

# 证券

## 前三季度业绩高增长，政策驱动业务规模扩张

2019 年前三季度上市券商业绩同比大幅增长 63%，自营提振业绩。

2019 年前三季度证券行业实现净利润 931 亿元，同比增长 885%，期末的净资产为 1.99 万亿元，较上年末增加 5.3%。截至 2019 年前三季度，证券行业的 ROE 为 4.68%，已经超过 18 年全年的水平。我们预计证券行业全年的 ROE 有望达到 5.5%-6% 之间。

36 家上市券商实现归母净利润 825 亿元，YOY+63%。其中，投资收益 (YOY+77%)、其他收入 (YOY+71%)、利息净收入 (YOY+79%) 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，同比 +1.9%。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 18.8% 和 24.4%，增速较上半年均有所提升。中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券、广发证券归母净利润分别为 105.2/73.9/65.5/64.4/56.4 亿元，YOY+44%/106%/19%/44%/37%，业绩稳健增长。

**业务趋势展望：2020 年将是股权融资大年，投融资类业务驱动券商扩表。**

1) 投行业务收入 237 亿元，YOY+23%，单季度环比+8.3%。稳步实施注册制、并购重组新规落地、优化再融资制度、推进创业板改革，利好政策驱动下投行业务有望迎来发展机遇。

2) 自营投资收益合计 850 亿元，YOY+76%。我们认为 2020 年债券投资将拉动券商杠杆率提升，权益类资产投资策略将趋于丰富，科创板跟投机制下带来的业绩弹性。

3) 利息净收入 305 亿元，YOY+81%。上市券商计提的信用减值损失 92.1 亿元，较上半年增加 36 亿元。未来需要关注两融业务结构优化，待时机成熟后科创板的转融通制度有望推广到主板等，将极大的提升融券业务规模。

4) 经纪业务累计实现收入 532 亿元，YOY+18%。我们认为经纪业务聚集客户的作用不可替代，佣金率预计仍将下降，但零佣金可能性极低。

5) 上市券商资管业务收入 209 亿元，YOY+1.9%，收入较上半年略有改善。

**投资建议：**推动资本市场改革政策和流动性合理充裕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。展望 2020 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 将稳步提升。行业平均估值 1.92x PB，大型券商估值在 1.2-1.7x PB 之间，行业历史估值的中位数为 2.5x PB (2012 年至今)。重点推荐中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券。

**风险提示：**资本市场改革政策落地不及预期，市场大幅波动造成业绩及估值双重下滑，证券公司的信用业务风险。

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-11-01	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600030.SH	中信证券	22.18	买入	0.77	1.08	1.17	1.34	28.81	20.54	18.96	16.55
600837.SH	海通证券	14.33	买入	0.45	0.79	0.91	1.05	31.84	18.14	15.75	13.65
601211.SH	国泰君安	17.26	增持	0.77	0.97	1.13	1.33	22.42	17.79	15.27	12.98
601688.SH	华泰证券	17.66	增持	0.61	0.89	1.05	1.25	28.95	19.84	16.82	14.13

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

证券研究报告

2019 年 11 月 03 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

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-行业投资策略:深化资本市场改革全面展开，坚守强大投行!》 2019-10-29

2 《证券-行业点评:《重组办法》落地，预计将提振券商并购重组业务》 2019-10-19

3 《证券-行业点评:市场回暖提振业绩，1-9 月累计增长 43%》 2019-10-15

## 内容目录

1. 2019 年前三季度业绩综述 .....	3
1.1. 证券行业前三季度业绩同比增长 88% .....	3
1.2. 36 家上市券商业绩同比增长 63% .....	4
1.3. 上市券商收入结构：资金类业务收入占比持续提升 .....	6
2. 上市券商各项主营业务情况分析 .....	8
2.1. 经纪业务：累计实现收入 532 亿元，YOY +18% .....	8
2.2. 投行业务：股权承销规模大增，带动业绩同比增长 23% .....	9
2.3. 资管业务：管理规模继续回落，收入企稳 .....	10
2.4. 投资业务：科创板跟投浮盈贡献业绩增量 .....	11
2.5. 信用业务：收入同比大幅改善，信用减值损失略有提升 .....	11
3. 投资建议 .....	13

## 图表目录

图 1：2019 年前三季度证券行业收入结构 .....	3
图 2：2018 年证券行业收入结构 .....	3
图 3：证券行业 ROE 与 ROA 情况 .....	4
图 4：证券行业杠杆率情况（单位：倍） .....	4
图 5：2019 年前三季度，上市券商各业务线条经营情况 .....	6
图 6：上市券商收入结构 .....	6
图 7：沪深两市日均成交金额（单位：亿元） .....	8
图 8：A 股首发募集资金情况 .....	9
图 9：A 股再融资募集资金情况 .....	9
图 10：截至 2019 年 6 月末，券商资管计划规模为 12.53 万亿元（单位：亿元） .....	10
图 11：沪深两市两融余额结构及占流通市值比重 .....	12
图 12：券商板块目前估值仍处于历史中枢以下（中信行业非银金融-证券） .....	13
表 1：证券行业 2019 年前三季度净利润 931 亿元，同比上升 88%（单位：亿元） .....	3
表 2：统计范围内 36 家上市券商 2019 年前三季度经营情况（单位：亿元） .....	5
表 3：2019 年前三季度上市券商收入结构 .....	7
表 4：上市券商经纪业务收入情况（单位：亿元） .....	8
表 5：上市券商的证券承销业务净收入情况（单位：亿元） .....	9
表 6：上市券商受托客户资产管理业务净收入情况（单位：亿元） .....	10
表 7：上市券商自营投资业务收入情况（单位：亿元） .....	11
表 8：上市券商信用业务收入情况及信用减值损失计提情况（单位：亿元） .....	12
表 9：上市券商盈利预测及估值表（2019 年 11 月 1 日） .....	14

## 1. 2019 年前三季度业绩综述

### 1.1. 证券行业前三季度业绩同比增长 88%

2019 年前三季度，131 家证券公司实现营业收入 2,611.95 亿元，同比增长 38%；实现净利润 931.05 亿元，同比增长 88%。截至 2019 年三季度，证券公司总资产 7.02 万亿元，较上年末增加 12%；净资产 1.99 万亿元，较上年末增加 5.3%；净资本达到 1.62 万亿元，较上年末增加 3.2%。客户交易结算资金余额（含信用交易资金）1.28 万亿元，受托管理资金本金总额 12.71 万亿元。

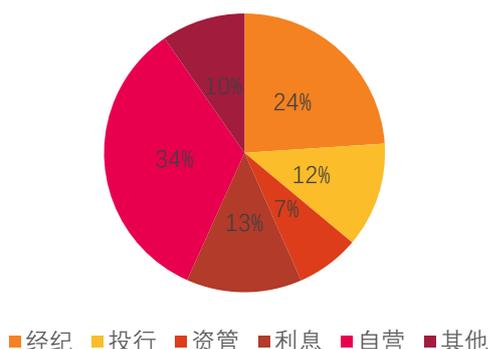
表 1：证券行业 2019 年前三季度净利润 931 亿元，同比上升 88%（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2018Q3	2019Q3	同比变动 (%)
券商数量 (家)	129	131	131	131	131	0%
营业收入	3279.94	3,113.28	2,662.87	1,893.31	2,611.95	38%
代理买卖证券业务净收入	1052.95	820.92	623.42	495.61	625.33	26%
证券承销与保荐业务净收入	519.99	384.24	258.46	172.77	249.69	45%
财务顾问业务净收入	164.16	125.37	111.5	66.73	68.14	2%
投资咨询业务净收入	50.54	33.96	31.52	20.33	25.26	24%
资产管理业务净收入	296.46	310.21	275	203.01	190.64	-6%
证券投资收益	568.47	860.98	800.27	526.28	878.71	67%
利息净收入	381.79	348.09	214.85	156.76	347.38	122%
净利润	1234.45	1,129.95	666.2	496.55	931.05	88%
盈利券商数量	124	120	106	105	119	13%
总资产 (万亿元)	5.79	6.14	6.26	6.19	7.02	13%
净资产 (万亿元)	1.64	1.85	1.89	1.89	1.99	5%
客户交易结算资金余额	14400	10,600.00	9,378.91	9,743.81	12,800.00	31%
托管证券市值 (万亿)	33.77	40.33	32.62	35.64		-100%
受托管理资金本金总额 (万亿)	17.82	17.26	14.11	14.82	12.71	-14.24%

资料来源：证券业协会，天风证券研究所

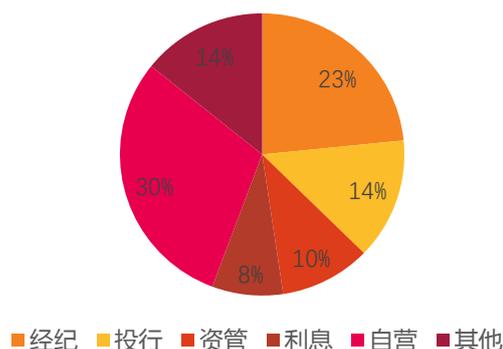
收入结构：1) 代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）625.33 亿元，同比增长 26%，收入占比 24%。前三季度两市日均股基交易额为 5441 亿元，同比增加 39%。2) 证券承销与保荐业务净收入 249.69 亿元，同比增长 45%，收入占比 9.6%。财务顾问业务净收入 68.14 亿元，同比增长 2%，收入占比 2.6%。3) 投资咨询业务净收入 25.26 亿元，同比增长 24%，收入占比 0.97%。4) 资产管理业务净收入 190.64 亿元，同比增长 -6%，收入占比 7.3%。5) 证券投资收益（含公允价值变动）878.71 亿元，同比增长 67%，收入占比 33.6%。6) 利息净收入 347.38 亿元，同比增长 122%，收入占比 13.3%，利息净收入同比大幅改善主要是因为新增其他债权投资的利息收入。

图 1：2019 年前三季度证券行业收入结构



资料来源：证券业协会，天风证券研究所

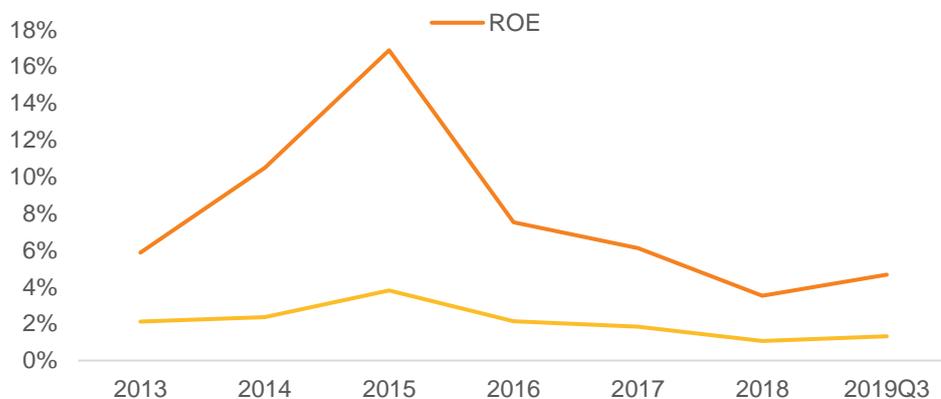
图 2：2018 年证券行业收入结构



资料来源：证券业协会，天风证券研究所

截至 2019 年前三季度，证券行业的 ROE 为 4.68%，已经超过 18 年全年的水平。我们预计证券行业全年的 ROE 有望达到 5.5%-6% 之间。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。

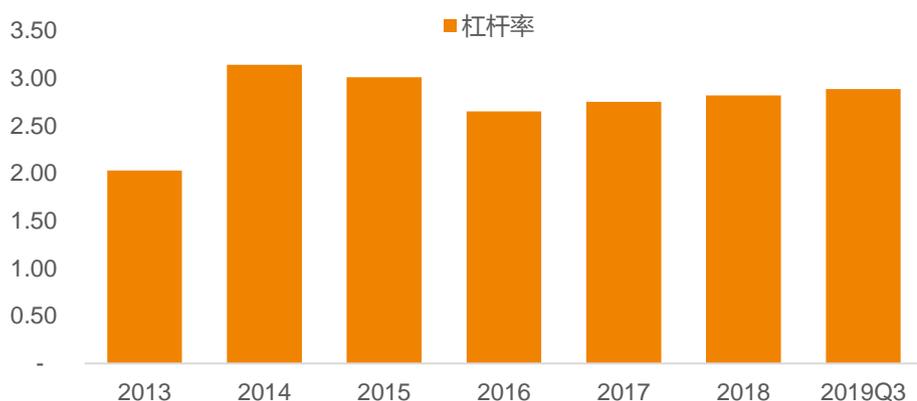
图 3: 证券行业 ROE 与 ROA 情况



资料来源：证券业协会，天风证券研究所

2019 年前三季度证券行业的杠杆率相对 2018 年继续提升，截至期末行业杠杆率为 2.88 倍。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. 36 家上市券商业绩同比增长 63%

**2019 年前三季度，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 825 亿元，YOY+63%，占证券行业整体净利润的 89%，占比较 2019 年上半年提升 6 个 pct。上市券商的 ROE 为 5.3%，高于行业水平（4.7%）。中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券、广发证券归母净利润分别为 105.2 亿元、73.9 亿元、65.5 亿元、64.4 亿元和 56.4 亿元，YOY+44%/106%/19%/44%/37%，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+382%）、国海证券（YOY+355%）、东北证券（+220%）。从 2019 年单季度环比情况来看，36 家上市券商单季度业绩环比增长 40%，中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券、广发证券的单季度业绩环比增速分别为+86%、+6%、-24%、+87%和+21%。

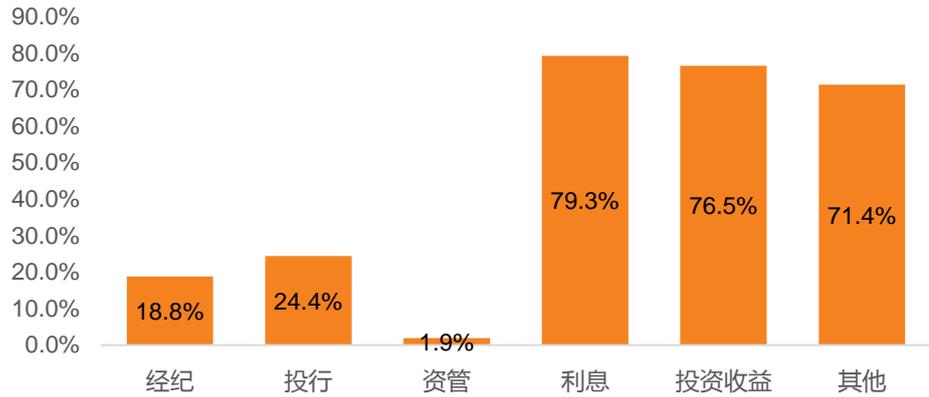
表 2：统计范围内 36 家上市券商 2019 年前三季度经营情况（单位：亿元）

公司名称	归母净利润	净利同比	Q3 净利润环比	净资产	ROE	净资本
中信证券	105.2	44%	86%	1,601	6.6%	952
海通证券	73.9	106%	6%	1,240	6.0%	716
国泰君安	65.5	19%	-24%	1,352	4.8%	804
华泰证券	64.4	44%	87%	1,199	5.4%	695
广发证券	56.2	37%	21%	914	6.1%	639
申万宏源	47.6	44%	16%	820	5.8%	606
东方证券	17.4	93%	扭亏为盈	533	3.3%	444
招商证券	48.2	57%	-4%	834	5.8%	482
中国银河	38.6	106%	19%	695	5.6%	676
兴业证券	17.5	141%	25%	344	5.1%	280
国信证券	37.3	93%	59%	549	6.8%	403
中信建投	38.2	75%	77%	553	6.9%	483
光大证券	22.7	93%	126%	492	4.6%	362
东北证券	8.7	220%	1174%	155	5.6%	128
长江证券	14.6	156%	17%	278	5.3%	230
方正证券	10.7	136%	77%	387	2.8%	174
山西证券	5.1	338%	-53%	127	4.0%	92
浙商证券	7.1	26%	9%	147	4.8%	137
东吴证券	9.3	382%	28%	207	4.5%	152
财通证券	9.9	48%	-23%	205	4.9%	154
西部证券	5.2	52%	-150%	177	3.0%	158
国金证券	8.8	24%	16%	203	4.3%	170
东兴证券	11.1	42%	-21%	202	5.5%	169
华西证券	11.2	40%	-30%	194	5.8%	165
国海证券	5.8	355%	40%	141	4.1%	135
长城证券	7.4	55%	20%	167	4.5%	126
天风证券	1.9	-27%	-36%	121	1.6%	93
西南证券	6.7	126%	135%	192	3.5%	129
国元证券	7.0	113%	2358%	249	2.8%	160
华安证券	8.7	144%	294%	130	6.7%	105
中原证券	2.9	114%	-13%	100	2.9%	68
第一创业	3.5	176%	扭亏为盈	89	3.9%	65
南京证券	6.5	188%	55%	110	5.9%	84
太平洋	4.0	扭亏为盈	1253%	102	3.9%	98
红塔证券	5.3	124%	N/A	131	4.1%	146
华林证券	3.1	19%	36%	52	5.9%	46
合计	824.7	63%	40%	14,991	5.3%	10523

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**收入端：**2019 年前三季度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+77%）、其他收入（YOY+71%）、利息净收入（YOY+79%）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，同比+1.9%。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 18.8%和 24.4%，增速较上半年均有所提升。

图 5：2019 年前三季度，上市券商各业务线条经营情况

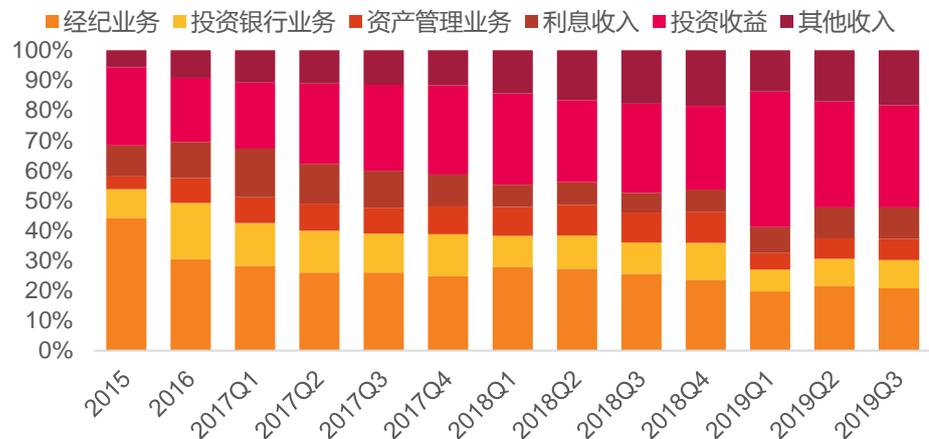


资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 1.3. 上市券商收入结构：资金类业务收入占比持续提升

2019 年前三季度，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 34.0%、20.8%、9.4%、7.0%、10.4%和 18.3%。与 2018 年的收入结构相比，经纪、投行、资管三大轻资产业务的占比均有不同程度的下降，分别下降 2.8、2.8 和 3.2 个百分点。投资收益和利息收入的占比继续提升，较 2018 年底提升 2.8 个百分点和 6.2 个百分点，资金类业务的收入占比持续提升。

图 6：上市券商收入结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

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 35.5%、32.6%、26.5%和 33.5%。红塔证券( 90.7%)、太平洋( 86.5%)、西南证券( 50.5%)、西部证券( 45.8%) 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 26.1%，东兴证券次之( 24.5%)。方正证券( 43.7%)、国信证券( 32.8%) 和华林证券( 30.2%) 的经纪业务收入占比在 36 家上市券商中排名靠前。

表 3：2019 年前三季度上市券商收入结构

	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
方正证券	43.72%	7.07%	6.27%	20.55%	16.85%	5.55%
国信证券	32.77%	9.55%	1.73%	12.22%	34.17%	9.56%
华林证券	30.16%	7.77%	10.07%	20.79%	30.51%	0.71%
国金证券	30.06%	16.96%	2.44%	19.51%	27.49%	3.55%
中国银河	29.82%	3.34%	4.06%	21.10%	27.92%	13.76%
长江证券	29.01%	9.96%	5.16%	10.64%	40.75%	4.49%
华西证券	28.91%	8.82%	1.93%	30.74%	29.32%	0.29%
南京证券	28.02%	15.49%	2.47%	35.05%	16.49%	2.46%
华安证券	25.52%	3.87%	3.29%	17.98%	42.52%	6.83%
招商证券	24.19%	9.04%	5.78%	11.43%	31.81%	17.74%
光大证券	23.68%	13.89%	11.35%	14.03%	29.17%	7.88%
国元证券	23.49%	11.37%	2.05%	41.38%	17.81%	3.91%
中信建投	22.60%	26.11%	5.64%	12.16%	30.75%	2.74%
国泰君安	21.81%	8.21%	5.93%	19.56%	26.54%	17.95%
中原证券	21.67%	6.36%	3.04%	3.70%	34.73%	30.50%
东吴证券	20.84%	9.64%	3.29%	7.17%	29.94%	29.13%
西南证券	20.09%	9.33%	2.04%	5.47%	50.46%	12.61%
东兴证券	19.89%	24.49%	8.67%	16.16%	28.89%	1.90%
长城证券	19.52%	14.95%	4.74%	7.05%	35.32%	18.42%
财通证券	19.08%	5.56%	22.32%	4.03%	35.13%	13.89%
广发证券	19.00%	5.13%	16.40%	13.24%	30.09%	16.14%
西部证券	18.83%	8.09%	0.66%	5.45%	45.75%	21.22%
华泰证券	18.12%	6.76%	12.33%	9.33%	33.54%	19.92%
申万宏源	18.10%	4.25%	4.93%	13.66%	25.37%	33.69%
太平洋	18.00%	4.00%	7.15%	-18.24%	86.52%	2.56%
天风证券	17.72%	18.89%	19.22%	-10.12%	37.17%	17.12%
中信证券	17.40%	9.10%	12.51%	5.45%	35.51%	20.03%
浙商证券	17.33%	5.36%	4.00%	5.04%	25.87%	42.39%
国海证券	15.50%	8.35%	7.21%	14.85%	31.92%	22.18%
第一创业	12.48%	14.21%	29.69%	-3.60%	33.43%	13.79%
兴业证券	11.08%	4.66%	2.08%	5.84%	28.87%	47.46%
红塔证券	10.70%	2.83%	4.86%	-11.66%	90.72%	2.55%
海通证券	10.68%	10.21%	6.44%	13.38%	32.56%	26.73%
东北证券	9.85%	3.93%	1.36%	-2.08%	27.71%	59.23%
山西证券	9.38%	6.49%	2.54%	-2.20%	25.15%	58.64%
东方证券	8.49%	5.28%	9.81%	5.74%	18.90%	51.79%

资料来源：公司公告，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：累计实现收入 532 亿元，YOY +18%

2019 年前三季度，沪深两市日均成交金额 5441 亿元，YOY+47%，其中 2019 年三季度单季度的日均成交金额为 4656 亿元，环比-21%，YOY+55%。36 家上市券商前三季度经纪业务累计实现收入 532 亿元，YOY +18%，三季度单季度的收入为 163 亿元，环比下降 12.7%。

国内券商经纪业务现有的商业模式仍以佣金收入为核心，提供的服务长期局限于通道性质的股票经纪业务。交易量受市场行情影响大，具有较大的不确定性。佣金率方面，同质化的商业模式下，价格战成为各家券商获取客户的重要工具。**我们预计券商经纪业务佣金率预计仍将下降，但短期内效仿嘉信理财等实现股票、基金交易零佣金的可能性极低。展望 2020 年，我们认为传统经纪业务的业绩弹性将逐渐变小，主要是佣金率下降的影响。**

图 7：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

表 4：上市券商经纪业务收入情况（单位：亿元）

公司名称	2019Q3	2018Q3	同比	公司名称	2019Q3	2018Q3	同比
中信证券	57.0	58.5	-2.5%	浙商证券	7.1	5.6	26.1%
国泰君安	44.9	35.0	28.4%	财通证券	6.3	5.1	23.5%
中国银河	35.9	27.3	31.4%	东北证券	6.2	5.3	15.0%
广发证券	33.0	27.3	20.9%	西部证券	5.6	4.3	32.0%
国信证券	32.3	25.9	24.9%	东兴证券	5.6	4.9	14.2%
华泰证券	32.2	26.4	21.9%	华安证券	5.6	4.5	23.8%
招商证券	31.2	25.2	24.0%	国元证券	5.3	4.3	22.2%
申万宏源	29.7	25.6	16.1%	长城证券	5.2	4.3	20.7%
海通证券	26.9	23.9	12.4%	西南证券	4.7	4.0	17.4%
方正证券	21.7	17.6	23.4%	天风证券	4.4	4.2	3.8%
中信建投	21.9	18.4	19.3%	南京证券	4.7	2.8	68.4%
光大证券	20.0	18.0	10.9%	国海证券	4.3	4.1	4.4%
长江证券	15.1	12.6	19.8%	中原证券	4.3	3.1	37.9%
兴业证券	12.0	10.7	11.7%	山西证券	4.1	2.9	38.9%
东方证券	11.6	10.2	13.0%	太平洋	2.5	2.3	8.1%
国金证券	8.7	7.8	12.0%	第一创业	2.2	1.9	18.3%
华西证券	8.1	6.1	33.6%	华林证券	2.0	1.5	39.1%
东吴证券	8.1	6.3	28.2%	红塔证券	1.4	1.1	29.5%

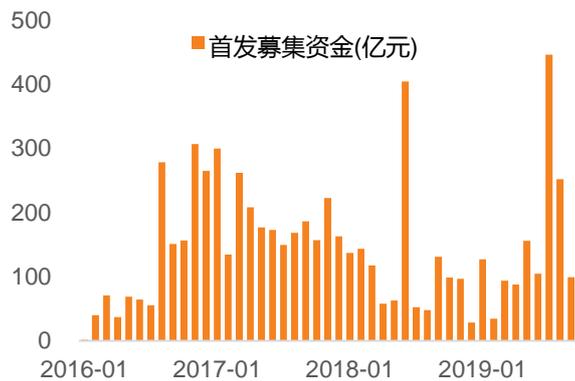
资料来源：公司公告，天风证券研究

## 2.2. 投行业务：股权承销规模大增，带动业绩同比增长 23%

**股权承销规模同比大幅增长。**受益于科创板，2019 年三季度 A 股的首发募集资金 797 亿元，YOY+245%，环比增长 129%。前三季度累计的首发募集资金规模达到 1400 亿元，YOY+21%。1-9 月再融资规模 9389 亿元，YOY+2.2%，增发募集资金 5285 亿元，YOY+19.1%。

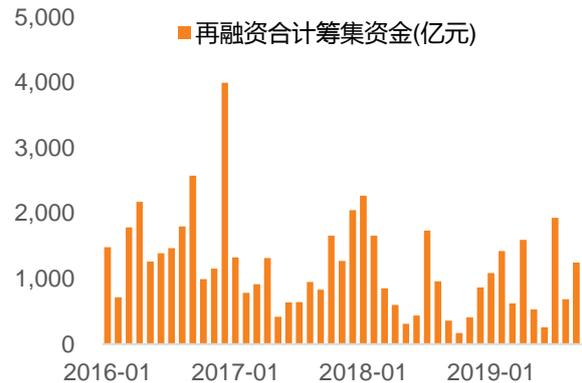
36 家上市券商的证券承销业务净收入合计 237 亿元，同比增长 23%。而三季度的投行业务收入为 89 亿元，环比提升 8.3%。投行业务实现同比增长主要是得益于科创板的推出带来业绩增量。全面深化资本市场改革工作座谈会提出当前及今后一个时期全面深化资本市场改革的 12 个重点任务中涉及投行的主要内容包括“稳步实施注册制、优化并购重组和再融资等制度、推进创业板改革”。我们认为中国投行将迎来历史发展机会，有核心竞争力的投行将在未来 3-5 年内迎来业绩快速增长期，投行业务将进入寡头竞争阶段。

图 8：A 股首发募集资金情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：A 股再融资募集资金情况



资料来源：wind，天风证券研究所

表 5：上市券商的证券承销业务净收入情况（单位：亿元）

公司名称	2019Q3	2018Q3	YOY	公司名称	2019Q3	2018Q3	YOY
中信证券	29.81	24.30	22.7%	东吴证券	3.75	3.54	6.0%
海通证券	25.67	18.99	35.2%	方正证券	3.51	1.95	80.3%
中信建投	25.32	20.16	25.6%	国元证券	2.55	1.82	40.4%
国泰君安	16.90	14.33	17.9%	华西证券	2.47	0.85	189.7%
光大证券	11.74	5.97	96.6%	东北证券	2.45	1.42	72.9%
招商证券	11.66	10.27	13.6%	山西证券	2.83	1.56	81.4%
华泰证券	12.00	12.55	-4.4%	西部证券	2.42	1.54	57.3%
申万宏源	6.99	6.40	9.2%	第一创业	2.53	1.54	63.7%
东方证券	7.18	7.84	-8.4%	西南证券	2.17	3.44	-36.8%
广发证券	8.90	9.25	-3.9%	国海证券	2.31	1.41	63.2%
国信证券	9.42	8.04	17.2%	财通证券	1.85	1.24	48.9%
东兴证券	6.88	4.60	49.7%	南京证券	2.57	0.90	185.8%
长江证券	5.20	3.48	49.6%	浙商证券	2.20	2.17	1.4%
天风证券	4.65	2.95	57.7%	中原证券	1.26	0.45	177.8%
兴业证券	5.04	5.09	-0.9%	华林证券	0.52	1.80	-71.0%
长城证券	3.95	4.02	-1.8%	太平洋	0.56	0.96	-41.4%
中国银河	4.02	4.18	-3.9%	红塔证券	0.37	0.37	-0.5%
国金证券	4.92	2.96	66.3%	华安证券	0.84	0.32	166.5%
合计	237.44	192.67	23.24%				

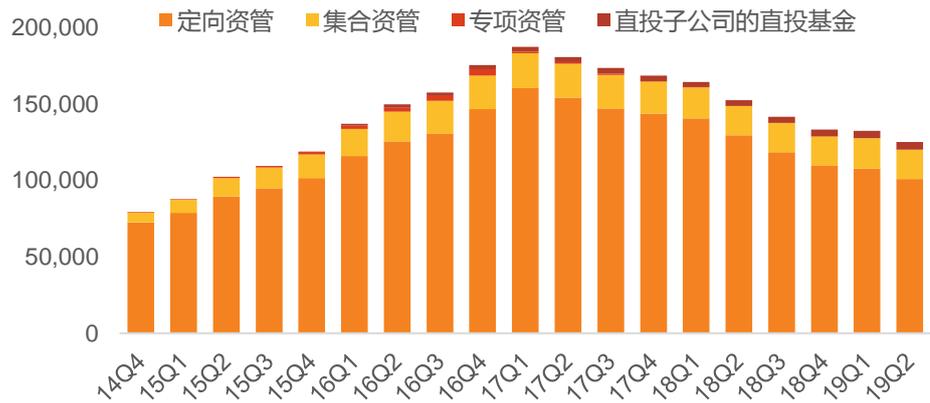
资料来源：公司公告，天风证券研究

### 2.3. 资管业务：管理规模继续回落，收入企稳

自资管新规实施后，券商资管业务收入受到一定影响，行业规模出现结构性变化。截至 2019 年 6 月末，券商资管计划规模为 12.53 万亿元，分别较 2017 年 Q1 高点和 18 年底下降 33.2% 和 6.2%，规模已经连续 9 个季度出现下滑。结构上，定向资管计划规模为 10.10 万亿元，集合资管计划规模为 1.93 万亿元，定向资管计划规模收缩是券商资管规模收缩的主因。

2019 年前三季度，36 家上市券商受托客户资产管理业务净收入合计 209 亿元，YOY+1.9%，较 2019 年上半年的收入有所改善。中信证券、广发证券、东方证券、华泰证券的资管业务收入排名靠前，分别是 41.4 亿元、27.6 亿元、19.7 亿元和 18.4 亿元，同比分别 -1%、+3%、-32%和 19%。

图 10：截至 2019 年 6 月末，券商资管计划规模为 12.53 万亿元（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

表 6：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-Q3	2019Q1-Q3	同比	公司名称	2018Q1-Q3	2019Q1-Q3	同比
中信证券	41.42	41.01	-1.00%	国海证券	1.05	1.99	90.25%
广发证券	27.63	28.47	3.07%	浙商证券	1.62	2.66	64.11%
华泰证券	18.42	21.88	18.81%	国信证券	1.87	1.70	-8.80%
海通证券	14.04	11.65	-17.02%	长城证券	1.41	1.75	23.82%
国泰君安	11.58	13.47	16.31%	东吴证券	1.28	1.13	-11.91%
东方证券	19.71	13.35	-32.29%	山西证券	1.08	1.11	2.14%
申万宏源	10.84	5.52	-49.12%	太平洋	1.22	0.82	-32.90%
招商证券	8.73	8.58	-1.81%	东北证券	1.10	0.85	-22.43%
光大证券	5.05	5.65	12.05%	华林证券	0.00	0.96	#DIV/0!
财通证券	3.95	6.63	67.81%	国金证券	1.06	0.71	-33.57%
第一创业	4.14	5.81	40.49%	华安证券	0.72	0.66	-8.72%
中信建投	4.81	5.16	7.18%	红塔证券	0.59	0.80	34.34%
天风证券	5.32	8.86	66.68%	中原证券	0.78	0.63	-18.94%
中国银河	5.72	5.42	-5.22%	国元证券	0.43	0.51	18.68%
长江证券	3.03	2.69	-11.17%	华西证券	1.02	0.42	-58.75%
东兴证券	3.11	3.28	5.42%	南京证券	0.44	0.57	29.09%
方正证券	2.28	5.00	119.19%	西南证券	0.74	0.78	5.80%
兴业证券	2.13	2.07	-2.91%	西部证券	0.47	0.25	-46.85%
合计	208.80	212.80	1.92%				

资料来源：公司公告，天风证券研究所

## 2.4. 投资业务：科创板跟投浮盈贡献业绩增量

市场回暖，科创板跟投浮盈等因素带动券商投资业务增长。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 850 亿元，同比增长 76%。其中，投资净收益为 708 亿元，同比增长 28%。公允价值变动净收益 154 亿元，较去年同期增加 223 亿元。

整体上头部券商自营业绩增速较为平稳，中小券商自营业绩弹性大。中信证券、海通证券、华泰证券、国泰君安自营投资收益分别是 116 亿元、82 亿元、60 亿元和 55 亿元，同比分别增长 78%、244%、104%和 21%。

表 7：上市券商自营投资业务收入情况（单位：亿元）

公司名称	2019Q3	2018Q3	YOY	公司名称	2019Q3	2018Q3	YOY
中信证券	116.39	65.48	78%	中原证券	6.90	2.82	145%
国泰君安	54.65	45.15	21%	太平洋	12.17	2.55	378%
海通证券	81.89	23.78	244%	华安证券	9.28	3.95	135%
广发证券	52.22	35.10	49%	第一创业	5.94	3.01	97%
华泰证券	59.53	29.16	104%	山西证券	10.94	8.26	32%
申万宏源	41.65	35.55	17%	国金证券	7.98	6.04	32%
招商证券	41.04	16.26	152%	西南证券	11.76	8.86	33%
中国银河	33.62	6.30	434%	东兴证券	8.12	14.89	-45%
国信证券	33.71	9.86	242%	兴业证券	31.22	12.78	144%
光大证券	24.66	17.03	45%	浙商证券	10.63	5.42	96%
方正证券	8.37	9.74	-14%	华西证券	8.20	8.15	1%
东方证券	25.72	13.45	91%	财通证券	11.68	8.40	39%
长江证券	21.26	9.42	126%	中信建投	29.82	24.82	20%
东吴证券	11.65	8.42	38%	华林证券	2.06	2.05	0%
国元证券	4.00	4.21	-5%	长城证券	9.33	6.99	33%
东北证券	17.31	8.01	116%	天风证券	9.15	6.21	47%
西部证券	13.67	9.19	49%	南京证券	2.74	1.71	60%
国海证券	8.83	8.43	5%	红塔证券	11.70	1.99	489%
合计	849.79	483.46	76%				

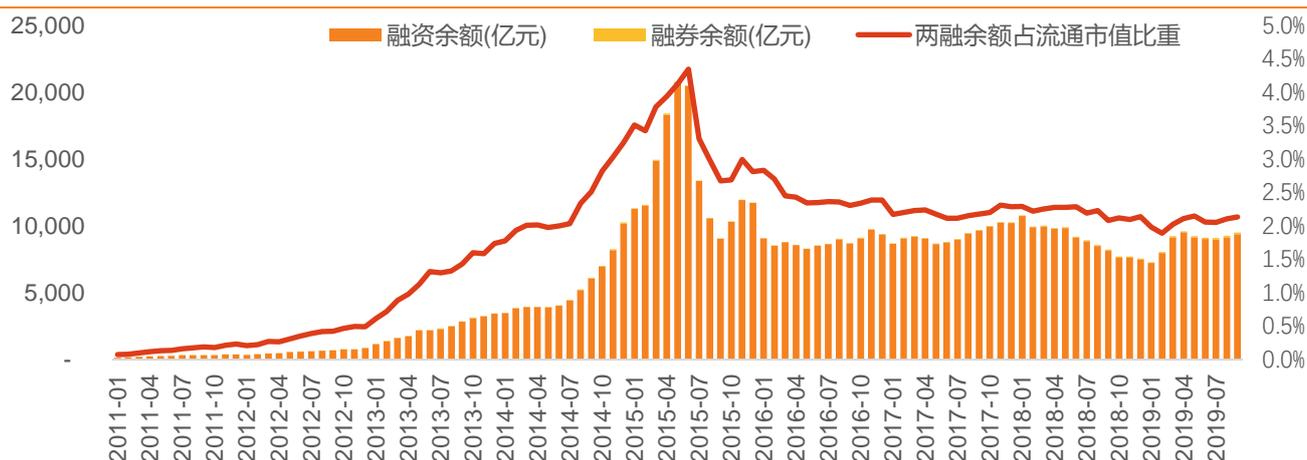
资料来源：公司公告，天风证券研究所，自营投资业务收入=投资净收益+公允价值变动净收益-对联营企业和合营企业的投资收益

## 2.5. 信用业务：收入同比大幅改善，信用减值损失略有提升

2019 年，两市融资融券余额回到 9000 亿元水平，余额随着市场行情而波动。2015 年以后，两融余额占流通市值比重维持在 1.8%-2.2%区间，对比美国和日本的情况，未来这一比重提升的空间有限。我们认为两融业务发展的长期驱动因素主要是来自于结构的优化，一是投资者结构优化，二是融资融券业务结构优化，主要是融券余额占比提升。

36 家上市券商上半年实现利息净收入 305 亿元，同比增加 81.4%。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。前三季度上市券商计提的信用减值损失 92.1 亿元，较上半年增加 36 亿元。

图 11: 沪深两市两融余额结构及占流通市值比重



资料来源: wind, 天风证券研究所

表 8: 上市券商信用业务收入情况及信用减值损失计提情况 (单位: 亿元)

公司名称	利息净收入	YOY	信用减值损失	较上半年变化	公司名称	利息净收入	YOY	信用减值损失	较上半年变化
国泰君安	40.28	4.3%	7.84	2.90	华安证券	3.92	127.9%	1.38	0.15
海通证券	33.64	-3.0%	17.25	6.65	国海证券	4.11	扭亏为盈	2.42	1.16
中国银河	25.42	34.0%	0.47	0.25	东兴证券	4.54	扭亏为盈	0.06	0.96
广发证券	22.99	832.1%	4.74	0.10	东吴证券	2.79	扭亏为盈	0.36	0.09
申万宏源	22.43	102.9%	3.13	0.40	浙商证券	2.07	-17.6%	0.10	0.03
中信证券	17.86	19.2%	7.25	2.03	西南证券	1.27	扭亏为盈	0.29	-0.21
华泰证券	16.55	-17.1%	5.94	4.48	长城证券	1.86	2779.2%	-0.07	-0.10
招商证券	14.75	125.6%	0.69	1.00	华林证券	1.40	13.4%	-0.11	-0.01
光大证券	11.86	152.4%	4.91	1.37	西部证券	1.63	扭亏为盈	5.83	3.01
中信建投	11.79	64.9%	-0.07	0.92	中原证券	0.73	-69.0%	1.50	0.70
国信证券	12.05	-5.4%	5.53	2.31	财通证券	1.34	-0.4%	0.21	0.29
方正证券	10.21	307.6%	4.61	1.33	第一创业	-0.64	亏损	2.44	0.36
国元证券	9.30	116.1%	1.85	-0.71	东北证券	-1.30	亏损	1.20	0.17
华西证券	8.60	127.1%	0.23	0.02	山西证券	-0.96	亏损	0.21	-0.21
东方证券	7.81	扭亏为盈	9.33	4.62	天风证券	-2.49	亏损	1.96	0.49
兴业证券	6.32	扭亏为盈	-0.23	0.60	太平洋	-2.56	亏损	-0.47	-0.15
国金证券	5.67	25.0%	-0.28	-0.22	南京证券	5.82	101.7%	0.08	0.00
长江证券	5.55	31.2%	1.51	1.56	红塔证券	-1.50	亏损	0.00	0.02
合计	305.10	81.4%	92.10	36.35					

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

### 3. 投资建议

- 1、展望 2020 年，资本市场有望在金融运行中发挥着更突出的作用，金融体系结构力量对比有望发生较大变化，直接融资比重预计将进一步提升。证监会于 2019 年提出的全面深化资本市场改革的 12 个方面重点任务，后续大概率将有更多利好资本市场长期健康发展的制度性政策出台。
- 2、金融市场开放对于证券行业而言机遇大于挑战。资本市场的国际化、金融行业对外开放进程开始加速，将对健全中国资本市场功能、推动制度变革、提高市场效率和成熟度发挥重要作用。对外开放有助于履行竞争中性原则，对外资开放的领域，也对中资投行开放。业务领域中信证券等已获得试点结售汇业务资质，未来风险可控的金融创新可能不断推出。
- 3、2020 年将是股权融资大年，投融资类业务驱动券商扩表。1) 在政策呵护下（稳步实施注册制、并购重组新规落地、优化再融资制度、推进创业板改革），2020 年投行业务有望迎来发展机遇。2) 债券投资将拉动券商杠杆率提升，权益类资产投资策略将趋于丰富，关注科创板跟投机制下带来的业绩弹性。3) 资本中介业务，关注两融业务结构优化，待时机成熟后科创板的转融通制度有望推广到主板等，将极大的提升融券业务规模。4) 经纪业务聚集客户的作用不可替代，佣金率预计仍将下降，但是短期内零佣金可能性极低。经纪业务的业绩弹性将逐渐变小，主要是佣金率下降的影响，券商的财富管理业务转型仍在路上。5) 资管业务的通道规模将持续收缩，关注大集合产品公募化改造进程；衍生品业务将成为券商资产配置的重点方向，进一步的发展仍需配套政策落地。
- 4、推动资本市场改革政策和流动性合理充裕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。展望 2020 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 将稳步提升。行业平均估值 1.92x PB，大型券商估值在 1.2-1.7x PB 之间，行业历史估值的中位数为 2.5x PB（2012 年至今）。重点推荐中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券，建议关注中金公司。

图 12：券商板块目前估值仍处于历史中枢以下（中信行业非银金融-证券）



资料来源：wind，天风证券研究所

表 9：上市券商盈利预测及估值表（2019 年 11 月 1 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	22.18	2,484	17.93	20.54	20.73	1.27	1.67	1.60	
国泰君安	17.26	1,447	15.97	17.79	15.83	1.08	1.27	1.25	
华泰证券	17.66	1,482	14.77	19.84	16.82	1.29	1.33	1.30	
海通证券	14.33	1,407	16.70	19.36	16.66	0.86	1.35	1.30	
广发证券	13.91	952	15.24	14.34	12.53	1.13	1.21	1.18	
招商证券	16.35	1,012	19.16	18.17	16.68	1.38	1.33	1.30	
中信建投	22.45	1,495	21.03	40.82	33.01	1.41	3.42	3.33	
东方证券	10.08	643	30.48	28.80	23.44	1.08	1.35	1.31	
光大证券	11.62	490	21.02	20.75	17.88	0.83	1.06	1.01	
兴业证券	6.50	435	30.20	22.41	18.57	0.94	1.31	1.24	

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