

证券

证券研究报告

2019年09月02日

中报业绩综述：自营提振业绩，杠杆率驱动 ROE 提升

2019年上半年上市券商业绩同比大幅增长59%，自营提振业绩。

36家上市券商实现归母净利润554亿元，YOY+59%，占行业净利润的83%，较上年末下降4个pct。投资收益(+22个pct)是业绩改善的主要驱动因素，上市券商的ROE为3.8%，高于行业水平(3.5%)。中信证券、海通证券、国泰君安、广发证券、华泰证券的归母净利润分别为65/55/50/41/41亿元，YOY+16%/82%/25%/45%/28%。上市券商各项业务规模均有不同程度改善，自营投资业务是杠杆率提升的方向。上市券商净资产1.46万亿元，杠杆率3.17倍，比行业整体高出0.31倍，国泰君安等头部券商主动提升杠杆率，债券自营是主要的配置方向。期末，上市券商的自营资产净值、客户资金余额、两融融出资金均出现明显回暖，而股票质押规模延续收缩态势。

轻资产业务弹性变小，政策优化将提振券商投行业绩。

1) 市场交易量放大，经纪业务收入增速放缓，弹性变小，我们预计是跟佣金率下滑有关，券商对于经纪业务的市场份额争夺日趋激烈。2) 受发行节奏及政策影响，股权承销规模继续回落，债券承销则是驱动投行业务增长的核心因素。下半年关注科创板贡献的业绩增量及政策松绑(并购重组、分拆上市、再融资政策优化等)带来的相关业务增长。3) 资管受到通道类规模持续压缩的影响，业绩下滑。上市券商仍将优化资管业务的结构，中信证券等龙头券商已经拿到“大集合”转公募基金的批文。

重资产业务收入占比日渐提升，是券商提升杠杆率的方向。

1) 自营投资业务贡献业绩弹性。配置结构调整延续以固定收益类投资为主，部分券商提升对权益资产的配置。建议关注《证券公司风险控制指标计算标准》调整带来的券商权益投资的积极变化以及科创板跟投机制下贡献的业绩增量。2) 融资融券规模主要是受到市场需求的影响，而股票质押规模将持续收缩。下半年关注短期融资券的额度提升、金融债发行、转融资费率下调等积极因素带来的券商融资成本的下降。两融交易机制优化提振两融业务需求。股票质押式回购业务不会压制券商估值，关注信用减值损失计提情况。

预计2019年行业净利润1054亿元，YOY+58%。

我们预计2019年证券行业将实现营业收入3634亿元，同比上升36.46%；将实现净利润1054亿元，同比增长58%。预计全行业的ROE为5.18%，预计年末净资产将达到2.03万亿元，同比增长7.59%。

投资建议：推动资本市场改革政策和流动性宽松是应对宏观压力的一大抓手，这对于券商估值的提升有着较长时间的积极影响。行业平均估值1.90x PB，大型券商估值在1.1-1.7x PB之间，行业历史估值的中位数为2.5x PB(2012年至今)。重点推荐海通证券、国泰君安、华泰证券、中信证券。

风险提示：市场低迷导致业绩及估值双重下滑，政策落地不及预期

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-08-30	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600837.SH	海通证券	13.66	买入	0.45	0.86	1.02	1.16	30.36	15.88	13.39	11.78
601211.SH	国泰君安	17.09	增持	0.77	0.97	1.09	1.24	22.19	17.62	15.68	13.78
601688.SH	华泰证券	18.96	增持	0.61	0.89	1.05	1.25	31.08	21.30	18.06	15.17
600030.SH	中信证券	22.32	买入	0.77	1.08	1.07	1.24	28.99	20.67	20.86	18.00

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

夏昌盛

分析师

SAC执业证书编号：S1110518110003
xiachangsheng@tfzq.com

罗钻辉

分析师

SAC执业证书编号：S1110518060005
luozuanhui@tfzq.com

舒思勤

联系人

shusiqin@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《证券-行业点评:券商风控指标:实施逆周期调整,将提振市场活跃度》
2019-08-11

2 《证券-行业点评:券商月报:业绩符合预期,科创板增厚投行业绩》
2019-08-07

3 《证券-行业点评:证券公司2019年分类结果:龙头券商优势明显,迎来加配良机》
2019-07-28

内容目录

1. 2019 年上半年：业绩综述	4
1.1. 证券行业盈利大幅改善，ROE 触底回升	4
1.2. 头部券商业绩稳健增长，中小券商业绩弹性大	6
1.3. 投资收益依旧是第一大收入来源，其他收入占比提升明显	7
1.4. 主要业务规模提升明显，自营投资业务是杠杆率提升的方向	9
2. 上市券商各项主营业务情况分析	10
2.1. 经纪业务：受交易量回升影响，收入同比提升	10
2.2. 投行业务：债券承销提振业绩，政策松绑将提升业务规模	11
2.3. 资管业务：通道类规模压缩拖累业绩增速，优化结构是未来着重点	14
2.4. 投资业务：权益投资收益回升，配置结构调整延续以固收类资产为主	16
2.5. 信用业务：两融与股质规模分化，关注融资成本及信用减值损失计提	18
3. 盈利预测与投资建议	21
3.1. 中性假设下，我们预计 2019 年行业净利润 1054 亿元，同比增长 58%	21
3.2. 投资建议	22

图表目录

图 1：2019 年上半年证券行业收入结构	4
图 2：2018 年证券行业收入结构	4
图 3：证券行业 ROE 与 ROA 情况	5
图 4：证券行业杠杆率情况（单位：倍）	5
图 5：2019 年上半年，上市券商各业务线条经营情况	7
图 6：2019 年上半年上市券商收入归因分析（单位：亿元）	7
图 7：上市券商收入结构	7
图 8：上市券商杠杆率情况（单位：倍）	9
图 9：沪深两市日均成交金额（单位：亿元）	10
图 10：证券行业代理买卖证券业务佣金率情况	10
图 11：上市券商经纪业务收入变动情况（单位：亿元）	11
图 12：A 股首发募集资金情况	11
图 13：A 股再融资募集资金情况	11
图 14：A 股 IPO 发行情况统计	12
图 15：券商债券承销规模（单位：亿元）	13
图 16：截至 2019 年 1 季度，券商资管计划规模为 13.27 万亿元（单位：万亿元）	14
图 17：证券公司私募资产管理月均规模前 20 名（2019 年 1 季度）	15
图 18：证券公司私募主动管理资产月均规模前 20 名（2019 年 1 季度）	15
图 19：沪深 300 指数涨跌幅（单位：%）	16
图 20：中债综合全价（总值）指数涨跌幅（单位：%）	16

图 21: 上市券商自营投资收益情况 (单位: 亿元)	16
图 22: 2019 年上半年两市融资融券余额大幅回升 (单位: 亿元)	19
图 23: 上市券商信用减值损失计提情况 (单位: 亿元)	20
图 24: 券商板块目前估值仍处于中枢以下 (中信行业非银金融-证券)	23
表 1: 证券行业 2019 年上半年净利润 667 亿元, 同比上升 103% (单位: 亿元)	4
表 2: 统计范围内 36 家上市券商 2019 年上半年经营情况 (单位: 亿元)	6
表 3: 2019 年上半年上市券商收入结构	8
表 4: A 股上市证券公司相关业务资产规模情况 (单位: 亿元)	9
表 5: 主要证券公司股权承销规模情况 (单位: 亿元)	12
表 6: 上市券商的证券承销业务净收入情况 (单位: 亿元)	13
表 7: 上市券商受托客户资产管理业务净收入情况 (单位: 亿元)	14
表 8: 上市券商自营固收类配置比例逐年提升, 权益占比下降	17
表 9: 上市券商利息净收入情况 (单位: 亿元)	18
表 10: 主要上市券商融出资金和股票质押式回购余额变动情况 (单位: 亿元)	19
表 11: 证券行业盈利预测核心假设 (单位: 亿元)	21
表 12: 证券行业盈利预测 (单位: 亿元)	21
表 13: 上市券商盈利预测及估值表 (2019 年 8 月 30 日)	23

1. 2019 年上半年：业绩综述

1.1. 证券行业盈利大幅改善，ROE 触底回升

证券业协会对证券公司 2019 年上半年度经营数据进行了统计，131 家证券公司当期实现营业收入 1,789.41 亿元，YOY+41%；净利润 666.62 亿元，YOY+103%；119 家公司实现盈利，较 2018 年增加 13 家，占证券公司总数的 90.84%。2019 年上半年证券行业的净资产回报率为 3.40%。

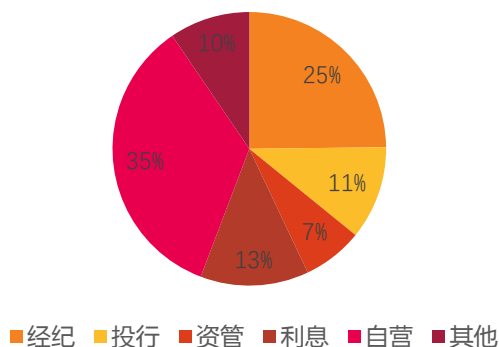
表 1：证券行业 2019 年上半年净利润 667 亿元，同比上升 103%（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2018H1	2019 H1	同比变动(%)
券商数量	129	131	131	131	131	0%
营业收入	3279.94	3,113.28	2,662.87	1265.72	1789.41	41%
代理买卖证券业务净收入	1052.95	820.92	623.42	363.76	444	22%
证券承销与保荐业务净收入	519.99	384.24	258.46	116.86	148.02	27%
财务顾问业务净收入	164.16	125.37	111.5	45.16	49.62	10%
投资咨询业务净收入	50.54	33.96	31.52	14.54	16.94	17%
资产管理业务净收入	296.46	310.21	275	138.88	127.33	-8%
证券投资收益	568.47	860.98	800.27	295.5	620.6	110%
利息净收入	381.79	348.09	214.85	112.92	229.32	103%
净利润	1234.45	1,129.95	666.2	328.61	666.62	103%
盈利券商数量	124	120	106	106	119	12%
总资产（万亿元）	5.79	6.14	6.26	6.38	7.1	11%
净资产（万亿元）	1.64	1.85	1.89	1.86	1.96	5%
客户交易结算资金余额	14400	10,600.00	9,378.91	11100	13000	17%
托管证券市值（万亿）	33.77	40.33	32.62	36.56		-100%
受托管理资金本金总额（万亿）	17.82	17.26	14.11	15.89	13.59	-14%

资料来源：证券业协会，天风证券研究所

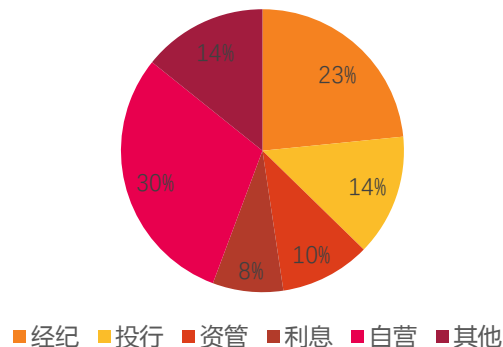
证券行业各主要业务收入均呈现大幅改善的趋势。其中，投资净收益和利息净收入改善的幅度最明显。2019 年上半年，证券投资收益为 620.6 亿元，同比增长 110%，主要是受益于市场环境的改善。利息净收入 229.3 亿元，同比增长 103%，归因于利息收入口径的调整，将债权投资的票息收入划入利息收入的口径。代理买卖证券业务净收入 444 亿元，同比增长 22%，主要是受益于市场交易量回升。证券承销于保荐业务净收入 148 亿元，同比增长 27%，财务顾问业务净收入 49.6 亿元，同比增长 10%。资产管理业务净收入 127.3 亿元，同比下降 8%，主要是受到券商资管规模收缩的影响。

图 1：2019 年上半年证券行业收入结构



资料来源：证券业协会，天风证券研究所

图 2：2018 年证券行业收入结构

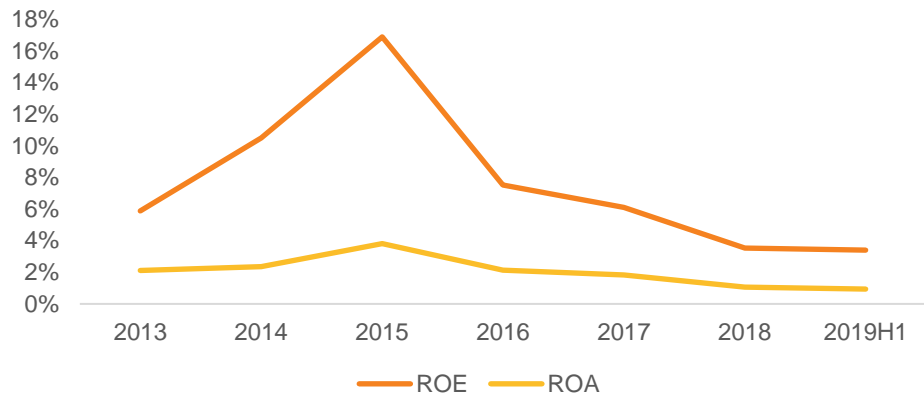


资料来源：证券业协会，天风证券研究所

自营是第一大收入来源。2019年上半年，自营、经纪、投行、资管、利息净收入、其他的收入占比分别为34.7%、24.8%、11.0%、7.1%、12.8%和9.8%。相对于2018年，收入占比提升的分别是自营、经纪和利息净收入，分别提升4.6个pct、1.4个pct和4.7个pct。其他、投行、资管业务收入占比均有不同程度的下滑。

我们此前在2018年上市券商业绩综述报告中提及“2018年将是证券行业ROE的阶段性低点，2019年将探底回升”，而实际情况符合我们的判断。对于下一阶段行业ROE的表现，我们认为在资本市场保持平稳的情况下，证券行业的ROE预计将维持约5-7%之间的水平，但是大券商与行业ROE之间的差距将逐渐拉大，中信证券等龙头券商ROE拐点将现。

图3：证券行业ROE与ROA情况

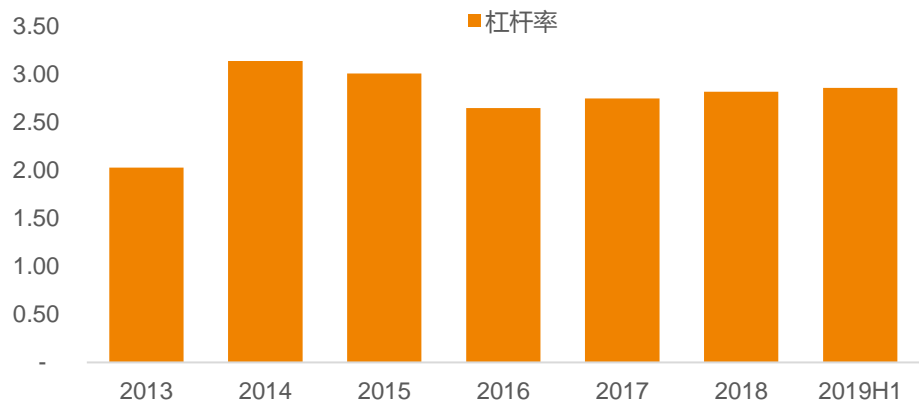


资料来源：证券业协会，天风证券研究所

证券行业总资产和净资产规模持续提升。2019年上半年行业总资产为7.10万亿元，较2018年末增长13.5%，行业总资产自2013年以来快速提升。净资产为1.96万亿元，较2018年末增长3.7%，净资产快速提升主要是源于牛市利润转结以及增资扩股。净资本为1.62万亿元，客户交易结算资金余额（含信用交易资金）1.37万亿元，受托管理资金本金总额13.59万亿元。

2016年以来证券行业杠杆率稳步提升。证券行业杠杆率自从2014年有明显提升后，基本上维持在一个稳定的水平，2018年行业整体杠杆率相较于2017年略有提升，而2019年上半年证券行业的杠杆率相对2018年继续提升，至于未来行业杠杆率的提升需要根据业务（主要是创新业务）发展需求来定。

图4：证券行业杠杆率情况（单位：倍）



资料来源：证券业协会，天风证券研究所

1.2. 头部券商业绩稳健增长，中小券商业绩弹性大

2019年上半年，36家上市券商业绩大幅改善。36家上市证券公司实现归母净利润554亿元，YOY+59%，占证券行业整体净利润的83%，占比较上年末下降4个pct。上市券商的ROE为3.8%，高于行业水平（3.5%）。中信证券、海通证券、国泰君安、广发证券、华泰证券归母净利润分别为64.5/55.3/50.2/41.4/40.6亿元，YOY+16%/82%/25%/45%/28%，业绩稳健增长。中小券商因业绩基数低及自营改善明显，净利润增幅大，东吴证券（YOY+2758%）、山西证券（YOY+288%）、国海证券（YOY+281%）。

表 2：统计范围内 36 家上市券商 2019 年上半年经营情况（单位：亿元）

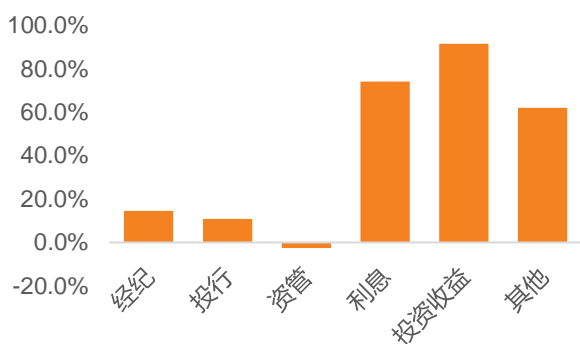
公司名称	归母净利润	净利同比	净资产	ROE	净资本
中信证券	64.5	15.8%	1,560	4.13%	951.6
海通证券	55.3	82.3%	1,224	4.52%	715.8
广发证券	41.4	44.8%	899	4.60%	639.2
国泰君安	50.2	25.2%	1,288	3.90%	804.2
华泰证券	40.6	28.4%	1,168	3.47%	694.6
申万宏源	32.0	55.0%	805	3.98%	606.4
招商证券	35.0	93.9%	822	4.26%	481.7
东方证券	12.1	69.0%	527	2.30%	444.2
兴业证券	13.3	94.2%	339	3.94%	279.5
国信证券	26.0	124.4%	539	4.82%	402.8
中国银河	26.0	97.9%	681	3.81%	676.2
光大证券	16.1	66.1%	486	3.31%	361.6
中信建投	23.3	37.6%	488	4.78%	482.9
长江证券	10.9	187.6%	274	3.96%	229.6
东北证券	5.9	137.2%	152	3.88%	127.9
方正证券	7.6	270.9%	383	1.99%	174.4
东吴证券	7.5	2758.3%	206	3.64%	151.9
山西证券	4.3	288.3%	125	3.41%	92.0
西部证券	4.6	84.2%	178	2.60%	158.2
浙商证券	4.8	20.0%	145	3.33%	137.0
财通证券	7.3	25.3%	202	3.63%	153.6
西南证券	4.9	61.0%	190	2.58%	129.0
国金证券	6.2	25.3%	201	3.09%	169.8
华西证券	8.5	58.9%	191	4.47%	164.9
天风证券	1.7	-27.5%	120	1.40%	92.7
东兴证券	8.6	50.0%	200	4.32%	168.9
长城证券	5.0	59.2%	164	3.03%	126.0
华安证券	5.6	127.8%	127	4.39%	104.7
国元证券	4.3	86.7%	246	1.76%	159.6
国海证券	3.9	280.7%	139	2.80%	134.9
第一创业	2.1	189.4%	87	2.39%	64.8
太平洋	3.6	-439.6%	102	3.51%	97.6
中原证券	2.4	64.6%	102	2.35%	67.8
南京证券	3.8	106.0%	107	3.58%	84.5
华林证券	1.8	-1.4%	51	3.60%	46.5
红塔证券	2.9	251.9%	128	2.28%	146.1
合计	554.0	59.0%	14,646	3.8%	10523.3

资料来源：公司公告，天风证券研究所

收入端：2019 年上半年上市券商分业务条线来看，除资管业务外，其他均实现增长。其中，投资收益（YOY+92%）、其他收入（YOY+62%）、利息净收入（YOY+74%）业绩改善明显。受资管新规落地等因素影响，券商资管正在向主动管理转型，资管业务收入出现一定程度的下滑，同比下降 2.6%。经纪业务和投行业务实现小幅增长，上半年的同比增速分别为 14.6%和 10.9%。

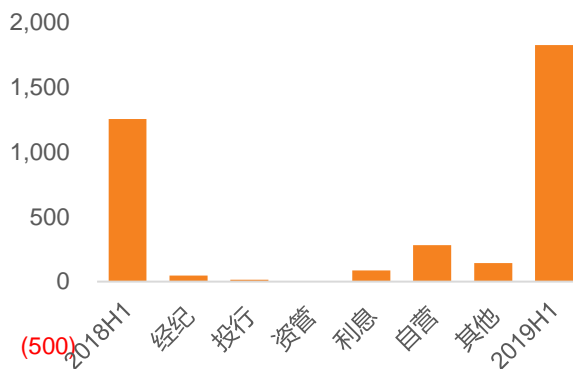
收入归因分析：2019 年上半年上市券商营业收入同比上升 45%，按照各个业务条线的归因，投资收益（+22 个 pct）是业绩改善的主要驱动因素，传统的收费类业务经纪业务（+4 个 pct）、投行业务（+1 个 pct）、资管业务（-0.29 个 pct），略低于市场预期，反映传统业务转型压力大。其他收入（+11 个 pct）、利息净收入（+7 个 pct）也对业绩有正贡献。其他收入占比提升除了因为部分券商将大宗商品销售收入（利润率极低）纳入统计口径外，也涵盖了国际业务、子公司业务收入等，反映券商多元化经营初见成效。

图 5：2019 年上半年，上市券商各业务条线经营情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：2019 年上半年上市券商收入归因分析（单位：亿元）

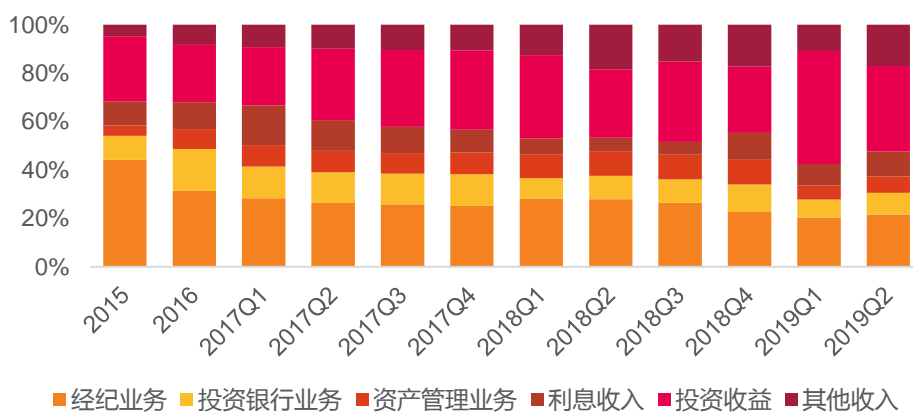


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 投资收益依旧是第一大收入来源，其他收入占比提升明显

二季度市场有所回落的背景下，投资收益占比略有回落，但依然是第一大收入来源。2019 年上半年，上市券商的投资收益、经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、利息收入、其他收入的占比分别为 35.3%、21.6%、8.9%、6.8%、10.3%和 17.1%。除了投资收益外（占比提升 9 个 pct），各项业务的收入占比均有不同程度的回落。自营业务收入占比进一步提升，一方面是由于股指上涨，与市场行情关联的公允价值变动损益同比大幅增加，另一方面也凸显传统业务的转型压力。

图 7：上市券商收入结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

36 家上市券商中，投资收益占营业收入比重大于上市券商平均值（35.3%）的共有 12 家。中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券等头部券商收入结构相对均衡，投资收益占比分别为 32.9%、33.0%、31.7%和 30.9%。太平洋（90.2%）、红塔证券（84.3%）、西南证券（48.6%）、西部证券（45.6%）、华安证券（43.3%）等中小型券商投资收益收入占比较高。中信建投的投资银行业务收入占比领跑 36 家上市券商，占比高达 27.5%，东兴证券次之（23.9%）。

表 3：2019 年上半年上市券商收入结构

2019H1	经纪业务	投资银行业务	资产管理业务	利息收入	投资收益	其它收入
中信证券	17.4%	8.3%	12.2%	6.3%	32.9%	22.8%
国泰君安	22.4%	7.6%	6.2%	18.1%	31.7%	14.1%
海通证券	10.7%	9.3%	6.4%	12.7%	33.0%	27.9%
广发证券	19.4%	4.4%	16.7%	12.9%	33.8%	12.9%
华泰证券	20.2%	5.4%	12.6%	11.4%	30.9%	19.5%
申万宏源	20.3%	5.1%	5.2%	13.4%	27.3%	28.7%
招商证券	25.4%	7.6%	5.9%	11.9%	35.1%	14.0%
中国银河	33.1%	3.5%	4.4%	22.1%	28.7%	8.1%
国信证券	34.8%	7.5%	1.7%	12.2%	35.7%	8.0%
光大证券	23.5%	13.6%	6.9%	13.3%	34.0%	8.8%
方正证券	42.3%	6.3%	4.4%	19.1%	20.7%	7.1%
东方证券	9.6%	6.5%	10.3%	6.4%	20.3%	46.8%
长江证券	27.7%	10.6%	5.1%	9.5%	42.3%	4.7%
东吴证券	20.7%	8.9%	3.2%	7.7%	36.9%	22.6%
国元证券	23.4%	13.2%	2.3%	38.1%	20.0%	3.1%
东北证券	11.0%	4.6%	1.5%	-2.0%	30.4%	54.5%
西部证券	19.9%	8.0%	0.7%	4.9%	45.6%	20.9%
国海证券	16.3%	7.2%	7.2%	15.8%	30.8%	22.7%
中原证券	23.4%	7.0%	3.2%	4.7%	38.9%	22.9%
太平洋	16.4%	3.4%	5.8%	-18.7%	90.2%	3.0%
华安证券	27.0%	1.7%	3.2%	18.5%	43.3%	6.3%
第一创业	13.1%	13.7%	28.9%	-4.9%	34.4%	14.8%
山西证券	8.9%	5.3%	2.2%	-3.5%	29.8%	57.2%
国金证券	31.6%	13.1%	2.5%	19.5%	30.2%	3.0%
西南证券	19.8%	8.0%	1.6%	6.3%	48.6%	15.8%
东兴证券	21.0%	23.9%	9.8%	15.3%	27.2%	2.8%
兴业证券	11.5%	4.2%	2.1%	6.3%	34.3%	41.6%
浙商证券	18.7%	4.6%	4.3%	6.3%	23.1%	43.0%
华西证券	28.6%	9.0%	1.6%	27.5%	32.9%	0.4%
财通证券	19.8%	5.5%	17.5%	3.6%	37.5%	16.0%
中信建投	25.4%	27.5%	5.6%	13.8%	25.4%	2.4%
华林证券	31.7%	8.4%	11.8%	18.7%	28.2%	1.2%
长城证券	20.4%	15.5%	5.6%	7.0%	36.0%	15.4%
天风证券	17.3%	16.8%	18.2%	-9.2%	40.5%	16.4%
南京证券	31.2%	12.5%	3.0%	36.0%	14.4%	2.9%
红塔证券	13.4%	3.8%	5.5%	-9.2%	84.3%	2.3%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.4. 主要业务规模提升明显，自营投资业务是杠杆率提升的方向

2019 年上半年末，上市证券公司总资产 6.39 万亿元，较 2018 年末增加 13.2%，占行业总资产的 90%。剔除客户资金（含信用交易、代理承销款）后，上市证券公司的自有资产总额 5.20 万亿元，较 2018 年末增加 9.45%，占行业自有总资产的 91%。上市证券公司的净资产为 14646 亿元，占行业净资产的比例为 75%，较上年末提升 0.45 个百分点。截至 2019 年中，上市证券公司平均杠杆率 3.17 倍，比行业整体高出 0.31 倍。2019 年中，上市券商杠杆率提升较快的券商包括中信建投（+0.65 倍）、华西证券（+0.61 倍）、华泰证券（+0.56 倍）、浙商证券（+0.47 倍）和国泰君安（+0.44 倍），杠杆率较高的上市证券公司包括国海证券（4.14 倍）、中信建投（4.02 倍）、东方证券（4.00 倍）、海通证券（3.94 倍）和山西证券（3.83 倍）。

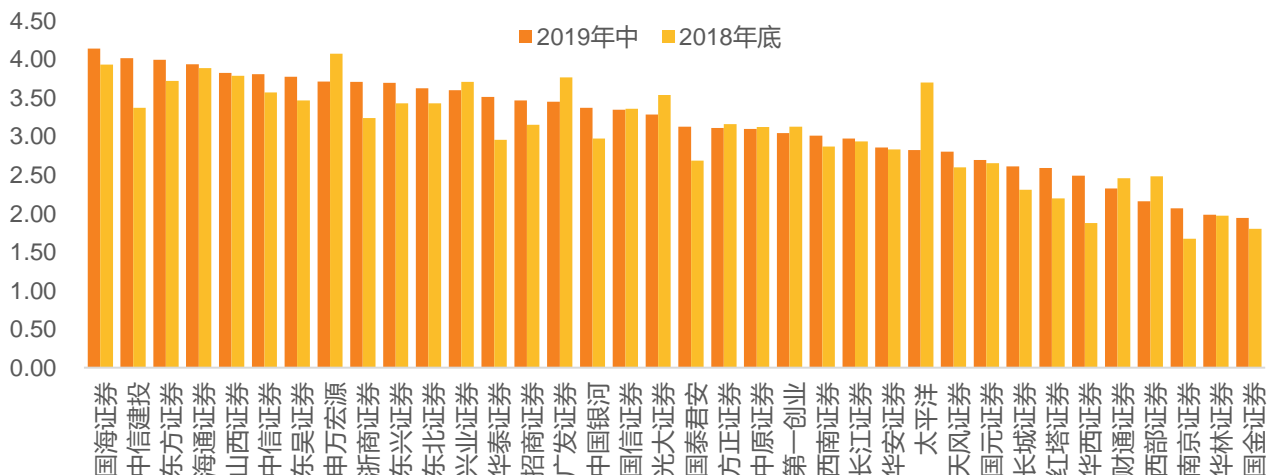
与 18 年末相比，上市券商的各项业务规模均有不同程度改善。自营资产净值、客户资金余额、两融融出资金均出现明显回暖，而股票质押业务规模则延续 18 年以来的收缩态势，反映了经过 18 年股票业务风险集中暴露后，各家券商主动调整资产配置结构。

表 4：A 股上市证券公司相关业务资产规模情况（单位：亿元）

单位：亿元	2019/6/30	2018/12/31	增减变化	增减幅度
总资产	63,929	56,450	7,479	13.2%
净资产	14,646	14,038	608	4.3%
客户资金余额	11,930	8,943	2,987	33.4%
资产管理业务受托资金（行业总体）	132,718	133,569	-851	
融出资金	7,380	6,350	1,030	16.2%
股票质押表内规模	4,338	5,062	-724	-14.3%
自营资产净值	30,913	26,372	4,542	17.2%
上市券商杠杆率（倍）	3.17	3.05	0.12	3.8%
行业杠杆率（倍）	2.86	2.82	0.04	1.42%

资料来源：公司公告，证券业协会，天风证券研究所

图 8：上市券商杠杆率情况（单位：倍）



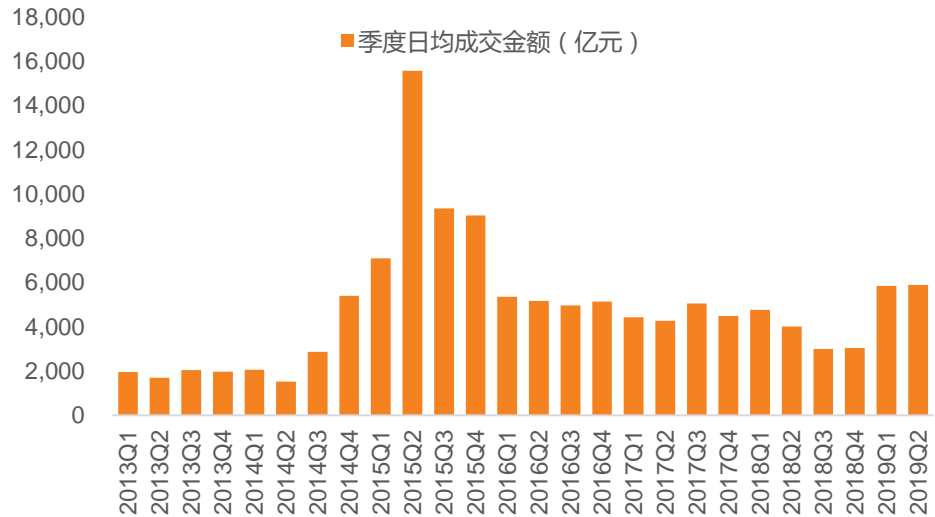
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 上市券商各项主营业务情况分析

2.1. 经纪业务：受交易量回升影响，收入同比提升

2019 年上半年两市成交量大幅回升，上市券商经纪业务同比提升 14.56%。2019 年 1 季度和 2 季度的日均成交金额分别为 5850 亿元和 5894 亿元，是 2015 年四季度以来的最高点。截至 2019 年上半年，两市日均成交额 5874 亿元，同比增长 34%。35 家上市券商的经纪业务收入为 369 亿元，同比提升 14.56%，收入占比 22.2%，仅次于投资收益。2019 年上半年经纪业务弹性有所下降，收入增速远低于两市成交金额的增速，我们预计主要是因为是在市场回暖的背景下上市券商为了提升经纪业务市场份额，所以佣金率进一步下降。

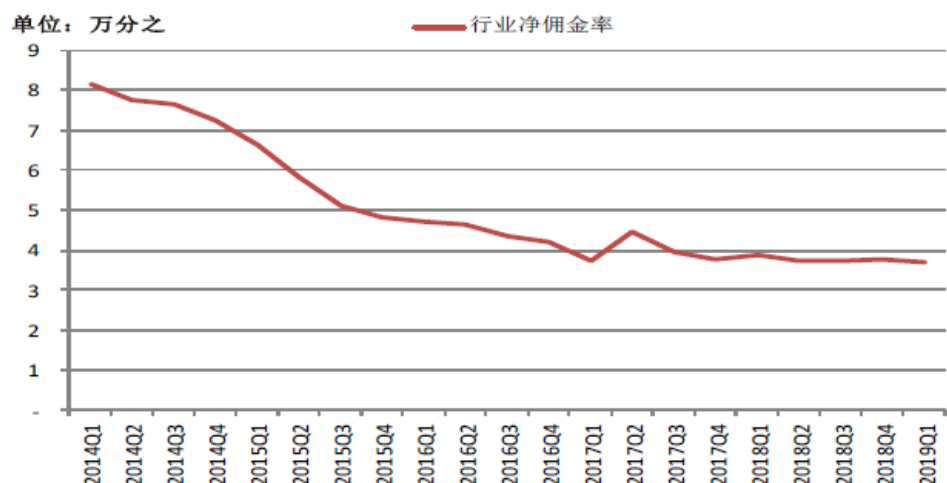
图 9：沪深两市日均成交金额（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

根据证券业协会公布的数据，截至 2019 年 1 季度行业平均净佣金率为万分之 3.68，同比下降万分之 0.2，较 2018 年全年的平均净佣金率下降万分之 0.08。2019 年上半年，行业平均佣金净费率为万分之 3.09，延续了下降的态势。

图 10：证券行业代理买卖证券业务佣金率情况



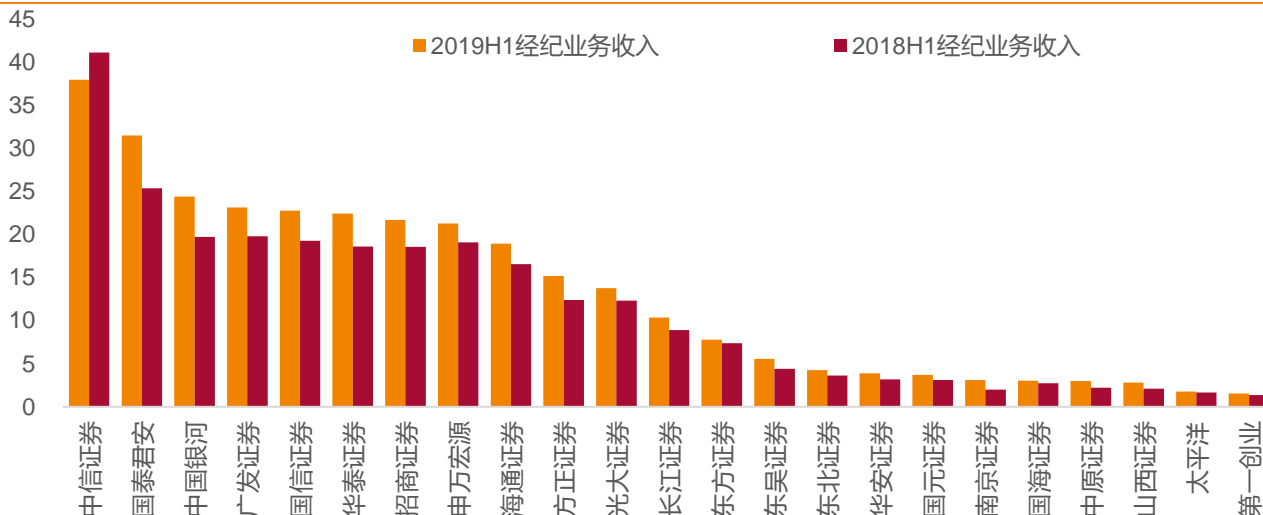
资料来源：证券业协会，天风证券研究所

上市券商中经纪业务收入超过 20 亿元的共有八家券商，分别是中信证券（37.99 亿元）、国泰君安（31.50 亿元）、中国银河（24.41 亿元）、广发证券（23.15 亿元）、国信证券（22.76 亿元）、华泰证券（22.43 亿元）、招商证券（21.70 亿元）、申万宏源（21.29 亿元）。这八家券商经纪业务收入合计 205 亿元，占上市券商经纪业务收入的 55.6%，较 2018 年中下降

0.74 个 pct。

从同比变动幅度看，2 家上市券商代理买卖证券业务净收入出现下滑。其中，中信证券同比下降 7.62%，我们判断主要是因为中信证券的股基交易金额的市场份额在下降所致的。中信证券的代理股票基金交易总额 8.2 万亿元，股基市场份额为 5.83%，同比下降 0.27pct。华泰证券股基市场份额提升 0.22 个 pct 至 7.72%，继续保持市场第一的位置。

图 11：上市券商经纪业务收入变动情况（单位：亿元）

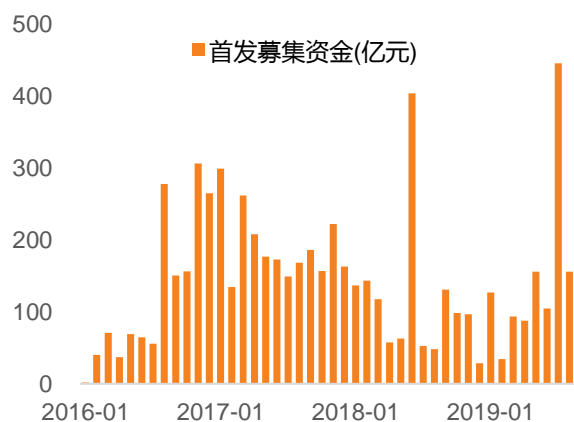


资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 投行业务：债券承销提振业绩，政策松绑将提升业务规模

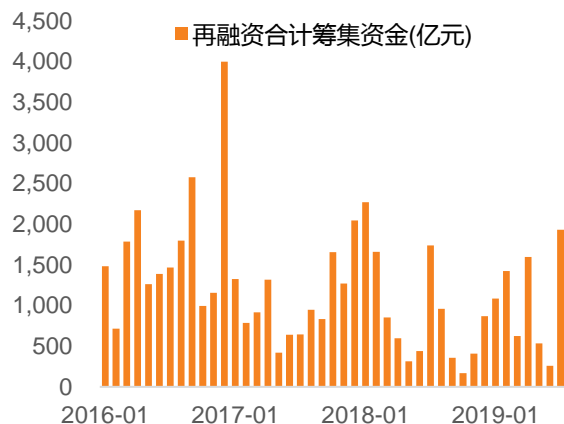
受发行节奏影响，传统 IPO 维持常态发发行，但是提升有空有限。2019 上半年，证券公司的股权承销规模为 6125 亿元，同比下降 13.17%。其中，IPO 发行数量为 66 家，募集资金金额为 603 亿元，同比下降 35%。IPO 平均单价募集资金金额为 19.42 亿元，较 2018 年的平均值（13.13 亿元）继续提升。IPO 承销规模 TOP5 份额合计为 54%，较 2018 年下降 11 个 pct，但是我们维持 A 股 IPO 承销集中度继续提升的判断。**受到监管政策的影响，传统股票增发业务持续萎缩。**2019 年上半年再融资募资规模 5521 亿元，同比下降 10%。

图 12：A 股首发募集资金情况



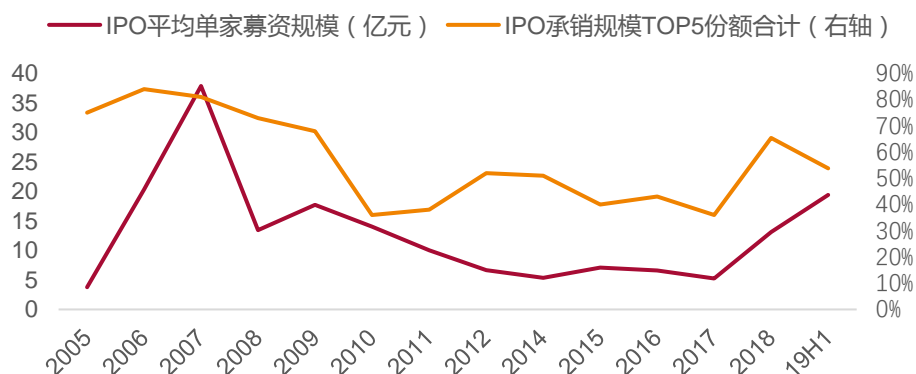
资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：A 股再融资募集资金情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 14: A 股 IPO 发行情况统计



资料来源: wind, 天风证券研究所

中信证券、中金公司、招商证券、中信建投的 IPO 承销规模分别为 151 亿元、59 亿元、45 亿元、44 亿元, 同比分别+78%、-82% (2018 年工业富联大额 IPO 影响)、+37%、-62%。中信证券、中金公司、中银国际、华泰联合在再融资业务处于领先地位, 承销规模分别为 744 亿元、300 亿元、283 亿元、263 亿元, 同比分别为提升 50%、161%、254%和 51%。

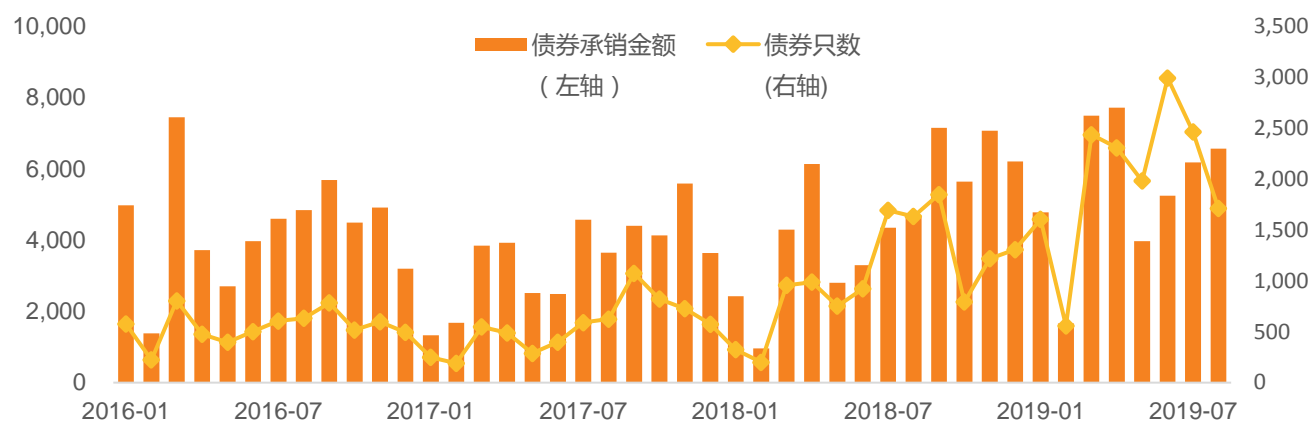
表 5: 主要证券公司股权承销规模情况 (单位: 亿元)

	2019H1 IPO 承销规模	2018H1 IPO 承 销规模	YOY	公司	2019H1 再融资 规模	2018H1 再融资 规模	YOY
中信证券	151	85	78%	中信证券	744	494	50%
中金公司	59	333	-82%	中金公司	300	115	161%
招商证券	45	33	37%	中银国际	283	80	254%
中信建投	44	116	-62%	华泰联合	263	174	51%
中泰证券	35	-	-	国泰君安	221	333	-34%
长江证券	35	3	980%	中信建投	163	484	-66%
东兴证券	28	8	231%	平安证券	137	8	1679%
国泰君安	17	29	-40%	广发证券	112	31	255%
华泰联合	14	86	-84%	高盛高华	70	24	189%
国信证券	13	34	-61%	瑞银证券	69	7	879%
申万宏源	13	-	-	国信证券	62	94	-34%
东吴证券	13	5	142%	中国银河	52	-	-
光大证券	12	-	-	国元证券	51	2	2518%
安信证券	12	5	145%	东方花旗	50	30	67%
华西证券	12	-	-	兴业证券	50	20	147%
海通证券	11	13	-17%	海通证券	44	51	-12%
东北证券	10	-	-	华福证券	43	72	-40%
广发证券	10	21	-50%	红塔证券	43	-	-
东方花旗	10	8	22%	招商证券	42	61	-32%
西部证券	10	-	-	民生证券	37	29	29%

资料来源: wind, 天风证券研究所

2019 年上半年, 国内债券市场融资规模整体保持增长。证券公司承销的债券总规模为 3.09 万亿元, 同比增长 55%。信用债、金融债、公司债、企业债、银行间市场债务融资工具 (含短期融资券、中期票据、定向工具等) 和资产支持证券等债券细分品种均保持了较为强劲的增长势头。在流动性整体宽松, 债市利率回归低位的情况下, 我们判断下半年国内债券市场融资规模整体有望维持高增长, 有望增厚证券公司债券承销业务收入。

图 15: 券商债券承销规模 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

36 家上市券商的证券承销业务净收入合计 149 亿元, 同比增长 11%。投行业务实现同比增长主要是得益于债券承销规模的回升。展望下半年科创板的推出有望带来业绩增量, 科创板的承销业务收入将在 3 季报中体现。而从更为长远的角度看, 科创板的推出对作为中介机构的证券公司投行业务竞争格局带来重大影响, 预计投行业务将进一步向龙头券商集中。

近期证监会召集会议, 对资本市场深化改革方案进行研讨细化, 方案已经基本成型。未来将在基础制度改革、完善多层次资本市场体系、法治保障、提升上市公司质量、引导长期资金入市等方面迎来重大变革。证监会易会满主席在今年 5 月讲话中透露完善基础制度的方向包括“适度优化再融资、并购重组、减持、分拆上市等一系列制度, 大力发展直接融资特别是股权融资”。6 月至今, 并购重组、分拆上市等制度建设已经落地, 政策松绑进度超预期。我们判断接下来再融资和减持政策大概率会放松, 从而导致明年相关业务的大幅增长, 并大幅增厚投行业务收入。

表 6: 上市券商的证券承销业务净收入情况 (单位: 亿元)

公司名称	2019H1	2018H1	YOY	公司名称	2019H1	2018H1	YOY
中信证券	18.04	17.50	3.1%	东吴证券	2.37	2.26	4.8%
海通证券	16.47	15.25	8.0%	方正证券	2.27	1.24	83.2%
中信建投	16.21	14.21	14.1%	国元证券	2.09	1.50	39.1%
国泰君安	10.64	10.50	1.4%	华西证券	1.81	0.52	244.9%
光大证券	7.99	3.62	120.7%	东北证券	1.79	0.90	98.4%
招商证券	6.52	5.83	11.9%	山西证券	1.66	0.97	71.2%
华泰证券	6.04	8.08	-25.2%	西部证券	1.66	1.15	43.4%
申万宏源	5.38	4.03	33.5%	第一创业	1.62	0.55	192.5%
东方证券	5.29	5.76	-8.1%	西南证券	1.36	2.70	-49.6%
广发证券	5.21	5.66	-8.0%	国海证券	1.34	0.69	93.2%
国信证券	4.89	5.58	-12.4%	财通证券	1.27	0.64	97.1%
东兴证券	4.51	3.49	29.2%	南京证券	1.25	0.84	50.0%
长江证券	3.96	2.44	62.5%	浙商证券	1.24	1.65	-25.0%
天风证券	3.05	2.41	26.5%	中原证券	0.90	0.32	182.2%
兴业证券	2.95	3.55	-17.0%	华林证券	0.38	1.30	-70.6%
长城证券	2.70	2.71	-0.6%	太平洋	0.36	0.59	-37.9%
中国银河	2.55	3.33	-23.5%	红塔证券	0.29	0.27	8.5%
国金证券	2.51	1.87	34.3%	华安证券	0.25	0.26	-1.6%
合计	148.82	134.18	10.91%				

资料来源: 公司公告, 天风证券研究

2.3. 资管业务：通道类规模压缩拖累业绩增速，优化结构是未来着重点

证券公司通道类资管规模延续收缩趋势。截至 2019 年 1 季度，券商资管规模 13.27 万亿元，比 18 年 1 季度减少 19%，比 18 年底继续减少 1%，主要是定向资管受托资金规模下降所致，分别较 18 年 1 季度和 18 年底下降 23%和 2%。以通道为主的定向资管规模仍占 81%，体现证券公司主动管理能力的产品规模仍需提升。

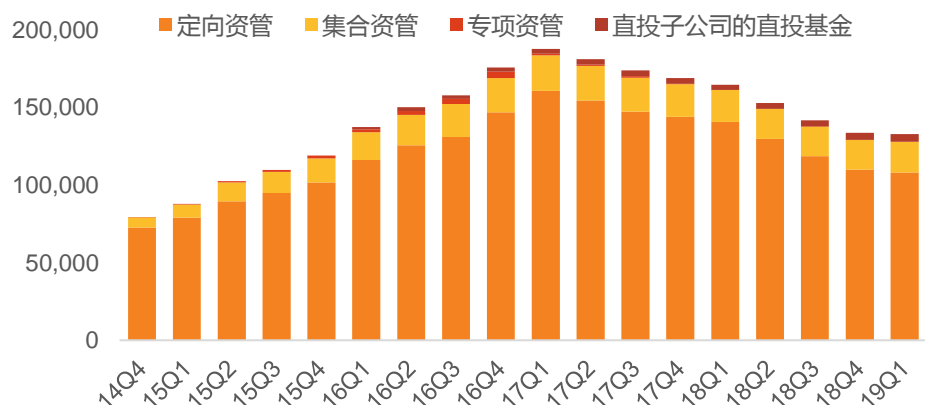
上市券商受托客户资产管理业务净收入合计 139 亿元，同比下滑 2.6%。资管业务收入下滑主要是券商资管业务规模持续压缩，尤其是通道类业务规模。应监管要求部分上市券商旗下的“大集合”产品到期后不再续期导致收入受影响。随着监管对于“大集合”转公募基金审批逐渐加快，以及符合监管规定的新产品规模逐步增加后，集合资管规模有望回升。

表 7：上市券商受托客户资产管理业务净收入情况（单位：亿元）

公司名称	2018Q1-Q2	2019Q1-Q2	同比	公司名称	2018Q1-Q2	2019Q1-Q2	同比
中信证券	29.11	26.66	-8.41%	国海证券	0.71	1.34	88.18%
广发证券	18.61	19.93	7.11%	浙商证券	1.12	1.14	1.42%
华泰证券	11.79	13.99	18.70%	国信证券	1.23	1.12	-9.31%
海通证券	8.68	11.44	31.74%	长城证券	1.06	0.97	-8.03%
国泰君安	8.08	8.70	7.76%	东吴证券	0.88	0.85	-3.06%
东方证券	15.03	8.34	-44.54%	山西证券	0.75	0.70	-6.70%
申万宏源	7.19	5.47	-23.87%	太平洋	0.95	0.62	-34.32%
招商证券	6.06	5.07	-16.33%	东北证券	0.80	0.58	-27.45%
光大证券	3.41	4.02	17.95%	华林证券	0.44	0.54	21.61%
财通证券	2.49	4.00	60.93%	国金证券	0.78	0.49	-37.67%
第一创业	2.73	3.42	25.48%	华安证券	0.49	0.45	-6.95%
中信建投	2.99	3.30	10.48%	红塔证券	0.38	0.41	8.50%
天风证券	3.31	3.29	-0.55%	中原证券	0.53	0.41	-22.79%
中国银河	3.82	3.26	-14.78%	国元证券	0.31	0.36	15.33%
长江证券	2.18	1.92	-12.20%	华西证券	0.75	0.31	-58.09%
东兴证券	1.63	1.84	12.76%	南京证券	0.30	0.30	2.32%
方正证券	1.53	1.59	3.62%	西南证券	0.58	0.27	-52.82%
兴业证券	1.37	1.48	7.69%	西部证券	0.33	0.15	-53.79%
合计	142.42	138.78	-2.56%				

资料来源：公司公告，天风证券研究所

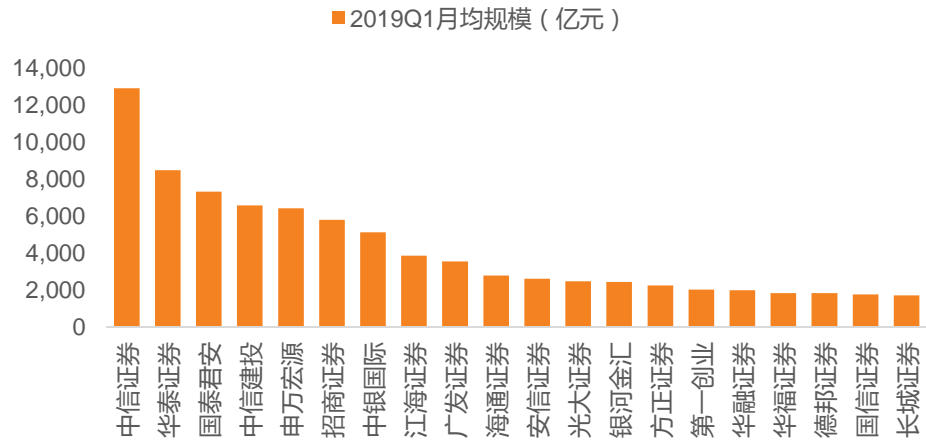
图 16：截至 2019 年 1 季度，券商资管计划规模为 13.27 万亿元（单位：万亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

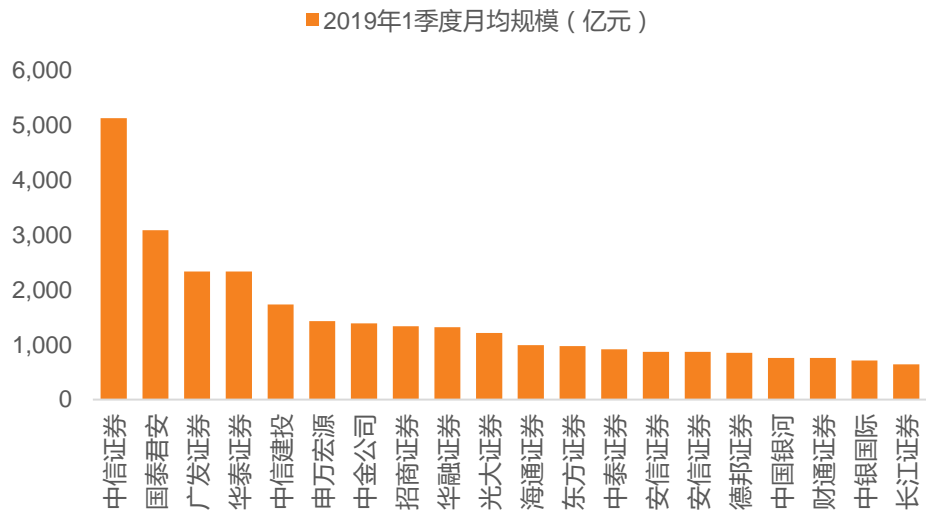
上市券商资管业务规模下滑，提升主动管理规模占比，压实资管业务的质量。根据中国证券投资基金业协会数据，截至 2019 年 1 季度，证券公司私募资产管理月均规模前五的分别是中信证券（12941 亿元）、华泰证券（8491 亿元）、国泰君安（7325 亿元）、中信建投（6589 亿元）和申万宏源（6426 亿元）。其中，主动管理资产月均规模前五的分别是中信证券（5131 亿元）、国泰君安（3086 亿元）、广发证券（2336 亿元）、华泰证券（2335 亿元）和中信建投（1734 亿元）。

图 17：证券公司私募资产管理月均规模前 20 名（2019 年 1 季度）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 18：证券公司私募主动管理资产月均规模前 20 名（2019 年 1 季度）

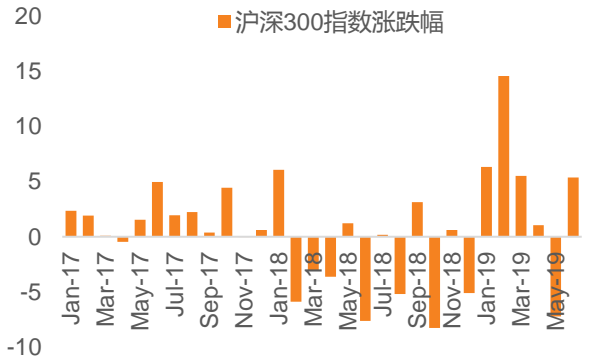


资料来源：wind，天风证券研究所

2.4. 投资业务：权益投资收益回升，配置结构调整延续以固收类资产为主

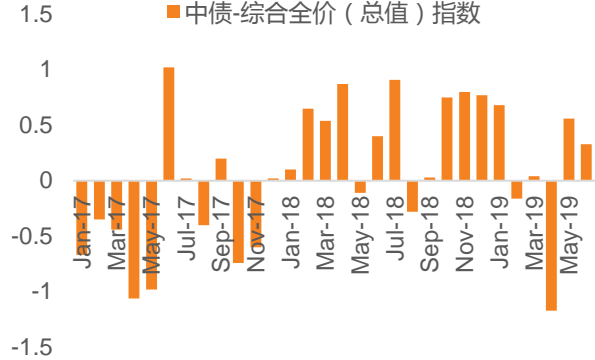
2019 年上半年，上证综指较年初上涨 19.45%，一季度 A 股市场各大指数均有所上涨，市场表现超预期；二季度 A 股市场整体偏弱，在震荡的过程中展现出结构性分化特征。2019 年上半年，沪深 300 指数累计上升 27.07%，2018 年上半年累计下滑 12.90%；创业板指数累计上升 20.87%，2018 年上半年累计下跌 8.33%。中债全价指数 2019 年上半年累计上涨 0.24%，2018 年累计上涨 4.79%，2017 年累计下跌 3.38%。

图 19：沪深 300 指数涨跌幅（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

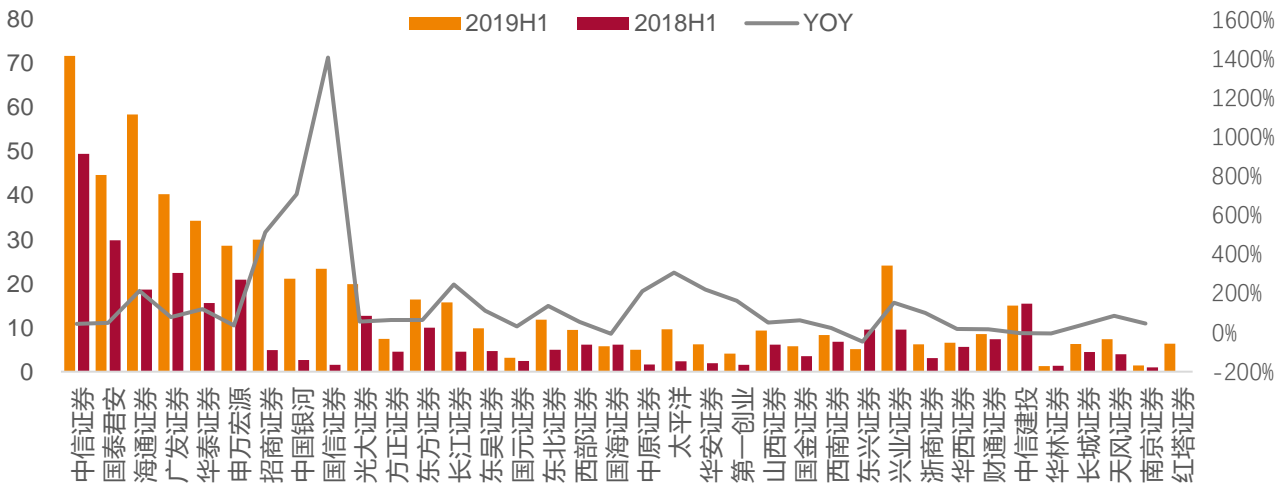
图 20：中债综合全价（总值）指数涨跌幅（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

随着证券市场回暖，投资收益回升，券商自营贡献业绩弹性。统计范围内 36 家上市券商上半年自营投资收益（自营投资收益=投资净收益+公允价值变动净收益-对联营企业和合营企业的投资收益）收入 589 亿元，同比增长 92%。其中，投资净收益为 476 亿元，同比增长 31%。公允价值变动净收益 154 亿元，较去年同期增加 173 亿元。整体上头部券商自营业绩增速较为平稳（海通证券除外），中小券商自营业绩弹性大。

图 21：上市券商自营投资收益情况（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

2019 年上半年，证券公司自营资产规模达到 30913 亿元，较 18 年底提升 17%，31 家券商均提升了自营资产配置的规模，这也是上半年上市券商杠杆率提升的路径之一。从结构上看，上市券商自营资产配置延续了“自营非权益类资产及证券衍生品”占主导的格局。期末，自营非权益类证券及证券衍生品/净资本平均比例为 184.1%，较 18 年底提升 11.2 个百分点。受益于权益市场回暖的影响，上市券商加大对权益类投资的配置比重，“自营权益类证券及证券衍生品/净资本”平均比例为 19.0%，较 18 年底提升 1.73 个百分点。我们判断券商自营的资产配置依然是固定收益类为主导，而权益类资产的配置预计将是“非方向性”为主导的，并适当增加对高股息率（高于 4%）股票的配置。

表 8：上市券商自营固收类配置比例逐年提升，权益占比下降

公司名称	2019H1		2018		2017	
	权益占比	固定收益占比	权益占比	固定收益占比	权益占比	固定收益占比
中信证券	34.3	230.8	28.9	230.8	33.2	124.4
国泰君安	45.5	189.8	27.5	133.4	27.9	82.3
海通证券	32.1	135.1	28.9	117.2	30.8	57.7
广发证券	25.1	233.8	29.4	240.7	35.1	155.1
华泰证券	36.8	229.7	30.1	139.0	60.5	108.2
申万宏源	25.6	173.4	20.3	172.1	28.2	134.1
招商证券	27.5	314.4	22.3	246.5	30.8	148.9
中国银河	20.9	125.6	20.9	110.9	32.9	96.5
国信证券	33.2	181.8	38.9	176.0	40.9	69.2
光大证券	25.3	152.9	23.8	168.0	28.9	158.8
方正证券	39.4	250.1	33.8	258.4	35.1	119.6
东方证券	25.3	256.4	22.2	254.4	40.0	189.2
长江证券	22.0	161.2	19.8	139.5	26.0	116.3
东吴证券	36.6	184.8	20.8	129.9	23.2	142.3
国元证券	2.8	146.9	3.4	117.2	8.8	67.1
东北证券	21.6	216.7	25.2	231.7	26.3	126.2
西部证券	4.7	152.4	2.5	181.7	6.7	137.8
国海证券	2.3	289.1	1.2	223.9	7.7	231.2
中原证券	4.8	222.8	14.4	200.8	7.8	127.5
太平洋	3.2	161.8	11.0	199.8	12.9	111.6
华安证券	7.8	151.7	8.3	166.5	7.7	77.3
第一创业	5.5	-	6.8	216.6	5.9	167.5
山西证券	16.6	243.8	17.4	282.1	13.6	143.2
国金证券	20.7	105.7	17.4	85.5	18.9	52.4
西南证券	45.4	234.2	43.6	208.8	50.8	130.8
东兴证券	22.7	226.3	25.1	175.7	23.4	145.5
兴业证券	24.4	172.7	19.7	171.1	22.1	131.1
浙商证券	3.3	163.9	3.9	146.4	2.5	124.0
华西证券	10.7	142.4	3.1	83.1	6.7	138.1
财通证券	5.1	157.8	2.1	144.4	8.8	123.3
中信建投	11.1	188.2	9.3	182.4	12.6	145.1
华林证券	1.4	137.8	2.1	92.5	18.2	154.8
长城证券	10.8	190.4	12.7	178.4	13.4	120.2
天风证券	21.5	233.7	19.1	211.1	20.7	201.3
南京证券	4.0	121.0	4.4	94.2	4.1	57.8
红塔证券	4.3	149.2	2.1	114.1	-	-
平均	19.0	184.1	17.3	172.9	21.5	122.7

资料来源：公司公告，天风证券研究所，备注：权益占比（自营权益类证券及证券衍生品/净资本）、固定收益占比（自营非权益类证券及证券衍生品/净资本）

2.5. 信用业务：两融与股质规模分化，关注融资成本及信用减值损失计提

36 家上市券商上半年实现利息净收入 204 亿元，同比增加 74.2%。2018 年四季度上市券商实行新会计准则后，债权及其他债权投资期间持有收益计入利息收入，使得利息收入大幅增长。剔除会计变更影响的利息净收入 91 亿元，同比下降 22.6%，主要是 18 年上半年日均两融余额高基数以及 19 年股票质押规模压缩的影响。展望下半年券商融资成本下降以及股票质押业务利率中枢抬升背景下，利息净收入(剔除会计变更影响)降幅有望收窄。

表 9：上市券商利息净收入情况（单位：亿元）

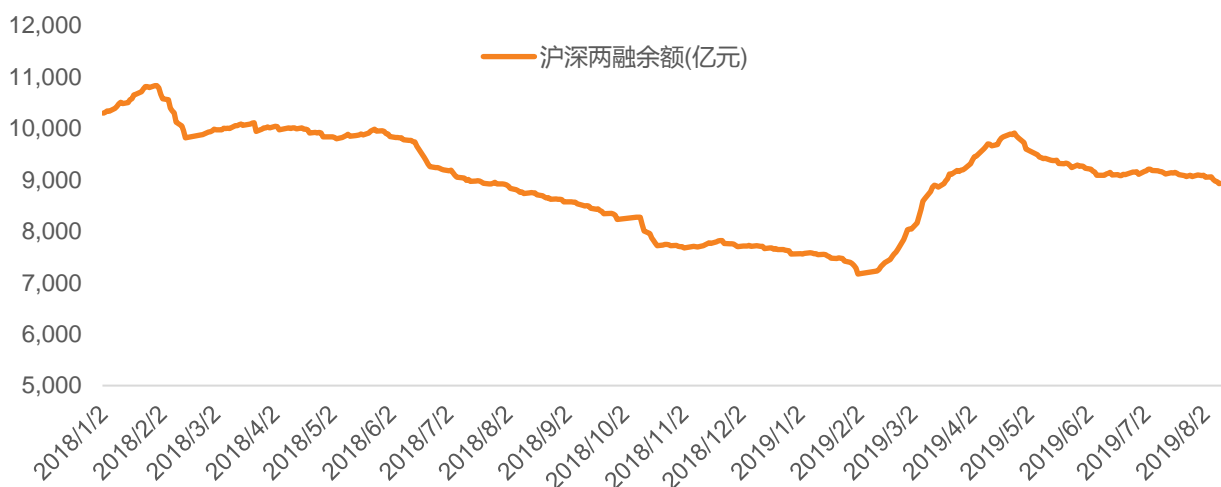
公司名称	2018-06-30	2019-06-30	YOY	剔除会计变更影响的利息净收入	YOY
国泰君安	27.64	25.45	-7.9%	16.68	-39.6%
海通证券	24.20	22.53	-6.9%	19.34	-20.1%
中国银河	12.64	16.30	29.0%	11.67	-7.7%
广发证券	2.13	15.38	623.2%	-0.11	亏损
申万宏源	7.65	14.01	83.1%	7.75	1.2%
中信证券	9.32	13.78	47.8%	8.11	-13.0%
华泰证券	13.10	12.68	-3.2%	12.42	-5.2%
招商证券	5.27	10.14	92.6%	2.73	-48.1%
光大证券	2.69	7.77	189.1%	5.54	106.2%
中信建投	4.86	8.13	67.3%	2.10	-56.8%
国信证券	9.37	8.00	-14.6%	5.29	-43.5%
方正证券	2.16	6.86	218.2%	1.28	-40.6%
国元证券	2.80	6.04	115.9%	2.40	-14.2%
华西证券	2.19	5.52	151.6%	3.52	60.5%
东方证券	-9.44	5.19	扭亏为盈	-7.89	亏损
兴业证券	-1.40	4.44	扭亏为盈	-1.09	亏损
国金证券	3.07	3.73	21.7%	3.51	14.6%
长江证券	3.16	3.54	12.1%	2.34	-25.9%
华安证券	1.47	2.66	81.0%	1.31	-11.0%
国海证券	-3.05	2.95	扭亏为盈	1.14	扭亏为盈
东兴证券	-3.75	2.89	扭亏为盈	-2.69	亏损
东吴证券	-3.43	2.06	扭亏为盈	0.04	扭亏为盈
浙商证券	1.60	1.68	5.2%	1.68	5.2%
西南证券	-0.63	1.08	扭亏为盈	-1.61	亏损
长城证券	0.27	1.22	344.7%	0.50	82.8%
华林证券	0.76	0.85	10.6%	0.85	10.6%
西部证券	0.05	1.02	2087.2%	0.68	1354.0%
中原证券	1.86	0.60	-67.6%	0.36	-80.6%
财通证券	1.36	0.83	-39.0%	0.21	-84.7%
第一创业	-0.01	-0.58	亏损	-0.96	亏损
东北证券	0.31	-0.79	亏损	-0.79	亏损
山西证券	-0.50	-1.08	亏损	-1.80	亏损
天风证券	-1.77	-1.67	亏损	-1.99	亏损
太平洋	-0.74	-2.01	亏损	-2.43	亏损
南京证券	1.99	3.61	81.2%	1.53	-23.5%
红塔证券	2.56	-0.70	亏损	-0.93	亏损
合计	117.20	204.11	74.2%	90.67	-22.6%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

两融业务规模触底回升，上市券商的市场份额提升。截至 2019 年上半年末，两融余额 9108 亿元，较 18 年末+21%；上半年日均两融余额为 8707 亿元，较 2018 年日均余额的 9131 亿元下滑 5%，较 2018 年 4 季度的日均余额 7762 亿元上升 12%。36 家上市券商的融出资金规模合计达 7380 亿元，较 18 年底增长 16.2%，增速大于市场两融余额增速，我们判断是跟上市券商的两融市场份额提升有关。

股票质押式回购业务规模在上半年仍然维持下降。截至 2019 年中，36 家上市券商的股票质押式回购余额为 4338 亿元，较 2018 年底继续下降 14.3%。但是包括中信证券、中信建投在内的 8 家证券公司在上半年逆势扩张股票质押业务规模。期末，中信证券的股票质押业务余额为 437 亿元，较 18 年底提升 13.5%。中信建投的股票质押业务余额 161 亿元，较 18 年底提升 16.6%。海通证券期末股票质押业务余额 505 亿元，是所有上市券商中规模最大的，但是规模相对于 18 年底已经压缩超过 9%。

图 22：2019 年上半年两市融资融券余额大幅回升（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

表 10：主要上市券商融出资金和股票质押式回购余额变动情况（单位：亿元）

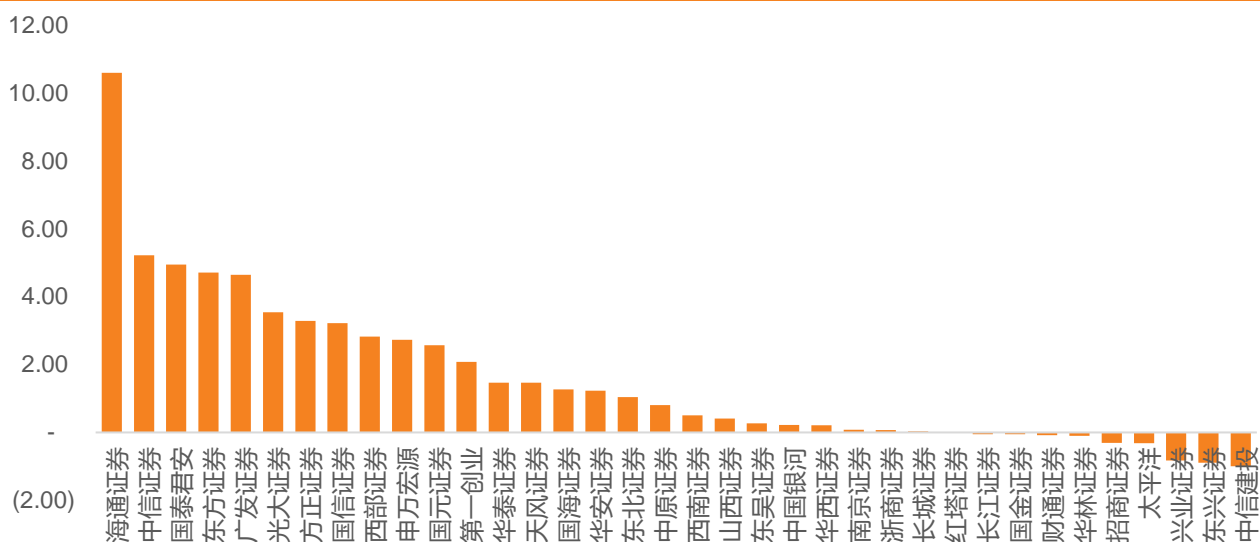
证券简称	融出资金 (2018)	融出资金 (2019H1)	同比	股票质押式回 购(2019H1)	股票质押式回 购(2018)	较 18 年底变化
中信证券	571.98	644.88	12.7%	436.83	385	13.5%
国泰君安	536.55	634.82	18.3%	339.91	383	-11.4%
华泰证券	461.89	569.31	23.3%	158.13	283	-44.2%
中国银河	446.32	531.48	19.1%	317.90	375	-15.1%
海通证券	488.61	520.96	6.6%	505.48	556	-9.1%
申万宏源	441.48	496.80	12.5%	323.16	437	-26.1%
招商证券	429.76	490.06	14.0%	177.58	228	-22.2%
广发证券	453.55	487.57	7.5%	151.35	224	-32.6%
国信证券	289.63	343.94	18.8%	282.89	315	-10.1%
光大证券	303.38	325.53	7.3%	114.51	210	-45.4%
中信建投	251.48	269.10	7.0%	161.13	138	16.6%
兴业证券	174.92	200.66	14.7%	130.23	207	-37.2%
方正证券	154.54	182.15	17.9%	50.22	57	-12.4%
长江证券	148.26	181.82	22.6%	81.12	72	13.0%
国元证券	100.78	123.98	23.0%	74.98	96	-21.9%
东方证券	102.77	115.00	11.9%	228.64	241	-5.1%

东兴证券	74.91	110.38	47.3%	65.07	87	-24.9%
长城证券	74.23	103.57	39.5%	1.71	2	-19.6%
华西证券	81.84	98.96	20.9%	62.09	38	62.7%
东吴证券	70.57	97.29	37.9%	123.29	138	-10.9%
西南证券	84.90	97.24	14.5%	14.36	13	14.8%
东北证券	69.78	86.64	24.2%	62.71	63	-0.2%
财通证券	66.47	78.33	17.8%	27.21	32	-14.7%
浙商证券	57.60	77.68	34.8%	48.99	52	-4.9%
国金证券	62.12	74.73	20.3%	50.75	40	27.1%
华安证券	49.22	57.72	17.3%	44.80	40	11.5%
中原证券	47.20	56.79	20.3%	26.32	32	-18.3%
山西证券	44.36	52.38	18.1%	12.07	16	-23.5%
国海证券	39.11	47.38	21.1%	74.26	84	-11.3%
南京证券	36.67	45.37	23.8%	26.00	25	5.4%
天风证券	22.93	44.40	93.6%	28.05	35	-19.8%
西部证券	36.21	43.72	20.7%	4.87	11	-55.1%
第一创业	23.69	34.95	47.5%	17.39	21	-18.8%
太平洋	22.83	25.24	10.5%	67.57	72	-6.6%
华林证券	19.83	19.55	-1.4%	1.48	3	-43.3%
红塔证券	9.69	10.03	3.5%	44.89	51	-12.2%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2019年上半年,36家上市券商计提信用减值损失55.75亿元,相对于19年1季度增加66.85亿元,主要原因是二季度市场出现调整后部分上市公司股票质押风险显露。海通证券(10.59亿元)、中信证券(5.22亿元)、国泰君安(4.94亿元)、东方证券(4.71亿元)、广发证券(4.64亿元)计提信用减值损失较为审慎。展望下半年,我们认为需要持续关注券商的信用减值损失计提情况。

图 23：上市券商信用减值损失计提情况（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

3.1. 中性假设下，我们预计 2019 年行业净利润 1054 亿元，同比增长 58%

我们预计 2019 年行业净利润为 1054 亿元，同比增长 58%。在中性假设下的前提下，我们预计 2019 年证券行业将实现营业收入 3451 亿元，同比上升 30%；将实现净利润 1054 亿元，同比增长 58%。预计全行业的 ROE 为 5.18%，预计年末净资产将达到 2.03 万亿元，同比增长 7.59%。

表 11：证券行业盈利预测核心假设（单位：亿元）

经纪业务	19E 保守	19E 中性	19E 乐观	信用业务	19E 保守	19E 中性	19E 乐观
业务收入	768	845	891	业务收入	256	282	312
日均成交额(亿)	5000	5500	5800	年均融资融券余额	8500	9500	10000
综合佣金率 %	0.030%	0.030%	0.030%	年均股票质押	5000	5500	6000
交易日	240	240	240	融资融券净利差	2.5%	2.5%	2.5%
				股票质押净息差	2.0%	2.0%	2.0%
投资银行业务				资管业务			
业务收入	388	456	505	业务收入	216	268	283
IPO 股票承销额	2500	2800	3000	集合资管同比规模增速	0%	10%	15%
再融资	10000	12000	14000	集合资管规模	19,137	21,051	22,008
债券承销额	35000	40000	45000	定向资管同比规模增速	-25%	-15%	-10%
财务顾问收入	100	120	140	定向资管规模	88,894	100,746	106,672

资料来源：wind，天风证券研究所

中性假设如下（其他假设见预测表）：

- 1) 日均股票交易额为 5500 亿元，佣金率小幅下滑至 0.030%；经纪业务收入 845 亿元，同比+36%。
- 2) 投行业务收入同比+56%至 576 亿元，考虑到科创板的影响，我们将行业股权融资规模上调至 1.48 万亿元，债券承销规模为 4 万亿元；得益于并购重组政策边际放松，预计 2019 年财务顾问收入为 120 亿元。
- 3) 资管业务收入同比下降 3%至 268 亿元，预计集合资管规模将同比+10%，定向资管规模将同比-15%，结构优化将一定程度弥补规模下降的影响。
- 4) 2019 年证券市场持续走强，我们预计投资收入为 1200 亿元，同比上升 50%，预计将为券商行业贡献业绩弹性。
- 5) 净利息收入+31%至 282 亿元。随着市场持续走强，沪深两市两融持续回升，我们预计 2019 年日均融资融券余额为 9500 亿元，股票质押规模(自有资金)下降至 5500 亿元。此外，受益于利率下行的影响，预计券商融资成本将下降，净息差扩大将进一步提升证券公司资本中介业务的利润。

表 12：证券行业盈利预测（单位：亿元）

	2015	2016	2017	2018	2019E 保守	2019E 中性	2019E 乐观
经纪业务	2,691	1,053	821	623	768	845	891
投资银行	531	684	510	370	488	576	645
承销保荐收入	394	520	384	258	388	456	505
财务顾问收入	138	164	125	111.5	100	120	140
投资咨询	45	51	34	31.52	30	30	30
资产管理	275	296	310	275	216	268	283
投资收益	1,414	568	861	800	1000	1200	1400
利息净收入	591	382	348	215	256	282	312

其它收入	205	246	230	348	250	250	250
营业收入	5,752	3,280	3,113	2663	3008	3451	3811
营收同比增速	120.97%	-42.97%	-5.08%	-14.47%	12.94%	29.59%	43.12%
净利润	2448	1234	1,130	666	934	1054	1165
净利润同比增速	153.42%	-49.59%	-8.43%	-41.04%	40.18%	58.18%	74.85%
净资产	14,513	16,377	18,460	18,900	19,567	20,334	21,188
ROE	16.9%	7.5%	6.1%	3.52%	4.77%	5.18%	5.50%
净资产增速	57.89%	12.84%	12.72%	2.38%	3.53%	7.59%	12.11%

资料来源：wind，天风证券研究所

3.2. 投资建议

- 1、资本市场深化改革方案已经基本成型。**未来将在基础制度改革、完善多层次资本市场体系、法治保障、提升上市公司质量、引导长期资金入市等方面迎来重大变革。我们认为“资本市场深化改革方案”或将是 2012 年创新大会以来证券行业迎来的又一个重大政策红利。我们判断接下来再融资和减持政策大概率会放松，从而导致明年相关业务的大幅增长。
- 2、行业 ROE 触底反弹，头部券商业绩稳健增长。**2019 年上半年，证券行业实现净利润 667 亿元，YOY+103%，ROE3.4%，较 2018 年实现触底反弹。36 家上市证券公司实现归母净利润 554 亿元，YOY+59%，占证券行业整体净利润的 83%，占比较上年末下降 4 个 pct。上市券商的 ROE 为 3.8%，高于行业水平（3.5%）。中信证券、海通证券、国泰君安、广发证券、华泰证券归母净利润分别为 64.5/55.3/50.2/41.4/40.6 亿元，YOY+16%/82%/25%/45%/28%，业绩稳健增长。展望下半年，监管差异化的框架下，龙头券商有望实现差异化的加杠杆，行业集中度将进一步提升，龙头券商 ROE 的拐点将现。
- 3、轻资产业务弹性变小，转型压力加大。**1) 2019 年上半年，在交易量大幅提升的背景下，经纪业务弹性变小，我们预计是跟行业佣金率下滑有关，券商对于经纪业务的市场份额争夺日趋激烈。2) 受发行节奏及政策影响，股权承销规模继续回落，债券承销则是驱动投行业务增长的核心因素。下半年关注科创板贡献的业绩增量及政策松绑（包括并购重组、分拆上市、再融资政策优化等）带来的相关业务增长。3) 资管业务受到通道类规模持续压缩的影响，业绩出现下滑。展望下半年，上市券商仍将优化资管业务的结构，中信证券、国泰君安等部分券商已经拿到“大集合”转公募基金产品的批文。
- 4、重资产业务收入占比日渐提升，是券商提升杠杆率的方向。**1) 自营投资业务的收益回升，贡献业绩弹性。配置结构调整延续以固定收益类投资为主，部分券商提升了对权益资产的配置。上市券商的杠杆率较 18 年底提升 0.12 倍，自营业务是杠杆率提升的主要方向。下半年关注《证券公司风险控制指标计算标准》调整带来的券商权益投资的积极变化以及科创板跟投机制下贡献的业绩增量。2) 信用业务中的融资融券与股票质押业务规模持续分化，两融规模主要是受到市场需求的影响，而股票质押规模持续收缩。下半年关注短期融资券的额度提升、金融债发行、转融资费率下调等积极因素带来的券商融资成本的下降。两融标的扩容及交易机制优化等有望提振两融余额。我们认为存量的股票质押式回购业务不会对于券商估值形成压制，但需要持续关注信用减值损失计提情况。
- 5、推动资本市场改革政策和流动性宽松是应对宏观压力的一大抓手，这对于券商估值的提升有着较长时间的积极影响。**证券行业尤其是上市券商的业绩在上半年高增长的基础上，考虑到 18 年下半年基数效应以及科创板影响，业绩有望持续改善。行业平均估值 1.90x PB，大型券商估值在 1.1-1.7x PB 之间，行业历史估值的中位数为 2.5x PB（2012 年至今）。重点推荐海通证券、国泰君安、华泰证券、中信证券。

图 24：券商板块目前估值仍处于中枢以下（中信行业非银金融-证券）



资料来源：wind，天风证券研究所

表 13：上市券商盈利预测及估值表（2019 年 8 月 30 日）

证券名称			P/E (倍)			P/B (倍)		
	股价 (元)	市值(亿元)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
中信证券	22.32	2,485	17.93	20.67	20.86	1.27	1.68	1.61
国泰君安	17.09	1,425	15.97	17.62	15.68	1.08	1.25	1.24
华泰证券	18.96	1,572	14.77	21.30	18.06	1.29	1.43	1.40
海通证券	13.66	1,335	16.70	18.46	15.88	0.86	1.29	1.24
广发证券	13.28	910	15.24	13.69	11.96	1.13	1.16	1.13
招商证券	15.98	992	19.16	17.76	16.31	1.38	1.30	1.27
中信建投	19.22	1,290	21.03	34.95	28.26	1.41	2.93	2.85
东方证券	9.95	638	30.48	28.43	23.14	1.08	1.33	1.30
光大证券	10.77	458	21.02	19.23	16.57	0.83	0.98	0.94
兴业证券	6.07	406	30.20	20.93	17.34	0.94	1.22	1.16

资料来源：wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com