

交投活跃度提升，券商 Beta 业绩贡献显著



核心观点

- **受政策面与市场面的双重影响，2019 年以来券商板块的绝对收益与相对收益均十分显著。**截止 2 月 25 日，券商指数+47.6%，上证综指涨幅+18%，券商优异表现的推动力在于积极的政策面与活跃的市场表现。
- **政策面：科创板快速有序推进，高层领导再次强调金融服务实体经济。**科创板是 2019 年证券行业重要程度高、确定性高的一个大事件，其板块规则设计反映了监管层推动资本市场创新发展、提升投融资功能的决心，2 月 20 日上交所已结束征求意见；2 月 20-21 日，证监会主席易会满赴上海督导科创板推进情况，强调坚持市场化的方向，完善各制度设计与风险管理应对。2 月 22 日，中央政治局就完善金融服务、防范金融风险进行集体学习，习近平总书记强调金融要为实体经济服务，构建风险投资、银行信贷、债券市场、股票市场等全方位、多层次金融支持服务体系，既要推动行业创新，提升金融产品的多样性与服务的有效性，又要注重防止发生系统性风险。除此之外，中美贸易战压力缓解、MSCI 纳入 A 股比例有望提升等信息，均提升了投资者的信心与风险偏好。
- **市场面：指数与成交额双升，提振券商高 Beta 业务业绩。**2016 年以来，证券行业经纪与自营收入占比保持在 50-55% 的区间内，两融利息净收入占比在 10% 左右，市场波动仍是券商业绩的核心第一影响因素。近期市场的指数表现与成交额均显著提升，有效提振券商的业绩弹性。
- **结合当前市场环境，我们给出一系列假设，测算得到 19 年增量高 Beta 业绩对总收入的贡献比例 46.8%。**1) 经纪：2018 年 A 股日均成交额 3691 亿元，假定 2019 年日均成交额 7000 亿元，则对总收入的增量贡献比例达到 21%；2) 两融：2018 年两融余额均值 8909 亿元，根据行业数据假定两融利差 3%，若 2019 年两融余额均值达到 10000 亿元，则对总收入的增量贡献比例 1.8%；3) 自营：我们按照 18 年末证券行业的股票与基金持仓情况进行测算，若 2019 年上述资产投资收益率 15%，则权益投资收益达到 646 亿元，占 18 年行业收入的 24%。

投资建议与投资标的

- 目前券商板块 PB 水平 1.9x，2010 年以来历史中枢为 2.0xPB。我们预计，市场热度上行，在短期会对券商的业绩与估值会带来直接的催化效应。在标的选择方面，坚持三条线：
- **一是受益于科创板政策机遇，投行资源与实力较强的券商**，包括中信证券(600030，增持)、华泰证券(601688，增持)、广发证券(000776，增持)、中信建投(601066，增持)，其中中信建投的投行收入占总收入比例较高，投行特色更为显著。
- **二是随市场上涨弹性较大的标的**，体现为自营与经纪业务占比较高，建议关注东兴证券(601198，未评级)、中国银河(601881，未评级)。
- **三是估值较低的券商标的**，除板块上涨机会外，有一定的补涨空间，建议关注兴业证券(601377，未评级)、海通证券(600837，增持)。

风险提示

- 系统性风险若出现，会对券商估值与业绩形成双重压制。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

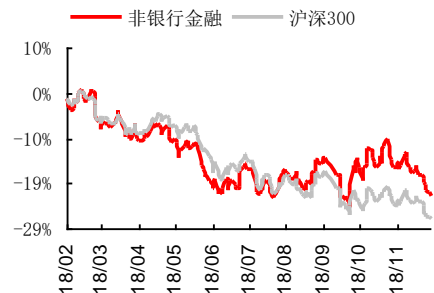
行业

非银行金融

报告发布日期

2019 年 02 月 26 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

唐子佩

021-63325888*6083

tangzipei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514060001

张潇

021-63325888*6253

zhangxiao@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517080003

相关报告

详探科创板规则及前景，关注龙头券商受益机会 2019-02-19

交投热度高涨，政策持续落地，关注券商板块机遇 2019-02-18

券商 1 月业绩：市场企稳回升，龙头优势巩固 2019-02-13

经纪、两融、自营业绩的敏感性测算

➤ 经纪业务

表 1：在日均成交额 7000 亿元情况下，可以给券商收入带来 21% 的增量贡献（亿元）

2019 日均成交额假设	对应经纪业务收入	对总收入的增量贡献	增量贡献/2018 年总收入
3000	506.71	-117	-4.4%
4000	675.61	52	2.0%
5000	844.51	221	8.3%
6000	1,013.42	390	14.6%
7000	1,182.32	559	21.0%
8000	1,351.22	728	27.3%
9000	1,520.12	897	33.7%
10000	1,689.03	1,066	40.0%
11000	1,857.93	1,235	46.4%
12000	2,026.83	1,403	52.7%
13000	2,195.74	1,572	59.0%

数据来源：证券业协会，东方证券研究所

➤ 两融业务（利息净收入）

表 2：在 10000 亿两融余额均值的假设下，可以给券商带来 1.8% 的增量收入贡献（亿元）

2019 年两融规模均值	对应利息净收入	增量利息净收入	增量利息净收入/总收入
8000	240	-12.18	-0.5%
9000	270	17.82	0.7%
10000	300	47.82	1.8%
11000	330	77.82	2.9%
12000	360	107.82	4.0%
13000	390	137.82	5.2%
14000	420	167.82	6.3%
15000	450	197.82	7.4%
16000	480	227.82	8.6%
17000	510	257.82	9.7%
18000	540	287.82	10.8%

数据来源：证券业协会，东方证券研究所

> 自营业务

表 3：在 15% 的权益资产投资收益率假设下，可以为券商收入带来 24% 的增量贡献（亿元）

权益投资收益率	（股票+基金）投资收益	占 18 年总收入比例
2.0%	86.20	3%
4.0%	172.39	6%
6.0%	258.59	10%
8.0%	344.78	13%
10.0%	430.98	16%
15.0%	646.46	24%
20.0%	861.95	32%
25.0%	1,077.44	40%
30.0%	1,292.93	49%
35.0%	1,508.42	57%
40.0%	1,723.90	65%
45.0%	1,939.39	73%
50.0%	2,154.88	81%
55.0%	2,370.37	89%
60.0%	2,585.86	97%
65.0%	2,801.34	105%

数据来源：证券业协会，东方证券研究所

上市券商高 Beta 收入占比情况

表 4：上市券商经纪与自营业绩占总收入情况

	经纪业务收入/总收入				自营收入/总收入				
	2016A	2017A	2018Q3	平均		2016A	2017A	2018Q3	平均
方正证券	47%	49%	47%	48%	东兴证券	48%	50%	68%	55%
华安证券	58%	41%	37%	45%	西南证券	26%	57%	48%	44%
华西证券	57%	40%	30%	42%	东方证券	41%	64%	20%	42%
中国银河	43%	39%	43%	42%	西部证券	29%	39%	57%	42%
国信证券	44%	37%	41%	41%	国海证券	16%	45%	57%	39%
南京证券	44%	34%	31%	36%	广发证券	32%	42%	31%	35%
招商证券	40%	30%	32%	34%	太平洋	31%	31%	39%	34%
长江证券	36%	31%	35%	34%	财通证券	27%	36%	36%	33%
申万宏源	40%	34%	27%	34%	天风证券	36%	31%	31%	33%
光大证券	34%	27%	31%	31%	东吴证券	26%	38%	33%	33%
国金证券	32%	28%	31%	31%	方正证券	40%	26%	26%	31%
中原证券	35%	25%	25%	28%	东北证券	41%	30%	19%	30%
中信建投	29%	27%	24%	27%	兴业证券	20%	42%	28%	30%
太平洋	21%	22%	36%	26%	国泰君安	30%	29%	27%	29%
东吴证券	28%	24%	25%	26%	华泰证券	24%	38%	23%	28%
国元证券	29%	21%	27%	26%	申万宏源	18%	28%	38%	28%
西部证券	28%	22%	26%	25%	国元证券	26%	32%	26%	28%
国海证券	22%	25%	28%	25%	华西证券	16%	24%	40%	27%
东兴证券	30%	23%	22%	25%	长城证券	15%	28%	34%	26%
华泰证券	32%	20%	21%	24%	中信证券	22%	29%	24%	25%
国泰君安	27%	24%	21%	24%	中信建投	18%	21%	32%	24%
浙商证券	29%	21%	22%	24%	海通证券	22%	33%	15%	23%
财通证券	27%	21%	22%	23%	光大证券	11%	25%	29%	22%
广发证券	26%	20%	24%	23%	中原证券	20%	19%	22%	20%
长城证券	24%	23%	21%	23%	长江证券	14%	19%	26%	20%
西南证券	23%	22%	22%	22%	山西证券	13%	24%	19%	18%
中信证券	25%	19%	21%	22%	招商证券	12%	22%	21%	18%
兴业证券	22%	17%	23%	21%	华安证券	3%	18%	32%	18%
东方证券	24%	14%	16%	18%	中国银河	23%	20%	10%	18%
天风证券	9%	20%	21%	17%	华林证券	25%	28%	0%	17%
东北证券	21%	15%	13%	16%	南京证券	10%	20%	19%	16%
海通证券	19%	14%	15%	16%	第一创业	8%	15%	24%	16%
第一创业	16%	15%	15%	15%	国信证券	12%	17%	16%	15%
山西证券	27%	11%	7%	15%	国金证券	8%	11%	24%	14%

华林证券	22%	21%	0%	14%	浙商证券	4%	17%	21%	14%
------	-----	-----	----	-----	------	----	-----	-----	-----

数据来源：Wind，东方证券研究所

*注：经纪业务收入=代理买卖证券业务净收入；自营业务收入=投资收益+公允价值变动损益-对合营及联营企业投资收益

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

