

证券行业 2018 年中报综述

券商盈利低谷，投资交易分化

增持（维持）

2018 年 09 月 12 日

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

研究助理 马祥云

021-60199793

maxy@dwzq.com.cn

事件：A 股 32 家上市券商 2018 年上半年合计实现营业收入 1219.4 亿元，同比下滑 7.7%，归母净利润 340.2 亿元，同比下滑 23%，其中仅中信、华泰、申万宏源、东兴、中原 5 家券商业绩增长，太平洋亏损。行业层面，上半年证券业营业收入下滑 11.9%，净利润下滑 40.5%，华信巨额亏损拖累行业。

投资要点

■ **资本市场低迷+股市波动冲击自营，券商中期业绩下滑且全年仍有压力。**上市券商上半年投行净收入、利息净收入、投资收益（剔除联营/合营企业投资，含公允价值变动损益）分别大幅下滑 22%、31%、21%，经纪净收入小幅下滑 4.5%，仅资管净收入同比增长 9.5%（源于东方、中信等主动管理能力领先的券商逆势增长）。传统业务受困于资本市场景气度走低：1）一级市场 IPO、定增承销金额分别下滑 26.5%、45.4%；2）二级市场自营投资虽然受益于债市反弹，但股市波动明显冲击投资收益，二季度行业净资产缩水；3）利息净收入下滑源于以两融、股票质押为主的融资类业务收缩，符合预期，预计资本中介业务进入下行拐点。整体而言，证券行业上半年年化 ROE 创新低（3.54%），考虑二、三季度以来成交量持续收缩（7、8 月日均成交额已分别低至 3907、3225 亿元），叠加去年下半年券商业绩高基数，我们判断行业全年业绩仍有较大压力，盈利低谷压制券商估值。

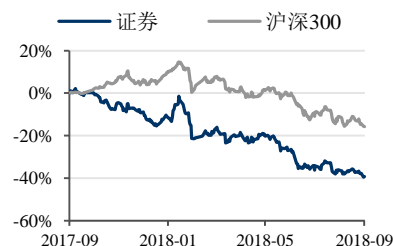
■ **个别优质龙头券商逆势增长，源于交易能力强劲+传统业务集中度提升。**以中信/中金为代表的龙头券商业绩在同比高基数基础上逆势强劲增长，中信增速达到 12.96%，中金剔除中投证券并表影响后利润增速仍高达 20%。一、二级市场承压背景下，上半年债券投资和以场外期权等衍生品为代表的交易业务是仅有的高增长点，但对券商专业投资能力及规模优势要求较高，仅龙头受益。以中信为例，上半年公司公允价值变动损益达到 32.39 亿元，其中衍生金融工具收益高达 62.08 亿元，普通交易性金融资产亏损则为 45.62 亿元，抵消后依然收益丰厚，我们预计以场外期权为主的衍生工具是驱动盈利增长的核心，债券投资也有所贡献。此外，经纪、投行、资管等传统业务集中度提升也利好头部券商，投行净收入及各线业务承销金额的 CR5 明显提升，行业资源向龙头加速集中。

■ **股票质押风险升级、规模持续收缩，未来关注股权投资及国际业务。**股票质押业务受到“降杠杆”环境下流动性收紧+股价下跌双重冲击，风险明显升级，造成券商资产减值计提显著增加，同时业务规模较年初明显收缩（6 月末场内股票质押初始融资金额降至 1.53 万亿元，且上半年上市券商合计计提减值损失高达 44.1 亿元，同比增长 87%，冲击净利润）。在行业杠杆率依然高企背景下，融资类业务加速收缩提升了券商资产负债管理压力，利息净支出拖累业绩，我们预计部分中小券商可能“降杠杆”以减轻负债压力，龙头券商投融资能力将拉开业绩差距。此外，传统业务承压背景下，中短期内建议关注大型券商股权投资业务的盈利释放（中信、华泰、中金等），以及国际业务带来的增量收入。

■ **投资建议：**券商迈入盈利低谷压制整体估值，且预计全年业绩将持续承压，但行业供给侧改革推动竞争格局加速变迁，传统业务集中度提升+创新业务龙头效应将提升核心龙头券商的市场份额及 ROE，进而提高估值中枢。个股层面，继续重点看好**中信证券**（各线业务优势鲜明且最受益市场集中度提升）、**H 股中金公司**（收购中投证券后财富管理驱动高成长），长期关注**华泰证券**（基于客户分层的财富管理布局深远）。

■ **风险提示：**1) 资本市场景气度下滑；2) 金融监管趋紧抑制创新；3) 自营投资波动影响业绩。

行业走势



相关研究

- 1、《证券行业专题报告系列一：资本市场新格局，核心券商新机遇》2018-06-07
- 2、《证券行业 2017 年年报综述-券商变局：龙头因何逆势增长？》2018-04-19
- 3、《大时代与新格局——关注财富管理行业的崛起》2018-02-09

内容目录

1. 中报回顾：券商业绩继续承压，龙头相对稳健	4
2. 传统业务集中度提升，投资交易业绩分化	6
2.1. 经纪：佣金率阶段性企稳，机构客户优势显现	6
2.2. 投行：股权融资大幅下滑，承销集中度全面提升	7
2.3. 资管：通道平稳压缩，加速转型主动管理	8
2.4. 资本中介：股票质押风险升级，券商信用业务面临收缩	9
2.5. 投资交易：股市波动冲击业绩，衍生品交易为增长点	10
3. 投资建议：关注优质龙头长期价值	11
4. 风险提示	12

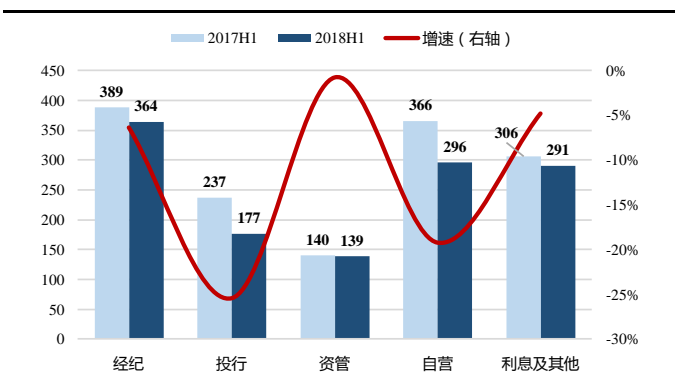
图表目录

图 1: 2018H1 证券行业分项业务收入及增速	4
图 2: 2012~2018H1 证券行业收入结构	4
图 3: 2007~2018H1 证券行业净利润及 ROE	4
图 4: 2012~2018/06 证券行业净资产及杠杆率	4
图 5: 2012~2018H1 市场股基日均成交额及增速	6
图 6: 2012~2018H1 券商经纪业务净佣金率	6
图 7: 2012~2018H1 龙头券商代理买卖证券业务净收入的市场份额	6
图 8: 2012~2018H1 龙头券商经纪业务集中度 CR5	6
图 9: 2014~2018H1 中信证券、华泰证券经纪业务净收入结构	7
图 10: 2012~2018/06 龙头券商负债端“代理买卖证券款”中的机构客户占比	7
图 11: 2016~2018H1 龙头券商投行业务净收入市场份额及 CR5	7
图 12: 2016~2018H1 龙头券商 IPO 承销金额市场份额及 CR5	7
图 13: 2016~2018H1 龙头券商定增承销市占率及 CR5	8
图 14: 2016~2018H1 龙头券商债券承销市占率及 CR5	8
图 15: 2014~2018/06 券商资产管理规模 (亿元)	8
图 16: 2018H1 龙头券商资产管理净收入及增速 (亿元)	8
图 17: 2018/06 龙头券商资产管理业务结构	9
图 18: 2018/03 券商主动型资产管理规模 TOP 10 (亿元)	9
图 19: 2015~2018/06 场内股票质押业务待购回初始交易金额 (亿元)	9
图 20: 2016~2018/06 龙头券商表内股票质押业务融资余额 (亿元)	9
图 21: 2012~2018H1 中信证券利息支出及构成	10
图 22: 2018/06 龙头券商与海外投行杠杆率对比	10
图 23: 2015~2018/06 龙头券商投资资产规模 (亿元)	10
图 24: 2018/06 龙头券商的投资资产配置结构	10
图 25: A 股上市大型券商及中信证券历史估值走势	11
表 1: 2018H1 上市券商 (32 家) 经营业绩概览 (根据归母净利润体量排序)	5

1. 中报回顾：券商业绩继续承压，龙头相对稳健

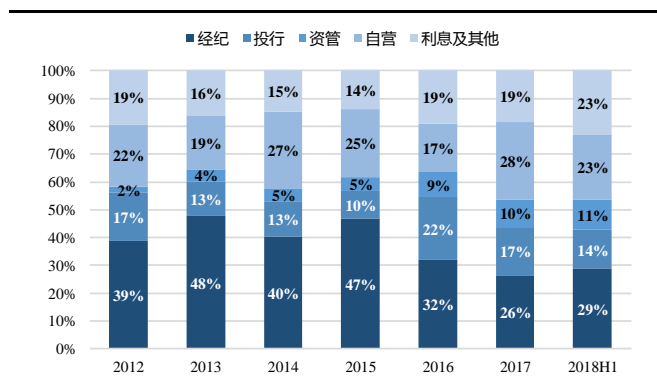
证券行业连续两年半业绩下滑，基本面持续承压，华信巨亏拖累行业。2018年上半年131家证券公司（含投行、资管等子公司）合计营业收入1266亿元，净利润329亿元，同比分别下降11.9%、40.5%，收入下滑源于资本市场景气度持续低迷，而净利润降幅显著高于收入，原因在于资产减值损失大幅增加（股票质押风险升级、华信证券大幅计提减值为主因）。32家上市券商业绩相对优异，合计营业收入1219亿元，净利润340亿元，同比分别下降7.7%、23.1%，主要系行业131家公司中25家亏损（数量创近年来新高），且华信证券大幅亏损80.2亿元拖累行业业绩。分业务来看，行业经纪（-6%）、投行（-25%）、资管（-1%）、投资收益（-19%）、利息净收入（-43%）五类业务收入全线下滑，行业整体没有明显新增增长点。

图 1：2018H1 证券行业分项业务收入及增速



数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

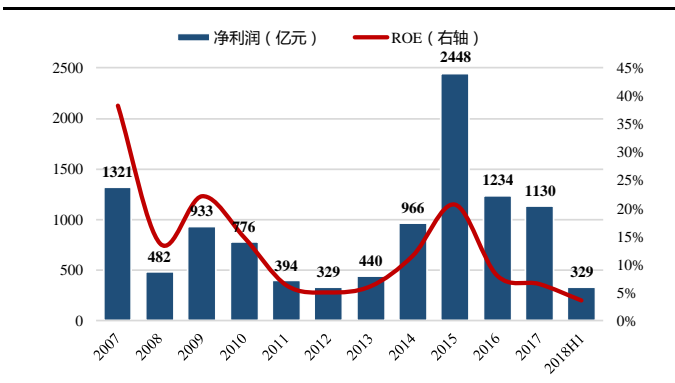
图 2：2012~2018H1 证券行业收入结构



数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

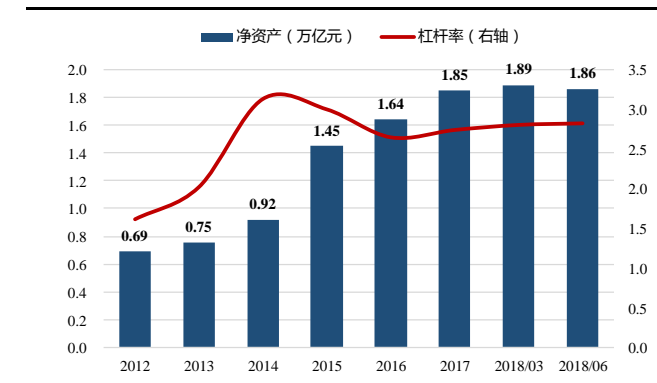
ROE 创新低，投资资产扩张+二季度净资产缩水导致杠杆率被动提升。行业近年来净资产规模持续扩张，上半年盈利下滑造成 ROE（年化 3.54%）已低于 2012 年低点（4.97%），压制券商估值。资产负债角度，6 月末行业杠杆率（剔除客户资金）继续提升至 2.83 倍，源于一季度加杠杆扩容投资类业务（债券投资为主），二季度负债稳定但股票投资净亏造成净资产缩水（6 月末行业净资产 1.86 万亿元，较一季度末 1.89 万亿元下滑），杠杆率被动提升。资产结构方面，考虑两融余额逐步下滑，股票质押风险升级后规模收缩，我们预计券商资产端的重心将转移至投资类业务。

图 3：2007~2018H1 证券行业净利润及 ROE



数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

图 4：2012~2018/06 证券行业净资产及杠杆率



数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

龙头业绩相对稳健，源于投资交易能力强劲+传统业务集中度提升。中信、国泰君安、华泰、海通、广发五家龙头券商（净资产及归母净利润领先）2018H1 合计净利润行业集中度提升至 57%，其中业绩最优异的中信增长 13%。传统业务承压背景下，上半年债券投资和以场外期权为代表的衍生品交易业务是仅有的增长点，但对券商专业投资能力及规模优势要求较高，仅龙头受益。

表 1：2018H1 上市券商（32 家）经营业绩概览（根据归母净利润体量排序）

单位：百万元	营业收入	分项业务收入增速					归母净利润及增速	
		经纪	投行	资管	投资	利息		
中信证券	19,993	3%	-5%	9%	18%	-28%	5,565	13%
国泰君安	11,461	-5%	-20%	-9%	-3%	-3%	4,009	-16%
华泰证券	8,216	-8%	20%	3%	5%	-24%	3,159	6%
海通证券	10,942	-14%	-6%	-5%	-60%	39%	3,031	-25%
广发证券	7,610	-2%	-57%	3%	-43%	-45%	2,858	-34%
申万宏源	6,075	-9%	-31%	20%	37%	-29%	2,066	1%
招商证券	4,786	1%	-42%	13%	-26%	-45%	1,807	-29%
中信建投	5,263	-7%	9%	-6%	35%	-37%	1,693	-9%
中国银河	4,307	-5%	139%	22%	-81%	-17%	1,311	-38%
国信证券	4,060	-5%	-40%	-2%	-68%	-19%	1,158	-43%
光大证券	4,114	-1%	16%	71%	50%	-61%	969	-22%
东方证券	4,277	8%	-10%	133%	-54%	20%	716	-59%
兴业证券	3,309	12%	-39%	-21%	-41%	-145%	687	-48%
财通证券	1,814	-9%	-25%	-9%	-23%	9%	585	-29%
东兴证券	1,470	-11%	15%	0%	61%	605%	576	2%
华西证券	1,361	-13%	-72%	386%	41%	-6%	537	-7%
国金证券	1,674	-3%	-71%	-8%	61%	-12%	496	-10%
浙商证券	1,764	-11%	-33%	-40%	-18%	-10%	401	-24%
长江证券	2,346	12%	-30%	-24%	-13%	-52%	378	-62%
西南证券	1,416	-12%	0%	10%	15%	-327%	305	-17%
西部证券	1,143	-11%	-44%	-32%	35%	-98%	251	-43%
东北证券	2,057	-1%	-23%	-21%	11%	-159%	249	-20%
华安证券	810	-16%	-50%	63%	-9%	-50%	245	-40%
国元证券	1,110	-14%	-19%	4%	-44%	-38%	232	-55%
方正证券	2,309	-11%	-13%	14%	-48%	-32%	206	-75%
南京证券	637	-15%	109%	-10%	-7%	-22%	186	-23%
中原证券	865	-14%	-9%	74%	63%	-19%	146	9%
山西证券	2,980	-14%	-67%	33%	13%	-207%	110	-54%
国海证券	987	-16%	-70%	-11%	-7%	189%	102	-71%
第一创业	762	2%	-67%	-13%	61%	-101%	72	-62%
东吴证券	1,536	-12%	-50%	-55%	-36%	55%	26	-94%
太平洋	491	22%	41%	7%	-669%	-150%	-105	14%
合计	121,944	-5%	-22%	10%	-17%	-31%	34,023	-23%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

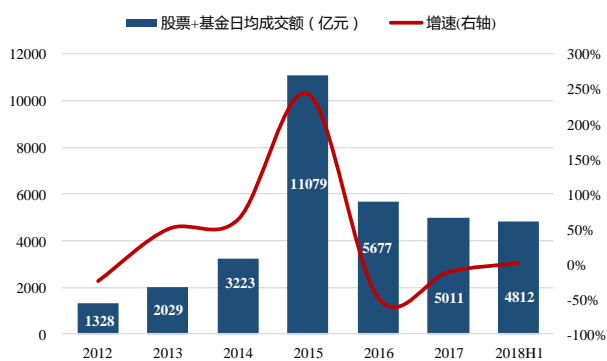
注：投资(未剔除联营/合营企业投资，即投资收益+公允价值变动损益)

2. 传统业务集中度提升，投资交易业绩分化

2.1. 经纪：佣金率阶段性企稳，机构客户优势显现

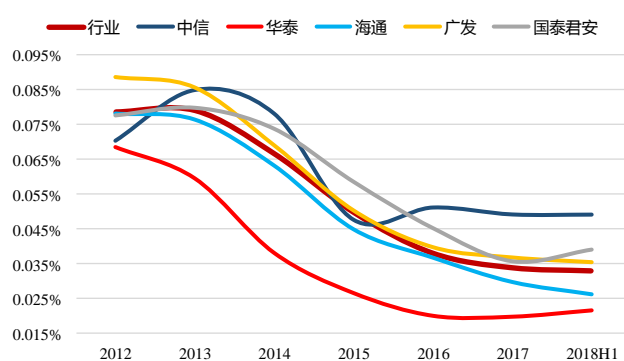
市场成交额压力仍将持续，交易收缩+新开户减少造成佣金率阶段性企稳。上半年市场日均股基成交额同比基本持平在 4812 亿元，但二、三季度以来成交额锐减(7、8 月分别低至 3907、3225 亿元)，叠加 2017 年下半年同比高基数，我们预计下半年成交额下滑对经纪业务造成的压力将更加显著。上半年行业平均净佣金率由 2017 年的 0.034% 降至 0.032%，交易冷清+新开户数减少造成佣金率阶段性企稳(我们预计未来零售端佣金率仍有下行压力)，同时由于低佣金率的散户交易收缩，部分龙头券商机构客户交易占比提升，佣金率逆势攀升(国泰君安由 2017 年的 0.036% 升至 2018H1 的 0.039%，华泰由 2017 年的 0.02% 升至 2018H1 的 0.022%)。

图 5：2012~2018H1 市场股基日均成交额及增速



数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

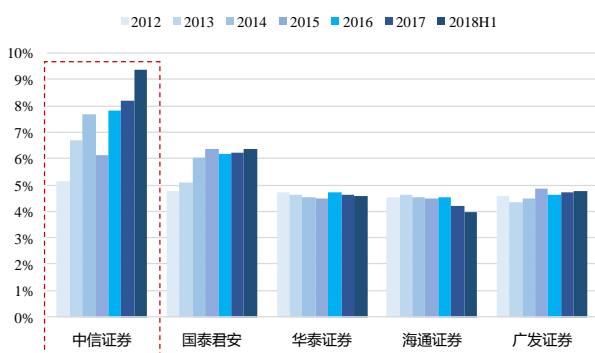
图 6：2012~2018H1 券商经纪业务净佣金率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

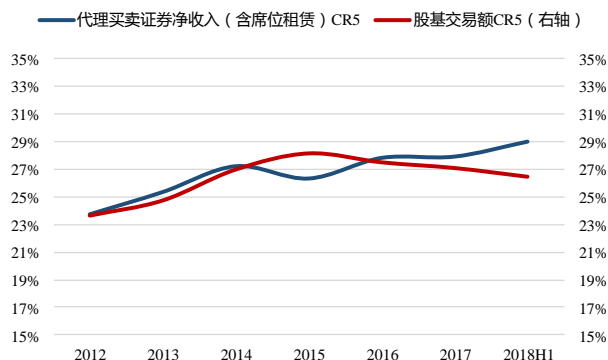
龙头券商代理买卖净收入集中度提升，机构客户优势在熊市中充分显现。虽然龙头券商的股基交易额 CR5 持续下降(由 2015 年的 28.17% 降至 26.48%)，但代理买卖证券净收入(含席位租赁) CR5 提升至 29.05% 的历史最高水平，原因在于龙头券商的机构客户带来更高的佣金率，且机构客户在熊市中交易活跃度更稳健(2018 年 6 月末中信负债端的“代理买卖证券款”中的机构占比已从 2017 年的 35.39% 进一步提升至 48.77%，同时净收入市场份额大幅提升突破 9%)。

图 7：2012~2018H1 龙头券商代理买卖证券业务净收入的市场份额



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

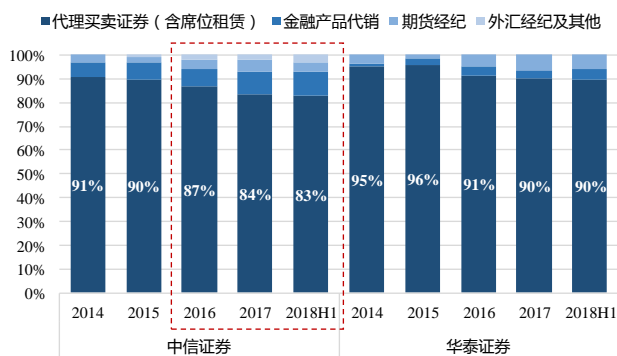
图 8：2012~2018H1 龙头券商经纪业务集中度 CR5



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

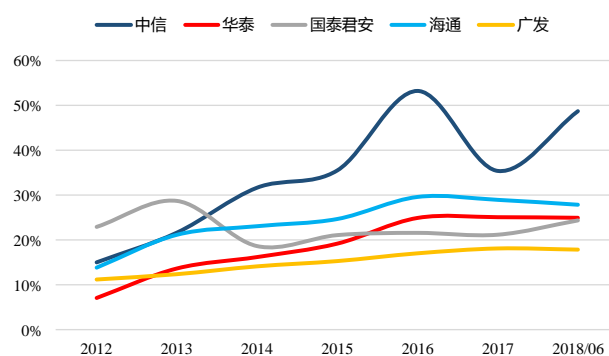
图 9：2014~2018H1 中信证券、华泰证券经纪业务净收入结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 10：2012~2018/06 龙头券商负债端“代理买卖证券款”中的机构客户占比

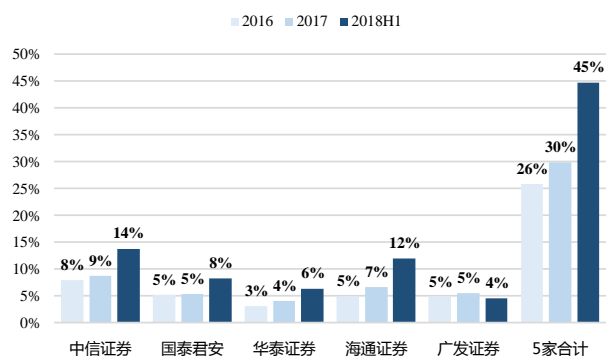


数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.2. 投行：股权融资大幅下滑，承销集中度全面提升

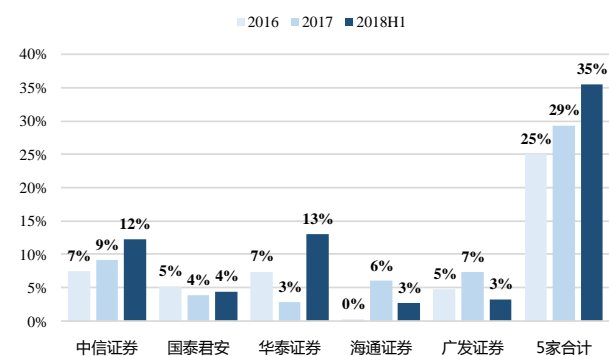
股权融资大幅下滑造成投行业绩承压，龙头承销金额集中度全面加速提升。一级市场监管趋严+审批放缓（IPO 月平均过会率降至 55%，2017 年为 75%），导致融资规模下滑（IPO 规模同比下滑 26.5%至 922.9 亿元，定增规模同比下滑 45.4%至 3677.6 亿元）。不过，2018 年以来利率回落推动债市融资回暖，2018H1 债券承销总金额同比增长 20.7%至 19689.6 亿元（其中公司债同比增长 42.2%至 5896.6 亿元），但由于股权融资大幅缩减、债券承销费率较低，券商投行业务净收入明显下滑。市场格局方面，投行承销集中度全面提升符合预期，业务净收入 CR5 由 2017 年的 29.9% 提升至 2018H1 的 44.7%，IPO、定增及债券承销 CR5 均显著提升（IPO 剔除中金公司承销工业富联 271 亿元的大型项目影响），我们预计未来投行业务集中度仍有进一步提升的空间。

图 11：2016~2018H1 龙头券商投行业务净收入市场份额及 CR5



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

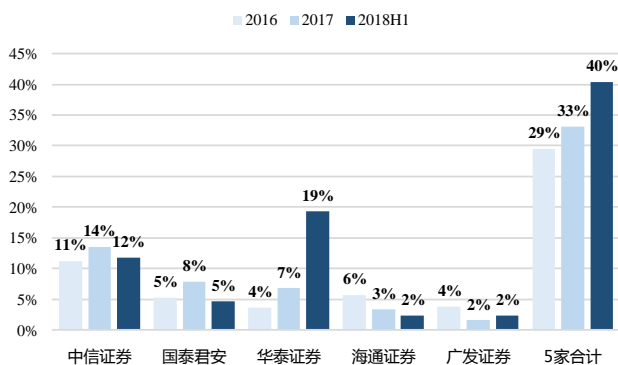
图 12：2016~2018H1 龙头券商 IPO 承销金额市场份额及 CR5



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

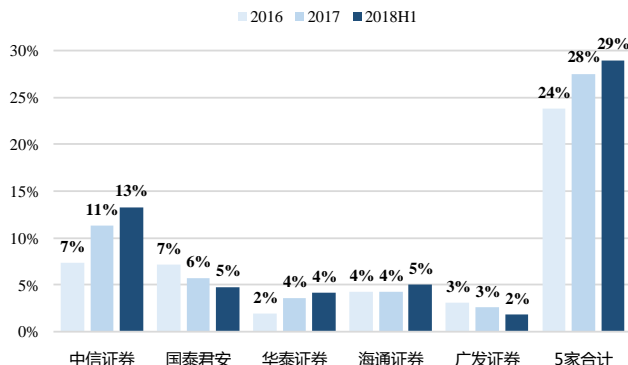
备注：CR5 中剔除中金公司承销工业富联的大型项目影响（单笔承销金额 271 亿元）

图 13: 2016~2018H1 龙头券商定增承销市占率及 CR5



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 14: 2016~2018H1 龙头券商债券承销市占率及 CR5



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

投行内控新规落地推动平台化、规范化, 预计人才和客户资源回流大平台。我们此前强调, 2018 年 7 月 1 日起正式实施的《证券公司投资银行类业务内部控制指引》, 两大核心监管思路将深刻影响行业格局: 1) 新规对券商投行业务设立完整的内控制度, 精细化监管将大幅提升投行项目的内控标准, 中小券商“廉价、高效与风控宽松”的竞争优势将难以发挥; 2) 全面限制过度激励, 中小券商凭借高激励吸引人才资源的模式将难以为继。我们预判, 未来投行业务将趋于规范化、平台化, 中小券商将失去效率及激励优势, 人才资源或将回流大平台, 龙头市占率将长期提升。

2.3. 资管: 通道平稳压缩, 加速转型主动管理

“去通道”推动券商资管规模有序压缩, 主动管理能力造成业绩分化。2016 年以来证监会全面推动券商资管“去通道”, 严监管压力下, 截至 6 月末行业整体规模降至 15.28 万亿元, 其中定向资管占比高达 84.89%。上市券商 2018H1 资产管理业务净收入同比增长 9.5%至 137.22 亿元, 逆势增长源于部分优质券商主动管理业务持续向好, 预计未来业绩分化将更明显, 主动资产管理能力优异的券商将深度受益 (例如东方证券作为权益类券商资管龙头, 主动管理规模占比高达 98%, 上半年资产管理业务净收入大幅增长 133%至 15.03 亿元)。

图 15: 2014~2018/06 券商资产管理规模 (亿元)

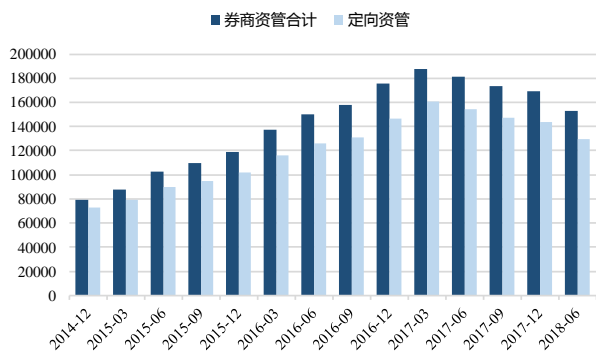
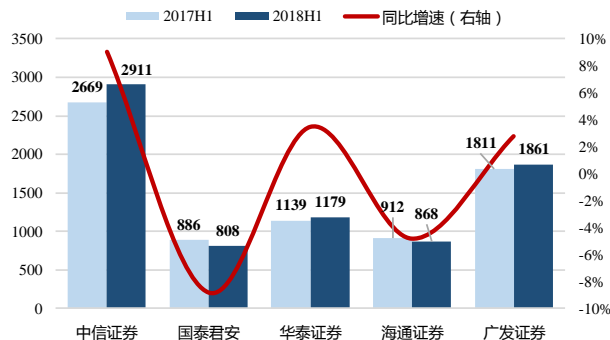


图 16: 2018H1 龙头券商资产管理净收入及增速 (亿元)

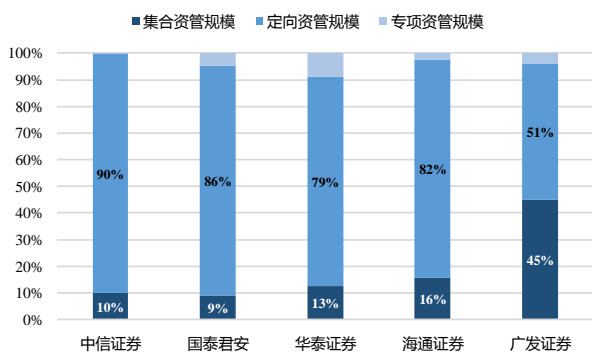


数据来源：Wind，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

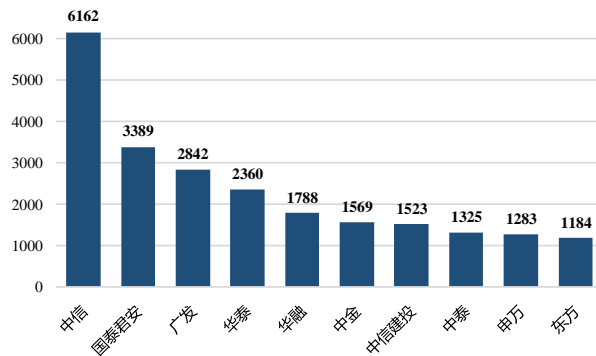
龙头券商主动管理基数较高，未来将进一步提升业务价值率推动业绩增长。据基金业协会数据，截至2018年3月末券商资管规模前三分别为中信（16618亿元）、华泰（9402亿元）和国泰君安（8835亿元），主动管理规模前三分别为中信（6162亿元）、国泰君安（3389亿元）和广发（2842亿元）。龙头券商的主动管理规模普遍处于行业领先地位，基数较高且品牌优势明显，同时拥有更好的人才资源和完善的资源配置，转型领先同业。

图 17：2018/06 龙头券商资产管理业务结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 18：2018/03 券商主动型资产管理规模 TOP 10 (亿元)



数据来源：证券基金业协会，东吴证券研究所

2.4. 资本中介：股票质押风险升级，券商信用业务面临收缩

股票质押风险升级+两融继续下滑压制利息收入，资本中介业务显著下滑。两融余额6月末降至9194亿元，且三季度以来市场风险偏好持续走低进一步压制两融，同时股票质押业务受到“降杠杆”环境下流动性收紧+股价下跌双重冲击，风险明显升级，造成券商资产减值计提显著增加，同时业务规模较年初明显收缩。6月末场内股票质押待购回初始交易金额（即融资金额）降至1.53万亿元，较年初下滑，上半年上市券商合计计提减值损失高达44.1亿元，同比增长87%，冲击净利润。我们判断，考虑当前市场环境及投资者预期，两融仍将下行，而股票质押带来的风险冲击及质押监管新规的逐步落实，将推动券商提升该项业务的风控水平，业务规模仍将下滑，资本中介业务整体面临下行拐点。

图 19：2015~2018/06 场内股票质押业务待购回初始交易金额 (亿元)

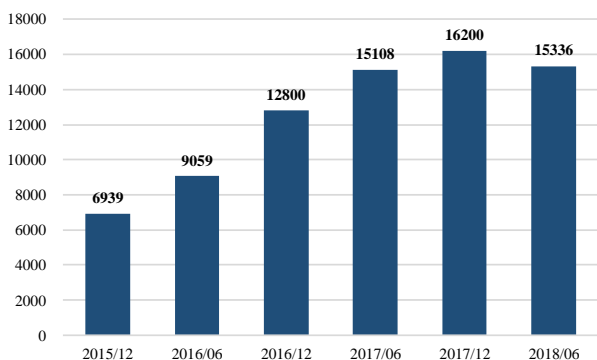
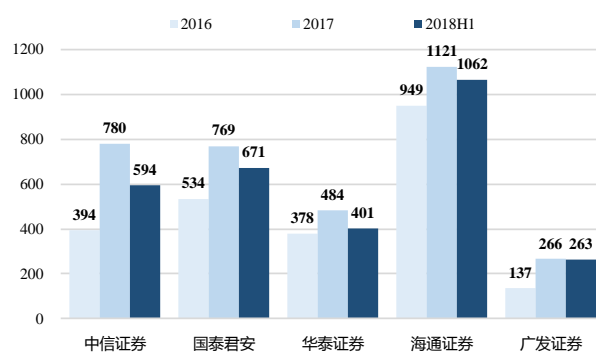


图 20：2016~2018/06 龙头券商表内股票质押业务融资余额 (亿元)

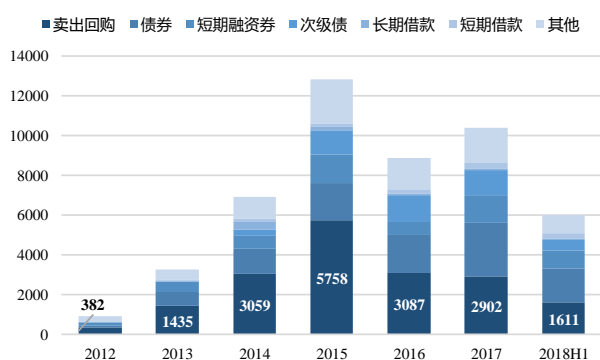


数据来源：交易所，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

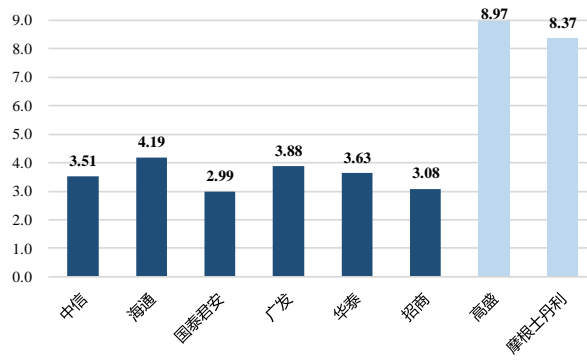
高杠杆导致资产负债管理能力将显著拉开业绩差距，大型券商相对稳健。 券商自 2012 年杠杆率 1.61 倍稳步提升到 2018 年 6 月末的 2.83 倍（剔除客户资金），参照海外顶级投行（高盛、摩根士丹利 2018 年 6 月末杠杆率分别达到 9.0 和 8.4），预计国内券商的杠杆率水平仍将上升。在市场景气度下行和风险控制趋严的背景下，资本中介业务增量有限（截至 2018 年 6 月末，两融余额走低至 9194 亿元，股票质押余额收缩至 1.53 亿元），自营资产规模扩张，资产负债管理压力提升，管理能力较低的券商会陆续出现利息收不抵支进而拖累业绩的情形。融资端管控能力和投资端的资产配置及择时能力或将拉开业绩及估值差距，预计投融资及管理能力不足的中小券商业绩将受到明显冲击，大型券商相对稳健。

图 21：2012~2018H1 中信证券利息支出及构成



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 22：2018/06 龙头券商与海外投行杠杆率对比



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.5. 投资交易：股市波动冲击业绩，衍生品交易为增长点

股市波动拖累收益，债市反弹贡献盈利，自营投资资产规模扩张。 上市券商自营投资收益（剔除联营/合营企业投资，包含公允价值变动损益）显著下滑 21%，主要源于 A 股上半年低迷（上证综指下跌 14.96%），权益资产持仓较高的券商投资收益承压，但债市结构性反弹也贡献显著盈利，多数券商加码固定收益类资产配置（中信的固收类资产配置比重由 2017 年的 43.09% 提升至 2018 年 6 月末的 51.86%）。展望下半年，预计 A 股走势短期仍然低迷，而债市收益率企稳，且考虑去年下半年高基数，券商全年自营投资收益预计仍将承压。

图 23：2015~2018/06 龙头券商投资资产规模（亿元）

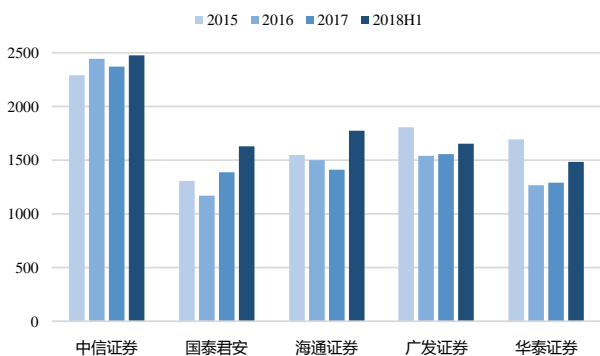
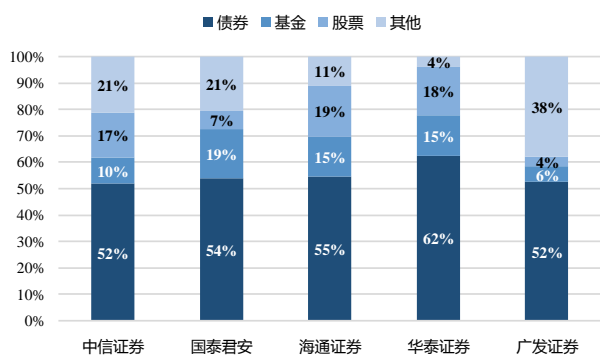


图 24：2018/06 龙头券商的投资资产配置结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

中信/中金为代表的龙头券商依托债券投资和衍生品交易实现逆势增长。传统业务承压背景下，上半年债券投资和以场外期权为代表的衍生品交易是仅有的高增长点，但对券商专业投资能力及规模优势要求较高，同时考虑监管对场外期权的参与券商设置较高门槛，仅龙头受益。以中信为例，其投资收益（含公允价值损益）增长 16.1%，公允价值变动损益达到 32.39 亿元，其中衍生金融工具收益高达 62.08 亿元，普通交易性金融资产亏损 45.62 亿元，抵消后依然收益丰厚，我们预计以场外期权为主的衍生工具是驱动盈利增长的核心，债券投资也有所贡献。此外，A+H 上市券商由于实施 IFRS9 会计准则，造成交易性金融资产价值波动对利润表的冲击放大，也是投资收益明显分化的原因之一。

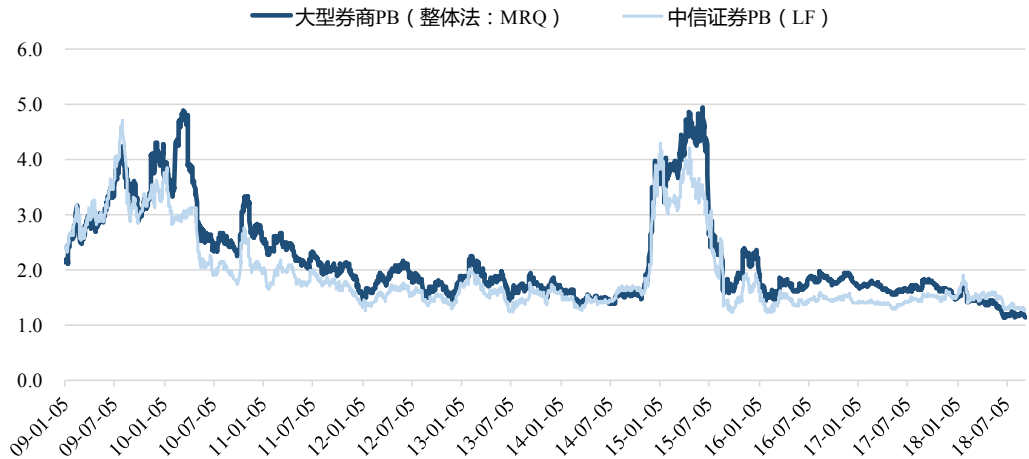
3. 投资建议：关注优质龙头长期价值

基本面角度，上半年行业业绩明显下滑，各线业务承压，仅个别龙头券商业绩逆势增长（中信业绩在高基数基础上仍强劲增长 13%、中金剔除中投证券并表影响后税前利润仍增长 20%）。展望下半年，考虑日均成交额较上半年明显收缩，且去年下半年蓝筹股行情造成券商业绩高基数，我们预计券商全年业绩将持续承压。中长期而言，我们判断券商经纪、投行等传统业务集中度将加速提升（具体参考此前发布的《证券行业专题报告系列一：资本市场新格局，核心券商新机遇》），创新业务龙头效应显著，同时杠杆率提升背景下，资产负债管理能力短期内将拉开各券商业绩差距，大型券商优势鲜明。

投资角度，证券行业估值触底，我们判断行业供给侧改革将推动竞争格局加速变迁，传统业务集中度提升+创新业务龙头效应将提升核心龙头券商的市场份额及 ROE，进而提高估值中枢。个股层面，继续重点看好**中信证券**（各线业务优势鲜明且最受益市场集中度提升）、H 股**中金公司**（收购中投证券后财富管理驱动高成长），长期关注**华泰证券**（基于客户分层的财富管理布局深远）。

- **中信证券**：业绩连续逆势增长，最受益行业集中度提升的龙头标杆，弱势环境下，机构客户占比领先同业推动经纪收入稳中有升（交易市占率已升至 6%），高净值及企业客户财富管理需求带来增量盈利（2018H1 金融产品代销收入高增长 46%至 4.3 亿元），同时投行/投资/资产管理/场外期权等机构业务优势稳固。
- **中金公司**：近年来强势复苏，上半年凭借领先的投资交易能力驱动业绩内生增长约 20%，短期期待 2018 年全年利润再创新高，长期看好公司以财富管理为核心带动各线业务扩张。
- **华泰证券**：中期业绩相对稳健，增资补充资本实力并引入阿里等优质股东后，长期看好以财富管理为核心的战略前景，同时混合所有制改革启动+AssetMark 拟海外上市有望构成潜在催化。

图 25：A 股上市大型券商及中信证券历史估值走势



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

4. 风险提示

- 1) **资本市场景气度下滑:** 二级市场成交额下滑将影响经纪业务收入, 一级市场债券、定增承销金额下滑将影响投行业务收入;
- 2) **金融监管趋紧抑制创新:** 从严监管新常态长期利好行业健康发展, 但短期抑制券商创新, 压制估值;
- 3) **自营投资波动影响业绩:** 股市及债市波动可能造成券商自营投资收益不及预期, 影响整体业绩及估值。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

