

证券

证券研究报告

2019年04月18日

业绩低点已过，券业正处于新一轮转型升级的分水岭

2018年上市券商业绩同比下降39%，投资收益是拖累业绩的主要因素

22家上市券商实现净利润511亿元，同比下降38.58%。22家上市券商的平均净资产收益率为4.27%，较行业（3.52%）高0.55个百分点。按照各个业务条线的归因分析，投资收益（-14.35%）是拖累收入的主要因素，传统的收费类业务经纪业务（-4.49%）、投行业务（-2.79%）、资管业务（-0.23%）对于收入均是负贡献，其它收入（+5.79%）、利息收入（+2.94%）对于上市券商的业绩有正贡献。传统的收费类业务受到较大的冲击，自营依然是第一大收入来源，传统业务转型压力凸显。

收费类业务受限于交易量、承销规模下滑影响，资金类业务风险释放充分

1) 受交易量、佣金率下滑的影响，上市券商经纪业务净收入普遍下跌，但机构客户占比高的券商（中信证券、东方证券）下滑幅度相对较小。2) 投行业务中IPO审批标准趋严，发行数量、募集资金规模大幅下滑，集中度提升，债权承销实现增长，但整体收入仍不及17年。3) 资产管理业务主动调整结构，压缩通道业务规模，未来主动管理能力突出、具有良好的机构客户基础的券商预计将脱颖而出。4) 上市券商自营规模同比提升27%至2.07万亿元。受权益市场下跌影响，同时为了降低新会计准则下持有股票资产带来业绩波动加剧的影响，上市券商优化资产配置结构，增加固定收益类资产配置比例。5) 18年券商股票质押业务风险集中暴露，计提减值损失284亿元，较17年增加226亿元，头部券商减值损失较为审慎，风险释放充分。若后续融出资金顺利回笼或者质押证券的公允价值回升，减值损失有较大的回拨机会。

预计上市券商一季报业绩将高增长，中小券商弹性大

3月33家上市券商净利润147亿元，同比+48%（可比口径），西南证券、东吴证券等中小券商业绩弹性大，预计与各家自营配置情况有关。中信证券等头部券商业绩相对稳健。2019年1季度，33家上市券商累计净利润302亿元，同比+66%，1季报的业绩增速预计将会略高于月度财务数据。

再次上调2019年行业盈利预测，预计净利润为1054亿元，YOY+59%

基于2019年1季度市场交投活跃度明显提升，自营环境向好，在保守/中性/乐观的情景下，预计行业净利润为934/1054/1165亿元，YOY+40%/58%/75%。

投资建议：政策+业绩超预期依旧是证券行业估值提升的重要催化剂，继续推荐券商板块。行业平均估值2.23x 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。推荐龙头券商即海通证券、中信证券、华泰证券、国泰君安，建议关注弹性标的：东吴证券、中国银河。

风险提示：市场低迷导致业绩及估值双重下滑、政策落地不及预期、科创板推出进度不及预期。

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-04-17	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018A	2019E	2020E	2017A	2018A	2019E	2020E
600030.SH	中信证券	24.36	买入	0.94	0.77	1.02	1.18	25.91	31.64	23.88	20.64
601688.SH	华泰证券	21.81	增持	1.30	0.61	0.98	1.14	16.78	35.75	22.26	19.13
600837.SH	海通证券	14.45	增持	0.75	0.45	0.62	0.73	19.27	32.11	23.31	19.79
601211.SH	国泰君安	20.22	增持	1.13	0.77	1.02	1.12	17.89	26.26	19.82	18.05

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

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

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

1 《证券-行业点评:上市券商3月业绩再创新高，后续有望持续超预期》2019-04-10

2 《证券-行业深度研究: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》2019-03-11

3 《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

内容目录

1. 2018 年：年报数据综述	4
1.1. 证券行业经营情况：盈利大幅收缩，ROE 探底.....	4
1.2. 总体情况：上市券商凭借综合优势，业绩表现好于行业.....	6
1.3. 收入结构：传统的收费类业务受到较大的冲击，业务转型压力凸显.....	7
2. 分项业务分析	9
2.1. 经纪业务：量价齐跌拖累业绩，机构业务是业绩稳定器.....	9
2.2. 投行业务：股债承销增速分化，股权承销集中度提升趋势加快.....	11
2.3. 资管业务：规模收缩，结构优化.....	13
2.4. 投资业务：业绩下滑的主因，资产配置适时优化.....	14
2.5. 利息净收入：规模回落拖累收入下滑，预计 19 年将大幅改善.....	17
3. 盈利预测与投资建议	19
3.1. 中性假设下，我们预计 2019 年行业净利润 1054 亿元，同比+58%.....	19
3.2. 投资建议.....	21

图表目录

图 1：2018 年证券行业收入结构.....	4
图 2：2017 年证券行业收入结构.....	4
图 3：行业 ROE 与 ROA 情况.....	5
图 4：证券行业杠杆率情况（单位：倍）.....	5
图 5：2018 年上市券商各条线业绩下滑居多.....	7
图 6：2018 年上市券商收入归因分析（单位：亿元）.....	7
图 7：上市券商收入结构.....	7
图 8：证券行业代理买卖证券业务佣金率情况.....	9
图 9：上市券商经纪业务净收入排名情况（单位：亿元）.....	10
图 10：上市券商经纪业务净收入同比变动情况.....	10
图 11：代理买卖证券款机构客户资产占比.....	10
图 12：A 股 IPO 发行集中度在提升.....	11
图 13：主要证券公司债券承销情况（单位：亿元）.....	12
图 14：截至 2018 年底，券商资管计划规模为 13.36 万亿元（单位：万亿元）.....	13
图 15：证券公司私募资产管理日均规模前 20 名（2018 年）.....	13
图 16：证券公司私募主动管理资产日均规模前 20 名（2018 年）.....	14
图 17：13 家券商资管子公司 2018 年净利润情况.....	14
图 18：2018 年两市融资融券余额震荡下行（单位：亿元）.....	18
图 19：上市券商资产/信用减值损失计提情况（单位：亿元）.....	19
图 20：券商板块目前估值仍处于中枢以下（中信行业非银金融-证券）.....	21

表 1: 证券行业 2018 年净利润 666 亿元, 同比下降 41% (单位: 亿元)	4
表 2: 22 家上市券商 2018 年经营情况 (单位: 亿元)	6
表 3: 2018 年统计范围内 22 家上市券商收入占比及其变动情况	8
表 4: 证券行业经纪业务经营情况 (单位: 亿元)	9
表 5: 主要上市券商的证券承销业务净收入情况 (单位: 亿元)	11
表 6: 主要是证券公司股权承销规模情况 (单位: 亿元)	12
表 7: 上市券商自营业务规模及投资收益变动情况 (单位: 亿元)	15
表 8: 上市券商自营固收类配置比例逐年提升, 权益占比下降	16
表 9: 上市券商利息净收入情况 (单位: 亿元)	17
表 10: 主要上市券商融出资金和股票质押式回购余额变动情况 (单位: 亿元)	18
表 11: 证券行业盈利预测核心假设 (单位: 亿元)	19
表 12: 证券行业盈利预测 (单位: 亿元)	20
表 13: 上市券商盈利预测及估值表 (2019 年 4 月 16 日)	21

1. 2018 年：年报数据综述

1.1. 证券行业经营情况：盈利大幅收缩，ROE 探底

证券业协会对证券公司 2018 年度经营数据进行了统计,131 家证券公司当期实现营业收入 2662.87 亿元, YOY-14.47%; 净利润 666.20 亿元, YOY-41.04%; 106 家券商实现盈利, 较 2017 年减少 14 家, 占证券公司总数量的 80.92%。总资产为 6.26 万亿元, YOY+1.95%; 净资产 1.89 万亿元, YOY+2.16%; 净资产回报率为 3.52%。

表 1: 证券行业 2018 年净利润 666 亿元, 同比下降 41% (单位: 亿元)

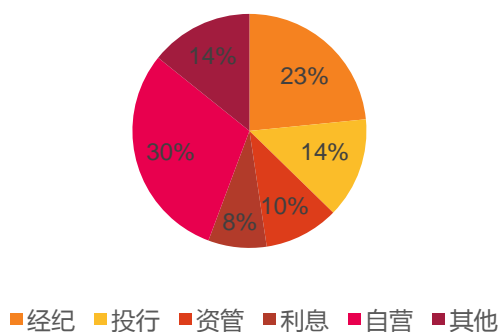
项目	2016 年	2017 年	2018 年	同比变动 (%)
券商数量 (家)	129	131.00	131.00	0%
营业收入	3279.94	3,113.28	2,662.87	-14.47%
代理买卖证券业务净收入	1052.95	820.92	623.42	-24.06%
证券承销与保荐业务净收入	519.99	384.24	258.46	-32.73%
财务顾问业务净收入	164.16	125.37	111.50	-11.06%
投资咨询业务净收入	50.54	33.96	31.52	-7.18%
资产管理业务净收入	296.46	310.21	275.00	-11.35%
证券投资收益	568.47	860.98	800.27	-7.05%
利息净收入	381.79	348.09	214.85	-38.28%
净利润	1234.45	1,129.95	666.20	-41.04%
盈利券商数量	124	120.00	106.00	-11.67%
总资产 (万亿元)	5.79	6.14	6.26	1.95%
净资产 (万亿元)	1.64	1.85	1.89	2.16%
客户交易结算资金余额	14400	10,600.00	9,378.91	-11.52%
托管证券市值 (万亿)	33.77	40.33	32.62	-19.12%
受托管理资金本金总额 (万亿)	17.82	17.26	14.11	-18.25%

资料来源: 证券业协会, 天风证券研究所

各主营业务收入均出现不同程度下滑, 利息净收入下滑幅度最大。2018 年证券行业利息净收入为 215 亿元, YOY-38%; 代理买卖证券业务净收入 623 亿元, YOY-24%; 证券承销与保荐业务净收入 258 亿元, YOY-33%; 财务顾问业务净收入 112 亿元, YOY-11%; 资产管理业务净收入 275 亿元, YOY-11%; 证券投资收益则由 2017 年度的 860.98 亿元降为 2018 年度的 800.27 亿元, YOY-7%。

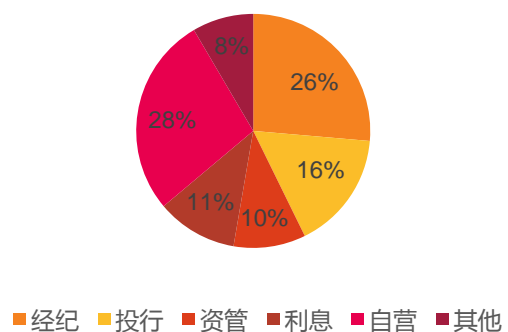
自营是第一大收入来源。2018 年, 自营、经纪、投行、资管、利息净收入、其他的收入占比分别为 30%、23%、14%、10%、8%和 14%。收入占比提升的分别是自营和其他收入, 分别提升 2 个百分点和 6 个百分点。经纪、投行、利息净收入均有不同程度的下滑。

图 1: 2018 年证券行业收入结构



资料来源: 证券业协会, 天风证券研究所

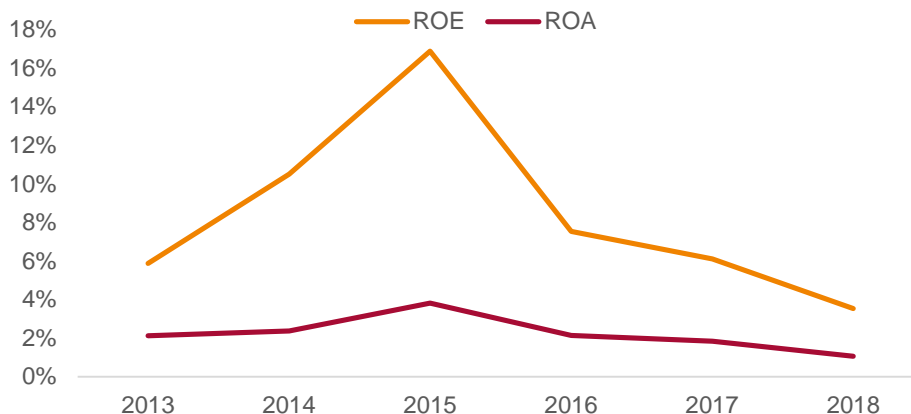
图 2: 2017 年证券行业收入结构



资料来源: 证券业协会, 天风证券研究所

我们认为 2018 年将是证券行业 ROE 的阶段性低点，2019 年将探底回升。截至 2019 年，证券行业 ROE 创下 2013 年以来的新低，根据证券业协会数据，证券行业 ROE 在 2014-2015 年达到 10.50%、16.88%，并在 2015 年触及高点后快速下滑，2016-2018 年分别为 7.52%、6.11%、3.52%。从 2019 年 1 季度市场环境来判断，我们预计 2019 年证券行业的 ROE 将触底回升。

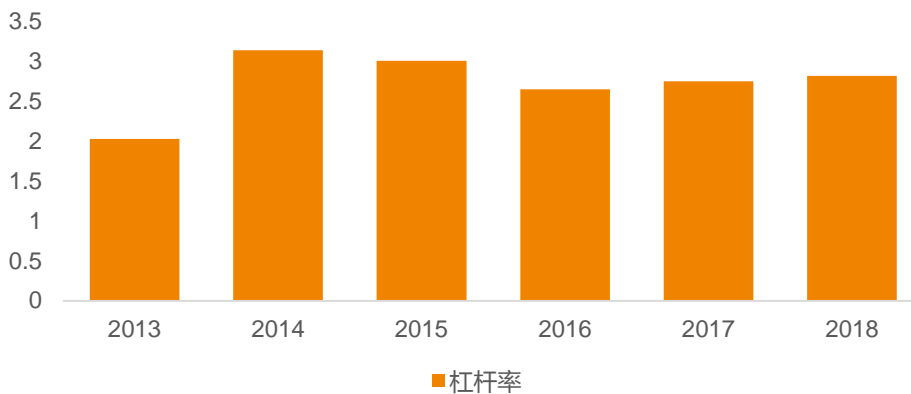
图 3：行业 ROE 与 ROA 情况



资料来源：证券业协会，天风证券研究所

证券行业杠杆率自从 2014 年有明显提升后，基本上维持在一个稳定的水平，2018 年行业整体杠杆率相较于 2017 年略有提升，至于未来行业杠杆率的提升需要根据业务（主要是创新业务）发展需求来定。

图 4：证券行业杠杆率情况（单位：倍）



资料来源：证券业协会，天风证券研究所

1.2. 总体情况：上市券商凭借综合优势，业绩表现好于行业

截至 2019 年 4 月 14 日，我们统计范围内的 35 家上市券商中共有 22 家（下文所指上市券商均为 22 家）公布 2018 年年度报告。22 家上市券商实现营业收入 2196 亿元，同比下降 12.76%，实现净利润 511 亿元，同比下降 38.58%。22 家上市券商的平均净资产收益率为 4.27%，较行业（3.52%）高 0.55 个百分点。中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券、招商证券利润居前，分别为 93.90 亿元、67.08 亿元、52.11 亿元、50.33 亿元和 44.25 亿元。

表 2：22 家上市券商 2018 年经营情况（单位：亿元）

证券简称	营业收入	营收同比	归母净利润	净利同比	净资产	净资产收益率
中信证券	372.21	-14.02%	93.90	-17.87%	1568.31	5.99%
国泰君安	227.19	-4.56%	67.08	-32.11%	1336.73	5.02%
海通证券	237.65	-15.79%	52.11	-39.54%	1301.86	4.00%
华泰证券	161.08	-23.69%	50.33	-45.75%	1047.50	4.80%
招商证券	113.22	-15.21%	44.25	-23.52%	807.92	5.48%
广发证券	152.70	-29.22%	43.00	-49.97%	886.29	4.85%
申万宏源	152.77	14.29%	41.60	-9.55%	711.96	5.84%
中信建投	109.07	-3.50%	30.87	-23.11%	478.63	6.45%
中国银河	99.25	-12.51%	28.87	-27.47%	663.38	4.35%
东方证券	103.03	-2.17%	12.31	-65.36%	522.72	2.35%
国金证券	37.66	-14.22%	10.10	-15.89%	195.61	5.17%
浙商证券	36.95	-19.86%	7.37	-30.71%	136.64	5.39%
国元证券	25.38	-27.71%	6.70	-44.31%	246.48	2.72%
方正证券	57.23	-3.87%	6.61	-54.48%	386.66	1.71%
华安证券	17.61	-8.15%	5.54	-14.77%	128.30	4.32%
东北证券	67.80	37.64%	3.01	-54.82%	161.24	1.87%
西南证券	27.44	-10.34%	2.27	-66.08%	189.77	1.20%
兴业证券	64.99	-26.30%	1.35	-94.08%	353.08	0.38%
第一创业	17.70	-9.31%	1.24	-70.59%	91.64	1.36%
光大证券	77.12	-21.61%	1.03	-96.57%	487.58	0.21%
国海证券	21.23	-20.16%	0.73	-80.53%	140.42	0.52%
中原证券	16.50	-23.19%	0.66	-85.12%	112.75	0.58%
合计	2195.79	-12.76%	510.96	-38.58%	11,955.47	4.27%

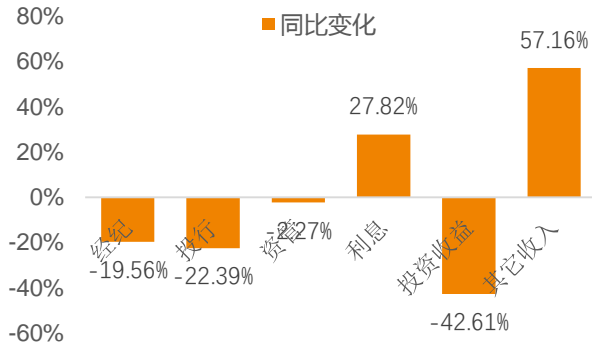
资料来源：公司公告，天风证券研究所

收入端：2018 年上市券商分业务条线来看，只有其他收入（+57.16%）、利息收入（+27.82%）实现增长，其中利息净收入正增长主要是因为 A+H 上市券商采用新会计准则，持有债权投资的利息收入由投资收益科目转入利息收入科目。投资收益（YOY-42.61%）、经纪业务（YOY-19.56%）、投行业务（YOY-22.39%）、资管业务（YOY-2.27%），受市场震荡下行、交易量萎缩、股权融资规模缩减等因素影响，均有不同程度的下降。

收入归因分析：2018 年上市券商营业收入同比下降 13%，按照各个业务条线的归因，投资收益（-14.35%）是拖累收入的主要因素，传统的收费类业务经纪业务（-4.49%）、投行业务（-2.79%）、资管业务（-0.23%）对于收入均是负贡献，其它收入（+5.79%）、利息收入（+2.94%）对于上市券商的业绩有正贡献。

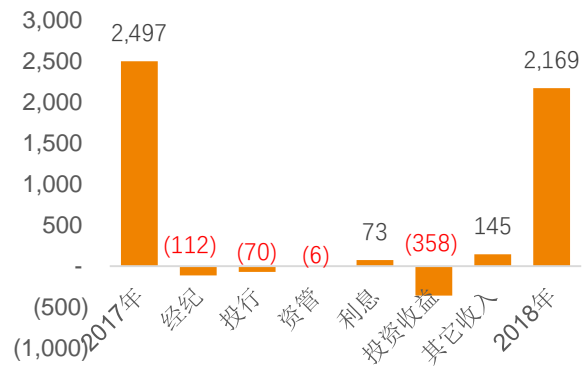
费用端：2018 年上市券商营业支出合计达 1581 亿元，同比上升 7%，与以往不一样的是，2018 年上市券商的信用减值损失/资产减值损失大幅提升，规模达到 137 亿元，YOY+69%，是导致营业支出大幅提升的主要原因。此外，其他支出达到 299 亿元，同比上升 76%。占营业支出最大比例的管理费用，规模从 1213 亿元下降至 1127 亿元，YOY-7%，在营业支出中占比从 82%下滑 11 个百分点至 71%。

图 5：2018 年上市券商各条线业绩下滑居多



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 6：2018 年上市券商收入归因分析（单位：亿元）



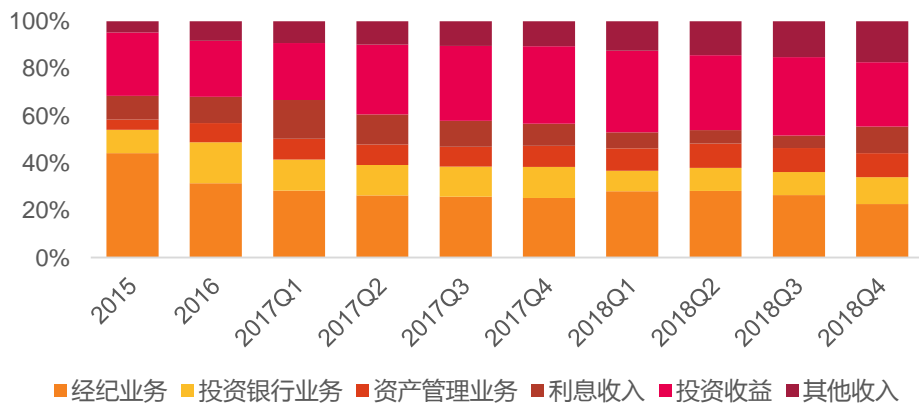
资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.3. 收入结构：传统的收费类业务受到较大的冲击，业务转型压力凸显

截至 2018 年，上市券商各业务板块收入占比趋于均衡。投资收益（27%）自 2017 年 2 季度超越经纪业务，在收入占比中稳居第一。经纪业务占比为 23%，位居第二。受股权融资节奏放缓的影响，投资银行业务的占比从 2017 年的 13% 下滑至 11%。利息收入受统计口径调整的影响，占比从 2017 年的 9% 上升至 2018 年的 11%。资管业务收入占比变化不大，稳定在 10%。其他收入部分上市券商将大宗商品销售收入纳入口径导致占比提升，这部分实际利润贡献不高。

多元化布局是方向，至少能够从两方面利好券商。首先，多元化布局背后是券商资产端持续扩张的结果，不同业务间的协同效应值得期待。其次，多元化布局下券商收入结构趋于均衡，能够提升券商的业绩的稳定性，在部分创新业务领域，利润率往往高于传统业务，也能提升券商的利润率。

图 7：上市券商收入结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2018 年上市券商收入结构差异较大，中信证券、海通证券等头部券商收入结构更加均衡。其他券商在单个业务线条各有特色，比如在经纪业务领域，方正证券（40%）、中国银河（35%）占比较高。在投行业务领域，中信建投（29%）占比较高。第一创业（33%）、广发证券（26%）、东方证券（23%）的资管业务收入占营业收入比重高。整体上中小券商对于自营业务依赖度高，在市场环境转好的背景下，预计弹性会更大。

表 3：2018 年统计范围内 22 家上市券商收入占比及其变动情况

	收入占比						收入占比变动 (pct)					
	经纪	投行	资管	利息	自营	其他	经纪	投行	资管	利息	自营	其他
西南证券	18.7%	18.6%	2.8%	-16.9%	63.2%	13.6%	-3.1	-2.0	0.0	-9.7	0.0	14.8
国海证券	25.1%	12.5%	9.2%	-24.3%	55.5%	22.0%	-0.7	-5.2	2.8	-10.3	9.2	4.2
华安证券	32.0%	4.5%	5.3%	9.5%	44.2%	4.5%	-16.7	-2.1	0.5	-0.7	17.9	1.1
方正证券	39.6%	5.9%	6.0%	2.0%	39.2%	7.3%	-1.0	1.2	2.4	-27.7	19.5	5.4
国元证券	21.9%	11.6%	3.8%	21.4%	38.9%	2.4%	0.5	-2.0	0.6	-2.6	4.2	-0.7
第一创业	13.2%	14.5%	33.0%	-2.5%	33.6%	8.1%	-17.0	-2.0	24.5	-15.9	5.7	4.8
兴业证券	21.4%	13.3%	4.5%	-5.3%	28.4%	37.7%	-6.7	-17.9	0.2	-21.7	18.1	27.9
国金证券	26.4%	19.2%	3.5%	15.4%	27.0%	8.4%	9.4	6.1	-1.2	10.7	-15.6	-9.5
招商证券	28.0%	12.8%	10.7%	16.4%	26.9%	5.3%	2.6	7.4	6.4	-5.1	7.6	-18.9
国泰君安	19.9%	9.1%	6.8%	26.5%	26.7%	11.0%	-0.1	-0.6	-4.1	9.4	-14.0	9.5
华泰证券	21.3%	12.2%	15.5%	18.9%	26.4%	5.6%	-13.3	1.7	5.7	5.7	-3.6	3.9
申万宏源	21.5%	5.8%	7.9%	22.2%	25.5%	17.1%	6.9	-14.0	-24.0	15.7	4.0	11.4
浙商证券	19.1%	7.8%	6.5%	8.6%	24.4%	33.6%	-5.2	-3.9	-1.2	-16.1	-5.5	32.0
东北证券	10.0%	3.4%	2.5%	1.2%	24.3%	58.7%	-28.8	-1.6	-3.6	-25.2	4.4	54.8
中信证券	20.0%	9.8%	15.7%	6.5%	23.7%	24.3%	-2.1	-0.9	1.9	-0.4	-0.6	2.0
中原证券	26.3%	7.1%	6.0%	15.8%	22.5%	22.3%	-0.7	-22.6	-1.4	4.0	1.0	19.7
中信建投	21.1%	28.9%	6.4%	18.4%	22.3%	2.9%	0.0	18.3	-1.1	9.3	5.3	-31.8
海通证券	12.7%	13.6%	8.1%	20.3%	14.8%	30.6%	-15.2	1.5	-3.5	7.2	-12.4	22.4
光大证券	29.4%	14.1%	12.5%	22.9%	10.5%	10.5%	14.1	7.6	8.3	25.5	-21.3	-34.3
中国银河	34.9%	5.4%	7.5%	34.7%	9.5%	8.0%	14.5	-7.6	-11.3	32.5	-35.1	7.0
广发证券	23.7%	8.4%	25.7%	25.3%	7.3%	9.6%	9.7	-3.4	18.3	12.3	-28.2	-8.7
东方证券	13.1%	11.0%	23.1%	8.4%	6.4%	37.9%	-0.9	-1.5	4.3	27.5	-62.1	32.6

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 分项业务分析

2.1. 经纪业务：量价齐跌拖累业绩，机构业务是业绩稳定器

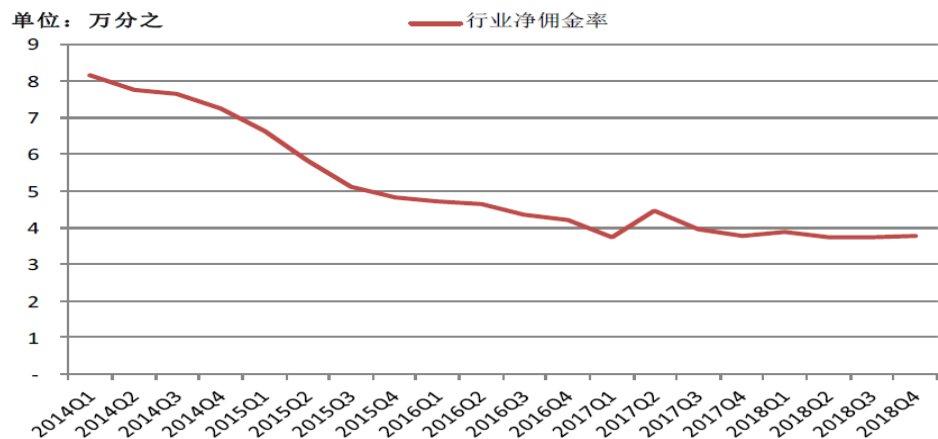
2018 年度，受交易量下降影响，经纪业务收入有所下滑。2018 年，沪深两市股票日均交易额为 3689 亿元，同比下降 19.56%。全行业实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁收入）623.42 亿元，同比减少 24.06%。2018 年度行业平均净佣金率为万分之 3.76，相较于 2017 年的万分之 3.78 的较低水平基本维持稳定。我们预计行业佣金率已经基本企稳，2019 年证券板块的经纪业务净收入将伴随着成交金额同比大幅改善而回升。

表 4：证券行业经纪业务经营情况（单位：亿元）

经纪业务相关指标	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
代理买卖证券业务净收入 (含席位租赁收入)	623.42	820.92	1,052.95	2,690.96
占营业收入比例	23.41%	26.37%	32.10%	46.79%
沪深两市股票日均交易额	3,688.72	4,586.07	5,190.06	10,453.03
平均净佣金率（万分之）	3.76	3.78	4.21	5.56
营业网点数量（个）	10,727	10,402	8,778	7,923

资料来源：证券业协会，天风证券研究所

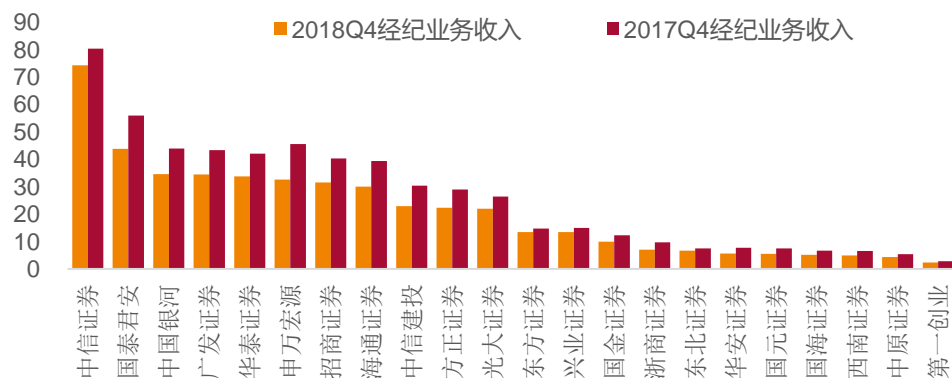
图 8：证券行业代理买卖证券业务佣金率情况



资料来源：证券业协会，天风证券研究所

根据上市券商披露的年报数据，上市券商的经纪业务收入同比均出现不同程度的下滑，但是下滑的程度整体上是小于行业平均水平的。统计范围内 22 家上市券商，经纪业务收入同比下滑比例小于行业平均水平的有 16 家。以中信证券为例，经纪业务收入同比下滑幅度远低于行业平均水平，仅为 7.66%，一方面是因为公司市场股基交易金额的市场份额较 2017 年大幅提升至 6.09%，另一方面主要是公司经纪业务中机构客户占比高。

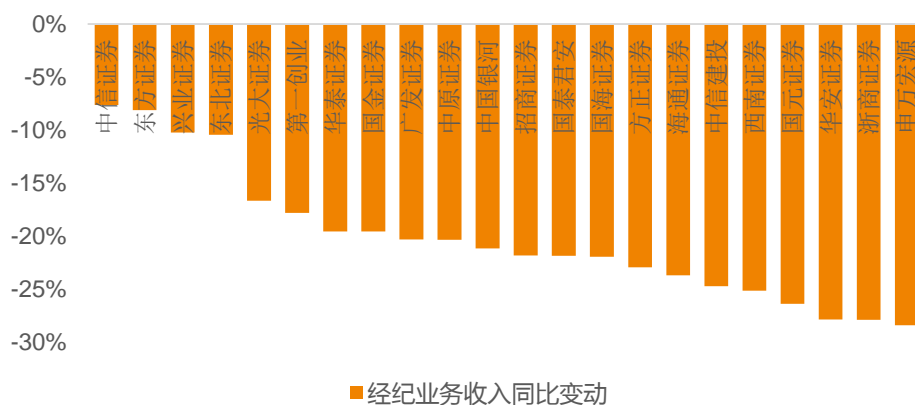
图 9：上市券商经纪业务净收入排名情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

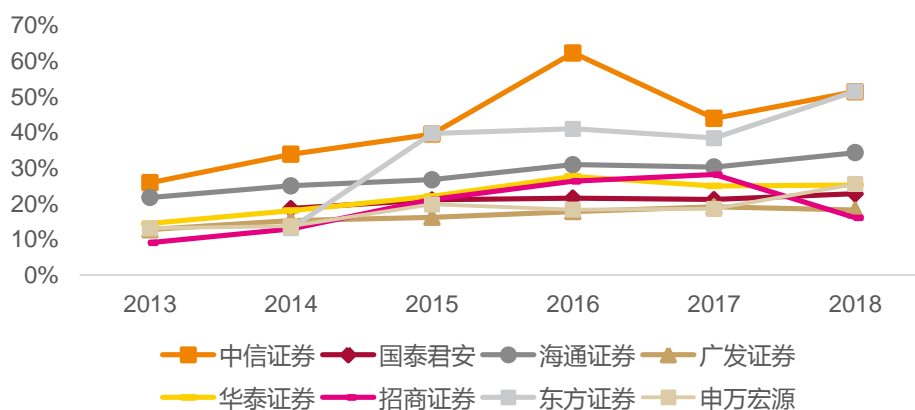
中信证券率先实现客户结构全面转型，机构客户资产规模占比远超其他上市券商。发展机构业务一方面有助于证券公司减少其业绩波动，尤其是在熊市中机构业务所起到的稳定器的作用明显，另一方面将带来交易以外的增量业务收入。机构客户无法同时面对很多服务机构，这决定了机构业务是寡头竞争格局，丰富的机构客户资源是未来转型的重要基础。

图 10：上市券商经纪业务净收入同比变动情况



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 11：代理买卖证券款机构客户资产占比



资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 投行业务：股债承销增速分化，股权承销集中度提升趋势加快

2018 年度，证券公司实现投行业务净收入 369.96 亿元，同比减少 27.40%。其中，承销与保荐、财务顾问收入分别为 258.46 亿元、111.50 亿元，与上年同期相比下降 32.74%、11.07%。22 家上市券商累计证券承销业务净收入为 241.16 亿元，同比下降 22.39%，降幅小于行业平均水平。

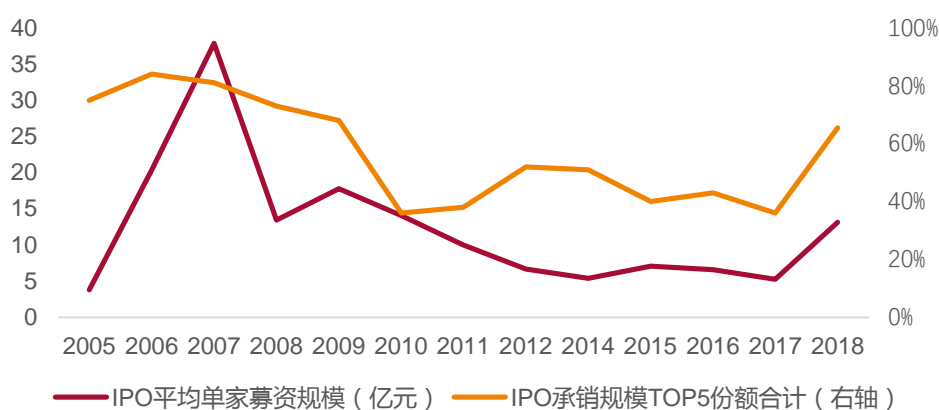
表 5：主要上市券商的证券承销业务净收入情况（单位：亿元）

公司名称	2017Q1-Q4	2018Q1-Q4	同比	公司名称	2017Q1-Q4	2018Q1-Q4	同比
中信证券	44.06	36.39	-17.40%	国金证券	13.67	7.21	-47.25%
海通证券	33.30	32.17	-3.38%	中国银河	5.57	5.31	-4.70%
中信建投	33.48	31.35	-6.37%	西南证券	6.26	4.94	-21.14%
国泰君安	27.08	20.09	-25.81%	方正证券	3.91	3.35	-14.35%
华泰证券	20.39	19.49	-4.41%	国元证券	4.75	2.92	-38.53%
招商证券	21.98	14.46	-34.20%	浙商证券	4.86	2.86	-41.10%
广发证券	27.55	12.16	-55.85%	国海证券	4.62	2.62	-43.37%
东方证券	13.23	11.36	-14.13%	第一创业	3.85	2.55	-33.66%
光大证券	11.39	10.59	-7.02%	东北证券	3.20	2.27	-29.20%
申万宏源	13.97	8.76	-37.29%	中原证券	1.17	1.17	-0.08%
兴业证券	11.55	8.36	-27.66%	华安证券	0.90	0.79	-12.77%
合计	310.73	241.16	-22.39%				

资料来源：公司公告，天风证券研究所

IPO 审批标准趋严，发行数量、募集资金规模大幅下滑。2018 全年，共发行 105 家 IPO，同比下滑 76%；募集资金规模为 1378 亿元，同比下滑 40%。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 12：A 股 IPO 发行集中度在提升



资料来源：wind，天风证券研究所

主要上市券商 2018 年 IPO 承销规模的排名发生较大的变化，主要是因为不同证券公司之间项目储备的资质和客户结构存在一定的差异，加上 2018 年整体过会率创新低的影响使得分化更加明显。2017 年，中信证券（211 亿元）、广发证券（177 亿元）、国信证券（153 亿元）排名靠前。2018 年，IPO 承销规模排名靠前的分别是中金公司（368 亿元）、华泰联合（195 亿元）、中信建投（132 亿元）。

券商再融资格局较为稳定，2018 年再融资承销规模排名靠前的分别是中信证券（1689 亿元）、中信建投（1391 亿元）和华泰联合（1190 亿元）。2017 年证券公司再融资承销规模前三名分别是中信证券（1949 亿元）、中金公司（1544 亿元）和中信建投（1518 亿元）。

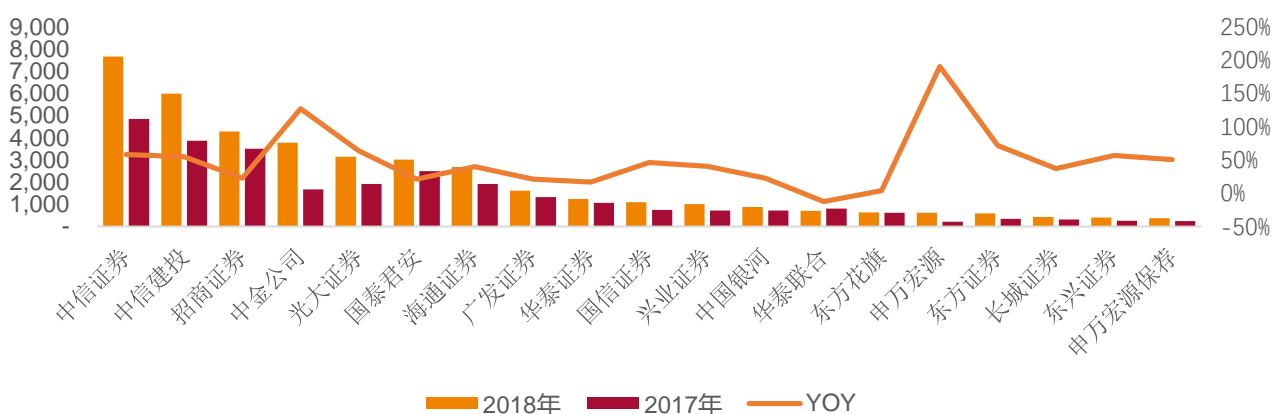
表 6：主要是证券公司股权承销规模情况（单位：亿元）

公司	2018 年 IPO 承销规模	2017 年 IPO 承销规模	YOY	公司	2018 年再融资规模	2017 年再融资规模	YOY
中金公司	368.09	100.49	266%	中信证券	1,688.98	1,948.56	-13%
华泰联合	194.85	66.41	193%	中信建投	1,390.78	1,518.30	-8%
中信建投	132.25	145.38	-9%	华泰联合	1,189.95	1,168.62	2%
中信证券	127.76	210.99	-39%	国泰君安	964.48	1,188.53	-19%
招商证券	78.76	93.23	-16%	中金公司	789.26	1,543.81	-49%
国信证券	45.22	152.76	-70%	国信证券	449.67	344.50	31%
广发证券	37.95	177.14	-79%	海通证券	438.40	456.57	-4%
国泰君安	28.69	88.13	-67%	招商证券	324.37	470.78	-31%
兴业证券	27.99	55.67	-50%	申万宏源	223.56	247.92	-10%
浙商证券	26.73	22.59	18%	国元证券	220.36	152.83	44%
安信证券	25.97	90.56	-71%	广发证券	168.12	394.47	-57%
国金证券	25.42	129.96	-80%	华创证券	139.44	65.81	112%
海通证券	25.03	138.14	-82%	东方花旗	116.07	160.00	-27%
东方花旗	18.84	39.91	-53%	安信证券	112.35	283.26	-60%
中国银河	18.58	12.32	51%	国金证券	105.72	237.76	-56%
东吴证券	17.90	49.24	-64%	东兴证券	100.52	229.82	-56%
国元证券	15.19	34.36	-56%	中德证券	96.66	205.00	-53%
长江证券	14.48	8.09	79%	长江证券	90.57	137.82	-34%
国海证券	8.36	12.83	-35%	东吴证券	86.72	93.59	-7%
东兴证券	8.36	41.37	-80%	兴业证券	86.66	316.91	-73%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2018 年债券承销规模同比回升的证券公司居多，头部券商市场地位牢固。中信证券（7647 亿元，YOY+58%）、中信建投（5980 亿元，YOY+55%）、招商证券（4281 亿元，YOY+22%）、中金公司（3770 亿元，YOY+127%）、光大证券（3135 亿元，YOY+64%）排名靠前。

图 13：主要证券公司债券承销情况（单位：亿元）



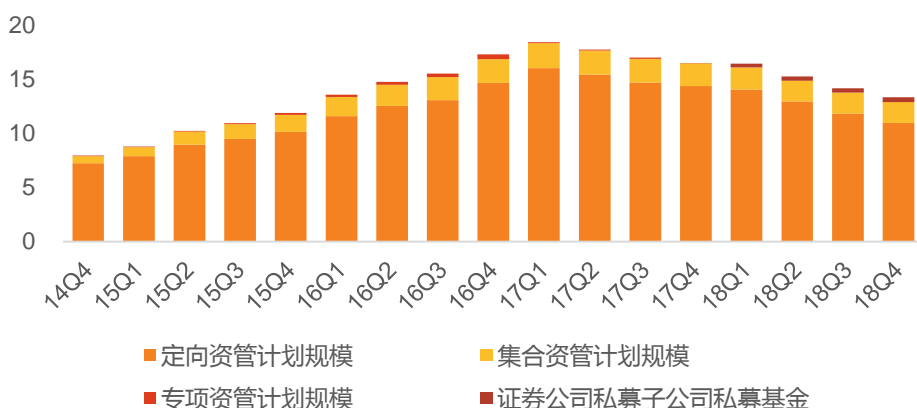
资料来源：wind，天风证券研究所，统计口径包括：地方政府债、金融债、企业债、公司债、短期融资券、中期票据、定向工具、政府机构债、ABS

2.3. 资管业务：规模收缩，结构优化

资产管理业务回归本源，不断提升主动管理能力，压缩通道业务规模。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%。

2018 年券商资产管理业务规模压缩的原因主要包括：一是在去通道、回归资产管理业务本源的监管思路指导下，以通道业务为主的券商定向资管规模回落。二是根据监管部门要求，部分券商对旗下不符合监管要求的集合资管计划中的“类资金池”业务进行清理，我们预期随着符合监管规定的新产品规模逐步增加后，券商集合资产管理计划的规模将重回上升趋势。

图 14：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

上市券商资管业务规模排名相对稳定，各家积极提升主动管理规模占比。根据中国证券投资基金业协会数据，证券公司私募资产管理月均规模前五的分别是中信证券（1,5498.49 亿元）、国泰君安（8128.54 亿元）、华泰证券（8124.54 亿元）、申万宏源（7562.73 亿元）和招商证券（6561.92 亿元）。其中，主动管理资产月均规模前五的分别是中信证券（6021 亿元）、国泰君安（3099 亿元）、广发证券（2606 亿元）、华泰证券（2265 亿元）和华融证券（1585 亿元）。

图 15：证券公司私募资产管理月均规模前 20 名（2018 年）



资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

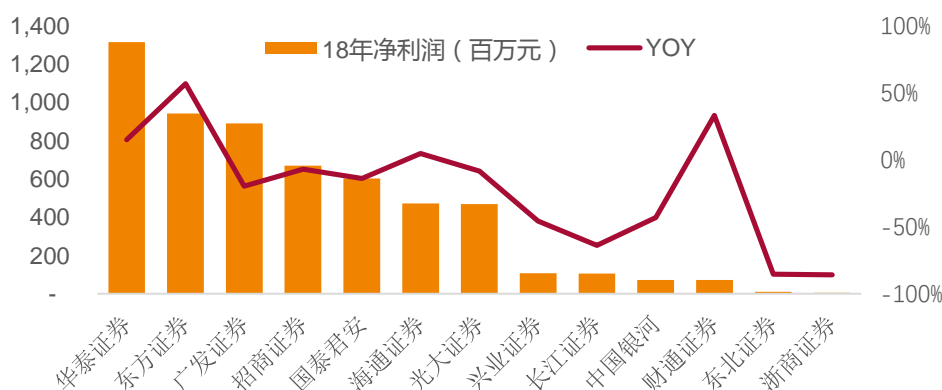
图 16：证券公司私募主动管理资产月均规模前 20 名（2018 年）



资料来源：中国证券投资基金业协会，天风证券研究所

从收入来看，2018 年度证券行业的资产管理业务净收入 275.00 亿元，同比下降 11.35%，在营业收入中占比 10.33%。其中，定向资管收入依然是资管业务中最大部分，占比 38.74%。统计范围内的 22 家上市券商资管业务净收入 249.34 亿元，同比-2.27%，收入占比从 2017 年的 8.97%增加了 1.18 个百分点至 10.15%。我们认为随着资管新规及配套细则的落地，券商资管逐步提升主动管理规模占比，收入预计将稳步增长。中信证券等主动管理能力强的龙头券商的资管业务在 18 年体现较强的抗收缩能力，我们认为主动管理能力突出、具有良好的机构客户基础的券商资管将在此轮监管引导下脱颖而出。

图 17：13 家券商资管子公司 2018 年净利润情况



资料来源：wind，天风证券研究所

2.4. 投资业务：业绩下滑的主因，资产配置适时优化

行业情况：2018 年，证券公司投资业务收入（证券投资收益及公允价值变动损益）800.27 亿元，同比减少 7.05%，收入占比为 30.05%，近两年均是行业收入占比最大业务，表明证券公司传统的收费类业务受到较大的冲击，业务转型压力凸显。

上市券商规模：统计范围内的 22 家上市券商自营业务规模合计 2.07 万亿元，同比增长 27%。中信证券（2993 亿元，YOY+26%）、海通证券（2082 亿元，YOY+48%）、国泰君安（1936 亿元，YOY+40%）、广发证券（1855 亿元，YOY+19%）、招商证券（1503 亿元，YOY+41%），规模靠前。

上市券商收益：2018 年自营收益为 483 亿元，同比下降 43%。首先，因为权益类自营交易业务，在市场持续下跌的形势中，业绩表现不佳，部分主动权益持仓较多的券商自营承压较大。虽然大部分券商在上半年就开始增加固定收益类配置，在一定程度上弥补权益类自

营的亏损，但是在下半年权益市场跌幅扩大的背景下，权益类自营亏损扩大，整体投资业绩跌幅走阔。其次，是因为 A+H 上市券商财务报表列报方式变更，将债权投资和其他债权投资利息收入在利息收入中列报。如果将这部分的利息收入重新放回到投资收益中，则 A+H 上市券商投资收益的下滑幅度将收窄，中信建投（+52%）、申万宏源（+47%）、招商证券（+14%）、中原证券（+4%）、国泰君安（+1%）。

表 7：上市券商自营业务规模及投资收益变动情况（单位：亿元）

	自营规模 (2018 年)	自营规模 (2017 年)	同比变化	自营收益 (2018 年)	自营收益 (2017 年)	同比变化	自营收益 (2018 年-经调整)	同比 变化
中信证券	2,993	2,374	26%	88	133	-34%	96	-28%
国泰君安	1,936	1,385	40%	59	69	-15%	70	1%
海通证券	2,082	1,411	48%	35	100	-65%	40	-60%
华泰证券	1,490	1,291	15%	42	86	-51%	47	-46%
广发证券	1,855	1,558	19%	11	95	-89%	47	-51%
中国银河	925	631	47%	9	23	-58%	21	-6%
申万宏源	1,360	964	41%	39	40	-3%	59	47%
招商证券	1,503	1,063	41%	30	37	-18%	43	14%
光大证券	788	754	5%	8	26	-70%	19	-25%
中信建投	885	722	22%	24	24	0%	37	52%
兴业证券	716	658	9%	18	38	-52%	18	-52%
方正证券	749	604	24%	22	16	41%	22	41%
东方证券	1,315	1,203	9%	7	72	-91%	34	-53%
国元证券	327	296	10%	10	12	-19%	10	-19%
西南证券	335	312	7%	17	19	-13%	17	-13%
东北证券	313	232	35%	16	16	5%	16	5%
国金证券	173	121	42%	10	5	125%	10	125%
浙商证券	212	151	40%	9	8	14%	9	14%
华安证券	220	125	76%	8	4	106%	8	106%
中原证券	154	106	45%	4	4	-11%	4	4%
国海证券	198	190	4%	12	12	-4%	12	-4%
第一创业	152	126	21%	6	4	42%	6	42%
合计	20,680	16,277	27%	483	841	-43%	643	-24%

资料来源：公司公告，天风证券研究所，自营收益（2018 年-经调整）主要是将 A+H 券商持有债券期间获得利息收入从“利息收入”口径调整回投资收益中

资产配置结构：2018 年度，受股、债市场涨跌分化行情影响，同时为降低新会计准则下持有股票资产带来业绩波动加剧等影响，行业股票投资规模整体下降，债券投资整体提升。2018 年上市券商自营权益类证券及证券衍生品/净资本平均比例为 20.05%，较 2017 年下降 5.16 个百分点。自营非权益类证券及证券衍生品/净资本平均比例为 182.82%，较 2017 年大幅提升 57.61 个百分点。

表 8：上市券商自营固收类配置比例逐年提升，权益占比下降

	2018 年		2017 年		2016 年	
	权益占比	固定收益占比	权益占比	固定收益占比	权益占比	固定收益占比
中信证券	28.91%	230.75%	33.23%	124.35%	35.01%	143.30%
国泰君安	27.45%	133.40%	27.92%	82.27%	32.23%	82.46%
海通证券	28.94%	117.20%	30.78%	57.72%	29.66%	80.98%
华泰证券	30.10%	139.03%	60.50%	108.16%	55.38%	65.95%
广发证券	29.35%	240.67%	35.07%	155.11%	32.09%	156.62%
中国银河	20.89%	110.94%	32.94%	96.53%	31.14%	86.52%
申万宏源	20.28%	172.09%	28.17%	134.08%	30.31%	86.36%
招商证券	22.27%	246.47%	30.77%	148.89%	37.01%	98.12%
光大证券	23.83%	167.99%	28.90%	158.82%	28.36%	53.53%
中信建投	9.27%	182.35%	12.64%	145.12%	14.02%	127.56%
兴业证券	19.69%	171.06%	22.11%	131.05%	22.84%	125.09%
方正证券	33.83%	258.44%	35.10%	119.64%	34.27%	164.30%
东方证券	22.18%	254.41%	39.97%	189.18%	51.26%	204.45%
国元证券	3.44%	117.18%	8.77%	67.10%	39.55%	55.09%
西南证券	43.63%	208.75%	50.84%	130.78%	50.16%	109.47%
东北证券	25.15%	231.70%	26.33%	126.19%	34.77%	199.99%
国金证券	17.38%	85.53%	18.89%	52.38%	20.69%	44.84%
浙商证券	3.87%	146.43%	2.48%	123.95%	30.31%	135.61%
华安证券	8.25%	166.49%	7.71%	77.31%	4.16%	56.41%
中原证券	14.40%	200.75%	7.75%	127.46%	22.34%	55.29%
国海证券	1.15%	223.88%	7.72%	231.17%	1.94%	238.40%
第一创业	6.75%	216.63%	5.93%	167.48%	4.93%	69.55%

资料来源：公司公告，天风证券研究所，备注：权益占比（自营权益类证券及证券衍生品/净资本）、固定收益占比（自营非权益类证券及证券衍生品/净资本）

2.5. 利息净收入：规模回落拖累收入下滑，预计 19 年将大幅改善

2018 年 22 家上市券商利息净收入 337.32 亿元，同比增加 28%，主要是因为列报方式的变更，如果剔除这部分的影响，利息净收入为 177.30 亿元，同比下滑 33%，是券商所有业务条线中下滑最明显的。利息净收入的下滑一方面是券商融出资金规模下滑，另一方面是因为 2016 年底以来利率显著上行，证券公司的融资成本增加，导致息差缩窄。

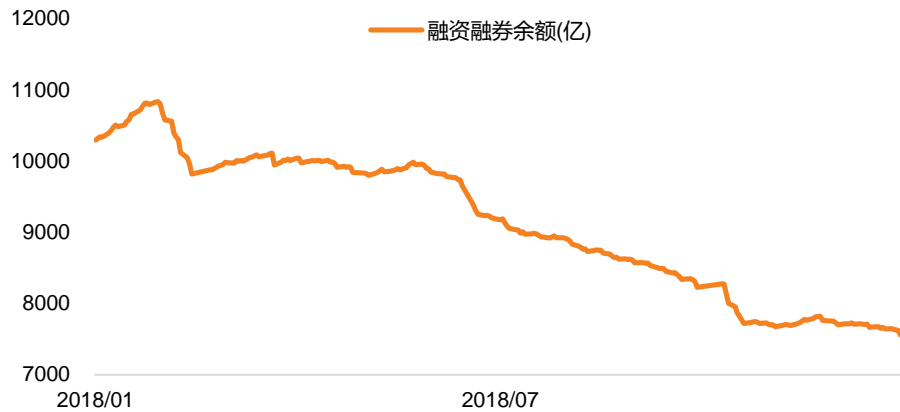
表 9：上市券商利息净收入情况（单位：亿元）

	利息净收入	同比	剔除会计变更影响的利息净收入	YOY
国泰君安	58.32	2.19%	47.45	-16.85%
海通证券	48.20	31.49%	43.12	17.62%
广发证券	36.89	685.17%	1.03	-78.08%
中国银河	34.45	15.35%	22.67	-24.09%
申万宏源	33.57	91.86%	13.62	-22.16%
华泰证券	30.15	-16.23%	25.67	-28.69%
中信证券	24.22	0.74%	15.68	-34.79%
中信建投	19.93	50.42%	7.51	-43.33%
招商证券	18.46	2.76%	6.25	-65.21%
光大证券	17.17	37.87%	5.62	-54.88%
东方证券	8.71	N/A	-18.57	N/A
国金证券	5.80	-19.18%	5.80	-19.18%
国元证券	5.40	-35.88%	5.40	-35.88%
浙商证券	3.17	-24.12%	3.17	-24.12%
中原证券	2.60	-43.66%	2.60	-43.66%
华安证券	1.67	-70.58%	1.67	-70.58%
方正证券	1.14	-81.30%	1.14	-81.30%
东北证券	0.78	N/A	0.78	N/A
第一创业	-0.44	N/A	-0.44	N/A
兴业证券	-3.34	N/A	-3.34	N/A
西南证券	-4.48	N/A	-4.48	N/A
国海证券	-5.06	N/A	-5.06	N/A
合计	337.32	28%	177.30	-33%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

融资融券业务需求受权益市场波动影响较大，在 18 年权益市场震荡下行的背景下，规模被动收缩。截至 2018 年末，两市融出资金余额为 7557 亿元，较 2017 年末下降 26%。两市日均两融资金余额为 9131 亿元，市场融资融券平均维持担保比例 278.40%，较 2017 年末降低 25.89 个百分点。我们统计范围内的上市券商 2018 年融出资金规模为 5352 亿元，同比下降 26%，头部券商的规模虽有一定程度的回落，但是规模依然有优势。

图 18：2018 年两市融资融券余额震荡下行（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

在市场震荡下行的过程中，叠加股票质押业务监管新规的落地，券商股票质押业务风险集中暴露，主动压缩股票质押规模。部分券商并未直接披露股票质押式回购业务规模，我们用买入返售金融资产中股票质押式回购余额来衡量，22 家上市券商的规模为 4126 亿元，同比下降 26%，中信证券（YOY-51%）、国泰君安（YOY-50%）、华泰证券（YOY-41%）。息差方面，在券商融资成本提升以及风控趋严的背景下，股票质押业务融出资金利率有所提升。

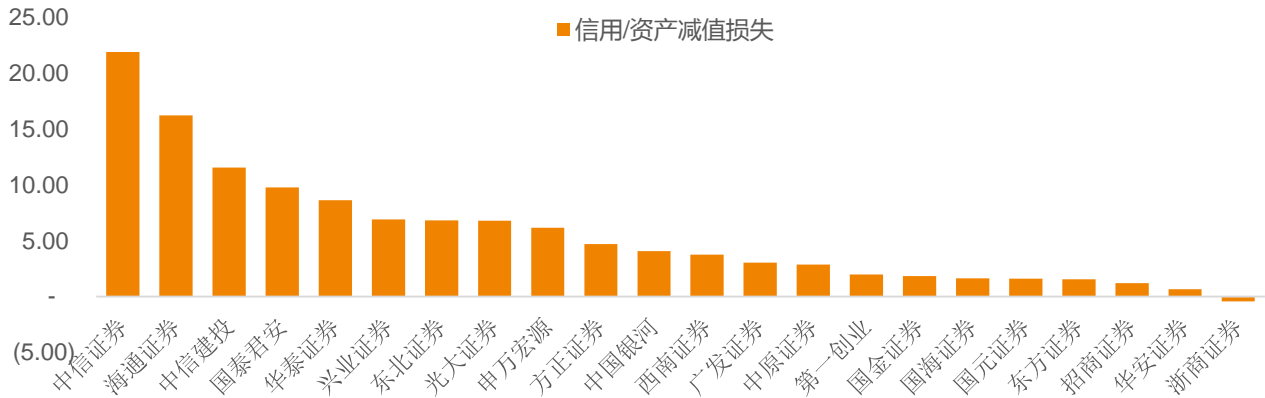
表 10：主要上市券商融出资金和股票质押式回购余额变动情况（单位：亿元）

公司简称	融出资金 (2018 年)	融出资金 (2017 年)	同比	买入返售金融资产-股票 质押式回购余额(2018 年)	买入返售金融资产-股票 质押式回购余额(2017 年)	同比
中信证券	571.98	739.83	-23%	384.78	780.34	-51%
国泰君安	536.55	739.84	-27%	383.43	769.3	-50%
海通证券	488.61	615.61	-21%	556.03	745.3	-25%
华泰证券	461.89	599.91	-23%	283.34	484.1	-41%
广发证券	453.55	617.50	-27%	224.40	268.51	-16%
中国银河	446.32	600.64	-26%	374.52	363.6	3%
申万宏源	441.48	557.39	-21%	437.23	323.3	35%
招商证券	429.76	592.35	-27%	228.39	307	-26%
光大证券	303.38	377.08	-20%	209.79	186.3	13%
中信建投	251.48	478.21	-47%	138.17	134.53	3%
兴业证券	174.92	180.98	-3%	207.42	309.6	-33%
方正证券	154.54	236.88	-35%	57.34	103.5	-45%
东方证券	102.77	129.40	-21%	240.94	311.4	-23%
国元证券	100.78	138.55	-27%	95.98	79.4	21%
西南证券	84.90	87.64	-3%	12.51	17.91	-30%
东北证券	69.78	84.32	-17%	62.84	72.5	-13%
国金证券	62.12	77.45	-20%	-	44.5	N/A
浙商证券	57.60	78.52	-27%	51.52	47.2	9%
华安证券	49.22	88.91	-45%	40.16	46.7	-14%
中原证券	47.20	63.53	-26%	32.20	48.06	-33%
国海证券	39.11	63.48	-38%	83.71	67.6	24%
第一创业	23.69	36.75	-36%	21.42	40.1	-47%
合计	5,351.64	7,184.77	-26%	4,126.13	5,550.74	-26%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

营业支出同比增长主要原因是证券公司资产减值损失计提增加所致，2018 年度计提资产减值损失 284.32 亿元，较上年同期增加 225.76 亿元，导致行业整体利润降幅大大超过收入降幅，净利率同比大幅下降。总体来看，头部券商减值损失较为审慎，若后续融出资金顺利回笼或者质押证券的公允价值回升，减值损失有较大的回拨机会。

图 19：上市券商资产/信用减值损失计提情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

3. 盈利预测与投资建议

3.1. 中性假设下，我们预计 2019 年行业净利润 1054 亿元，同比+58%

再次上调 2019 年行业盈利预测，预计净利润为 1054 亿元，同比增长 58%。基于 2019 年 1 季度市场交投活跃度明显提升，自营环境向好，我们再次上次行业盈利预测。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 3634 亿元，同比上升 36.46%；将实现净利润 1054 亿元，同比增长 58%。预计全行业的 ROE 为 5.18%，预计年末净资产将达到 2.03 万亿元，同比增长 7.59%。

表 11：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	922	998	1,075	业务收入	256	282	312
日均成交额(亿)	6000	6500	7000	年均融资融券余额	9500	10500	12000
综合佣金率 %	0.032%	0.032%	0.032%	年均股票质押	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%

投资银行业务			资管业务				
业务收入	388	456	505	业务收入	275	307	324
IPO 股票承销额	2500	2800	3000	集合资管同比规模增速	10%	15%	20%
再融资	10000	12000	14000	集合资管规模	21,196	22,159	23,123
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	88,894	100,746	106,672

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 6500 亿元, 佣金率小幅下滑至 0.032%; 经纪业务收入 998 亿元, 同比+60%。
- 2) 投行业务收入同比+53%至 566 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 1.48 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+12%至 307 亿元, 预计集合资管规模将同比+15%, 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 1200 亿元, 同比上升 50%, 预计将为券商行业贡献业绩弹性。
- 5) 净利息收入+31%至 282 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 12: 证券行业盈利预测 (单位: 亿元)

	2015	2016	2017	2018	2019E 保守	2019E 中性	2019E 乐观
经纪业务	2,691	1,053	821	623	922	998	1,075
投资银行	531	684	510	370	488	566	625
承销保荐收入	394	520	384	258	388	456	505
财务顾问收入	138	164	125	111.5	100	110	120
投资咨询	45	51	34	31.52	30	30	30
资产管理	275	296	310	275	275	307	324
投资收益	1,414	568	861	800	1000	1200	1400
利息净收入	591	382	348	215	256	282	312
其它收入	205	246	230	348	250	250	250
营业收入	5,752	3,280	3,113	2663	3220	3634	4017
营收同比增速	120.97%	-42.97%	-5.08%	-14.47%	20.93%	36.46%	50.84%
净利润	2448	1234	1,130	666	934	1054	1165
净利润同比增速	153.42%	-49.59%	-8.43%	-41.04%	40.18%	58.18%	74.85%
净资产	14,513	16,377	18,460	18,900	19,567	20,334	21,188

ROE	16.9%	7.5%	6.1%	3.52%	4.77%	5.18%	5.50%
净资产增速	57.89%	12.84%	12.72%	2.38%	3.53%	7.59%	12.11%

资料来源: wind, 天风证券研究所

3.2. 投资建议

政策+业绩超预期依旧是证券行业估值提升的重要催化剂，继续推荐券商板块。

- 3月份金融数据从总量到结构均超预期，我们判断基于风险偏好提升带来的券商基本面改善有望持续超预期。
- 1季报业绩高增长。3月33家上市券商净利润147亿元，同比+48%（可比口径），西南证券、东吴证券等中小券商业绩弹性大，预计与各家自营配置情况有关。中信证券等头部券商业绩相对稳健。2019年1季度，33家上市券商累计净利润302亿元，同比+66%，1季报的业绩增速预计将会略高于月度财务数据。
- 市场环境持续向好，券商业绩向好趋势预计将逐月体现。19年至今两市日均成交金额6304亿元，YOY+71%。两融余额9693亿元，较18年底上升2135亿元。
- 科创板稳步推进，龙头券商项目储备优势明显。截至4月17日，科创板待审企业79家，按保荐机构划分，中信建投（13.5家）、中信证券（9家）、中金公司（7家）名列前茅，拟融资金额达799.47亿元。
- 政策+业绩驱动券商股。资本市场改革与政策纠偏+投行和直投业务增长+融资成本下行+股权质押纾困+集中度提升+股票市场回升+高Beta。行业平均估值2.23x 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。推荐龙头券商即海通证券、中信证券、华泰证券、国泰君安，建议关注弹性标的：东吴证券、中国银河。

图 20：券商板块目前估值仍处于中枢以下（中信行业非银金融-证券）



资料来源: wind, 天风证券研究所

表 13：上市券商盈利预测及估值表（2019年4月16日）

证券名称	股价(元) 市值(亿元)		P/E (倍)			P/B (倍)		
			2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
中信证券	24.50	2,765	17.93	24.02	20.76	1.27	1.77	1.71
国泰君安	20.42	1,703	15.97	20.02	18.23	1.08	1.44	1.42
华泰证券	22.04	1,668	14.77	22.49	19.33	1.29	1.73	1.69
海通证券	14.70	1,492	16.70	23.71	20.14	0.86	1.40	1.35
广发证券	16.56	1,147	15.24	21.23	18.20	1.13	1.47	1.46
招商证券	18.23	1,142	19.16	21.20	18.79	1.38	1.46	1.40
中信建投	24.53	1,642	21.03	44.60	38.94	1.41	3.63	3.58
东方证券	11.83	761	30.48	33.80	27.51	1.08	1.58	1.54
光大证券	13.39	571	21.02	23.91	20.60	0.83	1.22	1.17
兴业证券	7.25	486	47.18	26.85	23.39	1.46	1.45	1.39

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