

行业研究/专题研究

2019年09月05日

行业评级:

非银行金融 增持(维持)
 证券 II 增持(维持)

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
 研究员 0755-23952763
 shenjuan@htsc.com

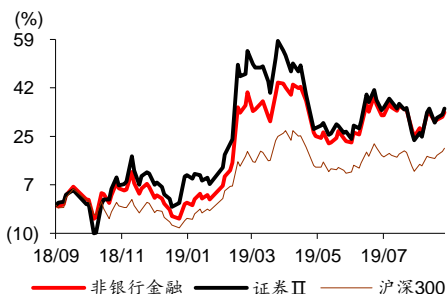
陶圣禹 执业证书编号: S0570518050002
 研究员 021-28972217
 taoshengyu@htsc.com

王可
 联系人 wangke015604@htsc.com

相关研究

- 1 《非银行金融: 业务发展现分化, 减税助轻装上阵》2019.09
- 2 《非银行金融/银行: 行业周报(第三十五周)》2019.09
- 3 《海通证券(600837 SH,买入): 投资驱动业绩, 综合金融布局完善》2019.09

一年内行业走势图



资料来源: Wind

关注四大核心变化, 看好改革红利

证券行业 2019 年中报综述

政策及市场改善驱动业绩向上, 关注四大核心变化, 紧握优质券商

2019 年上半年政策及市场环境整体改善, 优化券商营商环境。上市券商归母净利润同比上升 59%, 净利润率和 ROE 水平均同比提升。上市券商业绩呈现杠杆率上行、投资主导驱动业绩、利息收入承压但融资成本下降、股票质押仍存减值风险四大核心变化。未来资本市场深化改革仍将持续落地, 证券行业监管体系持续完善, 政策红利引导行业稳健向上发展。监管扶优限劣, 且大型券商综合竞争实力领先, 行业马太效应或将加剧。关注优质券商投资价值, 推荐中信证券、国泰君安和招商证券。

上市券商归母净利润同比+59%, 关注四大核心变化

2019H1 上市券商归母净利润合计 554 亿元, 同比+59%; 营收合计 1822 亿元, 同比+45%。上市券商平均净利润率为 30.4%, 同比+2.7pct。年化平均 ROE 为 7.6%, 同比+2.5pct, 归母净利润同比上升和杠杆率水平提升共同助力 ROE 上行。大型券商业绩增速稳健, 中小券商业绩弹性较大, 行业净利润集中度下降。上半年业绩呈现四大核心变化: 1) 杠杆率有所上行; 2) 投资是业绩增长核心驱动, 占营收比重达 32%; 3) 资本中介业务平均规模收缩导致利息收入承压, 融资成本下降有望延续; 4) 股票质押风险仍需关注, 券商经营策略及减值分化, 部分券商减值增加拖累业绩。

投资业务显著增厚业绩, 利息收入出现较大下滑

自营收入大幅增加驱动利润增厚, 经纪、投行上涨助力业绩上行, 资管延续收缩趋势, 利息净收入剔除会计准则影响出现较大下滑。自营受上半年权益市场回暖驱动, 收入大幅提升, 成为业绩贡献首要驱动力, 19H1 末自营净收入同比+136%。利息净收入受两融和股票质押平均规模收缩影响, 剔除会计准则影响后同比-40%, 但融资成本降低对利息净收入产生正贡献。交投活跃度改善带动经纪收入向上, 同比+15%, 佣金率降幅较小, 对收入影响有限。股权承压、债权上升, 投行收入受债权承销驱动整体上行, 同比+11%。资管净收入受资管新规推进、大集合改造等影响同比微降 3%。

营业成本率同比下降, 关注信用业务减值压力

19H1 上市券商营业支出合计 1080 亿元, 同比+34.8%, 总成本率为 59.2%, 同比-4.5pct, 主要系成本增幅不及营业收入导致营业成本率下滑。管理费用、股票质押减值损失、其他业务成本均同比上升, 部分券商计提较大额减值对业绩形成一定拖累。未来仍需关注部分券商股票质押减值压力。

资本市场改革深化, 政策红利有望持续, 紧握优质券商

未来资本市场深化改革仍将持续落地, 行业监管体系持续完善, 政策红利引导行业稳健向上。行业马太效应有望加剧, 优质券商综合实力强劲, 有望在转型中攫取先机, 强者恒强。我们预计 2019 年大券商(中信、国君、海通、广发、招商) PB1.2-1.8 倍, PE18-22 倍, 推荐中信、国君和招商。

风险提示: 政策风险、市场波动风险、利率风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
600030.SH	中信证券	23.83	买入	0.77	1.28	1.35	1.49	30.95	18.62	17.65	15.99
600999.SH	招商证券	17.01	买入	0.66	0.88	1.04	1.18	25.77	19.33	16.36	14.42
601211.SH	国泰君安	18.49	买入	0.77	1.00	1.20	1.35	24.01	18.49	15.41	13.70

资料来源: 华泰证券研究所

概览及核心变化：政策及市场改善驱动业绩向上

2019年上半年政策及市场环境整体改善,优化券商营商环境。2019年H1上证综指+19.4%,深证成指+26.8%,券商指数+39.7%。个人投资者交易活跃度提升,日均股基成交额(单边)6256亿元,较2018年+51.2%。市场风险偏好提升驱动两融回暖,2019H1末规模较2018年末+20.5%。投行业务中,股权融资规模收缩,债券融资延续上升趋势。2019年上半年IPO规模604亿元,同比-34.3%;再融资5543亿元,同比-10.2%;债权承销32083亿元,同比+63.8%。

政策及市场环境改善、叠加低基数效应,券商业绩整体向上,净利润率和ROE水平同比提升。19H1 36家上市券商归母净利润合计554亿元,同比+59%;营收合计1822亿元,同比+45%。上市券商平均净利润率30%,较去年同期+2.7pct。年化平均ROE为7.6%,较去年同期+2.5pct,归母净利润同比上升和杠杆率水平提升共同助力ROE上行。

大型券商业绩增速稳健,中小券商业绩弹性较大,行业净利润集中度下降。大型券商归母净利润增速稳健,增长区间在15%-95%;中小券商业绩弹性更大,剔除异常值后,归母净利润同比增长区间在50%-150%区间。中小券商业绩高弹性下,行业净利润集中度下降,前六大券商(中信、国君、海通、华泰、招商、广发)净利润集中度45%,较2018年-10pct;营业收入集中度略有上升,前六大券商营业收入集中度48%,较2018年+1pct。

上市券商上半年业绩主要呈现以下核心变化:

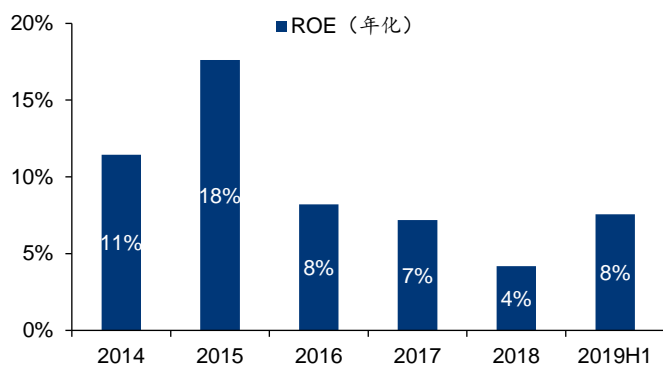
(1) 杠杆率有所上行。2019年上半年,上市券商扣除客户资金杠杆率达3.4倍,较年初+0.16倍。其中,大型券商扣除客户资金杠杆率上涨更为显著,六大券商杠杆率达3.6倍,较年初+0.23倍;中小券商杠杆率3.3倍,较年初+0.1倍。考虑到上半年国泰君安、华泰证券、申万宏源等都完成较大规模的资本金补充,对杠杆率上升有一定对冲作用,实际杠杆水平提升或更为显著。杠杆率上升主要受到金融资产投资和融出资金增长驱动,19H1末上市券商金融资产投资(交易性金融资产+其他权益投资+债权投资+其他债权投资)较年初+27%,融出资金较年初+16%。

(2) 投资是业绩增长核心驱动,占营收比重达32%。2019年上半年市场回暖,券商积极抓住市场机遇调整投资策略。19H1上市券商合计自营净收入589亿元,同比+136%,占营业收入比重为32%,是业绩上涨主要动力。Q2市场波动下,券商投资业绩有所下滑,但去年同期低基数效应下,上半年仍然维持较高增长。

(3) 资本中介业务平均规模收缩导致利息收入承压,融资成本下降有望延续。19H1上市券商利息净收入同比+15%,上升主要系会计准则将债权及其他债权利息收入从投资收益调整至利息收入。剔除准则调整影响后,利息净收入同比-40%,主要受两融和股票质押业务平均规模较去年同期收缩导致利息收入下滑影响。此外,上半年市场流动性相对宽裕,叠加监管通过提高头部券商短期融资券额度向市场释放流动性,券商融资成本有所降低,利息支出减少缓解利息净收入下降压力。我们测算19H1上市券商平均经营性负债成本3.77%(年化),较去年同期下降0.95pct。未来,伴随券商发行短期融资券规模提升,融资成本下降趋势有望延续。

(4) 股票质押风险仍需关注,券商经营策略及减值分化,部分券商减值增加拖累业绩。股票质押规模整体下滑,个体经营策略存在差异。19H末36家上市券商整体股票质押回购规模较年初-15%。个体经营策略差异化,少数券商规模增长,大部分规模收缩。股票质押减值损失同比上升。上半年买入返售金融资产减值损失同比上升,主要原因有二:一是二季度市场波动,计提单笔大额减值损失;二是中小上市券商开始全面实行新金融工具会计准则,需要对未来预期发生的减值进行计提。行业内部股票质押减值损失分化,21家券商计提股票质押减值损失,15家券商转回股票质押减值损失。部分券商计提大额减值,对业绩形成一定拖累。部分优质大型券商减值计提相对充足。

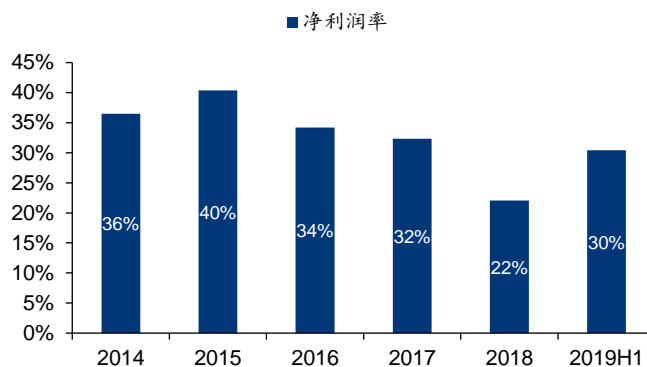
图表1：2014-2019H1 上市券商 ROE



注：ROE=归母净利润/归母净资产

资料来源：Wind，华泰证券研究所

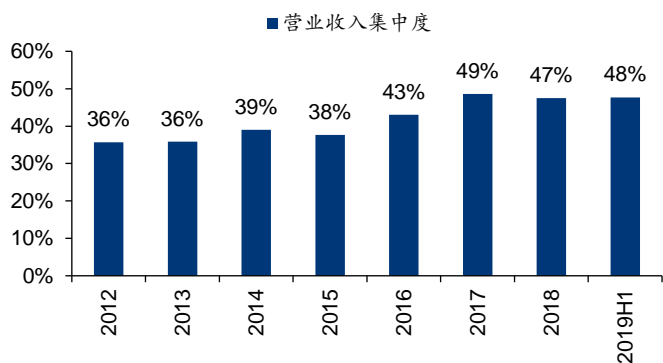
图表2：2014-2019H1 上市券商净利润率



注：净利润率=归母净利润/营业收入

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表3：2012-2019H1 六大券商营业收入集中度

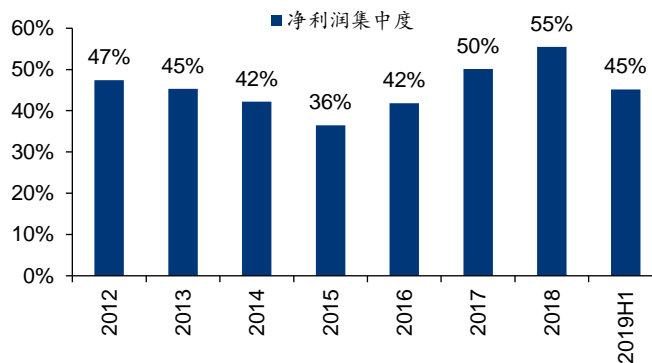


注：六大券商包括中信、国君、海通、华泰、招商、广发；

注：营业收入集中度=六大券商营业收入合计/行业营业收入合计

资料来源：证券业协会，公司公告，华泰证券研究所

图表4：2012-2019H1 六大券商净利润集中度



注：六大券商包括中信、国君、海通、华泰、招商、广发；

注：净利润集中度=六大券商净利润合计/行业净利润合计

资料来源：证券业协会，公司公告，华泰证券研究所

图表5：上市券商2019年中报经营指标概览

公司名称	归母净利润(亿元)	同比	营业收入(亿元)	同比	净利润率	每股收益	ROE	资产负债率	管理费率	同比
中信证券	64.5	16%	218	9%	30%	0.53	4.1%	78%	37%	-1pct
海通证券	55.3	82%	177	62%	31%	0.48	4.6%	78%	29%	-9pct
国泰君安	50.2	25%	141	23%	36%	0.54	4.0%	74%	40%	-4pct
广发证券	41.4	45%	119	57%	35%	0.54	4.7%	77%	39%	-10pct
华泰证券	40.6	28%	111	35%	37%	0.49	3.8%	76%	44%	-2pct
招商证券	35.0	94%	85	78%	41%	0.46	4.6%	77%	44%	-7pct
申万宏源	32.0	55%	105	73%	31%	0.14	4.3%	78%	35%	-19pct
国信证券	26.0	124%	65	61%	40%	0.30	5.2%	77%	39%	-14pct
中国银河	26.0	98%	74	71%	35%	0.26	3.9%	78%	46%	-9pct
中信建投	23.3	38%	59	12%	39%	0.30	5.3%	80%	49%	-3pct
光大证券	16.1	66%	59	42%	27%	0.35	3.4%	76%	50%	-11pct
兴业证券	13.3	94%	70	113%	19%	0.20	4.0%	77%	43%	-16pct
东方证券	12.1	69%	81	89%	15%	0.17	2.3%	79%	35%	-28pct
长江证券	10.9	188%	37	59%	29%	0.20	4.2%	75%	59%	-12pct
东兴证券	8.6	50%	19	28%	46%	0.31	4.4%	77%	53%	1pct
华西证券	8.5	59%	20	47%	43%	0.32	4.5%	70%	43%	-4pct
方正证券	7.6	271%	36	55%	21%	0.09	2.0%	75%	58%	-17pct
东吴证券	7.5	2758%	27	74%	28%	0.25	3.7%	79%	41%	-16pct
财通证券	7.3	25%	23	26%	32%	0.20	3.6%	67%	64%	1pct
国金证券	6.2	25%	19	14%	32%	0.21	3.1%	61%	57%	-5pct
东北证券	5.9	137%	39	89%	15%	0.25	3.9%	78%	28%	-15pct
华安证券	5.6	128%	14	77%	39%	0.15	4.4%	73%	39%	-16pct
长城证券	5.0	59%	17	26%	29%	0.16	3.0%	71%	58%	-1pct
西南证券	4.9	61%	17	21%	29%	0.09	2.6%	72%	60%	5pct
浙商证券	4.8	20%	27	52%	18%	0.14	3.5%	80%	36%	-7pct
西部证券	4.6	84%	21	82%	22%	0.13	2.6%	65%	40%	-18pct
国元证券	4.3	87%	16	43%	27%	0.13	1.7%	71%	48%	-18pct
山西证券	4.3	288%	31	5%	14%	0.15	3.4%	78%	25%	3pct
国海证券	3.9	281%	19	89%	21%	0.09	2.8%	80%	47%	-20pct
南京证券	3.8	106%	10	57%	38%	0.14	3.6%	67%	48%	-5pct
太平洋	3.6	240%	11	118%	33%	0.05	3.6%	70%	55%	-54pct
红塔证券	2.9	252%	8	79%	39%	0.09	2.6%	65%	47%	-13pct
中原证券	2.4	65%	13	49%	19%	0.06	2.4%	75%	49%	-7pct
第一创业	2.1	189%	12	55%	18%	0.06	2.4%	74%	57%	-30pct
华林证券	1.8	-1%	5	-9%	40%	0.07	3.7%	67%	57%	-1pct
天风证券	1.7	-28%	18	35%	9%	0.03	1.4%	69%	66%	-4pct

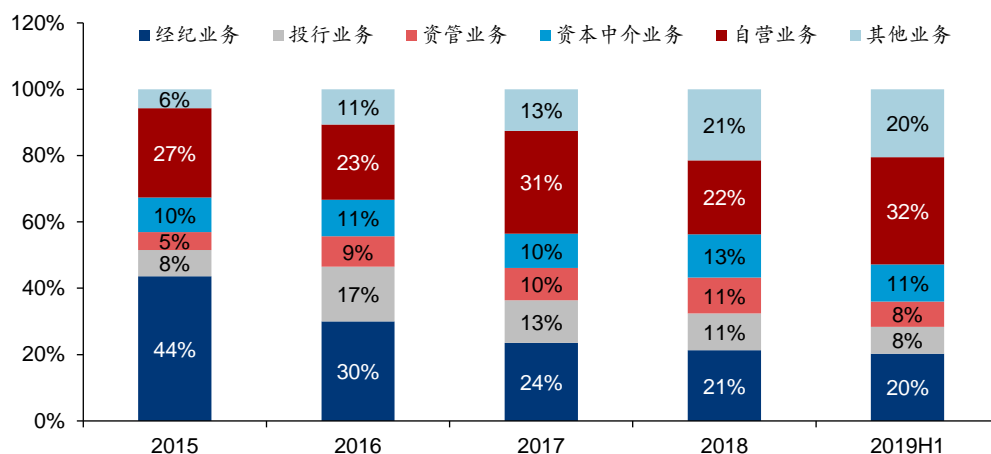
注：按归母净利润降序排列

资料来源：Wind，华泰证券研究所

主要业务分析：投资增厚业绩，利息收入下滑

券商中报业绩表现亮眼，自营收入大幅增长驱动业绩向上，剔除会计准则影响后利息净收入普遍下滑。2019年上半年36家上市券商合计实现归母净利润554亿元，同比+59%；实现营业收入1822亿元，同比+45%。自营收入大幅增加驱动利润增厚，经纪、投行、利息上涨助力业绩上行，资管延续收缩趋势。2019年上半年36家券商合计实现自营业务净收入589亿元，占比32%，同比+136%，按新会计准则影响调整后自营净收入同比+134%，增幅显著。经纪受市场活跃度提升整体保持增长势头，实现净收入实现369亿元，占比20%，同比+15%。投行业务股权融资规模承压、债券规模抬高，实现净收入149亿元，占比8.2%，同比+11%。19H1净利息收入204亿元，占比11%，同比+15%，上升主要是新会计准则将债权及其他债权利息收入从投资收益调整至利息收入，剔除会计准则影响后净利息收入同比-40%，主要系融出资金和股票质押平均规模收缩。资管新规稳步推进下，规模收入双承压，资管实现净收入139亿元，占比7.6%，同比-2.6%。其他业务实现净收入373亿元，占比20%，同比+62%，主要受期货子公司商品交易收入上升影响。

图表6：2015-2019H1上市券商业务净收入结构



注：资本中介业务净收入对应利息净收入

资料来源：Wind，华泰证券研究所

自营受上半年权益市场回暖驱动，收入大幅提升，成为业绩贡献首要驱动力，中小券商业绩弹性大。2019年上半年市场回暖，券商积极抓住市场机遇调整投资策略。19H1末，36家上市券商自营权益类投资规模合计2683亿元，同比+18.5%；自营固收类投资规模合计2万亿元，同比+13.8%。上半年上市券商合计实现自营业务净收入589亿元，同比+136%（剔除会计准则将债权及其他债权利息收入从投资收益调整至利息收入影响后，同比+134%），占整体营业收入比重为32%，是业绩上涨主要动力。我们测算19H1上市券商投资类业务年化收益率5.12%，较18H1上升1.57pct。

利息净收入受两融和股票质押平均规模收缩影响，剔除会计准则影响后普遍下滑。上半年融资成本降低对利息净收入产生正贡献。2019年上半年36家券商合计实现利息净收入204亿元，同比+15%，占整体营业收入比重为11%，同比上升主要系会计准则将债权及其他债权利息收入从投资收益调整至利息收入。剔除准则调整影响后，利息净收入同比-40%，23家券商利息净收入呈下降趋势，降幅主要落在10%-200%区间，主要受两融和股票质押业务平均规模较去年同期收缩影响。2019年上半年36家上市券商融出资金平均规模6865亿元，较去年同期下降15%；股票质押余额合计4327亿元，较2018年末下降15%。上半年券商融资成本降低对利息净收入产生正贡献。上半年市场流动性相对充裕，叠加6月监管通过提高头部券商短期融资券额度向市场传递流动性，券商融资成本有所降低，利息支出减少缓解利息净收入下降压力。我们测算19H1上市券商平均经营性负债成本3.77%（年化），较去年同期下降0.95pct。

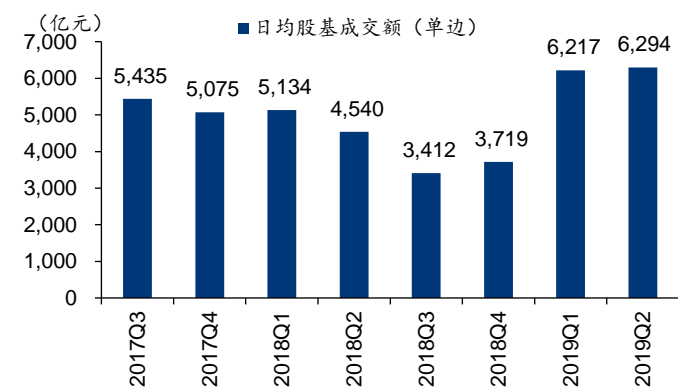
图表7：沪深两市日均两融余额



资料来源：Wind，华泰证券研究所

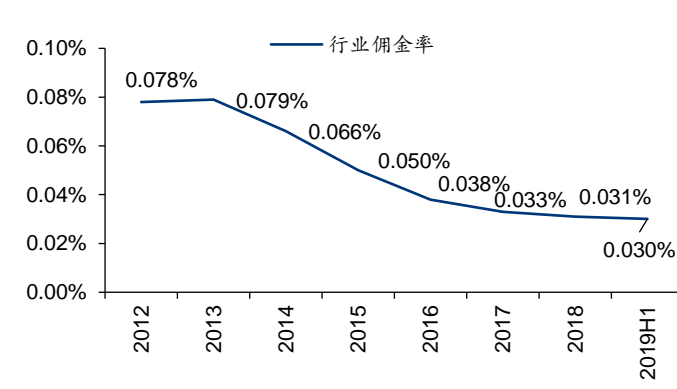
交投活跃度改善带动整体经纪收入向上，行业佣金率降幅较小，对收入影响有限。部分以机构客户为主的券商经纪净收入同比下降。2019年上半年市场景气度回暖，19H1日均股基交易量（单边）6225亿元，同比+29%，驱动经纪业务收入整体稳步上涨。行业平均佣金率0.030%，较2018H1下降0.5bp，整体延续下滑趋势，但降幅较小，对收入影响有限。2019年上半年36家上市券商合计实现经纪业务净收入369亿元，同比+15%，占整体营业收入比重为20%。其中，与其余家券商正增长的趋势相反，中信和天风2家券商同比小幅下降7.6%和4.9%，我们预计主要系客户结构以机构投资者为主。部分以零售客户为主的中小券商业绩弹性较大，南京证券增幅最高达57%。未来，券商经纪业务零售客户端将持续推动财富管理转型，同时依托金融科技赋能覆盖长尾客户；机构客户端将提供多层次、全方位、体系化的产品及增值服务，把握机构客户发展趋势下的行业机遇。

图表8：日均单边股基成交额



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：2012-2019H1 经纪业务平均佣金率

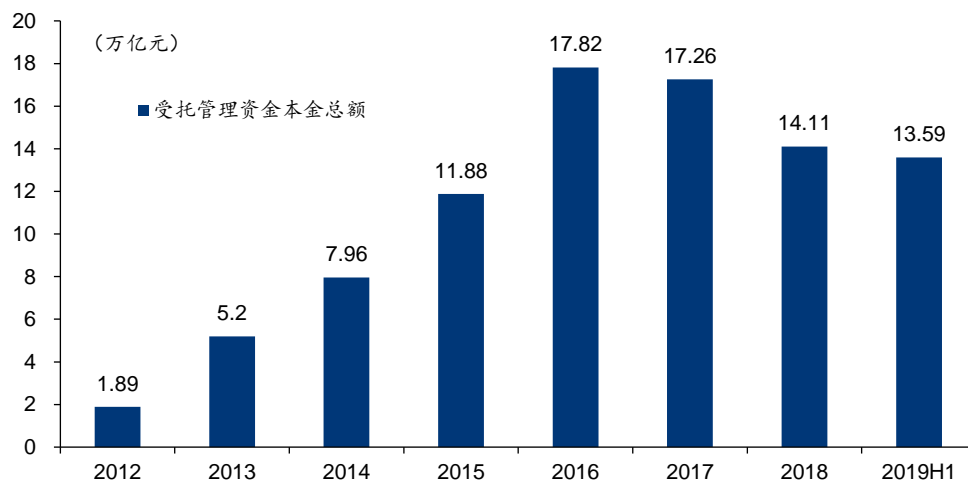


资料来源：Wind，证券业协会，华泰证券研究所

股权承压、债权上升，投行收入受债权承销收入驱动整体上行，部分债权业务具有优势的券商更具优势。2019年上半年，股权融资规模边际收缩，债券融资规模显著上升。根据Wind统计，2019H1 IPO募资604亿元，同比-34.3%，剔除2018年6月工业富联IPO募资271亿元影响，同比-6.9%，平均通过率较上年同期上升；再融资5543亿元，同比-10.2%；债权承销32083亿元，同比+63.8%。2019年上半年36家上市券商合计实现投行净收入149亿元，同比+11%，占整体营业收入比重为8.2%，我们预计主要受债券承销收入增长驱动。大型券商在收入绝对值上继续保持领先，但整体增幅并不显著，部分出现负增长；中小券商业绩弹性相对更大，部分中小券商依托本土优势，聚焦地方政府债券等承销发行服务，投行净收入实现大幅增长，其中华西证券、第一创业和中原证券同比增幅过百。当前科创板稳步推进，为券商带来可观业务增量。同时，重组上市政策边际放宽、科创板上市公司重大资产重组注册制落地，有望驱动投行再融资和并购重组业绩上行。

资管净收入受资管新规推进、大集合改造等影响整体微降3%，行业内部分化显著，部分受分红提成增加实现收入逆市增长。受资管新规、大集合改造影响，券商延续压缩通道业务规模态势，面临回归主动管理的转型压力，行业规模和收入承压。2019年上半年36家上市券商合计实现资管净收入139亿元，同比-3%，占整体营业收入比重为7.6%。行业内部分化显著，部分券商持续提升主动管理能力，不断丰富和创新产品线，产品分红和提成增加助力资管收入提升。36家上市券商中共17家券商实现资管净收入同比逆势上涨，剔除异常值后增幅区间约为7%-32%，其中海通证券和海通证券增幅领先，判断系2019H1资管产品分红提成增加；19家收入同比负增长，降幅区间从3%-60%不等，华西证券最高降幅达58%。未来伴随资管新规稳步推进，有望利好行业规范健康发展及加速转型，综合实力突出、风控合理、主动管理能力优秀、产品创设能力强的券商具备率先发展优势。

图表10：2013-2019H1 证券行业受托管理资金本金总额

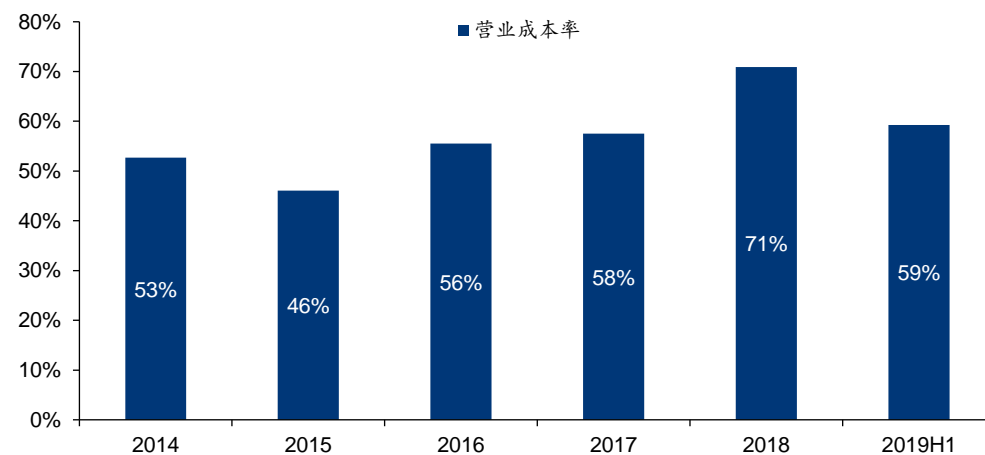


资料来源：证券业协会，华泰证券研究所

成本费用剖析：信用业务减值压力仍存

上市券商营业支出整体同比上升，成本相对收入增速较低驱动营业成本率下行。2019H1，上市券商营业支出合计1080亿元，同比+34.8%，总成本率为59.2%，同比-4.5pct，主要系营业成本增幅不及营业收入增幅导致营业成本率下滑。

图表11：2014-2019H1上市券商营业成本率



注：营业成本率=营业支出/营业收入

资料来源：Wind，华泰证券研究所

管理费用、股票质押减值损失、其他业务成本均同比上升。部分券商计提较大额减值对业绩形成一定拖累。券商营业支出包括管理费用、减值损失、税金及附加和其他业务成本，占比分别为70%、5%、1%和24%，同比分别+21%、+27%、+2%和+108%。管理费用上升主要受上半年业绩提升人员薪酬提升，以及业务拓展经营费用增加影响。其他业务成本上升与其他业务收入趋势相对一致，主要来自期货子公司商品交易支出上升。此外，2019上半年上市券商减值损失也有明显增加，36家上市券商合计计提减值损失58.1亿元，同比+27%。买入返售金融资产减值损失是主要的减值项目，减值损失合计24.9亿元，占减值损失比例达43%，主要来自股票质押减值损失。

部分券商股票质押业务减值压力仍存，大型优质券商相对稳健。2019年以来，上市券商普遍严控风控准入，股票质押规模整体呈现下降趋势，19H1末，36家上市券商整体股票质押回购规模为4327亿元，较2018年末-15%，行业内部经营策略略有差异，大部分券商收缩规模，部分券商规模增长。在股票质押规模整体下滑的背景下，股票质押减值损失仍然同比上升的主要原因有二：一是二季度市场波动，计提单笔大额减值损失；二是中小上市券商开始全面实行新金融工具会计准则，需要对未来预期发生的减值进行计提。**行业内部减值损失分化**，21家券商计提股票质押减值损失，15家券商转回股票质押减值损失。**券商减值准备计提分化**，部分优质大型券商减值计提相对充足。上市券商股票质押减值准备合计171亿元，占股票质押式回购余额4%，较年初+1.4pct。

未来券商股票质押业务发展需要以妥善控制风险为前提。券商必须夯实差异化风险定价能力、多层次贷后风险管理能力、大数据及科技赋能三大风险控制能力。大型券商可以探索利用全产业链协同构建业务良性生态，中小券商可探索凭借优势业务和区域优势完善业务，在稳妥有效控制风险的前提下稳步发展业务。

图表12: 36家上市券商股票质押式回购余额及减值准备

证券简称	股票质押式回购余额				股票质押式回购余额/总资产				买入返售金融资产减值准备/股票质押式回购余额			
	2019H1	2018	2017	较年初变动	2019H1	2018	2017	较年初变动	2019H1	2018	2017	较年初变动
中信证券	437	385	780	14%	6%	6%	12%	0.1pct	5.4%	5.1%	0.7%	0.3pct
华泰证券	158	283	484	-44%	3%	8%	13%	-4.5pct	4.2%	1.9%	0.1%	2.3pct
国泰君安	340	383	769	-11%	6%	9%	18%	-2.5pct	4.9%	4.3%	0.9%	0.7pct
海通证券	505	559	745	-10%	8%	10%	14%	-1.6pct	2.0%	1.3%	0.5%	0.7pct
中信建投	161	138	135	17%	6%	7%	7%	-0.6pct	0.5%	0.9%	0.3%	-0.4pct
申万宏源	323	437	323	-26%	9%	13%	11%	-4.0pct	2.5%	1.4%	0.5%	1.1pct
招商证券	178	228	307	-22%	5%	7%	11%	-2.4pct	1.2%	0.9%	0.5%	0.4pct
广发证券	151	224	266	-33%	4%	6%	7%	-2.0pct	1.2%	1.0%	0.4%	0.3pct
中国银河	318	375	364	-15%	10%	15%	14%	-4.7pct	0.4%	0.3%	0.2%	0.04pct
国信证券	283	315	406	-10%	12%	15%	20%	-2.8pct	4.8%	1.7%	0.9%	3.1pct
东方证券	229	241	311	-5%	9%	11%	13%	-1.4pct	5.4%	3.5%	0.6%	2.0pct
方正证券	50	57	103	-12%	3%	4%	7%	-0.6pct	11.9%	0.0%	0.0%	11.9pct
天风证券	28	35	50	-21%	5%	7%	10%	-1.7pct	6.5%	1.4%	0.3%	5.1pct
长城证券	2	2	16	-20%	0%	0%	4%	-0.1pct	4.6%	4.6%	0.3%	0.1pct
华林证券	1	3	7	-43%	1%	2%	5%	-1.3pct	0.7%	3.3%	0.0%	-2.6pct
光大证券	115	210	186	-45%	6%	10%	9%	-4.6pct	4.7%	2.0%	0.0%	2.7pct
兴业证券	130	208	310	-37%	8%	13%	20%	-5.4pct	6.1%	4.4%	0.3%	1.7pct
长江证券	81	72	167	13%	7%	7%	15%	0.1pct	5.4%	5.9%	0.5%	-0.5pct
财通证券	27	32	40	-15%	4%	5%	7%	-1.1pct	3.0%	2.8%	1.0%	0.2pct
西部证券	5	11	41	-55%	1%	2%	8%	-1.1pct	2.6%	0.5%	0.5%	2.1pct
东兴证券	65	87	81	-25%	8%	12%	10%	-4.0pct	7.1%	6.8%	1.2%	0.3pct
浙商证券	49	52	47	-5%	7%	9%	9%	-2.2pct	1.2%	1.0%	1.5%	0.2pct
国元证券	75	96	79	-22%	9%	12%	10%	-3.4pct	5.7%	2.1%	1.0%	3.6pct
东吴证券	123	146	175	-16%	12%	17%	19%	-4.9pct	8.3%	5.9%	0.3%	2.4pct
国金证券	51	40	48	27%	10%	9%	11%	1.2pct	2.5%	2.3%	0.8%	0.3pct
西南证券	14	13	18	15%	2%	2%	3%	0.0pct	5.2%	5.2%	0.5%	-0.1pct
华西证券	62	39	54	61%	10%	8%	11%	1.4pct	0.2%	0.4%	0.9%	-0.2pct
南京证券	26	25	23	5%	8%	10%	10%	-2.0pct	0.5%	0.5%	0.3%	0.0pct
太平洋	56	62	77	-9%	16%	15%	16%	1.5pct	17.3%	15.9%	1.0%	1.4pct
华安证券	45	40	47	12%	9%	9%	12%	0.1pct	3.9%	0.9%	0.3%	2.9pct
山西证券	12	16	30	-24%	2%	3%	6%	-0.8pct	4.8%	0.5%	0.5%	4.3pct
第一创业	17	21	40	-19%	5%	6%	12%	-1.5pct	27.3%	13.1%	0.2%	14.2pct
国海证券	74	84	68	-12%	11%	13%	10%	-2.8pct	3.0%	1.4%	0.5%	1.6pct
东北证券	63	63	73	0%	9%	10%	12%	-1.0pct	5.1%	3.4%	0.5%	1.8pct
中原证券	26	32	48	-18%	6%	8%	12%	-1.8pct	11.5%	7.0%	0.3%	4.5pct
红塔证券	45	51	47	-12%	12%	19%	33%	-6.6pct	0.2%	0.2%	0.5%	-0.04pct

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表13: 36家上市券商买入返售金融资产减值损失

(亿元)	买入返售金融资产减值损失			买入返售金融资产减值损失/股票质押式回购余额			买入返售金融资产减值损失/归母净利润		
	2019H1	2018	2017	2019H1	2018	2017	2019H1	2018	2017
中信证券	3.9	4.4	0.9	0.9%	0.7%	0.1%	6.0%	7.9%	1.8%
华泰证券	1.2	0.7	0.1	0.7%	0.2%	0.0%	2.9%	2.2%	0.3%
国泰君安	0.4	4.1	1.3	0.1%	0.7%	0.2%	0.9%	10.2%	2.7%
海通证券	2.7	1.1	1.2	0.5%	0.1%	0.2%	4.8%	3.6%	2.9%
中信建投	-0.4	-0.0	0.2	-0.3%	0.0%	0.2%	-1.9%	-0.1%	0.9%
申万宏源	2.0	1.0	0.7	0.6%	0.2%	0.3%	6.1%	4.8%	3.2%
招商证券	0.2	0.8	0.4	0.1%	0.3%	0.2%	0.6%	4.5%	1.6%
广发证券	-0.3	0.3	0.3	-0.2%	0.1%	0.2%	-0.7%	1.2%	0.8%
中国银河	-0.0	0.3	0.4	0.0%	0.1%	0.2%	0.0%	2.2%	1.7%
国信证券	1.3	0.5	0.5	0.4%	0.1%	0.2%	4.9%	4.0%	2.5%
东方证券	4.1	0.3	0.0	1.8%	0.1%	0.0%	33.6%	4.6%	0.0%
方正证券	2.7	0.0	0.0	5.4%	0.0%	0.0%	35.7%	0.0%	0.0%
天风证券	1.3	0.0	0.0	4.7%	n.a	n.a	78.9%	0.0%	0.0%
长城证券	-0.0	0.0	0.0	-1.0%	0.3%	n.a	-0.4%	1.3%	0.0%
华林证券	-0.1	0.0	0.0	-5.1%	0.3%	n.a	-4.1%	0.9%	0.0%
光大证券	1.1	1.8	0.0	1.0%	0.9%	0.0%	7.0%	19.0%	0.0%
兴业证券	-1.3	0.8	0.1	-1.0%	0.3%	0.0%	-9.7%	11.4%	1.1%
长江证券	0.1	-0.2	0.1	0.2%	-0.2%	0.1%	1.2%	-5.9%	1.4%
财通证券	-0.1	-0.0	-0.0	-0.4%	n.a	n.a	-1.3%	-0.3%	-0.1%
西部证券	-0.3	-0.1	0.1	-7.0%	-0.3%	0.1%	-7.4%	-3.1%	1.2%
东兴证券	-1.2	0.1	-0.1	-1.9%	0.1%	-0.3%	-14.4%	1.4%	-1.9%
浙商证券	0.0	-0.4	0.0	0.1%	-0.8%	n.a	1.0%	-9.2%	0.0%
国元证券	2.2	0.1	0.1	3.0%	0.1%	0.2%	51.9%	5.2%	2.4%
东吴证券	-0.1	0.0	0.1	0.0%	0.0%	0.1%	-0.7%	12.7%	1.9%
国金证券	-0.1	-0.1	0.0	-0.2%	-0.2%	0.0%	-1.8%	-1.6%	0.0%
西南证券	0.1	-0.0	0.0	0.6%	-0.1%	0.0%	1.7%	-0.3%	0.0%
华西证券	-0.0	-0.0	0.0	-0.1%	-0.1%	n.a	-0.5%	-0.5%	0.0%
南京证券	0.0	-0.0	0.0	0.0%	0.0%	n.a	0.2%	-0.4%	0.0%
太平洋	-0.1	-0.0	0.0	-0.1%	0.0%	0.0%	-1.9%	-2.1%	0.0%
华安证券	0.9	0.0	0.0	2.0%	0.0%	0.0%	16.0%	0.5%	0.0%
山西证券	-0.1	-0.0	0.0	-0.5%	-0.1%	0.3%	-1.3%	-1.6%	2.0%
第一创业	1.9	-0.0	0.0	11.1%	0.0%	0.0%	92.5%	-1.0%	0.0%
国海证券	1.1	0.1	0.1	1.4%	0.1%	0.1%	27.6%	7.7%	1.9%
东北证券	1.1	-0.1	0.0	1.7%	-0.2%	0.0%	18.4%	-4.1%	0.3%
中原证券	0.8	0.4	0.0	3.0%	0.9%	n.a	32.4%	26.1%	0.0%
红塔证券	-0.0	0.0	0.0	-0.1%	n.a	n.a	-1.1%	0.0%	n.a

注: 减值损失负数为减值转回

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

展望：资本市场改革深化，政策红利有望持续

未来资本市场深化改革仍将持续落地，政策红利引导行业创新发展。2019年2月22日习近平总书记强调强化金融服务实体经济功能，深化金融供给侧结构性改革，深化金融改革开放，奠定行业发展核心顶层基调。近期监管密集发声，资本市场改革有望持续深化。2019年8月25日，证监会介绍资本市场深化改革方案，包括实施更市场化的制度安排、加强资本市场法治保障、提高监管效能和加快资本市场高水平对外开放四方面。8月18日，中共中央、国务院发布支持深圳建设先行示范区的意见，提出研究完善创业板发行上市、再融资和并购重组制度，创造条件推动注册制改革。8月31日，国务院金融稳定发展委员会强调要进一步深化资本市场改革，完善基础制度，提高上市公司质量，扎实培育各类机构投资者，为长期资金持续入市创造良好条件。我们预计，未来围绕创业板注册制改革、再融资制度优化、提高上市公司质量等政策仍有望陆续出台，政策红利为券商发展孕育良性发展土壤。

证券行业监管体系持续完善，引导券商规范稳健发展。2019年以来，监管从多维度持续完善行业监管框架。券商股权管理靴子落地，重塑行业分层次良性竞争格局，优化规范股东机制。行业流动性支持管理规定出台，从制度层面对券商流动性风险提供长效支持和有效约束。信用风险管理指引出台，明确信用风险管理的范围和主要环节，细化相关重点工作，对风险计量提出方向性指导，有望增强券商信用风险管控实力。监管修订风险控制指标计算标准，引导行业优化资本配置，提升风控指标完备性，完善差异化监管指标，逆周期调节助行业优化发展。

行业马太效应有望加剧，龙头券商有望强者恒强。一是监管彰显“扶优限劣”制度思路，明确分层监管格局，在资源和资质上向大型券商倾斜。二是大型券商综合实力强劲，业务布局稳健均衡，创新能力领跑，把握创新发展的转型先机。三是证券行业对外开放稳步推进，未来海外投行进入国内市场或加剧行业竞争，呼唤头部券商引领高阶竞争。我们预计2019年大券商（中信、国君、海通、广发、招商）PB 1.2-1.8倍，PE 18-22倍，把握优质券商投资机会，推荐中信证券、国泰君安和招商证券。

风险提示

- 1、政策风险。证券行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏。
- 2、市场波动风险。公司经纪、自营及资管业务与股市及债市环境高度相关，市场持续低迷和波动将会影响证券公司业绩。
- 3、利率风险。固定利率工具使公司面临公允价值利率风险，浮动利率工具使公司面临现金流利率风险。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com