

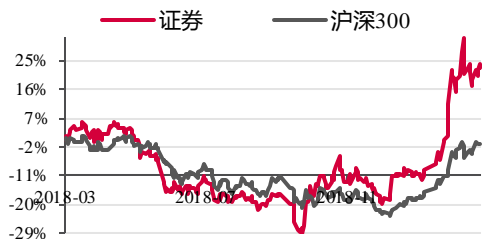
行情与业绩共振

2019年03月25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	0.29	51.46	23.37
沪深300	2.80	27.06	-1.82

杨莞茜

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

分析师

0731-84779576

相关报告

- 1 《证券行业2019年1月报-不负春光 政策催化》 2019-02-13
- 2 《证券行业2019年度策略报告-监管创新并进, 潮声起处帆扬》 2018-12-26
- 3 《证券:证券行业2018年11月报:业绩承压 行情领跑》 2018-12-07

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	28.29
中信证券	18.97	0.86	22.06	0.94	20.18	0.77	24.64
中信建投	12.23	0.73	16.75	0.55	22.24	0.40	30.58
中国银河	7.95	0.54	14.72	0.39	20.38	0.31	25.65
东方证券	8.70	0.37	23.51	0.51	17.06	0.17	51.18
海通证券	10.86	0.70	15.51	0.75	14.48	0.45	24.13
浙商证券	8.15	0.41	19.88	0.32	25.47	0.22	37.05

资料来源: 财富证券

投资要点:

- 板块行情表现: 2月-3月在市场活跃度提升的带动下, 指数快速上行, 截至3月24日, 上证综指上涨20.52%, 中小板上漲31.48%, 创业板上漲37.62%。申万非银金融板块大幅上漲32.32%, 跑赢市场12个百分点, 在申万28个一级行业中排名第8位。二级子行业中多元金融漲50.47%, 券商上漲40.18%、保險上漲22.42%。
- 行业估值: 券商板块PB(TTM,中值)1.85X, 位于历史后90.8%分位, 已经修复至至2018年年初水平。大券商PB中值下降至1.53X、中小券商为2.08X, 两者的估值差拉大, 整体而言大券商性价比更高。
- 行业数据: 2月30家可比券商共计实现营业收入197.91亿元, 环比增长14.45%, 同比增长171.8%; 实现归母净利润92.22亿元, 创下近一年来单月最高, 环比增长46.7%, 同比增长450.1%。同比增速较高一方面与2018年2月超低基数有关, 另一方面, 在市场行情催化下, 交投活跃度提升、指数上行, 带动经纪业务、融资业务放量, 权益端收益提升, 证券公司业绩明显改善。
- 投资建议: 2019年券商的投资逻辑主要来自两个方面, 一是短期而言, 证券行业向上的动能取决于市场改善的持续性, 目前市场要素逐步好转也带动券商业绩的正向反馈。由于证券公司的经营成本多为固定成本, 可变成少, 因此净利润的弹性远远超过营业收入。第二, 从中长期的逻辑看, 券商作为持牌金融业务, 政策是驱动其发展的核心因素。高层定调把金融市场供给侧改革放到了前所未有的高度, 我们认为未来证券公司会持续受益于金融市场供给侧改革带来的政策红利, 行业迎来历史性的发展机遇。我们继续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, 以及反弹行情下的高弹性券商, 经纪业务弹性高的银河及自营业务弹性东方证券。
- 风险提示: 业务开展不及预期; 市场大幅下调风险。

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.....	7
5 风险提示.....	8

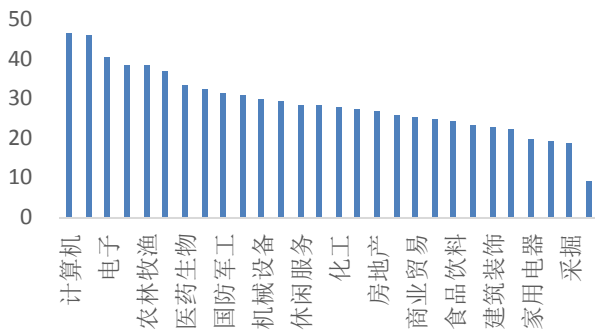
图表目录

图 1: 申万一级行业 2 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.....	3
表 3: 上市券商 2019 年 2 月经营情况	5

1 市场行情回顾

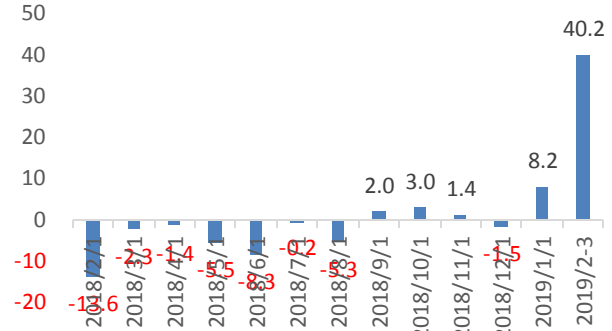
2月-3月在市场活跃度提升的带动下，指数快速上行，截至3月24日，上证综指上涨20.52%，中小板上涨31.48%，创业板上涨37.62%。申万非银金融板块大幅上涨32.32%，跑赢市场12个百分点，在申万28个一级行业中排名第8位。二级子行业中多元金融领涨50.47%，券商上涨40.18%、保险上涨22.42%。

图1：申万一级行业当期涨跌幅（%）



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

在科创板预期的持续推动下，当月投行业务受益明显的中信建投涨幅居前，达到78.05%；此外，高弹性券商太平洋（58.38%）、东方证券（53.38%）、中国银河（48.91%）以及次新股南京证券（44.80%）也录得较高的涨幅。

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%
601066.SH	中信建投	208.96	208.96	002926.SZ	华西证券	24.86	36.20
601099.SH	太平洋	62.25	62.25	601901.SH	方正证券	24.83	38.79
600958.SH	东方证券	47.55	47.55	600999.SH	招商证券	23.68	31.12
601881.SH	中国银河	56.89	56.89	601688.SH	华泰证券	21.88	39.01
601990.SH	南京证券	57.47	57.47	601211.SH	国泰君安	19.77	25.65

资料来源：财富证券

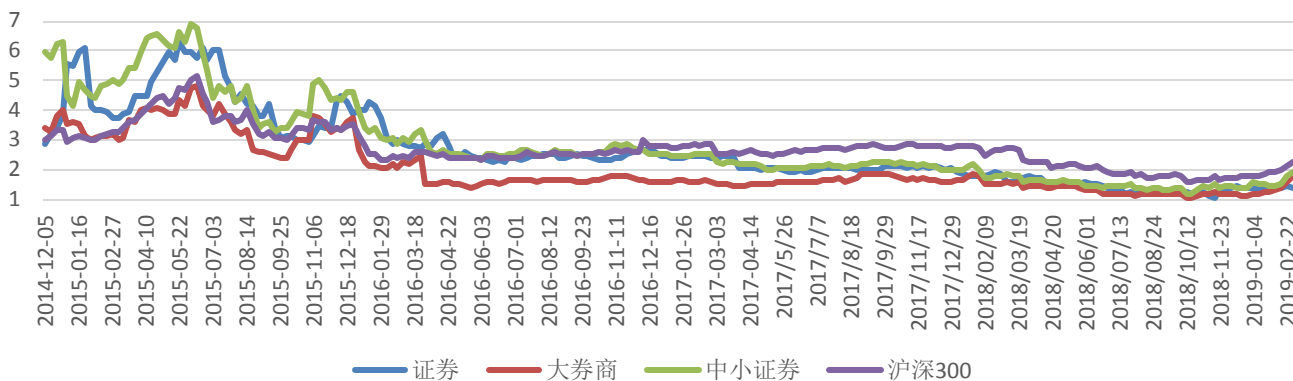
券商估值快速回升。截至3月24日，券商板块PB（TTM,中值）1.85X，位于历史后90.8%分位，已经修复至至2018年年初水平。大券商PB中值下降至1.53X、中小券商为2.08X，两者的估值差拉大，整体而言大券商性价比更高。

表2：证券PB估值

	证券	大券商	中小券商
月末PB估值	1.85	1.53	2.08
历史估值中枢	2.59	1.82	2.82
相对沪深300PB比值	0.00	0.00	0.00
历史分位	90.8%	91.3%	86.6%

资料来源：财富证券

图 3：证券 PB 估值走势



资料来源：wind，财富证券

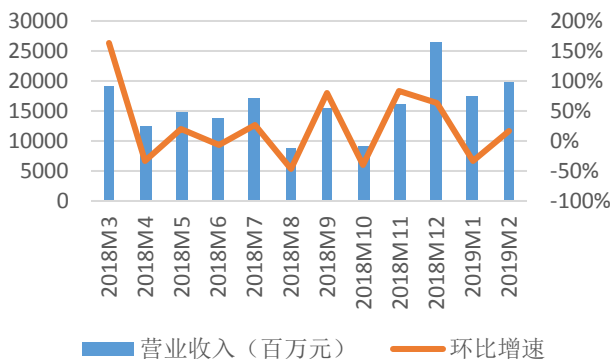
2 行业经营数据

行情带动业绩共振，上市证券公司 2 月营收与净利润大幅改善。

2019 年 2 月，35 家上市券商中，30 家可比券商（非合并口径）共计实现营业收入 197.91 亿元，环比增长 14.45%，同比增长 171.8%；实现归母净利润 92.22 亿元，创下近 1 年来单月最高，环比增长 46.7%，同比增长 450.1%。同比增速较高的原因一方面是与 2018 年 2 月超低基数有关，另一方面，在市场行情催化下，交投活跃度提升、指数上行，带动经纪业务、融资业务放量，权益端收益提升，证券公司业绩明显改善。净利润同比增长逾四倍，远超营收也充分反映了券商的高业绩弹性的特征。

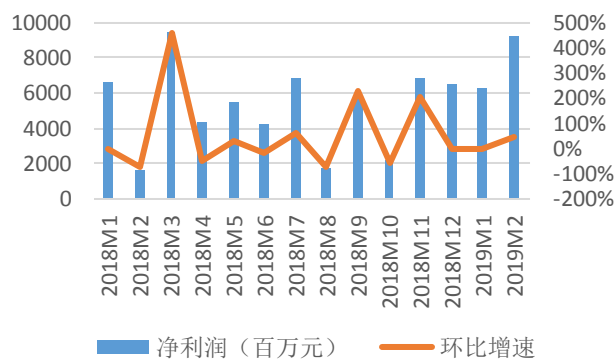
分券商来看，当月营业收入环比增速最快的券商分别为天风证券（98%）、太平洋（89%）、华西证券（76%）；净利润环比增速最快的为天风证券（482%）、东吴证券（474%）、华西证券（195%）。净利润排名前五的券商分别为国泰君安（99.3 亿元）、海通证券（99.2 亿元）、中信证券（83.2 亿元）、国信证券（62.6 亿元）、华泰证券（61.9 亿元）。

图 4：可比券商单月营收及增速%



资料来源：wind，财富证券

图 5：可比券商单月净利润及增速%



资料来源：wind，财富证券

表 3：上市券商 2019 年 2 月经营情况

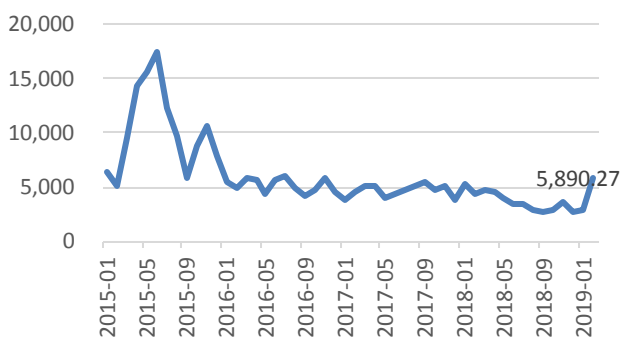
	单月				1-2 月累计			
	营业收入 (百万元)	净利润 (百万元)	营业收入 环比(%)	净利润 环比(%)	营业收入 (百万元)	净利润 (百万元)	营业收入 同比(%)	净利润 同比(%)
中信证券	1834	832	-17%	10%	4049	1586	-77%	60%
广发证券	1337	537	18%	8%	8982	1034	-26%	23%
海通证券	1690	992	65%	129%	8735	1425	-22%	127%
华泰证券	1366	619	24%	46%	11942	1044	-16%	18%
招商证券	1159	510	6%	14%	7585	956	-17%	55%
光大证券	1008	512	57%	125%	4348	741	-19%	115%
长江证券	729	298	30%	96%	3258	450	-23%	116%
国元证券	225	133	-14%	68%	1373	212	-39%	151%
西南证券	264	51	15%	-58%	1883	174	-11%	6%
申万宏源	1111	492	23%	34%	9872	860	11%	257%
太平洋	251	89	89%	165%	589	122	-38%	-226%
东北证券	349	141	-3%	-11%	1529	300	-20%	709%
国金证券	302	142	-16%	8%	2439	273	-28%	60%
兴业证券	790	325	40%	80%	3490	505	-37%	332%
山西证券	127	41	-37%	-29%	1084	100	-37%	623%
方正证券	377	48	-21%	-74%	4106	228	-4%	164%
国海证券	151	44	-8%	-15%	874	97	-47%	116%
东吴证券	250	188	-14%	474%	1833	221	-19%	331%
西部证券	282	136	-25%	-14%	1597	293	-31%	154%
国信证券	851	626	-9%	86%	6708	963	-25%	132%
东方证券	738	331	34%	88%	4257	507	-41%	163%
东兴证券	330	122	35%	33%	2179	214	-14%	54%
国泰君安	1802	993	33%	122%	14923	1440	-5%	45%
第一创业	199	79	21%	23%	1144	143	-3%	274%
华安证券	229	110	10%	30%	1096	195	-27%	376%
中原证券	156	71	42%	103%	759	105	-38%	41%
中国银河	928	381	-3%	-3%	6296	775	-28%	64%
浙商证券	174	41	17%	48%	1756	68	#N/A	-24%
财通证券	388	123	24%	83%	2385	190	#N/A	22%
华西证券	393	215	76%	195%	2041	288	#N/A	129%
南京证券	166	74	34%	56%	#N/A	122	#N/A	#N/A
中信建投	681	403	-14%	93%	#N/A	612	#N/A	#N/A
天风证券	287	33	98%	482%	#N/A	38	#N/A	#N/A
长城证券	240	87	-11%	0%	#N/A	135	#N/A	#N/A

资料来源：财富证券

市场要素向好，带动券商业绩进入正向循环。从市场成交要素上，1) 日均成交金额快速上升。2 月单月日均成交金额为 5890 亿元，环比激增 98.6%，其中 25、26 日日均成交金额突破万亿元。2) 两融余额持续回升至 8000 亿元以上。2 月末沪深两融余额 8046 亿元，环比下降 6.4%，较年初 7558 亿元增加 764 亿元；且净买入额持续扩大。3) 股票

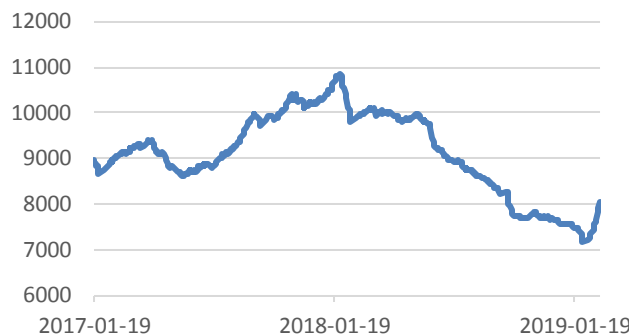
质押业务初始交易及存量规模收缩。全市场质押股份 65.26 亿股，较上月下降 64.9%；待购回股份数量为 6284 亿股，较上月末减少 36 亿股，参考市值 51321 亿元。4) 投行方面，受春节因素影响，股、债发行节奏显著减缓。当月股权发行规模环比下降 94%，其中，IPO 发行 5 家，募集资金为 41 亿元，环比下降 71%；定向增发及配股共计 12 家，募集资金 45 亿元，环比下降 96%；1-2 月累计股权发行规模 1229 亿元，同比下降 45%。核心信用债券融资规模总计 826 亿元，较上月下降 61%，其中企业债、公司债、可转债/可交换债的整体融资规模分别为 112 亿元、627 亿元和 88 亿元。5) 资管产品发行规模连续 3 个月下降，当月成立资管产品 303 只，发行份额 87 亿份，环比-22%。1-2 月累计发行份额 198 亿份，同比-15%。6) 2 月市场上证综指、中小板、创业板大幅上行，涨幅分别为 14.2%、21.7%、24.8%，自营权益改善。

图 6：两市日均成交金额（亿元）



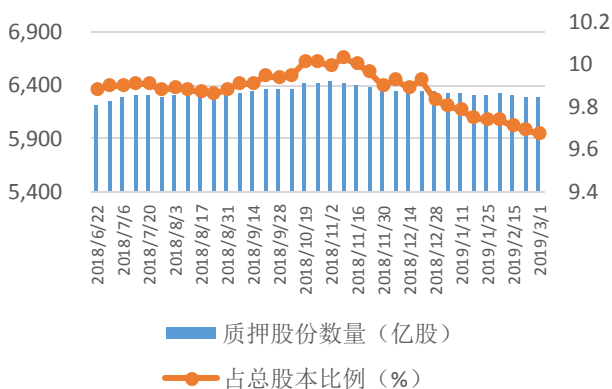
资料来源：wind，财富证券

图 7：日均融资融券余额（亿元）



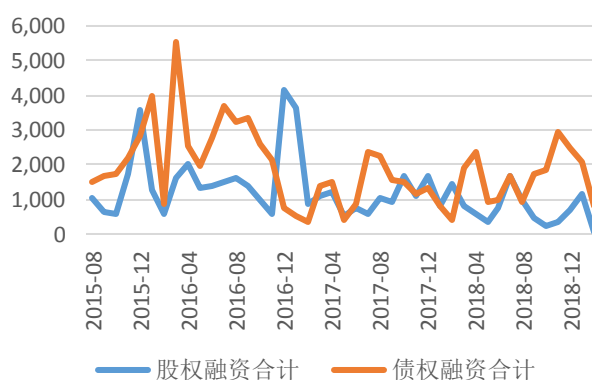
资料来源：wind，财富证券

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

年初至 2 月末，券商板块迎来一波快速上涨行情，本轮上涨的背景，一是往年春季躁动叠加上证综指处于低位，指数上行、市场交投活跃度提升带动券商业绩预期转好。二是由政策推动。科创板的持续推进，无论是改革力度还是推出速度上均超出市场预期，为前期低迷的市场环境注入强心针，有望持续提振市场情绪。自 2018 年下半年以来，金融监管政策正逐步放松，也为证券公司带来新的业务机会，前期严监管对券商估值的压制作用正逐步减弱。

我们重申，2019 年券商的投资逻辑主要来自两个方面，一是短期而言，证券行业向上的动能取决于市场改善的持续性。我们看到沪深单周日均成交金额突破了一万亿元，创下自 2015 年 12 月以来的新高；A 股的换手率从 18 年 0.57% 上升至 2.61%。代表杠杆资金的两融余额回升至 8000 多亿元，虽然尚未到达 2015 年 1-2 万亿的水平，但已进入上行区间。反映投资者热情的新开户数量，在 2 月 22 日达到了 31.61 万户，环比激增 53%。市场要素正向反馈也马上在 2 月的业绩上体现，由于证券公司的经营成本多为固定成本，可变成少，因此净利润的弹性远远超过营业收入。第二，从中长期的逻辑看，券商作为持牌金融业务，政策是驱动其发展的核心因素。高层定调把金融市场供给侧改革放到了前所未有的高度，包括要优化融资结构、金融机构体系，而证券公司在拓宽融资渠道、提升股权融资比重、增加金融供给等方面发挥着不可替代的作用，证券行业的资本融通功能在金融市场上将进一步体现。我们认为未来证券公司会持续受益于金融市场供给侧改革带来的政策红利，行业迎来历史性的发展机遇。

我们继续建议关注资本实力充足、盈利能力突出、业绩稳健，优先受益科创板、CDR、并购重组等投行业务机会的龙头型券商，中信建投、中信证券、华泰证券；同时建议关注反弹行情下的高弹性券商，经纪业务弹性高的银河及自营业务弹性东方证券。

4 行业信息

4.1 证监会就《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定》（以下简称《规定》）向社会公开征求意见。

近年来，随着证券市场的发展，公募基金管理人、保险公司等机构投资者交易占比逐年上升，传统以人工为主的操作方式已不能满足其分仓管理、统一风控等需求。《规定》考量既往非规范交易信息系统外部接入出现的风险隐患及存在问题，借鉴成熟市场经验，引导证券公司在安全、合规的前提下，为机构投资者合理化需求提供外部接入服务。

根据《规定》，证券公司是提供交易信息系统外部接入服务的责任主体，应当在严格控制风险的前提下审慎开展相关业务活动。充分评估接入需求合理性，全面核实投资者资质条件，完整验证相关系统功能；在接入过程中切实履行管理职责，严格控制风险，确保外部接入始终保持合规、安全、稳定的状态。

《规定》规范的交易信息系统外部接入活动,应当严格遵循证券市场现有交易机制。涉及程序化交易等新型交易方式的监管及自律要求,待相关规则出台后,外部接入系统需一体遵循。

4.2 证监会发布修订后的《期货公司分类监管规定》

近日,证监会发布修订后的《期货公司分类监管规定》(以下简称《规定》),自公布之日起施行。

主要修订内容如下:一是优化加分指标,包括将服务国家战略纳入专项评价、新设服务实体经济能力指标大类、微调部分指标的评价标准等内容。二是调整扣分指标,包括重组风险管理能力指标、调整特定情形扣分项目、细化措施和处罚扣分项目、扩充适用降级处理的严重违规情形等内容。三是完善评价程序,包括适当增加自评内容、合理安排初审分工、明确监管协作要求等内容。

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《证券投资基金经营机构管理人中管理人(MOM)产品指引(征求意见稿)》公开征求意见

为促进证券投资基金经营机构资产管理业务创新发展,规范管理人中管理人产品运作,进一步增强证券投资基金经营机构专业化投资能力,满足投资者多样化资产配置需求,维护投资者合法权益,证监会起草了《证券投资基金经营机构管理人中管理人(MOM)产品指引(征求意见稿)》(简称《指引》),现向社会公开征求意见。

主要包括以下内容:一是明确产品定义与运作模式。母管理人将所管理资产管理产品部分或者全部资产委托给多个子管理人进行管理,每个子资产单元单独开立子证券期货账户,子管理人提供投资建议或下达投资指令,母管理人作出投资决策并负责交易执行。二是界定参与主体条件与职责。《指引》明确了母子管理人和投资经理的资质条件,规定了母子管理人及托管人的职责。三是规范产品投资运作。《指引》要求母管理人应当制定子管理人选聘、监督、考核、评估、解聘的标准和流程,健全决策程序和授权机制,并明确了关联交易管控,子管理人费用收取,信息披露,风险揭示等相关要求。四是强化风险管理与内部控制。《指引》要求,母管理人应当建立健全内部控制与风险管理制度,完善技术系统,确保业务操作符合相关法律法规的要求。

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