

政策推动行业景气度继续回升，注册制强化投行业务马太效应

券商 19 年报&2020 一季报综述

主要观点：

► 受市场环境影响，19-20Q1 上市券商业绩经历了大幅提升、有所下滑过程

19/20Q1 上市券商分别实现收入 3185/850 亿元，同比+38%/-6%，实现归母净利润 1017/309 亿元，同比+71%/-19%。与此同时，上市券商 ROE 也实现显著提高，其中 19 年整体平均 ROE 为 6.65%，20Q1 年化后为 7.68%。ROE 的提升主要由 ROA 提升带来，杠杆率稳步提升，18/19/20Q1 上市券商的主动杠杆率分别为 3.26/3.45/3.54，行业景气度持续提升。

► 自营收益及减值损失是业绩变动关键

19 年上市券商总收入同比增加 871 亿元，其中自营贡献 67%，经纪、投行、资管与利息净收入分别贡献 13%、7%、1%和 6%。由于管理费用相对刚性，以及减值损失的减少，归母净利同比+71.0%，大大高于收入增速。20Q1 年上市券商总收入同比减少 50 亿元，其中自营投资收益减少 176 亿元，对联营与合营企业投资收益减少 9 亿元，经纪、资管与投行则分别增加 68 亿元、17 亿元和 11 亿元。减值损失增加 52 亿元，导致利润降幅大大高于收入降幅。

► 景气度抬升环境下集中度抬升暂缓，注册制下投行业务的马太效应强化

19 年/20Q1 良好的经营环境下（20Q1 市场波动较大，但传统中介业务均增长），中小券商由于业务结构单一表现出更高的业绩弹性，行业集中度抬升趋势暂缓。未来注册制及其跟投机制更考验券商的研究、定价、销售能力，具备更强的专业能力、复杂投融资能力的综合性券商更为受益，已经实施近一年的科创板项目上集中度更高，也印证了此结论。

► 盈利预测：中性假设下行业 2020 年净利润增速 14%

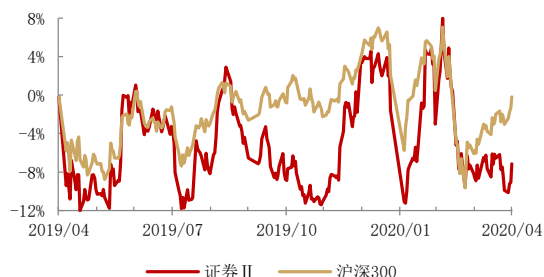
行业客户保证金及两融余额维持高位，注册制发行、再融资新政下投行业绩有望显著增长，流动性持续宽松推动融资成本下降，在 2020 年全年日均股基交易额 7252 亿元、日均两融余额 10556 亿元的中性假设下，行业全年预测净利润 1405 亿元，同比增长 14%。

基于去年二季度业绩的低基数，20 年中期业绩预计同比实现正增长，在上半年日均股基交易额 7871 亿元的中性假设

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：魏涛

邮箱：weitao@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070003

分析师：吕秀华

邮箱：lvxh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040001

联系电话：18911534428

下，20H1 净利润同比增 4.6%。

投资建议与标的：

目前行业估值处于历史较低位置，流动性持续宽松以及资本市场政策面不断超预期估值中枢有望抬升。目前一级市场政策不断出台包括科创板及存量板块的注册制发行、再融资新规的推出，以及新三板一系列盘活政策。为匹配一级市场政策效果，更好地服务实体经济，后续投资端政策值得期待，包括引导长期资金入市、完善交易制度和衍生品扩容。长期看好行业。

个股方面，我们推荐三条主线：1) 受益于行业打造航母级券商各项创新政策的大型综合性券商，包括华泰、海通、国君；2) 投行业务占比高，项目储备充足的国金证券；3) 关注经营稳健，在证券行业享有明显领先其他金融子行业政策面利好背景下，有望获得更多集团支持的中银证券。

风险提示

外围市场大幅波动，海外分部经营风险，北上资金大幅净流出，权益市场大幅下跌，券商股票质押业务风险，衍生品风控不足，创投子公司参与项目的连带责任，交易量大幅萎缩，资本市场改革低于预期。

盈利预测与估值

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	重点公司			P/B		
				2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
601688	华泰证券	18.32	增持	13.50	14.35	15.40	1.36	1.28	1.19
600837	海通证券	12.92	增持	10.96	11.91	12.91	1.18	1.08	1.00
601211	国泰君安	16.47	增持	15.44	16.28	17.40	1.08	1.02	0.96
600109	国金证券	10.20	增持	6.85	7.37	8.00	1.49	1.38	1.28
601696	中银证券	20.99	增持	5.09	5.44	5.81	4.12	3.86	3.61

资料来源：Wind，华西证券研究所，注：收盘价为 2020 年 5 月 8 日收盘价

正文目录

1. 市场回顾：19 年市场大幅上涨，20Q1 大幅波动，市场交投活跃度持续提升，IPO、债券融资规模大增	5
1.1. 二级市场：19 年大幅上涨与 20Q1 大幅波动	5
1.2. 一级市场：IPO、债券融资规模扩张	8
2. 整体业绩回顾：19 年业绩大幅增长，20Q1 有所下滑	9
2.1. 上市券商归母净利 19 年、20Q1 同比增速分别为+71%/-19%	9
2.2. 业绩归因分析：自营及减值损失是业绩变动关键	9
2.3. 景气度抬升背景下行业集中度升势暂缓，但预计未来行业马太效应将持续	10
2.4. 收入结构来看收费类收入占比下降，资金驱动的收入占比提升	11
3. 分项业务分析	13
3.1. 经纪业务：佣金率下滑，机构化与财富管理转型料提速	13
3.2. 投行业务：科创板推动投行业务增长，注册制下行业马太效应强化	16
3.3. 资管业务向主动管理转型，规模下滑收入提升	18
3.4. 自营资产扩表显著，高配固收类者胜，科创板带动“投行+投资”提升收益率	20
3.5. 融资成本下降与两融余额扩张助推利息净收入提升	24
3.6. 股质业务继续主动压降，减值计提充分抵押物充足	25
4. 盈利预测与投资建议	29
4.1. 盈利预测：中性假设下 2020 年归母净利增速超 10%	29
4.2. 投资建议	31
4.3. 风险提示	31
5. 重点上市公司首次覆盖	32
5.1. 华泰证券：科技驱动的行业转型开拓者	32
5.2. 海通证券：行业领先的境内外综合金融服务平台	34
5.3. 国泰君安：业务体系全面均衡的大型综合性券商	36
5.4. 国金证券：投行业绩爆发，助力公司 20Q1 业绩增长	38
5.5. 中银证券：集团“综合经营”战略升级，借力上市迎发展新篇章	40

图表目录

图 1 19 年至 20Q1 上证综指、创业板指数表现	5
图 2 19 年至 20Q1 中证全债行情表现	6
图 3 18 年至 20Q1 季度日均股基交易额	6
图 4 19 年以来两融余额持续提升，20Q1 维持在超过 1 万亿元的较高水平	7
图 5 19 年北上资金持续净流入，20Q1 北上资金净流出	7
图 6 股权融资同比持平	8
图 7 IPO 融资同比大增	8
图 8 债券融资规模同比大增	8
图 9 公司债融资规模同比大增	8
图 10 2013 年以来上市券商业绩表现	9
图 11 上市券商 ROE18 年触底后持续回升	9
图 12 上市券商整体杠杆率稳步提升	9
图 13 12 年至今 37 家上市券商归母净利集中度	11
图 14 12 年至今 37 家上市券商营收集中度	11
图 15 19/20Q1 上市券商营收及增速	11
图 16 上市券商 13 年以来收入结构	12
图 17 行业 19 年/20Q1 经纪业务收入同比增长	14
图 18 行业佣金率仍处下滑通道，20Q1 环比略有回升	14

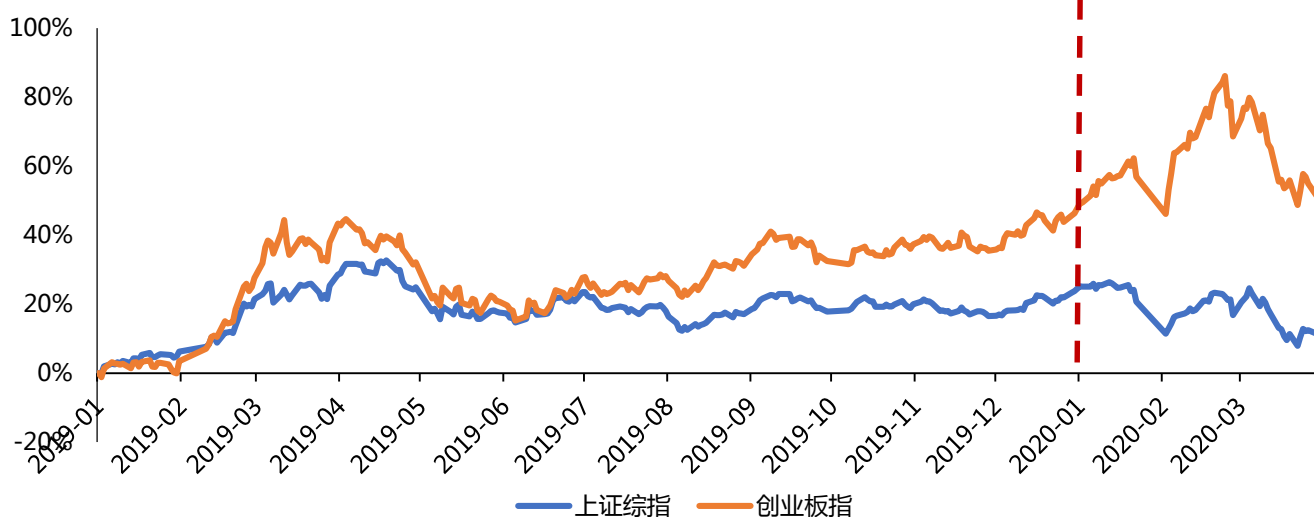
图 19	20Q1 两融交易额占 A 股成交额比例提升	14
图 20	15 年以来机构佣金占比持续提升	15
图 21	19 年/20Q1 上市券商经纪业务收入及占比	15
图 22	科创板开市扭转投行业务下滑趋势，19 年以来增长明显	16
图 23	19 年/20Q1 上市券商投行承销业务收入	17
图 24	20Q1 科创板承销保荐收入贡献 17%	17
图 25	19 年以来券商资管业务收入实现正增长	18
图 26	券商受托资产管理业务规模下降	19
图 27	券商资管业务管理费费率提升	19
图 28	19 年/20Q1 上市券商资产管理业务收入	19
图 29	18/19 年底上市券商受托资产管理业务规模	19
图 30	上市券商自营投资收益的弹性强	20
图 31	上市券商自营资产规模持续增加	21
图 32	上市券商自营投资收益率贡献业绩弹性	21
图 33	19/20Q1 上市券商自营规模及与所有者权益的比	21
图 34	19 年以来券商利息收入及同比增长	24
图 35	证券公司债发行利率明显下滑	24
图 36	19 年 1 月以来沪深两融余额持续提升	24
图 37	2019/20Q1 上市券商利息净收入占收入比重	25
图 38	全市场年度累计股票质押参考市场及券商市场份额	26
图 39	股票质押市场券商、信托、银行市场份额对比	26
图 40	券商存量未解压股票质押参考市值 2017 年后持续压降	26
图 41	19 年上市券商股票质押回购规模同比大幅下降（单位：亿元）	27
图 42	部分上市券商股票质押业务抵押物市值比	28
表 1	19 年上市券商收入贡献分析（单位：亿元）	10
表 2	20Q1 上市券商收入贡献分析（单位：亿元）	10
表 3	各家上市券商 19 年收入结构	12
表 4	科创板业务市场集中度高	17
表 5	各家券商科创板承销保荐费（单位：亿元）	17
表 6	19 年及 20Q1 上市券商投资收益率与固收类投资占比显著正相关	21
表 7	科创板跟投资金及收益率（单位：亿元）	23
表 8	上市券商对股票质押业务计提信用风险减值准备充足	27
表 9	关键假设	29
表 10	盈利预测	30
表 11	敏感性分析（单位：亿元）	30
表 12	华泰证券盈利预测	33
表 13	海通证券盈利预测	35
表 14	国泰君安盈利预测	37
表 15	国金证券盈利预测	39
表 16	中银证券盈利预测	41
表 17	行业可比公司估值	42

1. 市场回顾：19 年市场大幅上涨，20Q1 大幅波动，市场交投活跃度持续提升，IPO、债券融资规模大增

1.1. 二级市场：19 年大幅上涨与 20Q1 大幅波动

随着股票质押风险的逐步缓解以及中美关系的逐步缓和，19 年市场的风险偏好逐渐提升，叠加市场流动性的持续改善，19 年市场大幅上涨，分季度来看一季度大幅上涨，二季度有所回调，三四季度窄幅波动上行，创业板表现好于主板，全年上证综指、创业板指分别上涨 24%、46%。20Q1 主板与创业板表现分化加大，主板市场震荡下行，创业板则经历了快速上升后快速回调的过程，整体 2020 年一季度上证综指、创业板指分别下跌 10%、上涨 4%。

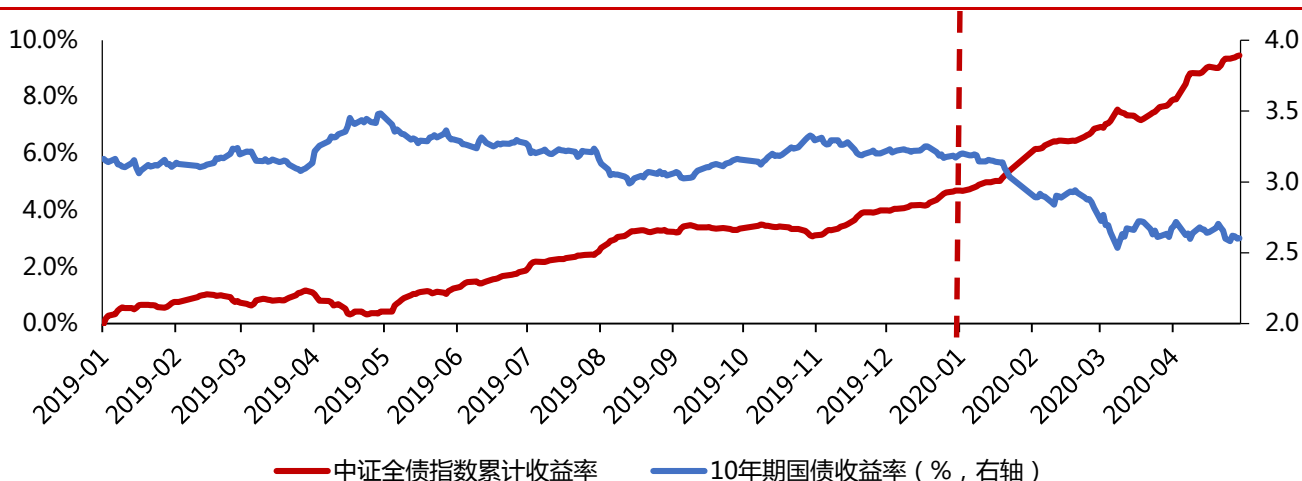
图 1 19 年至 20Q1 上证综指、创业板指数表现



资料来源：Wind，华西证券研究所

债市方面，19 年市场流动性松紧往复，3 月底及整个 4 月份十年期国债收益率呈上行态势，从 3.08% 上升至 3.48%，之后持续下行至 8 月份的 2.99%，此后流动性再次紧张，十年期国债收益率上行至 11 月初的 3.29%。2020 年一季度流动性持续宽松，10 年期国债收益率一路下行至 3 月底的 2.63%。与此同时，19 年中证全债累计收益率达到 +3.2%，20Q1 中证全债收益率达到 +2.9%，年化收益率则达到 11.7%。债市的较好表现为券商固收自营带来机遇。

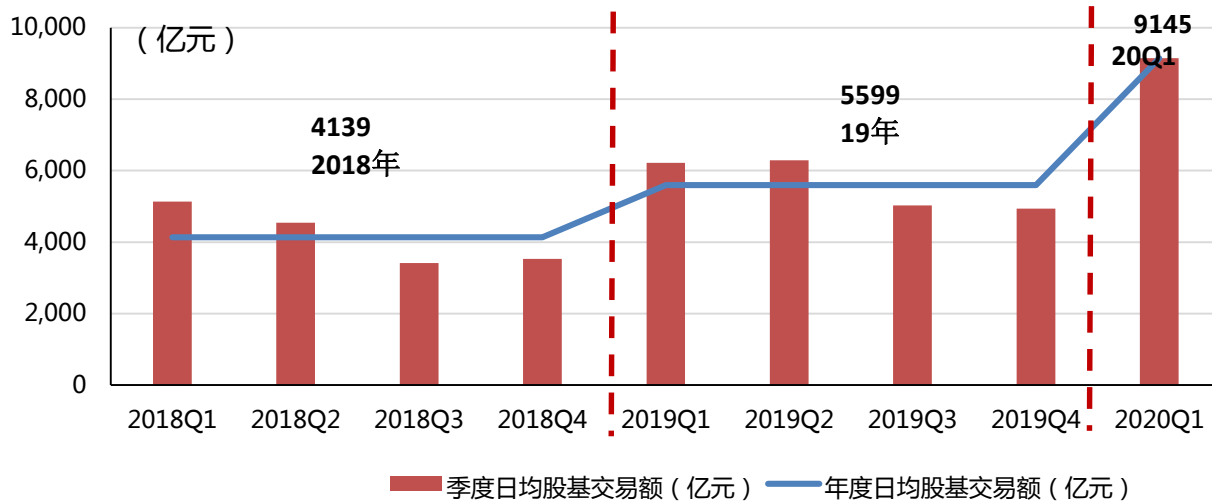
图2 19年至20Q1 中证全债行情表现



资料来源：Wind，华西证券研究所

19年随着市场行情好转，交投活跃度显著提升。19年日均股基成交额5599亿元，较18年的4139亿元同比增加35%。20Q1市场交投活跃度继续提升，20Q1的日均股基成交额9145亿元，较19Q1的6217亿元同比增加47%。

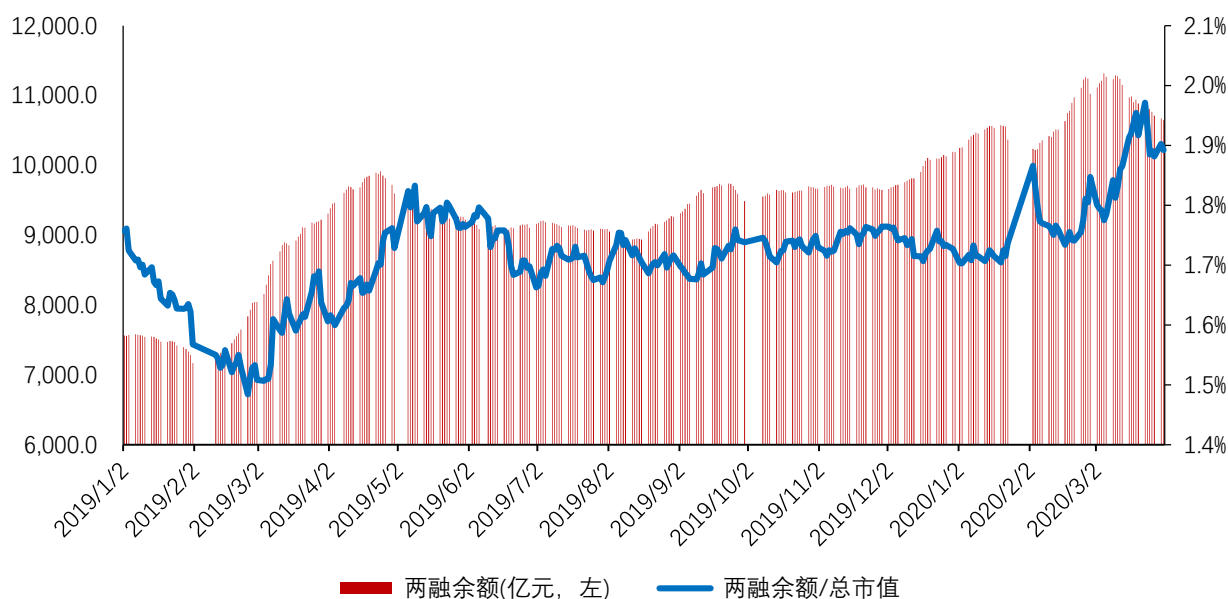
图3 18年至20Q1 季度日均股基交易额



资料来源：Wind，华西证券研究所

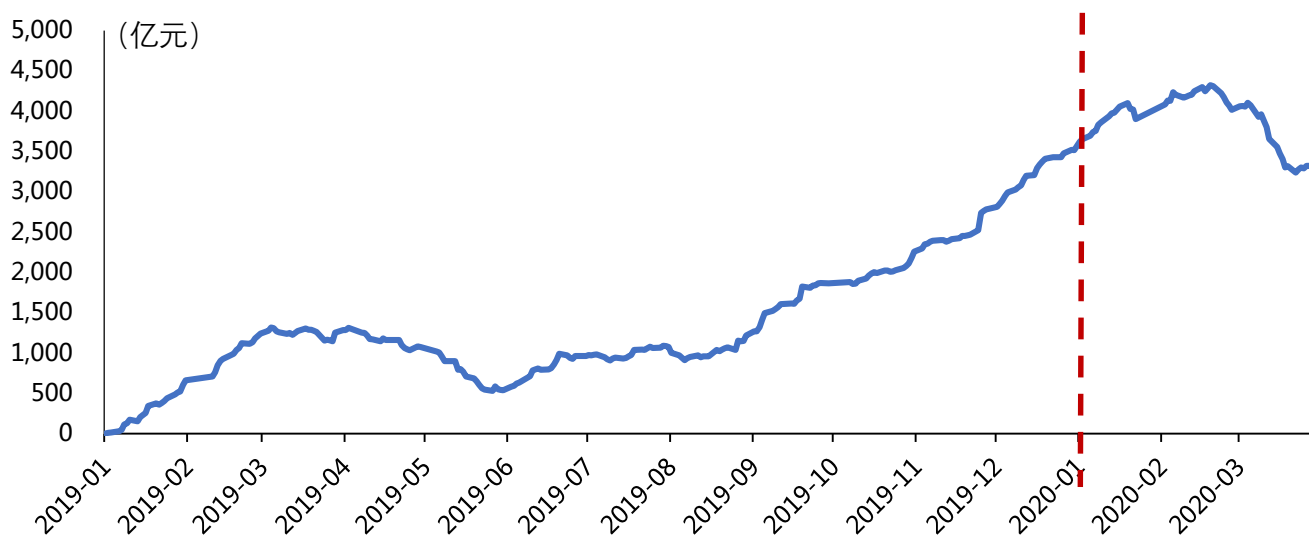
19年1月底以来两融余额持续提升，20Q1维持在超过1万亿元的较高水平。北上资金方面，19年净流入3517亿元，20Q1北上资金净流出179亿元。

图 4 19 年以来两融余额持续提升，20Q1 维持在超过 1 万亿元的较高水平



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 5 19 年北上资金持续净流入，20Q1 北上资金净流出



资料来源: wind, 华西证券研究所

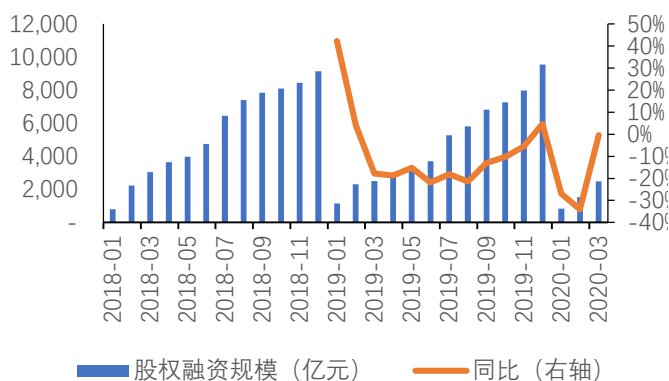
1.2. 一级市场：IPO、债券融资规模扩张

一级市场方面股权、债券融资规模分化，股权融资规模同比持平，债券融资规模大增。

1) 股权融资同比持平，但 IPO 融资规模同比大增。19 年股权融资规模 9554 亿元，同比增 5%，20Q1 股权融资规模 2486 亿元，同比持平。受益科创板注册制的推行，IPO 融资规模同比大增，19 年 IPO 融资规模达到 2532 亿元，同比增 84%，20Q1 的 IPO 融资额 786 亿元，同比增 209%。

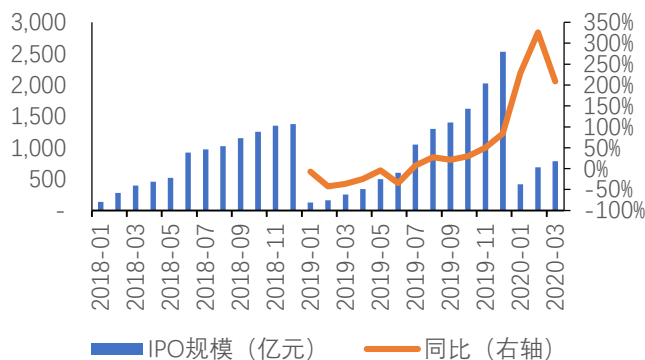
2) 债券融资同比扩张，其中公司债融资额同比大增。19 年债券融资规模 5.54 万亿元，同比增 39%，20Q1 股权融资规模 1.36 万亿元，同比增 31%。受益公司债注册制发行，公司债融资规模同比大增，19 年公司债融资规模达到 2.54 万亿元，同比增 53%，20Q1 的公司债融资额 8099 亿元，同比增 80%。

图 6 股权融资同比持平



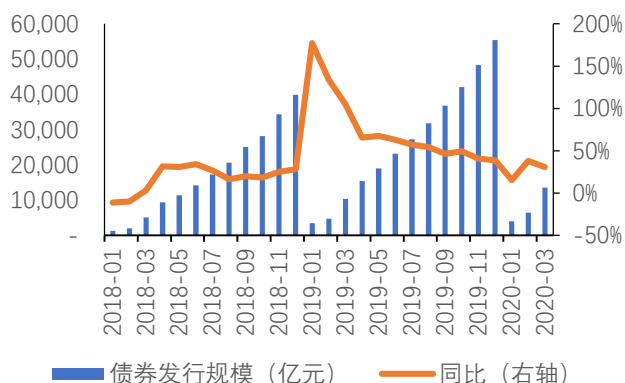
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 7 IPO 融资同比大增



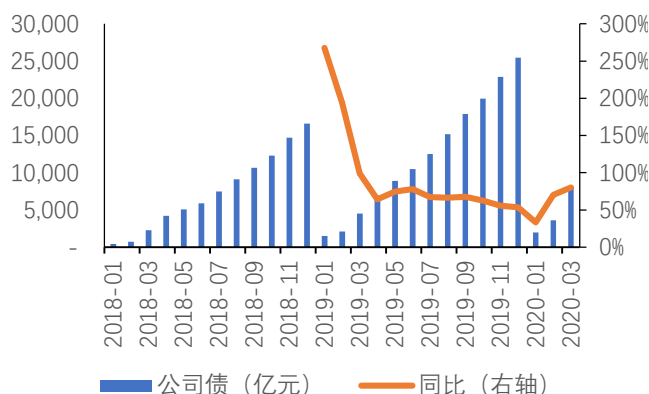
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 8 债券融资规模同比大增



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 9 公司债融资规模同比大增



资料来源：Wind，华西证券研究所

2. 整体业绩回顾：19 年业绩大幅增长，20Q1 有所下滑

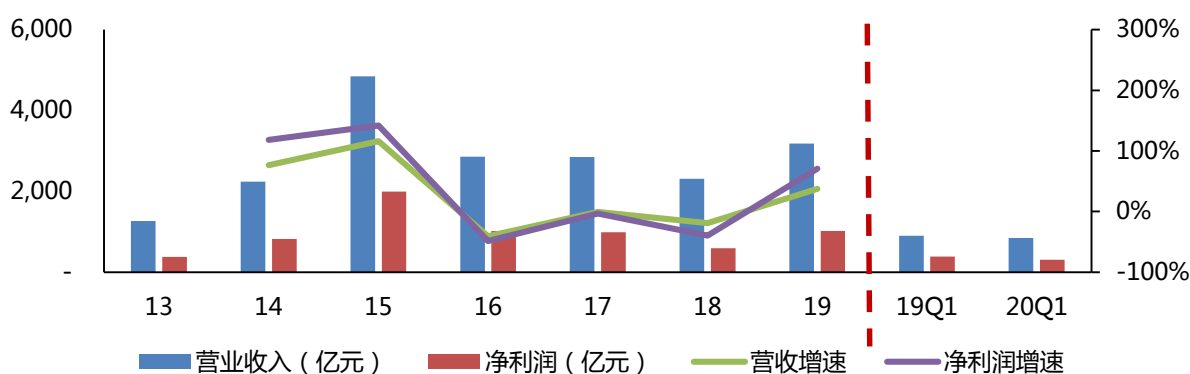
样本选取：本文选取样本为 A 股上市的 37 家证券公司，不包括华创安阳等集团上市券商。

数据处理：近年来多家券商设置商品贸易子公司，由于此项业务的记账方式与传统业务采取净收入记账方式不同，表现出收入数额大、支出数额大的特点，原始数据会扭曲我们关于收入的分析，因此以下分析中我们在营业收入、营业支出中均做先扣除商品贸易支出的处理。

2.1. 上市券商归母净利 19 年、20Q1 同比增速分别为+71%/-19%

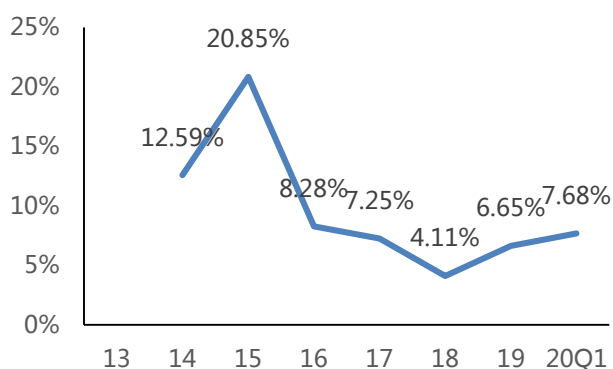
从整体业绩情况来看，受市场环境影响，19-20Q1 上市券商业绩经历了大幅提升、有所下滑过程。19/20Q1 上市券商分别实现收入 3185/850 亿元，同比+38%/-6%，实现归母净利润 1017/309 亿元，同比+71%/-19%。与此同时，上市券商 ROE 也实现显著提高，其中 19 年整体平均 ROE 为 6.65%，20Q1 年化后为 7.68%。ROE 的提升主要由 ROA 提升带来，杠杆率稳步提升，18/19/20Q1 上市券商的主动杠杆率分别为 3.26/3.45/3.54。

图 10 2013 年以来上市券商业绩表现



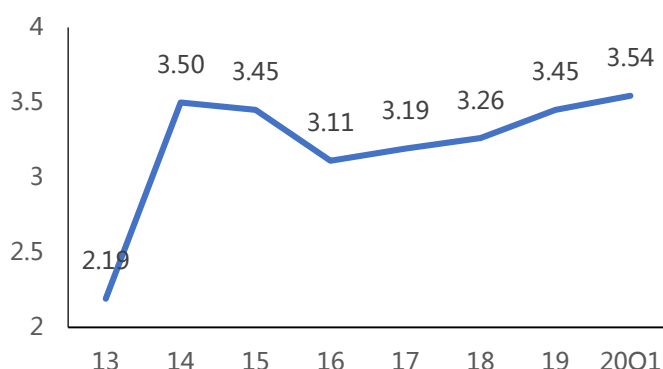
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 11 上市券商 ROE18 年触底后持续回升



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 12 上市券商整体杠杆率稳步提升



Wind，华西证券研究所

2.2. 业绩归因分析：自营及减值损失是业绩变动关键

19 年上市券商总收入 3185 亿元，同比增长 38%，受益交投活跃，投行业务融资额增加，以及较好的权益与债券市场表现，所有业务板块对增长均为正贡献。自营业务贡献最大，贡献收入增长的 67%，其次为经纪业务，贡献收入增长的 13%，投行与利息净收入分别贡献 7%和 6%，对联营与合营企业投资、商品贸易则分别贡献 3%、1%。由于管理费用支出相对刚性，以及减值损失的减少，归母净利增速 71%，大大高于收入增速。

20Q1 年上市券商总收入 850 亿元，同比下滑 6%，受益交投活跃、IPO 与债券承销业务增长、以及两融余额增加，经纪、投行、资管等收费类业务，以及利息净收入为正贡献，但受 20Q1 权益市场大幅波动拖累，自营业务、对联营与合营企业的投资收益为负贡献。幅度来看，自营业务、对联营与合营企业的投资收益负向贡献分别高达 354%、18%，经纪、资管、投行、利息正向贡献分别 137%、34%、22%和 43%，合计负向贡献超过正向贡献，导致整体收入下滑。20Q1 上市券商减值损失 41 亿元，同比大增（上年同期是转回 11 亿元），导致归母净利下滑 19%，下滑幅度远大于收入下滑幅度。

目前对联与合营企业的投资收益以及商品贸易收入利润占比还较低，下文分析中将其并入“其他”项处理，不再单列。

表 1 19 年上市券商收入贡献分析（单位：亿元）

	18	19	同比	收入贡献
经纪业务	573	684	19%	13%
投行业务	297	360	21%	7%
资管业务	294	302	3%	1%
自营业务	598	1,181	98%	67%
利息收入	358	413	15%	6%
股权	57	87	53%	3%
大宗	20	30	53%	1%
其他	119	127	7%	1%
收入合计	2,314	3,185	38%	100%
营业税金及	21	22	8%	
管理费用	1,322	1,586	20%	
减值损失	168	190	13%	
其他	119	127	7%	
营业支出	1,529	1,830	20%	
营业利润	784	1,355	73%	
净利润	622	1,048	68%	
归母净利润	595	1,017	71%	

资料来源：Wind，华西证券研究所

注 1：营业收入与营业支出均为调整其他业务支出后的；

 注 2：收入贡献=（19 年分项业务收入-18 年分项业务收入）/
 （19 年营业收入-18 年营业收入）

注 3：股权指“对联营与合营企业的投资收益”；

大宗指“商品贸易净收入”

表 2 20Q1 上市券商收入贡献分析（单位：亿元）

	19Q1	20Q1	同比	收入贡献
经纪业务	185	253	37%	137%
投行业务	68	79	16%	22%
资管业务	65	82	26%	34%
自营业务	435	259	-40%	-354%
利息收入	92	113	23%	43%
股权	27	18	-34%	-18%
大宗	5	6	10%	1%
其他	23	41	77%	36%
收入合计	899	850	-6%	100%
营业税金及附加	5	7	31%	
管理费用	394	379	-4%	
减值损失	-11	41	-461%	
其他	23	41	77%	
营业支出	391	442	13%	
营业利润	512	407	-20%	
净利润	397	314	-21%	
归母净利润	383	309	-19%	

Wind，华西证券研究所

注 1：营业收入与营业支出均为调整其他业务支出后的；

 注 2：收入贡献=（20Q1 分项业务收入-19Q1 年分项业务收入）/
 （20Q1 营业收入-20Q1 营业收入）

注 3：股权指“对联营与合营企业的投资收益”；

大宗指“商品贸易净收入”

2.3. 景气度抬升背景下行业集中度升势暂缓，但预计未来行业马太效应将持续

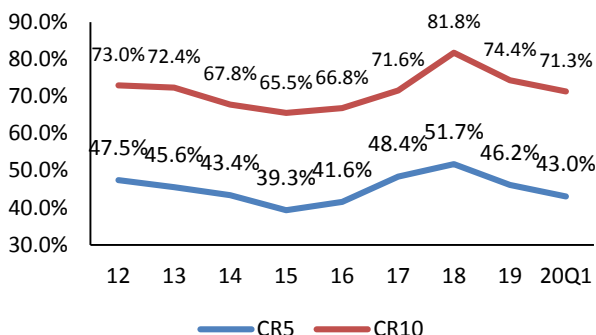
景气度抬升的背景下行业集中度升势暂缓。19 年上市券商营收、净利的 CR5、CR10 均有所下滑。19 年 37 家上市券商归母净利润 CR5/CR10 分别为 46.2%/74.4%，相较

18 年的 51.7%/81.8%有所下降。营收来看也符合这个趋势，19 年营收的 CR5/CR10 分别为 42.4%/65.5%，相较 18 年的 42.6%/66.0%也有所下降。

20Q1 上市券商归母净利的 CR5、CR10 均下滑，但营收的 CR5 下滑，但 CR10 有所提升。整体来看，行业 15 年以来集中度抬升的势头暂缓。但从长远来看，在打造航母级券商以及投行注册制、机构交易业务大发展的背景下，券商行业马太效应将持续。

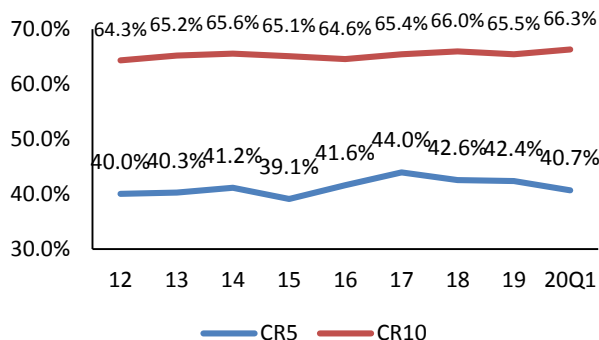
观察数据得到的另一个结论是大型券商的利润率显著优于其他券商。上市券商归母净利的 CR5、CR10 均大于营收的 CR5、CR10。

图 13 12 年至今 37 家上市券商归母净利集中度



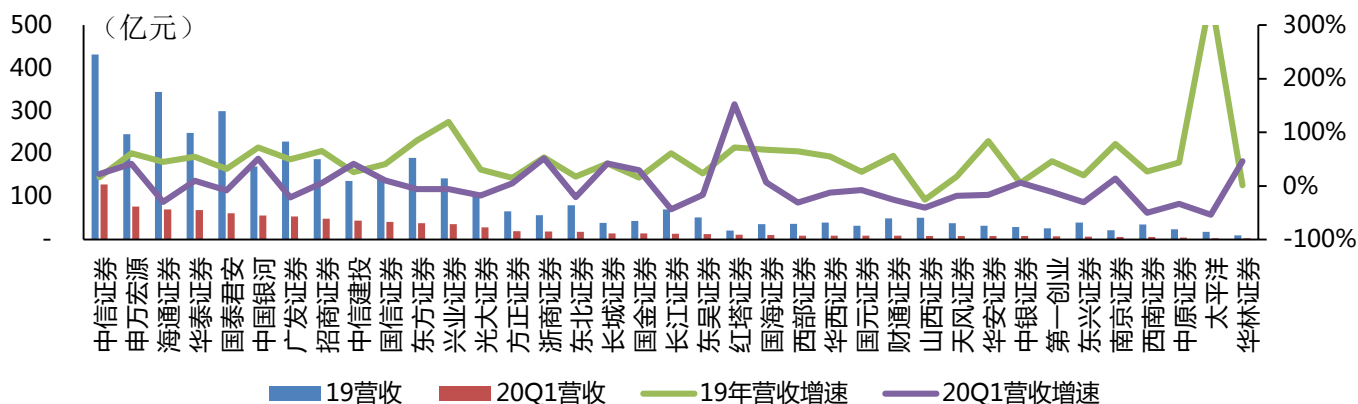
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 14 12 年至今 37 家上市券商营收集中度



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 15 19/20Q1 上市券商营收及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

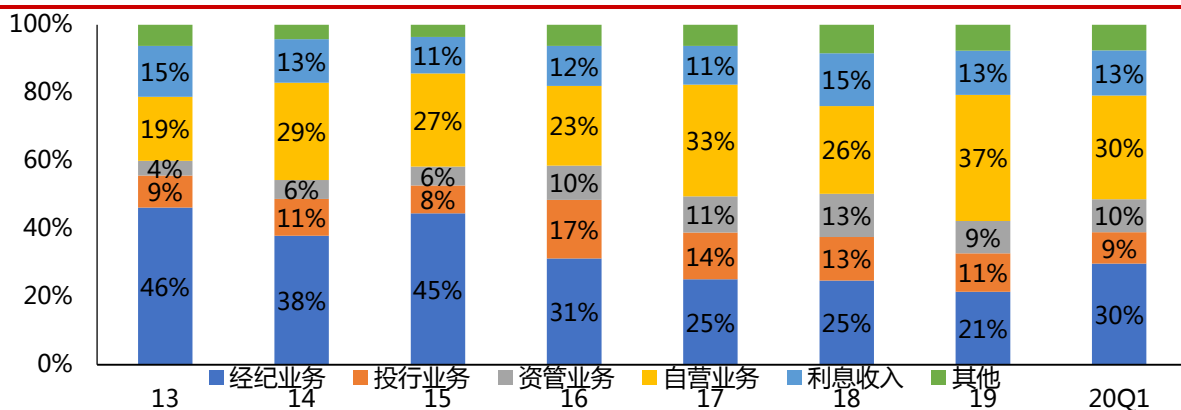
2.4. 收入结构来看收费类收入占比下降，资金驱动的收入占比提升

收入结构来看，19 年经纪、投行、资管业务占比分别为 21%、11%和 9%，较上年分别下降 4%、2%和 4%，自营收入占比提升，19 年自营收入占比 37%，较上年提升 11%。20Q1 由于市场指数的大幅波动以及交投活跃度的提升，经纪业务占比提升，自营业务占比下降。

由于收费类业务竞争的加剧，以及行业杠杆的持续提升，未来收费类收入占比下降、资金驱动的收入占比提升的局面将持续。

各家上市券商收入结构分化较大，19 年数据显示，经纪业务收入占比最高的方正证券、中国银河为 43%、32%，最低的红塔证券、第一创业分别只有 9%、11%；投行业务收入占比最高的中信建投、东兴证券为 27%、26%，最低的中国银河、红塔证券分别只有 3%、4%；资管业务收入占比最高的第一创业、东兴证券为 27%、26%，最低的西部证券、西南证券分别只有 1%、2%。

图 16 上市券商 13 年以来收入结构



资料来源：Wind，华西证券研究所

表 3 各家上市券商 19 年收入结构

	经纪	投行	资管	自营	利息	其他	营收合计
方正证券	43%	8%	5%	19%	22%	3%	100%
中国银河	32%	3%	4%	34%	24%	2%	100%
国信证券	31%	11%	2%	35%	13%	8%	100%
中原证券	29%	14%	4%	40%	2%	12%	100%
长江证券	28%	12%	6%	39%	11%	4%	100%
东吴证券	28%	16%	4%	37%	9%	6%	100%
南京证券	27%	14%	3%	17%	36%	3%	100%
浙商证券	27%	9%	8%	40%	9%	7%	100%
国金证券	26%	21%	2%	29%	18%	5%	100%
华西证券	25%	13%	2%	29%	30%	1%	100%
华林证券	25%	9%	8%	34%	18%	5%	100%
光大证券	25%	14%	12%	22%	16%	10%	100%
招商证券	24%	11%	6%	37%	11%	10%	100%
申万宏源	24%	7%	8%	34%	20%	7%	100%
国泰君安	22%	10%	7%	35%	21%	5%	100%
华安证券	22%	6%	4%	45%	17%	7%	100%
国元证券	21%	13%	4%	17%	40%	5%	100%
西部证券	21%	10%	1%	53%	7%	9%	100%
中信建投	21%	27%	6%	32%	11%	3%	100%
中银证券	21%	7%	25%	14%	29%	4%	100%
长城证券	20%	18%	5%	38%	8%	10%	100%
广发证券	20%	7%	19%	32%	15%	7%	100%
中信证券	20%	12%	15%	42%	5%	5%	100%

东北证券	19%	9%	4%	55%	-2%	14%	100%
太平洋	19%	6%	8%	78%	-13%	2%	100%
国海证券	18%	12%	10%	31%	18%	11%	100%
东兴证券	17%	26%	9%	26%	20%	2%	100%
天风证券	17%	22%	20%	46%	-11%	5%	100%
华泰证券	17%	8%	12%	38%	9%	16%	100%
西南证券	17%	9%	2%	57%	6%	10%	100%
兴业证券	16%	8%	3%	43%	8%	22%	100%
财通证券	16%	8%	22%	36%	5%	13%	100%
东方证券	16%	11%	18%	38%	9%	8%	100%
山西证券	14%	24%	6%	55%	-6%	7%	100%
海通证券	13%	13%	9%	42%	15%	9%	100%
第一创业	11%	16%	29%	35%	-4%	12%	100%
红塔证券	9%	4%	5%	93%	-12%	2%	100%
合计	21%	11%	9%	37%	13%	8%	100%

资料来源：Wind，华西证券研究所

3. 分项业务分析

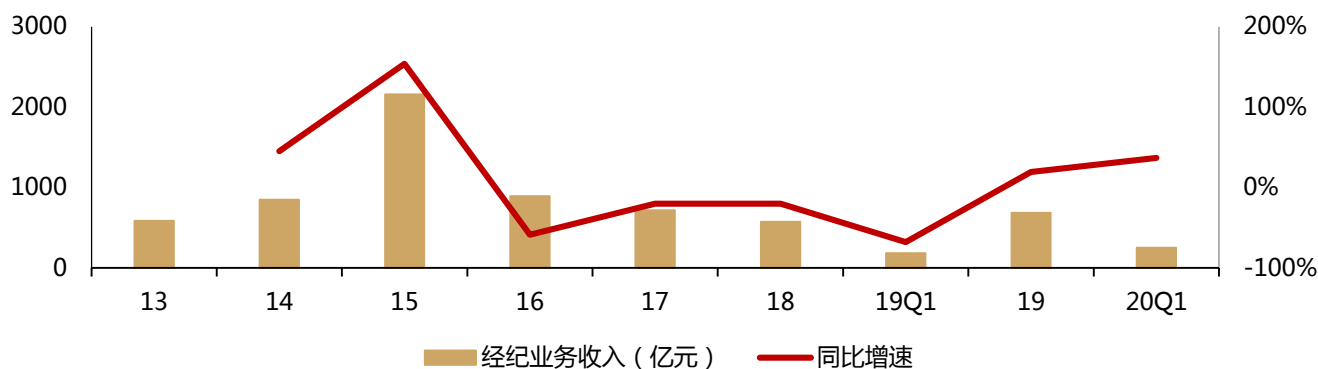
3.1. 经纪业务：佣金率下滑，机构化与财富管理转型料提速

受益于市场流动性宽松与风险偏好提升带来的交投活跃，2019/20Q1 上市券商经纪业务分别实现收入 684.1/252.6 亿元，同比增长 19.4%/36.8%。具体来看，头部券商中信证券、国泰君安和中国银河经纪业务收入稳坐行业前三把交椅。

但行业佣金率仍处下滑通道，其中 19 年行业佣金率为万 2.9，同比降 7%，为行业首次跌破万 3。20Q1 行业佣金率为万 2.8，同比下降 10%，环比有所提升，预计与 20Q1 两融交易额占比提升有关。在外围市场“零佣金”、国内市场竞争激烈的背景下，财富管理转型是唯一出路。

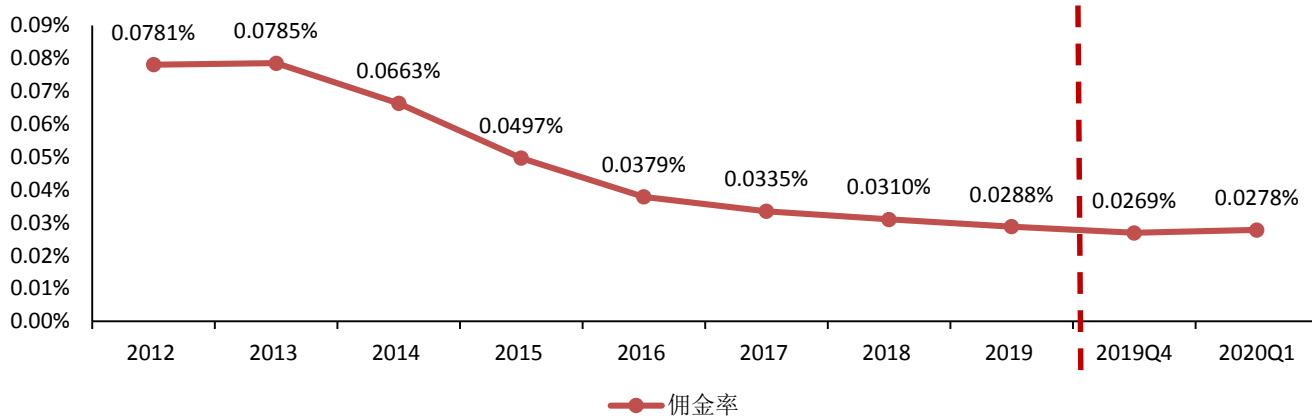
监管推动机构化与财富管理转型。19 年 10 月，公募基金投顾业务试点正式启动。2020 年 4 月，证监会发布《证券投资基金投资咨询业务管理办法（征求意见稿）》，提出“应引导对机构投资者提供股票、结构化产品、衍生品等高风险资产投资建议，对普通投资者提供公募基金等相对低风险资产”，公募基金有望迎来大发展，市场机构化、经纪业务财富管理转型料提速。事实上，从市场机构佣金占比来看，15 年以来机构化过程已经在发生。

图 17 行业 19 年/20Q1 经纪业务收入同比增长



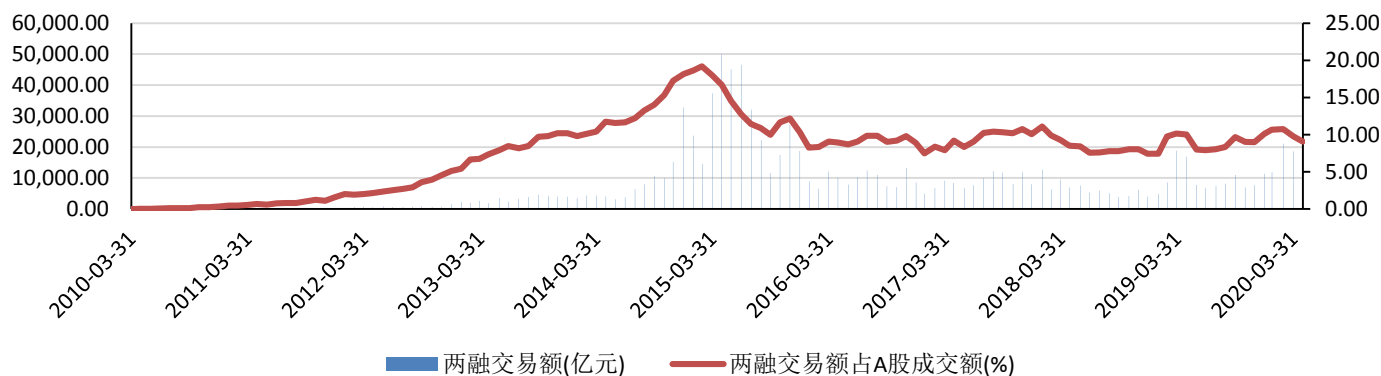
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 18 行业佣金率仍处下滑通道, 20Q1 环比略有回升



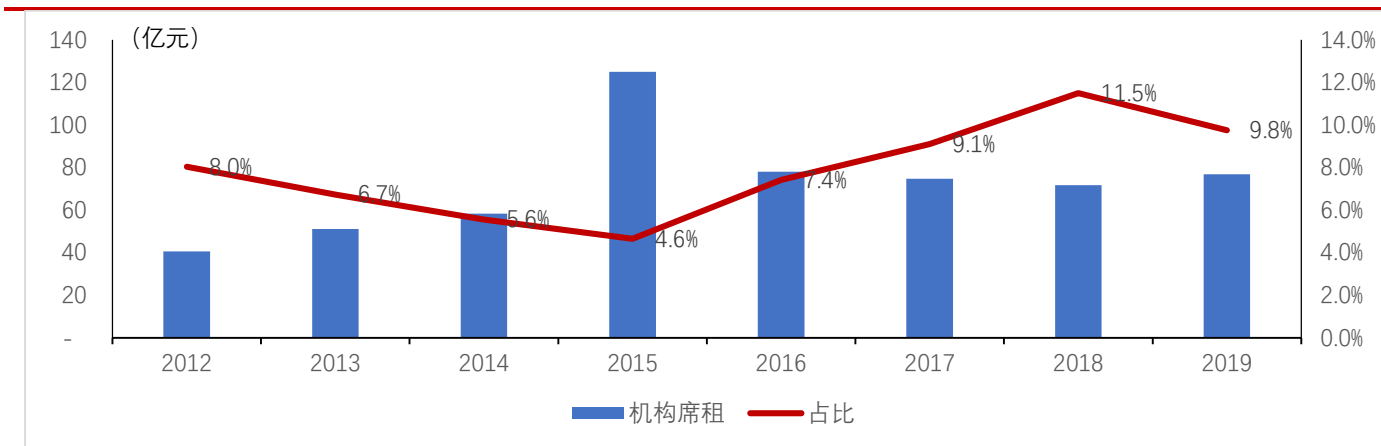
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 19 20Q1 两融交易额占 A 股成交额比例提升



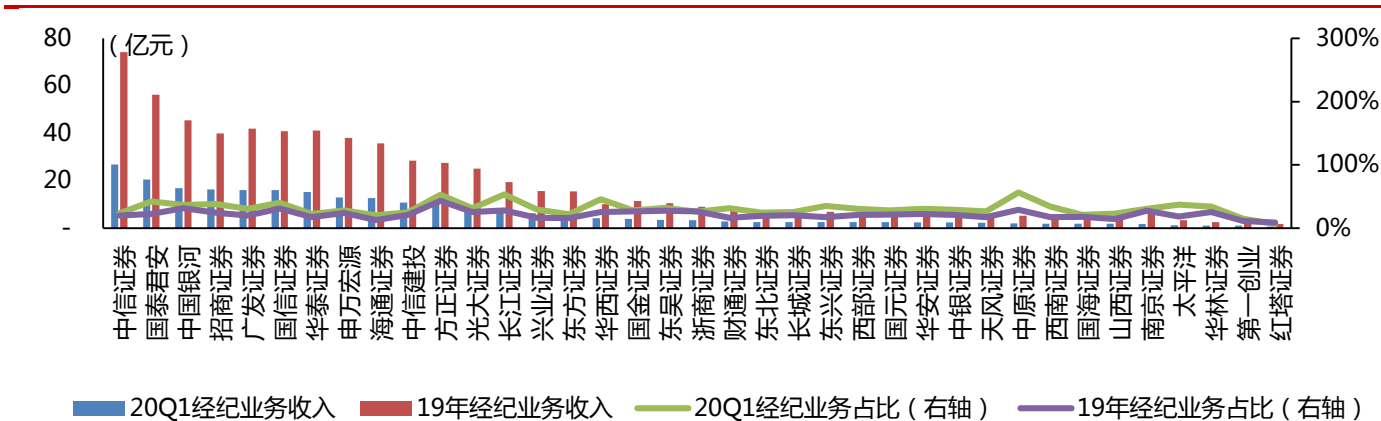
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 20 15 年以来机构佣金占比持续提升



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 21 19 年/20Q1 上市券商经纪业务收入及占比



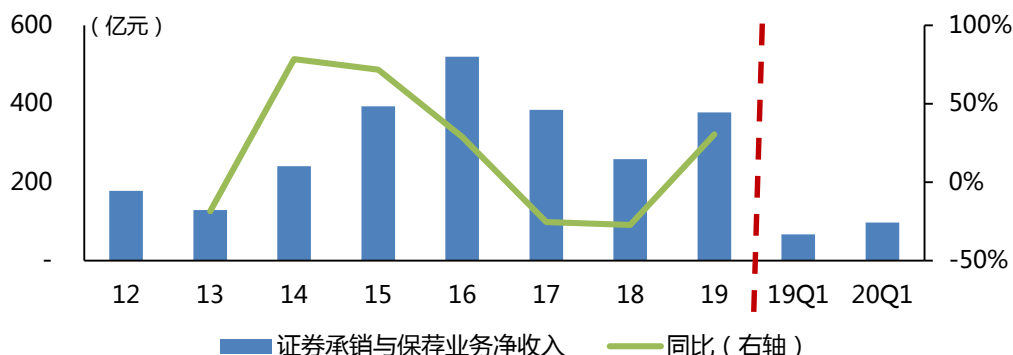
资料来源：Wind，华西证券研究所

3.2. 投行业务：科创板推动投行业务增长，注册制下行业马太效应强化

2019/20Q1 上市券商投行业务收入 483/110 亿元，同比增长 22%/12%。其中，19 年上市券商债券性融资规模同比上升 33.5%，股权类融资规模同比下降 10.7%，主要在于增发规模下降明显，而 IPO 规模同比增加（具体见市场回顾）。随着再融资新规的出台，再融资市场将迎来广阔前景，券商投行业务长期向好。具体来看，在 2019/20Q1 中投行业务收入前三名均为中信证券、中信建投和海通证券，且增速表现较为稳健。

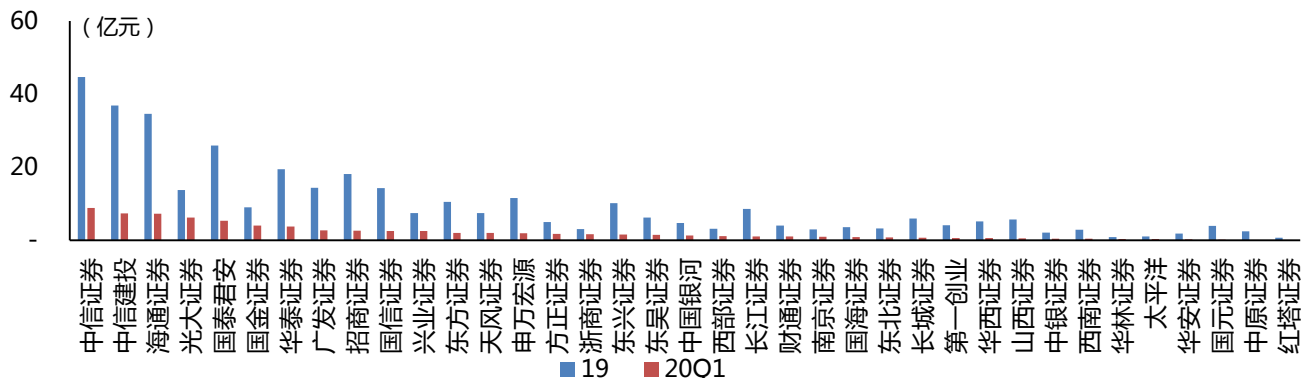
19 年科创板开通及注册制实施对于券商投行业务收入增长起到显著效果，同时注册制将强化投资银行业务的马太效应。19 年科创板承销保荐收入 48 亿元，占全市场承销保荐收入的 13%，20Q1 科创板承销保荐收入 16 亿元，占全市场承销保荐收入的 17%。科创板业务市场集中度远高于以往市场，以承销保荐费来看，19 年 CR3 占比 33%，CR5 占比 47%；20Q1 的 CR3 为 56%，CR5 为 73%。而 19 年上半年科创板未开市前全市场承销保荐业务 CR3 为 22%，CR5 为 31%。具体公司来看，中金公司、中信建投和中信证券为 19 年科创板承销保荐费前三，分别为 5.82 亿元、5.31 亿元和 4.44 亿元；20Q1 科创板承销保荐费前三为中金公司、中信证券和光大证券，收入分别为 5.01 亿元、2.14 亿元和 1.93 亿元。

图 22 科创板开市扭转投行业务下滑趋势，19 年以来增长明显



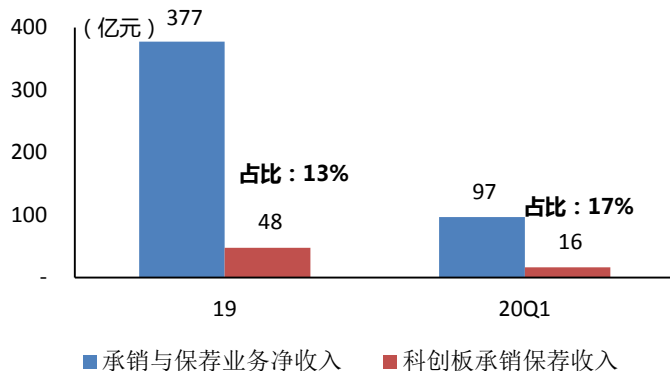
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 23 19 年/20Q1 上市券商投行承销业务收入



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 24 20Q1 科创板承销保荐收入贡献 17%



资料来源: 中国证券业协会, 华西证券研究所

表 4 科创板业务市场集中度高

	2019科创板	20Q1科创板	2019上半年全市场
CR3	33%	56%	22%
CR5	47%	73%	31%

资料来源: 中国证券业协会, Wind, 华西证券研究所

表 5 各家券商科创板承销保荐费 (单位: 亿元)

2019 承销保荐费		2020 承销保荐费	
中金公司	5.82	中金公司	5.01
中信建投	5.31	中信证券	2.14
中信证券	4.44	光大证券	1.93
国泰君安	3.51	中信建投	1.75
华泰联合	3.42	国金证券	1.11
国信证券	2.93	广发证券	0.83
招商证券	2.90	国泰君安	0.76
广发证券	2.03	西部证券	0.71
民生证券	1.85	首创证券	0.60
东兴证券	1.76	兴业证券	0.51
安信证券	1.75	华创证券	0.41
海通证券	1.69	中泰证券	0.37

南京证券	1.41	民生证券	0.19
中德证券	1.36	合计	16.32
华安证券	0.92		
英大证券	0.75		
国金证券	0.74		
长江证券	0.62		
东吴证券	0.60		
东莞证券	0.55		
东方花旗	0.50		
瑞银证券	0.46		
兴业证券	0.46		
中天国富	0.46		
方正证券	0.45		
天风证券	0.41		
申万宏源	0.38		
合计	47.51		

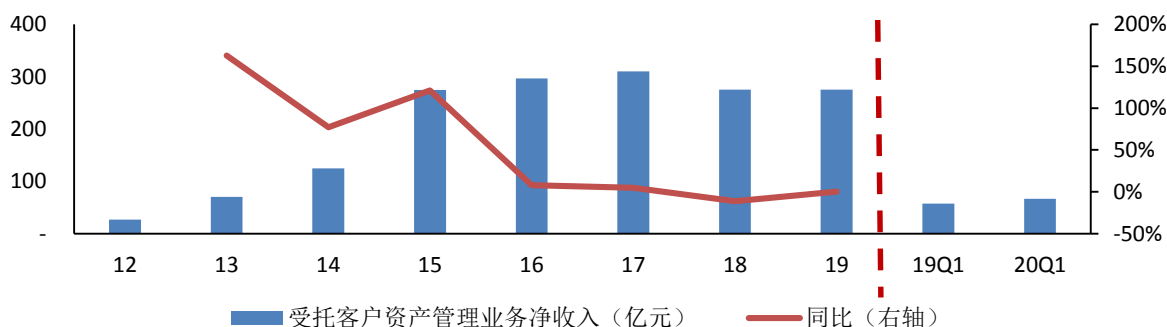
资料来源：Wind，华西证券研究所

3.3. 资管业务向主动管理转型，规模下滑收入提升

券商资管规模继续下滑，但业绩同比增长。2019/20Q1 券商受托客户资产管理业务收入为 275.16/66.73 亿元，同比增长 0%/16%。2018 年 4 月资管新规发布，要求主动压缩通道类资产管理规模，券商资产管理规模大幅下滑，19 年上市券商资产管理规模继续降低，但由于券商向主动管理转型，19 年逆转上年收入下滑局面，并于 20Q1 实现显著增长，券商资产管理业务转型趋势前景明朗。

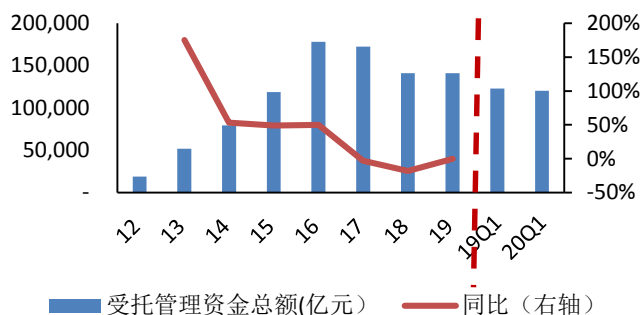
具体到上市公司，中信证券、广发证券、华泰证券和海通证券资管业务净收入位居上市公司前四，19 年收入均超过 20 亿元，20Q1 收入超过 6 亿元。以受托管理资管规模来看，中信证券、华泰证券、国泰君安和招商证券居前四位，其中中信证券管理规模超过 1.3 万亿元，其余三家在 7000 亿元左右。

图 25 19 年以来券商资管业务收入实现正增长



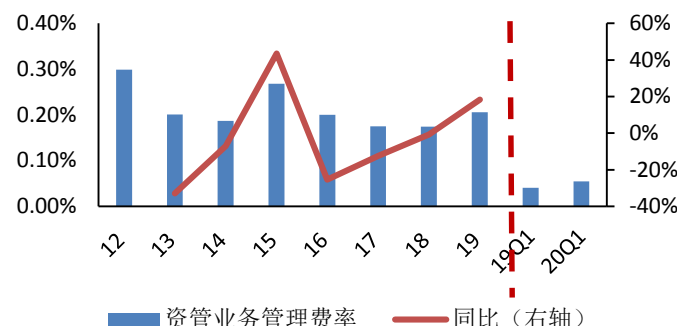
资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

图 26 券商受托资产管理业务规模下降



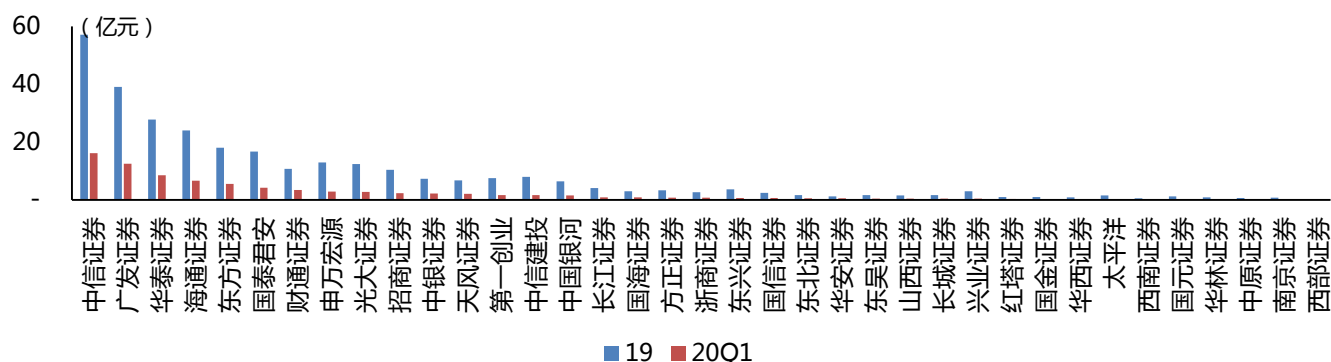
资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

图 27 券商资管业务管理费率提升



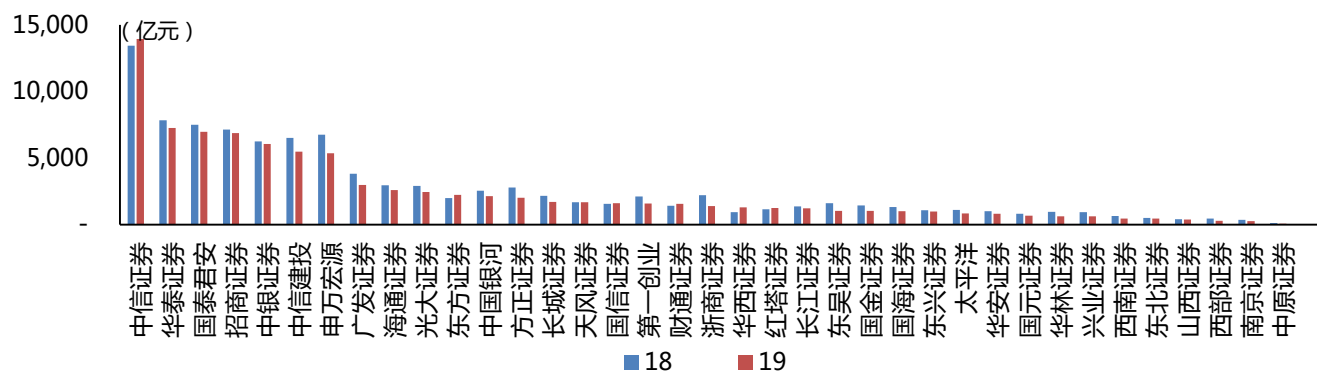
资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

图 28 19 年/20Q1 上市券商资产管理业务收入



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 29 18/19 年底上市券商受托资产管理业务规模



资料来源：公司年报，华西证券研究所

注：申万宏源证券 19 年数据缺失，以基金业协会公布的月均数据来代替。

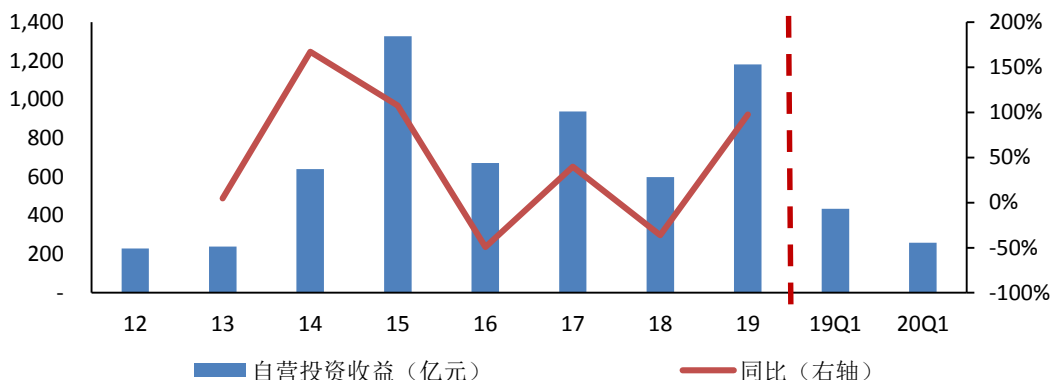
3.4. 自营资产扩表显著，高配固收类者胜，科创板带动“投行+投资”提升收益率

2019/20Q1 上市券商自营业务收入为 1180.7/258.9 亿元，同比增长 97.5%/-40.4%。其中自营资产投入规模持续扩张，收益率来看，受益于 19 年以来债券市场的良好表现，高配固收类资产的券商收益率以及收益的稳健性更好。

1) 自营资产规模来看，近年来上市券商自营资产投资规模持续提升，其中 19 年末上市券商自营资产投资规模达到 3.08 万亿元，同比提升 21%，自营资产与券商净资产比例达到 195%。20Q1 自营资产规模达到 3.29 万亿元，同比提升 7%，自营资产与券商净资产比例达到 201%。中信证券、华泰证券、国泰君安和海通证券自营投资规模居前四位，而以自营资产与净资产的比值来看，东方证券、红塔证券、中信证券和华泰证券居前四位。

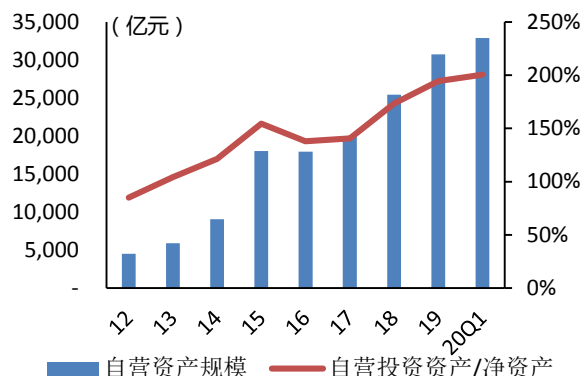
2) 自营投资收益率来看，19 年上市券商的投资收益率达到 4.19%，同比提升 59%，20Q1 年上市券商的投资收益率为 0.81%，同比下滑 51%。上市券商中红塔证券、浙商证券、山西证券和第一创业四家投资收益率居前四名。得益于 19 年与 20Q1 债券市场的良好表现，上市券商投资收益率与自营投资资产中固定收益类资产占比显著正相关。统计结果显示，19 年券商自营资产的固收类占比与自营投资收益率相关系数为正 15%，20Q1 券商自营资产的固收类占比与自营投资收益率相关系数为正 27%。

图 30 上市券商自营投资收益的弹性强



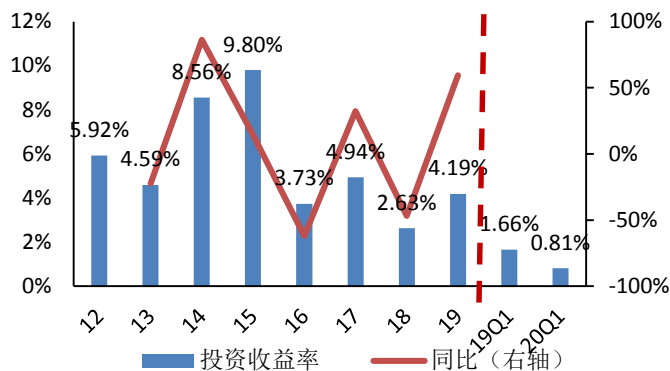
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 31 上市券商自营资产规模持续增加



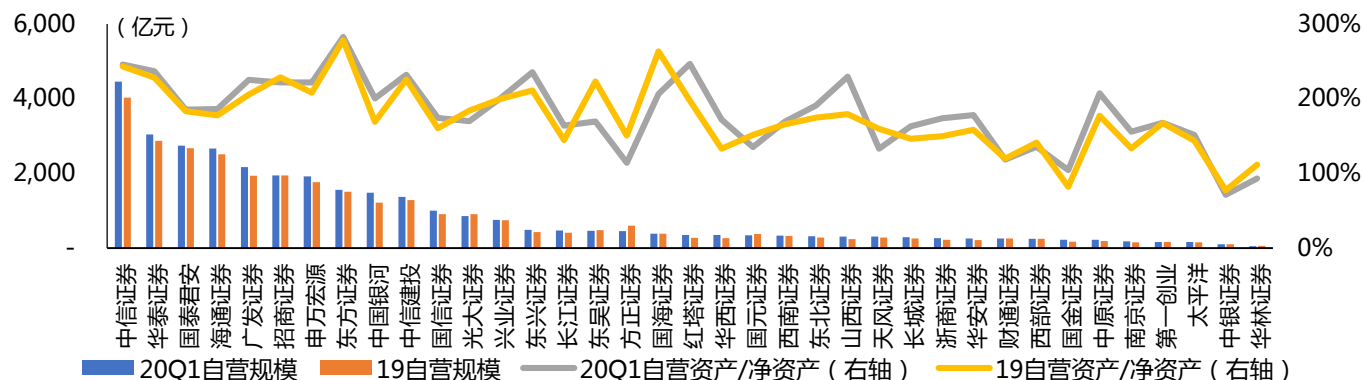
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 32 上市券商自营投资收益率贡献业绩弹性



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 33 19/20Q1 上市券商自营规模及与所有者权益的比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

表 6 19 年及 20Q1 上市券商投资收益率与固收类投资占比显著正相关

	18 年底固收类投资占比	19 年投资收益率	19 年底固收类投资占比	20Q1 投资收益率 (未年化)
中信证券	89%	5%	86%	1%
中信建投	95%	4%	92%	1%
华泰证券	82%	4%	83%	1%
国泰君安	83%	4%	82%	0%
海通证券	80%	5%	81%	0%
申万宏源	89%	3%	90%	1%
招商证券	92%	4%	91%	1%
国信证券	82%	5%	85%	1%

广发证券	89%	3%	90%	1%
中国银河	84%	5%	88%	1%
东方证券	92%	3%	91%	0%
方正证券	88%	2%	84%	0%
红塔证券	98%	8%	96%	3%
光大证券	88%	3%	90%	0%
兴业证券	90%	6%	86%	0%
华林证券	98%	6%	99%	2%
长江证券	88%	6%	88%	0%
长城证券	93%	5%	94%	2%
财通证券	99%	7%	95%	0%
西部证券	99%	6%	96%	1%
天风证券	92%	5%	90%	1%
东兴证券	88%	2%	85%	0%
浙商证券	97%	6%	93%	2%
国元证券	97%	1%	97%	0%
东吴证券	86%	3%	86%	1%
南京证券	95%	3%	96%	0%
第一创业	97%	6%	96%	2%
国金证券	83%	7%	80%	2%
华西证券	96%	5%	91%	0%
西南证券	83%	6%	83%	0%
华安证券	95%	6%	95%	2%
太平洋	95%	7%	92%	1%
山西证券	94%	5%	90%	2%
国海证券	99%	2%	98%	1%
东北证券	90%	7%	91%	2%
中原证券	93%	4%	96%	0%
中银证券	95%	4%	95%	1%
相关系数	15%		27%	

资料来源：Wind，华西证券研究所

科创板带动“投行+投资”提升收益率。19年，科创板跟投资资金 30.76 亿元，收益率高达 81%。其中，中金公司、中信证券、中信建投和国泰君安位居跟投收益前四名，跟投收益分别达到 4.13 亿元、3.66 亿元、2.50 亿元和 2.35 亿元。2020 年，科创板跟投资资金 10.25 亿元，截至一季度末收益率达到 85%。其中中金公司和光大证券跟投收益最高，分别为 3.21 亿元和 1.37 亿元。

表 7 科创板跟投资金及收益率（单位：亿元）

	2019 跟投 金额	2019 跟投收 益	2019 跟投 收益率		2020 跟 投资金	跟投收 益	跟投 收益 率
中国公司	4.64	4.13	89%	中国公司	3.75	3.21	86%
中信证券	3.82	3.66	96%	光大证券	0.90	1.37	152%
中信建投	3.28	2.50	76%	中信建投	0.77	0.82	106%
国泰君安	2.27	2.35	104%	国金证券	0.59	0.62	104%
国信证券	1.79	1.70	95%	民生证券	0.21	0.55	268%
华泰联合	2.02	1.43	71%	国泰君安	0.40	0.51	127%
海通证券	1.09	1.39	127%	中信证券	1.49	0.49	33%
南京证券	0.60	1.24	206%	华创证券	0.23	0.34	145%
安信证券	1.02	1.06	104%	广发证券	0.50	0.33	67%
民生证券	0.98	0.96	98%	兴业证券	0.24	0.21	86%
招商证券	1.44	0.88	61%	西部证券	0.49	0.16	33%
东兴证券	1.00	0.70	70%	中泰证券	0.26	0.10	38%
广发证券	1.27	0.67	53%	首创证券	0.42	-0.00	0%
申万宏源	0.26	0.62	237%	合计	10.25	8.70	85%
天风证券	0.36	0.30	81%				
兴业证券	0.40	0.26	66%				
方正证券	0.19	0.26	137%				
中德证券	0.63	0.21	34%				
东莞证券	0.29	0.20	67%				
东吴证券	0.25	0.15	58%				
华安证券	0.40	0.10	26%				
东方花旗	0.31	0.09	29%				
长江证券	0.60	0.06	9%				
中天国富	0.31	0.03	10%				
国金证券	0.40	0.01	2%				
瑞银证券	0.60	0.00	1%				
英大证券	0.52	-0.03	-5%				
合计	30.76	24.93	81%				

资料来源：Wind，华西证券研究所

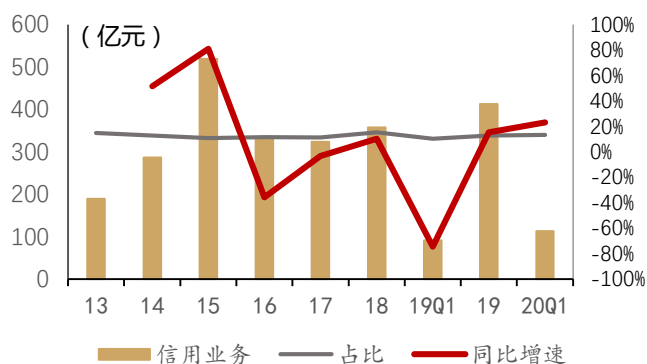
3.5. 融资成本下降与两融余额扩张助推利息净收入提升

2019/20Q1 上市券商利息净收入为 412.5/113.2 亿元，同比增长 15.4%/23.1%。券商利息净收入增加的原因一方面在于随着货币环境的持续宽松，券商融资成本有一定下滑，另一方面是两融余额的持续提升。券商股票质押业务则是主动持续压降，鉴于大家对于此项业务及其信用风险的关注，本文在下一节专门讨论股质业务。

1) 2018 年底以来，随着市场流动性的持续宽松，券商融资成本持续下降。以证券公司债为例，19 年证券公司债的平均利率为 4.24%，同比下降 0.88 个百分点，2020 年证券公司债的平均利率为 3.24%，较 19 年进一步下降 0.78 个百分点。

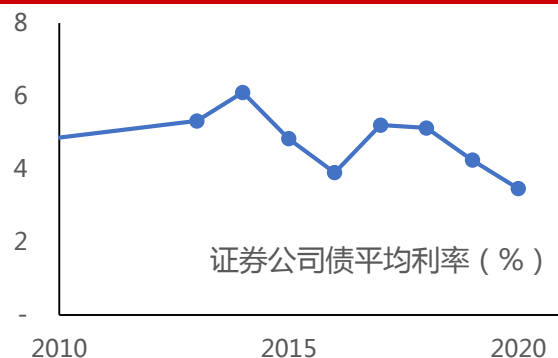
2) 两融业务是券商利息收入板块最重要、最优质的业务。在 19 年两融余额探底 7200 亿元后，两融余额持续提升，并于 19 年 12 月破万亿元，此后维持在万亿元以上的高位水平。

图 34 19 年以来券商利息收入及同比增长



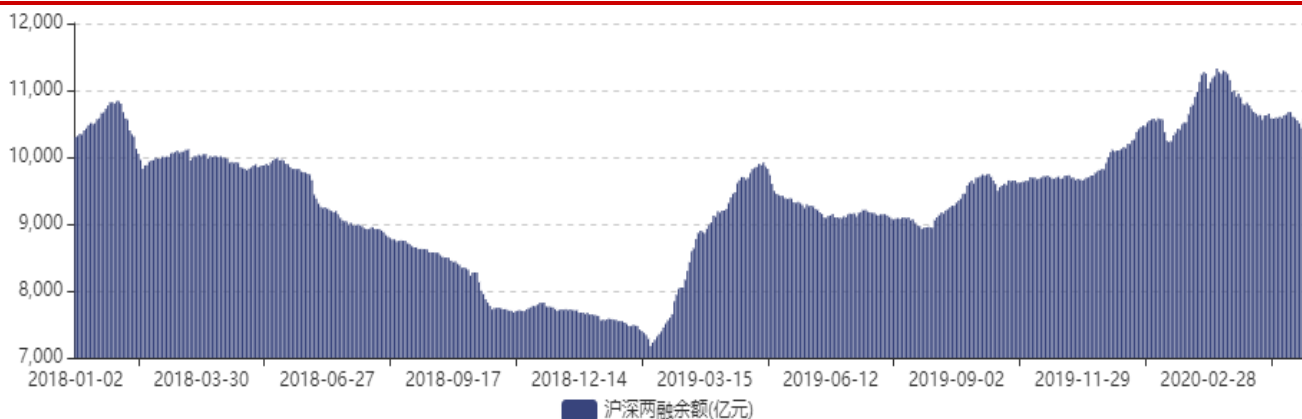
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 35 证券公司债发行利率明显下滑



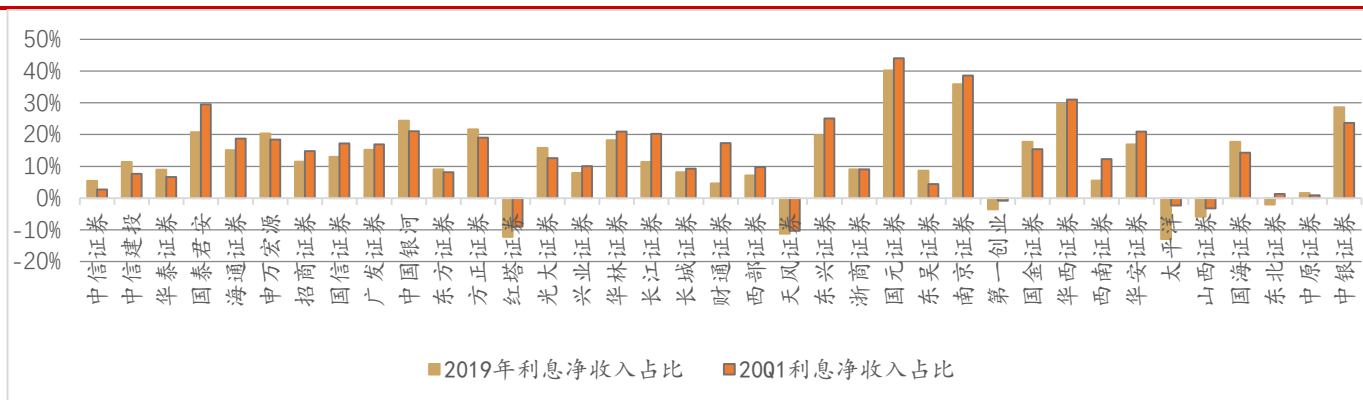
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 36 19 年 1 月以来沪深两融余额持续提升



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 37 2019/20Q1 上市券商利息净收入占收入比重



资料来源：Wind，华西证券研究所

3.6. 股质业务继续主动压降，减值计提充分抵押物充足

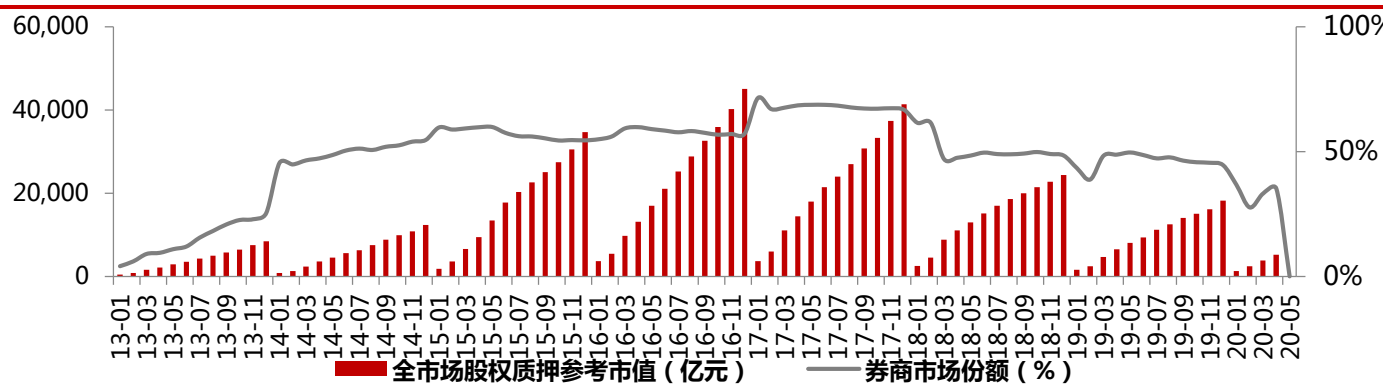
股票质押是 2013 年以来券商非常重要的一项融资类业务，由于拥有大量股票托管客户基础，具备天然的客户优势，同时借力研究所具备股票定价方面优势，股票质押业务推出后，券商不断攻城略地，市场份额节节攀升。2013-2017 年，券商不断超越银行、信托，成为股票质押市场上老大，2017 年市场份额一度超过 70%。

2018 年风险暴露后，券商对股票质押业务态度趋向谨慎，持续主动压价股票质押业务规模。2018 年 1 月股票质押新规开始实施，对券商表内股票质押规模与风险管理提出更高要求，其后随着市场一路下跌，2018 年下半年，股票质押风险逐步暴露¹。此后券商对新增股票质押业务普遍较为谨慎，叠加对于此项业务监管日益趋严，多数券商主动压降股票质押业务规模。其中新增股票质押业务上券商份额从 2017 年的超过 70%下降至 2018、19 年的不足 50%，2020 年进一步下降至 40% 以下。存量股票质押业务余额方面，2017 年，券商存量股票质押业务参考市值达到 4.8 万亿元，2018 年下降至 4.3 万亿元，2019、2020 年进一步下降至 4.0 万亿元以下。

2019 年末，上市券商表内股票质押业务规模为 3736 亿元，较 2018 年下降 28%。其中，海通证券、中信证券、国泰君安股票质押式回购资产余额分别为 422.99 亿元、404.84 亿元、303.50 亿元，排名前三。

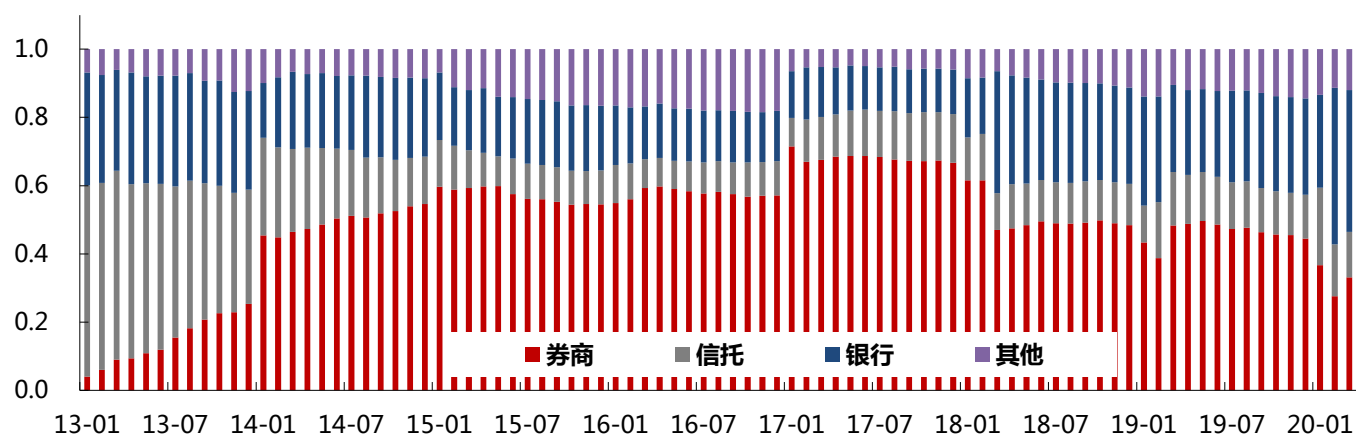
¹ 市场对券商净资产质量的担忧致使彼时券商指数的 PB 估值一度跌至 1 的历史低位。

图 38 全市场年度累计股票质押参考市场及券商市场份额



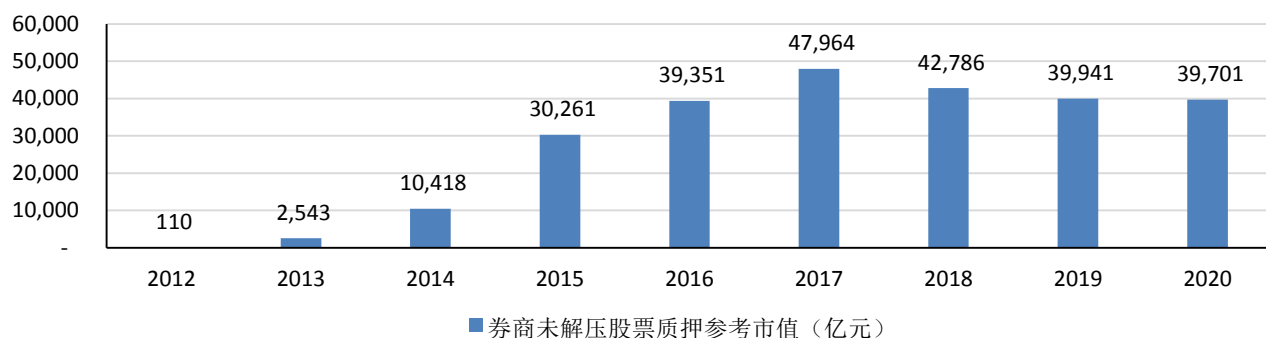
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 39 股票质押市场券商、信托、银行市场份额对比



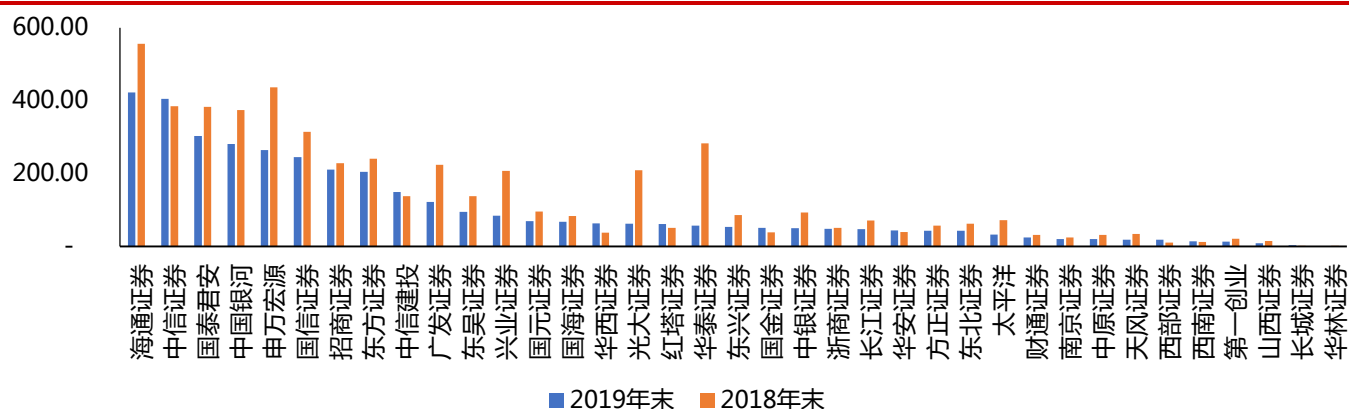
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 40 券商存量未解压股票质押参考市值 2017 年后持续压降



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 41 19 年上市券商股票质押回购规模同比大幅下降 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

整体上市券商股票质押业务减值准备计提较为充分。2018 年末, 上市券商买入返售信用减值 149 亿元, 计提比例达到 2.9%。19 年信用减值准备计提进一步增加至 238 亿元, 同时压降了股票质押规模, 计提比例达到 6.4%。其中西部证券减值准备计提比例最高为 74%, 其次第一创业计提比例高达 42%, 长城证券计提比例第三, 为 21%。

表 8 上市券商对股票质押业务计提信用风险减值准备充足

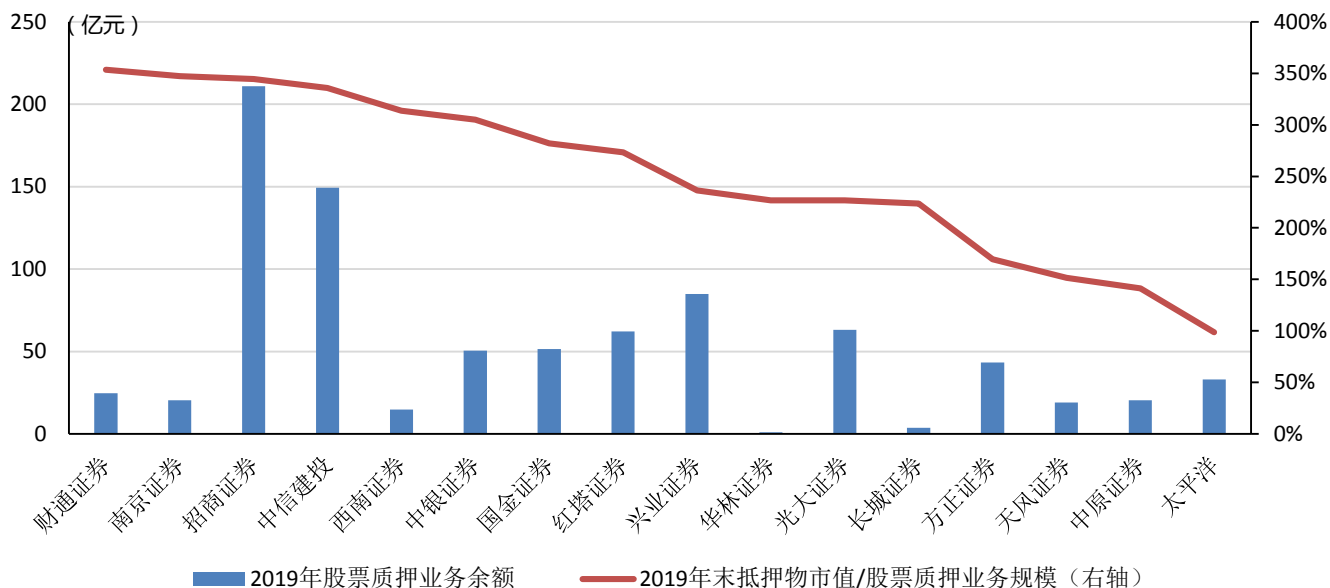
	18 年减值准备 (亿元)	19 年减值准备 (亿元)	18 年减值准备 计提比例	19 年减值准备计提比例
西部证券	8	14	71.0%	74.4%
第一创业	3	6	13.1%	41.6%
长城证券	0	1	0.3%	21.1%
光大证券	4	13	2.0%	20.2%
中原证券	2	4	7.0%	19.8%
华泰证券	5	11	1.9%	18.4%
方正证券	3	7	5.6%	17.2%
东兴证券	6	9	6.4%	17.1%

兴业证券	7	11	3.3%	12.6%
长江证券	4	5	5.9%	11.2%
东吴证券	9	10	6.2%	10.7%
太平洋	10	4	13.3%	10.7%
东北证券	2	4	3.4%	8.9%
国泰君安	16	27	4.3%	8.8%
东方证券	8	18	3.5%	8.8%
西南证券	1	1	5.3%	8.2%
国信证券	12	19	4.0%	7.5%
中信证券	20	30	5.1%	7.5%
国元证券	1	5	1.2%	7.4%
国海证券	1	5	1.3%	6.9%
华安证券	1	2	2.1%	5.3%
财通证券	1	1	2.8%	5.1%
山西证券	0	0	0.5%	4.7%
天风证券	0	1	1.4%	3.5%
中银证券	1	2	1.4%	3.4%
申万宏源	6	8	1.4%	3.0%
华林证券	0	0	3.3%	2.5%
海通证券	7	9	1.3%	2.2%
国金证券	1	1	3.6%	2.1%
招商证券	2	3	0.9%	1.6%
广发证券	2	2	1.0%	1.3%
中国银河	1	4	0.3%	1.3%
中信建投	1	1	0.9%	0.6%
红塔证券	0	0	0.2%	0.5%
南京证券	0	0	0.5%	0.5%
浙商证券	1	0	1.0%	0.4%
华西证券	0	0	0.4%	0.2%
合计	149	238	2.9%	6.4%

资料来源：Wind，华西证券研究所

部分上市券商公布了股票质押业务的抵押物市值，其中财通证券股票质押业务抵押物市值比最高为 354%，其次为南京证券的 347%，75%以上的券商抵押物市值比超过 200%，94%的券商抵押物市值比超过 140%。

图 42 部分上市券商股票质押业务抵押物市值比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测: 中性假设下 2020 年归母净利增速超 10%

行业客户保证金及两融余额维持高位, 注册制发行、再融资新政下投行业绩有望显著增长, 流动性持续宽松推动融资成本下降, 在 2020 年全年日均股基交易额 7252 亿元、日均两融余额 10556 亿元的中性假设下, 行业全年预测净利润 1405 亿元, 同比增长 14.1%。分业务类看, 经纪业务收入将达到 969 亿元, 同比增长 23.0%; 自营业务收入 1413 亿元, 同比增长 15.7%; 利息收入 531 亿元, 同比增长 14.5%; 投行业务收入将达到 570 亿元, 同比增长 18.0%; 资管业务收入将达到 272 亿元, 同比下降 1.0%。

其中基于去年二季度业绩的低基数, 20 年中期业绩预计同比实现正增长, 在上半年日均股基交易额 7871 亿元的中性假设下, 20H1 净利润同比增 4.6%。

表 9 关键假设

关键假设 (单位: 亿元)	2018	2019	20Q1	2020H1E	2020E	2021E
经纪业务						
日均交易额	4,139	5,599	9,145	7,871	7,252	7,909
佣金率	3.10	2.88	2.78	2.76	2.74	2.60
投行业务						
IPO 规模	1,378	2,532	786	1,472	2,972	4,755
定增规模	7,524	6,888	1,540	3,737	8,132	11,385
配股规模	228	134	160	354	740	740
核心债券	39,922	55,387	13,571	30,424	63,902	70,292
资管业务						
集合资管规模日均	20,131	19,054	19,326	19,682	20,393	23,452
定向资管规模日均	126,938	100,563	92,899	94,609	98,028	112,732
专项资管规模日均	60	16	0	0	0	0

资本中介业务						
日均融资融券规模	9,131	9,116	10,447	10,515	10,556	11,413
日均股权质押规模	7,475	5,197	4,159	4,108	4,311	4,527
日均客户资金	9,989	11,189	14,350	14,800	14,300	17,220
自营业务						
平均投资资产	31,361	38,759	43,199	44,720	47,100	57,956
投资收益率	2.6%	3.2%	0.7%	1.5%	3.0%	3.0%

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 10 盈利预测

券商行业收入利润（单位：亿元）	2018	2019	20Q1	2020H1E	2020E	2021E
营业收入	2,663	3,605	983	1,864	3,797	4,303
--经纪业务	623	788	295	512	969	1,004
--自营业务	800	1,222	292	671	1,413	1,739
--利息收入	215	464	129	290	531	498
--投行业务	370	483	110	240	570	708
--资管业务	275	275	67	131	272	313
--其他	379	374	90	18	42	42
营业支出	1,775	1,964	465	934	1,924	2,173
--营业税金及附加	24	25	8	15	30	34
--管理费用	1,521	1,795	439	900	1,779	2,017
--减值损失	194	215	47	78	151	149
营业利润	888	1,641	518	929	1,873	2,131
所得税	222	410	130	232	468	533
净利润	666	1,231	389	697	1,405	1,598
收入增速及利润率	2018	2019	20Q1	2020H1E	2020E	2021E
营业收入增速	-14.5%	35.4%	-3.5%	4.2%	5.3%	13.3%
--经纪业务	-24.1%	26.3%	33.0%	15.4%	23.0%	3.6%
--自营业务	-7.1%	52.6%	-43.2%	8.1%	15.7%	23.0%
--利息收入	-38.3%	115.8%	87.3%	26.7%	14.5%	-6.3%
--投行业务	-27.4%	30.5%	25.7%	21.5%	18.0%	24.3%
--资管业务	-11.4%	0.1%	16.4%	3.2%	-1.0%	15.0%
净利润增速	-41.0%	84.8%	-11.7%	4.6%	14.1%	13.8%
利润率	25.0%	34.1%	39.5%	37.4%	37.0%	37.1%

资料来源：Wind，华西证券研究所

表 11 敏感性分析（单位：亿元）

20 年两融余额 10556 亿假设下敏感性分析									
20 年日均交易额	5000	6000	7,252	8,000	9,000	10,000	11,000	12000	13000
营业收入	3646	3713	3797	3847	3913	3980	4047	4114	4181
净利润	1352	1376	1405	1422	1445	1469	1492	1515	1539
营业收入增速	1.1%	3.0%	5.3%	6.7%	8.6%	10.4%	12.3%	14.1%	16.0%
净利润增速	9.9%	11.7%	14.1%	15.5%	17.4%	19.3%	21.2%	23.1%	25.0%
20 年日均股票交易 7252 亿假设下敏感性分析									
20 年日均两融余额	8,556	9,556	10,556	11,556	12,556	13,556	14,556	15,556	16,556
营业收入	3711	3754	3797	3839	3882	3925	3968	4011	4054
净利润	1375	1390	1405	1420	1435	1450	1465	1480	1494
营业收入增速	2.9%	4.1%	5.3%	6.5%	7.7%	8.9%	10.1%	11.3%	12.5%
净利润增速	11.7%	12.9%	14.1%	15.3%	16.5%	17.8%	19.0%	20.2%	21.4%

资料来源：Wind，华西证券研究所

4.2. 投资建议

目前行业估值处于历史较低位置，流动性持续宽松以及资本市场政策面不断超预期估值中枢有望抬升。目前一级市场政策不断出台包括科创板及存量板块的注册制发行、再融资新规的推出，以及新三板一系列盘活政策。为匹配一级市场政策效果，更好地服务实体经济，后续投资端政策值得期待，包括引导长期资金入市、完善交易制度和衍生品扩容。长期看好行业。证券行业投资价值分析详见我们 2020 年 4 月 14 日外发报告《证券行业大涨点评兼行业投资价值简析》。

个股方面，我们推荐三条主线：1) 受益于行业打造航母级券商各项创新政策的大型综合性券商，包括华泰、海通、国君；2) 投行业务占比高，项目储备充足的国金证券；3) 关注经营稳健，在证券行业享有明显领先其他金融子行业政策面利好背景下，有望获得更多集团支持的中银证券。

4.3. 风险提示

外围市场大幅波动，海外分部经营风险，北上资金大幅净流出，权益市场大幅下跌，券商股票质押业务风险，衍生品风控不足，创投子公司参与项目的连带责任，交易量大幅萎缩，资本市场改革低于预期。

5. 重点上市公司首次覆盖

5.1. 华泰证券：科技驱动的行业转型开拓者

作为科技驱动的行业转型开拓者，华泰证券科技赋能下的财富管理与机构服务“双轮驱动”战略赢得良好开局。今年公司公布股份回购方案，用于实施限制性股票股权激励计划，将有助于增强投资者信心。股票期权激励计划的推出有助于建立更加市场化的机制，激发公司活力。

业绩增幅及稳定性均优于行业，自营投资在去方向上成效显著。2019/20Q1 华泰证券实现营业收入 248.63/68.65 亿元，同比+54.3%/+9.9%；归母净利润 90.02/28.88 亿元，同比+78.9%/+3.9%，优于上市券商整体的+71%/-19%。优于同业的主原在于公司自营投资收益的稳定性强，特别是 20Q1 在上市券商整体自营投资收益同比-40%的背景下，公司 20Q1 自营投资收益同比+13%。尤其难得的是，这个成绩是在公司权益类资产比重高而 20Q1 权益市场大幅波动的情况下取得的，公司权益类证券及衍生品/净资本为 58.07%，行业排名第三，说明公司在非方向性投资策略方面成效显著。

两融余额份额提升，股押规模持续压降。公司两融市场份额创近年来新高、表内股票质押规模已压缩至较低水平。截至 19 年末，母公司融资融券业务余额为人民币 671.25 亿元，同比增长 54.26%，高于市场平均水平，市场份额达 6.59%；股票质押式回购余额 378.14 亿元，同比下降 29.5%，平均履约保障比例为 267.70%。其中，表内业务待购回余额为 53.13 亿元、平均履约保障比例为 220.71%，表外业务待购回余额为 325.01 亿元。公司信用业务质量与信用风险大大降低。

科技赋能人才驱动，财富管理业务值得期待。公司充分借鉴国内外先进的财富管理服务体系和经验，从服务、流程和技术平台等方面加快财富管理业务发展。19 年推出投顾工作云平台“AORTA”，形成了集团财富管理业务的重要中台支撑。截至 19 年末，“涨乐财富通”累计下载量突破 5,020 万，月活数突破 770 万，位居证券公司类 APP 第一名。同时，积极推进投资顾问专业队伍和财富管理服务能力建设，截至 19 年末，母公司从业人员中投资顾问占比超过 30%。今年公司首批获得基金投顾试点，财富管理业务值得期待。

26 亿股份回购计划，增强投资者信心。20 年 3 月 30 日，公司披露股票回购方案，拟回购 4538.32 万股至 9076.65 万股，用于实施限制性股票股权激励计划。同时深化落实公司混合所有制改革，建立员工与公司利益共享、风险共担的市场化机制，进一步激发公司活力。

投资建议：作为科技驱动的行业转型开拓者，华泰证券科技赋能下的财富管理与机构服务“双轮驱动”战略赢得良好开局。今年公司公布股份回购方案，用于实施限制性股票股权激励计划，将有助于增强投资者信心。股票期权激励计划的推出有助于建立更加市场化的机制，激发公司活力。在 2020/2021/2022 股基日均交易分别 7200 /7900/8700 元的核心假设下，预计公司归母净利分别同比+17.9%/+11.3%/11.1%，预测 2020/2021/2022 的 EPS 分别为 1.17 元/1.30 元/1.45 元，BVPS 为 14.35 元/15.40 元/16.61 元，5 月 8 日股价对应估值分别为 PB1.28/1.19/1.10 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表 12 华泰证券盈利预测

资产负债表						利润表					
单位:亿元						单位:亿元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	711.0	1,171.0	1,422.0	1,654.5	1,920.0	营业收入	161.08	248.63	274.45	305.93	340.73
其中：客户资金存款	429.0	672.4	802.3	962.7	1,155.3	代理买卖证券业务净收入	33.86	41.08	53.95	55.90	59.03
结算备付金	190.7	224.7	272.2	319.6	374.7	证券承销业务净收入	19.49	19.47	22.84	33.07	44.02
其中：客户备付金	160.4	157.1	188.2	225.9	271.1	受托客户资产管理业务净收入	24.73	27.72	28.53	32.29	36.57
融出资金	461.9	690.1	732.4	805.6	886.2	利息净收入	30.15	21.22	20.98	11.21	7.87
金融投资	1,489.8	2,848.9	3,541.8	3,953.4	4,370.3	投资净收益	24.11	98.49	134.92	158.24	175.73
交易性金融资产	1,222.4	2,528.0	3,142.7	3,508.0	3,877.9	公允价值变动净收益	17.98	20.57	0.00	0.00	0.00
债权投资	162.7	197.4	245.4	273.9	302.8	汇兑净收益	0.31	1.48	0.00	0.00	0.00
其他债权投资	6.1	20.1	25.0	27.9	30.9	其他业务收入	6.09	11.52	13.24	15.23	17.51
其他权益工具投资	98.5	103.4	128.6	143.6	158.7	营业支出	96.33	132.55	137.45	153.46	171.34
持有至到期投资	-	-	-	-	-	营业税金及附加	1.40	1.52	1.68	1.87	2.08
买入返售金融资产	435.6	184.7	184.7	203.1	223.4	管理费用	81.67	113.67	125.48	139.87	155.78
长期股权投资	131.8	156.4	194.4	217.0	239.9	信用减值损失	8.63	7.20	0.11	0.00	0.00
固定资产	35.0	36.7	45.6	50.9	56.3	其他业务成本	4.58	10.19	10.19	11.72	13.48
无形资产	54.6	57.1	71.0	79.3	87.6	营业利润	64.75	116.08	137.00	152.48	169.39
递延所得税资产	2.3	2.0	2.5	2.8	3.1	利润总额	64.49	115.86	136.78	152.23	169.12
投资性房地产	5.9	5.3	6.6	7.3	8.1	所得税	12.88	25.29	29.85	33.23	36.91
其他资产	168.2	245.0	278.5	320.8	368.6	归属母公司净利润	50.33	90.02	106.12	118.11	131.21
资产总计	3,686.7	5,621.8	6,751.7	7,614.5	8,538.3	主要财务比率					
短期借款	30.2	57.2	80.1	96.2	112.3	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应付短期融资款	211.2	464.3	427.6	427.6	427.6	成长能力					
拆入资金	58.1	113.6	159.1	190.9	222.9	营业收入(%)	-23.7	54.3	10.4	11.5	11.4
交易性金融负债	52.0	73.8	100.2	100.2	100.2	归母净利润(%)	-45.7	78.9	17.9	11.3	11.1
衍生金融负债	7.8	12.8	17.5	17.5	17.5	收入结构					
卖出回购金融资产款	401.0	1,097.2	1,536.1	1,843.3	2,152.3	手续费净收入(%)	21.0	16.5	19.7	18.3	17.3
代理买卖证券款	594.9	898.2	1,077.8	1,293.4	1,552.1	承销收入(%)	12.1	7.8	8.3	10.8	12.9
其他负债	457.5	744.2	794.6	794.6	794.6	资产管理收入(%)	15.4	11.1	10.4	10.6	10.7
负债合计	2,639.2	4,365.3	5,416.3	6,180.6	6,992.4	利息净收入(%)	18.7	8.5	7.6	3.7	2.3
股本	82.5	90.8	90.8	90.8	90.8	投资收益(%)	20.2	36.9	39.2	41.9	41.9
资本公积金	588.6	702.9	703.6	703.6	703.6	其他业务收入(%)	12.6	19.0	14.8	14.8	14.8
盈余公积金	44.9	51.2	61.8	73.6	86.7	获利能力					
未分配利润	194.2	231.8	294.6	367.0	449.9	自营投资收益率(%)	2.8	4.2	3.4	3.4	3.4
一般风险准备	122.0	140.8	151.5	163.3	176.4	杠杆率	3.6	4.6	5.2	5.4	5.7
归属于母公司所有者权益	1,033.9	1,225.4	1,302.2	1,398.2	1,507.4	ROE(%)	5.3	8.0	8.4	8.7	9.0
负债及股东权益	3,686.7	5,621.8	6,751.7	7,614.5	8,538.3	ROA(%)	1.3	1.9	1.7	1.6	1.6
每股指标 (单位：元)						估值					
每股净利润	0.61	0.99	1.17	1.30	1.45	PE	30.04	18.47	15.67	14.08	12.67
每股净资产	12.53	13.50	14.35	15.40	16.61	PB	1.46	1.36	1.28	1.19	1.10

资料来源：Wind，华西证券研究所

5.2. 海通证券：行业领先的境内外综合金融服务平台

在打造航母级券商的政策背景下，海通证券规模优势、业务优势、国际化优势明显。200 亿非公开发行将进一步增强实力。需要关注公司自营业务与信用业务风险。

受自营投资与信用减值损失拖累，20Q1 业绩大幅下滑。19/20Q1 海通证券实现营业收入 344.29/69.86 亿元，同比增长 44.9%/-31.9%；归母净利润 95.23/22.83 亿元，同比增长 82.7%/-39.5%。ROE 为 7.8%/7.2%（年化），同比上升 3.4/下降 5.3 个百分点。其中，19/20Q1 自营业务实现利润 114.5/12.53 亿元，同比增长 228.7%/-74.1%。19 年末权益类自营/净资本为 34.4%，居行业第六，20Q1 市场剧烈波动导致自营业务成为公司业绩拖累项。同时，公司大幅计提减值，20Q1 信用减值损失 6.93 亿元，同比增长 162.3%。

投行债承业务大幅增加，资管转型持续贡献业绩。传统中介类业务持续增长，19 年经纪/投行/资管分别实现收入 35.7/34.6/24.0/41.5 亿元，同比增长 18.8%/7.4%/24.4%。20Q1 经纪/投行/资管分别实现利润 12.7/7.3/6.6/11.6 亿元，同比增长 32.3%/24.8%/62.7%。投行债券承销份额提升，19/20Q1 核心债券融资规模达 2337/962 亿元，市场份额为 4.7%/5.8%，相较 2018 年的 4.1%有较大提升。资管新规背景下，公司向主动管理转型，20Q1 资管收入占比 9.5%，同比增长 4.5 个百分点。

公司国际化进程行业领先，致力于打造境内外综合金融平台。截至 19 年末，公司营业网点覆盖“纽、伦、东、新、港、沪”六大国际金融中心。在中国境内拥有 340 家证券及期货营业部，遍布 30 个省、直辖市和自治区；境外方面，在亚洲、欧洲、北美洲、南美洲、大洋洲等全球 5 大洲 14 个国家和地区设有分行或子公司。并且，海通证券收购整合海通国际、海通银行，设立上海自贸区分公司，公司建立了业内领先的国际业务平台，获得了亚太地区先发优势以及欧美地区前瞻性的战略储备，境外业务居行业领先地位。

投资建议：在打造航母级券商的政策背景下，海通证券规模优势、业务优势、国际化优势明显。200 亿非公开发行将进一步增强实力。在 2020/2021/2022 股基日均交易分别 7200 /7900/8700 元的核心假设下，预计公司归母净利分别同比 +11.9%/+15.0%/9.5%，预测 2020/2021/2022 的 EPS 分别为 0.93 元/1.07 元/1.17 元，BVPS 为 11.91 元/12.91 元/14.01 元，5 月 8 日股价对应估值分别为 PB1.08/1.00/0.92 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示：需要关注公司自营业务与信用业务风险。

表 13 海通证券盈利预测

资产负债表						单位:亿元					利润表					单位:亿元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E										
货币资金	1,008.4	1,170.2	1,420.2	1,685.9	1,981.8	营业收入	237.65	344.29	338.87	390.20	430.87										
其中: 客户资金存款	625.2	761.8	903.3	1,084.0	1,300.8	代理买卖证券业务净收入	30.06	35.71	41.91	43.40	45.83										
结算备付金	76.5	86.1	112.6	134.4	159.6	证券承销业务净收入	32.17	34.57	36.74	48.13	61.36										
其中: 客户备付金	61.1	67.6	91.2	109.5	131.4	受托客户资产管理业务净收入	19.25	23.95	24.28	27.19	30.47										
融出资金	488.6	528.0	560.4	616.4	678.0	利息净收入	48.20	41.48	39.09	17.87	2.10										
金融投资	2,082.5	2,491.6	2,735.1	3,184.9	3,603.7	投资净收益	55.35	92.31	120.08	165.33	189.58										
交易性金融资产	1,772.1	2,195.9	2,392.2	2,785.6	3,151.9	公允价值变动净收益	-20.19	23.69	0.00	0.00	0.00										
债权投资	6.8	26.2	31.7	36.9	41.7	汇兑净收益	2.19	2.43	0.00	0.00	0.00										
其他债权投资	151.3	111.5	132.9	154.8	175.1	其他业务收入	66.75	84.28	76.76	88.27	101.51										
其他权益工具投资	152.3	157.8	178.4	207.7	235.0	营业支出	166.55	210.53	196.51	226.53	251.64										
持有至到期投资	-	-	-	-	-	- 营业税金及附加	1.72	1.62	1.60	3.37	2.03										
买入返售金融资产	826.8	574.9	574.9	632.3	695.6	管理费用	93.83	110.95	109.20	125.74	138.85										
长期股权投资	53.1	49.4	56.1	65.3	73.9	信用减值损失	16.22	28.47	23.00	25.30	27.83										
固定资产	58.5	63.1	72.2	84.1	95.2	其他业务成本	54.53	69.56	62.71	72.12	82.93										
无形资产	13.2	13.1	14.3	16.6	18.8	营业利润	71.10	133.76	142.36	163.67	179.22										
递延所得税资产	32.4	31.4	35.8	41.7	47.2	利润总额	75.70	138.72	147.26	169.32	185.45										
投资性房地产	2.1	1.8	2.0	2.3	2.6	所得税	18.00	33.31	40.61	46.69	51.14										
其他资产	1,104.1	1,358.5	1,411.5	1,587.8	1,759.3	归属母公司净利润	52.11	95.23	106.61	122.58	134.26										
资产总计	5,746.2	6,367.9	6,995.1	8,051.8	9,115.7	主要财务比率															
短期借款	369.2	417.9	539.2	647.1	755.5	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E										
应付短期融资款	265.4	322.1	-	-	-	成长能力															
拆入资金	147.2	206.2	266.1	319.3	372.8	营业收入（%）	-15.8	44.9	-1.6	15.1	10.4										
交易性金融负债	262.0	300.9	276.9	276.9	276.9	归母净利润（%）	-39.5	82.7	11.9	15.0	9.5										
衍生金融负债	22.2	21.7	37.6	37.6	37.6	收入结构															
卖出回购金融资产款	563.7	688.8	888.7	1,066.4	1,245.2	手续费净收入（%）	12.6	10.4	12.4	11.1	10.6										
代理买卖证券款	718.9	874.6	1,049.6	1,259.5	1,511.4	承销收入（%）	13.5	10.0	10.8	12.3	14.2										
其他负债	137.1	141.4	152.6	152.6	152.6	资产管理收入（%）	8.1	7.0	7.2	7.0	7.1										
负债合计	4,444.4	4,956.7	5,462.0	6,389.9	7,312.6	利息净收入（%）	20.3	12.0	11.5	4.6	0.5										
股本	115.0	115.0	115.0	115.0	115.0	投资收益（%）	14.7	33.3	35.0	41.9	43.6										
资本公积金	564.1	565.3	565.3	565.3	565.3	其他业务收入（%）	30.8	27.3	23.1	23.0	24.0										
盈余公积金	62.6	69.4	80.0	92.3	105.7	获利能力															
未分配利润	313.4	368.6	447.4	538.1	637.4	自营投资收益率（%）	2.3	5.0	4.5	5.5	5.5										
一般风险准备	135.6	151.6	162.2	174.5	187.9	杠杆率	4.9	5.1	5.1	5.4	5.7										
归属于母公司所有者权益	1,178.6	1,260.9	1,370.0	1,485.1	1,611.3	ROE（%）	4.4	7.8	8.1	8.6	8.7										
负债及股东权益	5,746.2	6,367.9	6,995.1	8,051.8	9,115.7	ROA（%）	0.9	1.6	1.6	1.6	1.6										
每股指标（单位：元）						估值															
每股净利润	0.45	0.83	0.93	1.07	1.17	PE	28.52	15.60	13.94	12.12	11.07										
每股净资产	10.25	10.96	11.91	12.91	14.01	PB	1.26	1.18	1.08	1.00	0.92										

资料来源: Wind, 华西证券研究所

5.3. 国泰君安：业务体系全面均衡的大型综合性券商

供给侧与头部集中、风险管理重要性提升是对证券行业两大主要判断。国泰君安在资本实力、网点布局及业务规模上已形成优势，19 年公司整体规模与业绩排名继续居行业前列。公司连续 11 年获得证监会 AA 评级，行业仅 3 家取得如此成绩，分类监管新办法下公司有望获益于优异的风险管理能力。

资本规模行业领先，各项主营业务稳居行业前列。国泰君安业务规模优势明显，19 年国泰君安营业收入、净利润、净资产、净资本均排名行业第 2 位，总资产排名行业第 3 位。同时，公司各项主营业务稳居行业前列。19 年公司代理买卖证券业务净收入排名行业第 1 位，19/20Q1 市场份额分别为 6.9%/7.0%；投行业务承销家数和承销额分别排名行业第 3 位和第 4 位，再融资市场 19 年/20Q1 份额分别为 9.9%/5.2%，核心债券承销 19 年/20Q1 份额分别为 5.4%/4.9%；资管业务受托资金规模排名行业第 3 位；融资融券余额、股票质押回购余额排名均为行业第 3 位。

科技投入行业第一，财富管理转型值得期待。19 年，国泰君安信息技术投入 11.17 亿元，连续两年排名行业第一，科技将持续为业务赋能。19 年公司代销金融产品净收入排名行业第 2，同比+65.1%；投资顾问人数 2698 人，同比+26.3%；投资顾问签约客户 18.7 万户，同比+24.4%。今年公司首批获得公募基金投资顾问业务试点资格，叠加优异的平台、投顾、高净值客户基础，公司财富管理转型值得期待。

传统中介类业务持续增长，20Q1 资金类业务对业绩构成拖累。2019/20Q1 国泰君安实现营业收入 299.49/61.45 亿元，同比增长 31.8%/-8.2%；归母净利润 86.37/18.26 亿，同比增长 28.8%/-39.2%。ROE 分别为 6.6%/5.3%（年化）。其中传统中介类业务持续增长，19 年经纪/投行/资管分别实现收入 56.3/25.9/16.7 亿元，同比增长 28.5%/29.1%/11.0%。20Q1 经纪/投行/资管分别实现收入 20.51/5.3/4.2 亿元，同比增长 33.9%/40.7%/24.7%。公司权益类自营占比相对高，19 年末权益类自营/净资本为 41.75%，排名行业第 3，这也导致 20Q1 权益市场剧烈波动拖累公司业绩。19 年公司信用减值损失 20.49 亿元，同比增 109.9%，主要来自股权质押及境外开展业务。20Q1 信用减值损失 0.52 亿元（去年同期回拨 3.75 亿元）。

投资建议：供给侧与头部集中、风险管理重要性提升是对证券行业两大主要判断。国泰君安在资本实力、网点布局及业务规模上已形成优势。公司连续 11 年获得证监会 AA 评级，未来有望获益于优异的风险管理能力。虽然受自营拖累 20Q1 业绩大幅下滑，但目前低估值已经充分反映了业绩下滑。在 2020/2021/2022 股基日均交易分别 7200 /7900/8700 元的核心假设下，预计公司归母净利分别同比 +15.0%/+21.3%/8.1%，预测 2020/2021/2022 的 EPS 分别为 1.11 元/1.35 元/1.46 元，BVPS 为 16.28 元/17.40 元/18.62 元，5 月 8 日股价对应估值分别为 PB1.02/0.96/0.90 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表 14 国泰君安盈利预测

资产负债表						利润表					
单位:亿元						单位:亿元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	881.5	1,206.5	1,458.6	1,729.1	2,043.4	营业收入	227.19	299.49	291.28	347.43	381.80
其中：客户资金存款	678.0	954.0	1,134.1	1,361.0	1,633.2	代理买卖证券业务净收入	43.80	56.30	73.93	76.60	80.89
结算备付金	127.0	116.0	151.4	178.0	208.0	证券承销业务净收入	20.09	25.93	26.34	37.07	49.53
其中：客户备付金	97.0	71.4	94.1	113.0	135.5	受托客户资产管理业务净收入	15.00	16.65	17.24	19.83	22.81
融出资金	536.6	720.9	765.1	841.6	925.8	利息净收入	58.32	52.27	44.94	29.84	20.02
金融投资	1,936.3	2,668.4	3,428.2	3,890.1	4,335.3	投资净收益	70.79	73.11	73.31	120.24	135.14
交易性金融资产	1,376.8	1,890.2	2,428.5	2,755.7	3,071.0	公允价值变动净收益	-12.03	17.00	0.00	0.00	0.00
债权投资	-	-	-	-	-	汇兑净收益	0.06	-0.65	0.00	0.00	0.00
其他债权投资	391.7	602.7	774.3	878.6	979.2	其他业务收入	20.86	48.27	55.51	63.84	73.41
其他权益工具投资	167.9	175.5	225.4	255.8	285.1	营业支出	134.31	184.90	165.98	195.51	217.61
持有至到期投资	-	-	-	-	-	营业税金及附加	1.52	1.37	1.33	1.59	1.74
买入返售金融资产	611.2	539.4	539.4	593.3	652.7	管理费用	102.40	115.94	112.76	134.49	147.80
长期股权投资	26.3	24.6	31.6	35.8	39.9	信用减值损失	9.76	20.50	5.00	5.50	6.05
固定资产	35.6	35.0	45.0	51.0	56.9	其他业务成本	20.61	46.89	46.89	53.92	62.01
无形资产	22.6	23.4	30.1	34.1	38.0	营业利润	92.88	114.59	125.30	151.93	164.20
递延所得税资产	12.9	12.5	16.1	18.2	20.3	利润总额	92.68	114.45	125.19	151.81	164.06
投资性房地产	-	-	-	-	-	所得税	21.98	23.93	26.18	31.74	34.31
其他资产	177.4	246.5	288.2	334.6	386.1	归属母公司净利润	67.08	86.37	99.30	120.40	130.12
资产总计	4,367.3	5,593.1	6,753.6	7,706.0	8,706.4	主要财务比率					
短期借款	82.8	103.1	133.0	159.6	186.4	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应付短期融资款	70.5	174.2	382.8	459.4	536.4	成长能力					
拆入资金	101.6	94.9	122.4	146.9	171.5	营业收入（%）	-4.6	31.8	-2.7	19.3	9.9
交易性金融负债	332.8	442.9	468.4	468.4	468.4	归母净利润（%）	-32.1	28.8	15.0	21.3	8.1
衍生金融负债	2.6	13.6	22.5	22.5	22.5	收入结构					
卖出回购金融资产款	705.6	1,260.2	1,625.9	1,951.1	2,278.2	手续费净收入（%）	19.3	18.8	25.4	22.0	21.2
代理买卖证券款	660.2	828.9	994.6	1,193.6	1,432.3	承销收入（%）	8.8	8.7	9.0	10.7	13.0
其他负债	30.8	24.3	25.8	25.8	25.8	资产管理收入（%）	6.6	5.6	5.9	5.7	6.0
负债合计	3,030.6	4,132.2	5,210.3	6,056.6	6,940.5	利息净收入（%）	25.7	17.5	15.4	8.6	5.2
股本	87.1	89.1	89.1	89.1	89.1	投资收益（%）	25.3	29.5	25.2	34.6	35.4
资本公积金	437.2	462.1	462.0	462.0	462.0	其他业务收入（%）	14.3	20.0	19.1	18.4	19.2
盈余公积金	71.8	71.7	81.7	93.7	106.7	获利能力					
未分配利润	380.7	413.4	472.1	547.8	631.2	自营投资收益率（%）	3.9	3.8	2.4	3.3	3.3
一般风险准备	154.8	175.0	184.9	196.9	210.0	杠杆率	3.5	4.1	4.7	5.0	5.2
归属于母公司所有者权益	1,234.5	1,375.0	1,449.9	1,549.6	1,659.1	ROE（%）	5.4	6.6	7.0	8.0	8.1
负债及股东权益	4,367.3	5,593.1	6,753.6	7,706.0	8,706.4	ROA（%）	1.5	1.7	1.6	1.7	1.6
每股指标（单位：元）						估值					
每股净利润	0.77	0.97	1.11	1.35	1.46	PE	21.67	17.20	14.96	12.34	11.42
每股净资产	14.17	15.44	16.28	17.40	18.62	PB	1.18	1.08	1.02	0.96	0.90

资料来源：Wind，华西证券研究所

5.4. 国金证券：投行业绩爆发，助力公司 20Q1 业绩增长

近年围绕“做强投行、做优投资”业务战略，持续增加投入与布局，在科创板、注册制推广至存量板块、调整红筹股回 A 政策背景下，投行业务有望受益。但需要关注信用风险。

19/20Q1 归母净利润同比增长 28.5%/18.8%，业绩稳定性优于行业。19/20Q1 国金证券实现营业收入 43.5/13.9 亿元，同比增长 15.5%/29.1%；归母净利润分别为 13.0/4.8 亿元，同比增长 28.5%/18.8%，业绩稳定程度远超可比公司及行业平均水平。分业务来看，2019 年经纪/投行/资管/信用/自营分别实现利润 11.4/9.0/1.0/7.7/12.4 亿元，同比增长 14.8%/25.0%/-27.8%/32.8%/17.4%。20Q1 经纪/投行/资管/信用/自营分别实现利润 3.9/4.1/0.2/2.2/3.2 亿元，同比增长 30.0%/181.1%/10.0%/24.2%/-25.5%。

投行业绩爆发，助力公司 20Q1 业绩增长。20Q1 营收同比增加 3.14 亿元，其中投行业绩增长 2.64 亿元，贡献占比达到 84%。近年围绕“做强投行、做优投资”业务战略，国金证券持续深化投行改革，大力引进保荐代表人等专业人才，截止 2019 年末，国金证券共有注册保荐代表人 135 名，在全部保荐机构中排名第 8 位。债券承销业务规模稳步扩大，证券承销业务金额总计 954.21 亿元，同比增长 93.72%，承销净收入 6.89 亿元，同比增长 48.81%。在投行业务大发展的环境下国金证券在投行业务的提前布局有望受益。

信用业务持续提升，股票质押规模逆势增长。2019/20Q1 国金证券利息净收入分别为 7.7/2.15 亿元，同比 32.8%/24.2%，占收入的比重为 17.7%/15.4%，收入占比高于同行平均水平。其中，2019 年两融余额为 88.57 亿元，同比增长 49.33%。20Q1 融出资金分别为 99.18 亿元，较 19 年末增长 8.1%。2019 年末表内股票质押式回购业务规模合计 51.10 亿元，同比增长 38.33%，平均维持担保比率为 281.85%。20Q1 买入返售金融资产（主要是股票质押）64.73 亿元，比 19 年末增长 19.4%。在券商股票质押业务持续收缩的趋势下，国金证券股票质押规模逆势增长，贡献丰厚利息收入。但应注意，叠加经济下行压力、减持新规限制，股票质押业务潜在风险仍不容小觑。

投资建议：近年围绕“做强投行、做优投资”业务战略，持续增加投入与布局，在科创板、注册制推广至存量板块、调整红筹股回 A 政策背景下，投行业务有望受益。但公司信用业务特别是股押业务逆势增长，后续需要关注信用风险变化。在 2020/2021/2022 股基日均交易分别 7200 /7900/8700 元的核心假设下，预计公司归母净利分别同比+33.2%/+17.3%/11.9%，预测 2020/2021/2022 的 EPS 分别为 0.57 元/0.67 元/0.75 元，BVPS 为 7.37 元/8.00 元/8.71 元，5 月 8 日股价对应估值分别为 PB1.38/1.28/1.17 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表 15 国金证券盈利预测

资产负债表						利润表					
单位:亿元						单位:亿元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	123.2	139.1	164.2	190.5	222.1	营业收入	37.66	43.50	57.01	67.44	75.46
其中：客户资金存款	91.7	114.6	131.5	157.8	189.3	代理买卖证券业务净收入	9.93	11.40	14.98	15.52	16.39
结算备付金	24.4	23.2	32.6	38.1	44.8	证券承销业务净收入	7.21	9.01	18.59	24.63	30.79
其中：客户备付金	22.1	19.6	27.7	33.3	39.9	受托客户资产管理业务净收入	1.33	0.96	1.04	1.20	1.38
融出资金	62.1	91.8	97.4	107.2	117.9	利息净收入	5.80	7.71	8.45	8.73	9.55
金融投资	116.7	170.5	228.1	228.1	228.1	投资净收益	8.46	9.94	13.95	17.36	17.36
交易性金融资产	116.7	134.7	180.3	180.3	180.3	公允价值变动净收益	1.69	2.45	0.00	0.00	0.00
债权投资	-	1.5	2.0	2.0	2.0	汇兑净收益	-0.02	-0.01	0.00	0.00	0.00
其他债权投资	-	8.0	10.6	10.6	10.6	其他业务收入	0.02	0.00	0.00	0.00	0.00
其他权益工具投资	-	26.2	35.1	35.1	35.1	营业支出	25.02	26.97	34.98	41.61	46.56
持有至到期投资	4.8	-	-	-	-	营业税金及附加	0.20	0.22	0.28	0.34	0.38
买入返售金融资产	55.2	54.2	54.2	59.6	65.6	管理费用	22.99	26.62	34.89	41.27	46.18
长期股权投资	6.6	5.7	7.7	7.7	7.7	信用减值损失	0.00	-0.22	-0.19	0.00	0.00
固定资产	0.6	0.8	1.1	1.1	1.1	其他业务成本	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	0.7	0.7	0.9	0.9	0.9	营业利润	12.64	16.52	22.02	25.83	28.90
递延所得税资产	3.6	3.1	4.1	4.1	4.1	利润总额	13.61	17.06	22.72	26.66	29.83
投资性房地产	-	-	-	-	-	所得税	3.38	4.08	5.43	6.37	7.13
其他资产	73.6	12.5	-7.5	29.5	66.6	归属母公司净利润	10.10	12.99	17.30	20.29	22.70
资产总计	466.7	501.5	582.7	666.7	758.7	主要财务比率					
短期借款	2.4	2.5	3.2	3.8	4.5	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应付短期融资款	1.3	33.3	40.8	48.9	57.1	成长能力					
拆入资金	41.5	2.0	2.6	3.1	3.6	营业收入(%)	-14.2	15.5	31.1	18.3	11.9
交易性金融负债	18.0	22.1	26.3	26.3	26.3	归母净利润(%)	-15.9	28.5	33.2	17.3	11.9
衍生金融负债	0.0	0.6	-	-	-	收入结构					
卖出回购金融资产款	25.6	28.7	37.0	44.4	51.8	手续费净收入(%)	26.4	26.2	26.3	23.0	21.7
代理买卖证券款	114.4	136.0	163.2	195.8	234.9	承销收入(%)	19.2	20.7	32.6	36.5	40.8
其他负债	1.0	1.0	1.1	1.1	1.1	资产管理收入(%)	3.5	2.2	1.8	1.8	1.8
负债合计	271.1	293.6	359.2	424.1	494.5	利息净收入(%)	15.4	17.7	14.8	12.9	12.7
股本	30.2	30.2	30.2	30.2	30.2	投资收益(%)	28.1	28.5	24.5	25.7	23.0
资本公积金	78.5	78.5	78.5	78.5	78.5	其他业务收入(%)	7.4	4.6	0.0	0.0	0.0
盈余公积金	10.0	11.2	12.9	14.9	17.2	获利能力					
未分配利润	56.4	64.6	77.2	92.2	109.2	自营投资收益(%)	10.9	8.6	7.0	7.6	7.6
一般风险准备	19.8	22.2	23.9	25.9	28.2	杠杆率	2.4	2.4	2.6	2.8	2.9
归属于母公司所有者权益	194.9	207.2	222.8	241.9	263.4	ROE(%)	5.3	6.5	8.0	8.7	9.0
负债及股东权益	466.7	501.5	582.7	666.7	758.7	ROA(%)	2.3	2.7	3.2	3.2	3.2
每股指标 (单位：元)						估值					
每股净利润	0.33	0.43	0.57	0.67	0.75	PE	30.53	23.76	17.84	15.20	13.59
每股净资产	6.44	6.85	7.37	8.00	8.71	PB	1.58	1.49	1.38	1.28	1.17

资料来源：Wind，华西证券研究所

5.5. 中银证券：集团“综合经营”战略升级，借力上市迎发展新篇章

虽然背靠中银集团，但此前公司与集团品牌效应和协同效应发挥并不充分，在中银集团赋予“综合经营”前所未有的战略地位的环境下，公司发展迎来重大机遇期，“商行+投行”协同空间巨大。同时上市补足公司资本金短板，以及推动机制市场化调整，未来经营效率有望提升。

业绩波动低于行业，经营风格稳健。19/20Q1 中银证券实现营业收入 29.1/8.2 亿元，同比增长 5.5%/6.1%；归母净利润 8.0/3.3 亿元，同比增长 13.2%/12.5%。业绩的稳定性优于行业。ROE 为 6.4%/9.6%，同比上升 0.4/下降 9.6 个百分点。作为银行系券商，公司稳健的经营作风业内独树一帜，在中国证监会公布的证券公司分类结果中，公司连续 11 年获得 A 类 A 级，为公司长远发展奠定良好的基础。

资管业务排名行业前列，财富管理转型加快推进。公司资产管理板块同时具有公募基金和券商资管业务资格，19/20Q1 资管业务分别实现收入 7.3/2.2 亿元，收入占比 25.2%/27.0%，持续推动业绩增长。19 年公司证券经纪业务新增客户 257,431 户，较上年度增长 15.3%。在持续扩大经纪业务覆盖面的同时，积极推动业务由经纪业务向财富管理转型，推进数字化进程，加快 APP3.0 建设，初步建立起线上营销服务体系，APP 月活 50.73 万，行业排名 28 名，较年初提升 31 名。

上市打破资本金短板约束，公司发展迎来新起点。2 月公司在上交所主板成功上市，公司发展将迎来新阶段。首先，上市将打破公司资本金短板制约，直投、信用业务、机构交易等资金类业务有望获得发展，从而反哺传统中介类业务；其次，上市后公司激励机制有望更加市场化，经营效率有望提升。

中银集团赋予“综合经营”前所未有的战略地位，“商行+投行”协同空间巨大。金融子行业中，证券行业享有的政策红利是其他子行业难以比拟的，国家屡次提及提升直接融资占比的大背景下，中银集团赋予“综合经营”前所未有的战略地位，综合经营已从战略规划期大踏步进入战略执行期，公司发展迎来重大机遇期，“商行+投行”协同空间巨大，值得关注。

投资建议：虽然背靠中银集团，但此前公司与集团品牌效应和协同效应发挥并不充分，在中银集团赋予“综合经营”前所未有的战略地位的环境下，公司发展迎来重大机遇期，“商行+投行”协同空间巨大。同时上市补足公司资本金短板，以及推动机制市场化调整，未来经营效率有望提升。在 2020/2021/2022 股基日均交易分别 7200 /7900/8700 元的核心假设下，预计公司归母净利分别同比 +16.8%/+11.1%/16.1%，预测 2020/2021/2022 的 EPS 分别为 0.34 元/0.37 元/0.43 元，BVPS 为 5.44 元/5.81 元/6.25 元，5 月 8 日股价对应估值分别为 PB3.86/3.61/3.36 倍，首次覆盖给予“增持”评级。

表 16 中银证券盈利预测

资产负债表						利润表					
单位:亿元						单位:亿元					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	114.2	134.6	182.0	217.4	259.7	营业收入	27.55	29.08	31.11	35.58	41.30
其中:客户资金存款	103.6	123.6	173.3	208.0	249.5	代理买卖证券业务净收入	5.16	6.01	7.89	8.18	8.64
结算备付金	40.4	70.3	61.0	72.9	87.1	证券承销业务净收入	2.03	2.17	2.47	4.56	7.35
其中:客户备付金	38.9	66.8	58.3	69.9	83.9	受托客户资产管理业务净收入	9.17	7.31	7.74	8.90	10.23
融出资金	61.2	84.3	89.5	98.4	108.3	利息净收入	6.82	8.30	8.91	9.33	10.09
金融投资	59.8	98.4	77.6	84.9	90.6	投资净收益	2.82	3.43	4.08	4.59	4.96
交易性金融资产	59.8	85.7	67.6	74.0	79.0	公允价值变动净收益	0.87	0.78	0.00	0.00	0.00
债权投资	-	-	-	-	-	汇兑净收益	0.03	0.02	0.00	0.00	0.00
其他债权投资	-	12.2	9.6	10.5	11.2	其他业务收入	0.03	0.02	0.02	0.03	0.03
其他权益工具投资	-	0.5	0.4	0.4	0.4	营业支出	18.43	19.09	19.43	22.61	26.25
持有至到期投资	-	-	-	-	-	营业税金及附加	0.18	0.17	0.18	0.21	0.24
买入返售金融资产	102.1	48.8	48.8	53.7	59.0	管理费用	16.24	18.29	19.57	22.38	25.98
长期股权投资	-	-	-	-	-	信用减值损失	0.00	0.59	-0.34	0.00	0.00
固定资产	0.7	0.8	0.6	0.7	0.7	其他业务成本	0.04	0.02	0.02	0.02	0.03
无形资产	1.0	1.2	0.9	1.0	1.1	营业利润	9.12	9.99	11.68	12.97	15.05
递延所得税资产	2.0	2.1	1.7	1.8	1.9	利润总额	9.11	10.15	11.85	13.17	15.29
投资性房地产	-	-	-	-	-	所得税	2.05	2.15	2.51	2.79	3.24
其他资产	90.1	42.7	40.7	46.4	52.3	归属母公司净利润	7.05	7.98	9.33	10.36	12.03
资产总计	471.6	483.1	502.7	577.3	660.7	主要财务比率					
短期借款	-	-	-	-	-	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
应付短期融资款	28.0	5.4	2.2	2.6	3.1	成长能力					
拆入资金	13.0	16.0	19.3	23.1	27.0	营业收入(%)	-10.2	5.5	7.0	14.4	16.1
交易性金融负债	0.2	0.1	0.1	0.1	0.1	归母净利润(%)	-33.9	13.2	16.8	11.1	16.1
衍生金融负债	-	0.0	0.0	0.0	0.0	收入结构					
卖出回购金融资产款	12.8	16.1	19.4	23.3	27.2	手续费净收入(%)	18.7	20.7	25.4	23.0	20.9
代理买卖证券款	95.2	142.0	170.4	204.5	245.3	承销收入(%)	7.4	7.5	7.9	12.8	17.8
其他负债	25.0	25.1	25.1	25.1	25.1	资产管理收入(%)	33.3	25.2	24.9	25.0	24.8
负债合计	351.1	355.7	351.6	415.7	487.1	利息净收入(%)	24.8	28.6	28.6	26.2	24.4
股本	25.0	25.0	27.8	27.8	27.8	投资收益(%)	13.4	14.5	13.1	12.9	12.0
资本公积金	61.4	61.4	73.4	73.4	73.4	其他业务收入(%)	2.5	3.7	0.1	0.1	0.1
盈余公积金	2.6	3.7	4.6	5.6	6.8	获利能力					
未分配利润	9.6	13.4	20.8	29.1	38.8	自营投资收益率(%)	6.2	5.3	4.6	5.7	5.7
一般风险准备	21.6	23.5	24.5	25.5	26.7	杠杆率	3.9	3.8	3.3	3.6	3.8
归属于母公司所有者权益	120.4	127.3	151.1	161.5	173.5	ROE(%)	6.0	6.4	6.7	6.6	7.2
负债及股东权益	471.6	483.1	502.7	577.3	660.7	ROA(%)	1.5	1.7	1.9	1.9	1.9
每股指标 (单位:元)						估值					
每股净利润	0.28	0.32	0.34	0.37	0.43	PE	74.43	65.74	62.52	56.27	48.47
每股净资产	4.82	5.09	5.44	5.81	6.25	PB	4.36	4.12	3.86	3.61	3.36

资料来源: Wind, 华西证券研究所

表 17 行业可比公司估值

	总资产-2019	ROE-2019	PB-2019	PB-2020		总资产-2019	ROE-2019	PB-2019	PB-2020
中信证券	7,917	7.76	1.87	1.60	华西证券	678	7.53	1.36	1.18
海通证券	6,368	7.81	1.16	1.02	浙商证券	674	6.75	2.30	2.06
华泰证券	5,622	7.94	1.34	1.17	国海证券	663	3.54	1.68	1.20
国泰君安	5,593	6.75	1.21	0.99	西南证券	659	5.46	1.30	
广发证券	3,944	8.48	1.14	1.02	财通证券	650	9.28	1.64	1.48
申万宏源	3,885	7.41	1.33	1.19	天风证券	599	2.53	3.04	
招商证券	3,818	9.51	1.73	1.37	长城证券	591	5.95	2.21	1.89
中国银河	3,157	7.64	1.41	1.23	山西证券	557	4.08	1.58	
中信建投	2,857	11.51	5.70	4.07	华安证券	510	8.63	1.98	2.04
东方证券	2,630	4.61	1.21	1.12	国金证券	502	6.48	1.43	1.29
国信证券	2,246	9.46	1.71	1.26	西部证券	486	3.50	1.59	
光大证券	2,041	1.20	1.09	1.00	中银证券	483	6.44	4.34	
兴业证券	1,706	5.25	1.16	1.08	红塔证券	455	6.78	5.59	4.88
方正证券	1,366	2.65	1.52	1.41	中原证券	436	0.59	1.88	1.88
长江证券	1,093	6.35	1.29		南京证券	361	6.55	4.33	
东吴证券	962	5.07	1.44	1.02	第一创业	356	5.83	2.71	2.38
国元证券	832	3.66	1.10	1.05	太平洋	307	4.57	2.14	
东兴证券	775	6.16	1.46		华林证券	165	8.69	7.16	6.07
东北证券	682	6.63	1.22						

资料来源: Wind, 华西证券研究所

分析师与研究助理简介

魏涛：华西证券总裁助理兼研究所所长，北京大学博士，CPA，多年证券研究经验，曾任太平洋证券研究院院长、中银国际证券研究所所长。2015年包揽水晶球和新财富最佳分析师非银组第一名。

吕秀华：北京大学金融学博士，6年证券研究经验。曾任职中银国际证券战略规划部、方正证券研究所。研究基础扎实，熟悉券商财务数据背后业务、管理、科技及风险方面的布局思路，熟悉海外投行与经纪业商业模式。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资 评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。