

信义山证 汇通天下

证券研究报告

非银金融：证券

证券行业 2019 年中期投资策略

维持评级

报告原因：中期策略

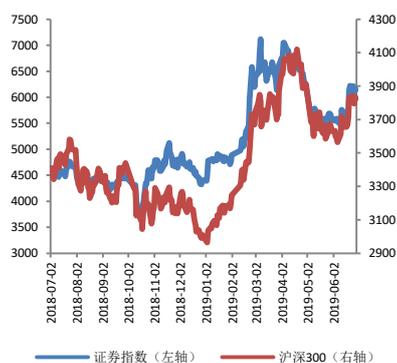
资本市场改革加速，证券板块迎来新周期

看好

2019 年 6 月 30 日

行业研究/深度报告

证券板块近一年市场表现



投资要点：

2017 年以来，资本市场基础制度不断完善，证券板块 α 属性变得更为明显。资本市场改革成为影响券商板块走势的重要因素，证券行业迎来新的发展周期。

证券公司在整个金融体系中的地位提升。党的十九大把资本市场改革作为三大改革之首，资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，证券公司作为资本市场最重要的主体之一，在金融体系中的地位提升，有望在推动经济向高质量发展的过程中发挥更大的作用。

监管政策决定证券行业的发展格局。监管机构发布多项政策引导行业健康发展可持续发展。扶持头部券商，建设有中国特色的世界一流投行。科创板掀起资本市场改革的大幕。

行业竞争进一步加剧，特色化，差异化成为证券公司转型的必由之路。资本市场对外开放提速，外资设立控股证券公司。商业银行纷纷成立理财子公司，重塑资管格局。行业集中度提升，特色化，差异化成为必然选择。券商业务重资产化，券商多渠道补充净资本。

一季度业绩显著改善，自营业务贡献较大。2019 年第一季度，二级市场交投活跃，券商业绩显著增长。上市公司净利润同比均回升，净利润合计增长超 8 成，自营业务弹性释放，自营业务占比达 50%。

投资建议：

资本市场改革逐步落实，科创板经过 8 个月的准备已经开板，已有多家公司发行，市场情绪有望转暖。6 月 21 日，证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》公开征求意见，扩大券商业务的多元性，提高对上下游产业链的服务深度，头部券商更为受益。

随着中美两国领导人的会晤，中美贸易摩擦不确定性降低。对于突发事件，监管层通过加强流动性减少对市场的冲击。

当前证券板块估值水平已到 1.60XPB，虽然高于 2018 年因二级市场下跌和股权质押风险时 1XPB 的估值水平，但依然处于十年来证券板块估值的底部区域，具有很好的长期投资价值。个股上，建议关注受益于政策红利的中信证券、华泰证券。

分析师：

刘丽

执业证书编号：S0760511050001

电话：0351—8686794

邮箱：liuli2@sxzq.com

研究助理：

徐风

邮箱：xufeng@sxzq.com

地址：

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

目录

一、当前时点证券行业分析框架	4
1.1 证券公司在整个金融体系中的地位：空前提升	4
1.2 监管政策决定证券行业的发展格局	4
1.3 行业竞争进一步加剧，特色化，差异化成为证券公司转型的必由之路	5
二、2019 年一季度证券行业业绩改善，行业走出低谷	6
2.1 2019 年第一季度证券行业及上市公司情况	6
2.2 券商持续加码财富转型，多举措熨平经纪业务波动	8
2.3 科创申报呈现出头部集中的特点，头部券商优势明显	9
2.4 券商风险偏好相对提升，自营业务收入大幅提升，	10
2.5 资管业务收入和主动管理规模延续下滑趋势	11
三、投资策略	13
3.1 把握证券行业的交易性机会需注意的方面	13
3.2 2019 年行业盈利预测	13
3.3 当前时点我们对证券行业交易机会的看法	14
四、重点个股	15
中信证券	15
华泰证券	15
五、风险提示	15



表目录

表 1 2018 年及 2019 年证券公司资本补充情况.....	5
表 2 证券公司 2018 年债券融资统计.....	6
表 3 上市券商 2019 年一季度营收情况（合并报表）.....	7
表 4 2019 年一季度上市券商营业收入结构.....	7
表 5 上市券商经纪业务收入情况统计.....	8
表 6 上市券商 2018 年和 2019 年一季度投行业务收入情况.....	9
表 7 科创板申报数量前十位券商情况汇总.....	9
表 8 上市券商 2018 年末自营业务资产结构.....	10
表 9 上市券商 2018 年和 2019 年一季度自营业务收入情况.....	11
表 10 2018 年和 2019 年一季度券商总资产管理规模和主动管理规模前 20 名.....	11
表 11 上市券商 2018 年和 2019 年一季度资管业务收入情况.....	12

一、当前时点证券行业分析框架

纵观十年来证券板块的行情，证券板块 β 属性非常强烈，“牛市配券商”成为投资共识，但随着 2017 年以来，资本市场基础制度不断完善，证券板块 α 属性变得更为明显。资本市场改革成为影响券商板块走势的重要因素，证券行业迎来新的发展周期。

1.1 证券公司在整个金融体系中的地位：空前提升

30 年来，资本市场蓬勃发展，目前已上市公司有 3625 家，市值为世界第三。但 2018 年底，全国金融业总资产为 293.52 万亿，其中证券业总资产为 6.95 万亿，仅占 2.36%。大市场、小行业的情况十分突出，因此，需要大力提升证券公司的核心竞争力。

党的十九大对金融工作做了重要部署，“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展。健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，深化利率和汇率市场化改革。健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线”，把**资本市场改革作为金融改革之首**。2018 年 11 月 5 日，习总书记宣布试行科创板并试点注册制，**新一轮资本市场改革拉开大幕**。2018 年底，中央经济会议指出，“资本市场在金融运行中具有**牵一发而动全身**的作用，要通过深化改革，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。”**资本市场地位得到空前提升**，证券公司作为资本市场最重要的主体之一，在金融体系中的地位提升，有望在推动经济向高质量发展的过程中发挥更大的作用。

1.2 监管政策决定证券行业的发展格局

监管机构发布多项政策引导行业健康可持续发展。资管新规、投行内控指引、债券交易、境外子公司等，有效的规范了资金在金融机构内部空转的现象，回归本源，专注服务实体经济和财富管理转型成为行业共识。

扶持头部券商，建设有中国特色的世界一流投行。参照二十国集团戛纳峰会通过的协议，金融稳定理事会发布系统性重要金融机构。我国监管机构将评定国内系统性重要的金融机构，并首次把券商纳入其中，充分认可券商在支持经济向高质量发展中的突出作用。随着系统性重要的金融机构名单发布，头部券商的地位更加突出，为建设有中国特色的世界一流投行奠定基础。

科创板掀起资本市场改革的大幕。全行业经过 8 个月的努力，科创板已正式落地，这是创新立国的根本举措。科创板打破了以盈利指标作为发行标准的模式，转而建立了以信息披露为核心的监管体系。对于

券商来讲，是挑战更是机遇。科创板将促进券商深挖产业链条，项目选择向前端延伸，提高定价能力、研究能力、协同能力，重构券商盈利模式。

1.3 行业竞争进一步加剧，特色化，差异化成为证券公司转型的必由之路

资本市场对外开放提速，外资设立控股证券公司。A 股纳入 MSCI 和富时罗素指数，外资本市场开放有利于国内券商广泛参与全球金融资源运用，是建设中国特色一流投行的必由之路。瑞银、野村、摩根大通纷纷设立控股证券公司，多牌照布局，将在客户、人力等方面与国内券商展开竞争。

商业银行纷纷成立理财子公司，重塑资管格局。2018 年 9 月 28 日，银保监会发布了《商业银行理财业务监督管理办法》，明确了商业银行需设立理财子公司。截至 2018 年 12 月 31 日，已有 28 家商业银行宣布成立理财子公司，特别是国有四大银行，百亿级别的资金，将会对资管行业带来进一步的冲击，证券公司的业务空间受到挑战。

行业集中度提升，特色化，差异化成为必然选择。我国目前有 131 家证券公司，业务同质化非常明显，根据证券业协会数据，截至 2018 年底，我国证券行业前十大券商的净利润占全行业 70.72%，比上年同期提高 20 个百分点，行业集中度进一步提升，竞争愈发激烈，特色化，差异化成为证券公司转型的必由之路。

券商业务重资产化，券商多渠道补充净资本。因通道业务的利润空间进一步缩窄，券商主要靠资本中介、投资业务获取利润，业务重资产化趋势明显，对资本水平提出更高要求。未来，因科创板“保荐+跟投”制度，资本实力成为制胜关键，券商补充资本的意愿更强烈。券商主要通过 IPO、增发、配股等手段来增加资本金。目前，A 股有 35 家证券公司上市，加上其他已被装入上市公司的证券公司（如安信证券之于国投资本），共有 68 家，过半的证券公司享受上市红利。IPO 依然是券商补充资本的最优选择，目前排队上市的券商共有 13 家。5 月 17 日，红塔证券 IPO 申请获准，中泰证券也更新招股说明书。

2018 年，通过股权募集资金 470.53 亿元；其中通过增资扩股募集资金 341.36 亿元，通过 A 股 IPO 募集资金 106.08 亿元。发行证券公司次级债 1369.9 亿元。另外，券商发行证券公司债和短期融资券补充营运资金和流动性，其中发行证券公司债（除次级债）3354 亿元，发行短期期融资 1,425 亿元。

表 1 2018 年及 2019 年证券公司资本补充情况

	2018 年（募集资金/亿元）	2019 年
A 股上市	华西证券（48.62）、中信建投证券（20.69）、长城证券（18.58）、南京证券（9.37）、天风证券（8.82）	华林证券(9.77) 红塔证券 IPO 过会
增资扩股	华泰证券（141.33）、申万宏源证券（100）、申万宏源西部（35）、开源证券（17.56）、金元证券（16.15）、中邮证券（10）、申港证券（8.97）、浙商证券资管（7）、渤海汇金资管（3）、东	

	方财富证券（2）、金通证券（0.35） 海通证券（股东大会通过）、广发证券（证监会核准）、 国信证券（股东大会通过）、兴业证券（股东大会通过）	中信证券（董事会预案）、中信建投（董事 会预案）、第一创业（股东大会通过）、中 原证券（董事会预案）
H 股上市		申万宏源（77.62）
H 股增发	中金公司（23.09）	
配股		招商证券（150）
可转债		浙商证券（35），华安证券（拟 28）
合计	470.53	

数据来源：中国证券业协会，Wind，山西证券研究所

表 2 证券公司 2018 年债券融资统计

	数量（只）	发行额（亿元）
证券公司债	211	4723.9
其中：次级债券	64	1369.9
证券公司短期融资券	57	1,425.
合计	268	6158.9

数据来源：Wind，山西证券研究所

二、2019 年一季度证券行业业绩改善，行业走出低谷

2.1 2019 年第一季度证券行业及上市公司情况

2019 年第一季度，投交活跃，券商业绩显著增长，自营业务占比达 50%。截止 2019 年 3 月 31 日，上证综指收涨 23.93%，沪深 300 指收涨 28.62%，创业板指收涨 35.43%；中债-总全价(总值)指数较 2018 年底小幅增长 0.15%。2019 年第一季度，股票日均成交金额 5851.73 亿元，同比增长 22.77%，其中 3 月单月成交金额为近 40 个月最高水平（日均成交金额也是近 40 个月最高水平）；两融余额 9222.47 亿元，较 2018 年底增长 22.04%。131 家证券公司实现营业收入 1018.94 亿元，同比增长 54.47%；净利润 440.16 亿元，同比增长 86.83%。除资管业务收入同比下滑 15.43%外，其余各项业务均实现增长；其中，自营业务弹性释放，证券投资收益同比大幅增长 215.17%，在营业收入中占比达 50.45%。

2019 年一季度，上市公司净利润同比均回升，净利润合计增长超 8 成，自营业务弹性释放。35 家上市公司合计实现营业收入 976.64 亿元，同比增长 51.39%；实现归属于母公司股东净利润 377.89 亿元，同比增长 86.59%。其中，35 家券商自营业务收入占比均超 25%，32 家上市券商自营业务收入占比最高且均超 30%。

表 3 上市券商 2019 年一季度营收情况（合并报表）

证券公司	营业收入		净利润		证券公司	营业收入		净利润	
	金额/亿元	同比增长率	金额/亿元	同比增长率		金额/亿元	同比增长率	金额/亿元	同比增长率
中信证券	105.22	8%	42.58	58%	西部证券	13.32	137%	5.82	258%
海通证券	99.54	74%	37.70	118%	浙商证券	12.46	54%	2.73	37%
广发证券	68.39	77%	29.19	91%	财通证券	11.96	28%	3.91	9%
国泰君安	66.95	7%	30.06	33%	西南证券	11.39	59%	4.13	58%
华泰证券	62.48	46%	27.80	46%	国金证券	10.78	30%	4.01	47%
申万宏源	54.57	89%	18.62	88%	华西证券	10.43	54%	4.73	65%
招商证券	46.46	77%	21.27	95%	天风证券	10.31	62%	1.29	42%
东方证券	40.68	109%	12.70	191%	东兴证券	10.27	56%	5.55	100%
兴业证券	38.35	133%	9.99	173%	长城证券	10.20	81%	2.92	150%
国信证券	37.43	60%	18.85	155%	华安证券	9.88	138%	4.78	201%
中国银河	37.01	41%	15.33	51%	国元证券	9.85	56%	4.22	153%
光大证券	34.21	46%	13.17	80%	国海证券	9.66	65%	2.50	79%
中信建投	31.08	13%	14.88	50%	第一创业	8.10	83%	2.86	314%
长江证券	24.19	76%	7.65	138%	太平洋	7.09	110%	3.55	6654%
东北证券	22.76	141%	5.68	327%	中原证券	6.58	46%	1.82	79%
方正证券	18.45	43%	5.88	86%	南京证券	5.07	54%	2.11	91%
东吴证券	14.94	81%	6.13	944%	华林证券	2.15	-1%	0.93	13%
山西证券	14.43	9%	2.58	194%	合计	976.64	51%	377.89	87%

数据来源：Wind，山西证券研究所

表 4 2019 年一季度上市券商营业收入结构

证券公司	经纪	自营	资管	投行	信用	证券公司	经纪	自营	资管	投行	信用
申万宏源	19%	39%	6%	5%	10%	东方证券	9%	35%	10%	7%	5%
东北证券	10%	46%	1%	2%	-2%	招商证券	24%	44%	5%	7%	10%
国元证券	20%	37%	1%	10%	29%	中信建投	23%	36%	5%	21%	12%
国海证券	16%	40%	7%	5%	10%	太平洋	12%	94%	5%	2%	-16%
广发证券	17%	51%	13%	4%	10%	财通证券	19%	49%	12%	4%	2%
长江证券	22%	55%	4%	10%	6%	天风证券	15%	53%	14%	14%	-9%
山西证券	9%	38%	2%	3%	-4%	东兴证券	20%	46%	9%	17%	9%
西部证券	17%	58%	1%	9%	2%	国泰君安	23%	34%	5%	6%	22%
国信证券	30%	44%	1%	6%	9%	中原证券	24%	52%	3%	3%	4%
第一创业	10%	54%	20%	11%	-5%	兴业证券	10%	53%	2%	3%	5%
华西证券	27%	46%	2%	2%	23%	东吴证券	17%	55%	2%	7%	5%
长城证券	17%	46%	4%	15%	5%	华泰证券	18%	35%	11%	4%	8%
华林证券	34%	31%	9%	8%	17%	光大证券	20%	40%	7%	12%	12%
中信证券	19%	47%	12%	9%	5%	浙商证券	20%	33%	1%	1%	5%
国金证券	28%	38%	2%	14%	16%	中国银河	31%	39%	4%	3%	20%
西南证券	15%	61%	2%	8%	5%	方正证券	41%	25%	4%	4%	17%
海通证券	10%	49%	4%	6%	9%	南京证券	27%	28%	2%	7%	33%

华安证券 19% 50% 1% 1% 11%

数据来源：Wind，山西证券研究所

2.2 券商持续加码财富转型，多举措熨平经纪业务波动

金融供给侧改革需要券商回归本源，提高财富管理和服务实体经济的能力。券商通过多种途径持续加码财富管理，希望摆脱“靠天吃饭”的属性，熨平经纪业务波动。（1）组织架构调整，例如中信证券将“经纪业务发展与管理委员会”更名为“财富管理委员会”，从以业务为中心向以客户为中心转变；（2）强化金融科技、大数据应用，推进智能理财建设，提升专业化交易、服务能力，促进“线上+线下”一体化，线下推动网点智能化改造，重塑营业网点定位和价值；（3）完善金融产品体系，提升产品销售和配置能力，为客户提供综合财富管理服务；（4）减少渠道收入，经纪业务作为获客渠道，进行业务承揽，例如兴业证券分公司改革、集团化发展机制；（5）客户分级，精准服务，例如国泰君安零售客户服务体系基本搭建完毕，实现“五星四标签”客户分类分级服务。（6）打造一体化运营的投资顾问服务体系，持续升级投资顾问工作平台。2019年一季度，交易量大幅回升，经纪业务恢复性增长，上市券商经纪业务收入同比增长6%。而2018年，行业代理买卖证券业务净收入（含席位租赁收入）同比减少约24%。

表 5 上市券商经纪业务收入情况统计

证券公司	2018年		2019年一季度		证券公司	2018年		2019年一季度	
	金额/亿元	同比增长率	金额/亿元	同比增长率		金额/亿元	同比增长率	金额/亿元	同比增长率
中信证券	74.29	-8%	19.50	-9%	浙商证券	7.00	-28%	2.45	7%
国泰君安	43.80	-22%	15.31	10%	东北证券	6.75	-10%	2.34	28%
中国银河	34.64	-21%	11.45	-4%	财通证券	6.52	-24%	2.23	14%
广发证券	34.53	-20%	11.63	10%	东兴证券	6.04	-27%	2.02	9%
华泰证券	33.86	-20%	11.24	14%	天风证券	5.61	-5%	1.55	-7%
申万宏源	32.62	-28%	10.31	9%	华安证券	5.61	-28%	1.91	18%
国信证券	32.57	-26%	11.36	10%	国元证券	5.52	-26%	1.94	14%
招商证券	31.54	-22%	10.98	8%	长城证券	5.35	-20%	1.74	11%
海通证券	30.06	-24%	9.60	7%	国海证券	5.24	-22%	1.52	8%
中信建投	22.91	-25%	7.23	0%	西部证券	5.01	-28%	2.20	45%
方正证券	22.32	-23%	7.50	16%	西南证券	4.96	-25%	1.69	19%
光大证券	22.04	-17%	6.86	1%	中原证券	4.34	-20%	1.56	31%
长江证券	15.89	-10%	5.21	11%	山西证券	3.81	-20%	1.29	30%
东方证券	13.52	-8%	3.73	-6%	南京证券	3.67	-22%	1.37	30%
兴业证券	13.49	-10%	3.93	-6%	太平洋	2.98	3%	0.84	-2%
国金证券	9.93	-20%	2.98	4%	第一创业	2.33	-18%	0.80	3%
东吴证券	8.07	-20%	2.56	16%	华林证券	1.84	-20%	0.74	31%
华西证券	7.54	-30%	2.87	20%	合计	566.19	-20%	182.45	6%

数据来源：Wind，山西证券研究所

2.3 科创申报呈现出头部集中的特点，头部券商优势明显

2019 年一季度，上市券商投行业务收入同比增长 8%，而 2018 年度，投行业务收入大幅下滑。证券公司实现投行业务净收入 369.96 亿元，同比减少 27.40%。

科创申报呈现出头部集中的特点，头部券商优势明显。截止 2019 年 6 月 28 日，科创板已受理项目合计 140 个，其中中信建投申报数量最多达 14.5 只（共同保荐，按照 0.5 个项目计算）。“三中一华”合计申报 46 家公司，占比 32.86%。

表 6 上市券商 2018 年和 2019 年一季度投行业务收入情况

证券 公司	2018 年		2019 年一季度		证券 公司	2018 年		2019 年一季度	
	金额 /亿元	同比 增长率	金额 /亿元	同比 增长率		金额 /亿元	同比 增长率	金额 /亿元	同比 增长率
申万宏源	8.76	-37%	2.78	66%	东吴证券	6.27	-18%	1.05	23%
国信证券	10.94	-49%	2.43	-28%	国泰君安	20.09	-26%	3.79	-15%
第一创业	2.55	-34%	0.86	169%	华西证券	1.67	-50%	0.18	-30%
东北证券	2.27	-29%	0.42	-29%	光大证券	10.59	-7%	4.02	317%
广发证券	12.16	-56%	3.07	-14%	东兴证券	6.13	-18%	1.78	19%
西部证券	2.13	-64%	1.17	56%	东方证券	11.36	-14%	2.83	11%
国海证券	2.62	-43%	0.52	172%	中原证券	1.17	0%	0.21	35%
中信证券	36.39	-17%	9.89	34%	方正证券	3.35	-14%	0.75	26%
山西证券	3.08	-45%	0.47	28%	南京证券	1.21	37%	0.34	-30%
长城证券	4.80	-4%	1.57	53%	招商证券	14.46	-34%	3.41	-4%
长江证券	5.51	-22%	2.35	46%	兴业证券	8.36	-28%	1.05	-43%
国金证券	7.21	-47%	1.46	92%	中信建投	31.35	-6%	6.56	1%
西南证券	4.94	-21%	0.90	27%	华安证券	0.79	-13%	0.13	72%
海通证券	32.17	-3%	5.85	2%	中国银河	5.31	-5%	1.03	-30%
太平洋	1.60	26%	0.14	-2%	浙商证券	2.86	-41%	0.07	-91%
华林证券	2.30	-30%	0.17	-76%	华泰证券	19.49	-4%	2.48	-39%
国元证券	2.92	-39%	0.97	-11%	天风证券	5.21	-18%	1.48	41%
财通证券	2.04	-15%	0.48	20%	合计	294.06	-24%	66.62	8%

数据来源：Wind，山西证券研究所

表 7 科创板申报数量前十位券商情况汇总

保荐商	申报数量	申报数量占比
中信建投证券股份有限公司	14.5	10%
中信证券股份有限公司	11	8%
中国国际金融股份有限公司	12	9%
华泰联合证券有限责任公司	8.5	6%

“三中一华”合计	46	33%
招商证券股份有限公司	8	6%
国信证券股份有限公司	7	5%
光大证券股份有限公司	7	5%
广发证券股份有限公司	7	5%
国泰君安证券股份有限公司	6.5	5%
海通证券股份有限公司	6	4%
合计	87.5	63%

数据来源：上海证券交易所，山西证券研究所

2.4 券商风险偏好相对提升，自营业务收入大幅提升，

2019年一季度，二级市场走高，券商风险偏好相对提升，自营业务收入大幅提升，上市券商自营业务收入合计同比增长146%。2018年，自营业务收入下滑，营业收入占比延续最高。2018年度，证券公司投资业务收入（证券投资收益及公允价值变动损益）800.27亿元，同比减少7.05%，收入占比30.05%，近两年，自营业务均是行业收入占比最大业务。

表8 上市券商2018年末自营业务资产结构

证券公司	权益类		固收类		证券公司	权益类		固收类	
	规模 (亿元)	同比变化	规模 (亿元)	同比变化		规模 (亿元)	同比变化	规模 (亿元)	同比变化
中信证券	265.96	-8%	2,122.82	97%	长城证券	16.25	9%	227.57	71%
国泰君安	237.65	-12%	1,154.93	46%	华安证券	8.72	24%	175.97	150%
海通证券	206.57	-11%	836.54	92%	东吴证券	37.27	-15%	233.33	-14%
华泰证券	179.28	-37%	828.06	64%	华林证券	0.76	-87%	33.78	-35%
招商证券	117.62	-29%	1,301.75	61%	天风证券	20.20	-2%	223.84	12%
广发证券	171.88	-23%	1,409.43	43%	东北证券	27.92	-22%	257.24	51%
申万宏源	118.38	-18%	1,004.55	47%	长江证券	43.84	-28%	308.45	13%
国信证券	154.40	-15%	699.17	127%	南京证券	3.73	22%	79.03	84%
中信建投	38.03	-19%	748.18	39%	西南证券	54.86	-25%	262.49	40%
中国银河	129.35	-23%	686.93	40%	山西证券	15.48	48%	251.28	129%
东方证券	89.24	-49%	1,023.63	24%	西部证券	3.86	-63%	282.53	31%
国金证券	28.68	-6%	141.16	68%	兴业证券	60.18	-21%	522.78	16%
东兴证券	42.41	-8%	297.13	4%	第一创业	4.07	2%	130.55	16%
华西证券	4.95	-36%	131.92	-17%	光大证券	83.44	-12%	588.22	13%
财通证券	3.16	-78%	222.42	9%	国海证券	1.83	-84%	356.72	5%
浙商证券	5.01	73%	189.44	31%	中原证券	10.04	65%	139.94	40%
国元证券	5.67	-63%	193.16	63%	太平洋	11.33	-36%	206.62	34%
方正证券	59.96	-29%	458.06	59%	合计	2,261.98	-21%	17,729.63	46%

数据来源：Wind，山西证券研究所

表 9 上市券商 2018 年和 2019 年一季度自营业务收入情况

证券公司	2018 年		2019 年一季度		证券公司	2018 年		2019 年一季度	
	金额 /亿元	同比 增长率	金额 /亿元	同比 增长率		金额 /亿元	同比 增长率	金额 /亿元	同比 增长率
申万宏源	36.49	-3%	21.17	129%	财通证券	11.85	-18%	5.81	61%
东北证券	15.68	5%	10.56	370%	西南证券	15.05	-13%	6.99	37%
长江证券	9.00	-16%	13.35	288%	国泰君安	57.49	-17%	22.88	13%
国信证券	28.96	46%	16.38	611%	国元证券	9.05	-19%	3.64	167%
广发证券	5.71	-94%	34.95	162%	东兴证券	23.86	30%	4.69	6%
山西证券	13.62	31%	5.46	160%	华林证券	3.13	5%	0.66	94%
第一创业	4.72	61%	4.41	287%	华安证券	6.20	83%	4.95	466%
太平洋	-0.78	-119%	6.64	205%	东方证券	-0.02	-100%	14.19	331%
华西证券	8.98	39%	4.77	60%	长城证券	10.40	26%	4.71	353%
西部证券	12.73	2%	7.74	215%	天风证券	10.58	15%	5.50	148%
海通证券	34.84	-63%	48.35	283%	国海证券	11.58	-4%	3.85	-15%
国金证券	10.58	126%	4.06	128%	方正证券	22.09	40%	4.54	42%
招商证券	21.20	-26%	20.56	497%	华泰证券	32.50	-60%	22.04	149%
东吴证券	18.99	21%	8.20	133%	南京证券	2.75	1%	1.40	176%
光大证券	8.06	-68%	13.76	35%	浙商证券	8.97	15%	4.18	183%
兴业证券	17.03	-54%	20.50	686%	中信证券	80.46	-37%	49.23	106%
中信建投	24.17	0%	11.22	25%	中国银河	9.46	-58%	14.30	286%
中原证券	3.52	-14%	3.41	278%	合计	588.88	-37%	429.06	146%

数据来源：Wind，山西证券研究所

2.5 资管业务收入和主动管理规模延续下滑趋势

证券公司通道类资管规模持续收缩，资管业务净收入下滑。2019 年一季度资管业务收入合计同比下滑 8%。截至 2019 年 3 月底，全行业资管业务受托资金 14.11 万亿元，与 2018 年底基本持平。主动管理转型加速，回归资产管理本源。2019 年一季度排名前 20 的证券公司主动管理规模继续缩减，其中，中信证券缩减 889.87 亿元，中信建投、招证资管的主动管理规模提升较大。

表 10 2018 年和 2019 年一季度券商总资产管理规模和主动管理规模前 20 名

证券公司	资产管理月均规模（亿元）		证券公司	主动管理月均规模（亿元）	
	2018 年底	2019 年一季度		2018 年底	2019 年一季度
1 中信证券	15,498.49	12,941.35	中信证券	6,020.51	5130.64
2 国泰君安资管	8,128.54	7,325.31	国泰君安资管	3,099.27	3086.22
3 华泰资管	8,124.21	8,491.06	广发资管	2,606.05	2335.58
4 申万宏源	7,562.73	6,426.47	华泰资管	2,264.69	2334.52
5 招证资管	6,561.92	5,809.03	华融证券	1,585.05	1316.87
6 中信建投	6,189.07	6,589.42	中信建投	1,540.65	1733.92

7	中银国际	6,054.34	5,126.84	中金公司	1,396.76	1390.39
8	广发资管	4,456.16	3,553.54	申万宏源	1,376.00	1429.87
9	安信证券	3,158.99	2,618.24	中泰资管	1,142.64	913.82
10	海通资管	3,100.91	2,789.60	光证资管	1,132.28	1213.49
11	江海证券	3,040.98	3,868.92	东证资管	1,075.86	974.19
12	银河金汇	2,884.02	2,435.37	招证资管	1,016.58	1335.9
13	华福证券	2,731.52	1,843.65	海通资管	870.36	993.43
14	光证资管	2,696.45	2,471.54	安信证券	848.13	872.56
15	方正证券	2,576.29	2,244.36	中银国际	846.64	713.96
16	华融证券	2,419.00	1,992.19	财通资管	776.18	759.58
17	渤海汇金资管	2,156.00	/	天风证券	738.69	720.26
18	德邦证券	2,112.62	1,840.33	长江资管	707.82	641.72
19	长城证券	2,086.64	1,722.78	银河金汇	696.41	760.86
20	第一创业	2,003.78	2,026.43	浙商资管	673.99	/

数据来源：Choice，山西证券研究所

表 11 上市券商 2018 年和 2019 年一季度资管业务收入情况

证券公司	2018 年		2019 年一季度		证券公司	2018 年		2019 年一季度	
	金额 /亿元	同比 增长率	金额 /亿元	同比 增长率		金额 /亿元	同比 增长率	金额 /亿元	同比 增长率
申万宏源	11.99	-8%	3.22	46%	山西证券	1.34	11%	0.34	-21%
国海证券	1.92	16%	0.68	92%	东方证券	23.80	20%	3.88	-52%
广发证券	37.43	-6%	8.80	5%	中原证券	1.00	9%	0.20	-20%
中信证券	58.34	2%	12.97	-13%	国泰君安	15.00	-16%	3.34	-21%
国信证券	2.48	0%	0.53	-16%	招商证券	12.02	5%	2.35	-16%
东北证券	1.69	-19%	0.24	-40%	海通证券	19.25	-8%	4.06	-9%
西部证券	0.56	-47%	0.08	-59%	中国银河	7.47	8%	1.63	-21%
长江证券	4.67	-27%	1.00	-17%	华安证券	0.93	38%	0.15	-39%
长城证券	1.87	-17%	0.37	-17%	光大证券	9.38	-15%	2.25	57%
国元证券	0.97	-16%	0.10	-27%	西南证券	0.74	-12%	0.21	-29%
第一创业	5.83	-6%	1.62	13%	华泰证券	24.73	7%	7.12	26%
财通证券	6.23	-8%	1.45	28%	南京证券	0.58	-30%	0.12	-16%
中信建投	6.91	-18%	1.58	8%	东兴证券	4.42	10%	0.88	33%
方正证券	3.36	16%	0.66	-3%	天风证券	6.67	-11%	1.49	-6%
华林证券	1.00	-6%	0.19	9%	东吴证券	1.60	-25%	0.27	-49%
太平洋	1.53	-47%	0.36	-35%	浙商证券	2.40	-30%	0.08	-85%
华西证券	1.37	50%	0.19	16%	兴业证券	2.86	-31%	0.59	-15%
国金证券	1.33	-29%	0.21	-56%	合计	283.64	-4%	63.19	-8%

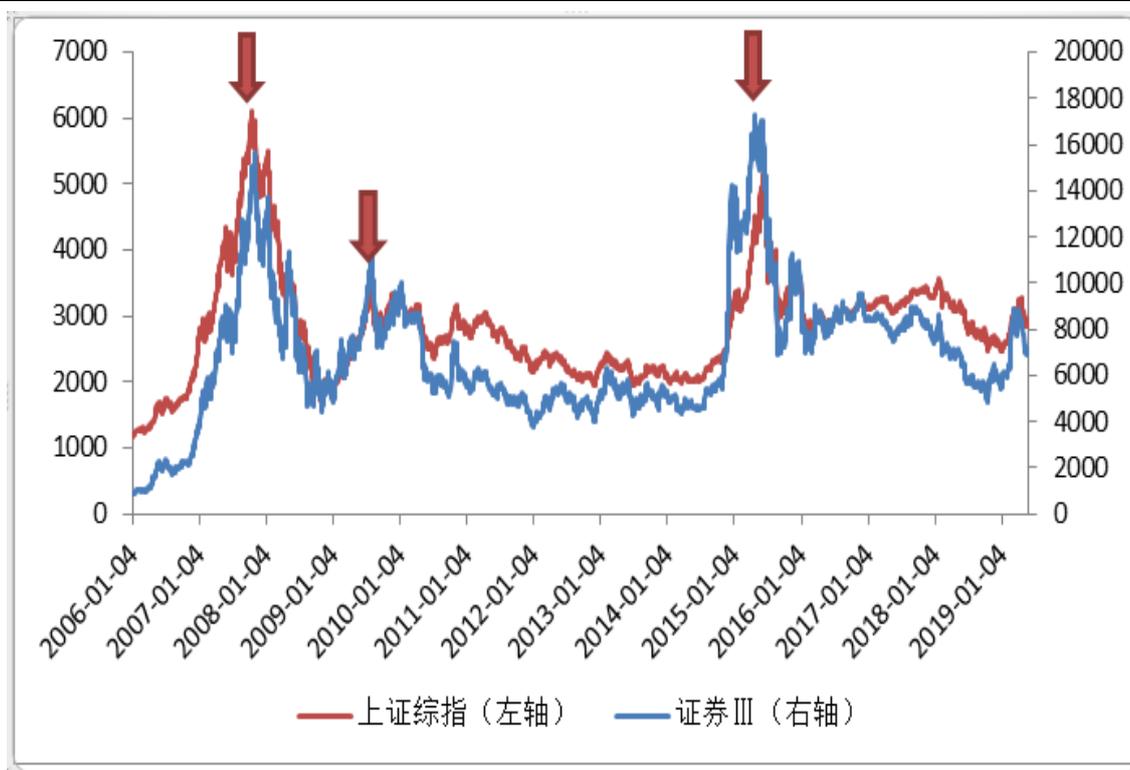
数据来源：Wind，山西证券研究所

三、投资策略

3.1 把握证券行业的交易性机会需注意的方面

证券行业行情与二级市场的相关度很高。因二级市场牛短熊长，证券行业的黄金期短暂，且顶部区域风险极高。证券行业对节奏的把握较为重要，技术分析占交易中占有重要作用。

图 1 十三年来证券业指数和上证指数的走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

3.2 2019 年行业盈利预测

我们预计 2019 年证券行业实现营业收入 3244 亿元，同比增长 21.85%；净利润 994.71 亿元，同比增长 49.31%。其中，经纪业务 771.13 亿元，同比增长 23.69%；投行 416.08 亿元，同比增长 12.47%；资管 297 亿元，同比增长 8%；利息净收入 225.59 亿元，同比增长 5%；自营收益 1040.35 亿元，同比增长 30%。

主要假设包括：

- (1) 全年日均股基交易量 5000 亿元。佣金率保持平稳，维持在 3.7%。

(2) 两融余额年末 10000 亿元，两融利率 7.5%，日均表内股票质押规模 5000 亿元，股权质押利率 6.0%。

3.3 当前时点我们对证券行业交易机会的看法

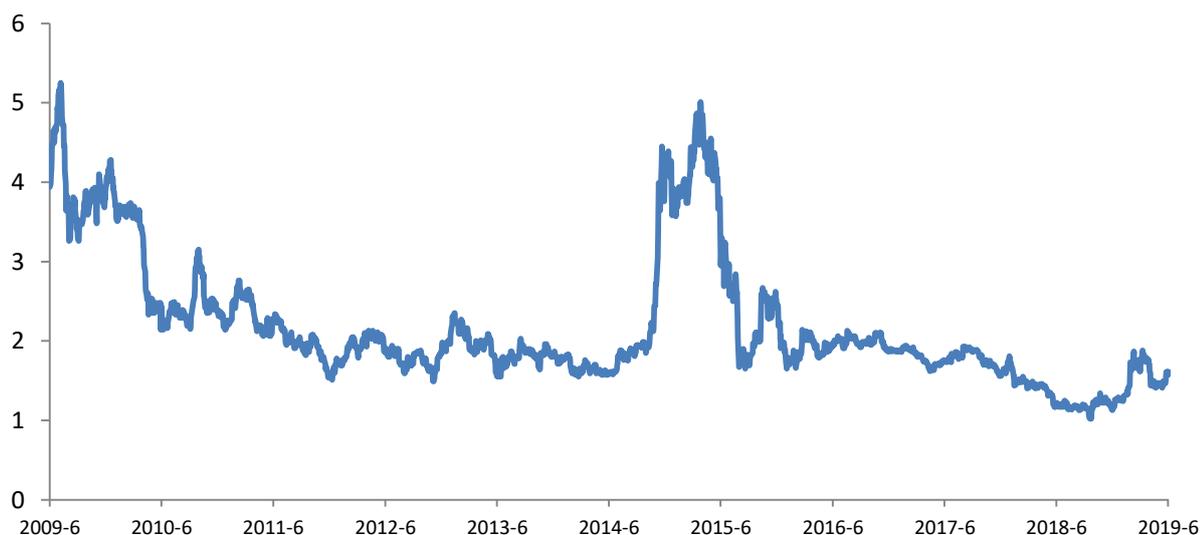
我们对证券板块评级为“看好”，主要原因如下：

1、**资本市场改革逐步落实，科创板经过 8 个月的准备已经开板，已有多家公司发行，市场情绪有望转暖。**6 月 21 日，证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》公开征求意见，提高了产业重组的包容性，我们认为对于促进供给侧动能转换，提高上市公司质量，服务实体经济发展均有重要意义，对于券商来讲，扩大业务的多元性，提高对上下游产业链的服务深度，头部券商更为受益。

2、**随着中美两国领导人的会晤，中美贸易摩擦不确定性降低。**对于突发事件，监管层通过加强流动性减少对市场的冲击。上周多家大型上市券商发布公告，收到央行关于本公司短期融资券最高待偿还余额有关事项的通知，同时核准发行金融债和提高短融规模，丰富了证券公司融资工具，降低融资成本，提高金融同业的流动性，有利于提升证券行业的 ROE 水平。

3、**当前证券板块估值水平已到 1.60XPB，虽然高于 2018 年因二级市场下跌和股权质押风险时 1XPB 的估值水平，但依然处于十年来证券板块估值的底部区域，具有很好的长期投资价值。**

图 2：十年来证券行业估值（PB）走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

四、重点个股

中信证券

金融供给侧改革逐步深化，中信证券作为龙头券商，多项业务位于行业第一，政策红利非常明显。

2019年3月，公司计划推出为期10年的员工持股计划，可以有效的调动员工的积极性。

2019年6月25日，公司收到证监会监管意见书，同意发行金融债，可以有效的降低融资成本。

预计公司2019-2021年EPS分别为0.99\1.24\1.47，每股净资产分别为15.41\18.70\21.52，对应公司6月28日的收盘价23.81元，PB分别为1.55\1.27\1.11。

华泰证券

公司2018年启动混合所有制改革，定增募集142亿，引入战略投资者实现多元化股东结构；

推动职业经理人制度，薪酬激励机制不断市场化，激发公司长期发展活力。

公司GDR登陆伦交所，募集资金15.38亿美元，国际化进程再进一步。

财富管理领先地位：股票基金成家量行业第一；涨乐财富通月活数市场排名第一。

预计公司2019-2020年EPS分别为0.78\0.88\0.96，每股净资产分别为14.06\15.67\18.37对应公司6月28日收盘价22.32元，2019-2020年PB分别为1.59\1.42\1.22。

五、风险提示

宏观经济增长不及预期；二级市场大幅下滑；中美贸易战。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，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。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。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。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。