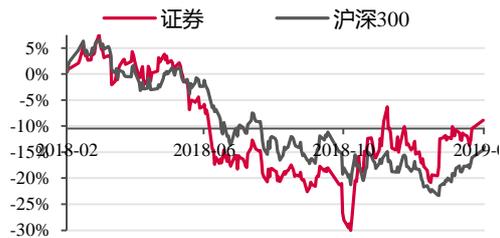


不负春光 政策催化

2019年02月12日

评级 **同步大市**

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
证券	3.71	6.67	-9.34
沪深300	6.84	3.16	-15.00

杨莞茜
分析师

 执业证书编号: S0530516080001
 yangwq@cfzq.com

0731-84779576

相关报告

- 1 《证券行业 2019 年度策略报告-监管创新并进, 潮声处处帆扬》 2018-12-26
- 2 《证券: 证券行业 2018 年 11 月报: 业绩承压 行情领跑》 2018-12-07
- 3 《证券: 证券行业 2018 年 10 月报: 多举措疏导质押风险 政策助力市场回暖》 2018-10-30

重点股票	2017A		2018E		2019E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
华泰证券	19.80	0.88	22.50	1.30	15.23	0.70	推荐
中信证券	18.97	0.86	22.06	0.94	20.18	0.79	推荐
中信建投	12.23	0.73	16.75	0.55	22.24	0.39	推荐
海通证券	10.86	0.70	15.51	0.75	14.48	0.45	谨慎推荐
国泰君安	17.49	1.29	13.56	1.13	15.48	0.70	谨慎推荐
申万宏源	4.54	0.27	16.81	0.23	19.74	0.19	谨慎推荐
广发证券	13.30	1.05	12.67	1.13	11.77	0.79	谨慎推荐

资料来源: 财富证券

投资要点:

- 板块行情表现: 1 月市场开门红, 受降准等消息影响, 迎来一小波反弹行情, 上证综指收涨 3.64%, 中小板收涨 2.84%, 创业板下跌 1.80%。申万非银金融板块大幅上涨 8.81%, 跑赢市场 5.2 个百分点, 在申万 28 个一级行业中排名第 3 位。二级子行业中保险领涨 11.05%、券商上涨 8.20%、多元金融下跌 3.87%。
- 行业估值: 券商板块整体 PB 估值 1.42X(前值 1.31X), 位历史后 95.9% 分位。大券商 PB 中值为 1.33X(前值 1.13X)、中小券商为 1.48X(前值 1.37X), 分别位于历史后 97.3% 和 94.5% 分位。
- 行业数据: 2018 年券商业绩收官, 全行业 2018 年营业收入与净利润同比双降, 分别为 -14.5% 与 -41%, 且降幅较上一年进一步拉大。主要受国内宏观经、贸易战、以及股市下跌影响, 证券市场表现疲软, 导致经纪业务、自营投资同比大幅下降; 此外, 新金融工具准则的实施, 权益类价格波动直接在利润中体现, 证券公司业绩波动性进一步加大。
- 投资建议: 1 月一行两会对于市场利好政策不断推出。创立科创板并试点注册制的各项工作有序推进, 无论是制度改革力度还是推出速度上均超出市场预期, 有望持续提振市场情绪。资金方面, QFII 及 RQFII 管理制度合二为一, 放宽其准入条件及投资范围的限定, 允许参与融资融券交易, 加大对境外资金的吸引力。此外, 证监会正在修订融资融券交易细则, 进一步完善 A 股市场上杠杆资金的交易机制。证券公司经营层面, 自营投资权益类证券风险资本准备计算比例拟放开, 鼓励证券公司加大对权益类资产的长期配置力度, 证券公司的经营杠杆空间将得到提高。当前市场环境下, 我们认为政策仍然是最大的催化因素。科创板和注册制的推出拉动了资本市场扩容序幕, 将为证券公司投行业务带来新的增量机会, 同时也对券商的资本实力、定价能力、销售等能力有着较高的要求, 建议关注投行业务优势明显的龙头券商: 中信建投、中信证券、华泰证券、广发证券、招商证券。
- 风险提示: 业务开展不及预期; 市场大幅调整; 股权质押风险。

内容目录

1 市场行情回顾.....	3
2 行业经营数据.....	4
3 投资建议.....	7
4 行业信息.....	8
5 风险提示.....	9

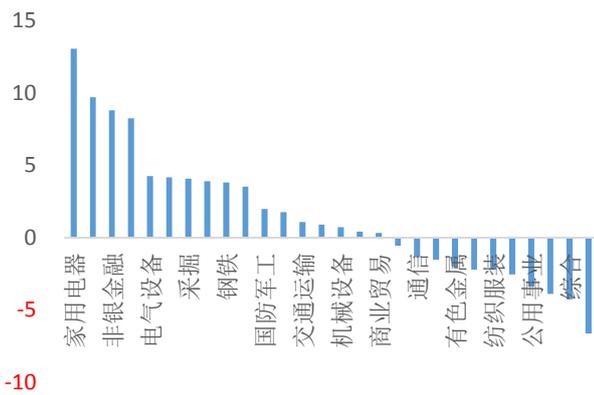
图表目录

图 1: 申万一级行业 1 月涨跌幅 (%)	3
图 2: 证券行业近一年单月涨跌幅 (%)	3
图 3: 证券 PB 估值走势	4
表 1: 个股涨跌幅排名	3
表 2: 证券 PB 估值	4
表 3: 上市券商 2018 年 12 月经营情况	5
表 4: 部分上市券商 2018 年业绩快报	6

1 市场行情回顾

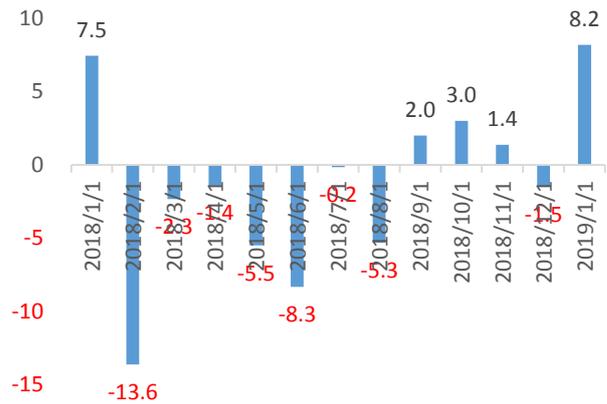
2018年12月市场不断下行探底，年末收至2493点，创年内最低；1月市场开门红，受降准等消息影响，迎来一小波反弹行情。1月上证综指收涨3.64%，中小板收涨2.84%，创业板下跌1.80%。申万非银金融板块大幅上涨8.81%，跑赢市场5.2个百分点，在申万28个一级行业中排名第3位。二级子行业中保险领涨11.05%、券商上涨8.20%、多元金融下跌3.87%。

图1：申万一级行业1月涨跌幅（%）



资料来源：wind，财富证券

图2：证券行业近一年单月涨跌幅（%）



资料来源：wind，财富证券

当月上涨幅度排名前五的券商分别为新股华林证券（66.22%）、华泰证券（18.15%）、方正证券（15.25%）、华泰证券（14.55%）、中信证券（14.05%）；下跌幅度较大的为长城证券（-3.53%）、太平洋（-1.20%）、东兴证券（-0.84%）。

表1：个股涨跌幅排名

涨幅排名前五位				涨幅排名后五位			
股票代码	股票名称	月度涨跌幅%	年度涨跌幅%	股票代码	股票名称	月度涨跌幅%	年度涨跌幅%
002945.SZ	华林证券	66.22	66.22	601990.SH	南京证券	-0.23	-0.23
601688.SH	华泰证券	18.15	18.15	601108.SH	财通证券	-0.42	-0.42
601901.SH	方正证券	15.25	15.25	601198.SH	东兴证券	-0.84	-0.84
600837.SH	海通证券	14.55	14.55	601099.SH	太平洋	-1.20	-1.20
600030.SH	中信证券	14.05	14.05	002939.SZ	长城证券	-3.53	-3.53

资料来源：wind，财富证券

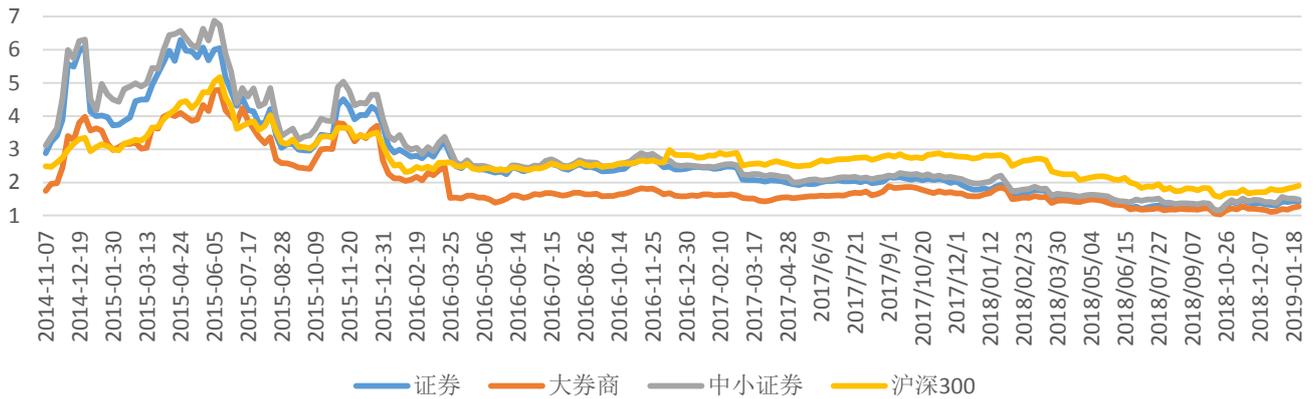
券商估值伴随行情逐步回升，升至2018年11月下跌前的水平。截至1月31日，券商板块PB（TTM,中值）1.42X（前值1.31X），位历史后95.9%分位。大券商PB中值为1.33X（前值1.13X）、中小券商为1.48X（前值1.37X），分别位于历史后97.3%和94.5%分位。截至月末PB低于1倍的券商有光大证券。

表 2：证券 PB 估值

	证券	大券商	中小券商
月末 PB 估值	1.44	1.24	1.52
历史估值中枢	2.64	1.83	2.87
相对沪深 300PB 比值	0.78	1.02	0.83
历史分位	95.6%	97.4%	93.9%

资料来源：wind，财富证券

图 3：证券 PB 估值走势



资料来源：wind，财富证券

2 行业经营数据

上市证券公司 12 月营收创全年单月最高，营收与净利环比分别上涨 64.1%、下降 3.5%。

单月来看，在 35 家上市券商当中，29 家可比券商（非合并口径）12 月共计实现营业收入 263.8 亿元，环比增长 64.1%；实现归母净利润 65.3 亿元，在 11 月份高增长的基数上环比下降了 3.5%。12 月营业收入创全年单月最高，主要原因与年末收入集中确认有关，而受信用业务减值损失计提的影响，净利润在 11 月份高增长的基数上环比小幅下滑。分券商来看，当月营业收入增速最高的券商分别为东兴证券（174%）、财通证券（172%）、华泰证券（169%）、西南证券（160%）、国泰君安（159%）；净利润方面，东兴证券（300%）、国泰君安（149%）、华泰证券（225%）、山西证券（146%）、财通证券（134%）环比增幅较大。

2018 年券商业绩收官，根据证券业协会披露的数据，全行业 2018 年营业收入与净利润同比双双下降，分别为-14.5%与-41%，且降幅较上一年的-5.1%、-8.5%进一步拉大，原因方面，受国内宏观经、贸易战、以及股市下跌影响，证券市场表现疲软，导致经纪业务、自营投资同比大幅下降；此外，新金融工具准则的实施，权益类价格波动直接在利润中体现，证券公司业绩波动性进一步加大。截至最新，共有 12 家上市券商公布了业绩快报，除申万宏源实现营收同比正增长(+14.56%)以外，其他 12 家平均增速为-14.48%；

13家券商净利润均为下滑，平均降幅-42.25%。

图4：可比券商单月营收及增速%

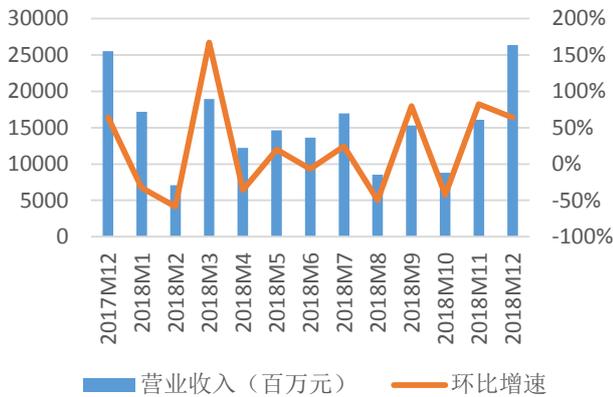
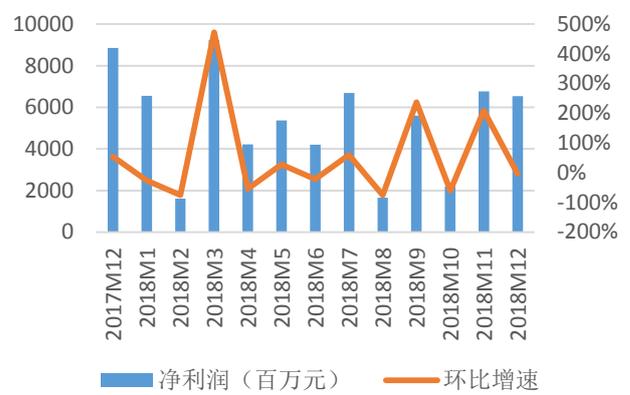


图5：可比券商单月净利润及增速%



资料来源：wind，财富证券

资料来源：wind，财富证券

表3：上市券商2018年12月经营情况

	单月				1-12月累计			
	营业收入 (百万元)	净利润 (百万元)	营收 环比 (%)	净利润 环比 (%)	营业收入 (百万元)	净利润 (百万元)	营业同比 (%)	净利润同比 (%)
中信证券	2251	652	-1%	-61%	16273	8520	-7%	-6%
广发证券	1283	349	31%	-16%	8982	4525	-26%	-37%
海通证券	2555	1030	92%	37%	8735	6045	-22%	-8%
华泰证券	2259	1116	169%	225%	11942	7351	-16%	-29%
招商证券	1602	616	50%	26%	7585	4205	-17%	-16%
光大证券	1217	677	50%	129%	4348	2116	-19%	-37%
长江证券	132	-211	-68%	-448%	3258	363	-23%	-75%
国元证券	470	199	86%	61%	1373	502	-39%	-48%
西南证券	353	-270	160%	-12965%	1883	103	-11%	-88%
申万宏源证券	1569	288	69%	0%	9872	5216	11%	17%
太平洋	82	-650	-14%	-5337%	589	-923	-38%	-648%
东北证券	501	-73	157%	不可比	1529	163	-20%	-69%
国金证券	672	187	112%	88%	2439	977	-28%	-16%
兴业证券	872	-158	90%	-765%	3490	1127	-37%	-47%
山西证券	207	93	22%	146%	1084	283	-37%	-47%
方正证券	835	-3	72%	-102%	4106	1458	-4%	1%
国海证券	212	-66	21%	-216%	874	8	-47%	-97%
东吴证券	624	71	122%	0%	1833	426	-19%	-44%
西部证券	152	-99	-18%	-493%	1597	335	-31%	-62%
国信证券	1552	706	58%	33%	6708	3316	-25%	-24%
东方证券	601	30	18%	-83%	4257	1255	-41%	-62%
东兴证券	570	220	174%	300%	2179	1053	-14%	-14%
国泰君安	3296	1207	159%	149%	14923	7407	-5%	-17%
第一创业	182	-40	83%	-1700%	1144	205	-3%	-45%
华安证券	147	35	-4%	-40%	1096	417	-27%	-35%

中原证券	75	-105	-28%	-478%	759	-54	-38%	-113%
中国银河	1514	634	51%	47%	6296	2878	-28%	-21%
浙商证券	199	27	-3%	-35%	1756	555	-	-
财通证券	374	67	172%	134%	2385	802	-	-
华西证券	203	9	30%	-59%	2041	795	-	-
南京证券	111	-21	-9%	-169%	-	-	-	-
中信建投	1330	467	76%	67%	-	-	-	-
天风证券	436	5	131%	-87%	-	-	-	-
长城证券	301	60	102%	0%	-	-	-	-
华林证券	-	-	-	-	-	-	-	-

资料来源: wind, 财富证券

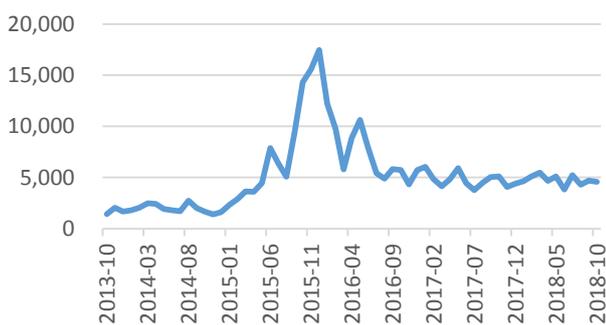
表 4: 部分上市券商 2018 年业绩快报

证券代码	名称	营业收入(百万元)			归属母公司股东的净利润(百万元)		
		本期	上年同期	增长率(%)	本期	上年同期	增长率(%)
600958.SH	东方证券	10,301	10,532	-2.19	1,239	3,554	-65.13
000750.SZ	国海证券	2,117	2,659	-20.39	85	376	-77.28
601211.SH	国泰君安	22,711	23,804	-4.59	6,709	9,882	-32.11
601066.SH	中信建投	10,907	11,303	-3.50	3,087	4,015	-23.11
600030.SH	中信证券	37,223	43,292	-14.02	9,394	11,433	-17.83
600837.SH	海通证券	23,859	28,222	-15.46	5,213	8,618	-39.52
000728.SZ	国元证券	2,570	3,511	-26.80	684	1,204	-43.18
000783.SZ	长江证券	4,351	5,640	-23.19	259	1,545	-83.23
601878.SH	浙商证券	3,682	4,611	-20.14	721	1,064	-32.16
000166.SZ	申万宏源	15,314	13,368	14.56	4,186	4,600	-8.99

资料来源: wind, 财富证券

市场交投清淡、两融持续萎靡、股票质押存量收缩、再融资金额回升，市场下行自营承压。从市场成交要素上，1) 12月日均成交金额 2640 亿元，环比-25.4%，降至年内最低水平；2018 年全年累计日均成交金额 3691 亿元，较 2017 年全年日均 4645 亿元下滑 21%，为 2014 年以来最低。2) 两融余额持续下降，全年前高后低。12 月末沪深两融余额 7558 亿元，当月日均两融余额 7675 亿元，环比下降 6.4%。全年日均两融余额 9131 亿元，较上一年下滑 2.48%。3) 股票质押业务初始交易及存量规模收缩。全市场质押股份 200 亿股，较上月下降 7.14%；待购回股份数量为 6345 亿股，较上月末减少 35 亿股，参考市值 42336 亿元。4) 投行方面，IPO 发行节奏显著减缓，再融资规模加大，带动当月股权发行规模环比增长 100%。其中，IPO 发行 5 家，募集资金仅为 28.4 亿元，环比下降 71%；定向增发及配股共计 22 家，募集资金 659 亿元，环比增加 166%；1-12 月累计股权发行规模 9120 亿元，同比下降 40%。核心信用债券融资规模小幅增加，企业债、公司债、可转债/可交换债的整体融资规模分别为 531 亿元、1853 亿元和 110 亿元，债权融资规模总计 2493 亿元，较上月下降 15%，全年累计同比增加 26%。5) 资管产品发行趋缓，12 月成立资管产品 424 只，发行份额 111 亿份，环比-42%。1-12 月累计发行份额 2219 亿份，同比-9%。6) 12 月市场指数下跌，自营承压。

图 6：两市日均成交金额（亿元）



资料来源：wind，财富证券

图 7：日均融资融券余额（亿元）



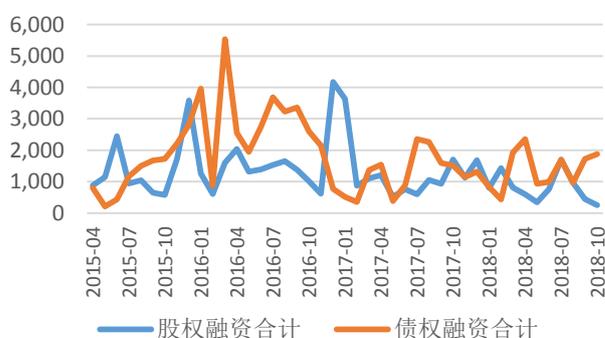
资料来源：wind，财富证券

图 8：市场质押规模（亿股）



资料来源：wind，财富证券

图 9：市场股权及债权融资规模（亿元）



资料来源：wind，财富证券

3 投资建议

1 月份，包括降准在内，一行两会对于市场利好政策不断推出，创立科创板并试点注册制的各项工作有序推进，配套规则正公开征求意见，从发行、上市、交易、退市等制度上均做出了重要的变革，无论是改革力度还是推出速度上均超出市场预期，为低迷的市场环境注入强心针，有望持续提振市场情绪。资金方面，QFII 及 RQFII 管理制度合二为一，放宽其准入条件及投资范围的限定，允许参与融资融券交易，有望扩大外资机构数量及规模，加大对境外资金的吸引力度。此外，证监会正在修订融资融券交易细则，拟取消“平仓线”不得低于 130% 的统一限制、扩大担保物及融资标的范围，进一步完善 A 股市场上杠杆资金的交易机制。证券公司经营层面，自营投资权益类证券风险资本准备计算比例拟放开，鼓励证券公司加大对权益类资产的长期配置力度，证券公司的经营杠杆空间将得到提高。当前市场环境下，我们认为政策仍然是最大的催化因素。科创板和注册制的推出拉动了资本市场扩容序幕，将为证券公司投行业务带来新的增量机会，同时也对券商的资本实力、定价能力、销售等能力有着较高的要求，建议关注投行业务优势明显的龙头券商：中信建投、中信证券、华泰证券、广发证券、招商证券。

4 行业信息

4.1 证监会发布《公开募集证券投资基金投资信用衍生品指引》

为维护资本市场安全稳定运行,保护投资者合法权益,丰富公募基金风险管理工具,满足公募基金风险管理需求,提升公募基金行业管理信用风险的能力,证监会近日发布《公开募集证券投资基金投资信用衍生品指引》(以下简称《指引》),自公布之日起施行。

《指引》共十一条。主要有以下内容:一是明确基金投资信用衍生品以风险对冲为目的;二是明确货币市场基金不得投资信用衍生品;三是要求基金管理人应当合理确定信用衍生品的投资金额、期限等,同时加强信用衍生品交易对手方、创设机构的风险管理;四是要求在定期报告及招募说明书中详细披露投资信用衍生品的相关情况;五是明确规定参照行业协会的相关规定进行估值;六是强化基金管理人及托管人职责;七是明确老基金投资信用衍生品应当依法履行适当程序。

4.2 证监会发布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》并就相关规则征求意见

证监会于2019年1月30日发布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》(以下简称《实施意见》),有序推进设立科创板并试点注册制各项工作。

科创板根据板块定位和科创企业特点,设置多元包容的上市条件,允许符合科创板定位、尚未盈利或存在累计未弥补亏损的企业在科创板上市,允许符合相关要求的特殊股权结构企业和红筹企业在科创板上市。《实施意见》明确,为做好科创板试点注册制工作,将在五个方面完善资本市场基础制度:一是构建科创板股票市场化发行承销机制,二是进一步强化信息披露监管,三是基于科创板上市公司特点和投资者适当性要求,建立更加市场化的交易机制,四是建立更加高效的并购重组机制,五是严格实施退市制度。

4.3 证监会拟对风控指标实施逆周期调节 鼓励证券公司权益类投资

证监会正在研究修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》,拟放宽证券公司投资成份股、ETF等权益类证券风险资本准备计算比例,减少资本占用,进一步支持证券公司遵循价值投资理念,加大对权益类资产的长期配置力度。

4.4 证监会就《合格境外机构投资者及人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法(征求意见稿)》及其配套规则公开征求意见

日前,证监会就修订整合《合格境外机构投资者境内证券投资管理暂行办法》《人民币合格境外机构投资者境内证券投资试点办法》及相关配套规则向社会公开征求意见。主要修订内容包括:一是合并两项制度。将QFII、RQFII两项制度合二为一,整合有关配套监管规定,形成统一的《管理办法》和《实施规定》。境外机构投资者只需申请一次资格,尚未获得RQFII额度的国家和地区的机构,仍以外币募集资金投资。二是放宽准入条件。取消数量型指标要求,保留机构类别和合规性条件。同时,简化申请文件,缩短审批时限。三是扩大投资范围。除原有品种外,QFII、RQFII还可投资:(1)在全国中小企业

股份转让系统（新三板）挂牌的股票；（2）债券回购；（3）私募投资基金；（4）金融期货；（5）商品期货；（6）期权等。此外，允许参与证券交易所融资融券交易。可参与的债券回购、金融期货、商品期货、期权的具体品种，由有关交易场所提出建议报监管部门同意后公布。四是优化托管人管理。明确 QFII 托管人资格审批事项改为备案管理后的衔接要求，不再限制 QFII 聘用托管人的数量。五是加强持续监管。完善账户管理，健全监测分析机制，增加提供相关跨境交易信息的要求，加大违规惩处力度。

5 风险提示

业务开展不及预期；市场大幅调整；股权质押风险。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438