

证券

证券行业 2019 年中报综述

中性

2019 年 09 月 04 日

盈利回升，增量催化可期

证券分析师：王剑	021-60875165	wangjian@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070002
证券分析师：李锦儿	021--60933164	lijiner@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070003

事项：

33 家上市券商半年报已全部披露，受益于资本市场回暖，行业业绩回升。营业收入同比增长 45%，净利润同比增长 58%。

■ 主要结论：盈利回升，全年业绩增速可期

自营投资收益及经纪业务改善是上市券商业绩回暖的主要驱动力。小券商去年基数低以及自营改善导致业绩弹性较大，增速高于大券商。自营业务方面，权益市场回暖推动券商自营业务增长，债市相对稳定；经纪业务方面，收入增速低于交易量增速，预计与佣金率下滑相关；投行业务方面，主要受益于债券承销规模回升，但股权融资市场延续下滑态势；资管业务方面，资管业务去通道化进程持续推进，券商资管继续向主动管理转型，整体规模与收入均有下滑；资本中介业务方面，两融业务受市场需求影响，股票质押业务规模持续下降。

展望下半年，政策放松持续，随着 IPO 审核常态化、再融资业务松绑、并购重组制度调整优化，券商投行业务迎来高阶发展；短融额度提升、转融资费率下调、发行金融债，头部券商融资成本有望降低，杠杆提升空间打开；证监会修订《融资融券交易细则》有望提振两融业务需求。资本市场改革持续，在低基数效应下，行业业绩有望维持高增长。

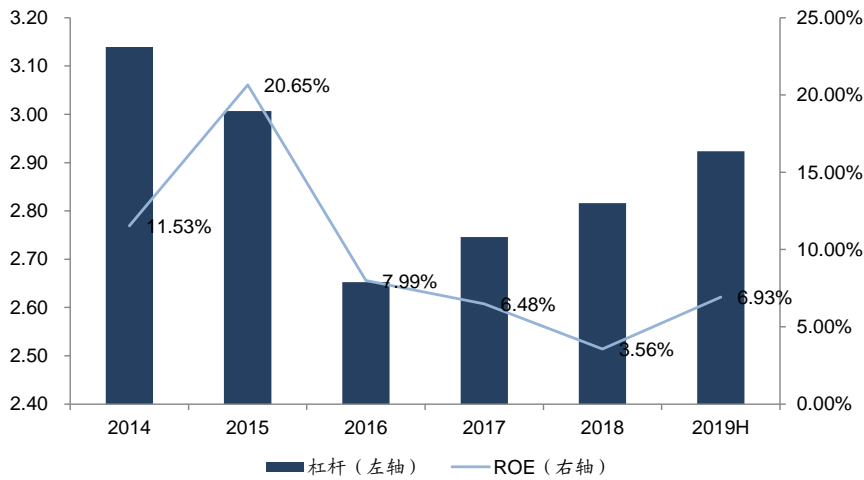
■ 净利润增速超过 50%

2019 年上半年，33 家上市券商实现营业收入 1785 亿元，同比增长 45%；共实现净利润 537 亿元，同比增长 58%。行业年化 ROE 为 6.93%，同比提升 3.4 个百分点，提升将近一倍。行业权益乘数（剔除客户保证金）为 2.9 倍，同比增加 0.1。

上半年，净利润前三名券商分别为：中信证券（65 亿元，同比+16%）、海通证券（55 亿元，同比+82%）、国泰君安（50 亿元，同比+25%）。分券商而言，头部券商的业绩增速小于小券商，我们认为主要是小券商去年基数低以及自营改善业绩弹性较大，增幅居前的包括东吴证券（7.5 亿，同比+2759%）、山西证券（4.3 亿元，同比+288%）、国海证券（3.9 亿元，同比+281%）。

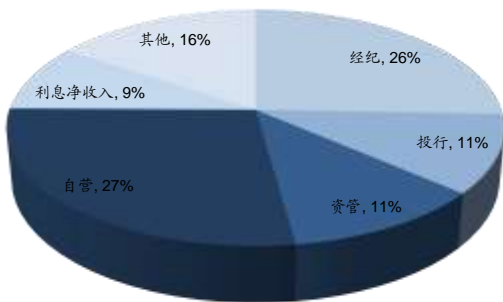
自营投资与经纪业务改善是业绩改善的主要驱动力。经纪、投行、资管、自营、利息净收入占比分别为 20%、8%、8%、34%、11%，同比增速分别为 14%、10%、-2%、82%、73%。其中，利息净收入大幅增长，主要因为利息收入口径调整，将债权投资的票息收入划入利息收入口径。其他业务收入主要为期货子公司大宗商品业务收入（利润率低）、国际业务、及其他子公司收入。

图 1: 行业杠杆与 ROE



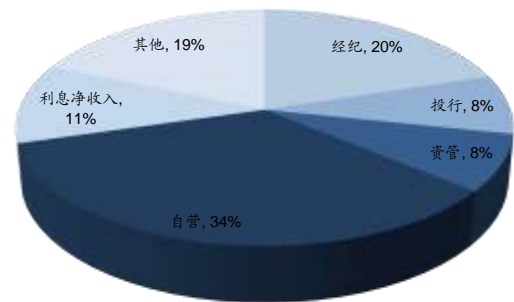
资料来源: 证券业协会、国信证券经济研究所整理 (2019 年上半年为年化 ROE)

图 2: 上市券商业务结构 (2018H1)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 上市券商业务结构 (2019H1)

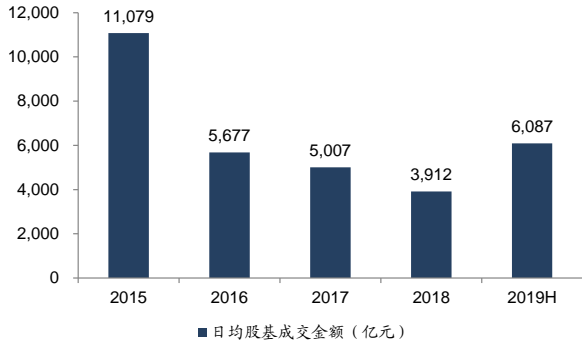


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

■ 经纪业务: 交易量回升, 同比增长 14%

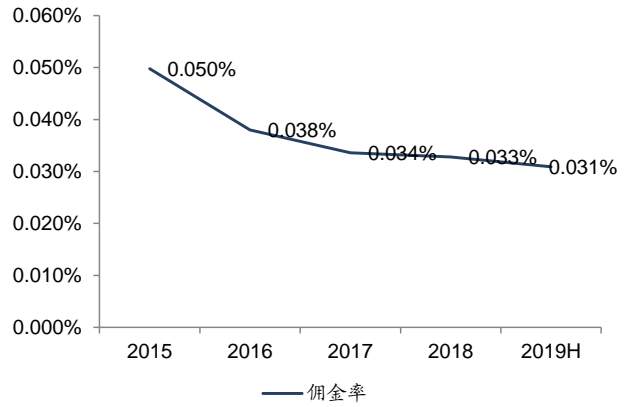
2019 年上半年, 日均股基成交额为 6087 亿元, 同比增长 32%。经纪业务收入同比增长 14%, 主要受佣金率下滑影响。佣金率为万分之 3.1, 同比下降 7%, 延续下滑趋势, 但下滑幅度大幅减小。仅两家券商经纪业务收入同比负增长, 包括中信证券 (-7.6%)、天风证券 (-4.9%)。其中, 由于上半年个人投资者活跃度提升, 而中信证券客户结构以机构客户为主, 预计中信证券股基交易金额市占率下滑。此外, 华泰证券股基交易额保持行业第一。

图 4: 日均股基成交金额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 行业佣金率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

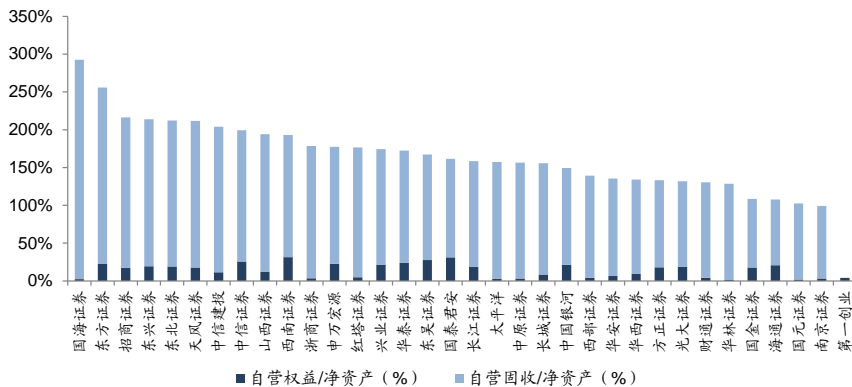
■ 投行业务: 债券承销驱动, 政策松绑有望增厚收入

上市券商投行业务收入同比增长 10%，主要受益于债券承销规模回升。上半年，股权融资市场延续下滑态势。股权融资规模为 3065 亿元，同比下降 30%。其中，IPO 募资额为 612 亿元，同比下滑 34%。IPO 常态化发行，过会率从 2018 年的 65% 提升至上半年的 85%。再融资规模为 2453 亿元，同比下滑 29%。债券市场融资规模整体保持增长，发行总规模为 13.25 万亿元，同比增长 37%。随着 IPO 审核常态化、再融资业务松绑、并购重组制度调整优化，资本市场基础性制度的改革完善，券商投行业务迎来高阶发展，头部券商迎来更多发展机遇。

■ 自营业务: 彰显业绩弹性

随着市场回暖，投资收益（包括公允价值变动损益）同比增长 83%，贡献业绩弹性。上半年，上证综指涨幅 19.5%，深证成指涨幅 26.8%、沪深 300 指数上涨 27.1%；债券市场收益率先下后上，整体震荡，中债总全价指数下跌 0.37%。此外，投资收益大幅增长除了受益于自营业务，预计也受益于直投与另类投资子公司业务，股市上涨产生公允价值变动净收益及投资净收益。

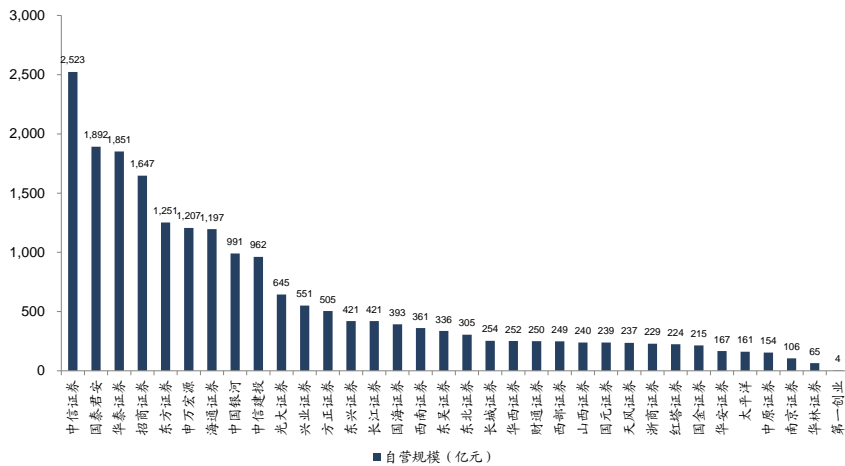
图 6: 上市券商自营规模占净资产比重 (2019H)



资料来源: 上市券商 2019 年半年报、国信证券经济研究所整理

我们统计 2019 年上半年上市券商自营资产占净资产的比值, 以及其中权益类和固收类资产的结构数据, 如下图所示。其中, 自营资产占比最高的前 5 家分别为: 国海证券、东方证券、招商证券、东兴证券、东北证券, 占净资产比重分别为 293%、256%、216%、214%、212%。从自营规模来看, 排名前 5 家分别为中信证券、国泰君安、华泰证券、招商证券、东方证券, 分别为 2523、1892、1851、1647、1251 亿元。

图 7: 上市券商自营规模 (2019H)

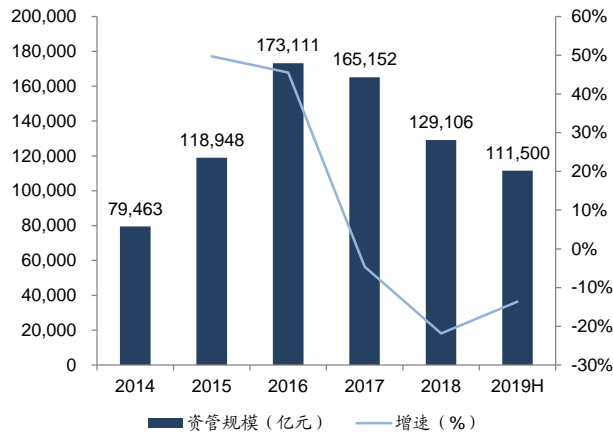


资料来源: 上市券商 2019 年半年报、国信证券经济研究所整理 (单位: 亿元)

■ 资管业务: 规模与收入均下滑

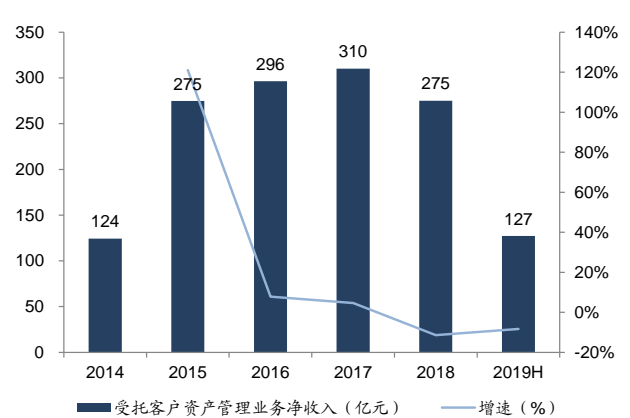
在“资管新规”的政策框架内, 资管业务去通道化、产品净值化和消除监管套利进程持续推进, 券商资管业务继续向主动管理转型。截止 2019 年 6 月末, 券商资管规模为 11.15 万亿元, 较年初下滑 13.6%。券商资管业务净收入为 127 亿元, 同比下降 8.3%。分券商而言, 资管规模排名前三的是中信证券、华泰证券、国泰君安, 分别为 1.29、0.93、0.76 万亿元, 增速分别为 -15%、2%、2%。主动管理规模占比排名前三的是东方证券、光大证券、国泰君安, 占比分别为 99%、56%、53%。

图 8: 行业资管规模及增速



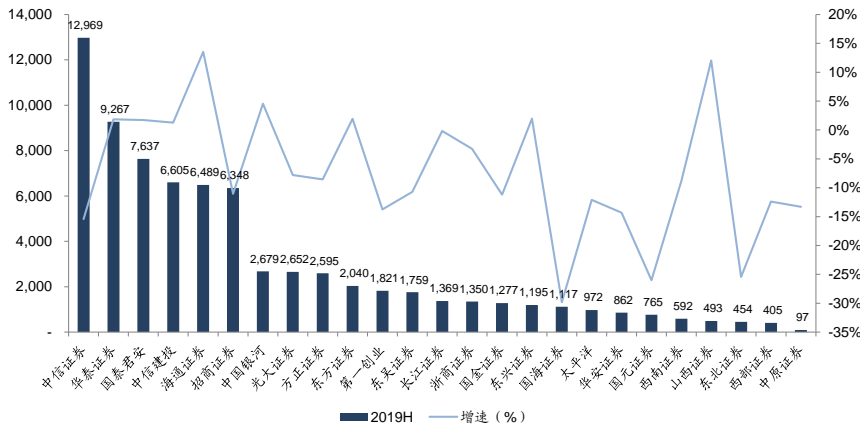
资料来源: 证券投资基金业协会、国信证券经济研究所整理

图 9: 行业资管收入及增速



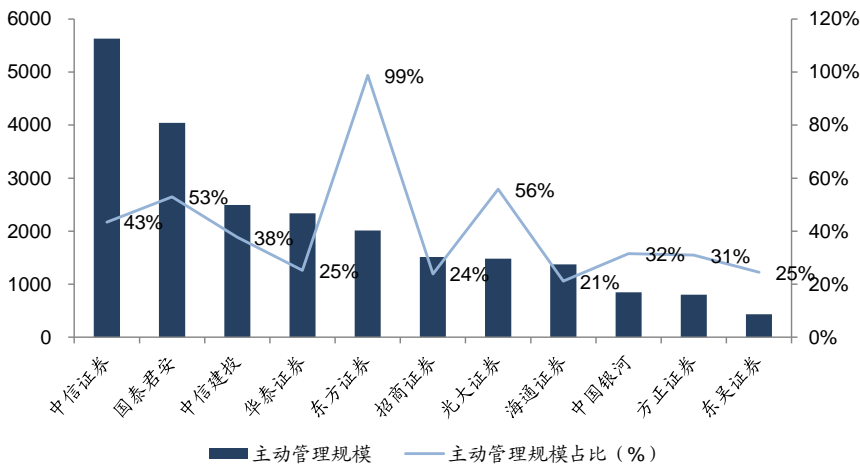
资料来源: 证券业协会、国信证券经济研究所整理

图 10: 上市券商资管规模及较年初增速



资料来源: 上市券商 2019 年半年报、国信证券经济研究所整理 (单位: 亿元)

图 11: 上市券商主动管理规模及其占比



资料来源: 上市券商 2019 年半年报、国信证券经济研究所整理 (单位: 亿元)

■ 资本中介业务: 股票质押业务持续收缩

利息净收入同比大幅增长主要受会计准则调整影响,若调整至原口径,利息净收入增速下滑,如华泰(-3%)、招商(-2%)、中信建投(-26%),主要受股票质押规模压缩影响。两融业务方面,受市场情绪影响,期末两融余额为 9108 亿元,较年初增长 21%;股票质押业务方面,随着市场好转及纾困项目逐步落地,股票质押风险初步缓解,市场整体履约保障水平上升。此外,整体市场股票质押业务规模持续下降,到期部分仅少量续期。

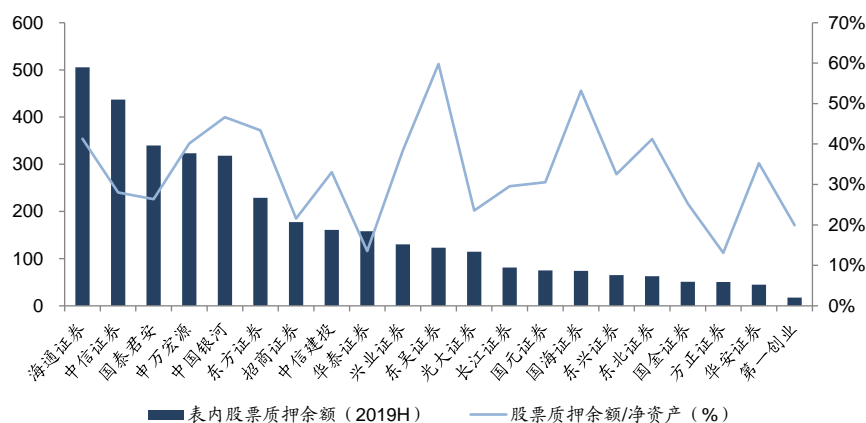
统计上市券商表内股票质押业务规模,仅少数几家券商规模较年初增长,包括中信证券(+14%)、长江证券(+13%)、国金证券(+27%)、中信建投(+17%)。压缩幅度较大的包括:申万宏源(-26%)、华泰证券(-44%)、招商证券(-22%)、光大证券(-45%)、兴业证券(-37%)。

表 1: 上市券商表内股票质押融出资金余额及增速

	2019H	2018	增速 (%)
海通证券	505	559	-10%
中信证券	437	385	14%
国泰君安	340	383	-11%
申万宏源	323	437	-26%
银河证券	318	375	-15%
东方证券	229	241	-5%
招商证券	178	228	-22%
中信建投	161	138	17%
华泰证券	158	283	-44%
兴业证券	130	207	-37%
东吴证券	123	145	-15%
光大证券	115	210	-45%
长江证券	81	72	13%
国元证券	75	96	-22%
国海证券	74	83	-11%
东兴证券	65	87	-25%

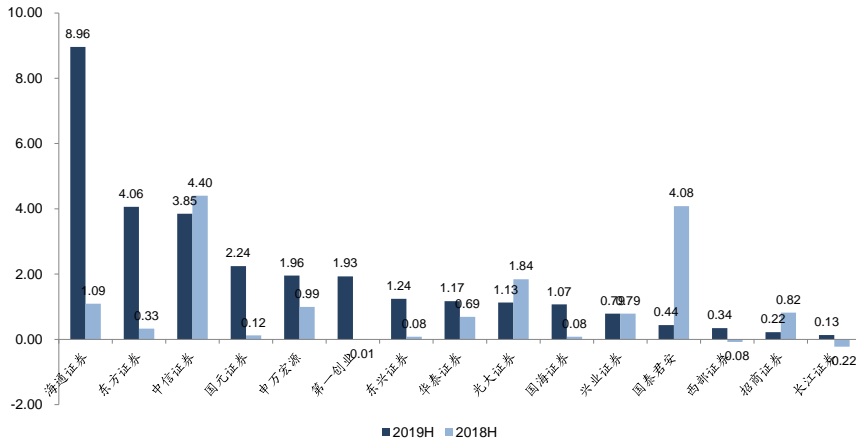
资料来源:上市券商 2019 年半年报、国信证券经济研究所整理 (单位: 亿元)

中大型券商中, 表内股票质押规模占净资产比重较高的包括: 中国银河 (47%)、东方证券 (43%)、海通证券 (41%)、兴业证券 (38%)。统计上市券商买入返售金融资产信用减值损失情况, 计提减值规模较多的包括: 海通证券、东方证券、中信证券、国元证券、申万宏源等。

图 12: 上市券商表内股票质押规模占净资产比重


资料来源: 上市券商 2019 年半年报、国信证券经济研究所整理 (单位: 亿元)

图 13: 上市券商买入返售金融资产计提减值损失净额



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 (单位: 亿元)

■ 投资建议:

政策放松持续, 近期证金公司下调转融通费率 80BP、证监会修订《融资融券交易细则》松绑两融业务、发布《证券公司风险控制指标管计算标准》(征求意见稿) 进一步完善券商风控管理体系, 此外, 监管层对头部券商债务融资工具及额度放开将进一步丰富券商融资工具、降低融资成本, 增强资本实力, 头部券商杠杆提升空间打开。展望下半年, 随着 IPO 审核常态化、再融资业务松绑、并购重组制度调整优化, 券商投行业务迎来高阶发展, 头部券商显著受益; 证监会修订《融资融券交易细则》有望提振两融业务需求。资本市场改革持续, 在低基数效应下, 行业业绩有望维持高增长。

目前券商板块 PB 估值为 1.74 倍, 处于历史低位, 具有较高安全边际。龙头券商估值在 1.2-1.8 倍, 市场未体现出对龙头券商的估值溢价。维持龙头推荐, 推荐中信证券、华泰证券、招商证券; 此外, 建议关注优势难以复制的特色券商, 包括东方财富、东方证券。

■ 风险提示

市场大幅下跌导致证券公司自营、经纪、两融业绩下滑; 金融监管短期内抑制创新。

表 2: 重点个股估值表

代码	公司	评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600030	中信证券	增持	22.84	2768	1.07	1.19	21.35	19.19
601688	华泰证券	增持	19.33	1755	0.89	1.01	21.72	19.14
600999	招商证券	增持	16.22	1087	0.96	1.09	16.90	14.88
600958	东方证券	增持	10.03	701	0.35	0.47	28.66	21.34
300059	东方财富	增持	14.98	1006	0.3	0.38	49.93	39.42

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告:

- 《证券行业深度分析报告：金融供给侧改革下的券商转型机遇》 ——2019-08-30
- 《转融资费率下调点评：情绪面利好，基本面影响有限》 ——2019-08-08
- 《证券行业 8 月投资策略：投行业务增长，政策红利持续》 ——2019-08-08
- 《证券行业深度分析报告：券商杠杆提升之路》 ——2019-08-06
- 《2019 年券商分类评级结果点评：龙头优势继续演绎》 ——2019-07-29

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032