

# 至暗时刻，悄然蜕变

## ——证券业 2018 年中报综述

行业步入至暗时刻，龙头券商独善其身

(1) 上半年中美贸易摩擦不断升级，人民币贬值引发的资本外流担忧加剧，市场走势回归震荡下行，拖累券商业绩。上市券商整体归母净利润不及股利支出，权益类自营盘浮亏，导致净资产普遍下降。部分券商则通过加大杠杆资金对固收自营盘的投入，带动杠杆水平触底回升。(2) 龙头券商依托业内领先的净资产规模、客户资源和金融科技布局，在弱市中独善其身；同时，面对行业普遍通过降薪裁员来节约费用开支的局面，部分龙头券商逆势扩充员工团队，彰显对未来的发展信心。

### 经纪业务：机构服务与财富管理加速开拓

机构客户资源成为业绩胜负手，上市券商通过机构投研服务获得稳定交易额来源，并通过托管、主经纪商服务有力筑牢价格壁垒。国内财富管理需求逐步升温，带动券商代销金融产品业务收入高速增长，利于券商形成客户导向的服务业态。

### 投行业务：马太效应显现，转标需求推动债承扩容

发审趋严下，拟上市企业更愿意选择合规能力强、业务经验丰富的大型券商；大型券商可依托全业务链条为企业提供全生命周期的服务，在承揽能力上占优。资管新规的落地带来转标需求，带动公司债、ABS 主承销规模实现较大幅度增长。

### 资管业务：结构改善助费率回升，私募子公司转型遇阻

资管新规明确要求金融机构控制通道业务及资金池业务规模，导致券商定向和集合资管规模均较年初下滑，而专项资管作为 ABS 转标的优良载体得到了长足发展。高费率的主动管理类产品规模占比逐渐上升，带动整体资管费率回升。私募子公司面临募集资金及投资方向的转型困难，唯有回归本源方可重现生机。

### 投资业务：新会计准则加剧业绩波动，衍生品配置大增

12 家 A+H 券商率先实施新准则，可供出售股权资产重分类为 FVTPL 是最大变化，这将加剧券商投资业绩波动性。大中型券商普遍依托债券结构性牛市行情加杠杆，自营盘资产配置结构向固收倾斜。此外，券商衍生品头寸大幅增长，市场份额集中于龙头，主因风险对冲产品需求升温以及跨境业务试点的开展。

### 信用业务：业务规模较年初萎缩，利息支出同比大增

股票质押新规促使券商主动下调新业务质押率、收缩标的范围，并对不合规的存量业务进行清理，导致表内外股票质押规模萎缩；龙头券商履约保障比例较高于同业，买入返售金融资产的减值准备计提比例高于同业，可有效对冲潜在平仓损失。部分中

## 证券 II

维持

增持

张芳

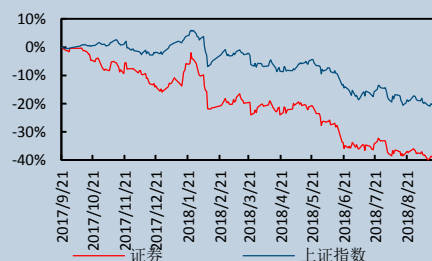
zhangfang@csc.com.cn

010-85130961

执业证书编号：S1440510120002

发布日期：2018 年 09 月 21 日

### 市场表现



### 相关研究报告

小券商围绕两融业务进行“绕标”创新，或招致监管层关注。

### 投资建议

下半年国内经济结构调整仍面临诸多挑战，中美贸易战的发酵使得经济前景面临较大的不确定性，市场对资本外流的担忧加剧，券商板块业绩或继续承压；在监管层底线思维的指导之下，券商板块向下风险较小，但向上动力不足，短期内或继续磨底态势。同时，证券业分化逐步提速，龙头券商普遍拥有较强的资本实力、丰富的机构客户资源和完善的风险控制制度，在传统业务的转型升级及创新业务的牌照申请上均占得先机，长线价值投资机会逐步显现。建议投资者关注长期商业模式清晰的龙头券商，重点关注中信证券（行业领军者，综合实力突出）和华泰证券（定增落地混改获批，财富管理日益精进）。

### 风险提示

宏观经济前景存在不确定性，中美贸易战持续发酵；资本市场资金面流动性紧缩，拖累两市交易情绪；政策面监管趋严，证券业牌照红利萎缩；信用风险加剧，证券业资产质量下降。

## 目录

行业概况 .....	1
收入端：市场疲软拖累业绩，节约开支过寒冬 .....	1
资产端：净资产承压，杠杆倍数持续上行 .....	2
业务结构：轻资产业务表现更优，自营业务成为双刃剑 .....	4
证金公司持股数环比基本持平 .....	6
各业务线分析 .....	7
经纪业务：量价齐跌，机构服务与财富管理加速开拓 .....	7
投行业务：马太效应显现，转标需求推动债承扩容 .....	10
资管业务：结构改善助费率回升，私募子公司转型遇阻 .....	11
投资业务：新会计准则加剧业绩波动，衍生品配置大增 .....	15
信用业务：业务规模较年初萎缩，利息支出同比大增 .....	19
投资建议 .....	22
风险提示 .....	22

## 图表目录

图表 1： 2018H1 上市券商利润表摘要（亿元） .....	1
图表 2： 2018H1 上市券商资产负债表摘要（亿元） .....	3
图表 3： 2018H1 上市券商营收结构 .....	4
图表 4： 2018H1 上市券商资产结构 .....	5
图表 5： 2018Q2 证金公司对券商板块持股情况 .....	6
图表 6： 2018 上市券商代理买卖证券业务表现（亿元） .....	8
图表 7： 股基交易额同比增速与机构客户资金占比呈正相关 .....	9
图表 8： 2018H1 上市券商托管业务排名（亿元） .....	9
图表 9： 2018H1 上市券商代销金融产品收入排名（万元） .....	9
图表 10： 2018H1 上市券商投行业务表现（亿元） .....	10
图表 11： 证券业月度债券承销金额（亿元） .....	11
图表 12： 2018H1 上市券商受托资产管理规模（不含公募和直投基金，亿元） .....	12
图表 13： 2018H1 上市券商主动管理资产规模和资管业务收入（亿元） .....	13
图表 14： 2018H1 券商私募子公司和另类投资子公司业绩 .....	14
图表 15： 2018H1 A+H 上市券商自营盘构成（按会计科目，亿元） .....	16
图表 16： 2018H1 非 A+H 上市券商自营盘构成（按会计科目，亿元） .....	16
图表 17： 2018H1 上市券商自营盘构成（按资产类别，亿元） .....	17
图表 18： 2018H1 上市券商投资收益（按资产类别，亿元） .....	18
图表 19： 2018H1 上市券商信用业务开展情况 .....	20
图表 20： 2018H1 上市券商利息净收入（亿元） .....	21

## 行业概况

### 收入端：市场疲软拖累业绩，节约开支过寒冬

**股市先扬后抑，交易情绪维持低迷。**2018年初，央行推出临时准备金动用安排释放流动性，带动沪深300指数快速拉升；随后，受外围股市下行及监管层严查信托产品杠杆的影响，主要指数集体受挫；随着监管层对创新经济的支持态度不断明确，以及蓝筹股获利盘回吐压力较大，主要指数表现出现分化，创业板走势明显好于沪深300指数；但在中美贸易摩擦不断升级的大背景下，人民币贬值引发的资本外流担忧加剧，市场走势回归震荡下行。截至2018年6月30日收盘，沪深300指数报3510.98点，较上年末-12.90%，两市融资融券余额为91913.82亿元，较上年末-10.41%；上半年两市股基成交额为57.53万亿元，同比+1.22%。

**市场疲软拖累券商业绩，中信、华泰表现亮眼。**上半年上市券商合计实现营收1219.44亿元，同比-7.73%；合计实现归母净利润340.23亿元，同比-23.10%；ROE算数平均数为2.02%，较上年初下降1.25个百分点。中信证券(+13%)、华泰证券(+6%)、申万宏源(+1%)、东兴证券(+2%)和中原证券(+9%)等5家券商实现归母净利润同比正增长，其余27家券商净利润均环比下降。

**节约开支过寒冬，降薪成为常态。**上半年上市券商业务及管理费支出合计596.82亿元，同比-4.25%，管理费用率为48.94%，同比+1.78个百分点；管理费用率同比上升，主因券商业务及管理费中包含较多的设备运转费、租赁费、折旧费等固定费用，上述费用未随券商业务规模的萎缩而下降。面对行业寒冬，上市券商普遍通过降薪裁员来节约费用开支，上半年职工薪酬费用合计399.61亿元，同比-8.72%，其中中国海证券(-33%)、国元证券(-32%)和国金证券(-27%)降幅靠前。部分券商逆势扩充员工团队，彰显对未来的发展信心，其中，中信证券和国泰君安职工薪酬支出分别同比+3%和+6%；华泰证券薪酬支出同比-7%，但员工总数同比+7%（其中研发人员数量同比+3%），财富管理团队加速建设。

**龙头强者恒强，行业集中度进一步提升。**上半年五大龙头券商营业收入占上市券商整体的47.74%，同比+1.75个百分点；净利润占54.73%，同比+7.27个百分点。上市券商营业收入CR10达到67.83%，同比+0.54个百分点；净利润CR10达到78.35%，同比+6.96个百分点。金融去杠杆及证券业严监管加速牌照红利萎缩，行业核心竞争力逐步向资本实力、客户资源和科技实力过渡，龙头券商普遍拥有业内领先的净资本规模、机构及高净值客户资源和金融科技布局，导致传统业务马太效应逐步显现；此外，龙头券商风控制度相对完善，在高风险创新业务（场外衍生品经纪、沪伦通GDR承销与做市）的牌照申请与开展上占得先机。

图表1：2018H1上市券商利润表摘要（亿元）

	营业收入		归母净利润		业务及管理费		其中：职工薪酬		ROE	
	金额	同比	金额	同比	金额	同比	金额	同比	数值	同比(pct)
中信证券	199.93	7%	55.65	13%	75.97	1%	54.01	3%	3.65%	0.26
国泰君安	114.61	3%	40.09	-16%	49.49	6%	34.72	6%	3.27%	-1.39
海通证券	109.42	-15%	30.31	-25%	40.71	-18%	25.55	-24%	2.56%	-1.01
广发证券	76.10	-24%	28.58	-34%	37.24	-16%	24.58	-24%	3.33%	-2.01
华泰证券	82.16	1%	31.59	6%	38.03	-5%	26.46	-7%	3.58%	0.08
中国银河	43.07	-24%	13.11	-38%	23.40	-16%	15.62	-22%	2.01%	-1.37
中信建投	52.63	3%	16.93	-9%	27.30	6%	19.53		4.27%	-0.69

	营业收入		归母净利润		业务及管理费		其中：职工薪酬		ROE	
	金额	同比	金额	同比	金额	同比	金额	同比	数值	同比(pct)
国信证券	40.60	-25%	11.58	-43%	21.42	-13%	15.24	-18%	2.16%	-2.07
申万宏源	60.75	0%	20.66	1%	32.74	4%	24.12	4%	3.14%	-0.70
招商证券	47.86	-18%	18.07	-29%	24.11	-10%	15.66	-17%	2.16%	-1.72
方正证券	23.09	-22%	2.06	-75%	17.49	-5%	10.94	-4%	0.55%	-1.74
光大证券	41.14	4%	9.69	-22%	25.09	9%	16.00	9%	1.98%	-0.62
兴业证券	33.09	-18%	6.87	-48%	19.36	-12%	13.69	-17%	2.04%	-2.01
东方证券	42.77	-8%	7.16	-59%	26.85	3%	15.74	-14%	1.37%	-2.90
长江证券	23.46	-15%	3.78	-62%	16.71	16%	11.25	14%	1.42%	-2.44
国金证券	16.74	-17%	4.96	-10%	10.51	-18%	7.24	-27%	2.62%	-0.47
浙商证券	17.64	-14%	4.01	-24%	7.67	-14%	4.67	-22%	2.94%	-2.42
西南证券	14.16	4%	3.05	-17%	7.77	-6%	5.03	-11%	1.58%	-0.34
东吴证券	15.36	-25%	0.26	-94%	8.80	3%	5.12	0%	0.13%	-1.96
东北证券	20.57	-3%	2.49	-20%	8.89	6%	5.06	0%	1.60%	-0.39
西部证券	11.43	-20%	2.51	-43%	6.60	-15%	4.38	-21%	1.42%	-1.67
国海证券	9.87	-31%	1.02	-71%	6.60	-21%	3.63	-33%	0.74%	-1.85
东兴证券	14.70	4%	5.76	2%	7.61	7%	4.87	9%	2.97%	-0.05
国元证券	11.10	-29%	2.32	-55%	7.30	-18%	3.90	-32%	0.91%	-1.55
中原证券	8.65	3%	1.46	9%	4.83	0%	2.99	-6%	1.43%	0.16
山西证券	29.80	42%	1.10	-54%	6.56	-5%	4.16	-12%	0.88%	-1.04
第一创业	7.62	-13%	0.72	-62%	6.62	8%	4.22	11%	0.82%	-1.36
华安证券	8.10	-19%	2.45	-40%	4.45	-3%	2.88	-6%	1.98%	-1.40
太平洋	4.91	31%	-1.05	-14%	5.35	15%	3.57	13%	-0.90%	0.15
财通证券	18.14	-16%	5.85	-29%	11.52	7%	8.11	2%	2.78%	-2.57
华西证券	13.61	1%	5.37	-7%	6.45	2%	4.69	-1%	3.15%	-1.57
南京证券	6.37	-6%	1.86	-23%	3.36	-4%	1.97		1.97%	-0.63
<b>合计</b>	<b>1219.44</b>	<b>-8%</b>	<b>340.23</b>	<b>-23%</b>	<b>596.82</b>	<b>-4%</b>	<b>399.61</b>	<b>-9%</b>	<b>2.02%</b>	<b>-1.25</b>

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

## 资产端：净资产承压，杠杆倍数持续上行

**利润下滑叠加自营盘浮亏，券商净资产承压。**上半年中信建投、华西证券和南京证券等 3 家券商完成 A 股 IPO，申万宏源完成 A 股定向增发，带动上市券商期末净资产合计达 1.38 万亿元，较年初+1.23%；若剔除上述 4 家券商，上市券商期末净资产合计 1.23 万亿元，较年初-0.47%。净资产之所以出现下滑，一方面因为部分券商上半年净利润不及股利支出，导致留存收益较年初萎缩；另一方面因为部分券商权益类自营盘浮亏，导致其他综合收益较年初减少。展望下半年，华泰证券已完成 142 亿元满额定增，兴业证券、海通证券及广发证券的定增计划有望落地，上市券商净资产增速将进一步分化。

**总资产规模扩张，杠杆倍数持续回升。**上半年上市券商总资产合计 5.62 万亿元，较年初+4.81%；杠杆倍数为 3.36 倍，较年初+0.13 倍。基于对债市行情回暖的预判，部分券商在上半年加大杠杆资金对固收自营盘的投入，带动总资产规模较年初大幅提升，其中国金证券（+20%）、华安证券（+17%）和中原证券（+13%）增速位

居前列。

**图表2： 2018H1 上市券商资产负债表摘要（亿元）**

	总资产		净资产		杠杆倍数	
	金额	较年初	金额	较年初	数值	较年初
中信证券	6577	5.14%	1535	0.20%	3.63	0.15
国泰君安	4405	2.04%	1324	-0.98%	2.67	0.04
海通证券	5732	7.20%	1290	-0.56%	3.85	0.33
广发证券	3905	9.40%	880	-0.66%	3.74	0.42
华泰证券	3956	3.71%	915	3.23%	3.61	0.04
中国银河	2632	3.28%	649	0.06%	3.05	0.08
中信建投	2169	5.34%	480	8.99%	3.65	-0.12
国信证券	2085	4.43%	513	-1.52%	3.23	0.20
申万宏源	3367	12.27%	692	21.34%	4.01	-0.17
招商证券	2981	4.35%	784	-1.14%	3.07	0.13
方正证券	1546	4.20%	383	0.33%	3.32	0.19
光大证券	2111	2.55%	500	-0.09%	3.41	0.10
兴业证券	1641	7.24%	356	-0.65%	3.91	0.22
东方证券	2210	-4.70%	517	-3.29%	3.73	-0.06
长江证券	1107	-2.14%	271	1.34%	3.18	-0.24
国金证券	506	20.30%	190	0.84%	2.04	0.36
浙商证券	570	7.62%	135	-0.35%	3.19	0.24
西南证券	654	2.60%	195	-2.69%	2.79	0.14
东吴证券	930	-1.41%	204	-2.98%	3.86	0.03
东北证券	631	5.25%	164	-2.51%	3.16	0.19
西部证券	494	-3.68%	176	-0.48%	2.25	-0.06
国海证券	656	-0.68%	140	-1.25%	4.02	0.09
东兴证券	858	10.26%	196	2.02%	3.87	0.30
国元证券	837	5.09%	249	-1.96%	2.80	0.18
中原证券	459	12.79%	113	-1.16%	3.36	0.48
山西证券	566	9.51%	130	-1.64%	3.66	0.56
第一创业	342	3.19%	92	-0.39%	3.05	0.09
华安证券	466	16.71%	125	-0.38%	2.99	0.57
太平洋	411	-12.57%	119	-1.59%	3.12	-0.36
财通证券	596	3.33%	201	-3.30%	2.40	0.15
华西证券	529	4.67%	180	40.78%	2.20	-0.73
南京证券	255	8.43%	106	12.52%	1.71	-0.01
<b>合计</b>	<b>56182</b>	<b>4.81%</b>	<b>13806</b>	<b>1.23%</b>	<b>3.36</b>	<b>0.13</b>

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

## 业务结构：轻资产业务表现更优，自营业务成为双刃剑

**轻资产业务表现优于重资产业务。**轻资产业务方面，强监管促使投行类业务风光不再，而资管类业务成为主要的增量收入来源，上半年代理买卖证券净收入、证券承销净收入、受托客户资管净收入分别占上市券商营收的 26%、10%和 11%，分别同比+0.86、-1.89 和+1.77 个百分点。重资产业务方面，上半年股票市场表现疲软，部分重仓权益类证券的上市券商蒙受大额浮亏，导致投资收益出现明显下滑；同时，券商主动收缩息差类资产投放规模，但利息支出增速则呈现刚性，导致利息净收入同比萎缩。上半年投资收益（含公允价值变动）、利息净收入分别占上市券商营收的 27%和 10%，分别同比-3.09 和-3.17 个百分点。

**期货仓单交易“只赚吆喝不赚钱”，导致券商营收增速和净利润增速背离。**上半年多家券商公司继续发力期货仓单串换、仓单质押、约定购回等仓单融通业务，以及类固定收益仓单服务业务与合作套保业务，期货仓单交易额持续放量，一方面带动其他收入大幅增长至 132.14 亿元，同比+34.71%；另一方面带动其他业务成本大幅增长至 122.72 亿元，同比+40.49%；实际毛利率仅 7.13%，贡献其他业务净收入 9.43 亿元，相当于上市券商营收的 0.77%。整体来看，期货仓单交易扩容有助于账面营收的改善，但对净利润贡献微薄。

**自营盘资产占比持续增加，将成为业绩双刃剑。**上半年末，上市券商经纪业务资产（客户资金存款+客户结算备付金）占资产总额的 17.38%，较年初-0.27 个百分点；信用业务资产（融出资金+买入返售金融资产）占资产总额的 27.79%，较年初-3.74 个百分点；而投资类资产（旧准则四分类金融工具/新准则三分类金融工具）占资产总额的 39.05%，较年初+2.74 个百分点。新会计准则实施叠加自营盘规模扩容，券商投资收益波动性将大幅增加，自营业务已成为业绩的双刃剑。

**图表3： 2018H1 上市券商营收结构**

	代理买卖证券	证券承销	受托客户资产管理	投资收益 (含公允价值变动)	利息	其他
中信证券	21%	9%	15%	27%	5%	25%
国泰君安	22%	9%	7%	27%	24%	11%
海通证券	15%	14%	8%	17%	22%	24%
广发证券	26%	7%	24%	33%	3%	6%
华泰证券	23%	10%	14%	31%	16%	6%
中国银河	46%	8%	9%	6%	29%	2%
中信建投	25%	27%	6%	29%	9%	3%
国信证券	48%	14%	3%	7%	23%	5%
申万宏源	31%	7%	12%	36%	13%	2%
招商证券	39%	12%	13%	20%	11%	5%
方正证券	54%	5%	7%	20%	9%	5%
光大证券	30%	9%	8%	32%	7%	15%
兴业证券	23%	11%	4%	30%	-4%	36%
东方证券	17%	13%	35%	35%	-22%	21%
长江证券	38%	10%	9%	21%	13%	7%
国金证券	33%	11%	5%	21%	18%	12%
浙商证券	24%	9%	6%	17%	9%	34%
西南证券	20%	19%	4%	57%	-4%	5%

	代理买卖证券	证券承销	受托客户资产管理	投资收益 (含公允价值变动)	利息	其他
东吴证券	29%	15%	6%	30%	-22%	43%
东北证券	18%	4%	4%	27%	2%	46%
西部证券	27%	10%	3%	54%	0%	6%
国海证券	28%	7%	7%	63%	-31%	26%
东兴证券	24%	24%	11%	65%	-26%	1%
国元证券	28%	14%	3%	26%	25%	4%
中原证券	26%	4%	6%	20%	22%	23%
山西证券	7%	3%	3%	21%	-2%	68%
第一创业	18%	7%	36%	31%	0%	8%
华安证券	39%	3%	6%	26%	18%	7%
太平洋	34%	12%	19%	50%	-15%	0%
财通证券	20%	4%	14%	53%	8%	2%
华西证券	33%	4%	5%	41%	16%	1%
南京证券	31%	13%	5%	16%	31%	3%
<b>平均</b>	<b>26%</b>	<b>10%</b>	<b>11%</b>	<b>27%</b>	<b>10%</b>	<b>16%</b>

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

**图表4: 2018H1 上市券商资产结构**

	客户资金存款+客户备付金	投资类资产	融出资金+买入返售	其他
中信证券	15%	39%	23%	23%
国泰君安	20%	37%	31%	12%
海通证券	13%	31%	27%	28%
广发证券	16%	47%	24%	13%
华泰证券	17%	38%	27%	18%
中国银河	25%	30%	37%	8%
中信建投	19%	40%	29%	12%
国信证券	20%	33%	37%	9%
申万宏源	18%	34%	35%	13%
招商证券	19%	39%	31%	10%
方正证券	18%	45%	20%	17%
光大证券	19%	37%	28%	16%
兴业证券	15%	45%	28%	12%
东方证券	13%	55%	19%	14%
长江证券	22%	30%	34%	14%
国金证券	23%	36%	24%	17%
浙商证券	25%	33%	28%	15%
西南证券	17%	51%	17%	16%
东吴证券	15%	46%	31%	8%
东北证券	18%	39%	26%	17%
西部证券	20%	51%	16%	14%

	客户资金存款+客户备付金	投资类资产	融出资金+买入返售	其他
国海证券	14%	53%	24%	10%
东兴证券	11%	58%	22%	9%
国元证券	17%	38%	27%	19%
中原证券	17%	28%	42%	13%
山西证券	16%	40%	19%	25%
第一创业	18%	41%	24%	17%
华安证券	20%	44%	26%	10%
太平洋	10%	45%	37%	8%
财通证券	19%	43%	26%	13%
华西证券	25%	37%	30%	8%
南京证券	29%	26%	32%	14%
<b>平均</b>	<b>17%</b>	<b>39%</b>	<b>28%</b>	<b>16%</b>

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

## 证金公司持股数环比基本持平

2018年二季度,证金公司减持中信证券0.10亿股,占中信证券总股本的0.09%;除此之外,证金公司对其余上市券商的持股数量保持不变,合计持有22家券商合计55.13亿股,占总股本的22家券商总股本的3.49%。截至上半年末,证金公司对中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券、东方证券、光大证券、东方证券、兴业证券、国金证券、东吴证券等10家大中券商持股数量接近5%的举牌线。

图表5: 2018Q2 证金公司对券商板块持股情况

	持股市值(亿元)		持股数量(亿股)		占总股本比例(%)	
	2018Q2	较 2018Q1	2018Q2	较 2018Q1 变动	2018Q2	较 2018Q1 变动
中信证券	96.67	-13.64	5.83	-0.10	4.81	-0.09
国泰君安	62.93	-9.91	4.27	0.00	4.90	0.00
海通证券	53.37	-11.38	5.64	0.00	4.90	0.00
华泰证券	52.35	-7.94	3.50	0.00	4.88	0.00
招商证券	41.30	-11.11	3.02	0.00	4.51	0.00
广发证券	34.01	-8.23	2.56	0.00	3.36	0.00
东方证券	31.29	-11.24	3.43	0.00	4.90	0.00
申万宏源	27.19	-3.73	6.22	0.00	2.76	0.00
光大证券	24.81	-3.03	2.26	0.00	4.90	0.00
东兴证券	17.62	-1.58	1.35	0.00	4.90	0.00
方正证券	17.53	+1.28	2.62	0.00	3.18	0.00
兴业证券	17.29	-4.30	3.28	0.00	4.90	0.00
国金证券	10.54	-1.96	1.48	0.00	4.90	0.00
东吴证券	10.04	-2.09	1.47	0.00	4.90	0.00
长江证券	9.62	-3.21	1.77	0.00	3.21	0.00
国元证券	8.02	-1.91	1.08	0.00	3.22	0.00
中国银河	6.84	-1.88	0.84	0.00	0.83	0.00

	持股市值(亿元)		持股数量(亿股)			占总股本比例(%)	
	2018Q2	较 2018Q1	2018Q2	较 2018Q1	变动	2018Q2	较 2018Q1 变动
国信证券	6.24	-1.21	0.69	0.00		0.84	0.00
西南证券	4.33	-0.57	1.12	0.00		1.99	0.00
东北证券	3.77	-0.85	0.59	0.00		2.51	0.00
国海证券	3.54	-0.77	0.99	0.00		2.35	0.00
太平洋	2.61	-0.60	1.11	0.00		1.63	0.00
<b>合计</b>	<b>541.89</b>	<b>-99.86</b>	<b>55.13</b>	<b>-0.10</b>		<b>3.49</b>	<b>-0.00</b>

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

## 各业务线分析

### 经纪业务：量价齐跌，机构服务与财富管理加速开拓

**市场交易情绪低迷，佣金率降幅收窄。**上半年市场交易情绪低迷，32家上市券商实现母公司代理买卖证券净收入 271.68 亿元，环比-17.23%，同比-0.86%。由于中报股基交易额数据缺失较多，我们采用沪深交易所公布的一季度股基交易额数据，32家上市券商一季度双边股基交易额合计 41.01 万亿元，同比-2.64%；剔除缺乏同比数据的南京证券后，31家上市券商第一季度平均佣金率为 3.50bp，同比-0.07bp，降幅明显收窄。低迷的交易情绪下，低佣金揽客效果不佳，推动券商加快经纪业务转型步伐。

**代理买卖证券净收入集中度提升。**前 10 大券商一季度股基交易额市占率降至 46.84%，同比-83bp，而上半年母公司代理买卖证券净收入同比+1.29%，增速高于行业及上市券商水平。

**机构业务和财富管理业务将为券商经纪业务注入新的活力。**随着我国资本市场机构化的趋势，拥有更多机构客户的券商有望在量价两方面获得优势。股基交易额方面，机构投资者比个人投资者在交易行为方面更具备穿越牛熊的稳定性，有利于弱化券商经纪业务靠天吃饭的属性。我们整理发现，一季度各券商股基交易额的同比变化与其代理买卖证券款中的机构占比呈现正相关关系。价格方面，机构投资者更加看重开户券商的综合服务能力，而非佣金价格是否低廉；截至 2018 年上半年，已有 13 家券商获得证券投资基金托管资格，1 家券商获得社保基金国有股权托管资格，先发券商可为机构投资者开展包括托管、经纪、清算、风控、投顾在内的综合服务，增强客户粘性，有力筑牢价格壁垒。

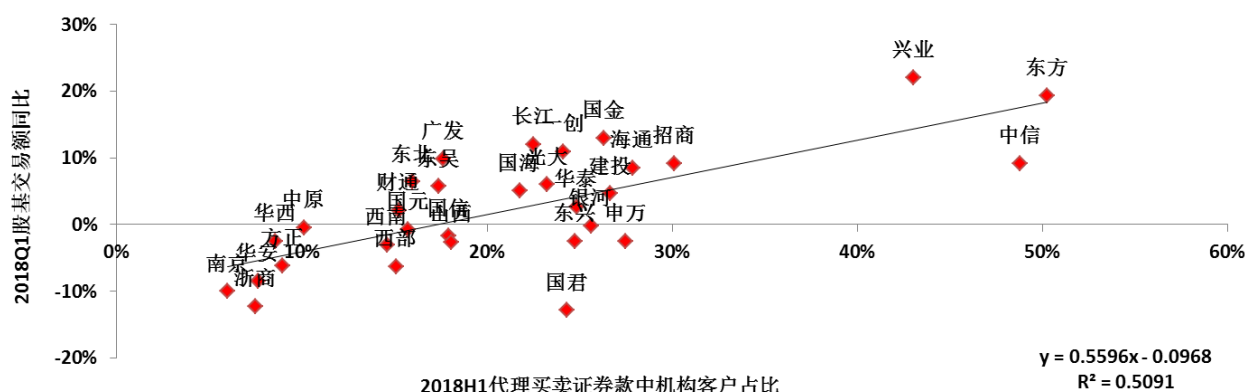
同时，伴随长期我国居民可投资资产的快速增长，高净值投资者的财富管理需求正在逐步升温。上半年上市券商合计实现代销金融产品收入 20.67 亿元，同比大增 57%，其中 10 家上市券商的代销金融产品业务收入同比增速超过一倍。财富管理业务的全面深化是佣金战的良好替代，有利于券商形成客户导向的服务业态，并实现服务的定制化，带动经纪业务实现量价突破。

**图表6： 2018 上市券商代理买卖证券业务表现（亿元）**

	上半年母公司代理买卖证券收入		一季度股基交易额		一季度股基交易市占率		一季度佣金率	
	金额	同比	金额	同比	数值(%)	同比(pct)	数值(%%)	同比(bp)
中信证券	22.36	8%	35028	9%	5.93	0.28	3.42	0.08
国泰君安	24.16	2%	31119	-13%	5.27	-1.02	4.15	0.75
海通证券	13.93	-12%	27189	9%	4.60	0.19	2.73	-0.22
广发证券	17.82	-3%	27094	10%	4.59	0.25	3.55	-0.26
华泰证券	17.17	-9%	45546	3%	7.71	-0.10	2.01	-0.17
中国银河	20.77	-7%	26783	0%	4.53	-0.19	4.12	-0.08
中信建投	12.36	-6%	18168	5%	3.07	0.02	3.70	-0.20
国信证券	18.22	82%	17823	-2%	3.02	-0.18	5.47	0.12
申万宏源	19.08	-9%	23973	-3%	4.06	-0.27	3.96	-0.38
招商证券	16.60	2%	24085	9%	4.08	0.20	3.77	0.08
方正证券	8.85	-9%	13754	-6%	2.33	-0.25	3.42	0.36
光大证券	9.09	-4%	14307	6%	2.42	0.05	3.47	-0.14
兴业证券	7.04	17%	9796	22%	1.66	0.25	3.79	0.10
东方证券	6.08	7%	8948	19%	1.51	0.19	3.65	-0.34
长江证券	8.16	15%	12136	12%	2.05	0.15	3.57	0.37
国金证券	5.15	-5%	9341	13%	1.58	0.13	2.89	-0.38
浙商证券	4.17	-11%	6367	-12%	1.08	-0.20	3.60	0.26
西南证券	2.73	-13%	4441	-3%	0.75	-0.05	3.08	-0.39
东吴证券	4.11	-11%	7691	6%	1.30	0.02	2.71	-0.73
东北证券	3.11	-8%	4724	6%	0.80	0.02	3.45	-0.47
西部证券	2.98	-11%	2572	-6%	0.44	-0.05	5.77	-0.84
国海证券	2.01	-13%	3315	5%	0.56	0.01	3.27	-0.44
东兴证券	3.31	-11%	5542	-3%	0.94	-0.06	3.21	-0.05
国元证券	2.83	-13%	5097	-1%	0.86	-0.04	3.09	-0.26
中原证券	2.19	-13%	3208	0%	0.54	-0.02	3.64	-0.44
山西证券	1.59	-13%	2476	-3%	0.42	-0.03	2.94	-0.92
第一创业	1.34	3%	2614	11%	0.44	0.03	2.92	-0.01
华安证券	2.79	-20%	3833	-9%	0.65	-0.09	3.85	-0.47
太平洋	1.66	22%	1746	20%	0.30	0.04	4.91	-0.04
财通证券	3.84	-14%	6995	2%	1.18	-0.02	2.86	-0.42
华西证券	4.27	-13%	4431	-2%	0.75	-0.05	5.18	-0.37
南京证券	1.88	-14%	3015	-10%	0.51	-0.08		
<b>合计</b>	<b>271.68</b>	<b>-1%</b>	<b>410142</b>	<b>3%</b>	<b>69.92</b>	<b>-0.90</b>	<b>3.50</b>	<b>-0.07</b>

资料来源：Wind。公司公告，中信建投证券研究发展部

图7: 股基交易额同比增速与机构客户资金占比呈正相关



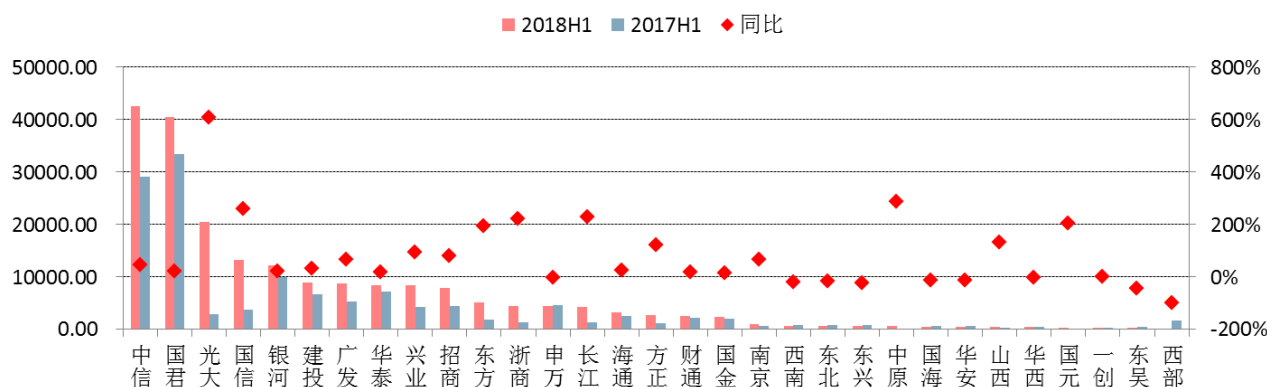
资料来源: Wind, 公司公告, 中信建投证券研究发展部

图8: 2018H1 上市券商托管业务排名 (亿元)

	托管基金总份额 (开放式+封闭式)			托管基金总资产 (开放式+封闭式)		
	总份额(亿份)	市场占比(%)	排名	总资产(亿元)	市场占比(%)	排名
国泰君安	519.30	0.42	18	508.91	0.41	18
中信建投	335.25	0.27	24	334.74	0.27	24
招商证券	252.33	0.20	25	252.67	0.20	25
广发证券	37.95	0.03	30	31.47	0.03	32
中国银河	35.76	0.03	32	35.78	0.03	31
中信证券	24.98	0.02	33	24.48	0.02	33
海通证券	18.21	0.01	34	15.81	0.01	35
中金公司	17.34	0.01	35	15.95	0.01	34
兴业证券	15.83	0.01	36	14.76	0.01	36
国信证券	13.04	0.01	37	13.67	0.01	37
华泰证券	2.68	0.00	38	2.67	0.00	38

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

图9: 2018H1 上市券商代销金融产品收入排名 (万元)



资料来源: 公司公告, 中信建投证券研究发展部

## 投行业务：马太效应显现，转标需求推动债承扩容

**资产价格下挫叠加过会难度加大，上市券商投行业务普遍承压。**32家上市券商上半年实现证券承销净收入127.49亿元，同比下降21.86%，实现财务顾问业务收入32.74亿元，同比下降11.56%。由于上市券商中报投行业务口径不一，我们采用Wind上市日数据，加总可得，上半年上市券商IPO主承销规模合计503.99亿元，同比-46%；再融资主承销规模合计2359.54亿元，同比-4%；债券主承销规模合计13960.91亿元，同比+21%。

**监管趋严或推动行业集中度提高。**上半年上市证券承销净收入CR10从69.27%升至72.47%，市场份额高度集中于中信证券、海通证券。从企业角度来看，为保证项目顺利落地，企业更愿意选择合规能力强、业务经验丰富的大型券商。从券商的角度来看，发审趋严的状况下客户资源尤其重要，大型券商拥有更加丰富的业务体系，可形成直投——新三板做市（或融资）——IPO——再融资——债券承销——财务顾问的全业务链条，为企业提供全生命周期的服务，因而在承揽能力上占优。

**资管新规的落地带来转标需求。**资管新规过渡期内，老产品规模不允许增加，为此上市公司积极发行公司债，以置换存量非标融资；非上市公司则通过ABS将非标融资转化为标准化资产，以满足银行理财资金的对接需求。上半年券商的公司债、ABS主承销规模分别同比增长42.22%和37.79%。随着资管新规的深入推进，以及地方政府债券续作时期的到来，三季度债券承销规模仍有望维持高位。

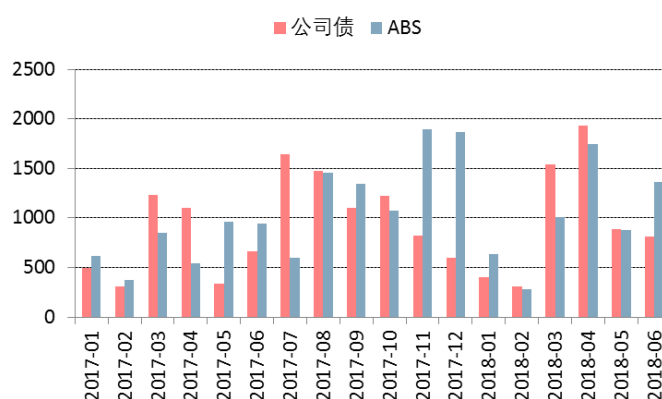
**图表10：2018H1上市券商投行业务表现（亿元）**

	证券承销净收入		IPO 规模		再融资规模		债券承销规模	
	金额	同比	金额	同比	金额	同比	金额	同比
中信证券	17.50	-5%	79.50	-7%	443.91	-10%	2726.65	32%
国泰君安	10.50	-20%	28.69	-50%	553.03	75%	939.42	-9%
海通证券	15.25	-6%	17.34	-76%	42.90	-72%	1004.79	28%
广发证券	5.66	-57%	20.98	-81%	40.88	-51%	370.37	-33%
华泰证券	8.08	20%	84.78	399%	138.91	-48%	844.51	-4%
中国银河	3.33	139%	11.59	327%	0.00	-100%	479.31	212%
中信建投	14.21	9%	93.43	15%	432.57	45%	2226.18	75%
国信证券	5.58	-40%	33.89	-60%	40.98	-62%	422.17	65%
申万宏源	4.03	-31%	0.00	-100%	107.51	75%	252.35	12%
招商证券	5.83	-42%	28.34	-31%	153.28	51%	1363.99	23%
方正证券	1.24	-13%	0.00	-100%	22.31	155%	248.41	-14%
光大证券	3.62	16%	0.00	—	50.00	32%	833.89	7%
兴业证券	3.55	-39%	18.21	-49%	25.00	-79%	410.06	102%
东方证券	5.76	-10%	8.43	-74%	62.26	99%	331.14	-26%
长江证券	2.44	-30%	3.22	-41%	35.35	48%	167.02	-29%
国金证券	1.87	-71%	0.00	-100%	40.88	39%	226.27	70%
浙商证券	1.65	-33%	26.73	41%	5.46	-83%	83.06	21%
西南证券	2.70	0%	0.00	-100%	9.46	-81%	77.13	-45%
东吴证券	2.26	-50%	5.21	-83%	2.32	-97%	111.45	65%
东北证券	0.90	-23%	5.59	-28%	14.70	—	8.82	-20%
西部证券	1.15	-44%	4.83	-24%	0.00	—	96.98	-23%

	证券承销净收入		IPO 规模		再融资规模		债券承销规模	
	金额	同比	金额	同比	金额	同比	金额	同比
国海证券	0.69	-70%	0.00	-100%	18.23	508%	9.50	-93%
东兴证券	3.49	15%	8.36	-79%	52.27	209%	205.23	74%
国元证券	1.50	-19%	15.19	-24%	14.35	-59%	56.50	66%
中原证券	0.32	-9%	0.00	—	2.01	—	8.00	-62%
山西证券	0.97	-67%	5.42	-74%	36.09	-46%	154.92	44%
第一创业	0.55	-67%	4.25	-36%	0.00	—	36.22	-79%
华安证券	0.26	-50%	0.00	-100%	0.00	-100%	25.20	260%
太平洋	0.59	41%	0.00	—	0.00	—	16.30	5%
财通证券	0.64	-25%	0.00	-100%	0.00	—	65.73	35%
华西证券	0.52	-72%	0.00	-100%	5.53	-80%	139.33	1501%
南京证券	0.84	109%	0.00	—	9.34	178%	20.00	25%
<b>合计</b>	<b>127.49</b>	<b>-22%</b>	<b>503.99</b>	<b>-46%</b>	<b>2359.54</b>	<b>-4%</b>	<b>13960.91</b>	<b>21%</b>

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

**图表11: 证券业月度债券承销金额 (亿元)**



资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

## 资管业务: 结构改善助费率回升, 私募子公司转型遇阻

**资管新规推动券商资管结构变革。**(1)《资管新规》明确禁止券商为其他金融机构的资管产品提供规避投资范围、杠杆约束等监管要求的通道服务, 促使券商主动压缩通道资管规模, 截至上半年末, 32 家上市券商定向资管规模合计 7.82 万亿元, 较年初-7%。(2)《资管新规》明确禁止券商开展或者参与具有滚动发行、集合运作、分离定价特征的资金池业务, 促使券商主动清理的大集合资金池产品, 截至上半年末, 32 家上市券商集合资管规模合计 1.35 万亿元, 较年初-5%。(3)《资管新规》明确非标准化债券投资应遵守监管部门制定的有关限额管理、流动性管理等监管标准, 禁止券商为非标投资提供任何担保, 催生资产证券化转标需求, 券商专项资管计划作为 ABS 的优良载体得到了长足发展。截至上半年末, 32 家上市券商集合资管规模合计 4523 亿元, 较年初+18%。

**主动管理产品规模占比增加, 助费率回升。**15 家上市券商在 2018 年中报披露主动管理规模, 合计 2.18 万

亿元（剔除缺乏可比数据的东吴证券），较年初+0.18%，其中规模居前的券商有中信证券（5832 亿元）、国泰君安（3265 亿元）和华泰证券（2267 亿元）。在证券业资管规模收缩的背景下，高费率的主动管理类产品规模占比逐渐上升，带动整体资管费率回升，上半年上市券商合计实现受托资产管理业务净收入 137.23 亿元，同比+10%。未来随着主动管理转型的不断深化，券商资管费率仍有望持续回升。

**券商之间分化明显。**龙头券商主动管理转型更加坚决，除广发资管因历史遗留的资金池问题导致集合规模下滑较多外，龙头券商的集合资管规模增幅、定向资管规模降幅均大于上市券商平均水平。中信证券资管规模（15338 亿元）稳居行业第一。东方证券公募产品的快速发挥发展，带动上半年资管业务净收入达到 15.03 亿元，同比大幅增加 133%。此外，光大证券、华安证券和太平洋证券的资管规模仍在逆势增加，主因定向资管业务的扩容。

**私募子公司面临转型阵痛。**2016 年 12 月，中国证券业协会发布《证券公司私募基金子公司管理规范》和《证券公司另类投资子公司管理规范》，要求券商直投子公司转型为私募基金子公司，并与另类投资子公司分离。券商私募与另类子公司进入压力重重的转型期，私募子公司承压更为明显。资金端方面，监管要求私募基金子公司投入单只基金的自有资金不能超过 20%，其余 80%由外部募集，而上市公司、金融机构、民营企业等过去的资金供给者目前风险偏好逐渐降低，募集资金已成为私募子公司较为棘手的问题。而在资产端方面，监管要求禁止 Pre-IPO 项目，造成传统券商直投的制度红利消失，券商私募子公司被迫放弃金饭碗而直接面向市场化价值投资。2018 年上半年，13 家上市券商的私募子公司净利润负增长，7 家上市券商的另类投资子公司净利润负增长，短期内对券商业绩构成压力。未来券商私募子公司唯有回归本源，方可重现发展生机。

**图表 12： 2018H1 上市券商受托资产管理规模（不含公募和直投基金，亿元）**

	集合计划		定向计划		专项计划		合计	
	金额	较期初	金额	较期初	金额	较期初	金额	较期初
中信证券	1529	-5%	13793	-8%	15	-17%	15338	-8%
国泰君安	768	19%	7222	-8%	394	4%	8384	-5%
海通证券	500	-3%	2572	-5%	77	47%	3149	-4%
广发证券	2030	-17%	2303	-11%	176	-16%	4509	-14%
华泰证券	1105	1%	7182	-3%	803	28%	9090	0%
中国银河	428	12%	2406	-17%	83	-15%	2917	-14%
中信建投	238	7%	5564	-10%	222	61%	6024	-8%
国信证券	266	-15%	1646	2%	35	42%	1946	0%
申万宏源	514	32%	7365	-9%	128	40%	8007	-6%
招商证券	525	11%	5867	-15%	485	9%	6877	-12%
方正证券	295	-1%	2387	-4%	321	64%	3003	0%
光大证券	783	9%	2628	34%	72	1%	3483	27%
兴业证券	428	6%	537	-3%	92	-11%	1056	0%
东方证券	447	-13%	651	-14%	159	32%	1257	-10%
长江证券	581	-5%	740	-12%	44	27%	1364	-8%
国金证券	54	-41%	1300	-24%	325	11%	1680	-20%
浙商证券	563	-13%	1073	3%	3	-22%	1639	-3%
西南证券	185	-28%	562	-12%	46	69%	794	-14%
东吴证券	185	-14%	1570	-7%	439	-15%	2194	-9%

	集合计划		定向计划		专项计划		合计	
	金额	较期初	金额	较期初	金额	较期初	金额	较期初
东北证券	165	-15%	573	-14%	18	-15%	756	-14%
西部证券	50	-24%	408	-11%	54	-24%	512	-14%
国海证券	106	-20%	1428	-4%	58	-14%	1592	-6%
东兴证券	219	-23%	817	-7%	136	296%	1172	-2%
国元证券	184	-13%	792	-4%			976	-6%
中原证券	71	5%	114	-14%	8	-20%	193	-8%
山西证券	39	1%	279	-32%	93	753%	411	-10%
第一创业	77	-38%	1926	-3%	65	-8%	2068	-5%
华安证券	59	2%	1163	12%			1222	12%
太平洋	217	-12%	1443	16%	13	3%	1673	11%
财通证券	713	-4%	561	-5%	27	-23%	1301	-5%
华西证券	142	-19%	913	-2%	131	181%	1187	3%
南京证券	3	6%	379	-5%			382	-5%
<b>合计</b>	<b>13471</b>	<b>-5%</b>	<b>78163</b>	<b>-7%</b>	<b>4523</b>	<b>18%</b>	<b>96157</b>	<b>-6%</b>

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部

**图表13： 2018H1 上市券商主动管理资产规模和资管业务收入（亿元）**

	主动管理规模		受托资产管理净收入	
	金额	较期初	金额	同比
中信证券	5832	-1%	29.11	9%
国泰君安	3265	-5%	8.08	-9%
海通证券	892	10%	8.68	-5%
广发证券			18.61	3%
华泰证券	2267	-6%	11.79	3%
中国银河	739	9%	3.82	22%
中信建投	1603	-1%	2.99	-6%
国信证券			1.23	-2%
申万宏源			7.19	20%
招商证券	1387	9%	6.06	13%
方正证券	719	26%	1.53	14%
光大证券	1267	10%	3.41	71%
兴业证券	643	-2%	1.37	-21%
东方证券	2158	3%	15.03	133%
长江证券			2.18	-24%
国金证券			0.78	-8%
浙商证券	652	-14%	1.12	-40%
西南证券			0.58	10%
东吴证券	362	—	0.88	-55%
东北证券	208	-11%	0.80	-21%

	主动管理规模		受托资产管理净收入	
	金额	较期初	金额	同比
西部证券	129	-21%	0.33	-32%
国海证券			0.71	-11%
东兴证券			1.63	0%
国元证券			0.31	4%
中原证券			0.53	74%
山西证券			0.75	33%
第一创业			2.73	-13%
华安证券			0.49	63%
太平洋			0.95	7%
财通证券			2.49	-9%
华西证券			0.75	386%
南京证券			0.30	-10%
<b>合计</b>	<b>21760</b>	<b>0.18%</b>	<b>137.23</b>	<b>10%</b>

资料来源: Wind, 公司公告, 中信建投证券研究发展部

**图表14: 2018H1 券商私募子公司和另类投资子公司业绩**

	简称	私募子公司				另类投资子公司				
		营收	同比	净利润	同比	简称	营收	同比	净利润	同比
中信证券	金石投资	2.93	-61%	2.04	-60%	中信证券投资	41.74	0%	3.33	-4%
国泰君安	国泰君安创投	2.94	65%	1.55	52%	国泰君安证裕	0.11		0.10	
海通证券	海通开元	5.73	-59%	4.38	-56%	海通创新证券投资	-1.51	-164%	-1.16	-167%
广发证券	广发信德	1.41	-76%	1.17	-73%	广发乾和	0.76	-53%	0.20	-80%
华泰证券	华泰紫金投资	5.70	176%	4.07	860%	华泰创新投资	0.59	19%	0.02	扭亏
中国银河	银河创新资本	0.20	-61%	0.02	-93%	银河源汇投资	0.52	333%	0.28	250%
中信建投	中信建投资本	0.57		0.21		中信建投投资	0.05		0.03	
申万宏源	申银万国投资	0.41	49%	0.25	221%	申银万国创新证券投资	0.36	57%	0.22	41%
招商证券	致远资本	0.04	-99%	-0.25	-111%	招商证券投资	0.30	149%	0.31	160%
方正证券	方正和生	0.33	-70%	-0.07	-108%	方正证券投资	0.13	-16%	0.01	-88%
光大证券	光大资本			1.93	扭亏	光大富尊			0.50	797%
	光大发展投资			0.15	1144%					
兴业证券	兴证创新资本	0.94	260%	0.73	671%	兴证投资	0.06	-65%	-0.02	-137%
东方证券	东证资本	3.22	100%	1.87	226%	东证创新	1.48	7%	0.89	19%
长江证券	长江成长资本	0.69	346%	0.48	1611%	长江证券创新投资	0.01	-25%	-0.03	-552%
国金证券	国金鼎兴	0.53	79%	0.33	446%	国金创新投资	0.03	-90%	0.03	扭亏
浙商证券	浙商资本	0.00	-97%	0.01	-16%					
西南证券	西证股权投资	0.42	-48%	0.38	-3%	西证创新投资	0.41	-6%	-0.04	连续亏损
东吴证券	东吴创业投资	0.52		0.36	28%	东吴创新资本			0.47	411%
东北证券	东证融通	0.40	转正	0.00	扭亏	东证融达	0.30	77%	0.14	61%
西部证券	西部优势资本	0.20	-9%	-0.00	-106%					

	私募子公司					另类投资子公司				
	简称	营收	同比	净利润	同比	简称	营收	同比	净利润	同比
国海证券	国海创新资本	0.91	170%	0.62	478%					
东兴证券	东兴资本	0.18	9%	0.08	-26%	东兴证券投资	0.34	转正	0.26	扭亏
国元证券	国元股权	0.09	-17%	-0.04	-287%	国元创新	0.61	-22%	0.39	-34%
中原证券	中鼎开源	0.53	-13%	0.36	17%	中州蓝海	0.45	174%	0.29	256%
山西证券	龙华启富	0.25	31%	0.08	-19%					
第一创业	第一创业投资管理	0.22	22%	-0.03	连续亏损	第一创业创新资本	0.31	564%	0.15	扭亏
华安证券	华富嘉业	0.17	-39%	0.08	-63%	华富瑞兴	0.19	1813%	0.17	1774%
太平洋	太证资本	0.28	-19%	0.12	147%	太证非凡投资	0.08	23%	0.06	3442%
财通证券	财通资本	0.18		0.05		财通创新	0.23		0.13	
华西证券	华西金智	0.03		-0.04		华西银峰	0.04		-0.02	
南京证券	巨石创投	0.02		0.05						
<b>合计*</b>		<b>28.71</b>	<b>-31%</b>	<b>18.23</b>	<b>-30%</b>		<b>47.17</b>	<b>-5%</b>	<b>5.54</b>	<b>-17%</b>

资料来源：公司公告，中信建投证券研究发展部 \*注：计算合计数时，已剔除缺乏同比数据的券商。其中，私募子公司剔除建投、光大、东吴、财通、华西、南京，另类子公司剔除国君、建投、光大、东吴、财通、华西。

## 投资业务：新会计准则加剧业绩波动，衍生品配置大增

**中国版 IFRS 9 落地，金融工具重分类。**财政部于 2017 年 4 月公布企业会计准则第 22-24 号文件，就金融工具的确认与计量、金融资产转移和套期会计原则进行修订，使企业会计准则与国际通用的 IFRS 9 趋同。新准则将金融工具分类为“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（FVTPL）”、“以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产（FVTOCI）”和“以摊余成本计量的金融资产（AC）”三大类，企业需依据金融工具的现金流属性、业务模式，以及自身采纳“公允价值选择权”的主观意愿，对原有的四分类金融工具进行重新分类。

**12 家 A+H 券商率先实施新准则，可供出售股权资产重分类为 FVTPL 是最大变化。**在新准则下，12 家 A+H 券商原交易性金融资产被归类为 FVTPL，保持科目名称不变；原持有至到期投资被归类为 AC，计入“债权类投资”科目；原可供出售债权投资兼具“摊余成本计量”和“公允价值计量”的属性，将分别计入 FVTOCI 下“其他债券投资”科目和 AC 下“债权类投资”科目；上述重分类保持原有计量方式不变，对投资收益不构成显著影响。而原可供出售股权投资较为复杂，既可计入 FVTPL 下的“交易性金融资产”，也可计入 FVTOCI 下的“其他权益工具投资”，由于 FVTOCI 的所有公允价值利得及损失将计入其他综合收益、永远不得转入损益，这使得投资业绩无法反应在利润表上，因而 12 家 A+H 股券商更倾向于将可供出售股权投资重分类为 FVTPL 下的“交易性金融资产”。

截至上半年末，12 家 A+H 券商 FVTPL 合计 10348 亿元，较期初+29%；FVTOCI 合计 3807 亿元，较期初可供出售金融资产-30%。同时，20 家非 A+H 上市券商出于将来会计制度接轨的考虑，倾向于将新增股权投资计入交易性金融资产，上半年末 20 家非 A+H 上市券商交易性金融资产合计达到 3812 亿元，较期初+15%，增速高于可供出售金融资产同期水平。

**从自营资产配置结构来看，非权益类证券规模显著扩张。**上半年中美贸易战持续发酵，宏观经济前景不明朗，导致投资者避险情绪大幅升温，股债市场走势表现分化。大中型券商普遍依托债券结构性牛市行情，加

大杠杆增配债券，自营盘资产配置结构向非权益类证券倾斜。截至上半年末，上市券商自营权益类证券及其衍生品合计 2724 亿元，较期初-4%；自营非权益类证券合计 14353 亿元，较期初+22%。

**衍生品头寸大幅增长，市场份额集中于大型券商。**在股票市场表现疲软以及人民币汇率贬值的双重压力下，投资者对于风险对冲产品需求升温，股票期权、利率互换等产品的扩容正逢其时。同时，上半年证监会对多家大型券商的跨境业务试点出具无异议复函，允许试点券商与境内外交易对手签订场外金融衍生品交易主协议及其补充协议，向客户提供相应的金融产品和交易服务，同样是衍生品业务的扩容重要原因。截至上半年末，上市券商衍生金融资产合计 355.52 亿元，较期初+214%。我们注意到，衍生金融资产头寸高度集中于大型券商，广发证券、中信证券、华泰证券、海通证券、招商证券和中信建投等 6 家券商的头寸占比高达 95%，显然监管层处于防范衍生品业务伴生风险的考虑，更倾向于将跨境业务试点及场外个股期权一级经纪商资格授予风控制度相对完善的大型券商。

**投资收益表现不佳，券商之间分化明显。**受股票市场及信用债市场走弱的拖累，证券业投资收益承压，而新会计准则的实施又将上述压力成倍放大。上半年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-对联营企业和合营企业的投资）298 亿元，同比-21%。各券商之间分化明显，第一创业（+82%）、东兴证券（+60%）、光大证券（+55%）等偏重债券自营投资的上市券商，均有上佳的投资收益同比表现。

**图表15： 2018H1 A+H 上市券商自营盘构成（按会计科目，亿元）**

	FVTPL		FVTOCI			AC	
	交易性金融资产	较期初	其他债权投资	其他权益工具投资	合计较期初可供出售金融资产	债权类投资	较期初持有至到期投资
中信证券	2088	17%	222	167	-34%		
国泰君安	1161	18%	258	210	17%		
海通证券	1481	48%	132	162	-29%		
广发证券	723	14%	682	118	-14%	133	——
华泰证券	1249	48%	0	107	-76%	125	——
中国银河	467	61%	161	103	-22%	52	47%
中信建投	522	60%	0	33	-92%	292	4954%
申万宏源	642	30%	304	98	-15%	100	——
招商证券	822	13%	242	73	-5%	18	——
光大证券	486	30%	129	53	-52%	111	2834%
东方证券	584	22%	486	65	-24%	81	7207%
中原证券	120	58%	3	0	-91%	6	——
<b>合计</b>	<b>10348</b>	<b>29%</b>	<b>2618</b>	<b>1189</b>	<b>-30%</b>	<b>918</b>	<b>1857%</b>

资料来源：Wind，公司公告，中信建投证券研究发展部

**图表16： 2018H1 非 A+H 上市券商自营盘构成（按会计科目，亿元）**

	交易性金融资产		可供出售金融资产		持有至到期投资	
	金额	较期初	金额	较期初	金额	较期初
国信证券	454	41%	227	1%		
方正证券	389	13%	306	18%	4	-28%
兴业证券	427	3%	312	29%		

行业深度研究报告

长江证券	242	15%	93	-15%	0	-3%
国金证券	106	37%	71	61%	5	——
浙商证券	150	19%	38	52%		
西南证券	249	11%	82	-7%		
东吴证券	262	-14%	161	14%	0	0%
东北证券	120	51%	127	-17%		
西部证券	214	4%	37	-1%		
国海证券	125	-5%	60	3%	160	-4%
东兴证券	188	28%	306	6%		
国元证券	21	10%	291	5%	5	——
山西证券	214	43%	14	-10%		
第一创业	105	24%	34	-16%		
华安证券	153	61%	52	73%		
太平洋	138	-9%	48	8%	0	-47%
财通证券	126	21%	130	2%		
华西证券	104	4%	91	26%		
南京证券	23	19%	42	69%		
<b>合计</b>	<b>3812</b>	<b>15%</b>	<b>2523</b>	<b>10%</b>	<b>175</b>	<b>2%</b>

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

**图表17: 2018H1 上市券商自营盘构成 (按资产类别, 亿元)**

	自营权益类证券及衍生品		自营非权益类证券		衍生金融资产	
	金额	较期初	金额	较期初	金额	较期初
中信证券	266	-8%	1442	34%	86.95	147%
国泰君安	279	4%	1095	38%	3.14	100%
海通证券	233	0%	629	45%	15.77	60%
广发证券	204	-9%	1199	21%	197.16	362%
华泰证券	318	13%	708	40%	17.95	458%
中国银河	153	-9%	579	18%	1.38	603%
中信建投	46	-3%	655	22%	11.20	930%
申万宏源	140	-3%	838	22%	0.17	255%
招商证券	135	-19%	921	14%	10.17	100%
光大证券	93	-1%	523	1%	2.57	131%
东方证券	157	-10%	909	10%	1.27	75%
中原证券	8	37%	144	44%	0.86	143%
国信证券	155	-15%	465	51%	0.66	1357%
方正证券	87	3%	385	34%	0.31	151%
兴业证券	78	2%	493	9%	1.26	2488%
长江证券	58	-5%	244	-10%	0.09	52681%
国金证券	28	-9%	147	75%	0.02	246%
浙商证券	6	104%	167	16%	0.00	1%
西南证券	62	-16%	231	23%	0.00	——

请参阅最后一页的重要声明

	自营权益类证券及衍生品		自营非权益类证券		衍生金融资产	
	金额	较期初	金额	较期初	金额	较期初
东吴证券	40	-10%	254	-6%	0.01	51%
东北证券	30	-17%	194	14%	1.49	818%
西部证券	14	37%	225	5%	0.11	1303%
国海证券	11	-4%	336	-1%	0.00	0%
东兴证券	51	12%	345	21%	2.33	2144%
国元证券	12	-19%	142	20%	0.00	—
山西证券	8	-24%	198	81%	0.00	0%
第一创业	3	-25%	121	7%	0.00	—
华安证券	6	-7%	161	128%	0.00	—
太平洋	13	-25%	156	1%	0.20	8%
财通证券	18	26%	208	2%	0.43	710%
华西证券	7	-10%	169	6%	0.01	301%
南京证券	4	40%	69	60%	0.00	—
<b>合计</b>	<b>2724</b>	<b>-4%</b>	<b>14353</b>	<b>22%</b>	<b>355.52</b>	<b>214%</b>

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

**图表18: 2018H1 上市券商投资收益 (按资产类别, 亿元)**

	投资净收益	公允价值变动损益	减: 对联营企业和合营企业的投资	合计	同比
中信证券	20.95	32.39	3.86	49.49	16%
国泰君安	38.98	-8.21	0.94	29.83	-5%
海通证券	23.44	-5.12	-0.36	18.69	-57%
广发证券	29.87	-4.90	2.52	22.45	-46%
华泰证券	21.84	3.45	9.67	15.62	-28%
中国银河	-3.29	5.89	-0.02	2.62	-81%
中信建投	11.26	4.17	0.01	15.42	35%
申万宏源	22.28	-0.62	0.72	20.94	40%
招商证券	18.37	-8.71	4.76	4.90	-43%
光大证券	7.48	5.57	0.35	12.71	55%
东方证券	26.62	-11.61	5.04	9.97	-68%
中原证券	2.01	-0.26	0.14	1.61	51%
国信证券	4.33	-1.35	1.43	4.33	-80%
方正证券	10.71	-6.20	0.00	10.71	-48%
兴业证券	17.06	-7.01	0.52	17.06	-44%
长江证券	7.62	-2.60	0.45	7.62	-12%
国金证券	2.89	0.57	-0.09	2.89	53%
浙商证券	3.05	0.02	-0.02	3.05	-17%
西南证券	8.63	-0.60	1.26	8.63	14%
东吴证券	7.17	-2.51	0.00	7.17	-35%
东北证券	4.55	0.95	0.51	4.55	10%

	投资净收益	公允价值变动损益	减：对联营企业和 合营企业的投资	合计	同比
西部证券	7.60	-1.46	-0.01	7.60	35%
国海证券	7.03	-0.86	0.02	7.03	-8%
东兴证券	8.65	0.97	0.05	8.65	60%
国元证券	6.35	-3.45	0.48	6.35	-49%
山西证券	6.08	0.08	0.00	6.08	13%
第一创业	3.13	-0.77	0.80	3.13	82%
华安证券	3.32	-1.20	0.18	3.32	-9%
太平洋	4.39	-1.96	0.06	4.39	扭亏
财通证券	11.09	-1.41	2.31	11.09	-25%
华西证券	4.56	1.03	-0.01	4.56	41%
南京证券	1.32	-0.28	0.05	1.32	-11%
<b>合计</b>	<b>349.35</b>	<b>-16.01</b>	<b>35.63</b>	<b>349.35</b>	<b>-21%</b>

资料来源: Wind, 中信建投证券研究发展部

## 信用业务：业务规模较年初萎缩，利息支出同比大增

**市场因素与监管因素共振，股票质押业务较年初萎缩。**上半年交易所、中证协陆续发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018年修订）》和《关于证券公司办理场外股权质押交易有关事项的通知》，对股票质押式回购业务集中度以及场外股票质押的开展进行严格限定，并要求券商对违约和被动展期的客户情况进行专项申报。券商出于合规与风控的考虑，主动下调新业务质押率、收缩标的范围，并对不合规的存量业务进行清理，导致表内外股票质押规模萎缩，截至上半年末，上市券商表内股票质押式回购余额合计 6191 亿元，较年初-6%。尽管如此，不少券商仍对股票质押业务的前景报以积极态度，申万宏源（+62%）、国海证券（+23%）和中信建投（+19%）的表内股票质押式回购余额较年初有较大幅度增长。

**各券商股票质押风险出现分化，龙头券商风险相对较小。**一方面，16 家券商在中报披露了股票质押式回购业务履约保障比例，龙头券商均维持在 212%以上，不但远高于业务预警线（通常为 150%）和平仓线（通常为 130%），还高于中小券商水平，展现出较为审慎的新业务开展倾向；另一方面，龙头券商对于买入返售金融资产的减值准备计提比例高于中小券商，国泰君安（1.84%）、中信证券（1.25%）名列前茅，可有效对冲潜在平仓损失。

**部分中小券商围绕两融业务进行“绕标”创新，或招致监管层关注。**受投资者风险偏好下降影响，上半年末上市券商融资融券余额回落至 6747 亿元，较年初-11%。上半年上市公司股东通过大额减持、股票质押的套现手段被相继封堵，为此上市公司股东有了寻求新套现手段的诉求；部分中小券商出于创收的考虑，利用“两融维持担保比例大于 300%时，客户可提取保证金可用余额”的规则漏洞，通过融券卖出+融券买入相结合的操作，为股东客户提供套现服务的手法，即为“绕标”。这种操作手段抬高了股东个人杠杆水平，加剧中小券商两融业务风险，或招致监管层关注。

**利息支出同比大增，拖累信用业务业绩。**上半年上市券商合计实现利息收入 720.51 亿元，同比+11%；其中，融资融券业务实现利息收入 295.44 亿元，同比+5%；金融资产回购业务实现利息收入 219.89 亿元，同比+40%。受发债利率上行影响（上半年券商公司债、短融发行票面利率中位数为 5.28%），上市券商信用业务利差收窄，

上半年利息支出达到 602.58 亿元，同比+25%；利息净收入 117.93 亿元，同比-31%。

**图表19： 2018H1 上市券商信用业务开展情况**

	融资融券		表内股票质押式回购		股票质押式回购 履约保障比例		买入返售金融 资产减值准备	
	余额	较年初	余额	较年初	数值	较年初(pct)	余额	占比
中信证券	647	-9%	594	-24%	212%		10.12	1.25%
国泰君安	549	-14%	555	-28%	218%	-18	13.73	1.84%
海通证券	444	-8%	734	-2%	216%	-16	5.57	0.57%
广发证券	506	-10%	263	-1%	235%	-14	1.79	0.46%
华泰证券	523	-11%	401	-17%	228%	-10	1.42	0.25%
中国银河	503	-12%	409	13%			1.09	0.25%
中信建投	357	-23%	159	19%			0.43	0.16%
国信证券	343	-12%	386	-5%	223%	-22	4.23	0.98%
申万宏源	474	-12%	523	62%			2.63	0.39%
招商证券	470	-14%	316	3%	231%	0	2.22	0.55%
方正证券	176	-2%	82	-21%	199%	-13	0.00	0.00%
光大证券	285	-5%	214	15%	204%	-27	2.13	0.96%
兴业证券	138	-3%	254	-18%			1.74	0.65%
东方证券	121	-5%	273	-12%			10.26	3.57%
长江证券	190	-17%	122	-27%	209%	-20	0.61	0.34%
国金证券	68	-10%	33	-26%			0.29	0.59%
浙商证券	73	-6%	48	2%			0.34	0.38%
西南证券	81	-1%	16	-10%	240%	22	0.08	0.32%
东吴证券	76	-6%	173	-1%			0.63	0.29%
东北证券	82	-3%	52	-28%			0.26	0.32%
西部证券	44	-18%	26	-37%			0.13	0.40%
国海证券	48	-26%	83	23%	180%	-19	0.42	0.39%
东兴证券	83	-13%	89	10%	168%(表内)	-25	1.03	1.02%
国元证券	113	-11%	91	15%	189%	-32	0.94	0.93%
中原证券	48	-17%	44	-8%	199%	-29	0.55	0.39%
山西证券	51	-8%	27	-11%			0.13	0.24%
第一创业	30	-17%	28	-31%			0.07	0.14%
华安证券	64	-28%	51	9%			0.15	0.26%
太平洋	27	11%	75	-3%			0.76	0.61%
财通证券								
华西证券	88	-6%	48	-10%	237%		0.48	0.68%
南京证券	48	-14%	21	-10%			0.06	0.19%
<b>合计</b>	<b>6747</b>	<b>-11%</b>	<b>6191</b>	<b>-6%</b>			<b>64.30</b>	<b>0.79%</b>

资料来源: Wind, 公司公告, 中信建投证券研究发展部

**图表20： 2018H1 上市券商利息净收入（亿元）**

	利息收入						利息支出		利息净收入	
	金额	同比	其中：融资 融券业务 收入	同比	其中：金融 资产回购 业务收入	同比	金额	同比	金额	同比
中信证券	69.35	11%	26.22	11%	21.86	28%	60.03	21%	9.32	-28%
国泰君安	64.49	9%	26.52	3%	22.54	26%	36.84	20%	27.64	-3%
海通证券	88.63	19%	20.22	-5%	26.82	34%	64.43	12%	24.20	39%
广发证券	43.84	13%	22.32	7%	8.53	54%	41.71	20%	2.13	-45%
华泰证券	48.40	9%	21.02	5%	15.52	57%	35.30	30%	13.10	-24%
中国银河	42.89	25%	21.35	6%	11.49	168%	30.25	58%	12.64	-17%
中信建投	29.71	23%	15.78	18%	6.09	137%	24.86	51%	4.86	-37%
国信证券	33.06	14%	15.13	0%	12.20	60%	23.70	36%	9.37	-19%
申万宏源	47.62	17%	19.71	-1%	15.32	190%	39.97	33%	7.65	-29%
招商证券	37.68	18%	20.26	6%	9.44	65%	32.41	45%	5.27	-45%
方正证券	17.10	-3%	8.91	4%	3.68	3%	14.95	4%	2.16	-32%
光大证券	26.62	9%	11.34	3%	5.73	84%	23.93	36%	2.69	-61%
兴业证券	19.49	13%	7.14	22%	8.19	17%	20.89	48%	-1.40	-145%
东方证券	19.33	-1%	4.80	21%	9.42	-13%	28.76	5%	-9.44	继续亏损
长江证券	17.88	-6%	8.43	-1%	5.64	-11%	14.73	19%	3.16	-52%
国金证券	6.33	5%	2.68	15%	1.33	4%	3.26	28%	3.07	-12%
浙商证券	7.11	7%	2.86	-3%	2.36	67%	5.51	13%	1.60	-10%
西南证券	6.64	2%	3.31	9%	0.92	26%	7.26	17%	-0.63	-327%
东吴证券	10.83	9%	2.91	-9%	5.76	38%	14.26	18%	-3.43	继续亏损
东北证券	7.32	-5%	3.22	9%	1.96	-8%	7.01	-15%	0.31	继续亏损
西部证券	4.62	-34%	1.96	0%	1.10	-32%	4.57	15%	0.05	-98%
国海证券	6.40	-4%	2.24	-11%	2.58	17%	9.45	22%	-3.05	继续亏损
东兴证券	8.51	12%	3.51	-2%	3.03	60%	12.26	50%	-3.75	继续亏损
国元证券	10.16	4%	4.92	6%	2.79	33%	7.36	41%	2.80	-38%
中原证券	7.11	20%	2.30	0%	3.04	42%	5.25	45%	1.86	-19%
山西证券	6.02	10%	1.90	-4%	1.54	51%	6.51	31%	-0.50	-207%
第一创业	3.49	-8%	1.24	3%	1.19	-18%	3.50	17%	-0.01	-101%
华安证券	5.93	17%	2.88	12%	1.55	107%	4.46	112%	1.47	-50%
太平洋	6.01	-19%	1.05	26%	4.22	-13%	6.74	14%	-0.74	-150%
财通证券	7.08	26%	3.80	23%	1.56	117%	5.72	31%	1.36	9%
华西证券	7.15	4%	3.39	-2%	1.69	33%	4.95	9%	2.19	-6%
南京证券	3.73	-10%	2.08	3%	0.80	14%	1.74	10%	1.99	-22%
<b>合计</b>	<b>720.51</b>	<b>11%</b>	<b>295.44</b>	<b>5%</b>	<b>219.89</b>	<b>40%</b>	<b>602.58</b>	<b>25%</b>	<b>117.93</b>	<b>-31%</b>

资料来源：Wind，中信建投证券研究发展部

## 投资建议

**凛冬未过，下半年券商业绩继续承压，短期内券商板块或呈磨底态势。**下半年国内经济结构调整仍面临诸多挑战，中美贸易战的发酵使得经济前景面临较大的不确定性，市场对资本外流的担忧加剧，引发“股债汇三杀”的局面出现，上证综指持续低于 2900 点，两市日成交额维持 2000-4000 亿元的低位，两融余额持续低于 9000 亿元，独角兽及 CDR 上市暂行搁浅，受此影响，券商板块下半年业绩或继续承压。在此至暗时刻，国务院金融稳定发展委员会召开第三次会议，强调保持市场流动性合理充裕，维持股债市场平稳运行，各类金融风险得到稳妥有序防范化解；在监管层底线思维的指导之下，券商板块向下风险较小，但向上动力不足，短期内或继续磨底态势。

**分化与转型成为行业主旋律，龙头券商的长线投资价值显现。**强监管促使证券业牌照红利萎缩，财富管理、机构服务、金融科技成为转型热点，龙头券商普遍拥有较强的资本实力、丰富的机构客户资源和完善的风险控制制度，在传统业务的转型升级及创新业务的牌照申请上均占得先机。未来随着基础金融工具不断丰富及资本市场发展日渐成熟，资本将进一步成为影响证券行业核心竞争力的重要因素，龙头券商普遍在“资本型全金融中介”的业务模式上有较为领先的布局，将持续从中受益。同时，龙头券商股票质押业务整体履约保障比例远高于预警线，买入返售金融资产的减值准备计提比例较高，信用风险相对可控。

**建议投资者关注长期商业模式清晰的龙头券商。**重点关注中信证券（行业领军者，综合实力突出）和华泰证券（定增落地混改获批，财富管理日益精进）。

## 风险提示

宏观经济前景存在不确定性，中美贸易战持续发酵；资本市场资金面流动性紧缩，拖累两市交易情绪；政策面监管趋严，证券业牌照红利萎缩；信用风险加剧，证券业资产质量下降。

## 分析师介绍

**张芳：**中国人民大学管理学硕士，十年以上行业研究经验。

## 报告贡献人

**韩雪** 18612109722 hanxuezs@csc.com.cn

**王欣** 13720030047 wangxinyf@csc.com.cn

**庄严** 18511554388 zhuangyan@csc.com.cn

## 研究服务

### 机构销售负责人

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

### 保险组

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

高思雨 gaosiyu@csc.com.cn

张勇 010-86451312 zhangyongzgs@csc.com.cn

张宇 010-86451497 zhangyuyf@csc.com.cn

### 北京公募组

黄玮 010-85130318 huangwei@csc.com.cn

朱燕 85156403 zhuyan@csc.com.cn

任师蕙 010-8515-9274 renshihui@csc.com.cn

黄杉 010-85156350 huangshan@csc.com.cn

王健 010-65608249 wangjianyf@csc.com.cn

杨济谦 010-86451442 yangjiqian@csc.com.cn

### 社保销售组

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

### 私募业务组

李静 010-85130595 lijing@csc.com.cn

赵倩 010-85159313 zhaopian@csc.com.cn

### 上海销售组

李祉瑶 010-85130464 lizhiyao@csc.com.cn

黄方禅 021-68821615 huangfangchan@csc.com.cn

戴悦放 021-68821617 daiyuefang@csc.com.cn

翁起帆 wengqifan@csc.com.cn

李星星 021-68821600-859 lixingxing@csc.com.cn

范亚楠 fanyanan@csc.com.cn

李绮绮 liqiqi@csc.com.cn

薛皎 xuejiao@csc.com.cn

许敏 xuminzgs@csc.com.cn

王罡 wanggangbj@csc.com.cn

### 深广销售组

胡倩 0755-23953981 huqian@csc.com.cn

许舒枫 0755-23953843 xushufeng@csc.com.cn

程一天 chengyitian@csc.com.cn

曹莹 caoyingzgs@csc.com.cn

张苗苗 020-38381071 zhangmiaomiao@csc.com.cn

廖成涛 0755-22663051 liaochengtao@csc.com.cn

陈培楷 020-38381989 chenpeikai@csc.com.cn

