

## 证券行业 2018 年业绩综述

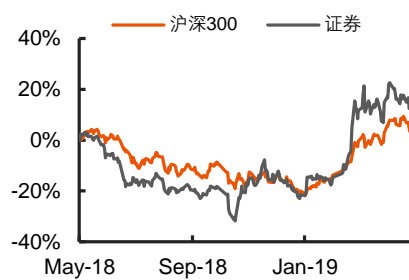
2019 年 04 月 29 日

# 业绩深蹲起跳 自营弹性凸显

### 强于大市 (维持)

### 投资要点

#### 行情走势图



#### 相关研究报告

《行业月报\*证券\*券商3月盈利继续大幅增长 业绩弹性凸显》  
2019-04-11  
《行业月报\*证券\*业绩如期大幅改善 券商迎戴维斯双击》 2019-03-08  
《行业快评\*证券\*政策及业务端持续向好 上调全年行业盈利预测》  
2019-02-26  
《行业月报\*证券\*1月可比券商净利润同比持平 业绩支撑估值提振》  
2019-02-15  
《行业动态跟踪报告\*证券\*资产减值侵蚀净利润 行业业绩有所承压》  
2019-02-12

#### 证券分析师

刘志平 投资咨询资格编号  
S1060517100002  
LIUZHIPING130@PINGAN.COM.CN

#### 研究助理

赵耀 一般从业资格编号  
S1060117090052  
010-56800143  
ZHAOYAO176@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- 18 年上市券商盈利大幅下滑，龙头优势扩大：**截至 4 月 26 日，35 家上市券商均已披露 2018 年年报，全年共实现营业收入 2649.15 亿元，同比下降 11.97%，归母净利润合计 583.72 亿元，同比下降 40.06%，略优于行业水平。上市券商加权 ROE 为 3.52%，同比下降 2.58 个百分点，业绩下降的主要原因包括权益市场持续下行之下自营收入显著下降、股票质押等计提较多资产减值以及投行、经纪业务收入的下滑。同时行业市场集中度进一步提升，券商竞争明显加剧。
- 18 年券商各业务线全面承压：1) 经纪业务：**行业佣金率逐步企稳交易低迷，经纪业务收入明显下滑，同时佣金率及股基交易市占率有所分化，机构业务体现更强的抗周期性。经纪业务收入逐步多元化，机构业务及代销金融产品收入明显提升，各家券商围绕客户分级、产品配置、个性化服务、投顾建设、传统网点转型、移动终端优化以及科技赋能等方面继续推进财富管理业务转型。**2) 投行业务：**18 年股权融资延续低迷，再融资后期有望逐步回暖，债权融资持续保持活跃，在股权融资家数减少、单均融资规模提升、审核严格的背景下，企业更加看重保荐机构的综合实力、合规风控能力，股权类融资业务向头部集中趋势更为明显。**3) 自营业务：**IFRS9 之下 A+H 两地上市券商自营收入降幅明显，中小券商有所分化，部分券商自营业务收入增长主要依赖自营资产规模的快速提升，而头部券商在衍生品业务方面表现较为出色。**4) 资管业务：**行业资管规模持续下行，受到非标通道业务、资金池业务等的影响主动管理规模仍有收缩，中小券商资管业务收入分化，部分转型占优。
- 资产减值侵蚀净利润，龙头股押计提充分：**18 年行业股票质押业务风险持续暴露，大型券商下半年开始主动收缩股押规模，在股票质押风险敞口持续增加的情况下，中小券商在立项标准、贷后处理、风险处置等方面较大型券商仍然存在一定差距，受减值影响更为显著。整体看龙头券商减值计提相对充分，后期券商可能将更多围绕优质标的或投行客户进行业务开展。
- 当前行业经营环境明显改善，一季报弹性凸显：**18 年下半年以来行业监管环境呈现边际放松的迹象，19 年以来券商经营环境持续改善。截至 28 日共有 23 家上市券商披露一季报，累计实现营收及净利润分别为 482.67 亿元与 185.28 亿元，分别同比增长 50.7%和 89.5%；净资产合计为 7254.55 亿元，较 18 年底增长 2.9%；加权 ROE 为 2.55%，同比提升 1.14 个百分点。业绩大幅增长主要受益于自营业务收入大幅提升，规模较大券商保持较好的利润增速，而中小券商增速有所分化。

- **投资建议：**当前从市场层面看风险偏好仍然处于相对较高水平，科创板配套制度仍在持续推进，后期对再融资、衍生品等方面的政策利好预计仍有支撑。估值层面看当前板块整体 PB 估值为 1.9 倍，仍略低于历史平均水平。业绩层面看一季度上市券商整体净利润接近翻倍，后期业绩仍然有望保持较快增速。我们维持行业“强于大市”判断，建议重点关注头部券商中信证券、华泰证券；低估值的大型券商海通证券，以及权益自营弹性较高的东方证券。
- **风险提示**

  - 1) 市场下跌出现系统性风险：金融股是重要的大盘股组成部分，其整体涨跌幅与市场投资风格密切相关。若市场行情出现系统性风险，市场整体估值向下，有可能带动券商板块股价下跌。
  - 2) 业绩改善未能持续风险：受益于弹性较高的经纪业务和自营业务影响，券商业绩大幅改善，如后期交易量无法继续保持较高水平或权益市场出现一定调整，可能影响相关业务收入，使得业绩无法持续改善。
  - 3) 政策边际改善不及预期：我们认为当前证券板块估值提振的重要因素之一为预期政策端的持续改善，如果改善不及预期可能影响券商股估值提升。

# 正文目录

<b>一、</b>	<b>18 年上市券商盈利大幅下滑，龙头优势扩大</b>	<b>5</b>
1.1	上市券商 2018 年整体概况	5
1.2	自营、经纪业务显著拖累全年业绩	6
1.3	行业市场集中度进一步提升，券商竞争加剧	9
<b>二、</b>	<b>18 年券商各业务线全面承压</b>	<b>9</b>
2.1	经纪业务：财富管理+机构业务转型加速	9
2.2	投行业务：股冷债暖格局仍有延续	12
2.3	自营业务：I9 之下权益自营受挫，固收及衍生品贡献明显	16
2.4	资管业务：主动管理转型仍在路上	17
<b>三、</b>	<b>资产减值侵蚀净利润，龙头股押计提充分</b>	<b>20</b>
<b>四、</b>	<b>当前行业经营环境明显改善，一季报弹性凸显</b>	<b>22</b>
<b>五、</b>	<b>投资建议</b>	<b>23</b>
<b>六、</b>	<b>风险提示</b>	<b>23</b>

## 图表目录

图表 1	2018 年上市券商主要财务数据 .....	5
图表 2	上市券商收入业务结构情况 .....	7
图表 3	2018 年分券商收入结构情况 .....	7
图表 4	券商营收市场集中度逐年上升 .....	9
图表 5	18 年券商净利润市场集中度显著上升 .....	9
图表 6	18 年行业交易低迷佣金率下行趋缓 .....	10
图表 7	行业经纪业务收入明显下滑 .....	10
图表 8	上市券商经纪业务收入更加多元化 .....	10
图表 9	18 年上市券商经纪业务收入分布 .....	10
图表 10	18 年上市券商代理买卖证券款中机构资金占比及变动 .....	11
图表 11	19 年以来交易活跃度显著提升 .....	11
图表 12	部分券商财富管理业务发展方向及举措 .....	11
图表 13	行业 IPO 融资整体仍然相对低迷 .....	13
图表 14	行业股权再融资规模持续下降 .....	13
图表 15	核心债券发行增长明显 .....	13
图表 16	ABS 发行规模持续保持较快增长 .....	13
图表 17	2018 年上市券商投行业务收入及同比情况 .....	14
图表 18	2018 年投行业务市场集中度显著提升 .....	15
图表 19	上市券商 2018 年投行业务规模及变动情况（亿元） .....	15
图表 20	2018 年自营业务收入及变动情况 .....	16
图表 21	2018 年上市券商自营资产规模及收益率情况 .....	17
图表 22	18 年券商资管规模持续有所下滑（万亿元） .....	18
图表 23	2018 年月均主动管理规模居前券商及占比 .....	18
图表 24	2018 年上市券商资管业务收入及同比情况 .....	18
图表 25	上市券商 2018 年末资管业务主要数据（亿元） .....	19
图表 26	2018 年末上市券商股权质押较年中明显下降 .....	20
图表 27	2018 年上市券商股票质押减值相关数据 .....	21
图表 28	2019 年一季度上市券商主要财务数据 .....	22

## 一、18 年上市券商盈利大幅下滑，龙头优势扩大

### 1.1 上市券商 2018 年整体概况

截至 4 月 26 日，35 家上市券商均已披露 2018 年年报。35 家上市券商全年共实现营业收入 2649.15 亿元，同比下降 11.97%，归母净利润合计 583.72 亿元，同比下降 40.06%，略优于行业-14.47%的营收降幅与-41.04%的净利润降幅。业绩下降的主要原因包括权益市场持续下行之下自营收入显著下降、股票质押等计提较多资产减值以及投行、经纪业务收入的下滑。

营收增速方面仅有 5 家券商实现正增长，分别为山西证券（YoY+55.96%，固收类及衍生品自营收入增长和仓单交易量大幅增加）、东北证券（YoY+37.64%，期货子公司现货业务规模大幅增加、公司次级债兑付利息支出减少以及交易性债券公允价值提升）、申万宏源（YoY+14.29%，大宗商品业务推进带来收入的显著增长以及股票质押业务收入增长）、天风证券（YoY+9.75%，新增现货交易）和东吴证券（YoY+0.43%，贸易收入增长同时自营业务保持相对稳健）。35 家上市券商归母净利润增速均为负值，其中申万宏源（YoY-9.55%）、华安证券（YoY-14.77%）、国金证券（YoY-15.89%）、华西证券（-17.07%）、中信证券（YoY-17.87%）降幅较小，太平洋由于股押减值、自营亏损以及资管产品自有资金亏损，18 年净利润为负值。

截至 18 年底行业净资产规模 1.89 万亿元，同比增速 2.16%；上市券商中除了次新股以外，申万宏源、华泰证券两笔分别为 120 亿元、142 亿元的大规模定增大幅提升公司的净资产规模，而 18 年下半年以来包括海通证券、国信证券、广发证券、中信证券、兴业证券等中大规模券商陆续发布大额定增预案，在重资产业务转型、定增政策有所放松、市场环境回暖的背景之下，券商存在较大的融资需求。同时由于 18 年市场环境影响，不少中小券商净资产受到影响，太平洋（-12.28%）、财通证券（-5.41%）、西南证券（-4.07%）、东北证券（-4.05%）等净资产降幅较为明显。

18 年所有上市券商 ROE（摊薄）均有不同程度下降，华林证券（8.46%）、国信证券（6.53%）、中信建投（6.49%）、中信证券（6.13%）、申万宏源（5.99%）保持相对较高的 ROE 水平。

图表1 2018 年上市券商主要财务数据

	营业收入		归母净利润		净资产		ROE	
	金额(亿元)	同比增长	金额(亿元)	同比增长	金额(亿元)	较 17 年底	数值	同比变化
中信证券	372.21	-14.02%	93.90	-17.87%	1531.41	2.23%	6.13%	-1.50%
国泰君安	227.19	-4.56%	67.08	-32.11%	1234.50	0.26%	5.43%	-2.59%
海通证券	237.65	-15.79%	52.11	-39.54%	1178.59	0.09%	4.42%	-2.90%
华泰证券	161.08	-23.69%	50.33	-45.75%	1033.94	18.39%	4.87%	-5.75%
广发证券	152.70	-29.22%	43.00	-49.97%	850.18	0.19%	5.06%	-5.07%
招商证券	113.22	-15.21%	44.25	-23.52%	807.23	1.88%	5.48%	-1.82%
申万宏源	152.77	14.29%	41.60	-9.55%	693.99	25.73%	5.99%	-2.34%
中国银河	99.25	-12.51%	28.87	-27.47%	659.82	2.28%	4.38%	-1.79%
国信证券	100.31	-15.87%	34.23	-25.17%	524.64	0.74%	6.53%	-2.26%
东方证券	103.03	-2.17%	12.31	-65.36%	517.39	-2.35%	2.38%	-4.33%
中信建投	109.07	-3.50%	30.87	-23.11%	475.77	8.74%	6.49%	-2.69%
光大证券	77.12	-21.61%	1.03	-96.57%	472.03	-2.83%	0.22%	-5.99%
方正证券	57.23	-3.87%	6.61	-54.48%	377.53	0.87%	1.75%	-2.13%
兴业证券	64.99	-26.30%	1.35	-94.08%	325.05	-2.76%	0.42%	-6.42%
长江证券	43.69	-22.53%	2.57	-83.35%	265.47	0.14%	0.97%	-4.86%
国元证券	25.38	-27.71%	6.70	-44.31%	246.36	-2.90%	2.72%	-2.02%

	营业收入		归母净利润		净资产		ROE	
	金额(亿元)	同比增长	金额(亿元)	同比增长	金额(亿元)	较17年底	数值	同比变化
东吴证券	41.62	0.43%	3.58	-54.52%	201.60	-3.17%	1.78%	-2.01%
财通证券	31.68	-21.03%	8.19	-45.55%	196.65	-5.41%	4.16%	-3.07%
东兴证券	33.14	-8.62%	10.08	-23.01%	196.41	2.19%	5.13%	-1.68%
国金证券	37.66	-14.22%	10.10	-15.89%	194.90	3.47%	5.18%	-1.19%
西南证券	27.44	-10.34%	2.27	-66.08%	185.95	-4.07%	1.22%	-2.23%
华西证券	25.45	-4.67%	8.45	-17.07%	183.56	43.88%	4.60%	-3.38%
西部证券	22.37	-29.42%	2.00	-73.36%	173.58	-1.30%	1.15%	-3.12%
长城证券	27.53	-6.70%	5.86	-34.18%	165.24	15.08%	3.54%	-2.65%
东北证券	67.80	37.64%	3.01	-54.82%	150.35	-4.05%	2.00%	-2.25%
浙商证券	36.95	-19.86%	7.37	-30.71%	136.64	1.11%	5.39%	-2.48%
国海证券	21.23	-20.16%	0.73	-80.53%	135.73	-1.32%	0.54%	-2.19%
华安证券	17.61	-8.15%	5.54	-14.77%	125.25	2.13%	4.42%	-0.88%
山西证券	68.51	55.96%	2.22	-45.77%	124.43	-0.47%	1.78%	-1.49%
天风证券	32.77	9.75%	3.03	-26.16%	123.22	9.98%	2.46%	-1.20%
南京证券	12.34	-10.88%	2.32	-43.55%	105.93	13.10%	2.19%	-2.20%
太平洋	3.93	-69.73%	-13.22	亏损	102.90	-12.28%	-12.85%	-13.84%
中原证券	16.50	-23.19%	0.66	-85.12%	99.51	-2.15%	0.66%	-3.68%
第一创业	17.70	-9.31%	1.24	-70.59%	88.02	-0.62%	1.41%	-3.36%
华林证券	10.01	-6.22%	3.45	-25.58%	40.73	9.26%	8.46%	-3.96%
<b>35家上市券商合计</b>	<b>2649.15</b>	<b>-11.97%</b>	<b>583.72</b>	<b>-40.06%</b>	<b>13924.53</b>	<b>3.26%</b>	<b>4.19%</b>	<b>-3.03%</b>
<b>行业</b>	<b>2662.87</b>	<b>-14.47%</b>	<b>666.20</b>	<b>-41.04%</b>	<b>18900.00</b>	<b>2.16%</b>	<b>3.52%</b>	<b>-2.58%</b>

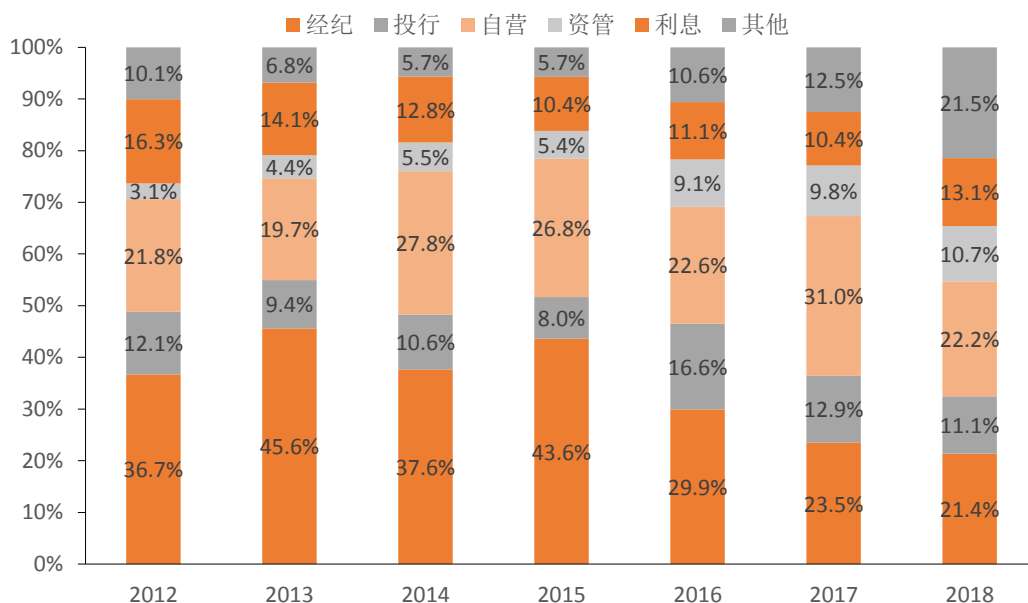
资料来源: wind、平安证券研究所

## 1.2 自营、经纪业务显著拖累全年业绩

上市券商的业务结构在 18 年也有所变化, 主要表现为:

- 以经纪、投行及资管业务为代表的轻资产业务收入占比持续下降, 2018 年合计占比 43.2%, 较 17 年继续下降 3.0 个百分点。经纪业务收入占比下降至 21.4%, 为近年来最低水平, 主要因为 18 年股基交易量持续处于低位叠加低佣金率影响; 受 IPO 严审核、较少的上市公司家数以及再融资整体的放缓, 投行业务收入占比同样下滑至 11.1%, 为 16 年以来的最低水平; 资管业务收入份额有所提升但绝对收入仍略有下降, 主动管理转型对收入影响相对有限, 但受非标通道及资金池业务影响主动管理规模仍有下降。
- 2018 年上市券商自营业务收入占比大幅下滑 8.7 个百分点至 22.2%, 但仍是最主要的收入来源。收入大幅下滑主要是由于 18 年权益市场持续下行, 券商权益自营收入受到明显影响, 同时 A+H 的 12 家上市券商由于采用了 IFRS9 会计准则, 自营收入波动更加明显, 但部分券商固收及衍生品自营表现较好。
- 其他业务收入占比显著提升, 占比 21.5%, 成为上市券商第二大收入来源, 尤其是期货、大宗收入大幅提升, 成为部分券商营业收入保持相对稳健的主要原因。

图表2 上市券商收入业务结构情况



资料来源：公司年报、平安证券研究所

图表3 2018年分券商收入结构情况

	经纪		投行		自营		资管		利息		其他	
	2018占比	2018变化	2018占比	2018变化	2018占比	2018变化	2018占比	2018变化	2018占比	2018变化	2018占比	2018变化
中信证券	20.0%	1.4%	9.8%	-0.4%	21.6%	-7.7%	15.7%	2.5%	6.5%	1.0%	24.5%	2.7%
国泰君安	19.3%	-4.3%	8.8%	-2.5%	25.3%	-3.6%	6.6%	-0.9%	25.7%	1.7%	13.7%	9.1%
海通证券	12.6%	-1.3%	13.5%	1.7%	14.7%	-18.4%	8.1%	0.7%	20.3%	7.3%	30.6%	12.4%
华泰证券	21.0%	1.1%	12.1%	2.4%	20.2%	-17.9%	15.4%	4.4%	18.7%	1.7%	6.7%	4.8%
广发证券	22.6%	2.5%	8.0%	-4.8%	3.7%	-38.0%	24.5%	6.1%	24.2%	22.0%	13.8%	11.1%
招商证券	27.9%	-2.4%	12.8%	-3.7%	18.7%	-2.8%	10.6%	2.0%	16.3%	2.9%	5.6%	2.2%
申万宏源	21.4%	-12.8%	5.7%	-4.7%	23.9%	-4.2%	7.8%	-1.9%	22.0%	8.9%	17.8%	14.9%
中国银河	34.9%	-3.8%	5.3%	0.4%	9.5%	-10.4%	7.5%	1.4%	34.7%	8.4%	8.0%	4.0%
国信证券	32.5%	-4.4%	10.9%	-7.0%	28.9%	12.2%	2.5%	0.4%	14.4%	-5.2%	7.8%	3.7%
东方证券	13.1%	-0.9%	11.0%	-1.5%	0.0%	-64.0%	23.1%	4.3%	8.4%	27.5%	37.9%	32.6%
中信建投	21.0%	-5.9%	28.7%	-0.9%	22.2%	0.8%	6.3%	-1.1%	18.3%	6.6%	3.4%	0.5%
光大证券	28.6%	1.7%	13.7%	2.2%	10.4%	-14.9%	12.2%	1.0%	22.3%	9.6%	13.1%	1.6%
方正证券	39.0%	-9.7%	5.9%	-0.7%	38.6%	12.1%	5.9%	1.0%	2.0%	-8.2%	8.7%	5.2%
兴业证券	20.8%	3.7%	12.9%	-0.2%	26.2%	-16.2%	4.4%	-0.3%	-5.1%	-9.9%	39.6%	21.8%



	经纪		投行		自营		资管		利息		其他	
	2018 占比	2018 变化	2018 占比	2018 变化	2018 占比	2018 变化	2018 占比	2018 变化	2018 占比	2018 变化	2018 占比	2018 变化
长江 证券	36.4%	4.9%	12.6%	0.1%	20.6%	1.5%	10.7%	-0.7%	10.8%	-9.2%	8.0%	4.4%
国元 证券	21.8%	0.4%	11.5%	-2.0%	35.7%	3.8%	3.8%	0.5%	21.3%	-2.7%	2.9%	-0.2%
东吴 证券	19.4%	-5.0%	15.1%	-3.3%	45.6%	7.6%	3.8%	-1.3%	-14.1%	-0.4%	29.8%	3.0%
财通 证券	20.6%	-0.8%	6.4%	0.5%	37.4%	1.4%	19.7%	2.9%	4.2%	-2.3%	1.8%	0.9%
东兴 证券	18.2%	-4.6%	18.5%	-2.1%	72.0%	21.5%	13.3%	2.3%	-22.8%	-17.5%	0.3%	-0.3%
国金 证券	26.4%	-1.8%	19.2%	-12.0%	28.1%	17.4%	3.5%	-0.8%	15.4%	-0.9%	8.6%	-1.2%
西南 证券	18.1%	-3.6%	18.0%	-2.5%	54.8%	-1.7%	2.7%	0.0%	-16.3%	-9.2%	16.3%	16.9%
华西 证券	29.6%	-10.6%	6.6%	-6.0%	35.3%	11.0%	5.4%	2.0%	21.8%	5.2%	1.5%	-1.6%
西部 证券	22.4%	0.4%	9.5%	-9.3%	56.9%	17.7%	2.5%	-0.8%	-1.6%	-13.5%	10.6%	5.7%
长城 证券	19.4%	-3.3%	17.4%	0.5%	37.8%	9.9%	6.8%	-0.8%	-0.4%	-13.4%	12.1%	6.7%
东北 证券	10.0%	-5.3%	3.3%	-3.2%	23.1%	-7.2%	2.5%	-1.7%	1.2%	3.7%	58.9%	14.1%
浙商 证券	19.0%	-2.1%	7.7%	-2.8%	24.3%	7.4%	6.5%	-0.9%	8.6%	-0.5%	34.0%	-0.9%
国海 证券	24.7%	-0.6%	12.3%	-5.1%	54.5%	9.3%	9.0%	2.8%	-23.9%	-10.2%	23.2%	3.7%
华安 证券	31.8%	-8.7%	4.5%	-0.2%	35.2%	17.6%	5.3%	1.8%	9.5%	-20.2%	4.9%	3.0%
山西 证券	5.6%	-5.3%	4.5%	-8.4%	19.9%	-3.7%	2.0%	-0.8%	-2.8%	-4.1%	70.9%	22.3%
天风 证券	17.1%	-2.7%	15.9%	-5.5%	32.3%	1.4%	20.4%	-4.7%	-11.9%	-4.1%	25.6%	18.2%
南京 证券	29.7%	-4.3%	9.8%	3.4%	22.3%	2.7%	4.7%	-1.3%	30.1%	-2.3%	3.0%	2.3%
太平 洋	76.0%	53.6%	40.8%	31.0%	-19.9%	-51.1%	38.9%	16.9%	-43.1%	-57.3%	4.5%	4.3%
中原 证券	26.3%	0.9%	7.1%	1.6%	21.3%	2.3%	6.0%	1.8%	15.7%	-5.7%	22.4%	-1.7%
第一 创业	13.2%	-1.4%	14.4%	-5.3%	26.7%	11.7%	32.9%	1.1%	-2.5%	-8.9%	8.5%	2.3%
华林 证券	18.3%	-3.2%	23.0%	-7.7%	31.3%	3.4%	10.0%	0.0%	16.4%	4.4%	1.1%	3.0%
35 家 上市 券商 合计	21.4%	-2.1%	11.1%	-1.8%	22.2%	-8.7%	10.7%	0.9%	13.1%	2.8%	21.5%	8.9%
行业	23.4%	-3.0%	9.7%	-2.6%	30.1%	2.4%	10.3%	0.4%	8.1%	-3.1%	18.4%	5.9%

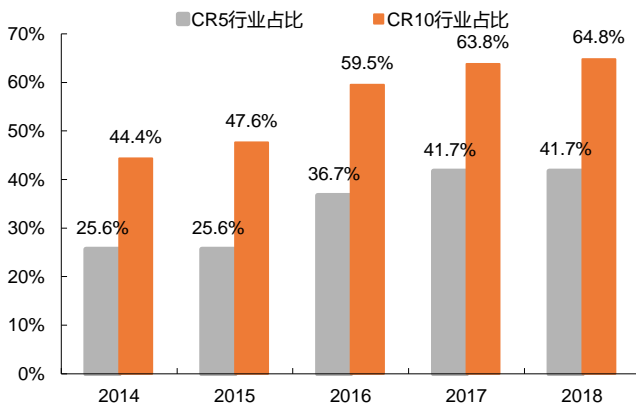
资料来源: wind、券商财报、平安证券研究所



### 1.3 行业市场集中度进一步提升，券商竞争加剧

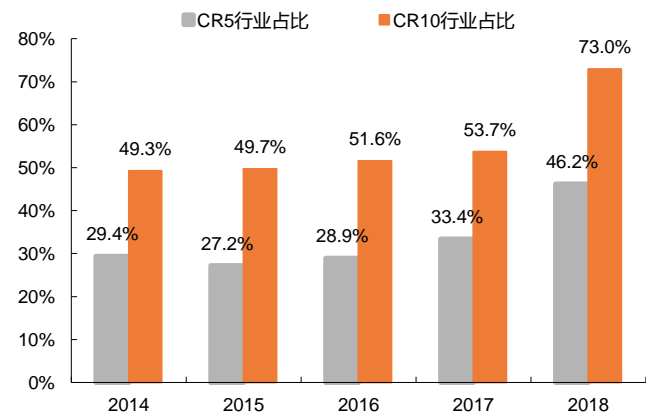
我们以 18 年净利润行业排名前 5 及前 10 的券商作为样本,发现营收及净利润占行业比重不断提升。行业券商竞争加剧,强者恒强,证券行业集中度不断提高。一方面,大型券商资本实力雄厚,而随着重资产业务占比的持续上升,券商业务规模和资本实力紧密相关;另一方面,监管政策扶优限劣,向大型券商倾斜,如新分类评级标准、行业准入管制和资本进入壁垒等政策,使得劣质券商经营受到一定限制,部分中小券商被大型券商收购,大券商实力进一步增强,而各类创新业务也优先向头部券商放开。预计未来相当一段时间行业集中度仍然会处于相对高位。

图表4 券商营收市场集中度逐年上升



资料来源: 证券业协会、平安证券研究所

图表5 18年券商净利润市场集中度显著上升



资料来源: 证券业协会、平安证券研究所

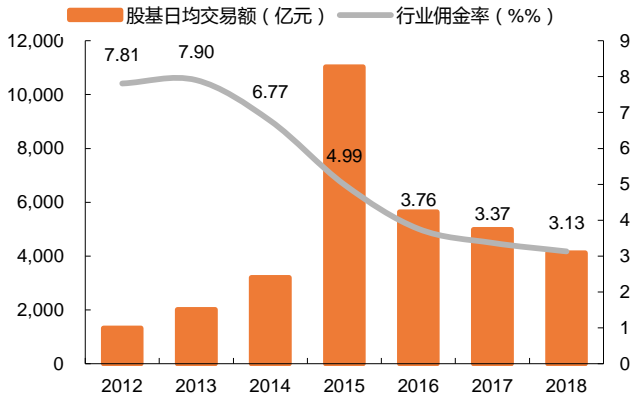
## 二、18年券商各业务线全面承压

### 2.1 经纪业务：财富管理+机构业务转型加速

行业佣金率逐步企稳交易低迷，经纪业务收入明显下滑

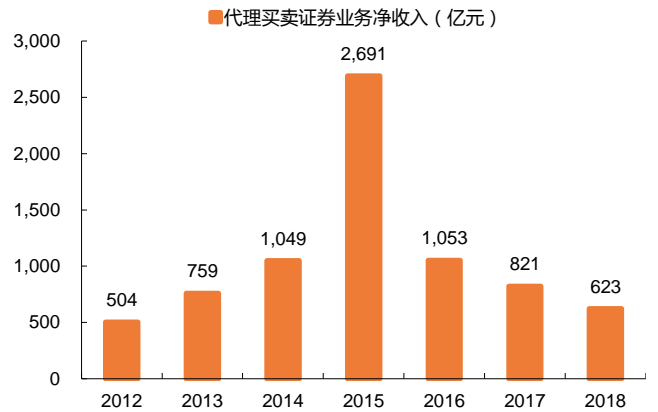
2018 年全年行业日均股基交易额 4114 亿元,同比下降 17.5%,交易整体低迷;而一直以来持续下行的佣金率在 18 年尤其是下半年降幅已明显趋缓,全年行业佣金率万分之 3.13,较 17 年下降万分之 0.24;但 19 年随着股基交易的明显活跃以及散户交易大幅增加,券商经纪业务成本线下移的同时加强低佣金抢客政策,且佣金率相对较低的散户活跃度明显提升,19 年行业佣金率预计仍将有一定下滑空间。交易活跃度低迷叠加佣金率下滑,18 年行业经纪业务收入下降 24.1%,35 家上市券商经纪业务收入下降 19.9%。

**图表6 18年行业交易低迷佣金率下行趋缓**



资料来源: Wind、平安证券研究所

**图表7 行业经纪业务收入明显下滑**



资料来源: 证券业协会、平安证券研究所

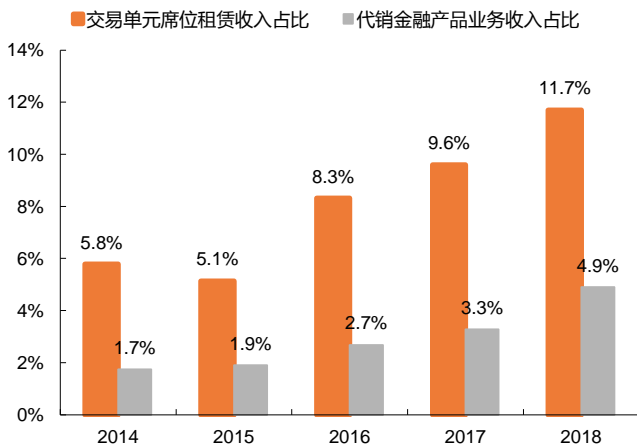
**佣金率及股基交易市占率有所分化, 机构业务体现更强的抗周期性**

由于沪深交易所自 2018 年 3 月起就不再更新会员交易量数据, 但依据上市券商披露信息看, 代理买卖证券业务净收入 (含席位租赁) 方面, 国泰君安市占率提升 0.57 个百分点至 6.14%, 位居市场首位; 股基交易额市场份额方面, 华泰证券仍然保持行业首位, 中信证券市场份额提升至 6.09% 保持行业第二, 同时在机构业务的推动下中信佣金率逆势略提升至 4.86%。机构业务及机构客户占比的提升使得部分券商经纪业务体现出更强的抗周期性, 而大多中小券商及区域性券商股基交易市占率有所下降。

**经纪业务收入逐步多元化, 体现财富管理与机构业务转型**

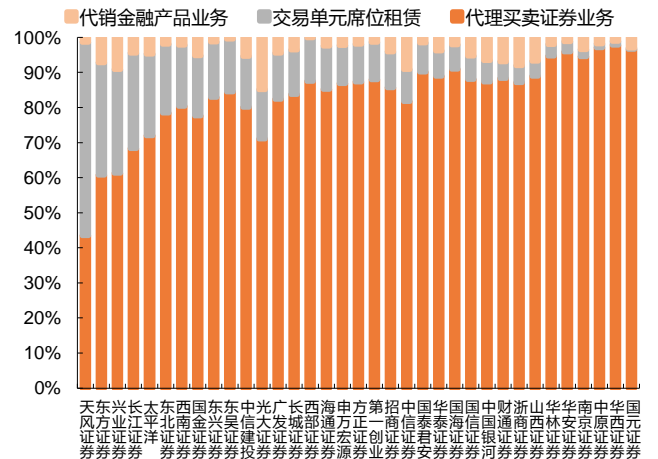
券商经纪业务收入主要包括传统的个人客户交易通道业务 (代理买卖证券业务)、机构客户综合服务收入 (交易单元席位租赁, 体现券商投研、销售、PB 等对机构客户的综合能力) 以及代销金融产品业务。18 年上市券商经纪业务收入结构明显更为多元化, 机构业务及代销金融产品收入占比分别提升 2.1 个百分点、1.6 个百分点至 11.7% 和 4.9%。具体分券商看, 光大证券、兴业证券、中信证券等在销售渠道及银行合作方面具备良好的基础, 代销金融产品业务收入占比居前; 天风证券、东方证券、兴业证券、长江证券等在机构业务收入方面占比较高。

**图表8 上市券商经纪业务收入更加多元化**



资料来源: 公司年报、平安证券研究所

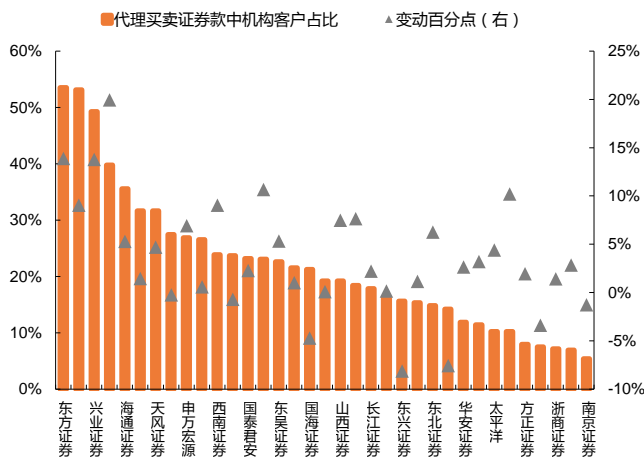
**图表9 18 年上市券商经纪业务收入分布**



资料来源: 证券业协会、平安证券研究所

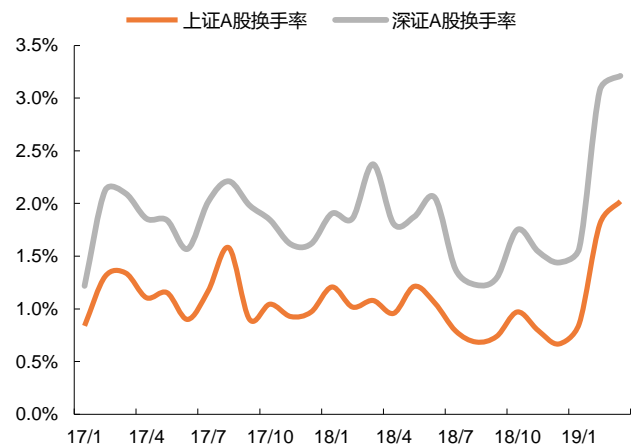
18年市场整体成交低迷，个人投资者交易受到更为明显影响，而机构业务相对稳定，因此机构业务占比较高的券商佣金市占率及经纪业务收入表现整体优于市场；而19年以来随着大盘向好，新增投资者及交易户数显著增加，同时市场换手率大幅提升，个人投资者交易带来的边际收入提升将更为明显。但长期来看随着市场机构投资者占比的逐步增加，券商机构业务的服务能力将更加受到重视。上市券商代理买卖证券款中机构客户资产占比由2017年的23.7%提升至2018年的28.1%，其中东方财富证券、中信证券、兴业证券占比居前，且东方财富证券及兴业证券机构客户资产绝对金额增长超过50%。

图表10 18年上市券商代理买卖证券款中机构资金占比及变动



资料来源: 公司年报、平安证券研究所

图表11 19年以来交易活跃度显著提升



资料来源: Wind、平安证券研究所

在前期佣金率持续下行的市场环境下，券商经纪业务也逐步由传统的个人客户交易通道转向更为综合的财富管理，依据不同客户类型提供个性化的资产配置方案和更具针对性的投资建议，以实现客户资产的保值增值，财富管理转型也成为券商传统经纪业务的转型方向。18年上市券商财富管理转型更为坚定，中信证券、银河证券、兴业证券等对传统经纪业务进行了组织架构调整，变更为财富管理部；而华泰证券将财富管理职能并入网络金融部。此外各家在18年围绕客户分级、产品配置、个性服务、投顾建设、传统网点转型、移动终端优化以及科技赋能等采取了积极措施，以逐步发展财富管理业务。

图表12 部分券商财富管理业务发展方向及举措

券商	财富管理发展相关措施
中信证券	<p><b>重心:</b> 贯彻以客户为中心的经营理念和帮助客户实现资产保值增值的经营宗旨。</p> <p><b>架构调整:</b> 将经纪业务发展与管理委员会更名为财富管理委员会，对组织架构和激励机制进行改革。</p> <p><b>网点转型:</b> 将分支机构作为承接公司各项业务的区域落地平台，持续做大客户市场；</p>
华泰证券	<p><b>重点:</b> 围绕客户需求，以金融产品体系建设、服务平台建设和投资顾问队伍建设为重点加快推进财富管理转型，稳步构建以综合金融服务为核心的财富管理发展模式。</p> <p><b>架构调整:</b> 重新构建了零售及财富管理、机构客户服务两大业务体系，19年春节前将经纪及财富管理部的相关职能和团队并入网络金融部；</p> <p><b>客户分级:</b> 建立完善以客户为中心的分级分层服务体系；</p> <p><b>产品配置:</b> 不断丰富资产配置策略，打造多元金融产品和策略产品体系。</p> <p><b>网点转型:</b> 全面推动营业网点功能定位转型，深化线上线下渠道合作；</p> <p><b>终端优化:</b> 优化升级移动平台“涨乐财富通”的业务功能及服务内容，打造综合的移动金融服务体系；</p> <p><b>投顾建设:</b> 借鉴AssetMark运营管理和服务体系，大力推进投资顾问队伍建设；</p>

券商	财富管理发展相关措施
招商证券	<p><b>重点：</b>对财富管理平台进行全方位升级改造，实现了全面任务管理、客户管理与产品管理。</p> <p><b>产品配置：</b>整合公司研发资源，围绕客户需求提供大类资产配置建议、“抓风口”产品推荐、售后产品绩效跟踪、机构 MOM 和 FOF 产品定制化等高附加值服务；</p> <p><b>个性服务：</b>公司优化并持续升级财富管理计划套餐，并推出高净值客户专享系列产品；</p> <p><b>网点转型：</b>提升分支机构综合经营业务实力；<b>终端优化：</b>持续升级智远一户通 APP，推进数字化运营体系实践，不断提升线上客户服务体验。</p>
中国银河	<p><b>重点：</b>加强投融资产品供给，持续改善交易结构、客户结构，以满足投资者多样化金融需求为核心，深化财富管理业务模式转型。</p> <p><b>架构调整：</b>18 年末经纪业务部更名为财富管理部，财富管理部新增了私人银行、账户管理、资产配置团队，另外已在财富管理体系之外新设了客户中心，用来协同全公司的资源；</p> <p><b>资产配置：</b>根据客户的类型、期限、风险偏好以及金额这四要素来设计相匹配的资产配置计划。</p> <p><b>投顾建设：</b>18 年优化改革投顾薪酬考核制度，新增对客户资产配置能力和交易能力考核；</p> <p><b>终端优化：</b>19 年 1 月发布银河 APP4.0 版本，新增了投资能力分析报告，为投资者精确画像；</p> <p><b>科技赋能：</b>2018 年与阿里云建立战略合作关系；2019 年与宜信财富建立战略合作关系，进行专业赋能；</p>
海通证券	<p><b>重点：</b>强化互联网金融智能研发、投研服务、理财产品定制和线上销售能力的财富管理转型；并绝对收益为核心、以大类资产配置和风险管理为两翼、以金融产品代销为配置手段的全方位高净值客户服务模式。</p> <p><b>客户分级：</b>推出人工+AI 结合的客户分级服务体系；</p> <p><b>产品配置：</b>基于大数据实现个性化的金融产品推荐和资产配置方案；强化专业化投研团队建设，结合市场大势进行金融产品研发；</p> <p><b>个性服务：</b>结合高净值客户的投融资需求，量身定制客户服务；</p> <p><b>终端优化：</b>发布 e 海通财 7.0 及 PC 版本，行业首家实现移动端与 PC 端的“双壁合一”。</p>
东方证券	<p><b>重点方向：</b>围绕客户需求提供差异化及个性化的增值服务，着力打造“全业务链”多元化综合金融服务平台。</p> <p><b>产品配置：</b>丰富金融产品链，满足客户需求。通过深入尽调和甄选优秀管理人，强化产品营销培训，强调产品多元化和丰富化，建立不同风险收益水平产品线；</p> <p><b>网点转型：</b>低成本、高效率的“轻型化”营业网点的布局；</p> <p><b>终端优化：</b>持续优化完善移动互联网统一门户“东方赢家财富版 APP”，打造数据化、智能化的综合金融服务平台，积极推动服务升级，基本实现账户一体化、移动互联网综合服务平台化以及公司各类业务互联网化。并推出“东方天玑”智能服务体系，以智能投资为核心。</p>
国泰君安	<p><b>重心：</b>18 年零售客户服务体系基本搭建完毕，提出财富管理，配置为王发展策略。帮助客户结合自身需求进行策略选择，实现客户资产配置需求的差异化满足</p> <p><b>客户分级：</b>实现“五星四标签”客户分类分级服务；</p> <p><b>产品配置：</b>以金融产品代销为突破口，丰富产品种类；</p> <p><b>投顾建设：</b>推进投资顾问业务制度建设；</p> <p><b>网点升级：</b>优化开户平台、布局新型网点、建设轻型网点，多渠道促进客户增长；</p> <p><b>终端优化：</b>推进数字化建设，打造数字化智慧型金融平台，推进智能理财建设。</p>

资料来源：公司年报、平安证券研究所

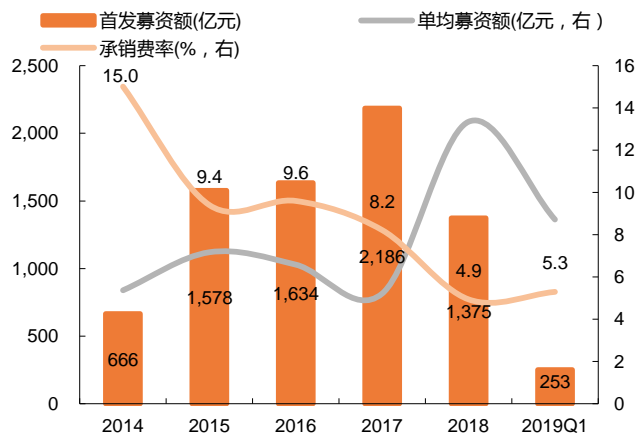
## 2.2 投行业务：股冷债暖格局仍有延续

### 股权融资延续低迷，再融资后期有望逐步回暖

行业方面全年整体延续股冷债暖格局，并且这一趋势仍然延续至 19 年当前。18 年全年 IPO 家数为 103 家，较 17 年下降 75.4%，但总 IPO 融资规模 1374.9 亿元，同比下降 37.1%，单均融资规模主要受到部分规模较大的 IPO 如工业富联、中国人保等上市影响大幅上升，行业承销费率由 17 年的 8.2% 下降至 4.9%。同时 IPO 延续了严审核的趋势，18 年全年 IPO 过会率 56%。

18年全年再融资（增发+配股）规模8036.8亿元，同比下降22.7%。由于市场一直以定增作为再融资的主要方式，17年再融资新规之下市场定增规模持续下行。18年11月《关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》中对再融资政策有所放宽，一方面定增、配股及优先股募资可全部用于补充流动资金和偿还债务，另一方面明确再融资时间间隔由18个月缩短至6个月，但由于市场因素以及对减持、价格锁定等方面的限制，定增市场并未显著回暖。今年4月监管层也在酝酿对再融资政策进行修改，预计后期相关政策可能会逐步推出，再融资市场有望回暖，且再融资方式也逐渐多元，可转债发行规模显著提升。

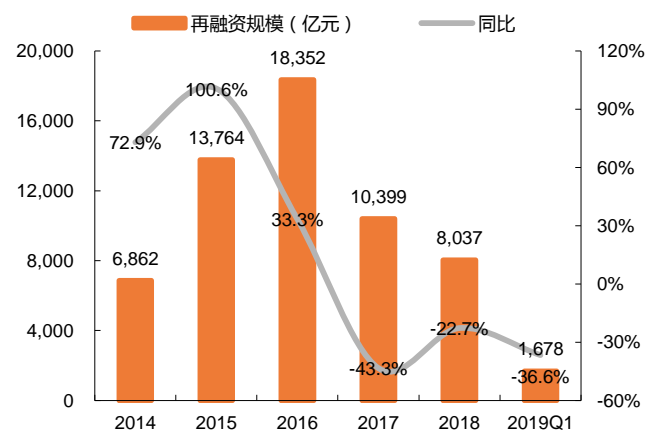
图表13 行业IPO融资整体仍然相对低迷



资料来源: Wind、平安证券研究所

注: 按发行日统计;

图表14 行业股权再融资规模持续下降



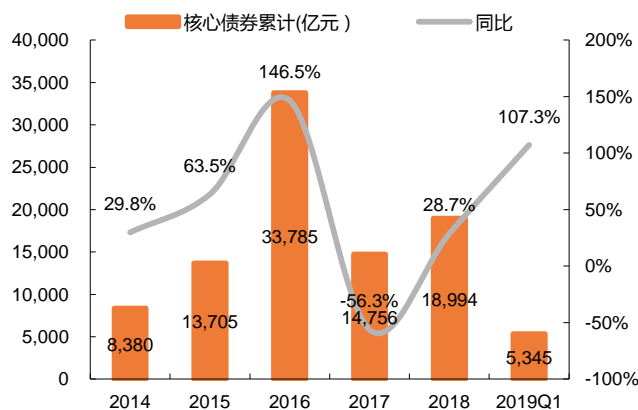
资料来源: Wind、平安证券研究所

注: 包括定增及配股, 以发行日统计;

### 债权融资持续保持活跃

18年债券融资市场保持活跃, 全年企业债、公司债累计发行规模接近1.9万亿, 同比增速达到28.7%, 并且19年仍然延续高增长趋势。18年下半年相对较低的利率水平、宽松的信用环境以及融资政策对民营小微及实体经济的支持使得债券发行规模显著增长; 此外全年ABS发行规模1.7万亿, 同样保持较快增速。

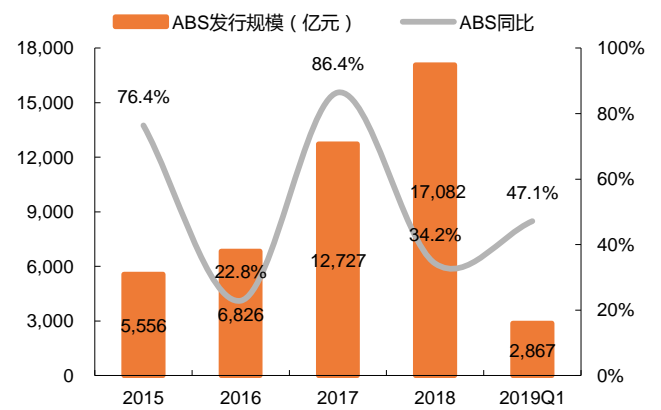
图表15 核心债券发行增长明显



资料来源: Wind、平安证券研究所

注: 核心债券包括企业债与公司债;

图表16 ABS发行规模持续保持较快增长



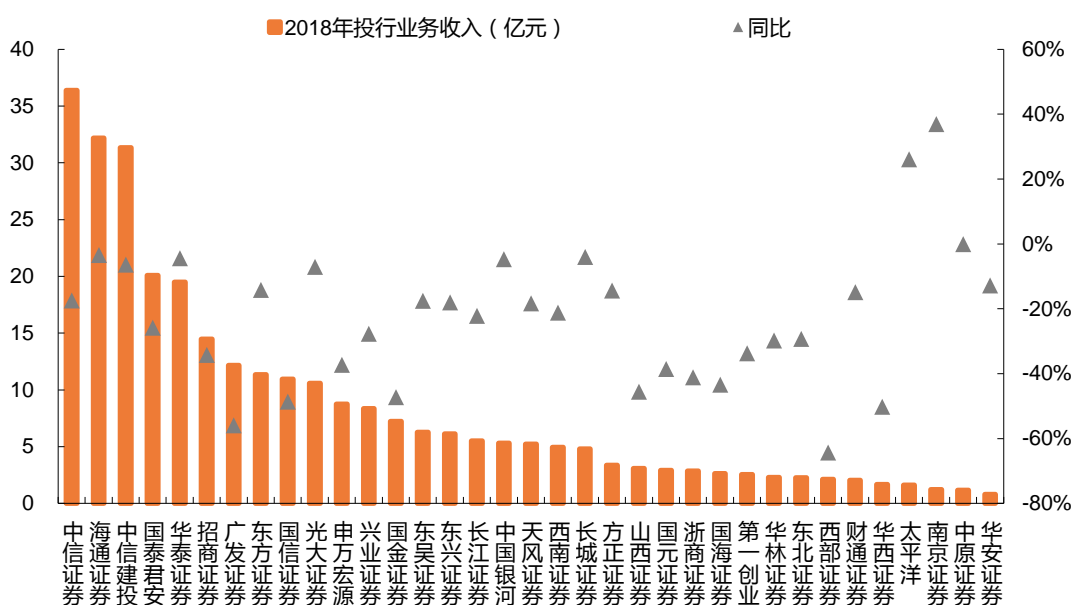
资料来源: Wind、平安证券研究所



### 投行业务各条线均向头部券商集中

18年全年行业投行业务收入370.0亿元，同比下降27.4%；35家上市券商投行业务收入294.06亿元，同比下降24.3%。具体看头部券商投行业务收入相对较为稳健，部分中小券商降幅明显：华泰证券、中信建投、海通证券18年投行业务收入同比分别下降3.4%、6.4%和4.4%，显著优于行业，保持相对稳健的收入水平。华泰证券股权融资业务聚焦重点区域及行业，积极挖掘和培育科技创新类企业，股权融资市占率显著提升；中信建投继续发挥均衡全能投行业务优势，加强优质客户的储备及开发，完成较多有影响力的融资项目，投行业务行业领先，股、债融资规模市占率均显著提升，在当前科创板持续推进的背景下优势有望进一步延续。而中小券商投行业务收入整体呈现不同程度下降，仅少数规模较小的券商在低基数之下有所增长。南京证券充分利用区域优势，股权类融资项目有所突破，投行业务收入增速达37.0%；太平洋证券在并购重组、债券领域取得一定进展，同样保持了较好的收入增速。

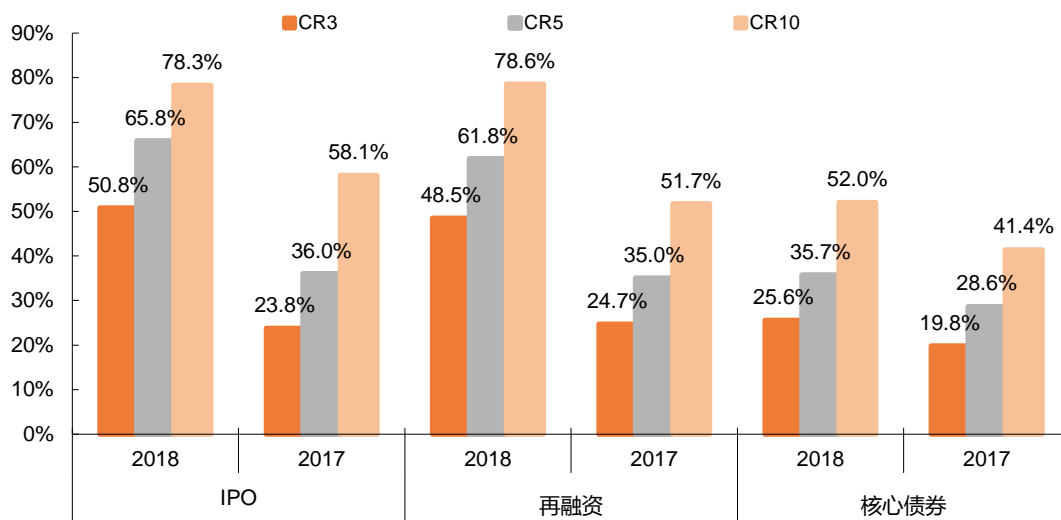
图表17 2018年上市券商投行业务收入及同比情况



资料来源: Wind、平安证券研究所

在股权融资家数减少、单均融资规模提升、审核严格的背景下，企业更加看重保荐机构的综合实力、合规风控能力，股权类融资业务向头部集中趋势更为明显。

图表18 2018年投行业务市场集中度显著提升



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表19 上市券商2018年投行业务规模及变动情况(亿元)

公司	IPO			再融资			核心债券		
	规模	市占率	变动	规模	市占率	变动	规模	市占率	变动
中信建投	141.14	10.3%	3.7%	618.30	18.4%	6.6%	2,348.27	12.4%	3.2%
中信证券	127.76	9.3%	-0.1%	597.97	17.7%	13.9%	1,478.93	7.8%	5.3%
华泰证券	187.75	13.7%	10.4%	287.87	8.5%	6.1%	455.24	2.4%	0.6%
国泰君安	28.69	2.1%	-1.9%	416.16	12.4%	4.9%	967.06	5.1%	0.2%
国信证券	45.22	3.3%	-3.3%	158.10	4.7%	1.8%	463.03	2.4%	0.1%
招商证券	78.76	5.7%	1.5%	74.39	2.2%	-1.3%	699.77	3.7%	0.9%
申万宏源		0.0%	-2.5%	107.51	3.2%	1.8%	225.91	1.2%	0.5%
海通证券	25.03	1.8%	-3.9%	72.12	2.1%	-3.3%	1,033.73	5.4%	-0.3%
广发证券	37.95	2.8%	-5.0%	57.08	1.7%	-3.6%	646.55	3.4%	-0.6%
东兴证券	8.36	0.6%	-0.9%	57.35	1.7%	0.7%	122.87	0.6%	-0.4%
山西证券	4.57	0.3%	-1.2%	56.09	1.7%	1.0%	90.35	0.5%	-0.5%
国金证券	30.72	2.2%	-3.1%	28.63	0.8%	-0.8%	112.40	0.6%	-0.3%
长江证券	14.48	1.1%	0.8%	34.75	1.0%	-0.7%	162.54	1.0%	-1.6%
兴业证券	27.99	2.0%	-0.3%	20.90	0.6%	-2.5%	430.15	2.3%	-0.1%
东方证券	18.84	1.4%	-0.4%	29.88	0.9%	-1.8%	233.23	1.2%	-0.9%
方正证券		0.0%	-0.5%	32.31	1.0%	0.2%	357.45	1.9%	0.9%
浙商证券	26.73	1.9%	0.9%	3.23	0.1%	-1.1%	206.35	1.1%	-0.3%
东吴证券	17.90	1.3%	-0.9%	10.58	0.3%	-0.8%	186.59	1.0%	-0.2%
国海证券	8.36	0.6%	0.0%	18.23	0.5%	0.1%	25.03	0.1%	-1.3%
长城证券	8.06	0.6%	-0.7%	14.04	0.4%	-0.4%	222.81	1.2%	-0.3%
光大证券	4.30	0.3%	-0.6%	15.41	0.5%	-1.7%	453.47	2.4%	0.1%
中国银河	18.58	1.4%	0.8%	0.00	0.0%	-1.1%	278.58	1.5%	-0.4%
国元证券	15.19	1.1%	-0.2%	1.95	0.1%	-0.8%	64.50	0.3%	-0.4%
东北证券		0.0%	-0.5%	14.70	0.4%	0.1%	80.82	0.4%	0.0%
南京证券	2.12	0.2%	0.2%	9.34	0.3%	0.2%	20.00	0.1%	0.0%
华林证券	5.68	0.4%	-0.2%	2.14	0.1%	-0.2%	23.00	0.1%	0.1%



公司	IPO			再融资			核心债券		
	规模	市占率	变动	规模	市占率	变动	规模	市占率	变动
天风证券		0.0%	-0.1%	7.49	0.2%	-0.9%	225.47	1.2%	-0.5%
西南证券		0.0%	-0.5%	4.00	0.1%	-0.8%	139.79	0.7%	-0.1%
中原证券	1.38	0.1%	0.1%	2.01	0.1%	-0.1%	43.20	0.2%	0.0%
华西证券		0.0%	-0.8%	3.25	0.1%	-0.3%	147.40	0.8%	0.5%
华安证券		0.0%	-0.2%	0.00	0.0%	-0.2%	40.95	0.2%	0.1%
第一创业		0.0%	-0.6%	0.00	0.0%	-0.5%	38.40	0.2%	-0.3%
西部证券		0.0%	-0.9%	0.00	0.0%	-0.9%	144.28	0.8%	-0.8%
太平洋		0.0%	0.0%	0.00	0.0%	-0.1%	39.10	0.2%	0.1%
财通证券		0.0%	-0.1%	0.00	0.0%	-0.3%	174.15	0.9%	0.2%
<b>合计</b>	<b>885.58</b>	<b>64.5%</b>	<b>-11.3%</b>	<b>2,755.80</b>	<b>81.8%</b>	<b>13.4%</b>	<b>12,381.38</b>	<b>65.4%</b>	<b>3.5%</b>

资料来源: Wind、平安证券研究所

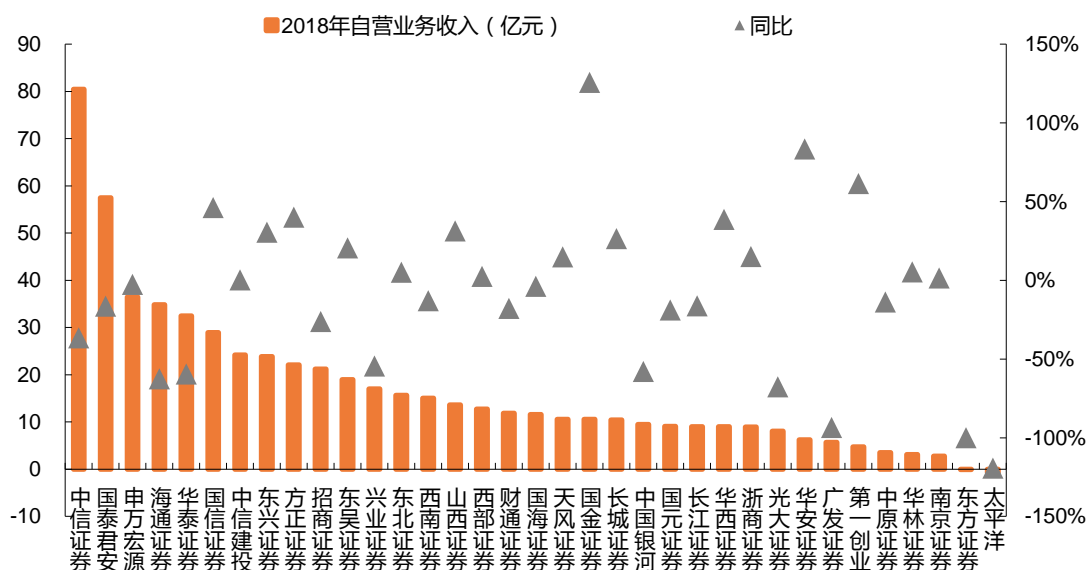
注: 再融资包括增发与配股; 核心债券为公司债与企业债;

## 2.3 自营业务: 19 之下权益自营受挫, 固收及衍生品贡献明显

### IFRS9 之下 A+H 两地上市券商自营收入降幅明显

2018 年上市券商共实现自营业务收入 588.88 亿元, 同比下降 36.8%, 成为拖累全年营收最主要的原因。具体分券商看, 太平洋与东方证券两家全年自营业务亏损, 而自营业务收入降幅居前的还包括广发证券 (-93.7%)、光大证券 (-67.7%)、海通证券 (-62.7%)、华泰证券 (-59.5%)、中国银河 (-58.1%) 等, 以上券商除太平洋外均为 A+H 股两地上市券商, 因此在 2018 年就采用 IFRS9。在 19 口径之下, 券商资产项目下的可供出售类金融资产取消, 权益资产的浮亏将更加直接体现在利润表上, 加剧了自营收入的波动。而 19 年随着所有上市券商均采用新会计准则, 今年权益市场明显上行, 自营业务收入弹性将更加凸显, 预计成为 19 年券商业绩的主导因素。

图表20 2018 年自营业务收入及变动情况

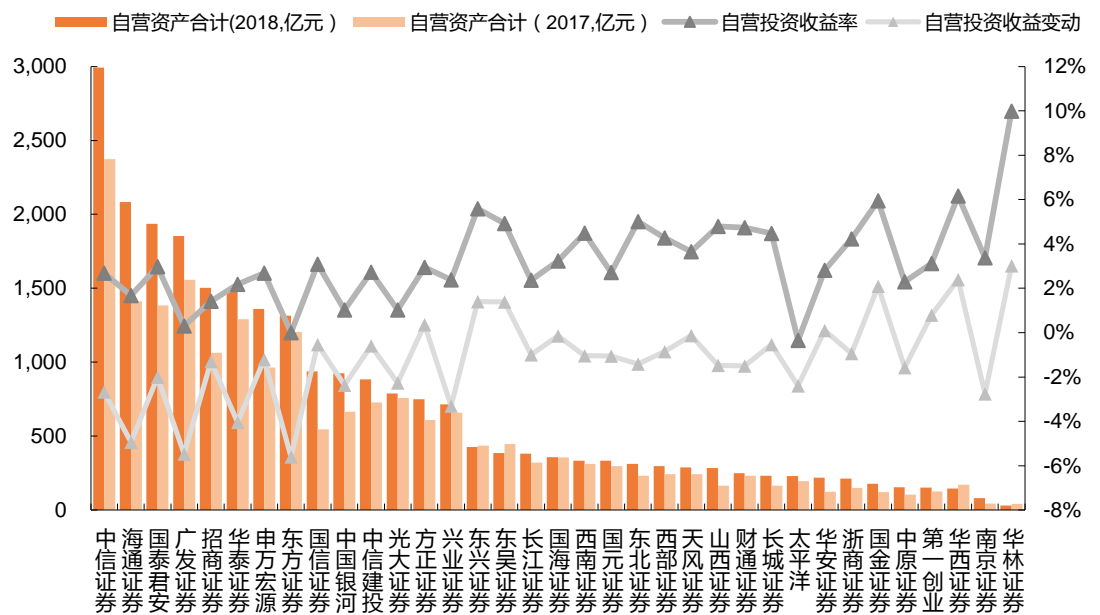


资料来源: Wind、平安证券研究所

### 自营业务收入增长主要依赖自营资产规模的快速提升

部分中小上市券商 2018 年自营业务收入仍然实现较快增长，主要包括国金证券 (+125.7%)、华安证券 (+83.3%)、第一创业 (+61.5%)、国信证券 (46.1%)、方正证券 (+40.1%) 等收入增速在 40% 以上。国金证券自营资产规模提升 46.3% 至 177.7 亿元，主要为交易性金融资产中对债券、基金投资的大幅增加，同时自营投资收益提升 2.09 个百分点至 5.95%；华安证券同样在债牛的市场趋势下加大了债券类资产配置，自营资产规模大幅提升 76.4% 至 220.3 亿元，同时自营投资收益小幅上升 0.11 个百分点至 2.82%。

图表21 2018 年上市券商自营资产规模及收益率情况



资料来源：公司年报、Wind、平安证券研究所

### 部分头部券商衍生品业务表现突出

2018 年在权益市场震荡加剧、市场持续下行的背景下，虽然上市券商尤其是在新会计准则之下的券商自营业务整体受到冲击较为明显，但是我们发现部分头部券商在逆市之下衍生品自营业务表现出色，对整体自营业务收入下降起到一定的弥补作用。中信证券以量化交易为核心，持续丰富衍生品种类与投资策略，非方向性投资贡献明显提升，18 年衍生品公允价值变动贡献收入 63.4 亿元；中信建投继续加快推进创新类业务发展、丰富投资策略，同时稳步推进场外衍生品业务及期权业务发展，衍生品自营贡献同样有 12.6 亿元。未来随着衍生品交易的不断放开和发展，头部券商自营业务收入将更加多元。

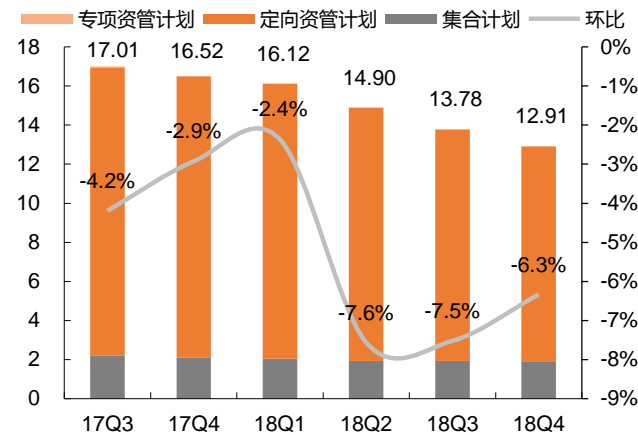
## 2.4 资管业务：主动管理转型仍在路上

### 行业资管规模持续下行，主动管理规模仍有收缩

18 年在资管新规的影响之下，券商资管规模持续下降，18 年底券商资管规模累计为 12.91 万亿元，较年初下降 21.8%，其中以通道业务为主的定向资管计划年末规模 10.99 万亿元，较 18 年初下降 23.6%，后期看仍有持续下降的趋势；受到非标通道业务、资金池业务等的影响，集合资管计划年末规模 1.91 万亿元，同比下降 9.4%。

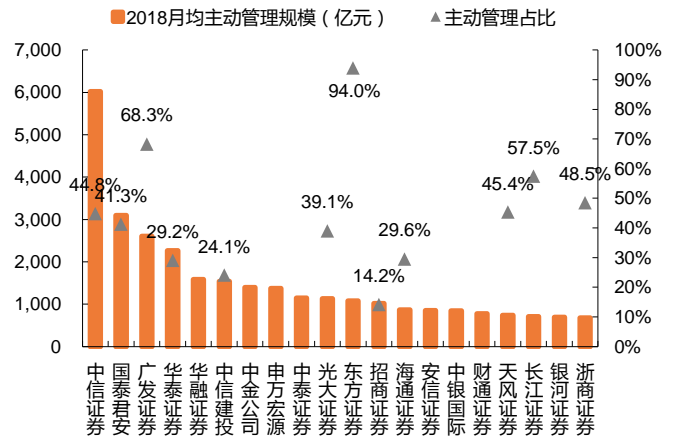
主动管理仍然是当前券商资管的转型和发力方向，但 18 年月均主动管理规模前 20 家的券商合计主动管理规模 3.04 万亿元，较 17 年下降 10.7%，行业主动管理规模仍然有所收缩，主要是在监管要求之下对大集合资金池类业务进行了清理，而 19 年监管的影响或将延续。

图表22 18年券商资管规模持续有所下滑（万亿元）



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表23 2018年月均主动管理规模居前券商及占比



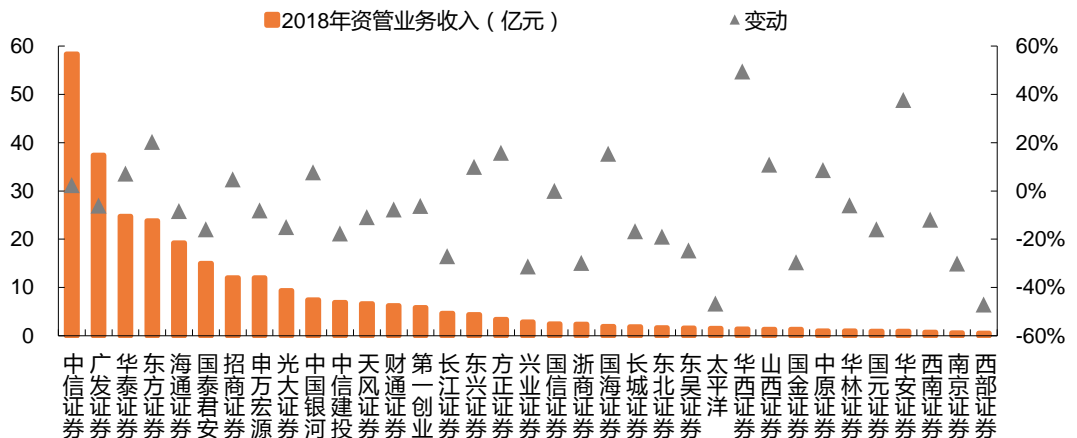
资料来源: 中国证券投资基金业协会、公司年报、平安证券研究所

注: 主动管理规模为 18 年月均规模, 主动管理占比测算为 18 年月均主动管理规模/18 年末总资产规模; 部分券商数据未公开;

### 中小券商资管业务收入分化，部分转型占优

虽然整体券商资管规模有较为明显的下降，但是由于下降部分以费率较低的通道业务为主，且券商资管业务收入还包括公募资管以及私募资管业务收入，因此整体看来大型券商资管业务收入水平相对稳定，中信、国君及广发主动管理规模居前，且主动管理规模占比均高于 40%；中小券商有所分化：华西证券、华安证券 18 年资管业务收入同比增速分别达到 49.5%、37.7%，而如华融证券、天风证券、浙商证券等中小券商月均主动管理规模进入行业前 20。华西证券资管业务围绕大固收业务方向，重点发展债券投资及资产证券化业务，尤其是在资产证券化业务方面管理规模及收入贡献显著增加，带动资管业务收入提升；浙商资管在资管新规之下加快对产品的升级改造，发挥公募基金牌照优势，向净值型管理转变，主动管理规模上升至行业前 20。部分中小券商在资管新规之下积极转型发展，业务具备相对优势。

图表24 2018年上市券商资管业务收入及同比情况



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表25 上市券商 2018 年末资管业务主要数据 (亿元)

证券名称	集合资管	定向资管	专项资管	18 年总券商 资管规模	18 年集合资 管规模占比	集合资管占 比变动	总券商资管 收入	18 年券商资 管费率
中信证券	1338.79	12079.31	13.11	13431.21	10.0%	0.3%	17.36	0.13%
华泰证券	1128.01	5826.70	812.79	7767.50	14.5%	2.6%	17.62	0.23%
国泰君安	690.00	6368.00	449.00	7507.00	9.2%	1.9%	-	-
招商证券	1317.75	5249.80	567.10	7134.65	18.5%	12.4%	10.93	0.15%
中信建投	301.66	5807.95	412.68	6522.29	4.6%	1.2%	-	-
广发证券	1807.25	1771.48	235.38	3814.11	47.4%	0.8%	13.20	0.35%
海通证券	611.38	2171.17	161.88	2944.43	20.8%	5.1%	6.92	0.23%
光大证券	745.19	1753.91	398.45	2897.55	25.7%	-0.4%	9.38	0.32%
方正证券	324.97	2074.96	396.14	2796.07	11.6%	1.9%	3.36	0.12%
中国银河	479.80	2001.07	74.60	2555.47	18.8%	7.5%	7.27	0.28%
长城证券	92.38	1735.14	328.64	2156.16	4.3%	0.0%	1.87	0.09%
第一创业	44.43	2057.04	9.77	2111.24	2.1%	-3.6%	2.56	0.12%
天风证券	642.82	452.82	532.97	1628.60	39.5%	-2.8%	6.67	0.41%
东吴证券	150.51	1412.55	43.21	1606.27	9.4%	0.5%	1.60	0.10%
国信证券	297.53	1105.41	154.18	1557.12	19.1%	3.1%	2.48	0.16%
国金证券	24.69	1091.91	312.40	1429.00	1.7%	-2.7%	1.27	0.09%
浙商证券	521.00	867.61		1388.60	37.5%	-0.7%	2.30	0.17%
国海证券	81.28	1198.30	38.31	1317.89	6.2%	-1.7%	1.87	0.14%
长江证券	491.75	664.74	74.91	1231.39	39.9%	-1.2%	3.80	0.31%
财通证券	673.78	468.40	24.70	1166.88	57.7%	3.4%	5.26	0.45%
东方证券	424.06	592.58	128.40	1145.04	37.0%	0.0%	0.00	0.00%
太平洋	214.94	875.61	15.54	1106.10	19.4%	3.0%	1.18	0.11%
东兴证券	214.63	623.71	230.24	1068.58	20.1%	-3.7%	4.77	0.45%
华安证券	55.00	951.00		1006.00	5.5%	0.2%	1.08	0.11%
兴业证券	457.84	335.17	187.20	980.21	46.7%	8.5%	2.86	0.29%
华林证券	1.59	927.63	28.85	958.07	0.2%	-0.2%	1.00	0.10%
华西证券	119.48	605.32	199.99	924.79	12.9%	-2.3%	1.37	0.15%
国元证券	168.83	641.78	2.40	813.01	20.8%	0.4%	0.97	0.12%
西南证券	141.00	464.00	43.00	648.00	21.8%	-6.2%	0.74	0.11%
东北证券	115.12	365.60	12.84	493.56	23.3%	1.3%	1.69	0.34%
西部证券	59.84	344.64	37.96	442.44	13.5%	2.3%	0.56	0.13%
山西证券	48.25	269.18	87.61	405.04	11.9%	3.5%	0.84	0.21%
南京证券	3.36	343.10		346.46	1.0%	0.3%	0.58	0.17%
中原证券	51.19	52.21	9.49	112.89	45.3%	13.3%	0.70	0.62%
合计	13840.10	63549.79	6023.73	83413.62	16.6%	3.3%	134.04	0.20%

资料来源：公司年报、平安证券研究所

注：申万宏源未披露细项数据；部分券商未披露细项收入数据；

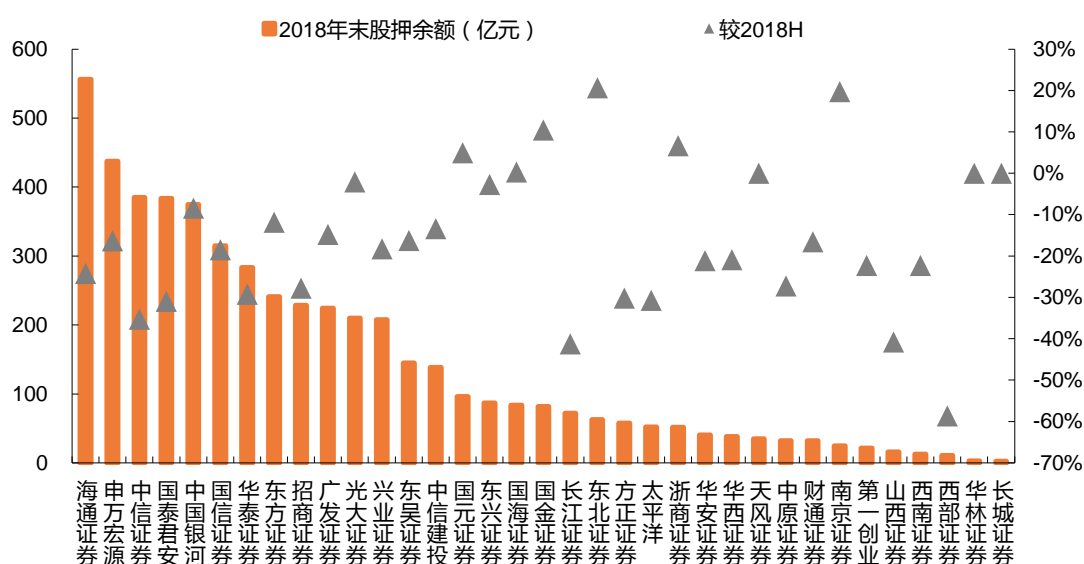
### 三、资产减值侵蚀净利润，龙头股押计提充分

#### 大型券商主动收缩股押规模，中小券商受减值影响更为显著

18年随着市场的持续下行、整体流动性环境的收紧、企业经营风险的暴露以及持续严格的股押政策，股票质押业务风险持续暴露，前期不少上市券商也公告了较高金额的资产减值损失，对净利润影响较为显著。

依据年报披露信息，从股押业务整体情况看，大型券商在下半年明显收缩股押规模，中信证券、华泰证券、国泰君安 18 年末股押余额较 18H 降幅分别为 35.2%、29.3%和 30.9%，部分中小券商在下半年仍然持续提升股押余额规模，包括东北证券（+20.7%）、南京证券（+19.7%）、国金证券（+10.5%）、浙商证券（+6.7%）、国元证券（+4.9%）和国海证券（+0.3%）。在股票质押风险敞口持续增加的情况下，中小券商在立项标准、贷后处理、风险处置等方面较大型券商仍然存一定差距。

图表26 2018 年末上市券商股押约较年中明显下降



资料来源：公司年报、平安证券研究所

注：以年报中买入返售金融资产项下股票质押回购数据统计；部分券商 18H 尚未上市，变动数据空缺；

#### 龙头券商减值计提相对充分

部分中小券商股票质押减值大幅侵蚀净利润。我们以资产/信用减值损失中的买入返售金融资产减值损失/归母净利润作为评判股票质押减值对利润影响的粗测指标，除了太平洋证券以外，兴业证券（440.6%）、光大证券（385.1%）、中原证券（318.9%）、东吴证券（132.5%）、第一创业（120.2%）、国海证券（108.1%）等影响均较为显著，指标均在 100%以上。

我们以买入返售金融资产的减值准备/买入返售金融资产项下股票质押回购余额作为股押减值准备覆盖率情况，2018 年以来尤其是下半年上市券商减值准备覆盖率大幅提升，所有披露数据信息的上市券商 18 年底加权减值准备覆盖率为 2.26%，较 18H 提升 1.23 个百分点。IFRS9 准则下的 12 家 A+H 上市券商在减值方面因采取预期损失代替已发生损失，因此理论上在减值计提时应该更加及时且足额，但是从减值准备覆盖率方面，新会计准则下券商 2018H 加权减值准备覆盖率为 1.16%，显著高于其余上市券商的 0.71%；而 2018 年底为 2.06%，明显小于其余上市券商的 2.74%。我们认为在 IFRS9 之下，A+H 上市券商认识到业务潜在风险，更快主动压缩存量股票质押规模，严格风险防范机制，使得整体减值得到一定控制。

当前券商股押风险整体有较为明显缓解，后期部分上市券商减值有望转回，但还需要看具体业务情况；从业务经营角度进行展望，后期券商可能将更多围绕优质标的或投行客户进行业务开展。

图表27 2018年上市券商股票质押减值相关数据

公司	2018H					2018				
	总信用/ 资产减值 损失	买入返售 金融资产 减值损失	减值准备 覆盖率	归母 净利润	股押余额	总信用/ 资产减值 损失	买入返售 金融资产 减值损失	买入返售 金融资产 减值准备	减值准备 覆盖率	股押减值/ 净利润
海通证券	6.83	1.09	0.76%	52.11	556.03	16.22	2.56	7.34	1.32%	4.9%
申万宏源	0.94	0.99	0.50%	41.60	437.23	4.29	1.31	1.63	0.37%	3.1%
中信证券	7.02	4.40	1.70%	93.90	384.78	21.87	16.23	19.66	5.11%	17.3%
国泰君安	4.64	4.08	2.47%	67.08	383.43	9.76	6.69	16.35	4.26%	10.0%
中国银河	2.14	0.29	0.27%	28.87	374.52	4.08	0.36	1.15	0.31%	1.2%
华泰证券	0.61	0.69	0.35%	50.33	283.34	8.63	4.74	5.47	1.93%	9.4%
东方证券	0.99	0.33	3.76%	12.31	240.94	1.57	1.11	8.34	3.46%	9.0%
招商证券	1.20	0.82	0.70%	44.25	228.39	1.21	0.59	2.00	0.87%	1.3%
广发证券	0.96	0.35	0.68%	43.00	224.40	3.03	0.69	2.14	0.96%	1.6%
光大证券	1.91	1.84	1.00%	1.03	209.79	6.79	3.98	4.27	2.04%	385.1%
中信建投	2.56	0.02	0.27%	30.87	138.17	11.54	0.75	1.20	0.87%	2.4%
中原证券	0.63	0.58	1.23%	0.66	32.20	2.88	2.10	2.26	7.02%	318.9%
国信证券	5.78	0.47	1.10%	34.23	314.51	8.24	1.61	5.37	1.71%	4.7%
兴业证券	0.81	0.79	0.69%	1.35	207.42	6.90	5.96	6.92	3.34%	440.6%
东吴证券	0.41	0.03	0.36%	3.58	144.94	7.85	4.75	6.62	4.57%	132.5%
国元证券	0.55	0.12	1.03%	6.70	95.98	1.61	0.30	1.12	1.16%	4.5%
东兴证券	0.02	0.08	1.16%	10.08	86.68	1.99	1.58	2.55	2.95%	15.7%
国海证券	0.17	0.08	0.50%	0.73	83.71	1.64	0.79	1.13	1.35%	108.1%
国金证券	-0.03	-0.08	0.40%	10.10	81.70	1.83	0.53	0.90	1.10%	5.2%
长江证券	0.49	-0.22	0.50%	2.57	71.77	3.12	0.75	1.59	2.21%	29.3%
东北证券	0.51	-0.10	0.50%	3.01	62.84	6.81	1.71	2.07	3.29%	56.6%
方正证券	1.75	未计提	未计提	6.61	57.34	4.72	未计提	未计提	未计提	-
太平洋	-0.17	0.00	1.01%	-13.22	51.84	9.38	9.00	9.79	18.89%	-68.1%
浙商证券	-0.66	-0.73	0.70%	7.37	51.52	-0.41	0.00	0.36	0.70%	0.0%
华安证券	0.13	0.00	0.30%	5.54	40.16	0.12	0.00	0.14	0.35%	0.0%
华西证券	0.06	-0.03	0.99%	8.45	38.17	0.68	-0.02	0.38	1.00%	-0.3%
天风证券	未上市	未上市	未上市	3.03	35.00	0.64	0.28	0.43	1.24%	9.3%
财通证券	-0.08	0.00	1.00%	8.19	31.91	2.09	0.00	1.02	3.21%	0.0%
南京证券	0.57	0.00	0.30%	2.32	24.67	0.56	0.00	0.07	0.30%	0.0%
第一创业	0.21	-0.01	0.27%	1.24	21.42	1.98	1.49	1.57	7.35%	120.2%
山西证券	0.57	-0.02	0.50%	2.22	15.78	0.96	未计提	未计提	未计提	-
西南证券	2.44	0.00	0.52%	2.27	12.51	3.76	0.00	0.07	0.59%	0.0%
西部证券	1.75	-0.08	0.50%	2.00	10.85	4.90	-0.15	0.05	0.50%	-7.7%
华林证券	未上市	未上市	未上市	3.45	2.61	0.22	0.00	0.08	3.22%	0.0%
长城证券	未上市	未上市	未上市	5.86	2.13	1.63	-0.04	0.01	0.30%	-0.7%

资料来源：公司年报、平安证券研究所



## 四、当前行业经营环境明显改善，一季报弹性凸显

### 19年以来市场经营环境显著改善

18年下半年以来行业监管环境呈现边际放松的迹象，并购重组与再融资政策持续放松，资本市场基础设施不断完善，股押风险持续缓解，行业与资本市场对外开放不断推进。19年以来券商经营环境持续改善，一季度上证综指、深证成指分别上涨 23.9%、36.8%，同时金融在国民经济中的重要性显著提升；行业方面日均股基交易量环比明显提升，近期股指期货再度松绑，科创板相关配套制度快速落地，经营环境的改善使得券商业绩向好。

### 部分上市券商披露一季报，自营业务致使净利润同比接近翻倍

截至 28 日共有 23 家上市券商披露一季报，累计实现营业收入及净利润分别为 482.67 亿元与 185.28 亿元，分别同比增长 50.7%和 89.5%；净资产合计为 7254.55 亿元，较 18 年底增长 2.9%；加权 ROE 为 2.55%，同比提升 1.14 个百分点。具体看规模较大券商保持较好的利润增速，而中小券商增速有所分化，太平洋（6654.1%）、东吴证券（943.7%）、东北证券（327.3%）、第一创业（313.9%）净利润增速居前，而财通证券（8.8%）净利润仅为个位数增长。

具体分业务看，受益于权益市场大幅上行，券商自营业务弹性凸显，23 家 A 股上市券商累计自营业务收入 216.30 亿元，同比大幅增长 141.6%；同时其他业务收入增速也超过 50%；经纪、投行业务收入分别小幅增长 8.6%和 2.8%，而资管业务收入仍然为-10.7%的负增长。

图表28 2019年一季度上市券商主要财务数据

	营业收入		归母净利润		净资产		ROE	
	金额(亿元)	同比增长	金额(亿元)	同比增长	金额(亿元)	较18年底	数值	同比增长
海通证券	99.54	74.5%	37.70	117.7%	1,226.49	4.06%	3.07%	1.62%
国泰君安	66.95	7.2%	30.06	33.0%	1,273.86	3.19%	2.36%	0.56%
招商证券	46.46	77.2%	21.27	94.8%	828.33	2.61%	2.57%	1.20%
中国银河	37.01	41.4%	15.33	51.1%	679.66	3.01%	2.26%	0.71%
中信建投	31.08	13.0%	14.88	50.3%	492.80	3.58%	3.02%	0.81%
长江证券	24.19	76.1%	7.65	137.5%	272.16	2.52%	2.81%	1.65%
东吴证券	14.94	81.3%	6.13	943.7%	209.36	3.85%	2.93%	2.65%
西部证券	13.32	136.5%	5.82	258.3%	179.11	3.18%	3.25%	2.33%
东北证券	22.76	140.7%	5.68	327.3%	154.35	2.66%	3.68%	2.83%
东兴证券	10.27	56.2%	5.55	100.0%	199.47	1.56%	2.78%	1.35%
华西证券	10.43	53.5%	4.73	64.6%	188.96	2.94%	2.50%	0.90%
国元证券	9.85	56.4%	4.22	153.5%	250.56	1.71%	1.68%	1.03%
财通证券	11.96	28.5%	3.91	8.8%	200.73	2.07%	1.95%	0.23%
太平洋	7.09	109.6%	3.55	6654.1%	102.59	-0.31%	3.46%	3.41%
长城证券	10.20	81.4%	2.92	149.7%	168.43	1.93%	1.73%	-
第一创业	8.10	82.9%	2.86	313.9%	88.32	0.34%	3.23%	2.46%
浙商证券	12.46	53.7%	2.73	36.6%	144.78	5.96%	1.89%	0.43%
山西证券	14.43	8.6%	2.58	194.1%	125.79	1.09%	2.05%	1.35%
国海证券	9.66	64.6%	2.50	78.8%	138.35	1.93%	1.81%	0.80%
南京证券	5.07	53.8%	2.11	91.1%	108.21	2.15%	1.95%	0.79%
中原证券	6.58	46.1%	1.82	78.8%	101.22	1.72%	1.80%	0.80%
天风证券	10.31	62.2%	1.29	42.0%	121.01	-1.79%	1.06%	0.26%
华林证券	2.15	-1.4%	0.93	12.8%	50.92	25.00%	1.82%	-



	营业收入		归母净利润		净资产		ROE	
	金额(亿元)	同比增长	金额(亿元)	同比增长	金额(亿元)	较 18 年底	数值	同比增长
23 家上市券商合计	482.67	50.7%	185.28	89.5%	7,254.55	2.88%	2.55%	1.14%

资料来源: wind、平安证券研究所

## 五、投资建议

当前从市场层面看风险偏好仍然处于相对较高水平,科创板配套制度仍在持续推进,后期对再融资、衍生品等方面的政策利好预计仍有支撑。估值层面看当前板块整体 PB 估值为 1.9 倍,仍略低于历史平均水平。业绩层面看一季度上市券商整体净利润接近翻倍,后期业绩仍然有望保持较快增速。我们维持行业“强于大市”判断,建议重点关注头部券商中信证券、华泰证券;低估值的大型券商海通证券,以及权益自营弹性较高的东方证券。

## 六、风险提示

### 1) 市场下跌出现系统性风险

金融股是重要的大盘股组成部分,其整体涨跌幅与市场投资风格密切相关。若市场行情出现系统性风险,市场整体估值向下,有可能带动券商板块股价下跌。

### 2) 业绩改善未能持续风险

受益于弹性较高的经纪业务和自营业务影响,券商业绩大幅改善,如后期交易量无法继续保持较高水平或权益市场出现一定调整,可能影响相关业务收入,使得业绩无法持续改善。

### 3) 政策边际改善不及预期

我们认为当前证券板块估值提振的重要因素之一为预期政策端的持续改善,如果改善不及预期可能影响券商股估值提升。

## 平安证券研究所投资评级:

### 股票投资评级:

- 强烈推荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20%以上 )
- 推 荐 ( 预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间 )
- 中 性 ( 预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间 )
- 回 避 ( 预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上 )

### 行业投资评级:

- 强于大市 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上 )
- 中 性 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间 )
- 弱于大市 ( 预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上 )

### 公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

### 免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代替行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



**平安证券**  
PING AN SECURITIES

### 平安证券研究所

电话: 4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融  
融中心 62 楼  
邮编: 518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融  
大厦 25 楼  
邮编: 200120  
传真: ( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街  
中心北楼 15 层  
邮编: 100033