

营收净利分化，龙头韧性仍在

——证券业 12 月经营数据点评

强于大市（维持）

日期：2019 年 01 月 11 日

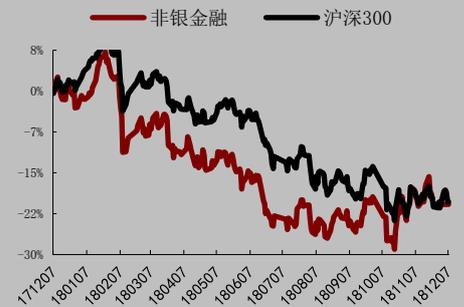
行业事件：

截至 2019 年 1 月 10 日，共有 34 家上市券商发布了 2018 年 12 月经营数据，其中 29 家可比上市券商合计实现单月营业收入 263.58 亿元，环比上升 64.07%；单月净利润 65.30 亿元，环比下降 3.50%。从 1-12 月数据来看，可比券商合计实现累计营业收入 1757.19 亿元，累计净利润 606.32 亿元，分别同比下滑 12.44% 和 24.98%。12 月末净资产为 12638.33 亿元，较去年同期上升 2.83%。

投资要点：

- **单月业绩：**12 月券商收入大增而净利小幅下滑，呈明显分化趋势。我们认为收入增长的主因是固收类自营投资与资管项目的季度利息收入确认；而净利润下滑则是受到大额股票质押减值计提的拖累。分券商来看，12 月实现净利润正增长的共有 14 家，其中国泰君安、华泰、光大表现较优，分别取得 148.53%、224.91% 和 128.50% 的净利润环比增幅，同时单月净利润分列第 1、2、5 位，而龙头中信（-61.31%）表现不及预期。
- **累计业绩：**2018 年实现净利润正增长的仅有 4 家，分别为财通（262.06%）、申万宏源（17.11%）、浙商（7.24%）、方正（1.37%），子公司大额分红是支撑业绩的主要原因。同时中信（-6.27%）、海通（-8.06%）等头部券商仍显示出较强的经营韧性。此外值得注意的是华泰的净利润下滑幅度高达 -29.15%，主要系 2017 参股公司江苏银行会计政策变更带来的利润高基数所致，基本符合市场预期。
- **投资建议：**券商在 12 月的业绩基本符合预期，但营收与净利有所分化，主要系季度利息收入确认与股票质押计提两方面因素所致。而各项业务表现则释放出两方面信号：1) 经纪、两融、自营依旧低迷，市场信心不振导致的交投环境低迷仍是压制券商业绩修复的重要因素；2) 再融资业务复苏，此前密集出台的制度完善政策效果渐显，考虑到后续将逐一落地的科创板、沪伦通等新业务，券商投行业绩增量可期。从行业竞争格局上来看，龙头券商的优势愈发明显，马太效持续强化。目前中信、华泰等多家龙头券商的 PB 估值仍处历史相对低位，兼具低估值和高回报（ROE）优势，具有较高配置价值。
- **风险提示：**
金融监管超预期；市场持续下行；券商资产质量下降

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 01 月 10 日

相关研究

万联证券研究所 20190110_中信证券 (600030.SH) 事项点评_AAA_收购预案出台，龙头补强华南业务

万联证券研究所 20190108_行业周报点 (12.1-1.6)_AAA_降准释放流动性，坚定看好龙头券商

万联证券研究所 20190102_行业月报_AAA_保险行业 1-11 月数据点评

分析师：缴文超/张译从

执业证书编号：S0270518030001/

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

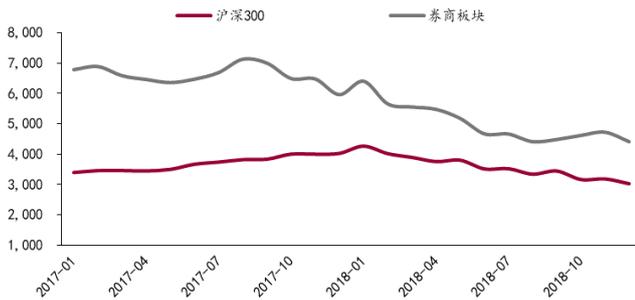
1、行业整体情况.....	3
1.1 市场表现：板块回调，个股普跌.....	3
1.2 经营数据：单月营收净利分化，全年大幅下滑.....	3
图表 8：上市券商 1-12 月净利润 TOP 10（亿元，%）.....	5
图表 9：上市券商 1-12 月净利润增速 TOP 10（%）.....	5
2、分业务情况.....	5
2.1 经纪与两融业务：情绪承压，交易维持清淡.....	5
2.2 投行业务：IPO 发审放缓，再融资规模扩张.....	6
2.3 资管业务：发行规模回落，固收型占据主流.....	6
2.4 自营业务：权益市场回调，自营依旧承压.....	6
3、投资建议.....	7
4、风险提示.....	7
图表 1：12 月券商板块走势.....	3
图表 2：12 月券商个股市场表现.....	3
图表 3：12 月券商经营数据.....	4
图表 4：上市券商 12 月净利润 TOP 10（亿元，%）.....	4
图表 5：上市券商 12 月净利润增速 TOP 10（%）.....	4
图表 8：上市券商 1-12 月净利润 TOP 10（亿元，%）.....	5
图表 9：上市券商 1-12 月净利润增速 TOP 10（%）.....	5
图表 10：日均股基交易额（单月）.....	5
图表 11：日均股基交易额（累计）.....	5
图表 12：融资融券情况（亿元，%）.....	5
图表 13：股权发行情况（亿元）.....	6
图表 14：债券发行情况（亿元）.....	6
图表 15：资管产品发行情况（只，亿份）.....	6
图表 16：12 月新发行产品数量占比（%）.....	6
图表 17：12 月股票市场指数表现.....	7
图表 18：12 月债券市场指数表现.....	7

1、行业整体情况

1.1 市场表现：板块回调，个股普跌

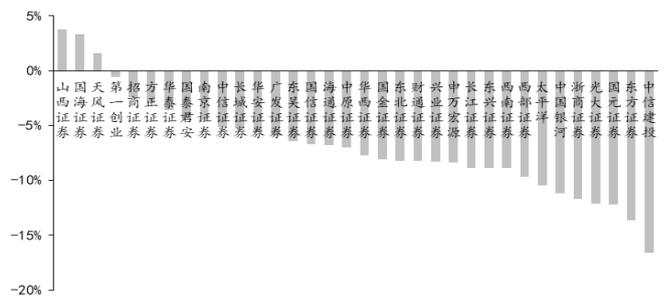
市场方面，券商板块在12月的跌幅为-6.64%，表现略逊于沪深300指数(-5.11%)，呈震荡回调态势。个股普遍表现不佳，除山西(3.79%)、国海(3.32%)、天风(1.63%)以外全数下跌，其中大型券商相对抗跌，而前期涨势强劲的次新龙头中信建投遭遇-16.57%的大幅调整。

图表1：12月券商板块走势



资料来源：wind，万联证券研究所

图表2：12月券商个股市场表现



资料来源：wind，万联证券研究所

1.2 经营数据：单月营收净利分化，全年大幅下滑

截至2019年1月10日，共有34家上市券商发布了2018年12月经营数据，其中29家可比上市券商合计实现单月营业收入263.58亿元，环比上升64.07%；单月净利润65.30亿元，环比下降3.50%。整体来看，营收增长与净利下滑的分化较为明显。我们认为券商收入增长的主因是固收类自营投资与资管项目的季度利息收入确认；而净利润下滑则是受到大额股票质押减值计提的拖累。

分券商来看，12月实现净利润正增长的共有14家，其中中国泰君安、华泰、光大表现较优，分别取得148.53%、224.91%和128.50%的净利润环比增幅，同时单月净利润分列第1、2、5位，而龙头中信(-61.31%)表现不及预期。

2018年1-12月数据来看，可比券商合计实现累计营业收入1757.19亿元，累计净利润606.32亿元，分别同比下滑12.44%和24.98%。12月末净资产为12638.33亿元，较去年同期上升2.83%。

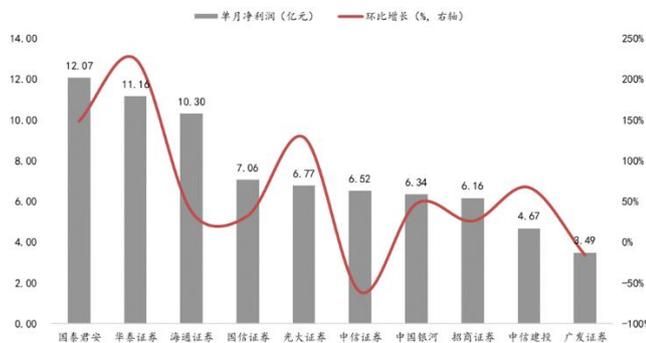
分券商来看，2018年实现净利润正增长的仅有4家，分别为财通(262.06%)、申万宏源(17.11%)、浙商(7.24%)、方正(1.37%)，子公司大额分红是支撑业绩的主要原因。同时中信(-6.27%)、海通(-8.06%)等头部券商仍显示出较强的经营韧性。此外值得注意的是华泰的净利润下滑幅度高达-29.15%，主要系2017参股公司江苏银行会计政策变更带来的利润高基数所致，基本符合市场预期。

图表3：12月券商经营数据

券商个股	证券代码	营业收入 (亿元, %)				净利润 (亿元, %)				净资产 (亿元, %)	
		单月	环比	年度累计	同比	单月	环比	年度累计	同比	月末	同比
东兴证券	601198.SH	5.70	174.29%	29.57	-9.09%	2.20	299.67%	10.53	-14.03%	193.49	1.69%
华泰证券	601688.SH	22.59	169.48%	150.40	-24.52%	11.16	224.91%	73.51	-29.15%	1044.78	17.49%
国泰君安	601211.SH	32.96	158.87%	194.93	-1.02%	12.07	148.53%	74.07	-17.02%	1273.09	0.87%
山西证券	002500.SZ	2.07	22.03%	14.60	-25.93%	0.93	146.41%	2.83	-46.86%	134.24	-0.61%
财通证券	601108.SH	3.74	172.34%	28.95	271.81%	0.67	134.24%	8.02	262.06%	196.05	-4.08%
光大证券	601788.SH	12.17	49.90%	63.77	-13.60%	6.77	128.50%	21.16	-36.55%	502.90	1.05%
国金证券	600109.SH	6.72	111.55%	34.28	-15.28%	1.87	88.48%	9.77	-15.67%	192.29	3.01%
国元证券	000728.SZ	4.70	86.25%	20.95	-26.86%	1.99	60.54%	5.02	-47.62%	235.69	-2.97%
中国银河	601881.SH	15.14	51.08%	88.12	-15.57%	6.34	47.37%	28.78	-21.14%	657.08	2.03%
海通证券	600837.SH	25.55	92.03%	126.21	-4.11%	10.30	37.10%	60.45	-8.06%	1118.60	1.24%
国信证券	002736.SZ	15.52	58.34%	92.40	-17.59%	7.06	32.55%	33.16	-24.07%	515.64	1.50%
招商证券	600999.SH	16.02	50.18%	102.54	-11.31%	6.16	25.77%	42.05	-16.34%	789.26	1.27%
东吴证券	601555.SH	6.24	121.88%	27.38	-0.88%	0.71	0.40%	4.26	-44.43%	197.47	-2.68%
中万宏源	000166.SZ	15.69	68.67%	123.72	8.48%	2.88	0.20%	52.16	17.11%	706.88	27.98%
广发证券	000776.SZ	12.83	30.87%	112.45	-28.19%	3.49	-16.04%	45.25	-36.77%	803.34	0.43%
浙商证券	601878.SH	1.99	-3.08%	21.62	24.44%	0.27	-35.49%	5.55	7.24%	137.21	7.01%
国安证券	600909.SH	1.47	-3.74%	13.96	-21.79%	0.35	-39.92%	4.17	-35.02%	122.14	1.08%
中信证券	600030.SH	22.51	-0.91%	207.96	-3.10%	6.52	-61.31%	85.20	-6.27%	1315.75	2.00%
东方证券	600958.SH	6.01	17.68%	53.69	-39.46%	0.30	-83.10%	12.55	-61.72%	521.74	-1.45%
方正证券	601901.SH	8.35	71.87%	54.27	8.33%	-0.03	-101.92%	14.58	1.37%	459.48	0.47%
国海证券	000750.SZ	2.12	20.84%	12.62	-29.16%	-0.66	-215.94%	0.08	-97.30%	131.65	-1.74%
长江证券	000783.SZ	1.32	-67.72%	37.98	-25.17%	-2.11	-448.30%	3.63	-75.46%	272.25	0.70%
中原证券	601375.SH	0.75	-28.39%	9.39	-34.56%	-1.05	-478.40%	-0.54	-112.57%	97.00	-3.64%
西部证券	002673.SZ	1.52	-18.02%	19.35	-32.98%	-0.99	-493.04%	3.35	-61.67%	174.28	-0.62%
兴业证券	601377.SH	8.72	89.65%	48.22	-26.98%	-1.58	-764.52%	11.27	-47.35%	313.20	-3.30%
东北证券	000686.SZ	5.01	156.62%	22.24	-4.28%	-0.73	-1565.21%	1.63	-68.67%	151.23	-3.88%
第一创业	002797.SZ	1.82	83.45%	14.26	-2.18%	-0.40	-1699.99%	2.05	-45.31%	94.76	-0.19%
太平洋	601099.SH	0.82	-14.04%	7.66	-40.23%	-6.50	-5336.68%	-9.23	-647.90%	105.14	-10.17%
西南证券	600369.SH	3.53	160.22%	23.72	-17.16%	-2.70	-12964.70%	1.03	-87.97%	181.69	-4.98%
可比上市券商合计		263.58	64.07%	1757.19	-12.44%	65.30	-3.50%	606.32	-24.98%	12638.33	2.83%
长城证券	002939.SZ	3.01	101.86%	5.62	-	0.60	91.65%	1.05	-	163.80	-
中信建投	601066.SH	13.30	76.19%	60.58	-	4.67	67.13%	16.19	-	460.55	-
华西证券	002926.SZ	2.03	30.23%	24.01	-	0.09	-59.45%	7.95	-	182.04	-
天风证券	601162.SH	4.36	131.02%	6.88	-	0.05	-86.76%	0.04	-	111.50	-
南京证券	601990.SH	1.11	-9.34%	6.69	-	-0.21	-168.74%	0.69	-	105.15	-
上市券商合计		287.39	-	1860.98	-	70.49	-	632.24	-	13661.37	-
江海证券	-	1.80	481.29%	9.44	3.94%	1.09	1161.53%	-1.51	-164.92%	96.81	-4.76%
国联证券	-	0.93	116.05%	11.06	-11.25%	-0.02	96.78%	2.67	-41.01%	85.89	0.90%
广州证券	-	1.71	43.48%	11.88	-	-0.19	60.59%	-1.19	-	110.05	-
华鑫证券	-	0.60	33.53%	8.36	-0.07%	-0.16	28.15%	-1.08	-1268.16%	54.20	-3.20%
安信证券	-	6.94	59.70%	42.66	-15.41%	1.42	-4.00%	11.82	-37.01%	306.66	-3.14%
华创证券	-	1.64	2.27%	16.02	13.88%	-0.38	-186.38%	2.97	38.91%	108.65	2.56%
券商合计		301.01	-	1960.40	-	72.25	-	645.92	-	14423.64	-

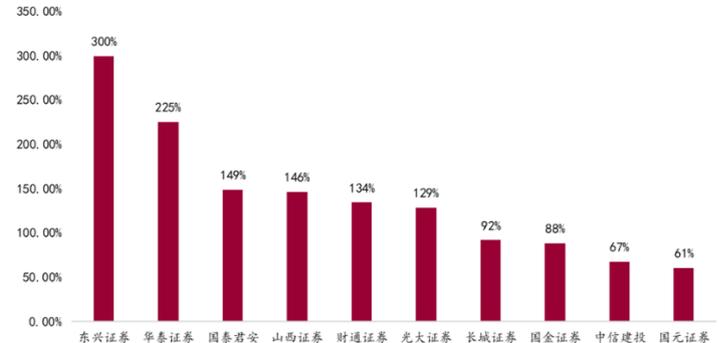
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表4：上市券商12月净利润Top 10 (亿元, %)



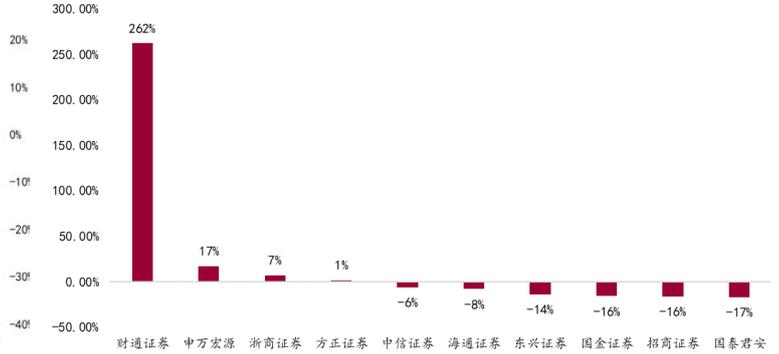
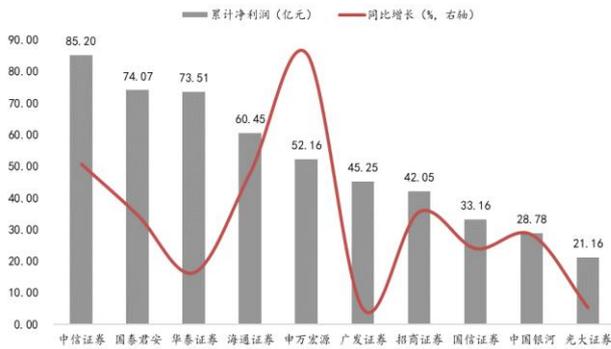
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表5：上市券商12月净利润增速Top 10 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表 6: 上市券商 1-12 月净利润 Top 10 (亿元, %) 图表 7: 上市券商 1-12 月净利润增速 Top 10 (%)



资料来源: wind, 万联证券研究所

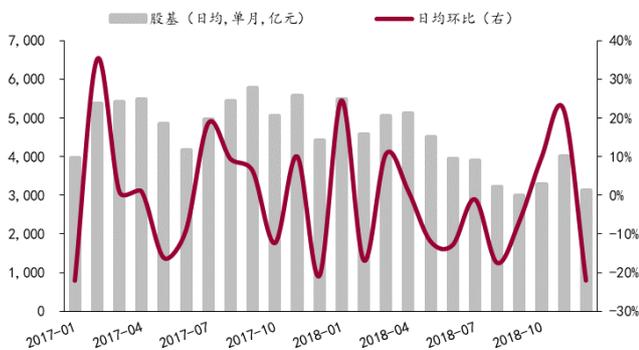
资料来源: wind, 万联证券研究所

2、分业务情况

2.1 经纪与两融业务: 情绪承压, 交易维持清淡

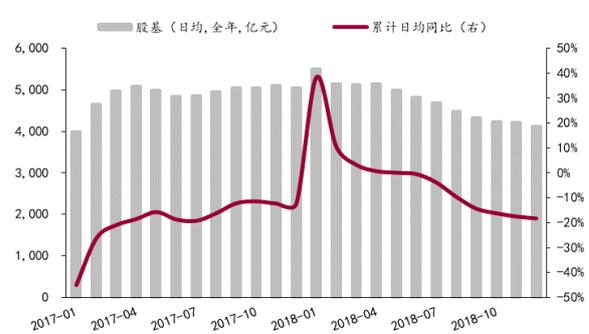
进入12月, 宏观经济数据低迷导致投资者担忧情绪加重, 市场风险偏好承压的情况下交易活跃度有所回落。A股在12月的日均成交额仅为3,142亿元, 环比下降22.02%, 而从年度累计数据上来看, A股日均成交额4,121亿元, 同比下降18.18%。融资融券方面, 12月两融日均余额为7557.04亿元, 环比下滑2.20%, 其中融资余额7489.81亿元, 融券余额67.23亿元。当前经纪交易及两融余额数据仍处低位, 政策托底力度及中美贸易磋商进展仍是市场活跃度改善的关键。

图表 8: 日均股基交易额 (单月)



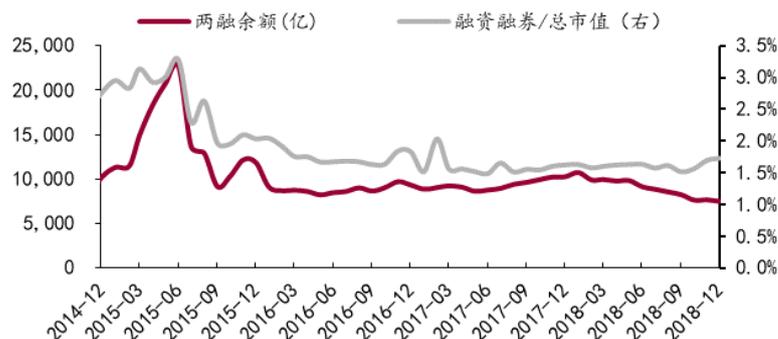
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表 9: 日均股基交易额 (累计)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表 10: 融资融券情况 (亿元, %)

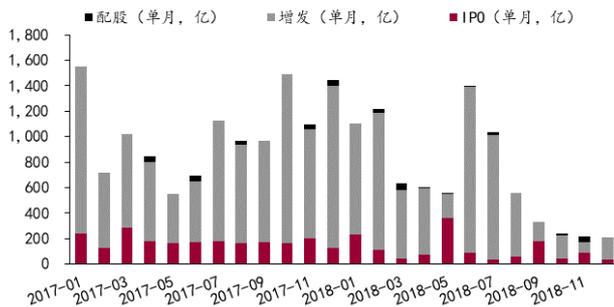


资料来源: wind, 万联证券研究所

2.2 投行业务: IPO发审放缓, 再融资规模扩张

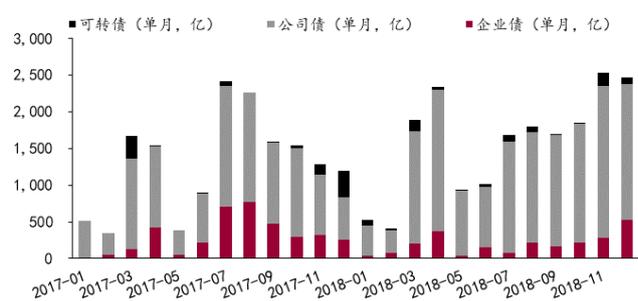
12月IPO发审节奏趋缓, 发行规模仅35.63亿元, 环比大幅萎缩60.57%, 处于年内较低发行水平, 预计部分原因是为科创板挂牌等新业务让步; 定增发行规模为176.79亿元, 环比大增117.00%, 自再融资政策组合发布以来, 利用定增补偿现金流和偿债的事件激增, 业务规模持续扩大。债券发行方面, 12月核心债券发行规模为2475.70亿元, 环比下降2.20%, 基本保持平稳, 其中公司债和可转债规模分别下滑11.00%和44.26%, 企业债发行规模则大增89.30%。

图表11: 股权发行情况 (亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表12: 债券发行情况 (亿元)

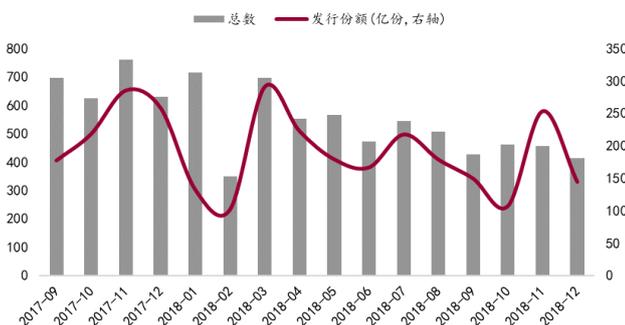


资料来源: wind, 万联证券研究所

2.3 资管业务: 发行规模回落, 固收型占据主流

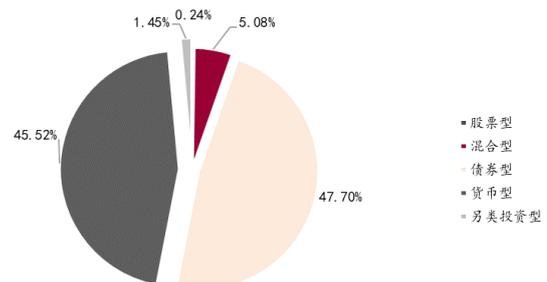
从资管产品发行情况来看, 12月券商共计发行413只产品, 发行规模为144.50亿份, 较11月有显著回落。就产品结构而言, 债券型和货币型各占47.70%和45.52%, 此外还有少量混合型产品(5.08%)发行。整体来看, 当前权益市场仍处震荡筑底阶段, 具有较强不确定性, 券商资管的发行仍集中于固定收益型及货币型产品。

图表13: 资管产品发行情况 (只, 亿份)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表14: 12月新发行产品数量占比 (%)



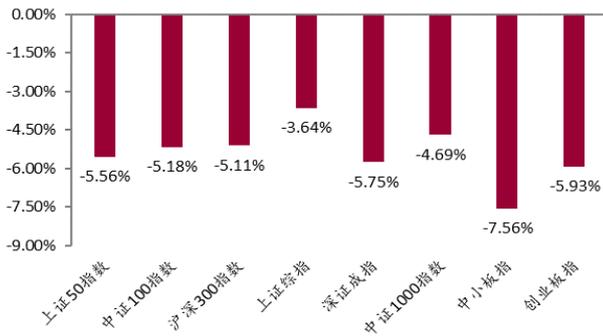
资料来源: wind, 万联证券研究所

2.4 自营业务: 权益市场回调, 自营依旧承压

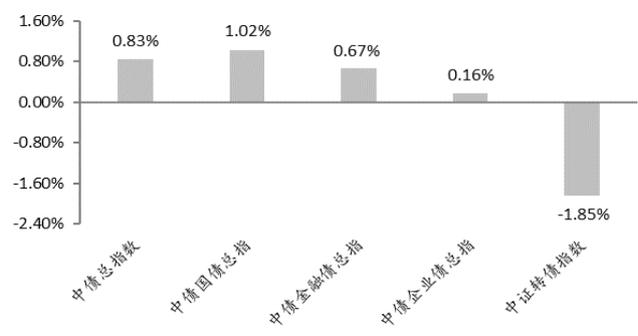
12月权益市场走势较弱, 上证综指、上证50、中证100分别下跌3.64%、5.56%和5.18%, 而深证成指、中小板指、创业板指以及中证1000也分别下挫5.75%、7.56%、5.93%和4.69%, 大小盘全面回调。而债券市场相对平稳, 中债总指数、中债国债总指数上涨0.83%和1.02%, 仅中证转债指数受权益市场影响下跌1.85%。整体来看, 股熊债牛的

格局下，侧重权益投资的券商自营盘压力仍在。

图表15：12月股票市场指数表现



图表16：12月债券市场指数表现



资料来源：wind，万联证券研究所

资料来源：wind，万联证券研究所

3、投资建议

券商在12月的业绩基本符合预期，但营收与净利有所分化，主要系季度利息收入确认与股票质押计提两方面因素所致。而各项业务表现则释放出两方面信号：1) 经纪、两融、自营依旧低迷，市场信心不振导致的交投环境低迷仍是压制券商业绩修复的重要因素；2) 再融资业务复苏，此前密集出台的制度完善政策效果渐显，考虑到后续将逐一落地的科创板、沪伦通等新业务，券商投行业绩增量可期。

从行业竞争格局上来看，龙头券商的优势愈发明显。在2018年相对弱势的市场环境中，龙头券商凭借大体量、高评级、强风控等优势，已经展现出较强的经营韧性。而当前以沪伦通、科创板为代表的多项制度创新均是业务资源向龙头券商的再集中，行业马太效有望进一步强化。目前中信、华泰等多家龙头券商的PB估值仍处历史相对低位，兼具低估值和高回报（ROE）优势，具有较高配置价值。

4、风险提示

金融监管超预期；市场持续下行；券商资产质量下降

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 西城区平安里大街28号中海国际中心