

自营弹性显著释放，全年业绩增速可期

—2019年上市券商中报综述

非银行金融

2019年09月03日

报告摘要：

● 上半年市场交易回暖，板块估值快速上修

2019年上半年政策催化下市场交易从底部快速回升，沪深300指数上涨29%，日均成交额达到了近5900亿元同比增长34%，两融回升至9000亿元以上。受收益率下行、流动性改善，券商估值快速上移，并在4月达到PB高位的1.9X，之后二季度行情调整，中枢回落至1.5-1.6X区间，较年初1.3X提升超过两成。

● 重资产业务占比显著提升、行业集中度同比下降

上半年上市券商业绩实现高增长，36家上市券商共实现营业收入1822亿元，同比+45%，归母净利润560亿元同比+59%。业务收入结构看，传统的轻资产业务（经纪、投行和资管）的收入占比下降11个百分点，重资产业务类型（自营和信用）的收入占比提升9个百分点。行业集中度较去年同期有所下降，归母净利润前五占比42%、前十占68%，均降6个百分点。原因在于中小型券商、区域型券商的业绩改善幅度更大，全行业上半年净利润增速高达103%。

● 自营+信用表现亮眼，经纪和投行小幅增长、资管仍处于转型阶段

分业务来看，1) 经纪业务实现收入368亿元同比+15%，收入占比20%。上半年行业佣金率的下滑趋势有所放缓，在万分之三左右企稳。2) 投行收入同比+11%、占比8%，上市券商受股权融资同比下滑的影响较小，下半年科创板增量释放预计仍会集中于头部优势券商。3) 资管收入138亿元，同比-3%总体保持稳定，收入占比为8%同比下滑三个百分点。4) 自营业务收入584亿元，同比+89%，收入占比达到32%成为主要收入来源。5) 信用业务收入205亿元同比+70%，收入占比为11%保持平稳，与自营合计贡献43%收入，有力推动业绩提升。

● 投资建议

低基数效应下券商全年业绩确定性高，保守预计归母净利润全年增速30-50%，中性情形有望保持五成增速。杠杆小幅提升有望推动ROE修复至6%左右，优势券商有望达到8%以上。目前板块估值1.6X处于中枢区间，较2017-2018年平均1.8X仍有上修空间，推荐资本实力、综合规模领先的中信证券，国际化进程加快的华泰证券，以及ROE靠前的海通证券和招商证券。

● 风险提示

自营收入不及预期。

盈利预测与财务指标

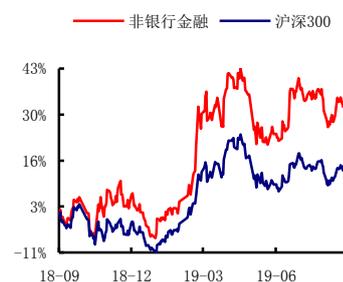
代码	重点公司	现价 9月2日	EPS			PE			评级
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
600030	中信证券	22.77	0.77	1.05	1.24	1.80	1.75	1.66	推荐
601688	华泰证券	19.35	0.61	0.92	1.14	1.54	1.48	1.39	推荐
600837	海通证券	14.09	0.45	0.71	0.86	1.38	1.31	1.23	推荐
600999	招商证券	16.22	0.66	1.10	1.30	1.65	1.52	1.40	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

行业与沪深300走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨柳

执业证号：S0100517050002

电话：010-85127730

邮箱：yangliu_yjs@mszq.com

研究助理：陈煜

执业证号：S0100117100051

电话：010-85127528

邮箱：chenyu_yjy@mszq.com

相关研究

- 1.【民生金融】事件点评：法定责任准备金评估利率下调，继续引导转型保障
- 2.【民生金融】周策略：低估值高安全边际，把握券商左侧机会

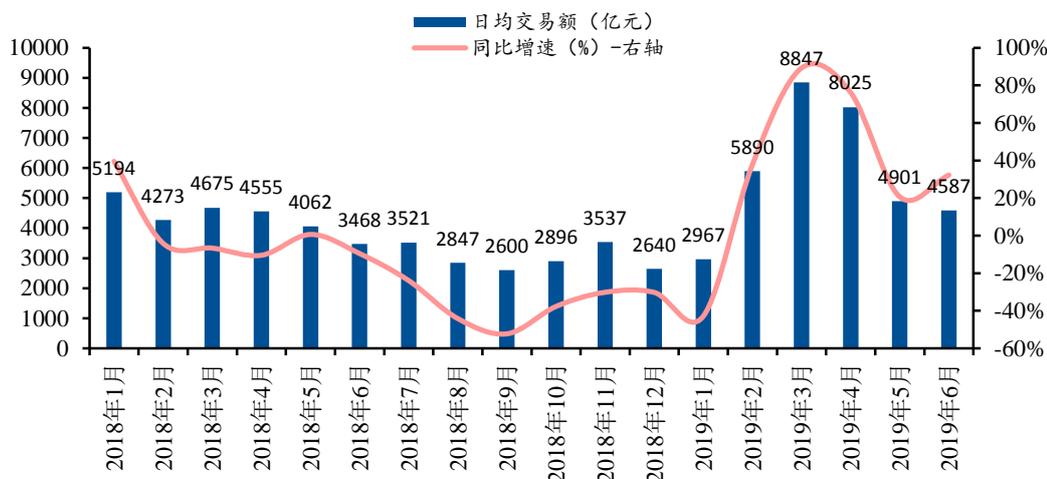
目录

一、上半年市场回顾：交易显著回暖、两融稳步回升.....	3
二、券商中报业绩：自营弹性释放、盈利大幅改善.....	4
（一）经纪业务：收入稳步提升、佣金率下滑趋势趋缓	5
（二）投行业务：股权融资增量集中在下半年	6
（三）资管业务：主动管理转型稳定业务收入	7
（四）自营和信用业务：资金驱动型业务成为主要收入来源	7
三、投资建议：把握业绩确定性下的配置价值.....	9
四、风险提示	11
插图目录	12
表格目录	12

一、上半年市场回顾：交易显著回暖、两融稳步回升

2019年上半年市场交易从底部快速回升，政策催化效果显现。1) 2018年市场及行业波动明显，资管新规、贸易摩擦、股票质押风险等因素对市场交易形成明显抑制，导致券商业绩承压、估值触底，而在2018年10月以来的一系列市场改革、民企纾困、流动性改善等政策催化下，2019年上半年市场行情和交易大幅回暖，上半年市场日均成交额达到了近5900亿元同比增长34%，好于去年同期的4400亿元，更是强于去年下半年底部的3000亿元水平。

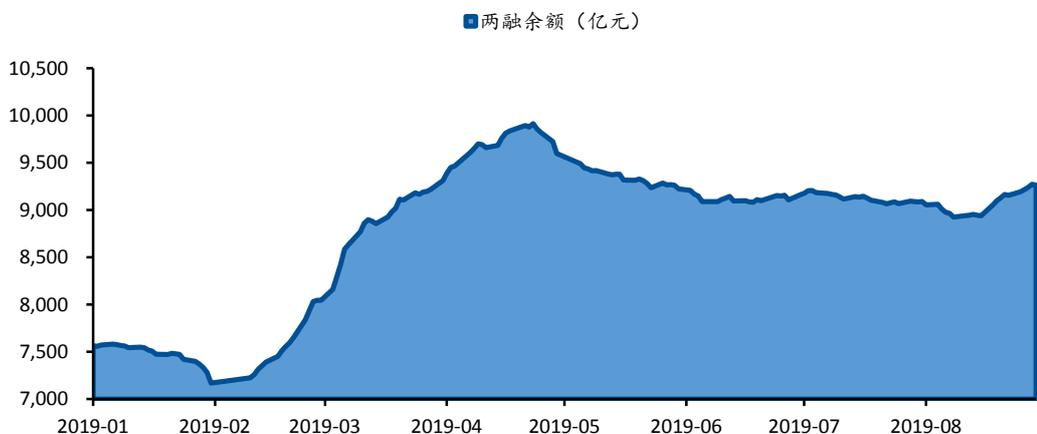
图1：2019年上半年受益于政策转向市场交易显著回暖



资料来源：Wind，民生证券研究院

2) 两融作为市场交易活跃度的判断指标之一，2019年上半年交易回暖带来两融余额持续抬升，自年初的7000多亿元，持续抬升至近万亿元。日均成交额与两融余额两项指标反映上半年市场交易快速回暖，对于经纪交易商属性的券商板块而言形成了明显利好的环境。

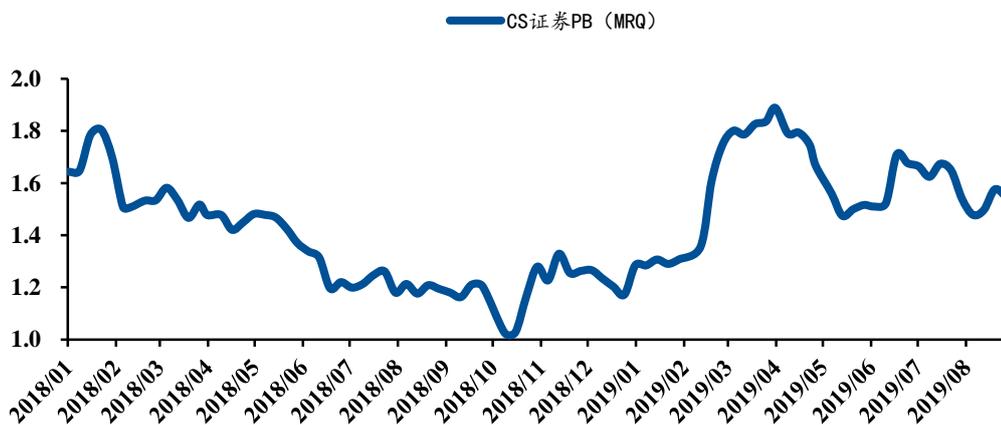
图2：2019年上半年两融余额出现明显抬升



资料来源：Wind，民生证券研究院

3) 上半年券商估值快速修复。上半年沪深 300 指数上涨 29%，受益利率下行、流动性改善，券商估值中枢稳步上移，并在 4 月达到 PB 高位的 1.9X，之后二季度行情调整，中枢回落至 1.5-1.6X 区间，较年初 1.3X 的估值提升超过两成。

图 3：2019 年上半年券商板块估值持续向上修复



资料来源：Wind，民生证券研究院

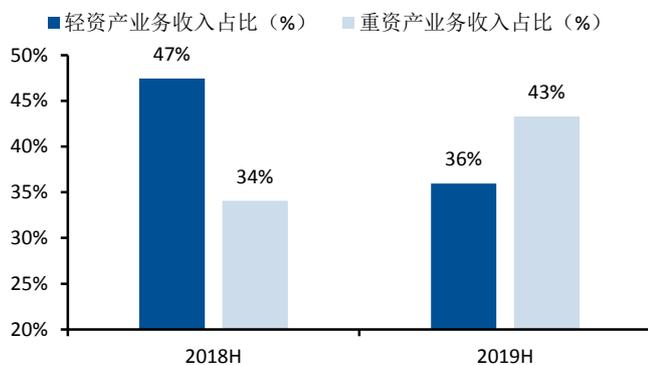
二、券商中报业绩：自营弹性释放、盈利大幅改善

在交易回暖、行情上行的市场环境下，券商上半年业绩实现高增长，36 家上市券商共实现营业收入 1822 亿元，同比+45%，归母净利润 560 亿元同比+59%。

业务收入结构看，传统的轻资产业务（经纪、投行和资管）的收入占比下降 11 个百分点，重资产业务类型（自营和信用）的收入占比提升 9 个百分点。

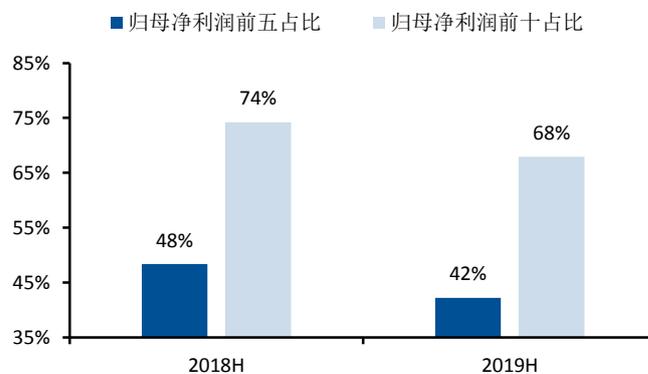
行业集中度较去年同期有所下降，归母净利润前五占比降了 6 个百分点，前十占比下降至 68%。原因在于中小型券商、区域型券商的业绩改善幅度明显，券商行业上半年整体利润 667 亿元增速达到 103%，增速大大超过上市券商板块增速。

图 4：上半年传统轻资产业务的收入占比下降明显



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：上半年券商板块集中度出现明显下降



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 1：2019 年上半年上市券商业绩大幅改善

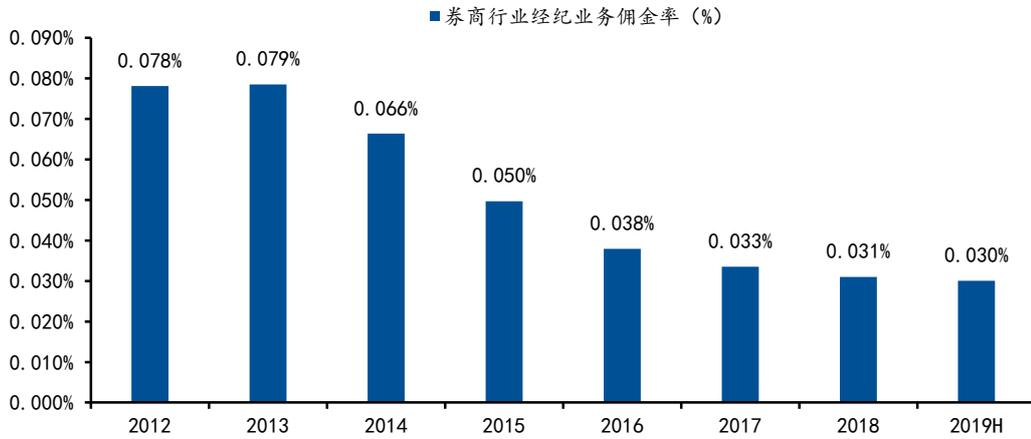
	营业收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)
中信证券	217.9	9%	64.5	16%
海通证券	177.3	62%	55.3	82%
国泰君安	140.9	23%	50.2	25%
广发证券	119.4	57%	41.4	45%
华泰证券	111.1	35%	40.6	28%
招商证券	85.4	78%	35.0	94%
申万宏源	104.8	73%	32.0	55%
国信证券	65.3	61%	26.0	124%
中国银河	73.7	71%	26.0	98%
中信建投	59.1	12%	23.3	38%
光大证券	58.6	42%	16.1	66%
兴业证券	70.4	113%	13.3	94%
东方证券	80.8	89%	12.1	69%
长江证券	37.3	59%	10.9	188%
东方财富	6.8	-5%	8.7	56%
东兴证券	18.9	28%	8.6	50%
华西证券	20.0	47%	8.5	59%
方正证券	35.9	55%	7.6	271%
东吴证券	26.7	74%	7.5	2758%
财通证券	22.8	26%	7.3	25%
国金证券	19.1	14%	6.2	25%
东北证券	38.8	89%	5.9	137%
华安证券	14.4	77%	5.6	128%
长城证券	17.4	26%	5.0	59%
西南证券	17.1	21%	4.9	61%
浙商证券	26.8	52%	4.8	20%
西部证券	20.8	82%	4.6	84%
国元证券	15.9	43%	4.3	87%
山西证券	31.4	5%	4.3	288%
国海证券	18.6	89%	3.9	281%
南京证券	10.0	57%	3.8	106%
太平洋	10.7	118%	3.6	扭亏
中原证券	12.9	49%	2.4	65%
第一创业	11.8	55%	2.1	189%
华林证券	4.5	-9%	1.8	-1%
天风证券	18.1	35%	1.7	-28%
合计	1821.5	45%	559.8	59%

资料来源：Wind，民生证券研究院

(一) 经纪业务：收入稳步提升、佣金率下滑趋势趋缓

上半年 36 家上市券商经纪业务实现收入 368 亿元同比+15%，收入占比 20%，较去年同期占比下滑 6 个百分点。经纪业务作为零售端流量入口，收入规模实现稳步提升，对收入贡献正在有所下滑。上半年行业佣金率的下滑趋势有所放缓，在万分之三左右企稳。

图 6：券商行业佣金率降幅趋缓、财富管理转型效果有所显现

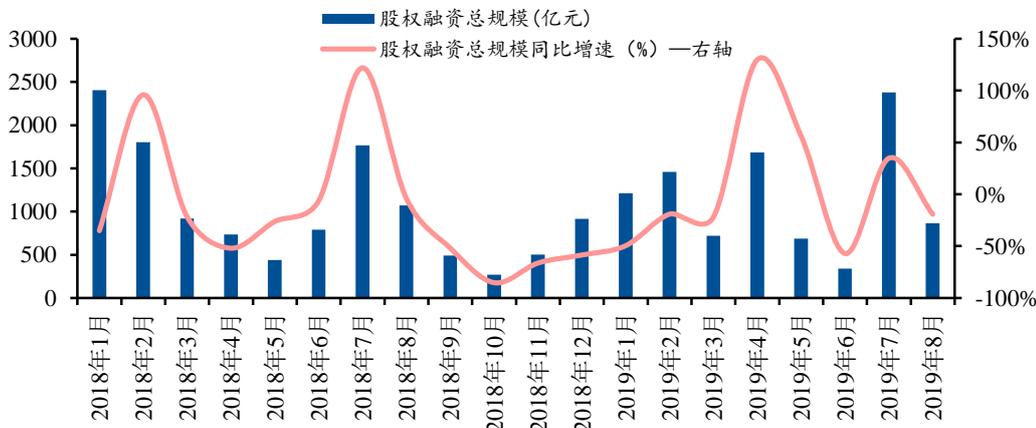


资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 投行业务：股权融资增量集中在下半年

上半年股权融资规模小幅下滑，1-6 月股权融资规模 6102 亿元同比-14%，但上市券商的投行业务收入同比+11%，显示出项目更集中于头部券商，上市券商受影响较小。也预示下半年随着科创板增量释放，预计业务增量仍会集中于头部优势券商。

图 7：2019 年上半年股权融资规模小幅下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

表 2：2019 年上半年上市券商投行业务收入同比+11%

投行收入 同比 (%)			投行收入 同比 (%)		
(亿元)			(亿元)		
中信证券	18.0	3%	东吴证券	2.4	5%
海通证券	16.5	8%	方正证券	2.3	83%
中信建投	16.2	14%	国元证券	2.1	39%
国泰君安	10.6	1%	华西证券	1.8	245%
光大证券	8.0	121%	东北证券	1.8	98%
招商证券	6.5	12%	山西证券	1.7	71%
华泰证券	6.0	-25%	西部证券	1.7	43%

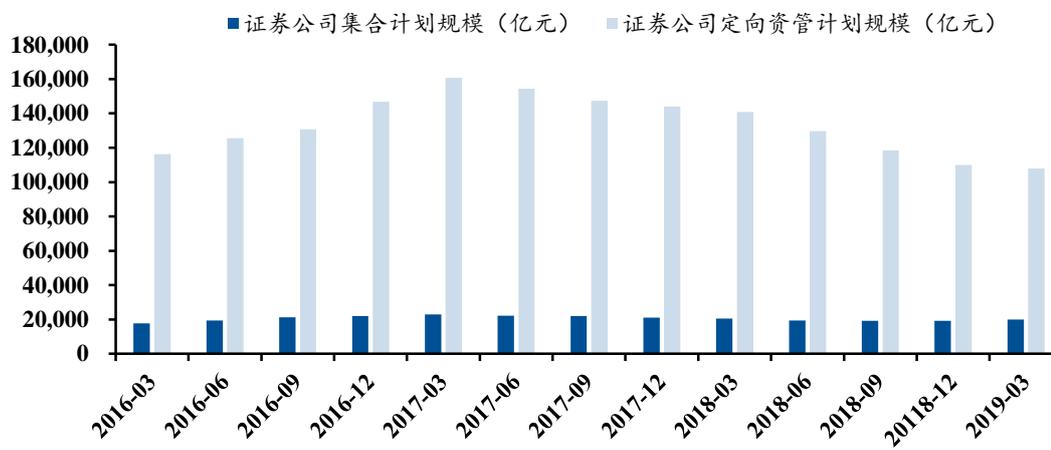
申万宏源	5.4	33%	第一创业	1.6	192%
东方证券	5.3	-8%	西南证券	1.4	-50%
广发证券	5.2	-8%	国海证券	1.3	93%
国信证券	4.9	-12%	财通证券	1.3	97%
东兴证券	4.5	29%	南京证券	1.3	50%
长江证券	4.0	62%	浙商证券	1.2	-25%
天风证券	3.0	27%	中原证券	0.9	182%
兴业证券	2.9	-17%	华林证券	0.4	-71%
长城证券	2.7	-1%	太平洋	0.4	-38%
中国银河	2.6	-23%	华安证券	0.3	-2%
国金证券	2.5	34%	合计	148.5	11%

资料来源：Wind，民生证券研究院

（三）资管业务：主动管理转型稳定业务收入

35家上市券商共实现收入138亿元，同比-3%总体保持稳定，收入占比为8%同比下滑三个百分点。今年以来券商资管总体规模持续下降，截止至一季度资管规模已经降至13万亿元，降幅21%，其中集合计划1.9万亿元下降9%，定向资管计划11万亿元，降幅达到24%。预计随着资管新规过渡期的实施，2019年定向资管计划规模将继续下降，资管业务向主动管理转型将持续推进，为券商提供稳定的业务收入，拥有公募牌照的券商资管将处于优势地位。

图8：“去通道”背景下券商资管规模持续下滑



资料来源：Wind，民生证券研究院

（四）自营和信用业务：资金驱动型业务成为主要收入来源

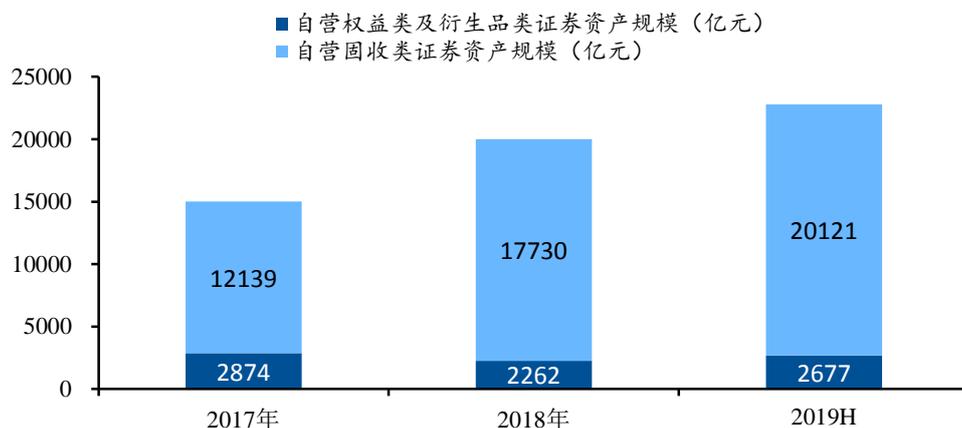
1) 自营弹性显著释放。36家上市券商上半年实现自营业务收入584亿元，同比+89%，收入占比达到32%，远高于其他业务占比，成为上半年最主要的业务收入来源。上半年自营资产规模达到2.3万亿元，较去年末增长了14%，权益类为2677亿元增长18%、固收类达到2万亿元增长了13%，资产配置比例提升“顺势而为”，加大了自营业务收入的弹性。

表 3：2019 年上半年上市券商自营业务增长成为主要收入来源

	自营收入 (亿元)	同比 (%)		自营收入 (亿元)	同比 (%)
中信证券	71.7	45%	山西证券	9.3	51%
海通证券	58.5	213%	财通证券	8.6	16%
国泰君安	44.7	50%	西南证券	8.3	23%
广发证券	40.3	80%	方正证券	7.4	64%
华泰证券	34.3	120%	天风证券	7.4	85%
招商证券	30.0	513%	华西证券	6.6	18%
申万宏源	28.6	37%	长城证券	6.3	40%
兴业证券	24.1	153%	华安证券	6.2	220%
国信证券	23.4	1406%	浙商证券	6.2	101%
中国银河	21.2	708%	国金证券	5.8	63%
光大证券	19.9	57%	国海证券	5.7	-7%
东方证券	16.4	64%	东兴证券	5.1	-46%
长江证券	15.8	245%	中原证券	5.0	211%
中信建投	15.0	-3%	第一创业	4.1	162%
东北证券	11.8	136%	国元证券	3.2	32%
东吴证券	9.9	112%	南京证券	1.4	46%
太平洋	9.7	307%	东方财富	1.3	57%
西部证券	9.5	54%	华林证券	1.3	-5%
			合计	583.9	89%

资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：2019 年上半年自营资产规模较去年末增长了 14%



资料来源：Wind，民生证券研究院

2) 信用业务上半年实现收入 205 亿元同比+70%，收入占比为 11%保持平稳。上半年两融规模增长至 9000 亿元以上，股票质押股数 6100 亿股，总股本占比 9.3%较年初小幅下降。资金型业务已经成为券商业务的主要来源，自营收入+信用收入合计占比达到了 43%，接近半数收入。

表 4：2019 年上半年上市券商信用业务增速达七成

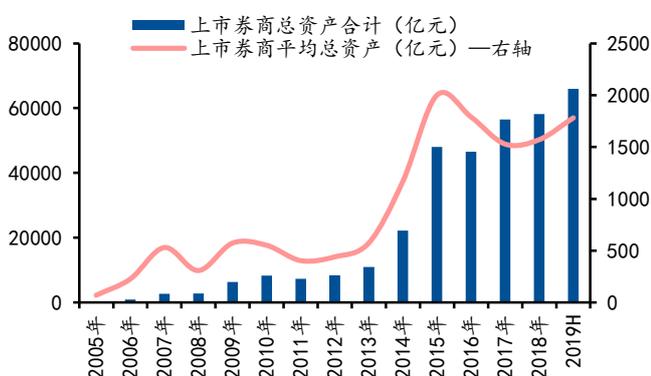
	信用收入 (亿元)	同比 (%)		信用收入 (亿元)	同比 (%)
中信证券	13.8	48%	国元证券	6.0	116%
国泰君安	25.4	-8%	国海证券	2.9	-197%
海通证券	22.5	-7%	华西证券	5.5	152%
中国银河	16.3	29%	西部证券	1.0	2087%
华泰证券	12.7	-3%	财通证券	0.8	-39%
广发证券	15.4	623%	浙商证券	1.7	5%
申万宏源	14.0	83%	长城证券	1.2	345%
招商证券	10.1	93%	西南证券	1.1	-273%
中信建投	8.1	67%	东北证券	(0.8)	亏损
东方证券	5.2	-155%	天风证券	(1.7)	-亏损
国信证券	8.0	-15%	华安证券	2.7	81%
光大证券	7.8	189%	太平洋	(2.0)	172%
兴业证券	4.4	-417%	山西证券	(1.1)	亏损
长江证券	3.5	12%	南京证券	3.6	81%
东吴证券	2.1	-160%	中原证券	0.6	-68%
方正证券	6.9	218%	第一创业	(0.6)	亏损
东兴证券	2.9	-177%	华林证券	0.8	11%
国金证券	3.7	22%	合计	204.8	70%

资料来源：Wind，民生证券研究院

三、投资建议：把握业绩确定性下的配置价值

1) 杠杆小幅提升有望推动 ROE 修复。上半年上市券商整体资产规模保持增长，（总资产/净资产）杠杆比率总体出现上行，剔除客户保证金的权益乘数平均值为 3.3 倍，较去年末的 3.2 倍有小幅提升。

图 10：上半年券商总资产较去年末增长 13%



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 11：上半年券商净资产较去年末小幅提升 5%



资料来源：Wind，民生证券研究院

2) 考虑到去下半年是业绩低点，预计 2019 年上市券商归母净利润增速有望达到 50%。低基数效应下今年券商业绩增速具有较高的确定性。在市场中性假设下，预计上市券商全年归母净利润增速保守预计判断在 30-50% 左右。ROE 有望上升至 6% 左右，盈利能力突出的头部

券商。

表 5：2019 年市场及行业主要数据假设

(亿元)	2018A	2019E 谨慎	2019E 中性	2019E 乐观
日均成交额	3689	4427	4796	5165
同比 (%)	-19%	20%	30%	40%
股权融资规模	12107	12713	13923	14529
同比 (%)	-30%	5%	15%	20%
集合资管规模	19137	17224	18180	20094
同比 (%)	-9%	-10%	-5%	5%
两融+股票质押规模	14865	14865	15573	16281
同比 (%)	5%	5%	10%	15%
自营规模	19992	21991	23990	24990
同比 (%)	33%	10%	20%	25%
总资产	58129	59873	61035	63942
净资产	14995	15595	15745	16195
销售净利率	26%	26%	26%	26%

资料来源：Wind，民生证券研究院

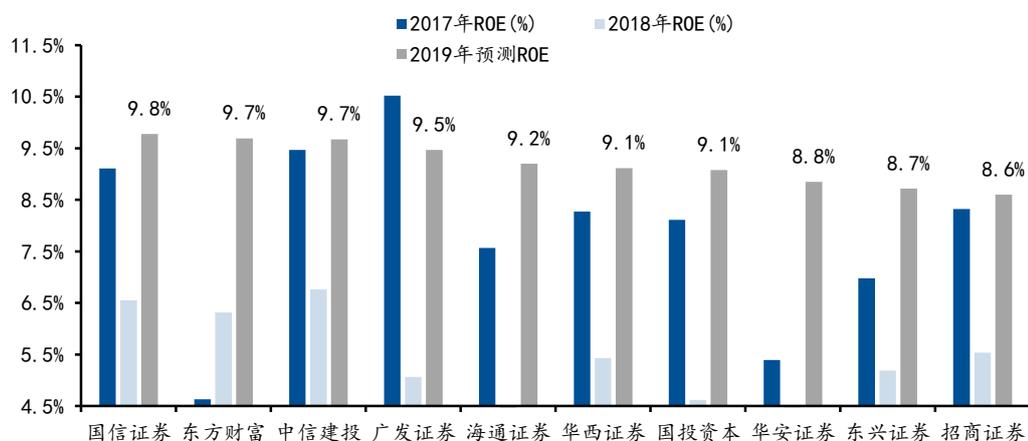
表 6：2019 年上市券商板块业绩预测

(亿元)	2018A	2019E 谨慎	2019E 中性	2019E 乐观
营业收入	2662	2912	3491	3816
同比 (%)	-11%	9%	31%	43%
归母净利润	593	757	908	992
同比 (%)	-39%	28%	53%	67%
经纪业务收入	566	664	719	775
同比 (%)	-20%	17%	27%	37%
投行业务收入	294	298	326	340
同比 (%)	-24%	1%	11%	16%
资管业务收入	284	207	273	342
同比 (%)	-3%	-27%	-4%	20%
信用业务收入	347	365	545	537
同比 (%)	12%	5%	57%	55%
自营业务收入	591	770	960	1125
同比 (%)	-37%	30%	62%	90%
其他收入	580	609	667	696
同比 (%)	56%	5%	15%	20%
ROA	1.0%	1.3%	1.5%	1.6%
ROE	4.0%	4.9%	5.8%	6.1%

资料来源：Wind，民生证券研究院

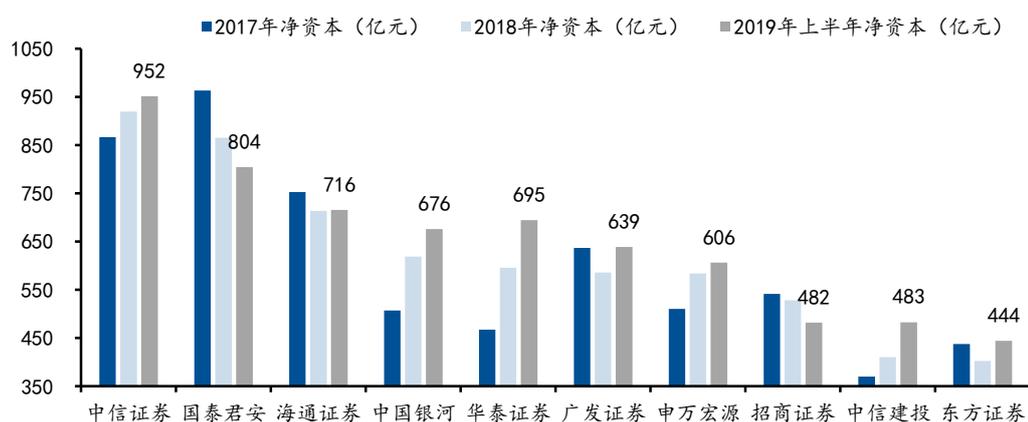
3) 建议把握券商板块业绩确定下估值上修机会。目前板块估值 1.6X 处于中枢区间，较 2017-2018 年平均 1.8X 仍有上修空间，建议关注盈利稳健的优势标的，推荐资本实力、综合规模领先的中信证券，国际化进程加快的华泰证券，以及头部券商中 ROE 靠前的海通证券和招商证券。

图 12: 盈利能力较为突出的券商优势标的



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 13: 净资本规模排名靠前的上市券商



资料来源: Wind, 民生证券研究院

四、风险提示

自营收入不及预期。

插图目录

图 1: 2019 年上半年受益于政策转向市场交易显著回暖	3
图 2: 2019 年上半年两融余额出现明显抬升	3
图 3: 2019 年上半年券商板块估值持续向上修复	4
图 4: 上半年传统轻资产业务的收入占比下降明显	4
图 5: 上半年券商板块集中度出现明显下降	4
图 6: 券商行业佣金率降幅趋缓、财富管理转型效果有所显现	6
图 7: 2019 年上半年股权融资规模小幅下滑	6
图 8: “去通道”背景下券商资管规模持续下滑	7
图 9: 2019 年上半年自营资产规模较去年末增长了 14%	8
图 10: 上半年券商总资产较去年末增长 13%	9
图 11: 上半年券商净资产较去年末小幅提升 5%	9
图 12: 盈利能力较为突出的券商优势标的	11
图 13: 净资本规模排名靠前的上市券商	11

表格目录

表 1: 2019 年上半年上市券商业绩大幅改善	5
表 2: 2019 年上半年上市券商投行业务收入同比+11%	6
表 3: 2019 年上半年上市券商自营业务增长成为主要收入来源	8
表 4: 2019 年上半年上市券商信用业务增速达七成	9
表 5: 2019 年市场及行业主要数据假设	10
表 6: 2019 年上市券商板块业绩预测	10

分析师与研究助理简介

杨柳，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。

陈煜，中国社科院商法学博士，金融学博士后。两年证券行业政策研究经验。2017年加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。