

# 非银行金融

# 行业深度分析

## 证券业：转型仍在路上，核心竞争力决定未来

### 投资要点

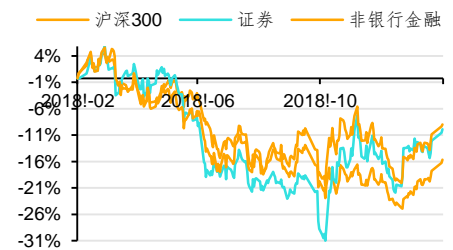
- ◆ **首次覆盖证券行业：分化已开始，优质公司才可受益。**创新发展7年，证券业仍未摆脱同质性强、业绩波动大、杠杆率不高的特点。但从上市券商业绩来看，行业分化已开始。综合实力较强的头部券商和经营稳健的中小券商业绩下滑幅度较小；而个别相对激进、风险暴露的中小券商业绩大幅下滑，甚至出现年度亏损。
- ◆ **看好核心竞争力较强的公司：**我们预期“扶优抑劣”的监管导向不会转变，业内马太效应将持续，目前阶段大型券商优势明显。同时，我们将金融机构核心竞争力归纳为资本实力、销售能力、定价能力和风控能力。然后通过净资产、机构业务收入、场外衍生品业务、科技投入、风险暴露比例等指标评价上市券商核心竞争力。筛选取得：中信、中金、华泰、国君综合实力较强、各方面均表现较好；中信建投在投行和场外期权业务方面表现较好。
- ◆ **寻找优质中小券商：**中小券商综合实力难与大型券商抗衡，但我们认为融资融券和零售经纪业务仍有制度红利存在，若主动收缩战线、严控成本，中小券商仍可度过寒冬甚至实现持续盈利。因此，我们认为目前阶段行业性并购整合的时机尚未到来。与此同时，中小券商若基于自身禀赋，在细分领域内形成比较优势，也可走出差异化发展的道路。如东方财富证券依托大股东线上流量资源，实现经纪业务快速提升。东方证券、天风证券等也在部分业务条线上形成了自己的比较优势，具备差异化发展的潜力。
- ◆ **投资建议：**目前时点，我们看好国泰君安、中信证券、华泰证券和中信建投，均给予“买入”评级。我们认为三家公司核心竞争力较强。其中中信建投估值虽偏高，但投行实力较强、场外衍生品业务提升较快且自由流通市值较小，给予一定估值溢价；中信、华泰、国君是综合实力居前的行业龙头、估值处历史底部区域。若股市回暖，券商龙头有望受益于价值重估和业绩回升的戴维斯双击效应。
- ◆ **风险提示：**股市回暖低于预期；创新推进不达预期；行业竞争再度加剧；监管加强；坏账率超预期等风险。此外，不断融资而ROE维持低位或成压制估值提升的重要因素。

投资评级

**领先大市-A 维持**

首选股票		评级
600030	中信证券	买入-A
601688	华泰证券	买入-A
601211	国泰君安	买入-A
601066	中信建投	买入-B

### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
证券相对收益	-3.40	1.28	5.73
证券绝对收益	4.22	4.16	-9.65
非银行金融相对收益	-0.86	-2.36	6.64
非银行金融绝对收益	6.76	0.51	-8.74

分析师

崔晓雁

 SAC 执业证书编号：S0910519020001  
 18616850201

相关报告

## 内容目录

一、转型仍在路上.....	4
二、锤炼自身核心竞争力.....	7
(一) 资本实力：资本消耗型业务的必要储备.....	7
(二) 销售能力：转型发展的必备实力.....	7
1、代销金融产品业务分析.....	8
2、投行业务销售能力分析.....	9
(三) 定价能力：需不断锤炼提升的核心竞争力.....	10
1、机构业务：机构化逐渐到来，看好机构业务前景.....	10
2、场外衍生品业务：个股期权是利润增长点，但考验定价能力.....	11
(四) 风控能力：理性看待坏账，三方面提升风控能力.....	12
1、搭建全面风控体系.....	13
2、增加科技投入.....	13
3、主动调节杠杆和业务规模.....	14
三、中小券商路在何方？.....	16
(一) 制度红利犹在，行业性并购时机尚未到来.....	16
(二) 基于自身禀赋，在细分领域内寻找比较优势.....	17
1、依托大股东资源，在细分领域内脱颖而出.....	17
2、锤炼自身核心竞争力，发展优势业务.....	17
(1) 依靠投资能力 or 低风险、稳健经营.....	18
(2) 依托研究业务能脱颖而出吗？.....	18
四、重点公司关注.....	20
(一) 主要上市券商估值比较.....	20
(二) 覆盖公司投资建议.....	21
风险提示：.....	22

## 图表目录

图 1：证券行业收入结构（2018）.....	4
图 2：证券行业历年有效杠杆率与监管上限.....	4
图 3：受市场环境的影响，证券业收入、利润波动较大.....	4
图 4：2014 年以来证券业净资产快速增长，持续拉低 ROE.....	4
图 5：上市券商 2018E 净利润及同比降幅比较.....	5
图 25：招商银行、中国平安战略回顾.....	6
图 6：证券业格局（2018E）.....	6
图 7：中小证券公司格局（2018E）.....	6
图 8：证券业净资本排名前十的公司（H118）.....	7
图 9：H118 证券业代销金融产品收入前十（单位：万元）.....	8
图 10：2018 年证券业投行主承销增发、企业债券募资金额前十.....	9
图 11：专业机构（含沪港通）交易占比和持股市值占比，及千万级个人投资者持股市值占比（%）.....	11
图 12：中信证券全面风险管理架构.....	13
图 13：2017 年度证券公司信息技术投入考核值排名前十（仅展示上市券商）.....	14
图 14：2013 年至今华泰与中信有效杠杆率比较.....	15
图 15：2013 年至今国泰君安与中信有效杠杆率比较.....	15

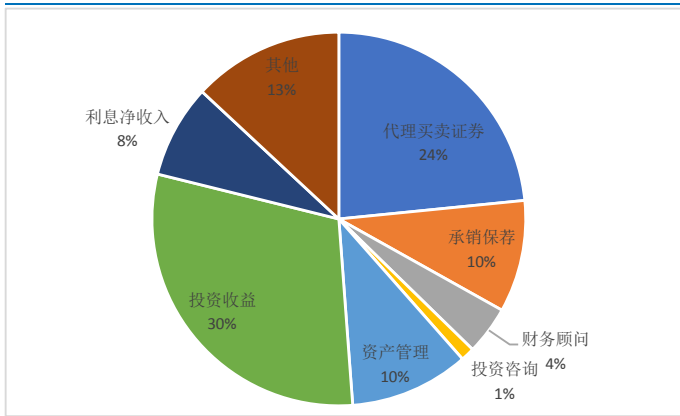
图 16: 2013 年至今华泰证券资产结构变化 .....	15
图 17: 2013 年至今国泰君安资产结构变化 .....	15
图 18: A 股自然人投资者结构 (按持股市值) .....	16
图 19: A 股自然人投资者结构 (按账户数) .....	16
图 20: 2013 年至今东方与中信有效杠杆率比较 .....	18
图 21: 2013 年至今国金与中信有效杠杆率比较 .....	18
图 22: 东方证券资产配置结构 .....	18
图 23: 国金证券资产配置结构 .....	18
图 24: 天风证券公募基金分仓收入金额与收入占比 .....	19
图 26: 摩根士丹利组织架构 .....	20
图 27: 美银美林组织架构 .....	20
表 1: H118 主要头部券商机构业务经纪佣金收入比较 (单位: 万元) .....	11
表 2: 2018 年 1-11 月场外衍生品业务月度新增名义本金行业前五的公司 (单位: 亿元) .....	12
表 3: 核心竞争力居于行业前列的上市券商 .....	15
表 4: 部分上市券商估值比较 .....	20
表 5: 上市券商 2018 年估算净利润与同比降幅比较 (单位: 亿元) .....	23
表 6: 上市券商 H118 主要财务指标比较 (单位: 亿元) .....	24
表 7: 上市券商代销金融产品收入金额与收入占比比较 (单位: 万元) .....	25
表 8: 上市券商主承销增发、企业债、公司债募资金额与承销家数比较 (单位: 万元) .....	26
表 9: 上市券商信息系统投入金额、收入占比及协会信息系统考核值比较 (单位: 万元) .....	27
表 10: 上市券商历史有效杠杆率数据 .....	28

## 一、转型仍在路上

创新发展多年，证券公司同质性仍较强、杠杆率仍较低。2012 年证券行业开启创新发展，管制放松下业务范围扩大、杠杆率“监管上限”大幅提升。然而 7 年过去了，股票市场经历了一个完整的牛熊周期，证券业仍未摆脱同质性较强、业绩波动较大、杠杆率不高等特点。

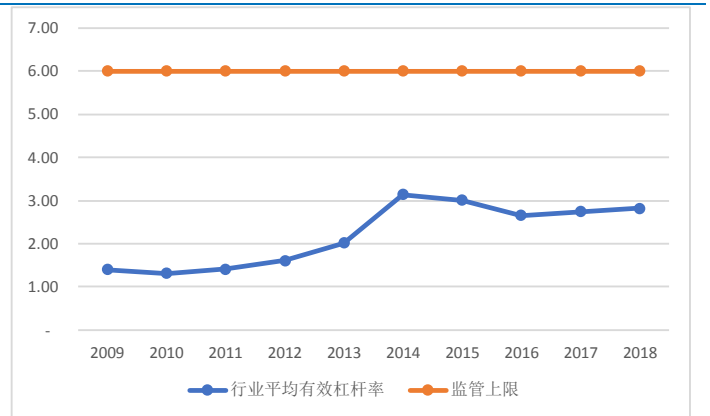
2018 年证券业收入来源主要是与股市债市波动高度正相关的经纪、投行、投资、资管和信用业务；行业平均有效杠杆率仅 2.8x (vs 银行、寿险公司平均约 13x 和 10x)。

图 1：证券行业收入结构（2018）



资料来源：证券业协会，华金证券研究所

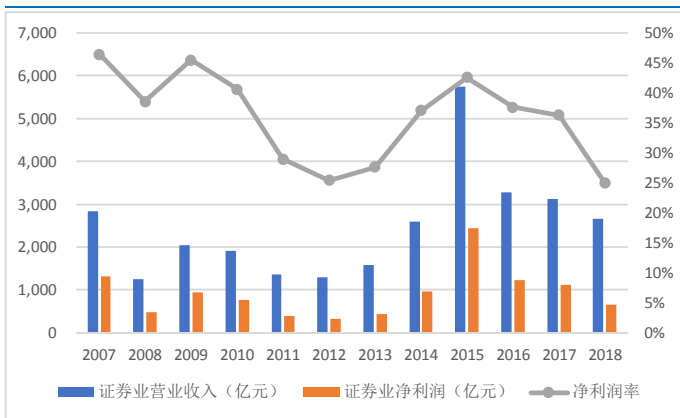
图 2：证券行业历年有效杠杆率与监管上限



资料来源：证券业协会，华金证券研究所

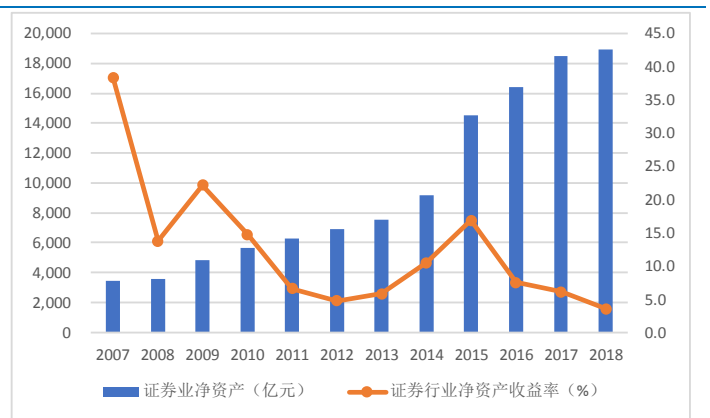
**资产越来越重，ROE 不断摊薄。**受 2014 年下半年以来证券公司大批上市影响，证券业资产越来越重，净资产收益率不断降低。根据证券业协会数据，2018 年证券业平均 ROE 仅 3.6%，创 2007 年以来新低。展望未来 1-3 年，考虑到上市券商已发布的融资计划金额较高且中小券商上市意图十分强烈，我们预计除非市场显著回暖，否则证券业平均 ROE 恐难以快速回升，而低 ROE 或成为压制券商股 PB 估值的重要因素。

图 3：受市场环境影响，证券业收入、利润波动较大



资料来源：WIND，证券业协会，华金证券研究所

图 4：2014 年以来证券业净资产快速增长，持续拉低 ROE



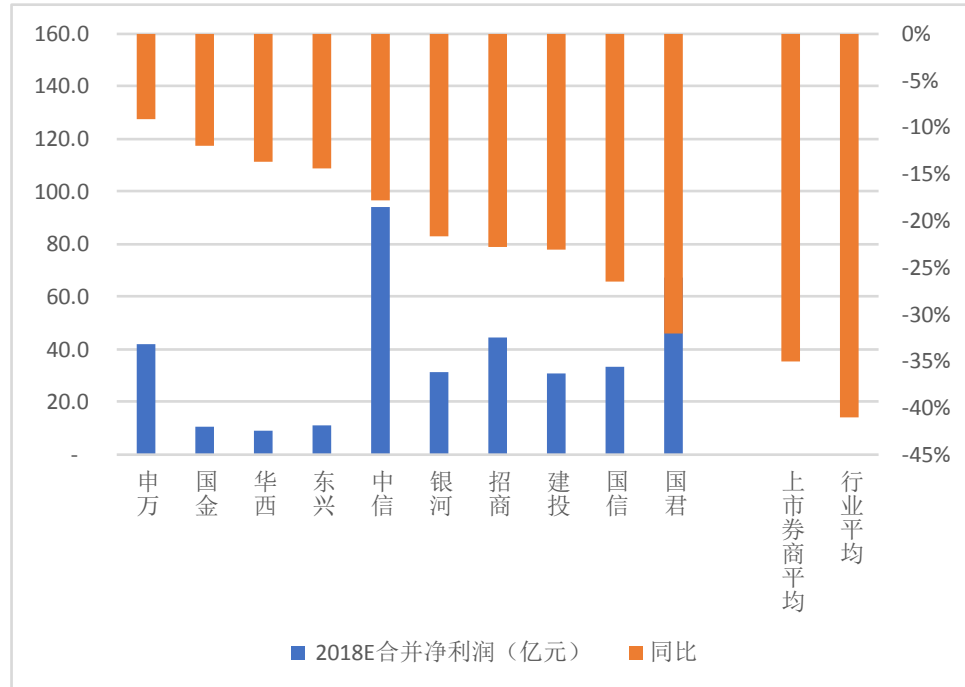
资料来源：WIND，证券业协会，华金证券研究所

**分化曙光显现，业绩压力或成转型最大的动力。**2016 年以来，受股票市场低迷和竞争加剧影响，证券业净利润连续三年下滑。2018 年证券业净利润同比下滑 41%。

但从上市券商业绩表现来看，行业分化已经开始。综合实力较强的头部券商和部分经营稳健的中小券商业绩下滑幅度明显优于平均；而个别相对激进、风险暴露的中小券商业绩大幅下滑，

甚至出现年度亏损。根据上市公司业绩预告,或2018年3季报和10-12月母公司口径月报估算,我们预计申万宏源、国金、华西、东兴、中信、银河、招商、中信建投等2018年净利润下滑幅度较小,业绩表现相对优异(详细数据见附表5)。

图5: 上市券商2018E净利润及同比降幅比较



资料来源: 上市公司公告, 华金证券研究所估算

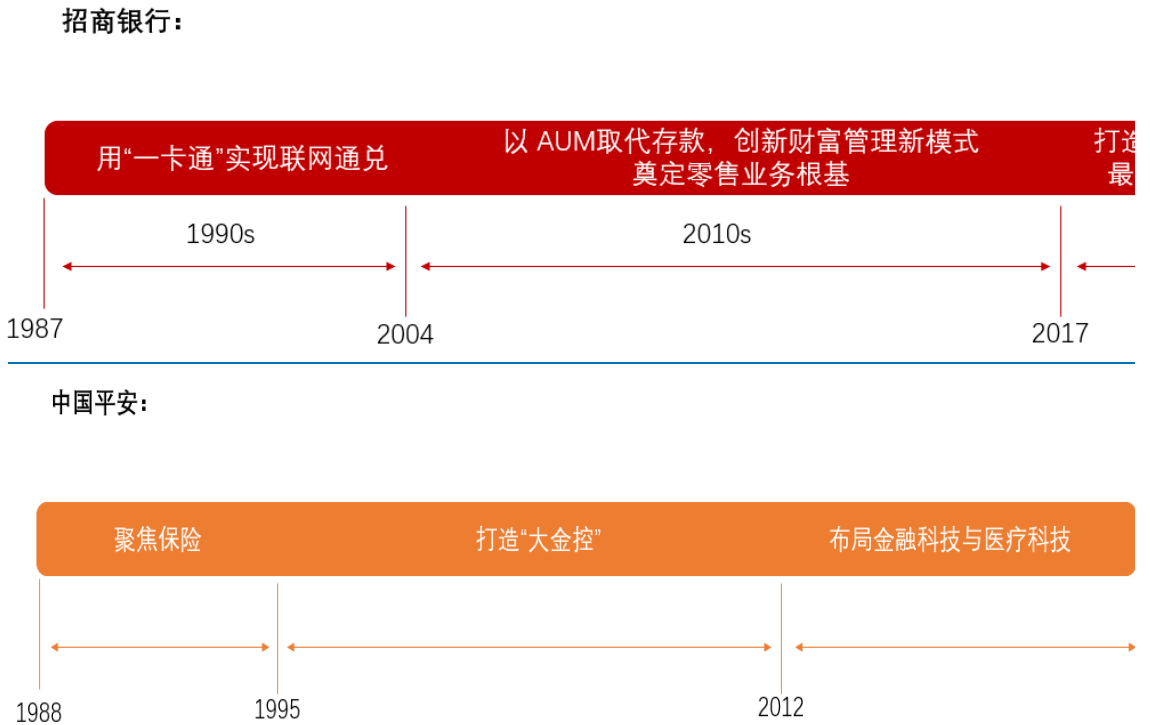
我们认为头部券商业绩表现较好主要受益于监管层“分类监管”、“扶优抑劣”的政策导向下,各类资源向其集中,从而导致马太效应凸显。具体表现包括:

- 1) 分类评价高度重视资本充足水平指标且监管体系是以净资本为核心。
- 2) 债券承销、场外期权等业务资质;投资者保护基金计提比例等直接与分类评价结果挂钩。
- 3) 科技投入、战略投资关系长远发展,持续的大额投入需丰厚盈利和资本进行支撑。
- 4) 市场低迷环境下,大型券商全面布局和规模效应的优势更加明显。

我们预期“扶优抑劣”、引导核心竞争力提升的监管导向不会转变,行业内马太效应将持续。目前阶段,大型券商具备较强的资源优势。我们期待头部券商中的优异者逐步成长为国际一流的全能投行。

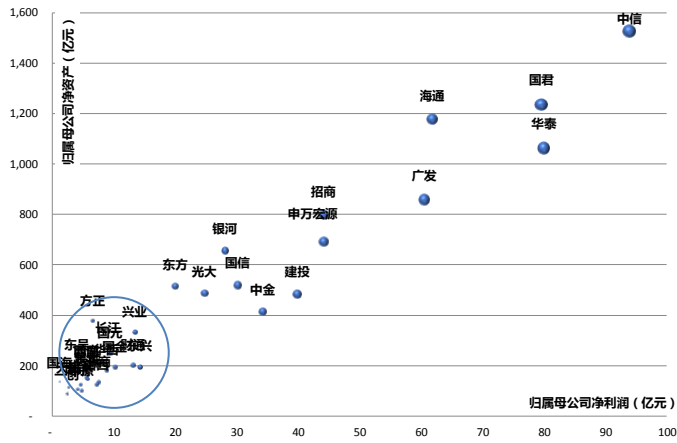
与此同时,对于众多中小券商,我们期待涌现出一批在细分领域内表现突出的精品券商。当然,核心竞争力的培育、经营思路的转变都是长期的过程,差异化发展往往是业绩压力乃至生存压力下的无奈之选。在铸造核心竞争力方面,我们认为招商银行、中国平安等优秀金融同业“十年磨一剑”的战略定力值得借鉴。优质企业的炼成不是一夕之功,只有持续的战略投入和足够的时间培育才能挖出足够深的护城河。

图 6: 招商银行、中国平安战略回顾



资料来源：上市公司公告，华金证券研究所

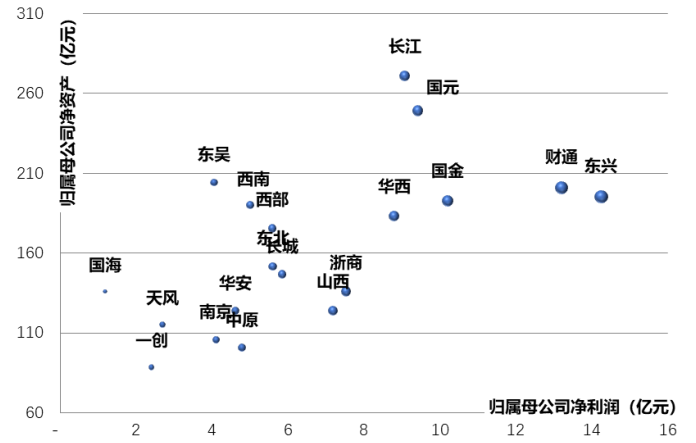
图 7: 证券业格局 (2018E)



资料来源：上市公司公告，WIND，华金证券研究所

注：未覆盖公司估算数据使用 WIND 一致预期

图 8: 中小证券公司格局 (2018E)



资料来源：上市公司公告，WIND，华金证券研究所

注：未覆盖公司估算数据使用 WIND 一致预期

## 二、锤炼自身核心竞争力

根据业务性质、监管要求等多方面因素，我们将金融机构核心竞争力归纳总结为四方面：资本实力、销售能力、定价能力和风控能力。

### （一）资本实力：资本消耗型业务的必要储备

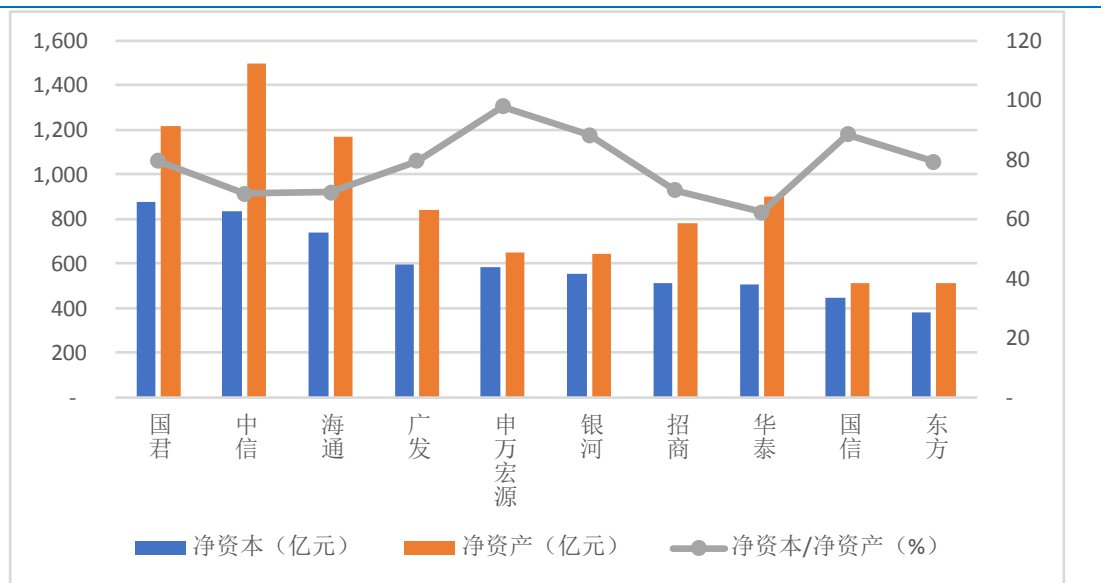
资本实力对证券公司的重要性一方面源自监管导向，另一方面也是资本消耗型业务发展的需要。资本消耗型业务主要包括融资融券、股票质押、做市和各类投资业务（直投、固定收益、另类投资、方向性自营等）。创新发展以来，证券公司主要的利润增长点几乎均为资本消耗型业务。

此外，我们注意到资产管理业务中某些客户提出了跟投要求；同时，根据《关于上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，科创板实行“保荐+直投”模式。假设承销保荐科创板项目，证券公司需跟投且锁定 2 年，那么对证券公司的资本实力、项目筛选能力、定价能力、流动性管理能力都将提出更高的要求。由此可见，资产管理、科创板等未来利润增长点也亟待资本实力的支撑。

资本实力方面，国泰君安、中信、海通目前位居行业前三甲，优势较强（详细数据见附表 6）。我们认为上市券商，尤其是多地上市的证券公司融资渠道更多、信息更透明、市场影响力更大，具有天然的资本优势。

但需要指出的是，根据 2018 年中期末数据，上市券商净资本/净资产指标多高于 70%，个别公司甚至达到 110%、115%，大幅高于 20% 的监管下限，我们认为科创板跟投等业务有助于证券公司更有效的运用资本，利于改善目前资本冗余的状态。

图 9：证券业净资本排名前十的公司（H118）



资料来源：证券业协会，华金证券研究所

### （二）销售能力：转型发展的必备实力

证券公司作为主要从事中介业务的金融机构，销售能力是最受倚重的核心竞争力。财富管理、注册制下的承销保荐、投资咨询等未来较有前景的业务也都需要较强的销售能力。目前业务架构下，我们认为代销金融产品收入和主承销增发、企业债券业务在一定程度上可反映证券公司的销售能力。

## 1、代销金融产品业务分析

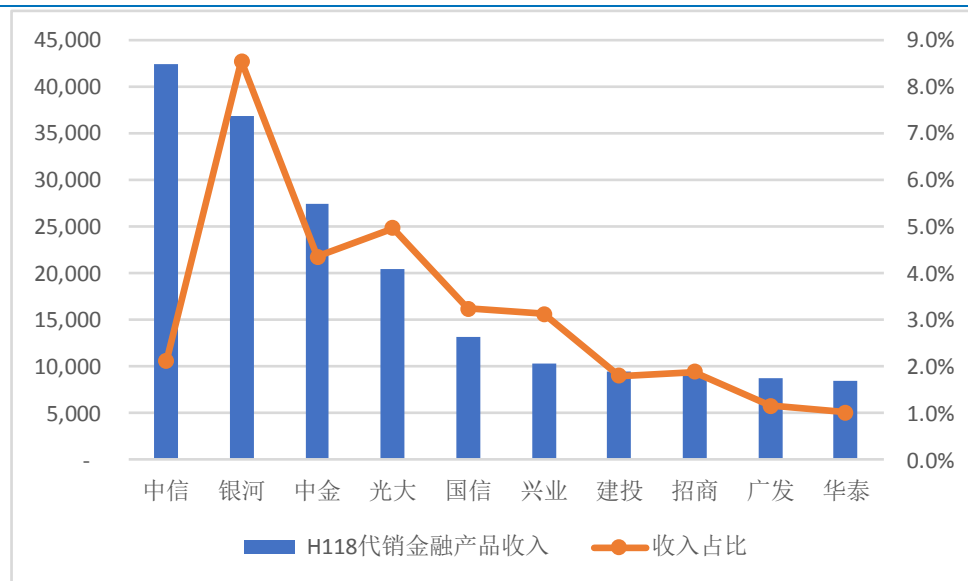
代销金融产品业务近年来受到越来越多证券公司的重视，2018年已有多家券商将金融产品部由原先的二级部门提升至一级部门。我们十分看好代销业务，因为我们认为金融产品将是财富管理业务的主要发力点和表现形式。参考招商银行发展历程，招行于2007年前后提出以AUM（客户资产管理规模）取代存款的财富管理新模式，实现关键飞跃，奠定了零售业务的扎实根基。我们认为AUM的管理思想同样适用于证券公司，打破固有业务条线壁垒，不拘形式的守护客户财富价值才能奠定证券公司的发展基础。目前来看，中信、银河、兴业在代销金融产品方面走在行业前列（详细数据见附表7）。

1) 中信证券2016、17年和2018年上半年代销金融产品收入分别实现7.01亿元、7.45亿元和4.25亿元，遥遥领先于其他同业。与此同时，中信于2018年12月，业内首家将经纪业务发展与管理委员会更名为财富管理委员会，从组织架构层面凸显向财富管理转型的决心。

2) 银河证券2019年初也高调宣布将经纪业务总部更名为财富管理总部，并提出改革投顾薪酬制度，谋求经纪业务向财富管理转型。收入方面，银河2016、17年和2018年上半年代销金融产品收入分别实现2.57亿元、2.38亿元和3.68亿元，2016、17年均位居行业第2位，2018年上半年收入占比达到8.5%。

3) 兴业证券是业内第三家将经纪业务总部更名为财富管理总部的券商。我们认为更名与否并不重要，但兴业2016、17年代销金融产品收入分别实现1.38亿元和1.57亿元，位居行业第4位（vs公司综合排名行业第15位左右）。

图 10: H118 证券业代销金融产品收入前十（单位：万元）



资料来源：上市公司公告，华金证券研究所



## 2、投行业务销售能力分析

科创板是目前市场关注的热点。据媒体报道，科创板有望于 2019 年上半年推出并试点注册制。我们认为注册制及与之配套的制度创新对证券业和资本市场的影响将十分深远。参考国际一流投行发展历程，投行业务才是业务核心，为企业客户融资是所有业务的起源。债券/股票/衍生权利产品只是不同的体现形式。投行部、研究部最重要的工作就是以更高的价格、更快的速度顺利完成募资；包销、跟投、做市都是以共担风险的方式为募资保驾护航。一级市场发行达到一定规模，柜台市场、场外市场逐渐形成，非标准化产品达到一定规模从而转变为标准化产品，标准化产品交易增多，二级市场才逐渐形成。经纪业务、信用业务、投资交易才有了发展空间。而在不断竞争中，销售能力、定价能力得以螺旋式提升。

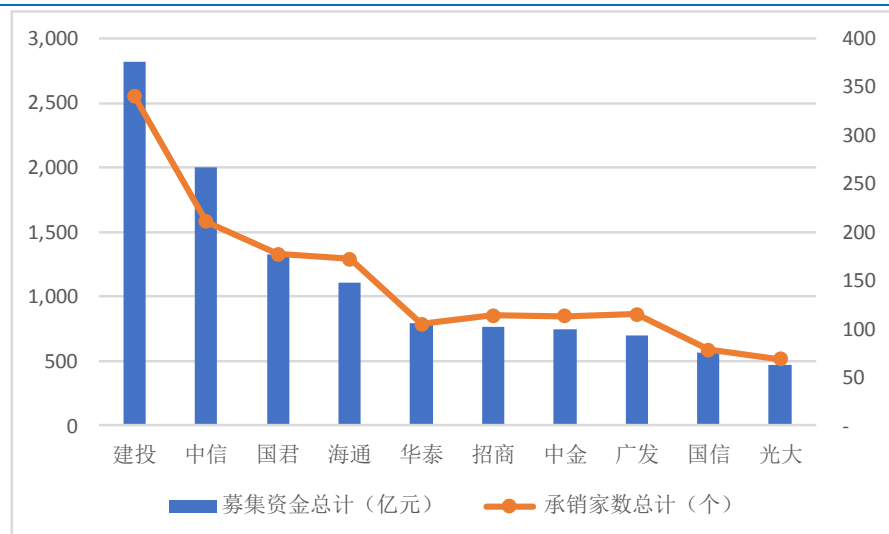
我国证券公司与国际投行发展路径不同，证券交易所与证券公司几乎同期设立。受发展路径、监管制度影响，经纪业务一直是国内券商核心，二级市场景气程度成为业绩多少的关键因素。此外，A 股以个人为主的投资者结构也使得零售业务（经纪、信用业务）市场空间更大。我们认为制度红利的存在在某种程度上反而抑制了券商核心竞争力的打造，而科创板的推出将是券商重视和磨炼核心竞争力的开始，具有里程碑般的重要意义。此外，我们认为注册制、跟投制度将使得科创板成为真正考验证券公司核心竞争力的业务领域。同时，其延伸产业链远不止投行板块，还涉及直投、股权基金、大宗交易、做市及金融衍生品创新等一系列业务。

由于 A 股 IPO 一直实行审批制，新股发售价格也受监管要求限制，所以 IPO 并不能反映证券公司投行的销售能力。反而，定向增发、企业债券（公司债、企业债）在一定程度上能够体现证券公司投行销售实力。

就目前证券公司主承销增发、企业债券数据来看，中信建投、中信、国泰君安是行业前三甲，实力较强，海通、华泰、招商、中金、广发等表现也较优异（详细数据见附表 8）。

最后，需要说明的是注册制对证券公司是综合实力的全面考验，销售能力只是其中之一，定价能力、风控能力和资本实力同样重要。

图 11：2018 年证券业投行主承销增发、企业债券募资金额前十



资料来源：WIND，华金证券研究所

### （三）定价能力：需不断锤炼提升的核心竞争力

我们认为证券公司的定价能力并不仅仅体现在研究部门的卖方研究业务，还体现在许多业务领域中，是证券公司赖以生存的核心竞争力。我们所指的定价能力包括定价和投研。注册制试行后，科创板 IPO 发行需要定价；各类投资业务需要投研；此外，财富管理销售金融产品需进行金融产品的筛选和合作机构的选择；信用类业务中确定借款利率、抵押证券折扣率、借款期限等；场外期权等金融衍生品的产品设计都需要强大定价能力的支撑。

就现有数据来看，我们认为机构业务和场外衍生品业务是市场较关注的领域，可在一定程度上反映证券公司的定价能力和综合服务能力。

#### 1、机构业务<sup>1</sup>：机构化逐渐到来，看好机构业务前景

虽然在市场低迷时期，专业机构者（公募基金、私募基金、券商自营、保险资管、财务公司等）也面临投资损失、管理规模缩水等问题，但专业机构客户投资能力更强、金融需求多样，低迷市场环境下生存概率高于普通个人投资者。

上交所统计年鉴显示，普遍盈利的年度里专业机构和一般法人（主要指上市公司大股东）取得盈利的绝大部分；普遍亏损的年度里专业机构损失金额小于自然人和一般法人。

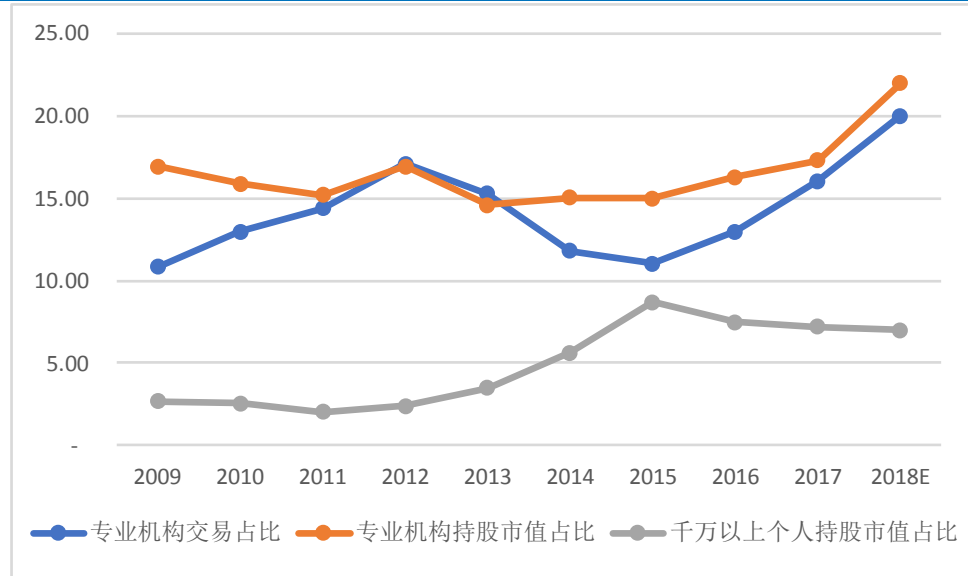
参考海外成熟资本市场发展经验，无论欧美、日本还是韩国、台湾，均经历了机构化的过程。以美国为例，1950 年个人投资者持股占比还高达 94%；1980 年个人投资者持股占比仍达 63%。1981-1999 年二十年间机构投资者持股占比由 37% 快速提升至 50% 以上，从而成为市场的主流。我们认为二十世纪 80、90 年代机构化过程形成的根本原因是 1) 向上的宏观经济；2) 向上的股票市场以及 3) 管制放松下繁荣的金融创新。

虽然我国目前宏观环境与美国二十世纪 80、90 年代并不相近，但我们的投资者结构也在悄然改变。受益于境内专业机构规模提升和引入外资成效显著，2015-18 年我国机构化趋势十分明显，3 年间专业机构投资者（含陆股通）持股市值占比和交易占比提升了约 7-8 个百分点。

此外，我们注意到超高净值个人（1000 万以上）客户持股市值占比达 7% 左右，是公募基金的 2 倍以上，市场空间很大。我们认为超高净值个人多为专业投资人士或企业主，金融服务需求与专业机构投资者大致相当，可归入机构业务类。

<sup>1</sup> 机构业务：文中所指机构业务不包括承销、保荐、财务顾问等投行业务。

图 12: 专业机构（含沪港通）交易占比和持股市值占比，及千万级个人投资者持股市值占比（%）



资料来源：上海证券交易所，华金证券研究所

我们认为专业机构客户是证券公司最优质的客户群。事实上，以中信证券为代表的头部券商业绩相对稳健，正是受益于大力发展机构业务。据公司披露，截止 2018 年中期末，中信证券共服务机构客户 3.4 万户，公司可向机构客户提供包括场外期权报价交易、股票收益互换、跨境收益互换；收益凭证、结构性产品等柜台产品；大宗经纪（含融资、融券、股票质押）；研究支持；资本引荐；资产托管、估值核算等一揽子全方位服务。国泰君安则是参考国际一流投行组织架构，设立“研究与机构业务委员会”，将机构投资者服务业务<sup>2</sup>统一管理。

从机构经纪业务收入及构成来看，中信、中金、国泰君安已走在行业前列。

表 1: H118 主要头部券商机构业务经纪佣金收入比较（单位：万元）

	机构经纪收入	收入占比	占总经纪收入比例	其中：席位租赁收入 公募、保险、大私募	其他机构佣金收入	席位费占机构佣金比例
中信	1,082.75	5.4%	26.3%	383.85	698.90	35.5%
中金	858.90	13.6%	44.2%	215.65	643.25	25.1%
国君	573.07	5.0%	22.6%	216.87	356.20	37.8%
中信建投	450.86	8.6%	33.8%	222.48	228.39	49.3%
广发	363.51	4.8%	18.4%	249.23	114.27	68.6%
海通	346.38	3.2%	20.9%	257.41	88.96	74.3%

资料来源：上市公司公告，华金证券研究所

注：中信证券未披露机构经纪收入，其他机构佣金收入为根据机构客户数估算；中金未披露席位租赁收入，未根据公募基金分仓数据估算

## 2、场外衍生品业务：个股期权是利润增长点，但考验定价能力

场外衍生品业务是 2017 年爆发式增长而引起市场关注的业务，2018 年监管层对其进行了规范。2018 年 4 月，证券业协会叫停券商与私募基金开展场外期权业务；5 月下发《关于进一

<sup>2</sup> 国泰君安机构投资者服务业务指为机构投资者提供主经纪商、股票质押及约定购回、研究等服务，同时还包括股票、衍生金融工具及 FICC 的投资交易。

步加强证券公司场外期权业务自律管理的通知》，将证券公司分为一级交易商和二级交易商，明确未能成为交易商的证券公司不得与客户开展场外期权业务。

场外衍生品主要通过证券公司柜台开展，标的涉及 A 股股指、千余只个股、大宗商品和部分境外标的。规范发展后，股指期货和大宗商品期权成为业务主流，交易对手也以商业银行为主。但个股期权才是证券公司场外衍生品业务主要收入来源。目前只有一级交易商可以直接开展个股期权的对冲交易；二级交易商可以直接对冲股指，商品类场外期权，也可以买卖个股期权，但个股期权的风险敞口只能通过一级交易商进行对冲。目前一级交易商包括中信证券、中金公司、中信建投、广发证券、国泰君安、华泰证券、招商证券 7 家。

场外期权的盈利主要来自期权费和对冲成本的差额，产品设计和如何控制对冲成本是业务核心，业务本身存在较大风险。因此，从证券业协会公布的场外证券月报数据可以看到，国泰君安、华泰、招商虽取得一级交易商资格，但业务开展并不积极。招商证券场外衍生品（期权+互换）月度新增名义本金金额甚至从未进入行业前五。与之形成鲜明对比的是，中信、中金、中信建投、广发较为进取，业务规模较大。尤其中信建投 2018 年 8 月以来增速较快。

表 2：2018 年 1-11 月场外衍生品业务月度新增名义本金行业前五的公司（单位：亿元）

	中信	中金	建投	广发	中泰	申万	国君	国信	海通	华泰
201801	276	157	54	109				70	205	
201802	161	69	58	54	164					
201803	224	140	39	56	129					51
201804	164	123	82		198	46				
201805	111	77	62		169	77				
201806	126	82		23	181	68				
201807	144	91	25		105			19		
201808	110	77	199	42		57				
201809	144	48	186	39			50			
201810	221	101	193	104			133			
201811	218	50	271	99						48
合计	1,899	1,014	1,075	526	946	248	183	89	205	98

资料来源：证券业协会，华金证券研究所

#### （四）风控能力：理性看待坏账，三方面提升风控能力

2018 年以来受市场行情拖累，众多证券公司陷入股票质押爆仓事件。年末兴业证券、太平洋证券等上市券商也发布了计提大额资产减值准备的公告。不可否认，股票质押业务受市场波动影响较大，坏账损失给上市券商带来了业绩和估值的双重压力。但我们认为应理性看待坏账问题，股票质押是贷款业务的一种，贷款业务出现坏账是常规现象，关键在于将坏账率控制在可接受范围之内。

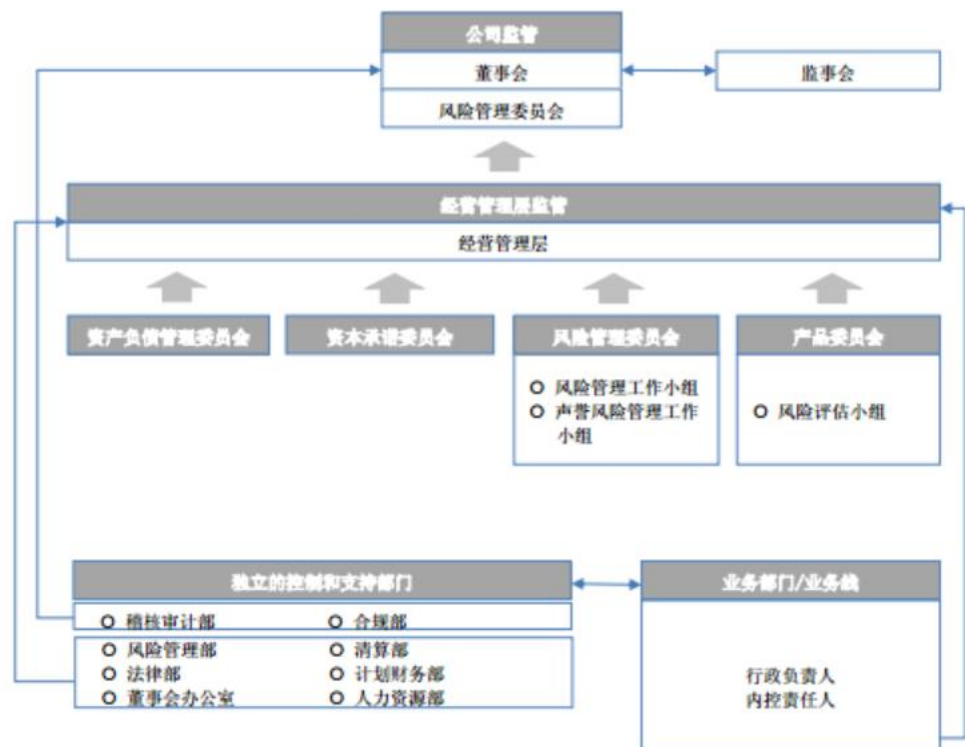
以兴业证券和太平洋证券为例，两公司分别就股票质押业务计提资产减值准备 6.07 亿元和 9.47 亿元，据我们估算两公司信用业务总规模分别为 289 亿元和 44 亿元。因此，兴业证券信用业务的坏账率约 2.1%，与上市银行 2%左右的坏账率大致相当，是可接受范围；而太平洋证券

的坏账率高达 21.5%，已远远超出信贷业务正常的坏账率范围。当然，无论坏账率高低，及时计提、真实公允反映当期业绩的举措都是值得称赞的。我们认为证券公司可从三方面提升风控能力：

## 1、搭建全面风控体系

2016 年 4 月中信证券首提“全面风险管理”，并在当年中报中详细披露了公司的三层次风险管理架构，在证券业非常有前瞻性。中信证券股票质押业务在 2018 年虽也受到波及，但涉及金额相对公司业务体量明显较小。我们认为提升风控意识，搭建全面风控体系值得借鉴。

图 13：中信证券全面风险管理架构



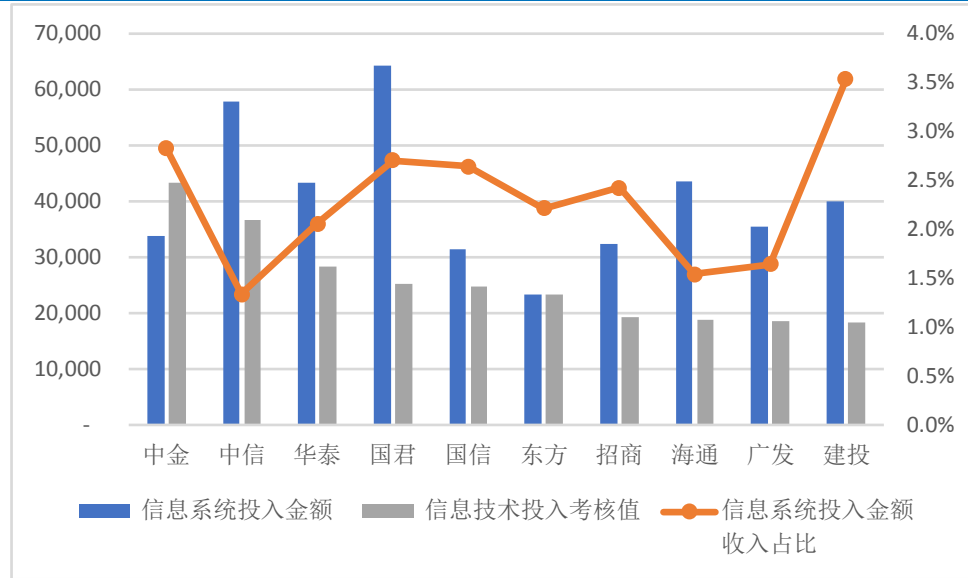
资料来源：上市公司公告，华金证券研究所

## 2、增加科技投入

近年来，随着互联网金融、金融科技的爆发，科技越来越被监管层和证券公司所重视。科技在证券业的应用非常广泛，我们预计智能客服、量化投资、异常交易风控和大数据分析下的精准营销是最先落地的几项。我们认为科技投入和证券公司风控能力的提升没有必然联系，但对于证券公司整体效率和竞争力的提升是有帮助的。

根据证券业协会发布的《2017 年证券公司会员经营业绩排名情况》中披露的信息系统投入数据，中金、中信、华泰、国泰君安等在科技投入方面力度较大（详细数据见附表 9）。

图 14: 2017 年度证券公司信息技术投入考核值排名前十 (仅展示上市券商)



资料来源: 证券业协会, 上市公司公告, 华金证券研究所

注: 信息技术投入考核值=本年信息技术投入+本年信息技术人员薪酬\*120%-上年专项合并营业收入\*3%, 这一指标排名纳入下一年度证券公司分类评价

### 3、主动调节杠杆和业务规模

我们认为基于宏观环境, 提前对市场和业务前景作出预判, 主动调节杠杆和业务规模是证券公司最大的风控。

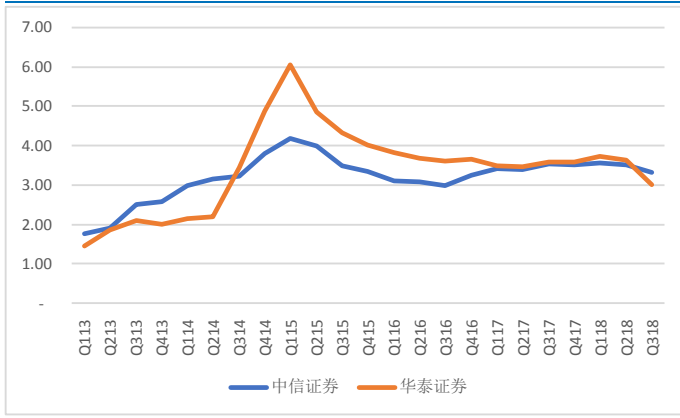
具体做法如在牛市初期或上升阶段主动加大融资力度, 提升杠杆, 扩张信用业务和投资资产规模; 在市场环境转变迹象出现前后, 主动归还负债, 降低杠杆, 收缩信用业务规模、减少投资持仓。事实上, 绝大多数上市券商也正是这样做的, 但扩张或收缩的力度及时点仍存在差异, 显示各上市券商在主动调节运营节奏方面仍存在差距。

从有效杠杆率数据来看, 以行业龙头中信证券为参照, 华泰证券 2013 年至 H115 股票市场上涨阶段加杠杆速度快于中信, H215 至 Q318 股票市场低迷阶段华泰证券和国泰君安降杠杆速度快于中信 (详细数据见附表 10)。

从资产结构数据来看, 2018 年华泰证券和国泰君安均在收缩信用业务规模并加仓自营投资, 但信用业务资产占比 Q318 末较 2017 年末, 华泰降了 7 个百分点; 国君降了 11 个百分点; 叠加主动降杠杆因素, 信用业务资产额华泰降了 22%; 国君降了 29%。调整时点方面, 华泰信用业务为逐季稳步降低; 国君则是在 2 季度骤降 7 个百分点, 3 季度再降 3 个百分点。

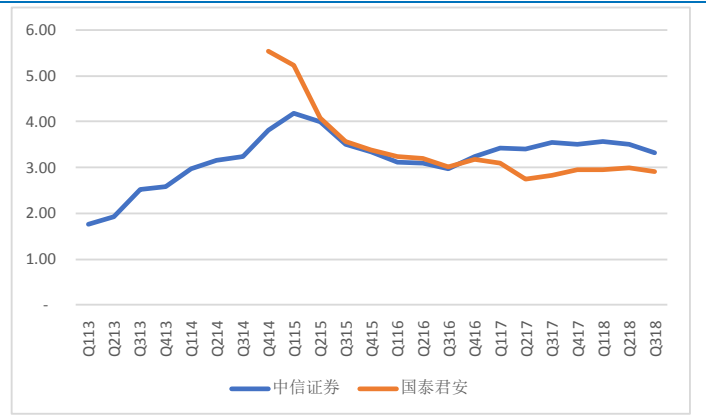
自营投资资产 (交易+可供+衍生品+持有至到期) 占比方面, 国君提升了 10 个百分点, 华泰仅提升了 5 个百分点; 金额方面则显示国君加仓 30%, 华泰仅加仓 15%。但值得注意的是, 华泰加仓主要在 2018 年 1 季度, 国君则主要在 2、3 季度。考虑到两公司持仓均以固定收益类资产为主, 结合债市走势, 我们认为在资产配置决心方面国泰君安更为坚决, 而时点选择上华泰证券或更胜一筹。

图 15: 2013 年至今华泰与中信有效杠杆率比较



资料来源: 上市公司公告, 华金证券研究所

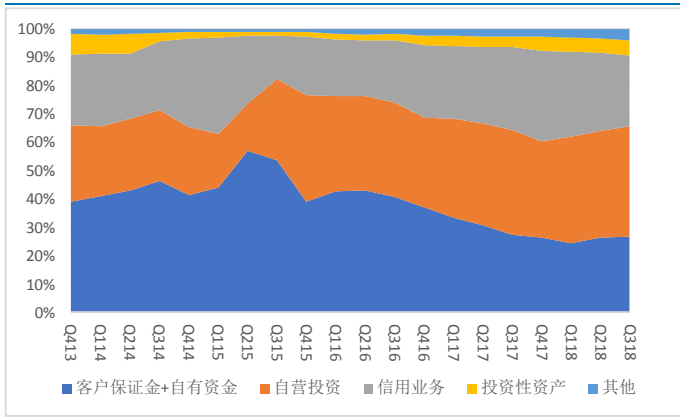
图 16: 2013 年至今国泰君安与中信有效杠杆率比较



资料来源: 上市公司公告, 华金证券研究所

注: 受数据来源限制, 无国泰君安更早期杠杆率数据

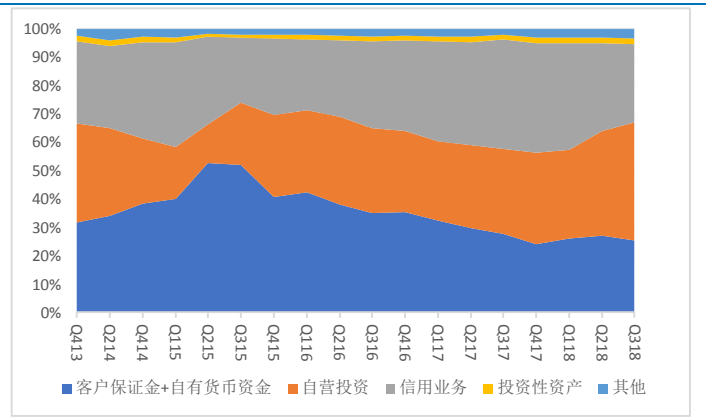
图 17: 2013 年至今华泰证券资产结构变化



资料来源: 上市公司公告, 华金证券研究所

注: 投资性资产包括长期股权投资+固定资产+无形资产+投资性房地产

图 18: 2013 年至今国泰君安资产结构变化



资料来源: 上市公司公告, 华金证券研究所

综上所述, 我们基于资本实力、销售能力、定价能力和风控能力四项核心竞争力, 筛选优质上市券商。综合比较来看, 中信证券、中金公司、华泰证券、国泰君安综合实力较强、各方面均表现较好, 具有发展为国际一流全能投行的潜力; 中信建投在投行、场外期权, 兴业证券在财富管理方面表现较好。

表 3: 核心竞争力居于行业前列的上市券商

核心竞争力	具体指标	优质上市券商
资本实力	净资本	国泰君安、中信、海通、广发、申万宏源
销售能力	代销金融产品	中信、银河、中金、光大、国信、兴业
	主承销增发、企业债	中信建投、中信、国泰君安、海通、华泰
定价能力	机构业务	中信、中金、国泰君安、中信建投、广发、海通
	场外衍生品	中信、中金、中信建投、广发、国泰君安
风控能力	科技投入	中金、中信、华泰、国泰君安、国信
	主动调节杠杆和业务规模	华泰、国泰君安、中信
分类评级	AA 评级	中信、中金、国泰君安、华泰、中信建投、广发、海通、东方、申万宏源、招商、银河

资料来源: 华金证券研究所

### 三、中小券商路在何方？

从核心竞争力的比较来看，大型券商综合实力更强、优势明显。那么中小券商的突围之路在哪里呢？

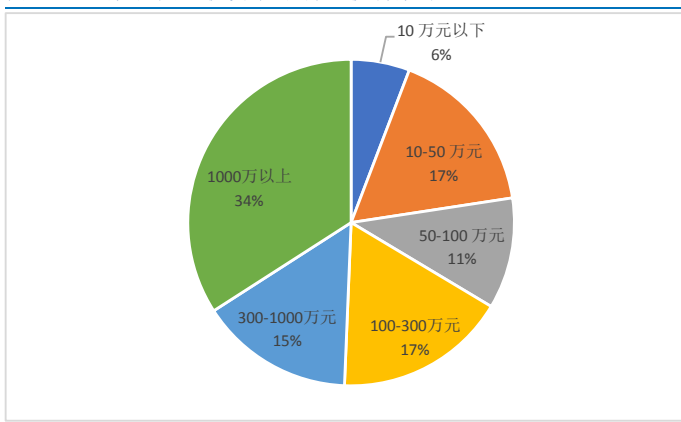
#### （一）制度红利犹在，行业性并购时机尚未到来

受同质性强、格局分散等因素影响，证券业深陷价格战已持续竞争了十数年。加之 2018 年以来，监管层加快了资本市场对外开放，竞争愈加激烈。然而 2006-18 年证券业一直处于持续盈利状态，平均 ROE 约 10%，仅极个别公司在极个别年份出现过亏损。我们认为出现这一现象一方面受益于信贷扩张与资本市场持续扩容，另一方面也受益于券商牌照仍然具备一定的制度红利。

券商牌照一直是稀缺的金融资源。牌照所代表的特许经营权及相关业务带来的现实利益正是牌照价值所在。我们认为有一定客户积累的证券公司依靠制度红利仍可在未来较长时间存活并盈利。券商制度红利主要体现在融资融券业务和小客户零售经纪业务两方面。

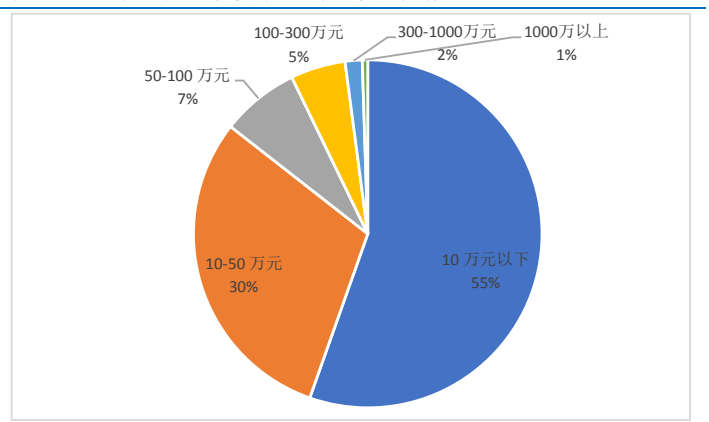
- 融资融券是证券公司独有的业务类型。虽然个别小券商给予 6.99%、6.66% 的融资优惠利率，但融资业务行业平均仍处于 8.0% 左右，融券业务行业平均仍处于 10% 左右。考虑到目前短期融资券发行利率已普遍降至 3.5% 左右，我们预期证券公司普遍可取得 4.5% 左右的利差。按照目前 7500 亿元的市场余额（2018 年全年平均 9131 亿元）估算，可为证券公司贡献 337 亿元收入。若使用自有资金，则收益更高。
- 小客户零售经纪业务同样存在护城河，红利来自“佣金收费每笔最低 5 元”的规定。若客户单笔交易金额低于 2 万元，则即便开户佣金率为 0.025%，客户实际承担佣金率更高。根据上交所统计年鉴，2017 年末持股市值 10 万元以下的账户数占比 55.4%；持股市值 10-50 万的账户数占比 30.2%；自然人投资者户均持股市值仅 15.11 万元。

图 19：A 股自然人投资者结构（按持股市值）



资料来源：上海证券交易所，华金证券研究所

图 20：A 股自然人投资者结构（按账户数）



资料来源：上海证券交易所，华金证券研究所

东方财富证券无疑是中小客户零售业务的佼佼者。受益于大股东东方财富网的股民用户积累，公司股基交易市占率已从 2015 年初的不足 0.20% 提升至 2018 年 3 月的 2.07%。公司主要客户开户佣金率均在 0.025%，理论上扣除 0.015% 的规费后，净佣金率仅 0.010% 左右。但根据公司



代理买卖证券业务净收入及股基交易额倒算，公司 2015-17 年实际净佣金率分别为 0.023%、0.027%和 0.024%，正是上述护城河的有力证明。

我们认为零售经纪业务、融资融券中短期内仍可为中小券商贡献稳定持续的收入来源。基于这一判断，我们认为即便市场持续低迷，但有一定客户积累的中小券商若主动收缩战线、严控成本，仍可度过寒冬、甚至实现盈利。而在行业未出现大规模持续亏损的情况下，我们并不认为将出现行业性大规模并购。参考历史经验，我们认为 2004-05 年证券业并购潮主要基于以下三点原因：

- 1) 2002-05，证券业连续 4 年行业性亏损；
- 2) 大批证券公司挪用客户保证金，违规炒股，大额亏损导致资不抵债；
- 3) 监管层主导下进行托管、并购。

## （二）基于自身禀赋，在细分领域内寻找比较优势

### 1、依托大股东资源，在细分领域内脱颖而出

中小券商在综合实力上确难与大型券商抗衡。过去，证券公司同质化较强，主要由于各业务均可盈利。若随着市场低迷、竞争加剧、风险提升，部分条线出现持续亏损，我们相信中小券商会做出适当的取舍，从而形成差异化。

目前来看，依托大股东资源，在细分领域内脱颖而出是相对通畅的一条道路。这一方面比较突出的证券公司如东方财富证券、国开证券、瑞银证券等。

- **东方财富证券**：依托大股东东方财富网的用户积累，经纪份额在 4 年里由不足 0.20% 快速提升至 2.00% 以上。2018 年实现营业收入 16.86 亿元，实现净利润 6.06 亿元。
- **国开证券**：依托大股东国家开发银行，在企业债、公司债、ABS、政府支持机构债承销方面跻身行业前列。
- **瑞银证券**：依托瑞银集团（UBS AG）海外资源，占据 QFII、沪港通、深港通业务大量市场份额。深耕中国市场十余年，持续盈利，2018 年成为首家外资控股的证券公司。

### 2、锤炼自身核心竞争力，发展优势业务

对于多数与大股东协同效应不强的中小券商，或大股东资源已不足以支持其继续发展的中型券商，我们认为锤炼自身核心竞争力，以优势业务带动整体业务是较好的策略。参考海外投行/证券公司发展历程，嘉信理财、E-trade、爱德华·琼斯以及曾盛极一时的所罗门兄弟和德崇证券都以其优势业务闻名。即便现在如日中天的高盛集团，也是在 20 世纪 80 年代依靠“反并购业务”从一家华尔街二流投行跃升至一流之列。

我们认为目前，在“锤炼自身核心竞争力，发展优势业务”方面表现比较突出的上市券商包括东方证券、国金证券、天风证券等。

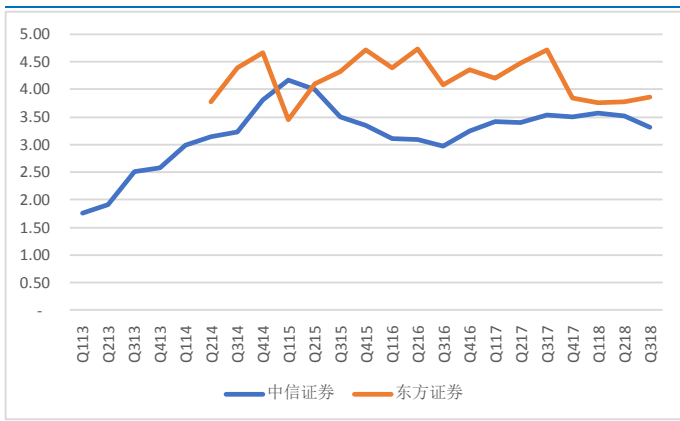
### (1) 依靠投资能力 or 低风险、稳健经营

在上市券商杠杆率分析中，我们注意到东方证券和国金证券。东方和国金的杠杆率数据表现完全不同，恰好反映了两公司在对待自营投资上截然相反的两种态度。

- 东方证券更加重视自营投资，自身投资能力也不错，一直高杠杆运营，是上市券商中杠杆率最高的公司之一。东方的投资资产通常占其总资产的 50%以上，股市向好阶段投资收益的收入占比往往达到 60%以上。
- 国金证券则对股债自营十分谨慎，一直低杠杆运营，是上市券商中杠杆率最低的公司之一。国金的投资资产通常占总资产的 30%以下，投资收益收入占比往往在 20%左右，均低于上市券商平均水平。

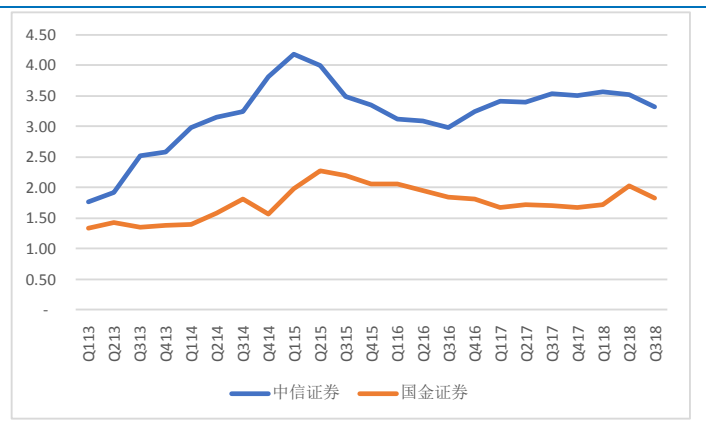
我们认为两种经营策略并无好坏，相反有所取舍正是差异化发展的起点。目前，东方已在投资、资管业务上逐渐建立起口碑；国金则在稳健经营、规避风险方面让人印象深刻。股市向好阶段东方证券业绩弹性或更大，股市低迷阶段国金证券资产质量或更优、业绩也相对稳健。

图 21: 2013 年至今东方与中信有效杠杆率比较



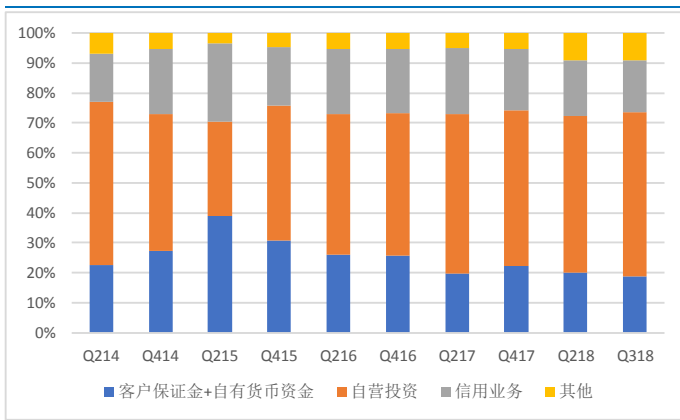
资料来源: 上市公司公告, 华金证券研究所

图 22: 2013 年至今国金与中信有效杠杆率比较



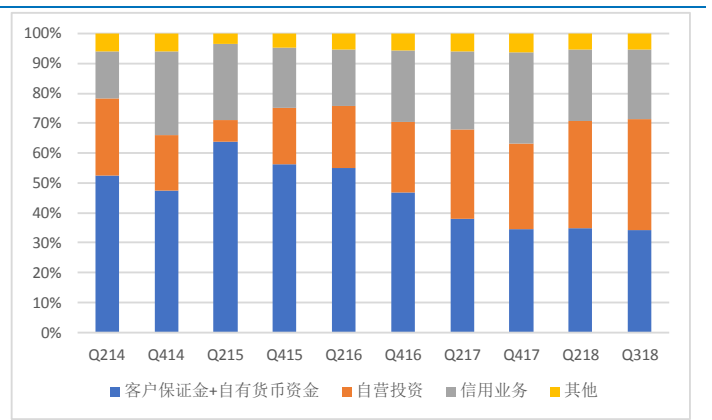
资料来源: 上市公司公告, 华金证券研究所

图 23: 东方证券资产配置结构



资料来源: 上市公司公告, 华金证券研究所

图 24: 国金证券资产配置结构



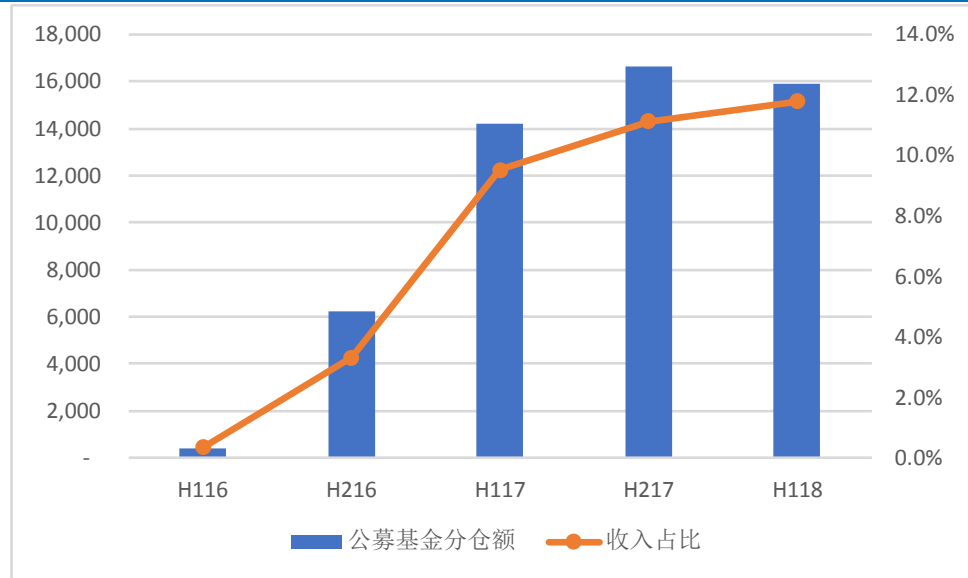
资料来源: 上市公司公告, 华金证券研究所

### (2) 依托研究业务能脱颖而出吗?

天风证券实力一般，盈利规模、资产规模等财务指标，经纪份额、股债承销家数、管理资产规模等业务指标行业排名均在第 40 名左右。但天风证券研究所自 2016 年以来突飞猛进，成为

公司为数不多的优势业务之一。H116 天风仅取得基金分仓佣金 400 万元、位居行业第 60 位；H216 即增至 6,196 万元、行业第 22 位；2017 年再升至 3.10 亿元、行业第 7 位；H118 实现分仓佣金 1.59 亿元，行业排名升至第 5 位。

图 25：天风证券公募基金分仓收入金额与收入占比



资料来源：WIND, 上市公司公告, 华金证券研究所

研究部门是证券公司核心竞争力——定价能力最主要的展现平台。但此前，内资券商研究所或更多地承担着对外宣传的作用，收入上也主要依赖公募基金分仓。公募基金佣金率虽十余年没有下滑，但受机构客户要求较多、外部评选竞争激烈等因素影响，研究团队规模不断扩大、人员薪资快速提升，导致研究部门成本不断增加，利润贡献始终较低。若佣金率大幅下滑，我们担忧多数券商研究所将面临亏损压力。

截止 2019 年 1 月，天风研究所注册分析师多达 99 名，超过中信（86 名）、光大（90 名）、招商（94 名）等大中型券商。再考虑助理人员、销售人员、合规等内部支持人员，我们预计天风研究所团队规模约 200-300 人。参考卖方研究人员普遍薪酬和日常费用，我们认为即便每年 3-4 亿元收入，天风研究所利润贡献并不高，就目前情况难以成为支撑公司高估值的理由。当然，若公司更好地将研究和其他业务相结合，以研究带动公司业务整体快速提升，进而实现业绩和盈利能力的双重提升，则有望走出天风特色的差异化发展道路。

退出新财富评选，尤其媒体报道分仓佣金率或大幅下滑以来，主流券商均在探索卖方研究的新业务模式和盈利模式。对此我们认为，首先研究业务是有价值的，定价能力是证券公司核心竞争力；其次，公募分仓面临竞争加剧和佣金率下滑风险，扩大服务范围、开发新利润来源是大势所趋；第三，客户分级、产品分类是规避价格战、提升收入的利器，而产品分类的前提是生产出种类丰富、质量优良的产品，而证券公司相关产品的生产有赖于足够强大的研究能力。

我们注意到主流券商的研究产品已涵盖宏观、策略、行业个股、金融工程、固定收益、衍生品、大宗商品、海外市场、公募私募基金产品等，覆盖面非常全面。但存在过度强调自身是卖方研究，重营销轻研究的现象。对此我们并不认同，我们认为卖方更应站在买方的角度，为客户提供有价值的资讯和寻找具有可操作性的投资机会。卖方与买方主要的差异于卖方不持有股票，从而更加客观公允。

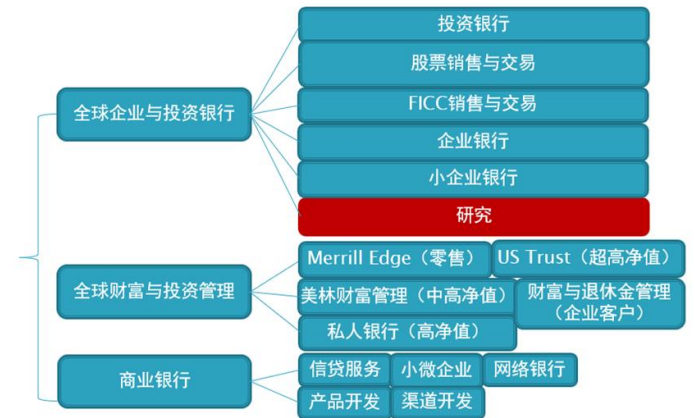
此外，摩根士丹利、美银美林等国际一流投行将研究部与投行、销交、做市、大宗交易、财富管理、企业融资等部门并列的组织架构也值得借鉴。如此架构更利于研究部门对内对外提供全方位服务和支持，也利于对内服务的定价与结算。内部监督和追责下，也更利于研究人员自身成长和证券公司整体定价能力的提升。

图 26：摩根士丹利组织架构



资料来源：上市公司公告，华金证券研究所

图 27：美银美林组织架构



资料来源：上市公司公告，华金证券研究所

## 四、重点公司关注

### (一) 主要上市券商估值比较

截止 2019 年 1 月，A 股上市券商已多达 35 只，估值差异较大。我们结合上文核心竞争力分析，综合筛选出 15 家上市券商进行估值比较。目前，多数上市券商 PB 处于历史底部区域。

表 4：部分上市券商估值比较

证券代码	简称	收盘价 元	总市值 亿元	自由流通市值 亿元	P/E			P/B		
					2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E
600030.SH	中信	18.97	2,203	1,482	24.5	20.9	17.2	1.50	1.40	1.33
601688.SH	华泰	19.80	1,522	643	26.4	21.2	18.0	1.52	1.46	1.40
601211.SH	国君	17.49	1,494	756	19.7	16.8	14.6	1.20	1.14	1.08
600837.SH	海通	10.86	1,154	834	20.7	18.6	16.1	1.03	1.01	0.96
000166.SZ	申万	4.54	1,023	272	23.2	21.0	19.1	1.49	1.39	1.29
600999.SH	招商	15.27	967	356	23.2	19.7	17.3	1.40	1.35	1.31
000776.SZ	广发	13.30	959	363	16.8	14.2	12.4	1.16	1.10	1.04
601066.SH	建投	12.23	849	49	30.3	25.4	23.4	1.97	1.68	1.59
002736.SZ	国信	8.73	716	176	23.7	21.0	18.8	1.45	1.40	1.34
600958.SH	东方	8.70	569	332	30.6	22.6	20.1	1.15	1.12	1.03
601788.SH	光大	9.88	430	174	18.4	17.0	15.3	0.91	0.87	0.83
601377.SH	兴业	5.14	344	241	25.8	21.3	19.1	1.02	1.00	0.97
601198.SH	东兴	9.98	275	130	19.3	17.3	14.6	1.34	1.27	1.21
000728.SZ	国元	7.84	264	144	28.0	48.4	42.8	1.05	1.04	1.02
600109.SH	国金	8.07	244	177	23.9	21.3	19.2	1.24	1.18	1.12

资料来源: WIND, 华金证券研究所

注: 收盘价使用 2019 年 2 月 12 日收盘价, 华金覆盖公司使用华金盈利预测, 未覆盖公司使用 WIND 一致预期

## (二) 覆盖公司投资建议

**首次覆盖中信证券, 给予“买入-A”评级。**中信综合实力稳居行业首位, 资产规模、盈利规模遥遥领先于同业, 核心竞争力表现突出。收购广州证券有助于公司网点布局进一步完善, 客户资源、业务体量再度提升, 夯实领先地位。目前股价对应 2019-20E P/B 1.39x 和 1.32x, 处于历史底部区域。首次覆盖给予买入-A 评级, 基于 PB/ROE 估值法, 参考 2013 年公司 ROE 6.0% 时平均估值给予目标价 21.63 元, 对应 2019E 目标 PB1.60x。

**首次覆盖华泰证券, 给予“买入-A”评级。**华泰综合实力居行业前列, 资本实力、风控能力等表现突出。自然人客户储备丰富, 资管业务表现优异和财富管理潜力巨大; 机构业务正在奋起直追。目前股价对应 2019-20E P/B 1.46x 和 1.40x, 处于历史底部区域。首次覆盖给予买入-A 评级, 基于 PB/ROE 估值法, 参考 2013 年公司 ROE 6.0% 时平均估值给予目标价 23.01 元, 对应 2019E 目标 PB 1.70x(华泰 ROE 略高于中信)。

**首次覆盖国泰君安证券, 给予“买入-A”评级。**相对中信、华泰等, 国泰君安特色并不明显, 但公司也是综合实力居于行业前列的头部券商之一, 资本实力、销售能力、定价能力、风控能力等均表现优异, 稳健经营、均衡发展、业绩良好, 估值低于主要可比公司。目前股价对应 2019-20E P/B 1.14x 和 1.08x。首次覆盖给予买入-A 评级, 基于 PB/ROE 估值法, 参考公司过去三年平均估值给予目标价 21.27 元, 对应 2019E 目标 PB 1.40x。

**首次覆盖中信建投证券, 给予“买入-B”评级。**中信建投是位于行业第二梯队的中大型证券公司, 投行业务是其优势所在, 同时场外衍生品业务规模自 2018 年 8 月以来增速较快。公司目前股价对应 2019-20E P/B 1.68x 和 1.59x, 高于主要可比公司。但考虑到公司上市时间较短, 自由流通市值仅 45 亿左右, 交易活跃、股价波动大。我们认为可参考中小上市券商给予一定估值溢价, 首次覆盖给予买入-B 评级, 基于 PB/ROE 估值法, 参考中小上市券商历史平均估值给予目标价 14.60 元, 对应 2019E 目标 PB 2.00x。

## 风险提示：

**市场波动风险：**经纪、融资融券、自营投资是目前证券行业主要收入来源，三项业务业绩均与证券市场密切相关。证券市场受整体经济发展、宏观政策、国际环境和投资者心理等因素影响，存在一定周期性。若未来中国证券市场持续不景气或大幅波动，可能对证券公司业务发展和经营业绩产生较大不利影响。

### 监管风险

**监管加强导致业务发展受阻的风险。**2015年下半年以来，中国证券业监管显著加强，基本态度由鼓励创新转变为控制风险。监管层对证券公司风险管理、流动性指标、杠杆率等进一步加强监管。我们担忧监管层谨慎的态度将导致证券公司创新减速，业务发展受限。

**行政处罚及连带风险。**近年来证监会对多家证券公司实施立案调查，对部分证券公司处以暂停业务或大额罚款。若证券公司展业过程中出现未勤勉尽责、尽职调查不到位、信息披露不完善等不合规事项，将面临较严峻监管处罚。接受监管处罚后，证券公司还将面临声誉受损、客户流失、先行赔付、集体诉讼等风险。

### 行业风险

**牌照放开导致竞争加剧的风险。**2016年以来证监会放开合资证券公司的审批，申港证券、华菁证券、东亚前海证券等相继设立。2018年监管层再度加快资本市场对外开放，继瑞银、野村控股证券公司后，摩根大通也向证监会提交了相关申请材料。我们认为中长期来看，金融混业经营，证券业对内对外开放是大势所趋，我们预计未来随着金融牌照审批放开，各类民营资本、海外资本进入证券行业，或将导致相关证券业务竞争进一步加剧。

**竞争加剧下佣金率、利率持续下滑的风险。**整体而言中国证券公司同质化仍然较强且竞争激烈。同时，目前经纪业务新开户佣金率普遍仅 0.025%，剔除监管费用，净佣金率约 0.010%。我们预计未来经纪业务佣金率、股票质押利率、融资融券利率/交易佣金率等未来仍有下滑的空间。

**人才流失风险。**证券行业属于知识密集型行业，证券公司发展的关键在于人才储备和积累。近年来，国内证券公司发展迅速，对优秀人才的需求日益迫切、对人才的竞争也日益激烈。若证券公司未建立完善的职业发展平台和激励机制，或面临高级管理人员和业务骨干流失的风险。若人才离职后继续开展与公司有竞争关系的业务，则公司还可能进一步面临客户流失的风险，从而对业务经营和财务状况带来负面影响。

表 5：上市券商 2018 年估算净利润与同比降幅比较（单位：亿元）

证券代码	简称	2018.1-3Q 归母净利润	10月	11月	12月	4Q 未披露 子公司	2018E 合并归母净 利润	同比
000166.SZ	申万	33.11	2.65	2.87	2.88	0.26	41.8	-9%
600109.SH	国金	7.10	0.54	0.99	1.87	0.08	10.6	-12%
002926.SZ	华西	8.02	0.45	0.23	0.09		8.8	-14%
601198.SH	东兴	7.78	0.53	0.55	2.20	0.15	11.2	-14%
600030.SH	中信	73.15	3.89	16.84	6.52	4.10	93.9	-18%
601881.SH	银河	18.70	1.26	4.30	6.34	0.58	31.2	-22%
600999.SH	招商	30.72	1.56	4.90	6.16	1.33	44.7	-23%
601066.SH	建投	21.85	0.96	2.79	4.67		30.9	-23%
002736.SZ	国信	19.31	1.53	5.33	7.06	0.36	33.6	-27%
600909.SH	华安	3.58	0.08	0.59	0.35	0.01	4.6	-29%
601878.SH	浙商	5.62	0.25	0.42	0.27	0.96	7.5	-29%
601211.SH	国君	55.12	3.13	4.83	12.03	2.11	67.1	-32%
601108.SH	财通	6.73	0.28	0.29	0.67	2.24	10.2	-32%
601688.SH	华泰	44.80	4.47	3.43	11.16	-1.92	61.9	-33%
002939.SZ	长城	4.79	0.13	0.31	0.60		5.8	-34%
601162.SH	天风	2.64	-0.34	0.34	0.05		2.7	-35%
000776.SZ	广发	41.14	1.45	4.16	3.49	2.52	52.7	-39%
600837.SH	海通	35.88	0.53	7.51	10.30	3.58	52.1	-40%
601990.SH	南京	2.26	0.01	0.31	-0.21		2.4	-42%
002500.SZ	山西	1.16	0.11	0.35	0.77	-0.15	2.2	-45%
000728.SZ	国元	3.28	-0.33	1.24	1.99	0.43	6.8	-43%
601555.SH	东吴	1.92	0.67	0.71	0.71	0.04	4.1	-49%
601788.SH	光大	11.77	-0.32	2.96	6.77	-0.56	13.5	-55%
601901.SH	方正	4.55	0.52	1.49	0.00	0.04	6.6	-55%
002673.SZ	西部	3.44	0.23	0.25	-0.99	-0.21	2.7	-64%
000686.SZ	东北	2.71	0.22	-0.04	-0.73	0.26	2.4	-64%
600958.SH	东方	9.04	0.76	1.85	0.25	0.48	12.4	-65%
000750.SZ	国海	1.28	-0.16	0.57	-0.66	0.15	1.2	-69%
002797.SZ	一创	1.25	0.14	0.02	-0.40	0.08	1.1	-74%
000783.SZ	长江	5.71	-0.44	0.61	-2.11	0.12	2.6	-83%
601377.SH	兴业	7.27	-0.50	0.24	-1.58	0.25	5.7	-75%
601375.SH	中原	1.36	-0.09	0.28	-1.05	0.02	0.5	-88%
600369.SH	西南	2.97	-0.16	0.02	-2.70	-	0.1	-103%
601099.SH	太平洋	-1.77	-0.88	0.12	-6.50	-0.09	-13.0	-1218%

资料来源：上市公司公告，华金证券研究所

表 6: 上市券商 H118 主要财务指标比较 (单位: 亿元)

证券代码	简称	营业收入	归母净利润	总资产	归母净资产	净资本	净资本/净资产 (%)
600030.SH	中信	199.9	55.7	6,577.2	1,500.5	836.0	68.6
601211.SH	国君	114.6	40.1	4,404.6	1,218.7	876.5	79.6
601688.SH	华泰	82.2	31.6	3,956.4	901.7	508.9	62.4
600837.SH	海通	109.4	30.3	5,732.2	1,170.0	736.9	69.1
000776.SZ	广发	76.1	28.6	3,904.7	841.1	594.1	79.5
000166.SZ	申万	57.4	19.8	3,132.2	648.6	584.4	97.8
600999.SH	招商	47.9	18.1	2,980.8	783.5	515.2	69.8
601066.SH	建投	52.6	16.9	2,168.8	476.8	378.6	81.8
3908.HK	中金	59.5	16.3	2,639.0	399.6		
601881.SH	银河	43.1	13.1	2,631.7	645.3	556.0	88.4
002736.SZ	国信	40.6	11.6	2,084.9	512.8	445.8	88.6
601788.SH	光大	41.1	9.7	2,111.1	485.2	320.8	66.7
600958.SH	东方	42.8	7.2	2,209.7	512.0	381.2	79.3
601377.SH	兴业	33.1	6.9	1,641.4	329.9	340.4	110.8
601108.SH	财通	18.1	5.8	596.2	201.1	166.8	87.5
601198.SH	东兴	14.7	5.8	857.6	196.1	178.4	91.0
002926.SZ	华西	13.6	5.4	528.8	180.0	161.2	89.5
600109.SH	国金	16.7	5.0	506.4	189.6	160.6	85.8
601878.SH	浙商	17.6	4.0	569.6	134.7	128.6	110.3
000783.SZ	长江	23.5	3.8	1,107.4	268.5	224.3	88.3
002939.SZ	长城	13.8	3.1	518.2	144.8	110.5	77.1
600369.SH	西南	14.2	3.0	653.5	189.9	151.5	80.8
002673.SZ	西部	11.4	2.5	493.6	175.0	155.9	89.2
000686.SZ	东北	20.6	2.5	630.8	152.4	126.5	87.6
600909.SH	华安	8.1	2.4	465.8	122.3	89.9	74.7
601162.SH	天风	13.5	2.3	561.6	114.1	-	
000728.SZ	国元	11.1	2.3	837.3	248.8	171.3	72.2
601901.SH	方正	23.1	2.1	1,545.6	374.6	197.3	54.2
601990.SH	南京	6.4	1.9	254.8	105.0	84.1	80.7
601375.SH	中原	8.7	1.5	458.6	100.5	76.2	77.2
002500.SZ	山西	29.8	1.1	565.6	123.5	75.1	61.7
000750.SZ	国海	9.9	1.0	655.6	135.8	151.8	115.2
002797.SZ	一创	7.6	0.7	341.8	87.9	66.1	76.8
601555.SH	东吴	15.4	0.3	930.3	201.5	177.2	90.4
601099.SH	太平洋	4.9	-1.1	411.3	115.5	130.7	113.8

资料来源: 上市公司, 华金证券研究所



表 7：上市券商代销金融产品收入金额与收入占比比较（单位：万元）

证券代码	简称	H118		2017 年		2016 年	
		代销金融产品 收入	收入占比	代销金融产品 收入	收入占比	代销金融产品 收入	收入占比
600030.SH	中信	42,501	2.1%	74,479	1.7%	70,072	1.8%
601881.SH	银河	36,800	8.5%	23,797	2.1%	25,696	1.9%
3908.HK	中金	27,470	4.4%	16,343	1.4%	17,081	2.3%
601788.SH	光大	20,449	5.0%	5,908	0.6%	6,247	0.7%
002736.SZ	国信	13,181	3.2%	13,871	1.2%	11,848	0.9%
601377.SH	兴业	10,359	3.1%	15,737	1.8%	13,809	1.8%
601066.SH	建投	9,508	1.8%	15,407	1.4%	26,538	2.0%
600999.SH	招商	9,028	1.9%	13,632	1.0%	10,019	0.9%
000776.SZ	广发	8,812	1.2%	13,028	0.6%	16,536	0.8%
601688.SH	华泰	8,424	1.0%	14,048	0.7%	20,654	1.2%
600958.SH	东方	5,156	1.2%	7,102	0.7%	6,809	1.0%
601211.SH	国君	4,739	0.4%	5,802	0.2%	7,970	0.3%
601878.SH	浙商	4,412	2.5%	4,511	1.0%	5,235	1.1%
000166.SZ	申万	4,361	0.7%	8,811	0.7%	11,412	0.8%
000783.SZ	长江	4,173	1.8%	4,396	0.8%	3,306	0.6%
600837.SH	海通	3,235	0.3%	5,408	0.2%	9,819	0.4%
601901.SH	方正	2,820	1.2%	4,461	0.7%	3,584	0.5%
601108.SH	财通	2,502	1.4%	4,594	1.1%	7,954	1.9%
600109.SH	国金	2,336	1.4%	4,620	1.1%	4,534	1.0%
002939.SZ	长城	1,460	1.1%	1,224	0.4%	2,381	0.7%
601990.SH	南京	998	1.6%	1,553	1.1%	1,301	0.9%
600369.SH	西南	648	0.5%	1,635	0.5%	2,212	0.6%
000686.SZ	东北	587	0.3%	1,328	0.3%	3,954	0.9%
601099.SH	太平洋	570	1.2%	127	0.1%	423	0.2%
601198.SH	东兴	556	0.4%	1,427	0.4%	2,927	0.8%
601375.SH	中原	543	0.6%	416	0.2%	488	0.2%
000750.SZ	国海	512	0.5%	1,367	0.5%	2,890	0.8%
600909.SH	华安	503	0.6%	197	0.1%	1,114	0.6%
002500.SZ	山西	460	0.2%	679	0.2%	1,065	0.5%
002926.SZ	华西	410	0.3%	867	0.3%	1,201	0.4%
000728.SZ	国元	301	0.3%	405	0.1%	512	0.2%
002797.SZ	一创	276	0.4%	476	0.2%	931	0.5%
601555.SH	东吴	261	0.2%	716	0.2%	1,622	0.3%
601162.SH	天风	179	0.1%	508	0.2%	374	0.1%
002673.SZ	西部	28	0.0%	182	0.1%	1,844	0.5%

资料来源：上市公司公告，证券业协会，华金证券研究所

注：中金公司未单独披露，使用 2018 年中报分部报表中财富管理业务手续费及佣金净收入

表 8：上市券商主承销增发、企业债、公司债募资金额与承销家数比较（单位：万元）

证券代码	简称	总计	募集资金（亿元）			承销家数			
			增发	企业债	公司债	总计	增发	企业债	公司债
601066.SH	建投	2,819	471	157	2,192	341	16	20	305
600030.SH	中信	2,001	540	68	1,393	211	17	6	188
601211.SH	国君	1,326	367	40	918	177	14	4	159
600837.SH	海通	1,107	73	194	840	172	10	22	140
601688.SH	华泰	791	353	26	412	105	15	2	88
600999.SH	招商	763	76	19	668	114	6	2	106
3908.HK	中金	749	140	10	599	113	7	1	105
000776.SZ	广发	701	72	48	581	115	11	7	97
002736.SZ	国信	562	99	92	371	78	8	12	58
601788.SH	光大	467	13	10	443	69	2	1	66
601377.SH	兴业	451	21	34	396	74	2	6	66
000166.SZ	申万	388	108	55	226	41	3	8	30
601901.SH	方正	383	32	53	298	63	4	9	50
600958.SH	东方	285	51	79	155	30	4	8	18
601881.SH	银河	277		24	253	44		3	41
002939.SZ	长城	238	15	23	200	51	3	3	45
601162.SH	天风	233	7	55	170	57	2	10	45
000783.SZ	长江	229	35	46	148	38	2	8	28
601878.SH	浙商	215	9	73	133	37	2	9	26
601555.SH	东吴	197	11	51	136	40	4	8	28
601198.SH	东兴	180	57	15	108	39	11	3	25
601108.SH	财通	174		98	76	25		7	18
002926.SZ	华西	153	6	47	100	27	2	7	18
600369.SH	西南	149	9	35	105	26	2	6	18
002673.SZ	西部	144		-	144	30		1	29
600109.SH	国金	137	24	29	83	24	5	5	14
002500.SZ	山西	132	48		84	20	4		16
000728.SZ	国元	81	16	61	4	11	2	8	1
000686.SZ	东北	79	9	13	57	15	2	3	10
601375.SH	中原	45	2		43	6	1		5
000750.SZ	国海	43	18		25	6	2		4
600909.SH	华安	41		23	18	8		2	6
601099.SH	太平洋	39		7	32	7		1	6
002797.SZ	一创	38			38	6			6
601990.SH	南京	29	9		20	7	2		5

资料来源：WIND，华金证券研究所

表 9：上市券商信息系统投入金额、收入占比及协会信息系统考核值比较（单位：万元）

证券代码	简称	信息系统投入金额	信息系统投入金额 收入占比	信息技术投入考核值
3908.HK	中金	33,814	2.8%	43,205
600030.SH	中信	57,785	1.3%	36,705
601688.SH	华泰	43,366	2.1%	28,320
601211.SH	国君	64,324	2.7%	25,203
002736.SZ	国信	31,465	2.6%	24,604
600958.SH	东方	23,316	2.2%	23,312
600999.SH	招商	32,364	2.4%	19,147
600837.SH	海通	43,433	1.5%	18,648
000776.SZ	广发	35,392	1.6%	18,418
601066.SH	建投	39,938	3.5%	18,399
601881.SH	银河	33,843	3.0%	18,170
000166.SZ	申万	34,022	2.5%	14,287
601901.SH	方正	20,307	3.4%	13,070
601198.SH	东兴	15,243	4.2%	12,095
601377.SH	兴业	14,633	1.7%	10,951
601788.SH	光大	24,117	2.5%	10,940
601162.SH	天风	9,331	3.1%	8,176
600369.SH	西南	12,778	4.2%	7,633
000783.SZ	长江	16,492	2.9%	7,618
601555.SH	东吴	13,515	3.3%	7,353
601099.SH	太平洋	9,365	7.2%	7,036
002797.SZ	一创	6,669	3.4%	6,271
600109.SH	国金	11,384	2.6%	6,197
601990.SH	南京	8,068	5.8%	5,745
002500.SZ	山西	8,547	1.9%	5,545
000750.SZ	国海	10,224	3.8%	5,316
601878.SH	浙商	10,938	2.4%	4,734
601108.SH	财通	10,160	2.5%	4,210
000686.SZ	东北	11,129	2.3%	3,463
601375.SH	中原	6,855	3.2%	3,454
002939.SZ	长城	8,103	2.7%	3,147
600909.SH	华安	6,771	3.5%	3,136
000728.SZ	国元	8,916	2.5%	3,011
002926.SZ	华西	5,931	2.2%	2,011
002673.SZ	西部	8,696	2.7%	1,312

资料来源：上市公司公告，证券业协会，华金证券研究所

注：信息技术投入考核值=本年信息技术投入+本年信息技术人员薪酬\*120%-上年专项合并营业收入\*3%，这一指标排名纳入下一年证券公司分类评价

表 10: 上市券商历史有效杠杆率数据

简称	Q414	Q115	Q215	Q315	Q415	Q116	Q216	Q316	Q416	Q117	Q217	Q317	Q417	Q118	Q218	Q318
中信	3.81	4.18	4.00	3.50	3.35	3.12	3.09	2.98	3.24	3.42	3.39	3.54	3.51	3.57	3.51	3.32
海通	3.98	4.20	4.34	4.32	4.15	4.18	4.11	3.95	4.15	4.09	3.91	3.82	3.83	4.11	4.19	4.11
华泰	4.89	6.06	4.87	4.33	4.01	3.83	3.68	3.60	3.66	3.48	3.47	3.59	3.60	3.73	3.63	3.02
广发	4.26	5.16	4.52	3.86	3.88	3.38	3.51	3.71	3.49	3.40	3.49	3.53	3.44	3.71	3.88	3.86
建投	4.79	3.80	4.17		3.69		3.42	3.39	3.04		3.39		3.76	3.82	3.64	3.36
招商	3.27	3.91	4.84	4.46	4.20	3.65	3.58	3.39	2.93	2.57	2.39	2.62	2.96	2.88	3.08	2.97
光大	2.88	3.61	4.58	3.42	3.11	3.10	2.78	2.47	2.59	2.62	3.00	3.15	3.40	3.25	3.47	3.51
国信	3.44	4.22	4.79	4.23	3.27	3.22	3.17	2.93	2.89	2.75	2.76	3.06	3.09	3.08	3.30	3.26
东方	4.67	3.45	4.10	4.32	4.71	4.39	4.74	4.09	4.37	4.20	4.48	4.72	3.84	3.76	3.77	3.86
国元	2.29	2.48	3.08	2.51	2.47	2.28	2.39	2.48	2.66	2.75	2.79	2.98	2.61	2.61	2.80	2.57
方正	2.21	2.30	3.53	3.61	3.07	3.44	3.05	3.26	3.43	3.41	3.42	3.57	3.33	3.33	3.52	3.58
长江	3.27	4.46	4.95	4.37	3.84	3.48	3.62	2.43	3.11	3.12	3.21	3.31	3.42	3.33	3.17	3.05
西南	2.84	2.90	3.42	2.98	2.77	3.12	3.43	3.33	3.04	2.77	2.96	2.66	2.78	2.86	2.91	2.91
兴业	3.53	4.17	5.05	4.24	4.27	2.70	2.61	2.77	3.32	3.31	3.78	3.75	3.87	4.07	4.11	4.12
东吴	3.12	3.21	4.03	3.57	3.42	2.90	3.01	3.11	3.46	3.46	3.68	3.65	3.86	3.90	3.88	3.69
东北	2.63	3.08	5.07	4.83	4.76	4.47	4.22	3.80	3.83	3.59	3.39	3.54	3.09	3.16	3.36	3.49
国金	1.57	1.98	2.27	2.19	2.06	2.07	1.96	1.85	1.81	1.68	1.72	1.71	1.67	1.71	2.03	1.83
山西	2.11	2.71	4.00	3.39	2.57	2.49	2.73	2.83	2.99	3.10	3.11	3.27	3.15	3.75	3.67	3.30
长城	2.80		4.15		2.11		2.09		1.99		2.34		2.28		2.77	2.85
浙商	3.65	4.73	4.93		4.16	3.90	4.07		4.07	4.25	3.33	3.11	3.16	3.05	3.42	3.37
西部	3.25	2.16	3.00	2.78	3.13	3.05	3.17	3.07	3.18	3.02	2.32	2.43	2.31	2.36	2.25	2.51
国海	2.29	3.16	4.60	2.98	2.76	2.65	2.69	2.38	4.03	3.93	3.93	4.08	3.98	4.03	4.05	4.00
太平洋	1.63	2.00	3.87	3.81	3.87	2.95	2.72	3.05	3.05	3.19	3.10	3.39	3.58	3.64	3.22	3.22
南京	3.11				3.09		2.30	2.17	1.89		1.53		1.76	2.55	1.76	1.60
银河	3.50		3.93		3.21		2.77	4.25	2.68	2.42	2.47	2.76	2.95	3.09	3.03	3.01
中原	3.22		4.65		3.28		3.57	3.88	2.84	2.79	3.15	3.10	3.26	3.33	3.76	3.70
国君	5.53	5.22	4.07	3.56	3.37	3.24	3.19	3.01	3.19	3.09	2.75	2.83	2.94	2.96	2.99	2.91
东兴	4.27	3.26	4.84	4.41	4.21	4.60	4.23	3.15	3.30	3.13	2.92	3.15	3.56	3.94	3.86	3.91
天风	4.52	3.42	3.73		3.74	4.65	4.55		4.83		4.55	4.65	4.06	4.18	4.18	4.09
财通	4.45	4.72	6.22	5.41	3.46		5.30		2.59		2.22	2.35	2.28	2.20	2.39	2.66
华安	2.78		4.25	3.63	3.34		2.97	4.62	2.01	2.18	2.49	2.55	2.48	2.94	3.06	3.04
华林	1.55				3.95	4.04			2.70	2.29	3.12		2.64		2.05	3.08
华西	2.55				2.86				2.57		2.57	3.73	2.93	2.46	2.19	1.98
一创	3.25		5.33		4.09	5.11	2.80	3.09	2.97	3.11	3.02	2.86	3.13	3.33	3.18	3.18
申万	3.65	3.96	5.02	4.68	4.00	3.95	3.52	3.30	3.55	3.74	3.93	3.97	4.28	3.69	4.03	4.20

资料来源: WIND, 华金证券研究所

## 行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.com