

# 证券行业 2020 年一季报总结

## 业务结构阶段性变化，行业发展逻辑并未改变

### 核心观点：

- **2020 年一季度行业净利润同比下滑 11.69%，源自 A 股市场波动下跌，自营收入大幅下跌。**据证券业协会数据，133 家证券公司 2020 年一季度合计实现营收 983.30 亿元，净利润 388.72 亿元，同比下降 3.50%、11.69%，缘于市场波动影响。分业务来看，对营收贡献由高至低分别为经纪（30.91%）、自营（29.69%）、资本中介（13.15%）、投行（11.21%）、资管（6.79%）和其他（8.26%），与 2019 年相比，最大差异是经纪业务提升了 9 个百分点、自营下滑 21 个百分点。
- **总结 2020 年一季报，自营拖累业绩，其他业务均稳定向好。从经纪和自营业务来看：**股市在一季度大幅波动下跌，大部分券商投资收益受到影响，同时经纪业务收入大增，同比增长 32.92%。**从投行业务来看：**伴随近期资本市场多项利好投行业务政策的发布，以及券商提供便捷直接融资服务，一季投行业务高速增长。同时，科创板的持续扩容助力龙头券商直接受益，创业板注册制逐渐落地将进一步促进资本市场变革，有助于提升券商投行资本化业务。**从资本中介和资管业务来看：**两融余额明显上涨，而股票质押规模回落，同时券商依旧以主动管理为大方向，有望在未来加速推进资产管理业务的转型和增长。
- **市场集中度略有回落，但行业格局集中的趋势依旧未改。**受市场冲击以及高基数效应，券商业绩略有回落，而部分中小券商净利润增幅靠前，致使行业集中度稍有回落。但从中长期来看，龙头券商的业绩增长更趋稳健，政策扶持力度也在持续强化，行业集中度提升的逻辑并未改变。
- **行业龙头 ROE 有望平稳上扬。**一方面，龙头券商通过发行债券等多种融资渠道提升负债规模，同时普遍发力衍生品业务，在中性策略下加大投资资产的摆布，叠加监管政策放松资本约束，券商经营杠杆不断提升；另一方面，政策不断落地，促使投行资本化成为发展趋势、股基交易活跃推动财富管理同步发展等，行业 ROA 有望进一步提升。推动 ROE 提升。
- **投资建议：看好资本市场改革和流动性宽松下的投资机会。**新冠疫情给我国社会经济带来前所未有的冲击，在“六保”+“六稳”政策导向下，货币政策将维持宽松状态，为资本市场创造良好的交易环境。同时，当下资本市场加大改革和开放力度，资本市场发展进入新阶段。我们认为，券商行业有望迎来资本市场改革带来的  $\alpha$  收益，大型券商凭借完善的业务线条以及雄厚的综合实力将获得更多业务机会，当前估值低点，继续关注龙头券商。
- **风险提示：**经济下行幅度和持续低迷的时间超出预期；资本市场低迷，导致经纪、信用业务萎缩及风险上升；权益市场大幅回调等。

### 行业评级

买入

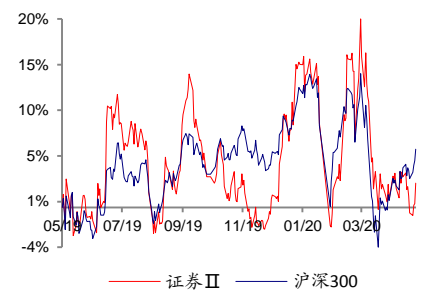
前次评级

买入

报告日期

2020-05-05

### 相对市场表现



### 分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901

chenfu@gf.com.cn

### 分析师：

陈卉



SAC 执证号：S0260519040001



SFC CE No. BOX142



0755-82535901

gfchenh@gf.com.cn

### 相关研究：

- |   |            |
|---|------------|
| 证券 II 行业:创业板注册制总方案落地，券商进入大投行时代                    | 2020-04-28 |
| 证券 II 行业:国内券商会掀起新一轮并购潮吗？                          | 2020-04-15 |
| 证券 II 行业:市场短期震荡，关注改革推进与宽松预期共振投资机会——证券行业 3 月经营数据点评 | 2020-04-10 |

### 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最新 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
							2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
海通证券	600837.SH	CNY	12.89	20200429	买入	17.75	0.99	1.16	13.02	11.11	1.09	1.01	8.7%	9.4%
华泰证券	601688.SH	CNY	18.14	20200430	买入	25.65	1.19	1.41	15.24	12.87	1.27	1.20	8.5%	9.6%
中信证券	600030.SH	CNY	23.70	20200428	买入	28.88	1.14	1.40	20.79	16.93	1.64	1.55	8.5%	9.4%
国泰君安	601211.SH	CNY	16.92	20200430	买入	24.90	1.20	1.45	14.10	11.67	1.02	0.99	7.5%	8.6%
东方财富	300059.SZ	CNY	18.24	20200410	增持	23.63	0.43	0.47	42.42	38.81	3.96	3.70	9.3%	9.6%
招商证券	600999.SH	CNY	18.48	20200429	买入	21.87	1.14	1.21	16.21	15.27	1.35	1.30	8.4%	8.5%
海通证券	6837.HK	HKD	6.58	20200429	买入	9.06	0.99	1.16	6.05	5.17	0.51	0.47	8.7%	9.4%
HTSC	6886.HK	HKD	11.96	20200430	买入	16.91	1.19	1.41	9.15	7.72	0.76	0.72	8.5%	9.6%
中信证券	6030.HK	HKD	14.00	20200428	买入	17.06	1.14	1.40	11.18	9.11	0.88	0.83	8.5%	9.4%
国泰君安	2611.HK	HKD	9.99	20200430	买入	14.70	1.20	1.45	7.58	6.27	0.55	0.53	7.5%	8.6%
中金公司	3908.HK	HKD	11.38	20200331	买入	17.48	1.15	1.37	9.01	7.56	0.89	0.82	10.3%	11.3%
招商证券	6099.HK	HKD	8.07	20200429	买入	9.55	1.14	1.21	6.45	6.07	0.54	0.52	8.4%	8.5%

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注：A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。收盘价及表中估值指标按照最新收盘价计算。

## 目录索引

一、20Q1 整体业绩：净利润同比下滑 11.69%，自营业务下滑明显 .....	6
二、20Q1 收入结构：经纪提升、自营回落 .....	8
（一）经纪：收入大增，佣金率普降 .....	8
（二）自营：股市波动下滑，投资收益首当其冲 .....	9
（三）投行：便捷直接融资服务，同比收入上涨 .....	11
（四）资本中介：两融余额同比涨幅明显，质押规模收缩 .....	14
（五）资管：持续推进转型，主动管理成大方向 .....	16
三、20Q1 行业格局：集中度略有回落，中小券商净利润增幅居前 .....	18
四、行业展望：杠杆提升，高 ROA 业务不断发展 .....	22
五、投资建议 .....	26
六、风险提示 .....	26

## 图表索引

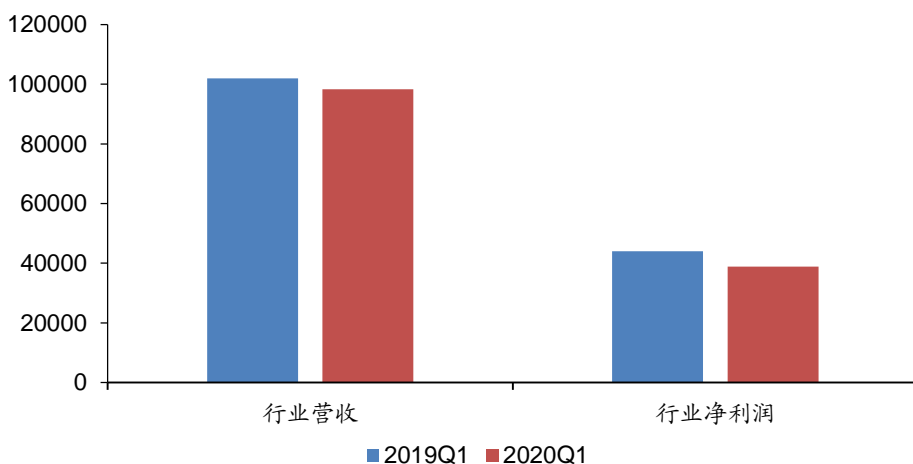
图 1: 2020 年一季度证券行业营业收入、净利润同比上升 (百万元) .....	6
图 2: 2018-2020 年一季度证券行业分业务收入占比变动情况 (%) .....	7
图 3: 2020 年一季度证券行业各项业务收入同比变动情况 (%) .....	7
图 4: 2011-2020Q1 券商经纪业务佣金率 (%) .....	8
图 5: 2020 年一季度上市券商经纪业务收入 (左轴, 百万元) 与同比增长率 (右轴)、 行业经纪业务同比增速 (右轴) .....	9
图 6: 2020 年一季度上市券商自营业务收入 (左轴, 百万元) 与同比增长率 (右轴)、 行业自营业务同比增速 (右轴) .....	9
图 7: 截至 2020 年一季度, 部分券商金融投资规模变动情况 (亿元) .....	10
图 8: 截至 2020 年一季度, 部分券商金融投资占总资产比 (%) .....	10
图 9: 截至 2020 年一季度, 部分券商金融投资占净资产比 (%) .....	10
图 10: 2020 年一季度 35 家上市券商投行业务净收入 (左轴, 百万元) 与同比增速 (右轴, %)、行业投行业务净收入同比增速 (右轴, %) .....	11
图 11: 2020 年一季度排名前三十家券商股权承销份额 .....	12
图 12: 2020 年一季度排名前三十家券商债权承销份额 .....	12
图 13: 国内券商投行业务在总收入中占比 (%) .....	13
图 14: 财务顾问净收入在投行业务收入中占比 (%) .....	13
图 15: 2020 年券商科创板跟投、直投浮盈 (亿元) .....	13
图 16: 截至 2020 年 4 月 30 日科创板保荐机构及主承销商业务排行榜 .....	14
图 17: 2020 年一季度 35 家上市券商利息净收入 (左轴, 百万元) 与同比增速 (右 轴, %)、行业利息净收入同比增速 (右轴, %) .....	15
图 18: 沪深两融余额变动情况 (亿元) .....	16
图 19: 截至 2020Q1, 35 家上市券商权益乘数 (剔除客户交易保证金) 变动情况 (倍) .....	16
图 20: 2020 年一季度 35 家上市券商资管业务净收入 (左轴, 百万元) 与同比增速 (右轴, %)、行业资管业务净收入同比增速 (右轴, %) .....	17
图 21: 券商资管新成立产品发行份额 (左轴, 亿份) 与发行总数 (右轴, 个) .....	18
图 22: 排名前 3、前 5 券商营收加总占 35 家上市券商总营收比重 .....	19
图 23: 排名前 3、前 5 券商归母净利润加总占 35 家上市券商总归母净利润比重 .....	19
图 24: 2020 年一季度 35 家上市券商 ROE: 平均 (左轴, %), 及同比变化 (右轴) .....	21
图 25: 2020 年一季度 35 家上市券商 ROE: 扣非/平均 (左轴, %), 及同比变化 (右轴) .....	21
图 26: 2020 年一季度 35 家上市券商结算备付金 (亿元, 左轴) 及同比变化 (右 轴) .....	25

表 1: 2020 年一季度证券行业经营环境 .....	7
表 2: 2020 年一季度 35 家上市券商归母净利润增速 .....	20
表 3: 2020 一季度 35 家上市券商扣除客户保证金后的权益乘数 (倍) .....	23
表 4: 2020 一季度 25 家上市券商衍生金融资产 (亿元) 及同比变化 .....	24

## 一、20Q1 整体业绩：净利润同比下滑 11.69%，自营业务下滑明显

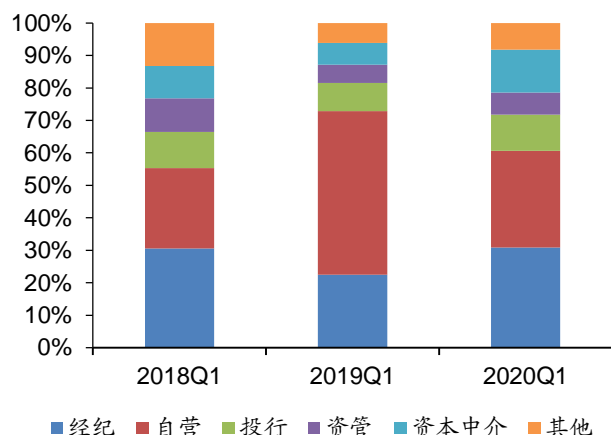
据中国证券业协会公布的未经审计的2020年一季度证券公司经营数据，我国证券行业133家证券公司2020年一季度合计实现营业收入983.30亿元，净利润388.72亿元，同比分别下降3.50%、11.69%。证券行业分业务收入居于前三的依次为经纪、自营和资本中介，占总营收的比重分别为30.91%、29.69%和13.15%（2019年一季度分别为22.4%，50.4%和6.8%）。由于国内股市大幅波动下滑，券商营收和净利润也受到一定的冲击，而其中自营业务收入同比下滑43%，经纪业务回归第一，占比超过三成。此外，其他业务的营业收入均呈上升趋势。

图1：2020年一季度证券行业营业收入、净利润同比上升（百万元）



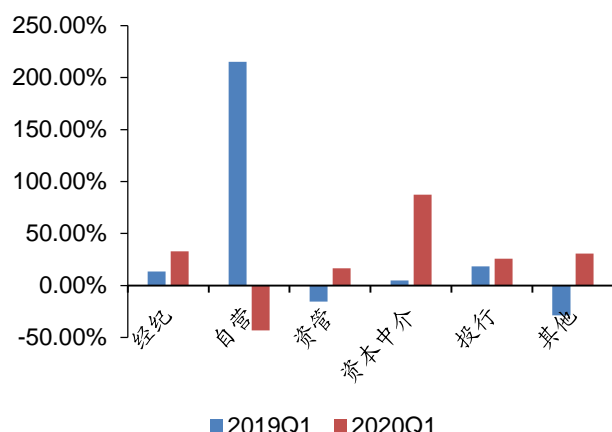
数据来源：中国证券业协会、广发证券发展研究中心

图2：2018-2020年一季度证券行业分业务收入占比变动情况（%）



数据来源：中国证券业协会、广发证券发展研究中心

图3：2020年一季度证券行业各项业务收入同比变动情况（%）



数据来源：中国证券业协会、广发证券发展研究中心

从2020年一季度证券行业经营环境来看，国内股市日均成交额同比上升47%，交易活跃度主要来自股市波动股票换手率高。报告期内，沪深300下跌10%，中证全债上涨2.92%；截至报告期末，两融余额10651亿元，同比上涨15.49%；股权融资额3216亿元，同比下跌5.09%。

表1：2020年一季度证券行业经营环境

	2019Q1	2020Q1
经纪：日均股票成交金额（百万元）	585,550	860,102
yoy	22.77%	46.89%
自营：沪深300（指数点）	3,872	3,686
当年收益率	28.62%	-10.02%
自营：中证全债（指数点）	193	206
当年收益率	1.43%	2.92%
投行：股权融资额（百万元）	338904	321644
yoy	-33.93%	-5.09%
两融：余额（百万元）	922,247	1,065,120

数据来源：wind、广发证券发展研究中心

从证券行业分业务来看，除了自营大幅度下滑外，其他业务均出现不同程度的上升。

经纪：受两市换手率高涨的影响，全行业2020年一季度日均股票成交额为8601.02亿元，同比增长46.89%，实现代理买卖证券业务净收入294.67亿元，同比上涨33.04%；

自营：受沪深两市整体震荡下行影响，全行业2020年一季度实现投资收益291.92亿元，同比下滑43.21%，此项业务成为一季度券商业绩下降的主要原因；



投行：由于推行科创板等有利政策，证券承销与保荐业务稳定增长，全行业2020年一季度实现承销、保荐及财务顾问业务收入110.19亿元，同比上涨25.67%；

资管：2020年一季度，券商资管持续推进转型，主动管理成为大方向。全行业一季度实现资产管理业务收入66.73亿元，同比上涨16.40%；

资本中介：随着两融标的扩容，资本中介业务结构得到优化。2020年一季度两融余额为10651.2亿元，上涨15.49%，资本中介业务实现收入129.32亿元，同比大增87.31%。

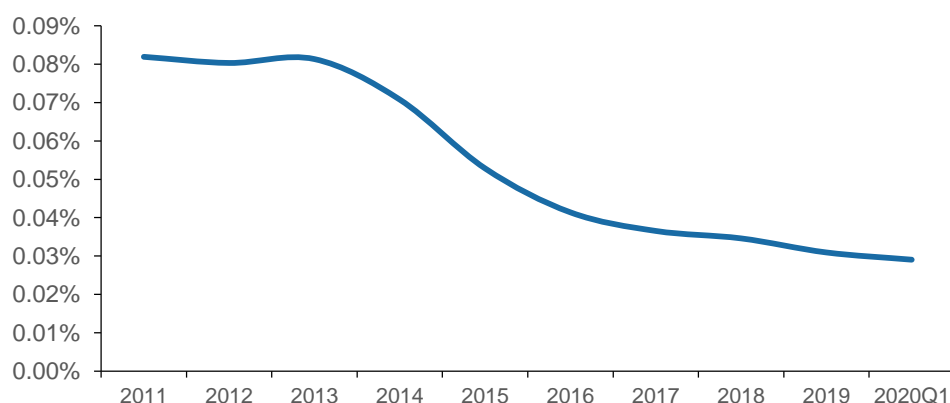
## 二、20Q1 收入结构：经纪提升、自营回落

### （一）经纪：收入大增，佣金率普降

国内一季度GDP增速较去年同期有所下降，股市波动明显，同时国内佣金率不断走低，国内券商经纪业务转型压力凸显。2020年一季度行业代理买卖证券净收入为294.67亿元，2019年佣金率仅为0.0309%，2020年一季度已低于万分之3。

券商经纪业务收入在一季度大幅增长。2019年一季度券商经纪业务收入为228.64亿元，2020年一季度为303.9亿元，同比增长32.92%。35家上市券商券商的经纪业务收入及增速表明，20家券商经纪业务实现高速增长，高于行业增速，增速最高为兴业证券（626.05亿元，同增59.40%）。

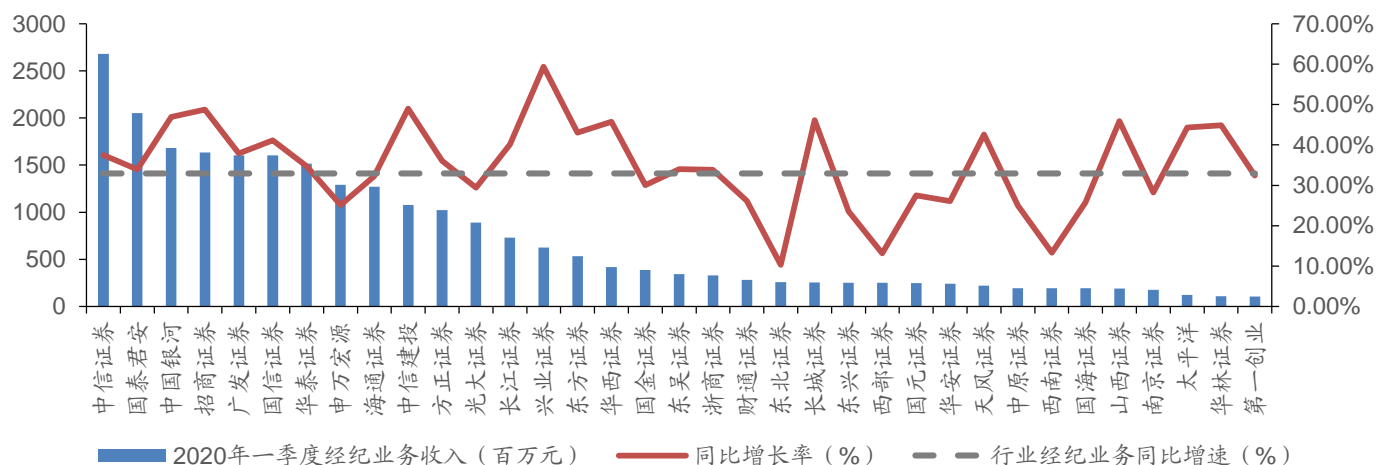
图4：2011-2020Q1券商经纪业务佣金率（%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心



图5：2020年一季度上市券商经纪业务收入（左轴，百万元）与同比增长率（右轴）、行业经纪业务同比增速（右轴）

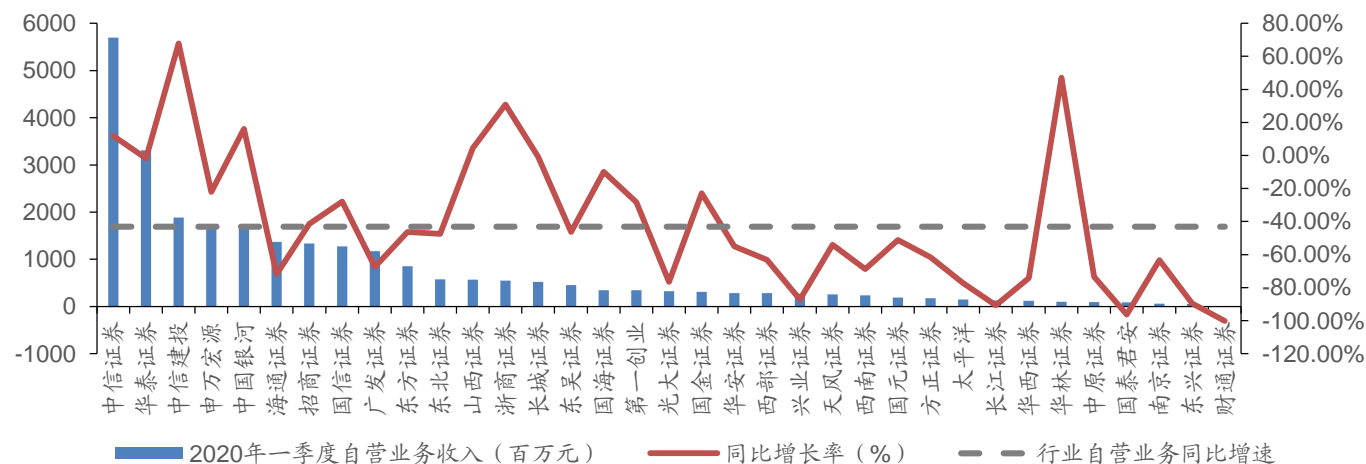


数据来源：wind、广发证券发展研究中心

## （二）自营：股市波动下滑，投资收益首当其冲

股市大幅波动下跌，券商业绩回落。据中国证券业协会，2020年一季度合计券商实现自营收入291.92亿元（自营收入核算口径为投资收益、公允价值变动收益加总），同比下降43.21%。从35家上市券商披露的数据来，仅有6家自营收入较去年同期增长，增速前三名分别是中信建投（18.81亿元，同增67.86%）、华林证券（0.97亿元，同增47.08%）和浙商证券（5.46亿元，同增30.84%）；下跌幅度最大的三家券商分别为财通证券（-2.05亿元，同比下降-100.27%）、国泰君安（0.83亿元，同比下降-96.42%）和长江证券（1.25亿元，同比下降-90.78%）。2020年一季度，自营成券商业绩的最大拖累。

图6：2020年一季度上市券商自营业务收入（左轴，百万元）与同比增长率（右轴）、行业自营业务同比增速（右轴）

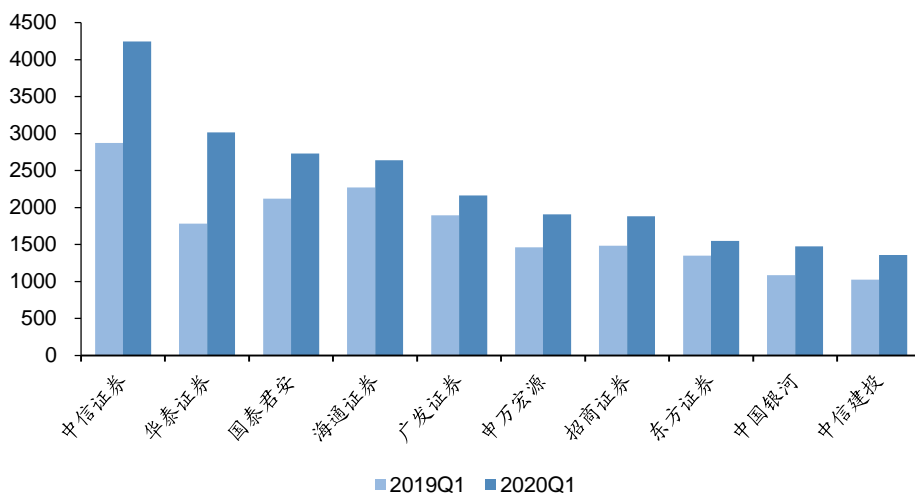


数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注：自营业务收入=投资净收益+公允价值变动净收益

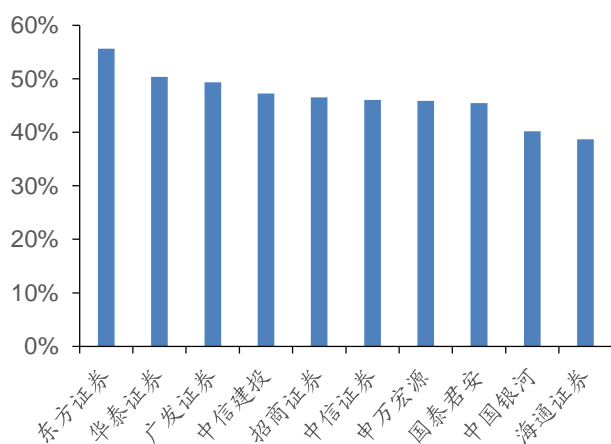
投资业务是杠杆资金主要投向。随着监管放开，对冲手段丰富，券商交易更加活跃，金融投资规模大幅提升。2020年一季度，券商金融投资规模占比较2019年一季度进一步提升，其中，中信证券、华泰证券和国泰君安金融投资规模排名前三，分别为4245亿元、3015亿元和2728亿元。此外，东方证券、华泰证券和中信证券的金融投资规模占净资产比例位居前三，分别为282%、235%和234%，分别增加33、70、56个百分点。

图7：截至2020年一季度，部分券商金融投资规模变动情况（亿元）



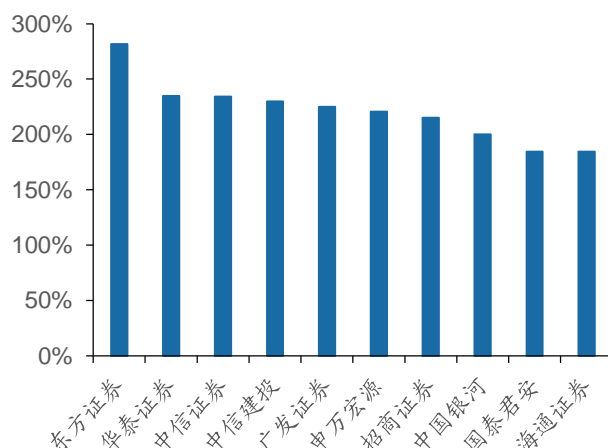
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图8：截至2020年一季度，部分券商金融投资占总资产比（%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图9：截至2020年一季度，部分券商金融投资占净资产比（%）



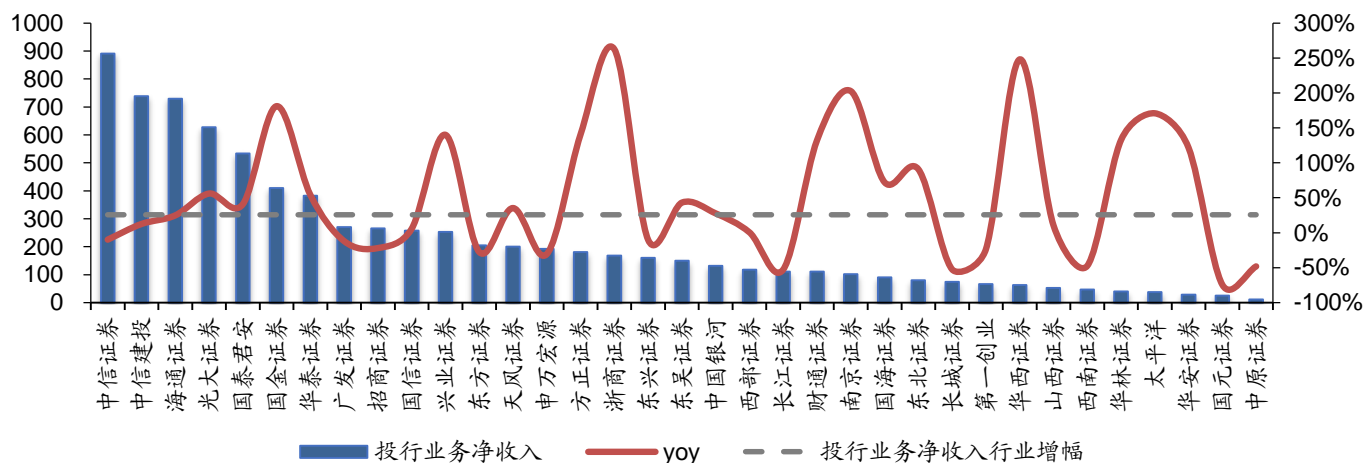
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

### (三) 投行：便捷直接融资服务，同比收入上涨

2020年第一季度券商行业实现投行业务净收入110.19亿元，同比增长25.67%；主因归于近期资本市场多项利好投行业务政策的发布，以及疫情影响下券商发挥资本市场产品工具功能，便捷直接融资服务，全面助力实体企业复工复产和经济社会发展，因此一季度IPO、再融资发行增长，发行规模上升，其中IPO、配股、可交换债的募集资金分别同比上涨208.70%、753.96%和501.73%，优先股募集资金77.35亿元，去年同期募集资金为0。

2020Q1投行业务净收入规模居前的上市券商分别为中信证券（8.91亿元）、中信建投（7.38亿元）、海通证券（7.30亿元）、光大证券（6.28亿元）和国泰君安（5.33亿元），分别同比变动-9.88%、+12.55%、+24.82%、+56.11%和+40.74%。

图10：2020年一季度35家上市券商投行业务净收入（左轴，百万元）与同比增速（右轴，%）、行业投行业务净收入同比增速（右轴，%）

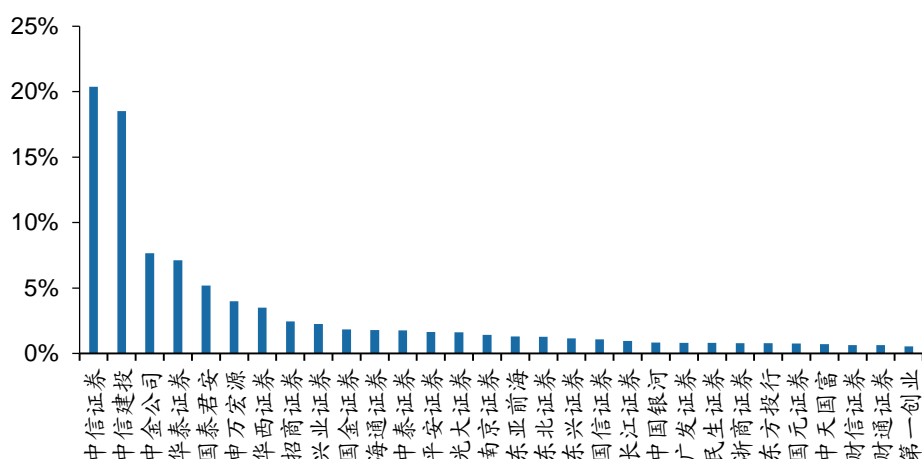


数据来源：公司一季报、中国证券业协会、广发证券发展研究中心

市场规模而言，至2020年4月底，证券公司股权承销规模达4546.67亿元，同比下降10.41%；证券公司债权承销规模达29125.76亿元，同比上升34.33%。2019年以来，科创板开板，资产重组政策不断放松，启动全面深化新三板改革，建立市场分层，完善基础性制度，鼓励上市公司中长期激励，主板和创业板再融资放松，转板上市指导意见发布，创业板改革并试点注册制等一系列政策促进券商投行业务的不断发展，市场份额进一步向头部券商集中。

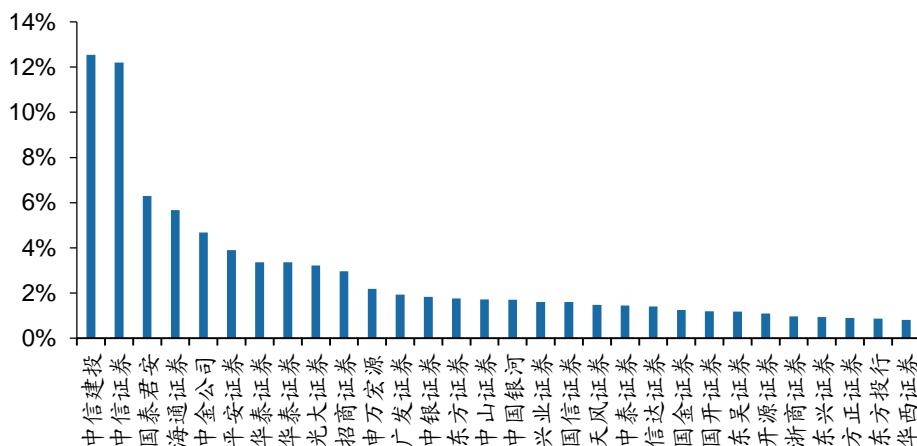
根据wind数据显示，2020年前四个月券商行业股权承销份额排名前五的有中信证券（20.38%）、中信建投（18.53%）、中金公司（7.65%）、华泰证券（7.12%）和国泰君安（5.18%）；债权承销份额排名前五的有中信建投（12.55%）、中信证券（12.21%）、国泰君安（6.29%）、海通证券（5.67%）和中金公司（4.67%）。

图11: 2020年一季度排名前三十家券商股权承销份额



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

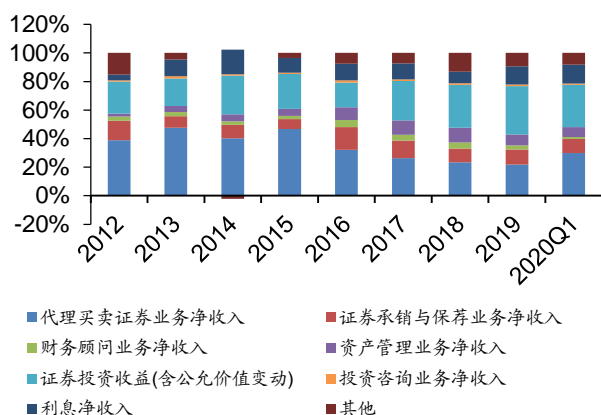
图12: 2020年一季度排名前三十家券商债权承销份额



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

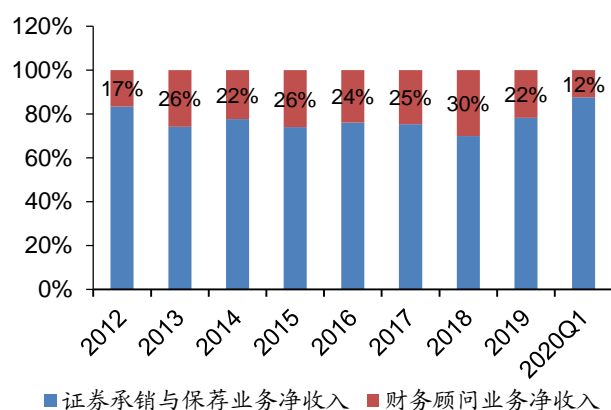
2020年第一季度投行业务在证券公司的收入占比为11.21%，其中承销与保荐业务为主要支撑，占总收入9.82%；财务顾问业务净收入占总收入1.38%。我国证监会对重大重组业务审核严格，并购重组业务对整个投行业务收入的贡献历年来不超过30%，2020Q1为历史最低，仅占比12%。

图13: 国内券商投行业务在总收入中占比 (%)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

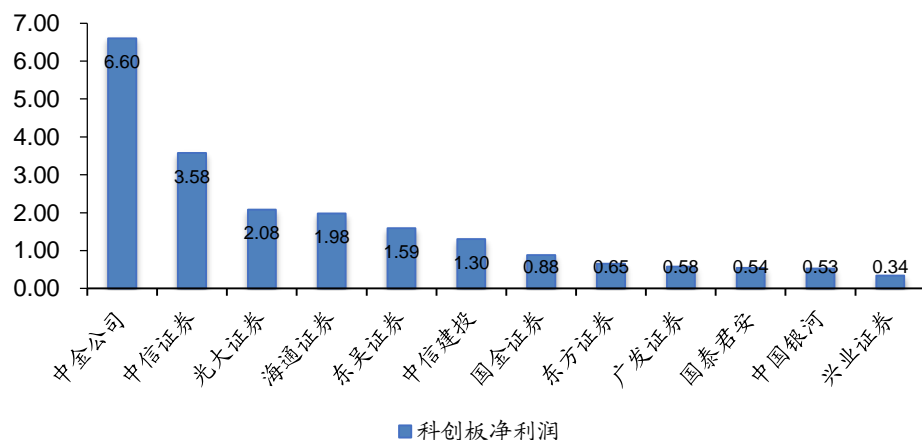
图14: 财务顾问净收入在投行业务收入中占比 (%)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

科创板的推出是2019年投行业务的最大亮点。2020年科创板的设立持续促进券商投行业务的发展,各大券商通过保荐承销新上市科创板公司创造利润。根据我们的测算,自2020年1月1日至2020年4月30日,科创板浮盈贡献净利润排名前列的券商有中金公司(6.60亿)、中信证券(3.58亿)和光大证券(2.08亿)。

图15: 2020年券商科创板跟投、直投浮盈 (亿元)

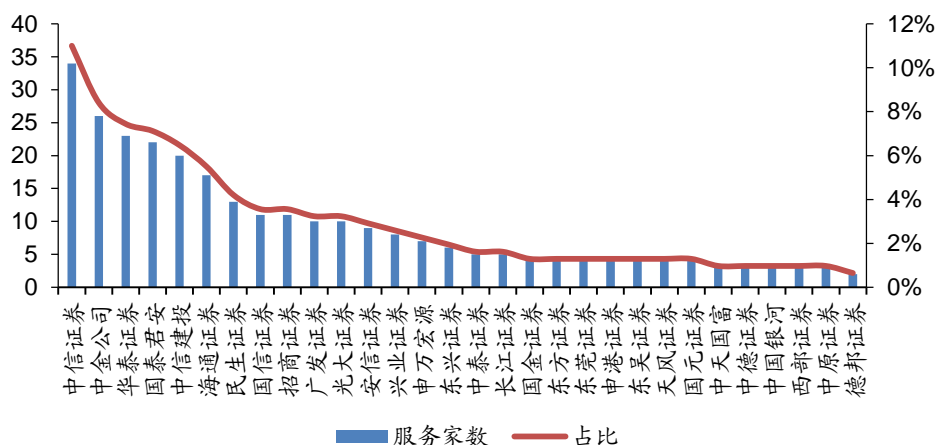


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 数据统计截至 2020 年 4 月 30 日

截至2020年4月30日,中信证券科创板主承销服务家数达34家,中金公司26家,华泰证券23家,头部券商竞争优势明显,承销规模大、投研与风控能力强、优质客户储备丰富,强者恒强,科创板将使得龙头券商投行业务直接受益。

图16: 截至2020年4月30日科创板保荐机构及主承销商业务排行榜



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

### 展望2020年，投行业务的看点是松绑再融资和注册制的试点推广。

2020年2月14日晚，再融资新规落地，取消了创业板非公开发行对于连续2年盈利和前次募集资金基本使用完毕的要求，扩充了批文有效期（6个月增至12个月），大幅放松了再融资门槛，同时提升了参与者的意愿。再融资全面松绑短期将直接带动投行再融资业务的快速发展，长期将有助于提升投行资本化业务，该业务收入占比有望从目前10%-15%提升至20%以上，做实资本中介功能。

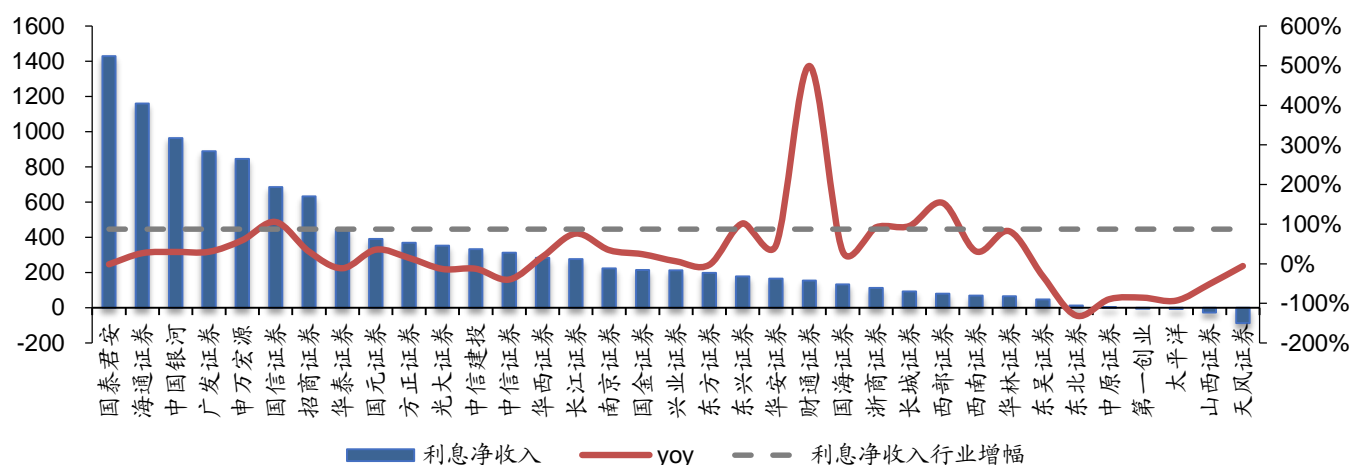
4月27日，中央深改委会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体方案》，证监会层面发布了相应四部规章制度向市场公开征求意见。创业板注册制改革有以下几个要点：**在创业板首发注册方面**，（1）加强投资者保护、加大财务造假等违法行为追责力度的要求；（2）明确创业板的板块定位，主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合；（3）进一步明确证监会在注册制下的统筹指导职责；（4）深入贯彻以信息披露为核心的注册制理念，进一步强化信息披露监管。**在再融资方面**，（1）精简优化创业板再融资发行条件；（2）严格落实以信息披露为核心的注册制要求；（3）优化审核注册程序，压缩审核注册期限，审核标准、程序、内容、过程公开透明；（4）显著提升财务造假等违法违规成本，压严压实发行人及中介机构等市场主体的责任。**在并购重组方面**，强调并购重组要符合创业板定位。创业板注册制的推行是资本市场的重大变革，对市场影响较为深远。目前已实施投资者适当性管理部分，提高准入门槛、签署风险揭示书等规定降低了市场风险，维持了市场的稳定。

### （四）资本中介：两融余额同比涨幅明显，质押规模收缩

根据中国证券业协会的数据，2020年一季度券商行业共实现利息净收入129.32亿元，同比增长87.31%，增幅强劲。利息净收入居于前列的上市券商分别为国泰君安（14.30亿元）、海通证券（11.60亿元）、中国银河（9.63亿元）、广发证券（8.90亿元）、申万宏源（8.45亿元）。



图17: 2020年一季度35家上市券商利息净收入(左轴, 百万元)与同比增速(右轴, %)、行业利息净收入同比增速(右轴, %)



数据来源: 公司一季报、中国证券业协会、广发证券发展研究中心

### 业务方面, 两融余额同比环比均上升, 股票质押回购规模回落。

**融资融券方面:** 截至2020年一季度末市场两融余额10651.20亿元, 同比2019Q1上升15.49%, 环比2019年末增长4.50%。2019年以来, 证监会指导交易所完善融资融券交易机制, 取消“平仓线”不得低于130%的统一限制, 扩大担保物和标的证券范围; 9家券商开通科创板转融通业务权限; 证金公司下调转融资费率80个基点。政策重点发力融券业务, 未来有望快速发展。2019年4月30日, 上交所、中证金融、中国结算联合发布了《科创板转融通证券出借和转融券业务实施细则》, 其中对券源范围、证券出借规则做出更为宽松的规定, 并在9家券商试行融券约定申报制度。2020年3月27日, 证监会将中金公司、招商证券、中信证券、华泰证券、中信建投、国泰君安6家证券公司纳入首批并表监管试点范围, 初期, 综合考虑试点机构对外投资资本占用情况: 对试点机构母公司风险资本准备计算系数由0.7调降至0.5, 表内外资产总额计算系数由1降至0.7; 同时持续监测试点机构已建立风控体系运行及合并风控指标信息的有效性。此次下调将为龙头券商释放更多可用资金, 对于重资产业务如资本中介业务而言是利好政策。

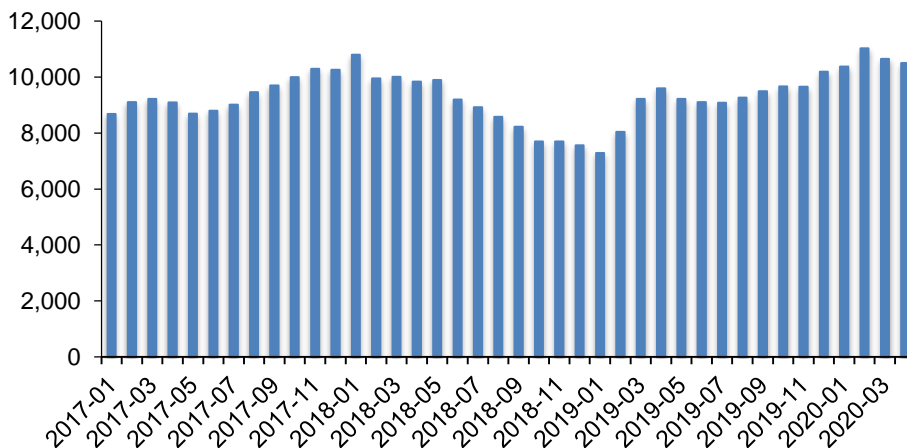
**股票质押回购方面:** 截至2020年一季度末, 市场质押待购回余量为5602.73亿股, 较去年同期下降10.44%, 环比2019年末下降3.51%。2020年4月17日, 为了支持防范化解上市公司股东股票质押风险, 积极支持新型冠状病毒感染肺炎疫情防控工作, 保障资本市场稳定健康发展, 上交所、深交所分别发布了《关于股票质押回购交易违约处置协议转让通知》, 明确股票质押回购违约处置协议转让价格, 不得低于协议签署前一交易日股票收盘价格的70%, 并自发布之日起施行。该通知从制度层面缓解股票质押风险, 有助于优化上市公司股权结构、有效化解股票质押风险。此前从各券商年报披露数据看, 龙头券商的股票质押业务的担保比例保持较高水平, 业务风险较低。

2020年一季度各大龙头券商大幅增加减值准备计提, 做实资产质量, 其中中信证券计提信用减值损失13.15亿元, 源于买入返售金融资产和融出资金信用减值损失计提增加; 海通证券计提信用减值损失6.93亿元, 同比增长162.25%, 主要是融



资类业务减值损失增加；国泰君安信用减值损失计提51.80百万元，2019年末该数据为-374.82百万元，主要是融出资金和股票质押计提减值准备。

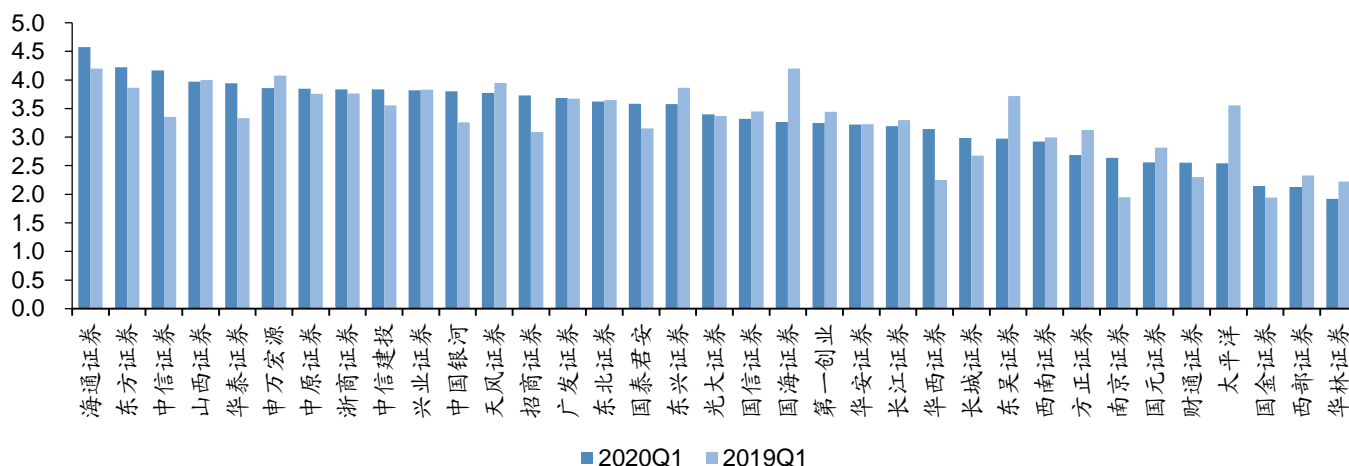
图18：沪深两融余额变动情况（亿元）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

资金方面，2020年第一季度35家上市券商中半数（17家）权益乘数（剔除客户交易保证金）较2019年同期有所上升，居于前五的分别为海通证券（4.58）、东方证券（4.22）、中信证券（4.17）、山西证券（3.97）和华泰证券（3.94）。

图19：截至2020Q1，35家上市券商权益乘数（剔除客户交易保证金）变动情况（倍）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

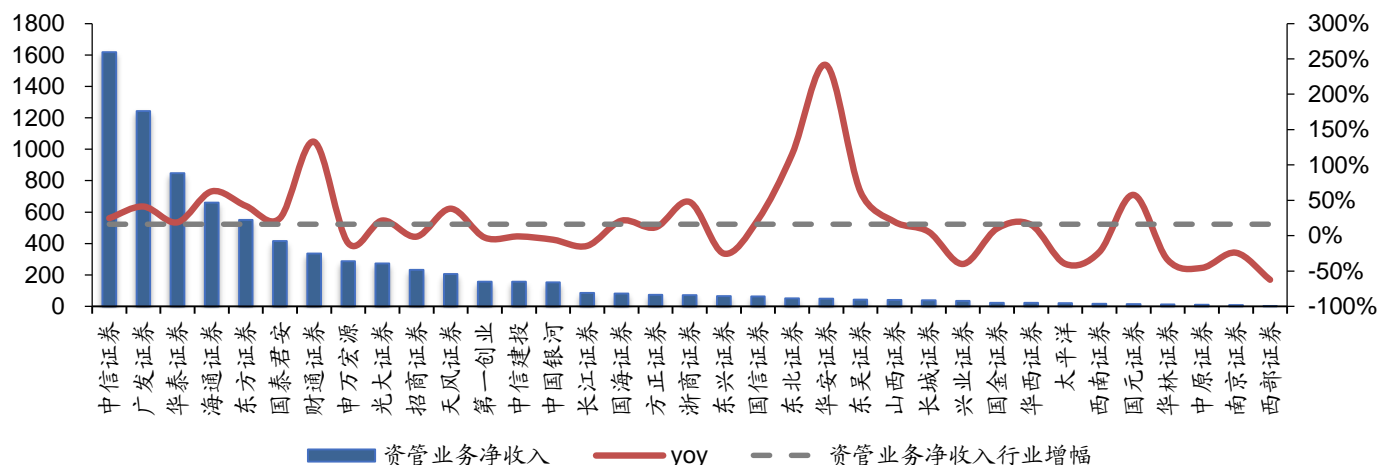
### （五）资管：持续推进转型，主动管理成大方向

中国证券业协会数据显示，2020年一季度券商行业实现资产管理业务净收入66.73亿元，同比增长16.40%。资管业务净收入居于前列的上市券商分别为中信证

券（16.17亿元）、广发证券（12.43亿元）、华泰证券（8.47亿元）、海通证券（6.61亿元）和东方证券（5.51亿元）。

根据中国证券业协会数据，截至2020年3月31日，证券行业受托管理资金本金总额12.02万亿元，较2019年末12.29万亿元环比下降0.58%，较去年同期14.11万亿元同比下降14.81%。

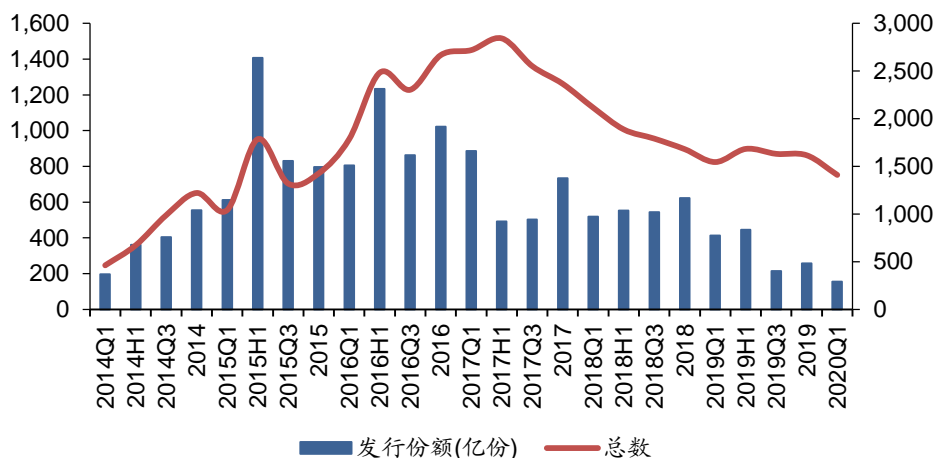
图20：2020年一季度35家上市券商资管业务净收入（左轴，百万元）与同比增速（右轴，%）、行业资管业务净收入同比增速（右轴，%）



数据来源：公司一季报、中国证券业协会、广发证券发展研究中心

自2018年4月资管新规正式稿落地、到2018年7月补充文件推出，证券公司资管业务面临去通道、限嵌套、净值化管理等多项新要求，以通道业务冲量的高增长模式不可持续，行业业务模式面临重塑，证券公司资管业务规模缩水。2020年一季度券商资管新成立产品1410个，发行份额155.65亿份，较2019Q1同比下降62.32%，较2019年末同比减少39.36%。随着资管业务竞争形势的不断加剧，券商积极提升资产主动管理规模，强化投资管理能力。

图21：券商资管新成立产品发行份额（左轴，亿份）与发行总数（右轴，个）



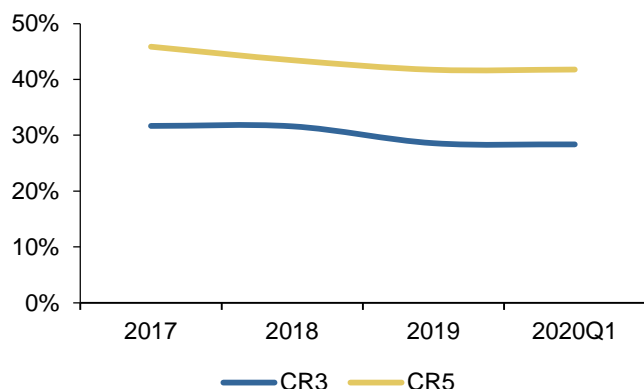
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

在推动资管业务回归主动管理和净值化转型方面，监管层对券商大集合产品的公募化改造有加速之势。证监会网站显示，2月10日东兴证券和民生证券发起设立公募基金公司的申请均已获批。此外，券商积极拥抱主动管理是未来大势所趋。此前年报数据披露显示，多家券商主动管理规模占比超过50%，券商持续推进资管业务转型，重视主动管理，成效初步体现。可以预见随着主动管理资产规模的提升，券商资产管理业务将迎来新一轮的增长。

### 三、20Q1 行业格局：集中度略有回落，中小券商净利润增幅居前

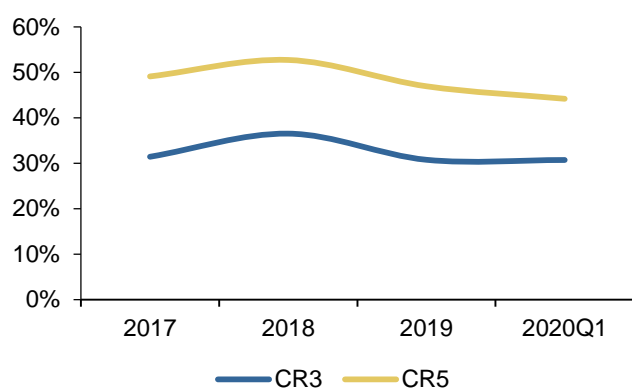
近年来，证券行业营收与净利润集中度持续提升，强者固强的格局不断巩固。2012-2019年，排名前十的券商营业收入占证券行业总营收的比重由51.8%提升至69.0%，平均每年提升约2.15个百分点。根据一季报，营业收入方面，排名前三位的证券公司占35家上市券商营收总额的比重为28.36%，前五位占比为41.77%；归母净利润方面，排名前三位的证券公司占35家上市券商总额的比重为30.70%，前五位占比为44.17%，行业集中度保持较高水准。

图22: 排名前3、前5券商营收加总占35家上市券商总营收比重



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图23: 排名前3、前5券商归母净利润加总占35家上市券商总归母净利润比重



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

受市场波动影响以及自营业务拖累, 2020一季度券商业绩跌幅明显, 35家上市券商整体净利润同比下降20.3%, 25家上市券商归母净利润均出现不同程度下滑。归母净利润同比下滑的25家上市券商中, 5家上市券商下滑幅度小于行业整体净利润下滑速度, 20家上市券商下滑幅度大于行业整体下滑速度。

由于中小券商自营业务基数相对较小, 受市场冲击也相对较低, 中小券商增幅居前, 导致行业集中度有所回落。2020年一季度归母净利润增幅居前的券商分别为华林证券 (79.77%)、中信建投 (31.11%)、长城证券 (26.52%)。

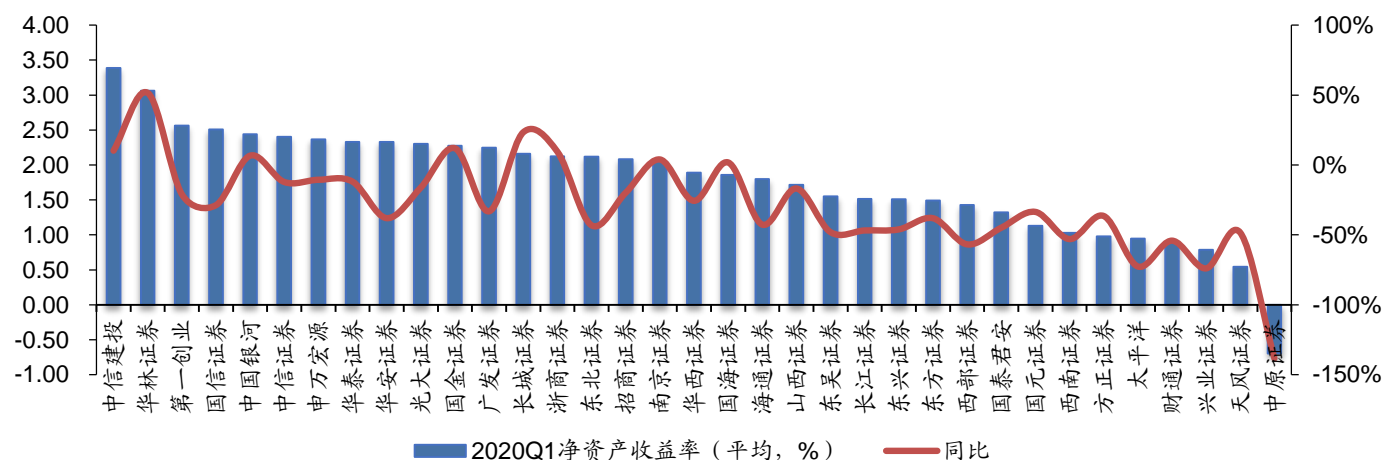
2020年一季度归母净利润居于前列的上市券商包括中信证券、华泰证券、海通证券, 对应同比变化分别为-4.28%、3.90%、-39.45%; 2020年一季度ROE (平均) 居于前列的上市券商包括中信建投 (3.39%)、华林证券 (3.06%)、第一创业 (2.56%)。

表2: 2020年一季度35家上市券商归母净利润增速

券商	同比变化 (%)
华林证券	79.77
中信建投	31.11
长城证券	26.52
国海证券	20.07
国金证券	18.81
浙商证券	16.84
中国银河	14.41
南京证券	9.39
申万宏源	6.72
华泰证券	3.90
中信证券	-4.28
山西证券	-15.04
招商证券	-15.49
光大证券	-16.20
第一创业	-17.84
华西证券	-20.72
国信证券	-24.46
广发证券	-29.07
国元证券	-32.93
华安证券	-33.44
方正证券	-35.53
东方证券	-35.95
天风证券	-37.36
国泰君安	-39.25
东吴证券	-39.43
海通证券	-39.45
东北证券	-41.22
东兴证券	-44.23
长江证券	-44.29
财通证券	-50.47
西南证券	-50.93
西部证券	-56.41
太平洋	-72.28
兴业证券	-72.83
中原证券	-136.88

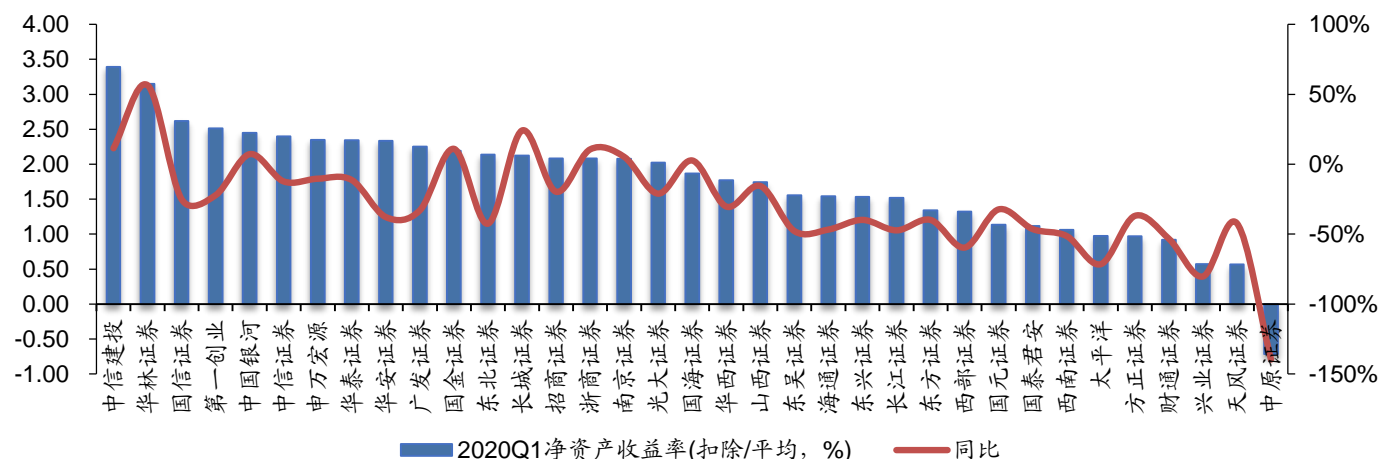
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图24：2020年一季度35家上市券商ROE：平均（左轴，%），及同比变化（右轴）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图25：2020年一季度35家上市券商ROE：扣非/平均（左轴，%），及同比变化（右轴）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

虽然行业集中度有所回落，但总体来看，行业仍呈现业绩分化显著趋势，主要归于：（1）宏观层面，资本市场改革不断深化，多层次资本市场体制不断健全，头部券商由于资本实力雄厚、业务规模较大，受益改革明显。（2）监管层面，分层监管不断推进，并表监管试点实施使头部券商资本束缚不断降低，刺激重资产业务发展。（3）业务层面，再融资新规、科创板注册制等政策推行释放利好信息，头部券商利润增厚更加明显。（4）对外开放层面，取消外资股比限制势必引起外资券商涌入市场，加剧行业竞争，推动券商业务转型。头部券商大都提早布局业务转型，并积极发展机构业务，受愈加激烈的行业竞争影响较小。

#### 四、行业展望：杠杆提升，高 ROA 业务不断发展

2020年一季度行业杠杆倍数整体有所提升。2020年一季度35家上市券商中有26家券商扣除客户保护金后的权益乘数较2019年底有所上升，平均杠杆水平为3.33倍，较2019年底的3.26倍提高了2.26%。其中，2020年一季度杠杆水平靠前的券商分别是海通证券（4.58倍）、东方证券（4.22倍）、中信证券（4.17倍）、山西证券（3.97倍）和华泰证券（3.94倍）；杠杆倍数增速靠前的券商分别是华西证券（21.47%）、国金证券（21.46%）、中国银河（14.70%）、长城证券（13.73%）和山西证券（10.28%）。

一方面，券商普遍发力衍生品业务，受需求上升影响杠杆倍数提升；另一方面，各大券商通过发行短期融资券、公司债券等开展多渠道融资，加大融资力度，从供给端抬升杠杆。



表3: 2020一季度35家上市券商扣除客户保证金后的权益乘数(倍)

券商	2020Q1 权益乘数(倍)	2019 年底权益乘数(倍)	同比变化(%)
海通证券	4.58	4.20	8.96%
东方证券	4.22	3.86	9.28%
中信证券	4.17	3.35	24.24%
山西证券	3.97	4.00	-0.70%
华泰证券	3.94	3.33	18.25%
申万宏源	3.86	4.08	-5.47%
中原证券	3.85	3.76	2.43%
浙商证券	3.83	3.76	1.90%
中信建投	3.83	3.55	7.87%
兴业证券	3.82	3.83	-0.30%
中国银河	3.80	3.26	16.80%
天风证券	3.78	3.95	-4.39%
招商证券	3.73	3.09	20.68%
广发证券	3.69	3.67	0.36%
东北证券	3.62	3.65	-0.87%
国泰君安	3.59	3.15	13.80%
东兴证券	3.58	3.86	-7.43%
光大证券	3.40	3.37	0.81%
国信证券	3.32	3.45	-3.73%
国海证券	3.26	4.20	-22.26%
第一创业	3.25	3.44	-5.73%
华安证券	3.22	3.23	-0.27%
长江证券	3.19	3.30	-3.09%
华西证券	3.14	2.25	39.60%
长城证券	2.99	2.68	11.53%
东吴证券	2.97	3.72	-20.10%
西南证券	2.92	2.99	-2.31%
方正证券	2.68	3.12	-14.09%
南京证券	2.63	1.95	35.11%
国元证券	2.56	2.81	-8.99%
财通证券	2.55	2.30	10.86%
太平洋	2.54	3.55	-28.49%
国金证券	2.14	1.94	10.46%
西部证券	2.13	2.33	-8.62%
华林证券	1.92	2.23	-13.67%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 权益乘数=(资产总计-代理买卖证券款)/归属于母公司的股东权益合计。

**头部券商受益政策支持，供需两端发力共致杠杆提升。**从供给端看，多家头部券商通过发行短期融资券、公司债券等多渠道融资，为重资产业务的开展提供充足资金支持，打开了杠杆的提升空间。**从需求端看**，衍生品发展为头部券商带来杠杆增量业务。我国金融供给侧改革持续推进下，衍生品业务发展有望拉动券商资金需求，推动杠杆提升。3月13日，外资股比限制取消，外资券商进入国内证券市场预期将加剧行业竞争。作为创新业务，国内券商的衍生品业务展现出资金投入不足、业务种类不够丰富等明显短板，为调整收入结构、应对行业竞争，头部券商积极布局衍生品业务。根据一季报总结可知，衍生品业务成为头部券商普遍发力点，35家上市券商中，除去未公布数据的10家券商，其余25家中有15家券商实现衍生金融资产同比正增长。

**表4：2020一季度25家上市券商衍生金融资产（亿元）及同比变化**

券商	2020Q1 衍生金融资产（亿元）	2019Q1 衍生金融资产（亿元）	同比变化（%）
中信证券	211.94	101.62	108.56%
招商证券	59.85	10.04	496.19%
海通证券	28.76	15.13	90.07%
华泰证券	26.09	9.50	174.59%
国泰君安	15.05	9.36	60.80%
中信建投	13.13	6.98	88.24%
申万宏源	9.29	4.38	112.18%
东方证券	7.31	1.21	504.26%
太平洋	1.98	0.24	717.04%
中国银河	1.95	0.22	790.14%
广发证券	1.39	144.97	-99.04%
华安证券	0.65	0.37	75.67%
兴业证券	0.52	0.00	35388.63%
方正证券	0.45	0.01	3291.35%
西部证券	0.29	0.17	72.86%
财通证券	0.25	0.36	-28.79%
国信证券	0.19	1.67	-88.67%
东兴证券	0.19	0.00	4491.95%
光大证券	0.12	0.13	-11.53%
中原证券	0.11	0.62	-81.67%
长城证券	0.06	0.07	-9.63%
长江证券	0.03	0.04	-24.67%
国海证券	0.01	0.01	-10.76%
天风证券	0.01	0.39	-97.36%
东吴证券	0.01	0.03	-71.80%

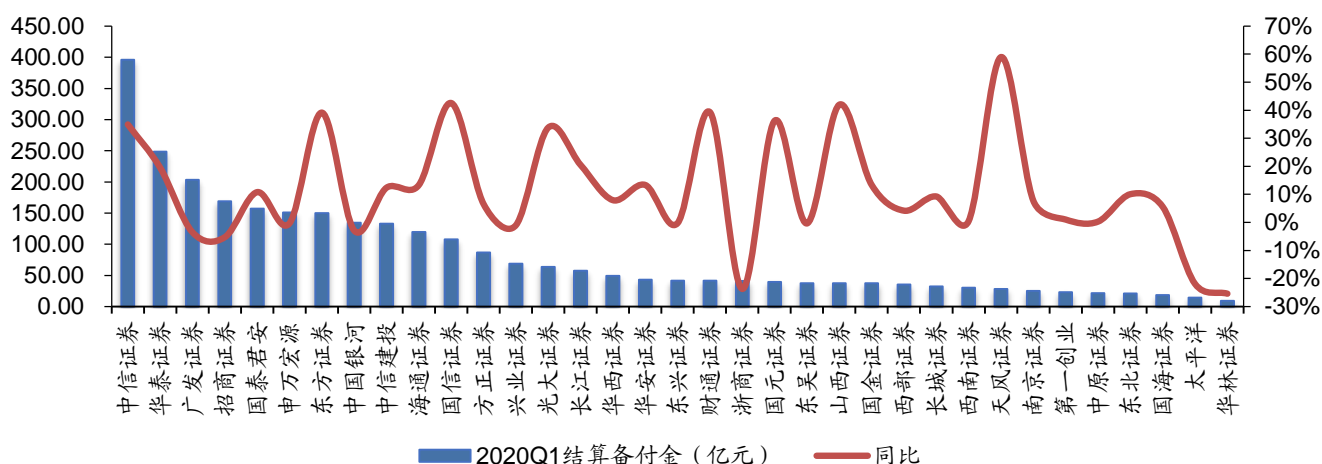
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

**多项政策落地，投行资本化成发展趋势。**2020年一季度，资本市场改革继续深化，再融资新政、注册制推行等多项政策落地，投行资本化发展前景广阔。①再

融资新政：2月14日，再融资新规落地，放松企业融资门槛，有助于吸引资金入市，提高市场活力；对再融资业务而言，做实其资本中介功能，长期来看有助于投行资本化。②新三板改革：3月6日，新三板转板规则落地，多层次资本市场融资体系不断健全，券商通过担任上市保荐人增厚投行业务利润，推动投行资本化发展。③注册制全面推行：3月1日，新《证券法》生效，注册制全面推行，对投行资本化影响深远。从科创板试点来看，截至2020年4月30日，2020年共有30家科创板公司挂牌，合计为券商贡献浮盈约21.91亿元，头部券商受益更加明显。4月27日，中央深改委会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体方案》，科创板注册制推行将进一步扩大影响范围，投行资本化不断深化。

资金入市体量庞大，推动财富管理发展。2020年一季度，35家上市券商共实现代理买卖证券业务净收入249.59亿元，较去年同期增长36.80%。一季度经纪业务业绩增长源于结算备付金中客户备付金同比增幅较大，整体来看，2020年一季度35家上市券商结算备付金同比增长12.38%。结算备付金增长表明大量资金入市，一方面体现投资者对证券行业的一致上涨预期，另一方面，体现出股基交易活跃，经纪业务存在较大发展潜力，充足资金推动财富管理同步发展。

图26：2020年一季度35家上市券商结算备付金（亿元，左轴）及同比变化（右轴）



数据来源：公司一季报、广发证券发展研究中心

PB与杠杆处于较低位，但呈上升趋势。总体来看，杠杆水平处于较低位置，但在供需两端同时拉动下有回升趋势；衍生品、投行资本化、财富管理三大高ROA业务不断发展，行业ROA有望进一步提升。根据杜邦分析，在杠杆与ROA共同上升作用下，ROE具有较大上升潜力，因而PB也存在上升空间，证券行业未来发展可期。

## 五、投资建议

新冠疫情给我国社会经济带来前所未有的冲击，在“六保”+“六稳”政策导向下，货币政策将维持宽松状态，为资本市场创造良好的交易环境。同时，当下资本市场加大改革和开放力度，监管政策呈利好态势。我们认为，券商行业有望迎来资本市场改革带来的 $\alpha$ 收益和后疫情时代流动性向好的 $\beta$ 收益，大型券商凭借完善的业务线条以及雄厚的综合实力将获得更多业务机会。当前龙头券商2020E整体PB估值1-1.3x（中信存在一定龙头溢价），处于估值低位，建议关注综合实力靠前的华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK）、中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、中金公司（03908.HK）、国泰君安（601211.SH）/（02611.HK）、招商证券（600999.SH）/（06099.HK）、海通证券（600837.SH）/（06837.HK）等头部券商，以及对经纪业务较为敏感的东方财富（300059.SZ）。

## 六、风险提示

1. 市场成交金额持续下滑，经济下行超预期；2. 多因素影响利率短期大幅波动；3. 资管新规后续补丁文件严厉性超预期；4. 行业爆发严重风险事件；5. 权益市场调整导致股票质押回购减值损失持续提升；6. 信用风险溢价上升，使得外需环境不确定性增加。

## 广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017 年 3 月进入广发证券研究发展中心，带领团队荣获 2019 年新财富非银行金融行业第三名。
- 鲍 淼：资深分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018 年进入广发证券发展研究中心。
- 文 京 雄：资深分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015 年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 韵 杨：资深分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017 年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 35 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区世纪 大道 8 号国金中心一 期 16 楼	香港中环干诺道中 111 号永安中心 14 楼 1401-1410 室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与天风证券(601162)公司有投资银行业务关系。

(2) 广发证券在过去 12 个月内与国信证券(002736)公司有投资银行业务关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。