

证券
行业快报

利润维持高增长，投资收益贡献最大业绩

投资要点

◆ **事件：**2019 年前三季度可比 35 家上市券商实现营收 2731.68 亿元、同比+47.44%，归母净利润 791.97 亿元、同比+64.72%；Q3 营收 916.92 亿元、同比+52.59%、环比+9.40%，归母净利润 240.89 亿元、同比+80.74%、环比+39.08%。利润进一步向头部集中，利润前十占比 72.61%。

受益于资本市场回暖，股票交投活跃度提升，上市券商呈现出明显的业绩改善。其中得益于投资收益的提升，自营贡献出最大业绩弹性，前三季度经纪/投行/投资/资管/信用业务营收占比 23%/10%/39%/9%/13%。

◆ **大投行效应下头部趋势愈发明显、投资业务成业绩最大贡献项：**上市券商前三季度投行业务收入同比+23.29%至 237.08 亿元，头部效应显著、投行业务收入前五大券商为中信（29.81 亿元）、海通（25.67 亿元）、建投（25.32 亿元）、国君（16.90 亿元）、华泰（12.00 亿元）。前三季度，IPO 承销额同比+21.71%至 1401 亿元，市场份额前三中信（19.21%）、建投（9.76%）、中金（9.70%），此外债券承销同比+42.94%至 52511 亿元。预计随着科创板提速、资本市场深化改革，在大投行带动下头部效应愈发明显。而在资本市场回暖下，投资收益（自营+股权）增厚公司利润，前三季度万得全 A+24.57%、Q3-0.09%。上市券商投资收益同比+69.57%至 900.17 亿元。

◆ **经纪业务回暖但弹性降低：**股票市场交投活跃度提升带来经纪业务收入的提升，前三季度日均股基交易额同比+35.77%至 5690 亿元，但 Q3 环比-21.24%有所回落。上市券商经纪业务同比+18.40%至 530.38 亿元，弹性有所降低，同时头部券商基于更高的机构客户占比，经纪业务展现出更为稳定的增长态势。

◆ **信用业务受会计准则调整影响收入大幅提升：**受会计准则调整影响（债权及其他债权利息收入由投资收益调整至利息收入），上市券商信用业务收入同比+82.27%至 306.60 亿元。实际上股票质押持续收缩，Q3 末上市券商买入返售金融资产较上年末-27.66%，预计收缩态势将持续。两融规模则稳步上升，Q3 末融出资金较上年末+20.57%。值得注意的是资管业务增速转负为正，Q3 同比+10.40%，带动前三季度同比+1.57%至 212.17 亿元，随着券商资管业务主动管理转型深化，头部券商或更为受益。

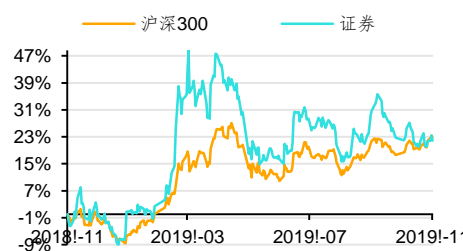
◆ **投资建议：**资本市场深化改革方向明朗，在“扶优抑劣”监管导向下龙头券商更为受益。同时，内外因素驱动货币政策边际宽松。政策工具箱不断打开的同时，在流动性相对宽松的环境下，行业集中度提升逻辑不变，我们持续看好龙头券商的成长，依次推荐海通证券、国泰君安、中信证券及广发证券。

◆ **风险提示：**行业竞争加剧致佣金率下滑、信用业务坏账率超预期、监管变化

 投资评级 **领先大市-A 维持**

首选股票	评级
600030	中信证券 买入-B
600837	海通证券 买入-A
000776	广发证券 买入-A
601211	国泰君安 买入-B

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.12	-5.83	-0.98
绝对收益	-0.65	3.75	21.89

分析师

崔晓雁

 SAC 执业证书编号：S0910519020001
 021-20377098

报告联系人

范清林

 fanqinglin1@huajinsec.cn
 021-20377065

相关报告

证券：预期上市券商 Q1-Q3 净利润平均同比+67% 2019-10-20

证券：证券行业深度分析 2019-10-10

证券：8 月可比净利润同比+349%，环比+17% 2019-09-07

证券：券商风控指标计算标准公开征求意见快评 2019-08-11

证券：7 月可比净利润同比+0.85%，环比-5.64% 2019-08-08

表 1: 上市券商营收 (亿元)

	2014	2015	2016	2017	2018	Q1-Q3 19
中信证券	291.98	560.13	380.02	432.92	372.21	327.74
海通证券	179.78	380.86	280.12	282.22	237.65	251.47
国泰君安	178.82	375.97	257.65	238.04	227.19	205.93
华泰证券	120.62	262.62	169.17	211.09	161.08	177.50
广发证券	133.95	334.47	207.12	215.76	152.70	173.58
申万宏源	86.57	304.63	147.20	133.68	152.77	164.22
东方证券	55.00	154.35	68.77	105.32	103.03	136.07
招商证券	110.02	252.92	116.95	133.53	113.22	128.99
中国银河	114.12	262.60	132.40	113.44	99.25	120.44
兴业证券	56.09	115.41	75.89	88.19	64.99	108.14
国信证券	117.92	291.39	127.49	119.24	100.31	98.67
中信建投	85.87	190.11	132.59	113.03	109.07	96.97
光大证券	66.01	165.71	91.65	98.38	77.12	84.53
东北证券	30.91	67.46	44.82	49.26	67.80	62.47
长江证券	45.48	85.00	58.57	56.40	43.69	52.18
方正证券	49.00	109.15	77.60	59.53	57.23	49.67
山西证券	19.59	38.39	23.46	43.93	68.51	43.51
浙商证券	32.27	61.89	45.95	46.11	36.95	41.08
东吴证券	32.41	68.30	46.45	41.44	41.62	38.93
财通证券	45.02	102.41	42.56	40.12	31.68	33.24
西部证券	19.38	56.41	34.06	31.70	22.37	29.87
国金证券	27.22	67.48	46.71	43.91	37.66	29.04
东兴证券	25.98	53.57	35.73	36.27	33.15	28.11
华西证券	31.68	60.11	27.11	26.70	25.45	27.99
国海证券	25.45	49.59	38.38	26.59	21.23	27.67
长城证券	24.70	50.12	34.84	29.51	27.53	26.42
天风证券	11.12	32.13	30.98	29.86	32.77	24.62
西南证券	36.75	84.97	36.32	30.61	27.44	23.31
国元证券	34.86	57.73	33.76	35.11	25.38	22.47
华安证券	16.90	38.16	17.34	19.18	17.61	21.82
中原证券	18.08	40.04	20.27	21.48	16.50	19.85
第一创业	18.59	30.10	20.28	19.52	17.70	17.77
南京证券	14.21	30.00	15.00	13.85	12.34	16.60
太平洋	13.59	27.43	18.04	12.97	3.93	14.06
华林证券	7.06	16.69	13.18	10.67	10.01	6.74
整体	2,177.02	4,878.30	2,948.40	3,009.51	2,649.15	2,731.68

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

表 2: 上市券商归母净利润 (亿元)

	2014	2015	2016	2017	2018	Q1-Q3 19
中信证券	113.37	198.00	103.65	114.33	93.90	105.22
海通证券	77.11	158.39	80.43	86.18	52.11	73.86
国泰君安	67.58	157.00	98.41	98.82	67.08	65.46
华泰证券	44.86	106.97	62.71	92.77	50.33	64.41
广发证券	50.23	132.01	80.30	85.95	43.00	56.16

	2014	2015	2016	2017	2018	Q1-Q3 19
招商证券	38.51	109.09	54.03	57.86	44.25	48.24
申万宏源	34.28	121.54	54.09	46.00	41.60	47.57
中国银河	37.71	98.36	51.54	39.81	28.87	38.60
中信建投	34.07	86.39	52.59	40.15	30.87	38.20
国信证券	49.28	139.49	45.56	45.75	34.23	37.35
光大证券	20.68	76.47	30.13	30.16	1.03	22.67
兴业证券	17.82	41.67	20.46	22.85	1.35	17.53
东方证券	23.42	73.25	23.14	35.54	12.31	17.41
长江证券	17.05	34.93	22.07	15.45	2.57	14.63
华西证券	6.91	26.81	16.67	10.19	8.45	11.19
东兴证券	10.41	20.44	13.53	13.09	10.08	11.07
方正证券	17.96	40.64	25.69	14.53	6.61	10.75
财通证券	8.56	30.75	17.86	15.04	8.19	9.95
东吴证券	11.15	27.08	14.98	7.88	3.58	9.26
国金证券	8.36	23.60	12.99	12.01	10.10	8.77
华安证券	6.86	18.65	6.02	6.50	5.54	8.73
东北证券	10.60	26.30	13.15	6.67	3.01	8.68
长城证券	7.21	18.28	9.73	8.90	5.86	7.44
浙商证券	7.50	18.34	12.41	10.64	7.37	7.09
国元证券	13.72	27.84	14.05	12.04	6.70	7.00
西南证券	13.39	35.55	9.18	6.69	2.27	6.72
南京证券	5.54	14.13	4.94	4.11	2.32	6.52
国海证券	6.90	17.93	10.16	3.76	0.73	5.82
西部证券	6.64	19.73	11.25	7.52	2.00	5.22
山西证券	5.86	14.39	4.68	4.09	2.22	5.08
太平洋	5.43	11.33	6.68	1.16	-13.22	4.01
第一创业	5.08	10.21	5.62	4.23	1.24	3.46
华林证券	1.88	8.16	5.89	4.63	3.45	3.06
中原证券	5.62	14.06	7.19	4.42	0.66	2.90
天风证券	2.08	9.38	6.72	4.10	3.03	1.94
整体	793.63	1,967.16	1,008.48	973.81	583.72	791.97

资料来源：公司公告，华金证券研究所

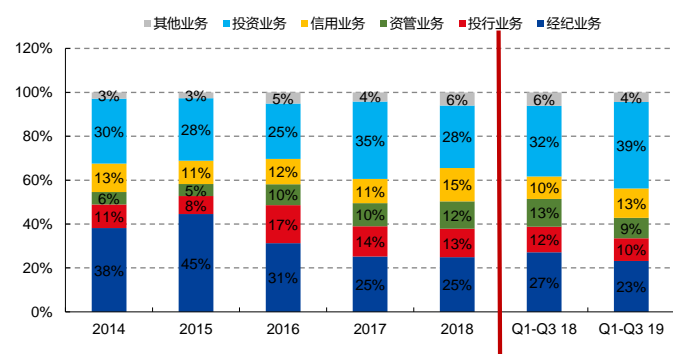
表 3：上市券商营收结构

	经纪业务	投行业务	资管业务	信用业务	投资业务	其他业务
申万宏源	26%	6%	7%	19%	37%	5%
东北证券	21%	9%	3%	-5%	63%	8%
国元证券	24%	11%	2%	42%	20%	1%
国海证券	18%	10%	8%	17%	38%	9%
广发证券	21%	6%	18%	15%	35%	5%
长江证券	30%	10%	5%	11%	42%	2%
山西证券	22%	15%	6%	-5%	59%	3%
西部证券	22%	10%	1%	6%	54%	7%
国信证券	34%	10%	2%	13%	38%	3%
第一创业	13%	14%	30%	-4%	41%	6%
华西证券	29%	9%	2%	31%	29%	0%

	经纪业务	投行业务	资管业务	信用业务	投资业务	其他业务
长城证券	21%	16%	5%	8%	47%	3%
华林证券	30%	8%	10%	21%	31%	1%
中信证券	21%	11%	15%	6%	44%	4%
国金证券	30%	17%	2%	20%	27%	4%
西南证券	21%	10%	2%	6%	60%	2%
海通证券	14%	13%	8%	17%	42%	6%
华安证券	26%	4%	3%	18%	46%	2%
东方证券	16%	10%	19%	11%	42%	1%
招商证券	27%	10%	6%	13%	41%	4%
中信建投	23%	26%	6%	12%	31%	3%
太平洋	18%	4%	7%	-18%	87%	2%
财通证券	19%	6%	22%	4%	48%	1%
天风证券	20%	22%	22%	-12%	44%	4%
东兴证券	20%	25%	9%	16%	30%	0%
国泰君安	25%	9%	7%	22%	31%	5%
中原证券	28%	8%	4%	5%	48%	7%
兴业证券	17%	7%	3%	9%	44%	20%
东吴证券	28%	13%	4%	10%	41%	4%
华泰证券	19%	7%	13%	10%	48%	4%
光大证券	24%	14%	11%	14%	30%	7%
浙商证券	28%	9%	7%	8%	42%	6%
中国银河	34%	4%	5%	24%	32%	1%
方正证券	46%	7%	7%	22%	18%	1%
南京证券	28%	15%	2%	35%	18%	1%

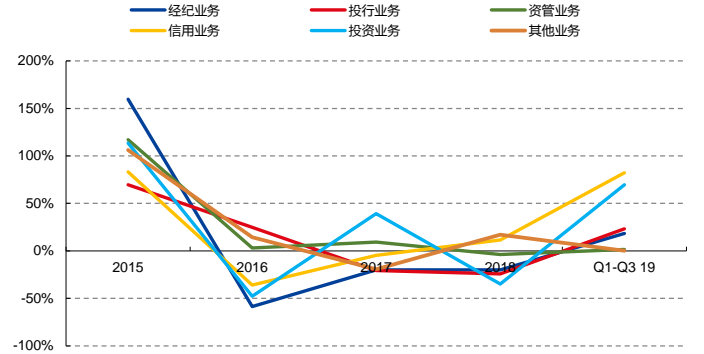
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 1：上市券商营收结构变化



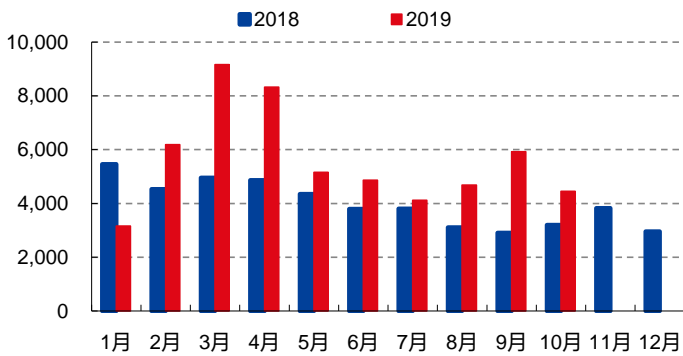
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 2：各分部营收增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 3: 日均股基交易额 (亿元)



资料来源: WIND, 华金证券研究所

图 4: 万得全 A 走势



资料来源: WIND, 华金证券研究所

图 5: 中债全价指数走势



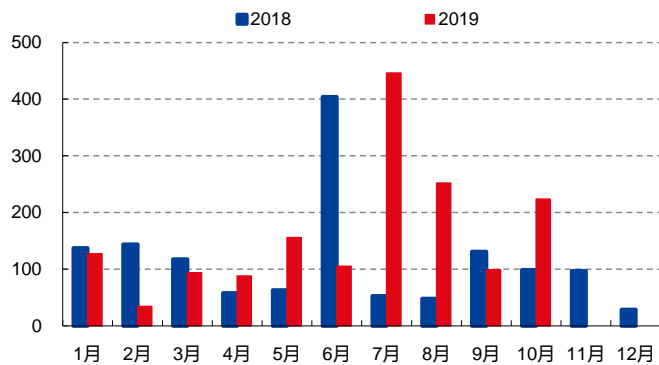
资料来源: WIND, 华金证券研究所

图 6: 证券III(申万)走势



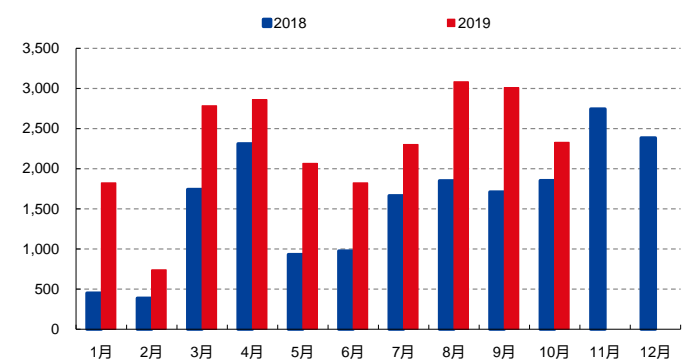
资料来源: WIND, 华金证券研究所

图 7: IPO 承销额 (亿元)



资料来源: WIND, 华金证券研究所

图 8: 企业债+公司债承销额 (亿元)



资料来源: WIND, 华金证券研究所

行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com