

# 自营业务加大业绩波动，政策红利利好优质券商

——上市券商 2019 年年报和 2020 年一季度业绩点评

东方金诚金融业务部 王佳丽 李程 何小红

新冠疫情全球蔓延拖累股市表现，2020 年一季度上市券商盈利同比下滑，自营业务收入占比较高券商盈利波动加大。预计 2020 年全年，券商投行业务、资管业务等轻资产业务将受益于创业板注册制改革、新三板转板上市、券商试点基金投顾等政策红利实现较快发展，而自营和信用等重资产业务受疫情和全球经济下行等影响，存在较大不确定性。同时，证券公司将在政策推动和市场利率维持低位的双重影响下扩表，杠杆率水平将进一步提升。券商分类监管思路进一步落实，头部券商受益于资本实力、风控能力和业务多元性等优势，业绩或将温和上行；中小型券商信用风险分化，自营业务占比较高的券商业绩波动率将上升，中小型券商面临转型压力加大。

## 2020 年，政策利好频繁落地助力券商业务发展，上市券商积极补充资本以提升综合竞争力

2020 年以来，为对冲宏观经济下行冲击，落实金融行业对实体经济的支持力度，证券行业利好政策频繁释放。年初新《证券法》对证券发行制度作了系统修改完善，体现了注册制改革的方向与决心。随后创业板注册制改革拉开序幕，继续巩固了当前政策鼓励创新、改革的整体定位，也从实质上缩短企业上市流程。同时，上市公司再融资政策宽松，券商定增业务将有所恢复。监管方面，证监会向各家证券公司发布《证券公司分类监管规定（征求意见稿）》，对分类评级指标进行最新修订，取消了规模性指标排名，并新增加分范围，将从监管上引导券商走上差异化发展道路；证监会并表监管首批试点启动，龙头证券公司优势明显，预计未来行业马太效应将继续维持。

受益于政策利好的频繁落地，上市券商对全年经营形势较为乐观，部分券商选择提升资本实力，提前布局资本中介类业务和自有资金投资业务。其中，开源证券完成 28 亿元增资扩股，英大证券获得股东 22.75 亿元的增资承诺；国信证券、中信建投、第一创业合计 240 亿元的定增项目已拿到证监会批文；海通证券、南京证券合计 260 亿元的定增项目已获得发审委通过；西部证券、西南证券、中原证券三家券商的定增方案也已获得股东大会通过；浙商证券定增方案尚需等待股东大会审核。券商中长期来看，更多利好政策有望逐步出台，叠加市场流动性偏宽松趋势不变及国内外中长期资金将陆续入场，券商业绩预计将得到有力支撑。

## 2019 年上市券商经营业绩同比大幅增长，但 2020 年一季度上市券商盈利同比下滑，自营业务收入受证券市场影响大幅波动是券商盈利波动的主要原因

受益于市场行情回暖、政策利好频出等因素，叠加低基数效应，2019 年上市券商经营业绩同比大幅增长。37 家上市券商合计实现营业收入 3812.03 亿元，同比增长 41.78%；实现归母净利润 1016.56 亿元，同比增长 70.96%。2020 年一季度，受新冠疫情影响，权益市场行情低迷，上市券商盈利水平下滑。2020 年一季度，上市券商合计实现营业收入 990.43 亿元，与 2019 年一季度基本持平，其中自营业务收入同比下降 40.04%，经纪业务和投行业务收入分别同比增加 19.45%和 15.94%，对冲自营业务负面影响；同期实现归母净利润 309.28 亿元，同比下降 19.21%，其主要原因在于中信、国信和中信建投等大型券商基于会计准则的调整大幅提升减值计提规模导致营业支出较去年同期增加 94.03 亿元，同比增长 18.84%。

图 1：上市券商盈利能力变化（亿元、%）

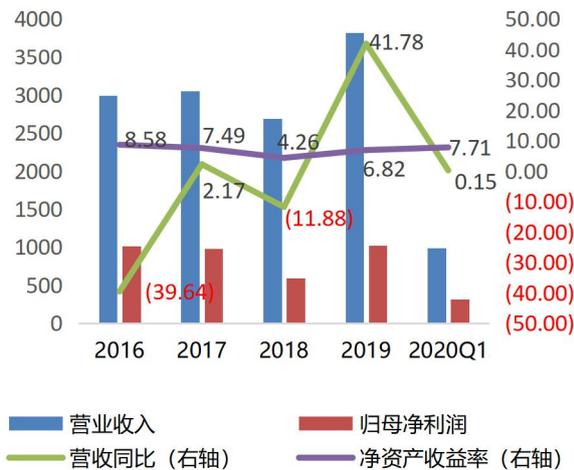
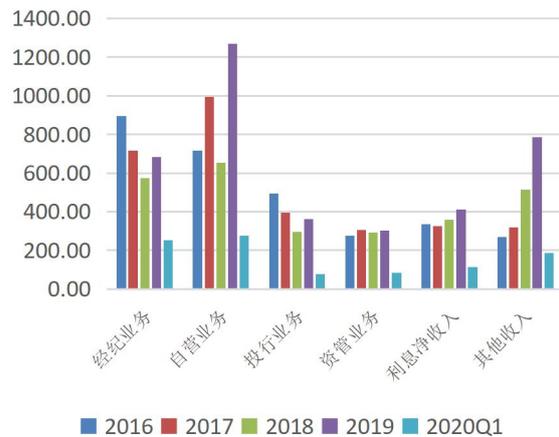


图 2：上市券商分业务板块收入状况（亿元）



数据来源：证券业协会，东方金诚整理

收入结构方面，2019 年，受权益市场回暖驱动，自营业务收入成为收入贡献最高的板块，占比达到 33.25%，提升 8.91 个百分点；经纪业务、信用业务、投行业务、资管业务和其他业务<sup>1</sup>对营业收入的贡献比例分别为 17.94%、10.82%、9.45%、7.93%和 20.58%。2020 年一季度，受权益市场波动影响导致投资收益大幅下滑影响，上市券商自营业务收入占比下滑至 27.9%，但仍居各板块首位。其余各业务板块收入均同比增长，其中经纪业务收入的贡献率达到 25.5%，信用业务、投行业务、资管业务和其他业务对营业收入的贡献比例分别为 11.4%、7.9%、8.3%和 18.9%。

**上市券商业绩分化主要来自自营业绩表现和减值计提规模，大型券商的业绩稳定性显著高于中小券商，预计大型券商的业绩或将温和上行，中小券商的业绩表现将分化**

从 2015~2020 年来看，由于板块多元化布局、扎实的客户基础以及较强的风控能力，大型券商的业绩稳定性相对较强。其中，申万宏源营业收入和净利润的波动相对较大，主要由于该公司 120 亿元定增于 2018 年初完成，净资本实力进一步扩大，导致业务规模扩张，盈利能力提升。中小型券商的业绩波动性显著高于大型券商。其中，山西证券子公司格林大华期货业务收入波动较大，导致该公司营业收入波动率水平处于行业高位。太平洋证券自营业务占比较高，且近年对股票质押、债券投资等业务进行大规模减值计提，导致该公司营业收入和净利润的波动率水平为上市券商中最高。同时，部分公司净利润波动性显著高于营业收入波动性，如太平洋证券、第一创业、中原证券、国海证券、西南证券、长江证券等公司，主要是股票质押等业务减值计提变化导致。

<sup>1</sup> 其他业务收入主要包括大宗商品销售收入、国际业务和子公司业务收入。

图3 2015年~2020年3月末上市券商业绩波动率<sup>2</sup>



数据来源：Wind，东方金诚整理

2019年，37家上市券商中，山西证券由于子公司格林大华大宗商品交易业务及风险管理业务规模大幅收缩，营业收入同比下降25.53%；中原证券由于香港子公司中州国际投资业务逾期亏损，净利润同比下降11.50%，其余券商盈利均实现增长。同时，由于2019年自营业务表现亮眼，太平洋证券扭亏为盈，实现自营业务收入11.08亿元，占营业收入比重高达62.37%；兴业证券净利润增速达到1202.23%，增速位居上市券商首位。此外，受累于信用减值损失计提的增加，2019年，国泰君安归母净利润排名行业第四，这是自2007年以来该公司首次在净利润排名中跌出前三。

2020年一季度，仅12家上市券商净利润同比增长，红塔证券、华林证券和中信建投净利润增速位列前三。其中，红塔证券2020年一季度实现自营业务9亿元，同比增长139.07%，但红塔证券3月单月营收为负，自营业务收入变化导致其业绩波动加大；华林证券受益于经纪业务和投行业务的优异表现，2020年一季度净利润同比增长79.77%，但由于受到监管处罚，后续业务开展受限，其业绩增速或难以维持。另外，中原证券、兴业证券和太平洋证券2020年一季度净利润降幅最大。其中太平洋证券和兴业证券均受自营业务影响业绩大幅下滑，中原证券子公司业绩仍拖累其业绩表现。

根据上市券商2020年一季度的收入结构，中小券商显示出更强的自营业务弹性。自营业务收入占比最高的为红塔证券、山西证券、东北证券、长城证券和第一创业等中小券商，未来市场波动加剧，自营业务收入占比较高的中小型券商业绩波动将加剧。另外，2020年一季度经纪业务以及相关度较高的信用业务及投资咨询收入均同比显著增长，经纪业务基础扎实且占比较高的中大型券商以及区域型券商业绩稳定性较高且有相对较好的业绩表现。但由于经纪业务竞争壁垒较低，行业平均佣金净费率已跌破0.3%，经纪业务收入的增长幅度远小于成交额，且成交额的增长主要依赖于存量客户的换手率，进入2020年二季度市场交

<sup>2</sup> 上市券商2015年至2020年3月末营业收入（净利润）同比增速相对全行业同比增速差异的标准差代表其业绩的波动率。

投趋于稳定，单纯依靠牌照红利获取经纪业务收入的模式或将不可持续。预计多元化经营的大型券商的业绩或将温和上行，中小券商的业绩表现将受减值计提和自营业务表现等影响出现分化。

### 注册制改革等政策红利将推进证券公司轻资产业务向头部券商集中，互联网转型、深入挖掘属地投行业务等特色化经营策略成为中小型券商破局首选

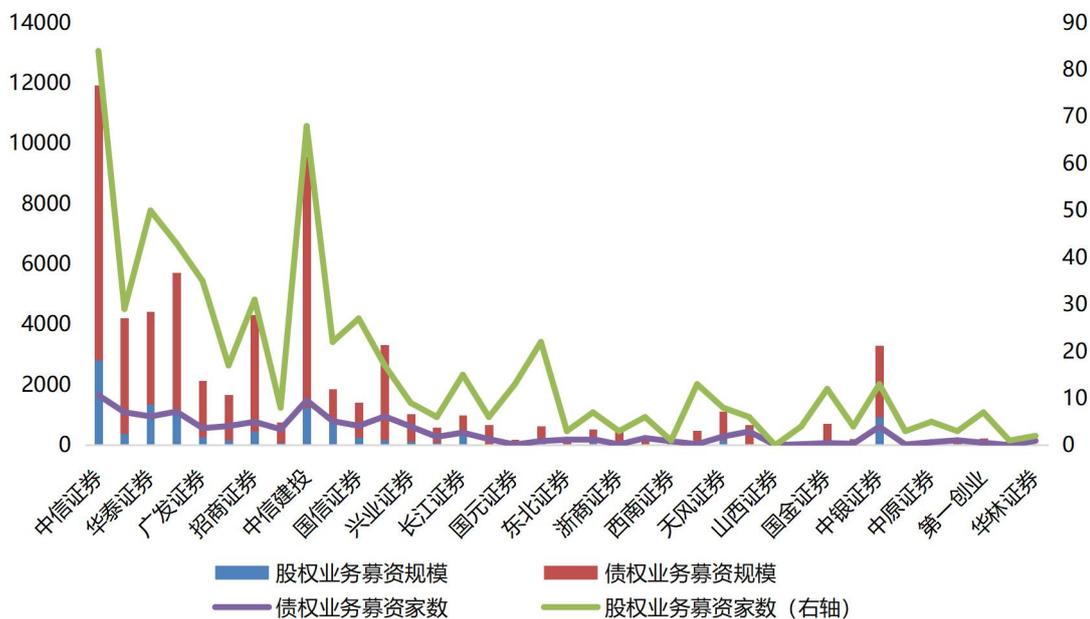
经纪业务方面，2020年一季度，两市股基日均成交额9144.90亿元，较年初增长63.32%，是2016年以来的最高点。随着投资者数量上升，市场交投活跃，上市券商经纪业务收入同比增长36.79%。2019年，仅山西证券和中信证券经纪业务收入出现小幅下滑，2020年一季度所有上市券商的经纪业务收入均呈现不同幅度的增长。经纪业务作为提升市场影响，熨平业绩波动的重要板块，未来的转型重点则是财富管理业务。随着首批7家券商银河证券、国泰君安、中金公司、申万宏源、中信建投、华泰证券、国联证券获基金投资顾问试点资格，头部券商财富管理业务将获益明显。对于中小型券商而言，互联网转型是经纪业务弯道超车的可选路径。以东方财富证券为例，该公司拥有互联网基因和较为廉价的流量入口等先天优势，并设立东财基金，依托天天基金网强大等基金代销渠道，在经纪业务基础上发力财富管理业务，带来经纪业务新的增长点。

投行业务方面，2019年和2020年一季度，全市场股权融资规模分别为15413.25亿元、3216.44亿元，同比增长27.3%、-5.09%。受益于科创板注册制改革以及IPO过会率的提高，IPO融资规模2020年一季度同比增长208.7%；2020年一季度再融资<sup>3</sup>承销金额2430.22亿元，同比下降22.46%，随着再融资新规的颁布，预计再融资规模将迅速企稳回升。债券承销方面，受益于市场流动性整体宽松，发债利率维持低位，2019年和2020年一季度，债券承销规模分别为451854.97亿元、120157.45亿元，同比增长3.06%、15.69%，随着债券注册制的推出及发债利率大概率长期处于低位，预计债券承销规模仍将保持快速增长。

投行业务的行业集中度提升，头部券商和以投行业务为传统优势业务的券商项目优势明显，市占率较高。2019年，中信证券、中信建投和国泰君安的投行业务发行规模处于行业领先地位。截至2020年3月末，投行业务收入前五位占比44.81%，前十位占比64.98%，头部效应明显。随着新证券法及相关配套细则的陆续发布，注册制改革的持续进行，企业倾向于选择头部券商进行信用背书，头部券商未来投行承销保荐业务的利润将进一步扩大。随着投行业务迎来政策风口，中小券商应在增量市场挖掘增长的机会，如新三板公开发行市场等。截至5月18日，进入公开发行股票并在精选层挂牌辅导期的新三板公司达到58家，涉及31家证券公司，其中超过半数都是由中小券商提供辅导服务。从签订相关辅导协议的挂牌公司的统计看，中小券商占据份额更高，如开源证券（6家）、安信证券（4家）、东莞证券（4家）等。

<sup>3</sup> 包含增发、配股、优先股、可转债及可交债

图 4 2019 年上市券商投行业务发行情况



数据来源：Wind，东方金诚整理

资管业务方面，2017 年以来，证监会全面推动券商资管“去通道”，券商资管规模持续下滑，截至 2020 年 3 月末，券商资管产品规模降至 99653.28 亿元，环比下降 7.99%。同时，券商资管业务结构持续调整，2019 年末定向资管计划规模占比下降至 77.4%，随着券商资管业务持续向主动管理转型，拥有公募牌照的券商资管业务的竞争优势将进一步凸显。2019 年和 2020 年一季度，上市券商分别实现资管业务收入 302.38 亿元、82.31 亿元，同比增长 3%、25.83%。

通过对头部券商资管业务费率水平的测算，2017~2019 年资管业务费率水平平均提升，说明券商资管业务主动管理能力提升，同时广发证券的费率水平处于行业领先，资管业务实力较强。此外，2020 年一季度券商资管业务收入 CR10 达到 78.55%，行业集中度进一步提升，其中，中信证券、广发证券、华泰证券的资管业务收入分别为 16.17 亿元、12.43 亿元和 8.47 亿元，合计占比达到 45%，遥遥领先。

表 1 主要券商资管业务费率水平<sup>4</sup>

证券公司	2017	2018	2019
中信证券	0.34%	0.43%	0.44%
华泰证券	0.25%	0.32%	0.30%
国泰君安	0.20%	0.20%	0.22%
中信建投	0.13%	0.11%	0.12%

<sup>4</sup> 资管业务费率=资管业务收入/资管业务规模

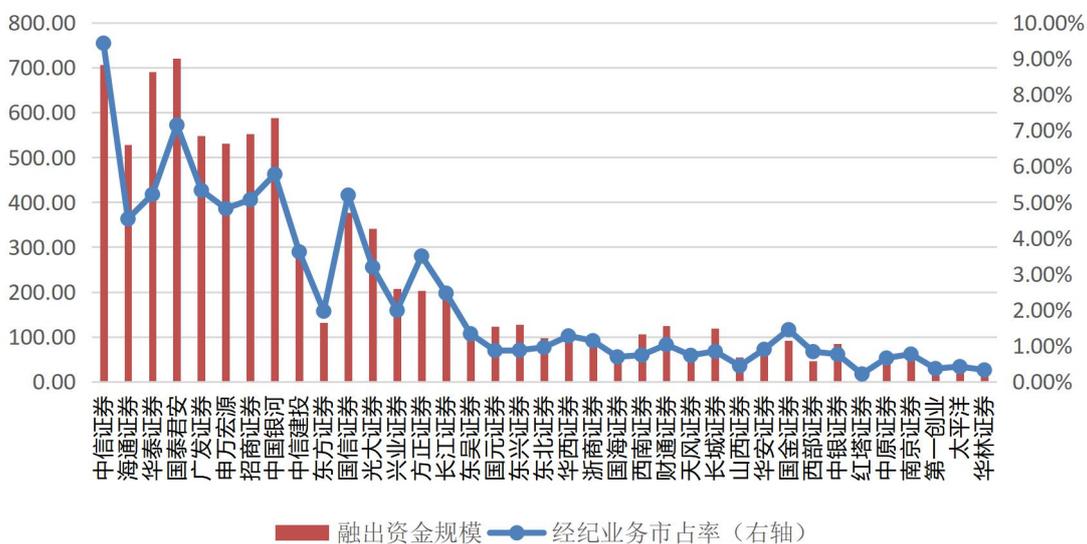
申万宏源	0.15%	0.18%	0.19%
招商证券	0.15%	0.17%	0.16%
中银证券	0.13%	0.13%	0.12%
广发证券	0.76%	0.98%	1.12%
海通证券	0.20%	0.24%	0.32%

数据来源：Wind，东方金诚整理

重资产业务中两融业务发展和经纪业务相关性高，在政策利好下两融业务规模有望回升，信用业务的充分减值计提使得券商抵御风险能力增强

受市场走势影响，两融交易余额和日均交易金额在 2019 年一季度及下半年呈上升趋势，2020 年一季度开始呈现下降态势。截至 2020 年 3 月末，市场两融交易余额 10651.2 亿元，环比下降 3.37%，日均交易额 845.43 亿元，环比下降 19.83%。2019 年，沪深交易所取消两融最低维持担保比例、扩大两融标的股票数量，担保物范围进一步扩大。2020 年，创业板参照科创板制度进行创新改革，新股挂牌首日可作为两融标的，推出转融通市场化约定申报方式等。随着两融政策的放松，融资融券业务规模预计整体将保持上升态势。从券商对比看，两融业务和经纪业务具有较强的相关性，头部券商的经纪业务市场占有率较高，从而也保障了融资融券业务扎实的客户基础。

图 5 2019 年上市券商经纪业务市占率与两融业务规模



数据来源：Wind，东方金诚整理

股票质押业务方面，截至 2020 年 3 月末，市场质押股数降至 5602.73 亿股，占总股本 8.23%，股票质押业务一直维持 2018 年下半年以来的下降趋势。同期末，上市券商的股票质押式回购余额为 3531.53 亿元，环比下降 3.95%。另外，上市券商中共有 15 家券商股票质押回购余额逆势上涨，其中，西部证券、山西证券和华林证券增速最快，分别为 85.96%、34.21% 和 21.87%；红塔证券、国海证券、华安证券等中小型券商虽然股票质押回购规模不高，但

其股票质押回购余额占净资产比重位居行业前列，分别为 46.98%、40.10%和 33.17%，股票质押风险管理压力较大。

随着市场回暖及纾困项目逐步落地，券商信用业务风险初步缓解，上市券商减值损失计提的增强进一步提升了风险抵御能力。2019 年，上市券商合计计提资产减值损失 190.07 亿元，同比增长 12.86%，其中海通证券、国泰君安、中信证券等头部券商因股票质押规模较大，相应计提较多的减值损失。相比于去年同期，东方证券和华安证券的信用减值损失在 2019 年增长最快，同比增速分别为 564.78%、528.57%，远远超过其他上市券商，国海证券、国元证券、广发证券、国泰君安 4 家券商的信用减值损失同比增速也超过了 100%。中小券商受股票质押业务带来的信用减值损失影响更大，2019 年，西部证券、中原证券和华安证券信用减值准备占营收比重分别为 17.75%、14.74%和 13.26%，侵蚀利润较为严重。

**表 2 2019 年上市券商信用减值损失前十位 (亿元、%)**

证券公司 (按计提规模排)	信用减值损失	信用减值损失/营业收入	证券公司 (按计提规模占收入比重)	信用减值损失	信用减值损失/营业收入
海通证券	28.47	8.27	西部证券	6.53	17.75
国泰君安	20.50	6.84	中原证券	3.50	14.74
中信证券	18.92	4.38	华安证券	4.28	13.26
光大证券	12.73	12.65	光大证券	12.73	12.65
东方证券	10.44	5.48	天风证券	4.84	12.58
国信证券	10.20	7.23	第一创业	3.14	12.15
兴业证券	7.49	5.26	国海证券	4.31	12.10
申万宏源	7.20	2.93	东兴证券	4.67	11.74
华泰证券	7.20	2.89	国元证券	3.69	11.53
广发证券	6.80	2.98	西南证券	3.01	8.62

数据来源：wind、东方金诚整理

随着《证券公司风险控制指标计算标准》的发布，券商需要提高股票质押业务所需的稳定资金，并加大现场检查力度。同时由于新会计准则的应用，未来券商计提减值损失将更加充分。2020 年尽管证券行业整体信用减值风险有望进一步下降，但受疫情冲击相关风险仍不容忽视，信用减值损失的计提仍将对业绩造成大幅影响。2020 年一季度，共有三家券商披露价值减值计提项目。其中，兴业证券共计提信用减值准备 2.59 亿元；方正证券确认信用减值损失共计 3.51 亿元；中原证券对发生信用减值的单项金融资产计提信用减值准备共计 6650.15 万元，具体涉及神雾节能、新光圆成、长城影视等 5 只个股的股票质押项目。

**随着股票质押、融资融券等资本中介业务的兴起，国内券商杠杆水平上升但依然有较大空间，预计低利率环境下券商杠杆水平仍会继续提升，进而增厚相关券商业绩**

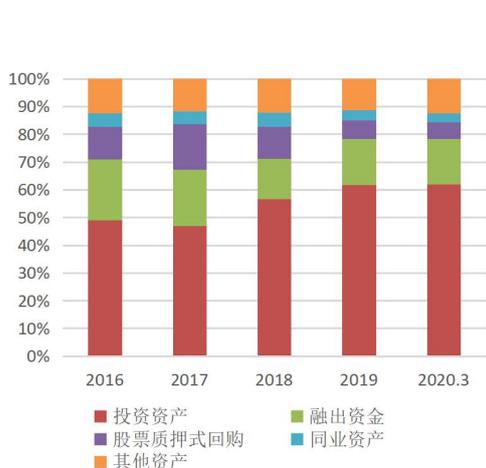
2019 年权益市场回暖情形下，证券公司主动增加投资规模，成为资产负债表扩张的主要因素。2019 年，上市券商总资产规模达 66624.51 亿元，较年初增长 17.05%。2020 年一季度，在市场融资成本下降环境下，证券公司主动负债规模提升，资产负债表仍维持扩展态势。2020 年 3 月末总资产规模达 72697.66 亿元，较年初增长 9.12%。与之相对应，上市券

商的资本杠杆率也由 2018 年的 16.22% 降至 2019 年末的 13.73%。

近年来，随着股票质押、融资融券等资本中介业务的兴起，国内券商杠杆水平提升。但对比国际顶级投行，尽管在 2008 年金融危机后，国际投行杠杆水平有所下降，当前资本杠杆率水平也均保持在 10% 左右，银行系投行的杠杆水平相对更高，资本杠杆率为 5% 左右。目前国内券商的资本杠杆率仍保持在 20% 左右，均明显超过 8% 的监管要求，杠杆水平仍有较大提升空间。未来随着杠杆率的提升以及资金成本的下降，券商盈利水平将有所上升。

图 6 上市券商自有资产结构)

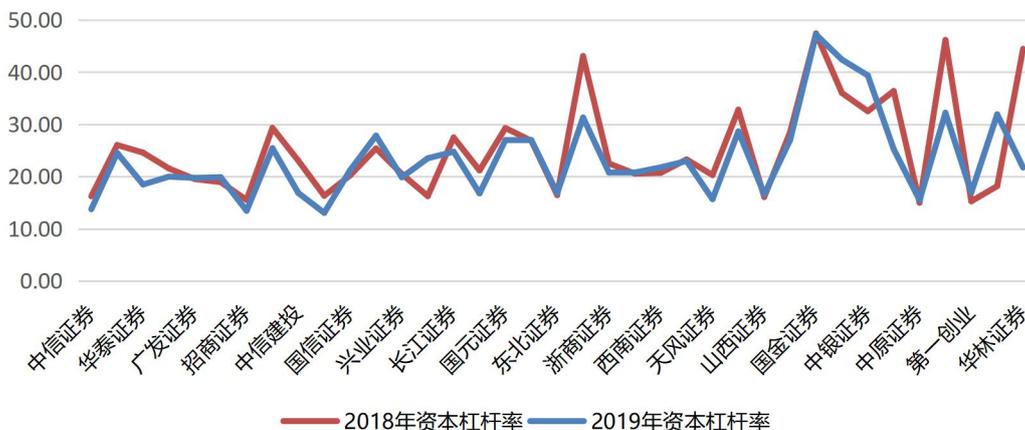
图 7 上市券商资本水平和杠杆率 (%)



数据来源: wind、东方金诚整理

头部券商的杠杆水平相对较高。2019 年，上市券商的杠杆水平普遍有所提升。如华林证券和南京证券等中小券商，自营业务仓位调整灵活，杠杆水平提升幅度较高。华西证券 2019 年信用业务规模同比增长 44.75%，杠杆率水平业务也有较大提升。

图 8 2018 和 2019 年券商杠杆率水平变化



数据来源: wind、东方金诚整理

声明：本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。