

证券

龙头券商业绩增速分化，中信建投和华泰证券的增速居前——2020 年一季度证券行业业绩综述

投资要点：2020 年一季度 37 家上市券商归母净利润同比下滑 19.2%，主要是市场波动明显导致自营业务表现相对疲软，但经纪、投行、资管、利息等业务表现抢眼。龙头券商业绩增速分化，中信建投和华泰证券的增速居前，自营投资是核心影响因素。我们预计证券行业 2020 年将实现净利润 1374 亿元，同比增长 11.6%。现阶段，券商股再次进入政策利好期叠加流动性改善期。

政策方面：创业板注册制改革落地，后续资本市场改革的进程有望提速。

2020 年 4 月 27 日，习近平主持召开中央全面深化改革委员会第十三次会议，会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》。证监会和交易所同时发布有关创业板注册制改革的一揽子政策的征求意见稿，推动创业板注册制改革落地。2020 年将是股权融资大年，券商将直接受益于注册制改革。我们预计后续资本市场改革的进程有望提速，政策红利有望持续超预期。

流动性方面：宽松环境有助于提升券商业绩和估值。

2020 年二季度货币宽松环境将持续，将提振市场活跃度。LPR、MLF 利率均已下调，而且债务置换将带动券商边际的资金成本下降，利好券商业绩和估值。

业务趋势：轻资产业务转型遇新机，重资产业务仍将是龙头券商扩表方向。

1) 基金投顾试点资格已落地，券商财富管理迎来发展良机。2) 投行业务受注册制试点改革，IPO 承销规模大幅增长，创业板注册制改革、融资新规、并购重组政策松绑等有望推动股权融资规模再创新高。3) 自营投资业务在营收中占比越来越高，这对于证券公司的资产获取、风险定价和主动管理能力提出了更高的要求。4) 信用业务未来重点关注券商边际融资成本下降以及转融通制度改革带来的融券业务规模提升。我们判断未来围绕客户需求展开的投资类业务和融资类业务将是龙头券商扩表的主要方向。

业绩方面：预计证券行业全年业绩有望同比增长 11.6%。

2020 年一季度，37 家上市券商实现归母净利润 309.3 亿元，同比下降 19.2%，一方面是由于 2019 年 1 季度的高基数影响，另一方面则是 2020 年 1 季度市场波动明显导致上市券商自营业务表现相对疲软。在中性假设下的前提下，我们预计证券行业将实现净利润 1374 亿元，同比增长 11.6%，预计全行业的 ROE 为 6.5%。

估值方面：估值处于低位，券商股再次进入政策利好期叠加流动性改善期。目前证券行业平均估值 1.90x PB，大型券商估值在 1.1-1.7x PB 之间，行业历史估值的中位数为 2.4x PB（2012 年至今）。推荐华泰证券、中信证券、海通证券、国泰君安，建议关注中信建投 H 股。

风险提示：资本市场改革进度低于预期，市场波动造成业绩及估值双重下滑

重点标的推荐

股票	股票	收盘价	投资	EPS(元)				P/E			
代码	名称	2020-04-30	评级	2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600030.SH	中信证券	23.70	买入	1.01	1.14	1.31	1.56	23.47	20.79	18.09	15.19
601688.SH	华泰证券	18.14	买入	0.99	1.04	1.15	1.30	18.32	17.44	15.77	13.95
600837.SH	海通证券	12.89	买入	0.83	0.82	0.94	1.08	15.53	15.72	13.71	11.94
601211.SH	国泰君安	16.92	买入	0.97	1.17	1.36	1.58	17.44	14.46	12.44	10.71

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

证券研究报告

2020 年 05 月 05 日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

罗钻辉

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518060005

luozuanhui@tfzq.com

舒思勤

联系人

shusiqin@tfzq.com

周颖婕

联系人

zhouyingjie@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《证券-行业点评:创业板注册制改革落地，头部券商有望显著受益》2020-04-28

2 《证券-行业点评:3 月券商业绩：主要股指表现疲软叠加 2 月高基数，3 月业绩环比-20%，1-3 月累计同比-5%》2020-04-10

3 《证券-行业专题研究:行业分化趋势或已确立，头部券商的 ROE 预计将迎来向上拐点——2019 年证券行业年报综述》2020-04-06



内容目录

1. 2020 年 1 季度业绩综述	4
1.1. 行业业绩：增速符合预期，经纪、信用、投行业务表现抢眼	4
1.2. 上市券商业绩：同比下降 19.2%，龙头券商业绩增速分化	6
2. 各项主营业务：经纪、投行、资管表现强劲，信用与自营分化	9
2.1. 经纪业务：收入大增 37%，佣金率微降	9
2.2. 投行业务：IPO 业务同比大增提振业绩	10
2.3. 资管业务：收入回暖，头部券商主动管理能力相对突出	12
2.4. 自营业务：头部券商自营业绩增速分化	14
2.5. 信用业务：利息收入同比增长 22.4%，减值损失拖累业绩	15
3. 盈利预测与投资建议	16
3.1. 全年业绩展望：预计行业 2020 年净利润同比增长 12%	16
3.2. 投资建议：券商股再次进入政策利好期叠加流动性改善期	16

图表目录

图 1：2020Q1 证券行业收入结构	5
图 2：2019 年证券行业收入结构	5
图 3：证券行业杠杆率情况（单位：倍）	5
图 4：证券行业 ROE 与 ROA 情况	5
图 5：上市券商收入结构	7
图 6：37 家上市券商的杠杆率情况（单位：倍）	8
图 7：沪深两市日均成交金额（单位：亿元）	9
图 8：证券行业佣金率情况	9
图 9：A 股首发募集资金情况	10
图 10：A 股再融资募集资金情况	10
图 11：沪深两市股权融资规模及结构情况（亿元）	11
图 12：截至 4 月 16 日，创业板排队企业情况（中介机构排名）	12
图 13：2009 年至 2019 年，创业板上市公司数量及募集资金总额（单位：家/亿元）	12
图 14：证券公司私募资产管理月均规模前 20 名（2019 年四季度，单位：亿元）	13
图 15：证券公司私募主动管理资产月均规模前 20 名（2019 年四季度，单位：亿元）	13
图 16：市场主要股指、债券是指数的涨跌幅情况	14
图 17：沪深两市两融余额结构及占流通市值比重	15
图 18：券商板块目前估值仍处于历史中枢以下（中信行业非银金融-证券）	17
表 1：证券行业 2020 年净利润 389 亿元，同比下降 12%（单位：亿元）	4
表 2：统计范围内 37 家上市券商 2020 年一季度的经营情况（单位：亿元）	6

表 3：2020 年一季度 37 家上市券商的收入结构	7
表 4：上市券商经纪业务收入情况（单位：亿元）	9
表 5：上市券商的投行业务净收入情况（单位：亿元）	11
表 6：上市券商受托客户资产管理业务净收入情况（单位：亿元）	13
表 7：上市券商自营投资业务收入情况（单位：亿元）	14
表 8：上市券商信用业务收入情况及信用减值损失计提情况（单位：亿元）	15
表 9：证券行业盈利预测（单位：亿元）	16
表 10：上市券商估值情况	17

1. 2020 年 1 季度业绩综述

1.1. 行业业绩：增速符合预期，经纪、信用、投行业务表现抢眼

证券行业季度业绩同比下降 12%，环比大增 30%，整体符合预期。2020 年 Q1 证券行业实现营业收入 983 亿元，同比下降 3.5%，实现净利润 389 亿元，同比下降 12%，环比+30%。总资产为 7.89 万亿元，净资产为 2.09 万亿元，较上年末增加+3.5%，净资本为 1.67 万亿元，较上年末增加+3.0%，客户交易结算资金余额（含信用交易资金）1.57 万亿元，较上年末增加+21.6%。期末，行业杠杆率（剔除客户资金）为 3.02 倍，较上年末增加 0.07 倍，年化 ROE 为 7.44%。2020 年一季度，累计亏损的证券公司 15 家，占行业总数的 11.2%。

表 1：证券行业 2020 年净利润 389 亿元，同比下降 12%（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2019Q1	2020Q1	同比变化
券商数量（家）	131	131	133	131.00	133.00	1.53%
营业收入	3113.3	2662.9	3604.8	1018.94	983.30	-3.50%
代理买卖证券业务净收入	820.9	623.4	787.6	221.49	294.67	33.04%
证券承销与保荐业务净收入	384.2	258.5	377.4	66.73	96.58	44.73%
财务顾问业务净收入	125.4	111.5	105.2	20.95	13.61	-35.04%
投资咨询业务净收入	34.0	31.5	37.8	7.15	9.23	29.09%
资产管理业务净收入	310.2	275.0	275.2	57.33	66.73	16.40%
证券投资收益	861.0	800.3	1221.6	514.05	291.92	-43.21%
股权投资收益		216.4	193.7			
利息净收入	348.1	214.9	463.7	69.04	129.32	87.31%
净利润	1130.0	666.2	1231.0	440.16	388.72	-11.69%
盈利券商数量	120	106	120	119.00	118.00	-0.84%
总资产（万亿元）	6.14	6.26	7.26	7.05	7.89	11.91%
净资产（万亿元）	1.85	1.89	2.02	1.94	2.09	7.73%
客户交易结算资金余额	10,600	9378.91	13000	15000	15700	4.67%
托管证券市值（万亿）	40.33	32.62				
受托管理资金本金总额（万亿）	17.26	14.11	12.29	14.11	12.02	-14.81%

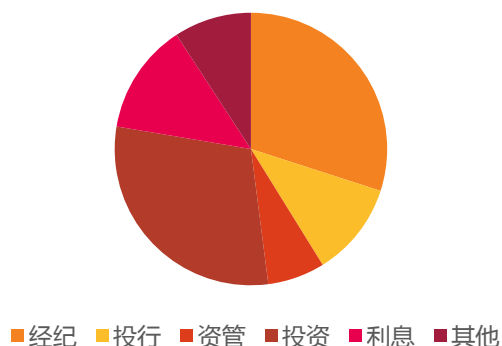
资料来源：中国证券业协会，天风证券研究所

经纪业务受益于市场交易量大幅提升，利息收入大增归因于会计准则调整。2020 年一季度，经纪、投行、资管、利息、自营、其他收入分别为 295 亿元、110 亿元、67 亿元、129 亿元、292 亿元和 90 亿元，同比+33%、26%、16%、87%、-43%和 31%。收入结构上，上述业务的收入占比分别是 30%、11%、7%、13%、30%和 9%，经纪业务重回收入占比第一大的业务，收入占比创下 2016 年以来的新高。

各项业务增速变化原因：1）经纪业务收入大增，主要是因为交易额同比大幅增加 47%至 8598 亿元，预计行业佣金率为万 2.95，较 19 年继续下降。2）投行业务同比实现增长主要是 IPO 承销规模同比大幅增长 209%至 786 亿元。后续投行业务将直接受益于再融资和并购重组政策松绑带来业务放量。3）利息收入是增速最高的业务，主要是因为会计准则调整（收入口径增加债权投资利息收入和其他债权投资利息收入），两融余额提升，1 季度两融日均余额为 10748 亿元，较 19 年 Q1 的日均余额增加+34%，以及券商利息支出下降。4）1 季度自营收入下滑主要是权益市场调整，以及 2019 年 1 季度的高基数，若看环比增速仅下降 15%。

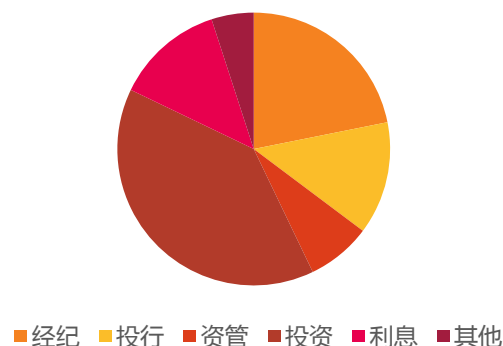
截至 2020 年 3 月 31 日，证券行业的 ROE 为 1.86%，ROA 为 0.49%。证券行业杠杆率相较于 2019 年继续提升，截至一季度季行业杠杆率 3.02。参考美国经验，杠杆倍数是决定 ROE 的核心指标，中国券商的杠杆倍数正处于提升期（类似于美国证券行业的 1975-1990 年），资本中介业务、机构交易业务（基于 FICC、衍生品）的政策变化与业务发展值得期待。

图 1：2020Q1 证券行业收入结构



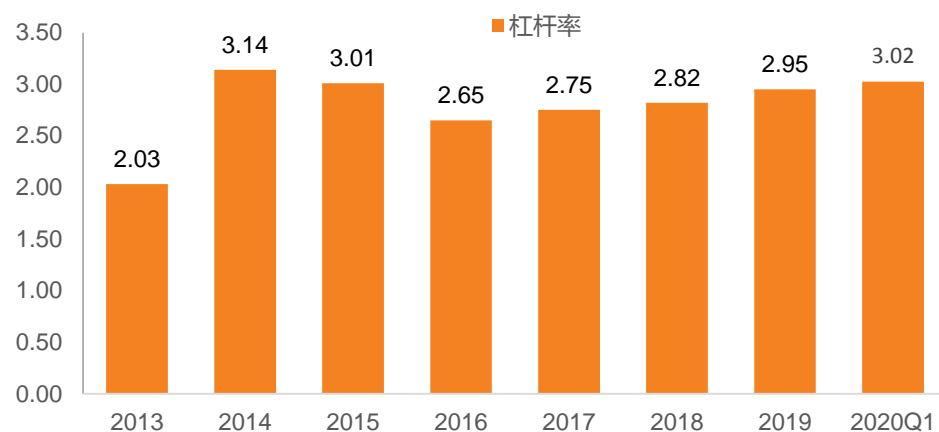
资料来源：中国证券业协会，天风证券研究所

图 2：2019 年证券行业收入结构



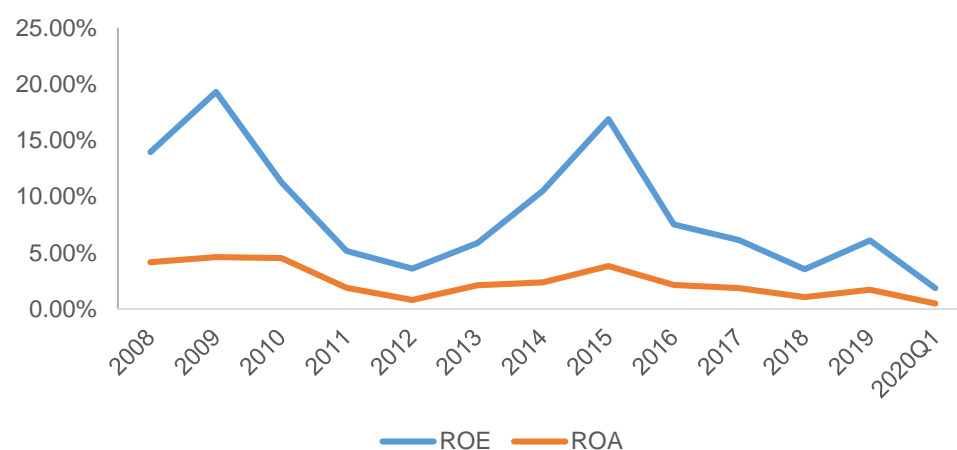
资料来源：中国证券业协会，天风证券研究所

图 3：证券行业杠杆率情况（单位：倍）



资料来源：天风证券研究所

图 4：证券行业 ROE 与 ROA 情况



资料来源：证券业协会，天风证券研究所

1.2. 上市券商业绩：同比下降 19.2%，龙头券商业绩增速分化

2020 年 1 季度，37 家上市券商业绩增速回落。上市券商实现归母净利润为 309.3 亿元，同比下降 19.2%，一方面是由于 2019 年 1 季度的高基数影响，另一方面则是 2020 年 1 季度市场波动明显导致上市券商自营业务表现相对疲软。37 家上市券商的平均 ROE 为 1.9%，仍高于行业平均水平（1.86%）。中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券、广发证券、招商证券和中信建投的归母净利润为 40.8 亿元、22.8 亿元、18.3 亿元、28.9 亿元、20.7 亿元、18.0 亿元和 19.5 亿元，同比分别-4%、-39%、-39%、+4%、-29%、-15%和+31%。

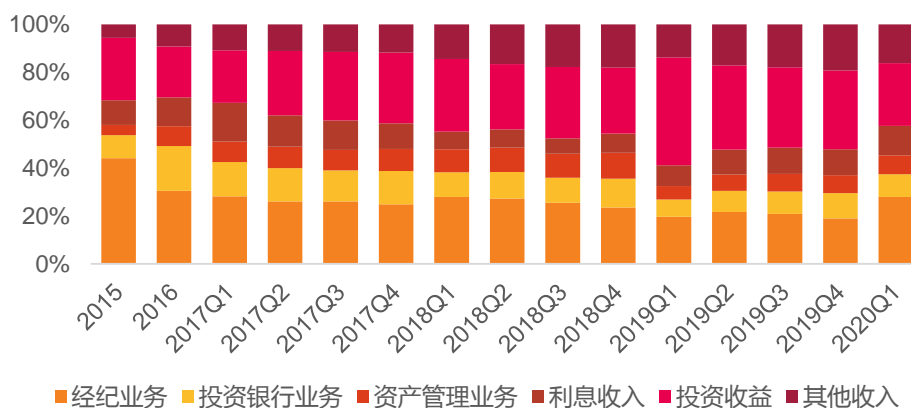
表 2：统计范围内 37 家上市券商 2020 年一季度的经营情况（单位：亿元）

公司名称	营业收入	营收同比	归母净利润	归母净利同比	净资产(亿元)	ROE
中信证券	128.52	22.10%	40.8	-4.30%	1,773.50	2.30%
申万宏源	76.97	41.10%	19.9	6.70%	848.7	2.30%
海通证券	69.86	-29.80%	22.8	-39.50%	1,278.30	1.80%
华泰证券	68.65	9.90%	28.9	3.90%	1,251.50	2.30%
国泰君安	61.45	-8.20%	18.3	-39.20%	1,389.50	1.30%
中国银河	55.88	51.00%	17.5	14.40%	727.7	2.40%
广发证券	53.88	-21.20%	20.7	-29.10%	931.2	2.20%
招商证券	48.86	5.20%	18	-15.50%	874.1	2.10%
中信建投	43.82	41.00%	19.5	31.10%	586.2	3.30%
国信证券	41.16	10.00%	14.2	-24.50%	574.1	2.50%
东方证券	38.27	-5.90%	8.1	-36.00%	549.4	1.50%
兴业证券	36.1	-5.90%	2.7	-72.80%	347.3	0.80%
光大证券	28.18	-17.60%	11	-16.20%	484.6	2.30%
方正证券	19.36	4.90%	3.8	-35.50%	387.2	1.00%
浙商证券	18.84	51.20%	3.2	16.80%	151.8	2.10%
东北证券	18.06	-20.60%	3.3	-41.20%	159.2	2.10%
长城证券	14.47	41.80%	3.7	26.50%	173	2.10%
国金证券	13.92	29.10%	4.8	18.80%	211.4	2.30%
长江证券	13.66	-43.50%	4.3	-44.30%	283.7	1.50%
东吴证券	12.45	-16.60%	3.7	-39.40%	269.6	1.40%
红塔证券	11.42	152.50%	4.8	135.80%	138.6	3.50%
国海证券	10.28	6.40%	3	20.10%	183	1.60%
西部证券	9.2	-31.00%	2.5	-56.40%	179.1	1.40%
华西证券	9.15	-12.30%	3.8	-20.70%	200.6	1.90%
国元证券	9.1	-7.60%	2.8	-32.90%	253.2	1.10%
财通证券	8.92	-25.50%	1.9	-50.50%	215.6	0.90%
山西证券	8.59	-40.50%	2.2	-15.00%	129	1.70%
天风证券	8.39	-18.60%	0.8	-37.40%	175.2	0.50%
华安证券	8.24	-16.60%	3.2	-33.40%	140.2	2.30%
中银证券	8.23	6.10%	3.3	12.50%	144.6	2.20%
第一创业	7.17	-11.50%	2.3	-17.80%	92.8	2.50%
东兴证券	7.13	-30.60%	3.1	-44.20%	206.5	1.50%
南京证券	5.77	13.90%	2.3	9.40%	114.4	2.00%
西南证券	5.7	-50.00%	2	-50.90%	197.9	1.00%
中原证券	4.37	-33.70%	-0.7	-136.90%	96.1	-0.70%
太平洋	3.29	-53.70%	1	-72.30%	104.4	0.90%
华林证券	3.13	46.00%	1.7	79.80%	55.3	3.00%

资料来源：wind，天风证券研究所

投资收益的占比显著下降主要是由于市场波动加大，权益投资净收益下滑明显。2020 年，37 家上市券商的投资收益、经纪业务、投资银行业务、资产管理业务、利息收入、其他收入的占比分别为 27.9%、9.5%、8.0%、12.3%、26.2%和 16.1%。与 2019 年 1 季度的收入结构相比，经纪、投行、资管三大轻资产业务的占比均有不同程度的回升，分别提升 8.2、2.2 和 2.4 个百分点。投资收益和利息收入的占比出现分化，较 2019 年 1 季度下降 18.9 个百分点和提升 3.7 个百分点。未来上市券商的营收结构中，我们预计资金类业务的收入预计将继续提升，而轻资产的业务收入占比预计将持续下降，尤其是经纪业务的占比。

图 5：上市券商收入结构



资料来源：wind，天风证券研究所

中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券、广发证券、招商证券和中信建投的投资收益占比大小对于公司业绩影响较大，投资收益的占比分别为 44.5%、17.9%、1.3%、36.4%、21.3%、22.4%和 42.9%。1 季度沪深两市交易量较 19 年同期有较大提升，上述 7 家公司的经纪业务受占比分别是 20.9%、18.2%、33.4%、22.1%、29.8%、33.4%和 24.6%，均有不同程度提升。

表 3：2020 年一季度 37 家上市券商的收入结构

公司名称	经纪业务	投资银行业务	资产管理业务	利息收入	投资收益	其它收入
中信证券	20.9%	6.9%	12.6%	2.4%	44.5%	12.7%
国泰君安	33.4%	8.7%	6.8%	23.3%	1.3%	26.6%
海通证券	18.2%	10.4%	9.5%	16.6%	17.9%	27.4%
广发证券	29.8%	5.0%	23.1%	16.5%	21.3%	4.3%
华泰证券	22.1%	5.6%	12.3%	6.5%	36.4%	17.1%
申万宏源	16.8%	2.5%	3.7%	11.0%	20.7%	45.3%
招商证券	33.4%	5.4%	4.7%	12.9%	22.4%	21.1%
中国银河	30.1%	2.3%	2.7%	17.2%	29.3%	18.3%
国信证券	38.9%	6.2%	1.6%	16.7%	28.4%	8.1%
光大证券	31.5%	22.3%	9.7%	12.5%	10.9%	13.1%
方正证券	52.7%	9.3%	3.8%	19.1%	9.0%	6.1%
东方证券	13.9%	5.4%	14.4%	5.2%	19.1%	42.0%
长江证券	53.5%	8.1%	6.2%	20.2%	7.8%	4.1%
东吴证券	27.6%	12.0%	3.5%	3.8%	34.3%	18.8%
国元证券	27.2%	2.7%	1.7%	43.1%	18.4%	7.0%
东北证券	14.3%	4.4%	2.9%	0.7%	30.6%	47.1%
西部证券	27.1%	12.8%	0.3%	8.6%	31.1%	20.1%
国海证券	18.6%	8.7%	8.0%	12.9%	33.6%	18.1%
中原证券	44.5%	2.5%	2.5%	0.7%	19.3%	30.5%
太平洋	36.9%	11.5%	6.5%	-2.3%	46.1%	1.2%

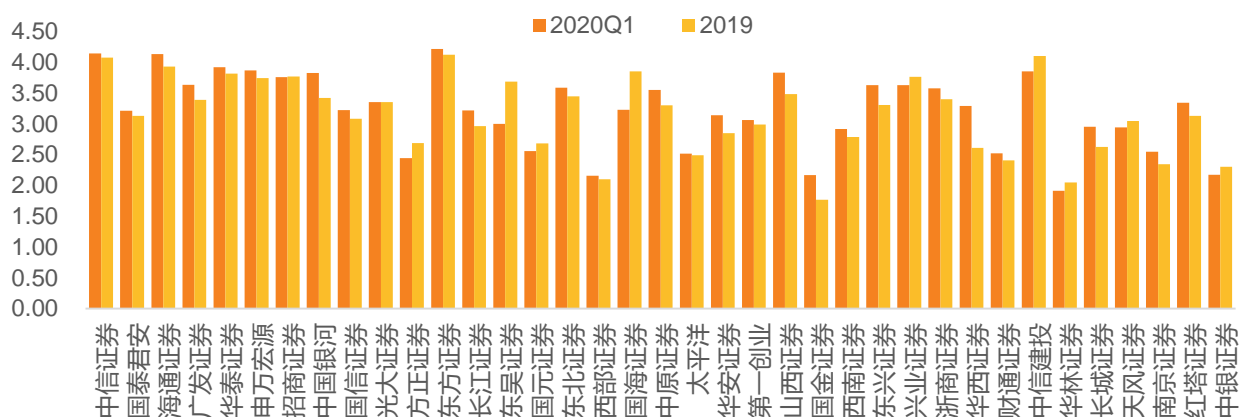
华安证券	29.3%	3.5%	6.0%	20.0%	48.2%	-7.0%
第一创业	14.8%	9.2%	21.9%	-0.8%	43.0%	11.9%
山西证券	21.9%	6.1%	4.7%	-3.1%	66.4%	3.9%
国金证券	27.9%	29.4%	1.6%	15.4%	21.8%	3.9%
西南证券	33.7%	8.3%	2.8%	12.1%	28.4%	14.7%
东兴证券	35.1%	22.4%	9.3%	24.9%	6.9%	1.4%
兴业证券	17.3%	7.0%	1.0%	5.9%	7.7%	61.1%
浙商证券	17.4%	8.9%	3.8%	6.0%	29.0%	34.9%
华西证券	45.6%	6.8%	2.4%	31.0%	13.4%	0.8%
财通证券	31.5%	12.4%	37.8%	17.3%	-7.4%	8.4%
中信建投	24.6%	16.8%	3.6%	7.6%	42.9%	4.5%
华林证券	34.2%	12.6%	4.1%	20.9%	30.8%	-2.6%
长城证券	17.6%	5.1%	2.7%	6.4%	28.7%	39.5%
天风证券	26.4%	23.9%	24.6%	-10.3%	29.0%	6.3%
南京证券	30.4%	17.6%	1.5%	38.6%	6.6%	5.2%
红塔证券	5.2%	0.5%	2.9%	-7.3%	78.8%	19.8%
中银证券	29.1%	6.1%	27.0%	23.7%	13.5%	0.7%

资料来源：wind，天风证券研究所

上市券商扩表趋势不变，37 家上市券商公司有 26 家的杠杆率较 2019 年底有提升。期末，中信证券、国泰君安、海通证券、广发证券、华泰证券、招商证券和中信建投的杠杆率分别是 4.14 倍、3.21 倍、4.13 倍、3.63 倍、3.91 倍、3.76 倍和 3.85 倍，较 19 年底均有不同程度提升，而交易性金融资产依然是各家杠杆率提升的主要方向。

需重点强调的是，头部券商的资产配置主要是低风险、稳健的风格，交易性金融资产规模提升的主因是为了满足客户需求，结构上固定收益类、做市、衍生品等增长较快。权益投资体现在报表上，不仅是传统意义上的自营，还包括为客户服务产生的底仓。展望 2020 年，我们判断上市券商的金融投资资产仍将是驱动其杠杆率提升的核心。

图 6：37 家上市券商的杠杆率情况（单位：倍）



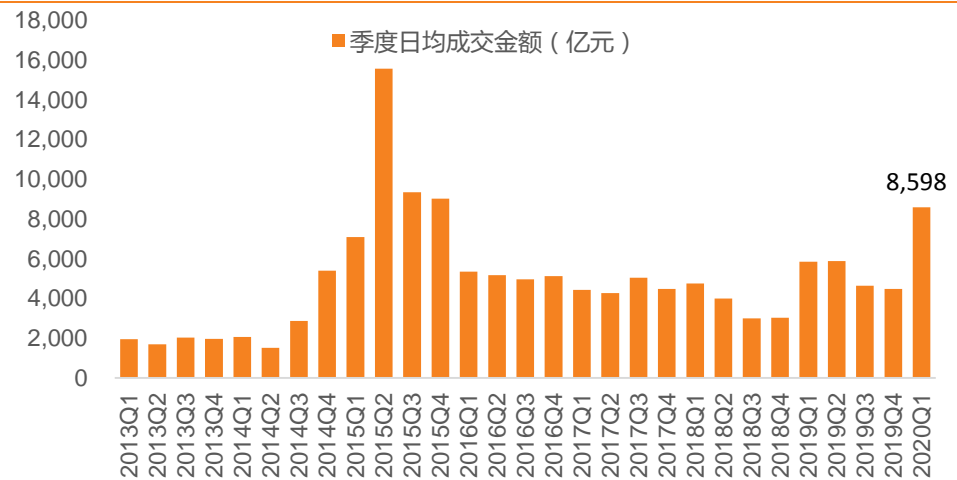
资料来源：wind，天风证券研究所

2. 各项主营业务：经纪、投行、资管表现强劲，信用与自营分化

2.1. 经纪业务：收入大增 37%，佣金率微降

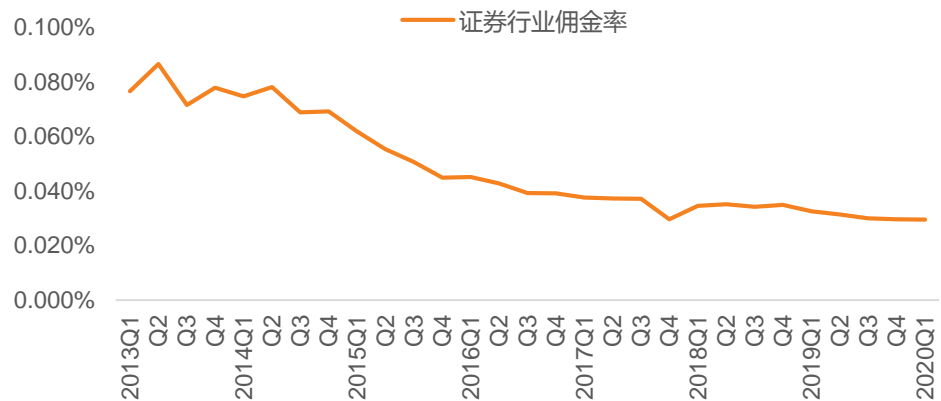
交易量大增，经纪业务收入回暖。2020 年 1 季度，沪深两市交易量同比大幅增长 47%至 8598 亿元，37 家上市券商的经纪业务收入为 253 亿元，同比增长 37%。收入增速不及交易量增速，主要是因为行业佣金率继续下滑，根据我们测算，截至 2020 年 1 季度证券行业的综合净佣金率为万 2.954，较 19 年 1 季度下降 9.5%。**展望 2020 年，我们认为传统经纪业务的业绩弹性将逐渐变小，主要是佣金率下降的影响；基金投顾试点资格落地，后续需要重点关注各家券商如何通过基金投顾试点资格为财富管理转型赋能。**

图 7：沪深两市日均成交额（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：证券行业佣金率情况



资料来源：wind，天风证券研究所

表 4：上市券商经纪业务收入情况（单位：亿元）

公司名称	2020Q1	2019Q1	YOY	公司名称	2020Q1	2019Q1	YOY
中信证券	26.80	19.50	37.49%	中银证券	2.39	1.64	45.91%
国泰君安	20.51	15.31	33.91%	国海证券	1.91	1.52	25.76%
中国银河	16.82	11.45	46.92%	第一创业	1.06	0.80	32.43%
广发证券	16.04	11.63	37.92%	红塔证券	0.60	0.56	7.09%
华泰证券	15.15	11.24	34.74%	方正证券	10.21	7.50	36.09%

国信证券	16.03	11.36	41.11%	长江证券	7.31	5.21	40.14%
招商证券	16.34	10.98	48.78%	兴业证券	6.26	3.93	59.40%
申万宏源	12.90	10.31	25.10%	东吴证券	3.43	2.56	34.03%
海通证券	12.69	9.60	32.26%	财通证券	2.81	2.23	26.14%
中信建投	10.77	7.23	48.96%	东北证券	2.58	2.34	10.26%
光大证券	8.88	6.86	29.41%	东兴证券	2.50	2.02	23.54%
东方证券	5.34	3.73	43.01%	长城证券	2.55	1.74	46.17%
国金证券	3.88	2.98	30.05%	西南证券	1.92	1.69	13.31%
华西证券	4.18	2.87	45.73%	天风证券	2.22	1.55	42.56%
浙商证券	3.28	2.45	33.81%	中原证券	1.94	1.56	24.95%
华安证券	2.41	1.91	26.08%	山西证券	1.88	1.29	45.89%
国元证券	2.47	1.94	27.53%	太平洋	1.21	0.84	44.33%
西部证券	2.49	2.20	13.15%	华林证券	1.07	0.74	44.88%
南京证券	1.76	1.37	28.20%	合计	252.58	184.65	36.79%

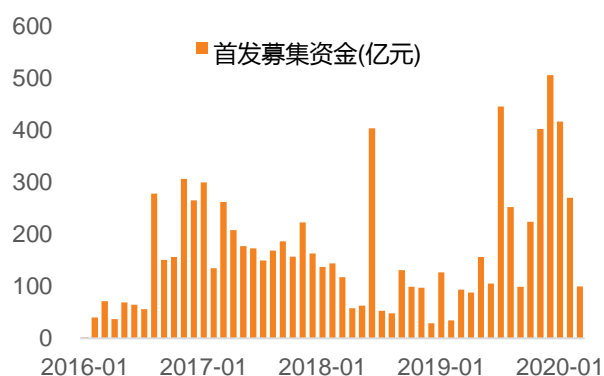
资料来源: wind, 天风证券研究所

2.2. 投行业务: IPO 业务同比大增提振业绩

A 股首发募集资金规模提升。2020 年 1 季度, A 股首发募集资金达到 786.2 亿元, 同比增长 209%, 再融资募集资金规模达到 2430.2 亿元, 同比下降 22.5%。我们依然看好 2020 年全年的股权融资规模, 主要是因为再融资新规已经落地, “定价 9 折变 8 折”、“锁定期从 12 个月变 6 个月”能大幅提升投资者的兴趣(降低投资风险), “资产负债率和盈利要求的取消”能大幅增加有资格增发股票的创业板公司数量。此外, 创业板注册制的征求意见稿已经落地, 年内有望推出, 有望提升 A 股股权融资规模。

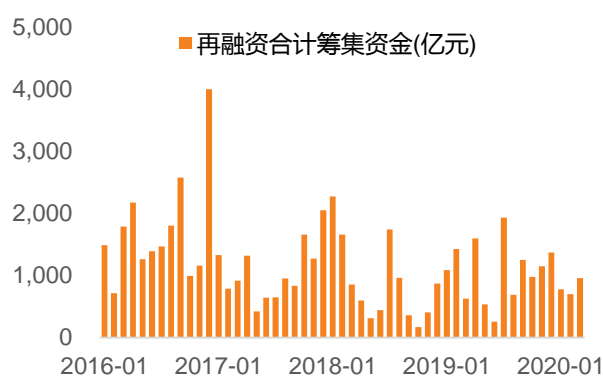
37 家上市券商的证券承销业务净收入合计 78.56 亿元, 同比增长 15.9%。中信证券、中信建投、海通证券、国泰君安、华泰证券、招商证券、广发证券的投行承销业务收入分别是 8.9 亿元、7.4 亿元、7.3 亿元、5.3 亿元、3.8 亿元、2.7 亿元和 2.7 亿元, 同比分别-9.9%、+12.5%、+24.8%、+40.7%、+54%、-21.9%和-12%。

图 9: A 股首发募集资金情况



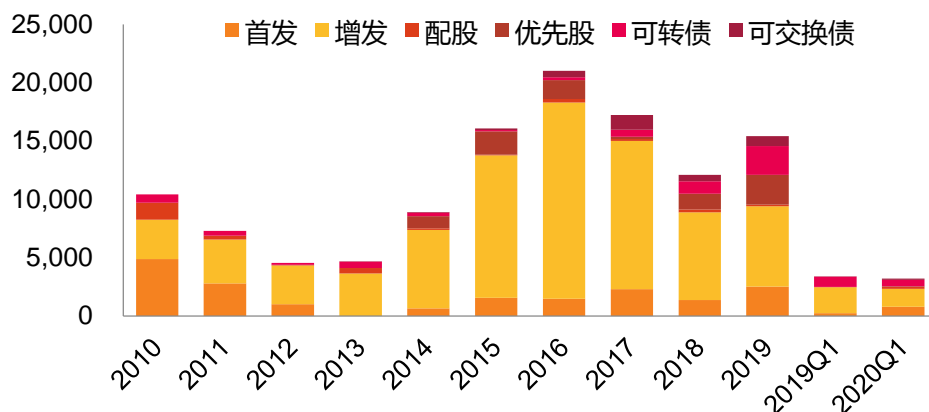
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 10: A 股再融资募集资金情况



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 11: 沪深两市股权融资规模及结构情况 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

表 5: 上市券商的投行业务净收入情况 (单位: 亿元)

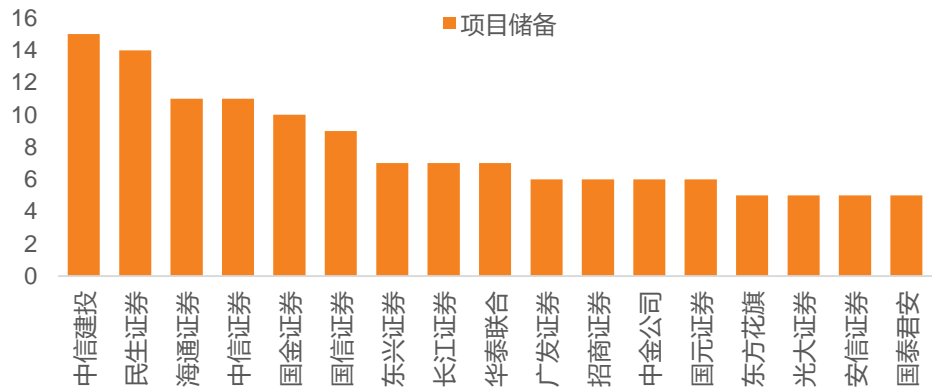
公司名称	2020Q1	2019Q1	YOY	公司名称	2020Q1	2019Q1	YOY
中信证券	8.91	9.89	-9.9%	东吴证券	1.50	1.05	43.1%
海通证券	7.30	5.85	24.8%	方正证券	1.80	0.75	140.9%
中信建投	7.38	6.56	12.5%	国元证券	0.25	0.97	-74.5%
国泰君安	5.33	3.79	40.7%	华西证券	0.62	0.18	248.1%
光大证券	6.28	4.02	56.1%	东北证券	0.80	0.42	90.9%
招商证券	2.66	3.41	-21.9%	山西证券	0.52	0.47	10.7%
华泰证券	3.82	2.48	54.0%	西部证券	1.17	1.17	0.6%
申万宏源	1.93	2.78	-30.6%	第一创业	0.66	0.86	-23.7%
东方证券	2.05	2.83	-27.6%	西南证券	0.47	0.90	-47.4%
广发证券	2.70	3.07	-12.0%	国海证券	0.90	0.52	72.2%
国信证券	2.57	2.43	5.7%	财通证券	1.10	0.48	132.4%
东兴证券	1.60	1.78	-10.1%	南京证券	1.02	0.34	202.7%
长江证券	1.11	2.35	-52.6%	浙商证券	1.69	0.47	262.6%
天风证券	2.01	1.48	35.3%	中原证券	0.11	0.21	-48.1%
兴业证券	2.53	1.05	140.1%	华林证券	0.40	0.17	132.6%
长城证券	0.74	1.57	-52.5%	太平洋	0.38	0.14	170.9%
中国银河	1.31	1.03	27.7%	红塔证券	0.05	0.10	-49.3%
国金证券	4.10	1.46	181.1%	华安证券	0.29	0.13	121.6%
中银证券	0.50	0.63	-20.8%	合计	78.56	67.76	15.9%

资料来源: wind, 天风证券研究所

2020 年 4 月 27 日, 习近平主持召开中央全面深化改革委员会第十三次会议, 会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》。证监会和交易所同时发布有关创业板注册制改革的一揽子政策的征求意见稿, 推动创业板注册制改革落地。

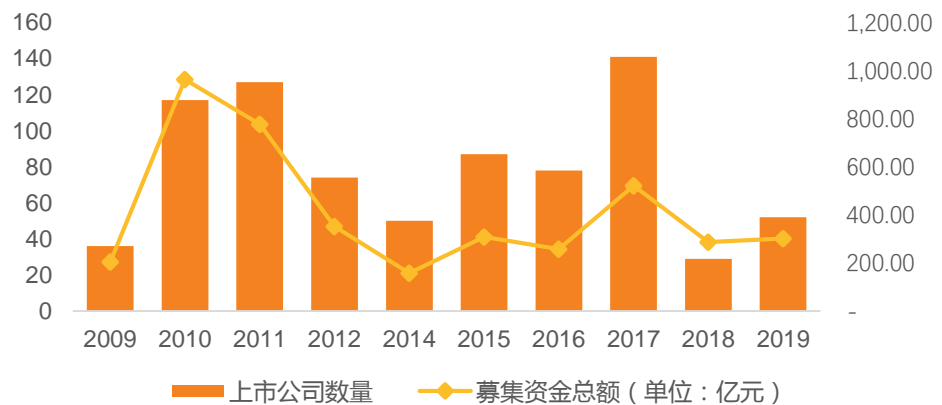
从长期角度看, 创业板 IPO 集中度提升是大趋势。因为创业板注册制是存量改革, 我们判断在未来 2 年时间内影响各家投行业绩的主要是现阶段的项目储备。截至 2020 年 4 月 16 日, 证监会披露的 197 家创业板排队企业情况中, 中信建投 (15 家)、民生证券 (14 家)、海通证券 (11 家)、中信证券 (11 家) 项目储备靠前。未来, 创业板的 IPO 承销预计将与现阶段的科创板情况相似, 头部券商的承销份额将会进一步提升。

图 12：截至 4 月 16 日，创业板排队企业情况（中介机构排名）



资料来源：证监会，天风证券研究所

图 13：2009 年至 2019 年，创业板上市公司数量及募集资金总额（单位：家/亿元）



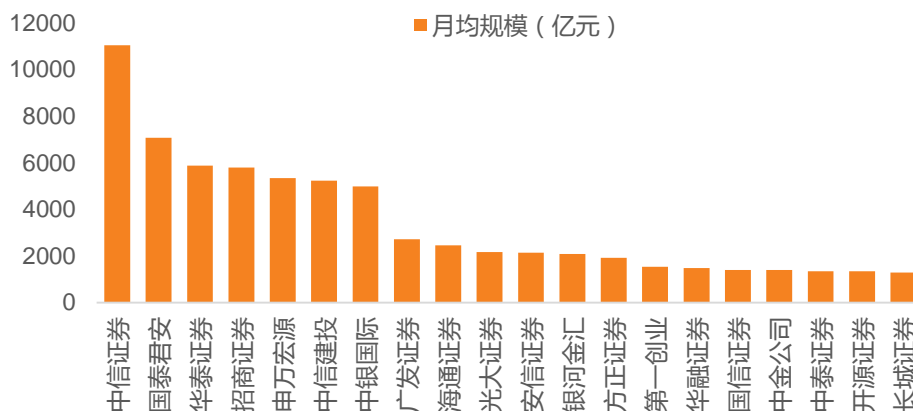
资料来源：wind，天风证券研究所

2.3. 资管业务：收入回暖，头部券商主动管理能力相对突出

自资管新规实施后，证券公司资产管理规模尤其是通道类资产管理规模持续收缩，但是资管新规的边际影响逐渐变弱。截至 2019 年四季度，中信证券、国泰君安、华泰证券、招商证券、申万宏源、中信建投、中银国际的私募资产管理月均规模排名靠前分别是 11048 亿元、7077 亿元、5880 亿元、5795 亿元、5351 亿元、5237 亿元、4984 亿元。证券公司私募主动管理资产月均规模靠前的分别是中信证券、国泰君安、华泰证券、招商证券、广发证券、中信建投，规模分别是 4506 亿元、4219 亿元、2522 亿元、1814 亿元、1770 亿元、1695 亿元。

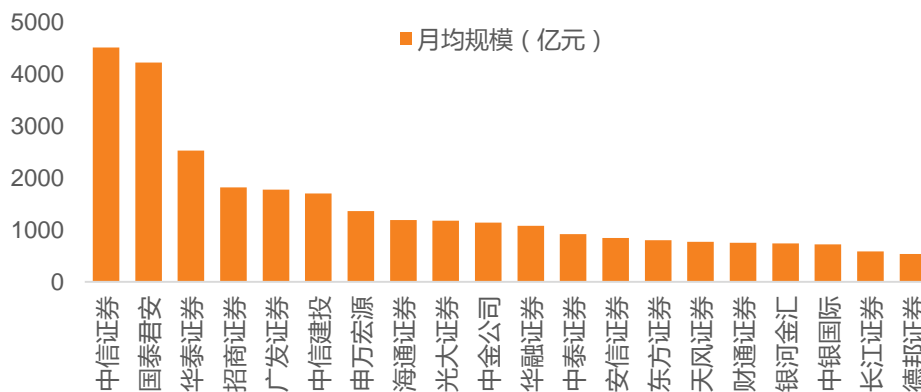
从收入来看，37 家上市券商 2020 年度 1 季度资产管理业务净收入合计 80.1 亿元，同比增加 25.5%。中信证券、广发证券、华泰证券、海通证券、东方证券、国泰君安等资管业务净收入分别是 16.2 亿元、12.4 亿元、8.5 亿元、6.6 亿元、5.5 亿元和 4.2 亿元，同比分别 +24.7%、+41.2%、+18.9%、+62.7%、+42.1%和+24.7%。

图 14：证券公司私募资产管理月均规模前 20 名（2019 年四季度，单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：证券公司私募主动管理资产月均规模前 20 名（2019 年四季度，单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

表 6：上市券商受托客户资产管理业务净收入情况（单位：亿元）

公司名称	2020Q1	2019Q1	同比	公司名称	2020Q1	2019Q1	同比
中信证券	16.17	12.97	24.7%	国信证券	0.64	0.53	22.4%
广发证券	12.43	8.80	41.2%	长城证券	0.39	0.37	5.5%
华泰证券	8.47	7.12	18.9%	太平洋	0.21	0.36	-39.9%
海通证券	6.61	4.06	62.7%	山西证券	0.41	0.34	19.7%
东方证券	5.51	3.88	42.1%	东吴证券	0.44	0.27	62.5%
国泰君安	4.16	3.34	24.7%	东北证券	0.52	0.24	115.1%
申万宏源	2.88	3.22	-10.7%	西南证券	0.16	0.21	-23.1%
招商证券	2.32	2.35	-1.3%	国金证券	0.23	0.21	10.0%
光大证券	2.73	2.25	21.4%	中原证券	0.11	0.20	-45.6%
中国银河	1.54	1.63	-5.7%	华林证券	0.13	0.19	-34.2%
第一创业	1.57	1.62	-2.7%	华西证券	0.22	0.19	15.5%
中信建投	1.56	1.58	-1.0%	华安证券	0.50	0.15	241.2%
天风证券	2.07	1.49	38.2%	南京证券	0.09	0.12	-24.1%
财通证券	3.37	1.45	132.8%	国元证券	0.15	0.10	57.7%
长江证券	0.85	1.00	-14.4%	浙商证券	0.71	0.48	47.6%

东兴证券	0.66	0.88	-25.2%	西部证券	0.03	0.08	-62.4%
国海证券	0.82	0.68	21.2%	红塔证券	0.34	0.22	54.3%
方正证券	0.74	0.66	11.7%	中银证券	2.22	1.61	38.3%
兴业证券	0.36	0.59	-40.0%	合计	80.09	63.81	25.5%

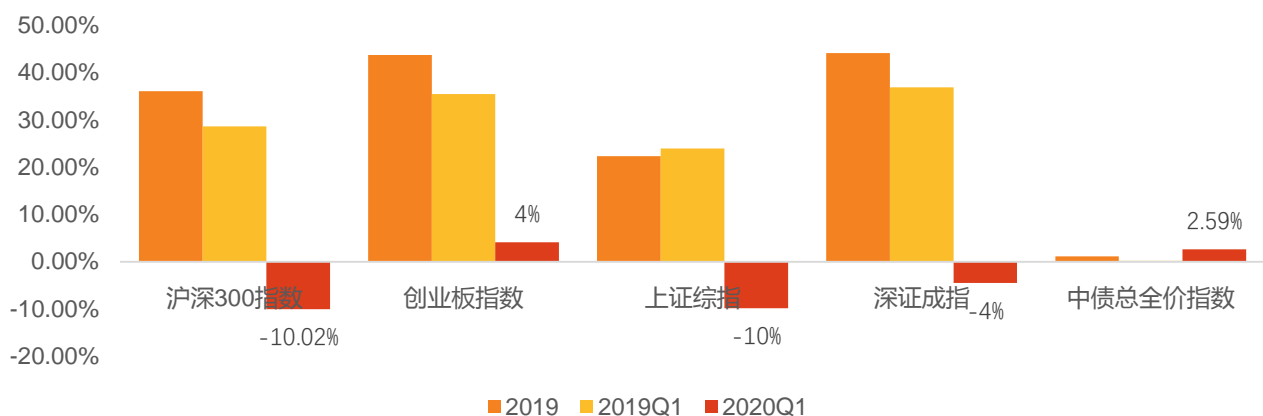
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.4. 自营业务：头部券商自营业绩增速分化

2020 年 1 季度，市场主要股指表现疲软，沪深 300 指数累计下跌 10%，创业板指数上涨 4%，上证综指下跌 10%，深证成指下跌 4%，对比 2019 年 1 季度均有不同程度的回落。债券市场得益于利率下降等利好驱动，表现较为抢眼，中债总全价指数 20Q1 累计上涨 2.59%。

37 家上市券商的自营业务收入合计为 259 亿元，同比下降 40%，是导致券商业绩表现疲软的主要原因。**头部券商自营业绩增速分化**。中信证券、海通证券、华泰证券、国泰君安、广发证券、招商证券、中信建投的投资收益分别是 57.2 亿元、12.5 亿元、25.0 亿元、0.8 亿元、11.5 亿元、10.9 亿元和 18.8 亿元，同比分别+16%、-74%、+13%、-96%、-67%、-47%和+68%。

图 16：市场主要股指、债券是指数的涨跌幅情况



资料来源：wind，天风证券研究所

表 7：上市券商自营投资业务收入情况（单位：亿元）

公司名称	2020Q1	2019Q1	YOY	公司名称	2020Q1	2019Q1	YOY
中信证券	57.24	49.23	16%	太平洋	1.51	6.64	-77%
国泰君安	0.80	22.88	-96%	华安证券	3.97	4.95	-20%
海通证券	12.54	48.35	-74%	第一创业	3.08	4.41	-30%
广发证券	11.48	34.95	-67%	山西证券	5.70	5.46	5%
华泰证券	25.00	22.04	13%	国金证券	3.03	4.06	-25%
申万宏源	15.95	21.17	-25%	西南证券	1.62	6.99	-77%
招商证券	10.93	20.56	-47%	东兴证券	0.49	4.69	-89%
中国银河	16.35	14.30	14%	兴业证券	2.77	20.50	-87%
国信证券	11.71	16.38	-29%	浙商证券	5.47	4.17	31%
光大证券	3.08	13.76	-78%	华西证券	1.23	4.77	-74%
方正证券	1.74	4.54	-62%	财通证券	-0.66	5.81	-111%
东方证券	7.31	14.19	-48%	中信建投	18.82	11.22	68%
长江证券	1.06	13.35	-92%	华林证券	0.97	0.66	47%

东吴证券	4.27	8.20	-48%	长城证券	4.15	4.71	-12%
国元证券	1.67	3.64	-54%	天风证券	2.43	5.50	-56%
东北证券	5.52	10.56	-48%	南京证券	0.38	1.40	-73%
西部证券	2.86	7.74	-63%	红塔证券	9.00	3.76	139%
国海证券	3.45	3.85	-10%	中银证券	1.11	1.83	-39%
中原证券	0.84	3.41	-75%	合计	258.88	434.65	-40%

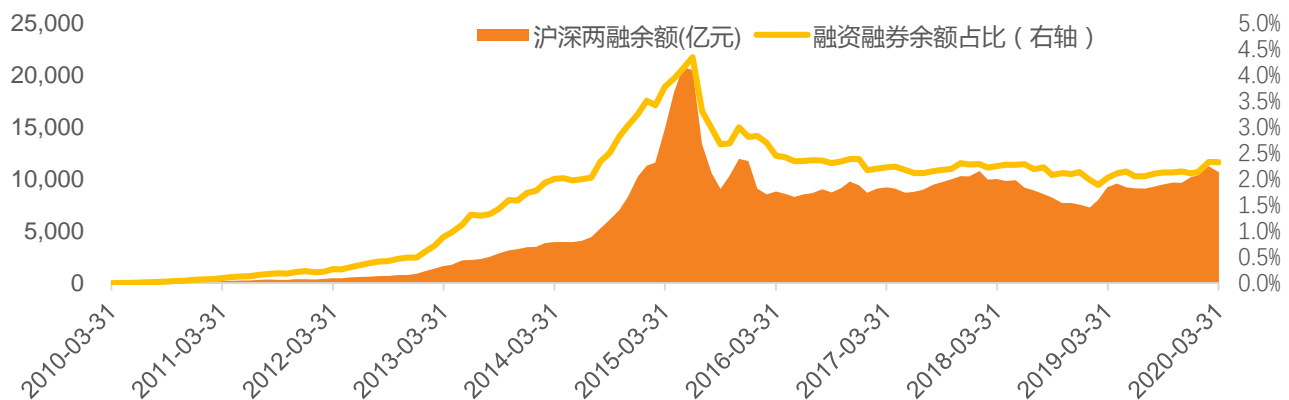
资料来源：公司公告，天风证券研究所，自营投资收=投资净收益+公允价值变动净收益-对联营企业和合营企业的投资收益

2.5. 信用业务：利息收入同比增长 22.4%，减值损失拖累业绩

2020 年 1 季度沪深两市日均两融余额提升 10746.32 亿元，较 2019 年去年的日均两融余额同比增加 18%。2015 年以后，两融余额占流通市值比重维持在 1.8%-2.2% 区间。我们认为两融业务发展的长期驱动因素主要是来自于结构的优化，一是投资者结构优化，二是融券余额在两融中的占比提升。展望 2020 年，我们预计随着创业板转融通制度的推出以及科创板转融通制度运作趋于成熟，融券余额在两融中的占比有望继续提升。

2020 年 1 季度，37 家上市券商实现利息净收入 113.2 亿元，同比增加 22.4%。信用减值损失方面，37 家上市券商 2020 年 1 季度计提信用减值损失规模为 40.5 亿元，较 19 年 1 季度增加 51.04 亿元，是拖累券商业绩增速的重要因素。

图 17：沪深两市两融余额结构及占流通市值比重



资料来源：wind，天风证券研究所

表 8：上市券商信用业务收入情况及信用减值损失计提情况（单位：亿元）

公司名称	2020Q1	YOY	信用减值 损失	较同期变 化	公司名称	2020Q1	YOY	信用减值 损失	较同期变 化
国泰君安	14.30	-1.3%	0.52	4.27	浙商证券	1.13	92.0%	0.02	-0.03
海通证券	11.60	26.8%	6.93	4.29	西部证券	0.79	153.7%	0.40	0.73
中国银河	9.63	29.9%	0.24	0.78	方正证券	3.69	14.7%	3.51	4.64
申万宏源	8.45	59.4%	0.35	0.19	兴业证券	2.12	6.3%	2.59	4.37
广发证券	8.90	30.4%	0.85	-0.45	长江证券	2.77	76.2%	0.07	1.00
华泰证券	4.46	-11.3%	0.11	0.05	东兴证券	1.78	101.9%	-0.21	0.41
中信证券	3.13	-39.8%	13.15	13.31	东吴证券	0.47	-31.1%	1.19	1.09
招商证券	6.32	30.6%	1.32	2.49	西南证券	0.69	31.2%	0.07	0.47
国信证券	6.86	105.5%	4.85	6.16	长城证券	0.93	95.3%	0.16	-0.27
光大证券	3.53	-13.2%	-0.12	-0.49	华林证券	0.66	82.1%	-	0.08

中信建投	3.33	-12.7%	1.08	5.32	中原证券	0.03	-89.3%	0.68	0.61
国元证券	3.92	35.6%	1.53	1.52	财通证券	1.55	499.3%	0.06	0.12
华西证券	2.84	17.7%	0.12	0.27	东北证券	0.14	扭亏为盈	-0.29	-0.11
东方证券	1.98	-2.7%	-0.02	-0.11	山西证券	-0.27	亏损	0.19	0.18
中银证券	1.95	-3.2%	-0.34	-1.02	天风证券	-0.86	亏损	0.19	0.25
南京证券	2.23	34.4%	0.12	-0.01	太平洋	-0.08	亏损	-0.00	-0.00
国金证券	2.15	24.2%	-0.19	0.09	第一创业	-0.06	亏损	0.41	0.20
华安证券	1.65	46.5%	0.39	0.00	红塔证券	-0.83	亏损	0.20	0.31
国海证券	1.33	31.1%	0.37	0.33	合计	113.21	22.4%	40.51	51.04

资料来源：wind，天风证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

3.1. 全年业绩展望：预计行业 2020 年净利润同比增长 12%

在中性假设下的前提下，我们预计 2020 年证券行业将实现营业收入 3985 亿元，同比上升 10.6%；证券行业将实现净利润 1374 亿元，同比增长 11.6%。预计全行业的 ROE 为 6.5%，预计年末净资产将达到 2.1 万亿元，同比增长 4.5%。

分业务类看，我们预计经纪业务收入将达到 936 亿元，同比增长 18.8%，投行业务收入将达到 622 亿元，同比增长 29%，资管业务收入将达到 289 亿元，同比增长 5%，利息净收入 538 亿元，同比增长 16%，投资收益 1200 亿元，同比下滑 2%。

表 9：证券行业盈利预测（单位：亿元）

	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	20E 保守	20E 中性	20E 乐观
经纪业务	2,691.0	1,053.0	820.9	623.4	788	864	936	1008
投资银行	531.5	684.2	509.6	370.0	483	577	622	704
承销保荐收入	393.5	520.0	384.2	258.5	377	462	497	569
财务顾问收入	137.9	164.2	125.4	111.5	105	115	125	135
投资咨询	44.8	50.5	34.0	31.5	38	50	50	50
资产管理	274.9	296.5	310.2	275.0	275	237	289	311
投资收益	1,413.5	568.5	861.0	800.3	1222	1100	1200	1300
利息净收入	591.3	381.8	348.1	214.9	464	510	538	565
其它收入	204.7	245.6	229.5	347.9	336	350	350	350
营业收入	5,751.6	3,279.9	3,113.3	2,662.9	3605	3688	3985	4288
营收收入增速	121.0%	-43.0%	-5.1%	-14.5%	35.4%	2.3%	10.6%	19.0%
净利润	2,448.0	1,234.0	1,130.0	666.2	1231	1271	1374	1478
净利润增速	153.4%	-49.6%	-8.4%	-41.0%	58.2%	3.3%	11.6%	20.1%
净资产	14,513.4	16,377.2	18,460.4	18,900.0	20200	21015	21118	21222
ROE	16.9%	7.5%	6.1%	3.5%	6.1%	6.0%	6.5%	7.0%
净资产增速	57.9%	12.8%	12.7%	2.4%	6.9%	4.0%	4.5%	5.1%

资料来源：wind，天风证券研究所

3.2. 投资建议：券商股再次进入政策利好期叠加流动性改善期

政策方面，2020 年 4 月 27 日，习近平主持召开中央全面深化改革委员会第十三次会议，会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》。证监会和交易所同时发布有关创业板注册制改革的一揽子政策的征求意见稿，推动创业板注册制改革落地。2020 年将

是股权融资大年，券商将直接受益于注册制改革。我们预计后续资本市场改革的进程有望提速，政策红利有望持续超预期。

流动性方面：2020 年二季度货币宽松环境将持续，将提振市场活跃度。LPR、TMLF 利率均已下调，债务置换将带动券商边际的资金成本下降，利好券商业绩和估值。

业务趋势方面：轻资产业务转型遇新机，重资产业务收入占比持续提升。1) 基金投顾试点资格已落地，券商财富管理迎来发展良机。2) 投行业务受注册制试点改革，IPO 承销规模大幅增长，创业板注册制改革、融资新规、并购重组政策松绑等有望推动股权融资规模再创新高。3) 自营投资业务在营收中占比越来越高，这对于证券公司的资产获取、风险定价和主动管理能力提出了更高的要求。4) 信用业务未来重点关注券商边际融资成本下降以及转融通制度改革带来的融券业务规模提升。我们判断未来围绕客户需求展开的投资类业务和融资类业务将是龙头券商扩表的主要方向。

业绩方面：上市券商实现归母净利润为 309.3 亿元，同比下降 19.2%，一方面是由于 2019 年 1 季度的高基数影响，另一方面则是 2020 年 1 季度市场波动明显导致上市券商自营业务表现相对疲软。在中性假设下的前提下，我们预计证券行业将实现净利润 1374 亿元，同比增长 11.6%，预计全行业的 ROE 为 6.5%。

估值方面：券商股再次进入政策利好期叠加流动性改善期。目前证券行业平均估值 1.90x PB，大型券商估值在 1.1-1.7x PB 之间，行业历史估值的中位数为 2.4x PB（2012 年至今）。推荐华泰证券、中信证券、海通证券、国泰君安，建议关注中信建投 H 股。

图 18：券商板块目前估值仍处于历史中枢以下（中信行业非银金融-证券）



资料来源：wind，天风证券研究所

表 10：上市券商估值情况

名称	股价	市值	P/E			P/B			2020E		2021E	
			2019	20E	21E	2019	20E	21E	EPS	BVPS	EPS	BVPS
中信证券	23.70	2,835	24.33	20.79	18.09	1.92	1.68	1.60	1.60	1.14	14.08	1.31
国泰君安	16.92	1,413	21.27	14.46	12.44	1.38	1.05	0.99	0.99	1.17	16.18	1.36
海通证券	12.89	1,263	19.74	15.72	13.71	1.43	1.12	1.08	1.08	0.82	11.52	0.94
华泰证券	18.14	1,537	26.36	17.44	15.77	1.54	1.28	1.21	1.21	1.04	14.18	1.15
广发证券	13.71	943	19.93	12.69	11.15	1.29	1.10	1.02	1.02	1.08	12.50	1.23
招商证券	18.48	1,134	19.84	16.80	14.67	1.79	1.40	1.34	1.34	1.10	13.22	1.26
中信建投	34.99	2,317	49.23	46.65	40.22	5.13	4.32	4.04	4.04	0.75	8.10	0.87

资料来源：公司公告，天风证券研究所，（股价单位：元，市值单位：亿元，P/E、P/B 单位：倍）

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券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。

天风证券的销售人员、交易人员以及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。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/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一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com