万联证券 WANLIAN SECURITIES

高基数+弱市场，券商3月业绩承压

——上市券商2020年3月月报数据&投资策略

强于大市（维持）

日期：2020年04月13日

投资要点：

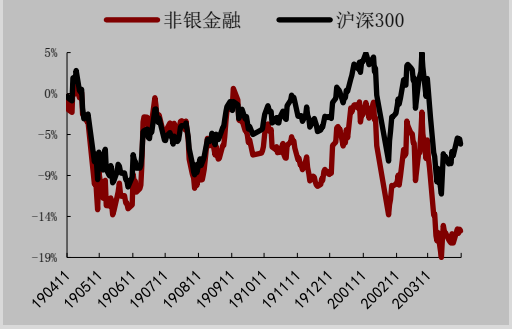
- **高基数+弱市场，上市券商业绩环比和累计同比均下跌。**可比39家上市券商3月合计实现净利润100.2亿元，环比下跌20.3%；1-3月累计实现净利润305.9亿元，同比下跌9.3%。截止3月合计净资产1.48万亿，环比增长1.5%，较上年底增长3.6%。业绩承压主要是由于去年3月高基数和各核心市场数据表现较弱。
- **除股质和资管相关数据有改善迹象，各核心市场数据表现较弱。**3月市场量价回落，券商主要业务（自营、经纪和两融）相关的各核心市场数据如主要权益指数表现、股基交易量、两融余额环比均出现下滑，虽然投行业务相关市场指标大幅改善，股质和资管相关数据也有改善迹象，但这些业务业绩贡献较低。
- **业绩分化仍较为明显，大型券商业绩表现仍优于小型券商。**3月上市券商业绩分化仍然较为明显，总体上看，大型券商业绩表现仍优于小型券商，可比券商中，大型券商2020年3月净利润环比下降9.9%（小型券商下跌58.7%）；大型券商2020年1-3月净利润同比下跌0.7%（小型券商下跌33.3%）。
- **投资建议：**3月券商月报数据承压，主要由于高基数、弱市场因素，若未来市场各核心指标维持现在的水平，预计在4月净利润低基数下，上市券商业绩表现有望持续改善。目前自营、经纪和两融业务对券商的收入贡献仍超6成，券商板块仍呈现高Beta属性，政策和流动性仍是估值主要影响因素。

  疫情主要对券商投行业务有直接影响，并通过影响资本市场表现触及包括经纪、自营等其他业务，从数据看在再融资新规、债券发行注册制、融资成本降低等因素下投行业务相关数据转好，我国资本市场受疫情全球流行影响短期震荡，但整体表现较强韧性。

  进入2020年，政策宽松和改革积极的信号明显，在货币政策方面，央行年内三次降准，并通过“OMO-MLF-LPR-贷款利率”传导链条引导实体融资成本下行；在资本市场深改方面，稳步推进包括再融资新规、债券注册制、深化新三板改革、创业板注册制改革等，预计后续在政策和流动性方面整体向好。

  截止4月13日，资本市场震荡叠加3月业绩回落，券商板块估值回落至1.7xPB以内，在后续资本市场深改稳步推进、政策和流动性宽松预期下，板块安全边际增加，配置价值提升，维持行业“强于大市”投资评级。从近期的再融资新规、基金投顾试点、六家头部券商纳入首批并表监管试点等政策看，龙头优势依旧明显，从中长期和稳健角度看，仍推荐低估值券商龙头，此外看好转型积极、发展较快的中小券商。
- **风险提示：**疫情发展超预期、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04月10日

相关研究

万联证券研究所 20200402_行业动态跟踪_AAA_保险行业2020年2月经营数据跟踪

万联证券研究所 20200402_公司年报点评_AAA_光大证券（601788）2019年年报点评

万联证券研究所 20200330_非银金融行业周观点(03.23-03.27)_量价继续下滑，静待宽政策下估值回升

分析师： 张译从

执业证书编号： S0270518090001

电话： 010-66060126

邮箱： zhangyc1@wlzq.com.cn

万联证券版权所有,发送给万联证券(刘相鹏:liuxp@wlzq.com.cn)

目录

1、上市券商 2020 年 3 月整体经营情况 4
2、2020 年 3 月主要市场数据表现 7
2.1 经纪业务：股基成交额总量环比下降，同比涨幅大幅回落 7
2.2 投行业务：股债融资规模环比增长，同比转正 7
2.3 自营业务：股市行情走弱，债市持续向好 8
2.4 资管业务：新成立产品数量环比增长，同比降幅收窄 9
2.5 两融业务：两融余额环比下降，同比增速回落 10
2.6 股票质押业务：股权质押股数环比增长，质押市值环比下跌 10
2.7 场外业务：仍保持高速发展趋势 11
3、投资建议 12
4、风险提示 14

图表 1：上市券商月度经营数据（2020 年 3 月） 4
图表 2：证券行业主要市场数据汇总（2020 年 3 月） 5
图表 3：可比上市券商单月营收和净利润变化情况 6
图表 4：可比上市券商全年累计营收和净利润变化情况 6
图表 5：沪深股票和基金单月成交额 7
图表 6：沪深股票和基金全年累计成交额 7
图表 7：市场单月股权融资规模统计 8
图表 8：市场全年累计股权融资规模统计 8
图表 9：市场单月债券融资规模统计 8
图表 10：市场全年累计债券融资规模统计 8
图表 11：上证综指涨跌幅 9
图表 12：深证成指涨跌幅 9
图表 13：创业板指涨跌幅 9
图表 14：中债综合净价指数涨跌幅 9
图表 15：证券公司资管规模变化情况 9
图表 16：集合资管单月新成立产品各类型占比 9
图表 17：集合资管单月新成立产品统计 10
图表 18：集合资管全年成立产品统计 10
图表 19：两融余额和潜力情况 10
图表 20：融资活跃度情况 10
图表 21：股票质押股数变化情况 11
图表 22：股票质押市值变化情况 11
图表 23：证券公司发行收益凭证情况 11
图表 24：证券公司衍生品业务情况 11
图表 25：证券公司柜台业务新开账户情况 11
图表 26：证券公司柜台业务产品转让金额情况 11
图表 27：证券行业营业收入和净利润变化情况 12

万联证券版权所有,发送给万联证券(刘相鹏:liuxp@wlzq.com.cn)

图表 28：证券行业收入结构变化情况 12
图表 29：2019 年证券行业营业收入同比增量 12
图表 30：券商板块 BETA 变化情况 12
图表 31：2020 年主要货币政策和资本市场深改政策 13
图表 32：券商板块 PB 估值情况 14

万联证券

万联证券版权所有,发送给万联证券(刘相鹏:liuxp@wlzq.com.cn)

1、上市券商2020年3月整体经营情况

截止2020年4月11日，可比39家上市券商发布2020年3月经营数据，3月合计实现营业收入236.9亿元，环比下跌19.0%，1-3月累计实现营业收入733.0亿元，同比下降2.8%。3月合计实现净利润100.2亿元，环比下跌20.3%；1-3月累计实现净利润305.9亿元，同比下跌9.3%。截止3月合计净资产1.48万亿，环比增长1.5%，较上年底增长3.6%。

上市券商业绩分化仍然较为明显，总体上看，大型券商业绩表现仍优于小型券商，可比券商中，大型券商2020年3月营业收入环比下跌13.1%（小型券商下跌27.2%），净利润环比下降9.9%（小型券商下跌58.7%）；大型券商2020年1-3月营业收入同比增长6.4%（小型券商下跌13.3%），1-3月净利润同比下跌0.7%（小型券商下跌33.3%）。

上市券商2020年3月净利润环比和累计同比均下滑，主要是由于：1、去年3月高基数影响；2、3月市场量价回落，券商主要业务（自营、经纪和两融）相关的各核心市场数据如主要权益指数表现、股基交易量、两融余额环比均出现下滑，虽然投行业务相关市场指标大幅改善，股质和资管相关数据也有改善迹象，但这些业务业绩贡献较低。若未来市场各核心指标维持现在的水平，预计在4月净利润低基数下，上市券商业绩表现有望持续改善。

图表1：上市券商月度经营数据（2020年3月）

券商	营业收入（亿元）				净利润（亿元）				净资产（亿元）		
	单月		年度累计		单月		年度累计		本月末	环比	比上年底
	本月	环比	本月	同比	本月	环比	本月	同比			
大型券商（可比上市券商中总资产排名前十）											
中信证券	31.89	-3.2%	84.99	32.5%	13.56	7.8%	34.99	15.7%	1485.44	0.5%	11.2%
国泰君安	18.45	-6.7%	48.09	-17.5%	8.54	-10.8%	21.63	-29.1%	1276.67	4.2%	0.9%
海通证券	6.03	-68.9%	39.91	-12.4%	7.09	-18.7%	22.62	-11.2%	1153.96	0.0%	1.4%
华泰证券	19.07	-3.9%	50.24	-0.9%	8.59	-10.8%	22.61	-17.2%	1117.39	0.4%	1.4%
广发证券	11.04	-22.2%	38.46	-12.9%	4.71	-27.2%	17.30	-8.0%	821.69	0.4%	1.9%
招商证券	15.62	0.5%	43.33	12.6%	7.08	-5.6%	20.35	18.5%	805.36	1.4%	3.0%
申万宏源	18.66	54.3%	38.58	0.0%	9.70	76.8%	18.49	12.4%	717.23	0.6%	1.8%
中国银河	12.54	-21.0%	38.54	15.5%	4.90	-29.8%	16.18	14.6%	705.04	0.5%	2.6%
国信证券	13.98	-19.7%	40.61	22.4%	5.69	-34.8%	17.32	-0.3%	563.55	0.4%	2.6%
中信建投	11.60	-26.1%	40.49	39.6%	5.30	-31.3%	18.91	30.5%	568.57	4.4%	3.6%
sum	**158.87**	**-13.1%**	**463.24**	**6.4%**	**75.15**	**-9.9%**	**210.41**	**-0.7%**	**9214.91**	**1.2%**	**3.3%**
中型券商（可比上市券商中总资产排名居中）											
东方证券	6.30	-29.0%	24.06	5.3%	2.98	-33.6%	3.19	87.7%	516.39	0.1%	1.9%
光大证券	7.86	-7.5%	23.45	-16.8%	5.91	149.0%	11.06	-14.0%	490.88	-3.0%	-1.9%
安信证券	3.95	-44.4%	15.61	-36.0%	2.08	-25.1%	6.41	-33.7%	325.87	0.3%	2.1%
方正证券	6.39	-9.8%	16.65	8.8%	0.04	-98.8%	4.02	-28.9%	387.89	-0.5%	0.5%

万联证券版权所有,发送给万联证券(刘相鹏:liuxp@wlzq.com.cn)

兴业证券	-1.45	-117.5%	12.21	-47.9%	-2.54	-178.8%	2.35	-66.3%	326.73	-1.0%	0.6%
长江证券	3.03	-53.6%	13.33	-42.4%	0.61	-78.6%	4.54	-42.4%	275.09	-0.3%	1.3%
国元证券	3.33	43.4%	9.79	19.8%	1.17	116.2%	4.59	32.5%	240.03	0.5%	2.7%
东吴证券	1.46	-61.8%	8.44	-19.8%	0.58	-55.9%	3.04	-34.4%	264.62	27.7%	28.9%
国金证券	4.05	-14.5%	12.81	27.9%	1.28	-23.2%	4.26	6.5%	207.66	0.2%	1.8%
长城证券	3.14	-16.0%	9.48	3.9%	1.11	-33.5%	3.57	28.2%	171.19	0.6%	2.6%
东兴证券	1.90	-24.4%	6.66	-29.8%	1.02	-15.5%	3.27	-40.6%	203.75	0.0%	1.8%
西南证券	2.40	35.6%	5.45	-54.3%	1.12	65.2%	2.25	-61.9%	195.25	0.2%	1.1%
华西证券	2.68	-11.0%	8.70	-11.3%	1.19	-11.4%	3.55	-19.9%	197.56	0.6%	1.9%
天风证券	2.71	0.5%	7.04	-15.3%	0.34	-61.2%	1.33	-17.0%	167.57	47.0%	48.4%
西部证券	2.12	-31.6%	7.37	-34.5%	0.29	-80.4%	2.54	-56.4%	180.76	-0.4%	0.8%
华林证券	1.16	7.8%	3.12	45.9%	0.76	22.2%	1.64	76.9%	54.61	1.1%	3.2%
东北证券	3.10	-13.1%	9.36	-23.4%	1.48	29.7%	3.77	-27.5%	149.53	0.8%	2.1%
浙商证券	4.59	8.5%	10.87	62.4%	1.25	15.2%	2.98	67.3%	133.73	0.1%	1.4%
国海证券	2.36	-29.3%	8.21	41.5%	0.79	-47.1%	3.19	87.7%	177.84	0.4%	31.7%
sum	**61.10**	**-29.2%**	**212.60**	**-15.9%**	**21.45**	**-36.4%**	**71.57**	**-22.7%**	**4666.95**	**2.1%**	**4.5%**
小型券商（可比上市券商中总资产排名后十）											
华创证券	2.09	-25.2%	7.62	18.4%	0.28	-63.4%	1.61	-31.3%	115.48	0.1%	1.4%
山西证券	2.94	6.3%	7.71	37.2%	1.01	-4.3%	2.63	32.4%	128.29	1.0%	2.3%
华安证券	2.71	-11.8%	7.70	0.2%	1.19	-25.3%	3.56	10.6%	135.88	3.5%	5.7%
中原证券	1.11	-32.2%	3.66	-18.5%	-0.31	-182.7%	0.17	-86.5%	99.52	0.2%	0.7%
江海证券	0.18	-93.9%	3.98	-59.0%	-0.50	-132.9%	1.26	-72.8%	99.66	-0.6%	1.2%
太平洋	1.48	30.3%	3.35	-52.1%	0.70	164.0%	1.00	-71.3%	104.50	0.2%	0.5%
第一创业	1.34	-48.0%	6.28	4.4%	0.39	-65.0%	2.47	3.8%	91.11	0.5%	2.9%
南京证券	1.99	12.9%	5.14	7.7%	0.90	5.3%	2.11	0.9%	112.54	0.5%	2.7%
华鑫证券	1.33	-13.4%	3.93	26.2%	0.29	-18.3%	0.60	235.8%	55.74	0.6%	-2.8%
财通证券	1.76	-42.5%	7.77	-29.7%	-0.41	-160.2%	1.11	-65.4%	10.02	1.7%	4.7%
sum	**16.93**	**-27.2%**	**57.16**	**-13.3%**	**3.55**	**-58.7%**	**16.54**	**-33.3%**	**952.74**	**0.8%**	**2.0%**
国盛证券	0.69	-39.8%	3.13	-	-0.16	45.4%	-0.01	-	96.73	-0.5%	-
红塔证券	-0.26	-107.5%	8.54	-	-0.43	-122.5%	4.69	-	136.76	-0.3%	-
合计	**237.33**	**-20.1%**	**744.67**	**-**	**99.56**	**-21.9%**	**303.20**	**-**	**15068.09**	**1.5%**	**-**
可比口径	**236.90**	**-19.0%**	**733.00**	**-2.8%**	**100.15**	**-20.3%**	**298.51**	**-9.3%**	**14834.60**	**1.5%**	**3.6%**

资料来源：上市券商公告、万联证券研究所

图表2：证券行业主要市场数据汇总（2020年3月）

项目			单月	环比	全年累计	同比
经纪业务		股票	190,470	-2.97%	498,707	46.94%

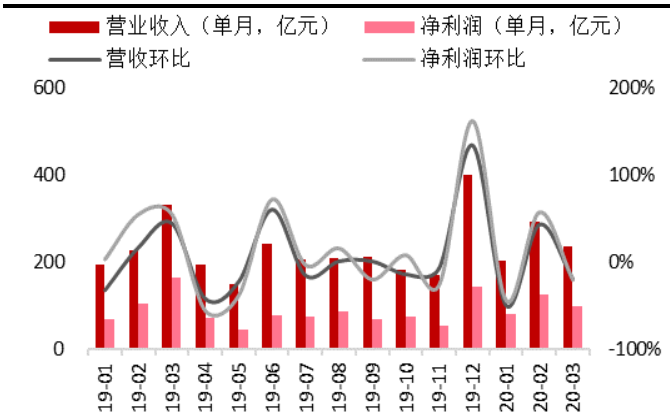
万联证券版权所有,发送给万联证券(刘相鹏:liuxp@wlzq.com.cn)

	股基交易额（亿元）	基金	13,613	28.85%	31,456	60.00%
		合计	**204,083**	**-1.35%**	**530,164**	**47.65%**
投行业务	股权融资规模（亿元）	IPO	122	-41.46%	801	216.84%
		定增	794	283.84%	1,337	-19.24%
		配股	146	-	191	233.88%
		优先股	0	-	0	-
		科创板	47	-70.90%	293	-
		合计	**1,109**	**92.74%**	**2,622**	**33.41%**
	债券融资规模（亿元）	企业债	575	822.15%	826	1.79%
		公司债	4,494	290.85%	7,619	87.44%
		可转债	208	318.89%	417	-66.93%
		证监会 ABS	1,027	659.28%	1,447	-27.77%
		合计	**6,303**	**351.22%**	**10,309**	**26.65%**
自营业务	上证综指		2,750	-4.51%	-	-9.83%
	深证成指		9,962	-9.28%	-	-4.49%
	创业板指		1,872	-9.64%	-	4.10%
	中债综合净价指数		104	0.40%	-	1.66%
资管业务	新成立产品	总数	556	20.09%	1,399	-9.57%
		发行份额（亿份）	79	171.15%	147	-64.42%
两融业务	两融余额（亿元）		10,651	-3.38%	-	15.49%
股质业务	市场质押股数（亿股）		5,603	10.05%	-	-10.59%
	市场质押市值（亿元）		42,146	-9.77%	-	-24.14%

资料来源：wind、万联证券研究所

注：投行融资规模按发行日统计

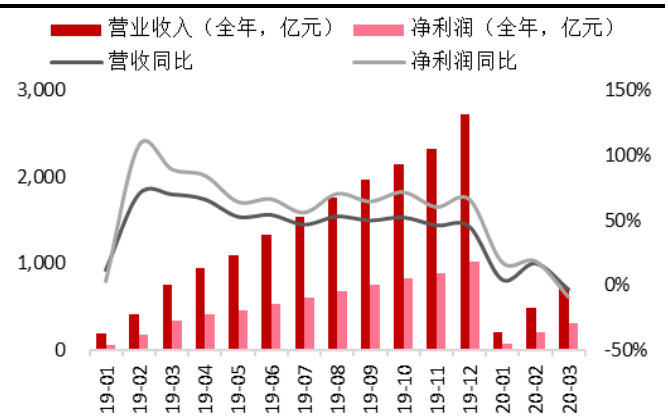
图表3：可比上市券商单月营收和净利润变化情况



资料来源：wind、万联证券研究所

注：根据月报数据统计，母公司和主要子公司口径

图表4：可比上市券商全年累计营收和净利润变化情况



资料来源：wind、万联证券研究所

注：根据月报数据统计，母公司和主要子公司口径

万联证券版权所有,发送给万联证券(刘相鹏:liuxp@wlzq.com.cn)

2、2020 年 3 月主要市场数据表现

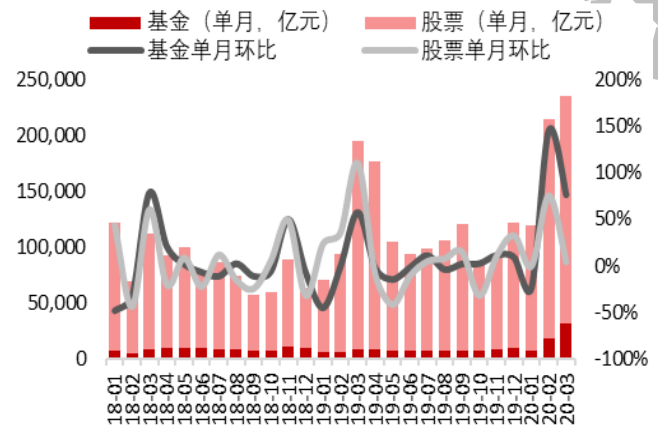
2.1经纪业务：股基成交额总量环比下降，同比涨幅大幅回落

2020年3月市场交易活跃度有所减弱，股基成交额总量环比下降，去年3月高基数影响下同比涨幅大幅回落，此外，基金成交额仍保持较高增长。

3月日均股基交易额9,276亿元，环比下降10.31%；1-3月股基日均成交额8,836亿元，同比增长40.27%，较上月回落52.58pct。3月市场股基成交额204,083亿元，环比下降1.35%，其中股票成交额190,470亿元，环比减少2.97%；基金成交额13,613，环比增长28.85%。1-3月股基成交额530,164亿元，同比增长47.65%，其中股票成交额498,707亿元，同比增长46.94%；基金成交额31,456亿元，同比增长60.00%。

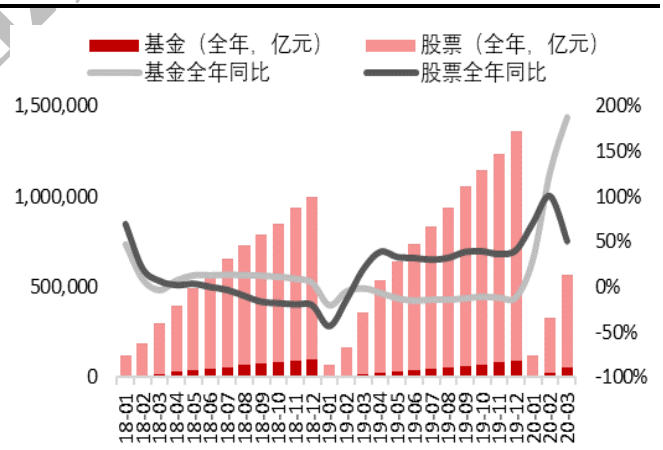
若维持现有交易量水平，在去年4月基数仍然较高的影响下，预计4月交易量增速将继续回落，但仍将维持较高正增长。

图表5：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6：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

2.2投行业务：股债融资规模环比增长，同比转正

2020年3月增发市场大幅回暖，带动股权融资规模环比大幅增长，同比转正。3月股权融资规模1,109亿元，环比增长93%，其中IPO融资规模122亿元，环比下降41%；增发规模794亿元，环比增长284%；科创板发行规模47亿元，环比下跌71%。1-3月股权融资规模2622亿元，同比增长33%，其中IPO融资规模801亿元，同比增长217%；增发规模1337亿元，同比下滑19%；科创板发行规模293亿元。

2020年3月债券融资规模环比大增，同比增幅扩大。3月债券融资规模6303亿元，环比增长351%，其中企业债融资规模575亿元，环比增长822%；公司债融资规模4494亿元，环比增长291%；可转债融资规模208亿元，环比增长319%；证监会管ABS融资规模1027亿元，环比增长659%。1-3月债券融资规模10309亿元，同比增长27%，其中企业债融资规模826亿元，同比增长2%；公司债融资规模7619亿元，同比增长87%；可转债融资规模417亿元，同比下滑67%；证监会管ABS融资规模1447亿元，同比下滑28%。

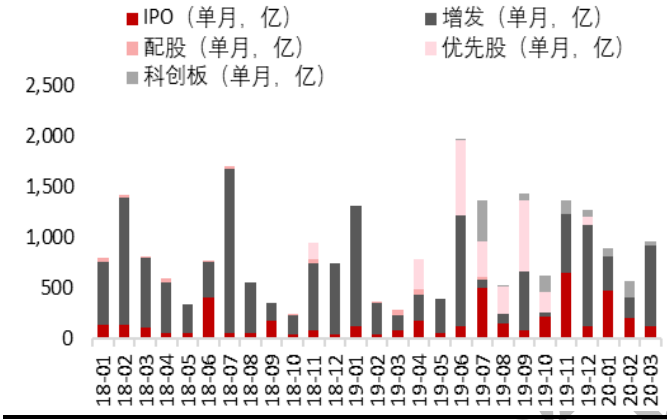
3月疫情对投行项目的影响大幅消退，在股权融资市场方面，再融资新规的效果开始显现，增发规模大幅增长；在债券融资市场方面，在多项政策呵护（疫情专项

万联证券版权所有,发送给万联证券(刘相鹏:liuxp@wlzq.com.cn)

债、监管多手段提高发行效率等）、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，各债券品种发行规模大幅增长。

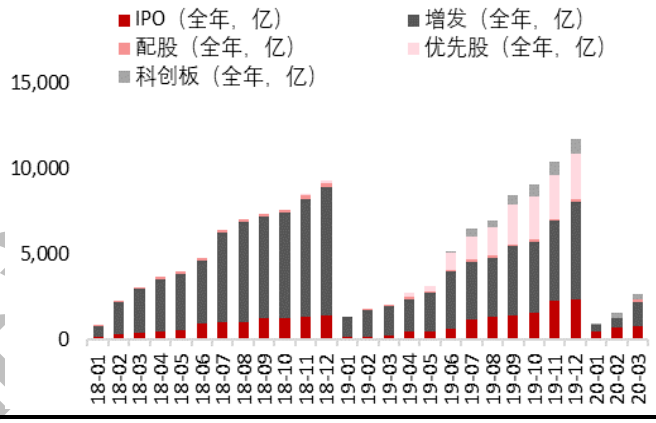
在后续疫情可控的前提下，考虑去年4月低基数，以及再融资新规效果持续显现、新证券法实施公司债和企业债发行注册制落地、创业板注册制稳步推进等因素下，股债融资数据有望持续改善。

图表7：市场单月股权融资规模统计



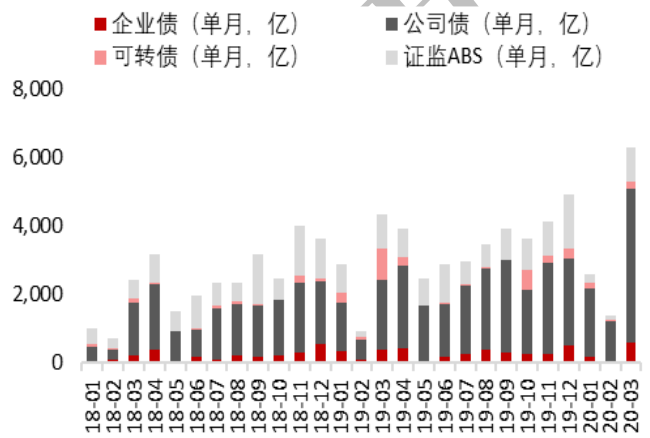
资料来源：wind、万联证券研究所

图表8：市场全年累计股权融资规模统计



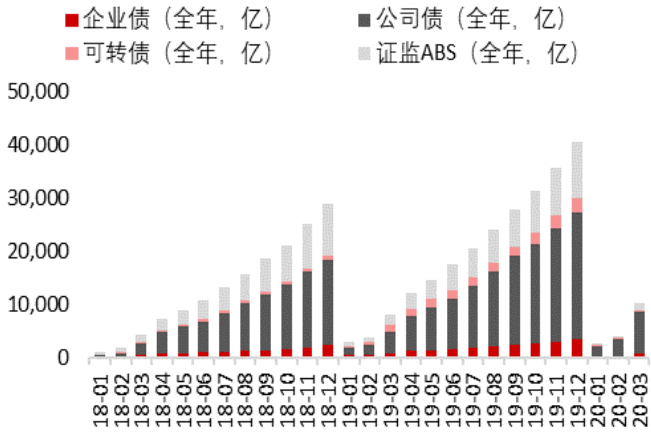
资料来源：wind、万联证券研究所

图表9：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10：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

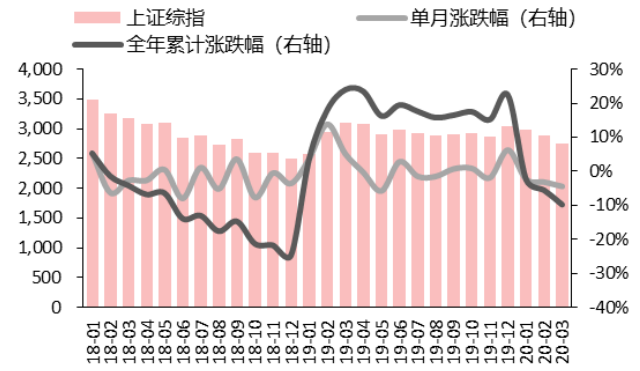
2.3自营业务：股市行情走弱，债市持续向好

2020年3月股市行情走弱，债市持续向好。3月上证综指下跌4.51%，深证成指下跌9.28%，创业板指下跌9.64%；1-3月上证综指累计下跌9.83%，深证成指累计下跌5.27%，创业板指上涨4.10%，整体表现大幅弱于去年同期水平。3月中债综合净价指数上涨0.40%，1-3月累计涨幅1.66%，优于去年同期水平。

目前全球疫情仍未出现拐点，但全球资本市场有改善趋势，且虽然短期若宏观经济和微观企业盈利水平表现不及预期下，我国股市短期预计表现震荡，但在政策宽松、积极改革的大背景下，中长期预计我国股市和债市整体表现仍将向好。

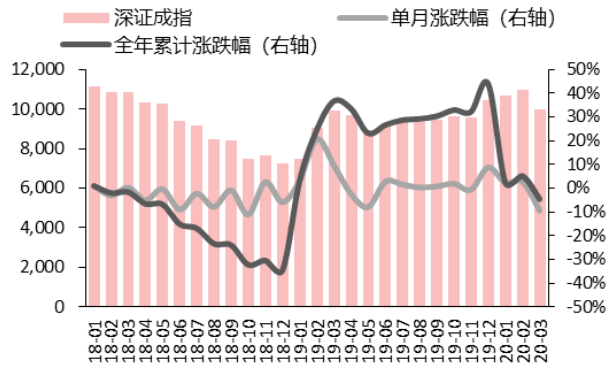
万联证券版权所有,发送给万联证券(刘相鹏:liuxp@wlzq.com.cn)

图表11：上证综指涨跌幅



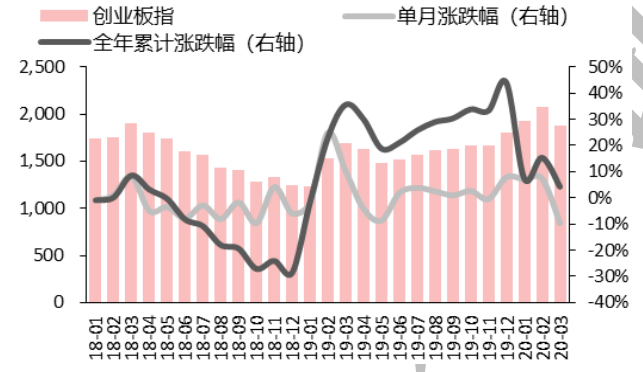
资料来源：wind、万联证券研究所

图表12：深证成指涨跌幅



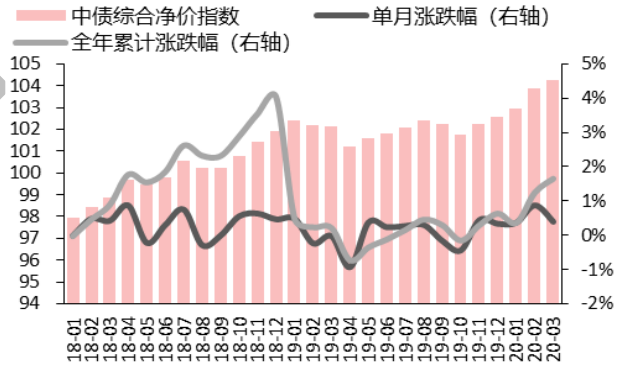
资料来源：wind、万联证券研究所

图表13：创业板指涨跌幅



资料来源：wind、万联证券研究所

图表14：中债综合净价指数涨跌幅



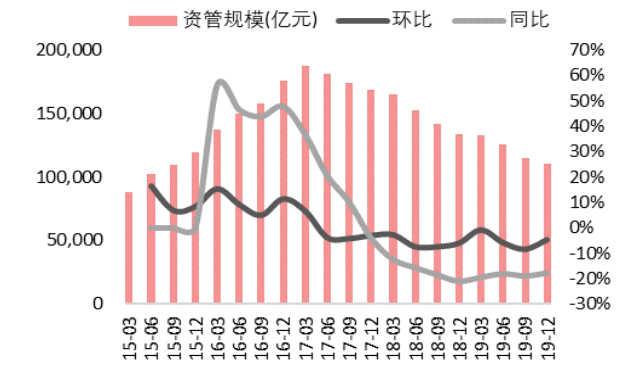
资料来源：wind、万联证券研究所

2.4资管业务：新成立产品数量环比增长，同比降幅收窄

2020年3月资管新成立产品数量环比增长，同比降幅收窄。3月新成立产品556个，环比增长20%，其中股票、混合、债券、货币市场和另类投资型产品数量占比分别为0.90%、4.68%、46.04%、35.43%和12.41%，除货币市场型外，各类新发行产品数量占比均环比上升。1-3月累计成立产品1399个，同比下降10%，降幅继续收窄。

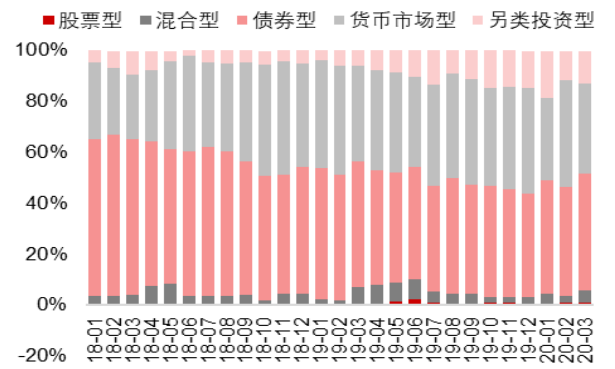
截止2019年12月底，券商资管规模继续下滑至11万亿，环比下滑4.42%，降幅有所收窄，同比下滑17.65%，但仍未出现拐点。

图表15：证券公司资管规模变化情况



资料来源：中基协、万联证券研究所

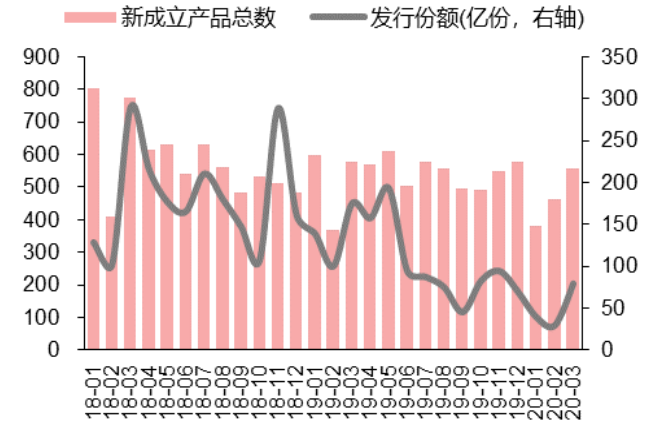
图表16：集合资管单月新成立产品各类型占比



资料来源：wind、万联证券研究所

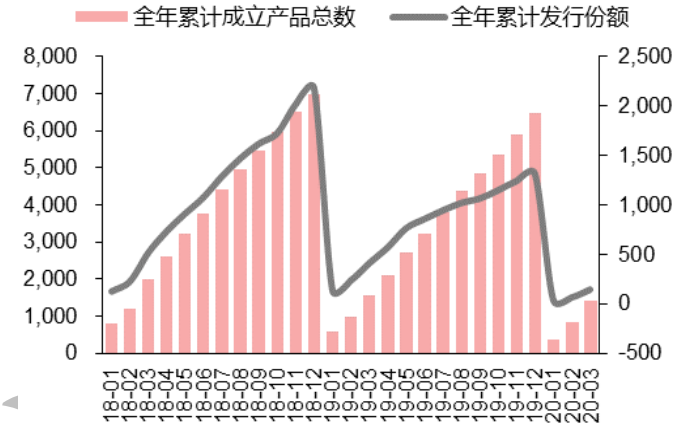
万联证券版权所有,发送给万联证券(刘相鹏:liuxp@wlzq.com.cn)

图表17：集合资管单月新成立产品统计



资料来源：wind、万联证券研究所

图表18：集合资管全年成立产品统计

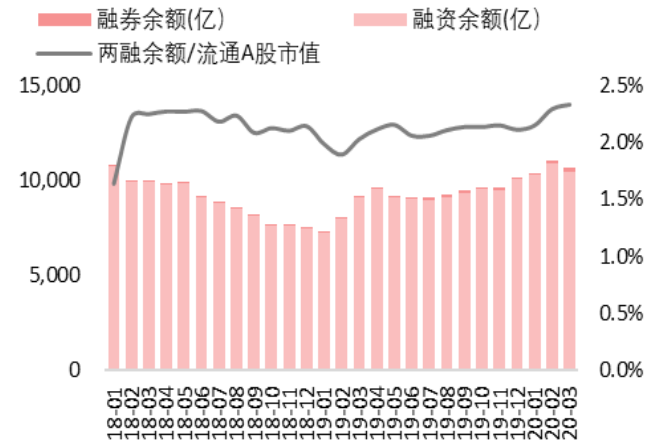


资料来源：wind、万联证券研究所

2.5两融业务：两融余额环比下降，同比增速回落

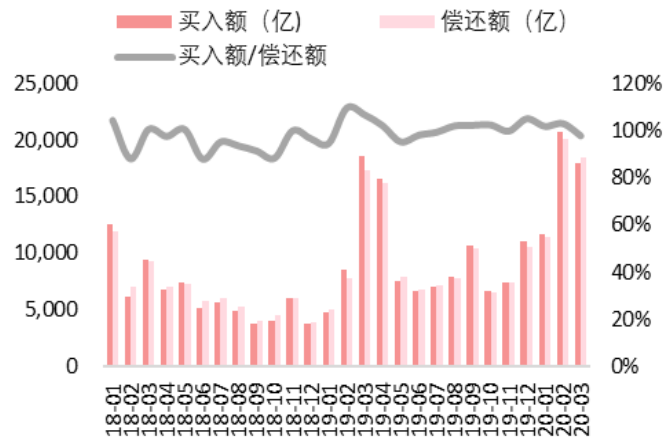
2020年3月两融余额环比下降，同比增速回落，融资活跃度环比和同比均下跌，融资出现净卖出状态。截止2020年3月底，沪深两融余额10651亿元，环比下跌3%，同比增长15%，两融余额占流通A股市值的比例为2.3%，仍有提升空间；3月融资买入额18015亿元，环比下跌13%，同比下跌3%，融资买入额/偿还额为98%，融资净卖出。若维持现有两融水平，预计去年4月较高基数影响下同比增速将会继续回落。

图表19：两融余额和潜力情况



资料来源：wind、万联证券研究所

图表20：融资活跃度情况



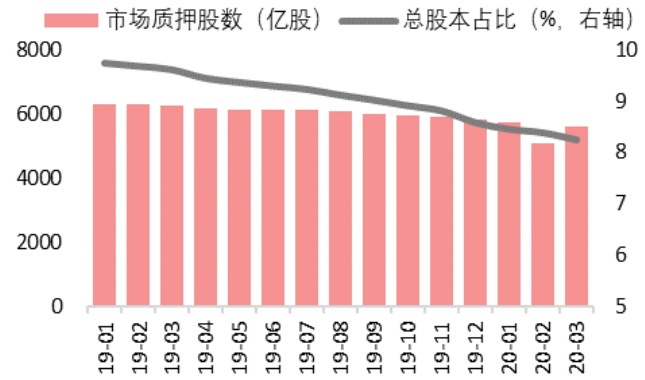
资料来源：wind、万联证券研究所

2.6股票质押业务：股权质押股数环比增长，质押市值环比下跌

2020年3月股票质押业务有企稳迹象，但由于行情走弱质押市值下滑。截止2020年3月底，沪深两市股票质押股数5603亿股，环比增长10.05%，同比下滑10.59%；占总股数比例为8.24%，环比下降0.14pct，同比减少1.38pct。虽然3月股票质押股数环比增长，但由于行情走弱，市场股票质押市值环比下跌9.77%，同比下滑24.14%。

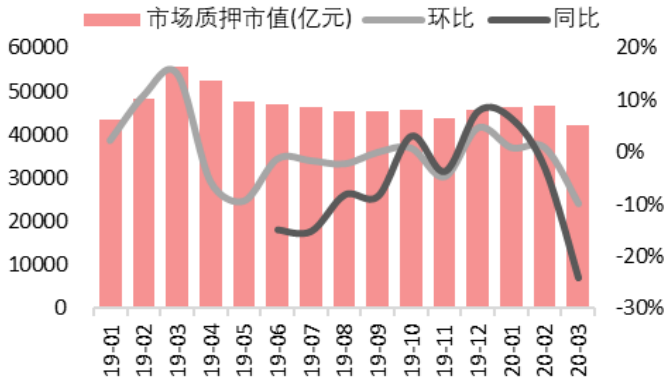
万联证券版权所有,发送给万联证券(刘相鹏:liuxp@wlzq.com.cn)

图表21：股票质押股数变化情况



资料来源：中证登、万联证券研究所

图表22：股票质押市值变化情况

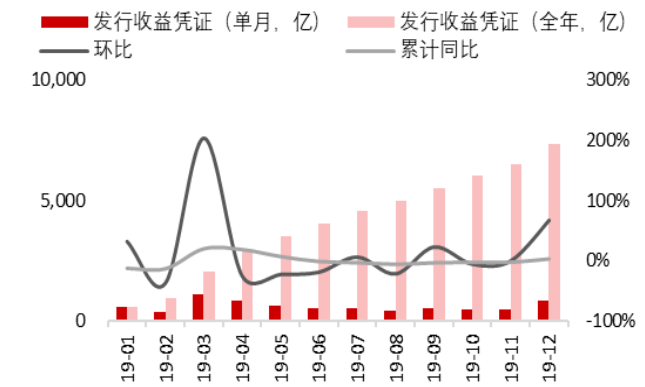


资料来源：中证登、万联证券研究所

2.7场外业务：仍保持高速发展趋势

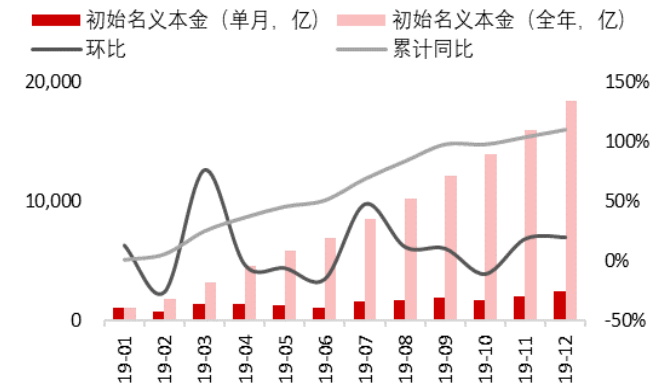
2019年12月场外业务整体仍保持高速发展，证券公司发行收益凭证823亿元，环比增长67.13%，全年累计发行收益凭证7331亿元，累计同比增长3.12%；场外衍生品业务方面，单月初始名义本金2454亿元，环比增长19.75%，全年初始名义本金18405亿元，累计同比增长109.81%；柜台业务方面，单月新开账户122万个，环比增长354.83%。

图表23：证券公司发行收益凭证情况



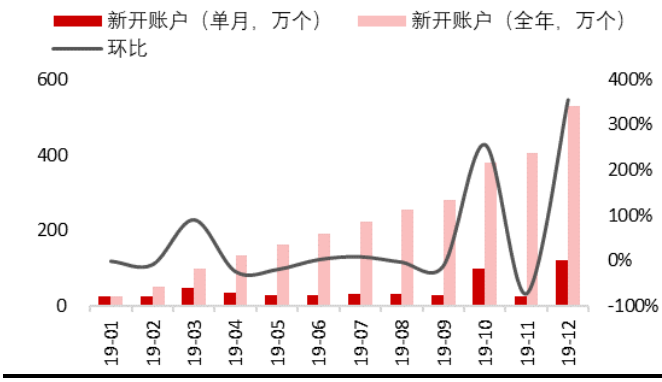
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表24：证券公司衍生品业务情况



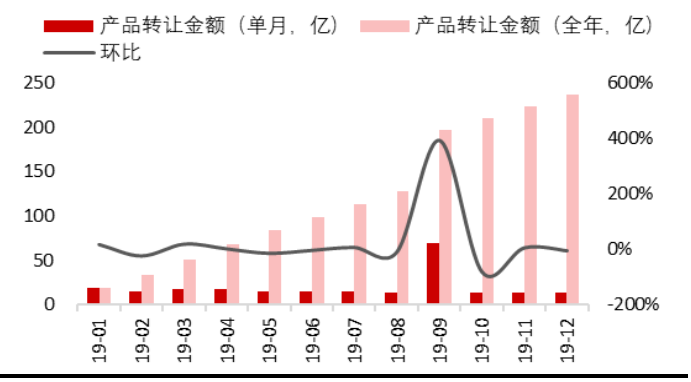
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表25：证券公司柜台业务新开账户情况



资料来源：中证协、万联证券研究所

图表26：证券公司柜台业务产品转让金额情况



资料来源：中证协、万联证券研究所

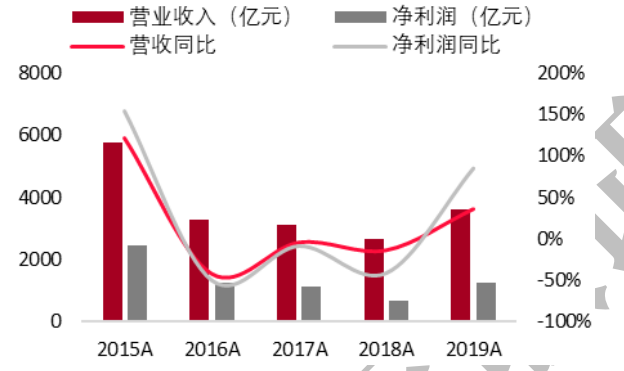
万联证券版权所有,发送给万联证券(刘相鹏:liuxp@wlzq.com.cn)

3、投资建议

■ **券商板块仍呈现高Beta属性，政策和流动性仍是估值主要影响因素**

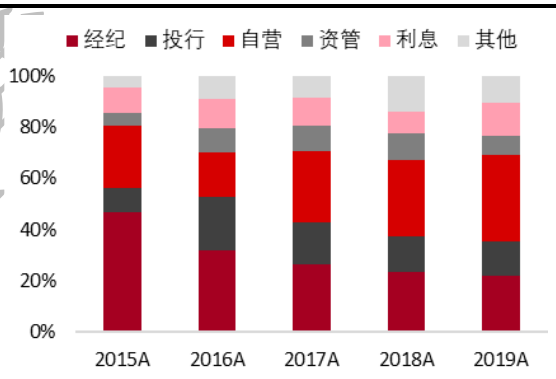
2019年受益于市场回暖，证券行业的业绩大幅回升，营业收入和净利润分别增长35.37%和84.77%，自营、资本中介和经纪业务贡献主要收入增量。从行业整体收入结构看，自营、经纪仍是前两大收入来源，收入占比为55.74%，若考虑与经纪相关度极高的两融业务收入，将其他业务调整为净收入口径，自营、经纪和两融收入贡献预计在7成左右。因此，目前券商盈利的主要驱动因素仍是市场行情和交易量，券商板块仍呈现高Beta属性，政策和流动性仍是券商板块估值的主要影响因素。

图表27：证券行业营业收入和净利润变化情况



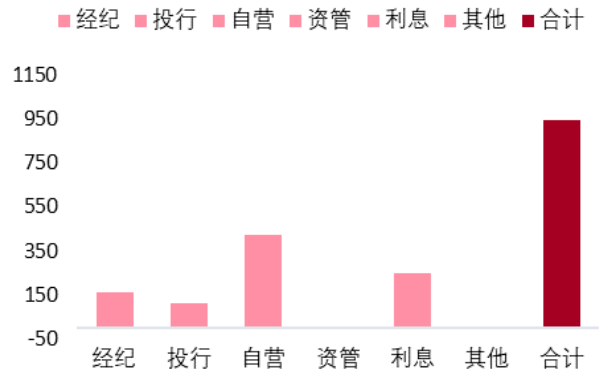
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表28：证券行业收入结构变化情况



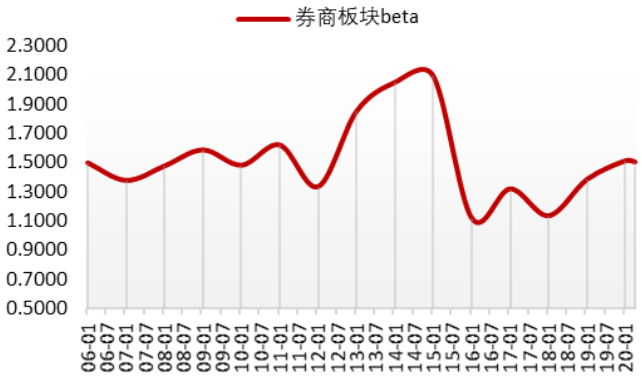
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表29：2019年证券行业营业收入同比增量



资料来源：中证协、万联证券研究所

图表30：券商板块Beta变化情况



资料来源：中证协、万联证券研究所

■ **疫情主要对券商投行业务有直接影响，并通过影响资本市场表现触及其他业务**

在券商各项业务中，投行业务需要更多现场工作，在尽调、上市辅导、谈判协调、发行审核等多个过程都需要接触式沟通，因此疫情期间的“隔离期”和“轮岗制”都对项目进程有所拖累，但主要是暂时影响。从3月份的数据看，由于目前国内疫情已经得到有效控制，同时在再融资新规效果开始显现、创业板注册制稳步推进、新证券法实施公司债和企业债发行注册制落地、政策呵护和收益率下行融资成本降低等诸多利好驱动下，疫情对投行业务的影响逐渐减退，3月增发规模和债券融资规模环比均有大幅增长，审批提速下后续有望持续改善。

万联证券版权所有,发送给万联证券(刘相鹏:liuxp@wlzq.com.cn)

此外，疫情还通过影响资本市场表现，触及券商包括经纪、自营、资本中介等其他业务。总体来看，虽然近期由于疫情全球大流行导致各市场出现超预期震荡，也对我国资本市场形成压力，短期若宏观经济和微观企业盈利水平表现不及预期，股市仍有回调风险，但我国资本市场整体来看表现出较强韧性。

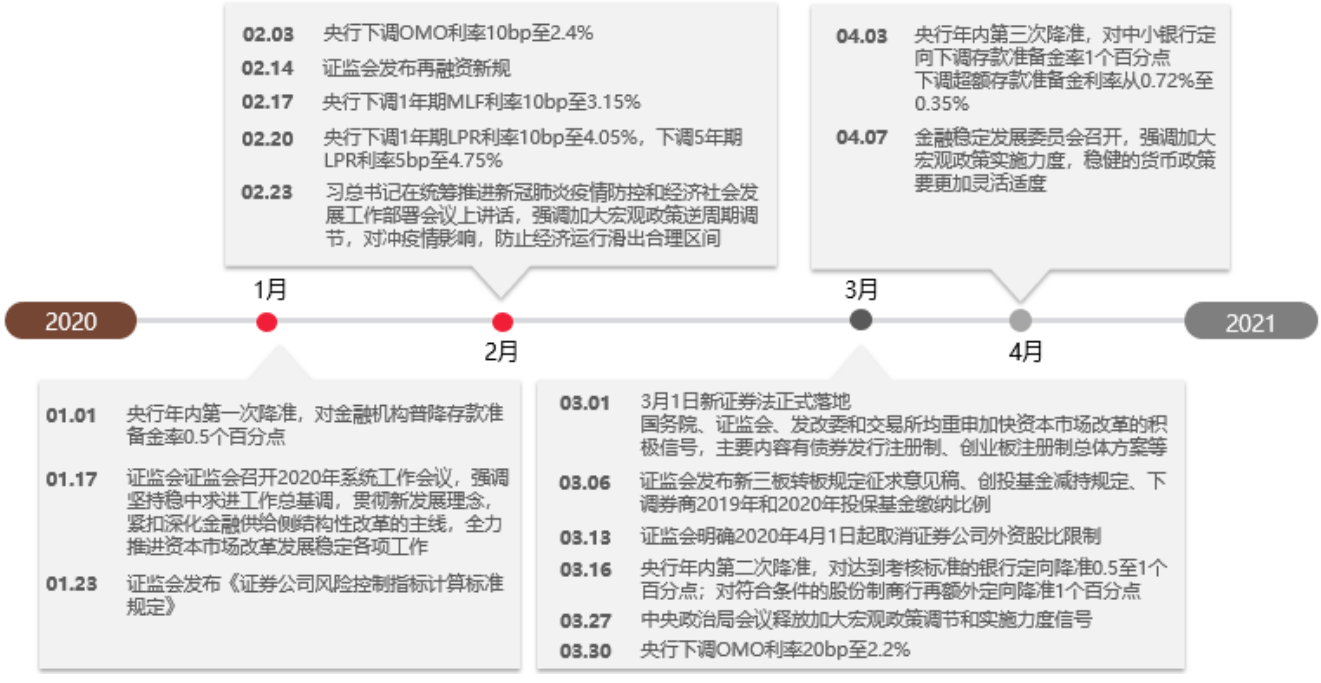
■ **政策宽松和改革积极信号明显，板块估值较低仍有配置价值**

进入2020年，政策宽松和改革积极的信号明显，在货币政策方面，截止4月中旬，央行年内三次降准，并通过“OMO-MLF-LPR-贷款利率”传导链条引导实体融资成本下行；在资本市场深改方面，各项政策和工作仍稳步推进，包括再融资新规落地、债券注册制落地、新三板改革不断深化、创业板注册制改革持续推进等，预计后续在政策和流动性方面整体向好。

我们认为，“十三五”收官之年和全面建设小康社会之际，多次会议都释放货币政策仍将较为宽松、财政政策将更加积极、资本市场改革仍稳步推进等信号，预计我国股市和债市整体表现仍将向好，进而带动2020年证券行业盈利水平将继续回升。

从近五年的券商板块PB的历史情况看，中位数为1.86xPB,剔除2018年四季度由于市场对股票质押风险过分担忧导致估值偏离的因素，中位数为1.90xPB，PB底部在1.50xPB左右，截止4月13日，资本市场震荡叠加高基数效应下3月业绩回落，券商板块估值回落至1.7xPB以内，在后续资本市场深改稳步推进、政策和流动性宽松预期下，板块安全边际增加，配置价值提升，维持行业“强于大市”投资评级。

图表31：2020年主要货币政策和资本市场深改政策



资料来源：国务院、发改委、一行三会、交易所、万联证券研究所

万联证券版权所有,发送给万联证券(刘相鹏:liuxp@wlzq.com.cn)

图表32：券商板块PB估值情况



资料来源：wind、万联证券研究所

■ **个股从稳健和中长期发展角度仍看好低估值龙头券商**

在资本市场深改红利下，整个证券行业长期看存在广阔的发展空间，但是短期看，我国证券行业内部竞争激烈，且面临来自国内各类金融机构的压力和外资券商的冲击，轻资产业务利润空间不断压缩，重资产业务加杠杆受限收益率难以提升。在这种竞争格局下，龙头券商凭借政策、资本、资源、成本、品牌和人才多种优势，在近年存量博弈市场中市占率不断提升，在创新业务领域也具备先发优势，且监管鼓励做大龙头券商的意图明显。

从近期的再融资新规、基金投顾试点、六家头部券商纳入首批并表监管试点等政策看，龙头优势依旧明显，从中长期和稳健角度看，仍推荐低估值券商龙头，此外看好转型积极、发展较快的中小券商。

4、风险提示

疫情发展超预期、经济下行超预期、政策宽松不及预期、资本市场波动超预期

万联证券版权所有,发送给万联证券(刘相鹏:liuxp@wlzq.com.cn)

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。

免责条款

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

万联证券版权所有,发送给万联证券(刘相鹏:liuxp@wlzq.com.cn)