

行业研究/深度研究

2019年05月05日

行业评级:

非银行金融 增持(维持)
证券Ⅱ 增持(维持)

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

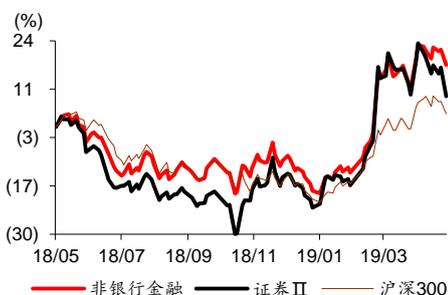
刘雪菲 执业证书编号: S0570517110003
研究员 0755-82713386
liuxuefei@htsc.com

陶圣禹 执业证书编号: S0570518050002
研究员 021-28972217
taoshengyu@htsc.com

相关研究

- 1《中信证券(600030,买入): 投资收益亮眼, 领先优势持续》2019.04
- 2《非银行金融/银行: 行业周报(第十七周)》2019.04
- 3《国泰君安(601211,买入): 投资增厚业绩, 稳健均衡持续》2019.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

否极泰来向上改善, 紧握优质券商

证券行业 2018 年报暨一季报综述

业绩由 18 年底底部磨砺到 19 Q1 大幅向上, 紧握优质券商

2018 证券行业经营环境整体承压, 35 家上市券商归母净利润 2018 年同比下降 40%, 触及历史低点。各业务条线净收入全面下滑。2019 年 Q1 政策红利持续, 股票市场量价齐升, 券商经营环境显著改善。上市券商归母净利润大幅上升 87%, 达到历史相对高位。其中, 自营大增贡献主要弹性, 经纪、投行、利息助力业绩提振。2018 年减值叠加成本刚性拖累业绩, 2019Q1 减值转回助业绩向上。长周期坚定看好市场化改革红利下行业前景。关注优质券商投资价值, 推荐中信、国君和招商。

2018 年各条线全面承压, 内部分化加剧

2018 年, 35 家上市券商自营、经纪、投行、利息、资管全面下降。剔除会计调整影响, 35 家上市券商可比口径自营净收入下滑 20%, 显著拖累业绩, 券商资产配置和投资风格差异加剧业绩分化。经纪业务贝塔属性较强, 2018 年量价承压收入同比下滑 18%, 整体承压。信用业务边际收缩叠加资金成本上升, 剔除会计调整影响可比口径利息净收入同比大幅下降 39%。投行净收入同比下降 24%, 股权融资承压拖累收入, 债券融资上升支撑业绩, 大型券商和拥有债券优势的券商相对稳健。资管净收入同比微降 3.7%, 业务表现相对稳健, 主动管理和创新业务有优势的券商占优。

2019Q1 自营大增贡献主要弹性, 经纪、投行、利息助力业绩提振

2019 年第一季度 35 家上市券商自营收入同比大幅增加 146.4%, 自营业务占比达到历史以来高位, 成为增厚业绩的关键因素。其他业务条线中, 经纪受交投活跃提升驱动上行。投行业务中债券融资延续上行趋势。信用业务中两融规模提升、股票质押规模边际收缩。资管净收入同比小幅下滑。

2018 年减值拖累业绩, 2019Q1 减值转回助业绩向上

2018 年, 35 家上市券商营业支出合计 1879 亿元, 同比+8.6%, 总成本率为 70.9%, 同比+13.4pct。从营业支出结构看, 管理费用为支出主体。从同比变动看, 减值损失增加和成本刚性拖累业绩。行业内部股票质押减值风险分化, 部分业务激进的中小券商计提较大减值。2019 年 Q1 上市券商营业支出合计 474 亿元, 同比+24.6%。总成本率较 2018 年大幅下滑 22pct, 主要源自营业收入大幅回暖, 而营业支出相对刚性, 增速相对较低。券商减值转回 12.4 亿元, 资产质量改善助力业绩向上。

政策红利持续, 业绩由底部磨砺走向改善, 紧握优质券商

金融供给侧改革推动直接融资发展, 科创板市场化改革引导基础制度跨越发展, 券商有望借时代契机迎来发展红利。市场在政策呵护下得到提振, 行业业绩由底部磨砺走向改善, 各条线转型升级在路上。行业马太效应有望加剧, 优质券商综合实力强劲, 有望在转型中攫取先机, 强者恒强。我们预计 2019 年大券商(中信、国君、海通、广发、招商) PB1.3-1.8 倍, PE18-23 倍, 推荐中信、国君和招商。

风险提示: 政策风险、市场波动风险、利率风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
600030.SH	中信证券	23.04	买入	0.77	1.17	1.36	1.56	1.56	19.71	16.95	14.74
600999.SH	招商证券	17.53	买入	0.66	0.9	1.02	1.16	26.56	19.48	17.19	15.11
601211.SH	国泰君安	18.83	买入	0.77	1.07	1.24	1.43	24.46	17.60	15.14	13.21

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

业绩概览：业绩高波动，由 18 年底部磨砺到 19 Q1 大幅向上.....	3
2018 年主要业务分析：各条线全面承压，内部分化加剧	6
2019Q1 主要业务分析：自营大增贡献主要弹性	9
费用控制能力剖析：2018 年减值拖累业绩，营业成本相对刚性	11
展望：政策红利持续，业绩由底部磨砺走向改善，紧握优质券商	13
风险提示	14

图表目录

图表 1：2014-2018 年 35 家上市券商归母净利润合计	3
图表 2：2015-2019Q1 年可比 24 家上市券商季度归母净利润合计	3
图表 3：2018 年上市券商经营情况.....	4
图表 4：2019Q1 上市券商经营情况	5
图表 5：2012-2018 六大券商营业收入集中度	5
图表 6：2012-2018 六大券商净利润集中度	5
图表 7：2018 年 35 家上市券商业务收入结构	6
图表 8：2017-2018 年日均股基成交额（单边）	7
图表 9：2012-2018 年经纪业务平均佣金率	7
图表 10：2018 年沪深两市融资融券余额及环比变动	7
图表 11：2018 年 35 家券商各业务收入同比情况（模拟会计准则调整前）	8
图表 12：2019 年 35 家上市券商第一季度业务收入结构	9
图表 13：2019 年 Q1 上市家券商各业务收入同比情况	10
图表 14：2018 年上市券商费用率及同比变动	11
图表 15：2018 年上市券商买入返售金融资产减值损失计提概况	12

业绩概览：业绩高波动，由18年底部磨砺到19Q1大幅向上

2018年市场较大震荡调整，交投活跃度下滑、信用风险集聚、投行项目节奏放缓，证券行业经营环境较为严峻。2018年受经济预期担忧和外围市场等内外因素影响，股票市场经历较大调整。2018年上证综指-24.6%，深证成指-34.4%，券商指数-22.6%。市场交易活跃度持续下降。日均股基成交额（单边）4139亿元，同比-17.6%。市场风险偏好趋紧和前期信用风险集聚驱动信用业务规模收缩，年末两融规模7557亿元，同比-26.4%。投行业务中，股权融资规模收缩，债券融资规模显著提升。全年IPO1375亿元，同比-40.3%；再融资8922亿元，同比-31.8%；债权融资57987亿元，同比+26.6%。年末证券公司受托管资金本金合计14.11万亿，同比-18.3%。

2019Q1政策红利持续，股票市场量价齐升，券商经营环境显著改善。2019年Q1上证综指+23.9%，深证成指+36.8%，券商指数+50.8%。交易活跃度显著提升，日均股基成交额（单边）6217亿元，较2018年+50.2%。市场风险偏好提升驱动两融回暖，季末规模较2018年末+21.7%。投行业务中，股权融资规模收缩，债券融资延续上升趋势。Q1IPO规模256亿元，同比-35.8%；再融资2243亿元，同比-41.6%；债权融资15107亿元，同比+88.5%。

券商业绩高波动特征显著，上市券商归母净利润2018年同比下降40%触及历史低点，2019年Q1大幅上升87%，达到历史相对高位。2018年弱市环境下券商各业务条线全面承压，叠加管理费刚性和减值损失显著提升，压制盈利能力。2018年35家上市券商归母净利润合计584亿元，同比-40.1%；营收合计2649亿元，同比-12.0%。上市券商平均净利润率为22.0%，同比-10.3pct。平均ROE为4.2%。2019年一季度市场回暖驱动投资、经纪等业务上行，Q135家上市券商归母净利润合计377亿元，同比+86.9%；营收合计975亿元，同比+51.6%。上市券商平均净利润率为38.7%，同比+7.3个百分点。年化平均ROE为10.4%。

图表1：2014-2018年35家上市券商归母净利润合计



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2：2015-2019Q1年可比24家上市券商季度归母净利润合计



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2018年业务均衡的大型券商经营彰显韧劲；2019年Q1行业业绩全面改善，中小券商业绩弹性大。2018年弱市环境下，大型券商业务均衡稳健，盈利和抗风险能力优势凸显，降幅优于上市券商整体水平。2018年大型券商归母净利润同比增长区间在-60%到-10%区间；中小上市券商因业务贡献相对不均衡，受市场影响降幅更大，剔除异常值后，归母净利润同比增长区间在-90%到-30%区间。行业业绩分化驱动行业净利润集中度上行，前六大券商（中信、国君、海通、华泰、招商、广发）净利润集中度55.5%，同比+5.4pct。2019年行业业绩整体向上改善背景下，Q1大型券商归母净利润同比增长区间在30%-120%；中小券商业绩弹性更大，剔除异常值后，归母净利润同比增长区间在50%-200%区间。

图3：2018年上市券商经营情况

公司名称	归母净利润		营业收入	
	(亿元)	同比	(亿元)	同比
中信证券	93.9	-17.9%	372.2	-14.0%
国泰君安	67.1	-32.1%	227.2	-4.6%
海通证券	52.1	-39.5%	237.7	-15.8%
华泰证券	50.3	-45.7%	161.1	-23.7%
招商证券	44.2	-23.5%	113.2	-15.2%
广发证券	43.0	-50.0%	152.7	-29.2%
申万宏源	41.6	-9.6%	152.8	14.3%
国信证券	34.2	-25.2%	100.3	-15.9%
中信建投	30.9	-23.1%	109.1	-3.5%
中国银河	28.9	-27.5%	99.3	-12.5%
东方证券	12.3	-65.4%	103.0	-2.2%
国金证券	10.1	-15.9%	37.7	-14.2%
东兴证券	10.1	-23.0%	33.1	-8.6%
华西证券	8.5	-17.1%	25.5	-4.7%
财通证券	8.2	-45.6%	31.7	-21.0%
浙商证券	7.4	-30.7%	36.9	-19.9%
国元证券	6.7	-44.3%	25.4	-27.7%
方正证券	6.6	-54.5%	57.2	-3.9%
长城证券	5.9	-34.2%	27.5	-6.7%
华安证券	5.5	-14.8%	17.6	-8.2%
东吴证券	3.6	-54.5%	41.6	0.4%
华林证券	3.4	-25.6%	10.0	-6.2%
天风证券	3.0	-26.2%	32.8	9.8%
东北证券	3.0	-54.8%	67.8	37.6%
长江证券	2.6	-83.4%	43.7	-22.5%
南京证券	2.3	-43.6%	12.3	-10.9%
西南证券	2.3	-66.1%	27.4	-10.3%
山西证券	2.2	-45.8%	68.5	56.0%
西部证券	2.0	-73.4%	22.4	-29.4%
兴业证券	1.4	-94.1%	65.0	-26.3%
第一创业	1.2	-70.6%	17.7	-9.3%
光大证券	1.0	-96.6%	77.1	-21.6%
国海证券	0.7	-80.5%	21.2	-20.2%
中原证券	0.7	-85.1%	16.5	-23.2%
太平洋	-13.2	-1237.1%	3.9	-69.7%
合计	583.7	-40.1%	2,649.2	-12.0%

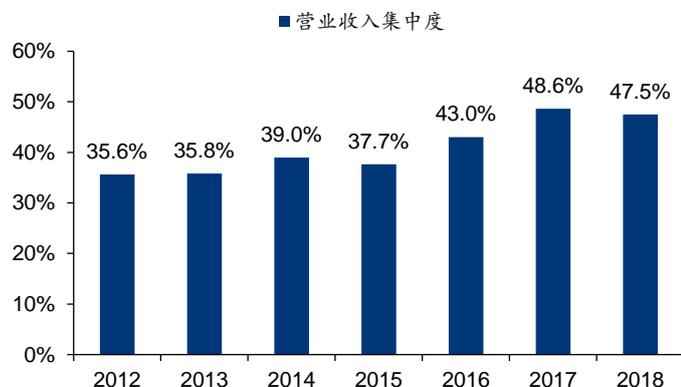
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表4： 2019Q1上市券商经营情况

公司名称	归母净利润		营业收入	
	(亿元)	同比	(亿元)	同比
中信证券	42.6	58.3%	105.2	8.3%
海通证券	37.7	117.7%	99.5	74.5%
国泰君安	30.1	33.0%	67.0	7.2%
广发证券	29.2	91.3%	68.4	77.0%
华泰证券	27.8	46.1%	62.5	45.7%
招商证券	21.3	94.8%	46.5	77.2%
国信证券	18.8	154.9%	37.4	60.2%
申万宏源	18.6	87.5%	54.6	89.5%
中国银河	15.3	51.1%	37.0	41.4%
中信建投	14.9	50.3%	31.1	13.0%
光大证券	13.2	80.1%	34.2	46.5%
东方证券	12.7	191.1%	40.7	109.2%
兴业证券	10.0	172.9%	38.3	133.5%
长江证券	7.7	137.5%	24.2	76.1%
东吴证券	6.1	943.7%	14.9	81.3%
方正证券	5.9	85.7%	18.4	42.5%
西部证券	5.8	258.3%	13.3	136.5%
东北证券	5.7	327.3%	22.8	140.7%
东兴证券	5.5	100.0%	10.3	56.2%
华安证券	4.8	201.3%	9.9	138.0%
华西证券	4.7	64.6%	10.4	53.5%
国元证券	4.2	153.5%	9.8	56.4%
西南证券	4.1	57.8%	11.4	58.7%
国金证券	4.0	47.2%	10.8	29.7%
财通证券	3.9	8.8%	12.0	28.5%
太平洋	3.5	6654.1%	7.1	109.6%
长城证券	2.9	149.7%	10.2	81.4%
第一创业	2.9	313.9%	8.1	82.9%
浙商证券	2.7	36.6%	12.5	53.7%
山西证券	2.6	194.1%	14.4	8.6%
国海证券	2.5	78.8%	9.7	64.6%
南京证券	2.1	91.1%	5.1	53.8%
中原证券	1.8	78.8%	6.6	46.1%
天风证券	1.3	42.0%	10.3	62.2%
合计	377.0	86.9%	974.5	51.6%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： 2012-2018 六大券商营业收入集中度

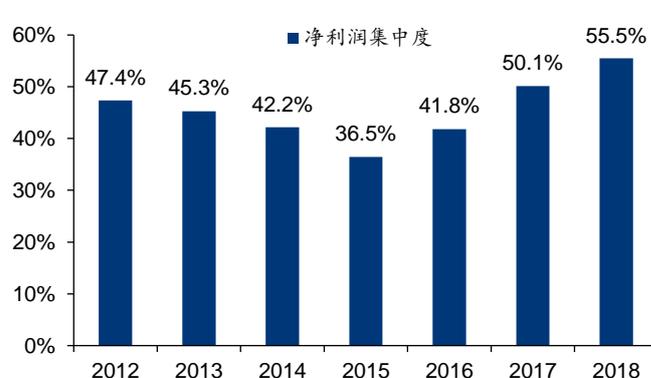


注：六大券商包括中信、国君、海通、华泰、招商、广发；

注：营业收入=六大券商营业收入合计/行业营业收入合计

资料来源：证券业协会，公司公告，华泰证券研究所

图表6： 2012-2018 六大券商净利润集中度



注：六大券商包括中信、国君、海通、华泰、招商、广发；

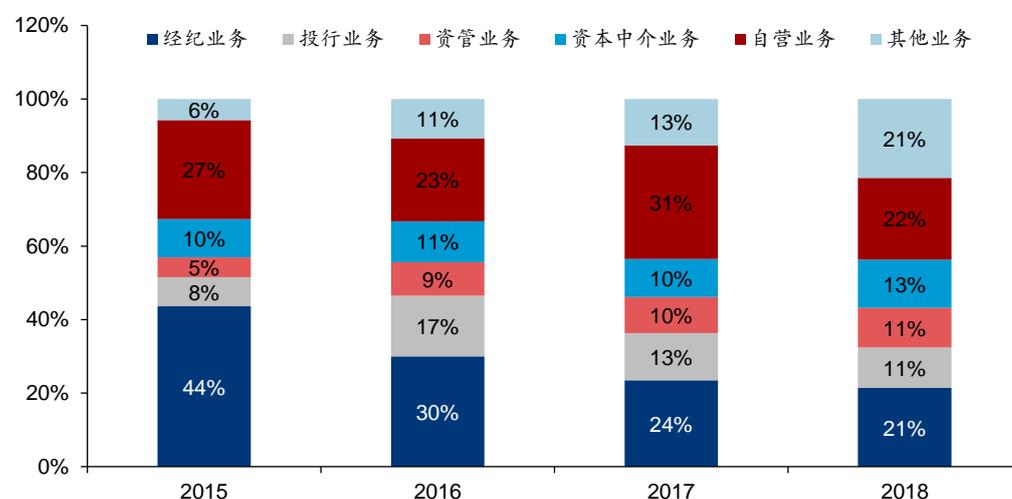
注：营业收入=六大券商净利润合计/行业净利润合计

资料来源：证券业协会，公司公告，华泰证券研究所

2018年主要业务分析：各条线全面承压，内部分化加剧

自营、经纪、投行、利息、资管全面下降。2018年，35家上市券商自营净收入（投资收益+公允价值变动损益-对联营合营企业投资收益）合计589亿元，占比22%，同比-36.8%。考虑到部分券商2018年末进行会计准则调整，将债权投资和其他债权投资利息由投资收益调整至利息收入，模拟准则调整前自营净收入同比-20%。经纪业务受交投低迷及平均佣金率走低影响，实现业务净收入566亿元，占比21%，同比-19.9%。信用业务在市场风险偏好趋于谨慎和风险集聚下规模边际收缩，实现净利息收入347亿元，占比13%，同比+11.5%，模拟准则调整前利息净收入同比-39%。投行监管趋严，规模承压，节奏放缓，实现净收入294亿元，占比11%，同比-24.3%。资管业务转型主动管理，2018全年实现净收入284亿元，占比11%，同比-3.7%。其他业务实现净收入569亿元，占比22%，同比+51.2%，主要受子公司大宗商品销售收入增加驱动，但业务整体利润率较低。

图表7：2018年35家上市券商业务收入结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

可比口径自营净收入下滑20%，显著拖累业绩，券商资产配置和投资风格差异加剧业绩分化。2018年股市大幅下跌，债市出现波段性和结构性行情。受股市大幅下跌及部分券商实行新会计准则将部分收入从投资收益调至利息收入影响，2018年35家上市券商共实现自营业务收入589亿元，同比-36.8%。剔除准则调整影响，2018年自营业务收入同比-20%。我们预计三方面因素导致自营业务净收入分化的情况：1.预计部分券商固收类投资表现较好，获得较强收益；2.预计投资风格稳健，并及时根据市场调整策略的券商，穿越牛熊更强；3.部分券商特别是综合实力领先的大券商，加强另类投资，灵活运用各种金融工具和衍生品进行风险管理，开拓多市场多元化投资策略，有效分散对冲投资风险，克服市场下跌带来的不利影响。

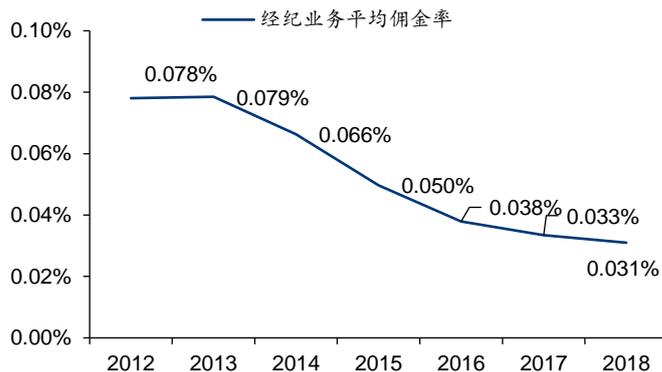
经纪业务贝塔属性较强，2018年量价承压收入同比下滑18%，行业整体承压。2018年受市场整体交易活跃度及佣金费率均下滑影响，券商经纪收入延续下滑趋势，行业整体承压，部分客户结构较为优质的券商相对稳健。2018年日均股基成交额同比-17.6%，行业经纪平均佣金率0.031%，较2017年-0.2bp。2018年，沪深两市35家上市券商经纪净收入566亿元，同比下降19.9%，降幅较2018H1扩大15.6pct。当前各家券商探索经纪业务尤其是财富管理转型升级，但转型的模式和成效存在差异。

图表8：2017-2018年日均股基成交额（单边）



资料来源：Wind，华泰证券研究所

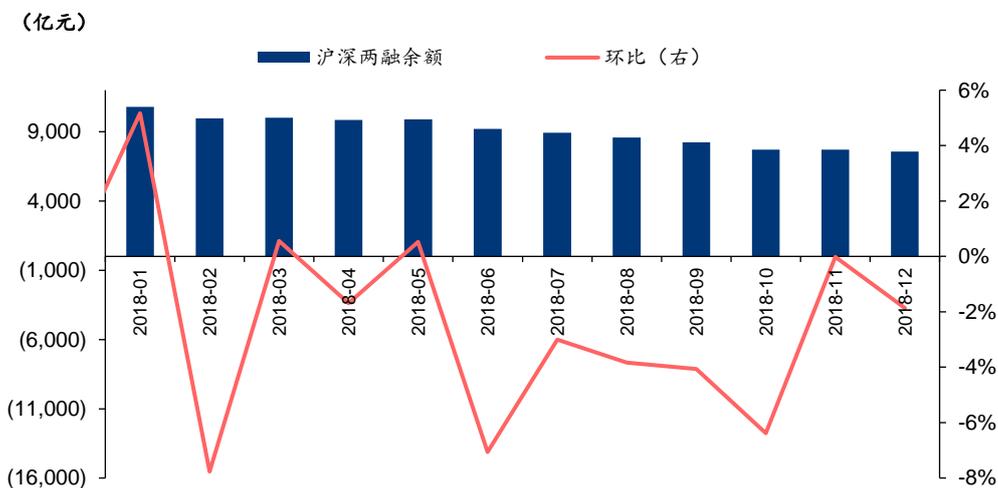
图表9：2012-2018年经纪业务平均佣金率



资料来源：证券业协会，Wind，华泰证券研究所

信用业务边际收缩叠加资金成本上升，可比口径利息净收入同比大幅下降39%。2018年股市大幅下行，市场风险偏好趋紧，融资融券规模自2018年5月以来呈现逐月下降趋势，券商两融业务规模也相应下滑。同时，股市波动加剧下股票质押风险集聚升级，部分券商股票质押规模边际收缩。截至12月末，35家上市券商股票质押式回购融出资金合计4989亿元，同比-25.7%。部分券商业务规模收缩，叠加资金成本差上升，或引致利息净收入大幅下滑。35家上市券商2018年净利息收入合计347亿元，同比+11.5%，但剔除准则调整影响后同比-39%。大型券商股票质押压降显著，2018年末六大券商股票质押式回购融出资金合计规模2060亿元，同比-38.5%；其余29家上市券商合计规模2929亿元，同比-13%。2018年10月以来，监管集体发声稳定市场情绪、构筑风险底线，且在设立纾困基金、优化违约合约安排、支持银行扩大对民企信贷投放等政策组合拳呵护下，市场信心已得到充分提振，引导股市回暖，股票质押风险有望逐步消化。

图表10：2018年沪深两市融资融券余额及环比变动



资料来源：Wind，华泰证券研究所

投行净收入同比下降24%，股权融资承压拖累收入，债券融资上升支撑业绩，大型券商和拥有债券优势的券商相对稳健。受监管趋严和项目节奏放缓影响，2018年股权融资规模收缩，债券融资规模显著提升。2018年35家上市券商投行业务收入294亿元，同比-24.3%。在深化并购重组市场化改革、引导重点支持行业融资等监管政策陆续出台背景下，投行经营环境边际改善。我们认为行业内部分化的主要因素有二：一是大型券商在投行的综合竞争实力上享有比较优势，降幅相对较小；二是债券融资业务优势领先、把握债券融资提升机会的券商，业绩表现相对稳健。

资管净收入同比微降 3.7%，业务表现相对稳健，主动管理和创新业务有优势的券商占优。2018 年资管新规正式落地，明确资管业务去通道、去嵌套的监管方向，同时证券期货经营机构私募资管和券商大集合资管等配套政策相应出台，券商资管受通道类业务收缩影响整体规模承压。2018 年 35 家上市券商资管净收入 284 亿元，同比下降 3.7%，与其他业务条线相对平稳。行业内部分化的主要因素有三：第一，当前资管业务收入以管理费为主，规模有优势的券商管理费收入具有韧劲；第二，业务向主动管理转型，主动管理实力较强的券商享有比较优势；第三，部分券商资管业务发力资产支持证券业务线等创新型品种，业务种类丰富开辟盈利增长点。

图表11： 2018年35家券商各业务收入同比情况（模拟会计准则调整前）

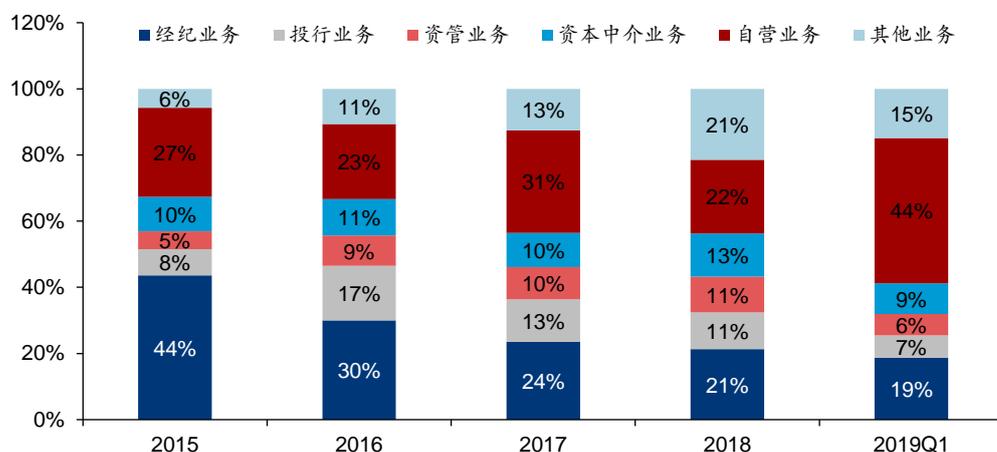
	经纪	投行	资管	利息	自营
中信证券	-8%	-17%	2%	-35%	-30%
海通证券	-24%	-3%	-8%	18%	-57%
国泰君安	-22%	-26%	-16%	-17%	-1%
华泰证券	-20%	-4%	7%	-29%	-54%
申万宏源	-28%	-37%	-8%	-22%	51%
广发证券	-20%	-56%	-6%	8%	-58%
招商证券	-22%	-34%	5%	-65%	16%
中信建投	-25%	-6%	-18%	-43%	52%
东方证券	-8%	-14%	20%	8%	-60%
国信证券	-26%	-49%	0%	-38%	46%
中国银河	-21%	-5%	8%	-24%	-6%
光大证券	-17%	-7%	-15%	-55%	-21%
山西证券	-20%	-45%	11%	-442%	31%
东北证券	-10%	-29%	-19%	161%	5%
兴业证券	-10%	-28%	-31%	-180%	-54%
方正证券	-23%	-14%	16%	-81%	40%
长江证券	-10%	-22%	-27%	-58%	-16%
东吴证券	-20%	-18%	-25%	-4%	21%
国金证券	-20%	-47%	-29%	-19%	126%
浙商证券	-28%	-41%	-30%	-24%	15%
东兴证券	-27%	-18%	10%	-293%	30%
天风证券	-5%	-18%	-11%	67%	15%
财通证券	-24%	-15%	-8%	-49%	-18%
长城证券	-20%	-4%	-17%	-103%	26%
西南证券	-25%	-21%	-12%	-106%	-13%
华西证券	-30%	-50%	50%	25%	39%
国元证券	-26%	-39%	-16%	-36%	-19%
西部证券	-28%	-64%	-47%	-110%	2%
国海证券	-22%	-43%	16%	-39%	-4%
第一创业	-18%	-34%	-6%	-135%	61%
华安证券	-28%	-13%	38%	-71%	83%
中原证券	-20%	0%	9%	-57%	1%
南京证券	-22%	37%	-30%	-17%	1%
华林证券	-20%	-30%	-6%	29%	5%
太平洋	3%	26%	-47%	-192%	-119%
合计	-20%	-24%	-4%	-39%	-20%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

2019Q1 主要业务分析：自营大增贡献主要弹性

自营收入大幅增加 146%显著增厚利润，经纪、投行、利息助力业绩提振，资管收入边际收缩。2019 年第一季度，35 家上市券商合计自营净收入 429.1 亿元，占比 43.9%，同比 +146.4%。考虑广发、光大、招商因会计准则调整 2018Q1 投资收益和利息净收入数据，调整后自营净收入同比+166.3%（鉴于其他券商或存在类似情况，但未披露调整后可比数据，同比变动可能失真）。自营业务占比达到历史以来的高位，成为增厚业绩的关键因素。经纪业务受交投活跃显著提升驱动，实现业务净收入 182.5 亿元，占比 18.7%，同比+6.3%。信用业务中两融规模提升、股票质押规模边际收缩，实现净利息收入 90.1 亿元，占比 9.2%，同比+32.0%。考虑三家数据调整，调整后利息净收入同比+10.9%（鉴于其他券商或存在类似情况，但未披露调整后可比数据，同比变动可能失真）。投行股权融资相对承压，债券融资延续上行趋势，实现净收入 66.6 亿元，占比 6.8%，同比+8.5%。资管业务压通道、转型主动管理持续推进，实现净收入 63.2 亿元，占比 6.5%，同比-8.4%。其他业务实现净收入 145.2 亿元，占比 14.9%，同比+44.2%。

图表12： 2019 年 35 家上市券商第一季度业务收入结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

自营受股市回暖驱动表现亮眼，收入增长 146%，贡献主要业绩弹性，预计自营敞口较高的券商弹性更大。2019 年股票市场量价齐升，自营业务取得亮眼业绩表现。2019 年一季度 35 家上市券商共实现自营业务收入 429.1 亿元，同比+146.4%。考虑三家调整 2018Q1 投资收益和利息净收入数据，调整后自营净收入同比+166.3%。其中，自营业务敞口较高的券商业绩弹性大。未来，各家券商自营投资战略走向差异化，部分券商探索由单一性、趋势性投资向多样性、策略性投资转型。

经纪业务受交投活跃度提升驱动收入增长 6.3%，中小券商弹性较大。2019 年 Q1 股票市场交投活跃度显著升温，行业经纪业务收入整体提升。35 家上市券商经纪净收入 182.5 亿元，同比+6.3%。其中，部分中小券商经纪业务收入占比较高，经纪收入上行背景下，享受更高业绩弹性。未来，经纪业务表现发展需关注零售端和机构端转型进程。在零售客户端，目前多家券商正积极推动财富管理转型，发力产品代销和资产配置等增值服务，同时加大与融资融券等业务联动。未来将在服务模式、金融科技和渠道策略等多维度提升服务附加值和用户体验，构筑差异化优势。在机构客户端，券商把握市场机构化趋势加快业务布局，抢占公募、私募、保险资管、境外机构投资者等客户份额，提供主经纪商、资产托管、研究和 OTC 产品等综合金融服务。

利息净收入提升，市场风险偏好提升驱动两融突破，股票质押相对稳定。2019 年 Q1 末两融余额较年初+21.7%。全市场股票质押未解押股数较年初-1.4%。截至 2019 年 3 月末，32 家可比上市券商融出资金较年初+19.5%，（因为基数原因，未纳入南京证券、长城证券和华林证券）买入返售金融资产余额同比-15.0%。35 家上市券商 Q1 实现净利息收入 90.1

亿元，占比 9.2%，同比+32.0%。考虑三家数据调整，调整后利息净收入同比+10.9%。未来券商将积极捕捉交投情绪逐步回暖、交易结构持续改善、交易机制完善以及标的扩容等信号，稳健发展两融业务。股票质押业务经历前期风险集聚升级和政策纾解后，未来仍将持续优化准入标准和加强全流程统筹。

投行净收入+8.5%，预计债券融资维持高位助力投行业绩上行，债券业务优势的券商表现较优。2019年第一季度上市券商投行净收入 66.6 亿元，同比+8.5%，预计主要受债券融资表现支持。未来，科创板加速推进引导市场改革，为投行业务转型迎来转型重要窗口期。优质券商将深化全产业链模式转型，构建以股权融资、并购咨询、资产证券化、项目融资、风险投资为核心的“大投行”运作模式，延长业务链条、拓展服务周期，为客户提供全面的金融服务解决方案。中小券商将探索特色化、专业化的精品券商之路，在产品、客户、区域和渠道方面构筑独树一帜的特色，开辟与大型券商差异化的发展路径。

资管净收入同比微幅下滑 8%，主动管理能力较强的券商保持领先。2019年第一季度 35 家上市券商资管净收入 63.2 亿元，同比-8.4%。未来，资管业务在仍持续深化向主动管理等内涵式增长方向转型，通过培养主动管理能力、探索业务创新模式等打造差异化优势，有望提升资管规模及管理费率。

图表13：2019年Q1上市家券商各业务收入同比情况

	经纪	投行	资管	利息	自营
中信证券	-9%	34%	-13%	-18%	106%
海通证券	7%	2%	-9%	-25%	283%
广发证券	10%	-14%	5%	-27%	535%
国泰君安	10%	-15%	-21%	-1%	13%
华泰证券	14%	-39%	26%	-28%	149%
申万宏源	9%	66%	46%	22%	129%
招商证券	8%	-4%	-16%	-11%	1890%
东方证券	-6%	11%	-52%	-145%	331%
兴业证券	-6%	-43%	-15%	-428%	686%
国信证券	10%	-28%	-16%	-33%	611%
中国银河	-4%	-30%	-21%	-8%	286%
光大证券	1%	317%	57%	-1%	85%
中信建投	0%	1%	8%	34%	25%
长江证券	11%	46%	-17%	-6%	288%
东北证券	28%	-29%	-40%	-228%	370%
方正证券	16%	26%	-3%	113%	42%
东吴证券	16%	23%	-49%	-130%	133%
山西证券	30%	28%	-21%	775%	160%
西部证券	45%	56%	-59%	-15%	215%
浙商证券	7%	-91%	-85%	-40%	183%
财通证券	14%	20%	28%	-72%	61%
西南证券	19%	27%	-29%	-211%	37%
国金证券	4%	92%	-56%	-4%	128%
华西证券	20%	-30%	16%	144%	60%
天风证券	-7%	41%	-6%	22%	148%
东兴证券	9%	19%	33%	-146%	6%
长城证券	11%	53%	-17%	3%	353%
华安证券	18%	72%	-39%	-6%	466%
国元证券	14%	-11%	-27%	80%	167%
国海证券	8%	172%	92%	-165%	-15%
第一创业	3%	169%	13%	-546%	287%
太平洋	-2%	-2%	-35%	320%	205%
中原证券	31%	35%	-20%	-71%	278%
南京证券	30%	-30%	-16%	55%	176%
华林证券	31%	-76%	9%	-9%	94%
合计	6.3%	8.5%	-8.4%	10.9%	166.3%

注：广发、光大、招商在 2019 年一季报中调整 2018Q1 利息净收入和投资收益，上表中按照调整后数据计算；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

费用控制能力剖析：2018年减值拖累业绩，营业成本相对刚性

上市券商营业支出整体上升，减值损失增长和成本刚性拖累利润。2018年，35家上市券商营业支出合计1879亿元，同比+8.6%，总成本率为70.9%，同比+13.4pct。券商营业支出包括税金及附加、管理费用、信用/资产减值损失和其他业务成本。从占比看，管理费用为支出主体。2018年35家上市券商管理费用、信用/资产减值损失、税金及附加和其他分别占营业总支出比例为70%、7%、1%和20%。从同比变动看，减值损失增加和成本刚性拖累业绩。管理费用、资产减值损失/信用减值损失、其他业务成本分别同比-6.6%、+25.4%、+86.1%，考虑放到其他业务收入也相应上涨、整体保持微利，减值损失计提增加，及各主要业务线收入大幅下滑但管理费相对刚性，是费用端拖累利润的两个主要原因。

图表14：2018年上市券商费用率及同比变动

证券	营业支出/营业收入	较去年同期变动	业管费/营业收入	较去年同期变动	信用及资产减值损失/营业收入	较去年同期变动
招商证券	51.9%	+5.1pct	50.0%	+4.3pct	1.1%	+0.8pct
华西证券	55.9%	+5.3pct	52.4%	+1.9pct	2.7%	+3.4pct
国信证券	58.1%	+9.4pct	45.6%	+2.4pct	8.2%	+3.7pct
国泰君安	59.1%	+15.7pct	45.1%	+6.2pct	4.3%	+1.2pct
华泰证券	59.8%	+11.2pct	50.7%	+4.5pct	5.4%	+4.2pct
广发证券	60.4%	+14.1pct	49.9%	+6.1pct	2.0%	+0.1pct
华安证券	61.5%	+6.3pct	54.1%	+1.7pct	3.9%	+2.5pct
中信建投	63.0%	+10.4pct	51.6%	+0.5pct	10.6%	+9.9pct
中国银河	63.0%	+5.7pct	50.8%	+0.5pct	4.1%	-1.9pct
华林证券	64.0%	+8.9pct	61.1%	+6.7pct	2.2%	+2.1pct
东兴证券	64.1%	+6.1pct	57.1%	+1.2pct	6.0%	+5.2pct
申万宏源	66.0%	+10.4pct	45.5%	-5.6pct	4.3%	+1.1pct
国金证券	66.4%	+0.7pct	61.0%	-3.5pct	4.9%	+4.3pct
国元证券	66.9%	+11.1pct	57.9%	+7.2pct	6.3%	+2.6pct
中信证券	67.7%	+5.2pct	41.1%	+1.9pct	5.9%	+2pct
海通证券	70.1%	+13.6pct	39.5%	+4.9pct	6.9%	+1pct
财通证券	72.1%	+17.2pct	64.9%	+13pct	6.6%	+4.2pct
浙商证券	73.5%	+3.8pct	45.3%	+6.8pct	-1.1%	-2.4pct
南京证券	74.8%	+13.7pct	68.7%	+9.3pct	4.6%	+4.2pct
长城证券	75.2%	+12.3pct	59.1%	-1.1pct	5.9%	+5.4pct
光大证券	77.7%	+19pct	66.4%	+13.2pct	10.1%	+5.6pct
方正证券	84.7%	+13.2pct	70.2%	+1.7pct	8.2%	+7pct
东方证券	87.8%	+26.8pct	48.9%	-3.3pct	1.5%	-2.6pct
天风证券	88.2%	+13.1pct	63.1%	-7.5pct	1.9%	-1pct
西部证券	88.9%	+19.8pct	65.7%	+13.4pct	21.9%	+5.8pct
兴业证券	89.8%	+25.5pct	70.3%	+10.8pct	10.6%	+6.8pct
东吴证券	90.8%	+16.9pct	46.4%	+3.1pct	18.9%	+10.2pct
西南证券	92.1%	+21pct	64.9%	-3.2pct	13.7%	+11.9pct
国海证券	93.0%	+14.4pct	73.5%	+4.9pct	7.7%	+5.3pct
长江证券	94.7%	+28.5pct	82.1%	+20.1pct	7.2%	+5.8pct
第一创业	95.0%	+22pct	82.2%	+11.9pct	11.2%	+9.8pct
中原证券	95.1%	+26.5pct	60.8%	+10.9pct	19.4%	+15.8pct
山西证券	95.8%	+10.2pct	20.5%	-12.4pct	1.4%	-2.3pct
东北证券	96.3%	+11.7pct	31.0%	-11.3pct	10.0%	+5.4pct
太平洋	529.8%	+446.4pct	286.9%	+203.5pct	238.9%	+239.9pct
合计	70.9%	+13.4pct	49.7%	+2.8pct	6.3%	+3.1pct

注：按总成本率升序排序；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

行业内部股票质押减值风险分化，部分业务激进的中小券商计提较大减值。大型券商风险控制更为规范，且因收入更为均衡受到减值冲击相对可控。部分业务激进的中小券商因“踩雷”个股而导致计提较大减值。

图表15： 2018年上市券商买入返售金融资产减值损失计提概况

亿元	买入返售金融资产减值损失	买入返售金融资产减值损失	买入返售金融资产减值损失/股票	买入返售金融资产减值损失/股票
	2018	2018YoY	质押式回购-2018	质押式回购-2018YoY
太平洋	9.02	4173%	17.39%	+17.7pct
第一创业	1.49	-1762%	6.98%	+6.8pct
中原证券	2.10	-2152%	6.52%	+6.3pct
中信证券	16.23	-271%	4.22%	+3.7pct
东吴证券	4.75	-1760%	3.43%	+3.3pct
华林证券	0.08	100%	3.22%	+3.2pct
兴业证券	5.96	-687%	2.87%	+2.6pct
东北证券	1.71	-5407%	2.72%	+2.7pct
财通证券	0.62	-136%	1.96%	+1.3pct
光大证券	3.98	100%	1.90%	+1.9pct
东兴证券	1.58	-140%	1.83%	+1pct
国泰君安	6.69	-330%	1.75%	+1.5pct
华泰证券	4.74	-1269%	1.67%	+1.6pct
申万宏源	4.63	-255%	1.06%	+0.7pct
长江证券	0.75	616%	1.05%	+1.1pct
国海证券	0.79	-839%	0.95%	+0.8pct
天风证券	0.28	-389%	0.81%	+0.7pct
国金证券	0.26	-90%	0.65%	+0.4pct
华安证券	0.24	-177%	0.60%	+0.4pct
中信建投	0.75	-293%	0.54%	+0.4pct
国信证券	1.61	8%	0.51%	+0.1pct
东方证券	1.11	41%	0.46%	-0.1pct
海通证券	2.56	-56%	0.46%	+0.2pct
国元证券	0.30	-22%	0.31%	+0pct
广发证券	0.69	-153%	0.31%	+0.2pct
长城证券	0.01	100%	0.30%	+0.3pct
招商证券	0.59	-11%	0.26%	+0.1pct
中国银河	0.36	-95%	0.09%	+0pct
南京证券	0.01	100%	0.02%	+0pct
方正证券	0.00	100%	0.00%	0pct
西南证券	-0.02	201%	-0.16%	-0.3pct
华西证券	-0.12	182%	-0.33%	-0.6pct
山西证券	-0.07	158%	-0.46%	-0.9pct
浙商证券	-0.35	187%	-0.67%	-1.5pct
西部证券	-0.15	1522%	-1.42%	-1.4pct

注：按照“买入返售金融资产减值损失/股票质押式回购-2018”降序排列：

资料来源：公司年报，华泰证券研究所

2019年Q1总成本率大幅下滑，券商减值转回12.4亿元，资产质量改善助力业绩向上。2019年Q1 35家上市券商营业支出合计474亿元，同比+24.6%，总成本率为48.6%，较2018年大幅-22.3pct，总成本率下滑主要源自营业收入大幅回暖，而营业支出相对刚性，增速相对较低。营业支出中，管理费占比83%，较2018年占比+13pct。证券市场回暖，券商股票质押及融出资金资产质量提升，此前计提的资产/信用减值转回，2019Q1 35家券商合计转回12.4亿元，对业绩产生正贡献。

展望：政策红利持续，业绩由底部磨砺走向改善，紧握优质券商

金融供给侧改革推动直接融资发展，科创板市场化改革引导基础制度跨越发展，券商有望借时代契机迎来发展红利。2019年2月22日中共中央政治局第十三次集体学习首次提出深化金融供给侧结构性改革，要求优化融资结构，奠定未来金融体系中直接融资发展的顶层基调。未来将大力拓展各类股权融资渠道，促进债券市场协调发展，推动直接融资发展。当前科创板增量改革，自上而下引领资本市场跨越发展。一方面，科创板试点注册制提升股权融资效率。注册制下，监管对新股发行节奏扰动将削弱，股票注册审核的时间也将缩短，从而提升股票发行效率，推动股权融资占比显著提升。另一方面，科创板制度向市场化跨越，激发市场深层活力。同时科创板有望通过增量改革促存量转型，将循序渐进深化资本市场改革。直接融资发展和多层次资本市场体系完善，为券商发展提供良性发展土壤。

市场在政策呵护下得到提振，行业业绩由底部磨砺走向改善，各条线转型升级在路上。券商业绩高波动特征显著，2018年弱市环境下行业业绩承压。政策红利持续助力市场回暖，驱动券商2019年业绩大幅增长。未来若证券市场延续回暖趋势，将优化券商经营环境并驱动业绩改善。此外外部环境变化和内部竞争加剧背景下，部分券商转型升级正在路上。投行业务积极把握科创板等政策带来的发展机遇，以投行转型驱动各业务高阶升级。经纪业务中，零售客户端要把握好富裕客户群快速增长的时代契机，积极推动财富管理转型；机构经纪业务把握布局先机，围绕机构投资者提供综合金融服务需求。资本中介业务积极业务发展信号，同时加强风险控制、规范发展。自营业务根据市场环境变化及时调整投资策略，并由单一性、趋势性投资向多样性、策略性投资转型。资管业务持续向主动管理等内涵式增长转型，打造主动管理优势，探索创新品种。

行业马太效应有望加剧。一是在深化金融供给侧改革与监管“扶优限劣”思路引导下，券商行业优胜劣汰有望加快，优化行业格局。二是大型券商业务布局稳健均衡，战略布局较为前瞻，有望优先掌握转型先机。三是证券行业对外开放步伐加快，呼唤头部券商引领高阶竞争。四是行业并购整合初现端倪。未来投行业务资源将向大型券商集中，加剧行业马太效应。行业格局分化加速，优质券商综合实力强劲，有望在转型中攫取先机，强者恒强。行业格局分化加速，优势券商盈利和抗风险能力凸出，且在业务转型中有望攫取先机。我们预计2019年大券商（中信、国君、海通、广发、招商）PB 1.3-1.8倍，PE 18-23倍，把握优质券商投资机会，推荐中信、国君和招商。

风险提示

- 1、政策风险。证券行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏。
- 2、市场波动风险。公司经纪、自营及资管业务与股市及债市环境高度相关，市场持续低迷和波动将会影响证券公司业绩。
- 3、利率风险。固定利率工具使公司面临公允价值利率风险，浮动利率工具使公司面临现金流利率风险。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com