

# 证券

## 投资时钟指向券商——证券行业投资时钟理论&股票质押影响测算

证券研究报告  
2019年01月07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  
舒思勤 联系人  
shusiqin@tfzq.com

### 行业走势图



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 1 《证券-行业投资策略:政策是 2019 年核心变量,推荐龙头券商》 2018-12-25
- 2 《证券-行业点评:11 月业绩环比大幅改善,继续推荐龙头券商》 2018-12-07
- 3 《证券-行业点评:股指期货再次松绑,继续推荐龙头券商》 2018-12-03

**一、证券行业投资时钟:当前证券行业正处于时钟的“第一象限-复苏阶段”,大概率可产生超额收益。**券商相对收益主要受到政策周期和市场周期的影响,我们基于这两大影响因素,构建券商的投资时钟(分为四个投资象限):第一象限-复苏阶段(市场走弱,政策边际放松)、第二象限-繁荣阶段(市场边际改善,政策持续宽松)、第三象限-调整阶段(市场持续走强,政策趋严)和第四象限-衰退阶段(市场边际走弱,政策持续趋严)。处于第一、二个投资象限时,券商股具有超额收益,券商股经历过 3 次第一象限,相对沪深 300 指数的超额收益分别为 18% (2008.8-11)、21% (2012.1-2014.7)、20% (2018.10-2019.1),随后的进入的第二象限分别实现超额收益 17% (2008.11-2009.8)、125% (2014.7-2015.1);而处于第三、四个投资象限时,券商股的相对收益为负。我们认为始于 2016 年 2 月证券行业严监管周期或已逐步转向,当前正进入政策松绑的初期。围绕资本市场改革的政策推出有望进一步提升券商板块的估值,并提升市场的整体信心。从中期来看,券商股有望实现超额收益:1) 券商估值提升一般先于盈利改善,来源于政策转向,当前正进入政策松绑的初期,10 月以来并购重组、再融资、科创板+注册制、股指期货、信用衍生品、上市公司回购等业务已经被放松或鼓励。2) 2019 年大概率是股市先于宏观基本面见底,如果市场触底回升有望驱动券商估值从历史低位回升。3) 央行实施降准的本质是宽货币,宽货币的目的是为了宽信用,宽信用除了提升间接融资之外,还有一个重要抓手是直接融资,也就是更大地发挥资本市场的投融资功能,券商的投行和直投业务有望迎来发展机遇。4) 2019 年券商业绩也将会改善。第一,市场利率下行,在不考虑资产端的影响下,我们的测算表明上市券商整体存量融资成本每下降 10bps,将提升 ROE18bps。第二,分板块来看,预计 2019 年投行、信用中介、资管、自营的收入均可以实现正增长。其中,投行业务业绩改善空间可观。

**二、股票质押业务的影响测算:假设上证综指下跌 20%,若跌破平仓线的融出资金规模损失 50%本金,对于上市券商归母股东权益影响为 8.03%,风险可控。**极端情况下,以 1 月 4 日的收盘价为基准,若跌破平仓线的融出资金规模损失 50%本金,对于统计范围内的上市券商(下同)归母股东权益影响为 4.65%;其他假设条件不变的前提下,假设股价下跌 10%,上证综指达到 2263.38 点,若跌破平仓线的融出资金规模损失 50%本金,对于上市券商归母股东权益影响为 6.37%;假设股价下跌 20%,上证综指达到 2011.90 点,若跌破平仓线的融出资金规模损失 50%本金,对于上市券商归母股东权益影响为 8.03%,涉及融出资金规模为 1067 亿元。

**盈利预测与投资建议:**中性假设下的前提下,预计 2019 年证券行业将实现营业收入 2661 亿元, YOY+8.50%;将实现净利润 732 亿元, YOY+10.51%。预计全行业的 ROE 为 3.71%,预计年末净资产将达到 1.97 万亿元, YOY+4.06%。**证券行业平均估值 1.4x PB,大型券商估值在 0.9-1.3x PB 之间,行业历史估值的中位数为 2x PB。2019 年我们坚定推荐龙头券商,推荐中信证券、华泰证券、国泰君安、广发证券,建议关注中金公司。**

**风险提示:**政策落地不及预期;市场大幅波动,造成业绩及估值双重下滑;股票质押风险暴露超预期,资产质量承压

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-01-04	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600030.SH	中信证券	16.01	买入	0.94	0.88	1.01	1.15	17.03	18.19	15.85	13.92
601688.SH	华泰证券	17.69	增持	1.30	0.96	1.08	1.22	13.61	18.43	16.38	14.50
601211.SH	国泰君安	16.77	增持	1.13	0.88	0.97	1.09	14.84	19.06	17.29	15.39
000776.SZ	广发证券	13.22	增持	1.13	0.80	0.93	1.08	11.70	16.53	14.22	12.24

资料来源: 天风证券研究所,注: PE=收盘价/EPS

## 内容目录

1. 证券行业投资时钟理论.....	4
1.1. 券商投资时钟的理论推演.....	4
1.2. 券商投资时钟的历史复盘.....	5
1.3. 从券商投资时钟看未来投资趋势.....	7
2. 股票质押影响测算.....	8
2.1. 股票质押业务概述.....	8
2.1.1. 股票质押业务的定义与分类.....	8
2.1.2. 股票质押业务的潜在风险：信用风险、市场风险、流动性风险.....	8
2.2. 股票质押的绝对规模-高点或已过.....	9
2.3. 龙头券商减值损失计提相对充分.....	11
2.4. 股票质押影响测算.....	12
2.4.1. 证券公司低于预设平仓线的股票质押业务融出资金规模为 4206 亿元.....	12
2.4.2. 截止 1 月 4 日，低于预估平仓线的融出资金规模占归母股东权益比重为 9.30%.....	13
2.5. 纾困基金逐步落地有望纾解股票质押风险.....	17
3. 投资建议.....	18

## 图表目录

图 1: 证券行业投资时钟 .....	4
图 2: 投资象限划分 .....	5
图 3: 截止 2019 年 1 月 4 日, 市场质押股数 6350.30 亿股 (中证登口径) .....	9
图 4: 截止 2019 年 1 月 4 日, 市场质押市值为 42782 亿元 (中证登口径) .....	9
图 5: 股票质押业务按照质押方划分的结构 (2015/7/1 至 2019/1/4, 单位: 亿, wind 口径) .....	10
图 6: 截至 2018 年中, 上市券商的股票质押式回购规模情况 (单位: 亿元) .....	10
图 7: 部分上市券商已成立资管计划情况 (单位: 亿元) .....	17
图 8: 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) .....	19
表 1: 不同投资象限的券商相对收益 .....	6
表 2: 场外股票质押与场内股票质押对比分析 .....	8
表 3: 2018 年 Q1-Q3 A+H 券商股票质押式回购业务的信用减值损失计提情况 (单位: 亿元) .....	11
表 4: 2019 年 1 月 4 日, 低于预设平仓线的参考市值为 22496 亿元 (单位: 亿元) .....	12
表 5: 截止 2019 年 1 月 4 日, 低于预设平仓线的融出资金规模为 8998 亿元 (假设质押率为 40%) (单位: 亿元) .....	12
表 6: 截止 2019 年 1 月 4 日, 统计范围内的上市券商触及预估平仓线的融出资金规模为 1235 亿元, 占 18Q3 归母股东权益比重为 9.30% .....	13
表 7: 截止 2019 年 1 月 4 日, 统计范围内的上市券商股质坏账规模敏感性测试 (单位: 亿元) .....	14
表 8: 以 2019 年 1 月 4 日为基准, 假设股价下跌 10%, 统计范围内的上市券商股质坏账规模敏感性测试 (单位: 亿元) .....	15
表 9: 以 2019 年 1 月 4 日为基准, 假设股价下跌 20%, 统计范围内的上市券商股质坏账规模敏感性测试 (单位: 亿元) .....	16
表 10: 保险资管纾困专项产品统计 .....	17
表 11: 上市券商盈利预测及估值表 (2019 年 1 月 4 日) .....	19

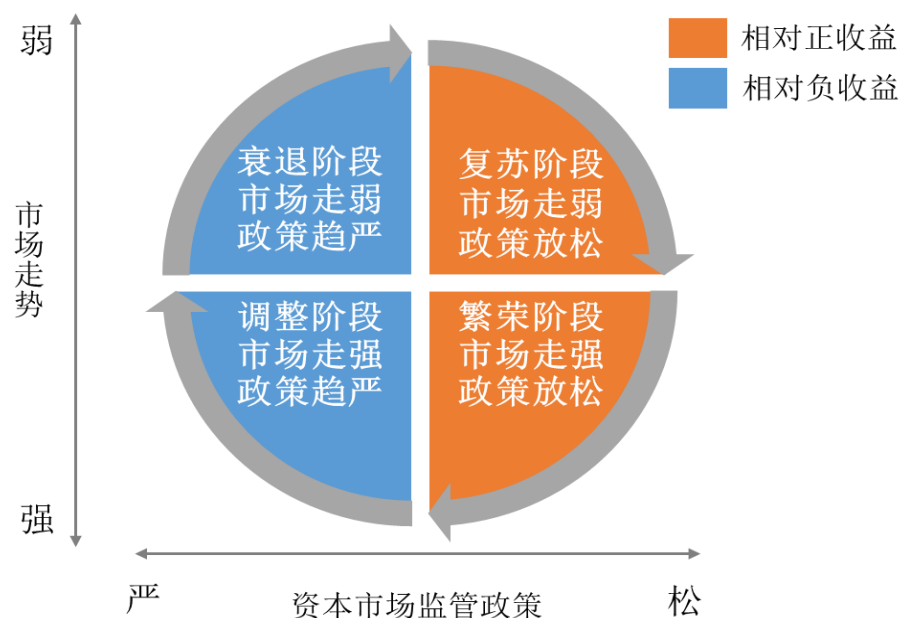
## 1. 证券行业投资时钟理论

### 1.1. 券商投资时钟的理论推演

券商作为高 BETA 属性的周期性行业，其相对收益主要受到政策周期和市场周期的影响。政策周期的影响体现在两方面：一是政策对于创新业务的推动；二是政策对于现有业务的监管力度变化。政策对于券商的业绩影响具有滞后性，但利好政策的出台对于券商估值的提升有着较长时间段的积极影响；监管从严对于券商的业绩和估值会造成双重打压。因此，政策的反转期是配置券商股的良好时机，券商股估值的反转与提升往往先于业绩的实质改善。证券行业的商业模式决定市场周期直接影响券商的业绩，基于市场预期，券商股价的变动一般领先于市场变动。

基于资本市场的政策周期和市场周期的双重影响，我们构建券商的投资时钟，即券商股的投资四象限，分别为：第一象限-复苏阶段、第二象限-繁荣阶段、第三象限-调整阶段和第四象限-衰退阶段。

图 1：证券行业投资时钟



资料来源：天风证券研究所

券商投资四象限中影响因素的不同作用分别如下：

**复苏阶段：市场走弱，政策边际放松。**市场持续走弱：交易量逐渐萎缩、市场估值持续下降，估值的下降使得悲观情绪在投资者当中不断扩散。监管层面为扭转市场颓势，政策逐步放松。一方面，宏观层面实行相对宽松的货币政策，流动性改善有助于刺激实体经济恢复增长，提振资本市场信心；另一方面，中观层面放宽券商开展业务的资质，鼓励券商开展创新业务等。复苏阶段是配置券商股的良好时机，这一阶段利好政策的出台对于券商估值提升有着积极的影响，但业绩回升滞后于估值提升。

**繁荣阶段：市场边际改善，政策持续宽松。**复苏阶段的宽松政策将市场下跌趋势扭转，市场进入上行阶段：一方面，经济基本面逐渐修复，带来估值水平的稳步回升；另一方面，投资者信心的恢复使交易量逐渐回升，市场价格渐渐趋向合理水平。政策惯性将维持宽松的政策环境，政策利好叠加市场走强，进一步推动券商板块估值的提升。

**调整阶段：市场持续走强，政策趋严。**繁荣阶段宽松的政策将持续推动市场持续上行，乐观预期逐渐消除悲观预期，交易量和投机行为逐渐增多，推动资产价格上升至超过合理水平，形成资产泡沫。泡沫的扩大伴随着金融风险的累积，通过价格机制传导至宏观经济体，增加了未来经济发展的不确定性。此时政策开始转向，防风险、去杠杆和严监管的政策将扭转券商板块估值的上升趋势，券商股大概率先于市场开始转向。监管从严对于券商的业

绩和估值造成双重打击。由于业绩具有滞后性，因此券商板块估值水平先于业绩下滑。

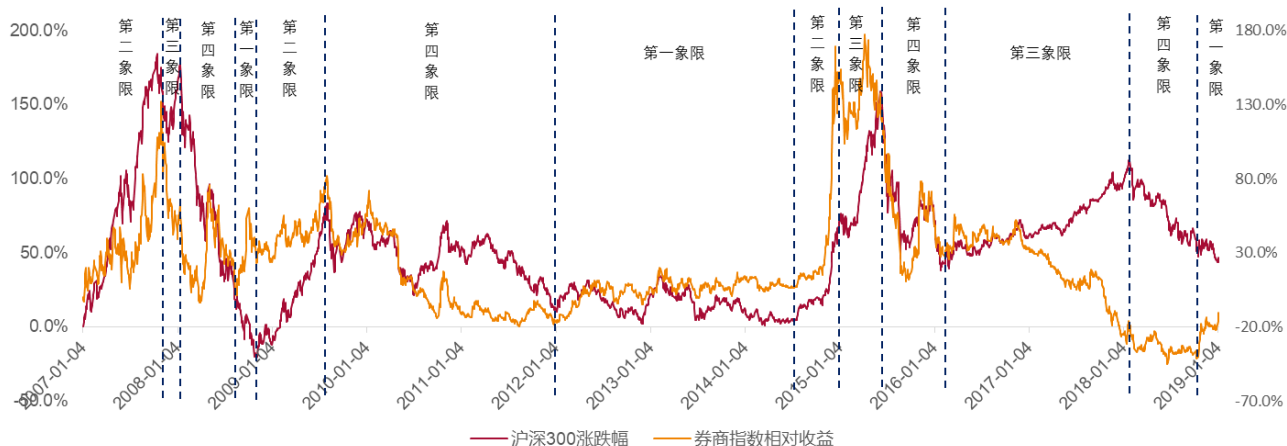
**衰退阶段：市场边际走弱，政策持续趋严。**政策趋严导致泡沫资产的价格支撑因素迅速消失，市场边际转弱，进一步加剧券商业绩的下滑幅度，进而带动券商板块估值中枢下移，形成负面的正反馈循环。市场走弱，政策面仍在为化解金融风险而保持紧缩状态，短期内券商板块估值将处于下降通道，业绩下滑持续，衰退阶段已至。

## 1.2. 券商投资时钟的历史复盘

从理论上讲，券商投资时钟是从第一象限到第四象限按顺序轮动，体现政策周期和市场周期对券商板块的轮动影响及两个周期之间的相互影响。但在实际中，由于政策周期的强弱及持续时间有差异，市场走势同时也受其他因素影响，因此板块的轮动顺序可能会被扰乱，投资象限的持续时间也会有较大差异。如在 2015 年中开始资本市场政策初步收紧，2016 年 2 月份开始全面进入严监管周期，政策收紧的节奏持续至 2018 年 10 月，因此券商股的投资象限一直在第三、四象限间轮动。

从历史复盘来看，处于第一、二个投资象限时，券商股具有相对正收益、而处于第三、四个投资象限时，券商股的相对收益为负。也就是说，政策边际宽松及对创新业务的支持，是券商股获得相对正收益的先决条件，即市场对于券商基本面的改善预期会带来券商估值提升，从而获得相对收益；而券商基本面改善的最终实现需要市场景气周期来支撑，因此在第二象限中，市场走强一般会加强券商股的相对收益。在第三象限，大盘仍在上涨，但是政策趋严酝酿出市场对于券商基本面的悲观预期，使得券商股行情提前走弱，而大盘转向下跌，券商股加速下跌。

图 2：投资象限划分



资料来源：wind，天风证券研究所

表 1：不同投资象限的券商相对收益

投资区间	时间	券商指数 相对收益	象限特征	标志性事件
第一象限	2008.8-11	18%	金融危机后期，市场走弱，政策宽松驱动券商股先于市场开始反弹	1、印花税、汇金增持、国资委支持央企增持或回购上市公司股份；救市三剂利好组合；2、2008年9月降息降准，流动性宽松开始。
第二象限	2008.11-2009.8	17%	政策持续宽松，市场触底反弹	1、4万亿刺激计划推动中国股市重新上路；2、监管政策以稳定发展为主基调，对资本市场的投资者与资金性质准入门槛加以区分。
第四象限	2009.8-2012.1	-26%	政策边际趋严，同时市场走弱	1、加强经纪业务监管；2、加强上市公司现场检查；3、规范证券投资咨询业务；4、对创业板上市公司的股份管理及高管离任后减持股票的行为提出了进一步的要求；5、对证券公司内幕交易及相关未公开信息加强监管；6、加强配资监管；7、加强转融通业务监管；8、规范关联交易；9、加强对“借壳上市”的监管。
第一象限	2012.1-2014.7	21%	市场整体震荡下行，证券行业改革创新政策支撑券商股实现相对收益	1、2012年5月的创新大会；2、修订《证券发行与承销管理办法》；3、修改《证券投资基金运作管理办法》；4、松绑券商资管业务；5、扩大RQFII试点。
第二象限	2014.7-2015.1	125%	市场走强，政策持续宽松	沪港通带来独立行情。
第三象限	2015.1-2015.6	-31%	市场持续走强，政策边际趋严	1、发布《股票期权交易试点管理办法》；2、公司债券发行与交易管理办法；3、发布《证券公司股票质押式回购交易业务风险管理指引(试行)》；4、发布《关于实行私募基金管理人分类公示制度的公告》。
第四象限	2015.6-2016.2	-6%	市场走弱，政策持续趋严	1、规范证券公司融资融券业务活动；2、规范股票质押式回购交易业务；3、继续做好场外配资清理整顿工作。
第三象限	2016.2-2018.1	-39%	市场走强，政策持续趋严	1、发布《证券公司风险控制指标管理办法》及配套规则；2、发布《证券期货经营机构私募资产管理业务运作管理暂行规定》；3、发布《公司债券发行人现场检查工作指引》；4、高层讲话多次涉及加强监管、防范金融风险，证监会处罚频发；5、要求券商集合计划整改；6、检查券商PB业务；7、央行提出严管高杠杆；8、发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见(征求意见稿)》。
第四象限	2018.1-2018.10	-13%	市场走弱，政策持续趋严	1、发布《关于进一步加强证券基金经营债券交易监督的通知》；2、《关于修改〈关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见〉的决定》公开征求意见；3、《证券公司股权管理规定》公开征求意见；4、发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》、《关于加强非金融企业投资金融机构监管的指导意见》。
第一象限	2018.10-至今	20%	2018年10月至今，市场走弱，	1、松绑并购重组；2、设立上海证券交易所科

但监管边际改善

科创板并试点注册制；3、股指期货监管进入优化期

资料来源：wind，中国证监会网站，天风证券研究所

### 1.3. 从券商投资时钟看未来投资趋势

我们认为始于 2016 年 2 月证券行业严监管周期或已逐步转向，当前正进入政策松绑的初期。围绕资本市场改革的政策推出有望进一步提升券商板块的估值，并提升市场的整体信心。因此，我们认为证券行业正处于时钟的“第一象限-复苏阶段”，大概率可产生超额收益。证券板块从 2018 年 10 月至 2019 年 1 月，已获得 20% 的相对收益。从中期来看，证券板块有望实现超额收益，主要基于以下原因：

- 1) 券商估值提升一般先于盈利改善，当前正进入政策松绑的初期，10 月 20 号以来并购重组、再融资、科创板+注册制、股指期货、信用衍生品、上市公司回购等业务已经被放松或鼓励。
- 2) 2019 年大概率是股市先于宏观基本面见底，如果市场触底回升有望驱动券商估值从历史低位回升。
- 3) 央行实施降准的本质是宽货币，宽货币的目的是为了宽信用，宽信用除了提升间接融资之外，还有一个重要抓手是直接融资，也就是更大地发挥资本市场的投融资功能，券商的投行和直投业务有望迎来发展机遇。
- 4) 我们预计，2019 年券商业绩也将会改善。第一，市场利率下行，在不考虑资产端的影响下，我们的测算表明上市券商整体存量融资成本每下降 10bps，将提升 ROE18bps。第二，分板块来看，预计 2019 年投行、信用中介、资管、自营的收入均可以实现正增长，其中，投行业务业绩改善空间可观。

## 2. 股票质押影响测算

### 2.1. 股票质押业务概述

#### 2.1.1. 股票质押业务的定义与分类

股票质押回购（特指证券公司开展的股票质押业务）是指符合条件的资金融入方以所持有的股票或其他证券质押，向符合条件的资金融出方融入资金，并约定在未来返还资金、解除质押的交易。2013年前，股票质押市场以银行、信托主导的场外股票质押为主；2013年5月，上交所、深交所、中国结算发布《发布股票质押式回购交易及登记结算业务（试行）》，以证券公司为主导的场内股票质押正式开闸。开闸以来，券商股票质押式回购业务迅速增长，已经取代银行成为最大的质押方。

根据融出方、业务流程等方面的差异，股票质押可分为场内质押与场外质押。除了业务流程的差异外，场内股票质押和场外股票质押在风控手段、标的物处置方式等方面，均有不同。整体来看，场内股票质押的流程更简便、风控手段更严格。

表 2：场外股票质押与场内股票质押对比分析

	场内质押	场外质押
制度依据	《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018年修订）》《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》等	《中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司证券质押业务指南》等
融出方	证券公司、证券公司及其资管子公司管理的集合资产管理计划或定向资产管理计划等	银行、信托、个人等
标的股票	范围相对较小：A股股票及其他经上交所和中国结算认可的证券	范围较广，A股股票、基金、债券、B股、新三板、港股通股票等
质押期限	不超过3年	无
限售要求	限售股回购期限必须大于限售期	无
违约处置	对于流通股可以直接出售，超过债权部分返给融入方，但需要遵循减持新规	需要融入方和融出方到登记公司更改股票状态，否则需要走司法程序
风险控制	券商设置预警线、平仓线，券商采取逐日盯市制度	一般约定在预警线和平仓线，但实际操作需要融入方配合
标的股票红利处理	分红、送股等一并质押，但如果遇到配股则需要融入方自行处理并且不用于质押	所获红利需要质押，但融入方自行参与的配股是否需要质押则需要根据合同约定

资料来源：wind，天风证券研究所

#### 2.1.2. 股票质押业务的潜在风险：信用风险、市场风险、流动性风险

券商开展股票质押式回购业务主要面临三方面的风险：

一是信用风险，即融入方未能履约，致使资金融出方遭受本金及利息损失的风险；

二是市场风险，即质押股票价格波动的风险，证券公司股权质押业务与银行信贷的最大不同点在于，银行信贷是基于庞大的网点和信贷员进行风险识别的，而股权质押风控主要基于质押股票市值。当股市大幅回调时，风险会集中爆发。

三是流动性风险，即质押股票变现能力不足导致融出方违约处置无法覆盖融资本金及利息的风险。减持新规及股票质押新规在一定程度上放大流动性风险。

从目前市场环境及政策环境来看，信用风险与市场风险共振下加剧了流动性风险。证券公司开展股票质押式回购业务中资金来源一般包括两种：一是券商自有资金，二是通过资管



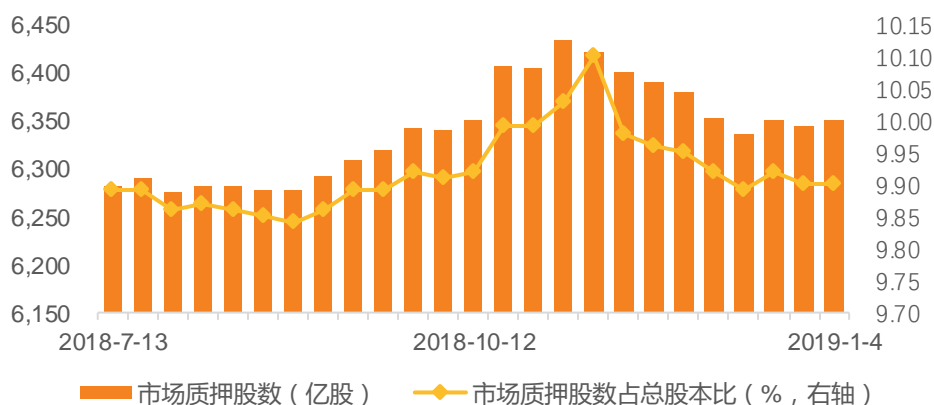
计划（集合、定向和专项）作为融资工具出资开展业务。对于前者而言，极端情况下会出现行业或公司亏损，进而侵蚀净资产，但规模非常有限。对于表外业务而言，券商通常不“兜底”，一般仅会损失极少部分手续费收入，若处置失败会对公司风控、业绩造成一定负面的影响，但不会影响净资产。

## 2.2. 股票质押的绝对规模-高点或已过

目前关于股票质押规模的统计主要是来自于两个口径：

- 1) **中证登：全口径，包含场内及场外的股票质押余额，但未公布单家上市公司具体的质押信息，仅有质押比例、无限售股和有限售股情况等。**根据中证登的数据，截止2019年1月4日，市场质押股数6350.30亿股，市场质押股数占总股本9.9%，市场质押市值为42782.23亿元（市场质押市值=上市公司最新收盘价\*中证登披露的质押股份数量）。其中，无限售股份市场质押市值为30295亿元（占比71%），有限售股份市场质押市值为12487亿元（占比29%）。
- 2) **Wind 根据上市公司公告统计的股东股票质押的情况，质押信息相对完整，但为抽样数据。**我们统计从2015年7月1日以来，仍处于未解质押状态的项目，此部分对应的参考市值为5.42万亿元（参考市值=质押起始日收盘价\*质押股份数量，下同）。其中，以证券公司为主导的场内股票质押式回购对应的参考市值规模为2.72万亿元，以银行、信托等为主导的场外股票质押对应的参考市值规模为2.70万亿元。

图3：截止2019年1月4日，市场质押股数6350.30亿股（中证登口径）



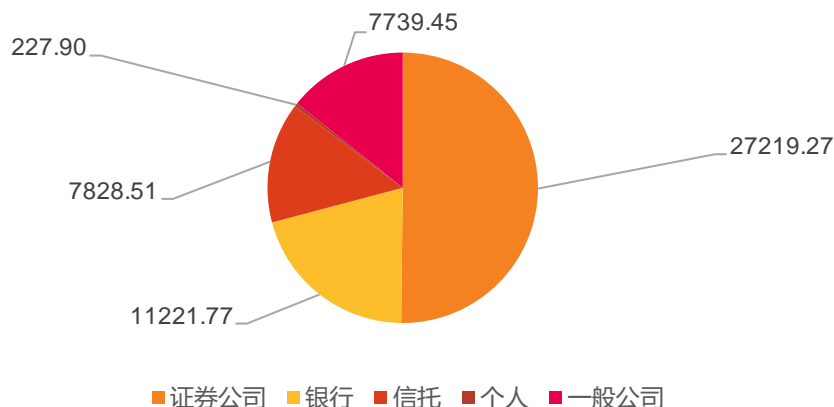
资料来源：wind，中证登，天风证券研究所

图4：截止2019年1月4日，市场质押市值为42782亿元（中证登口径）



资料来源：wind，中证登，天风证券研究所

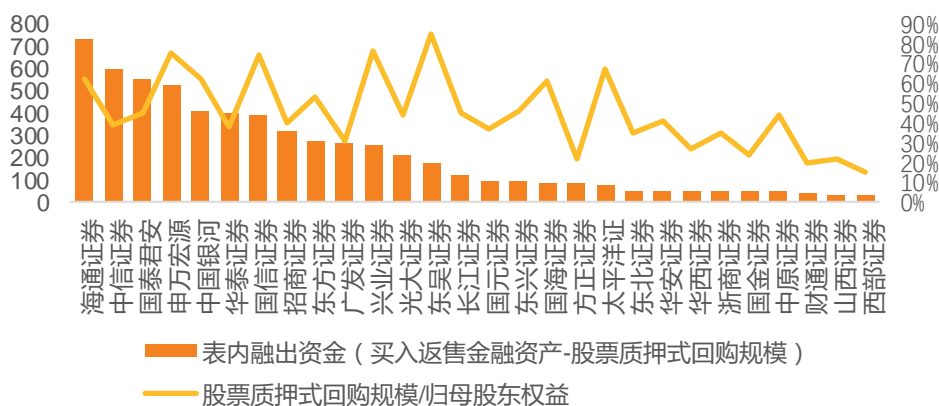
图 5：股票质押业务按照质押方划分的结构（2015/7/1 至 2019/1/4，单位：亿，wind 口径）



资料来源：wind，天风证券研究所

结合全市场股票质押规模的变动情况，预计证券公司的股票质押业务规模的高点或已过。券商自有资金的出资规模：截至 2018 年中报，统计范围内的 28 家上市券商的表内融出资金规模约为 6018 亿元，海通证券、中信证券、国泰君安规模靠前。2018 年初开始，市场震荡下行，叠加减持新规、股票质押新规落地等政策方面因素的影响，股票质押业务风险不断加大。证券公司开始整合股票质押业务线，明确该项业务是开展机构业务的重要补充，将其纳入机构业务中的一环。整体上，证券公司的股票质押业务规模继续压缩，但结构不断优化，新业务仍在正常开展。

图 6：截至 2018 年中，上市券商的股票质押式回购规模情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 2.3. 龙头券商减值损失计提相对充分

**减值标准：**自 2018 年 1 月 1 日期，11 家 A+H 的上市券商已经采用 IFRS9 准则，因此采用的是预期损失模型对股票质押业务式回购业务进行风险计提。但是在具体的计提过程中，各家券商由于自身项目风险情况差异以及预期损失模型的差异，减值结果不一。证券公司对于股票质押式回购业务的减值损失一般分为：首先，业务发生时即计提一定固定比例的减值损失；其次，根据项目不同风险情况分类计提，包括警戒线以上、低于警戒线高于平仓线、低于平仓线高于亏损线，处于不同区间计提不同的比例。最后，对于跌破平仓线或者已经发生实际损失项目，证券公司会对标的股票进行预估可回收金额，将账面价值和预估可回收金额之间的差额确认为减值损失。

**减值比例：**根据上市券商前三季度公布的数据来看，海通证券、中信证券、中信建投计提力度相对较大。截至 2018 年前三季度计提信用减值损失分别为 12.47 亿元、12.32 亿元和 7.59 亿元；其中，2018 年第三季度新增计提规模分别为 5.64 亿元、5.30 亿元、5.03 亿元，占 2018 年中报的表内质押余额分别为 0.77%、0.89%和 3.16%。

表 3：2018 年 Q1-Q3 A+H 券商股票质押式回购业务的信用减值损失计提情况（单位：亿元）

	2018 年 Q3 累计信用减值损失)	2018 年 Q3 新增信用减值损失	2018 年 H 表内融出资金 ( 买入返售金融资产 - 股票质押式回购规模 )	计提比例：2018 年 Q3 计提	计提比例：2018 年 Q1-Q3 计提
海通证券	12.47	5.64	733.64	0.77%	1.70%
中信证券	12.32	5.30	594.25	0.89%	2.07%
中信建投	7.59	5.03	159.42	3.16%	4.76%
国泰君安	5.44	0.80	554.96	0.14%	0.98%
光大证券	3.61	1.69	214.15	0.79%	1.68%
中国银河	3.17	1.02	409.09	0.25%	0.77%
华泰证券	2.29	1.69	400.58	0.42%	0.57%
广发证券	1.48	0.53	263.28	0.20%	0.56%
申万宏源	1.48	0.54	522.58	0.10%	0.28%
招商证券	0.97	-0.23	316.29	-0.07%	0.31%
东方证券	0.96	-0.03	273.24	-0.01%	0.35%

资料来源：wind，天风证券研究所

## 2.4. 股票质押影响测算

我们根据以下核心假设进行压力测试：

- 质押率：假设质押率为 40%，不考虑利息成本；
- 警戒线和平仓线：实际业务中根据标的、融资人、流通限售等因素可能差别很大，常见的有 160%/140%、150%/130%，假设警戒线 160%，平仓线为 140%；
- 质押价格取加权平均价格（考虑中途补仓因素的影响）；
- 假设券商表内与表外股票质押规模比例为 1:1；
- 样本数据的统计范围为 2015 年 7 月 1 日至今，仍处于质押阶段的股票质押项目。

### 2.4.1. 证券公司低于预设平仓线的股票质押业务融出资金规模为 4206 亿元

截止 2019 年 1 月 4 日，我们统计范围内的上市公司的收盘价低于预设平仓线的股票质押的参考市值 22496 亿元，按照 40% 的质押率测算，预计融出资金规模为 8998 亿元。其中，证券公司作为质押方对应的参考市值规模为 10516 亿元，银行、信托等合计规模为 11980 亿元，对应的融出资金规模分别为 4206 亿元（包括自有资金及表外资金）和 4792 亿元。

表 4：2019 年 1 月 4 日，低于预设平仓线的参考市值为 22496 亿元（单位：亿元）

	合计	证券公司	银行	信托	一般公司	个人	对应上证综指
股价下跌 20%	34,513	17,009	6,809	5,492	5,042	161	2,011.90
股价下跌 10%	28,736	13,807	5,628	4,717	4,426	158	2,263.38
1 月 4 日收盘价	22,496	10,516	4,601	3,524	3,713	142	2,514.87
股价上升 10%	17,927	8,172	3,864	2,799	2,981	110	2,766.36
股价上升 20%	14,782	6,595	3,129	2,402	2,560	97	3,017.84

资料来源：wind，天风证券研究所

以 2019 年 1 月 4 日为基准，假设股价下跌 10%，即上证综指达到 2263.38 点。我们统计范围内的上市公司的收盘价低于预设平仓线的股票质押的参考市值 28736 亿元，按照 40% 的质押率测算，预计融出资金规模为 11494 亿元。其中，证券公司作为质押方对应的参考市值规模为 13807 亿元，银行、信托等合计规模为 14929 亿元，对应的融出资金规模分别为 5523 亿元和 5972 亿元。

表 5：截止 2019 年 1 月 4 日，低于预设平仓线的融出资金规模为 8998 亿元（假设质押率为 40%）（单位：亿元）

	合计	证券公司	银行	信托	一般公司	个人	对应上证综指
股价下跌 20%	13,805	6,804	2,724	2,197	2,017	65	2,011.90
股价下跌 10%	11,494	5,523	2,251	1,887	1,770	63	2,263.38
1 月 4 日收盘价	8,998	4,206	1,841	1,410	1,485	57	2,514.87
股价上升 10%	7,171	3,269	1,546	1,120	1,193	44	2,766.36
股价上升 20%	5,913	2,638	1,252	961	1,024	39	3,017.84

资料来源：wind，天风证券研究所

以 2019 年 1 月 4 日为基准，假设股价下跌 20%，即上证综指达到 2011.90 点。我们统计范围内的上市公司的收盘价低于预设平仓线的股票质押的参考市值 34513 亿元，按照 40% 的质押率测算，预计融出资金规模为 13805 亿元。其中，证券公司作为质押方对应的参考市值规模为 17009 亿元，银行、信托等合计规模为 17504 亿元，对应的融出资金规模分别为 6804 亿元和 7002 亿元。

#### 2.4.2. 截止 1 月 4 日，低于预估平仓线的融出资金规模占归母股东权益比重为 9.30%

截止 2019 年 1 月 4 日，统计范围内的上市券商的股票质押式回购业务触及预估平仓线的参考市值为 6177 亿元，按照质押率为 40% 计算，融出资金规模（自有资金）为 1235 亿元，占 18Q3 归母股东权益比重为 9.30%。其中，海通证券、中信证券、中信建投的绝对规模居前，分别为 146 亿元、121 亿元和 107 亿元。触及预估平仓线的融出资金/归母股东权益比例居前的是东吴证券、太平洋和国海证券，分别为 29.91%、25.79% 和 22.32%。截至 2018 年三季度，29 家上市券商合计计提信用/资产减值损失合计 68 亿元，占 2018 年三季度的表内融出资金规模的比例为 1.22%。

表 6：截止 2019 年 1 月 4 日，统计范围内的上市券商触及预估平仓线的融出资金规模为 1235 亿元，占 18Q3 归母股东权益比重为 9.30%

证券公司 (单位:亿元)	18Q3 的 表内融出 资金规模	归母股东权 益-2018Q3	表内融出资金 规模/归母股东 权益	触及预估平 仓线的参考 市值	触及预估平 仓线的融出 资金规模	触及预估平仓 线的融出资金/ 归母股东权益	信用/资产 减值损失- 2018Q3
东吴证券	156	204	76.24%	305	61	29.91%	0.91
太平洋	68	113	59.98%	145	29	25.79%	-0.24
国海证券	75	136	55.20%	152	30	22.32%	0.39
中信建投	143	485	29.59%	537	107	22.15%	7.59
兴业证券	228	332	68.76%	264	53	15.91%	1.23
东北证券	47	152	30.90%	103	21	13.58%	1.15
海通证券	660	1,177	56.08%	729	146	12.39%	12.47
申万宏源	470	691	68.04%	425	85	12.30%	1.48
东兴证券	80	195	41.05%	117	23	12.00%	0.13
方正证券	74	379	19.48%	223	45	11.76%	2.05
长江证券	110	271	40.54%	151	30	11.16%	1.30
国信证券	347	520	66.73%	277	55	10.63%	5.86
中原证券	40	101	39.60%	45	9	9.04%	1.04
国元证券	82	249	33.04%	112	22	9.02%	0.99
光大证券	193	488	39.51%	199	40	8.16%	3.61
东方证券	246	514	47.81%	207	41	8.06%	0.96
中信证券	535	1,528	35.00%	603	121	7.90%	12.32
国泰君安	499	1,236	40.42%	456	91	7.37%	5.44
广发证券	237	859	27.59%	316	63	7.36%	1.48
华西证券	43	183	23.71%	54	11	5.85%	-0.25
国金证券	41	193	21.03%	55	11	5.70%	-0.02
西部证券	24	175	13.44%	46	9	5.23%	1.31
中国银河	368	655	56.20%	157	31	4.79%	3.17
招商证券	285	798	35.66%	190	38	4.77%	0.97
山西证券	24	124	19.37%	29	6	4.73%	0.57
华安证券	46	124	37.04%	26	5	4.14%	0.55
华泰证券	361	1,062	33.93%	216	43	4.07%	2.29
财通证券	36	201	17.92%	22	4	2.19%	-0.15
浙商证券	42	136	31.10%	14	3	2.12%	-0.63
<b>合计</b>	<b>5560</b>	<b>13282</b>	<b>41.86%</b>	<b>6177</b>	<b>1235</b>	<b>9.30%</b>	<b>68</b>

资料来源：wind，天风证券研究所，假设 2018Q3 的表内融出资金规模（买入返售金融资产-股票质押式回购规模）较 2018H1 下滑 10%；A+H 的上市券商已经采用 IFRS9 准则，因此采用的是预期损失模型对股票质押业务式回购业务进行风险计提

以 2019 年 1 月 4 日的收盘价为基准，统计范围内的 29 家上市券商触及预估平仓线的融出资金规模（自有资金）为 1235 亿元。极端情况下，若跌破平仓线的融出资金规模损失 50% 本金，那么对于统计范围内的上市券商净资产的影响为 4.65%。中小券商受影响较大，东吴证券、太平洋、国海证券的占比居前，分别为 14.95%、12.89% 和 11.16%。

表 7：截止 2019 年 1 月 4 日，统计范围内的上市券商股质坏账规模敏感性测试（单位：亿元）

证券公司	规模	假设股质坏账规模					占 18Q3 归母股东权益比例				
		10%	20%	30%	40%	50%	10%	20%	30%	40%	50%
东吴证券	61	6	12	18	24	31	2.99%	5.98%	8.97%	11.96%	14.95%
太平洋	29	3	6	9	12	15	2.58%	5.16%	7.74%	10.32%	12.89%
国海证券	30	3	6	9	12	15	2.23%	4.46%	6.70%	8.93%	11.16%
中信建投	107	11	21	32	43	54	2.22%	4.43%	6.65%	8.86%	11.08%
兴业证券	53	5	11	16	21	26	1.59%	3.18%	4.77%	6.37%	7.96%
东北证券	21	2	4	6	8	10	1.36%	2.72%	4.07%	5.43%	6.79%
海通证券	146	15	29	44	58	73	1.24%	2.48%	3.72%	4.95%	6.19%
申万宏源	85	9	17	26	34	43	1.23%	2.46%	3.69%	4.92%	6.15%
东兴证券	23	2	5	7	9	12	1.20%	2.40%	3.60%	4.80%	6.00%
方正证券	45	4	9	13	18	22	1.18%	2.35%	3.53%	4.70%	5.88%
长江证券	30	3	6	9	12	15	1.12%	2.23%	3.35%	4.46%	5.58%
国信证券	55	6	11	17	22	28	1.06%	2.13%	3.19%	4.25%	5.31%
中原证券	9	1	2	3	4	5	0.90%	1.81%	2.71%	3.62%	4.52%
国元证券	22	2	4	7	9	11	0.90%	1.80%	2.71%	3.61%	4.51%
光大证券	40	4	8	12	16	20	0.82%	1.63%	2.45%	3.26%	4.08%
东方证券	41	4	8	12	17	21	0.81%	1.61%	2.42%	3.22%	4.03%
中信证券	121	12	24	36	48	60	0.79%	1.58%	2.37%	3.16%	3.95%
国泰君安	91	9	18	27	36	46	0.74%	1.47%	2.21%	2.95%	3.69%
广发证券	63	6	13	19	25	32	0.74%	1.47%	2.21%	2.95%	3.68%
华西证券	11	1	2	3	4	5	0.59%	1.17%	1.76%	2.34%	2.93%
国金证券	11	1	2	3	4	5	0.57%	1.14%	1.71%	2.28%	2.85%
西部证券	9	1	2	3	4	5	0.52%	1.05%	1.57%	2.09%	2.62%
中国银河	31	3	6	9	13	16	0.48%	0.96%	1.44%	1.92%	2.40%
招商证券	38	4	8	11	15	19	0.48%	0.95%	1.43%	1.91%	2.38%
山西证券	6	1	1	2	2	3	0.47%	0.95%	1.42%	1.89%	2.37%
华安证券	5	1	1	2	2	3	0.41%	0.83%	1.24%	1.66%	2.07%
华泰证券	43	4	9	13	17	22	0.41%	0.81%	1.22%	1.63%	2.04%
财通证券	4	0	1	1	2	2	0.22%	0.44%	0.66%	0.88%	1.10%
浙商证券	3	0	1	1	1	1	0.21%	0.42%	0.63%	0.85%	1.06%
<b>合计</b>	<b>1,235</b>	<b>124</b>	<b>247</b>	<b>371</b>	<b>494</b>	<b>618</b>	<b>0.93%</b>	<b>1.86%</b>	<b>2.79%</b>	<b>3.72%</b>	<b>4.65%</b>

资料来源：wind，天风证券研究所，规模：触及预估平仓线的融出资金规模（自有资金）；假设股质坏账规模=假设表内股质坏账比例\*触及预估平仓线的融出资金规模；占 18Q3 归母股东权益比例=假设股质坏账规模/18Q3 归母股东权益

以 2019 年 1 月 4 日的收盘价为基准，假设股价下跌 10%，即上证综指达到 2263.38 点其他假设条件不变。统计范围内的 29 家上市券商触及预估平仓线的融出资金规模（自有资金）为 1693 亿元，占 2018 年三季度末归母股东权益的比例为 12.74%。极端情况下，若跌破平仓线的融出资金规模损失 50% 本金，那么对于统计范围内的上市券商净资产的影响为 6.37%。中小券商受影响较大，东吴证券、太平洋、中信建投的占比居前，分别为 18.13%、13.81% 和 13.02%。

表 8：以 2019 年 1 月 4 日为基准，假设股价下跌 10%，统计范围内的上市券商股质坏账规模敏感性测试（单位：亿元）

证券公司	规模	假设股质坏账规模					占 18Q3 归母股东权益比例				
		10%	20%	30%	40%	50%	10%	20%	30%	40%	50%
东吴证券	74	7	15	22	30	37	3.63%	7.25%	10.88%	14.50%	18.13%
太平洋	31	3	6	9	12	16	2.76%	5.52%	8.28%	11.04%	13.81%
中信建投	126	13	25	38	50	63	2.60%	5.21%	7.81%	10.42%	13.02%
国海证券	34	3	7	10	14	17	2.52%	5.04%	7.57%	10.09%	12.61%
兴业证券	64	6	13	19	26	32	1.93%	3.86%	5.80%	7.73%	9.66%
申万宏源	126	13	25	38	51	63	1.83%	3.66%	5.49%	7.32%	9.15%
国信证券	94	9	19	28	38	47	1.80%	3.61%	5.41%	7.21%	9.01%
海通证券	211	21	42	63	84	106	1.79%	3.59%	5.38%	7.18%	8.97%
东北证券	26	3	5	8	10	13	1.70%	3.40%	5.09%	6.79%	8.49%
东兴证券	30	3	6	9	12	15	1.52%	3.04%	4.56%	6.08%	7.60%
长江证券	39	4	8	12	16	19	1.44%	2.88%	4.31%	5.75%	7.19%
方正证券	50	5	10	15	20	25	1.32%	2.64%	3.96%	5.28%	6.60%
国金证券	23	2	5	7	9	12	1.21%	2.42%	3.64%	4.85%	6.06%
东方证券	57	6	11	17	23	29	1.11%	2.22%	3.33%	4.44%	5.54%
国泰君安	135	13	27	40	54	67	1.09%	2.18%	3.27%	4.37%	5.46%
国元证券	26	3	5	8	11	13	1.06%	2.13%	3.19%	4.25%	5.32%
中信证券	159	16	32	48	64	79	1.04%	2.08%	3.12%	4.16%	5.20%
中原证券	10	1	2	3	4	5	1.04%	2.08%	3.11%	4.15%	5.19%
光大证券	49	5	10	15	20	25	1.00%	2.01%	3.01%	4.02%	5.02%
中国银河	64	6	13	19	26	32	0.98%	1.96%	2.94%	3.92%	4.90%
广发证券	82	8	16	25	33	41	0.95%	1.90%	2.86%	3.81%	4.76%
招商证券	65	7	13	20	26	33	0.82%	1.64%	2.45%	3.27%	4.09%
华西证券	14	1	3	4	6	7	0.78%	1.55%	2.33%	3.10%	3.88%
华安证券	9	1	2	3	4	5	0.75%	1.49%	2.24%	2.99%	3.73%
西部证券	11	1	2	3	4	5	0.62%	1.25%	1.87%	2.50%	3.12%
华泰证券	61	6	12	18	25	31	0.58%	1.15%	1.73%	2.31%	2.88%
浙商证券	8	1	2	2	3	4	0.56%	1.12%	1.68%	2.24%	2.80%
山西证券	6	1	1	2	3	3	0.51%	1.02%	1.53%	2.04%	2.54%
财通证券	6	1	1	2	2	3	0.30%	0.59%	0.89%	1.19%	1.48%
<b>合计</b>	<b>1,693</b>	<b>169</b>	<b>339</b>	<b>508</b>	<b>677</b>	<b>846</b>	<b>1.27%</b>	<b>2.55%</b>	<b>3.82%</b>	<b>5.10%</b>	<b>6.37%</b>

资料来源：wind，天风证券研究所，规模：触及预估平仓线的融出资金规模（自有资金）；假设股质坏账规模=假设表内股质坏账比例\*触及预估平仓线的融出资金规模；占 18Q3 归母股东权益比例=假设股质坏账规模/18Q3 归母股东权益

以 2019 年 1 月 4 日的收盘价为基准，假设股价下跌 20%，即上证综指达到 2011.90 点，其他假设条件不变。统计范围内的 29 家上市券商触及预估平仓线的融出资金规模（自有资金）为 2133 亿元，占 2018 年三季度末归母股东权益的比例为 16.06%。极端情况下，若跌破平仓线的融出资金规模损失 50% 本金，那么对于统计范围内的上市券商净资产的影响为 8.03%。中小券商受影响较大，东吴证券、中信建投、国海证券的占比居前，分别为 20.94%、14.93% 和 14.50%。

表 9：以 2019 年 1 月 4 日为基准，假设股价下跌 20%，统计范围内的上市券商股质坏账规模敏感性测试（单位：亿元）

证券公司	规模	假设股质坏账规模					占 18Q3 归母股东权益比例				
		10%	20%	30%	40%	50%	10%	20%	30%	40%	50%
东吴证券	86	9	17	26	34	43	4.19%	8.38%	12.57%	16.75%	20.94%
中信建投	145	14	29	43	58	72	2.99%	5.97%	8.96%	11.94%	14.93%
国海证券	39	4	8	12	16	20	2.90%	5.80%	8.70%	11.60%	14.50%
太平洋证	32	3	6	10	13	16	2.86%	5.72%	8.57%	11.43%	14.29%
国信证券	142	14	28	43	57	71	2.73%	5.46%	8.19%	10.92%	13.65%
兴业证券	86	9	17	26	34	43	2.58%	5.15%	7.73%	10.30%	12.88%
申万宏源	167	17	33	50	67	83	2.42%	4.83%	7.25%	9.66%	12.08%
海通证券	251	25	50	75	100	126	2.13%	4.26%	6.40%	8.53%	10.66%
东北证券	30	3	6	9	12	15	1.99%	3.99%	5.98%	7.97%	9.97%
国金证券	37	4	7	11	15	18	1.91%	3.83%	5.74%	7.66%	9.57%
方正证券	67	7	13	20	27	33	1.75%	3.51%	5.26%	7.02%	8.77%
长江证券	42	4	8	13	17	21	1.56%	3.13%	4.69%	6.25%	7.81%
东兴证券	30	3	6	9	12	15	1.55%	3.09%	4.64%	6.18%	7.73%
中国银河	97	10	19	29	39	49	1.48%	2.97%	4.45%	5.93%	7.41%
国泰君安	174	17	35	52	70	87	1.41%	2.82%	4.22%	5.63%	7.04%
国元证券	34	3	7	10	14	17	1.38%	2.76%	4.13%	5.51%	6.89%
光大证券	66	7	13	20	26	33	1.35%	2.70%	4.06%	5.41%	6.76%
中信证券	198	20	40	59	79	99	1.29%	2.59%	3.88%	5.18%	6.47%
东方证券	66	7	13	20	26	33	1.27%	2.55%	3.82%	5.09%	6.37%
广发证券	98	10	20	29	39	49	1.14%	2.29%	3.43%	4.58%	5.72%
中原证券	11	1	2	3	4	6	1.10%	2.19%	3.29%	4.38%	5.48%
招商证券	84	8	17	25	34	42	1.06%	2.12%	3.17%	4.23%	5.29%
华安证券	13	1	3	4	5	6	1.04%	2.08%	3.12%	4.16%	5.20%
西部证券	16	2	3	5	6	8	0.89%	1.77%	2.66%	3.55%	4.43%
华西证券	16	2	3	5	6	8	0.86%	1.73%	2.59%	3.46%	4.32%
山西证券	10	1	2	3	4	5	0.84%	1.68%	2.52%	3.36%	4.20%
华泰证券	80	8	16	24	32	40	0.75%	1.51%	2.26%	3.02%	3.77%
浙商证券	9	1	2	3	4	5	0.69%	1.39%	2.08%	2.78%	3.47%
财通证券	7	1	1	2	3	3	0.34%	0.68%	1.02%	1.35%	1.69%
<b>合计</b>	<b>2,133</b>	<b>213</b>	<b>427</b>	<b>640</b>	<b>853</b>	<b>1,067</b>	<b>1.61%</b>	<b>3.21%</b>	<b>4.82%</b>	<b>6.42%</b>	<b>8.03%</b>

资料来源：wind，天风证券研究所，规模：触及预估平仓线的融出资金规模（自有资金）；假设股质坏账规模=假设表内股质坏账比例\*触及预估平仓线的融出资金规模；占 18Q3 归母股东权益比例=假设股质坏账规模/18Q3 归母股东权益



## 2.5. 纾困基金逐步落地有望纾解股票质押风险

自 2018 年 10 月中旬起，公开宣告的纾困基金规模已超过 4000 亿元，已经能够完成大部分覆盖风险暴露融资额。其中券商主导的纾困基金规模最大，达到 2228 亿元；其次，是由地方政府主导的纾困基金，达到 1800 亿元；保险纾困专项资金规模已达 780 亿元：国寿资产、太平资产、阳光资产、人保资产和新华资产设立的专项产品规模分别为 200、80、100、300 和 100 亿元。

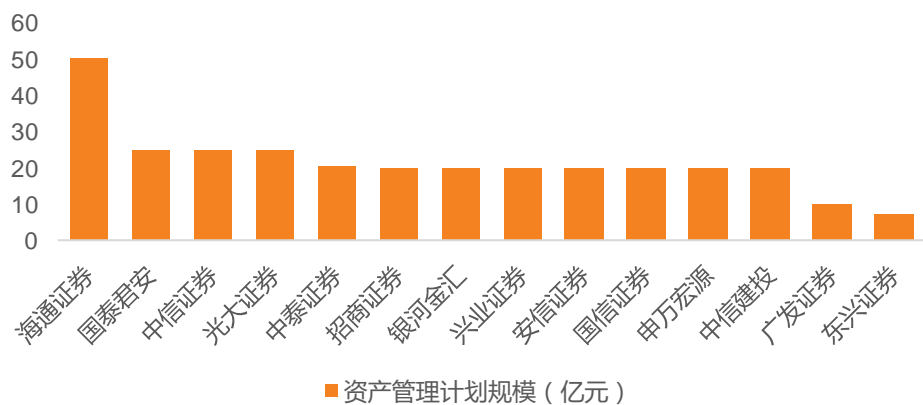
表 10：保险资管纾困专项产品统计

管理机构	产品名称	设立日期	规模（亿元）
国寿资产	“凤凰”系列专项产品	2018-10-29	200
太平资产	“共赢”系列专项产品	2018-11-5	80
阳光资产	“阳光稳健”专项产品	2018-11-5	100
人保资产	“安稳投资系列 1-6 期”纾困专项产品	2018-11-6	300
新华资产	“景星”系列专项产品	2018-11-9	100
合计			780

资料来源：wind，天风证券研究所

**股票质押压力正在得到缓解，项目仍在寻找确认中的阶段。**券商主导的纾困基金设立进展：10 月 22 日，证券业协会推动行业通过资管计划支持民营企业，首批 11 家证券公司达成意向出资 210 亿元设立母资管计划并引导社会资金形成 1000 亿元总规模专项上市公司股权质押纾困计划；11 月 23 日，又有 15 家券商签署了《证券行业支持民营企业发展系列资产管理计划发起人协议》，券商驰援民营上市企业的队伍再扩容。截至 2018 年 12 月 14 日，已有 28 家证券公司共成立了 31 只系列资管计划和 3 只子计划，出资规模总计 417.11 亿元，纾困基金逐步落地有望纾解股票质押风险。

图 7：部分上市券商已成立资管计划情况（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

纾困基金运作模式：债权收购、股权转让（可带回购条款）、股债结合（可转债）。债权收购主要是以“转质押”方式提供股票质押融资支持，大股东的流动性问题短期内得到缓解。股权转让主要包括协议受让上市公司股份、认购上市公司非公开发行股份、重组控股股东等模式，主要适用于有意愿出让较多股权或大股东有减持亿元且兼备长期投资价值的上市公司。股债结合则是债权收购与股权转让之间的折中方案。

### 3. 投资建议

我们认为始于 2016 年 2 月证券行业严监管周期或已逐步转向，当前正进入政策松绑的初期。围绕资本市场改革的政策推出有望进一步提升券商板块的估值，并提升市场的整体信心。因此，我们认为证券行业正处于时钟的“第一象限-复苏阶段”，大概率可产生超额收益。证券板块从 2018 年 10 月至 2019 年 1 月，已获得 20% 的相对收益。从中期来看，证券板块有望实现超额收益，主要基于以下原因：

- 1) 券商估值提升一般先于盈利改善，当前正进入政策松绑的初期，10 月 20 号以来并购重组、再融资、科创板+注册制、股指期货、信用衍生品、上市公司回购等业务已经被放松或鼓励。
- 2) 2019 年大概率是股市先于宏观基本面见底，如果市场触底回升有望驱动券商估值从历史低位回升。
- 3) 人民银行实施降准的本质是宽货币，宽货币的目的是为了宽信用，宽信用除了提升间接融资之外，还有一个重要抓手是直接融资，也就是更大地发挥资本市场的投融资功能，券商的投行和直投业务有望迎来发展机遇。
- 4) 我们预计，2019 年券商业绩也将会改善。第一，市场利率下行，在不考虑资产端的影响下，我们的测算表明上市券商整体存量融资成本每下降 10bps，将提升 ROE18bps。第二，分板块来看，预计 2019 年投行、信用中介、资管、自营的收入均可以实现正增长。其中，投行业务业绩改善空间可观。

**股票质押业务的影响测算：假设上证综指下跌 20%，若跌破平仓线的融出资金规模损失 50% 本金，对于上市券商归母股东权益影响为 8.03%，风险可控。**

- 1) 股票质押绝对规模高点或已过。根据中证登的数据，截止 2019 年 1 月 4 日，市场质押市值为 42782.23 亿元，较 2018 年 7 月份高点回落。我们从 Wind 的统计口径抓取自 2015 年 7 月 1 日以来，仍处于未解质押状态的项目，此部分对应的参考市值为 5.42 万亿元，规模也相对高位回落。
- 2) 龙头券商减值损失计提相对充分。根据三季报披露的数据，海通证券、中信证券、中信建投计提力度相对较大，计提信用减值损失分别为 12.47 亿元、12.32 亿元和 7.59 亿元。
- 3) 截止 1 月 4 日，我们统计范围内的上市券商的股票质押式回购业务触及预估平仓线的融出资金规模（自有资金）为 1235 亿元，占归母股东权益比重为 9.30%。中小券商触及预估平仓线的融出资金/归母股东权益比例居前。
- 4) 极端情况下，以 1 月 4 日的收盘价为基准，若跌破平仓线的融出资金规模损失 50% 本金，对于统计范围内的上市券商归母股东权益影响为 4.65%；其他假设条件不变的前提下，假设股价下跌 10%，即上证综指达到 2263.38 点，若跌破平仓线的融出资金规模损失 50% 本金，对于统计范围内的上市券商归母股东权益影响为 6.37%；假设股价下跌 20%，即上证综指达到 2011.90 点，若跌破平仓线的融出资金规模损失 50% 本金，对于统计范围内的上市券商归母股东权益影响为 8.03%，涉及融出资金规模为 1067 亿元。
- 5) 纾困基金逐步落地。目前，公开宣告的纾困基金规模已超 4000 亿元，已经能够完成大部分覆盖风险暴露融资额。截至 2018 年 12 月 14 日，已有 28 家证券公司共成立规模达 417.11 亿元的资管计划及子计划。

证券行业盈利预测：中性假设下的前提下，预计 2019 年证券行业将实现营业收入 2661 亿元，同比上升 8.50%；将实现净利润 732 亿元，同比增长 10.51%。预计全行业的 ROE 为 3.71%，预计年末净资产将达到 1.97 万亿元，同比增长 4.06%。证券行业平均估值 1.4x PB，大型券商估值在 0.9-1.3x PB 之间，行业历史估值的中位数为 2x PB。2019 年我们坚定推荐龙头券商：中信证券、华泰证券、国泰君安、广发证券，建议关注中金公司。

图 8：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

表 11：上市券商盈利预测及估值表（2019 年 1 月 4 日）

证券名称			P/E (倍)			P/B (倍)		
	股价 (元)	市值 (亿元)	2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E
中信证券	16.01	2,036	21.19	16.68	14.04	1.49	1.19	1.10
国泰君安	16.77	1,390	17.48	19.06	17.29	1.34	1.18	1.18
华泰证券	17.69	1,358	20.04	18.43	16.38	1.44	1.37	1.34
海通证券	9.57	1,063	18.92	20.80	15.69	1.27	0.96	0.91
广发证券	13.22	1,002	15.48	16.53	14.22	1.52	1.17	1.14
招商证券	14.33	923	20.54	21.07	17.69	1.47	1.21	1.19
中信建投	10.13	696	-	18.42	17.17	-	1.75	1.65
东方证券	8.83	646	31.60	15.49	13.80	1.84	1.15	1.13
光大证券	9.74	460	21.38	14.54	13.53	1.27	0.91	0.89
兴业证券	5.06	356	24.57	15.33	14.06	1.47	1.00	0.99

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