

政策改革利好行业发展，估值低位配置价值提升

——证券行业 2020 年中期策略报告

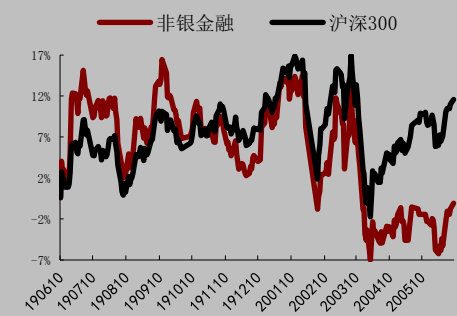
强于大市（维持）

日期：2020 年 06 月 09 日

投资要点：

- **2020 年券商收入在“量”上向好，在“价”上承压，盈利水平预计回升。**1、在“量”的方面，我们预计在货币政策宽松，资本市场深改提速的大背景下，市场核心数据包括市场交易量、行情、股债融资规模、两融规模等总体向好，但在利率等扰动因素下也有震荡风险。2、在“价”的方面，目前行业内外竞争依旧激烈，中介类业务费率呈下滑趋势，例如近五年经纪净佣金率、债券承销费率下滑五成以上，同时投资类业务收益率波动较大。3、在资本约束和业务转型方面有一些积极因素，券商融资渠道拓宽、融资步伐提速，近期的结算备付金比例下调、风险资本准备系数下调等政策有所放开，虽然实际影响有限，但有鼓励行业加杠杆意图；业务转型方面也有基金投顾试点、资管转型主动管理带来综合费率企稳略升、投行资本化成效初显等积极变化。预计中性假设下，2020 年证券行业营业收入和净利润将实现两成正增长，ROE 也将提升至 7% 以上。
- **证券行业的龙头集中和中小券商差异化发展趋势。**1、**龙头集中趋势。**从证券行业的内部竞争格局看，龙头券商凭借政策、资本、资源、成本、品牌和人才优势，形成强有力的竞争力，近年来不管是总体指标还是从细分业务领域看，证券行业前十名集中度都有提升趋势。虽然近期由于 2018 年行业低基数、2020 年一季度部分券商龙头业绩表现较差等因素，2019 年和 2020 年一季度证券行业营业收入和净利润前五名集中度有所下降，但在建设高质量投资银行、支持优质券商创新提质、打造航母级证券公司等政策红利下，中长期优势依旧明显。2、**差异化发展趋势。**各券商收入来源虽然有一定共性，但差异仍然较大，整体看龙头券商更加均衡，中小券商主要业务来源差异较大。在业绩方面，2019 年到 2020 年一季度部分中小券商营收和净利润增速行业居前，预计主要原因一方面是利用多手段大额融资，为业绩增长提供重要支持；另一方面是把握行业转型机会，立足自身优势发展特色业务。
- **投资建议：**回望上半年，我国资本市场震荡导致券商业绩表现较弱，展望下半年，在货币政策总体宽松和资本市场深改积极的大背景下，虽然有汇率制约宽货币程度等因素扰动下，但我们整体仍看好资本市场下半年表现，同时考虑杠杆提升、业务转型等方面有积极因素，叠加去年下半年业绩低基数因素，我们认为证券行业盈利水平将回升，目前估值位于低位有配置价值，维持行业“强于大市”投资评级。个股方面，目前行业仍面临来自内外部竞争压力下，一方面关注低估值龙头，优势和性价比依旧明显；另一方面关注部分近期增资较多、转型积极的中小券商。
- **风险提示：**疫情发展超预期、经济下行超预期、货币政策宽松不及预期、资本市场波动超预期

非银金融行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2020 年 06 月 08 日

相关研究

万联证券研究所 20200607_上市券商 2020 年 5 月经营数据跟踪_假期因素+市场走弱，5 月业绩大幅下滑

万联证券研究所 20200605_行业策略_AAA_保险行业 2020 年中期策略报告

万联证券研究所 20200519_行业快评_AAA_上市险企 2020 年 4 月保费数据跟踪_4 月保费加速复苏，保险估值有望继续修复

分析师：张译从

执业证书编号：S0270518090001

电话：010-56508510

邮箱：zhangyc1@wlzq.com.cn

目录

1、证券行业的分析框架	5
1.1 证券行业基本面分析	5
1.1.1 证券公司的业务分类	5
1.1.2 证券公司的盈利分析	5
1.1.3 证券公司业绩影响因素	6
1.2 证券板块估值分析	7
1.2.1 外在变量：由政策和改革催化的市场行情变化— β 为主	7
1.2.2 内生变量：业务变革和转型提升盈利水平— α 兼有	8
2、证券行业 2019&1Q2020 业绩回顾	9
2.1 业绩表现：受自营业务影响，业绩有所波动	9
2.2 资本实力：资产规模持续提升，杠杆倍数持续提升	9
2.3 收入结构：自营和经纪是前两大收入来源，占比维持在五成以上	10
2.4 分业务情况：除一季度自营波动较大，各业务总体向好	10
3、证券行业的集中和差异化发展趋势	11
3.1 证券行业的龙头集中趋势	11
3.1.1 行业集中度整体提升，近期业绩集中度略有下降	11
3.1.2 虽然近期龙头业绩弹性较弱，中长期看优势仍然明显	11
3.2 证券行业的差异化发展趋势	12
3.2.1 收入结构存在一定差异，近期部分中小券商业绩弹性好	12
3.2.2 部分中小券商通过融资扩张，形成业绩增长的重要支撑	13
3.2.3 部分中小券商把握行业转型机会，立足自身优势发展特色业务	13
4、证券行业 2020 业绩展望	13
4.1 影响因素展望	13
4.1.1 政策改革：货币政策预计宽松，资本市场深改稳步推进	13
4.1.2 市场环境：多项核心数据整体向好	15
4.1.3 资本约束：净资本持续扩充，约束略有放松杠杆提升	20
4.1.4 竞争加剧：内外部竞争激烈，多业务费率呈下滑趋势	21
4.1.5 业务变革：多业务持续转型，部分成效初显	23
4.2 业绩展望	25
5、投资建议	27
6、风险提示	29
图表 1：证券行业的业务分类	5
图表 2：证券行业的营业支出结构	6
图表 3：证券行业营业收入、净利润和净利率变化	6
图表 4：资本市场改革是驱动市场发展的重要因素	7
图表 5：证券行业的业绩与市场表现高度相关	7
图表 6：证券板块复盘情况	8
图表 7：政策和改革是市场行情的重要驱动因素	8
图表 8：证券行业营业收入的净利润变化情况	9
图表 9：证券行业总资产和净资产变化情况	9
图表 10：证券行业公司数量和盈利占比变化情况	10
图表 11：证券行业净利率、ROE 和杠杆倍数变化情况	10

图表 12: 证券行业收入结构变化情况	10
图表 13: 证券行业各业务收入变化情况	10
图表 14: 证券行业营业收入和净利润前五名集中度	11
图表 15: 证券行业总资产和净资产前五名集中度	11
图表 16: 我国证券行业集中度有持续提升趋势	11
图表 17: 中美券商龙头对比	11
图表 18: 各上市券商 1Q2020 收入结构	12
图表 19: 各上市券商 1Q2020 和 2019A 净利润增速	12
图表 20: 各上市券商 2018-1Q2020 净资产和总资产增速	13
图表 21: 近期部分重要货币政策	14
图表 22: 近期部分重要深改政策	15
图表 23: 沪深 300 涨跌幅	15
图表 24: 中债综合净价指数涨跌幅	15
图表 25: 沪深 300 指数和 7 天期回购利率移动平均	16
图表 26: 沪深 300 指数和美元兑人民币即期汇率	16
图表 27: 沪深股票和基金单月成交额	16
图表 28: 沪深股票和基金全年累计成交额	16
图表 29: 市场单月股权融资规模统计	17
图表 30: 市场全年累计股权融资规模统计	17
图表 31: 市场单月债券融资规模统计	17
图表 32: 市场全年累计债券融资规模统计	17
图表 33: 科创板单月融资和占股权融资比例	17
图表 34: 科创板累计融资及占股权融资比例 (自 2019.6)	17
图表 35: 券商资管规模变化情况	18
图表 36: 券商资管规模结构变化情况	18
图表 37: 券商集合资管规模变化情况	18
图表 38: 券商定向资管规模变化情况	18
图表 39: 市场和政策变化对两融业务的影响	19
图表 40: 市场两融余额和潜力情况	19
图表 41: 市场融资活跃度情况	19
图表 42: 市场股票质押股数变化情况	19
图表 43: 市场股票质押市值变化情况	19
图表 44: 证券行业总资产和净资产变化情况	20
图表 45: 今年来券商补充资本相关融资情况	20
图表 46: 我国证券行业重资产业务收入占比和杠杆倍数变化	21
图表 47: 近期与资本约束相关的政策	21
图表 48: 我国证券行业各业务费率均有下滑趋势	22
图表 49: 我国证券行业 ROE 中枢有所下移	22
图表 50: 我国证券行业自营盘结构	22
图表 51: 美国证券行业 ROE 和杠杆倍数变化情况	23
图表 52: 2020 年 1-5 月投行业务规模集中度 (%)	24
图表 53: 证券行业股权投资收入占营业收入比例	24
图表 54: 证券行业自营投资规模和投资收益率	24
图表 55: 证券行业自营各品种投资收益率	24
图表 56: 证券行业资管净收入 (亿元) 变化	25

图表 57: 证券行业资管规模变化	25
图表 58: 证券行业盈利预测	26
图表 59: 证券行业减值损失情况	28
图表 60: 证券行业股票质押余额情况	28
图表 61: 证券行业买入返售金融资产减值准备情况	28
图表 62: 各上市券商股票质押余额/总资产变化	28
图表 63: 各上市券商买入返售金融资产减值准备/买入返售金融资产	28
图表 64: 券商板块历史估值情况	29

万联证券

1、证券行业的分析框架

1.1 证券行业基本面分析

1.1.1 证券公司的业务分类

券商的业务种类繁多且较为复杂，且随着行业转型不断深入，各券商的业务分类标准差异较大，且业务之前存在交叉和重合，但考虑到可比性，我们仍基于券商的财务报表，按照基本分类方式将券商的业务分为中介业务、投资业务和融资业务，此外还有其他业务。

1、中介业务：轻资产类的通道业务，通过提供交易、发行等服务收取相关费用，主要包括经纪业务和投行业务。虽然目前经纪业务不断向财富管理转型，投行业务也在注册制下谋求变革，但整体上目前纯通道业务仍是盈利主要来源。

2、投资业务：按照资金来源和投资类型可以分为自营业务、直投业务以及资管业务。自营业务和直投业务利用券商自有资金投资投资，直投业务投资自营品种之外的金融产品；资管业务利用客户委托资金投资。

3、融资业务：主要通过杠杆赚取资金利差，主要包括两融业务和股权质押业务。融资业务规模的做大以资本金为约束，费率与议价能力和行业竞争水平有关。

4、其他业务：主要是衍生品业务，包括大宗商品、期权期货等，目前收入贡献较大，但利润贡献有限。

除了以上的传统分类方式，由于整个行业在多种主被动的因素推动下，开始不断推进财富管理、机构业务转型等，也有一些券商根据战略变化调整了业务架构，例如将个人经纪、融资业务合并为财富管理条线，机构经纪、投行、自营交易等合并为机构服务业务等。

1.1.2 证券公司的盈利分析

对于券商各业务收入的分析，可以归结为“量和价”，具体来看，经纪净收入=交易量*净佣金率、承销保荐/财务顾问净收入=规模*净费率、自营/直投收益=投资规模*收益率、两融/股票质押净收入=两融/股质平均余额*利差、资管净收入=管理规模*净费率。

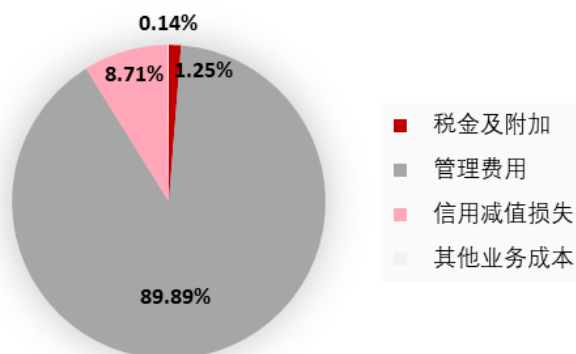
在计算券商的利润率时，可以用“收入*净利润率”来衡量，由于券商近九成的营业成本都是以员工薪酬为主的管理费用，难以随资本市场变动做出即使调整，具备一定刚性和变动滞后性，因此整体上证券行业的净利润率随市场周期呈同向变化，使得净利润波动幅度大于营业收入。

图表1：证券行业的业务分类



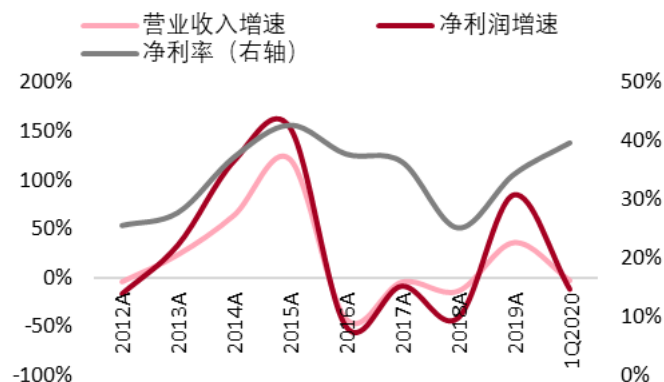
资料来源：万联证券研究所

图表2：证券行业的营业支出结构



资料来源：中证协、万联证券研究所

图表3：证券行业营业收入、净利润和净利率变化



资料来源：中证协、万联证券研究所

1.1.3 证券公司业绩影响因素

券商业务“量价”的影响因素，我们大体分为以下几类：

1、监管政策。监管政策直接和间接对券商造成影响。监管政策的直接影响表现在，政策的变化，会直接影响业务的开展，最典型的是资本市场改革引领下的注册制改革、各类业务新规、风控监管政策、评级规则等，在资格准入、业务规模、发展方向等方面引发诸多变化。从间接影响来看，主要体现在金融货币政策的变化会对资本市场环境产生多重影响，进而间接影响券商业绩表现。

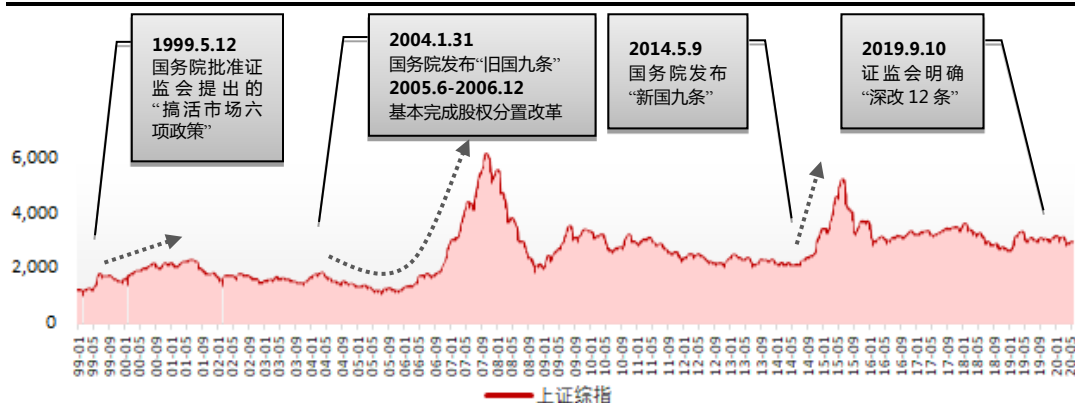
2、市场环境。从目前看，券商仍然以经纪、自营等传统业务为主，而这些业务具有很强的随行就市属性，例如“经纪业务收入与市场交易额直接相关，自营业务收益率随股债市场的波动而波动，两融余额与市场交易量和行情都有很强的相关性”。因此，市场核心数据对券商业绩有直接影响，伴随着券商收入结构的变化，影响业绩的主要市场数据也有所改变，目前随着自营收益占比提升，市场行情走势超越交易量成为影响券商业绩的最重要因素。

3、资本约束。券商发展的资本约束，主要是指证监会资本监管的风控指标以及经济法规方面的约束，任何证券公司发展壮大最终都会遭遇资本瓶颈，具体体现在以下几个方面：1) 股权融资：券商IPO时的规模与净资产密切相关，并对后续再融资也有一定影响；2) 业务规模：根据《证券公司风险控制指标管理办法》，券商进行各项业务都会消耗风险资本。虽然杠杆监管上限在6-7倍，但目前实际仅在3倍左右，业务扩张需要以充足的资本金为基础。

4、行业竞争。我国证券公司业务同质化严重，且随着民营和外资参股券商比例放开，行业竞争将更加白热化，导致各业务费率持续下滑，包括经纪佣金率、投行费率、资管费率、两融费率等。

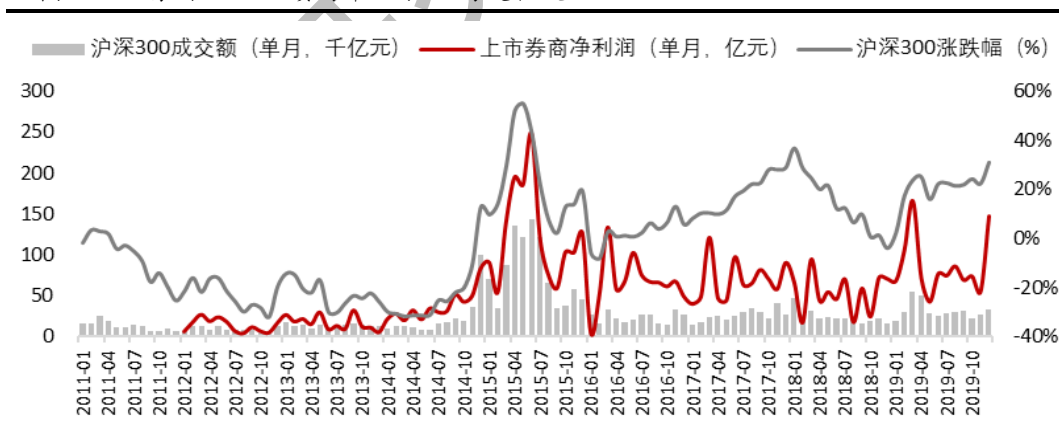
5、业务转型。在资本市场改革、行业竞争激烈、多业务费率下滑的背景下，证券行业也在不断进行业务转型和创新，主要体现为重资产化和多元化，以经纪业务为典型的传统中介业务收入占比下滑，自营、资管、融资和其他业务收入占比提升，同时多业务也不断进行转型，包括财富管理转型、投行资本化、自营丰富对冲策略、衍生品业务快速发展等，虽然目前业务转型仍处初级阶段，还没有对盈利能力形成明显提升效果，但预计未来仍是券商提高盈利水平的重要内因。

图表4：资本市场改革是驱动市场发展的重要因素



资料来源：wind、国务院、证监会、万联证券研究所

图表5：证券行业的业绩与市场表现高度相关



资料来源：wind、上市券商月报、万联证券研究所

1.2 证券板块估值分析

1.2.1 外在变量：由政策和改革催化的市场行情变化— β 为主

■ 业绩与市场高度相关，主要体现 β 属性

虽然券商近年来经纪收入占比越来越低，业务收入越发多元、创新业务占比提升，但业务对市场量价的依赖度依旧很高，2019年证券行业自营收入占比为39%，加上经纪业务占比超过60%，因此仍然呈现高 β 属性。从券商的历史表现看，大多在牛市或反弹市的初期获取超额收益，券商一般先于市场而动，涨幅高于大盘，但也先于市场见顶，下跌幅度也更大，基本不具备防御性。

■ 市场行情的驱动因素十分复杂，政策和改革是重要因素

有时政策驱动的流动性改善占主导，以2008年底到2010年上半年为典型，央行货币政策由松及紧，流动性由充裕到收紧，股市也随着先涨后跌。

有时改革占主导，以2006年到2008年为例，虽然流动性整体趋紧，但在2006年“旧国九条”完成股权分置改革下，股市大幅上涨，后主因全球金融危机大幅下跌；在2016-2018年2月，去杠杆下货币政策稳健中性，行业监管趋严，但在供给侧改革、险资等长期资金入市等驱动下开启了蓝筹白马行情。

多重利好因素叠加市场表现更加，以2014年下半年到2015年上半年为例，货币政策宽松、“新国九条”发布资本市场改革更加深入，多重利好催化了近期的一波较大的牛市行情。

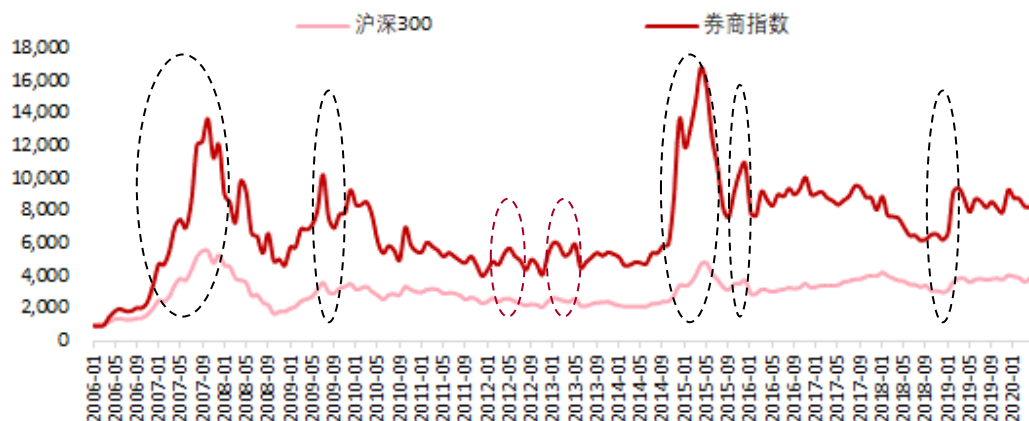
1.2.2 内生变量：业务变革和转型提升盈利水平—— α 兼有

除了券商主要的 β 以外，券商在特殊时期也表现出一定的 α 属性，背后的主要因素是业务变革和转型。例如在2012-2013交易量低迷，佣金率下滑的背景下，券商板块走出了独立行情，主要是由于召开券商创新大会，开启了券商创新业务的新纪元，整个行业正式向多元化和重资产转型，市场对券商业务创新反应积极，看好业务创新和转型下券商盈利能力的提升。

总体来看，若外部环境和业务转型均向好，证券板块获得超额收益的确定性会更强，仍以2014-2015年为例，在政策宽松和改革积极下，市场向好概率加大，例如国务院发布“新国九条”、央行多次降准降息等多重利好下催化的牛市中，叠加券商开展两融等创新业务，证券板块在半年时间里上涨了近4倍，跑赢沪深300指数约2倍。

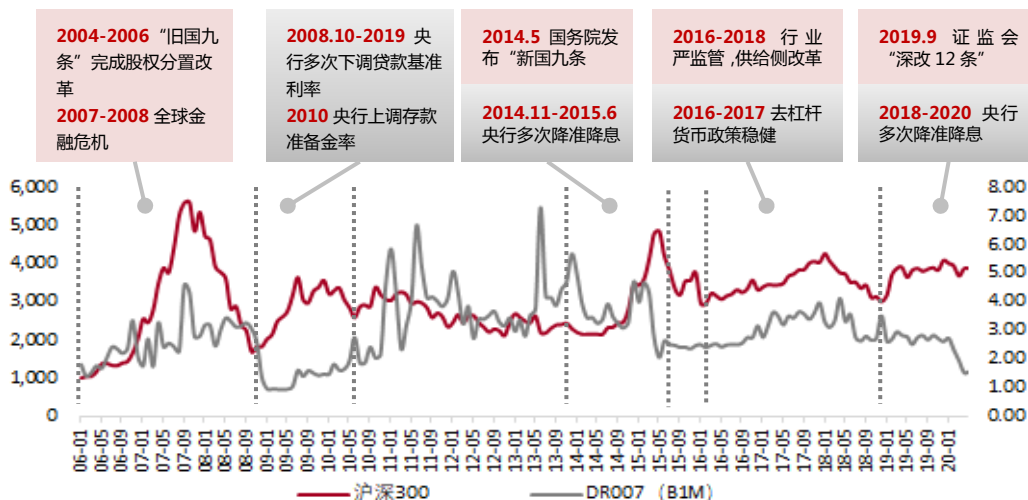
从2018年下半年起，货币政策边际宽松，尤其2019年9月起，证监会发布“深改12条”，有望共同推动市场上涨，同时证券行业转型和变革也明显提速，中长期看板块估值提升的内外变量均齐备。

图表6：证券板块复盘情况



资料来源：wind、万联证券研究所

图表7：政策和改革是市场行情的重要驱动因素



资料来源：wind、万联证券研究所

2、证券行业 2019&1Q2020 业绩回顾

2.1 业绩表现：受自营业务影响，业绩有所波动

■ 2019年市场回暖带动业绩大幅回升，但盈利能力仍然不高

受益于市场回暖和信用减值损失减少等因素，2019年证券行业盈利能力大幅回升，实现营业收入和净利润3604.83亿元和1230.95亿元，较2018年分别同比增长35.27%和84.77%，摆脱了自2016年以来的负增长状态。虽然证券行业2019年较2018年净利率提升9.13pct至34.15%，ROE提升2.73pct至6.30%，但由于竞争加剧多业务费率下滑、杠杆倍数未有效提升等因素，净利率和ROE仍不及2016和2017年的水平。

■ 2020年一季度自营收益下滑拖累业绩表现，后续有改善空间

进入2020年一季度，权益二级市场表现较弱，自营投资收益大幅下滑，拖累证券行业的业绩同比回落，实现营业收入和净利润983.30亿元和388.72亿元，同比下滑3.50%和11.69%。虽然业绩同比回落，但从净利率和年化ROE的情况看，较2019年继续改善，2020年一季度证券行业的净利率和年化ROE分别为7.57%和39.53%，分别超过和接近2016年的水平。若后续市场不出现大幅波动风险，在后续低基数的效应下，券商业绩表现和盈利能力有望继续改善。

2.2 资本实力：资产规模持续提升，杠杆倍数持续提升

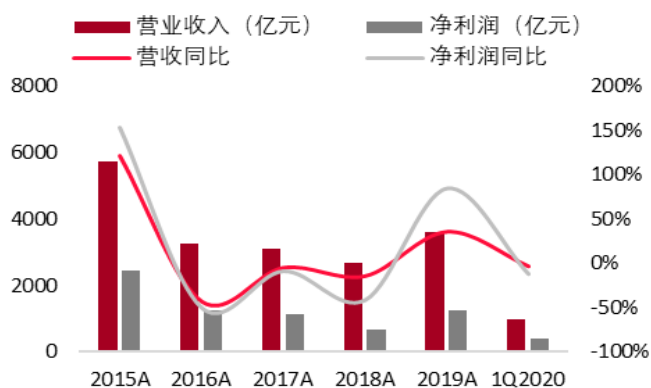
■ 持续增资+盈利回升权益项增长，净资产规模不断扩张

2019年到2020年一季度资本实力不断扩充，杠杆倍数持续提升。从2019年到2020年一季度，券商继续通过多种手段增资，叠加盈利回升带来权益项增长，证券行业净资产规模持续增加，2019年末净资产较2018年末提升6.88%至2.02万亿，2020年一季度继续提升至2.09万亿，在股权融资中上市公司是重要力量，根据中证协数据，2019年上市公司股权融资规模占行业整体股权融资规模近五成。

■ 杠杆倍数持续提升，总资产增速更高

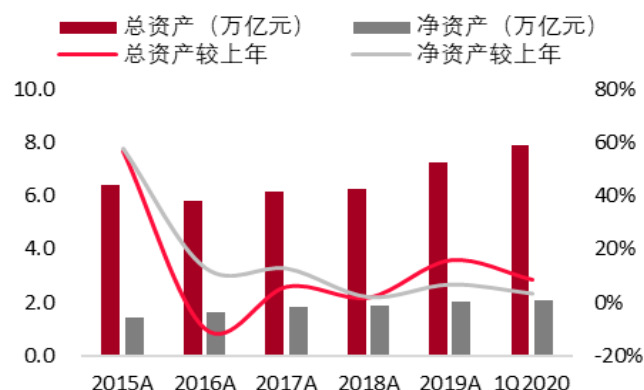
在总资产方面，受益于经纪、两融和自营等相关资产增厚，证券行业2019年总资产提升至7.26万亿，较2018年末增加15.97%，2020年一季度继续增长至7.89万亿。此外，证券行业杠杆倍数持续提升，从2016年的2.65提升至2020年一季度的3.02。

图表8：证券行业营业收入的净利润变化情况



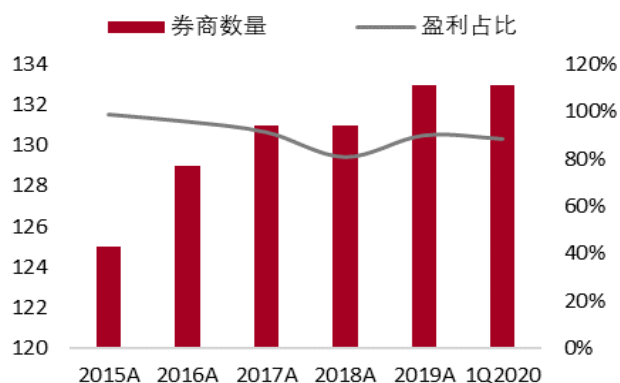
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表9：证券行业总资产和净资产变化情况



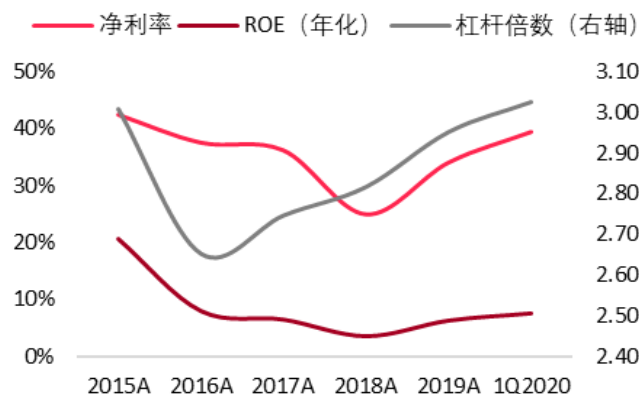
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表10：证券行业公司数量和盈利占比变化情况



资料来源：中证协、万联证券研究所

图表11：证券行业净利率、ROE和杠杆倍数变化情况



资料来源：中证协、万联证券研究所

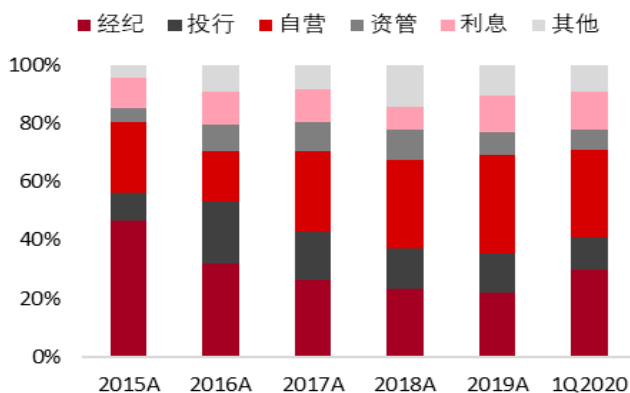
2.3 收入结构：自营和经纪是前两大收入来源，占比维持在五成以上

自营和经纪是证券行业前两大收入来源，从2017年起，自营超越经纪成为券商第一大收入来源，2019年自营和经纪收入占比分别为33.89%和21.85%，合计占比55.74%。同时，2020年一季度由于股市量增价跌，经纪收入占比提升，自营收益占比下滑，两者分别为29.97%和29.69%，合计占比59.66%。同时，利息净收入占营业收入比例不断提升，2019年和2020年一季度分别提升4.79pct、0.29pct至13.15%。此外，投行和资管净收入由于增速相对较低，占比被动下降，2020年一季度占比分别为11.21%和6.79%。

2.4 分业务情况：除一季度自营波动较大，各业务总体向好

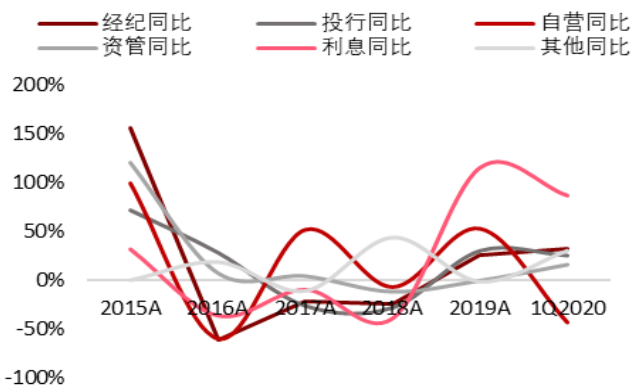
2019年市场整体向好，各主要指标包括交易量、主要价格指数、股债承销额等均有改善，除了资管净收入基本保持不变、其他业务收入略降外，券商各业务收入均大幅改善，其中利息净收入和自营收益同比大增115.81%和52.65%，利息净收入大幅增长主要是由于2018年实施IFRS9、两融余额增加、融资结构改善和成本下降等原因，自营收益增长受益于股债二级市场均向好。进入2020年一季度，资管和其他业务也同比实现正增长，而自营收益受到股市走弱的影响，同比下降43.21%。

图表12：证券行业收入结构变化情况



资料来源：中证协、万联证券研究所

图表13：证券行业各业务收入变化情况



资料来源：中证协、万联证券研究所

3、证券行业的集中和差异化发展趋势

3.1 证券行业的龙头集中趋势

3.1.1 行业集中度整体提升，近期业绩集中度略有下降

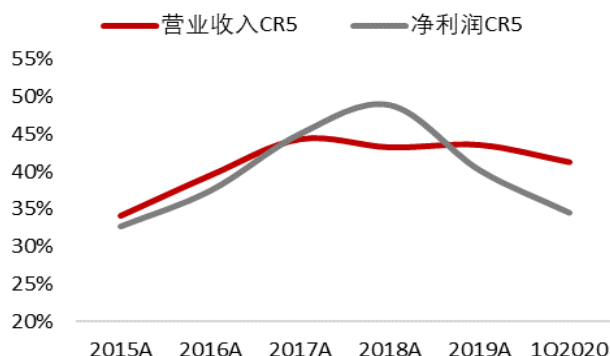
从证券行业的内部竞争格局看，龙头券商凭借政策、资本、资源、成本、品牌和人才优势，形成强有力的竞争力，尤其在存量博弈市场中优势更加明显，近年来不管是从总体指标还是从细分业务领域看，证券行业前十名集中度都有提升趋势。

2019年和2020年一季度，证券行业营业收入和净利润前五名集中度有所下降，主要是由于2018年部分券商收入下滑较多、净利润出现大幅亏损，拉低行业基数，且2020年一季度部分券商龙头业绩表现较差。从资本情况看，2019年和2020年一季度，证券行业总资产和净资产前五名集中度略有提升，主要由于龙头券商通过定增等多种方式进行大额融资，用于业务扩张或同业并购。

3.1.2 虽然近期龙头业绩弹性较弱，中长期看优势仍然明显

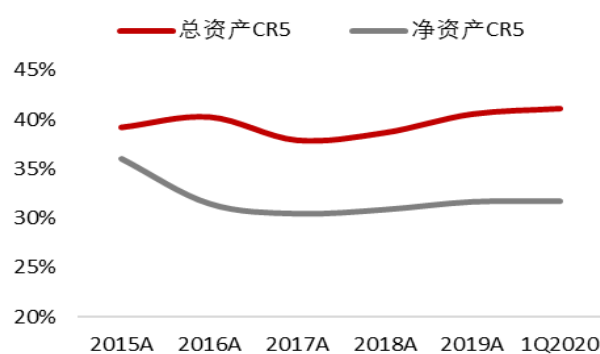
虽然近期龙头的业绩弹性相对较弱，但我们认为中长期看，龙头优势仍然明显，除了大券商具备品牌和人才、规模和成本、创新能力和业务均衡、业绩稳定、分类评级等多方面优势外，监管鼓励做大龙头券商的意图明显，大方向上明确提及建设高质量投资银行、支持优质券商创新提质、打造航母级证券公司，支持行业做优做强，目前我国五大券商的总资产占直接融资比例不到1%，仅为大摩和高盛同期的20%，同时从具体政策如近期头部券商并表监管试点、率先得到基金投顾资格等看，政策红利十分明显，未来龙头券商发展潜力更大。

图表14：证券行业营业收入和净利润前五名集中度



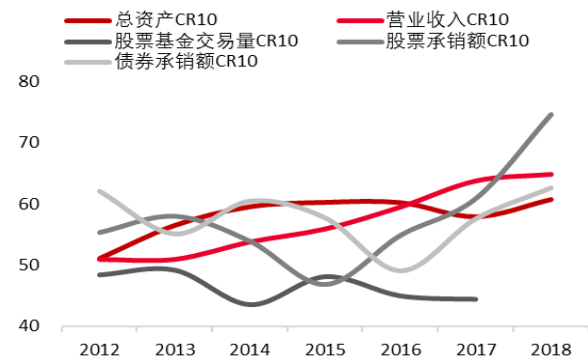
资料来源：wind、中证协、万联证券研究所

图表15：证券行业总资产和净资产前五名集中度



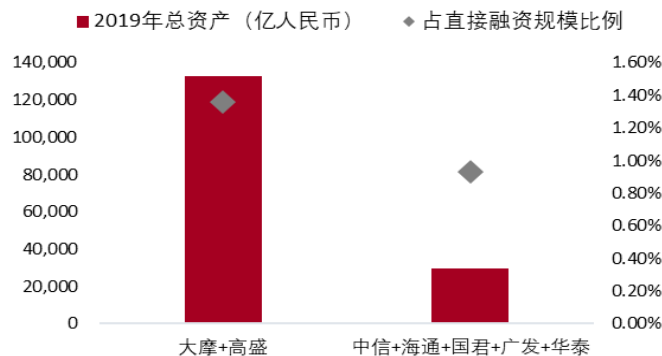
资料来源：wind、中证协、万联证券研究所

图表16：我国证券行业集中度有持续提升趋势



资料来源：中证协、万联证券研究所

图表17：中美券商龙头对比



资料来源：wind、中证协、万联证券研究所

注：直融规模=股市市值+债券余额+银行贷款余额

3.2 证券行业的差异化发展趋势

3.2.1 收入结构存在一定差异，近期部分中小券商业绩弹性好

■ 近期看龙头券商更加均衡，中小券商业务来源差异较大

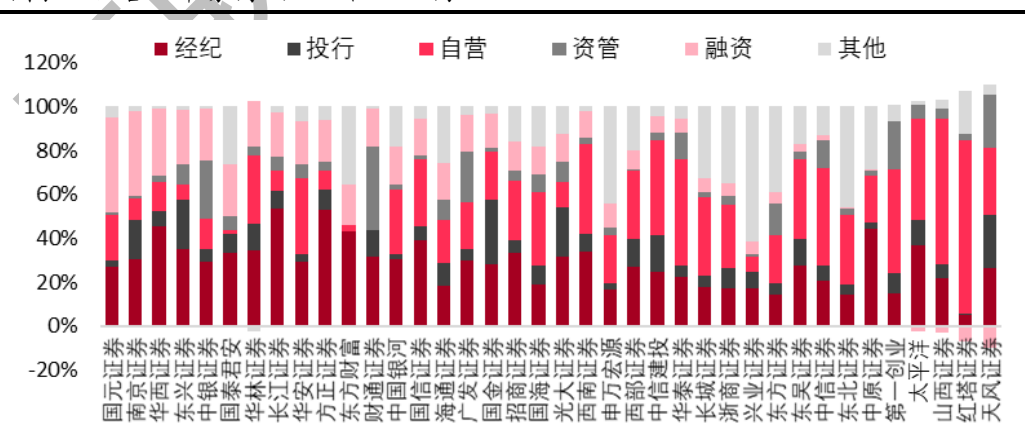
从各上市公司情况看，收入来源虽然有一定共性，但差异仍然较大，整体看龙头券商更加均衡，中小券商主要业务来源差异较大。2020年一季度长江证券、方正证券、华西证券、中原证券和东方财富的经纪净收入占比超过40%，红塔证券、山西证券、华泰证券和第一创业的自营收益占比接近或超过50%，国金证券、天风证券、东兴证券、光大证券投行净收入占比超过20%，财通证券、中银证券、天风证券、广发证券和第一创业的资管净收入占比超过20%，国元证券、南京证券和华西证券的利息净收入占比超过30%。

■ 监管引导行业差异化发展，近期部分中小券商业绩弹性好

在行业不断向龙头集中的过程中，中小券商面临着巨大的竞争压力，亟需寻求逆势突围的路径，从海外经验来看，立足自身优势进行差异化和专业化经营是可行路径，同时在“深改12条”也首次明确提出“鼓励中小券商特色化精品化发展”。

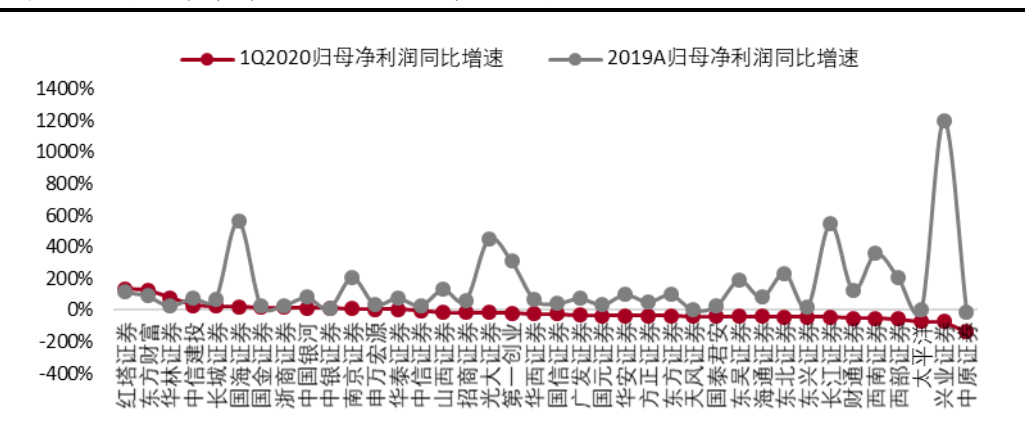
近期部分中小券商业绩弹性好，从各上市公司情况看，2019年太平洋、兴业证券和东方证券营收增速居前，兴业证券、国海证券和长江证券净利润增速居前；2020年一季度红塔证券、东方财富和浙商证券营业收入增速居前，红塔证券、东方财富、华林证券和中信建投净利润增速居前。

图表18：各上市券商1Q2020收入结构



资料来源：券商财报、万联证券研究所

图表19：各上市券商1Q2020和2019A净利润增速

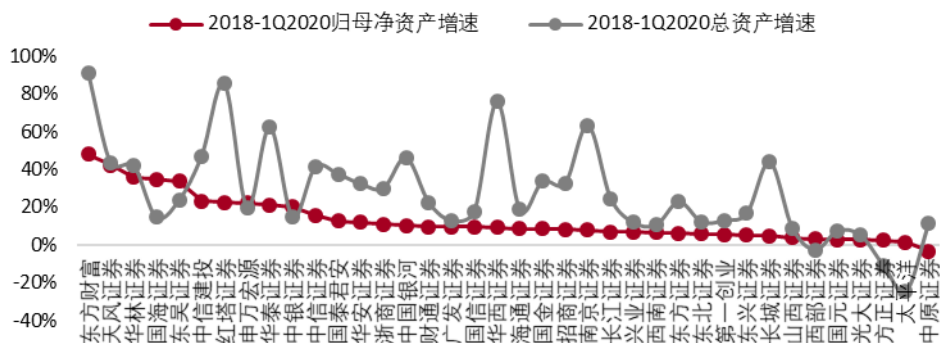


资料来源：券商财报、万联证券研究所

3.2.2 部分中小券商通过融资扩张，形成业绩增长的重要支撑

资本是券商发展的基础，资本扩张是增强实力的基础，也是业绩增长的重要动力，近年来多数中小券商增资的步伐明显加快，通过增资扩股、A股上市、配股、发债等手段实现资本和资产规模的提升。2018年到2020年一季度，净资产规模提升较多的是东方财富、天风证券、华林证券和国海证券，总资产规模提升较多的是东方财富、红塔证券、华西证券和南京证券，其中大部分券商看近期的业绩表现也排名行业前列。

图表20：各上市券商2018-1Q2020净资产和总资产增速



资料来源：券商财报、万联证券研究所

3.2.3 部分中小券商把握行业转型机会，立足自身优势发展特色业务

从成熟市场例如美国的经验看，与大型综合券商提供综合金融服务、从事具有显著杠杆性质且风险较高的业务定位不同，对于中小券商而言，可以聚焦专业领域、从事中介类风险较低的业务，例如在高度集中的投行市场，精品投行依然对传统大型证券公司产生了强有力的冲击，2008-2016年包括Lazard、Evercore等在内的五家精品投行的收入市占率提升约5pct至11%；在财富管理领域，嘉信理财通过互联网折扣券商发展模式、美林证券通过特色投顾模式实现了业务的突破。

在国内也有中小券商通过差异化发展实现突破的案例，例如东方财富互联网模式促进财富管理业务发展、天风证券通过研究驱动机构业务发展、光大证券通过ABS实现投行业务逆势提升等。

4、证券行业 2020 业绩展望

4.1 影响因素展望

4.1.1 政策改革：货币政策预计宽松，资本市场深改稳步推进

■ 两会释放出货币政策较去年更宽松信号，但预计较上半年边际收紧

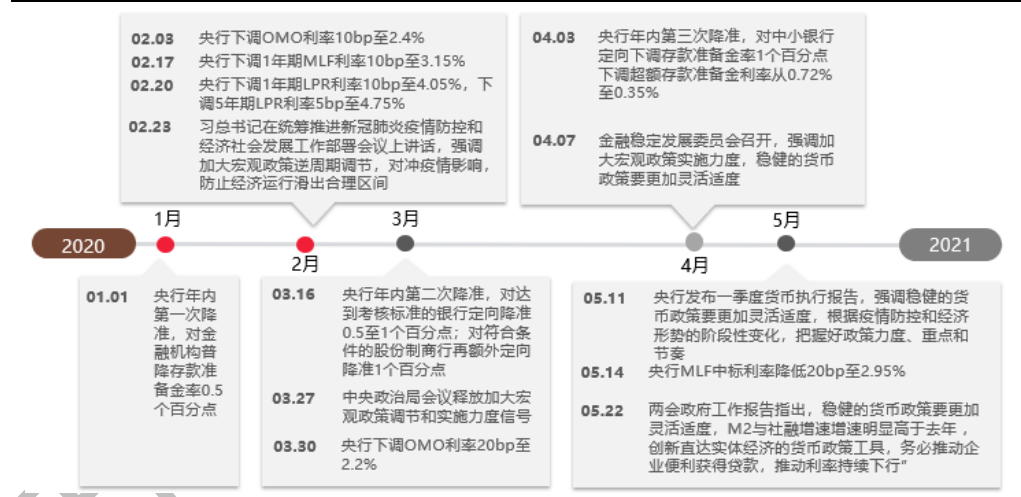
从2018年下半年起，货币政策边际宽松，除了多次降息降准外，央行还通过降准置换MLF、LPR改革等，引导实体经济利率下行，虽然短期出现流动性偏紧的情况，例如2019年下旬包商银行危机冲击等因素带来大小银行间和非银-银行间出现流动性分层现象，但伴随着LPR改革深化、多层次市场建设等有望防范这些问题，整体看市场流动性无虞。

展望2020年下半年，在“六保六稳”要求下，两会政府工作报告传递出货币政策较2019将更加宽松的信号，但预计在更加重视宽信用、汇率等扰动因素下可能宽松程度不及上半年。

具体来看，货币政策总基调由2019年的“稳健的货币政策要松紧适度”变为

“稳健的货币政策要更加灵活适度，同时综合运用降准降息、再贷款等手段”；对M2与社融增速的总目标由2019年的“与名义GDP增速匹配”变为“增速明显高于去年”；对利率的表述由2019年的“深化利率市场化改革，降低实际利率水平”变为“创新直达实体经济的货币政策工具，务必推动企业便利获得贷款，推动利率持续下行”；汇率方面，“保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定”，此外，下半年复工复产下更加重视宽信用，近期由于疫情带来全球经济衰退预期、地缘政治摩擦升级等因素导致的避险情绪较强，对人民币汇率形成贬值压力，短期也可能对货币政策形成一定制约。

图表21：近期部分重要货币政策



资料来源：证监会、万联证券研究所

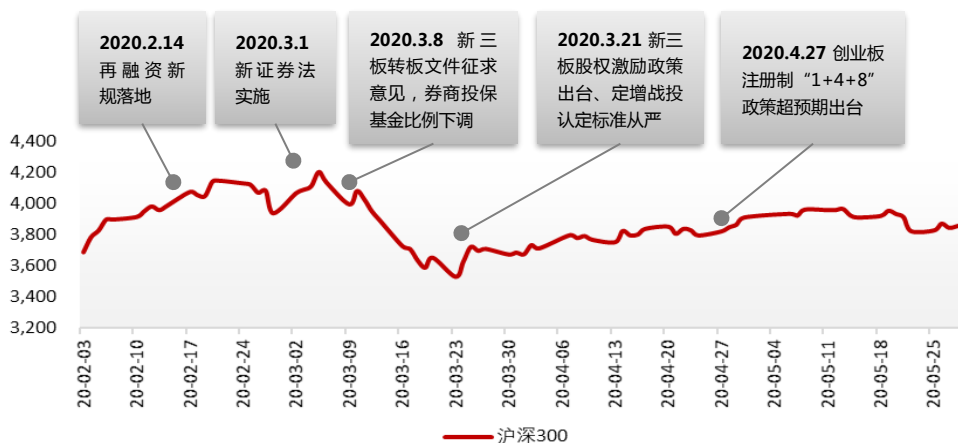
■ 资本市场深改超预期推进，下半年多政策值得期待

回顾我国资本市场的历史，每次大发展的背后，都有制度改革作为重要的助推器。1999年5月国务院批复证监会提出的“搞活市场六项政策”，引发了“519”行情，沪深两市在一个半月内上涨70%，开启了之后两年的牛市行情。2004年1月国务院发布“老国九条”，最为核心的政策是“开启股权分置改革”，大幅提高了市场流动性，虽然在推出之初并没有出现明显效果，但随着各项政策逐步落地，2006年起股市进入快速上涨通道，开启A股史上最大一轮牛市行情。2014年5月，国务院发布“新国九条”，在“鼓励上市公司建立市值管理制度、鼓励员工持股、健全投资者保护制度、培育私募市场、实行强制退市制度、鼓励市场化并购重组、扩大资本市场开放”等方面颇具亮点，是2014-2015年新一轮牛市的重要驱动因素之一。

2019年9月9日至10日，在全面深化资本市场改革工作座谈会上，易会满主席提出“深改12条”，标志我国资本市场改革全面进入深水区，主要内容包括发挥科创板试验田作用、提高上市公司质量、补齐多层次资本市场体系短板、狠抓中介机构能力建设、加快高水平开放、引导长期资金入市、化解股票质押风险等。2019年围绕“深改12条”多项政策密集落地超预期，包括再融资新规放开、科创板再融资新规、新三板改革细则、H股全流通等。

进入2020年，虽然新冠肺炎对经济和资本市场表现都有一些负面影响，但资本市场深改仍在稳步进行，甚至有多项改革例如创业板注册制、新三板深改等超预期推进。同时，在5月29日上交所就两会关于资本市场的建议做出回应，其中提及的完善股份减持制度、加大股权激励制度的适应性、适时推出做市商制度、研究引入单次T+0交易等多项政策值得期待。

图表22：近期部分重要深改政策



资料来源：证监会、万联证券研究所

4.1.2 市场环境：多项核心数据整体向好

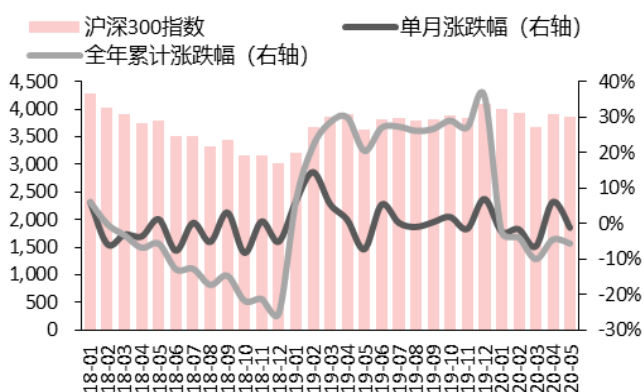
从券商目前的收入结构看，对券商量价影响较大的核心市场数据有股债二级市场表现、股基交易量、股债融资规模、资管规模、两融和股票质押余额。

■ 股债二级市场：整体向好，但存在震荡风险

上半年二级市场呈现债市牛、股市分化的局面，具体来看，货币政策宽松利率下行叠加疫情下的避险情绪，债市总体上走牛，1-5月中债综合净价指数累计上涨1.53%，而去年同期下跌0.34%；股市呈现分化和震荡局面，整体上中小创表现优于蓝筹股，1-5月上证综指、沪深300、深证成指、创业板分别变化-6.48%、-5.60%、3.02%和16.05%，同时股市表现也表现较为震荡，3月由于新冠疫情全球流行等影响跌幅较大，但随着复工复产陆续推进、货币政策宽松、金融经济数据有企稳迹象等因素下有企稳迹象。

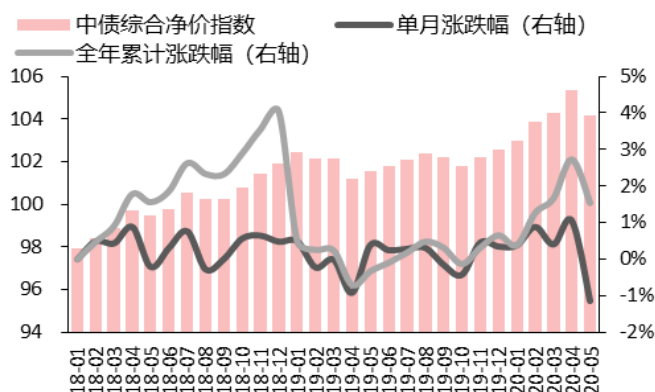
展望下半年，从两会政府工作报告相关表述看，预计在“六稳六保”背景下，货币政策更加宽松，M2和社融规模增速明显高于去年，虽然短期汇率可能会成为货币政策的考量因素，债市表现预计弱于上半年，但整体看仍有上行空间。从近期股市走势看，行情与汇率相关性更强，预计下半年仍有震荡风险，但在货币宽松、资本市场深改加速、更多宽信用和积极财政政策推动经济复苏等因素下，我们仍认为股市中长期将表现向好。

图表23：沪深300涨跌幅



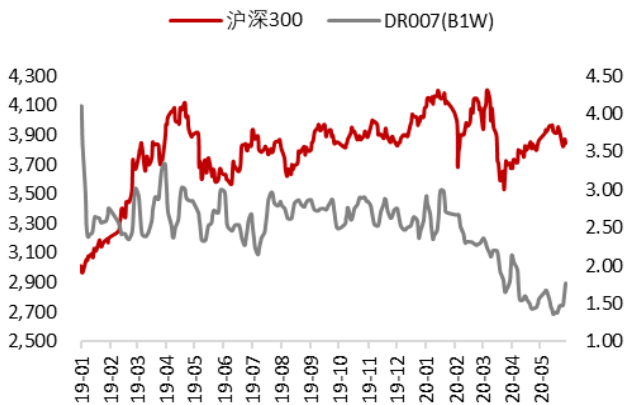
资料来源：wind、万联证券研究所

图表24：中债综合净价指数涨跌幅



资料来源：wind、万联证券研究所

图表25：沪深300指数和7天期回购利率移动平均



资料来源：wind、万联证券研究所

图表26：沪深300指数和美元兑人民币即期汇率



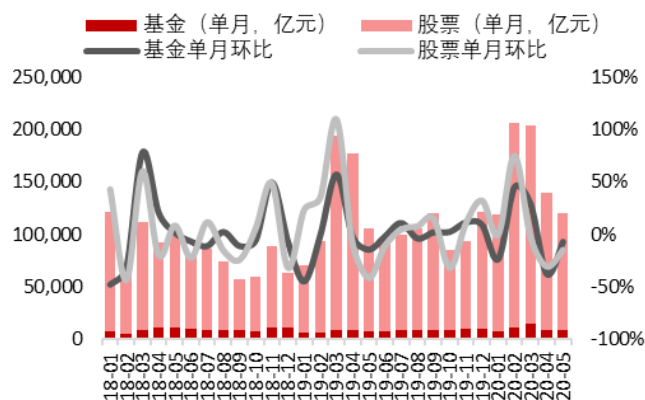
资料来源：wind、万联证券研究所

■ 股票交易量：预计全年保持正增长，后续活跃度有提升空间

总体上今年上半年市场交易活跃度好于去年，1-5月市场股票基金成交额79.00万亿元，同比增加23.19%。虽然股基成交额在经历了2、3月日均近万亿的高水平后，4、5月回落至1月的日均6600亿水平，若维持现有交易量预计全年日均股基成交额约在7000亿，预计仍将保持约两成增长。

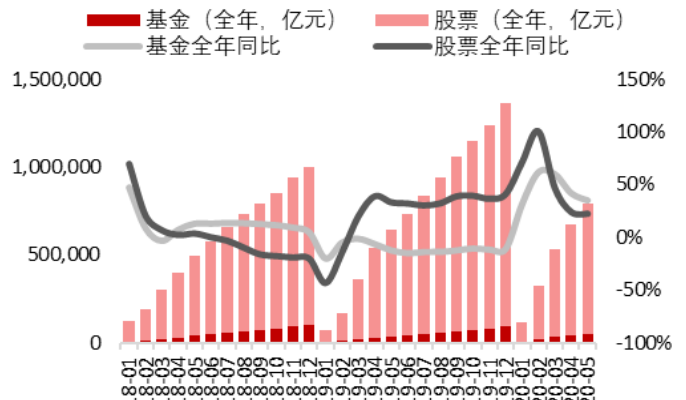
同时，上半年在低基数因素下，基金交易活跃度改善幅度更大，全市场1-5月股票成交额同比增长22.50%，基金成交额同比增长35.15%，预计机构业务占比高的券商经纪业绩表现相对更好。此外，若后续市场情绪和行情回暖，叠加在适时推出做市商制度、研究引入单次T+0交易等多项政策预期下，市场活跃度也有提升空间。

图表27：沪深股票和基金单月成交额



资料来源：wind、万联证券研究所

图表28：沪深股票和基金全年累计成交额



资料来源：wind、万联证券研究所

■ 股债融资规模：多项利好政策落地，融资规模预计持续增长

上半年疫情对股债一级市场略有影响，具体来看，2月由于疫情对投行的尽调、上市辅导、谈判协调、发行审核等多个过程都有负面影响，对股债融资规模均有拖累，但主要是暂时影响，整体看上半年股债融资规模均有提升，核心股票和债券发行规模同比增长27%和26%。

同时，政策对股债一级市场的影响较为直接，例如在股权方面，建立科创板并实施注册制后，科创板融资对股权融资的贡献累计维持在10%左右，2月14日再融资新规落地后，3月效果大幅显现，增发预案和增发规模都有大幅增长，但在3月20日战投认定从严后，增发规模又明显收缩；在债券方面，在多项政策呵护（疫情专项

债、债券注册制落地等)、债券融资成本降低(宽货币政策叠加避险情绪驱动收益率下行)等因素下,3、4月债券发行规模总体维持高位。

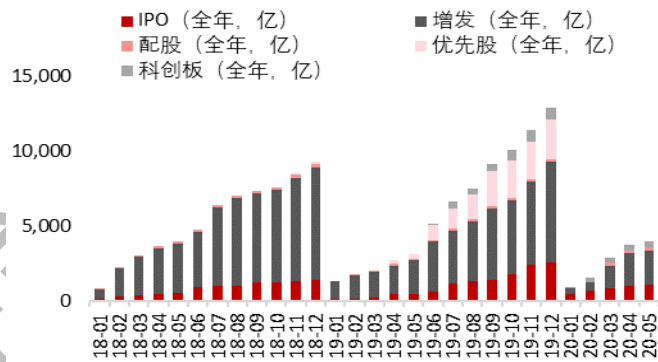
展望下半年,我们仍看好股债一级市场的表现,从总量看,在“社融和M2增速明显高于去年”、“推动利率持续下行”等背景下,债券发行规模预计将保持增长势头,IPO方面,创业板注册制超预期推进、新三板深改等有望提升发行上市和转板热度。

图表29: 市场单月股权融资规模统计



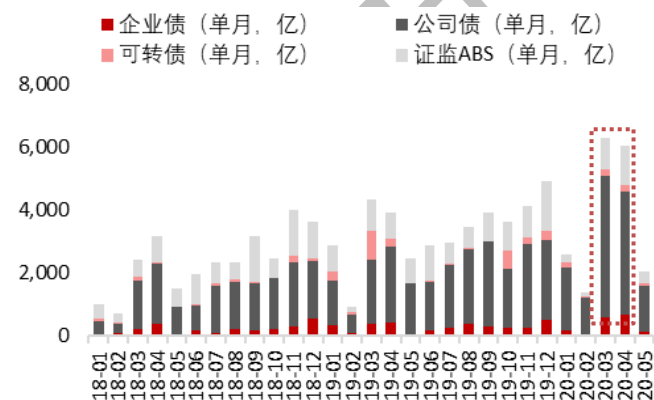
资料来源: 中基协、万联证券研究所
注: 按发行日统计

图表30: 市场全年累计股权融资规模统计



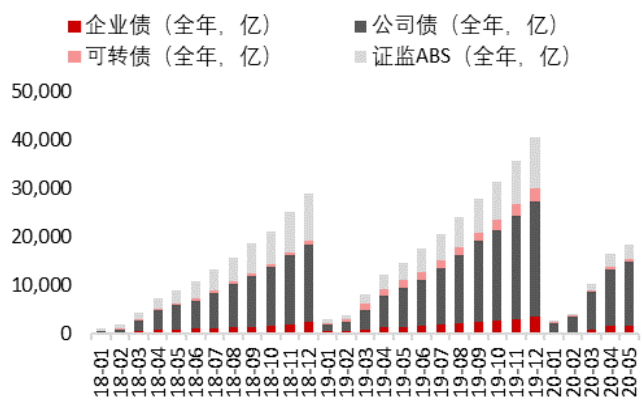
资料来源: wind、万联证券研究所
注: 按发行日统计

图表31: 市场单月债券融资规模统计



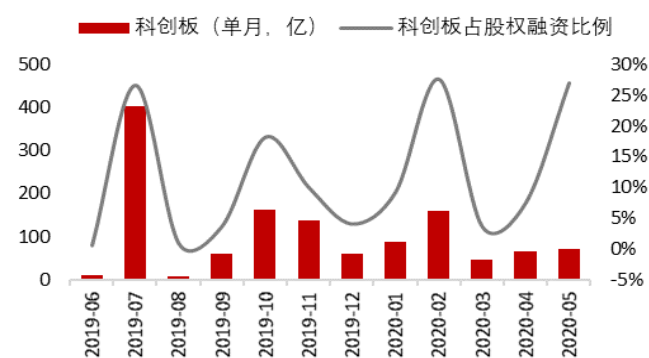
资料来源: wind、万联证券研究所

图表32: 市场全年累计债券融资规模统计



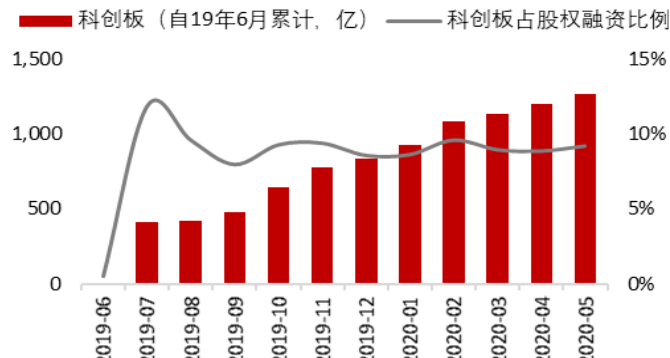
资料来源: wind、万联证券研究所

图表33: 科创板单月融资和占股权融资比例



资料来源: wind、万联证券研究所

图表34: 科创板累计融资及占股权融资比例(自2019.6)



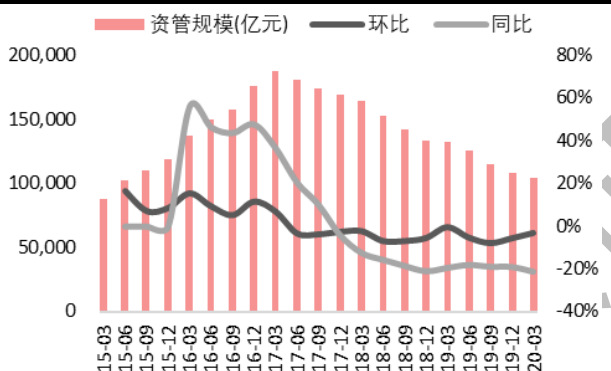
资料来源: wind、万联证券研究所

■ 资管规模：集合资管连续两季度正增长，总规模有望年内企稳

自2017年资管新规出台后，整个行业持续去通道，从2017年一季度的近19万亿高点下降至2020年一季度的10万亿低点，虽然目前整体资管规模仍未出现向上拐点，但集合资管规模占比持续提升，从2017年的约12%提升至2020年一季度的19%，且从绝对量看，集合资管规模也有企稳回升迹象，2020年一季度较年初增长0.73%。

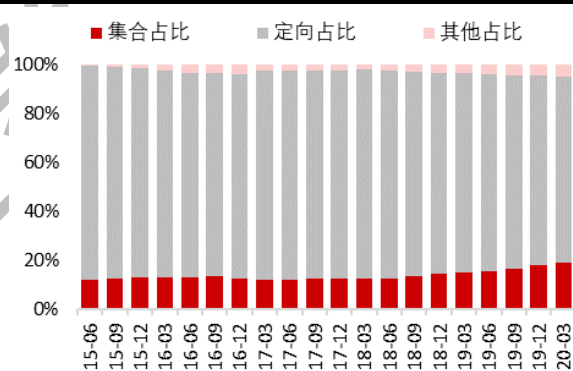
随着大集合产品的公募化改造加速进行，我们认为在2020年底全部完成后行业将进入更加规范运行的状态，虽然券商大集合产品失去原有的“分级”、“保本”等优势，同时面临着银行理财、保险资管产品等强有力的竞争，但在优秀的主动投资业绩支撑下也不乏“爆款”产品，且在股债二级市场行情中长期向好前提下，券商资管规模也有望在年内企稳。

图表35：券商资管规模变化情况



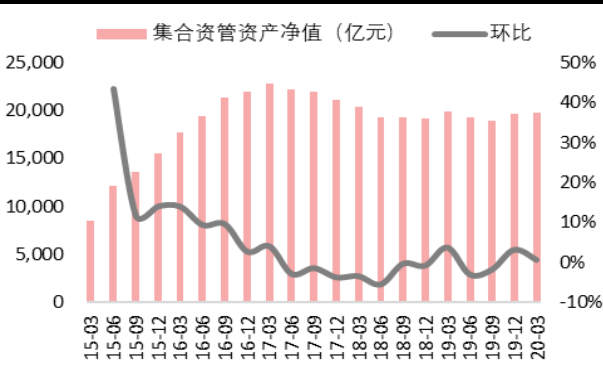
资料来源：中基协、万联证券研究所

图表36：券商资管规模结构变化情况



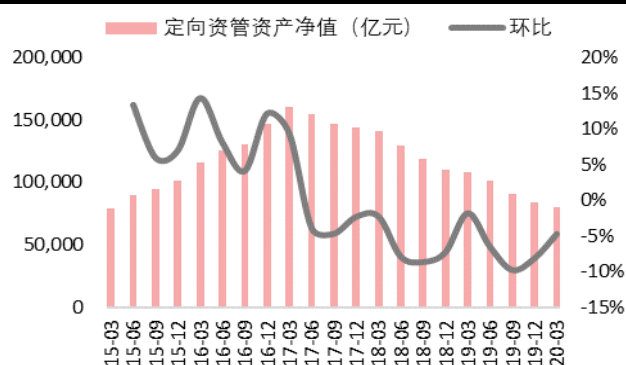
资料来源：中基协、万联证券研究所

图表37：券商集合资管规模变化情况



资料来源：中基协、万联证券研究所

图表38：券商定向资管规模变化情况



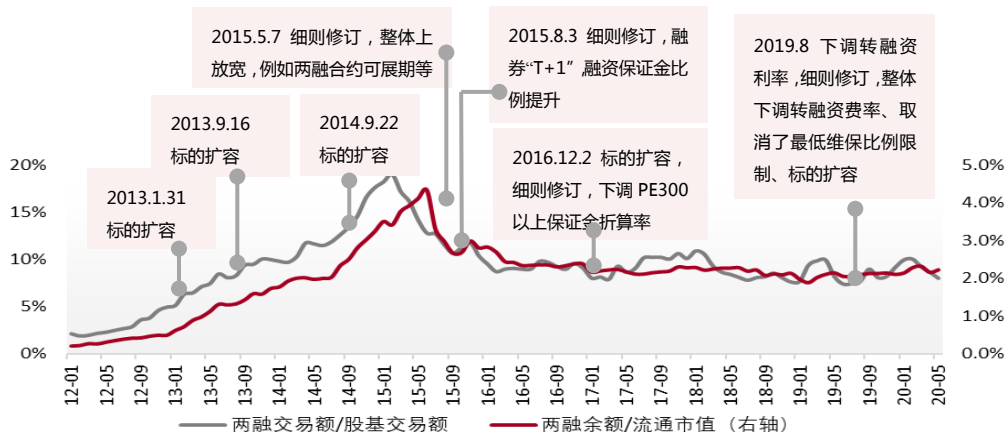
资料来源：中基协、万联证券研究所

■ 两融、股票质押余额：两融余额预计保持增长，仍谨慎看待股质业务

从近十年两融余额的变化看，沪深交易量和流通市值是影响两融最为重要和基础的因素，两融规模和市场行情有很强的相关性，同时两融标的扩容和相关政策的放松长期看也对两融市场有提振作用，但在市场较弱的情况下对两融规模的提升效应较为有限。2019年8月，证金公司下调转融资利率，交易所修订两融交易实施细则，主要内容包括取消了最低维保比例限制、两融标的扩容等，整体上对两融市场有一定提振作用，两融余额由2019年8月的9000亿攀升至2020年5月的近11000亿，占总市值的比例也由2.05%提升至2.23%，两融交易量占股基交易量的比例也由2019年8月的7%，提升至2020年2月最高超过10%（5月回落至8%）。后续伴随市场交易活跃度提升，预计两融余额和交易量将持续优于2019年的水平。

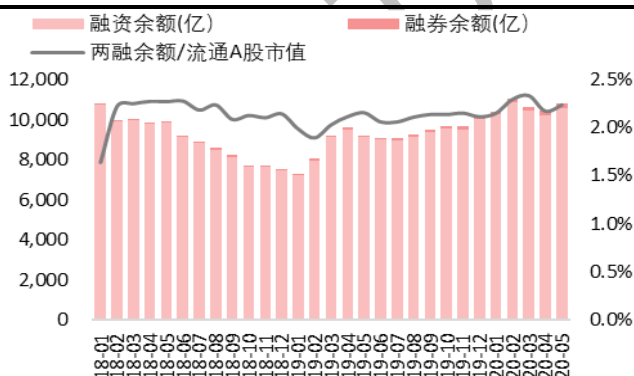
在资管新规影响银行资金回流、市场波动防范风险考虑、股票质押新规趋严、项目检查严格等因素，股票质押市场方面仍然延续近两年的收缩态势，截止2020年5月，市场质押股数5516亿股，同比下跌10.19%，总股本占比为8.06%，较上年同期下滑1.31pct，市场质押市值4.22万亿，同比下跌11.44%，预计后续伴随注册制下直接融资渠道更加通畅，疫情下经济下行压力较大、市场对股票质押风险仍然谨慎、股票质押项目标准提高等因素，股票质押规模仍有可能继续下降。

图表39：市场和政策变化对两融业务的影响



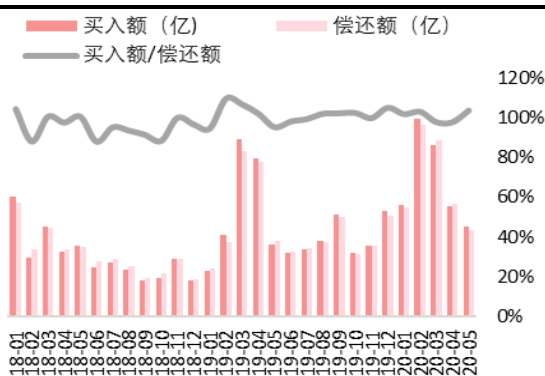
资料来源：wind、证监会、交易所、万联证券研究所

图表40：市场两融余额和潜力情况



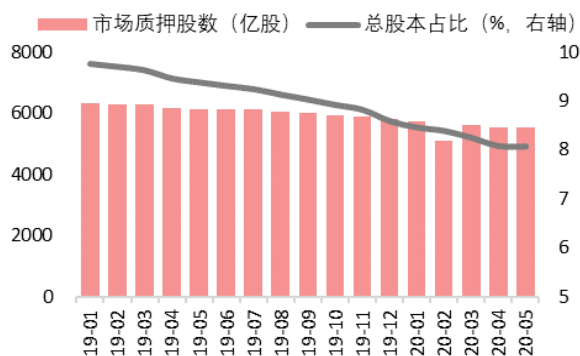
资料来源：wind、万联证券研究所

图表41：市场融资活跃度情况



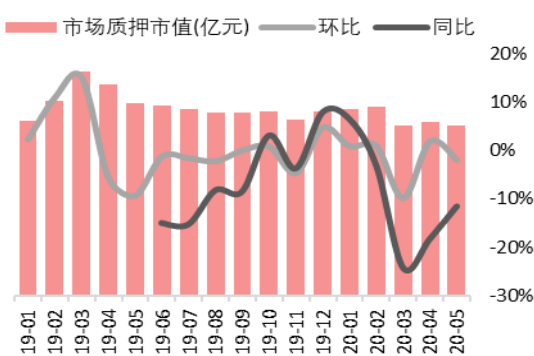
资料来源：wind、万联证券研究所

图表42：市场股票质押股数变化情况



资料来源：wind、万联证券研究所

图表43：市场股票质押市值变化情况



资料来源：wind、万联证券研究所

4.1.3 资本约束：净资产持续扩充，约束略有放松杠杆提升

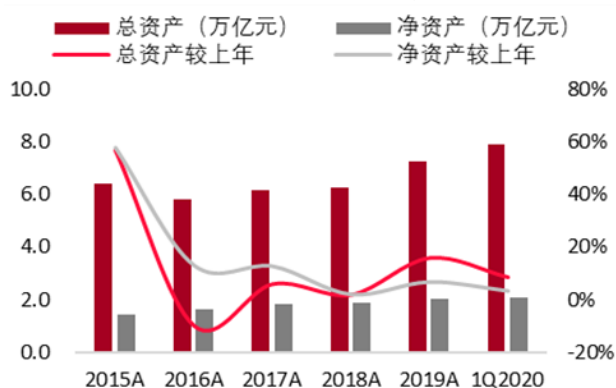
■ 券商融资渠道不断拓宽，股权融资持续提速

我国券商融资的方式日趋多样，可以分股权融资、债券融资和其他融资三大类。股权融资主要包括股东注资、IPO、增发（公开和定向）、配股和发行优先股等，债券融资场所涵盖交易所、银行间市场和OTC场外市场等，主要包括公司债、次级债、可转债、短期融资券、收益凭证等，其他融资方式包括同业拆借、回购、转融通和ABS等。

目前证券行业仍在向重资产转型、与海外和其他金融行业实力弱小，而一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，需要匹配实力更强、水平更高的证券行业，尤其目前加杠杆仍然受限背景下，券商进行股权融资、扩张资本规模的需求更为迫切，2019年末行业净资产较2018年末提升6.88%至2.02万亿，2020年一季度继续提升至2.09万亿，券商通过IPO、再融资、发行次级债等手段补充净资产的脚步明显提速，截止2020年5月底，证券行业IPO规模已经是2019年的2倍，且有多家券商正在排队上市，再融资（包括发行、核准和发布预案）规模超过1000亿元，是2019年近3倍，次级债发行规模也接近2019年的5成。

据不完全统计目前在A股、新三板、H股上市（单独、借壳或集团）的券商至少有57家，占整个行业比例约6成（以中证协的合并口径98家券商为基数），目前A股IPO排队的为10家，合计占整个行业的近7成。随着更多券商上市，股权融资通道更加扩宽，考虑到创业板注册制加快推进、再融资新规影响持续、券商次级债新规允许公开发行、融资成本下行等多项因素，短期看预计下半年券商融资脚步依旧保持较高速度，中长期通过扩充资本提高基础竞争力，为实体经济发展提供更高质量、更有效率的金融服务，将是整个行业的未来数年的中长期目标。

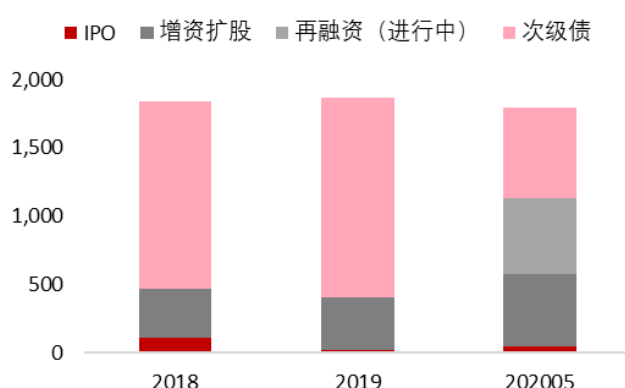
图表44：证券行业总资产和净资产变化情况



资料来源：中证协、万联证券研究所

注：数据取自未审报表，统计口径为单家公司口径

图表45：今年来券商补充资本相关融资情况



资料来源：wind、万联证券研究所

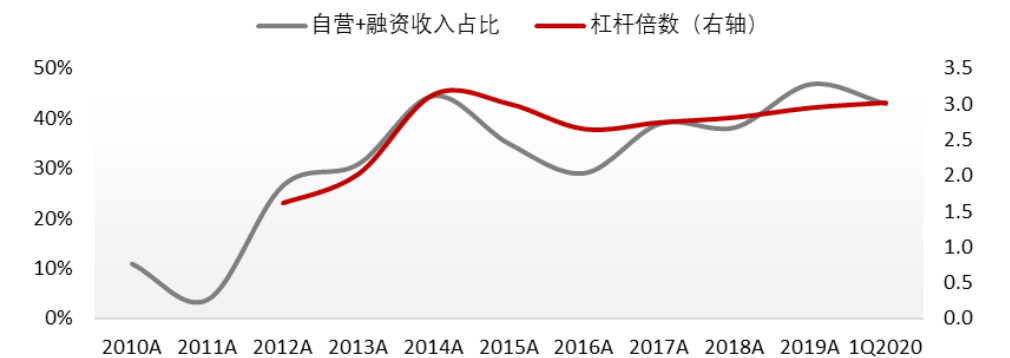
■ 约束略有放松趋势，行业杠杆倍数提升

在过去的十年，我国证券行业不断向重资产转型，自营和融资收入占比不断提升，纯中介类业务占比下降。重资产业务盈利提升需要依靠加杠杆实现，2013-2015业务创新叠加牛市行情，整个行业杠杆倍数最高达到3.14倍，但后续在防风险、去杠杆、行情走弱的大背景下，行业加杠杆受限，虽然监管规定的杠杆上限在6-7倍，但2016年最低仅为2.65倍。之后伴随着监管和行情环境转好，杠杆持续提升至2020年一季度的3.02倍，但与海外成熟市场相比仍然很低，美国即使在金融危机后不断去杠杆，目前杠杆倍数也维持在约10倍。

我们认为后续行业的杠杆倍数仍将保持提升趋势，一方面，从行业的发展趋势

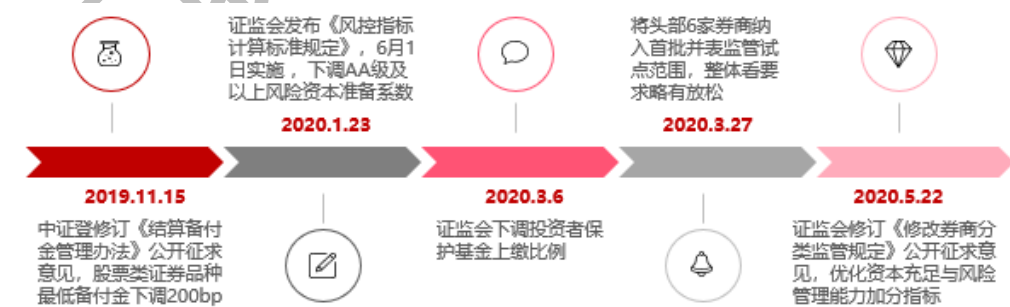
看，目前我国证券行业资产规模和海外顶级以及其他金融行业相比仍有差距，整个行业总资产仅达到高盛集团同期总资产的水平，不及工商银行同期总资产的1/4，除了净资本扩张外，通过提升杠杆迅速做大资产、提升盈利水平也是重要途径；另一方面，从近期的监管政策变化看，从2019年底先后有结算备付金比例下调、风控计算标准修订、投保基金缴纳比例下调、六家头部券商纳入首批并表监管试点等，资本约束方面政策有所放开，虽然实际影响有限，但鼓励行业加杠杆意图可见一斑。

图表46：我国证券行业重资产业务收入占比和杠杆倍数变化



资料来源：中证协、万联证券研究所

图表47：近期与资本约束相关的政策



资料来源：中证协、万联证券研究所

4.1.4 竞争加剧：内外部竞争激烈，多业务费率呈下滑趋势

■ 我国券商内外部竞争激烈

我国券商对传统业务依赖度仍然较强，业务创新不足，因此业务同质化依旧较强，行业内部竞争十分激烈。同时，还面临着其他金融机构尤其是银行的强有力的，尤其在财富管理、资管业务方面。此外，在对外开放逐渐提速的背景下，证券行业的准入壁垒逐渐打开，内资券商尤其是中小券商在资本、业务能力、创新能力、抗风险能力等方面差距比较明显。

■ 中介类业务费率呈下滑趋势

整体上看，由于证券行业面对来自内外部的激烈竞争，因此多业务尤其是中介类业务的费率不断下滑，从近五年的数据看，经纪净佣金率、债券承销费率下滑五成以上，两融费率下滑三成以上，资管费率下滑两成以上。

■ 投资类业务收益率波动大

除了中介类业务，目前券商第一大收入来源自营业务业绩波动较大，主要是由于风险敞口较大，同时整体上自营收益率有所下行，除了没有2014-2015年类似牛市行情的催化外，预计还源于过自营盘中权益类配置占比下降，债权类占比提升，且

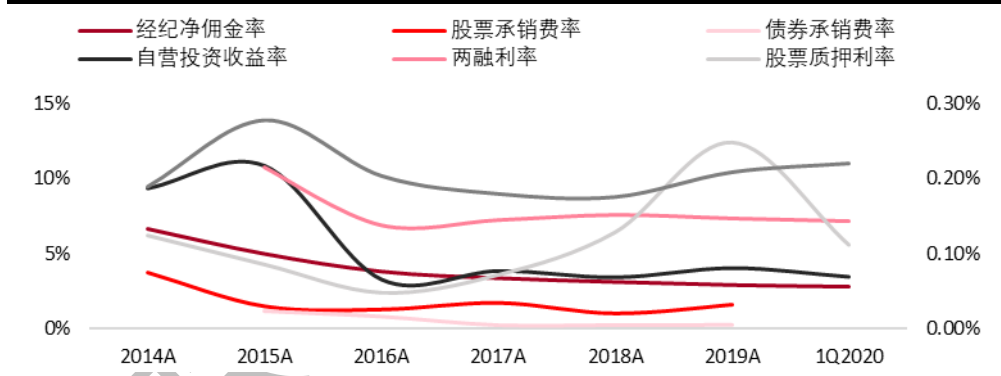
在加杠杆受限下，自营收益的弹性减弱、与权益市场表现的相关度降低。

■ 整体ROE中枢下降

整体看，由于证券行业面对来自内外部激烈竞争，在市场总体表现不好，重资产业务加杠杆受限背景下，中介业务费率下滑较多，投资收益率波动又较大，导致我国证券行业的ROE中枢有所下移。

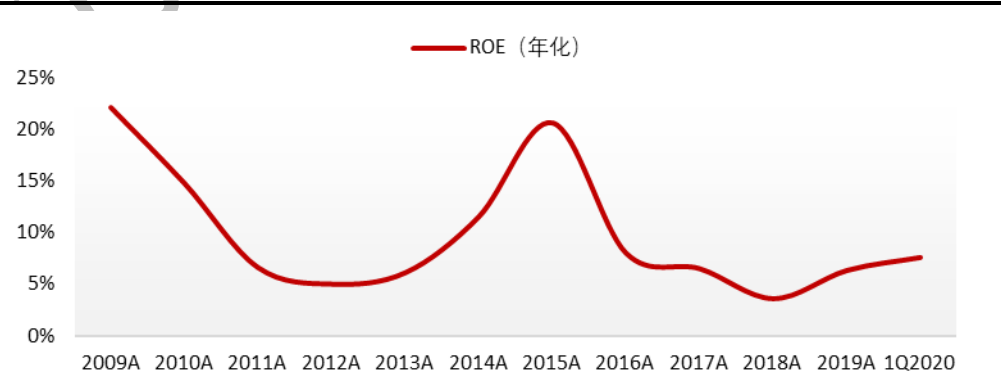
除了等市场大幅转好外，创新也是提升券商盈利能力的重要途径，虽然目前看整个行业转型仍处初级阶段，但也有一些变化显现，例如资管转型主动管理带来综合费率的企稳略升，投行资本化下出现新的盈利增长点等。

图表48：我国证券行业各业务费率均有下滑趋势



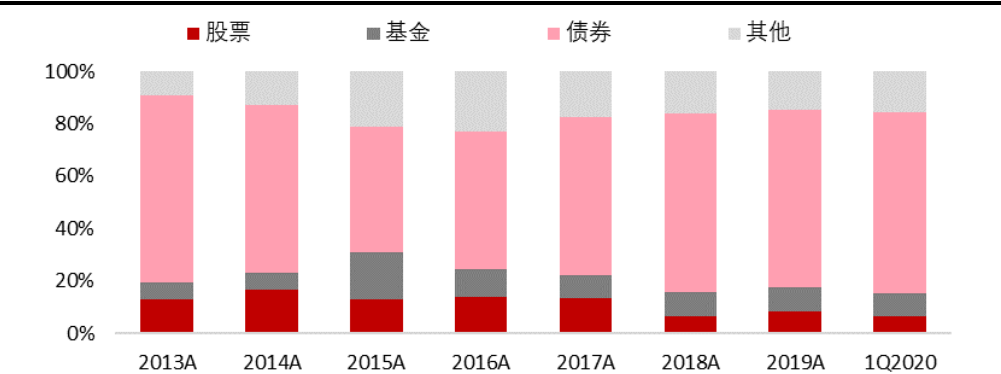
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表49：我国证券行业ROE中枢有所下移



资料来源：中证协、万联证券研究所

图表50：我国证券行业自营盘结构



资料来源：中证协、万联证券研究所

4.1.5 业务变革：多业务持续转型，部分成效初显

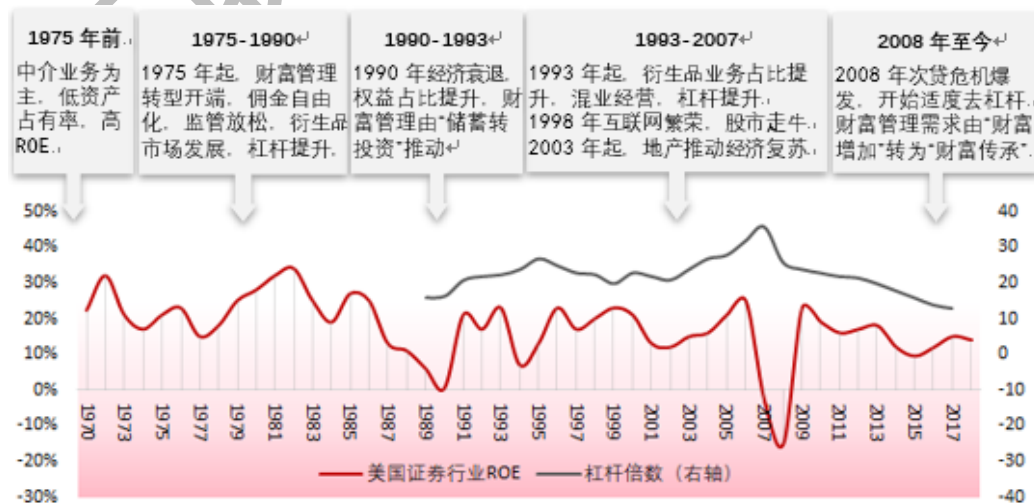
■ 经纪业务：基金投顾试点，财富管理迈出重要一步

虽然经纪收入占比下滑，但仍是券商最重要的基础业务，在竞争激烈、互联网经纪商的冲击下，经纪净佣金率连续多年下滑，2019跌破万分之三，2020年一季度为万分之2.78，虽然在成本线限制下降幅收窄，但经纪业务赚钱效应锐减，盈利水平亟待提升。

证券行业为了突破这一困境，几年前就开始向财富管理业务转型，从互联网降低成本开始，逐渐向金融产品代销、咨询服务、资本中介业务拓展，金融产品代销和资本中介收入占比提升，但本质上仍是收取代销费、利息等“中介费”，反应财富管理业务本质的投顾咨询收入占比不足10%。投顾业务发展较为缓慢，除了投资者的投资观念转变困难等因素外，之前“投资顾问”仅能“提供建议”而不能“代客理财”也是重要的掣肘之一。

2020年4月17日券商基金投顾试点后，整个行业有望迎来以销售为核心的“卖方投顾”向以客户为中心进行资产配置的“买方投顾”转型，并进行资产授权委托，是财富管理转型的重要一步。后续对标美国，有望实现产品和服务的不断丰富——从单纯提供经纪服务，逐渐向提供投资顾问发展，再到全权委托式财富管理的管家服务；由单一的产品到定制化投资产品，再到提供综合的财富管理解决方案，在这一过程中建立起高附加值、可持续的盈利模式。

图表51：美国证券行业ROE和杠杆倍数变化情况



资料来源：ICI、万联证券研究所

■ 投行业务：资本市场深改下项目供应增加，投行资本化成效初显

近年来，我国投行市场面临着马太效应不断提升、费率不断下滑的情况，后续有望从两方面实现化解：

一是在宽货币、利率下行、再融资新规、注册制等利好下，股债一级市场总体向好，除了传统股债市场IPO、再融资和发债项目供给增加外，在完善多层次资本市场体系的过程中，新市场和业务创新不断涌现，例如债券市场近年来的ABS、绿色债、防疫债，股权市场的科创板等，后续伴随交易所市场债券和资产支持证券品种创新、丰富期货期权产品等，有望带来更多新品种和新业务机会；

二是投行资本化成效初显，在承销费率不断下行的大背景下，发展“保荐+跟投”是提高投行业务收益的重要途径，除了券商自身主动发展相关业务外，科创板跟投制度也进一步推动了相关业务发展，目前股权投资收益占营业收入的比重从2%

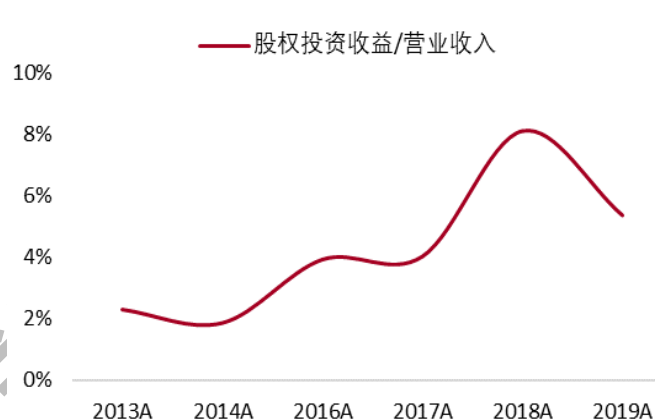
提升至5%以上，占净利润的比重更高。未来伴随注册制的稳步推进，行业的投行资本化程度有望持续加深，为券商带来稳定的新利源，同时也对券商的定价能力、销售能力、资本实力提出更高要求，促进投行业务不断转型。

图表52：2020年1-5月投行业务规模集中度（%）



资料来源：wind、中证协、万联证券研究所

图表53：证券行业股权投资收入占营业收入比例



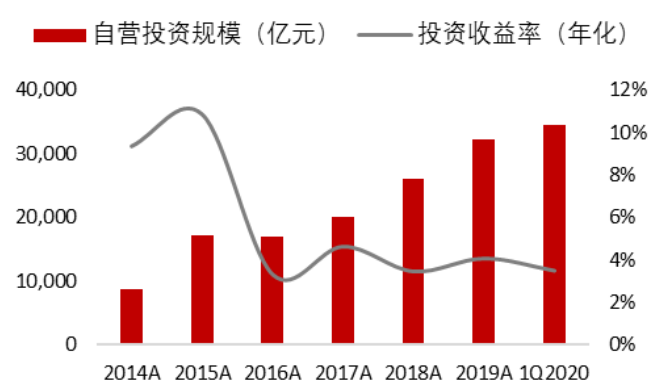
资料来源：wind、中证协、万联证券研究所

■ 自营业务：风险敞口相对较大，通过对冲控制风险是趋势

在经纪、投行和资本中介等业务收缩、券商资本扩张提速、股债行情回暖等因素共同影响下，近年来我国券商自营投资规模由2014年的不到1万亿增长至2020年一季度的3.5万亿，自营业务也逐渐成为我国券商的第一大收入来源，2019年、2020年一季度占比分别为34%、30%。

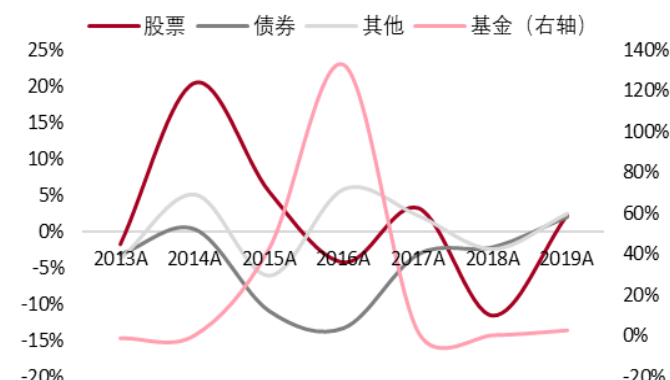
在自营业务稳步扩张的同时，与美国证券行业“交易和投资收益”中大部分是做市交易带来的价差收入，且通过对冲锁定风险，风险和波动相对较低不同，我国证券行业的自营风险敞口相对较大，虽然固收类（包括基金）占比约在八成以上，但各品种投资收益率波动均较大，尤其是从近六年看股票投资收益率在2014年高点达到20%，2018年为-12%，自营业务给券商业绩带来的不确定很大。预计后续整个行业，通过对冲手段控制风险敞口、拓展低风险资金使用渠道是重要趋势，此外，后续科创板做市商制度也值得期待，预计将带来券商做市交易的发展。

图表54：证券行业自营投资规模和投资收益率



资料来源：wind、中证协、万联证券研究所

图表55：证券行业自营各品种投资收益率



资料来源：wind、中证协、万联证券研究所

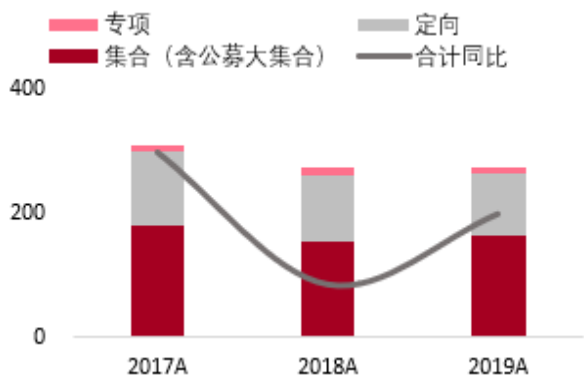
■ 资管业务：主动资管转型持续推进，大资管下券商聚焦主动投资能力

大资管行业经历了三年多的去通道，券商资管业务整体有企稳迹象，截止2020

年3月末，券商资管净值为10.47万亿，较2019年底下滑3.38%，降幅继续缩窄，且集合资管净值连续两个季度实现正增长，预计受益于主动转型有成效、大集合改造的影响逐渐消化等因素。

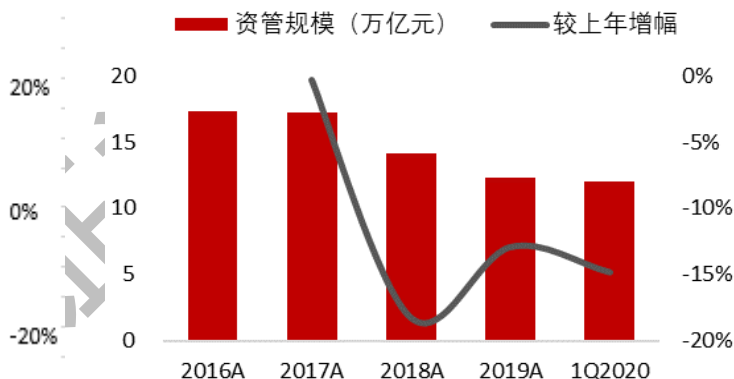
主动资管规模占比提升也带来行业资管收入的回升，2019年证券行业的资管收入先于规模企稳，同比增长0.06%，2020年一季度也保持了16.40%的正增长，反应虽然在大资管下券商受到来自银行等金融机构的强势竞争，但券商在主动投资能力、财富管理渠道、产品体系丰富度、产品定制化和灵活度等方面仍然具有优势，券商资管目前转型方向也是聚焦这些优势。

图表56：证券行业资管净收入（亿元）变化



资料来源：中证协、万联证券研究所

图表57：证券行业资管规模变化



资料来源：中证协、万联证券研究所

4.2 业绩展望

总体从中长期看，券商收入在“量”上向好，在“价”上承压。在“量”的方面，一方面，在政策宽松、改革积极的条件下，券商外部市场环境向好，但在扰动因素下也有震荡风险。在“价”的方面，竞争激烈下的价格战导致多项业务费率下滑，后续期待通过业务转型扭转这一局面，同时资本市场中长期向好，但波动导致投资收益率有一定不确定性。此外，在资本约束方面，券商不断积极进行股债融资，进而实现业务规模的扩张，资本约束相关政策略有放松，行业持续加杠杆；在竞争格局方面，头部券商和一些有特色的中小券商有优势，相关政策和规定包括分类评级新规、新业务头部试点等也促进了这一趋势。

在如下核心假设下，我们预计2020年证券行业将实现营业收入4250亿元，同比增长18%；实现净利润1488亿元，同比增长21%；ROE为7.01%，同比提升0.71pct。

【核心假设】

- ◇ 整体看2020年在“量”上向好，在“价”上承压
- ◇ 经纪：日均股基交易量7000亿，经纪净佣金率万分之2.75；
- ◇ 投行：股权融资规模15000亿，债券融资规模增长20%；
- ◇ 自营：自营投资率4.50%，自营规模增长10%；
- ◇ 资管：规模保持稳定，综合费率增加0.02pct；
- ◇ 资本中介：两融余额增长30%，股质规模企稳，负债成本下降0.1pct；
- ◇ 净利润率：提升1pct至35%；
- ◇ 净资产：增速为10%。

图表58：证券行业盈利预测

项目	2017A	2018A	2019A	2020E
经纪业务				
股基交易额 (万亿)	244.54	200.29	272.26	340.20
日均股基成交额 (亿元)	5,052.39	4,121.24	5,533.65	7,000.00
交易日	242	243	243	243
净佣金率 (‰)	3.36	3.11	2.89	2.75
较上年末	-11.67%	-7.28%	-7.15%	-5.00%
经纪净收入 (亿元)	820.92	623.42	786.63	934.02
同比	-22.04%	-24.06%	26.18%	18.74%
投行业务				
股权融资收入 (亿元)	196.81	70.16	130.02	214.72
规模 (亿元)	11,478.89	6,931.82	8,174.64	15,000.00
费率	1.71%	1.01%	1.59%	1.43%
债券融资收入 (亿元)	162.53	188.30	247.42	296.90
规模 (亿元)	74,473.27	84,364.72	105,738.66	126,886.39
费率	0.22%	0.22%	0.23%	0.23%
其他融资收入 (亿元)	150.26	111.50	105.21	126.25
投行净收入 (亿元)	509.61	369.96	482.65	637.88
同比		-27.40%	30.46%	32.16%
自营业务				
自营投资规模 (亿元)	20,137.19	26,102.04	32,238.33	35,462.16
投资收益率 (年化)	3.89%	3.46%	4.19%	4.50%
自营收入 (亿元)	860.98	800.27	1,221.60	1,523.26
同比		-7.05%	52.65%	24.69%
资管业务				
资管规模 (万亿元)	17.26	14.11	12.29	12.29
综合费率	0.18%	0.18%	0.21%	0.23%
资管净收入 (亿元)	309.79	274.56	275.16	283.90
同比		-11.37%	0.22%	3.18%
融资业务				
利息收入 (亿元)	1,551.81	1,598.98	1,783.26	1,963.25
两融利息收入 (亿元)	710.03	672.12	651.68	865.20
规模 (亿元)	10,231.07	7,500.93	10,241.81	13,314.35
利率	6.94%	7.58%	7.35%	7.35%
股票质押利息收入 (亿元)	369.48	463.42	651.68	522.17
规模 (表内, 亿元)	8,193.87	6,181.07	4,311.46	4,095.89
利率	4.51%	6.45%	12.42%	12.42%
其他收入 (亿元)	472.30	463.44	479.90	575.88
利息支出 (亿元)	1,203.72	1,384.13	1,319.74	1,540.56
负债规模 (万亿元)	4.29	4.37	5.24	5.76
利率	2.81%	3.20%	2.90%	2.80%
利息净收入 (亿元)	348.09	214.85	463.66	422.69

同比		-38.28%	115.81%	-8.84%
其他业务				
其他业务收入 (亿元)	263.47	379.37	374.13	448.96
同比		43.99%	-1.38%	20.00%
营业收入 (亿元)	3,112.86	2,662.43	3,604.83	4,250.71
同比		-14.47%	35.40%	17.92%
净利润率	36.30%	25.02%	34.15%	35.00%
净利润 (亿元)	1,129.95	666.20	1,230.95	1,487.75
同比		-41.04%	84.77%	20.86%
净资产 (万亿元)	1.85	1.89	2.02	2.22
较上年末		2.16%	6.88%	10.00%
ROE	6.48%	3.56%	6.30%	7.01%

资料来源：中证协、万联证券研究所

5、投资建议

■ 货币整体宽松、改革仍然积极，市场整体向好但震荡风险仍存

回望上半年，我国资本市场震荡导致券商自营表现较弱，进而拖累一季度业绩略有下滑，展望下半年，在货币政策总体宽松和资本市场深改积极的大背景下，我们整体仍看好资本市场下半年表现，但考虑复工复产和经济下行压力、汇率制约宽货币程度等因素扰动下，仍存在震荡风险。

■ 盈利有望回升带动估值中枢抬升，目前估值仍处低位有配置价值

在市场整体向好的外部环境下，券商在杠杆提升、业务转型等方面有一些积极变化，叠加去年下半年业绩低基数因素，在中性假设下，我们预计证券行业盈利水平将回升，估值中枢也有望抬升。从2013年券商板块估值看（剔除2018年中到2019年初，担忧股质风险暴露期），板块PB估值中位数为1.89x，近期在1.70x上下震荡，存在配置价值，维持行业“强于大市”投资评级。

■ 信用减值损失有所增加，但整体风险可控影响有限

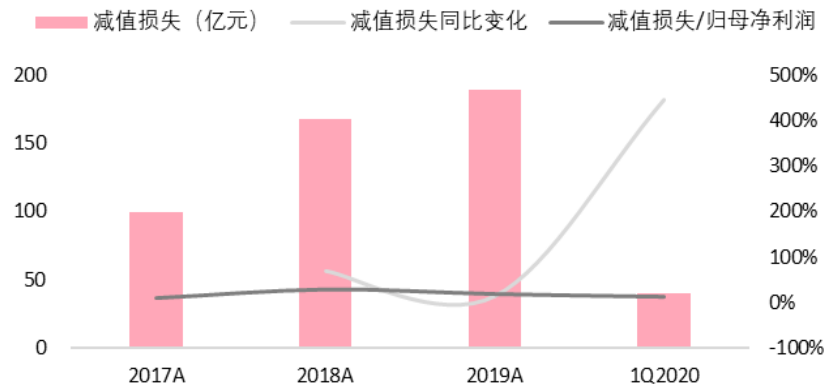
2019、2020年一季度上市券商信用减值同比增长13.06%、446.87%，增幅较大预计主要是由于2019年负基数、券商股质风险出清加快、一季度海外融资业务计提减值等影响。其中大型券商减值损失增速较中小券商更高，预计主要源于业务收缩更快、去年基数更低、海外业务占比高等因素。

但整体看相关减值风险可控、影响有限，一方面规模和利润占比降低，上市券商信用减值损失占净利润的比例下滑、股票质押余额占总资产的比例从2017年的超过12%下降到2019年的5%，另一方面减值计提准备保持充分。

■ 个股建议把握龙头集中和中小券商差异化发展趋势

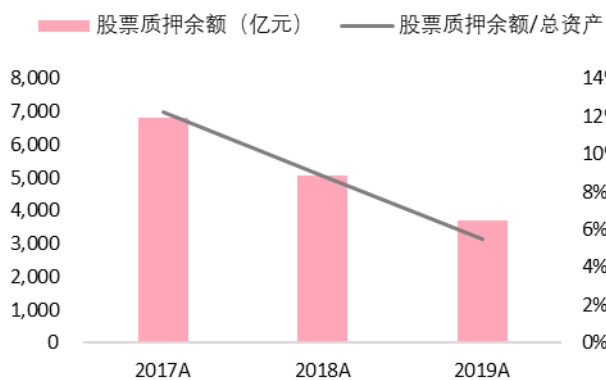
个股方面，目前行业仍面临来自内外部的竞争压力下，龙头券商凭借多种优势市占率不断提升，从近期的再融资新规、基金投顾试点、六家头部券商并表监管试点等政策红利看，龙头优势依旧明显，建议关注低估值龙头；同时部分近期增资较多、转型积极的中小券商业绩弹性表现更好。

图表59：证券行业减值损失情况



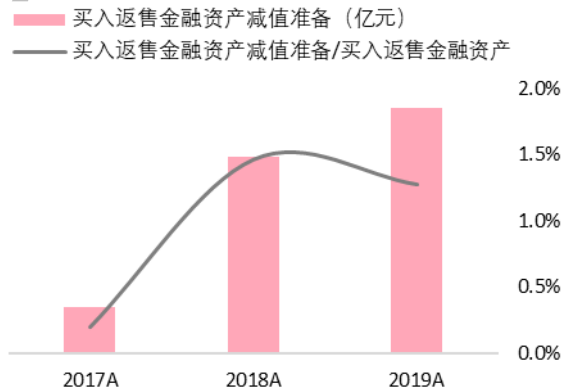
资料来源：上市券商财报、万联证券研究所

图表60：证券行业股票质押余额情况



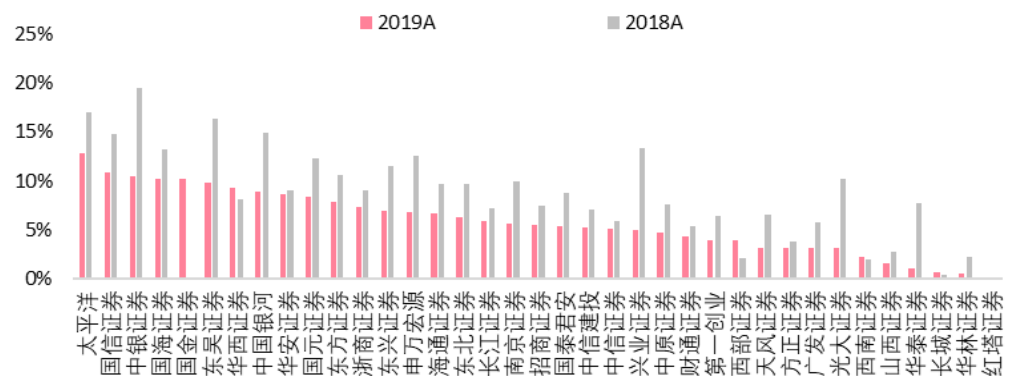
资料来源：上市券商财报、万联证券研究所

图表61：证券行业买入返售金融资产减值准备情况



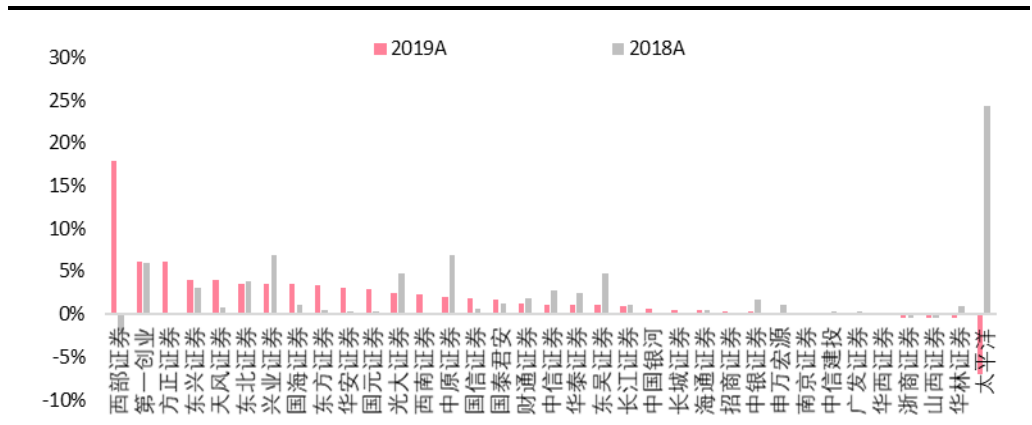
资料来源：上市券商财报、万联证券研究所

图表62：各上市券商股票质押余额/总资产变化



资料来源：上市券商财报、万联证券研究所

图表63: 各上市券商买入返售金融资产减值准备/买入返售金融资产



资料来源：上市券商财报、万联证券研究所

图表64：券商板块历史估值情况



资料来源：wind、中证协、万联证券研究所

6、风险提示

疫情发展超预期、经济下行超预期、货币政策宽松不及预期、资本市场波动超预期

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场