

市场疲弱业绩下滑，业务转型成效初显

——证券行业 2018 年报综述

强于大市（维持）

日期：2019 年 04 月 22 日

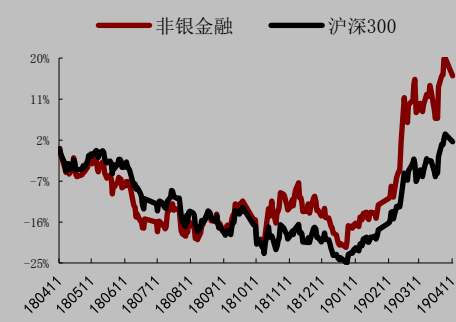
投资要点：

- **上市券商 2018 年经营情况：**截止上周五，我们跟踪的发布年报的 23 家上市券商合计实现归母净利润 838.27 亿元，同比下降 37.90%，ROE4.46%，较上年减少 2.96pct。从上市券商 2018 年收入结构看，剔除会计变更影响，自营收入占比下滑最多，收入占比减少 4.65pct，经纪、投行、融资业务净收入占比分别减少 1.56pct、1.39pct、1.83pct，资管和其他业务收入占比分别增加 1.15pct、8.28pct。
- **上市券商 2018 年资本情况：**从 23 家上市券商的数据看，在弱市下整体上仍保持了净资产和总资产的稳定，主要是通过股债等多种手段进行了融资，也有一些券商因为自营、股票质押等重资产业务亏损，导致净资产和总资产有所下滑。
- **上市券商 2018 年分业务经营情况：**1、经纪业务：佣金率企稳，财富管理 and 机构化转型成效初显。证券行业 2018 年佣金率下滑幅度持续放缓，维持在万三之上。东方财富依托互联网优势，兴业证券、中信证券、东方证券得益于机构化转型，经纪净收入下滑在 15% 以内。2、投行业务：集中度提升费率下滑，部分券商经营有特色。2018 年 IPO、增发和债券规模前五名集中度分别增长 6.30pct、5.96pct 和 15.56pct，龙头优势愈发明显。华泰证券和中信建投聚焦行业龙头、海通证券国际化转型、光大证券发力创新品种，业绩表现较好。3、自营业务：量升价跌收入下滑，固收占比高的券商业绩较好。2018 年自营盘权益类占比不足 10% 的券商如第一创业、华安证券、中信建投，投资收益率较高。4、资管业务：主动管理占比提升，部分中小券商表现超预期。华安证券、东方证券、方正证券等资管收入涨幅较多，主要受益于规模降幅较小、主动占比业务提升、基金业务增长等因素。5、融资业务：规模收缩收入下滑，计提较多减值。申万宏源、中国银河等由于近两年进行了股权融资，业务规模提升。
- **投资建议：**2018 年市场表现较为疲弱，券商各业务条线均出现下滑，且由于自营、融资业务减值计提较多，净利润下滑幅度更大。行业内业绩分化明显，除了中信证券等龙头券商业绩降幅较小，东方财富等中小券商也在某项业务上实现突围，业绩表现优异。虽然 2018 年上市券商整体业绩表现较弱，但在经纪转型财富管理和机构化、投行国际化和创新化、资管主动管理转型等方面有所成效，且计提减值充分，利于 2019 年轻装上阵。2019 年政策环境宽松，科创板顺利推进，市场交投回暖，券商经营数据大幅回暖，业绩拐点不断得到确认，从长期看，在金融供给侧结构性改革下，券商作为资本市场的关键枢纽，将受益于资本市场扩容、直接融资占比提升，我们看好证券行业未来的发展，给予行业“强于大市”评级，仍看好行业龙头中信证券和华泰证券，以及海通证券、广发证券等低估值大型券商，同时关注经营有特色，去年业绩基数低的中小券商。
- **风险因素：**市场波动超预期、经营不及预期、外资券商竞争超预期

盈利预测和投资评级

股票简称	18A	19E	19PE	评级
中信证券	0.77	1.09	22.28	买入
华泰证券	0.61	0.97	22.33	买入
海通证券	0.45	0.57	25.19	增持
广发证券	0.56	0.83	19.95	增持

非银金融行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2019 年 04 月 21 日

分析师：缴文超/张译从

执业证书编号：0270518030001/S0270518090001

电话：010-66060126

邮箱：jiaowc@wlzq.com/zhangyc1@wlzq.com

研究助理：喻刚/孔文彬

电话：010-66060126/021-60883489

邮箱：yugang@wlzq.com/kongwb@wlzq.com

目录

1、上市券商 2018 年整体经营情况.....	4
1.1 盈利情况：整体业绩大幅下滑，券商分化明显.....	4
1.2 收入结构：自营占比下滑最多，券商业务布局存在差异.....	5
1.3 成本情况：减值损失和其他成本大增，管理费略减.....	7
1.4 资本情况：净资产和总资产整体略增，券商资本规模增减不一.....	8
2、上市券商 2018 年分业务经营情况.....	9
2.1 经纪业务：佣金率企稳，财富管理和机构化转型成效初显.....	9
2.2 投行业务：集中度提升费率下滑明显，部分券商经营有特色.....	11
2.3 自营业务：量升价跌收入下滑，固收占比高的券商业绩较好.....	12
2.4 资管业务：主动管理占比提升，部分中小券商表现超预期.....	14
2.5 融资业务：规模收缩收入下滑，计提较多减值拖累业绩.....	15
3、投资建议.....	17
4、风险提示.....	17
图表 1：上市券商 2018 年营业收入和归母净利润情况	4
图表 2：上市券商 2018 年收入结构及较上年变化情况	5
图表 3：上市券商 2018 年分业务收入及较上年变化情况	6
图表 4：上市券商 2018 年成本分解及较上年变化情况	7
图表 5：上市券商 2018 年成本结构及较上年变化情况	8
图表 6：上市券商 2018 年和归母净资产和总资产情况	9
图表 7：证券行业经纪佣金率及变化情况	10
图表 8：部分上市券商 2018 年佣金率及变化情况	10
图表 9：上市券商 2018 年经纪净收入同比情况	10
图表 10：上市券商 2018 年代理买卖证券款同比情况	10
图表 11：上市券商 2018 年代理买卖证券款机构占比情况	10
图表 12：上市券商 2018 年代销金融产品收入情况	10
图表 13：上市券商投行净收入（亿元）	11
图表 14：上市券商投行承销规模（亿元）	11
图表 15：上市券商费率情况	11
图表 16：上市券商承销规模前五名集中度情况	11
图表 17：上市券商 2018 年投行净收入及增减情况	12
图表 18：上市券商 IPO 市场份额及增减情况	12
图表 19：上市券商增发规模市场份额及增减情况	12
图表 20：上市券商债券承销市场份额及增减情况	12
图表 21：上市券商自营收入、规模、结构和收益率情况	13
图表 22：上市券商 2018 年自营收入和变化情况	13
图表 23：上市券商 2018 年自营规模和变化情况	13
图表 24：上市券商 2018 年自营盘权益占比和增减变化	13
图表 25：上市券商 2018 年自营收益率和增减变化	13
图表 26：上市券商资管收入、规模、结构和费率情况	14
图表 27：上市券商 2018 年资管净收入及同比变化	14
图表 28：上市券商 2018 年资管规模及同比变化	14
图表 29：上市券商 2018 年基金净收入占比及同比变化	14

图表 30: 上市券商 2018 年集资管占比及增减情况	14
图表 31: 上市券商利息净收入、两融和股票质押收入规模和利率	15
图表 32: 上市券商 2018 年两融利息收入及同比变化	16
图表 33: 上市券商 2018 年融出资金及同比变化	16
图表 34: 上市券商 2018 年两融利率及同增减情况	16
图表 35: 上市券商 2018 年股票质押收入及同比变化	16
图表 36: 上市券商 2018 年股票质押规模及同比变化	16
图表 37: 上市券商 2018 年股票质押利率及增减情况	16
图表 38: 部分券商两融和股票质押减值情况	17

万联证券

1、上市券商 2018 年整体经营情况

1.1 盈利情况：整体业绩大幅下滑，券商分化明显

截止2019年4月19日，我们跟踪的上市券商有23家发布2018年年报，合计实现营业收入2542.33亿元，同比下滑12.40%，实现归母净利润838.27亿元，同比下降37.90%，ROE为4.46%，较上年减少2.96pct。2018年上市券商营业收入下滑明显，由于计提减值较多、成本具备刚性等因素，归母净利润下滑更多。

2018年上市券商业绩分化也十分明显。从归母净利润规模口径看，排名前五的券商为中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券和招商证券，归母净利润均值超60亿元；排名后五的券商为兴业证券、第一创业、光大证券、国海证券和中原证券，合计归母净利润仅为5.02亿元。从归母净利润增速口径看，东方财富实现逆势增长，申万宏源、华安证券、国金证券和中信建投降幅较小，降幅在20%以内；降幅较多的券商为光大证券、兴业证券、中原证券、国海证券和第一创业，降幅在70%以上，多发生了自营、股票质押、子公司投资等业务“踩雷”。

图表1：上市券商2018年营业收入和归母净利润情况

代码	证券简称	营业收入 (亿元)			归母净利润 (亿元)		
		2017A	2018A	同比	2017A	2018A	同比
600030.SH	中信证券	432.92	372.21	-14.02%	114.33	93.90	-17.87%
601211.SH	国泰君安	238.04	227.19	-4.56%	98.82	67.08	-32.11%
600837.SH	海通证券	282.22	237.65	-15.79%	86.18	52.11	-39.54%
601688.SH	华泰证券	211.09	161.08	-23.69%	92.77	50.33	-45.75%
600999.SH	招商证券	133.53	113.22	-15.21%	57.86	44.25	-23.52%
000776.SZ	广发证券	215.76	152.70	-29.22%	85.95	43.00	-49.97%
000166.SZ	申万宏源	133.68	152.77	14.29%	46.00	41.60	-9.55%
601066.SH	中信建投	113.03	109.07	-3.50%	40.15	30.87	-23.11%
601881.SH	中国银河	113.44	99.25	-12.51%	39.81	28.87	-27.47%
600958.SH	东方证券	105.32	103.03	-2.17%	35.54	12.31	-65.36%
600109.SH	国金证券	43.91	37.66	-14.22%	12.01	10.10	-15.89%
300059.SZ	东方财富	25.47	31.23	22.64%	6.37	9.59	50.52%
601878.SH	浙商证券	46.11	36.95	-19.86%	10.64	7.37	-30.71%
000728.SZ	国元证券	35.11	25.38	-27.71%	12.04	6.70	-44.31%
601901.SH	方正证券	59.53	57.23	-3.87%	14.53	6.61	-54.48%
600909.SH	华安证券	19.18	17.61	-8.15%	6.50	5.54	-14.77%
000686.SZ	东北证券	49.26	67.80	37.64%	6.67	3.01	-54.82%
600369.SH	西南证券	30.61	27.44	-10.34%	6.69	2.27	-66.08%
601377.SH	兴业证券	88.19	64.99	-26.30%	22.85	1.35	-94.08%
002797.SZ	第一创业	19.52	17.70	-9.31%	4.23	1.24	-70.59%
601788.SH	光大证券	98.38	77.12	-21.61%	30.16	1.03	-96.57%
000750.SZ	国海证券	26.59	21.23	-20.16%	3.76	0.73	-80.53%
601375.SH	中原证券	21.48	16.50	-23.19%	4.42	0.66	-85.12%
合计		2,542.33	2,227.03	-12.40%	838.27	520.55	-37.90%

资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

1.2 收入结构：自营占比下滑最多，券商业务布局存在差异

从上市券商2018年收入结构看，自营收入占比下滑最多，若剔除掉会计变更的影响（固收类利息由“投资收益”计入“债权投资和其他债权投资利息收入”），23家上市券商2018年实现自营收入634.66亿元，同比下滑24.69%，收入占比减少4.65pct。除了自营业务，经纪、投行、融资业务净收入分别下滑18.27%、22.38%、27.60%，收入占比分别减少1.56pct、1.39pct、1.83pct，主要受到2018年权益二级市场表现较差的拖累。此外，资管和其他业务收入占比分别增加1.15pct、8.28pct，主要受益于资管规模企稳、主动资管占比提升，业务多元化转型等因素。

从分券商收入结构看，业务各有侧重。在经纪业务方面，东方财富依托互联网的优势，基金代销业务发展迅速，2018年经纪收入占比为67.34%，实现了逆势增长；在投行业务方面，中信建投优势明显，2018年投行业务收入占比为28.74%；在自营业务方面，西南证券2018年自营收入占比为61.24%，国海证券也超过50%；在资管业务方面，第一创业、广发证券和东方证券2018年资管收入占比超过20%；在融资业务方面，中国银河、国元证券和国泰君安2018年利息净收入占比超过20%；在其他业务方面，东北证券、东方证券和海通证券2018年其他业务收入占比超过30%，东北证券、东方证券其他收入来源主要是大宗商品业务，但几乎不贡献利润，海通证券的其他业务收入占比高主要是由于多元化转型，各个子公司贡献较多收入。

图表2：上市券商2018年收入结构及较上年变化情况

证券简称	经纪		投行		自营		资管		融资		其他	
	收入占比	较上年增减	收入占比	较上年增减	收入占比	较上年增减	收入占比	较上年增减	收入占比	较上年增减	收入占比	较上年增减
东方财富	67.34%	1.65%	1.27%	-0.52%	8.34%	1.32%	0.45%	-1.61%	19.80%	3.48%	2.81%	-4.31%
方正证券	39.01%	-9.68%	5.85%	-0.72%	38.60%	12.37%	5.87%	1.00%	1.98%	-8.22%	8.68%	5.25%
华安证券	31.83%	-8.71%	4.47%	-0.24%	43.99%	24.38%	5.31%	1.77%	9.50%	-20.15%	4.90%	2.95%
中国银河	34.90%	-3.84%	5.35%	0.44%	21.36%	1.47%	7.52%	1.42%	22.85%	-3.48%	8.02%	3.99%
申万宏源	21.35%	-12.76%	5.73%	-4.72%	38.33%	8.61%	7.85%	-1.90%	8.91%	-4.18%	17.82%	14.93%
招商证券	27.86%	-2.36%	12.78%	-3.69%	27.72%	-0.16%	10.62%	2.04%	15.42%	1.96%	5.61%	2.21%
国金证券	26.37%	-1.76%	19.15%	-11.99%	26.94%	16.65%	3.54%	-0.77%	15.41%	-0.95%	8.59%	-1.19%
中信建投	21.01%	-5.94%	28.74%	-0.88%	33.62%	12.21%	6.34%	-1.08%	6.88%	-4.84%	3.41%	0.52%
光大证券	28.58%	1.69%	13.73%	2.15%	25.14%	-1.06%	12.16%	0.96%	7.28%	-5.38%	13.11%	1.64%
中原证券	26.28%	0.93%	7.07%	1.63%	26.08%	6.76%	6.04%	1.77%	12.10%	-9.37%	22.44%	-1.72%
国海证券	24.68%	-0.58%	12.33%	-5.05%	54.57%	9.33%	9.04%	2.79%	-23.86%	-10.17%	23.24%	3.68%
国泰君安	19.28%	-4.27%	8.84%	-2.53%	30.65%	1.66%	6.60%	-0.89%	20.89%	-3.09%	13.74%	9.11%
西南证券	18.08%	-3.58%	18.00%	-2.46%	61.24%	-1.58%	2.69%	-0.05%	-16.33%	-9.22%	16.32%	16.89%
国元证券	21.77%	0.38%	11.51%	-2.03%	38.72%	4.05%	3.83%	0.54%	21.29%	-2.71%	2.88%	-0.24%
浙商证券	18.96%	-2.12%	7.75%	-2.79%	24.22%	7.25%	6.51%	-0.91%	8.58%	-0.48%	33.99%	-0.95%
广发证券	22.61%	2.52%	7.96%	-4.80%	30.46%	-13.34%	24.51%	6.05%	0.68%	-1.50%	13.78%	11.07%
华泰证券	21.02%	1.08%	12.10%	2.44%	28.91%	-11.68%	15.35%	4.43%	15.94%	-1.12%	6.68%	4.85%
中信证券	19.96%	1.38%	9.78%	-0.40%	25.88%	-4.88%	15.67%	2.52%	4.21%	-1.34%	24.50%	2.73%
兴业证券	20.76%	3.71%	12.86%	-0.24%	27.52%	-15.03%	4.40%	-0.31%	-5.14%	-9.88%	39.60%	21.76%
东北证券	9.95%	-5.35%	3.34%	-3.15%	24.20%	-7.56%	2.49%	-1.74%	1.15%	3.74%	58.86%	14.06%
第一创业	13.19%	-1.37%	14.43%	-5.30%	33.48%	12.12%	32.92%	1.13%	-2.47%	-8.90%	8.46%	2.31%
东方证券	13.12%	-0.85%	11.02%	-1.54%	32.90%	-35.62%	23.10%	4.32%	-18.02%	1.07%	37.89%	32.61%
海通证券	12.65%	-1.32%	13.54%	1.74%	16.94%	-18.63%	8.10%	0.67%	18.14%	5.15%	30.64%	12.39%
总计	21.66%	-1.56%	10.85%	-1.39%	28.50%	-4.65%	11.20%	1.15%	8.72%	-1.83%	19.08%	8.28%

注：1、东方财富的“电子商务收入”由于大部分是天天基金网代销收入，为方便比较，我们将其计入经纪业务；

2、2018年自营和融资收入剔除了会计变更的影响

资料来源: wind、券商年报、万联证券研究所

从上市券商分业务收入变化情况来看,弱市下有些券商经营仍有亮点。在经纪业务方面,东方财富实现收入逆势增长25.73%(将天天基金代销收入纳入经纪收入口径),主要源于互联网金融平台海量和流量和低成本,尤其是天天基金网的基金代销规模增长迅速,同时中信证券和东方证券的经纪收入降幅均在10%以内,机构业务占比高提供了业绩稳定剂。在投行业务方面,中原证券、海通证券、华泰证券收入降幅在5%以内,海通证券债券承销规模增长,中原证券和华泰证券IPO规模有所提升。在自营业务方面,国金证券、华安证券和中信建投实现收入涨幅50%以上,国金证券自营规模和收益率齐升,华安证券虽然收益率下滑较多,但自营规模增长幅度更大,中信建投自营规模增幅有所提升,同时收益率降幅较小。在资管业务方面,东方证券收入涨幅在20%以上,受益于规模和主动占比业务提升双重因素。在融资业务方面,西南证券、东方财富和国海证券利息净收入涨幅在35%以上。

图表3: 上市券商2018年分业务收入及较上年变化情况

证券简称	经纪		投行		自营		资管		融资		其他	
	金额(亿元)	同比变化	金额(亿元)	同比变化	金额(亿元)	同比变化	金额(亿元)	同比变化	金额(亿元)	同比变化	金额(亿元)	同比变化
中信证券	74.29	-7.66%	36.39	-17.40%	96.32	-27.67%	58.34	2.43%	15.68	-34.81%	91.19	-3.23%
国泰君安	43.80	-21.87%	20.09	-25.81%	69.63	0.92%	15.00	-15.86%	47.45	-16.85%	31.21	183.55%
中国银河	34.64	-21.18%	5.31	-4.70%	21.20	-6.02%	7.47	7.79%	22.67	-24.07%	7.96	74.27%
广发证券	34.53	-20.36%	12.16	-55.85%	46.51	-50.78%	37.43	-6.01%	1.03	-77.99%	21.04	260.46%
华泰证券	33.86	-19.57%	19.49	-4.41%	46.57	-45.64%	24.73	7.26%	25.67	-28.68%	10.76	178.17%
申万宏源	32.62	-28.45%	8.76	-37.29%	58.56	47.41%	11.99	-8.01%	13.62	-22.17%	27.23	605.77%
招商证券	31.54	-21.85%	14.46	-34.20%	31.38	-15.70%	12.02	4.92%	17.46	-2.84%	6.36	39.81%
海通证券	30.06	-23.74%	32.17	-3.38%	40.25	-59.90%	19.25	-8.25%	43.12	17.62%	72.81	41.35%
中信建投	22.91	-24.77%	31.35	-6.37%	36.68	51.53%	6.91	-17.52%	7.51	-43.36%	3.72	13.99%
方正证券	22.32	-22.98%	3.35	-14.35%	22.09	41.46%	3.36	15.86%	1.14	-81.30%	4.97	142.95%
光大证券	22.04	-16.69%	10.59	-7.02%	19.39	-24.78%	9.38	-14.90%	5.62	-54.91%	10.11	-10.41%
东方财富	21.03	25.73%	0.40	-12.99%	2.60	45.65%	0.14	-73.39%	6.18	48.76%	0.88	-51.64%
东方证券	13.52	-8.14%	11.36	-14.13%	33.89	-53.03%	23.80	20.36%	-18.57	-7.65%	39.04	602.93%
兴业证券	13.49	-10.24%	8.36	-27.66%	17.89	-52.33%	2.86	-31.17%	-3.34	-179.68%	25.74	63.56%
国金证券	9.93	-19.60%	7.21	-47.25%	10.14	124.69%	1.33	-29.50%	5.80	-19.18%	3.24	-24.63%
浙商证券	7.00	-27.92%	2.86	-41.10%	8.95	14.38%	2.40	-29.71%	3.17	-24.12%	12.56	-22.04%
东北证券	6.75	-10.46%	2.27	-29.20%	16.41	4.85%	1.69	-18.92%	0.78	-161.47%	39.91	80.84%
华安证券	5.61	-27.89%	0.79	-12.77%	7.75	105.99%	0.93	37.71%	1.67	-70.58%	0.86	131.02%
国元证券	5.52	-26.42%	2.92	-38.53%	9.83	-19.26%	0.97	-15.77%	5.40	-35.88%	0.73	-33.21%
国海证券	5.24	-21.99%	2.62	-43.37%	11.58	-3.71%	1.92	15.51%	-5.06	39.16%	4.93	-5.14%
西南证券	4.96	-25.16%	4.94	-21.14%	16.80	-12.60%	0.74	-11.88%	-4.48	105.99%	4.48	-2668.25%
中原证券	4.34	-20.37%	1.17	-0.08%	4.30	3.67%	1.00	8.69%	2.00	-56.70%	3.70	-28.67%
第一创业	2.33	-17.84%	2.55	-33.66%	5.93	42.13%	5.83	-6.09%	-0.44	-134.96%	1.50	24.83%
总计	482.34	-18.27%	241.55	-22.38%	634.66	-24.69%	249.48	-2.41%	194.09	-27.60%	424.90	54.81%

注: 1、东方财富的“电子商务收入”由于大部分是天天基金网代销收入,为方便比较,我们将其计入经纪业务;

2、2018年自营和融资收入剔除了会计变更的影响

资料来源: wind、券商年报、万联证券研究所

1.3 成本情况：减值损失和其他成本大增，管理费略减

上市券商2018年净利润降幅远高于营收降幅，主要是由于营业成本增长较多，从已公布年报的23家券商的数据看，整体成本率较上年增加12.14pct至68.91%，主要是减值损失和其他成本上升。在营业成本中，业务及管理费占比最高，2018年合计为1087.37亿元，占营业成本比例为70.53%，同比降低7.35%，较上年减少10.42pct，反应在弱市下券商主动或被动进行成本削减有所成效；2018年减值损失125.75亿元，同比增长55.24%，占成本比例为8.19%，较上年增加2.58pct，主要是自营权益亏损、股票质押受损等原因；2018年其他成本为298.80亿元，同比大增76.22，占成本比例为19.47%，较上年增加7.72%，主要是由于大宗商品业务、多元化业务占比提升。

从分券商的数据看，成本率差别较大，2018年东北证券、中原证券、第一创业成本率均高于95%，东北证券主要由于期货大宗商品业务占比较高，对应的成本也较高，其他成本占比超过50%，中原证券和第一创业主要是由于减值损失计提较多，占成本比例分别增加15.22pct、9.84pct。而招商证券、国泰君安的成本率均在60%以下，主要是由于风控能力较强，减值损失增加较少，同时成本管理能力强，管理费用率较低。从成本率的变化情况看，2018年东方财富成本率逆势下降，主要是由于互联网模式管理成本很低且易于调整，重资产业务占比小减值损失较少。

图表4：上市券商2018年成本分解及较上年变化情况

券商简称	成本率		营业税金及附加		业务及管理费		减值损失		其他	
	数值	较上年增减	金额 (亿元)	同比变化	金额 (亿元)	同比变化	金额 (亿元)	同比变化	金额 (亿元)	同比变化
东北证券	96.33%	11.65%	0.28	3.51%	21.00	0.73%	6.81	194.80%	37.22	103.55%
中原证券	95.10%	26.45%	0.13	-15.81%	10.03	-6.46%	3.20	321.09%	2.33	-24.92%
第一创业	95.02%	21.97%	0.18	26.23%	14.55	5.97%	1.98	611.15%	0.10	-0.78%
国海证券	93.01%	14.42%	0.26	5.12%	15.61	-14.43%	1.64	154.51%	2.23	26.64%
西南证券	92.05%	21.01%	0.27	2.53%	17.80	-14.51%	3.76	594.71%	3.42	2852.52%
兴业证券	89.75%	25.45%	0.62	-8.13%	45.68	-12.97%	6.90	105.50%	5.13	2751.57%
东方证券	87.80%	26.77%	0.72	9.76%	50.39	-8.42%	1.57	-63.81%	37.77	790.98%
方正证券	84.70%	13.15%	0.45	-9.10%	40.17	-1.55%	4.72	535.31%	3.14	463.24%
光大证券	77.65%	19.03%	0.64	-9.57%	51.24	-2.10%	7.82	73.38%	0.19	55.28%
浙商证券	73.45%	3.83%	0.26	-14.48%	16.73	-5.72%	-0.41	-172.07%	10.56	-21.61%
东方财富	72.75%	-8.61%	0.31	15.41%	11.92	-7.15%	0.12	-85.38%	0.00	-
海通证券	70.08%	13.62%	1.72	3.65%	93.83	-3.82%	16.47	-2.34%	54.53	26.03%
中信证券	67.66%	5.20%	2.55	-0.35%	153.08	-9.92%	22.11	28.47%	74.12	-8.20%
国元证券	66.86%	11.08%	0.53	50.38%	14.70	-17.41%	1.61	23.92%	0.13	-2.61%
国金证券	66.43%	0.69%	0.20	-29.28%	22.99	-18.86%	1.83	618.67%	0.00	-
申万宏源	65.96%	10.42%	1.30	14.76%	69.48	1.66%	6.59	53.72%	23.40	-
中国银河	63.00%	5.74%	1.02	-1.60%	50.46	-11.61%	4.08	-40.13%	6.96	-
中信建投	62.96%	10.40%	0.80	-8.30%	56.26	-2.55%	11.54	1411.53%	0.07	67.43%
华安证券	61.48%	6.31%	0.24	10.03%	9.52	-5.21%	0.68	150.30%	0.39	710.83%
广发证券	60.36%	14.08%	1.06	-15.82%	76.21	-19.44%	3.03	-23.84%	11.87	-
华泰证券	59.80%	11.20%	1.40	-8.33%	81.67	-16.23%	8.68	235.09%	4.58	363.26%
国泰君安	59.12%	15.66%	1.52	-0.97%	102.40	10.54%	9.78	32.48%	20.61	986.29%
招商证券	51.94%	5.15%	0.88	-8.57%	56.65	-7.31%	1.24	205.63%	0.03	-
总计	68.91%	12.14%	17.35	-1.37%	1,082.37	-7.35%	125.75	55.24%	298.80	76.22%

注：成本率=营业成本/营业收入

资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

图表5：上市券商2018年成本结构及较上年变化情况

证券简称	营业税金及附加 (亿元)		业务及管理费 (亿元)		减值损失 (亿元)		其他 (亿元)	
	成本占比	较上年增减	成本占比	较上年增减	成本占比	较上年增减	成本占比	较上年增减
东北证券	0.43%	-0.22%	32.15%	-17.82%	10.43%	4.89%	56.99%	13.15%
中原证券	0.85%	-0.23%	63.91%	-8.79%	20.37%	15.22%	14.87%	-6.21%
第一创业	1.07%	0.07%	86.51%	-9.79%	11.79%	9.84%	0.62%	-0.12%
国海证券	1.34%	0.14%	79.04%	-8.24%	8.32%	5.23%	11.30%	2.87%
西南证券	1.08%	-0.14%	70.47%	-25.28%	14.89%	12.40%	13.56%	13.02%
兴业证券	1.06%	-0.13%	78.32%	-14.26%	11.82%	5.90%	8.80%	8.48%
东方证券	0.80%	-0.23%	55.70%	-29.92%	1.74%	-5.02%	41.76%	35.16%
方正证券	0.93%	-0.23%	82.87%	-12.92%	9.73%	7.99%	6.47%	5.17%
光大证券	1.07%	-0.16%	85.56%	-5.19%	13.07%	5.24%	0.31%	0.10%
浙商证券	0.97%	0.01%	61.64%	6.36%	-1.53%	-3.32%	38.93%	-3.06%
东方财富	1.37%	0.07%	52.44%	-9.49%	0.52%	-3.41%	0.00%	0.00%
海通证券	1.03%	-0.01%	56.34%	-4.88%	9.89%	-0.69%	32.74%	5.59%
中信证券	1.01%	0.07%	60.78%	-2.06%	8.78%	2.41%	29.43%	-0.43%
国元证券	3.11%	1.32%	86.66%	-4.25%	9.46%	2.85%	0.77%	0.08%
国金证券	0.79%	-0.18%	91.88%	-6.27%	7.33%	6.45%	0.00%	0.00%
申万宏源	1.29%	-0.24%	68.95%	-23.10%	6.54%	0.77%	23.22%	22.57%
中国银河	1.64%	0.04%	80.70%	-7.19%	6.53%	-3.97%	11.13%	11.13%
中信建投	1.16%	-0.30%	81.93%	-15.25%	16.80%	15.52%	0.10%	0.03%
华安证券	2.18%	0.15%	87.93%	-7.01%	6.29%	3.72%	3.59%	3.14%
广发证券	1.15%	-0.11%	82.68%	-12.05%	3.29%	-0.70%	12.88%	12.86%
华泰证券	1.45%	-0.04%	84.79%	-10.24%	9.01%	6.49%	4.75%	3.79%
国泰君安	1.13%	-0.35%	76.24%	-13.31%	7.28%	0.15%	15.35%	13.51%
招商证券	1.50%	-0.04%	96.33%	-1.47%	2.11%	1.46%	0.06%	0.06%
总计	1.13%	-0.09%	70.53%	-10.42%	8.19%	2.58%	19.47%	7.72%

资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

1.4 资本情况：净资产和总资产整体略增，券商资本规模增减不一

从已披露年报的23家上市券商的数据看，在弱市下整体上仍保持了净资产和总资产的稳定，主要是通过股债等多种手段进行了融资，也有一些券商因为自营、股票质押等重资产业务亏损，导致净资产和总资产有所下滑。

从各券商情况来看，归母净资产规模上千亿的在2018年新增一家华泰证券，主要是由于进行了140亿定增，同比增长18.39%，申万宏源归母净资产2018年同比增长25.73%，也是由于实施了120亿定增。此外，中信建投由于进行了IPO融资，东方财富由于盈利较多未分配利润增加，两者归母净资产都实现了5%的增长。从总资产情况看，申万宏源、华安证券和国金证券同比增速超过10%，申万宏源主要由于股权融资规模提升，华安证券和国金证券主要由于自营规模的增长；中信建投、东方财富和国海证券同比减少4%以上，主要是由于融资类业务资产的收缩。

图表6：上市券商2018年和归母净资产和总资产情况

代码	证券简称	归母净资产 (亿元)			总资产 (亿元)		
		2017A	2018A	同比	2017A	2018A	同比
600030.SH	中信证券	1,497.99	1,531.41	2.23%	6,255.75	6,531.33	4.41%
601211.SH	国泰君安	1,231.28	1,234.50	0.26%	4,316.48	4,367.29	1.18%
600837.SH	海通证券	1,177.55	1,178.59	0.09%	5,347.06	5,746.24	7.47%
601688.SH	华泰证券	873.36	1,033.94	18.39%	3,814.83	3,686.66	-3.36%
000776.SZ	广发证券	848.54	850.18	0.19%	3,569.05	3,891.06	9.02%
600999.SH	招商证券	792.30	807.23	1.88%	2,856.44	3,049.31	6.75%
000166.SZ	申万宏源	551.97	693.99	25.73%	2,999.43	3,477.25	15.93%
601881.SH	中国银河	645.13	659.82	2.28%	2,548.15	2,513.63	-1.35%
600958.SH	东方证券	529.86	517.39	-2.35%	2,318.60	2,268.70	-2.15%
601066.SH	中信建投	437.54	475.77	8.74%	2,058.83	1,950.82	-5.25%
601788.SH	光大证券	485.76	472.03	-2.83%	2,058.64	2,057.79	-0.04%
601901.SH	方正证券	374.29	377.53	0.87%	1,483.36	1,482.22	-0.08%
601377.SH	兴业证券	334.29	325.05	-2.76%	1,530.55	1,551.38	1.36%
000728.SZ	国元证券	253.73	246.36	-2.90%	796.79	780.39	-2.06%
600109.SH	国金证券	188.37	194.90	3.47%	420.93	466.67	10.87%
600369.SH	西南证券	193.84	185.95	-4.07%	636.94	636.95	0.00%
300059.SZ	东方财富	146.78	156.95	6.93%	418.45	398.11	-4.86%
000686.SZ	东北证券	156.71	150.35	-4.05%	599.39	650.23	8.48%
601878.SH	浙商证券	135.14	136.64	1.11%	529.20	569.75	7.66%
000750.SZ	国海证券	137.55	135.73	-1.32%	660.09	631.67	-4.31%
600909.SH	华安证券	122.63	125.25	2.13%	399.08	444.12	11.28%
601375.SH	中原证券	101.70	99.51	-2.15%	406.61	421.55	3.67%
002797.SZ	第一创业	88.57	88.02	-0.62%	331.20	335.64	1.34%
合计		11,304.87	11,677.11	3.29%	46,355.86	47,908.76	3.35%

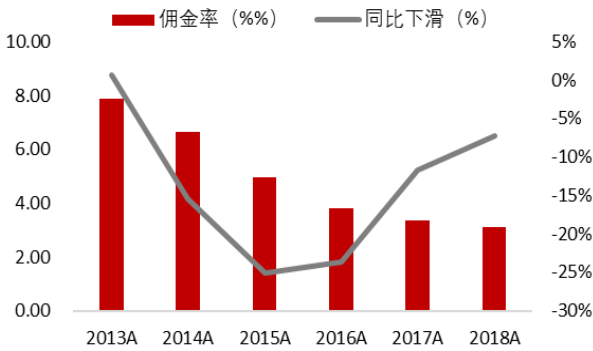
资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

2、上市券商 2018 年分业务经营情况

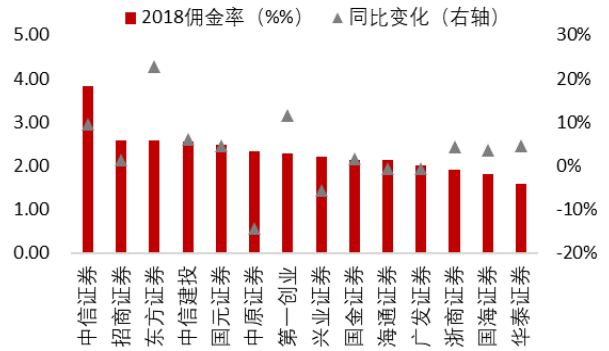
2.1 经纪业务：佣金率企稳，财富管理和机构化转型成效初显

从证券行业的整体情况看，2018年佣金率同比下滑7.28%，下滑幅度持续放缓，维持在万分之三以上，根据13家在年报中披露交易数据的上市券商计算（交易所自2018年3月以后不再披露各券商的交易量数据，部分券商在年报中披露，但可能存在统计口径的误差），佣金率大多有所提升，行业经纪佣金率企稳的态势明显。

图表7：证券行业经纪佣金率及变化情况



图表8：部分上市券商2018年佣金率及变化情况

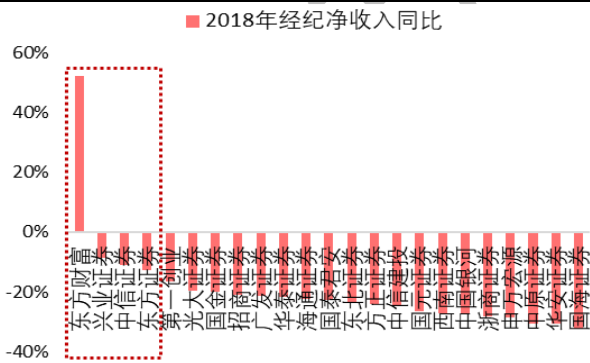


资料来源：wind、交易所、中证协、万联证券研究所

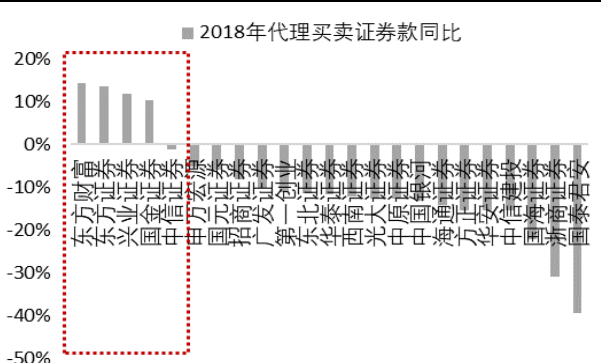
资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

同时，从各券商的数据中可以看到，部分券商的财富管理和机构化转型有所成效，2018年在交易量下滑约20%的背景下，东方财富、兴业证券、中信证券、东方证券经纪净收入下滑幅度在15%以内。兴业证券、中信证券和东方证券得益于机构化转型，2018年代理买卖证券款机构占比提升约10pct至40%以上，业绩波动较小。东方财富和中信证券的财富管理转型成果初显，东方财富基于天天基金和东方财富网的海量流量，依靠互联网的成本优势，2018年代销金融产品收入超10亿元，同比增长26%，中信证券作为最早转型财富管理的头部券商之一，高净值客户占比高、黏性强，2018年代销金融产品收入约8亿元，同比增长3%。

图表9：上市券商2018年经纪净收入同比情况



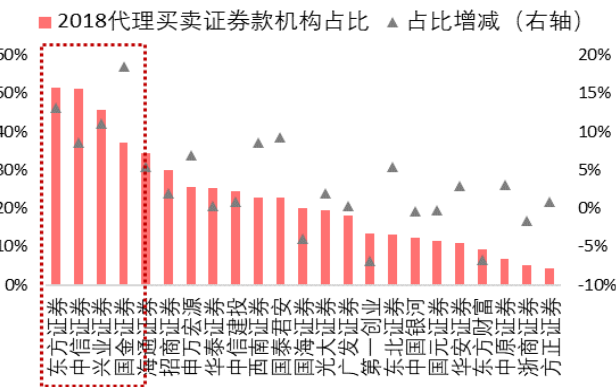
图表10：上市券商2018年代理买卖证券款同比情况



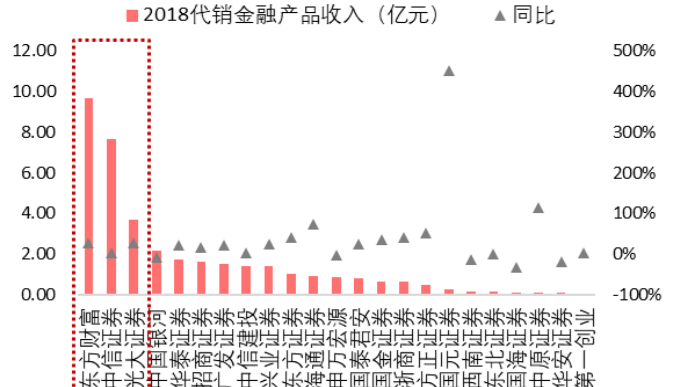
资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

图表11：上市券商2018年代理买卖证券款机构占比情况



图表12：上市券商2018年代销金融产品收入情况



资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

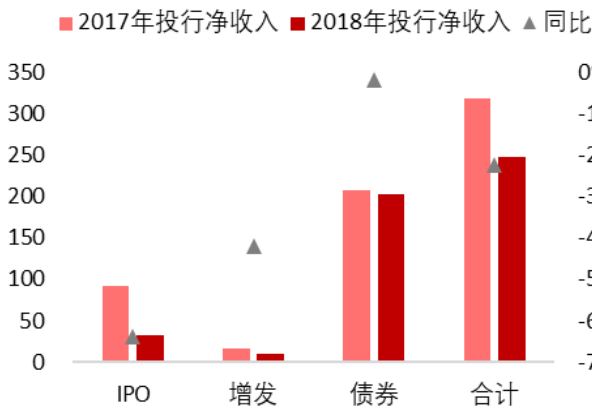
资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

2.2 投行业务：集中度提升费率下滑明显，部分券商经营有特色

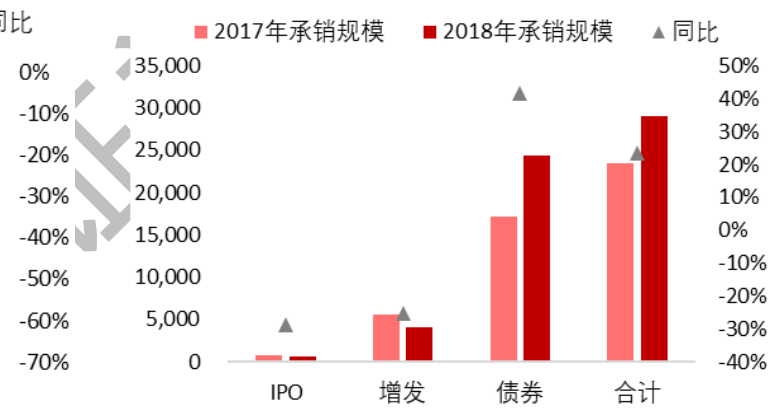
从已披露年报的上市券商数据看，2018年23家上市券商实现投行净收入246.77亿元，同比下滑22.29%，其中IPO和增发收入下滑较多，分别同比下滑64.02%、42.11%。投行净收入下滑主要是由于量价齐跌，在承销金额方面，23家上市券商IPO规模为571.57亿元，同比下滑28.70%，增发规模为4126.11亿元，同比下滑25.22%；在承销费率方面，IPO、增发和债券承销费率均有不同程度下降，2018年分别为4.20%（-2.50pct）、0.19%（-0.03pct）和0.55%（-0.20pct），下滑态势明显。

从行业集中度情况看，龙头优势愈发明显，2018年IPO规模、增发规模和债券承销规模前五名集中度分别为42.08%、56.19%和53.56%，分别增长6.30pct、5.96pct和15.56pct。

图表13：上市券商投行净收入（亿元）



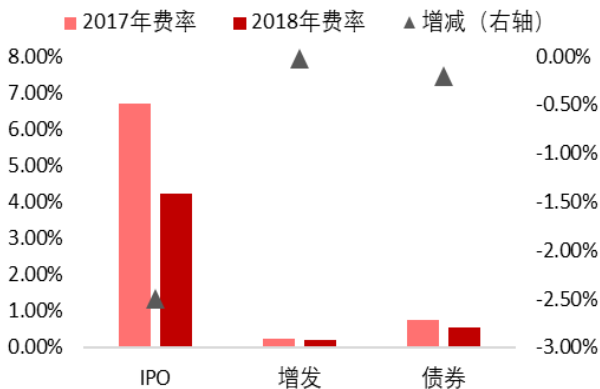
图表14：上市券商投行承销规模（亿元）



资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

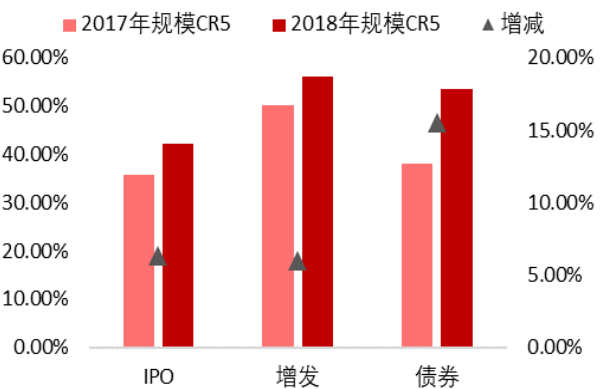
资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

图表15：上市券商费率情况



资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

图表16：上市券商承销规模前五名集中度情况



资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

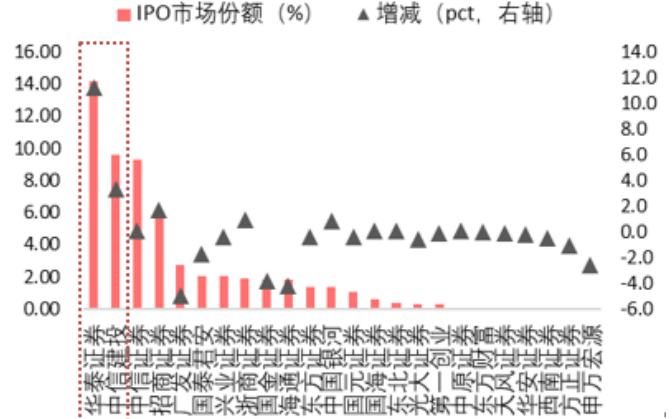
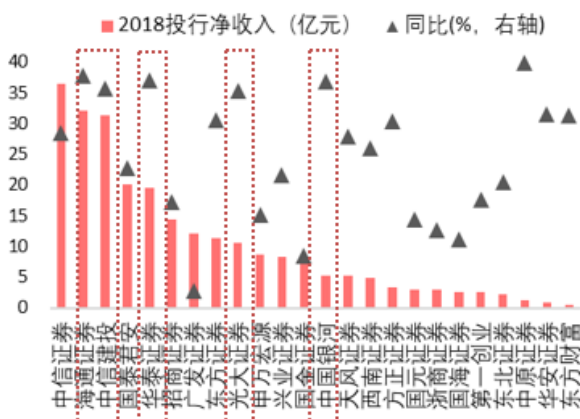
从各券商数据看，中信证券、海通证券、中信建投、国泰君安和华泰证券规模优势稳固，从2018年投行净收入同比数据来看，海通证券、华泰证券、中国银河、中信建投、光大证券收入降幅较小，其中华泰证券、中国银河股权承销市占率提升，中信建投IPO和债券承销市场占比增长，海通证券增发和债券承销市占率提升，光大证券债券承销占比增长。

这几家券商在投行业务上各有特点，华泰证券具备一体化平台和全业务链体系，聚焦行业龙头企业，2018年拿下多项大单，实现融资规模逆势增长，同时相应政策积极挖掘和培育科技创新类企业，科创板项目储备丰富。中信建投也将IPO重点

放在行业龙头企业方面，债券方面积累了大量央企客户和优质产业客户，并聚焦资产支持债券、信用缓释凭证等创新品种。海通证券国际化走在行业前列，海通国际证券稳列香港投行第一梯队，2018年股权融资项目承销家数位列香港所有中资投行第一，海外业务不断发展提供了新的盈利增长点。中国银河实施双轮驱动战略，其中一轮是“投融资”，即投行业务和投资业务协同，同时凭借老牌投行的品牌优势，投行业务有所发展。光大证券不断优化债券承销业务结构，尤其在创新品种上不断发力，根据wind统计，2018年光大证券资产支持证券发行规模超过1500亿元，是2017年的4倍，市场份额达到8.91%，提升5.84pct，也反映了对于中小券商而言，在创新品种和创新业务上着力，做专做精，是实现逆势突围的可行路径之一。

图表17：上市券商2018年投行净收入及增减情况

图表18：上市券商IPO市场份额及增减情况

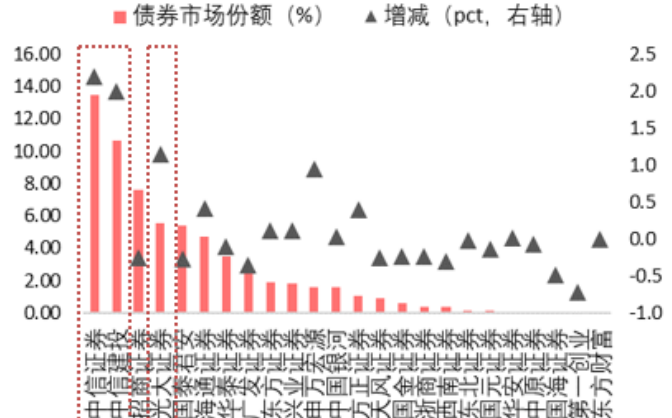
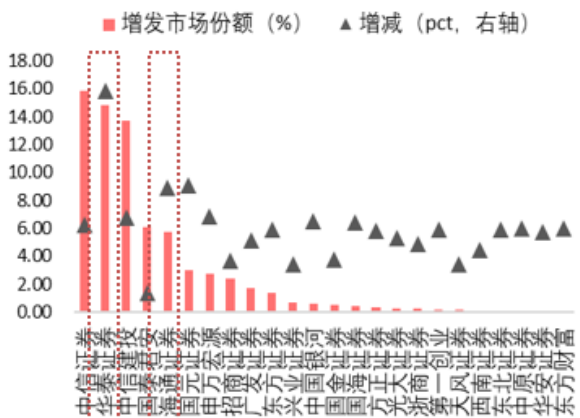


资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

图表19：上市券商增发规模市场份额及增减情况

图表20：上市券商债券承销市场份额及增减情况



资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

2.3 自营业务：量升价跌收入下滑，固收占比高的券商业绩较好

从已披露年报的上市券商数据看，2018年23家上市券商自营规模同比提升23.06%至2万亿（自营盘权益类占比减少了8.79pct），但由于2018年权益市场表现较差，拖累自营收益率减少了1.98pct，从而导致自营收入大幅下滑，2018年23家上市券商实现自营收入842.78亿元（剔除会计政策变更影响），同比下滑24.69%。

图表21：上市券商自营收入、规模、结构和收益率情况

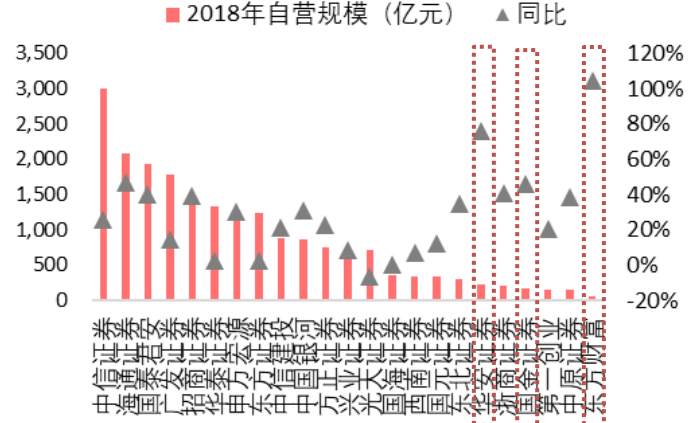
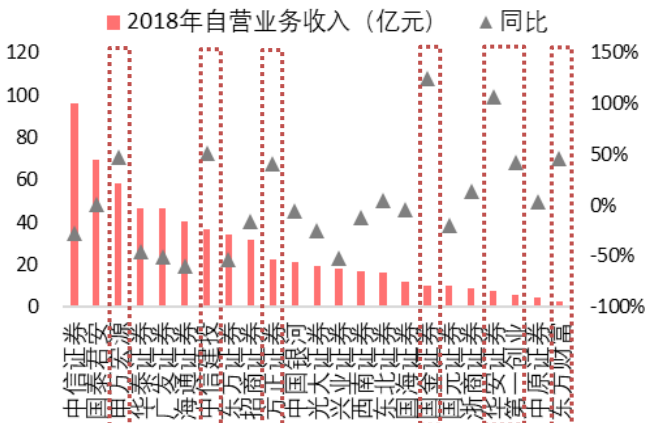
项目	2017	2018	同比/增减
自营业务收入 (亿元)	842.78	634.66	-24.69%
自营收益率 (%)	5.10%	3.12%	-1.98pct
自营规模 (亿元)	16522.85	20332.23	23.06%
权益类占比 (%)	20.75%	11.96%	-8.79pct
固收类占比 (%)	79.25%	88.04%	8.79pct

注：2018年将债券投资利息收入和其他债权投资利息收入纳入自营收入口径
资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

从各券商数据看，国金证券、华安证券、中信建投、申万宏源、东方财富、第一创业、方正证券自营收入逆势增长40%以上，主要受益于规模和收益率的提升，其中华安证券和国金证券的自营规模增速和收益率均有提升，东方财富自营规模翻倍，中信建投、第一创业、申万宏源、方正证券自营收益率提升较多，主要是由于2018年自营盘权益类占比较低，例如第一创业、华安证券、中信建投自营盘权益占比均小于10%，申万宏源、方正证券、国金证券2018年自营盘权益占比减少超9pct。

图表22：上市券商2018年自营收入和变化情况

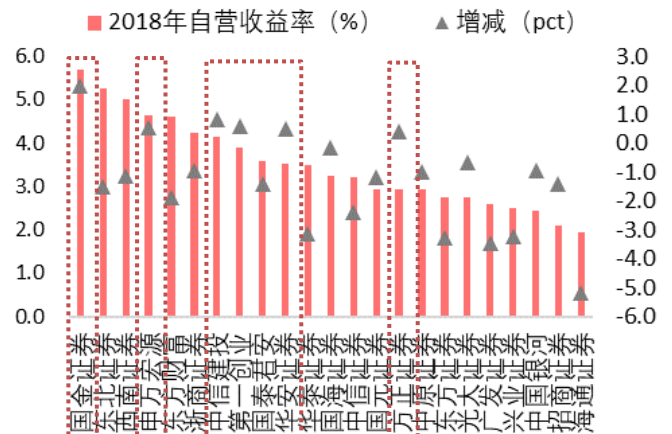
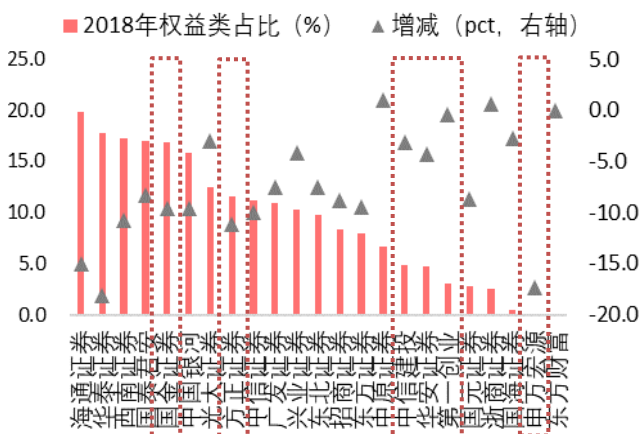
图表23：上市券商2018年自营规模和变化情况



注：2018年债券和其他债权投资利息收入计入自营收入
资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

图表24：上市券商2018年自营盘权益占比和增减变化

图表25：上市券商2018年自营收益率和增减变化



资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

2.4 资管业务：主动管理占比提升，部分中小券商表现超预期

从已披露年报的上市券商数据看，2018年23家上市券商的资管规模不到7万亿，同比下滑22.82%，但由于主动管理转型有所成效，定向资管占比减少6.18pct，集合资管增加3.45pct，带动费率提升0.08pct。因此，上市券商资管净收入下滑幅较小，2018年23家上市券商实现资管净收入249.34亿元，同比下滑2.27%，在资管行业去通道、权益市场大幅波动的背景下，业绩表现好于预期。

图表26：上市券商资管收入、规模、结构和费率情况

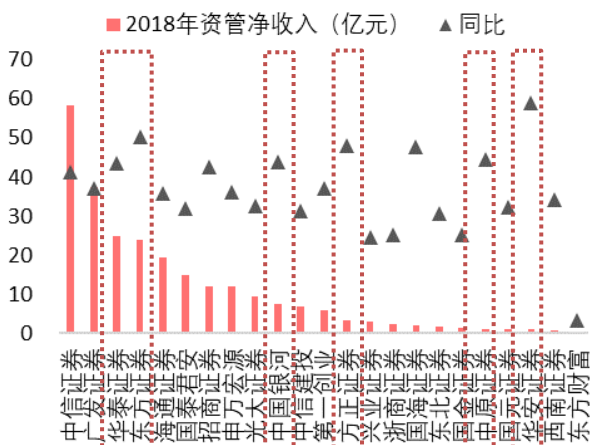
	资管净收入 (亿元)	定向 (亿元)	集合 (亿元)	专项 (亿元)	基金 (亿元)	资管规模 (亿元)	定向 (占比)	集合 (占比)	专项 (占比)	费率	定向	集合	专项
2017	255.12	54.21	95.20	3.08	102.63	90498.15	83.27%	13.35%	3.38%	0.28%	0.07%	0.79%	0.10%
2018	249.34	34.95	64.53	2.60	101.34	69843.23	77.09%	16.80%	6.11%	0.36%	0.06%	0.55%	0.06%
同比	-2.27%	-35.52%	-32.22%	-15.64%	-2.41%	-22.82%	-6.18pct	3.45pct	2.73pct	0.08pct	-0.01pct	-0.24pct	-0.04pct

资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

从各券商数据看，在资管收入方面，中信证券、广发证券、华泰证券和东方证券收入均超过20亿元，在资管收入增速方面，华安证券、东方证券、方正证券、中原证券、中国银河、华泰证券涨幅超过5%，主要受益于规模降幅较小、主动占比业务提升、基金业务增长等因素。东方证券2018年资产管理规模逆势增长26.40%，主动管理规模占比提升15pct；方正证券和华安证券2018年资管规模降幅在10%以内，中原证券、中国银河、海通证券的主动管理规模占比提升5pct以上；中国银河、华泰证券、中原证券2018年基金收入同比基本几乎翻倍。

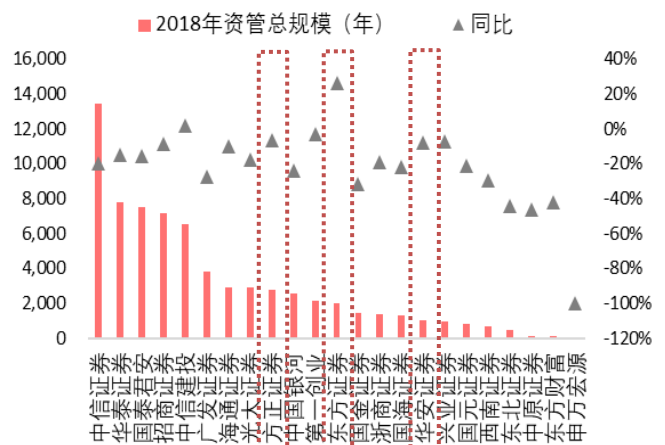
与综合性头部券商相比，东方资管业务特色鲜明，在资管业务尤其是主动投资方面，树立起较强的品牌效应和竞争优势，资管产品“东方红”系列销售火爆，汇添富基金排名行业前列，在资管去通道过程中具备先发优势，2018年业绩表现行业领先。同时，一些中小券商的资管业务也实现逆势上扬，例如华安证券继续巩固了固收产品的管理优势，逐步提升权益产品投研能力，资管规模保持稳定；方正证券资产管理产品谱系完善，大客户战略多点开花，主动管理全面转型，尤其是ABS业务实现突破发展；中原证券通过建立新的运营模式，成立资产管理总部，明确了以主动管理型产品为主的业务思路，集合资管占比高。

图表27：上市券商2018年资管净收入及同比变化



资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

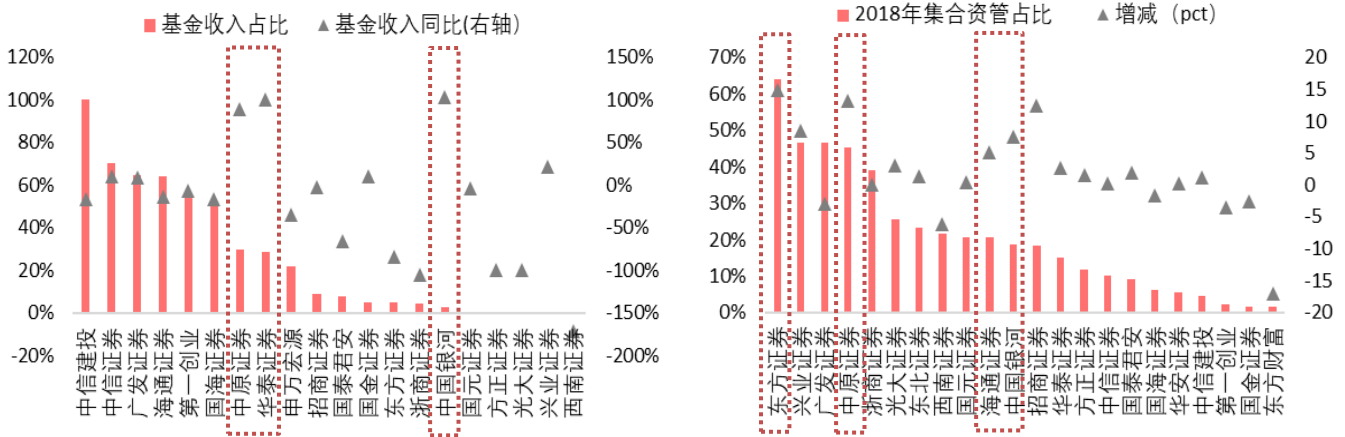
图表28：上市券商2018年资管规模及同比变化



资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

图表29：上市券商2018年基金净收入占比及同比变化

图表30：上市券商2018年集合资管占比及增减情况



资料来源: wind、券商年报、万联证券研究所

资料来源: wind、券商年报、万联证券研究所

2.5 融资业务：规模收缩收入下滑，计提较多减值拖累业绩

从已披露年报的上市券商数据看，2018年23家上市券商实现利息净收入194.09亿元（剔除债权投资和其他债权投资利息收入），同比下滑27.60%，虽然利息收入略有增长，但由于资金利用率较低，利息支出增速更高，导致利息净收入下滑较多。

在利息收入中，两融和股票质押收入约占六成，2018年由于股市震荡下行，信用业务风险增大，23家上市券商两融规模和股票质押规模均有20%以上幅度下滑，但由于利率有所提升，因此两者收入总和降幅较小。同时，由于2018年股票行情大幅走弱，导致股票质押风险频出，券商股票质押业务大幅计提减值，拖累业绩下滑。

图表31：上市券商利息净收入、两融和股票质押收入规模和利率

项目	2017	2018	同比/增减
利息净收入 (亿元)	268.07	194.09	-27.60%
利息收入 (亿元)	1,134.35	1,182.46	4.24%
两融收入 (亿元)	491.41	428.17	-12.87%
规模 (亿元)	7,184.77	5,351.64	-25.51%
利率	6.84%	8.00%	1.16pct
股票质押收入 (亿元)	243.23	269.55	10.82%
规模 (亿元)	5,503.70	4,302.75	-21.82%
利率	4.42%	6.26%	1.85pct
利息支出	866.29	988.37	14.09%

注：“利息净收入”和“利息收入”剔除债权投资和其他债权投资利息收入

资料来源: wind、券商年报、万联证券研究所

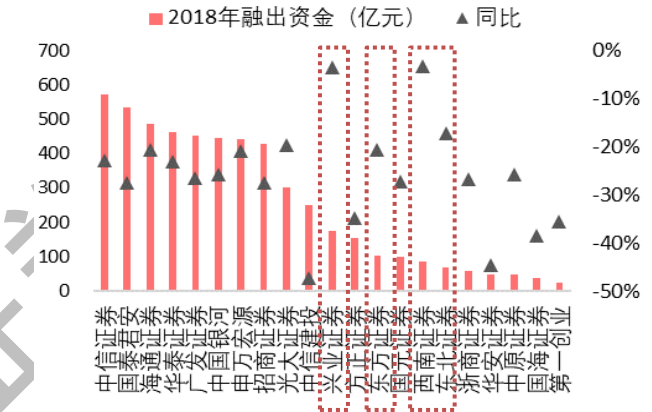
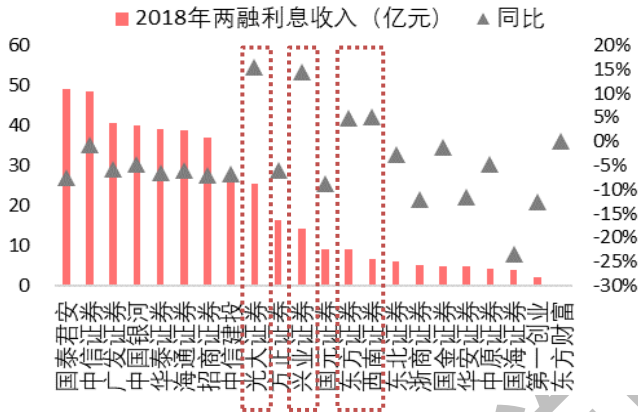
从各券商数据看，2018年在融资业务规模方面，国泰君安、中信证券、广发证券、华泰证券和中国银河等大券商行业居前。从业务增长情况看，在两融业务方面，光大证券、兴业证券、西南证券和东方证券2018年实现两融收入正增长，主要是由于量稳价升，规模降幅较小的同时利率有所提升，西南证券、兴业证券降幅均在5%以内，东北证券、光大证券和东方证券降幅在20%以内；在股票质押业务方面，申万宏源、中国银河、浙商证券、中信建投和光大证券的2018年股票质押收入增速均超过60%，主要是由于量价齐升，规模和利率都实现了增长。

融资业务属于重资产业务，业务增长需要资本推动，申万宏源、中国银河、浙商证券、中信建投、东方证券等由于近两年通过IPO和定增等进行了股权融资，募集

资金部分用于融资业务，推动业务规模有所提升。此外，在经营方面，光大证券在2018年融资业务表现较好，两融和股票质押均实现正增长，主要是聚焦高净值客户、机构客户，以及公司大股东、控股股东，强化逆周期管理，不断优化股票质押业务结构。兴业证券、东方证券也受益于机构化转型等因素，两融规模占比逆势增长。从几家2018年融资业务表现较好的上市券商看，融资业务的风险基本可控，减值损失占比和减值规模占比均在较低的水平。

图表32：上市券商2018年两融利息收入及同比变化

图表33：上市券商2018年融出资金及同比变化

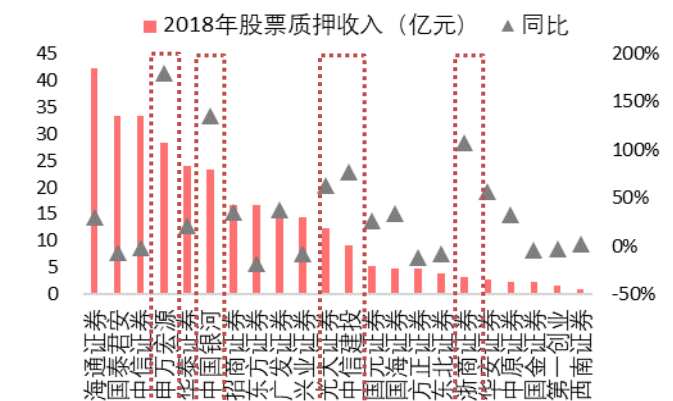
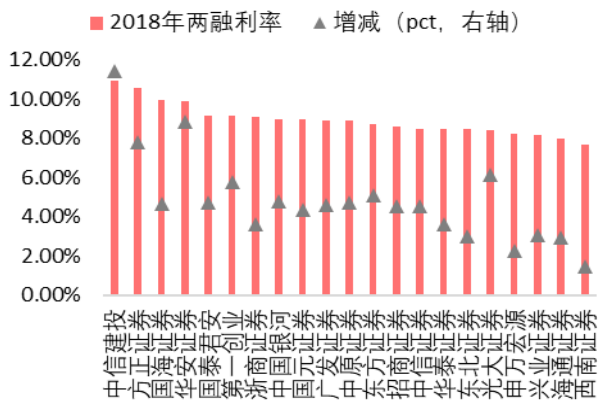


资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

图表34：上市券商2018年两融利率及同增减情况

图表35：上市券商2018年股票质押收入及同比变化

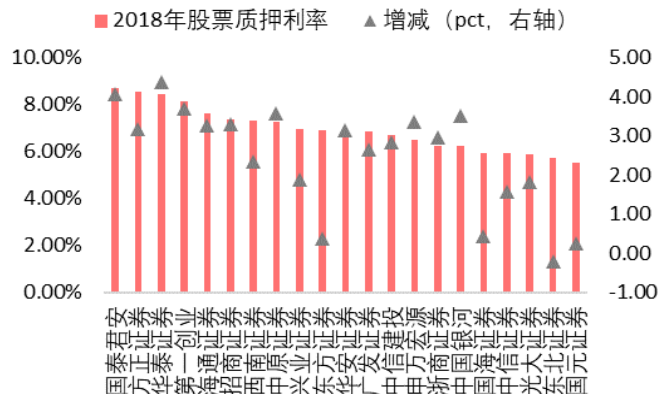
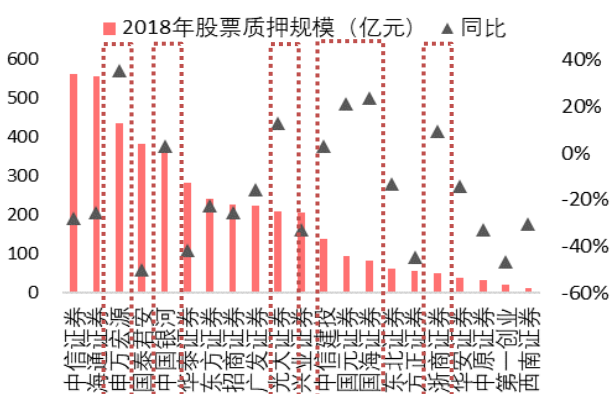


资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

图表36：上市券商2018年股票质押规模及同比变化

图表37：上市券商2018年股票质押利率及增减情况



资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

图表38：部分券商两融和股票质押减值情况

证券简称	两融减值损失/两融收入		两融减值准备/两融规模	
	2017	2018	2017	2018
光大证券	0.84%	6.90%	0.70%	0.85%
兴业证券	20.22%	0.76%	1.42%	1.58%
西南证券	0.18%	-0.18%	0.19%	0.18%
东方证券	8.15%	2.72%	0.77%	1.99%

证券简称	股票质押减值损失/股票质押收入		股票质押减值准备/股票质押规模	
	2017	2018	2017	2018
申万宏源	0.71%	2.67%	0.50%	1.44%
中国银河	1.83%	1.52%	0.22%	0.31%
中信建投	3.65%	8.08%	0.32%	0.86%
光大证券	0.00%	32.21%	0.00%	2.04%

资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

3、投资建议

2018年市场表现较为疲弱，券商各业务条线均出现下滑，其中自营收入下滑最多，拖累营收大幅下滑，且由于自营权益、融资业务减值计提较多，导致净利润下滑幅度更大。从资本情况看，虽然上市券商盈利下滑严重，整体上仍保持了净资产和总资产的稳定，主要是通过股债等多种手段进行了融资。

从各券商2018年业绩情况来看，分化较大，归母净利润排名前五的券商为中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券和招商证券，归母净利润均值超60亿元，排名后五的券商合计归母净利润仅为5.02亿元，从归母净利润增速口径看，东方财富实现逆势增长，除了大型券商中信证券、申万宏源、中信建投等降幅较小，东方财富、华安证券、国金证券等中小券商业绩表现也较为优异。同时，券商经营开始出现一些差异，大型龙头券商继续打造综合性全能型平台，一些中小券商在某项业务上实现突围，例如东方财富致力于打造互联网券商、东方证券不断巩固主动资管优势、光大证券在投行ABS业务上着力等。

虽然2018年券商业绩表现较弱，但也出现了一些好的趋势，例如经纪业务佣金率企稳，财富管理和机构化转型成效初显，投行业务在国际化和创新品种等方面有所突破，资管业务持续向主动管理转型等，且2018年由于自营、融资和子公司投资等亏损计提减值充分，有利于2019年轻装上阵。展望2019年，政策环境宽松，科创板顺利推进，市场交投回暖，券商经营数据大幅回暖，业绩拐点不断得到确认，从长期看，在金融供给侧结构性改革下，券商作为资本市场的关键枢纽，将受益于资本市场扩容、直接融资占比提升，我们看好证券行业未来的发展，给予行业“强于大市”评级，仍看好行业龙头中信证券和华泰证券，以及海通证券、广发证券等低估值大型券商，同时关注经营有特色，以及2018年业绩基数较低、2019年业绩增长迅猛的中小券商。

4、风险提示

市场波动超预期、经营不及预期、外资券商竞争超预期等

非银行业重点上市公司估值情况一览表
(数据截止日期: 2019年04月21日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘 价	市盈率			市净率	投资评级
		18A	19E	20E	最新		18A	19E	20E	最新	
600030.SH	中信证券	0.77	1.09	1.09	12.61	24.28	31.53	22.28	22.28	1.93	买入
601688.SH	华泰证券	0.61	0.97	1.15	12.88	21.66	35.51	22.33	18.83	1.68	买入
600837.SH	海通证券	0.45	0.57	0.62	21.35	14.36	31.91	25.19	23.16	0.67	增持
000776.SZ	广发证券	0.56	0.83	0.90	11.63	16.47	29.41	19.95	18.28	1.42	增持

资料来源: 万联证券研究所

万联证券

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场