

证券

证券研究报告
2019年05月05日

19Q1 券商业绩同比大增 87%，自营贡献业绩弹性

19年1季度上市券商业绩同比大幅增长 87%，自营收益占比大幅提升

35家上市券商实现净利润 378 亿元，同比上升 87%，龙头券商业绩相对稳健，中小券商业绩弹性大。上市券商的平均净资产收益率为 2.54%。按照各个业务条线的归因分析，投资收益 (+42.20%) 是业绩改善的主要驱动因素，传统的收费类业务经纪业务 (+1.74%)、投行业务 (+0.83%) 对收入均是正贡献，其他收入 (+7.71%)、利息净收入 (+3.50%) 也对收入有正贡献，资管业务 (-0.93%) 是负贡献。自营收入占比大幅提升，经纪业务弹性变小 (预计是佣金率下滑影响)，反映传统业务转型压力加大。

收费类业务转型压力凸显，资金类业务收入大幅改善

收费类业务：1) 19Q1 两市成交量大幅回升，上市券商经纪业务收入同比提升 6.33%。经纪业务弹性有所下降，收入增速远低于两市成交金额的增速，我们预计主要是因为市场回暖的背景下经纪业务的佣金率进一步下降。2) 上市券商证券承销业务净收入 67 元，YOY+ 8.47%。投行业务实现同比增长主要是得益于债券承销规模的回升。科创板有望带来业绩增量，并对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。3) 上市券商的受托客户资产管理业务净收入合计 63 亿元，YOY-8%。券商资管主动调整结构，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。

资金类业务：1) 随着证券市场回暖，权益投资收益回升，券商自营贡献业绩弹性。上市券商一季度自营收入为 456 亿元，YOY+ 137%。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。2) 上市券商一季度实现利息净收入 90 亿元，YOY+32%，两融规模回升，股票质押业务规模仍在收缩阶段，券商融资成本下降，息差走阔。随着 1 季度市场大幅回暖，股权质押风险有所缓和，35 家上市券商的信用减值损失回拨 11.10 亿元，这也是 1 季度上市券商业绩改善的主要原因之一。

预计 2019 年行业净利润 1054 亿元，YOY+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，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%。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%。

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。证券行业平均估值 1.95x PB，大型券商估值在 1.3-1.9x 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、海通证券、招商证券、中信证券。

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 2019-04-30	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601688.SH	华泰证券	20.40	增持	0.61	0.98	1.14	1.37	33.44	20.82	17.89	14.89
600837.SH	海通证券	13.98	买入	0.45	0.86	1.02	1.16	31.07	16.26	13.71	12.05
600999.SH	招商证券	17.53	增持	0.66	0.86	0.97	1.10	26.56	20.38	18.07	15.94
600030.SH	中信证券	23.04	买入	0.77	1.04	1.21	1.39	29.92	22.15	19.04	16.58

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

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

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

- 《证券-行业点评:股指期货再次松绑,券商板块优先受益》 2019-04-21
- 《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

内容目录

1. 2019 年 1 季度：业绩综述.....	4
1.1. 整体经营情况：1 季度上市券商业绩同比大幅增长 87%.....	4
1.2. 收入结构：投资收益占比大幅提升，凸显传统业务转型压力.....	5
2. 分项业务分析.....	7
2.1. 经纪业务：收入弹性下降，预计与佣金率下滑有关.....	7
2.2. 投行业务：债券承销大幅回升，科创板有望贡献业绩增量.....	9
2.3. 资管业务：压缩规模，优化结构.....	11
2.4. 投资业务：权益投资收益回升，券商自营贡献业绩弹性.....	12
2.5. 资本中介业务：两融规模随行就市，股票质押规模仍处于收缩阶段.....	14
3. 盈利预测与投资建议.....	16
3.1. 中性假设下，我们预计 2019 年行业净利润 1054 亿元，YOY+58%.....	16
3.2. 投资建议.....	17

图表目录

图 1：2019 年 1 季度上市券商各业务线条均有所改善.....	5
图 2：2019 年 1 季度上市券商收入归因分析（单位：亿元）.....	5
图 3：2019 年 1 季度上市券商收入结构.....	5
图 4：沪深两市日均成交额金额（单位：亿元）.....	7
图 5：证券行业代理买卖证券业务佣金率情况.....	7
图 6：A 股首发募集资金规模情况（单位：亿元）.....	9
图 7：A 股再融资募集资金情况（单位：亿元）.....	10
图 8：券商债券承销规模（亿元）.....	10
图 9：截至 2018 年底，券商资管计划规模为 13.36 万亿元（单位：万亿元）.....	11
图 10：沪深 300 指数涨跌幅（单位：%）.....	12
图 11：中债总全价指数涨跌幅（单位：%）.....	12
图 12：上市券商自营投资收益情况（单位：亿元）.....	12
图 13：截至 2019 年 1 季度末，沪深两融余额 9222.47 亿元.....	15
图 14：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）.....	18
表 1：统计范围内 35 家上市券商 2019 年 1 季度经营情况（单位：亿元）.....	4
表 2：2019 年 1 季度上市券商收入结构.....	6
表 3：上市券商经纪业务收入变动情况（单位：亿元）.....	8
表 4：主要上市券商的证券承销业务净收入情况（单位：亿元）.....	9
表 5：上市券商资管业务收入情况（单位：亿元）.....	11
表 6：上市券商自营固收类配置比例逐年提升，权益占比下降.....	13
表 7：上市券商资本中介业务情况（单位：亿元，信用减值损失除外）.....	14
表 8：证券行业盈利预测核心假设（单位：亿元）.....	16

表 9：证券行业盈利预测（单位：亿元）	17
表 10：上市券商盈利预测及估值表（2019 年 4 月 30 日）	18

1. 2019 年 1 季度：业绩综述

1.1. 整体经营情况：1 季度上市券商业绩同比大幅增长 87%

2019 年 1 季度上市券商业绩大幅改善。统计范围内的 35 家上市券商 19 年 1 季度营业收入为 977 亿元，YOY+51%。归母净利润 378 亿元，YOY+87%，大超预期。35 家上市券商的 ROE 为 2.54%。中信证券、海通证券、国泰君安、广发证券、华泰证券的归母净利润靠前分别为 43/38/30/29/28 亿元，同比增长 58%、118%、33%、91%、46%，业绩稳健增长。中小券商业绩弹性大，太平洋(YOY+6654%)、东吴证券(YOY+944%)、东北证券(YOY+327%)。

表 1：统计范围内 35 家上市券商 2019 年 1 季度经营情况（单位：亿元）

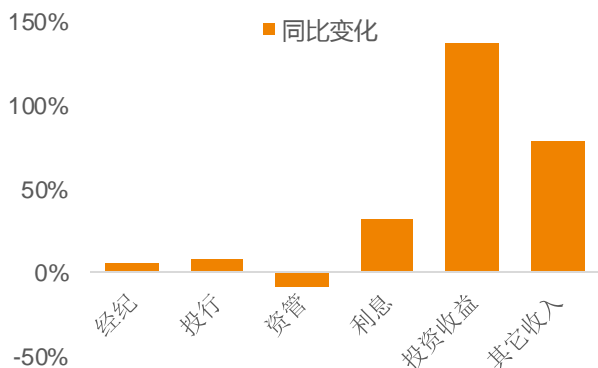
公司名称	营业收入	营收同比	归母净利润	净利同比	净资产	ROE
中信证券	105.22	8.35%	42.58	58.29%	1616.88	2.63%
海通证券	99.54	74.48%	37.70	117.66%	1349.87	2.79%
国泰君安	66.95	7.22%	30.06	33.03%	1377.17	2.18%
华泰证券	62.48	45.65%	27.80	46.06%	1080.05	2.57%
申万宏源	54.57	89.46%	18.62	87.54%	732.15	2.54%
广发证券	68.39	77.02%	29.19	91.25%	925.98	3.15%
招商证券	46.46	77.18%	21.27	94.82%	829.08	2.57%
中信建投	31.08	13.04%	14.88	50.32%	495.75	3.00%
东方证券	40.68	109.21%	12.70	191.06%	540.82	2.35%
国信证券	37.43	60.16%	18.85	154.93%	547.60	3.44%
中国银河	37.01	41.36%	15.33	51.11%	683.32	2.24%
光大证券	34.21	46.49%	13.17	80.09%	503.43	2.62%
山西证券	14.43	8.57%	2.58	194.12%	131.29	1.97%
东北证券	22.76	140.70%	5.68	327.30%	165.28	3.44%
兴业证券	38.35	133.46%	9.99	172.94%	367.28	2.72%
方正证券	18.45	42.51%	5.88	85.66%	393.30	1.49%
长江证券	24.19	76.07%	7.65	137.50%	274.50	2.79%
国金证券	10.78	29.73%	4.01	47.16%	200.34	2.00%
浙商证券	12.46	53.73%	2.73	36.59%	144.78	1.89%
长城证券	10.20	81.43%	2.92	149.67%	172.57	1.69%
西南证券	11.39	58.71%	4.13	57.77%	195.76	2.11%
华西证券	10.43	53.52%	4.73	64.62%	189.40	2.50%
国元证券	9.85	56.38%	4.22	153.46%	250.68	1.68%
西部证券	13.32	136.53%	5.82	258.35%	179.83	3.24%
国海证券	9.66	64.56%	2.50	78.78%	143.21	1.75%
第一创业	8.10	82.88%	2.86	313.91%	92.07	3.10%
华安证券	9.88	138.02%	4.78	201.28%	131.99	3.62%
中原证券	6.58	46.10%	1.82	78.78%	114.60	1.59%
华林证券	2.15	-1.41%	0.93	12.76%	51.05	1.81%
东吴证券	14.94	81.26%	6.13	943.73%	212.04	2.89%
太平洋	7.09	109.56%	3.55	6654.14%	105.20	3.37%
东兴证券	10.27	56.23%	5.55	99.98%	199.83	2.78%
财通证券	11.96	28.45%	3.91	8.84%	200.83	1.95%
天风证券	10.31	62.21%	1.29	42.05%	179.24	0.72%
南京证券	5.07	53.84%	2.11	91.13%	109.30	1.93%
合计	976.64	51.39%	377.89	87%	14886.47	2.54%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

收入端：2019 年 1 季度上市券商分业务条线来看，除资管业务外，其他均实现增长。其中，投资收益（YOY+137%）、其他收入（YOY+78%）、利息净收入（YOY+32%）业绩改善明显。受资管新规落地等因素影响，券商资管正在向主动管理转型，资管业务收入出现一定程度的下滑，同比下降 8.43%。

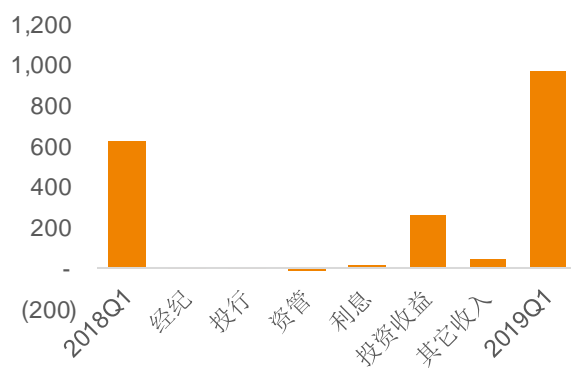
收入归因分析：2019 年 1 季度上市券商营业收入同比上升 49%，按照各个业务条线的归因，投资收益（+42.20%）是业绩改善的主要驱动因素，传统的收费类业务经纪业务（+1.74%）、投行业务（+0.83%）、资管业务（-0.93%），略低于市场预期，反映传统业务转型压力大。其他收入（+7.71%）、利息净收入（+3.50%）也对业绩有正贡献，贡献不及预期主要是 18 年 1 季度高基数的影响。

图 1：2019 年 1 季度上市券商各业务条线均有所改善



资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 2：2019 年 1 季度上市券商收入归因分析（单位：亿元）

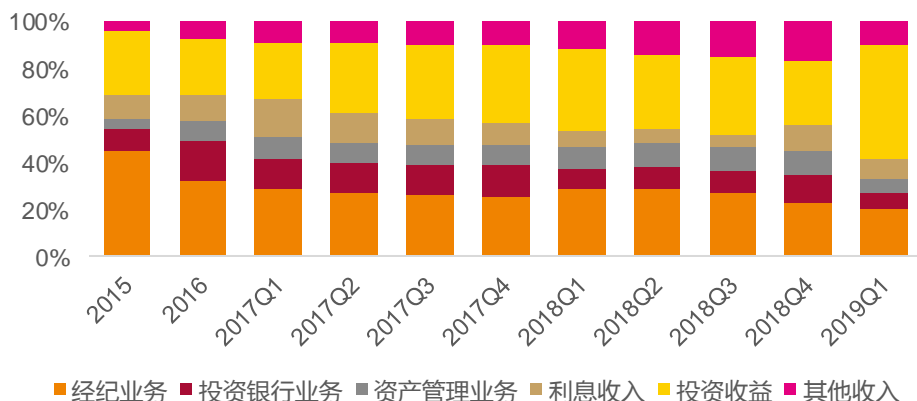


资料来源：公司公告，天风证券研究所

1.2. 收入结构：投资收益占比大幅提升，凸显传统业务转型压力

权益类投资收益大增，投资收益占比大幅提升。2019 年 1 季度，上市券商的收入占比中投资收益大幅提升至 48%，较 2018 年 4 季度提升 21 个百分点。经纪、其他收入、利息收入、投行、资管的收入占比分别为 20%、11%、9%、7%、6%，收入占比均有不同程度的下滑。自营业务收入占比进一步提升，一方面是由于市场行情显著回暖，权益类投资收益大增，另一方面也凸显传统业务的转型压力。

图 3：2019 年 1 季度上市券商收入结构



资料来源：公司公告，天风证券研究所

上市券商收入结构差异较大，中小券商投资收益收入贡献占比高。投资收益占营业收入比重前十的均为中小型券商，其中，太平洋（94%）、西南证券（65%）、华安证券（64%）投资收益贡献占比居前。头部券商集中分布在 11-20 名之间，华泰证券、广发证券、海通证券、招商证券、中信证券、国泰君安的投资收益收入占比分别为 54%、53%、49%、49%、48%和 38%。

表 2：2019 年 1 季度上市券商收入结构

2019Q1	经纪业务	投资银行业务	资产管理业务	利息收入	投资收益	其它收入
中信证券	19%	9%	12%	5%	48%	6%
国泰君安	25%	6%	5%	24%	38%	2%
海通证券	10%	6%	4%	9%	49%	22%
广发证券	17%	4%	13%	10%	53%	3%
华泰证券	18%	4%	11%	8%	54%	4%
申万宏源	19%	5%	6%	10%	40%	20%
招商证券	24%	7%	5%	10%	49%	5%
中国银河	31%	3%	4%	20%	38%	3%
国信证券	30%	6%	1%	9%	47%	5%
光大证券	21%	12%	7%	12%	42%	5%
方正证券	41%	4%	4%	17%	25%	9%
东方证券	9%	7%	10%	5%	39%	30%
长江证券	22%	10%	4%	6%	56%	2%
东吴证券	17%	7%	2%	5%	56%	13%
国元证券	20%	10%	1%	29%	39%	2%
东北证券	10%	2%	1%	-2%	48%	41%
西部证券	17%	9%	1%	2%	58%	14%
国海证券	16%	5%	7%	10%	40%	22%
中原证券	24%	3%	3%	4%	54%	12%
太平洋	12%	2%	5%	-16%	94%	3%
华安证券	19%	1%	1%	11%	64%	2%
第一创业	10%	11%	20%	-5%	59%	6%
山西证券	9%	3%	2%	-4%	38%	51%
国金证券	28%	14%	2%	16%	37%	4%
西南证券	15%	8%	2%	5%	65%	5%
东兴证券	20%	17%	9%	9%	46%	0%
兴业证券	10%	3%	2%	5%	56%	24%
浙商证券	20%	1%	1%	5%	34%	41%
华西证券	27%	2%	2%	23%	46%	0%
财通证券	19%	4%	12%	2%	63%	0%
中信建投	23%	21%	5%	12%	36%	2%
华林证券	34%	8%	9%	17%	31%	1%
长城证券	17%	15%	4%	5%	52%	7%
天风证券	15%	14%	15%	-9%	54%	11%
南京证券	27%	7%	2%	33%	31%	0%

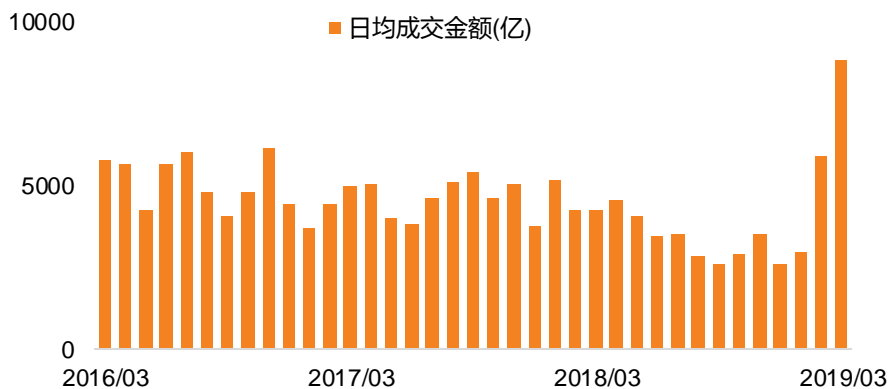
资料来源：公司公告，天风证券研究所

2. 分项业务分析

2.1. 经纪业务：收入弹性下降，预计与佣金率下滑有关

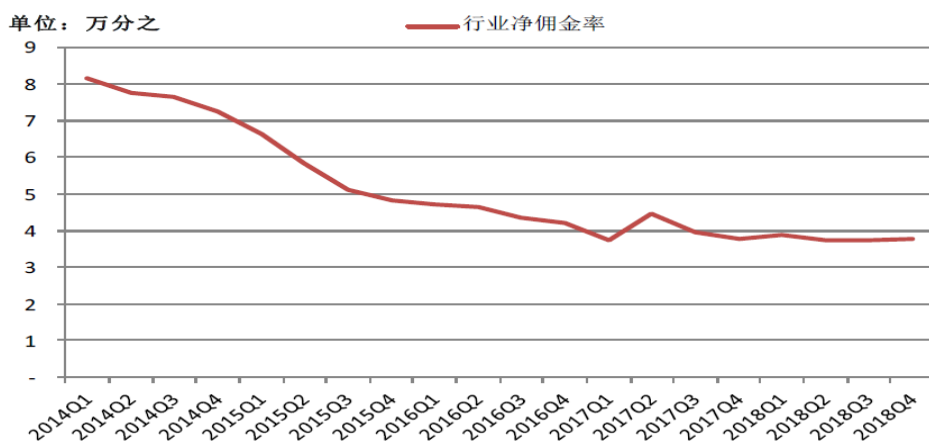
2019 年一季度两市成交量大幅回升，上市券商经纪业务收入同比提升 6.33%。截至 2019 年 3 月 31 日，两市日均成交额为 5852 亿元，同比大幅提升 23%。35 家上市券商的经纪业务收入为 182.45 亿元，同比增长 6.33%，收入占比为 20%，仅次于投资收益。1 季度经纪业务弹性有所下降，收入增速远低于两市成交金额的增速，我们预计主要是因为市场回暖的背景下经纪业务的佣金率进一步下降。

图 4：沪深两市日均成交额金额（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：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

从上市券商层面分析，代理买卖证券业务净收入超过 10 亿元的共有 8 家，分别是中信证券（19.50 亿元）、国泰君安（15.31 亿元）、广发证券（11.63 亿元）、中国银河（11.45 亿元）、国信证券（11.36 亿元）、华泰证券（11.24 亿元）、招商证券（10.98 亿元）、申万宏源（10.31 亿元）。

从同比变动幅度看，6 家上市券商代理买卖证券业务净收入出现下滑，包括中信证券（-8.65%），我们判断主要是跟中信证券 18 年 1 季度高基数有关。同比增速靠前的包括西部证券（45.32%）、华林证券（30.90%）、中原证券（30.55%）、山西证券（30.04%）、南京证券（29.75%），我们判断主要是跟这些券商经纪业务在部分区域的佣金率具有较强议价能力有关。

表 3：上市券商经纪业务收入变动情况（单位：亿元）

公司名称	2019Q1 经纪业务收入	2018Q1 经纪业务收入	同比
中信证券	19.50	21.34	-8.65%
国泰君安	15.31	13.90	10.17%
海通证券	9.60	8.99	6.73%
广发证券	11.63	10.58	9.96%
华泰证券	11.24	9.86	14.05%
申万宏源	10.31	9.48	8.70%
招商证券	10.98	10.18	7.84%
中国银河	11.45	11.88	-3.63%
国信证券	11.36	10.31	10.19%
光大证券	6.86	6.80	0.93%
方正证券	7.50	6.48	15.78%
东方证券	3.73	3.97	-6.11%
长江证券	5.21	4.71	10.72%
东吴证券	2.56	2.21	16.03%
国元证券	1.94	1.70	13.85%
东北证券	2.34	1.83	27.68%
西部证券	2.20	1.52	45.32%
国海证券	1.52	1.41	7.71%
中原证券	1.56	1.19	30.55%
太平洋	0.84	0.86	-1.87%
华安证券	1.91	1.61	18.47%
第一创业	0.80	0.78	2.84%
山西证券	1.29	0.99	30.04%
国金证券	2.98	2.87	4.02%
西南证券	1.69	1.42	18.81%
东兴证券	2.02	1.85	9.21%
兴业证券	3.93	4.16	-5.66%
浙商证券	2.45	2.29	6.78%
华西证券	2.87	2.39	19.93%
财通证券	2.23	1.95	14.40%
中信建投	7.23	7.20	0.42%
华林证券	0.74	0.56	30.90%
长城证券	1.74	1.57	10.93%
天风证券	1.55	1.67	-6.93%
南京证券	1.37	1.06	29.75%
合计	182.45	171.59	6.33%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

2.2. 投行业务：债券承销大幅回升，科创板有望贡献业绩增量

2019年1季度35家上市券商证券承销业务净收入66.62亿元，同比增长8.47%。投行业务实现同比增长主要是得益于债券承销规模的回升，券商债券承销规模合计13951亿元，较2018年同期增长82%。

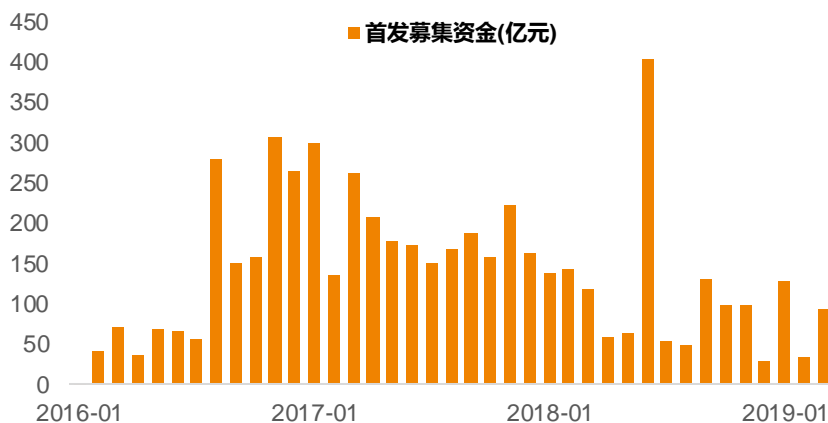
表 4：主要上市券商的证券承销业务净收入情况（单位：亿元）

公司名称	2018Q1	2019Q1	同比	公司名称	2018Q1	2019Q1	同比
中信证券	7.36	9.89	34.28%	中原证券	0.16	0.21	34.62%
国泰君安	4.46	3.79	-15.00%	太平洋	0.14	0.14	-2.04%
海通证券	5.76	5.85	1.51%	华安证券	0.08	0.13	72.07%
广发证券	3.55	3.07	-13.53%	第一创业	0.32	0.86	168.83%
华泰证券	4.07	2.48	-39.11%	山西证券	0.37	0.47	28.22%
申万宏源	1.67	2.78	66.27%	国金证券	0.76	1.46	92.41%
招商证券	3.55	3.41	-3.98%	西南证券	0.71	0.90	27.07%
中国银河	1.47	1.03	-30.20%	东兴证券	1.49	1.78	19.32%
国信证券	3.38	2.43	-28.11%	兴业证券	1.84	1.05	-42.78%
光大证券	0.97	4.02	316.52%	浙商证券	0.69	0.07	-90.63%
方正证券	0.59	0.75	26.12%	华西证券	0.26	0.18	-30.07%
东方证券	2.55	2.83	11.34%	财通证券	0.40	0.48	19.69%
长江证券	1.60	2.35	46.33%	中信建投	6.50	6.56	0.97%
东吴证券	0.85	1.05	22.56%	华林证券	0.71	0.17	-75.91%
国元证券	1.09	0.97	-11.34%	长城证券	1.03	1.57	52.53%
东北证券	0.59	0.42	-29.34%	天风证券	1.05	1.48	41.23%
西部证券	0.75	1.17	56.47%	南京证券	0.48	0.34	-29.74%
国海证券	0.19	0.52	172.03%	合计	61.42	66.62	8.47%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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，但提升空间有限。2019年1季度，A股首发募集资金规模为255亿元，同比下降36%，单家企业募集资金的规模较2018年1季度下降至7.72亿元。1季度，证监会发布《首发业务若干问题解答》，明确相关法律法规在首发审核过程中的应用，未来首发的审核预计将维持高标准，同时提升审核的透明化。

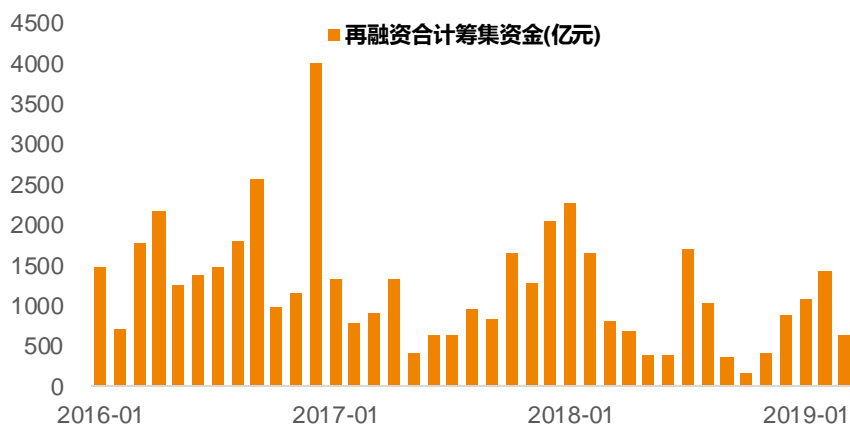
图 6：A 股首发募集资金规模情况（单位：亿元）



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。2019年一季度再融资项目总数与募集金额同比仍旧下滑，完成再融资项目99个，同比下降37%；募集资金3134亿元，同比减少34%，其中增发募集资金2224亿元，同比减少13%。受益于政策的催化，更多上市公司选择采取可转债和优先股的方式募集资金，1季度可转债募集资金规模873亿元，YOY+80%。

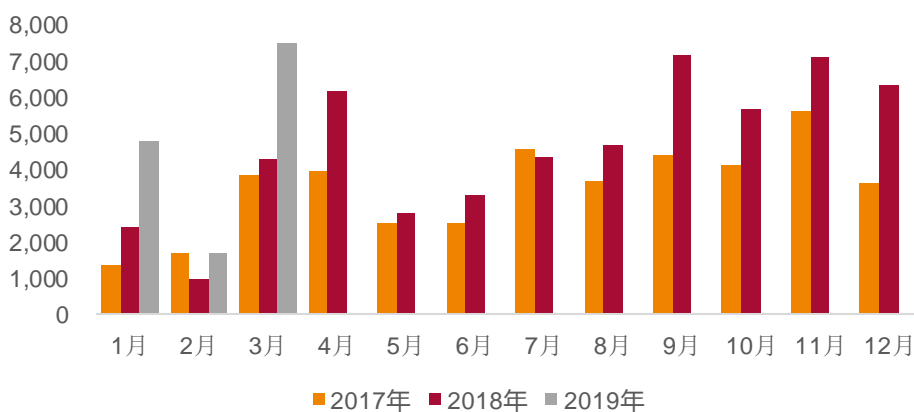
图 7：A 股再融资募集资金情况（单位：亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

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。2019年1-3月券商债券承销规模合计13951亿元，较2018年同期增长82%，是投行业务实现增长的主要原因。中信建投（1678亿元）、中信证券（1532亿元）、中金公司（1019亿元）、国泰君安（829亿元）、招商证券（780亿元）债券承销规模靠前。

图 8：券商债券承销规模（亿元）



资料来源：wind，天风证券研究所

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。截至4月30日，上交所共受理98家企业，其中处于已问询状态的共有78家。保荐机构方面，中信建投14家（其中联合保荐1家）、中信证券9家、华泰证券8家（联合保荐1家）、中金公司7家，项目储备靠前。

2.3. 资管业务：压缩规模，优化结构

2019年1季度，上市券商的受托客户资产管理业务净收入合计63.19亿元，同比下降8%，收入占比为5.53%。我们认为资管业务收入下滑的主要原因是券商资管业务规模持续压缩，尤其是通道类业务规模。

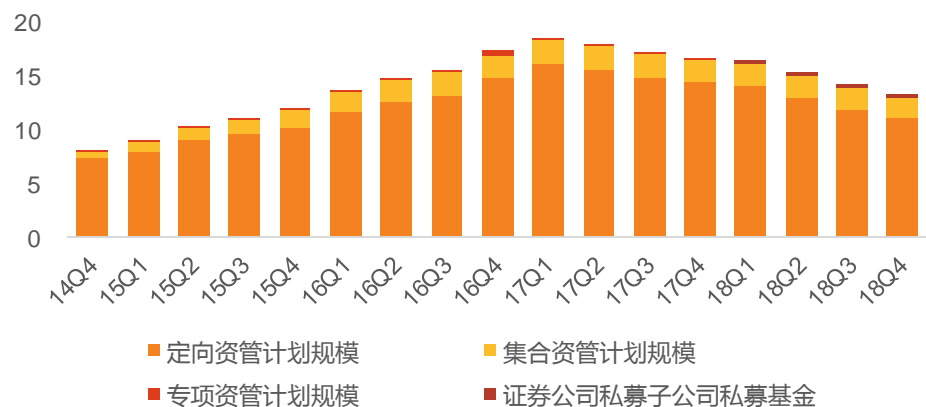
2019年1季度券商资产管理业务规模继续压缩的原因主要包括：一是在去通道、回归资产管理业务本源的监管思路指导下，以通道业务为主的券商定向资管规模回落。二是根据监管部门要求，部分券商对旗下不符合监管要求的集合资管计划中的“类资金池”业务进行清理，我们预期随着符合监管规定的新产品规模逐步增加后，券商集合资产管理计划的规模将重回上升趋势。

表 5：上市券商资管业务收入情况（单位：亿元）

公司名称	2018Q1	2019Q1	同比	公司名称	2018Q1	2019Q1	同比
中信证券	14.86	12.97	-13%	兴业证券	0.70	0.59	-15%
广发证券	8.36	8.80	5%	国信证券	0.63	0.53	-16%
华泰证券	5.66	7.12	26%	长城证券	0.44	0.37	-17%
海通证券	4.47	4.06	-9%	太平洋	0.55	0.36	-35%
东方证券	8.14	3.88	-52%	山西证券	0.43	0.34	-21%
国泰君安	4.23	3.34	-21%	东吴证券	0.53	0.27	-49%
申万宏源	2.21	3.22	46%	东北证券	0.40	0.24	-40%
招商证券	2.79	2.35	-16%	西南证券	0.29	0.21	-29%
光大证券	1.44	2.25	57%	国金证券	0.47	0.21	-56%
中国银河	2.06	1.63	-21%	中原证券	0.25	0.20	-20%
第一创业	1.43	1.62	13%	华林证券	0.18	0.19	9%
中信建投	1.46	1.58	8%	华西证券	0.16	0.19	16%
天风证券	1.58	1.49	-6%	华安证券	0.24	0.15	-39%
财通证券	1.13	1.45	28%	南京证券	0.14	0.12	-16%
长江证券	1.21	1.00	-17%	国元证券	0.13	0.10	-27%
东兴证券	0.66	0.88	33%	浙商证券	0.53	0.08	-85%
国海证券	0.35	0.68	92%	西部证券	0.20	0.08	-59%
方正证券	0.68	0.66	-3%	合计	69.01	63.19	-8%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 9：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

2.4. 投资业务：权益投资收益回升，券商自营贡献业绩弹性

2019 年股市走强，债市保持平稳。2019 年一季度，沪深 300 指数累计上升 28.62%，2018 年一季度累计下滑 3.28%；创业板指数累计上升 35.43%，2018 年一季度累计上升 8.43%。中债全价指数 2019 年累计上涨 0.56%，2018 年累计上涨 6.17%，2017 年累计下跌 4.26%。

图 10：沪深 300 指数涨跌幅（单位：%）

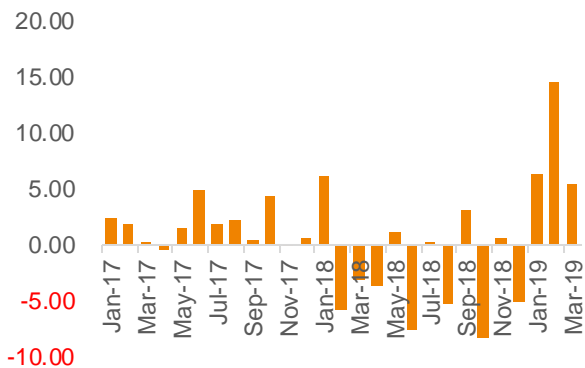
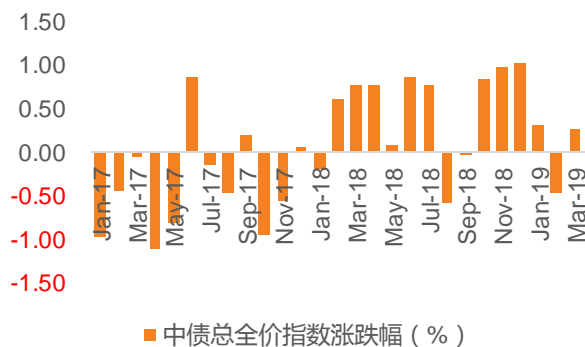


图 11：中债总全价指数涨跌幅（单位：%）

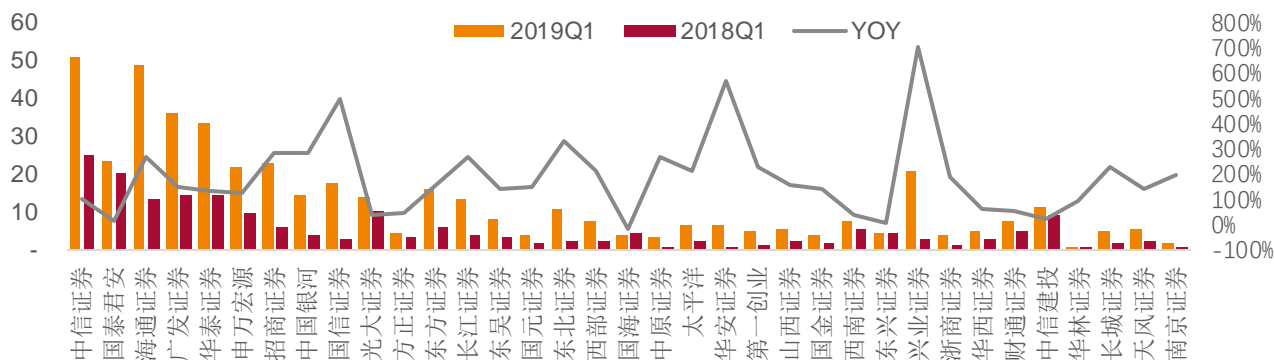


资料来源：wind，天风证券研究所

资料来源：wind，天风证券研究所

随着证券市场回暖，权益投资收益回升，券商自营贡献业绩弹性。统计范围内的 35 家上市券商一季度自营收入为 455.99 亿元，同比增幅 137%。整体上头部券商自营业绩稳定性强，中小券商自营业绩弹性大。

图 12：上市券商自营投资收益情况（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所

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。1 季度部分上市券商加大对权益类投资的配置比重，但是目前券商的自营资产依然是以固定收益类为主。

表 6：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. 资本中介业务：两融规模随行就市，股票质押规模仍处于收缩阶段

35 家上市券商一季度实现利息净收入 90.09 亿元，同比增加 32.02%。收入改善的原因一方面是因为市场回暖两融规模提升，另一方面是 1 季度十年期国债利率在 3.1%-3.2% 之间波动，上市券商融资成本较 18 年 1 季下降，息差走阔。此外，18 年四季度上市券商实行新会计准则后，债权及其他债权投资期间持有收益计入利息收入，也使得利息收入大幅增长。

表 7：上市券商资本中介业务情况（单位：亿元，信用减值损失除外）

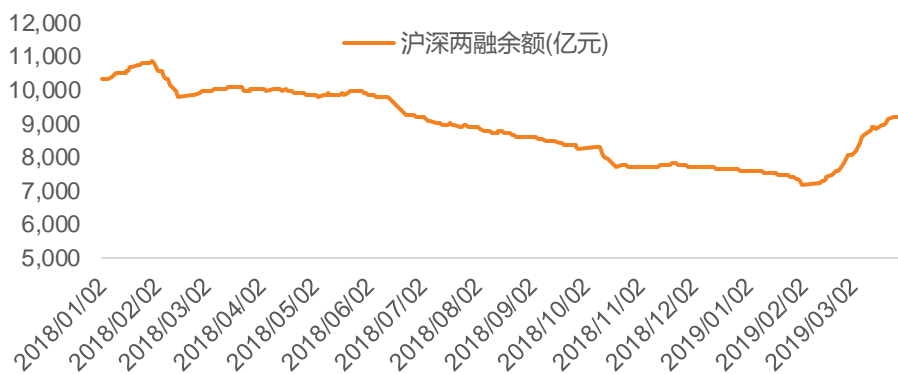
公司名称	利息净收入	YOY	买入返售金 融资产	较 18 年底变 动幅度	融出资金	较 18 年底变 动幅度	信用减值损 失（百万元）
国泰君安	14.49	-1%	483	-21%	697	30%	-375
海通证券	9.15	-25%	713	-14%	549	12%	264
中国银河	7.42	-8%	390	-2%	511	14%	-54
广发证券	6.83	348%	270	-27%	510	12%	130
申万宏源	5.30	22%	536	-19%	513	16%	15
中信证券	5.20	-18%	570	-15%	640	12%	-16
华泰证券	5.03	-28%	435	0%	579	25%	6
招商证券	4.84	60%	272	-18%	492	14%	-117
光大证券	4.06	199%	218	-35%	346	14%	37
中信建投	3.81	34%	190	-20%	292	16%	-424
国信证券	3.34	-33%	294	-11%	362	25%	-131
方正证券	3.22	113%	80	3%	192	24%	-112
国元证券	2.89	80%	94	-13%	131	30%	1
华西证券	2.41	144%	80	19%	104	28%	-15
东方证券	2.04	扭亏为盈	260	-8%	121	18%	10
兴业证券	2.00	扭亏为盈	179	-15%	205	17%	-177
国金证券	1.73	-4%	44	-21%	80	28%	-28
长江证券	1.57	-6%	96	-14%	188	27%	-93
华安证券	1.12	-6%	68	43%	58	19%	39
国海证券	1.01	扭亏为盈	81	-18%	50	28%	4
东兴证券	0.88	扭亏为盈	90	-1%	100	34%	-62
东吴证券	0.68	扭亏为盈	153	-7%	96	36%	10
浙商证券	0.59	-40%	76	-7%	80	39%	5
西南证券	0.53	扭亏为盈	15	-28%	110	29%	-40
长城证券	0.48	3%	33	59%	94	26%	43
华林证券	0.36	-9%	18	-10%	20	1%	-8
西部证券	0.31	-15%	13	-55%	45	25%	-33
中原证券	0.28	-71%	65	-27%	57	21%	7
财通证券	0.26	-72%	42	-37%	83	24%	-6
第一创业	-0.41	-546%	30	-37%	33	39%	21
东北证券	-0.44	-228%	70	3%	79	14%	-18
山西证券	-0.54	N/A	37	-6%	54	22%	1
天风证券	-0.91	N/A	39	-35%	40	74%	-6
太平洋	-1.10	N/A	68	-21%	24	3%	0
南京证券	1.66	55%	30	1%	47	28%	12
合计	90.09	32%	6133	-15%	7580	20%	-1110

资料来源：公司公告，天风证券研究所

两融业务规模触底回升。截至 2019 年一季度末，两融余额 9222 亿元，较 18 年末+22%；一季度日均两融余额为 7995 亿元，较 2018 年日均余额的 9131 亿元下滑 12%，较 2018 年 4 季度的日均余额 7762 亿元上升 3%。35 家上市券商的融出资金规模合计达 7580 亿元，较 18 年底增长 20%，基本与市场变动相符。

股票质押式回购业务规模在 1 季度仍然维持下降。因为 1 季度并未直接披露股票质押式回购业务规模，我们用资产负债表中的买入返售金融资产规模的变动来观察，1 季度末 35 家上市券商的买入返售金融资产规模为 6133 亿元，较 18 年底下降 15%。值得关注的是，随着 1 季度市场大幅回暖，股权质押风险有所缓和，35 家上市券商的信用减值损失回拨 11.10 亿元，这也是 1 季度上市券商业绩改善的主要原因之一。

图 13：截至 2019 年 1 季度末，沪深两融余额 9222.47 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，YOY+58%

我们预计 2019 年行业净利润为 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，我们再次上调行业盈利预测。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 8：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 9：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+业绩超预期是证券行业估值提升的重要催化剂，继续推荐券商板块。

1. 围绕资本市场改革政策超预期是证券板块的核心逻辑，包括科创板相关细则继续完善、股指期货进一步松绑、衍生品开放等，龙头券商则是直接的受益者。
2. 由于市场上涨、交易回暖、股票质押式回购业务的信用减值损失回拨等积极因素影响下，上市券商的业绩显著改善。在市场持续向好的背景下，券商业绩向好趋势预计将逐月体现。
3. 自营收入占比大幅提升，经纪业务弹性变小（预计是佣金率下滑影响），反映传统业务转型压力加大。我们认为下一阶段券商发展的重心应当落在提升资本利用效率上，并在监管允许的范围内合理提升杠杆率继而提升行业 ROE。而传统的收费类业务，我们认为两类上市券商将具有竞争优势，一是机构客户占比高的上市券商（中信证券）。二是此前佣金费率相对较低的上市券商（华泰证券）。
4. 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。证券行业平均估值 1.95x PB，大型券商估值在 1.3-1.9x 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、海通证券、招商证券、中信证券。

图 14：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 10：上市券商盈利预测及估值表（2019年4月30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	23.04	2,604	17.93	22.15	19.04	1.27	1.66	1.60
国泰君安	18.83	1,614	15.97	19.02	17.12	1.08	1.35	1.34
华泰证券	20.40	1,552	14.77	20.82	17.89	1.29	1.60	1.56
海通证券	13.98	1,431	16.70	30.39	22.92	0.86	1.41	1.33
广发证券	15.56	1,076	15.24	18.09	15.25	1.13	1.41	1.35
招商证券	17.53	1,094	19.16	20.38	18.07	1.38	1.40	1.34
中信建投	23.36	1,566	21.03	42.47	37.08	1.41	3.46	3.41
东方证券	11.17	717	30.48	31.91	25.98	1.08	1.49	1.46
光大证券	12.44	532	21.02	22.21	19.14	0.83	1.13	1.09
兴业证券	6.74	451	30.20	24.96	21.74	0.94	1.35	1.29

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com