

行业研究/专题研究

2020年05月08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

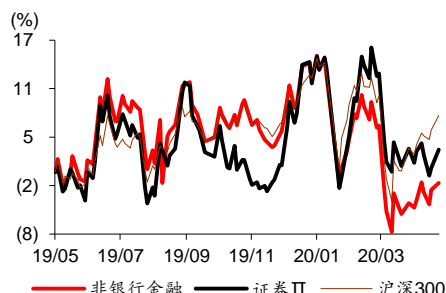
陶圣禹 执业证书编号: S0570518050002
研究员 021-28972217
taoshengyu@htsc.com

王可 021-38476725
联系人 wangke015604@htsc.com

相关研究

- 1《非银行金融/银行: 行业周报(第十八周)》
2020.05
- 2《非银行金融/银行: 金融业绩分化, 把握战略配置机会》2020.05
- 3《中国人保(601319 SH, 增持): 财险边际回暖, 寿险转型深化》2020.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

从业绩报探寻券商专业能力分化

证券行业 2019 年报暨 2020 一季报综述

关注三大核心变化, 行业内部经营分化

证券行业正经历商业模式高阶变革, 专业能力竞争将成为未来券商制胜关键。我们挖掘上市券商业绩报, 探寻券商专业能力分化端倪。2019 年经营环境整体优化, 37 家上市券商归母净利润同比+71%。其中投资是业绩核心驱动, 经纪、投行、资管助力业绩提升, 利息收入下滑。关注三大核心变化: 杠杆率和金融投资规模持续上行; 经纪、两融、投行业务均贡献正收益, 中小券商弹性较大。大型券商信用减值高于中小券商, 主动压降股票质押存量风险和开展业务。2020Q1 券商经营不确定性增强, 投资下滑拖累业绩, 大型券商业绩更趋稳健。推荐优质龙头券商中信、国君、海通。

2019 年投资类业务增厚业绩, 大型券商投资规模扩张显著

2019 年上市券商投资类收入同比大幅+92%, 是业绩增长核心驱动。大型券商投资规模扩张显著、收益率更趋稳健, 中小券商投资规模仅小幅提升、投资收益率个体分化较大。经纪净收入随交投活跃度改善同比+19%, 中小券商弹性略高于大型券商。信用业务内部分化, 风险偏好改善提升两融, 股票质押边际收缩, 利息净收入同比-31%。信用减值损失内部分化, 大型券商同比增长、中小券商收缩。投行净收入受科创板开市叠加债市融资规模提升驱动同比+22%, 中小券商在 IPO 和债权承销规模增长上更具弹性。资管收入触底回升, 同比+3%, 预计主动管理转型成效初现驱动费率提升。

2020Q1 投资下滑拖累业绩, 大型券商彰显经营稳健性

2020 年 Q1 业绩整体呈高波动性, 上市券商净利润同比-19%。行业内部分化, 大型券商彰显经营稳健性, 业绩降幅优于中小券商, 部分券商依靠去方向性投资、投行及经纪业务正增长等录得正向收益。从各业务经营情况看, 投资类收入同比-40%, 拖累券商业绩普遍下滑, 预计受市场波动和 2019Q1 高基数效应影响。交投活跃度和风险偏好改善驱动经纪、利息净收入分别+37%、+16%, 资本市场系列改革红利落地下投行收入+16%, 资管净收入同比+26%。信用减值损失同比+445%, 主要系 2019Q1 减值转回导致低基数, 以及部分券商计提大额减值损失形成一定拖累。

资本市场深化改革+对外开放加速, 紧抓优质券商

资本市场坚持市场化、法治化改革, 政策红利打开券商业务广阔空间。2020 年是新证券法正式改革注册制元年, 创业板尝得存量板块注册制改革头啖。预计 2020 年证监会将继续贯彻中央对资本市场枢纽地位的定位和市场化、法制化改革大方向, 加速推动配套改革政策落地。券商作为资本市场改革核心载体, 政策红利将打开业务广阔空间。同时, 券业对外开放全面落地, 外资券商进入倒逼行业加速迈入高端竞技新阶段, 呼唤头部券商引领高阶竞争, 未来行业马太效应有望加剧。推荐优质龙头券商中信、国君、海通。

风险提示: 政策风险、市场波动风险。

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)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600030	中信证券	23.82	买入	1.01	1.10	1.21	1.32	23.58	21.65	19.69	18.05
601211	国泰君安	16.68	买入	0.97	1.01	1.13	1.23	17.20	16.51	14.76	13.56
600837	海通证券	12.92	买入	0.83	0.86	0.95	1.01	15.57	15.02	13.60	12.79

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

业绩概览：关注三大核心变化，行业内部经营分化	3
2019 年经营解析：投资增厚业绩，经纪、投行、资管提升	6
投资业务：投资规模和收入均大幅增长，大型券商表现突出	6
投行业务：股债融资双增，投行净收入同比+22%	7
资管业务：主动管理转型推进，收入触底回升微增 3%	8
经纪业务：交投活跃改善，驱动经纪净收入同比+19%	8
信用业务：两融扩张、股票质押收缩，利息净收入同比-31%	9
2020Q1 经营解析：波动性增强，投资拖累业绩	10
成本费用剖析：信用减值压力仍存，风险可控、计提充分	12
展望：资本市场深化改革+对外开放加速，紧握优质券商	17
风险提示	18

图表目录

图表 1：2014-2020Q1 上市券商 ROE	4
图表 2：2014-2020Q1 上市券商净利润率	4
图表 3：2012-2020Q1 年六大券商营业收入集中度	4
图表 4：2012-2020Q1 年六大券商净利润集中度	4
图表 5：2019 年 37 家上市券商业务收入结构	6
图表 6：2020 年一季度 37 家上市券商业务收入结构	10
图表 7：2014-2019 年 37 家上市券商营业成本率	12
图表 8：2019 年 37 家上市券商股票质押业务拨备率	13
图表 9：2019 年 37 家上市券商融资融券业务拨备率	14
图表 10：2019 年 37 家上市券商股票质押式回购余额及减值准备	15
图表 11：2019 年 37 家上市券商买入返售金融资产减值损失	16
图表 12：2019 年以来直接融资和资本市场优化转型全景图	17

业绩概览：关注三大核心变化，行业内部经营分化

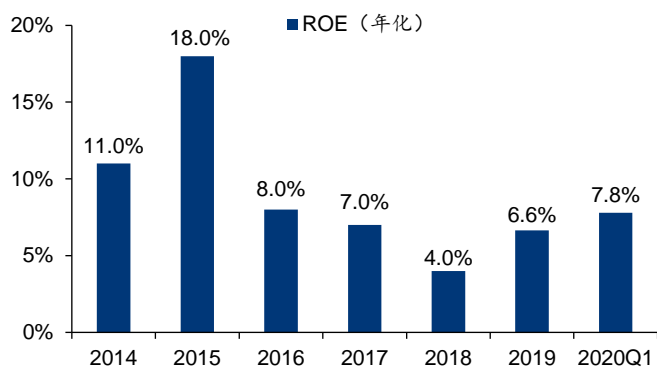
2019 年政策及市场环境整体改善，交投活跃度、风险偏好上行，股债融资规模全面提升，优化证券行业经营环境。2019 年资本市场深化改革持续迈进，政策红利释放，股票市场行情回暖。2019 年上证综指+22.3%，深证成指+44.1%，券商指数+48.3%。根据 Wind 显示，整体市场交投活跃度同比改善，日均股基成交额（单边）5599 亿元，同比+35.3%。市场风险偏好上行驱动两融规模提升，年末两融规模 10192 亿元，同比+34.9%。投行业务中，股债融资规模均显著提升。全年 IPO2532 亿元，同比+83.8%；再融资 12881 亿元，同比+20.1%；债权融资 72713 亿元，同比+30.8%。年末证券公司受托管理资金本金合计 12.29 万亿，同比-12.9%。

2020 年 Q1 股指先升后降，交投活跃度、风险偏好波动上行，券商经营环境不确定性增强。受新冠疫情阶段性冲击影响，2020 年一季度经济不确定性增强，加大资本市场波动性，2020 年 Q1 沪深主板市场呈现先上升后下行的波动趋势，上证综指-9.8%，深证成指-4.5%，券商指数-11.0%，券商经营环境不确定性增强。逆周期调节政策力度加强，市场流动性充裕，2 月股指、市场交投活跃度和风险偏好波动上行；3 月，受海外市场影响，市场下滑调整，交投活跃度和风险偏好回落。根据 Wind 显示，2020 年 Q1 日均股基成交额（单边）9145 亿元，较 2019 年 Q1+47.1%；市场风险偏好改善提升两融规模，季末规模较 2019 年末+4.5%。投行业务中，IPO、债权融资规模显著提升。Q1IPO 规模 786 亿元，同比+208.7%，主要系京沪高铁单笔承销金额较高影响；再融资 2430 亿元，同比-22.5%；债权融资 20819 亿元，同比+45.1%。

2019 年券商业绩随行情向上大幅增长，上市券商归母净利润同比+71%；行业内部看，大型券商（包括中信、国君、海通、华泰、广发、招商、申万、银河、中信建投、东方、国信、光大，下同）业绩增长彰显稳健性，中小券商业绩弹性大；行业净利润集中度微降。2019 年市场环境向好背景下，券商投资类业务增厚业绩，经纪、投行、资管助力业绩提升，利息收入下滑。2019 年 37 家上市券商归母净利润合计 1017 亿元，同比+71%；营收合计 3812 亿元，同比+42%。上市券商平均净利润率为 26.7%，同比+4.7pct；平均 ROE 为 6.6%，同比+2.6pct。**从行业内部来看，大中小型上市券商业绩均呈明显增长趋势；其中大型券商业绩增速相对稳健，中小券商高增长弹性凸显。**2019 年上市大型券商归母净利润同比增长区间主要在 29%-98%；中小券商归母净利润同比增长区间主要在 2%-313%，主要原因有二：一是大型券商收入结构较中小券商更趋均衡，中小券商经纪、投行等高贝塔业务占比更高、受市场影响业绩增幅分化较大；二是部分中小券商受 2018 年投资业绩下滑影响导致基数较低。2019 年行业净利润集中度略微下降，前六大券商（中信、国君、海通、华泰、招商、广发）净利润集中度 54%，较 2018 年-1pct；营业收入集中度略有下降，前六大券商营业收入集中度 46%，较 2018 年-1pct。

2020 年 Q1 受“市场波动+高基数效应”影响业绩同比-19%；行业内部看，大型券商彰显经营稳健性，业绩降幅整体优于中小券商；行业集中度持续下降。证券行业贝塔属性仍然较强，受资本市场波动影响较大，2020 年 Q1 市场不确定性增强，券商业绩整体呈现高波动性特征。2020 年 Q1 券商投资拖累整体业绩，预计主要受市场波动下投资业绩下滑和 2019Q1 高基数效应影响；交投活跃度和风险偏好改善驱动经纪、两融利息提升，资本市场系列改革红利落地投行收入上升，资管触底回暖、主动管理能力上升。在此背景下，2020 年 Q1 37 家上市券商归母净利润合计 309 亿元，同比-19%；营收合计 990 亿元，同比+0.2%。上市券商平均净利润率为 31.2%，同比-7.5pct；年化平均 ROE 为 7.8%，同比-2.8pct。**从行业内部来看，Q1 大型券商归母净利润同比变动主要集中在-39%-31%区间，中小券商业绩弹性相对更大，归母净利润同比区间主要集中在-73%-20%区间。**2020 年 Q1 行业净利润集中度较年初继续下降，前六大券商净利润集中度 48%，营业收入集中度 44%。

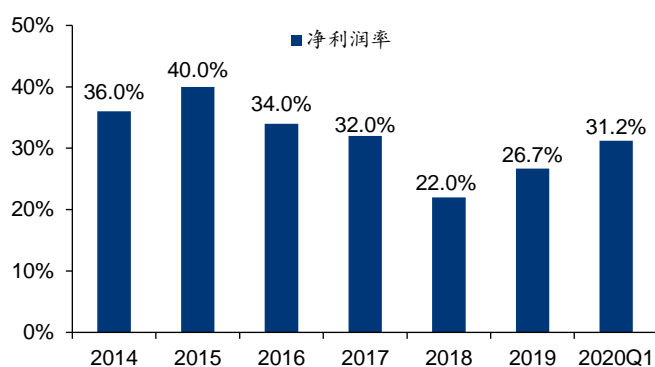
图1： 2014-2020Q1 上市券商 ROE



注：ROE=归母净利润/归母净资产，2020Q1 为年化 ROE

资料来源：Wind，华泰证券研究所

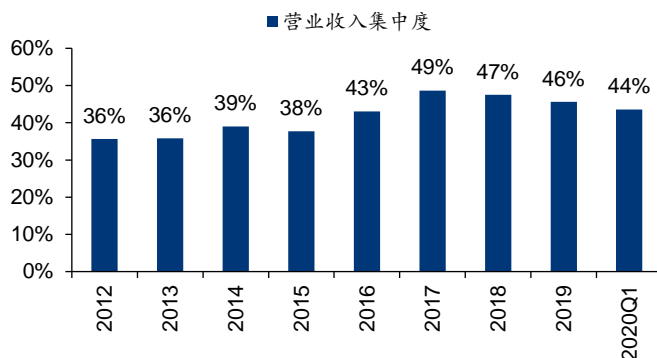
图2： 2014-2020Q1 上市券商净利润率



注：净利润率=归母净利润/营业收入，2020Q1 为年化 ROE

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图3： 2012-2020Q1 年六大券商营业收入集中度

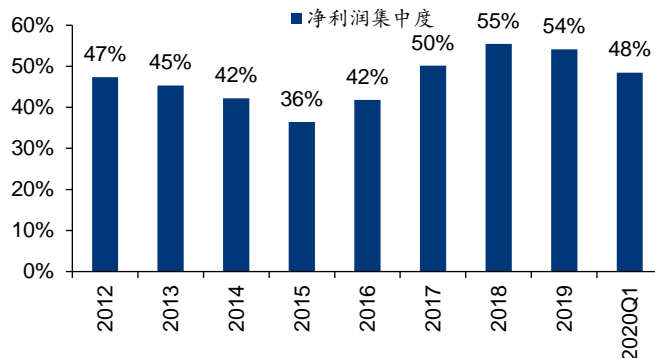


注1：六大券商包括中信、国君、海通、华泰、招商、广发；

注2：营业收入集中度=六大券商营业收入合计/行业营业收入合计

资料来源：证券业协会，公司公告，华泰证券研究所

图4： 2012-2020Q1 年六大券商净利润集中度



注1：六大券商包括中信、国君、海通、华泰、招商、广发；

注2：净利润集中度=六大券商净利润合计/行业净利润合计

资料来源：证券业协会，公司公告，华泰证券研究所

上市券商 2019 年和 2020Q1 业绩主要呈现以下三大核心变化(数据均来自公司业绩报)：

(1) 杠杆率和金融投资规模持续上行。行业整体杠杆率提升。根据公司业绩报，2019 年末 37 家上市券商杠杆率达 3.57 倍，较 2018 年末+0.19 倍。其中，大型券商杠杆率上涨更为显著，2019 年末杠杆率达 3.79 倍，较 2018 年末+0.27 倍；中小券商杠杆率 3.02 倍，较 2018 年末微降-0.04 倍。2020Q1 上市券商杠杆率继续上升至 3.66 倍，大型券商、中小券商杠杆率分别升至 3.91 倍、3.07 倍。其中**金融资产投资规模扩张是杠杆率提升的重要因素之一**。2019 年上市券商金融资产投资规模达 3.1 万亿元，同比+22%，2020Q1 金融资产投资规模继续升至 3.3 万亿元，预计主要来自固收类资产配置增加。其中，大型券商金融资产投资规模扩张更为显著，2019、2020Q1 分别同比+29%、+30%，投资杠杆率由 2018 年末的 1.75 倍分别升至 2.07 倍、2.20 倍；中小券商扩张速度平缓，2019、2020Q1 中小券商金融资产投资规模分别同比+3%、+6%，投资杠杆基本维持 1.60-1.70 倍。从配置结构来看，19 年上市券商股票类和固收类投资规模均同比增长，2019 年上市券商股票投资余额 2811 亿元，同比+75%，固收投资余额 19086 亿元，同比+ 26%。行业整体固收类投资规模绝对值均实现较大增长，部分投资能力领先的大型券商股票类投资规模增幅较大。

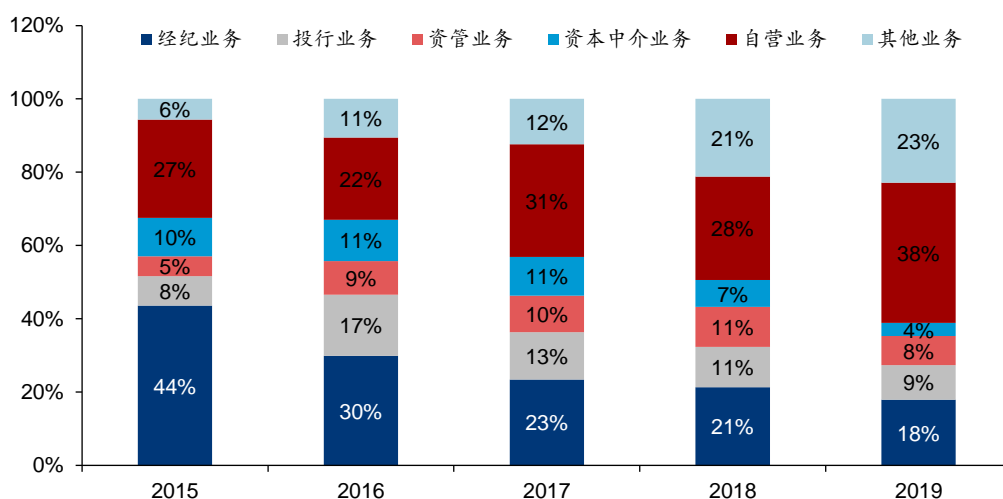
(2) 经纪、两融、投行业务均正向贡献，中小券商弹性较大型券商更大。根据公司业绩报，经纪业务方面，交投活跃度改善带动整体收入向上，2019 年上市券商经纪净收入同比+19%，2020Q1 经纪净收入同比+37%；其中，行业整体随交投活跃度提升呈现收入一致增长趋势，中小券商弹性略高于大型券商。两融业务方面，市场风险偏好上行驱动券商两融规模增长，2019 年上市券商融出资金同比+29%，2020Q1 同比+13%；其中，中小券商在低基数下增幅更大。投行业务方面，科创板开市叠加债券市场融资规模显著提升驱动投行业绩上行，2019 年上市券商投行业务收入同比+22%，2020Q1 同比+16%；部分中小券商 IPO 和债权承销业绩增长弹性凸显。

(3) 行业内部信用减值分化，大型券商信用减值增幅高于中小券商，预计未来伴随市场回暖股票质押存量风险有望陆续出清。根据公司业绩报，2019 年上市券商信用减值损失 190 亿元，同比+11%；2020Q1 信用减值损失同比+445%，预计 Q1 增幅较大原因有二：一是部分券商计提大额融资类减值损失形成一定拖累，二是 2019Q1 减值合计转回导致同比低基数。从行业内部来看，信用减值损失分化显著，大型券商信用减值增幅相对中小券商较大，2019 年大型券商减值损失同比+25%，中小券商同比-9%；2020Q1 大型券商减值损失从 2019Q1 的转回 7 亿元增至计提 29 亿元，中小券商从转回 1 亿元增至计提 11 亿元。减值损失分化预计受两方面因素影响：一是中小券商当前股票质押规模较小，且 2018 年已计提较充分的减值损失（2018 年同比+183%），因此减值损失高基数；二是大型券商香港孖展业务规模较大，受香港市场波动影响，孖展业务计提减值损失规模上升，而中小券商此块业务规模较小、不存在明显风险。我们预计未来伴随市场回暖股票质押存量风险有望陆续出清，当前业务风险整体可控。

2019 年经营解析：投资增厚业绩，经纪、投行、资管提升

投资是业绩增长核心驱动，经纪、投行、资管助力业绩提升，利息收入下滑。2019 年 37 家上市券商投资类收入（投资收益+公允价值变动损益-对联营合营企业投资收益，并剔除会计准则调整影响）合计 1458 亿元，占营业收入比例 38%，同比+92%，股债市场向上驱动投资业绩提升，是驱动券商整体业绩增长的主要因素。经纪业务受交投活跃度改善影响，实现业务净收入 684 亿元，占营业收入比例 18%，同比+19%。科创板开市叠加债券市场融资规模显著提升驱动投行业绩上行，实现净收入 360 亿元，占营业收入比例 9%，同比+22%。资管实现净收入 302 亿元，占营业收入比例 8%，同比微增 3%，行业 AUM 规模持续下滑，但预计主动管理转型成效初现或带动费率增长，助力资管净收入触底回升。信用业务内部分化，风险偏好上行拉升两融规模，股票质押规模随监管趋严和风险出清而收缩规模拖累利息收入，上市券商净利息收入（剔除会计准则调整影响）135 亿元，占营业收入比例 4%，同比-31%。其他业务实现净收入 872 亿元，占营业收入比例 23%，同比+53%，主要受期货子公司商品交易收入上升影响，但实际毛利润较低，对利润贡献度有限。从行业内部来看，大型券商投资、信用等重资本业务杠杆维持高位，业务处于领先地位，未来有望进一步夯实业务优势；中小券商因低基数效应在经纪、投行上取得更高收入增速。

图表5：2019 年 37 家上市券商业务收入结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

投资业务：投资规模和收入均大幅增长，大型券商表现突出

投资类收入同比大幅增长 92%，“收入低基数效应+投资规模提升”驱动券商业绩向上，大型券商增长弹性高于中小券商。2019 年股、债市场行情向上，券商投资类业绩表现亮眼、成为业绩增长核心驱动。剔除会计准则调整影响（2019 年会计准则调整将债权及其他债权利息收入从投资收益重分类至利息收入，为保证 2019 和 2018 年数据可比，将该准则调整还原），2019 年上市券商共实现投资类业务收入 1458 亿元，可比口径下同比+92%，占营业收入比重为 38%。其中，大型券商 2019 年投资类收入 1025 亿元，同比+105%；中小券商投资类收入 433 亿元，同比+67%，大型券商增长弹性相对中小券商较高。我们认为两方面因素带动上市券商投资类业务收入增长：第一，2018 年基数较低，市场震荡调整后沪深两市综指分别-24.6%、-34.4%，2019 年行情显著回升、两市综指分别+22.3%、+44.1%，驱动券商投资类收入大幅增长；第二，行业整体金融投资规模增长，驱动投资类收入大幅提升。

从行业内部来看，大型上市券商和中小上市券商在投资规模和杠杆率、投资结构、投资收益率三方面具有差异化特征：

投资规模和杠杆率方面，大型券商投资规模扩张显著，中小券商投资规模仅小幅提升。大型券商交易和投资能力相对更强、投资杠杆率相较中小券商维持高位，且大型券商投资杠杆率提升更为显著。从 2018 年至 2019 年，大型券商投资杠杆率从 1.75 倍升至 2.07 倍，中小券商基本维持 1.6-1.7 倍；投资杠杆率提升主要归因于金融资产投资规模扩张，19 年末大型券商金融资产投资规模同比+29%，相对于中小券商 3% 的增长较为显著。

投资配置结构方面，大型券商股票投资和固收投资均实现较大增长；中小券商更专注固收投资配置。从各类资产增长角度看，大型券商投资和研究能力较强，在股票和固收投资规模上均实现较快增长，19 年末股票投资余额同比+68%，固收投资余额同比+22%，但衍生品名义本金同比-19%；中小券商各类资产投资规模全面扩张，股票类投资余额、固收类投资余额、衍生品名义本金分别同比+11%、+19%、+32%。从各类资产占比角度看，大型券商股票类投资余额、固收类投资余额、衍生品名义本金占比分别为 4%、22%、74%；而中小券商占比分别为 4%、68%、28%，以固收投资为主导。未来，各家券商投资类投资战略走向差异化，部分券商探索由单一性、趋势性投资向多样性、策略性投资转型。

收益率方面，大型券商和中小券商均同比提升，大型券商多元化投资收益更趋稳健、中小券商个体分化较大。我们测算 2019 上市券商平均投资收益率达 4.2%，同比+59%；其中大型券商投资收益率达 4.0%，同比+90%，中小券商投资收益率达 4.9%，同比+22%。大型券商投资收益相对中小券商更为稳健，大型券商投资收益率为 2.6%至 5.1%，中小券商投资收益率区间为 1.5%至 8.5%，预计主要由于大型券商采取多市场多元化投资策略，灵活运用各种金融工具和衍生品进行风险管理，有效对冲投资风险。

投行业务：股债融资双增，投行净收入同比+22%

科创板开市叠加债券市场融资规模显著提升驱动投行业绩上行，投行净收入同比+22%。2019 年科创板的注册制试点改革为 A 股 IPO 市场带来显著增量贡献，叠加市场环境整体改善，券商投行业务规模和业绩整体提升。未来随着注册制改革的持续推进与深入，预计投行业务向上空间将进一步打开。2019 年上市券商投行业务收入 360 亿元，同比+22%，占整体营业收入 9%。其中大型券商投行业务收入同比+17%；中小券商同比+33%，业绩高增长弹性凸显，部分中小券商依托区域优势，聚焦地方政府债券等承销发行服务，投行净收入实现大幅增长，其中华西证券、华安证券、中原证券同比增幅过百。

从业务规模来看，中小券商在 IPO 和债权承销规模增长弹性相较大型券商更大。2019 年全行业 IPO 承销规模大增，根据 Wind 统计，IPO 募资 2533 亿元，同比+84%，再融资（剔除优先股、可交换债）9425 亿元，同比+9%，债权融资 73108 亿元，同比+29%；具体来看，中小券商在 IPO 和债权承销规模增速上弹性相对更大，IPO 同比+86%，债权承销同比+33%，增速分别高出大型券商 9pct 和 17pct。

多维政策红利落地打开投行业务空间、倒逼模式高阶升级，未来大型券商将打造大投行生态圈，中小券商或将探索差异化精品券商之路。2020 年是新证券法正式改革注册制的元年，创业板尝得存量板块注册制改革头啖。同时，监管围绕 IPO、再融资、并购重组、债券融资、新三板优化政策全面开花，政策力度和落地节奏空前。券商投资银行业务作为资本市场改革核心载体，政策红利将打开投行广阔空间。同时，在注册制全面推行新背景下，投行需要把握这一关键里程碑，继续夯实资本、定价、销售、协同、风控、科技等综合能力，探索差异化发展道路，市场化竞争也将加剧行业马太效应。

资管业务：主动管理转型推进，收入触底回升微增 3%

行业资管规模整体下滑，但预计主动管理转型成效初现助力费率提升，带动资管净收入触底回升，同比微增 3%。券商持续压缩通道业务规模，行业整体资管规模下滑，2019 年上市券商资管规模 8 万亿元，同比-12%，但边际影响逐渐趋弱。2019 年券商资管净收入 302 亿元，同比+3%，与其他业务条线相比较为平稳，在连续下滑后已到达触底回升的拐点。我们认为资管业务回升的主要因素有二：第一，资管净收入向上的主要驱动力是业务转型中主动管理能力普遍加强、成效初现，预计管理费率或有提升，因此虽然整体规模有所下滑，但仍能保持收入相对稳定；第二，部分券商旗下公募基金子公司的管理费收入随市场交投活跃度改善而显著提升，带动资管收入上行。

未来主动管理能力强的大型券商将更具发展优势。上市券商中，大型券商资管净收入 235 亿元，同比+2.6%，中小券商资管净收入 68 亿元，同比+4%。部分券商在资管项目到期后提取的一次性业绩报酬导致业绩提升。未来，资管业务仍持续深化向主动管理等内涵式增长方向转型，通过培养主动管理能力、探索业务创新模式等打造差异化优势，有望提升资管规模及管理费率，利好行业长期健康发展。预计综合实力突出、风控合理、主动管理能力优秀、产品创设能力强的大型券商将更具率先发展优势。此外，公募 REITs 试点启航，REITs 市场规模容量大，而中国尚处于初步启航阶段；未来，具有资格的券商还将担任资产管理人，业务开启将拓宽券商业务边界，为券商带来业务新增量。

经纪业务：交投活跃改善，驱动经纪净收入同比+19%

交投活跃度改善带动整体经纪收入向上，经纪业务收入同比上升 19%。2019 年 A 股市场景气度改善，2019 年日均股基成交额同比+35.3%，驱动经纪业务收入整体上行。行业经纪平均佣金率 0.029%，较 2018 年-0.2bp，整体延续下滑趋势、但降幅较小，对收入影响有限。2019 年沪深两市上市券商经纪净收入 684 亿元，同比+19%，占整体营业收入比重为 18%。

行业经纪业务收入呈现普遍上涨趋势，部分中小券商增长弹性略高于大型券商。大型券商经纪净收入 483 亿元，同比+19%。中小券商经纪净收入 201 亿元，同比+21%，预计与零售客户占比较高、2018 年同期基数较低有关；部分中小券商业绩弹性较大，南京证券增幅最高达 65%。未来，我们认为行业经纪业务平均佣金率持续下滑空间有限，对业绩影响效应减弱。经纪业务发展更需关注零售端和机构端转型进程。在零售客户端，目前多家券商正积极推动财富管理转型，发力产品代销和资产配置等增值服务，同时加大与融资融券等业务联动，未来将在服务模式、金融科技和渠道策略等多维度提升服务附加值和用户体验，构筑差异化优势；在机构客户端，券商把握市场机构化趋势加快业务布局，抢占公募、私募、保险资管、境外机构投资者等客户份额，提供主经纪商、资产托管、研究和 OTC 产品等综合金融服务。

信用业务：两融扩张、股票质押收缩，利息净收入同比-31%

信用业务内部分化，风险偏好上行拉升两融规模，股票质押规模持续收缩拖累业绩，利息净收入同比-31%。剔除准则调整影响，2019 年上市券商实现利息净收入 135 亿元，同比-31%，占整体营业收入 4%。一方面，2019 年市场风险偏好上行，年末两融规模 10192 亿元，同比+34.9%，券商两融业务规模相应增长。另一方面，股票质押监管日益趋严，券商对新增股票质押业务仍持谨慎态度，股票质押规模下滑明显，拖累信用业务业绩，预计未来整体将维持下滑趋势。

从业务规模来看，中小券商两融业务规模弹性更大，券商整体股票质押持续压缩。2019 年上市券商融出资金合计 8272 亿元，同比+29%，其中大型券商融出资金合计 5992 亿元，同比+25%，中小券商融出资金合计 2024 亿元，同比+39%，中小券商增幅较大主要是由于 2018 年融出资金基数相对较低。2019 年券商股票质押式回购余额合计 3757 亿元，同比-27%，其中大型券商股票质押式回购余额合计 2732 亿元，同比-28%，中小券商股票质押式回购余额合计 1025 亿元，同比-24%，大中小型券商风险出清持续开展，导致股票质押业务规模呈一致压缩趋势。

从业务杠杆率来看，大型券商杠杆相对中小券商较高。券商信用业务（股票质押+融资融券）杠杆率为 0.76 倍，较 2018 年下降 0.03，其中年末大型券商杠杆率为 0.77 倍，高于中小券商的 0.68 倍。大型券商未来有望凭借自身资本实力、风险管理能力、机构客户资源等核心竞争力构筑天然屏障，进一步夯实重资本业务优势。

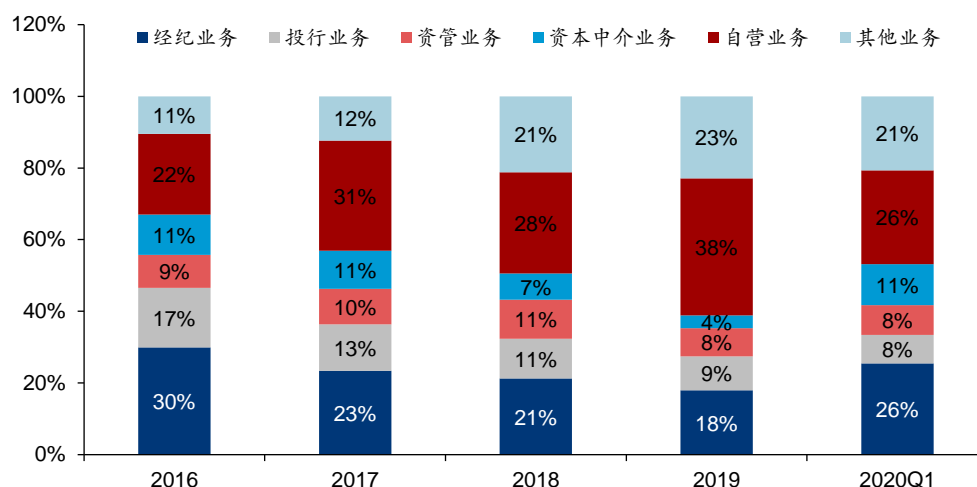
从减值损失来看，大型券商信用减值损失增长，中小券商信用减值损失收缩。上市券商信用减值损失为 190 亿元，同比+11%；减值损失在行业内部分化显著，大型券商减值损失提升但业务风险总体可控，减值损失同比+25%，而中小券商同比-9%，主要受两方面因素影响：一是中小券商股票质押规模较小，且 2018 年减值损失计提较多，相比 2017 年+183.4%，导致减值损失基数较大；二是大型券商香港孖展业务规模相对较大，大型券商的境外融出资金余额占融出资金总余额比例为 8%，中小券商这一比例为 3%。受香港市场波动影响，孖展业务计提的减值损失规模上升，因此大型券商减值损失增幅较大。

预计未来券商将稳健发展两融业务、捕捉融券业务发展机遇，同时也将持续优化股票质押统筹。未来券商将积极捕捉交投情绪逐步回暖、交易结构持续改善、交易机制完善以及标的扩容等信号，稳健发展两融业务。股票质押业务经历前期风险集聚升级和政策纾解后，券商对新增股票质押业务仍持谨慎态度，预计未来将持续优化准入标准和加强全流程统筹。

2020Q1 经营解析：波动性增强，投资拖累业绩

券商业务贝塔属性仍较强，投资类收入受市场波动影响-40%拖累业绩，经纪、投行、资管、利息助力业绩提振。证券行业受资本市场影响仍然较大，2020 年 Q1 市场不确定性增强，券商业绩整体呈现高波动性特征。2020 年第一季度，37 家上市券商合计投资类收入 259 亿元，占比 26%，同比-40%，导致上市券商整体业绩普遍下滑。经纪业务受交投活跃显著提升驱动，实现业务净收入 253 亿元，占比 26%，同比+37%。信用业务中两融规模提升、股票质押规模持续收缩，实现净利息收入 113 亿元，占比 11%，同比+23%。投行 IPO 和债权融资维持高位，实现净收入 79 亿元，占比 8%，同比+16%。资管业务延续 2019 年回升态势，转型主动管理持续推进，实现净收入 82 亿元，占比 8%，同比+26%。其他业务实现净收入 205 亿元，占比 21%，同比+42%。

图表6： 2020 年一季度 37 家上市券商业务收入结构



资料来源：Wind，华泰证券研究所

投资类业绩受股市波动拖累，收入下滑 40%，大型券商下滑幅度相对中小券商较小，彰显经营稳健性。受新冠疫情和国际市场波动影响，2020 年 Q1 沪深主板市场呈先上升后下行的波动趋势，上证综指-9.8%，深证成指-4.5%，券商指数-11.0%，拖累券商投资业绩。2020 年一季度上市券商共实现投资类收入 259 亿元，同比-40%。2020 年 Q1 大型券商投资类收入 191 亿元，同比-34%，中小券商投资类收入 68 亿元，同比-54%；大型券商投资业绩下滑幅度相对中小券商较小，大型券商彰显经营稳健性，更具盈利和抗风险能力优势。考虑到 2020 年 Q1 部分中小券商进行会计准则调整，但未披露调整后可比数据，因此同比变动可能失真，预计剔除会计准则调整影响后的同比降幅或会减少。

经纪业务受交投活跃度提升驱动收入增长 37%，中小券商增幅弹性较大。逆周期调节政策力度加强，市场流动性充裕，2020 年 Q1 股票市场交投活跃度上行，日均股基成交额（单边）9145 亿元，较 2019 年 Q1+47%，带动行业经纪业务收入整体提升。2020 年一季度上市券商经纪净收入 253 亿元，同比+37%。其中大型券商经纪净收入的增幅区间在 25%至 49%，中小券商的增幅区间在 7%至 59%，主要归因于部分中小券商经纪业务收入占比高，在经纪收入上行背景下，享受更高业绩弹性。

利息净收入+23%，市场风险偏好上行驱动两融规模提升，股票质押持续收缩。2020 年 Q1 市场风险偏好上行驱动两融规模提升，季末沪深两融余额较 2019 年末+4.5%。在风险出清背景下股票质押规模持续下滑，根据 Wind 统计，全市场股票质押股数较年初-3.5%。截至 2020 年 3 月末，35 家可比口径上市券商（剔除未披露 2019 年 Q1 融出资金和买入返售金融资产的中银、红塔）融出资金同比+13%，买入返售金融资产余额同比-23%；其中，**大型券商**融出资金同比+11%，**中小券商**融出资金同比+20%，中小券商融出资金基数较小导致其增幅较大。2020 年一季度券商实现利息净收入 113 亿元，占比 11%，同比+23%。考虑到 2020 年 Q1 部分中小券商进行会计准则调整，但未披露调整后可比数据，因此同比变动可能失真，预计剔除会计准则调整影响后的同比增幅或会减少。

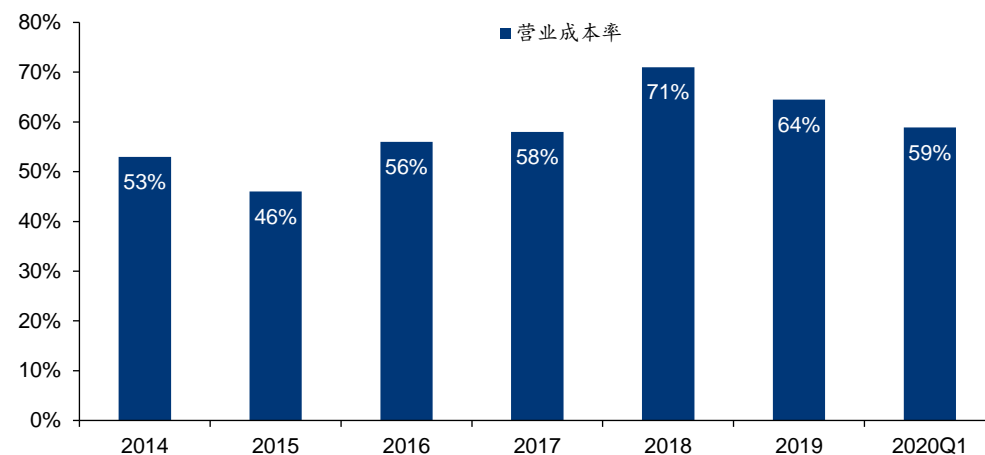
投行净收入+16%，IPO、债券融资维持高位助力投行业绩提振，优质大型券商相对稳健，中小券商增长弹性凸显。2020 年 Q1 全行业 IPO、债权融资规模显著提升，助力投行业绩上行。Q1 IPO 募资规模 786 亿元，同比+209%，主要系京沪高铁单笔承销金额较高影响；再融资 2430 亿元，同比-23%；债权融资 20819 亿元，同比+45%。2020 年一季度上市券商投行净收入 79 亿元，同比+16%。其中，**大型券商**投行净收入 52 亿元，同比+9%，增幅区间在-22%至 56%之间；**中小券商**投行净收入 26 亿元，同比+34%，增幅区间在-52%至 263%之间，优质大型券商业绩相对稳健，而中小券商增长弹性凸显，预计主要受债券融资表现支持。

资管净收入增长 26%，大中小型券商上升趋势一致，主动管理能力较强的券商保持领先。2020 年第一季度 37 家上市券商资管净收入 82 亿元，同比+26%，延续 2019 年触底回升的良好态势。大中小型券商资管业绩上升趋势基本一致，**大型券商**资管净收入 65 亿元，同比+26%，**中小券商**资管净收入 17 亿元，同比+26%。预计综合实力突出、风控合理、主动管理能力优秀、产品创设能力强的大型券商将更具率先发展优势。

成本费用剖析：信用减值压力仍存，风险可控、计提充分

2019 年上市券商营业支出整体同比上升，成本相对收入增速较低驱动营业成本率下行。2019 年上市券商营业支出合计 2457 亿元，同比+29%，总成本率为 64%，同比-6.4pct，主要系营业成本增幅不及营业收入增幅导致营业成本率下滑。

图表7： 2014-2019 年 37 家上市券商营业成本率



注：营业成本率=营业支出/营业收入

资料来源：Wind，华泰证券研究所

2019 年管理费用、股票质押减值损失、其他业务成本均同比上升，部分券商计提大额买入返售金融资产减值对业绩形成一定拖累。券商营业支出包括管理费用、减值损失、税金及附加和其他业务成本，占比分别为 65%、8%、1%、和 26%，同比分别+20%、+11%、8%和+67%。管理费用上升主要受整体业绩提升人员薪酬提升，以及业务拓展经营费用增加影响。其他业务成本上升与其他业务收入趋势相对一致，主要来自期货子公司商品交易支出上升。此外，2019 年上市券商减值损失有明显增加，上市券商合计计提减值损失 190 亿元，同比+11%。买入返售金融资产减值损失是主要的减值项目，减值损失合计 92 亿元，同比+30%，占减值损失比例达 49%，主要来自股票质押减值损失。

2019 年大型券商信用减值相对增长，券商信用减值风险总体可控，减值准备计提较为充足。股票质押监管日益趋严，2019 年上市券商普遍严控风控准入，股票质押规模整体呈现下降趋势，整体股票质押回购规模为 3757 亿元，同比-27%，其中大型券商股票质押式回购余额合计 2732 亿元，同比-28%，中小券商股票质押式回购余额合计 1025 亿元，同比-24%，大型券商风险出清的持续开展导致股票质押业务规模压缩相对更大。**行业内部减值损失分化**，受香港孖展业务波动影响，大型券商融资业务风险承压，信用减值损失同比+25%，而中小券商在 2018 年减值损失基数较大的情况下同比-9%。**券商减值准备计提分化**，部分中小券商减值计提较为充足。上市券商股票质押减值准备合计 237 亿元，占股票质押式回购余额 6%，较年初+2pct，其中中小券商股票质押拨备率为 8.6%，高于大型券商的 5.1%。

2020Q1 总成本率同比上升，减值损失计提增长，管理费用显著改善。2020 年 Q1 上市券商营业支出合计 583 亿元，同比+21%，总成本率为 58.9%，较 2019 年 Q1+10.3pct，总成本率上升主要源自投资类收入大幅下滑，营业收入增幅不及营业支出增幅。营业支出中，管理费占比 66%，较 2019 年 Q1 占比-17pct。证券市场回暖带动券商信用业务资产质量有所改善，2020 年 Q1 券商减值损失为 41 亿元，较 2019 年 Q1 增长 445%，占营业支出比例为 7%。减值损失增幅较大的主要因素有二：一是部分券商计提大额融资类减值损失形成一定拖累；二是 2019 年 Q1 券商将此前计提的减值合计转回 12 亿元，导致基数较小。

图表8： 2019 年 37 家上市券商股票质押业务拨备率

	总体拨备率 (测算)	第一阶段 拨备率	第二阶段 拨备率	第三阶段 拨备率	总体担保比例 (测算)	第一阶段担保 比例	第二阶段担保 比例	第三阶段担保 比例	总体担保比例 (公布)
中信证券	7.52%	0.33%	8.68%	51.24%	280%	321%	223%	78%	281%
海通证券	2.19%	0.09%	1.17%	18.35%	300%	315%	351%	142%	300%
国泰君安	8.07%	0.51%	7.11%	46.27%	271%	312%	258%	75%	260%
中信建投	0.64%	0.20%	1.35%	6.40%	334%	349%	265%	159%	335%
招商证券	1.57%	0.03%	0.00%	35.76%	344%	353%	0%	158%	295%
广发证券	1.32%	N.A	N.A	N.A	426%	N.A	N.A	N.A	312%
东方证券	8.80%	0.18%	1.38%	21.15%	139%	N.A	N.A	N.A	N.A
中银证券	5.25%	0.50%	9.38%	53.59%	294%	327%	247%	104%	294%
申万宏源	3.03%	N.A	N.A	N.A	289%	N.A	N.A	N.A	244%
中国银河	1.29%	0.10%	0.00%	16.98%	293%	305%	0%	141%	293%
华泰证券	18.44%	0.25%	1.00%	41.42%	226%	268%	1243%	171%	221%
国信证券	7.54%	N.A	N.A	N.A	303%	N.A	N.A	N.A	285%
光大证券	17.50%	0.05%	1.47%	63.02%	227%	296%	220%	66%	228%
山西证券	4.51%	N.A	N.A	N.A	607%	N.A	N.A	N.A	N.A
东北证券	8.85%	N.A	N.A	N.A	236%	N.A	N.A	N.A	225%
兴业证券	12.60%	0.98%	0.72%	35.17%	236%	321%	342%	71%	245%
方正证券	17.19%	0.11%	0.50%	23.87%	169%	220%	143%	150%	169%
长江证券	8.20%	N.A	N.A	N.A	265%	N.A	N.A	N.A	236%
东吴证券	10.73%	0.46%	1.44%	24.46%	175%	239%	165%	113%	145%
国金证券	2.08%	1.36%	0.00%	30.83%	282%	286%	0%	129%	N.A
浙商证券	0.41%	0.23%	0.51%	5.00%	372%	388%	188%	115%	412%
东兴证券	16.92%	0.37%	7.44%	46.54%	262%	398%	269%	65%	259%
天风证券	3.51%	0.03%	0.06%	10.15%	152%	189%	130%	91%	150%
财通证券	4.49%	0.71%	2.13%	33.49%	309%	327%	196%	171%	N.A
长城证券	21.15%	N.A	N.A	N.A	224%	N.A	N.A	N.A	N.A
西南证券	8.08%	0.58%	0.00%	41.07%	311%	361%	0%	91%	311%
华西证券	0.18%	N.A	N.A	N.A	277%	N.A	N.A	N.A	236%
国元证券	7.35%	N.A	N.A	N.A	201%	N.A	N.A	N.A	196%
西部证券	74.43%	N.A	N.A	N.A	90%	N.A	N.A	N.A	N.A
国海证券	6.90%	N.A	N.A	N.A	188%	N.A	N.A	N.A	174%
第一创业	41.58%	N.A	N.A	N.A	265%	N.A	N.A	N.A	N.A
华安证券	5.26%	1.49%	0.00%	76.70%	322%	338%	0%	25%	N.A
中原证券	19.82%	0.16%	0.36%	31.71%	141%	273%	109%	81%	131%
南京证券	0.50%	0.50%	1.00%	0.00%	347%	348%	255%	0%	347%
华林证券	0.01%	0.01%	0.00%	0.00%	227%	227%	0%	0%	N.A
太平洋	10.47%	0.00%	23.74%	1.36%	96%	205%	106%	63%	166%
红塔证券	0.54%	0.12%	2.66%	0.00%	273%	290%	188%	0%	270%

注 1：总体拨备率=股票质押式回购减值准备/股票质押式回购账面余额。

注 2：总体担保比例=股票质押式回购担保物价值/股票质押式回购账面余额。

注 3：申万宏源、国信证券、西部证券、华西证券、国海证券、第一创业、长江证券、山西证券未单独披露股票质押减值准备，因此在测算总体拨备率时以买入返售金融资产减值准备代替，测算结果应高于实际拨备率。

注 4：广发证券、申万宏源、国信证券、国元证券、西部证券、华西证券、国海证券、第一创业、长江证券、山西证券未单独披露股票质押担保物价值，因此在测算总体担保比例时以买入返售金融资产担保物价值代替，测算结果应高于实际担保比例。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表9：2019 年 37 家上市券商融资融券业务拨备率

	总体拨备率						总体担保比例	总体担保比例
	(测算)	第一阶段拨备率	第二阶段拨备率	第三阶段拨备率	境内业务拨备率	境外业务拨备率	(测算)	(公布)
中信证券	1.08%	0.29%	10.18%	60.18%	1.07%	1.37%	366%	307%
海通证券	2.06%	0.07%	2.51%	36.14%	0.78%	6.41%	330%	272%
国泰君安	1.85%	N.A	N.A	N.A	0.25%	11.42%	329%	279%
中信建投	3.97%	0.24%	1.47%	91.04%	3.57%	69.31%	330%	N.A
招商证券	0.17%	0.06%	0.00%	45.05%	N.A	N.A	319%	309%
广发证券	0.50%	N.A	N.A	N.A	0.10%	7.80%	305%	282%
东方证券	1.60%	0.01%	0.07%	99.81%	N.A	N.A	362%	N.A
中银证券	0.20%	0.20%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	305%	N.A
申万宏源	0.34%	N.A	N.A	N.A	0.33%	0.90%	331%	269%
中国银河	0.22%	0.13%	3.31%	58.13%	0.13%	1.31%	307%	266%
华泰证券	0.16%	N.A	N.A	N.A	0.13%	2.61%	324%	315%
国信证券	0.27%	N.A	N.A	N.A	0.27%	0.17%	316%	269%
光大证券	0.72%	N.A	N.A	N.A	0.46%	1.80%	315%	N.A
山西证券	1.85%	N.A	N.A	N.A	0.52%	21.22%	279%	N.A
东北证券	0.30%	N.A	N.A	N.A	0.30%	0.00%	311%	340%
兴业证券	1.81%	N.A	N.A	N.A	0.10%	9.81%	337%	N.A
方正证券	1.20%	N.A	N.A	N.A	1.23%	0.24%	343%	346%
长江证券	0.54%	N.A	N.A	N.A	0.07%	59.10%	347%	274%
东吴证券	0.17%	N.A	N.A	N.A	0.17%	0.00%	273%	271%
国金证券	0.25%	N.A	N.A	N.A	0.11%	4.39%	348%	N.A
浙商证券	0.01%	N.A	N.A	N.A	0.01%	0.00%	323%	281%
东兴证券	0.74%	N.A	N.A	N.A	0.64%	6.43%	283%	250%
天风证券	0.08%	N.A	N.A	N.A	0.08%	0.00%	308%	308%
财通证券	0.37%	N.A	N.A	N.A	0.15%	4.63%	315%	232%
长城证券	0.12%	0.02%	0.56%	100.00%	0.12%	0.00%	240%	N.A
西南证券	0.32%	N.A	N.A	N.A	0.32%	0.43%	339%	338%
华西证券	0.05%	N.A	N.A	N.A	0.05%	0.00%	323%	N.A
国元证券	0.62%	N.A	N.A	N.A	0.03%	7.43%	262%	262%
西部证券	0.25%	N.A	N.A	N.A	0.25%	0.00%	310%	N.A
国海证券	0.19%	0.18%	0.00%	76.38%	0.19%	0.00%	294%	253%
第一创业	0.04%	0.04%	0.00%	N.A	0.04%	0.00%	294%	N.A
华安证券	0.31%	N.A	N.A	N.A	0.31%	0.00%	292%	N.A
中原证券	1.16%	N.A	N.A	N.A	0.26%	22.07%	298%	N.A
南京证券	0.34%	0.33%	0.00%	100.00%	0.34%	0.00%	330%	N.A
华林证券	0.11%	N.A	N.A	N.A	0.11%	0.00%	325%	N.A
太平洋	0.01%	N.A	N.A	N.A	0.01%	0.00%	325%	284%
红塔证券	0.10%	N.A	N.A	N.A	0.10%	0.00%	326%	284%

注 1：总体拨备率=融出资金减值准备/融出资金账面余额。

注 2：总体担保比例=融资融券业务担保物价值/融出资金账面余额。

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表10： 2019 年 37 家上市券商股票质押式回购余额及减值准备

(亿元) 证券简称	股票质押式回购余额				股票质押式回购余额/总资产			买入返售金融资产减值准备/股票质押式回购余额		
	2019	2018	2017	2019	2019	2018	2019	2019	2018	2019
				较年初变动			较年初变动			较年初变动
中信证券	405	385	780	5%	5%	6%	-1pct	7.5%	5.1%	+2.4pct
国泰君安	304	383	769	-21%	5%	9%	-4pct	8.8%	4.3%	+4.5pct
海通证券	423	556	745	-24%	7%	10%	-3pct	2.2%	1.3%	+0.9pct
华泰证券	57	283	484	-80%	1%	8%	-7pct	18.4%	1.9%	+16.5pct
广发证券	122	224	266	-46%	3%	6%	-3pct	1.3%	1.0%	+0.4pct
招商证券	211	228	307	-8%	6%	7%	-1pct	1.6%	0.9%	+0.7pct
申万宏源	265	437	323	-39%	7%	13%	-6pct	3.0%	1.4%	+1.6pct
中国银河	282	375	364	-25%	9%	15%	-6pct	1.3%	0.3%	+1pct
中信建投	149	138	135	8%	5%	7%	-2pct	0.6%	0.9%	-0.2pct
国信证券	245	315	406	-22%	11%	15%	-4pct	7.5%	1.7%	+5.8pct
东方证券	205	241	311	-15%	8%	11%	-3pct	8.8%	3.5%	+5.3pct
光大证券	63	210	186	-70%	3%	10%	-7pct	20.2%	2.0%	+18.2pct
方正证券	43	57	103	-25%	3%	4%	-1pct	17.2%	5.6%	+11.5pct
兴业证券	85	207	310	-59%	5%	13%	-8pct	12.6%	3.3%	+9.3pct
长江证券	65	72	167	-10%	6%	7%	+1pct	8.2%	2.2%	+6pct
国元证券	70	96	79	-27%	8%	12%	+4pct	7.4%	1.2%	+6.2pct
东吴证券	95	138	175	-31%	10%	16%	+6pct	10.7%	6.2%	+4.5pct
财通证券	28	32	40	-11%	4%	5%	+1pct	4.5%	3.2%	+1.3pct
国金证券	51	39	45	32%	10%	8%	-2pct	2.1%	2.3%	-0.2pct
东兴证券	54	87	81	-38%	7%	12%	+5pct	17.1%	2.9%	+14.2pct
华西证券	63	38	54	66%	9%	8%	-1pct	0.2%	1.0%	-0.8pct
西南证券	15	13	18	18%	2%	2%	-0pct	8.1%	0.6%	+7.5pct
西部证券	19	11	41	74%	4%	2%	-2pct	74.4%	0.5%	+73.9pct
长城证券	4	2	16	72%	1%	0%	-1pct	21.1%	-1.9%	+23.1pct
东北证券	43	63	73	-31%	6%	10%	+4pct	8.9%	3.3%	+5.6pct
浙商证券	49	52	47	-5%	7%	9%	+2pct	0.4%	0.7%	-0.3pct
国海证券	68	83	68	-18%	10%	13%	+3pct	6.9%	1.4%	+5.5pct
红塔证券	62	51	47	22%	14%	19%	+5pct	0.5%	0.5%	+0pct
华安证券	44	40	47	10%	9%	9%	-0pct	5.3%	0.9%	+4.3pct
中银证券	50	92	107	-45%	10%	20%	-10pct	3.4%	0.0%	+3.4pct
山西证券	9	16	30	-42%	2%	3%	-1pct	4.5%	0.5%	+4pct
天风证券	19	35	50	-46%	3%	7%	-3pct	3.5%	1.2%	+2.3pct
南京证券	20	25	23	-17%	6%	10%	-4pct	0.5%	0.3%	+0.2pct
太平洋	33	52	77	-36%	11%	12%	-1pct	10.7%	18.9%	-8.2pct
中原证券	20	32	48	-37%	5%	8%	-3pct	19.8%	7.0%	+12.8pct
第一创业	14	21	40	-35%	4%	6%	-2pct	41.6%	7.4%	+34.2pct
华林证券	1	3	7	-67%	1%	2%	-1pct	2.5%	3.2%	-0.7pct

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

图表 11: 2019 年 37 家上市券商买入返售金融资产减值损失

(亿元)	买入返售金融资产减值损失			余额		买入返售金融资产减值损失/归母净利润	
	2019	2018	2017	2019	2018	2019	2018
中信证券	7.9	16.2	4.4	2.0%	4.2%	6.5%	17.3%
国泰君安	10.4	6.7	1.6	3.4%	1.7%	12.0%	10.0%
海通证券	3.6	2.6	1.6	0.8%	0.5%	3.7%	4.9%
华泰证券	5.1	4.7	0.3	8.9%	1.7%	5.7%	9.4%
广发证券	-0.5	0.7	0.3	-0.4%	0.3%	-0.7%	1.6%
招商证券	1.3	0.6	0.5	0.6%	0.3%	1.8%	1.3%
申万宏源	1.6	4.6	1.3	0.6%	1.1%	2.8%	11.1%
中国银河	2.5	0.4	0.2	0.9%	0.1%	4.9%	1.2%
中信建投	-0.2	0.8	0.2	-0.2%	0.5%	-0.4%	2.4%
国信证券	6.1	1.6	1.8	2.5%	0.5%	12.4%	4.7%
东方证券	9.7	1.1	1.9	4.7%	0.5%	40.0%	9.0%
光大证券	8.5	4.0	0.0	13.4%	1.9%	149.4%	385.1%
方正证券	4.7	0.0	0.0	10.9%	0.0%	46.6%	0.0%
兴业证券	7.5	6.0	0.8	8.8%	2.9%	42.5%	440.6%
长江证券	1.1	0.8	-0.1	1.6%	1.1%	6.4%	29.3%
国元证券	3.1	0.3	0.2	4.5%	0.3%	34.3%	4.5%
东吴证券	1.7	4.7	0.3	1.8%	3.4%	16.3%	132.5%
财通证券	0.8	0.6	0.3	2.8%	2.0%	4.2%	7.6%
国金证券	-0.3	0.3	0.1	-0.6%	0.7%	-2.5%	2.5%
东兴证券	3.7	1.6	0.7	6.8%	1.8%	29.9%	15.7%
华西证券	-0.1	-0.1	0.2	-0.1%	-0.3%	-0.4%	-1.5%
西南证券	0.5	-0.0	0.0	3.7%	-0.2%	5.2%	-0.9%
西部证券	5.1	-0.2	0.0	27.3%	-1.4%	84.3%	-7.7%
长城证券	0.1	0.0	0.0	1.5%	0.3%	0.6%	0.1%
东北证券	2.4	1.7	0.0	5.6%	2.7%	24.0%	56.6%
浙商证券	-0.3	-0.3	0.4	-0.6%	-0.7%	-3.2%	-4.7%
国海证券	3.5	0.8	0.1	5.2%	0.9%	72.6%	108.1%
红塔证券	0.2	0.0	0.0	0.3%	0.0%	2.6%	0.0%
华安证券	1.5	0.2	0.1	3.5%	0.6%	13.8%	4.3%
中银证券	0.4	0.8	0.0	0.9%	0.8%	5.4%	10.8%
山西证券	-0.2	-0.1	0.1	-2.4%	-0.5%	-4.3%	-3.3%
天风证券	2.4	0.3	0.1	12.6%	0.8%	77.9%	9.3%
南京证券	-0.0	0.0	0.0	-0.1%	0.0%	-0.3%	0.2%
太平洋	-6.1	9.0	-0.2	-18.5%	17.4%	-131.4%	-68.2%
中原证券	1.8	2.1	0.1	8.7%	6.5%	304.7%	318.9%
第一创业	2.9	1.5	0.1	21.2%	7.0%	57.2%	120.2%
华林证券	-0.1	0.1	0.0	-8.4%	3.2%	-1.6%	2.4%

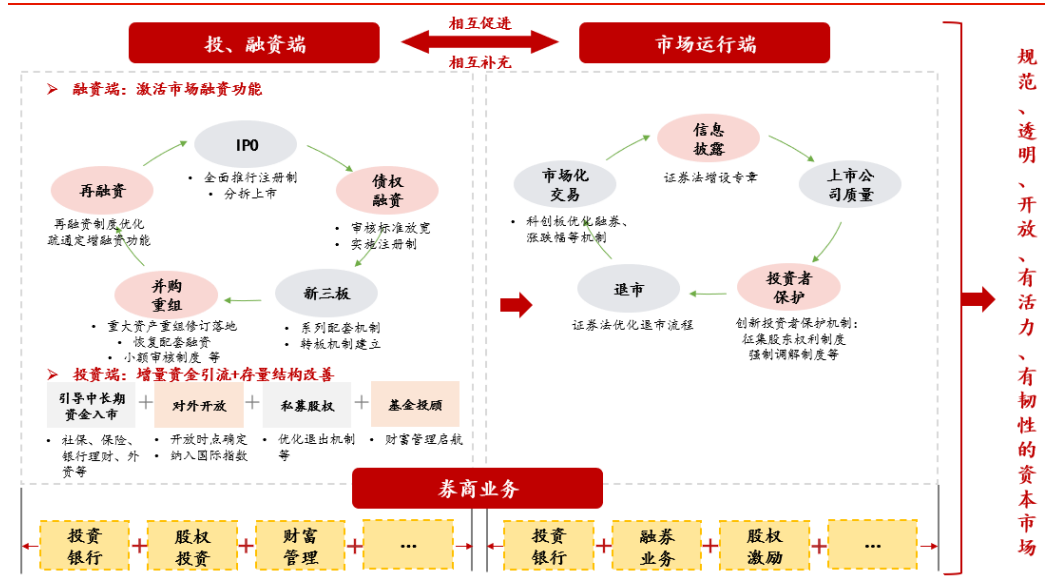
注: 减值损失负数为减值转回

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

展望：资本市场深化改革+对外开放加速，紧握优质券商

坚持市场化、法治化改革，政策红利打开券商业务广阔空间。4月9日，中共中央、国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》，从股票市场基础制度、债券市场、金融服务供给、对外开放等对资本要素市场化配置提出意见，强调市场化、法治化改革方向，资本市场改革驶入快车道。同月国务院金融委强调应发挥好资本市场的枢纽作用，凸显资本市场重要战略地位。2020 年是新证券法正式改革注册制的元年，创业板尝得存量板块注册制改革头啖。同时，监管围绕 IPO、再融资、并购重组、债券融资、并表监管试点、基金投顾试点、新三板优化政策全面开花。预计 2020 年证监会将继续贯彻中央对资本市场枢纽地位的定位和市场化、法治化改革大方向，继续围绕“深改 12 条”改革工作进程和 2020 年立法工作规划，加速推动配套改革政策落地。资本市场深化改革系列举措的核心并不是盲目“放水”，而是通过基础制度改革培育与产业升级良性互动的优化增长机制。券商作为资本市场改革核心载体，政策红利将打开业务广阔空间。

图表12： 2019 年以来直接融资和资本市场优化转型全景图



资料来源：华泰证券研究所

证券行业对外开放全面落地，外资券商进入倒逼加速培育高端竞技能力。2020 年 4 月 1 日起监管正式放开证券公司外资股比限制，目前已有六家合资券商获批将外资持股比例提升至 51%，未来外资全资控股券商或有望出现。外资全资和控股券商将摆脱过去因表决权有限而对经营管控程度较低的影响，或将投入更大资源开拓市场。对外开放将对行业格局形成深远影响。一方面，开放政策的松紧与开放速度的快慢对行业格局变化具有决定性的影响。日本、韩国和台湾在开放政策方面非常严格，开放速度方面相对较慢，直到目前其开放程度仍然有限，因此始终维持内资券商主导的竞争格局。开放过程中监管对境内券商的保护也为内资券商循序渐进过渡提供保障。另一方面，内资证券公司自身竞争力是开放后格局重要影响要素。行业集中度高的日本拥有竞争力强大的国际性券商，龙头券商具有可与外资投行竞争的實力。韩国与台湾的券商集中度在开放前相对较低，未形成能够领导行业专业竞争的头部券商，整体竞争力相对要弱。未来，在我国证券行业对外开放进程中，外资投行在开放初期将对高净值客户财富管理、并购重组、衍生品等外资投行已构筑业务产生影响；在衍生品、FICC 等创新业务方面，外资虽具有成熟专业优势，但因牌照和市场工具尚不完善，短期影响尚具不确定性，但伴随市场改革深化长期将产生显著影响。行业将加速迈入高端竞技新阶段，呼唤头部券商引领高阶竞争。我们坚定看好市场化改革下优质龙头券商投资机遇，推荐中信证券、国泰君安、海通证券。

风险提示

- 1、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。
- 2、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，市场持续低迷和波动将会影响证券公司业绩。

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、陶圣禹，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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利。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。

针对美国司法管辖区的声明

美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

所有权及重大利益冲突

分析师沈娟、陶圣禹本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

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

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

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

法律实体披露

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：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有2020年华泰证券股份有限公司