



强于大市

证券行业 2018 年年报综述

市场低迷券商业绩见底，苦尽甘来喜迎行业春天

受 2018 年行情持续低迷的影响，证券行业 2018 年业绩大幅缩水，主营业务全线下滑，全年净利润同比大幅下滑 41.04%，净利润率 25% 创新低。在中性预期假设下，证券行业 2019 年业绩同比增速为 42.26%，继续看好政策面与市场面双重催化剂作用下券商的投资价值。

- **2018 年业绩大幅缩水，主营业务全线下滑。** 2018 年市场持续低迷，成交量大幅萎缩。1) 131 家券商全年合计实现营业收入 2662.87 亿元，同比下滑 14.5%，自营、经纪、投行、资管、信用业务收入占比分别达到 30%、23%、15%、10%、8%；合计实现净利润 666.20 亿元，同比大幅下滑 41.04%，净利润率 25% 与 ROE3.56% 均创新低。2) 2018 年各业务全线下滑：经纪、投行、资管、信用、自营业务收入同比增速分别为 -24%、-26%、-11%、-38%、-7%。其中自营业务下半年表现好于预期。3) 18 年末，前 10 大券商净利润比重提升至 73%，同比提升 10%，行业集中度正加速提升。
- **科创板将提升券商专业性与重要性，新时代专业投行起航。** 科创板将为券商带来全面的供给侧改革：1) 对券商的专业性提出了更高要求。2) 赋予券商更大的定价权与话语权，将逐步提升其重要性。3) 将孕育出更多综合性专业投行与精品投行。从业务结构来看，科创板将加速业务模式转型升级。在中性假设下，我们预计 2019 年科创板降带来 IPO 承销保荐收入 60 亿元，直投业务收入 6 亿元，合计为证券行业尤其是龙头券商贡献 66 亿元的增量收入，约占 2018 年证券行业营业收入的 2.48%。
- **18 年券商业绩见底，19 年有望显著回暖。** 2019 年以来，市场行情普涨，市场情绪大幅提振，成交活跃度显著提升，券商 2019 年业绩有望大幅回暖。我们对 2019 年的日均成交量、承销规模、两融平均规模、股权质押平均融出资金、股债投资收益率等基本假设变量分三种情况进行弹性测试，在悲观、中性、乐观假设下，证券行业 2019 年整体净利润增速为 12.36%、42.26%、80.32%。

主要催化剂/事件

2018 年上市券商年报季接近尾声。

相关研究报告

《上市券商 3 月业绩点评》 20190410

《上市券商 3 月数据快评》 20190409

《科创板专题报告之二》 20190407

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融：证券

王维逸

021-20328591

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300518050001

*孙嘉康为本报重要贡献者

投资建议

- **1) 政策方面催化剂：**在科创板、逆行业周期政策持续推出的背景下，贯穿全年的政策利好已经较为明朗，证券行业面临友好的监管环境，但政策面单一重大催化剂出现的可能性下降。**2) 市场方面催化剂：**市场活跃度、风险偏好的变化是证券行业短期股价最大的影响因素。市场短期调整企稳之后，经济数据向好或者流动性继续宽松的信号可能是关键时点。**投资建议：**政策面稳定友好，不断开放；市场仍然热情和信心较足，证券行业逻辑依然成立。从估值看，目前行业估值接近历史中枢，已经完成估值修复的左侧阶段，后续主要体现行业的 beta 属性。推荐两类券商：1) 板块后续行情最大的催化来自市场的 beta，看好 beta 更高的**东方财富、东方证券**；2) 政策面仍然有持续的利好落地，政策利好集中在龙头券商，看好估值相对较低的**海通证券、华泰证券**。

风险提示

- 市场波动、政策出台与国际环境对行业的影响超预期。



目录

1 证券行业 2018 年业绩大幅缩水，行业集中度进一步提升.....	5
1.1 2018 年市场行情持续走低，成交量持续萎缩	5
1.2 2018 年全行业合计净利润同比下滑 41.04%.....	6
1.3 上市券商业绩分化明显，行业集中度进一步提升.....	7
2 券商主营业务全线下滑，自营业务表现好于预期.....	10
2.1 经纪：市场成交量持续萎缩，收入显著下滑	10
2.2 投行：股冷债暖格局贯穿全年，收入同比下滑幅度扩大.....	12
2.3 资管：资管规模持续下降，收入增速由正转负	15
2.4 信用：两融余额与股票质押市值持续下降，收入大幅下滑	18
2.5 自营：下半年表现好于预期，新会计准则加剧业绩波动.....	20
3 科创板蓄势待发，引领中国专业投行起航	22
3.1 科创板带来券商供给侧改革，重新定位券商专业性与重要性.....	22
3.2 科创板将重塑券商业务结构，加速业务模式转型升级	22
3.3 科创板增量业绩测算：科创板贡献几何？	27
4 盈利展望及投资建议	31
4.1 2019 年盈利展望	31
4.2 投资建议	31
5 风险提示	34



图表目录

图表 1. 2018 年上证综指、沪深 300、上证 50 走势	5
图表 2. 2017/01-2018/12 月度日均股票成交额	5
图表 3. 2017vs2018 全行业各项业务收入及增速	6
图表 4. 2012-2018 年证券行业各项业务收入占比情况	6
图表 5. 2012-2018 年证券行业净利润率变化情况	7
图表 6. 2012-2018 年证券行业 ROE 变化情况	7
图表 7. 上市券商 2018 年归母净利润 (29 家)	8
图表 8. 上市券商 2018 年净资产收益率 (26 家)	8
图表 9. 2012-2018 证券行业集中度变化	9
图表 10. 2011-2018 全市场双边股基成交额	10
图表 11. 2017/1-2018/12 全市场月度股基日均成交额变化	10
图表 12. 2011H1-2018 全行业平均佣金率变化	11
图表 13. 上市券商 2018 年双边股基成交额 (27 家)	11
图表 14. 上市券商 2018 年经纪业务收入 (26 家)	12
图表 15. 上市券商 2018 年经纪业务净佣金率 (27 家)	12
图表 16. 2010-2018 首发募集资金规模及家数	13
图表 17. 2010-2018 股权融资规模及增速	13
图表 18. 2011-2018 债券发行规模	13
图表 19. 上市券商 2018 年投行业务收入 (26 家)	13
图表 20. 2018 年上市券商股权承销排名 (合并口径)	14
图表 21. 2018 年上市券商债券承销排名 (合并口径)	15
图表 22. 2017Q1-2018Q4 证券公司资产管理规模	16
图表 23. 2017Q1-2018Q4 证券公司资产管理结构	16
图表 24. 上市券商 2018 年末资管规模 (26 家)	17
图表 25. 上市券商 2018 年资管业务收入 (26 家)	17
图表 26. 2017 vs 2018 上市券商 (19 家) 月均资管规模及增速	18
图表 27. 2017 vs 2018 上市券商 (10 家) 主动管理规模及其占比	18
图表 28. 2017/01-2018/12 全市场融资融券余额	19
图表 29. 2017/01-2018/12 全市场股票质押参考市值	19
图表 30. 2018 年 12 月末券商未解押股票质押参考市值及市场份额	19
图表 31. 上市券商 2018 年利息净收入 (26 家)	20
图表 32. 2013-2018 全部券商合计净资产	20
图表 33. 上市券商 (有可比口径) 2018 年末合计净资产	20



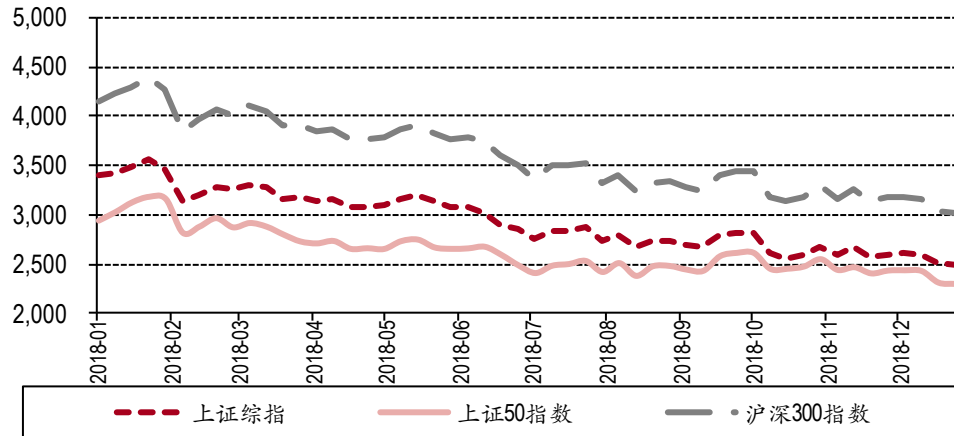
图表 34. 上市券商 2018 年末自营资产规模及权益类比重 (26 家)	21
图表 35. 上市券商 2018 年自营业务收入 (26 家)	21
图表 36. 2012-2018 年证券行业各主营业务占比.....	23
图表 37. 2014-2018 年券商行业 ROE 变化.....	23
图表 38. 2012-2018 年财务顾问净收入占投行业务净收入的比重	24
图表 39. 科创板将给券商大投行业务带来的业务增长点.....	25
图表 40. 2010/04-2019/03 股指期货单月成交量.....	26
图表 41. 2010/04-2019/03 股指期货持仓量	26
图表 42. 2014Q1-2019Q1 融券余额及其占两融总额的比重	27
图表 43. 科创板跟投比例测算.....	27
图表 44. 敏感性分析: 2019 年科创板承销保荐收入	28
图表 45. 敏感性分析: 2019 年科创板承销保荐收入增量影响.....	28
图表 46. 敏感性分析: 2019 年科创板直投业务收入	29
图表 47. 2019 年科创板贡献增量预测	29
图表 48. 各券商 IPO 项目储备	30
图表 49. 2019 年证券行业业绩弹性测算.....	31
图表 50. 2012-2018 年龙头券商与全部券商归母净利润增速及大券商占比.....	32
图表 51. 上市券商估值表	33

1 证券行业 2018 年业绩大幅缩水，行业集中度进一步提升

1.1 2018 年市场行情持续走低，成交量持续萎缩

2018 市场指数高开低走，持续下行趋势。2018 年市场行情高开低走，自 2 月份以来，A 股行情持续下行的趋势。上证综指自 1 月 29 日创下 2015 年以来新高的 3587 点之后，一路下探最低触及 2440 点，较年内高点累计下跌 32%。

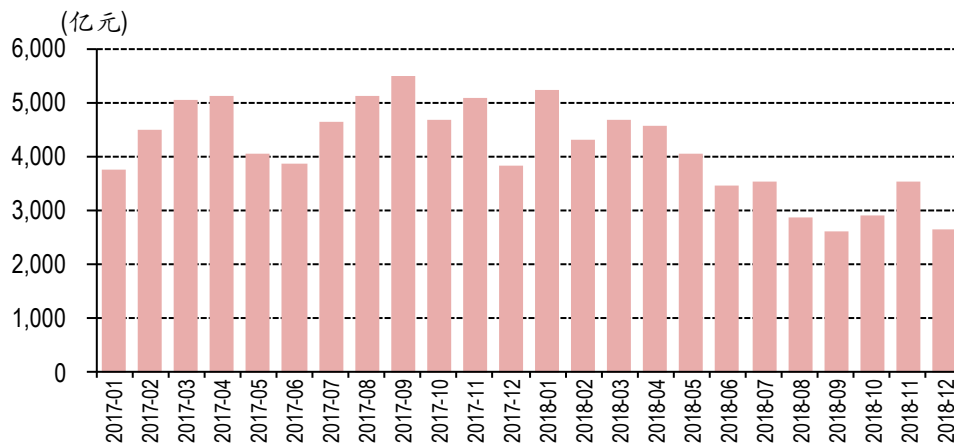
图表 1. 2018 年上证综指、沪深 300、上证 50 走势



资料来源：万得，中银国际证券

在市场行情持续低迷以及国内外诸多不确定性因素的不利影响下，市场的风险偏好逐渐下降，市场成交活跃度也随之下降，市场月度日均股票成交额由 2018 年 1 月的 5222.27 亿元持续下滑至 2018 年 12 月的 2641.38 亿元，市场的成交活跃度降至冰点。

图表 2. 2017/01-2018/12 月度日均股票成交额

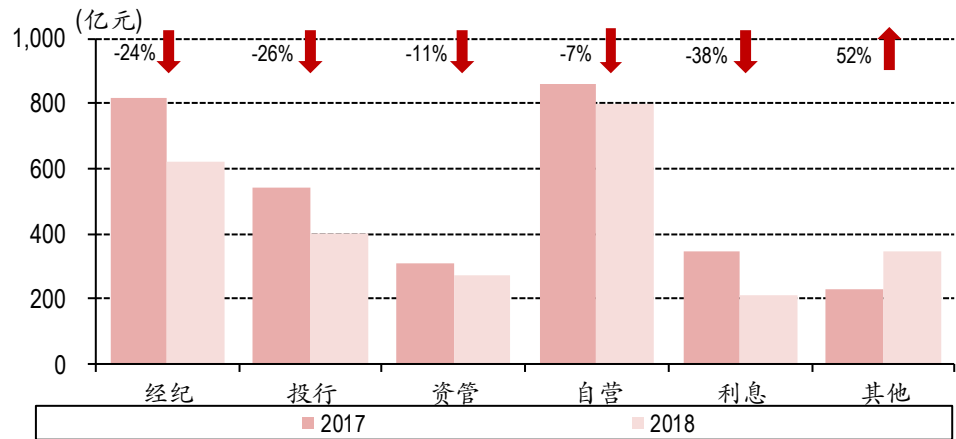


资料来源：万得，中银国际证券

1.2 2018 年全行业合计净利润同比下滑 41.04%

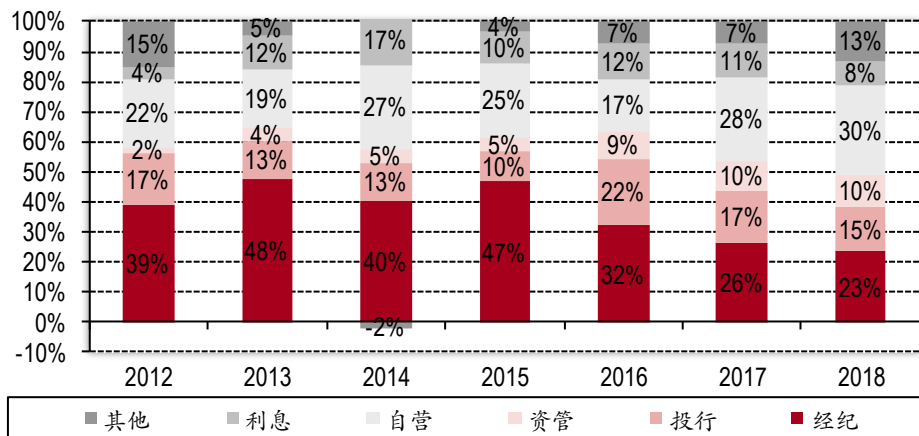
营业收入同比下滑 14.5%，自营业务仍为第一大收入来源。中证协发布了 2018 年证券行业经营数据：1) 131 家券商合计实现营业收入 2662.87 亿元，同比下滑 14.5%。2) 各主营业务全线下滑，其中信用、投行、经纪、资管、自营业务收入同比增速分别为-38%、-26%、-24%、-11%、-7%。3) 业务结构有所调整，自营业务、经纪业务、投行业务、资管业务与信用业务收入占比分别达到 30%、23%、15%、10%、8%，其中自营业务占比较去年继续提升 2 个百分点，维持第一大收入贡献来源；经纪、投行、信用业务占比持续下滑。

图表 3. 2017vs2018 全行业各项业务收入及增速



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

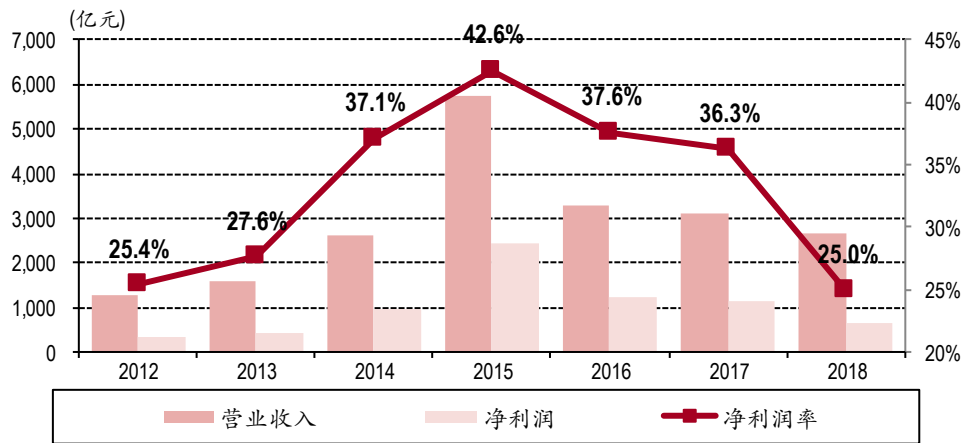
图表 4. 2012-2018 年证券行业各项业务收入占比情况



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

净利润同比大幅下滑 41.04%，净利润率 25.0%创新低。1) 131 家券商合计实现净利润 666.20 亿元，同比大幅下滑 41.04%。2) 2018 年证券行业的净利润率仅为 25.0%，较 2017 年的 36.3% 下滑 11.3 个百分点。券商的净利润率由 2015 年的 42.6% 的高点持续下滑，2018 年更是创下了近 7 年来的新低，主要受融资成本上升以及股票质押风险暴露使券商大额计提信用减值准备所致。

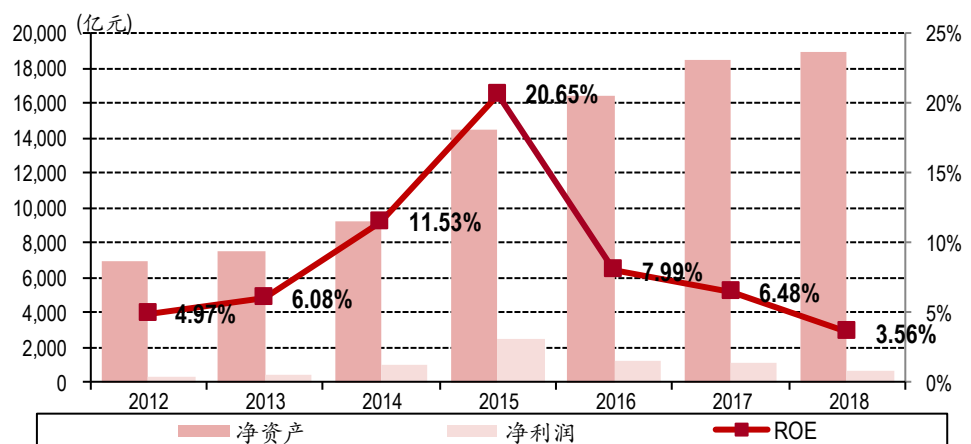
图表 5.2012-2018 年证券行业净利润率变化情况



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

ROE 大幅下滑，创下近 7 年最低水平。2018 年证券行业平均 ROE 为 3.56%，较 2017 年下降近 3 个百分点，创下自 2012 年以来的最低 ROE，较 2015 年的 ROE 最高点 20.65% 已经大幅下滑 17 个百分点。

图表 6.2012-2018 年证券行业 ROE 变化情况

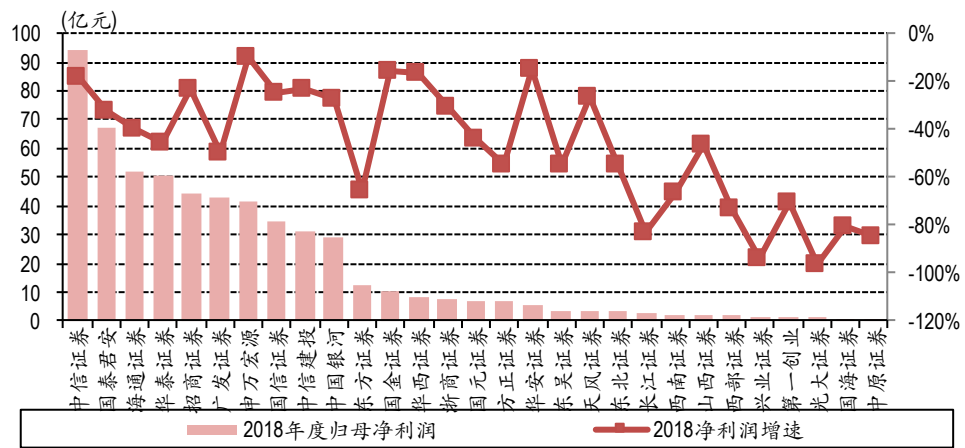


资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

1.3 上市券商业绩分化明显，行业集中度进一步提升

上市券商 2018 年业绩分化明显。截至 2019 年 4 月 21 日，已有 29 家上市券商发布了 2018 年年报或预告，无一实现业绩正增长，且业绩分化十分明显：1) 中信证券、国泰君安、海通证券归母净利润分别为 93.9 亿元、67.1 亿元、52.1 亿元，排名行业前三。2) 申万宏源、华安证券、国金证券三家券商业绩增速排名前三，分别为-9.6%、-14.8%、-15.9%；3) 29 家券商中，预计业绩同比跌幅超过 50% 的多达 13 家。

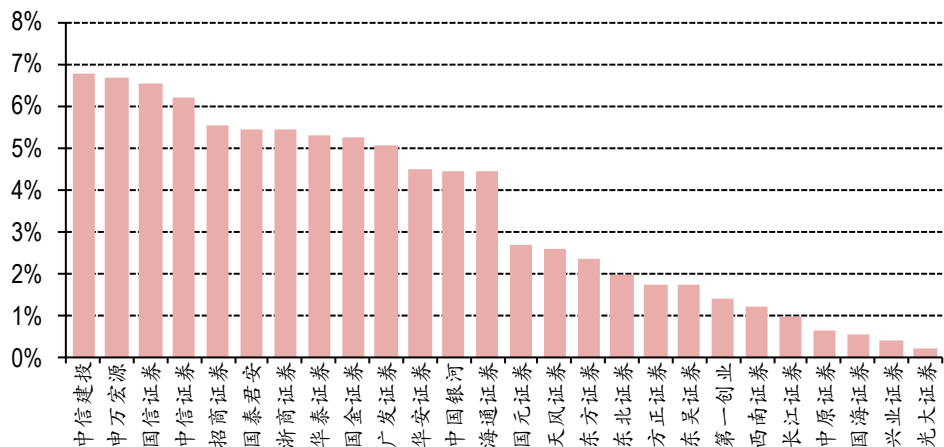
图表 7.上市券商 2018 年归母净利润 (29 家)



资料来源: 万得, 中银国际证券

ROE 同样分化显著。26 家上市券商 (口径为发布年报的上市券商, 只发布预告的剔除, 下同) 中, 中信建投、申万宏源、国信证券 ROE 分别为 6.76%、6.68%、6.55%, 排名前三, 大幅领先行业平均。5 家券商 ROE 低于 1%, 分别是长江证券、中原证券、国海证券、兴业证券、光大证券。

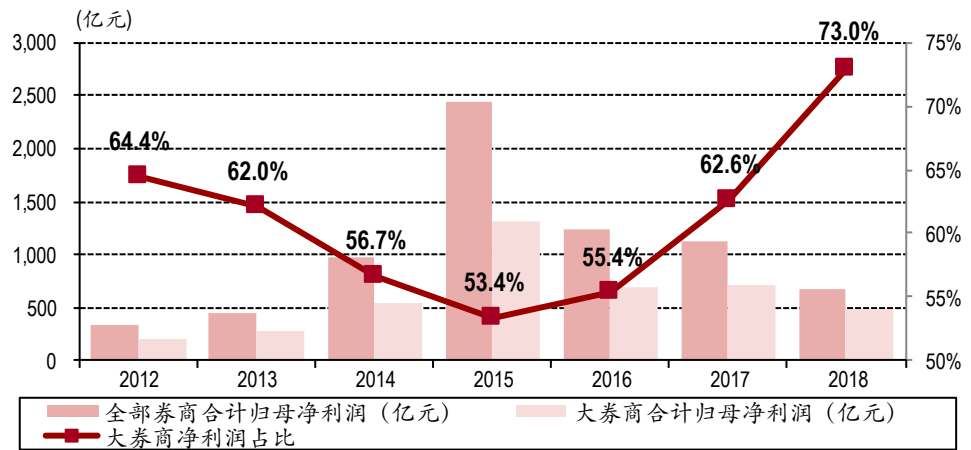
图表 8.上市券商 2018 年净资产收益率 (26 家)



资料来源: 万得, 中银国际证券

证券行业集中度加速提升。自 2015 年以来, 证券行业的集中度不断提升, 2018 年随着行业寒冬的到来, 行业集中度加速提升。我们以 10 家大型上市券商 (中信证券、国泰君安、华泰证券、广发证券、海通证券、申万宏源、招商证券、中信建投、国信证券、中国银河) 为样本, 统计了 2012-2018 期间这 10 家券商合计净利润占行业净利润的比重, 2015 年这一比重为 53.4%, 为近七年来最低点, 也是行业集中度最低的时期。截至 2018 年末, 10 家大券商净利润占比提升至 73%, 较 2017 年末的 62.6% 大幅提升 10 个百分点, 行业集中度正在加速提升。

图表 9. 2012-2018 证券行业集中度变化



资料来源: 万得, 中银国际证券

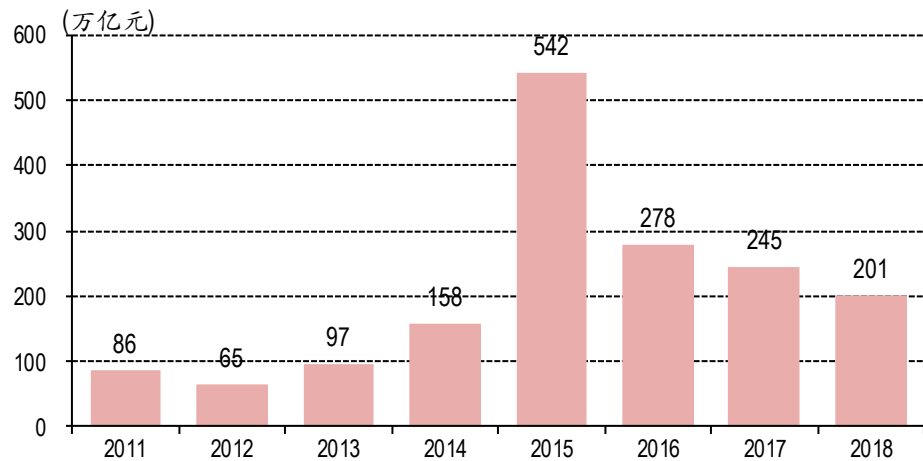
2 券商主营业务全线下滑，自营业务表现好于预期

2.1 经纪：市场成交量持续萎缩，收入显著下滑

下半年以来股市场成交量大幅萎缩。2018年度全市场双边股基成交额为201.13万亿元，同比下滑17.98%，其中下半年双边股基成交额86.07万亿元，同比大幅下滑34.57%，其中9月份双边股基成交额11.42万亿元，股基日均成交额仅3007亿元，12月股基日均成交额3144亿元，为成交最为清淡的两个月。下半年成交量的萎缩直接导致下半年全行业经纪业务收入同比下降39.95%，降幅较上半年的6.38%显著扩大。

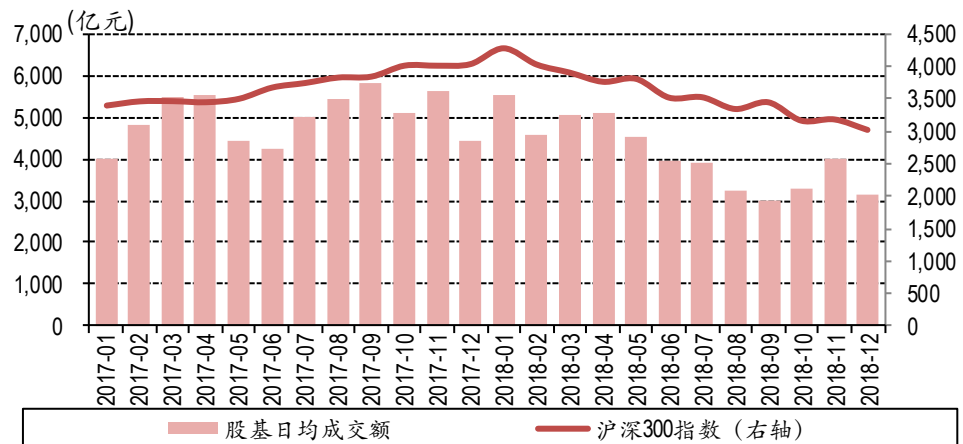
全行业经纪业务净收入同比下滑24.06%，佣金率微降。2018年全部131家券商合计实现经纪业务净收入623.42亿元，同比下滑24.06%。经纪业务收入占营业收入的比重继续下滑，已经由2015年高点的46.79%下滑至2018年的23.41%，其收入贡献度排在各主营业务的第二位。2018年券商经纪业务佣金率延续下滑态势，由2017年的万分之3.3微降至2018年的万分之3.1。

图表 10. 2011-2018 全市场双边股基成交额



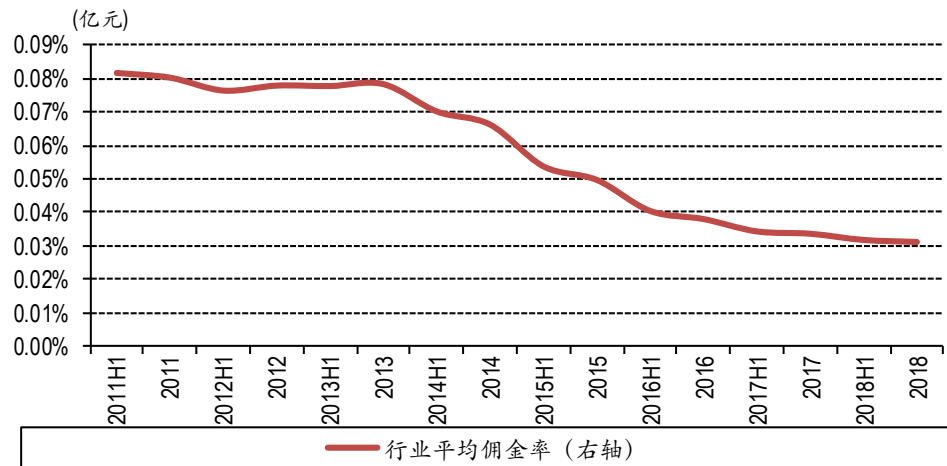
资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 11. 2017/1-2018/12 全市场月度股基日均成交额变化



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

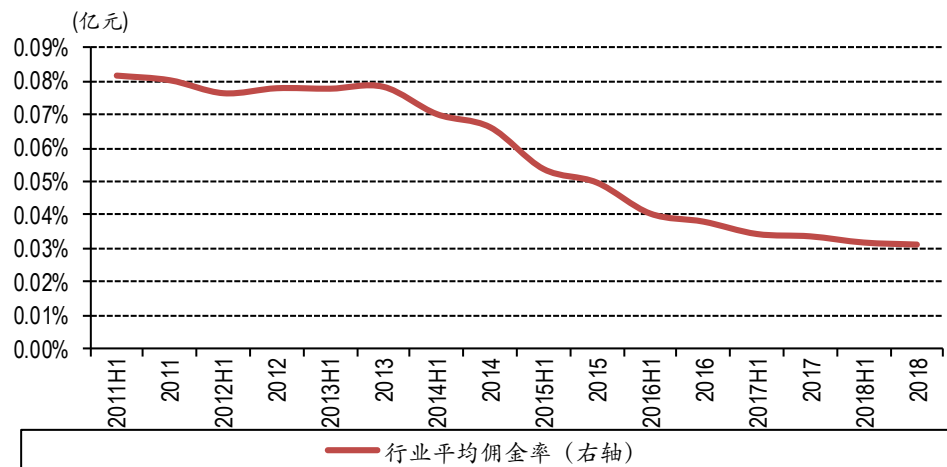
图表 12. 2011H1-2018 全行业平均佣金率变化



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

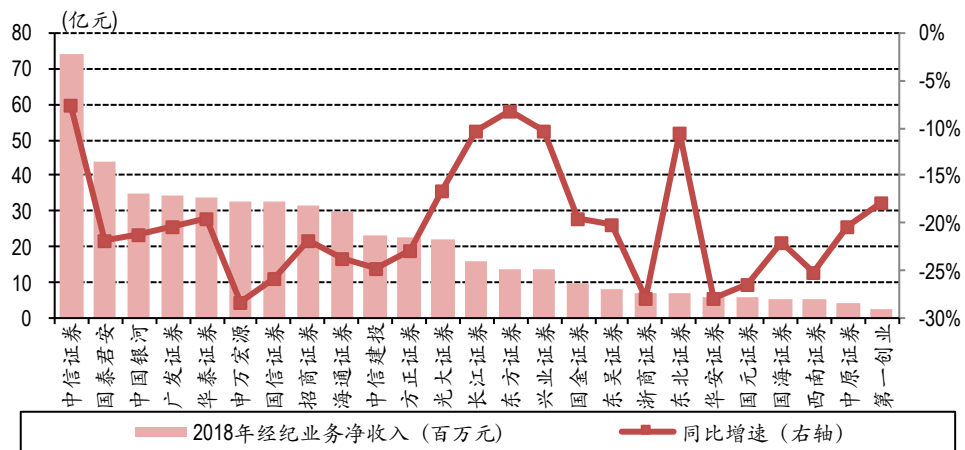
分上市券商来看，在 27 家券商（加入东方财富）中：1) 华泰证券、中信证券、国泰君安证券股基成交额排名前三，分别为 14.27 万亿、11.05 万亿、10.66 万亿，市场份额分别为 7.10%、6.09%、5.30%；2) 经纪业务收入排名前三的分别是中信证券、国泰君安、中国银河，分别为 74.29 亿元、43.80 亿元、34.64 亿元，收入增速前三的为中信证券、东方证券、兴业证券，分别为-7.7%、-8.1%、-10.2%。

图表 13. 上市券商 2018 年双边股基成交额（27 家）



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

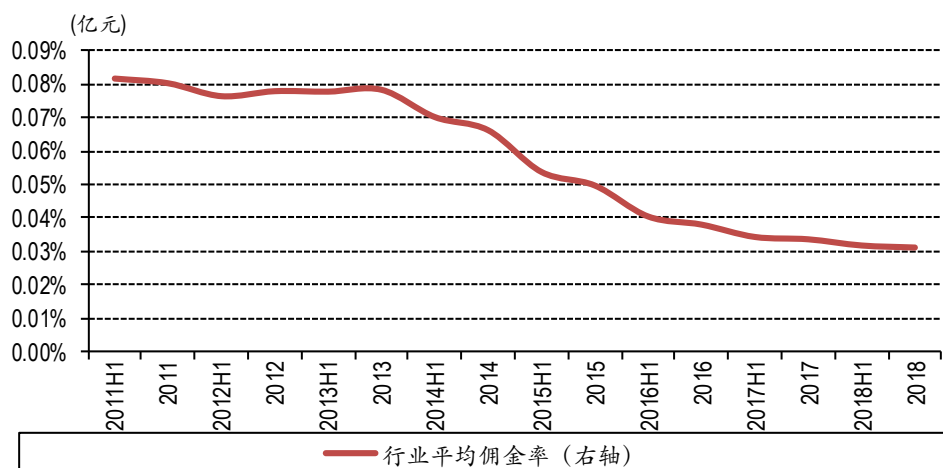
图表 14. 上市券商 2018 年经纪业务收入 (26 家)



资料来源: 公司公告, 万得, 中银国际证券

从各家券商佣金率情况来看, 中信证券、光大证券、东方证券最高, 分别为万分之 6.2、万分之 4.2、万分之 4.1, 华泰证券、东方财富最低, 分别为万分之 2.2、万分之 2.3。

图表 15. 上市券商 2018 年经纪业务净佣金率 (27 家)

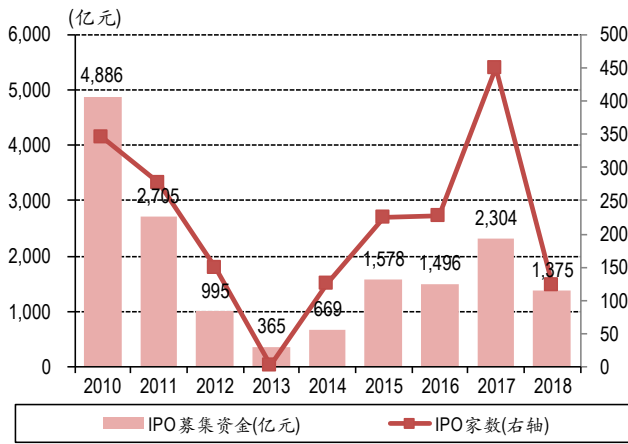


资料来源: 公司公告, 万得, 中银国际证券

2.2 投行: 股冷债暖格局贯穿全年, 收入同比下滑幅度扩大

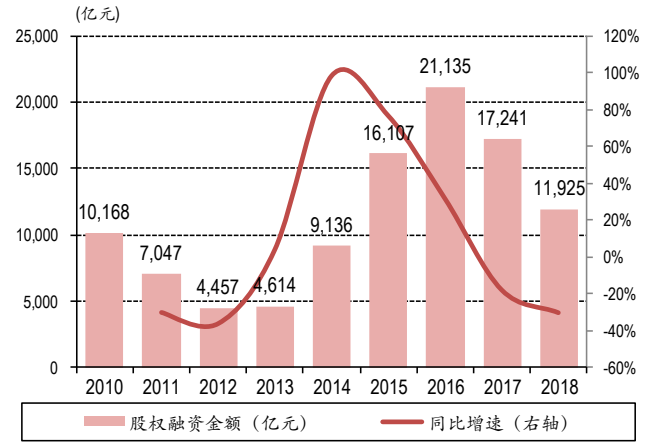
股权承销规模大幅下滑, 收入同比下滑 26%。2018 年全行业股权承销金额 8947 亿元, 同比下滑 41.05%, 其中 IPO 金额达 1375 亿元, 同比大幅下降 40.31%, 主要受下半年以来 IPO 过会率下降、IPO 节奏明显放缓所影响, 股权再融资 (增发、配股) 规模为 7572 亿元, 同比大幅下滑 41.19%。债券承销方面, 公司债、企业债、ABS 合计规模达 3.59 万亿元, 同比大幅增加 31.06%。2018 年 131 家券商合计实现投行业务收入合计 401.48 亿元, 同比下滑 26.14%, 占营业收入比重由 2017 年的 17.46% 下滑至 15.08%。

图表 16. 2010-2018 首发募集资金规模及家数



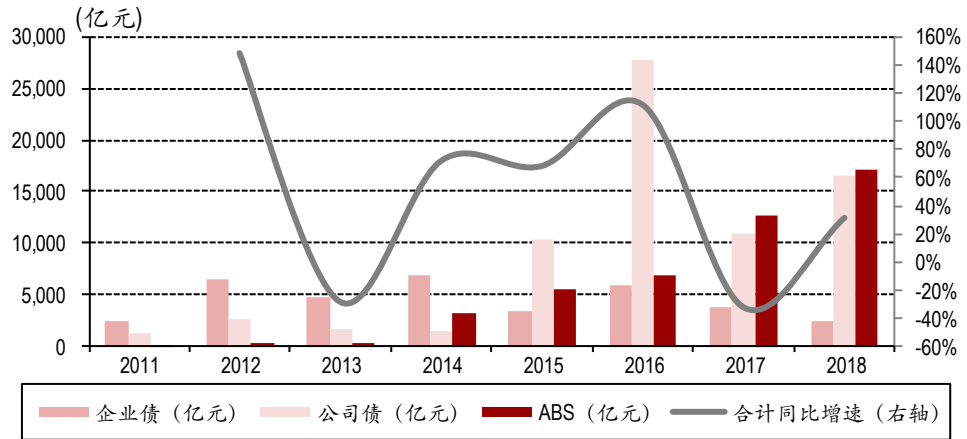
资料来源: 公司公告, 万得, 中银国际证券

图表 17. 2010-2018 股权融资规模及增速



资料来源: 公司公告, 万得, 中银国际证券

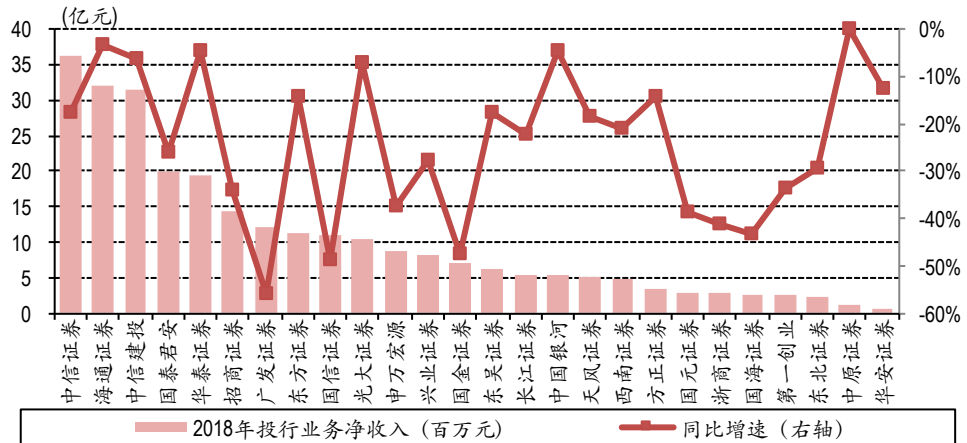
图表 18. 2011-2018 债券发行规模



资料来源: 公司公告, 万得, 中银国际证券

分上市券商来看, 在已经披露年报数据的 26 家券商中, 投行业务收入排名前三的分别是中信证券、海通证券、中信建投, 分别为 36.4 亿元、32.2 亿元、31.3 亿元, 收入增速前三的为中原证券、海通证券、华泰证券, 分别为-0.1%、-3.4%、-4.4%。

图表 19. 上市券商 2018 年投行业务收入 (26 家)



资料来源: 公司公告, 万得, 中银国际证券



股权承销市场集中度高。2018 年全市场首发融资与再融资（增发、配股）规模合计为 8947 亿元，同比下滑 41.05%。上市券商中，中信证券 2018 年股权融资（首发+再融资）金额排名全行业第一，合计承销金额 1295 亿元，市场份额高达 14.47%，华泰证券、中信建投市场份额分别达到 14.34%、13.39%。华泰证券 2018 年 IPO 金额 194.85 亿元，市场份额达 14.17%，排名 A 股上市券商第一名。中信建投、中信证券市场份额分别达 9.62% 与 9.29%，位居二三位。

债权融资规模大幅增加，中信证券一马当先。2018 券商承销企业债规模达 2370 亿元，同比下滑 36.18%，承销公司债规模达 1.65 万亿元，同比增长 49.81%，ABS 规模达 1.71 万亿元，同比增长 34.46%。2018 年股冷债暖的格局贯穿了全年。上市券商中，中信证券、中信建投、招商证券债券承销（公司债、企业债、ABS）规模位居前三，市场份额分别为 12.85%、9.78%、8.41%。

图表 20. 2018 年上市券商股权承销排名（合并口径）

券商	股权承销市场		承销家数			承销金额（亿元）			
	份额(%)	首发	增发	配股	合计	首发	增发	配股	合计
中信证券	14.47	11	31	0	42	127.76	1,166.83	0.00	1,295
华泰证券	14.34	10	25	0	35	194.85	1,088.45	0.00	1,283
中信建投	13.39	9	30	2	41	132.25	1,004.60	61.36	1,198
国泰君安	5.29	4	19	0	23	28.69	444.90	0.00	474
海通证券	4.99	6	14	0	20	25.03	421.33	0.00	446
国信证券	4.70	2	9	2	13	45.22	306.59	68.61	420
招商证券	2.88	8	11	0	19	78.76	178.49	0.00	257
国元证券	2.63	1	3	0	4	15.19	220.36	0.00	236
申万宏源	2.26	0	5	0	5	0.00	202.03	0.00	202
广发证券	1.82	7	19	0	26	37.95	124.56	0.00	163
东方证券	1.47	3	7	2	12	18.84	101.18	11.57	132
东兴证券	1.14	1	13	0	14	8.36	94.02	0.00	102
东吴证券	1.13	3	7	0	10	17.90	83.22	0.00	101
兴业证券	1.05	4	3	1	8	27.99	48.51	17.50	94
山西证券	1.05	2	7	1	10	4.57	80.75	8.41	94
国金证券	0.95	4	7	2	13	25.42	36.66	22.94	85
长江证券	0.78	3	3	0	6	14.48	55.57	0.00	70
中国银河	0.69	2	1	0	3	18.58	42.92	0.00	62
浙商证券	0.49	2	3	0	5	26.73	17.51	0.00	44
国海证券	0.47	2	4	0	6	8.36	33.62	0.00	42
方正证券	0.36	0	4	0	4	0.00	32.31	0.00	32
南京证券	0.31	1	3	0	4	2.12	25.57	0.00	28
华林证券	0.29	2	4	0	6	5.68	20.57	0.00	26
光大证券	0.29	1	3	0	4	4.30	21.26	0.00	26
东北证券	0.23	1	2	1	4	5.59	8.72	5.98	20
第一创业	0.22	1	3	0	4	4.25	15.49	0.00	20
财通证券	0.20	0	1	0	1	0.00	17.96	0.00	18
华西证券	0.16	0	3	0	3	0.00	14.25	0.00	14
天风证券	0.12	0	3	0	3	0.00	11.13	0.00	11
西南证券	0.11	0	2	0	2	0.00	9.46	0.00	9
西部证券	0.05	1	0	0	1	4.83	0.00	0.00	5
中原证券	0.04	1	1	0	2	1.38	2.01	0.00	3
上市券商	78.37	92	250	11	353	885.10	5,930.84	196.38	7,012
行业合计	100.00	147	389	18	554	1,375.41	7,343.52	228.32	8,947

资料来源：万得，中银国际证券

图表 21. 2018 年上市券商债券承销排名 (合并口径)

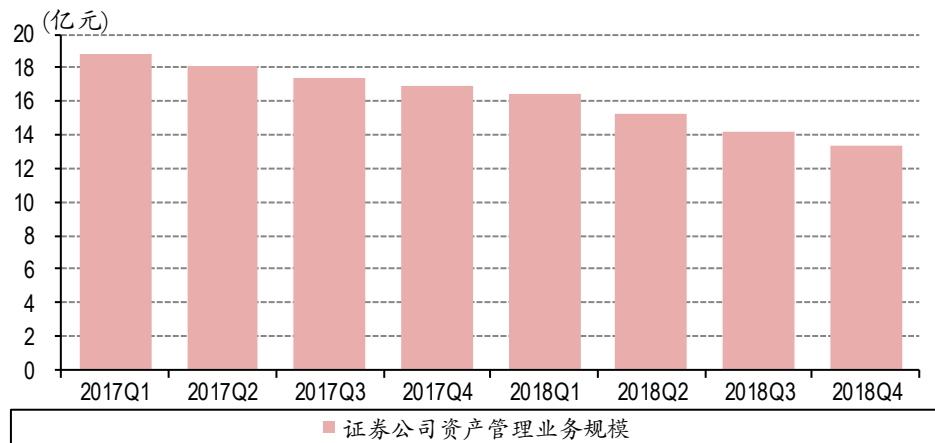
券商	承销金额 (亿元)	市场份额 (%)	公司债 (亿元)	企业债 (亿元)	金融债 (亿元)	资产支持证券 (亿元)
中信证券	6,106.21	12.85	1,393.21	68.17	2,196.56	2,448.27
中信建投	4,643.75	9.78	2,191.60	156.67	1,160.50	1,134.99
招商证券	3,994.24	8.41	668.22	19.00	979.18	2,327.84
光大证券	2,683.87	5.65	443.47	10.00	690.49	1,539.91
国泰君安	2,535.03	5.34	918.26	48.79	987.76	580.22
海通证券	1,919.53	4.04	840.19	193.53	424.41	461.39
华泰证券	1,618.68	3.41	411.69	26.00	380.00	801.00
广发证券	1,296.50	2.73	581.00	48.00	234.90	432.60
兴业证券	853.48	1.80	396.45	33.70	334.47	88.86
国信证券	837.22	1.76	370.97	92.07	64.00	310.18
申万宏源	752.03	1.58	225.91	55.00	168.50	302.63
东方证券	718.02	1.51	154.73	78.50	331.45	153.35
中国银河	702.08	1.48	252.58	24.00	416.00	9.50
方正证券	641.22	1.35	298.35	59.10	59.40	224.38
天风证券	527.73	1.11	170.27	55.20	0.50	301.76
东兴证券	401.50	0.85	108.37	14.50	41.03	237.59
长江证券	332.17	0.70	147.64	46.40	70.25	67.88
国金证券	298.90	0.63	83.40	29.00	0.00	186.50
华西证券	295.93	0.62	100.20	47.20	0.00	148.53
东吴证券	264.82	0.56	135.99	50.60	50.00	28.23
山西证券	221.76	0.47	84.35	0.00	50.00	87.41
浙商证券	206.35	0.43	133.45	72.90	0.00	0.00
西南证券	198.36	0.42	104.59	35.20	30.00	28.58
财通证券	187.55	0.39	75.75	98.40	0.00	13.40
西部证券	175.61	0.37	144.28	0.00	25.00	6.33
第一创业	152.55	0.32	38.40	0.00	75.07	39.09
东北证券	69.82	0.15	56.82	13.00	0.00	0.00
国元证券	67.82	0.14	4.00	60.50	0.00	3.32
太平洋	51.07	0.11	32.10	7.00	0.00	11.97
华安证券	48.95	0.10	17.95	23.00	8.00	0.00
中原证券	47.03	0.10	43.20	0.00	0.00	3.83
国海证券	41.03	0.09	25.03	0.00	16.00	0.00
南京证券	38.00	0.08	20.00	0.00	18.00	0.00
东方财富	30.00	0.06	30.00	0.00	0.00	0.00
华林证券	29.92	0.06	10.00	13.00	0.00	6.92
上市券商	32,988.78	69.44	10,712.44	1,478.42	8,811.46	11,986.45
行业合计	47,505.78	100.00	16,491.75	2,369.58	11,561.63	17,082.82

资料来源: 万得, 中银国际证券

2.3 资管: 资管规模持续下降, 收入增速由正转负

资管业务收入增速由正转负, 资管规模持续下降。随着《资管新规》以及配套文件的相继出台, 通道类业务规模不断下降, 破除刚兑净值化管理的要求对券商的主动管理提出了更高的要求。虽然资管总规模较年初下滑, 但是主动管理资产规模则稳步提升。2018 年全行业实现资产管理业务收入 275 亿元, 同比下滑 11.35%, 较前三季度收入增速由正转负。资管业务收入占营收比重由 2017 年的 9.96% 提升至 10.33%。受资管新规去通道相关规定的影响以及市场行情的持续低迷, 定向资管规模以及主动管理资管规模均出现了不同程度的下降。截至 2018 年末, 全市场券商资管规模由 2017 年末的 16.88 万亿下降至 13.36 万亿元, 同比下滑 20.89%。

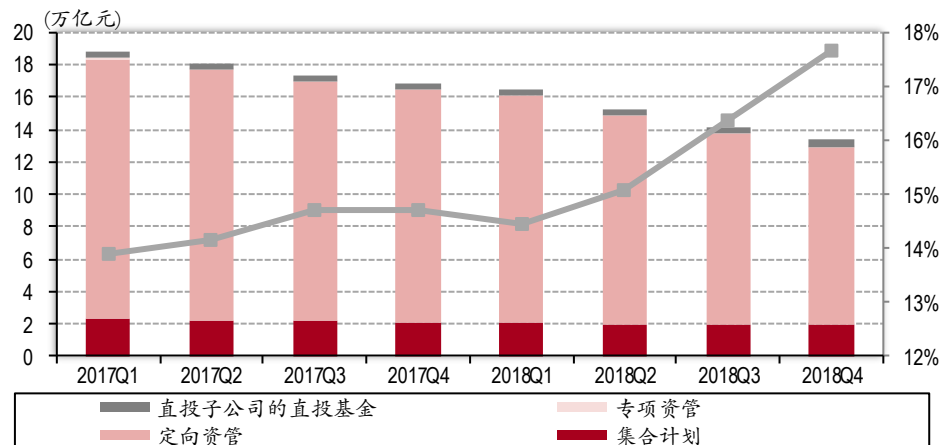
图表 22. 2017Q1-2018Q4 证券公司资产管理规模



资料来源：万得，中银国际证券

资管结构持续调整优化，主动管理占比不断上升。18 年全行业资管结构发生显著变化，以主动管理策略为主的集合资管计划与子公司直投基金占比由 17 年末的 14.7% 提升 3 个百分点至 16.67%，其中集合资管计划比重由 12.51% 提升至 14.33%，子公司直投基金比重由 2.19% 提升至 3.34%。

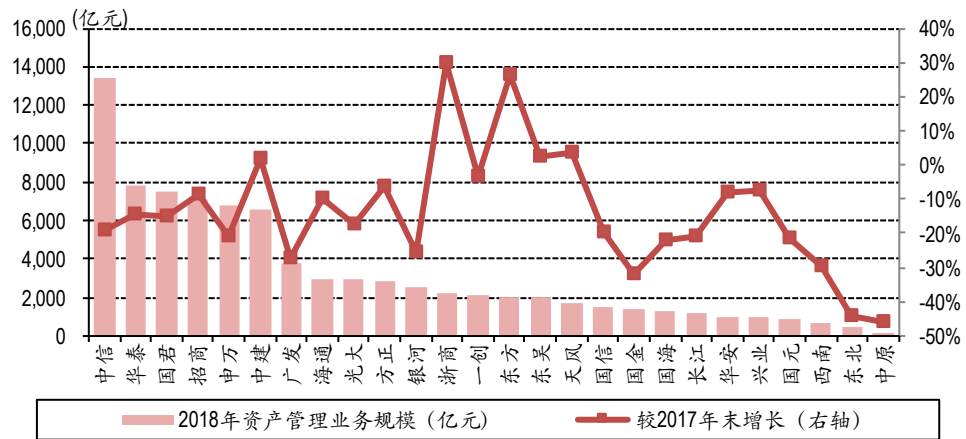
图表 23. 2017Q1-2018Q4 证券公司资产管理结构



资料来源：万得，中银国际证券

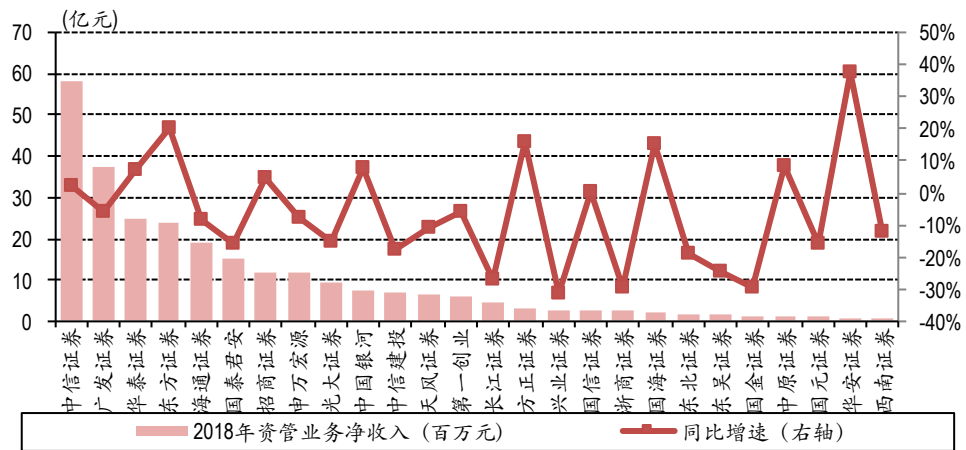
分上市券商来看，在已经披露年报数据的 26 家券商中：1) 截至 2018 年末，资管规模排名前三的是中信证券、华泰证券、国泰君安，分别为 1.34 万亿、0.78 万亿、0.75 万亿，同比增速前三的是浙商证券、东方证券、天风证券，分别为 29.6%、26.4%、3.70%；2) 资管业务收入排名前三的分别是中信证券、广发证券、华泰证券，分别为 58.3 亿元、37.4 亿元、24.7 亿元，收入增速前三的为华安证券、东方证券、方正证券，分别为 37.7%、20.4%、15.9%。

图表 24. 上市券商 2018 年末资管规模 (26 家)



资料来源: 万得, 中银国际证券

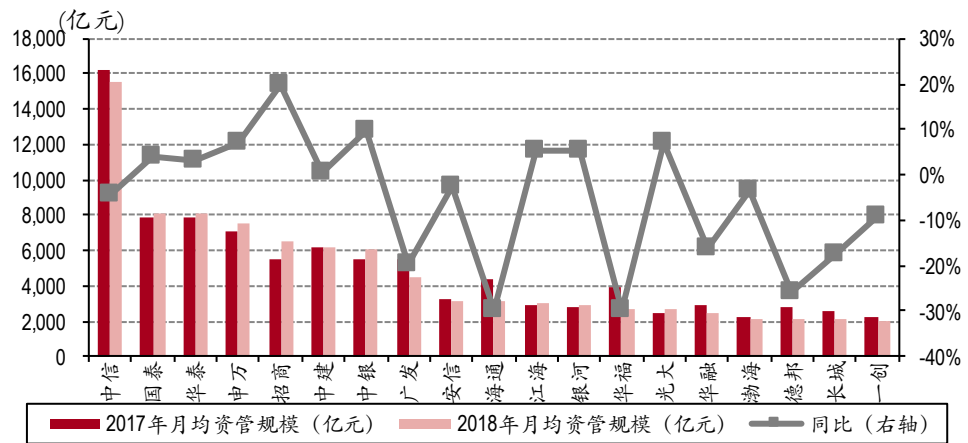
图表 25. 上市券商 2018 年资管业务收入 (26 家)



资料来源: 万得, 中银国际证券

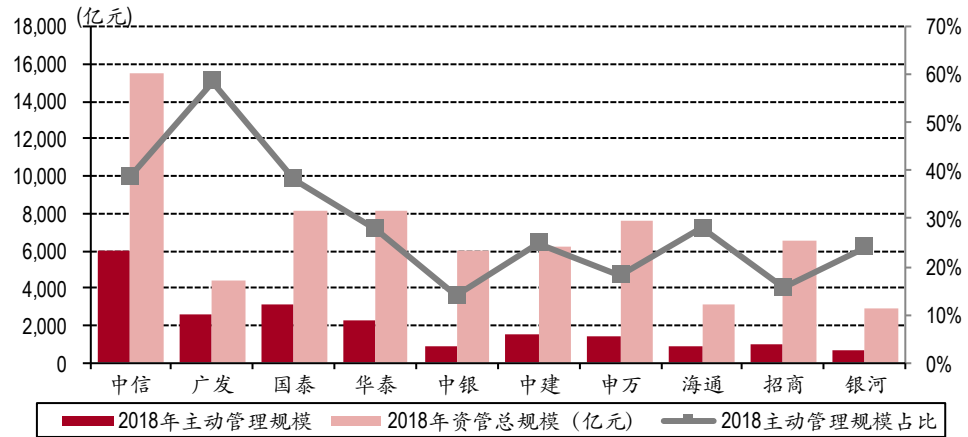
从月均规模来看, 中信证券 2018 年月均资管规模为 1.55 万亿元, 较 2017 年下降 4.22%, 但仍保持全行业第一位。国泰君安、华泰证券 2018 年月均资管规模分别为 8128.54 亿元、8124.21 亿元, 分列二三位。资管规模排名前 20 的券商中, 招商证券月均资管规模增速最高, 为 19.87%。从主动管理资管规模来看, 中信证券 2018 年月均主动管理资管规模为 6020.51 亿元, 位居全行业第一位, 国泰君安、广发证券月均主动管理资管规模分别为 3099.27 亿元、2606 亿元, 位列行业二三位。

图表 26. 2017 vs 2018 上市券商 (19 家) 月均资管规模及增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 27. 2017 vs 2018 上市券商 (10 家) 主动管理规模及其占比

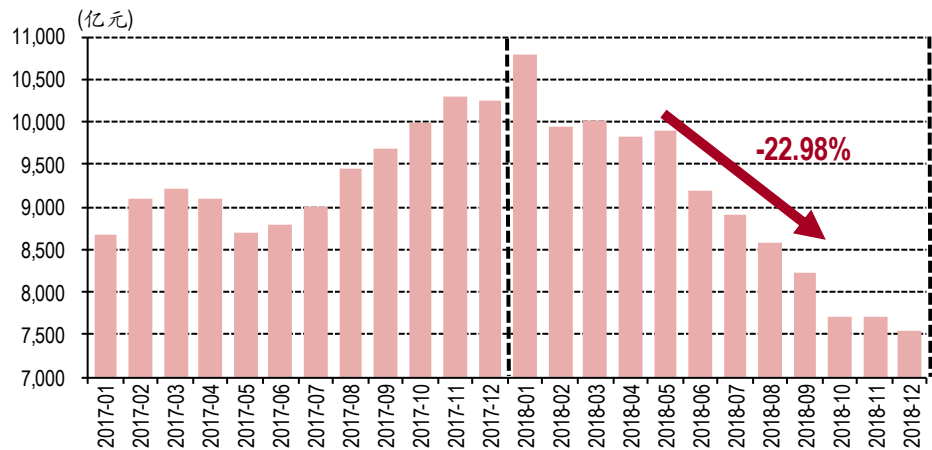


资料来源: 万得, 中银国际证券

2.4 信用: 两融余额与股票质押市值持续下降, 收入大幅下滑

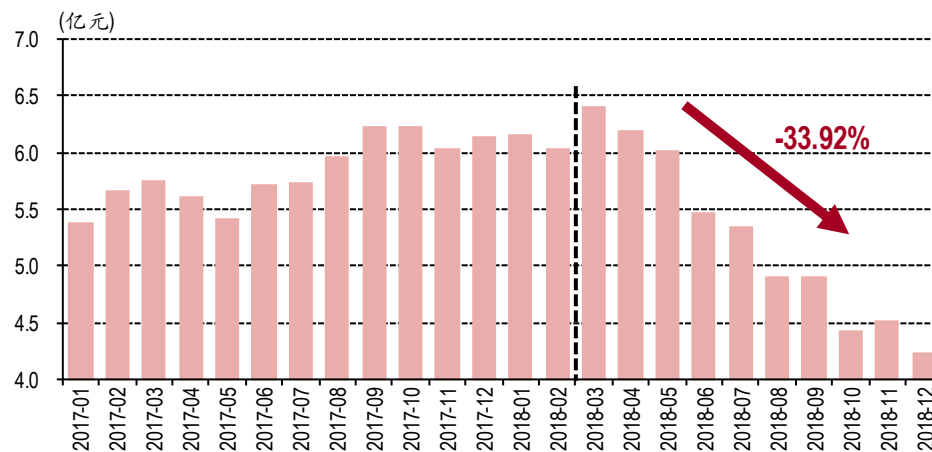
两融余额与股票质押市值均持续下滑。2018 年受市场行情持续下行的影响, 全市场融资融券余额与股票质押市值不断下滑, 截至 2018 年末, 融资融券余额为 7557.04 亿元, 较 2018 年 1 月末高点下降 29.98%, 股票质押参考市值为 4.24 万亿元, 较 2018 年 3 月末高点下降 33.92%。

图表 28. 2017/01-2018/12 全市场融资融券余额



资料来源: 万得, 中银国际证券

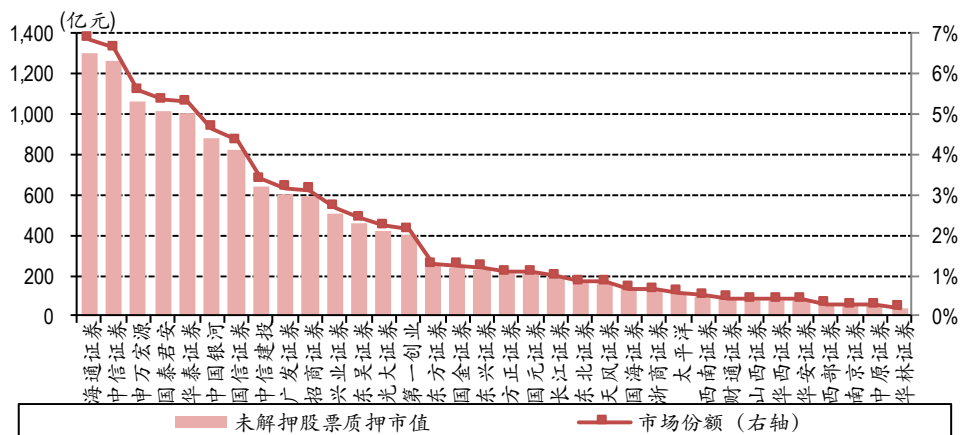
图表 29. 2017/01-2018/12 全市场股票质押参考市值



资料来源: 万得, 中银国际证券

从券商未解押股票质押参考市值口径统计, 截至 2018 年末海通证券未解押市值达 1302 亿元, 排名上市券商第一位, 市占率达 6.86%。中信证券、申万宏源分列二三位。

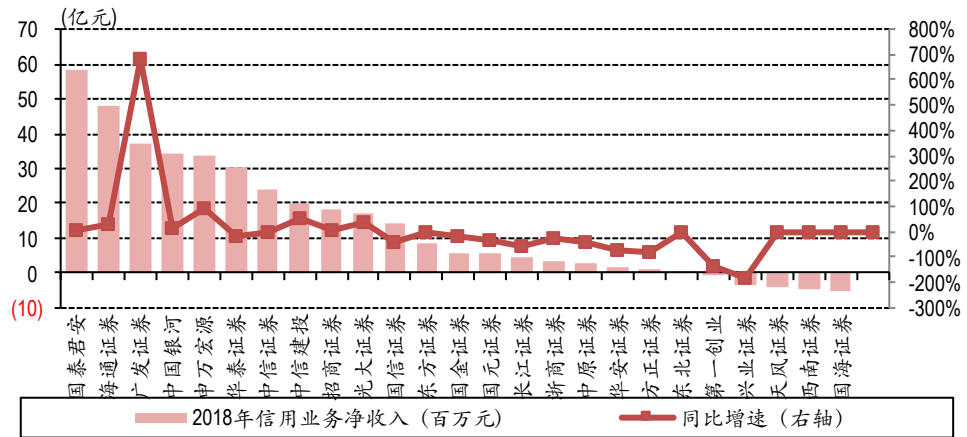
图表 30. 2018 年 12 月末券商未解押股票质押参考市值及市场份额



资料来源: 万得, 中银国际证券

受制于资金成本上升、券商举债规模增加，2018年券商合计实现利息净收入214.85亿元，同比下滑38.28%，占营业收入比重下滑至8.07%。分上市券商来看，在已经披露年报数据的26家券商中，信用业务收入排名前三的分别是国泰君安、海通证券、广发证券，分别为58.3亿元、48.2亿元、36.9亿元，收入增速前三的为广发证券、申万宏源、中信建投，分别为685%、92%、50%。

图表 31. 上市券商 2018 年利息净收入 (26 家)



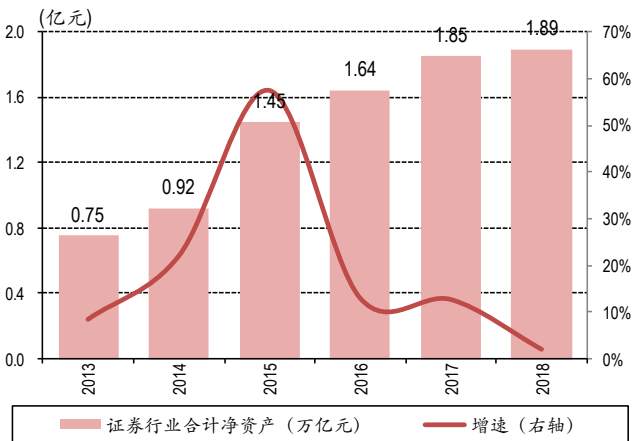
资料来源：万得，中银国际证券

2.5 自营：下半年表现好于预期，新会计准则加剧业绩波动

新会计准则加剧业绩波动。自营业务收入波动加剧除了受市场行情拖累的影响外，部分券商于2018年开始陆续采用新会计准则对于金融资产进行重新分类，将原本归属于可供出售金融资产科目的绝大部分权益类资产划分至交易性金融资产科目，而可供出售金融资产科目剩余的资产（以债权类资产为主）则拆分成债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资三个科目。在新会计准则下，原本归属于可供出售金融资产科目的权益类资产（以股票基金为主）的浮盈浮亏将由其他综合收益科目转移至公允价值变动损益科目，加速了盈利与亏损的确认，也加剧了自营业务收入的波动。

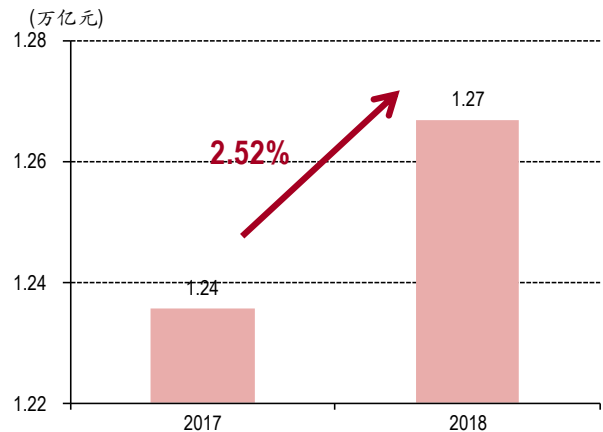
券商净资产增速放缓。2018年末，证券行业全部131家券商的净资产为1.89万亿元，较2017年末小幅增长2.16%，显著低于去年同期12.8%的增速，主要由于由于自营投资亏损以及股票质押业务强制平仓对净资产的侵蚀。根据上市券商发布的月度财务数据，截至2018年末34家有可比口径的上市券商合计净资产达1.27万亿元，较2017年末的1.24万亿元增长2.52%，净资产增速高于行业平均水平近0.4个百分点。

图表 32. 2013-2018 全部券商合计净资产



资料来源：万得，中银国际证券

图表 33. 上市券商 (有可比口径) 2018 年末合计净资产



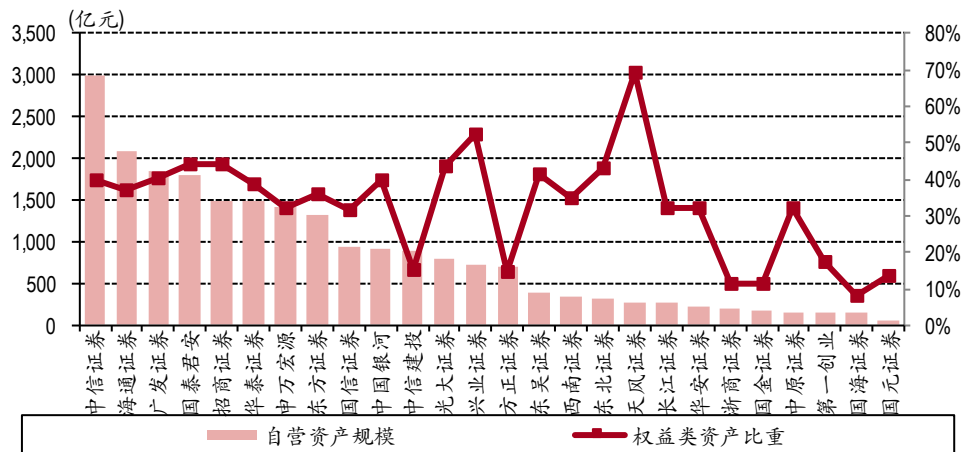
资料来源：万得，中银国际证券

自营收入同比下滑 7.05%，下半年增速由负转正。受 2018 年市场行情低迷的拖累，券商自营业绩波动加剧。2018 年 131 家券商合计实现自营收入 800.27 亿元，同比下滑 7.05%，其中上半年合计自营业务收入仅为 295.50 亿元，同比大幅下滑 19.24%。下半年券商自营业务表现显著优于上半年，合计实现收入 504.77 亿元，较去年同期增长 1.96%。

券商主动调整自营资产结构，自营业务表现超预期。18 年末，26 家上市券商自营资产规模为 2.21 万亿元，其中权益类自营资产规模为 2149.1 亿元，占比 9.71%，较 17 年末下降 3.9 个百分点。在下半年股市维持下行、剧烈波动（沪深 300 指数全年下跌 25.3%）的情况下，由于债市的增长（中证全债指数全年上涨 8.85%）券商主动调整资产配置，自营业务表现优于预期。

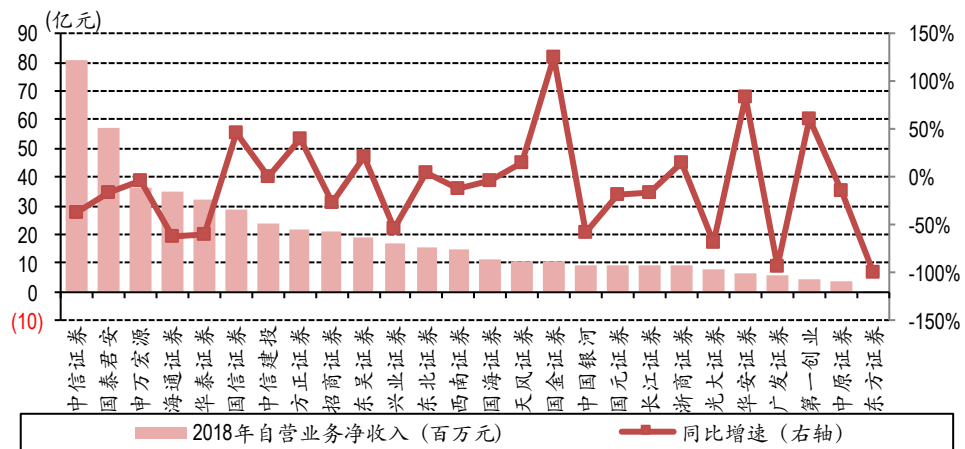
分上市券商来看，在已经披露年报数据的 26 家券商中：1) 截至 2018 年末，自营资产规模排名前三的是中信证券、海通证券、广发证券，分别为 2987.6 亿元、2083.27 亿元、1854.94 亿元；权益类自营资产占归母净资产比重排名前三的是天风证券、兴业证券、招商证券，比重分别为 69.19%、52.42%、44.30%。2) 自营业务收入排名前三的分别是中信证券、国泰君安、申万宏源，分别为 80.5 亿元、57.5 亿元、36.5 亿元，收入增速前三的为国金证券、华安证券、第一创业，分别为 126%、83%、61%。

图表 34. 上市券商 2018 年末自营资产规模及权益类比重 (26 家)



资料来源：万得，中银国际证券

图表 35. 上市券商 2018 年自营业务收入 (26 家)



资料来源：万得，中银国际证券

3 科创板蓄势待发，引领中国专业投行起航

3.1 科创板带来券商供给侧改革，重新定位券商专业性与重要性

科创板的设立堪称中国资本市场历史上最重要的制度革新之一，将为券商带来全面的供给侧改革：1) 带来业务模式变革的同时，对券商的专业性提出了前所未有的高要求。2) 在改变券商传统业务通道角色的基础上，赋予券商更大的定价权与话语权，将逐步提升券商在资本市场乃至金融体系中的重要性。3) 将孕育出更多综合性专业大投行并打造更多精品投行。

科创板将对券商的定价能力等专业性提出更高要求。过去券商更多采用“靠天吃饭”的业务模式，其开展业务的基础是牌照，绝非专业性。在传统投行业务中，券商扮演的是通道的角色，提供的综合服务非常有限，缺乏对相关业务的立体式开发以及对客户的持续跟进服务。券商的各个主营业务条线往往各自为战，缺乏各部门之间的配合与协同，难以产生更大的合力。科创板的设立将为券商带来业务模式的转型与业务结构的重塑，促进券商综合性大投行业务转型与升级，摆脱传统通道业务束缚，加速 IPO、增发、直投等子业务的融合，加强各业务部门之间的合作与协同，同时对券商的价值发现/定价能力、撮合交易能力、投资能力以及销售能力等专业性提出更高要求。

科创板将提升我国券商的重要性。在我国金融系统中，券商或投行的地位相对降低，缺乏在市场上的影响力，其根本原因在于券商并未发挥其在专业性上的优势，而是舍本逐末地从事一些低附加值、低收益的通道类业务与信贷类业务。科创板采用更加市场化的询价定价机制，由于券商具备先天的专业优势，将逐渐掌握资本市场的定价权，并有望以此为基础逐渐获取资本市场的话语权，提升其在我国资本市场乃至金融体系中的重要性。此外，科创板有望成为做空机制的试验田，成熟的做空机制也将显著提升券商的话语权与重要性。

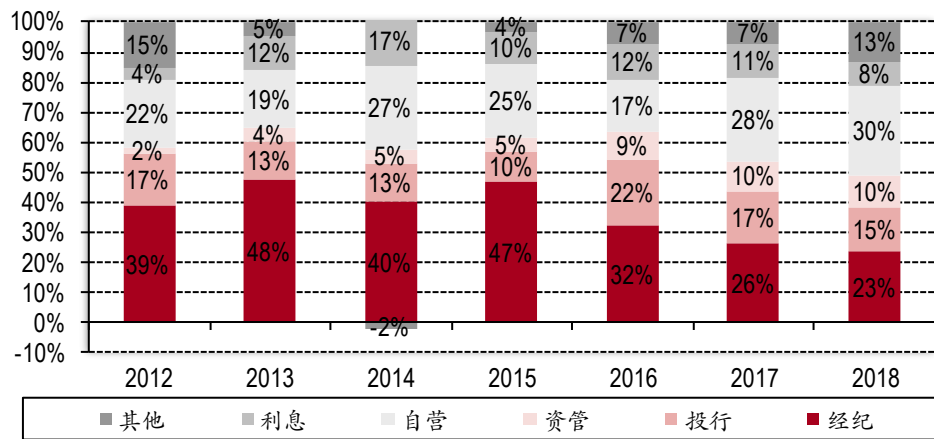
科创板将促进券商间差异化发展，打破同质化格局。当前的中国证券市场，无论是龙头券商，还是中小型券商，都是较为平均地发展自己的各个业务条线，各家券商的业务结构相近，同质化较高，缺乏重点与亮点。科创板的设立有望引导全行业改变同质化格局，促使各家券商差异化定位，发挥所长，有所侧重地发展自己的业务，最终形成“术业有专攻”“百花齐放”的竞争格局：1) 龙头券商如中信证券、华泰证券将凭借自己强大的专业能力与综合实力以及充足的资本优势，逐渐发展成为比肩高盛、大摩等国际顶尖投行的综合性专业投行。2) 中小券商宜审时度势，在资源与资金有限的情况下，合理差异化定位，集中资源着力发展自己的优势业务，逐步发展成为特色精品投行。

3.2 科创板将重塑券商业务结构，加速业务模式转型升级

3.2.1 科创板加速券商业务结构重塑，重资产化转型进入快车道

中国券商的业务结构的“重资产化”转型。近年来，中国券商的业务结构以及盈利模式正在发生明显而重要的变化——重资产化转型。过去券商的主要盈利模式为轻资产模式，主要包括经纪业务、投行业务、资管业务等依靠牌照来赚取手续费及佣金收入的业务。此类业务对券商资本的占用较少，业务的开展更多地是看天吃饭，受市场行情与政策的影响较大。2013 年以来，券商开始着力开展自营业务、资本中介业务等占用资本金较重的重资产业务，券商的业务结构开始发生变化。我们统计并计算了证券行业 2012-2018 年各主营业务收入及占比变化情况，发现经纪业务、投行业务收入的合计占比由 2013 年高点时的 60.19% 显著下滑至 2018 年的 38.49%，自营业务收入的占比由 2013 年的 19.19% 大幅提升至 2018 年的 30.05%，可以看出券商业务结构的重资产化趋势非常明显。

图表 36. 2012-2018 年证券行业各主营业务占比

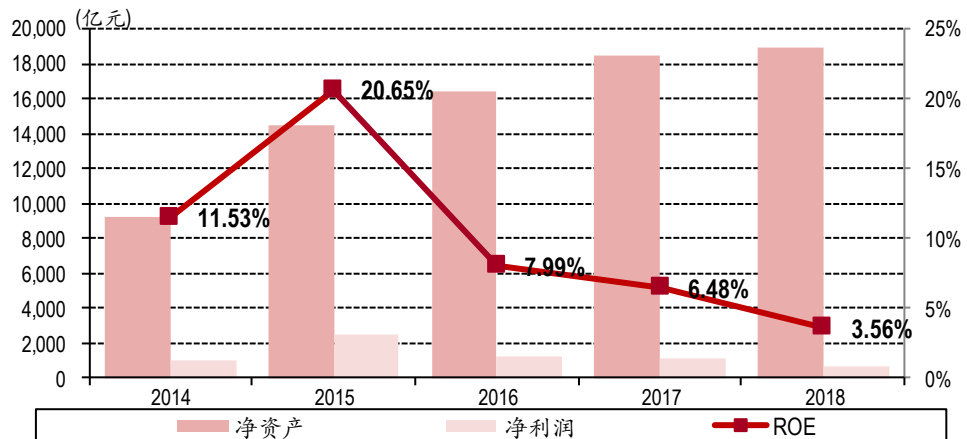


资料来源：中证协，中银国际证券

中国券商现有重资产业务较为单一。中国券商目前的重资产业务主要包括自营业务与资本中介业务（包含股票质押业务、融资融券业务），业务相对单一。我们测算了截至 2018 年末的重资产业务占用资金规模：1) 截至 2018 年末，全市场股票质押参考市值达 4.23 万亿元，其中券商作为质押方的市值占比为 52.82%。我们假设券商股票质押业务平均质押率为 40%，最终得出券商股票质押业务融出资金余额为 8945.55 亿元（4.23 万亿元*52.82%*40%）。与期末融资融券余额 7557.04 亿元相加，我们预计 2018 年末券商资本中介业务合计占用资金为 1.65 万亿元。2) 假设 2018 年末券商自营业务规模较 2017 年末提升 5%，我们预计 2018 年末券商自营资产规模为 2.11 万亿元（2.01 万亿元*（1+5%））。3) 自营业务与资本中介业务合计占用资金规模预计约为 3.76 万亿元（1.65 万亿+2.11 万亿），占 2018 年末券商合计总资产（6.26 万亿元）的 60.14%。券商在现有重资产业务的资金占用量较大，成为制约其他重资产业务发展的主要原因之一。

现有重资产业务风险较大，资本中介业务拉低整体收益率。1) 2018 年券商指数的 PB 估值一度跌至 1.06 倍，众多券商出现市净率破一的罕见情况，主要受市场低迷自营业务、资本中介业务对券商的拖累所致。由于自营业务与资本中介业务占用券商大量资本金，在市场行情持续低迷，股票价格持续走低的影响下，市场对于两项重资产业务对券商资本侵蚀的担忧日益增大，也直接导致了券商板块估值屡刷新低。2) 与高资本占用、高风险相对应的，资本中介业务的收益率相对较低。和银行相比，券商的资本中介业务在资金成本方面处于劣势，因此在同银行的竞争当中，收益率被显著拉低，也直接导致券商整体 ROE 的下滑。

图表 37. 2014-2018 年券商行业 ROE 变化



资料来源：中证协，万得，中银国际证券

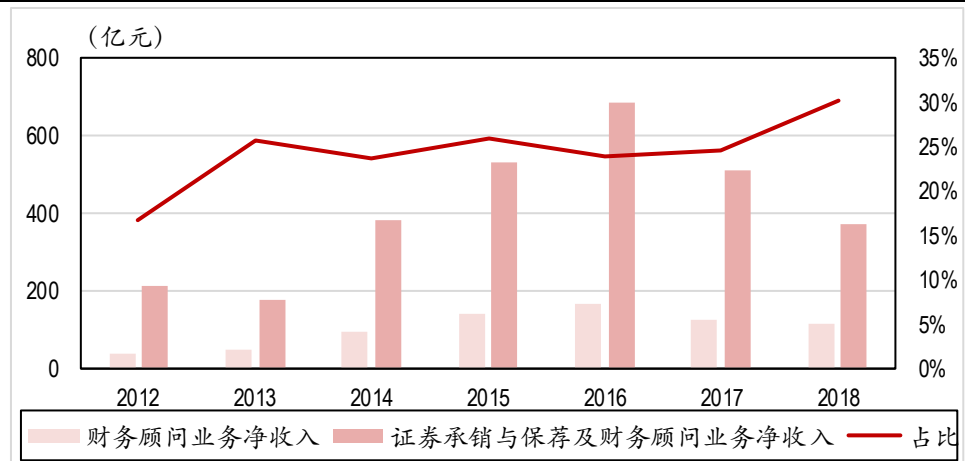


科创板将加速券商重资产业务转型升级。科创板设立后，将为券商提供一系列有利于发展新重资产业务的契机：1) 科创板成熟后，或引入做市商机制；2) 科创板全部股票自上市首日起可作为融资融券标的。3) 科创板试行保荐机构相关子公司跟投制度。券商应当借此东风加速重资产化模式转型升级。相比于占用大量资金开展股票质押业务的“低性价比”，券商应当充分发挥自身资本定价能力、直融投资专业能力等优势，挖掘开拓其他重资产业务，比如做市商业务、融券业务、直投业务等。

3.2.2 科创板与注册制之下，券商新业务模式探索

券商新业务模式之一：大投行业务模式。曾经券商作为保荐人，与发行人之间的关系仅停留在保荐与承销层面，待发行人完成新股 IPO 后业务宣告结束，也就是所谓的传统投行业务。随着中国证券业的发展以及我国券商对海外顶级投行业务模式的不断深入学习，大投行的概念应运而生并成为中国券商未来的新业务模式发展方向。大投行业务包含甚广，除了承销保荐业务之外，增发及配股、并购重组、投资咨询、机构销售、直投等业务都在大投行业务的范畴，其考验的是券商对于客户的综合服务能力，是一家券商核心竞争力的体现。近年来，在政策的指引下各家券商都在整体开发大投行业务模式，提升对于客户的综合开发能力，仅以并购重组业务为例，2012年-2018年，证券行业的财务顾问业务（即并购重组业务）净收入占投行业务收入的比重呈现稳中有升的趋势，由2012年的17%提升至2018年的30%。

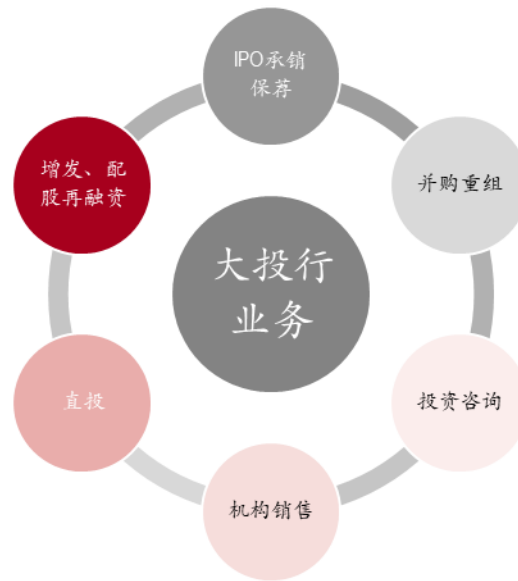
图表 38. 2012-2018 年财务顾问净收入占投行业务净收入的比重



资料来源：中证协，中银国际证券

科创板将促进券商大投行业务转型与升级。科创板引入了券商跟投制度，使得券商与发行人之间的关系不再是一锤子买卖。券商与发行人之间利益更具一致性，关系的粘度更强，因此在早期的承销保荐业务之后，后续的再融资、并购重组、投资咨询、直投等一系列综合大投行业务都将成为券商可开发的新业务增长点。科创板的设立将促进券商大投行业务转型与升级，加速 IPO、增发、直投等子业务的融合，同时对券商的发行定价能力以及资源整合与分配能力提出更高要求，综合实力更强的龙头券商将更具优势。

图表 39. 科创板将给券商大投行业务带来的业务增长点



资料来源：万得，中银国际证券

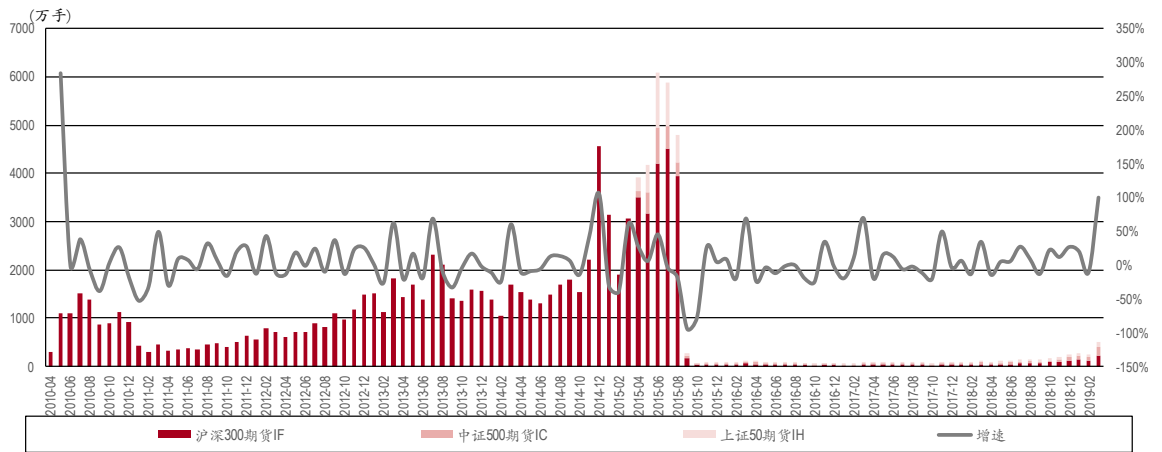
券商新业务模式之二：重资产业务模式。正如前文所述，中国券商正在经历业务的重资产化转型过程，现有重资产业务较为单一，风险收益的“性价比”较低。设立科创板并试点注册制为券商提供发展重资产业务多元化的良好契机。未来券商的重资产业务主要有几条主线可循：

1) 做市商业务。科创板细则明确指出股票交易实行竞价交易，条件成熟时引入做市商机制，做市商可以为科创板股票提供双边报价服务。以高盛、摩根大通为代表的美国顶级投行采用的都是重资产业务模式，但是与中国券商以自营业务为主不同的是，美国顶级投行的重资产业务以做市商业务为主。A股历史上尚未推出成熟运行的做市商机制，仅在一些缺乏流动性的地方交易平台尝试过做市商机制，因此做市商业务对于中国券商来说是一片具有极大开发价值的蓝海。科创板设立初期，市场环境条件距离细则中提到的“条件成熟时”尚需时日，但是有美国投行的成功经验在前，科创板有很大机会成功将做市商机制引入A股市场，届时中国券商的重资产业务结构也将发生重大变化。相比于自营业务，做市商业务更加强调券商的询价定价能力，受系统性风险影响较小，为券商带来的收益也相对稳定。

2) 衍生品业务。中国的衍生品市场仍然处于欠发展状态，无论从法律政策制定方面，还是市场搭建、产品创设方面都远远落后于基础证券市场的发展。由于衍生品市场对基础证券市场有着不可或缺的重要功能（规避风险、套利、价值回归等），是中国证券行业急需突破的子行业。衍生品业务与做市商业务有很大的关联性，因为在衍生品业务中券商正是扮演做市商、交易商的角色。相比于基础证券，衍生品需要更强的专业能力，对做市商的定价能力要求极高，因此衍生品业务正是一家投行核心竞争力的集中体现，也是未来中国券商重资产业务的一大发展方向。目前中国的期货法正在制定中，股指期货的交易安排正在逐步放开，新的衍生品产品也在不断创设中，未来一到两年内中国的衍生品行业有望迎来突破，券商也将拥抱新的发展机遇。

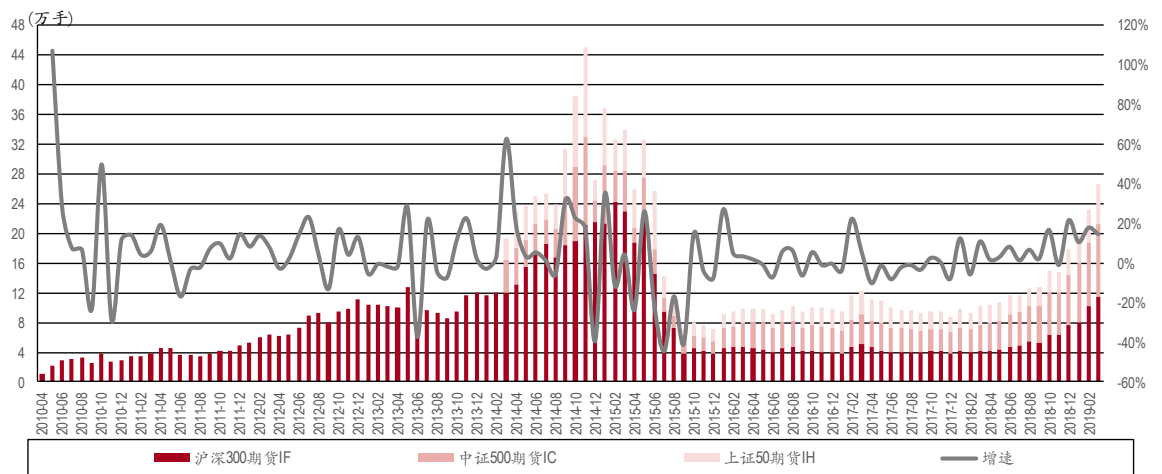
3) 自营资产结构调整。自2015年8月股指期货安排大幅收紧后，股指期货的成交量与持仓量均出现断崖式下降，其中沪深300期货、中证500期货、上证50期货的合计成交量由15年8月的4793.1万手下滑超94%至9月的267.4万手，9月末合计持仓量由2014年11月高点时的45.07万手下滑84%至7.01万手。受此影响，券商自营资产中衍生品这一重要组成部分大幅下滑，进而加剧了自营资产投资收益的波动。随着股指期货交易监管常态化的日益推进以及衍生品市场的不断发展，券商自营资产中衍生品的比重将会逐渐上升，配置也将趋于合理化。

图表 40. 2010/04-2019/03 股指期货单月成交量



资料来源：中金所，中银国际证券

图表 41. 2010/04-2019/03 股指期货持仓量

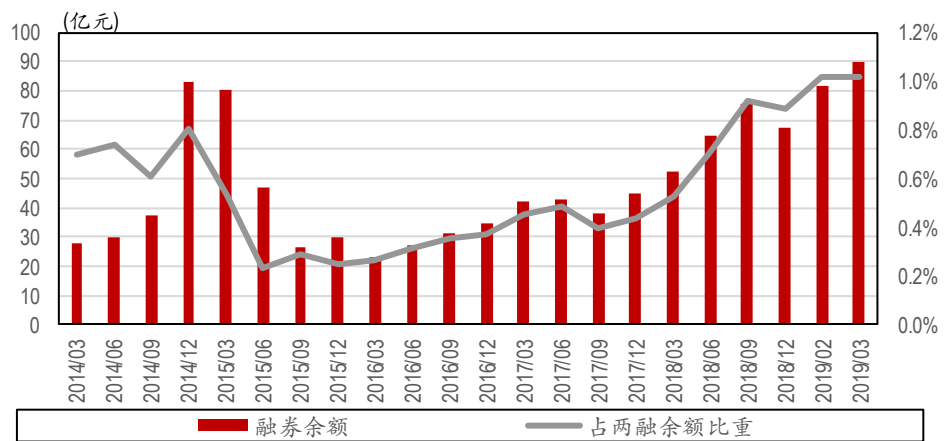


资料来源：中金所，中银国际证券

4) 直投业务。《科创板股票发行与承销实施办法》中规定，保荐机构相关子公司参与科创板发行战略配售，并将征求意见稿的“可以参与”中“可以”进行删除，这意味着保荐机构必须参与，是必选项而不是可选项。在这一跟投制度下，直投业务将成为券商未来重要的重资产业务。据券商中国最新消息，保荐机构跟投细则即将出台，跟投比例将至少达到 2%，对于科创板投行项目密集的龙头券商来说，直投业务将占用大量的资本金，成为举足轻重的重资产业务。

5) 做空机制。融券业务是重要的做空机制。两融业务经过数年的发展已经达到了万亿的规模，但是与万亿规模形成反差的是，融券业务规模仍然较低。2014Q1-2019Q1 期间，融券余额从 27.74 亿元上升至 89.82 亿元，截至 2019 年 2 月末融券余额占两融余额比重仅 1.01%，规模仍有较大的发展空间。由于科创板全部股票自上市首日起可作为融资融券标的，因此融券业务发展有望突破瓶颈，有望丰富券商重资产业务构成。除此之外，随着科创板制度的逐步完善，个股期货、个股期权等其他做空机制有望推出，进一步推动做空机制的发展完善。

图表 42. 2014Q1-2019Q1 融券余额及其占两融总额的比重



资料来源：万得，中银国际证券

重资产业务转型将考验券商的资本实力。由于重资产业务占用券商较多的资本金，在重资产化转型的过程中，对券商的资本实力提出了更高的要求，能够更快充实资本的券商将更快抢占重资产化转型的先机，率先取得竞争优势，因此科创板将尤其利好资本充足的龙头券商。

3.3 科创板增量业绩测算：科创板贡献几何？

3.3.1 科创板 2019 年增量业绩测算

科创板最新进展：截至 2019 年 4 月 21 日，科创板累计已受理拟上市企业家数为 89 家（已问询企业为 66 家）。以融资额来划分：1) 小于 10 亿元的企业有 63 家，测算的跟投金额为 17.75 亿元，跟投比例 4.80%；2) 10-20 亿元的企业有 19 家，测算的跟投金额为 9.49 亿元，跟投比例 3.89%；3) 20-50 亿元的企业有 6 家，测算的跟投金额为 4.91 亿元，跟投比例 2.76%；4) 大于 50 亿元的企业有 1 家，测算的跟投金额为 2.1 亿元，跟投比例 2%。89 家企业合计融资额 897 亿元（平均每家融资额为 10.08 亿元），测算的跟投金额 34.25 亿元，跟投比例为 3.82%。

图表 43. 科创板跟投比例测算

融资额	家数	融资金额	跟投金额	跟投比例(%)
<10 亿元	63	370.16	17.75	4.80
10-20 亿元	19	244.05	9.49	3.89
20-50 亿元	6	177.90	4.91	2.76
>50 亿元	1	105.00	2.1	2.00
合计	89	897.11	34.25	3.82

资料来源：万得，中银国际证券

科创板 2019 年增量业绩贡献测算：科创板设立后，将为券商 2019 年多项业务带来增量贡献，主要包括投行业务、经纪业务、直投业务、信用业务。1) 投行业务：由于 2019 年科创板刚刚设立，预计其带来的增量投行业务主要为 IPO 承销保荐业务，增发配股再融资业务、并购重组业务、投资咨询业务暂时难以上规模，其边际贡献可忽略不计。2) 经纪业务：由于 2019 年科创板市场容量及规模有限且换手率相对较低，因此成交量相对较小，预计经纪业务仅能提供边际的增量贡献。3) 直投业务：由于科创板细则中规定，券商跟投为承销保荐项目的必选项，预计将为券商带来一定的直投项目投资收益。4) 信用业务：科创板细则规定所有股票都可以成为融资融券的标的，科创板新股将贡献一部分股票质押与两融收入。鉴于 2019 年科创板刚刚启动，我们预计其带来的信用业务收入有限，边际贡献可忽略不计。综上所述，2019 年科创板为券商带来的增量业绩主要为 IPO 承销保荐收入与直投项目收益。



IPO 承销保荐收入: 在中性假设下, 我们预计 2019 年科创板 IPO 股票数量为 150 只, 平均每只股票的融资规模约为 10 亿元 (89 家已受理企业平均融资额为 10.08 亿元), 全年 IPO 规模将达到 1500 亿元; 假设 2019 年科创板新股 IPO 的平均承销保荐费率为 4% (2018 年全行业平均 IPO 费率 4.01%), 科创板预计将为券商带来 IPO 承销保荐收入 60 亿元, 约占 2018 年证券行业承销与保荐净收入的 23.21%。

我们以科创板 IPO 融资规模与承销保荐费率为变量对 2019 年科创板贡献的承销保荐收入进行敏感性分析, IPO 融资规模的变动范围为 1000-2000 亿元, 承销保荐费率的变动范围为 3.0%-5.0%, 预计 2019 年科创板将为券商带来承销保荐收入 30-100 亿元, 约占 2018 年证券行业承销与保荐净收入的 11.61%-38.69%。

图表 44. 敏感性分析: 2019 年科创板承销保荐收入

IPO 规模 (亿元)	承销保荐费率				
	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
1000	30.0	35.0	40.0	45.0	50.0
1250	37.5	43.8	50.0	56.3	62.5
1500	45.0	52.5	60.0	67.5	75.0
1750	52.5	61.3	70.0	78.8	87.5
2000	60.0	70.0	80.0	90.0	100.0

资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 45. 敏感性分析: 2019 年科创板承销保荐收入增量影响

IPO 规模 (亿元)	承销保荐费率(%)				
	3.0%	3.5%	4.0%	4.5%	5.0%
1000	11.61	13.54	15.48	17.41	19.35
1250	14.51	16.93	19.35	21.76	24.18
1500	17.41	20.31	23.21	26.12	29.02
1750	20.31	23.70	27.08	30.47	33.85
2000	23.21	27.08	30.95	34.82	38.69

资料来源: 万得, 中银国际证券

直投业务收入: 在中性假设下, 2019 年科创板新股 IPO 规模将达到 1500 亿元, 券商跟投比例为 4% (测算的跟投比例为 3.82%), 则券商跟投规模将达到 60 亿元; 假设投资收益率为 10%, 科创板预计将为券商带来直投业务收入 6 亿元。我们以科创板 IPO 融资规模、券商跟投比例与投资收益率为变量对 2019 年科创板贡献的直投业务收入进行敏感性分析, IPO 融资规模的变动范围为 1000-2000 亿元, 券商跟投比例的变动范围为 2.0%-5.0%, 投资收益率的变动范围-5%-25%, 预计 2019 年科创板将为券商带来直投业务收入-5-25 亿元。

图表 46. 敏感性分析：2019 年科创板直投业务收入

2019 年科创板贡献直投业务收入敏感性分析				
一、假设 IPO 融资规模 1000 亿元 (单位: 亿元)				
投资收益率	券商跟投比例			
	2%	3%	4%	5%
-5%	-1.0	-1.5	-2.0	-2.5
0%	0.0	0.0	0.0	0.0
5%	1.0	1.5	2.0	2.5
10%	2.0	3.0	4.0	5.0
15%	3.0	4.5	6.0	7.5
20%	4.0	6.0	8.0	10.0
25%	5.0	7.5	10.0	12.5
二、假设 IPO 融资规模 1500 亿元 (单位: 亿元)				
投资收益率	券商跟投比例			
	2%	3%	4%	5%
-5%	-1.5	-2.3	-3.0	-3.8
0%	0.0	0.0	0.0	0.0
5%	1.5	2.3	3.0	3.8
10%	3.0	4.5	6.0	7.5
15%	4.5	6.8	9.0	11.3
20%	6.0	9.0	12.0	15.0
25%	7.5	11.3	15.0	18.8
三、假设 IPO 融资规模 2000 亿元 (单位: 亿元)				
投资收益率	券商跟投比例			
	2%	3%	4%	5%
-5%	-2.0	-3.0	-4.0	-5.0
0%	0.0	0.0	0.0	0.0
5%	2.0	3.0	4.0	5.0
10%	4.0	6.0	8.0	10.0
15%	6.0	9.0	12.0	15.0
20%	8.0	12.0	16.0	20.0
25%	10.0	15.0	20.0	25.0

资料来源：万得，中银国际证券

预计 2019 年科创板将为券商贡献 66 亿元的增量收入。在中性假设下，我们预计 2019 年科创板将为券商（主要为中信证券、中信建投、华泰证券等龙头券商）带来 66 亿元的增量收入（承销保荐收入 60 亿元，直投收益 6 亿元），约占 2018 年证券行业营业收入的 2.48%。

图表 47. 2019 年科创板贡献增量预测

科创板贡献增量收入测算	
IPO 规模	1500 亿元
承销保荐费率	4%
IPO 业务收入	60 亿元
券商跟投比例	4%
投资收益率	10%
直投业务收入	6 亿元
合计收入	66 亿元
占 2018 年营收比重	2.48%

资料来源：万得，中银国际证券



3.3.2 科创板中长期业绩贡献分析

科创板中长期将为券商 IPO 业务带来显著增量贡献。科创板作为增量改革市场，其为券商带来的最直接利好就是带来增量投行业务贡献。在试点注册制的初期，科创板 IPO 将保持相对稳定的状态，从中长期来看，待市场成熟后更加市场化的发行上市制度将使得 IPO 节奏大幅提速，将为券商 IPO 业务带来显著增量，尤其利好投行项目储备多、投行业务实力以及定价销售等综合服务能力较强的券商，如中信建投、中信证券。

图表 48. 各券商 IPO 项目储备

券商名称	合计	已受理	已反馈	已预披露更新	中止审查	暂缓表决	辅导备案登记受理
广发证券	121	0	5	13	1	0	102
中信建投	117	3	18	9	3	0	84
招商证券	110	1	6	11	0	0	92
中信证券	100	0	7	11	2	0	80
海通证券	81	1	2	4	0	0	74
国金证券	88	0	4	3	0	0	81
国信证券	71	1	5	3	0	0	62
民生证券	72	2	6	2	0	0	62
光大证券	57	1	5	6	0	0	45
兴业证券	62	0	4	1	0	0	57
中金公司	56	0	6	8	1	0	41
华泰证券	50	0	1	4	0	0	45
国元证券	57	0	0	5	0	0	52
中泰证券	44	0	2	3	0	0	39
安信证券	50	0	1	2	0	0	47
国泰君安	59	0	1	5	1	1	51
长江证券	46	1	1	5	1	0	38
东兴证券	52	0	3	6	0	0	43
中万宏源	61	0	1	3	0	0	57
东方证券	39	0	2	2	1	0	34
东吴证券	40	0	3	4	1	0	32
平安证券	34	0	0	2	1	0	31
华林证券	27	0	2	1	0	0	24
长城证券	25	0	1	0	0	0	24
东北证券	25	0	0	3	0	0	22
中德证券	23	0	2	1	1	0	19
华西证券	20	0	2	1	0	0	17
东莞证券	25	0	0	2	0	0	23
西部证券	22	0	1	1	0	0	20
财通证券	23	0	1	1	0	0	21
西南证券	17	0	0	0	0	0	17

资料来源：万得，中银国际证券

跟投为券商带来一二级市场双重收益。科创板试行保荐机构相关子公司跟投制度。发行人的保荐机构依法设立的相关子公司或者实际控制该保荐机构的证券公司依法设立的其他相关子公司，参与本次发行战略配售，并对获配股份设定限售期。跟投机制更加考验券商的价值判断以及定价能力，券商的自有资金将承担更大的风险，但是跟投制度下，券商有望在同一保荐标的上实现双重收入，即一级市场的承销保荐收入以及二级市场的跟投投资收益，无疑将增厚券商的收益，综合实力强劲的龙头券商将会尤其收益。在跟投制度下，券商与被保荐上市公司的利益被绑定在一起，其与上市公司之间的关系也将更加紧密，便于开展增发、并购重组等其他投行业务，为券商带来后续增量收益。

科创板将带来增量经纪业务贡献。科创板作为 A 股增量市场，将为券商带来增量经纪业务贡献。与投行业务相类似，经纪业务在创业板推出早期，受市场规模容量的制约增量贡献有限。科创板的交易机制较 A 股现有市场板块有多处革新，包括涨跌幅限制由 10% 提升至 20%、新增固定价格交易时间以及引入做市商机制的可能性，叠加科创板设置相对较低的投资者门槛，确保了科创板整体的交易量与流动性，后续随着科创板的不断扩容，为券商带来的增量经纪业务贡献也将十分可观。

4 盈利展望及投资建议

4.1 2019 年盈利展望

2018 年是证券行业的寒冬季，全行业净利润同比大幅下滑 41.04%，净利润水平为近五年新低。2019 年 2 月以来，两市成交活跃度快速提升，成交额与换手率均大幅提升，投资者情绪抬升，市场显著升温，券商有望迎来春天。我们对 2019 年的日均成交量、承销规模、两融平均规模、股权质押平均融出资金、股债投资收益率等基本假设变量分三种情况进行弹性测试，在悲观、中性、乐观假设下，证券行业 2019 年整体净利润增速为 12.36%、42.26%、80.32%。

图表 49. 2019 年证券行业业绩弹性测算

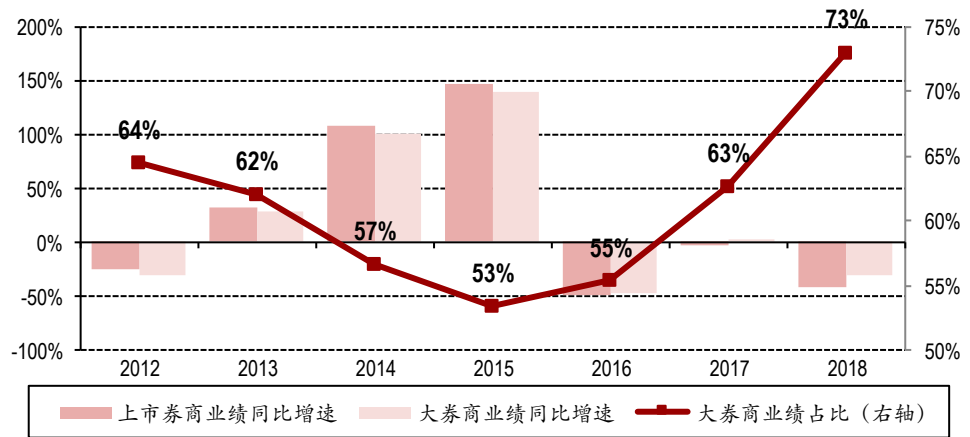
证券行业业绩测算		2017	2018	2019E		
单位：亿元		实际	实际	悲观	中性	乐观
经纪业务	市场日均成交额	5,011	4,116	4,500	6,000	8,000
	净佣金率(%)	0.034	0.031	0.029	0.030	0.031
	经纪业务净收入	821	623	637	878	1,210
投行业务	IPO 募资规模	2,304	1,375	1,513	1,650	1,788
	债权承销规模	27,426	35,944	35,944	37,741	39,539
	增发规模	12,874	7,572	8,329	9,086	9,843
	IPO 承销收入	104	55	68	74	80
	债券承销收入	137	137	180	189	198
	增发承销收入	129	61	67	73	79
	承销保荐收入	15	6	8	9	10
	财务顾问收入	125	112	120	134	147
	投资咨询收入	34	32	32	32	32
	投行业务净收入	544	401	443	478	514
信用业务	两融平均规模	9,359	9,030	7,500	8,000	8,500
	股票质押融出资金规模	11,657	9,701	6,400	7,200	8,000
	净利率(%)	1.66	1.15	1.04	1.07	1.15
	总利息净收入	348	215	144	163	190
自营业务	权益类占比(%)	33.00	28.00	28.00	33.00	40.00
	沪深 300 涨幅(%)	21.78	(25.31)	15.00	35.00	50.00
	自营收入增速		(7.05)	4.20	11.55	20.00
	自营业务净收入	861	800	834	893	960
资管业务	券商资管平均规模	177,800	148,300	140,885	148,300	155,715
	资管综合费率(%)	0.17	0.19	0.19	0.20	0.20
	资管业务净收入	310	275	268	297	311
	其它业务净收入	230	230	348	348	348
	营业总收入	3,113	3,113	2,663	2,673	3,057
	净利润率(%)	36.30	25.02	28.00	31.00	34.00
	净利润	1,130	666	749	948	1,201
	预计净利润同比增速(%)		(41.04)	12.36	42.26	80.32

资料来源：万得，中银国际证券

4.2 投资建议

1) 政策方面催化剂：科创板的落地，股指期货逐步松绑，第三方接口和 MOM 账户的放开，都是证券行业政策环境的开放，同时外资券商也将加入国内业务的竞争，其经验和资金都将加速行业的改革发展。贯穿全年的政策利好已经较为明朗，证券行业面临友好的监管环境，但政策面单一重大催化剂出现的可能性下降。

图表 50. 2012-2018 年龙头券商与全部券商归母净利润增速及大券商占比



资料来源：万得，中银国际证券

2. 市场方面催化剂：市场第一波急速拉升告一段落，但是市场活跃度仍然维持在高位，且赚钱效应下个人投资者的参与度仍在提升，市场活跃度、风险偏好的变化是证券行业短期股价最大的影响因素。市场短期调整企稳之后，经济数据向好或者流动性继续宽松的信号可能是关键时点。

3. 投资建议：政策面稳定友好，不断开放；市场仍然热情和信心较足，证券行业逻辑依然成立。从估值看，目前行业估值接近历史中枢，已经完成估值修复的左侧阶段，后续主要体现行业的 beta 属性。推荐两类券商：1) 板块后续行情最大的催化来自市场的 beta，看好 beta 更高的东方财富、东方证券；2) 政策面仍然有持续的利好落地，政策利好集中在龙头券商，看好估值相对较低的海通证券、华泰证券。

图表 51. 上市券商估值表

代码	券商	股价 (元)	总市值 (亿元)	PB				PE			评级	
				2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E		2019E
600030.SH	中信证券	24.50	2,760	2.08	1.98	1.94	1.86	28.64	25.96	31.62	24.10	买入
601688.SH	华泰证券	21.92	1,660	1.86	1.80	1.75	1.69	25.04	16.93	35.94	24.50	买入
600837.SH	海通证券	14.52	1,477	1.52	1.42	1.42	1.37	20.76	19.38	32.05	21.99	增持
601211.SH	国泰君安	20.21	1,714	1.54	1.43	1.43	1.37	15.66	17.82	26.25	18.87	增持
000776.SZ	广发证券	16.71	1,153	1.62	1.50	1.50	1.44	15.86	14.82	29.62	18.98	增持
600999.SH	招商证券	18.52	1,155	2.07	1.93	1.89	1.81	22.96	21.44	28.04	21.48	增持
601066.SH	中信建投	24.14	1,616	4.50	4.22	3.88	3.47	35.10	45.97	59.78	40.40	中性
601881.SH	中国银河	13.27	1,031	2.18	2.09	2.04	1.99	26.10	33.79	47.39	40.21	未有评级
002736.SZ	国信证券	13.24	1,086	2.51	2.31	2.24	2.16	23.83	23.73	35.78	31.52	未有评级
601788.SH	光大证券	13.33	568	1.30	1.27	1.23	1.20	20.40	20.38	24.69	21.85	未有评级
601901.SH	方正证券	7.84	645	1.82	1.72	1.69	1.66	25.29	43.56	43.56	43.56	未有评级
300059.SZ	东方财富	19.25	1,045	5.34	6.78	6.34	5.83	139.39	156.21	89.78	71.65	买入
600958.SH	东方证券	12.11	777	1.86	1.60	1.64	1.60	32.53	23.83	68.80	33.39	增持
601377.SH	兴业证券	7.17	480	1.52	1.44	1.48	1.43	23.46	21.01	354.75	25.99	中性
000728.SZ	国元证券	10.75	362	1.02	1.43	1.40	1.37	14.93	26.88	34.68	29.86	未有评级
601555.SH	东吴证券	11.22	337	1.66	1.62	1.60	1.59	22.44	43.15	86.31	90.85	未有评级
600369.SH	西南证券	5.90	333	1.75	1.72	1.70	1.67	36.88	49.17	65.56	49.17	未有评级
600109.SH	国金证券	11.29	341	1.95	1.81	1.76	1.71	26.32	28.44	33.21	29.71	未有评级
000783.SZ	长江证券	7.84	434	1.70	1.64	1.61	1.58	17.82	28.00	49.00	41.26	中性
000686.SZ	东北证券	10.61	248	1.59	1.58	1.57	1.55	18.29	37.89	75.79	79.77	未有评级
601198.SH	东兴证券	15.04	415	2.26	2.16	2.12	2.09	28.54	31.66	63.33	60.31	未有评级
000750.SZ	国海证券	6.03	254	1.85	1.85	1.84	1.82	25.13	67.00	134.00	127.62	未有评级
601099.SH	太平洋	4.16	284	2.40	2.42	2.41	2.41	41.60	244.71	489.41	515.17	未有评级
002673.SZ	西部证券	11.93	418	2.69	2.38	2.35	2.32	29.83	51.80	103.60	115.12	未有评级
002500.SZ	山西证券	9.66	273	2.23	2.19	2.17	2.15	56.82	69.00	138.00	145.26	未有评级
002797.SZ	第一创业	7.72	270	1.96	3.05	3.02	2.98	28.59	64.33	128.67	135.44	未有评级
601375.SH	中原证券	6.14	187	2.28	2.37	2.34	2.32	27.91	55.82	111.64	117.51	未有评级
600909.SH	华安证券	7.34	266	2.24	2.17	2.14	2.11	34.95	40.78	81.56	85.85	未有评级
601878.SH	浙商证券	11.37	379	3.57	2.80	2.75	2.69	27.73	33.44	66.88	70.40	未有评级
601108.SH	财通证券	12.75	458	2.79	2.26	2.21	2.12	23.18	28.33	56.67	26.56	未有评级
601990.SH	南京证券	13.85	381	3.71	3.66	3.62	3.58	69.25	81.47	162.94	171.52	未有评级
002926.SZ	华西证券	11.51	302	2.03	1.89	1.86	1.82	14.57	23.49	46.98	49.45	未有评级
	大券商		15,478	2.12	2.00	1.92	1.82	23.42	24.32	34.67	25.92	
	行业		24,366	2.23	2.20	2.14	2.07	31.00	45.99	86.86	72.75	
	中小券商		11,572	2.28	2.30	2.25	2.20	34.79	56.82	112.96	96.16	

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 4 月 19 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



5 风险提示

- 1) 利率变化导致市场资金成本变化、对信用业务的融资成本产生影响，同时市场连续下跌引发信用业务风险；
- 2) 证券行业目前同质化竞争较为激烈，各公司提供的服务差距较小，随着外资逐渐进入国内资本市场，其强大的主动管理能力与运营经验，或将抢占部分资管业务与创新业务市场份额；
- 3) 证券公司海外布局加速，承担相应的海外市场风险和投资风险。；
- 4) 中美关系等国际环境对宏观经济带来的影响超预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371