

# 34家A股券商2018年净利降逾27%

## 仅两家券商营收净利双增长

□本报实习记者 罗晗

目前,34家A股上市券商12月财报已全部公布,全年业绩浮出水面。全年来看,34家上市券商业绩整体呈下滑态势,仅方正证券、申万宏源两家营收净利双增长。分析人士指出,流动性宽松环境已经形成;回购、民企纾困、并购重组、科创板等短中长期改革持续推进下,券商业务将迎来机遇。

### 4家券商营收超百亿

中国证券报记者使用券商2018年第三季度公布的前三季度数据与10月、11月、12月财报数据加总得出全年数据(如无特别说明,本文财务数据均为母公司口径),总体来看,34家上市券商全年营业收入合计1653.81亿元,同比下滑14.07%;净利润合计558.10亿元,同比下滑27.19%。

营业收入方面,前十名依次为中信证券(196.29亿元)、国泰君安(168.76亿元)、海通证券(117.83亿元)、华泰证券(108.34亿元)、中信建投(99.33亿元)、广发证券(95.89亿元)、国信证券(92.40亿元)、招商证券(90.27亿元)、中国银河(80.30亿元)、光大证券(54.00亿元)。

数据显示,相比于2017年,营收超百亿的券商数量有所减少。2018年,仅有中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券4家券商营收超百亿元,2017年则有8家。但值得注意的是,若以合并报表口径统计申万宏源全年业绩,2018年其营收为124.69亿元,也位列“百亿俱乐部”。

同比来看,上市券商营收出现全面下滑,仅3家营收增长,分别是申万宏源(+272.94%)、方正证券(+15.06%)和第一创业(+3.29%)。

净利润方面,排名前十的券商依次是中信证券(82.07亿元)、国泰君安(67.05亿元)、海通证券(55.73亿元)、华泰证券(55.04亿元)、广发证券(37.23亿元)、招商证券(35.37亿元)、国信证券(33.16亿元)、中信建投(29.51亿元)、中国银河(28.11亿元)、申万宏源(24.41亿元)。

34家A股上市券商中,有32家净利润同比增长,幅度分别

为140.66%和15.90%。同时,申万宏源、方正证券也是仅有的两家营收、净利润双增长的券商。

此外,从目前的数据来看,有两家券商出现亏损。中原证券在2018年全年亏0.62亿元,太平洋证券亏损额达9.23亿元。

中原证券和太平洋证券均在股票质押式回购交易业务中踩雷。中原证券踩雷新光圆成、神雾节能和银禧科技,计提减值准备共计人民币1.70亿元。太平洋证券更加“倒霉”,踩雷商赢环球、胜利精密、当代东方、盛运环保、众应互联、天神娱乐、美都能源、美丽生态、“ST厦华这9只股票,对应项目计提资产减值准备达9.47亿元。

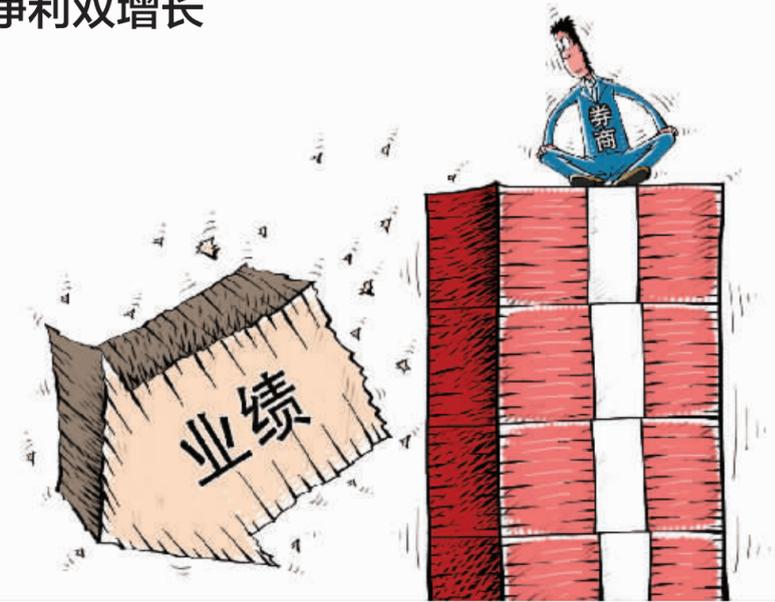
### 券商业务迎来机遇

分析人士指出,券商2018年业绩不振,主要是一二级市场低迷所致。数据显示,2018年累计股基成交额100.57万亿元,日均股基成交额4138.53亿元,同比降低17.64%。一级市场滑降更为明显,据同花顺iFinD,2018年沪深两市募资总额为9466.96亿元,同比下降38.27%,其中,新股发行(IPO或增发)1384.53亿元,同比下滑37.37%。

不过,2019年伊始,证券板块行情就出现回暖。同花顺iFinD数据显示,截至1月14日,2019年以来申万证券板块涨幅达9.39%。

展望后市,中泰证券戴志锋团队认为,2018年流动性宽松环境已经形成,未来经济下行预期下,“相机抉择”下继续宽松概率增大,监管政策预计“弱刺激”与“强改革”并行推进;资本市场改革重要性提升,包括回购、民企纾困、并购重组、科创板等短中长期改革持续推进,券商业务迎来机遇。

“证券业将以服务实体经济、对外开放为目标,拥抱政策红利。在服务经济结构调整方面,证券业将发挥拓展科技创新企业融资渠道的作用(对应科创板IPO承销、直投),并支持传统产业资源整合和升级(对应再融资承销、并购重组)。在服务对外开放方面,证券业将同时支持外资入华(对应机构经纪、托管业务)和中资出海(对应海外业务)。”中信建投指出。



视觉中国图片

2018年A股上市券商营业收入前十

券商	营业收入(亿元)	同比	净利润(亿元)	同比
中信证券	196.29	-2.23%	82.07	-4.83%
国泰君安	168.76	-2.40%	67.05	-12.62%
海通证券	117.83	-4.57%	55.73	-9.93%
华泰证券	108.34	-30.34%	55.04	-35.11%
中信建投	99.33	-2.69%	29.51	-21.46%
广发证券	95.89	-29.77%	37.23	-38.62%
国信证券	92.40	-17.59%	33.16	-24.07%
招商证券	90.27	-13.39%	35.37	-17.84%
中国银河	80.30	-17.67%	28.11	-20.62%
光大证券	54.00	-18.69%	16.48	-39.38%

数据来源:同花顺iFinD

### 华安证券徐海洋:

# 发挥定价功能 券商研究瞄准服务内部业务

□本报记者 陈健

尽管证券业的卖方研究业务目前盈利能力尚弱,但各家券商还是纷纷建立研究所,一个很重要原因是希望通过研究所的研究支持券商各项业务条线,带来协同价值。华安证券研究所所长徐海洋日前接受中国证券报记者采访时表示,在当前卖方研究遭遇各种困境的情况下,回归公司业务体系,加大对内部业务的支持是券商研究所的正确发展方向。

徐海洋认为,研究的实质是定价,包括产品定价、风险定价、资金定价等。研究所在券商业务体系中定位可以看作中台部门,随着资本市场朝着机构化、规模化、专业化发展,研究所通过研究可以更好地串联前后台部门,发挥定价功能,协同支持各项业务发展,实现券商整体效益的最大化。但服务公司内部业务发展,也面临着难题,如研究的价值如何准确衡量,利益的分配和考核激励机制如何建立。

### 回归券商业务体系

研究所在证券公司体系中应该承担怎样的责任,起到什么作用?在徐海洋看来,可以用一个关键词描述,“定价”。研究的实质是定价,

包括三个维度,产品的定价,例如股权、金融资产等;风险定价;资金定价。券商的角色就是资本中介,是实现资金融入、融出方直接对接的机构。券商的传统业务及创新业务等的核心就是定价。例如,随着股票期权、量化交易等新产品、新业务的出现,券商业务复杂程度、专业性要求越来越高,这也就对定价能力提出更高要求,研究的价值也就越来越凸显。

徐海洋表示,研究所在券商业务体系中的定位,可以用足球队来做比喻,研究所的定位不是球队的“前锋”,较难进球,但可以看做是中场,串联前场和后场,支持前锋“进球”,提升球队整体实力。随着资本市场朝着机构化、规模化、专业化发展,前台业务部门要高质量完成业务,需要相关的支持,这也是研究的价值所在。如何更好地结合公司前后台部门,对实现公司利益最大化,是非常有价值的。

“从内部服务的角度看,研究所定位于中台部门,不直接对接经纪业务客户,这需要投顾对接,但研究所可以作为投顾的支持部门。其他业务也是类似。”徐海洋指出。

徐海洋表示,如果研究所定价功能比较强且与公司业务有较好的结合,那么券商整体业务发展就会很好。不过实践中,券商研究所与业

务部门结合涉及一个重要的问题,即公司内部部门间的利益分配和考核激励。

总体上,徐海洋认为,回归研究所所在券商业务体系中的定位,卖方业务不应该是券商研究所核心业务,与券商内部其它业务协同相比,其作用是相对较弱的。过去十年是我国资管机构蓬勃发展阶段,卖方业务也成为券商研究所能够合理兑现价值的主要途径。但资管规模达到一定水平后,短期内可能很难获得大幅提升,而卖方研究供给过多,带来不少研究所靠“研究换佣金”模式很难生存,市场呈现存量博弈格局。如果券商内部业务协同和考核激励机制做的好,给公司创造更多的价值,研究工作也会有很好的发展空间。

### 服务公司战略

就华安证券研究所的探索来看,徐海洋认为,定价能力的培养是一个系统工程,合理规划流程,构建体系,设定人员是管理核心点。对研究员而言,定价能力培养不能埋头去做,也要多了解市场,与实践相结合。

研究员考核方面,徐海洋表示,研究所会设定一个基础工作量,不同级别的研究员设定不同工作量任务要求。等级越高的研究员越更加

侧重考核研究质量、投资选股能力、内部部门的服务反馈等。级别低的研究员,在考核基础工作量上的权重会更高。

加强考核的同时,华安证券研究所也在探索业务协同机制。“研究所与协同部门建立‘利益分享,风险共担’的合作形式,探讨业务协同的可行方式。”徐海洋表示。

徐海洋称,2019年,华安证券研究所将致力于从三个方面进行重点布局。首先,对内服务业务协同方面,华安证券正着力推进以投行业务为核心,以资管和股权投资为两翼的“补短行动”,这方面,研究所积极响应公司战略,对上述业务进行重点支持,同时兼顾其他部门需求。

其次,考虑进一步增加研究人员配置。研究所目前采取了产业链方式配置研究员,在研究所重点关注的领域适当性重配。研究员研究重点可以是产业链某一点,但对上下游也要有关注。

最后,在既有投入较多,与安徽省产业发展相关的行业例如半导体、IC(集成电路)等重点配置研究员。总体看,目前研究重点关注消费、医药、TMT、装备制造等符合国家产业政策导向和产业发展趋势的行业。

### 2018年集合信托规模下降

# 房地产类集合信托一枝独秀

工商企业类集合信托规模为2062.94亿元,同比下降16.35%;金融类集合信托规模为5558.52亿元,同比下降32.07%;其他投向类集合信托规模为604.18亿元,同比下降87.48%。

资深信托人士袁吉伟认为,集合信托规模下降主要有三点原因,一是资金端方面,资金募集困难,机构资金投资非标信托产品受到约束,而个人投资者资金募集效率又较为低下;二是资产端方面,信托公司想要寻找优质企业较难,在去杠杆的大环境下,房企对资金的需求迫切,因此资产主要集中在房地产,这就造成房地产类集合信托规模占比大的现象;三是资本市场方面,2018年股市波动大,加之产品爆雷较多,投资者更为谨慎。

产品平均收益率方面,2018年成立集合信托产品平均收益为7.93%,较2017年而言上升1.18个百分点,且从全年看,每月平均预期年收益率呈上升趋势。业内人士表示,集合信托规模中有很多是银行类通道业务,在去通道、表外转表内的大环境下,规模下降是正常的。收益率方面,集合信托主要分为两类,一类是银行推荐的项目,主要针对银行自身客户,收益率相对较低且规模在缩小;二是信托公司自身的项目,主要针对信托公司自己的客户,销售难度较大,所以收益率会提高。此外,信托公司主导的项目不少是房地产项目,2018年房企融资环境偏紧,收

益率均有较大幅度提升。

### 政策约束规模增长

上述业内人士指出,2018年4月17日一行三会颁布的《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》(简称“《指导意见》”)对集合信托规模影响较大。《指导意见》明确资产管理业务不得承诺保本保收益,打破刚性兑付;严格非标准化债权类资产投资要求,禁止资金池,防范影子银行风险和流动性风险;分类统一负债和分级杠杆要求,消除多层嵌套,抑制通道业务。一方面,打破刚兑,使得投资者资金流向谨慎,客户购买产品时更多关注项目本身。另一方面,抑制通道,以往信托公司的通道类业务规模占资产规模大半,《指导意见》出台后,规模下降是必然现象。

银行理财子公司的落地,将在未来进一步压缩信托公司的市场空间。例如袁吉伟认为,2018年12月2日银保监会颁布实施《商业银行理财子公司管理办法》同样对信托公司提出挑战。从市场竞争看,考虑到银行理财子公司具有的先天的业务资源、客户资源和品牌等优势,确实将会搅动资管行业新的变化。理财子公司的到来首先就会削弱过往的绝大部分通道业务,继续加速信托公司去通道的趋势,而且其还会在优质非标资产、高净值等方面与信托公司进

行争抢,降低信托公司的市场空间。

### 房地产类仍是中流砥柱

业内人士表示,从投向领域来看,2018年成立的集合信托中,房地产类规模占比最大,占总规模的39.51%,且较2017年而言,同比上升34.14%,与集合信托总规模变化趋势相反。

中铁信托表示,房地产类集合信托规模增长主要有三个因素。一是2018年房地产投资仍保持较高增速,行业资金需求量大,国家统计局2018年11月14日公布的数据显示,前10个月全国房地产开发投资9.93万亿元,同比增长9.7%;二是国家对房地产领域的调控成效显著,尤其是限购、限价、限贷、限售政策对于房地产开发商的资金回收形成较大影响;三是国家对房地产行业的金融监管政策效果显现,银行、基金等资金进入房地产受限,房地产开发商资金紧张。

用益信托表示,房地产信托的风险虽有积聚的迹象,但当前情形下房地产类信托仍是较好的投资选择。房地产市场虽历经调控,但房企的总体利润率水平较高,可以承受较高的融资成本,信托收益高。2018年下半年信托公司对房企融资的门槛有所提升,对于项目的选择更加谨慎,因此,在短期内房地产类信托出现大范围违约情况的可能性不大。

## 保险股估值修复空间渐显

□本报实习记者 潘昶安

A股保险板块开年以来持续走低,新华保险甚至出现了股价闪崩,拖累板块走势。1月14日,五只保险股均下跌,中国平安、中国太保、新华保险、中国人寿、中国人保单日跌幅分别为1.64%、1.97%、0.73%、1.37%和1.46%。

分析人士表示,目前保险行业估值已接近绝对历史低点,存在估值修复空间。A股保险板块基本面向好的局面逐渐形成,一方面随着行业转型,保险业受开门红不利的的影响逐渐减少,对养老、健康等险种的需求正稳步上升;另一方面尽管利率下行趋势仍在,但其对保险股估值的负面影响已基本出清。

### 负面因素基本出清

从上市险企的基本面来看,保险业正面临“开门红”不红和低利率环境双重压力,但上市公司的潜力仍被券商分析师所看好。

根据中金固定收益研究团队公布的数据,截至1月10日“开门红”新单保费,除中国人寿以360亿元实现同比增长100%外,其他上市险企均为负增长,中国平安220亿元,同比降低30%;中国太保50亿元,同比降低50%;中国太平75亿元,同比降低5%。

“开门红”是保险公司主要推动储蓄型产品销售的时间点,为了达成巨量保费收入,此前保险公司多推出“快速返还型年金+万能险”类的保险产品,理财属性强。但是自2017年原保监会下发“76号文”和“134号文”后,这类“名保险实理财”的产品受到限制,年金险业务普遍收缩。

银保监会相关数据显示,2018年前11月,寿险业务原保险保费收入1.97万亿元,同比下降4.75%。受此影响,险企“开门红”产品逐渐向保障类产品转型。业内人士表示,一些大型险企如泰康、太平,“开门红”的策略都是健康险与年金险并重的产品结构。

一位华北地区保险公司人身险负责人在接受中国证券报记者采访时表示:“‘开门红’承压不完全代表全年保费收入情况。近两年险企对‘开门红’保费的依赖已经减弱,行业的共识是确保价值增长。在回归保障的背景下,险企不断升级保障型产品,由趸交向期缴保费转型,这延长了行业的负债久期,稳定了整体保费增速,新业务价值也将持续提升。”

广发证券非银团队认为,2019年保险业“开门红”仍然以调整为主,未来“开门红”占全年保费收入比例持续下降,全年保费增速进入平滑时期。当前保障型产品转型仍将持续,低价值率产品所受到的限制越来越多。

券商分析师认为低利率形势给保险股估值带来的负面因素已基本出清。广发证券非银团队表示,低利率趋势仍然明显,可能进一步对保险估值产生影响。当前行业负面因素基本出清,结合市场前期整体情绪较差,目前行业对应PEV0.79倍,估值已接近绝对历史低点。

天风研报认为,寿险股股价隐含的10年期国债收益率预期低于2.0%,对于利率预期底已到,预计长期利率下行预期的影响将减弱。目前平安、国寿、新华、太保A股股价对应2018PEV分别仅1.01倍、0.70倍、0.72倍和0.75倍,对应2019PEV分别仅为0.83倍、0.60倍、0.62倍和0.63倍,估值处于历史低位。

### 投资机会凸显

业内人士认为,随着保险业转型发展,市场看好保险板块的基本面,估值盈利有望提升。

国信证券分析师王剑认为,A股寿险龙头股价长期以来由业绩驱动,其估值水平长期徘徊在1倍左右,基本未体现增量利润溢价,同时亦与长期向好的基本面持续背离。在加速回归保障的背景下,未来A股寿险龙头的股价或将由业绩和估值水平双轮驱动。待资金面向好,寿险股弹性值得期待。目前,A股寿险企业在价值回归的转型中成效显著,业务质量更高,但估值水平却长期维持以往,投资机会凸显。

王剑表示,目前我国人均GDP仍然很低,保障型产品的需求仍然在积蓄。同时,随着新业务价值率的提升,未来新增业绩比以往的业绩更能驱动股价。

西南证券分析师郎达群认为,在经济周期下行和居民部门杠杆率攀升的背景下,居民消费意愿和消费能力受到制约,部分中小险企出于到期兑付压力抬升理财产型保险产品的预定利率,使保险行业在市场利率下行的背景下面临负债成本上升,利差有收窄风险。但是从长期看,保险的社会需求依然存在,在养老、健康等险种上还有很大空间。