

非银行金融

行业研究/投资策略报告

政策面修复提升估值，把握券商优质标的

—证券行业 2018 年年报前瞻

行业专题研究/非银行金融

2019 年 02 月 18 日

报告摘要：

● 证券行业业绩整体承压，较符合市场预期

2018 年行业整体共计实现营收 2663 亿元，同比-14%，净利润 666 亿元，同比-41%。上市公司方面，截至目前共计 22 家券商发布 2018 年年度报告业绩预告，业绩均出现了不同程度的下滑，其中申万宏源净利润同比-9%、中信证券同比-18%，中信建投、国泰君安等大型券商净利润降幅在 3 成左右，光大、方正等大中型券商净利润降幅在 5 成左右，部分中小券商净利润同比下滑幅度超 5 成。市场对于券商业绩下滑已有较充分预期。

● 经纪业务佣金率探底，投行 IPO 过会率下滑

根据协会公布的代理买卖证券净收入以及 A 股市场成交量测算，目前经纪业务整体净佣金率约万 3.48，较 2017 年继续下滑，下滑趋缓。考虑到券商经纪业务服务成本以及《证券经纪业务管理办法》要求，佣金率下滑空间已比较有限；券商投行 IPO 项目过审率出现了明显的下滑，2018 年通过率为 56%，去年同期数据为 76%。券商投行项目的质量也出现了一定分化，相比之下大型券商质高量优。

● 资管通道规模收缩，自营业务把握债牛行情

随着资管新规意见稿以及正式稿的发布，券商资管规模正在逐步下滑。其中，以通道业务为主的定向资管计划规模呈现收缩态势，定向资管计划的规模在整体中占比也呈现出下滑的趋势；自营业务方面，2018 年股市走势偏弱、债券牛市，上市券商自营投资对于债券投资的杠杆比率有所上调，34 家上市券商中有 30 家债券投资的杠杆比率有不同程度的提升。

● 投资建议

1、证券行业集中度提升。在整体经济下行的环境下，行业景气度处相对低位，优质业务资源也将倾向于综合实力较强的大型券商，头部公司在传统业务上的优势明显。同时，创新业务方面监管层秉持扶优限劣的标准，创新业务由大型优质公司先行试点。优质业务资源以及创新业务的集中将使头部券商的优势进一步明显；2、政策面修复有望带来估值修复。近期积极政策频出，市场交易得到激活，券商板块持续受益。随着科创板和试点注册制落地，有望推动券商板块业绩改善。科创板落地在即，建议关注投行业务优势明显的大型券商，中信证券、华泰证券、广发证券和招商证券。个股方面重点推荐综合实力领先的大型投行中信证券和资本实力持续提升的华泰证券。

● 风险提示

政策面转暖不及预期。

盈利预测与财务指标

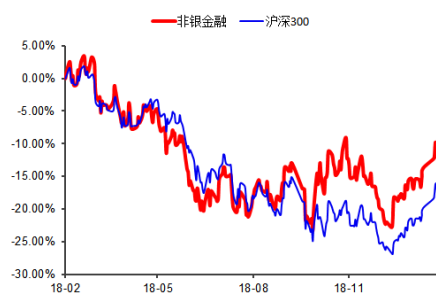
代码	重点公司	现价		EPS			PB			评级
		2月15日	17A	18E	19E	17A	18E	19E		
600030	中信证券	18.64	0.94	1.09	1.22	1.51	1.46	1.39	推荐	
601688	华泰证券	18.90	1.29	1.13	1.22	1.55	1.49	1.41	推荐	

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨柳

执业证号：S0100517050002

电话：010-85127730

邮箱：yangliu_yjs@mszq.com

研究助理：牛竞崑

执业证号：S0100117100050

电话：186-1053-5758

邮箱：niujiangkun@mszq.com

研究助理：陈煜

执业证号：S0100117100051

电话：010-85127528

邮箱：chenyu_yjy@mszq.com

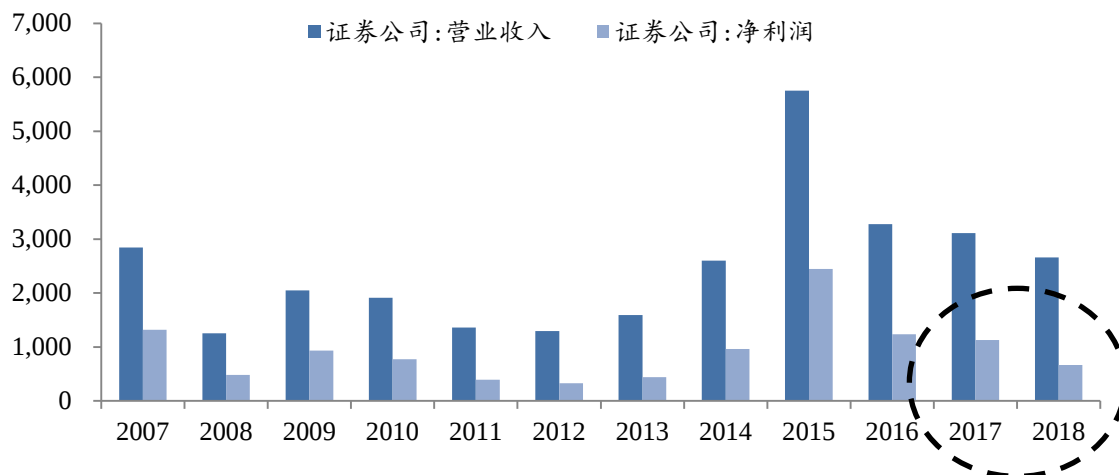
目录

一、证券行业 2018 年业绩整体承压.....	3
二、传统五大业务均受压制，头部公司优势依旧.....	5
（一）经纪业务：市场成交量下滑，佣金率接近底部	5
（二）投行业务：IPO 募资大幅下滑，债券承销放量	6
（三）资管业务：券商资管规模收缩，亟待转型主动管理	13
（四）信用业务：两融余额出现下滑，股质风险整体可控	14
（五）自营业务：权益市场承压，利率下行推动债市走牛	15
三、投资建议：政策面修复叠加低估值，把握优质、弹性标的.....	18

一、证券行业 2018 年业绩整体承压

行业整体创收承压。证券行业协会发布行业 2018 年整体经营业绩，行业整体共计实现营业收入 2663 亿元，同比-14%，净利润 666 亿元，同比-41%。在复杂的国际局势、二级市场交投低迷、投行 IPO 过审率居低的经营环境下，行业整体业绩的明显下滑较符合预期。

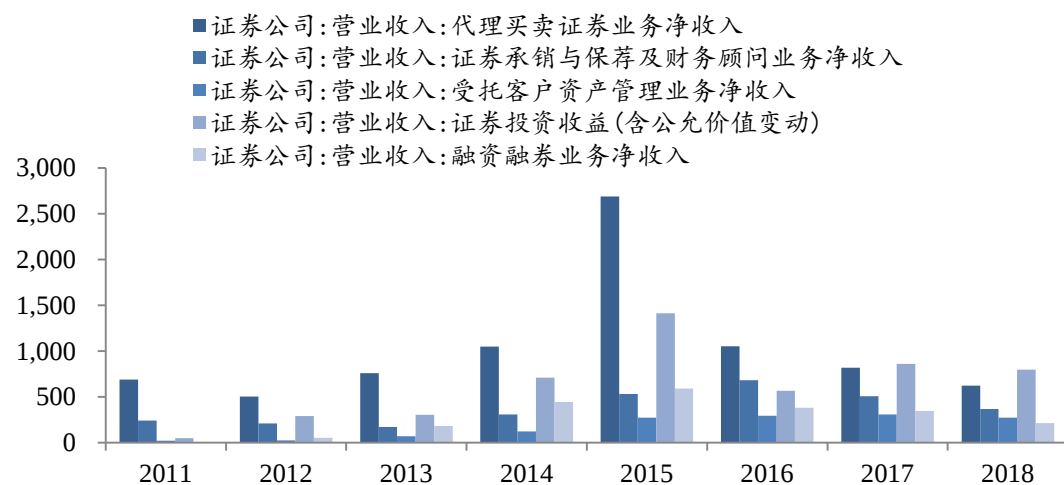
图 1：行业整体经营业绩出现明显下滑（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

经纪、投行业务收入下滑显著。分项业务中，与二级市场活跃度较为密切业务的下滑幅度明显，代理买卖证券业务净收入同比下滑 24%、融资融券业务同比下滑 38%；一级市场方面，证券承销与保荐及财务顾问业务净收入也下滑了 27%；资管、自营业务营收分别下滑 11%、7%。

图 2：各业务条线收入均出现下滑（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

上市券商业绩同业承压。上市公司方面，截至目前共计 22 家券商发布 2018 年年度报告业绩预告，业绩均出现了不同程度的下滑，其中申万宏源净利润同比-9%、中信证券同比-18%，

中信建投、国泰君安等大型券商净利润降幅在 3 成左右，光大、方正等大中型券商净利润降幅在 5 成左右，部分中小券商净利润同比下滑幅度超 5 成。

表 1:上市公司净利润普遍下滑

证券代码	证券名称	预告类型	预计净利润（亿元）	同比变动（%）	Wind 一致预期（亿元）	预计年报披露日期
000166.SZ	申万宏源	业绩快报 预减	41.86	-8.99%	44.18	20190330
600030.SH	中信证券	业绩快报 预减	93.94	-17.83%	111.4	20190322
601198.SH	东兴证券	业绩预告 预减	9.2~10.2	下降 22.09%~29.73%	14.25	20190427
601066.SH	中信建投	业绩快报 预减	30.87	-23.11%	38.71	20190306
601211.SH	国泰君安	业绩快报 预减	67.09	-32.11%	79.46	20190321
601878.SH	浙商证券	业绩快报 预减	7.21	-32.16%		20190316
600837.SH	海通证券	业绩快报 预减	52.13	-39.52%	61.8	20190328
000728.SZ	国元证券	业绩快报 预减	6.84	-43.18%	9.42	20190326
601555.SH	东吴证券	业绩预告 预减	3.25~3.9	下降 50%~60%		20190413
601901.SH	方正证券	业绩预告 预减	6~7.2	下降 50%~60%		20190330
601788.SH	光大证券	业绩预告 预减	13.47	-55.00%	24.75	20190329
000686.SZ	东北证券	业绩预告 预减	2~3	下降 55%~70%	5.6	20190404
600369.SH	西南证券	业绩预告 预减	2.01~3.01	下降 55%~70%	5	20190330
002797.SZ	第一创业	业绩预告 预减	1.06~1.48	下降 65%~75%	2.4	20190330
600958.SH	东方证券	业绩快报 预减	12.39	-65.13%	19.90	20190329
000750.SZ	国海证券	业绩快报 预减	0.85	-77.28%		20190323
601377.SH	兴业证券	业绩预告 预减	1~5	下降 80%~100%	13.35	20190403
601375.SH	中原证券	业绩预告 预减	0.63~0.82	下降 81%~86%	4.78	20190329
000783.SZ	长江证券	业绩快报 预减	2.59	-83.23%	9.07	20190420
002670.SZ	国盛金控	业绩预告 预减	-5~-4			20190429
000712.SZ	锦龙股份	业绩预告 预减	-2.04~-1.46	下降 175%~205%		20190426
601099.SH	太平洋	业绩预告 预减	-14~-12			20190427

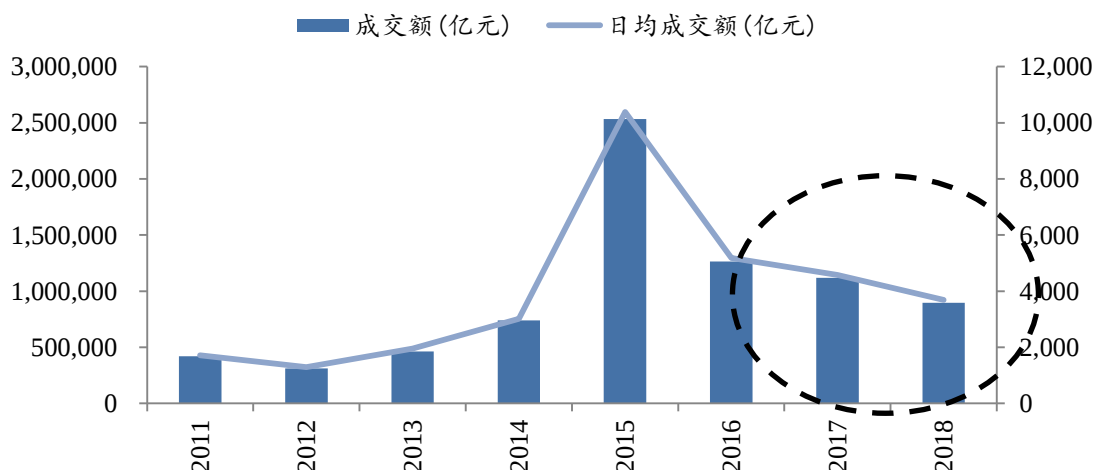
资料来源：Wind，民生证券研究院

二、传统五大业务均受压制，头部公司优势依旧

（一）经纪业务：市场成交量下滑，佣金率接近底部

市场整体交易低迷。2018 年 A 股市场成交量 8.12 万亿元，同比-7%，成交金额 89.65 万亿元，同比-20%，日均成交金额 3689.31 亿元，同比-19%。成交量低迷主要归因于二级市场行情不振，市场交投气氛有所下降。

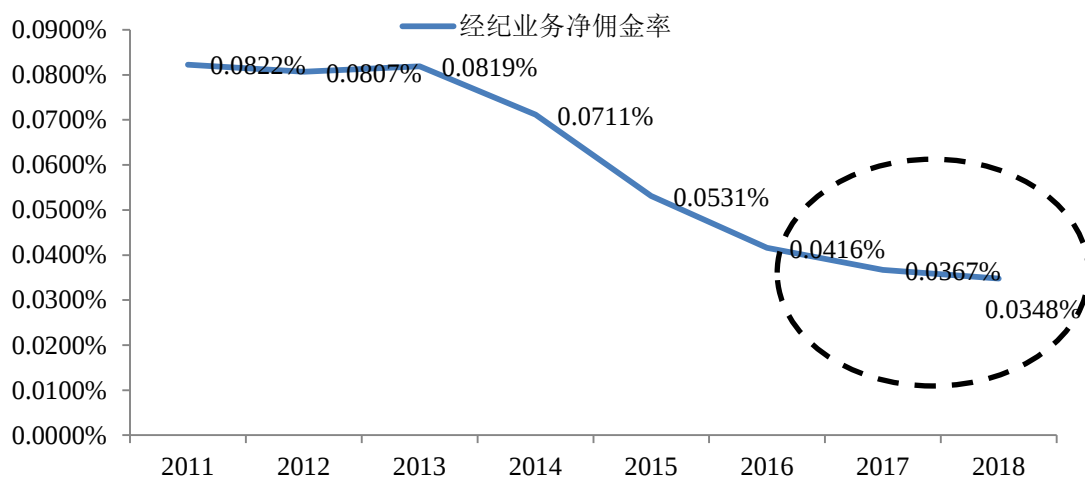
图 3：A 股市场日均成交金额同比-19%



资料来源：Wind，民生证券研究院

佣金率降幅趋缓。根据证券业协会公布的代理买卖证券净收入以及 A 股市场成交量测算，目前经纪业务整体净佣金率约万 3.48，较 2017 年继续下滑，下滑趋缓。考虑到券商经纪业务服务成本以及《证券经纪业务管理办法》的要求，佣金率下滑空间已比较有限。

图 4：经纪业务佣金率降幅趋缓



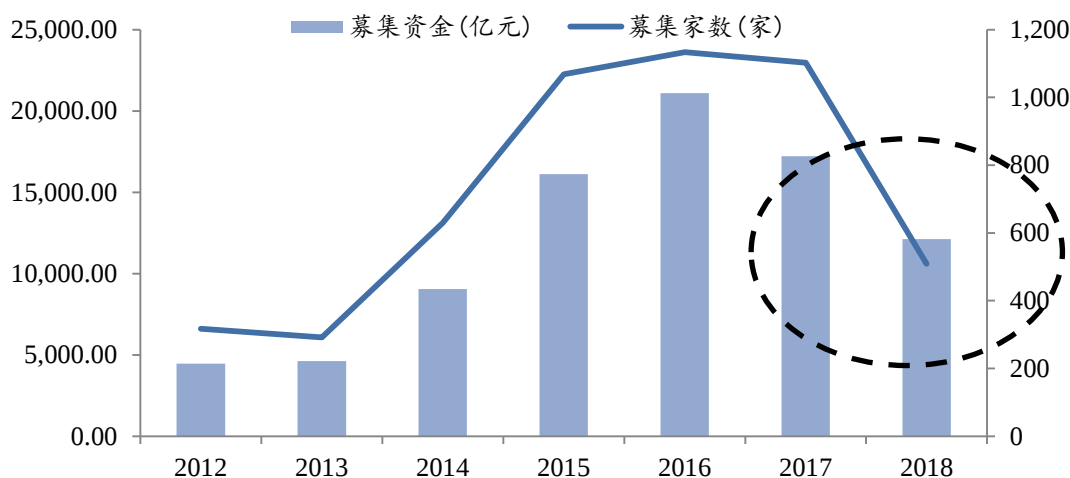
资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 投行业务：IPO 募资大幅下滑，债券承销放量

1、IPO 首发过会明显下滑

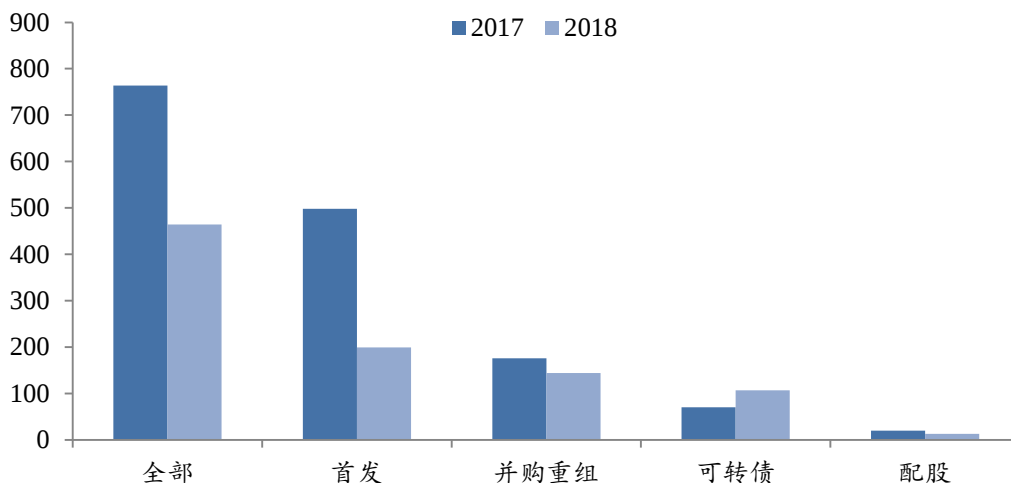
2018 年一级市场募集资金公司家数 509 家，同比下滑 54%，合计募集资金 1.21 万亿元，同比下滑 30%。其中，IPO 募集资金 1378 亿元，同比下滑 40%；增发募集资金 7523 亿元，同比下滑 4%；配股募集资金 228 亿元，同比增长 40%；优先股募集资金 1350 亿元，同比增长 575%；可转债募集资金 1071 亿元，同比增长 78%；可交债募集资金 557 亿元，同比下滑 56%。

图 5：经纪业务佣金率降幅趋缓



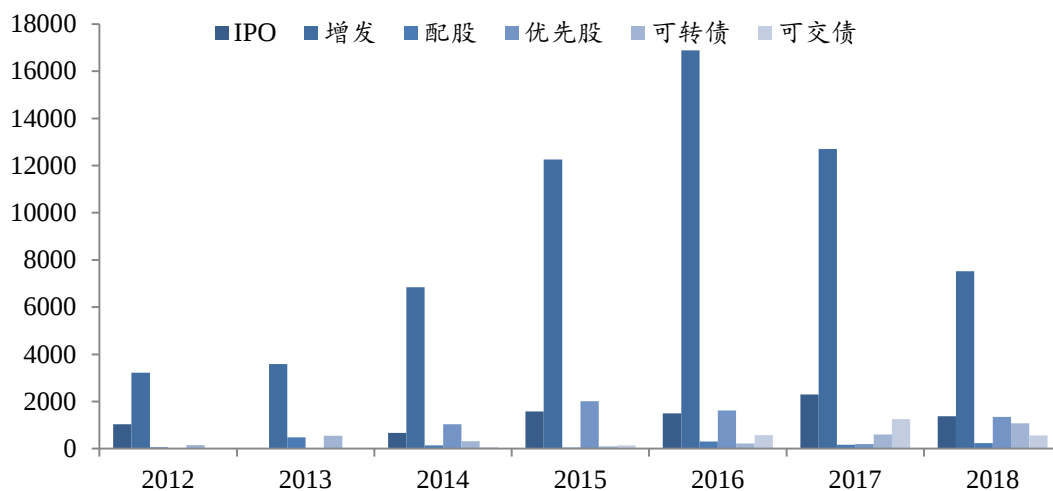
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：股权募集资金家数较 2017 年有所回落



资料来源：Wind，民生证券研究院

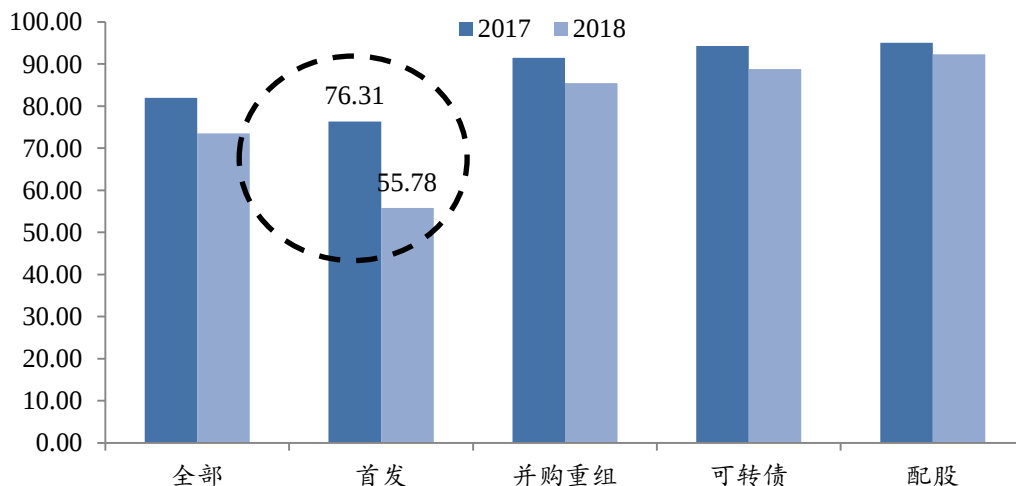
图 7：IPO、增发募集资金均同比下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

券商投行 IPO 项目过审率出现了明显的下滑。投行项目过审率方面，2018 年共计审核公司总家数 464 家，其中通过家数为 341 家，通过家数占比为 73%。其中，审核 IPO 公司家数 199 家，通过家数 111 家，通过率为 56%，去年同期数据为 76%。

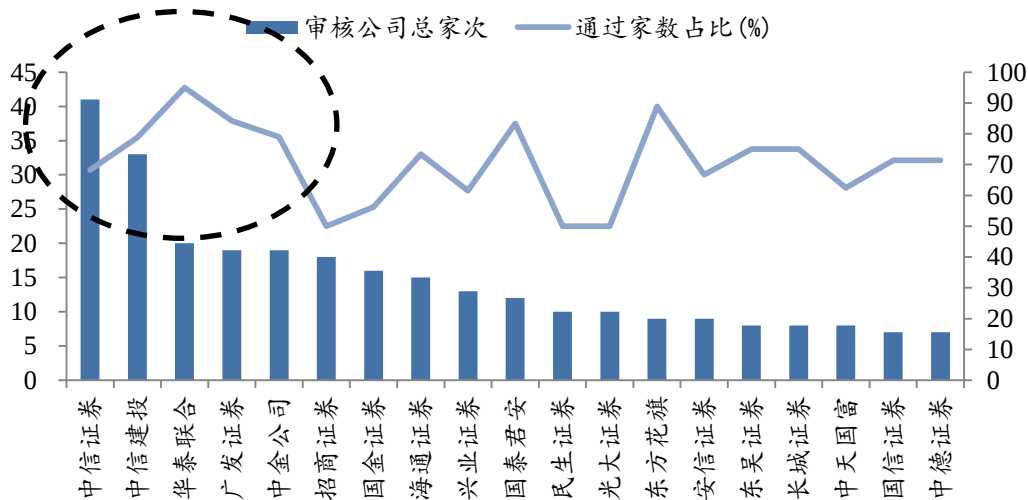
图 8：IPO 首发过会率明显下滑（%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

券商投行项目的质量也出现了一定分化，大型券商质高量优。据我们统计，部分券商 2018 年投行项目过审家数占比为 50%-60%，同时部分大型券商如中信证券、中信建投、广发证券、海通证券、国泰君安过审家数占比在 70%-80% 左右，华泰联合证券更是达到了 95%。

图 9：证券公司投行项目质量有所分化



资料来源：Wind，民生证券研究院

股权承销规模方面，大型券商也保持了绝对的领先地位。股权承销规模前三家公司分别为中信证券、中信建投和华泰联合证券。其中首发 IPO，规模前三名分别为中金公司、华泰联合以及中信建投。

表 2：大型上市券商股权承销规模居前列（亿元）

机构	总计	首发	增发(投行为主承销商)	增发(投行为财务顾问)	配股	优先股	可转债	可交换债
中信证券	1,816.75	127.76	539.95	626.88		331.25	92.00	98.90
中信建投	1,523.03	132.25	470.72	533.88	61.36	137.50	123.25	64.07
华泰联合证券	1,384.80	194.85	352.83	735.61			89.00	12.50
中金公司	1,157.34	368.09	140.10	333.55		118.75	108.89	87.97
国泰君安	993.17	28.69	367.49	77.41		460.00	44.02	15.56
国信证券	494.89	45.22	99.29	207.30	68.61		71.16	3.31
海通证券	463.42	25.03	73.39	347.94			15.19	1.88
招商证券	403.13	78.76	76.24	102.25		93.51	21.30	31.07
中银国际证券	239.59	0.00	103.52			90.00		46.07
国元证券	235.55	15.19	16.30	204.06				
申万宏源承销保荐	223.56		107.51	94.53			21.53	
广发证券	206.07	37.95	72.47	52.09			34.58	8.98
华福证券	187.04		71.84	115.20				
瑞银证券	143.07	5.22	54.50			68.75	14.60	
华创证券	139.44			121.64			17.50	0.30
安信证券	138.32	25.97	1.56	82.39			28.40	
东方花旗证券	134.92	18.84	51.29	49.90	11.57			3.32
国金证券	131.14	25.42	24.30	12.36	22.94		26.90	19.22

民生证券	122.16	8.35	15.73	16.91	17.16	60.01	4.00
兴业证券	114.65	27.99	20.90	27.62	17.50	16.84	3.80

资料来源：Wind，民生证券研究院

注：数据选取承销金额前 20 家公司

投行项目储备方面，大型券商也保持了绝对的领先地位，辅导备案登记排名靠前的公司为广发证券、中信建投证券、招商证券、中信证券以及海通证券。

表 3：证券公司投行项目储备情况

保荐机构	合计	已受理	已反馈	已预披露更新	中止审查	暂缓表决	终止审查	辅导备案登记受理
广发证券	161	1	6	11	2	0	40	101
中信建投证券	150	10	11	10	1	0	38	80
招商证券	142	1	4	10	0	0	37	90
中信证券	121	1	7	9	0	0	32	72
海通证券	120	0	2	4	0	0	42	72
国金证券	111	0	4	3	0	0	24	80
国信证券	102	0	5	3	0	0	33	61
民生证券	88	4	4	2	0	0	17	61
光大证券	74	4	2	5	1	0	19	43
中国国际金融	70	2	5	8	0	0	15	40
兴业证券	70	2	2	1	0	0	10	55
华泰联合证券	68	0	1	5	0	0	20	42
国元证券	67	0	0	5	0	0	10	52
安信证券	63	0	1	2	0	0	13	47
长江证券承销保荐	63	2	1	5	0	0	17	38
中泰证券	62	0	2	2	0	0	21	37
国泰君安证券	61	0	2	4	1	1	7	46
申万宏源证券承销保荐	59	1	0	3	0	0	8	47
东兴证券	59	1	2	5	0	0	8	43

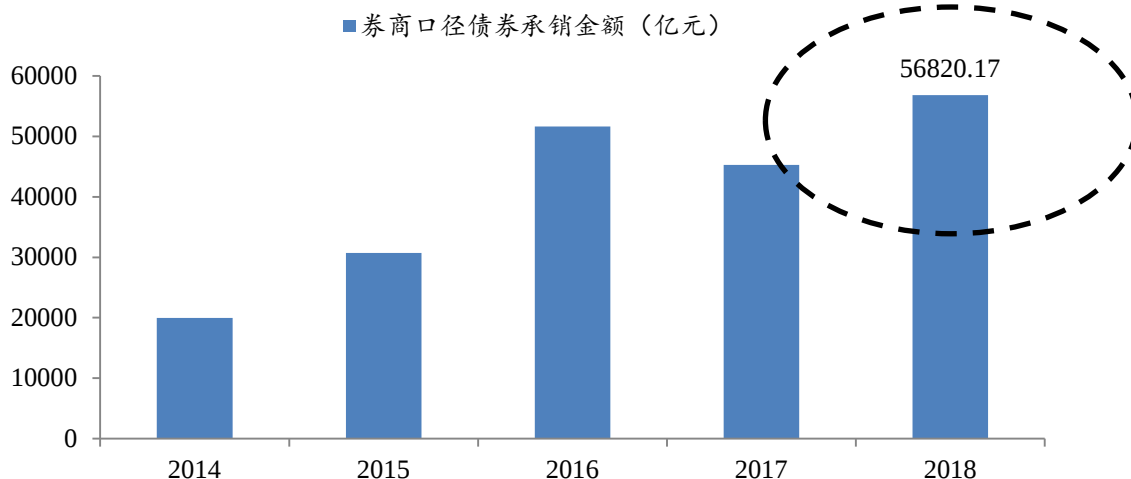
资料来源：Wind，民生证券研究院

注：数据选取排名前 20 家公司

2、券商债券承销规模同比明显提升

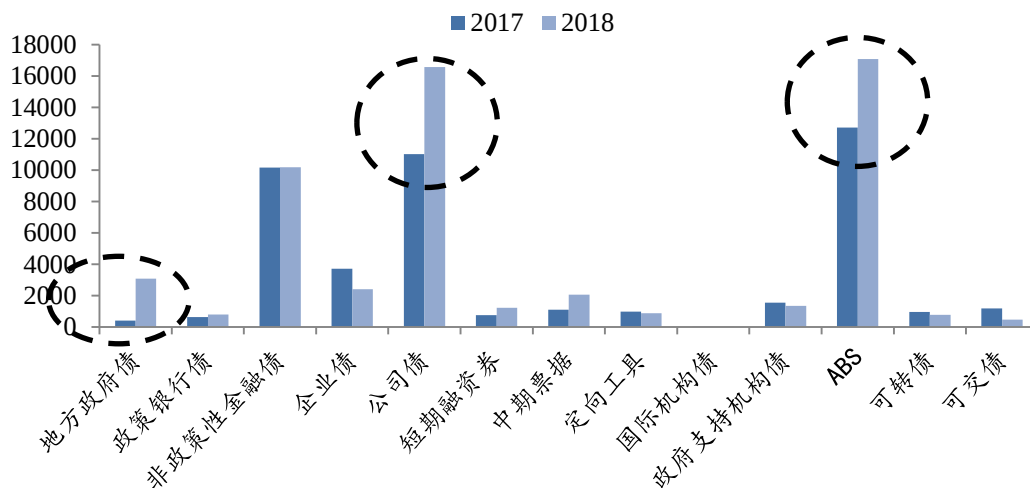
2018 年市场利率整体处于下行区间，券商口径债券承销金额 5.68 万亿元，较 2017 年大幅提升 26%。其中，地方政府债券、公司债、短期融资债券、中期票据以及 ABS 发行量均大幅增长。

图 10：券商口径债券承销金额同比+26%



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 11：地方政府债券、公司债、短期融资债券、ABS 等发行量大幅提升



资料来源：Wind，民生证券研究院

债券承销金额排名靠前的公司也均为大型上市券商，承销金额前三名分别为中信证券、中信建投以及招商证券。

表 4：大型上市券商债券承销规模居前列（亿元）

机构	总计	地方政府 府债	金融债	企业债	公司债	短期融 资券	中期票据	定向工具	政府支 持机构 债	ABS
中信证券	7,661.85	637.85	2,196.56	68.17	1,393.21	136.32	305.19	84.10	392.18	2,448.27
中信建投	5,980.19	375.41	1,160.50	156.67	2,191.60	259.45	458.20	138.97	104.41	1,134.99
招商证券	4,280.66	44.76	979.18	19.00	668.22	51.58	74.90	89.18	26.00	2,327.84
中金公司	3,770.12	58.41	662.59	10.00	598.78	105.50	194.05	35.00	526.10	1,579.69
光大证券	3,147.04	31.00	690.49	10.00	443.47	180.50	132.10	119.57		1,539.91
国泰君安	3,011.65	223.11	987.76	40.29	918.26	117.70	80.80	63.50		580.22
海通证券	2,675.78	126.62	424.41	193.53	840.19	168.34	415.39	45.90		461.39
中银国际 证券	1,711.73	142.78	885.32		225.56					458.06
平安证券	1,614.76	31.20	78.33	35.45	917.41					552.37
广发证券	1,604.02	159.82	234.90	48.00	581.00	24.00	68.00	55.70		432.60
华泰证券	1,233.16	46.80	114.50			65.38	81.79	123.70		801.00
国开证券	1,230.90	8.40	32.00	222.76	162.72				578.78	226.24
国信证券	1,084.79	88.92	64.00	92.07	370.97	20.00	53.05	85.60		310.18
兴业证券	999.40	145.92	334.47	33.70	396.45					88.86
中泰证券	916.39	20.50	73.17	28.40	583.38					210.94
信达证券	905.49		305.31		27.65					572.53
德邦证券	889.51			62.50	93.67					733.33
中国银河 证券	875.38	34.70	416.00	24.00	252.58	13.60	94.00	5.00	26.00	9.50
华泰联合 证券	703.19		265.50	26.00	411.69					
东方花旗 证券	633.09		257.75	78.50	154.73					142.12

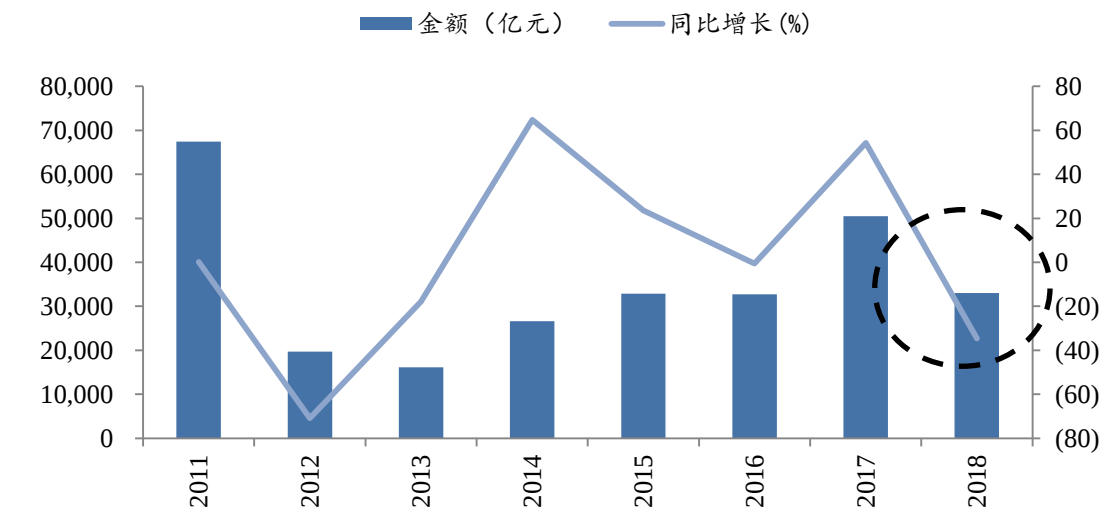
资料来源：Wind，民生证券研究院

注：数据选取承销金额前 20 名公司

3、并购重组热度同比下滑

2018 年市场并购的金额共计 3.3 万亿元，同比 2017 年下滑 35%。其中，并购重组交易金额以及交易数量排名靠前的这位大型上市券商。交易金额排名前三名的分别为中信证券，华泰联合证券以及中金公司。

图 12：市场并购重组金额同比下滑 35%



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 5：大型上市券商并购重组交易金额规模居前列

排名	机构	交易数量	交易金额（亿元）	市场份额（%）
1	中信证券股份有限公司	36	1610.39	12.81
2	华泰联合证券有限责任公司	37	1454.41	11.57
3	中国国际金融股份有限公司	14	1395.85	11.1
4	中信建投证券股份有限公司	37	1059.74	8.43
5	东方花旗证券有限公司	4	541.13	4.3
6	海通证券股份有限公司	14	464.22	3.69
7	招商证券股份有限公司	15	371.3	2.95
8	国金证券股份有限公司	13	361.19	2.87
9	国泰君安证券股份有限公司	19	358.19	2.85
10	华英证券有限责任公司	3	351.07	2.79
11	长江证券承销保荐有限公司	5	321.25	2.56
12	嘉林资本有限公司	7	249.66	1.99
13	广发证券股份有限公司	11	246.9	1.96
14	中德证券有限责任公司	8	206.15	1.64
15	申万宏源证券承销保荐有限责任公司	7	196.05	1.56
16	民生证券股份有限公司	15	187.84	1.49
17	香港上海汇丰银行有限公司	1	185.4	1.47
18	摩根士丹利	1	185.4	1.47
19	国信证券股份有限公司	8	173.55	1.38
20	美林国际	1	155	1.23

资料来源：Wind，民生证券研究院

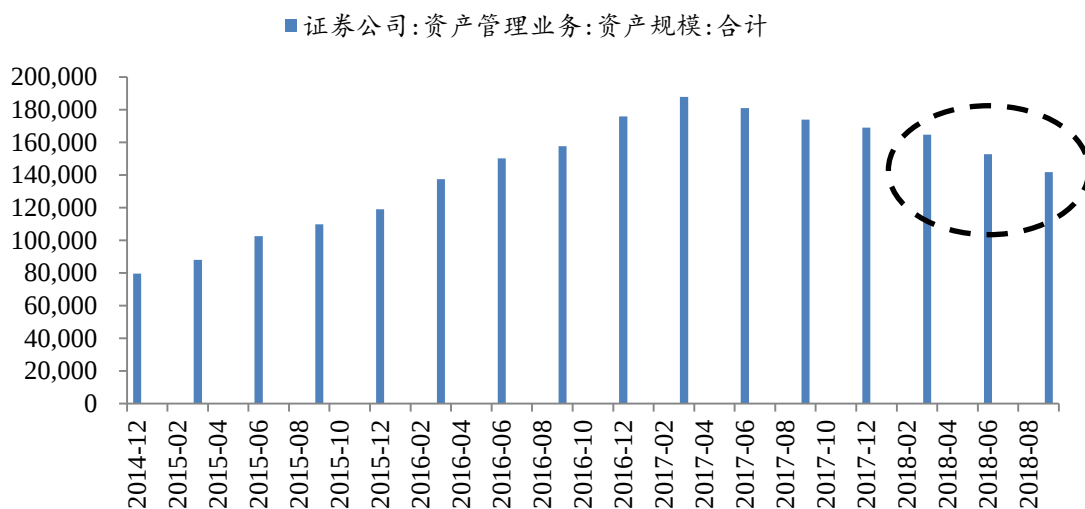
注：数据选取承销金额前 20 名公司

（三）资管业务：券商资管规模收缩，亟待转型主动管理

券商资管规模收缩，定向资管占比下滑。随着资管新规意见稿以及正式稿的发布，券商资管规模正在逐步下滑，截至 2018 年 9 月证券公司资产资产管理业务规模 14.18 万亿元，较 2017 年年末下滑 16%。

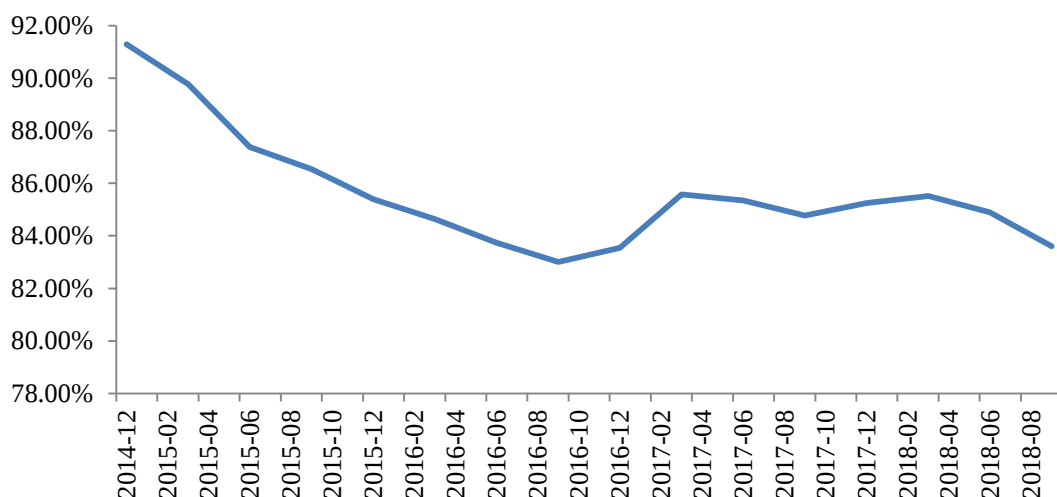
其中，以通道业务为主的定向资管计划规模呈现收缩态势，定向资管计划的规模在整体中占比也呈现出下滑的趋势。截至 2018 年 9 月，券商资管计划中定向资管计划的规模占比为 83.6%，较 2017 年年末下滑了 1.7 个百分点。

图 13：券商资管总体规模持续下滑（亿元）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 14：券商资管中定向资管规模占比持续下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

在资管新规的大背景下，券商资管转型主动管理是符合政策要求的转型方向。截至目前券商资管主动管理规模前三名的是中信证券、国泰君安以及华泰证券。结构方面，主动管理规模占比最高的三家是华融证券，广发证券以及光大证券。

表 6：证券公司主动管理规模占比（亿元）

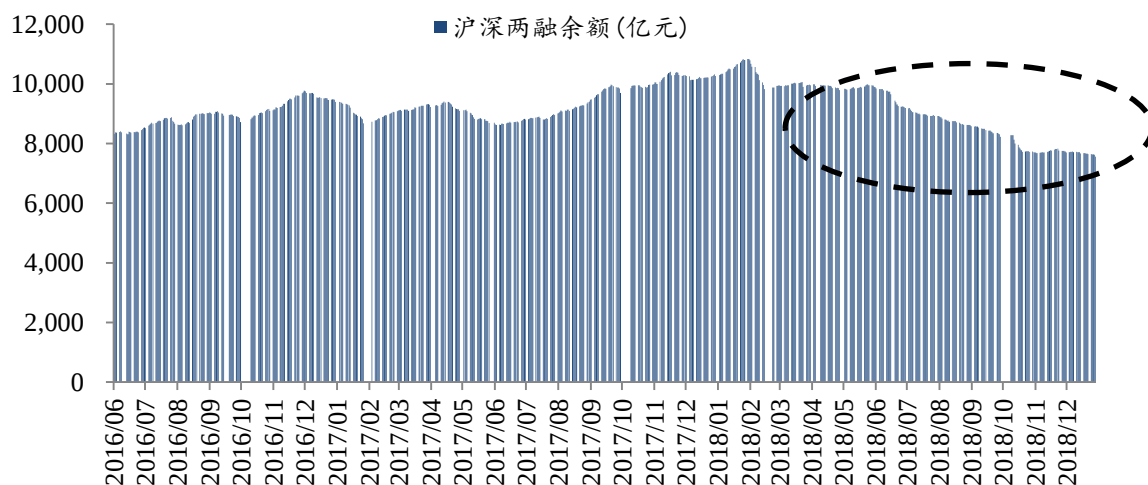
	管理规模	主动管理规模	主动管理规模占比
中信证券股份有限公司	15498.49	6020.51	39%
上海国泰君安证券资产管理有限公司	8128.54	3099.27	38%
华泰证券（上海）资产管理有限公司	8124.21	2264.69	28%
申万宏源证券有限公司	7562.73	1376	18%
招商证券资产管理有限公司	6561.92	1016.58	15%
中信建投证券股份有限公司	6189.07	1540.65	25%
中银国际证券股份有限公司	6054.34	846.64	14%
广发证券资产管理（广东）有限公司	4456.16	2606.05	58%
安信证券股份有限公司	3158.99	848.13	27%
上海海通证券资产管理有限公司	3100.91	870.36	28%
银河金汇证券资产管理有限公司	2884.02	696.41	24%
上海光大证券资产管理有限公司	2696.45	1132.28	42%
华融证券股份有限公司	2419	1585.05	66%

资料来源：基金业协会，民生证券研究院

（四）信用业务：两融余额出现下滑，股质风险整体可控

年内两融余额呈现下滑趋势。前三季度两融规模持续下行，四季度在 7600-7700 点之间企稳。截至年末两融余额为 7557 亿元，相比年初的 10298 亿元明显下滑。

图 15：2018 年权益指数下探，债市牛市行情（%）



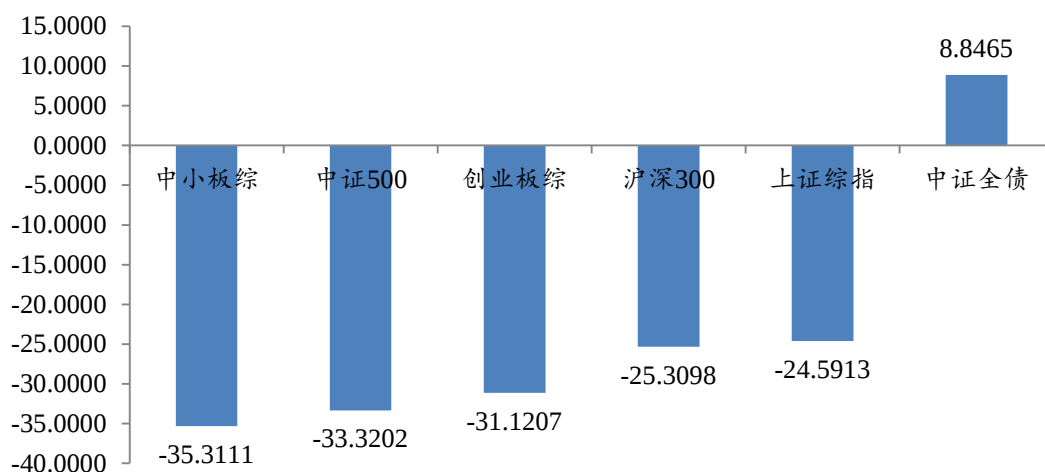
资料来源：Wind，民生证券研究院

股票质押方面,截止2月15日,市场质押股数6320.06亿股,市场质押股数占总股本9.74%,市场质押市值为42688.93亿元,占比A股流通市值为11.06%。目前市场指数较2018年低位明显缓和,叠加地方政府、券商、保险资管等各方纾困资金的逐步到位,市场对于券商股票质押平仓风险的担忧已较去年明显缓和。

(五) 自营业务：权益市场承压，利率下行推动债市走牛

受中美贸易摩擦以及经济大环境下行因素影响,2018年权益二级市场走势惨淡,年内中小板综指下滑35%,中证500指数下滑33%,创业板综指下滑31%,沪深300指数下滑25%,上证综指下滑25%;债券市场方面,随着整体利率的下行,年内债券走出牛市行情,中证全债指数年内上涨9%。

图 16: 2018 年权益指数下探，债市牛市行情 (%)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

通过上市券商年报,我们观察上市券商自营投资对于债券资产的投资机会会有所上调,34家上市券商中有30家债券投资的杠杆比率有不同程度的提升;自营权益投资方面,由于2018年市场走势存在一定不确定性,34家券商中自营权益投资的杠杆比率涨跌互现。

表 7: 上市券商自营固定收益类证券/净资本 (%)

		2015	2016	2017	2018H
002500.SZ	山西证券	1.6	122.99	143.18	263.71
600958.SH	东方证券	247.07	204.45	189.18	238.53
000750.SZ	国海证券	45.32	238.4	231.17	221.29
000776.SZ	广发证券	196.35	156.62	155.11	201.87
002939.SZ	长城证券	64.53	90.2	120.2	196.38
601901.SH	方正证券	136.52	164.3	119.64	195.02
601198.SH	东兴证券	116.68	120.75	145.46	193.51
601375.SH	中原证券	43.71	55.29	127.46	189.25

002797.SZ	第一创业	167.53	69.55	167.48	182.33
600999.SH	招商证券	174.05	98.12	148.89	178.77
600909.SH	华安证券	73.77	56.41	77.31	178.64
601066.SH	中信建投	122.53	127.56	145.12	173.01
600030.SH	中信证券	120.99	143.3	124.35	172.5
601788.SH	光大证券	32.83	53.53	158.82	163
000686.SZ	东北证券	300.14	199.99	126.19	153.58
600369.SH	西南证券	86.18	109.47	130.78	152.76
601377.SH	兴业证券	165.75	125.09	131.05	144.77
002673.SZ	西部证券	76.14	140.57	137.81	144.48
000166.SZ	申万宏源	113.08	86.36	134.08	143.36
601555.SH	东吴证券	90.04	106.43	142.31	143.3
601688.SH	华泰证券	72.99	65.95	108.16	139.03
601878.SH	浙商证券	53.89	135.61	123.95	130.23
601211.SH	国泰君安	86.04	82.46	82.27	124.99
601108.SH	财通证券	39.92	128.98	123.32	124.89
601099.SH	太平洋	45.73	53.16	111.6	119.09
000783.SZ	长江证券	63.48	69.55	116.29	108.95
002926.SZ	华西证券	64.61	68.11	138.08	104.68
002736.SZ	国信证券	70.11	51.71	69.16	104.31
601881.SH	中国银河	79.88	86.52	96.53	104.12
600109.SH	国金证券	36.56	44.84	52.38	91.51
600837.SH	海通证券	68.63	80.98	57.72	85.36
000728.SZ	国元证券	32.77	55.09	67.1	83.03
601990.SH	南京证券	135.21	58.78	57.84	81.75
601162.SH	天风证券	158.76	194.67	201.34	

资料来源：Wind，民生证券研究院

表 8：上市券商自营权益类证券/净资本（%）

		2015	2016	2017	2018H
601688.SH	华泰证券	79.45	55.38	60.5	62.53
601901.SH	方正证券	41.74	34.27	35.1	44.24
600958.SH	东方证券	83.09	51.26	39.97	41.18
600369.SH	西南证券	74.54	50.16	50.84	40.68
002736.SZ	国信证券	41.78	34.92	40.93	34.85
000776.SZ	广发证券	47.83	32.09	35.07	34.33
601211.SH	国泰君安	54.14	32.23	27.92	31.86
600030.SH	中信证券	54.29	35.01	33.23	31.78
600837.SH	海通证券	46.93	29.66	30.78	31.6
601788.SH	光大证券	53.65	28.36	28.9	29.12
601198.SH	东兴证券	65.16	21.31	23.4	28.86
601881.SH	中国银河	29.39	31.14	32.94	27.47
600999.SH	招商证券	57.36	37.01	30.77	26.11
000783.SZ	长江证券	53.01	24.12	25.98	25.78
000166.SZ	申万宏源	90.09	30.31	28.17	23.96
000686.SZ	东北证券	103.54	34.77	26.33	23.49
601377.SH	兴业证券	70.71	22.84	22.11	22.84

601555.SH	东吴证券	76.36	30.52	23.16	22.42
002939.SZ	长城证券	18.47	17.6	13.39	19.8
600109.SH	国金证券	30.32	20.69	18.89	17.26
601066.SH	中信建投	18.57	14.02	12.64	12.03
601108.SH	财通证券	55.05	16.62	8.75	10.97
601375.SH	中原证券	42.42	22.34	7.75	10.94
002500.SZ	山西证券	44.92	34.82	13.63	10.56
601099.SH	太平洋	62.49	35.01	12.86	10.29
002673.SZ	西部证券	40.63	29.56	6.73	9.26
000728.SZ	国元证券	53.08	39.55	8.77	7.28
600909.SH	华安证券	23.66	4.16	7.71	7.22
000750.SZ	国海证券	29.65	1.94	7.72	7.12
601990.SH	南京证券	19.62	20.63	4.11	5.07
601878.SH	浙商证券	39.2	30.31	2.48	4.59
002797.SZ	第一创业	27.01	4.93	5.93	4.5
002926.SZ	华西证券	22.39	20.82	6.67	4.33
601162.SH	天风证券	35.36	37.86	20.73	

资料来源：Wind，民生证券研究院

三、投资建议：政策面修复叠加低估值，把握优质、弹性标的

1、证券行业集中度提升。在整体经济下行的环境下，行业景气度处相对低位，优质业务资源也将倾向于综合实力较强的大型券商，头部公司在传统业务上的优势明显。同时，创新业务方面监管层秉持扶优限劣的标准，创新业务由大型优质公司先行试点。优质业务资源以及创新业务的集中将使头部券商的优势进一步明显。

2、政策面修复有望带来估值修复。近期积极政策频出，市场交易得到激活，券商板块持续受益。一是放宽机构交易额度，包括拟放宽券商投资成份股、ETF 等权益类证券风险资本准备计算比例，减少资本占用，以及提升 QFII 总额度至 3000 亿美元，并将 QFII、RQFII 两项制度合二为一，整合有关配套监管规定，扩大投资范围。

二是取消融资融券“平仓线”不得低于 130% 的统一限制。根据自身情况制定市场化和差异化的平仓线，有利于风险定价能力较强的券商脱颖而出。

三是券商交易信息系统外部接入业务新规公开征求意见。交易接口开通后大部分下单行为都可以采用自动化的下单方法，将大幅提升量化交易效率。

四是鼓励长期资金入市。推动险企使用长久期账户资金，增持优质上市公司股票和债券。允许专项产品通过券商资产管理计划和信托计划，化解股票质押流动性风险。

综上，随着科创板和试点注册制落地，制度改革将会形成基石效应，激活市场热情、提振市场信心，将长期持续推动券商板块业绩改善。科创板落地在即，建议关注投行业务优势明显的大型券商，中信证券、华泰证券、广发证券和招商证券。个股方面重点推荐综合实力领先的大型投行中信证券和资本实力持续提升的华泰证券。

图片目录

图 1: 行业整体经营业绩出现明显下滑 (亿元)	3
图 2: 各业务条线收入均出现下滑 (亿元)	3
图 3: A 股市场日均成交金额同比-19%	5
图 4: 经纪业务佣金率降幅趋缓	5
图 5: 经纪业务佣金率降幅趋缓	6
图 6: 股权募集资金家数较 2017 年有所回落	6
图 7: IPO、增发募集资金均同比下滑	7
图 8: IPO 首发过会率明显下滑 (%)	7
图 9: 证券公司投行项目质量有所分化	8
图 10: 券商口径债券承销金额同比+26%	10
图 11: 地方政府债券、公司债、短期融资债券、ABS 等发行量大幅提升	10
图 12: 市场并购重组金额同比下滑 35%	12
图 13: 券商资管总体规模持续下滑 (亿元)	13
图 14: 券商资管中定向资管规模占比持续下滑	13
图 15: 2018 年权益指数下探, 债市牛市行情 (%)	14
图 16: 2018 年权益指数下探, 债市牛市行情 (%)	15

表格目录

表 1: 上市公司净利润普遍下滑	4
表 2: 大型上市券商股权承销规模居前列 (亿元)	8
表 3: 证券公司投行项目储备情况	9
表 4: 大型上市券商债券承销规模居前列 (亿元)	11
表 5: 大型上市券商并购重组交易金额规模居前列	12
表 6: 证券公司主动管理规模占比 (亿元)	14
表 7: 上市券商自营固定收益类证券/净资本 (%)	15
表 8: 上市券商自营权益类证券/净资本 (%)	16

分析师及研究助理简介

杨柳，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。

陈煜，中国社科院商法学博士，金融学博士后。两年证券行业政策研究经验。2017年加入民生证券。

牛竞崑，四川大学金融学学士，美国亚利桑那州立大学金融学硕士，2017年加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司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参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。