



长城证券

GREAT WALL SECURITIES

弱市下业绩触底且分化加剧，创新 政策红利共振下明年将轻装上阵

图说券商2018年12月及全年营收数据初步测算及投资建议

长城证券研究所 非银行金融行业

分析师：刘文强

执业证书编号：S1070517110001

联系人（研究助理）：张永

从业证书编号：S1070118090027

2019.1.10

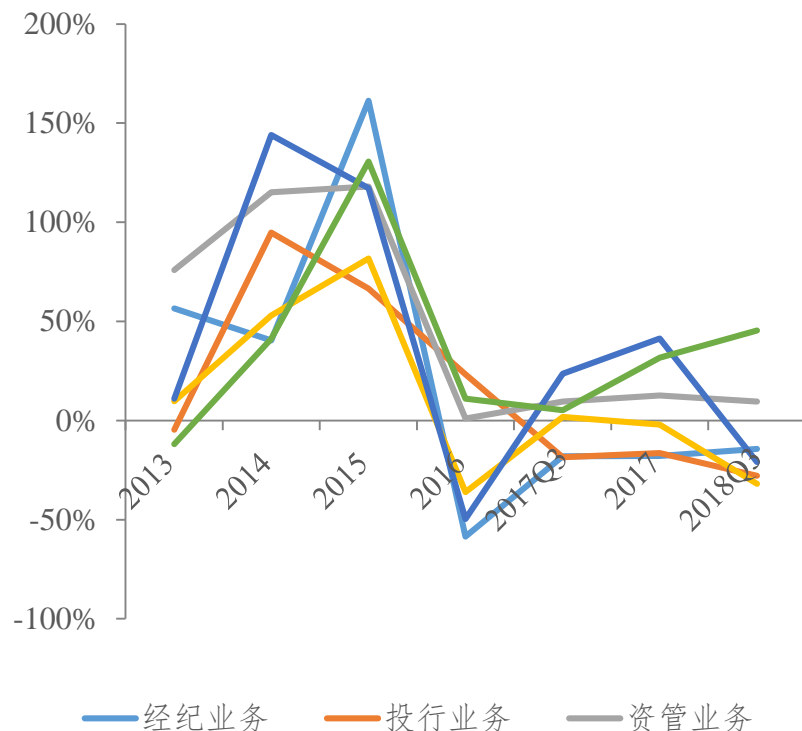
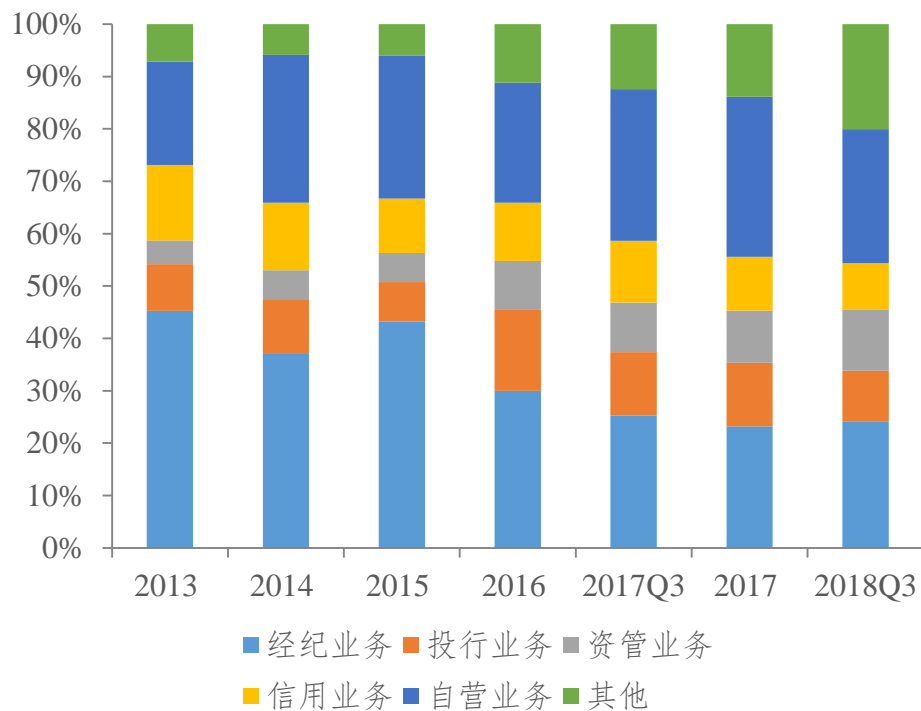
核心观点

- 严监管边际放松、金融市场双向开放的广度深度不断超预期，创新业务预期不断开启。12月，A股整体下跌，沪深300指数12月下跌5.11%；债市上行。市场活跃度下降，12月日均股基成交额3168.54亿元，环比下降21.66%，同比下降9.14%；2018年累计股基成交额1005663.38亿元，日均股基成交额4138.53亿元，同比降低17.64%。在一二级市场整体普遍低迷的背景下，上市券商2018年业绩下滑成大概率事件。
- 券商业绩分化加剧，截至1月10日晚，含金控的全口径37家券商已公布12月业绩数据，可比口径下，本月券商单月营收环比上升64.7%，净利润环比下降6.46%，自营业绩、经纪业务、债券承销下滑拖累12月利润回暖。马太效应增强，从公布的营收数据来看，CR5和CR10的营收占比分别为44.68%、71.32%。截至1月10日晚，直接上市的32家券商已公布12月营收数据，可比口径下，单月营收环比上升65.64%，净利润环比上升7.55%。马太效应增强，从公布的营收数据来看，可比口径下，CR5和CR10的营收占比分别为45.66%、72.89%。
- 随着沪伦通不断推进落地，资本市场开放程度进一步深入，约8000多亿的纾困基金不断落地，股权质押风险得到逐步化解，并购重组“小额快审”、股指期货松绑、期权产品扩容、股票回购政策、科创板推出并拟实行注册制等有利因素增多。且从前期兴业证券资产计提来看，2018年I9预期信用损失模型，减值更前瞻、计提更充分，而旧会计准则券商，2018年报减值或将大幅高于前三季度，2019年将轻装上阵；而叠加金融板块处于估值底部，已具备长期配置价值。
- 倾向龙头券商
 - Q3显示基金增持非银板块，需重视行业边际变化，中信证券等龙头股是持仓重点；
 - 并购重组“小额快审”、试点科创板等政策利好项目储备丰富的龙头券商，有利于提升ROE；
 - 对外开放加深，首批券商参与CDR转换测试，未来有望受益；
 - 今年以来标准化金融资产搭台，纵深推进多层次资本市场建设，“自下而上”的创新格局正在逐步形成，金融创新严格限定在资本实力强与公司治理优良的大券商序列，都有利于少数龙头券商，将开启黄金年代，并有望享受溢价。
- 目前大券商PB处于1.23倍低位附近，有望成为板块估值、行情修复的重要驱动力。

投资建议

- **2018年12月中采制造业PMI继续回落0.6个百分点至49.4%，降至收缩区间。PMI数据回落预示着2018年四季度和今年一季度经济下行压力有所加剧，未来政策将更加注重逆周期调节，稳定总需求，相关逆周期调节政策或进一步加码，而1月4日则是开启了降准第一枪，预计释放资金约为1.5万亿。财政政策方面，今年减税（增值税为主）降费（社保费率调降为主）累计有望超去年总体水平，预计在1.3万亿以上。我们认为货币政策预调微调，将会出现向稳增长切换的过程，逐渐由灵活适度转向稳健略宽松，本周央行降准已经逐步验证了我们的逻辑思路，总体上我们认为将追求经济高质量发展完全建立在必要的经济增速上，实现经济增速与质量的辩证统一。我们认为，叠加科创板等政策快马加鞭推进，券商板块预计在非银板块中最受益，战略性看多券商板块配置。**
- **券商中报折射出新信息，重资产类业务的经营能力分化是上半年业绩分化的重要因素。其中投资类更是重要推手，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，使得券商业绩对市场波动的共振性大大增强，以衍生品为工具开展风险对冲，降低方向性投资业务所导致的风险敞口，三季报显示已经验证了我们的判断，全年在市场大幅波动背景下，这方面的差距将愈发明显，马太效应将持续强化，少数龙头券商强对冲能力彰显卓越成色。**
- **秉承以业务结构多元化、均衡化来选股，首选少数龙头及逆势向好的券商：**
 - 首选业绩相对优良、业务结构均衡化、多元化的龙头大券商
 - ✓ 重点推荐中信证券、华泰证券、国泰君安、广发证券及中金公司等，互联网券商东方财富证券（前三季度实现营业总收入23.79亿元，同比增长34.76%；归属于母净利8.01亿元，同比增长75.02%），部分为关联方券商未列出。
- **风险提示：中美贸易摩擦波动风险；宏观经济下行风险；股市系统性下跌风险；监管政策风险**

2018年前三季度上市券商营收结构及同比增速情况



■ **特征：2018年前三季度，券商资管业务与其他业务收入占比提升，投行、经纪、信用业务占比收缩。**

12月营收环比改善

- **12月：**单月数据方面，有可比业绩的31家上市券商，合计实现单月营业收入267.79亿元，环比上升64.7%，同比下降1.97%；单月净利润合计64.6亿元，环比下降6.46%，同比下降29.89%；累计数据方面，有可比业绩的31家券商前12月营业收入合计1778.62亿元，同比下降20.26%，前12月净利润合计603.4亿元，同比下降28.01%。券商单月营收增长，主要来源于自营固收类投资与资管业务的季度利息收入确认；营收与净利增速的分化，主要源于大额股票质押减值损失的计提。

■ 营收指标

- **12月：**16家券商实现同比正增长，其中中国海证券以219.18%领涨，其余还有国金证券（168.04%），海通证券（113.34%）。环比方面，28家券商实现环比正增长，其中华鑫股份以198.65%领涨，其余还有东兴证券（174.29%），财通证券（172.34%）。
- **当年累计：**2家券商实现同比正增长，其中申万宏源（8.48%）领涨，其余还有方正证券（8.33%）等。

■ 净利润指标

- **12月：**16家券商实现净利润环比正增长，东兴证券（299.67%）领涨，华泰证券（224.91%）、国泰君安（148.53%）等涨幅较大；有13家同比正增长，中国银河（597.06%）领涨，山西证券（539.56%），东兴证券（193.43%）等涨幅较大。
- **当年累计：**有2家券商实现同比正增长，其中申万宏源以17.11%领涨，其余还有方正证券（1.37%）等。

12月整体业绩环比改善（直接上市券商）

- **12月：**单月数据方面，有可比业绩的27家上市券商，合计实现单月营业收入262.01亿元，环比上升65.64%，同比上升2.72%；单月净利润合计72.84亿元，环比上升7.55%，同比下降17.66%；累计数据方面，有可比业绩的27家券商前12月营业收入合计2186.7亿元，同比下降13.4%，前12月净利润合计623.86亿元，同比下降30.66%。
- **营收指标**
 - **12月：**16家券商实现同比正增长，其中中国海证券以219.18%领涨，其余还有国金证券（168.04%），海通证券（113.34%）。环比方面，26家券商实现环比正增长，其中东兴证券以174.29%领涨，其余还有财通证券（172.34%），华泰证券（169.48%）。
 - **当年累计：**3家券商实现同比正增长，其中山西证券（27%）领涨，其余还有东北证券（21.74%）、国泰君安（1.52%）等。
- **净利润指标**
 - **12月：**16家券商实现净利润环比正增长，东兴证券（299.67%）领涨，华泰证券（224.91%）、国泰君安（148.53%）等涨幅较大；13家券商实现同比正增长，中国银河（597.06%）领涨，山西证券（539.56%），东兴证券（193.43%）等涨幅较大。
 - **当年累计：**0家券商实现同比正增长。

注：本页为数据均为直接上市券商数据，累计数据统计口径为前三季度+10月&11月&12月业绩数据

2018年券商12月营收初步合并数据（营收排名）

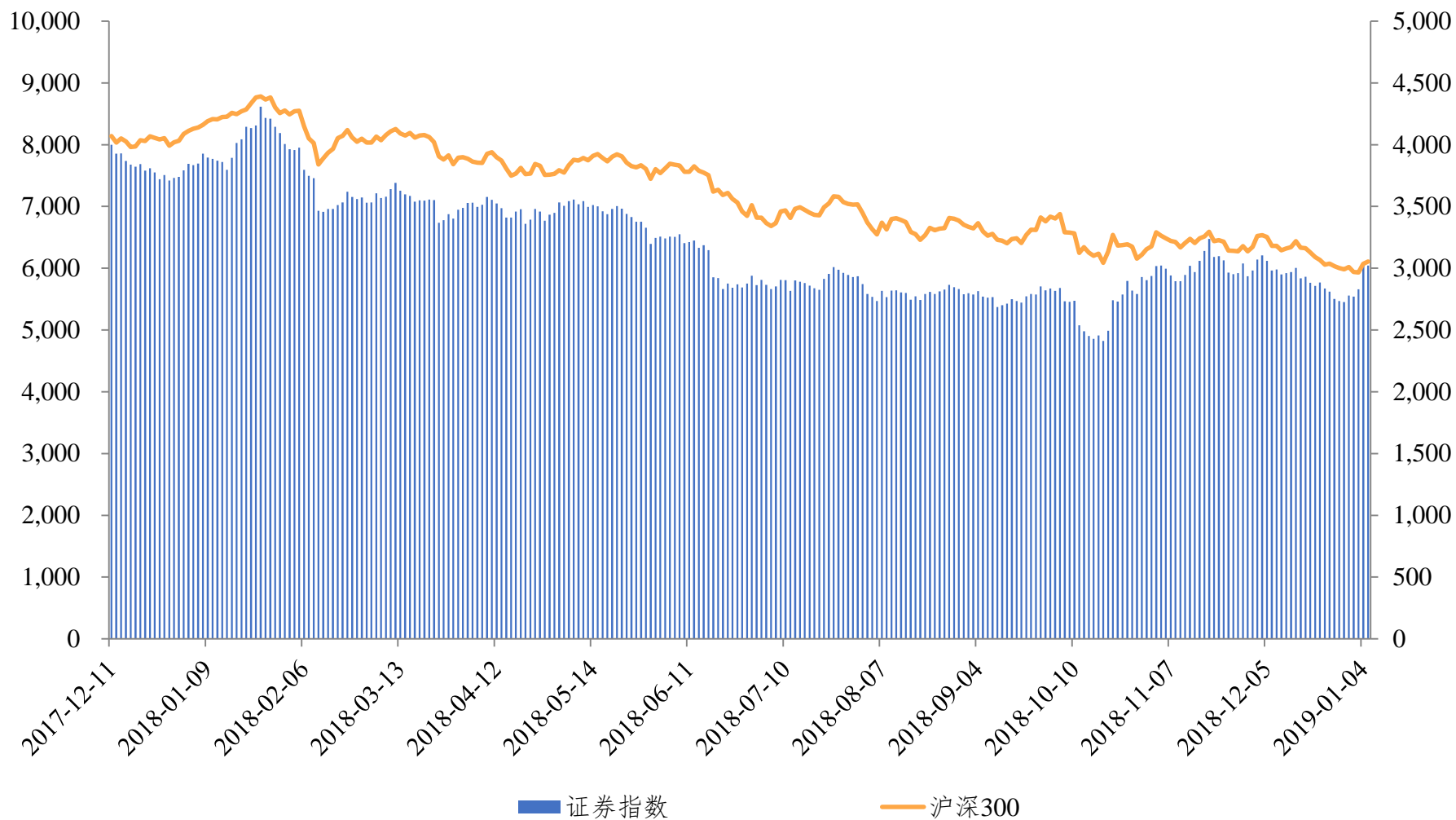
名称	本月营业收入			当年累计营业收入		本月净利润			当年累计净利润		总市值(亿元)	PB	月度涨幅(%)
	金额(亿元)	同比(%)	环比(%)	金额(亿元)	同比(%)	金额(亿元)	同比(%)	环比(%)	金额(亿元)	同比(%)			
国泰君安	32.96	59.67	158.87	194.93	-1.02	12.07	44.25	148.53	74.07	-17.02	1334.98	1.08	-4.49
海通证券	25.55	113.34	92.03	126.21	-4.11	10.30	125.31	37.10	60.45	-8.06	1012.15	0.86	-6.78
华泰证券	22.59	-48.24	169.48	150.40	-24.52	11.16	-54.20	224.91	73.51	-29.15	1336.74	1.29	-3.57
中信证券	22.51	-9.26	-0.91	207.96	-3.10	6.52	-25.72	-61.31	85.20	-6.27	1939.92	1.27	-5.10
招商证券	16.02	21.44	50.18	102.54	-11.31	6.16	18.51	25.77	42.05	-16.34	897.72	1.38	-2.47
申万宏源	15.69	-6.26	68.67	123.72	8.48	2.88	-44.26	0.20	52.16	17.11	917.21	1.33	-8.33
国信证券	15.52	18.81	58.34	92.40	-22.51	7.06	10.71	32.55	33.16	-27.53	686.34	1.46	-6.69
中国银河	15.14	74.32	58.47	87.65	-16.02	6.34	597.06	32.93	29.25	-19.86	691.36	1.06	-11.20
中信建投	13.30	-	76.19	-	-	4.67	-	67.13	-	-	666.00	1.41	-15.12
广发证券	12.83	-43.46	30.87	112.45	-28.19	3.49	-69.11	-16.04	45.25	-36.77	966.35	1.13	-5.93
光大证券	12.17	8.49	49.90	63.77	-13.60	6.77	22.59	128.50	21.16	-36.55	404.37	0.83	-12.12
兴业证券	8.72	57.20	89.65	48.22	-45.32	-1.58	-2280.72	-764.52	11.27	-57.24	310.73	0.94	-8.30
方正证券	8.35	67.49	71.87	54.27	8.33	-0.03	-101.67	-101.92	14.58	1.37	437.12	1.15	-2.93
国金证券	6.72	168.04	111.55	34.28	-15.28	1.87	177.51	88.48	9.77	-15.67	216.54	1.12	-8.09
东吴证券	6.24	80.60	121.88	27.38	-0.88	0.71	50.03	0.40	4.26	-44.43	201.00	0.98	-6.42
东方证券	6.01	-49.15	17.68	53.69	-39.46	0.30	-86.89	-83.10	12.55	-61.72	557.39	1.08	-13.65
东兴证券	5.70	32.10	174.29	29.57	-9.09	2.20	193.43	299.67	10.53	-19.56	263.66	1.35	-8.87
东北证券	5.01	83.86	156.62	22.24	-4.28	-0.73	30.07	-1565.21	1.63	-68.67	146.51	0.97	-8.21
国元证券	4.70	10.53	86.25	20.95	-40.33	1.99	46.34	60.54	5.02	-58.29	234.91	0.94	-12.20
天风证券	4.36	-	131.02	-	-	0.05	-	-86.76	-	-	322.71	2.60	1.63
财通证券	3.74	-6.81	172.34	28.85	-	0.67	-43.87	134.24	7.92	-	259.13	1.32	-8.26
西南证券	3.53	10.26	160.22	23.72	-22.52	-2.70	-551.26	-12964.70	1.03	-85.10	196.45	1.03	-8.90
长城证券	3.01	-	101.86	23.28	-	0.60	-	91.65	5.69	-	307.55	1.86	-5.26
哈投股份	2.41	-36.13	34.17	11.85	-7.83	-0.39	-137.16	-135.53	-1.90	-156.33	93.83	0.74	-5.72
国海证券	2.12	219.18	20.84	12.62	-29.16	-0.66	57.04	-215.94	0.08	-97.30	183.80	1.35	3.32
山西证券	2.07	73.80	22.03	14.60	-25.93	0.93	539.56	146.41	2.83	-46.86	167.46	1.35	-8.36
华西证券	2.03	-	30.23	24.00	-	0.09	-	-59.45	7.95	-	219.71	1.20	-7.72
浙商证券	1.99	-17.34	-3.08	21.62	-	0.27	-16.08	-35.49	5.55	-	242.00	1.78	-11.68
第一创业	1.82	-15.97	83.45	14.26	-34.21	-0.40	-240.24	-1699.99	2.05	-53.32	189.83	2.15	-0.55
华鑫股份	1.79	-32.02	198.65	10.15	-	-0.31	-53.12	-87.17	-1.39	-	93.15	1.49	-5.69
西部证券	1.52	-54.22	-18.02	19.35	-32.32	-0.99	-268.01	-493.04	3.35	-55.10	268.59	1.53	-9.66
华安证券	1.47	-29.10	-3.74	13.96	-27.20	0.35	-13.58	-39.92	4.17	-35.85	170.91	1.38	-5.60
长江证券	1.32	-78.32	-67.72	37.98	-25.17	-2.11	-515.40	-448.30	3.63	-75.46	284.77	1.09	-8.85
南京证券	1.11	-	-9.34	-	-	-0.21	-	-168.74	-	-	239.16	2.26	-4.50
太平洋	0.82	-66.56	-14.04	7.66	-40.92	-6.50	-1534.01	-5336.68	-9.23	-894.03	169.73	1.51	-10.43
中原证券	0.75	-39.10	-28.39	9.39	-34.56	-1.05	-4391.37	-478.40	-0.54	-112.57	164.82	1.64	-6.99
越秀金控	0.73	-	-56.95	12.61	-	-1.29	-	-571.47	-2.48	-	219.40	1.14	-2.57

2018年券商12月营收初步合并数据（营收排名）

名称	本月营业收入			当年累计营业收入			本月净利润			当年累计净利润		总市值（亿元）	PB	月度涨幅（%）
	金额(亿元)	同比(%)	环比(%)	金额(亿元)	同比(%)	环比(%)	金额(亿元)	同比(%)	环比(%)	金额(亿元)	同比(%)			
国泰君安	32.96	59.67	158.87	222.16	1.52		12.07	44.25	148.53	77.56	-21.65	1334.98	1.08	-4.49
海通证券	25.55	113.34	92.03	204.00	-9.59		10.30	125.31	37.10	59.27	-28.14	1012.15	0.86	-6.78
华泰证券	22.59	-48.24	169.48	165.12	-15.80		11.16	-54.20	224.91	65.00	-21.72	1336.74	1.29	-3.57
中信证券	22.51	-9.26	-0.91	329.84	-8.49		6.52	-25.72	-61.31	104.07	-10.72	1939.92	1.27	-5.10
招商证券	16.02	21.44	50.18	109.99	-13.86		6.16	18.51	25.77	43.31	-21.48	897.72	1.38	-2.47
申万宏源	15.69	-6.26	68.67	124.69	-2.94		2.88	-44.26	0.20	42.16	-10.29	917.21	1.33	-8.33
国信证券	15.52	18.81	58.34	94.44	-19.34		7.06	10.71	32.55	33.30	-26.78	686.34	1.46	-6.69
中信建投	13.30	-	76.19	105.60	-		4.67	-	67.13	30.40	-	666.00	1.41	-15.12
广发证券	12.83	-43.46	30.87	141.27	-27.96		3.49	-69.11	-16.04	52.24	-42.09	966.35	1.13	-5.93
光大证券	12.17	8.49	49.90	80.01	-11.82		6.77	22.59	128.50	22.22	-35.41	404.37	0.83	-12.12
兴业证券	8.72	57.20	89.65	60.08	-27.39		-1.58	-2280.72	-764.52	9.11	-65.63	310.73	0.94	-8.30
方正证券	8.35	67.49	71.87	53.41	-6.84		-0.03	-101.67	-101.92	6.72	-56.16	437.12	1.15	-2.93
国金证券	6.72	168.04	111.55	37.03	-13.48		1.87	177.51	88.48	10.65	-11.09	216.54	1.12	-8.09
东吴证券	6.24	80.60	121.88	37.34	-2.79		0.71	50.03	0.40	4.07	-57.11	201.00	0.98	-6.42
东方证券	6.01	-49.15	17.68	80.14	-19.46		0.30	-86.89	-83.10	12.37	-65.93	557.39	1.08	-13.65
东兴证券	5.70	32.10	174.29	31.62	-8.65		2.20	193.43	299.67	11.06	-15.10	263.66	1.35	-8.87
东北证券	5.01	83.86	156.62	50.14	21.74		-0.73	30.07	-1565.21	2.25	-62.68	146.51	0.97	-8.21
国元证券	4.70	10.53	86.25	24.22	-26.51		1.99	46.34	60.54	6.17	-46.40	234.91	0.94	-12.20
天风证券	4.36	-	131.02	26.76	-		0.05	-	-86.76	2.35	-	322.71	2.60	1.63
财通证券	3.74	-6.81	172.34	29.96	-23.22		0.67	-43.87	134.24	7.91	-43.71	259.13	1.32	-8.26
西南证券	3.53	10.26	160.22	24.16	-22.30		-2.70	-551.26	-12964.70	0.17	-98.04	196.45	1.03	-8.90
长城证券	3.01	-	101.86	26.01	-		0.60	-	91.65	5.87	-	307.55	1.86	-5.26
国海证券	2.12	219.18	20.84	19.38	-19.37		-0.66	57.04	-215.94	1.37	-67.36	183.80	1.35	3.32
山西证券	2.07	73.80	22.03	48.14	27.00		0.93	539.56	146.41	2.40	-44.19	167.46	1.35	-8.36
华西证券	2.03	-	30.23	25.16	-		0.09	-	-59.45	8.79	-	219.71	1.20	-7.72
浙商证券	1.99	-17.34	-3.08	31.79	-19.61		0.27	-16.08	-35.49	6.57	-32.89	242.00	1.78	-11.68
第一创业	1.82	-15.97	83.45	16.39	-6.50		-0.40	-240.24	-1699.99	1.09	-69.12	189.83	2.15	-0.55
西部证券	1.52	-54.22	-18.02	20.88	-32.25		-0.99	-268.01	-493.04	2.93	-65.78	268.59	1.53	-9.66
华安证券	1.47	-29.10	-3.74	15.77	-18.43		0.35	-13.58	-39.92	4.61	-36.16	170.91	1.38	-5.60
长江证券	1.32	-78.32	-67.72	42.40	-22.59		-2.11	-515.40	-448.30	3.89	-75.50	284.77	1.09	-8.85
南京证券	1.11	-	-9.34	12.06	-		-0.21	-	-168.74	2.40	-	239.16	2.26	-4.50
中原证券	0.75	-39.10	-28.39	14.93	-4.23		-1.05	-4391.37	-478.40	0.94	-77.91	164.82	1.64	-6.99

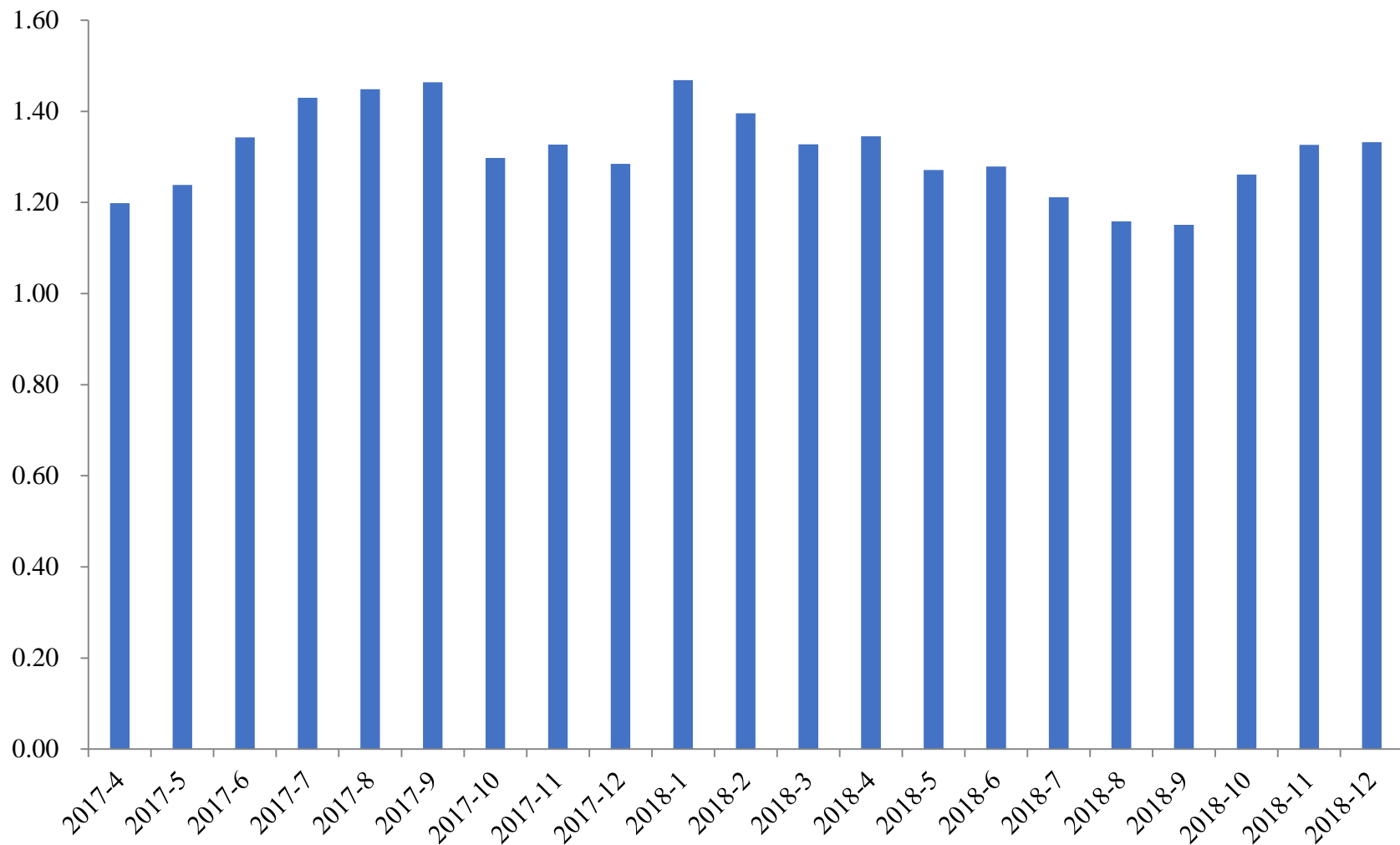
数据来源：wind，长城证券研究所，当年累计数据为前三季度+10月&11月&12月初步营收数据

12月券商板块指数承压下行



数据来源: wind, 长城证券研究所

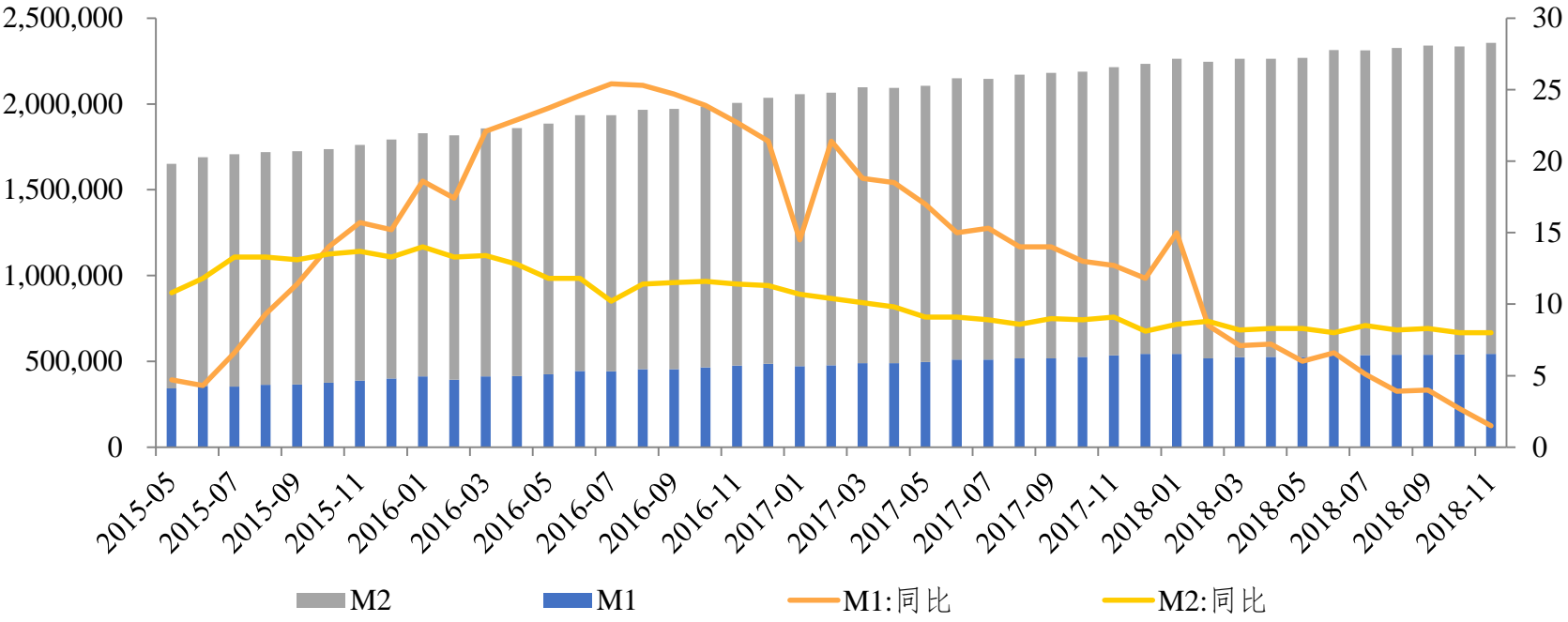
12月券商板块BETA指数回升



数据来源: wind, 长城证券研究所

宏观环境：实现经济增速与质量的辩证统一，经济政策将呈现拐点

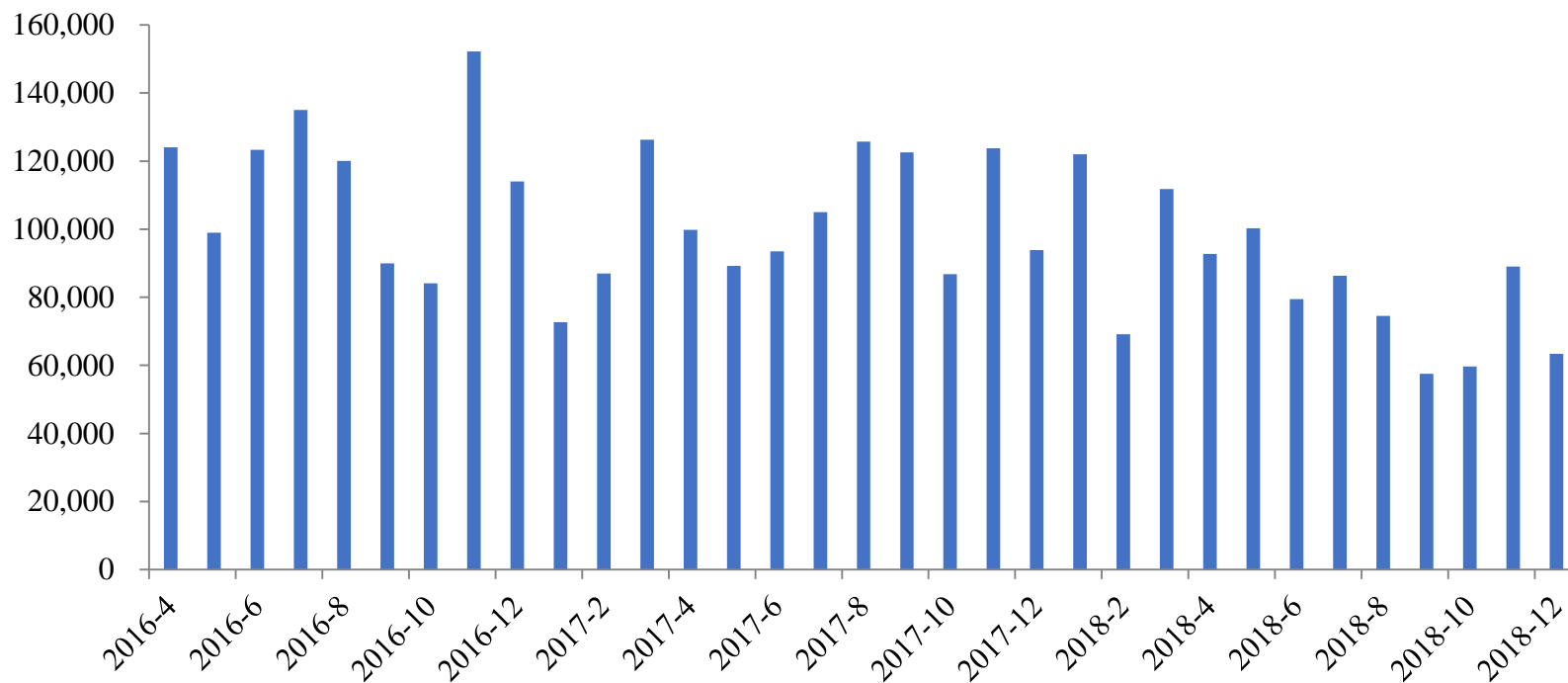
央行发布11月金融数据，金融机构新增人民币贷款12500亿元，同比增长11.61%，环比增长79.34%；新增社融规模15191.11亿元，环比增长104.47%，同比下降20.63%。11月广义货币（M2）余额181.32万亿元，同比增长8%，狭义货币（M1）余额54.35万亿元，同比增长1.5%，流通货币（M0）余额7.06万亿元，同比增长2.8%。新增人民币贷款、社融数据均改善，央行一月份决定降准1个百分点，将进一步刺激社融回暖。我们认为将追求经济高质量发展完全建立在必要的经济增速上，实现经济增速与质量的辩证统一，宏观经济政策将呈现拐点。



经纪业务：12月市场活跃度下降

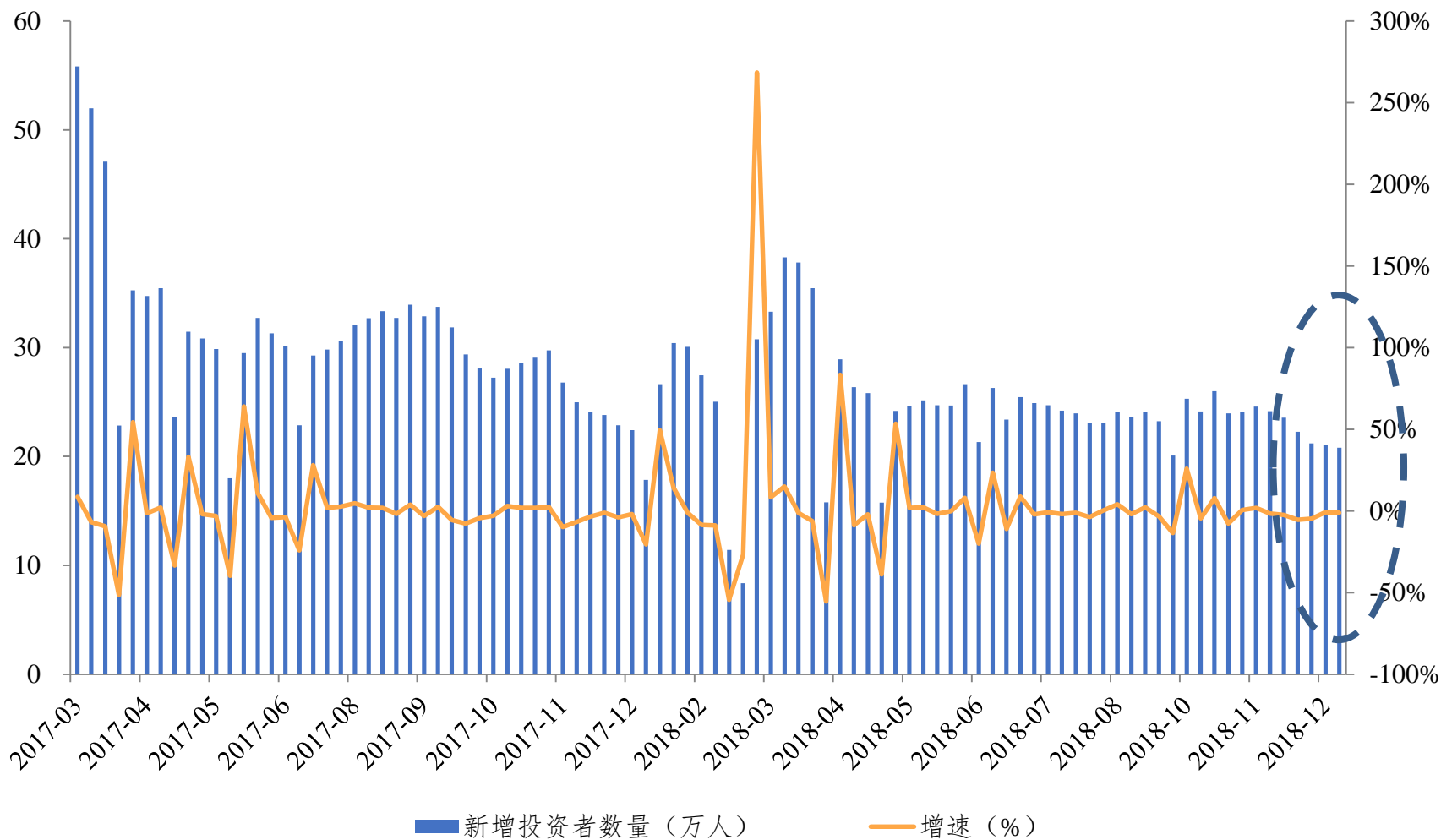
12月，A股整体下跌，沪深300指数12月下跌5.11%，市场活跃度下降，12月日均股基成交额3168.54亿元，环比下降21.66%，同比下降29.14%；2018年累计股基成交额1005663.38亿元，日均股基成交额4138.53，同比下降17.64%。

转型方面不断推进，包括中信证券在内的3家大型券商经纪业务部门改名财富管理，同时，也有龙头证券收购中小券商股权。未来，券商行业强者恒强、弱者愈弱的马太效应将会更显著。



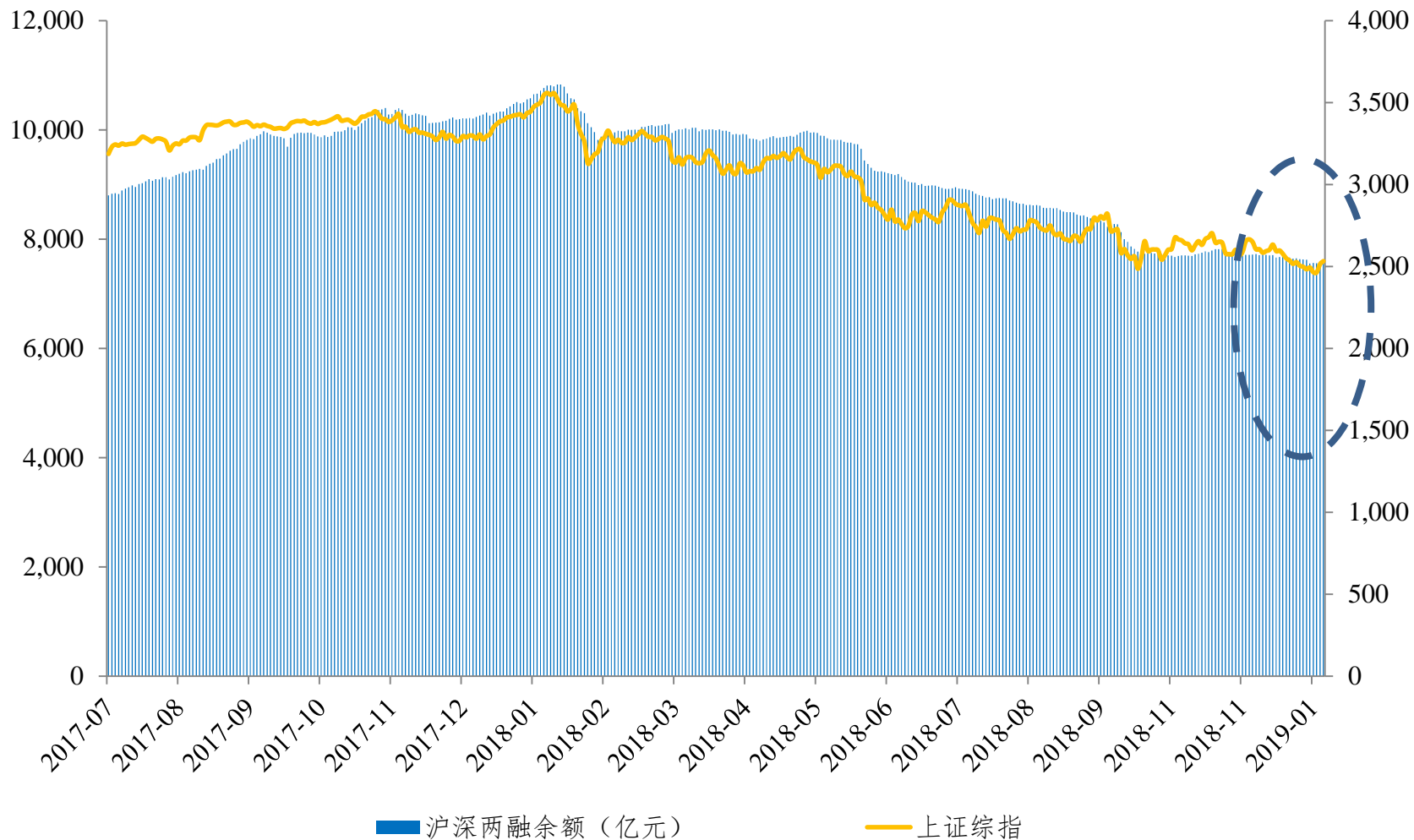
数据来源：wind，长城证券研究所

经纪业务：12月新增投资者数量环比增速下降



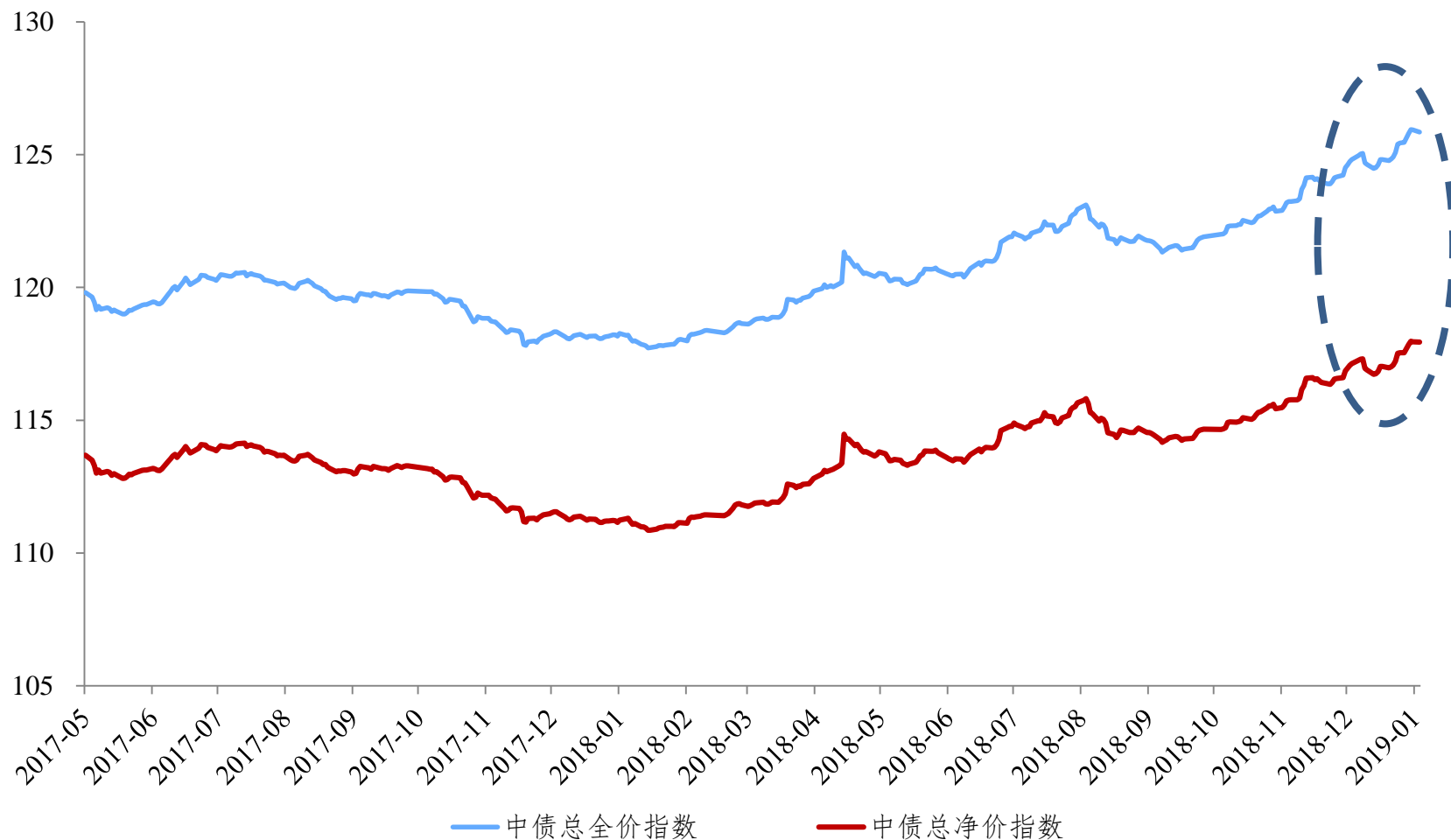
数据来源：wind，长城证券研究所

信用业务：两融余额再创新低



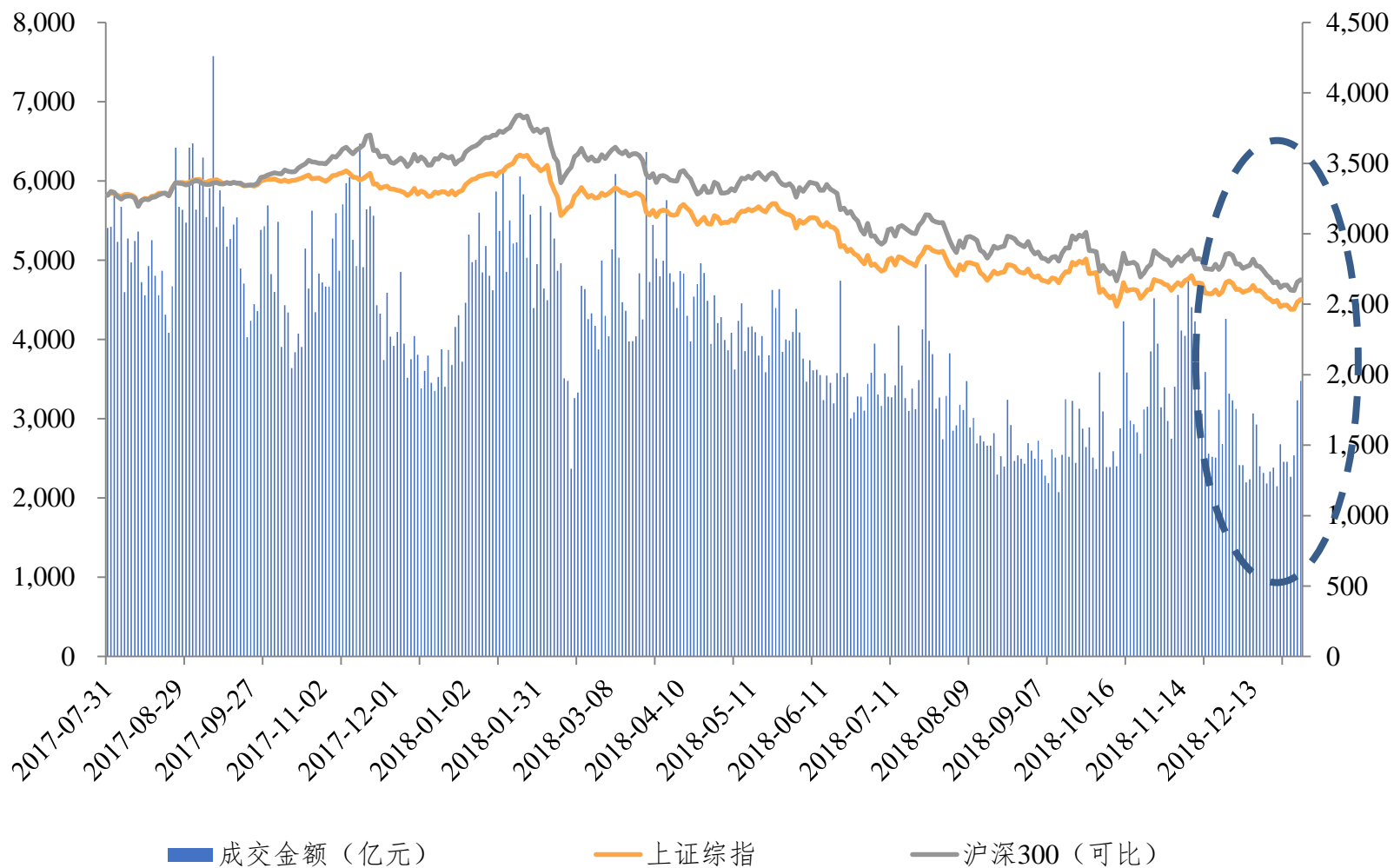
数据来源: wind, 长城证券研究所

自营业务：12月债市延续慢牛行情



数据来源：wind，长城证券研究所

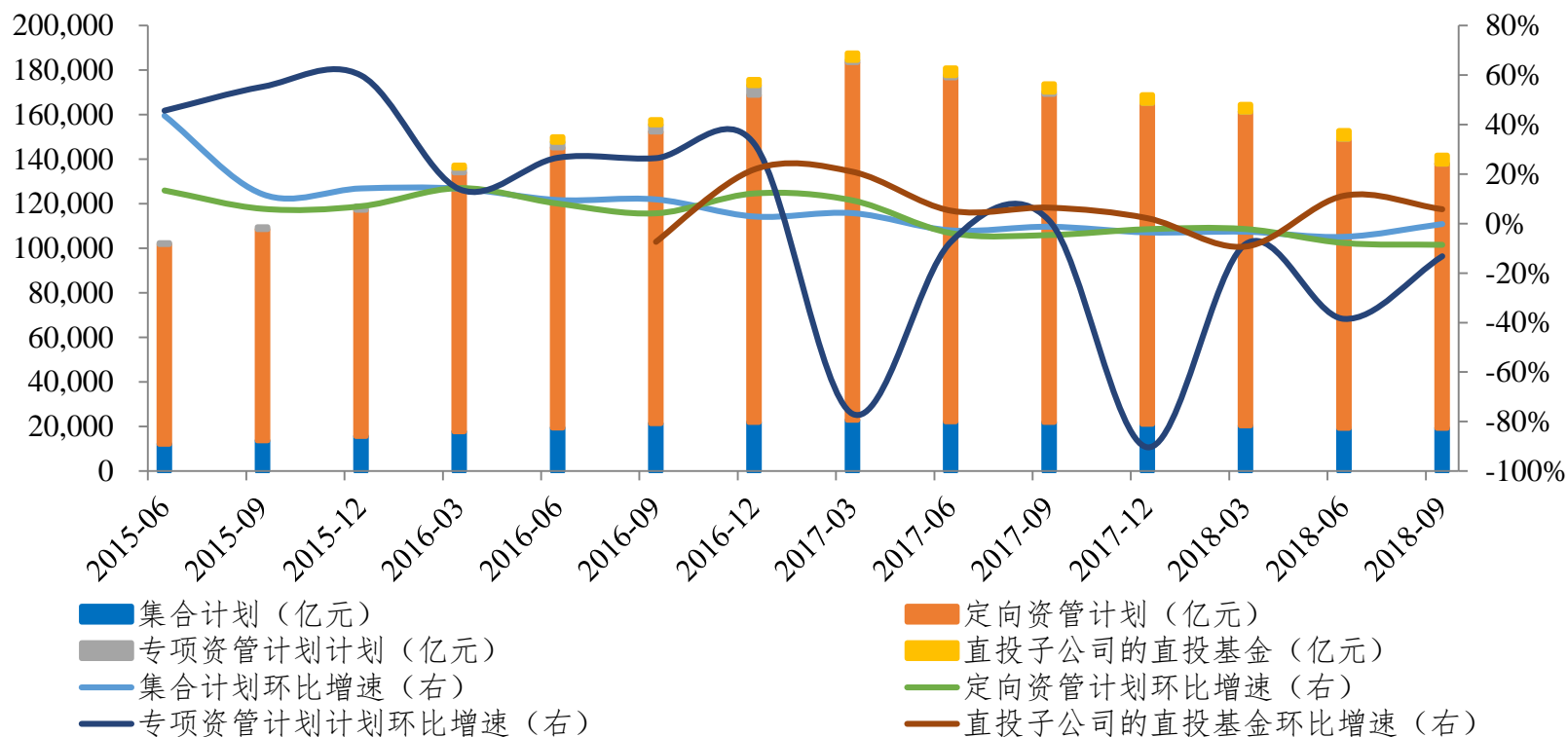
自营业务：股市小幅下行



数据来源: wind, 长城证券研究所

资管业务：规模持续缩水，“逐量”到“提质”转变

在严监管的大背景下，资管业务规模持续下滑，2018年末券商资管规模合计13.4万亿元，较上季度减少0.78万亿元，环比下滑5.5%。根据wind统计，12月新成立券商资管产品413个，环比下降12.68%，新产品发行份额144.5亿元，环比下降51.67%。预计整体资管业务规模持续调整，资管正从“逐量”到“提质”转变，主动调结构的龙头券商资管利润维持上升态势。



数据来源：wind，长城证券研究所

资管业务：12月产品发行份额下降

截至日期	新成立产品			股票型			混合型			债券型			货币市场型		另类投资型			
	总数	发行份额(亿份)	平均发行份额(亿份)	总数	发行份额(亿份)	平均发行份额(亿份)	总数	发行份额(亿份)	平均发行份额(亿份)	总数	发行份额(亿份)	平均发行份额(亿份)	总数	发行份额(亿份)	平均发行份额(亿份)	总数	发行份额(亿份)	
2018-12	413	144.50	2.12	1	15.00	15.00	21	8.83	1.47	197	118.22	2.00	188			6	2.45	1.22
2018-11	473	298.97	3.36	1	8.50	8.50	22	63.24	7.03	218	127.77	2.20	211			21	99.47	4.74
2018-10	465	107.09	1.95	0			10			229	83.92	2.10	209			16	23.16	1.54
2018-09	429	149.55	1.68	0			19	4.19	0.47	223	104.21	1.80	165			22	41.15	1.87
2018-08	513	178.97	1.77	1	1.48	1.48	18	4.19	0.70	292	106.02	1.74	169			33	67.29	2.04
2018-07	552	217.62	1.86	2	0.61	0.30	20	9.56	1.20	314	107.95	1.80	183	24.00	1.71	33	75.50	2.29
2018-06	485	166.72	1.89	3	1.61	0.54	18	4.21	0.60	273	103.54	1.88	179	33.00	3.00	12	24.36	2.03
2018-05	577	179.31	1.56	1			50	40.61	1.31	304	82.84	1.66	194	20.00	2.86	27	35.86	1.33
2018-04	563	222.93	1.70	1	0.55	0.55	43	19.64	1.31	321	87.72	1.31	151	12.93	1.62	44	102.10	2.55
2018-03	709	291.13	1.66	2	5.71	2.86	30	4.69	0.47	430	133.19	1.59	172	19.40	1.76	73	128.14	1.88
2018-02	360	101.81	1.73	1	0.30	0.30	14	3.90	1.30	220	47.64	1.59	97			27	49.96	2.00
2018-01	725	132.38	1.39	0			29	22.07	1.47	429	80.06	1.48	225			41	30.26	1.16
2017-12	645	259.56	1.55	1	1.12	1.12	40	32.56	1.92	323	89.94	1.47	200	35.31	2.08	80	100.63	1.42
2017-11	775	285.53	1.60	7	6.08	0.87	49	27.15	1.70	418	123.65	1.45	224	9.39	4.69	76	119.28	1.75

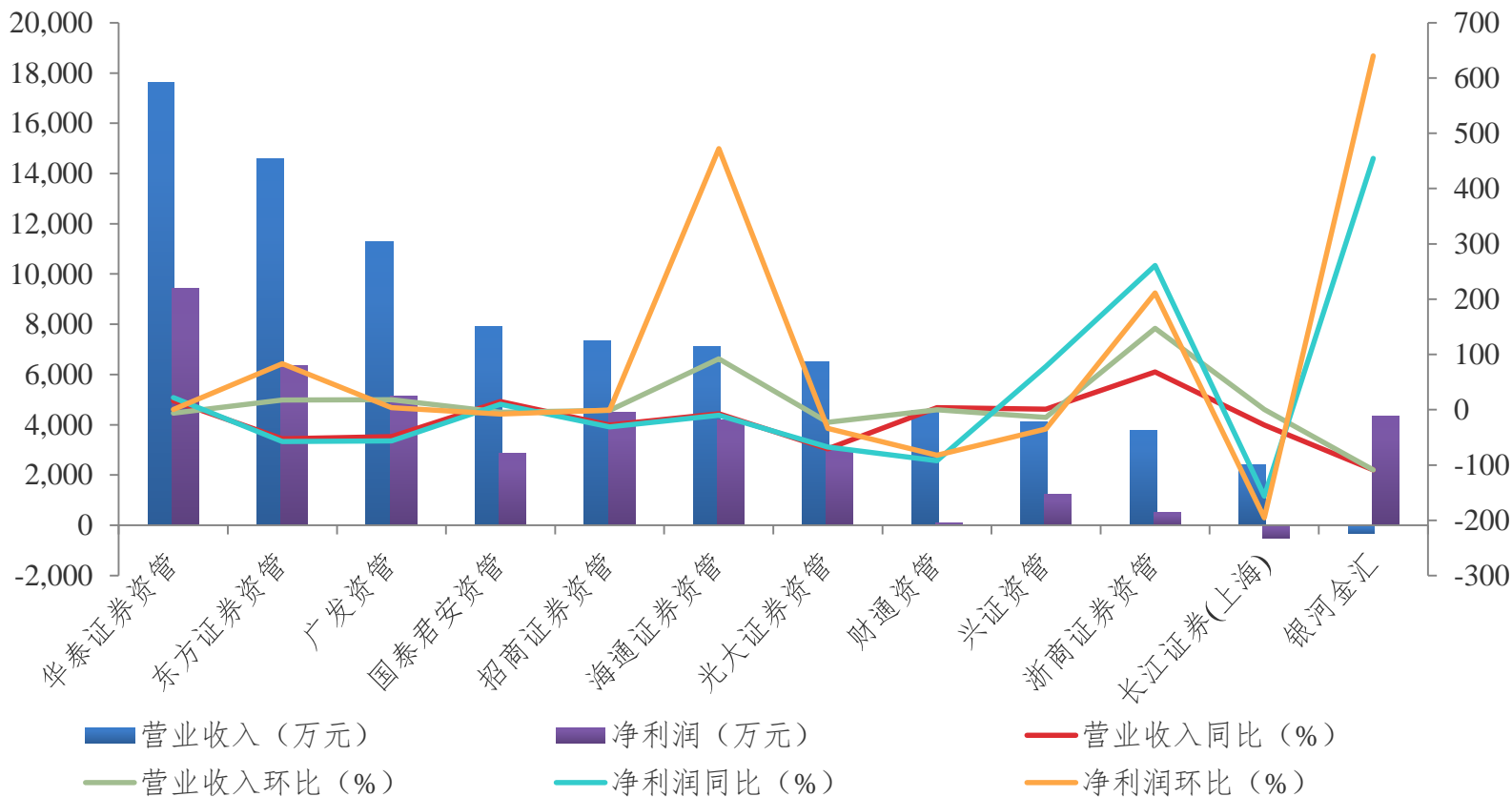
资管业务：竞技赛道开启，分化加剧

根据基金业协会公布的数据显示，中信证券2018年三季度月均资管规模为15115.87亿元，较二季度下滑5.94%，月均主动资管规模6043.75，较二季度下滑0.45%，双双排名位列第一，并均大幅领先于分别位列第二的国泰君安资管和申万宏源。

排名	机构	资产管理2018Q3月均规模（亿元）	机构	主动管理资产2018Q3月均规模（亿元）
1	中信证券	15115.87	中信证券	6043.75
2	国泰君安资管	7914.33	国泰君安资管	3006.22
3	申万宏源	7404.36	广发资管	2537.86
4	华泰证券资管	7108.06	华泰证券资管	2217.27
5	招商资管	6238.29	中信建投证券	1560.04
6	中信建投	6175.39	华融证券	1502.2
7	中银国际	5833.59	申万宏源	1443.12
8	广发资管	4111.25	中金公司	1334.06
9	海通资管	3040.39	光大资管	1127.84
10	安信证券	2969.08	中泰资管	1083.23
11	银河金汇资管	2778.03	东方资管	1039.82
12	上海光大资管	2693.35	招商资管	957.45
13	江海证券	2570.01	安信证券	842.17
14	方正证券	2509.06	海通资管	833.2
15	华福证券	2485.31	中银国际	776.6
16	华融证券	2287.37	财通证券	761.02
17	第一创业证券	2031.25	天风证券	721.83
18	渤海汇金资管	1984.52	银河金汇资管	719.73
19	长城证券	1978.88	长江资管	692.44
20	德邦证券	1909.29	长城证券	608.73

资管业务：资管子公司业绩改善，但分化加剧

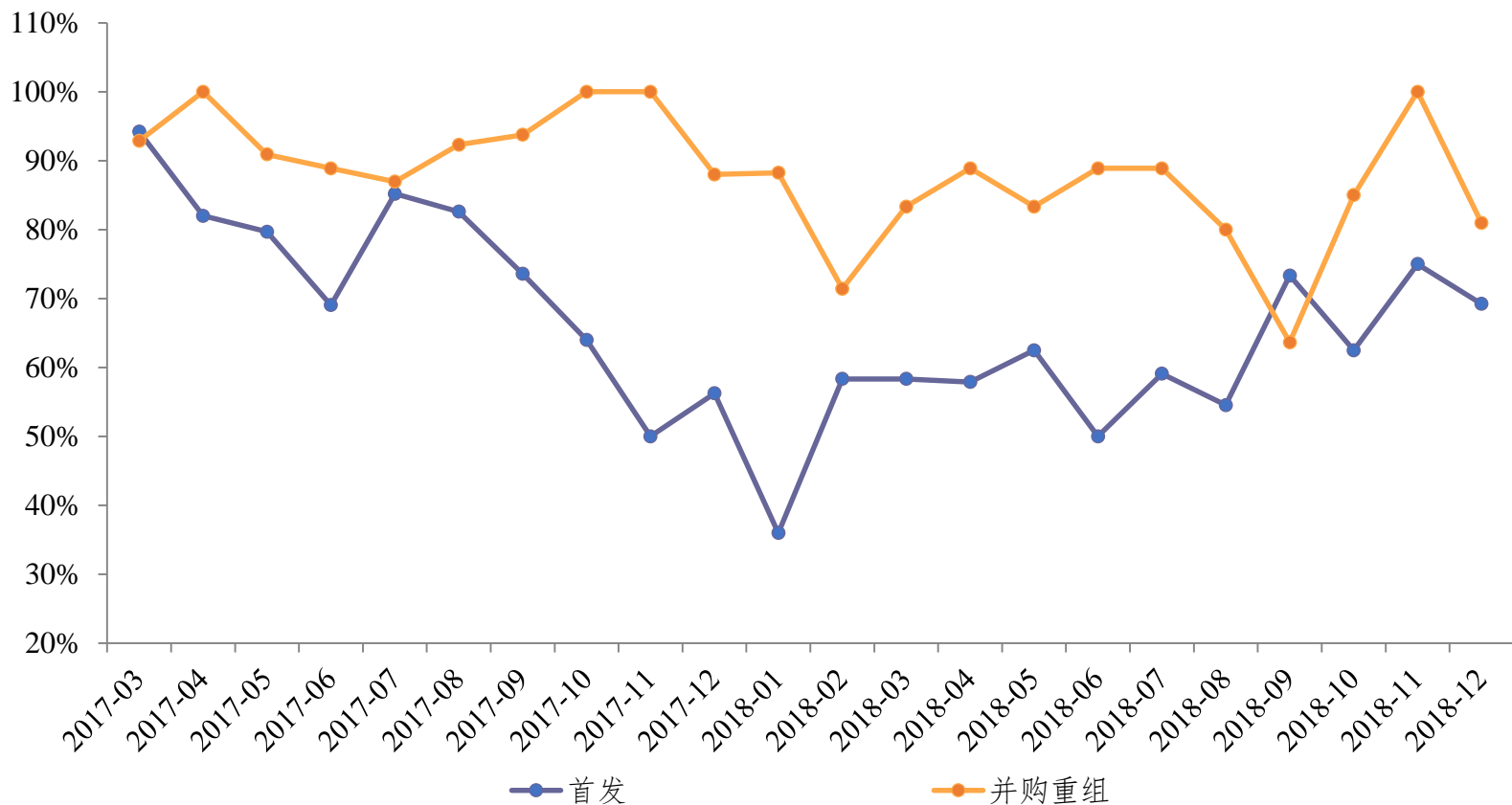
12月份数据显示，在12家上市券商资管子公司中，光大证券资管、国泰君安资管及华泰证券资管的营业收入名列前三。其中，光大证券资管以营收环比和同比分别为391.34%和-1.36%跻身第一位。净利润方面，华泰证券资管、光大证券资管及海通证券资管位列前三，环比增幅分别为98.37%、522.16%、107.15%。



数据来源: choice, 长城证券研究所

投行业务：12月IPO通过率下降

从投行业务来看，作为史上最严发审委上任后首个完整年份，2018年首发（IPO）过会率仅55.78%，创下最近9年新低，过会企业数量也处历史较低水平。数据显示，12月IPO通过率69.23%，较11月下降5.77pct，强监管趋势未变。

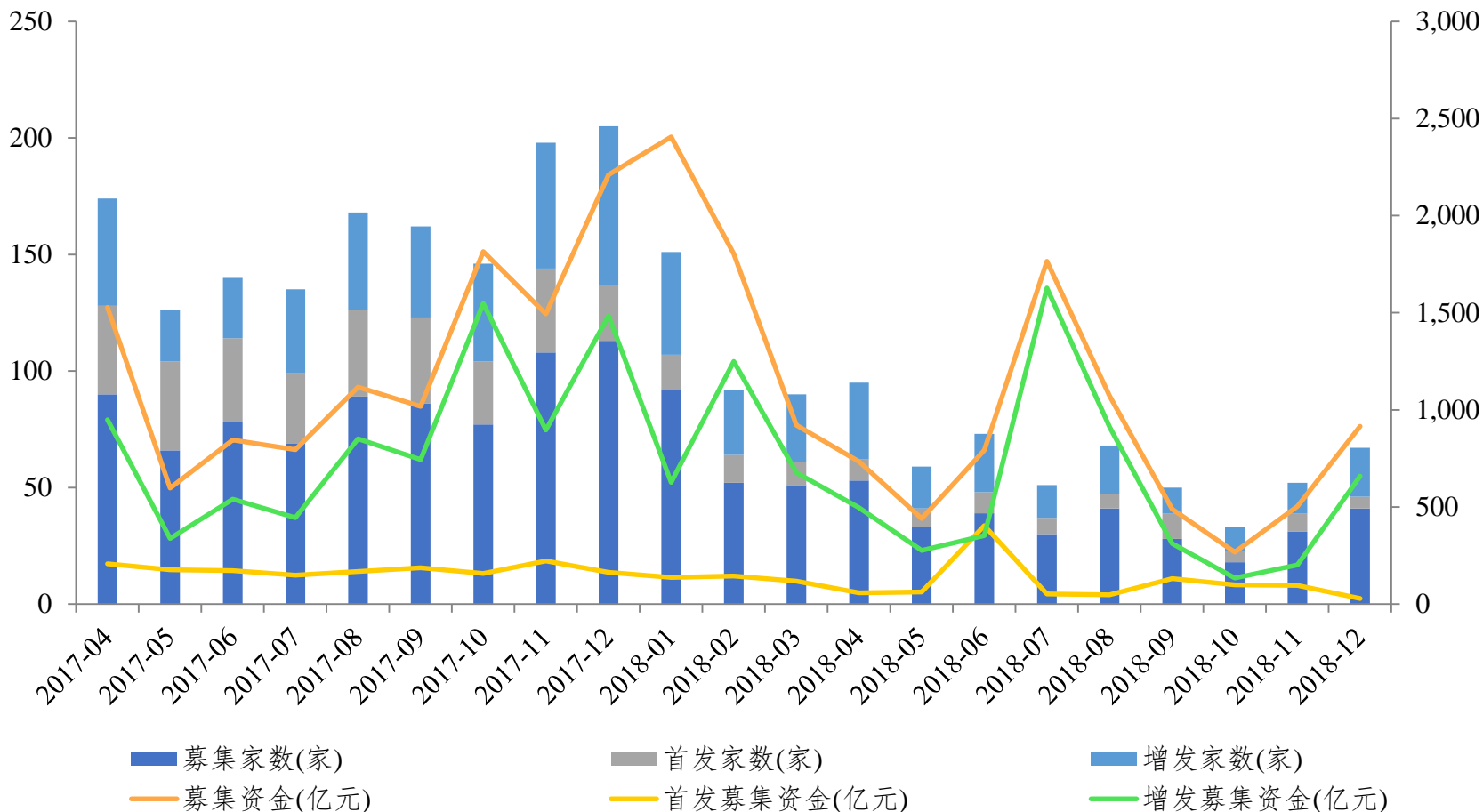


数据来源：wind，长城证券研究所

www.cgws.com | 21

投行业务：12月股权融资规模环比增长81.9%

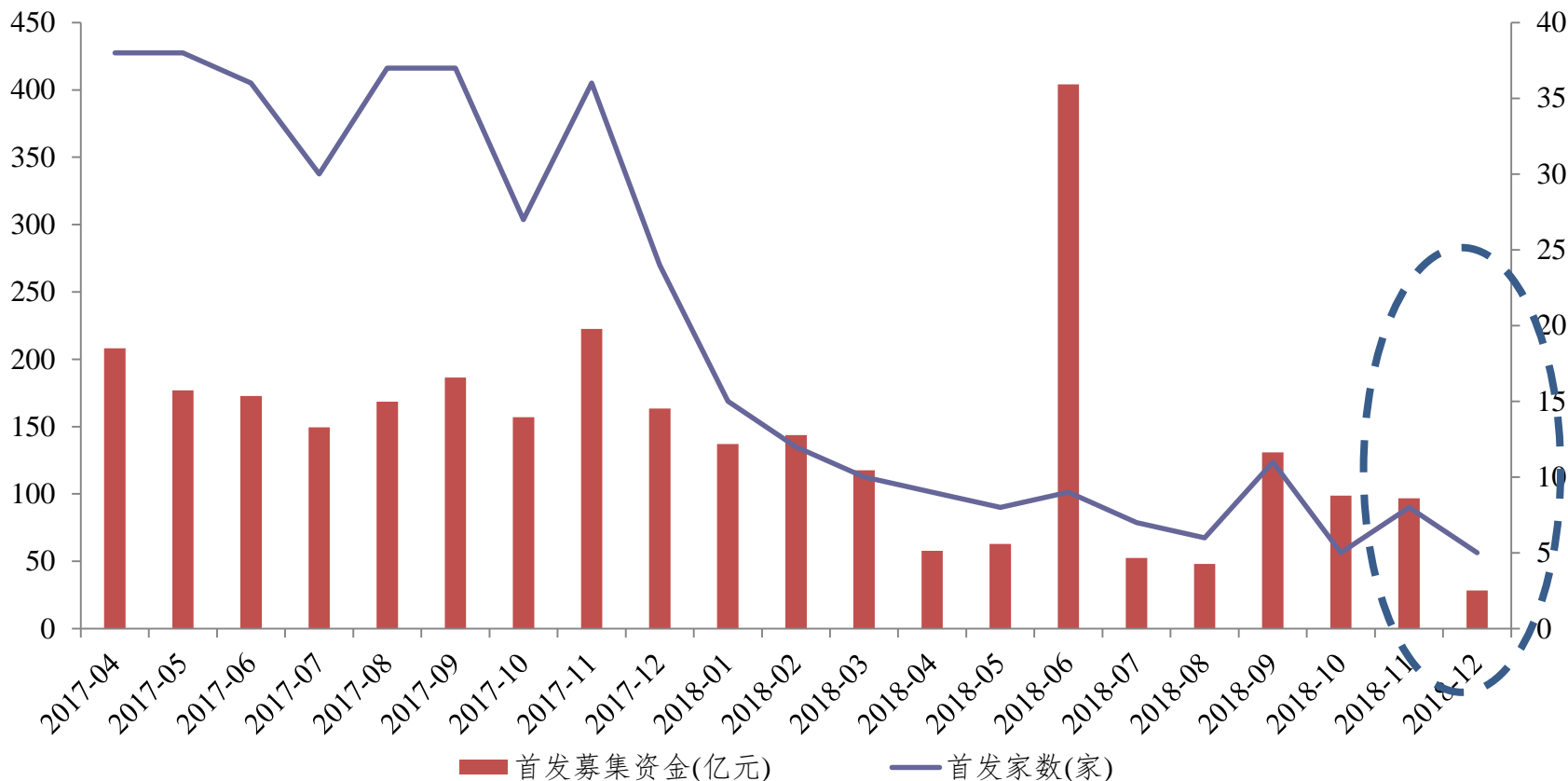
12月，股权融资规模合计915.6亿元，较11月份大幅增长，环比增幅81.9%。其中，增发募集资金658.58亿元，环比增长226.38%。IPO募资28.44亿元，环比下降70.61%。



数据来源：wind，长城证券研究所

投行业务：IPO下滑，科创板落地可期

数据显示，12月IPO规模下降。本月首发5家，比上月下降3家，首发募集资金28.44亿元，环比下降70.61%，同比下降82.59%。在科创板、GDR政策的推动下，券商IPO业务有望迎来春天，IPO业务集中度也将进一步提升。



数据来源：wind，长城证券研究所

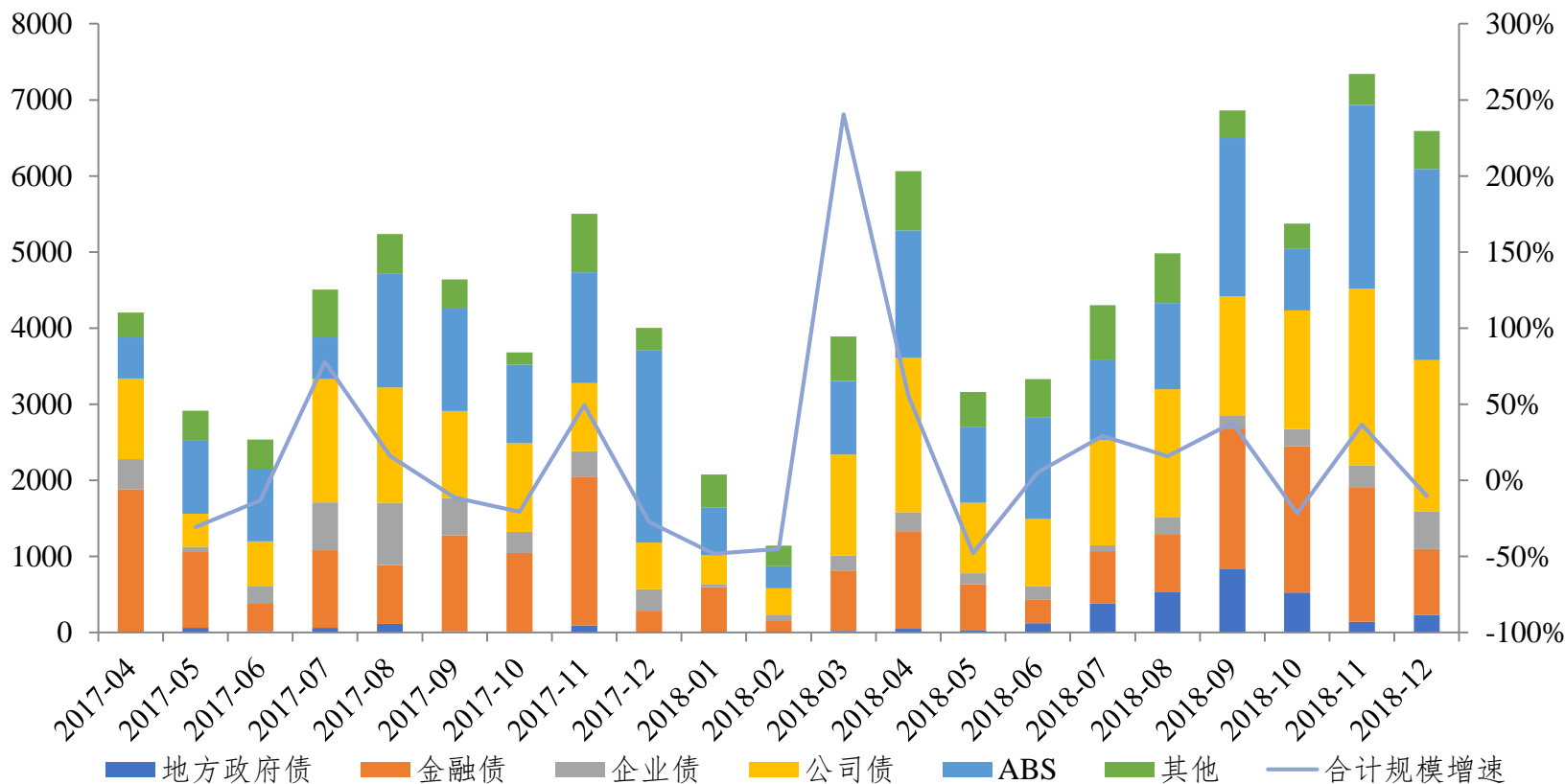
投行业务：12月券商IPO&并购重组通过率

主承销商	审核公司 总家次	其中联席 保荐家次	通过家 次	其中联席 保荐家次	未 通过家次	其中联席保 荐家次	其他家次	其中联席 保荐家次	通过率 (%)
中信证券	5	1	5	1	0	0	0	0	100%
中信建投	3	0	2	0	1	0	0	0	67%
海通证券	2	0	2	0	0	0	0	0	100%
国信证券	2	1	2	1	0	0	0	0	100%
国金证券	2	0	1	0	1	0	0	0	50%
华泰联合	2	0	2	0	0	0	0	0	100%
中金公司	2	1	2	1	0	0	0	0	100%
安信证券	2	0	2	0	0	0	0	0	100%
财富证券	1	0	1	0	0	0	0	0	100%
长城证券	1	0	1	0	0	0	0	0	100%
中信证券	5	1	5	1	0	0	0	0	100%
中信建投	3	0	2	0	1	0	0	0	67%

数据来源：wind，长城证券研究所

投行业务：债券承销规模下降

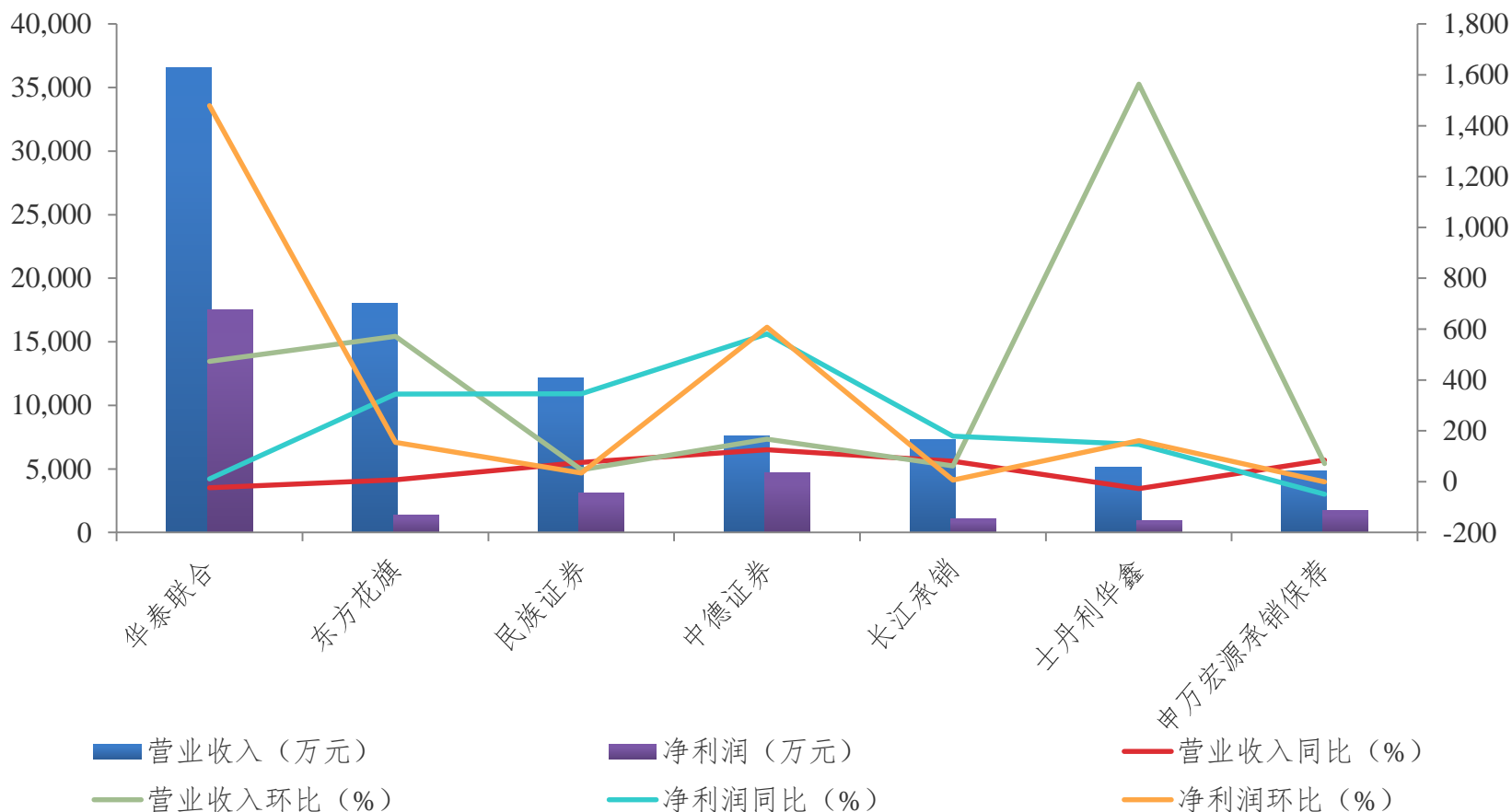
数据显示，12月债券承销规模下降。本月债券合计募集资金6590.03亿元，环比下降10.21%，同比上升64.58%。其中，金融债承销规模降幅最大，环比下降50.93%，是债券承销规模下降的主要推动力。



数据来源：wind，长城证券研究所

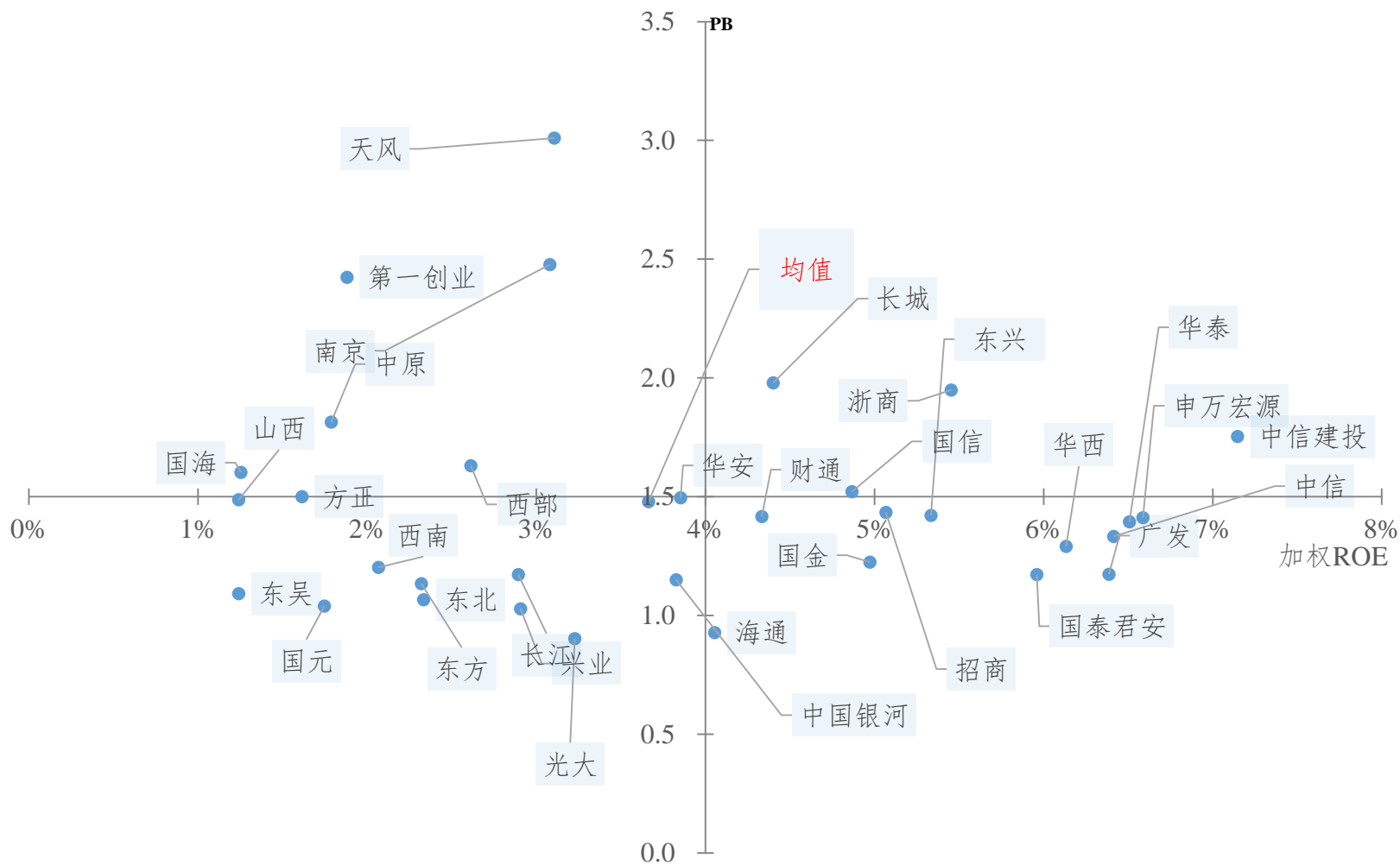
投行业务：投行子公司业绩改善

12月，在7家上市券商投行子公司中，华泰联合营收和净利润居榜首。7家投行子公司整体业绩环比改善，士丹利华鑫营收环比增幅最大（1563.24%），其次为东方花旗（572.01%），投行子公司业绩改善。



数据来源：wind，长城证券研究所

券商加权ROE与PB分布图



2018Q3显示券商配置处于低位

券商	国家队持股			证金持股			汇金持股		
	本期持股比例 (%)	持股比例变动 (%)	最新持仓市值(亿元)	本期持股比例 (%)	持股比例变动 (%)	最新持仓市值(亿元)	本期持股比例 (%)	持股比例变动 (%)	最新持仓市值(亿元)
申万宏源	29.22	0.00	258.71	3.17	0.06	28.08	26.05	0.00	230.64
中信证券	11.61	-1.35	195.75	3.69	-2.25	62.24	2.02	0.00	34.14
方正证券	7.47	0.00	33.15	3.18	0.00	14.12	1.69	0.00	7.48
中国银河	6.84	0.00	6.35	6.84	0.00	6.35			
华泰证券	6.34	-1.89	60.71	4.53	-1.89	43.42	1.80	0.00	17.29
招商证券	5.66	-2.07	38.58	4.08	-2.07	27.84	1.58	0.00	10.74
国金证券	5.53	-1.72	12.65	2.99	-1.91	6.84	1.55	0.00	3.53
广发证券	5.51	-0.64	43.59	3.85	-0.48	30.47	1.66	0.00	13.12
国元证券	5.23	-0.43	11.66	3.42	-0.26	7.62	1.81	0.00	4.04
光大证券	5.12	-1.75	19.69	3.53	-2.25	13.58	0.96	0.00	3.70
国信证券	4.91	0.00	36.39	0.92	0.08	6.79	0.60	0.00	4.47
太平洋	4.51	0.00	7.80	1.72	0.00	2.97	1.97	0.00	3.40
兴业证券	4.29	-2.07	14.60	2.96	-1.94	10.05	1.34	0.00	4.54
东北证券	4.26	0.00	6.75	2.51	0.00	3.98	1.75	0.00	2.77
海通证券	4.25	-2.71	33.81	4.25	-2.71	33.81			
东方证券	4.03	-2.57	18.36	4.03	-2.57	18.36			
国海证券	3.87	0.00	7.06	2.35	0.00	4.28	1.52	0.00	2.78
国泰君安	3.47	-2.27	43.07	3.47	-2.21	43.07			
东吴证券	3.10	-1.98	6.35	3.10	-1.98	6.35			
西南证券	3.10	0.00	6.78	1.99	0.00	4.36	1.11	0.00	2.42
长江证券	2.99	-0.22	9.29	2.99	-0.22	9.29			
东兴证券	2.99	-1.91	8.44	2.99	-1.91	8.44			
西部证券	1.75	0.00	5.18				1.75	0.00	5.18
山西证券	1.44	0.00	2.57				1.44	0.00	2.57

券商行业2019年业绩预测

2017A	2883.77	820.92	348.09	509.61	860.98	310.21	33.96	1129.95
YOY	-4.96%	-22.04%	-8.83%	-25.51%	51.46%	4.64%	-32.81%	-8.47%
	营业净收入	佣金净收入	利息净收入	承销业务净收入	自营净收入	资管净收入	投资咨询净收入	净利润
2018E	2251.31	635.39	212.33	351.63	731.83	291.60	28.53	689.27
YOY	-21.93%	-22.60%	-39.00%	-31.00%	-15.00%	-6.00%	-16.00%	-39.00%
悲观	营业净收入	佣金净收入	利息净收入	承销业务净收入	自营净收入	资管净收入	投资咨询净收入	净利润
2019E	1999.45	571.85	197.47	316.47	622.06	265.35	26.24	572.09
YOY	-11.19%	-10.00%	-7.00%	-10.00%	-15.00%	-9.00%	-8.00%	-17.00%
中性	营业净收入	佣金净收入	利息净收入	承销业务净收入	自营净收入	资管净收入	投资咨询净收入	净利润
2019E	2430.47	667.16	233.57	397.34	805.02	297.43	29.95	751.99
YOY	7.96%	5%	10%	13%	10%	2%	5%	9.10%
乐观	营业净收入	佣金净收入	利息净收入	承销业务净收入	自营净收入	资管净收入	投资咨询净收入	净利润
2019E	2746.03	826.01	248.43	439.54	878.20	320.76	33.09	889.16
YOY	21.97%	30%	17%	25%	20%	10%	16%	29%

研究员承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

长城证券投资评级说明

公司评级：

强烈推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上；

推荐——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间；

中性——预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间；

回避——预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上。

行业评级：

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城研究·与您共成长

长城证券研究所

非银金融研究团队