

证券

股指期货再次松绑，继续推荐龙头券商

证券研究报告

2018年12月03日

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

夏昌盛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518110003

xiachangsheng@tfzq.com

罗钻辉

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518060005

luozuanhui@tfzq.com

中金所 12 月 2 日公告，经中国证监会同意，中国金融期货交易所调整股指期货交易安排：一是自 2018 年 12 月 3 日结算时起，将沪深 300、上证 50 股指期货交易保证金标准统一调整为 10%（此前为 15%），中证 500 股指期货交易保证金标准统一调整为 15%；二是自 2018 年 12 月 3 日起，将股指期货日内过度交易行为的监管标准调整为单个合约 50 手（此前为单个产品 20 手，1 个品种有 4 个合约，理论上限由 20 手变成 200 手），套期保值交易开仓数量不受此限；三是自 2018 年 12 月 3 日起，将股指期货平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之四点六（此前为万分之六点九）。

松绑力度较大，未来仍有持续放松的空间。中国证监会 10 月 30 日发布声明称，证监会正按照国务院金融稳定发展委员会统一部署，加快推动三方面工作，其中包括：优化交易监管，减少交易阻力。增强市场流动性，减少对交易环节不必要的干预，让市场对监管有明确预期，让投资者有公平交易的机会。12 月 1 日，证监会副主席方星海表示，做好股指期货恢复常态化交易的各项准备。股指期货自 2015 年交易受限以来，2017 年经历两度小幅松绑，此次在保证金、过度交易监管、手续费三方面均有放松，但整体限制仍严于 2015 年的交易成本，预计股指期货将进入新一轮政策松绑期。

为 A 股市场带来稳定的中长线资金。量化基金、保险、社保、证券投资基金和资管产品等机构投资者需要功能发挥正常的金融对冲工具，交易限制放松有助于吸引其进入股市，改善市场生态环境。此外，在资本市场国际化过程中，需要有多元化股票市场以及与之配套的衍生品市场。

直接利好券商经纪、自营业务。2018 年前三季度，经纪、自营业务占行业收入的比重为 54%。恢复股指期货常态化交易预计将从两方面利好券商经纪业务，我们预计首先股指期货成交量和持仓量将会边际改善，2018 年 1-10 月股指期货成交金额 12.06 万亿元，占沪深两市成交金额的 15.74%，较上年提升 6.34 个百分点；对比 2015 年股指期货交易额占沪深交易额达 134%，交易成本降低后的股指期货业务量改善空间值得期待；其次，股指期货常态化将大大提高股市活跃度，继而提升市场交易金额。成熟市场里券商自营业务都不是趋势性的，业务本源是以交易为中心，股指期货等金融工具的使用对于券商发展自营业务至关重要。以中信证券为例，18 年中衍生金融工具的名义金额达 8606 亿元，较 17 年底增长 46%。

投资建议：证券行业仍处于历史估值底部，行业平均 1.4x PB，行业历史估值的中位数为 2x PB。股指期货恢复常态化交易，大集合产品（市场存续规模预计在 6000-7000 亿元之间）将转为公募基金或私募资产管理计划，同时资本市场双向开放提速，将有望驱动券商估值在目前的历史低位继续提升。继续推荐龙头券商：中信证券、华泰证券、国泰君安，建议关注中金公司。

风险提示：市场低迷导致业绩及估值双重下滑、政策落地不及预期

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2018-11-30	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600030.SH	中信证券	16.87	买入	0.94	0.96	1.14	1.27	17.95	17.57	14.80	13.28
601688.SH	华泰证券	16.80	增持	1.30	0.96	1.08	1.22	12.92	17.50	15.56	13.77
601211.SH	国泰君安	16.04	增持	1.13	0.88	0.97	1.09	14.19	18.23	16.54	14.72

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《证券-行业点评:政策改善进行时，继续看好龙头券商》2018-11-07
- 《证券-行业点评:上交所设立科创板并试点注册制，龙头券商预计受益大》2018-11-06
- 《证券-行业深度研究:政策改善进行时，券商估值有望持续提升，看好龙头!》2018-11-05

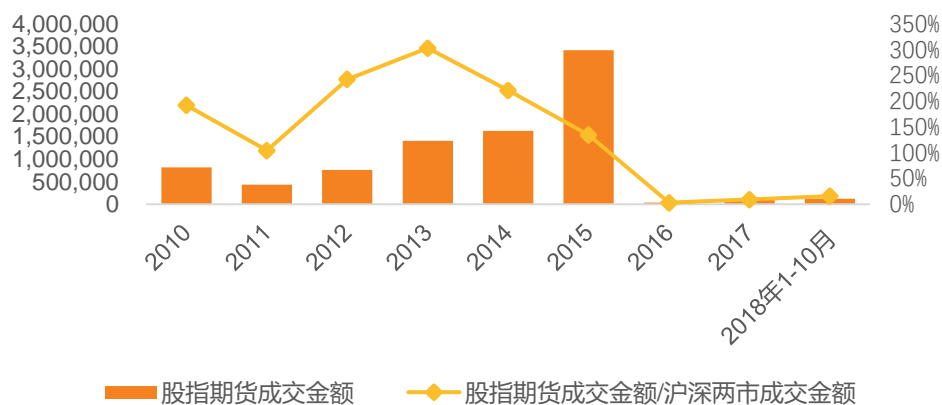


图 1：开业以来股指期货市场年度成交量和年末持仓量



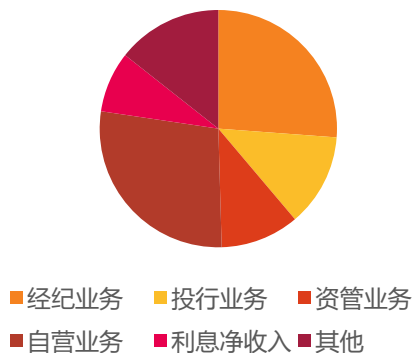
资料来源：中金所，天风证券研究所

图 2：股指期货成交金额情况（单位：亿元）



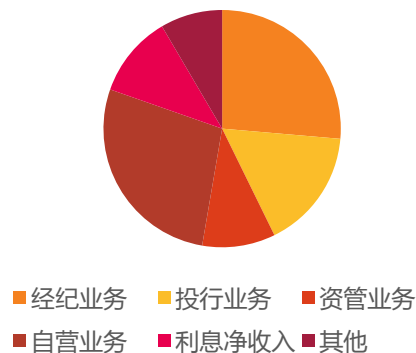
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：2018 年前三季度证券行业收入结构



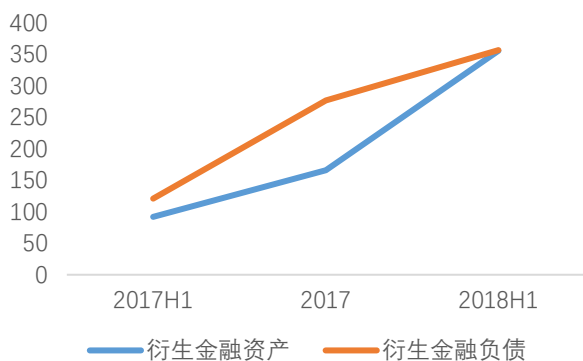
资料来源：证券业协会，天风证券研究所

图 4：2017 年证券行业收入结构



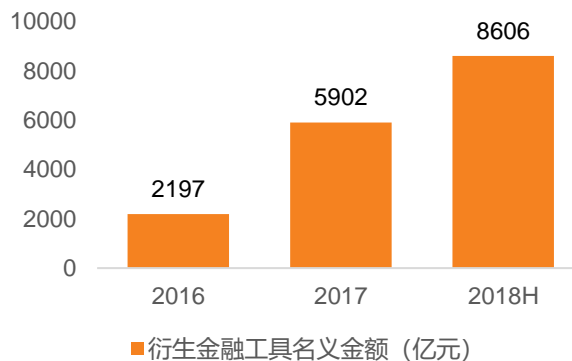
资料来源：证券业协会，天风证券研究所

图 5：上市券商衍生金融工具的规模稳步增长（亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：中信证券的衍生金融工具名义金额达到 8606 亿元



资料来源：公司公告，天风证券研究所

表 1：股指期货监管进入优化期

	时间	事件
快速发展期	2010 年 4 月 16 日	沪深 300 股指期货合约 (IF) 上市, 标志着我国股指期货市场形成
	2015 年 4 月 16 日	上证 50 指数合约 (IH) 和中证 500 指数合约 (IC) 上市, 交易品种扩大
规范化发展期	2015 年 7 月	手续费包括交易手续费和申报费两部分, 交易手续费标准调整为成交金额的万分之零点二三; 申报费根据客户沪深 300、上证 50 和中证 500 股指期货各合约的申报数量收取, 每笔申报费为一元。
	2015 年 8 月	沪深 300、上证 50、中证 500 股指期货各合约平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之一点一五
	2015 年 9 月	沪深 300、上证 50、中证 500 股指期货各合约平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之二十三
	2015 年 8 月	非套期保值持仓的交易保证金由最初的 10% 上调至 30%
	2015 年 9 月	非套期保值持仓的交易保证金由合约价值的 30% 上调至 40%; 套期保值持仓的交易保证金由合约价值的 10% 提升至 20%
	2015 年 8 月	8 月 26 日: 非套保交易单个产品单日开仓交易量限制至 600 手; 8 月 28 日调整日内开仓交易量, 限制至 100 手
政策优化期	2015 年 9 月	非套保交易单个产品单日开仓量超过 10 手认定为异常交易行为
	2017 年 2 月 16 日	交易手续费: 将沪深 300、上证 50、中证 500 股指期货平今仓交易手续费调整为成交金额的万分之九点二; 交易保证金: 沪深 300、上证 50 股指期货非套期保值交易保证金调整为 20%, 中证 500 股指期货非套期保值交易保证金调整为 30% (三个产品套保持仓交易保证金维持 20% 不变); 开仓数量: 自 2017 年 2 月 17 日起, 将股指期货日内过度交易行为的监管标准从原先的 10 手调整为 20 手, 套期保值交易开仓数量不受此限
	2017 年 9 月 15 日	交易手续费: 三大股指的平今仓交易手续费标准下调至成交金额的 0.069%; 交易保证金: 沪深 300 和上证 50 股指期货各合约交易保证金标准, 由目前合约价值的 20% 调整为 15%。
	2018 年 12 月 2 日	交易手续费: 将股指期货平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之四点六; 交易保证金: 将沪深 300、上证 50 股指期货交易保证金标准统一调整为 10%, 中证 500 股指期货交易保证金标准统一调整为 15%; 开仓数量: 将股指期货日内过度交易行为的监管标准调整为单个合约 50 手, 套期保值交易开仓数量不受此限。

资料来源：中金所，天风证券研究所

图 7：券商板块目前估值仍处于历史底部区间（中信行业非银金融-证券）



资料来源：wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com