

# 证券

证券研究报告

2019年01月28日

## 券商 2018 业绩前瞻：业绩低点或已过，政策环境持续改善

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

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

- 《证券-行业点评:中央深改委通过设立科创板并试点注册制总体实施方案,继续推荐龙头券商》 2019-01-24
- 《证券-行业点评:12月业绩分化明显,继续推荐龙头券商》 2019-01-10
- 《证券-行业深度研究: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》 2019-01-07

### 2018 年证券行业市场环境回顾

1) 2018 年,证券市场震荡下行,全年累计日均交易额 3687 亿元,同比下滑 19%;行业平均佣金率下滑趋势不改,但幅度略有收窄;平均每周新增投资者 24.3 万人,较 2017 年下滑 23%。2) IPO 审批标准趋严,发行数量、募集资金规模大幅下滑,集中度提升;全年共有 105 家公司 IPO,募集资金规模为 1378 亿元, YOY-40%;再融资规模持续下滑,全年募集资金规模为 7524 亿元, YOY-41%;债券承销恢复性增长,规模达 5.52 万亿元, YOY+32%。3) 股市走弱,债市表现优于 2017 年,自营业务分化明显。4) 两融业务规模震荡下行,年末两融余额仅为 7557 亿元;股票质押式回购业务规模逐渐回落,截至 2018 年末,中证登口径下市场质押市值为 4.23 万亿元。5) 截至 2018 年 9 月末,券商资管计划规模为 14.18 万亿元,较 2017 年 Q1 高点下降 24%。

### 证券行业 2018 年净利润 666 亿元, YOY-41%

131 家证券公司当期实现营业收入 2662.87 亿元, YOY-14.47%;净利润 666.20 亿元, YOY-41.04%;106 家券商实现盈利,较 2017 年减少 14 家,占证券公司总数的 80.92%。总资产为 6.26 万亿元, YOY+1.95%;净资产 1.89 万亿元, YOY+2.16%;净资产回报率为 3.52%。各主营业务收入均出现不同程度下滑,利息收入下滑幅度最大;从收入结构来看,自营业务是第一收入来源,占比达 30%,较 2017 年提升 2 个百分点。

### 上市券商业绩分化明显,预计行业集中度将进一步提升

已有 12 家上市券商公布了 2018 年业绩快报。其中,中信证券、海通证券、中信建投的净利润分别为 94 亿元、52 亿元、31 亿元,同比下降 18%、40%和 23%。中信建投、中信证券、浙商证券的加权平均净资产收益率分别为 6.79%、6.20%和 5.24%,上市券商间的业绩分化明显,据此我们判断 2018 年行业集中度预计将进一步提升。此外,中小券商计提的资产减值准备增加,成为拖累其业绩主要因素,方正证券、长江证券、光大证券、太平洋和国海证券资产减值计提规模分别为 4.7/2.94/5.53/9.72/0.94 亿元。

**2019 年盈利预测:**中性假设下,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%。

**投资建议:业绩低点或已过,政策环境持续改善。**2019 年券商基本面改善:资本市场改革与政策纠偏+投行和直投业务增长+融资成本下行+股权质押业务纾困+集中度提升+股票市场处于底部+高 Beta。行业平均估值 1.42x PB,大型券商估值在 0.9-1.4x PB 之间,行业历史估值的中位数为 2x PB。推荐中信证券、中信建投、华泰证券、国泰君安,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   | 投资评级 | EPS(元) |       |       |       | P/E   |       |       |       |
|-----------|------|-------|------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
|           |      |       |      | 2017A  | 2018E | 2019E | 2020E | 2017A | 2018E | 2019E | 2020E |
| 600030.SH | 中信证券 | 18.04 | 买入   | 0.94   | 0.88  | 1.01  | 1.15  | 19.19 | 20.50 | 17.86 | 15.69 |
| 601066.SH | 中信建投 | 11.20 | 增持   | 0.55   | 0.39  | 0.43  | 0.49  | 20.36 | 28.72 | 26.05 | 22.86 |
| 601688.SH | 华泰证券 | 18.80 | 增持   | 1.30   | 0.96  | 1.08  | 1.22  | 14.46 | 19.58 | 17.41 | 15.41 |
| 601211.SH | 国泰君安 | 16.32 | 增持   | 1.13   | 0.88  | 0.97  | 1.09  | 14.44 | 18.55 | 16.82 | 14.97 |

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 内容目录

|   |    |
|---|----|
| 1. 2018 年证券行业市场环境回顾.....                          | 3  |
| 2. 证券行业 2018 年净利润 666 亿元，YOY-41%.....             | 6  |
| 3. 2018 年年报前瞻.....                                | 7  |
| 3.1. 龙头券商业绩整体优于其他中小型上市券商.....                     | 7  |
| 3.2. 月度财务数据.....                                  | 9  |
| 4. 投资建议.....                                      | 10 |
| 4.1. 中性假设下，我们预计 2019 年行业净利润 732 亿元，同比+10.51%..... | 10 |
| 4.2. 投资建议.....                                    | 11 |

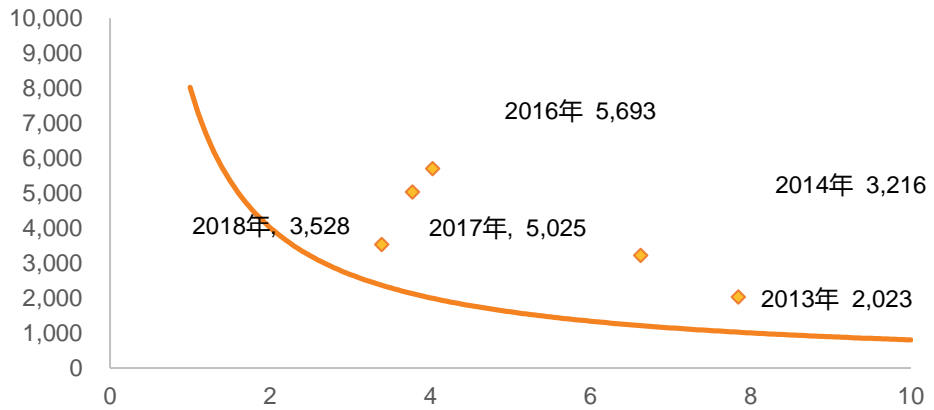
## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图 1：证券行业经纪业务盈亏平衡测算.....                                       | 3  |
| 图 2：日均交易额（亿元）.....  | 3  |
| 图 3：每周新增投资者数量（万人）.....  | 3  |
| 图 4：IPO 发行家数及募集资金规模.....                                      | 4  |
| 图 5：首发、并购重组、可转债被否率（%）.....                                    | 4  |
| 图 6：A 股 IPO 发行集中度提升（单位：亿元）.....                               | 4  |
| 图 7：再融资募集资金规模（亿元）.....  | 4  |
| 图 8：券商债券承销规模（亿元）.....   | 4  |
| 图 9：沪深 300 指数涨跌幅（单位：%）.....                                   | 5  |
| 图 10：中债总全价指数涨跌幅（单位：%）.....                                    | 5  |
| 图 11：融资融券余额（亿元）.....  | 5  |
| 图 12：股票质押市值（亿元）.....  | 5  |
| 图 13：截至 2018 年 9 月末，券商资管计划规模为 14.18 万亿元（单位：万亿元）.....          | 6  |
| 图 14：2018 年证券行业收入结构.....                                      | 7  |
| 图 15：2017 年证券行业收入结构.....                                      | 7  |
| 图 16：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）.....                      | 12 |
| 表 1：证券行业 2018 年净利润 666 亿元，同比下降 41%（单位：亿元）.....                | 6  |
| 表 2：已披露业绩预告的 12 家上市券商业绩情况（单位：亿元）.....                         | 7  |
| 表 3：部分上市券商计提减值损失情况统计（单位：万元）.....                              | 8  |
| 表 4：截止 2019 年 1 月 25 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情况（单位：亿元）..... | 8  |
| 表 5：上市券商 2018 年 1-12 月累计月度财务数据一览（单位：亿元）.....                  | 9  |
| 表 6：证券行业盈利预测核心假设（单位：亿元）.....                                  | 10 |
| 表 7：证券行业盈利预测（单位：亿元）.....                                      | 11 |
| 表 8：上市券商盈利预测及估值表（2019 年 1 月 25 日）.....                        | 12 |

## 1. 2018 年证券行业市场环境回顾

2018 年，证券市场震荡下行，交易量同比下滑。2018 年累计日均交易额为 3687 亿元，同比下滑 19%。9 月份日均股票成交额为 2600 亿元，触及我们测算的经纪业务盈亏平衡线。假设行业佣金率为万分之三，日均股票成交额需要超过 2673 亿元，经纪业务才能实现盈利。假设日均股票成交额为 4500 亿元，经纪业务佣金率高于万分之 1.8 才能实现盈利。

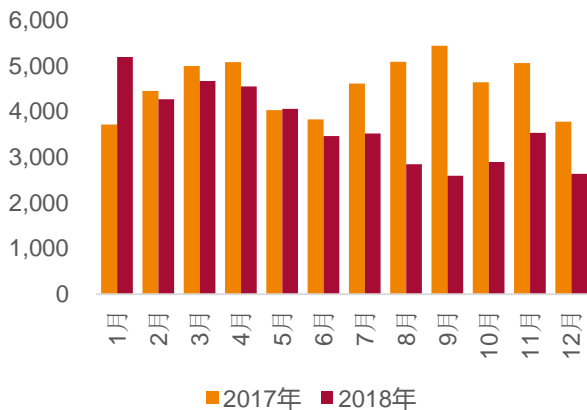
图 1：证券行业经纪业务盈亏平衡测算



资料来源：wind，天风证券研究所，横轴是经纪业务佣金率，单位为万分之；竖轴是日均股票成交额，单位是亿元

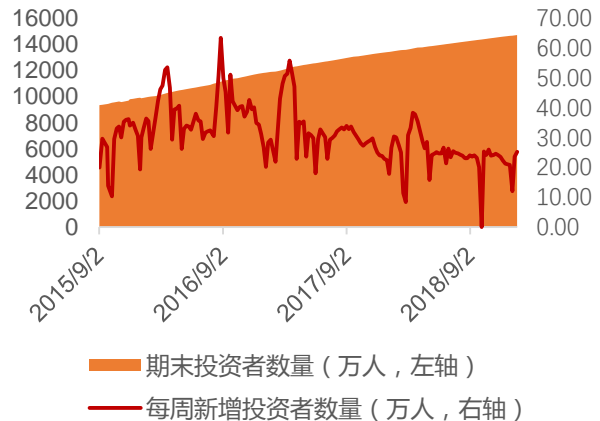
由于 2015 年 4 月以来放开一人一户帐户限制，我们使用每周新增投资者数量作为潜在市场交易活跃度的指标。2018 年平均每周新增投资者 24.3 万人，较 2017 年平均每周新增投资者 31.74 万人同比下滑 23%。

图 2：日均交易额（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：每周新增投资者数量（万人）



资料来源：wind，天风证券研究所

**IPO 审批标准趋严，发行数量、募集资金规模大幅下滑。**2018 全年，共发行 105 家 IPO，同比下滑 76%；募集资金规模为 1378 亿元，同比下滑 40%。在设立科创板试点注册制、支持新经济的方向指导下，预计传统 IPO 节奏将维持常态化发行，科创板的推出有望带来业绩增量，并对作为中介机构的证券公司投行业务竞争格局带来重大影响，预计投行业务将进一步向龙头券商集中。

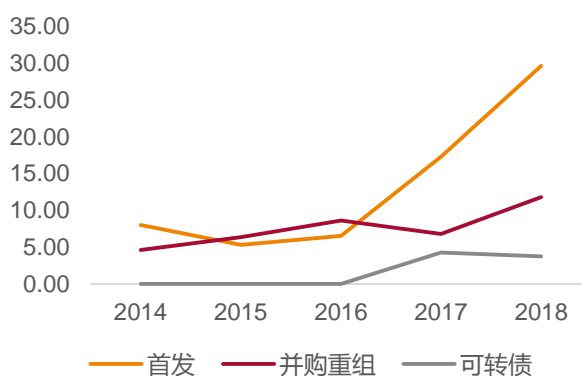
**IPO 被否率持续提升，并购重组、可转债被否率维持稳定。**根据 wind 数据，2018 年共有 199 家公司上会审核，其中 59 家未通过，被否率达 29.65%，较 2017 年(17.27%)提升 12.38 个百分点。2018 年并购重组、可转债被否率分别为 11.81%、3.74%，较 2017 年变化较小。在 IPO 通过率持续走低、并购重组业务逐渐放开的环境下，券商可向中游开展并购重组业务，帮助企业进行产业整合、产业投资，以改善投行业务收入。

图 4：IPO 发行家数及募集资金规模



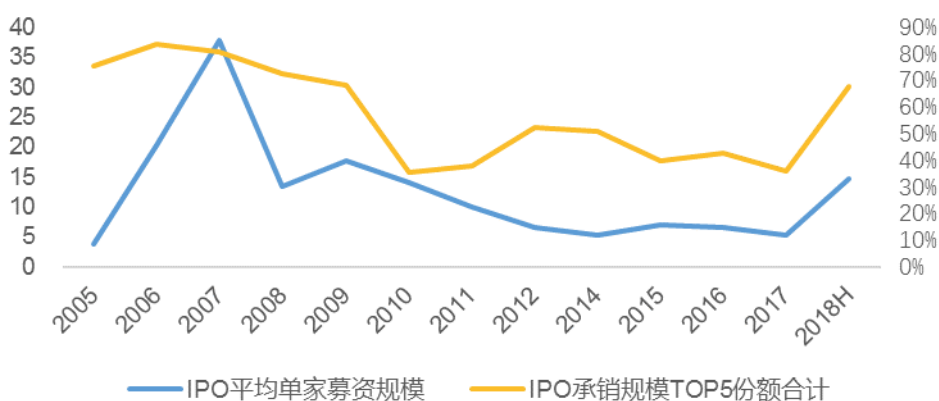
资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：首发、并购重组、可转债被否率 (%)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：A 股 IPO 发行集中度提升 (单位：亿元)

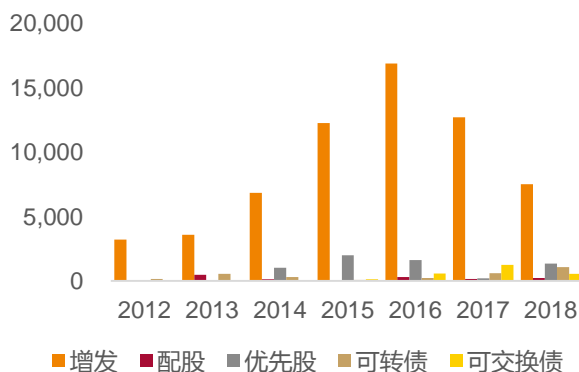


资料来源：wind，天风证券研究所

受 2017 年政策收紧影响，再融资规模持续下滑。2018 年，增发募集资金共计 7524 亿元，同比下滑 40.78%。今年 11 月，证监会修订发布《发行监管问答——关于引导规范上市公司融资行为的监管要求》，再融资政策有所放松，未来有望扭转下滑趋势。

债券承销呈恢复性增长。2018 年，券商债券承销规模达 55173 亿元，同比增长 31.99%；除 2 月、7 月外，其余月份债券承销规模均较去年同比有所增长。

图 7：再融资募集资金规模 (亿元)



资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：券商债券承销规模 (亿元)

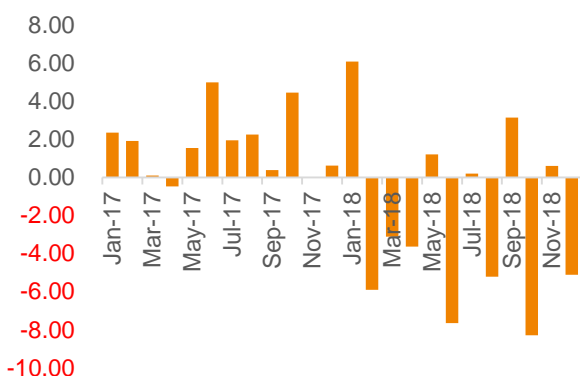


资料来源：wind，天风证券研究所

2018 年股市走弱，债市表现优于 2017 年。2018 年沪深 300 指数累计下跌 25.31%，2017 年累计上涨 21.78%；创业板指数 2018 年累计下跌 28.65%，2017 年累计下跌 10.67%；中债

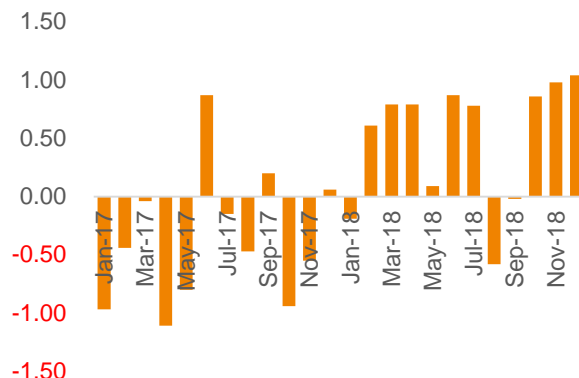
总全价指数 2018 年累计上涨 6.17%，2017 年累计下跌 4.26%。

图 9：沪深 300 指数涨跌幅（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：中债总全价指数涨跌幅（单位：%）



资料来源：wind，天风证券研究所

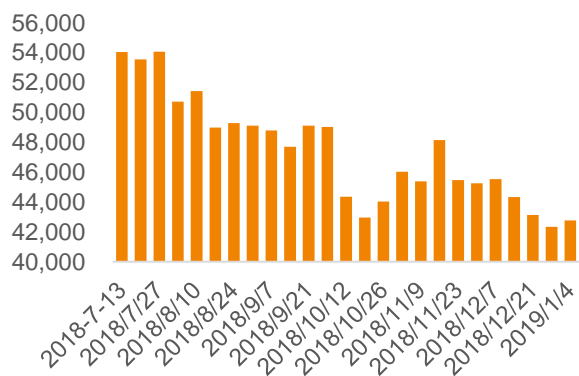
**两融业务规模震荡下行，股票质押式回购业务规模逐渐下滑。**截至 2018 年末，融资融券余额为 7557 亿元，较年初（10298 亿元）下降 26.62%。两融业务规模主要受市场需求的影响，随着 2018 年 Q3 以来市场震荡下行，两融余额降幅较大。股票质押业务方面，上半年，股票质押式回购业务成为市场关注焦点，自 3 月份股票质押新规开始正式实施，市场监管趋严，去杠杆力度加大，叠加市场震荡下行，券商对股票质押业务更为谨慎。截至 2018 年末，中证登口径下市场质押市值为 42336 亿元，较 2018 年 7 月初下降 21.66%，预计未来将进一步控制股票质押业务的规模，但不会出现断崖式的下降。

图 11：融资融券余额（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

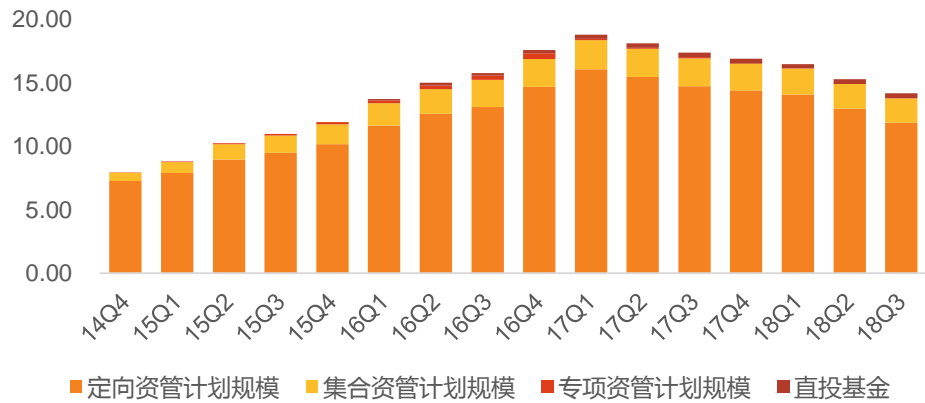
图 12：股票质押市值（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

根据中国证券业协会数据，截至 2018 年 9 月末，券商资管计划规模为 14.18 万亿元，较 2017 年 Q1 高点下降 24%。其中，定向资管计划规模为 11.85 万亿元，集合资管计划规模为 1.93 万亿元。

图 13: 截至 2018 年 9 月末, 券商资管计划规模为 14.18 万亿元 (单位: 万亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

## 2. 证券行业 2018 年净利润 666 亿元, YOY-41%

证券业协会对证券公司 2018 年度经营数据进行了统计, 131 家证券公司当期实现营业收入 2662.87 亿元, YOY-14.47%; 净利润 666.20 亿元, YOY-41.04%; 106 家券商实现盈利, 较 2017 年减少 14 家, 占证券公司总数量的 80.92%。总资产为 6.26 万亿元, YOY+1.95%; 净资产 1.89 万亿元, YOY+2.16%; 净资产回报率为 3.52%。

表 1: 证券行业 2018 年净利润 666 亿元, 同比下降 41% (单位: 亿元)

| 项目              | 2016 年  | 2017 年    | 2018 年   | 同比变动 (%) |
|-----------------|---------|-----------|----------|----------|
| 券商数量            | 129     | 131.00    | 131.00   | 0%       |
| 营业收入            | 3279.94 | 3,113.28  | 2,662.87 | -14.47%  |
| 代理买卖证券业务净收入     | 1052.95 | 820.92    | 623.42   | -24.06%  |
| 证券承销与保荐业务净收入    | 519.99  | 384.24    | 258.46   | -32.73%  |
| 财务顾问业务净收入       | 164.16  | 125.37    | 111.50   | -11.06%  |
| 投资咨询业务净收入       | 50.54   | 33.96     | 31.52    | -7.18%   |
| 资产管理业务净收入       | 296.46  | 310.21    | 275.00   | -11.35%  |
| 证券投资收益          | 568.47  | 860.98    | 800.27   | -7.05%   |
| 利息净收入           | 381.79  | 348.09    | 214.85   | -38.28%  |
| 净利润             | 1234.45 | 1,129.95  | 666.20   | -41.04%  |
| 盈利券商数量          | 124     | 120.00    | 106.00   | -11.67%  |
| 总资产 (万亿元)       | 5.79    | 6.14      | 6.26     | 1.95%    |
| 净资产 (万亿元)       | 1.64    | 1.85      | 1.89     | 2.16%    |
| 客户交易结算资金余额      | 14400   | 10,600.00 | 9,378.91 | -11.52%  |
| 托管证券市值 (万亿)     | 33.77   | 40.33     | 32.62    | -19.12%  |
| 受托管理资金本金总额 (万亿) | 17.82   | 17.26     | 14.11    | -18.25%  |

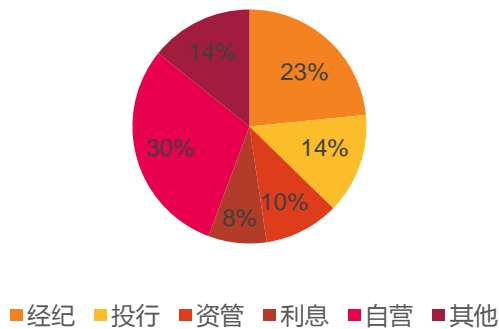
资料来源: 证券业协会, 天风证券研究所

各主营业务收入均出现不同程度下滑, 利息净收入下滑幅度最大。2018 年证券行业利息净收入为 215 亿元, YOY-38%; 代理买卖证券业务净收入 623 亿元, YOY-24%; 证券承销与保荐业务净收入 258 亿元, YOY-33%; 财务顾问业务净收入 112 亿元, YOY-11%; 资产管理业务净收入 275 亿元, YOY-11%; 证券投资收益则由 2017 年度的 860.98 亿元降为 2018 年度的 800.27 亿元, YOY-7%。

从收入结构来看, 自营是第一大收入来源。2018 年, 自营、经纪、投行、资管、利息净收入、其他的收入占比分别为 30%、23%、14%、10%、8%和 14%。收入占比提升的分别是自营

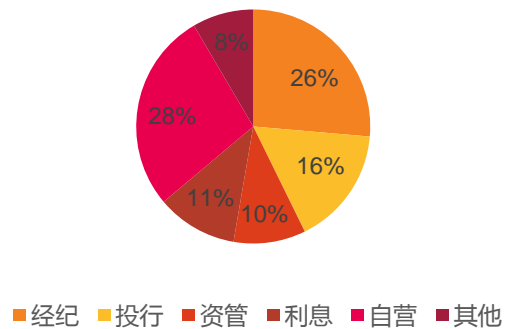
和其他收入，分别提升 2 个百分点和 6 个百分点。经纪、投行、利息净收入均有不同程度的下滑。

图 14：2018 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 15：2017 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

### 3. 2018 年年报前瞻

#### 3.1. 龙头券商业绩整体优于其他中小型上市券商

截至 1 月 25 日，已有 12 家上市券商公布了 2018 年业绩快报，分别是中信证券、海通证券、浙商证券、国元证券、长江证券、东方证券、光大证券、国海证券、中信建投、东北证券、太平洋和方正证券。12 家上市券商净利润均同比下滑，同比降幅在 14%到 84%之间。中信证券、海通证券、中信建投的净利润分别为 93.94 亿元、52.13 亿元和 30.87 亿元，同比分别下降 18%、40%和 23%，龙头券商业绩整体优于其他中小型上市券商以及行业平均水平。中信建投、中信证券、浙商证券的加权平均净资产收益率分别为 6.79%、6.20%和 5.24%，不同上市券商间的盈利能力分化明显，据此我们判断 2018 年行业集中度预计将进一步提升。

表 2：已披露业绩预告的 12 家上市券商业绩情况（单位：亿元）

|      | 营业收入   | YOY     | 净利润        | YOY       | 总资产      | 归母股东权益   | 加权平均 ROE |
|------|--------|---------|------------|-----------|----------|----------|----------|
| 中信证券 | 372.23 | -14.02% | 93.94      | -17.83%   | 6,535.41 | 1,531.41 | 6.20%    |
| 海通证券 | 238.59 | -15.46% | 52.13      | -39.52%   | 5,742.95 | 1,178.38 | 4.43%    |
| 浙商证券 | 36.82  | -20.14% | 7.21       | -32.16%   | 570.11   | 136.65   | 5.24%    |
| 国元证券 | 25.70  | -26.80% | 6.84       | -43.18%   | 780.95   | 246.77   | 2.73%    |
| 长江证券 | 43.51  | -23.19% | 2.59       | -83.23%   | 994.58   | 265.42   | 0.99%    |
| 东方证券 | 103.01 | -2.19%  | 12.39      | -65.13%   | 2,269.50 | 518.02   | 2.37%    |
| 光大证券 | 77.91  | -20.81% | 13.47      | -55.34%   | 2,057.02 | 484.49   | 2.77%    |
| 国海证券 | 21.17  | -20.39% | 0.85       | -77.28%   | 631.95   | 135.85   | 0.63%    |
| 中信建投 | 109.07 | -3.50%  | 30.87      | -23.11%   | 1,950.82 | 475.77   | 6.79%    |
| 东北证券 | -      | -       | 2 到 3 亿元   | -55%到-70% | -        | -        | -        |
| 太平洋  | -      | -       | -12 到-14 亿 | -         | -        | -        | -        |
| 方正证券 | -      | -       | 6-7.2 亿    | -50%到-60% | -        | -        | -        |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2018 年上市券商业绩出现下滑的主要原因包括：

一是：受市场持续低迷、成交额萎缩、股权融资规模减少等市场因素影响，上市券商的业务受限，自营、经纪、投行、资管、利息等业务收入均出现不同程度的下滑。

二是：受前期业务布局与改革成本投入影响，部分上市券商当期成本支出较上年仍有所增

长，导致利润率下滑。

表 3：部分上市券商计提减值损失情况统计（单位：万元）

| 资产名称       | 方正证券      | 长江证券      | 光大证券      | 太平洋       | 国海证券     |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|----------|
| 融出资金       | 33,725.04 | 2,987.49  | 4,194.70  |           |          |
| 买入返售金融资产   | 11,142.22 | 7,537.58  | 31,949.38 | 94725.51  | 3982.19  |
| 应收以及其他应收款项 | 77.44     | 12,763.72 | -         |           | 4853.01  |
| 可供出售金融资产   | 2,056.64  | 4,201.80  | -         | 2428.83   |          |
| 其他         | -         | 1,952.91  | -         |           | 524.96   |
| 债权投资       | -         | -         | 12,920.78 |           |          |
| 其他债权投资     | -         | -         | 6,204.49  |           |          |
| 合计         | 47,001.34 | 29,443.50 | 55,269.35 | 97,154.34 | 9,360.16 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

三是：计提的资产减值准备增加。中信证券业绩大降的一大原因是其大幅计提了信用减值损失，2018 年前三季度累计计提 12.3 亿元，其中计提以股票质押为主的买入返售金融资产成为信用大幅减值的主因。方正证券、长江证券、光大证券、太平洋和国海证券的资产减值计提规模分别为 4.7 亿元、2.94 亿元、5.53 亿元、9.72 亿元和 0.94 亿元。此前兴业证券、中原证券、西部证券、南京证券等也因股票质押业务、融资融券等业务计提大额减值准备，导致上市公司业绩下滑。

表 4：截止 2019 年 1 月 25 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情况（单位：亿元）

| 证券公司 | 表内融出资金 | 归母股东权益 -2018Q3 | 表内融出资金/归母股东权益 | 触及预估平仓线的参考市值规模 | 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规模/归母股东权益 | 预估折损金额 | 信用或资产减值损失 | 计提规模或预估折损金额 |
|------|--------|----------------|---------------|----------------|----------------|-----------------------|--------|-----------|-------------|
| 东吴证券 | 156    | 204            | 76.24%        | 281            | 56.19          | 27.51%                | 16.86  | 0.91      | 5.41%       |
| 太平洋证 | 68     | 113            | 59.98%        | 139            | 28             | 24.71%                | 8.34   | 9.72      | 116.46%     |
| 国海证券 | 75     | 136            | 55.20%        | 147            | 29             | 21.59%                | 8.81   | 1.33      | 15.07%      |
| 中信建投 | 143    | 485            | 29.59%        | 544            | 109            | 22.45%                | 32.65  | 7.59      | 23.25%      |
| 兴业证券 | 228    | 332            | 68.76%        | 245            | 49             | 14.72%                | 14.67  | 6.51      | 44.40%      |
| 东北证券 | 47     | 152            | 30.90%        | 67             | 13             | 8.88%                 | 4.04   | 1.15      | 28.59%      |
| 海通证券 | 660    | 1,177          | 56.08%        | 801            | 160            | 13.60%                | 48.05  | 12.47     | 25.95%      |
| 申万宏源 | 470    | 691            | 68.04%        | 404            | 81             | 11.69%                | 24.24  | 1.48      | 6.11%       |
| 东兴证券 | 80     | 195            | 41.05%        | 119            | 24             | 12.14%                | 7.11   | 0.13      | 1.79%       |
| 方正证券 | 74     | 379            | 19.48%        | 213            | 43             | 11.23%                | 12.77  | 6.75      | 52.89%      |
| 长江证券 | 110    | 271            | 40.54%        | 148            | 30             | 10.95%                | 8.91   | 4.25      | 47.68%      |
| 国信证券 | 347    | 520            | 66.73%        | 259            | 52             | 9.94%                 | 15.52  | 5.86      | 37.77%      |
| 中原证券 | 40     | 101            | 39.60%        | 44             | 9              | 8.70%                 | 2.63   | 1.04      | 39.61%      |
| 国元证券 | 82     | 249            | 33.04%        | 118            | 24             | 9.50%                 | 7.10   | 0.99      | 13.97%      |
| 光大证券 | 193    | 488            | 39.51%        | 168            | 34             | 6.89%                 | 10.08  | 9.13      | 90.57%      |
| 东方证券 | 246    | 514            | 47.81%        | 183            | 37             | 7.11%                 | 10.97  | 0.96      | 8.75%       |
| 中信证券 | 535    | 1,528          | 35.00%        | 577            | 115            | 7.55%                 | 34.63  | 12.32     | 35.59%      |
| 国泰君安 | 499    | 1,236          | 40.42%        | 433            | 87             | 7.00%                 | 25.96  | 5.44      | 20.97%      |
| 广发证券 | 237    | 859            | 27.59%        | 310            | 62             | 7.23%                 | 18.62  | 1.48      | 7.95%       |
| 华西证券 | 43     | 183            | 23.71%        | 47             | 9              | 5.16%                 | 2.83   | -0.25     | -8.69%      |
| 国金证券 | 41     | 193            | 21.03%        | 94             | 19             | 9.76%                 | 5.64   | -0.02     | -0.41%      |
| 西部证券 | 24     | 175            | 13.44%        | 45             | 9              | 5.18%                 | 2.73   | 1.31      | 48.02%      |
| 中国银河 | 368    | 655            | 56.20%        | 159            | 32             | 4.85%                 | 9.53   | 3.17      | 33.20%      |



|      |     |       |        |     |    |       |       |       |         |
|------|-----|-------|--------|-----|----|-------|-------|-------|---------|
| 招商证券 | 285 | 798   | 35.66% | 211 | 42 | 5.28% | 12.65 | 0.97  | 7.64%   |
| 山西证券 | 24  | 124   | 19.37% | 23  | 5  | 3.69% | 1.37  | 0.57  | 41.86%  |
| 华安证券 | 46  | 124   | 37.04% | 21  | 4  | 3.37% | 1.25  | 0.55  | 44.04%  |
| 华泰证券 | 361 | 1,062 | 33.93% | 220 | 44 | 4.15% | 13.22 | 2.29  | 17.34%  |
| 财通证券 | 36  | 201   | 17.92% | 24  | 5  | 2.35% | 1.42  | -0.15 | -10.50% |
| 浙商证券 | 42  | 136   | 31.10% | 14  | 3  | 2.12% | 0.86  | -0.63 | -72.44% |

资料来源: wind, 天风证券研究所, 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, 假设到 2018 年 Q3 较 2018 年 H1 平均下降 10%; 预估折损金额: 触及预估平仓线的融出资金规模\*30%;

大型券商资产负债表稳健, 太平洋等部分中小券商计提资产减值的情况不具有行业代表性。一方面大型券商低于平仓线的融出资金规模/归母股东权益的比例显著低于中小型券商, 另一方面信用/资产减值计提比例远高于中小型券商。建议关注 IFRS9 新规下中小券商 2019 年信用减值损失计提压力。

### 3.2. 月度财务数据

我们统计范围内 33 家上市券商, 2018 年累计净利润为 667 亿元, 同比下降 25% (可比口径)。中信证券、华泰证券、国泰君安、海通证券、申万宏源净利润分别为 85.20 亿元、74.35 亿元、74.07 亿元、60.45 亿元、52.16 亿元, 同比-6%、-28%、-17%、-8%和+17%。华泰证券、申万宏源、中信建投、中信证券、国信证券的净资产收益率分别为 7.66%、7.65%、6.70%、6.53%、6.46%。33 家上市券商中, 31 家实现盈利, 累计净利润同比实现增长的仅有 4 家, 分别是申万宏源、浙商证券、方正证券和华创阳安。

表 5: 上市券商 2018 年 1-12 月累计月度财务数据一览 (单位: 亿元)

|      | 18 年累计净利润 | 17 年累计净利润 | 同比   | 净资产-18 年 12 月 | ROE   |
|------|-----------|-----------|------|---------------|-------|
| 中信证券 | 85.20     | 90.89     | -6%  | 1315.75       | 6.53% |
| 华泰证券 | 74.35     | 103.76    | -28% | 1044.78       | 7.66% |
| 国泰君安 | 74.07     | 89.25     | -17% | 1273.09       | 5.83% |
| 海通证券 | 60.45     | 65.75     | -8%  | 1118.60       | 5.42% |
| 申万宏源 | 52.16     | 44.54     | 17%  | 706.88        | 7.65% |
| 广发证券 | 48.01     | 71.56     | -33% | 803.34        | 5.97% |
| 招商证券 | 42.05     | 50.27     | -16% | 789.26        | 5.34% |
| 国信证券 | 33.16     | 43.67     | -24% | 515.64        | 6.46% |
| 中国银河 | 32.27     | 36.50     | -12% | 657.08        | 4.95% |
| 中信建投 | 30.87     | 40.15     | -23% | 460.55        | 6.70% |
| 光大证券 | 23.90     | 32.31     | -26% | 502.90        | 4.76% |
| 方正证券 | 14.58     | 14.39     | 1%   | 459.48        | 3.17% |
| 国投资本 | 13.08     | 22.09     | -41% | 303.92        | 4.29% |
| 东方证券 | 12.61     | 32.79     | -62% | 521.74        | 4.46% |
| 兴业证券 | 11.27     | 21.40     | -47% | 313.20        | 3.52% |
| 东兴证券 | 10.53     | 12.25     | -14% | 193.49        | 5.47% |
| 国金证券 | 9.77      | 11.58     | -16% | 192.29        | 5.14% |
| 华西证券 | 8.08      | N/A       | N/A  | 182.04        | 4.52% |
| 财通证券 | 7.45      | N/A       | N/A  | 196.05        | 3.77% |
| 浙商证券 | 5.55      | 5.18      | 7%   | 137.21        | 4.17% |
| 国元证券 | 5.23      | 9.58      | -45% | 235.69        | 2.18% |
| 东吴证券 | 4.26      | 7.66      | -44% | 197.47        | 2.12% |
| 华安证券 | 4.17      | 6.42      | -35% | 122.14        | 3.43% |
| 长江证券 | 3.63      | 14.79     | -75% | 272.25        | 1.33% |

|      |         |        |       |          |        |
|------|---------|--------|-------|----------|--------|
| 西部证券 | 3.35    | 8.73   | -62%  | 174.28   | 1.90%  |
| 山西证券 | 2.83    | 5.33   | -47%  | 134.24   | 2.10%  |
| 西南证券 | 2.44    | 8.56   | -71%  | 181.69   | 1.30%  |
| 华创阳安 | 2.40    | 2.05   | 17%   | 107.90   | 2.24%  |
| 第一创业 | 1.70    | 3.74   | -55%  | 94.76    | 1.79%  |
| 东北证券 | 1.63    | 5.20   | -69%  | 151.23   | 1.06%  |
| 国海证券 | 0.08    | 2.92   | -97%  | 131.65   | 0.06%  |
| 中原证券 | (0.54)  | 4.31   | -113% | 97.00    | -0.55% |
| 太平洋  | (11.01) | 1.69   | -753% | 105.14   | -9.94% |
| 合计   | 666.83  | 829.14 | -25%  | 13692.73 | 4.99%  |

资料来源: wind, 天风证券研究所, 中信建投数据是来源是公司业绩快报, 其余均是月度财务数据

## 4. 投资建议

### 4.1. 中性假设下, 我们预计 2019 年行业净利润 732 亿元, 同比+10.51%

基于保守、中性和乐观三种情形, 我们对于证券行业 2019 年的盈利能力进行预测。在中性假设下的前提下, 我们预计 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 4.36%。

表 6: 证券行业盈利预测核心假设 (单位: 亿元)

| 经纪业务      | 19E 保守 | 19E 中性 | 19E 乐观 | 资本中介业务     | 19E 保守 | 19E 中性  | 19E 乐观  |
|-----------|--------|--------|--------|------------|--------|---------|---------|
| 业务收入      | 521    | 595    | 670    | 业务收入       | 7500   | 8000    | 8500    |
| 日均成交额(亿)  | 3500   | 4000   | 4500   | 年均融资融券余额   | 5500   | 6000    | 6000    |
| 综合佣金率 %   | 0.031% | 0.031% | 0.031% | 年均股票质押余额   | 2.5%   | 2.5%    | 2.5%    |
| 交易日       | 240    | 240    | 240    | 融资融券净利差    | 1.5%   | 1.5%    | 1.5%    |
|           |        |        |        | 股票质押净息差    | 7500   | 8000    | 8500    |
| 投行业务      |        |        |        | 资管业务       |        |         |         |
| 业务收入      | 291    | 337    | 376    | 业务收入       | 345    | 386     | 410     |
| IPO 股票承销额 | 1400   | 1600   | 1800   | 集合资管同比规模增速 | 5%     | 15%     | 25%     |
| 再融资       | 10000  | 12000  | 14000  | 集合资管规模     | 20,232 | 22,159  | 24,086  |
| 债券承销额     | 30000  | 33000  | 36000  | 定向资管同比规模增速 | -20%   | -10%    | -5%     |
| 财务顾问收入    | 100    | 110    | 120    | 定向资管规模     | 94,820 | 106,672 | 112,598 |

资料来源: wind, 天风证券研究所

中性假设如下 (其他假设见预测表):

- 1) 日均股票交易额为 4000 亿元, 佣金率小幅下滑至 0.031%; 经纪业务收入 595 亿元, 同比+5%。
- 2) 投行业务收入同比+15%至 447 亿元, 其中股权融资规模为 1.36 万亿元, 债券承销规模为 3.3 万亿元; 得益于并购重组政策边际放松, 预计 2019 年财务顾问收入为 110 亿元。
- 3) 资管业务收入同比+10%至 386 亿元, 预计集合资管规模将同比+15%, 定向资管规模将同比-10%, 费率提升将弥补规模下降的影响。
- 4) 投资收入为 750 亿元, 同比上升 7%, 预计将为券商行业贡献业绩弹性。

净利息收入+10%至 232 亿元, 预计两融与股票质押式回购业务年均规模分别为 8000 亿元

和 6000 亿元（券商自有资金），受益于利率下行的影响，预计券商融资成本将下降，净息差扩大将弥补规模下降的影响。

表 7：证券行业盈利预测（单位：亿元）

|         | 2015    | 2016    | 2017   | 2018E   | 19E 保守 | 19E 中性 | 19E 乐观 |
|---------|---------|---------|--------|---------|--------|--------|--------|
| 经纪业务    | 2,691   | 1,053   | 821    | 568     | 521    | 595    | 670    |
| 投资银行    | 531     | 684     | 510    | 388     | 391    | 447    | 496    |
| 承销保荐收入  | 394     | 520     | 384    | 298     | 291    | 337    | 376    |
| 财务顾问收入  | 138     | 164     | 125    | 90      | 100    | 110    | 120    |
| 投资咨询    | 45      | 51      | 34     | 34      | 30     | 30     | 30     |
| 资产管理    | 275     | 296     | 310    | 352     | 345    | 386    | 410    |
| 投资收益    | 1,414   | 568     | 861    | 700     | 700    | 750    | 800    |
| 利息净收入   | 591     | 382     | 348    | 210     | 216    | 232    | 242    |
| 其它收入    | 205     | 246     | 230    | 200     | 200    | 220    | 220    |
| 营业收入    | 5,752   | 3,280   | 3,113  | 2452    | 2403   | 2661   | 2868   |
| 营收同比增速  | 120.97% | -42.97% | -5.08% | -21.23% | -2.01% | 8.50%  | 16.94% |
| 净利润     | 2448    | 1234    | 1,130  | 662     | 637    | 732    | 803    |
| 净利润同比增速 | 153.42% | -49.59% | -8.43% | -41.41% | -3.82% | 10.51% | 21.27% |
| 净资产     | 14,513  | 16,377  | 18,460 | 18,900  | 19,270 | 19,723 | 20,235 |
| ROE     | 16.9%   | 7.5%    | 6.1%   | 3.50%   | 3.30%  | 3.71%  | 3.97%  |
| 净资产增速   | 57.89%  | 12.84%  | 12.72% | 2.38%   | 1.96%  | 4.36%  | 7.06%  |

资料来源：wind，天风证券研究所

## 4.2. 投资建议

证券：“投资时钟指向券商”，我们继续推荐龙头券商。

1) 中共中央决定，任命易会满同志为中国证监会党委书记，免去刘士余同志的中国证监会党委书记职务。国务院决定，任命易会满同志为中国证监会主席，免去刘士余同志的中国证监会主席职务。

2) 1月23日，中央深改委审议通过设立上交所科创板并试点注册制总体实施方案，并指出这是实施创新驱动发展战略、深化资本市场改革的重要举措；提出要稳步试点注册制，统筹推进发行、上市、信息披露、交易、退市等基础制度改革，建立健全以信息披露为中心的发行上市制度。

3) 证券业协会披露数据显示，131家证券公司营业收入2663亿元，YOY-14%；净利润666亿元，YOY-41%；总资产为6.26万亿元，YOY+1.95%；净资产1.89万亿元，YOY+2.16%；净资产回报率为3.52%；各主营业务收入均出现不同程度下滑，利息净收入下滑幅度最大，自营收入占比30%。

4) 截至1月25日，已有12家上市券商公布2018年业绩快报或业绩预告，中信证券、海通证券、中信建投净利润分别为94/52/31亿元，YOY-18%/-40%/-23%，优于行业平均水平；中小券商受计提减值准备影响拖累业绩；上市券商间的盈利能力分化明显，据此我们判断2018年行业集中度预计将进一步提升。

5) 业绩低点或已过，政策环境持续改善。2019年券商基本面改善：资本市场改革与政策纠偏+投行和直投业务增长+融资成本下行+股权质押业务纾困+集中度提升+股票市场处于底部+高Beta。行业平均估值1.42x PB，大型券商估值在0.9-1.4x PB之间，行业历史估值的中位数为2x PB。继续推荐龙头券商，推荐中信证券、中信建投、华泰证券、国泰君安，建议关注中金公司。

图 16: 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 8: 上市券商盈利预测及估值表(2019 年 1 月 25 日)

| 证券名称 | 股价(元) | 市值(亿元) | P/E(倍) |       |       | P/B(倍) |       |       |
|------|-------|--------|--------|-------|-------|--------|-------|-------|
|      |       |        | 2017   | 2018E | 2019E | 2017   | 2018E | 2019E |
| 中信证券 | 18.04 | 2,036  | 21.19  | 18.79 | 15.82 | 1.49   | 1.34  | 1.24  |
| 国泰君安 | 16.32 | 1,390  | 17.48  | 18.55 | 16.82 | 1.34   | 1.15  | 1.14  |
| 华泰证券 | 18.80 | 1,358  | 20.04  | 19.58 | 17.41 | 1.44   | 1.46  | 1.42  |
| 海通证券 | 10.06 | 1,063  | 18.92  | 21.87 | 16.49 | 1.27   | 1.01  | 0.96  |
| 广发证券 | 13.29 | 1,002  | 15.48  | 16.61 | 14.29 | 1.52   | 1.17  | 1.15  |
| 招商证券 | 14.36 | 923    | 20.54  | 21.12 | 17.73 | 1.47   | 1.21  | 1.19  |
| 中信建投 | 11.20 | 696    | -      | 20.36 | 18.98 | -      | 1.93  | 1.82  |
| 东方证券 | 8.30  | 646    | 31.60  | 14.56 | 12.97 | 1.84   | 1.08  | 1.06  |
| 光大证券 | 9.53  | 460    | 21.38  | 14.22 | 13.24 | 1.27   | 0.89  | 0.87  |
| 兴业证券 | 5.05  | 356    | 24.57  | 15.30 | 14.03 | 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      | 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 |