证券行业 2018 年报&2019 年一季报综述

投资驱动业绩增长，弹性分化明显

增持（维持）

2019 年 05 月 07 日

证券分析师 胡翔
执业证号：S0600516110001
021-60199793
hux@dwzq.com.cn
研究助理 朱洁羽
zhujieyu@dwzq.com.cn

事件：A 股 35 家上市券商 2018 年合计实现营收 2649 亿元，同比下滑 12%；归母净利润 584 亿元，同比下滑 40%；2019 年一季度实现营收 977 亿元，同比增长 51%，归母净利润 379 亿元，同比增长 87%，各家券商业绩均实现同比增长，中信、海通、国君净利润领先，太平洋、东吴、东北增幅最大。

投资要点

- **总体概述：券商 2019 年一季度业绩大幅增长源于市场行情回暖，投资驱动业绩大幅好转。**1）2018 年行业营业收入及净利润双双下滑，主要系投资拖累（2018 年投资业务收入同比-36.8%）。盈利降幅大于收入，核心原因是股权质押风险升级导致资产减值计提显著增长（2018 年上市券商合计计提资产+信用减值 167.9 亿元，同比增长 70.2%）。2）2019 年一季度业绩较 2018 年大幅好转，源于单季度市场成交量上行+股指上涨，投资驱动券商盈利，同时信用减值损失转回贡献利润增量。3）2018 年行业 ROE 受全业务线下滑影响触底（3.6%），2019Q1 市场回暖带动 ROE 显著回升；证券行业杠杆率保持相对平稳（2.8 左右），上市券商杠杆率显著高于行业。

- **分业务：经纪、自营业务中小券商具备高弹性，投行、资管、信用业务龙头券商更稳健。** **1）经纪业务：**2019Q1 交易活跃拉动收入增长，行业竞争加剧佣金率下滑拉低增速。散户主导交易增量，龙头券商弹性不及中小券商。**2）投行业务：**2018 IPO 规模及费率双双下滑拖累，2019Q1 债承强力支撑业绩。行业保持高集中度，龙头券商以其丰富项目储备及出色业务能力进一步稳固地位。**3）资管业务：**“去通道”推动券商资管规模有序压缩，主动管理能力造成业绩分化。龙头券商主动管理基数较高，未来将进一步提升业务价值率推动业绩增长。**4）信用业务：**2018 年股票质押风险升级+两融下滑压制利息收入，2019 年市场回暖，减值冲回将贡献利润增量，宽信用下券商融资成本有望改善。**5）自营投资：**股市波动影响投资收益，新会计准则下交易性金融资产重分类考验券商的主动管理能力和资产配置能力，加剧业绩分化。

- **券商政策环境逐渐向好，“金融供给侧改革”背景下券商将受益于直接融资。**1）近期股指期货松绑，中金所下调中证 500 股指期货交易保证金和平今仓交易手续费标准，提高日内交易手数上限。常态化调整将改善市场流动性，吸引更多增量资金入市。2）科创板自推出以来超预期推进，作为增量改革市场，为直接融资打开了空间，提振券商投行业务，长期来看也将为经纪业务贡献增量，龙头券商项目储备优势明显将直接受益，中小券商也可以通过合理差别化定位来分取一杯羹。3）近期证监会计划对再融资政策松绑，为上市公司再融资降低门槛，供给侧改革背景下，资本市场扩容，金融服务实体经济，直接融资比例将进一步提高，券商有望深度受益。

- **投资建议：**券商具有高贝塔属性，2019 年以来政策面不断释放对资本市场的积极信号，近期市场调整，中美贸易战加剧，市场对经济不确定性尚存担忧，后续为了稳定市场，政策利好可期，券商也将受益于流动性改善与风险偏好提升。当前市场波动，个股层面，重点推荐估值相对较低同时具备高弹性的**海通证券、东方证券、东北证券**，建议关注保持稳健的龙头券商**中信证券、华泰证券**。

- **风险提示：**1）市场成交额持续下滑影响经纪业务；2）股市波动冲击自营投资收益；3）金融监管抑制行业创新。

行业走势

相关研究

1、《证券行业 2018 年三季报综述：政策环境向好，支撑券商反弹持续》2018-11-02
2、《股票质押专题研究：政策组合推出，股质风险明显改善》2018-10-30
3、《证券行业 2018 年中报综述：券商盈利低谷，投资交易分化》2018-09-14

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 业绩概览：投资驱动券商业绩增长，公司弹性分化明显 4
2. 分项业务：中小券商具备高弹性，龙头券商整体稳健 7
2.1 经纪业务：竞争加剧致佣金率下滑，交易活跃度提升推动收入增长 7
2.2 投行业务：IPO 下滑，债承支撑收入，龙头券商地位稳固 9
2.3 资管业务：通道平稳压缩，主动管理分化业绩 12
2.4 信用业务：利息收入承压，融资成本有望改善 13
2.5 自营投资：股市波动影响投资收益，会计准则加剧分化 14
3. 投资建议：低估值同时业绩具备高弹性的券商股 15
4. 风险提示 16

图表目录

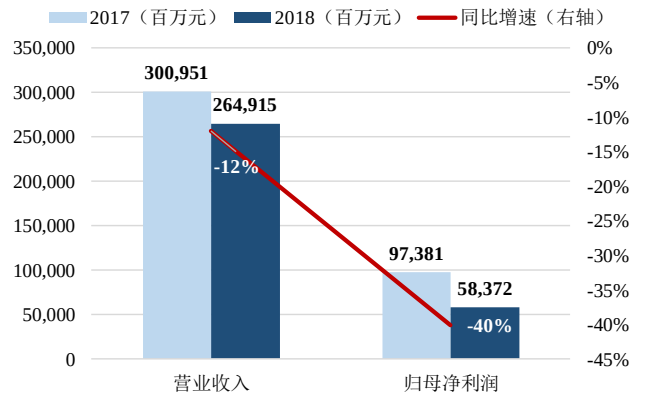
图 1：2017、2018 年上市券商营收与净利润情况 4
图 2：2018Q1、2019Q1 上市券商营收与净利润情况 4
图 3：2018 年 A 股上市券商分业务收入及同比增速 4
图 4：2019Q1A 股上市券商分业务收入及同比增速 4
图 5：2012~2018 年证券行业收入结构 5
图 6：2012~2019Q1 证券行业杠杆（剔除客户保证金） 5
图 7：2008~2019Q1 证券行业 ROE 5
图 8：2012~2019Q1A 股上市券商归母净资产及 ROE 5
图 9：A 股上市券商（35 家）一季报业绩概览 6
图 10：2019Q1 股基日均交易额增长 7
图 11：行业佣金率驱稳 7
图 12：小型券商经纪业务弹性更大 8
图 13：经纪业务龙头券商代理买卖证券款中机构占比提升 8
图 14：2019Q1 受散户大幅增加交易量影响集中度下滑 8
图 15：2018 年股基日均成交额前高后低 8
图 16：2019 年经纪业务收入增速有望前低后高 8
图 17：2018、2019Q1 IPO 及增发规模同比下滑 9
图 18：2018、2019Q1 券商债承规模同比增长 9
图 19：2016 年后上市券商投行业务集中度高于 40% 10
图 20：2018、2019Q1 IPO 承销规模 CR5 高于 50% 10
图 21：再融资承销规模 CR5 持续上升 10
图 22：券商债券承销规模 CR5 高于 40% 10
图 23：IPO 排队家数前十 11
图 24：IPO 辅导备案登记受理数前十 11
图 25：2014~2018/12 券商资产管理规模（亿元） 12
图 26：2019Q1 龙头券商资管净收入及增速（百万元） 12
图 27：2018 龙头券商资产管理业务结构 12
图 28：2018/12 券商主动型资产管理规模 TOP 10（亿元） 12
图 29：18 年以来两融余额持续回落，19Q1 反弹 13
图 30：2018~2019/04 场内股票质押履约担保率估算 13
图 31：2018~2019/03 场内股票质押业务情况（亿元） 13
图 32：2016~2018 龙头券商股票质押式回购规模（亿元） 13
图 33：2019Q1 龙头券商自营投资收入及增速 14
图 34：2018/12 龙头券商的投资资产配置结构 14
图 35：2018 年 A 股上市券商（35 家）权益规模占净资产比重 15

表 1：2012-2019Q1 龙头券商投行业务收入排名（上市券商） 10
表 2：各大券商科创板已问询+已受理项目 11
表 3：推荐标的估值表（股价对应 2019 年 5 月 7 日收盘价） 16

1. 业绩概览：投资驱动券商业绩增长，公司弹性分化明显

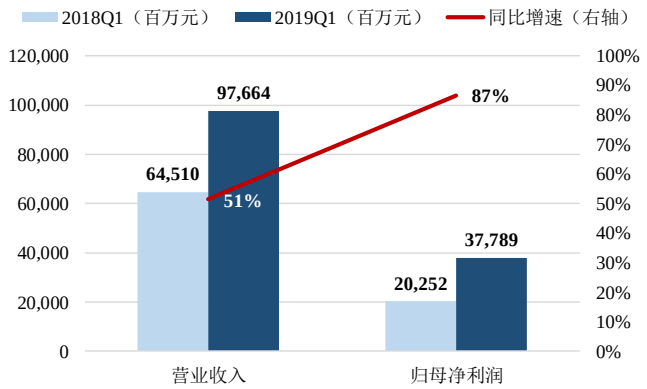
一季度市场行情回暖，投资驱动券商行业盈利大幅好转。2018 年 35 家上市券商合计实现营业收入同比-12.0%至 2649.2 亿元（行业同比-14.5%），归母净利润同比-40.1%至 583.7 亿元（行业-41.0%），系投资拖累（2018 年投资业务收入同比-36.8%）。2018 年盈利降幅大于收入，核心原因是股权质押风险升级导致资产减值计提显著增长（2018 年上市券商合计计提资产+信用减值 167.9 亿元，同比增长 70.2%）。2019 年一季度 35 家上市券商合计实现营业收入同比增长 51.4%至 976.6 亿元，归母净利润同比增长 86.6%至 377. 9 亿元，2019 年一季度业绩较 2018 年大幅好转，源于单季度市场成交量上行+股指上涨，投资驱动券商盈利（2019Q1 投资收入同比+146.4%），同时信用减值损失转回 11.1 亿贡献利润增量。

图 1：2017、2018 年上市券商营收与净利润情况



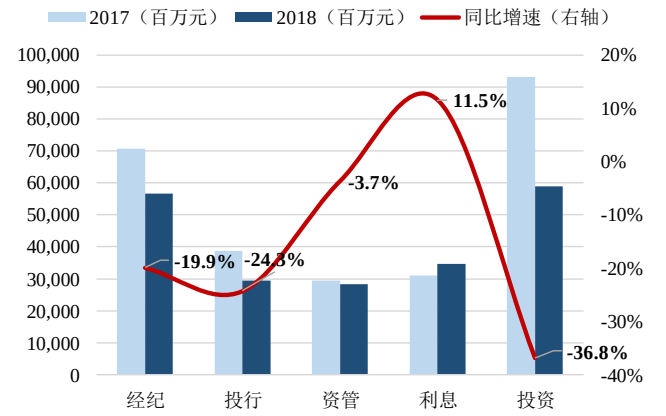
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：2018Q1、2019Q1 上市券商营收与净利润情况



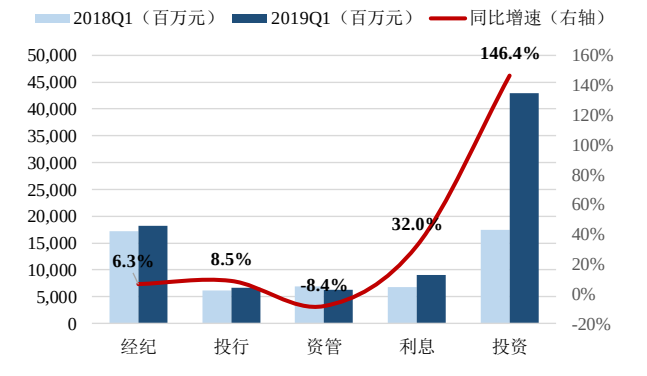
数据来源：证券业协会，公司公告，东吴证券研究所

图 3：2018 年 A 股上市券商分业务收入及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

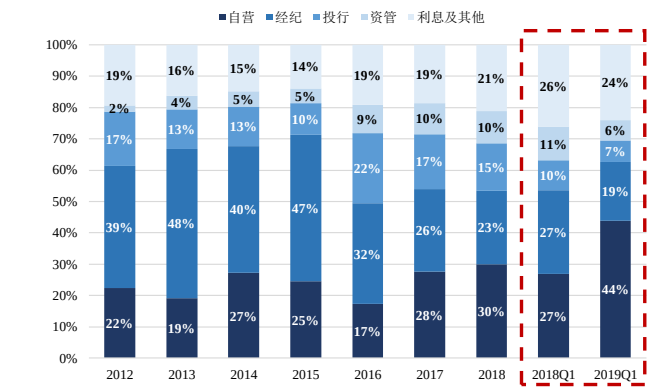
图 4：2019Q1A 股上市券商分业务收入及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2018 年券商业务全线下滑致 ROE 触底，2019 年一季度 ROE 显著回升。1）2018 年二级市场交易量下滑，一级市场融资金额下降（IPO），股市下行，造成 A 股 35 家上市券商经纪、投行、自营投资收入同比-19.9%、-24.3%、-36.8%。2019 年 Q1 市场活跃度明显回暖，债券承销市场景气，股指上行，带动 35 家上市券商经纪、投行、自营投资收入同比+6.3%、+8.5%、+146.4%，其中自营投资收入占比大幅提升至 44%（2018Q1 仅 27%），为影响券商业绩的最主要业务。2）基于 AUM 收费的资管业务受到“去通道”影响稳步收缩规模，35 家上市券商 2018 和 2019Q1 分别同比-3.7%和-8.4%。3）2018Q4 起，新会计准则规定“利息收入”收录“其他债权投资/债权投资”产生的投资收益，导致 2018 年、2019Q1 利息收入同比+11.5%、+32.0%，2018 年末两融同比-26.36%，股权质押风险升级推动行业收缩业务规模，若还原口径，预计利息收入仍将大幅下滑（2018Q3 同比-31.5%）。4）受全业务线下滑影响，行业 ROE 于 2018 年触底（3.6%），2019Q1 市场回暖带动 ROE 显著回升（35 家上市券商年化 ROE 回升至 10.8%），证券行业杠杆保持相对平稳（2018 年行业 2.8 左右，上市券商 3.4 左右），上市券商杠杆显著高于行业。

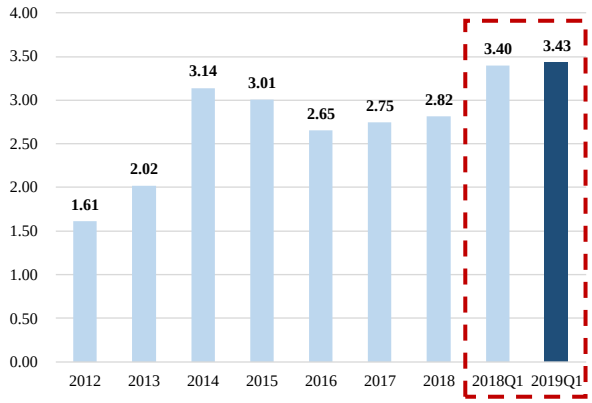
图 5：2012~2018 年证券行业收入结构



数据来源：证券业协会，公司公告，东吴证券研究所

注：2012~2018 为行业，18Q1、19Q1 为上市券商

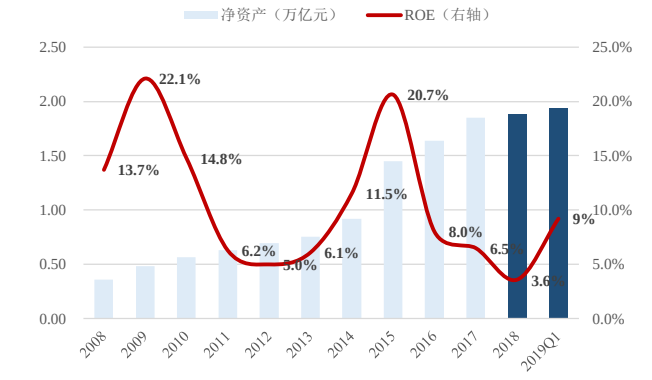
图 6：2012~2019Q1 证券行业杠杆（剔除客户保证金）



数据来源：证券业协会，公司公告，东吴证券研究所

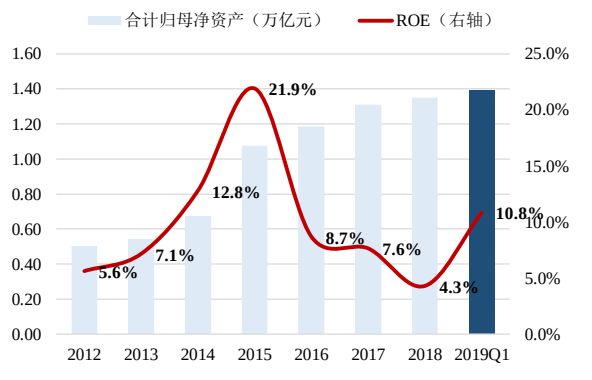
注：2012~2018 为行业，18Q1、19Q1 为上市券商

图 7：2008~2019Q1 证券行业 ROE



数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

图 8：2012~2019Q1A 股上市券商归母净资产及 ROE



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：剔除南京、天风、长城、华林后共 31 家

新会计准则加大投资波动，一季度龙头券商业绩弹性分化，中小券商投资收入弹性更大。1）投资成为影响券商业绩的最主要收入业务，新会计准则下，更多金融资产将重分类至交易性金融资产（加大权益类资产规模占比），从而加大券商投资收益波动（公允价值变动损益波动更大）。2）龙头券商中信（+58%）、海通（+118%）、国君（+33%）、华泰（+46%）业绩弹性明显分化，其中海通由于低基数+2019 年权益投资收益兑现，在龙头券商中表现出高弹性。3）中小券商自营投资收入弹性较大券商更大，一季度市场上行，自营投资收入占比高的券商业绩弹性也更大。

图 9：A 股上市券商（35 家）一季报业绩概览

单位：百万元	营业收入	分业务增速					归母净利润	2019Q1业绩增速
		经纪	投行	资管	利息	投资		
太平洋	709	-2%	-2%	-35%	-320%	205%	355	6654%
东吴证券	1494	16%	23%	-49%	130%	133%	613	944%
东北证券	2276	28%	-29%	-40%	-228%	370%	568	327%
第一创业	810	3%	169%	13%	-546%	287%	286	314%
西部证券	1332	45%	56%	-59%	-15%	215%	582	258%
华安证券	988	18%	72%	-39%	-6%	466%	478	201%
山西证券	1443	30%	28%	-24%	-775%	160%	258	194%
东方证券	4068	-6%	11%	-52%	145%	331%	1270	191%
兴业证券	3835	-6%	-43%	-15%	428%	686%	999	173%
国信证券	3743	10%	-28%	-16%	-33%	611%	1885	155%
国元证券	985	14%	-11%	-27%	80%	167%	422	153%
长城证券	1020	11%	53%	-17%	3%	353%	292	150%
长江证券	2419	11%	46%	-17%	-6%	288%	765	138%
海通证券	9954	7%	2%	-8%	-25%	283%	3770	118%
东兴证券	1027	9%	19%	33%	146%	6%	555	100%
招商证券	4646	8%	-4%	-16%	60%	497%	2127	95%
广发证券	6839	10%	-14%	5%	348%	162%	2919	91%
南京证券	507	30%	-30%	-16%	55%	176%	211	91%
申万宏源	5457	9%	66%	46%	22%	129%	1862	88%
方正证券	1845	16%	26%	-3%	113%	42%	588	86%
光大证券	3421	1%	317%	57%	199%	35%	1317	80%
国海证券	966	8%	172%	92%	165%	-15%	250	79%
中原证券	658	31%	35%	-20%	-71%	278%	182	79%
华西证券	1043	20%	-30%	16%	144%	60%	473	65%
西南证券	1139	19%	27%	-29%	211%	37%	413	58%
中信证券	10522	-9%	34%	-13%	-18%	106%	4258	58%
中国银河	3701	-4%	-30%	-21%	-8%	286%	1533	51%
中信建投	3108	0%	1%	8%	34%	25%	1488	50%
国金证券	1078	4%	92%	-56%	-4%	128%	401	47%
华泰证券	6248	14%	-39%	26%	-28%	149%	2780	46%
天风证券	1031	-7%	41%	-6%	-22%	148%	129	42%
浙商证券	1246	7%	-91%	-85%	-40%	183%	273	37%
国泰君安	6695	10%	-15%	-24%	-1%	13%	3006	33%
华林证券	215	31%	-76%	9%	-9%	94%	93	13%
财通证券	1196	14%	20%	28%	-72%	61%	391	9%
合计35家	97664	6%	8%	-8%	32%	146%	37789	87%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

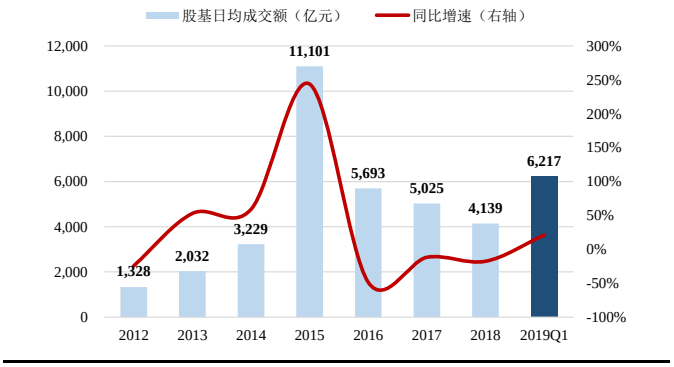
请务必阅读正文之后的免责声明部

2. 分项业务：中小券商具备高弹性，龙头券商整体稳健

2.1 经纪业务：竞争加剧致佣金率下滑，交易活跃度提升推动收入增长

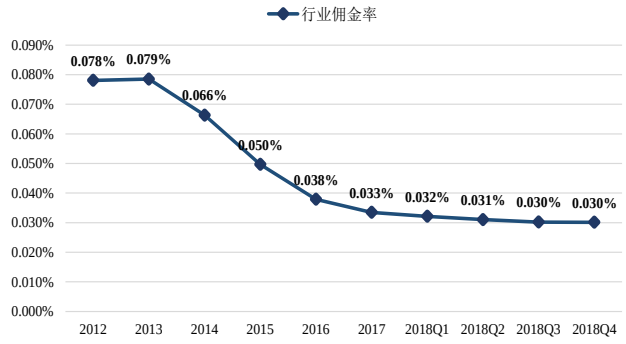
交易活跃带动经纪业务增长，佣金率下滑拉低增速。2018 年，市场股基日均成交额同比-17.6%至 4139 亿元，全行业代理买卖证券净收入同比下滑 24.1%至 623.4 亿元（35 家上市券商经纪业务收入同比-19.9%至 566.2 亿元）。2019Q1 行业经纪业务收入随市场交易活跃有所回升。2019Q1 市场股基日均成交额同比+21.1%至 6217 亿元，35 家上市券商经纪业务收入同比+6.3%至 182.5 亿元，经纪业务收入增速低于交易量增速，我们预计随市场回暖，券商竞争加剧带来佣金率下行，由此拉低经纪业务收入增速，但随市场交易量逐步平稳，佣金率下行空间有限。

图 10：2019Q1 股基日均交易额增长



数据来源：交易所，东吴证券研究所

图 11：行业佣金率驱稳

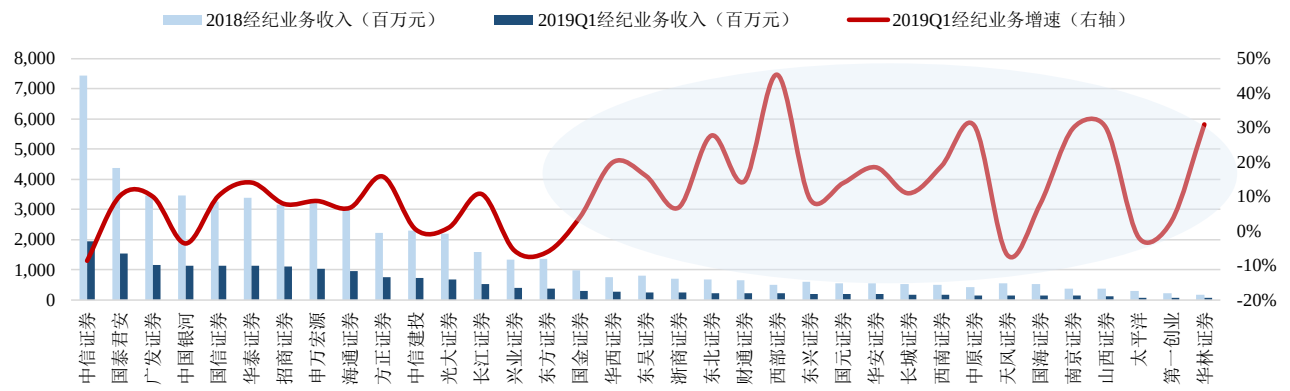


数据来源：交易所，东吴证券研究所测算

散户主导交易增量，龙头券商弹性不及中小券商，2019 全年增速有望提升。中信、国君、广发、银河保持保持经纪业务领先地位（2018、2019Q1 均位列前五）。从 2019Q1 经纪业务增速来看，排名前五的西部/华林/中原/山西/南京增速均在 30%以上（45%/31%/31%/30%/30%），远优于中信/国君/广发/银河（-8.6%/10.2%/10.0%/-3.6%）。原因系大券商的机构客户占比高（交易保持相对稳定的活跃度），中小券商散户占比高，而 2019 年一季度交易增量主力为存量散户激活，一季度以散户为主的中小券商弹性更大。中小券商的市场份额提升，导致经纪业务集中度下降（2018 年 35 家上市券商经纪业务收入集中度 CR5 为 39.1%，2019Q1 CR5 下滑至 38.0%）。2018 年股基日均成交额呈现前高后低态势，2018 年行业经纪业务收入随之持续下滑，Q4 达到谷底，2019 年若市场能保持活跃，经纪业务收入增速有望实现前低后高，全年增速可期。

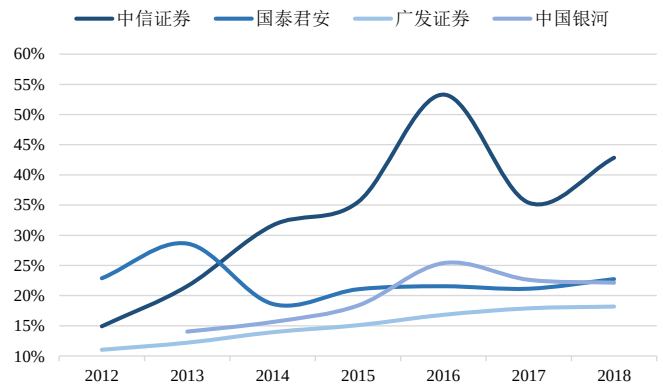
请务必阅读正文之后的免责声明部

图 12：小型券商经纪业务弹性更大



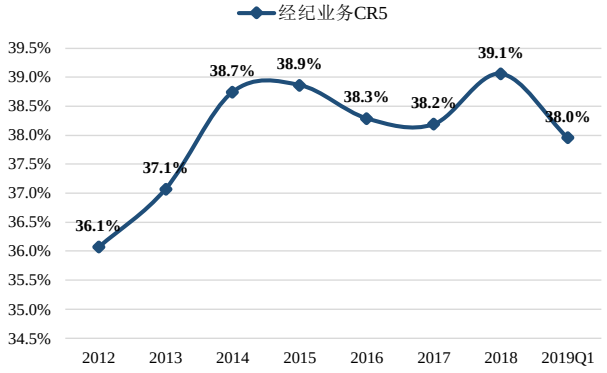
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 13：经纪业务龙头券商代理买卖证券款中机构占比提升



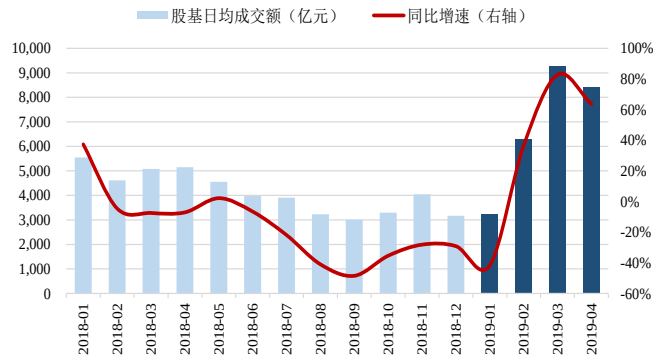
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 14：2019Q1 受散户大幅增加交易量影响集中度下滑



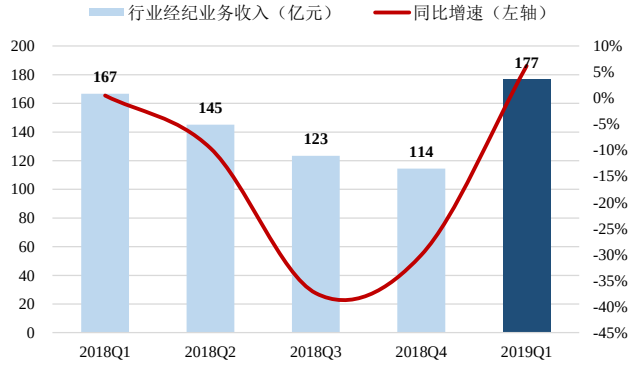
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 15：2018 年股基日均成交额前高后低



数据来源：交易所，东吴证券研究所

图 16：2019 年经纪业务收入增速有望前低后高



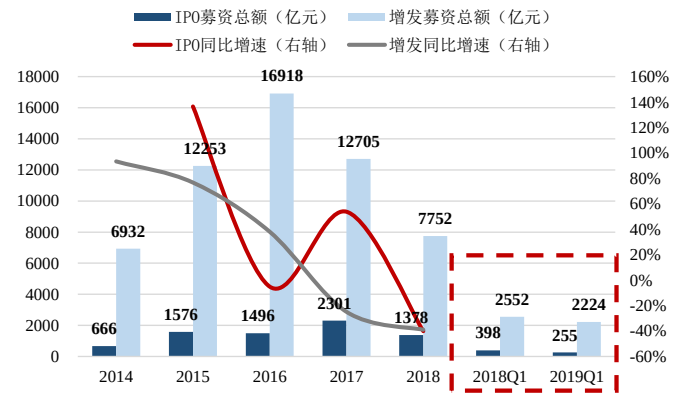
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：以上为 31 家上市券商（剔除数据不完整）合计值

2.2 投行业务：IPO 下滑，债承支撑收入，龙头券商地位稳固

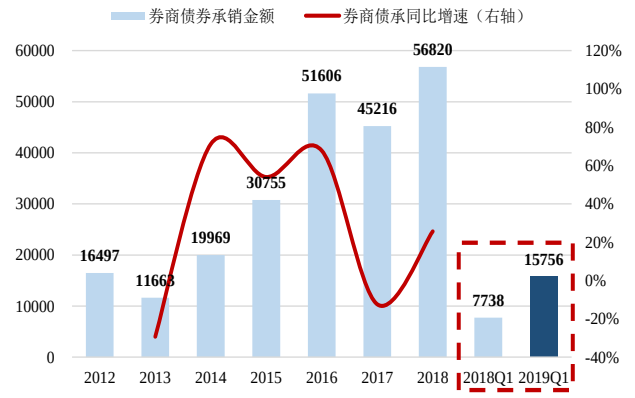
2018 IPO 规模及费率双双下滑，2019Q1 债承强力支撑。1）2018 年，全行业投行业务净收入（证券承销+财务顾问+投资咨询）同比-26.1%至 401.5 亿元，35 家上市券商投行业务收入同比-24.3%至 294.1 亿元。尽管 2018 年券商债券承销规模同比+26%至 56820 亿元，但 IPO 及增发规模均大幅下滑（同比-40%/-39%），且 IPO 承销及保荐费率大幅下滑 69.2%至 4.01%。综合来看，2018 年 IPO 项目的规模、费率双双大幅下滑成为 2018 年行业投行业务收入同比下滑的主因。2）2019Q135 家上市券商投行业务收入同比+8.5%至 66.62 亿元。IPO 规模同比-36.1%至 254.7 亿元，承销及保荐费率同比+23.1%至 5.57%，综合来看，IPO 项目承销及保荐收入仍不及去年同期。同时，债承业务规模同比大幅+104%至 15756 亿元，其中地方政府债、可转债、企业债、非政策性金融债、公司债均大幅增长（5081%、442%、158%、141%、99%），对冲了股权承销下滑的影响，支撑行业投行业务收入实现同比增长。

图 17：2018、2019Q1 IPO 及增发规模同比下滑



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 18：2018、2019Q1 券商债承规模同比增长



数据来源：wind，东吴证券研究所

龙头券商地位稳固，行业保持高集中度。2018 年投行业务收入 CR5 为 47.4%，2019Q1 为 45.2%，自 2016 年以来维持在 40%以上。投行业务头部券商龙头地位稳固，中信、中信建投、海通、国君、招商、广发、华泰自 2012 年以来保持投行业务收入在上市券商中排名前 10，其中中信证券稳居第一。2017 年以来，证券行业 IPO、再融资、债承规模保持高集中度，2018、2019Q1 IPO 规模 CR5 超过 50%以上，再融资规模 CR5 持续上升至 70%、券商债承规模 CR5 高于 40%，龙头券商凭借其出色的投行业务能力及充足的项目储备数量将进一步稳固行业地位。

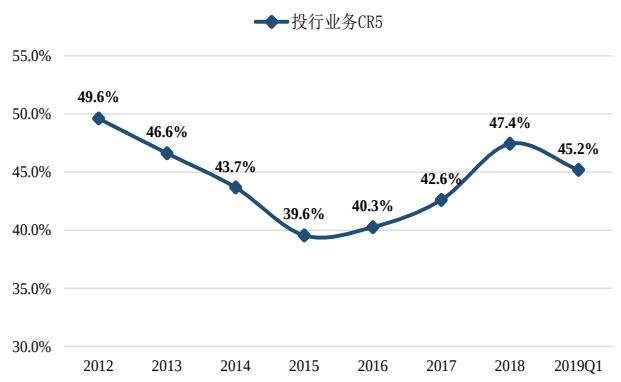
请务必阅读正文之后的免责声明部

表 1：2012-2019Q1 龙头券商投行业务收入排名（上市券商）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019Q1
中信证券	1	1	1	1	1	1	1	1
中信建投	5	4	3	2	2	2	3	2
海通证券	7	3	4	5	4	3	2	3
国泰君安	4	2	6	3	3	5	4	5
招商证券	10	7	7	4	7	6	6	6
广发证券	3	8	2	7	5	4	7	7
华泰证券	8	6	8	9	9	8	5	10

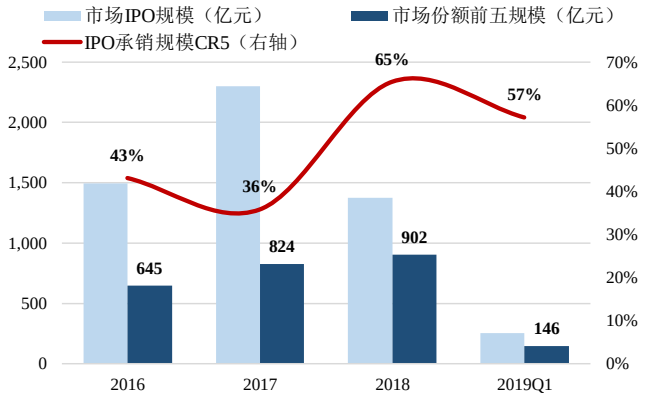
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 19：2016 年后上市券商投行业务集中度高于 40%



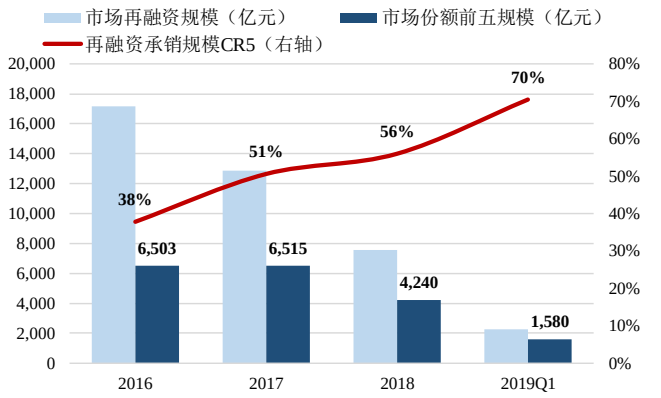
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 20：2018、2019Q1 IPO 承销规模 CR5 高于 50%



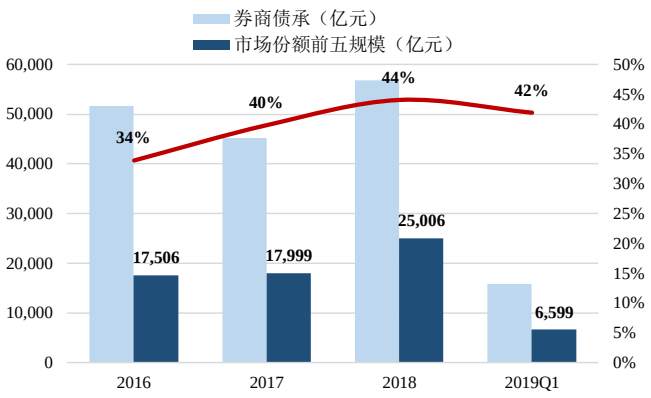
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 21：再融资承销规模 CR5 持续上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

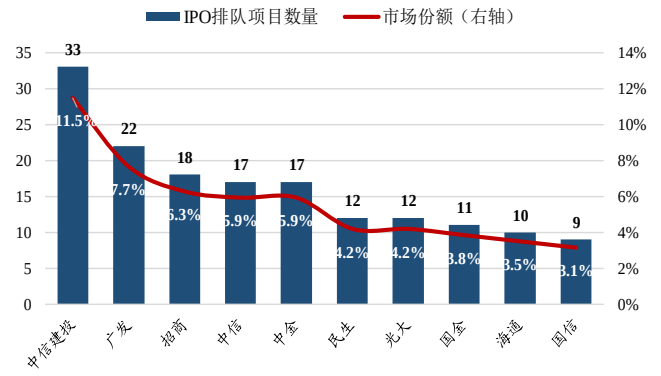
图 22：券商债券承销规模 CR5 高于 40%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

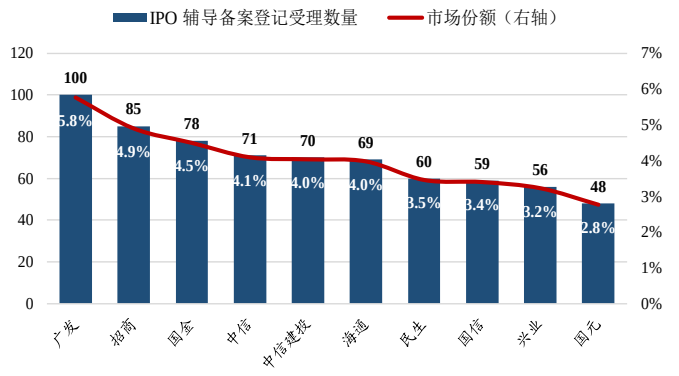
龙头券商 IPO 储备项目丰富，积极备战科创板有望贡献增量。按照证监会披露的排队报审家数，（即已受理、已反馈、已预先披露更新、暂缓表决项目），中信建投排队项目 33 家位列第一，广发证券 22 家紧随其后，数量前十券商以综合实力突出的龙头券商为主，排队家数占总家数的 56%；此外，各家券商都拥有丰富的辅导备案登记受理项目。综合 IPO 排队项目+辅导备案登记受理项目来看，广发、中信建投、招商证券拥有项目储备优势。截至 2019 年 5 月 7 日，科创板已受理+已问询公司已达 102 家，龙头券商在科创板公司数量上明显领先，未来投行承销保荐业务的利润有望进一步扩大。

图 23：IPO 排队家数前十



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 24：IPO 辅导备案登记受理数前十



数据来源：wind，东吴证券研究所

表 2：各大券商科创板已问询+已受理项目

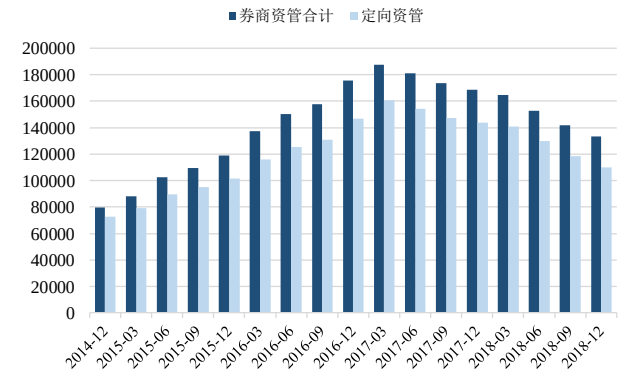
保荐机构	家数	保荐机构	家数	保荐机构	家数
中信建投	**15**	中天国富证券	3	东方花旗证券	1
中信证券	**9**	东兴证券	3	兴业证券	1
华泰联合证券	**8**	国金证券	2	英大证券	1
国泰君安证券	7	光大证券	2	华安证券	1
中金公司	7	长江证券	2	德邦证券	1
招商证券	6	中德证券	2	东吴证券	1
国信证券	5	天风证券	2	中国民族证券	1
海通证券	4	申万宏源	2	南京证券	1
民生证券	3	瑞银证券	1	国元证券	1
安信证券	3	中泰证券	1	华菁证券	1
广发证券	3	首创证券	1	东莞证券	1

数据来源：交易所，东吴证券研究所

2.3 资管业务：通道平稳压缩，主动管理分化业绩

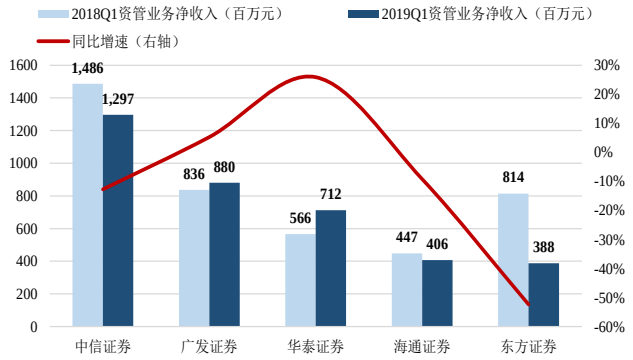
“去通道”推动券商资管规模有序压缩，主动管理能力造成业绩分化。2016 年以来证监会全面推动券商资管“去通道”，与此同时，监管要求大集合在整改阶段不得新增，严监管压力下，截至 2018 年 12 月末行业整体规模降至 13.4 万亿元（其中定向资管占比高达 83.1%），已连续 7 个季度下滑。上市券商 2018 和 2019Q1 资产管理业务净收入分别同比-3.7%和-8.4%，预计未来业绩分化将更明显，主动资产管理能力优异的券商将深度受益，龙头券商中，华泰因 AssetMark 贡献增量实现资管业务收入逆势大幅增长，广发稳步推进主动管理转型（截至 2018 年底，主动管理月均规模排名第 3）实现资管业务正增长。

图 25：2014~2018/12 券商资产管理规模（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

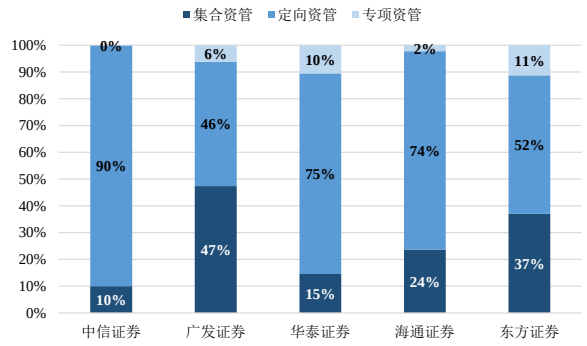
图 26：2019Q1 龙头券商资管净收入及增速（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

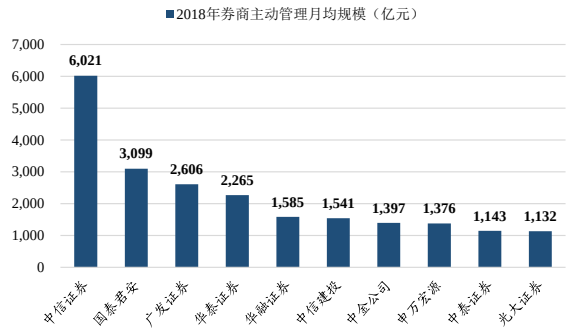
龙头券商主动管理基数较高，未来将进一步提升业务价值率推动业绩增长。据基金业协会数据，截至 2018 年 12 月末券商资管月均规模前三分别为中信（15498 亿元）、国泰君安（8129 亿元）和华泰（8124 亿元），主动管理规模前三分别为中信（6021 亿元）、国泰君安（3099 亿元）和广发（2606 亿元）。龙头券商的主动管理规模普遍处于行业领先地位，基数较高且品牌优势明显，同时拥有更好的人才资源和完善的资源配置，转型领先同业。

图 27：2018 龙头券商资产管理业务结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 28：2018/12 券商主动型资产管理规模 TOP 10（亿元）



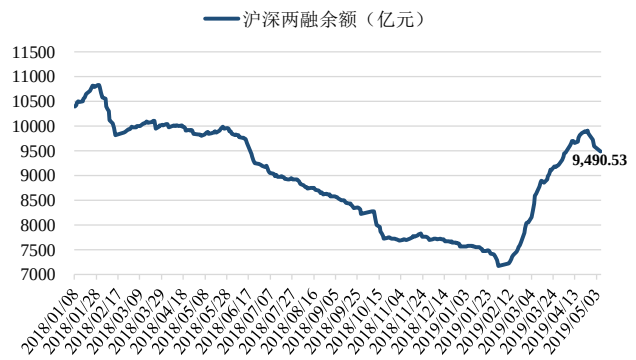
数据来源：证券基金业协会，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部

2.4 信用业务：利息收入承压，融资成本有望改善

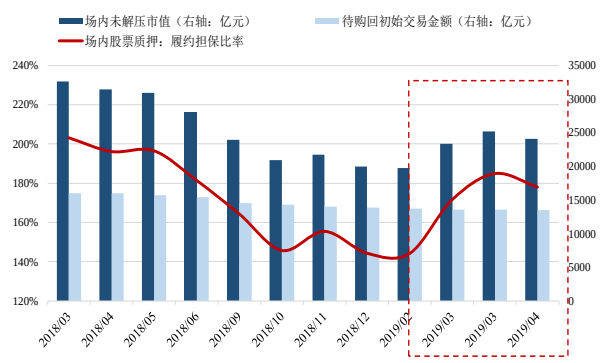
2018 年股票质押风险升级+两融下滑压制利息收入，2019 年市场回暖，减值冲回将贡献利润增量，宽信用下券商融资成本有望改善。1）2018 年压制券商估值的股票质押业务受到“降杠杆”环境下流动性收紧+股价下跌双重冲击，风险明显升级，造成券商资产减值计提显著增加（2018 年上市券商合计计提资产+信用减值 167.9 亿元，同比增长 70.2%），冲击净利润，同时业务规模较年初明显收缩，截至 2019 年 3 月末场内股票质押待购回初始交易金额（即融资金额）降至 1.36 万亿元。2）2018 年末两融同比-26.36%至 7557 亿，2019 年市场明显好转，市场风险偏好提升，截至 3 月末两融较年底增长 22.0%至 9222 亿，我们判断，考虑当前市场环境及投资者预期，两融将震荡上行，而股票质押带来的风险冲击将推动券商提升该业务的风控水平，业务规模将继续下滑（但随市场回暖将有减值冲回贡献利润增量），利息收入仍将承压。3）2019 以来中美贸易战升级，国内经济复苏不确定性引发担忧，宽信用背景下，长端利率整体回落，预计随央行进一步的松紧有度的货币政策下，券商的融资成本有望进一步改善。

图 29：18 年以来两融余额持续回落，19Q1 反弹



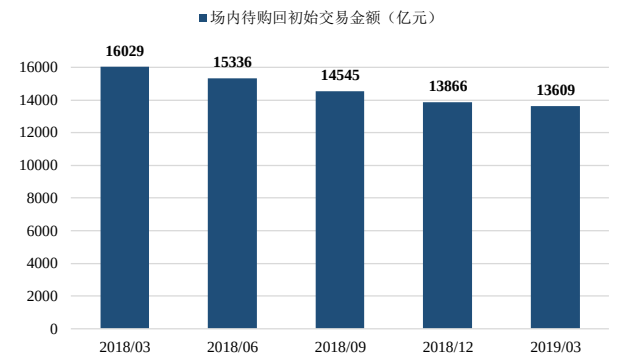
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 30：2018~2019/04 场内股票质押履约担保率估算



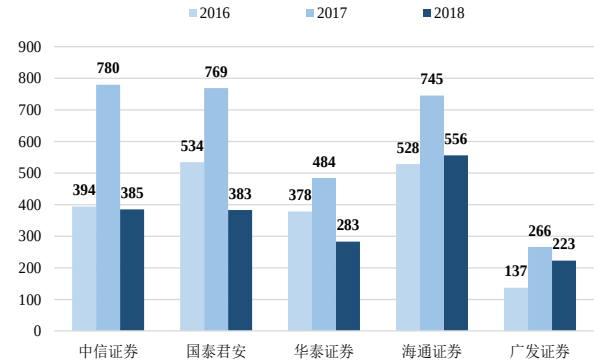
数据来源：交易所，东吴证券研究所测算

图 31：2018~2019/03 场内股票质押业务情况（亿元）



数据来源：交易所，东吴证券研究所

图 32：2016~2018 龙头券商股票质押式回购规模（亿元）



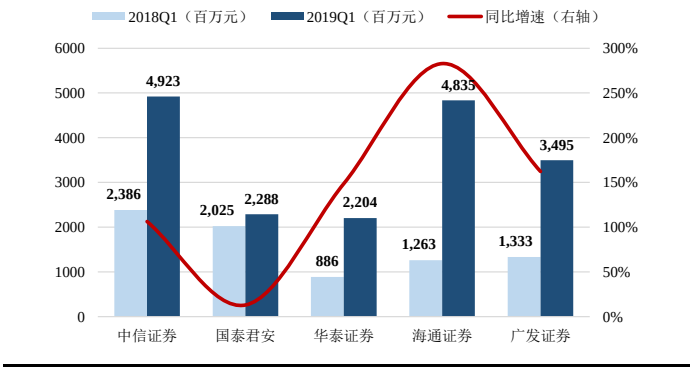
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部

2.5 自营投资：股市波动影响投资收益，会计准则加剧分化

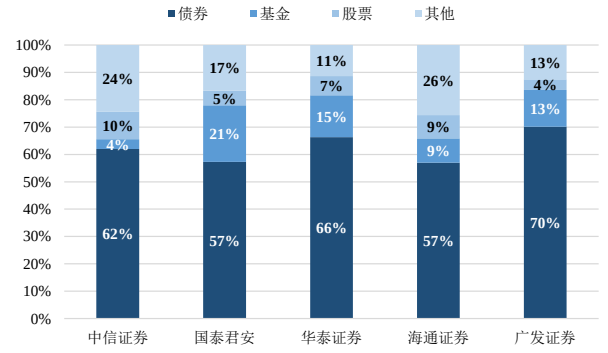
股市波动影响投资收益，交易性金融资产重分类将加剧券商业绩分化。上市券商自营投资收益（剔除联营/合营企业投资，包含公允价值变动损益）2018 年显著下滑 36.8%，主要源于 2018 年 A 股低迷（上证综指下跌 24.6%），2018 年权益资产持仓较高的券商投资收益承压，但债市结构性反弹也贡献显著盈利，多数券商加码固定收益类资产配置（中信的固收类资产配置比重由 2017 年的 43.1%提升至 2018 年末的 62.0%）。2019 年一季度上市券商自营投资收益同比大幅+146.4%，系一季度市场强力反弹（上证综指上涨 23.9%），权益资产持仓较高的券商获得显著盈利。2019 年上市券商均采用新会计准则，更多金融资产将重分类至交易性金融资产（加大权益类资产规模占比），从而加大券商投资收益波动（公允价值变动损益波动更大），这将更加考验券商的主动管理能力和资产配置能力，同时也将加剧券商的业绩分化。

图 33：2019Q1 龙头券商自营投资收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 34：2018/12 龙头券商的投资资产配置结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部

图 35：2018 年 A 股上市券商（35 家）权益规模占净资产比重

公司	权益规模（股票+基金+权益投资工具）	权益规模（股票+基金）	股票规模	基金规模	权益规模（股票+基金+权益投资工具）/净资产	权益自营规模（股票+基金）/净资产	股票规模/净资产	基金规模/净资产
财通证券	12628	12628	822	11806	64%	64%	4%	60%
兴业证券	17038	17038	5688	11350	52%	52%	17%	35%
东兴证券	9840	9840	4054	5786	50%	50%	21%	29%
东方证券	25905	16588	10161	6427	50%	32%	20%	12%
广发证券	39833	29039	6441	22598	47%	34%	8%	27%
招商证券	35759	29036	8286	20751	44%	36%	10%	26%
海通证券	51269	36041	17653	18388	44%	31%	15%	16%
光大证券	20503	15655	3655	12000	43%	33%	8%	25%
东北证券	6445	6445	3287	3158	43%	43%	22%	21%
申万宏源	26958	17842	1812	16030	39%	26%	3%	23%
华泰证券	39899	30049	7299	22749	39%	29%	7%	22%
中信证券	56292	40760	30015	10745	37%	27%	20%	7%
西南证券	6084	6084	6084	0	33%	33%	33%	0%
中原证券	3230	3230	1759	1471	32%	32%	18%	15%
华安证券	4000	4000	684	3316	32%	32%	5%	26%
天风证券	3915	3915	2471	1444	32%	32%	20%	12%
国信证券	16530	16530	6309	10221	32%	32%	12%	19%
长江证券	7489	7489	2796	4693	28%	28%	11%	18%
中国银河	18532	18532	5766	12767	28%	28%	9%	19%
国泰君安	33451	16665	6353	10312	27%	13%	5%	8%
东吴证券	4635	4635	1084	3551	23%	23%	5%	18%
太平洋	2350	2350	1221	1129	23%	23%	12%	11%
中信建投	10360	7302	2455	4847	22%	15%	5%	10%
华西证券	3830	3830	323	3507	21%	21%	2%	19%
第一创业	1658	1658	686	972	19%	19%	8%	11%
山西证券	2132	2132	1814	318	17%	17%	15%	3%
长城证券	2864	2864	858	2006	17%	17%	5%	12%
华林证券	634	0	0	0	16%	0%	0%	0%
方正证券	5523	5523	346	5177	15%	15%	1%	14%
西部证券	2517	2517	271	2246	15%	15%	2%	13%
国元证券	3052	3052	540	2512	12%	12%	2%	10%
浙商证券	1562	1562	666	896	11%	11%	5%	7%
国金证券	2205	2205	407	1798	11%	11%	2%	9%
国海证券	593	593	138	455	4%	4%	1%	3%
南京证券	79	79	11	68	1%	1%	0%	1%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

3. 投资建议：低估值同时业绩具备高弹性的券商股

近期，券商股经历强势反弹后调整，我们认为券商板块的驱动力来自市场流动性改善带来的风险偏好的提升+政策面的推进进度，2019 年以来，科创板超预期推进、再融资松绑、股指期货放开等都释放了监管对市场积极信号，近期中美贸易战加剧，市场对经济不确定性尚存担忧，后续为了稳定市场，政策利好可期，券商也将受益于流动性改善与风险偏好提升。预计后续仍将稳步推进促进资本市场改革的政策，推动行业健康稳

健发展。个股而言，中小券商投资、经纪业务的弹性高于大券商，当前市场波动情况下，大券商具有更强的抗风险能力，重点推荐估值相对较低同时具备高弹性的**海通证券、东方证券、东北证券**，建议关注保持稳健的龙头券商**中信证券、华泰证券**。

表 3：推荐标的估值表（股价对应 2019 年 5 月 7 日收盘价）

券商	股价	总市值	PB				PE			
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
中信证券	20.75	2305	1.64	1.52	1.43	1.34	26.78	17.48	15.90	15.33
海通证券	12.67	1270	1.24	1.16	1.11	1.10	27.96	18.66	17.55	16.11
华泰证券	18.45	1395	1.47	1.38	1.31	1.24	30.25	19.79	18.56	17.95
东方证券	10.60	677	1.43	1.36	1.32	1.26	60.22	26.50	23.56	20.38
东北证券	6.29	205	1.39	—	—	—	69.59	15.45	13.78	—

数据来源：wind，东吴证券研究所

注：东方证券、东北证券估值来源于 wind 一致预期。

4. 风险提示

1）市场成交额持续下滑影响经纪业务：成交量持续收缩可能对经纪业务净收入造成冲击，甚至造成经纪业务亏损；

2）股市波动冲击自营投资收益：股市下跌对券商权益资产投资收益及公允价值波动影响显著。

3）金融监管抑制行业创新：严监管持续的环境下不利于券商拓展创新业务模式。

请务必阅读正文之后的免责声明部

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn