

# 券商 18 年报&19 一季报综述：市场上行推动业绩反转，政策动态聚焦科创板



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

## 核心观点

- 受市场环境影响，2018-19Q1 上市券商业绩经历了深跌到大幅提升的转折过程。2018/2019Q1 上市券商分别实现收入 2541/938 亿元，同比-12%/+51%，实现归母净利润 561/366 亿元，同比-40%/+87%。与此同时，上市券商 ROE 也实现显著提高，其中 2018 年整体平均 ROE4.3%，2019 年一季度即达到 2.7%，年化后为 10.8%，超越 2016 年水平。杠杆率是券商提升 ROE 的一大利器，2017/2018/2019Q1 上市券商的整体实际杠杆率分别为 3.49/3.56/3.62，持续稳健提升。
- 行业集中度仍在抬升，但高 Beta 的市场环境下，龙头券商的业绩抬升速度有所放缓。从 2017 至 2018 年，券商净利润 CR5/CR10/CR20 分别提高了 4%/9%/9%，2016 年以来开启的市场集中度提升进程仍在持续。进入 2019 年后，由于小券商 Beta 特性较强，业绩反弹比例更高，预计 19Q1 的集中度提升进程有所停滞。
- 自营业务是业绩回升的核心助力。从 2018 年来看，上市券商整体收入较 2017 年下降了 520 亿元，其中经纪与自营收入下降了 484 亿元；从 2019Q1 来看，收入同比提升 285 亿元，其中自营收入提升了 245 亿元。19Q1 上市券商自营对收入贡献比例达到 49%，是近年来贡献比例最高的时期。自营收入成为最高的弹性来源，除了市场强势反弹，还有一个原因在于 IFRS9 的全面施行。新会计准则下，券商倾向于将股票自营放在交易性金融资产科目下（这一项目还包括直投、海外子公司等并表子公司的股票持仓），则浮盈全部进入利润表，直接影响净利润。
- 科创板是 2019 年的市场焦点，也是券商板块重要催化。金融业供给侧改革的浪潮之下，直接融资面临更加广阔的发展机遇，券商投行作为直接融资的重要中介方，有望获得更多的业务机遇，在这之中，科创板是年内最受关注的焦点事件。自 2018 年 11 月，习近平主席在进博会开幕式宣布推出科创板之后，项目进展迅速。截止 5 月 7 日，已经有 102 家企业报送科创板，其中中信建投报送 15 家，预计跟投资金规模 5.5 亿元，均为业内最高；中金公司报送 7 家项目，且受中国通号影响，总体预计募集资金 190 亿元，排名第一。综合考量近年来的投行承销排名情况，中信证券、中信建投、中金公司、华泰证券的承销能力在行业内实力最强，相应的最为受益于这一行业机遇。

## 投资建议与投资标的

- 业绩面：2019 年行业增长无虞。根据近年来行业业绩表现与当前的市场与政策环境，我们对 2019 年证券行业业绩进行预测，在“悲观/中性/乐观”的情况下，净利润同比增速分别为“+21%/+55%/+97%”以自营和经纪业务为代表的高 Beta 业务能够表现出更强的业绩弹性，推荐海通证券(600837，增持)，建议关注中国银河(601881，未评级)。
- 从政策面来看，在金融供给侧改革的背景下，以科创板为代表的直接融资体系将深化发展，利好券商战略布局。推荐中信证券(600030，增持)、华泰证券(601688，增持)。

## 风险提示

- 系统性风险对非银行金融业务及估值的压制，科创板政策不及预期。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

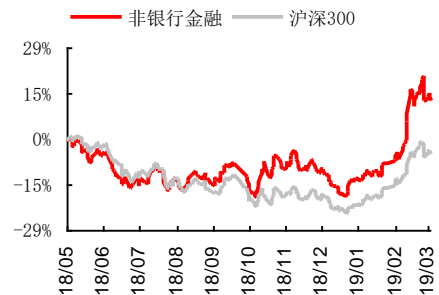
行业

非银行金融

报告发布日期

2019 年 05 月 10 日

## 行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

唐子佩

021-63325888\*6083

tangzipei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514060001

张潇

021-63325888\*6253

zhangxiao@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517080003

## 相关报告

券商 4 月业绩：同比+33%，环比-52%， 2019-05-09  
板块短期表现聚焦 Beta 效应

券商 19Q1 业绩前瞻及全年业绩测算：关 2019-04-15  
注确定性的增长机会

市场活跃带动券商业绩，3 月净利润同比 2019-04-09  
+72%

## 目 录

<b>一、</b>	<b>市场回顾：历经寒冬，春意萌然</b> .....	<b>5</b>
1.1	二级市场：下跌与反转回升 .....	5
1.2	一级市场：股权融资收缩，债券融资扩张，静待科创板 .....	7
<b>二、</b>	<b>券商业绩概述</b> .....	<b>8</b>
2.1	业绩止跌回升，龙头券商弹性偏弱 .....	8
2.2	自营业务是业绩回升的核心助力 .....	10
<b>三、</b>	<b>分业务情况</b> .....	<b>11</b>
3.1	自营：IFRS9 提升业绩弹性，股债投资机会快速轮动 .....	11
3.2	经纪：佣金率仍在缓慢下行，19 年成交量显著回升 .....	13
3.3	投行：业绩同比企稳回升，科创板是 2019 年焦点 .....	15
3.4	资管：资管新规影响仍在持续，主动管理为王 .....	18
3.5	信用业务：股票质押纾困颇具成效，市场上涨缓解减值压力 .....	20
<b>四、</b>	<b>投资建议：看好业绩与监管双重利好下的板块机遇</b> .....	<b>21</b>
<b>五、</b>	<b>风险提示</b> .....	<b>24</b>

## 图表目录

图 1：2018 年至今，股票市场经历了持续下跌与快速反转上涨（亿元） .....	5
图 2：债市走势与股市相反，2019 年 3 月以来利率终结下降趋势开始上行 .....	6
图 3：2019 年以来两融规模迅速回升，逼近万亿 .....	6
图 4：2018 年以来沪港通净流入资金超过 4000 亿元（亿元） .....	7
图 5：2018 年以来股权融资规模持续下滑（亿元） .....	7
图 6：债券发行总规模同比提升（亿元） .....	8
图 7：2019 年以来公司债与企业债发行规模同比快速提升（亿元） .....	8
图 8：2019Q1 上市券商业绩止跌大幅回升（亿元） .....	8
图 9：19Q1 上市券商 ROE 大幅提升，单季 ROE 达到 2.7% .....	9
图 10：2018 年以来上市券商实际杠杆率小幅提升 .....	9
图 11：券商收入集中度持续提升 .....	9
图 12：券商净利润集中度持续提升 .....	9
图 13：2018 年上市券商净利润同比情况，TOP5 券商均排在前 50% .....	10
图 14：2019Q1 上市券商净利润同比情况，TOP5 券商大多排名后 50% .....	10
图 15：2010 年以来上市券商收入结构情况，其中 19Q1 自营占比最高 .....	11
图 16：2017 与 2018 年上市券商收入分类结构对比（亿元） .....	11
图 17：18Q1 与 19Q1 上市券商收入分类结构对比（亿元） .....	11
图 18：2018 与 19Q1 上市券商自营业绩占总收入比例情况 .....	12
图 19：2018 年报中上市券商交易性金融资产中股票持仓市值（亿元） .....	12
图 20：上市券商权益类持仓与净资本、净资产的比例情况（2018） .....	13
图 21：上市券商固定收益类持仓与净资本、净资产的比例情况（2018） .....	13
图 22：2018-19Q1 上市券商经纪业务收入持续下滑（亿元） .....	14
图 23：2019Q1 股基交易额累计同比+10%（万亿元） .....	14
图 24：2018 与 2019Q1 上市券商经纪业务收入占总收入比例情况 .....	14
图 25：2018 年上市券商经纪业务市占率情况，华泰仍稳坐第一 .....	15
图 26：2018 年证券行业股基佣金率万 3.1，同比下降万 0.26 .....	15
图 27：大型券商佣金率已经止跌企稳 .....	15
图 28：2017 年以来投行收入持续下滑 .....	16
图 29：2018 年和 2019Q1 上市券商投行业务对收入贡献比例情况 .....	16
图 30：2018-19Q1 上市券商资管收入呈现同比下降趋势 .....	19
图 31：定向资管下滑是资管规模下降的主因（亿元） .....	19
图 32：2018 和 2019Q1 上市券商资管收入占总收入比例情况（亿元） .....	19
图 33：2018 年上市券商两融业务市占率情况 .....	20
图 34：2018 年上市券商表内股票质押余额同比-26%（亿元） .....	21

图 35：2018 年 10 月 18 日是券商板块估值的历史低位 .....	23
图 36：对比上市券商最新 PB 估值与 2018 年 10 月 18 日估值情况 .....	24
表 1：2018 年与 2019Q1 权益与债权承销前十名情况（亿元） .....	17
表 2：券商保荐科创板项目对应计划募集资金与跟投资金情况（万元） .....	17
表 3：2018 年券商月均主动管理规模前二十名情况（亿元） .....	19
表 4：业绩预测所使用的针对 19 年的“悲观、中性、乐观”核心假设 .....	21
表 5：2019 年证券行业业绩敏感性预测 .....	22

## 一、 市场回顾：历经寒冬，春意萌然

### 1.1 二级市场：下跌与反转回升

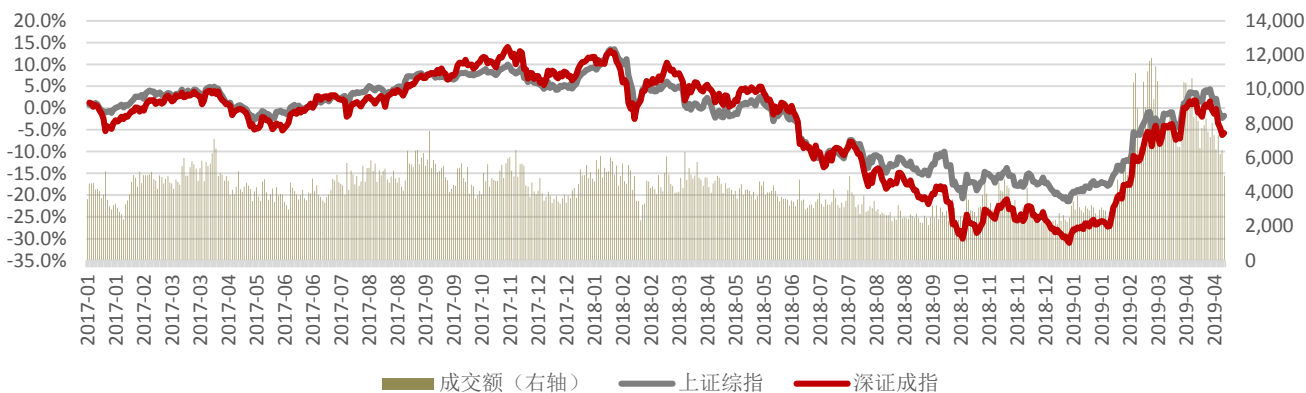
2018 至 2019 年，是市场风格不断切换、股市债市不断轮动的一个时期，对券商的投资能力与风险管理能力都提出了较高的要求。

**股市方面，成交额先下后上，2018 年普跌，2019 年迎来强势上涨。**2018 年股市表现较弱，上证综指下滑 25%，深证成指下滑 34%，日均股票成交额由 1 月 5194 亿下降至 12 月 2640 亿，全年日均股票成交 3691 亿元，同比-19%。2019 年 2 月开始，市场强势反弹，19 年一季度上证综指涨幅 24%，深证成指涨幅 37%，日均股票成交额 5852 亿元，较 18 年增长 59%。市场风格切换对券商自营提出了更高的要求，2018 年低自营仓位、注重对冲投资的券商业绩更加稳健，2019 年以来，股票投资规模高的券商业绩弹性更佳。同时，两融规模与市场同步变化，2018 年两融余额由 1.03 万亿元降至年末 7557 亿元，19M3 又提升至 9222 亿元。

值得关注的是，2018 年以来的市场，外资参与度不断提高，2018 年北上资金净买入累计 2942 亿元，19Q1 累计净买入达到 1254 亿元，外资流动的节奏也成为市场策略分析的重要参考指标。

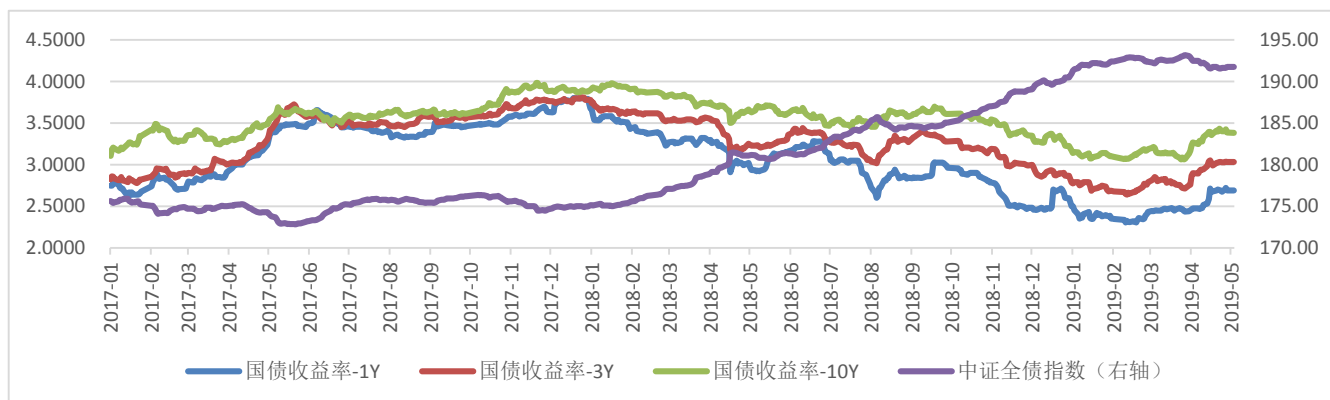
**债市方面，2018 年利率大幅下行，2019 年货币政策有望偏紧。**2018 年利率下降约 100bp，十年期国债收益率由 2018 年 3.98 降至 2019 年 2 月 3.07 左右；与此同时，18 年中证全债累计收益率达到+8.8%，2018 年债市转好为券商固收自营带来机遇。2019 年 2 月以来，利率有所回升，4 月末十年期国债收益率达到了 3.4，债券投资收益率也因此承压。

图 1：2018 年至今，股票市场经历了持续下跌与快速反转上涨（亿元）



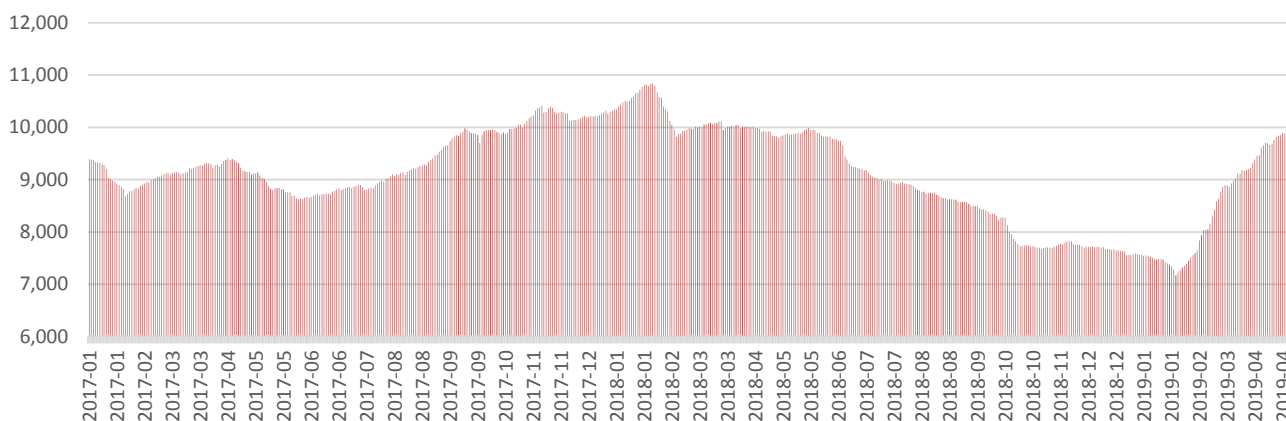
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 2：债市走势与股市相反，2019 年 3 月以来利率终结下降趋势开始上行



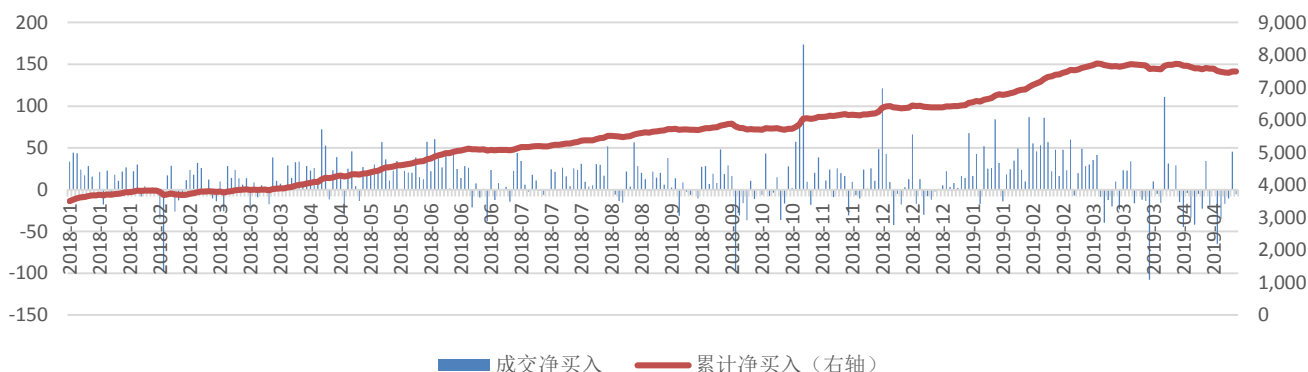
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 3：2019 年以来两融规模迅速回升，逼近万亿



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 4：2018 年以来沪港通净流入资金超过 4000 亿元（亿元）



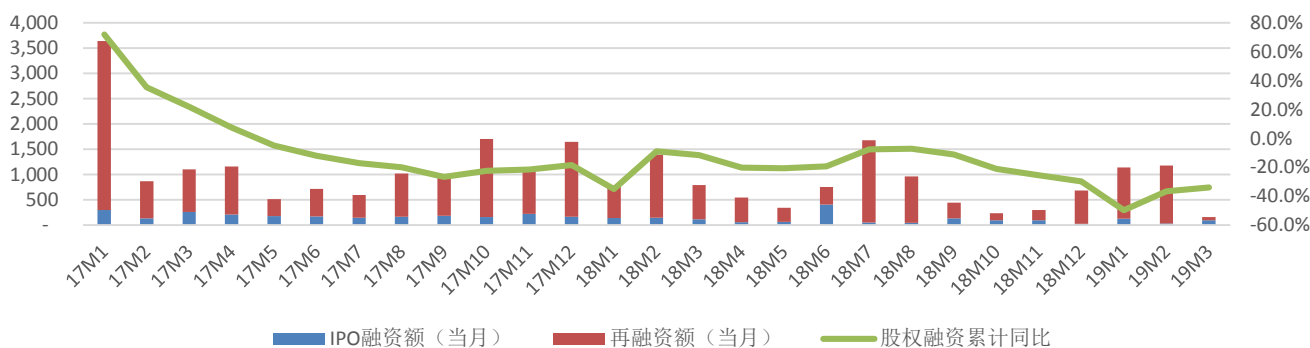
数据来源：Wind，东方证券研究所

## 1.2 一级市场：股权融资收缩，债券融资扩张，静待科创板

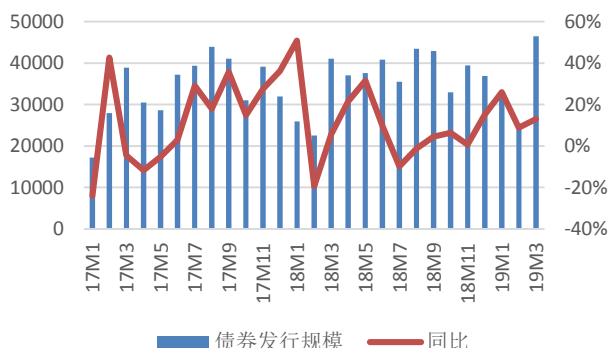
一级市场的表现也呈现出股债分化的趋势，其中股权承销显著下滑，债权承销大幅提升。

- 1) **权益承销**：自 2017 年下半年以来，股权承销规模累计同比保持为负，其中 2018 年股权承销 1.2 万亿元，同比-30%；19Q1 股权承销 3389 亿元，同比-34%。考虑到 IPO 对业绩的贡献更加显著，2018 年 IPO 数量 105 家，同比-76%，对应募集资金 1378 亿元，同比-40%；19 一季度 IPO 数量 33 家，同比-11%，对应募集资金 255 亿元，同比-36%。2019 年在股权承销方面的最重要事件为科创板的推出，也是金融供给侧改革大环境下的一个重要创新。
- 2) **债权承销**：2018 年债券融资总额 44 万亿元，同比+7.2%，2019Q1 融资规模 10.4 万亿元，同比+15.8%。针对公司债和企业债来看，2018 年累计发行 1.88 万亿元，同比+27.5%；19Q1 发行规模 5328 亿元，同比+108%。随着监管对直接融资体系的重视程度加深，未来债券融资的发展空间十分广阔。

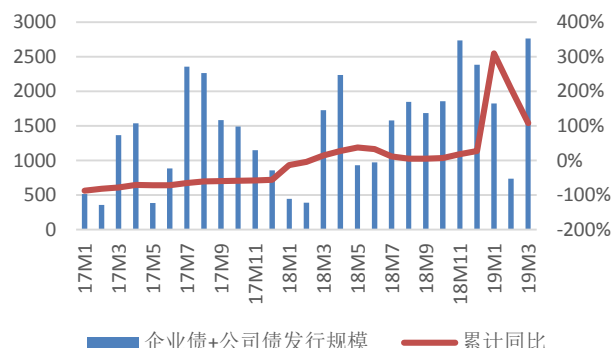
图 5：2018 年以来股权融资规模持续下滑（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 6：债券发行总规模同比提升（亿元）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

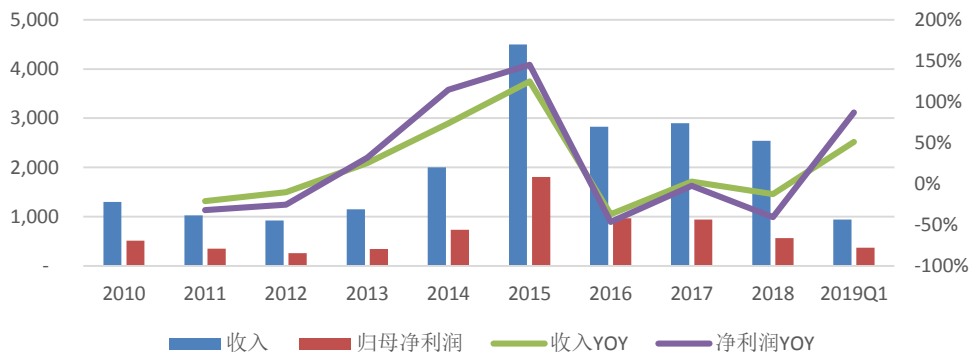
**图 7：2019 年以来公司债与企业债发行规模同比快速提升（亿元）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

## 二、券商业绩概述

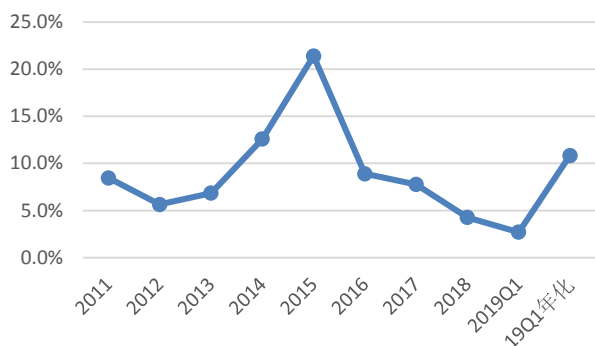
### 2.1 业绩止跌回升，龙头券商弹性偏弱

从整体业绩情况来看，受市场环境影响，2018-19Q1 上市券商业绩经历了深跌到大幅提升的转折过程。2018/2019Q1 上市券商分别实现收入 2541/938 亿元，同比-12%/+51%，实现归母净利润 561/366 亿元，同比-40%/+87%。与此同时，上市券商 ROE 也实现显著提高，其中 2018 年整体平均 ROE4.3%，2019 年一季度即达到 2.7%，年化后为 10.8%，超越 2016 年水平。杠杆率是券商提升 ROE 的一大利器，2017/2018/2019Q1 上市券商的整体实际杠杆率分别为 3.49/3.56/3.62，持续稳健提升。

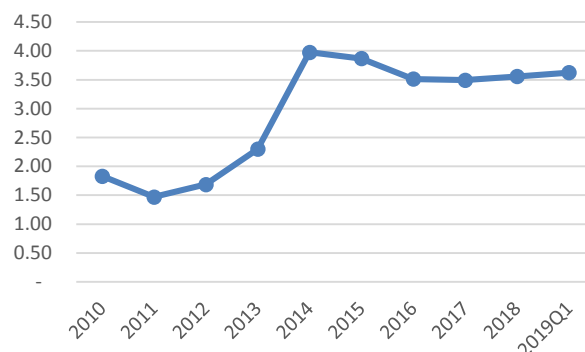
**图 8：2019Q1 上市券商业绩止跌大幅回升（亿元）**


数据来源：Wind，东方证券研究所



**图 9：19Q1 上市券商 ROE 大幅提升，单季 ROE 达到 2.7%**


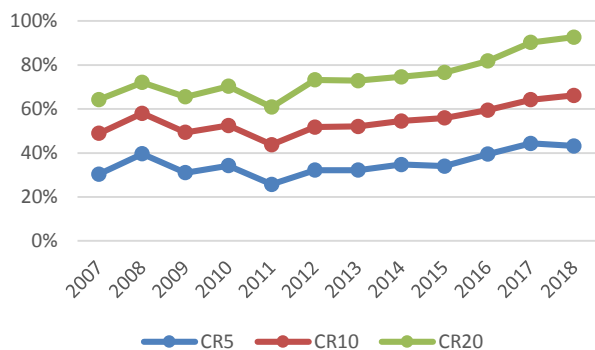
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 10：2018 年以来上市券商实际杠杆率小幅提升**


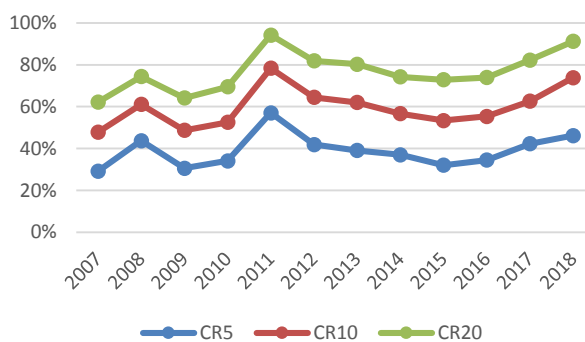
数据来源：Wind，东方证券研究所

从市场集中度情况来看，我们认为，行业集中度仍在抬升，但高 Beta 的市场环境下，龙头券商的业绩抬升速度有所放缓。从 2017 至 2018 年，券商净利润 CR5/CR10/CR20 分别提高了 4%/9%/9%，2016 年以来开启的市场集中度提升进程仍在持续。其中，收入端 CR5 在 2018 年有 1% 的下降，我们预计可能是受到了其他业务收入等科目的影响，不改集中度抬升的实质。

但进入 2019 年后，由于小券商 Beta 特性较强，业绩反弹比例更高。2018 年，上市券商业绩全线下降，而 TOP5 券商的同比增速稳居前 50%；2019Q1，增速排名靠前的均为中小券商，TOP5 券商中有 4 家排名落在后半段区间。受此影响，预计 19Q1CR5 有所下降，但考虑到长期行业发展受资本实力、客户资源、风险管理能力等综合因素影响，大券商的优势明显，未来集中度提升的大趋势不变。

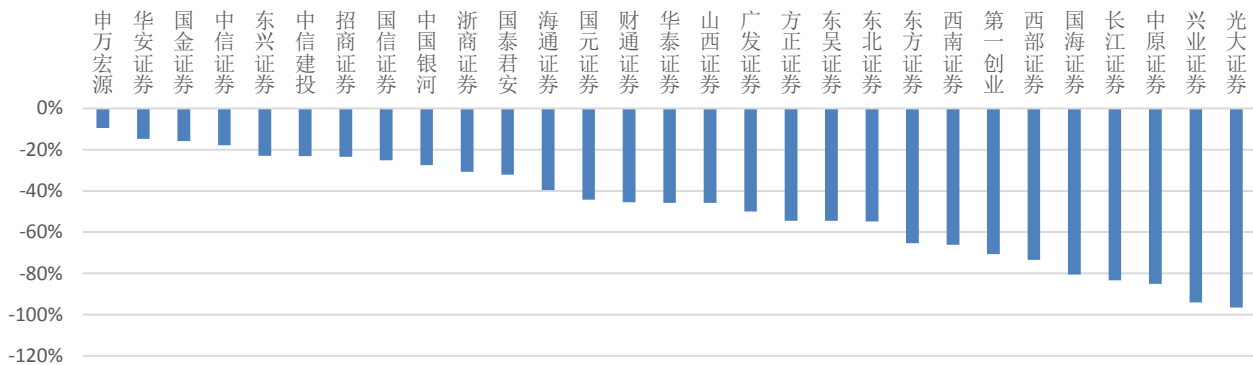
**图 11：券商收入集中度持续提升**


数据来源：Wind，证券业协会，东方证券研究所

**图 12：券商净利润集中度持续提升**


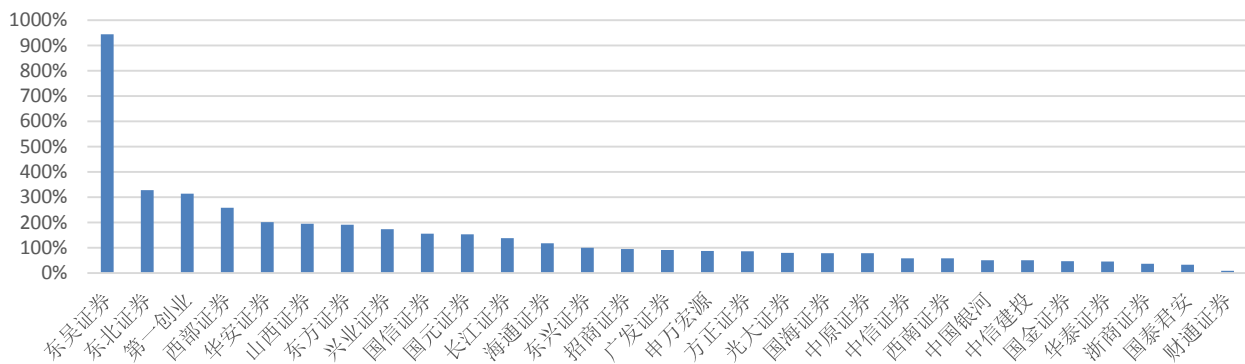
数据来源：Wind，证券业协会，东方证券研究所

图 13：2018 年上市券商净利润同比情况，TOP5 券商均排在前 50%



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 14：2019Q1 上市券商净利润同比情况，TOP5 券商大多排名后 50%

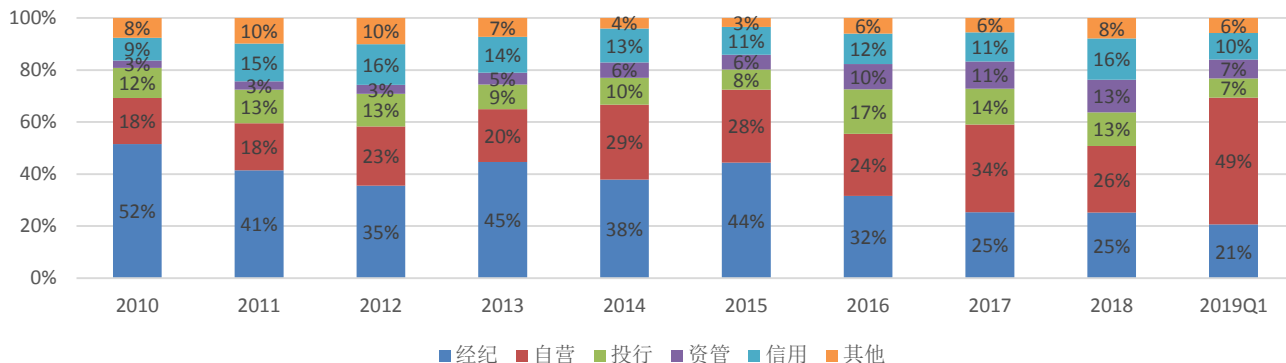


数据来源：Wind，东方证券研究所

## 2.2 自营业务是业绩回升的核心助力

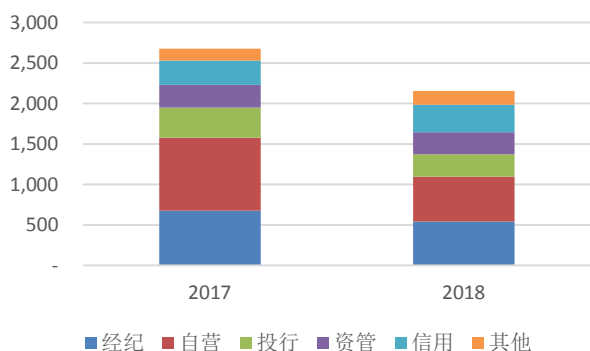
分析上市券商收入结构可以看到，2018 年业绩下行主要是收到了经纪与自营的影响，19Q1 业绩提升的核心驱动因素在于自营。从 2018 年来看，上市券商整体收入较 2017 年下降了 520 亿元，其中经纪与自营收入下降了 484 亿元；从 2019Q1 来看，收入同比提升 285 亿元，其中自营收入提升了 245 亿元。自 2017 年自营收入与超越经纪业务后，自营收入占比逐步提升，19Q1 是近年来贡献比例最高的时期，占比达到 49%，而经纪业务占比仅为 21%。

图 15：2010 年以来上市券商收入结构情况，其中 19Q1 自营占比最高



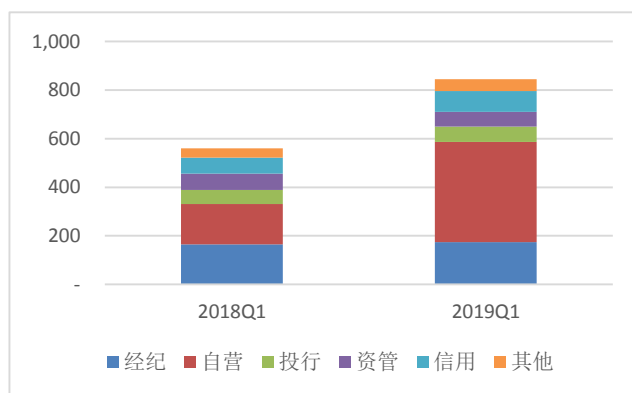
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 16：2017 与 2018 年上市券商收入分类结构对比（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 17：18Q1 与 19Q1 上市券商收入分类结构对比（亿元）



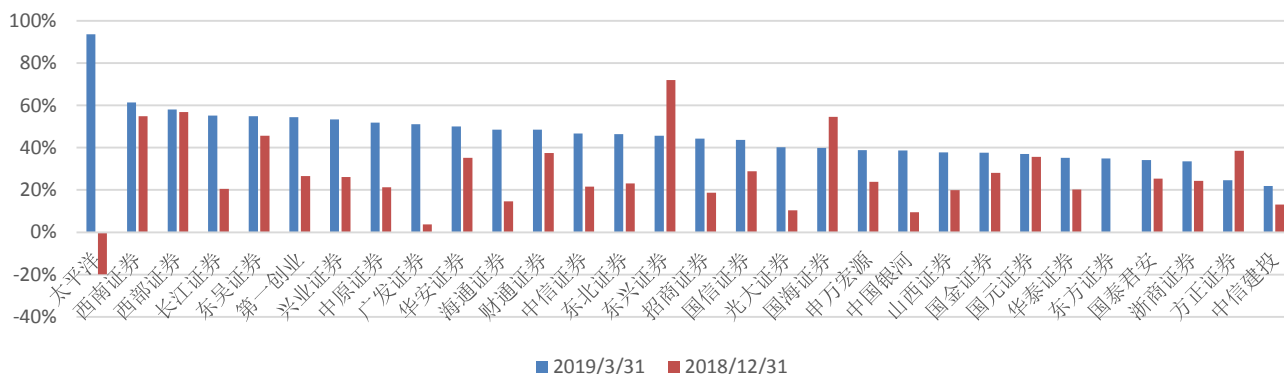
数据来源：Wind，东方证券研究所

### 三、 分业务情况

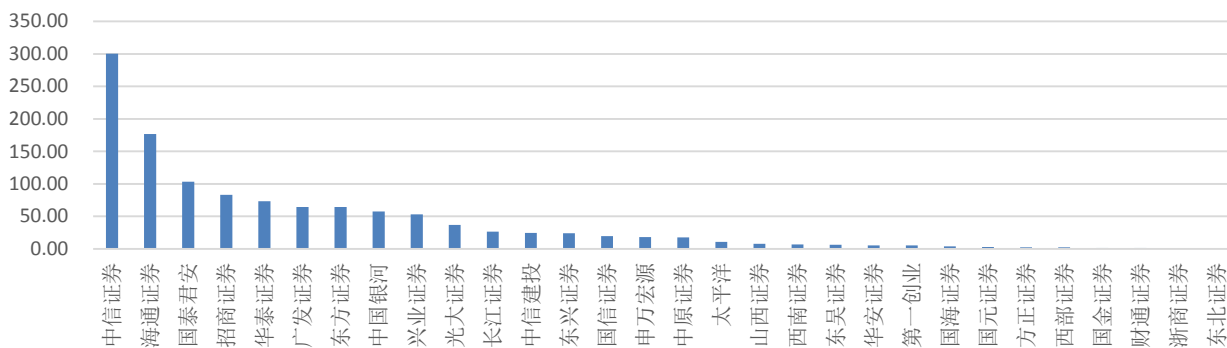
#### 3.1 自营：IFRS9 提升业绩弹性，股债投资机会快速轮动

2018 年，股市走熊，债市上涨，2019 年情况反转，投资优势点不同的券商，其业绩表现也有所不同。通过测算并排序自营业务对券商收入的贡献比例，可以看到，2018 年这一比例有四家券商超过 50%，分别为东兴证券、西部证券、西南证券、国海证券，贡献比例分别为 72%/57%/55%/55%，同时这四家券商的固定收益类持仓与净资本、净资产的比例也大多排在上市券商的前 50% 区间内。2019Q1 自营贡献比例较高的有太平洋、西南证券、西部证券、长江证券、东吴证券，贡献比例分别达到 94%/61%/58%/55%/55%，其股票持仓也相对偏高一些，同时部分券商一季度股票自营加仓，准确的择时也是优秀业绩的一个重要原因。

自营收入成为最高的弹性来源，除了市场强势反弹，还有一个原因在于 IFRS9 的全面施行。新会计准则下，券商倾向于将股票自营放在交易性金融资产科目下（这一项目还包括直投、海外子公司等并表子公司的股票持仓），则浮盈全部进入利润表，直接影响净利润。我们以 2018 年报附注来看，仍然是大券商的股票自营持仓较多，中大型券商中东方证券、中国银河、兴业证券的股票持仓体量偏大。

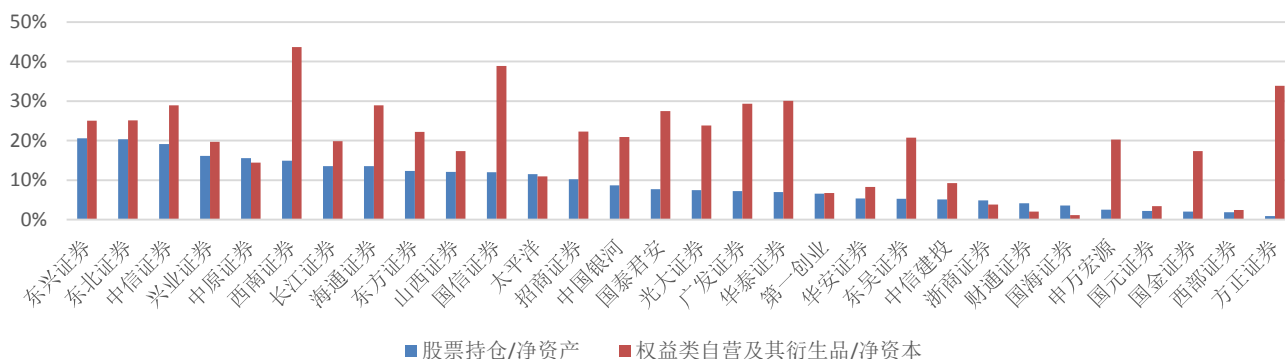
**图 18：2018 与 19Q1 上市券商自营业绩占总收入比例情况**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 19：2018 年报中上市券商交易性金融资产中股票持仓市值（亿元）**


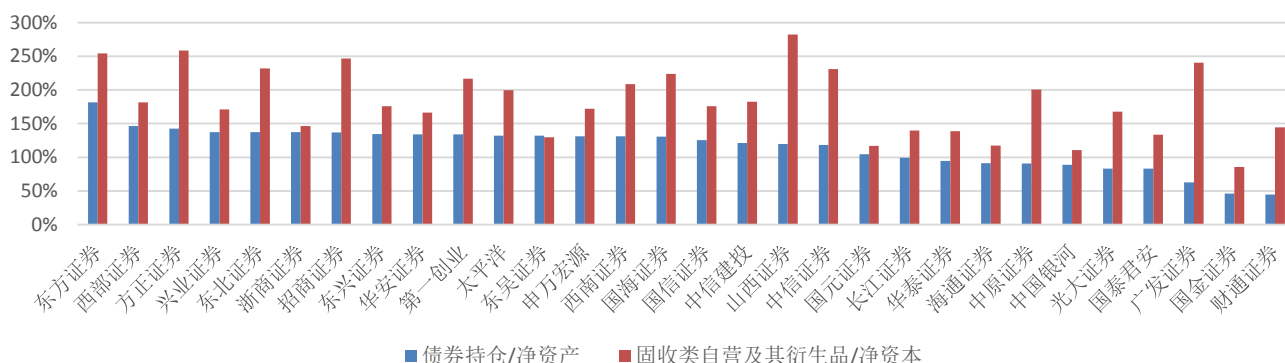
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 20：上市券商权益类持仓与净资本、净资产的比例情况（2018）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 21：上市券商固定收益类持仓与净资本、净资产的比例情况（2018）



数据来源：Wind，东方证券研究所

### 3.2 经纪：佣金率仍在缓慢下行，19 年成交量显著回升

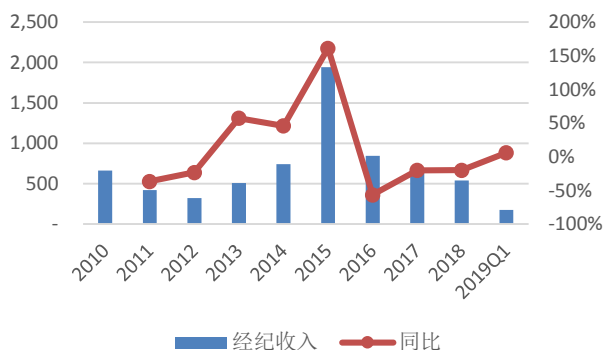
在佣金率下行趋势中，经纪业务收入弹性弱于自营。其中，2018/2019Q1 经纪业务净收入分别为 542/174 亿元，YOY-20%/+6%。整体来看，2019Q1 股基成交额同比+19%，也即佣金率下滑幅度超过 10%。近年来，经纪业务受互联网的冲击较为显著，体现为佣金率不断下滑，目前来看这一趋势尚未得到完全遏止。

- 1) **市占率**：横向对比来看，华泰证券保持龙头地位，18 年股基市占率 7.1%。目前经纪业务市占率的格局较为稳固，仅东方财富作为后起之秀借力优异的引流渠道实现市占率的持续上升。2019 年市场上行中，散户交易活跃度提升更快，预计华泰、东财这类以散户为主的券商市占率能够有进一步提升。

2) **佣金率**：从行业角度来看，2018年证券行业股基佣金率万3.1，同比下降万0.26，预计未来下降空间逐步收窄。互联网券商高速发展始于2013年，自此行业佣金率迈上下滑之路，佣金宝的推出更是点燃了价格战之火。考虑到目前新开户佣金率在万2左右，未来佣金率下滑趋势仍将有所持续。值得关注的另外一点是，大型券商佣金率已经止跌企稳，2018年与2017年整体持平。

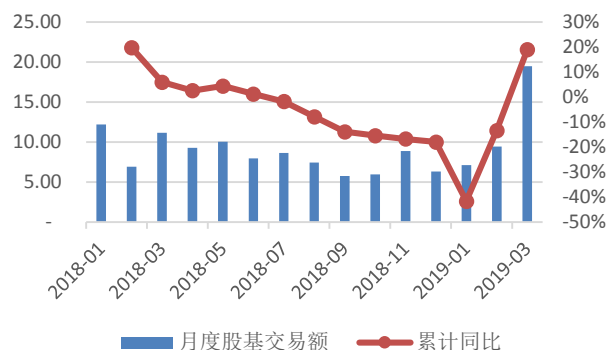
同时，我们从17年券商评级要求中可以看到，对于经纪业务收入排名要扣除“交易额\*万2.5”，这也意味着，整体佣金率偏低的券商，在监管口径下略微处于劣势。这一新的监管要求体现了监管层希望券商在经纪业务方面恶性竞争的初衷。我们认为，综合考虑大小券商成本线差异与监管要求，万2.5可能是佣金率的底部水平。

图 22：2018-19Q1 上市券商经纪业务收入持续下滑（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 23：2019Q1 股基交易额累计同比+10%（万亿元）



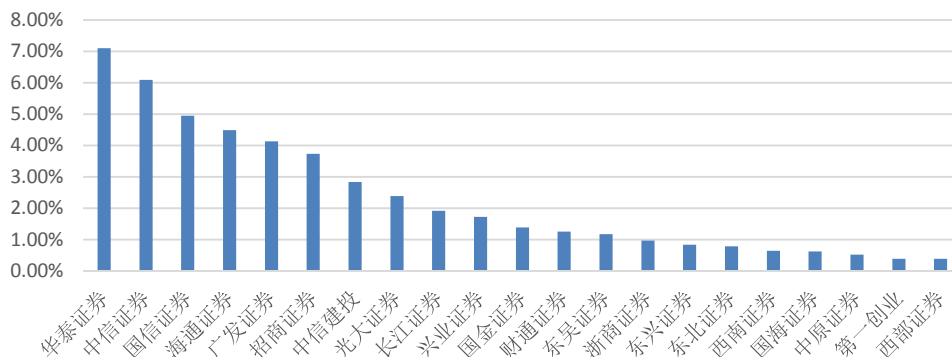
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 24：2018 与 2019Q1 上市券商经纪业务收入占总收入比例情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

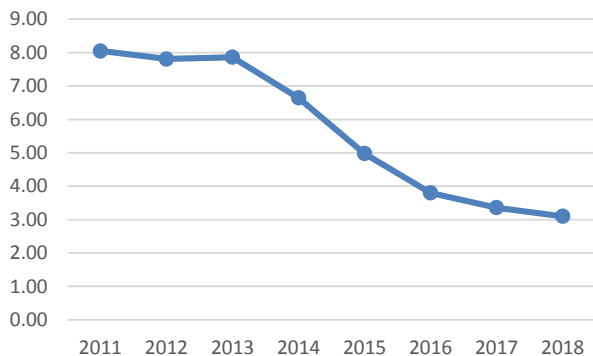
图 25：2018 年上市券商经纪业务市占率情况，华泰仍稳坐第一



数据来源：Wind，东方证券研究所

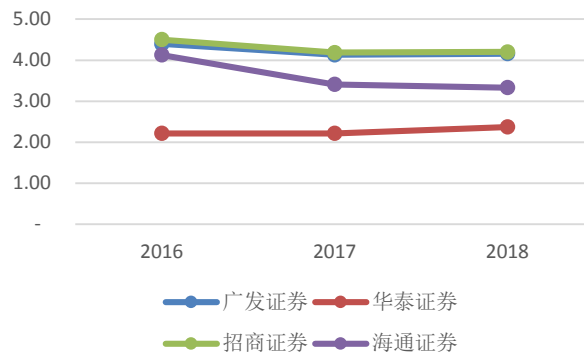
\*注：部分券商并未在年报中披露这一数据

图 26：2018 年证券行业股基佣金率万 3.1，同比下降万 0.26



数据来源：证券业协会，东方证券研究所

图 27：大型券商佣金率已经止跌企稳



数据来源：Wind，公司年报，东方证券研究所

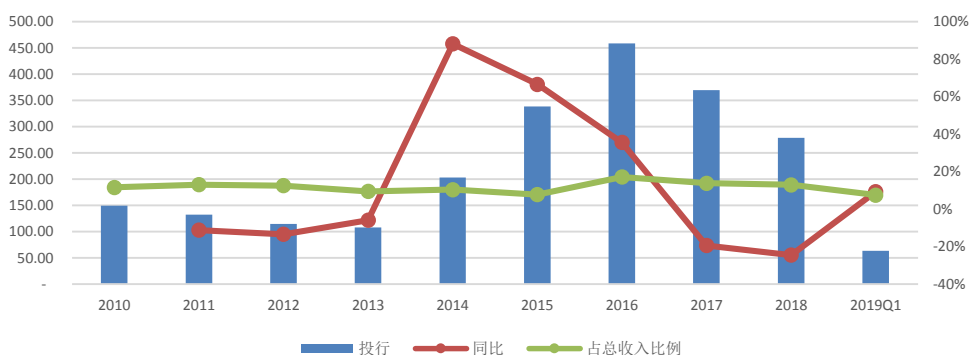
### 3.3 投行：业绩同比企稳回升，科创板是 2019 年焦点

投行收入在 2019Q1 同比由负转正，占总收入比例有所下滑。2018/2019Q1 上市券商实现投行收入 279/63 亿元，同比-25%/+9%，分别占总收入比例 13%/7%。受 2019Q1 自营收入大幅提升的影响，投行收入占比有显著下滑，其中中信建投投行收入占比保持上市券商领先，2018/2019Q1 分别为 29%/21%。

金融业供给侧改革的浪潮之下，直接融资面临更加广阔的发展机遇，券商投行作为直接融资的重要中介方，有望获得更多的业务机遇，在这之中，科创板是年内最受关注的焦点事件。2018 年 11 月 5 日，国家主席习近平在首届中国国际进口博览会开幕式上发表主旨演讲，宣布在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，不断完善资本市场

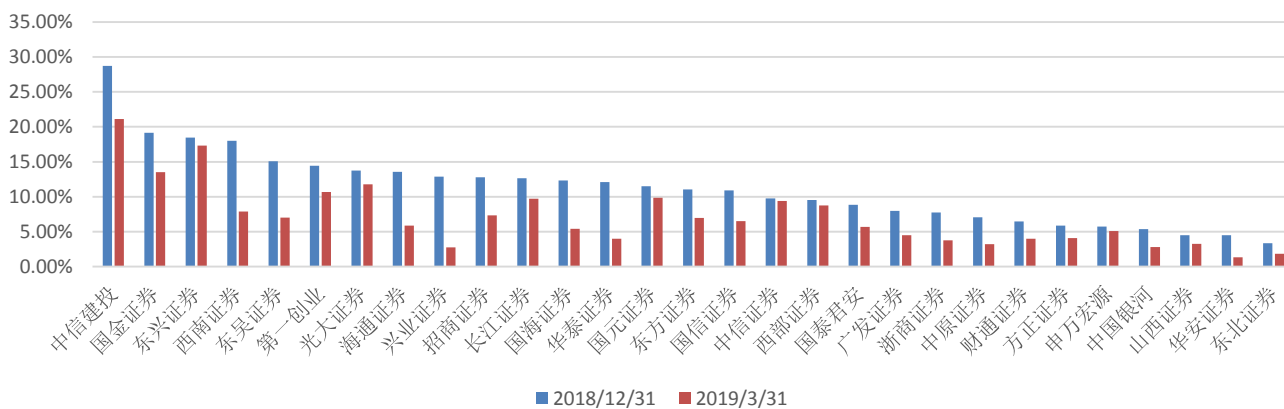
基础制度。科创板定位科技创新类企业，将在交易制度、准入门槛方面实现中国资本市场的创新与突破。截止最新，已经有 102 家企业报送科创板，其中中信建投报送 15 家，数量领跑行业，且预计跟投资金规模 5.5 亿元，同样为业内最高；而中金公司报送 7 家项目，并且受中国通号融资规模大的影响，总体预计募集资金 190 亿元，排名第一。综合考量近年来的投行承销排名情况，中信证券、中信建投、中金公司、华泰证券的承销能力在行业内实力最强，相应的最为受益于这一行业机遇。

图 28：2017 年以来投行收入持续下滑



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 29：2018 年和 2019Q1 上市券商投行业务对收入贡献比例情况



数据来源：Wind，东方证券研究所



**表 1：2018 年与 2019Q1 权益与债权承销前十名情况（亿元）**

权益承销						债权承销			
2018 年			2019Q1			2018 年		2019Q1	
机构简称	首发	增发	机构简称	首发	增发	机构简称	总计	机构简称	总计
中信证券	127.76	1166.83	中信证券	52.89	294	中信证券	7,646.53	中信建投	1,678.26
中信建投	132.25	1004.6	东方花旗	10.27	522.18	中信建投	5,980.19	中信证券	1,531.58
华泰联合	194.85	1088.44	中信建投	19.84	319.58	招商证券	4,280.66	中金公司	1,019.32
中金公司	368.09	473.65	华泰联合		272.15	中金公司	3,770.12	国泰君安	829.43
国泰君安	28.69	444.9	中金公司	7.37	129.87	光大证券	3,134.60	招商证券	779.9
国信证券	45.22	306.59	广发证券	6.94	161.98	国泰君安	3,004.25	光大证券	757.87
海通证券	25.03	421.33	平安证券			海通证券	2,678.09	海通证券	729.02
招商证券	78.76	178.49	国泰君安		83.32	中银国际证券	1,711.73	广发证券	550.22
中银国际		103.52	中银国际	6.98	58.47	平安证券	1,644.26	华泰证券	494.25
国元证券	15.19	220.36	国金证券	10.99	76.69	广发证券	1,604.02	平安证券	474.78

数据来源：Wind，东方证券研究所

**表 2：券商保荐科创板项目对应计划募集资金与跟投资金情况（万元）**

	预计募集资金	预计跟投资金
中金公司	1,899,700	49,745
中信建投	1,174,162	55,102
中信证券	1,147,828	42,754
华泰联合	780,788	33,576
国泰君安	732,380	31,926
招商证券	676,803	27,478
海通证券	526,400	23,820
长江证券	391,000	13,140
中天国富	322,586	14,953
国信证券	251,800	12,590
安信证券	224,500	10,025
民生证券	197,513	9,876
广发证券	159,300	7,965
东兴证券	159,100	7,955
国金证券	156,100	7,805
瑞银证券	148,400	5,936
申万宏源	131,310	6,566
南京证券	89,400	4,470
英大证券	73,600	3,680
光大证券	67,800	3,390

兴业证券	65,100	3,255
中德证券	63,700	3,185
东方花旗	58,200	2,910
天风证券	56,300	2,815
华安证券	52,900	2,645
德邦证券	43,700	2,185
东吴证券	36,203	1,810
中泰证券	33,200	1,660
华菁证券	32,550	1,628
首创证券	31,000	1,550
国元证券	30,400	1,520
东莞证券	28,500	1,425
民族证券	25,500	1,275

数据来源：Wind，上交所，东方证券研究所

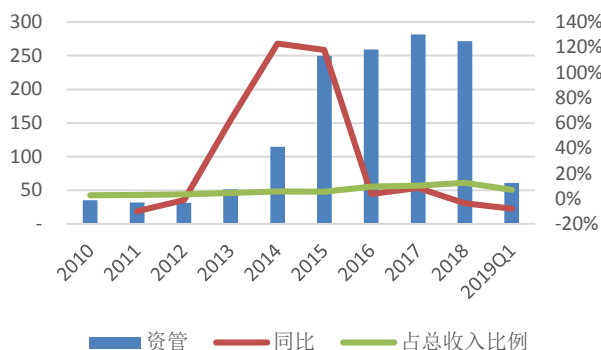
### 3.4 资管：资管新规影响仍在持续，主动管理为王

2018年以来，券商资管收入及其对总收入的贡献比例持续下滑。2018/2019Q1上市券商实现营业收入272/61亿元，分别同比-3%/-8%，占总收入比例分别为13%/7%。券商资管业绩下滑的核心原因，主要在于受大资管新规影响，管理规模仍在持续下滑，2018年末，券商资管总规模12.9万亿元，较17年末下降3.6万亿元，下降主要来自于定向资管业务。在大资管新规的监管框架下，通道业务严重受限，也直接影响券商定向资管规模收缩。

横向对比来看，中信依然是主动管理规模最大的券商，中信建投资管业务收入占比保持为上市券商第一。根据协会数据，中信2018年月均主动资管规模6021亿元，保持行业第一位；而在主动管理比例方面，东方证券接近100%，是大中型券商中比例最高的一家。从2018资管收入来看，东方证券位列第一，且占总收入的比例较可比公司更高，主要原因在于公司主动管理能力较强，资管业务排名高于整体业务排名。

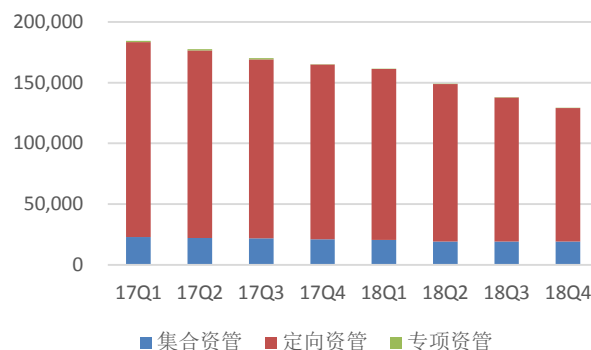
根据证券业协会的信息公布，客户资产管理业务收入排名适用于证券公司分类评价工作，该指标客户资产管理业务收入=资产管理业务净收入-资管业务月均受托资金\*万分之5。券商评级对券商业绩与业务开展都将产生深远影响，这一新的评级要求意味着，当费率低于万五时，券商将失去该项加分的机会，而且费率越高带来的净收入越多，排名靠前的可能性越大。目前情况下，通道业务费率极低，部分甚至低于万五，主动管理产品的费率数倍于通道，往往在千一之上，因此，主动化转型是提升整体费率的必由之路。

图 30：2018-19Q1 上市券商资管收入呈现同比下降趋势



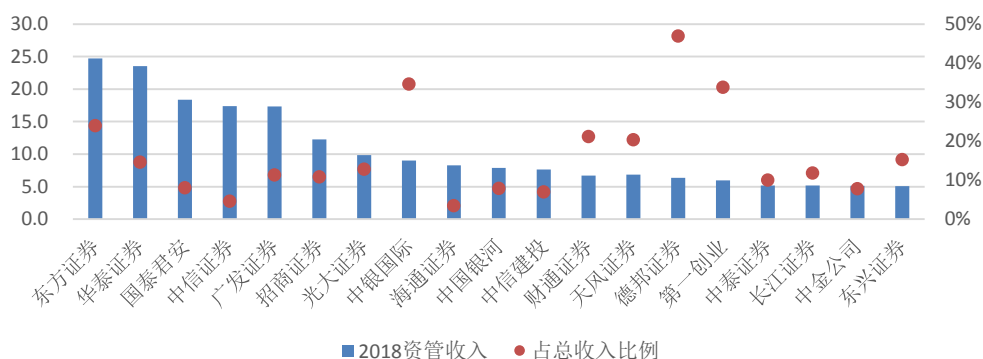
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 31：定向资管下滑是资管规模下降的主因（亿元）



数据来源：基金业协会，东方证券研究所

图 32：2018 和 2019Q1 上市券商资管收入占总收入比例情况（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

表 3：2018 年券商月均主动管理规模前二十名情况（亿元）

	2018 年月均规模
中信证券	6020.51
国泰君安	3099.27
广发证券	2606.05
华泰证券	2264.69
华融证券	1585.05
中信建投	1540.65
中金公司	1396.76
申万宏源	1376
中泰证券	1142.64

光大证券	1132.28
东方证券	1075.86
招商证券	1016.58
海通证券	870.36
安信证券	848.13
中银国际	846.64
财通证券	776.18
天风证券	738.69
长江证券	707.82
中国银河	696.41
浙商证券	673.99

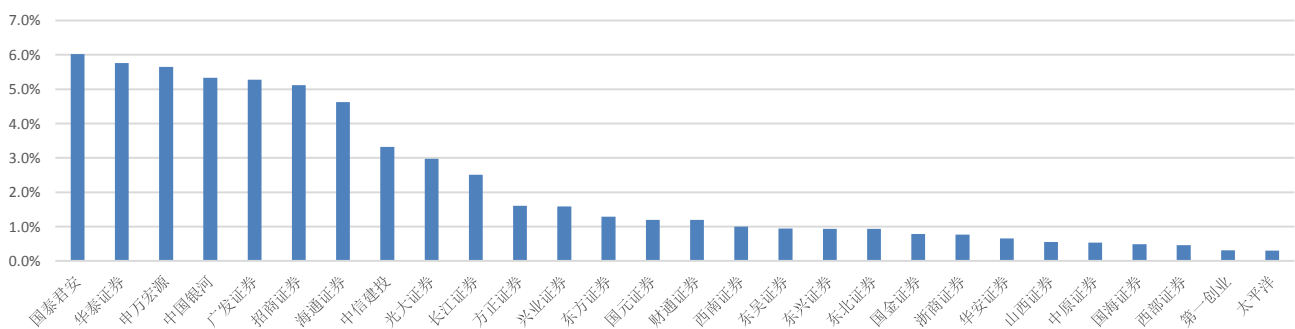
数据来源：基金业协会，东方证券研究所

### 3.5 信用业务：股票质押纾困颇具成效，市场上涨缓解减值压力

2018年以来，上市券商利息净收入保持上升。其中，2018/2019Q1上市券商利息净收入分别为340/86亿元，YOY+14%/+30%。利息净收入上升的原因，一方面在于利率下行通道内，融资成本有一定降低；同时，券商灵活调整用资业务，信用业务收入也整体保持稳健。

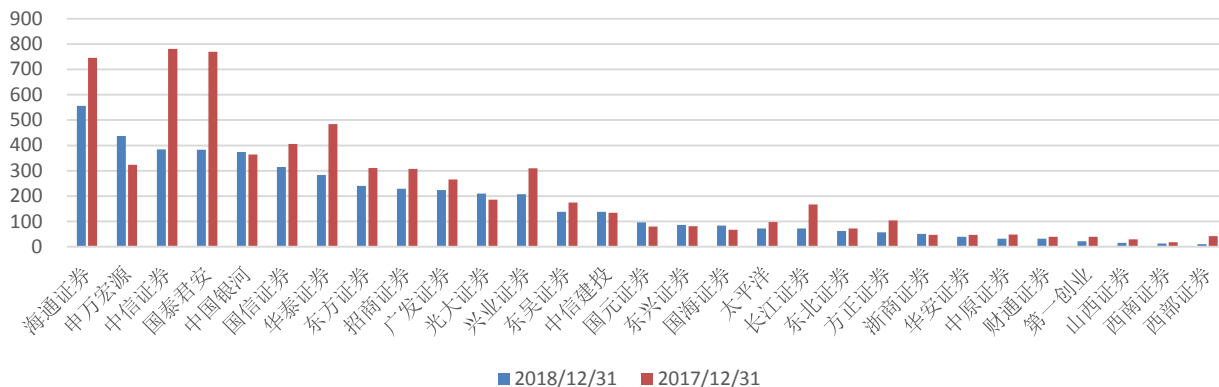
- 1) **两融**：如前所述，两融规模与市场同步变化，2018年两融余额由1.03万亿元降至年末7557亿元，19M3又提升至9222亿元，目前仍未回到万亿大关。两融业务是券商利息收入的最重要板块，大券商由于客户积淀更为深厚，机构客户比例更高，大部分表现出两融市占率高于经纪业务市占率的特点；而华泰证券客户基础中散户占比更高，也因此两融市占率偏低。
- 2) **股票质押回购**：股质业务是近年来券商重要的一块用资业务，2018年风险暴露后，上市券商质押业务存量减少26%。2018年1月股票质押新规开始实施，对券商的表内股质规模与风险管理内控都提出了更高的要求，其后随着市场一路下跌，2018年下半年，股票质押风险逐步暴露，部分券商相应计提较多的减值准备，随着2019年市场回暖，个别券商已经开始将这一减值转回。

图 33：2018 年上市券商两融业务市占率情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 34：2018 年上司券商表内股票质押余额同比-26%（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

## 四、 投资建议：看好业绩与监管双重利好下的板块机遇

从业绩面来看，在中性假设之下，行业业绩可以提升超过 50%。根据近年来行业业绩表现与当前的市场与政策环境，我们对 2019 年证券行业业绩进行预测，在“悲观/中性/乐观”的情况下，净利润同比增速分别为“+21%/+55%/+97%”。

从政策面来看，以科创板为代表的直接融资体系有望得到深化发展，利好券商战略布局。我们认为，我国证券行业处于变革期，行业集中度不断提升，在客户开发维护、产品设计、风险管理等方面具有相对优势的券商能够把握市场机遇，迈入上升通道。从中期的角度来看，券商股的投资机会更多来自于政策机遇，而政策取向集中于发展直接融资市场，利好中小科技型企业客户储备丰富的券商，具体来讲，我们推荐标的如下：

- 1) 从政策角度来看，科创板推出、再融资与并购重组放松的环境下，并综合考虑估值情况，推荐中信证券、华泰证券。
- 2) 考虑到 2019 年市场环境显著好转，以自营和经纪业务为代表的高 Beta 业务能够表现出更强的业绩弹性，推荐海通证券，建议关注中国银河。

表 4：业绩预测所使用的针对 19 年的“悲观、中性、乐观”核心假设

	悲观	中性	乐观
股基成交额变化	40%	60%	100%
佣金率变化	-5%	-1%	2%

IPO 规模增速	10%	30%	50%
再融资规模增速	10%	30%	50%
债券融资规模增速	0%	10%	30%
财务顾问业务净收入	10%	20%	40%
定向资管规模增速	-30%	-20%	-10%
集合资管规模增速	8%	10%	12%
专项资管规模增速	0	10%	15%
定向资管费率增速	0%	5.0%	10%
集合资管费率增速	0%	5.0%	10%
专项资管费率增速	0%	5.0%	10%
两融余额增速	40%	60%	100%
股权质押增速	-10%	10%	30%
投资收益率			
-股票+基金	5%	15%	25%
-债券	3%	3%	4%
-其他	4%	6%	8%

数据来源：证券业协会，东方证券研究所

**表 5：2019 年证券行业业绩敏感性预测**

	悲观	中性	乐观
经纪	829.15	925.78	1,144.60
%占比	28.8%	25.1%	21.8%
投行	414.04	519.04	646.84
%占比	14.4%	14.1%	12.3%
资管	262.12	283.13	304.20
%占比	9.1%	7.7%	5.8%
自营	787.25	1,193.86	2,026.00
%占比	27.4%	32.4%	38.6%
信用	171.78	328.56	661.51
%占比	6.0%	8.9%	12.6%
其他	412.83	437.63	468.74
%占比	14.3%	11.9%	8.9%
<b>营业收入</b>	<b>2,877.96</b>	<b>3,688.79</b>	<b>5,252.68</b>
<b>%同比</b>	<b>8.1%</b>	<b>38.5%</b>	<b>97.3%</b>
<b>净利润</b>	<b>805.83</b>	<b>1,032.86</b>	<b>1,313.17</b>
<b>%同比</b>	<b>21.0%</b>	<b>55.0%</b>	<b>97.1%</b>

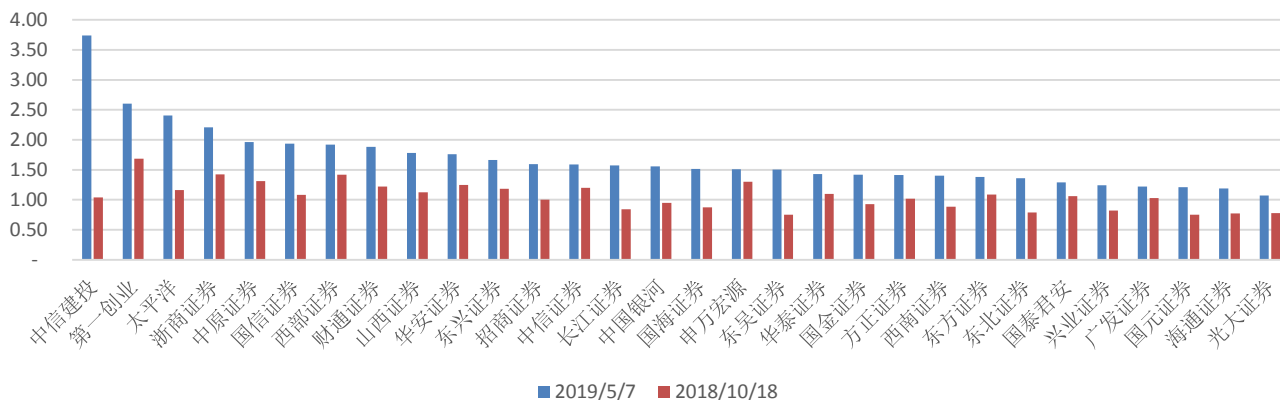
数据来源：东方证券研究所

图 35：2018 年 10 月 18 日是券商板块估值的历史低位



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 36：对比上市券商最新 PB 估值与 2018 年 10 月 18 日估值情况



数据来源：Wind，东方证券研究所

## 五、 风险提示

- 系统性风险对非银行金融业务及估值的压制，这一点在 2015 年 6 月市场快速下跌中有所体现；超预期的强监管政策可能会显著影响券商估值水平。
- 科创板是当前板块推荐逻辑的重要落脚点，若后续科创板政策推进低于预期，则会对板块估值带来不利影响。



## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

