

证券

政策环境持续改善，看好行业配置价值

- 券商1月财务数据点评

评级：增持（维持）

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

分析师：陆韵婷

执业证书编号：S0740518090001

研究助理：高崧

Email: gaosong@r.qizq.com.cn

基本状况

上市公司数	71
行业总市值(百万元)	4748910
行业流通市值(百万元)	3115390

行业-市场走势对比

相关报告

<<深度对比：科创板给券商带来了什么？- 资本市场改革系列研究之二>>2019.02.13

<<科创板+外资监管征求意见，多政策继续利好券商-中泰金融非银周报-20190212>>2019.02.12

<<科创板加速推进，资本市场改革，建议关注券商-中泰金融非银周报-20190127>>2019.01.27

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2016A	2017A	2018E	2019E	2016A	2017A	2018E	2019E		
中信证券	18.64	0.86	0.94	0.78	0.87	20.37	18.64	22.60	20.23	-	买入
华泰证券	18.90	0.88	1.30	0.97	1.10	21.59	14.59	19.43	17.11	-	未评级
国泰君安	17.35	1.21	1.11	1.01	1.76	14.34	15.63	17.18	9.84	-	未评级

注：未评级盈利预测取自wind一致预期

投资要点

- 40家上市券商发布2019年1月财务数据，合并口径（以下同）合计实现营业收入196亿元，环比-36%，同比+0.1%（剔除华林、南京、建投、天风、长城，下同）；合计净利润69亿元，环比-1%，同比-5%；合计母公司净资产1.44万亿元，环比+0.4%，同比+1.7%。**
- 行业营收同比持平。**1月日均股基交易额3208亿元，环比+2.01%，月末两融余额为7282亿元，环比-3.64%，投行IPO过会率环比-6.5%，股权融资共募资535.35亿元，环比-44.39%，债券承销4898亿元，环比+7.50%。券商单月净利润兴业、方正等12月计提减值，本月环比改善较大，中信、国信、申万以及中小券商山西、东北同比呈现改善；7家投行子公司实现营收2.90亿元，环比-67%，同比-10%；13家资管子公司实现营收9.89亿元，环比-52%，同比-11%，其中仅华泰资管净利润均过亿。
- 投资要点：监管政策持续改善，继续看好券商板块投资价值。**去年4季度我们提出券商的经营环境发生重大变化，券商的政策面会持续暖风，详见《重磅深度：“政策底”是如何传导到“市场底”》，《金融政策转向“核心逻辑”：弱刺激+强改革》。科创板对资本市场和投资者信心修复作用重大，有助于直接融资占比提升，助力券商成为真正的投资银行；信用交易两融拟取消平仓线不得低于130%的统一限制、交易接口放开提升量化交易资金效率，市场活跃度有望提升；鼓励险资、券商自有资金权益投资，公募基金试点券商交易结算转入常规，券商机构客户服务能力有望提升，资本市场改革不断推进，券商高beta具有配置价值。建议关注市场化程度高的龙头券商中信证券、华泰证券等。
- 风险提示：二级市场持续低迷；金融监管发生超预期变化。**

内容目录

1 月经营业绩一览.....	- 3 -
1 月经营环境.....	- 4 -
券商涨跌幅.....	- 4 -
经纪.....	- 5 -
投行.....	- 5 -
自营.....	- 6 -
投资建议与估值.....	- 6 -
风险提示.....	- 8 -

图表目录

图表 1: 券商 1 月财务数据 (单位: 亿元)	- 3 -
图表 2: 券商净利润月度对比, 亿元), 同比、环比增速 (%)	- 4 -
图表 3: 券商板块近一年行情走势.....	- 5 -
图表 4: 日均股基交易额 (月度, 亿元), 同比、环比增速 (%)	- 5 -
图表 5: 股债承销情况.....	- 6 -
图表 6: 指数月度涨跌幅 (%) - 股票.....	- 6 -
图表 7: 指数月度涨跌幅 (%) - 债券.....	- 6 -
图表 8: 券商估值表.....	- 8 -

1 月经营业绩一览

- 券商 1 月营收同比持平。40 家上市券商发布 2019 年 1 月财务数据，合并口径（以下同）合计实现营业收入 196 亿元，环比-36%，同比+0.1%（剔除华林、南京、建投、天风、长城，下同）；合计净利润 69 亿元，环比-1%，同比-5%；合计母公司净资产 1.44 万亿元，环比+0.4%，同比+1.7%。

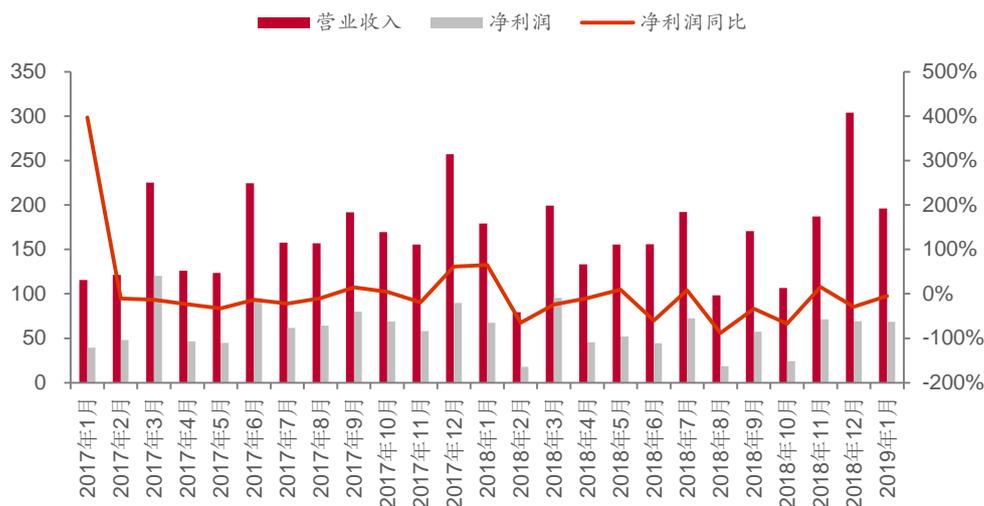
图表 1: 券商 1 月财务数据 (单位: 亿元)

券商母公司合并口径(亿元)	营业收入	环比	同比	净利润	环比	同比	净资产	环比	同比
合计	196.01	-36%	0.1%	68.48	-1%	-5%	14434	0.4%	1.7%
A+H 合计	118.78	-39%	-2%	44.11	-35%	-11%	9344	0.6%	8.7%
中信系	22.15	-2%	39%	7.53	16%	12%	1321	0.4%	2.0%
国君系	13.53	-59%	-32%	4.46	-63%	-36%	1279	0.4%	0.8%
广发系	11.35	-12%	-23%	4.97	42%	-24%	812	1.1%	0.7%
华泰系	11.02	-51%	-28%	4.25	-62%	-32%	1049	0.4%	17.0%
招商系	10.92	-32%	-19%	4.47	-28%	-19%	793	0.5%	1.1%
海通系	10.25	-60%	-4%	4.33	-58%	-24%	1123	0.4%	1.2%
银河系	9.57	-37%	-4%	3.95	-38%	-5%	661.9	1.2%	2.2%
国信系	9.34	-40%	22%	3.36	-52%	50%	516	0.1%	0.9%
申万系	9.03	-42%	75%	3.68	28%	139%	713	0.9%	8.5%
中信建投	7.95	-40%	-	2.09	-55%	-	464	0.7%	-
光大系	6.41	-47%	29%	2.28	-66%	45%	505.2	0.7%	0.8%
兴业系	5.65	-35%	-3%	1.80	214%	-17%	317	1.20%	-3.0%
长江系	5.63	327%	-6%	1.52	172%	-23%	274	0.6%	0.5%
东方系	5.51	-8%	-42%	1.76	489%	-52%	526.1	-1.0%	-0.5%
方正系	4.74	-43%	31%	1.80	6345%	87%	459	-0.1%	-0.1%
安信证券	3.93	-58%	-6%	1.29	-7%	-13%	305	0.7%	-0.1%
西部证券	3.76	147%	25%	1.58	259%	17%	175	0.6%	-1.3%
东北证券	3.59	-28%	170%	1.59	318%	497%	151	-0.4%	-4.1%
国金证券	3.58	-47%	13%	1.31	-30%	7%	193	0.4%	2.7%
财通系	3.14	-16%	-16%	0.67	-0.01%	-47%	197	0.6%	-4.1%
东吴证券	2.91	-53%	30%	0.33	-53.9%	-58%	196	-0.5%	-3.4%
长城证券	2.68	-11%	-	0.48	-20%	-	164	0.4%	-
国元证券	2.61	-44%	-1%	0.79	-60%	-25%	235	-0.2%	-3.8%
东兴证券	2.44	-57%	40%	0.92	-58%	30%	192	-0.7%	0.3%
西南证券	2.30	-35%	-11%	1.23	146%	12%	182	0.3%	-5.6%
华西证券	2.24	10%	41%	0.73	672%	17%	183	0.7%	4.2%
华安证券	2.08	41%	77%	0.85	141%	114%	123	0.5%	1.2%
山西系	2.04	-2%	147%	0.58	-37%	1219%	134	0.6%	-0.5%
华创证券	1.75	-23%	67%	0.17	130%	-5%	108	0.1%	-3.4%
一创系	1.65	-9%	63%	0.64	262%	240%	90	-5.1%	-5.1%
国海证券	1.65	-22%	-17%	0.52	179%	-20%	132	0.6%	-2.0%
江海证券	1.59	-34%	44%	0.72	287%	97%	97	0.7%	-4.7%
浙商证券	1.48	-26%	-25%	0.28	1%	-24%	137	0.2%	6.7%
天风证券	1.45	-67%	-	0.06	25%	-	111	-0.3%	-
太平洋证券	1.33	62%	333%	0.34	105%	146%	99.3	0.6%	-14.6%
南京证券	1.24	12%	-	0.48	324%	-	106	1.2%	-
广州证券	1.14	55%	-8%	0.23	118%	26%	108	-1.0%	-3.7%
中原证券	1.10	46%	-13%	0.35	133%	-47%	97	0.4%	-4.0%
华鑫证券	0.76	-57%	-15%	-0.06	82%	-2932%	53	-1.7%	-5.2%
华林证券	0.53	-	-	0.14	-	-	49.79	-	-
资管子公司	营业收入	环比	同比	净利润	环比	同比	净资产	环比	同比
华泰资管	2.33	-7%	30%	1.24	-34%	35%	58.56	2.2%	6.3%
东方资管	1.38	-2%	-60%	0.38	75%	-65%	24.41	1.6%	38.0%
广发资管	1.13	-54%	-13%	0.59	149%	-20%	48.07	3.1%	17.7%
海通资管	1.11	-38%	35%	0.28	-68%	-21%	36.81	0.8%	0.4%
国君资管	0.78	-72%	32%	0.31	-23%	139%	46.53	0.1%	4.4%
招证资管	0.76	-57%	-8%	0.46	-43%	-9%	34.75	1.3%	23.6%
光大资管	0.58	-82%	45%	0.21	-89%	84%	15.56	1.4%	14.6%
长江资管	0.57	-49%	61%	0.29	-47%	378%	19.03	1.6%	8.4%
财通资管	0.46	-70%	-	0.045	829%	-	7.60	-58.9%	-
银河金汇	0.36	-67%	-30%	0.08	196%	-64%	12.89	0.6%	5.0%
浙商资管	0.21	-32%	-11%	0.01	-69%	31%	18.51	0.1%	60.7%
东证融汇	0.16	-67%	14%	0.09	153%	50%	8.89	0.9%	4.7%
兴证资管	0.05	-69%	-85%	-0.10	38%	-148%	8.24	-0.9%	-45.4%
合计	9.89	-52%	-11%	3.90	-41%	-13%	339.86	-1.9%	8.6%
投行子公司	营业收入	环比	同比	净利润	环比	同比	净资产	环比	同比
华泰联合	0.86	-76%	-9%	0.15	-91%	-23%	39.14	0.4%	-19%
东方花旗	0.73	-59%	-39%	0.11	-18%	-63%	14.33	1%	8%
申万承销保荐	0.66	36%	335%	0.19	10%	625%	14.59	1%	5%
中德证券	0.33	-56%	190%	0.07	-86%	171%	11.63	1%	-6%
一创投行	0.20	-64%	108%	0.06	-82%	315%	4.29	-47.8%	-52%
瑞信方正	0.09	-67%	-32%	-0.07	28%	17%	8.39	-0.8%	-5%
长江承销保荐	0.02	-98%	-97%	-0.11	-119%	-159%	3.95	-79%	50%
合计	2.90	-67%	-10%	0.41	-88%	-10%	96.32	-16%	-11%

来源: wind, 公司公告, 中泰证券研究所, 注: 同比剔除华林、南京、建投、天风、长城

- **龙头排名稳健。**营业收入前三分别为中信系（22 亿元，环比-2%，同比+39%）、国君系（14 亿元，环比-59%，同比-32%）、广发系（11 亿元，环比-12%，同比-23%），31 家券商环比负增长，18 家同比负增长；净利润前三分别为中信系（7.53 亿元，环比+16%，同比+12%）、广发系（4.97 亿元，环比+42%，同比-24%）、招商系（4.47 亿元，环比-28%，同比-19%），14 家环比负增长，18 家同比负增长，综合来看兴业、方正等 12 月计提减值，本月环比改善较大，中信、国信、申万以及中小券商山西、东北同比呈现改善；

图表 2：券商净利润月度对比，亿元，同比、环比增速（%）



来源：wind，中泰证券研究所

- **投行过会率 62.5%，资管继续关注龙头。**1 月 IPO 通过率为 62.5%，环比-6.5%，7 家投行子公司实现营收 2.90 亿元，环比-67%，同比-10%；13 家资管子公司实现营收 9.89 亿元，环比-52%，同比-11%，其中仅华泰资管净利润均过亿。

1 月经营环境

券商涨跌幅

- **政策推动行业经营环境边际改善。**截止 2019 年 1 月 31 日，SW 证券板块收于 4764 点，单月+11.09%，年初以来+11.09%，沪深 300 单月+6.34%，年初以来+6.34%。

图表 3: 券商板块近一年行情走势

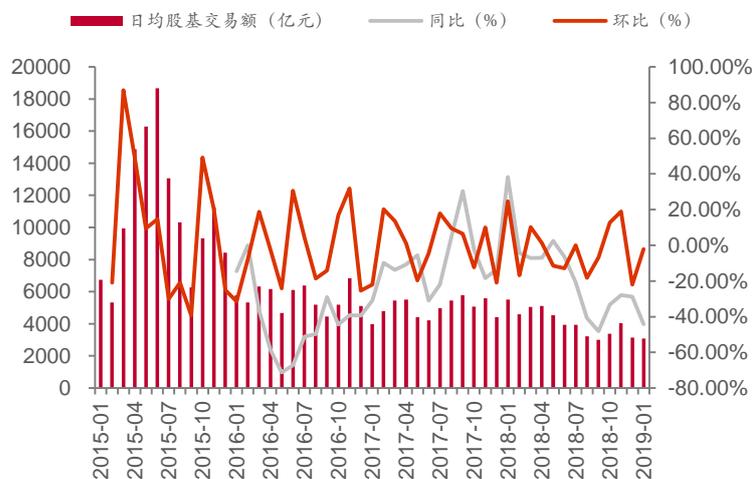


来源: wind, 中泰证券研究所

经纪

- **交易额环比改善。**截止 2019 年 1 月 31 日, 单月经纪业务日均股基交易额合计 3208 亿元, 环比+2.01%, 同比-41.80%。

图表 4: 日均股基交易额 (月度, 亿元), 同比、环比增速 (%)



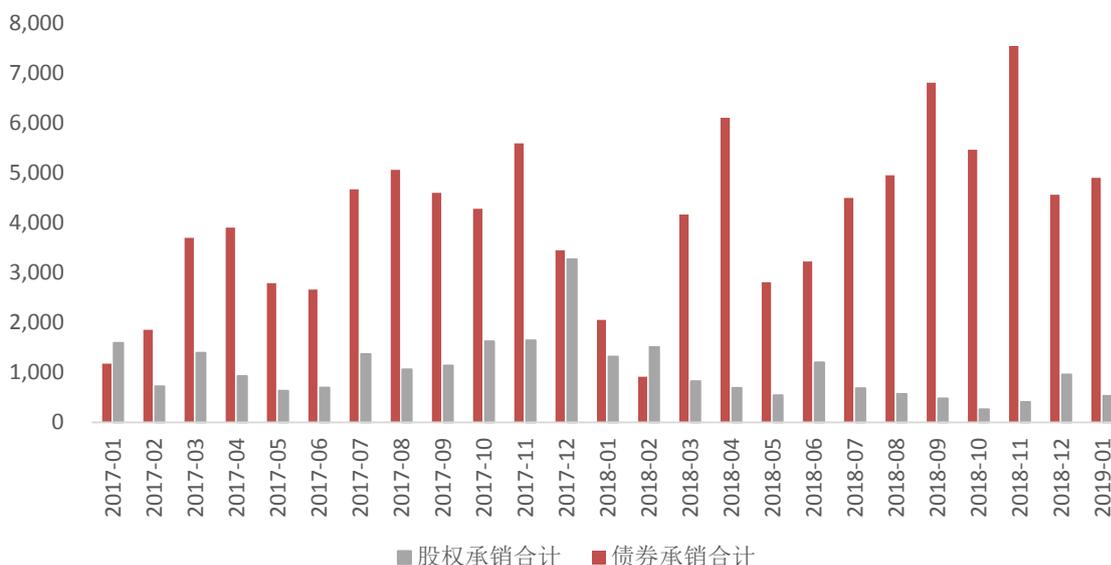
来源: wind, 中泰证券研究所

投行

- **IPO 承销规模回升, 期待科创板中长期利好。**截止 2019 年 1 月 31 日, 股票发行单月募集资金情况 IPO 发行 9 家, 共募集资金 111.43 亿元, 环比+292%, 同比-53%, 增发募资 407.76 亿元, 其它再融资 16.16 亿元, 股权融资共募资 535.35 亿元, 环比-59.47%, 同比-44.39%;
- **债券承销环比小幅下降。**截至 2019 年 1 月 31 日, 债券发行单月募集资金情况: 发行企业及公司债券 1795.45 亿元, 短期融资券和中期票据

483.65 亿元，债券承销总募资金额 4898.17 亿元，环比-7.50%，同比+138.63%。

图表 5: 股债承销情况

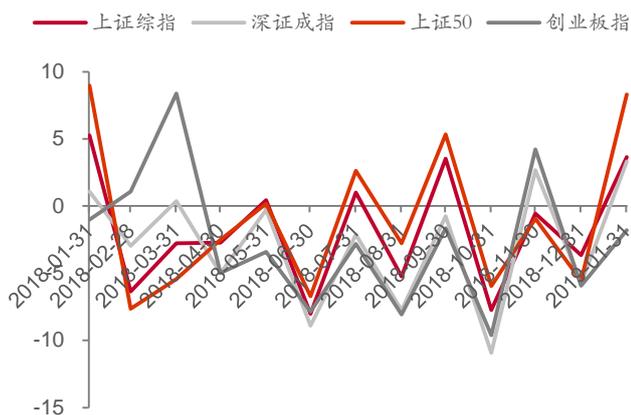


来源: wind, 中泰证券研究所

自营

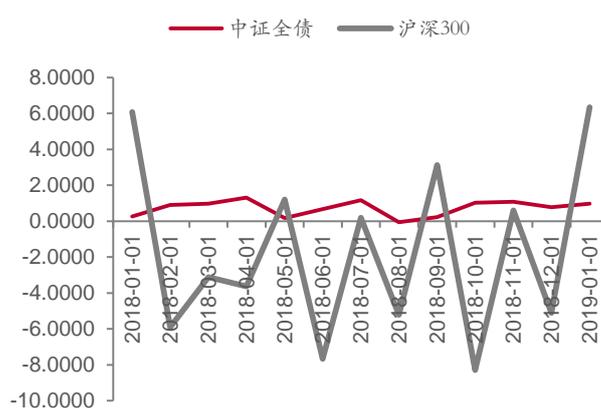
- **股债持续分化。**截止 2019 年 1 月 31 日, 股票指数上证综指单月+3.65%, 深证成指+3.31%, 上证 50 +8.30%, 创业板指-1.80%, 中证全债指数单月+0.97%。

图表 6: 指数月度涨跌幅 (%) - 股票



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 指数月度涨跌幅 (%) - 债券



来源: wind, 中泰证券研究所

投资建议与估值

- **继续看好券商板块投资价值。**去年 4 季度我们提出券商的经营环境发生重大变化, 券商的政策面会持续暖风, 1 月 30, 科创板细则征求意见, 我们认为, 对资本市场和投资者信心修复作用重大, 资本市场改革不断推进, 券商高 beta 具有配置价值。建议关注市场化程度高的龙头券商中信证券、华泰证券等。

■ **政策“逆周期”，持续增强市场信心：**

1) **科创板有助于直接融资占比提升，助力券商成为真正的投资银行。**1、科创板试点注册制提升直接融资效率，社会整体的直接融资占比会提升，有助于券商传统投行规模回升。2、**券商迎来转型变革机遇：科创板推动现代化投资银行转型发展，审核重点转变弱化“牌照通道”效用，资金实力+研究能力+合规风控能力+机构服务能力等综合实力均有望提升。**一方面，通道红利弱化，倒逼投行模式转型，建立多业务协作，提升综合实力。另一方面，科创板打造机构市场，机构客户质量与黏性将成为核心竞争力。

2) **对外开放政策加速，外资布局积极性有望提升。**2019年1月14日，QFII总额度提升至3000亿元，截止2018年底，QFII获批额度1101亿元，RQFII总额度19400亿元，获批额度6467亿元，1月31日，监管征求意见稿拟合并两项外监管制度，同时在数量指标上放宽准入条件(此前证券资产管理规模资管、保险5亿美元，证券、银行50亿美元)，简化流程，投资范围在2018年放开外汇对冲基础上进一步放开期货、期权、新三板、私募基金交易，我们认为A股对外资吸引力有望持续增强，QFII、RQFII配置比例提升趋势将延续，截止2018Q3，QFII持A股市值比例为0.26%，相比2017年0.02%提升0.24%，据彭博报道2018年3月报道，上交所力争改善海外投资者准入，计划三年内外资交易A股的比例达到15%，外资持有A股的比例提高到10%，2019年MSCI、富时罗素到达时间窗口，万亿外资值得期待。

3) **两融拟取消平仓线不得低于130%的统一限制、量化交易资金效率提升，期待市场活跃度提升。**经纪业务方面，我们认为，交易系统放开有利于量化产品交易效率提升，量化产品规模及交易量有望提升，同时我们主要到，意见稿强调风险控制，对从事业务券商进行近三年分类结果中至少有两年在A级或者以上级别约束，对机构进行近三年发生未发生证券期货市场场外配资、非法经营、非法集资等违法违规行为约束；两融业务方面，取消固定平仓线，灵活约定，同时拟进一步提高标的及客户补充担保的灵活性，我们认为，有助于增强信用业务投资者信心，结合经纪业务交易接口放开，增量、存量投资者活跃度均有望提升；

4) **鼓励险资、券商自有资金权益投资：**据新华社报道，2月13日，银保监会新闻发言人肖远企近日接受采访时表示，为维护上市公司和资本市场稳定健康发展，银保监会鼓励保险资金增持上市公司股票，证监会表示研究考虑降低券商风险资本占用，鼓励权益投资，截止2018Q3，券商持股市值占A股总市值比例仅0.07%，相比2018H下降0.03%，仅为2015H比例一半，规模具备提升空间。

图表 8: 券商估值表

证券简称	股价 (元)	PE				PB			
		2016A	2017A	2018E	2019E	2016A	2017E	2018E	2019E
中信证券	18.64	21.67	19.83	18.27	16.01	1.58	1.51	1.36	1.28
国泰君安	17.35	14.34	15.63	17.18	9.84	1.47	1.35	1.14	1.10
华泰证券	18.90	21.59	14.59	19.43	17.11	1.60	1.55	1.49	1.42
海通证券	10.82	15.46	14.43	18.46	16.51	1.13	1.06	0.97	0.92
广发证券	13.76	13.10	12.18	17.46	14.45	1.34	1.24	1.20	1.15
招商证券	15.14	16.69	19.53	23.25	20.06	1.70	1.58	1.38	1.32
大券商平均	15.77	17.85	16.41	18.80	15.49	1.49	1.40	1.27	1.21
申万宏源	4.63	17.15	20.13	21.45	19.48	1.78	1.68	1.42	1.32
中国银河	8.93	16.54	22.90	32.23	27.28	1.47	1.40	-	-
国信证券	8.90	15.89	17.12	24.28	21.36	1.69	1.56	1.48	1.43
中信建投	12.63	15.59	24.76	23.16	20.50	2.51	2.36	1.84	1.69
东方证券	9.16	22.34	16.07	24.98	20.68	1.41	1.21	1.15	1.08
方正证券	6.39	20.61	35.50	-	-	1.48	1.41	-	-
光大证券	10.13	13.71	15.48	18.67	16.93	0.99	0.96	0.93	0.90
财通证券	8.25	15.00	18.33	22.44	20.86	1.81	1.46	-	-
兴业证券	5.32	17.27	15.49	24.77	21.49	1.12	1.07	1.05	1.03
东兴证券	10.29	19.53	21.66	19.91	17.88	1.55	1.48	1.38	1.31
长江证券	5.79	13.16	20.68	25.41	19.40	1.25	1.21	1.16	1.12
南京证券	9.37	46.85	55.12	62.84	59.76	2.51	2.47	-	-
华西证券	9.16	11.59	18.69	-	-	1.62	1.51	-	-
西部证券	8.32	20.68	36.13	55.28	41.60	1.87	1.66	1.60	1.52
浙商证券	8.31	20.27	24.44	-	-	2.61	2.05	-	-
国元证券	8.08	11.22	20.20	1.00	44.08	0.77	1.07	1.07	1.05
西南证券	4.10	25.63	34.17	46.33	34.57	1.22	1.19	-	-
国金证券	8.48	19.77	21.36	25.28	22.72	1.47	1.36	1.31	1.25
东吴证券	7.46	14.92	28.69	-	-	1.11	1.07	-	-
华安证券	5.24	24.95	29.11	-	-	1.60	1.55	-	-
第一创业	6.08	22.52	50.67	88.76	46.31	1.55	2.40	-	-
第一创业	6.08	22.52	50.67	88.76	46.31	1.55	2.40	-	-
山西证券	6.52	38.35	46.57	-	-	1.50	1.48	0.00	0.00
中原证券	4.56	20.73	41.45	36.92	32.74	1.69	1.76	-	-
太平洋	2.71	27.10	159.41	-	-	1.56	1.57	-	-
国海证券	4.97	20.71	55.22	-	-	1.52	1.52	-	-
东北证券	7.17	12.36	25.61	-	-	1.08	1.07	-	-
天风证券	7.45	51.74	84.66	-	-	3.24	3.10	-	-
长城证券	10.53	30.09	32.91	-	-	2.13	2.05	-	-
中小券商平均	7.41	20.45	30.56	22.59	19.41	1.70	1.64	0.71	0.67
行业平均	9.03	19.60	24.56	21.22	17.93	1.63	1.56	0.98	0.93

来源: 盈利预测取自 wind, 中泰证券研究所

注: 股价为 2019 年 2 月 15 日收盘价

风险提示

- **二级市场持续低迷。**券商基本面以及保险投资端与二级市场相关程度高, 若二级市场持续低迷将对行业产生负面影响。
- **金融监管发生超预期变化。**监管政策的变化会对非银金融机构业务开展等产生较大影响。
- **各类纾困资管计划落地低于预期。**

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在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。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。