

证券 II 行业

自营与经纪表现良好，贝塔属性一览无余

核心观点：

● **业绩：自营业务大放异彩，推动上市券商归母净利润同比增长 86.6%**
 2019 年一季度证券行业板块压制因素明显缓和，两市交投回暖。各项业务中，经纪、自营、投行、利息业务净收入均出现不同程度的上升，资管业务收入有所下降，其中自营收入大幅提升，助推券商营收增长。从 2019Q1 上市券商经营数据来看，35 家上市券商合计实现归母净利润 378 亿元，同比增长 86.6%。我们对利润表进行重构后，根据 2019Q1 综合收益变动的归因分析，正面影响较大的主要为自营收入增长，产生 94% 的正向影响，负面影响较大的为资管业务收入变动，对业绩产生 2% 的负向影响。

● **行业格局：行业集中度略有回落，中小券商 β 属性更强**

行业集中度高：2019 年一季度 35 家上市券商中，营业收入前三名的证券公司占 35 家上市券商营收合计的 27.97%，前五名占比 41.22%，均有所回落。受益于市场回暖，中小型券商归母净利润提升幅度更大，ROE 排名靠前。总体来看，行业仍呈现业绩分化显著趋势。业务结构均衡、综合实力占优的龙头券商和优势业务突出的成长型券商业绩表现更佳；业务模式传统、通道业务占比较高的券商在竞争中处于劣势。

● **收入结构：自营收入贡献大幅提升，经纪、投行贡献缩水**

2019 年一季度，证券行业分业务收入居于前三的依次为自营、经纪和资本中介，占总营收的比重分别为 44%、19% 和 9%。其中，除自营收入外，其他业务收入贡献均呈现不同程度的下滑，主要归于 2019 年以来两市回暖，自营收入贡献度显著增长，较 2018 年同期提升 17 个百分点，其他业务除资管外虽都有增长但涨幅不及自营。各板块具体而言：1) 经纪：行业竞争激烈，整体收入稳定增长，但佣金率仍处于下行状态；2) 自营：整体收入大幅提升，强力助推总营收；3) 资本中介：市场回暖下信用业务规模增长；4) 资管：规模缩水，主动管理转型成为大方向；5) 投行：股权融资规模持续萎缩，环比收入下滑明显。

● **客户保证金余额大幅增长，为后续交投活跃奠定基础**

2019 年一季度 35 家上市券商客户保证金余额达到 1.1 万亿元。较 2018 年末环比增长 46.3%，主要归于 2019 年以来沪深市回暖，投资者情绪高涨，市场成交金额大幅提升，资金流动性强。保证金余额的大幅提升为后市交投活跃奠定基础，2019 年市场行情向好。

● **投资建议：关注业务创新、收入高弹性的头部券商**

2019 年以来市场交投持续向好，宏观政策调整提升流动性，金融供给侧改革下，科创板、衍生品、MOM 等创新业务、产品持续推进。证券行业有望通过投行资本化、财富管理等高 ROA 业务促进券商实现战略发展。建议重点关注：1) 受益科创板、衍生品等业务创新的中信证券 (A、H)、华泰证券 (A、H) 等；2) 自营高弹性的海通证券 (A、H) 等；3) 经纪业务高弹性的东方财富等。

● **风险提示：**

宏观经济下行，可能导致证券公司资产质量承受压力；监管环境持续收紧；金融去杠杆力度加大，市场流动性趋紧，成交金额进一步下滑。

行业评级

买入

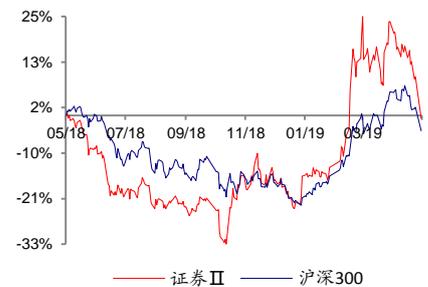
前次评级

买入

报告日期

2019-05-07

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：

陈卉



SAC 执证号：S0260519040001



0755-82535901



gfchenh@gf.com.cn

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

相关研究：

华泰证券	2019-
(601688.SH)/HTSC(06886.HK):	04-30
自营弹性好于预期，轻重业务均衡发展	
中信证券	2019-
(600030.SH)/06030.HK):	04-29
受益市场回暖，自营、投行业绩亮眼	
海通证券	2019-
(600837.SH)/06837.HK):	04-26
自营业务表现良好，业绩大幅增长	

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海通证券	600837.SH	人民币	12.58	20190426	买入	17.10	0.75	0.98	16.77	16.77	1.14	1.05	7%	9%
华泰证券	601688.SH	人民币	18.36	20190430	买入	26.60	0.96	1.17	19.19	15.75	1.38	1.30	7%	9%
中信证券	600030.SH	人民币	20.74	20190429	买入	28.90	1.31	1.61	15.83	12.88	1.51	1.38	10%	11%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、业绩：35 家上市券商归母净利润同比增长 86.6%，归于自营收入大幅提升	5
二、行业格局：集中度仍高，但贝塔行情下有所回落	7
三、收入：业绩增长显著，集中度进一步提升	9
1、经纪：行业竞争激烈，整体收入稳定增长	9
2、自营：整体收入大幅提升，强力助推总营收	11
3、资本中介：市场回暖下信用业务规模增长	12
4、资管：规模缩水，主动管理转型成为大方向	14
5、投行：股权融资规模持续萎缩，环比收入下滑	15
四、客户保证金余额大幅增长，为后市交投活跃奠定基础	17
五、投资建议：关注业务创新、收入高弹性的头部券商	18
六、风险提示	19

图表索引

图 1: 35 家上市券商分业务收入占比变动情况	7
图 2: 35 家上市券商各项业务收入同比变动情况 (百万元)	7
图 3: 35 家上市券商营业收入集中度	7
图 4: 35 家上市券商归母净利润集中度	7
图 5: 2019 年一季度 30 家上市券商归母净利润增速	8
图 6: 2019 年一季度 31 家上市券商 ROE: 平均 (%)	9
图 7: 2019 年一季度 31 家上市券商 ROE: 扣非/平均 (%)	9
图 8: 2019 年第一季度 31 家上市券商经纪业务收入 (左轴, 百万元), 同比增速 (右轴), 合计同比增速 (右轴)	10
图 9: 35 家券商经纪业务收入合计 (左轴, 百万元), 环比变动 (右轴)	10
图 10: 季度日均股票成交金额 (左轴, 亿元), 环比变动 (右轴)	10
图 11: 2019 年一季度 35 家上市券商自营业务收入 (左轴, 百万元) 与同比增速 (右轴)、合计同比增速 (右轴)	11
图 12: 沪深 300、中证全债指数季度涨跌幅 (%)	12
图 13: 2019 年一季度 35 家上市券商利息净收入 (左轴, 百万元) 与同比增速 (右轴)、合计同比增速 (右轴)	13
图 14: 两融余额变动情况 (亿元)	13
图 15: 股权质押待购回余量 (亿股)	13
图 16: 截至 2019Q1, 28 家上市券商扣除客户保证金后的权益乘数变动情况 (倍)	14
图 17: 2019 年一季度 35 家上市券商资管业务收入 (左轴, 百万元) 与同比增速 (右轴)、合计同比增速 (右轴)	14
图 18: 券商资产新成立产品发行份额 (左轴, 亿份), 发行总数 (右轴, 个) ..	15
图 19: 2019 年一季度 35 家上市券商投行业务收入 (左轴, 百万元) 与同比增速 (右轴)、合计同比增速 (右轴)	16
图 20: 股权融资规模 (左轴, 亿元), 同比变动 (右轴)	16
图 21: 债券发行规模 (左轴, 亿元), 同比变动 (右轴)	16
图 22: 2019Q1 上市券商股权承销规模排名 (亿元)	17
图 23: 2019Q1 上市券商债权承销规模排名 (亿元)	17
图 24: 2019 年第一季度 27 家上市券商客户保证金余额 (左轴, 亿元), 同比增速 (右轴)	18
图 25: 35 家上市券商合计客户保证金余额 (左轴, 亿元), 环比变动情况 (右轴)	18
表 1: 2019Q1 证券行业经营环境	5
表 2: 2019Q1, 35 家上市券商合计综合收益变动归因分析	6

一、业绩: 35 家上市券商归母净利润同比增长 86.6%， 归于自营收入大幅提升

从2019年第一季度证券行业经营环境来看，板块压制因素明显缓和，两市交投回暖。报告期内，沪深300上涨28.62%，中证全债上涨1.43%；沪深AB股日均成交金额5855亿元，同比增长22.77%；股权融资额3389亿元，同比下降33.93%。截至报告期末，两融余额9222亿元，同比下滑7.87%。

表1: 2019Q1证券行业经营环境

	2018Q1	2019Q1
经纪: 累计股票成交金额 (百万元)	28,140,997	33,961,913
Yoy	-7.14%	20.68%
经纪: 日均股票成交金额 (百万元)	476,966	585,550
Yoy	7.14%	22.77%
自营: 沪深 300	3.898	3.872
区间涨跌幅	-3.28%	28.62%
自营: 中证全债	179	193
区间涨跌幅	2.14%	1.43%
投行: 股权融资额 (百万元)	512,950	338904
Yoy	-11.62%	-33.93%
两融: 余额 (百万元)	1,001,009	922,247
Yoy	8.54%	-7.87%

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 货币单位为人民币, 本文中所有货币如果没有特别注明均为人民币

从2019Q1上市券商经营数据来看，35家上市券商合计归母综合收益、净利润均呈现不同程度的增长。其中，归母综合收益为469亿元，同比增长167%；归母净利润为378亿元，同比增长86.6%。

综合收益同比上升173%，根据对2019年一季度综合收益变动的归因分析，对综合收益正面影响较大的主要为自营收入增长，对业绩产生94%的正向影响，而利息、经纪、投行收入也分别对综合收益产生8、4、2个百分点的正向影响；负面影响较大的主要为资管业务收入变动，对业绩产生2个百分点的负向影响。

2019年一季度的35家上市券商实现营业收入977亿元，同比上升51%，其中经纪、自营、投行、资管、利息、其他业务净收入分别为182、429、67、63、90、145亿元，收入占比分别为19%、44%、7%、6%、9%、15%，同比增速分别为6%、146%、9%、-8%、32%、44%。营业支出475.5亿元，同比上升24%。

表 2: 2019Q1, 35 家上市券商合计综合收益变动归因分析

合并	金额 (百万元)		占比		同比	归因
	2018Q1	2019Q1	2018Q1	2019Q1	2018Q1	2019Q1
营业收入	64,510	97,664	100%	100%	51%	123%
经纪	17,160	18,247	27%	19%	6%	4%
自营	17,417	42,909	27%	44%	146%	94%
投行	6,142	6,666	10%	7%	9%	2%
资管	6,902	6,320	11%	6%	-8%	-2%
利息	6,824	9,009	11%	9%	32%	8%
其它	10,066	14,513	16%	15%	44%	16%
营业支出	-38,128	-47,461	-59%	-49%	24%	-35%
营业外收入与支出	642	584	1%	1%	-9%	0%
利润总额	27,024	50,787	42%	52%	88%	88%
综合收益	17,496	47,762	27%	49%	173%	112%
归属于母公司综合收益	17,562	46,889	27%	48%	167%	109%
所得税率	35%	6%				
综合收益归属母公司比例	100.38%	98.17%				

数据来源: 公司公告, 广发证券发展研究中心

从收入结构来看, 自营收入贡献大幅提升。2019年一季度, 证券行业分业务收入居于前三的依次为自营、经纪和资本中介, 占总营收的比重分别为44%、19%和9%。其中, 除自营收入外, 其他业务收入贡献均呈现不同程度的下滑, 主要归因于2019年以来两市回暖, 自营收入贡献显著增长, 较2018年一季度提升16个百分点, 其他业务除资管外虽都有增长但涨幅不及自营。

从证券行业分业务来看, 经纪、自营、投行、利息业务净收入均出现不同程度的上升, 资管业务收入有所下降。

经纪: 2019年一季度两市成交金额同比增长20.68%, 35家上市券商实现代理买卖证券业务净收入182.45亿元, 同比增长6.33%;

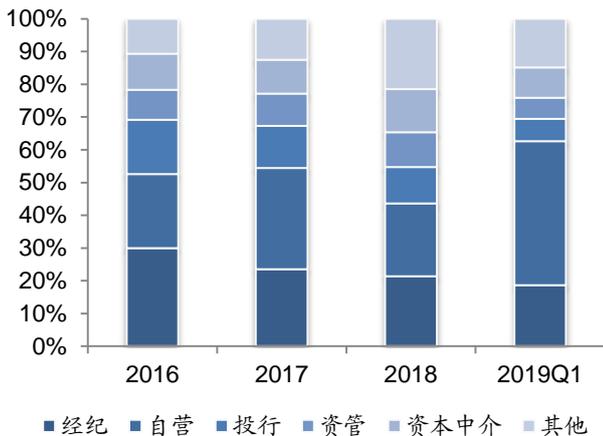
自营: 2019年以来两市回暖, 受上行行情影响, 上市券商2019年一季度实现投资收益429亿元, 同比增长146.4%;

投行: 2019年一季度股权融资持续低迷, 规模下滑34%; 债权融资有所回暖, 债券市场发行规模增长16%。35家上市券商合计实现证券承销业务净收入67亿元, 同比增长8.5%;

资管: 受2018年以来资管业务监管影响, 券商资管通道业务进一步收缩, 2019年一季度上市券商实现资产管理业务收入63亿元, 同比下滑8.4%;

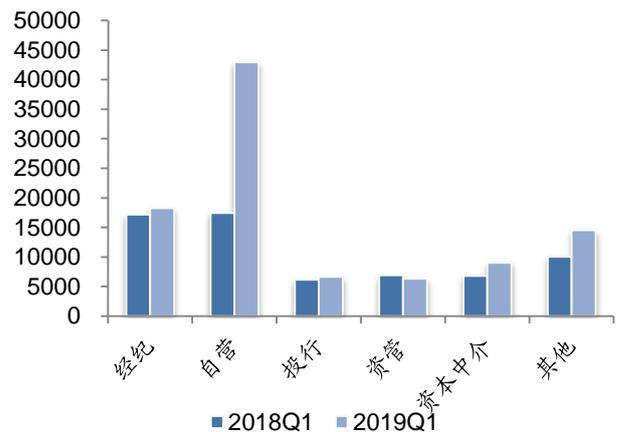
资本中介: 受股市走高影响, 2019年一季度沪深两市两融余额较上一年末增长22%, 上市券商2019年一季度利息净收入90亿元, 同比增长32%。

图1: 35家上市券商分业务收入占比变动情况



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图2: 35家上市券商各项业务收入同比变动情况 (百万元)

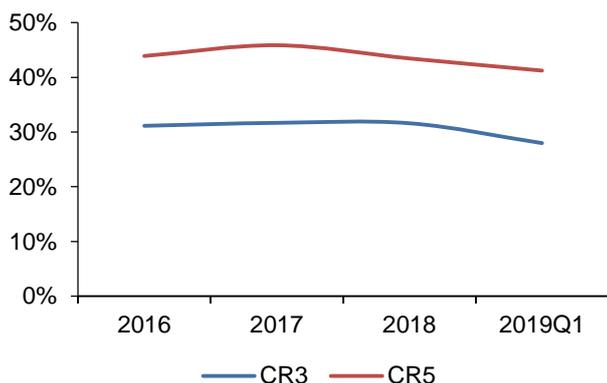


数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

二、行业格局: 集中度仍高, 但贝塔行情下有所回落

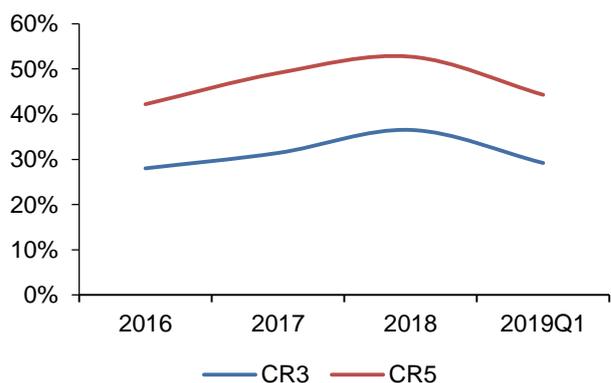
行业集中度仍高。近年来行业营收及净利润集中度整体呈提升趋势, 2012-2018年, 营业收入排名前10的券商占行业总收入的比重由51.8%提升至64.9%, 每年提升约1.9个百分点。2019年一季度35家上市券商中, 营业收入前三名的证券公司占35家上市券商营收合计的27.97%, 前五名占比41.22%; 归母净利润方面, 前三名占35家上市券商归母净利润合计的29.20%, 前五名占比44.28%, 行业集中度仍然较高。

图3: 35家上市券商营业收入集中度



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 35家上市券商归母净利润集中度

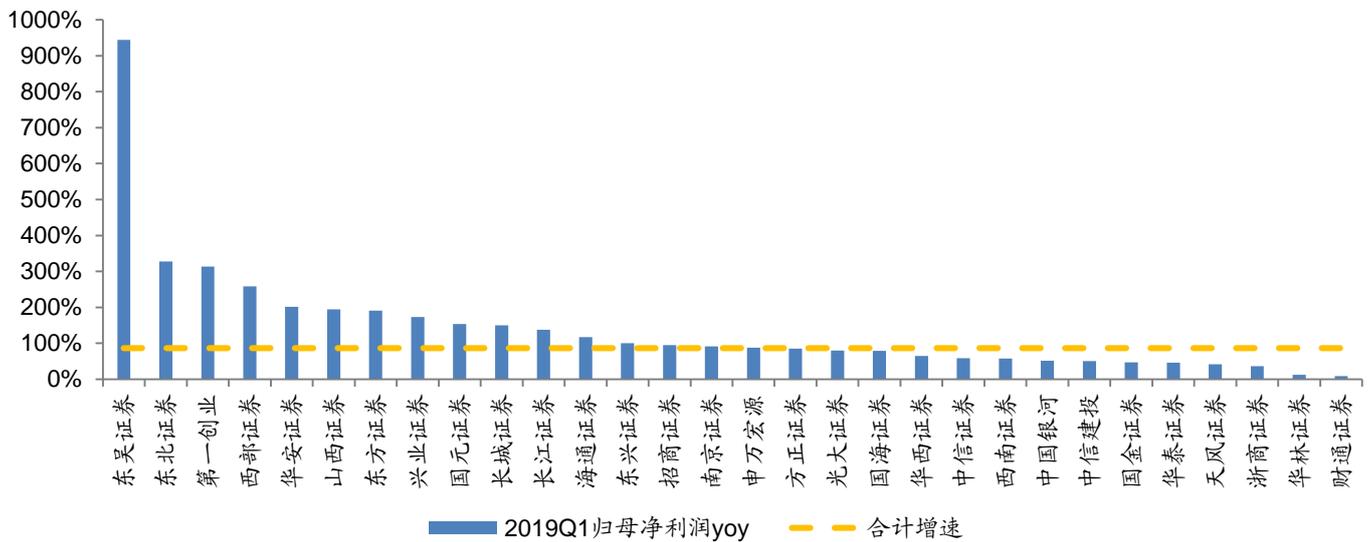


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

不过，β行情下，中小券商缓和经营压力更为明显，导致集中度有所回落。35家上市券商整体归母净利润同比增长86.59%，所有上市券商归母净利润均出现不同程度增长。其中，19家上市券商增长幅度超过上市券商整体归母净利润的增长，6家上市券商增长幅度小于整体增长幅度。受益于市场回暖，中小型券商归母净利润提升幅度更大，增幅居前的券商分别为太平洋（6657%）、东吴证券（944%）、东北证券（327%）；老牌券商本身收益基数大，增幅相对不明显。2019年一季度归母净利润居于前列的上市券商包括中信证券、海通证券、华泰证券，对应同比变化分别为58.3%、117.6%、46.1%；2019年一季度ROE（平均）居于前列的上市券商包括华安证券（3.8%）、东北证券（3.7%）、太平洋（3.5%）；2019年一季度ROE（扣非/平均）居于前列的上市券商包括华安证券（3.8%）、东北证券（3.7%）、太平洋（3.4%）。

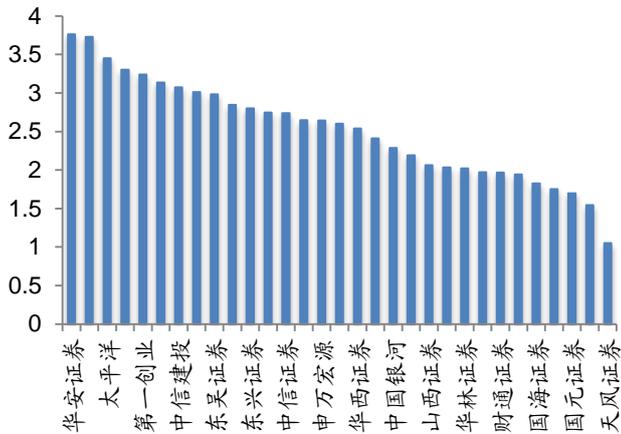
总体来看，行业仍呈现业绩分化显著趋势。业务结构均衡、综合实力占优的龙头券商和优势业务突出的成长型券商业绩表现更佳；业务模式传统、通道业务占比较高的券商在竞争中处于劣势。主要归于：1）证券市场总体上行环境下，业绩增长主要依赖于市场份额及收益率的提升，龙头券商综合实力更具竞争优势；2）资管新规及配套政策相继出台，券商传统通道业务加速萎缩，主动管理类资管业务成主要趋势，行业盈利模式由通道驱动向资产驱动转变，业务发展均衡的头部券商及重资产业务优势突出的券商更具市场竞争力；3）市场回暖但行业监管仍然严格的情况下，头部券商合规机制完善，监管审核通过率高，在IPO、再融资发行等业务上具备更大优势；4）金融市场对外开放加速，外资券商允许设立，加剧行业竞争，龙头券商竞争优势突出，受影响小。

图5：2019年一季度30家上市券商归母净利润增速



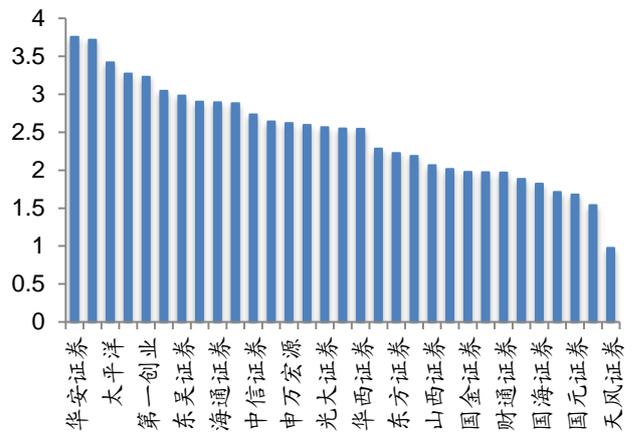
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图6: 2019年一季度31家上市券商ROE: 平均 (%)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图7: 2019年一季度31家上市券商ROE: 扣非/平均 (%)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

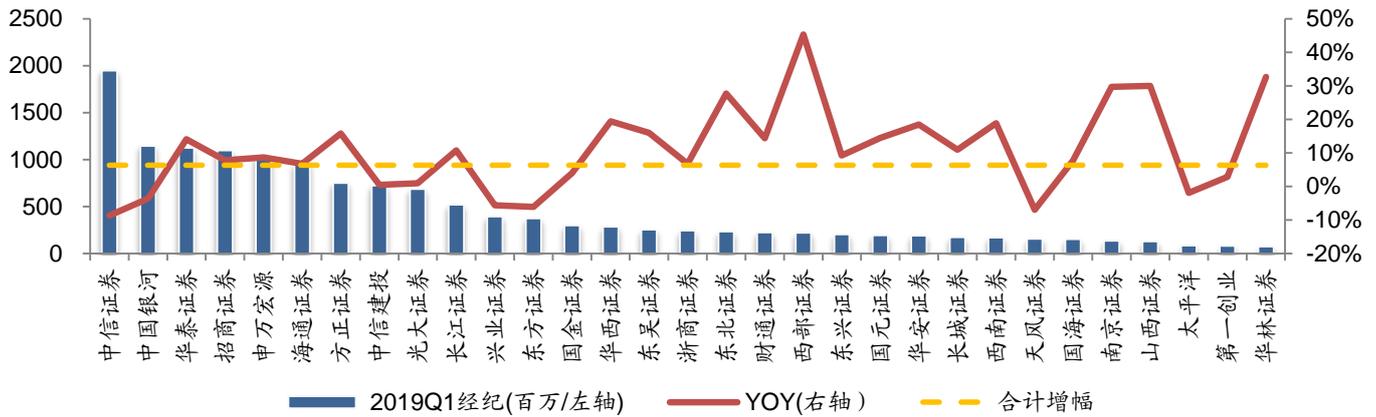
三、收入: 业绩增长显著, 集中度进一步提升

1、经纪: 行业竞争激烈, 整体收入稳定增长

受益于股市交投回暖, 2019年一季度券商经纪业务收入稳定增长。35家上市券商2019Q1合计实现经纪业务净收入182.5亿元, 较2018Q1同比增长6.34%, 较2018Q4环比增长52.4%。其中, 经纪业务净收入排名前列的券商主要有中信证券(19.5亿元)、中国银河(11.45亿元)、华泰证券(11.24亿元), 分别同比变动-8.7%、-3.6%、14.0%, 同比下滑原因在于佣金率下降; 经纪业务收入同比增速超过30%的主要是西部证券、华林证券、山西证券等中小券商。

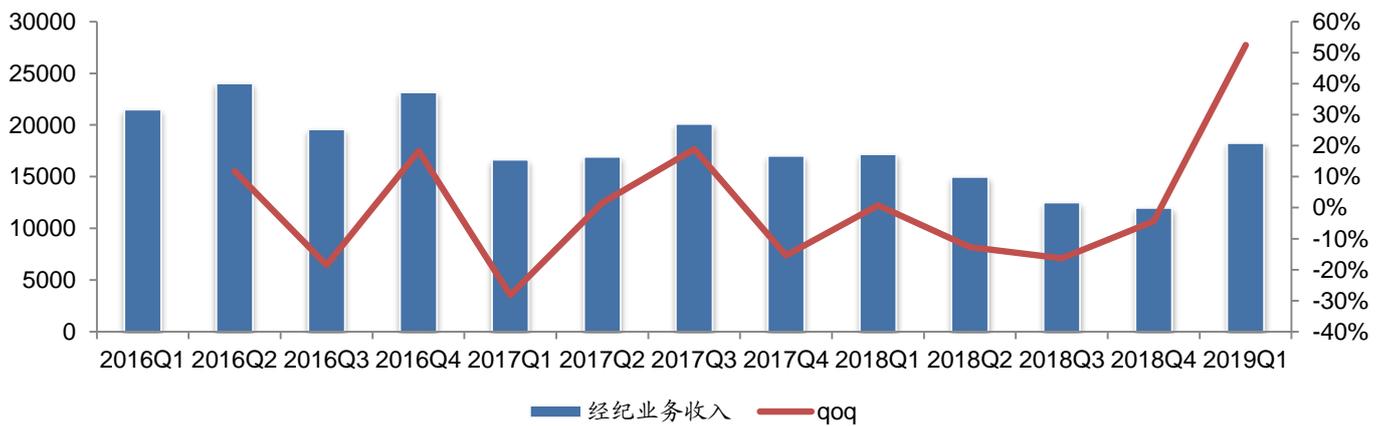
2019年一季度券商经纪业务收入提升主要归于股市回暖, 报告期内沪深两市交易规模扩大, 以及财富管理转型成效初显的共同影响: 1) 2019Q1沪深两市AB股季度日均成交金额达5855.5亿元, 较2018Q1同比增长22.77%, 较2018Q4环比提升52.4%。2018年三季度以来两市交易规模不断提升, 为券商经纪业务的开展提供较好的市场环境。2) 近年来券商经纪业务同质化现象严重, 竞争日趋激烈, 财富管理转型成为行业发展趋势, 2018年大部分券商制定并实施财富管理转型策略, 实施至今成效初显。

图8: 2019年第一季度31家上市券商经纪业务收入(左轴, 百万元), 同比增速(右轴), 合计同比增速(右轴)



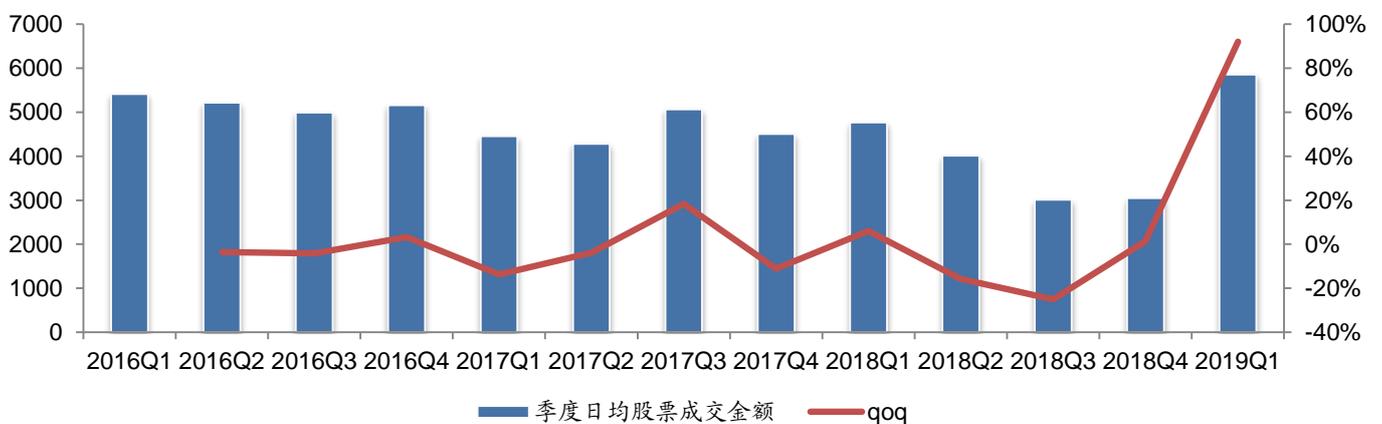
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图9: 35家券商经纪业务收入合计(左轴, 百万元), 环比变动(右轴)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图10: 季度日均股票成交金额(左轴, 亿元), 环比变动(右轴)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

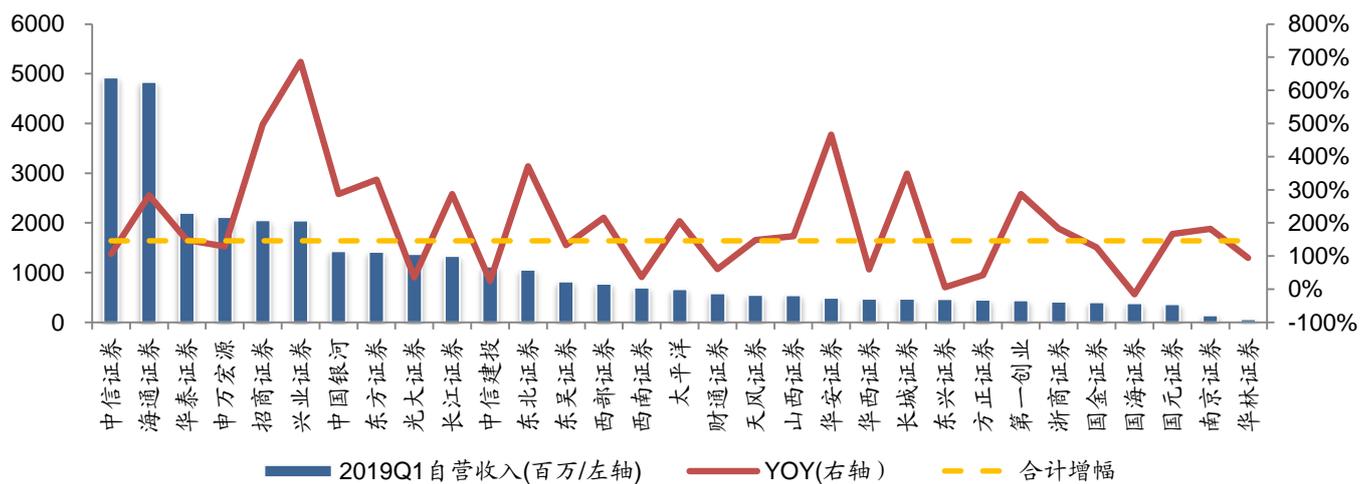
2、自营：整体收入大幅提升，强力助推总营收

券商目前自营投资业绩主要取决于股债市场波动，在宏观政策调整下，货币政策有所放松，市场流动性提升，2019年以来股债市场回暖，19年一季度期间，沪深300指数上涨28.62%，中证全债指数上涨1.43%。同时，金融科技的发展及多元化投资策略的实施给券商开展自营业务带来新机遇。在综合因素影响下，券商自营收入大幅提升。

2019年一季度35家上市券商合计实现自营收入429亿元（自营收入核算口径为扣除对联营企业和合营企业的投资收益后的投资净收益、公允价值变动收益加总），较2018Q1同比增长146.4%，较2018年Q4环比增长292%，主要归于权益投资市场波动。

35家上市券商中仅1家自营收入较去年同期同比下滑，总投资收益规模居前的上市券商包括中信证券（49.23亿元）、海通证券（48.35亿元）、华泰证券（22.04亿元）。

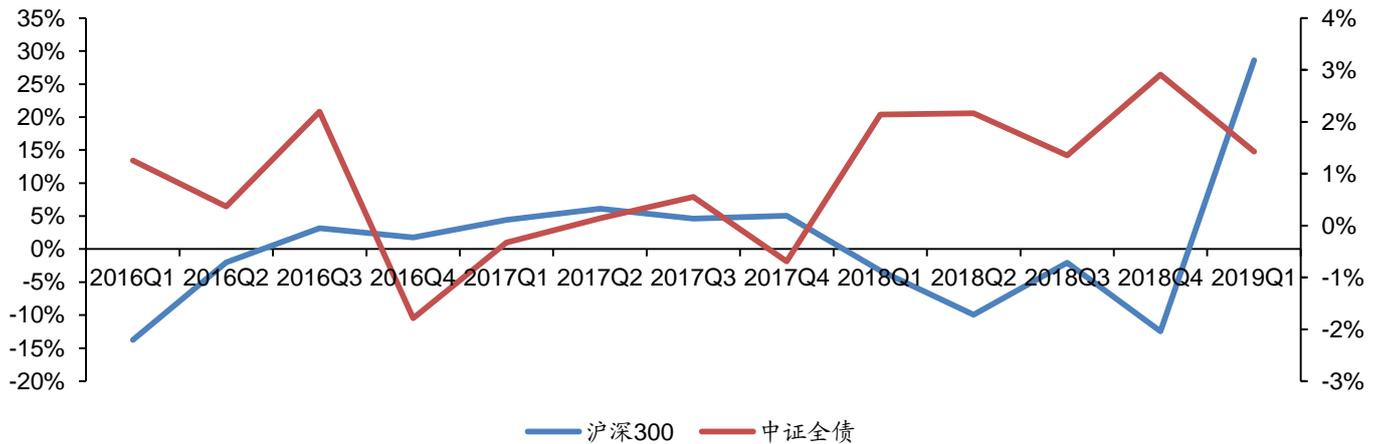
图11：2019年一季度35家上市券商自营业务收入（左轴，百万元）与同比增速（右轴）、合计同比增速（右轴）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

注：自营业务收入=投资净收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动净收益

图12: 沪深300、中证全债指数季度涨跌幅 (%)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

3、资本中介: 市场回暖下信用业务规模增长

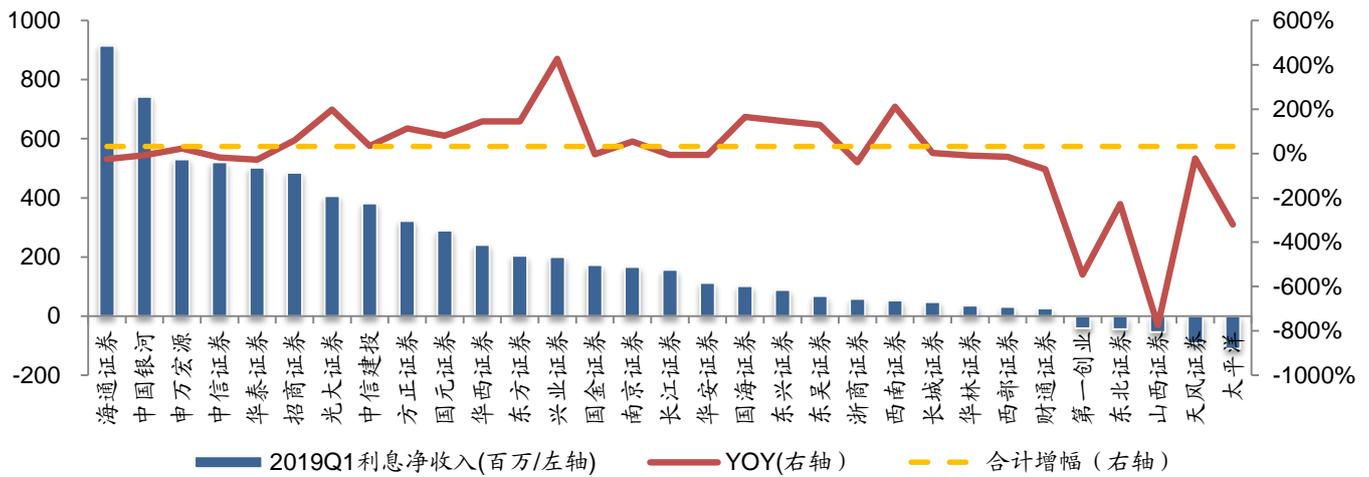
2019年一季度35家上市券商实现利息净收入90.1亿元, 同比上升32.0%, 主要归因于报告期内市场回暖信用业务规模增长, 以及负债成本有所回落所致。

业务方面, 两融余额环比涨幅明显、股票质押回购规模环比小幅回落。1) 融资融券: 截至2019一季度末两融余额9222.47亿元, 同比2018一季度末下滑8%, 环比2018年末增长22%。两融余额基本与股指表现同向变化, 规模弹性仍取决于市场需求。2019年以来, 随着股市逐步回暖以及证监会对于场外配资监管趋严, 两融作为目前场内唯一的门槛低且合规标准化的杠杆工具, 未来仍具有较大发展空间。

2) 股票质押回购: 2019年以来, A股市场回暖, 股票质押补仓压力减弱。截至2019一季度末, 市场质押待购回余量为6256亿股, 同比2018一季度末上升4.16%, 环比2018年末下降1.41%。

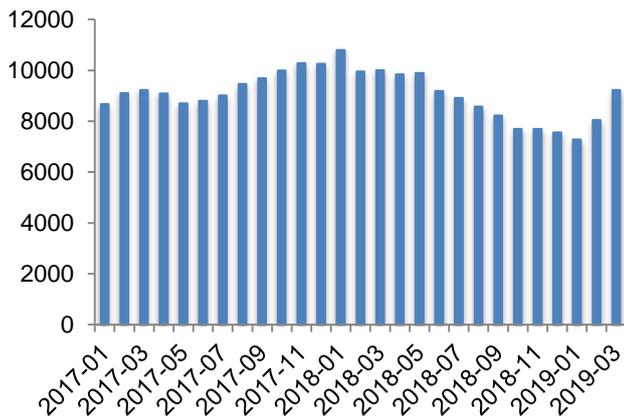
资金方面, 2019年一季度上市券商中多数权益乘数(剔除客户保证金)较2018年同期有所上升, 居于前三的分别为海通证券(4.20)、国海证券(4.20)、申万宏源(4.08)。

图13: 2019年一季度35家上市券商利息净收入(左轴, 百万元)与同比增速(右轴)、合计同比增速(右轴)



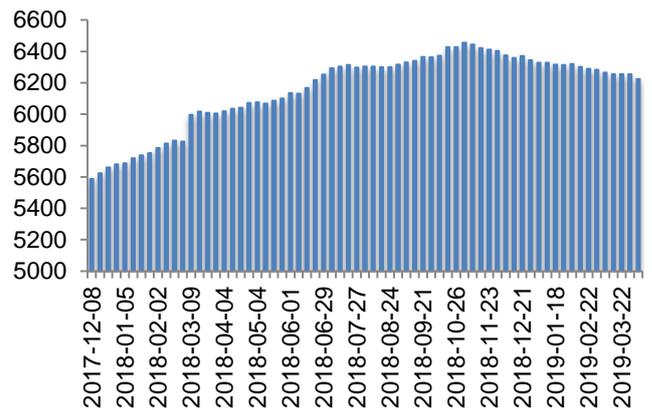
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图14: 两融余额变动情况(亿元)



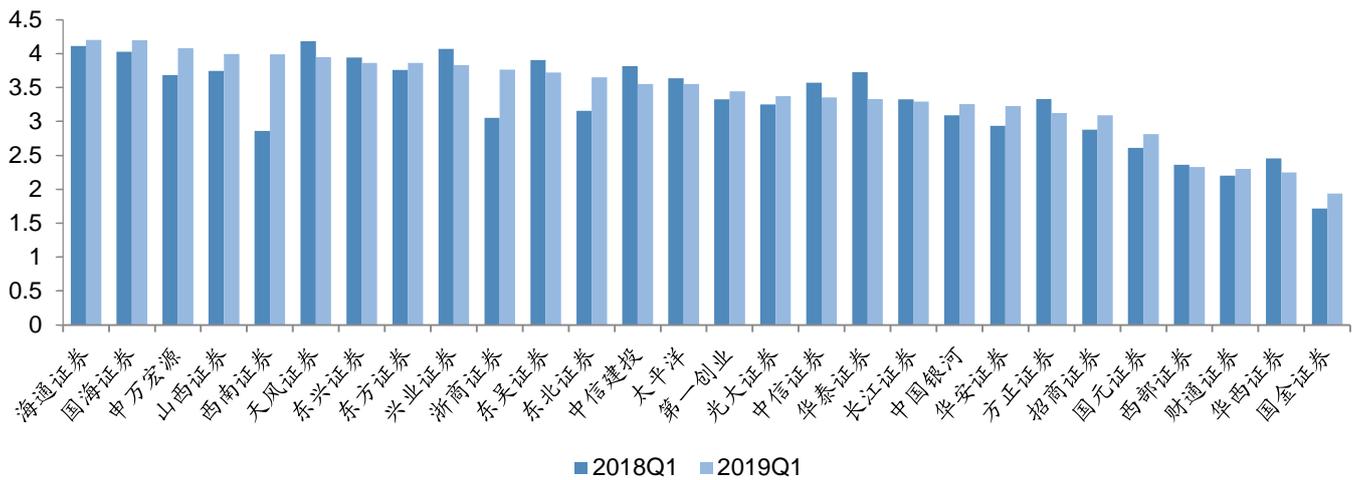
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图15: 股权质押待购回余量(亿股)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图16: 截至2019Q1, 28家上市券商扣除客户保证金后的权益乘数变动情况(倍)



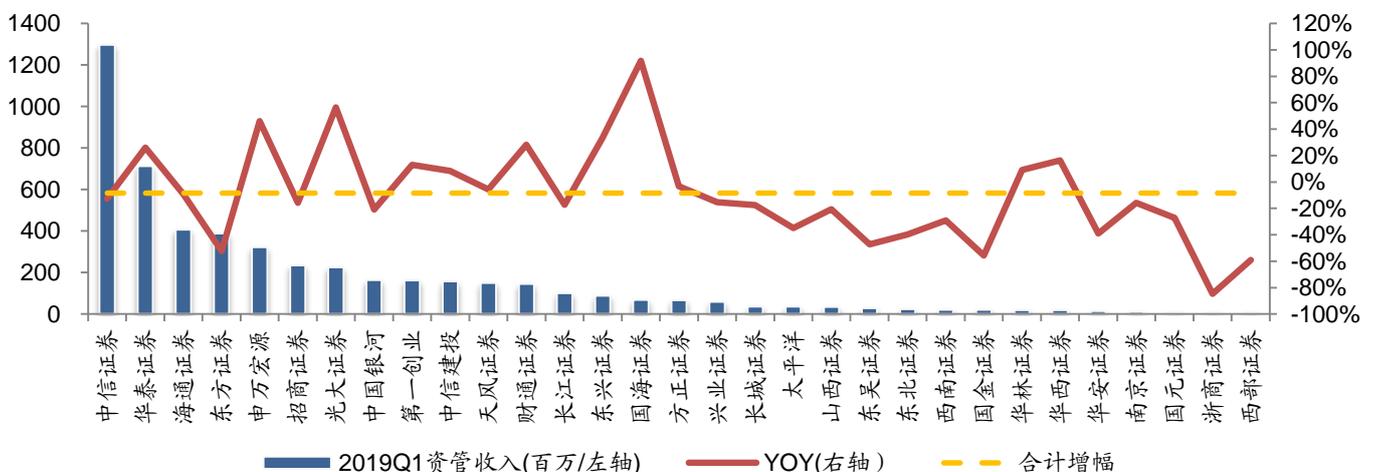
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

4、资管: 规模缩水, 主动管理转型成为大方向

2019年一季度35家上市券商合计实现资产管理业务净收入63.2亿元, 较2018年同期同比下滑8.43%, 较2018Q4环比下降16.22%。2019年一季度资管业务收入规模居于前列的上市券商分别为中信证券(12.97亿元)、华泰证券(7.12亿元)、海通证券(4.06亿元)。

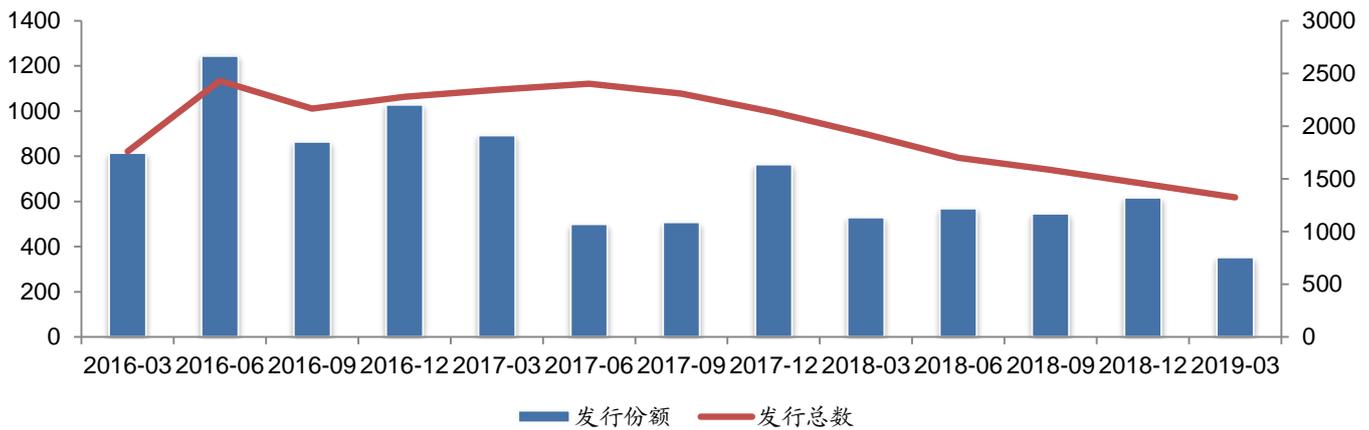
受2018年资管新规及相关监管政策的影响, 证券公司资管业务规模缩水严重, 2019年一季度券商资管新成立产品1325个, 发行份额达352亿份, 较2018Q1同比减少33.35%, 较2018年末环比下滑42.9%。持续下行的业绩表现, 使得各证券公司面临迫切的转型需求, 主动管理成为大方向。

图17: 2019年一季度35家上市券商资管业务收入(左轴, 百万元)与同比增速(右轴)、合计同比增速(右轴)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图18: 券商资产新成立产品发行份额 (左轴, 亿份), 发行总数 (右轴, 个)



数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

5、投行: 股权融资规模持续萎缩, 环比收入下滑

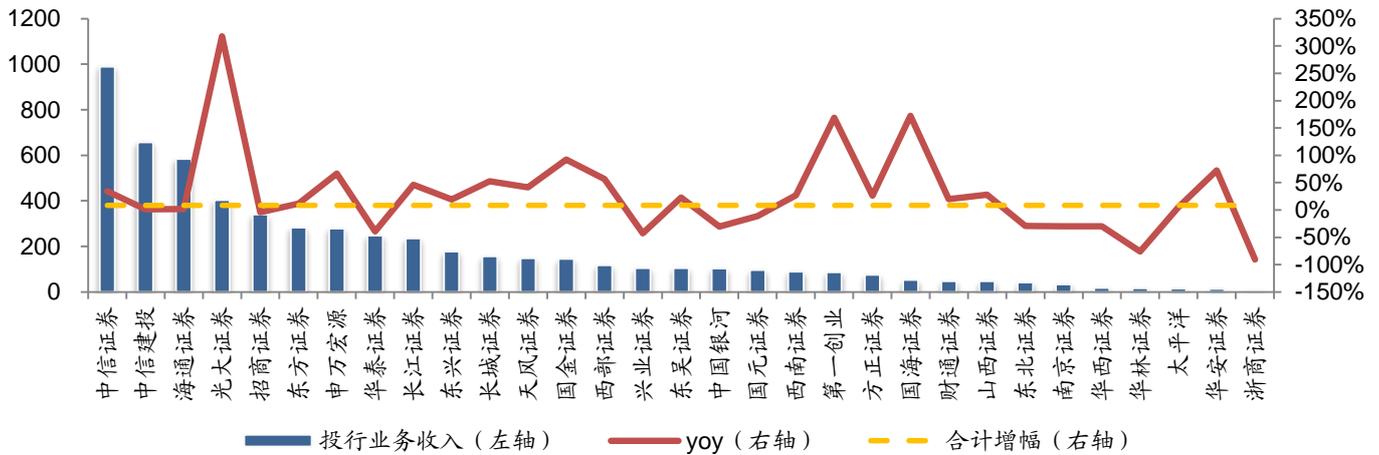
2019年一季度35家上市券商合计实现投行业务净收入67亿元, 较2018Q1同比增长8.63%, 较2018Q4环比下滑35.7%。投行业务收入规模居前的上市券商分别为中信证券(9.89亿元)、中信建投(6.57亿元)、海通证券(5.85亿元), 分别同比变动34.3%、1.1%、1.5%。

券商投行业务收入环比下滑, 主要是报告期内IPO、再融资发行放缓, 发行规模下降。近年来证监会从严审核IPO项目, 券商IPO过会率下滑明显, 2018年仅达55.78%, 对市场股权融资影响较大。2019Q1股权融资规模达3389亿元, 较2018Q1同比下滑33.9%。债券市场发行规模有所提升, 2019Q1达10.4万亿元, 较2018Q1同比增长15.8%。

从券商股债承销规模来看, 2019Q1证券公司股权承销规模排名前列的为中信证券(704.7亿元)、东方证券(534.2亿元)、中信建投(386.9亿元); 债券承销规模居前的为中信证券(1984亿元)、中信建投(1833亿元)、招商证券(782.6亿元)。

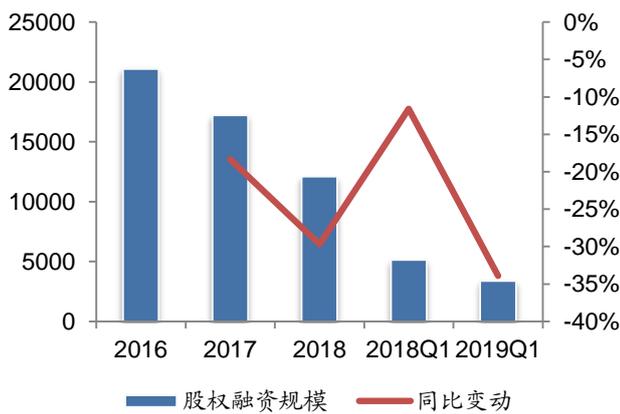
2019年以来, 科创板注册制不断加速, 其中询价, 定价, 配售等环节要求承销券商具有过硬的综合实力, 市场份额进一步向头部券商集中。根据上交所披露, 截至5月5日, 上交所已受理98家科创板上市申请, 合计总承销金额953.79亿元。其中中金公司总承销金额最大, 为189.97亿元, 占总承销金额的比19.92%, 共7个项目, 单个项目平均募集金额27.14亿元。中信证券9个项目, 承销金额108.51亿元, 占总金额的11.83%; 中信建投13个项目, 承销金额105.14亿元, 占总金额的11.02%; 华泰联合8个项目, 承销金额82.93亿元, 占总金额的8.69%。中金公司、中信证券、中信建投、华泰联合四家券商合计项目37个, 合计拟承销金额486.55亿元, 占总体项目的51.01%, 头部效应明显。

图19: 2019年一季度35家上市券商投行业务收入(左轴, 百万元)与同比增速(右轴)、合计同比增速(右轴)



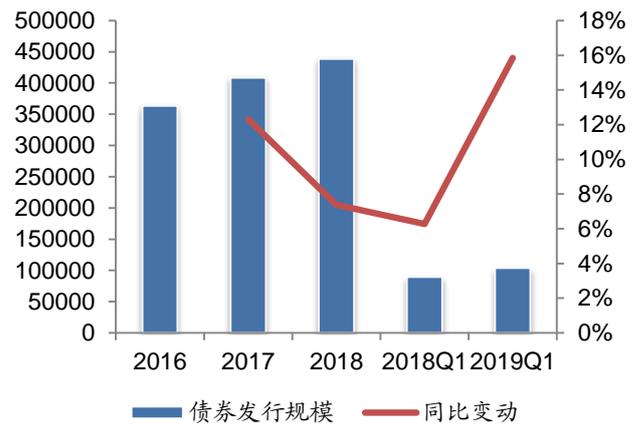
数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

图20: 股权融资规模(左轴, 亿元), 同比变动(右轴)



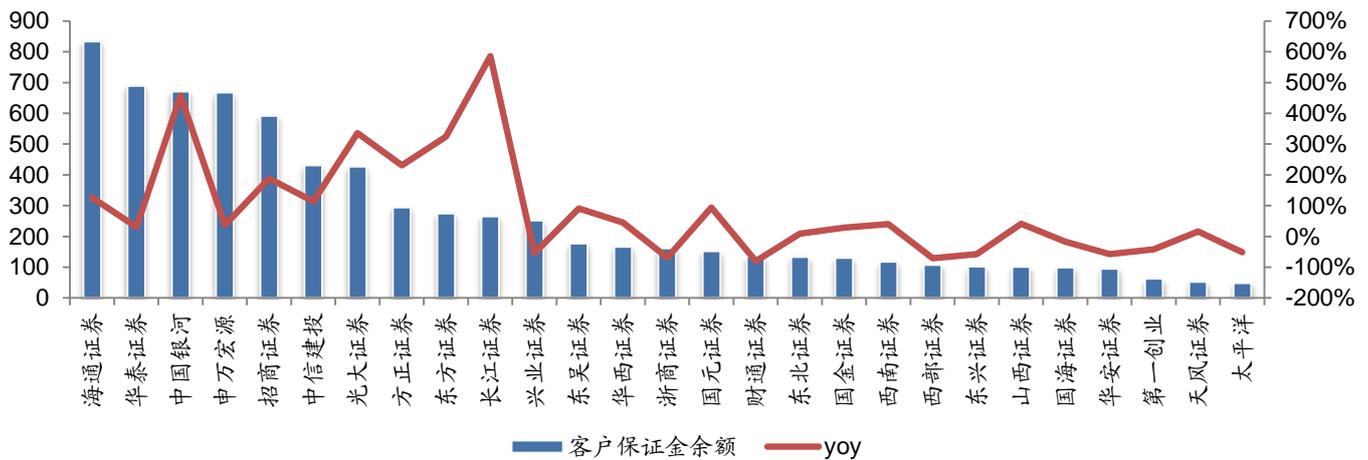
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图21: 债券发行规模(左轴, 亿元), 同比变动(右轴)



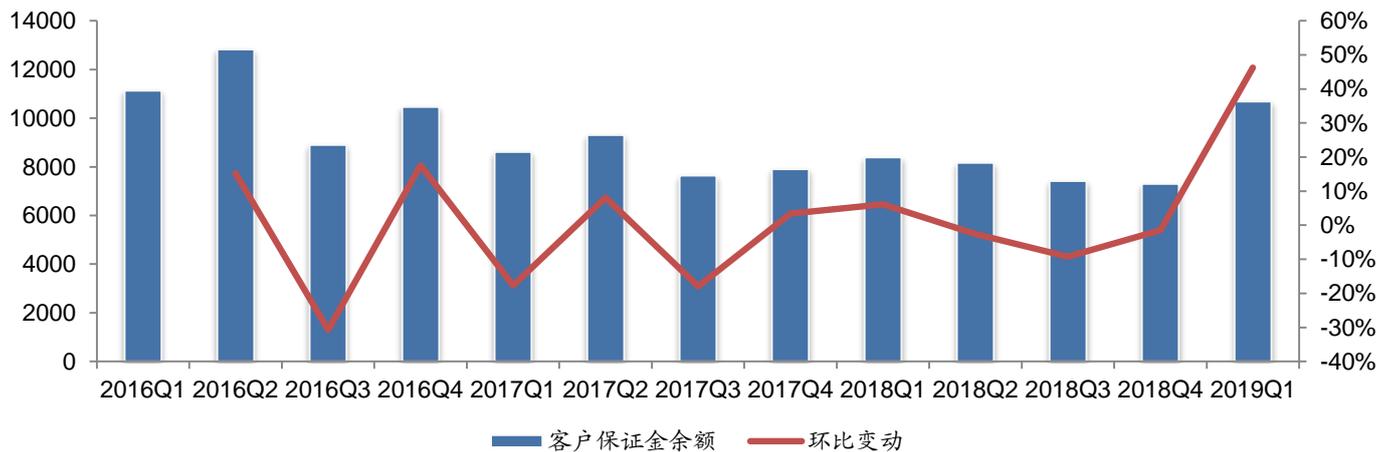
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图24: 2019年第一季度27家上市券商客户保证金余额(左轴, 亿元), 同比增速(右轴)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图25: 35家上市券商合计客户保证金余额(左轴, 亿元), 环比变动情况(右轴)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

五、投资建议: 关注业务创新、收入高弹性的头部券商

1、交投持续向好, 券商估值得到修复

2019年以来, 市场成交金额逐步回暖, 2019年AB股日均成交额5856亿元, 较2018年同期增长22.8%。截至2019年4月29日, 两融余额9732亿元, 较年初增长28.7%。当前板块的PB估值1.70x, 较2019年年初的1.30x得到修复。

政策层面: 1) 宏观政策不断调节, 国务院发布2019年政务公开工作要点, 要求坚持以供给侧结构性改革为主线, 正确把握积极的财政政策和稳健的货币政策、就业优先政策等宏观政策取向, 宏观政策层面向好。2) 监管政策由从去杠杆转变为鼓励业务创新并行, 政策支持有利于激发市场活力, 推动板块持续上行。

市场层面：1) 科创板持续推进，融资融券、上市规则等相关政策文件相继出台，给券商发展带来机遇，科创板项目头部效应明显，市场份额预计进一步向头部券商集中。2) 金融市场、产品进一步双向开放，国内衍生品、MOM产品迅速发展，头部券商优势明显。

2、投资建议：关注业务创新、收入高弹性的头部券商

我们长期看好创新业务推进与交易量放大所带来的证券板块的投资性机会，证券行业有望通过投行资本化、财富管理等高ROA业务促进券商实现战略发展。个股方面，建议重点关注：1) 受益科创板、衍生品等业务创新的中信证券（A、H）、华泰证券（A、H）等；2) 自营高弹性的海通证券（A、H）、东吴证券等；3) 经纪业务高弹性的东方财富等。

六、风险提示

宏观经济下行，可能导致证券公司资产质量承受压力；监管环境持续收紧；金融去杠杆力度加大，市场流动性趋紧，成交金额进一步下滑。

广发非银行金融行业研究小组

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

广发证券—行业投资评级说明

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

广发证券—公司投资评级说明

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

联系我们

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

法律主体声明

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

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

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

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

重要声明

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

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

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

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

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

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

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

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

权益披露

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

版权声明

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