

行业研究/动态点评

2018年11月04日

行业评级:

非银行金融 增持(维持)  
证券 II 增持(维持)

**沈娟** 执业证书编号: S0570514040002  
研究员 0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

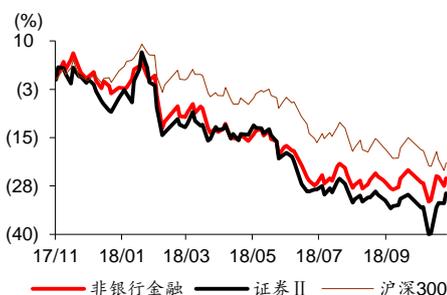
**刘雪菲** 执业证书编号: S0570517110003  
研究员 0755-82713386  
liuxuefei@htsc.com

**陶圣禹** 执业证书编号: S0570518050002  
研究员 021-28972217  
taoshengyu@htsc.com

相关研究

- 1 《国元证券(000728,增持): 弱市环境承压, 谋转型促发展》2018.11
- 2 《中信证券(600030,买入): 稳健均衡前瞻, 龙头地位巩固》2018.11
- 3 《国金证券(600109,增持): 投行不振自营较优, 重创新谋转型》2018.10

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 业绩底压力缓释, 关注优质龙头

## 证券行业 2018 年三季度报综述

### 三季度行业业绩底部磨砺, 分化加剧, 建议关注优质龙头券商

2018 前三季度证券行业经营环境整体承压, 全行业营业收入同比-12.3%、净利润同比-32.9%。第三季度市场震荡加剧、交投活跃下滑、项目节奏放缓, 叠加去年同期基数尚可, 单季度业绩降幅较大引致整体降幅较中期走阔。分条线看, 经纪、投行、信用和自营净收入全面下滑, 资管逆市小幅上涨。营收降低而成本相对刚性压制券商盈利。监管加快推出稳定市场和支持引导各业务链条发展的政策举措。政策环境边际改善提振市场情绪, 券商业绩有望逐步改善。三季度业绩底部磨砺中, 内部分化加剧, 建议关注综合实力稳健均衡的优质龙头。

### 弱市环境下业绩底部磨砺, 部分大券商表现相对稳健

2018 前三季度 34 家上市券商净利润为 478 亿元, 同比-32.9%; 营业收入为 1,845 亿元, 同比-12.3%。上市券商平均净利润率为 26%, 同比下降 8 个百分点。整体管理费率达 50.3%, 同比上升 3 个百分点。34 家上市券商归母净利润均同比下降, 大券商中华泰和中信同比分别下降 4.8%和 7.7%, 降幅优于上市券商整体水平。

### 各条线全面承压, 资管业务一枝独秀

2018 年前三季度, 34 家上市券商利息、投行、投资、经纪、资管及其他收入合计分别为 167 亿元、190 亿元、479 亿元、446 亿元、208 亿元和 354 亿元, 同比分别-32.7%、-29.1%、-20.6%、-16.9%、+5.3%和+42.1%, 除资管业务外, 各业务线均大幅下降。投资、经纪、资管、投行及利息收入占比分别为 26%、24%、11%、10%和 9%, 投资占比重回第一。弱市环境下券商业绩承压, 龙头券商综合实力较强。

### 营业支出上升压制盈利水平, 券商股票质押压力边际缓释

2018 前三季度, 34 家上市券商整体营业支出合计 1,221 亿元, 同比+4.4%。其中, 减值损失和其他业务成本同比大幅上升推动支出上涨。上半年市场景气程度和新准则下减值计提趋严, 上市券商资产减值损失和信用减值损失承压。不同券商之间资金成本控制能力分化。多措并举纾解股票质押风险的政策陆续落实, 股票质押风险释放, 券商信用业务压力有望缓释。融资融券经过 15 年风险释放, 今年以来规模边际收缩, 风控趋严, 全市场风险相对可控。

### 政策环境边际改善, 业绩底部磨砺, 关注优质券商价值投资机会

政策环境边际改善, 监管加快推出稳定市场和支持引导各业务链条发展的政策举措。政策呵护下市场情绪提振, 随股票质押风险释放、市场企稳、监管边际改善, 以及各业务条线转型升级, 券商业绩有望逐步改善。弱市环境下行业格局分化加速, 优质券商盈利和抗风险能力凸显, 综合实力强劲, 有望在转型升级中攫取先机。我们预计 2018 年大券商(中信、国君、海通、广发、招商) PB0.9-1.4 倍, PE18-22 倍, 重点推荐中信、广发。

风险提示: 政策风险、市场波动风险、利率风险

重点推荐

| 股票代码   | 股票名称 | 收盘价(元) | 投资评级 | EPS(元) |       |       |       | P/E(倍) |       |       |       |
|--------|------|--------|------|--------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|-------|
|        |      |        |      | 2017   | 2018E | 2019E | 2020E | 2017   | 2018E | 2019E | 2020E |
| 600030 | 中信证券 | 17.79  | 买入   | 0.94   | 0.89  | 0.98  | 1.14  | 18.93  | 19.99 | 18.15 | 15.61 |
| 000776 | 广发证券 | 13.20  | 增持   | 1.13   | 0.66  | 0.73  | 0.83  | 11.68  | 20.00 | 18.08 | 15.90 |

资料来源: 华泰证券研究所

## 正文目录

|                                   |    |
|-----------------------------------|----|
| 上市券商业绩概览：三季度业绩底部磨砺，大券商优势凸显.....   | 3  |
| 主要业务条线分析：各条线全面承压，行业内部分化加剧.....    | 5  |
| 费用控制能力剖析：成本刚性盈利受限，减值损失计提大幅增长..... | 8  |
| 展望：政策边际改善，业绩底部磨砺，关注优质券商投资机会.....  | 10 |
| 风险提示.....                         | 11 |

## 图表目录

|                                       |    |
|---------------------------------------|----|
| 图表 1： 2018 年前三季度上市券商盈利经营情况.....       | 4  |
| 图表 1： 营业收入集中度（前 6 大券商）.....           | 4  |
| 图表 2： 归母净利润集中度（前 6 大券商）.....          | 4  |
| 图表 3： 34 家上市券商 2018 年前三季度业务收入结构.....  | 5  |
| 图表 4： 两市股基日均成交金额.....                 | 6  |
| 图表 5： 沪深两市融资融券余额及环比变动.....            | 6  |
| 图表 6： 2018 年前三季度 34 家上市券商费用一览表.....   | 8  |
| 图表 7： 2018 年前三季度 34 家上市券商费用结构一览表..... | 9  |
| 图表 8： 券商行业相关重点政策梳理.....               | 10 |

## 上市券商业绩概览：三季度业绩底部磨砺，大券商优势凸显

**股指承压，交投冷清，证券行业经营环境整体承压。**2018 第三季度上证综指较 6 月末下降 0.92%，深证成指下降 10.43%，券商指数下降 0.59%。市场交易活跃度持续下降，第三季度日均股基成交额 3,412 亿元，较 6 月末下降 24.8%。9 月末两融规模 8,227 亿元，较 6 月末下降 10.51%。9 月末全市场股票质押未解押市值规模 4.90 万亿元，较 6 月末下降 10.4%。证券公司三季度新增股票质押未解押市值规模 1,893 亿元，较上季度下降 30.1%。第三季度股权融资募集资金 3,325 亿元，其中 IPO231 亿元，环比下降 55.9%；再融资 3,094 亿元，环比上升 114.7%，其中增发 2,852 亿元，环比上升 153.3%；配股 25 亿元，环比下降 50.6%；可转债 198 亿元，环比上升 27.9%；可交债 19 亿元，环比下降 82.6%。债权融资规模 16,753 亿元，环比上升 29.9%。资管业务截至月末资产净值合计 19,045 亿元。第三季度新三板挂牌数减少 271 家，月末累计挂牌 10,946 家。第三季度市场环境整体基本延续上半年趋势。

**第三季度市场较大震荡调整、交投活跃度下滑、项目节奏放缓，叠加去年同期基数尚可，导致单季度降幅较大，进而引致前三季度业绩整体降幅较中期走阔。**第三季度 34 家上市券商归母净利润合计 133 亿元，较 Q2 环比下降 8.7%，同比下降 49.6%；营收合计 599 亿元，较 Q2 环比下降 1.7%，同比下降 20.4%。前三季度 34 家上市券商归母净利润 478 亿元，同比下降 32.9%，上半年同比下降 23.1%，降幅扩大 9.8pct；营业收入 1,845 亿元，同比下降 12.3%，上半年同比下降 7.8%，降幅扩大 4.5pct。上市券商平均净利润率为 26%，同比下降 8 个百分点。前三季度平均 ROE（未年化）为 3.31%。其中中信建投、申万宏源、华泰分列前三，分别为 5.36%、4.94%以及 4.88%。

**管理费率 and 减值损失上升，成本刚性压制盈利能力。**前三季度 34 家上市券商营业支出合计 1,221 亿元，同比上升 4.4%，导致净利润降幅显著高于营收。营业支出相对刚性的原因有二：一是券商管理费用以刚性人力成本为主，在前三季度营收同比下降 12.3%的背景下，管理费用仅同比下降 6.0%，导致整体管理费率达 50.3%，同比上升 3 个百分点。二是信用业务风险升级下，减值损失计提增加。前三季度上市券商资产/信用减值损失合计 70 亿元，同比上升 118.5%。

**弱市环境下业务均衡的大型券商竞争优势凸显。**34 家上市券商归母净利润均同比下降，大券商中华泰和中信同比分别下降 4.8%和 7.7%，降幅优于上市券商整体水平。仅山西证券、东北证券和国泰君安 3 家券商营业收入同比实现增长，同比增幅分别为 27.9%、16.2%及 1.0%，大券商中华泰和中信分别同比减少 2.2%和 4.5%，经营具有韧性。行业净利润集中度进一步提升，中信、国泰君安、广发、海通、华泰以及招商证券 6 家券商营收与净利润集中度分别为 49.8%、61.7%，较 2017 年分别下降 0.7pct 和上升 3.3pct。

图表1：2018年前三季度上市券商盈利经营情况

| 公司名称 | 净利润<br>(亿元) | 同比    | 营业收入<br>(亿元) | 同比   | 净利润率 | 每股收益  | ROE   | 资产负债率 | 管理费率 | 同比<br>(pct) |
|------|-------------|-------|--------------|------|------|-------|-------|-------|------|-------------|
| 中信证券 | 73          | -8%   | 272          | -5%  | 27%  | 0.60  | 4.8%  | 75%   | 42%  | 0           |
| 国泰君安 | 55          | -24%  | 168          | 1%   | 33%  | 0.58  | 4.5%  | 69%   | 44%  | 2           |
| 华泰证券 | 45          | -5%   | 125          | -2%  | 36%  | 0.61  | 4.9%  | 72%   | 48%  | -1          |
| 广发证券 | 41          | -36%  | 114          | -24% | 36%  | 0.54  | 4.8%  | 77%   | 50%  | 6           |
| 海通证券 | 36          | -41%  | 162          | -16% | 22%  | 0.31  | 3.0%  | 77%   | 39%  | 3           |
| 申万宏源 | 33          | -8%   | 94           | -3%  | 35%  | 0.15  | 4.9%  | 80%   | 53%  | 3           |
| 招商证券 | 31          | -27%  | 78           | -18% | 39%  | 0.37  | 3.8%  | 73%   | 50%  | 5           |
| 中信建投 | 22          | -29%  | 78           | -6%  | 28%  | 0.30  | 5.4%  | 76%   | 52%  | 2           |
| 国信证券 | 19          | -42%  | 63           | -28% | 30%  | 0.21  | 3.7%  | 75%   | 51%  | 7           |
| 中国银河 | 19          | -44%  | 63           | -29% | 30%  | 0.18  | 2.9%  | 74%   | 56%  | 7           |
| 光大证券 | 12          | -45%  | 58           | -12% | 20%  | 0.26  | 2.4%  | 76%   | 64%  | 11          |
| 东方证券 | 9           | -65%  | 66           | -7%  | 14%  | 0.13  | 1.7%  | 77%   | 55%  | 1           |
| 华西证券 | 8           | -5%   | 20           | 0%   | 40%  | 0.31  | 4.6%  | 62%   | 48%  | 2           |
| 东兴证券 | 8           | -17%  | 22           | -10% | 35%  | 0.28  | 4.0%  | 77%   | 56%  | 3           |
| 兴业证券 | 7           | -51%  | 46           | -26% | 16%  | 0.11  | 2.2%  | 78%   | 63%  | 8           |
| 国金证券 | 7           | -17%  | 25           | -22% | 28%  | 0.24  | 3.7%  | 58%   | 61%  | -2          |
| 财通证券 | 7           | -44%  | 23           | -25% | 29%  | 0.18  | 3.3%  | 68%   | 69%  | 18          |
| 长江证券 | 6           | -61%  | 36           | -18% | 16%  | 0.10  | 2.2%  | 74%   | 71%  | 17          |
| 浙商证券 | 6           | -31%  | 26           | -20% | 22%  | 0.17  | 4.1%  | 75%   | 46%  | 5           |
| 长城证券 | 5           | -29%  | 20           | -11% | 24%  | 0.17  | 3.3%  | 72%   | 58%  | -3          |
| 方正证券 | 5           | -64%  | 37           | -21% | 12%  | 0.06  | 1.2%  | 75%   | 72%  | 11          |
| 华安证券 | 4           | -43%  | 12           | -20% | 29%  | 0.10  | 2.9%  | 72%   | 56%  | 10          |
| 西部证券 | 3           | -52%  | 16           | -27% | 21%  | 0.10  | 2.0%  | 67%   | 65%  | 10          |
| 国元证券 | 3           | -64%  | 16           | -35% | 20%  | 0.10  | 1.3%  | 67%   | 65%  | 14          |
| 西南证券 | 3           | -50%  | 18           | -18% | 16%  | 0.05  | 1.6%  | 70%   | 66%  | 4           |
| 东北证券 | 3           | -58%  | 41           | 16%  | 7%   | 0.12  | 1.8%  | 74%   | 34%  | -5          |
| 天风证券 | 3           | -49%  | 20           | -8%  | 13%  | 0.06  | 2.3%  | 67%   | 70%  | -2          |
| 南京证券 | 2           | -28%  | 9            | -10% | 25%  | 0.09  | 2.3%  | 55%   | 59%  | 3           |
| 东吴证券 | 2           | -76%  | 25           | -21% | 8%   | 0.06  | 0.9%  | 77%   | 50%  | 10          |
| 中原证券 | 1           | -56%  | 13           | -19% | 11%  | 0.03  | 1.3%  | 74%   | 59%  | 10          |
| 国海证券 | 1           | -73%  | 15           | -33% | 9%   | 0.03  | 0.9%  | 78%   | 69%  | 10          |
| 第一创业 | 1           | -57%  | 13           | -8%  | 10%  | 0.04  | 1.4%  | 72%   | 81%  | 10          |
| 山西证券 | 1           | -76%  | 44           | 28%  | 3%   | 0.04  | 0.9%  | 74%   | 23%  | -7          |
| 太平洋  | -2          | -279% | 6            | -27% | -27% | -0.03 | -1.5% | 71%   | 124% | 39          |

资料来源：Wind，华泰证券研究所

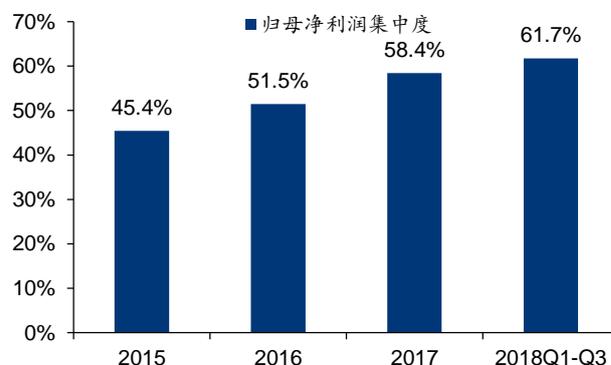
图表1：营业收入集中度（前6大券商）



注：前六大券商（包括中信证券、国泰君安、广发证券、海通证券、华泰证券、招商证券）占34家上市券商营业收入比例

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：归母净利润集中度（前6大券商）



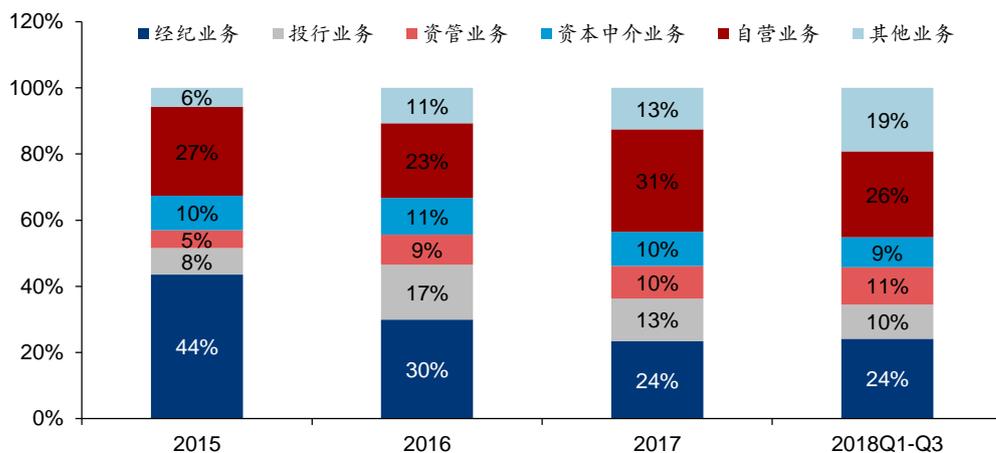
注：前六大券商（包括中信证券、国泰君安、广发证券、海通证券、华泰证券、招商证券）占34家上市券商归母净利润比例

资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 主要业务条线分析：各条线全面承压，行业内部分化加剧

自营、经纪、投行和信用全面下降，资管业务逆势小幅上涨。自营业务在股市波动下整体承压，对收入拖累显著。2018 年前三季度，34 家上市券商自营业务合计实现净收入 479 亿元，占比 26%，同比下降 20.6%。经纪业务受交投低迷及平均佣金率走低影响，实现业务净收入 446 亿元，占比 24%，同比下降 16.9%。信用业务在风险集聚升级下规模边际收缩，加大风险控制力度，实现净利息收入 167 亿元，占比 9%，同比下降 32.7%。投行监管趋严，规模承压，节奏放缓，实现净收入 190 亿元，同比下降 29.1%，占比 10%。资管业务转型主动管理，前三季度实现净收入 208 亿元，占比 11%，同比增长 5.3%，保持逆市增长态势。其他业务实现净收入 354 亿元，占比 19%，同比增长 42.1%。

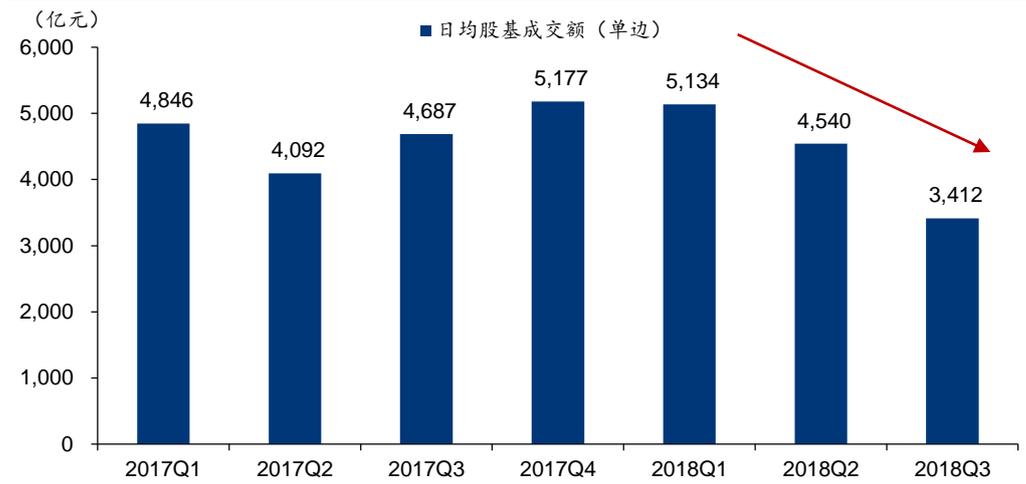
图表3：34 家上市券商 2018 年前三季度业务收入结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

经纪业务量价承压，贝塔属性较强，财富管理能力分化。受三季度两市成交量持续下滑以及佣金率走低影响，券商经纪业务收入延续下滑趋势，行业整体承压。2018 年前三季度，沪深两市 34 家上市券商经纪业务手续费净收入 446 亿元，同比下降 16.9%，上半年同比下降 4.3%，降幅扩大 12.6pct。基于前三季度业绩情况可以展望经纪业务方向：1. 经纪业务贝塔属性较重，大券商客户资源巩固，渠道优势显著，更具备穿越牛熊平滑周期的韧性；2. 行业综合业务实力分化，优质券商积极转型财富管理，核心为强化资金及资源集聚优势。服务内容上，从单一提供通道服务转为提供通道、产品、投顾等综合服务。服务模式上，从无差别“大众化”服务转为市场细分下的“个性化”服务。盈利模式上，从单一收取通道佣金转为高附加值产品服务下的佣金和收费并举。

**图表4：两市股基日均成交金额**

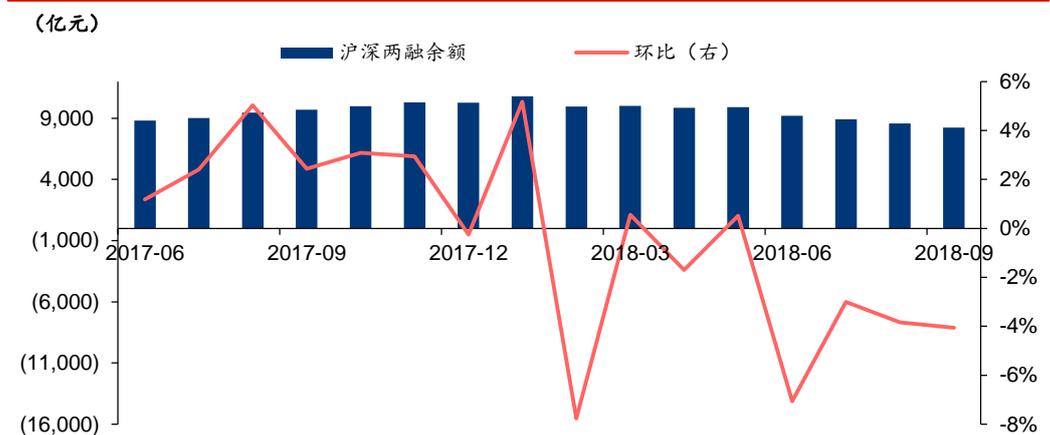


资料来源：Wind，华泰证券研究所

注：日均成交金额=当季股基成交金额/当季交易天数

**信用业务风险集聚下规模边际收缩，风控趋严规范发展。**自2018年5月以来，融资融券规模逐月下降。股市波动加剧下股票质押风险集聚升级，部分券商股票质押规模边际收缩。截至9月末，30家可比上市券商（因为基数原因，没有加入中信建投、南京证券、长城证券和华西证券的业务规模数据）买入返售金融资产余额合计6,774亿元，同比下降9.9%；融出资金余额合计6,271亿元，同比下降15.6%。部分券商业务规模收缩，叠加资金成本差上升，或引致利息净收入大幅下滑。34家上市券商前三季度累计利息净收入167亿元，同比下降32.7%。市场风险管控加强，部分券商股票质押和融资融券减值准备计提拖累业绩，但随监管和各地政府纾解股票质押风险的政策举措陆续落实，股票质押风险得到释放，券商信用业务压力相对缓释。

**图表5：沪深两市融资融券余额及环比变动**



资料来源：Wind，华泰证券研究所

**投行业务受监管趋严、节奏放缓，盈利承压。**尽管前三季度股权类再融资和债券融资整体规模相对平稳，但IPO融资规模承压。投行综合竞争力差异导致业绩分化加剧，大型券商降幅相对较小。2018前三季度34家上市券商投行业务收入190亿元，同比下降29.1%。在深化并购重组市场化改革、引导重点支持行业融资等监管政策陆续出台背景下，投行经营环境边际改善。

**资产管理业务逆市上涨，去通道规模承压，主动管理能力分化。**资管业务去通道、去嵌套的监管政策陆续出台，压缩通道类业务空间，券商资管受通道类业务收缩影响整体规模承压。因主动管理转型带动费率提升，前三季度券商资管业务净收入逆规模收缩趋势同比提升。2018年前三季度34家上市券商资管净收入208亿元，同比增长5.3%，其中上升和下降券商数量基本持平。华西证券、东方证券和华安证券同比增速排名前列，国元证券、长江证券、浙商证券同比降幅较大。行业内部分化的主要因素有三：第一，当前资管业务收入以管理费为主，规模有优势的券商管理费收入具有韧劲；第二，长期看业务向主动管理转型，主动管理实力较强的券商享有比较优势；第三，部分券商资管业务发力资产支持证券业务线等创新型品种，业务种类丰富开辟盈利增长点。

**自营业务显著拖累业绩，贝塔属性下投资能力分化。**2018第三季度股市震荡走弱，债市出现波段性和结构性行情，衍生品市场日趋成熟。2018年前三季度34家上市券商共实现投资净收益479亿元，同比下降20.6%。券商自营收入分化趋势加剧。上市券商中第一创业、国金证券、申万宏源同比增速排名前列；海通证券、中国银河、东方证券同比降幅相对较高。我们预计三方面因素导致了自营业务净收入分化的情况：1.从涨跌幅差异可看出，预计固收仓位配置成功且固收配置有传统优势的券商更能把握债市环境，获得较强收益；2.各家券商投资风格存在差异，激进的投资风格在市场整体下行过程中承压较多，而稳健的投资风格穿越牛熊更强；3.部分券商，特别是综合实力领先的大券商，加强另类投资，灵活运用各种金融工具和衍生品进行风险管理，开拓多市场多元化投资策略，有效分散对冲投资风险，克服市场下跌带来的不利影响。

## 费用控制能力剖析：成本刚性盈利受限，减值损失计提大幅增长

上市券商整体营业支出上升，成本控制能力分化。2018 前三季度，34 家上市券商营业支出合计 1,221 亿元，同比+4.4%，总成本率为 66.2%，同比+10.6pct。合计管理费用 929 亿元，同比下降 6.0%，管理费率为 50.3%，同比+3.4pct。上市券商整体营业支出上升，拖累利润增长。其中，资产减值损失/信用减值损失、其他业务成本分别同比上升 118.5%、51.6%，是推动支出上涨的主要因素。各券商之间成本控制能力分化。我们将 34 家上市券商按照前三季度总成本率排名，大型券商中招商、广发、华泰和国泰君安控费能力居行业前列。

图表6：2018 年前三季度 34 家上市券商费用一览表

| 证券   | 营业收入<br>(亿元) | 营业支出<br>(亿元) | 总成本率 | 较去年同期变动 | 管理费率 | 较去年同期变动 |
|------|--------------|--------------|------|---------|------|---------|
| 华西证券 | 20.2         | 9.7          | 48%  | 2.0pct  | 48%  | 2.1pct  |
| 招商证券 | 77.9         | 40.4         | 52%  | 5.7pct  | 50%  | 4.8pct  |
| 广发证券 | 113.6        | 59.2         | 52%  | 6.8pct  | 50%  | 5.7pct  |
| 华泰证券 | 125.2        | 67.0         | 54%  | 2.9pct  | 48%  | -0.7pct |
| 申万宏源 | 93.7         | 52.2         | 56%  | 4.0pct  | 53%  | 3.3pct  |
| 国泰君安 | 167.9        | 94.3         | 56%  | 10.9pct | 44%  | 2.4pct  |
| 东兴证券 | 22.1         | 12.8         | 58%  | 4.9pct  | 56%  | 2.5pct  |
| 国信证券 | 63.4         | 39.1         | 62%  | 13.6pct | 51%  | 6.9pct  |
| 中国银河 | 63.3         | 39.3         | 62%  | 8.3pct  | 56%  | 7.1pct  |
| 中信建投 | 78.1         | 48.9         | 63%  | 11.8pct | 52%  | 2.4pct  |
| 国金证券 | 25.0         | 15.8         | 63%  | -1.1pct | 61%  | -2.1pct |
| 华安证券 | 12.2         | 7.8          | 64%  | 17.3pct | 56%  | 9.9pct  |
| 中信证券 | 272.1        | 176.0        | 65%  | 3.4pct  | 42%  | 0.4pct  |
| 南京证券 | 9.0          | 6.0          | 66%  | 8.9pct  | 59%  | 2.8pct  |
| 财通证券 | 23.5         | 16.2         | 69%  | 15.5pct | 69%  | 17.9pct |
| 兴业证券 | 45.8         | 31.7         | 69%  | 11.1pct | 63%  | 8.2pct  |
| 海通证券 | 161.8        | 112.0        | 69%  | 13.5pct | 39%  | 2.7pct  |
| 长城证券 | 20.4         | 14.4         | 71%  | 6.8pct  | 58%  | -3.2pct |
| 光大证券 | 58.5         | 41.9         | 72%  | 16.8pct | 64%  | 10.5pct |
| 浙商证券 | 26.1         | 18.7         | 72%  | 3.6pct  | 46%  | 5.2pct  |
| 西部证券 | 16.3         | 12.0         | 74%  | 16.5pct | 65%  | 10.4pct |
| 国元证券 | 16.3         | 12.1         | 75%  | 20.7pct | 65%  | 13.6pct |
| 西南证券 | 18.3         | 14.7         | 80%  | 15.6pct | 66%  | 3.7pct  |
| 长江证券 | 35.8         | 28.9         | 81%  | 23.9pct | 71%  | 17.3pct |
| 方正证券 | 37.1         | 30.6         | 83%  | 19.9pct | 72%  | 11.1pct |
| 中原证券 | 12.7         | 10.5         | 83%  | 17.7pct | 59%  | 9.9pct  |
| 国海证券 | 14.9         | 12.7         | 86%  | 19.7pct | 69%  | 10.2pct |
| 天风证券 | 19.9         | 17.1         | 86%  | 11.2pct | 70%  | -1.5pct |
| 东方证券 | 65.7         | 56.7         | 86%  | 27.6pct | 55%  | 1.1pct  |
| 东吴证券 | 25.2         | 22.6         | 90%  | 24.8pct | 50%  | 9.7pct  |
| 第一创业 | 12.6         | 11.3         | 90%  | 17.4pct | 81%  | 10.4pct |
| 东北证券 | 41.4         | 38.2         | 92%  | 14.2pct | 34%  | -5.4pct |
| 山西证券 | 43.5         | 42.1         | 97%  | 13.7pct | 23%  | -6.6pct |
| 太平洋  | 6.4          | 7.9          | 122% | 37.5pct | 124% | 39.1pct |

1. 总成本率=营业支出/营业收入

2. 管理费率=管理费用/营业收入

资料来源：Wind，华泰证券研究所

管理费用和减值损失为主要支出，市场环境影影响减值损失承压。券商营业支出包括税金及附加、管理费用、信用/资产减值损失和其他业务成本，前三季度34家上市券商的各项支出分别占营业总支出比例为1%、76%、6%和17%，管理费用和信用/资产减值损失为支出主体。2018年股票质押业务风险集聚下，资产减值损失计提大幅增加。券商减值损失存在差异。我们将34家上市券商按照前三季度信用/资产减值损失占营业支出比例降序排名。西南、中信建投和国信的信用/资产减值损失占营业支出比例较高。天风、财通、华西、太平洋和浙商前三季度减值损失冲回占比为负，东兴和广发减值损失占比较低。

图表7：2018年前三季度34家上市券商费用结构一览表

| 证券简称 | 营业支出<br>(亿元) | 税金及附加<br>(亿元) | 占比   | 管理费用<br>(亿元) | 占比     | 信用/资产减值    |       | 其他业务成本<br>(亿元) | 占比    |
|------|--------------|---------------|------|--------------|--------|------------|-------|----------------|-------|
|      |              |               |      |              |        | 损失<br>(亿元) | 占比    |                |       |
| 西南证券 | 14.7         | 0.2           | 1.3% | 12.0         | 81.7%  | 2.4        | 16.5% | 0.1            | 0.5%  |
| 中信建投 | 48.9         | 0.6           | 1.2% | 40.7         | 83.2%  | 7.6        | 15.5% | 0.0            | 0.1%  |
| 国信证券 | 39.1         | 0.7           | 1.8% | 32.5         | 83.0%  | 5.9        | 15.0% | 0.1            | 0.2%  |
| 海通证券 | 112.0        | 1.3           | 1.2% | 63.2         | 56.4%  | 12.6       | 11.2% | 34.9           | 31.2% |
| 西部证券 | 12.0         | 0.1           | 1.2% | 10.6         | 87.9%  | 1.3        | 10.9% | 0.0            | 0.0%  |
| 中原证券 | 10.5         | 0.1           | 1.0% | 7.5          | 71.8%  | 1.0        | 10.0% | 1.8            | 17.3% |
| 南京证券 | 6.0          | 0.1           | 2.0% | 5.3          | 88.8%  | 0.6        | 9.3%  | 0.0            | 0.0%  |
| 国元证券 | 12.1         | 0.4           | 3.4% | 10.6         | 87.2%  | 1.0        | 8.2%  | 0.1            | 1.2%  |
| 中国银河 | 39.3         | 0.7           | 1.8% | 35.3         | 89.8%  | 3.2        | 8.1%  | 0.1            | 0.3%  |
| 第一创业 | 11.3         | 0.1           | 1.2% | 10.2         | 90.5%  | 0.9        | 7.6%  | 0.1            | 0.7%  |
| 华安证券 | 7.8          | 0.2           | 2.1% | 6.8          | 86.2%  | 0.6        | 7.0%  | 0.4            | 4.7%  |
| 中信证券 | 176.0        | 1.3           | 0.8% | 113.0        | 64.2%  | 12.3       | 7.0%  | 48.8           | 27.7% |
| 方正证券 | 30.6         | 0.3           | 0.9% | 26.6         | 86.8%  | 2.1        | 6.7%  | 1.7            | 5.5%  |
| 长城证券 | 14.4         | 0.2           | 1.1% | 11.8         | 81.9%  | 0.9        | 6.4%  | 1.5            | 10.6% |
| 国泰君安 | 94.3         | 1.2           | 1.2% | 74.3         | 78.8%  | 5.4        | 5.8%  | 13.4           | 14.2% |
| 光大证券 | 41.9         | 0.5           | 1.1% | 37.6         | 89.9%  | 1.9        | 4.6%  | 0.2            | 0.4%  |
| 长江证券 | 28.9         | 0.3           | 1.1% | 25.6         | 88.6%  | 1.3        | 4.5%  | 1.7            | 5.8%  |
| 兴业证券 | 31.7         | 0.4           | 1.4% | 28.7         | 90.5%  | 1.3        | 4.2%  | 1.2            | 3.9%  |
| 东吴证券 | 22.6         | 0.2           | 1.0% | 12.6         | 55.9%  | 0.9        | 4.0%  | 8.8            | 39.1% |
| 华泰证券 | 67.0         | 1.1           | 1.6% | 60.4         | 90.2%  | 2.3        | 3.4%  | 3.2            | 4.8%  |
| 国海证券 | 12.7         | 0.2           | 1.7% | 10.2         | 80.3%  | 0.4        | 3.1%  | 1.9            | 14.9% |
| 东北证券 | 38.2         | 0.2           | 0.5% | 14.0         | 36.7%  | 1.2        | 3.0%  | 22.8           | 59.7% |
| 招商证券 | 40.4         | 0.7           | 1.7% | 38.7         | 95.9%  | 1.0        | 2.4%  | 0.0            | 0.0%  |
| 国金证券 | 15.8         | 0.1           | 0.9% | 15.2         | 96.7%  | 0.4        | 2.4%  | 0.0            | 0.0%  |
| 申万宏源 | 52.2         | 1.0           | 2.0% | 49.6         | 95.1%  | 0.9        | 1.8%  | 0.1            | 0.1%  |
| 东方证券 | 56.7         | 0.6           | 1.0% | 36.4         | 64.2%  | 1.0        | 1.7%  | 18.7           | 33.1% |
| 山西证券 | 42.1         | 0.1           | 0.3% | 10.0         | 23.7%  | 0.6        | 1.4%  | 31.5           | 74.7% |
| 东兴证券 | 12.8         | 0.2           | 1.6% | 12.5         | 97.2%  | 0.1        | 1.0%  | 0.0            | 0.2%  |
| 广发证券 | 59.2         | 0.8           | 1.3% | 56.9         | 96.1%  | 0.5        | 0.9%  | 0.0            | 0.0%  |
| 天风证券 | 17.1         | 0.2           | 1.0% | 14.0         | 81.7%  | -0.1       | -0.6% | 3.1            | 17.8% |
| 财通证券 | 16.2         | 0.1           | 0.8% | 16.2         | 100.1% | -0.1       | -0.9% | 0.0            | 0.1%  |
| 华西证券 | 9.7          | 0.1           | 1.5% | 9.8          | 101.0% | -0.2       | -2.5% | 0.0            | 0.0%  |
| 太平洋  | 7.9          | 0.1           | 1.4% | 8.0          | 101.6% | -0.2       | -3.1% | 0.0            | 0.0%  |
| 浙商证券 | 18.7         | 0.2           | 0.9% | 11.9         | 63.8%  | -0.6       | -3.3% | 7.2            | 38.6% |

注：信用/资产减值损失= 资产减值损失 + 信用减值损失

资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 展望：政策边际改善，业绩底部磨砺，关注优质券商投资机会

**政策环境边际改善，监管加快推出稳定市场和支持引导各业务链条发展的政策举措。**证监会从三个维度加快推动资本市场改革相关政策举措：一是提升上市公司质量，加强上市公司治理。创造条件鼓励上市公司开展并购重组和回购，其中并购重组已推出“小额快速”并购重组审核机制、允许募集配套资金用于补充流动性和偿还债务以及试点定向可转债并购重组。二是优化交易监管，减少交易阻力。印花税法征求意见稿发布，将纳税人和税率调整权归国务院。证券交易印花税相机调控机制下，虽税率暂时维持不变，但为税率下调留有空间，或能提升市场景气程度。三是鼓励价值投资，引导保险、社保、各类证券投资基金和资管产品等增量中长期资金进入市场。此外，监管和各地政府纾解股票质押风险的政策陆续落实，股票质押风险释放，券商信用业务压力有望缓释。

**图表8：券商行业相关重点政策梳理**

| 日期                | 机构          | 要点   |
|-------------------|-------------|--|
| <b>纾解股票质押风险</b>   |             |  |
| 10月19日            | 国务院         | 刘鹤就当前经济金融热点问题接受采访：<br>1.政府高度重视股市的健康稳定发展，多措并举稳定市场预期；<br>2.鼓励地方政府管理的基金、合格PE、券商资管产品等纾解股权质押风险； |
| 10月21日            | 金融稳定发展委员会会议 | 加快完善资本市场基本制度，深入研究有利资本市场长期健康发展重大改革举措，成熟一项推出一项；  |
| 10月22日            | 证券业协会       | 由11家券商出资210亿设立母计划形成总计1000亿资管计划，纾解股权质押困难；   |
| 10月25日            | 银保监会        | 正式发布《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》，允许保险资金设立专项产品参与化解上市公司股票质押流动性风险，不纳入权益投资比例监管。                   |
| 10月26日            | 证监会         | 支持各类符合条件的机构发行专项公司债，募集资金专门用于纾解民营融资困境和股权质押风险。  |
| <b>加快推动资本市场改革</b> |             |  |
| 10月8日             | 证监会         | 推出“小额快速”并购重组审核机制；  |
| 10月12日            | 证监会         | 允许上市公司将募集配套资金用于补充流动性和偿还债务；   |
| 10月19日            | 证监会         | 刘士余主席表示将深化并购重组市场化改革；   |
| 10月20日            | 证监会         | 将IPO被否企业筹划重组上市的间隔期从3年缩短为6个月。   |
| 10月22日            | 证监会         | 发布《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法》，在统一标准、压实经营机构主体责任、强化重点风险防控等七方面进行了规则设定；                             |
| 11月1日             | 证监会         | 试点定向可转债并购支持上市公司发展。   |
| 11月2日             | 财政部、税务总局    | 发布《中华人民共和国印花税法(征求意见稿)》，证券交易印花税为成交金额的千分之一，纳税人和税率调整由国务院决定，并报全国人大常委会备案。                       |

资料来源：国务院，银保监会，证监会，证券业协会，华泰证券研究所

**市场在政策呵护下得到提振，有望改善券商业绩。**在政策组合拳呵护下，市场情绪有所提振，股票市场波动上行，交投活跃度边际回暖，券商各业务线经营环境边际修复。弱市环境下，部分券商积极顺应监管和环境稳妥推进各业务线升级转型，经纪业务向财富管理方向迈进，投行业务提质增效，信用业务强化风控准入，资管业务向主动管理等内涵式增长转型。随着股票质押风险释放、市场企稳、监管边际改善，以及各业务条线转型升级，券商业绩有望逐步改善。

**行业格局分化加速，优质券商综合实力强劲，有望在转型中攫取先机，强者恒强。**弱市环境下，行业格局分化加速，优势券商盈利和抗风险能力凸出，表现相对稳健。优质券商业务布局稳健均衡，综合实力强劲，创新业务布局前瞻，在业务转型中有望攫取先机，保持良性发展。我们预计2018年大券商（中信、国君、海通、广发、招商）PB 0.9-1.4倍，PE 18-22倍，关注优质券商价值投资机会，推荐中信、广发。

## 风险提示

- 1、政策风险。证券行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏。
- 2、市场波动风险。公司经纪、自营及资管业务与股市及债市环境高度相关，市场持续低迷和波动将会影响证券公司业绩。
- 3、利率风险。固定利率工具使公司面临公允价值利率风险，浮动利率工具使公司面临现金流利率风险。

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com