

证券行业 2019 年中报综述

2019 年 09 月 04 日

投资驱动业绩增长，龙头保持稳健 增持（维持）

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

研究助理 朱洁羽

zhujieyu@dwzq.com.cn

事件：A 股 36 家上市券商 2018 年合计实现营业收入 1822 亿元，同比增长 45%；归母净利润 554 亿元，同比增长 59%；各家券商业绩均实现同比增长，中信、海通、国君净利润领先，东吴、山西、国海涨幅最大。

投资要点

- **总体概述：券商 2019 年上半年业绩大幅增长源于市场行情回暖，投资驱动业绩大幅好转。** 1) 2019 上半年 36 家上市券商合计实现营业收入同比 45% 至 1822 亿元（行业同比 41%），归母净利润同比 59% 至 554 亿元（行业 +103%）。业绩大幅好转源于市场成交量上行+股指上涨，致自营投资（同比+92%）和经纪业务改善（同比+15%），驱动券商盈利。2) 龙头券商整体稳健，中小券商业绩弹性更大，致行业整体业绩弹性高于上市券商。2019H1 市场回暖带动 ROE 显著回升（36 家上市券商年化 ROE 回升至 7.73%），证券行业杠杆保持相对平稳（2019H1 行业 2.9 左右，上市券商 3.5 左右），上市券商显著高于行业。
- **分业务：经纪、自营业务中小券商具备高弹性，投行、资管、信用业务龙头券商更稳健。** 1) **经纪业务：**2019H1 交易活跃拉动收入增长，佣金率下行空间有限，未来或将稳定。散户主导交易增量，龙头券商弹性不及中小券商。2) **投行业务：**2019H1 债承强力支撑业绩。行业保持高集中度，龙头券商以其丰富项目储备及出色业务能力进一步稳固地位。3) **资管业务：**“去通道”推动券商资管规模有序压缩，主动管理能力造成业绩分化。龙头券商主动管理基数较高，未来将进一步提升业务价值率推动业绩增长。4) **信用业务：**2019 年市场回暖，股票质押规模持续压缩，整体风险可控，两融交易机制优化，标的扩容，政策利好背景下两融收入有望持续改善。5) **自营投资：**股市回暖拉升投资收益，龙头券商灵活运用衍生品等工具平滑波动，保持相对稳健，中小券商仍以方向性投资为主，弹性明显。
- **资本市场改革深化，政策利好推动行业发展。** 1) 2019 年以来监管释放积极信号：科创板超预期推进、再融资松绑、股指期货放开、证金下调融资融券费率、两融交易制度大幅优化，标的扩容等。2) 与此同时，行业规范政策并行，券商股权管理规定及证券公司风险控制指标计算标准修订的推出，促进行业健康稳定发展。3) 近期监管连续释放深化资本市场改革信号，一方面是以科创板为突破口带来资本市场基础制度更加市场化的改革，另一方面以提高上市公司质量行动计划为代表的发行、退市、并购重组等机制的优化，以吸引长期资金、保护投资者合法权益为重点的市场投资生态优化。伴随政策利好持续推进。我们认为券商板块的驱动力来自市场流动性改善带来的风险偏好的提升+政策面的推进进度。
- **投资建议：**券商具有高贝塔属性，2019 年以监管不断释放积极信号，资本市场改革加速推进，券商也将受益于流动性改善与风险偏好提升。个股层面，建议关注始终保持稳健的龙头券商**中信证券**，估值相对较低同时具备高弹性的**海通证券**。此外，建议关注流量持续变现的**东方财富**。
- **风险提示：**1) 市场成交额持续下滑影响经纪业务；2) 股市波动冲击自营投资收益；3) 金融监管抑制行业创新。

行业走势



相关研究

- 1、《证券行业：券商准入门槛提升，行业马太效应凸显》2019-07-07
- 2、《证券行业 2018 年报&2019 年一季报综述：投资驱动业绩增长，弹性分化明显》2019-05-09
- 3、《证券行业 2018 年三季报综述：政策环境向好，支撑券商反弹持续》2018-11-02

内容目录

1. 业绩概览：投资驱动券商业绩增长，公司弹性分化明显	4
2. 分项业务：中小券商具备高弹性，龙头券商整体稳健	7
2.1 经纪业务：交易活跃度提升推动收入增长，佣金率略有下滑	7
2.2 投行业务：IPO 下滑，债承支撑收入，龙头券商地位稳固	9
2.3 资管业务：通道平稳压缩，主动管理分化业绩	12
2.4 信用业务：股票质押稳定收缩，两融有望改善	13
2.5 自营投资：股市回暖拉升投资收益，龙头稳健，中小券商弹性明显	14
3. 投资建议：关注行业龙头券商及低估值+高弹性的券商	16
4. 风险提示	17

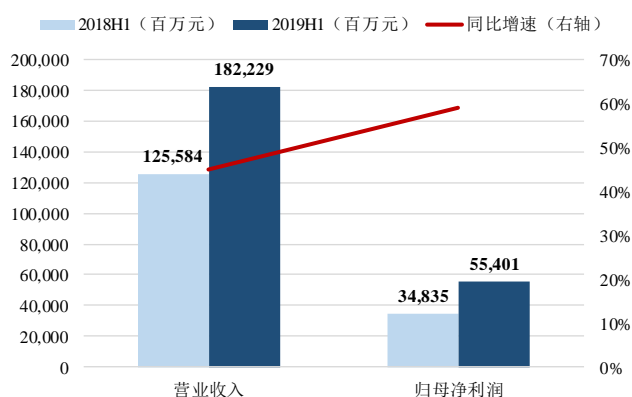
图表目录

图 1: 2018H1、2019H1 上市券商营收与净利润情况	4
图 2: 2018H1、2019H1 证券行业营收与净利润情况	4
图 3: 2018H1、2019H1A 股上市券商分业务收入及同比增速	4
图 4: 2018H1、2019H1A 股证券行业收入及同比增速	4
图 5: 2012~2019H1 年证券行业收入结构	5
图 6: 2012~2019H1 证券行业杠杆 (剔除客户保证金)	5
图 7: 2012~2019H1 上市券商净资产及 ROE	5
图 8: 2012~2019H1A 股证券行业归母净资产及 ROE	5
图 9: A 股上市券商 (36 家) 中报业绩概览	6
图 10: 2019H1 股基日均交易额同比增长	8
图 11: 行业佣金率环比略有下滑	8
图 12: 小型券商经纪业务弹性更大	8
图 13: 2019 年股基日均成交额前高后低	9
图 14: 2019 全年经纪业务有望继续上涨	9
图 15: 2019H1 IPO 及增发规模同比下滑	9
图 16: 2019H1 券商债承规模同比增长	9
图 17: 2016 年以来投行业务集中度高于 40%	11
图 18: 2018、2019H1 IPO 承销规模 CR5 高于 50%	11
图 19: 再融资承销规模 CR5 持续上升	11
图 20: 券商债券承销规模 CR5 高于 40%	11
图 21: IPO 排队家数前十	11
图 22: IPO 辅导备案登记受理数前十	11
图 23: 2014~2019/03 券商资产管理规模 (亿元)	13
图 24: 2019H1 龙头券商资管净收入及增速 (百万元)	13
图 25: 2019H1 龙头券商资产管理业务结构	13
图 26: 2019Q1 券商主动型资产管理规模 TOP 10 (亿元)	13
图 27: 2019H1 两融余额先升后降	14
图 28: 2016/03~2019/08 场内股票质押履约担保率估算	14
图 29: 2018/03~2019/06 场内股票质押业务情况 (亿元)	14
图 30: 2017~2019H1 龙头券商股票质押式回购规模 (亿元)	14
图 31: 2018H1、2019H1 龙头券商自营投资收入及增速	15
图 32: 2019/06 龙头券商的投资资产配置结构	15
图 33: 2019H1 A 股上市券商 (36 家) 权益规模占净资产比重	16
图 34: A 股上市券商估值表 (9.4 收盘价)	17
表 1: 2012-2019H1 龙头券商投行业务收入排名 (上市券商)	10
表 2: 各大券商科创板已问询+已受理项目	12

1. 业绩概览：投资驱动券商业绩增长，公司弹性分化明显

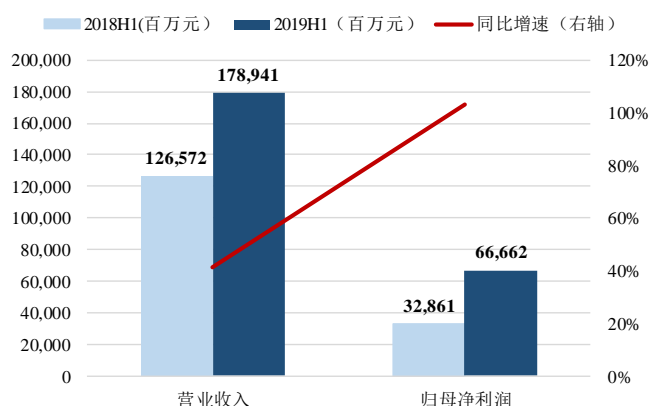
上半年市场行情回暖，投资驱动证券行业盈利大幅上扬。2019 上半年 36 家上市券商合计实现营业收入同比+45%至 1822 亿元（行业同比+41%），归母净利润同比+59%至 554 亿元（行业+103%）。2019 年上半年业绩较 2018 年大幅好转，源于市场成交量上行+股指上涨（市场股基日均成交额同比+29%，沪深 300 累计上涨 27%），主要系自营投资驱动券商盈利（2019H1 自营投资收入同比+92%）和经纪业务改善（同比+15%）。龙头券商整体稳健，中小券商业绩弹性更大，致行业整体业绩弹性高于上市券商。

图 1：2018H1、2019H1 上市券商营收与净利润情况



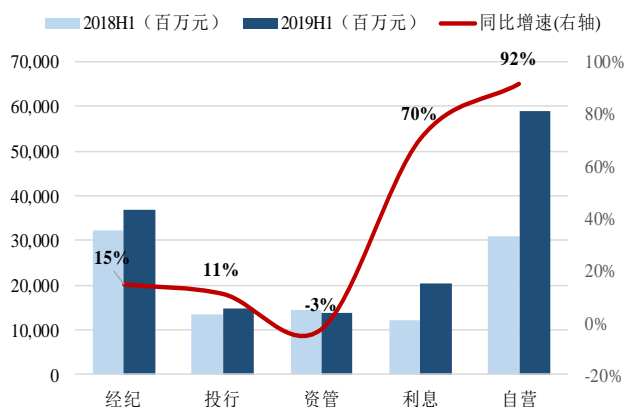
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：2018H1、2019H1 证券行业营收与净利润情况



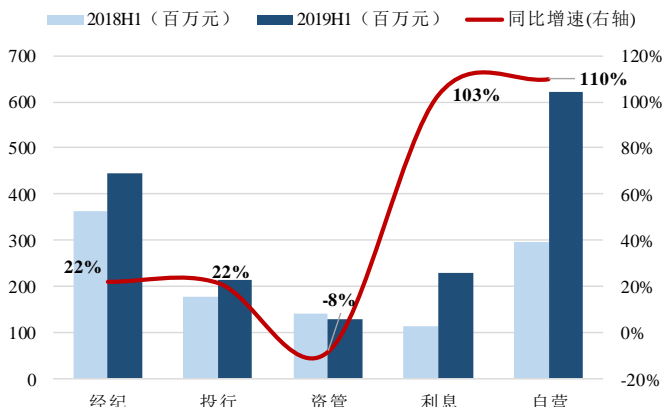
数据来源：证券业协会，公司公告，东吴证券研究所

图 3：2018H1、2019H1A 股上市券商分业务收入及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：2018H1、2019H1A 股证券行业收入及同比增速

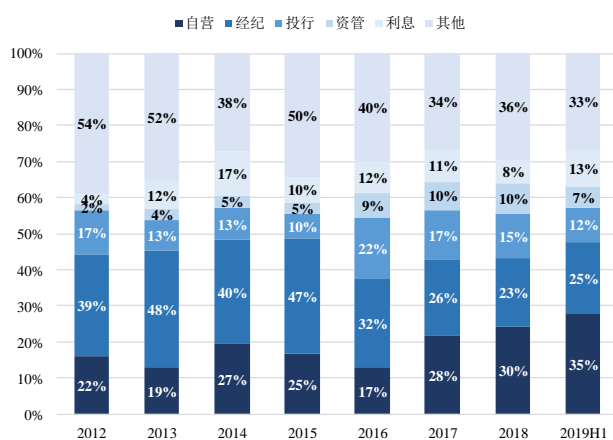


数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

2019 年上半年 ROE 显著回升，资管新规影响持续。 1) 2019 年 H1 市场活跃度明显回暖，债券承销市场景气，股指上行，带动 36 家上市券商经纪、投行、自营投资收

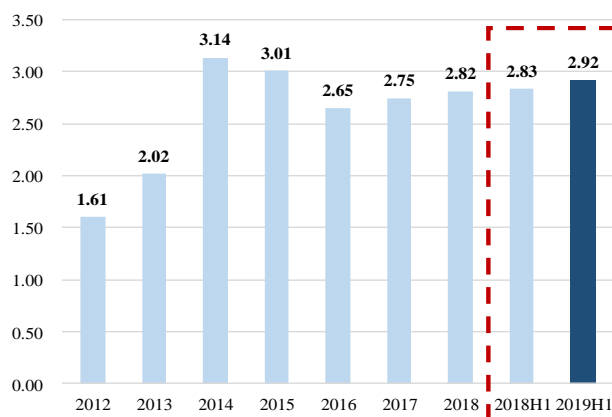
入同比+15%、+11%、+92%，其中上市券商自营投资收入占比大幅提升至 32%，为影响券商业绩的最主要业务。2) 基于 AUM 收费的资管业务受到“去通道”影响稳步收缩规模，36 家上市券商 2019H1 资管业务收入同比-3%，但分化明显。3) 2018Q4 起，新会计准则规定“利息收入”收录“其他债权投资/债权投资”产生的投资收益，导致 2019H1 利息收入同比+70.0%，股权质押风险升级继续推动行业收缩业务规模，2019H1 上市券商股票质押融资金额同比下降 14.1% 达 4338 亿元。4) 2019H1 市场回暖带动 ROE 显著回升（36 家上市券商年化 ROE 回升至 7.73%），证券行业杠杆保持相对平稳（2019H1 行业 2.9 左右，上市券商 3.5 左右），上市券商杠杆显著高于行业平均。

图 5：2012~2019H1 年证券行业收入结构



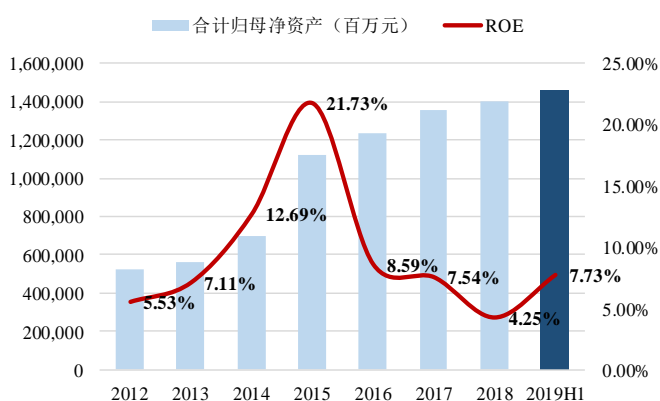
数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

图 6：2012~2019H1 证券行业杠杆（剔除客户保证金）



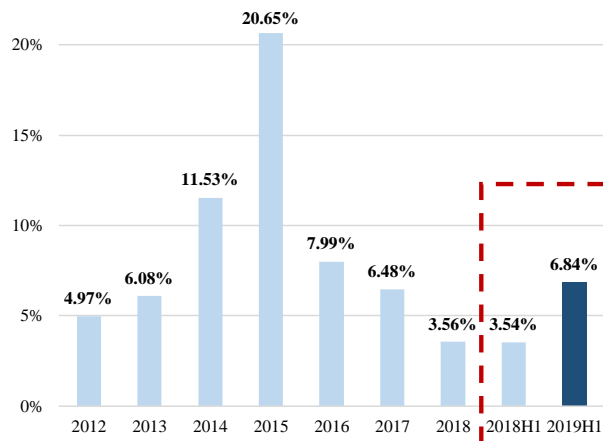
数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

图 7：2012~2019H1 上市券商净资产及 ROE



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：2012~2019H1A 股证券行业归母净利润及 ROE



数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

上半年龙头券商业绩弹性分化，中小券商投资收入弹性更大。1) 自营投资成为影响券商业绩的最主要收入业务，自 2018 年启用新会计准则以来，更多金融资产将重分类至交易性金融资产（加大权益类资产规模占比），从而加大券商投资收益波动（公允

价值变动损益波动更大), 龙头券商逐步加大衍生品、大数据等工具的使用来平滑投资波动, 保持收益相对稳健。2) 龙头券商中信 (+16%)、海通 (+82%)、国君 (+25%)、华泰 (+28%) 业绩弹性明显分化, 其中海通由于调整投资策略, 市场回暖背景下取得了较好的收益, 在龙头券商中表现出高弹性, 中信、华泰、国君权益衍生品业务及 FICC 业务规模增长, 平滑投资收益波动, 业绩表现相对平稳。3) 中小券商自营投资收入占比较大券商更高, 业绩市场弹性更大, 2019H1 东吴证券 (净利润同比+2758%, 自营收入占比 45%), 长江证券 (净利润同比+188%, 自营收入占比 43%), 受市场回暖影响显著。

图 9: A 股上市券商 (36 家) 中报业绩概览

单位： 百万元	营业收入 (百万元)	分业务增速					归母净利润 (百万元)	2019H1 业绩增速
		经纪	投行	资管	利息	投资		
东吴证券	2675	26%	5%	-3%	-160%	112%	750	2758%
山西证券	3136	34%	71%	-7%	119%	51%	428	288%
国海证券	1863	10%	93%	88%	-197%	-7%	388	281%
方正证券	3588	22%	83%	4%	218%	64%	763	271%
第一创业	1184	14%	192%	25%	5519%	162%	209	189%
长江证券	3728	16%	62%	-12%	12%	245%	1087	188%
东北证券	3880	18%	98%	-27%	-353%	136%	590	137%
华安证券	1436	23%	-2%	-7%	81%	220%	558	128%
国信证券	6534	18%	-12%	-9%	-15%	1406%	2598	124%
南京证券	1002	57%	50%	2%	81%	46%	384	106%
中国银河	7368	24%	-23%	-15%	29%	708%	2595	98%
兴业证券	7041	5%	-17%	8%	-417%	153%	1333	94%
招商证券	8540	17%	12%	-16%	93%	513%	3503	94%
国元证券	1585	19%	39%	15%	116%	32%	433	87%
西部证券	2076	33%	43%	-54%	2087%	54%	462	84%
海通证券	17735	14%	8%	32%	-7%	213%	5527	82%
东方证券	8079	5%	-8%	-45%	-155%	64%	1210	69%
光大证券	5861	12%	121%	18%	189%	57%	1609	66%
中原证券	1287	36%	182%	-23%	-68%	211%	240	65%
西南证券	1710	19%	-50%	-53%	-273%	23%	490	61%
长城证券	1739	16%	-1%	-8%	345%	40%	497	59%
华西证券	2005	29%	245%	-58%	152%	18%	853	59%
申万宏源	10484	12%	33%	-24%	83%	37%	3202	55%
东兴证券	1887	14%	29%	13%	-177%	-46%	864	50%
广发证券	11942	17%	-8%	7%	623%	80%	4140	45%
中信建投	5906	12%	14%	10%	67%	-3%	2330	38%
华泰证券	11107	21%	-25%	19%	-3%	120%	4057	28%
国金证券	1913	10%	34%	-38%	22%	63%	621	25%
财通证券	2284	22%	97%	61%	-39%	16%	732	25%
国泰君安	14095	24%	1%	8%	-8%	50%	5020	25%
浙商证券	2676	20%	-25%	1%	5%	101%	481	20%
中信证券	21791	-8%	3%	-8%	48%	45%	6446	16%
华林证券	453	32%	-71%	22%	11%	-5%	183	-1%
天风证券	1814	-5%	27%	-1%	-6%	85%	168	-28%
太平洋	1071	6%	-38%	-34%	172%	307%	358	-440%
合计36家	182229	15%	11%	-3%	70%	92%	55401	59%

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

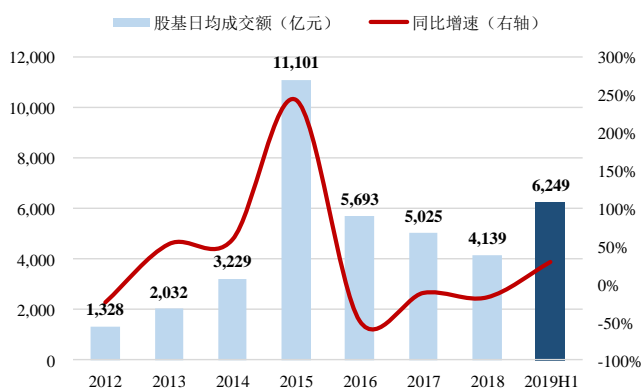
2. 分项业务：中小券商具备高弹性，龙头券商整体稳健

2.1 经纪业务：交易活跃度提升推动收入增长，佣金率略有下滑

交易活跃度提升带动经纪业务增长，佣金率略有下滑。2019H1 行业经纪业务收入随市场交易活跃有所回升。2019H1 市场股基日均成交额同比+29%至 6249 亿元，36 家上市券商经纪业务收入同比+15%至 369 亿元（行业同比+22%）。2019 年以来市场回暖，截至 7 月末，我国新增投资者数量 887 万（累计投资者数量 15537 万），行业竞争加剧

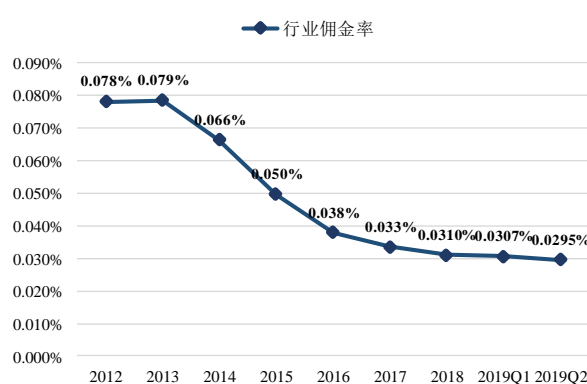
致佣金率小幅下滑至 0.0295% (2019Q1 为 0.307%)。

图 10: 2019H1 股基日均交易额同比增长



数据来源：交易所，东吴证券研究所

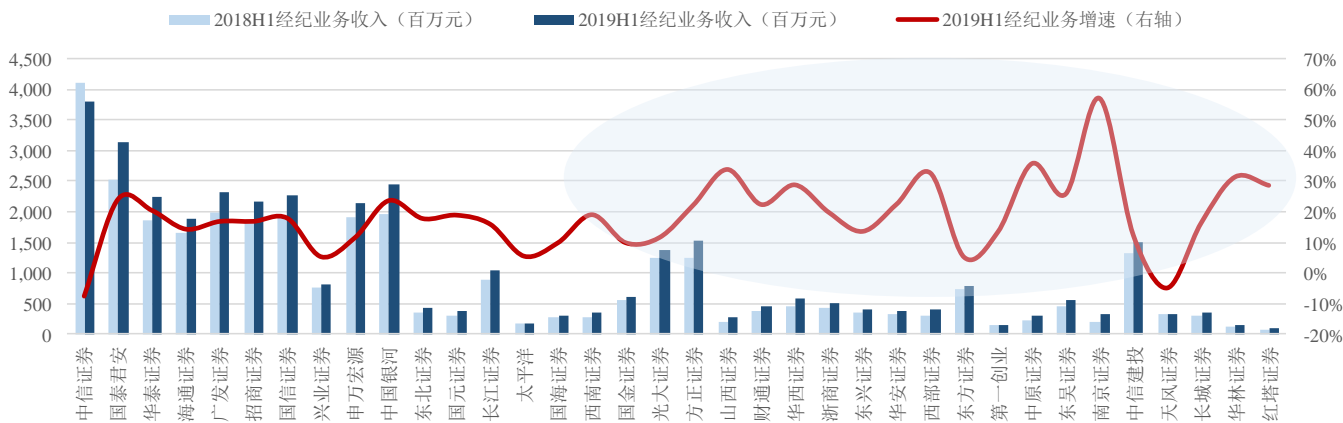
图 11: 行业佣金率环比略有下滑



数据来源：交易所，东吴证券研究所测算

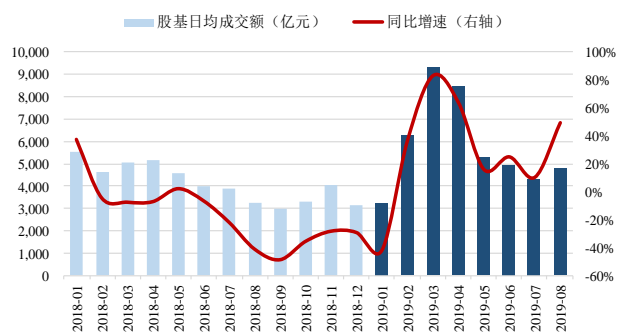
散户主导交易增量，龙头券商弹性不及中小券商，2019 全年增速有望提升。中信 (+8.6%)、国君 (+7.1%)、银河 (+5.5%)、华泰 (+20.6%) 保持经纪业务领先地位，其中华泰市场份额保持市场第一。从 2019H1 经纪业务增速来看，排名前五的南京/中原/山西/西部/华林增速均在 30% 以上 (57%/36%/34%/33%/32%)，远优于中信/国君/广发/银河 (-8%/24%/17%/24%)。原因系大券商的机构客户占比高 (交易保持相对稳定的活跃度)，中小券商散户占比高，而 2019 年上半年交易增量主力为存量散户激活，上半年以散户为主的中小券商弹性更大。中小券商的市场份额提升，导致经纪业务集中度下降 (2019 年上半年 36 家上市券商经纪业务收入集中度 CR5 为 38.0%，较去年末下降 1.16pct)。2019 年一季度市场行情明显回暖，3 月市场股基日均成交额达 9285 亿元，但随着二季度中美贸易战加剧，股市波动明显，成交额迅速回落，大幅低于年初水平但同比仍保持增长，考虑 2018 年下半年低基数 (股基日均交易额仅 4155 亿元)，2019 全年经纪业务增速有望提升。

图 12: 小型券商经纪业务弹性更大



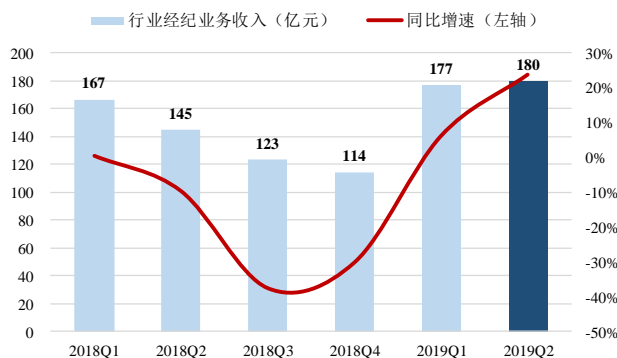
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 13: 2019 年股基日均成交额前高后低



数据来源：交易所，东吴证券研究所

图 14: 2019 全年经纪业务有望继续上涨



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

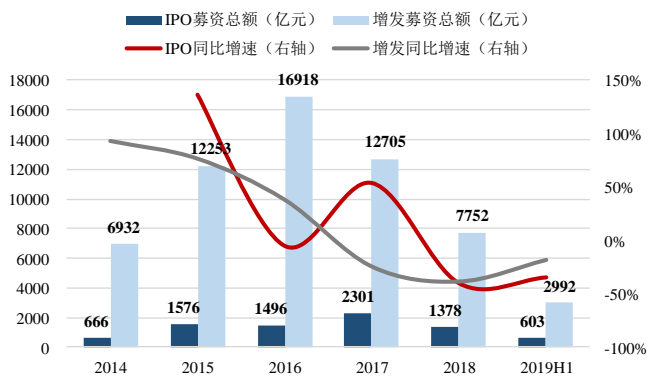
注：以上为 31 家上市券商（剔除数据不完整）合计值

2.2 投行业务：IPO 下滑，债承支撑收入，龙头券商地位稳固

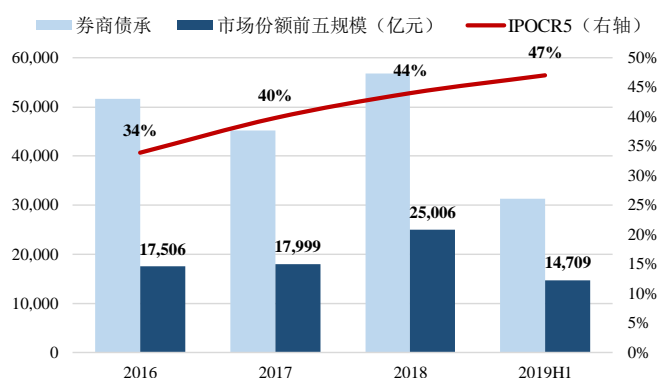
2019H1 IPO 规模下滑，债承强力支撑收入。 1) 2019H1，全行业投行业务净收入（证券承销+财务顾问+投资咨询）同比+21.5%至 214.6 亿元，36 家上市券商投行业务收入同比+11%至 148.8 亿元。IPO 规模同比-35%至 603 亿元，债承业务规模同比+59%至 31271 亿元，对冲了股权承销下滑的影响，支撑行业投行业务收入实现同比增长。

图 15: 2019H1 IPO 及增发规模同比下滑

图 16: 2019H1 券商债承规模同比增长



数据来源：wind，东吴证券研究所



数据来源：wind，东吴证券研究所

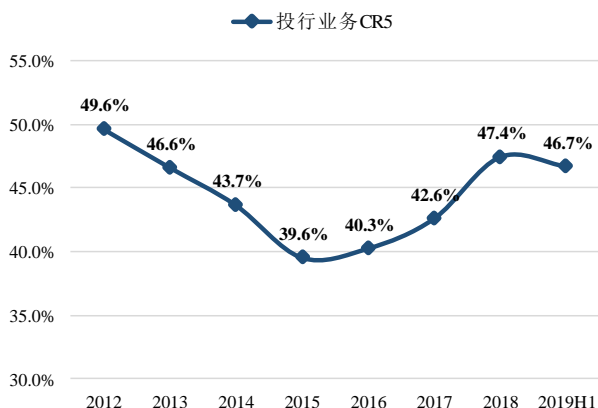
行业集中度有所下滑，但龙头券商行业领先地位稳固。2019H1 投行业务收入 CR5 为 46.7%，较下半年下降 0.7pct，但仍维持在 40% 以上头部券商龙头地位依然稳固，中信、中信建投、海通、国君、招商、广发、华泰自 2012 年以来保持投行业务收入在上市券商中排名前 10，其中中信证券稳居第一。2017 年以来，证券行业 IPO、再融资、债承规模保持高集中度，2019H1 IPO 规模 CR5 为 56%，较去年末下降 9%，再融资规模 CR5 持续上升至 63%、券商债承规模 CR5 从 2017 年开始持续高于 40%，龙头券商行业地位进一步巩固。

表 1：2012-2019H1 龙头券商投行业务收入排名（上市券商）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
中信证券	1	1	1	1	1	1	1	1
中信建投	5	4	3	2	2	2	3	3
海通证券	7	3	4	5	4	3	2	2
国泰君安	4	2	6	3	3	5	4	4
招商证券	10	7	7	4	7	6	6	6
广发证券	3	8	2	7	5	4	7	10
华泰证券	8	6	8	9	9	8	5	7

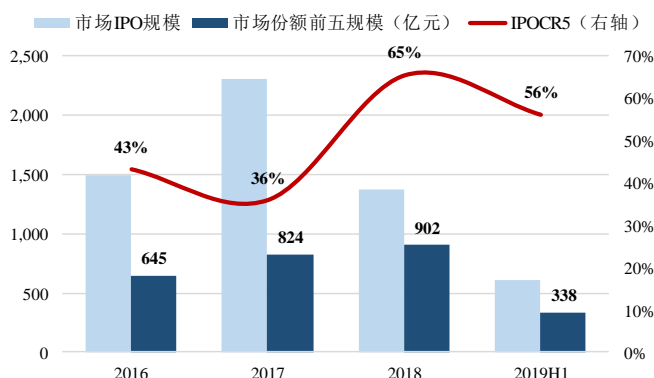
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 17：2016 年以来投行业务集中度高于 40%



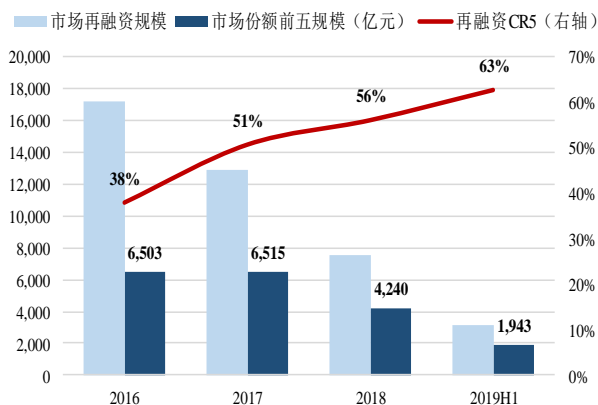
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 18：2018、2019H1 IPO 承销规模 CR5 高于 50%



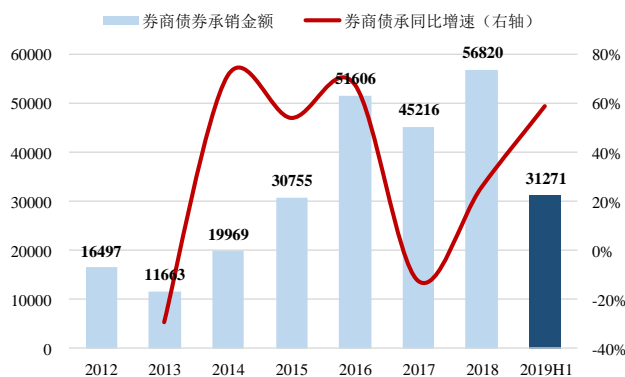
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 19：再融资承销规模 CR5 持续上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 20：券商债券承销规模 CR5 高于 40%

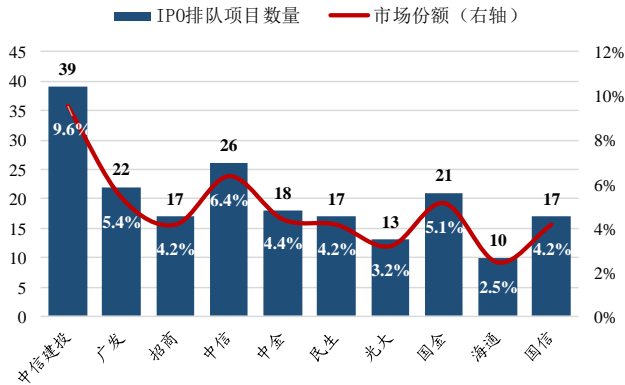


数据来源：Wind，东吴证券研究所

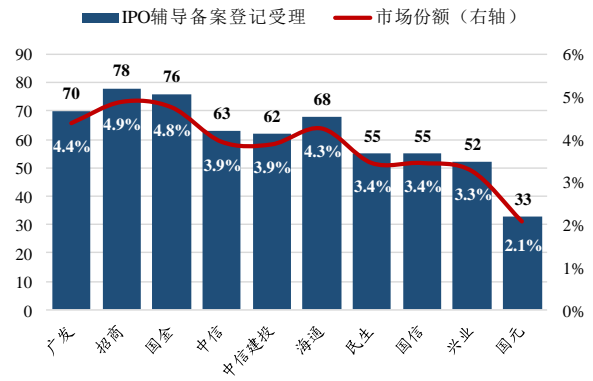
龙头券商 IPO 储备项目丰富，积极备战科创板有望贡献增量。按照证监会披露的排队报审家数，(即已受理、已反馈、已预先披露更新、暂缓表决项目)，中信建投排队项目 39 家位列第一，广发证券 22 家紧随其后，数量前十券商以综合实力突出的龙头券商为主，排队家数占总家数的 49%；此外，各家券商都拥有丰富的辅导备案登记受理项目。综合 IPO 排队项目+辅导备案登记受理项目来看，广发、招商证券、国金证券拥有项目储备优势。截至 2019 年 9 月 4 日，科创板已受理+已问询公司已达 50 家，龙头券商在科创板公司数量上明显领先，未来投行承销保荐业务的利润有望进一步扩大。

图 21：IPO 排队家数前十

图 22：IPO 辅导备案登记受理数前十



数据来源: wind, 东吴证券研究所



数据来源: wind, 东吴证券研究所

表 2: 各大券商科创板已问询+已受理项目

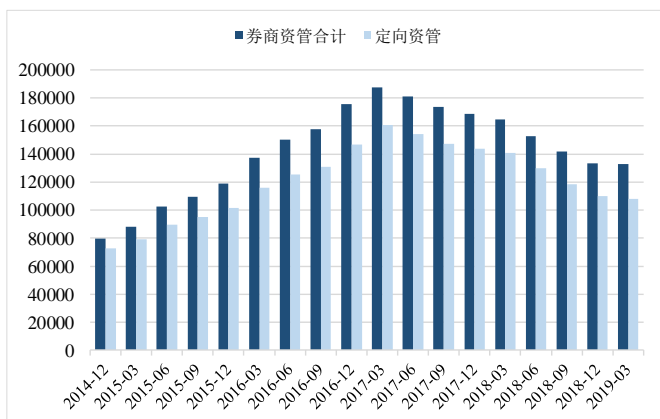
保荐机构	公司家数	保荐机构	公司家数	保荐机构	公司家数	保荐机构	公司家数
中金公司	8	光大证券	2	中天国富证券	1	英大证券	1
广发证券	5	民生证券	2	安信证券	1	华创证券	1
招商证券	3	海通证券	2	瑞银证券	1	申港证券	1
中泰证券	3	华安证券	2	东方花旗证券	1	中国民族证券	1
中信建投证券	2	国信证券	1	长江证券	1	中国银河证券	1
中信证券	2	华泰联合证券	1	中德证券	1	平安证券	1
国泰君安证券	2	国金证券	1	兴业证券	1	首创证券	1

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.3 资管业务: 通道平稳压缩, 主动管理分化业绩

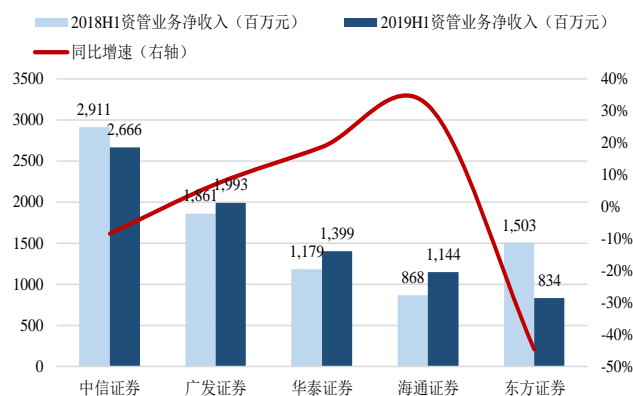
“去通道”推动券商资管规模压缩, 主动管理能力造成业绩分化。2016 年以来证监会全面推动券商资管“去通道”, 与此同时, 监管要求大集合在整改阶段不得新增, 严监管压力下, 截至 2019Q1, 行业整体规模较年初下降 0.6% 至 13.3 万亿, 下行空间有限, 其中定向资管规模占比高达 81.37%。36 家上市券商资管业务收入同比-3% 至 138.8 亿元, 券商分化较为明显(华泰同比+19%, 海通同比+32%, 招商-16%, 申万宏源-24%)。预计未来主动资产管理能力优异的券商将深度受益。龙头券商中, 华泰因 AssetMark 贡献增量实现资管业务收入逆势大幅增长, 海通资产管理结构逐步优化, 主动管理规模较年初+27% 达 1373 亿元。

图 23：2014~2019/03 券商资产管理规模（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

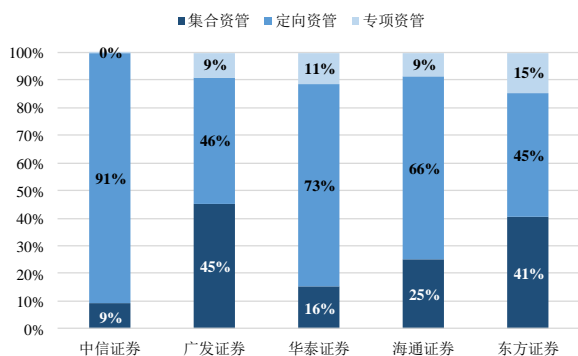
图 24：2019H1 龙头券商资管净收入及增速（百万元）



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

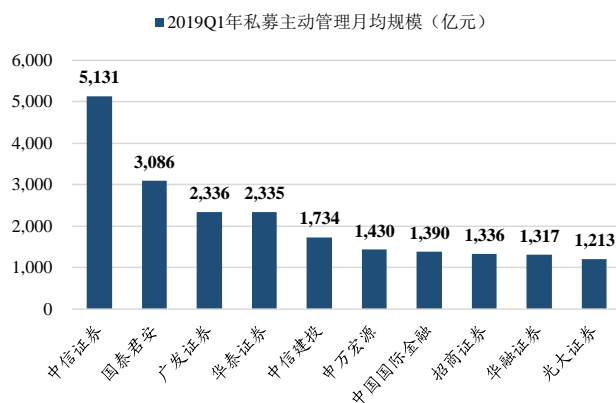
龙头券商主动管理基数较高，未来将进一步提升业务价值率推动业绩增长。据基金业协会数据，截至 2019 年 3 月末券商资管月均规模前三分别为中信（12941 亿元）、华泰（8491 亿元）和国泰君安（7325 亿元），主动管理规模前三分别为中信（5131 亿元）、国泰君安（3086 亿元）和广发（2336 亿元）。龙头券商的主动管理规模普遍处于行业领先地位，基数较高且品牌优势明显，同时拥有更好的人才资源和完善的资源配置，转型进度领先同业。

图 25：2019H1 龙头券商资产管理业务结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 26：2019Q1 券商主动型资产管理规模 TOP 10（亿元）



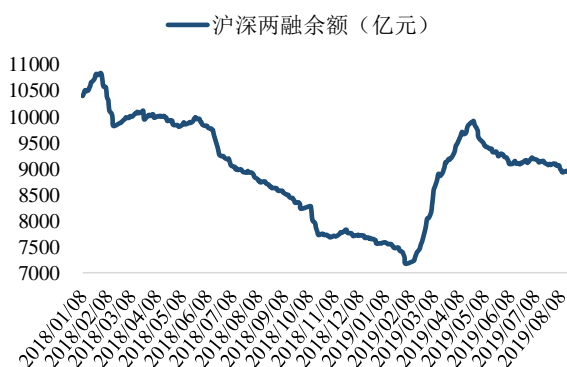
数据来源：证券基金业协会，东吴证券研究所

2.4 信用业务：股票质押稳定收缩，两融有望改善

股票质押风险可控，两融业务回暖。1) 截至 2019 年 6 月末场内股票质押待购回初始交易金额（即融资金额）降至 13439 万亿元（同比-12.4%），整体风险可控。2) 上半年市场行情回暖，带动两融业务迅速回升，后随市场行情回落，截至 6 月末，两融余额为 9108 亿元，较年初仍增长 20.4%。3) 8 月证监会下调转融资费率 80BP，两融交易机制大幅度优化，取消了两融交易最低维持担保比例统一限制（不得低于 130%），扩大

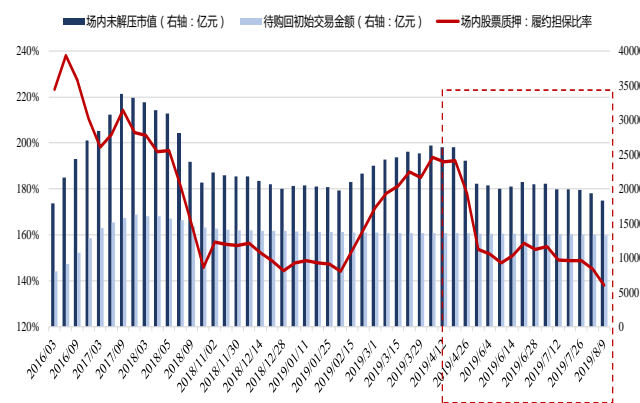
担保物范围，标的扩容（950只增加至1600只）。政策释放积极信号，促进合规资金参与市场投资，满足投资者融资需求，维护我国资本市场平稳健康发展。但与此同时，监管取消监管、自律的强制要求，增强券商自主性与灵活性，券商应根据自身特点，进一步增强自主风险管理能力。

图 27：2019H1 两融余额先升后降



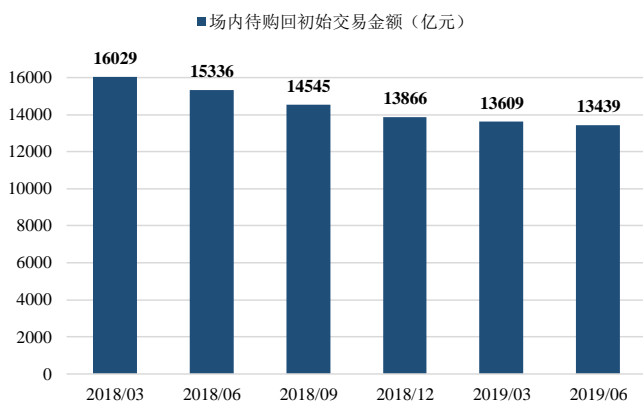
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 28：2016/03~2019/08 场内股票质押履约担保率估算



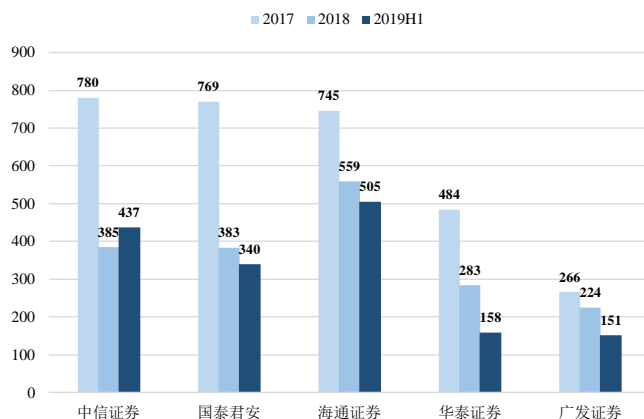
数据来源：交易所，东吴证券研究所测算

图 29：2018/03~2019/06 场内股票质押业务情况 (亿元)



数据来源：交易所，东吴证券研究所

图 30：2017~2019H1 龙头券商股票质押式回购规模 (亿元)



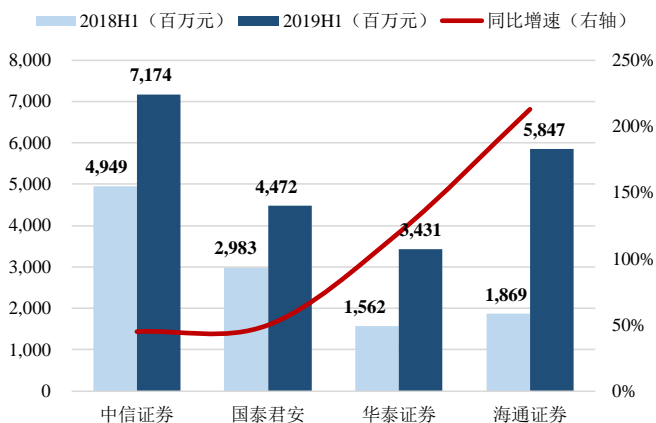
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.5 自营投资：股市回暖拉升投资收益，龙头稳健，中小券商弹性明显

股市回暖致投资收益大幅增长，龙头券商保持稳健，中小券商弹性明显。2019 年上半年上市券商自营投资收益同比大幅+92%，系上半年 A 股市场回暖（沪深 300 累计上涨 27%），大幅拉升投资收益。1) 从龙头券商的自营投资收益来看，如中信(+45%)、国君(+50%)、华泰(+120%)灵活运用金融工具和衍生品进行风险管理，FICC 业务规模增长，表现相对稳健。海通证券投资收益同比+257%达 58.5 亿元，领先其他龙头券商，主要系海通灵活调整资产配置，增加固定收益类投资规模，同时股票策略取得了良

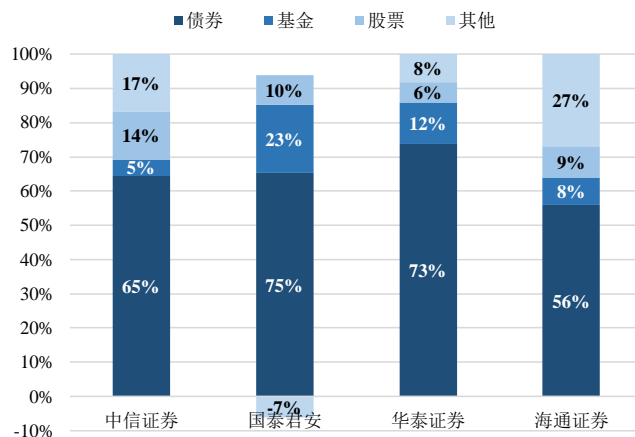
好收益。2) 中小券商仍以方向性投资为主，受市场环境影响较大，自营投资收入表现出更显著的弹性，如中原证券同比+211%，华安证券同比+220%，长江证券同比+245%。

图 31：2018H1、2019H1 龙头券商自营投资收入及增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 32：2019/06 龙头券商的投资资产配置结构



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 33: 2019H1 A 股上市券商 (36 家) 权益规模占净资产比重

单位: 百万元	交易性金融资产	权益规模 (股票+基金)	债券规模	股票规模	基金规模	权益自营规 模 (股票+基 金) /净资产	股票规模/ 净资产	基金规模/ 净资产
财通证券	22809	12121	5389	11373	749	60%	56%	4%
兴业证券	43652	14557	22022	7698	6859	43%	23%	20%
天风证券	22450	4943	13091	762	4181	41%	6%	35%
广发证券	87344	36221	25923	30168	6053	40%	34%	7%
东北证券	32308	5956	22826	2795	3161	39%	18%	21%
东方证券	56720	19557	25625	11898	7659	37%	23%	15%
红塔证券	23352	4566	17706	4171	396	36%	32%	3%
东兴证券	17850	6946	5662	4651	2295	35%	23%	11%
华泰证券	203779	40250	151294	28873	11377	34%	25%	10%
中信证券	266334	52530	146519	13533	38997	34%	9%	25%
海通证券	196731	39151	113236	18845	20306	32%	15%	17%
国泰君安	175033	40837	92937	21831	19006	32%	17%	15%
光大证券	50712	15020	16482	11598	3422	31%	24%	7%
招商证券	127444	25259	91203	15027	10232	31%	18%	12%
西南证券	21427	5679	13991	3491	2188	30%	18%	12%
申万宏源	99233	23153	54441	21632	1521	29%	27%	2%
华西证券	13072	5045	5825	3897	1147	26%	20%	6%
华安证券	15676	3106	11546	2479	627	24%	19%	5%
中原证券	15494	2449	12093	1285	1165	24%	13%	11%
国信证券	74487	11968	56574	9630	2338	22%	18%	4%
中国银河	71388	13872	51804	5099	8773	20%	7%	13%
长江证券	35874	5254	24066	1832	3422	19%	7%	12%
中信建投	72617	8662	40823	4238	4424	18%	9%	9%
东吴证券	33672	3550	20360	2446	1104	17%	12%	5%
山西证券	23983	2108	12609	519	1589	17%	4%	13%
第一创业	15058	1310	12376	847	462	15%	10%	5%
长城证券	23206	2397	15363	1600	798	15%	10%	5%
太平洋	16326	1419	14397	599	820	14%	6%	8%
方正证券	34644	4936	27488	4693	242	13%	12%	1%
国海证券	13264	1722	10790	1088	634	12%	8%	5%
西部证券	24442	1391	20674	720	671	8%	4%	4%
浙商证券	24961	1083	21250	152	932	7%	1%	6%
国金证券	14936	1257	10363	538	719	6%	3%	4%
国元证券	16644	1503	10084	860	643	6%	4%	3%
南京证券	1569	439	746	150	289	4%	1%	3%
华林证券	3144	76	2363	0	76	1%	0%	1%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 投资建议: 关注行业龙头券商及低估值+高弹性的券商

资本市场改革进程加速, 关注行业龙头券商及低估值+高弹性的券商。我们认为券商板块的驱动力来自市场流动性改善带来的风险偏好的提升+政策面的推进进度, 2019 年以来监管释放积极信号: 科创板超预期推进、再融资松绑、股指期货放开、证金下调转融资费率、两融交易制度大幅优化, 标的扩容等。与此同时, 行业规范政策并行, 券

商股权管理规定及证券公司风险控制指标计算标准修订的推出，促进行业健康稳定发展。近期监管连续释放深化资本市场改革信号，一方面是以科创板为突破口带来资本市场基础制度更加市场化的改革，另一方面以提高上市公司质量行动计划为代表的发行、退市、并购重组等机制的优化，以吸引长期资金、保护投资者合法权益为重点的市场投资生态优化。伴随政策利好持续推进，券商也将受益于流动性改善与风险偏好提升，个股而言，中小券商投资、经纪业务的弹性高于大券商，当前市场波动情况下，大券商具有更强的抗风险能力，建议关注始终保持稳健的龙头券商**中信证券**，估值相对较低同时具备高弹性的**海通证券**。此外，建议关注流量持续变现，有望打开财富管理广阔空间的**东方财富**。

图 34：A 股上市券商估值表（9.4 收盘价）

券商	股价	总市值 (亿元)	P/B				P/E			
			2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
中信证券	23.3	2826.9	1.8	1.7	1.6	1.5	30.1	20.9	19.5	18.9
海通证券	14.4	1651.7	1.4	1.3	1.2	1.2	31.7	18.0	16.0	14.8
东方财富	15.5	1041.0	6.6	5.2	4.7	4.3	108.6	58.4	41.0	35.7

数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

- 1) **市场成交额下滑影响经纪业务**：成交量持续收缩可能对经纪业务收入造成冲击；
- 2) **股市波动冲击自营投资收益**：股市下跌对券商权益资产投资收益及公允价值波动影响显著。
- 3) **金融监管抑制行业创新**：严监管持续的环境下不利于券商拓展创新业务模式。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(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。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上;

增持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间;

中性:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间;

减持:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出:预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持:预期未来6个月内,行业指数相对强于大盘5%以上;

中性:预期未来6个月内,行业指数相对大盘-5%与5%;

减持:预期未来6个月内,行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码:215021

传真:(0512)62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

