

# 证券

证券研究报告

2019年03月11日

## 券商 2019 年 1 季度业绩前瞻：业绩低点已现，行业进入政策+业绩双轮驱动阶段，继续推荐龙头券商

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

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

**投资要点：我们认为，证券行业已进入政策+业绩双驱动的阶段，行业业绩及政策有望持续超预期，继续推荐龙头券商。**

### 证券行业政策后续有望持续超预期

在 2 月中央政治局集体学习中，习近平总书记强调“深化金融供给侧结构性改革，增强金融服务实体经济能力”，强调建设规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。围绕做大资本市场（设立科创板并试点注册制）、引入国内外的中长期资金入市（鼓励证券公司权益类投资）、提升市场交易活跃度（拟完善融资融券交易机制、券商交易接口对量化私募放开），行业有望出台相应的利好政策。

### 资本市场制度改革需要抓手，这个抓手就是投行

资本市场制度改革的抓手就是能够承担资本市场定价的核心功能、对上市公司股票内在价值真正负责的主体。这个市场化主体就是投行。投行的强大，对于资本市场改革具有极为重要的意义，具备一流投行潜质的券商将成为资本市场改革的受益者。

### 市场流动性和活跃度持续提升，券商业绩有望持续超预期

证券行业业绩与市场相关性强，随着利好政策持续出台、流动性宽松预期（券商融资成本下降）以及市场风险偏好持续提升，包括养老金、保险、公募基金、券商自营在内的增量资金进入资本市场，继而推动券商板块进入业绩与估值正向反馈的阶段。

### 我们预计 2019 年行业净利润为 951 亿元，同比增长 43%

基于市场活跃度持续提升，证券行业经纪、自营业务预计将大幅改善，我们上调 2019 年证券行业净利润至 951 亿元，同比增长 43%。预计全行业的 ROE 为 4.63%，预计年末净资产将达到 2.05 万亿元。

**投资建议：**我们预计行业将持续受益于政策+业绩双重利好，估值中枢有望进一步回升，考虑到行业集中度有望持续提升，我们认为龙头券商有望享受估值溢价。行业平均估值 2.02x PB，大型券商估值在 1.4-2.0x PB 之间，行业历史估值的中位数为 2.5x PB。推荐龙头券商中信证券、华泰证券，估值较低的海通证券、国泰君安。

**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

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 1 《证券-行业点评:券商 2 月业绩同比+359%，业绩拐点已至，继续推荐龙头券商》 2019-03-06
- 2 《证券-行业深度研究：“设立科创板并试点注册制” 有望开启中国现代化投资银行的新篇章，继续推荐龙头券商》 2019-03-04
- 3 《证券-行业点评:1 月月报：行业净利润符合预期，中信证券明显更优，市场回暖预计将驱动业绩回升》 2019-02-14

### 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	24.08	买入	0.94	0.88	1.01	1.15	25.62	27.36	23.84	20.94
601688.SH	华泰证券	22.01	增持	1.30	0.96	1.08	1.22	16.93	22.93	20.38	18.04
600837.SH	海通证券	14.31	增持	0.75	0.46	0.61	0.71	19.08	31.11	23.46	20.15
601211.SH	国泰君安	20.01	增持	1.13	0.88	0.97	1.09	17.71	22.74	20.63	18.36

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS



## 内容目录

1. 2019 年 Q1 证券行业市场环境回顾.....	3
2. 2019 年 1 季报前瞻.....	6
2.1. 2019 年 1-2 月的上市券商财务数据.....	6
2.2. 预计中信证券 2019 年 1 季度净利润为 43 亿元，同比增长 60%.....	7
2.3. 科创板首年给券商带来的业绩贡献约为 60 亿元，占行业收入约 2.4%。.....	8
3. 投资建议.....	9
3.1. 中性假设下，我们预计 2019 年行业净利润 951 亿元，同比+43%.....	9
3.2. 投资建议.....	10

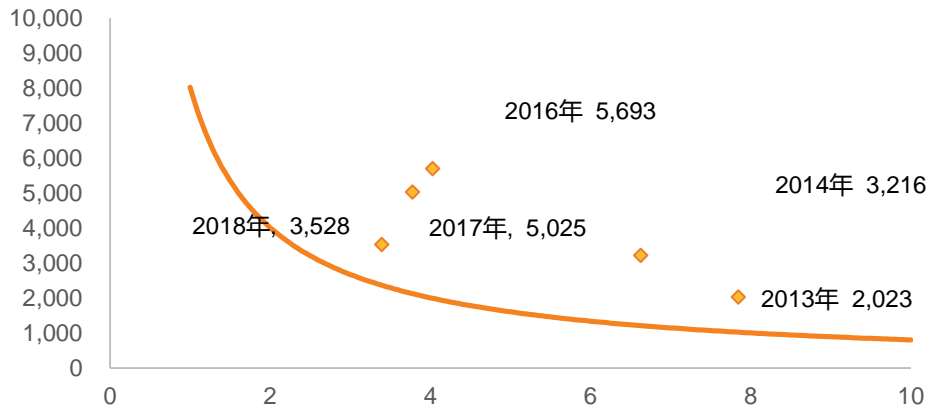
## 图表目录

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：A 股 IPO 发行集中度提升（单位：亿元）.....	4
图 6：再融资募集资金规模（亿元）.....	4
图 7：券商债券承销规模（亿元）.....	4
图 8：沪深 300 指数涨跌幅（单位：%）.....	5
图 9：中债总全价指数涨跌幅（单位：%）.....	5
图 10：融资融券余额触底反弹至 8587.38 亿元.....	5
图 11：股票质押市值（亿元）.....	5
图 12：截至 2018 年底，券商资管计划规模为 13.36 万亿元（单位：万亿元）.....	6
图 13：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）.....	11
表 1：上市券商 2019 年 1-2 月累计月度财务数据一览（单位：亿元）.....	6
表 2：主要上市券商 2019 年一季度预计净利润情况（单位：亿元）.....	7
表 3：科创板首年行业收入预估.....	8
表 4：证券行业盈利预测核心假设（单位：亿元）.....	9
表 5：证券行业盈利预测（单位：亿元）.....	10
表 6：上市券商估值表（2019 年 3 月 8 日）.....	11

## 1. 2019 年 Q1 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

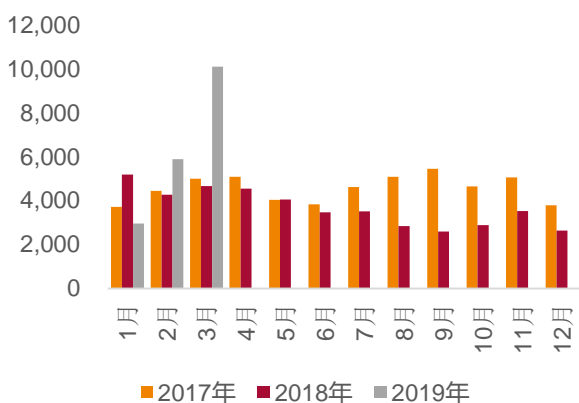


资料来源：wind，天风证券研究所，横轴是经纪业务佣金率，单位为万分之；竖轴是日均股票成交额，单位是亿元

2019 年一季度两市成交量大幅回升，券商经纪业务有望显著受益。截至 2019 年 3 月 8 日，两市日均成交额为 4982 亿元，较 2018 年的日均成交金额提升 35%。两市成交金额逐步回升，1 月的日均成交金额为 2967 亿元，2 月的日均成交金额为 5890 亿元，3 月至今的成交金额突破万亿元，达到 1,0101 亿元，创下 2015 年 11 月以来的新高。

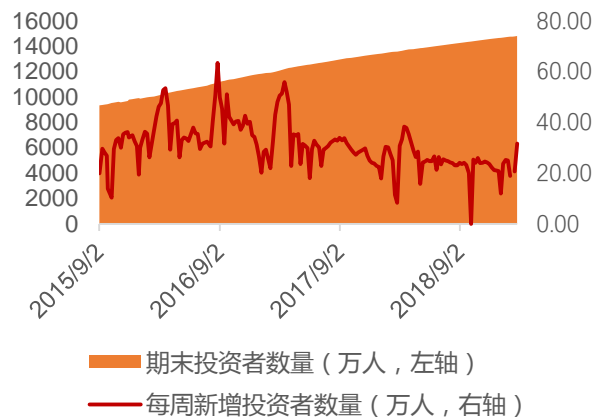
我们使用每周新增投资者数量作为潜在市场交易活跃度的指标。2019 年至今新增投资者数量合计达到 157.04 万人，平均每周新增投资者 22.43 万人。2018 年平均每周新增投资者 24.3 万人，较 2017 年平均每周新增投资者 31.74 万人同比下滑 23%。我们预计随着市场逐渐走强，以及科创板的落地，每周新增投资者数量将有望持续走高。

图 2：日均交易额（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

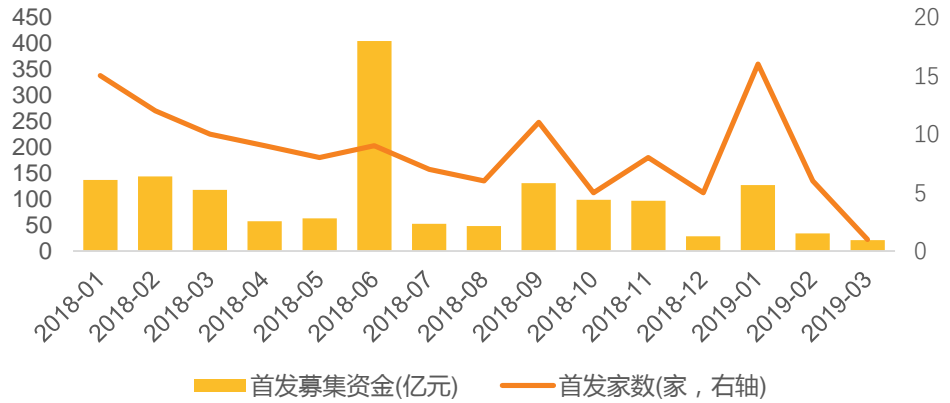
图 3：每周新增投资者数量（万人）



资料来源：wind，天风证券研究所

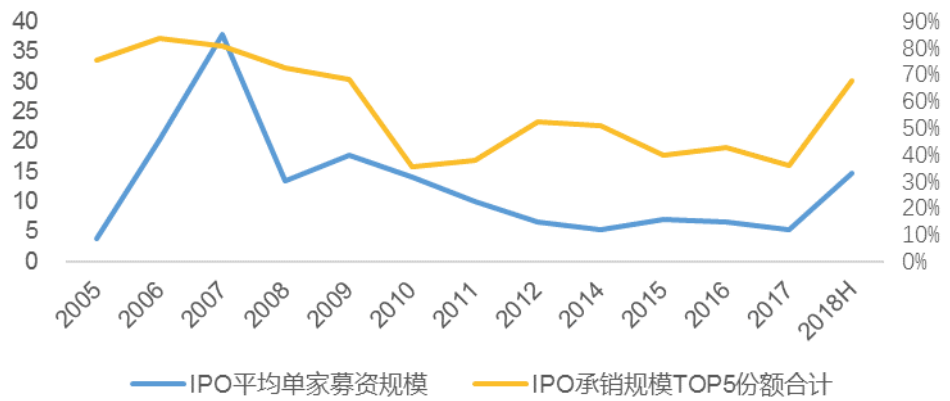
2019 年一季度的 IPO 发行数量、募集资金规模相对于 2018 年保持平稳。2019 年至今，共有 23 家通过 IPO，募集资金规模为 182 亿元。从单月的数据来看，1 月、2 月、3 月的首发家数分别为 16、6、1 家，募集资金规模为 127 亿元、34 亿元、21 亿元，与去年同期略有下滑。在设立科创板试点注册制、支持新经济的方向指导下，预计传统 IPO 节奏将维持常态化发行，科创板的推出有望带来业绩增量，并对作为中介机构的证券公司投行业务竞争格局带来重大影响，预计投行业务将进一步向龙头券商集中。

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: A 股 IPO 发行集中度提升 (单位: 亿元)

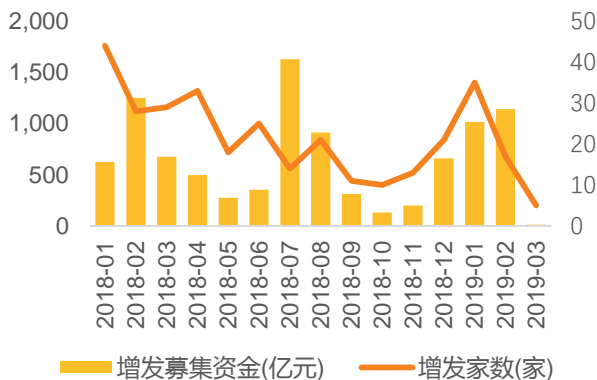


资料来源: wind, 天风证券研究所

2018 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, 叠加 2018 年低基数的效应, 2019 年有望扭转下滑趋势。截至 2019 年 3 月 8 号, 再融资规模为 2530 亿元, 其中增发募集资金规模为 2170 亿元。

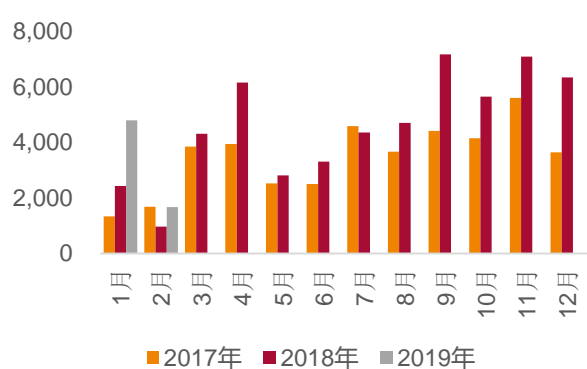
**债券承销大幅增长。**2019 年 1-2 月券商债券承销规模合计 6450 亿元, 较 2018 年同期增长 90%, 我们预计随着监管政策的放松以及利率中枢的回落, 2019 年券商债券承销规模有望继续增长。

图 6: 再融资募集资金规模 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

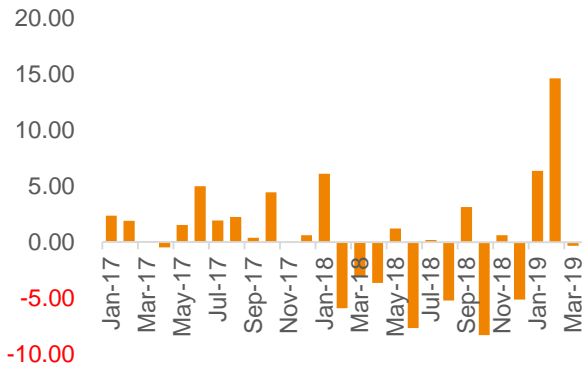
图 7: 券商债券承销规模 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

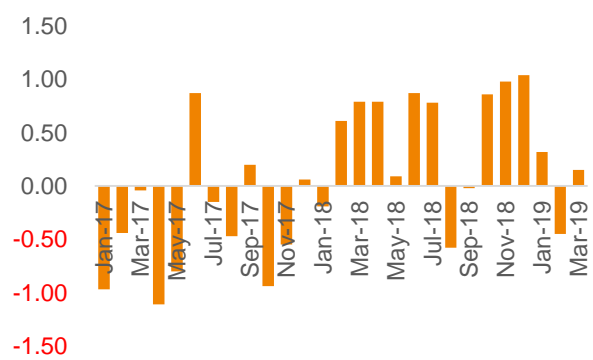
**2019 年股市走强, 债市保持平稳。**截至 2019 年 3 月 8 日, 沪深 300 指数累计上升 21.49%, 2018 年一季度累计下滑 3.28%; 创业板指数累计上升 32.30%, 2018 年一季度累计上升 8.43%。中债全价指数 2019 年累计下降 0.01%, 2018 年累计上涨 6.17%, 2017 年累计下跌 4.26%。

图 8: 沪深 300 指数涨跌幅 (单位: %)



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 9: 中债总全价指数涨跌幅 (单位: %)

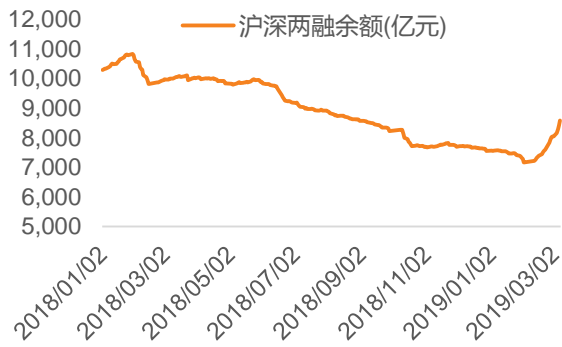


资料来源: wind, 天风证券研究所

**两融业务规模触底回升。**截至 2019 年 3 月 7 日, 融资融券余额为 8587.38 亿元, 较 2018 年 12 月 28 日上升 1030.34 亿元。两融业务规模主要受市场需求的影响, 随着 2019 年 Q1 以来市场逐步走强, 两融余额已触底反弹, **我们判断 2019 年两融余额有望恢复至 1 万-1.2 万亿之间的水平。**

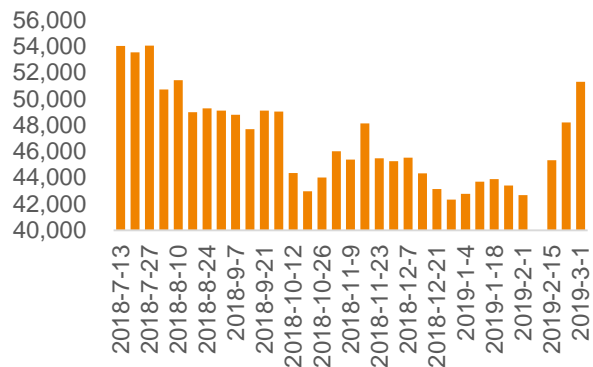
**股票质押式回购业务规模逐渐下滑, 风险得到缓解。**2018 年股票质押式回购业务市场关注焦点, 自 2018 年 3 月份股票质押新规开始正式实施, 市场监管趋严, 去杠杆力度加大, 叠加市场震荡下行, 券商对股票质押业务更为谨慎。截至 2019 年 3 月 8 日, 中证登口径下市场质押市值为 51320.95 亿元, 市场质押股数 6284.38 亿股, 市场质押股数占总股本 9.67%, 预计未来将进一步控制股票质押业务的规模, 但不会出现断崖式的下降。

图 10: 融资融券余额触底反弹至 8587.38 亿元



资料来源: wind, 天风证券研究所

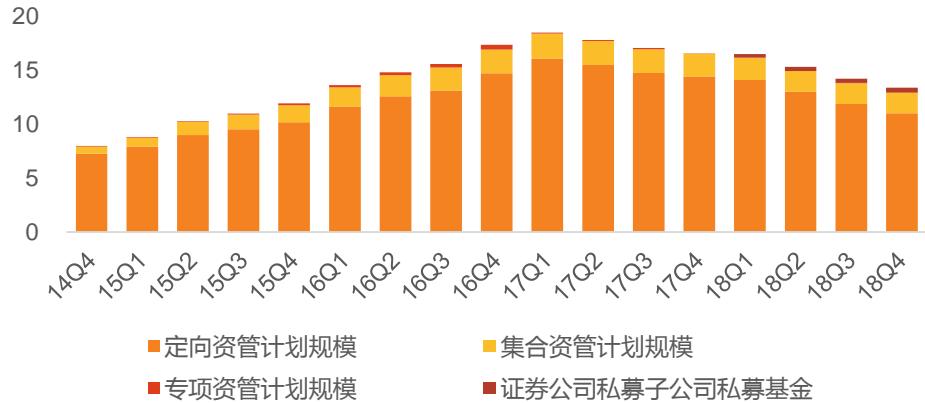
图 11: 股票质押市值 (亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

监管政策持续见效, 券商资管规模持续压缩。根据中国证券业协会数据, 截至 2018 年底, 券商资管计划规模为 13.36 万亿元, 较 2017 年 Q1 高点下降 29%, 环比下降 6%, 连续 7 个季度出现下滑。其中, 定向资管计划规模为 10.99 万亿元, 环比下降 7%, 是券商资管规模整体下滑的主要因素; 集合资管计划规模为 1.91 万亿元, 环比下降 1%; 证券公司私募子公司私募基金规模为 0.45 万亿元, 环比上升 13%。

图 12: 截至 2018 年底, 券商资管计划规模为 13.36 万亿元 (单位: 万亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

## 2. 2019 年 1 季报前瞻

### 2.1. 2019 年 1-2 月的上市券商财务数据

**上市券商业绩同比大幅改善, 业绩拐点已现。**我们统计范围内的 37 家上市券商, 2019 年 1-2 月累计净利润为 170.93 亿元, 同比上升 89% (可比口径)。其中, 中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券、广发证券的净利润分别为 15.86 亿元、14.40 亿元、14.25 亿元、10.44 亿元和 10.34 亿元, 同比分别增长 60%、45%、127%、18%、23%。

**中小型券商业绩改善明显。**太平洋证券前两个月实现扭亏为盈, 净利润为 1.22 亿元; 同比增幅居前的分别有东北证券(净利润 3 亿元, YOY+709%)、山西证券(1 亿元, YOY+623%)、华安证券(1.95 亿元, YOY+376%)、兴业证券(5.05 亿元, YOY+332%)、东吴证券(2.21 亿元, YOY+331%)。

表 1: 上市券商 2019 年 1-2 月累计月度财务数据一览 (单位: 亿元)

单位: 亿元	2019 年 1-2 月 累积净利润	2018 年 1-2 月 累积净利润	同比	平均净资产	ROE	年化 ROE
中信证券	15.86	9.91	60%	1325	1.20%	15.35%
国投资本	5.10	2.29	123%	307	1.66%	21.90%
国金证券	2.73	1.71	60%	194	1.41%	18.30%
西南证券	1.74	1.65	6%	183	0.95%	12.07%
海通证券	14.25	6.28	127%	1128	1.26%	16.25%
东方证券	5.07	1.93	163%	528	0.96%	12.16%
招商证券	9.56	6.18	55%	795	1.20%	15.43%
太平洋	1.22	-0.97	N/A	100	1.23%	15.75%
东兴证券	2.14	1.39	54%	193	1.11%	14.14%
国泰君安	14.40	9.95	45%	1283	1.12%	14.33%
兴业证券	5.05	1.17	332%	319	1.59%	20.79%
东吴证券	2.21	0.51	331%	198	1.12%	14.25%
华泰证券	10.44	8.87	18%	1052	0.99%	12.58%
光大证券	7.41	3.45	115%	508	1.46%	18.99%
方正证券	2.28	0.86	164%	459	0.50%	6.11%
申万宏源	8.60	2.41	257%	717	1.20%	15.38%



东北证券	3.00	0.37	709%	152	1.98%	26.48%
国元证券	2.12	0.85	151%	236	0.90%	11.36%
国海证券	0.97	0.45	116%	132	0.73%	9.12%
广发证券	10.34	8.39	23%	815	1.27%	16.33%
长江证券	4.50	2.08	116%	275	1.63%	21.47%
山西证券	1.00	0.14	623%	135	0.74%	9.28%
西部证券	2.93	1.16	154%	176	1.67%	21.93%
国信证券	9.63	4.15	132%	520	1.85%	24.63%
第一创业	1.43	0.38	274%	90	1.59%	20.77%
华创阳安	1.28	0.45	185%	109	1.18%	15.13%
华安证券	1.95	0.41	376%	123	1.58%	20.70%
中原证券	1.05	0.75	41%	98	1.08%	13.75%
中国银河	7.75	4.73	64%	664	1.17%	14.96%
浙商证券	0.68	0.90	-24%	138	0.50%	6.14%
华西证券	2.88	1.26	129%	184	1.56%	20.43%
财通证券	1.90	1.55	22%	198	0.96%	12.14%
天风证券	0.38	N/A	N/A	111	0.34%	4.21%
中信建投	6.12	N/A	N/A	466	1.31%	16.97%
南京证券	1.22	N/A	N/A	107	1.14%	14.59%
长城证券	1.35	N/A	N/A	165	0.82%	10.25%
华林证券	0.38	N/A	N/A	50	0.76%	9.57%
上市券商	170.93	85.61	89%			

资料来源：wind，天风证券研究所

## 2.2. 预计中信证券 2019 年 1 季度净利润为 43 亿元，同比增长 60%

根据 1-2 月的月度财务数据预测 2019 年 1 季度主要上市券商的业绩情况：中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券、广发证券、招商证券 2019 年 1-2 月的累计净利润分别为 15.86 亿元、14.40 亿元、14.25 亿元、10.44 亿元、10.34 亿元、9.56 亿元，同比分别增长 60%、45%、127%、18%、23%和 55%。我们假设 2019 年 1 季度的业绩增长保持在 60%、45%、127%、18%、23%和 55%不变，据此我们预测中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券、广发证券、招商证券 1 季度的净利润分别为 43.05 亿元、32.70 亿元、39.28 亿元、22.41 亿元、18.80 亿元和 16.90 亿元。

表 2：主要上市券商 2019 年一季度预计净利润情况（单位：亿元）

证券简称	2019 年 Q1 预计 净利润	同比	2019 年 1-2 月净 利润	同比	2018 年 Q1 净 利润	2018 年 1-2 月净 利润
中信证券	43.05	60%	15.86	60%	26.90	9.91
国泰君安	32.70	45%	14.40	45%	22.59	9.95
海通证券	39.28	127%	14.25	127%	17.32	6.28
华泰证券	22.41	18%	10.44	18%	19.03	8.87
广发证券	18.80	23%	10.34	23%	15.26	8.39
招商证券	16.90	55%	9.56	55%	10.92	6.18

资料来源：wind，天风证券研究所

### 2.3. 科创板首年给券商带来的业绩贡献约为 60 亿元，占行业收入约 2.4%。

经总结，3月1日发布的《上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法》对于保荐机构及承销商的重要规定如下：

- 1) 科创板试行保荐机构相关子公司跟投制度。发行人的保荐机构依法设立的相关子公司或者实际控制该保荐机构的证券公司依法设立的其他相关子公司，参与本次发行战略配售，并对获配股份设定限售期。
- 2) 承销商应当向通过战略配售、网下配售获配股票的投资者收取不低于获配应缴款一定比例的新股配售经纪佣金，承销商因承担发行人保荐业务获配股票或者履行包销义务取得股票的除外。
- 3) 发行人和主承销商可以在发行方案中采用超额配售选择权。采用超额配售选择权发行股票数量不得超过首次公开发行股票数量的 15%。
- 4) 发行人股票上市之日起 30 个自然日内，主承销商有权使用超额配售股票募集的资金，从二级市场购买发行人股票，但每次申报的买入价不得高于本次发行的发行价。主承销商可以根据超额配售选择权行使情况，要求发行人按照超额配售选择权方案发行相应数量股票。
- 5) 主承销商应当在超额配售选择权行使期届满或者累计行使数额达到采用超额配售选择权发行股票数量限额的 5 个工作日内，根据超额配售选择权行使情况，向发行人支付超额配售股票募集的资金，向同意延期交付股票的投资者交付股票。

基于以上规则，“设立科创板并试点注册制”对券商收入直接增量的简单测算如下：

- 1) 投行承销保荐收入。假设 2019 年共 100 家公司于科创板上市，每家上市公司平均募集资金 10 亿元，保荐和承销费率为 5%，那么投行承销保荐收入的增量为 50 亿元。
- 2) 保荐机构参与战略配售（跟投）的投资收益。假设券商子公司参与战略配售比例为 10%，投资收益率为 10%，那么投资收益的增量是 10 亿元。
- 3) 新股配售经纪佣金：假定新股配售经纪佣金万分之五，在 70% 的网下配售比率下，首年会带来 350 万元的佣金收入。

**基于上述假设与测算（暂不考虑“绿鞋机制”），科创板首年给券商带来的业绩贡献约为 60 亿元，占 2018 年证券行业收入约 2.4%。**由于科创板项目大概率会集中于头部券商，我们判断中信建投、中信证券等公司的业绩会有更高的提升。此外，科创板带来上市标的与整体市场交易量的提升，以及后续潜在的各项业务并未纳入测算（由于不确定性强），因此“设立科创板并试点注册制”对券商业绩的实际提升效果将显著优于我们对于直接增量的测算。

表 3：科创板首年行业收入预估

单位：亿元	科创板	2019E
	创业板上市公司数量	100
	科创板融资规模	1000
投行收入	科创板 IPO 费率（%）	5.00%
	科创板 IPO 收入	50
	科创板 IPO 收入/投行收入(2018E)	11.43%
投资收益	券商作为保荐机构参与 10%配售	100
	投资收益（假设股价上涨 10%）	10
佣金收入	新股配售经纪佣金（假设 70%为网下配售，佣金率万五）	0.35
	预计收入合计	60.4
	收入占比（占 2018 年收入）	2.4%

资料来源：wind，天风证券研究所



### 3. 投资建议

#### 3.1. 中性假设下，我们预计 2019 年行业净利润 951 亿元，同比+43%

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 3397 亿元，同比上升 28%；将实现净利润 951 亿元，同比增长 43%。预计全行业的 ROE 为 4.63%，预计年末净资产将达到 2.05 万亿元，同比增长 8.64%。

表 4：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	信用业务	19E 保守	19E 中性	19E 乐观
业务收入	818	893	967	业务收入	250	276	312
日均成交额	5500	6000	6500	年均融资融券余额	9500	10500	12000
综合佣金率 %	0.031%	0.031%	0.031%	年均股票质押（自有资金）	5000	5500	6000
交易日	240	240	240	融资融券净利差	2.5%	2.5%	2.5%
				股票质押净息差	1.5%	1.5%	1.5%
投行业务				资管业务			
业务收入	381	442	496	业务收入	256	286	302
IPO 股票承销额	2400	2600	2800	集合资管同比规模增速	5%	10%	15%
再融资	10000	12000	15000	集合资管规模	20,094	21,051	22,008
债券承销额	35000	40000	45000	定向资管同比规模增速	-25%	-15%	-10%
财务顾问收入	100	110	120	定向资管规模	82,453	93,447	98,944

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 6000 亿元，佣金率小幅下滑至 0.031%；经纪业务收入 893 亿元，同比+43%。
- 2) 投行业务收入同比+49%至 552 亿元，考虑到科创板的影响，我们将行业股权融资规模上调至 1.46 万亿元，债券承销规模为 4 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+4%至 286 亿元，预计集合资管规模将同比+10%，定向资管规模将同比-15%，结构优化将弥补规模下降的影响。
- 4) 2019 年证券市场持续走强，我们预计投资收入为 1100 亿元，同比上升 37%，预计将为券商行业贡献业绩弹性。
- 5) 净利息收入+28%至 276 亿元。随着市场持续走强，沪深两市两融持续回升，我们预计 2019 年日均融资融券余额为 10500 亿元，股票质押规模（自有资金）下降至 5500 亿元。此外，受益于利率下行的影响，预计券商融资成本将下降，净息差扩大将进一步提升证券公司资本中介业务的利润。

表 5：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	623	818	893	967
投资银行	531	684	510	370	481	552	616
承销保荐收入	394	520	384	258	381	442	496
财务顾问收入	138	164	125	111.5	100	110	120
投资咨询	45	51	34	31.52	40	40	40
资产管理	275	296	310	275	256	286	302
投资收益	1,414	568	861	800	900	1100	1300
利息净收入	591	382	348	215	250	276	312
其它收入	205	246	230	348	250	250	250
营业收入	5,752	3,280	3,113	2663	2996	3397	3788
营收同比增速	120.97%	-42.97%	-5.08%	-14.47%	12.50%	27.57%	42.24%
净利润	2448	1234	1,130	666	839	951	1061
净利润同比增速	153.42%	-49.59%	-8.43%	-41.04%	25.91%	42.78%	59.19%
净资产	14,513	16,377	18,460	18,900	19,672	20,533	21,477
ROE	16.9%	7.5%	6.1%	3.52%	4.26%	4.63%	4.94%
净资产增速	57.89%	12.84%	12.72%	2.38%	4.08%	8.64%	13.64%

资料来源：wind，天风证券研究所

### 3.2. 投资建议

**我们认为，证券行业已进入政策+业绩双驱动的阶段，行业业绩及政策有望持续超预期，继续推荐龙头券商。**

- 1) 证券行业政策后续有望持续超预期。在 2 月中央政治局集体学习中，习近平总书记强调“深化金融供给侧结构性改革，增强金融服务实体经济能力”，强调建设规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。围绕做大资本市场（设立科创板并试点注册制）、引入国内外的中长期资金入市（鼓励证券公司权益类投资）、提升市场交易活跃度（拟完善融资融券交易机制、券商交易接口对量化私募放开），行业有望出台相应的利好政策。
- 2) 资本市场制度改革需要抓手。这个抓手就是能够承担资本市场定价的核心功能、对上市公司股票内在价值真正负责任的市场化主体。这个市场化主体就是投行。投行的强大，对于资本市场改革具有极为重要的意义，具备一流投行潜质的券商将成为资本市场改革的受益者。
- 3) 市场流动性和活跃度持续提升，券商业绩有望持续超预期。证券行业业绩与市场相关性强，随着利好政策持续出台、流动性宽松预期（券商融资成本下降）以及市场风险偏好持续提升，包括养老金、保险、公募基金、券商自营在内的增量资金进入资本市场，继而推动券商板块进入业绩与估值正向反馈的阶段。
- 4) 基于市场活跃度持续提升，证券行业经纪、自营业务预计将大幅改善，我们上调 2019 年证券行业净利润至 951 亿元，同比增长 43%。预计全行业的 ROE 为 4.63%，预计年末净资产将达到 2.05 万亿元。
- 5) 我们预计行业将持续受益于政策+业绩双重利好，估值中枢有望进一步回升，考虑到行业集中度有望持续提升，我们认为龙头券商有望享受估值溢价。行业平均估值 2.02x PB，大型券商估值在 1.4-2.0x PB 之间，行业历史估值的中位数为 2.5x PB。推荐龙头券商中信证券、华泰证券，估值较低的海通证券、国泰君安。

图 13: 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 6: 上市券商估值表(2019年3月8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	24.08	2,724	21.19	25.08	21.12	1.49	1.78	1.66
国泰君安	20.01	1,679	17.48	22.74	20.63	1.34	1.41	1.40
华泰证券	22.01	1,657	20.04	22.93	20.38	1.44	1.71	1.67
海通证券	14.31	1,454	18.92	31.11	23.46	1.27	1.44	1.36
广发证券	16.30	1,144	15.48	20.38	17.53	1.52	1.44	1.41
招商证券	17.39	1,090	20.54	25.57	21.47	1.47	1.47	1.45
中信建投	28.04	1,866	-	50.98	47.53	-	4.83	4.57
东方证券	12.22	786	31.60	21.44	19.09	1.84	1.60	1.56
光大证券	14.12	601	21.38	21.07	19.61	1.27	1.32	1.29
兴业证券	7.26	486	24.57	22.00	20.17	1.47	1.43	1.42

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