

谨慎推荐（维持）

证券行业 2018 年报及 2019 年一季度业绩综述

风险评级：中风险

2019 年一季度业绩强势反弹

2019 年 5 月 10 日

投资要点：

李隆海

SAC 执业证书编号：

S0340510120006

电话：0769-22119462

邮箱：LLH@dgzq.com.cn

研究助理：许建锋

SAC 执业证书编号：

S0340519010001

电话：0769-22110925

邮箱：

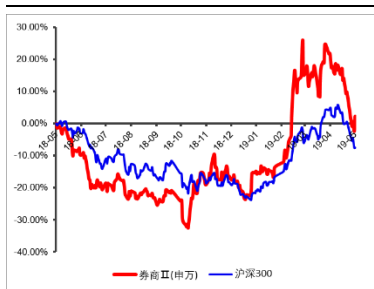
xujianfeng@dgzq.com.cn

细分行业评级

证券

推荐

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **2019年一季度业绩强势反弹。**35家上市券商2018年营业收入为2649.15亿元，同比下降11.97%；2019年一季度营业收入为976.64亿元，同比增长51.39%。2018年扣非归母净利润为562.54亿元，同比下降38.60%；2019年一季度扣非归母净利润为367.20亿元，同比增长95.24%。2018年平均ROE为3.16%，较去年同期下降3.37个百分点；2019年一季度平均ROE为2.55%，较去年同期增加1.28个百分点。得益于证券市场大幅回暖，成交额同比上升，2019年一季度营业收入和扣非归母净利润均强势反弹。
- **自营业务成为2019年一季度营收增长主要驱动力。**经纪业务、投行业务、资管业务、自营业务和信用业务净收入2018年同比增速分别为-19.92%、-24.28%、-3.69%、-36.80%和11.51%；2019年一季度同比增速分别为6.33%、8.47%、-8.43%、146.42%和32.02%。2018年，仅信用业务净收入同比增速为正，其余主营业务净收入均负增长，导致当年营收同比下降。而2019年一季度，在证券市场大幅上涨驱动下，自营业务净收入同比大涨，驱使当期营业收入同比增速大幅攀升。
- **行业集中度保持高位。**2019年第一季度，上市券商中营收规模前5位券商占上市券商总营收比例为41%，而上市券商中经纪、投行、资管、自营、信用净收入规模前5位占上市券商各项业务总净收入比例分别为38%、45%、58%、41%和48%。虽然自2016年以来行业集中度有所下降，但目前市场整体集中度依然保持高位，随着行业商业模式向重资产模式转变，资本金雄厚的大券商更具优势，预计长期行业集中度会进一步提高。
- **主营业务反弹力度分化。**2019年一季度经纪业务受佣金率下降拖累，反弹力度一般；股权融资规模同比下降，投行业务同比增速一般；资管规模收缩延续，资管业务净收入同比下降；证券市场回暖，自营业务强势反弹；信用风险下降，会计政策调整，信用业务2019年一季度同比增速显著。
- **投资建议。**券商板块具备业绩翻转、科创板红利和低估值加持，投资价值凸显。推荐业绩反弹力度大，科创板申报项目较多，估值低，经纪业务优势明显的个股，推荐海通证券（600837）、中信证券（600030）、国泰君安（601211）、东吴证券（601555）、东北证券（000686）。
- **风险提示：**经济超预期下滑，股市成交量严重萎缩，科创板推出进度缓慢。

目录

1. 业绩概述：2019 年一季度业绩强势反弹.....	3
2. 经纪业务：预计佣金率下降，反弹力度一般.....	5
3. 投行业务：股权融资规模较去年同期收缩.....	6
4. 资产管理：资管规模收缩延续，净收入同比下降.....	8
5. 自营业务：2019 年一季度强势反弹.....	9
6. 信用业务：2018 年、2019 年一季度信用业务净收入同比增长.....	10
7. 投资策略.....	11
8. 风险提示.....	14

插图目录

图 1：上市券商 2018 年及 2019 年一季度业绩同比增速（%）.....	3
图 2：上市券商 2018 年营业收入结构（%）.....	4
图 3：上市券商 2019 年一季度营业收入结构（%）.....	4
图 4：上市券商经纪业务净收入（亿元，%）.....	5
图 5：股基日均交易额（亿元，%）.....	5
图 6：上市券商投行业务净收入（亿元，%）.....	6
图 7：债券承销金额（亿元，%）.....	6
图 8：股权融资金额（亿元，%）.....	6
图 9：上市券商资管业务净收入（亿元，%）.....	8
图 10：资管规模（亿元，%）.....	8
图 11：上市券商自营业务净收入（亿元，%）.....	9
图 12：上市券商投资净收入及公允价值变动净收益（亿元，%）.....	9
图 13：上市券商利息净收入（亿元，%）.....	10
图 14：券商板块（申万二级）PB.....	13
图 15：券商板块（申万二级）PE.....	13

表格目录

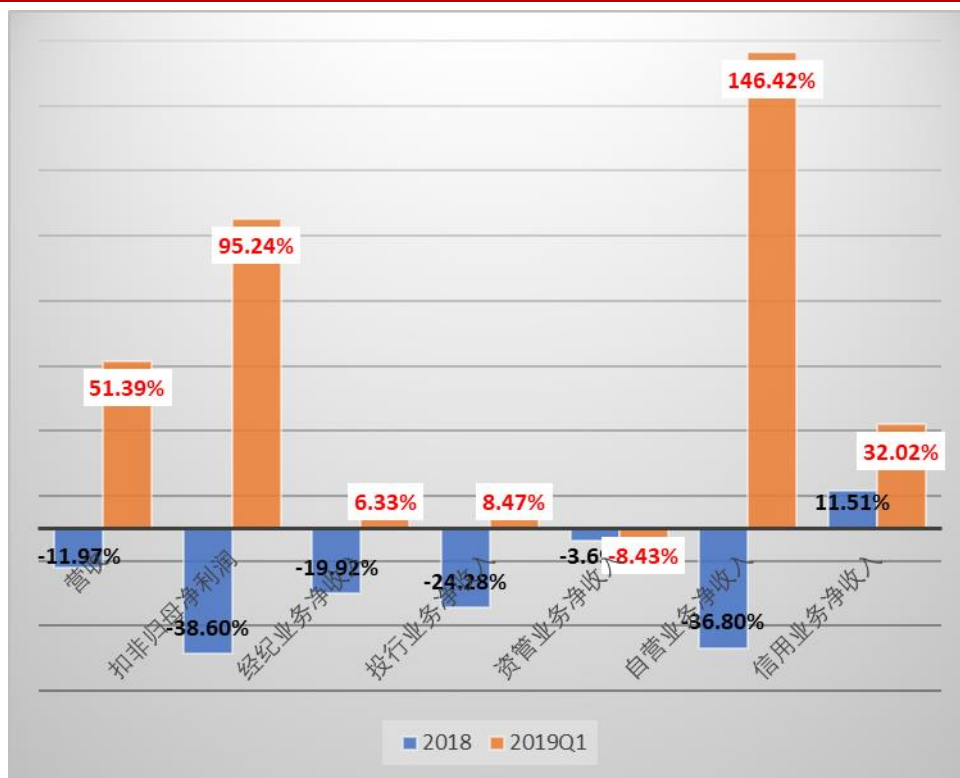
表 1：2018 年、2019 年一季度业绩及同比增速前 5 位（亿元，%）.....	4
表 2：2018 年、2019 年一季度经纪业务净收入同比增速前 5 位（%）.....	5
表 3：2018 年、2019 年一季度投行业务净收入同比增速前 5 位（%）.....	7
表 4：券商保荐科创板企业家数（家）.....	7
表 5：2018 年、2019 年一季度资管业务净收入同比增速前 5 位（%）.....	9
表 6：2018 年、2019 年一季度自营业务净收入同比增速前 5 位（%）.....	9
表 7：2018 年、2019 年一季度信用业务净收入同比增速前 5 位（%）.....	11
表 8：申万二级行业区间涨跌幅 2019/1/1-2019/5/9（%）.....	11
表 9：个股因素分析.....	13

1. 业绩概述：2019 年一季度业绩强势反弹

走出去年阴霾，2019 年一季度业绩强势反弹。35 家上市券商（不含东方财富，下文简称上市券商）2018 年营业收入为 2,649.15 亿元，同比下降 11.97%；2019 年一季度营业收入为 976.64 亿元，同比增长 51.39%。2018 年扣非归母净利润为 562.54 亿元，同比下降 38.60%；2019 年一季度扣非归母净利润为 367.20 亿元，同比增长 95.24%。2018 年平均 ROE 为 3.16%，较去年同期下降 3.37 个百分点；2019 年一季度平均 ROE 为 2.55%，较去年同期增加 1.28 个百分点。得益于 2019 年一季度证券市场大幅回暖，成交额同比上升，2019 年一季度营业收入和扣非归母净利润均强势反弹。

自营业务成为 2019 年一季度营收增长主要驱动力。经纪业务、投行业务、资管业务、自营业务和信用业务净收入 2018 年同比增速分别为-19.92%、-24.28%、-3.69%、-36.80%和 11.51%；2019 年一季度同比增速分别为 6.33%、8.47%、-8.43%、146.42%和 32.02%。2018 年，仅信用业务净收入同比增速为正，其余主营业务净收入均负增长，导致当年营收收入同比下降。而 2019 年一季度，在证券市场大幅上涨驱动下，自营业务净收入（等于投资净收入-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动净收益，下同）同比大涨，驱使当期营业收入同比增速大幅攀升。

图1：上市券商2018年及2019年一季度业绩同比增速（%）

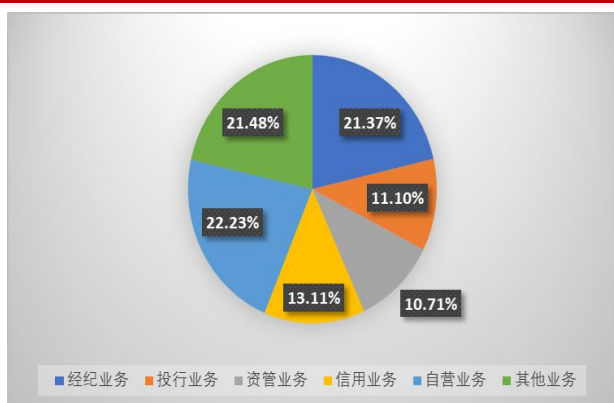


数据来源：Wind，东莞证券研究所

券商行业随证券市场波动的周期性特征仍然显著。经纪业务、投行业务、资管业务、信用业务和自营业务 2018 年净收入占营业收入比例分别为 21.37%、11.10%、10.71%、

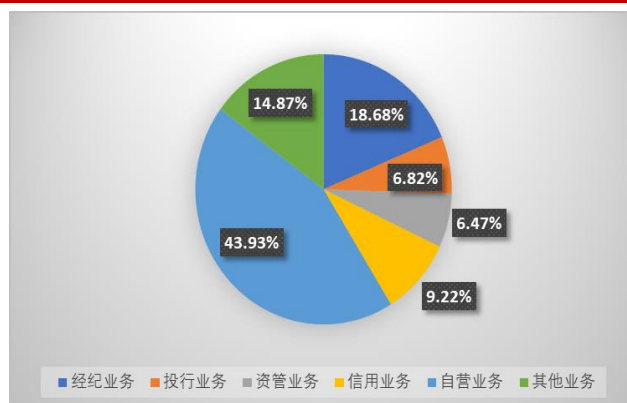
13.11%和 22.23%；上述各项业务 2019 年一季度净收入占营业收入比例分别为 18.68%、6.82%、6.47%、9.22%和 43.93%。上市券商营收结构呈现如下特征：一、经纪业务净收入营收占比约 20%，则证券市场股基成交额及佣金率波动对上市券商营收收入有较大影响；二、自营业务净收入营收占比在 20%以上，证券市场涨跌对上市券商营收收入的影响同样较大；三、2019 年一季度与 2018 年比较，自营业务净收入营收占比提升明显，经纪业务略微下降，说明 2019 年一季度自营业务是主要增长驱动力，而经纪业务净收入预计受困于佣金率下降，在日均成交额同比上升情况下并没有表现出太高的同比增速。综上特征，券商行业随证券市场波动的周期性特征仍然显著。

图2：上市券商2018年营业收入结构（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图3：上市券商2019年一季度营业收入结构（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

中小券商营收反弹力度更大。2019 年一季度营业收入同比增速前 5 名分别为东北证券、华安证券、西部证券、兴业证券和太平洋证券，其主要驱动因素是一季度自营业务的大幅增长，且上述前 5 位券商自营业务同比增速普遍高于营收收入规模前 5 的大型券商。

表 1：2018 年、2019 年一季度业绩及同比增速前 5 位（亿元，%）

排名	2018 年营收	2019 年一季度营收	2018 年扣非归母净利润	2019 年一季度扣非归母净利润
1	中信证券 372.21 亿元	中信证券 105.22 亿元	中信证券 89.98 亿元	中信证券 42.54 亿元
2	海通证券 237.65 亿元	海通证券 99.54 亿元	国泰君安 58.07 亿元	海通证券 34.81 亿元
3	国泰君安 227.19 亿元	广发证券 68.39 亿元	华泰证券 50.09 亿元	广发证券 29.21 亿元
4	华泰证券 161.08 亿元	国泰君安 66.95 亿元	海通证券 48 亿元	华泰证券 27.73 亿元
5	申万宏源 152.77 亿元	华泰证券 62.48 亿元	招商证券 44.2 亿元	国泰君安 26.06 亿元
	2018 年营收同比增速	2019 年一季度营收同比增速	2018 年扣非归母净利润同比增速	2019 年一季度扣非归母净利润同比增速
1	山西证券 55.96%	东北证券 140.7%	申万宏源-9.45%	东吴证券 1072.8%
2	东北证券 37.64%	华安证券 138.02%	华西证券-12.98%	太平洋 918.16%
3	申万宏源 14.29%	西部证券 136.53%	华安证券-15.57%	第一创业 374.43%
4	天风证券 9.75%	兴业证券 133.46%	华泰证券-17.01%	东北证券 349.92%
5	东吴证券 0.43%	太平洋 109.56%	国金证券-17.3%	西部证券 342.3%

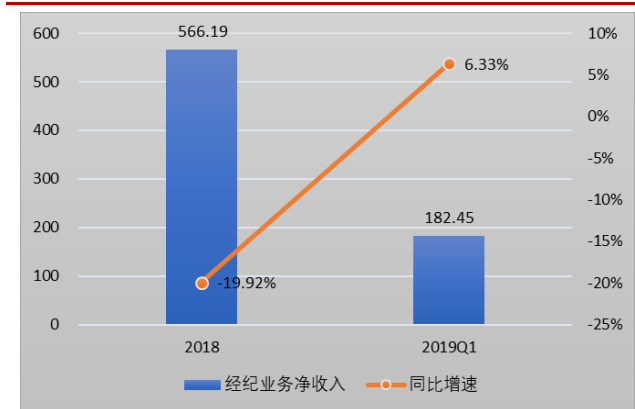
资料来源：Wind，东莞证券研究所

行业集中度保持高位。2019 年第一季度，上市券商中营收规模前 5 位券商占上市券商总营收比例为 41%，而上市券商中经纪、投行、资管、自营、信用净收入规模前 5 位占上市券商各项业务总净收入比例分别为 38%、45%、58%、41% 和 48%。虽然自 2016 年以来行业集中度有所下降，但目前市场整体集中度依然保持高位，随着行业商业模式向重资产模式转变，资本金雄厚的大券商更具优势，预计长期行业集中度会进一步提高。

2. 经纪业务：预计佣金率下降，反弹力度一般

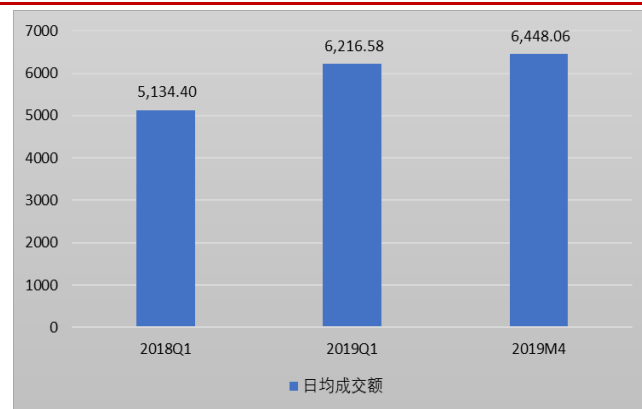
2019 年一季度经纪业务净收入反弹，同比增长 6.33%。上市券商 2018 年和 2019 年一季度经纪业务净收入分别为 566.19 亿元和 182.45 亿元，同比增速分别为-19.92%和 6.33%。影响因素主要是股基成交额及佣金率。交易所显示，2019 年一季度股基日均成交额为 6216.58 亿元，同比增速为 21.08%，高于 2019 年一季度经纪业务净收入同比增速，因此预计是由 2019 年一季度佣金率低于去年同期所致。根据测算，2018 年一季度经纪业务佣金率为 3.21%%，而 2018 年全年佣金率降至 3.10%%，预计下降趋势延续至 2019 年一季度。交易所显示，2019 年 4 月股基日均交易额为 6448.06 亿元，仍高于 2019 年一季度，因此 2019 年二季度经纪业务净收入有望实现环比正增长。

图4：上市券商经纪业务净收入（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图5：股基日均交易额（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

中小券商经纪业务反弹力度更大。2019 年一季度经纪业务净收入同比增速前 5 名均为中小券商，分别是西部证券、华林证券、中原证券、山西证券及南京证券。中小券商经纪业务反弹力度大主要有两个原因，一是经纪业务收入基数较低，二是客户以个人客户为主，个人客户买卖证券顺周期性更强。2018 年证券市场几乎是单边下跌，股基交易额整体低迷，对券商经纪业务造成严峻考验，而 2018 年经纪业务净收入同比增速前 5 名券商中有 3 家是机构客户占比较高（中信证券、东方证券和兴业证券），由于机构对证券市场的顺周期性较个人客户弱，较高的机构客户占比有助于经纪业务更“抗跌”。

表 2：2018 年、2019 年一季度经纪业务净收入同比增速前 5 位（%）

排名	2018 年经纪业务净收入同比增速	2019 年一季度经纪业务净收入同比增速
1	太平洋 2.78%	西部证券 45.32%

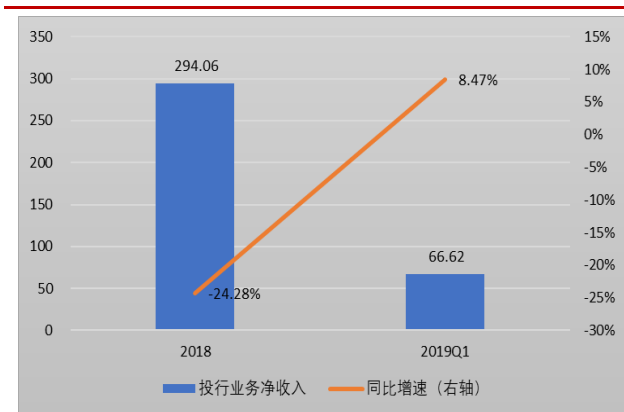
2	天风证券-4.97%	华林证券 30.9%
3	中信证券-7.66%	中原证券 30.55%
4	东方证券-8.14%	山西证券 30.04%
5	兴业证券-10.24%	南京证券 29.75%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

3. 投行业务：股权融资规模较去年同期收缩

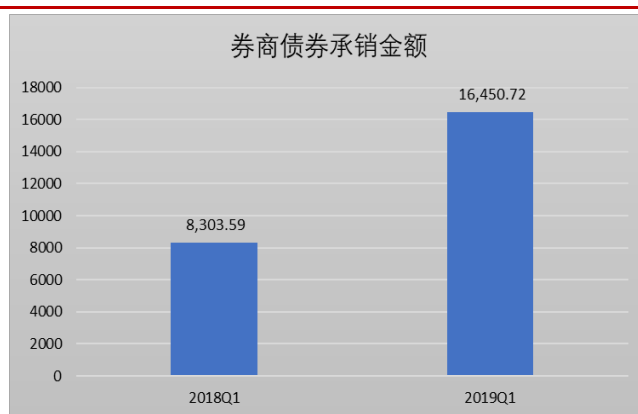
2019 年一季度投行业务净收入同比增长 8.47%。上市券商 2018 年和 2019 年一季度投行业务净收入分别为 294.06 亿元和 66.62 亿元，同比增速分别为-24.28%和 8.47%，债券承销金额同比大幅上升是主要的正面影响因素。2019 年一季度，债券承销金额为 16450.72 亿元，同比增长 98.12%。而 2019 年一季度股权承销金额为 3389.04 亿元，同比下降 33.93%，其中 IPO 及增发融资金额分别为 254.69 亿元和 2,224.38 亿元，分别同比下降 36.06%和 12.83%，股权融资金额同比下降成为拖累当期投行业务净收入的主要因素。若未来股基成交额维持高位，则有利于 IPO 融资规模扩大，并且科创板亦将带来增量业务，有望增厚投行业务收入。

图6：上市券商投行业务净收入（亿元，%）



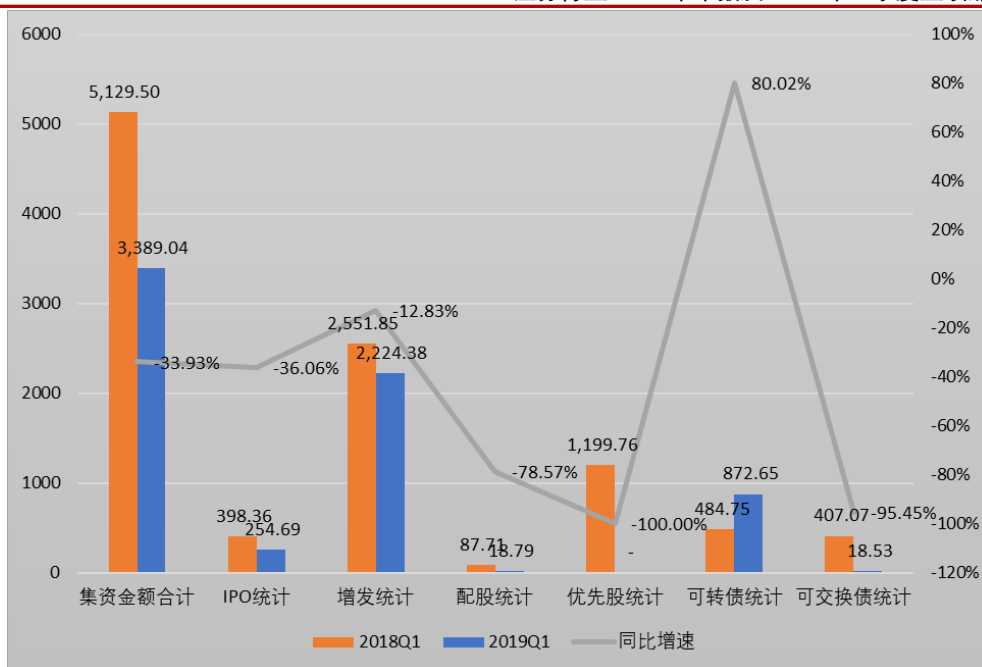
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图7：债券承销金额（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图8：股权融资金额（亿元，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

中小券商投行业务反弹力度更大。2019 年一季度投行业务净收入同比增速前 5 名均为中小券商，分别是光大证券、国海证券、第一创业、国际证券和华安证券。2018 年投行业务同比增速前 5 名分别为南京证券、太平洋证券、中原证券、海通证券和长城证券。

表 3：2018 年、2019 年一季度投行业务净收入同比增速前 5 位（%）

排名	2018 年投行业务净收入同比增速	2019 年一季度投行业务净收入同比增速
1	南京证券 36.98%	光大证券 316.52%
2	太平洋 26.15%	国海证券 172.03%
3	中原证券-0.08%	第一创业 168.83%
4	海通证券-3.38%	国金证券 92.41%
5	长城证券-3.94%	华安证券 72.07%

资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

大型券商包揽大部分科创板保荐业务。截止 2019 年 5 月 8 日，共有 102 家企业申报科创板，34 家券商作为保荐机构。目前，券商保荐企业家数前 5 名分别为中信建投（14.5 家）、中信证券（9 家）、华泰证券（7.5 家）、中金公司（7 家）及国泰君安（6.5 家），前 5 名券商保荐企业数占总申报企业数比例为 43.63%，前 10 名券商保荐企业数占比为 64.22%，且前 10 名绝大部分为大型券商，可见科创板保荐业务大部分被大型券商包揽。科创板对券商的定价、承销承做及资本金有较高要求，这些特点使大型券商在承做科创板业务方面更有优势。

表 4：券商保荐科创板企业家数（家）

券商	保荐家数	券商	保荐家数
中信建投证券股份有限公司	14.5	中德证券有限责任公司	2
中信证券股份有限公司	9	长江证券承销保荐有限公司	2
华泰联合证券有限责任公司	7.5	华创证券有限责任公司	1

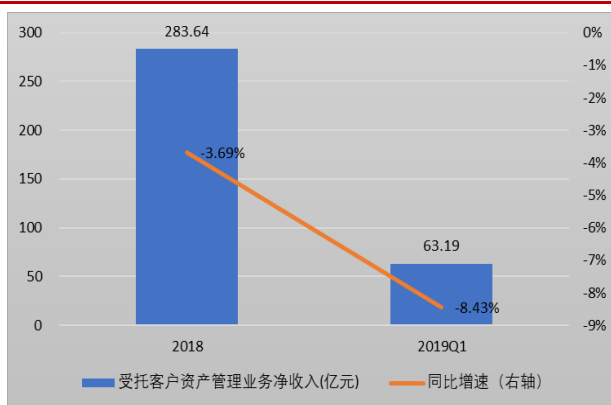
中国国际金融股份有限公司	7	东莞证券股份有限公司	1
国泰君安证券股份有限公司	6.5	首创证券有限责任公司	1
招商证券股份有限公司	6	华安证券股份有限公司	1
国信证券股份有限公司	5	德邦证券股份有限公司	1
海通证券股份有限公司	4	中国民族证券有限责任公司	1
光大证券股份有限公司	3	南京证券股份有限公司	1
安信证券股份有限公司	3	国元证券股份有限公司	1
东兴证券股份有限公司	3	东吴证券股份有限公司	1
中天国富证券有限公司	3	瑞银证券有限责任公司	1
广发证券股份有限公司	3	东方花旗证券有限公司	1
民生证券股份有限公司	3	英大证券有限责任公司	1
天风证券股份有限公司	2	中泰证券股份有限公司	1
国金证券股份有限公司	2	兴业证券股份有限公司	1
申万宏源证券承销保荐	2	华菁证券有限公司	0.5

资料来源：上海证券交易所，东莞证券研究所

4. 资产管理：资管规模收缩延续，净收入同比下降

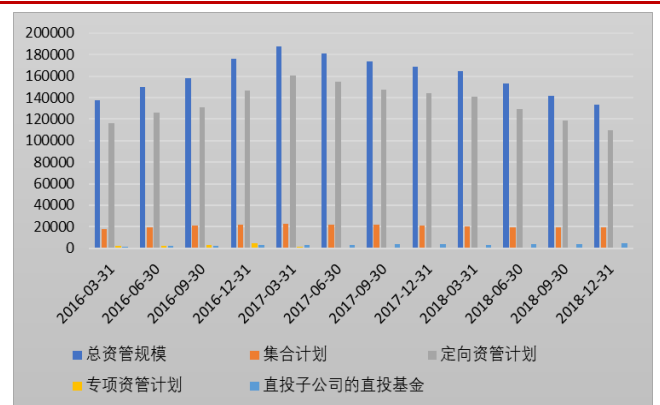
资管规模收缩延续，资管业务净收入同比下降。上市券商 2018 年及 2019 年一季度资管业务净收入分别为 283.64 亿元和 63.19 亿元，同比增速分别为-3.69%和-8.43%。受资管新规影响，券商资管规模收缩明显，资管业务净收入同步下降。券商资管规模于 2017 年第二季度开始逐季回落，2018 年末资管规模为 133569.30 亿元，较 2017 年一季度下降 28.84%，其中集合计划、定向资管和专项资管规模分别为 19137.26 亿元、109937.47 亿元、31.34 亿元和 4463.23 亿元，较 2017 年一季度分别下降 16.25%、31.56%、96.85% 和上升 38.18%。预计 2019 年通道业务规模（定向资管）继续下降，但随着往主动管理转型提高管理费总收入，资管规模收缩的负面影响将边际下降。

图9：上市券商资管业务净收入（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图10：资管规模（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

中小券商资管业务反弹力度更大。2019 年一季度资管业务净收入同比增速前 5 名多数为中小券商，分别是国海证券、光大证券、申万宏源、东兴证券和财通证券。2018 年投行业务同比增速前 5 名均为中小券商，分别是华西证券、华安证券、东方证券、方

正证券和国海证券。

表 5：2018 年、2019 年一季度资管业务净收入同比增速前 5 位（%）

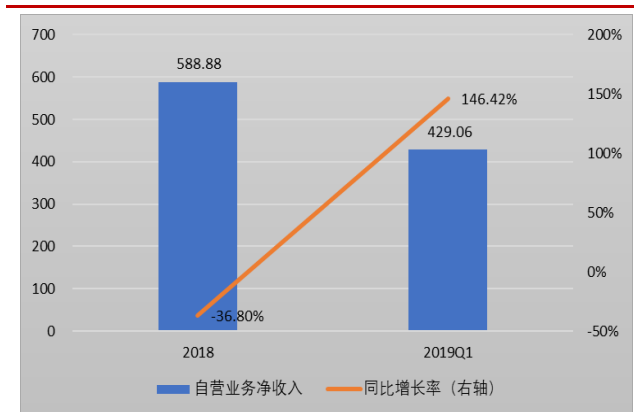
排名	2018 年资管业务净收入同比增速	2019 年一季度资管业务净收入同比增速
1	华西证券 49.52%	国海证券 91.71%
2	华安证券 37.71%	光大证券 56.57%
3	东方证券 20.36%	申万宏源 46.05%
4	方正证券 15.86%	东兴证券 33.41%
5	国海证券 15.51%	财通证券 28.23%

资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

5. 自营业务：2019 年一季度强势反弹

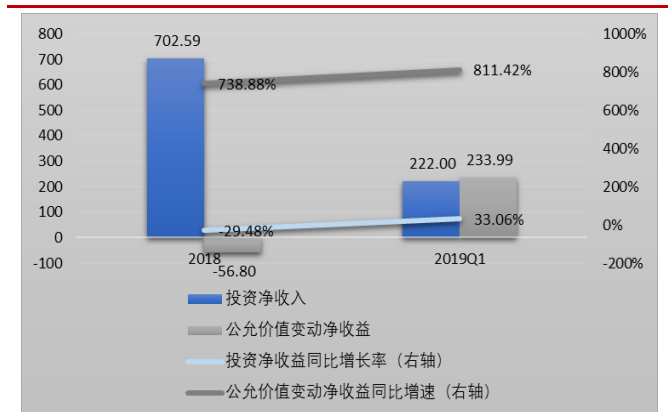
2019 年一季度自营业务净收入强势反弹。上市券商 2018 年及 2019 年一季度自营业务净收入分别为 588.88 亿元和 429.06 亿元，同比增速分别为-36.80%和 146.42%，受益于证券市场大幅上涨，自营业务净收入呈现强势反弹。2019 年一季度，上证综指上涨 23.93%，深证成指上涨 36.84%，创业板指上涨 35.43%，上市券商投资净收入和公允价值净收入分别获得 33.06%和 811.42%的同比涨幅，从而驱动自营净收入大幅增长。2019 年 4 月，证券市场进入调整，预计二季度自营净收入将弱于一季度，但 2019 年上半年仍将好于去年同期。

图11：上市券商自营业务净收入（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图12：上市券商投资净收入及公允价值变动净收益（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

大中小券商齐头反弹。2019 年一季度资管业务净收入同比增速前 5 名分别是兴业证券、国信证券、招商证券、华安证券和东北证券。2018 年投行业务同比增速前 5 名分别是国金证券、华安证券、第一创业证券、国信证券和方正证券。有别于其他业务，净收入同比增速前 5 名呈现大中小券商并进局面。

表 6：2018 年、2019 年一季度自营业务净收入同比增速前 5 位（%）

排名	2018 年自营业务净收入同比增速	2019 年一季度自营业务净收入同比增速
1	国金证券 125.7%	兴业证券 686.33%

2	华安证券 83.28%	国信证券 611.24%
3	第一创业 61.47%	招商证券 497.36%
4	国信证券 46.07%	华安证券 465.93%
5	方正证券 40.05%	东北证券 370.42%

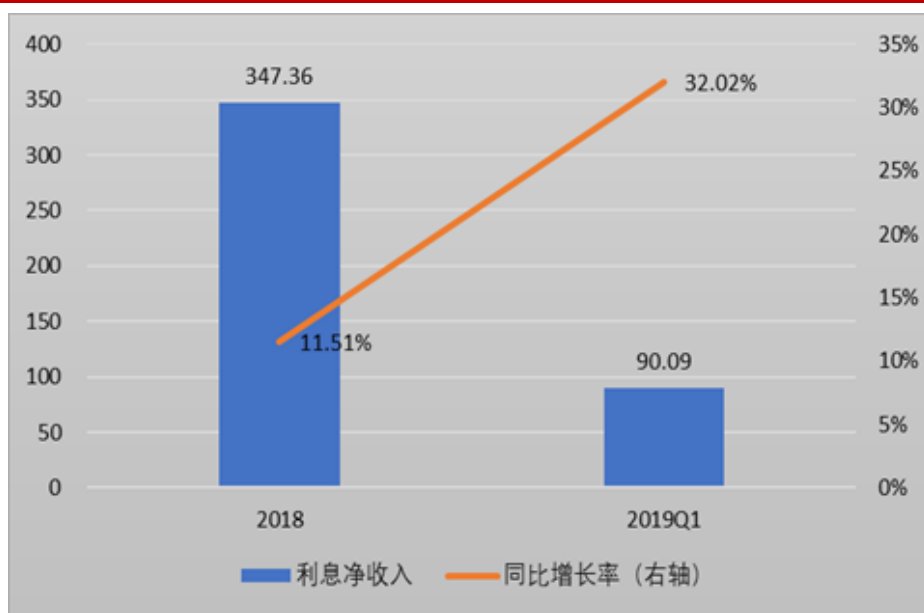
资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

6. 信用业务： 2018 年、2019 年一季度信用业务净收入同比增长

2018 年、2019 年一季度信用业务净收入均同比增长。上市券商 2018 年及 2019 年一季度信用业务净收入分别为 347.36 亿元和 90.09 亿元，同比增速分别为 11.51% 和 32.02%。2019 年一季度信用业务净收入变动主要受以下因素影响：一、上市券商 2019 年一季度期初期末平均融出资金余额同比下降 16.13%，期初期末买入返售金融资产平均余额同比下降 23%，推测一季度两融余额及股票质押规模同比下降较大；二、2019 年会计准则变动，债券投资和其他债券投资持有期间利息收入从“投资收益”科目转移至“利息收入”科目。综上因素，会计准则变动起到主要影响。而 2018 年上市券商融出资金季度末余额平均值较去年同期略下降 5%，买入返售金融资产季度末余额平均值同比上升 6%，后者规模略高于融出资金，因此 2018 年信用业务净收入同比增速为正。

信用风险下降。2019 年一季度末，疑似平仓市值为 28,016.76 亿元，较年初下降 2%；季度末两融月为 9222.47 亿元，较年初增长 22%；2019 年一季度，上市券商信用减值损失净冲回 11.10 亿元。随着一季度证券市场回暖及纾困基金逐渐发挥作用，股市信用风险有所下降。

图13：上市券商利息净收入（亿元，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

大中小券商齐头反弹。2019 年一季度自营业净收入同比增速前 5 名为山西证券、广发证券、太平洋、光大证券和华西证券，2018 年同比增速前 5 名为广发证券、东兴证

券、西南证券、申万宏源和天风证券。

表 7：2018 年、2019 年一季度信用业务净收入同比增速前 5 位（%）

排名	2018 年信用业务净收入同比增速	2019 年一季度信用业务净收入同比增速
1	广发证券 685.17%	山西证券 775.01%
2	东兴证券 292.65%	广发证券 348.38%
3	西南证券 105.99%	太平洋 319.86%
4	申万宏源 91.86%	光大证券 198.93%
5	天风证券 67.25%	华西证券 144.28%

资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

7. 投资策略

板块区间涨幅远高于大盘。截止 2019 年 5 月 9 日，沪深 300 和创业板指区间涨幅分别为 19.57% 和 17.51%，券商板块（申万二级）区间涨幅为 25.53%，远高于大盘，区间涨幅在申万二级行业中排第 15 位。2019 年以来，证券市场回暖，券商行业业绩强势反弹，是板块跑赢大盘主要动因。

表 8：申万二级行业区间涨跌幅 2019/1/1-2019/5/9（%）

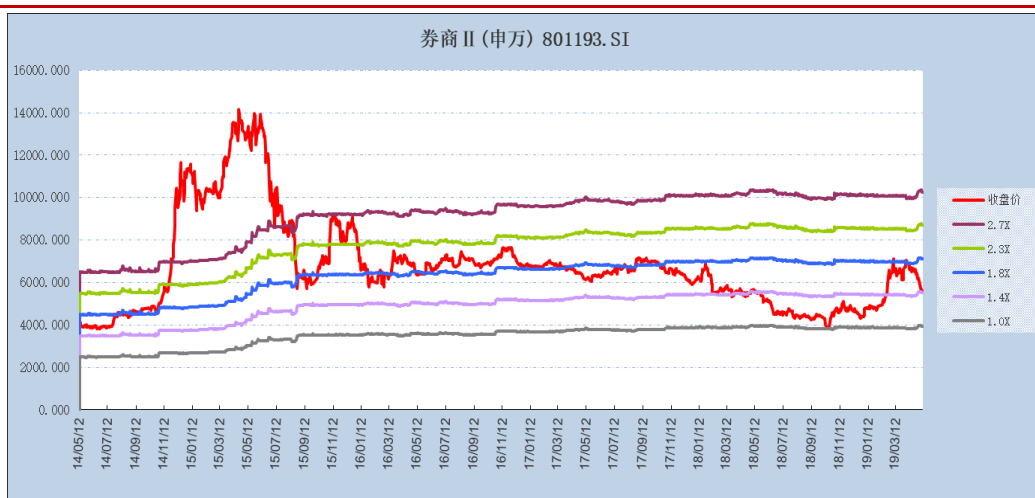
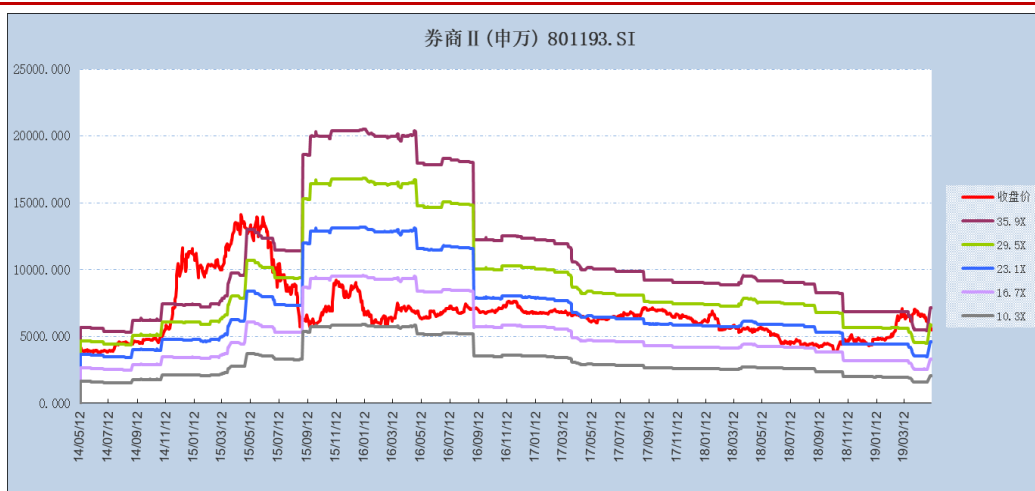
	区间涨跌幅	区间最大涨幅		区间涨跌幅	区间最大涨幅
沪深 300	19.57	14.70	其他电子 II (申万)	16.51	23.08
创业板指	17.51	22.27	生物制品 II (申万)	16.30	25.79
饲料 II (申万)	91.72	97.01	通信设备 (申万)	16.27	20.17
农业综合 II (申万)	71.08	78.84	旅游综合 II (申万)	16.02	28.71
饮料制造 (申万)	48.28	54.37	造纸 II (申万)	15.32	18.98
畜禽养殖 II (申万)	47.60	48.63	航空运输 II (申万)	15.31	18.20
船舶制造 II (申万)	33.90	34.46	金属制品 II (申万)	15.21	17.34
白色家电 (申万)	33.72	37.30	一般零售 (申万)	14.83	17.59
林业 II (申万)	32.61	32.16	其他采掘 II (申万)	14.50	15.85
保险 II (申万)	32.56	35.89	多元金融 II (申万)	14.47	20.89
机场 II (申万)	32.51	40.14	酒店 II (申万)	14.35	22.99
半导体 (申万)	31.66	36.33	元件 II (申万)	14.23	20.38
园区开发 II (申万)	29.74	39.12	玻璃制造 II (申万)	14.17	15.83
化学制药 (申万)	28.42	36.43	互联网传媒 (申万)	14.08	20.35
视听器材 (申万)	26.16	27.22	航空装备 II (申万)	13.75	15.06
计算机应用 (申万)	26.15	29.43	动物保健 II (申万)	13.53	26.15
券商 II (申万)	25.53	27.66	银行 II (申万)	13.47	16.13
化学原料 (申万)	25.06	28.62	家用轻工 (申万)	12.90	17.58
电子制造 II (申万)	24.96	31.80	汽车零部件 II (申万)	12.76	17.85
计算机设备 II (申万)	24.77	28.05	纺织制造 (申万)	12.20	15.48
食品加工 (申万)	24.28	30.04	商业物业经营 (申万)	12.04	14.34
贸易 II (申万)	24.15	28.73	服装家纺 (申万)	11.97	17.06
水泥制造 II (申万)	24.10	31.76	电气自动化设备 (申万)	11.96	14.80
化学纤维 (申万)	22.71	25.56	中药 II (申万)	11.78	20.24
航运 II (申万)	22.46	23.44	物流 II (申万)	11.57	16.63

电源设备(申万)	22.32	25.57	高速公路II(申万)	11.56	13.81
其他休闲服务II(申万)	22.31	27.67	采掘服务II(申万)	11.48	14.82
地面兵装II(申万)	22.16	24.76	专业工程(申万)	10.52	13.33
专用设备(申万)	20.95	24.48	工业金属(申万)	10.18	12.32
其他建材II(申万)	20.87	26.86	汽车整车(申万)	10.04	16.48
光学光电子(申万)	20.63	26.56	装修装饰II(申万)	9.25	13.14
医疗器械II(申万)	20.43	27.91	电力(申万)	8.83	12.13
医疗服务II(申万)	20.05	28.69	石油化工(申万)	8.14	10.01
专业零售(申万)	20.00	21.40	营销传播(申万)	7.65	12.47
化学制品(申万)	19.92	25.12	高低压设备(申万)	7.64	10.56
汽车服务II(申万)	19.80	20.72	石油开采II(申万)	6.46	8.16
港口II(申万)	19.48	21.19	稀有金属(申万)	6.30	11.74
通用机械(申万)	19.00	22.83	水务II(申万)	6.03	9.39
仪器仪表II(申万)	18.91	22.22	文化传媒(申万)	5.60	13.53
种植业(申万)	18.79	29.35	钢铁II(申万)	5.47	8.37
综合II(申万)	18.58	25.34	餐饮II(申万)	5.43	9.75
航天装备II(申万)	18.36	19.88	景点(申万)	5.37	14.49
煤炭开采II(申万)	18.16	21.97	园林工程II(申万)	4.84	15.73
农产品加工(申万)	18.05	22.20	房屋建设II(申万)	4.23	7.13
包装印刷II(申万)	17.89	21.91	环保工程及服务II(申万)	3.81	16.03
橡胶(申万)	17.84	21.12	燃气II(申万)	3.56	15.20
医药商业II(申万)	17.82	25.03	渔业(申万)	2.93	8.41
公交II(申万)	17.22	22.31	基础设施建设(申万)	-0.01	4.13
通信运营II(申万)	16.98	19.91	铁路运输II(申万)	-0.20	1.97
其他交运设备II(申万)	16.68	21.50	黄金II(申万)	-1.98	6.55
金属非金属新材料(申万)	16.66	17.90	塑料II(申万)	-2.04	17.53
电机II(申万)	16.66	26.11	运输设备II(申万)	-5.72	0.74
房地产开发II(申万)	16.59	19.60			

资料来源: Wind 资讯, 东莞证券研究所

投资建议。基本面: 2019 年一季度上市券商营业收入同比增长 51.39%, 扣非归母净利润同比增长 95.24%, 业绩呈强势反弹态势。由于证券市场自 2019 年 4 月进入调整, 大盘震荡下跌, 日均成交额环比回落, 绝大部分券商母公司 4 月营收及净利润均环比下降。2019 年一季度上市券商业绩主要驱动因素是自营业务和信用业务, 预计 2019 年二季度证券市场出现较大上涨行情概率低, 自营业务净收入或环比下降; 2019 年一季度末市场两融余额及股票质押股数呈边际下降, 预计 2019 年二季度信用业务净收入或环下降; 2019 年 1、2 月市场成交额较低, 3 月才攀升至高位, 虽然 4 月成交额回落, 但预计 5、6 月份成交额与 4 月持平, 因此 2019 年二季度成交额或略高于一季度, 经纪业务净收入或环比微增。综上, 上市券商 2019 年二季度整体业绩环比增幅有限, 但凭着一季度业绩的强势反弹, 2019 年上半年业绩同比增幅依然可观。概念: 资本市场加速改革, 为券商带来改革红利, 科创板作为改革重要一环, 备受监管层及市场关注, 预计 2019 年下半年开板, 券商板块受益直接, 有利于板块估值提升。截止 2019 年 5 月 8 日仅有 34 家券商有项目申报科创板, 且项目集中在少数头部券商中, 市场关注度将聚焦成功挂牌科创板项目较多的券商。估值: 截止 2019 年 5 月 9 日 PB 为 1.43 倍, 板块整体估值处于

历史低位。券商板块具备业绩翻转、科创板红利和估值低加持，投资价值凸显。推荐业绩反弹力度大，科创板申报项目较多，经纪业务优势明显的个股，推荐海通证券（600837）、中信证券（600030）、国泰君安（601211）、东吴证券（601555）、东北证券（000686）

图14：券商板块（申万二级）PB

图15：券商板块（申万二级）PE


数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 9：个股因素分析

券商	2019 年一季度扣非归母净利润同比增速	PB（截止 2019/5/9）	2019 年一季度经纪业务净收入同比增速（%）	科创板申报企业数（截止 2019/5/8）	近 5 年 PB 估值百分位
中信证券	59%	1.52	-9%	9	58%
海通证券	137%	1.13	7%	4	17%
国泰君安	76%	1.25	10%	6.5	23%
华泰证券	50%	1.40	14%	7.5	/
申万宏源	88%	1.48	9%	2	/
广发证券	92%	1.20	10%	3	/

招商证券	95%	1.55	8%	6	/
中信建投	50%	3.53	0%	14.5	/
东方证券	219%	1.34	-6%	1	/
国信证券	157%	1.93	10%	5	/
中国银河	51%	1.49	-4%	0	/
光大证券	81%	1.05	1%	3	/
山西证券	194%	1.77	30%	0	/
东北证券	350%	1.25	28%	0	21%
兴业证券	226%	1.21	-6%	1	/
方正证券	83%	1.39	16%	0	/
长江证券	142%	1.64	11%	2	/
东吴证券	1073%	1.45	16%	1	24%

资料来源：Wind 资讯，东莞证券研究所

8. 风险提示

经济超预期下滑，股市成交量严重萎缩，科创板推出进度缓慢。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn