

投资银行业与经纪业行业

2018-9-15

新会计准则下非银财报（二）： 券商减值计提和客户分化进行时

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

报告要点

■ 资金业务下行压力致使行业盈利下滑

2018 上半年行业营业收入和净利润同比分别下滑 11.9%和 40.5%至 1265.72 和 328.61 亿元，ROE 较去年减少 3.0 个百分点至 3.5%；以信用和投资业务为代表的资金业务同比下滑 42.9%和 19.2%是业绩承压主要因素；中信证券、华泰证券、东兴证券以+13.0%、+5.5%、+2.0%的归属净利润增速位居领先梯队。

■ 19 之下券商资产减值计提的正在进行时

I9 带来两方面变化：1) 可供出售金融资产面临重分类，A+H 券商 FVTPL 占总资产比重提高约 3-10 pct 至 17%-30%，同时上市券商自营规模合计较 2017 年增长 17.5%，进一步强化投资端业绩弹性，在此背景下通过衍生工具强化风险管理能力，资金运用方式从单边投资向对冲交易，盈利模式从交易价差向服务客户迁徙是方向；2) 预期减值模型的运用真实客观反映券商资产负债表，质押风险浮现 A+H 券商通过计提约 0.8-1.5%风险准备比例防范市场波动，平均融资价格随着风险提升抬高 40 个 BP 至 6.2%，资本实力、风控水平的差异导致券商质押规模增速出现分化，质押业务将从单一价格竞争走向风险管理能力竞争。

■ 牌照业务竞争相对平稳，客户结构差异开始影响收入

2018 上半年可比券商牌照收入 CR5 同比提升 0.9 个 pct 至 51.9%，无资金业务嵌套的牌照业务竞争相对平稳。1) 客户结构差异对经纪业务收入增速影响开始显性化，上半年个人和机构客户保证金规模分别为 6733.5 和 2402.7 亿元，较 2017 年末-1.2%和+20.8%，资管业务发展背景下机构客户韧性体现，机构客户储备良好的公司更具竞争力；2) 股权融资规模下行，债券融资市场略有修复，投行业务个体差异大部分迎接较大幅度下滑；3) 行业资管规模较年初下滑 9.8%至 14.9 万亿，部分券商主动管理规模扩容大约 0%-15%，债券是主要增配方向。

■ 破净与 ROE 提升两大困境下的边际优化和未来展望

短期来看质押风险是压制板块估值的核心因素，考虑到龙头券商已计提充分减值准备，同时宏观政策引导疏导信用环境，我们预期质押风险将逐步释放券商估值有望迎来修复；长期来看，依托资本金，围绕金融资产创设、定价、销售和交易职能正逐步恢复，龙头券商已经在资本金规模、风险管理能力以及客户基础等方向形成先入优势，未来政策和市场将释放当前龙头券商业务储备潜力。个股推荐中信证券。

风险提示：

1. 交易佣金费率出现了大幅下滑；
2. 质押和债券投资出现信用风险。

分析师 周晶晶

☎ (8621) 61118727

✉ zhouji1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490514070005

联系人 孙寅

☎ (8621) 61118727

✉ sunyin@cjsc.com.cn

分析师 徐一洲

☎ (8621) 61118727

✉ xuyz1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518070002

联系人 吴一凡

☎ (8621) 61118727

✉ wuyf4@cjsc.com.cn

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
600030	中信证券	买入

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《第三十六周周报：资管新规下的多元金融行业生态跟踪》2018-9-9

《第三十五周周报：非银中报有亮点，关注股指期货货币政策方向》2018-9-1

《第三十四周周报：从资产减值损失到信用减值损失，资产端风险在显性化》2018-8-26

目录

资金业务下行压力致使行业盈利下滑	4
资金业务下滑致使业绩下滑	4
行业净资产收益率持续探底	5
资金运用能力加剧行业分化	6
19 之下券商资产减值计提的正在进行时	7
投资业务：从方向到对冲交易的培育	7
融资业务：从价格到风险管理的竞争	12
牌照业务竞争相对平稳，客户结构差异开始影响收入	16
经纪业务：客户差异影响收入显性化	17
投行业务：股权融资下行债券有修复	18
资管业务：做强类固收产品实现扩张	21
投资建议	23

图表目录

图 1：2018 上半年行业实现营业收入 1265.72 亿元（单位：亿元，%）	4
图 2：2018 上半年行业实现净利润 328.61 亿元（单位：亿元，%）	4
图 3：2018 上半年行业年化 roe 下降至 3.5%（单位：%）	6
图 4：roa 的下降是致使 roe 下滑的主要原因（单位：倍，%）	6
图 5：2018 上半年沪深 300 累计下跌 12.9%（单位：%）	8
图 6：2018 上半年中债总全价指数上涨 3.0%（单位：%）	8
图 7：中信证券衍生金融资产名义本金规模持续提升（单位：亿元）	12
图 8：表内表外股票质押业务均出现收缩（单位：亿元）	15
图 9：股票质押收益率有所提升（单位：%）	15
图 10：2018 上半年各家券商表内质押规模增速出现分化（单位：亿元，%）	16
图 11：融资融券业务规模出现了明显的收缩（单位：亿元，%）	16
图 12：上市券商融资融券业务规模有所下滑（单位：亿元，%）	16
图 13：券商牌照业务集中度稳中略升（单位：%）	17
图 14：2018 上半年交易量基本平稳（单位：亿元）	17
图 15：截止至 2018 上半年净佣金率大约为万分之 3.2	17
图 16：2018 上半年 IPO 融资规模（单位：亿元）	19
图 17：2018 上半年增发融资规模（单位：亿元）	19
图 18：2018 上半年投行净收入规模增速有所分化（单位：亿元，%）	20
图 19：2018 上半年集合和定向资管规模均有下滑（单位：亿元）	21
表 1：证券行业分部营业收入规模及其变动（单位：亿元）	4
表 2：2018 上半年上市券商营业收入和归属净利润增速（单位：亿元，%）	5

表 3: 部分券商依托资金业务的良好表现能够超越行业均值 (单位: 亿元, %)	6
表 4: 上市券商自营资产配置规模和结构 (单位: 亿元, %)	8
表 5: 新会计准则之下 AH 券商对金融资产采用新计量方式 (单位: 亿元)	9
表 6: 新准则实施后交易性金融资产占当期总投资资产比重大约提升至 60%-80% (单位: 亿元, %)	10
表 7: 新准则实施后交易性金融资产占当期总资产比重大约提升了 3-10 个百分点 (单位: 亿元, %)	10
表 8: 公允价值变动损益占当期投资业务收入的占比明显提升 (单位: 亿元, %)	11
表 9: 中信证券公允价值变动损益结构 (单位: 亿元)	11
表 10: 新会计准则之下减值进一步细分为资产减值损失和信用减值损失 (单位: 亿元, %)	12
表 11: 股票质押减值损失方向出现一定背离 (单位: 亿元, %)	13
表 12: 股票质押减值准备占当期表内业务规模比重大约在 0.3%-1.5% (单位: 亿元, %)	14
表 13: 依托良好的机构客户积累部分公司经纪业务实现稳健增长 (单位: 亿元, %)	18
表 14: 债券承销明细 (单位: 亿元, %)	19
表 15: 上市券商投行项目储备情况	20
表 16: 上市券商期末受托资金规模及其变动 (单位: 亿元, %)	21
表 17: 集合资管业务资产配置结构 (单位: 亿元, %)	22

资金业务下行压力致使行业盈利下滑

资金业务下滑致使业绩下滑

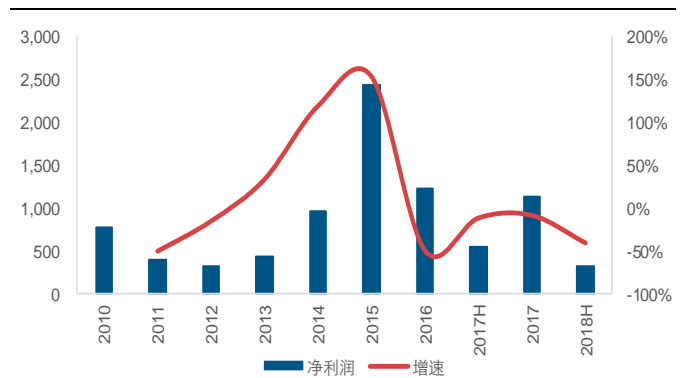
以信用和投资业务为代表的资金类业务收入下滑致使证券业 2018 上半年经营业绩承压。2018 上半年证券行业实现营业收入 1,265.72 亿元，同比下滑 11.9%；实现净利润 328.61 亿元，同比下滑 40.5%；分业务来看，以信用业务和投资业务为代表的资金类业务同比大幅下滑是 2018 上半年行业业绩承压的主要因素，经纪、投行、资管、信用、投资和其他业务收入分别为 363.76、162.02、138.88、112.92、295.50 和 192.64 亿元，同比变动-6.4%、-26.7%、-0.8%、-42.9%、-19.2%和+56.0%。

图 1：2018 上半年行业实现营业收入 1265.72 亿元（单位：亿元，%）



资料来源：证券业协会，Wind，长江证券研究所

图 2：2018 上半年行业实现净利润 328.61 亿元（单位：亿元，%）



资料来源：证券业协会，Wind，长江证券研究所

表 1：证券行业分部营业收入规模及其变动（单位：亿元）

业务类别	2018H	2017H	变动
经纪业务	363.76	388.54	-24.78
投行业务	162.02	221.11	-59.09
资管业务	138.88	139.98	-1.10
信用业务	112.92	197.93	-85.01
投资业务	295.50	365.89	-70.39
其他业务	192.64	123.51	69.13
合计营业收入	1,265.72	1,436.96	-171.24

资料来源：证券业协会，Wind，长江证券研究所

分公司来看，行业景气度下行周期下龙头券商底蕴逐步体现。中信证券、华泰证券、东兴证券和申万宏源分别以+13.0%、+5.5%、+2.0%、+0.8%的归属净利润增速位居上市券商的领先梯队；其中，中信证券业绩增长系公司固定收益投资取得较好表现以及汇兑损益贡献增量收入，同时成本费用控制良好，华泰证券业绩增长主要系参股江苏银行和 PE 基金贡献较高投资收益；总体来看，大券商的盈利情况显著优于中小券商，大券商利润的下滑幅度要显著小于中小券商。

表 2：2018 上半年上市券商营业收入和归属净利润增速（单位：亿元，%）

公司名称	营业收入			归属净利润		
	2018H	2017H	同比	2018H	2017H	同比
中信证券	199.93	186.94	6.9%	55.65	49.27	13.0%
华泰证券	82.16	81.17	1.2%	31.59	29.93	5.5%
东兴证券	14.70	14.11	4.2%	5.76	5.65	2.0%
申万宏源	60.75	60.62	0.2%	20.66	20.50	0.8%
华西证券	13.61	13.53	0.6%	5.37	5.74	-6.5%
中信建投	52.63	51.25	2.7%	16.93	18.55	-8.7%
国金证券	16.74	20.18	-17.0%	4.96	5.50	-10.0%
太平洋	4.91	3.74	31.4%	-1.05	-1.23	-
国泰君安	114.61	111.04	3.2%	40.09	47.56	-15.7%
西南证券	14.16	13.66	3.6%	3.05	3.67	-16.9%
东北证券	20.57	21.14	-2.7%	2.49	3.11	-20.1%
光大证券	41.14	39.67	3.7%	9.69	12.37	-21.7%
南京证券	6.37	6.80	-6.3%	1.86	2.43	-23.2%
浙商证券	17.64	20.60	-14.4%	4.01	5.27	-23.9%
海通证券	109.42	128.14	-14.6%	30.31	40.23	-24.7%
财通证券	18.14	21.63	-16.1%	5.85	8.21	-28.8%
招商证券	47.86	58.59	-18.3%	18.07	25.52	-29.2%
广发证券	76.10	100.50	-24.3%	28.58	43.01	-33.6%
中国银河	43.07	56.68	-24.0%	13.11	21.12	-37.9%
华安证券	8.10	10.06	-19.5%	2.45	4.06	-39.7%
国信证券	40.60	54.35	-25.3%	11.58	20.13	-42.5%
西部证券	11.43	14.25	-19.8%	2.51	4.37	-42.6%
兴业证券	33.09	40.57	-18.4%	6.87	13.09	-47.6%
山西证券	29.80	20.99	42.0%	1.10	2.37	-53.5%
国元证券	11.10	15.72	-29.4%	2.32	5.14	-54.9%
东方证券	42.77	46.28	-7.6%	7.16	17.55	-59.2%
第一创业	7.62	8.72	-12.7%	0.72	1.89	-61.8%
国海证券	9.87	14.38	-31.4%	1.02	3.58	-71.5%
方正证券	23.09	29.68	-22.2%	2.06	8.24	-75.0%
东吴证券	15.36	20.46	-25.0%	0.26	4.27	-93.8%

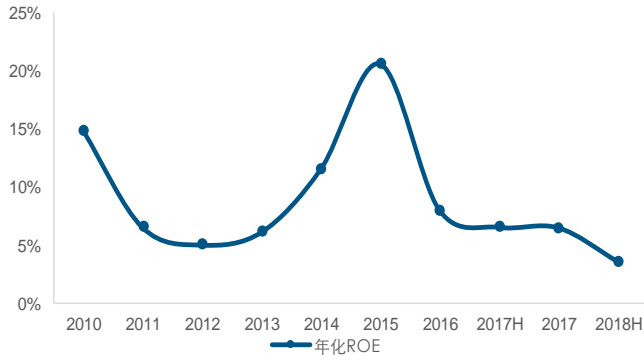
资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

行业净资产收益率持续探底

行业总资产收益率的下降推动行业盈利能力中枢下滑。2018 上半年行业年化净资产收益率大约为 3.5%，较去年全年下降了 3.0 个百分点，主要系行业总资产收益率较去年全年下降 0.9 个百分点至 1.0%，经营杠杆整体保持稳定，大约为 3.43 倍，剔除客户资金为 2.84 倍，较去年底分别变动+3.4%和+3.3%。总资产收益率的下降一方面来源于权

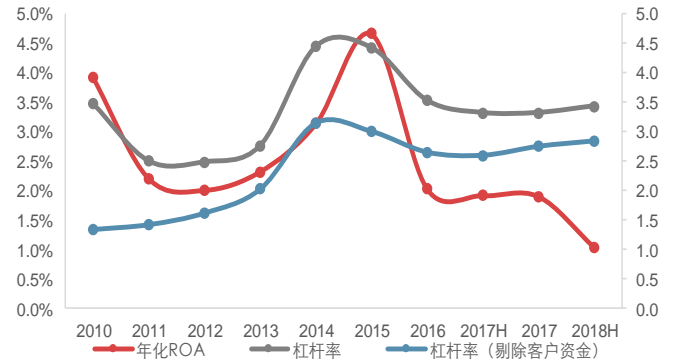
益市场下跌致使金融资产收益率出现下滑，另一方面来源于投行等非表外业务收入的下
 降，预计在传统业务尚未看到清晰拐点之前，总资产收益率的提升依然依赖于权益和债
 券市场的自我修复，市场震荡之下券商并不具备清晰的经营杠杆提升方向，预计行业的
 净资产收益率仍然将维持在低位震荡。

图 3：2018 上半年行业年化 roe 下降至 3.5%（单位：%）



资料来源：证券业协会，Wind，长江证券研究所

图 4：roa 的下降是致使 roe 下滑的主要原因（单位：倍，%）



资料来源：证券业协会，Wind，长江证券研究所

资金运用能力加剧行业分化

资金类业务的能力分化是上半年业绩分化的重要推手。我们以手续费及佣金收入来刻画
 牌照业务收入，以（利息净收入+公允价值变动损益+投资净收益）来刻画资金业务收入。
 不难发现，2018 年上半年牌照业务收入分化趋势要显著弱于资金业务，太平洋证券的
 资金类业务收入同比增长 63.4%而东方证券同比下滑 77.5%，极大值和极小值的背离幅
 度显著要强于牌照类业务，而正是上半年部分券商资金业务的良好增长致使其业绩表现
 好于行业平均，今年上半年归属净利润能够增长的公司中，除了华泰证券其余三家资金
 业务收入同比均实现正增长，其余太平洋、东北证券等业绩表现均优于行业。

表 3：部分券商依托资金业务的良好表现能够超越行业均值（单位：亿元，%）

公司名称	收入规模		收入占比		收入同比	
	牌照类业务	资金类业务	牌照类业务	资金类业务	牌照类业务	资金类业务
太平洋	3.23	1.69	65.6%	34.4%	20.0%	63.4%
东北证券	6.61	5.82	53.2%	46.8%	-14.9%	31.1%
华西证券	5.73	7.79	42.4%	57.6%	-20.3%	23.7%
国金证券	10.22	6.52	61.0%	39.0%	-29.6%	15.8%
申万宏源	30.61	29.32	51.1%	48.9%	-7.5%	10.3%
中信证券	90.97	62.66	59.2%	40.8%	0.5%	8.0%
东兴证券	8.93	5.87	60.3%	39.7%	2.6%	7.7%
中信建投	32.20	20.29	61.3%	38.7%	-0.4%	6.2%
第一创业	4.96	2.34	67.9%	32.1%	-20.4%	3.9%
西南证券	6.52	7.40	46.8%	53.2%	-2.9%	2.0%
光大证券	22.78	15.74	59.1%	40.9%	8.9%	1.0%
国泰君安	45.06	58.41	43.5%	56.5%	-9.2%	-3.0%
山西证券	3.83	5.67	40.3%	59.7%	-35.5%	-4.0%

华泰证券	38.97	38.39	50.4%	49.6%	-0.1%	-7.0%
浙商证券	7.75	4.66	62.4%	37.6%	-23.1%	-15.8%
南京证券	3.16	3.03	51.0%	49.0%	2.5%	-17.5%
西部证券	5.23	6.19	45.8%	54.2%	-21.9%	-18.0%
财通证券	6.83	11.04	38.2%	61.8%	-11.6%	-19.9%
华安证券	4.15	3.59	53.6%	46.4%	-12.4%	-32.2%
海通证券	41.83	42.52	49.6%	50.4%	-8.8%	-33.1%
招商证券	33.23	14.93	69.0%	31.0%	-8.8%	-34.3%
国元证券	5.07	5.69	47.1%	52.9%	-13.8%	-41.1%
国信证券	27.86	12.35	69.3%	30.7%	-15.9%	-41.2%
方正证券	15.61	6.66	70.1%	29.9%	-10.1%	-43.2%
广发证券	44.56	27.10	62.2%	37.8%	-14.9%	-43.3%
国海证券	5.32	3.12	63.0%	37.0%	-29.8%	-44.4%
中国银河	27.42	15.24	64.3%	35.7%	-0.2%	-47.7%
兴业证券	23.71	8.65	73.3%	26.7%	19.5%	-57.1%
东吴证券	8.45	1.22	87.3%	12.7%	-27.4%	-75.8%
东方证券	29.86	5.57	84.3%	15.7%	40.1%	-77.5%

资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

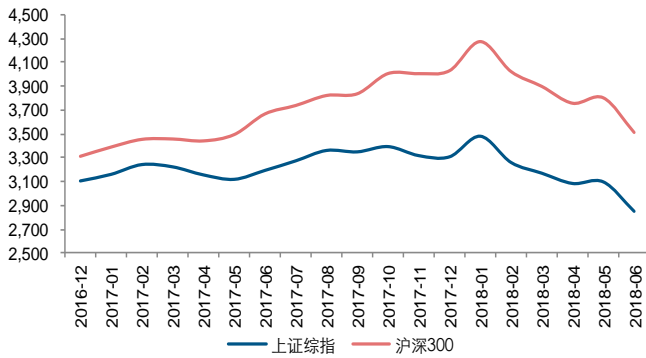
I9 之下券商资产减值计提的正在进行时

I9 带来两方面变化：1) 可供出售金融资产面临重分类，A+H 券商 FVTPL 占总资产比重大约提高 3-10 pct 至 17%-30%，同时上市券商自营规模合计较 2017 年增长 17.5%，进一步强化投资端业绩弹性，在此背景下通过衍生工具强化风险管理能力，资金运用方式从单边投资向对冲交易，盈利模式从交易价差向服务客户迁徙是方向；2) 预期减值模型的运用真实客观反映券商资产负债表，质押风险浮现 A+H 券商通过计提大约 0.8-1.5% 风险准备比例防范市场波动，平均融资价格随着风险提升抬高 40 个 BP 至 6.2%，资本实力、风控水平的差异导致券商质押规模增速出现分化，质押业务将从单一价格竞争走向风险管理能力竞争。

投资业务：从方向到对冲交易的培育

2018 上半年股债市场表现分化，权益市场的大幅下跌成为限制券商投资盈利的主要桎梏。2018 上半年股票和债券市场表现迥异，沪深 300 指数半年累计下跌 12.9%，债券市场上涨明显，中债总全价指数累计上涨 3.0%；券商投资资产配置重债轻股，债券类投资资产占比区间大约在 70%-90%，权益类投资资产大约在 10%-30%，但是债券市场的上涨依然没有有效对冲权益市场的下行压力，此消彼长券商投资端依然面临显著的下行压力。

图 5: 2018 上半年沪深 300 累计下跌 12.9% (单位: %)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 6: 2018 上半年中债总全价指数上涨 3.0% (单位: %)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

上市券商自营资产配置规模有所扩容, 固定收益依然是主要配置方向。2018 上半年上市券商自营资产规模整体有所扩容, 除了东吴证券、太平洋和国海证券之外, 其余公司自营资产较 2017 年末大约扩张增长 5%-50%, 从调整方向来看, 固收类资产规模提升的幅度远远大于权益类资产, 投资资产规模的扩容提高了券商经营业绩对于资本市场的敏感性, 固收类资产配置占自营资产的比重提高至大约 80%-90% 区间。

表 4: 上市券商自营资产配置规模和结构 (单位: 亿元, %)

公司名称	自营资产规模			规模变动			占当期净资产的比例	
	权益类	固收类	合计	权益类	固收类	合计	权益类	固收类
华安证券	6.49	160.66	167.15	-7.5%	128.3%	116.0%	5.2%	128.3%
山西证券	7.93	197.97	205.90	-24.1%	80.6%	71.5%	6.1%	151.7%
南京证券	4.26	68.76	73.03	39.9%	60.3%	58.9%	4.0%	65.0%
国金证券	27.73	146.99	174.72	-8.7%	74.6%	52.5%	14.6%	77.2%
华泰证券	318.23	707.55	1,025.78	12.5%	40.0%	30.1%	34.8%	77.4%
国泰君安	279.24	1,095.49	1,374.73	3.8%	38.2%	29.5%	21.1%	82.7%
海通证券	232.85	628.98	861.82	0.5%	44.7%	29.3%	18.1%	48.8%
方正证券	87.26	384.68	471.94	3.4%	33.7%	26.8%	22.8%	100.4%
国信证券	155.36	465.01	620.37	-14.8%	50.9%	26.5%	30.3%	90.6%
中信证券	265.69	1,442.17	1,707.86	-7.8%	33.8%	25.0%	17.3%	94.0%
中信建投	45.54	654.93	700.47	-2.7%	21.9%	19.9%	9.5%	136.6%
东兴证券	51.49	345.23	396.71	12.2%	21.0%	19.8%	26.2%	175.8%
申万宏源	140.02	837.76	977.78	-2.7%	22.3%	18.0%	20.2%	121.1%
浙商证券	5.90	167.45	173.35	104.4%	16.0%	17.7%	4.4%	124.3%
广发证券	203.95	1,199.26	1,403.20	-8.7%	21.4%	15.9%	23.2%	136.2%
国元证券	12.47	142.24	154.71	-19.3%	20.3%	15.7%	5.0%	57.2%
西南证券	61.65	231.49	293.14	-15.5%	23.3%	12.5%	31.6%	118.7%
中国银河	152.73	578.91	731.64	-8.6%	18.2%	11.4%	23.5%	89.2%
东北证券	29.71	194.25	223.96	-16.6%	13.8%	8.6%	18.1%	118.6%
招商证券	134.51	920.94	1,055.44	-19.3%	14.2%	8.4%	17.1%	117.4%
兴业证券	77.74	492.78	570.52	1.9%	8.9%	7.9%	21.8%	138.2%

东方证券	156.98	909.31	1,066.30	-10.2%	9.9%	6.4%	30.3%	175.7%
第一创业	2.98	120.54	123.52	-25.2%	7.3%	6.2%	3.3%	131.7%
西部证券	14.44	225.29	239.72	37.2%	4.5%	6.1%	8.2%	128.2%
华西证券	6.98	168.72	175.70	-9.6%	5.6%	4.9%	3.9%	93.5%
财通证券	18.30	208.32	226.62	25.9%	1.7%	3.3%	9.1%	103.5%
光大证券	93.42	522.95	616.37	-1.1%	0.7%	0.5%	18.7%	104.6%
国海证券	10.81	335.90	346.70	-4.5%	-0.9%	-1.0%	7.7%	239.3%
太平洋	13.45	155.67	169.12	-24.6%	0.6%	-2.0%	11.3%	130.9%
东吴证券	39.73	253.96	293.69	-9.7%	-6.1%	-6.6%	19.5%	124.3%

资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

新准则之下金融资产计量方式和存续形态均有一定调整。旧准则下金融资产主要以公允价值计量变动进入当期损益的金融资产、可供出售金融资产和持有至到期投资存在；新准则之下，从 A+H 券商的资产负债表明细来看，具体分为四个核心会计科目，包括交易性金融资产（以公允价值计量且其变动计入当期损益）、债权投资（以摊余成本计量）、其他债权工具（以公允价值计量且其变动计入其他综合收益）和其他权益工具投资（以公允价值计量且其变动计入其他综合收益）

表 5：新会计准则之下 AH 券商对金融资产采用新计量方式（单位：亿元）

公司名称	老准则				新准则		
	公允价值计量变动进入当期损益的金融资产	可供出售金融资产	持有至到期投资	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	1,781.54	592.27	0.00	2,088.07	0.00	221.96	166.74
光大证券	374.47	379.56	3.79	486.11	111.16	129.28	53.18
中国银河	290.10	340.61	35.45	467.17	52.08	161.30	103.03
华泰证券	845.50	445.83	0.00	1,249.38	124.64	0.00	107.20
海通证券	998.57	412.29	0.79	1,481.37	0.00	131.76	162.23
广发证券	632.39	925.94	0.00	723.38	132.64	681.65	118.48
招商证券	730.70	332.75	0.00	822.50	18.08	242.27	73.21
中信建投	326.49	395.82	5.79	522.03	3.76	288.62	32.71
国泰君安	985.02	399.72	0.00	1,160.89	0.00	257.53	209.61
东方证券	480.29	722.34	1.11	584.47	80.74	485.67	65.20

资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

资产重分类下券商投资弹性在逐步加强。在新会计准则之下，此前通过可供出售金融资产计量的股票资产完成资产重分类，未来更多体现为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，反应的财务报表上，不难发现，一方面以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在券商投资资产规模中的占比在提升，2018 上半年较 2017 年大约提升了 5-15 个百分点至 60%-80%，另一方面，其占总资产的比例也相较 2017 年大约提升了 3-10 个百分点至 17%-30%。

表 6: 新准则实施后交易性金融资产占当期总投资资产比重大约提升至 60%-80% (单位: 亿元, %)

公司名称	老准则			新准则			占比变动
	公允价值计量变动进入当期损益的金融资产	当期总投资资产	占比	交易性金融资产	当期总投资资产	占比	
中信证券	1,781.54	2,373.80	75.0%	2,088.07	2,476.77	84.3%	9.3
光大证券	374.47	757.82	49.4%	486.11	779.74	62.3%	12.9
中国银河	290.10	666.16	43.5%	467.17	783.58	59.6%	16.1
华泰证券	845.50	1,291.34	65.5%	1,249.38	1,481.22	84.3%	18.9
海通证券	998.57	1,411.64	70.7%	1,481.37	1,775.36	83.4%	12.7
广发证券	632.39	1,558.33	40.6%	723.38	1,656.15	43.7%	3.1
招商证券	730.70	1,063.46	68.7%	822.50	1,156.07	71.1%	2.4
中信建投	326.49	728.09	44.8%	522.03	847.12	61.6%	16.8
国泰君安	985.02	1,384.74	71.1%	1,160.89	1,628.04	71.3%	0.2
东方证券	480.29	1,203.74	39.9%	584.47	1,216.09	48.1%	8.2

资料来源: 公司公告, Wind, 长江证券研究所

表 7: 新准则实施后交易性金融资产占当期总资产比重大约提升了 3-10 个百分点 (单位: 亿元, %)

公司名称	2017老准则			2018H新准则			占比变动
	公允价值计量变动进入当期损益的金融资产	总资产	占比	交易性金融资产	总资产	占比	
中信证券	1,781.54	6,255.75	28.5%	2,088.07	6,577.24	31.7%	3.3
光大证券	374.47	2,058.64	18.2%	486.11	2,111.14	23.0%	4.8
中国银河	290.10	2,548.15	11.4%	467.17	2,631.73	17.8%	6.4
华泰证券	845.50	3,814.83	22.2%	1,249.38	3,956.38	31.6%	9.4
海通证券	998.57	5,347.06	18.7%	1,481.37	5,732.20	25.8%	7.2
广发证券	632.39	3,569.05	17.7%	723.38	3,904.71	18.5%	0.8
招商证券	730.70	2,856.44	25.6%	822.50	2,980.78	27.6%	2.0
中信建投	326.49	2,058.83	15.9%	522.03	2,168.82	24.1%	8.2
国泰君安	985.02	4,316.48	22.8%	1,160.89	4,404.55	26.4%	3.5
东方证券	480.29	2,318.60	20.7%	584.47	2,209.73	26.5%	5.7

资料来源: 公司公告, Wind, 长江证券研究所

投资弹性的回归体现到利润表反应为当期公允价值变动损益占投资收益和公允价值变动损益的比重出现了显著的提升。2018 上半年 A+H 券商当期公允价值变动损益占比变动幅度的绝对值大约在 15-50 个百分点。

表 8：公允价值变动损益占当期投资业务收入的占比明显提升（单位：亿元，%）

公司名称	2017H			2018H		
	投资收益	公允价值变动	浮动盈亏占比	投资收益	公允价值变动	浮动盈亏占比
中国银河	10.36	3.43	24.9%	-3.29	5.89	226.7%
中信证券	42.14	2.94	6.5%	20.95	32.39	60.7%
光大证券	8.31	0.39	4.5%	7.48	5.57	42.7%
中信建投	12.08	-0.68	-5.9%	11.26	4.17	27.0%
华泰证券	25.02	-0.96	-4.0%	21.84	3.45	13.6%
广发证券	46.28	-2.36	-5.4%	29.87	-4.90	-19.6%
国泰君安	32.33	-0.67	-2.1%	38.98	-8.21	-26.7%
海通证券	48.73	-2.60	-5.6%	23.44	-5.12	-27.9%
东方证券	20.72	11.86	36.4%	26.62	-11.61	-77.4%
招商证券	6.66	6.48	49.3%	18.37	-8.71	-90.1%

资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

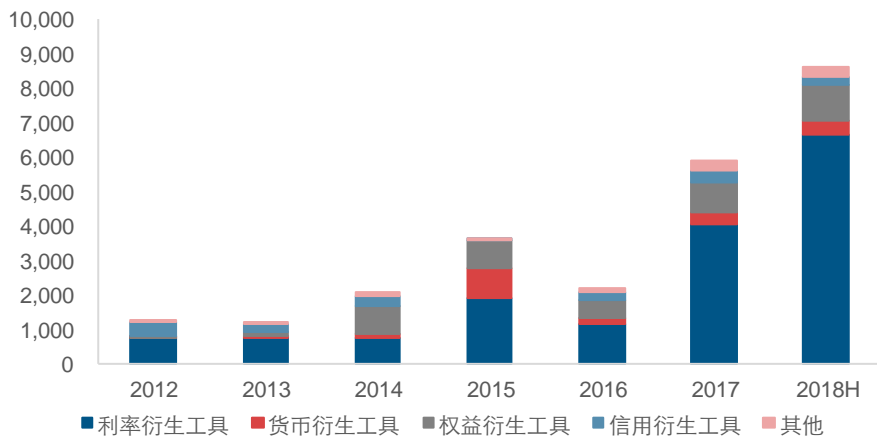
券商自营业务以绝对收益为考核导向，新会计准则下通过衍生品强化风险管理能力是重要方向。将股票资产划分为以公允价值计量且其变动进入当期损益的金融资产将极大提升券商业绩对市场波动的敏感性，但是在当前环境下并没有清晰的资金运用方向，通过衍生品开展风险对冲，降低方向性投资业务的风险敞口成为重要方向；以中信证券公允价值变动损益明细来看，不难发现衍生金融工具已经形成一定的规模，同时衍生金融工具和交易性金融资产的方向相反，基本形成互补。衍生品业务将成为下一阶段券商用资型业务的重要增长点，伴随着行业的资金运用方式从方向性投资到对冲交易转变，从自营投资向服务客户迁移。

表 9：中信证券公允价值变动损益结构（单位：亿元）

	2013	2014	2015	2016	2017	2018H
交易性金融资产	-13.72	57.50	-28.98	-34.28	56.33	-45.62
交易性金融负债	0.07	-0.91	-1.90	-4.11	-9.90	15.94
衍生金融工具	7.99	-51.36	44.43	24.24	-37.99	62.08
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	-0.01	0.00
合计	-5.65	5.22	13.55	-14.13	8.43	32.39

资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

图 7：中信证券衍生金融资产名义本金规模持续提升（单位：亿元）



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

融资业务：从价格到风险管理的竞争

新会计准则之下券商资产表的真实性在逐步加强。新会计准则之下 A+H 券商对于资产减值的处理方式将从此前的实际损失法调整为预期损失法，A+H 券商在今年中报中采用“信用减值损失”这个会计科目来反应往来款和融资业务的减值风险；不难发现，采取新准则后，上市券商减值压力较此前有所提升，30 家上市券商合计计提减值规模大约在 42.96 亿元，去年同期仅为 23.43 亿元，同比增长了大约 83.4%。

表 10：新会计准则之下减值进一步细分为资产减值损失和信用减值损失（单位：亿元，%）

公司名称	2018H		合计	2017H	变动幅度
	资产减值损失	信用减值损失		资产减值损失	
中信证券	0.00	7.02	7.02	2.60	170%
海通证券	0.15	6.83	6.98	7.07	-1%
国泰君安	0.01	4.64	4.66	2.20	112%
国信证券	3.87	-	3.87	1.62	138%
中信建投	0.00	2.56	2.56	0.28	823%
西南证券	2.44	-	2.44	0.27	816%
中国银河	0.00	2.14	2.14	2.34	-8%
光大证券	0.00	1.91	1.91	0.04	4334%
方正证券	1.75	-	1.75	0.06	2659%
西部证券	1.75	-	1.75	0.43	311%
招商证券	0.00	1.20	1.20	0.35	242%
东方证券	0.00	0.99	0.99	0.35	187%
广发证券	0.00	0.96	0.96	0.37	155%
申万宏源	0.00	0.94	0.94	1.05	-11%
兴业证券	0.81	-	0.81	1.09	-26%
华泰证券	0.02	0.61	0.63	0.06	952%
南京证券	0.57	-	0.57	0.02	2360%

山西证券	0.57	-	0.57	1.19	-53%
国元证券	0.55	-	0.55	-0.12	-
东北证券	0.51	-	0.51	-0.12	-
东吴证券	0.41	-	0.41	2.18	-81%
第一创业	0.21	-	0.21	0.04	398%
国海证券	0.17	-	0.17	0.09	97%
华安证券	0.13	-	0.13	0.02	584%
东兴证券	0.13	-	0.13	-0.15	-
华西证券	0.06	-	0.06	-0.26	-
国金证券	-0.03	-	-0.03	0.13	-120%
财通证券	-0.08	-	-0.08	0.43	-119%
太平洋	-0.17	-	-0.17	-0.11	-
浙商证券	-0.66	-	-0.66	-0.10	-

资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

股票质押减值损失确认方向出现背离。从会计科目来看，买入返售金融资产对应的业务模式主要是债券逆回购、股票质押和约定购回，其中债券逆回购基本没有风险，因此我们可以近似用买入返售金融资产的减值损失和买入返售金融资产的减值准备来近似刻画股票质押的潜在风险。今年上半年权益市场的下跌引发市场对于券商股票质押业务的隐忧，但是从真实确认的减值损失来看，大小券商出现了较为明显的背离；一方面，从确认规模来看，大券商计提的减值规模的绝对数较大，中信证券、国泰君安、光大证券和海通证券当期减值损失金额超过 1 亿元，但是部分券商计提规模不足 1 亿元；另一方面，从方向来看，在部分券商加大减值损失确认的同时，部分券商出现买入返售金融资产减值损失的转回。

表 11：股票质押减值损失方向出现一定背离（单位：亿元，%）

公司名称	2017H	2018H	同比
东北证券	0.01	-0.10	-1164%
国泰君安	1.29	4.08	216%
东方证券	-	0.33	-
东吴证券	0.08	0.03	-59%
广发证券	0.35	0.35	-1%
国海证券	0.07	0.08	16%
海通证券	1.16	1.09	-6%
华泰证券	0.09	0.69	691%
长江证券	0.14	-0.22	-263%
中信证券	0.91	4.40	386%
第一创业	-	-0.01	-
招商证券	0.42	0.82	95%
中国银河	0.37	0.29	-22%
兴业证券	0.14	0.79	462%

申万宏源	0.66	0.99	50%
国信证券	0.51	0.47	-8%
光大证券	-	1.84	-
国元证券	0.12	0.12	0%
山西证券	0.05	-0.02	-136%
东兴证券	0.00	0.00	-
西部证券	0.05	-0.08	-245%
浙商证券	-0.10	-0.73	-

资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

大型券商减值准备的计提相对来说更加充分。我们以买入返售资产减值准备/表内股票质押来刻画已经股票质押业务的安全性；整体来看，大型券商相较于中小券商采用了相对更加严格的会计认定，计提了相对充分的减值准备；从上市券商来看，东方证券、国泰君安和中信证券减值准备比例较高，分别为 3.8%、2.5%和 1.7%，相较于去年末分别提升了 3.2、1.6 和 1.0 个百分点，除此之外，A+H 券商的减值准备比例相较于去年末有不同程度提升，反应预期损失法减值模型下券商资产负债表的真实性在逐步还原。

表 12：股票质押减值准备占当期表内业务规模比重大约在 0.3%-1.5%（单位：亿元，%）

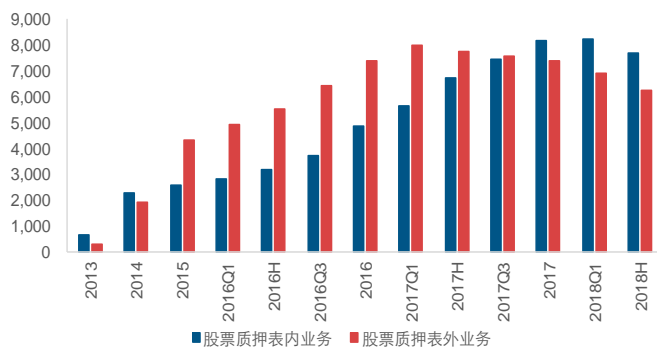
公司名称	买入返售资产减值准备				买入返售资产减值准备/表内股票质押			
	2016	2017H	2017	2018H	2016	2017H	2017	2018H
东北证券	0.33	0.34	0.36	0.26	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
国泰君安	5.46	6.75	7.01	13.73	1.0%	1.0%	0.9%	2.5%
太平洋	1.00	0.91	0.78	0.76	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
东方证券	0.00	0.00	1.87	10.26	0.0%	0.0%	0.6%	3.8%
东吴证券	0.34	0.42	0.59	0.63	0.3%	0.3%	0.3%	0.4%
广发证券	0.77	1.12	1.04	1.79	0.6%	0.5%	0.4%	0.7%
国金证券	0.24	0.36	0.37	0.29	0.7%	0.8%	0.8%	0.9%
海通证券	1.80	2.96	3.44	5.57	0.3%	0.5%	0.5%	0.8%
华安证券	0.05	0.09	0.14	0.15	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
华泰证券	0.32	0.40	0.66	1.42	0.1%	0.1%	0.1%	0.4%
长江证券	0.98	1.12	0.83	0.61	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
中信证券	1.19	2.10	5.57	10.12	0.3%	0.3%	0.7%	1.7%
第一创业	-	-	0.08	0.07	-	-	0.2%	0.3%
招商证券	0.87	1.29	1.40	2.22	0.5%	0.5%	0.5%	0.7%
中国银河	0.62	0.99	0.80	1.09	0.5%	0.5%	0.2%	0.3%
西南证券	0.07	0.08	0.09	0.08	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
兴业证券	0.20	0.34	0.96	1.74	0.1%	0.1%	0.3%	0.7%
申万宏源	0.32	0.98	1.63	2.63	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
国信证券	2.00	2.51	3.76	4.23	0.9%	0.8%	0.9%	1.1%
光大证券	-	-	-	2.13	-	-	-	1.0%
国元证券	0.57	0.69	0.82	0.94	1.1%	1.0%	1.0%	1.0%

山西证券	0.03	0.07	0.15	0.13	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
东兴证券	0.31	0.21	0.97	1.03	0.5%	0.5%	1.2%	1.2%
西部证券	0.20	0.25	0.21	0.13	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
浙商证券	0.31	0.25	0.71	0.34	1.6%	1.5%	1.5%	0.7%
财通证券	0.14	0.13	0.40	0.38	1.0%	1.0%	1.0%	-
华西证券	0.36	0.42	0.00	0.48	0.9%	0.9%	0.0%	1.0%

资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

股票质押量跌价升，不同公司竞争策略有所分化。截止至 2018 上半年，场内股票质押总规模大约在 1.39 万亿元，较 2017 年末下降 10.7%；其中表内规模 7701 亿元，表外规模 6228 亿元，分别较 2017 年末下降 6.1%和 15.9%，市场信用风险逐步暴露之下质押规模呈现由正转负，2013 年以来首度出现规模的下滑，与此同时质押资产端价格水涨船高，2017 年末融出资金平均利率大约为 5.7%，到 2018 上半年已经提升至 6.2%，考虑利息收入按照存续项目计提，预计新增资产端收益率将更加可观。

图 8：表内表外股票质押业务均出现收缩（单位：亿元）



资料来源：证券业协会，Wind，长江证券研究所

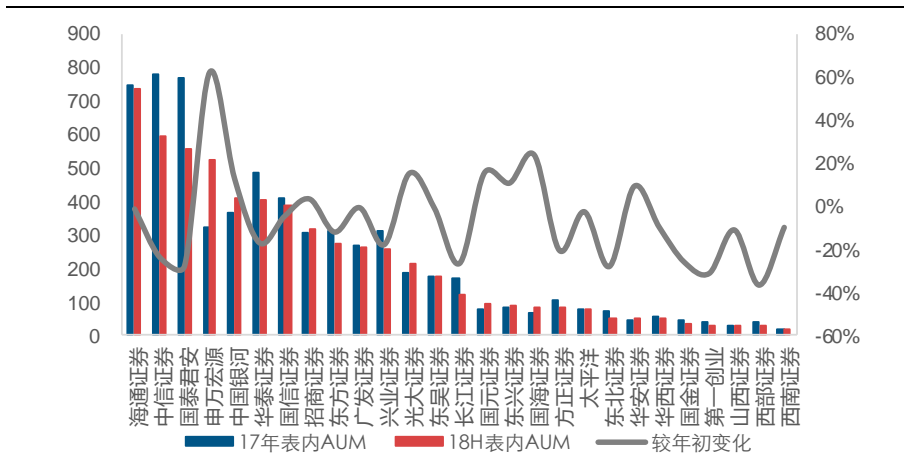
图 9：股票质押收益率有所提升（单位：%）



资料来源：证券业协会，Wind，长江证券研究所

截止至 2018 上半年，大型券商依托资本金优势，在表内质押业务方面依然占据绝对领先地位，海通证券、中信证券和国泰君安分别以 733.6、594.3 和 555.0 亿元位居上市券商前三甲；但是从增速变化来看，不同券商对于质押业务的态度出现了较为明显的分歧，西部证券、第一创业和东北证券出现了大幅收缩，分别较去年底下滑 36.8%、31.4% 和 28.2%，大型券商中国泰君安、中信证券亦下滑 27.9%和 23.8%，但是申万宏源、国海证券和国元证券依然保持两位数增长。未来不同公司在资本实力、风控能力和竞争策略的分化之下，预计质押业务的规模增速亦然将出现较为明显的分化节奏。

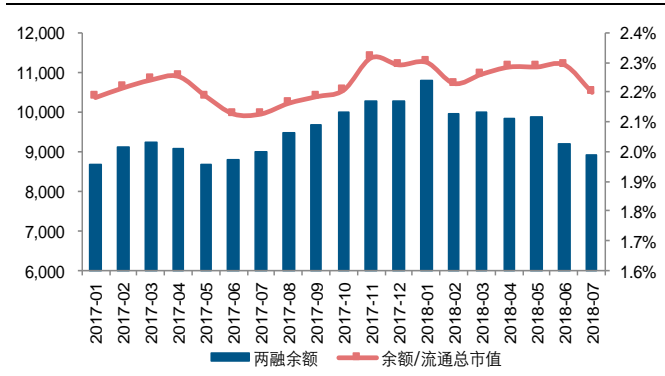
图 10：2018 上半年各家券商表内质押规模增速出现分化（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

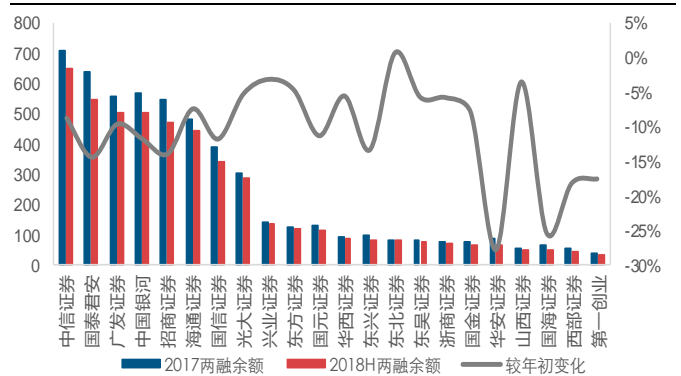
两融业务顺应市场周期有所下滑。相较于股票质押业务，融资融券的顺周期属性较强，随着指数的下跌，两融规模亦呈现逐步收缩趋势，截止至 2018 年 6 月末，全市场两融余额规模大约在 0.92 万亿元，较年初下滑 10.4%。在行业规模收缩压力下，上市券商融资融券余额亦呈现不同幅度的下滑。

图 11：融资融券业务规模出现了明显的收缩（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 12：上市券商融资融券业务规模有所下滑（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

牌照业务竞争相对平稳，客户结构差异开始影响收入

2018 上半年可比券商牌照收入 CR5 同比提升 0.9 个 pct 至 51.9%，无资金业务嵌套的牌照业务竞争相对平稳。1) 客户结构差异对经纪业务收入增速影响开始显性化，上半年个人和机构客户保证金规模分别为 6733.5 和 2402.7 亿元，较 2017 年末-1.2%和 +20.8%，资管业务发展背景下机构客户韧性体现，机构客户储备良好的公司更具竞争力；2) 股权融资规模下行，债券融资市场略有修复，投行业务个体差异大部分迎接较大幅度下滑；3) 行业资管规模较年初下滑 9.8%至 14.9 万亿，部分券商主动管理规模扩容大约 0%-15%，其中债券是主要增配方向。

图 13: 券商牌照业务集中度稳中略升 (单位: %)

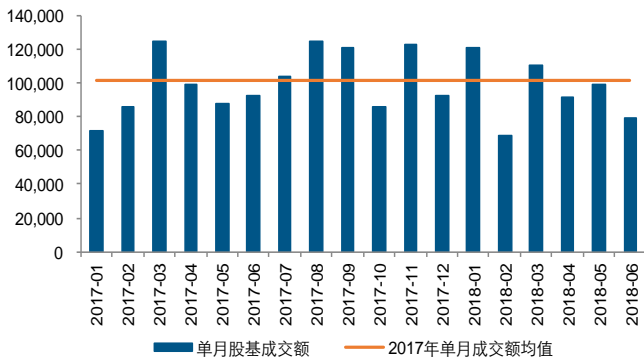


资料来源: 公司公告, Wind, 长江证券研究所

经纪业务: 客户差异影响收入显性化

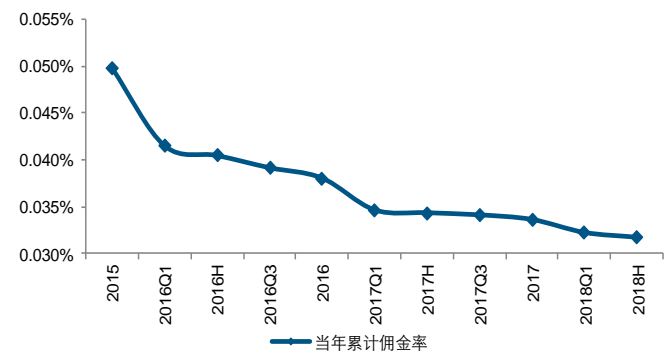
市场交易量稳中略降, 佣金费率基本企稳。2018 上半年两市股基成交额大约 57.15 万亿元, 同比增长 1.5%, 但是进入二季度以来交易量出现了较为明显的收缩, 6、7、8 连续三个月日均成交额不足 4000 亿元, 预计下半年经纪业务将存在较为明显的下行压力; 佣金费率基本企稳, 截止至上半年大约为万分之 3.2, 较去年大约下滑 5.7%。

图 14: 2018 上半年交易量基本平稳 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 15: 截止至 2018 上半年净佣金率大约为万分之 3.2



资料来源: Wind, 长江证券研究所

经纪业务竞争格局从零售客户的弹性逐步向机构客户的韧性迁徙, 客户结构差异影响收入逐步显性化。在 2018 上半年的交易结构中, 我们预计市场交易主体机构化的特质依然在持续演绎, 从上市券商代理买卖证券款的结构中可见一斑; 30 家券商个人和机构客户保证金规模分别为 6733.48 和 2402.73 亿元, 分别较 2017 年末变动-1.2%和 +20.8%, 个人客户占比下滑 3.7 个百分点至 73.7%, 机构客户占比提升 3.7 个百分点至 26.3%。优质的机构客户给经纪业务带来更强韧性, 机构客户占比较高的中信证券、东方证券、兴业证券今年上半年经纪业务收入同比分别增长 2.8%、8.2%和 12.4%, 而以零售客户见长的华泰证券经纪业务收入同比下滑 8.3%, 降幅超过行业平均水平。

表 13：依托良好的机构客户积累部分公司经纪业务实现稳健增长（单位：亿元，%）

公司名称	代理买卖证券款规模		代理买卖证券款结构		结构变动		代买净收入	同比
	个人	机构	个人	机构	个人	机构		
中信证券	456.28	434.41	51.2%	48.8%	-6.0	6.0	41.12	2.8%
东方证券	146.88	131.18	52.8%	47.2%	-8.8	8.8	7.40	8.2%
兴业证券	161.91	122.23	57.0%	43.0%	-8.5	8.5	7.71	12.4%
招商证券	347.87	149.82	69.9%	30.1%	-2.0	2.0	18.56	0.6%
海通证券	599.18	231.14	72.2%	27.8%	1.1	-1.1	16.57	-14.0%
申万宏源	468.68	177.68	72.5%	27.5%	-9.0	9.0	19.08	-9.2%
国金证券	78.85	28.14	73.7%	26.3%	-7.7	7.7	5.51	-3.2%
中国银河	501.66	172.69	74.4%	25.6%	-3.0	3.0	19.72	-4.7%
华泰证券	510.78	168.62	75.2%	24.8%	0.1	-0.1	18.60	-8.3%
东兴证券	75.41	24.82	75.2%	24.8%	-3.3	3.3	3.48	-11.3%
国泰君安	573.77	184.23	75.7%	24.3%	-3.2	3.2	25.36	-4.8%
第一创业	47.14	14.98	75.9%	24.1%	-3.7	3.7	1.37	2.1%
光大证券	327.61	99.25	76.7%	23.3%	-5.6	5.6	12.34	-0.8%
长江证券	198.21	57.58	77.5%	22.5%	-8.2	8.2	8.91	12.1%
国海证券	82.49	22.92	78.3%	21.7%	2.4	-2.4	2.75	-15.6%
山西证券	92.16	20.31	81.9%	18.1%	-6.8	6.8	2.09	-13.7%
国信证券	321.42	70.20	82.1%	17.9%	-2.9	2.9	19.29	-5.0%
广发证券	526.91	112.84	82.4%	17.6%	0.3	-0.3	19.80	-2.2%
东吴证券	123.58	26.00	82.6%	17.4%	-1.0	1.0	4.40	-12.4%
东北证券	90.46	17.19	84.0%	16.0%	-8.3	8.3	3.62	-0.9%
国元证券	119.46	22.29	84.3%	15.7%	-4.0	4.0	3.12	-13.7%
浙商证券	91.84	17.04	84.4%	15.6%	-10.4	10.4	4.17	-11.2%
西部证券	84.70	15.03	84.9%	15.1%	-2.8	2.8	3.11	-10.9%
财通证券	97.40	17.19	85.0%	15.0%	-4.2	4.2	3.69	-9.3%
西南证券	86.94	14.85	85.4%	14.6%	-0.3	0.3	2.84	-11.9%
太平洋	34.81	4.38	88.8%	11.2%	-5.5	5.5	1.66	22.3%
华西证券	122.15	11.42	91.4%	8.6%	-0.3	0.3	4.45	-13.5%
方正证券	208.39	19.44	91.5%	8.5%	-2.6	2.6	12.41	-10.9%
华安证券	84.02	6.92	92.4%	7.6%	0.5	-0.5	3.17	-16.2%
合计	6,733.48	2,402.73	73.7%	26.3%	-3.7	3.7	-	-

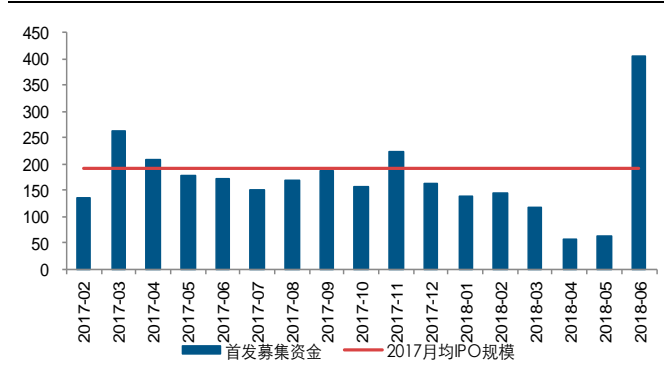
资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

投行业务：股权融资下行债券有修复

IPO 定增规模均有回落，债券承销同比有所回暖。2018 上半年 IPO 和定增发行业节奏均有显著放缓，每周 IPO 批文减少至 1-3 家，完成 IPO 和增发融资金额分别为 922.87 和 3666.93 亿元，同比下滑 26.4%和 45.6%，若剔除富士康 IPO 融资规模较大的影响，

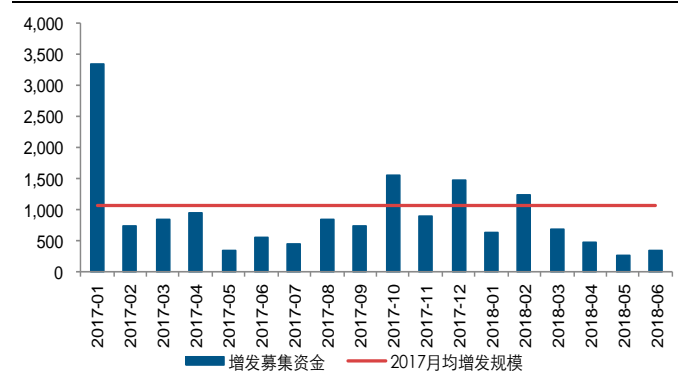
预计 IPO 融资同比降幅将超过 40%；债券承销有所回暖，上半年完成承销规模 1.84 万亿元，同比增长 18.9%，环比去年下半年下滑 33.7%。

图 16：2018 上半年 IPO 融资规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 17：2018 上半年增发融资规模（单位：亿元）



资料来源：Wind，长江证券研究所

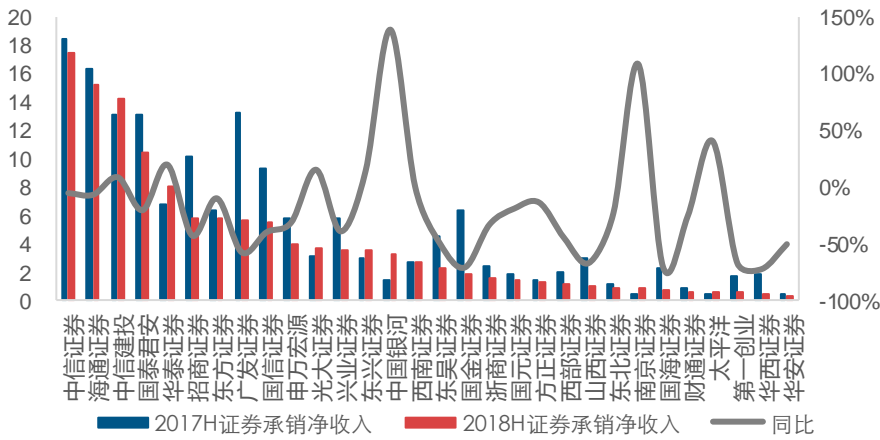
表 14：债券承销明细（单位：亿元，%）

	合计	短融中票	公司债	企业债	金融债	可转债	政府支持债	地方政府债	ABS	定向工具
2017H1	15,493.12	505.99	3,987.19	884.92	4,308.72	226.51	728.95	82.61	4,098.97	316.80
2017H2	27,777.97	1,147.23	6,595.17	2,814.85	6,036.78	620.60	770.96	251.85	7,655.69	625.64
2018H1	18,416.13	1,228.48	5,491.28	841.80	3,363.54	305.27	1,037.68	268.13	5,387.27	286.62
	合计	短融中票	公司债	企业债	金融债	可转债	政府支持债	地方政府债	ABS	定向工具
2017H1	100.0%	3.3%	25.7%	5.7%	27.8%	1.5%	4.7%	0.5%	26.5%	2.0%
2017H2	100.0%	4.1%	23.7%	10.1%	21.7%	2.2%	2.8%	0.9%	27.6%	2.3%
2018H1	100.0%	6.7%	29.8%	4.6%	18.3%	1.7%	5.6%	1.5%	29.3%	1.6%

资料来源：Wind，长江证券研究所

投行业务同比有所回落，项目确认时点因素是主要原因，审核趋严之下大投行更具竞争优势。从上半年上市券商的投行净收入来看，不同公司分化较为明显，中国银河、南京证券、太平洋分别增长 139.1%、108.9%和 41.0%，国海证券、国金证券和华西证券分别下滑 70.0%、70.6%和 71.9%，项目发行周期确定收入的业务模式导致投行收入存在较为明显的波动性。展望下半年，一方面大型券商的项目储备依然比较充分，一旦新股和再融资审核进程加快，中信证券、中信建投等传统大投行将更具竞争优势；另一方面今年以来 IPO 和定增发审核逐步趋严，对于项目资质要求较高的大型投行受过会率降低的影响相对较小。

图 18：2018 上半年投行净收入规模增速有所分化（单位：亿元，%）



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

表 15：上市券商投行项目储备情况

名称	IPO	再融资	并购重组	合计
中信证券	27	17	4	48
中信建投	23	15	3	41
广发证券	22	11	3	36
招商证券	19	7	3	29
海通证券	11	3	5	19
国信证券	10	2	1	13
光大证券	10	3	3	16
华泰证券	9	4	5	18
国金证券	7	3	3	13
国元证券	7	5	1	13
东吴证券	6	0	1	7
国泰君安	6	9	2	17
东兴证券	6	8	0	14
国海证券	6	0	0	6
安信证券	4	2	1	7
申万宏源	4	3	2	9
兴业证券	3	4	1	8
东北证券	3	0	0	3
山西证券	2	4	1	7
中国银河	2	2	0	4
第一创业	2	0	0	2
西部证券	2	1	0	3
华创证券	1	2	0	3
太平洋	1	1	1	3
财通证券	1	1	0	2

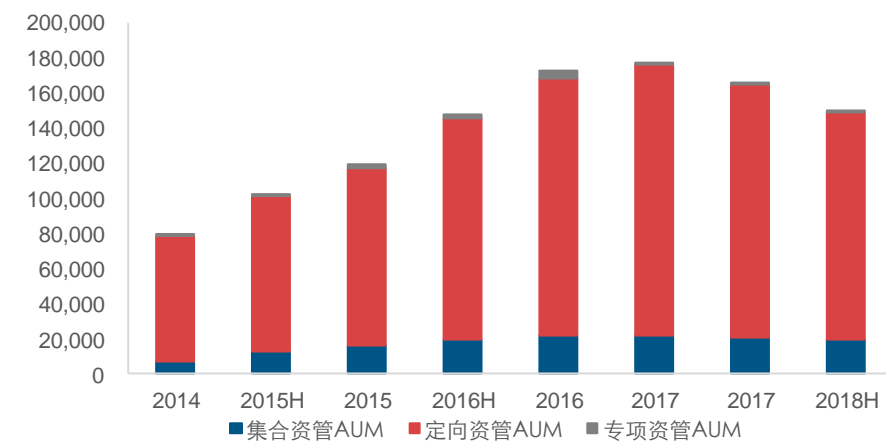
东方证券	1	4	2	7
南京证券	1	0	0	1
西南证券	0	0	0	0
华安证券	0	0	0	0
浙商证券	0	2	0	2
方正证券	0	3	0	3

资料来源：证监会，长江证券研究所

资管业务：做强类固收产品实现扩张

严监管之下券商资管规模依然处于下降通道。受制于资管新规对于券商通道业务进行的约束以及对于期限错配类资金池产品的整改，券商资管规模依然处于下降通道，截止至 2018 上半年，行业集合、定向和专项资产管理规模分别为 19313、129684 和 50 亿元，较年初分别下滑 8.6%、9.9% 和 43.7%；在资管新规之下券商资管业务将加速回归本源，未来资管规模的扩张依然依赖于主动管理能力的提升和产品销售渠道的拓展。

图 19：2018 上半年集合和定向资管规模均有下滑（单位：亿元）



资料来源：基金业协会，Wind，长江证券研究所

分公司来看，2018 上半年仅有申万宏源、国泰君安、招商证券、兴业证券、海通证券、华安证券和华泰证券集合资管受托资金规模得以逆势提升，其余券商较年初均有不同幅度的回落；定向资管方面，华安证券、太平洋、浙商证券和国信证券较年初有小幅提升，其余券商较年初均有下滑。

表 16：上市券商期末受托资金规模及其变动（单位：亿元，%）

公司名称	集合资管受托资金			定向资管受托资金			专项资管受托资金		
	2017	2018H	变动	2017	2018H	变动	2017	2018H	变动
申万宏源	389.33	514.08	32.0%	8,072.81	7,364.97	-8.8%	92.03	128.39	39.5%
国泰君安	687.42	799.17	16.3%	7,880.77	7,292.43	-7.5%	372.98	394.10	5.7%
招商证券	476.07	536.15	12.6%	6,791.34	5,791.87	-14.7%	439.62	483.31	9.9%
兴业证券	404.28	427.53	5.7%	551.71	536.98	-2.7%	102.42	91.66	-10.5%

海通证券	521.36	537.93	3.2%	2,679.29	2,572.87	-4.0%	50.87	76.58	50.5%
华安证券	58.19	59.29	1.9%	1,034.72	1,162.81	12.4%	-	-	-
华泰证券	1,148.18	1,154.18	0.5%	7,325.64	7,188.69	-1.9%	619.04	803.19	29.7%
光大证券	798.14	782.83	-1.9%	2,642.31	2,627.63	-0.6%	72.41	174.34	140.8%
山西证券	39.86	39.02	-2.1%	413.68	274.94	-33.5%	10.94	88.37	708.1%
东方证券	289.48	282.73	-2.3%	671.67	602.43	-10.3%	135.76	156.14	15.0%
中国银河	462.39	449.44	-2.8%	2,864.98	2,408.52	-15.9%	98.47	83.36	-15.3%
方正证券	335.03	319.97	-4.5%	2,672.63	2,505.61	-6.2%	207.96	332.89	60.1%
长江证券	616.39	581.07	-5.7%	849.07	739.50	-12.9%	34.44	43.85	27.3%
东北证券	193.93	179.90	-7.2%	667.51	573.02	-14.2%	18.23	16.53	-9.3%
国元证券	196.69	175.97	-10.5%	820.09	784.98	-4.3%	50.00	0.00	-100.0%
财通证券	744.92	654.41	-12.2%	589.69	542.88	-7.9%	35.50	26.55	-25.2%
太平洋	246.79	216.53	-12.3%	1,243.69	1,443.49	16.1%	-	12.58	-
东吴证券	215.47	184.87	-14.2%	1,689.14	1,570.36	-7.0%	519.03	438.73	-15.5%
浙商证券	658.96	562.91	-14.6%	1,044.85	1,073.26	2.7%	3.40	2.64	-22.3%
国信证券	222.22	189.63	-14.7%	1,630.11	1,673.92	2.7%	24.76	35.01	41.4%
国海证券	124.51	101.66	-18.4%	1,487.50	1,428.73	-4.0%	66.02	57.40	-13.1%
华西证券	174.96	142.38	-18.6%	929.14	913.35	-1.7%	46.61	131.20	181.5%
西部证券	79.17	62.94	-20.5%	458.11	413.93	-9.6%	70.08	101.64	45.0%
广发证券	2,459.11	1,940.39	-21.1%	2,561.24	2,282.17	-10.9%	236.33	207.30	-12.3%
东兴证券	199.58	155.07	-22.3%	879.26	816.97	-7.1%	34.40	136.10	295.7%
西南证券	258.02	185.38	-28.2%	637.11	561.97	-11.8%	27.51	46.42	68.7%
第一创业	113.77	73.92	-35.0%	1,985.87	1,922.15	-3.2%	70.48	64.64	-8.3%
国金证券	97.94	61.62	-37.1%	1,716.06	1,300.35	-24.2%	292.08	329.54	12.8%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

做大做强固定收益类产品依然是券商资管规模扩张的重要途径。资管产品的竞争力在于资产端的主动管理能力和负债端的产品销售能力；主动管理能力的培育并非朝夕之功，同时依托权益类市场的股票型产品亦将明显受到指数波动的影响，唯有做大做强固定收益类产品才能实现客户资产保值增值，大力发展固定收益类产品是券商资管扩张的重要途径，不难发现今年上半年集合资管规模增长的券商中，债券资产配置均实现良好增长。

表 17：集合资管业务资产配置结构（单位：亿元，%）

公司名称	股票配置			公司名称	基金配置		
	2017	2018H	变动		2017	2018H	变动
国泰君安	51.44	67.33	30.9%	国泰君安	27.04	23.57	-12.8%
海通证券	54.61	48.40	-11.4%	海通证券	17.91	23.25	29.8%
华安证券	0.16	0.08	-50.9%	华安证券	17.32	6.22	-64.1%
华泰证券	68.47	62.69	-8.4%	华泰证券	181.35	108.48	-40.2%
招商证券	20.39	19.20	-5.8%	招商证券	6.85	30.29	342.3%
兴业证券	113.83	107.27	-5.8%	兴业证券	19.35	29.00	49.9%

申万宏源	8.75	24.54	180.4%	申万宏源	22.86	25.87	13.2%
债券配置			其他配置				
公司名称	2017	2018H	变动	公司名称	2017	2018H	变动
国泰君安	334.87	441.72	31.9%	国泰君安	267.05	242.83	-9.1%
海通证券	244.95	278.17	13.6%	海通证券	210.34	260.71	23.9%
华安证券	34.01	34.35	1.0%	华安证券	2.26	7.47	230.4%
华泰证券	569.32	661.36	16.2%	华泰证券	383.33	389.66	1.7%
招商证券	201.57	232.96	15.6%	招商证券	237.85	245.04	3.0%
兴业证券	244.58	258.76	5.8%	兴业证券	6.32	-2.53	-
申万宏源	277.84	291.69	5.0%	申万宏源	27.72	109.94	296.7%

资料来源：公司公告，长江证券研究所

投资建议

短期来看质押风险是压制板块估值的核心因素，考虑到龙头券商已计提充分减值准备，同时宏观政策引导疏导信用环境，我们预期质押风险将逐步释放券商估值有望迎来修复；长期来看，依托资本金，围绕金融资产创设、定价、销售和交易职能正逐步恢复，龙头券商已经在资本金规模、风险管理能力以及客户基础等方向形成先入优势，未来政策和市场将释放当前龙头券商业务储备潜力。个股推荐中信证券。

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
看好	相对表现优于市场
中性	相对表现与市场持平
看淡	相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：
买入	相对大盘涨幅大于 10%
增持	相对大盘涨幅在 5%~10%之间
中性	相对大盘涨幅在-5%~5%之间
减持	相对大盘涨幅小于-5%
无投资评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。