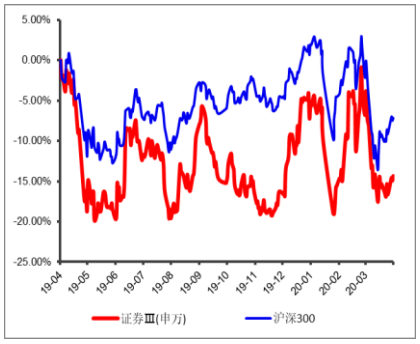
非银金融/证券 证券行业 3 月业绩分析 维持评级

报告原因：定期报告 **市场化改革加速推进，券商受益于改革红利** **看好**

2020 年 4 月 10 日 **行业研究/定期报告**

行业近一年市场表现



分析师：

刘丽

执业证书编号：S0760511050001

电话：0351--8686794

邮箱：liuli2@sxzq.com

徐风

执业证书编号： S0760519110003

电话：0351--8686970

邮箱：xufeng@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资建议：

➢ **深化资本市场改革，完善资本市场基础制度。**4 月 9 日，中共中央、国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》。强调市场化、法治化导向，改革股票市场发行、交易、退市等制度，完善多层次资本市场建设；加快发债券市场，探索信用债发型注册管理制；有序扩大金融业对外开放。当前资本市场改革全方位推进，行业生态日益改善，证券公司将充分受益于改革红利。

➢ **自营业务波动，叠加减值计提，2020Q1 可比券商合计净利润同比下滑。**4 月 9 日晚，券商披露 2020 年一季度信用减值准备计提情况，其中方正证券确认减值损失 3.51 亿元，中原证券确认减值损失 0.67 亿元。此外，二级市场波动加剧，对券商自营业务也造成影响。

➢ **综合来看，受疫情等影响，外围股市下跌，国内权益市场也有所波动，证券公司β属性较强共振明显；但中长周期下，资本市场改革继续推进，证券公司作为核心中介机构将充分受益于改革红利，证券行业利好趋势不变。建议关注充分受益于改革红利、业务综合发展、风控能力较强的头部券商以及具备差异化、特色化发展潜力的专业类券商，如中信证券、招商证券。**

投资要点：

➢ **3 月，41 家券商净利润环比下降 16.33%。**截至 2020 年 4 月 9 日晚，共 41 家券商发布 2020 年 3 月财务数据，合计实现营业收入 244.26 亿元，环比-16.33%；净利润 105.46 亿元，环比-16.33%。

➢ **可比券商实现累计净利润同比下滑 8.00%。**从同比情况来看，3 月，39 家可比券商实现营业收入 241.47 亿元，同比-25.26%；实现净利润 104.35 亿元，同比-35.84%。2020 年第一季度，可比券商实现累计营业收入 727.69 亿元，同比-1.21%；累计净利润 306.66 亿元，同比-8.00%。

本公司或其关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可索取有关披露资料 sxzqyjfzb@i618.com.cn。客户应全面理解本报告结尾处的"免责声明"。

➢ **3 月，中信证券净利润居首。**从单月净利润来看，中信证券、申万宏源、华泰证券前三，分别为 13.56 亿元、9.70 亿元、8.59 亿元。从累计利润来看，中信证券、海通证券、华泰证券前三，分别为 34.99 亿元、22.62 亿元、22.61 亿元。

➢ **市场回顾与业务分析。**创业板下跌 9.64%，沪深 300 下跌 6.44%。券商板块全月收跌 5.91%。**（1）经纪业务：交投活跃度下降。**沪深两市日均成交金额 8657.71 亿元，环比减少 11.79%，同比减少 2.14%。**（2）投行业务：股、债承销规模双增长。**股权融资方面，3 月再融资规模 955.55 亿元，环比 62.36%，其中，增发规模 777.60 亿元，环比 83.64%。债券承销方面，公司债、企业债发行规模分别为 4,491.62 亿元和 574.51 亿元，环比分别+213% 和+522%。**（3）信用业务：两融规模增长，股质规模持续压缩。**截止 3 月末，两融余额环比减少 3.38%至 1.07 万亿元，3 月每日均保持万亿以上规模。股票质押股数 5602.73 亿股，质押市值 4.31 万亿元，环比分别-1.55%和-7.63%。**（4）资管业务：集合发行规模环比回升。**3 月集合发行份额 68.05 亿份，环比+760%；新设集合产品仍以债券型为主，新发行份额占比 80%。**（5）投资业务：股弱债强。**避险情绪升温，债市上涨，中债-总全价(总值)指数单月收涨 0.95%，延续涨势，年初至 3 月末累计增长 2.59 %。

风险提示：

➢ **风险提示：**疫情影响超出预期；二级市场大幅下滑；政策推行不及预期。

目　录

1. 券商 3 月业绩情况 5

1.1 券商单月净利润环比下滑 16.33%，累计净利润同比下滑 8% 5

1.2 资管子公司业绩下滑，投行子公司业绩增长 7

1.3 净利润率环比持平，ROE 环比下滑 8

2. 市场回顾 9

2.1 券商板块跑赢大盘 9

2.2 次新股和中小盘股领涨 9

3. 业务概况 10

3.1 经纪业务：市场交投活跃度下滑 10

3.2 投行业务：股、债承销规模双增 10

3.3 信用业务：两融规模小幅下滑，股质规模持续压缩 11

3.4 资管业务：集合发行规模环比回升 13

3.5 投资业务：避险情绪升温，债市上涨 13

4. 投资建议 14

5. 风险提示 15

图表目录

图 1　3 月主要指数涨跌幅（%） 9

图 2　2020 年 3 月两市日成交金额为 8657.71 亿元，环比减少 11.79%（单位：亿元） 10

图 3　2020 年 2 月新增投资者 89.54 万人，环比增长 11.83%（单位：万人） 10

图 4　2020 年 3 月首发 13 家，募集资金 99.61 亿元（单位：家，亿元） 11

图 5　2020 年 3 月增发 12 家，募集资金 777.60 亿元（单位：家，亿元） 11

图 6 2020 年 3 月底两融余额为 10,651.20 亿元，环比下滑 3.38%（单位：亿元） 11
图 7 股权质押股数继续下滑（单位：亿股，%） 11
图 8 3 月集合资管新设情况（单位：只，亿份） 13
图 9 3 月债券型集合新设情况（单位：只，亿份） 13
图 10 3 月股市行情（单位：%） 14
图 11 近 10 年证券行业 PB（数据截至 2020 年 4 月 9 日） 15

表 1 2020 年 3 月上市券商营业收入同比环比表现（母子合并） 5
表 2 2020 年 3 月上市券商营净利润同比环比表现（母子合并） 6
表 3 2020 年 3 月上市券商资管子公司净利润及同比环比表现 7
表 4 2020 年 3 月上市券商投行子公司净利润及同比环比表现 8
表 5 3 月上市券商涨跌幅一览（单位：%） 9
表 6 3 月证券公司债发行一览 12
表 7 3 月证券公司短融发行一览 12

1. 券商 3 月业绩情况

1.1 券商单月净利润环比下滑 16.33%，累计净利润同比下滑 8%

3 月，41 家券商净利润环比下滑 16.33%。截至 2020 年 4 月 9 日晚，共 41 家券商发布 2020 年 3 月财务数据，合计实现营业收入 244.26 亿元，环比-16.33%；净利润 105.46 亿元，环比-16.33%。

可比券商累计净利润同比下滑 8.00%。从同比情况来看，3 月，39 家可比券商实现营业收入 241.47 亿元，同比-25.26%；实现净利润 104.35 亿元，同比-35.84%。2020 年 1-3 月，可比券商实现累计营业收入 727.69 亿元，同比-1.21%；累计净利润 306.66 亿元，同比-8.00%。

3 月，中信证券净利润居首。从单月净利润来看，中信证券、申万宏源、华泰证券前三，分别为 13.56 亿元、9.70 亿元、8.59 亿元。从累计利润来看，中信证券、海通证券、华泰证券前三，分别为 34.99 亿元、22.62 亿元、22.61 亿元，同比分别+15.70%、-11.18%、-17.19%。。

自营业务波动，叠加减值计提，导致 2020Q1 合计净利润同比下滑。9 日晚，券商披露 2020 年一季度信用减值准备情况，其中方正证券确认减值损失 3.51 亿元，中原证券确认减值损失 0.67 亿元。此外，3 月，股市波动加剧，对券商自营业务也造成影响。

表 1　2020 年 3 月上市券商营业收入同比环比表现（母子合并）

代码	名称	本月营业收入			当年累计营业收入	
		金额（亿元）	同比（%）	环比（%）	金额（亿元）	同比（%）
600030.SH	中信证券	31.89	34.89	-3.17	84.99	32.52
000166.SZ	申万宏源	18.66	1.15	54.34	38.58	-0.02
601688.SH	华泰证券	19.07	-26.66	-3.93	50.24	-0.86
601211.SH	国泰君安	18.45	-31.03	-6.73	48.09	-17.53
600837.SH	海通证券	6.03	-67.28	-68.92	39.91	-12.44
600999.SH	招商证券	15.62	-2.20	0.45	43.33	12.60
601788.SH	光大证券	7.86	-32.73	-7.49	23.45	-16.79
002736.SZ	国信证券	13.98	-8.90	-19.67	40.61	22.38
601066.SH	中信建投	11.60	-18.54	-26.06	40.49	39.63
601881.SH	中国银河	12.54	-13.55	-21.04	38.54	15.55
000776.SZ	广发证券	11.04	-43.21	-22.23	38.46	-12.91
600958.SH	东方证券	6.30	-36.81	-29.04	24.06	5.28
600061.SH	国投资本	3.95	-64.56	-44.38	15.61	-35.98
000686.SZ	东北证券	3.10	-39.79	-13.08	9.36	-23.45
600109.SH	国金证券	4.05	18.67	-14.46	12.81	27.91
601878.SH	浙商证券	4.59	32.25	8.52	10.87	62.41
600909.SH	华安证券	2.71	-18.27	-11.84	7.70	0.25
002926.SZ	华西证券	2.68	-26.39	-11.00	8.70	-11.31

01456.HK	国联证券	2.12	6.23	42.92	5.04	-13.95
000728.SZ	国元证券	3.33	0.56	43.40	9.79	19.82
600369.SH	西南证券	2.40	-65.70	35.61	5.45	-54.30
002939.SZ	长城证券	3.14	-22.60	-15.97	9.48	3.87
601198.SH	东兴证券	1.90	-49.28	-24.42	6.66	-29.85
002500.SZ	山西证券	2.94	27.25	6.31	7.71	37.25
601990.SH	南京证券	1.99	6.04	12.86	5.14	7.66
000750.SZ	国海证券	2.36	-10.78	-29.29	8.21	41.52
002945.SZ	华林证券	1.16	22.89	7.85	3.12	45.95
601099.SH	太平洋	1.48	-53.19	30.31	3.35	-52.13
000783.SZ	长江证券	3.03	-70.40	-53.56	13.33	-42.44
601555.SH	东吴证券	1.46	-71.52	-61.81	8.44	-19.81
601901.SH	方正证券	7.39	8.69	-0.72	18.51	20.96
002797.SZ	第一创业	1.34	-43.63	-47.99	6.28	4.40
601162.SH	天风证券	2.71	-31.99	0.46	7.04	-15.28
600621.SH	华鑫股份	1.33	-15.76	-13.40	3.93	26.25
002673.SZ	西部证券	2.12	-54.43	-31.63	7.37	-34.47
600155.SH	华创阳安	2.09	-19.63	-25.18	7.62	18.38
601375.SH	中原证券	1.11	-39.48	-32.23	3.66	-18.50
601108.SH	财通证券	1.76	-56.31	-42.52	7.77	-29.69
600864.SH	哈投股份	0.18	-95.81	-93.90	3.98	-59.01
	可比券商合计	**241.47**	**-25.26**	**-15.54**	**727.69**	**-1.21**
601236.SH	红塔证券	-0.26	——	-107.46	8.54	——
601696.SH	中银证券	3.05	——	17.94	——	——
	合计	**244.26**	**——**	**-16.33**	**736.23**	**——**

数据来源：choice，山西证券研究所

表 2　2020 年 3 月上市券商营净利润同比环比表现（母子合并）

代码	名称	本月营业收入			当年累计营业收入	
		金额（亿元）	同比（%）	环比（%）	金额（亿元）	同比（%）
600030.SH	中信证券	13.56	-5.74	7.78	34.99	15.70
000166.SZ	申万宏源	9.70	23.54	76.82	18.49	12.41
601688.SH	华泰证券	8.59	-49.06	-10.76	22.61	-17.19
601211.SH	国泰君安	8.54	-46.97	-10.84	21.63	-29.06
600837.SH	海通证券	7.09	-36.83	-18.72	22.62	-11.18
600999.SH	招商证券	7.08	-7.00	-5.60	20.35	18.48
601788.SH	光大证券	5.91	8.41	149.00	11.06	-14.04
002736.SZ	国信证券	5.69	-26.54	-34.77	17.32	-0.30
601066.SH	中信建投	5.30	-36.70	-31.31	18.91	30.53
601881.SH	中国银河	4.90	-22.98	-29.76	16.18	14.59
000776.SZ	广发证券	4.71	-44.34	-27.19	17.30	-8.01
600958.SH	东方证券	2.98	-36.16	-33.63	10.54	8.25

600061.SH	国投资本	2.08	-54.50	-25.13	6.41	-33.68
000686.SZ	东北证券	1.48	-32.66	29.66	3.77	-27.51
600109.SH	国金证券	1.28	0.83	-23.22	4.26	6.52
601878.SH	浙商证券	1.25	14.07	15.19	2.98	67.33
600909.SH	华安证券	1.19	-7.00	-25.28	3.56	10.56
002926.SZ	华西证券	1.19	-23.64	-11.38	3.55	-19.90
01456.HK	国联证券	1.17	7.21	54.96	2.47	-17.84
000728.SZ	国元证券	1.17	-12.88	116.17	4.59	32.47
600369.SH	西南证券	1.12	-73.09	65.24	2.25	-61.88
002939.SZ	长城证券	1.11	-22.79	-33.49	3.57	28.19
601198.SH	东兴证券	1.02	-69.81	-15.48	3.27	-40.65
002500.SZ	山西证券	1.01	2.09	-4.31	2.63	32.37
601990.SH	南京证券	0.90	4.04	5.29	2.11	0.87
000750.SZ	国海证券	0.79	7.31	-47.11	3.19	87.67
002945.SZ	华林证券	0.76	38.18	22.16	1.64	76.89
601099.SH	太平洋	0.70	-69.30	163.98	1.00	-71.27
000783.SZ	长江证券	0.61	-81.97	-78.62	4.54	-42.42
601555.SH	东吴证券	0.58	-75.99	-55.92	3.04	-34.38
601901.SH	方正证券	0.52	-84.56	-82.19	4.68	-17.10
002797.SZ	第一创业	0.39	-58.93	-65.00	2.47	3.83
601162.SH	天风证券	0.34	-71.81	-61.21	1.33	-16.99
600621.SH	华鑫股份	0.29	12.74	-18.33	0.60	235.79
002673.SZ	西部证券	0.29	-90.09	-80.42	2.54	-56.39
600155.SH	华创阳安	0.28	-73.28	-63.42	1.61	-31.29
601375.SH	中原证券	-0.31	-266.94	-182.72	0.17	-86.46
601108.SH	财通证券	-0.41	-130.97	-160.17	1.11	-65.38
600864.SH	哈投股份	-0.50	-130.21	-132.91	1.26	-72.84
	可比券商合计	**104.35**	**-35.84**	**-15.34**	**306.66**	**-8.00**
601236.SH	红塔证券	-0.43	——	-122.47	4.69	——
601696.SH	中银证券	1.54	——	81.97	——	——
	合计	**105.46**	**——**	**-16.33**	**311.35**	**——**

数据来源：choice，山西证券研究所

1.2 资管子公司业绩下滑，投行子公司业绩增长

资管业绩环比下滑，投行业绩环比大增。披露的 12 家资管子公司业绩环比下滑 12.39%，海通资管单月净利（0.91 亿元）环比大增居于首位，华泰资管和国君资管净利润环比均下滑，分别下滑 63.93%和 76.98%。披露的 8 家投行子公司业绩环比均实现增长，仅 2 家亏损（亏损环比缩小），从单月净利和累计净利看，方正承销仍居于首位，业绩同比大幅增长。

表 3　2020 年 3 月上市券商资管子公司净利润及同比环比表现

名称	本月净利润			当年累计净利润	
	金额（万元）	同比（%）	环比（%）	金额（万元）	同比（%）
上海海通证券资产管理	9,122.71	130.29	356.05	16,398.78	30.61
上海光大证券资产管理	8,095.71	13.21	203.46	13,730.05	24.15
华泰证券(上海)	7,739.59	-15.7	-63.93	36,515.16	9.93
招商证券资管	6,067.92	-6.77	21.17	15,646.32	4.82
上海东方证券资产管理	6,038.35	-45.95	0.38	17,868.77	-8.48
广发资产管理	5,778.43	-7.07	-4.92	17,136.58	2.93
国泰君安资产管理	3,350.85	-77.72	-76.98	25,321.96	22.93
东证融汇证券资产管理	2,713.34	91.36	312.3	4,215.34	49.25
财通资管	1,806.97	163.73	51.24	4,607.56	205.13
银河金汇证券	1,676.37	55.41	336.67	2,154.69	-18.56
长江证券(上海)	1,233.84	69.18	-27.92	4,147.77	-6.71
浙商证券资管	744.92	17.18	127.39	1,428.48	13.71

数据来源：choice，山西证券研究所

表 4　2020 年 3 月上市券商投行子公司净利润及同比环比表现

名称	本月净利润			当年累计净利润	
	金额（亿元）	同比（%）	环比（%）	金额（亿元）	同比（%）
方正承销保荐	4,855.48	2,072.96	882.04	6,639.40	1,565.88
华泰联合证券	4,402.77	148.36	652.79	5,683.89	39.38
申万宏源承销保荐	3,602.00	126.83	264.57	3,002.00	-34.01
长江承销保荐	2,727.56	-36	574.4	1,292.57	-68.21
东方花旗证券	625.91	-79.02	138.94	-914.96	-123.93
中德证券	61.5	113.58	122.78	-824.07	17.82
一创投行	-273.69	69.4	15.45	-271.03	67.25
士丹利华鑫	-656.19	55.91	31.52	-3,553.73	17.46

数据来源：choice，山西证券研究所

1.3 净利润率环比持平，ROE 环比下滑

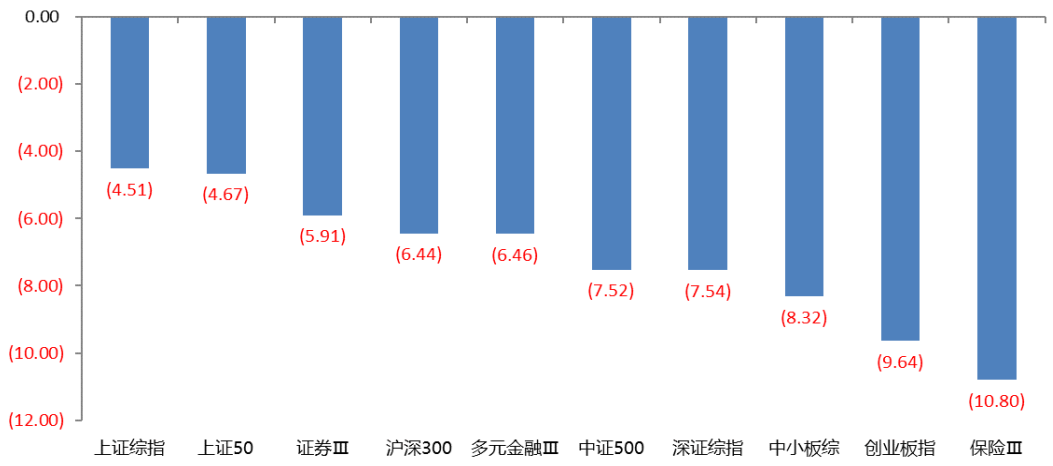
已披露业绩 41 家券商 3 月末净资产合计 1.51 万亿元，较上月末增加 1.49%；其中，天风证券、东吴证券完成配股，净资产增加。41 家券商 3 月平均净利润率（净利润/营业收入）为 43.2%，环比持平；平均净资产收益率为 0.7%（年化后近似为 8.4%），环比-15bp（未年化）。利润率指标排名靠前的为**海通证券（117.6%）**、光大证券（75.2%）、华林证券（65.0%）； ROE 指标相对领先的为国联证券（1.43%）、华林证券（1.39%）和申万宏源（1.35%）。

2. 市场回顾

2.1 券商板块跑赢大盘

2020 年 3 月主要股指大幅下跌。创业板下跌 9.64%，沪深 300 下跌 6.44%。券商板块全月收跌 5.91%，跑赢沪深 300 指数 0.54 百分点，跑赢保险板块 4.89 个百分点。

图 1　3 月主要指数涨跌幅（%）



数据来源：wind，山西证券研究所

2.2 次新股和中小盘股领涨

3 月，次新股和中小盘股领涨。仅 4 只股票收涨，中银证券（123.79%）、南京证券（15.10%）、华林证券（7.22%）、华安证券（0.26%）；跌幅居前的为西部证券（-12.67%）、天风证券（-11.71%）、山西证券（-10.69%）、西南证券（-9.96%）。大券商股价相对稳健，多数跌幅小于行业整体跌幅，招商证券（-3.00%）、中信建投（-3.66%）、国泰君安（-4.24%）、中信证券（-5.30%），华泰证券（-7.12%）和海通证券（-9.64%）跌幅超行业。

表 5　3 月上市券商涨跌幅一览（单位：%）

名称	月涨跌幅	名称	月涨跌幅	名称	月涨跌幅
中银证券	123.79	广发证券	(5.66)	东方证券	(8.53)
南京证券	15.10	国信证券	(5.69)	财通证券	(8.92)
华林证券	7.22	申万宏源	(5.77)	东吴证券	(9.03)
华安证券	0.26	华西证券	(6.49)	第一创业	(9.33)
方正证券	(1.91)	红塔证券	(6.79)	兴业证券	(9.55)
招商证券	(3.00)	华泰证券	(7.12)	海通证券	(9.64)
中信建投	(3.66)	光大证券	(7.32)	东兴证券	(9.76)
国泰君安	(4.24)	中原证券	(7.39)	中国银河	(9.78)
长城证券	(4.87)	太平洋	(7.52)	西南证券	(9.96)

国海证券	(4.99)	国元证券	(7.65)	山西证券	(10.69)
浙商证券	(5.03)	东北证券	(8.09)	天风证券	(11.71)
长江证券	(5.19)	国金证券	(8.50)	西部证券	(12.67)
中信证券	(5.30)				

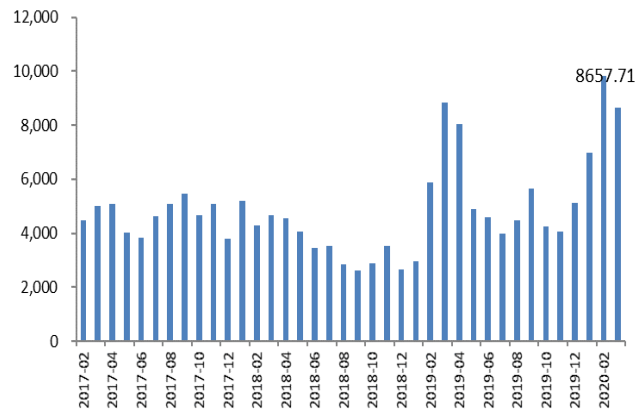
数据来源：wind，山西证券研究所

3. 业务概况

3.1 经纪业务：市场交投活跃度下滑

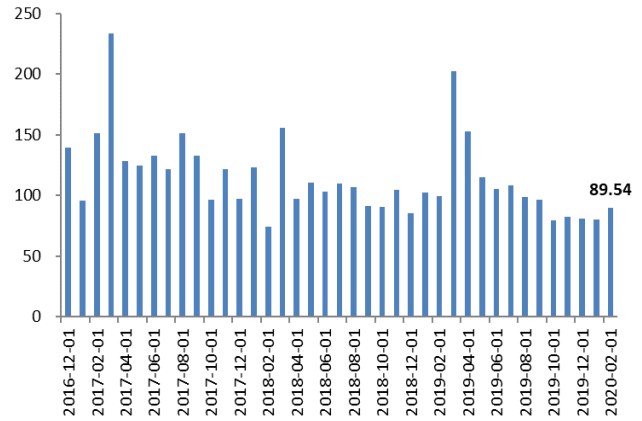
3月，二级市场日均交易额环比下滑，但仍保持在相对高位。沪深两市日均成交金额8657.71亿元，环比减少11.79%，同比减少2.14%。2020年2月新增投资者89.54万人，环比增长11.83%。

图 2 2020 年 3 月两市日成交金额为 8657.71 亿元，环比减少 11.79%（单位：亿元）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 3 2020 年 2 月新增投资者 89.54 万人，环比增长 11.83%（单位：万人）



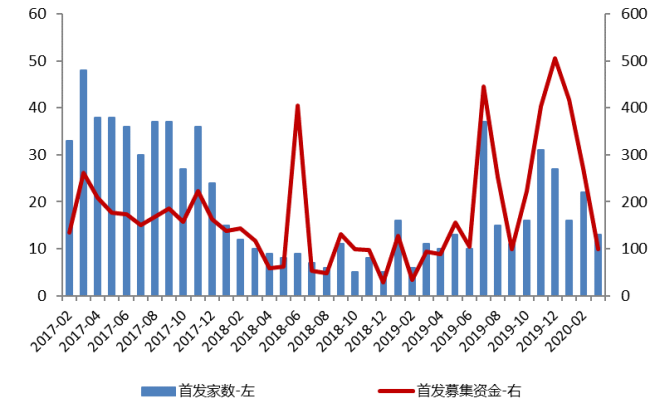
数据来源：wind，山西证券研究所

3.2 投行业务：股、债承销规模双增

增发募资规模环比大增。3 月 IPO 募资规模 99.61 亿元，环比-63.11%，同比 6.47%。再融资规模 955.55 亿元，环比 62.36%，其中，增发规模 777.60 亿元，环比 83.64%。

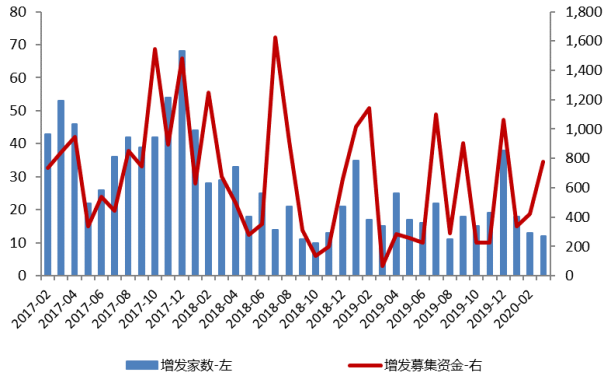
证券公司债券承销业务环比大增。3 月证券公司合计承销债券规模 1.13 万亿元，环比增长 2.46 倍。其中地方债承销 741.73 亿元，环比+121%；ABS 发行 1,394.43 亿元，环比+257%；此外，公司债、企业债发行规模分别为4,491.62亿元和574.51亿元，环比分别+213% 和+522%。

图 4 2020 年 3 月首发 13 家，募集资金 99.61 亿元（单位：家，亿元）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 5 2020 年 3 月增发 12 家，募集资金 777.60 亿元（单位：家，亿元）



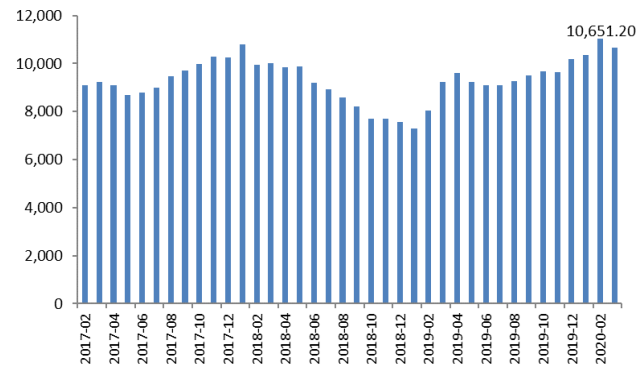
数据来源：wind，山西证券研究所

3.3 信用业务：两融规模小幅下滑，股质规模持续压缩

两融余额保持万亿规模。截止至 2020 年 3 月末，两融余额环比减少 3.38%至 1.07 万亿元，3 月每日均保持万亿以上规模，下旬起规模低于 1.1 万亿元。

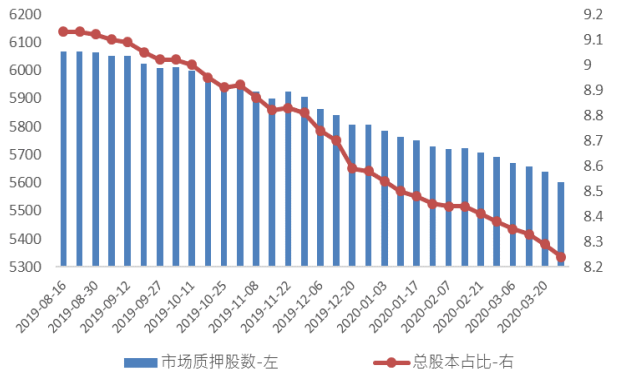
股票质押规模继续收缩。截止至 2020 年 3 月末，股票质押股数 5602.73 亿股，质押市值 4.31 万亿元，环比分别变动-1.55%和-7.63%；质押股数占总股本之比约为 8.34%，环比减少 1.67 个百分点。

图 6 2020 年 3 月底两融余额为 10,651.20 亿元，环比下滑 3.38%（单位：亿元）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 7 股权质押股数继续下滑（单位：亿股，%）



数据来源：wind，山西证券研究所

3 月，证券公司融资成本下降；证券公司债发行规模 1,005 亿元，环比+77%；短期融资券发行规模 938 亿元，环比+34%。从发行利率来看，大券商融资成本低于中小券商，中信

建投 3 年期债券票息为 2.94%，中信证券 3 年期债券票息为 2.95%，第一创业发行的 3 年期债券票息达到 5%；从存续期限来看，新发行债券到期期限在 1-5 年，以 3 年期为主。短期融资券期限在 90 天左右，票面利率在 1.72%-2.47%，其中，**3 月下旬发行成本下降**，发行的短融票面利率普遍在 2%以下，申万宏源发行的短融票面利率为 1.72%，国泰君安发行的短融票面利率为 1.74%。此外，中信证券在 3 月发行 3 只短融，融资 140 亿元；发行 3 只证券公司债（含次级债），融资 62 亿元。

表 6　3 月证券公司债发行一览

发行人	发行日期	票面利率（%）	发行面额（亿元）	期限（年）	发行人	发行日期	票面利率（%）	发行面额（亿元）	期限（年）
中信证券	2020-3-6	3.2	20	5	华宝证券	2020-3-23	3.1	10	3
中信证券	2020-3-6	2.95	22	3	华西证券	2020-3-12	3.4	30	3
中信证券	2020-3-19	3.32	20	3	华泰证券	2020-3-24	2.99	80	3
中泰证券	2020-3-12	3.08	16	2	华融证券	2020-3-31	3.14	30	3
招商证券	2020-3-23	2.85	15	2	华融证券	2020-3-24	4.6	36	3
招商证券	2020-3-23	2.65	20	1.05	华金证券	2020-3-9	3.9	7.5	3
招商证券	2020-3-9	2.65	30	1.04	华福证券	2020-3-10	4.1	4.5	5
长江证券	2020-3-19	3.2	23	3	华福证券	2020-3-10	3.45	5.5	3
长城证券	2020-3-12	4	10	5	海通证券	2020-3-17	2.99	35	3
中国银河	2020-3-9	3.03	10	3	国联证券	2020-3-3	4.25	7	3
中国银河	2020-3-9	2.88	40	2	国联证券	2020-3-9	3.6	15	3
第一创业	2020-3-18	5	8	3	国泰君安	2020-3-9	3.85	50	5
中信建投	2020-3-25	3.9	50	5	国泰君安	2020-3-19	3.05	40	3
中信建投	2020-3-9	3.13	10	5	国海证券	2020-3-20	4.3	12	3
中信建投	2020-3-9	2.94	50	3	广发证券	2020-3-12	3.2	58	3
信达证券	2020-3-25	3.57	10	5	光大证券	2020-3-9	3.19	30	3
信达证券	2020-3-25	3.08	20	3	东方证券	2020-3-20	2.95	30	2
万联证券	2020-3-19	4.34	7	3	东方证券	2020-3-20	2.7	20	1
平安证券	2020-3-11	3.19	30	3	东兴证券	2020-3-16	3.2	20	3
南京证券	2020-3-6	2.9	24	2	财信证券	2020-3-17	3.5	5	3
民生证券	2020-3-17	5	6.5	3	财通证券	2020-3-23	3.55	30	3
联储证券	2020-3-5	6	8	3					

数据来源：wind，山西证券研究所

表 7　3 月证券公司短融发行一览

发行人	发行日期	票面利率（%）	发行面额（亿元）	期限（年）	发行人	发行日期	票面利率（%）	发行面额（亿元）	期限（年）
中信证券	2020-3-23	1.78	50	0.25	海通证券	2020-3-4	2.34	50	0.25
中信证券	2020-3-11	2.16	50	0.25	国元证券	2020-3-24	1.85	10	0.25
中信证券	2020-3-3	2.39	40	0.25	国信证券	2020-3-19	2.03	30	0.24

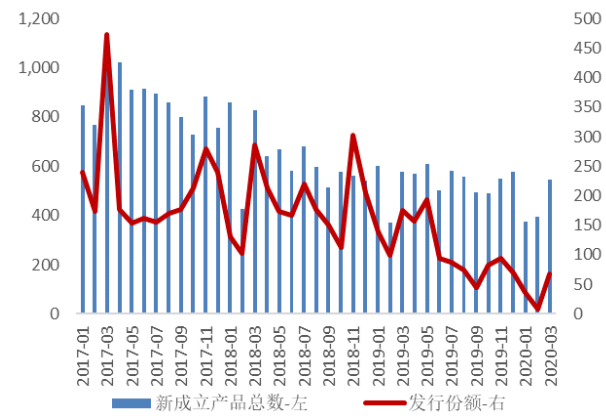
中信建投	2020-3-2	2.42	40	0.25	国信证券	2020-3-5	2.28	30	0.24
浙商证券	2020-3-9	2.25	18	0.25	国泰君安	2020-3-25	1.74	40	0.24
招商证券	2020-3-11	2.24	40	0.25	国金证券	2020-3-19	2.1	10	0.25
招商证券	2020-3-3	2.41	40	0.25	广发证券	2020-3-10	2.25	50	0.25
长城证券	2020-3-17	2.2	15	0.25	光大证券	2020-3-10	2.25	30	0.25
中国银河	2020-3-20	1.89	40	0.25	东兴证券	2020-3-18	2.08	30	0.25
天风证券	2020-3-16	2.25	10	0.25	东吴证券	2020-3-25	1.8	10	0.24
申万宏源	2020-3-26	1.72	40	0.25	东吴证券	2020-3-17	2.18	10	0.25
申万宏源	2020-3-5	2.28	40	0.25	东吴证券	2020-3-10	2.27	10	0.25
平安证券	2020-3-9	2.24	30	0.25	东方证券	2020-3-17	2.12	35	0.25
华西证券	2020-3-10	2.3	10	0.25	财通证券	2020-3-9	2.25	30	0.25
华泰证券	2020-3-4	2.31	40	0.25	渤海证券	2020-3-5	2.39	20	0.25
红塔证券	2020-3-9	2.47	15	0.25	安信证券	2020-3-16	2.23	25	0.25

数据来源：wind，山西证券研究所

3.4 资管业务：集合发行规模环比回升

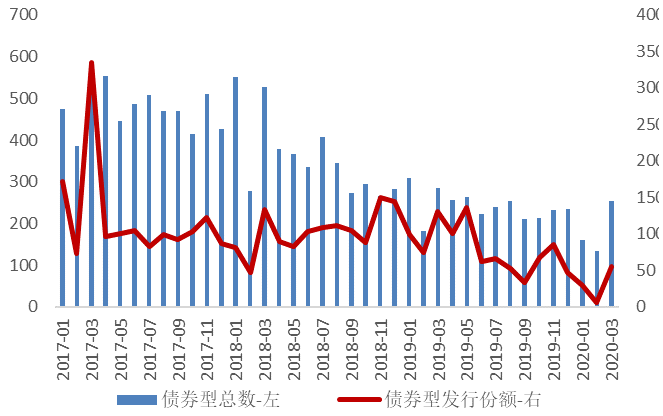
3 月券商集合资管新发规模增长。2020 年 3 月券商集合资管发行产品数量 545 只，发行份额 68.05 亿份，环比分别 38%、760%，同比分别-6%、-61%。新设集合产品仍以债券型为主，新设产品数 253 只，占比 46%，新发行份额 54.73 亿份，占比 80%。

图 8　3 月集合资管新设情况（单位：只，亿份）



数据来源：wind，山西证券研究所

图 9　3 月债券型集合新设情况（单位：只，亿份）

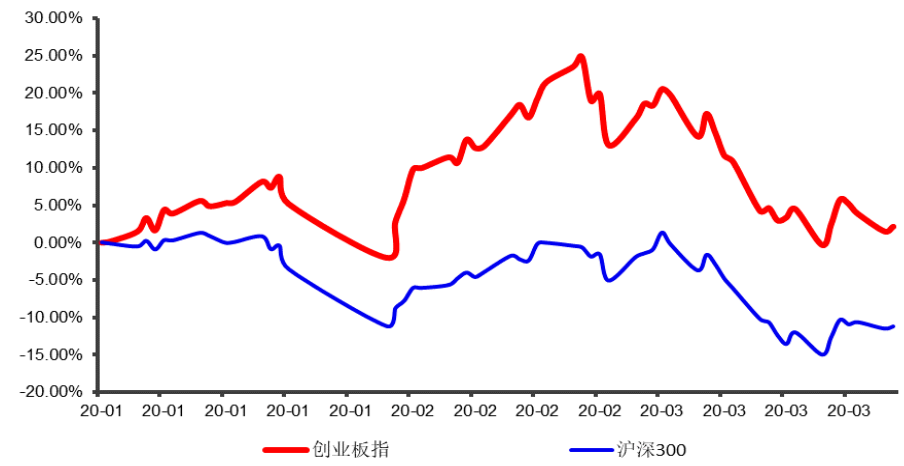


数据来源：wind，山西证券研究所

3.5 投资业务：避险情绪升温，债市上涨

权益市场受外围股市影响。3 月，沪深 300 下跌 6.44%，创业板下跌 9.64%；年初至 3 月末，沪深 300 累计下跌 10.02%，创业板累计上涨 4.10%。债券市场方面，中债-总全价(总值)指数单月收涨 0.95%，延续涨势，年初至 3 月末累计增长 2.59 %。

图 10　3 月股市行情（单位：%）



数据来源：wind，山西证券研究所

4. 投资建议

深化资本市场改革，完善资本市场基础制度。4 月 9 日，中共中央、国务院发布《关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》。强调市场化、法治化导向，改革股票市场发行、交易、退市等制度，完善多层次资本市场建设；加快发债券市场，探索信用债发型注册管理制；有序扩大金融业对外开放。当前资本市场改革全方位推进，行业生态日益完善，证券公司将充分受益于改革红利。

自营业务波动，叠加减值计提， 2020Q1 可比券商合计净利润同比下滑。9 日晚，券商披露 2020 年一季度信用减值准备计提情况，其中方正证券确认减值损失 3.51 亿元，中原证券确认减值损失 0.67 亿元。此外，二级市场波动加剧，对券商自营业务也造成影响。

综合来看，受疫情等影响，外围股市下跌，国内权益市场也有所波动，证券股 β 属性较强共振明显；但中长周期下，资本市场改革还将继续推进，证券公司将获得长足发展，证券行业利好趋势不变。建议关注充分受益于改革红利、业务综合发展、风控能力较强的头部券商以及具备差异化、特色化发展潜力的专业类券商，如中信证券、招商证券。

图 11 近 10 年证券行业 PB（数据截至 2020 年 4 月 9 日）



数据来源：wind，山西证券研究所

5. 风险提示

- 二级市场大幅下滑；
- 疫情影响超出预期；
- 政策推行不及预期。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5～20%
中性： 相对市场表现在-5%～+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。