

投资银行业与经纪业行业

2019-9-18

证券行业深度报告：关注资本市场改革下券商资产配置和业务模式渐变

行业研究 | 深度报告

评级 **看好** 维持

报告要点

■ 盈利改善的确定性较强，关注低基数下同比弹性

可比口径下 35 家上市券商 1-8 月累计实现营业收入和净利润分别为 1667.19 和 641.16 亿元，同比分别+38.8%和+58.1%。从半年度收入结构来看，经纪、投行、资管、信用和投资分别同比+22.1%、+22.0%、-8.3%、+103.1%和+110.0%。中小券商收费类业务弹性较优叠加头部券商减值压力下行业收入和利润 CR5 环比-1.2 和-6.7 个 pct 至 42.1%和 45.5%，其中资金类 CR5 维持 43.2%，收费类 CR5 则-1.6 pct 至 41.3%。考虑去年下半年低基数，市场平稳下盈利有望修复。

■ 资产配置结构逐步调整，风控和投资策略是关键

券商资产配置结构有所调整，信用资产收缩且扩容投资资产，信用业务更加重视风控，投资业务更加注重策略。上半年两融日均余额同比减少 13%至 8708 亿致使两融利息收缩，但两融和转融通制度创新有望为下半年贡献增量；股权质押业务趋于谨慎，质押规模收缩且利率上行，信用风险缓释，下半年减值压力修复将带来成本降低空间。投资资产和投资收益均有大幅增加，34 家上市券商合计股票和债券资产分别增长 23%和 13%；新会计准则下债券计量方式较为灵活，投资策略或逐步丰富；头部券商通过衍生品和科创板跟投丰富权益投资策略。

■ 市场向好收费业务复苏，竞争激烈转型迫在眉睫

市场向好、科创板推出背景下收费业务迎来复苏，但竞争依然激烈，业务模式转型逐步推进。交投活跃经纪率先修复，权益市场向好下零售客户导向型券商收入弹性较大，竞争激烈佣金率仍有下行压力，财富管理转型路径各有侧重。上半年投行股弱债强，全能型券商受制于股权融资节奏有所承压，而以债承为主的中小券商收入同比回暖，下半年头部券商投行项目储备丰富，科创板将推动投行更加注重专业能力。资管规模仍处下行通道，转型主动管理已有一定成效，部分券商集合资管修复推动收入增加，大集合整改下预计将进一步修复。

■ 资本市场改革由点及面，重视证券行业配置价值

自去年 10 月证券行业迈入新一轮监管周期，在科创板、融资融券、衍生品、对外开放等领域均有一定程度的放松和创新，资本市场改革逐步由点及面。证监会进一步明确全面深化资本市场改革的重点任务，未来券商业务创新和改革可期，有望推动行业盈利能力中枢逐步抬升。展望下半年，在科创板增量、高市场活跃度、低基数效应下，券商全年业绩增长无虞，重视证券行业配置价值。个股推荐海通证券和国泰君安，长期配置推荐中信证券、中金公司、华泰证券。

风险提示：

1. 交易规模和交易佣金费率大幅下滑；
2. 股票质押和债券投资出现信用风险。

分析师 周晶晶

☎ (8621) 61118727

✉ zhuj1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490514070005

分析师 徐一洲

☎ (8621) 61118727

✉ xuyz1@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490518070002

联系人 宋筱筱

☎ (8621) 61118727

✉ songxx3@cjsc.com.cn

行业内重点公司推荐

公司代码	公司名称	投资评级
600030	中信证券	买入
600837	海通证券	买入
601688	华泰证券	买入

市场表现对比图（近 12 个月）



资料来源：Wind

相关研究

《每周—话：资本市场改革下重视券商成长性，外资入市节奏将进一步加快》2019-9-15

《券商股跟踪系列七：金融科技发展三年规划，守正创新构筑差异化竞争力》2019-9-8

《券商股跟踪系列六：外汇牌照主体扩容，创新业务蓄势待发》2019-9-8

目录

盈利改善的确定性较强，关注低基数下同比弹性	4
低基数效应促使同比数据靓眼	4
投资经纪是盈利修复主要推手	7
小券商高弹性推动集中度下行	9
资产配置结构逐步调整，风控和投资策略是关键	10
信用业务：两融不断创新，股质趋于谨慎	10
投资业务：权益策略丰富，固收规模扩容	17
市场向好收费业务复苏，竞争激烈转型迫在眉睫	22
经纪业务：盈利率先修复，转型财富管理	22
投行业务：债承表现靓眼，重视专业能力	26
资管业务：整体仍有承压，发力主动管理	29
资本市场改革由点及面，重视证券行业配置价值	31

图表目录

图 1：行业收入集中度变化（单位：%）	9
图 2：行业利润集中度变化（单位：%）	9
图 3：资金业务集中度相对平稳，牌照业务集中度有所下滑（单位：%）	10
图 4：2019 年半年度上市券商两融利率（单位：%、pct）	12
图 5：头部券商两融市占率和融券市占率（单位：%）	14
图 6：2019 年半年度上市券商股质利率（单位：%、pct）	15
图 7：从头部券商股质维持担保比例来看信用风险有所缓释（单位：%）	16
图 8：2019H 上市券商股票质押减值计提比例（单位：%、pct）	17
图 9：2019 年至今沪深 300 和创业板指涨跌幅（单位：%）	17
图 10：2019 年至今中债企业债总全价指数涨跌幅（单位：%）	17
图 11：中金公司互换/场外期权市占率处于领先梯队（单位：亿元、%）	21
图 12：中信证券场外期权业务市占率在 15%-20% 左右（单位：亿元、%）	21
图 13：中信建投场外期权业务市占率快速提升（单位：亿元、%）	21
图 14：华泰证券亦开始发力场外期权业务（单位：亿元、%）	21
图 15：2019 年半年度上市券商经纪收入（单位：亿元、%）	23
图 16：2019 年半年度上市券商机构客户保证金占比（单位：%、pct）	23
图 17：2019 年半年度上市券商经纪收入市占率（单位：%、pct）	24
图 18：部分券商股基市占率有所下滑（单位：%、pct）	24
图 19：上市券商净佣金率整体略有下滑（单位：万分之）	24
图 20：头部券商手机 APP 客户数均已突破 2000 万（单位：万人）	25
图 21：头部券商托管客户资产规模增幅在 20% 以上（单位：万亿元）	25
图 22：2012-2019 年证券行业托管资金规模及增速（单位：亿元、%）	25

图 23: 科创板成交额及换手率 (单位: 亿元, %)	25
图 24: 2019H 证券行业 IPO 承销规模整体低于去年均值 (单位: 亿元)	27
图 25: 2019H 证券行业债券承销规模整体高于去年均值 (单位: 亿元)	27
图 26: 2019 年半年度上市券商投行收入 (单位: 亿元, %)	27
图 27: 证券行业资管规模降幅收窄 (单位: 亿元)	29
图 28: 2019Q1 券商主动管理月均规模 (单位: 亿元)	29
图 29: 2019 年半年度上市券商资管收入 (单位: 亿元, %)	30
表 1: 上市券商 8 月经营业绩 (单位: 亿元, %)	4
表 2: 证券行业主要业务跟踪指标 (单位: 亿元, %, 点, 亿份, 亿股, pct)	5
表 3: 2019 年半年度上市券商经营业绩、管理费用 (单位: 亿元, %, pct)	6
表 4: 2019 年半年度行业分业务收入结构 (单位: 亿元, %, pct)	7
表 5: 2019 年上半年上市券商分业务收入变动绝对数及占比 (单位: 亿元, %)	8
表 6: 2019 年半年度上市券商利息净收入 (单位: 亿元, %)	10
表 7: 2019 年半年度上市券商两融利息收入和融出资金规模 (单位: 亿元, %, pct)	11
表 8: 2019 上半年融资融券及转融通相关政策汇总	13
表 9: 2019 年半年度头部券商融券业务规模 (单位: 亿元, %)	13
表 10: 2019 年半年度上市券商股质利息收入和表内股票质押规模 (单位: 亿元, %, pct)	14
表 11: 2018-2019H 上市券商资产减值损失规模 (单位: 亿元, %)	16
表 12: 2019 年半年度上市券商投资收入和投资资产规模 (单位: 亿元, %, pct)	17
表 13: 2019 年半年度上市券商投资资产结构 (单位: 亿元, %, pct)	19
表 14: 上市券商债券投资资产结构 (单位: %)	20
表 15: 上市券商科创板跟投规模及跟投浮盈 (单位: 亿元, %)	22
表 16: 2012-2019H 上市券商客户保证金规模 (单位: 亿元, %)	25
表 17: 2019 年半年度上市券商投行业务规模 (单位: 亿元, %)	27
表 18: 上市券商投行项目储备 (单位: 个)	28
表 19: 2019 年半年度上市券商资管业务规模 (单位: 亿元, %)	30
表 20: 2019 上半年证券行业相关政策汇总	31
表 21: 全面深化资本市场改革的 12 个方面重点任务	32

盈利改善的确定性较强，关注低基数下同比弹性

低基数效应促使同比数据靓眼

41 家上市券商公布 8 月经营业绩，合计实现营业收入 196.09 亿元，环比-6.0%，合计实现净利润 70.78 亿元，环比-5.1%。可比口径下 35 家上市券商 1-8 月累计实现营业收入和净利润分别为 1667.19 和 641.16 亿元，同比分别+38.8%和+58.1%。

上市券商环比业绩有所分化，低基数效应下同比弹性较大。环比来看，中信证券、广发证券业绩稳健，分别环比+54.3%、+32.6%，华泰证券、海通证券则分别环比-14.3%、-17.7%，国泰君安系扣除子公司分红 15.3 亿分红款环比-67.0%；同比来看，上市券商基本均有大幅提升，主要系去年同期权益市场震荡叠加信用风险频发计提较多股质减值损失导致业绩基数较低。累计同比来看，上市券商业绩增加幅度在 20%-150%左右，中信证券、华泰证券等大型券商同比改善幅度相对稳健，分别同比+27.1%、+34.8%，东吴证券、东北证券等中小券商因业绩基数较低改善幅度明显优于大型券商，分别同比+396.7%、+240.9%。

表 1：上市券商 8 月经营业绩（单位：亿元，%）

	营业收入	环比	同比	净利润	环比	同比	累计收入	同比	累计净利润	同比
中信证券	23.50	33.5%	110.0%	11.16	54.3%	279.1%	155.67	16.1%	66.60	27.1%
国泰君安	12.41	-20.1%	69.1%	1.99	-67.0%	-20.1%	142.59	13.1%	58.82	19.0%
海通证券	10.42	-27.2%	70.7%	5.23	-17.7%	256.3%	108.38	44.5%	54.24	37.9%
华泰证券	12.10	-26.9%	77.2%	5.05	-14.3%	125.8%	107.37	34.5%	43.91	34.8%
广发证券	12.10	25.3%	92.4%	5.16	32.6%	140.3%	101.59	33.4%	42.99	30.5%
招商证券	10.58	-11.5%	63.5%	4.22	-12.0%	44.4%	93.38	52.5%	38.96	52.4%
中国银河	10.37	2.2%	117.5%	3.91	-7.8%	426.7%	81.81	59.0%	32.12	112.5%
申万宏源	8.19	3.5%	17.9%	3.60	18.6%	35.2%	84.65	17.1%	35.64	21.6%
国信证券	9.89	-8.8%	66.3%	4.37	19.5%	337.0%	81.67	47.3%	34.82	102.2%
光大证券	8.95	36.2%	177.0%	2.73	32.8%	-	62.48	76.8%	23.27	165.2%
东方证券	6.98	3.8%	102.9%	3.11	17.7%	164.8%	55.10	52.3%	18.58	108.8%
中信建投	9.02	-34.9%	61.8%	2.97	-52.0%	295.4%	78.46	24.2%	31.93	70.0%
方正证券	3.65	6.9%	51.0%	0.74	-0.9%	1090.5%	37.00	50.7%	8.39	231.0%
兴业证券	2.46	-63.6%	63.9%	0.18	-88.5%	143.8%	46.06	53.2%	12.53	0.6%
安信证券	6.87	19.5%	348.0%	2.49	28.2%	5696.4%	49.73	68.8%	17.40	95.9%
长江证券	3.97	-8.6%	106.6%	1.18	26.1%	-	44.27	60.0%	14.26	183.2%
国元证券	1.84	-1.5%	84.7%	1.48	218.8%	1042.2%	16.05	37.1%	4.42	110.7%
东吴证券	2.45	20.8%	339.1%	0.58	-9.4%	472.4%	23.19	72.5%	8.23	396.7%
东兴证券	1.98	-43.7%	16.8%	0.64	-47.2%	18.1%	22.59	32.7%	10.23	55.6%
国金证券	3.28	11.2%	85.7%	0.53	-38.2%	57.4%	23.57	16.0%	7.34	23.2%
财通证券	2.65	-5.0%	106.8%	0.51	-31.3%	213.2%	27.53	33.4%	8.12	23.0%
华西证券	2.37	7.1%	30.1%	0.76	24.2%	36.2%	23.41	36.2%	9.15	36.7%
西南证券	1.58	-2.5%	1952.5%	0.46	-10.3%	-	20.49	34.1%	7.72	138.7%
西部证券	2.15	-10.3%	365.6%	0.97	16.5%	-	21.12	66.6%	6.85	121.6%
东北证券	2.40	4.2%	441.0%	0.70	34.5%	-	21.36	81.5%	6.70	240.9%

国海证券	1.73	-11.7%	332.1%	0.48	18.0%	-	16.20	145.7%	4.31	-
浙商证券	2.38	23.9%	49.3%	0.53	22.2%	230.0%	18.32	30.8%	5.17	26.6%
山西证券	1.31	38.8%	293.9%	0.38	-	-	14.19	59.8%	4.19	240.2%
华安证券	1.94	10.9%	216.9%	0.82	21.2%	1547.3%	16.04	78.3%	6.39	124.2%
太平洋	0.89	-47.9%	-	0.18	-72.6%	-	13.00	208.8%	4.41	-
华创证券	2.03	3.3%	18.2%	0.40	1.7%	-21.3%	15.98	47.3%	3.36	38.7%
江海证券	0.49	-61.9%	-	0.01	-97.2%	-	13.58	108.6%	5.00	-
第一创业	1.94	9.4%	63.7%	0.59	-17.2%	164.3%	12.27	28.6%	2.77	26.5%
华鑫证券	1.03	-22.3%	-18.6%	-0.01	-108.4%	-110.7%	7.35	10.1%	-0.12	-
可比合计	187.23	-6.2%	93.5%	68.37	-4.8%	276.2%	1667.19	38.8%	641.16	58.1%
长城证券	2.80	23.6%		0.88	16.4%					
红塔证券	1.73	8.3%		0.77	0.0%					
天风证券	1.80	95.9%		0.33	-					
南京证券	1.13	-54.2%		0.46	-54.6%					
国盛证券	0.61	-28.1%		-0.25	-					
华林证券	0.77	-3.6%		0.22	-68.4%					
合计	196.09	-6.0%		70.78	-5.1%					

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所；注：“-”代表基期为负。

表 2：证券行业主要业务跟踪指标（单位：亿元，%，点，亿份，亿股，pct）

	8月	7月	环比	同比	1-8月	累计同比
股基成交额	105,874	99,079	6.9%	42.8%	940,139	28.5%
日均成交额	4,812	4,308	11.7%	49.3%	5,811	29.7%
沪深300涨跌幅	-0.9%	0.3%	-1.2pct	+4.3pct	19.91%	+34.8pct
中债企业债总全价指数	88.2	88.1	0.2%	2.3%	-	-
资管新发产品份额	52.32	50	5.4%	-70.54%	799	-46.5%
两融余额	9,263	9,086	2.0%	8.0%	-	-
股票质押股数	6,063	6,126	-1.0%	-4.0%	-	-
IPO融资规模	252	446	-43.5%	425.0%	1301	27.2%
增发融资规模	289	1,100	-73.7%	-68.3%	4,381	-29.4%
债券承销规模	7,001	6,273	11.6%	46.1%	45,479	65.2%

资料来源：Wind，长江证券研究所

成本控制能力有所提升，管理费用率同比下滑。从 2019 年中报数据来看，随着权益市场回暖券商业绩向好，券商的员工激励亦随之有所提升，以职工薪酬为主的管理费用同比均有增加，增加幅度在 5%-40% 左右，但剔除其他收入后的管理费用率则整体有所下滑，下滑区间在 3-10 个百分点左右。

表 3：2019 年半年度上市券商经营业绩、管理费用（单位：亿元，%，pct）

	营业收入			归属净利润			管理费用			管理费用率		
	2019H	2018H	同比	2019H	2018H	同比	2019H	2018H	同比	2019H	2018H	同比
中信证券	217.9	199.9	9%	64.5	55.7	16%	80.6	76.0	6%	45.4%	48.4%	-3.0
国泰君安	140.9	114.6	23%	50.2	40.1	25%	55.9	49.5	13%	43.1%	45.3%	-2.2
海通证券	177.3	109.4	62%	55.3	30.3	82%	50.8	40.7	25%	38.8%	48.3%	-9.4
华泰证券	111.1	82.2	35%	40.6	31.6	28%	49.2	38.0	29%	46.8%	48.3%	-1.5
广发证券	119.4	76.1	57%	41.4	28.6	45%	46.2	37.2	24%	41.3%	49.0%	-7.7
招商证券	85.4	47.9	78%	35.0	18.1	94%	37.4	24.1	55%	46.2%	50.8%	-4.6
申万宏源	104.8	60.8	73%	32.0	20.7	55%	36.4	32.7	11%	45.9%	54.2%	-8.3
中国银河	73.7	43.1	71%	26.0	13.1	98%	33.6	23.4	44%	49.3%	54.7%	-5.4
国信证券	65.3	40.6	61%	26.0	11.6	124%	25.5	21.4	19%	40.2%	53.2%	-13.1
东方证券	80.8	42.8	89%	12.1	7.2	69%	28.0	26.9	4%	59.7%	76.1%	-16.4
光大证券	58.6	41.1	42%	16.1	9.7	66%	29.2	25.1	16%	50.3%	62.0%	-11.7
中信建投	59.1	52.6	12%	23.3	16.9	38%	29.0	27.3	6%	49.2%	52.2%	-3.0
方正证券	35.9	23.1	55%	7.6	2.1	271%	20.9	17.5	20%	62.1%	78.5%	-16.4
兴业证券	70.4	33.1	113%	13.3	6.9	94%	30.1	19.4	55%	59.9%	58.6%	1.3
长江证券	37.3	23.5	59%	10.9	3.8	188%	22.2	16.7	33%	60.7%	75.4%	-14.7
国元证券	15.9	11.1	43%	4.3	2.3	87%	7.6	7.3	4%	48.2%	67.4%	-19.2
东吴证券	26.7	15.4	74%	7.5	0.3	2758%	11.0	8.8	25%	50.4%	89.6%	-39.2
东兴证券	18.9	14.7	28%	8.6	5.8	50%	9.9	7.6	30%	52.7%	51.8%	0.9
财通证券	22.8	18.1	26%	7.3	5.8	25%	14.6	11.5	27%	64.3%	63.6%	0.6
国金证券	19.1	16.7	14%	6.2	5.0	25%	11.0	10.5	4%	57.4%	62.8%	-5.4
西南证券	17.1	14.2	21%	4.9	3.0	61%	10.2	7.8	31%	62.3%	55.3%	7.0
天风证券	18.1	13.5	35%	1.7	2.3	-28%	12.0	9.5	27%	76.4%	79.1%	-2.7
华西证券	20.0	13.6	47%	8.5	5.4	59%	8.6	6.4	33%	43.1%	47.7%	-4.7
西部证券	20.8	11.4	82%	4.6	2.5	84%	8.3	6.6	26%	47.9%	57.8%	-10.0
长城证券	17.4	13.8	26%	5.0	3.1	59%	10.1	8.1	24%	62.2%	62.5%	-0.3
东北证券	38.8	20.6	89%	5.9	2.5	137%	11.0	8.9	24%	55.9%	71.5%	-15.6
国海证券	18.6	9.9	89%	3.9	1.0	281%	8.8	6.6	34%	56.2%	78.1%	-21.9
浙商证券	26.8	17.6	52%	4.8	4.0	20%	9.7	7.7	26%	60.0%	61.4%	-1.4
山西证券	31.4	29.8	5%	4.3	1.1	288%	7.7	6.6	18%	57.0%	68.9%	-11.9
华安证券	14.4	8.1	77%	5.6	2.4	128%	5.6	4.4	25%	39.7%	57.1%	-17.4
南京证券	10.0	6.4	57%	3.8	1.9	106%	4.8	3.4	43%	48.2%	53.0%	-4.8
太平洋	10.7	4.9	118%	3.6	-1.1	-	5.9	5.3	10%	55.1%	109.0%	-53.9
第一创业	11.8	7.6	55%	2.1	0.7	189%	6.8	6.6	3%	58.9%	90.6%	-31.7
华林证券	4.5	5.0	-9%	1.8	1.9	-1%	2.6	2.9	-10%	57.0%	57.6%	-0.6
红塔证券	7.5	4.2	79%	2.9	0.8	252%	3.5	2.5	40%	47.0%	60.3%	-13.3
合计	1822.3	1255.8	45%	554.0	348.4	59%	751.2	619.8	21%	48.5%	55.3%	-6.8

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

投资经纪是盈利修复主要推手

资金业务推动证券行业盈利改善。2019 年上半年证券行业分别实现经纪、投行、资管、信用和投资业务收入 444.0、197.6、127.3、229.3 和 620.6 亿元，分别同比+22.1%、+22.0%、-8.3%、+103.1%和+110.0%，上半年股票市场回暖，市场交投活跃，投资业务大幅改善，是行业盈利增加的主要推手。分结构来看，投资业务跃升为行业最主要的收入来源，上半年经纪、投行、资管、信用和投资业务收入占比分别为 24.8%、11.0%、7.1%、12.8%和 34.7%，投资业务收入占比同比提升 11.3 个百分点，经纪业务收入占比则同比下滑 3.9 个百分点。

表 4：2019 年半年度行业分业务收入结构（单位：亿元，%，pct）

	2019H	2018H	2019H同比	2019H增量	增量占比
营业收入	1,789.4	1,265.7	41.4%	523.7	
净利润	666.6	328.6	102.9%	338.0	
收入结构					
经纪业务	444.0	363.8	22.1%	80.2	15.3%
投行业务	197.6	162.0	22.0%	35.6	6.8%
资管业务	127.3	138.9	-8.3%	-11.6	-2.2%
信用业务	229.3	112.9	103.1%	116.4	22.2%
投资业务	620.6	295.5	110.0%	325.1	62.1%
其他业务	170.5	192.6	-11.5%	-22.1	-4.2%
占比					
经纪业务	24.8%	28.7%	-3.9		
投行业务	11.0%	12.8%	-1.8		
资管业务	7.1%	11.0%	-3.9		
信用业务	12.8%	8.9%	3.9		
投资业务	34.7%	23.3%	11.3		
其他业务	9.5%	15.2%	-5.7		

资料来源：Wind，证券行业协会，长江证券研究所

分公司来看，2019 年上半年上市券商各项业务增量表现主要呈现以下特点：

- 1) 2019 年上半年市场交投回暖，上市券商经纪业务收入整体同比改善，但是中信证券、东方证券和兴业证券等机构客户占比较高的券商经纪收入增量为负或相对偏低，我们预计零售客户贡献交易量的边际增量大于机构客户。
- 2) 投行业务表现分化，上半年投行市场股弱债强，全能型券商受制于股权融资节奏收入有所承压，而以债券承销为主的中小券商收入同比回暖，具体来看，华西证券、第一创业投行收入同比增加 1.28、1.06 亿，华泰证券、广发证券则分别下滑 2.04、0.45 亿。
- 3) 资管业务收入整体仍有下滑，资管新规影响下预计券商资管规模或仍处于下滑通道；部分券商积极转型主动管理，资管结构调整有一定成效，从而带动资管收入修复，国泰君安、海通证券、华泰证券资管收入增量贡献分别为 2.4%、4.1%、7.6%。

4) 利息收入同比有大幅改善，主要系会计口径调整下，债权投资、其他债权投资利息收入由投资收益转入利息收入。

5) 投资业务是上市券商业绩增量主要贡献，大券商投资业务收入增量绝对值高于中小券商，但增量贡献占比不相上下，其中中信证券、山西证券、红塔证券投资收入增量贡献较高，分别占比 123.7%、203.5%、191.8%。

表 5：2019 年上半年上市券商分业务收入变动绝对数及占比（单位：亿元，%）

公司名称	分业务收入增量					分业务收入增量贡献				
	经纪业务	投行业务	资管业务	信用业务	投资业务	经纪业务	投行业务	资管业务	信用业务	投资业务
中信证券	-3.13	0.54	-2.45	4.46	22.26	-17.4%	3.0%	-13.6%	24.8%	123.7%
国泰君安	6.14	0.15	0.63	-2.20	14.89	23.3%	0.6%	2.4%	-8.3%	56.5%
海通证券	2.39	1.22	2.76	-1.67	39.78	3.5%	1.8%	4.1%	-2.5%	58.6%
华泰证券	3.82	-2.04	2.20	-0.42	18.70	13.2%	-7.0%	7.6%	-1.4%	64.7%
广发证券	3.35	-0.45	1.32	13.25	17.87	7.7%	-1.0%	3.1%	30.6%	41.3%
招商证券	3.15	0.69	-0.99	4.88	25.11	8.4%	1.8%	-2.6%	13.0%	66.9%
申万宏源	2.21	1.35	-1.71	6.36	7.68	5.0%	3.1%	-3.9%	14.4%	17.4%
中国银河	4.69	-0.78	-0.57	3.66	18.54	15.3%	-2.6%	-1.8%	12.0%	60.6%
国信证券	3.47	-0.69	-0.11	-1.37	21.80	14.0%	-2.8%	-0.5%	-5.5%	88.1%
东方证券	0.38	-0.47	-6.70	14.62	6.41	1.0%	-1.2%	-17.6%	38.5%	16.9%
光大证券	1.44	4.37	0.61	5.08	7.20	8.2%	25.0%	3.5%	29.1%	41.2%
中信建投	1.64	2.00	0.31	3.27	-0.40	25.6%	31.2%	4.9%	50.9%	-6.3%
方正证券	2.77	1.03	0.06	4.70	2.91	21.7%	8.1%	0.4%	36.8%	22.7%
兴业证券	0.41	-0.60	0.11	5.84	14.60	1.1%	-1.6%	0.3%	15.6%	39.1%
长江证券	1.43	1.52	-0.27	0.38	11.20	10.3%	11.0%	-1.9%	2.8%	81.0%
国元证券	0.59	0.59	0.05	3.24	0.76	12.4%	12.3%	1.0%	68.2%	16.0%
东吴证券	1.14	0.11	-0.03	5.50	5.21	10.0%	1.0%	-0.2%	48.2%	45.8%
东兴证券	0.48	1.02	0.21	6.64	-4.44	11.4%	24.4%	5.0%	159.2%	-106.5%
财通证券	0.83	0.62	1.52	-0.53	1.19	17.7%	13.3%	32.2%	-11.3%	25.3%
国金证券	0.55	0.64	-0.29	0.66	2.23	22.8%	26.8%	-12.3%	27.7%	93.2%
西南证券	0.54	-1.34	-0.30	1.71	1.54	18.5%	-45.5%	-10.4%	58.1%	52.3%
天风证券	-0.16	0.64	-0.02	0.10	3.38	-3.5%	13.7%	-0.4%	2.1%	72.5%
华西证券	1.29	1.28	-0.43	3.33	0.99	20.0%	19.9%	-6.7%	51.7%	15.4%
西部证券	1.02	0.50	-0.18	0.97	3.33	10.9%	5.4%	-1.9%	10.4%	35.7%
长城证券	0.50	-0.02	-0.09	0.95	1.79	13.7%	-0.4%	-2.3%	26.0%	49.1%
东北证券	0.65	0.89	-0.22	-1.10	6.80	3.5%	4.9%	-1.2%	-6.0%	37.3%
国海证券	0.27	0.65	0.63	6.00	-0.41	3.1%	7.4%	7.2%	68.5%	-4.7%
浙商证券	0.83	-0.41	0.02	0.08	3.10	9.1%	-4.5%	0.2%	0.9%	34.1%
山西证券	0.71	0.69	-0.05	-0.59	3.17	45.6%	44.4%	-3.2%	-37.8%	203.5%
华安证券	0.72	0.00	-0.03	1.19	4.27	11.4%	-0.1%	-0.5%	19.0%	68.2%
南京证券	1.14	0.42	0.01	1.62	0.45	31.2%	11.4%	0.2%	44.3%	12.5%
太平洋	0.09	-0.22	-0.32	-1.27	7.28	1.6%	-3.8%	-5.6%	-21.8%	125.5%
第一创业	0.18	1.06	0.70	-0.57	2.52	4.4%	25.2%	16.5%	-13.4%	59.7%

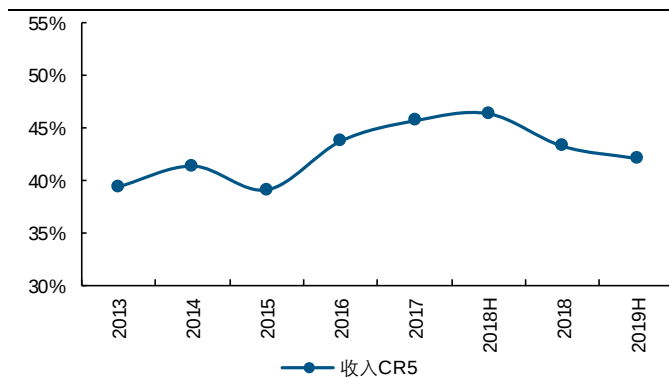
红塔证券	0.22	0.02	0.03	-3.25	6.39	6.7%	0.7%	1.0%	-97.6%	191.8%
------	------	------	------	-------	------	------	------	------	--------	--------

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

小券商高弹性推动集中度下行

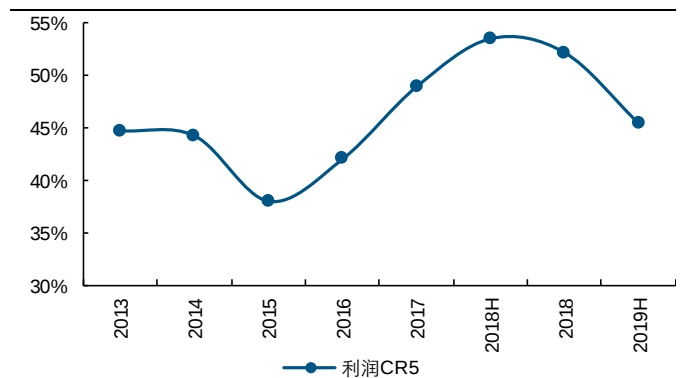
在我们前期报告《证券业见微知著系列 1：为何行业利润集中度得以提升？》中，我们指出 2016-2018 年行业集中度提升的核心逻辑在于中小券商过度扩张但是行业缺少良好的资产配置和业务方向环境下，资金和人力的投入并未有效兑现为利润，但是在上半年市场快速上涨环境下，权益市场的良好表现赋予部分公司资产配置的窗口期。我们以中信证券、国泰君安、华泰证券、海通证券和广发证券 5 家券商的合计经营数据与 36 家可比上市券商的合计经营数据之比来刻画行业集中度。不难发现 2018 年下半年部分中小券商有效把握投资资产配置窗口期实现投资业务收入良好增长，从而推动行业集中度进入下行通道；2019 年上半年在行业景气改善的背景下，由于中小券商经纪业务和投行业务的弹性优于头部券商，同时头部券商在今年上半年依然进行相对较大规模减值计提，从而推动行业集中度进一步下探，收入集中度和利润集中度分别环比下滑 1.2 和 6.7 个百分点至 42.1%、45.5%。

图 1：行业收入集中度变化（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

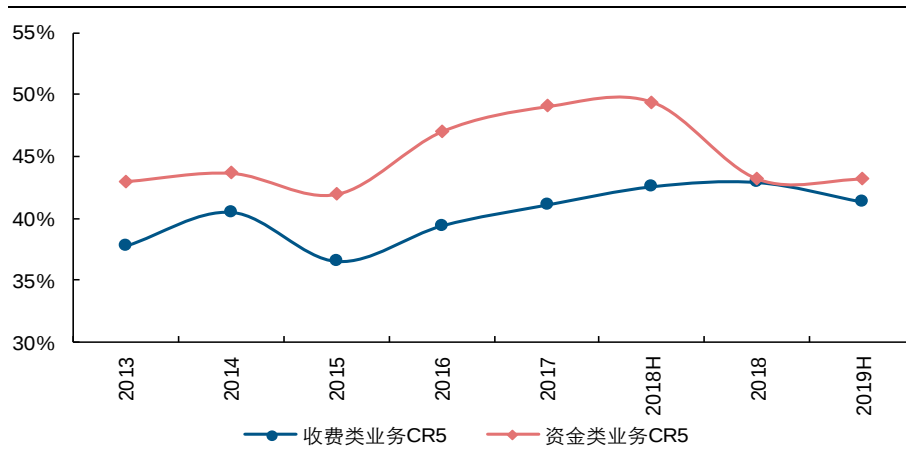
图 2：行业利润集中度变化（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

资金类业务集中度保持相对平稳，收费类业务集中度有所下滑。进一步的，我们把券商业务分为两类，包括收费类业务（经纪业务、投行业务和资管业务）和资金类业务（信用业务和投资业务），不难发现 2018 年下半年资金类业务集中度率先下滑，收费类业务集中度仍有小幅攀升，而 2019 年上半年，资金类业务集中度保持平稳，维持在 43.2%，主要系大型券商持续压缩信用业务规模的同时增加投资资产配置，信用、投资 CR5 分别变动-12.4、+6.9 个百分点；收费类业务集中度下滑 1.6 个百分点至 41.3%，主要系收费类业务竞争逐步加剧，经纪、投行、资管 CR5 分别变动-1.8、-2.9、+3.8 个百分点。

图 3：资金业务集中度相对平稳，牌照业务集中度有所下滑（单位：%）



资料来源：公司公告，Wind，长江证券研究所

资产配置结构逐步调整，风控和投资策略是关键

信用业务：两融不断创新，股质趋于谨慎

会计口径调整致使利息收入同比大增。上半年券商利息净收入均有大幅增加，主要系会计口径调整下债权投资、其他债权投资利息收入由投资收益转计入利息收入，剔除后中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券、广发证券利息净收入分别同比-13%、-40%、-20%、-33%、-127%。

表 6：2019 年半年度上市券商利息净收入（单位：亿元，%）

	利息净收入			调整后同比	
	2019H	2018H	同比	2019H	2019H
中信证券	13.8	9.3	48%	5.7	-13%
国泰君安	25.4	27.6	-8%	8.8	-40%
海通证券	22.5	24.2	-7%	3.2	-20%
华泰证券	12.7	13.1	-3%	3.9	-33%
广发证券	15.4	2.1	623%	15.9	-127%
招商证券	10.1	5.3	93%	7.9	-58%
申万宏源	14.0	7.7	83%	9.7	-44%
中国银河	16.3	12.6	29%	6.0	-18%
国信证券	8.0	9.4	-15%	2.7	-44%
东方证券	5.2	-9.4	-	14.6	-
光大证券	7.8	2.7	189%	4.1	37%
中信建投	8.1	4.9	67%	6.0	-57%
方正证券	6.9	2.2	218%	5.6	-41%
兴业证券	4.4	-1.4	-	5.5	-
长江证券	3.5	3.2	12%	1.2	-26%
国元证券	6.0	2.8	116%	3.9	-25%
东吴证券	2.1	-3.4	-	2.0	-

东兴证券	2.9	-3.8	-	5.9	-
财通证券	0.8	1.4	-39%	0.7	-88%
国金证券	3.7	3.1	22%	0.3	11%
西南证券	1.1	-0.6	-	2.7	-
华西证券	5.5	2.2	152%	0.0	152%
西部证券	1.0	0.0	2087%	0.6	792%
东北证券	-0.8	0.3	-353%	0.0	-353%
国海证券	2.9	-3.1	-	4.7	-
浙商证券	1.7	1.6	5%	0.0	5%
山西证券	-1.1	-0.5	-	0.7	-
华安证券	2.7	1.5	81%	1.5	-24%
南京证券	3.6	2.0	81%	2.1	-23%
太平洋	-2.0	-0.7	-	1.4	-
第一创业	-0.6	0.0	-	0.0	-

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所；注：“-”代表基期为负。

两融规模收缩推动利息收入减少，两融利率相对稳定略有分化。截至 2019 年 6 月末，行业两融余额为 9108 亿，同比-0.9%，较年初+20.5%。分公司来看，融出资金规模整体仍有下滑，下滑区间在 5%-10%左右，融出资金占净资产的比例在 30%-60%左右，规模收缩导致两融利息收入下滑，中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券和广发证券分别同比-15%、-21%、-8%、-11%和-27%。从两融利率来看，基本稳定在 7%-8%，各家公司同比变化略有分化，国信证券、方正证券等公司 2019 年两融利率略有上行，分别同比+0.8、+0.4 个百分点至 8.7%、8.3%，国金证券、广发证券则同比有所下滑。

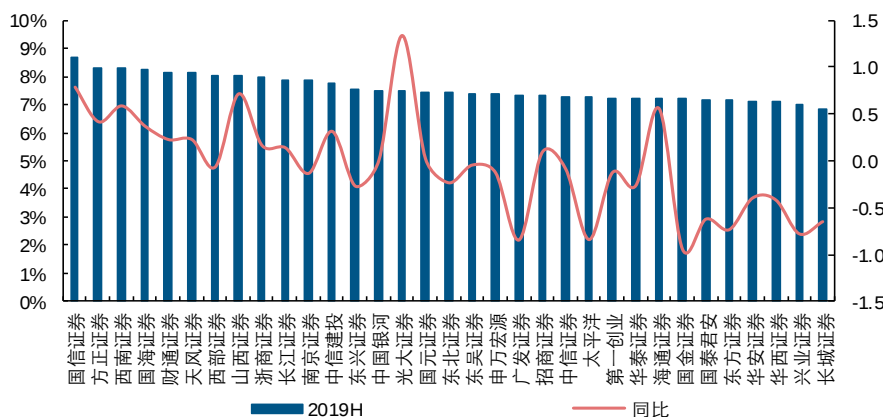
表 7：2019 年半年度上市券商两融利息收入和融出资金规模（单位：亿元，%，pct）

	两融利息收入			融出资金			融出资金/净资产		
	2019H	2018H	同比	2019H	2018H	同比	2019H	2018H	同比 (pct)
中信证券	22.4	26.2	-15%	644.9	676.7	-5%	40%	44%	-3.7
国泰君安	21.0	26.5	-21%	634.8	621.7	2%	46%	47%	-1.2
海通证券	18.5	20.2	-8%	521.0	588.7	-12%	38%	46%	-7.7
华泰证券	18.6	21.0	-11%	569.3	521.4	9%	48%	57%	-8.8
广发证券	16.3	22.3	-27%	487.6	553.3	-12%	52%	63%	-10.6
招商证券	16.6	20.3	-18%	490.1	524.9	-7%	60%	67%	-7.4
申万宏源	17.3	19.7	-12%	496.8	491.4	1%	61%	71%	-10.5
中国银河	18.4	21.4	-14%	531.5	536.5	-1%	77%	83%	-5.8
国信证券	12.9	15.1	-15%	343.9	351.3	-2%	64%	68%	-4.6
东方证券	3.9	4.8	-18%	115.0	123.1	-7%	22%	24%	-2.0
光大证券	12.0	11.3	5%	325.5	361.8	-10%	65%	72%	-7.4
中信建投	10.1	15.8	-36%	269.1	370.8	-27%	55%	77%	-22.5
方正证券	7.1	8.9	-21%	182.1	217.3	-16%	46%	57%	-10.3
兴业证券	6.6	7.1	-8%	200.7	186.0	8%	55%	52%	2.3

长江证券	6.5	8.4	-22%	181.8	197.7	-8%	66%	73%	-7.1
国元证券	4.2	4.9	-14%	124.0	124.0	0%	50%	50%	0.6
东吴证券	3.1	2.9	7%	97.3	74.9	30%	47%	37%	9.9
财通证券	3.0	3.8	-22%	78.3	85.7	-9%	39%	43%	-3.8
国金证券	2.5	2.7	-6%	74.7	70.4	6%	37%	37%	0.1
东兴证券	3.5	3.5	-1%	110.4	83.6	32%	55%	43%	12.5
西南证券	3.8	3.3	15%	97.2	82.5	18%	49%	42%	6.8
华西证券	3.2	3.4	-5%	99.0	87.4	13%	52%	48%	3.3
西部证券	1.6	2.0	-19%	43.7	44.8	-3%	25%	26%	-1.0
天风证券	1.2	-	-	44.4	25.0	78%	25%	14%	10.8
长城证券	3.0	3.0	0%	103.6	74.9	38%	62%	51%	10.2
东北证券	2.9	3.2	-10%	86.6	81.8	6%	53%	50%	3.2
浙商证券	2.7	2.9	-6%	77.7	68.1	14%	54%	51%	3.2
国海证券	1.8	2.2	-20%	47.4	50.3	-6%	33%	36%	-2.8
山西证券	1.8	1.9	-5%	52.4	49.9	5%	40%	38%	1.7
华安证券	1.9	2.9	-34%	57.7	64.1	-10%	44%	51%	-6.8
南京证券	1.6	2.1	-22%	45.4	47.9	-5%	42%	45%	-3.4
太平洋	0.9	1.0	-17%	25.2	27.2	-7%	24%	23%	1.2
第一创业	1.1	1.2	-14%	34.9	30.3	15%	38%	33%	4.9

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 4：2019 年半年度上市券商两融利率（单位：%、pct）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

融资融券、转融通业务全面创新，看好下半年两融业务增量贡献。在资本市场放松周期下，融资融券相关业务创新由点及面，涵盖科创板融券试点丰富券源、证金公司下调转融资费率、交易所拟将两融标的扩大至 1600 只等；展望下半年，随着相关政策的落地和科创板的成熟，预计将进一步带动融资融券业务的发展。目前头部券商两融市占率较高，在 4%-6% 左右，在融券业务上的优势更为显著，经简单测算中信证券、国泰君安、

海通证券、华泰证券、广发证券融券市占率分别为 6.5%、9.8%、3.5%、15.8%、5.6%¹，合计占比高达 41.2%。未来券源丰富、机构客户撮合能力较强的头部券商，或将更为受益于两融业务创新。

表 8：2019 上半年融资融券及转融通相关政策汇总

发布时间	发布方	政策/文件名称	政策要点
2019-4-30	上交所、证金公司、中证登	发布《科创板转融通证券出借和转融券业务实施细则》	主要包括：一是明确科创板证券出借及转融券业务的标的证券范围；二是扩大券源；三是提高科创板证券出借、科创板转融券业务效率；四是提高市场化水平、降低业务成本；五是明确经中国证监会批准，中证金融可将自有或依法筹集的证券出借给证券公司，供其用于做市与风险对冲，相关事项另行规定。
2019-6-21	证监会	发布《公开募集证券投资基金参与转融通证券出借业务指引（试行）》	主要包括：一是明确公募基金参与出借业务的基本原则以及业务参与各方的主体责任；二是明确公募基金参与出借业务的定义和性质；三是规定具体的产品类型及投资比例，强化流动性风险管控，并要求基金管理人加强信用风险以及关联交易管理；四是明确相关估值核算、信息披露、法律文件等方面的要求。
2019-8-7	证金公司	将下调转融资费率	证金公司决定自8月8日起，整体下调转融资费率80BP，其中，182天期费率由4.3%下调至3.5%，91天期费率由4.6%下调至3.8%，28天期费率由4.7%下调至3.9%，14天和7天期费率由4.8%下调至4%。
2019-8-9	证监会	拟将两融标的扩大至1600只	证监会新闻发言人常德鹏表示，指导交易所出台融资融券实施细则，做出较大幅度优化，将两融标的扩大至1600只。

资料来源：证监会，证金公司，上交所，中证登，证券时报网，长江证券研究所

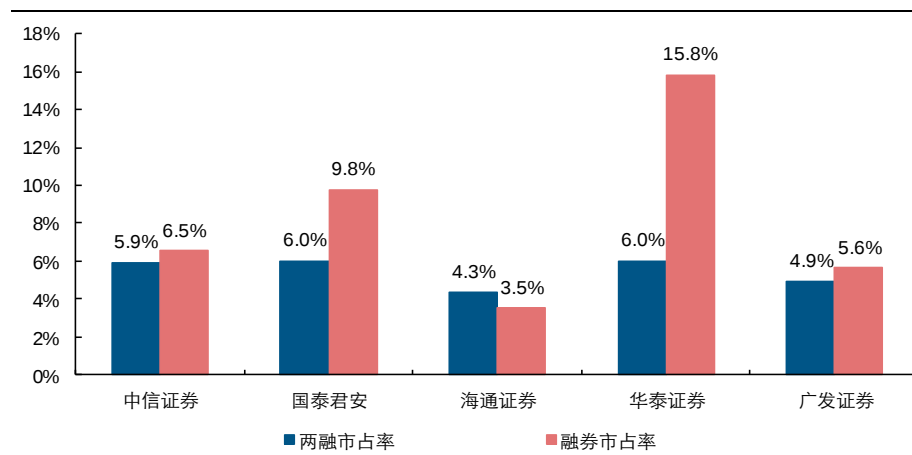
表 9：2019 年半年度头部券商融券业务规模（单位：亿元，%）

	2019H规模				2019H占比		
	融券	交易性	其他权益	转融通	交易性	其他权益	转融通
中信证券	5.78	1.66	-	4.13	29%	-	71%
国泰君安	8.63	1.26	7.33	0.05	15%	85%	1%
海通证券	3.12	3.07	-	0.04	99%	-	1%
华泰证券	13.99	12.98	-	1.01	93%	-	7%
广发证券	4.99	4.19	0.00	0.80	84%	0%	16%

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

¹ 根据公司半年报披露融券规模与 6 月末全市场融券余额测算。

图 5：头部券商两融市占率和融券市占率（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

股票质押业务趋于谨慎，规模收缩而利率价格水涨船高。信用风险暴露使得券商客观认识股票质押业务的潜在风险，在主动收缩现有业务规模的同时，新增客户的融资利率出现大幅提升。截至 2019 年 6 月末，行业质押股数为 6135 亿股，同比-1.8%，较年初-3.3%。分公司来看，表内股票质押规模下滑区间在 20%-50%左右，占净资产的比例下滑至 20%-40%左右。客户准入门槛提升背景下股票质押利率水涨船高，其中山西证券、华西证券股权质押利率提升幅度较大，分别同比+2.0、+1.7 个百分点至 8.0%、7.3%。

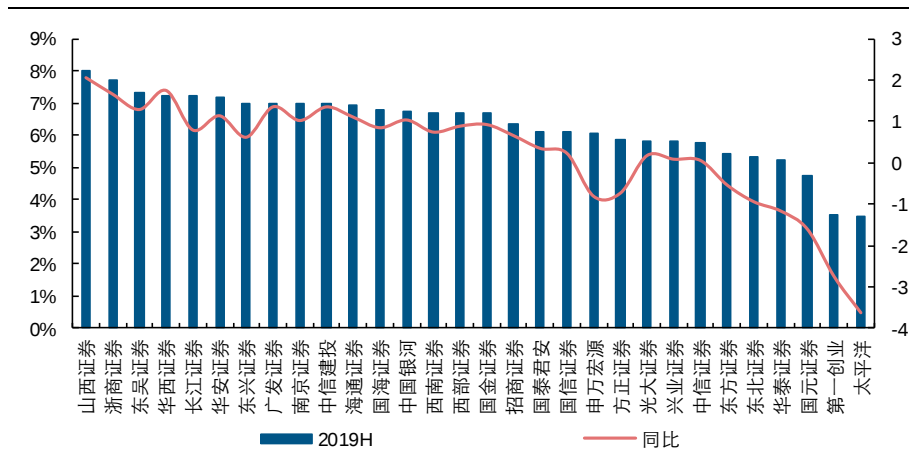
表 10：2019 年半年度上市券商股权质押利息收入和表内股票质押规模（单位：亿元，%，pct）

	股权质押利息收入			表内股票质押			表内股票质押/净资产		
	2019H	2018H	同比	2019H	2018H	同比	2019H	2018H	同比 (pct)
中信证券	11.8	19.6	-40%	436.8	594.3	-26%	27%	39%	-11.4
国泰君安	11.1	19.1	-42%	339.9	555.0	-39%	24%	42%	-17.4
海通证券	18.4	21.5	-15%	505.5	733.6	-31%	37%	57%	-20.0
华泰证券	5.8	14.1	-59%	158.1	400.6	-61%	13%	44%	-30.4
广发证券	6.6	7.5	-12%	151.3	263.3	-43%	16%	30%	-13.7
招商证券	6.5	8.9	-27%	177.6	316.3	-44%	22%	40%	-18.8
申万宏源	11.5	14.6	-21%	323.2	522.6	-38%	39%	76%	-36.2
中国银河	11.7	11.1	6%	317.9	409.1	-22%	46%	63%	-17.0
国信证券	9.1	11.6	-22%	282.9	385.8	-27%	52%	75%	-22.7
东方证券	7.1	9.0	-21%	228.6	273.2	-16%	43%	53%	-9.4
光大证券	4.7	5.7	-17%	114.5	214.1	-47%	23%	43%	-20.0
中信建投	5.2	4.1	26%	161.1	159.4	1%	33%	33%	-0.4
方正证券	1.6	3.1	-48%	50.2	82.1	-39%	13%	21%	-8.6
兴业证券	4.9	8.1	-39%	130.2	253.8	-49%	35%	71%	-35.8
长江证券	2.8	4.6	-41%	81.1	122.1	-34%	29%	45%	-15.7
国元证券	2.0	2.7	-25%	75.0	91.5	-18%	31%	37%	-6.2
东吴证券	4.9	5.3	-7%	123.3	173.0	-29%	59%	85%	-25.7
财通证券	1.0	1.1	-11%	27.2	-	-	13%	-	-

国金证券	1.5	1.2	26%	22.3	32.9	-32%	11%	17%	-6.2
东兴证券	2.7	2.7	-2%	65.1	89.1	-27%	32%	45%	-12.9
西南证券	0.5	0.5	-11%	14.4	16.1	-11%	7%	8%	-1.0
华西证券	1.8	1.4	29%	62.1	48.2	29%	32%	27%	5.7
西部证券	0.3	1.0	-73%	4.9	26.2	-81%	3%	15%	-12.2
天风证券	1.0	-	-	28.1	-	-	16%	-	-
长城证券	0.1	-	-	1.7	13.6	-87%	1%	9%	-8.3
东北证券	1.7	2.0	-14%	62.7	52.1	20%	38%	32%	6.7
浙商证券	1.9	1.4	34%	49.0	48.3	1%	34%	36%	-2.0
国海证券	2.7	2.2	22%	74.3	83.4	-11%	52%	59%	-7.7
山西证券	0.6	0.8	-34%	12.1	26.7	-55%	9%	20%	-11.2
华安证券	1.5	1.5	3%	44.8	50.9	-12%	34%	41%	-6.2
南京证券	0.9	0.6	36%	26.0	20.6	26%	24%	19%	4.5
太平洋	0.9	2.7	-68%	46.5	74.8	-38%	44%	63%	-18.7
第一创业	0.3	1.1	-68%	17.4	27.5	-37%	19%	30%	-11.2

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 6：2019 年半年度上市券商股质利率（单位：%、pct）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

信用风险有所缓释，减值计提相对充分，关注下半年减值压力修复带来的成本降低空间。

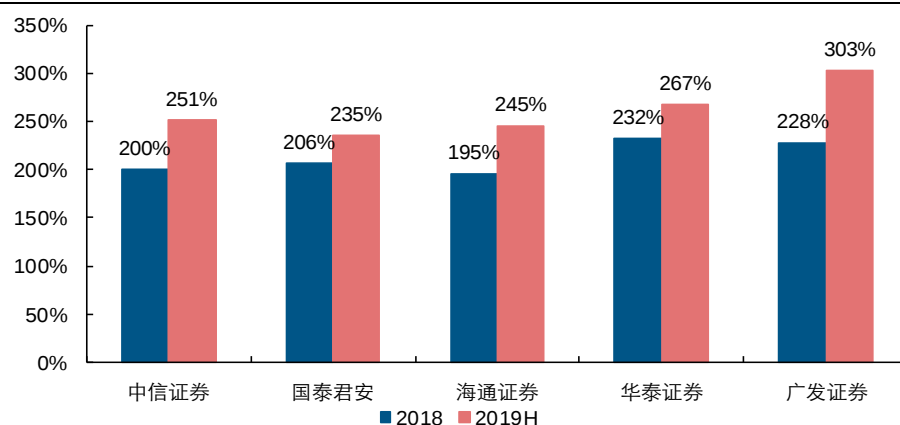
今年权益市场有所回暖，上半年券商资产减值损失规模整体环比下降，股票质押信用风险有所缓释，对比头部券商 2018 年末和 2019H 的股票质押维持担保比例，皆有显著提升，且处于安全范围内；与此同时股票质押减值计提比例则不降反增，一方面系非 A+H 券商使用新会计准则下预期损失减值模型，另一方面系上市券商趋于谨慎，更加注重风控，计提较为充分的减值准备。考虑到去年下半年由于权益市场震荡和信用风险频发，上市券商计提了较高的资产减值损失，致使券商业绩处于历史较低水平，下半年市场相对平稳下成本端或由减值损失科目贡献较高弹性。

表 11：2018-2019H 上市券商资产减值损失规模（单位：亿元，%）

	2018H1	2018H2	2019H1	环比		2018H1	2018H2	2019H1	环比
中信证券	7.0	14.8	5.2	-65%	财通证券	-0.1	2.2	-0.1	-104%
国泰君安	4.7	5.1	4.9	-3%	国金证券	0.0	1.9	-0.1	-103%
海通证券	7.0	9.2	10.6	15%	西南证券	2.4	1.3	0.5	-62%
华泰证券	0.6	8.0	1.5	-82%	天风证券	0.0	0.7	1.5	116%
广发证券	1.0	2.1	4.6	124%	华西证券	0.1	0.6	0.2	-65%
招商证券	1.2	0.0	-0.3	-2658%	西部证券	1.7	3.2	2.8	-11%
申万宏源	0.9	5.2	2.7	-48%	长城证券	0.9	0.7	0.0	-96%
中国银河	2.1	1.9	0.2	-89%	东北证券	0.5	6.3	1.0	-84%
国信证券	3.9	4.4	3.2	-26%	国海证券	0.2	1.5	1.3	-14%
东方证券	1.0	0.6	4.7	710%	浙商证券	-0.7	0.3	0.1	-72%
光大证券	1.9	4.9	3.5	-27%	山西证券	0.6	0.4	0.4	6%
中信建投	2.6	9.0	-1.0	-111%	华安证券	0.1	0.5	1.2	125%
方正证券	1.7	3.0	3.3	11%	南京证券	0.6	0.0	0.1	-1701%
兴业证券	0.8	6.1	-0.8	-114%	太平洋	-0.2	9.5	-0.3	-103%
长江证券	0.5	2.6	0.0	-102%	第一创业	0.2	1.8	2.1	17%
国元证券	0.5	1.1	2.6	142%	华林证券	0.2	0.0	-0.1	-318%
东吴证券	0.4	7.4	0.3	-96%	红塔证券	0.5	0.4	0.0	-104%
东兴证券	0.1	1.9	-0.9	-148%					

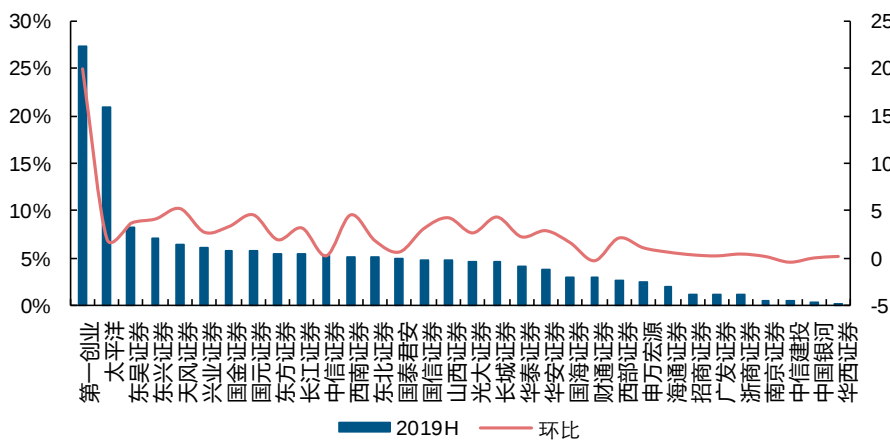
资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 7：从头部券商股质维持担保比例来看信用风险有所缓释（单位：%）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

图 8：2019H 上市券商股票质押减值计提比例（单位：%、pct）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

投资业务：权益策略丰富，固收规模扩容

上半年股债市场均向好，投资资产和投资收益均有大幅增加。上半年股债市场均有良好表现，券商投资资产随之扩容，增加幅度在 20%-50% 左右。从投资收入来看，国信证券、中国银河、招商证券、海通证券弹性较大，分别为 743%、715%、258%、227%，中信证券、国泰君安、华泰证券弹性较弱或主要系积极运用多元化投资策略，钝化投资业务弹性；上市券商投资收益率则约在 4.5%-9.0% 左右，同比增加 1.0-3.0 个百分点。

图 9：2019 年至今沪深 300 和创业板指涨跌幅（单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 10：2019 年至今中债企业债总全价指数涨跌幅（单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 12：2019 年半年度上市券商投资收入和投资资产规模（单位：亿元，%，pct）

	投资收入			投资收益率			投资资产		
	2019H	2018H	同比	2019H	2018H	同比 (pct)	2019H	2018H	同比
中信证券	74.7	53.3	40%	4.8%	4.4%	0.4	3198.0	2476.8	29%
国泰君安	46.1	30.8	50%	4.2%	4.1%	0.1	2468.3	1628.0	52%
海通证券	60.0	18.3	227%	5.5%	2.3%	3.2	2289.6	1775.4	29%
华泰证券	47.1	25.3	86%	4.9%	3.6%	1.3	2332.9	1481.2	58%
广发证券	42.2	25.0	69%	4.5%	3.1%	1.4	1915.2	1656.2	16%

招商证券	34.6	9.7	258%	4.3%	1.7%	2.5	1746.9	1156.1	51%
申万宏源	29.7	21.7	37%	4.3%	4.1%	0.1	1432.3	1143.6	25%
中国银河	21.2	2.6	715%	4.3%	0.7%	3.6	1040.0	783.6	33%
国信证券	25.2	3.0	743%	5.3%	1.0%	4.3	978.1	680.2	44%
东方证券	19.7	15.0	31%	2.9%	2.5%	0.4	1418.4	1216.1	17%
光大证券	20.1	13.1	54%	5.2%	3.4%	1.8	745.6	779.7	-4%
中信建投	15.0	15.4	-3%	3.1%	3.9%	-0.9	1071.9	847.1	27%
方正证券	7.4	4.5	64%	2.1%	1.4%	0.7	673.5	695.5	-3%
兴业证券	24.0	10.1	139%	6.9%	2.9%	4.0	682.2	739.3	-8%
长江证券	16.0	5.0	219%	8.0%	3.1%	5.0	417.9	335.0	25%
国元证券	3.5	2.9	21%	2.1%	1.9%	0.2	353.2	312.4	13%
东吴证券	10.1	4.7	117%	4.8%	2.1%	2.7	454.1	423.7	7%
东兴证券	5.5	9.6	-42%	2.5%	4.1%	-1.6	465.8	494.3	-6%
财通证券	12.1	9.7	25%	9.3%	7.9%	1.4	270.4	256.1	6%
国金证券	5.7	3.5	64%	6.2%	4.6%	1.5	195.4	177.4	10%
西南证券	9.9	8.0	23%	5.6%	5.0%	0.6	369.4	331.2	12%
天风证券	7.5	4.1	82%	5.4%	3.3%	2.0	287.0	252.5	14%
华西证券	6.6	5.6	18%	6.7%	6.1%	0.6	247.7	194.9	27%
西部证券	9.5	6.1	54%	6.8%	5.0%	1.8	263.2	250.5	5%
长城证券	7.4	5.5	35%	6.0%	5.4%	0.6	262.5	244.5	7%
东北证券	12.3	5.5	124%	7.7%	4.6%	3.1	324.3	246.9	31%
国海证券	5.7	6.2	-7%	3.8%	6.6%	-2.8	409.9	185.5	121%
浙商证券	6.2	3.1	102%	5.4%	3.6%	1.8	249.6	188.1	33%
山西证券	9.3	6.2	51%	6.7%	6.3%	0.4	274.0	228.6	20%
华安证券	6.5	2.1	207%	6.0%	2.6%	3.5	211.6	205.2	3%
南京证券	1.6	1.0	56%	3.5%	3.8%	-0.3	103.6	65.2	59%
太平洋	9.7	2.4	300%	9.6%	2.5%	7.1	173.4	185.6	-7%
第一创业	5.0	2.4	110%	6.5%	3.6%	3.0	151.4	139.6	9%
华林证券	1.3	1.3	-5%	6.0%	8.0%	-2.0	53.7	24.4	120%

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所；注：投资收入=投资收益+公允价值变动损益，投资收益率=投资收入/期初期末投资资产均值。

股票、债券投资均有扩容，基金投资有所分化。受益于权益市场大幅改善，上半年上市券商股票投资亦有显著增加，增加幅度在 10%-200%左右，其中方正证券、天风证券、国金证券股票资产环比增幅分别高达 1653%、967%、737%，中信证券、华泰证券等大型券商增长则相对稳健。由于上半年债券市场良好表现，上市券商债券资产有一定扩容，扩容幅度在 10%-50%左右，占净资产的比重则在 50%-200%左右。目前基金资产占净资产的比重在 10%-30%左右，个股同比增速有一定分化。

表 13：2019 年半年度上市券商投资资产结构（单位：亿元，%，pct）

	股票			债券			基金			2019H规模/净资产		
	2018	2019H	环比	2018	2019H	环比	2018	2019H	环比	股票	债券	基金
中信证券	455.5	555.9	22%	1,855.0	1,833.9	-1%	107.5	135.3	26%	35%	115%	8%
国泰君安	271.0	386.3	43%	1,109.8	1,451.0	31%	399.7	446.4	12%	28%	105%	32%
海通证券	328.8	362.4	10%	1,190.2	1,295.3	9%	183.9	188.4	2%	26%	94%	14%
华泰证券	171.5	219.0	28%	991.7	1,702.8	72%	227.5	288.7	27%	19%	144%	24%
广发证券	172.3	176.3	2%	1,245.4	1,185.2	-5%	226.0	301.7	33%	19%	127%	32%
招商证券	274.7	174.2	-37%	1,106.3	1,312.6	19%	82.9	150.3	81%	21%	159%	18%
申万宏源	109.3	110.4	1%	935.5	889.2	-5%	160.3	216.3	35%	13%	108%	26%
中国银河	155.4	159.4	3%	588.8	735.8	25%	127.7	87.7	-31%	23%	106%	13%
国信证券	63.1	126.9	101%	658.8	695.4	6%	102.2	96.3	-6%	24%	129%	18%
东方证券	157.4	175.5	11%	950.0	1,008.6	6%	105.7	119.0	13%	33%	191%	23%
光大证券	85.0	85.9	1%	405.3	351.6	-13%	120.0	116.0	-3%	17%	70%	23%
中信建投	55.1	77.0	40%	580.4	721.2	24%	48.5	42.4	-13%	16%	147%	9%
方正证券	3.5	60.6	1653%	551.9	498.4	-10%	51.8	18.9	-63%	15%	127%	5%
兴业证券	56.9	94.0	65%	485.3	440.5	-9%	113.5	77.0	-32%	26%	120%	21%
长江证券	21.1	59.3	181%	265.7	274.7	3%	46.9	18.3	-61%	21%	99%	7%
国元证券	5.4	6.4	19%	257.5	287.6	12%	25.1	8.6	-66%	3%	117%	4%
东吴证券	10.8	54.1	399%	270.1	278.0	3%	35.5	46.5	31%	26%	133%	22%
财通证券	8.2	8.8	7%	87.7	95.0	8%	118.1	113.7	-4%	4%	47%	56%
国金证券	4.1	34.1	737%	90.6	122.8	35%	18.0	5.4	-70%	17%	61%	3%
东兴证券	40.5	49.4	22%	265.0	317.4	20%	57.9	46.5	-20%	25%	158%	23%
西南证券	28.3	54.8	94%	248.7	262.1	5%	37.1	34.9	-6%	28%	132%	18%
华西证券	3.2	11.9	269%	98.0	174.8	78%	35.1	39.0	11%	6%	91%	20%
西部证券	2.7	7.8	188%	255.3	224.4	-12%	22.5	7.2	-68%	4%	126%	4%
天风证券	4.3	45.7	967%	142.0	155.7	10%	23.5	7.6	-68%	26%	87%	4%
长城证券	5.5	0.6	-89%	159.5	183.5	15%	20.1	16.0	-20%	0%	109%	10%
东北证券	32.9	32.9	0%	221.5	228.3	3%	31.6	28.0	-11%	20%	140%	17%
浙商证券	6.7	9.3	40%	187.5	212.5	13%	9.0	1.5	-83%	6%	147%	1%
国海证券	5.0	7.1	41%	186.7	384.4	106%	9.3	10.9	17%	5%	268%	8%
山西证券	18.1	18.4	1%	156.4	157.8	1%	3.2	5.2	63%	14%	121%	4%
华安证券	6.8	7.2	5%	133.8	169.4	27%	71.4	24.8	-65%	6%	130%	19%
南京证券	3.2	4.3	34%	69.8	93.9	35%	0.7	1.5	121%	4%	87%	1%
太平洋	12.2	8.8	-28%	140.3	153.5	9%	11.3	6.0	-47%	8%	146%	6%
第一创业	6.0	5.5	-9%	122.8	123.8	1%	9.2	8.5	-8%	6%	135%	9%

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所；注：股票为交易性金融资产中股票和其他权益工具投资的合计，

债券为交易性金融资产中债券、债权投资、其他债权投资的合计，基金为交易性金融资产中的基金。

债券投资策略或将进一步丰富。非 A+H 券商 2019 年全部实行新会计准则，在新会计准则下债券资产计量方式较为灵活。不同于计入 FVTOCI 的股票资产处置收益无法计入利

润表，计入 FVTOCI 的债券资产票息计入利息收入，处置收益则可计入利润表，同时又避免了利润表因公允价值变动而有较大波动。目前上市券商 65%左右的债券资产计入交易性金融资产，30%左右计入其他债权投资，5%计入债权投资。其中，东北证券、浙商证券、第一创业债券资产全部计入交易性金融资产，南京证券、广发证券、东方证券更多计入其他债权投资，国海证券、光大证券则较高比例计入债权投资。在合适的杠杆和交易策略下，债券投资收益或可达到较高水平，未来券商债券投资策略或将逐步丰富。

表 14：上市券商债券投资资产结构（单位：%）

	2018				2019H		
	交易-债券	可供-债券	其他债权投资	债权投资	交易-债券	其他债权投资	债权投资
中信证券	80%	0%	20%	0%	80%	20%	0%
华泰证券	83%	0%	1%	16%	89%	1%	11%
国泰君安	65%	0%	35%	0%	64%	36%	0%
招商证券	61%	0%	38%	2%	69%	29%	1%
海通证券	87%	0%	13%	1%	87%	10%	2%
广发证券	31%	0%	64%	6%	22%	75%	4%
东方证券	26%	0%	65%	8%	25%	67%	8%
申万宏源	65%	0%	24%	11%	61%	27%	12%
中国银河	62%	0%	29%	9%	70%	28%	2%
中信建投	52%	0%	48%	0%	57%	43%	0%
国信证券	79%	21%	0%	0%	81%	19%	0%
方正证券	50%	50%	0%	0%	36%	64%	0%
兴业证券	47%	53%	0%	0%	50%	50%	0%
国海证券	46%	54%	0%	0%	28%	30%	42%
光大证券	60%	0%	21%	19%	47%	32%	21%
东兴证券	19%	81%	0%	0%	18%	81%	1%
国元证券	3%	97%	0%	0%	35%	62%	3%
东吴证券	84%	16%	0%	0%	73%	26%	0%
长江证券	85%	15%	0%	0%	88%	12%	0%
西南证券	99%	1%	0%	0%	53%	47%	0%
东北证券	83%	17%	0%	0%	100%	0%	0%
西部证券	94%	6%	0%	0%	92%	5%	3%
浙商证券	84%	16%	0%	0%	100%	0%	0%
长城证券	86%	14%	0%	0%	84%	14%	3%
华西证券	45%	55%	0%	0%	33%	67%	0%
华安证券	99%	1%	0%	0%	68%	28%	4%
山西证券	69%	31%	0%	0%	80%	20%	0%
天风证券	99%	1%	0%	0%	84%	6%	10%
太平洋	91%	9%	0%	0%	94%	6%	0%
第一创业	88%	12%	0%	0%	100%	0%	0%
国金证券	85%	15%	0%	0%	84%	12%	4%
财通证券	97%	3%	0%	0%	57%	40%	3%

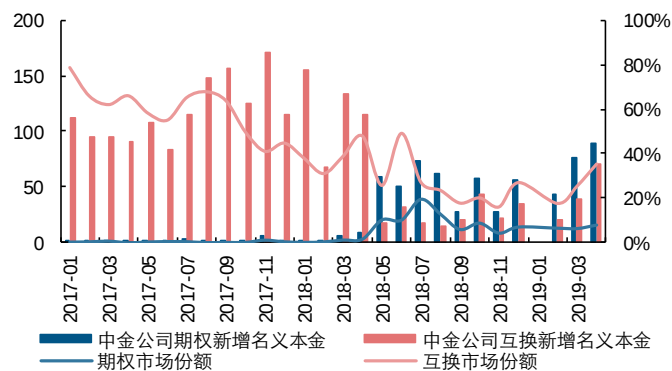
南京证券	16%	84%	0%	0%	8%	92%	0%
合计	64%	10%	22%	4%	64%	31%	4%

资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

头部券商通过衍生品业务和科创板跟投丰富权益投资策略。随着衍生金融工具的逐步丰富部分券商开始通过股指期货、场外期权等产品优化自营策略,中金公司和中信证券较早开始布局场外期权业务,中信建投、华泰证券则在 2018 年 8 月拿到一级交易商资格后开始追赶,逐步缩小与中信证券和中金公司的差距,截至 2019 年 4 月末中信证券、中金公司、中信建投、华泰证券单月新增场外期权名义本金的规模市占率分别为 14.9%、7.8%、9.1%、15.0%。随着未来金融衍生品的创新,我们预期以客需为基础的衍生品业务将成为券商资产配置的重要路径。

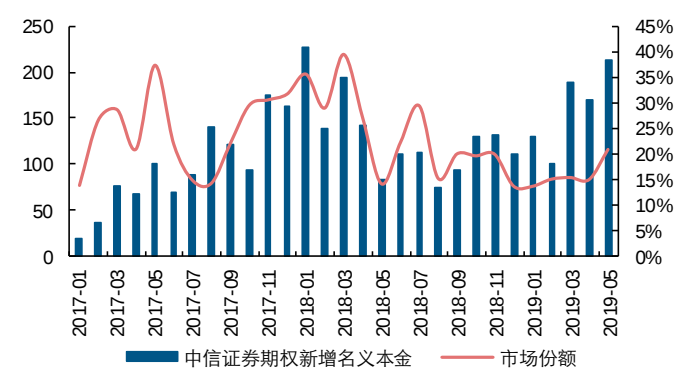
跟投业务方面,大型券商因有较多保荐项目,跟投规模亦显著大于中小券商,跟投规模占权益类资产比例在 0.5%-16% 左右,占净资产比例在 0.1%-1.4% 左右。经过简单测算,截至 8 月末,部分上市券商跟投浮盈已经较为明显,中信建投、中信证券浮盈规模较大,分别为 3.25、3.28 亿元;整体来看,跟投浮盈占营业收入比例在 0.5%-3.0% 左右,利润贡献在 1%-13% 左右。

图 11: 中金公司互换/场外期权市占率处于领先梯队 (单位: 亿元, %)



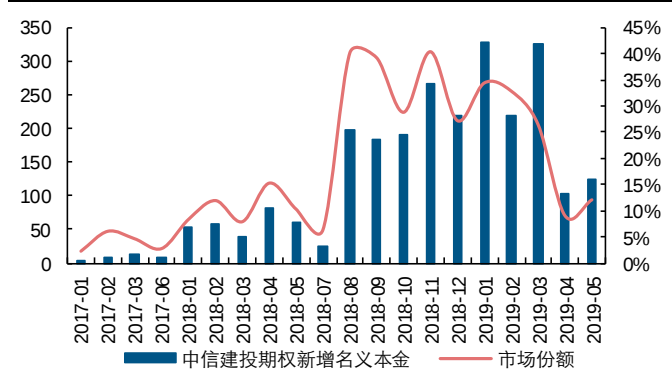
资料来源: Wind, 中证场外衍生品市场, 长江证券研究所

图 12: 中信证券场外期权业务市占率在 15%-20% 左右 (单位: 亿元, %)



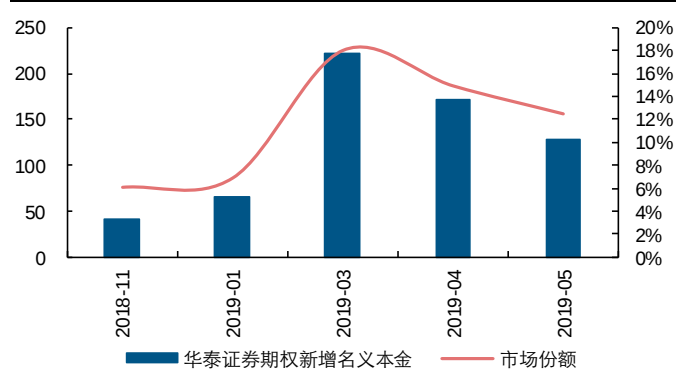
资料来源: Wind, 中证场外衍生品市场, 长江证券研究所

图 13: 中信建投场外期权业务市占率快速提升 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 中证场外衍生品市场, 长江证券研究所

图 14: 华泰证券亦开始发力场外期权业务 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 中证场外衍生品市场, 长江证券研究所

表 15：上市券商科创板跟投规模及跟投浮盈（单位：亿元，%）

公司名称	募集资金	跟投规模	跟投浮盈	收入弹性	利润弹性	跟投规模/权益类资产	跟投规模/净资产
中金公司	234.77	5.73	1.88	1.4%	5.4%	11.3%	1.4%
中信建投	140.95	4.64	3.25	3.0%	10.5%	12.2%	1.0%
中信证券	229.10	4.35	3.28	0.9%	3.3%	1.6%	0.3%
华泰证券	103.17	3.24	2.03	1.5%	3.9%	6.4%	0.8%
国泰君安	90.00	2.49	1.63	0.7%	2.3%	1.0%	0.2%
海通证券	57.97	2.00	1.25	0.5%	2.2%	1.0%	0.2%
国信证券	56.66	1.85	1.29	1.3%	3.8%	1.2%	0.4%
招商证券	39.65	1.46	0.57	0.5%	1.3%	1.2%	0.2%
广发证券	17.45	0.87	0.00	0.0%	0.0%	0.5%	0.1%
光大证券	16.48	0.79	0.00	0.0%	0.0%	0.9%	0.2%
兴业证券	17.39	0.78	0.76	1.2%	13.2%	1.3%	0.2%
华安证券	12.99	0.65	0.00	0.0%	0.0%	7.4%	0.5%
东兴证券	16.33	0.60	0.62	1.9%	6.2%	1.4%	0.3%
南京证券	17.49	0.60	1.00	8.1%	42.3%	16.1%	0.6%
中国银河	10.00	0.40	0.00	0.0%	0.0%	0.3%	0.1%
天风证券	111.80	0.33	0.00	0.0%	0.0%	1.6%	0.2%
申万宏源	5.20	0.26	0.68	0.4%	1.6%	0.2%	0.0%
国金证券	4.52	0.23	0.00	0.0%	0.0%	0.8%	0.1%
山西证券	4.50	0.23	0.00	0.0%	0.0%	1.5%	0.2%
长江证券	18.91	0.17	0.00	0.0%	0.0%	0.4%	0.1%
东方证券	2.76	0.14	0.00	0.0%	0.0%	0.2%	0.0%
红塔证券	0.00	0.00	0.00	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
太平洋	0.00	0.00	0.00	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
东吴证券	0.00	0.00	0.00	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

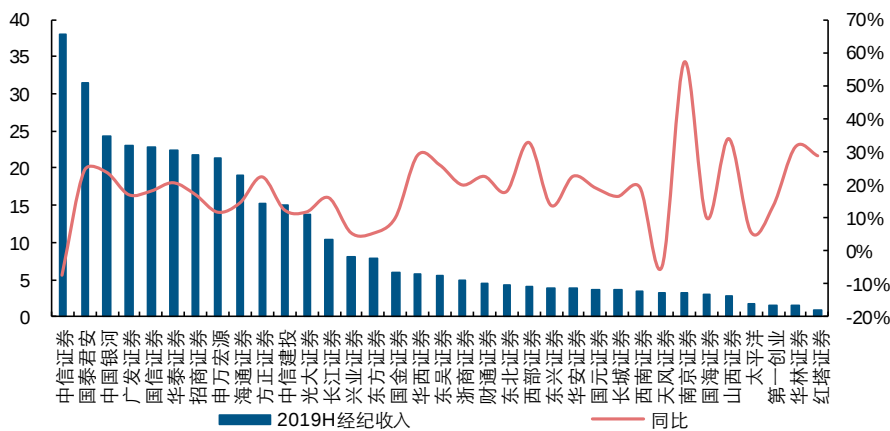
资料来源：Wind，长江证券研究所；截至 2019 年 8 月 30 日，含联席承销。

市场向好收费业务复苏，竞争激烈转型迫在眉睫

经纪业务：盈利率先修复，转型财富管理

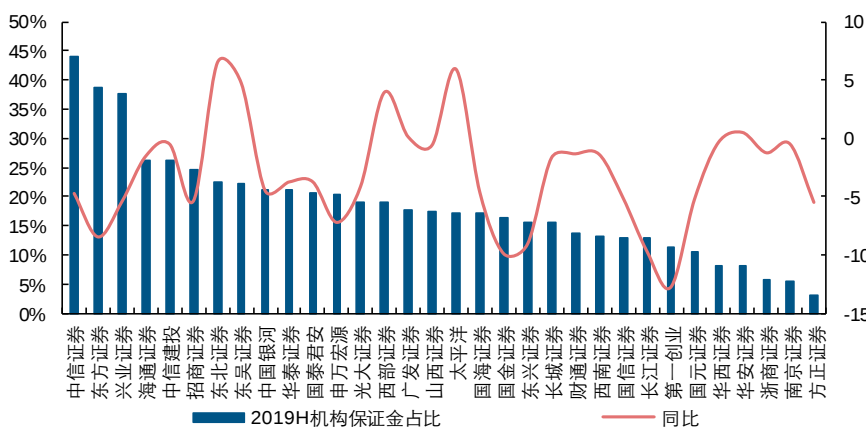
市场交投活跃经纪业务率先修复。上半年随着市场交投明显提升，行业经纪业务收入同比+22.1%；分公司看，经纪收入增幅在 5%-25%左右，其中南京证券、山西证券、西部证券等传统区域、以零售客户为主的券商收入增速较高，分别同比+57%、+34%、+33%，而以机构客户为主的中信证券、兴业证券、东方证券经纪收入弹性较弱，分别同比-8%、+5%、+5%。同时从客户保证金的视角来看，机构客户保证金占比较去年同期有一定下滑，下滑区间在 1-9 个百分点左右，主要系市场向好环境下零售客户交易资产弹性较大。

图 15：2019 年半年度上市券商经纪收入（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

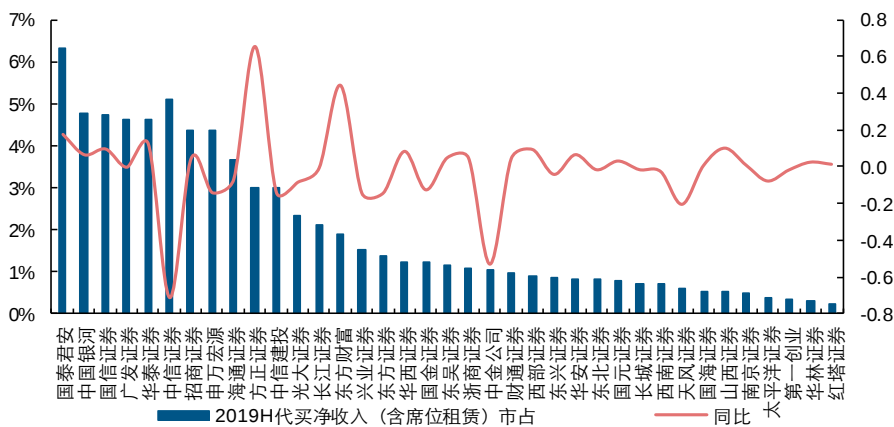
图 16：2019 年半年度上市券商机构客户保证金占比（单位：%、pct）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

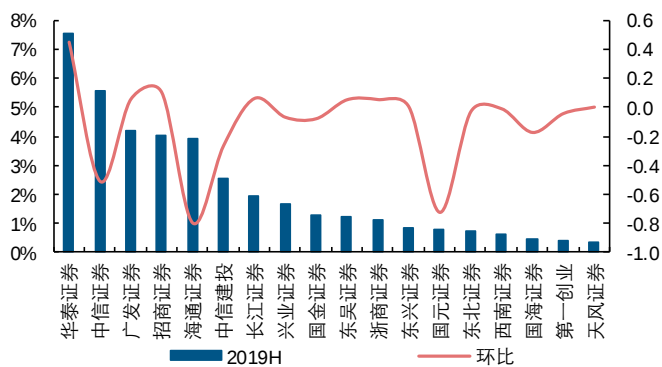
竞争激烈佣金率仍有下行压力。经纪业务竞争依然激烈，中信证券、申万宏源、中信建投、海通证券等大券商代买净收入（含席位租赁）市占率分别下滑 0.71、0.14、0.14、0.07 个百分点至 5.1%、4.4%、3.0%、3.7%，国泰君安、华泰证券、国信证券收入市占率则分别提升 0.18、0.12、0.10 个百分点至 6.3%、4.6%、4.7%。从简单测算的股基市占率来看，华泰证券股基市占率环比提升 0.45 个百分点至 7.5%，仍处行业第一位，而中信证券、海通证券等大型券商以及国元证券、国海证券、国金证券、兴业证券等传统区域券商市占率则均有一定幅度下行。激烈竞争下佣金费率亦有小幅下行，或主要系低费率客户增加。

图 17：2019 年半年度上市券商经纪收入市占率（单位：%、pct）



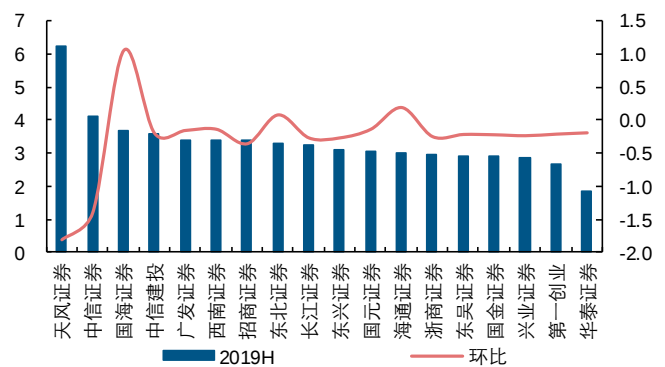
资料来源：Wind，证券行业协会，长江证券研究所

图 18：部分券商股基市占率有所下滑（单位：%、pct）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

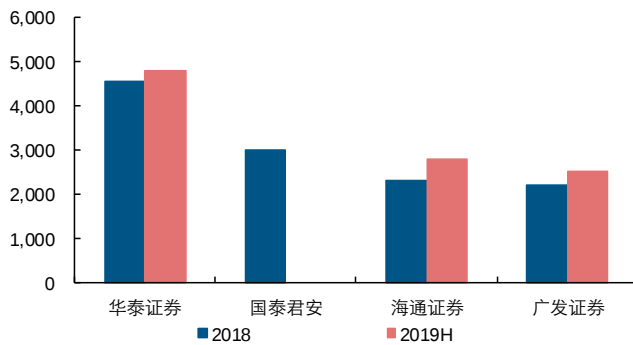
图 19：上市券商净佣金率整体略有下滑（单位：万分之）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

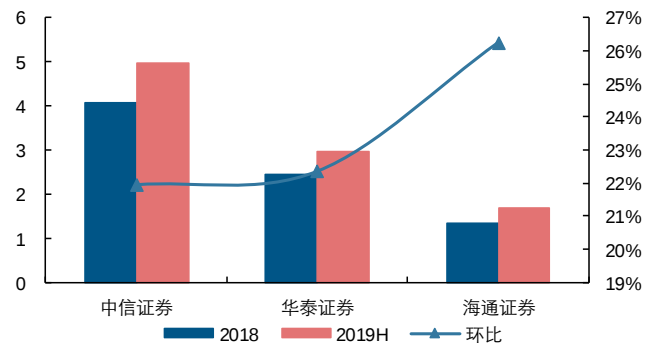
财富管理的转型路径各有侧重。在经纪业务竞争逐步从增量竞争过渡至存量竞争的背景下，券商通过转型财富管理突围，从转型路径来看每家公司竞争策略各有倚重，包括金融科技运用、考核导向调整、组织架构优化等。首先，加大 IT 投入，利用金融科技搭建以客户为中心的移动端财富管理平台，当前华泰证券、国泰君安、海通证券、广发证券等头部券商手机 APP 客户数均已突破 2000 万人；其次，过往考核体系注重客户数量和佣金收入，部分公司倾斜至客户保有资产规模考核，以全新激励机制推动投顾人员投身财富管理转型，2019 年上半年中信证券、华泰证券、海通证券托管客户资产规模分别为 5.0、3.0、1.7 万亿；业务架构的变化势必会带来公司组织架构的调整，部分券商从上到下转变组织架构理顺财富管理业务脉络，中信证券、兴业证券、银河证券将经纪业务总部更名为财富管理部，华泰证券则将经纪业务的职能并入网络金融部。

图 20: 头部券商手机 APP 客户数均已突破 2000 万 (单位: 万人)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所; 华泰证券为涨乐财富通累计下载量。

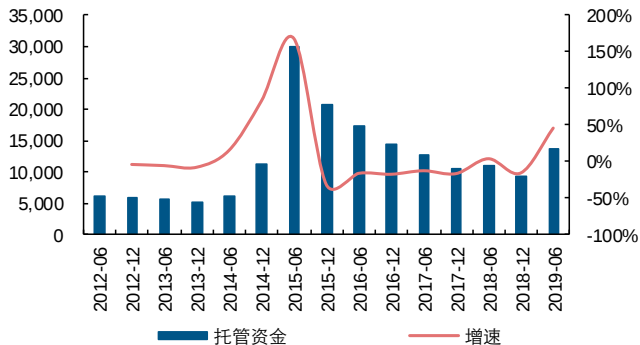
图 21: 头部券商托管客户资产规模增幅在 20% 以上 (单位: 万亿元)



资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

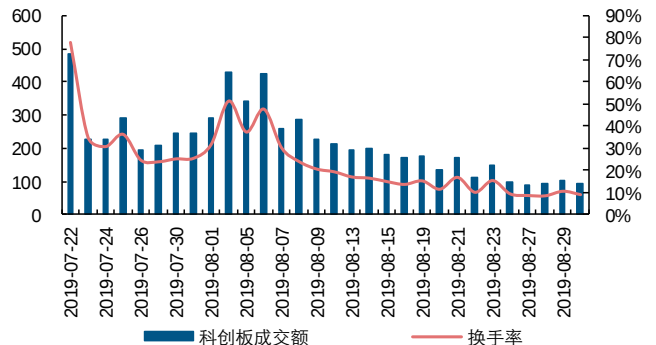
当前市场资金充裕, 整体活跃度较高, 为全年业绩增长奠定基础。截至 2019 年 6 月末, 证券行业托管资金达到 1.37 万亿, 较 2018 年末增加 46%, 绝对规模与 2014、2016 年的水平相近, 增速也仅次于 2014H2、2015H1 的水平, 上市券商客户保证金较 2018 年末增幅在 25%-60% 左右, 科创板推出后日平均换手率保持在 10% 左右, 市场资金相对充裕, 整体活跃度较高, 在为券商上半年业绩贡献主要增量的同时, 亦为全年经纪收入增长奠定基础。

图 22: 2012-2019 年证券行业托管资金规模及增速 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 证券业协会, 长江证券研究所

图 23: 科创板成交额及换手率 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

表 16: 2012-2019H 上市券商客户保证金规模 (单位: 亿元, %)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018H	2018	2019H	环比
中信证券	348	452	1,018	1,505	1,344	999	1,304	978	1,222	25%
国泰君安	361	362	866	1,328	933	692	758	660	881	33%
海通证券	370	404	808	1,290	1,041	838	830	719	904	26%
华泰证券	298	264	702	1,284	927	673	679	595	832	40%
广发证券	343	316	715	1,181	857	650	640	584	821	40%
招商证券	301	267	577	887	676	511	564	489	642	31%
申万宏源	352	331	609	1,328	897	636	646	603	804	33%
中国银河	397	365	784	1,180	904	648	674	567	830	46%

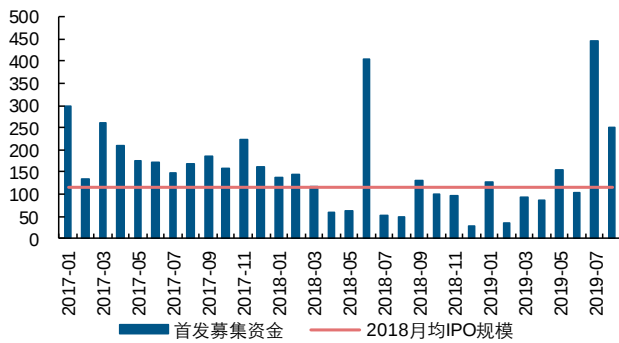
国信证券	256	222	487	813	532	386	392	325	500	54%
东方证券	109	109	218	432	357	282	278	321	359	12%
光大证券	218	217	405	711	552	409	427	358	463	29%
中信建投	232	197	435	720	567	414	433	350	529	51%
方正证券	99	88	200	472	308	236	228	200	269	34%
兴业证券	90	93	217	347	312	236	284	264	336	27%
长江证券	114	109	223	351	279	226	256	213	289	36%
国元证券	75	71	132	232	165	134	142	126	175	38%
东吴证券	67	63	136	240	196	141	150	138	221	60%
东兴证券	59	51	108	160	121	93	100	74	120	62%
财通证券	48	48	102	203	153	102	115	103	143	39%
国金证券	49	43	108	224	162	106	122	114	127	11%
西南证券	47	43	107	191	133	99	102	87	118	36%
天风证券	14	14	26	42	48	60	85	55	73	33%
华西证券	87	81	168	256	175	131	134	122	173	42%
西部证券	59	57	115	203	147	105	100	90	131	46%
长城证券	58	60	125	204	162	108	117	101	151	50%
东北证券	66	62	119	198	155	115	119	106	146	39%
国海证券	64	61	109	160	125	112	105	87	121	38%
浙商证券	49	48	112	204	148	102	109	94	145	54%
山西证券	59	72	120	158	114	123	112	84	106	26%
华安证券	50	46	92	156	108	95	91	80	118	47%
南京证券	53	48	89	143	94	71	70	64	97	52%
太平洋	17	15	38	54	43	50	39	32	53	67%
第一创业	21	17	44	81	61	54	62	48	71	48%
华林证券	27	23	50	69	52	47	46	37	54	46%
红塔证券	21	19	33	48	36	26	-	21	34	60%

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

投行业务：债承表现靓丽，重视专业能力

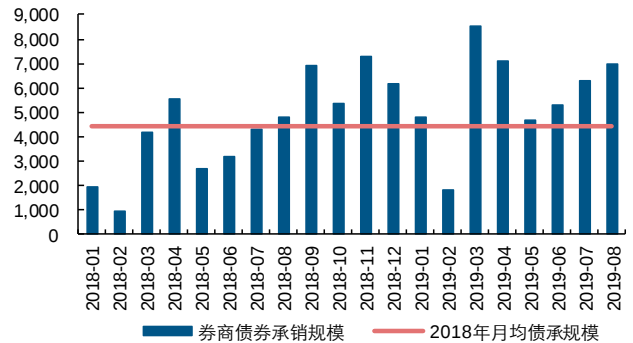
投行业务有所分化，债承规模普遍大增。上半年投行市场股弱债强，上市券商投行收入整体有所分化，华西证券、第一创业等中小券商因业绩基数较低、业务结构以债券承销为主，投行收入分别同比大幅增加 245%、192%；中信证券、国泰君安、海通证券等大型券商投行收入增速相对稳健，分别同比+3%、+1%、+8%，债权承销规模分别同比+74%、+92%、+89%提供支撑，华泰证券、广发证券投行收入分别-25%、-8%，主要系股权融资受制于发行节奏有所承压，下半年随着科创板项目发行上市或将有所改善。

图 24: 2019H 证券行业 IPO 承销规模整体低于去年均值 (单位: 亿元)



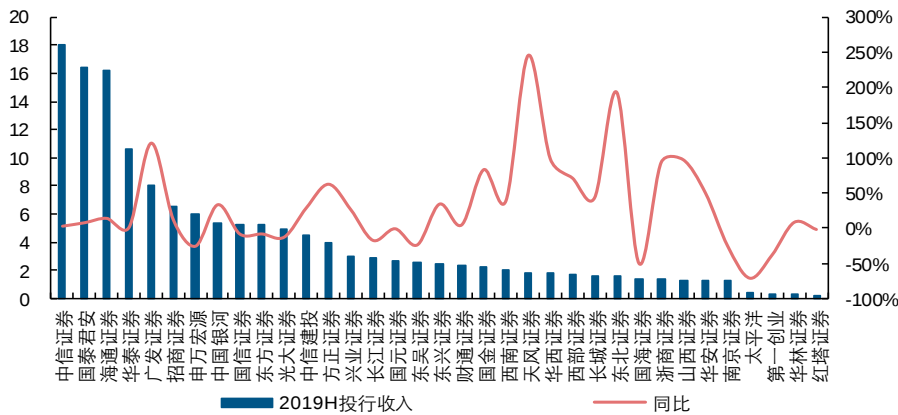
资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 25: 2019H 证券行业债券承销规模整体高于去年均值 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 26: 2019 年半年度上市券商投行收入 (单位: 亿元, %)



资料来源: Wind, 公司公告, 长江证券研究所

表 17: 2019 年半年度上市券商投行业务规模 (单位: 亿元, %)

	2019H			2018H			同比		
	IPO	再融资	债券	IPO	再融资	债券	IPO	再融资	债券
中信证券	151	372	4,515	80	431	2,595	90%	-14%	74%
中信建投	49	428	4,026	93	493	2,142	-48%	-13%	88%
招商证券	45	23	1,796	28	97	1,445	58%	-76%	24%
长江证券	35	0	294	3	56	92	980%	-	220%
东兴证券	28	31	207	8	77	205	231%	-60%	1%
国泰君安	17	107	1,806	29	170	939	-40%	-37%	92%
国信证券	13	11	506	34	226	374	-61%	-95%	35%
申万宏源	13	8	650	0	108	257	-	-92%	153%
光大证券	12	6	1,465	0	0	830	-	-	77%
华西证券	12	13	155	0	14	139	-	-9%	11%
国金证券	11	94	144	0	30	226	-	209%	-37%
海通证券	11	77	1,715	17	87	909	-38%	-12%	89%

东北证券	10	0	78	6	9	14	87%	-	465%
广发证券	10	187	1,080	21	86	352	-50%	116%	207%
东方证券	10	532	681	8	101	335	22%	429%	103%
西部证券	10	16	74	5	0	92	101%	-	-19%
国元证券	7	29	64	15	14	57	-57%	99%	13%
财通证券	5	0	128	0	18	66	-	-	95%
华泰证券	4	331	1,560	85	708	813	-95%	-53%	92%
国海证券	4	25	71	0	18	10	-	36%	649%
山西证券	3	43	179	5	52	119	-37%	-18%	51%
长城证券	3	10	269	5	20	172	-41%	-51%	56%
兴业证券	0	7	418	18	8	411	-	-7%	2%
西南证券	0	0	60	0	9	77	-	-	-22%
东吴证券	0	5	256	5	8	112	-	-32%	130%
太平洋	0	11	35	0	0	16	-	-	117%
方正证券	0	0	60	0	22	108	-	-	-45%
第一创业	0	4	62	4	5	32	-	-12%	90%
华安证券	0	15	12	0	0	25	-	-	-54%
中国银河	0	17	359	12	43	479	-	-61%	-25%
浙商证券	0	0	127	27	14	83	-	-	53%
南京证券	0	3	50	0	9	20	-	-71%	151%
天风证券	0	0	485	0	11	223	-	-	117%

资料来源：Wind，长江证券研究所；注：数据根据 Wind 整理。

头部券商投行项目储备丰富，科创板将推动投行更加注重专业能力。从投行业务储备项目来看，头部券商更具优势，其中科创板项目（含未上市和联席承销）超过 10 家的券商主要有中信建投、中信证券等大券商，中小券商科创板项目整体偏少，更多是跟随参与的角色。科创板试点注册制将引导投行回归资产定价和销售本源，未来在科创板的投行业务竞争中，将不再是投行单一业务牌照的竞争，而将是直投、投行、研究、销售、另类一体化的竞争。

表 18：上市券商投行项目储备（单位：个）

	IPO	再融资	并购重组	科创板		IPO	再融资	并购重组	科创板
中信建投	40	28	4	12	西部证券	6	0	0	0
中信证券	31	31	4	11	山西证券	5	7	1	1
广发证券	30	4	0	4	浙商证券	5	3	0	0
国金证券	21	6	1	1	方正证券	5	5	0	0
招商证券	20	9	1	4	第一创业	4	2	0	0
海通证券	19	12	1	3	财通证券	4	2	1	0
东兴证券	17	10	1	1	华创证券	3	6	0	0
光大证券	15	4	2	2	东北证券	2	0	1	0
国信证券	14	13	1	6	国海证券	2	0	1	0

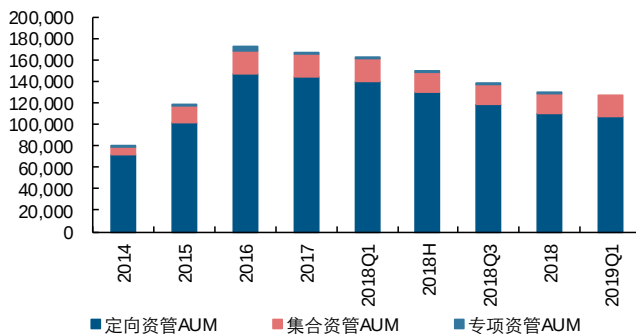
国泰君安	13	7	1	7	华安证券	2	0	0	2
华泰证券	12	19	3	6	中国银河	1	3	0	1
兴业证券	12	8	1	2	南京证券	1	1	1	1
安信证券	11	6	0	0	西南证券	0	0	0	0
申万宏源	9	8	3	1	太平洋	0	1	0	1
国元证券	9	1	0	0	东方证券	0	6	0	1
东吴证券	9	2	1	1	长江证券	0	4	0	2
兴业证券	12	8	1	2	南京证券	1	1	1	0

资料来源: Wind, 证监会, 长江证券研究所; 截至 2019 年 8 月 30 日, 科创板含联席承销。

资管业务: 整体仍有承压, 发力主动管理

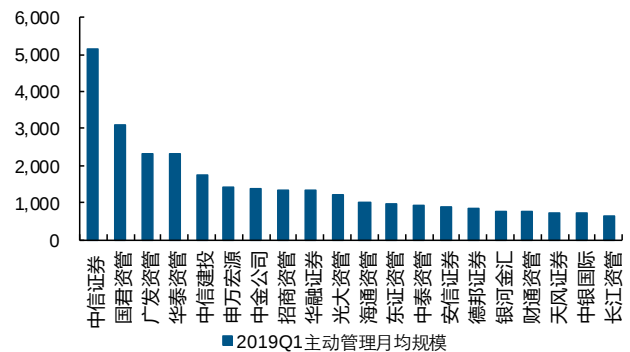
资管新规之下资管规模仍处下行通道, 结构调整已有明显成效。资管新规之下资管规模仍有下滑, 2019 年一季度末行业资管规模降至 13.3 万亿, 较年初-0.6%, 降幅显著收窄, 其中以通道业务为主的定向资管规模持续下滑 1.8%至 10.8 万亿。压缩通道业务的同时, 券商积极转型主动管理, 资管结构有所调整, 经历一年多的调整现已初具成效。集合资管规模自 2017Q2 开始下滑以来首度环比为正, 2019Q1 环比+3.8%至 1.99 万亿。

图 27: 证券行业资管规模降幅收窄 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 基金行业协会, 长江证券研究所

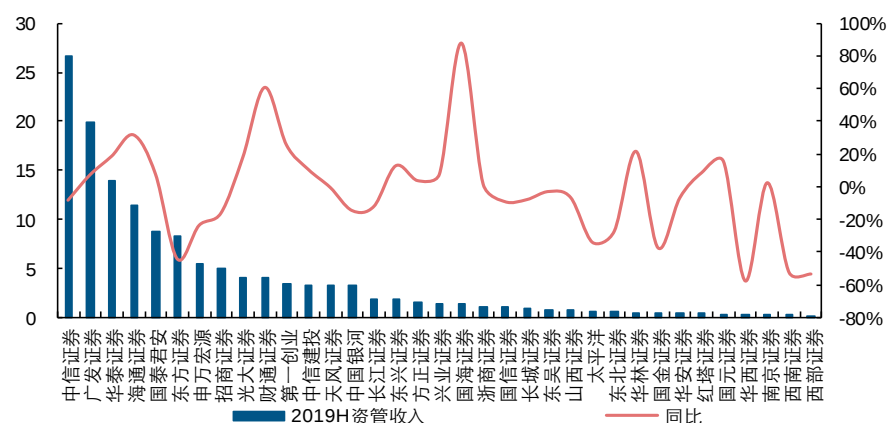
图 28: 2019Q1 券商主动管理月均规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 基金行业协会, 长江证券研究所

资管收入整体仍有承压, 部分券商集合资管修复推动收入增加。上市券商资管收入有所分化, 国泰君安、海通证券、华泰证券资管收入分别同比+8%、+32%、+19%, 而中信证券、东方证券则分别同比-8%、-45%。从资管规模来看, 定向资管规模持续下滑, 下滑幅度在 10%-30%左右, 而集合资管和专项资管规模则有所分化, 国泰君安、海通证券、华泰证券集合资管分别较年初+23%、+26%、+27%, 为资管收入增长提供一定支撑, 考虑到目前多家公司已拿到大集合整改的批文, 预计集合类规模将进一步修复。

图 29：2019 年半年度上市券商资管收入（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

表 19：2019 年半年度上市券商资管业务规模（单位：亿元，%）

	2019H				2018				环比			
	集合	定向	专项	合计	集合	定向	专项	合计	集合	定向	专项	合计
中信证券	1,179	11,782	8	12,969	1,339	12,079	13	13,431	-12%	-2%	-42%	-3%
华泰证券	1,427	6,708	1,054	9,189	1,128	5,827	813	7,768	27%	15%	30%	18%
国泰君安	852	6,321	464	7,637	690	6,368	449	7,507	23%	-1%	3%	2%
中信建投	412	5,617	576	6,605	302	5,808	413	6,522	37%	-3%	40%	1%
招商证券	913	4,791	564	6,268	1,314	5,133	565	7,012	-31%	-7%	0%	-11%
广发证券	1,493	1,538	335	3,366	1,715	1,772	257	3,743	-13%	-13%	30%	-10%
光大证券	778	1,997	361	3,136	775	2,425	398	3,598	0%	-18%	-9%	-13%
海通证券	773	2,036	270	3,079	611	2,171	162	2,944	26%	-6%	67%	5%
方正证券	388	1,863	344	2,595	340	2,094	404	2,838	14%	-11%	-15%	-9%
中国银河	626	1,732	70	2,428	489	1,999	75	2,563	28%	-13%	-6%	-5%
长城证券	90	1,526	402	2,018	92	1,735	329	2,156	-3%	-12%	22%	-6%
第一创业	37	1,764	15	1,816	41	2,053	10	2,103	-10%	-14%	55%	-14%
东吴证券	116	1,090	553	1,759	153	1,413	404	1,970	-24%	-23%	37%	-11%
国信证券	272	1,264	164	1,700	226	1,130	153	1,509	21%	12%	7%	13%
天风证券	598	374	589	1,561	643	669	287	1,599	-7%	-44%	105%	-2%
浙商证券	511	802	5	1,318	528	851	3	1,383	-3%	-6%	56%	-5%
国金证券	31	983	263	1,277	29	1,092	317	1,438	6%	-10%	-17%	-11%
长江证券	453	623	133	1,208	665	492	75	1,231	-32%	27%	77%	-2%
财通证券	692	455	25	1,172	674	468	25	1,167	3%	-3%	1%	0%
国海证券	96	988	34	1,117	80	1,198	36	1,314	19%	-18%	-7%	-15%
东方证券	440	485	160	1,085	424	593	128	1,145	4%	-18%	24%	-5%
太平洋	205	743	24	972	215	876	16	1,106	-5%	-15%	55%	-12%
华西证券	185	502	222	909	119	605	200	925	55%	-17%	11%	-2%
华安证券	73	789	-	862	55	951	-	1,006	32%	-17%	-	-14%

国元证券	159	578	21	758	166	632	2	801	-5%	-9%	771%	-5%
西南证券	134	403	55	592	142	464	43	649	-6%	-13%	27%	-9%
东北证券	122	366	10	497	115	366	13	494	6%	0%	-23%	1%
山西证券	73	263	98	435	48	269	88	405	52%	-2%	12%	7%
西部证券	46	340	18	405	56	370	36	462	-18%	-8%	-49%	-12%
南京证券	4	299	-	304	3	337	-	340	36%	-11%	-	-11%

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所

资本市场改革由点及面，重视证券行业配置价值

资本市场改革逐步推进，创新业务或有望推动行业盈利能力中枢抬升。自去年 10 月，证券行业迈入新一轮监管周期，以科创板为核心的投行领域、以融资融券为核心的信用领域、以期货期权为核心的衍生品领域以及对外开放等相关领域均有一定程度的放松和创新，资本市场改革逐步由点及面。9 月 10 号，证监会进一步明确全面深化资本市场改革的 12 个方面重点任务，未来券商业务创新和改革可期。虽然创新业务所带来的收入和利润贡献仍有待时间检验，但是随着前端监管赋予行业更多新业务契机，有望推动行业盈利能力中枢逐步抬升。

表 20：2019 上半年证券行业相关政策汇总

业务类别	发布时间	发布方	文件/事件
投行	2019-3-4	上交所	上发布《上海证券交易所科创板企业上市推荐指引》和《上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答》，明确了科创板企业上市推荐工作和16条审核规范，把科创板的正式实施再向前推进一步。
	2019-4-16	上交所	发布《科创板股票发行与承销业务指引》，其中指出，采用超额配售选择权发行股票数量不得超过首次公开发行股票数量的15%；科创板保荐机构使用自有资金承诺认购的规模为发行人首次公开发行股票数量的2%-5%。
	2019-6-20	证监会	就修改《上市公司重大资产重组管理办法》公开征求意见，主要内容包括：一是拟取消重组上市认定标准中的“净利润”指标。二是拟将“累计首次原则”的计算期间缩短至36个月。三是促进创业板公司不断转型升级，拟支持符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市。四是拟恢复重组上市配套融资，引导社会资金向具有自主创新能力的高科技企业集聚。
	2019-8-13	上交所	上交所发行上市服务中心业务副总监彭义刚在“2019西普会”上表示，科创板主要聚焦6大战略新兴行业，但是传统行业中致力于推动互联网、大数据、云计算、人工智能和制造业深度融合，引领中高端消费，推动质量变革、效率变革、动力变革的企业都可以在科创板上市。
信用	2019-1-18	交易所	发布《关于股票质押式回购交易有关事项的通知》，若累计回购期限已满或将满3年，可以申请延期，延期后累计的回购期限可以超过3年，以存量延期方式缓解融入方还款压力。
	2019-4-30	上交所、证金公司、中证登	发布《科创板转融通证券出借和转融券业务实施细则》，明确科创板证券出借及转融券业务的标的范围，扩大券源。
	2019-6-21	证监会	发布《公开募集证券投资基金参与转融通证券出借业务指引（试行）》，明确公募基金参与出借业务的基本原则以及业务参与各方的主体责任。
	2019-8-7	证金公司	整体下调转融资费率80BP。
	2019-8-9	证监会	拟将两融标的扩大至1600只。
衍生品	2018-12-2	中金所	将沪深300、上证50股指期货合约保证金标准调整为10%（前为15%），中证500股指期货合约保证金标准调整为15%（前非套保30%，套保20%）；股指期货日内过度交易行为的监管标准调整为单

个合约50手（前为20手），套期保值交易开仓数量不受此限；股指期货平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之4.6（前为6.4）。

	2019-1-4	证监会	批准开展天然橡胶、棉花和玉米期权交易。
	2019-4-12	证监会	批准郑商所开展红枣期货交易。
	2019-4-19	中金所	中证500股指期货交易保证金标准调整为12%；股指期货日内过度交易行为的监管标准调整为单个合约500手，套期保值交易开仓数量不受此限；股指期货平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之三点四五。
	2019-5-10	中金所	同意招商证券、华泰证券、中信证券、东方证券、天风证券、申万宏源证券、中国银河证券、国金证券等8家机构成为国债期货做市商，拟于5月16日正式启动国债期货做市交易。
	2019-5-13	上交所	调整股票期权限开仓标准。
	2019-3-29	证监会	核准设立摩根大通证券中国有限公司和野村东方国际证券有限公司。
	2019-5-24	证监会	推出东向ETF。
	2019-6-13	证监会	采取9条举措加大对外开放。
对外开放	2019-7-20	国务院金融委	推出11条金融业对外开放措施。
	2019-9-6	国家外汇局	中信证券、华泰证券和招商证券结售汇业务经营资格正式获得国家外汇局批复。
	2019-9-10	国家外汇局	国家外汇管理局决定取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度限制，RQFII试点国家和地区限制也一并取消。

资料来源：证监会，证金公司，上交所，中证登，中金所，证券时报网，长江证券研究所

表 21：全面深化资本市场改革的 12 个方面重点任务

关键点	具体内容
充分发挥科创板的试验田作用	1) 坚守科创板定位，优化审核与注册衔接机制，保持改革定力。 2) 总结推广科创板行之有效的制度安排，稳步实施注册制，完善市场基础制度。
大力推动上市公司提高质量	1) 制定实施推动提高上市公司质量行动计划，切实把好入口和出口两道关，努力优化增量、调整存量。 2) 严把IPO审核质量关，充分发挥资本市场并购重组主渠道作用，畅通多元化退市渠道，促进上市公司优胜劣汰。 3) 优化重组上市、再融资等制度，支持分拆上市试点。 4) 加强上市公司持续监管、分类监管、精准监管。
补齐多层次资本市场体系的短板	1) 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。 2) 允许优质券商拓展柜台业务。 3) 大力发展私募股权投资。 4) 推进交易所市场债券和资产支持证券品种创新。 5) 丰富期货期权产品。
狠抓中介机构能力建设	1) 加快建设高质量投资银行，完善差异化监管举措，支持优质券商创新提质，鼓励中小券商特色化精品化发展。 2) 推动公募机构大力发展权益类基金。 3) 压实中介机构责任，推进行业文化建设。
加快推进资本市场高水平开放	抓紧落实已公布的对外开放举措，维护开放环境下的金融安全。
推动更多中长期资金入市	1) 强化证券基金经营机构长期业绩导向，推进公募基金管理人分类监管。 2) 推动放宽各类中长期资金入市比例和范围。 3) 推动公募基金纳入个人税收递延型商业养老金投资范围。
切实化解股票质押、债券违约、私募基金等重点领域风险	
进一步加大法治供给	1) 加快推动《证券法》《刑法》修改，大幅提高欺诈发行、上市公司和中介机构提供虚假证明文件等违法行为的

	违法成本。
	2) 用好用足现有法律制度，坚持严格执法，提升监管威慑力。
加强投资者保护	1) 推动建立具有中国特色的证券集体诉讼制度。
	2) 探索建立行政处罚没款优先用于投资者救济的制度机制。
	3) 推动修改或制定虚假陈述和内幕交易、操纵市场相关民事赔偿司法解释。
提升稽查执法效能	强化案件分层分类分级管理，集中力量查办欺诈造假等大要案，提升案件查办效率。
大力推进简政放权	1) 大幅精简审批备案事项，优化审批备案流程，提高监管透明度。
	2) 加强事中事后监管。
加快提升科技监管能力	推进科技与业务深度融合，提升监管的科技化智能化水平。

资料来源：证监会，长江证券研究所

展望下半年，科创板贡献增量，市场较高活跃度和信用风险缓释背景下，券商全年业绩增长无虞。展望下半年：1) 科创板带来的业务创新或将兑现承销保荐费、跟投浮盈、融券利息收入等相关业绩增量；2) 市场保持较高活跃度，客户保证金绝对规模处于历史较高水平，上半年增速仅次于 2014H2、2015H1，科创板进一步提升市场交易热度；3) 去年下半年由于权益市场震荡和计提较高资产减值损失，券商业绩处于较低水平。在科创板增量、高市场活跃度、低基数效应下，券商全年业绩增长无虞，其中大券商或更为受益于科创板带来的业绩增量，中小券商因业绩基数较低或具有更大的业绩弹性。

重视证券行业配置价值。监管放松周期下行业具备超额收益，市场向上周期下行业具备绝对收益，我们认为当前依然还处于监管放松阶段，同时随着中国人民银行宣布定向降准释放流动性，行业有望进入周期共振阶段，持续看好券商配置价值，个股推荐海通证券和国泰君安，中信证券、中金公司和华泰证券具备长期配置价值。

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

看 好:	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
中 性:	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
看 淡:	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

买 入:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%
增 持:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间
中 性:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
减 持:	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级: 由于我们无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明: A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以恒生指数为基准。

联系我们

上海

浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层 (200122)

武汉

武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼 (430015)

北京

西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层 (100032)

深圳

深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼 (518048)

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与, 不与, 也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系, 特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格, 经营证券业务许可证编号: 10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行, 仅供长江证券股份有限公司 (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。本报告的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌, 过往表现不应作为日后的表现依据; 在不同时期, 本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告; 本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法, 并不代表本公司或其他附属机构的立场; 本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可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。

本公司及作者在自身所知合规范围内, 与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的, 应当注明本报告的发布人和发布日期, 提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的, 本公司将保留向其追究法律责任的权利。