

资本市场改革深化不断落地，看好证券行业发展

——2019年三季度证券行业投资策略

分析师：张继袖

SAC NO: S1150514040002

2019年6月17日

证券分析师

张继袖

022-28451845

zhjxnk@126.com

洪程程

hong.chengcheng@outlook.com

SAC No: S1150518040001

010-68104609

子行业评级

证券	看好
多元金融	看好
保险	看好

重点品种推荐

中信证券	增持
------	----

投资要点：

● 2019年上半年证券行业市场环境

- **日均股基成交额：**进入二季度A股市场下行，单月日均股基成交额逐月下降。4月、5月单月A股日均股基成交额分别为8412亿元、5250亿元。截至2019/06/14，A股累计日均股基成交额6326亿元。
- **两融余额：**截至2019/06/13，A股两融余额9145.19亿元，较一季末（9222.47亿元）减少77.28亿元，较年初（7557.04亿元）增加1588.15亿元。
- **股债承销规模：**
 - (1) 2019年前5个月A股IPO累计募资规模498.43亿元，同比下降3.94%，平均每家募资规模8.90亿元；累计增发募资规模2746.51亿元，同比下降15.62%，平均每家募资规模25.67亿元。
 - (2) 2019年前5个月债券累计发行规模（不含同业存单）10.58万亿元，同比上涨36.63%；信用债累计发行规模（不含地方政府债）5.39万亿元，同比上涨34.72%；其中资产支持证券累计发行规模6425.38亿元，较去年同期上涨30.05%；公司债累计发行规模7686.93亿元，较去年同期上涨55.56%。
- **股票质押市值：**截至2019/06/14，市场质押股数6146.29亿股，占总股本9.36%，市场质押市值为4.51万亿元。
- **场外衍生品：**根据证券业协会公布的数据来看，截至2019年3月证券公司场外衍生品新增交易集中度中，收益互换集中度（名义本金排名前五的券商交易之和在全市场中的占比）为94.61%，场外期权集中度为77.76%。
- **券商资管规模：**截至2019Q1，券商集合资管规模1.99万亿元，环比上年末上涨3.85%；定向资管规模10.80万亿元，环比年初下降1.76%；私募子公司私募基金规模4846.43亿元，环比年初上涨8.59%。

● 2019年上半年证券板块及个股走势回顾

- 截至2019/06/13，申万证券（III）板块PB为1.47倍，当前证券板块PB估值已经回落到今年2月份的水平，低于近10年证券板块PB的中位数1.98倍。2018年10月开始政策下达成纾困基金解决股权质押问题，券商净资产质量得到保障，券商板块估值得到修复。券商板块估值修复之后2019年一季度券商板块再度大幅上涨，主要是由于资本市场改革超预期叠加A股市场上涨带动券商板块上涨的β属性。但由于中美贸易摩擦的因素，A股市场持续下跌，带动证券板块估值已经回落到2019年2月份的水平。当前券商板块PB距离近十年最低板块PB 1.02倍（出现在2018/10/16）仍有一

定距离。

- 就个股的市净率来看，截至 2019/06/13，华林证券（8.54XPB）、天风证券（4.12XPB）、中信建投（3.68XPB）、南京证券（2.71XPB）以及长城证券（2.63XPB）是直接上市券商中 PB 倍数最高的五家，主要是由于次新。直接上市券商中市净率最低的三家分别为光大证券、广发证券以及海通证券，分别为 1.01X、1.11X、1.21X。
- 截至 2019/06/13，上半年累计涨幅最大的三家上市券商分别是华林证券、中信建投以及华创阳安，分别累计上涨 203.49%、144.66%、101.59%；累计涨幅最小的三家上市券商分别是广发证券、国泰君安、国盛金控，分别累计上涨 2.05%、7.70%、13.19%。

● 证券行业发展趋势及 2019 年行业盈利预测

- 券商向重资产业务倾斜，持续再融资满足业务需求。
- 科创板并试点注册制落地，利好投行全产业链服务能力强的券商。
- 中性假设下，我们预计 2019 年全年证券行业实现营业收入 3553 亿元，预计同比上涨 33.42%；实现净利润 1172 亿元，同比上涨 75.87%；预测 2019 年末证券行业 ROE 为 5.79%。

● 2019 年三季度证券行业投资策略

- 证券板块上涨，驱动因素主要是资本市场改革深化、盈利能力提升以及 A 股市场大幅上涨带动的 β 属性。今年一季度券商板块的上涨已经反映券商受益于资本市场改革的预期。虽然当前券商板块 PB 回落到了 1.47 倍，但我们认为在资本市场改革不断深化，券商营业收入来源多样化，券商板块 PB 具备回到 2019Q1 时期高点（1.88XPB）的政策条件。此外我们剔除牛市时期的券商板块 PB（即剔除 2008、2009、2014 下半年、2015 年牛市券商板块 PB 值），得出行业近十年的 PB 中位数为 1.87X。我们认为 1.87 倍 PB 将是中短期内证券板块估值水平的目标值，较当前有 27% 的上升空间。
- 资本市场改革深化持续，但是相关的新业务对券商专业能力、资本实力都提出较高的要求，因此我们认为资本市场改革深化初期给整个行业带来的增量收入规模较小，且在初期增量收入将主要集中在大券商手中。当前券商板块基本面应该还是关注大型券商。
- 建议关注中信证券（600030.SH），公司行业龙头地位稳固，收购广州证券扩大实力。

● 风险提示

市场交易不如预期导致券商经营业绩下滑。

目 录

1. 2019 年二季度 A 股市场经营环境及券商板块表现回顾	5
1.1 2019 年二季度市场经营环境回顾	5
1.2 2019 年二季度证券板块表现回顾	9
2. 证券行业发展趋势及 2019 年行业盈利预测	12
2.1 券商向重资产业务倾斜，持续再融资满足业务需求	12
2.2 科创板并试点注册制落地，利好投行全产业链服务能力强的券商	15
2.3 预计行业 2019 年实现营收 3553 亿元，同比增长 33.42%；实现净利润 1172 亿元，同比增长 75.87%	16
3. 投资策略	18
4. 风险提示	19

图 目 录

图 1:截至 2019 年 5 月月度日均股基成交额 (左轴, 亿元) 及同比 (右轴)	5
图 2:两融余额 (单位: 亿元)	5
图 3:截至 2019 年 5 月月度首发募资规模 (左轴, 亿元) 及家数 (右轴)	6
图 4:截至 2019 年 5 月月度增发募资规模 (左轴, 亿元) 及家数 (右轴)	6
图 5:截至 2019 年 5 月债券发行规模 (左轴, 亿元) 及同比增速 (右轴)	6
图 6:截至 2019 年 5 月信用债发行规模 (左轴, 亿元) 及同比增速 (右轴)	6
图 7:截至 2019 年 5 月月度公司债发行规模 (左轴, 亿元) 及同比 (右轴)	7
图 8:截至 2019 年 5 月资产支持证券月度发行规模 (左轴, 亿元) 及单月同比增速 (右轴)	7
图 9:截至 2019Q1 券商定向资管规模 (左轴, 亿元) 及环比增速 (右轴)	7
图 10:截至 2019Q1 券商集合资管规模 (左轴, 亿元) 及环比 (右轴)	7
图 11:截至 2019Q1 券商私募子公司私募基金规模 (左轴, 亿元) 及环比增速 (右轴)	8
图 12:截至 2019Q1 券商资管总规模 (左轴, 亿元) 及环比 (右轴)	8
图 13:截至 2019/06/14 市场质押股数 (亿股) 及占总股本比例 (右轴)	8
图 14:截至 2019/06/14 市场质押市值 (单位: 亿元)	8
图 15:截至 2019 年 3 月证券公司场外衍生品新增交易集中度	9
图 16:截至 2019/06/13 非银金融板块累计上涨 32.78%, 涨幅居 28 个申万一级子行业的第 4 位	9
图 17:截至 2019/06/13 申万证券 (III) 板块 PB 走势	10
图 18:截至 2019/06/13, 35 家直接上市券商 PB (LF)	10
图 19:截至 2019/06/13 上半年上市券商累计涨跌幅	11
图 20:截至 2019/06/13 上半年上市券商累计涨跌幅	11

表 目 录

表 1: 2019Q1 上市券商自营投资收益对其总营收的贡献率	12
表 2: 上市券商 2014-2018 年 ROA	13
表 3: 2014-2018 上市券商净资产增速及净利润增速, 二者增速不呈正相关, 券商盈利能力有较高提升空间	14
表 4: 2019 年以来上市券商融资计划	15
表 5: 截至 2019/06/14 各券商申报科创板 IPO 企业数量	16
表 6: 证券行业盈利预测关键假设	17
表 7: 证券行业盈利预测	17

1. 2019 年二季度 A 股市场经营环境及券商板块表现回顾

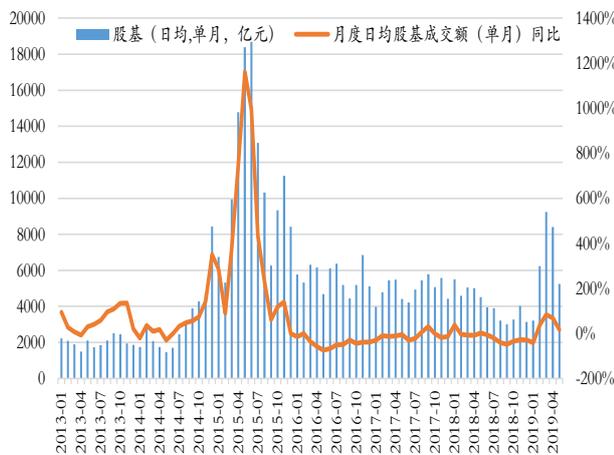
1.1 2019 年二季度市场经营环境回顾

日均股基成交额

进入二季度 A 股市场下行，单月日均股基成交额逐月下降。4 月、5 月单月 A 股日均股基成交额分别为 8412 亿元、5250 亿元，逐月减少。截至 2019/06/14，A 股累计日均股基成交额 6326 亿元。

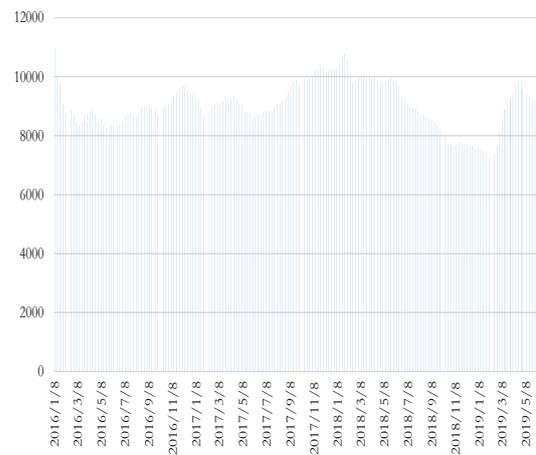
截至 2019/06/13，A 股两融余额 9145.19 亿元，较一季末（9222.47 亿元）减少 77.28 亿元，较年初（7557.04 亿元）增加 1588.15 亿元。

图 1:截至 2019 年 5 月月度日均股基成交额(左轴, 亿元) 及同比 (右轴)



资料来源: WIND, 渤海证券

图 2:两融余额 (单位: 亿元)



资料来源: WIND, 渤海证券

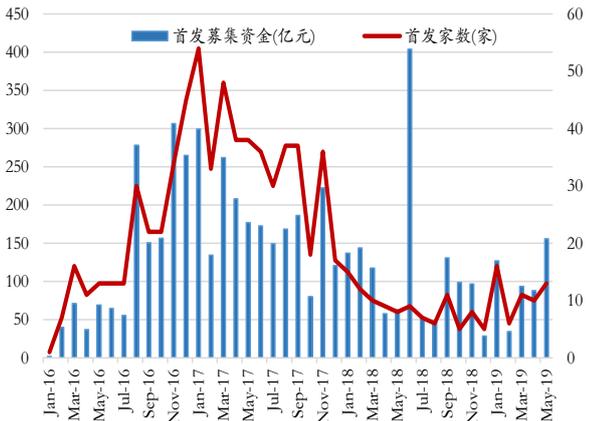
股债承销规模

截至 2019 年 5 月末，A 股 IPO 累计募资规模 498.43 亿元，同比下降 3.94%，平均每家募资规模 8.90 亿元；累计增发募资规模 2746.51 亿元，同比下降 15.62%，平均每家募资规模 25.67 亿元。

科创板首批过会企业诞生，申报企业数量 116 家。截至 2019/06/10，科创板首批

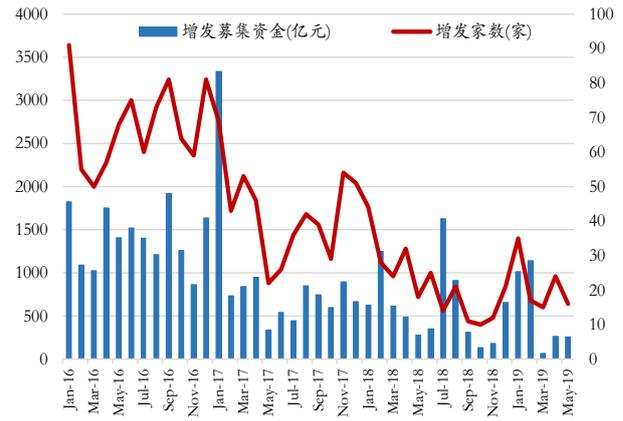
审核通过上市企业 3 家, 分别是微芯生物、安集科技、天准科技, 分别拟募资 8.04 亿元、3.03 亿元、10.00 亿元。其余已申报科创板企业根据万得公布的数据显示共有 105 家, 拟募资 1101.47 亿元。除中国通号拟募资 105 亿元以外, 其余 115 家中申报科创板企业平均每家拟募资 8.66 亿元, 拟募资规模最小的是 2.55 亿元。

图 3:截至 2019 年 5 月月度首发募资规模 (左轴, 亿元) 及家数 (右轴)



资料来源: WIND, 渤海证券

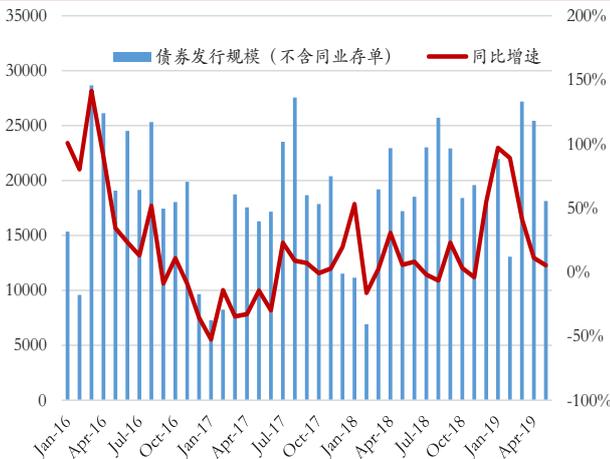
图 4:截至 2019 年 5 月月度增发募资规模 (左轴, 亿元) 及家数 (右轴)



资料来源: WIND, 渤海证券

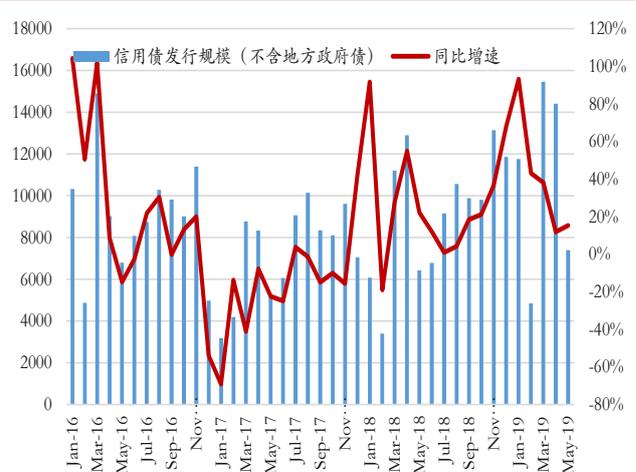
2019 年 5 月单月债券发行规模 (不含同业存单) 1.81 万亿元, 同比上涨 5.30%; 信用债发行规模 (不含地方政府债) 7397.50 万亿元, 同比上涨 15.32%。2019 年前 5 个月债券累计发行规模 (不含同业存单) 10.58 万亿元, 同比上涨 36.63%; 信用债累计发行规模 (不含地方政府债) 5.39 万亿元, 同比上涨 34.72%。

图 5:截至 2019 年 5 月债券发行规模 (左轴, 亿元) 及同比增速 (右轴)



资料来源: WIND, 渤海证券

图 6:截至 2019 年 5 月信用债发行规模 (左轴, 亿元) 及同比增速 (右轴)



资料来源: WIND, 渤海证券

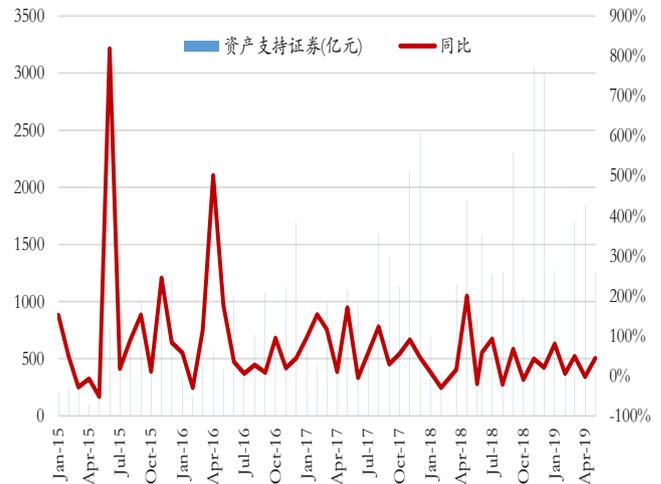
截至 2019 年 5 月末，资产支持证券累计发行规模 6425.38 亿元，较去年同期上涨 30.05%；公司债累计发行规模 7686.93 亿元，较去年同期上涨 55.56%。

图 7:截至 2019 年 5 月月度公司债发行规模 (左轴, 亿元)及同比 (右轴)



资料来源: WIND, 渤海证券

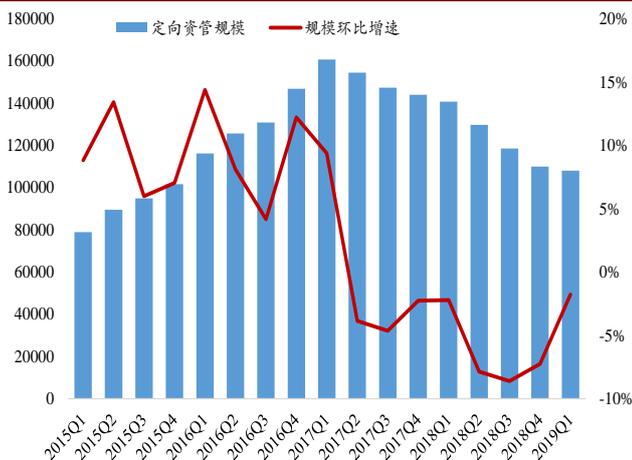
图 8:截至 2019 年 5 月资产支持证券月度发行规模 (左轴, 亿元)及单月同比增速(右轴)



资料来源: WIND, 渤海证券

截至 2019Q1，券商资管总规模 13.27 万亿元，环比年初减少 0.64%。（统计口径有变化，不包含前期统计数据中的专项资管规模。）其中集合资管规模 1.99 万亿元，环比年初增加 3.85%；定向资管规模 10.80 万亿元，环比年初减少 1.76%；券商私募子公司私募基金规模 4846.43 亿元，环比年初上涨 8.59%。

图 9:截至 2019Q1 券商定向资管规模 (左轴, 亿元) 及环比增速 (右轴)



资料来源: 基金业协会, 渤海证券

图 10:截至 2019Q1 券商集合资管规模 (左轴, 亿元) 及环比 (右轴)



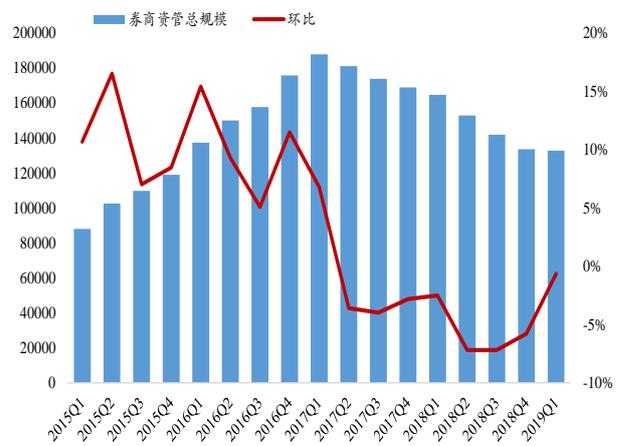
资料来源: 基金业协会, 渤海证券

图 11: 截至 2019Q1 券商私募子公司私募基金规模 (左轴, 亿元) 及环比增速 (右轴)



资料来源: 基金业协会, 渤海证券

图 12: 截至 2019Q1 券商资管总规模 (左轴, 亿元) 及环比 (右轴)

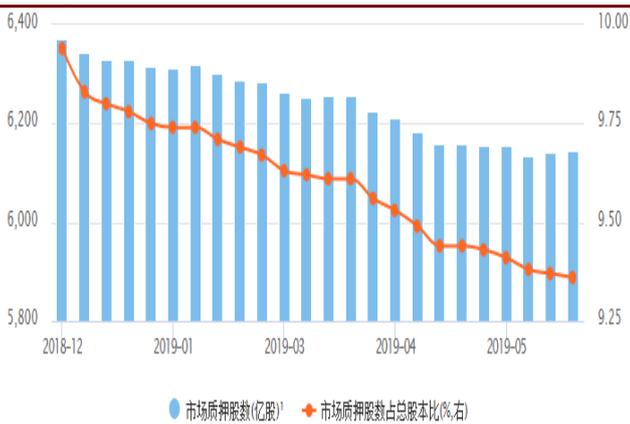


资料来源: 基金业协会, 渤海证券

股票质押

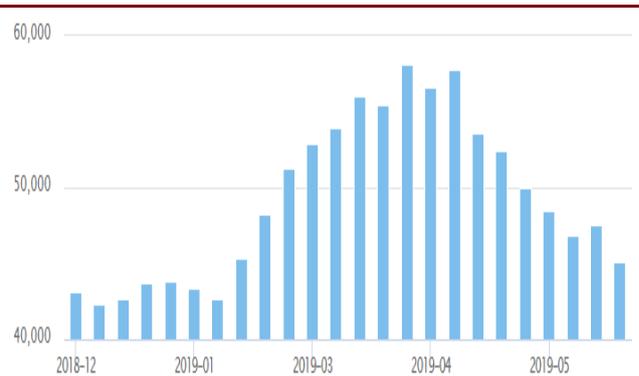
截至 2019/06/14, 市场质押股数 6146.29 亿股, 占总股本 9.36%, 市场质押市值为 4.51 万亿元。

图 13: 截至 2019/06/14 市场质押股数 (亿股) 及占总股本比例 (右轴)



资料来源: WIND, 渤海证券

图 14: 截至 2019/06/14 市场质押市值 (单位: 亿元)



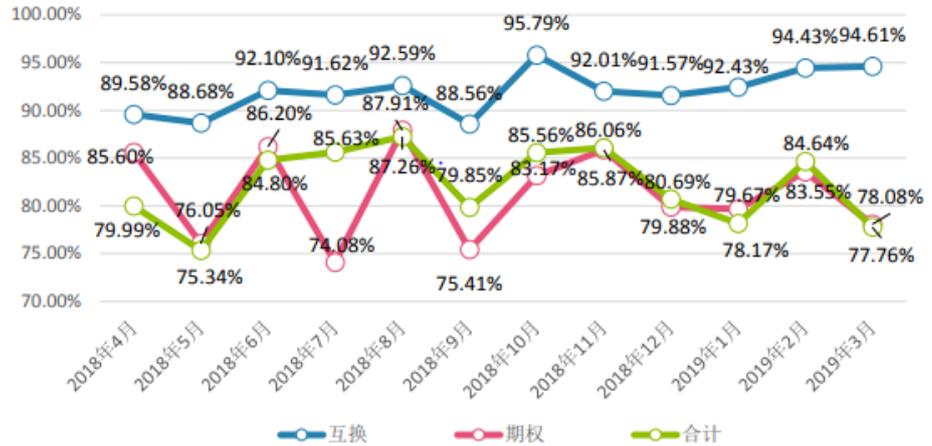
资料来源: WIND, 渤海证券

场外金融衍生品业务

根据证券业协会公布的数据来看, 截至 2019 年 3 月证券公司场外衍生品新增交易集中度中, 收益互换集中度 (名义本金排名前五的券商交易之和在全市场中的

占比)为 94.61%，场外期权集中度为 77.76%。

图 15:截至 2019 年 3 月证券公司场外衍生品新增交易集中度

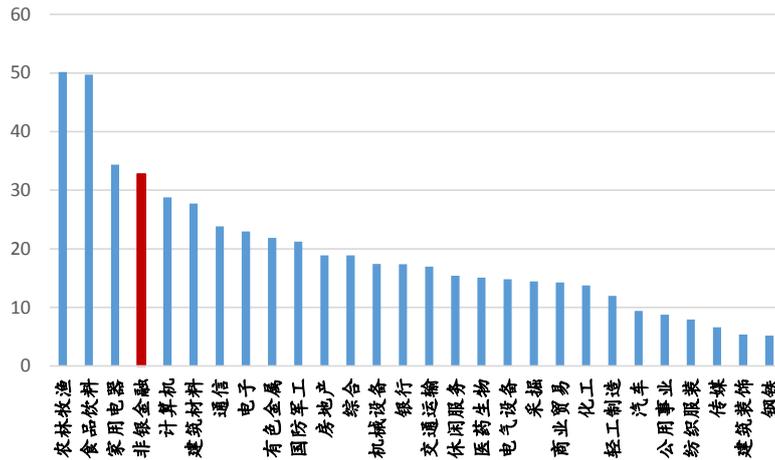


资料来源: WIND,渤海证券

1.2 2019 年二季度证券板块表现回顾

截至 2019/06/12, 申万证券 (III) 累计上涨 29.19%。

图 16:截至 2019/06/13 非银金融板块累计上涨 32.78%，涨幅居 28 个申万一级子行业的第 4 位



资料来源: WIND,渤海证券

截至 2019/06/13, 申万证券 (III) 板块 PB 为 1.47 倍, 当前证券板块 PB 估值已经回落到今年 2 月份的水平, 低于近 10 年证券板块 PB 的中位数 1.98 倍。2018 年 10 月开始政策下成立纾困基金解决股权质押问题, 券商净资产质量得到保

障，券商板块估值得到修复。券商板块估值修复之后 2019 年一季度券商板块再度大幅上涨，主要是由于资本市场改革超预期叠加 A 股市场上涨带动券商板块上涨的 β 属性。但由于中美贸易摩擦的因素，A 股市场持续下跌，带动证券板块估值已经回落到 2019 年 2 月份的水平。当前券商板块 PB 距离近十年最低板块 PB 1.02 倍（出现在 2018/10/16）仍有一定距离。

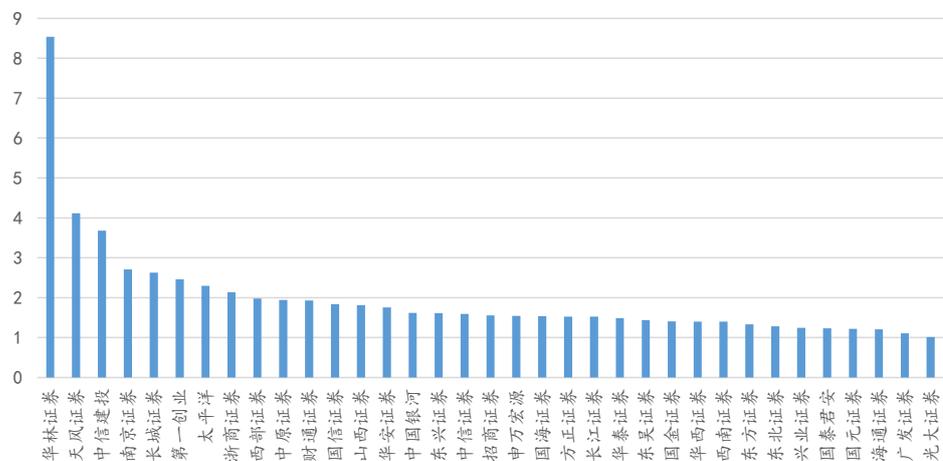
图 17:截至 2019/06/13 申万证券（III）板块 PB 走势



资料来源：WIND,渤海证券

就个股的市净率来看，截至 2019/06/13，华林证券（8.54XPB）、天风证券（4.12XPB）、中信建投（3.68XPB）、南京证券（2.71XPB）以及长城证券（2.63XPB）是直接上市券商中 PB 倍数最高的五家，主要是由于次新。直接上市券商中市净率最低的三家分别为光大证券、广发证券以及海通证券，分别为 1.01X、1.11X、1.21X。

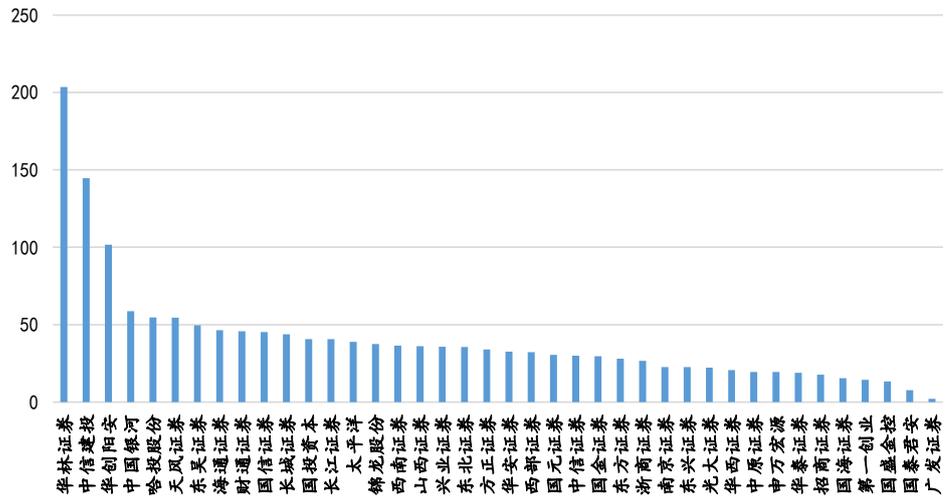
图 18:截至 2019/06/13，35 家直接上市券商 PB（LF）



资料来源：WIND,渤海证券

截至 2019/06/13，上半年累计涨幅最大的三家上市券商分别是华林证券、中信建投以及华创阳安，分别累计上涨 203.49%、144.66%、101.59%；累计涨幅最小的三家上市券商分别是广发证券、国泰君安、国盛金控，分别累计上涨 2.05%、7.70%、13.19%。

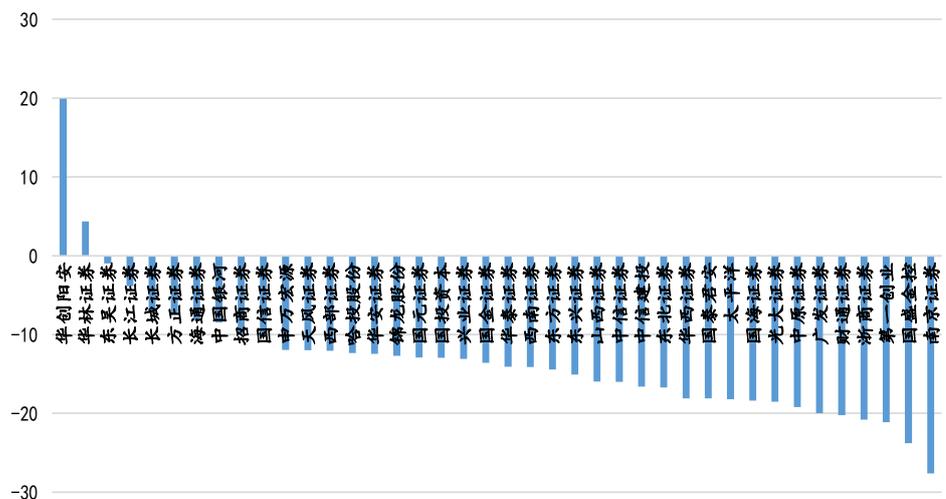
图 19:截至 2019/06/13 上半年上市券商累计涨跌幅



资料来源: WIND, 渤海证券

单从二季度来看，除了华创阳安、华林证券累计正增长分别累计上涨 19.91%、4.37%以外，其余均有不同程度下跌。跌幅最大的三家分别为南京证券、国盛金控以及第一创业，分别累计下跌 27.61%、23.78%、21.12%。

图 20:截至 2019/06/13 上半年上市券商累计涨跌幅



资料来源: WIND, 渤海证券

2. 证券行业发展趋势及 2019 年行业盈利预测

2.1 券商向重资产业务倾斜，持续再融资满足业务需求

进入 2019 年，科创板试点注册制（包括跟投政策）、场外衍生品等新业务发展都对券商资本金提出较高要求。伴随经纪业务、承销业务这类通道业务（即轻资产业务）竞争激烈，佣金费率、承销费率由于竞争已经处于较低水平，给券商带来的营收、利润较低，因此重资产业务即自营投资，成为拉开券商收入档次的业务内容。而就近年来的营收数据来看，自营投资收益已经成为券商主要收入来源，也可以说投资收益（包含公允价值变动损益）的增幅已经成为决定券商总营收增幅的重要变量。

表 1: 2019Q1 上市券商自营投资收益对其总营收的贡献率

上市券商	自营投资收益对总营收的贡献率↓	上市券商	自营投资收益对总营收的贡献率↓
太平洋	93.62%	招商证券	44.25%
西南证券	61.35%	国信证券	43.76%
西部证券	58.09%	光大证券	40.21%
长江证券	55.18%	国海证券	39.89%
东吴证券	54.92%	申万宏源	38.80%
第一创业	54.45%	中国银河	38.64%
兴业证券	53.45%	山西证券	37.81%
天风证券	53.34%	国金证券	37.67%
中原证券	51.85%	国元证券	36.96%
广发证券	51.11%	中信建投	36.12%
华安证券	50.09%	华泰证券	35.28%
海通证券	48.58%	东方证券	34.89%
财通证券	48.56%	国泰君安	34.18%
中信证券	46.78%	浙商证券	33.46%
东北证券	46.41%	华林证券	30.61%
长城证券	46.20%	南京证券	27.62%
华西证券	45.72%	方正证券	24.60%
东兴证券	45.65%		--

资料来源: WIND, 渤海证券

自营业务即重资产业务对资金规模的要求较高，而资金规模扩张除了来源于利润转结，还来自于外部融资。而就近年来券商债融利率来看，都低于券商 ROA。提升 ROE 的一个隐含条件则是 ROA 要大于债融利率。而就近年上市券商的 ROA 来看，都低于券商 4.5%-5% 的融资利率。2014 年直接上市券商 ROA 最高的是太平洋 (6.08%)，2015 年 ROA 最高是国信证券 (6.88%)，2016-2018 年 ROA 最高是华林证券，分别为 3.64%、3.20%、2.61%。我们可以看出，除了 2014、2015 年牛市券商 ROA 高于债融利率以外，其余年份均低于平均债券融资利率 4.5%-5%。

表 2: 上市券商 2014-2018 年 ROA

上市券商	2014	2015	2016	2017	2018
华林证券	3.3070	6.3807	3.6417	3.1999	2.6052
国金证券	4.1877	5.7076	2.4801	2.6702	2.3054
华西证券	2.4373	5.8386	3.1835	2.0688	1.7372
国信证券	4.1862	6.8763	2.0834	2.3321	1.6679
国泰君安	3.0218	4.3159	2.6217	2.4859	1.6283
中信建投	3.5618	5.6438	2.9123	2.0959	1.5480
中信证券	3.1589	3.7163	1.8098	1.9587	1.5448
招商证券	2.8091	4.5059	2.0262	2.1958	1.5057
财通证券	2.6669	5.7270	2.9883	2.6260	1.3970
华泰证券	2.4508	2.9794	1.5267	2.4032	1.3760
华安证券	4.0046	6.1181	1.6650	1.7510	1.3706
浙商证券	2.9400	4.0475	2.2723	1.9942	1.3412
东兴证券	3.2376	3.5305	1.8556	1.7414	1.3199
申万宏源	3.3331	5.2549	1.8154	1.6425	1.3117
长城证券	2.8054	4.4618	2.1024	2.0562	1.2823
广发证券	2.8790	4.13	2.1593	2.5348	1.2418
中国银河	2.9348	4.1094	1.8976	1.6054	1.1584
海通证券	3.1123	3.6254	1.5705	1.8028	1.0404
南京证券	3.2441	4.2686	1.4152	1.6371	0.9764
国元证券	3.2802	4.4305	1.9626	1.6040	0.8503
天风证券	2.0389	3.6697	2.0075	1.1375	0.6025
东方证券	2.8016	4.6757	1.1547	1.6220	0.5583
东北证券	3.9373	4.9551	1.8263	1.0403	0.4993
方正证券	2.9151	3.3963	1.6836	0.9662	0.4588
山西证券	2.6656	3.9149	1.0964	0.8874	0.4027
第一创业	3.1934	3.816	1.8152	1.3314	0.3947
西部证券	3.2982	4.5159	1.9804	1.4313	0.3899
东吴证券	2.9475	3.9599	1.785	0.8820	0.3891
兴业证券	3.5680	4.8039	1.8723	1.8198	0.3734
西南证券	3.0539	5.4560	1.2787	1.0259	0.3379

中原证券	2.624	4.0114	1.8205	1.2861	0.2315
长江证券	3.4288	4.1731	2.1448	1.4015	0.2135
国海证券	3.4888	4.6642	1.7692	0.6433	0.1732
光大证券	2.5317	4.9657	1.6422	1.6308	0.1185
太平洋	6.0846	4.7005	1.7893	0.2880	-2.9639

资料来源: WIND, 渤海证券

就近年的数据来看, 净资产增幅和券商盈利增幅还未成正相关, 券商的盈利能力较低。因此除了降低融资成本, 券商提高盈利能力也是最终提高 ROE 的途径之一。

表 3: 2014-2018 上市券商净资产增速及净利润增速, 二者增速不呈正相关, 券商盈利能力有较高提升空间

上市券商	净资产增速					净利润增速				
	2014	2015	2016	2017	2018	2014	2015	2016	2017	2018
申万宏源	16.92%	128.89%	4.26%	5.42%	24.89%	82.96%	254.65%	-55.52%	-14.52%	-10.11%
华安证券	14.93%	35.67%	77.95%	4.18%	2.04%	263.18%	171.14%	-67.59%	7.91%	-11.40%
国金证券	46.12%	67.07%	6.29%	7.60%	3.57%	164.97%	181.88%	-45.15%	-7.05%	-14.91%
华西证券	10.45%	35.61%	13.63%	6.92%	43.53%	5.88%	287.99%	-38.57%	-38.10%	-17.15%
中信证券	13.12%	40.15%	2.86%	5.04%	2.41%	123.46%	71.65%	-46.07%	9.07%	-17.54%
东兴证券	22.84%	82.71%	35.11%	4.89%	2.20%	55.66%	96.42%	-33.81%	-3.19%	-23.00%
招商证券	53.01%	16.43%	23.71%	32.41%	1.84%	73.80%	181.33%	-50.43%	7.16%	-23.40%
中信建投	27.17%	80.43%	36.71%	6.63%	8.78%	91.14%	154.60%	-38.59%	-23.56%	-23.59%
国信证券	59.16%	52.17%	-2.89%	7.63%	0.74%	134.50%	182.18%	-67.34%	0.49%	-25.06%
华林证券	43.68%	67.07%	20.77%	10.49%	9.20%	144.08%	333.83%	-27.80%	-21.56%	-25.64%
中国银河	15.40%	95.15%	1.93%	11.19%	2.24%	75.89%	160.57%	-47.50%	-22.49%	-27.05%
浙商证券	13.93%	28.88%	13.21%	41.28%	1.11%	86.06%	144.50%	-32.35%	-14.30%	-30.70%
国泰君安	35.13%	114.88%	8.97%	20.72%	-0.02%	136.82%	132.79%	-32.00%	-7.66%	-32.56%
长城证券	16.64%	89.67%	0.62%	3.99%	15.29%	83.26%	153.68%	-46.62%	-8.42%	-34.21%
海通证券	12.73%	61.81%	4.30%	6.34%	0.38%	89.65%	107.43%	-46.97%	10.58%	-41.57%
南京证券	13.44%	98.98%	0.06%	1.30%	13.85%	103.77%	154.41%	-65.06%	-16.51%	-42.83%
国元证券	11.64%	14.91%	4.10%	21.54%	-2.90%	106.55%	102.98%	-49.17%	-14.23%	-44.77%
财通证券	93.27%	24.77%	19.81%	35.68%	-5.45%	134.41%	227.50%	-46.49%	-16.91%	-44.95%
华泰证券	15.47%	94.37%	5.07%	3.42%	18.24%	100.10%	137.85%	-39.62%	44.30%	-45.14%
天风证券	68.79%	246.16%	80.99%	-22.14%	1.14%	110.19%	363.29%	-4.63%	-35.60%	-48.53%
广发证券	18.94%	92.91%	1.92%	8.94%	0.00%	82.95%	164.55%	-38.22%	8.02%	-49.01%
山西证券	7.55%	67.81%	-1.45%	1.79%	-2.01%	138.53%	152.62%	-64.39%	-16.15%	-50.44%
方正证券	93.46%	15.32%	1.89%	5.52%	1.23%	63.76%	127.65%	-36.99%	-43.75%	-53.16%
东北证券	17.01%	34.04%	40.35%	1.24%	-4.06%	122.42%	150.51%	-49.40%	-48.41%	-55.61%
东吴证券	80.23%	17.70%	22.31%	2.76%	-2.99%	191.32%	143.05%	-44.47%	-46.58%	-57.15%
东方证券	18.05%	89.93%	15.72%	30.69%	-2.30%	140.11%	212.64%	-67.09%	48.48%	-64.46%
西南证券	57.64%	13.76%	0.40%	1.94%	-5.35%	111.62%	163.22%	-74.25%	-24.30%	-68.85%

第一创业	13.49%	20.23%	38.72%	0.76%	-0.28%	207.67%	100.48%	-43.17%	-26.82%	-69.50%
西部证券	16.49%	125.29%	2.32%	41.52%	-1.28%	140.96%	197.94%	-43.43%	-32.22%	-73.25%
国海证券	10.59%	92.95%	3.73%	-0.82%	-1.22%	108.69%	157.37%	-42.11%	-59.57%	-74.04%
兴业证券	13.34%	26.68%	77.82%	4.61%	-1.59%	148.28%	131.21%	-47.91%	12.43%	-78.16%
中原证券	40.27%	51.56%	30.08%	-0.82%	-1.55%	130.67%	154.99%	-46.75%	-30.21%	-81.61%
长江证券	9.96%	21.97%	51.21%	3.99%	0.12%	69.53%	104.94%	-36.59%	-30.38%	-85.29%
光大证券	12.77%	59.37%	14.65%	2.85%	-2.53%	653.50%	262.58%	-60.28%	1.64%	-92.20%
太平洋	228.97%	11.01%	57.95%	-4.08%	-12.22%	667.49%	98.19%	-41.30%	-81.10%	-1153%

资料来源: WIND, 渤海证券

自营投资收益(重资产业务收入)已经成为券商主要收入来源,因此券商都在融资扩张。融资成本低的券商将在息差收入、投资收益上与其他券商拉开差距。

表 4: 2019 年以来上市券商融资计划

配股			
上市券商	预案公告日	方案进度	预计募资规模(亿元)
东吴证券	2019/5/14	董事会预案	65
山西证券	2019/4/23	股东大会通过	60
天风证券	2019/4/16	股东大会通过	80
招商证券	2019/3/13	股东大会通过	128.05
定增			
中原证券	2019/4/19	董事会预案	55
中信建投	2019/1/22	股东大会通过	130
中信证券	2019/1/10	股东大会通过	134.6
第一创业	2019/4/25	股东大会通过	60

资料来源: 券商中国, 公司公告, WIND, 渤海证券

2.2 科创板并试点注册制落地, 利好投行全产业链服务能力强的券商

投行业务(此处主要指券商的承销保荐业务)对总营收的贡献率较小,而且结合海外大型投行的营收来看,券商的投行业务收入占总营收的比例较小(比如高盛 2014-2018 年投行业务营收贡献率分别为: 18.72%、20.78%、20.49%、22.52%、21.47%),但投行业务可以带动其他业务收入,比如带动公司经纪业务、资管业务、投资业务以及信用(息差)业务收入的增长。因此投行业务从某种意义上来说是机构业务的获客渠道之一。所以我们看好投行业务好的券商能够带动起全产业链业务收入的增长。

科创板并试点注册制利好投行业务能力强化的券商。截至 2019/06/14，各券商申报科创板 IPO 企业数量前三分别是中金公司、华泰联合以及招商证券，分别为 11 家、9 家、7 家（包含已受理、已问询、已回复、已审核通过、报送证监会、以及过会）。

表 5: 截至 2019/06/14 各券商申报科创板 IPO 企业数量

保荐机构	科创板 IPO 申报企业数量	保荐机构	科创板 IPO 申报企业数量
中金公司	11	天风证券	2
华泰联合	9	华安证券	2
招商证券	7	国金证券	2
国泰君安	7	民族证券	1
中信建投	6	英大证券	1
海通证券	6	兴业证券	1
广发证券	6	首创证券	1
光大证券	6	申港证券	1
民生证券	5	瑞银证券	1
国信证券	5	南京证券	1
东兴证券	4	华菁证券	1
中天国富	3	华创证券	1
申万宏源	3	国元证券	1
安信证券	3	东吴证券	1
中泰证券	2	东莞证券	1
中德证券	2	东方花旗	1
长江证券	2	德邦证券	1

资料来源: WIND, 渤海证券

2.3 预计行业 2019 年实现营收 3553 亿元，同比增长 33.42%；实现净利润 1172 亿元，同比增长 75.87%

中性假设下，我们预计 2019 年全年证券行业实现营业收入 3553 亿元，预计同比上涨 33.42%；实现净利润 1172 亿元，同比上涨 75.87%；预测 2019 年末证券行业 ROE 为 5.79%。

核心假设

（一）经纪业务

我们预计 2019 年 A 股日均股基成交额约为 6400 亿元。

(二) 投行业务

1) 股权承销业务: 中性假设下我们预计 2019 年 IPO 承销规模 2088 亿元, 再融资规模 1.09 万亿元左右。

2) 债券承销业务: 中性假设下我们预计 2019 年债券承销规模 6.26 万亿元。

(三) 资管业务

中性假设下, 我们预计 2019 年券商行业集合、定向、专项资管规模分别为 2.45 万亿、8.06 万亿、49 亿元。

表 6: 证券行业盈利预测关键假设

核心假设 (亿元)	2016	2017	2018	2019E	2020E
日均股基交易额	5613	4982	4112	6400	6754
经纪业务佣金率	0.0380%	0.0341%	0.0329%	0.0325%	0.0325%
IPO 融资规模	1634	2301	1378	2088	2192
再融资规模	17217	12700	9102	10922	13106
债券承销规模	50800	45516	56933	62626	68889
月均融资融券余额	9500	9395	9181	9656	10790
集合资管规模	21938	21125	19137	24537	28217
定向资管规模	146857	143938	109937	80605	64484
专项资管规模	4315	89	31	49	54

资料来源: WIND, 渤海证券

行业盈利预测

中性假设下, 我们预计 2019 年行业实现营收 3553 亿元, 同比增长 33.42%; 实现净利润 1172 亿元, 同比增长 75.87%。

表 7: 证券行业盈利预测

证券行业盈利预测	2016	2017	2018	2019E	2020E
营业收入	3280	3113	2663	3553	3810
<i>yoY</i>	-42.98%	-5.09%	-14.46%	33.42%	7.26%
经纪业务	1053	821	623	971	1025
投行业务	684	509	370	426	464
承销保荐收入	520	384	258	291	302
财务顾问	164	125	112	134	161
投资咨询	51	34	31	35	40
投资业务	568	861	800	1100	1200

资产管理业务	296	310	275	283	295
利息净收入	382	348	215	275	290
净利润	1234	1130	666	1172	1330
<i>yoy</i>	-49.59%	-8.43%	-41.04%	75.87%	13.49%

资料来源: WIND, 渤海证券

3. 投资策略

- 证券板块上涨, 驱动因素主要是资本市场改革深化、盈利能力提升以及 A 股市场大幅上涨带动的 β 属性。今年一季度券商板块的上涨已经反映券商受益于资本市场改革的预期。虽然当前券商板块 PB 回落到了 1.47 倍, 但我们认为在资本市场改革不断深化, 券商营业收入来源多样化, 券商板块 PB 具备回到 2019Q1 时期高点 (1.88XPB) 的政策条件。此外我们剔除牛市时期的券商板块 PB (即剔除 2008、2009、2014 下半年、2015 年牛市券商板块 PB 值), 得出行业近十年的 PB 中位数为 1.87X。我们认为 1.87 倍 PB 将是中短期内证券板块估值水平的目标值, 较当前 1.47XPB 有 27% 的上升空间。
- 资本市场改革深化持续, 但是相关的新业务对券商专业能力、资本实力都提出较高的要求, 因此我们认为资本市场改革深化初期给整个行业带来的增量收入规模较小, 且在初期增量收入将主要集中在大券商手中。以科创板试点注册制给券商带来的增量收入为例:
 - 投行承销保荐收入: 假设科创板承销费率为 4%, 1000 亿, 全部在 2019 年登陆科创板, 则给券商带来的增量承销保荐收入为 40 亿元。
 - 投资收益: 根据当前披露的申报科创板的企业预计募资规模中, 除了中国通号预计募资超过 105 亿元以外, 其余申报科创板企业平均募资规模在 8 亿左右, 根据科创板跟投的政策, 募资小于 8 亿的企业券商跟投比例为 5%, 则 1000 亿科创板募资规模将占用券商资本金在 50 亿左右。因为跟投科创板存在 2 年限售期, 我们假设 2 年后这笔跟投的投资收益率为 10%, 那么投资收益给券商带来的增量收入将在 2021 年实现, 增量收入约为 5 亿元。
 - 新股配售带来的经纪业务收入: 假设新股配售经纪佣金 0.03%, 70% 的网下配售比率, 预计 2019 年会带来 2100 万元的佣金收入。
 - 科创板给券商行业在 2019 年将带来 40.21 亿元的增量收入, 占 2018 年行业营收的 1.50%。但由于科创板对保荐券商的资本实力要求较高, 因此相关科创板带来的增量收入也会集中在大券商。

- 当前券商板块基本面应该还是关注大型上市券商，建议关注中信证券（600030.SH），公司行业龙头地位稳固，收购广州证券扩大实力。

4. 风险提示

市场交易不如预期导致券商经营业绩下滑。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

所长&金融行业研究

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门经理)
+86 22 2845 1975
张源
+86 22 2383 9067
王磊
+86 22 2845 1802

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

电力设备与新能源行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857
刘秀峰
+86 10 6810 4658
滕飞
+86 10 6810 4686

医药行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602
甘英健
+86 22 2383 9063
陈晨
+86 22 2383 9062

通信行业研究小组

徐勇
+86 10 6810 4602

公用事业行业研究

刘蕾
+86 10 6810 4662

餐饮旅游行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670
杨旭
+86 22 2845 1879

非银金融行业研究

洪程程
+86 10 6810 4609

中小盘行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

机械行业研究

张冬明
+86 22 2845 1857

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

固定收益研究

崔健
+86 22 2845 1618
夏捷
+86 22 2386 1355
朱林宁
+86 22 2387 3123

金融工程研究

宋昉
+86 22 2845 1131
张世良
+86 22 2383 9061

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

流动性、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

宏观研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
孟凡迪
+86 22 2383 9071

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

综合管理&部门经理

齐艳莉
+86 22 2845 1625

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
刘璐

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn