

证券 II 行业

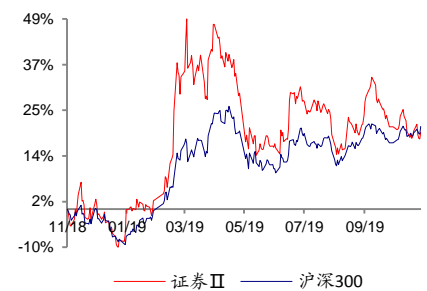
自营拉动业绩增长，行业格局更向头部集中

核心观点：

- 业绩表现：归母净利润同比增长 64.7%，自营业务贡献较大**
 2019 年前三季度，沪深 300 涨幅达 26.7%，证券行业经营环境同比明显改善，β 属性表现较为充分。各项业务均同比增长，自营、利息业务净收入增幅居前，资管收入变动较小。2019Q1-3，35 家上市券商合计实现归母净利润 792 亿元，同比增长 64.7%。我们对利润表进行重构后，根据 2019Q1-3 归母净利润变动的归因分析，正面影响较大的主要为自营收入增长，产生 43% 的正向影响，资管、投行贡献相对靠后。分组来看，业务更为均衡的头部券商弹性相对较弱，而中小券商因业务单一而弹性更强。
- 行业格局：集中度略有回落，系中小券商业绩弹性较大**
 行业集中度略有回落：2019 年前三季度 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 28.74%，前五名占比 41.59%，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。头部券商凭借资本规模与业务能力优势，率先转型，以均衡的业务结构实现稳定增长，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。
- 差异化格局显现：头部券商在经营杠杆、业务结构上显著占优**
 近年来，证券行业转型在即，盈利模式逐渐由通道驱动转向资产驱动，资本市场改革也在持续推动创新业务的发展，券商纷纷布局转型。从杠杆变化与收入结构两个维度观察头部券商与中小券商间的差别：1) 杠杆变化上，头部券商受供需两侧驱动，供给端获政策支持扩展融资渠道，需求端创新业务抢先发展增加资金需要。因此，二者间权益乘数的差距进一步扩大，头部券商的资本优势得到巩固。2) 收入结构上，头部券商业务发展更为均衡。轻资产业务保证市场份额的同时，主动削减通道类业务规模，积极向创新业务转型；重资产业务方面，优化配置结构，趋于多元化，提升整体资产质量。
- 行业展望：深化资本市场改革将助力行业创新发展**
 资本市场深化改革持续推进：资本市场高水平对外开放，吸引更多境外长期资金，A 股纳入 MSCI 指数程度按照原定计划稳步推进，QFII、RQFII 的限制不断放开，规模逐渐上升；国内长期资金参与资本市场的来源多样化，银行理财子公司快速推出，国企划拨 10% 股权至社保，提升保险权益资金比重在即等。机构投资者扩容趋势下，对应对冲、套利等多样化投资需求将进一步提升，或将刺激国内券商创新业务的发展。
- 投资建议：改革持续推进，估值回落彰显配置价值**
 2019 年以来资本市场改革持续推进，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，板块估值出现回落，配置价值彰显。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）、中金公司（03908.HK）、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	2019-11-03

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:9 月归母利润平 2019-10-16
 稳增长，合并报表料有更多亮点——证券行业 9 月经营数据点评
- 证券 II 行业:业绩大幅增长，逆 2019-09-06
 周期调节与创新业务推进共同加码——证券行业 8 月经营数据点评
- 证券 II 行业:自营贡献利润增 2019-09-04
 量，改革打开行业空间

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	14.33	20191030	买入	17.3	0.75	0.92	19.11	15.58	1.30	1.21	7.0%	8.1%
华泰证券	601688.SH	CNY	17.66	20191029	买入	21.8	0.74	0.99	23.81	17.88	1.18	1.11	6.3%	7.9%
中信证券	600030.SH	CNY	22.18	20191030	买入	26.2	1.32	1.61	16.80	13.78	1.04	0.95	10.0%	11.2%
海通证券	06837.HK	HKD	8.08	20191030	买入	9.5	0.75	0.92	9.84	8.02	0.67	0.62	7.0%	8.1%
HTSC	06886.HK	HKD	11.82	20191029	买入	15.0	0.74	0.99	14.56	10.93	0.89	0.84	6.3%	7.9%
中信证券	06030.HK	HKD	14.74	20191030	买入	17.4	1.32	1.61	10.20	8.36	0.98	0.90	10.0%	11.2%
中金公司	03908.HK	HKD	14.44	20190826	买入	18.68	1.01	1.13	13.01	11.63	1.23	1.13	12.0%	12.0%

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 11 月 1 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 64.72%，自营业务贡献较大	5
二、行业格局：集中度仍处高位，中小券商业绩弹性较大.....	10
三、差异化格局显现：头部券商在经营杠杆、业务结构上显著占优	12
四、行业展望：全面深化改革将助力行业创新发展.....	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.....	18
六、风险提示	18

图表索引

图 1: 2019 前三季度 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)	7
图 2: 2019 年前三季度 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)	7
图 3: 2019 年前三季度 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)	8
图 4: 2019 年前三季度 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)	9
图 5: 2019 年前三季度 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)	9
图 6: 35 家上市券商分业务收入占比变动情况	10
图 7: 35 家上市券商各项业务收入同比变动情况 (百万元)	10
图 8: 35 家上市券商营业收入集中度	10
图 9: 35 家上市券商归母净利润集中度	10
图 10: 2019 年前三季度 35 家上市券商归母净利润增速	11
图 11: 2019 年前三季度 35 家上市券商 ROE: 平均 (左轴, %), 及同比变化 (右轴)	12
图 12: 2019 年前三季度 35 家上市券商 ROE: 扣非/平均 (左轴, %), 及同比变化 (右轴)	12
图 13: 2014-2019Q3 头部券商与中小券商的权益乘数 (倍)	13
图 14: 证券行业收入结构	14
图 15: 2014 年-2019 年头部券商收入结构	15
图 16: 2014 年-2019 年中小券商收入结构	15
表 1: 2019Q1-3 证券行业经营环境	5
表 2: 2019Q1-3, 35 家上市券商合计综合收益变动归因分析 (单位: 百万元) ..	6
表 3: 2019Q3 头部券商扣除客户保证金后的权益乘数 (倍)	13
表 4: 券商客户资产数据对比	16
表 5: 今年以来多项对外开放政策实施	17

一、业绩: 35 家上市券商归母净利润同比增长 64.72%， 自营业务贡献较大

从2019年三季度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26.7%，中证全债上涨3.6%；沪深AB股日均成交金额5443亿元，同比增长39.4%；股权融资额10715亿元，同比增长2.82%。截至报告期末，两融余额9409亿元，同比增长15.34%。

表 1: 2019Q1-3 证券行业经营环境

	2018Q1-3	2019Q1-3
经纪: 累计股票成交金额 (百万元)	71,475,209	99,610,890
Yoy	-15.30%	39.40%
经纪: 日均股票成交金额 (百万元)	390,575	544,322
Yoy	-15.30%	39.40%
自营: 沪深 300	3438.86	3815.53
区间涨跌幅	-15.00%	26.70%
自营: 中证全债	185.09	194.42
区间涨跌幅	5.80%	3.60%
投行: 股权融资额 (百万元)	1,042,117	1,071,533
Yoy	-18.00%	2.82%
两融: 余额 (百万元)	822,720	940,914
Yoy	-15.14%	15.34%

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2019前三季度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876亿元，同比增长94%；归母净利润为792亿元，同比增长65%。

利润总额同比上升65.8%，根据对2019年前三季度归母净利润变动的归因分析，各业务收入均对归母净利润产生正面影响，影响较大的主要为自营收入增长，对业绩产生43%的正向影响，其次是利息、经纪收入，分别对综合收益产生16、10个百分点的正向影响，投行和资管业务相对较少，分别对综合收益产生5、0.3个百分点的正向影响。

2019年前三季度的35家上市券商实现营业收入2732亿元，同比上升47%，其中经纪、自营、投行、资管、利息、其他业务净收入分别为530、838、237、212、307、607亿元，收入占比分别为19%、31%、9%、8%、11%、22%，同比增速分别为18%、76%、23%、2%、73%、74%。营业支出1677亿元，同比上升37%。

表 2: 2019Q1-3, 35 家上市券商合计综合收益变动归因分析 (单位: 百万元)

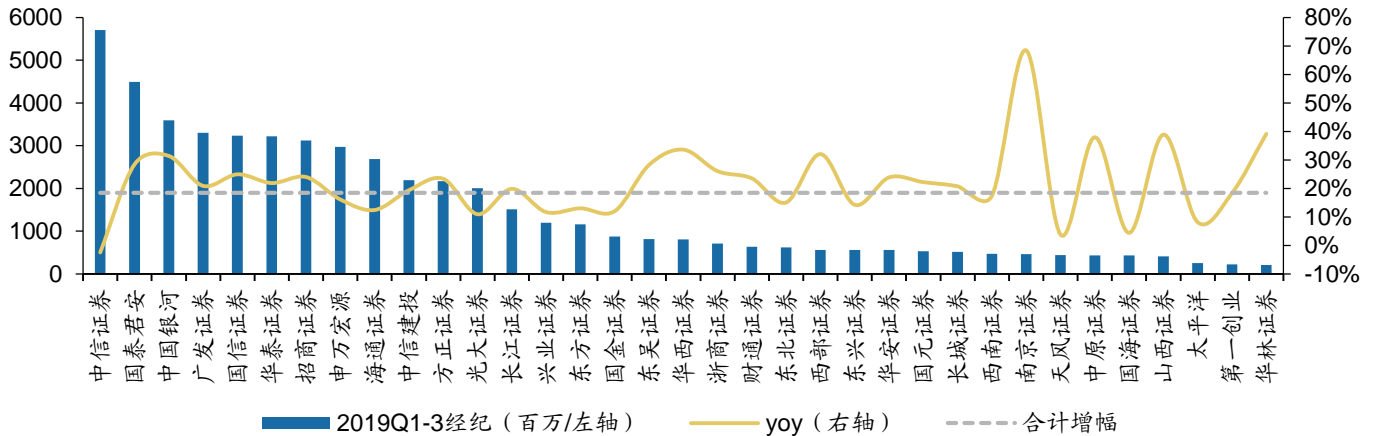
合并	金额		占比		同比	归因
	2018Q1-3	2019Q1-3	2018Q1-3	2019Q1-3		2019Q1-3
营业收入	185,282	273,168	100%	100%	47.4%	105%
经纪	44,796	53,038	24%	19%	18.4%	10%
自营	47,648	83,810	26%	31%	75.9%	43%
投行	19,230	23,655	10%	9%	23.0%	5%
资管	20,889	21,217	11%	8%	1.6%	0.3%
利息	17,701	30,660	10%	11%	73.2%	16%
其它	35,018	60,788	19%	22%	73.6%	31%
营业支出	-122,542	-167,720	-66%	-61%	36.9%	-54%
营业外收入与支出	728	-205	0%	0%	-128.2%	-1%
利润总额	63,467	105,242	34%	39%	65.8%	
归母净利润	48,081	79,197	26%	29%	64.7%	
综合收益	48,193	90,959	26%	33%	88.7%	
所得税率	24.07%	14%				
净利润归属母公司比例	75.76%	87.07%				

数据来源: 公司三季报, 广发证券发展研究中心

从收入结构来看, 自营收入贡献增长较明显, 投行收入有所下滑。2019年前三季度, 证券行业分业务收入居于前三的依次为自营、经纪和利息, 占总营收的比重分别为31%、19%和11%。自营、经纪和利息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19个百分点。从证券行业分业务来看, 经纪、自营、投行、资管、利息业务净收入均出现不同程度的上升。

经纪业务: 2019年前三季度两市成交金额同比增长39.40%, 35家上市券商实现代理买卖证券业务净收入530.38亿元, 同比增长18%。其中, 经纪业务净收入排名前列的券商主要有中信证券(57.02亿元)、国泰君安(44.92亿元)、中国银河(35.91亿元), 分别同比变动-2.5%、28.4%、31.4%; 经纪业务收入同比增速超过35%的主要是南京证券、山西证券、华林证券等中小券商。经纪业务收入提升主要归于市场整体回暖, 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。

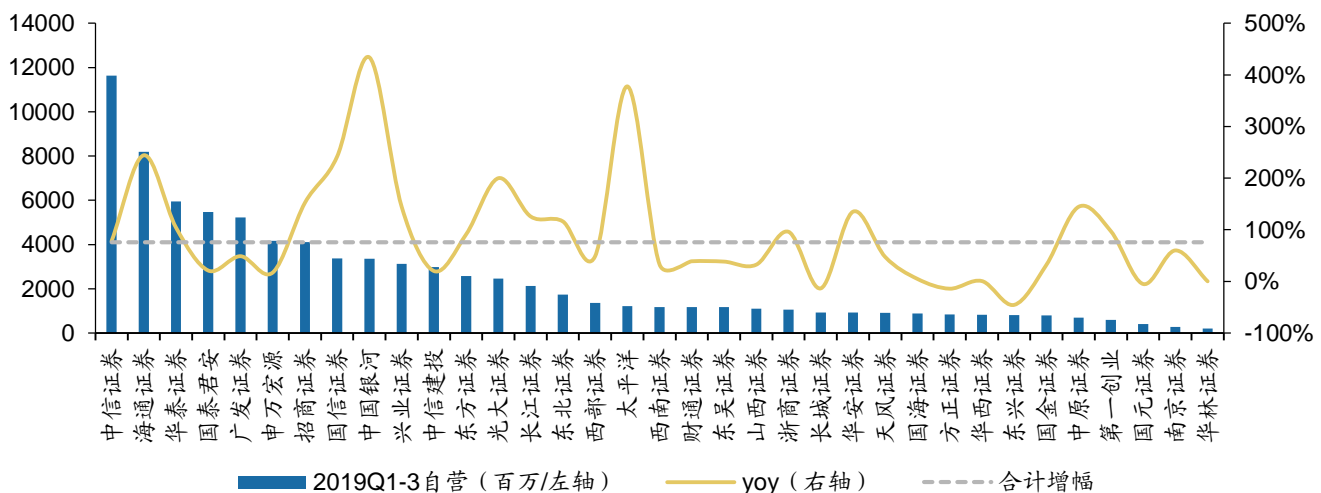
图1: 2019前三季度35家上市券商经纪业务收入(左轴, 百万元), 同比增速(右轴), 合计同比增速(右轴)



数据来源: 公司三季报、广发证券发展研究中心

自营业务: 2019年以来两市回暖, 受整体行情影响, 上市券商2019年前三季度自营投资收益838.10亿元, 同比增长76%。35家上市券商自营收入同比普遍增长, 仅长城证券、方正证券、东兴证券和国元证券自营收入较去年同期有所下滑; 同比增速排名前三的是中国银河、太平洋和海通证券, 同比增长434%、378%和244%, 其中中国银河自营收入大幅提高主要归因于债券投资收益增加与股票投资亏损减少; 总投资收益规模居前的上市券商包括中信证券(116.39亿元)、海通证券(81.89亿元)、华泰证券(59.53亿元)。

图2: 2019年前三季度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)

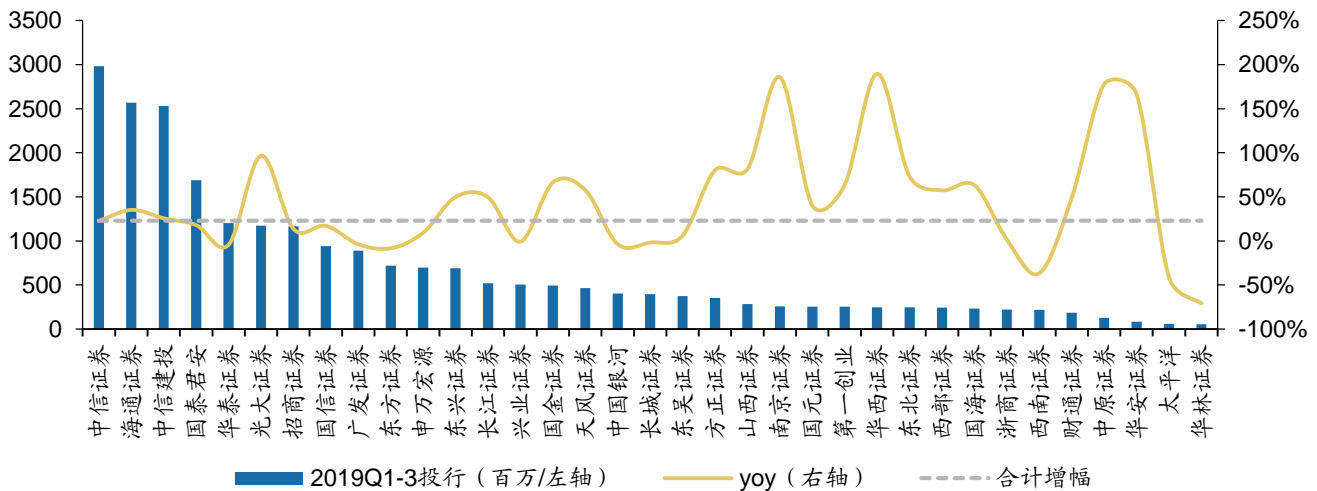


数据来源: 公司三季报、广发证券发展研究中心

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

投行业务：2019年前三季度股权融资略有回升，规模增长2.82%；债权融资有所回暖，债券市场发行规模增长1.73%。35家上市券商合计实现证券承销业务净收入237.08亿元，同比增长23%。投行业务收入规模居前的上市券商分别为中信证券（29.81亿元）、海通证券（25.67亿元）、中信建投（25.32亿元），分别同比变动+22.68%、+35.19%、+25.60%。主要归于报告期内IPO、再融资发行加速，发行规模上升，券商IPO过会率有所回升，2019年前三季度140家公司过会，过会率达86.96%，较去年同期增加32个百分点，对市场股权融资影响较大。

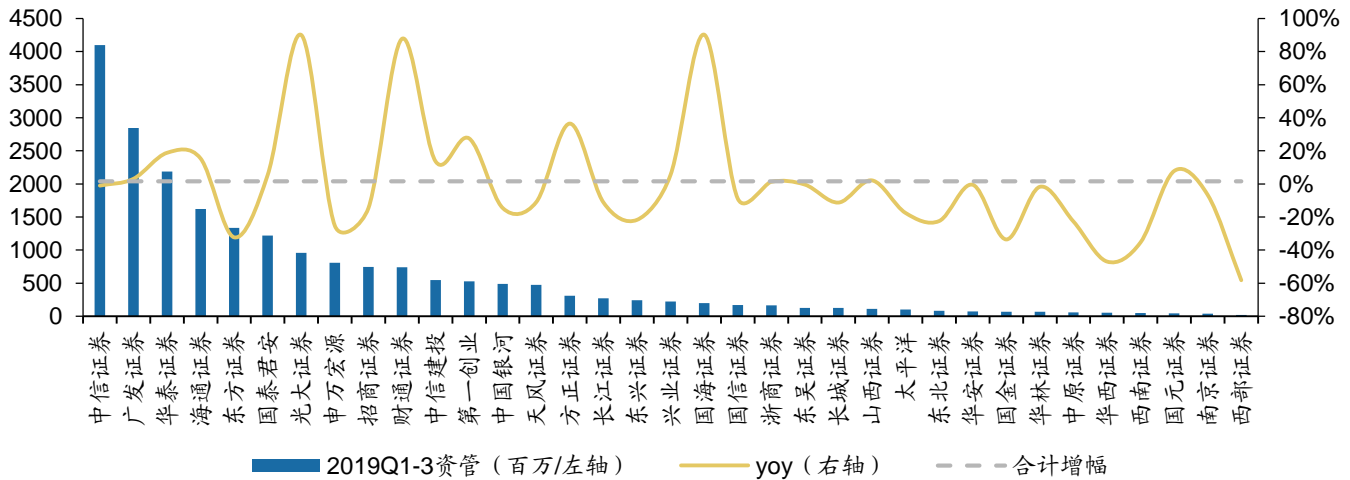
图3：2019年前三季度35家上市券商投行业务收入（左轴，百万元）与同比增速（右轴）、合计同比增速（右轴）



数据来源：公司三季报、广发证券发展研究中心

资管业务：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年前三季度上市券商实现资产管理业务收入212.17亿元，同比增长1.6%。2019前三季度资管业务收入规模居于前列的上市券商分别为中信证券（41.00亿元）、华泰证券（21.88亿元），同比变化-1.00%、+3.07%、+18.81%。

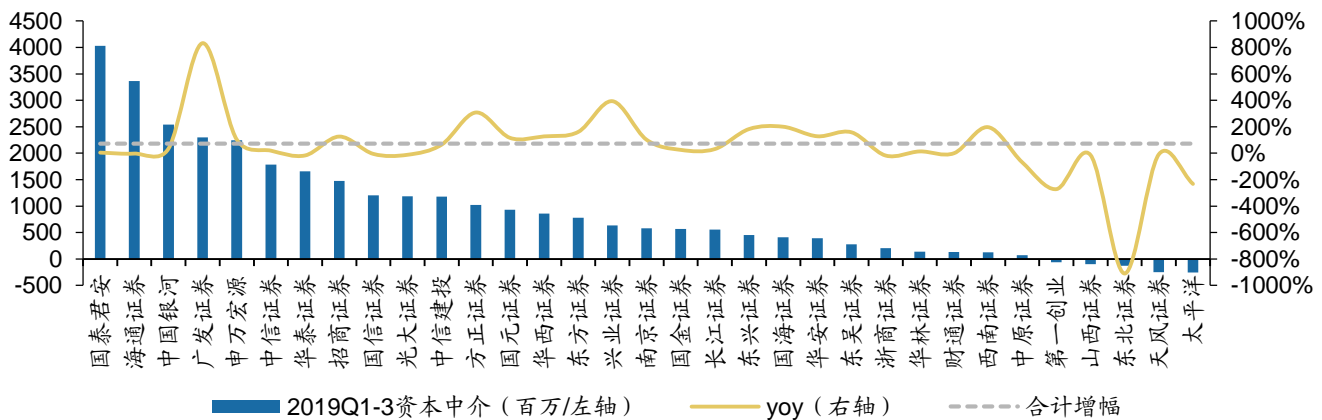
图4: 2019年前三季度35家上市券商资管业务收入(左轴, 百万元)与同比增速(右轴)、合计同比增速(右轴)



数据来源: 公司三季报、广发证券发展研究中心

资本中介: 受三季度股市行情回暖的影响, 2019年前三季度沪深两市两融余额较上一年同期增长15.34%, 上市券商2019年前三季度利息净收入306.60亿元, 同比增长73%。主要归因于报告期内地方纾困基金等多项政策实施, 潜在风险得到一定控制, 投资者风险偏好得到修正, 以及负债成本有所回落。利息净收入居前的券商包括国泰君安(40.28亿元)、海通证券(33.64亿元)、中国银河(25.42亿元)。

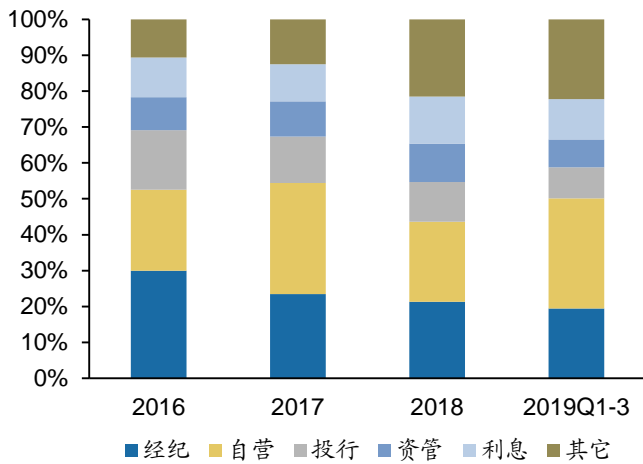
图5: 2019年前三季度35家上市券商利息净收入(左轴, 百万元)与同比增速(右轴)、合计同比增速(右轴)



数据来源: 公司三季报、广发证券发展研究中心

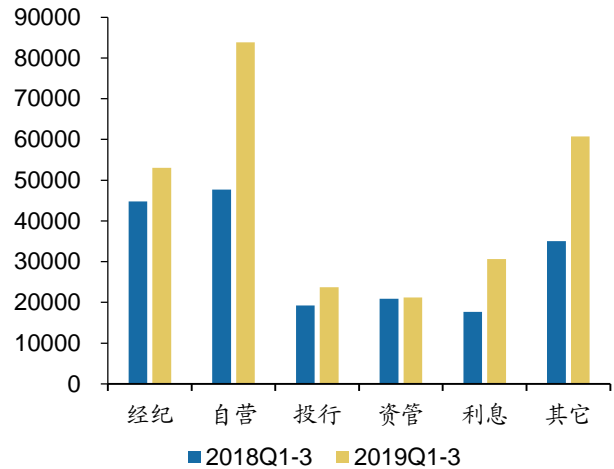
注: 长城证券和西部证券利息净收入分别为186亿元和162.91亿元, 增速为2782%、1815%

图6: 35家上市券商分业务收入占比变动情况



数据来源: 公司三季报、广发证券发展研究中心

图7: 35家上市券商各项业务收入同比变动情况 (百万元)

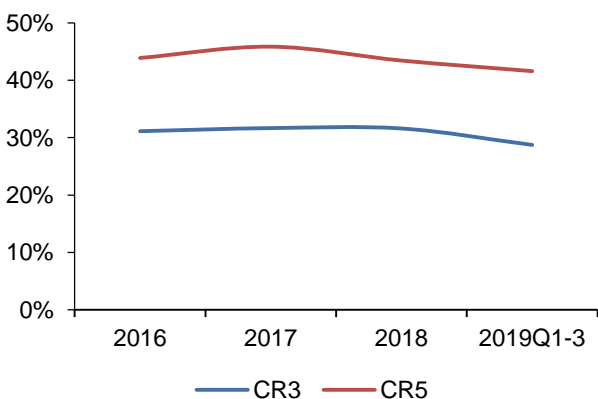


数据来源: 公司三季报、广发证券发展研究中心

二、行业格局: 集中度仍处高位, 中小券商业绩弹性较大

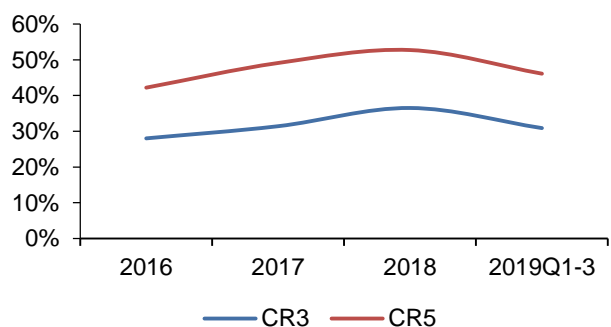
行业集中度仍处于高位。近年来头部券商营收比重上升, 行业营收及净利润集中度整体呈提升趋势, 2012-2018年, 营业收入排名前10的券商占行业总收入的比重由51.8%提升至64.9%, 每年提升约1.9个百分点。2019年前三季度35家上市券商中, 营业收入前三名的证券公司占35家上市券商营收合计的28.74%, 前五名占比41.59%; 归母净利润方面, 前三名占35家上市券商归母净利润合计的30.88%, 前五名占比46.10%, 行业集中度仍然较高。

图8: 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9: 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

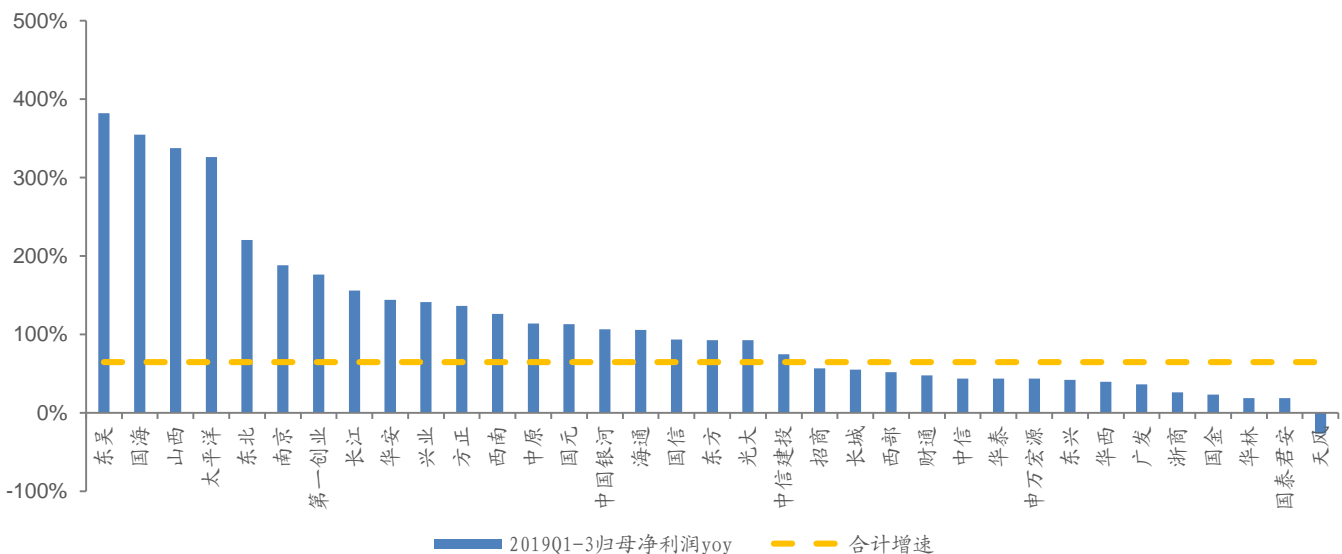
不过，β行情下，中小券商缓和经营压力更为明显，导致集中度有些微回落。35家上市券商整体归母净利润同比增长64.72%，除天风证券外，其他上市券商归母净利润均出现不同程度增长。其中，20家上市券商增长幅度超过上市券商整体归母净利润的增长，15家上市券商增长幅度小于整体增长幅度。

受益于前三季度市场回暖，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(382%)、国海证券(355%)、山西证券(338%);头部券商原有收益基数大，增长幅度较弱。

2019年前三季度归母净利润居于前列的上市券商包括中信证券、海通证券、国泰君安证券，对应同比变化分别为43.85%、105.86%、18.76%;2019年前三季度ROE(平均)居于前列的上市券商包括中信建投(7.42%)、国信证券(6.96%)、华安证券(6.84%);2019年前三季度ROE(扣非/平均)居于前列的上市券商包括中信建投(7.41%)、国信证券(7.12%)、华安证券(6.81%)。

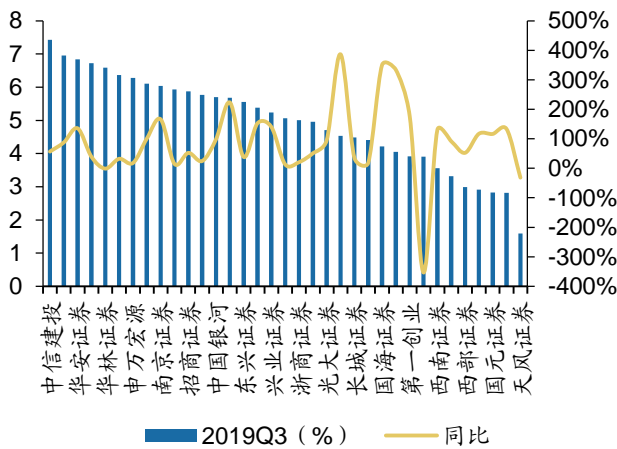
总体来看，行业仍呈现业绩分化显著趋势。综合实力占优、管控水平更高的头部券商稳定增长，部分业务突出的成长性券商在相关子行业确定差异化优势，业绩表现同样优秀；业务模式传统、通道业务占比较高的券商则在竞争中处于劣势。主要归于：1)证券业整体行情向上，资本市场改革持续推进，逆周期带来的宽松政策，通过利率下行、交易量放大、风险偏好提升等链条作用于券商，推进券商主观能动性引导市场活力，头部券商的高占比决定其影响力；2)政策利好不断释放，头部券商稳增长，《证券公司投资银行类业务内部控制指引》的正式实施，提高了投行业务的质量标准，对公司的管控水平和资本要求较高，龙头券商由于其资本实力与业务水平而处于优势地位；3)行业监管政策鼓励创新，释放活力，OTC、私募股权、ABS、衍生品等有望成为新的业务增长点，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10: 2019年前三季度35家上市券商归母净利润增速



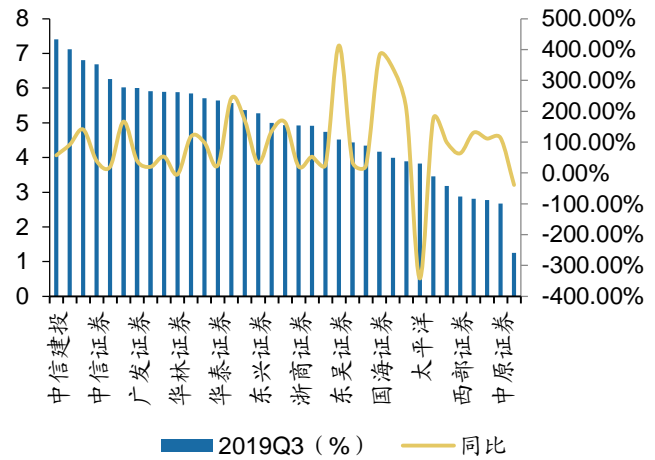
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图11: 2019年前三季度35家上市券商ROE: 平均(左轴, %), 及同比变化(右轴)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图12: 2019年前三季度35家上市券商ROE: 扣非/平均(左轴, %), 及同比变化(右轴)



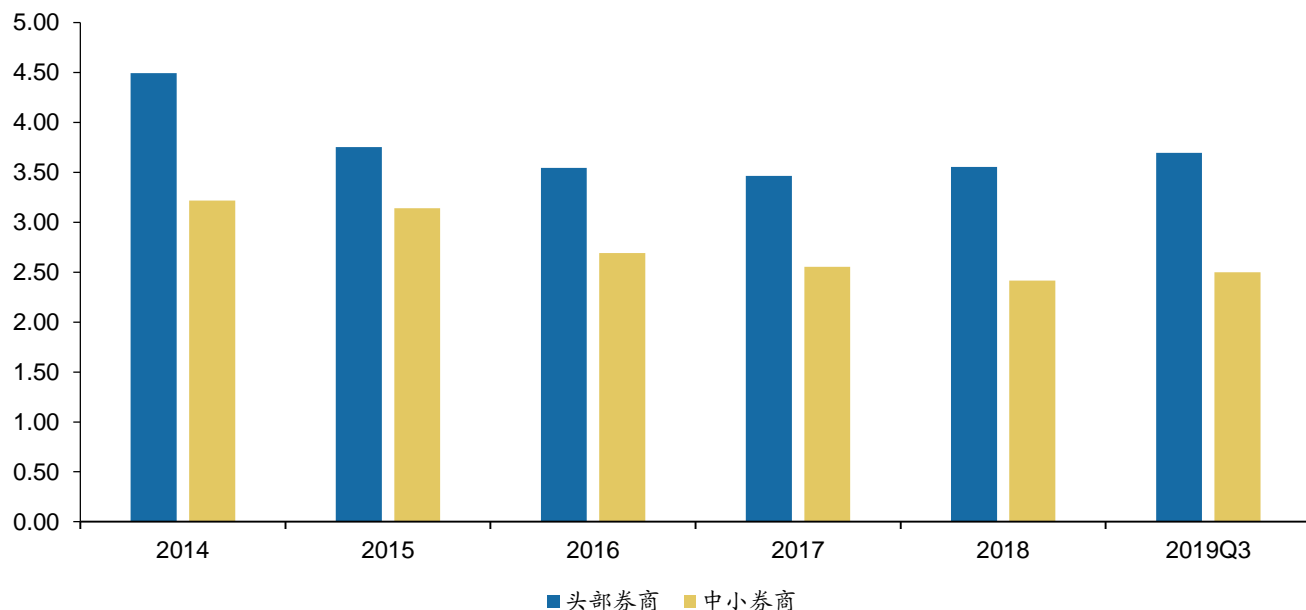
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

三、差异化格局显现: 头部券商在经营杠杆、业务结构上显著占优

近年来, 证券行业转型在即, 盈利模式逐渐由通道驱动转向资产驱动, 资本市场改革也在持续推动创新业务的发展, 鼓励券商开展私募股权投资、衍生品等业务。在此背景下, 券商纷纷布局转型, 我们以2019年前三季度营业收入为标准, 选取了十家券商分别代表头部券商与中小券商, 其中营业收入规模前五的中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券等代表头部券商, 营业收入排名20-24位的财通证券、西部证券、国金证券、东兴证券和华西证券代表中小券商, 两组共十家券商, 为我们观察头部券商与中小券商的差异化提供视角。

杠杆变化凸显差异, 头部券商资本优势进一步巩固。

2014年以来, 头部券商与中小券商权益乘数一直存在较明显的差距。凭借已有的资本规模优势与更强的风险控制能力, 头部券商可以撬动更多资金, 提升杠杆倍数。2015年底中央经济工作会议提出去杠杆目标后, 券商权益乘数持续下滑, 2015年至2018年头部券商权益乘数下滑7.86%, 中小券商下滑19.50%, 且2018年开始头部券商权益乘数稳定提升, 中小券商则在2019年市场回暖的情况下才有所回升。主要归于: 供给端政策支持扩展融资渠道, 需求端创新业务发展增加资金需要。因此, 二者间权益乘数的差距进一步扩大, 头部券商的资本优势得到巩固。

图13: 2014-2019Q3头部券商与中小券商的权益乘数(倍)


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

头部券商受政策支持，供需双边一齐发力。2019年三季度行业整体杠杆同比小幅提升。2019年三季度35家上市券商中有20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3.28倍，较去年同期的3.24倍提高了1.46%。一方面，券商受益于行情回暖，需求回升带来杠杆提升；同时，头部券商受益于短融及金融债释放杠杆倍数，在2019前三季度，头部券商杠杆倍数均有所提升。

表 3: 2019Q3 头部券商扣除客户保证金后的权益乘数(倍)

券商	2018Q3 权益乘数(倍)	2019Q3 权益乘数(倍)	同比变动(%)
海通证券	4.11	4.44	7.91%
中信证券	3.32	3.78	13.83%
华泰证券	3.02	3.56	18.07%
国泰君安	2.91	3.35	15.38%

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

从供给端方面看，短融和金融债打开头部券商杠杆提升空间。2019年6月25日，中信证券、中信建投等多家头部券商收到证监会监管意见书，同意其申请发行金融债，意味着证券公司金融债发行再次开闸。值得注意的是，金融债除了有利于降低券商融资成本外，还有助于扩大杠杆资金来源，提升券商杠杆倍数，按监管要求，金融债发行余额不受须低于净资产40%的限制。

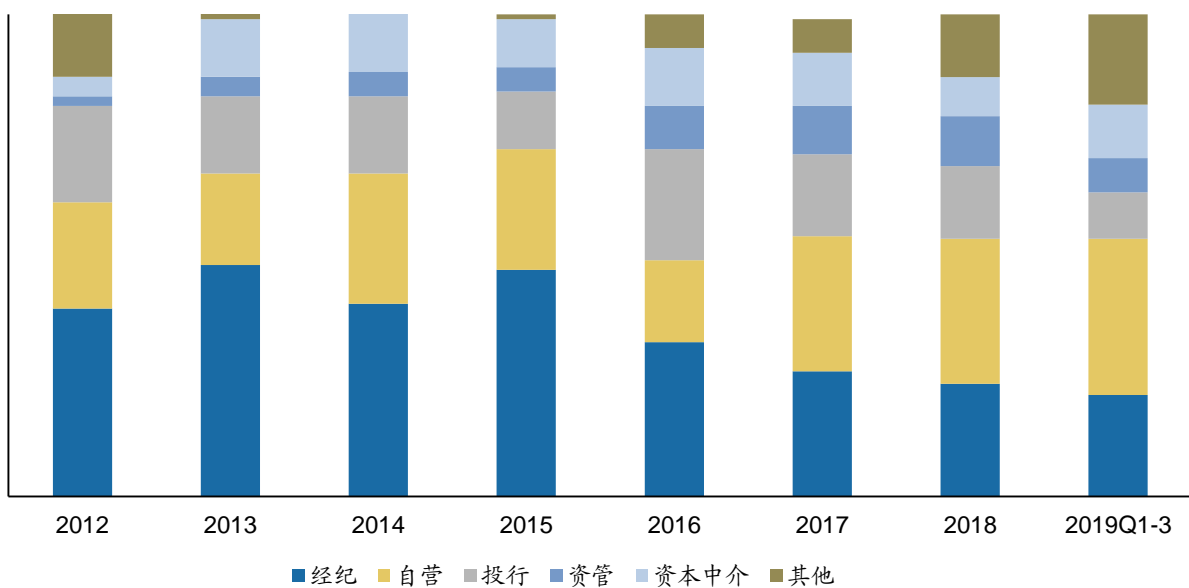
从需求端方面，衍生品发展为头部券商带来杠杆增量业务。我国金融供给侧改

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。目前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，需要大量长期资金的投入，以培育和扩大衍生品业务规模，丰富产品种类。全面深化资本市场改革、高水平对外开放，将吸引更多境外资金与长期资金入场，作为这些资金的所有者主体，机构投资者的比例亦将随之上升。机构投资者扩容趋势下，对应对冲、套利等多样化投资需求将进一步提升，衍生品需求被激发，它的发展也将为头部券商带来更多杠杆资金。而由于资本规模等门槛限制，中小券商难以享受到这一创新业务发展的红利。

头部券商逐步调整业务结构，盈利趋于稳定增长。

行业处于转型期，凸显券商业务能力。根据中证协发布的证券行业收入结构的历史数据来看，经纪业务收入占比逐年下降，2018年已由2012年占比39%降为21%；自营业务占比稳步上升，2019年前三季度占总营收32%，较2012年增加10个百分点；受监管政策影响，2019年前三季度资管占比有所下滑。证券行业盈利模式表现出由通道驱动向资产驱动转变，对券商自身的投研、风控能力要求提高。

图14：证券行业收入结构



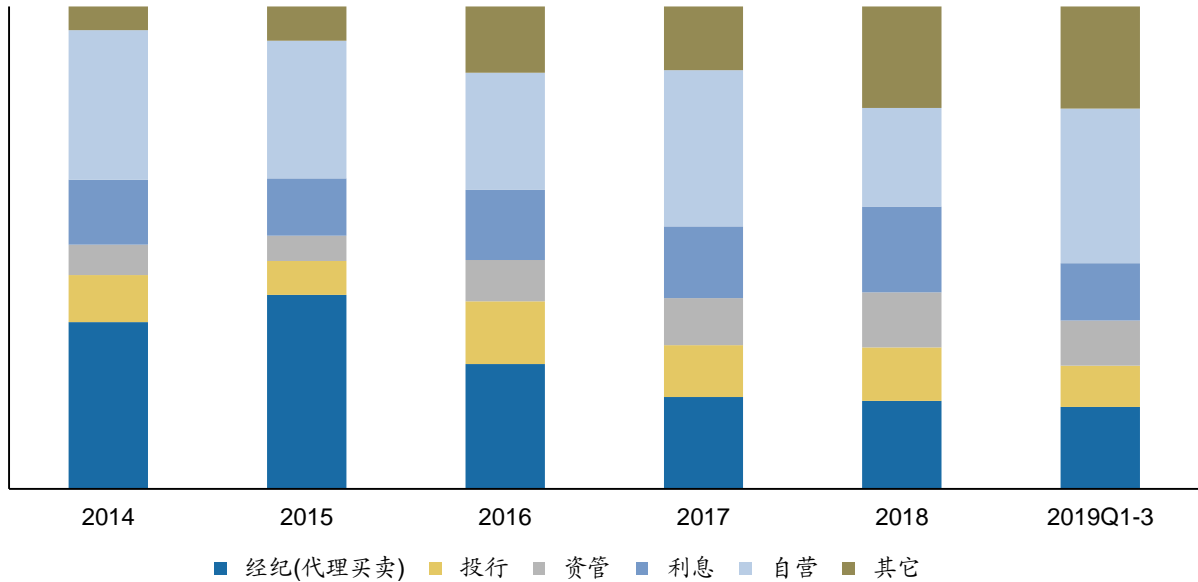
数据来源：中证协、广发证券发展研究中心

从头部券商与中小券商的收入结构对比可以看到，在行业收入结构变动的大趋势下，头部券商正在适应转型，借助自身业务能力与资本优势，形成更为稳健、高收益的盈利模式。

2014年-2019年，头部券商主动调整业务布局，逐渐将业务结构平稳过渡到均衡的状态；中小券商的业务结构虽整体上同行业变化相符，但经纪业务占比仍高出头部券商6.34个百分点，且各项业务受市场环境等不确定因素影响大，波动明显，2019Q1-3利息净收入占比陡增11.77个百分点。这主要归于二者在轻重资产业务的

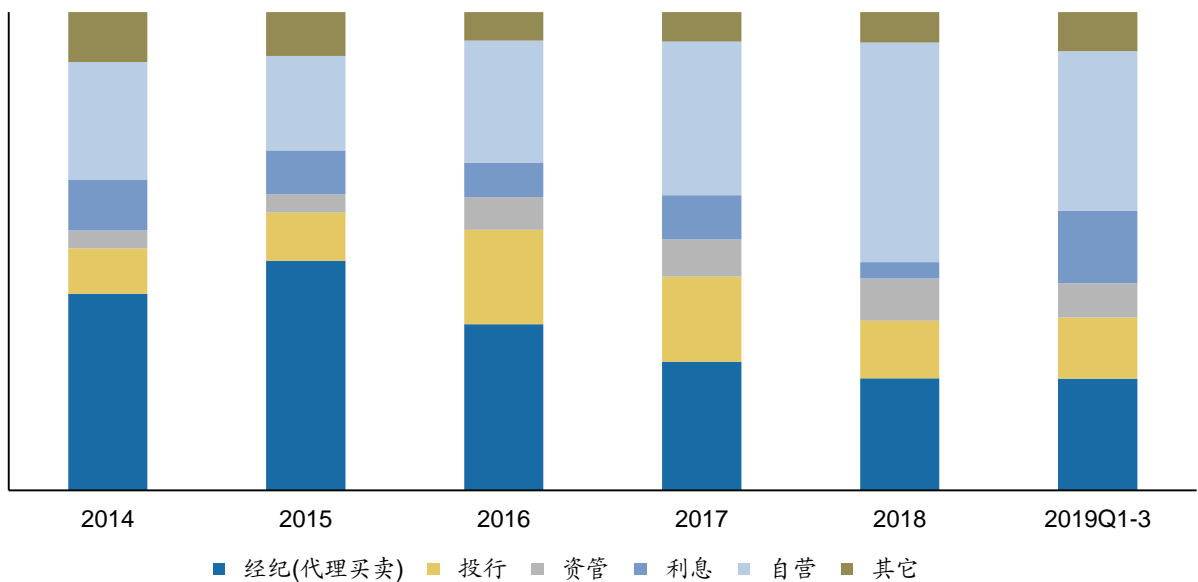
发展上不同的侧重与定位。

图15: 2014年-2019年头部券商收入结构



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图16: 2014年-2019年中小券商收入结构



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

头部券商轻重资产业务均衡发展。轻资产业务保证市场份额的同时，主动削减通道类业务规模，积极向创新业务转型。1) 经纪: 定位机构及高净值客户，客户质量良好，建立客户分级分类体系，在现有客户规模的基础上深耕财富管理业务，优

化经纪业务的收入来源；2) 投行：综合实力多居于行业领先地位，“大客户”优势稳固，战略布局“新经济”，在科创板推出的契机下，拓展投行资本化业务；3) 资管：重点发展机构业务，客户结构占优，提升主动管理业务规模，领先行业平均水平。

从华泰、招商、中金及中信2015-2017年的客户资产数据中，可以看出头部券商的客户数量、客均资产增长稳定，因此基于客户投资金额的财富管理业务盈利费率也更稳定。

表4: 券商客户资产数据对比

公司	年份	客户资产/亿元	客户数量/万	户均资产/万元
华泰证券	2015	4526		
	2016	8800		
	2017	27000	1200	22.5
招商证券	2015	4153	189	21.9
	2016	6213	244	25.8
	2017	7707	254	30.3
中金（不包括中投）	2015	3990	2.6	1500
	2016	6192	2.9	2065
	2017	7369	3.9	1907
中信证券	2015	38000	543.5	70.8
	2016	43000	662.9	64.9
	2017	50000	773.3	64.7

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

注：统计口径为中信证券户均资产=经纪业务托管客户资产总额/（零售客户+机构客户数量）；华泰证券户均资产=财富管理客户资产/财富管理客户数量。由于每家券商年报中披露口径不一样，可能造成户均资产计算结果的偏差。

重资产业务方面，头部券商优化配置结构，提升整体资产质量。以中信证券为例，自2018年初以来，中信证券资金配置思路从信用类业务转向了固定收益和流动性管理，在控制融资类业务风险的同时，提升了整体资金配置收益率。考虑到公司信用业务减值计提较为充分，自营投资整体风险偏好较低。但收益仍保持高水平，自营业务收入及资产占比维持高位，为公司重要的收益来源，2017年以来，自营业务投资收益（包含公允价值变动收）的收入占比维持在30%以上，2018年前三季度上证综指下跌15%的市场环境下，公司自营业绩仍保持稳定，主要归于控制权益持仓、固收投资贡献增量业绩、业务结构趋于多元化。

头部券商总体在重资产的结构布局上更偏重自营业务，资产配置更具多元化，实现了对信用业务、权益投资、固收投资、股权投资、衍生品等领域的全覆盖，各业务线无短板，抗风险能力更高，从而实现稳定盈利。

由上可知，各龙头券商主动调整业务结构以趋于协调，各项业务趋于保持稳定

的盈利能力水准，轻重资产业务较为均衡，而中小券商的各项业务收入占比处于不稳定状态，受市场环境的影响较大。

四、行业展望：全面深化改革将助力行业创新发展

资本市场高水平对外开放，吸引更多境外长期资金。一是A股纳入MSCI指数程度加深，2019年8月8日，MSCI宣布将现有A股的纳入因子从10%提高到15%，预计11月份增加至20%。从此前几次提升纳入因子的情况来看，境外资本或再随A股纳入MSCI指数程度加深而被动增持，从而吸引更多长期资金进入。二是QFII、RQFII的规模逐渐上升，随着各项限制逐步放开，9月10日国家外汇管理局宣布取消投资额度限制，配合A股纳入MSCI指数程度加深，进一步放大了境外长期资金投资的积极预期。

表5：今年以来多项对外开放政策实施

分类	日期	部门	文件	内容
对外开放	2019.01.14	外管局	QFII 额度增加	合格境外投资者（QFII）总额度由 1500 亿美元增加至 3000 亿
对外开放	2019.03.29	证监会	外资入场	野村证券、摩根大通获批在华设立控股子公司
对外开放	2019.06.13	证监会	进一步扩大资本市场对外开放的 9 项政策措施	1) 推动修订 QFII/RQFII 制度规则；2) 允许合资证券和基金管理公司的境外股东实现“一参一控”；4) 放宽外资银行在华从事证券投资基金托管业务的准入限制；5) 全面推开 H 股“全流通”改革；6) 加大期货市场开放力度，扩大特定品种的范围；7) 放开外资私募证券投资基金管理人管理的私募产品参与“港股通”交易的限制；8) 研究扩大交易所债券市场对外开放；9) 研究制定交易所熊猫债管理办法，进一步便利境外机构发债融资。
对外开放	2019.07.20	金融委	《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》： 11 条	1) 允许外资开展信用评级业务；2) 允许外资设立入股商业银行理财子公司；3) 允许外资控股控股银行保险理财子公司；4) 允许外资参股养老金管理公司；5) 支持外资全资设立或参股货币经纪公司；6) 人身险外资股比限制从 51% 提高至 100% 的过渡期提前至 2020（原 2021）；7) 允许外资持有保险资管超过 25%；8) 放宽外资保险准入取消 30 年经营年限；9) 取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制的时点至 2020（原 2021）；10) 允许外资机构获得银行间债券市场 A 类主承销牌照。
对外开放	2019.09.10	外管局	取消 QFII 和 RQFII 限额	取消 QFII 和 RQFII 投资额度限制，提升外资购买债券的权限

数据来源：各部门官网、广发证券发展研究中心

国内长期资金参与资本市场的来源多样化。一是银行理财子公司快速推出，借助原本的渠道优势吸纳更多的闲置资金，以独立法人的形式参与资本市场，为国内投资者的权益投资提供有效渠道。二是国企划拨10%股权至社保，确定了一部分资金的长期投入。三是提升保险权益资金比重在即，银保监会今年多次表态鼓励保险资金入市，规模大、期限长的保险资金的参与正呼应了全面深化资本市场改革座谈会中“推动更多中长期资金入市”的要求。

以上长期资金入场的同时，作为这些资金的所有者主体，机构投资者的比例亦

将随之上升。机构投资者扩容趋势下，对应对冲、套利等多样化投资需求将进一步提升，多项创新业务需求被激发。

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。9月证监会召开的全面深化资本市场改革座谈会中，12个方面重点任务多角度利好券商。第一，**制度利好激发市场活力，支持投行股权融资业务开展：**会议提出①严把IPO审核质量关；②推广科创板制度安排，稳步实施注册制；③推进创业板改革，加快新三板改革，选择若干区域性股权市场开展制度和业务创新试点；④发挥并购重组、再融资制度，支持分拆上市试点等。第二，**支持券商开展创新业务，OTC、私募股权、ABS、衍生品等及有望成为新业务增长点：**会议提出①允许优质券商拓展柜台业务；②推进交易所市场债券和资产支持证券品种创新，丰富期货期权产品；③大力发展私募股权投资。第三，**支持券商差异化发展：**提出支持优质券商创新提质，鼓励中小券商特色化精品化发展。

两个核心催化剂再获确认：一是逆周期带来的宽松政策，将通过利率下行、交易量放大、风险偏好提升等链条作用于券商，带来贝塔收益。此外制度建设完善及支持股权融资有利于进一步激发市场活力。二是行业监管政策鼓励创新，释放活力，带来新的利润增长点，带来阿尔法收益。

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11月1日收盘价计算，2019年上市券商PB估值回落至1.85x，头部券商回落至1.15x-1.67XPB。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。

附表

美股可比公司估值表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)	
				2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
摩根士丹利	MS.N	USD	47.33	4.87	5.51	9.72	8.59	0.98	1.01
高盛	GS.N	USD	217.39	23.11	25.08	9.41	8.67	0.98	0.91

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：收盘价及表中估值指标按照 11 月 1 日收盘价计算，盈利预测来自 wind 一致预期

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：资深分析师，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 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。