

推荐 (维持)

每于寒尽觉春意

2018年09月05日

证券行业2018年半年报综述

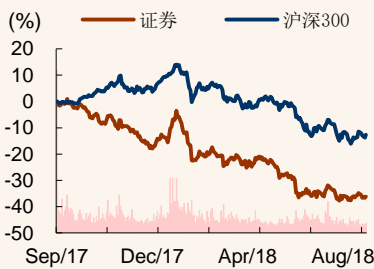
上证指数 2704

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	35	1.0
总市值 (亿元)	14678	3.1
流通市值 (亿元)	12145	3.2

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	1.5	-20.1	-36.8
相对表现	0.1	-3.8	-24.3



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《证券公司7月数据点评—业绩环比改善, 政策边际转暖》2018-08-06
- 2、《关于2018年证券公司分类评级结果的点评—助优限劣, 板块面临良机、龙头大有可为》2018-07-29
- 3、《关于近期证券板块投资机会点评—风险缓释, 市场趋稳, 券商向阳》2018-07-24

郑积沙

zhengjisha@cmschina.com.cn
S1090516020001

研究助理

刘雨辰
liuyuchen3@cmschina.com.cn

研究助理

刘洪
liuqi9@cmschina.com.cn

本篇报告回顾了上市券商2018年半年度报告情况。

- **业绩表现分化加剧。**2018上半年, 可比口径下, 31家上市券商合计营业收入1164亿元, 同比小幅下降7%; 归母净利润合计335亿, 同比下降22%。上市券商业绩整体优于行业, 龙头券商表现更佳。主要原因在于: (1) 龙头券商客户结构优势明显; (2) 龙头券商大类资产配置与风险管理能力突出, 跨越市场、穿越周期实现盈利能力更强; (3) 龙头券商资金成本优势非常显著。
- **资产规模与结构变化受到多重因素共同作用。**(1) 客户资产规模与市场环境紧密相关, 但其周期性低于预期; (2) 信用类资产规模或继续减少。融出资金与两融规模高度相关; 股票质押业务收益率有限, 证券公司出于性价比考虑或继续收缩资源投放; (3) 新会计准则实施, 交易类金融资产规模将进一步提升; (4) 衍生品业务具备长期发展空间, 相关资产规模或有持续增长。
- **负面担忧逐步缓解。**一方面, 信用业务风险基本可控。从信用损失程度来看, 上半年已实施新会计准则的上市券商共12家, 信用减值合计规模30.4亿, 占营收比重3.5%。从整体风险管理来看, 证券公司当前股票质押业务履约保障比例依然维持较高水平, 设定了相对慎重的预警和平仓线。A股上市公司是中国最优秀的企业代表, 上市公司股票属于最优质资产之一, 长期风险较低。另一方面, 自营权益亏损被有效平滑。债券市场牛市、衍生品业务的发展为以及直投业务都有效对冲了权益市场收益不佳。
- **积极因素正在增多。政策面, 稳定市场预期, 激发资本市场活力以及加大对外开放的信号逐步增加。**引导证券行业龙头做大做强的呵护性政策逐步出台。处于行业周期底部的龙头公司面临良好的发展机遇。市场方面, 增量资金正在积极布局A股市场。(1) 创业板ETF持续获得申购。(2) 北上资金继续流入。(3) 对外开放程度加深, 长线资金可期。

投资建议: 多因素共振下, 我们维持证券行业推荐评级。首先, 在多方政策呵护下, 市场逐步修复预期渐强。其次, 证券公司业绩低位企稳。半年报业绩充分显现上市券商业绩韧性以及龙头券商的优势。后续伴随行业转暖, 龙头券商业绩将得以进一步证明。最后, 市场大幅波动背景下, 市场普遍放大担忧券商股票自营以及股票质押业务风险, 造成板块估值错杀。当前板块估值仅1.24倍PB(LF), 处于历史最底部, 修复需求强烈。个股方面, 我们继续推荐基本面扎实的核心资产中信证券。当前股价对应1.26倍2018年PB, 看好估值提升至1.80倍PB(空间43%)

风险提示: 行业政策在极端市场环境下极度趋严、市场交易低迷、业绩大幅下滑。

正文目录

一、业绩表现：分化加剧.....	4
1、盈利能力：龙头公司更优.....	4
(1) 上市公司优于行业整体.....	4
(2) 龙头公司更优.....	5
2、收入结构：差异明显.....	5
(1) 行业整体情况.....	5
(2) 牌照类业务市场份额逆势提升.....	6
(3) 资金类业务是弹性所在.....	9
3、成本控制：管理支出更加审慎.....	9
(1) 资金成本.....	9
(2) 管理成本.....	11
4、后续展望：整体修复，分化继续.....	11
二、资产结构：市场性和政策性因素共同作用.....	12
1、市场性因素.....	12
(1) 客户资产规模.....	12
(2) 大类资产配置之间出现调整.....	12
2、政策性因素.....	13
(1) 股票质押规模高速发展势头出现变化.....	13
(2) A+H 券商实施新会计准则.....	14
3、后续展望：总体保持稳定，配置结构有所变化.....	15
三、负面担忧逐步缓解.....	15
1、信用业务风险基本可控.....	15
(1) 信用减值损失程度尚轻.....	15
(2) 整体风险管理手段完备.....	16
2、自营权益亏损被有效平滑.....	16
(1) 债券市场走牛.....	16
(2) 直投与另类投资子公司是业绩重要平滑器.....	16
3、市场与政策环境出现改善信号.....	17
(1) 政策：激发资本市场活力与加大对外开放.....	17

(2) 市场：积极因素正在增多 18

四、投资建议 18

图表目录

图 1 上市券商业绩变化 4

图 2 证券行业业绩变化 4

图 3 上市券商各业务收入变化（单位：亿元） 4

图 4 证券行业各业务收入变化（单位：亿元） 4

图 5 上市券商收入结构变化 6

图 6 公募基金分盘收入（单位：亿元） 6

图 7 上市券商席位租赁收入（单位：亿元） 6

图 8 上市券商新增负债利率 11

图 9 客户资产规模 12

图 10 投资交易资产规模 13

图 11 生息资产规模 13

图 12 上市券商买入返售金融资产 13

图 13 股票质押总市值&场内质押总市值 14

图 14 使用新准则的上市券商金融资产变化（单位：亿元） 15

图 15：证券行业历史 [PEBand](#) 19

图 16：证券行业历史 [PBBand](#) 19

表 1：上市券商 IPO 数据 7

表 2：上市券商再融资数据 7

表 3：上市券商债承数据 8

表 4：上市券商并表公募基金情况 9

表 5：上市券商利息支出（单位：亿元） 10

表 6：上市券商信用减值损失情况 15

一、业绩表现：分化加剧

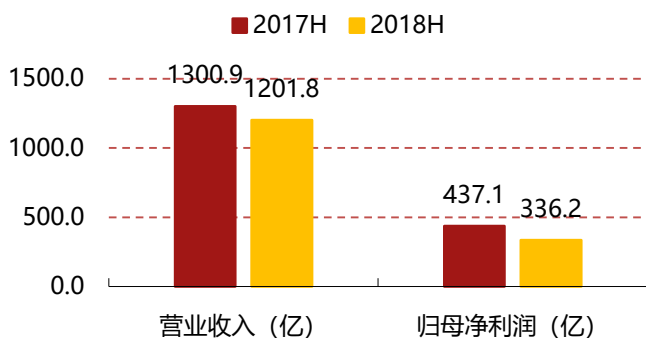
上市券商 2018 年半年报已经披露完毕，整体业绩符合预期。2018 上半年，可比口径下，31 家上市券商合计营业收入 1164 亿元，同比小幅下降 7%；归母净利润合计 335 亿，同比下降 22%。受到行业经营环境不利影响，上市券商各业务线中仅资管业务同比正增长。

1、盈利能力：龙头公司更优

(1) 上市公司优于行业整体

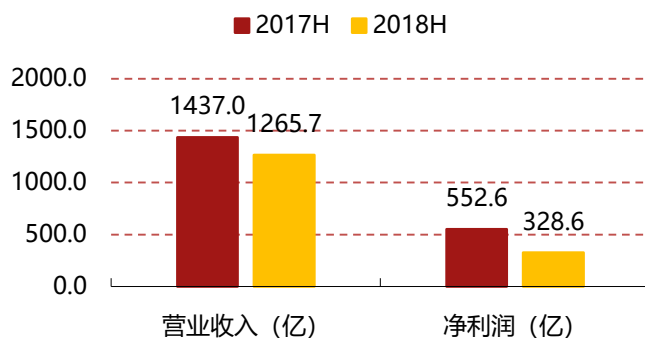
上半年，证券行业经营环境承压，行业整体经营情况出现比较明显回落，但上市券商表现相对更加稳定。上半年，上市券商合计归母净利润 336 亿元，同比-23%，显著好于行业整体同比-41%的情况。31 家上市券商中仅太平洋一家归母净利润为负；其它 30 家上市券商全部实现盈利，占比 97%。行业 131 家证券公司中仅 106 家实现盈利，占比 81%。

图 1 上市券商业绩变化



资料来源：wind、招商证券

图 2 证券行业业绩变化



资料来源：证券业协会、招商证券

从各业务线来看，上市券商表现全面优于行业。经纪业务方面，上市券商收入同比-4% 好于行业同比-6%；投行方面，上市券商收入同比-22% 好于行业同比-27%；资管业务方面，行业同比-1%，上市券商收入逆势同比增长 10%；利息净收入行业同比大幅下降 69%，上市券商同比-31%；自营业务方面，行业同比大降 19%，上市券商同比-21%。

图 3 上市券商各业务收入变化 (单位：亿元)

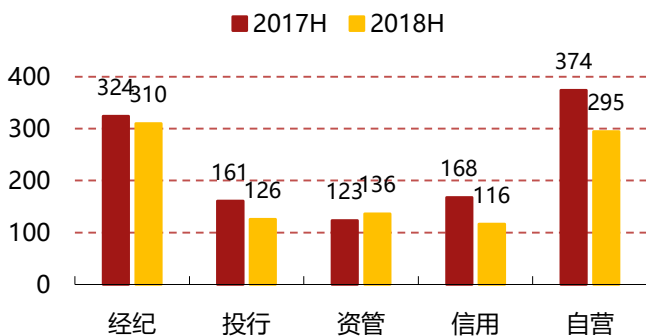
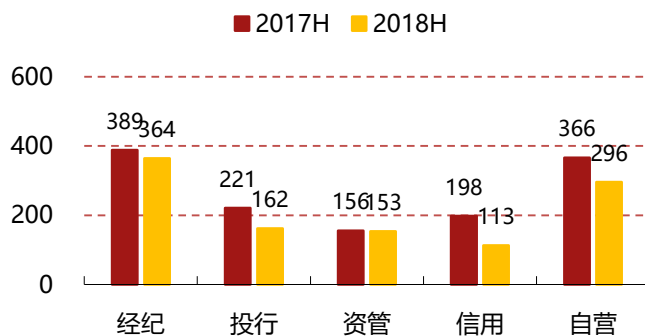


图 4 证券行业各业务收入变化 (单位：亿元)



资料来源：wind、招商证券

资料来源：证券业协会、招商证券

(2) 龙头公司更优

行业集中度有所提升。从归母净利润较度看，今年上市券商中前 10 合计 267 亿元，上市券商中占比 79%，较去年同期提升 7 个百分点；前 5 合计 186 亿元，占比 55%，较去年同期提升 7 个百分点。各业务条线集中度具有提升趋势：(1) 经纪业务收入，前 10 券商合计 211 亿元，占比 68%，与去年基本持平；前 5 券商合计 121 亿元，占比 39%，较去年基本持平。(2) 投行业务收入，前 10 券商合计 90 亿元，占比 71%，较去年同期提升 4 个百分点；前 5 券商合计 57 亿元，占比 45%，较去年同期提升 3 个百分点。(3) 资管业务，前 10 券商合计 98 亿元，占比 72%，较去年同期下降 3 个百分点；前 5 券商合计 76 亿元，占比 56%，较去年同期下降 4 个百分点。(4) 资金类业务，前 10 券商合计 298 亿元，占比 74%，较去年同期提升 3 个百分点；前 5 券商合计 212 亿元，占比 53%，较去年同期提升 4 个百分点。

龙头公司中信证券地位进一步增强。剔除主要由大宗商品业务带来的其他业务收入后，中信上半年营业收入 157 亿元，同比+6%；扣非后归母净利润 55 亿元，同比+9%。营收、净利润双双正增长。**所有业务条线收入均位居行业第一**，且只有投行出现同比轻微下降：(1) 经纪业务收入 41 亿元，同比增长 3%；(2) 投行业务收入 18 亿元，同比-5%。

(3) 资管业务收入 29 亿元，同比增长 9%。(4) 资金类业务收入 59 亿元，同比增长 6%。

2、收入结构：差异明显

(1) 行业整体情况

上市券商，牌照类业务表现整体周期性弱于资金类业务。上半年，上市券商牌照类业务收入合计 572 亿元，营收占比 58%（剔除其他业务收入，排除毛收入计价业务影响，以下均同），较去年同期提升 5 个百分点。其中，经纪业务收入合计 310 亿元，营收占比 32%，较去年同期 3 个百分点；投行业务收入合计 126 亿元，营收占比 13%，较去年同期下降 1 个百分点；资管业务收入合计 136 亿元，营收占比 14%，较去年同期提升 3 个百分点。上市券商资金类业务收入合计 411 亿元，营收占比 42%，较去年同期下降 5 个百分点。**我们认为上市券商牌照类业务周期性表现更弱的原因主要在于：(1) 上市券商客户结构更优，牌照类业务市场份额逆势提升；(2) 资金类业务中，股票质押业务快速上升势头因政策性因素明显减弱，权益投资受到市场影响明显拖累。**

图 5 上市券商收入结构变化

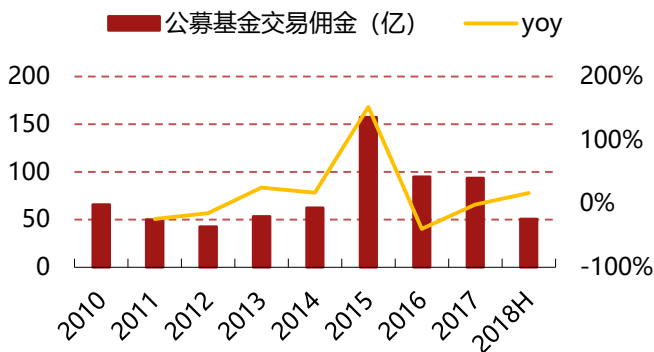
	经纪			投行			资管			资金类收入		
	1H18	1H17	变化	1H18	1H17	变化	1H18	1H17	变化	1H18	1H17	变化
中信证券	28%	28%	0%	12%	13%	-1%	20%	19%	1%	40%	38%	2%
国泰君安	25%	25%	1%	10%	12%	-2%	8%	8%	0%	57%	59%	-3%
华泰证券	28%	26%	1%	12%	9%	3%	18%	15%	3%	43%	58%	-15%
海通证券	20%	18%	2%	18%	15%	3%	10%	9%	2%	51%	73%	-22%
广发证券	29%	21%	8%	8%	14%	-5%	27%	19%	9%	36%	67%	-31%
申万宏源	32%	36%	-4%	7%	10%	-3%	12%	10%	2%	49%	44%	5%
招商证券	46%	35%	10%	14%	19%	-5%	15%	10%	5%	25%	45%	-20%
中信建投	26%	29%	-3%	28%	26%	2%	6%	6%	-1%	40%	38%	2%
中国银河	47%	38%	9%	8%	3%	5%	9%	6%	3%	36%	69%	-33%
国信证券	52%	40%	12%	15%	18%	-3%	3%	3%	1%	29%	52%	-23%
光大证券	35%	38%	-3%	10%	10%	1%	10%	6%	4%	44%	43%	1%
东方证券	26%	16%	10%	20%	15%	5%	52%	15%	37%	2%	80%	-78%
兴业证券	37%	20%	17%	17%	17%	0%	7%	5%	2%	39%	97%	-58%
财通证券	24%	22%	2%	4%	5%	0%	16%	15%	1%	56%	71%	-15%
东兴证券	24%	28%	-4%	24%	22%	3%	11%	12%	0%	40%	38%	3%
华西证券	33%	38%	-5%	4%	14%	-10%	6%	1%	4%	58%	47%	11%
国金证券	37%	30%	7%	13%	34%	-21%	5%	5%	1%	45%	39%	5%
长江证券	42%	30%	12%	11%	13%	-2%	10%	11%	-1%	36%	56%	-19%
西南证券	23%	25%	-2%	22%	21%	1%	5%	4%	1%	50%	51%	-1%
西部证券	29%	26%	3%	11%	15%	-5%	3%	4%	-1%	57%	70%	-13%
东北证券	34%	37%	-3%	9%	12%	-3%	7%	10%	-3%	50%	38%	12%
华安证券	43%	39%	4%	3%	5%	-2%	7%	3%	4%	47%	69%	-23%
国元证券	31%	24%	7%	15%	12%	3%	3%	2%	1%	51%	91%	-40%
方正证券	57%	49%	8%	6%	5%	1%	7%	5%	2%	31%	54%	-23%
南京证券	33%	35%	-2%	14%	6%	8%	5%	5%	0%	49%	60%	-11%
中原证券	34%	39%	-5%	5%	5%	0%	8%	5%	3%	53%	52%	1%
山西证券	22%	20%	2%	10%	25%	-15%	8%	5%	3%	60%	62%	-3%
国海证券	38%	27%	11%	10%	19%	-10%	10%	7%	3%	43%	77%	-35%
第一创业	22%	17%	5%	9%	21%	-12%	44%	40%	4%	25%	27%	-2%
东吴证券	50%	31%	20%	26%	27%	-2%	10%	12%	-2%	14%	56%	-42%
太平洋	34%	37%	-2%	12%	11%	1%	20%	24%	-4%	34%	21%	12%

资料来源：Wind、招商证券

(2) 牌照类业务市场份额逆势提升

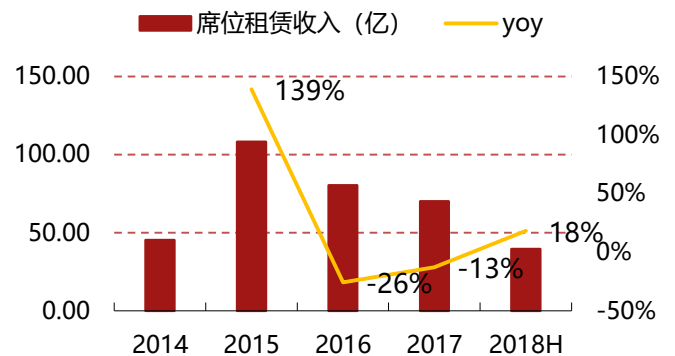
经纪业务方面，上市券商得益于客户结构优势市场份额逆势提升。可比口径下，今年上半年上市券商合计股基交易量市场份额 47%。我们认为机构客户相对更具优势是上市券商股基交易量市场份额逆势提升的主要原因。一方面，公募基金为代表的机构投资者相较个人投资的顺周期行为更弱，机构投资者交易量下降同比小于市场整体。事实上，上半年公募基金分盘收入 51 亿元，同比增长 16%。另一方面，上市券商更加有效把握住机构化、国际化趋势，进一步做大 QFII、专户、保险资管等交易业务规模。上半年上市券商席位租赁收入 39 亿元，同比增长 18%。

图 6 公募基金分盘收入（单位：亿元）



资料来源：wind、招商证券

图 7 上市券商席位租赁收入（单位：亿元）



资料来源：wind、招商证券

投行业务成为收入贡献最小子版块。上半年一级市场显著收缩是主要原因：IPO 规模 922 亿元，同比下降 21%；再融资规模 5429 亿元，同比增长 13%；债券承销规模 2009 亿元，同比增长 23%。项目质量与客户结构成为当前投行的关键：(1) IPO 前三公司：中信建投（承销 6 家，规模 91 亿元，过会率 64%）、华泰证券（承销 6 家，规模 86 亿元，过会率 100%）、中信证券（承销 8 家，规模 85 亿元，过会率 73%）；(2) 再融资前

三公司：中信证券（承销 25 家，规模 879 亿元）、中信建投（承销 24 家，规模 763 亿元）、华泰证券（承销 13 家，规模 743 亿元）（3）债券承销前三公司：中信证券（承销 409 家，规模 2606 亿元）、中信建投（承销 371 家，规模 2229 亿元）、招商证券（承销 227 家，规模 1445 亿元）

表 1：上市券商 IPO 数据

券商	规模（亿元）	家数	过会率	单项目规模（亿元）
中信建投	91	6	64%	15
华泰证券	86	6	100%	14
中信证券	85	8	73%	11
国信证券	34	1	50%	34
招商证券	33	4	40%	8
国泰君安	29	4	80%	7
广发证券	21	4	83%	5
兴业证券	18	1	57%	18
海通证券	17	3	20%	6
国元证券	15	1	33%	15
中国银河	12	2	100%	6
东方证券	8	1	75%	8
东兴证券	8	1	33%	8
山西证券	5	1	33%	5
东吴证券	5	1	50%	5
国金证券	3	1	33%	3
长江证券	3	1	33%	3
南京证券	2	1	100%	2

资料来源：Wind、招商证券

表 2：上市券商再融资数据

券商	规模（亿元）	家数	单项目规模（亿元）
中信证券	879	25	35
中信建投	763	24	32
华泰证券	743	13	57
国泰君安	682	17	40
国信证券	301	7	43
招商证券	151	10	15
申万宏源	129	4	32
东兴证券	83	11	8
长江证券	81	4	20
中国银河	71	2	36
东方证券	67	5	13
广发证券	63	9	7
山西证券	61	6	10
光大证券	58	2	29
海通证券	55	10	6
国金证券	54	7	8
兴业证券	52	5	10
南京证券	26	3	9
方正证券	22	3	7
国海证券	22	3	7

财通证券	18	1	18
东北证券	15	3	5
华西证券	12	2	6
第一创业	5	1	5
西南证券	4	1	4
东吴证券	2	2	1
中原证券	2	1	2
国元证券	2	1	2

资料来源：Wind、招商证券

表 3：上市券商债承数据

券商	规模 (亿元)	家数	单项目规模 (亿元)
中信证券	2606	409	6
中信建投	2229	371	6
招商证券	1445	227	6
海通证券	999	218	5
国泰君安	939	188	5
华泰证券	840	141	6
光大证券	829	165	5
中国银河	479	60	8
兴业证券	411	139	3
国信证券	374	152	2
广发证券	352	163	2
东方证券	335	107	3
申万宏源	257	100	3
国金证券	226	51	4
方正证券	209	44	5
东兴证券	205	29	7
长江证券	167	35	5
山西证券	149	40	4
华西证券	139	13	11
东吴证券	111	31	4
西部证券	92	24	4
西南证券	77	11	7
财通证券	66	10	7
国元证券	57	8	7
第一创业	40	11	4
华安证券	25	4	6
南京证券	20	6	3
太平洋	16	4	4
东北证券	14	8	2
国海证券	10	2	5
中原证券	8	2	4

资料来源：Wind、招商证券

资管业务超越市场预期，规模与营收占比双双提升。我们认为主要原因如下：(1) 上市券商主动管理转型更早，受到资管新规影响的通道业务收入贡献占比更低；(2) 上市券商并表公募基金公司业绩表现突出。券商并表公募基金公司排名前三的公司分别为：中信证券（持有华夏基金 62.2% 股权，2018H 营收 18.7 亿，净利润 5.99 亿）、兴业证券（持

有兴全基金 51% 股权，2018H 营收 14.4 亿，净利润 4.9 亿）、广发证券（持有广发基金 51% 股权，2018H 营收 10.4 亿，净利润 1.94 亿）

表 4：上市券商并表公募基金情况

券商	公募基金	持股比例	1H18 营收 (亿)	1H18 净利润 (亿)
中信证券	华夏基金	62.20%	18.7	6.0
兴业证券	兴全基金	51.00%	14.4	4.9
广发证券	广发基金	51.13%	10.4	1.9
申万宏源	申万菱信基金	67.00%	2.0	0.5
海通证券	富国基金	51.00%	3.0	0.7
方正证券	方正富邦基金	66.70%	0.5	-0.1
东吴证券	东吴基金	70.00%	1.3	0.2
第一创业	创金合信	51.00%	1.8	0.2
中信建投	中信建投基金	55.00%	1	0.2

资料来源：Wind、招商证券

(3) 资金类业务是弹性所在

部分券商资金类业务收入占比显著下降，是拖累业绩表现的重要原因。上半年资金类业务收入占比下降最多的三家券商为：东方证券（资金类业务收入 0.53 亿元，收入占比 2%，同比下降 78 个百分点）、兴业证券（资金类业务收入 8.13 亿元，收入占比 39%，同比下降 58 个百分点）、东吴证券（资金类业务收入 1.22 亿元，收入占比 14%，同比下降 42 个百分点）

自营业绩波动更大。上半年上市券商自营投资收益 295 亿元，同比-21%，创 2016 下半年年以来最差半年。信用业务表现相对平稳。上半年，上市券商融出资金利息收入 293 亿元，同比+5%。买入返售利息收入 218 亿元，同比+40%。两融业务规模超预期出现弱波动，上半年日均规模 10034 亿元，较去年同期增长 11%。股票质押环比回落慢于市场预期，报告期末未解押市值 3.5 万亿，较年初增长 6%。

3、成本控制：管理支出更加审慎

(1) 资金成本

上市券商利息支出整体继续增加。上半年上市券商利息支出 597 亿元，同比+26%。利息支出同比增加最多的三家券商分别是：华安证券（利息支出 4.46 亿元，同比+112%）、中国银河（利息支出 30.25 亿元，同比+58%）、中信建投（利息支出 24.86 亿元，同比+51%），同比增加最少的三家券商分别是：东北证券（利息支出 7.01 亿元，同比-15%）、方正证券（利息支出 14.95 亿元，同比+4%）、东方证券（利息支出 28.76 亿元，同比+5%）。

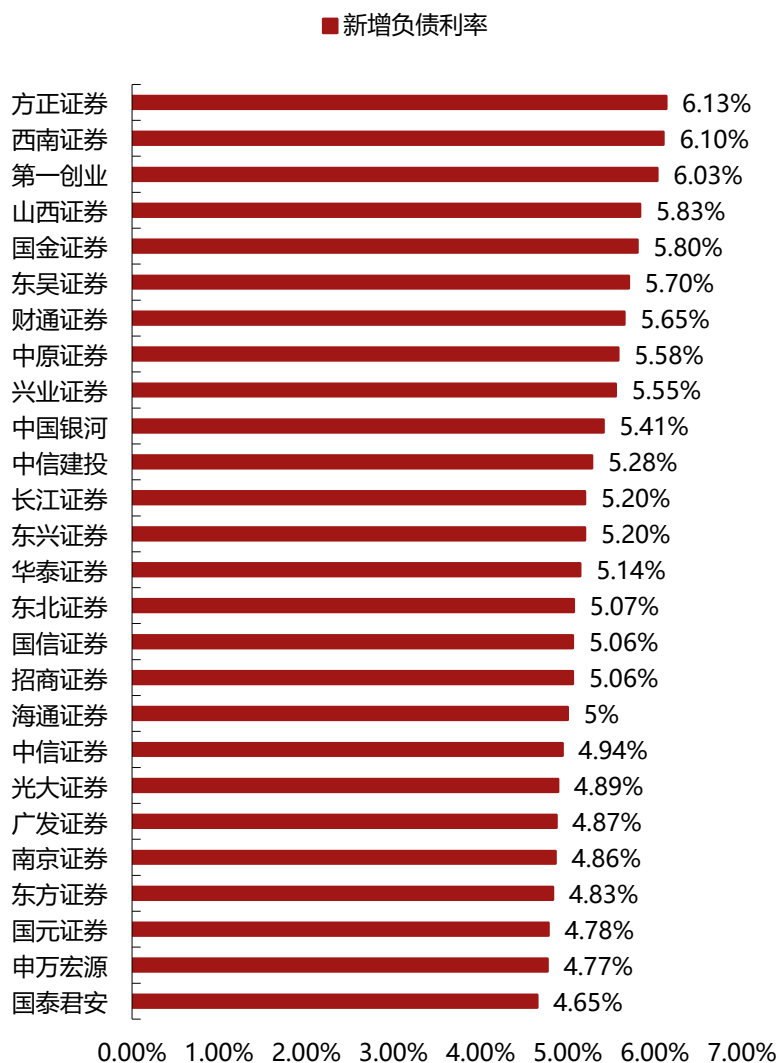
各家券商新增负债成本分化加剧，大券商优势明显。上半年新增负债利率最高的三家券商分别是：方正证券（新增负债利率 6.13%）、西南证券（新增负债利率 6.10%）、第一创业（新增负债利率 6.03%），新增负债利率最低的三家券商分别是国泰君安（新增负债利率 4.65%）、申万宏源（新增负债利率 4.77%）、国元证券（新增负债利率 4.78%）。

表 5：上市券商利息支出（单位：亿元）

券商	2017H	2018H	利息支出 yoy
华安证券	2.10	4.46	112%
中国银河	19.10	30.25	58%
中信建投	16.51	24.86	51%
东兴证券	8.15	12.26	50%
兴业证券	14.11	20.89	48%
中原证券	3.63	5.25	45%
招商证券	22.41	32.41	45%
国元证券	5.21	7.36	41%
国信证券	17.42	23.70	36%
光大证券	17.63	23.93	36%
申万宏源	30.08	39.97	33%
财通证券	4.37	5.72	31%
山西证券	4.98	6.51	31%
华泰证券	27.08	35.30	30%
国金证券	2.56	3.26	28%
国海证券	7.73	9.45	22%
中信证券	49.66	60.03	21%
国泰君安	30.72	36.84	20%
广发证券	34.78	41.71	20%
长江证券	12.37	14.73	19%
东吴证券	12.14	14.26	18%
西南证券	6.20	7.26	17%
第一创业	3.00	3.50	17%
西部证券	3.97	4.57	15%
太平洋	5.92	6.74	14%
海通证券	57.33	64.43	12%
南京证券	1.57	1.74	10%
华西证券	4.55	4.95	9%
东方证券	27.40	28.76	5%
方正证券	14.41	14.95	4%
东北证券	8.23	7.01	-15%

资料来源：公司数据、招商证券

图 8 上市券商新增负债利率



资料来源：公司数据、招商证券

(2) 管理成本

行业寒冬下节流成为多数券商策略。上半年，上市券商管理费用合计 589 亿元，较去年同期减少 4%。31 家上市公司中 17 家管理费用较去年同期出现下降。其中，同比减少最多的三家券商分别是：国海证券（管理费用 6.6 亿元，同比-21%）、国金证券（管理费用 10.5 亿元，同比-18%）、海通证券（管理费用 40.7 亿元，同比-18%）。从具体科目来看：上半年，上市券商职工薪酬合计 391 亿元，同比下降 8%；其它管理费用合计 198 亿元，同比增长 5%。职工薪酬降幅最大三家券商分别是：国海证券（职工薪酬 3.6 亿元，同比-33%）、国元证券（职工薪酬 3.9 亿元，同比-32%）、国金证券（职工薪酬 7.2 亿元，同比-27%）。

4、后续展望：整体修复，分化继续

我们判断下半年行业整体盈利状况相较上半年会有所有所修复，基于：(1) 市场整体修

复企稳预期渐强；(2) 一级市场在政策回暖下较上半年有明显改善；(3) 成本控制效果渐显。同时，我们认为龙头券商的优势将进一步强化，主要原因在于：(1) 一、二级市场的环境下，龙头券商客户结构优势将进一步发挥；(2) 龙头券商大类资产配置与风险管理能力突出，跨越市场、穿越周期实现盈利能力更强；(3) 龙头券商资金成本优势非常显著。

二、资产结构：市场性和政策性因素共同作用

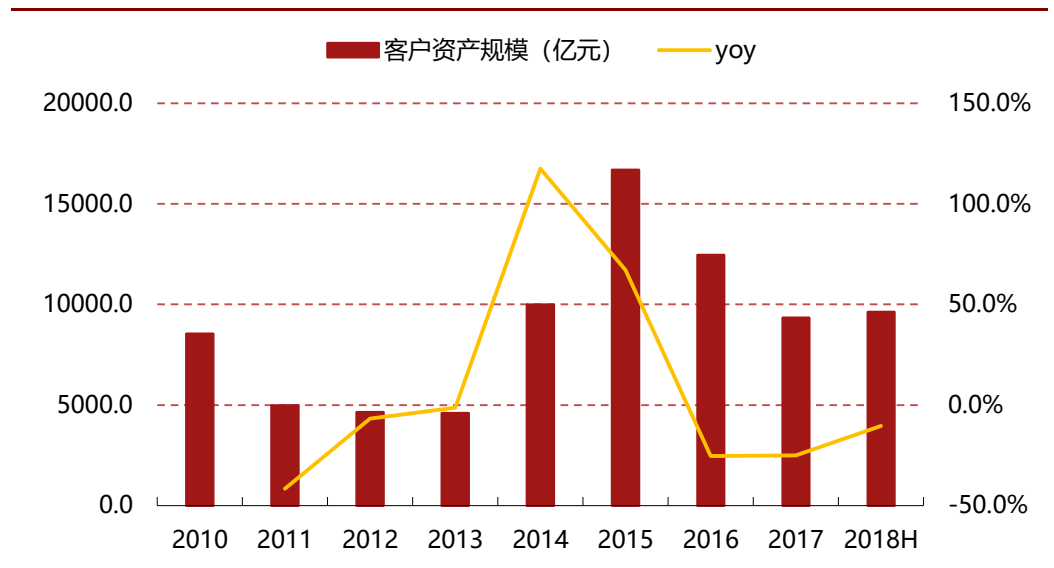
上市券商总资产规模合计 55612 亿元，较去年末增长 5%；自有总资产规模合计 45989 亿元，较去年末增长 2%。我们认为资产规模与结构变化受到多重因素共同作用。

1、市场性因素

(1) 客户资产规模

上半年股票二级市场相对清淡，但上市券商客户资产规模保持稳定。上市券商客户资产规模合计 9623 亿元，较去年末增 3%。其中，客户资金存款 7856 亿元，较去年末增长 3%，客户备付金 1766 亿元，较去年末增长 2%。上市券商客户资产规模呈现超预期弱周期特点的主要原因在于，机构客户占比相对较高，规模相对稳定。

图 9 客户资产规模



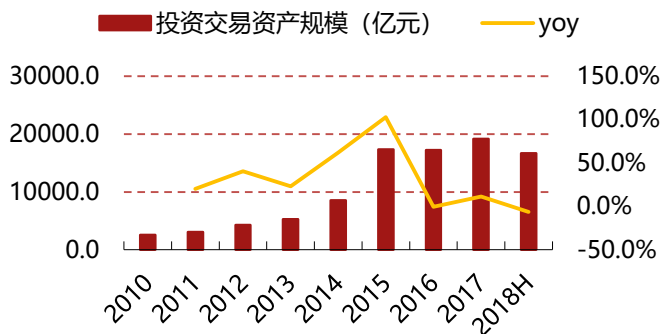
资料来源：Wind、招商证券

(2) 大类资产配置之间出现调整

投资交易类资产规模与生息资产规模双双下降。投资交易类资产规模合计 16670 亿元，

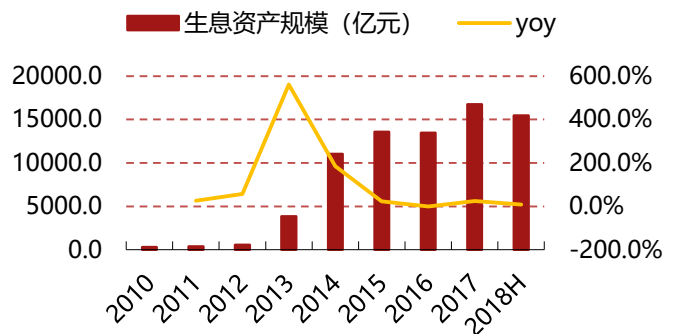
较去年末下降 13%。生息资产规模合计 15454 亿元，较去年末下降 7.6%，其中，买入返售资产规模 8073 亿元，较去年末下降 4.1%，融出资金规模 7381 亿元，较去年末下降 11.2%。

图 10 投资交易资产规模



资料来源：wind、招商证券

图 11 生息资产规模



资料来源：wind、招商证券

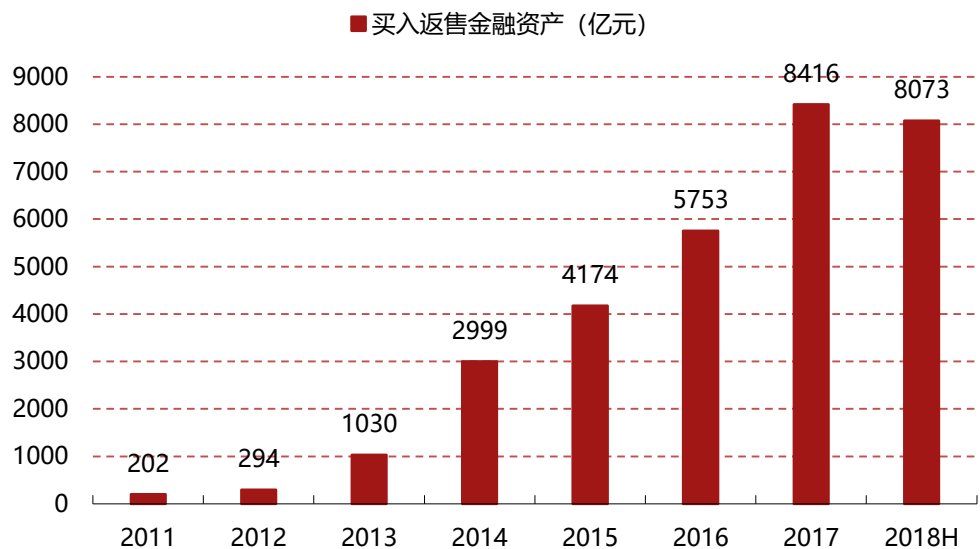
投资交易类资产中，债券配置占比大幅提升。截至报告期末，上市券商债券类投资资产规模 10430 亿元，占全部投资交易类资产比重 62.6%，较年初上升 6.1 个百分点。

2、政策性因素

(1) 股票质押规模高速发展势头出现变化

股票质押规模整体掉头向下，上市公司买入返售金融资产规模环比减少。从整体规模来看，截至 6 月底，场内外股票质押式回购交易质押总市值约 5.4 万亿，其中场内规模 2.9 万亿。总质押市值较 6.5 万亿高点大幅减少 1 万亿，其中场内规模较高点减少约 5000 亿。从上市券商融出资金角度来看，截至 6 月底上市券商买入返售金融资产规模合计 8073 亿元，较去年末减少 4%。

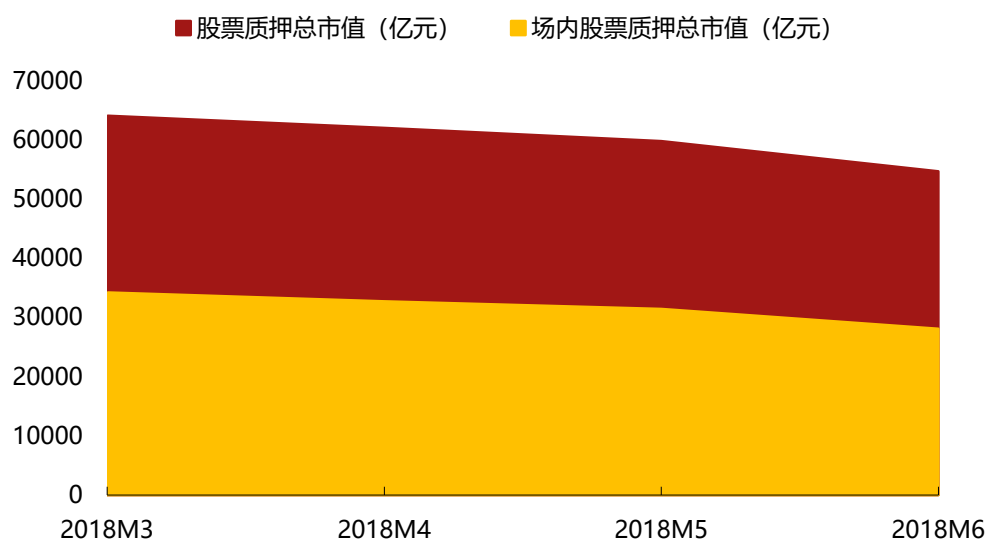
图 12 上市券商买入返售金融资产



资料来源：Wind、招商证券

我们认为股票质押新规与资管新规正式落地实施是上述变化产生的直接原因。首先，股票质押新规于今年3月12日正式实施于严格控制资金用途以及质押比例，部分原合同到期后续期出现困难。其次，大资管新规落地要求打破刚兑，原先通过券商资管计划对接银行理财开展股票质押业务的方式到期后继续续做难度加大。此外，经过两年爆发式增长后，部分券商出于性价比因素开始考虑主动减少在股票质押业务方面资金的投入。

图 13 股票质押总市值&场内质押总市值



资料来源：中证登、上交所、深交所、招商证券

(2) A+H 券商实施新会计准则

A+H 上市券商率先实施新会计准则。2017年3月31日，财政部修订发布金融工具相关企业会计准则。2018年1月1日起境内外同时上市的企业，以及在境外上市并采用国际财务报告准则或企业会计准则编制财务报告的企业实施新会计准则。对于证券公司来说，影响最大的是关于金融资产的分类和计量。新金融工具准则下，金融资产基于其合同现金流量特征及企业管理该等资产的业务模式分类为：以摊余成本计量的金融资产（以下简称“AC”）、以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产（以下简称“FVOCI”）和以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（以下简称“FVTPL”）三大类，取消了贷款和应收款项、持有至到期投资和可供出售金融资产等原有分类。

已经实施新会计准则证券公司有 12 家，包括中信证券、国泰君安、申万宏源、中国银河、广发证券、华泰证券、招商证券、海通证券、光大证券、东方证券、中原证券、中信建投。金融资产重分类后，截至报告期末，12 家券商的金融资产规模合计为 1.5 万亿，较年初增长 12%，其中交易性金融资产 1.03 万亿，较年初增长 29%。债权投资及其他债权投资合计为 3635 亿元，其他权益工具投资合计为 1189 亿元，该两项为新准则下的新会计科目。

图 14 使用新准则的上市券商金融资产变化 (单位: 亿元)

券商	2017				1H18			
	金融资产规模	交易性金融资产	可供出售金融资产	持有至到期资产	金融资产规模	交易性金融资产	债权投资&其他债权投资	其他权益工具投资
中信证券	2374	1782	592	0.0	2477	2088	222	167
国泰君安	1385	985	400	0.0	1628	1161	258	210
申万宏源	964	494	470	0.0	1144	642	404	98
中国银河	666	290	341	35.5	783	467	213	103
广发证券	1558	632	926	0.0	1656	723	814	118
华泰证券	1291	846	446	0.0	1481	1249	125	107
招商证券	1063	731	333	0.0	1156	822	260	73
海通证券	1412	999	412	0.8	1775	1481	132	162
光大证券	758	374	380	3.8	879	486	340	53
东方证券	1204	480	722	1.1	1216	584	566	65
中原证券	106	76	29	0.0	129	120	9	
中信建投	728	326	396	5.8	847	522	292	33
合计	13508	8015	5446	47	15172	10348	3635	1189

资料来源: Wind、招商证券

3、后续展望：总体保持稳定，配置结构有所变化

我们预计总体资产规模保持稳定，其中：(1) 客户资产规模与市场环境紧密相关，但其周期性低于预期；(2) 信用类资产规模或继续减少。融出资金与两融规模高度相关；股票质押业务收益率有限，证券公司出于性价比考虑或继续收缩资源投放；(3) 新会计准则实施，交易类金融资产规模将进一步提升；(4) 衍生品业务具备长期发展空间，相关资产规模或有持续增长。

三、负面担忧逐步缓解

1、信用业务风险基本可控

(1) 信用减值损失程度尚轻

上半年，已实施新会计准则的上市券商共 12 家，信用减值合计规模 30.4 亿，占营收比重 3.5%，占税前利润比重 8.4%；信用减值准备规模最大的三家券商为：中信证券（信用减值 7 亿，占营收 3.5%，占税前利润 9.5%）、海通证券（信用减值 6.8 亿，占营收 6.2%，占税前利润 15.2%）、国泰君安（信用减值 4.6 亿，占营收 4%，占税前利润 8.5%）。

表 6：上市券商信用减值损失情况

券商	信用减值损失 (亿元)	营收占比	税前利润占比
中信证券	7.0	3.5%	9.5%
海通证券	6.8	6.2%	15.2%
国泰君安	4.6	4.0%	8.5%

中信建投	2.6	4.9%	11.4%
中国银河	2.1	5.0%	12.4%
光大证券	1.9	4.6%	13.9%
招商证券	1.2	2.5%	5.4%
广发证券	1.0	1.3%	2.6%
东方证券	1.0	2.3%	11.9%
申万宏源	0.9	1.5%	3.6%
华泰证券	0.6	0.7%	1.5%
中原证券	0.6	7.3%	29.9%
合计	30.4	3.5%	8.4%

资料来源：公司数据、招商证券

(2) 整体风险管理手段完备

首先，股票质押业务初始履约担保比例一般为 300%，当前履约保障比例依然较高。根据交易所公告，沪市股票质押平均履约保障比例为 181%；深市股票质押平均履约保障比例为 223%。其次，证券公司设立了相对安全的预警线和平仓线。一般来说，预警线基本为 160%-180% 的履约担保比例；平仓线基本为 140%；平仓线 3 个跌停板后为证券公司的盈亏平衡线。根据我们测算，上半年末场内股票质押业务在预警线下的占比约 40%，市值约 1.1 万亿。平仓线下股票质押市值约 4645 亿元，其中深交所方面市值占比不到 2%，上交所方面市值占比不到 0.2%。最后，A 股上市公司是中国最优秀的企业代表，上市公司股票属于最优质资产之一。在坚定看好中国经济中长期发展的背景下，证券公司信用业务风险并不大。

2、自营权益亏损被有效平滑

(1) 债券市场走牛

今年上半年债券市场走牛，部分券商大幅加大债券配置规模，实现明显收益。一方面，债券市场收益率客观。今年上半年中证全债指数上涨 4.34%。短期纯债型基金上半年总回报率在 6%（年化后）左右。另一方面，证券公司债券自营具备更强大的杠杆优势。通过银行间质押式回购、买断式回购、交易所回购等多渠道加大杠杆，证券公司自营杠杆基本在 2-3 倍之间，公募基金杠杆有 1.4 倍杠杆率限制。因此，我们认为上半年证券公司债券自营投资收益率或将较债券型基金表现更加。

(2) 直投与另类投资子公司是业绩重要平滑器

上市券商直投与另类投资子公司上半年合计贡献 79.39 亿元收入，营收占比 6.61%，同比下降 0.46 个百分点；合计贡献 29.04 亿元净利润，占净利润比重 8.6%，同比上升 0.7 个百分点。直投与另类投资子公司净利润规模最大的三家券商分别是：、中信证券（直投与另类投资子公司净利润 5.37 亿，净利润占比 9.65%）、华泰证券（直投与另类投资子公司净利润 4.09 亿，净利润占比 13%）、海通证券（直投与另类投资子公司净利润

3.22 亿，净利润占比 11%)。

表 7：直投与另类投资子公司情况 (单位：亿元)

	营收			净利润		
	1H18	1H17	同比	1H18	1H17	同比
中信证券	45	49	-9.5%	5	10	-44.3%
国泰君安	3	2	65.2%	2	1	61.8%
申万宏源	1	1	52.0%	0	0	95.8%
中国银河	1	1	-39.0%	0	1	-50.0%
国信证券	2	0	1171328.6%	1	0	2.6%
广发证券	2	7	-70.9%	1	5	-74.0%
华泰证券	6	3	145.7%	4	0	1216.1%
招商证券	0	4	-90.6%	0	3	-97.6%
海通证券	4	16	-74.2%	3	12	-72.4%
方正证券	0	1	-63.9%	-0	1	-105.5%
长江证券	1	0	337.5%	0	0	1214.3%
东方证券	4	3	21.8%	3	1	109.1%
兴业证券	1	0	138.1%	1	0	414.3%
国金证券	1	1	-7.0%	0	0	1452.2%
东兴证券	0	-1	-141.2%	0	-1	-137.7%
华安证券	0	0	30.2%	0	0	10.0%
东北证券	1	0	776.6%	0	0	145.5%
西部证券	1	1	-3.3%	-0	0	-100.5%
国海证券	2	2	35.0%	1	0	96.8%
西南证券	1	1	-33.0%	0	-0	-222.7%
中原证券	1	1	27.0%	1	0	67.1%
山西证券	0	0	31.3%	0	0	-18.7%
第一创业	1	0	1	0	0	2

资料来源：wind、招商证券

3、市场与政策环境出现改善信号

(1) 政策：激发资本市场活力与加大对外开放

日前，国家发展改革委、人民银行、财政部、银保监会、国资委五大部门联合印发《2018 年降低企业杠杆率工作要点》，明确六大工作要点：(1) 建立健全企业债务防控机制；(2) 深入推进市场化法制化债转股；(3) 加快推动“僵尸企业”债务处置；(4) 协调推动兼并重组等其他降杠杆措施；(5) 完善降杠杆配套政策；(6) 做好降杠杆工作的组织协调和服务监督。我们认为自自上而下降杠杆的思路已经形成：一方面，通过建立企业债务防控机制约束“分子”，另一方面通过增强企业资本实力做大“分母”。在做大“分母”的方式上，资本市场的作用至关重要。

加大对外开放的决心十分明确。证监会近日就《上海证券交易所和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（以下简称《监管规定》），明确了上交所和伦交所将以互发存托凭证（DR）形式实现两地互通。沪伦通是继沪港通、深港通后，我国资本市场进一步走向国际化的重大举措。沪有助于扩大我国资本市场双向开放、提高我国金融市场国际化程度以及提升我国证券市场国际竞争力。

引导优质证券公司做大做强信号日益明确。(1) 政治局会议与国常会双双表态更加积极的财政政策、结构性改革措施与货币政策共同配合。(2) 最新券商分类评级出炉，

监管助优限劣态度明确。(3) 场外期权交易商制度建立, 7 家大型券商获一级交易商资格。(4) 证监会相关领导表态“优秀券商可适度加杠杆”。我们认为, 证券行业处于周期底部, 在推动资本市场建设的大背景下, 行业政策复苏迹象已经显现, 预计后续围绕打造行业龙头, 带动行业整体竞争力提升的政策将陆续落地。

(2) 市场: 积极因素正在增多

增量资金正在积极布局 A 股市场。(1) 创业板 ETF 持续获得申购。自 7 月截至上周五, 华安创业板 50ETF 份额增长 30.71%、易方达创业板 ETF 份额增长 16.67%、广发创业板 ETF 份额增长 39.80%; 其中上周五当天五华安创业板 50ETF、易方达创业板 ETF、广发创业板 ETF 分别较上一日增加 5.34 亿份、4.06 亿份和 2380 万份。

(2) 北上资金继续流入。近一个月, 北向资金净流入超 300 亿元。上周五当天, 北向资金净流入 5.00 亿元, 其中沪股通当日净流入 3231 万元, 深股通当日净流入 4.68 亿元。(3) 对外开放程度加深, 长线资金可期。MSCI 公布自 9 月 3 日起, 236 只 A 股将以 5% 的因子比例纳入 MSCI 新兴市场指数, 占 MSCI 新兴市场指数权重增至 0.75%。此外, 富时罗素首席执行官马克·梅克皮斯公开表示, 如果富时罗素决定 9 月纳入中国内地股票, 其对中国内地股票的权重可能高于其竞争对手明晟公司。

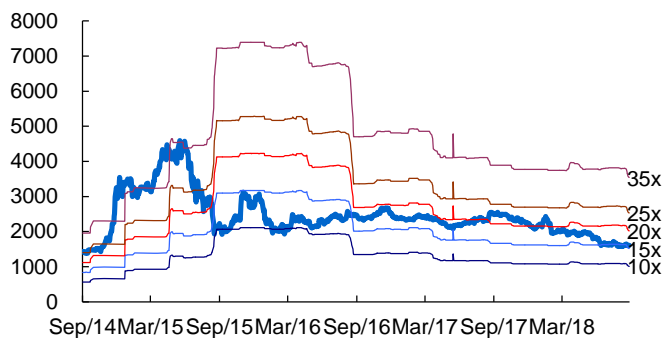
四、投资建议

多因素共振下, 我们维持证券行业推荐评级。首先, 在多方政策呵护下, 市场逐步修复预期渐强。其次, 证券公司业绩低位企稳。半年报业绩充分显现上市券商业绩韧性以及龙头券商的优势。后续伴随行业转暖, 龙头券商业绩将得以进一步证明。最后, 市场大幅波动背景下, 市场普遍放大担忧券商股票自营以及股票质押业务风险, 造成板块估值错杀。当前板块估值仅 1.24 倍 PB (LF), 处于历史最底部, 修复需求强烈。

个股方面, 我们继续推荐基本面扎实的核心资产中信证券。维持公司强烈推荐评级, 基于: (1) 证券行业对外开放大背景下, 监管引导行业做大做强, 打造行业龙头预期渐强; (2) 行业发展逻辑正从财富管理向机构业务与财富管理并行转型, 公司更为受益; (3) 公司自下而上捕捉新业务机会能力领先同业; (4) 公司具备优秀、前瞻的大类资产配置与风险管理能力。维持盈利预测, 当前股价对应 1.26 倍 2018 年 PB, 看好估值提升至 1.80 倍 PB (空间 43%)

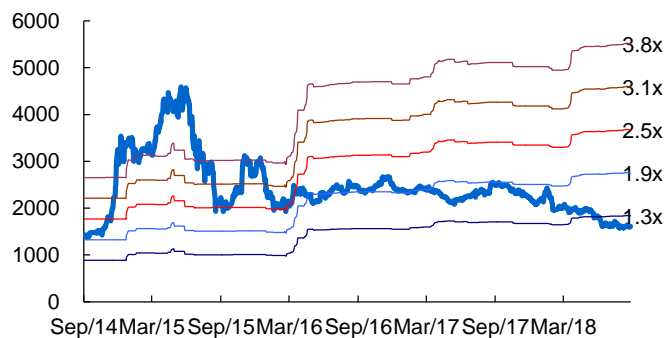
风险提示: 行业政策在极端市场环境下极度趋严、市场交易低迷、业绩大幅下滑。

图 15: 证券行业历史PEBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 16: 证券行业历史PBBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑积沙，非银金融行业首席分析师，美国纽约大学硕士。5年证券从业经历。2015年加入招商证券，2015年获得金牛奖第5名（团队），2017年新财富入围。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。