

# 券商 17 年报&18Q1 综述：股债市场波动催生业绩分化，持续关注大券商



**东方证券**  
ORIENT SECURITIES

## 核心观点

- **券商 2017 年报与 2018 年一季报总体表现为：集中度提升，大小券商分化。**  
1) **整体业绩有所下滑**，上市券商 17/18Q1 归母净利润 YOY 分别为 -1.12%/-9.08%，中信证券始终为行业龙头，17/18Q1 分别实现归母净利润 114/26.9 亿元，稳居行业第一。2) **集中度提升**，我们将上市券商按照当期净利润规模分为三档：1-5 名，6-15 名及 16-29 名，可以看到大券商在业绩同比表现与 ROE 方面具有显著优势。上述业绩表现，一方面市场风格切换下，大券商投资能力更为稳健，受影响较小；另一方面是强监管环境下，大券商在业务创新、规模提升等方面更有优势。3) **业务结构更为均衡**：表现为高低 Beta 业务各占约一半，自营业务贡献提升。
- **经纪业务：互联网券商冲击逐步消化，行业发展迈入财富管理时代。**17 年以来，市场成交额保持稳定，经纪业务的 Beta 特性已经不断减弱；2017 年行业平均佣金率万 3.36，同比降低万 0.44，预计未来下降空间不超过万 1。以东方财富为代表的互联网券商推动行业向财富管理转型，未来增值收入可期。
- **投行业务：债券发行提升，CDR 将成为亮眼催化。**2017 年以来，投行收入持续呈现下滑态势，原因在于，受政策与利率影响，股债发行规模均先后有所降低。我们预期 18 年 IPO 发行有望维持低位，债券发行规模有望提升，CDR 将成为最亮眼的催化，能够在短期与长期均带来业绩贡献。
- **资管业务：规模下滑，业绩提升，主动转型初见成效。**2017 年末券商资管规模环比 17Q3 下降了 0.49 万亿元，连续下降了三个季度。在此背景下，上市券商 2017/2018Q1 实现资管业务净收入 273/64.9 亿元，分别同比+8.4%、+19.9%，主动管理能力显著提升。预计在这一趋势下，资管新规对券商资管的影响力将较为可控。
- **自营业务：债市机遇值得重视，FICC 布局正当时。**我们以（投资收益+公允价值变动损益-对合营联营企业的投资收益）来指代券商自营业务情况，可以看到 2017/2018Q1 上市券商实现自营业务收入 884.52/161.03 亿元，环比+42%/+0.7%。随着 IFRS9 开始施行，券商积极利用 FICC 业务，提升投资的多元化与业绩稳定性。
- **信用业务：融资成本提升影响利息净收入下滑。**2017/2018Q1 上市券商利息净收入 286.6/63.2 亿元，YOY-4%/-25%。下滑的原因，主要在于利率提升通道下，融资成本提高；而同期两融与股票质押业务规模均有所提升。

## 投资建议与投资标的

- **市场集中度提升的大逻辑之下，优选大券商。**PB 估值是当前券商估值使用最广泛的指标，ROE 是影响 PB 系数的最核心因素。综合考虑券商估值系数与 ROE 提升潜力，我们推荐中信证券(600030, 增持)、华泰证券(601688, 增持)、国泰君安(601211, 增持)、海通证券(600837, 增持)。

## 风险提示

- 系统性风险对非银行金融业务及估值的压制；超预期的强监管政策可能会显著影响券商估值水平。

## 行业评级

**看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

行业

非银行金融

报告发布日期

2018 年 05 月 09 日

## 行业表现



资料来源：WIND

## 证券分析师

唐子佩

021-63325888\*6083

tangzipei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514060001

张潇

021-63325888\*6253

zhangxiao@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517080003

## 相关报告

券商 4 月业绩：股市下跌拖累业绩，券商持续分化 2018-05-08

CDR 细则征求意见，大券商增量催化可期 2018-05-07

资管新规正式落地，延长过渡期助力平稳推进 2018-05-02

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

## 目 录

一、	市场概况：股债轮动，风格切换 .....	5
二、	券商概况：集中度提升，大小券商分化 .....	6
2.1.	整体业绩小幅下滑，券商集中度持续提升 .....	6
2.2.	杠杆率与 ROE 双降 .....	8
2.3.	业务结构：高低 Beta 业务各占一半，自营业务贡献提升 .....	9
三、	分业务研判 .....	10
2.1.	经纪业务：互联网券商冲击逐步消化，行业发展迈入财富管理时代 .....	10
2.2.	投行业务：债券发行提升，CDR 将成为亮眼催化 .....	12
2.3.	资管业务：主动管理转型推动业绩提升 .....	15
2.4.	自营业务：关注债市机遇，布局 FICC .....	17
2.5.	信用业务：融资成本提升，两融与股质业务共进 .....	19
四、	投资建议：关注 ROE 提升潜力 .....	21
五、	风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1：2017–2018 年成交额保持稳定，市场风格显著切换（成交额单位亿元） .....	5
图 2：2017–2018 年利率向下、债市小牛 .....	6
图 3：上市券商 2017 年与 2018 一季度归母净利润同比增速 .....	7
图 4：上市券商 2017 年与 2018 一季度 ROE 情况 .....	7
图 5：2015 年以来券商收入市场集中度稳步提升 .....	8
图 6：2015 年以来券商净利润市场集中度稳步提升 .....	8
图 7：券商整体杠杆率在 2015 年后有所下滑 .....	9
图 8：券商 ROE 在 2015 年后有所下滑 .....	9
图 9：2012–2017 年证券行业收入结构 .....	9
图 10：2017 年上市券商收入结构 .....	10
图 11：2018 一季度上市券商收入结构 .....	10
图 12：大券商营业成本率普遍偏低 .....	10
图 13：华泰证券蝉联行业股基市占率第一 .....	11
图 14：东方财富证券市占率稳步提升 .....	11
图 15：2017 年行业整体佣金率万 3.36 .....	12
图 16：华泰证券佣金率已经触底 .....	12
图 17：2018 年以来 IPO 发行节奏显著趋缓（亿元） .....	13
图 18：2018 年以来再融资发行节奏保持稳定（亿元） .....	13
图 19：2018 年以来债券发行规模小幅提升（亿元） .....	13
图 20：2018 年以来公司债与企业债发行规模同比显著提高（亿元） .....	13
图 21：信息产业 GDP 增速不断提升（单位：亿元） .....	15
图 22：2017 年以来券商资管规模进入下行通道（亿元） .....	16
图 23：2016 年下半年以来基金子公司管理规模进入下行通道（亿元） .....	16
图 24：上市券商资管规模情况（亿元） .....	17
图 25：2018 年上市券商自营业务收入保持稳定（亿元） .....	18
图 26：上市券商“自营权益类及其衍生品/净资本”比率情况 .....	18
图 27：上市券商“自营固收类及其衍生品/净资本”比率情况 .....	18
图 28：两融余额在万亿上下徘徊（亿元） .....	19
图 29：上市券商两融市占率与经纪业务市占率普遍存在差异（2018Q1） .....	20
图 30：2018 年以来企业债融资成本有所下行 .....	21
图 31：上市券商 PE 估值系数（截止 2018–05–04） .....	22
图 32：上市券商 PB 估值系数（截止 2018–05–04） .....	23

## 表格目录

表 1：券商之间业绩分化显著 .....	7
表 2：广发证券 IPO 项目储备量排名第一 .....	13
表 3：CDR 发行比例与发行费率对投行收入影响的敏感性测算（市值截止 2018-4-13，亿元） .....	14
表 4：2017 年资管月均规模前十券商的主动管理比例（亿元） .....	16
表 5：部分上市券商股票质押业务未解压交易规模（市值，亿元） .....	20
表 6：18Q1 上市券商加权平均净资产收益率变动情况 .....	21

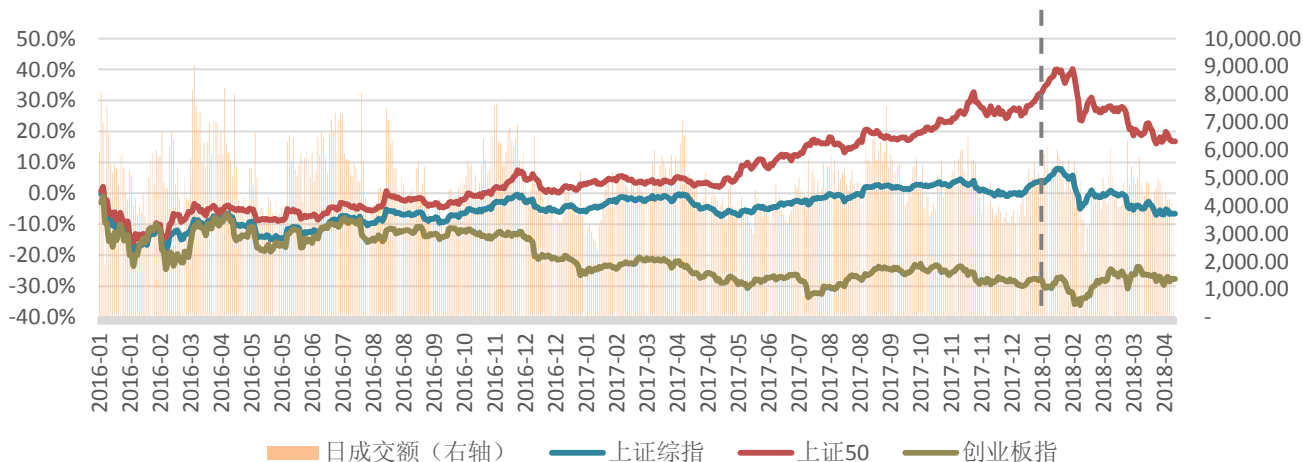
## 一、市场概况：股债轮动，风格切换

2017 至 2018 年，是市场风格不断切换、股市债市不断轮动的一个时期，对券商的投资能力与风险管理能力都提出了较高的要求。

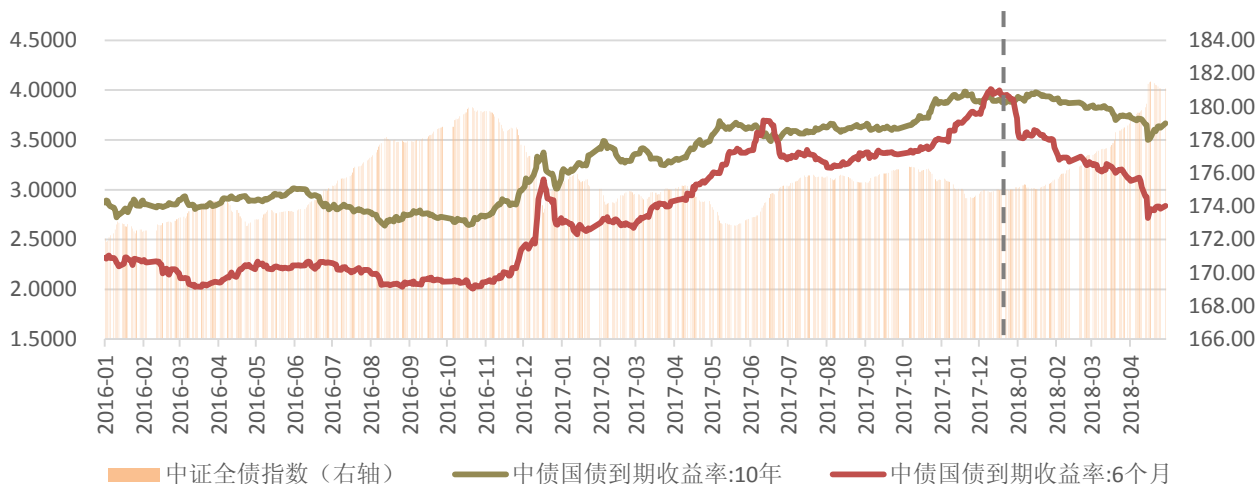
**股市方面，成交额保持稳定，市场风格切换。**一方面，2017-2018 年，市场成交额保持基本稳定，2017 年日均股票成交 4582 亿元，2018Q1 日均 4766 亿元，相较于 17 全年提升了 4%，相较于 17Q1 提升了 7.1%。成交额的稳健提升使得券商在佣金率小幅下滑的环境下，仍能保持比较稳定的佣金净收入。市场风格层面，17 年是显著的白马蓝筹行情，而 18 年风格切换偏创业板。从板块指数可以看到，17 年上证 50 增长了 25%，而创业板指下跌了 10.7%；18Q1 这一趋势有所调整，上证 50 下跌了 4.8%，而创业板指上涨了 8.4%。市场风格切换对券商自营提出了更高的要求，而那些以非方向性投资为主要策略的券商能够表现的更好。

**债市方面，利率下行，券商固收类投资收益提高。**2017 年利率水平持续上行，2018 年调头向下，其中十年期国债收益率由 2017 年 11 月逼近 4.0 降至 2018 年 5 月 3.6 左右；6 个月期国债由 2017 年 11 月逼近 3.6 降至 2018 年 5 月 2.8 左右；与此同时，18Q1 中证全债收益率达到+2.14%。2018 年债市转好为券商固收自营带来机遇。

图 1：2017—2018 年成交额保持稳定，市场风格显著切换（成交额单位亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 2：2017—2018 年利率向下、债市小牛**


数据来源：Wind，东方证券研究所

## 二、 券商概况：集中度提升，大小券商分化

### 2.1. 整体业绩小幅下滑，券商集中度持续提升

**强者恒强逻辑不断得到验证，大券商优势显著。**我国的证券市场近似于垄断竞争格局，在近两年的行业发展中，我们关注到一个重要的现象：行业集中度迅速提升，反映到业绩上体现为上市券商业绩好于行业整体，大券商业绩好于小券商。我们将上市券商按照当期净利润规模分为三档：1-5 名，6-15 名及 16-29 名，选取净利润同比增速与 ROE 两个维度对每一档券商的业绩情况进行分析对比，可以看到大券商具有显著的相对优势：

- 1) 从净利润同比增速来看，2017 年这三档券商分别为 12.35%、-6.27%和-29.02%，整体水平为-1.12%；2018Q1 这三档券商分别为-4.37%、-14.56%和-12.82%，整体水平为-9.08%。
- 2) 从 ROE 角度来看，2017 年这三档券商分别为 8.86%、7.30%和 4.77%，整体水平为 7.56%；2018Q1 年化后分别为 7.5%、5.76%和 3.97%，整体水平 6.23%。

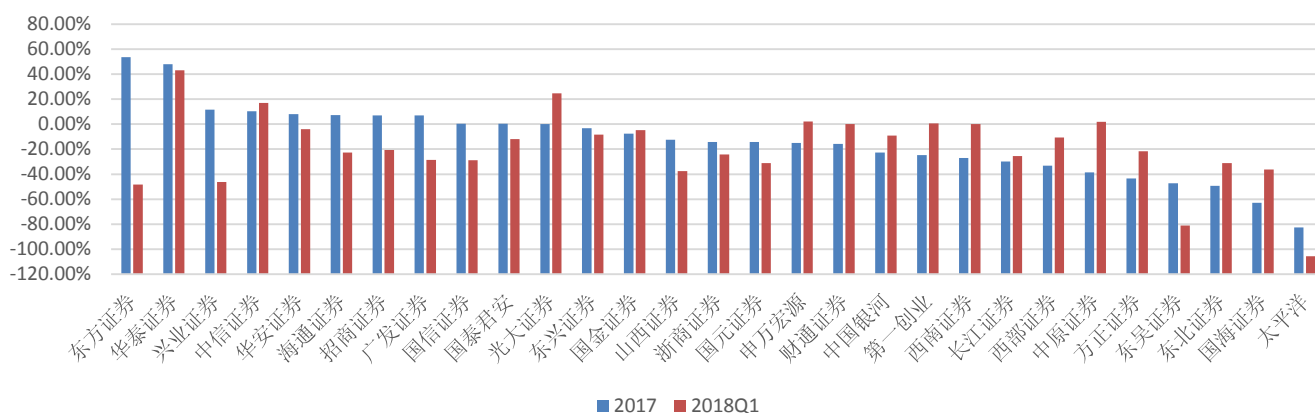
**对券商归母净利润表现进行横向对比可以看到：**1) 中信证券始终为行业龙头，17/18Q1 分别实现归母净利润 114/26.9 亿元，稳居行业第一；2) 2017 年，归母净利润同比增速前五位的券商分别为，东方证券、华泰证券、兴业证券、中信证券和平安证券，YOY 分别为 54%、48%、12%、10%和 8%；3) 2018 一季度归母净利润同比增速前五的券商分别为华泰证券、光大证券、中信证券、申万宏源和中原证券，具体增速分别为 43%、25%、17%、2%和 1.8%。

**对券商 ROE 进行横向对比可以看到，**1) 2017 年 ROE 前五名券商分别为，华泰证券、广发证券、国信证券、浙商证券和财通证券，ROE 分别为 10.56%、10.55%、9.53%、9.22%和 9.14%；2) 2018 年一季度年化后 ROE 前五名为华泰证券、国泰君安、广发证券、中信证券和财通证券，具体 ROE 分别为 8.64%、7.92%、7.16%、7.12%和 6.6%。

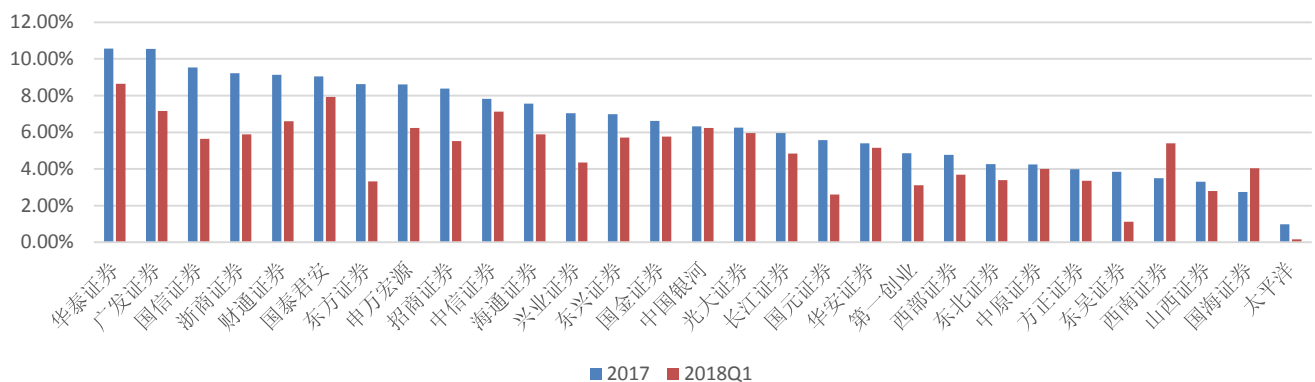
**表 1：券商之间业绩分化显著**

2017 年			2018Q1		
	归母净利润增速	ROE		归母净利润增速	ROE
1-5	12.35%	8.86%	1-5	-4.37%	7.50%
6-15	-6.27%	7.30%	6-15	-14.56%	5.76%
16-29	-29.02%	4.77%	16-29	-12.82%	3.97%
整体	-1.12%	7.56%	整体	-9.08%	6.23%

数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 3：上市券商 2017 年与 2018 一季度归母净利润同比增速**


数据来源：同花顺，东方证券研究所

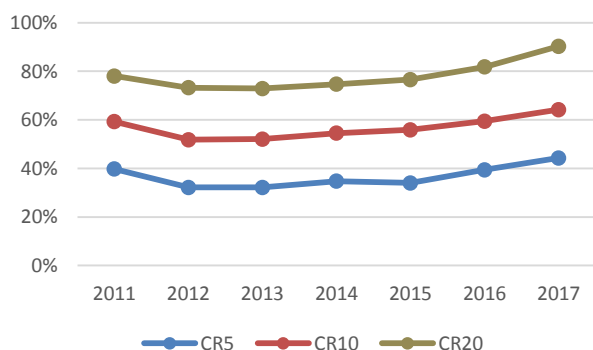
**图 4：上市券商 2017 年与 2018 一季度 ROE 情况**


数据来源：Wind，东方证券研究所

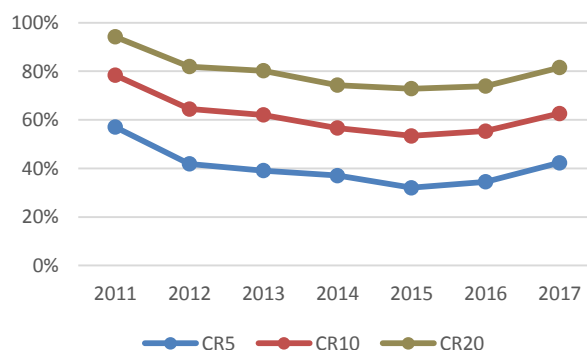
\*注：18 年 ROE 为 18Q1 ROE 年化后。



事实上，券商集中度提升这一现象从 2015 年下半年就开始了，我们统计了券商收入与净利润 CR5、CR10 和 CR20 的情况，可以看到从 2015 年开始，行业集中度都进入了上升通道。具体来看，净利润 CR10 在 2015 年为 53%，在 2017 年为 63%；收入的这一指标变动情况为 56% 提升至 64%。我们认为，这一现象产生的原因最主要在于，2015 下半年的股市巨震暴露了较多的风险点，使得行业进入了强监管的周期。在这一环境下，经营管理效率高、资本实力强劲的券商更有优势去抵御风险、顺利过冬；同时，由于不论大小券商都开启了多元化业务布局的脚步，行业竞争日趋激烈，而最终脱颖而出的也往往是布局完善、资质优良的大券商，小券商可以单点突破找到业绩增长点，但全面发展难以实现，大券商乘政策东风、且受益于自身的经验积累，得以强者恒强。

**图 5：2015 年以来券商收入市场集中度稳步提升**


数据来源：Wind，证券业协会，东方证券研究所

**图 6：2015 年以来券商净利润市场集中度稳步提升**


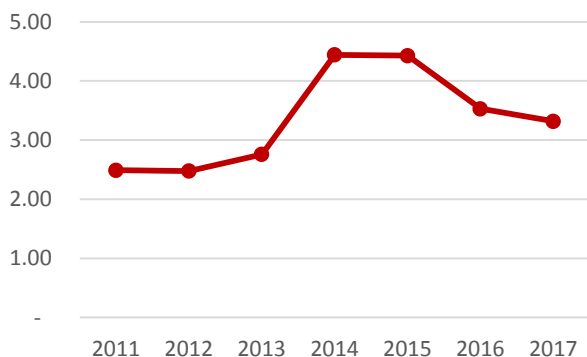
数据来源：Wind，证券业协会，东方证券研究所

## 2.2. 杠杆率与 ROE 双降

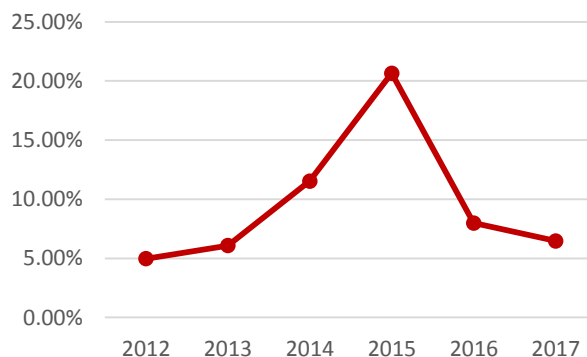
对于依托高杠杆经营的券商而言，常有的业务拓展模式是：先股权融资降低杠杆率，再通过债务融资提高杠杆率，进而实现总资产的倍数上升。杠杆率同时也是 ROA 到 ROE 的放大器，在市场上涨时，自营、两融等业务都对资金有较高的需求，而股权融资的速度远低于债权融资，因此推升券商杠杆率提高；在市场低迷时，冗余资金增加，投资收益率降低，券商倾向于降低杠杆率以降低利息支出。

17 年以来，市场环境持续低迷，而券商市场集中度提升的趋势也无疑提高了竞争度，我们由此看到了杠杆率与 ROE 双降的趋势。根据证券业协会数据，2017 年行业整体杠杆率 3.32，相较于 2015 年的 4.43 有显著下滑；2017 年平均 ROE 6.48%，相较于 2015 年的 20.65% 更是下滑幅度达到 68.6%。



**图 7：券商整体杠杆率在 2015 年后有所下滑**


数据来源：证券业协会，东方证券研究所

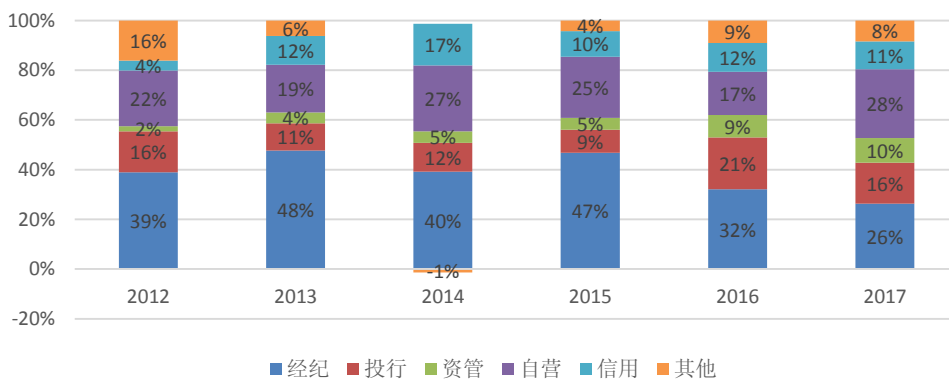
**图 8：券商 ROE 在 2015 年后有所下滑**


数据来源：证券业协会，东方证券研究所

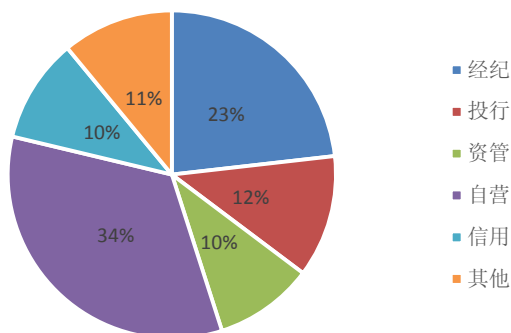
## 2.3. 业务结构：高低 Beta 业务各占一半，自营业务贡献提升

从行业整体来看，2016 年以来券商收入结构的 Beta 特性基本稳定，高低 Beta 业务基本各占一半。其中，12/13/14/15/16/17 年的高 Beta 业务（经纪+自营）占比分别为 61%/67%/68%/71%/49%/54%；从上市券商口径来看，17 年到 18 一季度，收入结构也能够保持稳定，高 Beta 业务占比分别为 57%和 52%，券商业务有一半左右来自于和市场走势高度挂钩的板块。

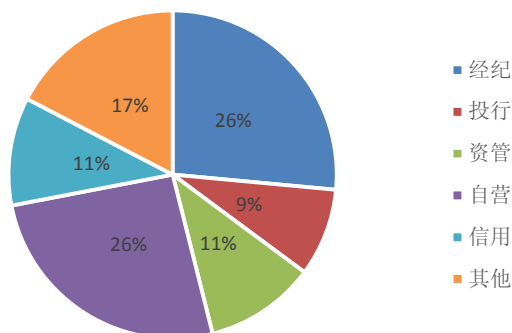
从营业成本角度来看，大券商营业成本率普遍偏低。上述结构主要基于收入层面的分析，而营业支出也是影响券商净利润与 ROE 的关键因素。横向对比可以看到，大券商的营业成本率普遍低于中小券商。这一现象产生的原因，一方面在于成本具有一定的刚性，大券商更好也就意味着更低的营业成本率；另一方面，券商营业成本的最大来源是员工薪酬，而较大的平台也意味着较高的平台溢价，可能会相应降低成本。

**图 9：2012–2017 年证券行业收入结构**


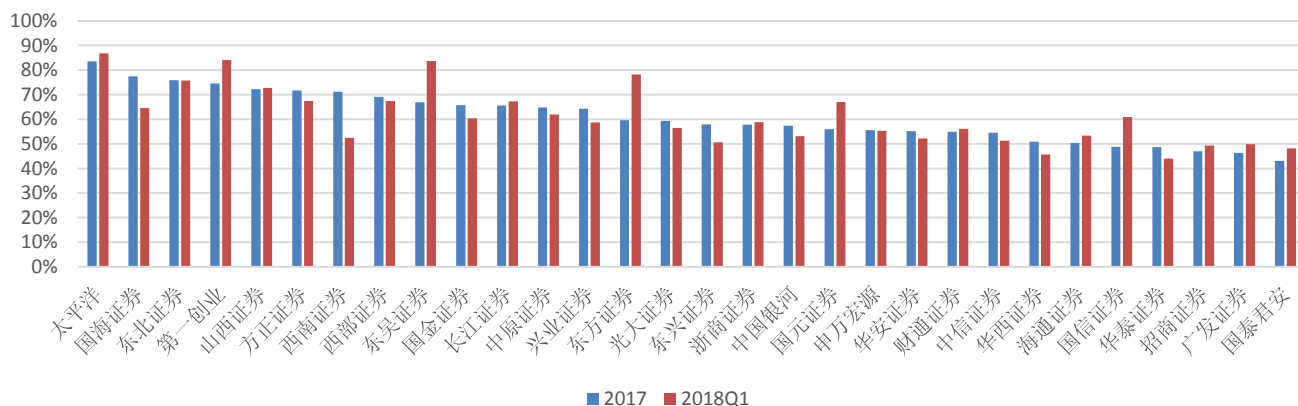
数据来源：证券业协会，东方证券研究所

**图 10：2017 年上市券商收入结构**


数据来源：同花顺，东方证券研究所

**图 11：2018 一季度上市券商收入结构**


数据来源：同花顺，东方证券研究所

**图 12：大券商营业成本率普遍偏低**


数据来源：Wind，东方证券研究所

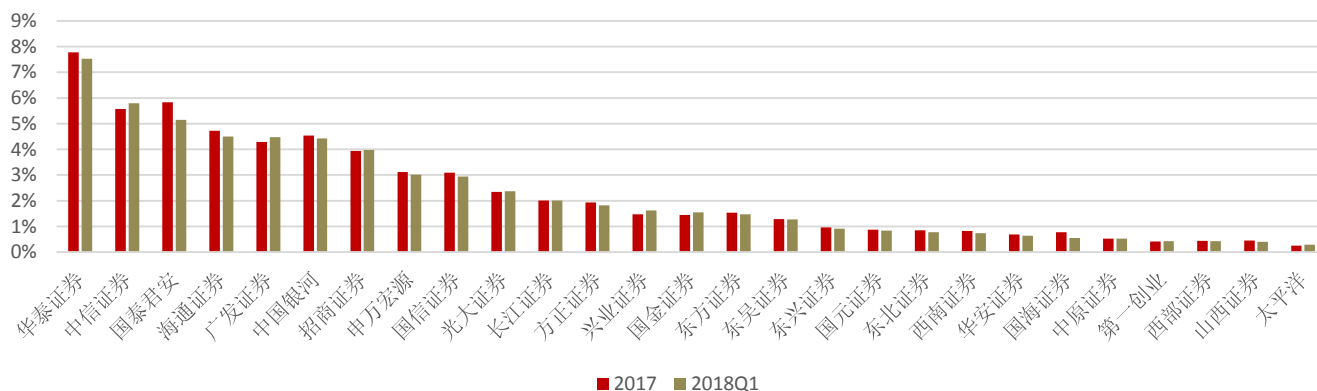
\*注：营业成本率=（营业支出-其他业务支出）/（营业收入-其他业务收入）

### 三、 分业务研判

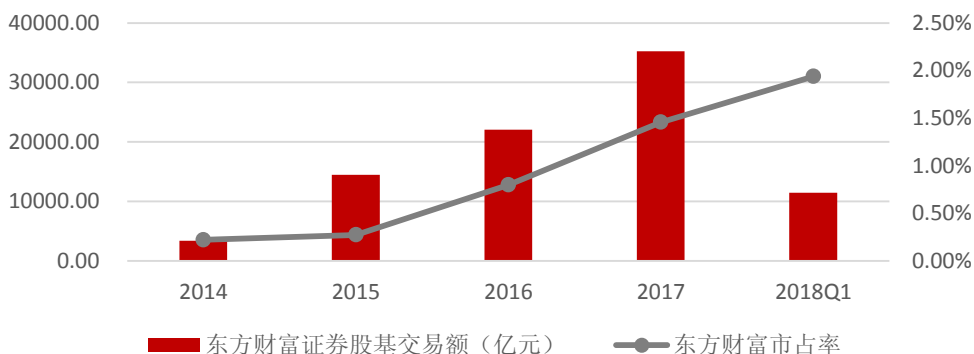
#### 2.1. 经纪业务：互联网券商冲击逐步消化，行业发展迈入财富管理时代

在当前市场环境下，经纪业务收入已经企稳，18Q1 实现了同比提升。其中，2017/2018Q1 经纪业务净收入分别为 646.2/157.1 亿元，YOY-20%/+2.5%。整体来看，2018Q1 日均成交额同比+7.1%，也即佣金率下滑幅度在 5%左右，整体下滑趋势较为缓慢。近年来，经纪业务受互联网的冲击较为显著，体现为佣金率不断下滑，互联网化程度较高的券商市占率不断提升。

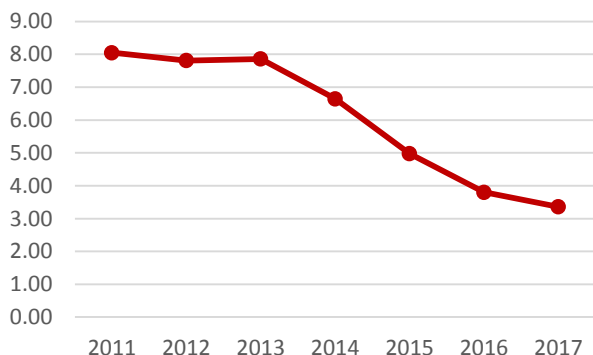
- 1) **市占率**：横向对比来看，华泰证券保持龙头地位，18Q1 股基市占率 7.53%；东方财富作为行业后起之秀，18Q1 市占率已经达到 1.94%，位居行业第 16 位。
- 2) **佣金率**：从行业角度来看，2017 年行业平均佣金率万 3.36，同比降低万 0.44，预计未来下降空间不超过万 1。互联网券商高速发展始于 2013 年，自此行业佣金率迈上下滑之路，佣金宝的推出更是点燃了价格战之火。根据行业整体数据，2013 年，行业平均佣金率万 7.86，2017 年即下滑至万 3.36。考虑到目前新开户佣金率在万 2 左右，未来佣金率下滑趋势仍将有所持续。同时，我们从 17 年券商评级要求中可以看到，对于经纪业务收入排名要扣除“交易额\*万 2.5”，这也意味着，整体佣金率偏低的券商，在监管口径下略微处于劣势。这一新的监管要求体现了监管层希望券商在经纪业务方面恶性竞争的初衷。我们认为，综合考虑大小券商成本线差异与监管要求，万 2.5 可能是佣金率的底部水平。

**图 13：华泰证券蝉联行业股基市占率第一**


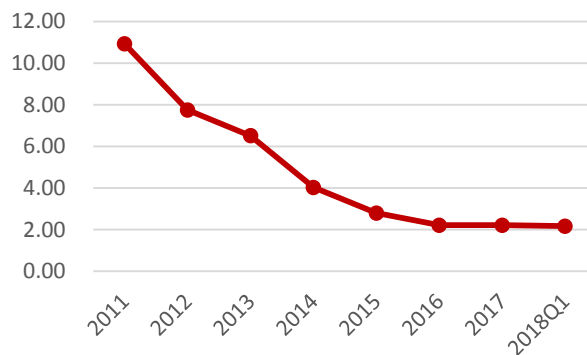
数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 14：东方财富证券市占率稳步提升**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 15：2017 年行业整体佣金率万 3.36**


数据来源：Wind，证券业协会，东方证券研究所

**图 16：华泰证券佣金率已经触底**


数据来源：Wind，东方证券研究所

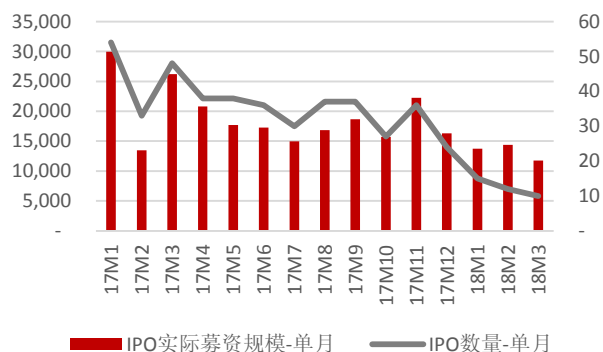
我们可以看到的一个行业重要趋势在于，经纪业务的互联网化程度日益提升，未来佣金端利润空间将继续压缩，利息收入等增值服务才是利润贡献所在，财富管理转型势在必行。互联网化的发展使得经纪业务有了互联网企业的一个共性，即免费获客（或低价获客）后，通过增值服务获取盈利。我们认为，互联网行业对于证券行业的改造一方面体现在凭借低价与使用友好的 APP 进行前端获客，另一方面体现在通过互联网途径提供更多的增值服务，智能投顾即为典型案例。近期，华泰证券涨乐财富通 APP 正式推出“涨乐 U 会员”服务体系，正是在这一方面进行探索的典范。

## 2.2. 投行业务：债券发行提升，CDR 将成为亮眼催化

2017 年以来，投行收入持续呈现下滑态势，原因在于，受政策与利率影响，股债发行规模均先后有所降低。其中，2017/2018Q1 上市券商投行净收入分别为 336/51.4 亿元，分别 YOY-19.4%/-28.3%。投行业绩下滑的主因在于，2017 年再融资与债券发行规模显著下滑，2018Q1 权益融资规模全面下行。具体来看，18Q1 IPO 发行融资规模 137 亿元，同比减少 42.8%；同期再融资规模 2552 亿元，同比减少 48%；增长点在于债券融资方面，18Q1 公司债与企业债发行规模达到 2557 亿元，同比增加 14.5%。

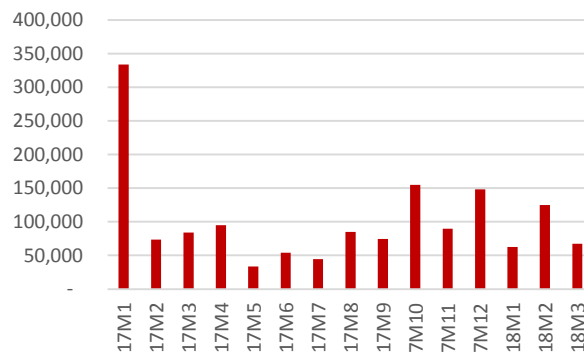
债券发行规模是 18 年传统投行业务的亮点所在，IPO 发行有望维持低位。预计随着利率进入震荡区间，市场对于利率水平的接受程度不断提升，未来债券发行规模有望持续提高，投行收入下滑幅度将比较有限。而在 IPO 方面，由于堰塞湖问题已经持续得到解决，预计 18 年 IPO 发行规模将维持在较低水平。

图 17：2018 年以来 IPO 发行节奏显著趋缓（亿元）



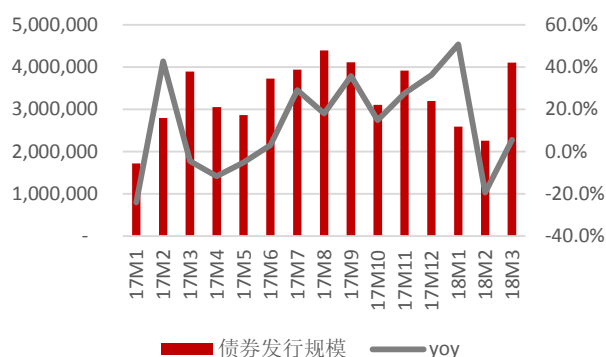
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 18：2018 年以来再融资发行节奏保持稳定（亿元）



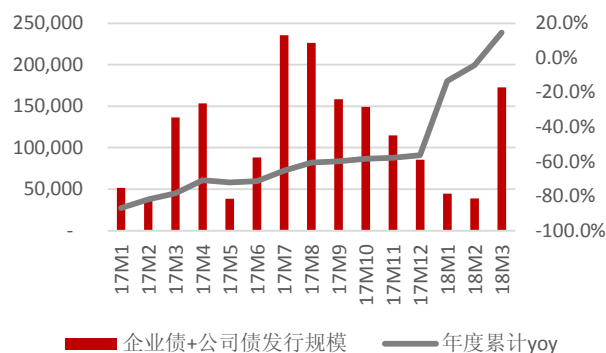
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 19：2018 年以来债券发行规模小幅提升（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

图 20：2018 年以来公司债与企业债发行规模同比显著提高（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

表 2：广发证券 IPO 项目储备量排名第一

	合计	已受理	已反馈	已预披露更新	中止审查	暂缓表决	辅导备案登记受理
广发证券	109	2	5	10	0	1	91
中信建投	109	0	10	13	0	0	86
招商证券	99	1	4	11	0	0	83
国金证券	83	0	3	7	0	0	73
中信证券	81	1	11	11	0	0	58
海通证券	74	0	8	6	0	0	60
国信证券	65	2	1	2	5	0	55
兴业证券	58	0	3	2	0	0	53

光大证券	55	0	4	7	0	0	44
民生证券	51	2	1	4	0	0	44
长江证券	51	0	6	6	1	0	38
中国国际	49	0	11	3	0	1	34
华泰联合	44	2	2	4	0	0	36
中泰证券	40	0	2	2	0	1	35

数据来源：Wind，东方证券研究所

2018年5月4日，证监会就《存托凭证发行与交易管理办法》公开征求意见，这也是2018年3月30日《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》后所出台的相关落地文件。我们认为，这一《管理办法》推出的时间与节奏略微超出市场预期，体现了监管层推进红筹企业回归A股的决心与行动力。我们认为，这一政策对于券商的影响可以从短期与长期两个视角来看。

#### 1) 短期视角

通过敏感性测算可以看到，假定CDR发行比例为7%，发行费率2%，假定阿里巴巴、腾讯、百度、京东和网易为五家潜在试点标的，那么能够带来97亿元投行承销收入，对券商业绩影响如下：

- 对于行业整体而言，2017年，券商整体实现收入3113亿元，承销及保荐业务净收入384亿元。上述97亿元的CDR承销收入，对于行业年度总收入的占比达到3.12%，对于承销及保荐业务的占比达到25.3%；以中信证券2017年投行净利率水平34%（基于25%的所得税率假设）为基础，则97亿元的收入可以带来31亿元净利润，对2017年行业净利润占比达到2.74%。
- 对于头部券商而言，由于发行CDR要求券商有较强的承销能力以及海外布局，因此大券商将是最主要的参与者。这里假设中信证券市占率达到30%，对应29.1亿元收入，9.3亿元净利润，相较于2017年公司业绩，可以提升收入6.72%，提升投行业务收入66%，提升净利润8.09%。

表3：CDR发行比例与发行费率对投行收入影响的敏感性测算（市值截止2018-4-13，亿元）

		费率						
		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%	3.5%	4.0%
CDR 发行 比例	3.0%	20.8	31.2	41.6	51.9	62.3	72.7	83.1
	5.0%	34.6	51.9	69.3	86.6	103.9	121.2	138.5
	7.0%	48.5	72.7	97.0	121.2	145.4	169.7	193.9
	9.0%	62.3	93.5	124.7	155.8	187.0	218.2	249.3
	11.0%	76.2	114.3	152.4	190.5	228.6	266.6	304.7
	13.0%	90.0	135.1	180.1	225.1	270.1	315.1	360.1
	15.0%	103.9	155.8	207.8	259.7	311.7	363.6	415.6
	17.0%	117.7	176.6	235.5	294.3	353.2	412.1	471.0

	19.0%	131.6	197.4	263.2	329.0	394.8	460.6	526.4
--	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

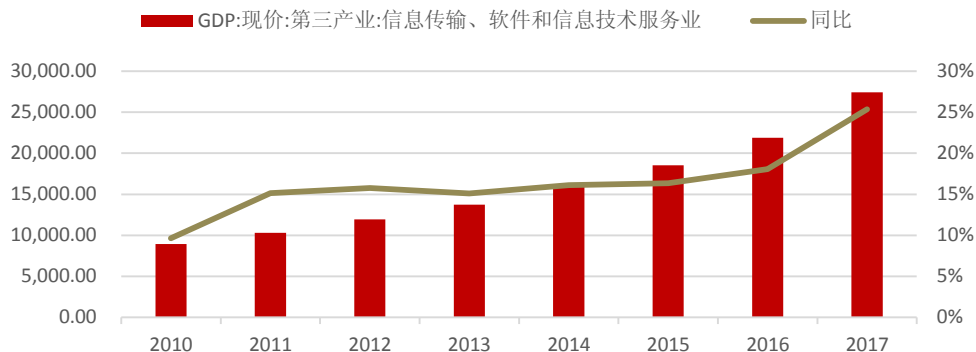
数据来源：Wind，东方证券研究所

## 2) 长期视角

根据《2017年胡润大中华区独角兽指数》，截至2017年11月30日，中国独角兽企业总数达120家，68家估值在100亿元以上，整体估值总计超3万亿元。我们以信息服务业GDP增速来代表新经济增长情况，2010年以来这一增速持续提升，2017年增速达到25%。

考虑到国内经济发展、产业升级，预计20%将是新经济的一个可持续增速，以上述独角兽企业3万亿估值为基础，则年度增量达到6000亿，在2%的承销费率假设下，对应120亿元收入，相较于2017年行业总收入提升3.85%；根据前文所述34%投行业务净利率，则对应40.8亿元净利润，相较于2017年行业净利润提升3.61%。

图 21：信息产业 GDP 增速不断提升（单位：亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

## 2.3. 资管业务：主动管理转型推动业绩提升

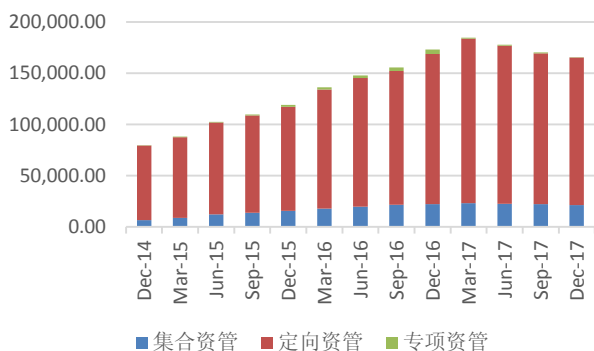
**规模下降，业绩提升，券商主动管理转型已见成效。**根据证券业协会和基金业协会公布的数据，2017年末，券商资管总规模16.88万亿元，相较于三季度末下降了0.49万亿元，这也是17Q2券商资管首次规模下滑趋势的延续。这一趋势也同样体现在基金子公司身上，17年末基金子公司管理规模7.3万亿元，环比三季度末下降了0.65万亿元，这也是2016年四季度下降趋势的延续。对于上市券商而言，2017/2018Q1实现资管业务净收入273/64.9亿元，分别同比+8.4%、+19.9%，规模下行的环境下依然能够实现收入的提升，原因主要在于券商践行的主动管理转型。

**横向对比来看，中信依然是管理规模最大的券商，而广发为主动管理占比最高的大券商。**根据协会数据，中信2017年月均资管规模1.6万亿元，远远领跑其他同业；而在主动管理比例方面，广发具有相对优势，2017年月均主动管理占比65%，是这一指标最高的大券商。

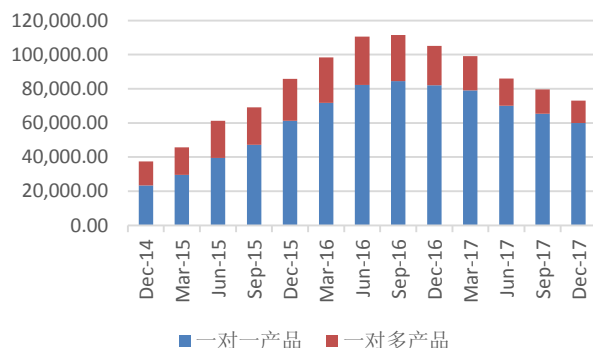
**通道业务费率承压，推动券商资管主动管理转型。**根据证券业协会的信息公布，2016年度证券公司客户资产管理业务收入排名适用于2017年证券公司分类评价工作，该指标客户资产管理业



务收入=资产管理业务净收入-资管业务月均受托资金\*万分之 5。券商评级对券商业绩与业务开展都将产生深远影响，这一新的评级要求意味着，当费率低于万五时，券商将失去该项加分的机会，而且费率越高带来的净收入越多，排名靠前的可能性越大。目前情况下，通道业务费率极低，部分甚至低于万五，主动管理产品的费率数倍于通道，往往在千一之上，因此，主动化转型是提升整体费率的必由之路。

**图 22：2017 年以来券商资管规模进入下行通道（亿元）**


数据来源：基金业协会，东方证券研究所

**图 23：2016 年下半年以来基金子公司管理规模进入下行通道（亿元）**


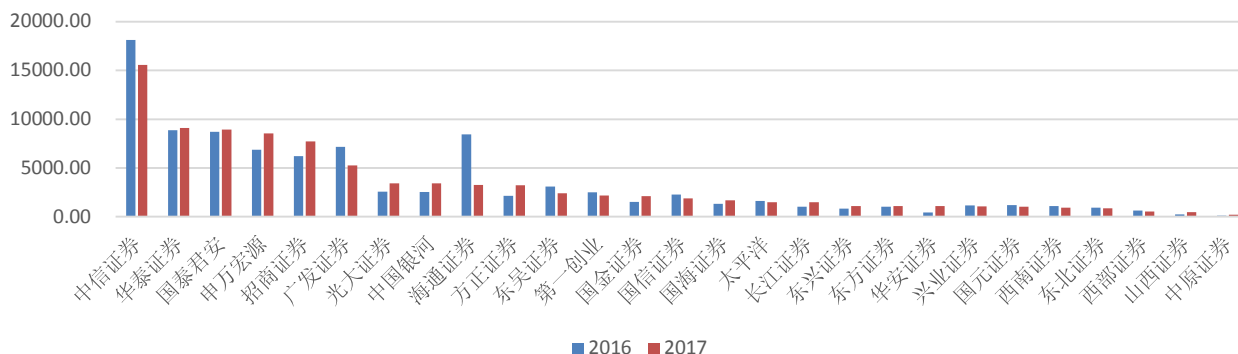
数据来源：基金业协会，东方证券研究所

**表 4：2017 年资管月均规模前十券商的主动管理比例（亿元）**

机构名称	2017 年资管月均规模	主动管理比例
中信证券股份有限公司	16182.12	38.50%
华泰证券(上海)资产管理有限公司	7885.62	30.46%
上海国泰君安证券资产管理有限公司	7826.52	39.24%
申万宏源证券有限公司	7056.78	20.25%
中信建投证券股份有限公司	6157.2	25.23%
广发证券资产管理（广东）有限公司	5544.29	65.42%
中银国际证券有限责任公司	5522.94	31.64%
招商证券资产管理有限公司	5474.05	15.87%
上海海通证券资产管理有限公司	4426.65	19.68%
华融证券股份有限公司	2878.66	69.65%

数据来源：基金业协会，东方证券研究所

\*注：剔除主动管理规模未公布公司

**图 24：上市券商资管规模情况（亿元）**


数据来源：公司年报，东方证券研究所

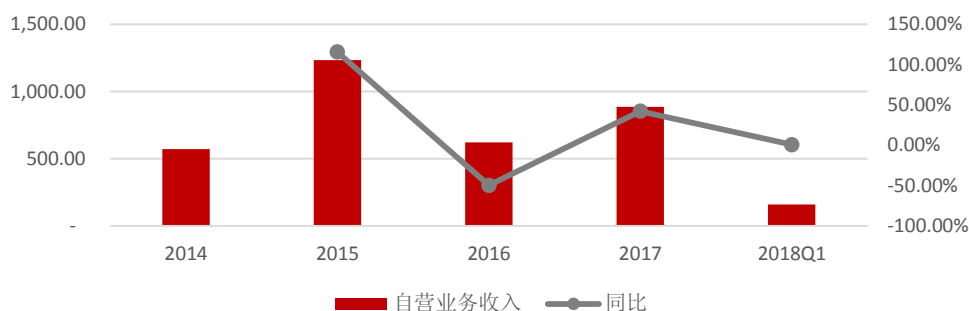
## 2.4. 自营业务：关注债市机遇，布局 FICC

**自营业务已经成为券商业绩弹性所在，2018Q1 同比基本持平。**我们以（投资收益+公允价值变动损益-对合营联营企业的投资收益）来指代券商自营业务情况，可以看到 2017/2018Q1 上市券商实现自营业务收入 884.52/161.03 亿元，环比+42%/+0.7%。2017 年券商自营能够实现显著提升，主要源于股市上涨带来了权益投资的机遇；2018Q1 股市大幅震荡，但债市小牛，保证了自营业绩的平稳发展。

**权益投资是弹性所在，固收投资对净资产影响比例更大。**我们用“权益类自营/净资产”与“固定收益类自营/净资产”来衡量市场波动对券商 ROE 的影响，可以看到前者比例偏低，在 30%左右，但考虑到股市波动更为剧烈和频繁，在实际中对于业绩的影响也十分显著；后者指标比例更高，通常在 100%左右，2018 年债市表现较好，有望为自营业绩带来提振。

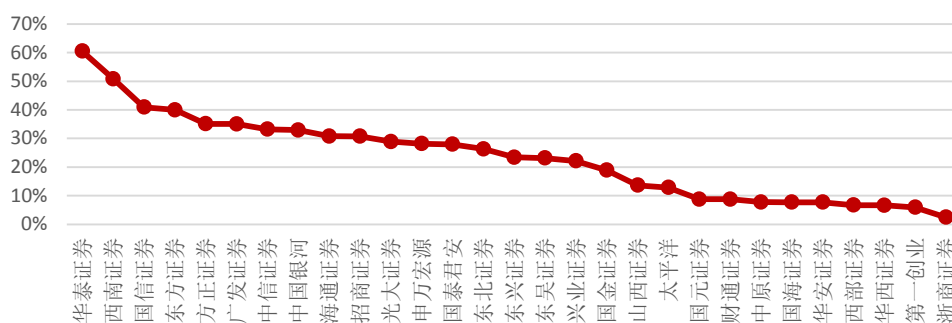
**IFRS9 开始实行，进一步提升自营业绩波动性。**2018 年开始，A+H 上市券商开始实行 IFRS9，更多的权益投资将被计入以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产，这一会计核算调整将显著提升市场波动对券商自营业绩的影响，主动管理能力优秀、或者投资非方向性程度较高的券商能够有显著的相对优势。

**FICC 业务布局如火如荼。**券商普遍希望降低业绩波动性，方法一是提升投资的多元化程度，也即在股票债券之外，提升外汇、期货、贵金属的投资能力；另一方面是提升金融衍生品的参与度，充分发挥金融衍生品的风险管理功能。事实上，FICC 业务也是近期多家券商融资的重要资金投向之一。

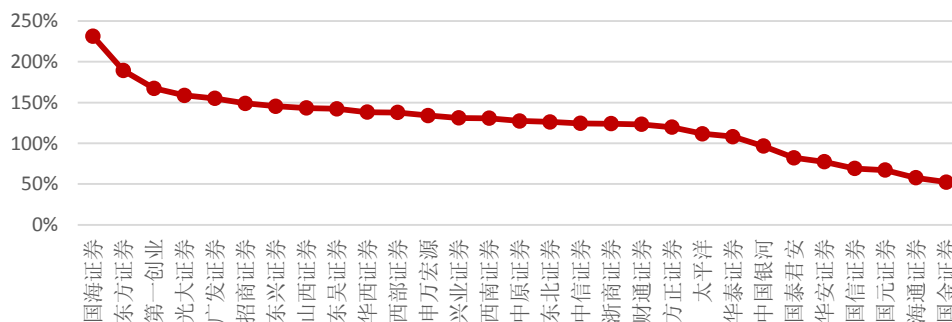
**图 25：2018 年上市券商自营业务收入保持稳定（亿元）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

\*注：自营业务收入=投资收益+公允价值变动损益-对合营联营企业的投资收益

**图 26：上市券商“自营权益类及其衍生品/净资本”比率情况**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 27：上市券商“自营固收类及其衍生品/净资本”比率情况**


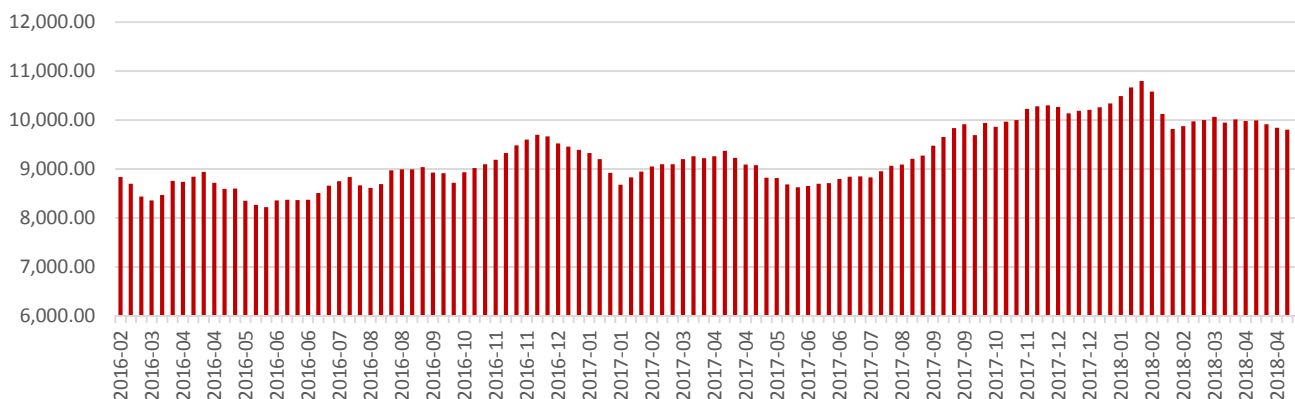
数据来源：Wind，东方证券研究所

## 2.5. 信用业务：融资成本提升，两融与股质业务共进

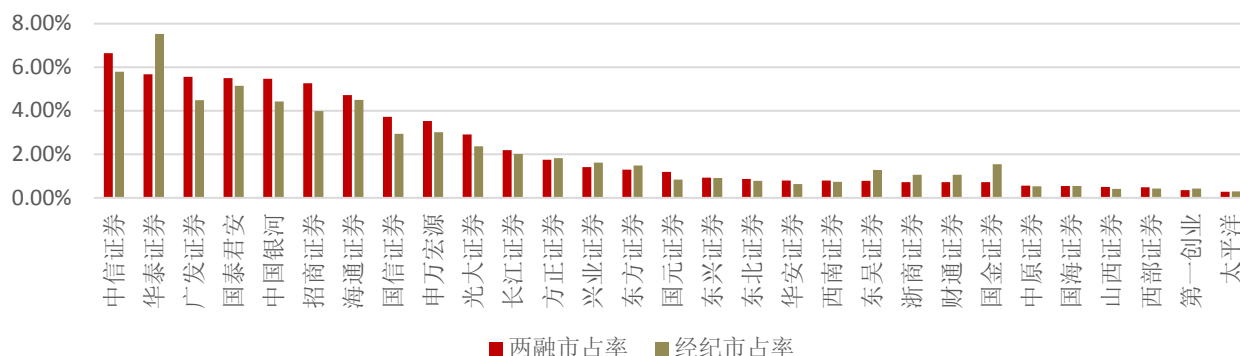
2017 年以来，上市券商利息净收入均出现一定下滑。其中，2017/2018Q1 上市券商利息净收入分别为 286.6/63.2 亿元，YOY-4%/-25%。利息净收入下滑的原因，主要在于利率提升通道下，融资成本提高。

- 1) **两融**：2017 年 11 月份，两融余额再次突破万亿，此后持续在万亿上下徘徊。其中 18 年一季度末两融余额 10010 亿元，同比增加 8.5%；两融业务是券商利息收入的最重要板块，大券商由于客户积淀更为深厚，机构客户比例更高，大部分表现出两融市占率高于经纪业务市占率的特点。
- 2) **股票质押回购**：股质业务是近年来券商重要的业绩增长点，2018 年 1 月股票质押新规开始实施，对券商的表内股质规模与风险管理内控都提出了更高的要求，对质地较好的大券商影响较小，可以看到 2016 年以来，大券商的股票质押业务规模能够持续增长。
- 3) **融资成本**：2017 年利率大幅提升，2018 年以来又显著回落，但是考虑到基数原因，18 年一季度市场整体利率仍高于去年同期。随着 17 年基数提升、以及 18 年利率下行趋势，预计融资成本压力对券商利息净收入的不利影响将有所减缓。

图 28：两融余额在万亿上下徘徊（亿元）



数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 29：上市券商两融市占率与经纪业务市占率普遍存在差异（2018Q1）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

**表 5：部分上市券商股票质押业务未解压交易规模（市值，亿元）**

券商名称	2016	2017	2018Q1
中信证券	638.15	1,445.44	1,473.70
海通证券	768.11	1,431.45	1,588.11
华泰证券	365.84	752.14	826.82
国泰君安	335.00	825.19	871.33
国信证券	364.55	776.14	919.44
广发证券	217.16	417.87	487.93
兴业证券	215.31	502.43	525.87
招商证券	181.20	414.04	523.02
东方证券	294.15	398.70	415.83
东吴证券	196.17	392.01	421.53
中信建投	229.55	493.59	551.62
申万宏源证券	206.25	582.52	837.84

数据来源：Wind，东方证券研究所

**图 30：2018 年以来企业债融资成本有所下行**


数据来源：Wind，东方证券研究所

## 四、 投资建议：关注 ROE 提升潜力

市场集中度提升的大逻辑之下，优选大券商。如前所述，市场集中度提升的环境下，利好大券商的业务开展与经营发展，根据核心指标的行业排名情况，中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券和广发证券是行业的前五大券商。

PB 估值是当前券商估值使用最广泛的指标，ROE 是影响 PB 系数的最核心因素。券商的核心估值系数为市净率，我们根据计算方法对其进行拆分，可以看到有三大核心因素（分红率、增长率、ROE）。在这之中分红率可预测性偏低、增长率同质化较强，我们认为，ROE 是券商的核心影响因素。

综合考虑券商估值系数与 ROE 提升潜力，我们推荐中信证券、华泰证券、海通证券、国泰君安。

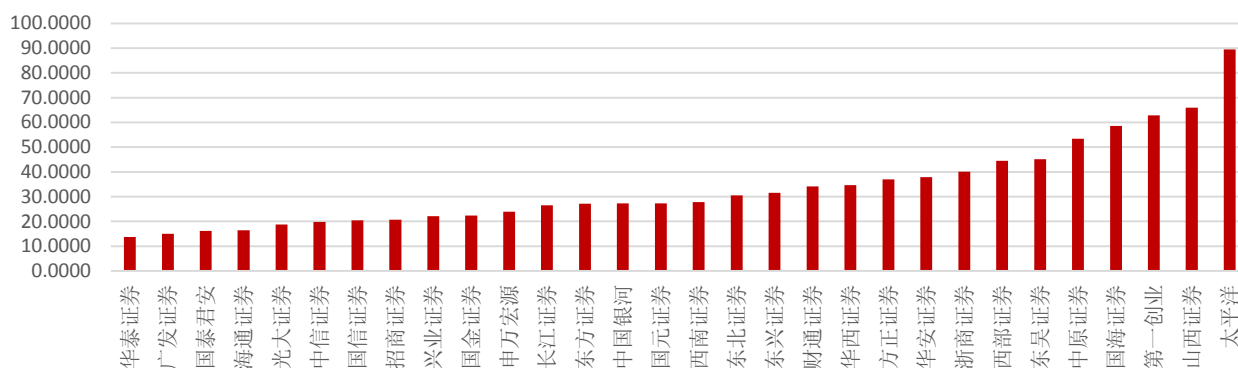
**表 6：18Q1 上市券商加权平均净资产收益率变动情况**

	2017Q1	2018Q1	ROE 同比变动
西南证券	0.13%	1.35%	1.22%
太平洋	-0.80%	0.04%	0.84%
华泰证券	1.56%	2.16%	0.60%
光大证券	1.25%	1.49%	0.24%
中信证券	1.60%	1.78%	0.18%
中原证券	0.94%	1.00%	0.06%
第一创业	0.79%	0.78%	-0.01%
华安证券	1.39%	1.29%	-0.10%
国金证券	1.62%	1.44%	-0.18%
东兴证券	1.63%	1.43%	-0.20%

中国银河	1.82%	1.56%	-0.26%
申万宏源	1.84%	1.56%	-0.28%
方正证券	1.13%	0.84%	-0.29%
东北证券	1.23%	0.85%	-0.38%
山西证券	1.14%	0.70%	-0.44%
长江证券	1.68%	1.21%	-0.47%
国元证券	1.16%	0.65%	-0.51%
海通证券	2.01%	1.47%	-0.54%
西部证券	1.46%	0.92%	-0.54%
国海证券	1.58%	1.01%	-0.57%
国泰君安	2.65%	1.98%	-0.67%
国信证券	2.12%	1.41%	-0.71%
广发证券	2.67%	1.79%	-0.88%
招商证券	2.27%	1.38%	-0.89%
兴业证券	2.13%	1.09%	-1.04%
东方证券	2.07%	0.83%	-1.24%
东吴证券	1.52%	0.28%	-1.24%
浙商证券	2.72%	1.47%	-1.25%

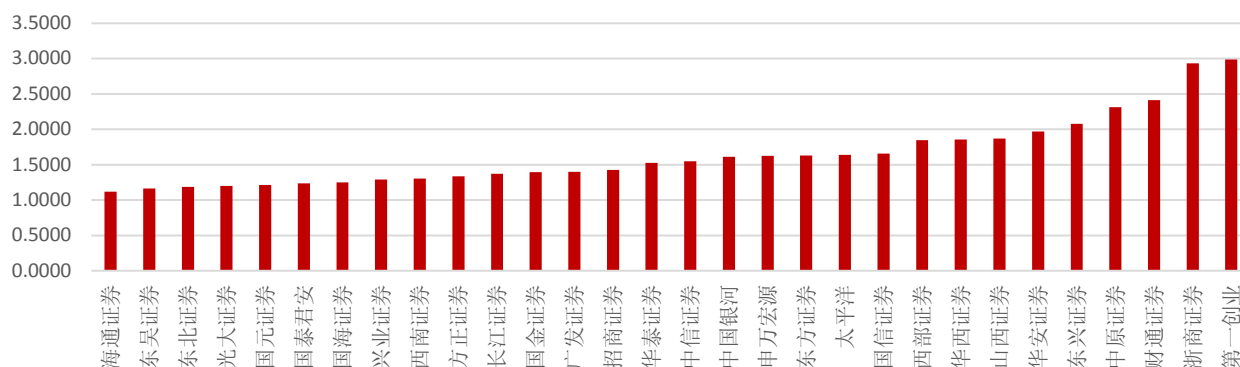
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 31：上市券商 PE 估值系数（截止 2018-05-04）



数据来源：Wind，东方证券研究所



**图 32：上市券商 PB 估值系数（截止 2018-05-04）**


数据来源：Wind，东方证券研究所

## 五、 风险提示

- 系统性风险对非银行金融业务及估值的压制，这一点在 2015 年 6 月市场快速下跌中有所体现；超预期的强监管政策可能会显著影响券商估值水平。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

## 东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888\*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

