

证券 II 行业

自营贡献利润增量，改革打开行业空间

核心观点：

● 业绩：归母净利润同比增长 59%，自营业务贡献较大

2019年上半年，沪深300涨幅达27%，证券行业经营环境同比明显改善，β属性表现较为充分。各项业务中，经纪、自营、利息业务净收入均出现不同程度的上升，投行、资管业务收入有所下降。2019H1，35家上市券商合计实现归母净利润551亿元，同比增长58.57%。我们对利润表进行重构后，根据2019H1综合收益变动的归因分析，正面影响较大的主要为自营收入增长，产生60%的正向影响，负面影响较大的为投行收入变动，对业绩产生7%的负向影响。分组来看，业务更为均衡的头部券商弹性相对较弱。

● 收入结构：自营收入贡献大幅提升，投行、资管贡献缩水

2019年上半年，证券行业分业务收入居于前三的依次为自营、经纪和资本中介，占总营收的比重分别为32%、20%和8%。其中，除投行和资管业务收入外，其他业务收入贡献均呈现不同程度的上涨，主要归于2019年以来两市回暖，自营收入贡献度显著增长，较2018年同期提升11个百分点。各板块具体而言：1) 经纪：行业竞争激烈，日均成交额上涨明显；2) 自营：整体收入大幅提升，强力助推总营收；3) 资本中介：两融余额环比涨幅明显，质押规模小幅收缩；4) 资管：规模缩水，主动管理转型成为大方向；5) 投行：股权融资规模持续萎缩，同比收入下滑明显。

● 行业格局：集中度略有回落，系中小券商贝塔属性更高

行业集中度略有回落：2019年上半年35家上市券商中，营业收入前三名的证券公司占35家上市券商营收合计的31.13%，前五名占比43.89%，均有所回落。原因在于：β行情下，中小型券商缓和经营压力更为明显。受益于市场回暖，中小型券商归母净利润提升幅度更大。总体来看，行业仍呈现业绩分化显著趋势。综合实力占优、管控水平更高的头部券商稳定增长，部分业务突出的成长性券商在相关子行业确定差异化优势，业绩表现同样优秀；业务模式传统、通道业务占比较高的券商则在竞争中处于劣势。

● 行业展望：杠杆提升与高ROA业务助推头部券商战略发展

2019年上半年35家上市券商平均杠杆水平为3.31倍，较去年同期的3.26倍提高了1.4%，其中，头部券商受益流动性桥梁功能及衍生品等业务发展，杠杆提升幅度更为显著。同时，投行资本化业务、衍生品业务、财富管理业务稳步发展等三类高ROA业务受资本市场深化改革影响而稳步发展，尤其是投行资本化（主要是科创板）浮盈贡献丰厚。我们判断，头部券商盈利更趋稳定。

● 投资建议：改革持续推进，估值回落彰显配置价值

2019年以来市场交投持续向好，宏观政策调整提升流动性，金融供给侧改革下，科创板、衍生品、MOM等创新业务、产品持续推进。证券行业有望通过投行资本化、财富管理等高ROA业务促进券商实现战略发展。建议重点关注：龙头企业：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK），及低估值龙头海通证券（600837.SH）/（06837.HK）等。

● 风险提示：

资本市场大幅波动；监管政策强化风险管控；行业经营层面面临困难等。

行业评级

买入

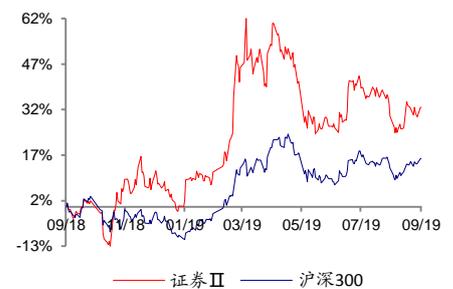
前次评级

买入

报告日期

2019-09-04

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：

陈卉



SAC 执证号：S0260519040001

0755-82535901



gfchenh@gf.com.cn

请注意，陈卉并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

证券 II 行业:衍生品扩容之期:	2019-08-
头部券商新赛道	27
证券 II 行业:行业杠杆提升可	2019-07-
期, 开启新一轮成长空间	01

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海通证券	600837.SH	CNY	14.09	20190901	买入	17.30	0.75	0.92	18.29	14.78	1.24	1.16	7.1%	8.1%
华泰证券	601688.SH	CNY	19.35	20190830	买入	24.00	0.82	1.09	23.29	17.49	1.43	1.34	6.2%	7.8%
中信证券	600030.SH	CNY	22.77	20190823	买入	28.90	1.34	1.61	16.99	14.14	1.65	1.51	9.6%	10.6%
海通证券	06837.HK	HKD	7.72	20190901	买入	9.5	0.75	0.92	9.40	7.67	0.64	0.59	7.1%	8.1%
HTSC	06886.HK	HKD	11.78	20190830	买入	14.3	0.82	1.09	13.12	9.87	0.53	0.50	6.2%	7.8%
中信证券	06030.HK	HKD	14.20	20190823	买入	20.9	1.34	1.61	9.68	8.06	0.51	0.47	9.6%	10.6%
中金公司	03908.HK	HKD	13.60	20190826	买入	18.68	1.01	1.13	13.1	11.8	1.27	1.17	10.0%	10.3%

注：A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。收盘价及表中估值指标按照 9 月 2 日收盘价计算

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

一、业绩：35 家上市券商归母净利润同比增长 59%，自营业务贡献较大.....	5
二、行业格局：集中度仍处高位，中小券商凸显贝塔优势.....	7
三、收入：业绩增长显著，集中度进一步提升.....	9
1、经纪：整体收入稳定增长，日均成交额上涨明显.....	9
2、自营：整体收入大幅提升，强力助推总营收.....	11
3、资本中介：两融余额环比涨幅明显，质押规模小幅收缩.....	12
4、资管：规模缩水，主动管理转型成为大方向.....	13
5、投行：股权融资规模持续萎缩，同比收入下滑.....	14
四、行业展望：杠杆提升与高 ROA 业务并举，助推头部券商战略发展.....	17
五、投资建议：资本市场改革持续推进，估值低位彰显配置价值.....	20
六、风险提示.....	21

图表索引

图 1: 35 家上市券商分业务收入占比变动情况	7
图 2: 35 家上市券商各项业务收入同比变动情况 (百万元)	7
图 3: 35 家上市券商营业收入集中度	7
图 4: 35 家上市券商归母净利润集中度	7
图 5: 2019 年上半年 30 家上市券商归母净利润增速	8
图 6: 2019 年上半年 31 家上市券商 ROE: 平均 (%)	9
图 7: 2019 年上半年 31 家上市券商 ROE: 扣非/平均 (%)	9
图 8: 2019 上半年 35 家上市券商经纪业务收入 (左轴, 百万元), 同比增速 (右轴), 合计同比增速 (右轴)	10
图 9: 35 家券商经纪业务收入合计 (左轴, 亿元), 环比变动 (右轴)	10
图 10: 上半年日均股票成交金额 (左轴, 亿元), 环比变动 (右轴)	10
图 11: 2019 年上半年 35 家上市券商自营业务收入 (左轴, 百万元) 与同比增速 (右轴)、合计同比增速 (右轴)	11
图 12: 沪深 300、中证全债指数月度涨跌幅 (%)	12
图 13: 2019 年上半年 35 家上市券商利息净收入 (左轴, 百万元) 与同比增速 (右轴)、合计同比增速 (右轴)	12
图 14: 两融余额变动情况 (亿元)	13
图 15: 股权质押待购回余量 (亿股)	13
图 16: 截至 2019H1, 35 家上市券商权益乘数变动情况 (倍)	13
图 17: 2019 年上半年 35 家上市券商资管业务收入 (左轴, 百万元) 与同比增速 (右轴)、合计同比增速 (右轴)	14
图 18: 券商资产新成立产品发行份额 (左轴, 亿份), 发行总数 (右轴, 个) ..	14
图 19: 2019 年上半年 35 家上市券商投行业务收入 (左轴, 百万元) 与同比增速 (右轴)、合计同比增速 (右轴)	15
图 20: 股权融资规模 (左轴, 亿元), 同比变动 (右轴)	16
图 21: 债券发行规模 (左轴, 亿元), 同比变动 (右轴)	16
图 22: 2019 年 9 月上市券商股权承销规模排名 (亿元)	16
图 23: 2019 年 9 月上市券商债权承销规模排名 (亿元)	16
图 24: 科创板保荐机构及主承销商业务排行榜	17
图 25: 2018 与 2019 年中期 4 家重点券商受科创板影响的利润增厚	17
图 26: 2018 与 2019 年 5 家重点券商受科创板影响的利润增厚	17
图 27: 2019 年上半年券商科创板业务净利润 (亿元)	20
表 1: 2019H1 证券行业经营环境	5
表 2: 2019H1, 35 家上市券商合计综合收益变动归因分析	6
表 3: 2019H1 头部券商扣除客户保证金后的权益乘数 (倍)	19
表 4: 头部券商待偿还短期融资券余额上限调整情况	19

一、业绩：35家上市券商归母净利润同比增长59%， 自营业务贡献较大

从2019年上半年证券行业经营环境来看，虽增长有所放缓，但总体市场较去年仍维持回暖态势。报告期内，沪深300上涨8.96%，中证全债上涨6.46%；沪深AB股日均成交金额4388亿元，同比增长33.90%；股权融资额7095亿元，同比下降13.68%。截至报告期末，两融余额9193亿元，同比下滑0.93%。

表 1：2019H1 证券行业经营环境

	2018H1	2019H1
经纪：累计股票成交金额（百万元）	52,227,701	69,346,984
Yoy	0.53%	32.78%
经纪：日均股票成交金额（百万元）	438,888	587,686
Yoy	0.53%	33.90%
自营：沪深300	3,510.98	3,825.59
区间涨跌幅	-4.25%	8.96%
自营：中证全债	182.62	194.42
区间涨跌幅	4.21%	6.46%
投行：股权融资额（百万元）	709,543	612,473
Yoy	-19.13%	-13.68%
两融：余额（百万元）	919,382	910,817
Yoy	4.49%	-0.93%

数据来源：wind，广发证券发展研究中心

注：货币单位为人民币，本文中所有货币如果没有特别注明均为人民币

从2019H1上市券商经营数据来看，35家上市券商合计归母综合收益、净利润均呈现不同程度的增长。其中，归母综合收益为566亿元，同比增长102%；归母净利润为551亿元，同比增长59%。

综合收益同比上升120%，根据对2019年上半年综合收益变动的归因分析，对综合收益正面影响较大的主要为自营收入增长，对业绩产生60%的正向影响，而利息、经纪收入也分别对综合收益产生5、8个百分点的正向影响；负面影响较大的主要为投行收入，对业绩产生7个百分点的负向影响，同时资管业务变动也对业绩产生了1个百分点的负向影响。

2019年上半年的35家上市券商实现营业收入1814亿元，同比上升45%，其中经纪、自营、投行、资管、利息、其他业务净收入分别为368、582、148、135、204、375亿元，收入占比分别为20%、32%、8%、7%、11%、21%，同比增速分别为13%、124%、-20%、-4%、17%、128%。营业支出1075.9亿元，同比上升39%。

表 2: 2019H1, 35 家上市券商合计综合收益变动归因分析

合并	金额 (百万元)		占比		同比	归因
	2018H1	2019H1	2018H1	2019H1	2019H1	2019H1
营业收入	125313	181,475	100%	100%	45%	104%
经纪	32675	36,802	26%	20%	13%	8%
自营	25962	58,253	21%	32%	124%	60%
投行	18491	14,852	15%	8%	-20%	-7%
资管	14111	13,501	11%	7%	-4%	-1%
利息	17560	20,482	14%	11%	17%	5%
其它	16514	37,585	13%	21%	128%	39%
营业支出	-77141	-107,599	-62%	-59%	39%	-56%
营业外收入与支出	5784	-373	5%	0%	-106%	-11%
利润总额	53955	73,503	43%	41%	36%	36%
综合收益	29582	65,020	24%	36%	120%	66%
归属于母公司综合收益	27976	56,625	22%	31%	102%	53%
所得税率	45.17%	12%				
综合收益归属母公司比例	94.57%	87.09%				

数据来源: 公司中报, 广发证券发展研究中心

从收入结构来看, 投行收入有所下滑, 自营收入贡献占比小幅上升。2019年上半年, 证券行业分业务收入居于前三的依次为自营、经纪和资本中介, 占总营收的比重分别为32%、20%和11%。较去年同期, 投行收入同比下滑20%, 证券承销业务受挫。经纪、自营和资本中介业务呈现不同程度的上升, 主要归于2019年以来两市有所回暖。从贡献度来看, 自营收入贡献度显著增长, 较2018年同期提升11个百分点。从证券行业分业务来看, 经纪、自营、利息业务净收入均出现不同程度的上升, 投行、资管业务收入有所下降。

经纪: 2019年上半年两市成交金额同比增长32.78%, 35家上市券商实现代理买卖证券业务净收入368.02亿元, 同比增长13%;

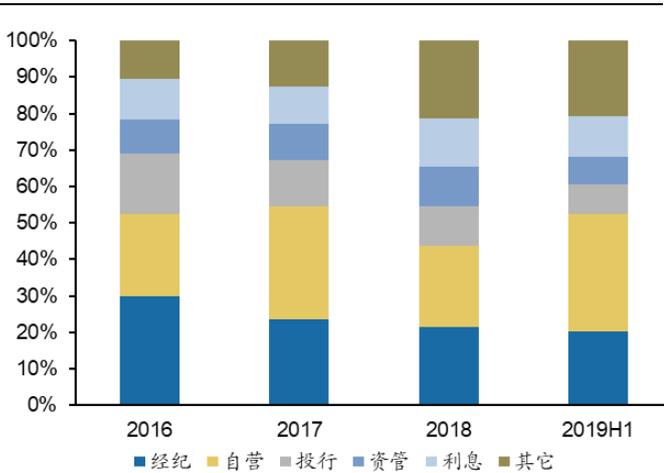
自营: 2019年以来两市回暖, 受整体行情影响, 上市券商2019年上半年自营投资收益582.53亿元, 同比增长124%;

投行: 2019年上半年股权融资持续低迷, 规模下滑13.68%; 债权融资有所回暖, 债券市场发行规模增长5.79%。35家上市券商合计实现证券承销业务净收入148.52亿元, 同比下滑20%;

资管: 受2018年以来资管业务监管影响, 券商资管通道业务进一步收缩, 2019年上半年上市券商实现资产管理业务收入135.01亿元, 同比下滑4.3%;

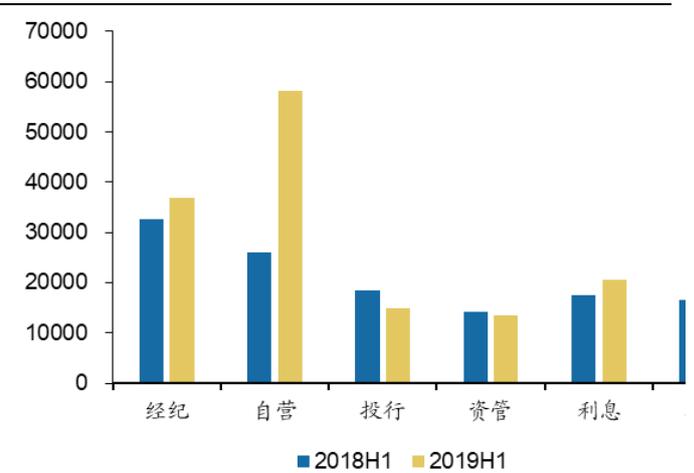
资本中介: 受二季度股市行情回落并持续震荡的影响, 2019年上半年沪深两市两融余额较上一年中仅增长3.5%, 上市券商2019年上半年利息净收入204.82亿元, 同比增长16.6%。

图1: 35家上市券商分业务收入占比变动情况



数据来源: 公司中报、广发证券发展研究中心

图2: 35家上市券商各项业务收入同比变动情况 (百万元)

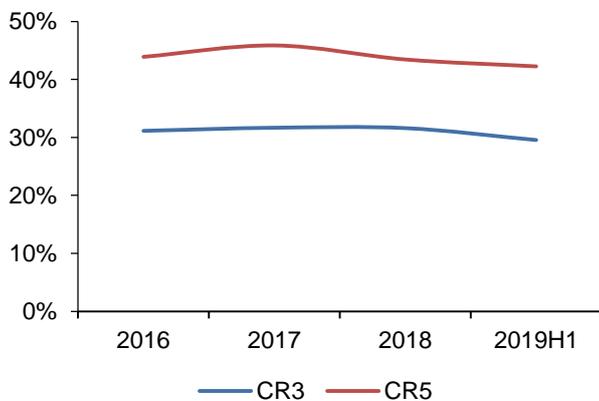


数据来源: 公司中报、广发证券发展研究中心

二、行业格局: 集中度仍处高位, 中小券商凸显贝塔优势

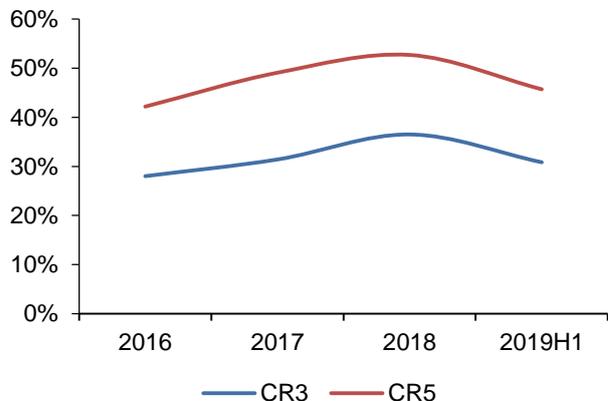
行业集中度仍处于高位。近年来头部券商营收比重上升, 行业营收及净利润集中度整体呈提升趋势, 2012-2018年, 营业收入排名前10的券商占行业总收入的比重由51.8%提升至64.9%, 每年提升约1.9个百分点。2019年上半年35家上市券商中, 营业收入前三名的证券公司占35家上市券商营收合计的31.13%, 前五名占比43.89%; 归母净利润方面, 前三名占35家上市券商归母净利润合计的28.01%, 前五名占比42.19%, 行业集中度仍然较高。

图3: 35家上市券商营业收入集中度



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 35家上市券商归母净利润集中度



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

不过, β 行情下, 中小券商缓和经营压力更为明显, 导致集中度有些微回落。35家上市券商整体归母净利润同比增长102.4%, 所有上市券商归母净利润均出现不

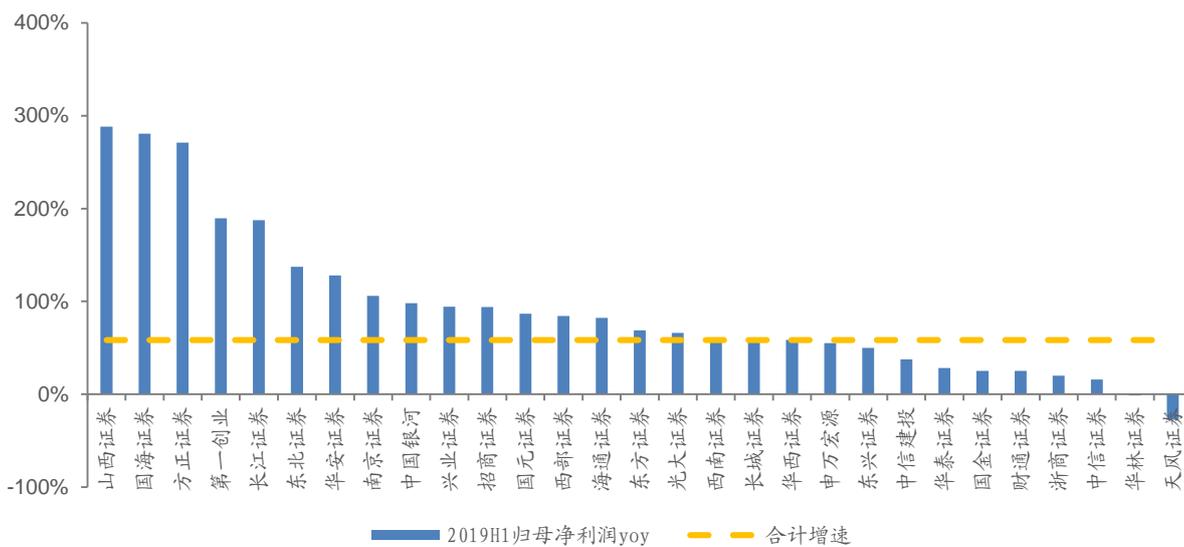
同程度增长。其中，21家上市券商增长幅度超过上市券商整体归母净利润的增长，14家上市券商增长幅度小于整体增长幅度。

受益于上半年市场回暖，交易量上升，中小型券商归母净利润提升幅度更大，增幅居前的券商分别为东吴证券(2758%)、山西证券(288%)、国海证券(280%);头部券商原有收益基数大，增长幅度较弱。

2019年上半年归母净利润居于前列的上市券商包括中信证券、海通证券、华泰证券，对应同比变化分别为15.82%、82.34%、28.43%;2019年上半年ROE(平均)居于前列的上市券商包括中信建投(4.8%)、海通证券(4.6%)、华西证券(4.5%);2019年上半年ROE(扣非/平均)居于前列的上市券商包括中信建投(4.8%)、华西证券(4.5%)、华安证券(4.4%)。

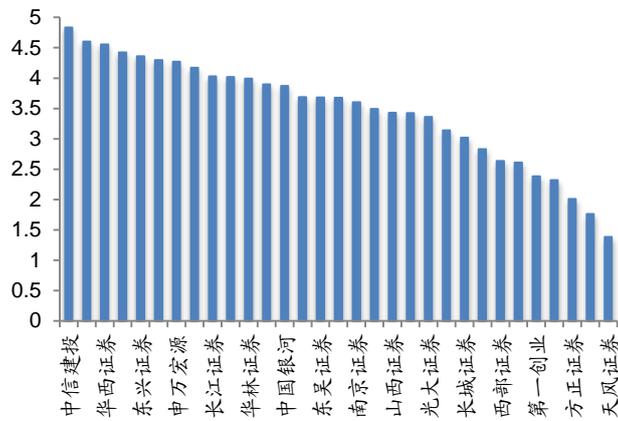
总体来看，行业仍呈现业绩分化显著趋势。综合实力占优、管控水平更高的头部券商稳定增长，部分业务突出的成长性券商在相关子行业确定差异化优势，业绩表现同样优秀；业务模式传统、通道业务员占比较高的券商则在竞争中处于劣势。主要归于：1) 证券业整体行情向上，金融供给侧改革助推券商成为市场流动性的主要供给方，央行改革完善贷款市场报价利率(LPR)形成机制，可降低贷款实际利率，有望对流动性(交易量)构成催化，推进券商主观能动性引导市场活力，头部券商的高占比决定其影响力；2) 政策利好不断释放，头部券商稳增长，证监会发布《证券公司股权管理规定》，划分专业类与综合类证券公司，后者涉及对外大额业务居多，操作复杂性高，对公司的管控水平和资本，龙头券商由于其资本实力与业务水平而处于优势地位；3) 分类监管明显，《证券公司股权管理规定》中强调各个券商的差异化发展，注重专业能力与风险管控，促使行业竞争格局特色化，凸显部分成长型券商的优势业务。

图5: 2019年上半年30家上市券商归母净利润增速



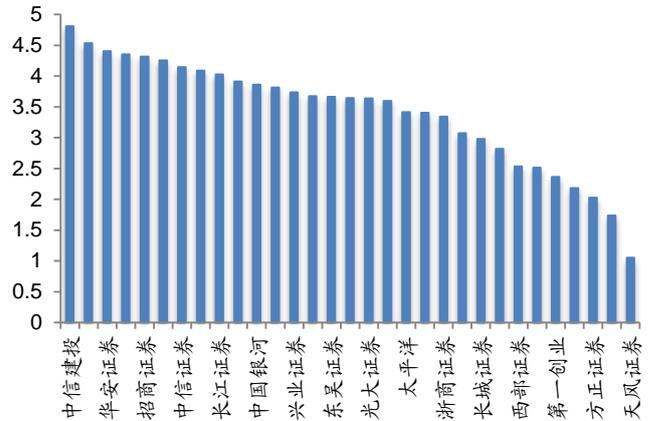
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图6: 2019年上半年31家上市券商ROE: 平均 (%)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图7: 2019年上半年31家上市券商ROE: 扣非/平均 (%)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

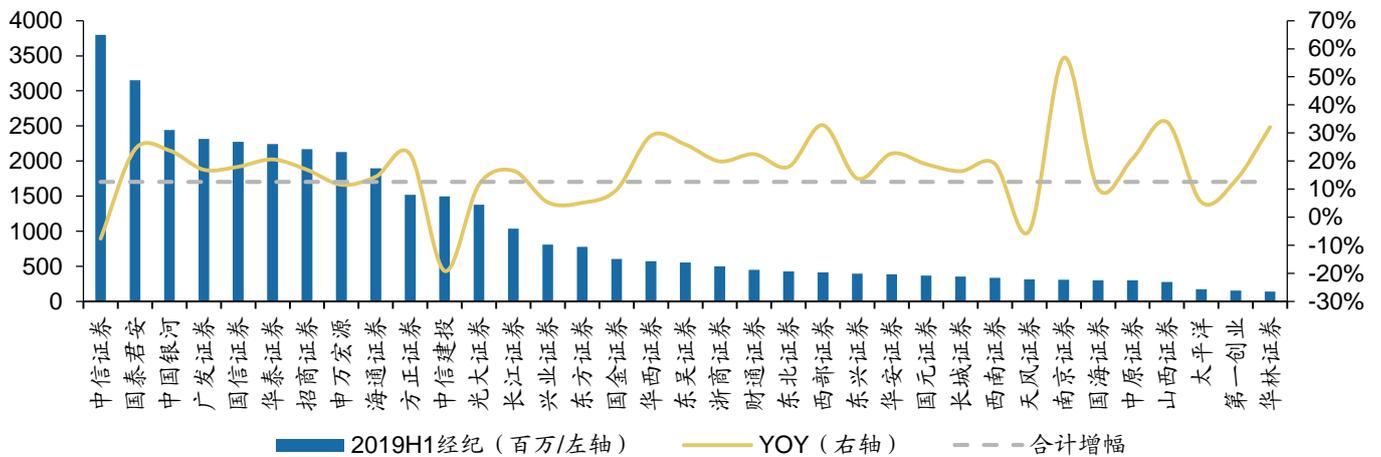
三、收入: 业绩增长显著, 集中度进一步提升

1、经纪: 整体收入稳定增长, 日均成交额上涨明显

受益于2019年以来市场回暖环境下, 券商经纪业务业绩稳定增长。35家上市券商2019H1合计实现经纪业务净收入368亿元, 较2018H1同比增长12.6%。其中, 经纪业务净收入排名前列的券商主要有中信证券(37.99亿元)、国泰君安(31.5亿元)、中国银河(24.41亿元), 分别同比变动-7.6%、24.2%、23.8%; 经纪业务收入同比增速超过30%的主要是西部证券、山西证券、华林证券等中小券商。

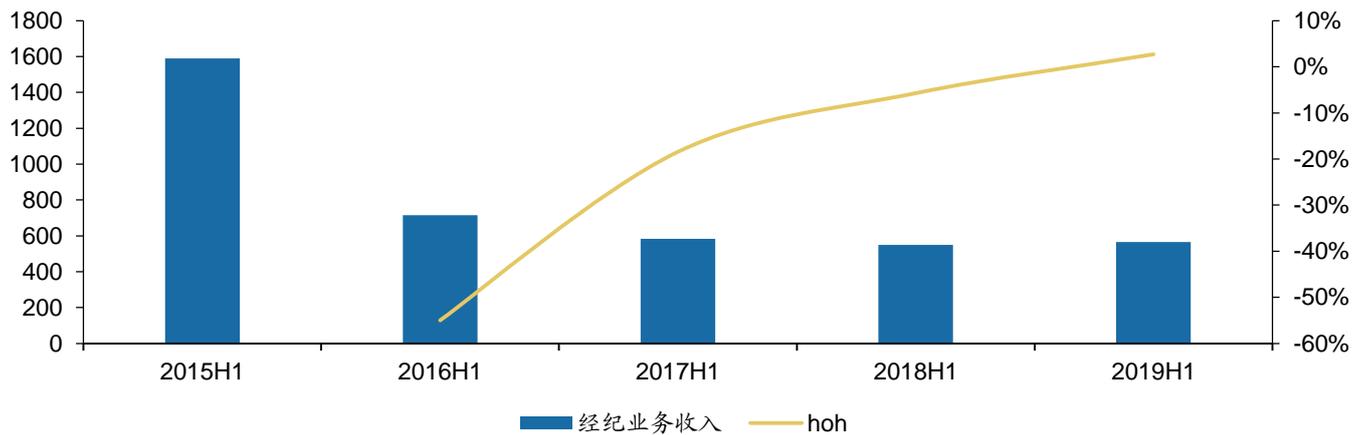
2019年上半年券商经纪业务收入提升主要归于股市回暖, 报告期内沪深两市交易规模扩大, 以及财富管理转型成效初显的共同影响: 1) 2019H1沪深两市AB股季度日均成交金额达5876.9亿元, 较2018H1同比增长33.9%。2019年以来两市交易规模不断提升, 为券商经纪业务的开展提供较好的市场环境。2) 近年来券商经纪业务同质化现象严重, 竞争日趋激烈, 财富管理转型成为行业发展趋势, 2018年大部分券商制定并实施财富管理转型策略, 实施至今成效初显。

图8: 2019上半年35家上市券商经纪业务收入(左轴, 百万元), 同比增速(右轴), 合计同比增速(右轴)



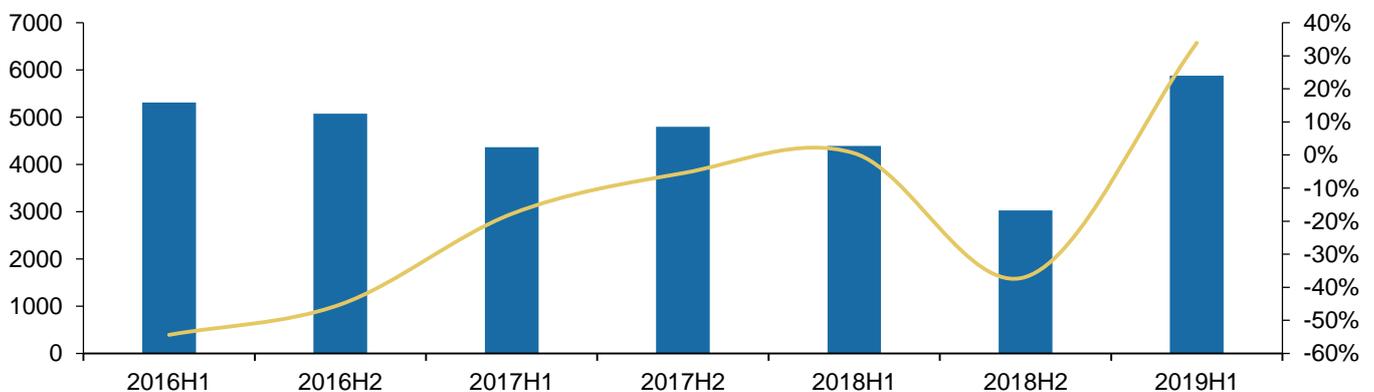
数据来源: 公司中报、广发证券发展研究中心

图9: 35家券商经纪业务收入合计(左轴, 亿元), 环比变动(右轴)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图10: 上半年日均股票成交金额(左轴, 亿元), 环比变动(右轴)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

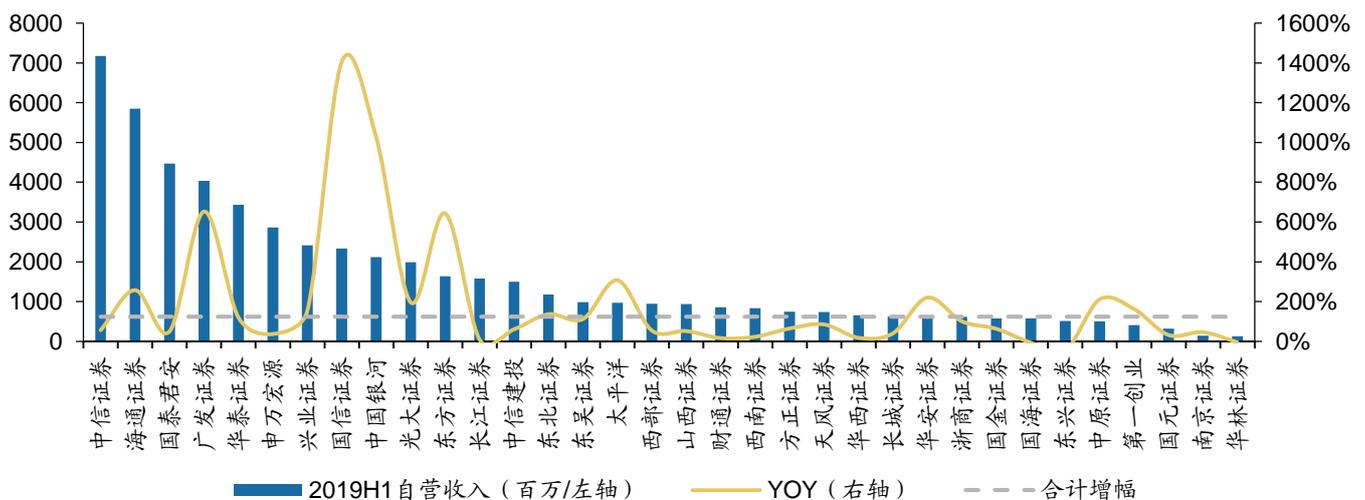
2、自营：整体收入大幅提升，强力助推总营收

券商目前自营投资业绩主要取决于股债市场波动，在宏观政策调整下，货币政策有所放松，市场流动性提升，2019年以来股债市场回暖，2019年上半年，沪深300指数上涨8.96%，中证全债指数上涨6.46%。同时，金融科技的发展及多元化投资策略的实施给券商开展自营业务带来新机遇。在综合因素影响下，券商自营收入大幅提升。

2019年上半年35家上市券商合计实现自营收入582.5亿元（自营收入核算口径为扣除对联营企业和合营企业的投资收益后的投资净收益、公允价值变动收益加总），较2018H1同比增长124.4%，主要归于权益投资市场向上。

35家上市券商中仅有国海证券、东兴证券和华林证券自营收入较去年同期同比下滑；增长速度排名前三的是招商证券、国信证券和中国银河，同比增长20035%、1406%和1025%，其中招商证券自营收入大幅提高主要归因于公允价值变动收益的大幅增长；总投资收益规模居前的上市券商包括中信证券（71.74亿元）、海通证券（58.47亿元）、国泰君安（44.72亿元）。

图11：2019年上半年35家上市券商自营业务收入（左轴，百万元）与同比增速（右轴）、合计同比增速（右轴）

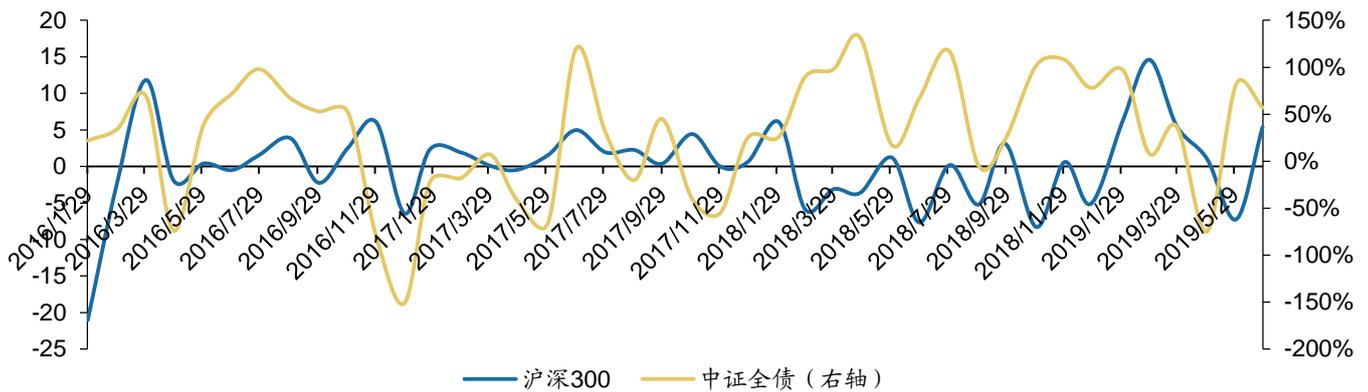


数据来源：公司中报、广发证券发展研究中心

注：自营业务收入=投资净收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动净收益

招商证券2019H1自营收入为3000百万元，2018H1自营收入为-15百万元。

图12: 沪深300、中证全债指数月度涨跌幅 (%)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

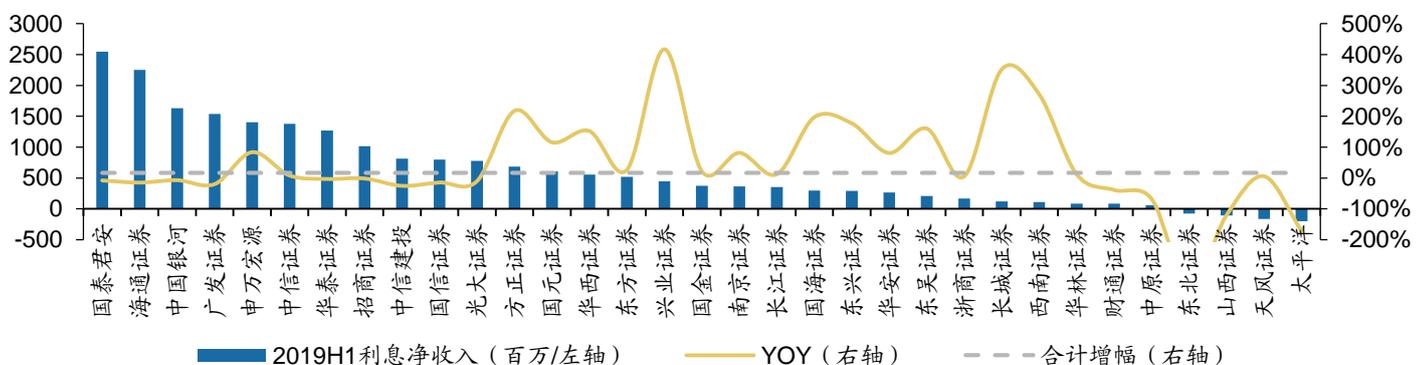
3、资本中介: 两融余额环比涨幅明显, 质押规模小幅收缩

2019年上半年35家上市券商实现利息净收入204.8亿元, 同比上升16.6%, 主要归因于报告期内市场回暖信用业务规模增长, 以及负债成本有所回落所致。

业务方面, 两融余额环比涨幅明显、股票质押回购规模环比小幅回落。1) 融资融券: 截至2019上半年末两融余额9108.17亿元, 同比2018上半年末小幅下滑0.93%, 环比2018年末增长20.5%。两融余额基本与股指表现同向变化, 规模弹性仍取决于市场需求。2019年8月多想利好政策的出台, 两融担保物的扩充以及转融资费率的下降, 有望持续推进两融业务蓬勃发展, 两融作为目前场内唯一的门槛低且合规标准化的杠杆工具, 未来仍具有较大发展空间。2) 股票质押回购: 2019年以来, A股市场回暖, 股票质押补仓压力减弱。截至2019上半年末, 市场质押待购回余量为6135亿股, 同比2018上半年末下降1.9%, 环比2018年末下降3.3%。

资金方面, 2019年上半年上市券商中多数权益乘数较2018年同期有所上升, 居于前三的分别为中信建投 (5.06)、浙商证券 (4.96)、国海证券 (4.91)。

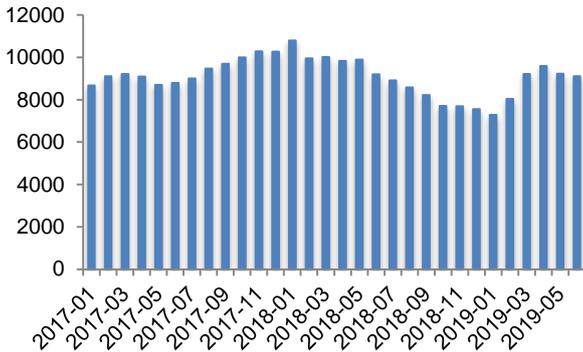
图13: 2019年上半年35家上市券商利息净收入 (左轴, 百万元) 与同比增速 (右轴)、合计同比增速 (右轴)



数据来源: 公司中报、广发证券发展研究中心

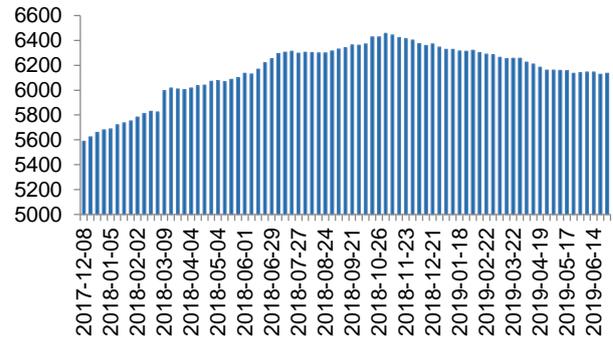
注: 西部证券和第一创业2019年H1利息净收入分别为102百万元、-58百万元, 同比变化1940%、-5700%。

图14: 两融余额变动情况 (亿元)



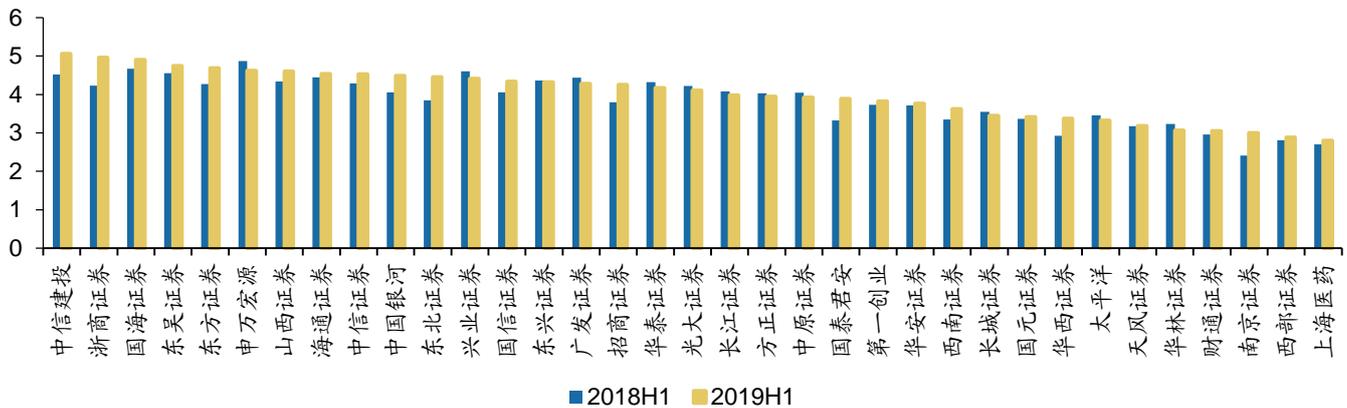
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图15: 股权质押待购回余量 (亿股)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图16: 截至2019H1, 35家上市券商权益乘数变动情况 (倍)



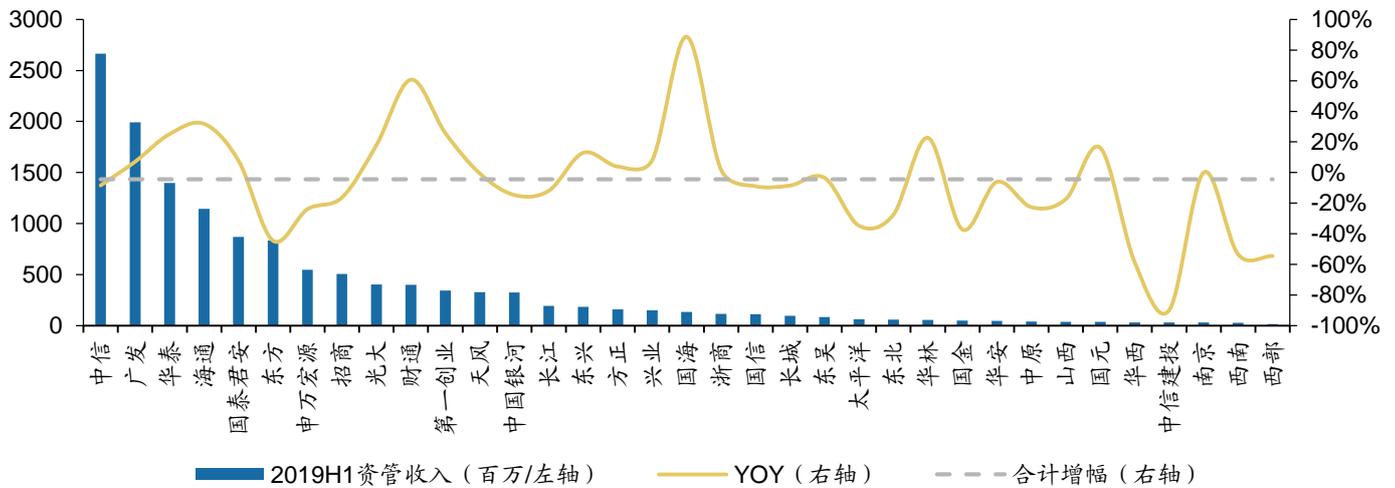
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

4、资管: 规模缩水, 主动管理转型成为大方向

2019年上半年35家上市券商合计实现资产管理业务净收入135亿元, 较2018年同期同比下降4.32%。2019上半年资管业务收入规模居于前列的上市券商分别为中信证券(26.66亿元)、广发证券(19.93亿元)、华泰证券(13.99亿元), 同比变化-8.4%、7.1%、25.1%。

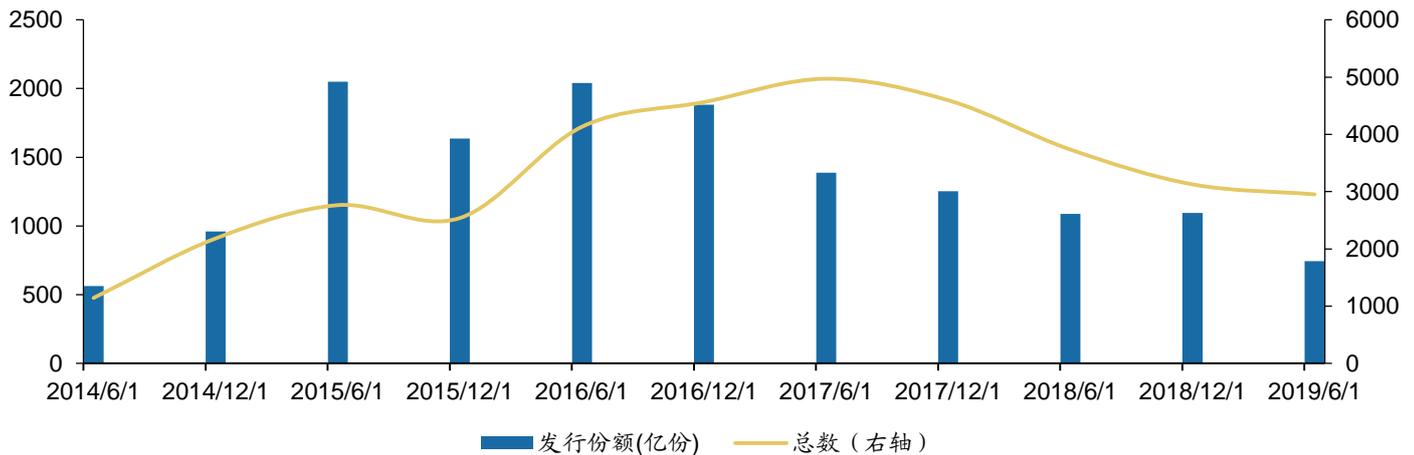
受2018年资管新规及相关监管政策的影响, 证券公司资管业务规模缩水, 2019年上半年券商资管新成立产品2952个, 发行份额达745亿份, 较2018H1同比减少20.9%, 较2018年末环比下滑5.6%。持续下行的业绩表现, 使得各证券公司面临迫切的转型需求, 主动管理成为大方向。

图17: 2019年上半年35家上市券商资管业务收入(左轴, 百万元)与同比增速(右轴)、合计同比增速(右轴)



数据来源: 公司中报、广发证券发展研究中心

图18: 券商资产新成立产品发行份额(左轴, 亿份), 发行总数(右轴, 个)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

5、投行: 股权融资规模持续萎缩, 同比收入下滑

2019年上半年35家上市券商合计实现投行业务净收入148.5亿元, 较2018H1同比下降19.7%。投行业务收入规模居前的上市券商分别为中信证券(18.03亿元)、海通证券(16.47亿元)、中信建投(16.21亿元), 分别同比变动3%、-8%、14.1%。

券商投行业务收入的下滑, 主要是报告期内IPO、再融资发行放缓, 发行规模下降。近年来证监会从严审核IPO项目, 券商IPO过会率下滑明显, 2018年仅达55.78%, 对市场股权融资影响较大。2019H1股权融资规模达6124.7亿元, 较2018H1同比下滑13.7%。债券市场发行规模有所提升, 2019H1达21.7万亿元, 较2018H1同比增长5.79%。

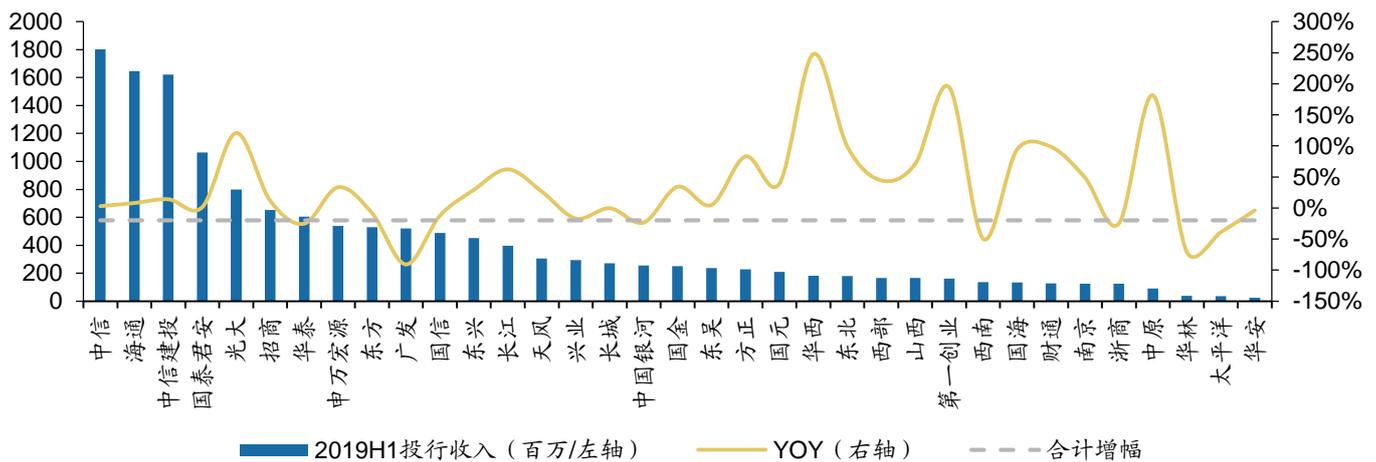
从券商股债承销规模来看，至2019年9月，证券公司股权承销规模排名前列的为中信证券（1573亿元）、华泰证券（754.1亿元）、中信建投（741.9亿元）；债券承销规模居前的为中信证券（5276.3亿元）、中信建投（5021.09亿元）、国泰君安（2622.58亿元）。

从券商股债承销规模来看，至2019年9月，证券公司股权承销规模排名前列的为中信证券（1573亿元）、华泰证券（754.1亿元）、中信建投（741.9亿元）；债券承销规模居前的为中信证券（5276.3亿元）、中信建投（5021.09亿元）、国泰君安（2622.58亿元）。

此外，上半年科创板设立后促进券商投行业务发展，各大券商通过保荐承销新上市科创板公司创造利润。参与及担任主要承销方的中外券商共计47家，承销家数排序为，中金公司18家、中信建投17家、中信证券14家、华泰证券10家、国信证券10家。保荐承销共计20.99亿元，投资净收益共计68.26亿元，科创板净利润共计57.49亿元，现有科创板上市公司融资规模达413.37亿元。在资本市场深入改革的大环境下，科创板公司上市所带来的资本增量经过一定时间，形成足够规模后，将对接下来的投行利润有更为明显的增厚作用。

根据科创板利润与往年重点券商的归母净利润测算，几大重点券商受科创板影响的可能利润增厚差异显著，业务进一步向龙头券商集中。2019年第一季度的实际数据中，科创板对中信证券、华泰证券、中信建设可能增厚利润分别为56、26、21个百分点。2018年一季度中，科创板的利润增厚表现同样存在明显差异。原因主要归于券商间的主营与优势业务存在差别，科创板试行的注册制对券商的风控、定价和承销能力要求提高。

图19: 2019年上半年35家上市券商投行业务收入（左轴，百万元）与同比增速（右轴）、合计同比增速（右轴）



数据来源：公司中报、广发证券发展研究中心

图20: 股权融资规模 (左轴, 亿元), 同比变动 (右轴)



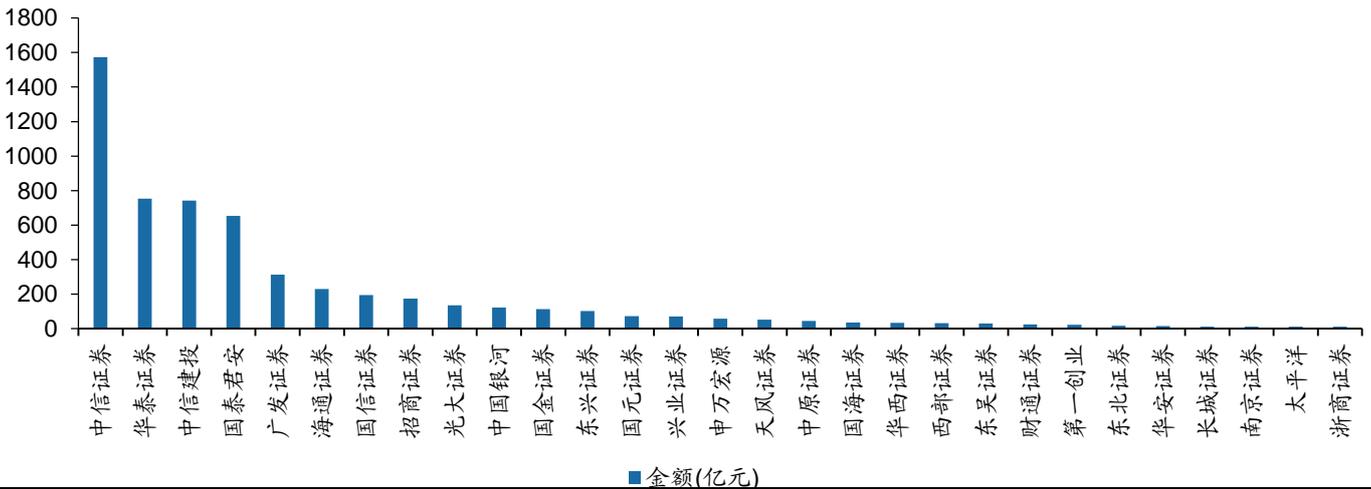
图21: 债券发行规模 (左轴, 亿元), 同比变动 (右轴)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

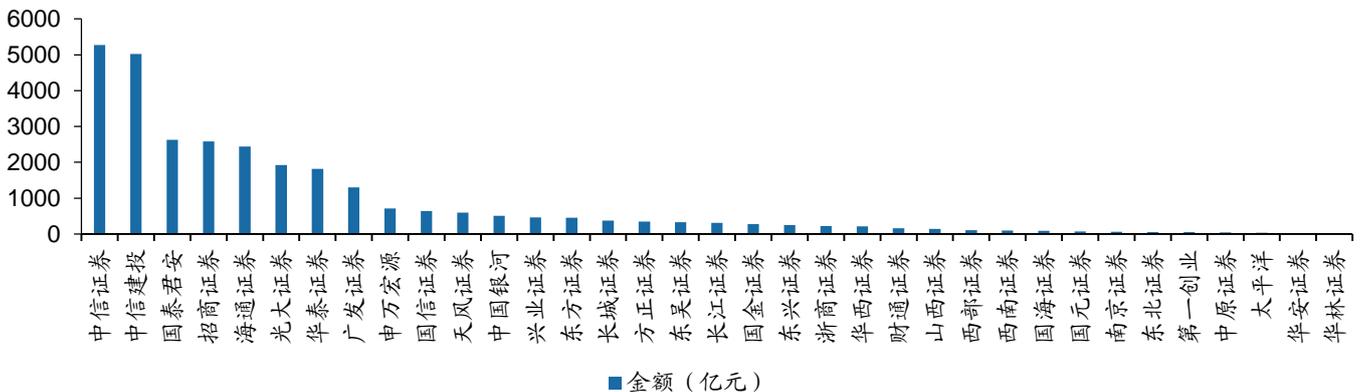
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图22: 2019年9月上市券商股权承销规模排名 (亿元)



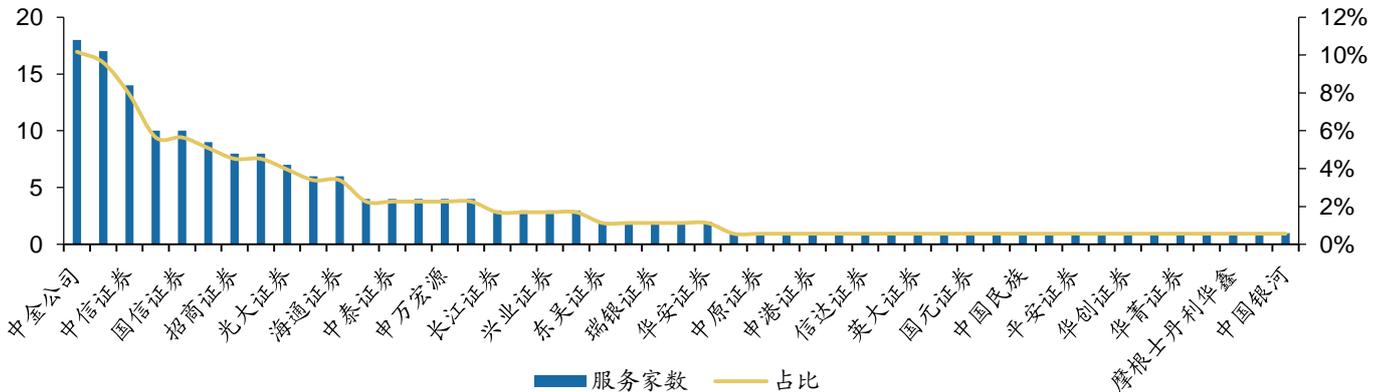
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图23: 2019年9月上市券商债权承销规模排名 (亿元)



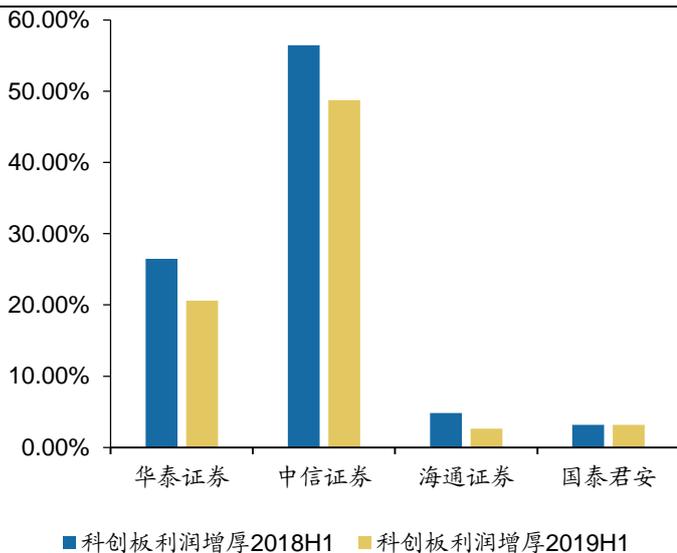
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图24: 科创板保荐机构及主承销商业务排行榜



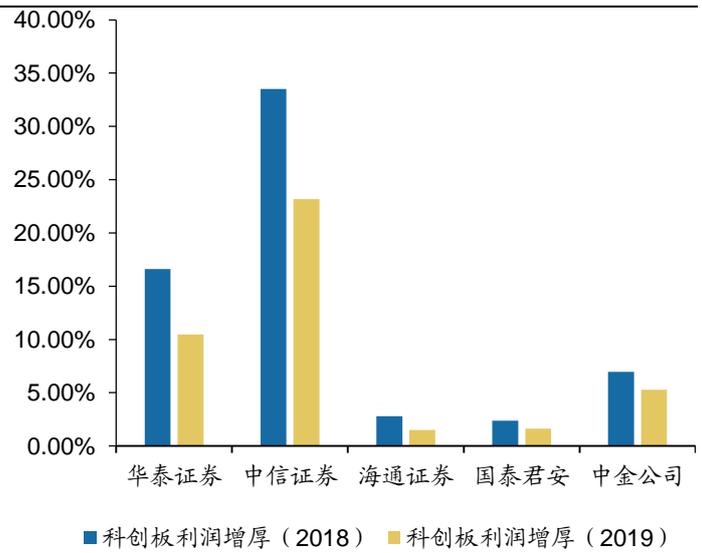
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图25: 2018与2019年上半年4家重点券商受科创板影响的利润增厚



数据来源: 公司中报、广发证券发展研究中心

图26: 2018与2019年5家重点券商受科创板影响的利润增厚



数据来源: 公司中报、广发证券发展研究中心

四、行业展望: 杠杆提升与高 ROA 业务并举, 助推头部券商战略发展

估值方法上, 证券行业常用PB法, 而PB水平的高低很大程度上取决于ROE的高低。我们知道, $ROE=ROA \times \text{经营杠杆}$ 。在过往10余年中, 由于同质化经营较为普遍, 在竞争加剧背景下, ROA水平呈现趋势性下行态势; 同时, 杠杆水平虽有起伏, 但整体处于偏低状态。因此, 国内证券行业ROE水平也呈现出趋势性下行状

态，以致行业较难呈现长期投资价值。当下，新的融资工具将赋予证券行业尤其是头部券商加杠杆的机会，行业杠杆水平有望得到提升。

2019年上半年行业整体杠杆小幅提升。2019年上半年35家上市券商中有16家券商扣除客户保护金后的权益乘数较去年同期有所上升，平均杠杆水平为3.31倍，较去年同期的3.26倍提高了1.4%。其中，2019年上半年杠杆水平靠前的券商分别是海通证券（4.35倍）、国海证券（4.21倍）、天风证券（4.10倍）、东方证券（4.01倍）和中信建投（4.01倍）；杠杆同比增速靠前的券商分别是南京证券（20.9%）、国泰君安（17.4%）、浙商证券（15.7%）、东北证券（13.6%）和华西证券（13.0%）。一方面，券商受益于行情回暖需求端回升带来的杠杆提升；同时，头部券商受益于短融及金融债释放杠杆倍数，在2019H1，大多数头部券商杠杆倍数均有所提升。

表 3: 2019H1 头部券商扣除客户保证金后的权益乘数（倍）

券商	2018H1 权益乘数（倍）	2019H1 权益乘数（倍）	同比变动（%）
中金公司	5.37	6.16	14.71
海通证券	4.19	4.35	3.82
中信建投	3.64	4.01	10.16
华泰证券	3.63	3.90	7.44
中信证券	3.51	3.86	9.97
申万宏源	4.03	3.71	-7.94
广发证券	3.88	3.53	-9.02
国泰君安	2.99	3.51	17.39
招商证券	3.08	3.48	12.99
中国银河	3.03	3.34	10.23

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：权益乘数算法为（资产总计-代理买卖证券款）/归属于母公司的股东权益合计；其中华泰证券2019年H1归属于母公司的股东权益剔除了GDR的影响。

我国证券行业提升杠杆之路从供给端方面看，短融和金融债打开杠杆提升空间。短融规模扩大、金融债松绑，丰富券商融资渠道。2019年6月22日以来，中信证券、国泰君安、华泰证券、海通证券等多家头部券商接到央行通知提高短期融资券余额上限，合计约3000亿元。我们认为，提高短融规模，意味着头部券商扩大短融发行额度，不仅能降低融资成本，也拓宽杠杆资金来源，可能带来杠杆提升的效应。

表4: 头部券商待偿还短期融资券余额上限调整情况

券商	调整时间	待偿还短期融资券余额上限 (亿元)	
		调整前	调整后
中信证券	2019/6/22	159	469
国泰君安	2019/6/22	130	508
海通证券	2019/6/22	200	397
华泰证券	2019/6/22	216	300
中信建投	2019/6/25	163	209
中国银河	2019/6/25		368
招商证券	2019/6/25	70	316
申万宏源	2019/6/25	191	298

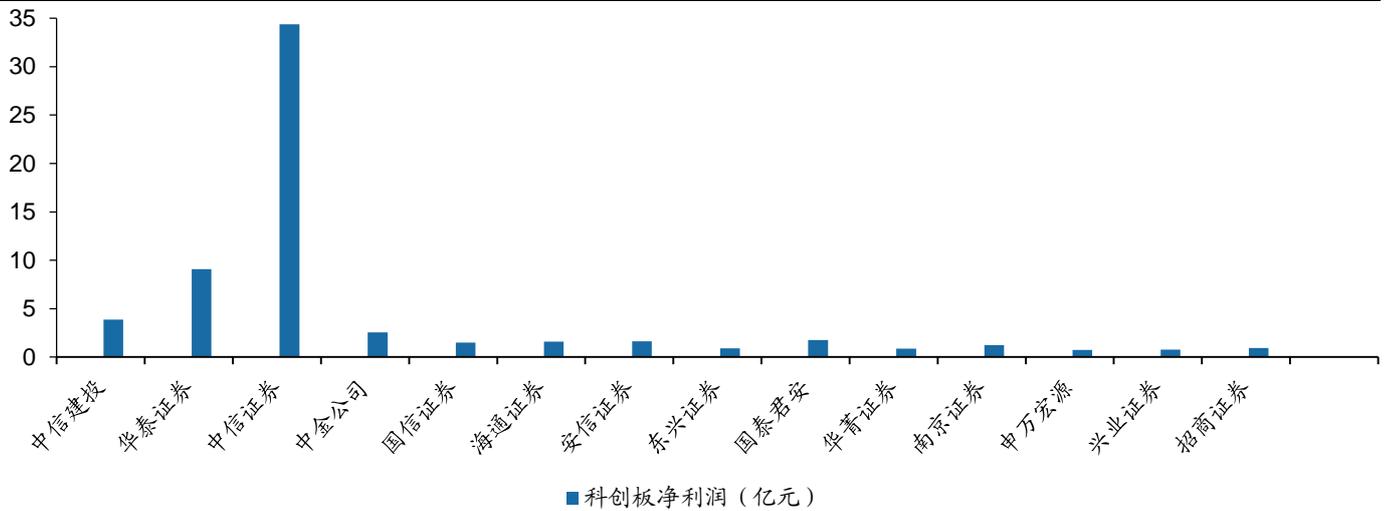
数据来源: 《中信证券股份有限公司关于发行短期融资券事项获得中国人民银行通知的公告》等公司公告、广发证券发展研究中心

从需求端方面, 衍生品发展带来杠杆增量业务。我国金融供给侧改革持续推进下, 衍生品等创新业务发展有望拉动券商资金需求, 推动杠杆提升。我国目前处在新一轮对外开放进程中, 证券公司各业务类型已基本完善, 但衍生品业务从发展的深度和广度上, 和国际大行相比仍有明显短板, 具体来看: 内地券商衍生品业务体量较小, 主要投向限于固收投资、场外期权, 利率产品和大宗商品体量很小。对比而言, 外资大行相关FICC业务包括大宗商品、利率产品、货币产品、信用产品和抵押贷款五大类, 利率产品、信用产品以及外汇大宗商品等均具有显著收入贡献。根据摩根士丹利奥纬咨询统计数据, 从1993年至2016年, 美国头部证券公司FICC收入中, 信用产品、利率产品以及外汇/新兴市场/大宗商品三者的平均贡献占比约为32%、34%和34%。由于信用债做市受市场环境影响较大, 信用产品在FICC中的收入贡献占比波动也最大, 在1993年至2016年间, 波动幅度从-29%至45%, 是唯一出现过负收入贡献的FICC品种。

除了衍生品外, 投行资本化业务和财富管理业务也正成为头部券商实现高ROA的重要手段。

投行资本化是指投行业务与直投、私募股权基金、跟投相结合的综合业务, 券商的盈利模式由单纯的承销保荐收入扩展至资本利得。科创板为我们观察券商投行资本化业务提供了一个视角。截至2019年9月3日, 科创板共有28家公司挂牌, 合计为券商贡献浮盈约60亿元。其中, “三中一华” 位居前列。

图27: 2019年上半年券商科创板业务净利润(亿元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

五、投资建议: 资本市场改革持续推进, 估值低位彰显

配置价值

资本市场改革持续推进。我们认为, 金融供给侧改革内涵丰富, 对证券行业而言有三条主线: 一是提升直接融资占比, 推进产业结构优化升级。二是证券行业集中度进一步提升, 走向头部化。三是金融行业迎来市场、产品的高水平双向开放。

流动性保持稳健合理有助于推动市场流动性与交易活跃度提升, 亦有助于降低券商业务成本。证券业对外开放持续扩大一方面有助于配套制度完善和新业务模式发展, 加速我国证券行业的业务空间扩大和服务手段改革; 另一方面国际化竞争加剧或有效助力我国证券行业盈利模式变革, 加速服务的市场化定价。而借助供给侧与对外开放改革, 我国证券行业有望通过衍生品、投行资本化、财富管理等高ROA业务促进券商实现战略发展。从美国经验来看, 证券行业的整体盈利能力有望进入提升周期。

我们长期看好创新业务推进与交易量放大所带来的证券板块的投资性机会。近期受市场波动影响, 板块估值较上月出现回落, 配置价值彰显。根据2019年盈利预测, 按8月6日收盘价计算, 2019年上市券商PB估值已回落到1.45x, 头部券商回落至1.05x-1.60XPB。证券行业有望通过投行资本化、财富管理等高ROA业务促进券商实现战略发展。建议关注龙头企业: 中信证券(600030.SH)/(06030.HK)、华泰证券(601688.SH)/HTSC(06886.HK), 及低估值龙头海通证券(600837.SH)/(06837.HK)等。

六、风险提示

1、券商经营风险因素包括宏观经济与行业景气度下行，如经济下行超预期、多因素影响利率短期大幅波动、资管新规后续补丁文件严厉性超预期、行业爆发严重风险事件等。2、公司经营受多因素影响，风险包括：行业竞争加剧、存量资管项目爆发严重风险事件、公司业绩不达预期、二级市场波动、新领域投资出现亏损等。

广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍 淼：资深分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 文 京 雄：资深分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 韵 杨：高级分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 厦31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

- (1) 广发证券在过去 12 个月内与国泰君安(601211)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券在过去 12 个月内与国泰君安(02611)公司有投资银行业务关系。
- (3) 广发证券在过去 12 个月内与国信证券(002736)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。