

# 自营拖累业绩，龙头优势稳固中小券商有亮点

## ——券商 2019 年报和 2020 年一季报综述

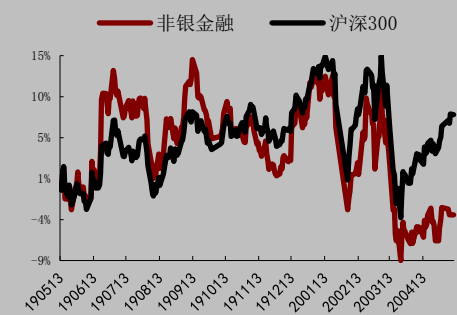
# 强于大市（维持）

日期：2020 年 05 月 12 日

### 投资要点：

- **证券行业 2019&1Q2020 业绩表现：**业绩有所波动，2019 年市场回暖带动业绩大幅回升，但净资产收益率仍未超越 2016 和 2017 年水平，2020 年一季度股市震荡自营表现欠佳、叠加高基数等因素拖累业绩下滑，但盈利水平较 2019 年继续改善。从证券行业资本扩张情况看，2019 年到 2020 年一季度证券行业资本实力不断扩充，杠杆倍数持续提升，但与海外顶级投行和其他金融行业相比仍然弱小，杠杆水平也相对较低，仍有很大提升空间。
- **上市券商 2019&1Q2020 业绩表现：**上市券商与行业整体表现相比，业绩稳定性相对较高，收入结构更为均衡，虽然 2020 年一季度由于部分上市券商自营收益大幅下滑拖累净利润下滑幅度略高于行业平均水平，从整体盈利能力看，净资产收益率仍高于行业水平，上市融资渠道拓宽资本扩张速度更快。
- **上市券商 2019&1Q2020 分业务情况：**经纪业务方面，交易量增长佣金率继续下滑，业绩增速优于行业水平；投行业务方面，市场股债承销规模整体保持增长势头，带动收入不断回升；自营业务方面波动较大，2019 年股债均优带动自营收益大幅增长，2020 年一季度由于股市震荡自营收益同比下降四成，中长期看仍优于行业整体情况；资管业务方面，整体发展快于行业水平，主动管理转型不断推进；利息净收入方面，两融余额整体提升，股票质押规模仍然持续收缩。
- **各上市券商 2019&1Q2020 业绩表现：**在收入结构方面有所分化，部分券商特色经营端倪初现，在规模口径方面龙头券商依旧优势明显，整体业绩、资本资产规模和分业务收入龙头地位稳固，在业绩弹性方面部分中小券商表现更好，除了低基数的因素外，一些通过上市拓宽融资渠道、立足特色业务拓展业务版图的中小券商发展较优。
- **投资建议：**目前一季报业绩回落对券商板块估值的压制作用逐渐消化，自 4 月 27 日创业板注册制“1+4+8”政策超预期落地后，板块开始震荡上行，目前回升至 1.70x。后续考虑全面建设小康社会收官之年货币政策依旧宽松、以创业板注册制为核心的资本市场改革仍将稳步推进、全面复工复产有望带来经济数据企稳回升等背景下，资本市场预计震荡向好，同时由于券商 4-11 月净利润均为低基数，业绩有望持续改善，配置价值仍存。个股方面，仍关注低估值龙头，以及资本实力提升较多、经营有特色的中小券商。
- **风险提示：**全球疫情扩散超预期、经济下行超预期、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 05 月 11 日

### 相关研究

万联证券研究所 20200508\_行业动态跟踪\_AAA\_

保险行业 2020 年 3 月经营数据跟踪

万联证券研究所 20200430\_公司季报点评\_AAA\_

中国人保 2020 年一季报点评

万联证券研究所 20200429\_公司季报点评\_中信

证券(600030) 2020 年一季报点评\_龙头地位

稳固业绩显韧性，减值增加拖累净利润

**分析师：** 张译从

执业证书编号：S0270518090001

电话：010-56508510

邮箱：zhangyc1@wlzq.com.cn

**研究助理：** 喻刚

电话：010-56508511

邮箱：yugang@wlzq.com.cn

## 目录

1、行业整体情况.....	4
1.1 业绩表现：2019 年市场回暖业绩大幅回升，2020 年一季度自营拖累增速下滑 ...	4
1.2 资本实力：资本规模持续提升，仍与海外顶级券商和其他金融行业差距较大 ....	4
1.3 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 .....	5
1.4 分业务情况：除一季度自营波动较大，各业务总体向好 .....	5
1.5 竞争格局：业绩规模集中度有所下降，资产规模集中度略有提升 .....	6
2、上市券商情况.....	6
2.1 业绩表现：2019 年业绩增速基本与行业趋同，2020 年一季度净利润跌幅略大 ...	6
2.2 盈利能力：净资产收益率高于行业水平，近两年有不断提升态势 .....	9
2.3 资本实力：上市拓宽融资渠道，资本扩张速度快于行业 .....	10
2.4 收入结构：较行业更加均衡，各上市公司业务结构差异仍较大 .....	11
2.5 分业务情况.....	12
2.5.1 分业务收入变化：与行业基本趋势趋同，表现相对更为稳定 .....	12
2.5.2 经纪业务：量增价跌业绩增速优于行业水平，部分中小券商表现优异 .....	12
2.5.3 投行业务：股债向好业绩增速低于行业水平，部分中小券商表现亮眼 .....	14
2.5.4 自营业务：自营收益波动较大，中长期看仍优于行业整体情况 .....	16
2.5.5 资管业务：上市券商资管业务发展较优，主动管理转型不断推进 .....	19
2.5.6 利息净收入：两融增长股质收缩，增速低于行业整体水平 .....	20
3、投资建议.....	22
4、风险提示.....	23
图表 1：证券行业营业收入的净利润变化情况 .....	4
图表 2：证券行业总资产和净资产变化情况 .....	4
图表 3：证券行业公司数量和盈利占比变化情况 .....	5
图表 4：证券行业净利率、ROE 和杠杆倍数变化情况 .....	5
图表 5：证券行业收入结构变化情况 .....	5
图表 6：证券行业各业务收入变化情况 .....	5
图表 7：证券行业营业收入和净利润前五名集中度 .....	6
图表 8：证券行业总资产和净资产前五名集中度 .....	6
图表 9：上市券商 2019 年营业收入和归母净利润变化情况 .....	6
图表 10：上市券商 2020 年一季度营业收入和归母净利润变化情况 .....	8
图表 11：上市券商 2020 年一季度净利率和 ROE（年化）变化情况 .....	9
图表 12：上市券商 2020 年一季度总资产和净资产变化情况 .....	10
图表 13：上市券商收入结构变化情况 .....	11
图表 14：各上市券商 1Q2020 收入结构 .....	12
图表 15：上市券商分业务收入变化情况 .....	12
图表 16：各上市券商 1Q2020 分业务收入变化 .....	12
图表 17：证券行业股票基金成交额和增速 .....	13
图表 18：证券行业经纪净收入和佣金率 .....	13
图表 19：各上市券商 2020 年一季度经纪净收入变化 .....	13
图表 20：各上市券商 2019 年经纪净收入变化 .....	13
图表 21：证券行业股债承销规模 .....	14
图表 22：证券行业股债承销费率 .....	14

图表 23: 证券行业投行净收入分业务情况 .....	14
图表 24: 市场股债发行规模 (核心品种) .....	14
图表 25: 各上市券商 2020 年一季度投行净收入变化 .....	14
图表 26: 各上市券商 2019 年投行净收入变化 .....	15
图表 27: 各上市券商 2020 年一季度股权融资金额 .....	15
图表 28: 各上市券商 2020 年一季度债券融资金额 .....	15
图表 29: 各上市券商 2019 年股权融资金额 .....	16
图表 30: 各上市券商 2019 年债券融资金额 .....	16
图表 31: 证券行业自营投资规模和投资收益率 .....	17
图表 32: 证券行业自营盘结构 .....	17
图表 33: 沪深 300 指数涨跌幅 .....	17
图表 34: 中债综合净价指数涨跌幅 .....	17
图表 35: 各上市券商 2020 年一季度自营收益变化 .....	17
图表 36: 各上市券商 2019 年自营收益变化 .....	18
图表 37: 各上市券商 2020 年一季度自营规模和投资收益率变化 .....	18
图表 38: 各上市券商 2019 年自营规模和投资收益率变化 .....	18
图表 39: 各上市券商 2019 年自营盘结构 .....	18
图表 40: 证券行业资管净收入 (亿元) 变化 .....	19
图表 41: 证券行业资管规模变化 .....	19
图表 42: 各上市券商 2020 年一季度资管净收入变化 .....	19
图表 43: 各上市券商 2019 年资管净收入变化 .....	20
图表 44: 各上市券商 2019 年主动管理月均规模变化 .....	20
图表 45: 证券行业两融利息收入变化 .....	20
图表 46: 证券行业两融余额变化 .....	20
图表 47: 证券行业股票质押利息收入变化 .....	21
图表 48: 证券行业资股票质押利息规模 (表内) 变化 .....	21
图表 49: 各上市券商 2020 年一季度资管净收入变化 .....	21
图表 50: 各上市券商 2019 年资管净收入变化 .....	21
图表 51: 各上市券商融出资金变化 (亿元) .....	21
图表 52: 各上市券商买入返售资产变化 (亿元) .....	22

## 1、行业整体情况

### 1.1 业绩表现：2019年市场回暖业绩大幅回升，2020年一季度自营拖累增速下滑

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7.57%，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仍然不及2016年和2017年的水平。

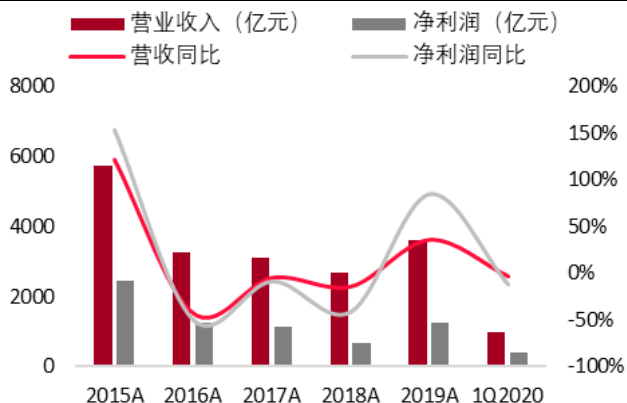
2020年一季度自营收益下滑拖累业绩表现，后续有改善空间。进入2020年一季度，权益二级市场表现较弱，自营投资收益大幅下滑，拖累证券行业的业绩同比回落，实现营业收入和净利润983.30亿元和388.72亿元，同比下滑3.50%和11.69%。虽然业绩同比回落，但从净利率和年化ROE的情况看，较2019年继续改善，2020年一季度证券行业的净利率和年化ROE分别为7.57%和39.53%，分别超过和接近2016年的水平。若后续市场不出现大幅波动风险，在后续低基数的效应下，券商业绩表现和盈利能力有望继续改善。

### 1.2 资本实力：资本规模持续提升，仍与海外顶级券商和其他金融行业差距较大

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。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。

与海外顶级投行和其他金融行业相比仍然弱小，杠杆水平较低。虽然我国证券行业净资产和总资产规模不断提升，但与海外顶级投行和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，从杠杆水平看也依然较低。

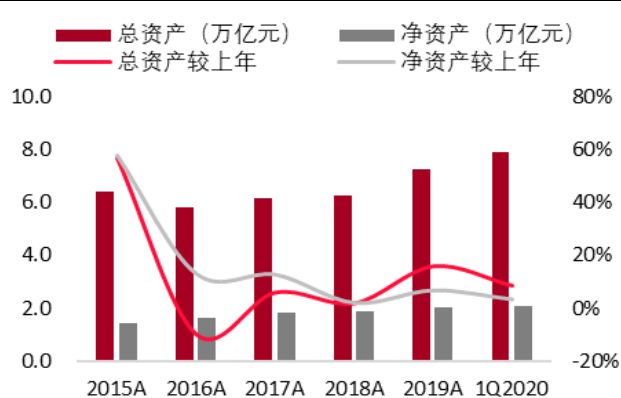
图表1：证券行业营业收入的净利润变化情况



资料来源：中证协、万联证券研究所

注：数据取自未审报表，统计口径为单家公司口径

图表2：证券行业总资产和净资产变化情况

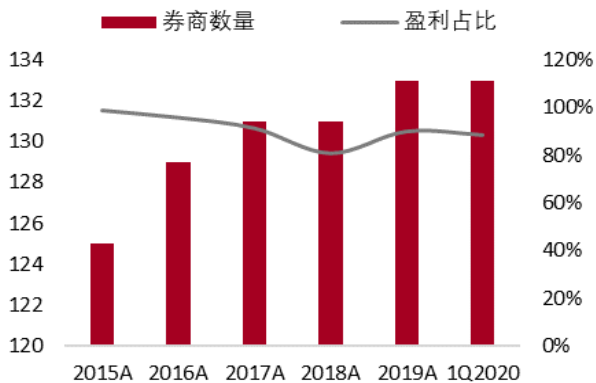


资料来源：中证协、万联证券研究所

注：数据取自未审报表，统计口径为单家公司口径



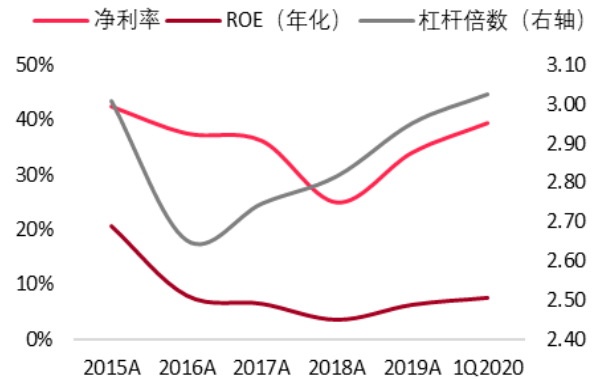
图表3：证券行业公司数量和盈利占比变化情况



资料来源：中证协、万联证券研究所

注：数据取自未审报表，统计口径为单家公司口径

图表4：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

注：数据取自未审报表，统计口径为单家公司口径

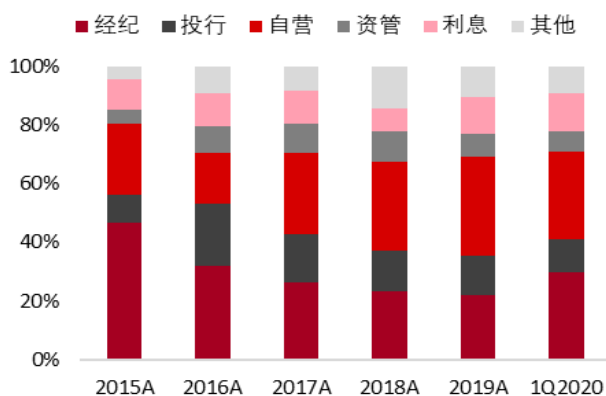
### 1.3收入结构：自营和经纪是前两大收入来源，占比维持在五成以上

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%。

### 1.4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%。

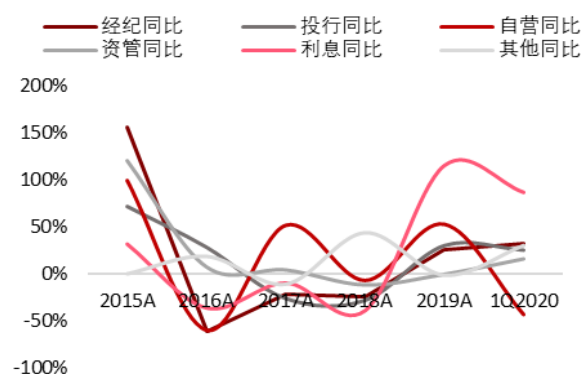
图表5：证券行业收入结构变化情况



资料来源：中证协、万联证券研究所

注：数据取自未审报表，统计口径为单家公司口径

图表6：证券行业各业务收入变化情况



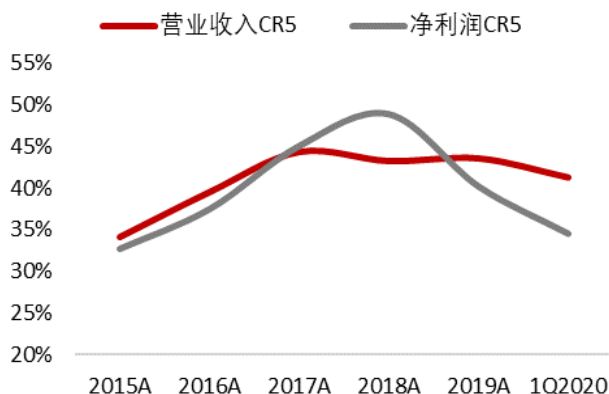
资料来源：中证协、万联证券研究所

注：数据取自未审报表，统计口径为单家公司口径

### 1.5 竞争格局：业绩规模集中度有所下降，资产规模集中度略有提升

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（如华信证券亏损93亿元），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，用于扩大业务规模或同业并购。

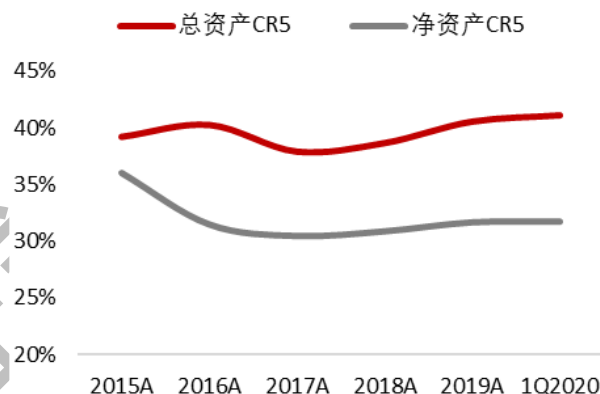
图表7：证券行业营业收入和净利润前五名集中度



资料来源：wind、中证协、万联证券研究所

注：数据取自未审报表，统计口径为单家公司口径

图表8：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

注：数据取自未审报表，统计口径为单家公司口径

## 2、上市券商情况

### 2.1 业绩表现：2019年业绩增速基本与行业趋同，2020年一季度净利润跌幅略大

上市公司2019年业绩增速基本与行业一致，净利润增速略低。上市券商2019年业绩也实现高增长，38家上市券商合计实现营业收入3854.35亿元，同比增长41.71%，合计实现归母净利润1034.88亿元，同比增长71.27%（上市券商营业收入规模高于前文行业数据，主要是由于口径差异：行业数据取自未审报表，统计口径为单家公司口径；上市券商数据取自已审报表，统计口径为合并报表口径），营收增速略高于行业增速，净利润增速略低行业水平，预计主要是由于营业支出尤其是业务及管理费的增速大于行业整体增速

从各上市公司情况看，2020年一季度营业收入和净利润规模最高的券商是中信证券、海通证券、国泰君安和华泰证券，业绩弹性方面中小券商表现更好，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。

图表9：上市券商2019年营业收入和归母净利润变化情况

证券简称	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）		
	2019A	2018A	同比	2019A	2018A	同比
中信证券	431.40	372.21	15.90%	122.29	93.90	30.23%
海通证券	344.29	237.65	44.87%	95.23	52.11	82.75%
国泰君安	299.49	227.19	31.83%	86.37	67.08	28.76%
华泰证券	248.63	161.08	54.35%	90.02	50.33	78.86%
申万宏源	245.93	152.77	60.98%	57.35	41.60	37.86%
广发证券	228.10	152.70	49.37%	75.39	43.00	75.32%

东方证券	190.52	103.03	84.91%	24.35	12.31	97.81%
招商证券	187.08	113.22	65.24%	72.82	44.25	64.57%
中国银河	170.41	99.25	71.69%	52.28	28.87	81.09%
兴业证券	142.50	64.99	119.24%	17.63	1.35	1202.23%
国信证券	140.93	100.31	40.49%	49.10	34.23	43.43%
中信建投	136.93	109.07	25.54%	55.02	30.87	78.19%
光大证券	100.57	77.12	30.41%	5.68	1.03	449.68%
东北证券	79.69	67.80	17.53%	10.07	3.01	234.19%
长江证券	70.33	43.69	60.96%	16.66	2.57	547.66%
方正证券	65.95	57.23	15.24%	10.08	6.61	52.35%
浙商证券	56.59	36.95	53.17%	9.68	7.37	31.29%
东吴证券	51.30	41.62	23.27%	10.37	3.58	189.38%
山西证券	51.02	68.51	-25.53%	5.10	2.22	130.06%
财通证券	49.52	31.68	56.32%	18.73	8.19	128.75%
国金证券	43.50	37.66	15.49%	12.99	10.10	28.51%
东方财富	42.32	31.23	35.48%	18.31	9.59	91.02%
东兴证券	39.73	33.14	19.88%	12.21	10.08	21.10%
华西证券	39.37	25.45	54.70%	14.32	8.45	69.39%
长城证券	38.99	27.53	41.62%	9.92	5.86	69.40%
天风证券	38.46	32.77	17.35%	3.08	3.03	1.62%
西部证券	36.81	22.37	64.51%	6.10	2.00	204.42%
国海证券	35.60	21.23	67.73%	4.88	0.73	566.80%
西南证券	34.89	27.44	27.14%	10.42	2.27	359.35%
华安证券	32.32	17.61	83.48%	11.08	5.54	100.16%
国元证券	31.99	25.38	26.04%	9.14	6.70	36.40%
中银证券	29.08	27.55	5.54%	7.98	7.05	13.23%
第一创业	25.83	17.70	45.96%	5.13	1.24	312.58%
中原证券	23.73	16.50	43.82%	0.58	0.66	-11.50%
南京证券	22.02	12.34	78.44%	7.10	2.32	206.24%
红塔证券	20.66	12.01	71.94%	8.38	3.86	116.72%
太平洋	17.77	3.93	352.72%	4.63	-13.22	由负转正
华林证券	10.11	10.01	0.98%	4.42	3.45	28.14%
合计	3,854.35	2,719.95	41.71%	1,034.88	604.22	71.27%

资料来源：券商财报、万联证券研究所

注：数据取自已审报表，统计口径为合并报表口径

上市公司2020年一季度营业收入增速略高于行业，净利润跌幅较大。上市券商2020年一季度业绩相对行业表现较弱，38家上市券商合计实现营业收入1007.32亿元，同比增长0.91%，合计实现归母净利润318.02亿元，同比下滑17.76%（上市券商营业收入规模高于前文行业数据，主要是由于口径差异：行业数据取自未审报表，统计口径为单家公司口径；上市券商数据取自已审报表，统计口径为合并报表口径），营业收入增速为正（行业为负），但净利润增速低于行业，预计是由基数较高、部分上市券商自营收益大幅下滑等因素导致。

从各上市公司情况看，2020年一季度营业收入和净利润规模排名靠前的券商仍然是中信证券、海通证券、国泰君安和华泰证券，业绩弹性方面较2019年变化较大，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10：上市券商2020年一季度营业收入和归母净利润变化情况

证券简称	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）		
	1Q2020	1Q2019	同比	1Q2020	1Q2019	同比
中信证券	128.52	105.22	22.14%	40.76	42.58	-4.28%
申万宏源	76.97	54.57	41.05%	19.87	18.62	6.72%
海通证券	69.86	99.54	-29.81%	22.83	37.70	-39.45%
华泰证券	68.65	62.48	9.87%	28.88	27.80	3.90%
国泰君安	61.45	66.95	-8.22%	18.26	30.06	-39.25%
中国银河	55.88	37.01	50.98%	17.54	15.33	14.41%
广发证券	53.88	68.39	-21.23%	20.71	29.19	-29.07%
招商证券	48.86	46.46	5.17%	17.98	21.27	-15.49%
中信建投	43.82	31.08	41.00%	19.51	14.88	31.11%
国信证券	41.16	37.43	9.97%	14.24	18.85	-24.46%
东方证券	38.27	40.68	-5.91%	8.13	12.70	-35.95%
兴业证券	36.10	38.35	-5.86%	2.71	9.99	-72.83%
光大证券	28.18	34.21	-17.62%	11.04	13.17	-16.20%
方正证券	19.36	18.45	4.92%	3.79	5.88	-35.53%
浙商证券	18.84	12.46	51.19%	3.19	2.73	16.84%
东北证券	18.06	22.76	-20.64%	3.34	5.68	-41.22%
东方财富	16.89	9.27	82.21%	8.74	3.86	126.48%
长城证券	14.47	10.20	41.84%	3.70	2.92	26.52%
国金证券	13.92	10.78	29.10%	4.76	4.01	18.81%
长江证券	13.66	24.19	-43.53%	4.26	7.65	-44.29%
东吴证券	12.45	14.94	-16.65%	3.72	6.13	-39.43%
国海证券	10.28	9.66	6.39%	3.00	2.50	20.07%
西部证券	9.20	13.32	-30.95%	2.54	5.82	-56.41%
华西证券	9.15	10.43	-12.26%	3.75	4.73	-20.72%
国元证券	9.10	9.85	-7.59%	2.83	4.22	-32.93%
财通证券	8.92	11.96	-25.45%	1.94	3.91	-50.47%
山西证券	8.59	14.43	-40.49%	2.19	2.58	-15.04%
天风证券	8.39	10.31	-18.62%	0.80	1.29	-37.36%
华安证券	8.24	9.88	-16.62%	3.18	4.78	-33.44%
中银证券	8.23	7.76	6.12%	3.25	2.89	12.46%
红塔证券	11.42	4.52	152.45%	4.84	2.05	135.77%
第一创业	7.17	8.10	-11.51%	2.35	2.86	-17.84%
东兴证券	7.13	10.27	-30.56%	3.09	5.55	-44.23%
南京证券	5.77	5.07	13.89%	2.31	2.11	9.39%
西南证券	5.70	11.39	-49.99%	2.03	4.13	-50.93%
中原证券	4.37	6.58	-33.66%	-0.67	1.82	-136.88%
太平洋	3.29	7.09	-53.69%	0.98	3.55	-72.28%
华林证券	3.13	2.15	46.01%	1.66	0.93	79.77%
合计	1,007.32	998.19	0.91%	318.02	386.70	-17.76%

资料来源：券商财报、万联证券研究所



注：数据取自已审报表，统计口径为合并报表口径

## 2.2 盈利能力：净资产收益率高于行业水平，近两年有不断提升态势

从2019年到2020年一季度，虽然上市公司净利润增速较行业整体水平表现略弱，但盈利能力仍然较强，净资产收益率高于行业水平，且近两年有不断提升的态势，年化ROE从2018年的4.34%提升至2020年一季度的7.08%，净利率也由22.11%提升至31.28%。

从各上市公司情况看，2020年一季度ROE（年化）和净利率排名靠前的券商是东方财富、红塔证券、中信建投和华林证券，东方财富主要由于轻资产经纪和两融业务占比高，红塔证券、中信建投和华林证券主要受益于自营业务表现优异。

图表11：上市券商2020年一季度净利率和ROE（年化）变化情况

证券简称	ROE（年化）			净利率		
	1Q2020	2019A	2018A	1Q2020	2019A	2018A
东方财富	15.73%	9.92%	6.31%	51.74%	43.28%	30.69%
中信建投	13.55%	10.56%	6.76%	44.52%	40.18%	28.31%
华林证券	12.25%	9.39%	8.84%	53.09%	43.70%	34.44%
第一创业	10.25%	5.75%	1.41%	32.73%	19.86%	7.03%
国信证券	10.03%	9.04%	6.55%	34.59%	34.84%	34.13%
中国银河	9.76%	7.64%	4.42%	31.38%	30.68%	29.09%
中信证券	9.62%	7.77%	6.20%	31.71%	28.35%	25.23%
中银证券	9.57%	6.44%	5.97%	39.52%	27.45%	25.59%
申万宏源	9.46%	7.52%	6.68%	25.82%	23.32%	27.23%
华泰证券	9.33%	7.97%	5.28%	42.07%	36.20%	31.24%
华安证券	9.33%	8.59%	4.47%	38.63%	34.30%	31.44%
光大证券	9.21%	1.20%	0.22%	39.17%	5.65%	1.34%
国金证券	9.10%	6.46%	5.27%	34.21%	29.85%	26.83%
广发证券	8.98%	8.55%	5.06%	38.43%	33.05%	28.16%
长城证券	8.64%	5.93%	3.79%	25.55%	25.45%	21.27%
浙商证券	8.50%	6.79%	5.42%	16.94%	17.10%	19.95%
东北证券	8.48%	6.58%	1.96%	18.48%	12.64%	4.44%
招商证券	8.34%	8.79%	5.53%	36.79%	38.93%	39.08%
南京证券	8.20%	6.55%	2.32%	39.97%	32.24%	18.78%
华西证券	7.56%	7.53%	5.43%	40.97%	36.36%	33.20%
国海证券	7.44%	3.54%	0.54%	29.23%	13.70%	3.45%
海通证券	7.19%	7.81%	4.42%	32.67%	27.66%	21.93%
山西证券	6.87%	4.07%	1.78%	25.56%	10.00%	3.24%
东吴证券	6.20%	5.05%	1.75%	29.84%	20.22%	8.61%
长江证券	6.05%	6.11%	0.97%	31.21%	23.69%	5.89%
东兴证券	6.04%	6.11%	5.19%	43.36%	30.72%	30.41%
东方证券	5.97%	4.61%	2.35%	21.24%	12.78%	11.95%
西部证券	5.71%	3.48%	1.15%	27.58%	16.58%	8.96%
红塔证券	5.50%	7.23%	15.27%	10.74%	9.36%	18.53%
国泰君安	14.22%	6.79%	3.48%	42.42%	40.54%	32.17%
国元证券	4.51%	3.70%	2.68%	31.09%	28.58%	26.41%
西南证券	4.12%	5.46%	1.19%	35.59%	29.87%	8.27%

方正证券	3.92%	2.64%	1.76%	19.57%	15.28%	11.56%
太平洋	3.79%	4.49%	-12.01%	29.93%	26.05%	-336.87%
财通证券	3.61%	9.14%	4.05%	21.72%	37.82%	25.85%
兴业证券	3.14%	5.27%	0.41%	7.52%	12.37%	2.08%
天风证券	2.17%	2.52%	2.57%	9.59%	8.00%	9.24%
中原证券	-2.79%	0.59%	0.65%	-15.37%	2.45%	3.99%
合计	7.98%	6.94%	4.34%	31.28%	26.56%	22.11%

资料来源：券商财报、万联证券研究所

注：ROE=净利润/加权平均净资产

### 2.3 资本实力：上市拓宽融资渠道，资本扩张速度快于行业

上市券商总资产和净资产规模持续增长，从2019年到2020年一季度，归母净资产增长12.22%至1.61万亿，总资产增长26.56%至7.35万亿，增速快于行业整体水平，预计主要是由于上市券商融资渠道更加通畅，尤其是股权融资更为便利，多家券商通过定增、配股等方式进行大额融资。

从各上市公司情况看，中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券和广发证券的2020年一季度归母净资产和总资产规模排名靠前；2020年一季度较2018年底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，主要是由于这些券商通过增资扩股、A股上市、配股、发债等手段进行了大规模股债融资。

图表12：上市券商2020年一季度总资产和净资产变化情况

证券简称	归母净资产（亿元）				总资产（亿元）			
	1Q2020	2019A	2018A	累计增长	1Q2020	2019A	2018A	累计增长
中信证券	1,773.54	1,616.25	1,531.41	15.81%	9,223.27	7,917.22	6,531.33	41.22%
国泰君安	1,389.50	1,375.01	1,234.50	12.56%	6,006.31	5,593.14	4,367.29	37.53%
海通证券	1,278.26	1,260.91	1,178.59	8.46%	6,818.16	6,367.94	5,746.24	18.65%
华泰证券	1,251.52	1,225.37	1,033.94	21.04%	5,992.33	5,621.81	3,686.66	62.54%
广发证券	931.22	912.34	850.18	9.53%	4,384.48	3,943.91	3,891.06	12.68%
招商证券	874.15	850.48	807.23	8.29%	4,042.49	3,817.72	3,049.31	32.57%
申万宏源	848.66	832.06	693.99	22.29%	4,161.88	3,885.37	3,477.25	19.69%
中国银河	727.72	708.96	659.82	10.29%	3,673.57	3,156.66	2,513.63	46.15%
中信建投	586.17	565.82	475.77	23.20%	2,870.14	2,856.70	1,950.82	47.12%
国信证券	574.08	562.09	524.64	9.42%	2,492.09	2,246.44	2,118.14	17.65%
东方证券	549.37	539.66	517.39	6.18%	2,783.53	2,629.71	2,268.70	22.69%
光大证券	484.59	474.45	472.03	2.66%	2,162.70	2,040.90	2,057.79	5.10%
方正证券	387.19	385.52	377.53	2.56%	1,320.95	1,365.95	1,482.22	-10.88%
兴业证券	347.27	344.32	325.05	6.83%	1,734.26	1,705.75	1,551.38	11.79%
长江证券	283.68	279.65	265.47	6.86%	1,240.14	1,093.43	994.95	24.64%
国元证券	253.17	248.35	246.36	2.76%	838.56	831.69	780.39	7.45%
财通证券	215.61	213.39	196.65	9.64%	718.19	649.92	586.95	22.36%
东方财富	232.13	212.12	156.95	47.90%	761.70	618.31	398.11	91.33%
东吴证券	269.63	209.56	201.60	33.74%	1,040.26	962.35	842.09	23.53%
国金证券	211.37	207.23	194.90	8.45%	623.70	501.51	466.67	33.65%
东兴证券	206.46	202.92	196.41	5.12%	875.83	775.44	750.17	16.75%

华西证券	200.56	196.49	183.56	9.26%	822.88	678.27	467.81	75.90%
西南证券	197.89	195.94	185.95	6.42%	703.89	658.51	636.95	10.51%
西部证券	179.12	176.59	173.58	3.19%	509.10	485.98	522.73	-2.61%
长城证券	172.96	169.19	165.24	4.67%	696.50	590.96	484.20	43.85%
东北证券	159.15	155.83	150.35	5.85%	729.42	682.18	650.23	12.18%
浙商证券	151.76	148.56	136.64	11.06%	740.60	674.04	569.75	29.99%
国海证券	183.04	140.10	135.73	34.85%	724.50	663.08	631.67	14.70%
华安证券	140.24	132.68	125.25	11.97%	587.39	509.63	444.12	32.26%
中银证券	144.63	127.33	120.42	20.11%	540.70	483.12	471.55	14.66%
山西证券	129.02	126.54	124.43	3.69%	622.66	556.96	572.45	8.77%
天风证券	175.23	121.23	123.22	42.21%	767.80	599.20	535.66	43.34%
南京证券	114.40	110.92	105.93	7.99%	404.88	360.59	247.75	63.42%
太平洋	104.40	103.46	102.90	1.45%	319.35	307.28	423.97	-24.68%
中原证券	96.10	96.71	99.51	-3.42%	469.83	435.70	421.55	11.45%
第一创业	92.78	90.44	88.02	5.41%	378.71	355.74	335.64	12.83%
红塔证券	138.63	133.78	113.06	22.61%	507.66	454.61	273.84	85.38%
华林证券	55.31	53.38	40.73	35.77%	168.94	165.10	118.71	42.31%
合计	16,110.50	15,505.64	14,314.97	12.54%	73,459.36	67,242.82	57,319.72	28.16%

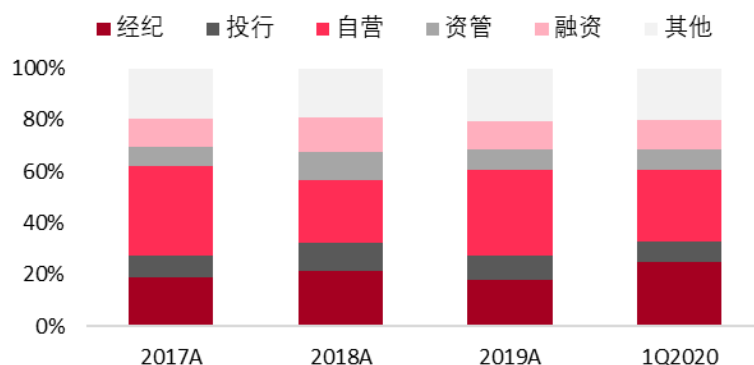
资料来源：券商财报、万联证券研究所

## 2.4收入结构：较行业更加均衡，各上市公司业务结构差异仍较大

从2019到2020年一季度整体收入结构看，上市券商与行业整体变化趋势基本相同，自营占比均大幅下滑，同时与行业相比上市券商经纪和资管业务表现更好，收入占比也相对更高。上市券商的业务相对更加均衡，新业务发展相对更好，在营业收入中，经纪净收入和自营收益占比略低，投行和资管净收入占比略高，其他收入占比更高。

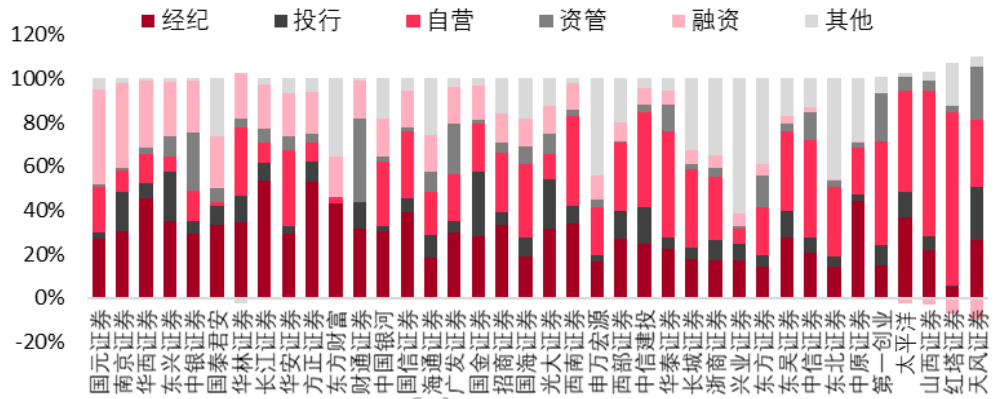
从各上市公司情况看，收入来源虽然有一定共性，但差异仍然较大，整体看龙头券商更加均衡，中小券商主要业务来源差异较大。2020年一季度长江证券、方正证券、华西证券、中原证券和东方财富的经纪净收入占比超过40%，红塔证券、山西证券、华泰证券和第一创业的自营收益占比接近或超过50%，国金证券、天风证券、东兴证券、光大证券投行净收入占比超过20%，财通证券、中银证券、天风证券、广发证券和第一创业的资管净收入占比超过20%，国元证券、南京证券和华西证券的利息净收入占比超过30%。

图表13：上市券商收入结构变化情况



资料来源：券商财报、万联证券研究所

图表14：各上市券商1Q2020收入结构



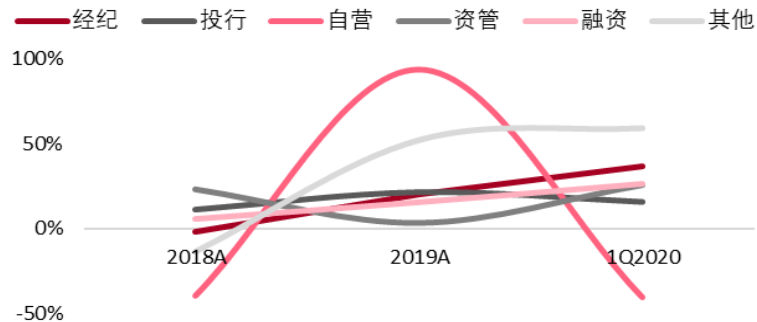
资料来源：券商财报、万联证券研究所

## 2.5分业务情况

### 2.5.1分业务收入变化：与行业基本趋势趋同，表现相对更为稳定

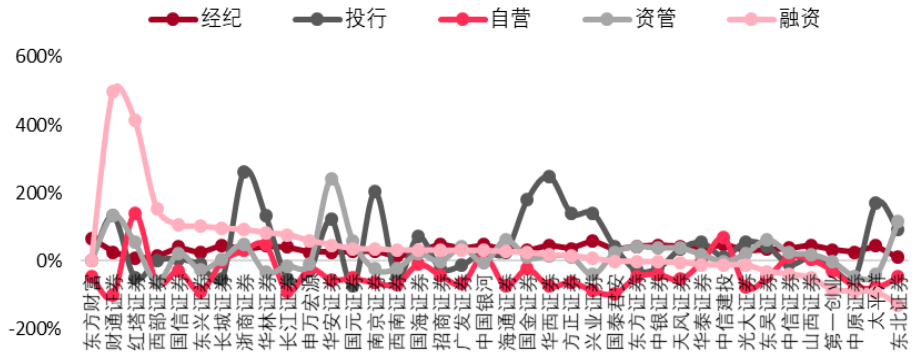
2020年一季度上市券商各业务收入变化与行业基本趋同，除了自营收益大幅下滑之外，其他收入均向好，与行业相比业绩更为稳定，上市券商经纪和资管业务表现更好，自营收益下滑幅度也略低，但投行和利息净收入增速较低。从各上市公司情况看，各业务收入增速表现差异较大。

图表15：上市券商分业务收入变化情况



资料来源：券商财报、万联证券研究所

图表16：各上市券商1Q2020分业务收入变化



资料来源：券商财报、万联证券研究所

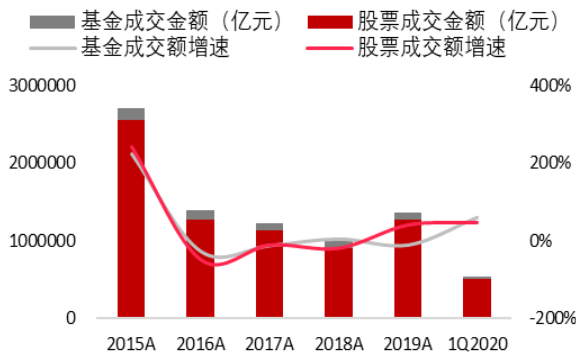
### 2.5.2经纪业务：量增价跌业绩增速优于行业水平，部分中小券商表现优异

2020年一季度上市券商实现经纪净收入252.58亿元，同比增长33.63%，高于行业增

速，2019年上市券商经纪净收入增速低于行业水平，预计主要由于机构业务占比高等因素。此外，2019年到2020年一季度上市券商经纪净收入增速均低于市场股票基金成交额增速，主要源于佣金率不断下滑，但整体水平仍高于行业。

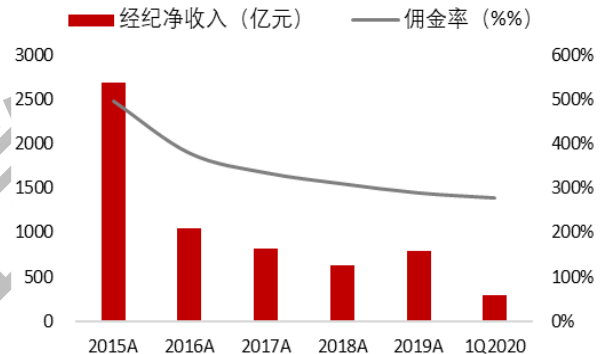
从各上市券商表现看，(1) 在经纪收入规模方面，2020年一季度中信证券、国泰君安、中国银河排名行业前三，招商证券超越广发证券位居行业第四；(2) 在经纪业绩增速方面，2020年一季度东方财富、兴业证券、中信建投和招商证券经纪业务表现亮眼，经纪净收入增速接近或超过50%，2019年南京证券、东方财富、华林证券经纪净收入增速较快，其中东方财富基金第三方销售业务增长尤其迅猛。

图表17：证券行业股票基金成交额和增速



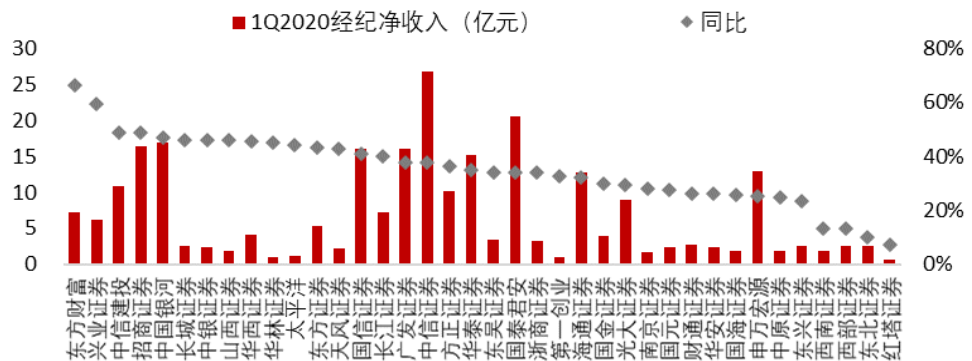
资料来源：wind、中证协、万联证券研究所

图表18：证券行业经纪净收入和佣金率



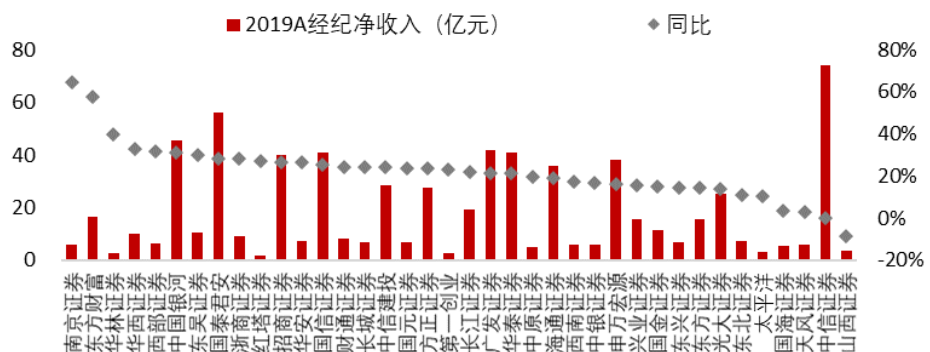
资料来源：wind、中证协、万联证券研究所

图表19：各上市券商2020年一季度经纪净收入变化



资料来源：券商财报、万联证券研究所

图表20：各上市券商2019年经纪净收入变化



资料来源：券商财报、万联证券研究所

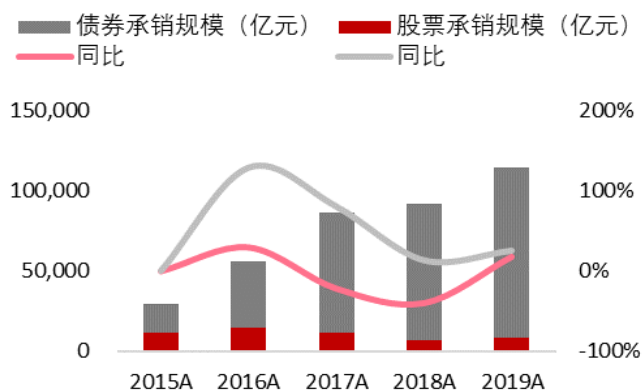


### 2.5.3 投行业务：股债向好业绩增速低于行业水平，部分中小券商表现亮眼

从2019年到2020年一季度，市场股债承销规模整体保持增长势头，带动券商投行业务也不断回暖，2020年一季度和2019年，上市券商投行净收入分别同比增长21.48%、15.94%，但略低于行业整体水平，预计由于股权业务占比较高、费率下滑等因素。

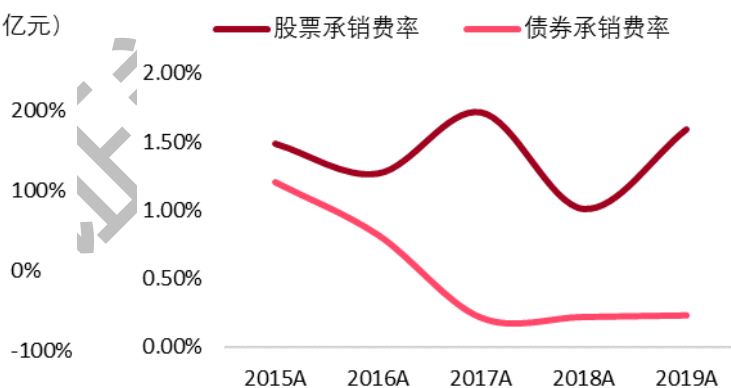
从各上市券商表现看，(1) 在股债承销规模方面，2020年一季度除中信证券、中信建投稳居行业前二之外，华西证券股权融资规模排名上市券商第三，主要受益于中信证券的定增财务项目；(2) 在投行业绩增速方面，2020年一季度浙商证券、华西证券和南京证券投行净收入增速超过2倍，2019年华西证券、南京证券、华安证券和中原证券投行净收入增速超过1倍，主要受益于近两年股债融资规模均有大幅提升。

图表21：证券行业股债承销规模



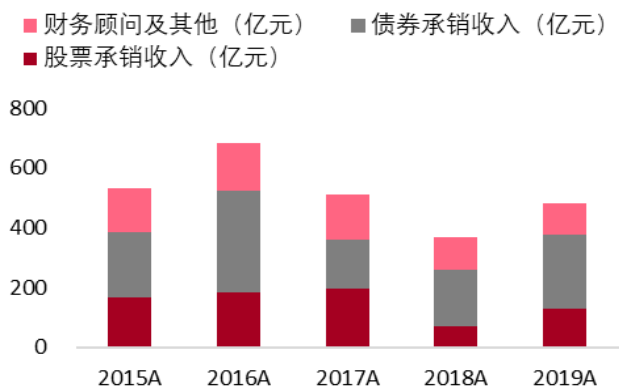
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表22：证券行业股债承销费率



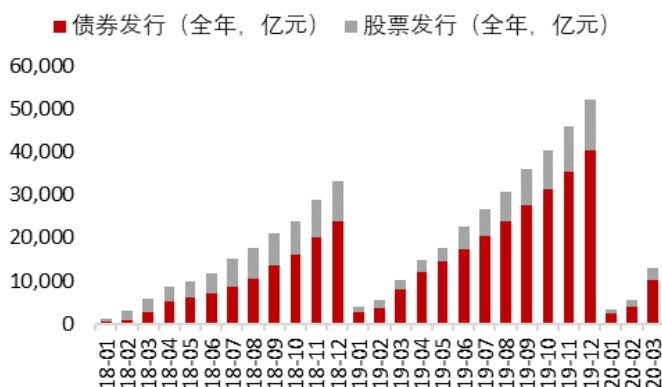
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表23：证券行业投行净收入分业务情况



资料来源：中证协、万联证券研究所

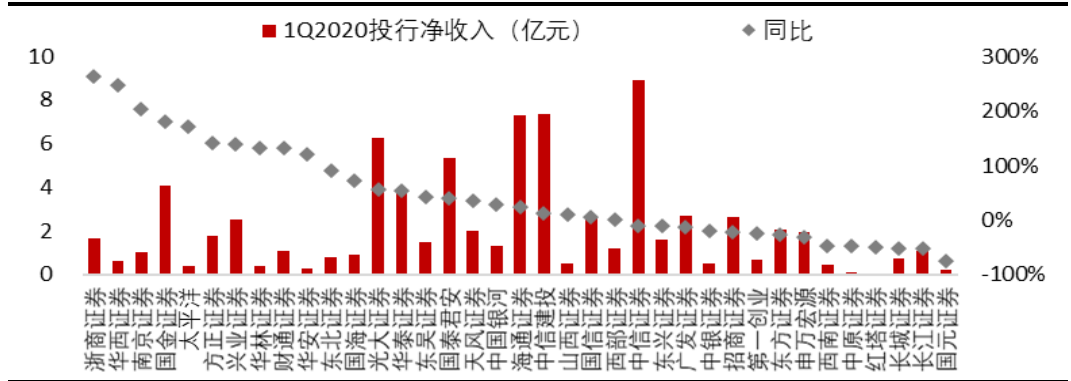
图表24：市场股债发行规模（核心品种）



资料来源：wind、万联证券研究所

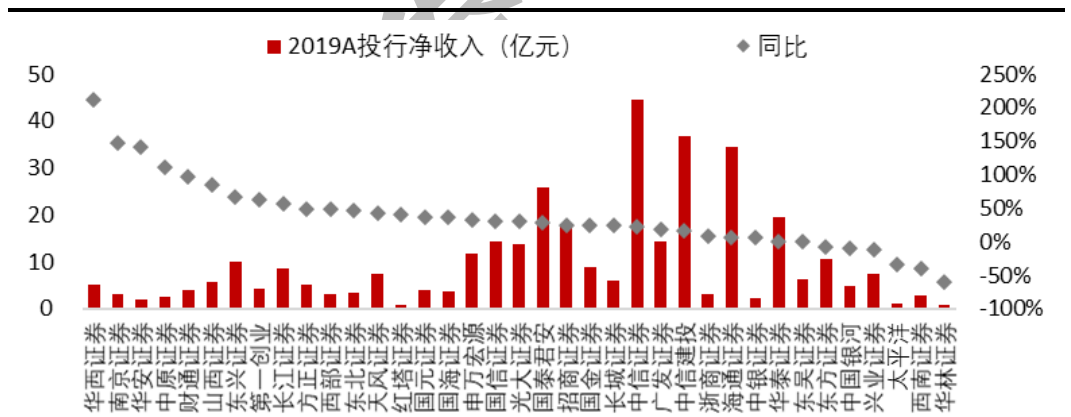
注：债券包括企业债、可转债、证监ABS，股票包括主板IPO、科创板IPO、增发、配股和优先股

图表25：各上市券商2020年一季度投行净收入变化



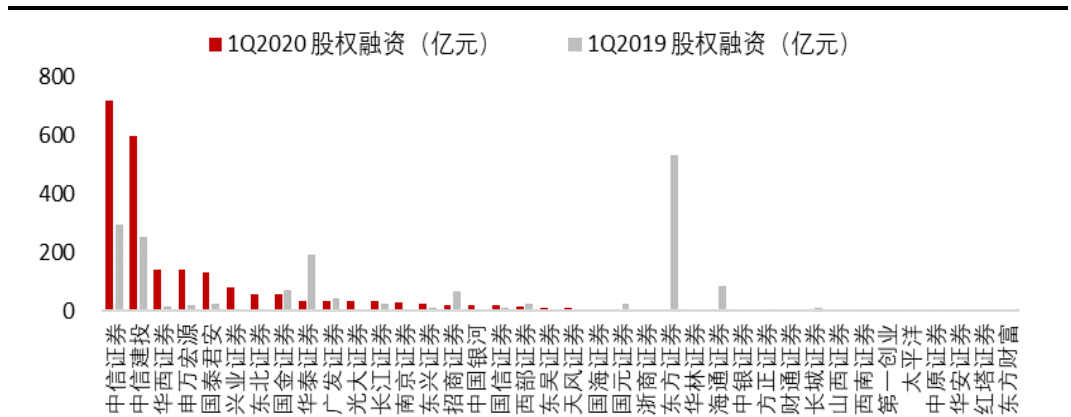
资料来源：券商财报、万联证券研究所

图26：各上市券商2019年投行净收入变化



资料来源：券商财报、万联证券研究所

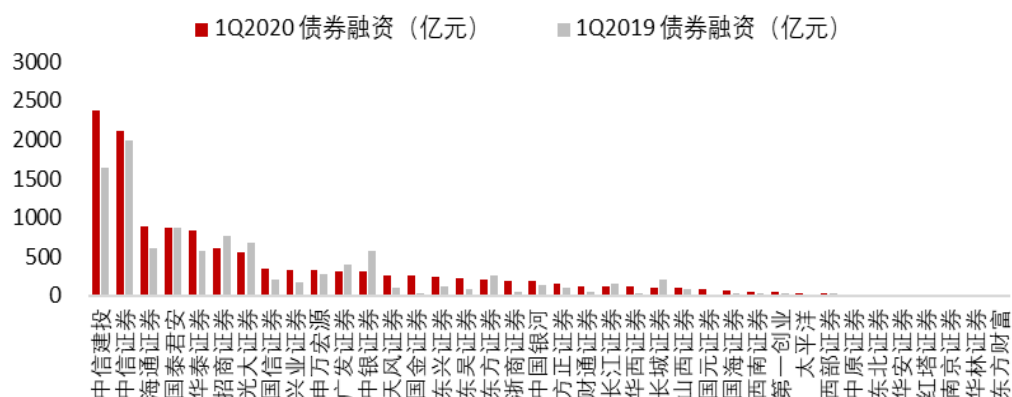
图27：各上市券商2020年一季度股权融资金额



资料来源：wind、万联证券研究所

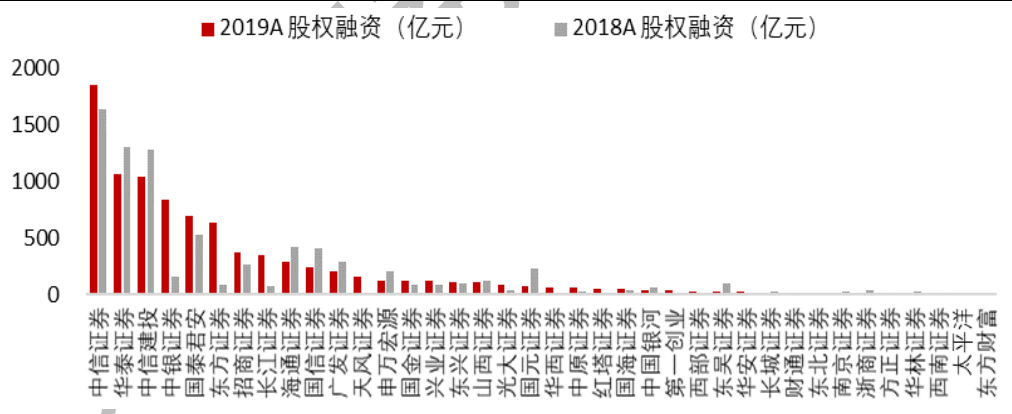
图28：各上市券商2020年一季度债券融资金额





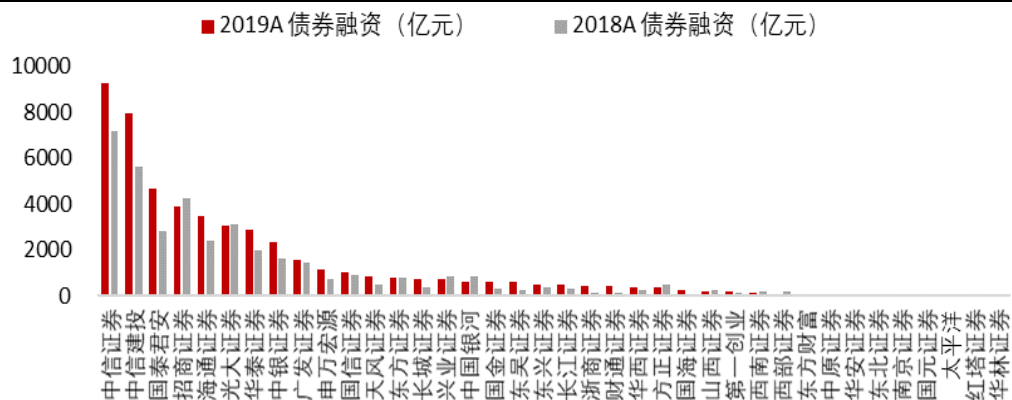
资料来源: wind、万联证券研究所

图表29: 各上市券商2019年股权融资金额



资料来源: wind、万联证券研究所

图表30: 各上市券商2019年债券融资金额



资料来源: wind、万联证券研究所

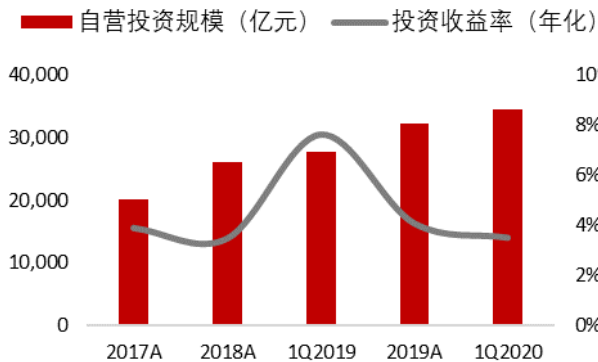
#### 2.5.4 自营业务: 自营收益波动较大, 中长期看仍优于行业整体情况

上市券商自营业务表现有所波动, 2019年股债均优带动自营收益大幅增长, 上市券商自营收益2019年同比增长超9成, 2020年一季度由于股市震荡自营收益同比下降40.06%, 虽然一季度表现略弱, 但中长期看自营收益增速、规模增速和自营收益率仍高于行业, 预计源于上市券商在融资规模和投资能力方面相对有优势。

从各上市券商表现看, (1) 在自营投资规模方面, 中信证券、国泰君安、广发证

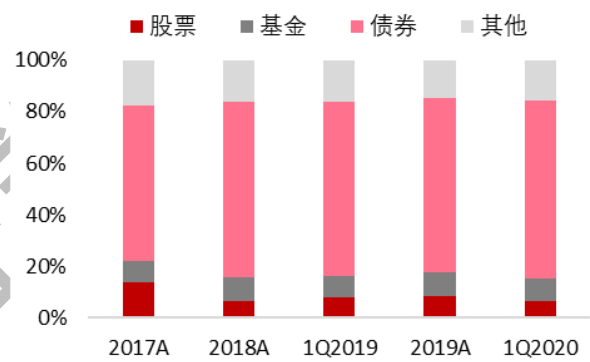
券、华泰证券和海通证券仍稳居行业第一梯队；(2) 在自营规模增速方面，2020年一季度南京证券、国海证券、东兴证券、广发证券和国元证券均超过2倍，2019年南京证券、华西证券、华林证券、中信建投等增幅居前；(3) 在自营收益率方面，2020年一季度红塔证券、浙商证券和第一创业表现居前，2019年财通证券、红塔证券、东北证券和国金证券排名靠前；(4) 在自营收益增速方面，2020年一季度红塔证券、中信建投、华林证券、浙商证券自营收益逆势实现超过30%以上的增速，2019年广发证券、东方证券、中国银河和红塔证券自营收益增速居前，主要源于固收占比较高、自营收益率保持较高水平等因素。

图表31：证券行业自营投资规模和投资收益率



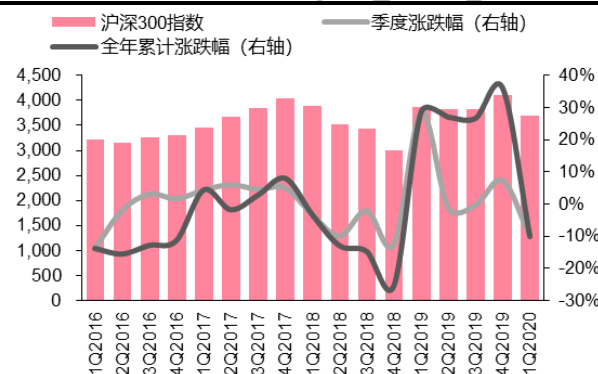
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表32：证券行业自营盘结构



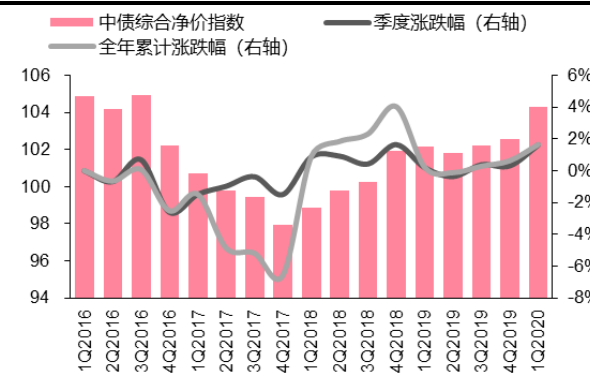
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表33：沪深300指数涨跌幅



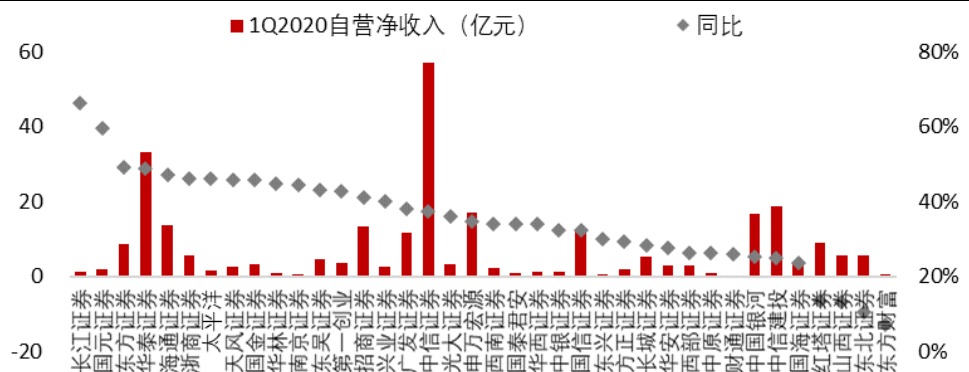
资料来源：wind、万联证券研究所

图表34：中债综合净价指数涨跌幅



资料来源：wind、万联证券研究所

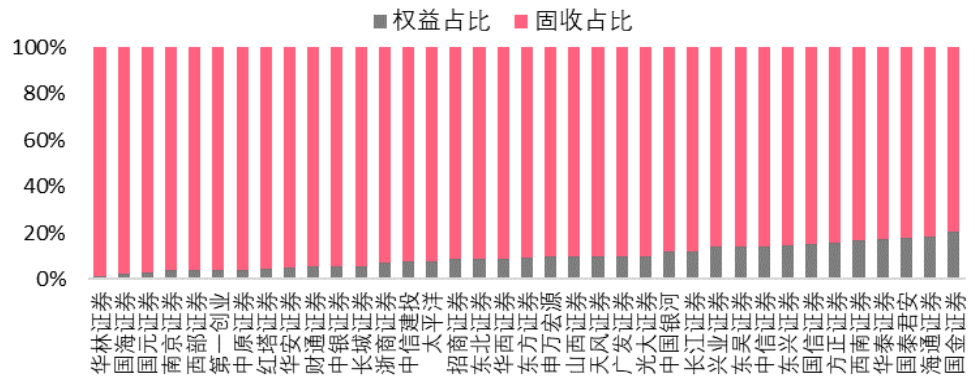
图表35：各上市券商2020年一季度自营收益变化



资料来源：券商财报、万联证券研究所







资料来源：券商财报、万联证券研究所

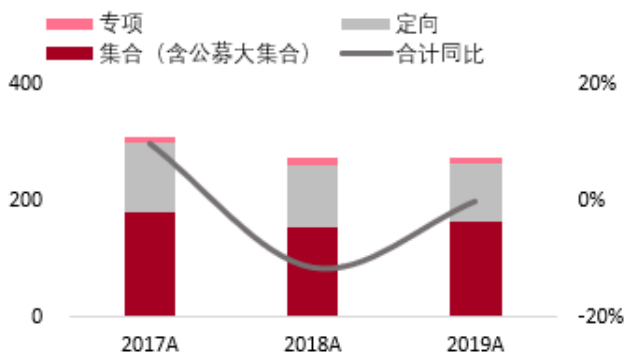
## 2.5.5 资管业务：上市券商资管业务发展较优，主动管理转型不断推进

从2019年到2020年一季度，上市券商资管业务表现持续优于行业整体水平，在行业资管规模仍不断收缩的大背景下，2020年一季度实现资管净收入82.31亿元，同比增长25.83%，2019年同比增长3.22%，预计主要受益于主动管理规模提升的因素。

从各上市券商表现看，（1）在资管净收入规模方面，中信证券、广发证券和华泰证券仍稳居行业前三；（2）在资管业绩增速方面，2020年一季度华安证券、财通证券和东北证券资管净收入增速超过1倍，2019年东方财富、财通证券和国海证券资管净收入增速排名居前。

图40：证券行业资管净收入（亿元）变化

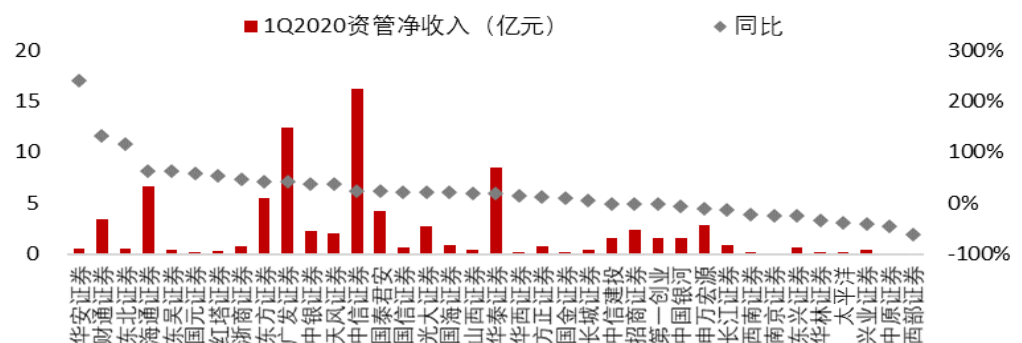
图41：证券行业资管规模变化



资料来源：中证协、万联证券研究所

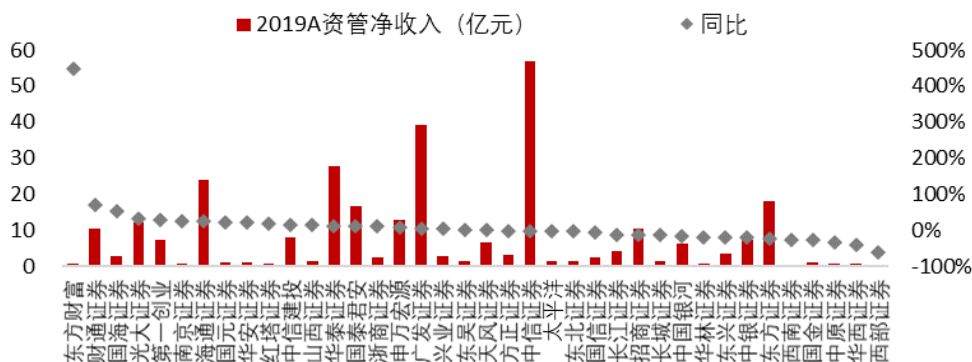
资料来源：中证协、万联证券研究所

图42：各上市券商2020年一季度资管净收入变化



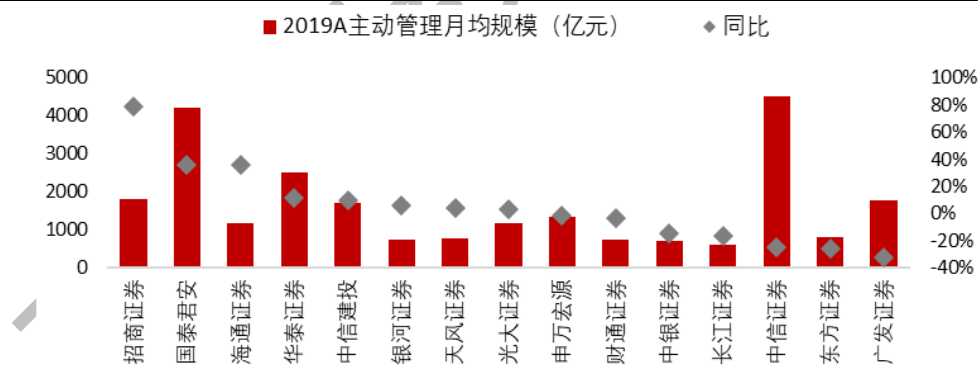
资料来源：券商财报、万联证券研究所

图表43：各上市券商2019年资管净收入变化



资料来源：券商财报、万联证券研究所

图表44：各上市券商2019年主动管理月均规模变化



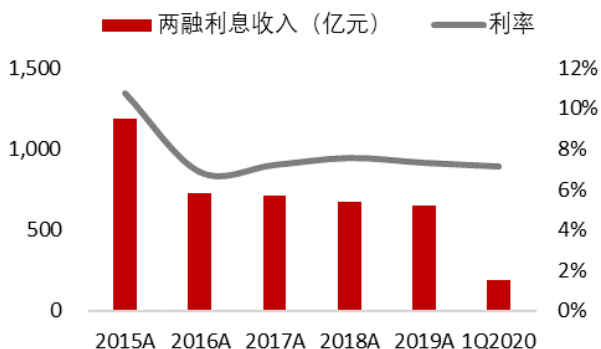
资料来源：券商财报、万联证券研究所

## 2.5.6 利息净收入：两融增长股质收缩，增速低于行业整体水平

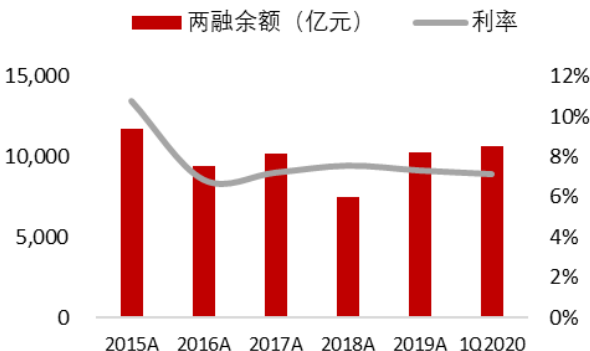
2020年一季度，上市券商实现利息净收入116.32亿元，同比增长26.53%，2019年同比增长15.63%，低于行业整体增速，主要是由于两融余额增速略低于行业水平、IFRS9实施时间不同步等原因。

从各上市券商表现看，（1）在利息净收入规模方面，国泰君安、海通证券和中国银河仍位居行业前三；（2）在两融和股票质押规模方面，中信证券、国泰君安和华泰证券融出资金规模排名居前，海通证券、中信证券和国君证券买入返售资产规模排名行业前列；（3）在利息净收入增速方面，2020年一季度财通证券、红塔证券、西部证券、国信证券和东兴证券利息净收入增速超过1倍，2019年方正证券、华安证券、国元证券、南京证券等利息净收入增速超过1倍。

图表45：证券行业两融利息收入变化



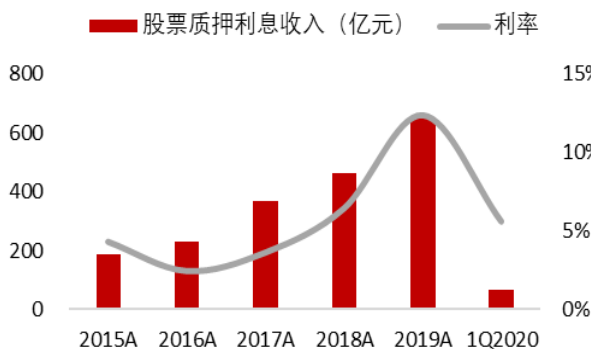
图表46：证券行业两融余额变化



资料来源：中证协、万联证券研究所

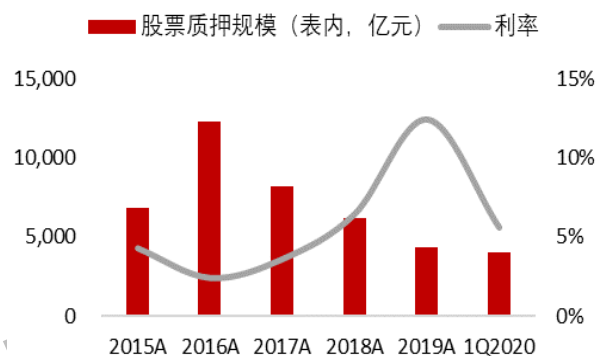
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表47：证券行业股票质押利息收入变化



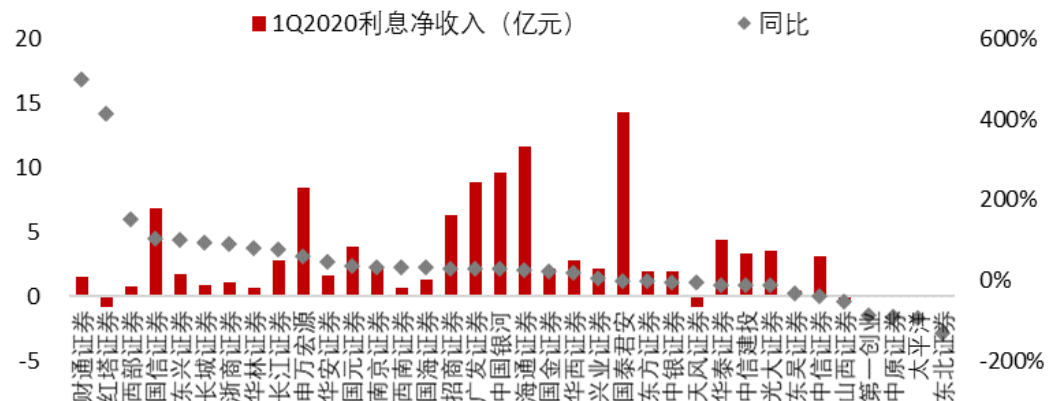
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表48：证券行业股票质押利息规模（表内）变化



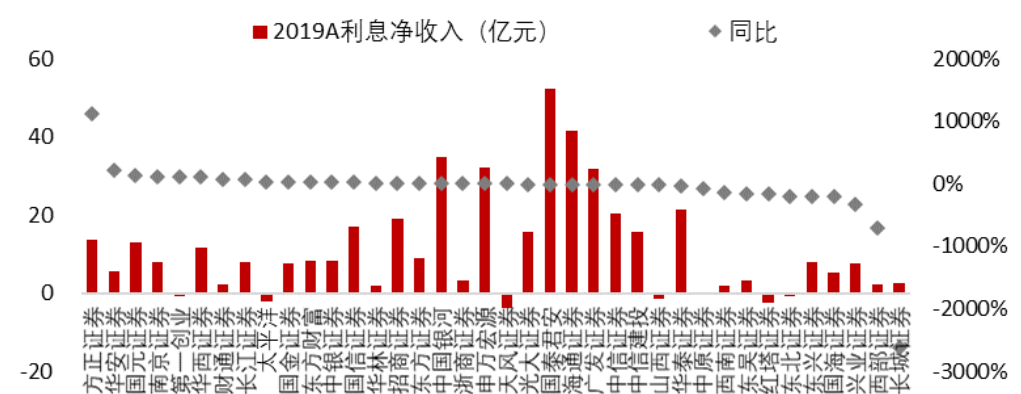
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表49：各上市券商2020年一季度资管净收入变化



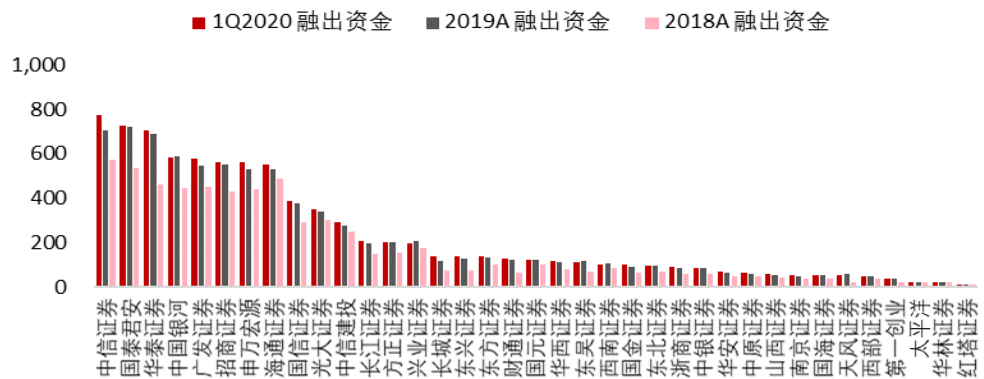
资料来源：券商财报、万联证券研究所

图表50：各上市券商2019年资管净收入变化



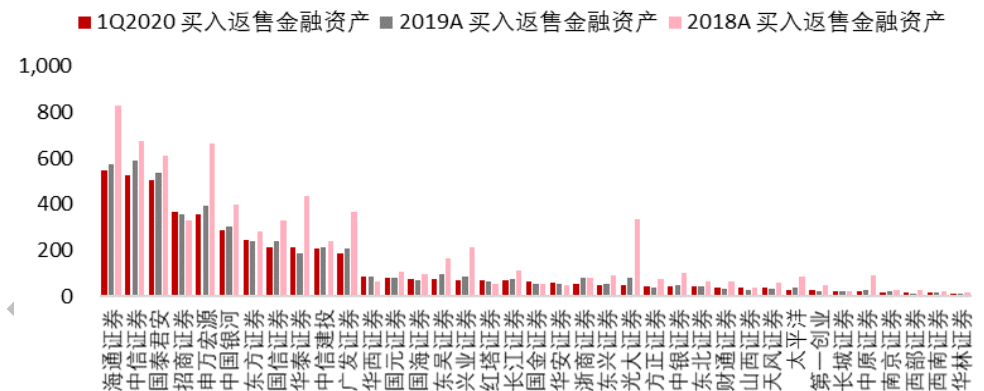
资料来源：券商财报、万联证券研究所

图表51：各上市券商融出资金变化（亿元）



资料来源：券商财报、万联证券研究所

图 表 52：各上市券商买入返售资产变化（亿元）



资料来源：券商财报、万联证券研究所

### 3、投资建议

从证券行业业绩表现看，2019年到2020年一季度业绩有所波动，2019年市场回暖带动业绩大幅回升，但盈利水平仍未超越2016和2017年水平，2020年一季度股市震荡自营表现欠佳、叠加高基数等因素拖累业绩下滑，但盈利水平较2019年继续改善。从证券行业资本扩张情况看，2019年到2020年一季度证券行业资本实力不断扩充，杠杆倍数持续提升，但与海外顶级投行和其他金融行业相比仍然弱小，杠杆水平也相对较低，仍有很大提升空间。

上市券商与行业整体表现相比，业绩稳定性相对较高，收入结构更为均衡，虽然2020年一季度由于部分上市券商自营收益大幅下滑拖累净利润下滑幅度略高于行业平均水平，从整体盈利能力看，净资产收益率仍高于行业水平，上市融资渠道拓宽资本扩张速度更快。

从各上市券商表现看，在收入结构方面有所分化，部分券商特色经营端倪初现，在规模口径方面龙头券商依旧优势明显，整体业绩、资本资产规模和分业务收入龙头地位稳固，在业绩弹性方面部分中小券商表现更好，尤其是近年来一些通过上市拓宽融资渠道、立足特色业务拓展业务版图的中小券商发展更优。

目前一季报业绩回落对券商板块估值的压制作用逐渐消化，自4月27日创业板注册制“1+4+8”政策超预期落地后，板块开始震荡上行，目前回升至1.70x。后续考虑全面建设小康社会收官之年货币政策依旧宽松、以创业板注册制为核心的资本市场改革仍将稳步推进、全面复工复产有望带来经济数据企稳回升等背景下，资本市场预

计震荡向好，同时由于券商4-11月净利润均为低基数，业绩有望持续改善，配置价值仍存。个股方面，仍关注低估值龙头，以及资本实力提升较多、经营有特色的中小券商。

#### 4、风险提示

全球疫情扩散超预期、经济下行超预期、资本市场波动超预期

万联证券



## 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