

改革红利驱动长期发展，业务转型助力盈利提升

——证券行业 2019 年中期策略报告

强于大市（维持）

日期：2019 年 06 月 27 日

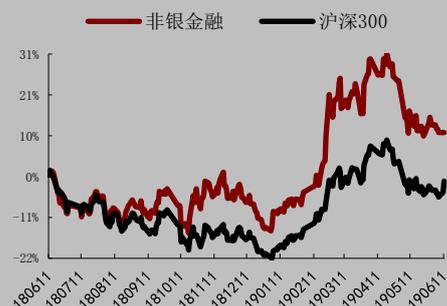
投资要点：

- **证券行业分析框架：**1、**基本面分析：**1) 净利润=收入*净利润率，净利润率随市场周期变化，25%-45%之间波动；2) 我们更关注券商的收入，业务主要分为中介、投资和融资业务；3) 各业务收入=量*价，受到监管政策、市场环境、资本约束、评级制约和行业竞争等影响。2、**估值影响因素：**1) 外在变量：由政策等催化市场行情变化；2) 内生变量：由政策红利和业务变革驱动。
- **长期有望享受资本市场改革红利，在科创板、对外开放和优化并购重组制度方面最先落地：**金融供给侧结构性改革被明确提出，改革过程中直接融资占比的提升是必然趋势，券商作为资本市场的重要纽带，将迎来重大发展机遇。目前改革在以下几方面最先落地：1、科创板：半年时间迅速落地，对券商综合实力提出了更高要求，储备项目集中度高于主板；2、对外开放：政策出台明显提速，与顶级海外投行比，我国券商国际业务有很大发展潜力；3、优化并购重组政策：取消净利润指标、缩短累计首次原则计算期间、推进创业板重组上市、恢复配套融资，有利于激发市场活力，提振投行业务。
- **多业务转型持续推进，有望提升盈利能力：**1、财富管理转型逐渐深入，付费服务尚待普及；2、自营投资更加注重稳健性，关注长期收益；3、投行在新业务和市场中寻找增量；4、资管转型主动管理，集合管理费有提升空间。
- **证券行业上半年业绩回顾：**1、整体经营情况：一季度业绩大幅增长，二季度有所回落；2、分业务情况：一季度自营贡献五成收入，经纪收入仅占两成；3、经纪：一季度量升价跌，二季度交易量环比下滑；4、投行：上半年股弱债强；5、自营：一季度股涨债跌，二季度股跌债升；6、资管：总规模有所企稳，集合占比提升但费率有所下滑；7、融资：规模回升落后市场，利率和成本均有下滑。
- **证券行业下半年业绩展望：**在日均股基交易量为 5500 亿元等诸多中性假设下，我们预测 2019 年证券行业实现营业收入 3589.18 亿元，同比增长 34.81%，实现净利润 1076.75 亿元，同比增长 61.63%。
- **投资建议：**1、短期看，若考虑到 2018 年下半年低基数的因素，在中性假设下，我们预计全年证券行业将依旧保持正增长。2、长期看，而券商作为资本市场的重要纽带，必将享受金融供给侧结构性改革带来的长期红利。3、估值上，板块自 3 月底伴随市场震荡有所调整，6 月下旬外围摩擦缓和及并购重组放松提振了市场信心，券商板块出现小幅上扬，截至 6 月 26 日券商板块 PB 为 1.77X，我们认为处于合理偏下区间，若后续市场企稳有向上空间，我们维持证券行业“强于大市”投资评级。4、个股上，资本市场改革过程中券商龙头将最为受益，仍然建议重点关注中信证券（600030.SH）和华泰证券（601688.SH），以及低估值的海通证券（600837.SH）。此外还建议关注 2018 年下半年亏损较多、低基数、低估值的中小券商。
- **风险提示：**资本市场震荡超预期、费率下滑超预期、流动性风险

盈利预测和投资评级

股票简称	18A	19E	19PE	评级
中信证券	0.77	1.09	21.37	买入
华泰证券	0.61	0.97	22.75	买入
海通证券	0.45	0.80	17.44	增持

非银金融行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019 年 06 月 26 日

相关研究

万联证券研究所 20190610_非银金融行业周观点(6.03-6.09)_券商 5 月业绩继续下滑，保险防御价值提升

万联证券研究所 20190603_行业动态跟踪_AAA_保险行业 2019 年 4 月保费数据跟踪_万能险保持高速增长

万联证券研究所 20190603_非银金融行业周观点(5.27-6.02)_成交量维持在五千亿之下，保险减税利好基本释放

分析师：缴文超/张译从

执业证书编号：0270518030001/S0270518090001

电话：010-66060126

邮箱：jiaowc@wlzq.com/zhangyc1@wlzq.com

研究助理：喻刚/孔文彬

电话：010-66060126/021-60883489

邮箱：yugang@wlzq.com/kongwb@wlzq.com

目录

1、证券行业的分析框架	5
1.1 基本面分析框架	5
1.1.1 券商业务的利源分析和业务分类	5
1.1.2 券商业务的量价影响因素	5
1.2 估值影响因素分析	6
1.2.1 外在变量：由政策和流动性催化的市场行情变化— β 为主	6
1.2.2 内生变量：政策红利和业务变革— α 兼有	7
2、证券行业长期有望享受金融供给侧结构性改革红利	7
2.1 科创板是资本市场改革的重要一环，综合实力强的券商优势明显.....	9
2.2 对外开放相关政策提速，国际业务存在发展潜力.....	10
2.3 并购重组政策放开，市场活力有望被激发	11
3、证券行业多业务转型持续推进，有望提升盈利能力	12
3.1 财富管理转型逐渐深入，付费服务尚待普及	12
3.1.1 聚焦线上机构和高净值客户——中信证券	12
3.1.2 打通线上线下+境内境外的财富管理服务云平台——华泰证券	13
3.1.3 起始于线上“经纪商”，逐步向线下迁移——东方财富.....	14
3.2 自营投资更加注重稳健性，关注长期收益	14
3.3 投行有集中度提升和费率下滑的趋势，在新业务和市场中寻找增量.....	15
3.4 资管转型主动管理，集合管理费率有提升空间.....	16
4、证券行业上半年业绩回顾	17
4.1 整体经营情况：一季度业绩大幅增长，二季度有所回落.....	17
4.2 分业务经营情况：一季度自营贡献五成收入，经纪收入仅占两成.....	18
4.3 经纪业务：一季度量升价跌，二季度交易量环比下滑.....	19
4.4 投行业务：上半年股弱债强，下半年定增和科创板是看点.....	20
4.5 自营业务：一季度股涨债跌，二季度股跌债升.....	21
4.6 资管业务：总规模有所企稳，集合占比提升但费率有所下滑.....	22
4.7 融资业务：规模回升落后市场，利率和成本均有下滑.....	23
5、证券行业下半年业绩展望	25
6、投资建议	26
7、风险提示	28
图表 1：证券行业传统业务分类	6
图表 2：证券行业营业收入和净利润率变化情况	6
图表 3：证券行业业务分类变化趋势	6
图表 4：券商板块行情复盘	7
图表 5：证券板块的 BETA 属性较强	7
图表 6：证券行业的 ROE(年化)变化情况.....	7
图表 7：金融供给侧结构性改革的相关讲话和政策	8
图表 8：增量法下我国直接融资占比	8
图表 9：存量法下我国直接融资占比	8
图表 10：存量法下美国直接融资占比	8
图表 11：科创板快速推进	9
图表 12：主板项目储备情况	9

图表 13: 科创板项目储备情况	9
图表 14: 金融对外开放相关政策不完全汇总	10
图表 15: 2018 年证券公司境外子公司收入占比情况	11
图表 16: Morgan Stanley 收入结构	11
图表 17: Goldman Sachs 收入结构	11
图表 18: 中信证券的财富管理组织体系	12
图表 19: 基金和非基金交易量变化及佣金率	13
图表 20: 2018 年上市券商代理买卖证券款结构	13
图表 21: 2017A 上市券商经纪佣金率	13
图表 22: 1Q2019 上市券商经纪净收入	13
图表 23: 部分券商经纪成本率 (%)	14
图表 24: 部分券商沪深股基交易量市占率	14
图表 25: 中信证券自营收益率和行业对比	15
图表 26: 券商 IPO、定增和债券主承规模前十集中度	15
图表 27: 券商股票和债券承销费率变化	15
图表 28: 上市券商 2018 年 IPO 市场份额及变化	16
图表 29: 上市券商 2018 年债券主承市场份额及变化	16
图表 30: 券商资管规模及综合费率变化情况	16
图表 31: 部分券商 1Q2019 资管净收入 (亿元) 及同比	16
图表 32: 部分券商 1Q2019 主动资管月均规模 (亿元)	16
图表 33: 证券行业营业收入和净利润变化情况	17
图表 34: 证券行业总资产和净资产变化情况	17
图表 35: 证券行业盈利券商数量及占比情况	18
图表 36: 证券行业杠杆率和 ROE 情况	18
图表 37: 可比 28 家上市券商单月净利润及环比变化	18
图表 38: 可比 28 家上市券商累计净利润及同比变化	18
图表 39: 证券行业分业务收入变化情况	18
图表 40: 证券行业收入结构变化情况	18
图表 41: 沪深股基交易总额及同比变化	19
图表 42: 沪深股票和基金交易总额及同比变化	19
图表 43: 券商经纪收入及同比变化	19
图表 44: 券商经纪佣金率及较上年末变化	19
图表 45: 沪深股基全年累计日均成交额及同比变化	20
图表 46: 券商投行承销规模及同比变化	21
图表 47: 券商投行承销收入及费率情况	21
图表 48: 市场主要股权融资规模统计	21
图表 49: 市场主要债券融资规模统计	21
图表 50: 主要股票指数走势	22
图表 51: 主要债券指数走势	22
图表 52: 券商自营规模及较年底变化	22
图表 53: 券商自营收入及投资收益率变化	22
图表 54: 券商资管规模及变化情况	22
图表 55: 券商资管规模结构及变化情况	22
图表 56: 券商资管收入及变化情况	23
图表 57: 券商资管费率 (年化) 及变化情况	23

图表 58: 券商两融余额与较上年底变化情况	24
图表 59: 券商两融利息收入与利率变化情况	24
图表 60: 券商表内股权质押规模与较上年底变化情况	24
图表 61: 券商股票质押利息收入与利率变化情况	24
图表 62: 市场两融余额统计	24
图表 63: 市场股票质押规模统计	24
图表 64: 证券行业 2019 年盈利预测	25
图表 65: 券商指数 PB 走势	27
图表 66: 各券商 PB (LF) 情况	27

万联证券

1、证券行业的分析框架

1.1 基本面分析框架

1.1.1 券商业务的利源分析和业务分类

我们将券商的利润用“收入*净利润率”来衡量，券商的主要成本是管理费用的人力支出，净利润率随市场周期呈同向变化，在25%-45%之间波动，因此我们更关注券商的收入。

券商的业务种类繁多且较为复杂，为了更简练地对行业进行分析，我们将券商的业务分为中介业务、投资业务和融资业务，除此之外，还存在一些创新业务。

1、中介业务：不直接依附券商的资金，主要提供包括交易、发行等各种服务，包括经纪业务、投行业务和通道业务。中介业务的主要要素是品牌、服务和价格。

2、投资业务：主要依靠券商自有资金投资，包括自营业务、直投业务以及资管业务。自营业务与规模和投资收益直接相关，进而与净资产和投资能力相关。直投业务一般以券商子公司的形式投资，对净资本占用较多，目前长期股权投资100%扣减净资本。

3、融资业务：主要通过杠杆赚取资金利差，主要包括两融业务和股权质押业务。融资业务规模的做大以资本金为约束，费率与溢价能力和行业竞争水平有关。

4、除了中介、投资和融资业务以外，随着行业创新不断推进，场外期权、CDR等也在券商业务中占据一席之地。

除了以上的传统分类方式，由于整个行业在多种主被动的因素推动下，开始不断推进财富管理、机构业务转型等，也有一些券商根据战略变化调整了业务架构，将经纪、融资合并为财富管理业务，投行、自营合并为机构业务，此外还有投资银行业务、国际和其他业务。

对于券商各业务收入的分析，可以归结为“量和价”，例如经纪净收入=交易量*净佣金率、自营收入=自营规模*收益率、两融净收入=两融平均余额*利差。

1.1.2 券商业务的量价影响因素

券商业务“量价”的影响因素，我们大体分为监管政策、市场环境、资本约束、评级制约和行业竞争五大类。

1、监管政策。监管政策直接和间接对券商造成影响。监管政策的直接影响表现在，政策的变化，会直接影响业务的开展，在资格准入、业务规模、发展方向等方面引发诸多变化。从间接影响来看，在防风险、降杠杆、扩大直接融资等监管大环境下，整个金融市场产生了许多变化，从而对券商业务也造成影响。

2、市场环境。从目前看，券商仍然以经纪、自营等传统业务为主，而这些业务具有很强的随行就市属性，经纪业务收入与市场交易额直接相关，自营业务收益率随股债市场的波动而波动，两融余额与市场交易量和行情都有很强的相关性，融资类业务的资金成本与市场收益率相关。因此，市场环境的变化对券商的收入有很大影响。

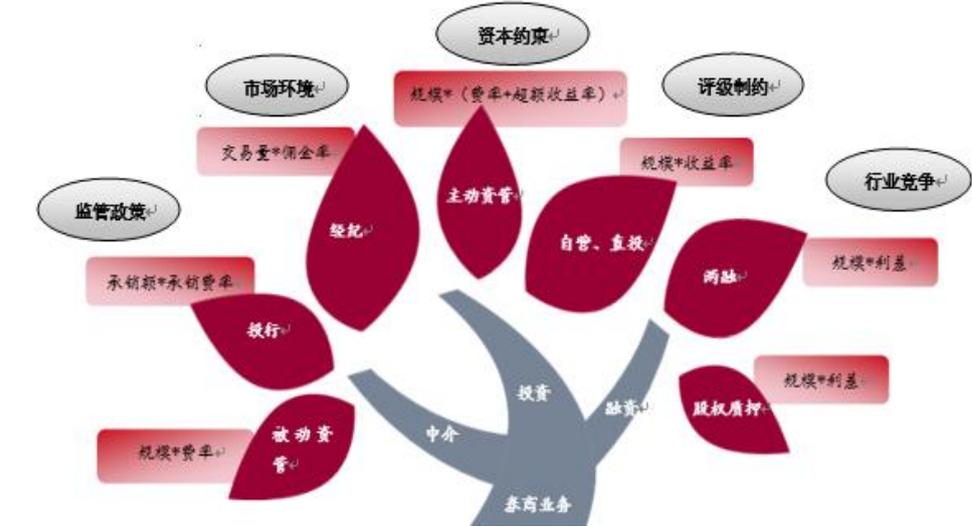
3、资本约束。券商发展的资本约束，主要是指证监会资本监管的风控指标以及经济法规方面的约束，任何证券公司发展壮大最终都会遭遇资本瓶颈，从而需要以不同方式补充资本金。净资本对券商的影响体现在以下几个方面：1) 股权融资：券商IPO时的规模与净资产密切相关；2) 债务融资：发行各类债券的总额与净资产直接挂钩；3) 业务规模：根据《证券公司风险控制指标管理办法》，券商进行各项业务都会消耗风险资本，根据我们之前的测算，总体杠杆上限在6-7倍。

4、评级制约。除了政策、市场和资本这三个影响因素外，近两年另一个影响券商发展的新的重要约束便是券商评级。2017年8月，证监会修订券商评级规则，券商

评价与风险管理能力、市场竞争力和持续合规状况挂钩。目前公司债、股票质押和场外期权业务均与券商评级挂钩，未来更多业务资格和规模将与评级结果相关，券商评级对券商业务的约束作用愈发明显。

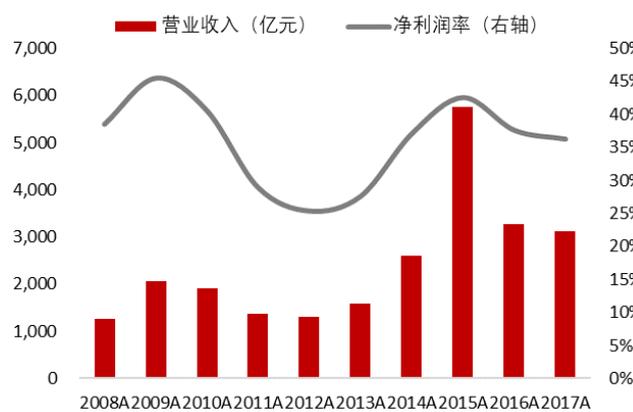
5、行业竞争。我国证券公司业务同质化严重，且随着民营和外资参股券商比例放开，行业竞争将更加白热化，导致各业务费率持续下滑，包括经纪佣金率、投行费率、资管费率、两融费率等。

图表 1：证券行业传统业务分类



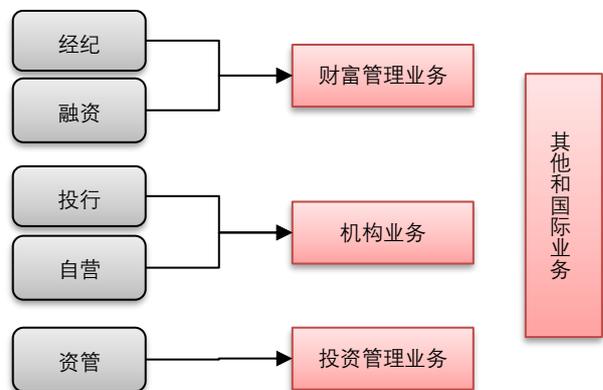
资料来源：万联证券研究所

图表 2：证券行业营业收入和净利润率变化情况



资料来源：wind、中证协、万联证券研究所

图表 3：证券行业业务分类变化趋势



资料来源：wind、中证协、万联证券研究所

1.2 估值影响因素分析

1.2.1 外在变量：由政策和流动性催化的市场行情变化—β 为主

虽然券商近年来经纪收入占比越来越低，业务收入越发多元、创新业务占比提升，但业绩与市场高度相关，尤其在 2019 年一季度证券行业五成收入都来源于自营业务，券商仍然呈现高 β 属性。

从券商的历史表现看，每次都是在牛市和反弹市的初期获取较大的超额收益。以沪港通、放松并购重组、预期外降息、开展两融等创新业务等催化的 2014-2015 年的牛市为典型，券商指数在半年的时间里上涨了近 4 倍，跑赢沪深 300 指数约 2 倍。

1.2.2 内生变量：政策红利和业务变革—α 兼有

除了券商主要的β 以外，券商也特殊时期也表现出一定的α 属性，背后的主要因素是政策红利和业务变革。例如在2012-2013交易量低迷，佣金率下滑的背景下，券商板块走出了独立行情，主要是由于召开券商创新大会，开启了券商创新业务的新纪元，整个行业正式向多元化和重资产转型，市场对券商业务创新反应积极，看好业务创新和转型下券商盈利能力的提升。

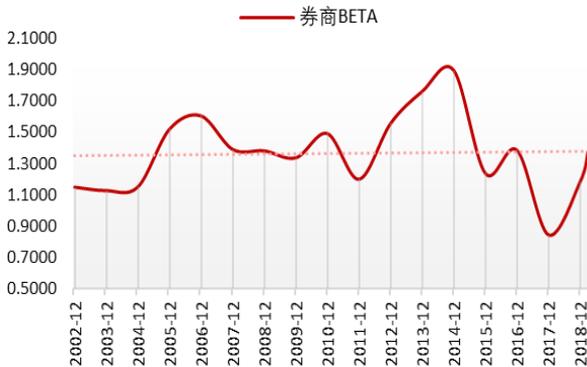
2019年正式开启金融供给侧结构性改革的大幕，资本市场改革是其中的重点之一，我们认为券商作为资本市场主要的中介机构，有望享受资本市场改革和发展的红利，有望在此过程中体现α 属性。

图表4：券商板块行情复盘



资料来源：wind、万联证券研究所

图表5：证券板块的BETA属性较强



资料来源：wind、万联证券研究所

图表6：证券行业的ROE(年化)变化情况



资料来源：wind、中证协、万联证券研究所

2、证券行业长期有望享受金融供给侧结构性改革红利

2019年2月22日中共中央政治局第十三次集体学习上，习近平总书记首次提出“金融供给侧结构性改革”，明确指出金融是国家重要的核心竞争力，经济是肌体，金融是血脉，两者共生共荣，要深化金融供给侧结构性改革，增强金融服务实体经济能力。金融供给侧结构性改革六大方向是服务实体经济、优化金融结构、管理金融风险、遵循经济规律、发展金融科技和扩大对外开放。

之后一行三会均围绕着“金融供给侧结构性”进行了更加的详细阐述。在优化融资结构中，为了降低企业融资成本，直接融资尤其是股权融资占比的提升是必然

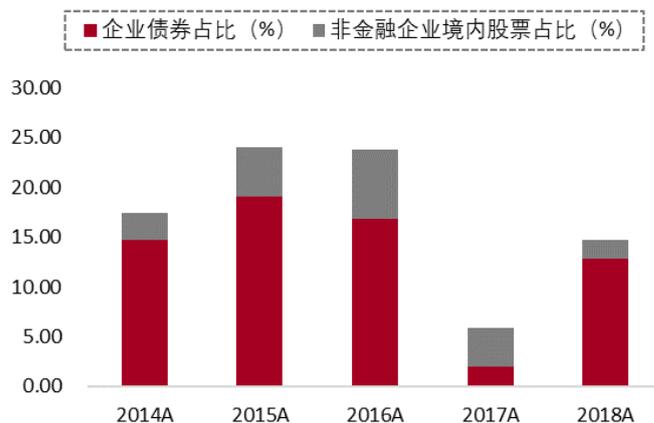
趋势。基于社融数据按照增量法计算，2018年在新增社融中，直接融资占比仅为14.73%，其中股票融资占比仅为1.87%。为了将我国与美国相比较，采用存量法计算，截止2017年底，我国直接融资占比较美国同期少24.22pct，其中股票融资占比少24.40pct，有大幅提升的空间。这些举措将推动我国资本市场不断完善、壮大，券商作为资本市场的重要纽带，将迎来重大发展机遇。

图表7：金融供给侧结构性改革的相关讲话和政策



资料来源：国务院、央行、银保监会、证监会等网站、万联证券研究所

图表8：增量法下我国直接融资占比

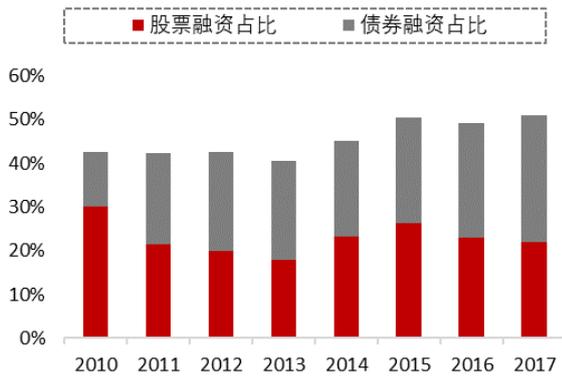


资料来源：央行、万联证券研究所

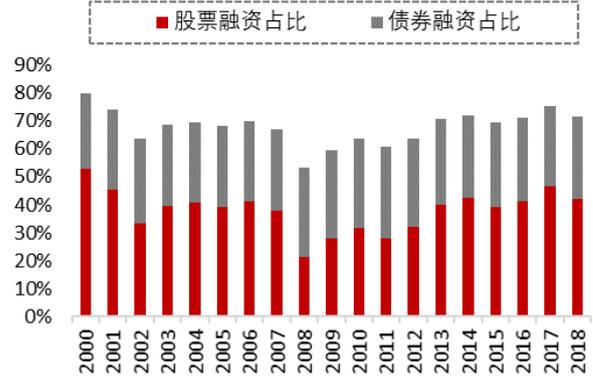
注：直接融资占比 = (企业债券融资 + 非金融企业境内股票融资) / 新增社融规模

图表9：存量法下我国直接融资占比

图表10：存量法下美国直接融资占比



资料来源：央行、万联证券研究所



资料来源：WB、SIFMA、万联证券研究所

注：直接融资占比=(股市市值+政府债余额+非政府债余额)/(银行贷款余额+股市市值+政府债余额+非政府债余额)

2.1 科创板是资本市场改革的重要一环，综合实力强的券商优势明显

在资本市场改革的过程中，首要任务就是推进基础制度改革，科创板并试点注册制是资本市场制度改革的重要落点，是建设多层次资本市场的重要举措，是现有市场体制的有效补充，可以有效弥补资本市场服务科技创新企业的短板。自2018年11月5日科创板首次被提出后，在半年余的时间里迅速落地，首家企业于2019年6月19号获准注册。

图表11：科创板快速推进

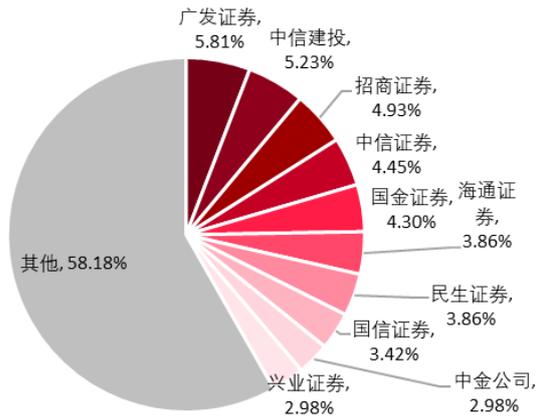


资料来源：证监会网站、上交所网站、万联证券研究所

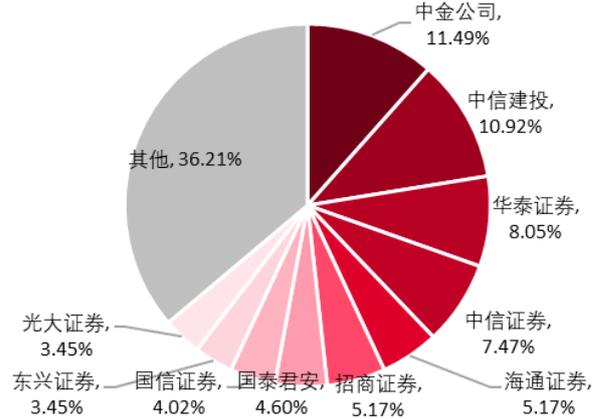
对券商而言，在科创板企业上市、交易等过程中，将直接获得经纪、投行等业务的增量，但对券商的定价水平、销售能力、投资能力和资本实力等提出了更高要求，综合实力雄厚的大型券商更具优势。截止2019年6月20日，从目前主板和科创板的项目储备情况看，主板储备项目家数前十的券商市占率为41.82%，科创板为63.79%，向龙头集中的态势明显。

图表12：主板项目储备情况

图表13：科创板项目储备情况



资料来源: wind、万联证券研究所



资料来源: wind、万联证券研究所

2.2 对外开放相关政策提速，国际业务存在发展潜力

扩大金融双向开放，也是金融供给侧结构性改革的重要方向之一。自2017年11月，财政部副部长朱光耀明确表示“将外资证券、基金管理、期货公司的外资投资比例限制放宽至51%（包括直接和间接），并且该措施实施三年后投资比例将不受限制”等政策后，在金融开放方面监管政策出台明显提速，一行两会出台多项政策加快金融对外开放的进程。

图表14：金融对外开放相关政策不完全汇总

央行	银保监会	证监会
<ul style="list-style-type: none"> • 2017.6.21, 修改《内地与香港债券市场互联互通合作管理暂行办法》 • 2017.7.1, 发布2017年第7号公告, 推动符合条件的境内外信用评级机构在银行间债券市场开展信用评级工作 • 2018.4.11, 易刚在博鳌论坛宣布进一步扩大金融业对外开放时间和举措 • 2018.5.3, 发布《进一步明确人民币合格境内机构投资者境外证券投资管理有关事项》 • 2018.5.18, 发布《关于进一步完善跨境资金流动管理, 支持金融市场开放有关事宜》 • 2018.6.12, 发布《关于人民币境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》 	<ul style="list-style-type: none"> • 2017.3.1, 发布《关于外资银行开展部分业务有关事项的通知》 • 2017.10.25, 修改《外资银行管理条例》公开征求意见, 进一步放宽了外资银行在华经营的相关限制。 • 2017.12, 修订《外资银行行政许可事项实施办法》, 对外资银行开办代客境外理财业务、代客境外理财托管业务等四项业务实行报告制（之前为审批制） • 2018.4.27, 发布《关于放开外资保险经纪公司经营外国的通知》 	<ul style="list-style-type: none"> • 2018.5.4, 发布《证券公司和证券投资基金管理公司境外设立、投资、参股经营机构管理办法（征求意见稿）》 • 2018.10.12, 发布《关于上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证业务的监管规定（试行）》 • 2018.6.17, 证监会和英国金融行为监管局发布了沪伦通《联合公告》, 原则批准上交所和伦交所开展“沪伦通”

资料来源: 证监会网站、上交所网站、万联证券研究所

我国资本市场开放时间较晚，我国券商参与国际化业务的程度不深，近期随着金融开放进程的提速，券商拓展国际化业务的脚步也在逐渐加快，截止2018年底，共有31家内资券商设立境外子公司，从收入占比看，海通证券国际业务收入占比行业居首，为27.74%，中金公司、山西证券、光大证券、华泰证券和中信证券的国际业务收入占比超过10%。

的间隔等条件，但是市场热情依然不高，截止2019年6月24日，全市场增发规模累计约为1800亿元，同比下滑43%。

在证监会主席年初的讲话中，明确提出要实施多项举措推进资本市场改革，其中特别提到了大力优化股债融资和并购重组制度，本次办法修订也是为了满足新形势下，大股东突破主业瓶颈、提升公司质量的需求。此次修改的主要内容包括四个方面：1、取消重组上市认定标准中的“净利润”指标。2、进一步缩短“累计首次原则”计算期间。3、推进创业板重组上市改革。4、恢复重组上市配套融资。

我们预计下半年定增规模将达到5000-10000亿左右，直接贡献投行收入约百亿，考虑到此项规定预计对整个股票市场起到提振作用，预计券商业绩将有更大幅度增厚。从分券商的情况看，目前在并购重组业务方面，华泰证券、中信证券、中信建投和海通证券相关收入行业居前。此外，我们认为与并购重组政策放开相呼应，后续减持规定也有望相应放松，有望进一步激发市场活力。

3、证券行业多业务转型持续推进，有望提升盈利能力

3.1 财富管理转型逐渐深入，付费服务尚待普及

虽然目前证券行业的经纪业务收入占比已经降到2成以下，但仍然是券商的基础业务，营业部不仅是券商的基层经营单位，更是券商获客的重要窗口和营销渠道。目前经纪业务面临首要的问题就是盈利模式单一，对经纪佣金依赖度较大，且佣金率在竞争中仍在不断下滑，严重压缩了利润空间。

为了解决经纪业务的困境，转型财富管理成为整个行业的一致共识，经过了几年的发展，财富管理转型由互联网化和代销金融产品起步，在客户定位上出现分化，主要有聚焦线下机构和高净值客户、线上线下一体化、线上零售客户等几类。

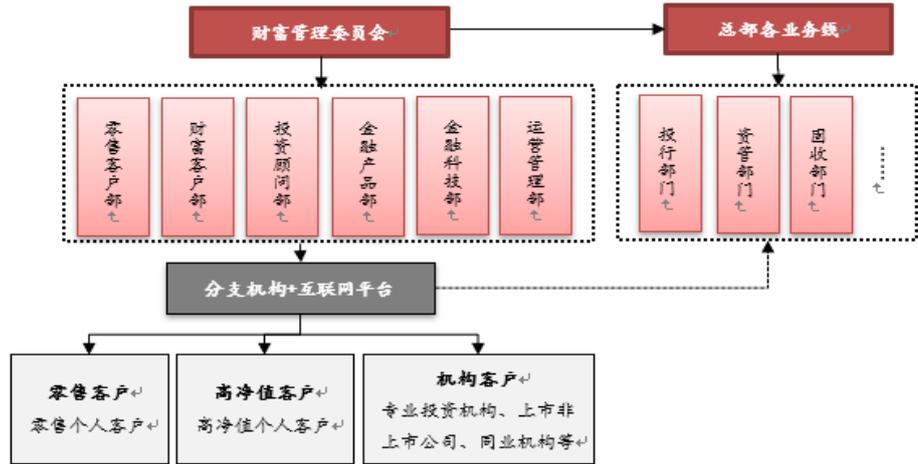
虽然目前看尚处于客户培育阶段，服务升佣的效果有限，也尚未形成成熟的盈利模式，但从长期看若随着服务水平提升，客户对服务付费的模式逐渐认可，券商财富管理业务的盈利水平有望提升。

3.1.1 聚焦线上机构和高净值客户——中信证券

与高盛、摩根类似，中信证券凭借着自身平台、品牌和人才等优势，以及多年积累的大量的机构和高净值客户资源，户均资产约为50万，行业居前。中信证券财富管理业务以客户需求为导向，尤其是营业部大户一级市场投资需求为核心，最大程度整合和共享总部各部门的资源，为客户提供全方位、多层次、个性化的全能型证券服务。

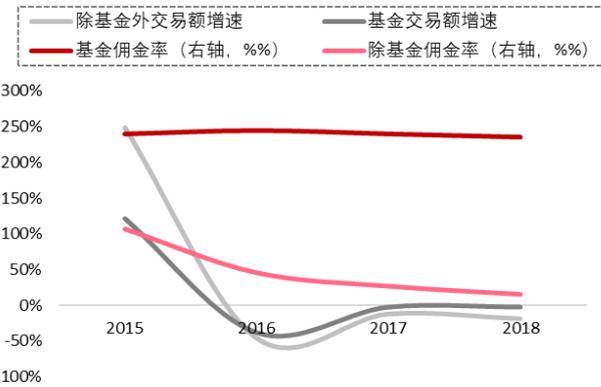
机构和高净值业务的利润率高于个人业务，以基金为例，在佣金率方面，基金交易佣金率约为万分之8，而股票交易佣金率约为万分之3；在增速看，虽然2019年上半年的上涨行情中基金交易量增幅出现下滑，但从历史上尤其是震荡行情中，基金交易较为活跃，长期看能够贡献更为稳定的收益。因此中信证券虽然交易量市占率排名第二，但凭借着较高的佣金率，经纪收入稳居行业第一。

图表18：中信证券的财富管理组织体系



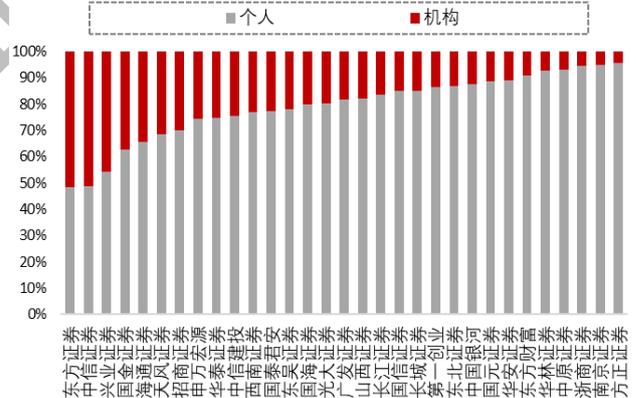
资料来源：中信证券官网、万联证券研究所

图表19：基金和非基金交易量变化及佣金率



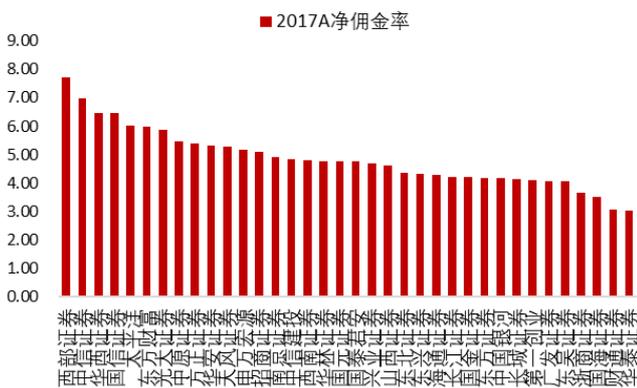
资料来源：wind、万联证券研究所

图表20：2018年上市券商代理买卖证券款结构



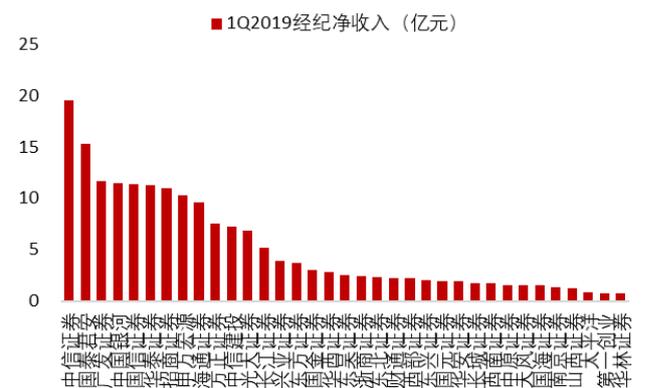
资料来源：公司财报、万联证券研究所

图表21：2017A上市券商经纪佣金率



资料来源：wind、公司财报、万联证券研究所

图表22：1Q2019上市券商经纪净收入



资料来源：wind、公司财报、万联证券研究所

3.1.2 打通线上线下+境内境外的财富管理服务平台——华泰证券

华泰证券致力打造以财富管理为主的金融服务型证券公司，2013年通过互联网布局率先将佣金率降至万分之3，通过低手续费提高市占率至行业第一。在海量客户基础上，致力于打造一站式财富管理服务平台，依托“涨乐财富通”移动APP与PC端专业平台、营业部、境外子公司、总部各部门，实现“线上线下+境内境外”资源联动。

此外，华泰近年动作频频，1) 收购 AssetMark (美国排名前三的统包资产管理平台) 并谋求上市，为投资顾问提供投资策略及资产组合管理、客户关系管理、资产托管等一系列服务，有助于提升投资顾问的服务能力，进而更好满足客户多元化的资产配置需求。2) 华泰美国获得在美国开展经纪交易商业业务的资格，可以在美开展证券承销、面向机构投资者的证券经纪、并购财务顾问等业务，将提供更丰富的境内外产品和服务。3) 首发 GDR，进一步拓宽海外融资渠道，有利于海外业务的拓展。

目前华泰证券的客均资产约为 18 万，客户覆盖范围广泛，实施分层管理按照客户类型组织业务架构。1) 30 万以下客户：互联网战略。华泰证券金融科技布局走在行业前列，经纪成本行业较低，可以通过“涨乐财富通”app 实现低成本、智能化的标准化服务。2) 30 万-1000 万客户：资产配置服务。依托分布于 241 个经营网点的 2,000 多名投资顾问，以及通过全业务链资源整合，不断丰富金融产品体系。3) 1000 万以上客户：个性化订制服务。通过金融产品部对接财富管理产品和高净值客户，全面整合总部资源，并运用金融科技自主研发打造行业领先的智能交易、量化投研、投资管理、市场数据分析等数字化产品，来满足高净值客户的多种需求。

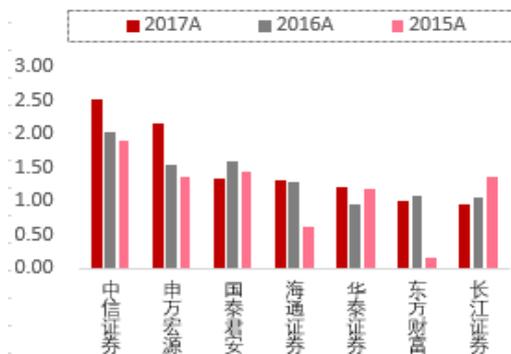
从数据来看，华泰证券股市占率在 7% 以上，近几年连续占据行业首位；“涨乐财富通”app 在 2018 年 APP 月度活跃用户数突破 700 万大关，持续位居行业第一；2018 年代销金融产品规模 2.89 万亿 (不考虑统计口径问题)，位居行业第一，代销金融产品收入 7.69 元，位居行业第六。

3.1.3 起始于线上“经纪商”，逐步向线下迁移——东方财富

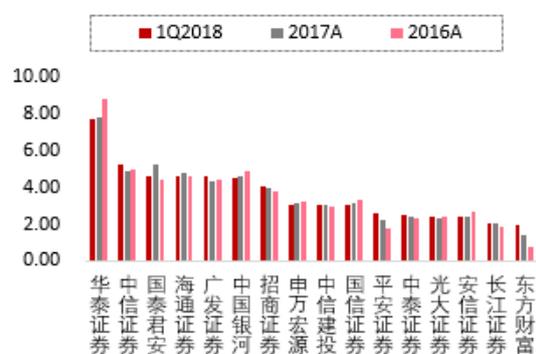
与嘉信理财和 E*trade 类似，东方财富初期以提供垂直的金融信息服务为主，依托“东方财富网”、“股吧”和“天天基金网”获取海量客户流量。2012 年通过获得第三方基金代销牌照，成功大量流量变现，成为第三方基金代销龙头。2016 年通过收购西藏同信证券获取券商牌照，凭借低成本、信息完整，又一次实现了流量的转化，且凭借着市场独有的两融可以实现线上开户的优势，经纪和两融市占率快速提升，股基交易量市占率由 2015 年的 0.27% 提升至 2018 年的 1.94%，上升 55 位，两融余额市占率由 2015 年的 0.12% 提升至 2018 年的 1.26%，上升 61 位。

线上业务稳步推进的同时，公司开始向线下拓展，不断扩张网点和投资顾问团队，2018 年公司共在 26 个省份布局了 136 家营业部，并加速设立各类多元金融子公司包括私募、征信、小贷、期货代理、保险代理等，意图打造完善的综合金融服务体系。

图表 23: 部分券商经纪成本率 (%)



图表 24: 部分券商沪深股基交易量市占率



资料来源: wind、公司财报、万联证券研究所

资料来源: wind、公司财报、万联证券研究所

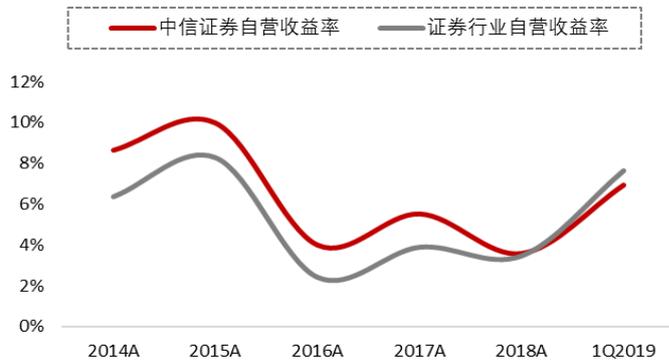
3.2 自营投资更加注重稳健性，关注长期收益

IFRS9 在全部券商中实施后，大部分都归为交易性类，价值波动将在利润表里体现，因此券商自营投资的配置将更注重稳健性，包括通过控制权益头寸，更加青睐配

置龙头、蓝筹、低波动和高分红的股票等多种方式。

稳健的投资虽然在牛市会有相对劣势，但长期看还是能取得优于同业的投资收益率。以中信证券为例，在股票自营方面审慎配置资金，强化仓位管理；在另类投资方面，灵活运用各种金融工具和衍生品进行风险管理，开拓多市场多元化的投资策略，有效分散了投资风险，虽然在 2019 年初的自营收益表现略差，但从近五年的总体收益率看还是录得了优于行业的表现。

图表 25：中信证券自营收益率和行业对比



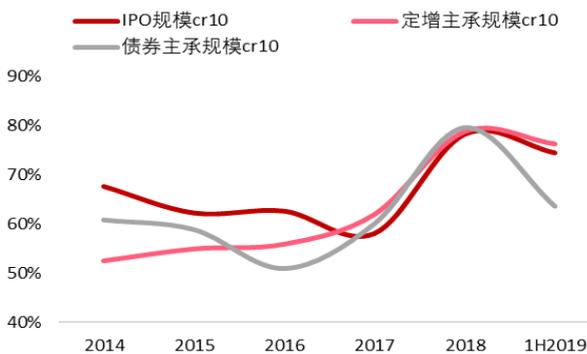
资料来源：公司财报、万联证券研究所

3.3 投行有集中度提升和费率下滑的趋势，在新业务和市场中寻找增量

近年来由于政策等限制项目有限，导致投行竞争日益激烈，行业集中度不断提升，尤其在股权承销市场表现明显，2014 年到 2019 年上半年，IPO 规模前十集中度提升 6.85pct 至 74.50%，定增主承规模前十集中度提升 23.67pct 至 76.26%，债券主承规模前十集中度提升 2.78pct 至 63.71%。同时，竞争的加剧也带来了费率的下滑，尤其在同质化较强、专业程度要求略低的债券承销领域，费率由 2015 年的 1.21% 下降到 2019 年一季度的 0.22%。

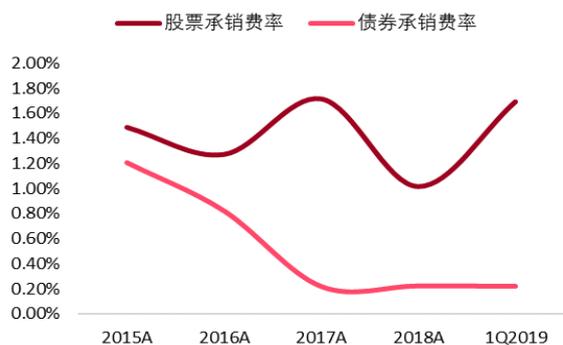
为了寻找投行新的盈利增长点，需要在新业务和新市场中寻找增量，例如聚焦海外业务、科创板、ABS，更多挖掘和培育科技创新类企业的机会。以海通证券为例，海通国际证券稳列香港投行第一梯队，2018 年股权融资项目承销家数位列香港所有中资投行第一，海外业务不断发展提供了新的盈利增长点。光大证券在创新品种上不断发力，2018 年 ABS 发行规模超过 1500 亿元，是 2017 年的 4 倍，市场份额达到 8.91%，提升 5.84pct。此外，科创板有望形成投行业务新的盈利增长点，目前来看科创板的集中度更高，综合实力强的券商优势十分明显。

图表 26：券商 IPO、定增和债券主承规模前十集中度



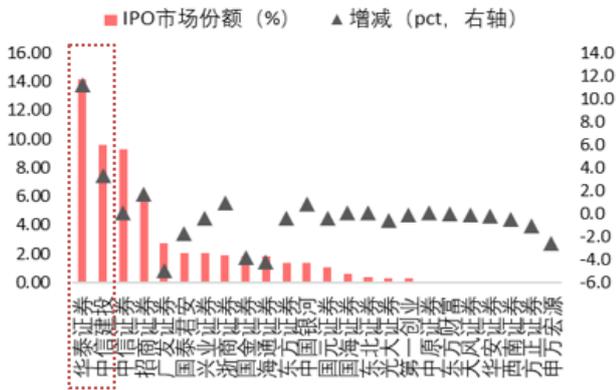
资料来源：wind、万联证券研究所

图表 27：券商股票和债券承销费率变化



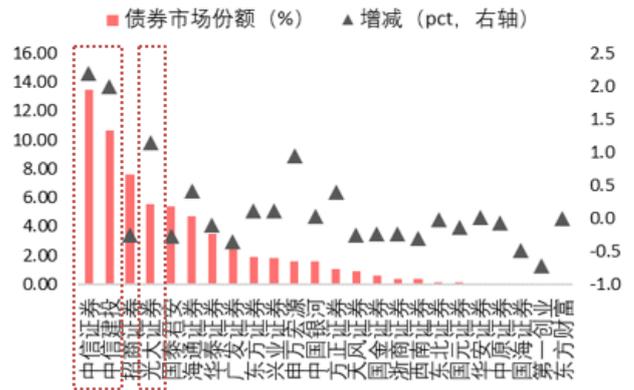
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表28：上市券商2018年IPO市场份额及变化



资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

图表29：上市券商2018年债券主承市场份额及变化



资料来源：wind、券商年报、万联证券研究所

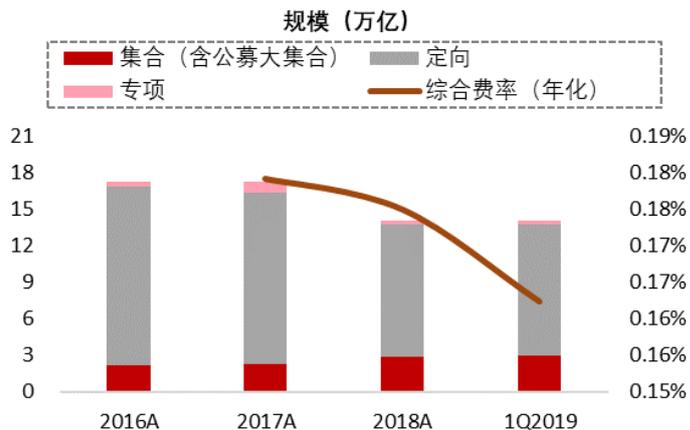
3.4 资管转型主动管理，集合管理费率有提升空间

自2017年资管新规征求意见稿出台后，券商资管行业持续去通道，主动占比规模不断提升，到2018年下旬资管新规正式稿落地后，去通道已近后半程，在2019年一季度券商资管规模也出现企稳迹象，稳定在14.11万亿，其中集合（含公募和大集合）资管规模占比为21.45%。

虽然集合资管由于近两年竞争激烈费率下滑明显，行业集合资管费率由2017年的0.80%下滑到2019年一季度的0.45%，进而导致综合资管费率也由0.18%下滑至0.16%。

但从相对比较来看，券商集合资管费率依旧是定向资管费率的5倍，提升集合资管占比和主动资管占比仍是提升资管盈利水平的必由之路，未来随着集合占比提升费率有提升空间。从各券商的表现来看，2019年一季度资管净收入增幅居前的券商，也基本都是受益于主动资管规模的提升，2019年一季度光大证券、申万宏源、华泰证券主动资管月均规模较上年末提升3%以上，资管净收入增幅也在20%以上。

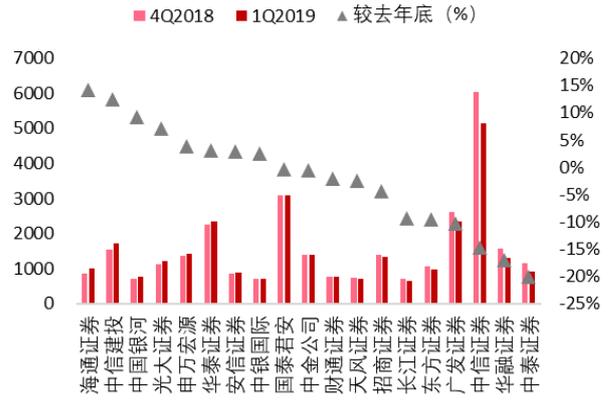
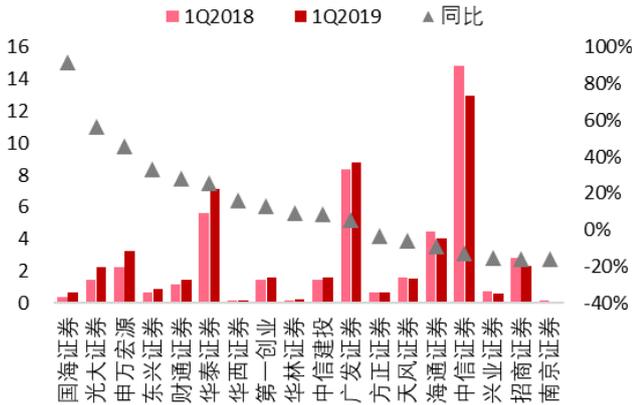
图表30：券商资管规模及综合费率变化情况



资料来源：wind、中证协、万联证券研究所

图表31：部分券商1Q2019资管净收入（亿元）及同比

图表32：部分券商1Q2019主动资管月均规模（亿元）



资料来源：券商一季报、万联证券研究所

资料来源：wind、中证协、万联证券研究所

4、证券行业上半年业绩回顾

4.1 整体经营情况：一季度业绩大幅增长，二季度有所回落

资本市场经过近三年的调整期，进入2019年在财政政策更为积极、货币政策边际宽松、科创板推出、深化资本市场改革等诸多积极因素的影响下，各项金融数据都出现改善迹象。尤其在一季度市场情绪和活力被极大激发，交易量和行情大幅回暖，带动证券行业的业绩大幅回暖。2019年一季度证券行业实现营业收入1019亿元，同比增长54.47%。由于营业成本增长幅度较小（主要是由于权益市场上涨自营和股票质押等资产减值损失冲回），归母净利润增幅更高，2019年一季度证券行业实现净利润440亿元，同比大增86.83%。

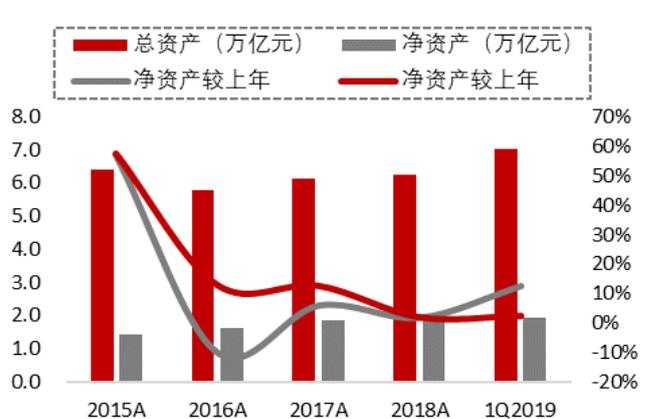
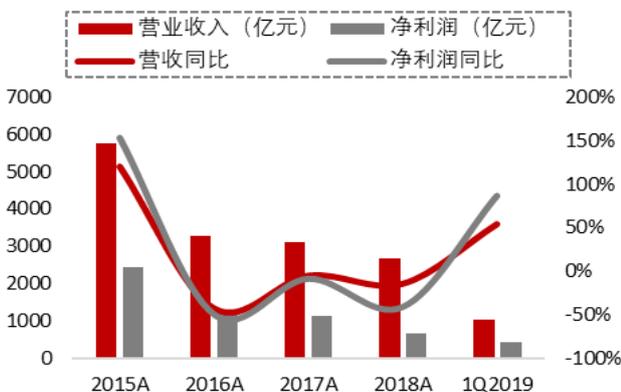
业绩回暖带来了客户资金的增长、自营两融等投资资产的增值，进而带动2019年一季度证券行业总资产突破7万亿元，较上年底增长12.62%。增资扩股、综合收益和未分配利润的回升，也使得证券行业净资产较上年底增长2.65%，达到1.94万亿。

2019年一季度证券行业的杠杆倍数略有提升，较2018年提升0.02倍，为2.86倍，与2015年的3.01倍还有差距。盈利能力有大幅回升，2019年一季度证券行业ROE（年化）为9.19%，高于2016年的7.99%，低于2014年的10.49%。

2019年二季度，由于中美摩擦加剧带来市场大幅调整，券商盈利也出现较大回吐，根据上市券商月报统计，可比28家券商2019年5月累计实现净利润364.28亿元，同比增长35.33%，较3月累计净利润增幅回落21.79pct。

图表33：证券行业营业收入和净利润变化情况

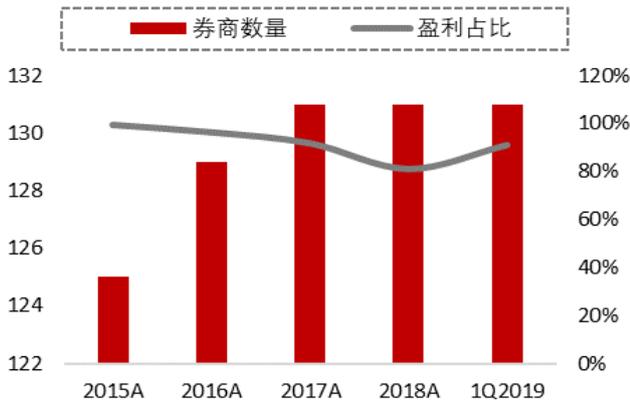
图表34：证券行业总资产和净资产变化情况



资料来源：wind、中证协、万联证券研究所

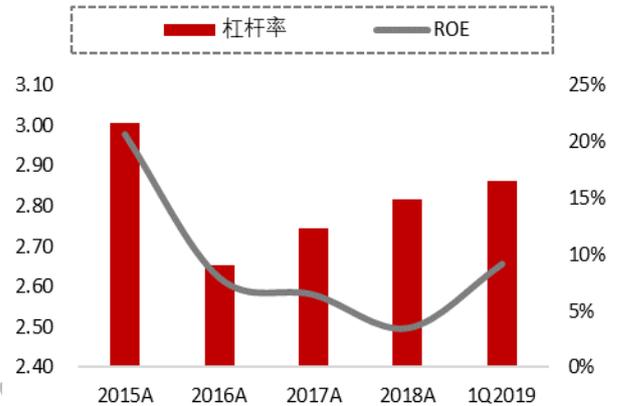
资料来源：wind、中证协、万联证券研究所

图表 35: 证券行业盈利券商数量及占比情况



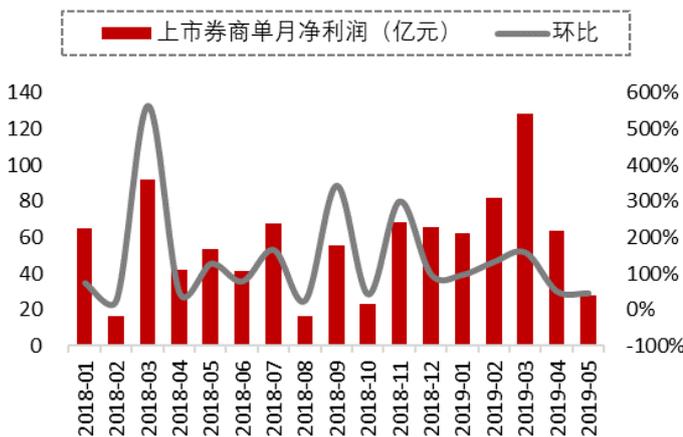
资料来源: wind、中证协、万联证券研究所

图表 36: 证券行业杠杆率和 ROE 情况



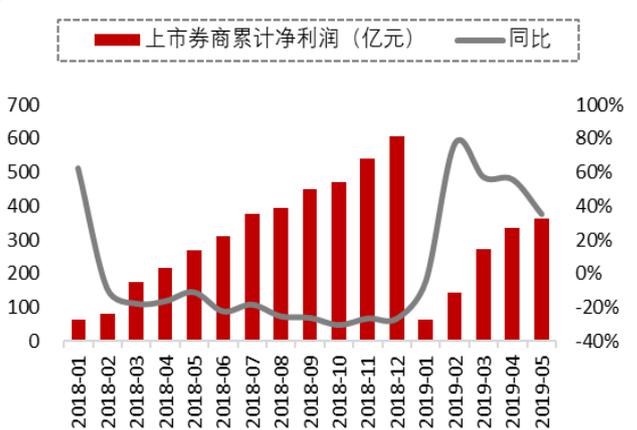
资料来源: wind、中证协、万联证券研究所

图表 37: 可比 28 家上市券商单月净利润及环比变化



资料来源: 券商月报、万联证券研究所

图表 38: 可比 28 家上市券商累计净利润及同比变化



资料来源: 券商月报、万联证券研究所

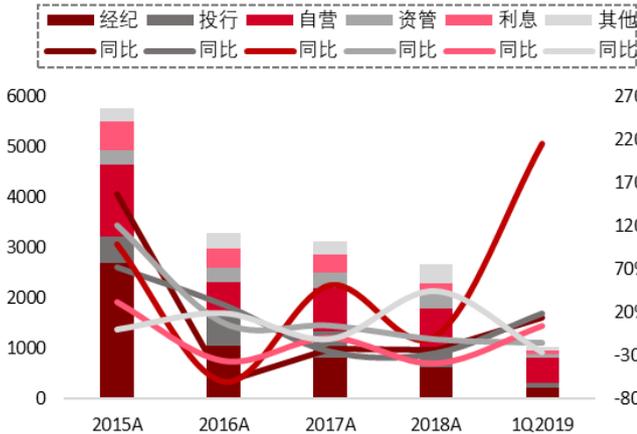
4.2 分业务经营情况: 一季度自营贡献五成收入, 经纪收入仅占两成

从券商各业务表现来看, 与历史情况相比, 2019年一季度券商盈利主要依赖自营业务, 2019年一季度证券行业实现自营收入514亿元, 同比增长215.17%, 自营收入占比高达50.45%, 比2018年高出20.40pct。

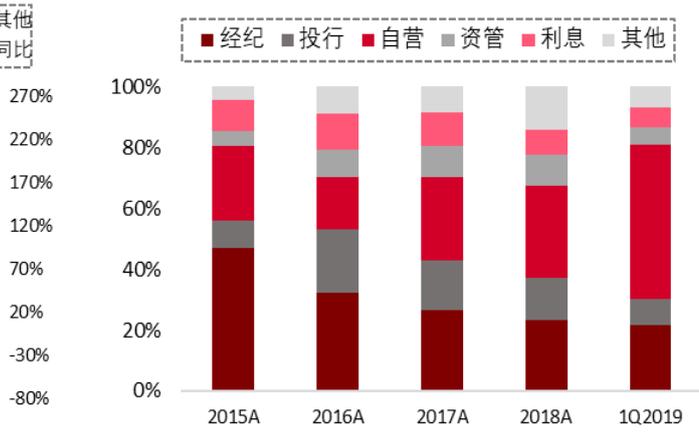
其次是经纪业务, 2019年一季度证券行业实现经纪收入221亿元, 同比增长13.77%, 经纪收入占比仅为21.74%, 较2018年下滑1.67%。此外, 投行、资管、融资净收入占比都有不同程度的下滑, 2019年一季度证券行业分别实现投行、资管和融资净收入88亿元、57亿元和69亿元, 分别同比变化18.44%、-15.43%、4.94%, 收入占比分别为8.61%、5.63%和6.78%, 占比分别下滑5.29%、4.70%、1.29%。

图表 39: 证券行业分业务收入变化情况

图表 40: 证券行业收入结构变化情况



资料来源: wind、中证协、万联证券研究所



资料来源: wind、中证协、万联证券研究所

4.3 经纪业务：一季度量升价跌，二季度交易量环比下滑

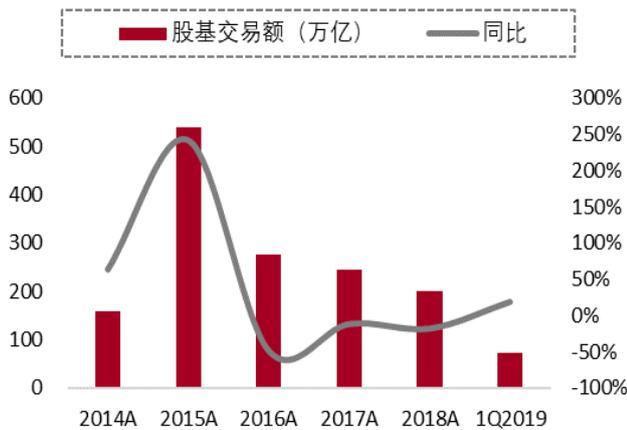
2019年一季度，沪深日均股基成交额为6299亿元，较2018年4121亿元大幅回升52.85%，较上年同期5074亿元同比增长22.86%。从总量看，2019年一季度沪深累计股基交易量72万亿，同比增长18.70%，其中股票交易量68万亿，同比增加20.11%，基金交易量4万亿，同比下滑1.28%，因此个人业务占比高的券商表现更好。

从经纪收入的数据看，2019年一季度证券行业经纪收入增速仅为13.77%，低于交易量增速，主要是由于佣金率继续下滑，较年初下滑0.91%，仅为万分之3.08。之前普遍认为经纪业务的成本线在万分之2左右，但由于互联网和轻型营业部的普及，部分券商的成本降低到万分之1.5甚至以下，叠加服务提佣的效果极为有限，导致行业佣金率下滑，若后续市场存量博弈竞争加剧，不排除佣金率有继续下行的空间。

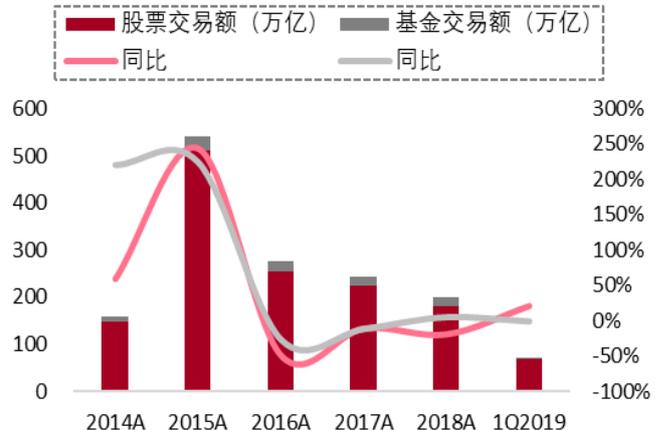
进入二季度，受到中美贸易摩擦升级和政策宽松不及预期等影响，市场出现调整行情，4、5、6月的日均股基成交额分别8044、4783、4954亿元，二季度日均股基成交额为6060亿元，较一季度的6299亿元略有下滑。在佣金率保持稳定的假设下，预计二季度经纪业务收入环比略有下滑，但由于去年同期基数低，同比仍将保持10%左右的正增长。

图表41：沪深股基交易总额及同比变化

图表42：沪深股票和基金交易总额及同比变化



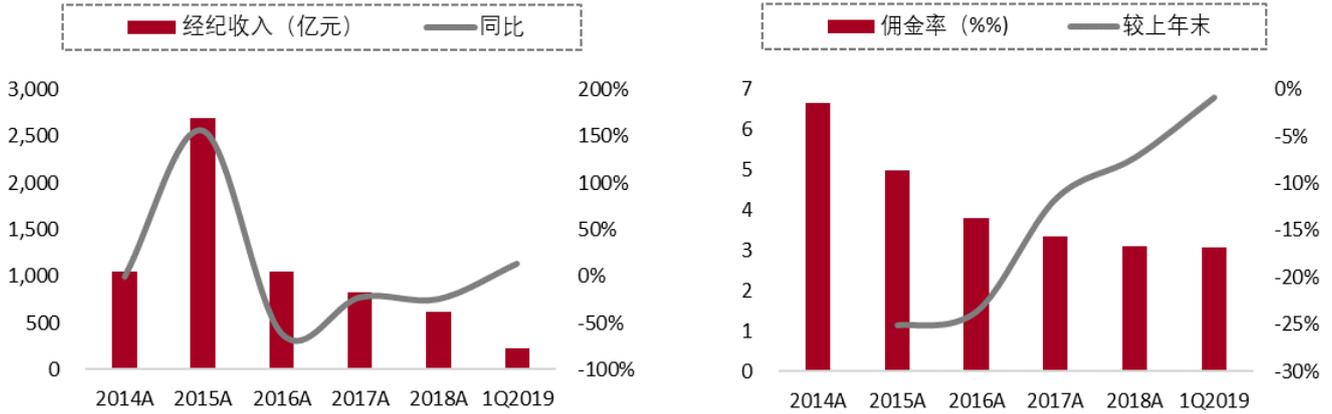
资料来源: wind、中证协、万联证券研究所



资料来源: wind、中证协、万联证券研究所

图表43：券商经纪收入及同比变化

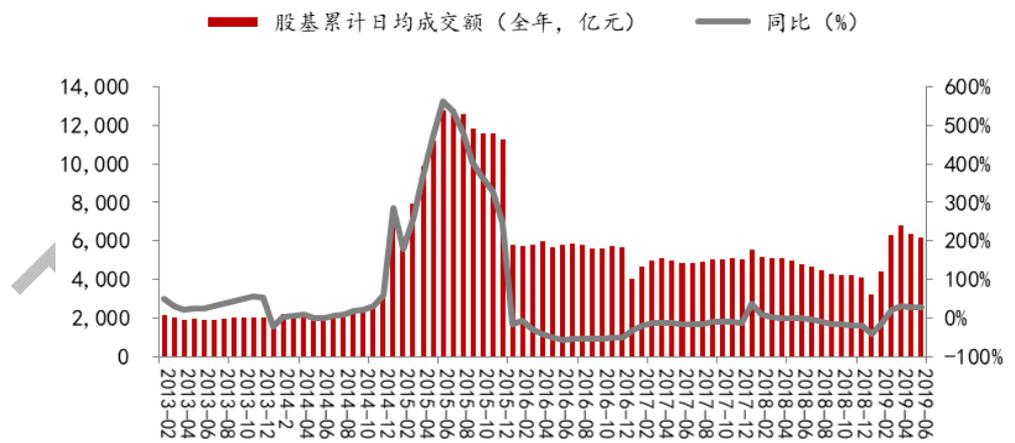
图表44：券商经纪佣金率及较上年末变化



资料来源: wind、中证协、万联证券研究所

资料来源: wind、中证协、万联证券研究所

图表 45: 沪深股基全年累计日均成交额及同比变化



资料来源: wind、万联证券研究所

4.4 投行业务: 上半年股弱债强, 下半年定增和科创板是看点

虽然2019年一季度交易量和行情大幅回暖, 股权融资市场仍然较为低迷, IPO延续了近两年的发行节奏, 定增市场情绪仍待恢复, 根据中证协数据, 2019年一季度股票承销规模为1022亿元, 同比下滑47.31%。同时, 由于股票承销费率有所提升, 股票承销收入降幅小于规模降幅, 2019年一季度证券行业实现股票承销收入17.29亿元, 同比下滑27.41%。

与股权融资市场相比, 2019年一季度债券融资市场活跃度大幅提升, 根据中证协数据, 2019年一季债券承销规模22501亿元, 同比增加64.98%。主要是由于2019年监管层出台多项政策支持债券融资, 例如2019年1月央行开年降准, 并鼓励银行发行永续债等工具补充资本, 2月中央办公厅、国务院办公厅发布《关于加强金融服务民营企业的若干意见》, 要求针对民营企业研究扩大定向可转债适用范围和发行规模、支持发行私募可转债, 3月政府工作报告增加地方政府专项债券发行规模等。债券承销费率仍旧处于0.22%的低位, 2019年一季度证券行业实现债券承销收入49.44亿元, 同比增长54.39%。

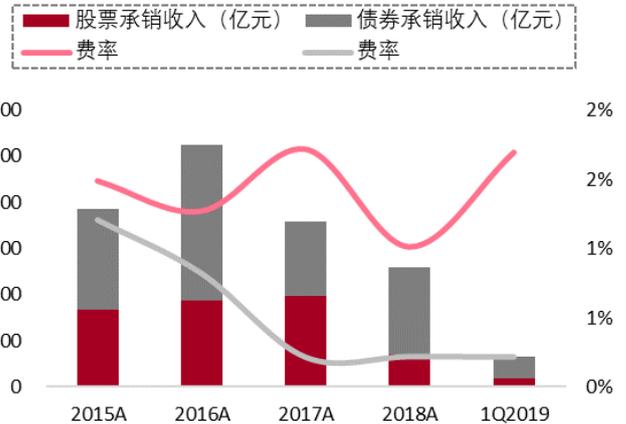
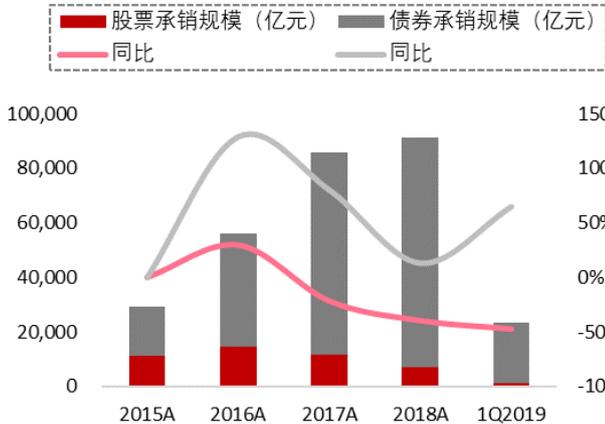
进入二季度, 在股权融资方面, IPO依旧维持月均80亿元左右的水平, 定增规模大幅收缩, 环比下滑约6成, 但下半年股权融资的颓势有望扭转, 一是科创板落地有望带来500-1000亿的增量, 二是6月20日证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》向社会公开征求意见, 拟取消重组上市认定标准中的“净利润”指标、缩短

“累计首次原则”计算期间、推进创业板重组上市改革和恢复重组上市配套融资，从历史数据看，有望带动下半年定增规模达到5000-10000亿左右。

在债券融资方面，公司债、企业债等保持了一季度较高的规模，可转债融资规模环比收缩约8成，预计下半年在政策推动、利率下行、到期高峰等多重因素带动下，债券融资规模有望维持高位。

图表46: 券商投行承销规模及同比变化

图表47: 券商投行承销收入及费率情况

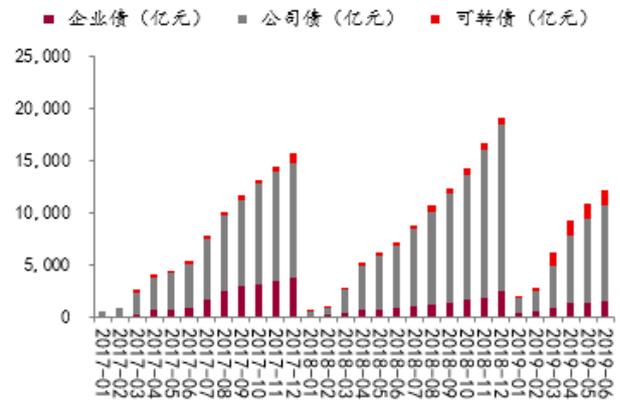
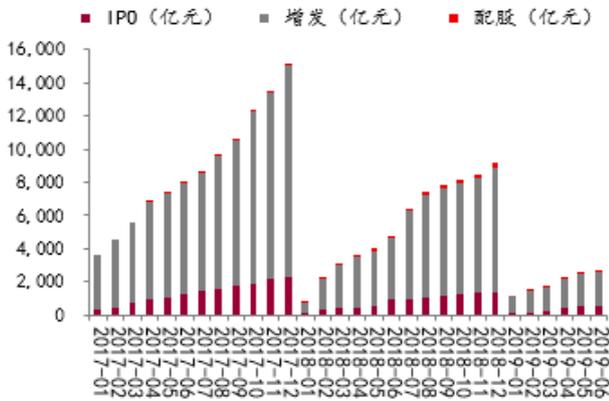


资料来源: wind、中证协、万联证券研究所

资料来源: wind、中证协、万联证券研究所

图表48: 市场主要股权融资规模统计

图表49: 市场主要债券融资规模统计



资料来源: wind、万联证券研究所

资料来源: wind、万联证券研究所

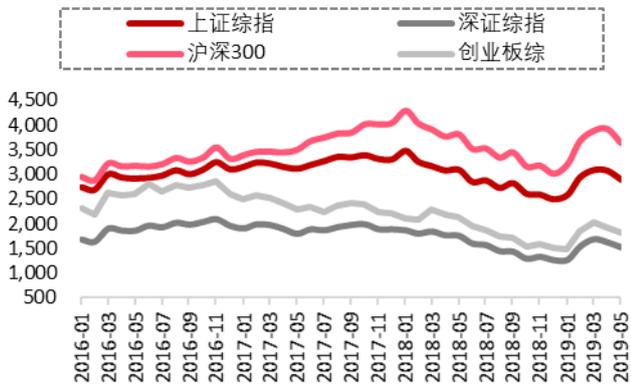
4.5 自营业务: 一季度股涨债跌, 二季度股跌债升

2019年一季度证券行业实现自营收益514亿元, 同比大增215.17%, 自营收益率(年化)达到7.64%, 较2018年提升4.18pct, 与2015年的8.28%相距不远。自营收益率大幅提升, 主要是由于受益于股票市场大幅回暖, 2019年一季度上证综指、深证成指、沪深300和创业板指分别上涨23.92%、36.94%、28.62%和35.42%。截止2019年一季度末, 证券行业股票投资规模为2196亿元, 较2018年底增加26.32%。在债券市场方面, 在股市等风险资产表现向好, 金融数据改善背景下, 政策放松概率下降, 利率呈现震荡走势, 与2018年底的牛市相比, 更多的是交易性机会, 债券二级市场的获利难度较大。

2019年二季度股市受到中美贸易摩擦、货币政策偏谨慎、经济企稳不足预期等影响, 出现大幅调整, 近两月上证综指、深证成指、沪深300和创业板指数分别下跌3.35%、8.17%、1.13%和10.00%, 预计股票收益率将有所降低。债市方面, 4月底由

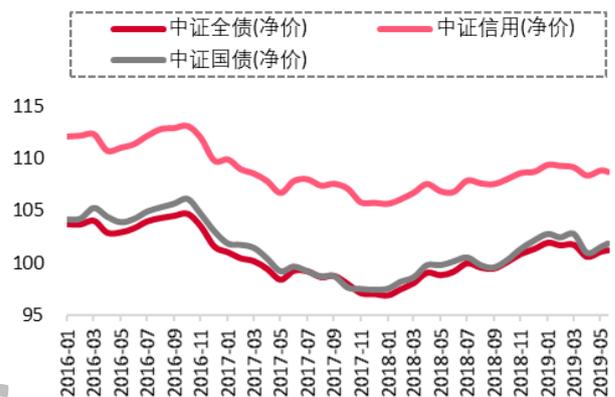
于中美贸易战摩擦、金融数据回落、5月定向降准等因素，债市自4月底持续走牛，近一个月中证全债、信用净价指数分别回升0.62%、0.35%。

图表50：主要股票指数走势



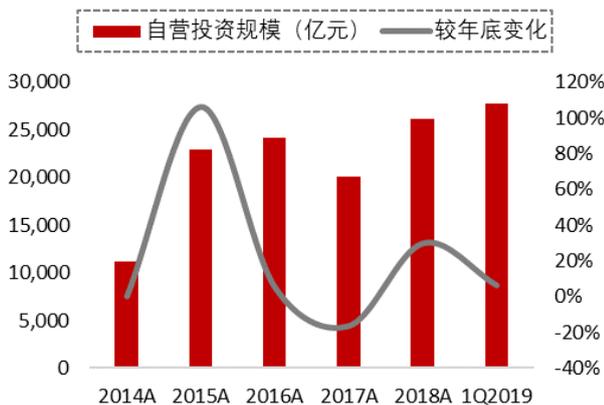
资料来源：wind、万联证券研究所

图表51：主要债券指数走势



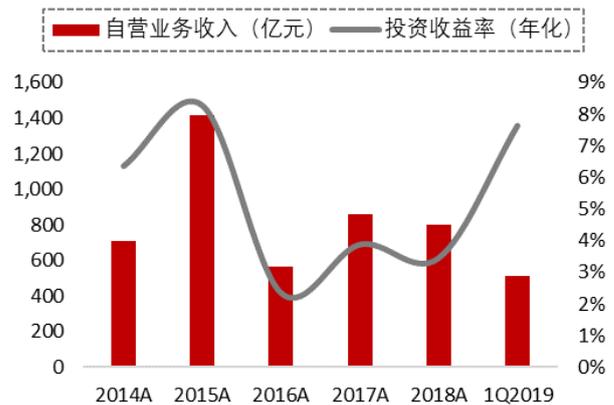
资料来源：wind、万联证券研究所

图表52：券商自营规模及较年底变化



资料来源：wind、中证协、万联证券研究所

图表53：券商自营收入及投资收益率变化



资料来源：wind、中证协、万联证券研究所

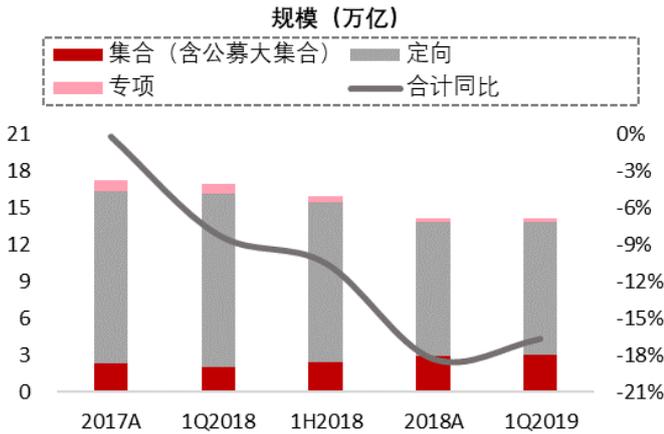
4.6 资管业务：总规模有所企稳，集合占比提升但费率有所下滑

券商资管行业经历了两年的去通道后，在2019年一季度规模出现企稳迹象，根据中证协数据，截止2019年一季度末，券商资管规模为14.11万亿，与2018年底保持持平，其中集合（含公募和大集合）资管规模为3.03万亿，较上年末增长3.25%，同比增长48.47%，在总规模中占比为21.45%，较上年末提升0.67pct，较上年同期提升9.41pct。

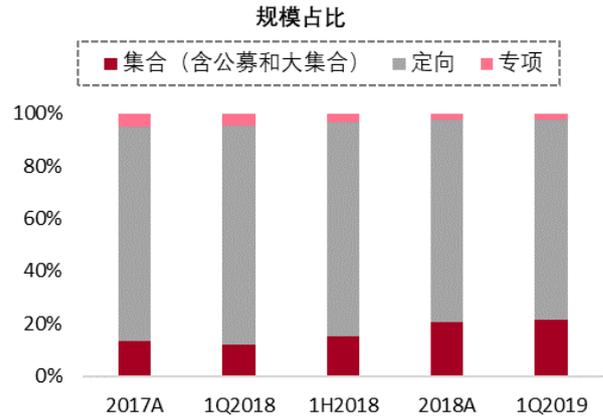
虽然券商资管规模有所企稳，但由于竞争导致集合资管费率下滑明显，根据我们计算，2019年一季度行业资管费率仅为0.45%，较上年末减少0.15pct，较去年同期减少0.27pct。集合资管费率下滑导致资管收入仍然有所减少，2019年一季度券商资管实现资管净收入57亿元，同比下滑15.16%，其中集合资管收入占比为59%，为34亿元，同比下滑13.70%。

图表54：券商资管规模及变化情况

图表55：券商资管规模结构及变化情况



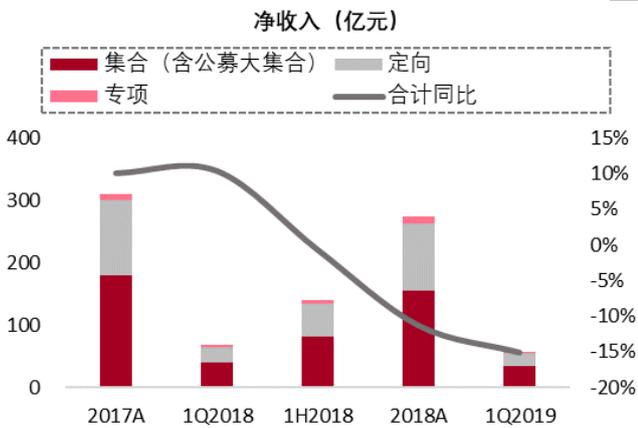
资料来源: wind、中证协、万联证券研究所



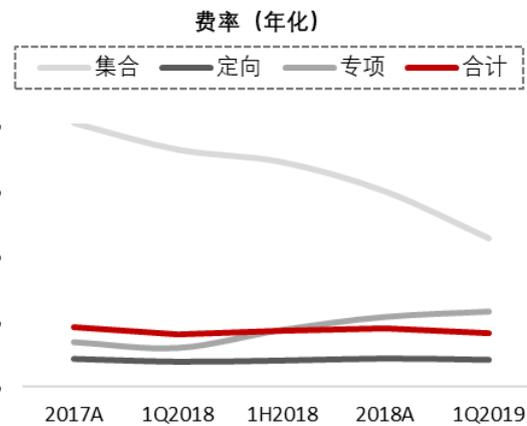
资料来源: wind、中证协、万联证券研究所

图表56: 券商资管收入及变化情况

图表57: 券商资管费率(年化)及变化情况



资料来源: wind、中证协、万联证券研究所



资料来源: wind、中证协、万联证券研究所

4.7 融资业务: 规模回升落后市场, 利率和成本均有下滑

券商两融业务规模随市场的回暖有所增长, 2019年一季度券商两融余额为9195亿元, 较上年末增加22.58%, 但较去年同期下滑7.88%, 且两融利率继续下滑突破7%至6.81%, 较去年下滑0.78pct。量价均跌导致2019年一季度券商两融利息收入同比下滑23.98%。

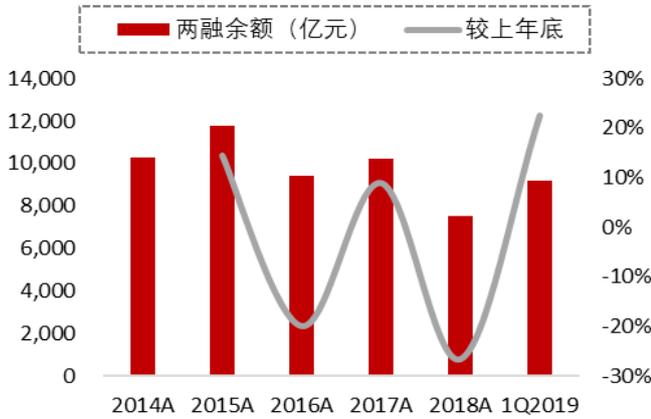
券商股票质押业务在2019年一季度没有同步回升, 2019年一季度券商股票质押(表内)规模为5697亿元, 较上年末下滑7.83%, 较去年同期下滑30.84%。但由于股票质押利率企稳略增, 收入降幅较小, 2019年一季度券商股票质押利息收入为97亿元, 同比下滑18.12%。

虽然券商主要的利息收入来源两融和股票质押业务收入, 在2019年一季度均有所下滑, 但用于券商负债成本有所下滑, 券商2019年一季度利息净收入仍实现了同比增长。我们粗略计算, 券商利息支出利率(年化)为4.81%, 较去年同期减少0.93pct, 进而带动2019年一季度利息支出同比减少8.60%, 利息净收入同比增长4.94%。

2019年二季度由于行情的走弱, 两融余额和股票质押规模均有下滑, 但随着利率的下行, 负债成本也预计随着降低, 但同时由于包商银行事件发酵, 金融体系风险偏好的大幅降低, 银行出于防风险的考虑谨慎向非银机构融出资金, 非银机构的流动性紧张, 预计短期整体负债成本下降有限, 预计二季度融资收入较一季度将有

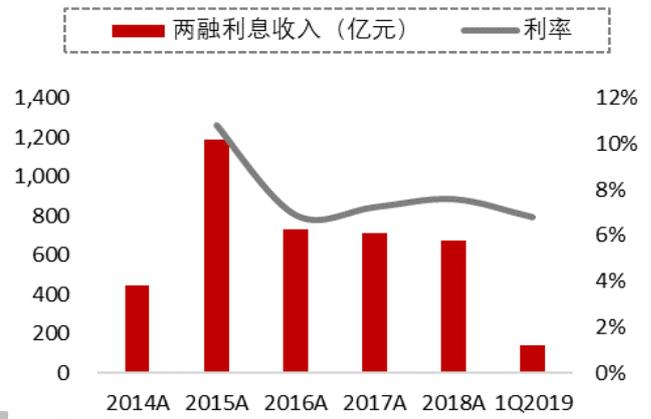
所减少。

图表58: 券商两融余额与较上年底变化情况



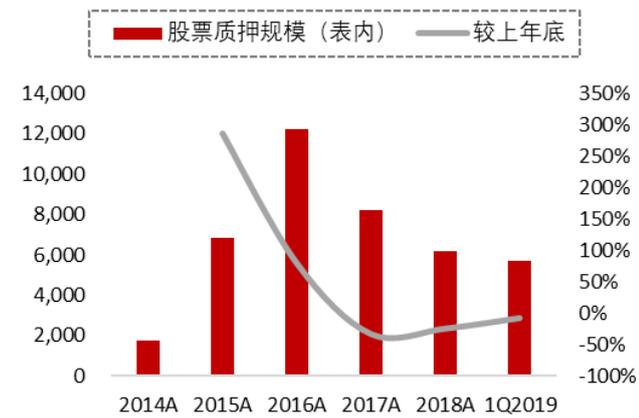
资料来源: wind、中证协、万联证券研究所

图表59: 券商两融利息收入与利率变化情况



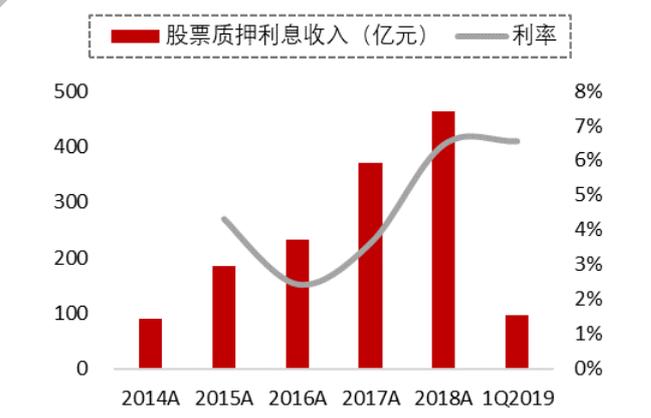
资料来源: wind、中证协、万联证券研究所

图表60: 券商表内股权质押规模与较上年底变化情况



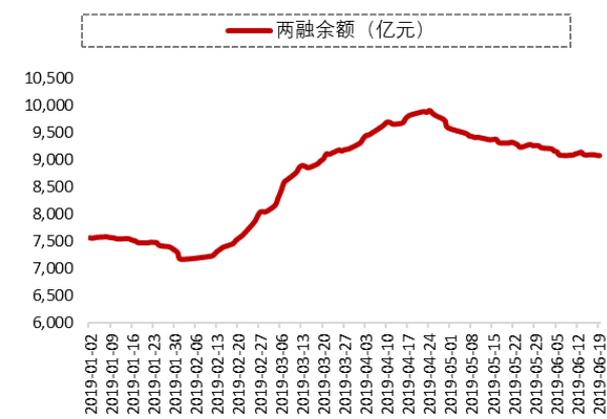
资料来源: wind、中证协、万联证券研究所

图表61: 券商股票质押利息收入与利率变化情况



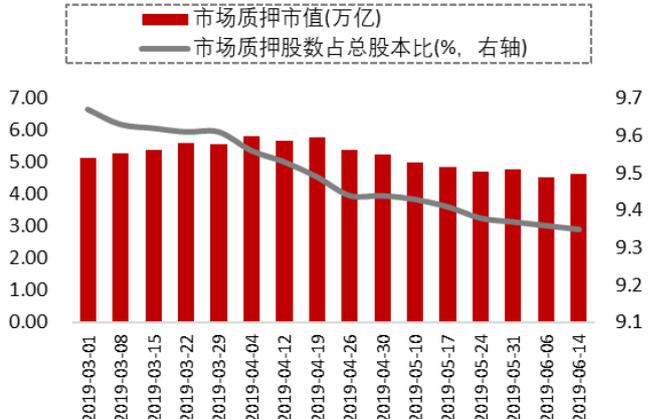
资料来源: wind、中证协、万联证券研究所

图表62: 市场两融余额统计



资料来源: wind、万联证券研究所

图表63: 市场股票质押规模统计



资料来源: 中证登、万联证券研究所

5、证券行业下半年业绩展望

基于以下假设，我们对证券行业下半年业绩进行展望：

(1) 经纪业务

截止2019年6月15日，沪深日均股基成交额为6222.50亿元，假设市场交易量维持上半年的水平略差，日均股基交易量为5500亿元。

在净佣金率方面，假设维持1Q2019年的万分之3.08。

(2) 投行业务

在股权融资方面，主板的IPO维持现有发行节奏、定增受到并购重组新规的影响，预计下半年融资规模为7000亿。此外，按照目前科创板的审批节奏，预计下半年新增科创板的融资规模在700亿元左右。

在债券融资方面，由于2019年各种利好的刺激，债券融资大幅回暖，民营企业的融资环境也有好转，预计在下半年《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》、降准预期等政策推动下，以及利率下行、下半年仍是到期高峰、违约可控的背景下，债券融资规模有望维持上半年的水平。

在费率方面，假设维持1Q2019的水平。

(3) 自营业务

在权益市场方面，2Q2019年股票市场出现较大调整，沪深300指数下跌5.29%，预计全年股票投资收益率将有所收窄。

在债券市场方面，债市自4月底持续走牛，考虑到下半年全球宽松是大概率事件，预计利率将继续下行，全年债券投资收益率将有所提升。

假设自营总体投资收益率为5.50%。

(4) 资管业务

假设总规模不变的基础上，预计集合资管占比仍将有所提升，带动综合费率有所增长，提升至0.17%。

(5) 融资业务

2019年以来以两融和股票质押为代表的融资业务回暖不及预期，在中性假设上，预计后续股票质押业务规模有望提升。在利息支出方面，虽然预计利率有下行趋势，但由于包商银行带来了流动性断层问题，非银机构流动性明显收紧，融资成本的大幅攀升，预计全年融资成本难以下行，维持一季度水平。

此外，假设2019年净利润率为30%，在所有假设下，我们预测2019年证券行业实现营业收入3589.18亿元，同比增长34.81%，实现净利润1076.75亿元，同比增长61.63%。

图表64：证券行业2019年盈利预测

项目	2018A	1Q2019	2019E
经纪净收入 (亿元)	623.42	221.49	824.43
同比	-24.06%	13.77%	32.24%
股基交易额 (万亿)	200.29	71.81	267.30
日均股基成交额 (亿元)	4,121.24	6,299.31	5,500.00
交易日	243	57	243
净佣金率 (%)	3.11	3.08	3.08
投行净收入 (亿元)	369.96	87.68	424.95
同比	-27.40%	18.44%	14.86%
股权融资收入 (亿元)	70.16	17.29	169.17
规模 (亿元)	6,931.82	1,021.91	10,000.00

费率	1.23%	1.69%	1.69%
债券融资收入(亿元)	188.30	49.44	175.78
规模(亿元)	84,364.72	22,501.37	80,000.00
费率	0.23%	0.22%	0.22%
其他融资收入(亿元)	111.50	20.95	80.00
自营收入(亿元)	800.27	514.05	1,515.80
同比	-7.05%	215.17%	89.41%
自营投资规模(亿元)	26,102.04	27,705.48	29,018.03
投资收益率(年化)	3.46%	7.64%	5.50%
资管净收入(亿元)	274.56	57.31	239.87
同比	-11.37%	-15.43%	-12.63%
资管规模(万亿元)	14.11	14.11	14.11
资管费率	0.18%	0.16%	0.17%
利息净收入(亿元)	214.85	69.04	185.79
同比	-38.28%	4.94%	-13.53%
利息收入(亿元)	1,598.98	388.55	1,446.54
两融利息收入(亿元)	672.12	142.02	561.46
规模(亿元)	7,500.93	9,194.65	9,000.00
利率	7.58%	6.81%	6.81%
股票质押利息收入(亿元)	463.42	97.14	398.48
规模(表内,亿元)	6,181.07	5,696.88	6,000.00
利率	6.45%	6.54%	6.54%
其他收入(亿元)	463.44	149.39	486.61
利息支出(亿元)	1,384.13	319.51	1,260.76
规模(亿元)	26,231.30	26,950.39	26,231.30
利率	5.54%	4.81%	4.81%
其他业务收入(亿元)	379.37	69.35	398.34
同比	43.99%	-26.41%	5.00%
营业收入(亿元)	2,662.43	1,018.92	3,589.18
同比	-14.47%	54.47%	34.81%
净利润率	25.02%	43.20%	30.00%
净利润(亿元)	666.20	440.16	1,076.75
同比	-41.04%	86.83%	61.63%

资料来源:wind、中证协、万联证券研究所

6、投资建议

从短期看,经纪业务方面,若佣金率企稳在低基数作用下经纪收入增速有望扩大;投行业务方面,资本市场制度改革有望带来科创板和并购重组增量;自营业务方面,若股债二级市场不出现超预期下行有望保持较高增速;资管业务方面,若规模企稳且集合占比提升有望收入降幅缩窄。考虑到2018年下半年低基数的因素,在中性假设下,我们预计全年证券行业将依旧保持正增长。

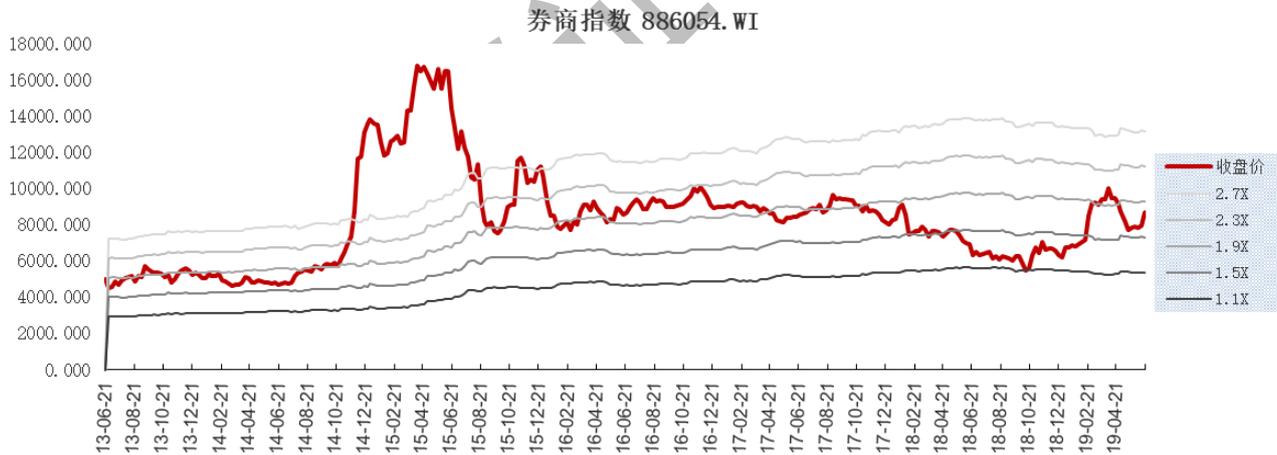
从长期看,2019年是“深化金融供给侧结构性改革”的开局之年,未来改革将逐步深入,而深化资本市场改革是金融改革的重中之重,证监会在年初提出的多项

举措包括“全面落实设立科创板并试点注册制、大力优化股债融资和并购重组制度、保持新股发行常态化、加快推进证券期货行业对外开放、进一步深化境内外市场互联互通”等都逐步有序推进，并有多项政策和成果陆续落地。这些举措将推动我国资本市场不断完善、壮大，而券商作为资本市场的重要纽带，必将享受金融供给侧结构性改革带来的长期红利。

从估值情况来看，受到市场波动的影响，券商4、5两月的业绩环比大幅下降，板块自3月底也进行了相应的调整，自6月下旬外围摩擦缓和及并购重组新规征求意见稿出台后，市场信心又得到提振，券商板块出现小幅上扬，截至2019年6月26日，券商板块PB为1.77X，在中性假设下，我们认为目前券商的估值处于合理偏下区间，若后续市场企稳有向上的空间，我们维持证券行业“强于大市”投资评级。

在资本市场改革中，券商龙头将最为受益，个股方面我们仍然建议重点关注中信证券(600030.SH)和华泰证券(601688.SH)，以及低估值的海通证券(600837.SH)。此外，我们还建议关注2018年下半年亏损较多、低基数、低估值的中小券商，业绩反弹的确定性更高，估值有提升空间。

图表65：券商指数PB走势



资料来源：wind、万联证券研究所

图表66：各券商PB (LF) 情况

代码	券商简称	min	max	average	2019-6-26
601788.SH	光大证券	0.75	4.99	1.69	1.07
000776.SZ	广发证券	1.03	4.61	1.84	1.17
000728.SZ	国元证券	0.75	4.38	1.76	1.23
601377.SH	兴业证券	0.82	6.69	2.13	1.29
600837.SH	海通证券	0.77	4.24	1.64	1.31
000686.SZ	东北证券	0.79	5.64	2.10	1.34
601211.SH	国泰君安	1.00	3.34	1.46	1.34
600958.SH	东方证券	1.05	7.04	2.47	1.39
600109.SH	国金证券	0.93	8.49	2.80	1.45
601555.SH	东吴证券	0.75	5.60	2.04	1.46
002926.SZ	华西证券	1.04	2.51	1.54	1.46
600369.SH	西南证券	0.88	4.70	2.05	1.47
601901.SH	方正证券	0.98	4.55	2.05	1.52

000750.SZ	国海证券	0.86	9.57	3.12	1.54
000783.SZ	长江证券	0.84	6.55	2.37	1.59
000166.SZ	申万宏源	1.30	8.31	2.70	1.61
601198.SH	东兴证券	1.18	8.44	3.20	1.63
600999.SH	招商证券	1.00	5.29	2.08	1.70
601688.SH	华泰证券	1.10	4.55	1.70	1.71
600030.SH	中信证券	1.20	4.29	1.70	1.79
601881.SH	中国银河	0.93	2.64	1.69	1.79
002500.SZ	山西证券	1.13	8.92	2.92	1.83
600909.SH	华安证券	1.25	4.62	2.37	1.86
002673.SZ	西部证券	1.35	10.33	4.02	1.98
601375.SH	中原证券	1.31	4.86	2.62	1.99
002736.SZ	国信证券	1.08	7.88	2.76	2.00
601108.SH	财通证券	1.22	4.34	2.24	2.01
601878.SH	浙商证券	1.42	6.12	3.03	2.17
601099.SH	太平洋	1.16	9.42	3.40	2.35
601990.SH	南京证券	1.44	4.18	2.71	2.52
002797.SZ	第一创业	1.68	11.41	4.88	2.52
002939.SZ	长城证券	1.71	3.28	2.36	2.95
601066.SH	中信建投	1.03	5.01	2.47	4.11
601162.SH	天风证券	1.08	5.20	3.50	4.47
300059.SZ	东方财富	3.49	85.54	11.27	4.60
002945.SZ	华林证券	2.87	11.61	7.04	10.46

资料来源: wind、万联证券研究所

7、风险提示

宏观经济下行风险、资本市场震荡超预期、费率下滑超预期、流动性风险。

非银金融行业重点上市公司估值情况一览表
(数据截止日期: 2019年06月26日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘 价	市盈率			市净率	投资评级
		18A	19E	20E	最新		18A	19E	20E	最新	
600030.SH	中信证券	0.77	1.09	1.09	12.61	23.29	30.25	21.37	21.37	1.85	买入
601688.SH	华泰证券	0.61	0.97	1.15	12.88	22.07	36.18	22.75	19.19	1.71	买入
600837.SH	海通证券	0.45	0.80	0.92	10.24	13.92	30.93	17.44	15.08	1.36	增持

资料来源: 万联证券研究所

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场