

推荐 (维持)

看好市场改革红利，后市展望维持乐观

2020 年 05 月 05 日

证券行业 2020 年一季报总结及后市展望

上证指数

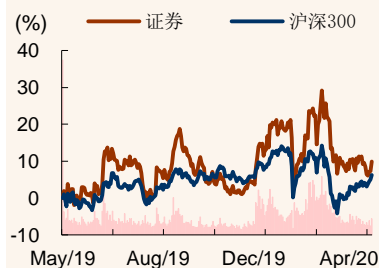
2860

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	41	1.1
总市值 (亿元)	23107	3.9
流通市值 (亿元)	17921	3.8

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	1.1	6.0	-0.3
相对表现	-5.0	5.3	-0.3



资料来源：贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《创业板注册制改革点评——资本市场改革深化再迈实质性步伐》2020-04-28
- 2、《证券公司 3 月数据点评——部分龙头强势超越高基数》2020-04-12
- 3、《海外业务领跑行业，并表试点前景广阔——中金公司 3908.HK》2020-04-07

郑积沙

0755-83081514
zhengjisha@cmschina.com.cn
S1090516020001

刘雨辰

liuyuchen3@cmschina.com.cn
S1090518100002

曾广荣

zengguangrong@cmschina.com.cn
S1090520040001

本篇报告回顾了上市券商 2020 年一季报情况。

- **业绩概览：环比提升、同比下滑。**38 家上市券商合计归母净利润合计 313 亿，环比+46%，同比-19%。去年一季度权益市场火爆证券公司业绩高基数，今年 3 月权益市场大幅波动对券商业绩产生负面影响。结构上看，投资收益继续占比最高，但同比环比均为负贡献；经纪业务弹性最大，占比与投资接近。行业总体利润规模格局稳定，ROE 表现分化加剧，前五券商年化 ROE 超越 10%，后五券商单季度 ROE 不足 1%。
- **业绩归因：(1) 客户需求总体保持高位。**上市券商上市券商客户资产规模 2.3 万亿，较去年末+20%；日均股基交易量 9145 亿，同比+47%，环比+85%。IPO、债券承销、两融余额均显著正增长。(2) **自有资金投放调整，股票质押规模继续收缩。**(3) **市场收益率分化，资金成本继续走低。**债券市场继续走牛，权益市场明显波动，券商新发债务成本继续下降接近 1PCT。
- **后市展望：(1) 资本市场改革深化。**全年股权融资规模达到 1.8 万亿，同比增长+17%。其中 IPO 规模 3000 亿元，再融资 1.5 万亿元；(2) **资本市场活跃度持续提升。**资本市场全年股权融资规模对应融资供给；日均股基交易量反应市场活跃度，体现了资本市场对股权融资的需求。全年 1.8 万亿股权融资规模对应至少 7200 亿日均成交量支撑。(3) **全年证券公司负债成本下降趋势有望延续。**长期看，杠杆倍数抬升与资金成本走低共同作用，证券公司 ROE 中枢抬升至 10% 以上。
- **全年业绩保持乐观。**今年一季度因新冠疫情影响，经济活动普遍受到抑制，3 月以来权益市场出现大幅波动，叠加去年同期高基数，今年年一季报证券板块总体出现负增长。但我们依然对于全年板块双位数正增长保持乐观，维持行业盈利预测，2020 年证券行业实现净利润 1520 亿元，同比+23%。
- **投资建议：维持证券行业推荐评级。**在资本市场深化改革新周期下，行业政策持续发力，行业进入新一轮政策驱动创新周期。行业龙头在政策红利加持下，将会拉大与其他竞争对手的竞争优势，股价上也将长期享受估值溢价。流动性方面，催化刺激如期加强，4 月 20 日的 LPR 报价如期下调 20BPS，且后续刺激有望进一步加强，余额宝等货基迈向“1%时代”，货币政策正逐步走向“实质性”宽松和“名义式”宽松相结合的阶段。**个股推荐：强烈推荐行业龙头中信证券和市场活跃度提升最为受益标的东方财富。**
- **风险因素：新冠疫情继续发酵、市场交易低迷、业绩大幅下滑。**

正文目录

一、业绩总览	4
1、盈利水平：同比高基数拖累，绝对规模处于历史高位.....	4
2、结构情况：经纪业务弹性最大	5
3、行业格局：总体格局稳定	5
二、业绩归因	6
1、“规模”因素：客户需求放量	6
2、“价格”因素：市场收益率分化，资金成本继续走低.....	8
3、“质量”因素	12
三、后市展望	12
1、资本市场深化改革	12
2、资本市场活跃度提升.....	13
3、负债成本走低继续驱动 ROE 中枢抬升.....	13
4、全年业绩展望	14
四、投资建议	15

图表目录

图 1 归母净利润及增速	4
图 2 营业收入及增速	4
图 3 上市券商名义杠杆	4
图 4 上市券商 ROE 水平	4
图 5 营收结构	5
图 6 资产结构	5
图 7 客户资产规模及增速	7
图 8 日均股基交易量及增速	7
图 9 IPO 规模及增速	7
图 10 IPO 家数及增速	7
图 11 再融资规模及增速	7
图 12 债承规模及增速	7
图 13 资管规模及增速	8

图 14 两融规模及增速	8
图 15: 证券行业历史 PEBand	16
图 16: 证券行业历史 PBBand	16
表 1: 上市券商单季归母净利润	5
表 2: 上市券商年度平均负债成本	8
表 3: 2020 年以来上市证券公司新发债情况	9
表 4: 科创板跟投一览 (截至 2020/4/30)	11
表 5: IPO 年度融资规模一览	13
表 6: 历史日均成交金额与股权融资规模	13
表 7 截至 4 月市场状况一览	14

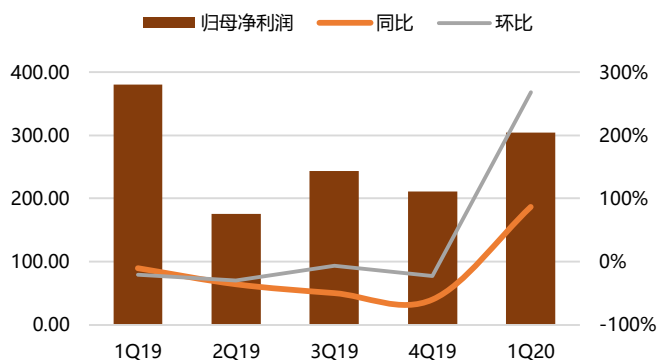
一、业绩总览

一季度，上市券商业绩环比提升、同比下滑。38 家上市券商合计归母净利润合计 313 亿，环比+46%，同比-19%。去年一季度权益市场火爆证券公司业绩高基数，今年 3 月权益市场大幅波动对券商业绩产生负面影响。

1、盈利水平：同比高基数拖累，绝对规模处于历史高位

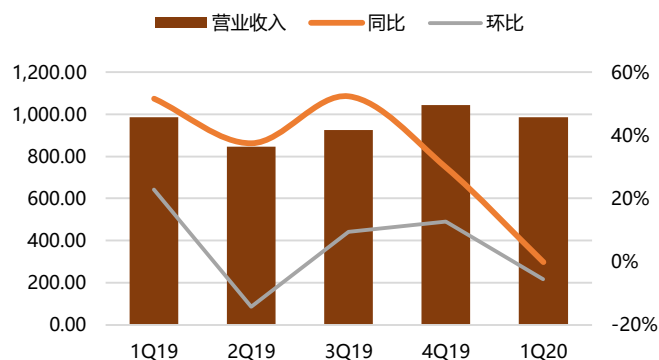
归母净利润绝对规模依然处于相对高位。从绝对规模看，38 家上市券商合计归母净利润 313 亿元，可比口径下是 2016 年以来第二高单季度。从同比角度看，-19% 的负增长主要是因为去年同期高基数，去年一季度是 2016 年以来最佳单季度。

图 1 归母净利润及增速



资料来源：wind、招商证券

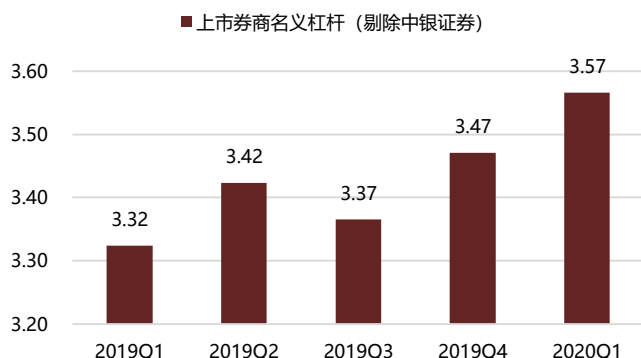
图 2 营业收入及增速



资料来源：wind、招商证券

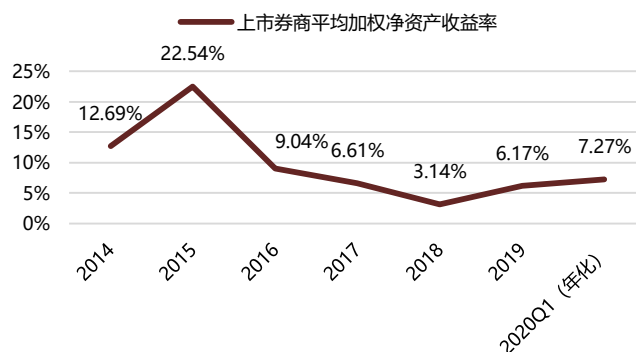
名义杠杆倍数环比继续提升。名义杠杆倍数较 2019 年末提升 0.1 至 3.57 倍，目前杠杆水平处于高位。一季度权益市场大幅波动对券商 ROA 产生负面拖累，上市券商平均净资产收益率 1.82%，年化后为 7.27%，依然处于近年来相对高位。

图 3 上市券商名义杠杆



资料来源：wind、招商证券

图 4 上市券商 ROE 水平



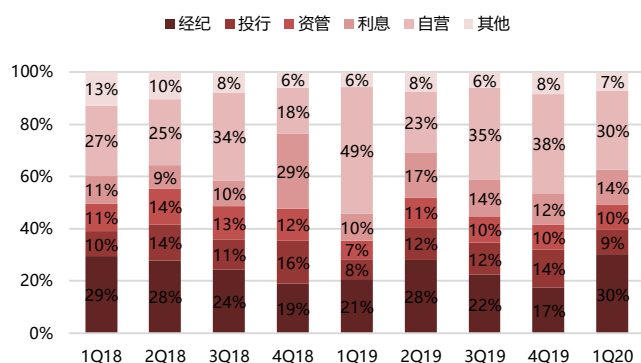
资料来源：wind、招商证券

2、结构情况：经纪业务弹性最大

投资收益继续占比最高,但同比环比均为负贡献;经纪业务弹性最大,占比与投资接近。一季度,38家上市券商经纪252亿、占比30%、同比+37%、环比+71%;投行79亿、占比9%、同比+15%、环比-36%,资管80亿、占比10%、同比+25%、环比-3%,信用113亿、占比14%、同比+15%、环比+12%,自营253亿、占比30%、同比-42%、环比-22%。

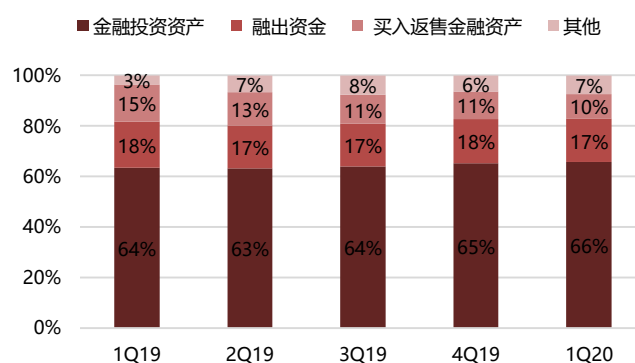
从资产结构情况看,得益于权益市场交易情绪火热,客户资产规模快速增加。一季度,38家上市券商客户资产规模1.23万亿,较去年末+20%。自有资产规模5.88万亿,较去年末+4%。其中,金融投资资产规模3.28万亿,较去年末+6%,占比66%。生息资产规模1.36万亿,较去年末+0.2%,占比27%

图5 营收结构



资料来源: wind、招商证券

图6 资产结构



资料来源: wind、招商证券

3、行业格局：总体格局稳定

利润规模格局稳定, ROE 表现分化加剧。从归母净利润较度看, 中信(41 亿)、华泰(29 亿)、海通(23 亿)、广发(21 亿)、申万(20 亿) 位居行业前五。38 家上市券商一季度平均 ROE1.82%, 年化后为 7.27%。建投(3.98%)、红塔(3.54%)、华林(3.06%)、国信(2.62%)、一创(2.56%) 位居行业前五, 年化后 ROE 均超 10%。同时有六家券商一季度 ROE 不足 1%。

表 1: 上市券商单季归母净利润

公司	归母净利润				
	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	1Q20
中信证券	42.58	21.88	40.77	17.06	40.76
海通证券	37.70	17.56	18.59	21.38	22.83
国泰君安	30.06	20.14	15.26	20.91	18.26
广发证券	29.19	12.21	14.76	19.23	20.71
华泰证券	27.80	12.77	23.84	25.61	28.88
招商证券	21.27	13.76	13.21	24.59	17.98
国信证券	18.85	7.13	11.37	11.76	14.24
申万宏源	18.62	13.39	15.55	9.79	19.87
光大证券	13.17	2.92	6.58	-16.99	11.04
东方证券	12.70	-0.60	5.32	6.94	8.13

兴业证券	9.99	3.35	4.20	0.09	2.71
长江证券	7.65	3.22	3.76	2.03	4.26
东吴证券	6.13	1.37	1.75	1.11	3.72
方正证券	5.88	1.76	3.12	-0.67	3.79
西部证券	5.82	-1.20	0.60	0.88	2.54
东北证券	5.68	0.22	2.78	1.39	3.34
东兴证券	5.55	3.09	2.44	1.13	3.09
国元证券	4.22	0.11	2.67	2.15	2.83
西南证券	4.13	0.77	1.81	3.70	2.03
国金证券	4.01	2.20	2.56	4.21	4.76
太平洋	3.55	0.03	0.43	0.62	0.98
山西证券	2.58	1.70	0.80	0.02	2.19
国海证券	2.50	1.38	1.94	-0.95	3.00
第一创业	2.86	-0.77	1.37	1.67	2.35
华安证券	4.78	0.80	3.15	2.35	3.18
中国银河	15.33	10.62	12.65	13.68	17.54
浙商证券	2.73	2.08	2.28	2.59	3.19
中原证券	1.82	0.58	0.51	-2.32	-0.67
中信建投	14.88	8.42	14.90	16.82	19.51
财通证券	3.91	3.41	2.63	8.78	1.94
华西证券	4.73	3.80	2.67	3.12	3.75
长城证券	2.92	2.05	2.47	2.48	3.70
南京证券	2.11	1.73	2.68	0.58	2.31
天风证券	1.29	0.40	0.26	1.14	0.80
长城证券	2.92	2.05	2.47	2.48	3.70
华林证券	0.93	0.90	1.23	1.36	1.66
红塔证券	2.05	0.87	2.38	3.08	4.84
中银证券	2.89	2.50	2.36	0.23	3.25

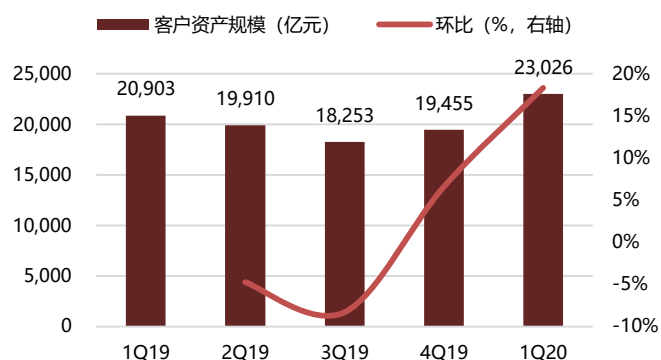
资料来源：wind、招商证券

二、业绩归因

1、“规模”因素：客户需求放量

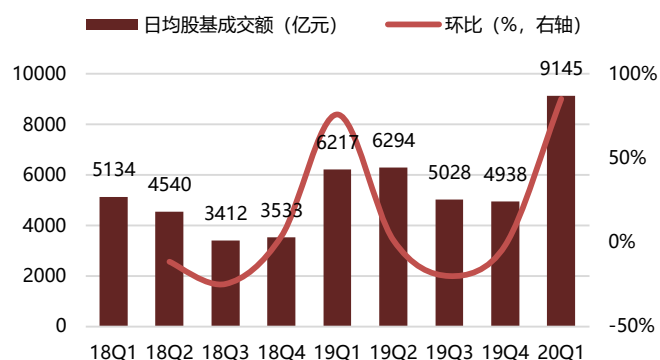
客户需求总体保持高位。(1)经纪业务方面：上市券商上市券商客户资产规模 2.3 万亿，较去年末+20 %；日均股基交易量 9145 亿，同比+47%，环比+85%。(2)投行业务方面：证券行业 IPO、再融资、债券承销规模 786 亿、2430 亿、20865 亿，同比+209%、-22%、+45%。(3)资管业务方面：证券行业受托管理资金本金总额 12 万亿元，同比-15%，环比-2%。(4)两融业务方面：两融余额 1.06 万亿，同比+15%，环比+4%

图7 客户资产规模及增速



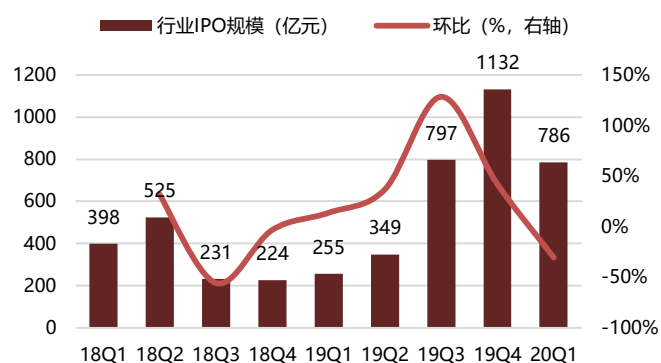
资料来源：wind、招商证券

图8 日均股基交易量及增速



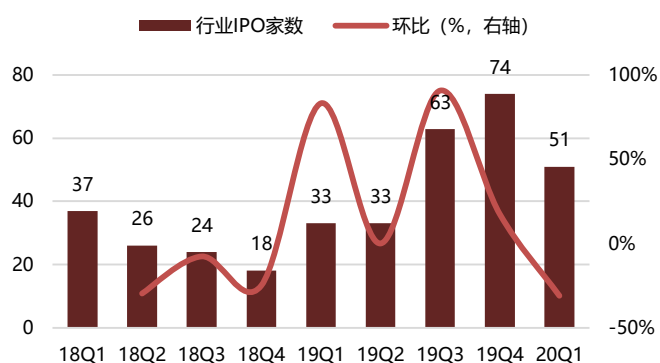
资料来源：wind、招商证券

图9 IPO 规模及增速



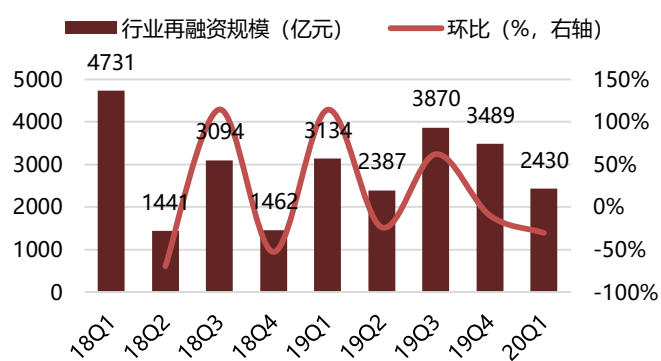
资料来源：wind、招商证券

图10 IPO 家数及增速



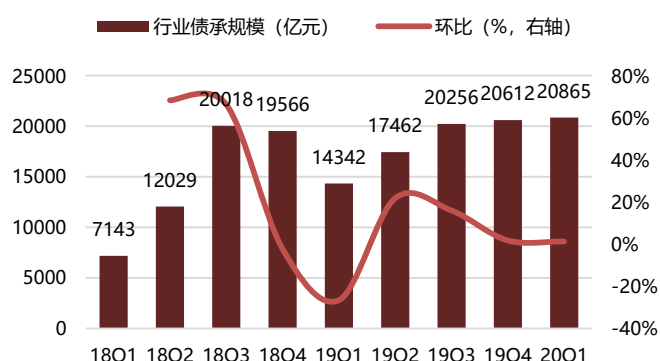
资料来源：wind、招商证券

图11 再融资规模及增速



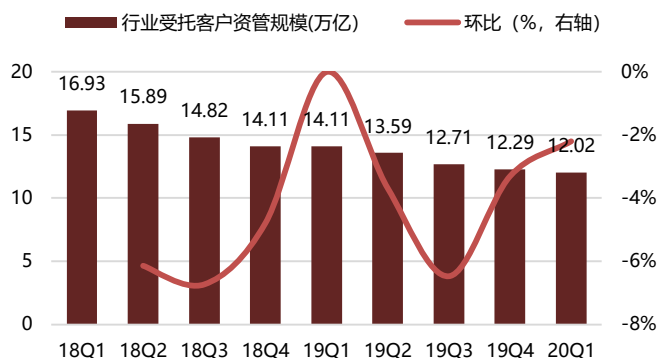
资料来源：wind、招商证券

图12 债承规模及增速



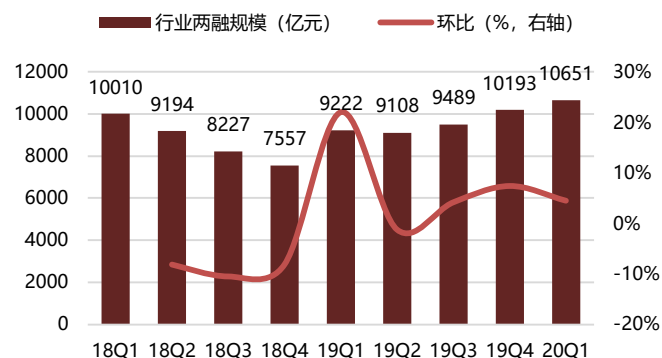
资料来源：wind、招商证券

图 13 资管规模及增速



资料来源：wind、招商证券

图 14 两融规模及增速



资料来源：wind、招商证券

自有资金调整投放。(1) 面对市场收益率大幅波动，自营投资规模趋于保守。上市券商金融投资类资产规模 3.28 万亿，较上年末增加 6%；预计主要以固定收益类资产增长为主。(2) 股票质押规模继续收缩。38 家上市券商合计买入返售资产规模 4887 亿，较上年末-5%。21 家券商规模出现减少。

2、“价格”因素：市场收益率分化，资金成本继续走低

资金成本走低是主要因素。(1) 负债成本继续走低。2018 年以来，证券公司发债成本持续下降驱动总体负债成本降低。其中大型券商成本优势更大，2019 年前十券商平均负债成本 3.71%，总体上市券商为 4.18%。今年一季度，证券公司新发债券规模达 3457 亿，为单季度之最；同时平均利率水平进一步下探至 2.79%，进一步驱动证券公司资金成本走低。(2) 市场收益率股、债分化。今年一季度，上证综指-9.8%，去年同期+24%；中证全债指数+4.4%，去年同期+2.2%。(3) 科创板跟投收益影响逐步体现。截至最新 35 家券商参与科创板跟投，累计浮盈 153 亿，收益率达 134%。(4) 传统收费类业务竞争依然激烈，费率趋向于成本定价。预计投行、经纪以及资管各项费率继续稳中略有下降。

表 2：上市券商年度平均负债成本

券商	2019	2018	2017	2016
中信证券	3.32%	3.95%	3.98%	3.55%
国泰君安	3.51%	3.95%	4.04%	4.46%
华泰证券	3.33%	4.58%	4.54%	4.61%
广发证券	3.70%	4.34%	4.45%	3.88%
海通证券	4.12%	4.35%	4.24%	4.52%
招商证券	3.41%	4.21%	4.05%	4.68%
申万宏源	3.76%	4.46%	4.69%	4.54%
中国银河	4.21%	5.02%	4.19%	4.65%
中信建投	3.81%	4.62%	4.47%	4.01%
国信证券	3.92%	4.61%	4.72%	5.53%
东方证券	3.67%	4.05%	4.53%	4.16%
光大证券	4.39%	4.83%	4.70%	4.79%
方正证券	4.57%	4.93%	4.60%	5.29%
兴业证券	4.00%	4.76%	4.53%	3.45%
长江证券	4.68%	5.14%	4.82%	4.02%

券商	2019	2018	2017	2016
东吴证券	5.27%	6.88%	6.94%	5.76%
东兴证券	5.31%	5.98%	4.88%	5.68%
东北证券	5.05%	6.05%	7.55%	5.97%
国元证券	3.99%	4.61%	4.53%	4.24%
西南证券	4.88%	5.53%	5.07%	4.64%
国海证券	4.03%	4.48%	4.39%	3.09%
华西证券	3.73%	4.14%	4.56%	5.35%
浙商证券	4.39%	4.69%	4.49%	4.00%
财通证券	4.35%	4.73%	3.78%	4.12%
长城证券	4.17%	5.21%	5.42%	5.70%
山西证券	4.06%	4.56%	4.82%	4.19%
国金证券	4.85%	5.74%	5.64%	6.84%
西部证券	3.04%	3.95%	4.28%	3.47%
天风证券	4.49%	4.99%	4.59%	4.63%
中银证券	5.08%	4.80%	4.38%	6.92%
华安证券	4.13%	5.42%	4.99%	4.78%
中原证券	4.25%	4.69%	4.32%	5.03%
太平洋	4.16%	4.32%	4.91%	4.83%
第一创业	3.67%	3.93%	4.36%	4.37%
南京证券	3.81%	4.51%	4.23%	4.56%
华林证券	3.24%	4.18%	4.50%	4.86%

资料来源: wind、招商证券

表 3: 2020 年以来上市证券公司新发债情况

发债上市公司名称	发行日期	企债名称	发行规模(亿元)	期限(年)	利率类型	利率(%)	付息频率	债券余额	债券类型
中信证券	2020-03-23	20 中信证券	50.00	0.25	固定	1.780		50	金融
	2020-03-19	20 中证 C1	20.00	3.00	固定	3.320	Y1	20	金融
	2020-03-11	20 中信证券	50.00	0.25	固定	2.160		50	金融
	2020-03-06	20 中证 G3	22.00	3.00	固定	2.950	Y1	22	金融
	2020-03-06	20 中证 G4	20.00	5.00	固定	3.200	Y1	20	金融
	2020-03-03	20 中信证券	40.00	0.25	固定	2.390		40	金融
	2020-02-21	20 中信证券	40.00	0.25	固定	2.450		40	金融
	2020-02-19	20 中证 G2	20.00	5.00	固定	3.310	Y1	20	金融
	2020-02-19	20 中证 G1	30.00	3.00	固定	3.020	Y1	30	金融
	2020-02-14	20 中信证券	40.00	0.25	固定	2.500		40	金融
海通证券	2020-01-15	20 中信 CP001	40.00	0.25	固定	2.780		0	金融
	2020-03-17	20 海通 02	35.00	3.00	固定	2.990	Y1	35	金融
	2020-03-04	20 海通证券	50.00	0.25	固定	2.340		50	金融
	2020-02-25	20 海通 01	50.00	3.00	固定	3.010	Y1	50	金融
	2020-01-13	20 海通证券	50.00	0.25	固定	2.670		0	金融
国泰君安	2020-03-25	20 国泰君安	40.00	0.24	固定	1.740		40	金融
	2020-03-19	20 国君 G2	40.00	3.00	固定	3.050	Y1	40	金融
	2020-03-09	20 国君 Y1	50.00	5.00	固定	3.850	Y1	50	金融
	2020-02-21	20 国泰君安	40.00	0.24	固定	2.450		40	金融
	2020-01-10	20 国泰君安	30.00	0.24	固定	2.680		0	金融
华泰证券	2020-01-07	20 国君 G1	40.00	3.00	固定	3.370	Y1	40	金融
	2020-03-24	20 华泰 G1	80.00	3.00	固定	2.990	Y1	80	金融
	2020-03-04	20 华泰证券	40.00	0.25	固定	2.310		40	金融
	2020-02-25	20 华泰证券	30.00	0.25	固定	2.390		30	金融
	2020-02-07	20 华泰证券	50.00	0.25	固定	2.650		50	金融
	2020-01-02	20 华泰证券	60.00	0.25	固定	2.800		0	金融

广发证券	2020-03-12	20 广发 02	58.00	3.00	固定	3.200	Y1	58	金融
	2020-03-10	20 广发证券	50.00	0.25	固定	2.250		50	金融
	2020-02-28	20 广发 C1	20.00	3.00	固定	3.350	Y1	20	金融
	2020-02-28	20 广发 C2	25.00	5.00	固定	3.800	Y1	25	金融
	2020-02-19	20 广发证券	40.00	0.25	固定	2.520		40	金融
	2020-01-16	20 广发 01	50.00	3.00	固定	3.650	Y1	50	金融
	2020-01-07	20 广发证券	30.00	0.25	固定	2.750		0	金融
招商证券	2020-03-23	20 招商 F4	15.00	2.00	固定	2.850	Y1	15	金融
	2020-03-23	20 招商 F3	20.00	1.05	固定	2.650		20	金融
	2020-03-11	20 招商	40.00	0.25	固定	2.240		40	金融
	2020-03-09	20 招商 F1	30.00	1.04	固定	2.650		30	金融
	2020-03-03	20 招商	40.00	0.25	固定	2.410		40	金融
	2020-02-18	20 招商	50.00	0.25	固定	2.530		50	金融
	2020-02-10	20 招商	40.00	0.25	固定	2.630		40	金融
	2020-01-15	20 招商	40.00	0.24	固定	2.830		0	金融
	2020-01-09	20 招商	40.00	0.24	固定	2.750		0	金融
	2020-03-20	20 银河证券	40.00	0.25	固定	1.890		40	金融
中国银河	2020-03-09	20 银河 F4	10.00	3.00	固定	3.030	Y1	10	金融
	2020-03-09	20 银河 F3	40.00	2.00	固定	2.880	Y1	40	金融
	2020-02-21	20 银河证券	30.00	0.25	固定	2.500		30	金融
	2020-02-13	20 银河 F1	32.00	2.00	固定	3.150	Y1	32	金融
	2020-02-13	20 银河 F2	18.00	3.00	固定	3.250	Y1	18	金融
	2020-01-13	20 银河证券	20.00	0.25	固定	2.750		0	金融
	2020-01-10	20 银河 C2	40.00	3.00	固定	3.750	Y1	40	金融
	2020-01-10	20 银河 C1	10.00	2.00	固定	3.650	Y1	10	金融
	2020-03-25	20 信投 Y1	50.00	5.00	固定	3.900	Y1	50	金融
	2020-03-09	20 信投 G1	50.00	3.00	固定	2.940	Y1	50	金融
中信建投	2020-03-09	20 信投 G2	10.00	5.00	固定	3.130	Y1	10	金融
	2020-03-02	20 中信建投	40.00	0.25	固定	2.420		40	金融
	2020-02-17	20 中信建投	40.00	0.23	固定	2.520		40	金融
	2020-01-17	20 中信建投	40.00	0.24	固定	2.790		0	金融
	2020-01-03	20 中信建投	40.00	0.24	固定	2.790		0	金融
	2020-03-20	20 东证 01	20.00	1.00	固定	2.700		20	金融
	2020-03-20	20 东证 02	30.00	2.00	固定	2.950	Y1	30	金融
东方证券	2020-03-17	20 东方证券	35.00	0.25	固定	2.120		35	金融
	2020-01-16	20 东方证券	40.00	0.24	固定	2.780		0	金融
	2020-03-19	20 国信证券	30.00	0.24	固定	2.030		30	金融
	2020-03-05	20 国信证券	30.00	0.24	固定	2.280		30	金融
国信证券	2020-02-27	20 国信 02	50.00	3.00	固定	3.170	Y1	50	金融
	2020-02-18	20 国信证券	40.00	0.25	固定	2.520		40	金融
	2020-01-20	20 国信证券	40.00	0.25	固定	2.800		0	金融
	2020-01-09	20 国信 01	30.00	3.00	固定	3.600	Y1	30	金融
	2020-03-10	20 光大证券	30.00	0.25	固定	2.250		30	金融
	2020-03-09	20 光证 F1	30.00	3.00	固定	3.190	Y1	30	金融
	2020-02-20	20 光大证券	20.00	0.24	固定	2.490		20	金融
光大证券	2020-01-14	20 光证 D1	30.00	1.00	固定	3.300		30	金融
	2020-01-07	20 光大证券	30.00	0.21	固定	2.680		0	金融
	2020-02-10	20 兴业 G1	30.00	3.00	固定	3.100	Y1	30	金融
	2020-03-19	20 长江 03	23.00	3.00	固定	3.200	Y1	23	金融
长江证券	2020-02-20	20 长江 01	40.00	3.00	固定	3.200	Y1	40	金融
	2020-03-25	20 东吴证券	10.00	0.24	固定	1.800		10	金融
东吴证券	2020-03-17	20 东吴证券	10.00	0.25	固定	2.180		10	金融
	2020-03-10	20 东吴证券	10.00	0.25	固定	2.270		10	金融

	2020-02-27	20 东吴证券	8.00	0.25	固定	2.480		8	金融
	2020-02-25	20 东吴 C1	10.00	3.00	固定	3.800	Y1	10	金融
东兴证券	2020-01-10	20 东吴证券	10.00	0.20	固定	2.730		0	金融
	2020-03-18	20 东兴证券	30.00	0.25	固定	2.080		30	金融
	2020-03-16	20 东兴 F1	20.00	3.00	固定	3.200	Y1	20	金融
	2020-02-25	20 东兴证券	30.00	0.25	固定	2.450		30	金融
国元证券	2020-03-24	20 国元证券	10.00	0.25	固定	1.850		10	金融
	2020-02-21	20 国元证券	10.00	0.25	固定	2.550		10	金融
华西证券	2020-03-12	20 华西 01	30.00	3.00	固定	3.400	Y1	30	金融
	2020-03-10	20 华西证券	10.00	0.25	固定	2.300		10	金融
	2020-02-21	20 华股 01	10.00	5.00	累进	3.050	Y1	10	金融
	2020-02-18	20 华西证券	10.00	0.25	固定	2.590		10	金融
	2020-01-07	20 华西证券	10.00	0.25	固定	2.850		0	金融
天风证券	2020-03-16	20 天风证券	10.00	0.25	固定	2.250		10	金融
	2020-02-25	20 天风 C2	10.80	5.00	固定	4.900	Y1	10.8	金融
	2020-02-25	20 天风 C1	6.70	3.00	固定	3.900	Y1	6.7	金融
	2020-02-20	20 天风证券	10.00	0.25	固定	2.600		10	金融
	2020-01-09	20 天风证券	10.00	0.25	固定	2.900		0	金融
东方财富	2020-01-13	东财转 2	73.00	6.00	累进	0.200	Y1	73	可转
浙商证券	2020-03-09	20 浙商证券	18.00	0.25	固定	2.250		18	金融
	2020-02-26	20 浙商证券	20.00	0.25	固定	2.490		20	金融
	2020-02-19	20 浙商证券	15.00	0.25	固定	2.550		15	金融
东北证券	2020-02-10	20 东北证券	15.00	0.25	固定	2.710		15	金融
	2020-01-07	20 东北证券	15.00	0.25	固定	2.870		0	金融
国海证券	2020-03-20	20 国海 C1	12.00	3.00	固定	4.300	Y1	12	金融
财通证券	2020-03-23	20 财通 C1	30.00	3.00	固定	3.550	Y1	30	金融
	2020-03-09	20 财通证券	30.00	0.25	固定	2.250		30	金融
	2020-02-11	20 财通证券	25.00	0.25	固定	2.640		25	金融
	2020-01-08	20 财通证券	20.00	0.25	固定	2.800		0	金融
长城证券	2020-03-17	20 长城证券	15.00	0.25	固定	2.200		15	金融
	2020-03-12	20 长城 C1	10.00	5.00	固定	4.000	Y1	10	金融
	2020-02-18	20 长城 01	10.00	3.00	固定	3.090	Y1	10	金融
	2020-02-13	20 长城证券	10.00	0.24	固定	2.630		10	金融
	2020-01-10	20 长城证券	10.00	0.24	固定	2.820		0	金融
国金证券	2020-03-19	20 国金证券	10.00	0.25	固定	2.100		10	金融
	2020-02-24	20 国金 01	15.00	2.00	固定	3.030	Y1	15	金融
	2020-02-24	20 国金 02	10.00	3.00	固定	3.180	Y1	10	金融
华安证券	2020-03-12	华安转债	28.00	6.00	累进	0.200	Y1	28	可转
	2020-02-18	20 华安证券	10.00	0.25	固定	2.700		10	金融
红塔证券	2020-03-09	20 红塔证券	15.00	0.25	固定	2.470		15	金融
南京证券	2020-03-06	20 宁证 01	24.00	2.00	固定	2.900	Y1	24	金融
第一创业	2020-03-18	20 一创 C1	8.00	3.00	固定	5.000	Y1	8	金融

资料来源:

表 4: 科创板跟投一览 (截至 2020/4/30)

	合计获	累计申购动用资	平均每次动用资	上市首日浮动盈	最新浮动盈亏	上市以来最高浮
中金公司	14	90,052	6,432	129,103	113,111	221,404
中信建投	11	40,478	3,680	51,673	37,417	102,284
中信证券	9	53,091	5,899	73,515	53,745	117,518
国泰君安	6	26,694	4,449	46,178	40,678	78,020
广发乾和	6	17,736	2,956	19,943	12,729	22,949
国信证券	6	17,908	2,985	25,675	22,817	47,276
华泰证券	5	25,490	5,098	27,028	21,176	50,798

敬请阅读末页的重要说明

	合计获	累计申购动用资	平均每次动用资	上市首日浮动盈	最新浮动盈亏	上市以来最高浮
民生证券	4	11,875	2,969	19,075	19,845	45,975
招商证券	4	17,598	4,400	4,459	14,144	27,178
光大证券	3	8,998	2,999	30,859	17,123	37,604
国金证券	3	9,958	3,319	8,453	9,040	16,444
安信证券	3	10,185	3,395	18,974	8,678	33,514
海通证券	3	18,173	6,058	28,058	50,954	73,678
东西证券	2	9,965	4,982	7,075	8,584	17,045
山西证券	2	6,291	3,145	5,449	2,684	9,263
天风证券	2	5,937	2,969	7,879	2,176	9,796
东方证券	2	7,428	3,714	3,872	6,402	8,915
兴业证券	2	6,412	3,206	6,241	4,045	11,101
银河证券	1	6,000	6,000	5,245	4,428	7,384
平安证券	1	1,924	1,924	1,973	1,156	2,503
华创证券	1	2,332	2,332	4,155	2,911	7,707
首创证券	1	4,243	4,243	1,670	577	2,174
中泰证券	1	2,595	2,595	2,256	985	3,007
申万宏源	1	2,602	2,602	10,411	12,468	13,543
方正证券	1	1,910	1,910	2,416	1,204	3,504
东吴证券	1	2,547	2,547	2,158	1,125	3,321
中天国富	1	3,129	3,129	-67	-14	1,353
英大证券	1	5,152	5,152	953	-950	1,448
长江证券	1	6,000	6,000	2,938	348	3,039
东莞证券	1	2,932	2,932	1,797	3,024	4,806
华安证券	1	4,000	4,000	1,211	2,923	5,243
华菁证券	1	4,000	4,000	9,697	12,614	14,951
南京证券	1	6,000	6,000	6,642	14,906	17,219

资料来源：wind，招商证券

3、“质量”因素

资产质量持续优化，减值损失大幅改善。一季度，上市券商合计减值损失（资产减值损失+信用减值损失+其他资产减值损失）52 亿，同比-559%，环比-51%。从占比角度看，一季度，减值损失营收占比 5%，净利润占比 17%，与去年水平基本持平。

三、后市展望

1、资本市场深化改革

2019 年进入五年一度的资本市场政策支持周期，自去年四季度官方表态深化资本市场改革以来，包括科创板顺利推出平稳运行、新三板改革、再融资新政等政策组合拳持续推出。创业板注册制改革自 2019 年 10 月提出以来作为存量改革的重头戏，一直持续推进：（1）3 月 1 日实施的新证券法已明确全面推行注册制；（2）4 月 17 日，证监会印发了 2020 年度立法工作计划，资本市场 53 项新规待出台，其中创业板注册制试点改革配套规则制定工作就力争在年内出台。

全面深化资本市场改革的背后是推动我国整体融资方式向直接融资转变。提升直接融资比例是推动我国当前经济结构转型的关键之一。按照美国情况测算，2019 年美国 GDP 名义规模 21.43 万亿美元；三大交易所合计股票市值高达 47 万亿美元。对比我国，2019

年中国 GDP 名义规模接近 100 万亿人民币，上市公司合计市值约 60 万亿。按照美国的比例，我国证券资本化率空间相当广阔，将成为很长一段时间证券行业发展的核心发动机。

展望 2020 年全年，我们看好在改革深化背景下，股权融资规模的明显增长。(1) 预计 IPO 全年融资规模 3000 亿元左右，同比+18%。其中，全年科创板融资规模与目前节奏保持一致，IPO 融资规模达 1400 亿元。改革驱动下，创业板 IPO 规模达 400 亿元左右，同比+30%。其它板块规模 IPO 规模相对收缩至 1200 亿元。(2) 再融资新政下，全年融资规模达到 1.5 万亿，同比+17%，回到 2017 年水平。基于上述分析，全年股权融资规模达到 1.8 万亿，同比增长+17%。

表 5: IPO 年度融资规模一览

亿元	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020Q1	2020E
IPO 总体规	0	669	1,576	1,496	2,186	1,378	2,532	786	3000
创业板	0	157	308	258	522	287	301	73	400
科创板							824	294	1400
其它板块		512	1,268	1,238	1,664	1,091	1,407	419	1,200

资料来源: wind、招商证券

2、资本市场活跃度提升

推动融资方式向直接融资转型，健康强化资本市场融资功能需要相对应的市场活跃度。一方面，资本市场全年股权融资规模对应融资供给；另一方面，日均股基交易量反应市场活跃度，体现了资本市场对股权融资的需求。供需匹配的市场，才能健康长久发展。回顾 2013 年以来，市场日均股基交易金额和年度股权融资规模关系，大体上年度股权融资规模是上限为日均股基交易金额的 2.5 倍左右。展望全年，1.8 万亿股权融资规模对应需要 7200 亿日均股基交易金额支撑。

表 6: 历史日均成交金额与股权融资规模

	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
日均股基交易额	2012.776	3208.945	11068.83	5675.681	5023.846	4139.391	5599.314
股权融资规模	4594.549	8913.242	16064.7	21028.16	17108.87	12107.35	15323.75

资料来源: wind、招商证券

3、负债成本走低继续驱动 ROE 中枢抬升

全年证券公司负债成本下降趋势有望延续。2018 年中以来，证券公司负债成本持续走低。2019 年，证券公司全行业平均负债成本约 4%，较 2018 年下降约 1 个百分点；其中上市券商为 3.7%。今年一季度上市券商新发债务融资成本已经进一步下降至 2.8%。按照 3500 亿新发债务规模估算，成本降低 0.9 个百分点对应提升上市证券公司全年 32 亿净利润，对应一季度净利润占比 3%。

长期看，政策支持下证券公司杠杆倍数有实质性提升途径。证监会官方在去年四季度已经明显表态，支持证券公司盘活客户存量资产。当前行业客户保证金规模约 1.3w 亿左右，行业净资产接近 2w 亿左右，盘活客户资金对行业杠杆倍数上升 0.65 倍。中长期来看，证券公司杠杆倍数中枢将抬升至 5 倍左右。同时，负债成本降低驱动 ROA 提升至 2%之上，基于此，证券公司 ROE 中枢就有望超过 10%。

4、全年业绩展望

今年一季度因新冠疫情影响，经济活动普遍受到抑制，3月以来权益市场出现大幅波动，叠加去年同期高基数，今年年一季报证券板块总体出现负增长。但我们依然对于全年板块双位数正增长保持乐观，维持行业盈利预测，2020年证券行业实现净利润1520亿元，同比+23%。主要基于如下假设：

(1) 股票权益市场稳健向好，市场活跃度维持相对高位。日均股基交易量7500左右，同比增长34%；两融余额1.17万亿，同比增长15%。

(2) 资本市场深化改革持续推进。创业板改革落地，全年IPO规模3000亿左右，再融资激发非公开发行人市场，规模提升至1.5万亿左右。

(3) 股债市场稳健向好，自营投资收益率全年5.5%，与2019年基本持平，较过去十年平均投资收益率减少0.3个百分点。

表7 截至4月市场状况一览

		月度			年度	
成交量		本月累计	环比	同比	本年累计	同比
	股基成交额	6744.32	-27.22%	-20.11%	8585.03	53.86%
两融		本月累计	环比	同比	本年累计	同比
	两融规模	10611.71	-3.60%	9.46%	10715.81	17.54%
	两融交易占比	9.14%	-4.96%	-7.50%	10.00%	13.03%
指数涨跌		本月累计涨跌幅	上月涨跌幅	去年同期	本年累计涨跌幅	去年涨跌幅
	上证综指	2.12	-4.51	-0.40	-7.92	22.30
	深证成指	4.63	-9.28	-2.35	-0.07	44.08
	创业板指	7.04	-9.64	-4.12	11.44	43.79
	中证全债	1.48	0.82	-0.75	4.44	4.96
市场利率		本月累计涨跌PB	上月涨跌PB	去年同期涨跌PB	本年累计涨跌PB	去年涨跌PB
	一年期国债收益率	-55.91	-24.21	31.86	-123.52	-23.69
	十年期国债收益率	-7.99	-14.77	25.25	-62.65	-9.00
	沪市一天期国债逆回购	-146.50	62.00	-191.50	-131.50	-152.50
	沪市七天期国债逆回购	-57.00	-29.50	-49.00	-114.50	-65.50
波动率		近 12 月	近 24 月	近 36 月		
	沪深 300	14.32%	18.57%	16.53%		
	上证 50	15.50%	17.17%	16.71%		
	创业板指	20.51%	26.41%	22.96%		
一级市场		本月累计募资	上月累计募资	去年同期值	本年累计募资	去年募资
	总计	643.84	1055.15	1684.94	3505.22	15413.25
	IPO	179.45	99.61	87.84	976.97	2532.48
	增发	283.96	777.60	281.42	1572.59	6887.70
	配股	0	81.84	90.17	194.65	133.88
	优先股	0	0	300.00	61.66	2550.00
	可转债	178.77	96.10	516.77	583.15	2477.82
	可交换债	0	0	408.74	116.20	831.38

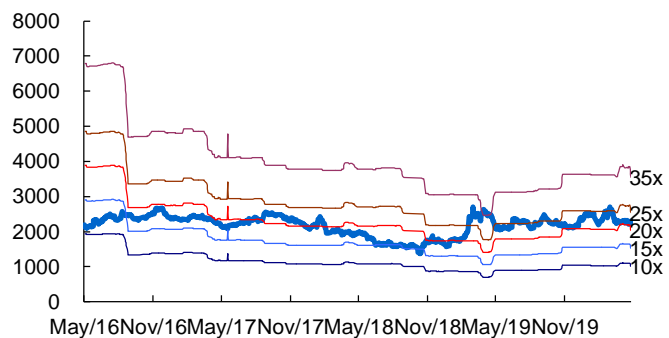
资料来源：wind、招商证券

四、投资建议

投资建议：维持证券行业推荐评级。在资本市场深化改革新周期下，行业政策持续发力，行业进入新一轮政策驱动创新周期。行业龙头在政策红利加持下，将会拉大与其他竞争对手的竞争优势，股价上也将长期享受估值溢价。流动性方面，催化刺激如期加强，4月20日的LPR报价如期下调20BPS，且后续刺激有望进一步加强，余额宝等货基迈向“1%时代”，货币政策正逐步走向“实质性”宽松和“名义式”宽松相结合的阶段。
个股推荐：强烈推荐行业龙头中信证券和市场活跃度提升最为受益标的东方财富。

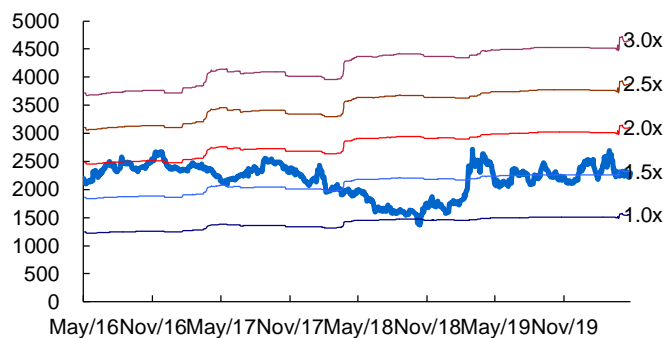
风险因素：疫情持续时间超预期，经济下行压力超预期，国际市场恐慌情绪相互传染，行业政策落地不及预期，流动性政策宽松节奏不及预期。

图 15: 证券行业历史PEBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 16: 证券行业历史PBBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑积沙，非银金融行业首席分析师，美国纽约大学硕士。7 年证券从业经历。2015 年获得金牛奖第 5 名（团队），2017 年新财富第 7 名，2018 年金牛奖第 3 名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20% 以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20% 之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于 $\pm 5\%$ 之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5% 以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。