

证券行业 2018 年年报前瞻

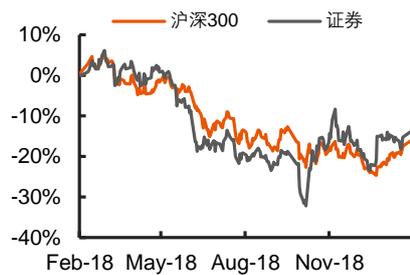
2019 年 02 月 12 日

资产减值侵蚀净利润 行业业绩有所承压

强于大市 (维持)

投资要点

行情走势图



相关研究报告

- 《行业月报*证券*10月券商业绩未见边际改善 单月净利润环比下降58%》
2018-11-08
- 《行业月报*证券*9月业绩受益低基数环比明显改善 行业全年压力仍存》
2018-10-16
- 《行业月报*证券*7月业绩环比明显改善 行业整体压力仍存》
2018-08-08
- 《行业专题报告*证券*借鉴海外看证券开放 格局整体难撼业务局部发力》
2018-05-29
- 《行业深度报告*证券*龙头起舞强者恒强 创新业务持续催化》
2018-05-07

证券分析师

陈雯 投资咨询资格编号
S1060515040001
0755-33547327
CHENWEN567@PINGAN.COM.CN

研究助理

赵耀 一般从业资格编号
S1060117090052
010-56800143
ZHAOYAO176@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **行业 18 年净利润明显承压：**2018 年 131 家证券公司共实现营业收入 2662.87 亿元，YoY-14.5%；实现净利润 666.20 亿元，YoY-41.0%，106 家公司实现盈利，较 17 年减少 14 家，行业 ROE 再创新年新低，仅为 3.52%，同比下降 2.58 个百分点；杠杆率略提升至 2.82 倍但处于相对低位。各主要业务板块收入均有不同程度下降，受股押风险及两融余额持续下降、业务监管趋严以及市场交易量活跃度下降影响，利息收入、投行业务及经纪业务收入下降较多，自营业务仍为最主要收入来源。
- **证券行业 18 年经营回顾：**18 年市场交易活跃度持续下降，全年 A 股日均股基交易量 4099 亿元，同比下降 18.62%，行业佣金率万分之 3.13，较 17 年全年万分之 3.37 仍有一定下降但降幅已明显趋缓。IPO55.8%的低过会率及较低的承销费率直接拖累投行业务收入，全年总股权融资 9130 亿元，同比下降 39.8%，核心债券总承销规模 1.98 万亿元，同比上升 26.0%。资管新规之下券商资管规模降至 14.18 万亿元 (18Q3)，较 17 年底下降 2.71 万亿元，但对收入影响相对有限。全年股熊债牛局面也使得自营业务收入有所下降，但不同券商呈现一定分化。两融余额持续下行，同时股押新规以及市场风险致使券商股押业务有所压缩。
- **上市券商业绩预告情况：**截至 2 月 11 日累计有 20 家上市券商披露业绩快报，净利润均出现不同程度的下降。一方面受到整体市场环境的影响，在权益自营、投行业务、经纪业务等方面有较大程度下滑；另一方面是由于股票质押的风险频发以及权益市场持续下跌等原因，不少上市券商计提了较大金额的资产减值损失，直接影响到了净利润。目前有 12 家券商公告了计提较高金额的资产减值准备，合计资产减值损失 51.3 亿元，对 18 年净利润累计影响-38.9 亿元，其中以股押业务的买入返售金融资产减值为主，减值金额超过 30 亿元；权益市场持续下跌也致使部分券商可供出售类资产减值，此外受信用违约频发等影响，部分券商的融出业务、贷款、债权投资等均有减值。
- **政策边际回暖，19 年行业业绩有望正增长：**目前来看政策端已有较为明显的回暖，从 2018 年下半年开始，并购重组监管放松、再融资限制放宽、股指期货松绑、纾困基金陆续落地等政策红利提振市场情绪，科创板有序推进并试点注册制直接利好券商投行业务，而当前看近期证监会正在研究修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》，拟放宽证券公司投资成份股、ETF 等权益类证券风险资本准备计算比例，减少资本占用；沪深交易所正在抓紧修订《融资融券交易实施细则》，拟取消“平仓线”不得低于 130%的统一限制，同时扩大担保物范围。政策端持续回暖，同时风险因素逐步出清，2018 年行业业绩虽有承压，但预计在

中性假设下，行业 19 年营收及净利润有望实现正增长，业绩支撑有望促使券商估值持续修复。

- **投资建议：**我们认为当前券商股仍然具备较高的配置价值，政策端利好的刺激、风险因素的逐步出清以及业绩的支持有望推动券商股估值的持续修复。当前板块对应 1.43 倍 PB，仍处于较低水平，我们维持行业“强于大市”的判断，建议重点关注龙头券商中信证券、华泰证券，投行业务优势明显的中信建投，以及低估值的大型券商海通证券。
- **风险提示**

 - 1) 政策边际改善不及预期：我们认为当前证券板块估值提振的重要因素之一为预期政策端的边际改善，如改善不及预期可能影响券商股估值提升。
 - 2) 股票质押风险未出清：当前券商股押未解押市值仍然较高，虽然政策端持续化解存量风险，如后期风险持续暴露，可能会对券商业绩及估值再度造成负面影响。
 - 3) 股市出现系统性下跌：券商股是重要的大盘股组成部分，其整体涨跌幅与市场投资风格密切相关。若市场行情出现系统性风险，市场整体估值向下，有可能带动券商块股价下跌，且直接影响自营业务收入。

正文目录

一、	行业 18 年净利润明显承压	5
二、	证券行业 18 年经营回顾	6
三、	上市券商业绩预告情况	8
	2.1 业绩预告梳理：受市场和减值双重影响净利润大幅下降	8
	2.2 资产减值梳理：买入返售类大幅计提资产减值	9
四、	政策边际回暖，19 年行业业绩有望正增长	10
五、	投资建议	11
六、	风险提示	11

图表目录

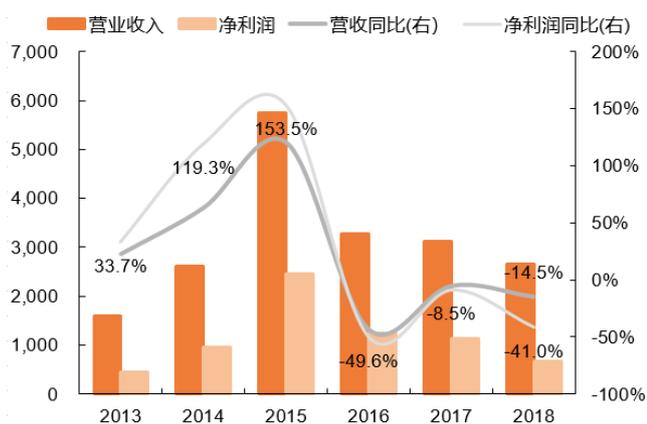
图表 1	证券行业营收及净利润情况（亿元）	5
图表 2	证券行业净资产及 ROE 情况（亿元）	5
图表 3	2018 年证券行业杠杆率略有提升	5
图表 4	证券行业营业收入分布情况	5
图表 5	日均股基交易量持续下降（亿元）	6
图表 6	当前行业佣金率逐步企稳	6
图表 7	2018 年 IPO 家数及规模均有明显下降	6
图表 8	2018 年 IPO 发行审核趋严	6
图表 9	2018 年股权融资规模明显下降（亿元）	7
图表 10	2018 年核心债券发行规模有所增长（亿元）	7
图表 11	券商资管总规模情况（万亿元）	7
图表 12	部分上市券商 2018 年月均主动管理规模及占比（亿元）	7
图表 13	2018 年股债市场表现情况	8
图表 14	截至 2018Q3 部分上市券商总投资收益情况（亿元）	8
图表 15	沪深两融余额规模持续下降	8
图表 16	券商月度股押规模及累计同比情况（亿元）	8
图表 17	上市券商业绩快报情况（截至 2019 年 2 月 11 日，亿元）	9
图表 18	上市券商资产减值情况梳理（截至 2019 年 2 月 11 日，亿元）	10
图表 19	19 年证券行业业绩有望实现正增长（亿元）	10

一、行业 18 年净利润明显承压

■ 18 年行业净利润下降超过 40%，ROE 创近年新低

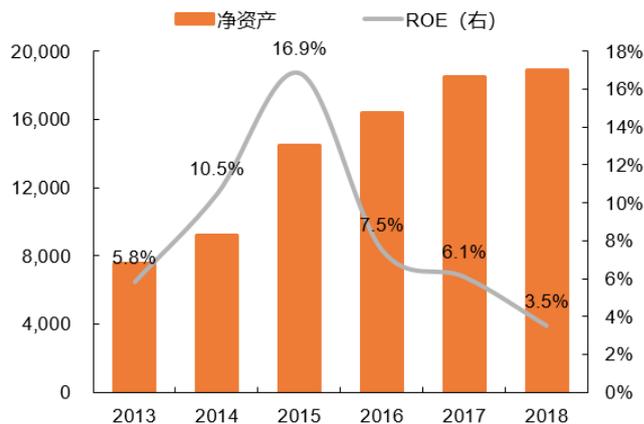
证券业协会日前已发布 2018 年证券行业经营情况。2018 年 131 家证券公司共实现营业收入 2662.87 亿元，YoY-14.5%；实现净利润 666.20 亿元，YoY-41.0%，106 家公司实现盈利，较 17 年减少 14 家。18 年行业 ROE 再创近年新低，仅为 3.52%，同比下降 2.58 个百分点；杠杆率略提升至 2.82 倍，但 2016 年以来一直处于 2.7 倍左右的相对低位。

图表1 证券行业营收及净利润情况（亿元）



资料来源：证券业协会、平安证券研究所

图表2 证券行业净资产及 ROE 情况（亿元）

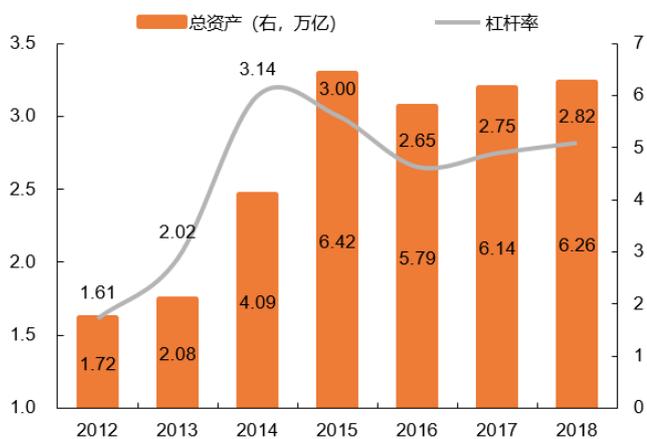


资料来源：证券业协会、平安证券研究所

■ 自营业务仍为最主要收入来源，利息、投行及经纪业务收入下降较多

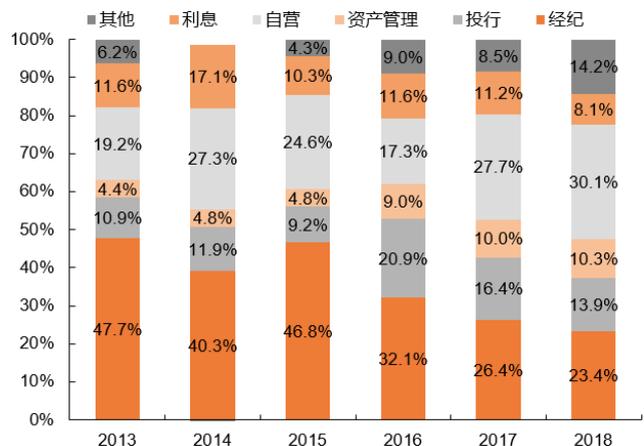
2018 年行业各主要业务板块收入均有不同程度下降，受股押风险及两融余额持续下降、业务监管的趋严以及市场交易量活跃度下降影响，利息收入、投行业务及经纪业务收入下降较多，分别下降 38.3%、27.4%和 24.1%。18 年自营业务收入 800.27 亿元，同比下降 7.1%，但仍然是最主要收入来源，且在总收入结构中份额上升 2.4 个百分点至 30.1%；资管业务收入 275 亿元，同比下降 11.4%，新规之下通道业务压缩及资金池清理对总收入影响相对有限，收入占比提升 0.4 个百分点至 10.3%。

图表3 2018 年证券行业杠杆率略有提升



资料来源：证券业协会、平安证券研究所

图表4 证券行业营业收入分布情况



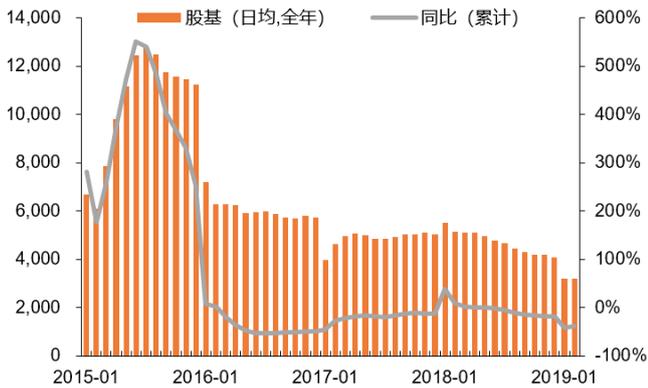
资料来源：证券业协会、平安证券研究所

二、 证券行业 18 年经营回顾

■ 交易量持续下降，经纪业务收入持续下滑

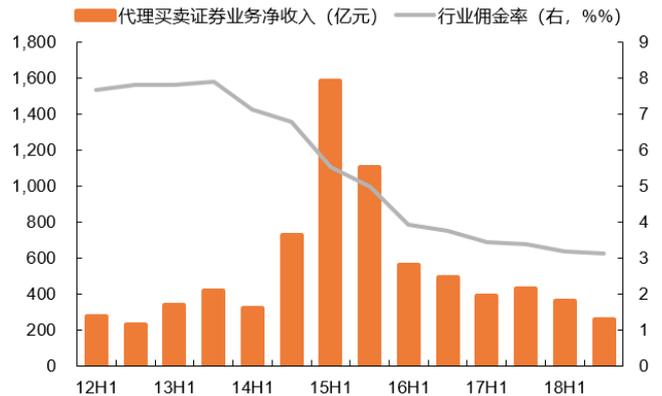
18 年随着大盘指数的持续下跌，市场交易活跃度持续下降，全年 A 股日均股基交易量 4099 亿元，同比下降 18.62%；全年佣金率万分之 3.13，较 17 年的全年万分之 3.37 仍有一定下降但已明显趋缓，经纪业务收入在行业总收入中占比持续下降。

图表5 日均股基交易量持续下降（亿元）



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表6 当前行业佣金率逐步企稳



资料来源: 证券业协会、Wind、平安证券研究所

■ 股权融资拖累投行业务收入

17 年末以来 IPO 发行审核趋严，18 年全年 IPO 首发的 199 家公司中只有 105 家获得通过，过会率仅为 55.8%，IPO 承销收入 54.4 亿元，较 17 年下降了 63.7%，承销费率 4.0%，下降 2.9 个百分点，拖累投行业务收入；总股权融资 9130 亿元，同比下降 39.8%。债权融资方面规模有所增长，全年核心债券总承销规模 1.98 万亿元，同比上升 26.0%。

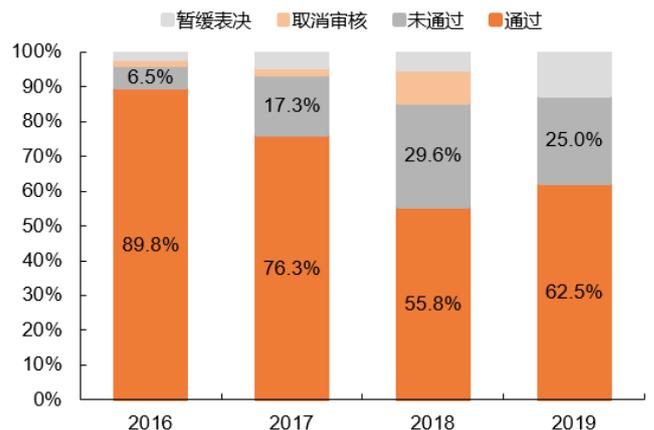
图表7 2018 年 IPO 家数及规模均有明显下降



资料来源: Wind、平安证券研究所

注: 以上市日统计

图表8 2018 年 IPO 发行审核趋严



资料来源: Wind、平安证券研究所

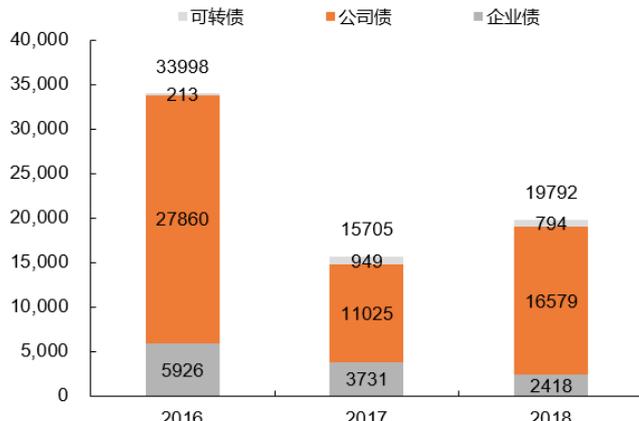
注: 2019 年截止至 2 月 10 日，仅有 8 家统计数据。

图表9 2018年股权融资规模明显下降(亿元)



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表10 2018年核心债券发行规模有所增长(亿元)



资料来源: Wind、平安证券研究所

■ 资管新规之下券商资管规模有所下降,对18年收入影响相对有限

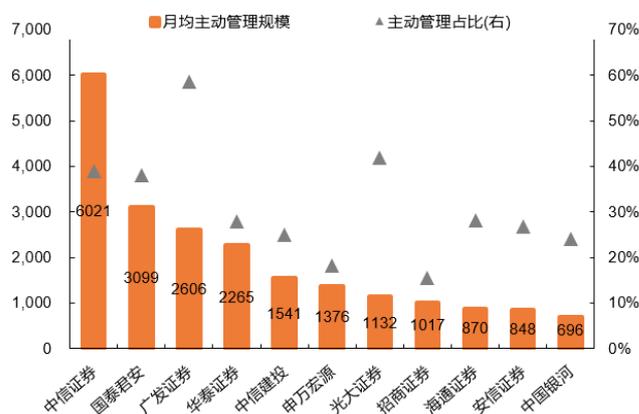
资管新规促使行业逐步清理资金池业务以及通道业务,同时专注提升主动管理能力,截至18Q3券商资管总规模14.18万亿元,较17年底下降2.71万亿元,其中以通道业务为主的定向资管计划规模下降2.54万亿元,降幅17.7%;集合资管计划规模下降0.19万亿元,降幅8.8%,主要为资金池业务。整体而言在2020年过渡期到达以前,券商资管规模预计将延续较快的下降趋势,但对收入影响相对有限,一方面通道类业务手续费率相对较低,另一方面券商将更加关注主动管理,此外包括直投子基金等也有望获得较快发展。

图表11 券商资管总规模情况(万亿元)



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表12 部分上市券商2018年月均主动管理规模及占比(亿元)



资料来源: 中国证券基金业协会、平安证券研究所

■ 市场环境致使自营业务收入下降

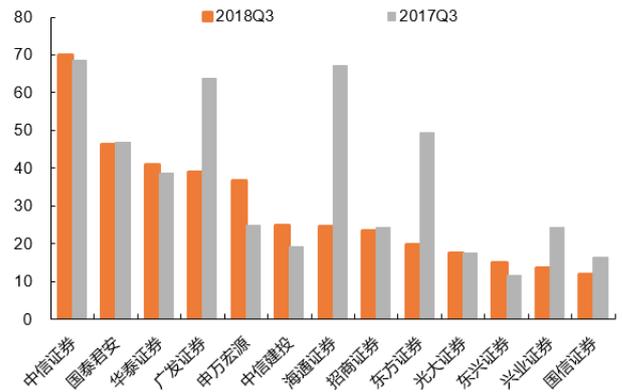
2018年全年上证综指、深证成指和沪深300分别下跌24.59%、34.42%和25.31%,中证全债指数上涨8.85%,全年呈现股熊债牛局面,券商自营业务同样受到影响,截至2018Q3上市券商总投资收益528.80亿元,同比下降17.9%。上市券商方面自营业务收入存在一定分化,前三季度中信、国君、华泰总投资收益基本持平,而海通(-63.6%)、东方(-59.8%)等权益类占比较高的下降较多。

图表13 2018年股债市场表现情况



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表14 截至2018Q3部分上市券商总投资收益情况(亿元)



资料来源: Wind、平安证券研究所

■ 两融余额持续下行，股押规模将大幅下降

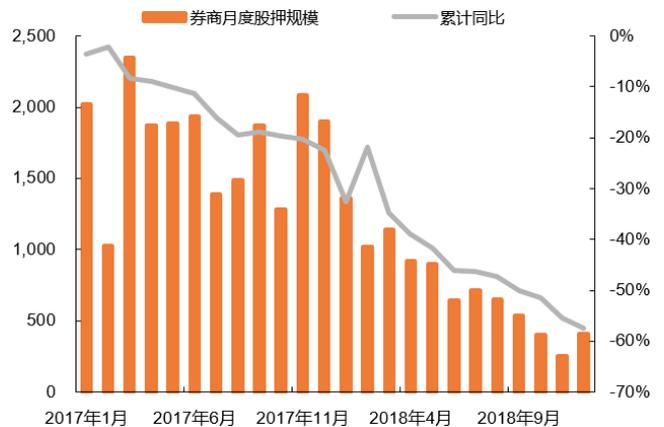
2018年沪深两市两融余额由年初的1.03万亿元下降至7557亿元，全年降幅26.6%。股票质押业务风险频发，18年初股押新规进一步强化了风险管理并规范业务运作，此后随着市场的持续下跌，信用风险不断上升，券商月度股押规模持续下降，2018年券商股押规模参考市值8969亿元，同比下降57.5%，截至18年末券商股押未解押市值仍有1.81万亿，但规模增速已明显放缓。

图表15 沪深两融余额规模持续下降



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表16 券商月度股押规模及累计同比情况(亿元)



资料来源: Wind、平安证券研究所

三、上市券商业绩预告情况

2.1 业绩预告梳理：受市场和减值双重影响净利润大幅下降

截至2月11日已有20家上市券商披露了2018年业绩快报，我们梳理如下：

图表17 上市券商业绩快报情况（截至2019年2月11日，亿元）

	营业收入		归母净利润		ROE	
	2018	同比	2018	同比	2018	同比 (百分点)
中信证券	372.2	-14.0%	93.9	-17.8%	6.20%	-1.62%
国泰君安	227.1	-4.6%	67.1	-32.1%	5.42%	-3.63%
海通证券	238.59	-15.5%	52.13	-39.5%	4.43%	-3.13%
申万宏源	153.14	14.6%	41.86	-9.0%	6.22%	-2.39%
中信建投	109.07	-3.5%	30.87	-23.1%	6.79%	-3.11%
光大证券	77.91	-20.8%	13.47	-55.3%	2.77%	-3.49%
东方证券	103.01	-2.2%	12.39	-65.1%	2.37%	-6.25%
东兴证券	-	-	9.2 至 10.2	-29.73%至-22.09%	-	-
浙商证券	15.0	-67.5%	7.21	-32.2%	5.24%	-3.98%
国元证券	25.70	-26.8%	6.84	-43.2%	2.73%	-2.84%
方正证券	-	-	6 至 7.2	-50%至-60%	-	-
东吴证券	-	-	3.25 至 3.9	-50%至-60%	-	-
兴业证券	-	-	1 至 5	-80%至-100%	-	-
长江证券	43.51	-23.2%	2.59	-83.2%	0.99%	-4.97%
西南证券	-	-	3.68 至 4.68	-55%至-70%	-	-
东北证券	-	-	2.0 至 3.0	-55%至-70%	-	-
第一创业	-	-	1.06 至 1.48	-65%至-75%	-	-
国海证券	21.17	-20.4%	0.85	-77.3%	0.63%	-2.12%
中原证券	-	-	0.63 至 0.82	-81%至-86%	-	-
太平洋	-	-	-12 至 -14	亏损	-	-

资料来源：公司公告、平安证券研究所

披露业绩快报的20家上市券商2018年净利润均出现不同程度的下降，一方面受到整体市场环境的影响，在权益自营、投行业务、经纪业务、资管业务与利息收入方面有不同程度下降；另一方面是由于股票质押的风险频发以及权益市场持续下跌等原因，不少上市券商计提了较大金额的资产减值损失，直接影响到了净利润。

2.2 资产减值梳理：买入返售类大幅计提资产减值

■ 股押风险暴露，买入返售资产大量减值

上市券商除了进行2018年业绩预告以外，还有12家券商公告了计提较高金额的资产减值准备，合计资产减值损失51.3亿元，对18年净利润累计影响-38.9亿元。其中买入返售金融资产减值30.5亿元，主要针对部分股票质押业务进行的减值测试，其中部分券商买入返售金融资产减值规模较大，如兴业证券涉及ST长生等四只股票，减值合计6.07亿元，太平洋涉及盛运环保等9只股票，减值合计9.47亿元，对当期净利润均产生较大影响。

■ 权益市场持续下跌致使可供出售类资产减值

除了影响最大的买入返售类资产的减值以外，由于权益市场持续下跌，部分券商可供出售类金融资产中的股票、资管产品或基金均出现了较为明显的下跌，并对单项投资公允价值低于持有成本50%或低于成本时间超过12个月的资产计提减值，12家公告券商可供出售金融资产减值合计8.6亿元。此外受信用违约频发等影响，部分券商的融出业务、贷款、债权投资等均有减值。

图表18 上市券商资产减值情况梳理 (截至 2019 年 2 月 11 日, 亿元)

	资产减值合计	买入返售项资产减值	可供出售类减值	其他科目减值	净利润影响	预计净利润	涉及股票
申万宏源	6.67	3.97	-	2.70	-5	41.86	上海莱士、ST 中南、誉衡药业
光大证券	5.53	3.19	-	2.34	-4.25	13.47	ST 华信、兴源环境、银禧科技
东兴证券	1.85	1.83	0.02	-	-1.39	9.2 至 10.2	ST 新光、ST 康得新
国元证券	1.44	0.15	0.97	0.32	-1.08	6.84	股票质押业务余额的 1%
方正证券	4.70	1.11	0.21	3.38	-3.53	6 至 7.2	鹏起科技
兴业证券	6.51	6.07	0.44	-	-4.88	1 至 5	ST 长生、中弘退、金洲慈航、金龙机电
长江证券	2.94	0.75	0.42	1.77	-2.32	2.59	坚瑞沃能、利源精制
西南证券	3.82	-	2.70	1.12	-3.09	3.68 至 4.68	-
东北证券	4.97	1.86	3.10	-	-3.73	2.0 至 3.0	利源精制、金龙机电等
国海证券	0.94	0.40	0.49	0.05	-0.70	0.85	
中原证券	2.16	1.70	-	0.46	-1.62	0.63 至 0.82	ST 新光、神雾节能、银禧科技
太平洋	9.72	9.47	0.24	-	-7.29	-12 至 -14	商赢环球、胜利精密、当代东方、盛运环保、众应互联、天神娱乐、美都能源、美丽生态、*ST 厦华

资料来源: 公司公告、平安证券研究所

四、政策边际回暖, 19 年行业业绩有望正增长

目前来看政策端已有较为明显的回暖, 从 2018 年下半年开始, 并购重组监管放松、再融资限制放宽、股指期货松绑、纾困基金陆续落地等政策红利提振市场情绪, 科创板有序推进并试点注册制直接利好券商投行业务, 而当前看近期证监会在研究修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》, 拟放宽证券公司投资成份股、ETF 等权益类证券风险资本准备计算比例, 减少资本占用; 沪深交易所正在抓紧修订《融资融券交易实施细则》, 拟取消“平仓线”不得低于 130% 的统一限制, 同时扩大担保物范围。政策端持续回暖, 同时风险因素逐步出清, 2018 年行业业绩虽有承压, 但预计在中性假设下, 行业 19 年营收及净利润有望实现正增长, 业绩支撑有望促使券商估值持续修复。

图表19 19 年证券行业业绩有望实现正增长 (亿元)

	2018	2019(保守)	2019(中性)	2019(乐观)
经纪业务				
日均股基交易量	4,099	3,400	4,000	4,400
行业佣金率(%%)	3.13	3.00	3.05	3.08
交易日	243	246	246	246
经纪业务收入	623	502	600	667
投资咨询收入	31.52	26	30	35
投行业务				
IPO 融资规模	1,378	1,100	1,400	1,600
再融资规模	7,752	8,000	12,000	14,000
债券承销规模	56,813.67	55,000	65,000	70,000
承销保荐业务收入	258.46	225.00	299.70	335.00

	财务顾问业务收入	111.50	100	120	140
	投行业务收入	369.96	325.00	419.70	475.00
资管业务	资管业务收入	275.00	234.3	288.55	327.7
自营业务	自营业务收入	800.27	800	900	1,000
信用业务	两融余额	7557.04	6,500	7,500	8,000
	股押规模	7,938.82	5,000	6,000	7,000
	信用业务收入	214.85	148	179	210
其他业务	其他业务收入	347.85	417	470	539
行业总收入		2662.87	2,305	2,708	3,044
YoY		-14.5%	-13.5%	1.7%	14.3%
行业净利润		666.20	585.59	685.52	775.46
YoY		-41.04%	-12.1%	2.9%	16.4%

资料来源: WIND,平安证券研究所

五、投资建议

我们认为当前券商股仍然具备较高的配置价值,政策端利好的刺激、风险因素的逐步出清以及业绩的支持有望推动券商股估值的持续修复。当前板块对应 1.43 倍 PB,仍处于较低水平,我们维持行业“强于大市”的判断,建议重点关注龙头券商中信证券、华泰证券,投行业务优势明显的中信建投,以及低估值的大型券商海通证券。

六、风险提示

1) 政策边际改善不及预期

我们认为当前证券板块估值提振的重要因素之一为预期政策端的边际改善,如果改善不及预期可能影响券商股估值提升。

2) 股票质押风险未出清

当前券商股押未解押市值仍然较高,虽然政策端持续化解存量风险,如后期风险持续暴露,可能会对券商业绩及估值再度造成负面影响。

3) 股市出现系统性下跌

券商股是重要的大盘股组成部分,其整体涨跌幅与市场投资风格密切相关。若市场行情出现系统性风险,市场整体估值向下,有可能带动券商块股价下跌,且直接影响自营业务收入。

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券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。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033