

非银金融行业

看好（首次）

市场数据（2019-05-29）

	行业指数涨幅
近一周	2.42%
近一月	3.48%
近三月	0.18%

重点公司

公司名称	公司代码	投资评级
中信证券	600030	推荐
华泰证券	601688	推荐
海通证券	600837	推荐

行业指数走势图



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

研究员

黄超

执业证书编号：S0070518020001

电话：010-83991714

邮箱：huangchao@grzq.com

赵雅楠

电话：010-83991713

邮箱：zhaoyan@grzq.com

相关报告

资本市场改革红利持续，券商业务模式转型升级

——2019年上市券商一季报点评

投资要点

- 受市场环境影响，证券行业景气度强势回暖。**2018年-2019Q1上市券商经历了深跌到大幅提升的转折过程，在市场快速回暖背景下，证券公司业绩全面反弹。2018/2019Q1上市券商分别实现收入2541/975亿元，同比-12%/+51%，实现归母净利润561/377亿元，同比-40%/+87%。上市券商ROE也实现显著提高，其中2018年整体平均水平ROE4.3%，2019年一季度即达到2.7%。
- 一季度券商业绩复苏自营改善是主因。**一季度35家上市券商经纪、投行、资管、利息净收入及自营分别贡献收入177亿、63亿、61亿、89亿、以及516亿，占总营收比例（剔除其他业务收入）分别为19%、7%、6%、9%以及44%。自营业务再次成为第一大收入贡献板块。短期内券商业绩仍依赖于市场方向性变化，业绩存较大的波动性。
- 高Beta下中小券商弹性大，集中度提升仍是大势所趋。**自2016年以来行业集中度提升进程一直延续，从2017年至2018年，总营收CR5/CR10基本持平；净利润CR5/CR10分别提高了3.91/8.05个百分点达到了48.8%/73.29%。进入2019年后，在市场行情急速转暖的背景下，由于中小券商Beta属性较强，业绩反弹比例高，一季度行业集中度提升进程有所停滞。但长期来看，行业集中度持续抬升是大势所趋。
- 券商各业务模式正面临转型升级。**在资本市场升级的背景下，券商各业务也面临转型以应对愈发激烈的行业竞争。目前行业内各业务转型趋势为，经纪业务向财富管理转型，对机构客户覆盖范围和服务力度进行升级；自营业务向资产配置型、非方向性、策略灵活性和多样性转型；投行业务在注册制下转变业务模式，注重提高综合竞争力；资管业务继续主动管理转型，主动管理能力突出的券商将获得市场集中红利。
- 资本市场改革成券商发展核心驱动因素。**虽然经过2019年一季度的估值修复，但目前券商板块整体估值水平仍处于历史相

对低位。长期来看，随着政策边际放松和流动性环境改善，券商板块估值修复行情将持续，同时伴随经济预期向好，市场情绪由极度悲观转为乐观，券商板块也将受益于股市红利。此外，资本市场改革也将为券商带来长期的改革红利：（一）金融供给侧改革下券商将直接受益于直接融资占比提升；（二）科创板作为我国资本市场基础制度改革的大跨越也将为券商带来更多机遇；（三）对外开放下外资持续流入将利于市场投资风格趋于稳定；（四）严监管强规范促发展也将继续改善券商的经营环境。

- **投资建议。**预计 2019 年全年券商自营投资收益和交易量有望大幅改善，投行传统业务回暖且业务增量落地，衍生品业务将稳步推进，随着改革的不断深入和券商业务模式的不断转型升级，优质券商将脱颖而出并享受资本市场升级带来的红利。我们建议短期重点关注自营弹性较大、估值和市值相对较低的券商个股，把握阶段性投资机会。长期头部券商将进入新一轮的成长周期，合理享有较历史和同行的估值溢价，建议关注目前估值合理的头部券商股。
- **风险因素。**政策出台不及预期，经济超预期下滑，交易量大幅萎缩等。

目 录

1. 证券行业景气度大幅回暖，中小券商弹性大	5
1.1 受一季度市场环境的影响，券商业绩强势复苏	5
1.2 高 Beta 下中小券商弹性大，集中度提升仍是大势所趋	7
2. 自营大增贡献业绩弹性，各业务模式正转型升级	7
2.1 自营业务是一季度券商业绩回升的核心助力	7
2.2 经纪业务增长受益于交投活跃，未来向财富管理转型	8
2.3 市场风险偏好提升驱动两融突破，资产减值部分冲回	9
2.4 投行业绩企稳回升，业务模式转型迎来重要窗口	9
2.5 资管新规影响仍在，券商继续主动管理转型	10
3. 展望 2019 年：资本市场改革是券商发展长逻辑	11
3.1 金融服务实体经济，券商受益于直接融资比例提升	11
3.2 改革基础制度完善多层次资本市场，券商迎重要机遇	12
3.3 投资者结构改善，投资风格趋稳降低券商业绩波动	12
3.4 严监管促发展更趋平衡，券商经营环境将持续完善	13
4. 投资建议：建议关注目前估值合理的头部券商	14
5. 风险提示	14

插图目录

图 1: 行业内 131 家券商归母净利润止跌反升.....	5
图 2: 35 家上市券商归母净利润合计.....	5
图 3: 2019Q1 上市券商 ROE 大幅提升.....	5
图 4: 2018 年以来上市券商杠杆率小幅提升.....	5
图 5: 券商总营收 18 年集中度较 17 年保持稳定.....	7
图 6: 券商净利润集中度逐年提升.....	7
图 7: 2019 年 35 家上市券商一季度业务收入结构情况, 自营占比最高.....	8
图 8: 市场交易量一季度整体提升, 4 月份稍有回落.....	8
图 9: 行业佣金率不改走低趋势.....	8
图 10: 两融余额接近万元大关.....	9
图 11: 一季度资产减值有所冲回.....	9
图 12: 2019Q1 IPO 与增发规模持续下探.....	10
图 13: 2019Q1 可转债发行规模呈爆发式增长.....	10
图 14: 定向资管规模大幅度缩减.....	11
图 15: 2018 年末部分上市券商主动管理规模占比.....	11
图 16: 外资持有 A 股占比与国内公募基金相当 (2018 年).....	13

表格目录

表 1: 2019Q1 上市券商经营情况.....	6
表 2: 科创板项目情况.....	10

1. 证券行业景气度大幅回暖，中小券商弹性大

1.1 受一季度市场环境影响，券商业绩强势复苏

受经济预期担忧和外围市场等内外因素影响，2018 年市场较大震荡调整，交投活跃度下滑、信用风险集聚、投行项目节奏放缓，证券行业经营环境较为严峻。2018 年证券行业经营环境整体承压，35 家上市券商归母净利润 2018 年同比下降了 40%，触及历史低点。除净利息收入实现同比增长外，其他业务条线收入全面下滑。

2019 年 Q1 政策红利持续，股票市场量价提升，券商经营环境显著改善。2019Q1 上证综指增长 23.9%，券商指数增长 50.5%，交易活跃度显著提升，日均股基交易额（单边）6217 亿元，较 2018 年日均成交额增长 50.8%。35 家上市券商 2019 年一季度实现营业收入 976.74 亿元，同比增加 51%；实现归母净利润 377.89 亿元，同比增加 87%，整体业绩随市场大幅反弹。

图 1：行业内 131 家券商归母净利润止跌反升



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

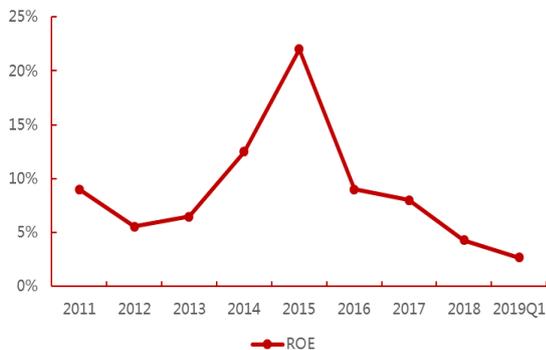
图 2：35 家上市券商归母净利润合计



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

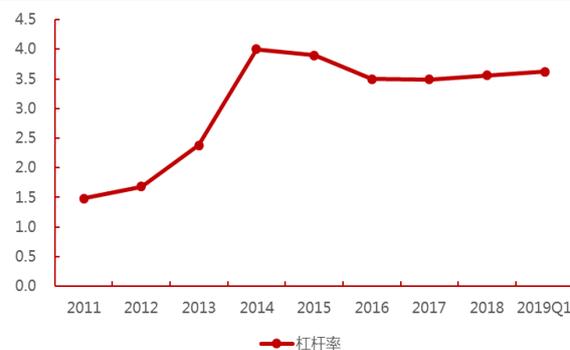
同时，上市券商 ROE 也实现显著提高，其中 2018 年整体平均水平 ROE4.3%，2019 年一季度即达到 2.7%。杠杆率作为券商提升 ROE 的一大利器，我们看到 2017/2018/2019Q1 上市券商的整体杠杆率分别为 3.49/3.56/3.62，正在持续稳健的提升。

图 3：2019Q1 上市券商 ROE 大幅提升



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 4：2018 年以来上市券商杠杆率小幅提升



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

2018 年弱势环境下，大型券商业务均衡稳健，盈利和抗风险能力优势凸显，降幅优于上市券商整体水平。2018 年大型券商归母净利润同比增长区间在-60%到 10%；中小券商因业务贡献相对不均衡，受市场影响降幅较大，归母净利润同比区间在-90%到-30%。在 2019 年行业回暖背景下，券商 Q1 业绩全面改善。Q1 大型券商归母净利润同比增长区间在 30%-120%；中小券商业绩弹性大，排除异常值后，归母净利润同比增长区间在 50%-200%。

表 1：2019Q1 上市券商经营情况

上市券商	营业收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)
中信证券	105.22	8.35%	42.58	58.29%
海通证券	99.54	74.48%	37.70	117.66%
广发证券	68.39	77.02%	29.19	91.25%
国泰君安	66.95	7.22%	30.06	33.03%
华泰证券	62.48	45.65%	27.80	46.06%
申万宏源	54.47	89.46%	18.62	87.54%
招商证券	46.46	77.18%	21.17	94.82%
东方证券	40.68	109.21%	12.70	191.06%
兴业证券	38.35	133.46%	9.99	172.94%
国信证券	37.43	60.16%	18.85	154.93%
中国银河	37.01	41.36%	15.33	51.11%
光大证券	34.21	46.49%	13.17	89.09%
中信建投	31.08	13.04%	14.88	50.32%
长江证券	24.19	76.07%	7.65	137.50%
东北证券	22.76	140.70%	5.68	327.29%
方正证券	18.45	42.51%	5.88	85.66%
东吴证券	14.94	81.26%	6.13	943.66%
山西证券	14.43	8.57%	2.58	194.12%
西部证券	13.32	136.52%	5.82	258.34%
浙商证券	12.46	53.73%	2.73	36.58%
财通证券	11.96	28.45%	3.91	8.84%
西南证券	11.39	58.71%	4.13	57.77%
国金证券	10.78	29.73%	4.01	47.16%
华西证券	10.43	53.52%	4.73	64.62%
天风证券	10.31	62.20%	1.29	42.05%
东兴证券	10.27	56.23%	5.55	99.97%
长城证券	10.20	81.43%	2.92	149.68%
华安证券	9.88	138.02%	4.78	201.27%
国元证券	9.85	56.37%	4.22	153.47%
国海证券	9.66	64.56%	2.50	78.78%
第一创业	8.10	82.88%	2.86	313.88%
太平洋	7.09	109.56%	3.55	6657.33%
中原证券	6.58	46.10%	1.82	78.78%

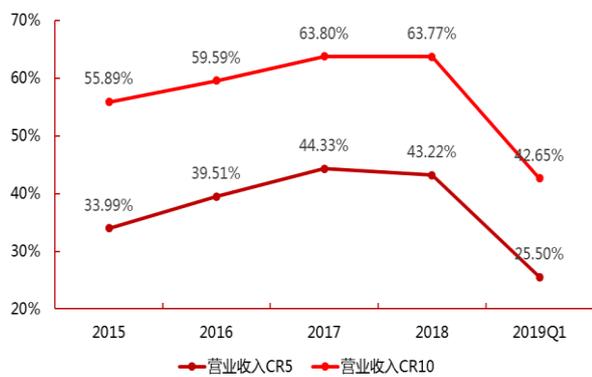
南京证券	5.07	53.85%	2.11	91.14%
华林证券	2.15	-1.41%	0.93	12.77%

数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

1.2 高 Beta 下中小券商弹性大，集中度提升仍是大势所趋

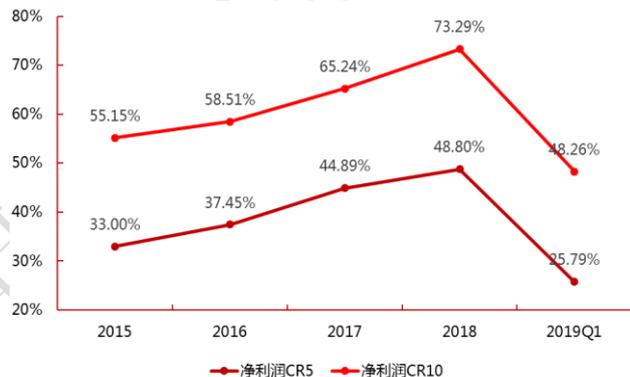
自 2016 年以来行业集中度提升进程一直延续，从 2017 年至 2018 年，CR5/CR10 总营收集中度基本持平，分别为 43.22%/63.77%；净利润集中度分别提高了 3.91/8.05 个百分点达到了 48.8%/73.29%。进入 2019 年后，在市场行情急速转暖的背景下，由于中小券商 Beta 属性较强，业绩反弹比例高，一季度行业集中度提升进程有所停滞。但长期来看，在资本市场升级以及监管扶优限劣的背景下，券商发展受资本实力、客户资源、风险管理能力等综合因素影响，大型券商的优势显著，行业集中度持续抬升是大势所趋。

图 5: 券商总营收 18 年集中度较 17 年保持稳定



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

图 6: 券商净利润集中度逐年提升



数据来源: Wind, 国融证券研究与战略发展部

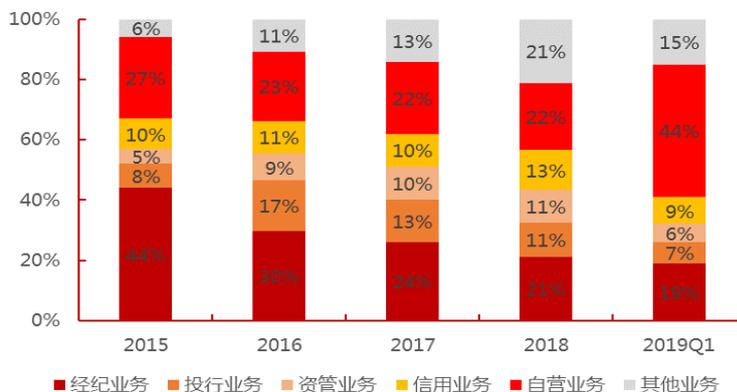
2. 自营大增贡献业绩弹性，各业务模式正转型升级

2.1 自营业务是一季度券商业绩回升的核心助力

自营受股市回暖驱动表现亮眼，2019 年一季度 35 家上市券商合计实现自营净收入 429.1 亿元，同比大增 146.4%，是所有业务板块中改善幅度最大的板块，占比达到 44%，成为历史以来高位，是券商业绩增厚的关键因素。预计自营敞口较高的券商业绩弹性大。与新一轮不同的是，此前券商股盈利能力靠杠杆率提升驱动，而一季度盈利能力提升源自股市环境改善而非增量业绩落地。短期内券商杠杆率难有大幅提升空间，业绩仍依赖于市场方向性变化，业绩存较大的波动性。

未来，各家券商自营投资战略将走向差异化，部分券商投资策略将由单一性、趋势性投资向资产配置型、非方向性、策略灵活性和多样性转型，以此来抵御大盘波动带来的业绩不稳定性。

图 7：2019 年 35 家上市券商一季度业务收入结构情况，自营占比最高



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

2.2 经纪业务增长受益于交投活跃，未来向财富管理转型

2019 年 Q1 市场交投活跃度的显著升温，行业经纪业务收入整体提升。35 家上市券商实现经纪业务净收入 182.5 亿元，同比增长 6.3%。但整体来看，2019Q1 股基成交额同比增长 19%，经纪业务增长幅度大幅小于股基交易额的增长，一方面原因为佣金率持续下滑的趋势延续，另一方面，部分中小券商经纪业务弹性大，抢占了部分市场份额。

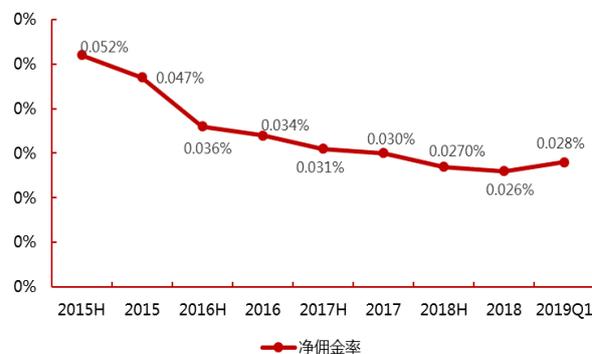
未来，经纪业务的转型趋势表现为转型财富管理，和服务机构客户。目前多家券商正积极推动财富管理转型，发力产品代销和资产配置等增值服务。未来将在服务模式、金融科技和渠道策略等多维度提升服务附加值和用户体验，构筑差异化优势。在服务机构客户方面，券商把握市场机构化趋势加快业务布局，抢占公募、私募、保险资管、境外机构投资者等客户份额，提供主经纪商、资产托管、研究和 OTC 产品等综合金融服务。

图 8：市场交易量一季度整体提升，4 月份稍有回落



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 9：行业佣金率不改走低趋势



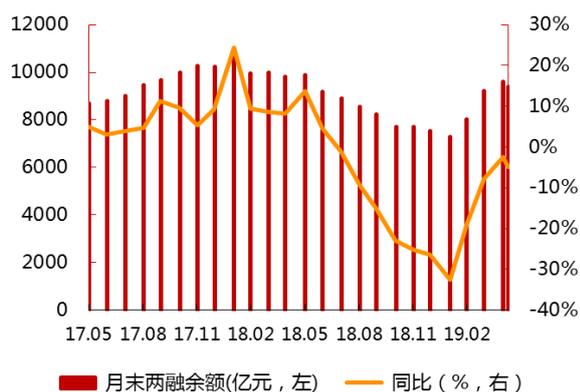
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

2.3 市场风险偏好提升驱动两融突破，资产减值部分冲回

2019年35家上市券商一季度实现净利息收入90.1亿元，同比增长32%。两融方面，一季度两融余额较年初增长21.7%，由2018年末的7557亿元提升至一季度末的9222亿元，已接近万元大关。股权质押方面，2018年A股上市券商股各类减值合计达到183亿元，减值计提较为充分。随着一季度股价的回升，券商股权质押风险得到一定改善，资产损失减值冲回13亿元，其中中信建投减值重回4.24亿元占据首位。

未来券商将积极捕捉交投情绪逐步回暖、交易结构持续改善、交易机制完善等信号，稳健发展两融业务。科创板推出可能会在一定程度上提高融券业务的比重，从而完善市场投资工具。股票质押业务经历前期风险集聚升级和政策纾解后，未来仍将持续优化准入标准和加强全流程统筹。

图 10：两融余额接近万元大关



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 11：一季度资产减值有所冲回

公司简称	1Q19减值损失	2018减值损失
中信建投	-4.24	11.54
国泰君安	-3.76	9.78
兴业证券	-1.79	6.90
国信证券	-1.32	8.24
招商证券	-1.17	1.24
方正证券	-1.12	4.72
太平洋证券	-0.70	9.38
华创证券	-0.63	3.03
东兴证券	-0.62	1.99
中国银河	-0.54	4.08

数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

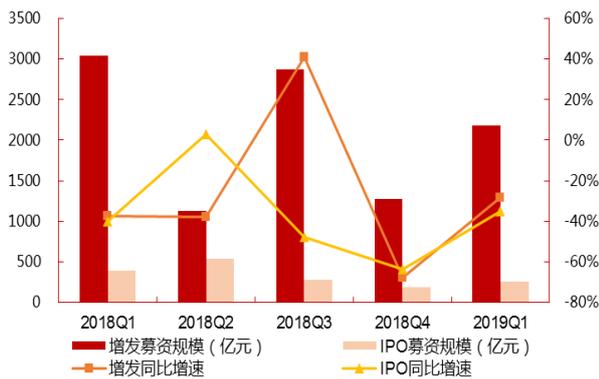
2.4 投行业绩企稳回升，业务模式转型迎来重要窗口

2019年一季度上市券商投行净收入66.6亿元，同比增长8.5%。行业一季度一级市场景气度有所改善，其中IPO规模同比下滑33%，增发募资规模趋势与IPO规模趋势相似，但债券承销同比增长112%，其中可转债承销呈爆发式增长，同比大增384%。债券承销的增长一定程度上缓冲了股权融资规模下降带来的业绩冲击。目前科创板已成为行业年内最关注的焦点之一。头部券商科创板项目储备较多，截至目前，中信建投科创板储备项目为16家，中金公司为12家，其中正常受理的项目中，中信建投项目数最多，达到15家，其次为中信证券和中金公司（均为9家）。

科创板注册制的推出，加速投行向“大投行”体系转型，构建以股权融资、并购咨询、资产证券化、项目融资等为核心的大投行模式，实现全产业

链协同和价值延伸、拓展服务周期，为客户提供全面综合的金融服务。券商将在新股定价和配售等多个环节发挥系统性作用，投行通道模式将逐渐褪色，未来强大的投研定价能力、投行项目保荐承销、PE直投等买方实力将是决定一家券商生存的关键。在券商向全产业链模式转型的背景下，中小券商也将探索精品化的发展模式，开辟与大型券商差异化的发展路径。

图 12：2019Q1 IPO 与增发规模持续下探



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 13：2019Q1 可转债发行规模呈爆发式增长



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

表 2：科创板项目情况

公司简称	已回复	已问询	已受理	辅导备案	中止审查	合计
中信建投	13	1	1	1	0	16
中金公司	5	2	2	5	0	14
中信证券	9	0	0	3	0	12
华泰联合	7	1	0	2	0	10
招商证券	4	0	2	2	0	8
海通证券	3	1	2	2	0	8
国泰君安	4	1	1	0	1	7
国信证券	4	1	0	1	0	6
民生证券	2	1	0	2	1	5
光大证券	1	1	3	0	0	5
合计	71	15	22	27	1	136

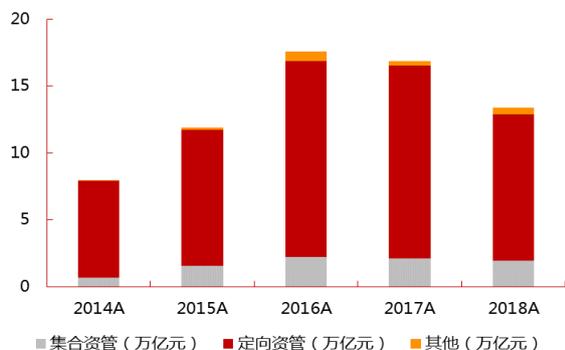
数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

2.5 资管新规影响仍在，券商继续主动管理转型

一季度 35 家上市券商实现资管净收入 63.2 亿元，同比下滑 8.43%，是所有业务中唯一出现同比下滑的板块。受资管新规落地等因素影响，通道业务严重受限，也直接影响券商定向资管规模收缩。2018 年末券商资管规模降至 13.4 万亿元，较年初下降 21%，其中占比最大的定向资管规模较年初下降 24% 至 11 万亿元。

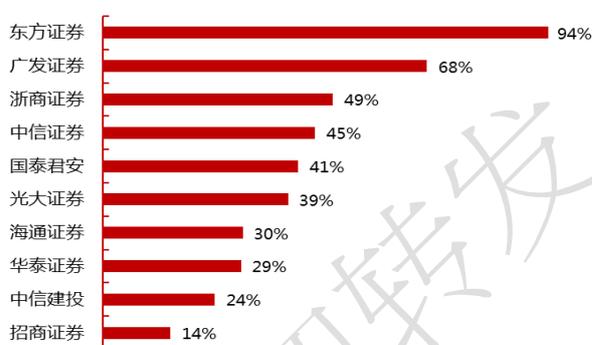
未来券商主动管理的趋势不变。由于主动型资管资金占用高、业务难度大，主动管理能力强或综合实力突出的券商将获得市场集中红利；中小券商市场竞争力明显下降，可能寻求特色化发展路径。

图 14：定向资管规模大幅度缩减



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

图 15：2018 年末部分上市券商主动管理规模占比



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

3. 展望 2019 年：资本市场改革是券商发展长逻辑

虽然经过 2019 年一季度的估值修复，但目前券商板块整体估值水平仍处于历史相对低位。长期来看，随着政策边际放松和流动性环境改善，券商板块估值修复行情将持续，同时伴随经济预期向好，市场情绪由极度悲观转为乐观，券商板块也将受益于股市红利。此外，资本市场改革也将为券商带来长期的改革红利，具体来看，金融供给侧改革下券商将直接受益于直接融资占比提升；科创板作为我国资本市场基础制度改革的大跨步也将为券商带来更多机遇；对外开放下外资持续流入将利于市场投资风格趋于稳定；严监管强规范促发展也将继续改善券商的经营环境。

3.1 金融服务实体经济，券商受益于直接融资比例提升

2019 年 2 月 22 日国家主席习近平在主持以“完善金融服务，防范金融风险”为主题的中央政治局第十三次集体学习时提出了金融供给侧结构性改革。在此次金融深化改革中，提高实体经济直接融资比例是增强金融服务实体经济的一个重要举措。从我国 2018 年新增社融来看，企业债券和地方政府专项债占比为 22%，股票市场融资占比仅为 2%，直接融资和间接融资比例失衡。反观美国同期融资结构，私募股权融资和资本市场公募股权融资占比将近 70%，而银行贷款和债券融资仅有 30%。因此在推进金融供给侧结构性改革的背景下，金融与实体的联系将更为紧密，券商作为直接融资的重要工具将迎来新的成长机遇。

对于券商而言，在优化融资结构的要求下，大力发展直接融资占比提升将为券商带来直接利好，推进产业结构优化升级。首先，发展股权市场。广义的股权市场不仅包括 IPO 和二级市场融资，还包括种子基金、天使基金、VC 和私募股权基金。多样化的股权融资方式适合不同类型企业在不同阶段的融资需求，提高了金融服务实体经济的供给质量，也为券商带来更多业务增量。另外，丰富我国的债券市场产品，例如小微企业金融债券。总体来看，我国的股债市场都将迎来战略发展期，头部券商将大概率成为改革的主要推动者和受益者。

3.2 改革基础制度完善多层次资本市场，券商迎重要机遇

科创板作为我国资本市场一项重大的增量改革，进一步完善了多层次资本市场体系。科创板注册制的市场化改革将引领资本市场基础制度的跨越式发展，一方面券商有望借改革契机迎来发展红利，另一方面因注册制要求券商具备强劲的综合实力，预计未来券商将逐步呈现更明显的差异化特征，实现“优胜劣汰”，重塑行业格局。

同时行业创新业务发展方兴未艾，交易信息系统外部接入、MOM 业务和衍生品业务的稳步推进，也将拓宽券商业务边界增加盈利点。此外，场外期权规范发展对券商分层管理，加上股指期货限制逐步松绑，都将进一步促成头部券商的领跑格局。

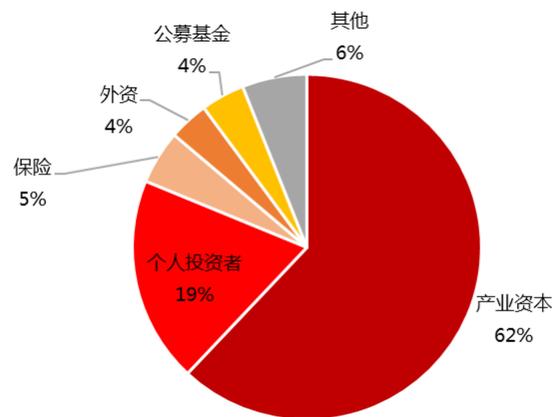
3.3 投资者结构改善，投资风格趋稳降低券商业绩波动

我国金融市场双向开放正在加速推进，金融机构持股比例和金融业务限制大幅放宽、境内外市场互联互通加强、中国股票和债券市场被纳入国际指数等都是我国金融业对外开放的重要体现。一方面，金融开放能够引入海外资金；另一方面，引进国外成熟的发展模式，迫使国内金融业提供更高质量的金融服务。

随着 A 股对外投资规模上限的不断开放，外资持股占比逐渐增加，目前外资持股比例已与我国公募基金持股比例相当，2019 年一季度达到 3.68% 左右（2018 年末占比为 3.26%）。沪港通和深港通的开通新增了外资进入 A 股的渠道，A 股“入摩”和“入富”加速了北向资金的流入，在未来外资占比有望进一步提升。今年 5 月份 MSCI 已将大盘股纳入因子从 5% 上调至 10%，预计 8 月上调至 15%，11 月上调至 20%，同时纳入 A 股中盘股（含创业板），纳入因子 20%。预计在没有重大外部因素变化的情况下，今年 MSCI 对 A 股的扩容有望继续带来约 3850 亿元的增量资金。

从 A 股的投资者结构看，虽然整体上国内产业资本和散户资金仍是 A 股最大的股东，但这两类股东易受情绪左右，很难在市场上形成合力；而外资在投资方面的价值偏好基本一致，反而容易形成合力，预计外资对 A 股市场的影响将日益明显。

图 16：外资持有 A 股占比与国内公募基金相当（2019Q1）



数据来源：Wind，国融证券研究与战略发展部

短期来看，外资流入将改善国内投资者结构，A 股市场机构化程度会不断上升，投资风格有望趋稳；长期来看，当未来外资流入 A 股达到平衡，A 股市场与国际市场的联动性会大大增强。总体来看，随着外资边际效应逐渐加强，我国 A 股市场将向更健康稳健的方向发展，长期将有利于稳定券商业绩的波动性。

3.4 严监管促发展更趋平衡，券商经营环境将持续完善

从行业发展维度看，监管对行业的政策支持力度持续加大，未来“严监管”和“促发展”将更趋平衡。未来市场交易监管有望进一步优化，减少交易阻力，增强市场流动性，激发市场深层活力。同时，防范化解重点领域风险，完善资本市场逆周期应对机制，以保证市场稳定健康运行。

此外，监管进一步加强了投资者保护机制，以实现市场优化出清，优化资源有效配置。过去退市制度的不完善导致 A 股上市公司质量参差不齐，目前股票退市制度经历数次完善，已形成以主动退市和强制退市为主的退市制度，一方面抑制“壳资源”价值被过分扭曲，另一方面有利于遏制恶意投机，引导投资者的投资理念也趋于理性。资本市场成熟深化和稳定健康的发展将继续优化券商经营环境，奠定行业改善发展基础。

4. 投资建议: 建议关注目前估值合理的头部券商

预计 2019 年全年券商自营投资收益和交易量有望大幅改善, 投行传统业务回暖且业务增量落地, 衍生品业务将稳步推进, 随着改革的不断深入和券商业务模式的不断转型升级, 优质券商将脱颖而出并享受资本市场升级带来的红利。我们建议短期重点关注自营弹性较大、估值和市值相对较低的券商个股, 把握阶段性投资机会。长期头部券商将进入新一轮的成长周期, 合理享有较历史和同行的估值溢价, 我们推荐长期持有目前估值合理的头部券商股, 特别是自营、投行实力强的头部券商, 建议关注中信证券/华泰证券。

- ✓ **中信证券:** 在券商业务发展愈发倚靠重资本业务的背景下, 作为行业龙头, 公司具备强大资本金实力的先发优势, 重资产业务依旧是公司未来业务重点发展方向, 自营业务已成为公司第一大收入来源, 衍生品业务遥遥领先。公司各项业务均衡发展, 多项业务持续领跑行业; 抵御市场风险的能力突出, 2018 年市场不振的情况下业绩增速仍大幅好于行业平均。在未来市场投资者机构化的趋势下, 公司凭借机构客户服务的全面布局以及领先的服务能力, 将在此长期进程中不断巩固龙头地位。另外, 公司推出了员工持股计划绑定集体利益, 彰显管理层对公司长期发展向好的信心。同时, 公司拟收购广州证券 100% 股权, 收购完成后有望推动公司在大湾区的布局再下一城。
- ✓ **华泰证券:** 公司作为最早布局线上化的券商之一, 其互联网战略布局和执行领先于同业, 科技赋能财富管理新龙头。公司充分发挥网点布局和互联网平台优势, 业务覆盖率和基础产品渗透率不断提升。涨乐财富通活跃用户规模近两年稳居券商自营类 APP 榜首, 品牌效应凸显。公司经纪业务近五年以来始终保持市占率第一; 在 2018 年市场环境下的背景下, 公司金融产品代销业务逆市增长 23%。随着未来财富管理趋向数字化、智能化, 公司对于科技创新的投入将不断增加, 财富管理料将持续领先全行业。另外, 2018 年公司混合所有制改革试点总体方案获批, 2019 年公司将进一步在高级管理层开展职业经理人制度试点并优化薪酬激励制度, 内部治理持续优化。

5. 风险提示

宏观经济超预期下滑将对上市公司业绩产生负面影响; 政策落地不及预期可能会限制上市公司部分现有业务的开展与创新; 上市公司可能会面临违约等事件的发生; 上市公司可能会面临流动性风险等。

投资评级说明

证券投资评级：以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

行业投资评级：以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准

强烈推荐 (Buy)：相对强于市场表现 20%以上；

推荐 (Outperform)：相对强于市场表现 5%~20%；

中性 (Neutral)：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

谨慎 (Underperform)：相对弱于市场表现 5%以下。

看好 (Overweight)：行业超越整体市场表现；

中性 (Neutral)：行业与整体市场表现基本持平；

看淡 (Underweight)：行业弱于整体市场表现。

免责声明

国融证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由国融证券股份有限公司制作。

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于本公司认为可靠的已公开资料，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

国融证券股份有限公司的销售人员、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或交易观点。本公司没有将此意见及建议向所有报告接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。投资者不应将本报告视为作出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。

本报告的版权归国融证券股份有限公司所有。本公司对本报告保留一切权利，除非另有书面显示，否则本报告中所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。