

业绩如期回升，自营贡献五成收入

——上市券商 2019 年一季度综述

强于大市（维持）

日期：2019 年 05 月 21 日

投资要点：

- **1Q2019 上市券商业绩综述：**上市券商 2019 年一季度合计实现营业收入 976.64 亿元，同比增长 51.39%；实现归母净利润 377.89 亿元，同比增长 86.59%。截至 2019 年一季度末，实现归母净资产 14365.47 亿元，较上年末增长 3.17%，年化 ROE 为 10.69%，同比提升 4.75pct，ROE 回升至 2014 年的水平。
- **1Q2019 上市券商分业务情况：**从上市券商的分业务收入看，除资管收入同比下滑 8.43% 以外，经纪、投行、自营和融资收入均有增长，其中自营收入增幅居首，2019 年一季度上市券商实现自营收入 455.99 亿元，同比大增 136.86%，贡献了 46.69% 的收入，达到历史最高水平。另一重资产的融资业务收入占比微降 1.35pct 至 9.22% 两者合计占收入比例为 55.91%，反映了行业重资产属性进一步增强。而传统第一大业务——经纪业务表现不及预期，收入占比下降 7.92pct 至 18.68%，处于历史最低水平。
- **投资建议：**2019 年一季度，在众多政策催化下市场活力被激发，上市券商取得了自 2015 年四季度以来最高单季净利润，但从分业务情况来看，盈利过度依赖于自营业务，资管收入有所下降，经纪业务表现不及预期，投行股权承销规模、两融和股票质押规模均有下滑。

从短期来看，若经纪佣金率企稳经纪收入增速有望扩大，两融和股票质押规模有提升空间，科创板推出将提振投行股权承销业务，集合资管规模企稳下资管收入回升可期，且考虑到 2018 年后三季度基数较低，在中性假设下，预计上市券商净利润增速有望维持或提升。

从长期看，今年深化金融供给侧结构性改革被提升到十分重要的地位，深化资本市场改革是金融改革的重中之重，监管层也提出要实施多项举措推进资本市场改革，全面落实设立科创板并试点注册制，大力优化股债融资和并购重组制度，进一步深化境内外市场互联互通。券商作为资本市场的重要纽带，发展空间十分广阔。

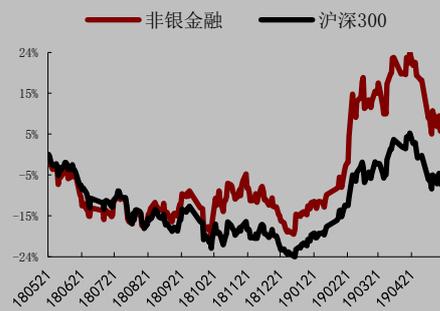
从估值情况来看，板块自 3 月底以来有较大调整，截至 2019 年 5 月 21 日，券商板块 PB 为 1.62X，回落至历史估值中枢之下，配置价值有所提升，我们维持行业“强于大市”投资评级。在个股的选择上，一方面仍关注龙头中信证券（600030.SH）和华泰证券（601688.SH），华泰在经纪业务方面弹性更好，同时关注低估值的海通证券（600837.SH）；另一方面关注 2018 年后三季度亏损较多、低基数的中小券商，业绩反弹的确定性更高。

- **风险提示：**市场波动超预期、宏观经济下行风险、利率超预期下行

盈利预测和投资评级

股票简称	18A	19E	19PE	评级
中信证券	0.77	1.09	18.56	买入
华泰证券	0.61	0.97	19.04	买入
海通证券	0.45	0.57	21.51	增持

非银金融行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019 年 05 月 21 日

相关研究

万联证券研究所 20190517_行业快评_AAA_上市险企 2019 年 4 月保费数据跟踪_保费增速回归稳健，新单销售略有压力

万联证券研究所 20190516_信托专题报告_AAA_信托行业 2018 年报及 2019 年一季度综述

分析师：缴文超/张译从

执业证书编号：0270518030001/S0270518090001

电话：010-66060126

邮箱：jiaowc@wlzq.com/zhangyc1@wlzq.com

研究助理：喻刚/孔文彬

电话：010-66060126/021-60883489

邮箱：yugang@wlzq.com/kongwb@wlzq.com

目录

1、上市券商 2019 年一季度整体经营情况.....	4
1.1 整体盈利情况：业绩如期回升，减值回转净利润率增加	4
1.2 整体资本情况：资本实力提升，ROE 回升至 2014 年水平.....	5
1.3 分业务收入：除资管外均有回升，自营收入增幅居首	6
1.4 收入结构：自营占比跃升至历史高位，重资产属性进一步增强	7
1.5 成本结构：减值损失占比下降，业务和管理费仍为最大成本支出	8
2、上市券商 2019 年一季度各主要业务情况.....	9
2.1 经纪业务：预计由于佣金率和机构交易量下滑，表现不及预期	9
2.1.1 交易量股增基降，上市券商经纪收入增速落后行业	9
2.1.2 上市券商经纪业务表现分化，个人业务占比高的券商业绩弹性较好	10
2.2 投行业务：股弱债强收入增长，主板和科创板储备项目集中度明显	12
2.2.1 受市占率和承销费率下降拖累，上市券商投行收入增速落后行业	12
2.2.2 收入集中度股升债降，各券商投行收入表现差异较大	13
2.2.3 主板和科创板 IPO 储备项目主要集中在大型券商，科创板集中度更加明显 ..	14
2.3 自营业务：股债双升收入大增，权益占比高的券商业绩弹性更大	15
2.3.1 股债二级均向好，上市券商自营收益率低于行业	15
2.3.2 各券商自营收益率差别较大，权益占比高的券商弹性更好	16
2.4 资管业务：去通道仍在持续收入下滑，集合资管规模企稳增长	18
2.4.1 上市券商集合资管规模回升，资管收入下滑幅度小于行业	18
2.4.2 超三成上市券商资管收入逆势提升，预计受益于主动资管规模提升	18
2.5 融资业务：利息净收入大幅增长，两融和股票质押规模有提升空间	19
2.5.1 两融和股票质押规模同比下降，上市券商利息净收入增速优于行业	19
2.5.2 上市券商半数实现净利息收入正增长，后续仍有增长空间	20
3、投资建议.....	21
4、风险提示.....	24
图表 1：上市券商 2019 年一季度盈利情况及同比变化	4
图表 2：上市券商 2019 年一季度归母净资产及 ROE（年化）变化情况	5
图表 3：上市券商 2019 年一季度各业务收入及同比变化	6
图表 4：上市券商 2019 年一季度收入结构及变化情况	7
图表 5：上市券商 2019 年一季度成本结构及变化情况	8
图表 6：沪深股基全年日均成交额及同比变化	10
图表 7：沪深股票全年累计成交额及同比变化	10
图表 8：沪深基金全年累计成交额及同比变化	10
图表 9：证券行业佣金率及变化情况	10
图表 10：上市券商 2019 年一季度经纪业务收入表现	11
图表 11：上市券商 2018 年代理买卖证券款机构占比	11
图表 12：基金佣金和增速及非基金对比	11
图表 13：基金佣金率及非基金对比	11
图表 14：市场股权融资规模统计	12
图表 15：市场债券融资规模统计	12
图表 16：证券行业投行净收入及变化情况	12
图表 17：上市券商 1Q2019 投行净收入（亿元）及市占率（%）	12

图表 18: 上市券商 1Q2019 承销规模 (亿元) 及市占率 (%)	13
图表 19: 上市券商 1Q2019 投行费率 (%)	13
图表 20: 上市券商 1Q2019 投行业务收入表现	13
图表 21: 上市券商 1Q2019 IPO 承销规模及市占率变化	13
图表 22: 上市券商 1Q2019 增发承销规模及市占率变化	13
图表 23: 上市券商 1Q2019 其他股权承销规模及市占率变化	14
图表 24: 上市券商 1Q2019 债券承销规模及市占率变化	14
图表 25: 主板 IPO 储备项目情况 (前 30 名)	14
图表 26: 科创板储备项目情况	15
图表 27: 沪深 300 全年累计涨跌幅	15
图表 28: 中债综合净价指数全年累计涨跌幅	15
图表 29: 上市券商和证券行业 1Q2019 年自营业务对比	16
图表 30: 上市券商 1Q2019 自营收益 (亿元) 及同比变化 (%)	16
图表 31: 上市券商 1Q2019 自营规模 (亿元) 及同比变化 (%)	16
图表 32: 上市券商 1Q2019 自营收益率 (%) 及同比变化 (%)	17
图表 33: 上市券商 2018A 自营盘结构	17
图表 34: 证券行业资管规模 (亿元) 变化情况	18
图表 35: 上市券商 1Q2019 资管净收入 (亿元) 及同比变化情况	18
图表 36: 部分券商 1Q2019 资管月均规模 (亿元)	19
图表 37: 部分券商 1Q2019 主动资管月均规模 (亿元)	19
图表 38: 两融余额变化情况	19
图表 39: 证券行业两融规模、收入及利率变化情况	20
图表 40: 证券行业股票质押规模、收入及利率变化情况	20
图表 41: 上市券商 1Q2019 利息净收入 (亿元) 及同比变化情况	20
图表 42: 上市券商 1Q2019 融出资金 (亿元) 及同比变化情况	20
图表 43: 上市券商 1Q2019 买入返售金融资产 (亿元) 及同比变化情况	21
图表 44: 上市券商单季归母净利润环比情况	22
图表 45: 上市券商全年累计归母净利润同比情况	22
图表 46: 上市券商分业务收入 (亿元) 及同比 (%)	22
图表 47: 上市券商收入结构变化	22
图表 48: 上市券商 PB 估值情况	22
图表 49: 券商指数历史走势	23

1、上市券商 2019 年一季度整体经营情况

1.1 整体盈利情况：业绩如期回升，减值回转净利润率增加

受益于今年以来资本市场回暖的影响，上市券商 2019 年一季度业绩如期回暖，合计实现营业收入 976.64 亿元，同比增长 51.39%。同时，由于自营、股票质押等减值回转、业务管理费增速低于收入增速，净利润率同比提升 7.3pct，使得净利润增幅高于营业收入增幅，上市券商 2019 年一季度合计实现归母净利润 377.89 亿元，同比增长 86.59%。

2019 年一季度在各上市券商中，大型券商规模优势稳固，中信证券、海通证券、国泰君安、广发证券和华泰证券归母净利润规模居前，业绩基数较低的中小券商业绩弹性更强，太平洋（6654.14%）、东吴证券（943.73%）、东北证券（327.30%）、第一创业（313.91%）和西部证券（258.35%）归母净利润同比增速靠前。

图表 1：上市券商 2019 年一季度盈利情况及同比变化

证券简称	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)			净利润率		
	1Q2018	1Q2019	同比	1Q2018	1Q2019	同比	1Q2018	1Q2019	增减
中信证券	97.12	105.22	8.35%	26.9	42.58	58.29%	27.70%	40.47%	12.77%
海通证券	57.05	99.54	74.48%	17.32	37.7	117.66%	30.36%	37.87%	7.51%
国泰君安	62.45	66.95	7.22%	22.59	30.06	33.03%	36.17%	44.90%	8.73%
广发证券	38.64	68.39	77.02%	15.26	29.19	91.25%	39.49%	42.68%	3.19%
华泰证券	42.9	62.48	45.65%	19.03	27.8	46.06%	44.36%	44.49%	0.14%
招商证券	26.22	46.46	77.18%	10.92	21.27	94.82%	41.65%	45.78%	4.13%
国信证券	23.37	37.43	60.16%	7.39	18.85	154.93%	31.62%	50.36%	18.74%
申万宏源	28.8	54.57	89.46%	9.93	18.62	87.54%	34.48%	34.12%	-0.36%
中国银河	26.18	37.01	41.36%	10.14	15.33	51.11%	38.73%	41.42%	2.69%
中信建投	27.49	31.08	13.04%	9.9	14.88	50.32%	36.01%	47.88%	11.86%
光大证券	23.35	34.21	46.49%	7.31	13.17	80.09%	31.31%	38.50%	7.19%
东方证券	19.44	40.68	109.21%	4.36	12.7	191.06%	22.43%	31.22%	8.79%
兴业证券	16.43	38.35	133.46%	3.66	9.99	172.94%	22.28%	26.05%	3.77%
长江证券	13.74	24.19	76.07%	3.22	7.65	137.50%	23.44%	31.62%	8.19%
东吴证券	8.24	14.94	81.26%	0.59	6.13	943.73%	7.16%	41.03%	33.87%
方正证券	12.95	18.45	42.51%	3.17	5.88	85.66%	24.48%	31.87%	7.39%
西部证券	5.63	13.32	136.53%	1.62	5.82	258.35%	28.77%	43.69%	14.92%
东北证券	9.45	22.76	140.70%	1.33	5.68	327.30%	14.07%	24.96%	10.88%
东兴证券	6.58	10.27	56.23%	2.77	5.55	99.98%	42.10%	54.04%	11.94%
华安证券	4.15	9.88	138.02%	1.59	4.78	201.28%	38.31%	48.38%	10.07%
华西证券	6.8	10.43	53.52%	2.87	4.73	64.62%	42.21%	45.35%	3.14%
国元证券	6.3	9.85	56.38%	1.66	4.22	153.46%	26.35%	42.84%	16.49%
西南证券	7.18	11.39	58.71%	2.62	4.13	57.77%	36.49%	36.26%	-0.23%
国金证券	8.31	10.78	29.73%	2.72	4.01	47.16%	32.73%	37.20%	4.47%
财通证券	9.31	11.96	28.45%	3.59	3.91	8.84%	38.56%	32.69%	-5.87%
太平洋	3.39	7.09	109.56%	0.05	3.55	6654.14%	1.47%	50.07%	48.60%
长城证券	5.62	10.2	81.43%	1.17	2.92	149.67%	20.82%	28.63%	7.81%
第一创业	4.43	8.1	82.88%	0.69	2.86	313.91%	15.58%	35.31%	19.73%
浙商证券	8.11	12.46	53.73%	2	2.73	36.59%	24.66%	21.91%	-2.75%

山西证券	13.29	14.43	8.57%	0.88	2.58	194.12%	6.62%	17.88%	11.26%
国海证券	5.87	9.66	64.56%	1.4	2.5	78.78%	23.85%	25.88%	2.03%
南京证券	3.3	5.07	53.84%	1.1	2.11	91.13%	33.33%	41.62%	8.28%
中原证券	4.51	6.58	46.10%	1.02	1.82	78.78%	22.62%	27.66%	5.04%
天风证券	6.36	10.31	62.21%	0.9	1.29	42.05%	14.15%	12.51%	-1.64%
华林证券	2.18	2.15	-1.41%	0.82	0.93	12.76%	37.61%	43.26%	5.64%
合计	645.1	976.64	51.39%	202.52	377.89	86.59%	31.39%	38.69%	7.30%

注：净利润率=净利润/营业收入

资料来源：公司公告、万联证券研究所

1.2 整体资本情况：资本实力提升，ROE回升至2014年水平

上市券商资本实力持续提升，截至2019年一季度末，实现归母净资产14365.47亿元，较上年末增长3.17%，主要受益于一季度利润增厚的因素。在上市券商中，华林证券由于IPO进行融资，归母净资产较上年末增长25%，股权融资仍是提升资本实力有效途径。

资本市场的回暖也带来券商盈利能力的提升，2019年一季度上市券商年化ROE为10.69%，同比提升4.75pct，回升至2014年的水平。在上市券商中，太平洋、东吴证券、东北证券、西部证券、华安证券、第一创业和国信证券的ROE提升幅度较大，均在8.00pct之上。

图表2：上市券商2019年一季度归母净资产及年化ROE变化情况

证券简称	归母净资产 (亿元)			ROE (年化)		
	2018A	1Q2019	较年底	1Q2018	1Q2019	增减
中信证券	1,531.41	1,579.18	3.12%	7.09%	10.78%	3.69%
国泰君安	1,234.50	1,273.86	3.19%	7.21%	9.44%	2.22%
海通证券	1,178.59	1,226.49	4.06%	5.82%	12.30%	6.48%
华泰证券	1,033.94	1,066.26	3.13%	8.56%	10.43%	1.87%
广发证券	850.18	887.84	4.43%	7.09%	13.15%	6.06%
招商证券	807.23	828.33	2.61%	5.45%	10.27%	4.82%
申万宏源	693.99	714.33	2.93%	5.84%	10.43%	4.59%
中国银河	659.82	679.66	3.01%	6.19%	9.02%	2.83%
国信证券	524.64	547.07	4.27%	5.59%	13.78%	8.19%
东方证券	517.39	535.77	3.55%	3.33%	9.48%	6.15%
中信建投	475.77	492.80	3.58%	8.82%	12.08%	3.25%
光大证券	472.03	487.68	3.31%	5.91%	10.80%	4.89%
方正证券	377.53	383.83	1.67%	3.35%	6.12%	2.77%
兴业证券	325.05	338.29	4.07%	4.34%	11.81%	7.47%
长江证券	265.47	272.16	2.52%	4.64%	11.25%	6.60%
国元证券	246.36	250.56	1.71%	2.63%	6.73%	4.11%
东吴证券	201.60	209.36	3.85%	1.13%	11.72%	10.59%
财通证券	196.65	200.73	2.07%	6.87%	7.79%	0.93%
国金证券	194.90	199.62	2.42%	5.71%	8.03%	2.32%
东兴证券	196.41	199.47	1.56%	5.70%	11.12%	5.42%
西南证券	185.95	191.25	2.85%	5.41%	8.64%	3.24%
华西证券	183.56	188.96	2.94%	6.42%	10.01%	3.59%

西部证券	173.58	179.11	3.18%	3.68%	13.00%	9.32%
东北证券	165.24	168.43	1.93%	3.41%	14.72%	11.31%
浙商证券	150.35	154.35	2.66%	5.85%	7.55%	1.70%
国海证券	136.64	144.78	5.96%	4.03%	7.24%	3.20%
华安证券	135.73	138.35	1.93%	5.12%	14.84%	9.72%
山西证券	125.25	128.88	2.90%	2.80%	8.21%	5.41%
天风证券	124.43	125.79	1.09%	3.20%	4.25%	1.05%
南京证券	123.22	121.01	-1.79%	4.66%	7.80%	3.14%
太平洋	105.93	108.21	2.15%	0.18%	13.83%	13.65%
中原证券	102.90	102.59	-0.31%	3.98%	7.19%	3.21%
第一创业	99.51	101.22	1.72%	3.10%	12.93%	9.84%
长城证券	88.02	88.32	0.34%	-	13.23%	-
华林证券	40.73	50.92	25.00%	-	7.27%	-
合计	13,924.53	14,365.47	3.17%	5.94%	10.69%	4.75%

资料来源：券商一季报、万联证券研究所

1.3 分业务收入：除资管外均有回升，自营收入增幅居首

从上市券商的分业务收入看，除资管收入同比下滑 8.43%以外，经纪、投行、自营和融资收入均有提升，其中自营收入增幅居首，2019 年一季度上市券商实现自营收入 455.99 亿元，同比大增 136.86%，贡献了 46.69% 的收入。

2019 年一季度在上市券商中，西部证券、华林证券、中原证券、山西证券的经纪业务收入增幅均超过 30%；光大证券、国海证券和第一创业的投行业务收入增速均超过 100%；兴业证券、华安证券、国信证券、东北证券的自营收益增速均超过 300%；国海证券、光大证券、申万宏源和东兴证券的资管业务收入增速均超过 30%；兴业证券、广发证券、西南证券的利息净收入增速均超过 200%。

图表3：上市券商2019年一季度各业务收入及同比变化

证券简称	经纪		投行		自营		资管		融资		其他	
	金额 (亿元)	同比	金额 (亿元)	同比	金额 (亿元)	同比	金额 (亿元)	同比	金额 (亿元)	同比	金额 (亿元)	同比
中信证券	19.50	-8.65%	9.89	34.28%	50.88	103.64%	12.97	-12.76%	5.20	-18.26%	6.79	-69.41%
海通证券	9.60	6.73%	5.85	1.51%	48.76	268.77%	4.06	-9.21%	9.15	-24.95%	22.12	78.27%
广发证券	11.63	9.96%	3.07	-13.53%	35.99	148.39%	8.80	5.26%	6.83	348.38%	2.08	1434.38%
国泰君安	15.31	10.17%	3.79	-15.00%	23.31	15.32%	3.34	-21.18%	14.49	-0.73%	6.71	33.08%
华泰证券	11.24	14.05%	2.48	-39.11%	33.72	129.87%	7.12	25.89%	5.03	-27.95%	2.89	73.71%
申万宏源	10.31	8.70%	2.78	66.27%	21.68	122.12%	3.22	46.05%	5.30	21.85%	11.28	747.78%
招商证券	10.98	7.84%	3.41	-3.98%	22.72	286.66%	2.35	-15.76%	4.84	60.48%	2.16	166.60%
东方证券	3.73	-6.11%	2.83	11.34%	15.87	159.16%	3.88	-52.39%	2.04	145.40%	12.33	291.65%
兴业证券	3.93	-5.66%	1.05	-42.78%	20.92	700.04%	0.59	-15.40%	2.00	427.86%	9.85	27.68%
国信证券	11.36	10.19%	2.43	-28.11%	17.72	493.71%	0.53	-16.45%	3.34	-33.03%	2.06	90.19%
中国银河	11.45	-3.63%	1.03	-30.20%	14.21	281.45%	1.63	-20.93%	7.42	-8.11%	1.28	-224.40%
光大证券	6.86	0.93%	4.02	316.52%	13.95	36.74%	2.25	56.57%	4.06	198.93%	3.06	18.30%
中信建投	7.23	0.42%	6.56	0.97%	11.21	24.79%	1.58	8.32%	3.81	34.06%	0.69	34.32%
长江证券	5.21	10.72%	2.35	46.33%	13.53	269.22%	1.00	-17.33%	1.57	-6.31%	0.54	-39.11%
东北证券	2.34	27.68%	0.42	-29.34%	10.87	331.91%	0.24	-39.71%	-0.44	-228.01%	9.33	147.47%

方正证券	7.50	15.78%	0.75	26.12%	4.54	42.15%	0.66	-3.31%	3.22	113.38%	1.78	264.95%
东吴证券	2.56	16.03%	1.05	22.56%	8.37	141.40%	0.27	-49.12%	0.68	129.77%	2.00	-42.27%
山西证券	1.29	30.04%	0.47	28.22%	5.46	159.92%	0.34	-20.64%	-0.54	-775.01%	7.42	-21.65%
西部证券	2.20	45.32%	1.17	56.47%	7.74	215.70%	0.08	-59.12%	0.31	-15.02%	1.82	415.71%
浙商证券	2.45	6.78%	0.07	-90.63%	4.18	184.48%	0.08	-84.73%	0.59	-39.88%	5.11	138.13%
财通证券	2.23	14.40%	0.48	19.69%	7.48	53.03%	1.45	28.23%	0.26	-71.60%	0.07	74.00%
西南证券	1.69	18.81%	0.90	27.07%	7.45	35.61%	0.21	-29.20%	0.53	211.32%	0.62	-330.09%
国金证券	2.98	4.02%	1.46	92.41%	3.99	142.05%	0.21	-55.80%	1.73	-3.67%	0.41	-46.55%
华西证券	2.87	19.93%	0.18	-30.07%	4.77	59.55%	0.19	16.29%	2.41	144.28%	0.02	70.22%
天风证券	1.55	-6.93%	1.48	41.23%	5.60	143.45%	1.49	-5.59%	-0.91	21.57%	1.09	116.44%
东兴证券	2.02	9.21%	1.78	19.32%	4.69	5.97%	0.88	33.41%	0.88	-146.23%	0.02	-69.35%
长城证券	1.74	10.93%	1.57	52.53%	5.21	230.77%	0.37	-17.42%	0.48	3.06%	0.84	53.98%
华安证券	1.91	18.47%	0.13	72.07%	6.36	565.59%	0.15	-38.99%	1.12	-6.47%	0.21	226.55%
国元证券	1.94	13.85%	0.97	-11.34%	3.80	144.94%	0.10	-27.32%	2.89	80.15%	0.15	-30.16%
国海证券	1.52	7.71%	0.52	172.03%	3.84	-15.87%	0.68	91.71%	1.01	164.95%	2.09	130.11%
第一创业	0.80	2.84%	0.86	168.83%	4.77	225.15%	1.62	12.91%	-0.41	-546.06%	0.46	33.51%
太平洋	0.84	-1.87%	0.14	-2.04%	6.64	213.94%	0.36	-34.86%	-1.10	-319.86%	0.21	-1603.82%
中原证券	1.56	30.55%	0.21	34.62%	3.53	267.14%	0.20	-19.63%	0.28	-70.76%	0.80	-17.80%
南京证券	1.37	29.75%	0.34	-29.74%	1.57	197.79%	0.12	-15.80%	1.66	54.89%	0.02	-22.19%
华林证券	0.74	30.90%	0.17	-75.91%	0.66	94.42%	0.19	9.14%	0.36	-8.83%	0.03	-651.40%
合计	182.45	6.33%	66.62	8.47%	455.99	136.86%	63.19	-8.43%	90.09	32.02%	118.30	43.69%

资料来源：券商一季报、万联证券研究所

1.4 收入结构：自营占比跃升至历史高位，重资产属性进一步增强

由于 2019 年一季度上市券商自营收益大幅提升，带动自营收入占比跃升 16.85pct 至 46.69%，达到历史最高水平；另一重资产业务——融资业务的收入占比微降 1.35pct 至 9.22%。2019 年一季度上市券商自营和融资收入合计占比 55.91%，虽然 2019 年一季度的数据较为特殊，但还是反映了行业重资产属性进一步增强。而传统第一大业务——经纪业务表现不及预期，收入占比下降 7.92pct 至 18.68%，处于历史最低水平。

2019 年一季度在上市券商中，华林证券、山西证券和国泰君安经纪收入占比同比提升；光大证券、国金证券、第一创业、国海证券、中信证券和山西证券投行收入占比同比提升；华安证券、兴业证券、国信证券、中原证券和太平洋的自营收入占比提升超过 30pct；国海证券、华林证券和光大证券资管收入占比同比提升；东兴证券、国海证券、东吴证券、东方证券和西南证券融资收入占比提升超过 10pct。

图表 4：上市券商 2019 年一季度收入结构及变化情况

证券简称	经纪		投行		自营		资管		融资		其他	
	数值 (%)	增减 (%)	数值 (%)	增减 (%)	数值 (%)	增减 (%)	数值 (%)	增减 (%)	数值 (%)	增减 (%)	数值 (%)	增减 (%)
方正证券	40.66%	-9.39%	4.06%	-0.53%	24.60%	-0.06%	3.59%	-1.70%	17.44%	5.79%	9.65%	5.88%
华林证券	34.46%	8.51%	7.93%	-24.52%	30.61%	15.09%	9.02%	0.87%	16.78%	-1.36%	1.21%	1.42%
中国银河	30.93%	-14.44%	2.78%	-2.85%	38.39%	24.17%	4.40%	-3.47%	20.04%	-10.79%	3.45%	7.38%
国信证券	30.35%	-13.76%	6.50%	-7.98%	47.34%	34.57%	1.41%	-1.29%	8.92%	-12.41%	5.50%	0.87%
国金证券	27.67%	-6.84%	13.52%	4.40%	37.02%	17.18%	1.93%	-3.74%	16.05%	-5.56%	3.81%	-5.44%
华西证券	27.47%	-7.69%	1.72%	-2.06%	45.72%	1.73%	1.81%	-0.58%	23.11%	8.59%	0.16%	0.02%
南京证券	27.03%	-5.02%	6.63%	-7.88%	30.94%	14.96%	2.30%	-1.90%	32.72%	0.22%	0.38%	-0.37%

招商证券	23.63%	-15.20%	7.33%	-6.20%	48.91%	26.50%	5.05%	-5.58%	10.42%	-1.09%	4.65%	1.56%
中原证券	23.63%	-2.81%	3.18%	-0.27%	53.62%	32.28%	3.06%	-2.50%	4.30%	-17.20%	12.21%	-9.49%
中信建投	23.27%	-2.92%	21.11%	-2.52%	36.07%	3.40%	5.08%	-0.22%	12.26%	1.92%	2.20%	0.35%
国泰君安	22.87%	0.61%	5.66%	-1.48%	34.82%	2.45%	4.98%	-1.80%	21.65%	-1.73%	10.02%	1.95%
长江证券	21.55%	-12.72%	9.71%	-1.97%	55.91%	29.25%	4.12%	-4.66%	6.49%	-5.70%	2.22%	-4.20%
光大证券	20.06%	-9.06%	11.75%	7.62%	40.78%	-2.91%	6.57%	0.42%	11.88%	6.06%	8.95%	-2.13%
东兴证券	19.70%	-8.48%	17.31%	-5.35%	45.65%	-21.65%	8.60%	-1.47%	8.58%	37.57%	0.15%	-0.61%
国元证券	19.70%	-7.36%	9.84%	-7.51%	38.65%	13.97%	0.99%	-1.14%	29.34%	3.87%	1.48%	-1.84%
浙商证券	19.62%	-8.63%	0.52%	-8.04%	33.50%	15.40%	0.65%	-5.92%	4.71%	-7.34%	40.99%	14.53%
华安证券	19.36%	-19.54%	1.32%	-0.51%	64.35%	41.34%	1.47%	-4.28%	11.38%	-17.59%	2.11%	0.57%
申万宏源	18.89%	-14.03%	5.09%	-0.71%	39.73%	5.84%	5.91%	-1.76%	9.72%	-5.39%	20.67%	16.05%
财通证券	18.63%	-2.29%	3.97%	-0.29%	62.55%	10.05%	12.09%	-0.02%	2.16%	-7.60%	0.60%	0.16%
中信证券	18.53%	-3.45%	9.40%	1.81%	48.35%	22.63%	12.32%	-2.98%	4.95%	-1.61%	6.45%	-16.40%
华泰证券	17.99%	-4.99%	3.97%	-5.53%	53.97%	19.77%	11.40%	-1.79%	8.04%	-8.22%	4.63%	0.75%
东吴证券	17.14%	-9.64%	7.01%	-3.36%	56.06%	13.97%	1.81%	-4.63%	4.57%	32.36%	13.41%	-28.71%
长城证券	17.09%	-10.86%	15.35%	-2.91%	51.09%	23.07%	3.58%	-4.29%	4.66%	-3.54%	8.23%	-1.47%
广发证券	17.01%	-10.37%	4.49%	-4.70%	52.62%	15.12%	12.87%	-8.78%	9.98%	6.04%	3.04%	2.69%
西部证券	16.54%	-10.38%	8.76%	-4.48%	58.10%	14.57%	0.61%	-2.90%	2.35%	-4.19%	13.65%	7.39%
国海证券	15.75%	-8.32%	5.40%	2.13%	39.74%	-37.99%	7.02%	0.99%	10.48%	37.03%	21.60%	6.15%
天风证券	15.08%	-11.20%	14.37%	-2.13%	54.32%	18.13%	14.50%	-10.41%	-8.87%	2.96%	10.59%	2.65%
西南证券	14.85%	-4.99%	7.87%	-1.96%	65.40%	-11.14%	1.83%	-2.27%	4.62%	11.20%	5.42%	9.17%
太平洋	11.85%	-13.46%	1.97%	-2.25%	93.66%	31.14%	5.01%	-11.10%	-15.51%	-7.77%	3.02%	3.44%
东北证券	10.28%	-9.10%	1.84%	-4.42%	47.78%	21.15%	1.06%	-3.18%	-1.93%	-5.57%	40.98%	1.12%
兴业证券	10.24%	-15.10%	2.74%	-8.45%	54.57%	38.64%	1.55%	-2.72%	5.21%	8.92%	25.70%	-21.29%
第一创业	9.86%	-7.67%	10.67%	3.41%	58.91%	25.77%	19.95%	-12.36%	-5.01%	-7.07%	5.62%	-2.08%
海通证券	9.64%	-6.12%	5.87%	-4.22%	48.99%	25.81%	4.08%	-3.76%	9.19%	-12.18%	22.22%	0.47%
东方证券	9.17%	-11.26%	6.97%	-6.12%	39.01%	7.52%	9.53%	-32.35%	5.01%	28.11%	30.30%	14.12%
山西证券	8.94%	1.48%	3.26%	0.50%	37.81%	22.02%	2.35%	-0.86%	-3.77%	-3.30%	51.41%	-19.83%
合计	18.68%	-7.92%	6.82%	-2.70%	46.69%	16.85%	6.47%	-4.23%	9.22%	-1.35%	12.11%	-0.65%

资料来源：券商一季报、万联证券研究所

1.5 成本结构：减值损失占比下降，业务和管理费仍为最大成本支出

2019 年一季度由于行情转好，上市券商部分减值损失转回，在成本中的占比下降 4.48pct 至 -2.53%，业务和管理费增幅较小，在成本中的占比基本持平，为 79.64%，仍为最大成本支出。

2019 年一季度在上市券商中，中信证券、浙商证券、中原证券的业务和管理费占比下降超过 20pct，华西证券、东兴证券、长江证券、兴业证券和中信建投的资产减值占比下降超过 10pct。

图表5：上市券商2019年一季度成本结构及变化情况

证券简称	营业税金及附加		业务及管理费		减值损失		其他	
	数值 (%)	增减 (%)	数值 (%)	增减 (%)	数值 (%)	增减 (%)	数值 (%)	增减 (%)
方正证券	1.46%	0.35%	87.14%	25.47%	-0.34%	-0.21%	11.66%	-25.68%
华林证券	1.10%	-0.46%	107.40%	20.15%	-14.90%	-20.68%	6.42%	1.02%
中国银河	1.52%	-0.29%	90.91%	-8.43%	0.24%	3.00%	7.44%	5.82%
国信证券	1.14%	-0.85%	100.27%	3.46%	-5.95%	-7.16%	4.55%	4.55%

国金证券	0.83%	-0.44%	54.03%	-8.78%	5.34%	0.02%	39.78%	9.17%
华西证券	1.07%	-0.99%	66.22%	-28.23%	-0.65%	-4.04%	33.36%	33.26%
南京证券	1.08%	-0.34%	89.50%	-7.70%	4.62%	3.27%	4.79%	4.77%
招商证券	1.36%	0.04%	95.98%	-0.94%	-3.15%	-4.81%	5.81%	5.71%
中原证券	0.89%	-0.10%	96.29%	-5.88%	2.29%	5.72%	0.53%	0.26%
中信建投	1.71%	0.24%	136.03%	41.97%	-37.78%	-42.22%	0.04%	0.01%
国泰君安	1.19%	0.22%	95.27%	-2.11%	-10.32%	-9.46%	13.86%	11.35%
长江证券	0.63%	-1.08%	84.19%	-13.68%	-7.99%	-8.08%	23.26%	22.94%
光大证券	0.48%	-0.86%	53.76%	-31.12%	0.36%	0.32%	45.40%	31.66%
东兴证券	0.87%	-0.01%	104.24%	4.14%	-5.11%	-4.12%	0.00%	0.00%
国元证券	0.82%	-0.02%	56.19%	-12.13%	0.56%	0.95%	42.44%	11.19%
浙商证券	1.66%	-3.76%	95.31%	8.16%	0.28%	-5.87%	2.49%	1.22%
华安证券	0.86%	-0.73%	96.44%	-2.25%	-7.34%	-6.76%	10.04%	9.74%
申万宏源	1.06%	-0.47%	88.33%	-10.93%	9.59%	10.52%	1.02%	0.89%
财通证券	0.91%	-0.24%	84.29%	7.44%	1.86%	0.81%	12.89%	-8.05%
中信证券	0.92%	-0.46%	74.72%	-16.56%	0.73%	1.22%	23.64%	15.80%
华泰证券	1.22%	-0.20%	92.93%	1.70%	5.22%	-1.41%	0.64%	-0.09%
东吴证券	1.62%	0.20%	47.93%	-11.59%	1.56%	-0.33%	0.00%	0.00%
长城证券	1.34%	0.15%	102.24%	2.33%	-3.58%	-2.48%	0.00%	0.00%
广发证券	1.88%	0.17%	98.57%	10.23%	-9.98%	-19.72%	9.55%	9.35%
西部证券	0.60%	-0.57%	106.91%	8.11%	-7.54%	-7.54%	0.03%	0.00%
国海证券	0.75%	-0.36%	83.35%	-6.94%	6.59%	6.86%	9.31%	0.44%
天风证券	0.47%	0.15%	32.99%	10.47%	0.07%	0.12%	66.98%	-10.24%
西南证券	1.07%	-0.36%	80.02%	-20.30%	-5.93%	-4.17%	24.84%	24.84%
太平洋	0.85%	-0.34%	103.37%	12.84%	-6.64%	-7.83%	2.43%	-4.67%
东北证券	0.43%	-0.27%	100.34%	0.57%	-0.82%	-0.28%	0.06%	-0.03%
兴业证券	2.00%	-0.03%	113.50%	16.61%	-15.66%	-16.55%	0.16%	-0.03%
第一创业	1.02%	0.24%	74.87%	17.15%	1.40%	-0.93%	22.70%	-16.46%
海通证券	0.49%	-0.24%	44.07%	-13.32%	-2.38%	-5.84%	57.83%	19.39%
东方证券	1.45%	-1.36%	93.41%	-2.40%	5.15%	3.75%	0.00%	0.00%
山西证券	0.75%	-0.18%	88.48%	-5.19%	-0.73%	-0.46%	11.50%	5.84%
合计	1.03%	-0.29%	79.64%	1.01%	-2.53%	-4.48%	17.97%	4.43%

资料来源：券商一季报、万联证券研究所

2、上市券商 2019 年一季度各主要业务情况

2.1 经纪业务：预计由于佣金率和机构交易量下滑，表现不及预期

2.1.1 交易量股增基降，上市券商经纪收入增速落后行业

从行业数据看，2019 年一季度沪深股基日均成交额为 6299 亿元，同比增长 23%，累计交易额 359,061 亿元，同比增长 19%，其中股票交易额 339,401 亿元，同比增长 20%，基金交易额 19,660 亿元，同比下滑 1%。证券行业经纪业务收入 221 亿元，同比增长 14%，经纪佣金率为万分之 3.08，同比降幅 4%，降幅进一步缩窄。

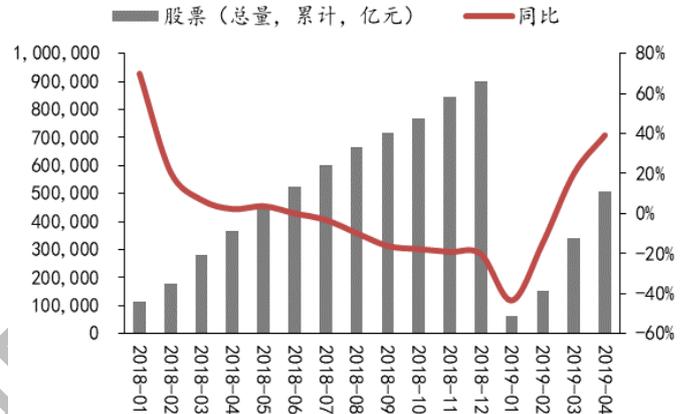
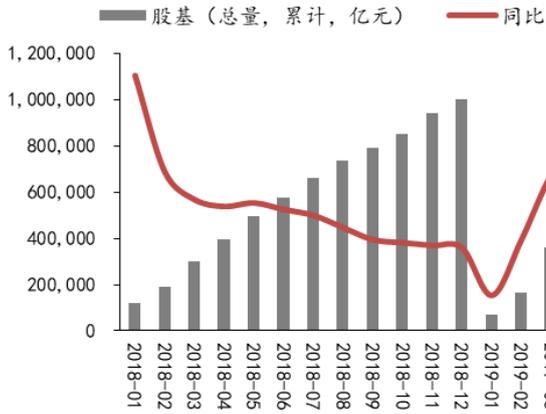
2019 年一季度，上市券商实现经纪业务收入 182 亿元，同比增长 6.33%。由于交易所未对外公布 2019 年各券商交易量数据，我们从上市券商和行业数据对比判断，

上市券商经纪业务收入增速低于行业，我们认为主要原因有：

- 1) 佣金率下滑幅度高于行业的4%，预计降幅超过10%（从历史数据看，上市券商佣金率略高于行业平均水平，下降空间更大）；
- 2) 上市券商机构业务占比较高，预计2019年一季度机构交易量增速低于个人交易量增速。

图表6：沪深股基全年日均成交额及同比变化

图表7：沪深股票全年累计成交额及同比变化

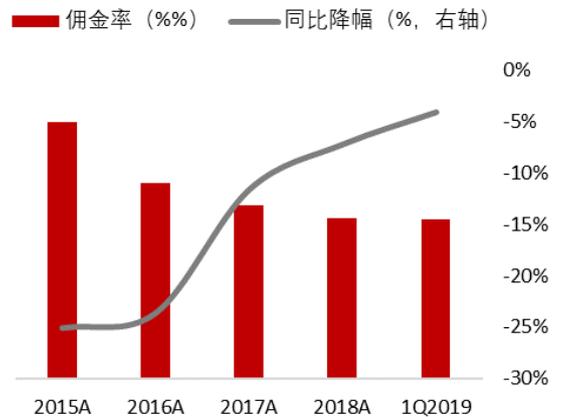
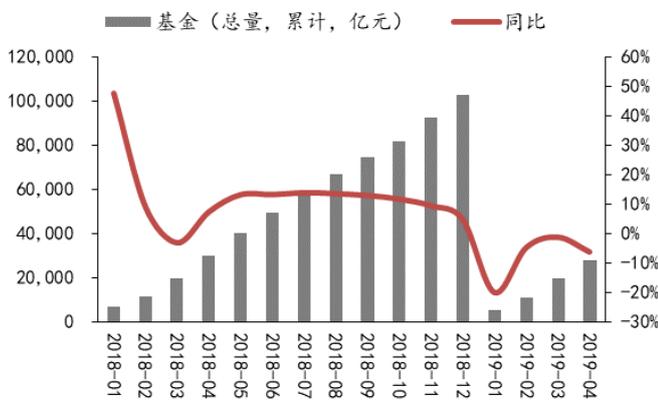


资料来源：wind、万联证券研究所

资料来源：wind、万联证券研究所

图表8：沪深基金全年累计成交额及同比变化

图表9：证券行业佣金率及变化情况



资料来源：wind、万联证券研究所

资料来源：wind、万联证券研究所

2.1.2 上市券商经纪业务表现分化，个人业务占比高的券商业绩弹性较好

从各上市公司的表现来看，分化十分明显，经纪收入增幅居前的券商为西部证券、华林证券、中原证券、山西证券、南京证券，增幅基本超过30%；跌幅居前的券商为中信证券、天风证券、东方证券、兴业证券，经纪收入同比下滑超过5%。

在增幅居前的券商中，预计华林证券、中原证券、南京证券主要受益于基数低，且个人业务占比高，在代理买卖证券款中比例超过90%，股票交易量增长带动经纪收入增幅较高。在跌幅居前的券商中，预计中信证券、天风证券、东方证券、兴业证券主要受累于基数高，且机构业务占比高，在代理买卖证券款中比例超过45%，预计机构交易量增速较小拖累经纪收入表现。

虽然在2019年一季度预计由于机构交易量增速较低，机构业务占比高的券商业

2.2 投行业务：股弱债强收入增长，主板和科创板储备项目集中度明显

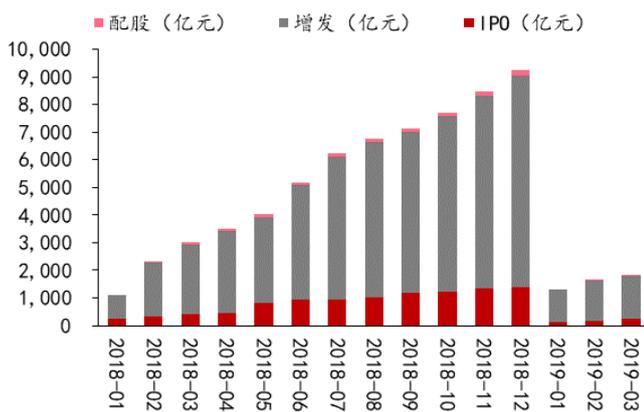
2.2.1 受市占率和承销费率下降拖累，上市券商投行收入增速落后行业

2019年一季度，虽然交易量和行情大幅回暖，股权融资市场仍然较为低迷，IPO规模为254亿元，同比下滑34.70%，增发规模为1524亿元，同比下滑40.49%，配股为23亿元，同比下滑73.69%。

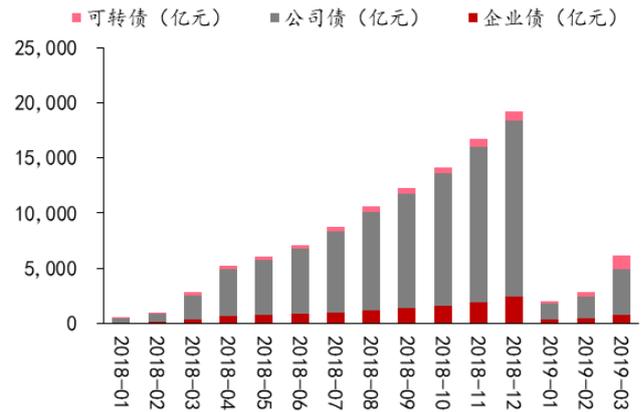
与股权融资市场相异，由于从年初起监管层出台多项政策支持债券融资，包括开年降准、鼓励银行发行永续债等工具补充资本、鼓励民营企业扩大定向可转债适用范围和发行规模、支持发行私募可转债、增加地方政府专项债券发行规模等，债券融资市场表现活跃，2019年一季度企业债发行规模812亿元，同比增长152.11%，公司债发行规模4065亿元，同比增长80.14%，可转债1259亿元，同比增长390.57%。

整体上看，市场债券融资增幅远超过股权融资降幅，带动证券行业投行收入小幅提升，2019年一季度全部券商实现投行净收入97.68亿元，同比增长18.44%。而上市券商2019年一季度实现投行净收入66.62亿元，同比增加8.47%，增幅略低于行业水平，我们预计主要是由于增发规模市占率减少、债券承销费率下降较多，导致增发和债券收入市占率减少。

图表14：市场股权融资规模统计



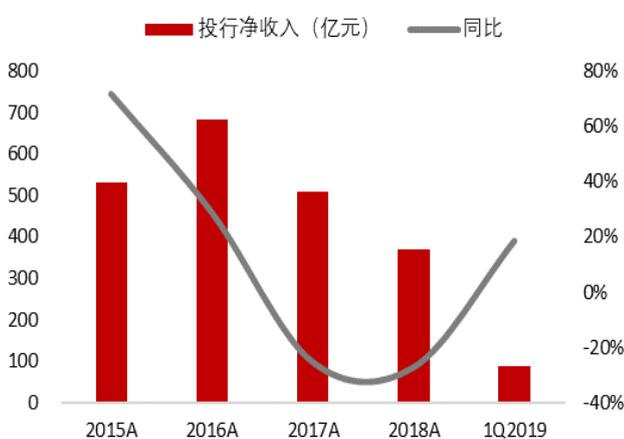
图表15：市场债券融资规模统计



资料来源：wind、万联证券研究所

资料来源：wind、万联证券研究所

图表16：证券行业投行净收入及变化情况



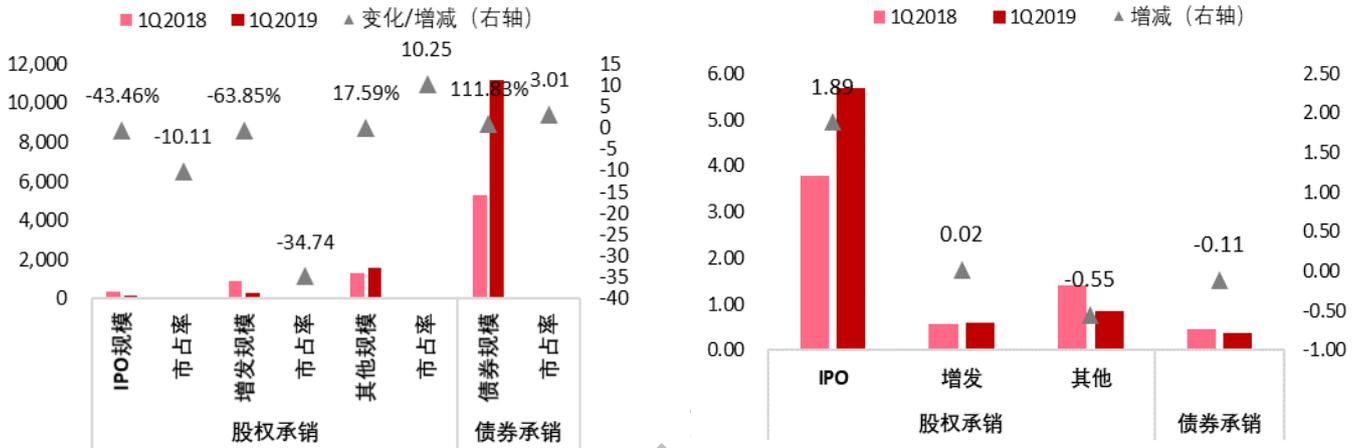
资料来源：wind、万联证券研究所

图表17：上市券商1Q2019投行净收入 (亿元) 及市占率 (%)



资料来源：wind、万联证券研究所

图18: 上市券商1Q2019承销规模(亿元)及市占率(%) 图19: 上市券商1Q2019投行费率(%)



资料来源: wind、万联证券研究所

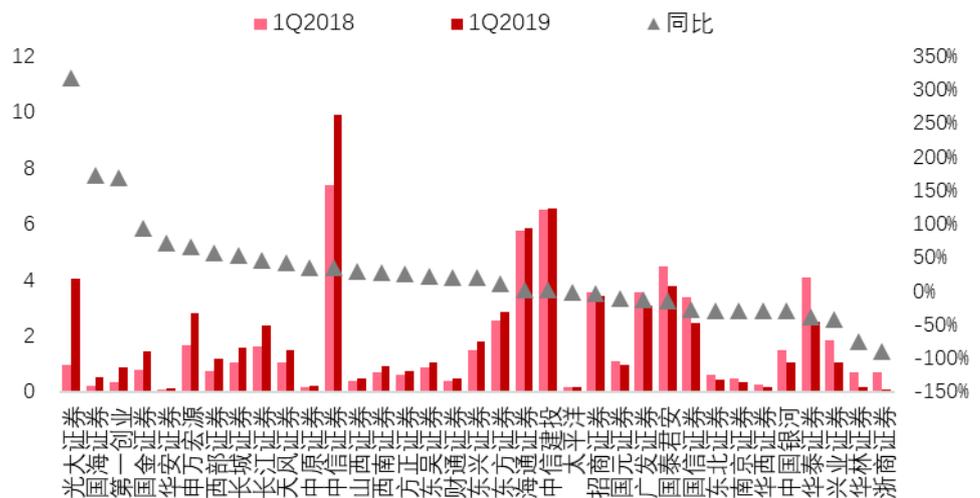
资料来源: wind、万联证券研究所

2.2.2 收入集中度股升债降, 各券商投行收入表现差异较大

从投行收入集中度来看, 在缩量的股权承销市场, 集中度继续提升, IPO、增发和其他股权承销收入前五名集中度, 较去年同期分别提升 0.03pct、9.98pct 和 1.79pct; 在增量的债券承销市场, 集中度有所下降, 债券承销收入前五名集中度, 较去年同期下降 13.08pct, 投行领域的竞争仍然较为激烈。

从各券商投行业务来看, 增速差异较大, 投行净收入增速排名前五的券商为光大证券、国海证券、第一创业、国金证券和华安证券, 增速在 70%以上; 投行净收入增速排名后五的券商为浙商证券、华林证券、兴业证券、华泰证券和中国银河, 降幅在 30%以上。

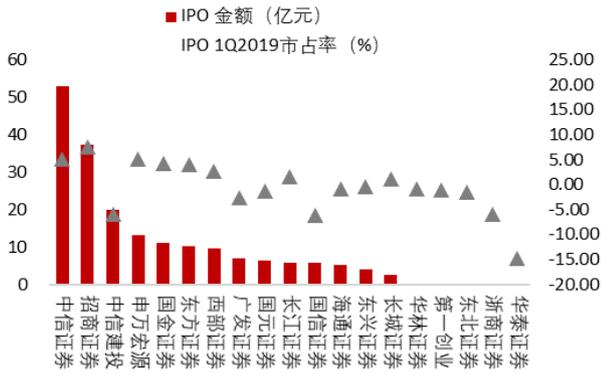
图20: 上市券商1Q2019投行业务收入表现



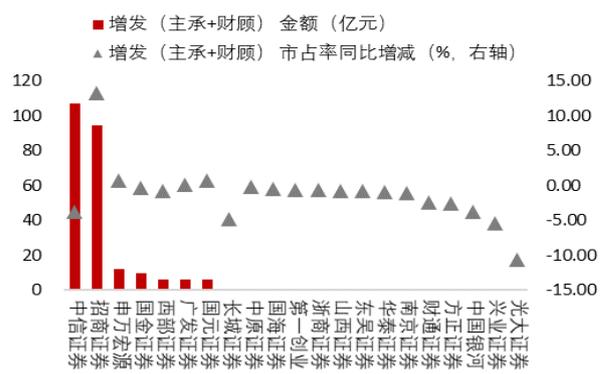
资料来源: 公司一季报、万联证券研究所

图21: 上市券商1Q2019IPO承销规模及市占率变化

图22: 上市券商1Q2019增发承销规模及市占率变化



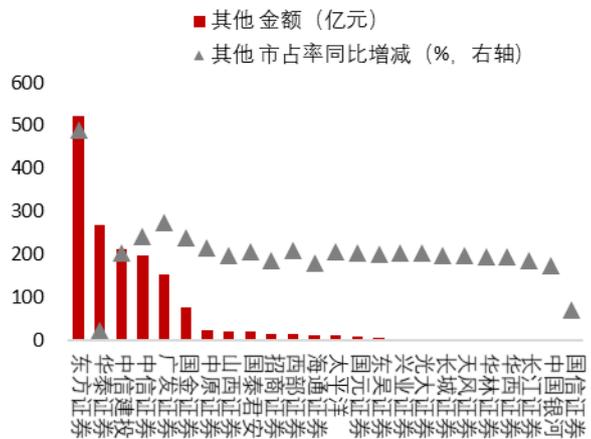
资料来源: wind、万联证券研究所



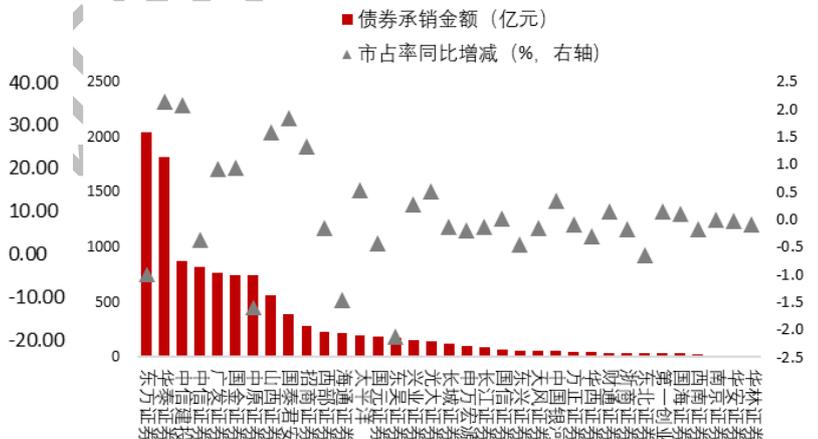
资料来源: wind、万联证券研究所

图表23: 上市券商1Q2019其他股权承销规模及市占率变化

图表24: 上市券商1Q2019债券承销规模及市占率变化



资料来源: wind、万联证券研究所



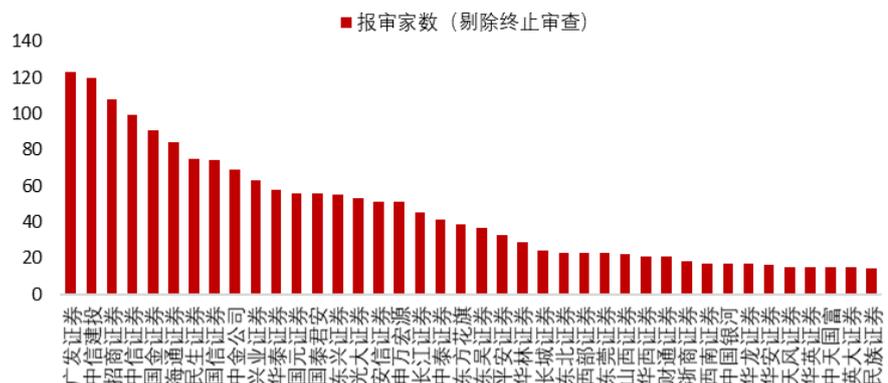
资料来源: wind、万联证券研究所

2.2.3 主板和科创板IPO储备项目主要集中在大型券商，科创板集中度更加明显

截止2019年5月20日，主板IPO报审家数（剔除）有2128家，大型券商优势明显，其中广发证券、中信建投、招商证券、中信证券国金证券储备项目排名靠前，项目储备家数占总市场的25.42%。

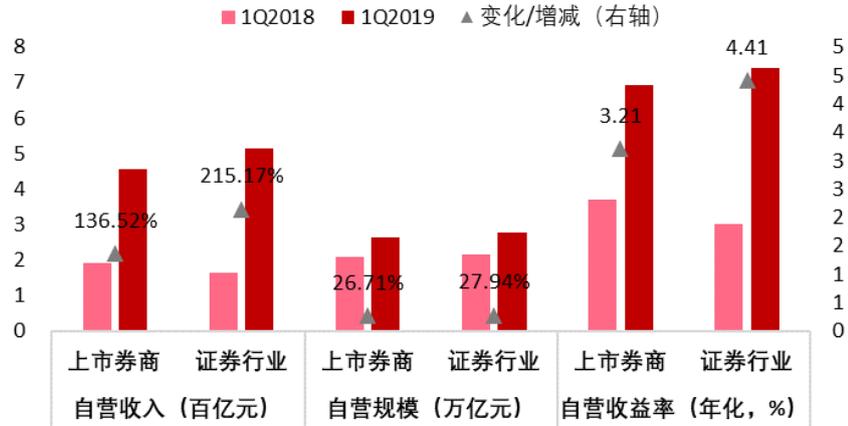
在科创板方面，项目储备目前有110家，行业集中度更高，中信建投、中金公司、中信证券、华泰证券和国泰君安储备项目数量居前，项目数量储备占比为41.82%。

图表25: 主板IPO储备项目情况（前30名）



资料来源: wind、万联证券研究所

图表 29：上市券商和证券行业 1Q2019 年自营业务对比



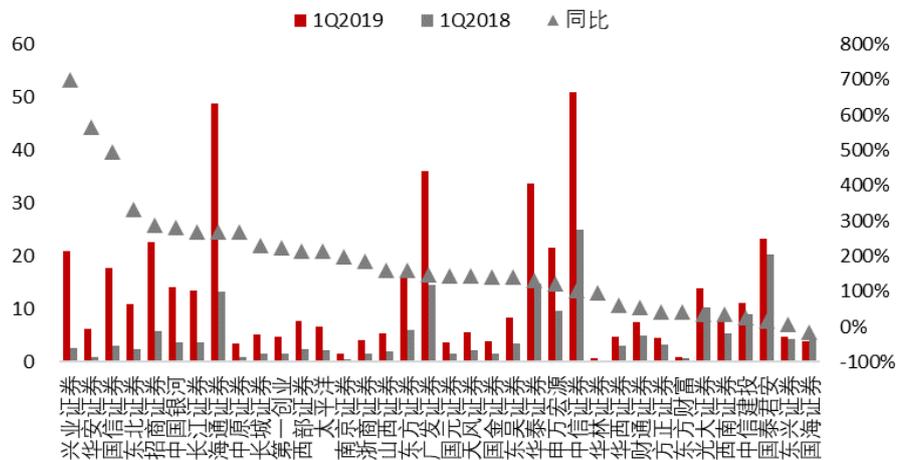
资料来源：中证协、券商一季报、万联证券研究所

2.3.2 各券商自营收益率差别较大，权益占比高的券商弹性更好

从各上市券商的情况来看，大多券商在 2019 年一季度实现了自营收益的大幅提升，兴业证券、华安证券、国信证券、东北证券、招商证券、中国银河、长江证券、海通证券和中原证券的自营收益增速均超过 250%；而国海证券是唯一一家自营收益下滑的上市券商。

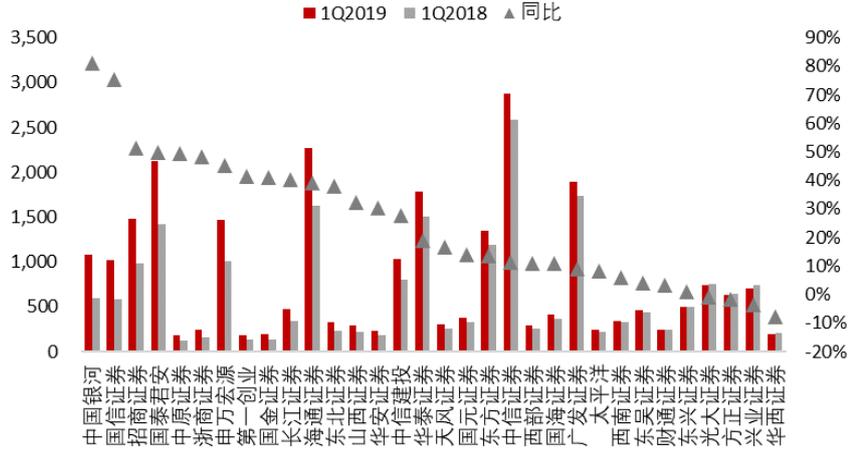
在自营收益增速靠前的券商中，除了基数较低的原因以外，我们预计还源于权益占比较高或适当提升自营规模等因素，例如海通证券、国信证券、中国银河、长江证券、兴业证券在 2018 年底自营盘权益规模占比均超过 10%，招商证券、中原证券、东北证券和华安证券的自营盘规模增幅均超过 30%。反之，国海自营收益下滑，我们预计是由于自营盘固收规模占比较高，根据 2018 年底的数据，国海证券自营盘固收规模占比为 99.49%，在上市券商中居首。

图表 30：上市券商 1Q2019 自营收益（亿元）及同比变化（%）



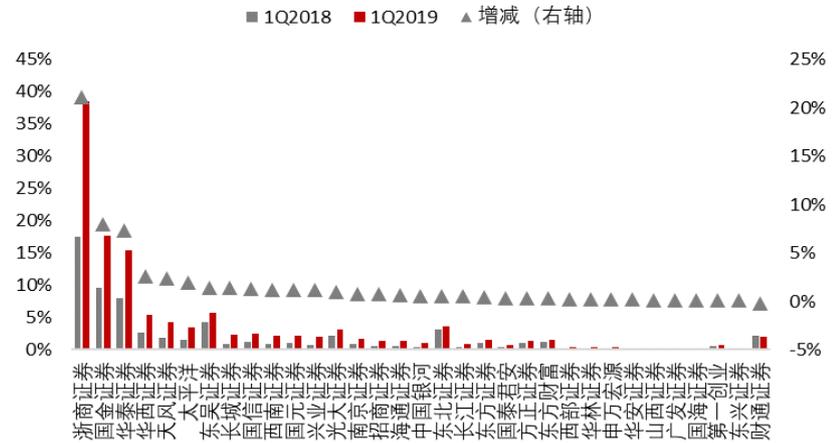
资料来源：券商一季报、万联证券研究所

图表 31：上市券商 1Q2019 自营规模（亿元）及同比变化（%）



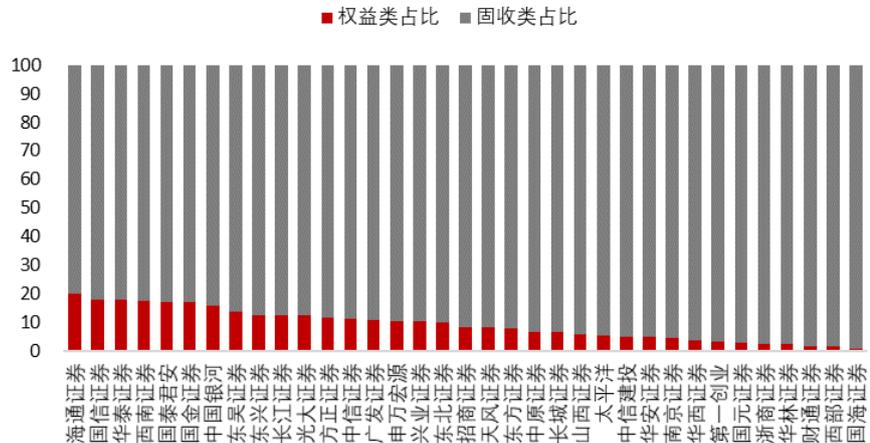
资料来源：券商一季报、万联证券研究所

图表 32：上市券商 1Q2019 自营收益率 (%) 及同比变化 (%)



资料来源：券商一季报、万联证券研究所

图表 33：上市券商 2018A 自营盘结构



资料来源：券商年报、万联证券研究所

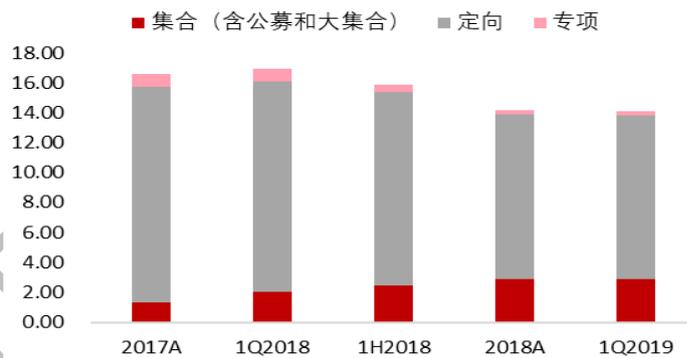
2.4 资管业务：去通道仍在持续收入下滑，集合资管规模企稳增长

2.4.1 上市券商集合资管规模回升，资管收入下滑幅度小于行业

截止 2019 年一季度末，证券行业资管规模为 14.11 万亿，与去年年末基本持平，其中定向资管规模继续下滑，较上年末分别下滑 0.98%，集合资管(含公募和大集合)规模有所提升，资管行业转型顺利推进。

上市券商 2019 年一季度实现资管业务净收入 63.19 亿元，同比下滑 8.43%，降幅小于证券行业的 15.16%。同时根据 wind 统计，2019 年一季度上市券商集合资管规模为 1.20 万亿，同比增长 3.64%，市占率为 65.74%，提升 8.09pct，因此我们预计上市公司 2019 年一季度资管收入下滑的原因，主要是由于定向和专项资管规模和费率有所下滑。

图表 34：证券行业资管规模（亿元）变化情况



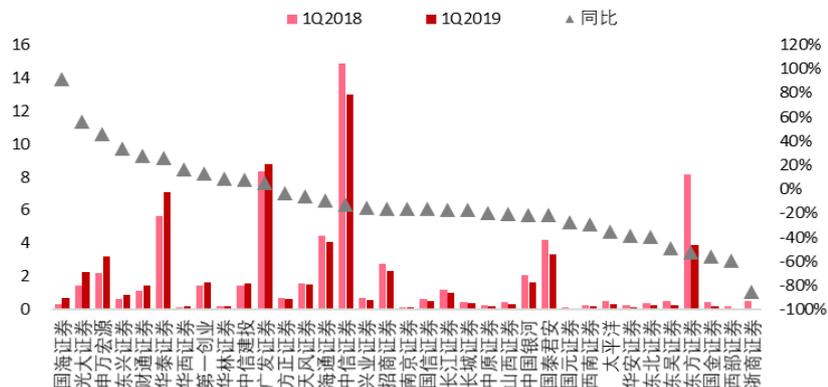
资料来源：中证协、万联证券研究所

2.4.2 超三成上市券商资管收入逆势提升，预计受益于主动资管规模提升

从各券商的表现看，2019 年一季度资管净收入增幅排名居前的有国海证券、光大证券、申万宏源、东兴证券、财通证券、华泰证券，增幅均超过 20%；增幅排名垫后的有浙商证券、西部证券、国金证券、东方证券、东吴证券、东北证券、华安证券和太平洋，降幅均超过 30%。

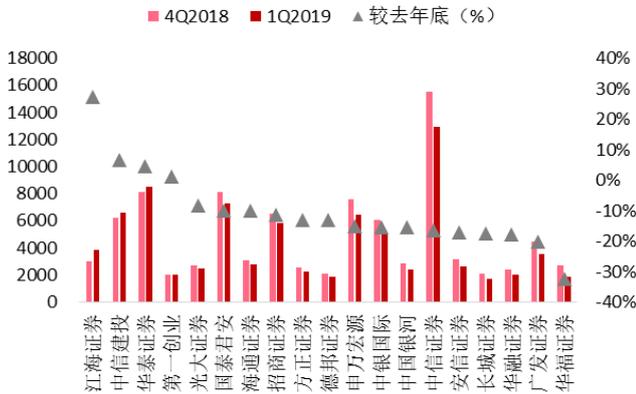
资管净收入增幅居前的券商，预计受益于主动资管规模的提升，例如根据中基协的数据，光大证券、申万宏源、华泰证券 2019 年一季度主动资管月均规模较上年末提升 3%以上。

图表 35：上市券商 1Q2019 资管净收入（亿元）及同比变化情况



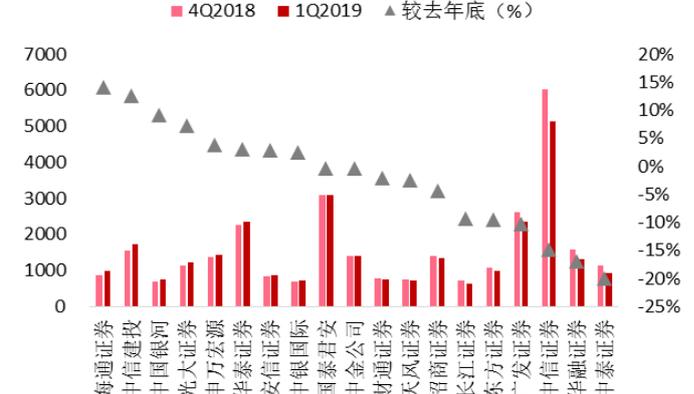
资料来源：券商一季报、万联证券研究所

图表 36: 部分券商 1Q2019 资管月均规模 (亿元)



资料来源: 中基协、万联证券研究所

图表 37: 部分券商 1Q2019 主动资管月均规模 (亿元)



资料来源: 中基协、万联证券研究所

2.5 融资业务: 利息净收入大幅增长, 两融和股票质押规模有提升空间

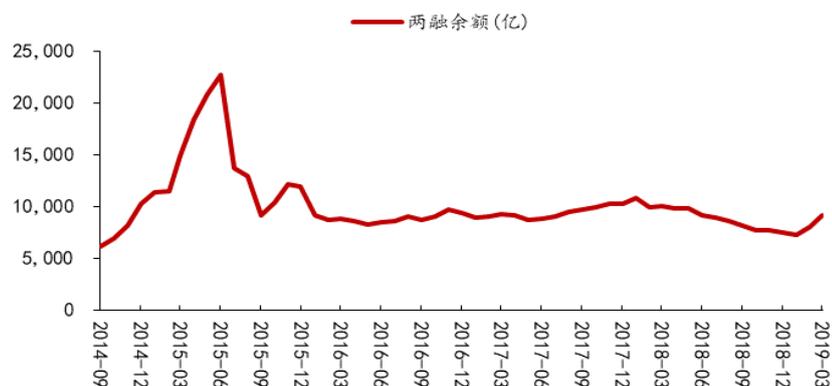
2.5.1 两融和股票质押规模同比下降, 上市券商利息净收入增速优于行业

2019 年一季度证券行业实现利息净收入 69.04 亿元, 同比增长 4.94%, 利息收入 388.55 亿元, 同比下降 6.45%, 同时由于利率下行降低融资成本, 利息支出 319.51%, 同比减少 8.60%。在利息净收入中, 两融利息收入 142.02 亿元, 同比下滑 23.98%, 虽然今年一季度两融余额回升较多, 但由于去年同期高基数的影响, 同比仍下降 7.87%, 同时叠加两融费率下滑的因素, 导致两融收入下滑。此外, 2019 年一季度证券行业实现股票质押收入 97.14 亿元, 同比下降 18.12%, 主要是由于 2019 年一季度券商表内股票质押规模较上年末下滑 7.83%, 同比下滑 30.84%, 表现不及预期。

与整个行业相比, 上市券商表现较优, 2019 年一季度, 上市券商实现利息净收入 90.09 亿元, 同比增长 32.02%, 预计主要原因有:

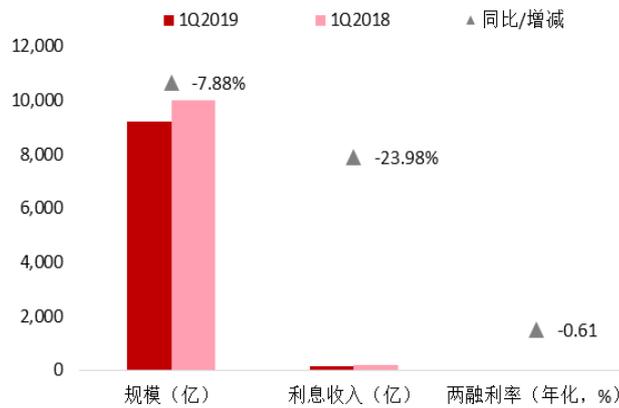
- 1) 两融规模降幅低于行业, 从融出资金看, 2019 年一季度融出资金同比减少 8.08%, 买入返售金融资产同比减少 30.02%;
- 2) 上市券商两融利率降幅低于行业, 股票质押利率增幅高于行业;
- 3) 会计变更的影响, 债权和其他债权利息收入提供增量;
- 4) 上市券商融资成本低于行业。

图表 38: 两融余额变化情况



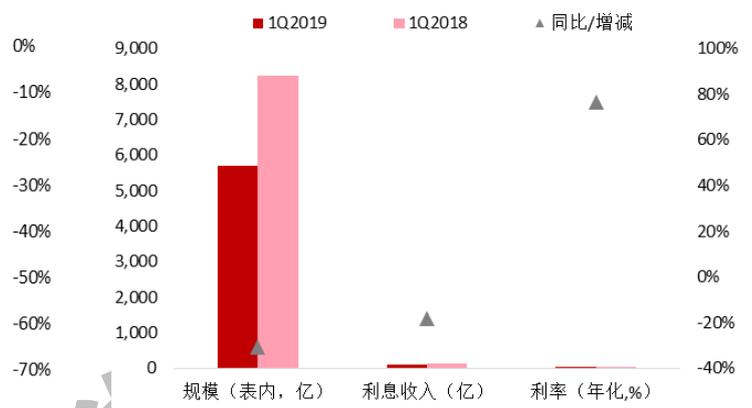
资料来源: wind、万联证券研究所

图表 39：证券行业两融规模、收入及利率变化情况



资料来源：中基协、万联证券研究所

图表 40：证券行业股票质押规模、收入及利率变化情况



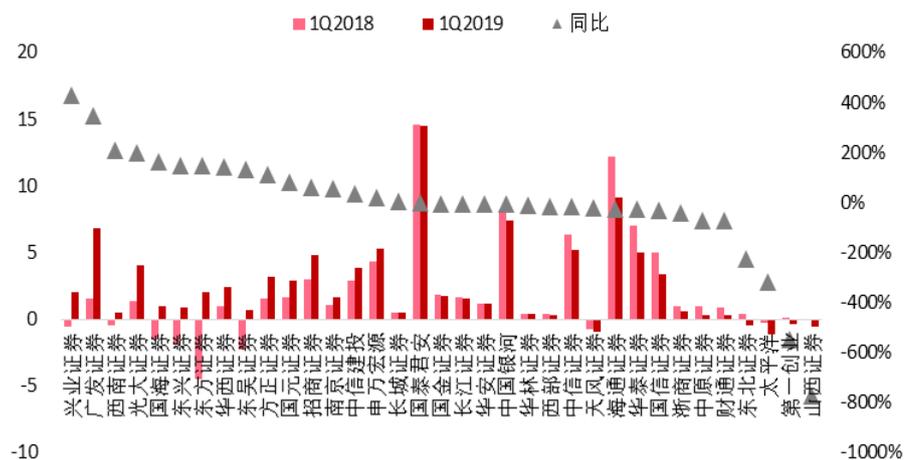
资料来源：中基协、万联证券研究所

2.5.2 上市券商半数实现净利息收入正增长，后续仍有增长空间

在上市券商中，2019 年一季度净利息收入有半数实现正增长，增幅居前的券商有兴业证券、广发证券、西南证券、光大证券和国海证券，增幅均超过 150%。

在两融业务方面，2019 年一季度融出资金规模增速居前的券商有天风证券、西南证券、东吴证券、华西证券和兴业证券，增幅均超过 10%；在股票质押方面，买入返售金融资产规模（大部分是股票质押资产）居前的券商有华安证券、光大证券、浙商证券，均实现了同比正增长。后续若市场持续回暖，两融和股票质押规模有进一步提升的空间。

图表 41：上市券商 1Q2019 利息净收入（亿元）及同比变化情况



资料来源：券商一季报、万联证券研究所

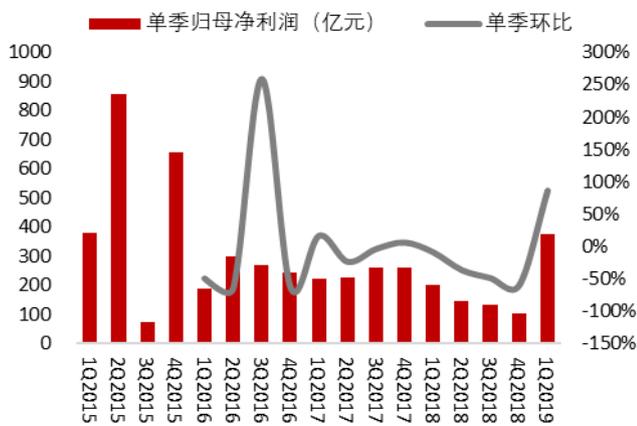
图表 42：上市券商 1Q2019 融出资金（亿元）及同比变化情况

发行常态化，加快推进证券期货行业对外开放，进一步深化境内外市场互联互通。这些举措将推动我国资本市场不断完善、壮大，券商作为资本市场的重要纽带，发展空间十分广阔。

从估值情况来看，4月券商由于市场调整业绩有所下滑，但板块自3月底也进行了相应的调整，截至2019年5月21日，券商板块PB为1.62X，回落至历史估值中枢之下，配置价值有所提升，我们维持行业“强于大市”投资评级。

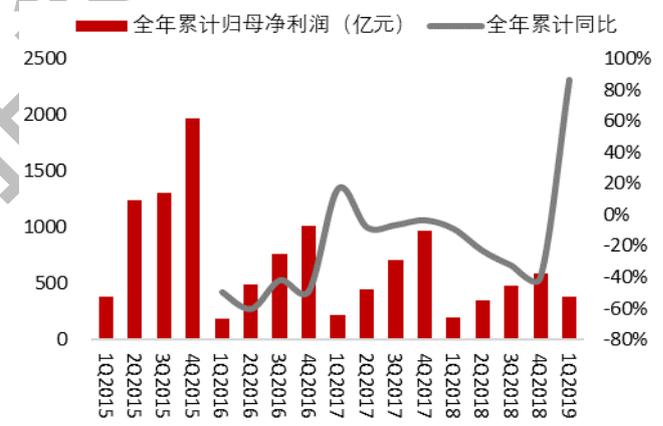
在个股的选择上，一方面仍关注龙头中信证券（600030.SH）和华泰证券（601688.SH），华泰在经纪业务方面弹性更好，同时关注低估值的海通证券（600837.SH）；另一方面关注2018年后三季度亏损较多、低基数的中小券商，业绩反弹的确定性更高。

图表 44：上市券商单季归母净利润环比情况



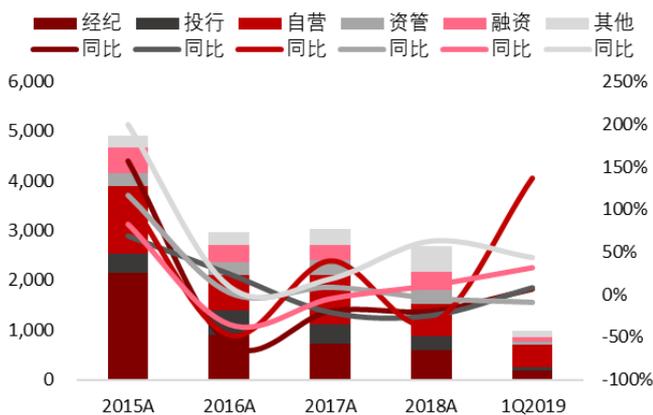
资料来源：券商财报、万联证券研究所

图表 45：上市券商全年累计归母净利润同比情况



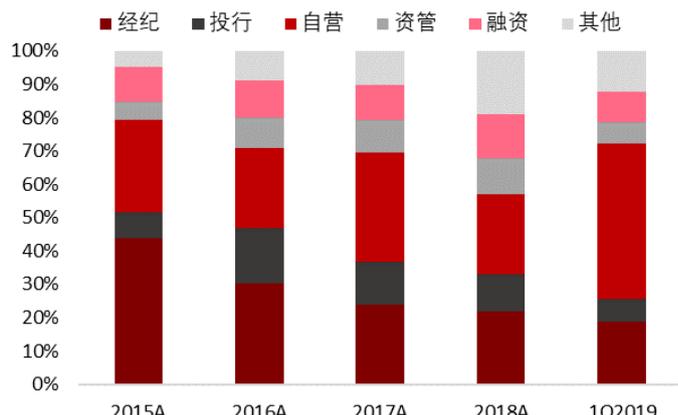
资料来源：券商财报、万联证券研究所

图表 46：上市券商分业务收入（亿元）及同比（%）



资料来源：券商财报、万联证券研究所

图表 47：上市券商收入结构变化



资料来源：券商财报、万联证券研究所

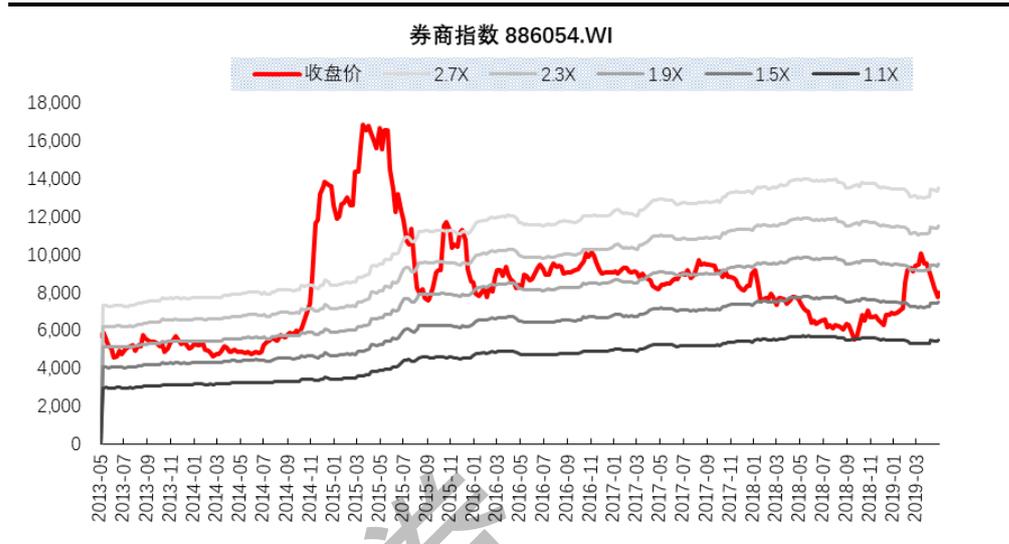
图表 48：上市券商 PB 估值情况

证券代码	券商简称	2019-5-21	PB			ROE
			min	max	average	(1Q2019, 年化)
601788.SH	光大证券	1.07	0.74	5.64	1.89	10.80%
601211.SH	国泰君安	1.19	0.95	6.32	2.00	9.44%
600837.SH	海通证券	1.20	0.75	4.77	1.85	12.30%
000776.SZ	广发证券	1.20	0.98	6.71	2.20	13.15%
000728.SZ	国元证券	1.23	0.74	4.95	1.87	6.73%
601377.SH	兴业证券	1.27	0.78	7.55	2.68	11.81%
600999.SH	招商证券	1.29	0.96	8.19	2.40	10.27%
000686.SZ	东北证券	1.34	0.76	7.03	2.39	13.49%
002926.SZ	华西证券	1.37	1.34	3.68	2.21	10.01%
600369.SH	西南证券	1.42	0.85	6.89	2.30	8.64%
600109.SH	国金证券	1.43	0.93	11.79	3.35	8.03%
600958.SH	东方证券	1.43	1.01	11.79	3.43	9.48%
601688.SH	华泰证券	1.47	1.16	5.30	2.01	10.43%
000783.SZ	长江证券	1.52	0.86	7.08	2.66	11.25%
601555.SH	东吴证券	1.53	0.73	10.07	2.50	11.72%
000750.SZ	国海证券	1.55	0.85	10.37	3.85	6.91%
601901.SH	方正证券	1.57	0.98	8.77	2.45	6.12%
601881.SH	中国银河	1.59	0.91	2.86	1.79	9.02%
600030.SH	中信证券	1.60	1.20	4.75	1.81	10.78%
601198.SH	东兴证券	1.66	1.18	14.35	4.47	11.12%
000166.SZ	申万宏源	1.70	1.59	15.83	4.23	10.43%
600909.SH	华安证券	1.80	1.23	8.09	2.87	13.82%
002500.SZ	山西证券	1.81	1.11	9.49	3.13	8.01%
002736.SZ	国信证券	1.87	1.07	12.54	3.27	13.78%
601108.SH	财通证券	1.91	1.14	5.74	2.57	7.79%
002673.SZ	西部证券	1.97	1.36	21.33	5.76	13.00%
601375.SH	中原证券	1.99	1.30	6.37	2.76	7.10%
601878.SH	浙商证券	2.18	1.42	8.22	3.80	7.08%
002939.SZ	长城证券	2.27	1.96	3.77	2.63	13.23%
601099.SH	太平洋	2.27	1.14	24.72	5.32	13.11%
002797.SZ	第一创业	2.54	1.66	15.64	6.08	11.29%
601990.SH	南京证券	2.89	1.60	4.71	3.04	6.97%
601162.SH	天风证券	3.30	1.19	5.75	3.66	4.09%
601066.SH	中信建投	3.59	1.12	5.45	2.33	12.08%
300059.SZ	东方财富	5.51	3.46	91.73	15.15	8.22%
002945.SZ	华林证券	7.02	3.77	12.82	8.94	7.27%

注：时间区间为 2013-5-21 至 2019-5-21

资料来源：wind、万联证券研究所

图表 49：券商指数历史走势



资料来源: wind、万联证券研究所

4、风险提示

市场波动超预期; 宏观经济下行风险; 利率超预期下行

非金融行业重点上市公司估值情况一览表
(数据截止日期: 2019年05月21日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘 价	市盈率			市净率	投资评级
		18A	19E	20E	最新		18A	19E	20E	最新	
600030.SH	中信证券	0.77	1.09	1.09	12.61	20.23	26.27	18.56	18.56	1.60	买入
601688.SH	华泰证券	0.61	0.97	1.15	12.88	18.47	30.28	19.04	16.06	1.43	买入
600837.SH	海通证券	0.45	0.57	0.62	10.24	12.26	27.24	21.51	19.70	1.20	增持

资料来源: 公司财报、万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场