

业绩风险基本释放，景气度上行

证券分析师: 王剑	021-60875165	wangjian@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002
证券分析师: 李锦儿	021--60933164	lijiner@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070003

主要内容:

■ 季度因素影响，1 月业绩环比有所下滑

根据目前已披露的 25 家可比上市券商 1 月经营数据，共实现营业收入 147.2 亿元，环比下降 42%，同比下降 7%；实现净利润 54.2 亿元，环比下降 6%，同比下降 11%。上市券商业绩整体符合预期，预计业绩下滑主要由于季度因素影响。同时，由于 2018 年四季度部分券商计提股票质押资产减值损失，使得净利润基数较低。因此，净利润下滑幅度小于营收下滑幅度，且亏损券商数量明显下降，兴业证券、长江证券等 9 家券商扭亏为盈。我们预计，2018 年四季度中小券商普遍计提股票质押资产减值损失后，业绩风险逐步释放。此外，纾困基金逐步落地、市场企稳环境下，股票质押业务有望迎来转机，不必过度担忧业绩风险。

业绩继续分化，大券商表现领先。1 月单月营业收入居前的上市券商包括：中信证券（22.1 亿元）、国泰君安（13.5 亿元），对应环比变动分别为-2%、-59%；1 月单月净利润居前的上市券商包括：中信证券（7.5 亿元）、国泰君安（4.5 亿元），对应环比变动分别为 16%、-63%。

■ 市场活跃度提升，自营环境大幅改善

交易活跃度提升，股权融资回暖。（1）经纪业务方面，1 月 A 股日均成交金额为 2967 亿元，环比增长 12%；（2）投行业务方面，再融资继续增长，IPO、债券承销规模环比下滑。1 月 IPO 数量为 16 家，实际募资规模为 127 亿元，环比增长 346%，同比下降 7%。1 月再融资规模为 1015 亿元，环比增长 54%，同比增长 62%。债券承销规模为 4767 亿元，环比下降 24%，同比增长 145%；公司债及企业债承销规模为 1772 亿元，环比增长 248%，同比增长 299%。10 月以来，监管层陆续推出多项政策，包括再融资、并购重组松绑等。

自营环境大幅改善，两融余额继续下滑。（1）自营业务方面，1 月股市回暖，债市稳中有升，自营向好。上证综指上涨 3.64%，上月下跌 3.64%；沪深 300 上涨 6.34%，上月下跌 5.11%；创业板下跌 1.80%，上月下跌 5.93%；中债总全价指数上涨 0.42%，上月上涨 1.04%；（2）从反映市场风险偏好和活跃度的两融余额看，1 月两融平均余额 7489 亿元，环比下降 2.42%，最新两融余额（2 月 13 日）为 7316 亿元。

■ 投资建议

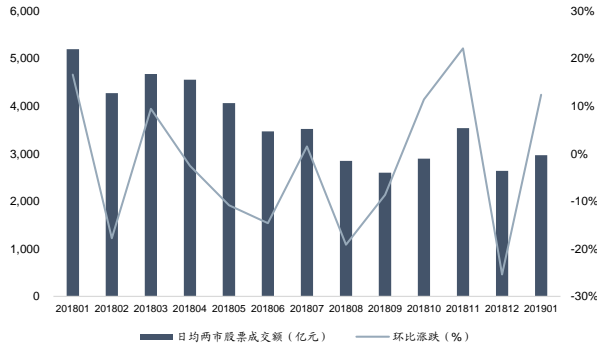
资本市场改革和行业集中度提升逻辑不变。近期，资金入市限制放松政策密集出台，券商板块有望受益于逆周期监管政策。此外，资本市场改革持续推进下，预计龙头券商将受益于衍生品业务、跨境业务等。短期而言，股票质押减值计提压力减缓。目前券商板块 PB 估值为 1.5 倍，大券商估值于 1.1-1.6 倍之间，估值修复仍在途中。坚定看好龙头券商，推荐中信证券、华泰证券。

■ 风险提示

市场大幅下跌导致证券公司自营、经纪、两融业绩下滑；金融监管短期内抑制创新。

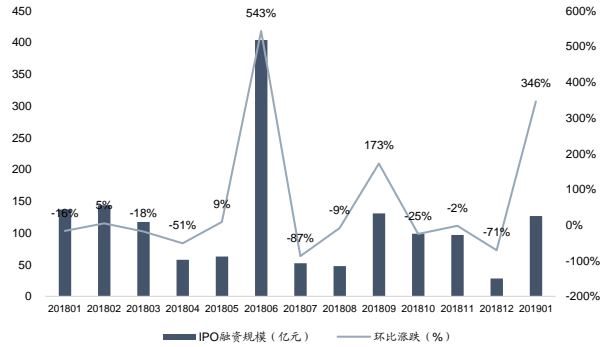
关键图表

图 1：两市日均股票成交额及环比涨跌



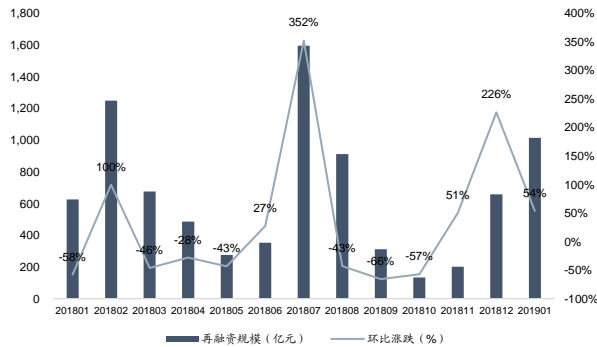
资料来源：上交所、深交所，国信证券经济研究所整理

图 2：IPO 融资规模及环比涨跌



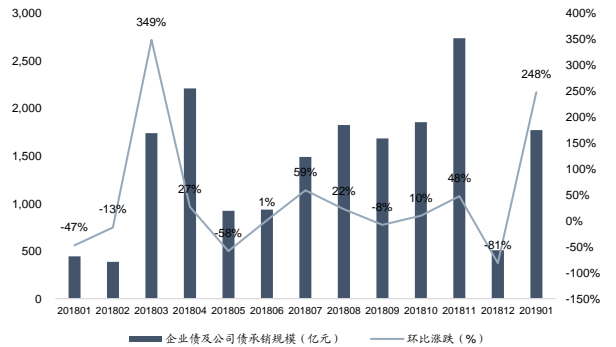
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 3：再融资规模及环比涨跌



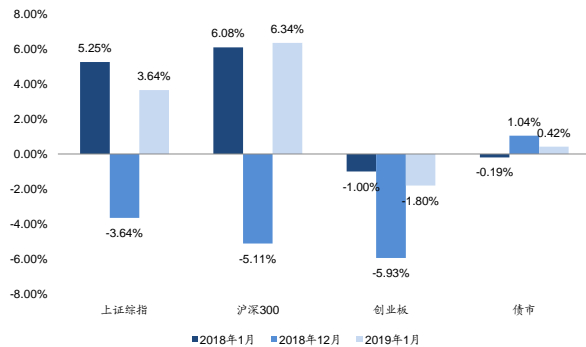
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：企业债及公司债承销规模及环比涨跌



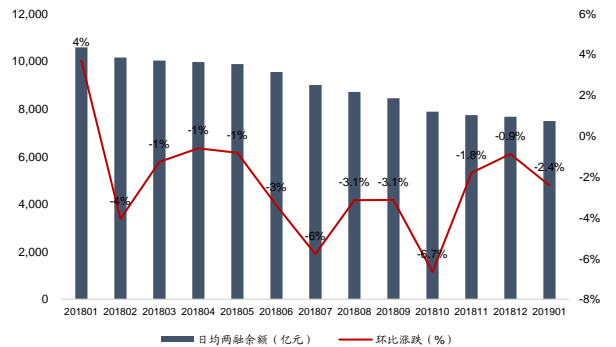
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 5：股债两市表现



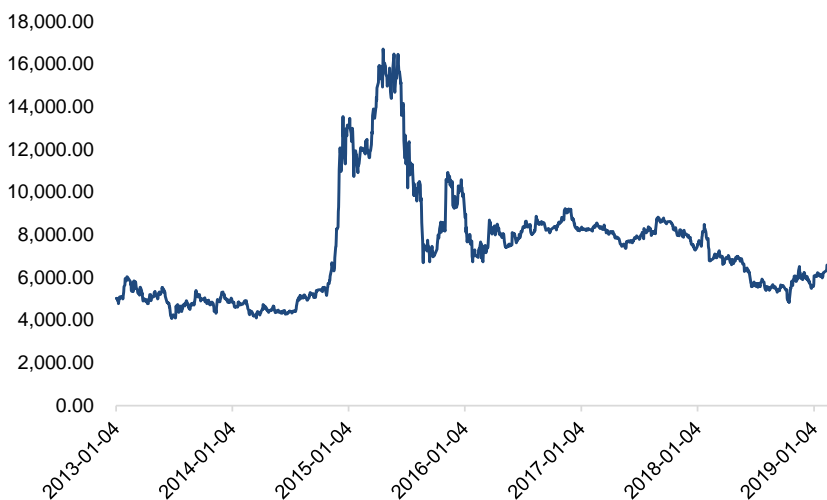
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 6：日均两融余额及环比涨跌



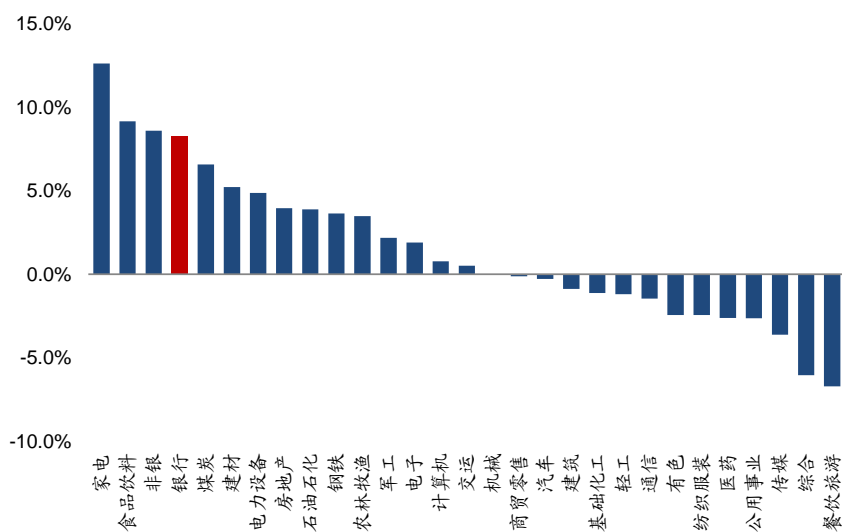
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 7: 券商指数 886054 走势 (日 K 线)



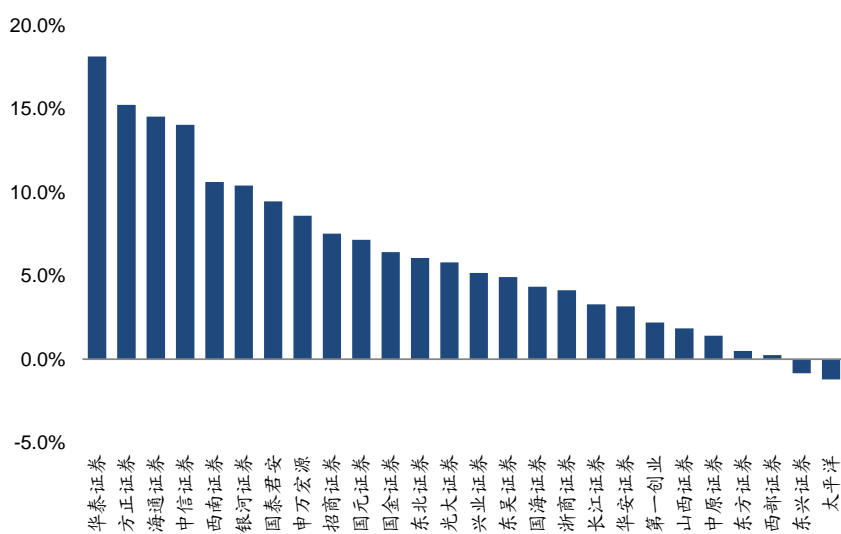
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 29 个中信一级行业月涨幅排名



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9: 券商板块个股月涨跌幅情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 券商板块 PB 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。

相关研究报告:

- 《保险行业重大事件快评: 短期波动不掩长期价值》 ——2019-01-31
- 《股票质押监管限制放宽点评: 增加流动性, 缓解股票质押风险》 ——2019-01-21
- 《保险行业 1 月投资策略: 而今迈步从头越》 ——2019-01-17
- 《证券行业 1 月投资策略: 业绩分化, 龙头保持优势》 ——2019-01-14
- 《行业重大事件快评: 经济起伏, 不改价值回归大势》 ——2019-01-08

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032