

2019年看好券商PB-ROE由水平向上倾斜过程中的投资机会

——证券行业周报

2018年12月18日

看好/维持

非银行金融行业周报

上周证券板块表现

上周（2018-12-10至2018-12-14）沪深300指数下跌0.5%，证券板块的跌幅为0.8%，排名申万104个二级行业中的第83位，表现弱于大盘整体，弱于非银行金融一级行业的表现。

业务数据跟踪

- ◆ 经纪业务：上周股基成交金额下滑，A股市场日均成交额2555.81亿元，周环比下降21.52%；上周交易所债券日均成交额小幅下降0.94%，为9052.98亿元。
- ◆ 投行业务：上周投行权益发行业务量：共发生1次IPO；上周债券发行业务依然势头强劲，共发生了220笔债券承销业务，其中有82笔ABS承销业务，ABS业务占比保持在高水平。
- ◆ 资管业务：上周共有88支券商资管产品发行，周环比上升6%，发行的资管产品主要集中在收益稳定的货币市场型和债券型，混合型和股票型较少。存续资管产品的规模小幅下降。
- ◆ 自营业务：从年中截至上周有14家券商的资产配置带来了正超额收益贡献。在三季报公布了重仓股数据的24家券商中，有7家券商的重仓股均取得了正收益，其中光大证券的收益最高。目前只有3家券商的重仓股本季收益为正。
- ◆ 信用业务：上周券商融资融券业务小幅上升，上周两融余额为7665.3亿元，周环比下降0.79%。两融余额占A股流通市值的2.09%，较上周无变动。
- ◆ 上周个人投资者和机构开户数依旧维持低位，分别为22.27万和0.01万。我们注意到机构投资者的信用账户开户数相较前段时间已有较大回落。

投资策略

券商行业水平甚至向下倾斜的PB-ROE趋势线主要原因在于市场对于证券公司的当年盈利能力的可持续性通常都是极不看好的，也就是ROE越高，PE越保守，可称之为券商行业的“PE偏见”。我们认为2019年有较大概率PB-ROE由水平开始向上倾斜（18年PE偏见程度非常大，19年边际缓和概率大于边际恶化）。ROE高的龙头券商将获得更大幅度的PB估值提升。但不管是科创板注册制还是券商加杠杆的意愿在19年前期都有比较大的不确定性（近期多家券商百亿级定增也使得19年ROE提升的不确定性增加），因此向上倾斜的趋势更大可能发生在19年下半年。19年前期看好受益于风险偏好抬升，贝塔属性较高的中小券商投资机会。

本周组合：中信证券(20%)、广发证券(30%)、长江证券(25%)、华西证券(25%)

风险提示：股票市场成交量进一步萎缩、股票质押风险事件、外围市场冲击

郑闵钢

010-66554031

zhengmgdxs@hotmail.com

执业证书编号：

S1480510120012

研究助理：安嘉晨

010-66554014

anjc@dxzq.net.cn

行业基本资料

占比%

指标	数值	占比%
股票家数	63	1.77%
重点公司家数	-	-
行业市值	46391.75 亿元	9.16%
流通市值	28909.66 亿元	7.95%
行业平均市盈率	17.43	/
市场平均市盈率	13.67	/

行业指数走势图



资料来源：wind，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《证券行业2018年半年报综述：结构性集中！“非好即坏”并非证券行业分化本质》2018-08-31
- 2、《证券行业深度报告：CDR打开券商盈利空间及新业务分析》2018-06-19
- 3、《非银行金融行业报告：破净也可重圆券商估值历史新低》2018-06-01
- 4、《证券行业2017年及2018年一季报综述：先行者底部的守望》2018-05-16
- 5、《非银行金融行业报告：乘着周期的翅膀证券板块贝塔值的再思考》2018-05-09
- 6、《非银行金融行业报告：叫停私募场外期权无碍券商业绩表现》2018-04-12

目 录

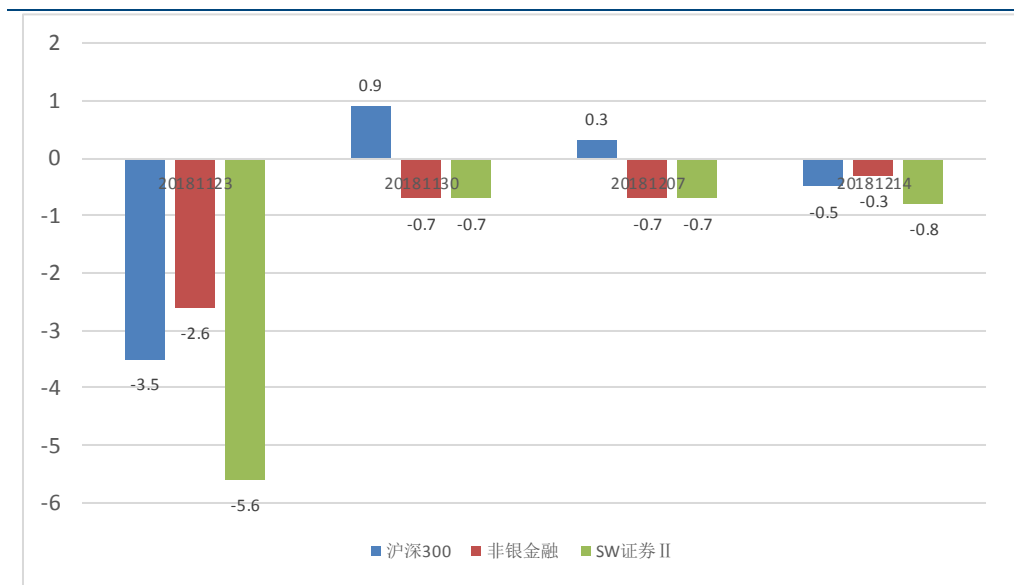
1. 证券板块上周表现	3
1.1 板块排名	3
1.2 板块个股涨跌	3
2. 业务数据跟踪	4
2.1 经纪业务	4
2.2 投行业务	4
2.3 资管业务	4
2.4 自营业务：资产配置	5
2.5 自营业务：重仓个股	6
2.6 信用业务	7
2.7 市场情绪	9
3. 投资策略	9
4. 本周重点推荐组合	10
5. 风险提示	11

1. 证券板块上周表现

1.1 板块排名

上周(2018-12-10至2018-12-14)沪深300指数下跌0.5%，证券板块的跌幅为0.8%，排名申万104个二级行业中的第83位，表现弱于大盘整体，弱于非银金融一级行业的表现。

图 1:上周 (2018-12-10 至 2018-12-14) 证券板块表现



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

1.2 板块个股涨跌

上周证券板块34只个股中仅1只上涨，其中第一创业涨幅3.9%，跌幅最大的是东方证券，下跌5.7%。

表 1:证券板块个股涨跌幅周排名

上周个股涨跌幅排名								
1	第一创业	3.9%	13	西部证券	-2.0%	25	中国银河	-4.1%
2	华西证券	-0.2%	14	东吴证券	-2.3%	26	长江证券	-4.2%
3	浙商证券	-0.3%	15	兴业证券	-2.4%	27	国金证券	-4.3%
4	国泰君安	-0.5%	16	南京证券	-2.6%	28	方正证券	-4.4%
5	中信建投	-1.1%	17	中原证券	-2.7%	29	国海证券	-4.4%
6	中信证券	-1.2%	18	长城证券	-2.8%	30	申万宏源	-4.5%
7	海通证券	-1.2%	19	广发证券	-2.8%	31	天风证券	-4.7%
8	招商证券	-1.3%	20	太平洋	-3.0%	32	东北证券	-5.1%
9	西南证券	-1.3%	21	山西证券	-3.0%	33	国元证券	-5.6%

10	华泰证券	-1.7%	22	光大证券	-3.6%	34	东方证券	-5.7%
11	国信证券	-1.8%	23	财通证券	-3.9%			
12	华安证券	-1.8%	24	东兴证券	-4.0%			

资料来源：Wind，东兴证券研究所

2. 业务数据跟踪

2.1 经纪业务

上周股基成交金额下滑，A 股市场日均成交额 2555.81 亿元，周环比下降 21.52%；
上周交易所债券日均成交额小幅下降 0.94%，为 9052.98 亿元。

表 2:经纪业务交易数据

股基、债基交易量统计（单位：亿元）			
	上周数据	上上周数据	周环比
日均股基成交额	2555.81	3256.65	-21.52%
日均债券成交额	9052.98	9139.20	-0.94%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.2 投行业务

上周投行权益发行业务量：共发生 1 次 IPO；

上周债券发行业务依然势头强劲，共发生了 220 笔债券承销业务，其中有 82 笔 ABS 承销业务，ABS 业务占比保持在高水平。

表 3:投行业务上周数据

	上周数量	年初至今	年初至今同比	上周规模（单位：亿元）	年初至今	年初至今同比
IPO	1	99	-75.79%	4.82	1504.52	-29.85%
增发	0	216	-55.09%	0	7036.66	-25.91%
债券承销	220	12846	66.72%	1058.6	52718.11	22.01%
其中：ABS	82	2979	18.50%	408.41	15113.06	30.21%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.3 资管业务

上周共有 88 支券商资管产品发行，周环比上升 6.0%，发行的资管产品主要集中在收益稳定的货币市场型和债券型，混合型和股票型较少。存续资管产品的规模小幅下降。

表 4:资管业务发行数据

	上周发行数量	上上周发行数量	存续数量	存续总规模 (亿元)	存续规模占比
股票型	0	0	183	286.76	1.9%
混合型	4	2	1125	1,452.87	9.6%
货币市场型	46	45	1801	7,020.59	46.4%
债券型	38	36	215	5,302.91	35.0%
另类投资基金	0	0	410	1,034.73	6.8%
QDII 基金	0	0	22	35.87	0.2%
合计	88	83	3756	15,133.73	100.00

资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.4 自营业务：资产配置

根据最近财报（2018 中报）公布的数据，我们计算权益类自营和固收类自营分别占各券商自营业务的比例，参考 Brinson 的归因分析方法，通过以下公式计算各券商资产配置带来的超额收益（AR）：

$$AR = (\text{公司权益类自营比例} - \text{行业平均权益类自营比例}) * \text{沪深 300 指数年中至今收益率} + (\text{公司固收类自营比例} - \text{行业平均固收类自营比例}) * \text{中债全价年中至今收益率}$$
表 5:基准指数年中至今涨跌幅（2018 年 7 月 1 日至 2018 年 12 月 14 日）

指数	年中至今涨跌幅
沪深 300	-9.83%
中债全价	3.36%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 6:各券商自营业务 AR 测算（截至 2018 年 12 月 14 日）

	权益类自营占比	固收类自营占比	AR(资产配置超额收益)
第一创业	2.41%	97.59%	1.35%
国海证券	3.12%	96.88%	1.26%
浙商证券	3.40%	96.60%	1.22%
山西证券	3.85%	96.15%	1.16%
华安证券	3.88%	96.12%	1.15%
华西证券	3.97%	96.03%	1.14%
中原证券	5.46%	94.54%	0.95%
南京证券	5.84%	94.16%	0.90%
西部证券	6.02%	93.98%	0.87%
中信建投	6.50%	93.50%	0.81%
太平洋	7.95%	92.05%	0.62%
国元证券	8.06%	91.94%	0.60%
财通证券	8.07%	91.93%	0.60%

长城证券	9.16%	90.84%	0.46%
招商证券	12.74%	87.26%	-0.01%
东兴证券	12.98%	87.02%	-0.05%
东北证券	13.27%	86.73%	-0.08%
东吴证券	13.53%	86.47%	-0.12%
兴业证券	13.63%	86.37%	-0.13%
申万宏源	14.32%	85.68%	-0.22%
广发证券	14.53%	85.47%	-0.25%
东方证券	14.72%	85.28%	-0.28%
光大证券	15.16%	84.84%	-0.33%
中信证券	15.56%	84.44%	-0.39%
国金证券	15.87%	84.13%	-0.43%
方正证券	18.49%	81.51%	-0.77%
长江证券	19.13%	80.87%	-0.86%
国泰君安	20.31%	79.69%	-1.01%
中国银河	20.88%	79.12%	-1.09%
西南证券	21.03%	78.97%	-1.11%
国信证券	25.04%	74.96%	-1.64%
海通证券	27.02%	72.98%	-1.90%
华泰证券	31.02%	68.98%	-2.42%
行业平均	12.63%	87.37%	

资料来源：Wind，各公司公告，东兴证券研究所

以上结果仅为有限信息下的资产配置超额收益估算，并不一定能完全代表券商的自营业务水平，由于头部券商一般开展衍生品等交易业务，持有一定规模的对冲仓位，所以结果会产生一定偏差。但从 2018 年中报的数据来看，券商整体降低了权益类配置比例，截至上周有 14 家券商的资产配置带来了正超额收益贡献。由于近期权益市场的回撤程度较大，较少权益资产配置的券商能获得更大的超额收益。

2.5 自营业务：重仓个股

在三季报公布了重仓股数据的 24 家券商中，有 7 家券商的重仓股均取得了正收益，其中光大证券的收益最高。目前只有 3 家券商的重仓股本季收益为正。

表 7: 券商重仓股整体收益情况

各券商重仓股上周及本季累计收益（单位：万元）					
名称	上周收益	本季累计收益	名称	上周收益	本季累计收益
光大证券	1099.5	-3887.2	国金证券	-528.6	-1048.1
太平洋	689.4	-10819.4	方正证券	-551.6	-3027.3
海通证券	486.8	-5713.6	长江证券	-781.7	-4467.4
国泰君安	471.5	591.0	广发证券	-954.5	-6637.9

兴业证券	356.3	-2348.3	招商证券	-962.6	-5678.2
东吴证券	52.5	-621.8	国信证券	-1271.4	-5736.3
中原证券	1.4	8.0	东兴证券	-1864.1	7254.3
山西证券	-130.0	-520.0	中国银河	-1916.3	-1175.4
国海证券	-179.0	-709.3	东方证券	-3425.3	-7385.0
长城证券	-187.5	-4097.0	华泰证券	-3932.2	-49317.9
东北证券	-387.4	-1664.1	中信证券	-4491.8	-11516.8
西南证券	-437.5	-2375.0	中信建投	-5691.5	-11138.8

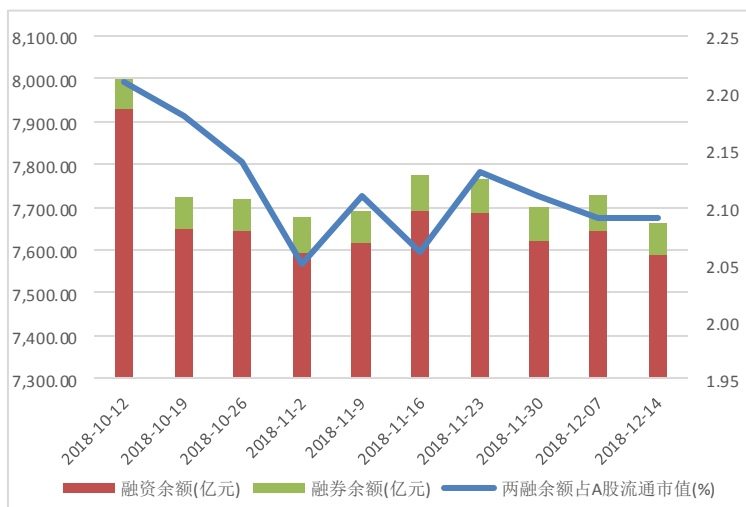
资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.6 信用业务

上周券商融资融券业务小幅上升，上周两融余额为 7665.3 亿元，周环比下降 0.79%。两融余额占 A 股流通市值的 2.09%，较上周无变动。

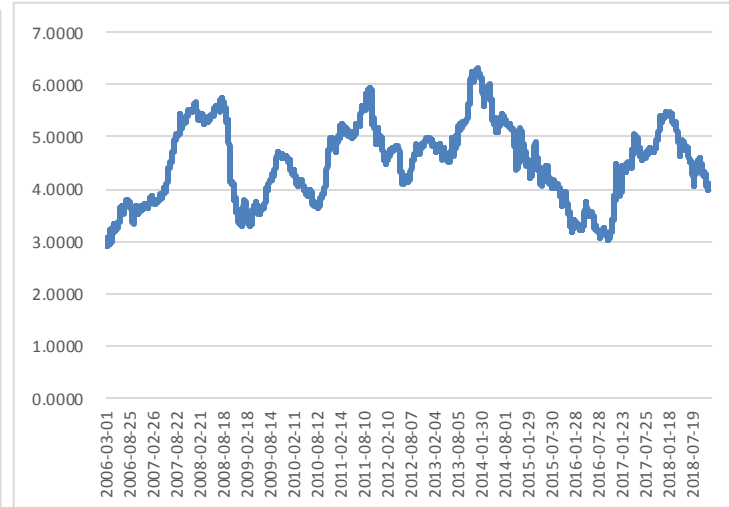
从长期利率和短期利率方面来看，银行间和交易所回购利率维持在较低水平，企业债发行利率也依然在下降通道之中。

图 2:两融余额变动



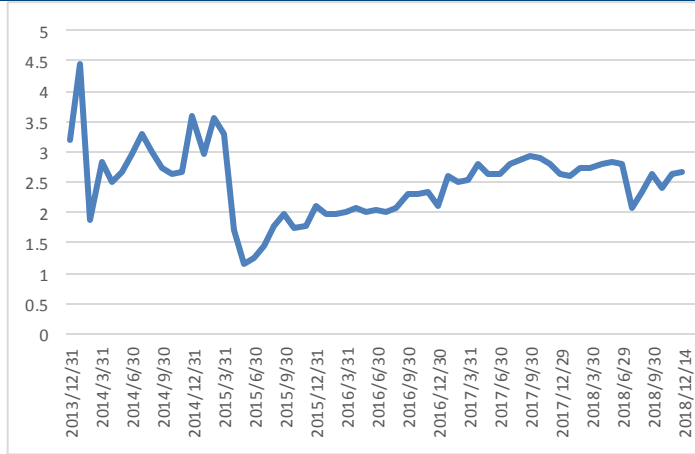
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 3:5 年期 AAA 企业债发行利率变动



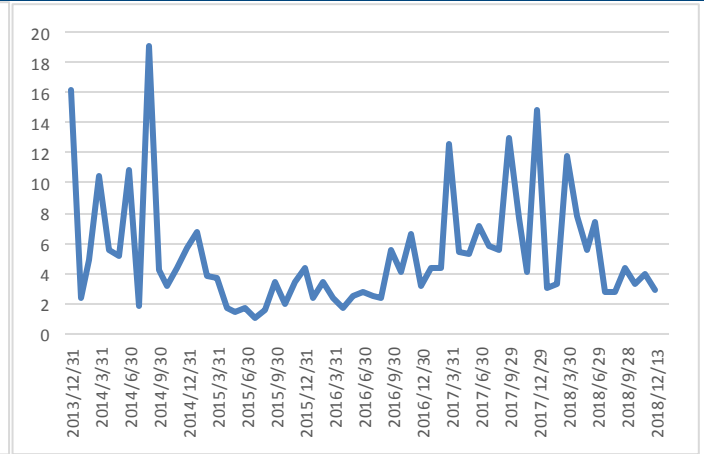
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 4:银行间回购定盘利率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 5:交易所回购定盘利率



资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 8:各券商截至上周债券发行情况

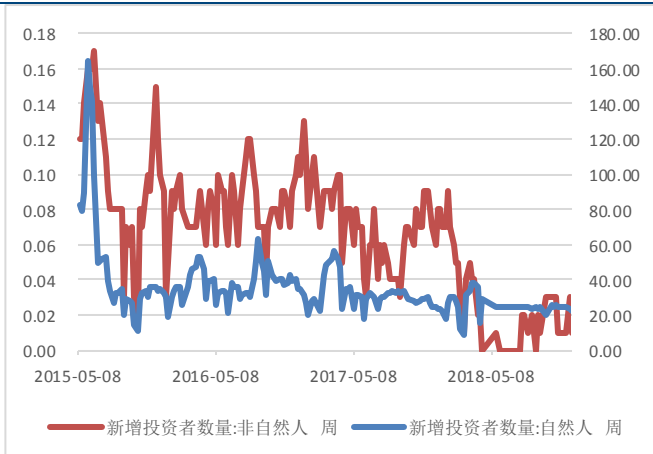
截至上周本年证券公司债发行情况					
券商名称	发行规模	加权平均利率 (%)	券商名称	发行规模	加权平均利率 (%)
中信证券	310	4.69	国元证券	90	4.61
海通证券	150	4.57	东兴证券	83	5.08
国泰君安	136	4.70	国海证券	-	-
申万宏源	-	-	西南证券	19	6.10
华泰证券	124	4.76	东北证券	70	5.18
广发证券	300	4.73	财通证券	80	5.50
招商证券	434	4.74	浙商证券	76	5.46
中国银河	-	-	山西证券	50	5.44
东方证券	144	4.99	西部证券	-	-
中信建投	249	4.93	华西证券	10	4.00
光大证券	276	4.76	太平洋	-	-
国信证券	171	4.66	国金证券	30	5.80
兴业证券	115	5.22	中原证券	15	5.58
方正证券	56.4	6.03	华安证券	35	4.97
长江证券	80	4.66	第一创业	14	6.23
东吴证券	45	5.70	南京证券	8	4.86
天风证券	42	5.93	长城证券	-	-

资料来源：Wind，东兴证券研究所

2.7 市场情绪

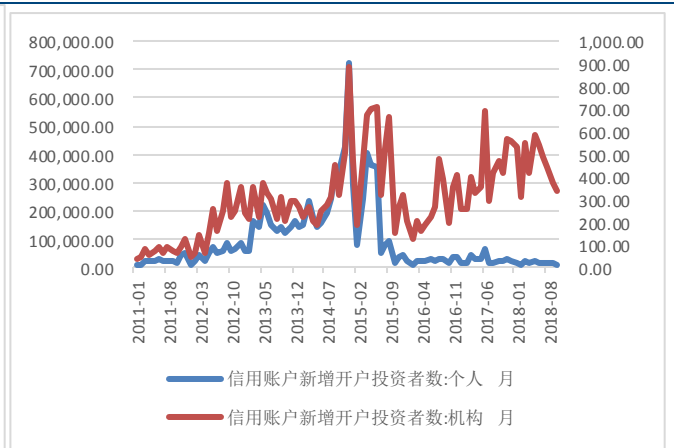
上周个人投资者和机构开户数依旧维持低位，分别为 22.27 万和 0.01 万。我们注意到机构投资者的信用账户开户数相较前段时间已有较大回落。

图 6:新增投资者情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 7:信用账户开户情况



资料来源：Wind，东兴证券研究所

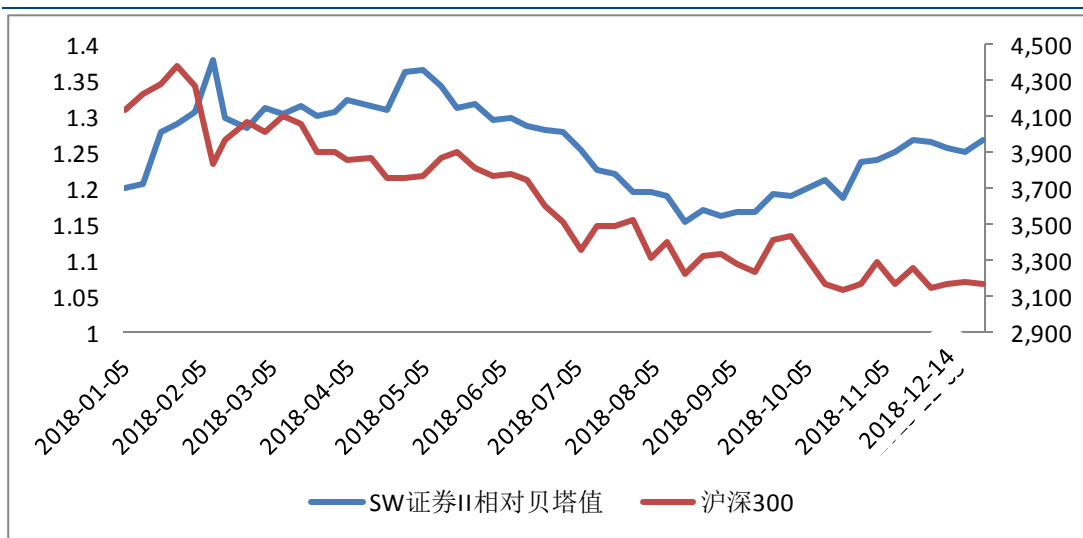
3. 投资策略

券商行业水平甚至向下倾斜的 PB-ROE 趋势线主要原因在于市场对于证券公司的当年盈利能力的可持续性通常都是极不看好的，也就是 ROE 越高，PE 越保守，可称之为券商行业的“PE 偏见”。我们认为 2019 年有较大概率 PB-ROE 由水平开始向上倾斜（18 年 PE 偏见程度非常大，19 年边际缓和概率大于边际恶化）。ROE 高的龙头券商将获得更大幅度的 PB 估值提升。但不管是科创板注册制还是券商加杠杆的意愿在 19 年前期都有比较大的不确定性（近期多家券商百亿级定增也使得 19 年 ROE 提升的不确定性增加），因此向上倾斜的趋势更大可能发生在 19 年下半年。19 年前期看好受益于风险偏好抬升，贝塔属性较高的中小券商投资机会。

我们的标的推荐主线分为两条：

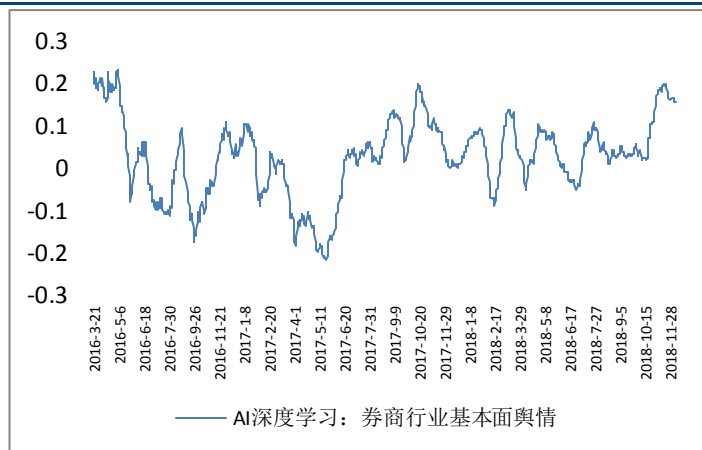
- ◆ 在重资产集中度提升逻辑下，我们推荐头部券商中信证券（业绩稳健受益于行业集中）、广发证券（杠杆率主动提升，FICC 业务开展积极）；
- ◆ 在轻资产业务新空间逻辑下，我们推荐长江证券（机构经纪业务服务领先，研究能力出众）、华西证券（杠杆率较低，向上弹性大，精品资管战略有前瞻性）。

图 8: 证券板块贝塔周期变动



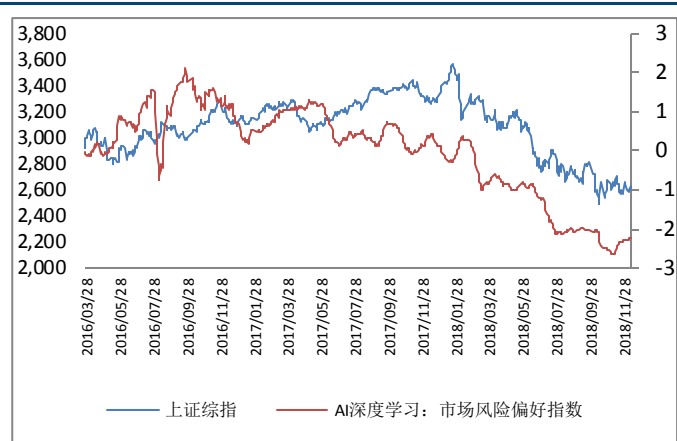
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 9: AI 深度学习-券商基本面舆情



资料来源：有鱼智能科技，东兴证券研究所

图 10: AI 深度学习-市场风险偏好测度



资料来源：有鱼智能科技，Wind，东兴证券研究所

4. 本周重点推荐组合

上周我们的推荐组合取得了-2.24%的绝对收益，相对申万证券 II 行业指数跑赢 0.11 个百分点。

本周组合：中信证券(20%)、广发证券(30%)、长江证券 (25%)、华西证券 (25%)。

5. 风险提示

股票市场成交量进一步萎缩、股票质押风险事件、外围市场冲击

分析师简介

郑闵钢

房地产行业首席研究员，房地产、传媒、计算机、家电、农业、非银金融、钢铁、煤炭等小组组长。央视财经嘉宾。2007 年加盟东兴证券研究所从事房地产行业研究工作至今。获得“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年最强十大金牌分析师（第六名）。“证券通-中国金牌分析师排行榜”2011 年度分析师综合实力榜-房地产行业第四名。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”优秀组合奖十强（第七名）。朝阳永续 2012 年度“中国证券行业伯乐奖”行业研究领先奖十强（第八名）。2013 年度房地产行业研究“金牛奖”最佳分析师第五名。2014 万得资讯年度“卖方机构盈利预测准确度房地产行业第三名”。2016 年度今日投资天眼房地产行业最佳选股分析师第三名。

研究助理简介

安嘉晨

本科毕业于北京航空航天大学，硕士毕业于北京大学。曾经在腾讯、香港云锋金融工作多年。在互联网金融与金融科技等领域有丰富工作经验和深入研究。2018 年加入东兴证券，从事非银金融行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和法律责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。