

证券 II 行业 2018 年报总结

逆境与突破，证券行业迎来战略发展期

核心观点：

- **整体业绩：2018 年，23 家上市券商归母净利润下滑 38.5%，归于业务全面回落。**

从 2018 年证券行业经营环境来看，监管环境趋严，沪深两市整体震荡下行。各项业务中，经纪、自营、投行、资管、利息等业务净收入均出现不同程度下滑，业绩下滑主要由于 2018 年交投萎靡，IPO、再融资放缓，股票质押风险暴露计提减值准备等。从 2018 年上市券商经营数据来看，23 家已披露年报的上市券商合计实现归母净利润 514 亿元，同比下滑 38.5%，好于行业-41%的净利润同比表现。我们对利润表进行重构后，根据 2018 年综合收益变动的归因分析，负面影响较大的依次为自营、经纪、投行业务收入变动，分别对业绩产生 35%、11%、7%的负向影响；正面影响较大的主要为利息收入增长，产生 7%的正向影响。

- **分项收入：业务模式由轻转重，通道业务占比下降**

2018 年，证券行业分业务收入居于前三的依次为自营、经纪和投行，占总营收的比重分别为 30%、21%和 14%，经纪业务占比进一步下滑，自营占比得到提升。主要归因于 2018 年沪深指数下行，两市交投萎靡，券商经纪业务同质化严重，业务竞争日趋激烈，佣金率持续下滑。

各业务板块而言：1) 经纪：竞争日益激烈，佣金率普降，但降幅收敛；2) 自营：积极调整持仓结构，固收产品占比上升；3) 资本中介：调结构，去风险，规模阶段性回落；4) 资管：回归本源，主动管理成为大方向；5) 投行：头部化加速，集中度进一步提升。

- **新变化：财富管理转型大势所趋，衍生品成为头部券商着力点**

财富管理成为券商转型的新方向。财富管理业务作为渠道、服务业务，具有轻资产、收益稳定的优点，目前多家券商将经纪业务部门更名财富管理，在渠道，产品上不断加大布局，体现转型决心。同时，衍生品发展空间广阔，头部券商重点布局。2018 年以来衍生品业务规范与放松并举，场内金融衍生品流动性逐步回暖，场外期权新规落地，衍生品迎来新发展。头部券商利用自身优势，灵活运用衍生品，对冲风险，实现多元化策略。

- **行业格局：集中度进一步提升，强者恒强得到巩固**

近五年来，行业营收及净利润集中度整体呈提升趋势，且趋势不断强化。2018 年 23 家上市券商的营业收入占行业比重为 83.7%，相比 2017 年的 81.8%提高 1.9 个百分点。具体而言，上市券商业绩差距进一步拉大：业务结构均衡、综合竞争力占优的龙头券商逆市下业绩稳定性突出；经纪业务占比较高、业务模式相对单一的中小型券商业绩面临较大压力。

- **投资建议：交投活跃，配置头部券商**

伴随交投回暖、监管政策鼓励业务创新并行，2019 年以来证券板块 PB 得到修复。我们认为，随着金融供给侧改革持续推进，在提供直接融资占比、资本市场高水平双向开放指引下，证券行业将迎来新的战略发展期，大型券商凭借完善的业务线条以及雄厚的综合实力将获得更多业务机会，建议关注综合实力靠前的中信证券（A、H）、华泰证券（A、H）、海通证券（A、H）等头部券商，以及对经纪业务较为敏感的东方财富。

- **风险提示：**

宏观经济下行，可能导致证券公司资产质量承受压力；监管环境持续收紧；市场流动性趋紧，成交金额下滑等。

行业评级

买入

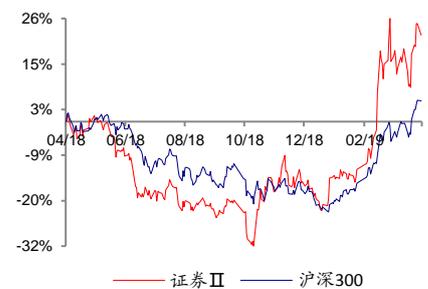
前次评级

买入

报告日期

2019-04-16

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：

陈卉



SAC 执证号：S0260519040001

0755-82535901



gfchenh@gf.com.cn

请注意，陈卉并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

证券 II 行业：如何看待证券行业再融资？ 2019-03-27

证券 II 行业：金融供给侧改革，券商迎来战略发展期 2019-03-17

证券 II 行业：价值重估，业绩验证——证券业 2 月经营数据月报点评 2019-03-06

重点公司估值和财务分析表 (券商)

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
				2019/4/16	(元/股)	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中金公司	03908.HK	买入	港元	17.44 (港元)	21 (港元)	1.19	1.37	13.0	11.3	1.5	1.3	12%	12%
海通证券	600837.SH	买入	人民币	14.70	17.1	0.75	0.98	20.29	15.53	1.38	1.27	7%	9%
华泰证券	601688.SH	买入	人民币	22.04	26.6	0.96	1.17	23.79	19.52	1.71	1.61	7%	9%
中信证券	600030.SH	买入	人民币	24.50	28.9	1.31	1.61	19.40	15.78	1.85	1.69	10%	11%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

一、证券行业整体业绩：净利润下滑 41%	6
二、收入结构：业务整体承压，集中度进一步提升	9
1、经纪：竞争日益激烈，佣金率普降	9
2、自营：积极调整持仓结构，固收产品占比上升	11
3、资本中介：调结构，去风险，规模阶段性回落	12
4、资管：回归本源，主动管理成为大方向	13
5、投行：头部化加速，集中度进一步提升	15
三、新变化：财富管理转型大势所趋，衍生品成为龙头着力点	16
财富管理全面布局	16
衍生品：政策趋于宽松，龙头券商集中发力	18
四、行业格局：集中度进一步提升，业绩显著分化	19
五、投资建议：战略性看好，配置头部券商	21
六、风险提示	22

图表索引

图 1: 2018 证券全行业营业收入、净利润同比下降 (百万元)	7
图 2: 2011-2018 证券全行业分业务收入占比变动情况	8
图 3: 2018 证券全行业各项业务收入同比变动情况 (百万元)	8
图 4: 2018 年 20 家上市券商经纪业务收入 (左轴, 百万元) 与同比增速 (右轴)、 行业经纪业务同比增速 (右轴)	10
图 5: 2018 年部分上市券商佣金率	10
图 6: 2018 年上市券商公募分仓占比 (%)	10
图 7: 2018 年 20 家上市券商自营业务收入 (左轴, 百万元) 与同比增速 (右轴)、 行业自营业务同比增速 (右轴)	11
图 8: 2018 年, 已披露数据的上市券商自营权益类证券及证券衍生品占净资本比重 变动情况	12
图 9: 2018 年, 已披露数据的上市券商自营固定收益类证券占净资本比重变动情况	12
图 10: 2018 年末, 已披露数据的上市券商股权质押回购待购回余额变动情况 (百 万元)	13
图 11: 2018 年末, 已披露数据的上市券商两融余额变动情况 (百万元)	13
图 12: 截至 2018 年末, 20 家上市券商扣除客户保证金后的权益乘数变动情况 (倍)	13
图 13: 2018 年 20 家上市券商资管业务收入 (左轴, 百万元) 与同比增速 (右轴)、 行业资管业务同比增速 (右轴)	14
图 14: 已披露年报上市券商资管业务规模同比变动情况 (百万元)	14
图 15: 2018 年, 已披露年报数据上市券商资产管理业务收入结构	15
图 16: 2018 年 20 家上市券商投行业务收入 (左轴, 百万元) 与同比增速 (右轴)、 行业投行业务同比增速 (右轴)	15
图 17: 2018 上市券商股权承销份额	16
图 18: 2018 上市券商债券承销份额	16
图 19: 中国人均 GDP (万元)	17
图 20: 中国个人可投资资产总体规模 (左轴, 万亿元) 与同比增速 (右轴)	17
图 21: 2012-2018, 23 家上市券商营收占全行业比重变动情况	19
图 22: 2012-2018, 23 家上市券商归母净利润占全行业比重变动情况	19
图 23: 已披露 2018 年报上市券商归母净利润增速	20
图 24: 已披露 2018 年报上市券商 ROE: 平均 (%)	21
图 25: 已披露 2018 年报上市券商 ROE: 扣非/平均 (%)	21
表 1: 2018 年证券行业经营环境	6
表 2: 2018 年, 23 家已披露年报上市券商合计综合收益变动归因分析	9
表 3: 部分上市券商 APP	17

表 4: 股指期货交易规则调整	18
表 5: 券商场外交易商分类	19

一、证券行业整体业绩：净利润下滑 41%

从2018年证券行业经营环境来看，监管环境趋严，沪深两市整体震荡下行。报告期内，沪深300下跌25.31%，中证全债上涨8.68%；截至报告期末，两融余额7557亿元，同比下滑26.36%；2018年，沪深AB股日均成交金额3692亿元，同比下降19.47%，股权融资额12107亿元，同比下降29.71%。

表1：2018年证券行业经营环境

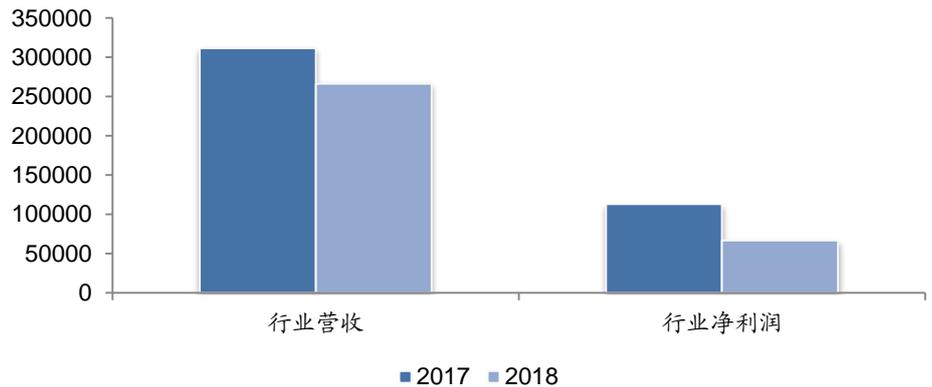
	2017	2018
经纪：累计股票成交金额（百万元）	111,855,958	89,713,214
Yoy	-11.70%	-19.80%
经纪：日均股票成交金额（百万元）	458,426	369,190
Yoy	-11.70%	-19.47%
自营：沪深 300	4,031	3,011
当年收益率	21.80%	-25.31%
自营：中证全债	175	190
当年收益率	-0.34%	8.68%
投行：股权融资额（百万元）	1,722,386	1,210,735
Yoy	-18.50%	-29.71%
两融：余额（百万元）	1,026,264	755,704
Yoy	9.30%	-26.36%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：货币单位为人民币，本文中所有货币如果没有特别注明均为人民币

据中国证券业协会公布的未经审计的2018年度证券公司经营数据，我国证券行业131家证券公司2018合计实现营业收入2662.9亿元，净利润666.2亿元，同比分别下降14.5%、41.0%。

图 1：2018 证券全行业营业收入、净利润同比下降（百万元）



数据来源：证券业协会、广发证券发展研究中心

注：全行业包括所有上市、非上市证券公司，共 131 家证券公司

轻资产业务比重进一步下滑，重资产业务比重提升。2018年，证券行业分业务收入居于前三的依次为自营、经纪和投行，占总营收的比重分别为30%、25%和14%，其中，经纪、投行业务收入比重进一步降低，主要原因在于：一方面，2018年市场总体呈现震荡下行行情，两市交易额和佣金率均较2017年下滑，行业竞争环境激烈；另一方面，证券行业监管力度加大，IPO审核趋严，过会率较低。而自营业务占比进一步提高，2018年宏观政策预调微调较为及时，连续出台利于资本市场发展的相关政策，缓和 market 风险，总体自营业务发展环境良好。

从证券行业分业务来看，经纪、自营、投行、资管、利息等业务净收入均出现不同程度的下滑。

经纪：受两市成交金额下滑19.8%的影响，全行业2018年实现代理买卖证券业务净收入655亿元，同比下滑23%；

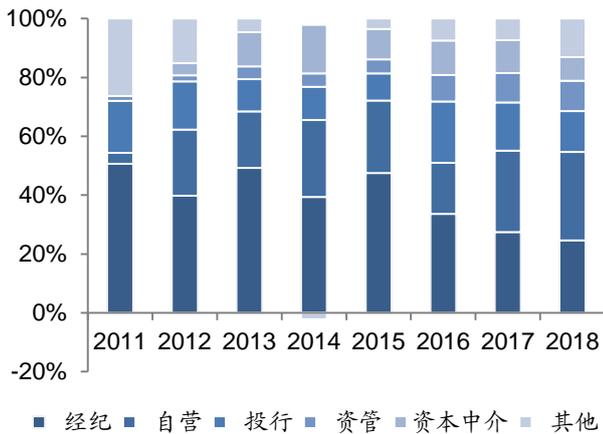
自营：受沪深两市整体震荡下行影响，全行业2018年实现投资收益800亿元，同比下滑7%；

投行：受行业监管力度加大及利率环境变化影响，2018年股权融资规模下滑30%，IPO过会率达历史新低；债券市场发行规模增长7%，保持平稳发展态势。全行业2018年实现承销、保荐及财务顾问业务收入370亿元，同比下滑27%；

资管：2018年资产新规及配套政策相继推出，券商资管通道业务逐步回落，2018年末行业资产管理业务规模13.4万亿元，较上年末下滑20.9%。全行业2018年实现资产管理业务收入275亿元，同比下滑11%；

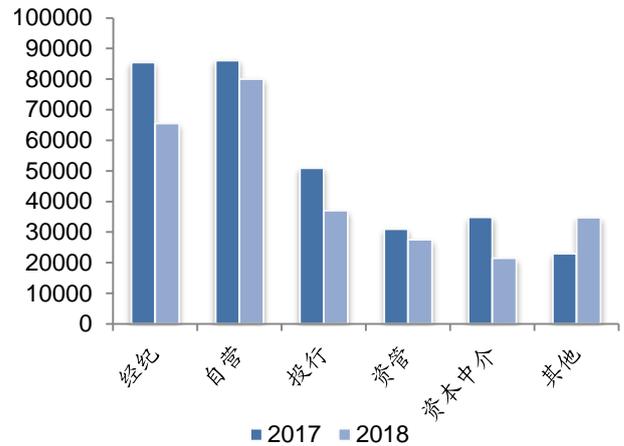
资本中介：受监管政策趋严、金融去杠杆、股票质押风险等因素影响，2018年末两融余额较上一年末分别下滑26%，全行业2018年利息净收入215亿元，同比下滑38%。

图2: 2011-2018证券全行业分业务收入占比变动情况



数据来源: 证券业协会、广发证券发展研究中心
注: 全行业包括所有上市、非上市证券公司, 共131家证券公司

图3: 2018证券全行业各项业务收入同比变动情况 (百万元)



数据来源: 证券业协会、广发证券发展研究中心

从2018上市券商经营数据来看, 23家上市券商合计归母综合收益、净利润均呈现不同程度的下降。其中, 归母综合收益为398亿元, 同比下降51.98%; 归母净利润为514亿元, 同比变化下降38.5%, 下降幅度略小于行业水平。

综合收益同比下降49%, 根据对2018年综合收益变动的归因分析, 对综合收益正面影响较大的主要为利息、其他收入增长, 分别对业绩产生7、15个百分点的正向影响; 负面影响较大的主要为自营、经纪、投行业务收入变动, 分别产生35、11、7个百分点的负向影响。

2018年已披露年报的23家上市券商实现营业收入2132.5亿元, 同比下降13%, 其中经纪、自营、投行、资管、利息、其他业务净收入分别为466.9、493.5、246.4、256、333.4、336.3亿元, 收入占比分别为22%、23%、12%、12%、16%、16%, 同比增速分别为-19%、-42%、-22%、-3%、27%、87%。营业支出1533亿元, 同比上升6%。

表2: 2018年, 23家已披露年报上市券商合计综合收益变动归因分析

合并	金额(百万元)		占比		同比	归因
	2017	2018	2017	2018	2018	2018
营业收入	245145	213252	100%	100%	-13%	-31%
经纪	57935	46694	24%	22%	-19%	-11%
自营	85122	49346	35%	23%	-42%	-35%
投行	31712	24638	13%	12%	-22%	-7%
资管	26260	25603	11%	12%	-3%	-1%
利息	26156	33341	11%	16%	27%	7%
其它	17959	33630	7%	16%	87%	15%
营业支出	-144495	-153337	-59%	-72%	6%	-9%
营业外收入与支出	2205	-460	1%	0%	121%	-3%
利润总额	102855	59455	42%	28%	-42%	-42%
综合收益	85819	43557	35%	20%	-49%	-41%
归属于母公司综合收益	82967	39842	34%	19%	-52%	-42%
所得税率	17%	27%				
综合收益归属母公司比例	96.68%	91.47%				

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

二、收入结构: 业务整体承压, 集中度进一步提升

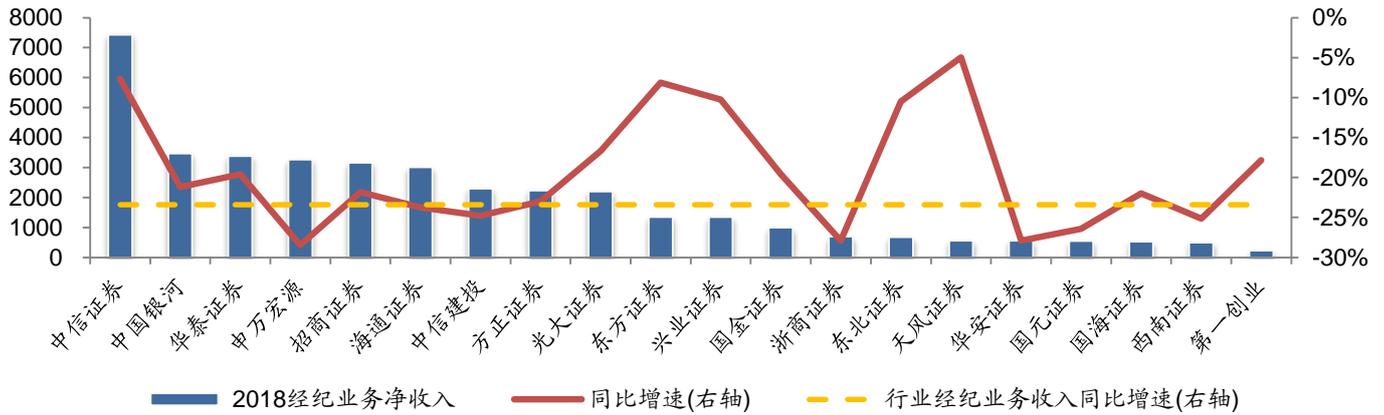
1、经纪: 竞争日益激烈, 佣金率普降

2018年, 面对股票市场交投萎靡, 经纪业务同质化严重的现象, 经纪业务竞争日趋激烈, 降佣成为大趋势。随着整体竞争日益激烈, 机构客户的持续挖掘与线上APP的持续盈利成为经纪业务转变的趋势。

已披露数据的23家上市券商2018年合计实现经纪业务净收入467亿元, 同比下滑19%, 主因归于报告期内沪深两市日均成交金额同比下滑19.5%及市场佣金率同比下滑的共同影响, 上市券商整体经纪业务收入下滑明显。

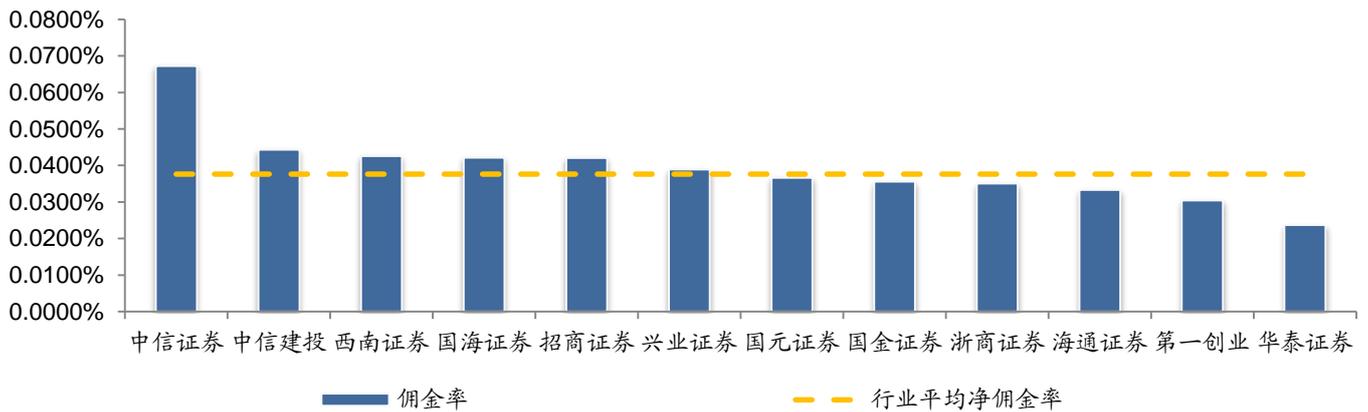
佣金率方面, 已披露数据的上市券商佣金率普降, 主要由于2018年股基成交额进一步下滑, 经纪业务同质化竞争愈发激烈。龙头券商的经纪业务占比低于行业平均, 在通道经纪收入贡献不断降低的推动下, 大型券商更具业务多元化竞争力。公募分仓份额在上市券商中排名居前的依次为长江证券(5.67%)、中信证券(5.60%)、招商证券(4.25%)。

图4: 2018年20家上市券商经纪业务收入(左轴, 百万元)与同比增速(右轴)、行业经纪业务同比增速(右轴)



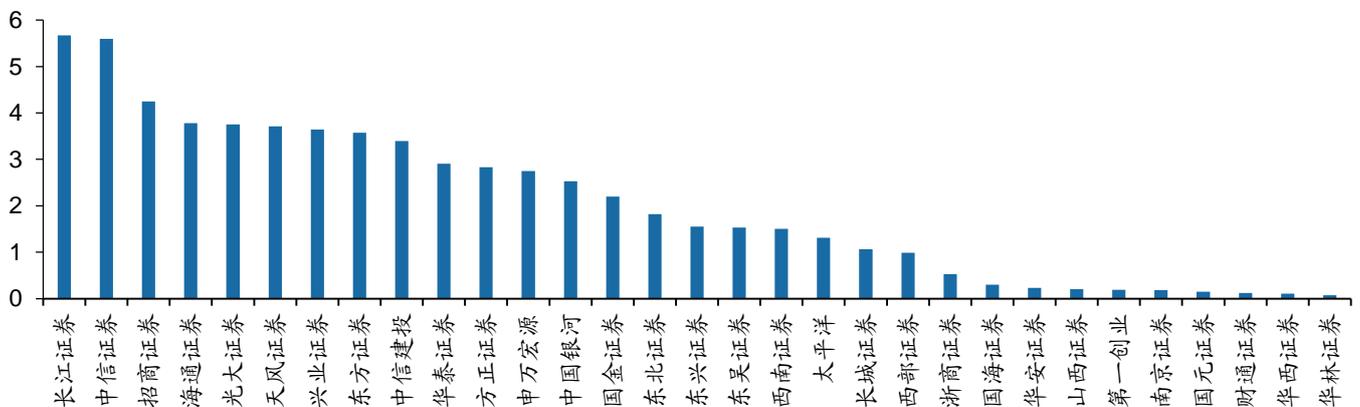
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图5: 2018年部分上市券商佣金率



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图6: 2018年上市券商公募分仓占比 (%)



数据来源: choice、广发证券发展研究中心

2、自营：积极调整持仓结构，固收产品占比上升

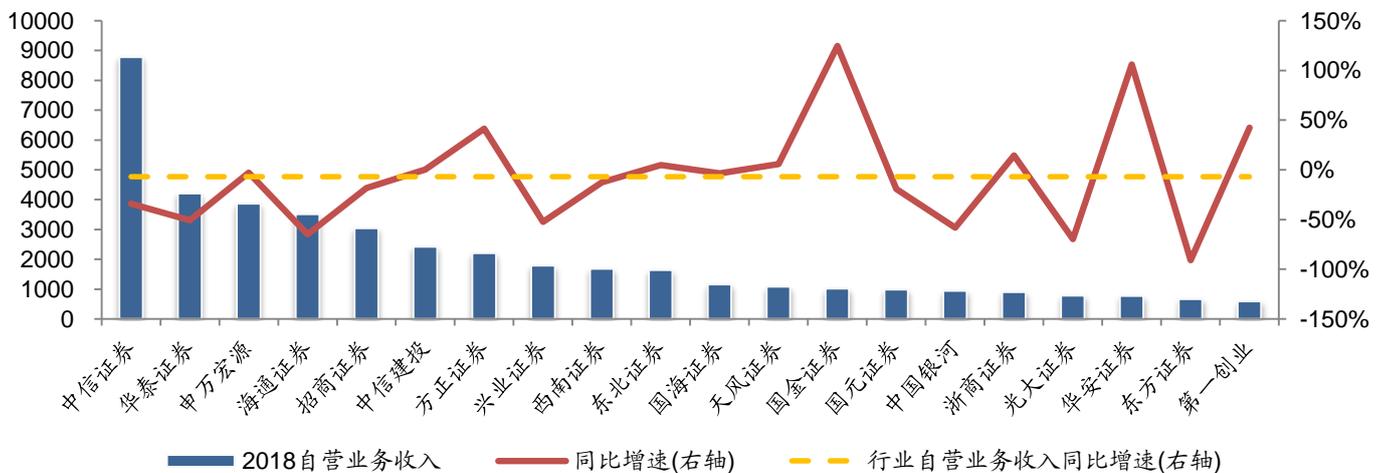
券商目前自营投资业绩主要取决于股债市场波动，受2018年权益市场整体下行，以及新会计准则调整的影响，2018年券商自营业务普遍下滑。随着大数据，金融科技的发展，通过量化实现多元化投资策略，进行风险对冲，给予券商自营业务发展的新机遇。

已披露数据的23家上市券商2018年合计实现自营收入493亿元（自营收入核算口径为投资收益、公允价值变动收益加总），同比下滑42%，主因归于权益投资市场波动，会计准则调整。

已披露数据的23家上市券商中8家自营收入较去年同期同比增长，总投资收益规模居前的上市券商包括中信证券（87.78亿元）、华泰证券（42.09亿元）、申万宏源（38.61亿元）。

资产配置方面，固定收益类投资占比显著提升。截至2018末，22家上市券商自营固定收益类证券占净资本比重上升，自营固定收益类证券占净资本比重居前的上市券商分别为方正证券（258%）、东方证券（254%）、招商证券（246%）；4家上市券商的自营权益类证券及证券衍生品占净资本比重提升，占比居前的上市券商分别为西南证券（44%）、方正证券（34%）、华泰证券（30%）。

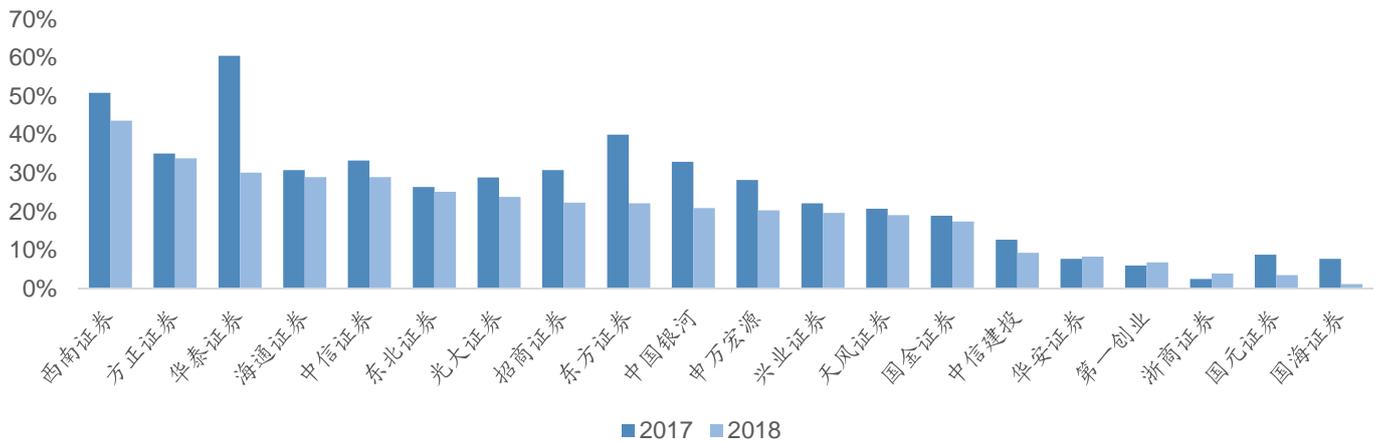
图7：2018年20家上市券商自营业务收入（左轴，百万元）与同比增速（右轴）、行业自营业务同比增速（右轴）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

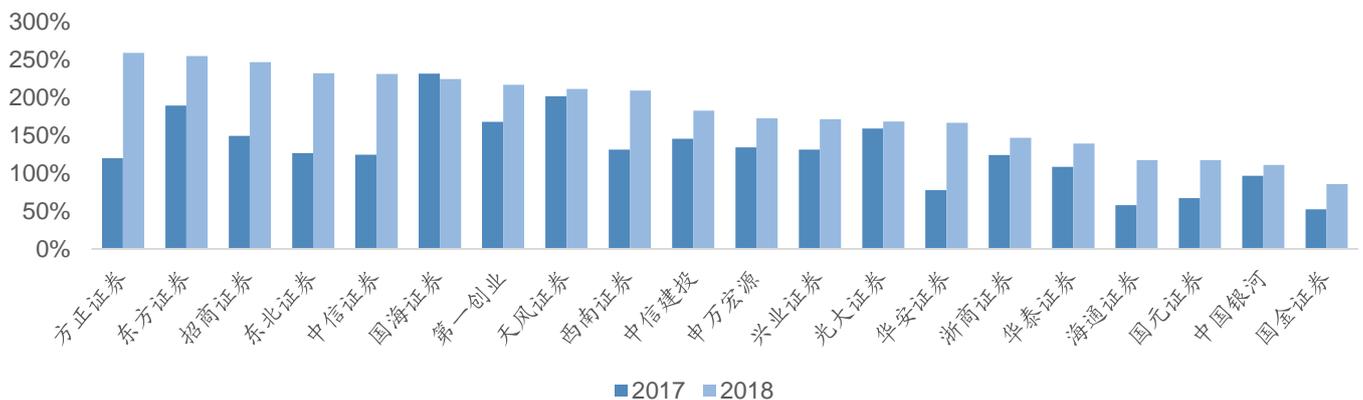
注：自营业务收入=投资净收益+公允价值变动净收益

图8: 2018年, 已披露数据的上市券商自营权益类证券及证券衍生品占净资本比重变动情况



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图9: 2018年, 已披露数据的上市券商自营固定收益类证券占净资本比重变动情况



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

3、资本中介: 调结构, 去风险, 规模阶段性回落

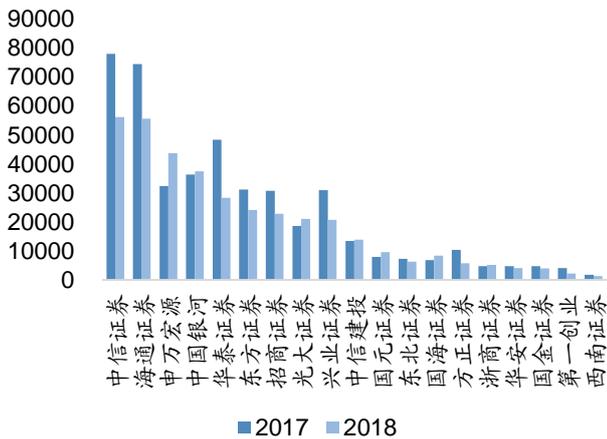
2018年23家上市券商实现利息净收入333亿元, 同比上升27%, 主要归因于2018年债权投资利息收入变更到利息收入科目下。

业务方面, 两融余额、股票质押回购规模阶段性回落。1) 融资融券: 截至2018年末两融余额7557亿元, 同比下滑26%, 环比18Q3末下滑8.1%。两融余额基本与股指表现呈同向区间震荡走势, 规模弹性仍取决于市场需求。2019年以来, 随着股市逐步回暖以及证监会对于场外配资监管趋严, 两融作为目前场内唯一的合规、标准化、低门槛杠杆工具, 未来仍具有伴随股指的高弹性发展空间。

2) 股票质押回购: 2018年中以来, 中小企业融资环境紧张, 叠加股指持续调整触发股票质押补仓压力, 市场对股票质押减值计提的关注度提升。截至2018年末, 市场质押股数6345亿股, 同比上升11.7%, 较11月高位有所收缩。

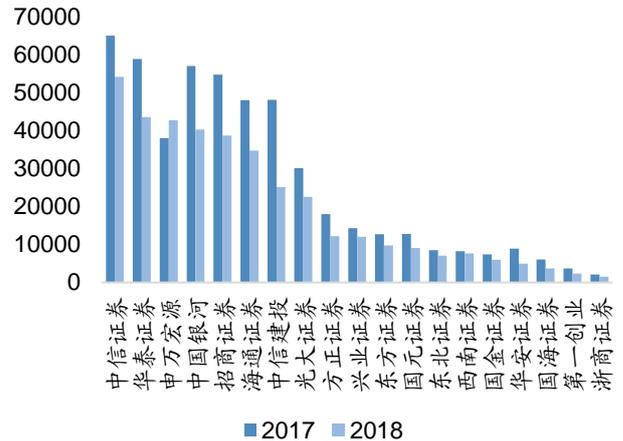
资金方面，杠杆率继续上升。报告期内，对应行业整体扣除客户保证金的权益乘数由2017末的3.39倍上升至2018末的3.58倍，总体杠杆水平进一步提升。上市券商而言，报告期末剔除客户保证金的权益乘数居于前三的分别为兴业证券（4.96）、海通证券（4.27）、申万宏源（4.14）。

图10: 2018年末, 已披露数据的上市券商股权质押回购待购回余额变动情况 (百万元)



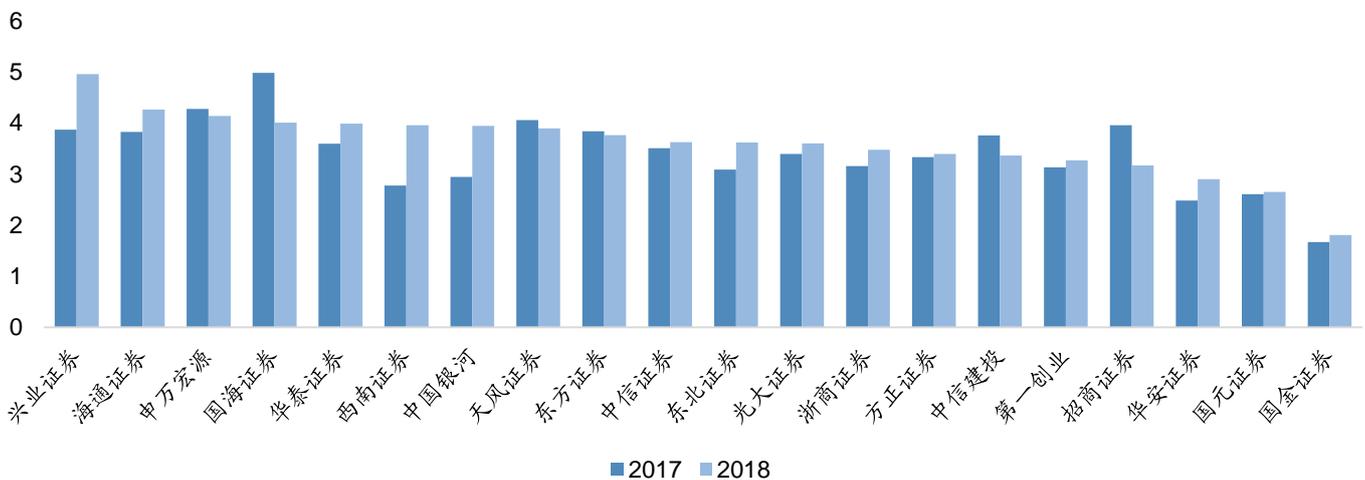
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图11: 2018年末, 已披露数据的上市券商两融余额变动情况 (百万元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图12: 截至2018年末, 20家上市券商扣除客户保证金后的权益乘数变动情况 (倍)



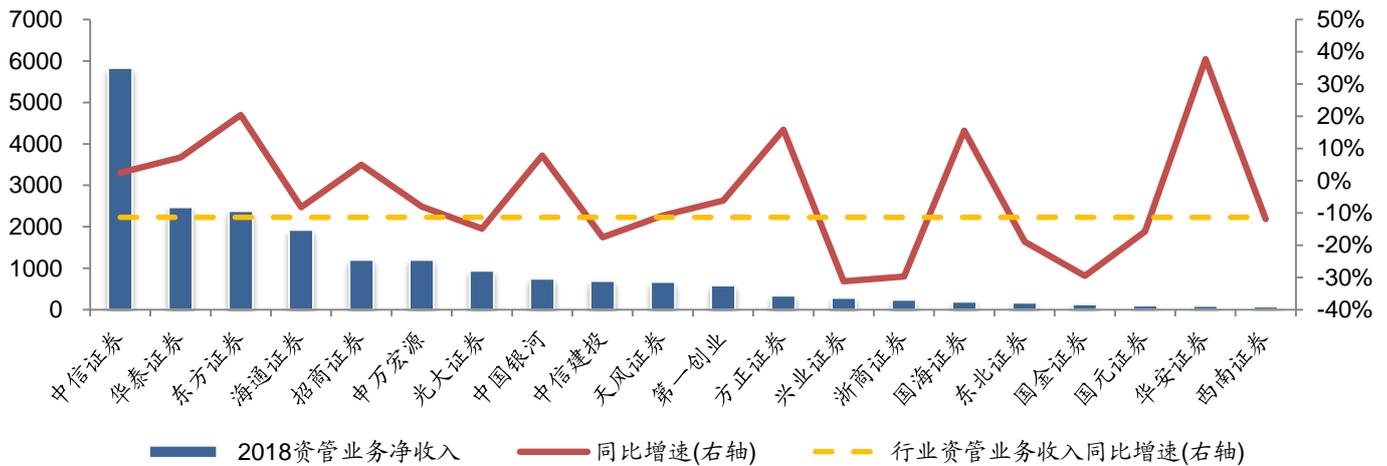
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

4、资管: 回归本源, 主动管理成为大方向

2018年23家上市券商实现资产管理业务净收入256亿元, 同比下滑3%。资管业务收入居于前列的上市券商分别为中信证券(58.34亿元)、华泰证券(24.73亿元)、东方证券(23.8亿元)。

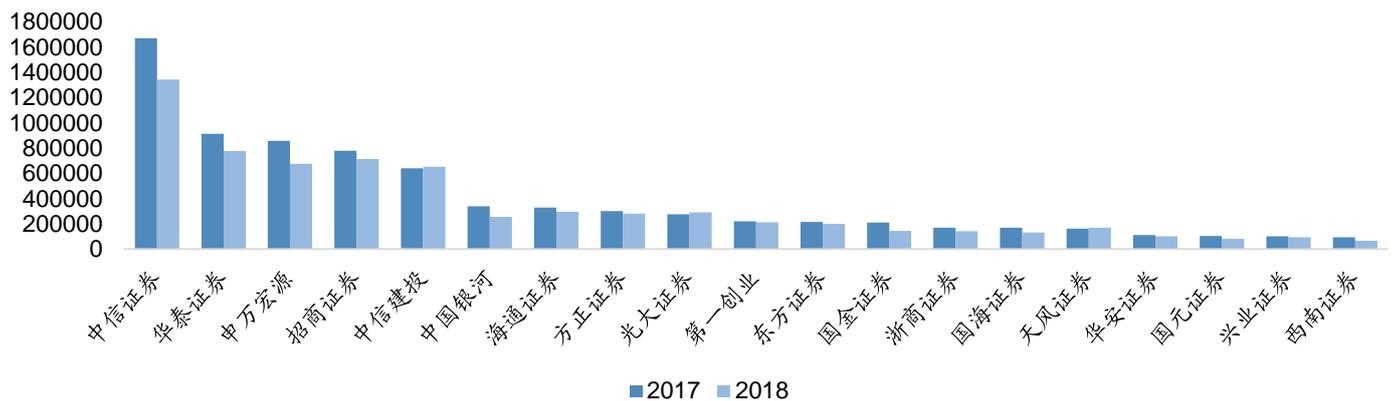
自2018年4月资管新规正式稿落地、到2018年7月补充文件推出，证券公司资管业务面临去通道、限嵌套、净值化管理等多项新要求，以通道业务冲量的高增长模式不可持续，行业业务模式面临重塑。根据基金业协会数据，截至2018年末，证券行业资产管理规模达13.4万亿元，同比2017年末下降20.9%，环比2018Q3末下降5.8%，其中行业集合资产管理规模1.9万亿元，同比下降9.4%，环比下降0.68%；单一资产管理规模达11万亿元，同比下降23.6%，环比下降7.3%；专项资产管理规模达31亿元，同比下降64.8%，环比下降28%。

图13: 2018年20家上市券商资管业务收入(左轴, 百万元)与同比增速(右轴)、行业资管业务同比增速(右轴)



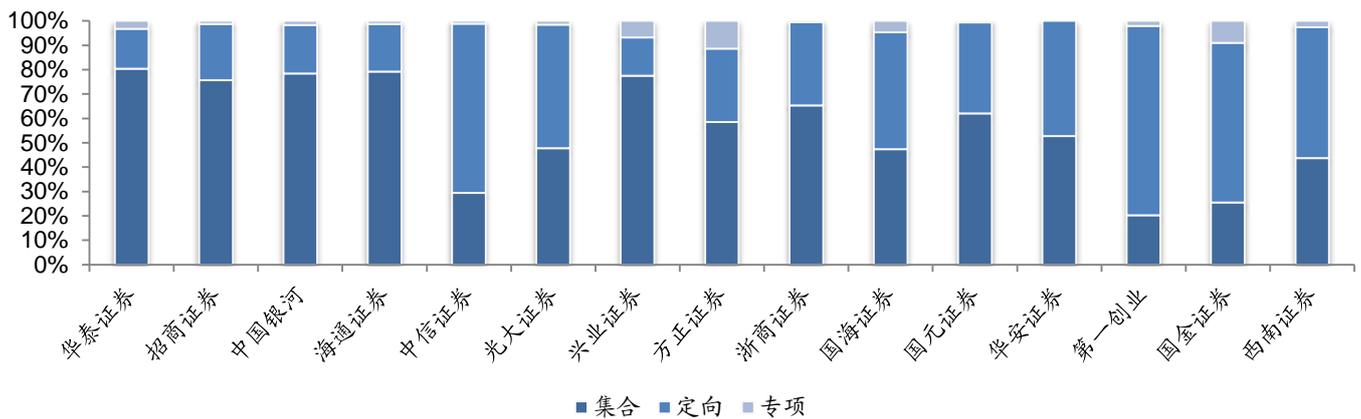
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图14: 已披露年报上市券商资管业务规模同比变动情况(百万元)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图15: 2018年, 已披露年报数据上市券商资产管理业务收入结构



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

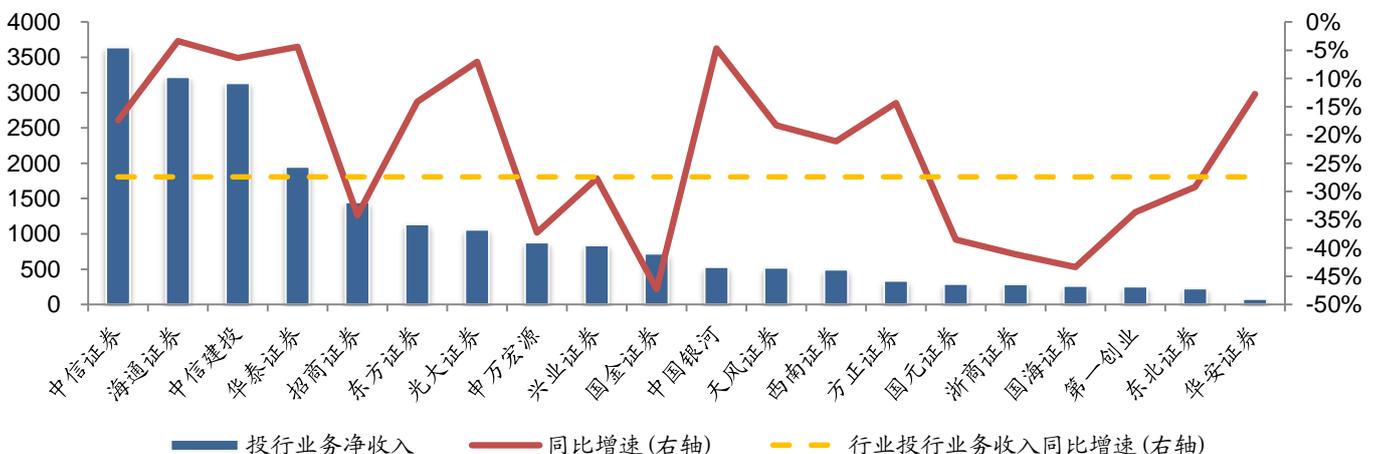
注: 按集合资管业务收入由高到低排序

5、投行: 头部化加速, 集中度进一步提升

2018年23家上市券商合计实现投行业务净收入246亿元, 同比下降22%, 主要因归于2018年IPO、再融资发行放缓, 发行规模下降。2018年投行收入规模居前的上市券商分别为中信证券(36.4亿元)、海通证券(32.2亿元)、中信建投(31.3亿元), 分别同比变动-17.4%、-3.4%、-6.4%。

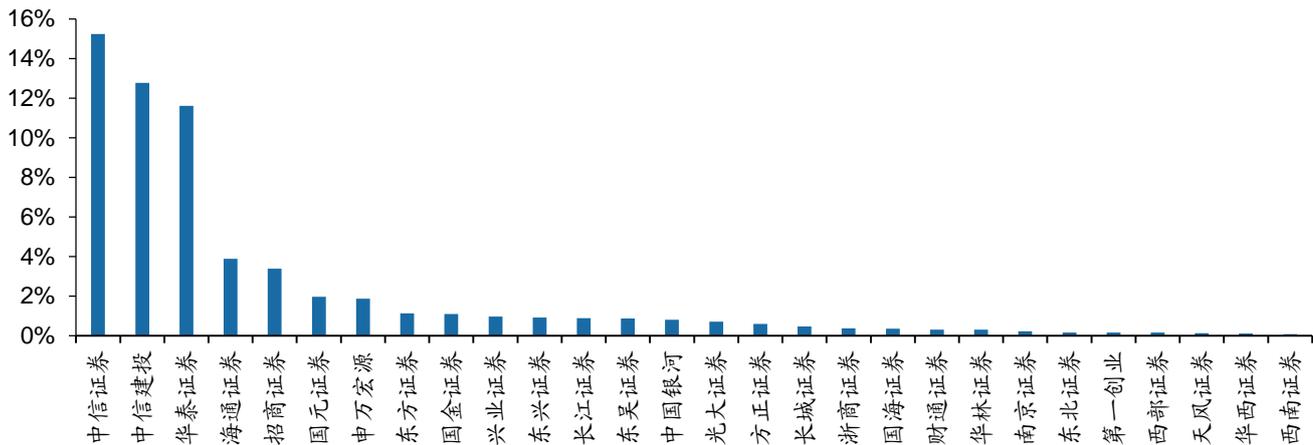
市场规模而言, 2018证券公司股权承销规模达1.2万亿元, 同比下降29.7%, 证券公司债券承销规模达43.8万亿元, 同比上升7.4%。截至2019年4月11日, 上市券商投行储备项目中, 中信建投IPO储备33家, 排名第一。2019年以来, 注册制不断加速, 其中询价, 定价, 配售等环节要求承销券商具有过硬的综合实力, 市场份额将进一步向头部券商集中。

图16: 2018年20家上市券商投行业务收入(左轴, 百万元)与同比增速(右轴)、行业投行业务同比增速(右轴)



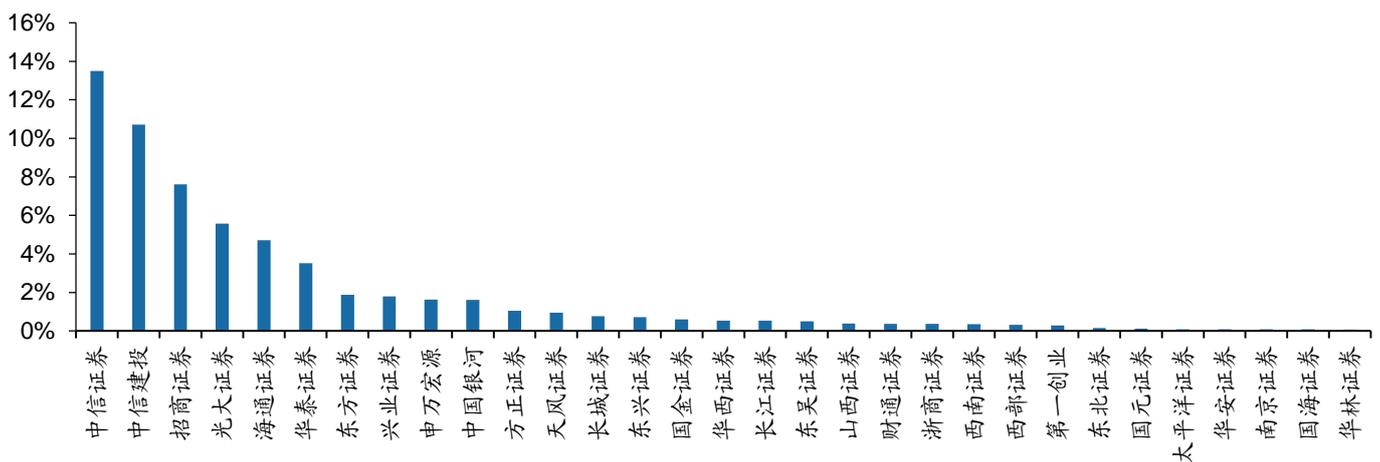
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图17: 2018上市券商股权承销份额



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图18: 2018上市券商债券承销份额



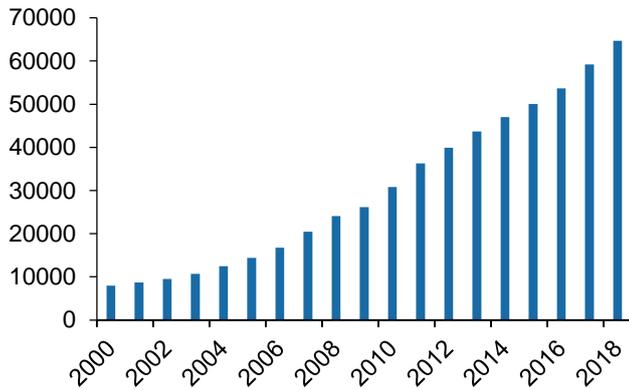
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

三、新变化: 财富管理转型大势所趋, 衍生品成为龙头着力点

财富管理全面布局

面对经纪业务竞争日趋激烈以及我国居民财富的快速扩展的大环境下, 经纪业务转型财富管理成为券商发展的必然趋势。财富管理业务作为渠道、服务业务, 具有轻资产、收益稳定的优点, 同时其盈利模式与费率相对高于资产管理业务, 有利于券商获得稳定且较高的ROE。

图 19: 中国人均GDP (万元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图 20: 中国个人可投资资产总体规模 (左轴, 万亿元) 与同比增长 (右轴)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

2018年以来, 包括中信证券、中国银河、兴业证券等券商纷纷将经纪业务部门改为财富管理业务部门, 体现其转型决心。中信证券提出从以业务为中心向客户为中心转变, 大力开拓机构业务, 做大客户市场; 中国银河采取财富管理、投融资双轮驱动, 推动传统经纪业务转型; 华泰证券依托金融科技, 助推财富管理服务效率和用户体验持续提升。

科技赋能, 财富管理信息化。针对我国散户多, 移动端发达的特点, 各家券商大力发展自家APP, 通过线上引流拉动财富管理业务发展。2018年华泰证券的“涨乐财富通”终端开户占全部开户数的97%, 87%的客户通过“涨乐财富通”进行交易。海通证券不断加大金融科技的投入, 2018年e海通财APP用户超2300万台, APP交易客户覆盖率超80%。

表3: 部分上市券商APP

券商 APP 名称	所属券商
涨乐财富通	华泰证券
中信证券	中信证券
小方	方正证券
海通 e 海通财	海通证券
中国银河证券	中国银河
中泰齐富通	中泰证券
蜻蜓点金	中信建投
申万宏源大赢家	申万宏源
智远一户通	招商证券
长江 e 号	长江证券
金阳光移动证券	光大证券
华彩人生新版	华西证券
优理宝	兴业证券
佣金宝	国金证券

数据来源: 易观千帆, 广发证券发展研究中心

衍生品：政策趋于宽松，龙头券商集中发力

2018年以来，衍生品市场逐步松绑。目前股指期货交易规则趋于宽松，有望初步恢复常态化交易，场内金融衍生品流动性逐步回暖；2018年5月，场外期权业务新规落地，进入规范发展阶段。由于场外期权竞争优势主要取决于规模经济和信息优势，大型交易商市场地位将持续巩固，尤其入围一级交易商的7家证券公司在个股期权对冲渠道上具有显著优势。

表 4：股指期货交易规则调整

调整日期	非套持仓保证金			套持仓保证金			平今仓手续费（万分之）		
	沪深 300	上证 50	中证 500	沪深 300	上证 50	中证 500	沪深 300	上证 50	中证 500
收紧前	10%			10%			0.23		
2015/8/26	12%						1.15		
2015/8/27	15%								
2015/8/28	20%								
2015/8/31	30%								
2015/9/7	40%			20%			23		
2017/2/17	合约价值 20%		30%				9.2		
2017/9/18	合约价值 15%		30%				6.9		
2018/12/3	合约价值 10%		15%				4.6		

数据来源：中金所，广发证券发展研究中心

目前头部券商对于衍生品重点布局。以中信证券为例，在资本中介业务方面，利用衍生品产品为客户提供风险管理，资产配置，策略投资等需求；在自营业务方面，利用衍生品进行风险管理，开拓多市场多元化的投资策略，分散投资风险，丰富收益来源；华泰证券积极扩展场外衍生品交易业务，主动加强市场趋势研究，产品设计、产品定价与风险对冲。

表 5: 券商场外交易商分类

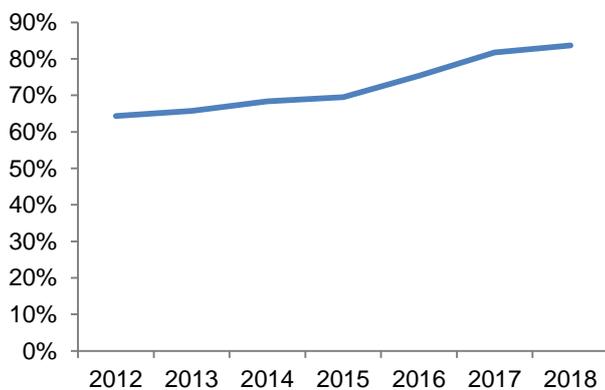
类别	要求	券商	业务范围
一级交易商	最近一年分类评级在 A 类 AA 级以上的证券公司, 经中国证监会认可	华泰证券、中金公司、招商证券、中信证券、中信建投等	可以在沪深证券交易所开立场内个股对冲交易专用账户, 直接开展对冲交易; 应当根据自身合约设计要求及标的范围确定是否接受二级交易商的个股对冲交易
二级交易商	最近一年分类评级在 A 类 A 级以上的证券公司, 经中国证券业协会备案	财通证券、东方证券、东吴证券、海通证券、平安证券、申万宏源、中国银河、浙商证券、长城证券、方正证券、国金证券、华安证券、兴业证券	仅能与一级交易商进行个股对冲交易, 不得自行或与一级交易商之外的交易对手开展场内个股对冲交易; 应确保其与对手方和一级交易商分别达成的个股期权合约挂钩标的、合约期限、合约规模、收益结构等交易要素基本保持一致
其他		剩余券商	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

数据来源: 证监会、广发证券发展研究中心

四、行业格局: 集中度进一步提升, 业绩显著分化

行业集中度进一步提升。回顾近年来行业营收及净利润集中度数据, 整体呈提升趋势, 且近两年来集中度进一步提升。2012-2018年, 营业收入排名前10的券商占行业总收入的比重由51.8%提升至64.9%, 每年提升约1.9个百分点。从已披露年报的23家上市券商来看, 2018年23家上市券商的总营收占行业比重为83.7%, 相比2012年的64.4%提高19.3个百分点; 而归母净利润占行业比重经历小幅波动后加速提升, 2018年达到77.2%。

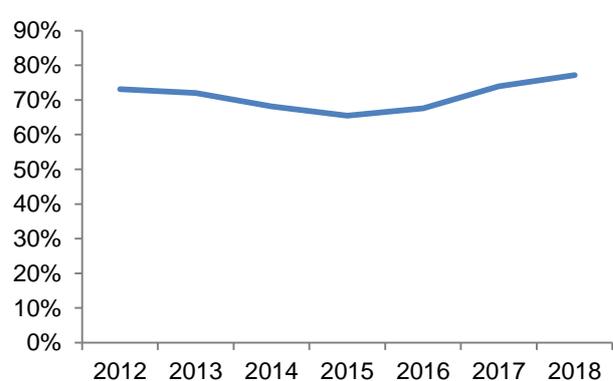
图21: 2012-2018, 23家上市券商营收占全行业比重变动情况



数据来源: 证券业协会、广发证券发展研究中心

注: 全行业包括所有上市、非上市证券公司, 共 131 家证券公司

图22: 2012-2018, 23家上市券商归母净利润占全行业比重变动情况

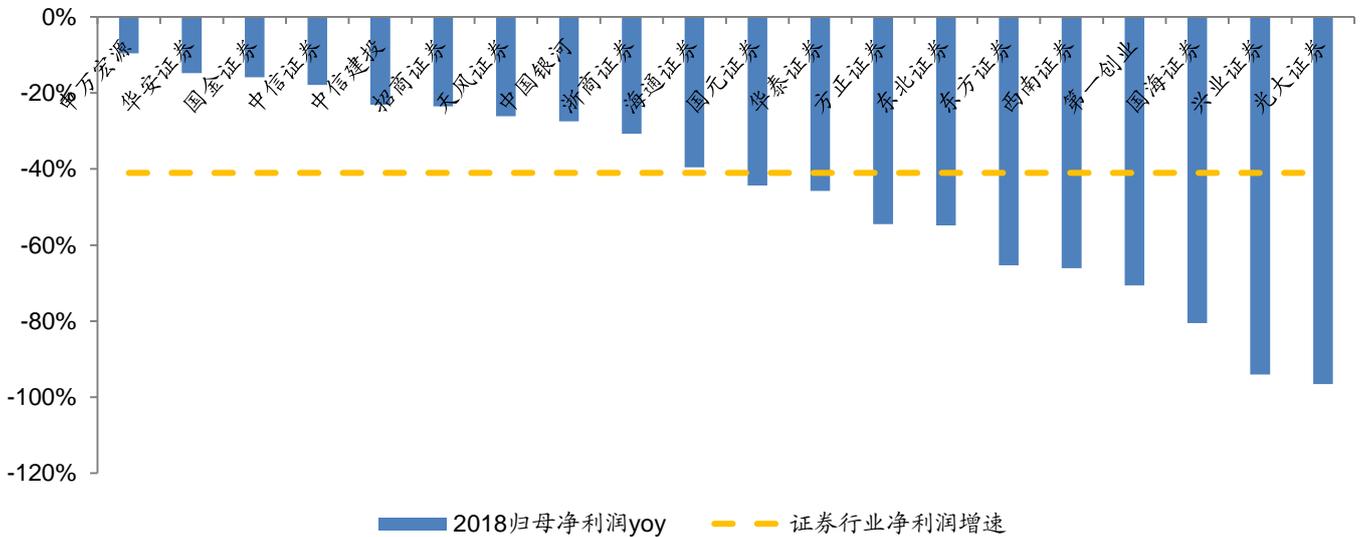


数据来源: 证券业协会、广发证券发展研究中心

业绩分化显著，整体呈下滑趋势。已披露年报的23家上市券商整体净利润同比下降38.5%，所有上市券商归母净利润均出现不同程度下滑。其中，11家上市券商下滑幅度小于行业整体净利润下滑速度，12家上市券商下滑幅度大于行业整体下滑速度，上市券商业绩差距进一步拉大。具体来看，业务结构均衡、综合实力占优的龙头券商和优势业务突出的区域性券商业绩受市场行情影响较小，业务模式传统、通道业务占比较高的券商受市场行情影响大，业绩下滑压力大。2018年归母净利润居于前列的上市券商包括中信证券、海通证券、华泰证券，对应同比变化分别为-17.9%、-39.5%、-45.75%；2018年ROE(平均)居于前列的上市券商包括中信建投(6.8%)、申万宏源(6.7%)、中信证券(6.2%)；2018年ROE(扣非/平均)居于前列的上市券商包括中信建投(6.7%)、申万宏源(6.5%)、中信证券(5.9%)。

市场集中度加速提升，业绩分化显著主要归于：1) 证券市场总体下行环境下，业绩增长主要依赖于市场份额及收益率的提升，龙头券商综合实力更具竞争优势；2) 资管新规及配套政策相继出台，券商传统通道业务加速萎缩，行业盈利模式由通道驱动向资产驱动转变，业务发展均衡的龙头券商及重资产业务优势突出的券商更具竞争优势；3) 行业监管趋严，龙头券商合规机制完善，监管审核通过率高，在IPO、再融资发行等业务上具备竞争优势；4) 金融市场对外开放加速，外资券商允许设立，加剧行业竞争，龙头券商竞争优势突出，受影响小。

图23: 已披露2018年报上市券商归母净利润增速



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图24: 已披露2018年报上市券商ROE: 平均 (%)

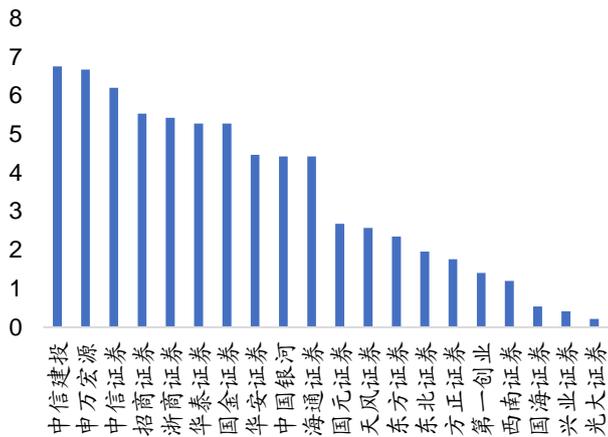
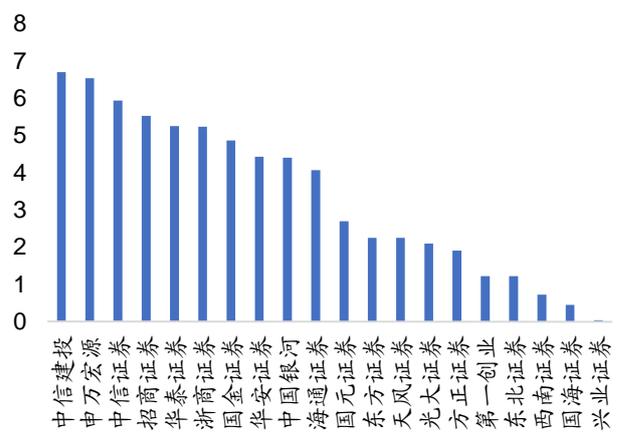


图25: 已披露2018年报上市券商ROE: 扣非/平均 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

五、投资建议: 战略性看好, 配置头部券商

1、交投回暖, 券商估值得到修复

2019年以来, 市场成交金额逐步回暖, 2019年AB股日均成交额6126亿元, 较2018年增长65.9%。截至2019年4月4日, 两融余额9467亿元, 达到2019年来高位。当前板块的PB估值1.99x, 较2019年年初的1.30x得到修复。

政策环境趋于市场化, 助力估值修复。近期多项政策相继出台, 纾困、回购、再融资等政策落地, 监管政策由去杠杆转变为鼓励业务创新并行, 政策支持有利于激发市场活力, 推动板块持续上行。

2、中长期而言, 金融供给侧改革下, 证券行业走向头部化

金融供给侧改革持续推进, 长期利好券商: 1、直接融资占比提升, 股票市场, 创投市场, 债券市场地位增强, 证券公司作为直接融资体系中的重要参与者, 将充分受益于证券市场整体扩容趋势; 2、金融行业迎来市场、产品的高水平双向开放, 证券公司业务, 市场得到长足发展。

扶强抑弱, 证券行业走向头部化。伴随政策与业务突破、市场体量增速放缓、金融监管趋严, 大型券商凭借完善的业务线条以及雄厚的综合实力处于市场优势地位。信用创设能力受限的业务环境下, 证券行业有望通过衍生品、投行资本化、财富管理等高ROA业务促进券商实现战略发展, 创新预期助力强者恒强, 大而美是行业发展的长期逻辑。

3、投资建议: 战略性看好, 配置头部券商

行业层面, 目前证券板块对应PB为1.99x, 估值得到修复。我们认为, 随着金融供给侧改革持续推进, 在提供直接融资占比、资本市场高水平双向开放指引下, 证券行业将迎来新的战略发展期, 大型券商凭借完善的业务线条以及雄厚的综合实力将获得更多业务机会, 建议关注综合实力靠前的中信证券 (A、H)、华泰证券 (A、H)、海通证券 (A、H) 等头部券商, 以及对经纪业务较为敏感的东方财富。

六、风险提示

宏观经济下行，可能导致证券公司资产质量承受压力；监管环境持续收紧；市场流动性趋紧，成交金额下滑。

广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍 淼：分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 商 田：分析师，安徽财经大学金融学硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。
- 文京雄：分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：研究助理，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈韵杨：研究助理，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。