100	44	121	117	4
太平洋	2	13	18	-4	156	155	1	193	221	-28
华安证券	2	6	7	-1	161	70	90	164	141	23
第一创业	2	3	4	-1	121	112	8	139	126	14
山西证券	6	8	10	-3	198	110	88	219	198	21
国金证券	3	28	30	-3	147	84	63	184	138	46
西南证券	8	62	73	-11	231	188	44	320	293	27
东兴证券	10	51	46	6	345	285	60	496	494	2
兴业证券	10	78	76	1	493	452	40	722	725	-3
浙商证券	3	6	3	3	167	144	23	188	162	26
华西证券	6	7	8	-1	169	160	9	193	202	-9
财通证券	10	18	15	4	208	205	3	286	266	20

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.5. 信用业务：规模收缩，利息支出增长影响净收入

2018 年上半年 30 家上市券商整体实现利息净收入 111.08 亿元，同比下降 30.34%，包括海通证券在内的 6 家上市券商实现利息净收入同比增长。中信证券、海通证券、华泰证券利息净收入位居前三，分别为 27.64 亿元、24.20 亿元和 13.10 亿元。我们判断，严监管环境下，上市券商的利息支出有所抬升是导致信用业务收入同比下滑的重要因素。

表 7：上市券商 2018 年上半年利息收入情况

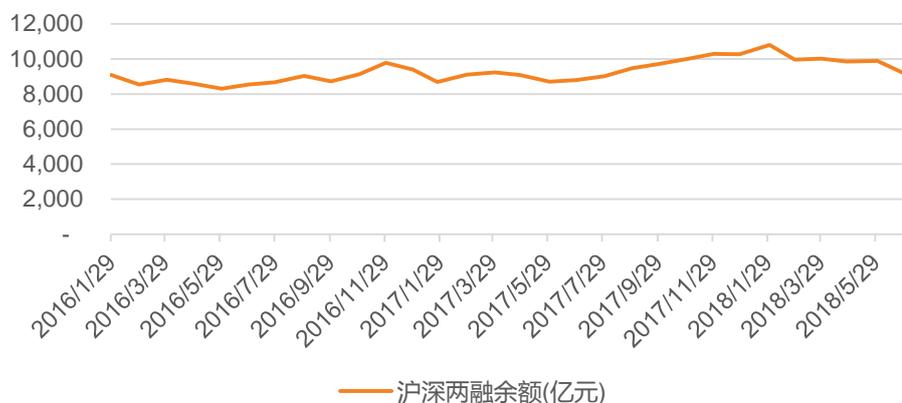
公司名称	2017H1	2018H1	YOY	公司名称	2017H1	2018H1	YOY
国泰君安	28.59	27.64	-3.31%	中原证券	2.31	1.86	-19.44%
海通证券	17.43	24.20	38.86%	浙商证券	1.78	1.60	-10.38%
华泰证券	17.22	13.10	-23.94%	华安证券	2.95	1.47	-50.28%
中国银河	15.32	12.64	-17.48%	财通证券	1.25	1.36	9.21%
国信证券	11.55	9.37	-18.91%	东北证券	-0.53	0.31	-159.11%
中信证券	12.95	9.32	-28.01%	西部证券	3.00	0.05	-98.45%
申万宏源	10.77	7.65	-28.91%	第一创业	0.79	-0.01	-101.29%
招商证券	9.57	5.27	-44.95%	山西证券	0.46	-0.50	-207.12%
长江证券	6.63	3.16	-52.38%	西南证券	0.28	-0.63	-327.35%
国金证券	3.49	3.07	-12.13%	太平洋	1.46	-0.74	-150.45%
国元证券	4.53	2.80	-38.28%	兴业证券	3.12	-1.40	-144.95%
光大证券	6.89	2.69	-60.97%	国海证券	-1.05	-3.05	189.37%
华西证券	2.34	2.19	-6.33%	东吴证券	-2.22	-3.43	54.76%
方正证券	3.15	2.16	-31.55%	东兴证券	-0.53	-3.75	604.93%
广发证券	3.86	2.13	-44.85%	东方证券	-7.87	-9.44	19.85%
合计	159.46	111.08	-30.34%				

资料来源：公司公告，天风证券研究所

此外，整体融出资金规模的下滑也是导致信用业务收入收缩的另一个要素。

1) 融资融券余额反映市场风险偏好和活跃度，在上半年赚钱效应并不明显的背景下，融资融券日均余额回落至万亿以下水平，仅为 9947 亿元。截至 6 月底两融余额回落至 9194 亿元，较去年年底下降 10%。

图 17：截至 2018 年 6 月底，沪深两市两融余额回落至 9194 亿元（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

2) 受资管新规、质押新规等一系列新的规定出台，股票质押业务风险成为行业关注的重点，各家券商出于风险规避的角度均出手降低股票质押业务规模。根据证券业协会数据，截至 2018H，全市场股票质押业务融出资金规模 7701 亿元，同比减少了 6%，这也导致各家上市券商利息净收入普遍同比下滑。截至 2018 年上半年，上市券商股票质押式回购规

模达到 5913.51 亿元，较上年末下降 8.60%。海通证券、中信证券、国泰君安规模分别为 733.64 亿元、594.25 亿元和 554.96 亿元，位列行业前三。

表 8：2018 年 H1 上市券商股票质押式回购规模（单位：亿元）

证券公司	2017 年	2018H1	同比	证券公 司	2017 年	2018H1	同比
中信证券	780.34	594.25	-23.85%	太平洋	76.96	74.77	-2.85%
国泰君安	769.3	554.96	-27.86%	东兴证券	80.7	89.07	10.37%
海通证券	745.3	733.64	-1.56%	国元证券	79.4	91.45	15.18%
华泰证券	484.1	400.58	-17.25%	东北证券	72.5	52.06	-28.19%
国信证券	406.95	385.85	-5.18%	国海证券	67.6	83.43	23.42%
中国银河	363.6	409.09	12.51%	华西证券	53.59	48.22	-10.02%
申万宏源	323.3	522.58	61.64%	中原证券	48.06	44.27	-7.89%
东方证券	311.4	273.24	-12.25%	浙商证券	47.2	-	N/A
兴业证券	309.6	253.81	-18.02%	华安证券	46.7	50.92	9.04%
招商证券	307	316.29	3.03%	国金证券	44.5	-	N/A
广发证券	268.51	263.28	-1.95%	西部证券	41.5	26.21	-36.84%
光大证券	186.3	214.15	14.95%	第一创业	40.1	27.55	-31.30%
东吴证券	175.2	173.02	-1.24%	财通证券	39.8	-	N/A
长江证券	166.8	122.1	-26.80%	山西证券	30	26.65	-11.17%
方正证券	103.5	82.07	-20.71%	合计	6469.81	5913.51	-8.60%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

供需受限，预期规模增长将放缓。从供给端看，股票质押回购资金主要来源于券商自有资金、银行等，一系列政策法规落地、结合当前市场环境，证券公司对于股票质押业务态度趋于保守；通道类业务受限于资管新规，银行资金参与场内股票质押的渠道将受限。从需求端看，质押新规对于融入方资金投向的限制、利率上移等因素都将影响到股票质押回购交易的业务需求。

3. 投资建议

3.1. 精选低估值行业龙头券商

(1) 我们认为券商板块仍处在强监管预期继续兑现，以及各主要业务条线均明显受限于市场环境的阶段，严监管环境仍将是影响行业发展的主要因素，但从边际上有望迎来改善，中资境外上市公司的回归、期权业务、沪伦通、A股纳入 MSCI、港交所改革等下半年有望继续稳步推进。

(2) 目前市场对于融资融券和股票质押等信用业务过于悲观，多家券商首次出现破净的情况，但无论从净资产规模、业务模式、营收结构和风控体系多个角度考量，目前证券公司自身的资产质量要大幅优于历史中其它处在相同相对估值区间的时点，向下有业绩支撑，下半年可关注龙头券商估值修复。

(3) 中性假设下，我们预计 2018 年行业净利润 1160 亿元，同比上升 2.68%，随着监管政策引导，创新业务在龙头券商间开展，证券行业对外开放等都将加速行业集中度的提升，行业强者恒强的局面正在逐渐形成。

(4) 目前券商股估值处在历史底部，板块中政策面和基本面边际改善都可能带来由于板块价格中值回归的而产生的投资机会。同时，考虑到 2018 年金融体系和证券行业整体“去风险”、“调结构”、“严监管”，进而稳中求进的主基调没有发生变化。所以我们认为应对应的是以稳健为主，精选个股的投资风格。

配置上，我们继续看好营收结构均衡、综合实力强的行业龙头券商；推荐：中信证券、华泰证券、广发证券、国泰君安。

图 18：相对估值角度，券商板块处于历史低位，下半年关注估值修复



资料来源：wind，天风证券研究所

风险提示：市场大幅波动风险、金融监管趋严、创新业务开展不及预期

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com