

证券

股指期货再次松绑，券商板块优先受益

投资要点：4月19日，中金所再一次对股指期货大幅松绑，短期将提升市场风险偏好，中长期为市场带来稳定的中长线资金，预计年内股指期货仍有松绑的空间。推荐龙头券商即华泰证券、中信证券、海通证券，弹性品种建议关注东吴证券（自营业务）、中国银河（经纪业务）。

进一步优化股指期货交易运行促进市场功能发挥

经中国证监会同意，中国金融期货交易所进一步调整股指期货交易安排：一是自2019年4月22日结算时起，将中证500股指期货交易保证金标准调整为12%（此前为15%）；二是自2019年4月22日起，将股指期货日内过度交易行为的监管标准调整为单个合约500手（此前为50手），套期保值交易开仓数量不受此限；三是自2019年4月22日起，将股指期货平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之三点四五（此前为万分之四点六）。

政策松绑效果显著，未来仍有持续放松的空间

自2018年10月以来，监管层多次表达做好股指期货恢复常态化交易的各项准备，从17年至今在保证金、过度交易监管、手续费方面先后三次进行松绑。伴随着市场交投情绪的高涨，股指期货成交显著增长，根据期货业协会数据显示，19Q11-3月中国金融期货交易所累计成交量为1324万手，累计成交额为13万亿元，分别YOY+140%/128%。但是，股指期货整体限制仍严于2015年，我们预计股指期货将在年内逐步放松。此外，金融期货品种目前仅有6个，预计后续将继续增加场内场外产品和工具供给。

松绑预期将提升市场风险偏好，中长期为市场带来稳定的中长线资金

短期来看，松绑预期将提升市场风险偏好，有助于提高对冲资金利用效率、减少资金交易成本，提升市场整体交易活跃度，利好证券公司的经纪、资本中介业务。券商自营业务也有对冲需求，有助于提升业绩稳定性。

从中长期角度看，量化基金、保险、社保、证券投资基金和资管产品等机构投资者需要功能发挥正常的金融对冲工具，交易限制放松有助于吸引其进入股市，改善市场环境。此外，在资本市场国际化过程中，需要有多元化股票市场以及与之配套的衍生品市场。

投资建议：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。我们再次上调2019年行业盈利预测，预计净利润1054亿元，YOY+59%。证券行业平均估值2.22x 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（2012年至今）。推荐龙头券商即华泰证券、中信证券、海通证券，弹性品种建议关注东吴证券、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 2019-04-19	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2017A	2018A/E	2019E	2020E	2017A	2018A/E	2019E	2020E
600030.SH	中信证券	24.50	买入	0.94	0.88	1.01	1.15	26.06	27.84	24.26	21.30
601688.SH	华泰证券	21.92	增持	1.30	0.61	0.98	1.14	16.86	35.93	22.37	19.23
600837.SH	海通证券	14.52	增持	0.75	0.45	0.62	0.73	19.36	32.27	23.42	19.89
601211.SH	国泰君安	20.21	增持	1.13	0.77	1.02	1.12	17.88	26.25	19.81	18.04

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

证券研究报告

2019年04月21日

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

罗钻辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518060005
luozuanhui@tfzq.com

夏昌盛 分析师
SAC 执业证书编号：S1110518110003
xiachangsheng@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《证券-行业深度研究:业绩低点已过,券业正处于新一轮转型升级的分水岭》 2019-04-18
- 《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
- 《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

图 1: 开业以来股指期货市场年度成交量和年末持仓量



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 股指期货成交金额情况 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 天风证券研究所

表 1：股指期货监管进入优化期

发展阶段	时间	事件
快速发展期	2010 年 4 月 16 日	沪深 300 股指期货合约 (IF) 上市, 标志着我国股指期货市场形成
	2015 年 4 月 16 日	上证 50 指数合约 (IH) 和中证 500 指数合约 (IC) 上市, 交易品种扩大
规范化发展期	2015 年 7 月	手续费包括交易手续费和申报费两部分, 交易手续费标准调整为成交金额的万分之零点二三; 申报费根据客户沪深 300、上证 50 和中证 500 股指期货各合约的申报数量收取, 每笔申报费为一元。
	2015 年 8 月	沪深 300、上证 50、中证 500 股指期货各合约平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之一点一五
	2015 年 9 月	沪深 300、上证 50、中证 500 股指期货各合约平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之二十三
	2015 年 8 月	非套期保值持仓的交易保证金由最初的 10% 上调至 30%
	2015 年 9 月	非套期保值持仓的交易保证金由合约价值的 30% 上调至 40%; 套期保值持仓的交易保证金由合约价值的 10% 提升至 20%
	2015 年 8 月	8 月 26 日: 非套保交易单个产品单日开仓交易量限制至 600 手; 8 月 28 日调整日内开仓交易量, 限制至 100 手
政策优化期	2015 年 9 月	非套保交易单个产品单日开仓量超过 10 手认定为异常交易行为
	2017 年 2 月 16 日	1. 交易手续费: 将沪深 300、上证 50、中证 500 股指期货平今仓交易手续费调整为成交金额的万分之九点二; 2. 交易保证金: 沪深 300、上证 50 股指期货非套期保值交易保证金调整为 20%, 中证 500 股指期货非套期保值交易保证金调整为 30% (三个产品套保持仓交易保证金维持 20% 不变); 3. 开仓数量: 自 2017 年 2 月 17 日起, 将股指期货日内过度交易行为的监管标准从原先的 10 手调整为 20 手, 套期保值交易开仓数量不受此限。
	2017 年 9 月 15 日	1. 交易手续费: 三大股指的平今仓交易手续费标准下调至成交金额的 0.069%; 2. 交易保证金: 沪深 300 和上证 50 股指期货各合约交易保证金标准, 由目前合约价值的 20% 调整为 15%。
	2018 年 12 月 2 日	1. 交易手续费: 将股指期货平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之四点六; 2. 交易保证金: 将沪深 300、上证 50 股指期货交易保证金标准统一调整为 10%, 中证 500 股指期货交易保证金标准统一调整为 15%; 3. 开仓数量: 将股指期货日内过度交易行为的监管标准调整为单个合约 50 手, 套期保值交易开仓数量不受此限。
	2019 年 4 月 19 日	1. 交易手续费: 自 2019 年 4 月 22 日起, 将股指期货平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之三点四五; 2. 交易保证金: 自 2019 年 4 月 22 日结算时起, 将中证 500 股指期货交易保证金标准调整为 12%; 3. 开仓数量: 自 2019 年 4 月 22 日起, 将股指期货日内过度交易行为的监管标准调整为单个合约 50 手, 套期保值交易开仓数量不受此限。

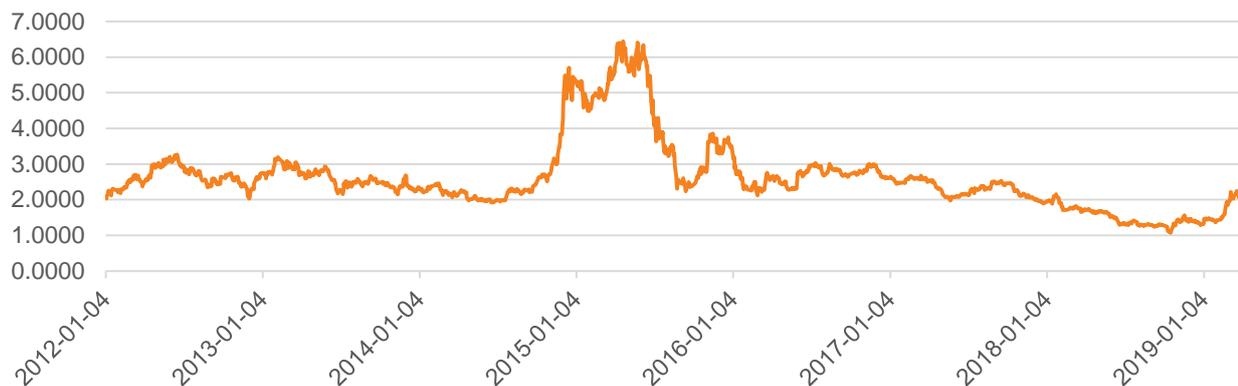
资料来源: 中金所, 天风证券研究所

表 2：上市券商盈利预测及估值表（2019 年 4 月 19 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	2,760	17.93	24.02	20.76	1.27	1.77	1.71
国泰君安	20.21	1,714	15.97	19.81	18.04	1.08	1.42	1.41
华泰证券	21.92	1,660	14.77	22.37	19.23	1.29	1.72	1.68
海通证券	14.52	1,477	16.70	23.42	19.89	0.86	1.38	1.34
广发证券	16.71	1,153	15.24	21.42	18.36	1.13	1.49	1.47
招商证券	18.52	1,155	19.16	21.53	19.09	1.38	1.48	1.42
中信建投	24.14	1,616	21.03	43.89	38.32	1.41	3.58	3.52
东方证券	12.11	777	30.48	34.60	28.16	1.08	1.62	1.58
光大证券	13.33	568	21.02	23.80	20.51	0.83	1.21	1.16
兴业证券	7.17	480	47.18	26.56	23.13	1.46	1.43	1.37

资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：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

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