

谨慎推荐（维持）

证券行业 2019 年三季度业绩综述

风险评级：中风险

自营业务拉动业绩增长，佣金率降速略有放大

2019 年 11 月 13 日

投资要点：

许建锋

SAC 执业证书编号：

S0340519010001

电话：0769-22110925

邮箱：

xujianfeng@dgzq.com.cn

■ **净利润增速较上半年回升。**2019年前三季度，36家上市券商（不含东方财富，下文简称上市券商）实现营业收入2,744.58亿元，同比+47.50%；实现归母净利润797.27亿元，同比+65.01%；实现扣非归母净利润782.32亿元，同比+73.56%，扣非前后归母净利润基本一致，盈利质量较优。报告期末，上市券商权益乘数（剔除客户保证金）为3.48倍，较2018年末+0.10倍。由于2019年二季度市场进入调整，上市券商前三季度扣非归母净利润同比增速较一季度回落，但仍保持较高增速。

■ **自营业务拉动上市券商业绩增长。**2019年前三季度，上市券商经纪业务手续费净收入、投资银行业务手续费净收入、资产管理业务手续费净收入、自营业务净收益（投资收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动收益）、利息净收入同比增速分别为+18.43%、+23.24%、+1.58%、+75.77%、+77.97%，对归母净利润贡献度（各项业务净收入变化金额/去年同期归母净利润）分别为+17%、+9%、+1%、+76%、+28%，自营业务是上市券商业绩增长的主要驱动力。

■ **经纪业务：佣金率降速略有放大，交易额同比大幅增长。**2019年前三季度，两市股基日均成交额为5818亿元，同比+41.80%；单季度看，2019年Q1、Q2、Q3佣金率环比降幅分别为万分之0.14、万分之0.12、万分之0.17，显著高于2018年单季环比降幅。

■ **投行业务：IPO、债券融资规模大幅增长。**IPO募集规模为1399亿元，同比增长17.11%，截止9月末募集规模已超2018年全年；债券承销规模为5.4万亿元，同比增长46.80%。

■ **资产管理：券商资管规模延续下行趋势。**2019年6月末，整体资管规模为12.53万亿元，较2018年末-6.17%，预计三季度末延续下行趋势；其中，集合计划规模保持平稳，定向资管规模逐季下滑，私募子公司私募基金规模稳步扩大。

■ **信用业务：两融、股票质押余额边际回升。**2019年Q1-Q3两融日均余额为8,901.28亿元，较2019Q1日均余额+11.33%；股票质押存续规模回升，2019年Q1-Q3股票质押日均待回购初始交易金额为1.33万亿，较2019年Q1日均金额-1.32%，股票质押规模保持稳定。

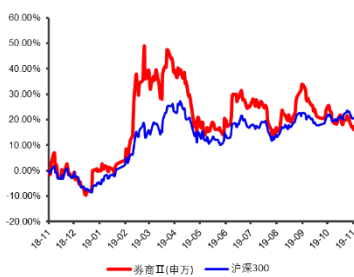
■ **自营业务：市场回暖，自营业务取得大幅增长。**2019年前三季度，沪深300指数上涨26.70%，中证500指数上涨18.54%，中证全债指数上涨3.60%，上市券商强化仓位管理，及时抓住市场机遇，实现投资收益同比+28.25%，公允减值变动收益为203.70亿元（2018年同期为-19.36亿元），自营业务取得大幅增长。

细分行业评级

证券

谨慎推荐

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

《证券行业 2019 年中报业绩综述：自营、信用业务拉动业绩增长》

《证券行业 2019 年四季度投资策略：行业第三次创新周期开启，基本面、资金面、情绪面边际改善》

- **投资建议。**中期，券商板块业绩有望保持较高增速；资本市场改革背景下，政策利好不断，红利兑现确定性高；CPI 回落后，货币政策再次宽松可期；板块基本面、政策面皆具，投资者信心是当前抑制板块估值提升的核心因素，随着经济面积极因素出现，投资者信心将恢复，风险偏好将提升。推荐改革受益较大的头部券商海通证券（600837）、中信证券（600030），及高弹性标的东方财富（300059）。
- **风险提示。**经济超预期下行，股市指数大幅下跌，股基成交额大幅萎缩，资本市场改革进度不及预期，中美贸易摩擦加大。

目录

1. 上市券商业绩概述：净利润高增长，自营业务起主要贡献.....	4
2. 经纪业务：佣金率降速略有放大，交易额同比大幅增长.....	6
3. 投行业务：IPO、债券融资规模大幅增长.....	7
4. 资产管理：券商资管规模延续下行趋势.....	9
5. 自营业务：市场回暖，自营业务取得大幅增长.....	10
6. 信用业务：两融、股票质押余额边际回升.....	10
7. 投资建议.....	11
8. 风险提示.....	12

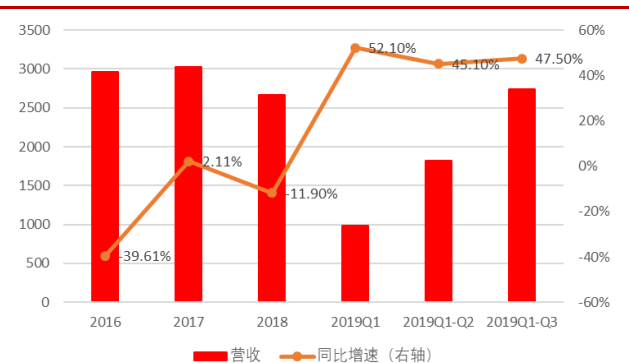
插图目录

图 1：上市券商营业收入（亿元，%）.....	4
图 2：上市券商扣非归母净利润（亿元，%）.....	4
图 3：上市券商 2019Q1-Q3 各项业务收入情况（亿元、%）.....	4
图 4：上市券商 2019Q1-Q3 对归母净利润贡献度（%）.....	4
图 5：上市券商营收结构（%）.....	5
图 6：上市券商前 5 位营业收入之和占比（%）.....	5
图 7：上市券商前 5 名归母净利润之和占比（%）.....	5
图 8：日均股基成交额（亿元，%）.....	6
图 9：单季日均股基成交额（亿元，%）.....	6
图 10：佣金率（‰）.....	6
图 11：单季佣金率（‰）.....	6
图 12：IPO 募集资金规模（亿元，%）.....	7
图 13：再融资募集资金规模（亿元）.....	7
图 14：债券承销金额（亿元）.....	7
图 15：2019 年前三季度债券承销结构（%）.....	7
图 16：截止 2019 年 11 月 5 日已发行的科创板企业数量（家）.....	8
图 17：截止 2019 年 11 月 5 日各券商科创板排队项目数量（家）.....	8
图 18：券商集合计划规模（亿元）.....	9
图 19：券商定向资管计划规模（亿元）.....	9
图 20：券商私募子公司私募基金规模（亿元）.....	9
图 21：券商资管规模（万亿）.....	9
图 22：两融日均余额（亿元）.....	10
图 23：股票质押日均待回购初始交易金额（亿元）.....	10
图 24：券商板块（申万二级）PB.....	11
图 25：券商板块（申万二级）PE.....	12

1. 上市券商业绩概述：净利润高增长，自营业务起主要贡献

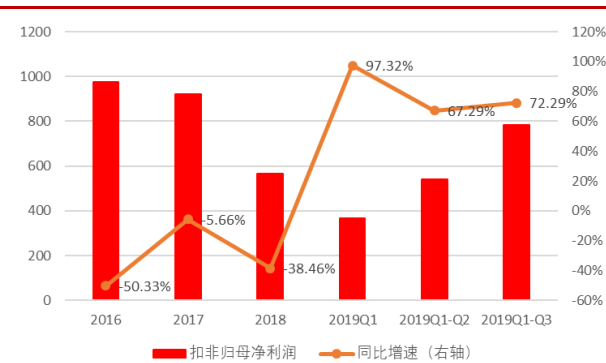
净利润增速较上半年回升。2019 年前三季度，36 家上市券商（不含东方财富，下文简称上市券商）实现营业收入 2,744.58 亿元，同比+47.50%；实现归母净利润 797.27 亿元，同比+65.01%；实现扣非归母净利润 782.32 亿元，同比+73.56%，扣非前后归母净利润基本一致，盈利质量较优。报告期末，上市券商权益乘数（剔除客户保证金）为 3.48 倍，较 2018 年末+0.10 倍。由于 2019 年二季度市场进入调整，上市券商前三季度扣非归母净利润同比增速较一季度回落，但仍保持较高增速。

图1：上市券商营业收入（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图2：上市券商扣非归母净利润（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

自营业务拉动上市券商业绩增长。2019 年前三季度，上市券商经纪业务手续费净收入、投资银行业务手续费净收入、资产管理业务手续费净收入、自营业务净收益（投资收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动收益）、利息净收入同比增速分别为+18.43%、+23.24%、+1.58%、+75.77%、+77.97%，对归母净利润贡献度（各项业务净收入变化金额/去年同期归母净利润）分别为+17%、+9%、+1%、+76%、+28%，自营业务是上市券商业绩增长的主要驱动力。

图3：上市券商2019Q1-Q3各项业务收入情况（亿元，%）

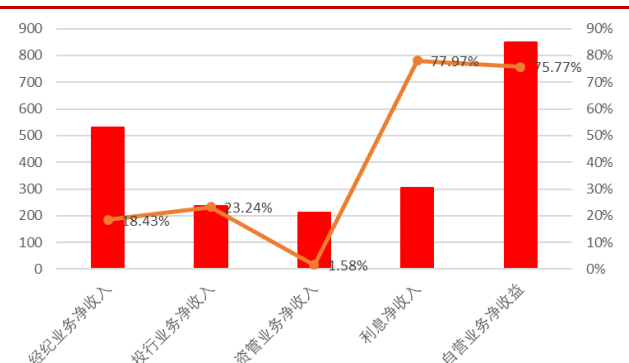
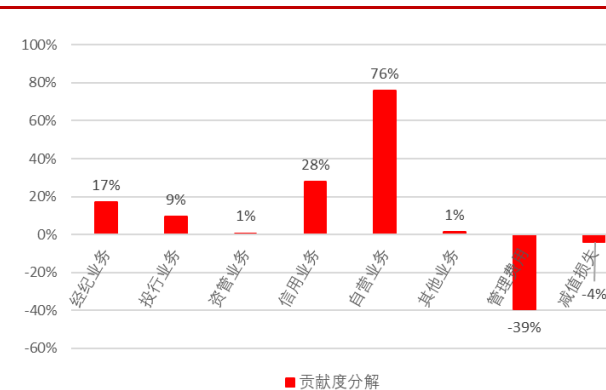
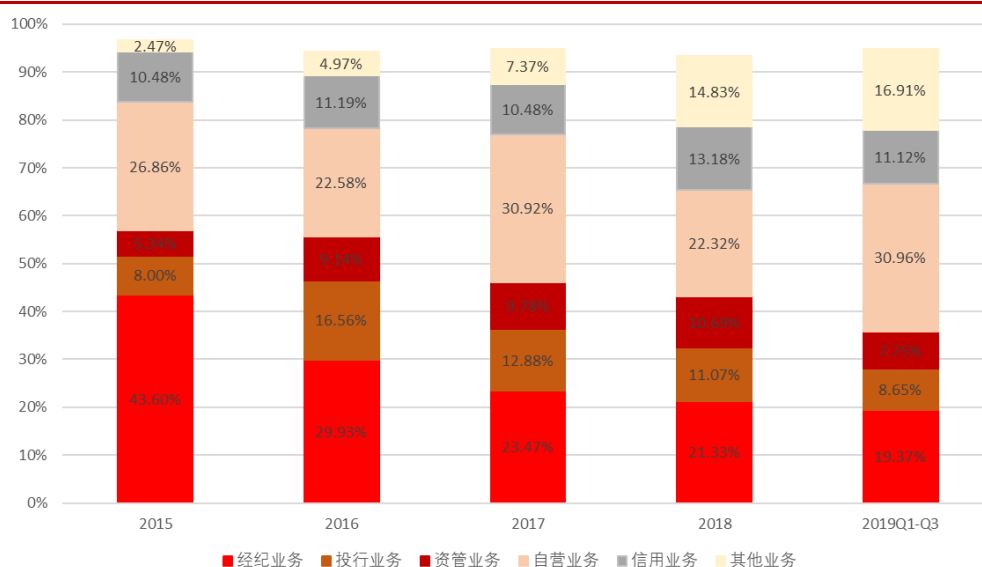


图4：上市券商2019Q1-Q3对归母净利润贡献度（%）



自营业务营收占比显著上升。2019 年前三季度，经纪业务、投行业务、资管业务、自营业务、信用业务、其他业务净收入占营业收入比例分别为 19.37%、8.65%、7.75%、30.96%、11.12%、16.91%，各项业务营收占比与 2018 年基本一致，仅自营业务营收占比比较 2018 年有明显增加，上升 8.64 个百分点。近 5 年营收结构存在如下变化趋势：（1）随着竞争激烈，佣金率下滑，经纪业务营收占比逐渐下降；（2）投行业务营收占比逐年小幅下降；（3）资管业务营收占比在 10% 左右，受资管新规影响，2019 年前三季度下降较大；（4）受市场行情影响，自营业务营收占比波动较大，但在 20% 以上；（5）信用业务营收占比稳定，在 10% 左右。上市券商经纪业务及自营业务营收占比约 50%，营业收入受证券市场行情影响显著，行业周期性明显。

图5：上市券商营收结构（%）

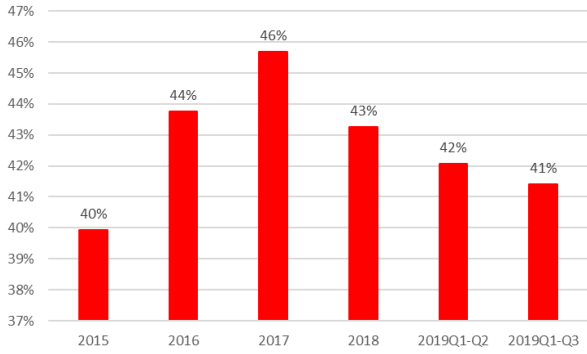


数据来源：Wind，东莞证券研究所

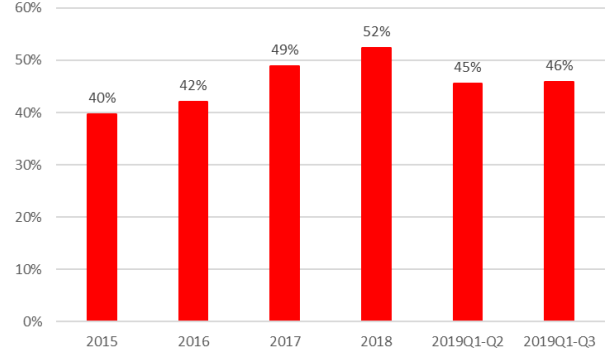
行业集中度保持高位。2019 年上市券商前 5 名营业收入之和占上市券商总收入比例为 41%，营收集中度较 2018 年下降了 1 个百分点；从归母净利润看，近 4 年上市券商前 5 名归母净利润之和占上市券商归母净利润比例呈上升趋势，预示头部券商竞争优势越发明显。目前市场整体集中度仍在较高位置，随着行业商业模式向重资产模式转变，资本雄厚的大券商更具优势，预计长期行业集中度会进一步提升。

图6：上市券商前5位营业收入之和占比（%）

图7：上市券商前5名归母净利润之和占比（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所



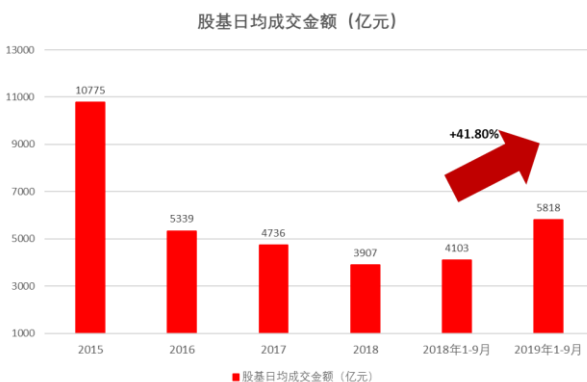
资料来源：上交所，深交所，东莞证券研究所

2. 经纪业务：佣金率降速略有放大，交易额同比大幅增长

上市券商经纪业务手续费净收入同比+18.43%。2019 年前三季度，上市券商经纪业务手续费净收入为 531.76 亿元，同比+18.43%，主要受益于股基成交额的增长。2019 年前三季度，两市股基日均成交额为 5818 亿元，同比+41.80%；单季度看，2019 年一、二季度日均成交额均在 6000 亿元以上，随着市场回调，三季度日均成交额显著回落至 5028 亿元。

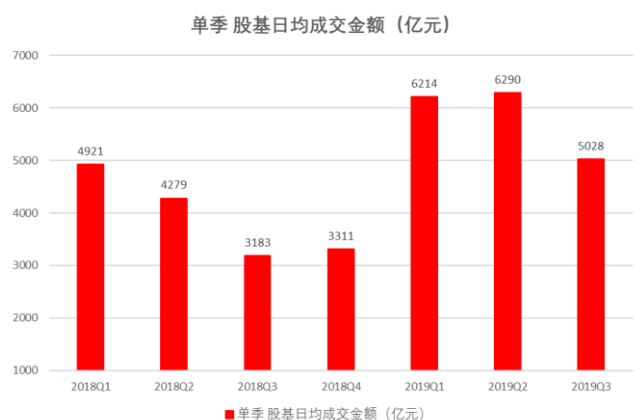
2019 年前三季度，行业整体佣金率为万分之 2.94，较 2018 年下降万分之 0.35，下滑幅度略有放大。随着行业竞争加剧，预期佣金下降趋势延续；单季度看，2019 年 Q1、Q2、Q3 佣金率环比降幅分别为万分之 0.14、万分之 0.12、万分之 0.17，显著高于 2018 年单季环比降幅。

图8：日均股基成交额（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

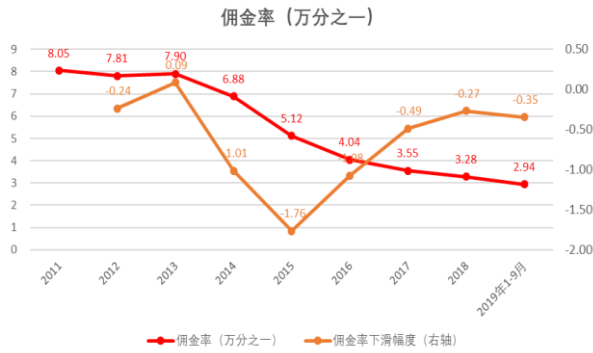
图9：单季日均股基成交额（亿元，%）



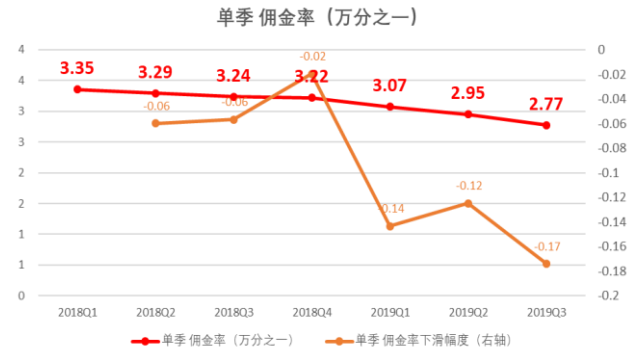
资料来源：上交所，深交所，东莞证券研究所

图10：佣金率（‰）

图11：单季佣金率（‰）



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

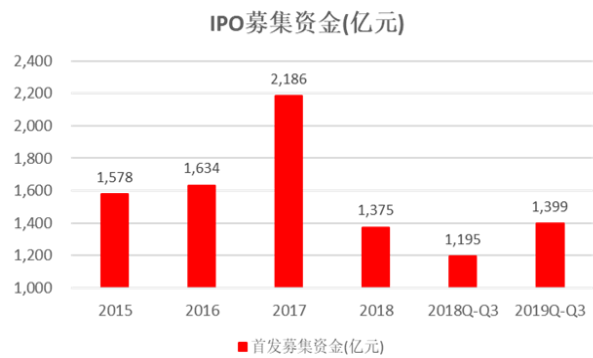


资料来源: 上交所, 深交所, 东莞证券研究所

3. 投行业务: IPO、债券融资规模大幅增长

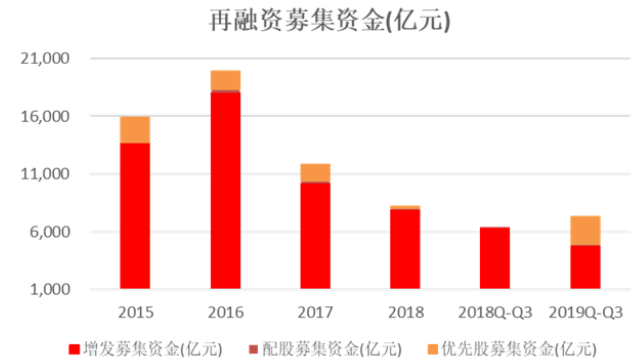
上市券商投行业务手续费净收入同比+23.24%。2019年前三季度,上市券商投行业务手续费净收入为237.44亿元,同比+23.24%,主要得益于IPO、债券融资规模大幅增长。IPO募集规模为1399亿元,同比增长17.11%,截止9月末募集规模已超2018年全年;再融资规模(增发、配股、优先股)为7,269亿元,同比增长12.95%;债券承销规模为5.4万亿元,同比增长46.80%,总承销额为2018年全年的95%,预计今年全年将超过2018年;从债券承销结构看,公司债、非政策性银行金融债、资产支持证券占比较大,占比分别为33%、21%、20%;可转债、地方政府债承销规模同比增幅最大,分别同比增长237.44%、105.26%。随着资本市场改革深入推进,投行业务收入有望继续增厚。

图12: IPO募集资金规模(亿元, %)



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图13: 再融资募集资金规模(亿元)



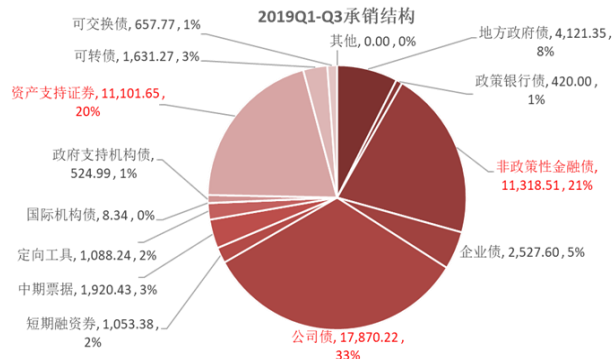
资料来源: 上交所, 深交所, 东莞证券研究所

图14: 债券承销金额(亿元)

图15: 2019年前三季度债券承销结构(%)



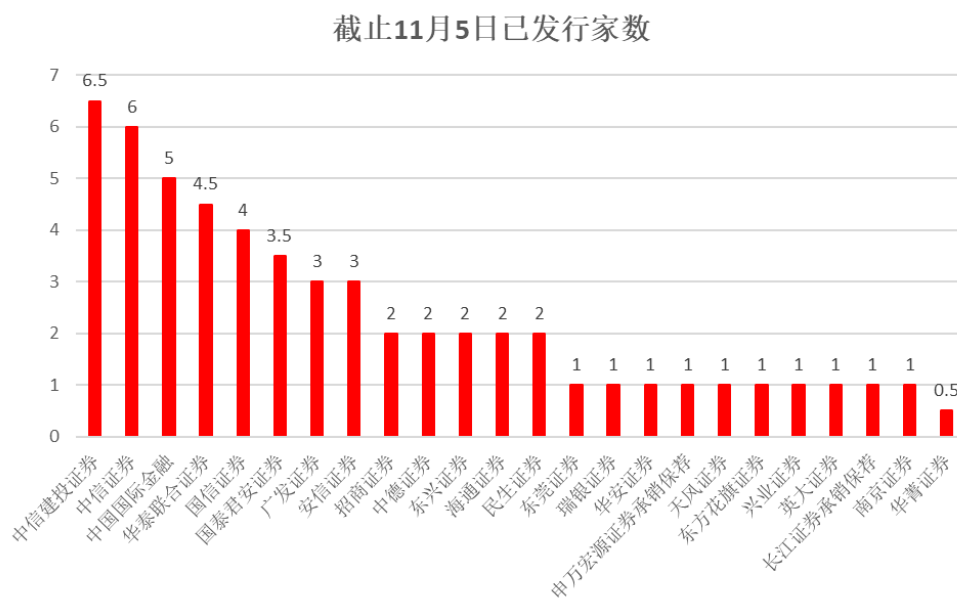
资料来源: Wind, 东莞证券研究所



资料来源: 上交所, 深交所, 东莞证券研究所

大型券商科创板市场份额较大。截止 2019 年 11 月 5 日, 科创板已发行 56 家企业, 中信建投已发行项目最多, 为 6.5 家; 排队 100 家, 中金公司排队项目最多, 占 12 家; 从已公布承销保荐费用的 51 家(已发行 56 家)科创板公司看, 承销保荐费用合计 36.17 亿元, 承销保荐费率中位数为 7.39%, 博瑞医药费率最高, 为 12.52%, 澜起科技费率最低, 为 1.27%; 51 家已公开交易企业的战略跟投账面浮盈为 44.28 亿元。

图16: 截止2019年11月5日已发行的科创板企业数量(家)

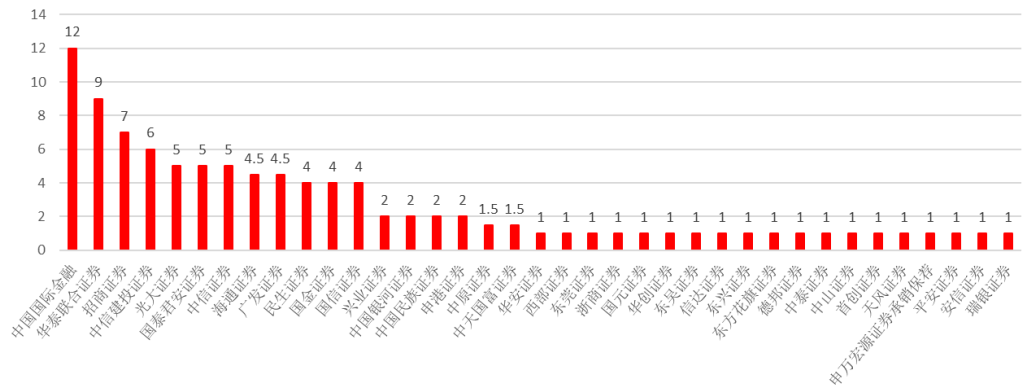


数据来源: Wind, 东莞证券研究所

注: 联合保荐的平均计算, 例如A、B券商联合保荐X企业, 则A、B券商保荐家数各记0.5家。

图17: 截止2019年11月5日各券商科创板排队项目数量(家)

截止11月5日排队项目数量



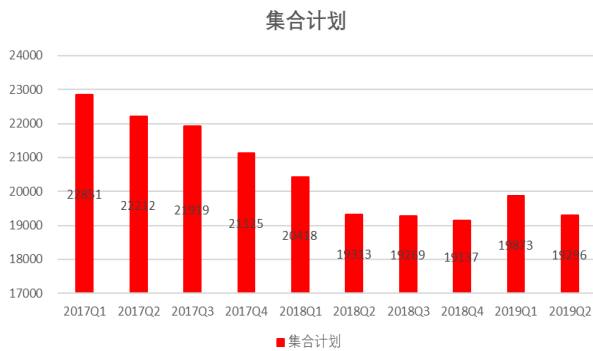
数据来源：Wind，东莞证券研究所

注：联合保荐的平均计算，例如A、B券商联合保荐X企业，则A、B券商保荐家数各记0.5家。

4. 资产管理：券商资管规模延续下行趋势

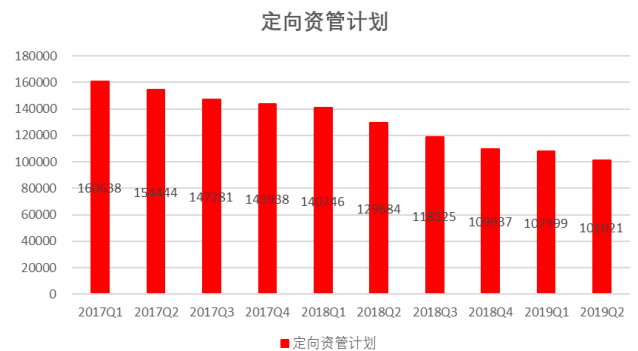
上市券商资管业务手续费净收入同比+1.58%。2019 年前三季度，上市券商资管业务手续费净收入为 212.80 亿元，同比+1.58%。受资管新规影响，券商资管规模自 2017 年一季度后呈下降趋势，2019 年 6 月末，整体资管规模为 12.53 万亿元，较 2018 年末-6.17%，预计三季度末延续下行趋势；其中，集合计划规模保持平稳，定向资管规模逐季下滑，私募子公司私募基金规模稳步扩大。

图18：券商集合计划规模（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

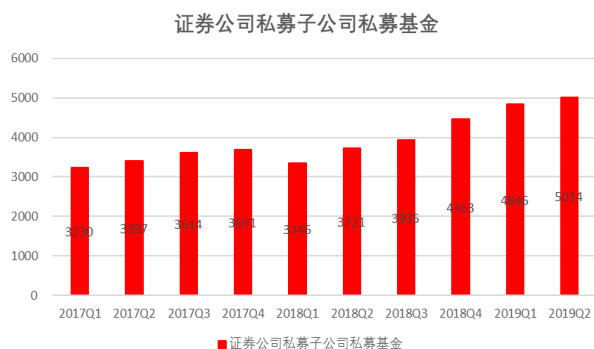
图19：券商定向资管计划规模（亿元）



资料来源：上交所，深交所，东莞证券研究所

图20：券商私募子公司私募基金规模（亿元）

图21：券商资管规模（万亿）



资料来源：Wind，东莞证券研究所



资料来源：上交所，深交所，东莞证券研究所

5. 自营业务：市场回暖，自营业务取得大幅增长

上市券商自营业务净收入同比+75.77%。2019年前三季度，上市券商自营业务净收益（投资收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动）为849.79亿元，同比+75.77%，主要受益于证券市场回暖。2019年前三季度，沪深300指数上涨26.70%，中证500指数上涨18.54%，中证全债指数上涨3.60%，上市券商强化仓位管理，及时抓住市场机遇，实现投资收益同比+28.25%，公允减值变动收益为203.70亿元（2018年同期为-19.36亿元），自营业务取得大幅增长。

6. 信用业务：两融、股票质押余额边际回升

上市券商利息净收入同比+77.97%。2019年前三季度，上市券商利息净收入为305.10亿元，同比+77.97%。随着证券市场回暖，股票质押及两融信用风险逐步下降，各券商继续做好风控同时，调整业务结构，适度扩大两融规模。随着市场上行，客户参与两融意愿有所提高，2019年Q1-Q3两融日均余额为8,901.28亿元，较2019Q1日均余额+11.33%；股票质押存续规模回升，2019年Q1-Q3股票质押日均待回购初始交易金额为1.33万亿，较2019年Q1日均金额-1.32%，股票质押规模保持稳定。此外，2019年信会计准则变动，债券投资和其他债券投资持有期间利息收入从“投资收益”科目转移至“利息收入”科目，从而增加2019年利息收入。

图22：两融日均余额（亿元）

图23：股票质押日均待回购初始交易金额（亿元）



资料来源: Wind, 东莞证券研究所



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

7. 投资建议

市场观望情绪抑制板块估值修复。 2019 年以来 (截止 2019 年 11 月 12 日) 沪深 300 涨 29.66%，券商 II (申万) 区间涨 27.38%，主要在 10 月中开始跑输大盘，主要受以下因素影响：一是，10 月 16 日出台重要消息“国常会提出全面取消在华外资银行、证券公司、基金管理公司业务范围限制”，市场反应过度悲观，券商板块从反弹走势转为继续下行；二、成交额在中秋后一直处于低位，市场指数没有进入上升趋势；2019 年前三季度净利润增速低于一季度，基本面没有环比改善；三、2019 年一季度高业绩基数，预期 2020 年一季度同比增速将明显放缓；四、宏观经济继续下行，10 月新增社融规模低于预期，投资者对证券市场持观望情绪；五、将近年末结算业绩，机构投资者风格转稳健；六、年末结算亦对资金面形成一定影响；CPI 高企，并预期 2 继续上行，抑制货币政策宽松空间，资金面难有显著改善。

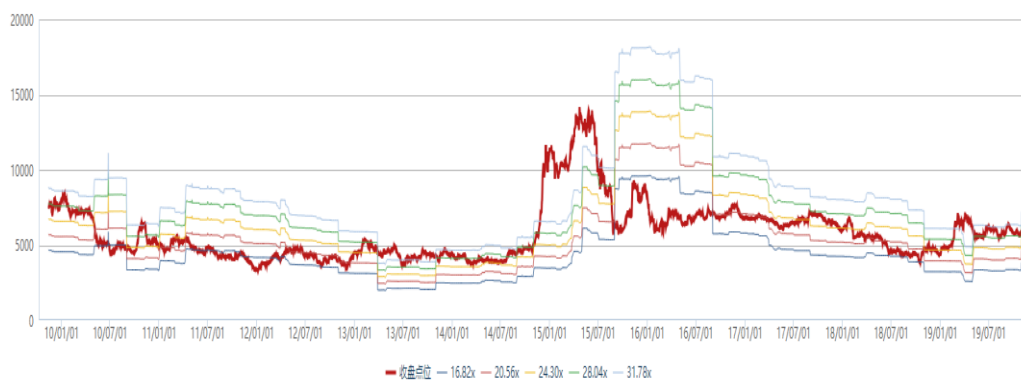
券商板块中期积极因素值得关注：首先，资本市场改革带来券商行业第三次业务创新期，随着改革深入，政策红利逐步兑现，2020 年机构务收入的增长有望对冲 2019 年业绩高基数的影响，从而整体业绩仍有望保持较高增速；其次，社融持续改善、企业盈利拐点有望在 2020 年出现，这些宏观积极因素能有效增强市场信心，进而提高市场成交额及推高指数；三，资本市场改革带给券商行业的红利确定性高，而资本市场开放对券商行业的负面冲击非必然，因此市场过度悲观的情绪会自行纠偏；四、随着生猪出栏量上升及春节后猪肉需求回落，春节后猪肉价格有望环比下降，并带动其他替代肉类价格回落，同时在 2019 年二季度后的 CPI 高基数影响下，预期 CPI 同比增速在 2020 年年中将同比显著下降，抑制货币政策的物价因素将解除，市场资金面将迎来改善。

中期，券商板块业绩有望保持较高增速；资本市场改革背景下，政策利好不断，红利兑现确定性高；CPI 回落后，货币政策再次宽松可期；板块基本面、政策面皆具，投资者信心是当前抑制板块估值提升的核心因素，随着经济面积极因素出现，投资者信心将恢复，风险偏好将提升。推荐改革受益较大的头部券商海通证券 (600837)、中信证券 (600030)，及高弹性标的东方财富 (300059)。

图24: 券商板块 (申万二级) PB



图25：券商板块（申万二级）PE



数据来源：Wind，东莞证券研究所

8. 风险提示

经济超预期下行，股市指数大幅下跌，股基成交额大幅萎缩，资本市场改革进度不及预期，中美贸易摩擦加大。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn