

行业研究/深度研究

2018年04月26日

行业评级:

非银行金融 增持(维持)
 证券 II 增持(维持)

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
 研究员 0755-23952763
 shenjuan@htsc.com

刘雪菲 执业证书编号: S0570517110003
 研究员 0755-82713386
 liuxuefei@htsc.com

彭文 0755-82125173
 联系人 pengwen@htsc.com

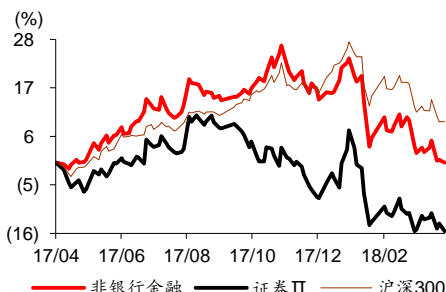
相关研究

1《非银行金融/银行: 引导稳健发展, 重视底部投资良机》2018.04

2《非银行金融/银行: 开放步伐加快, 助力金融走强》2018.04

3《非银行金融: 转型优化调结构, 保障推动促成长》2018.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

龙头券商领跑, 优势持续凸显

2017年证券行业年报综述

行业业绩小幅下滑, 专业实力较强的大型券商具备竞争优势

2017年证券行业业绩小幅下滑, 上市券商中大中型券商业绩领跑, 竞争优势凸显。业务结构持续改善, 经纪业务收入占比降至新低。行业总资产、净资产规模进一步提升, 业务布局上向重资本业务倾斜, 行业杠杆率小幅抬升。投资业务 2017 年业绩实现靓丽增长, 资管投行规模缩量致业绩下滑。行业分化持续加速, 关注优质券商投资机会。

整体业绩下行, 分化加剧, 经纪业务收入占比降至新低

2017年证券行业实现净利润 1129.95 亿, 同比-8%; 营收 3113.8 亿, 同比-5%。行业净利润率为 36.29%, 同比下降 1 个百分点。26 家上市券商 2017 年实现净利润和营收分别为 823 亿元和 2561 亿元, 同比分别-1%和+4%。26 家上市券商中 7 家券商净利润同比实现增长, 以大中型券商为主。管理费率较去年持平, 大券商成本管控能力相对稳健。2017 年证券行业经纪、投行、资管、投资、利息收入占比分别为 26%、16%、28%、10%和 11%, 经纪业务收入占比降至新低。大型券商收入结构仍呈现差异性, 六大券商中广发、海通、华泰投资业务收入占比高于 40%, 中信其他业务收入占比达 22%。

资产规模进一步提升, 业务布局上向重资本业务倾斜

2017 年证券行业总资产 6.14 万亿, 同比上升 6%; 净资产规模 1.58 万亿元, 同比增长 13%; 净资本 1.5 万亿, 同比增长 7%。上市券商总资产结构出现较大改变, 26 家证券公司融出资金及买入限售金融资产规模分别提升+6%和+46%; 期末股权投资及衍生金融资产规模分别提升 48%和 59%; 交易性金融资产规模提升 20%。2017 年证券行业平均 ROA 为 1.84%, 同比下滑 29bp; 行业平均 ROE 为 6.1%, 同比下滑 1.4 个百分点, 其中净利润率及资产周转率均有所下滑。

自营业绩亮丽增长, 资管投行规模缩量, 佣金率下半年以来企稳

自营业务受市场回暖所推动, 业绩实现亮丽增长, 风格上持续稳健, 固收规模有较大提升。股票质押业务未解押交易市值规模 3.24 万亿元, 较年初增长 127%。投行 IPO 业务规模提升, 受政策及利率环境影响再融资及债券承销规模下滑; IPO 费率维持在较高水平。资管业务规模下滑, 业务净收入提升 5%, 规范中逐步向好, 上市券商业绩分化明显。经纪业务通道价值逐步下降, 业务持续转型中。

长周期大格局, 转型跨越在路上

行业分化加速, 资本实力强、风控控制突出的优秀券商取得竞争优势。2018 年以来改革发展加速, 4 月央行行长宣布扩大金融业对外开放的具体措施和时间表, 扩大沪港通和深港通每日额度四倍和筹备沪伦通。CDR 试点加快, 机构化加速, 龙头券商专业化业务优势将陆续彰显, 看好优质券商长期盈利能力。我们预计 2018 年大券商 PB1.2-1.4 倍, PE13-18 倍, 左侧布局性价比。推荐中信、广发、招商、国君、海通、国元。

风险提示: 市场波动风险, 利率风险, 政策风险, 技术风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2017	2018E	2019E	2020E	2017	2018E	2019E	2020E
600030	中信证券	18.58	买入	0.94	1.09	1.29	1.53	20	17	14	12
600999	招商证券	17.36	买入	0.86	0.97	1.13	1.32	20	18	15	13
600837	海通证券	11.49	买入	0.75	0.84	0.96	1.14	15	14	12	10
000776	广发证券	16.48	增持	1.13	1.26	1.46	1.65	15	13	11	10

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

收入结构改善，布局向重资本业务倾斜	4
业绩小幅下滑，行业分化加剧	4
资产规模进一步提升，布局上向重资本业务倾斜	5
业务结构变化，差异化模式渐现	7
投行资管承压，投资业务成重要拉动力	9
自营业务：业绩亮丽增长，规模有所提升	9
直投业务：IPO 提速推动业绩进入加速释放期	9
资本中介业务：质押业务维持高增速，大券商业务优势显著	10
投行业务：IPO 规模超预期，业务费率维持在较高为中心的	11
资管业务：规范中逐步向好，业绩实现增长	13
经纪业务：佣金率企稳，业务持续转型中	15
长周期大格局，转型跨越在路上	17
风险提示	18

图表目录

图表 1： 证券行业营收规模趋势	4
图表 2： 证券行业净利润趋势	4
图表 3： 2017 年上市券商盈利经营情况	5
图表 4： 证券行业总资产规模小幅提升	5
图表 5： 证券行业净资产规模稳步增长	5
图表 6： 上市券商资产结构	6
图表 7： 证券行业杠杆水平小幅抬升	6
图表 8： 证券行业历年 ROA 水平	7
图表 9： 上市券商 2017 年 ROA 水平	7
图表 10： 证券行业 ROE 水平	7
图表 11： 上市券商 2017 年 ROE 水平	7
图表 12： 证券行业业务结构变化	7
图表 13： 2017 年上市券商业务收入结构	8
图表 14： 上市券商权益类和固定收益类投资情况	9
图表 15： 2017 年部分券商私募股权基金业务开展情况（单位：亿元）	10
图表 16： 行业利息净收入情况	10
图表 17： 2017 年股票质押市场市值结构	11
图表 18： 市场两融业务余额	11
图表 19： 2017 年上市券商两融利息净收入	11
图表 20： 2015-2017 权益类融资情况	12
图表 21： 2015-2017 债券类融资情况	12
图表 22： 行业历史投行业务净收入	12

图表 23: 2017 年上市券商承销业务收入情况	12
图表 24: 券商历年 IPO 业务平均费率情况	13
图表 25: 2017 年上市券商 IPO 业务费率情况	13
图表 26: 上市券商 IPO 排队项目情况	13
图表 27: 2017 年上市券商投行收入贡献比	13
图表 28: 2012 年以来券商资管业务规模	14
图表 29: 2017 年集合、定向、专项、直投四类业务规模分布	14
图表 30: 2012-2017 各年券商资管新成立产品类型	14
图表 31: 行业历史资产管理业务净收入	15
图表 32: 上市券商 2017 年资产管理业务规模 (单位: 亿元)	15
图表 33: 上市券商 2017 年资产管理业务收入 (单位: 亿元)	15
图表 34: 市场日均股基交易量变动趋势	16
图表 35: 2017 年上市券商股基交易额市占率	16
图表 36: 券商指数市盈率 (TTM)、市净率 (LF) 情况 (2012 年 1 月 1 日 - 2017 年 12 月 31 日)	17

收入结构改善，布局向重资本业务倾斜

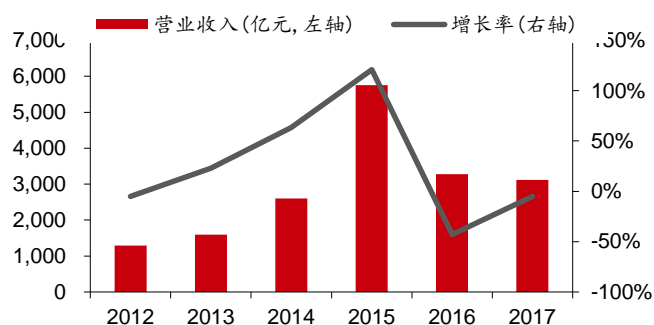
业绩小幅下滑，行业分化加剧

行业分化持续加大，集中度基本稳定。2017 年全年市场环境回暖，上证综指较年初上升 6.56%，深圳成指上升 8.48%，券商指数下跌 10.99%。市场交易活跃度有所下滑，沪深两市日均股票成交额 5011 亿元，同比-10%。年末两融规模 10260 亿元，较 2016 年末提升 9%。年末股票质押未解押市值规模 32415 亿元，同比上升 127%。股权融资募集资金 804 亿元，其中 IPO 募资 2302 亿元，再融资募资 13891 亿元，债权融资募资 43628 亿元，同比分别+39%、-31%和-23%。

行业业绩有所下滑，2017 全年证券行业实现净利润 1129.95 亿，同比下降 8%；营收 3113.8 亿，同比下降 5%。26 家上市券商 2017 年实现净利润和营收分别为 823 亿元和 2561 亿元，同比分别下降 1%和提升 4%，占行业净利润、收入比 73%和 82%。证券行业净利润率为 36.29%，同比下降 1 个百分点。26 家上市券商平均净利润率为 32%，同比下降 3 个百分点。

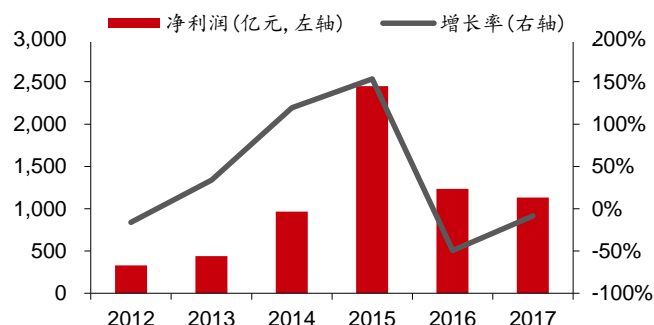
整顿规范周期下业务均衡的大型券商竞争优势凸显。26 家上市券商中 7 家券商净利润同比实现增长，以大型券商为主，其中东方、华泰、兴业、中信同比分别增长 54%、48%、12%及 10%（华泰证券扣除非经常性损益后净利润为 60 亿元，同比-0.8%）。14 家券商营业收入同比实现增长，其中山西、东方、华泰证券同比增幅分别达 87%、53%及 25%。

图表1： 证券行业营收规模趋势



资料来源：中国证券业协会，华泰证券研究所

图表2： 证券行业净利润趋势



资料来源：中国证券业协会，华泰证券研究所

管理费率较去年持平，大券商成本管控能力相对稳健。券商管理费用以刚性人力成本为主，在全年营收持续缩水的情况下，2017 年 26 家上市券商中 17 家券商管理费率同比上升；整体管理费率为 46%，同比持平。大型券商管理费率较去年波动幅度较小，显示出较为稳健的成本管控能力。26 家上市券商中太平洋、第一创业证券管理费率分别达 83%和 70%。

图表3： 2017 年上市券商盈利经营情况

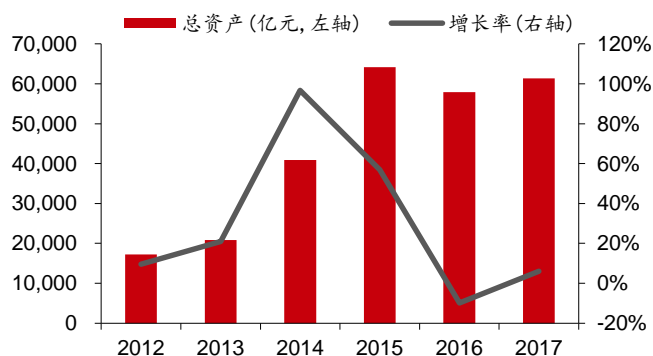
公司名称	归母净利润		营业收入		净利润率	每股收益	ROE	资产负债率	管理费率	同比 (pct)
	润 (亿元)	同比	(亿元)	同比						
中信证券	114	10%	433	14%	26%	0.94	7.6%	76%	39%	-5
国泰君安	99	0%	238	-8%	42%	1.13	8.0%	69%	39%	1
华泰证券	93	48%	211	25%	44%	1.30	10.6%	77%	46%	-1
海通证券	86	7%	282	1%	31%	0.75	7.3%	76%	35%	0
广发证券	86	7%	216	4%	40%	1.13	10.1%	75%	44%	-1
招商证券	58	7%	134	14%	43%	0.86	7.3%	72%	46%	4
申万宏源	46	-15%	134	-9%	34%	0.20	8.3%	81%	51%	0
中国银河	40	-23%	113	-14%	35%	0.39	6.2%	75%	50%	5
东方证券	36	54%	105	53%	34%	0.51	6.7%	77%	52%	-3
光大证券	30	0%	98	7%	31%	0.65	6.2%	76%	53%	1
兴业证券	23	12%	88	16%	26%	0.34	6.8%	77%	60%	1
方正证券	15	-43%	60	-23%	24%	0.18	3.9%	74%	69%	12
国元证券	12	-14%	35	4%	34%	0.36	4.7%	68%	51%	7
国金证券	12	-7%	44	-6%	27%	0.40	6.4%	55%	65%	2
浙商证券	11	-14%	46	0%	23%	0.32	7.9%	74%	38%	-4
华西证券	10	-39%	27	-2%	38%	0.39	8.0%	75%	50%	6
东吴证券	8	-47%	41	-11%	19%	0.26	3.8%	78%	43%	4
西部证券	8	-33%	32	-7%	24%	0.21	4.3%	66%	52%	-2
西南证券	7	-27%	31	-16%	22%	0.12	3.5%	69%	68%	4
东北证券	7	-49%	49	10%	14%	0.29	4.3%	72%	42%	-10
华安证券	6	8%	19	11%	34%	0.18	5.3%	68%	52%	2
中原证券	4	-38%	21	6%	21%	0.11	4.3%	72%	50%	0
第一创业	4	-25%	20	-4%	22%	0.12	4.8%	72%	70%	11
山西证券	4	-13%	44	87%	9%	0.14	3.3%	74%	33%	-22
国海证券	4	-63%	27	-31%	14%	0.09	2.7%	78%	69%	12
太平洋	1	-83%	13	-28%	9%	0.02	1.0%	74%	83%	27
合计	823	-1%	2561	4%	32%	-	7.2%	75%	46%	0

资料来源：Wind，华泰证券研究所

资产规模进一步提升，布局上向重资本业务倾斜

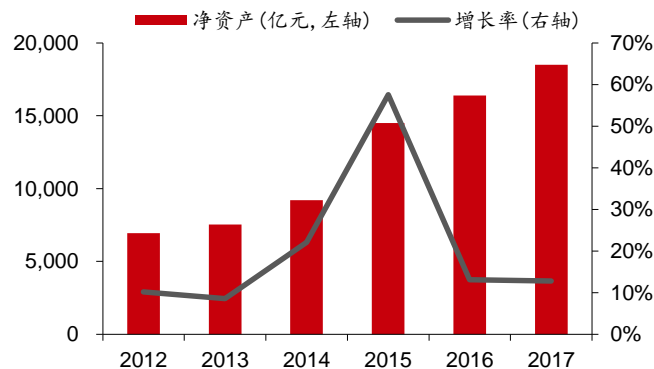
行业总资产、净资产规模均同比提升，2017 年证券行业总资产 6.14 万亿，同比上升 6%。26 家上市券商总资产 4.70 万亿。2017 年末证券行业净资产规模 1.58 万亿元，同比增长 13%。行业净资本 1.5 万亿，同比增长 7%。

图表4： 证券行业总资产规模小幅提升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表5： 证券行业净资产规模稳步增长

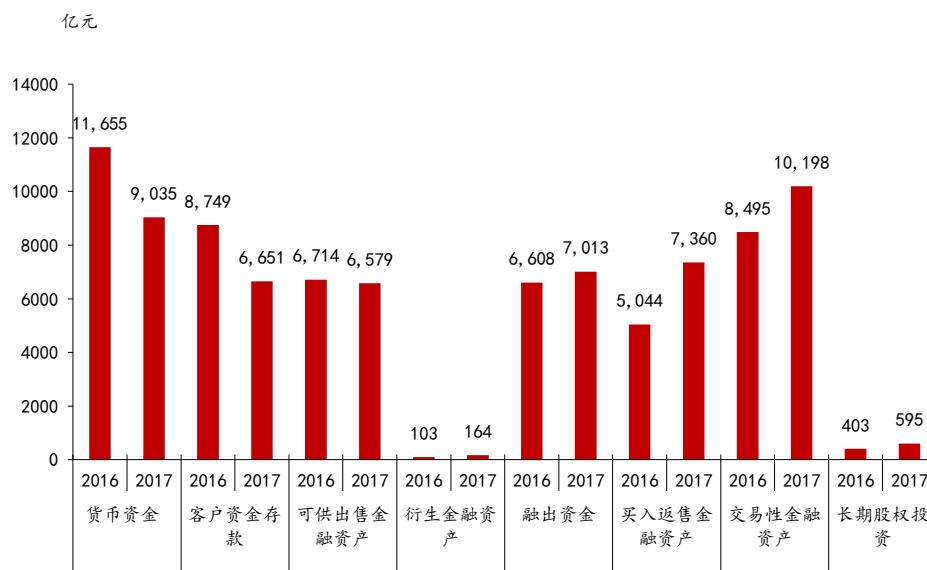


资料来源：Wind，华泰证券研究所

上市券商衍生金融资产、买入返售金融资产及长期股权投资规模大幅提升。2017 年市场交投情绪有所下滑，26 家证券公司客户存款资金规模 6651 亿元，同比-24%。两融及股票质押业务规模提升带动融出资金及买入返售金融资产规模提升，幅度分别为+6%和+46%。投资资产规模稳步提升，且业务模式趋向多元化，其中长期股权投资及衍生金融

资产规模分别提升 48%和 59%;交易性金融资产规模提升 20%,受 IFRS9 准则实施影响,可供出售金融资产规模小幅下滑 2%。

图表6: 上市券商资产结构

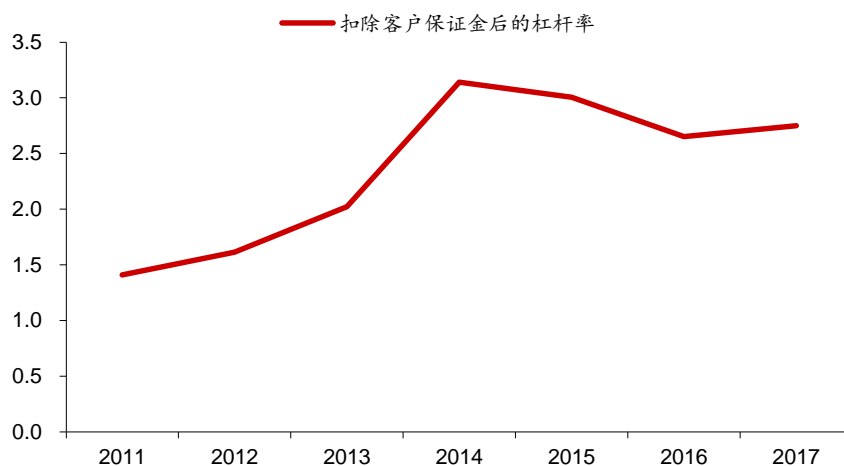


资料来源: Wind, 华泰证券研究所

杠杆率小幅抬升, 净利润率缩水导致 ROA 及 ROE 下滑。2017 年证券行业平均 ROA 为 1.84%, 同比下滑 29bp。上市券商平均 ROA 为 1.76%。国金、华泰、广发排名行业前列, 分别达 2.85%、2.43%和 2.41%。杠杆水平自 2015 年起持续下降, 2017 年小幅抬升, 行业杠杆水平(剔除客户保证金)为 2.75 倍, 仍保持在较低位置。2017 年证券行业平均 ROE 为 6.1%, 同比下滑 1.4 个百分点, 其中净利润率及资产周转率均有所下滑。上市券商平均 ROE 为 7.17%。华泰、广发、申万宏源排名前列, 分部达 10.62%、10.13%和 8.33%。

ROE 提振更依赖 ROA, 强调资金使用效率。当前监管环境及风控新规促进券商业务市场化, 低杠杆率有助于提升经营业绩的稳定性和可持续性, 未来预计随着行业各项业务开展逐步成熟, 行业将重回快速发展期, 业务边界将持续拓宽, 杠杆率及 ROE 均有较大提升空间。

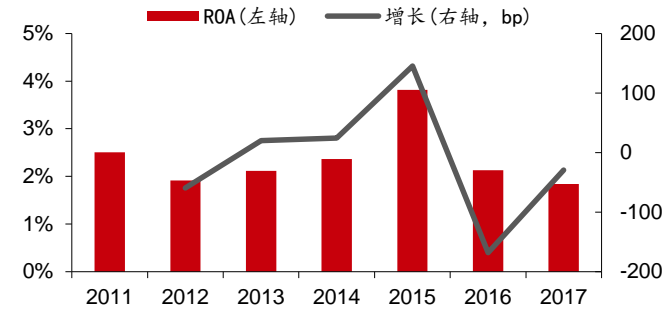
图表7: 证券行业杠杆水平小幅抬升



注: 杠杆率为扣除客户保证金后的杠杆率水平

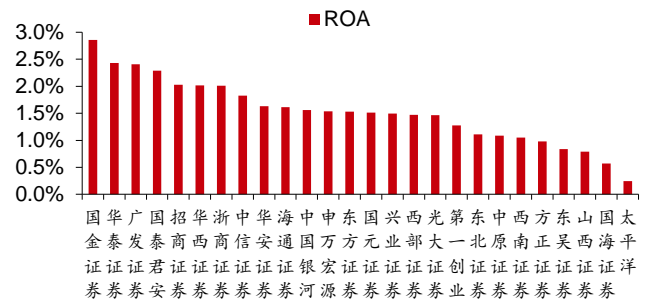
资料来源: 证券业协会, 华泰证券研究所

图表8： 证券行业历年 ROA 水平



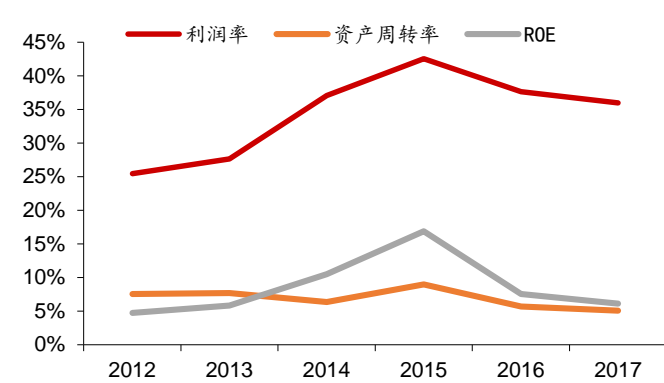
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9： 上市券商 2017 年 ROA 水平



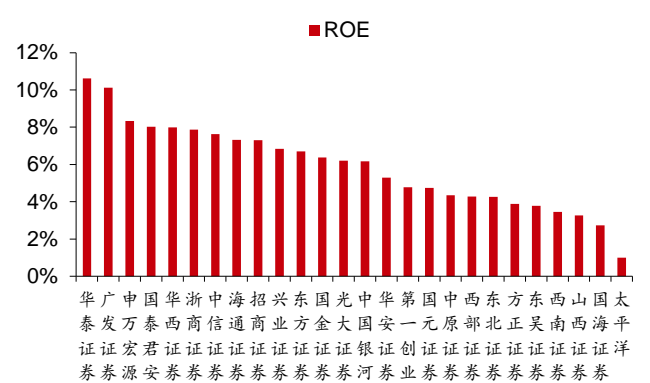
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10： 证券行业 ROE 水平



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表11： 上市券商 2017 年 ROE 水平



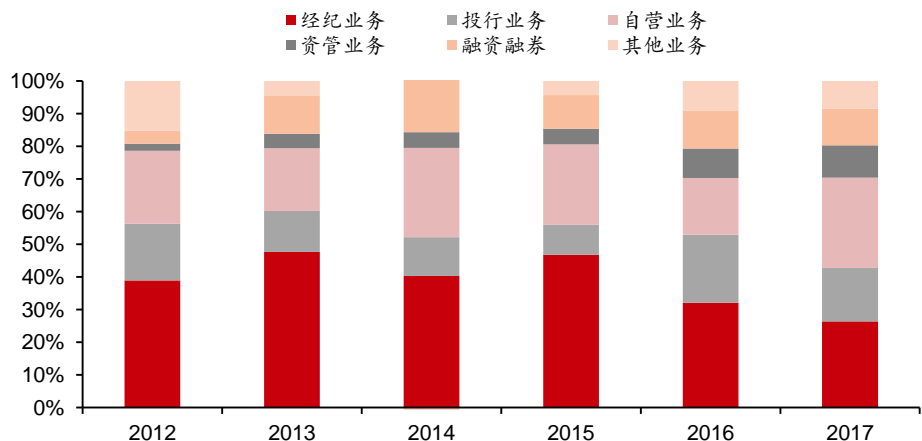
资料来源：Wind，华泰证券研究所

业务结构变化，差异化模式渐现

投资收入提振业绩，经纪业务收入占比降至新低。2017 年证券行业经纪业务收入 821 亿元，同比下降 22%，收入贡献比由 2016 年同期的 32% 降至 26%。投行收入 510 亿元，同比下降 26%，收入占比由 2016 年同期的 21% 降至 16%；自营收入 861 亿元，同比增长 51%，收入占比由 2016 年同期的 17% 升至 28%。资管收入 310 亿元，同比增长 5%，收入占比 10%，较 2016 年持平。利息净收入 348 亿元，同比下降 26%，收入占比 11%。

上市券商持续推进业务转型，收入结构分化加速。上市券商业务结构变化与行业保持一致，26 家上市券商经纪业务收入均呈现一定幅度的下滑，六大券商（中信、国君、海通、华泰、招商、广发）经纪业务占比均在 30% 以下。大型券商收入结构仍呈现差异性，六大券商中广发、海通、华泰投资业务收入占比高于 40%，中信其他业务收入占比达 22%。

图表12： 证券行业业务结构变化



资料来源：证券业协会，华泰证券研究所

图表13： 2017 年上市券商业务收入结构

证券简称	经纪	投行	资管	利息	投资	其他
中信证券	19%	10%	13%	6%	31%	22%
海通证券	14%	12%	7%	13%	36%	18%
国泰君安	24%	11%	7%	24%	29%	5%
华泰证券	20%	10%	11%	17%	41%	2%
广发证券	20%	13%	18%	2%	44%	3%
申万宏源	34%	10%	10%	13%	30%	3%
中国银河	39%	5%	6%	26%	20%	4%
招商证券	30%	16%	9%	13%	28%	3%
东方证券	14%	13%	19%	-19%	69%	5%
光大证券	27%	12%	11%	13%	26%	11%
方正证券	49%	7%	5%	10%	26%	3%
兴业证券	17%	13%	5%	5%	43%	18%
东吴证券	24%	18%	5%	-14%	39%	27%
东北证券	15%	6%	4%	-3%	32%	45%
国元证券	21%	14%	3%	24%	35%	3%
西南证券	22%	20%	3%	-7%	63%	-1%
国海证券	25%	17%	6%	-14%	45%	20%
西部证券	22%	19%	3%	12%	39%	5%
浙商证券	21%	11%	7%	9%	17%	35%
华西证券	40%	13%	3%	17%	24%	3%
山西证券	11%	13%	3%	1%	24%	49%
国金证券	28%	31%	4%	16%	10%	10%
中原证券	25%	5%	4%	21%	19%	24%
太平洋	22%	10%	22%	14%	31%	0%
华安证券	41%	5%	4%	30%	20%	2%
第一创业	15%	20%	32%	6%	21%	6%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

投行资管承压，投资业务成重要拉动力

自营业务：业绩亮丽增长，规模有所提升

自营投资净收益普遍上升，业绩弹性较大。2017 年行业实现证券投资收益 861 亿元，同比上升 51%，净收入贡献比 28%。26 家上市券商实现投资净收益（合并口径，考虑公允价值变动）866 亿元，同比上升 44%，中信、海通和广发领先，分别实现投资净收益 133 亿元、100 亿元和 95 亿元。东方和西南证券投资业务收入占总营收比重较高，分别为 69% 和 63%。

自营规模大幅提升，债券类资产仓位进一步提升。从整体持仓规模上看，2017 年末 26 家上市券商自营业务规模 1.22 万亿，同比增长 22%；其中固定收益类投资规模 9799 亿元，同比+31%，权益类证券投资仓位 2468 亿元，同比-5%。从持仓风格上看，26 家上市券商合计权益类证券投资仓位与固定收益类仓位比重为 1:4。

图表 14：上市券商权益类和固定收益类投资情况

公司名称	权益类证券投资/净资本				固定收益类证券投资/净资本			
	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2	2016H1	2016H2	2017H1	2017H2
华泰证券	70%	55%	52%	61%	53%	66%	89%	108%
东方证券	70%	50%	48%	51%	129%	109%	126%	131%
西南证券	85%	51%	51%	40%	279%	204%	221%	189%
国元证券	59%	34%	35%	35%	150%	164%	139%	120%
招商证券	62%	32%	31%	35%	204%	0%	179%	155%
中信证券	54%	35%	39%	33%	135%	143%	127%	124%
太平洋	57%	31%	29%	33%	101%	87%	83%	97%
国信证券	51%	30%	28%	31%	53%	81%	88%	58%
山西证券	58%	37%	29%	31%	173%	98%	94%	149%
东北证券	52%	28%	27%	29%	38%	54%	104%	159%
方正证券	75%	30%	28%	28%	91%	86%	115%	134%
国泰君安	61%	32%	25%	28%	83%	82%	67%	82%
广发证券	67%	35%	30%	26%	289%	200%	157%	126%
中国银河	70%	31%	29%	23%	72%	106%	104%	142%
东吴证券	39%	23%	22%	22%	133%	125%	120%	131%
申万宏源	32%	21%	17%	19%	39%	45%	58%	52%
海通证券	47%	35%	15%	14%	61%	123%	156%	143%
西部证券	49%	35%	14%	13%	32%	0%	75%	112%
光大证券	75%	40%	10%	9%	38%	55%	82%	67%
长江证券	44%	22%	11%	8%	84%	55%	75%	127%
兴业证券	33%	2%	3%	8%	65%	238%	250%	231%
中原证券	23%	4%	8%	8%	100%	56%	114%	77%
东兴证券	45%	30%	12%	7%	112%	141%	111%	138%
国金证券	24%	5%	5%	6%	142%	70%	135%	167%
第一创业	70%	55%	52%	61%	53%	66%	89%	108%
华安证券	70%	50%	48%	51%	129%	109%	126%	131%
国海证券	85%	51%	51%	40%	279%	204%	221%	189%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

直投业务：IPO 提速推动业绩进入加速释放期

2017 年受 IPO 提速推动，直投业绩进入收获期。前期业务布局较早、投资项目积累较多的券商直投子公司业绩逐步进入释放期，并逐渐成为证券公司重要的收入来源。2017 年中信、海通和广发私募股权基金业务净利润分别达 18.9 亿元、18.9 亿元及 9.3 亿元，对净利润贡献比分别达 17%、22%以及 10%。2017 年 IPO 发行家数 438 家，募资 2302 亿元，同比+39%。IPO 提速拓宽直投业务退出渠道，2017 年业绩进入加速释放期。

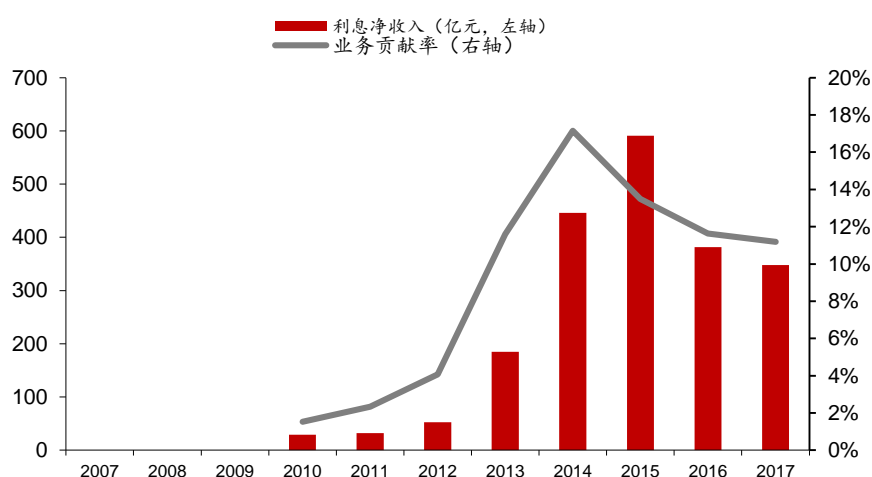
图表15： 2017 年部分券商私募股权基金业务开展情况（单位：亿元）

公司名称	私募股权基金业务规模	营业收入	净利润	业务净利润贡献比
海通证券	185	26.64	18.89	22%
中信证券	超过 600 亿元	38.3	18.9	17%
广发证券	93.29	14.36	9.32	10%
华泰证券	422.07	11.4	7.34	9%
国元证券	40.6	1.28	0.89	7%
国泰君安	343	8.7	6.28	6%
招商证券	超过 200 亿元	-	3.08	5%

资料来源：Wind，华泰证券研究所

资本中介业务：质押业务维持高增速，大券商业务优势显著

行业利息净收入占比维持稳定，大券商更占优势。2017 年行业实现利息净收入 348 亿元，YoY -9%，营收贡献比 11%，较 2016 年度持平。26 家上市券商实现利息净收入 256 亿元，YoY -6%。大型券商受益于资本实力和客户资源，资本中介业务实力突出，国泰君安、海通和华泰利息净收入行业领先，2017 年分别实现净收入 57 亿、37 亿和 36 亿元。

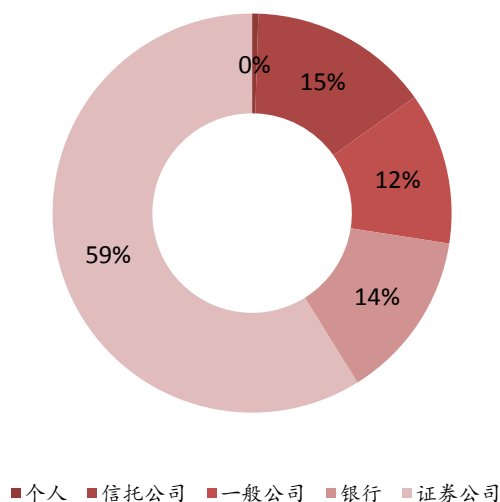
图表16： 行业利息净收入情况

资料来源：证券业协会，华泰证券研究所

股票质押业务交易活跃度大幅提升，业务规模靓丽增长，大券商规模优势显著。截至 2017 年末券商股票质押未解押交易市值规模 3.24 万亿元，较年初增长 127%。2017 年新增股票质押业务中，券商承接的质押业务市值 2.2 万亿元，占全市场的 59%。

上市券商中信证券全年股票质押交易 750 笔，总质押股数 182 亿股，参考市值 2482 亿元，位居市场首位；海通、国君、华泰证券股票质押业务参考市值紧跟其后，具备规模优势。2017 年 26 家上市券商股票质押业务收入 304 亿元，同比增长 38%，占全部利息收入的 27%。

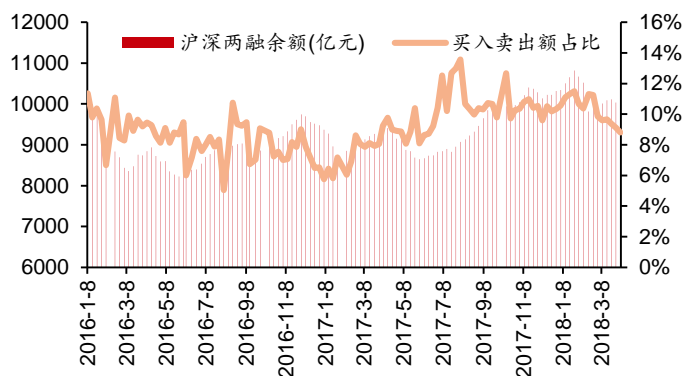
图表17： 2017 年股票质押市场市值结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2017 年末两融余额稳定在万亿元左右，业务费率维持在约 8%-8.6%。2017 年上市券商两融业务利息收入 484 亿元，YoY -2%，占利息总收入的 43%。其中国泰君安、中信、海通收入排名行业领先，分别达 26 亿元、24 亿元和 21 亿元。当前券商融资利率基本为 8.35%—8.6%，融券利率为 8.35%—10.6%，费率自业务开展以来基本保持稳定。2017 年券商两融业务的开展以控风险稳发展为主，预计未来业务将维持稳健发展。

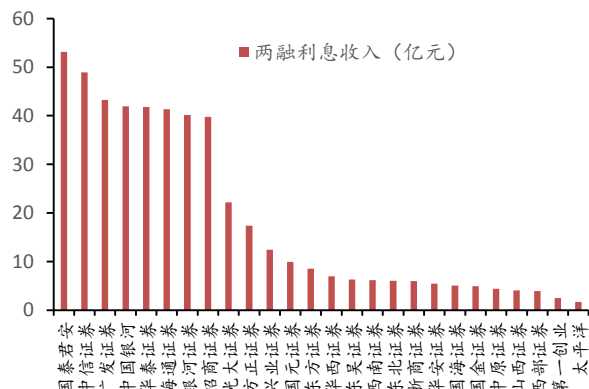
图表18： 市场两融业务余额



注：买入卖出额占比数据为（融资买入额+融券卖出额）/市场总交易额比重

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表19： 2017 年上市券商两融利息净收入



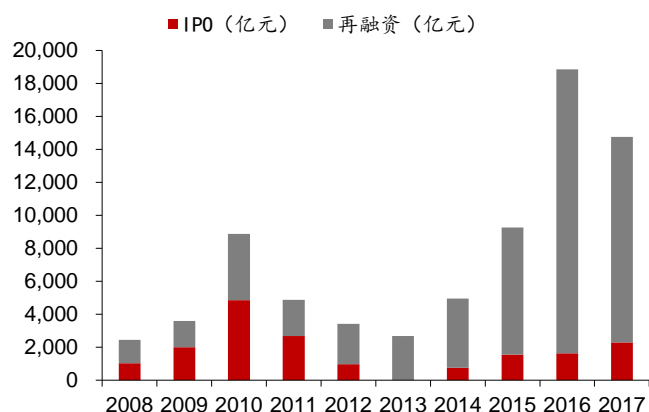
资料来源：Wind，华泰证券研究所

投行业务：IPO 规模超预期，业务费率维持在较高为中心的

IPO 规模亮丽增长，受再融资及债承影响业绩有所下滑。2017 股权融资募集资金 16193 亿元，其中 IPO 募资 2302 亿元，同比+39%。再融资募资 13891 亿元，同比-31%。受利率上行影响债券承销规模有所下滑，债权融资募资 43628 亿元，同比-23%。行业实现投行业务净收入 510 亿元，同比下降 26%，收入占比由去年同期的 20% 降至 16%。

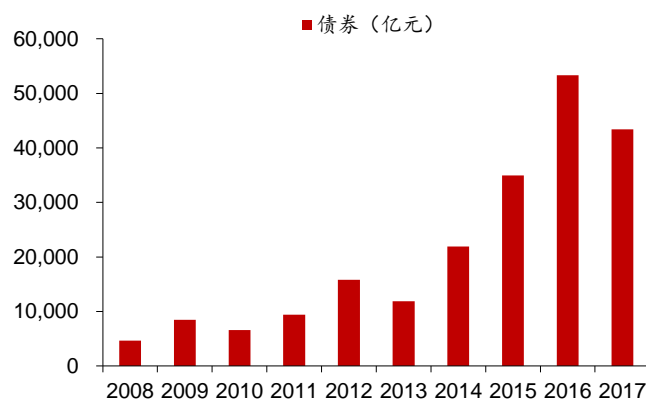
上市券商业绩分化明显。2017 年 26 家上市券商实现承销业务净收入 301 亿元，同比-19%；华安、华西和浙商证券承销业务净收入同比增速居行业前三。

图表20: 2015-2017 权益类融资情况



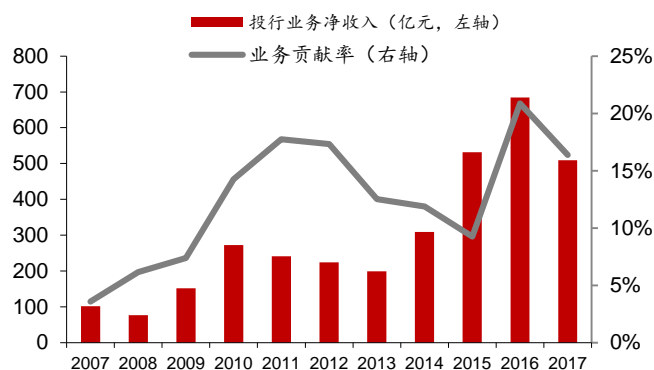
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表21: 2015-2017 债券类融资情况



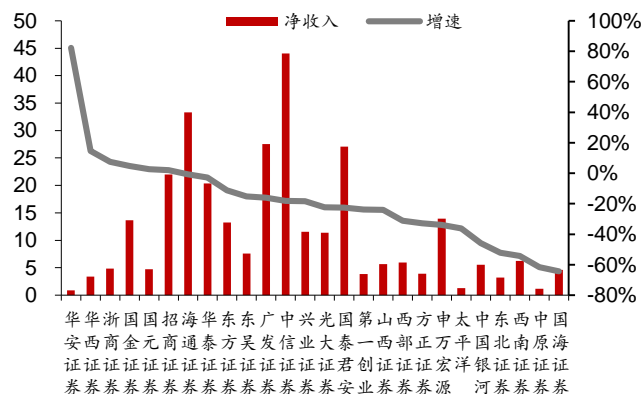
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表22: 行业历史投行业务净收入



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表23: 2017年上市券商承销业务收入情况

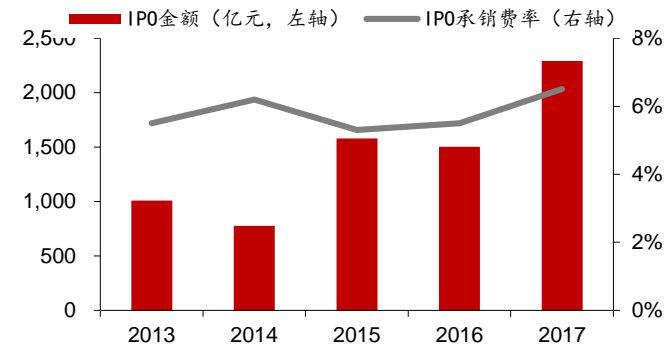


资料来源：Wind，华泰证券研究所

IPO 业务费率趋稳，预计全年业绩将实现较好增长。据 Wind 统计数据测算，2017 年行业 IPO 业务平均费率为 6.5%，较 2017 上半年水平有小幅提升 10bp。上市券商 IPO 业务费率基本维持在 6%-8%，部分券商 IPO 业务费率较高，我们推测可能由于项目规模较小、存在部分特殊项目等因素导致。

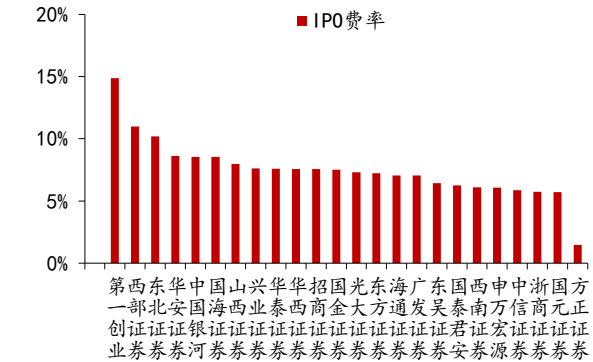
招商、广发、中信 IPO 排队项目居前。从 IPO 排队情况来看，截至 2017 年末市场共有 2544 家企业排队 IPO，其中已受理、已反馈、已披露更新和辅导备案登记受理项目合计 1890 家。上市券商中广发、招商、国金证券排队项目（含已受理、已反馈、已披露更新和辅导备案登记受理项目）数量居前，分别为 108 家、100 家和 84 家。

图表24： 券商历年 IPO 业务平均费率情况



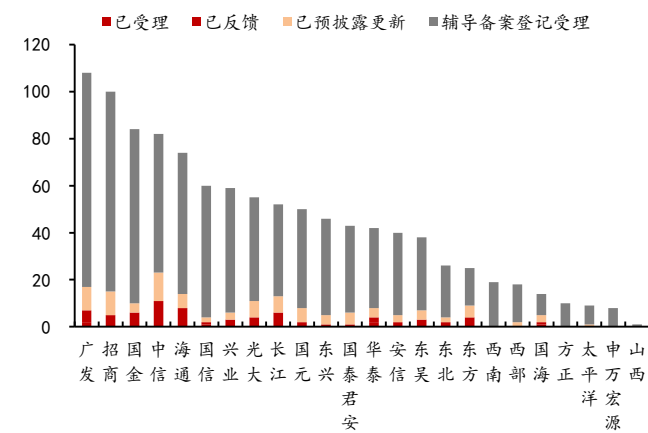
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表25： 2017 年上市券商 IPO 业务费率情况



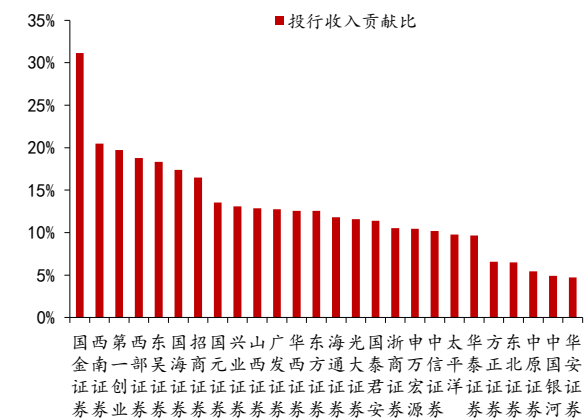
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表26： 上市券商 IPO 排队项目情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表27： 2017 年上市券商投行收入贡献比

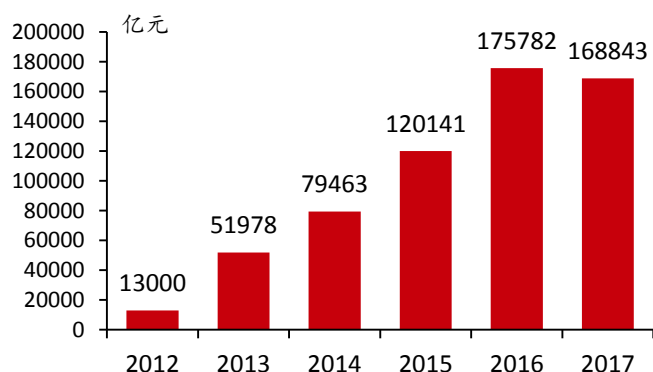


资料来源：Wind，华泰证券研究所

资管业务：规范中逐步向好，业绩实现增长

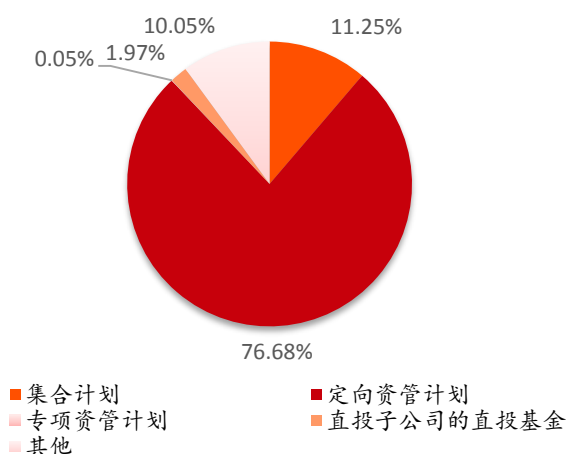
业务结构当前仍以定向为主，集合专项迅速扩张。根据证券业协会和基金业协会公布的数据，截至 2017 年末券商资管共有产品 2.3 万只，管理资产规模 16.9 万亿元，同比-3%，为 2012 年来首次出现下滑。2017 年末集合、定向、专项、直投业务规模分别为 2.11、14.4、0.09 和 0.4 万亿元，占比分别为 11%、77%、0.05%和 2%。从业务规模上看定向资管仍占据主导地位，但其规模自 2017 年 1 季度以来逐季下滑，预计在监管层去通道、去杠杆的政策大方向引导下，通道定向业务将持续萎缩，主动管理业务为未来发展方向。

图表28： 2012 年以来券商资管业务规模



资料来源：基金业协会，华泰证券研究所

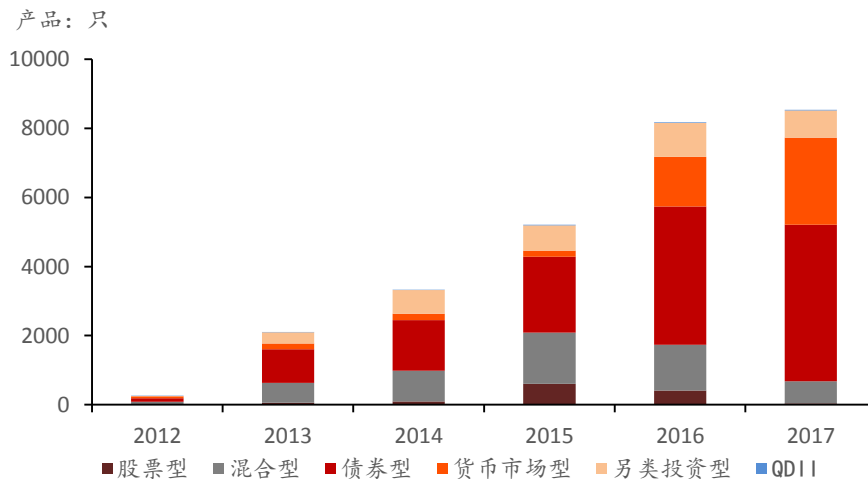
图表29： 2017 年集合、定向、专项、直投四类业务规模分布



资料来源：基金业协会，华泰证券研究所

新成立产品以债券型、货币型等高流动性产品为主。据 Wind 统计，2017 年新成立券商资管产品 8535 只，其中股票型、混合型、债券型、货币市场型、另类投资型、QDII 产品数量分别为 37、642、4533、2524 和 782 只，占比分别为 0.4%、8%、53%、30%和 9%。其中债券型、货币型两类高流动性产品占比高达 83%，我们认为主要由于券商资管客户多为经纪业务客户，认购券商资管产品主要目的为盘活股票账户闲置资金，不追求超额收益，但对风险及流动性有较高要求，导致券商资管产品结构失衡。

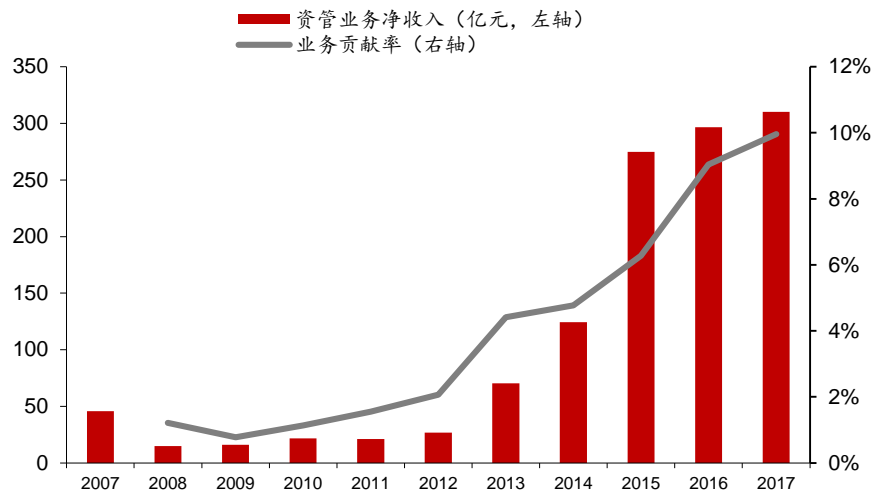
图表30： 2012-2017 各年券商资管新成立产品类型



资料来源：Wind，华泰证券研究所

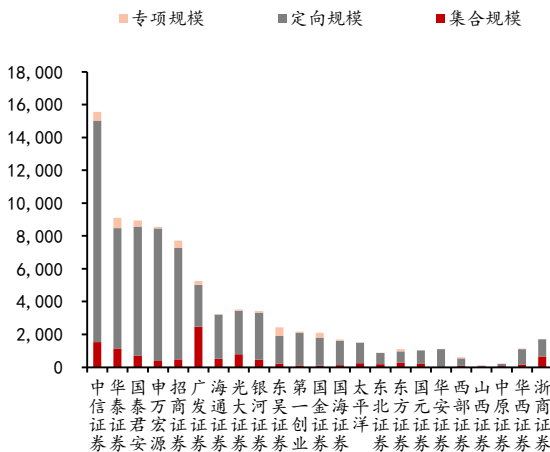
资管业绩同比微增，上市券商业绩分化较大。行业资产管理业务净收入 310 亿元，同比增长 5%，收入贡献比 10%。26 家上市券商实现合并口径资管业务净收入 255 亿元，同比增长 10%。上市公司中按母公司口径，中信、广发、东方资管业务净收入领先，分别为 19 亿元、16 亿元和 15 亿元。

图表31： 行业历史资产管理业务净收入



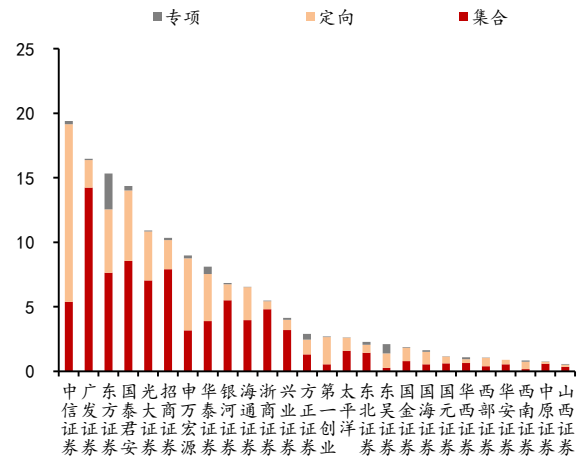
资料来源：证券业协会，华泰证券研究所

图表32： 上市券商 2017 年资产管理业务规模 (单位：亿元)



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表33： 上市券商 2017 年资产管理业务收入 (单位：亿元)

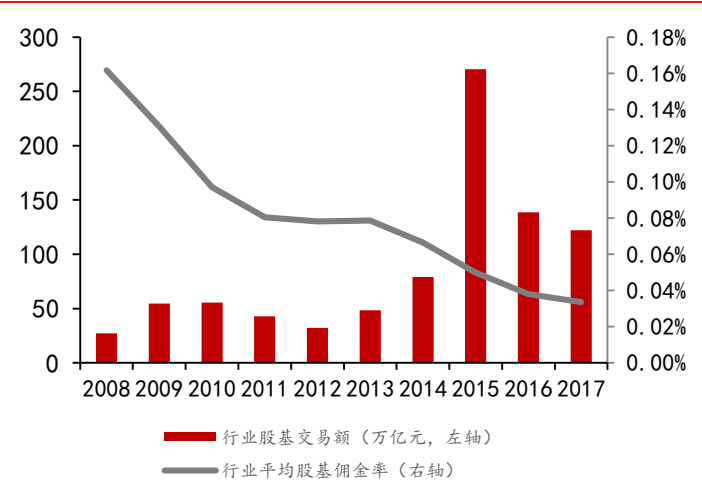


资料来源：Wind，华泰证券研究所

经纪业务：佣金率企稳，业务持续转型中

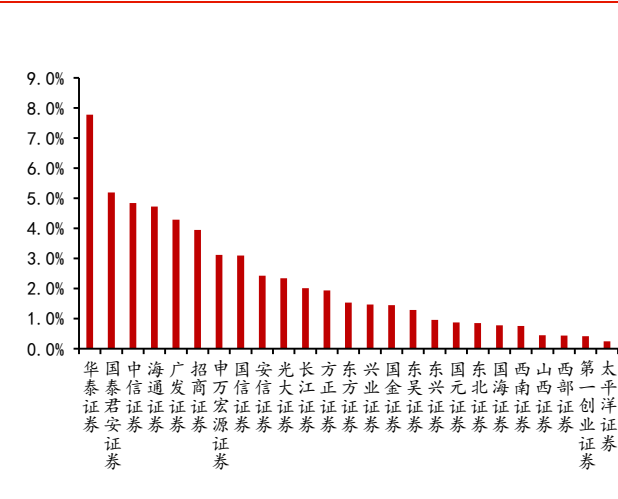
经纪业务收入下滑，佣金率进一步下降压力有限。2017 年行业经纪业务净收入 821 亿元，YoY -22%，占总收入比重 26%。26 家上市券商 2017 年经纪业务净收入 578 亿元，YoY -20%。2017 年行业平均股基佣金率 0.034%，较 2017 上半年水平持平，预计未来持续下跌压力有限。日均股基交易额下滑，2017 年市场日均股基交易额 5011 亿元，YoY -10%。

图表34： 市场日均股基交易量变动趋势



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表35： 2017 年上市券商股基交易额市占率



资料来源：Wind，华泰证券研究所

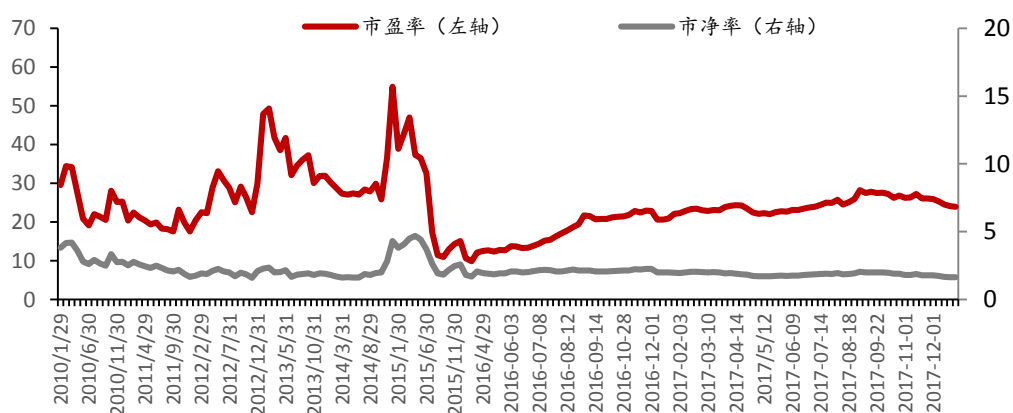
长周期大格局，转型跨越在路上

经过了 2016-2017 年两年的整顿规范，行业加速形成分化格局，资本实力强、风控控制突出的优秀券商取得竞争优势，部分资本薄弱，风险控制差的券商进入阵痛期。2018 年以来改革发展加速，4 月央行行长宣布扩大金融业对外开放的具体措施和时间表，扩大沪港通和深港通每日额度四倍和筹备沪伦通。互联互通的扩容将为 MSCI 正式纳入 A 股先行铺路。监管规范和引导持续，金融行业扩大开放急需国家队投行引领行业正面国际化竞争。CDR 试点加快，机构化加速，龙头券商专业化业务优势将陆续彰显，看好优质券商长期盈利能力。

政策环境边际改善，未来有望持续引导创新发展。行业经过综合治理将重回规范发展的跑道，券商的资本实力、市场声誉、风控能力、公司治理都得到了大幅提升。2017 年下半年以来支持行业创新发展的相关政策逐步推出，中国证券业协会第六次会员大会重提“创新发展”。2018 年以来创新业务发展加速，4 月 CDR 业务试点落地，博鳌论坛上央行行长宣布扩大金融业对外开放的具体措施和时间表，扩大沪港通和深港通每日额度四倍和筹备沪伦通。我们预计未来监管政策将逐步向引导创新发展方向倾斜。

业务分化加剧，板块估值处于历史中枢较低水平，布局优秀公司。2017 行业处于监管规范+市场偏弱的市场环境，但各项改革在持续推进。我们预计 2018 年大券商 PB1.2-1.4 倍，PE13-18 倍。优质券商股性价比高，安全性强。行业加速分化，看好资本实力强、风控控制突出的优秀券商。给予行业增持评级，推荐全业务链发展+综合实力强的中信证券、广发证券、招商证券，基本面稳定+估值低位的国泰君安、海通证券、国元证券。

图表36： 券商指数市盈率（TTM）、市净率（LF）情况（2012 年 1 月 1 日 - 2017 年 12 月 31 日）



资料来源：Wind, 华泰证券研究所

风险提示

- 1、市场波动风险。公司经纪、自营及资管业务与股市及债市环境高度相关，来自股市及债市的波动将会影响证券公司业绩。
- 2、利率风险。固定利率工具使公司面临公允价值利率风险，浮动利率工具使公司面临现金流利率风险。
- 3、政策风险。证券行业各项业务开展均受到严格的政策规范，未来政策的不确定性将影响行业改革转型进程及节奏。
- 4、技术风险。当前证券行业加速推进金融科技运用，并投入了大量的成本。未来金融科技的发展及回报若低于预期，将会拖累行业整体表现。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2018 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 24 层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com