

推荐 (维持)

核心催化将至，券商行情可期

2019年06月13日

证券行业2019年中期投资策略

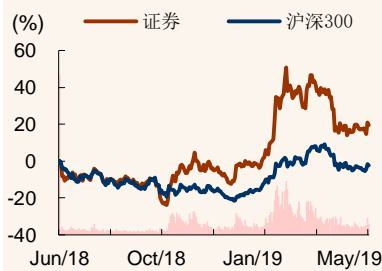
上证指数 2909

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	38	1.1
总市值 (亿元)	20209	3.9
流通市值 (亿元)	15912	3.7

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	3.7	25.6	19.0
相对表现	4.8	9.2	22.5



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《证券公司5月数据点评—关注政策与市场预期差下的交易性机会》2019-06-09
- 2、《证券公司4月数据点评—流动性改善预期最重要》2019-05-10
- 3、《证券行业2019年一季度报综述—短期关注贝塔，长期聚焦阿尔法》2019-05-08

郑积沙

zhengjisha@cmschina.com.cn  
S1090516020001

刘雨辰

liuyuchen3@cmschina.com.cn  
S1090518100002

研究助理

刘淇

liuqi9@cmschina.com.cn

研究助理

曾广荣

zengguangrong@cmschina.com.cn

基于证券行业核心驱动因素政策和流动性的改善，维持行业推荐评级。

- 券商板块行情的核心驱动因素政策和流动性正处于甜蜜期。政策方面，重启“市场化”新周期，根本目标是更好服务经济高质量发展，行业政策红包力度更胜从前。流动性方面，经济复苏内外承压下或有可能反向刺激货币政策灵活温和调整；制约货币政策的相关因素（CPI和汇率）或现松动。当前监管对于流动性的态度也在发生边际变化。
- 行业长期转型正在加速。一方面，制度创新驱动能力升级，设立科创板并试点注册制作为开端，将牵引各大券商将打造全产业链、全生命周期服务的“大投行”体系。另一方面，客户变迁根本改变业务形态，过往个人客户占主导地位的局面下，证券公司零售经纪业务是重中之重；随着客户结构变迁，机构化和财富管理并行是未来。探究行业未来 ROE 提升路径，我们认为关键在于 ROA 的提升。
- 行业业绩一季度爆发，二季度承压，市场仍是核心变量。一季度，得益于火爆的权益市场，券商业绩快速爆发。4月以来权益市场回调，预计行业二季度业绩承压。但当前行业收入结构看，自营业务再次成为第一大收入贡献板块。因此，影响行业后续业绩表现的核心变量依然是市场。
- 我们预计 19 年全年行业实现营业收入 3887 亿元，同比+46%；净利润 1166 亿元，同比+75%。其中，经纪业务 885 亿元，同比+42%；投行 458 亿元，同比+24%；资管 319 亿元，同比+4%；利息净收入 216 亿元，同比+1%；自营收益 1644 亿元，同比+105%。
- 投资建议：我们维持行业推荐评级。目前券商政策和流动性两大核心催化剂确定性都较为明朗。政策方面，科创板开板进入最后几个环节，市场情绪有望升温，交易监管有望转暖；流动性方面，中美关系的不确定性将刺激货币政策的宽松预期，“包商事件”的爆发同样需要靠流动性来抚平短期阵痛。回顾历史，券商股的明显表现，均伴随着这两方面因素的积极刺激。当前证券板块估值水平已较年内高点回落超过 20%至 1.66XPB，剔除 2018 年市场恐慌性担忧股票质押风险严重伤害券商资产负债表的情形，目前估值属于底部中枢之下水平，安全性较高，存在难得的交易性投资机会。综合考虑行业机会、公司本身资本势力、客户基础以及对转型机遇的把握能力，个股方面我们强烈推荐华泰证券(PB 1.49X)。
- 风险提示：市场活跃度低迷；监管超严，政策复苏不达预期。

## 正文目录

一、核心驱动因素：蓄势待发.....	4
1、 政策：重启“市场化”新周期.....	4
2、 流动性：边际放松似乎是更可能的现实选择.....	4
二、行业趋势：转型加速.....	5
1、 制度创新驱动能力升级.....	5
2、 客户变迁根本改变业务形态.....	6
3、 行业 ROE 提升核心在于 ROA.....	8
三、当期业绩：投资领航.....	8
1、 资金业务：自营弹性之王，信用呈现弱周期性.....	9
2、 通道业务：下半年压力相对较小.....	10
四、投资建议.....	12
1、 盈利预测.....	12
2、 估值情况.....	12
3、 投资建议.....	13

## 图表目录

图 1 十年期国债收益率走势 .....	5
图 2 国债逆回购利率 .....	5
图 3 高盛主营业务结构 .....	8
图 4 上市券商收入结构 .....	9
图 5 经纪业务收入（亿元） .....	10
图 6 月度股基金交易量（亿元） .....	10
图 7 2016 年以来证券行业 PB-band .....	13
图 8 历史估值对应未来 1 年收益率统计 .....	13
图 9 PB 估值频率分布直方图 .....	13
图 10: 证券行业历史 <a href="#">PEBand</a> .....	14
图 11: 证券行业历史 <a href="#">PBBand</a> .....	14
表 1: 监管对于流动性表态 .....	5
表 2: 科创板承销保荐政策 .....	6
表 3: 科创板新股配售经纪佣金政策 .....	6
表 4: 上交所各类投资者交易占比 .....	7
表 5: 上交所各类投资者持股市值 .....	7
表 6: 上交所各类投资者换手倍数 .....	7
表 7: 上市券商自营收益情况与投资资产规模 .....	9
表 8: 上市券商投行业务收入情况 .....	11
表 9: 证券行业盈利预测 .....	12

## 一、核心驱动因素：蓄势待发

目前，政策和流动性是券商板块行情的核心驱动因素。证券行业业务结构正在转型，围绕客户需求开发方面差异化发展路径并不明朗，投行业务、零售与机构经纪业务条线难言突破性机会。在此背景下，各家公司积极练内功，夯实资产规模，谋求政策创新下的新兴业务机会。因此，灵活配置的权益自营投资成为行业业绩的放大器。从而，我们认为现在更应该关注行业的交易性机会，而目前券商股的核心驱动因素（政策、流动性）正好都处于甜蜜点。我们强烈建议投资者积极逆向思维，重点把握当下证券行业的投资机会。

### 1、政策：重启“市场化”新周期

本轮资本市场深化改革，根本目标是更好服务经济高质量发展，证券行业政策红包力度更胜从前。金融供给侧结构性改革是当前时代背景下金融行业的纲领性政策，大力发展投资银行牵引作用是金融供给侧改革的关键要义，国内投资银行有望在本轮资本市场改革中把握发展壮大的历史机遇，改变当前体量与银行、保险不成比例的现状。

梳理本轮资本市场改革，我们认为有以下两大主线：

一是完善资本市场投、融资结构，发挥投资市场价值发现功能，形成良好的市场生态。

二是提高上市公司质量。提高上市公司质量是宏大的基础性系统工程，上市公司质量是资本市场的支撑和基石。一方面上市制度正在优化，从源头上提升上市公司质量；另一方面并购重组制度也在升级，让更多符合国家发展战略、有利于强化自主创新实力和核心竞争力的“好资产”加快登录 A 股市场，实现“市场、科技、资本”高效融合。

科创板的设立并试点注册制可以看作是本轮市场化改革的先锋，绝不是推出就预示着利好兑现。我们认为随着科创板的推出，资本市场助推科技创新的新篇章才刚刚开始，制度创新向主板迁移是必然趋势，包括衍生品、国际化等政策红包将逐步释放。

### 2、流动性：边际放松似乎是更可能的现实选择

从逻辑上看，流动性边际温和放松是可能的现实选择。首先，经济复苏内外承压下，或有可能反向刺激货币政策灵活温和调整。外部中美关系不确定性增加，内部相应经济数据存在不及预期可能。4月末社融余额同比增长 10.4%较前值回落，其中非金融企业贷款加债券余额同比增速明显低于前值。其次，制约货币政策的相关因素或现松动。发改委 5 月 17 日表态，今年后期 CPI 将相对平稳运行，全年涨幅将保持在预期目标范围内，不必高估生猪和猪肉价格对 CPI 的影响，同时舆论表态外汇不必死守。最后，海外市场降息的预期在增强。从当前监管态度边际变化角度看，流动性温和改善可能性也正在增加。

表 1: 监管对于流动性表态

日期	监管表态
2019 年 6 月 7 日	央行行长易纲表示，若中美贸易摩擦升级，中国有足够的政策空间来应对，包括调整利率和存款准备金率。
2019 年 5 月 24 日	央行公告包商银行出现严重信用风险，对其接管一年。同时表态，包商银行的接管是个案，金融市场流动性总体充裕，金融风险总体可控，有信心坚决维护金融体系的稳定。随后央行通过多种方式适时适度投放流动性。
2019 年 5 月 17 日	央行发布《2019 年第一季度中国货币政策执行报告》，强调下一阶段，稳健的货币政策要松紧适度，保持流动性合理充裕，与结构性去杠杆进程协调推进，平衡好稳增长和防风险之间的关系。

资料来源：wind、招商证券

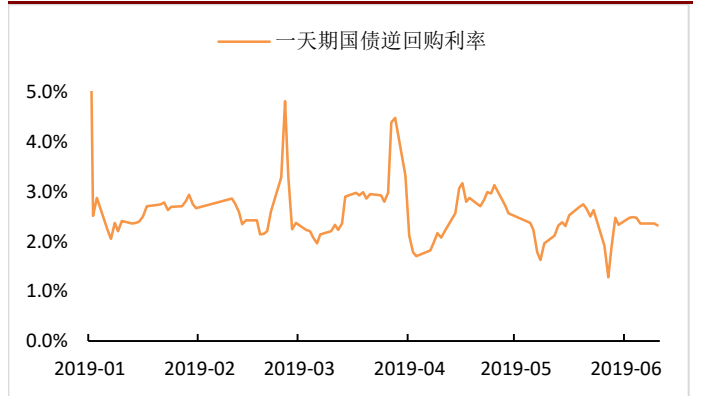
券商估值对市场利率高度敏感。截至上周末，十年期国债收益率 3.21%，较年内高点回落超过 20BP；国债逆回购利率 2.36%，正处于稳步走低阶段。券商板块因其高贝塔属性，与市场流动性高度相关。若后续市场利率稳步走低，将对券商估值提升有显著影响。

图 1 十年期国债收益率走势



资料来源：wind、招商证券

图 2 国债逆回购利率



资料来源：wind、招商证券

## 二、行业趋势：转型加速

### 1、 制度创新驱动能力升级

中期来看，科创板推出是资本市场改革深化的标志，将驱动投资银行业务的深刻转型。从过去的单一依靠牌照红利转向依托资产定价能力、资本实力与资产配置能力、投行项目储备能力以及销售能力。我们预计设立科创板并试点注册制作为开端，将牵引各大券商将打造以股权融资、项目融资、风险投资、资产证券化、并购咨询为核心的“大投行”体系，中国的国际化一流大投行有望在这个新篇章中诞生，并助力中国经济高质量发展。

科创板推出对投行的影响意义更大于当期业绩。科创板推出对投行当期业绩的影响主要源自三个方面：承销保荐收入、跟投投资收益和新股配售经纪佣金。基于以下假设，我

们对科创板成熟运行之后对券商行业业绩影响做简单测算，全年增厚行业收入不到 60 亿元，营收占比不及行业 5%，影响微乎其微。

- (1) **投行承销保荐业务**：成熟稳定期科创板每年 IPO 融资规模约 1000 亿，承销费率保守预计 5%，全年收入 50 亿元。
- (2) **作为保荐机构的跟投业务**：按照发行人首次公开发行股票数量 2%-5% 的股票以自有资金跟投，并锁定 24 个月。假设平均跟投比例为 3%，24 个月后平均收益 50%，年化收益 25%，年化收益 7.5 亿元。
- (3) **新股配售经纪佣金**：科创板自律委建议对战略投资者和网下投资者收取的经纪佣金费率由承销商在 0.08% 至 0.5% 的区间内自主确定。假设平均费率为 0.1%，战略投资者和网下配售比例为 70%，全年收入 0.7 亿元。

表 2：科创板承销保荐政策

项目	具体事项	要求
保荐机构相关	跟投比例	首次公开发行股票数量 2%-5%； (一) 发行规模不足 10 亿元，跟投比例为 5%，但不超过人民币 4000 万元； (二) 发行规模 10 亿元以上，不足 20 亿元的，跟投比例为 4%，但不超过人民币 6000 万元； (三) 发行规模 20 亿元以上，不足 50 亿元的，跟投比例为 3%，但不超过人民币 1 亿元； (四) 发行规模 50 亿元以上，跟投比例为 2%，但不超过人民币 10 亿元。
	锁定期	参与联合保荐的保荐机构分别实施保荐机构相关子公司跟投。 24 个月；
	专用证券账户	1) 参与配售的保荐机构相关子公司应当开立专用证券账户存放获配股票，并与其自营、资管等其他业务的证券有效隔离、分别管理、分别记账，不得与其他业务进行混合操作。 2) 专用证券账户只能用于在限售期届满后卖出或者按照证监会及上交所有关规定向证券金融公司借出和收回获配股票。因上市公司实施配股、转增股本的除外。

资料来源：wind、招商证券

表 3：科创板新股配售经纪佣金政策

项目	具体事项	要求
新股配售经纪佣金	对象	承销商向通过战略配售、网下配售获配股票的投资者收取。
	佣金费率	1) 新股配售经纪佣金费率应当根据业务开展情况合理确定，并在初步询价公告 2) 承销商确定的新股配售经纪佣金费率明显不合理的，上交所可以向中国证监会、中国证券业协会通报情况，并要求其予以调整。
	网下投资者缴纳规定	网下投资者在缴纳新股认购资金时，应当全额缴纳新股配售经纪佣金，一并划入中国证券登记结算有限公司上海分公司在结算银行开立的网下发行专户。

资料来源：wind、招商证券

## 2、 客户变迁根本改变业务形态

过往个人客户占主导地位的局面下，证券公司零售经纪业务是重中之重。一直以来，国内个人投资者占比高，机构投资者占比提升空间广阔。首先，自然人投资者是券商经纪佣金贡献的绝对主力，2010 年至 2017 年，上交所自然人投资者贡献交易量均在 80% 之上。其次，A 股市场国际化进程正在路上。2014 年至 2017 年间，沪股通交易占比从

0.22%提升至 1.3%；持股市值从 865 亿元提升至 3322 亿元。最后，在国际化和机构化变迁过程中，换手率走低是长期趋势。从换手倍数角度考虑，以 2017 年为例，各类投资者全年换手倍数分别为：自然人 8.3 倍、一般法人 0.1 倍、沪股通 3.0 倍、专业机构 2.1 倍（其中投资基金 3.0 倍）。自然人换手倍数显著超越其他类投资者。

表 4：上交所各类投资者交易占比

交易占比 (%)		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
上交所	自然人	85.36	84.59	83.52	82.24	85.19	86.19	85.62	82.01
	一般法人	3.82	2.43	2.09	2.46	2.98	2.066	1.41	1.92
	沪股通					0.22	0.56	0.75	1.3
	专业机构	10.82	12.98	14.39	15.3	11.6	10.47	12.21	14.76
	其中：投资基金	7.95	7.67	7.09	6.18	3.99	2.32	3.52	4.15

资料来源：上交所、招商证券

表 5：上交所各类投资者持股市值

持股市值 (亿元)		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
上交所	自然人	32710	25006	26353	29610	51861	63734	56662	59445
	一般法人	86262	78580	84573	86517	135525	151414	143429	172801
	沪股通					865	1248	1711	3322
	专业机构	22463	18586	22596	19817	32323	36680	37257	45294
	其中：投资基金	10168	7381	7901	6177	8288	7416	7201	9145
持股市值占比 (%)		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
上交所	自然人	22%	19%	19%	21%	23%	24%	23%	20%
	一般法人	57%	61%	60%	61%	59%	58%	58%	60%
	沪股通	0%	0%	0%	0%	0%	0%	1%	1%
	专业机构	15%	14%	16%	14%	14%	14%	15%	16%
	其中：投资基金	7%	6%	6%	4%	4%	3%	3%	3%

资料来源：上交所、招商证券

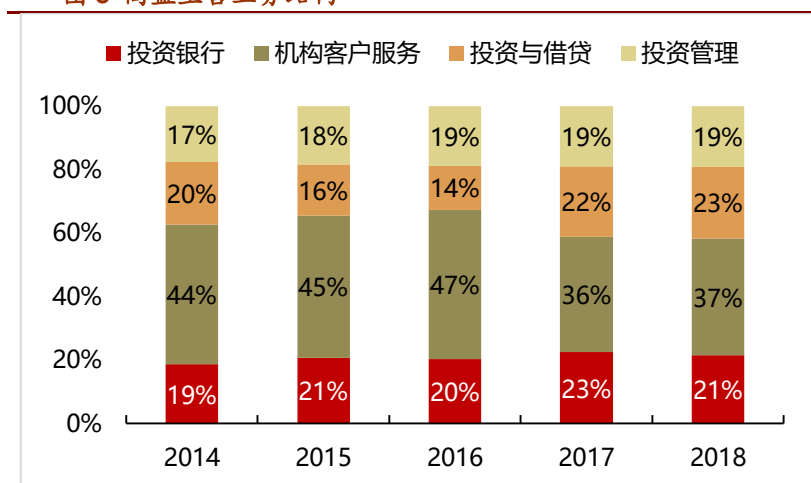
表 6：上交所各类投资者换手倍数

换手倍数		2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
上交所	自然人	8.1	7.0	5.5	7.0	8.7	21.4	8.4	8.3
	一般法人	0.1	0.1	0.0	0.1	0.1	0.2	0.1	0.1
	沪股通					1.1	7.6	3.0	3.0
	专业机构	1.5	1.5	1.2	1.7	1.8	4.4	2.0	2.1
	其中：投资基金	2.4	2.1	1.6	2.1	2.3	4.2	2.8	3.0

资料来源：上交所、招商证券

随着客户结构变迁，机构化和财富管理并行是未来。在 A 股市场向成熟市场发展过程中，换手率走低不可避免，叠加零售经纪业务费率走低，主要依靠单纯提供交易通道的业务模式难以为继。未来，针对机构投资者，提供托管清算、后台运营、研究支持、杠杆融资、证券拆借、资金募集等一站式的主券商服务是大势所趋；针对个人投资者的财富管理转型也势在必行。行业转型的大趋势下，证券公司的收入结构也将发生根本变化。以高盛为例：（1）机构客户服务业务板块是最主要收入来源。2014 年至 2018 年，机构客户服务在营收中的占比分别为 44%、45%、47%、36%和 37%。（2）资产管理业务创收稳定。高盛资产管理规模规模平稳增长，在 2018 年末达到 1.54 万亿美元，营收占比保持在 20%左右。

图 3 高盛主营业务结构



资料来源：公司资料、招商证券

### 3、行业 ROE 提升核心在于 ROA

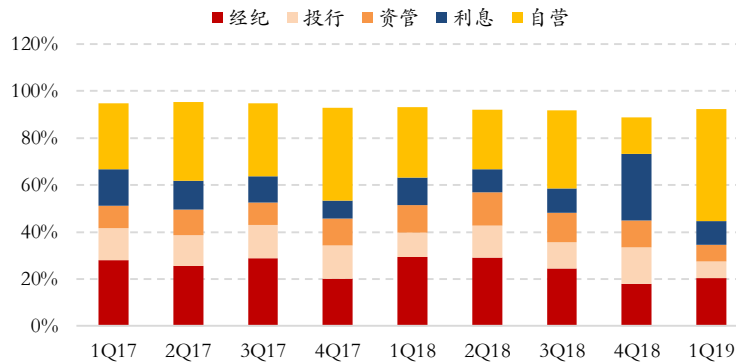
探究行业未来 ROE 提升路径，我们认为关键在于 ROA 的提升。分解 ROE 的构成， $ROE=ROA \times \text{杠杆}$ 。由于证券公司负债成本相对刚性，那么提升 ROA 成为关键。未来提升 ROA 的路径我们依然认为核心变量是政策和市场：(1)传统业务竞争充分的背景下，创新业务是新的增长点。证券公司作为牌照监管金融机构，政策是创新业务发展的核心变量。(2)传统业务 ROA 的弹性完全与市场挂钩。市场繁荣时期资金类业务收益率明显提升，通道类业务也受益于市场活跃度的增加。考虑到负债成本的刚性，证券公司 ROA 的提升将带动杠杆的自然增加。我们期待在政策红利的支持下，资本市场的繁荣推动证券公司的发展。

## 三、当期业绩：投资领航

业绩一季度爆发，二季度承压，市场仍是核心变量。一季度，34 家上市券商合计实现归母净利润 371 亿。采用可比口径，创下 2016 年以来最佳单季度（28 家上市券商合计实现归母净利润 347 亿元）；也是除了 2015 年一季度、二季度和四季度之外，历史第四好单季度。一季度，得益于火爆的权益市场，券商业绩快速爆发。4 月以来权益市场回调，预计行业二季度业绩承压。从当前行业收入结构看，一季度，34 家上市券商经纪、投行、资管、利息净收入以及自营分别占营业收入（剔除其他业务收入）的比例分别为 21%、7%、7%、10%以及 49%。自营业务再次成为第一大收入贡献板块，同时占比几乎与 4Q17（A+H 券商实施新会计准则前最后一个季度，部分可供出售金融资产浮盈集中兑现）相当。因此，影响行业后续业绩表现的核心变量依然是市场。



图 4 上市券商收入结构



资料来源: wind、招商证券

### 1、 资金业务：自营弹性之王，信用呈现弱周期性

一季度，34 家上市券商合计自营收益 417 亿元，环比+327%，同比+145%。自营板块是当前业绩增长主要发动机。从绝对规模来看，今年一季度上市券商自营收益为历史第二好，仅次于 2Q15。从环比、同比改善角度看，自营板块是所有业务板块中改善幅度最大，无愧于弹性之王。从各券商角度看太平洋（94%）、山西（77%）、东北（75%）位列自营占营收比例的前三，小券商权益投资弹性相对更高。全年来看，基于我们对政策以及流动性的相对乐观，看好总体自营收益。

表 7：上市券商自营收益情况与投资资产规模

单位：亿元	自营收益	营收占比	投资资产规模	占净资产比例
中信证券	49.23	50%	2363	150%
海通证券	48.35	63%	1948	159%
广发证券	34.95	52%	921	104%
国泰君安	22.88	35%	1545	121%
华泰证券	22.04	36%	1499	141%
申万宏源	21.17	48%	993	139%
招商证券	20.56	45%	1027	124%
兴业证券	20.50	62%	451	133%
国信证券	16.38	45%	745	136%
中国银河	14.30	40%	739	109%
东方证券	14.19	50%	541	101%
光大证券	13.76	41%	513	105%
长江证券	13.35	56%	406	149%
中信建投	11.22	36%	693	141%
东北证券	10.56	75%	323	209%
东吴证券	8.20	61%	342	163%
西部证券	7.74	65%	267	149%
西南证券	6.99	64%	172	90%
太平洋	6.64	94%	226	220%
财通证券	5.81	49%	217	108%
天风证券	5.50	59%	236	195%
山西证券	5.46	77%	283	225%
华安证券	4.95	50%	169	131%
华西证券	4.77	46%	442	234%

单位：亿元	自营收益	营收占比	投资资产规模	占净资产比例
长城证券	4.71	49%	247	147%
东兴证券	4.69	46%	215	108%
方正证券	4.54	27%	337	88%
第一创业	4.41	55%	181	205%
浙商证券	4.18	49%	242	167%
国金证券	4.06	38%	152	76%
国海证券	3.85	47%	127	92%
国元证券	3.64	38%	193	77%
中原证券	3.41	57%	161	159%
南京证券	1.40	28%	23	21%

资料来源：wind、招商证券

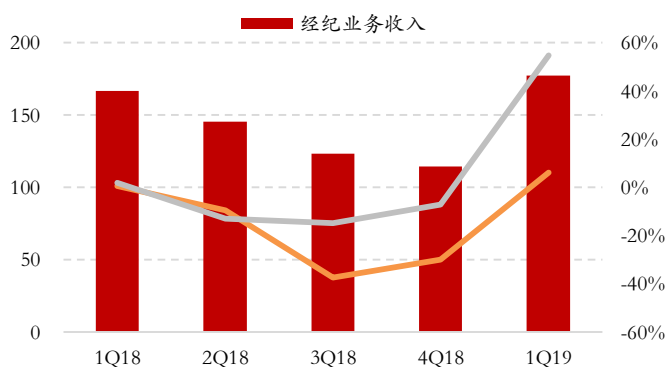
**利息净收入呈现相对弱周期性。**一季度，34家上市券商合计实现利息净收入89亿，环比-51%，同比+32%。利息净收入相对较弱幅度改善的主要原因有四：（1）股票质押业务规模继续收缩，34家上市券商合计买入返售资产规模6115亿，较上年末-15%；（2）两融增速相对滞后于市场表现，一季度末上市券商合计融出资金7560亿元，较上年末+20%；（3）随着权益市场回暖，证券公司自主负债增加导致利息支出大幅提升；（4）财政部年调整金融企业财务报表格式，要求2018年起券商部分债权类自营资产获得的利息收入由投资收益划转至利息净收入，导致4Q18券商利息净收入大幅增加。由于去年全年行业生息资产规模成前高后低走势，我们判断全年利息净收入同比表现有望改善。

## 2、 通道业务：下半年压力相对较小

对于通道业务下半年表现我们依然保持相对乐观态度，主要基于：（1）18年下半年权益市场全面低迷，通道业务收入基数相对较低。（2）政策与流动性预期改善，市场活跃度较二季度有望持续改善。（3）科创板正式推出，为投行业务带来新的收入增长点。

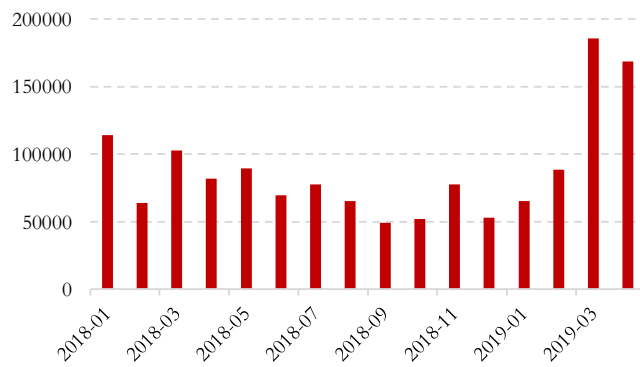
**全年经纪业务预计保持温和增长。**一季度上市券商合计实现收入177亿，环比+55%，同比+6%。与此同时，1-3月全市场日均股基交易量6550亿元，环比+85%，同比+28%。我们认为收入表现相对落后市场的主要原因有二：（1）一季度个人投资者交易活跃度大幅提升，整体佣金率有所下降；（2）经纪业务市场竞争依然激烈，上市券商收入份额受到影响。展望下半年，市场活跃度相较去年同期有望明显改善，看好全年经纪业务板块稳定增长。

图5 经纪业务收入（亿元）



资料来源：wind、招商证券

图6 月度股基交易量（亿元）



资料来源：wind、招商证券

投行业务券商之间分化较大。一季度上市券商合计实现收入63亿，环比-36%，同比+8%。

与此同时，行业一级市场景气度逐步改善，IPO 规模同比-33%，再融资同比+13%，债券承销同比+116%。由于项目投放节奏影响，上市券商之间分化较大：(1) 从绝对规模看中信(9.9 亿)、建投(6.6 亿)、海通(5.9 亿)位居前三；(2) 环比维度看，长城(+101%)、西部(98%)、申万(+18%)位居前三；(3) 同比维度看，光大(317%)、国海(172%)、一创(169%)。展望下半年，我们预计投行业务景气度有望持续改善。一方面科创板将正式推出。另一方面，近期主板市场审核过会率有明显提升，IPO 常态化进程继续。

表 8：上市券商投行业务收入情况

	投行收入 (亿元)	环比	同比
光大证券	4.02	-13%	317%
国海证券	0.52	-57%	172%
第一创业	0.86	-15%	169%
国金证券	1.46	-66%	92%
华安证券	0.13	-72%	72%
申万宏源	2.78	18%	66%
西部证券	1.17	98%	56%
长城证券	1.57	101%	53%
长江证券	2.35	15%	46%
天风证券	1.48	-35%	41%
中原证券	0.21	-71%	35%
中信证券	9.89	-18%	34%
山西证券	0.47	-69%	28%
西南证券	0.90	-40%	27%
方正证券	0.75	-47%	26%
东吴证券	1.05	-62%	23%
财通证券	0.48	-40%	20%
东兴证券	1.78	16%	19%
东方证券	2.83	-19%	11%
海通证券	5.85	-56%	2%
中信建投	6.56	-41%	1%
太平洋	0.14	-78%	-2%
招商证券	3.41	-19%	-4%
国元证券	0.97	-12%	-11%
广发证券	3.07	6%	-14%
国泰君安	3.79	-34%	-15%
国信证券	2.43	-16%	-28%
东北证券	0.42	-51%	-29%
南京证券	0.34	7%	-30%
华西证券	0.18	-78%	-30%
中国银河	1.03	-9%	-30%
华泰证券	2.48	-64%	-39%
兴业证券	1.05	-68%	-43%
浙商证券	0.07	-91%	-91%

资料来源：wind、招商证券

资管业务方面，主动管理转型继续，券商间分化加大。一季度上市券商合计实现资管业务收入 61 亿，环比-8%，同比-16%。一季度资管业务承压主要由于：(1) 资管业务主动管理转型过程中通道业务规模收缩产生一定影响；(2) 业绩报酬以及分红产生扰动。展望下半年，我们判断随着外部市场环境改善，券商内部主动管理转型深入，行业领先者创收能力有望继续增强。

## 四、投资建议

### 1、盈利预测

我们预计 19 年全年行业实现营业收入 3887 亿元，同比+46%；净利润 1166 亿元，同比+75%。其中，经纪业务 885 亿元，同比+42%；投行 458 亿元，同比+24%；资管 319 亿元，同比+4%；利息净收入 216 亿元，同比+1%；自营收益 1644 亿元，同比+105%。

主要假设包括：

- (1) 市场指数平稳上行，上证综指年末达 3242 点左右
- (2) 自营规模保持稳定；全年收益率+9%
- (3) 全年日均股基交易量 6500 亿元。佣金率下降 10%，达 2.8%
- (4) 两融余额年末 9067 亿元，日均表内股票质押规模 7400 亿元；两融利率 7.8%，股质利率 5.5%
- (5) 包括科创板在内，IPO 规模+20%；再融资规模+3%；债券承销规模+28%；相关费率基本不变
- (6) 资管方面，集合下降 10%，定向下降 30%；专项（ABS）和直投规模分别增长 20%、30%；相关费率基本不变

表 9：证券行业盈利预测

亿元	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经纪业务收入	1049	2691	1053	821	623	885	992	951
投行业务收入	309	532	684	510	370	458	549	642
资管业务收入	124	275	296	344	307	319	422	495
利息净收入	446	591	382	348	215	216	285	297
自营收益	710	1414	568	861	800	1644	1106	1316
其他业务收入	-37	249	296	230	348	365	530	874
营业收入	2603	5752	3280	3113	2663	3887	3884	4576
净利润	966	2,448	1,234	1,130	666	1,166	1,437	1,693
ROE	10.5%	16.9%	7.5%	6.5%	3.6%	6.1%	7.0%	7.3%
营收净利率	37.1%	42.6%	37.6%	36.3%	25.0%	30.0%	37.0%	37.0%

资料来源：wind、招商证券

### 2、估值情况

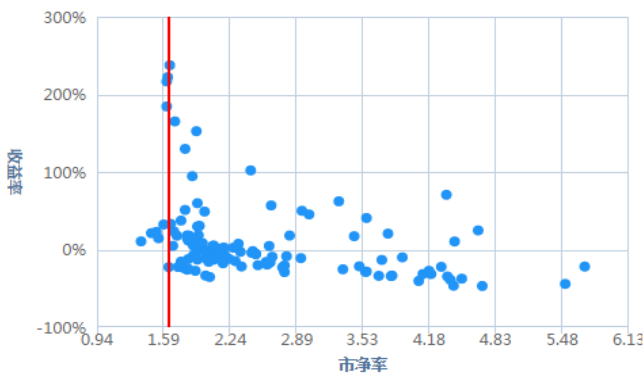
当前板块估值相对安全，未来机会大于风险。一方面，目前证券板块估值 1.66X18 年 PB，处于 2016 年以来行业估值中位数之下。从三年以来统计，当前估值水平未来一年收益率相对可观。剔除 2018 年市场对于股票质押风险恐慌性担忧时期，券商个股出现极端破净的情形，板块估值没有跌破 1.5 倍历史 PB 的情形。另一方面，目前估值较 4 月初高点 2.08X18 年 PB 已经回落 20% 有余，年初以来快速上涨的风险已有消化。

图 7 2016 年以来证券行业 PB-band



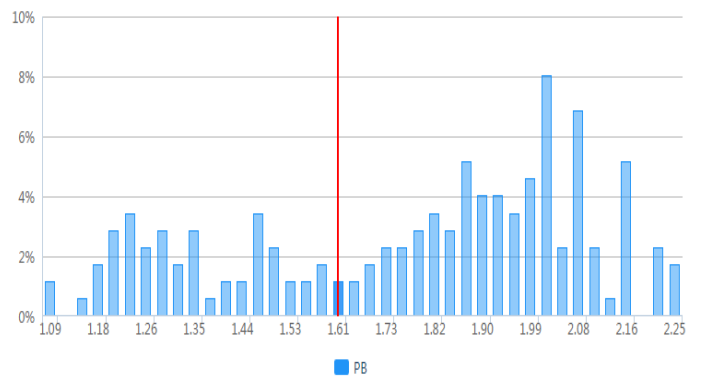
资料来源：wind、招商证券

图 8 历史估值对应未来 1 年收益率统计



资料来源：wind、招商证券

图 9 PB 估值频率分布直方图



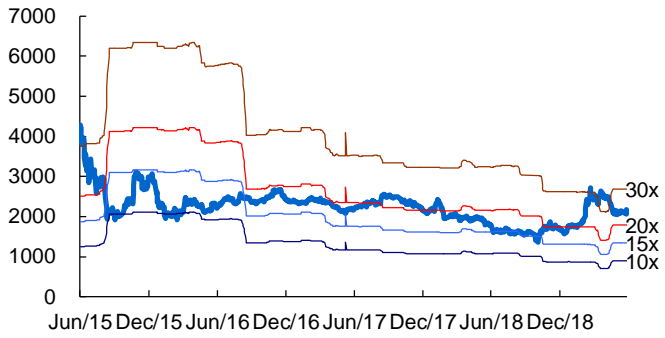
资料来源：wind、招商证券

### 3、 投资建议

**我们维持行业推荐评级。**目前券商政策和流动性两大核心催化剂确定性都较为明朗。政策方面，科创板开板进入最后几个环节，市场情绪有望升温，交易监管有望转暖；流动性方面，中美关系的不确定性将刺激货币政策的宽松预期，“包商事件”的爆发同样需要靠流动性来托平短期阵痛。回顾历史，券商股的明显表现，均伴随着这两方面因素的积极刺激。当前证券板块估值水平已较年内高点回落超过 20%至 1.66XPB，剔除 2018 年市场恐慌性担忧股票质押风险严重伤害券商资产负债表的情形，目前估值属于底部中枢之下水平，安全性较高，存在难得的交易性投资机会。综合考虑行业机会、公司本身资本势力、客户基础以及对转型机遇的把握能力，个股方面我们强烈推荐华泰证券(PB 1.49X)。

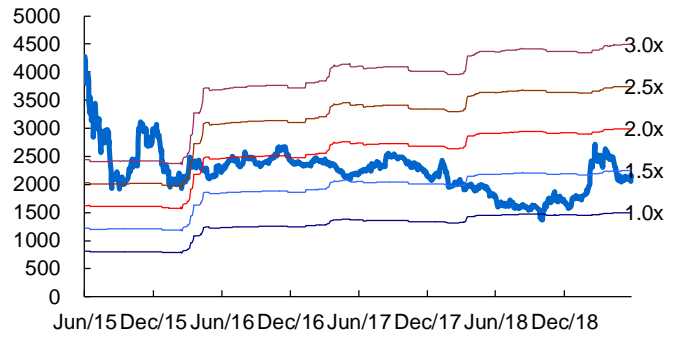
**风险提示：**市场活跃度低迷；监管超严，政策复苏不达预期。

图 10: 证券行业历史PEBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 11: 证券行业历史PBBand



资料来源: 贝格数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

郑积沙，非银金融行业首席分析师，美国纽约大学硕士。7年证券从业经历。2015年获得金牛奖第5名（团队），2017年新财富第7名，2018年金牛奖第3名。

## 投资评级定义

### 公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

### 公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

### 行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。