



国开证券
CHINA DEVELOPMENT BANK SECURITIES

6月业绩环比下滑 理性看待质押风险

——证券Ⅱ(073401)行业月度报告

2018年07月12日

分析师:

程凌

执业证书编号: S1380515080001

联系电话: 010-88300845

邮箱: chengling@gkzq.com.cn

证券Ⅱ(073401)与上证综指走势图



行业评级

强于大市(维持)

相关报告

- 1.《资管新规落地 开启统一新时代——<关于规范金融机构资产管理业务的指导意见>点评》20180503
- 2.《业绩表现欠佳 关注创新催化——证券Ⅱ(073401)行业一季报综述》20180509
- 3.《创新环境改善 龙头优势明显——证券Ⅱ(073401)行业月度报告》20180511
- 4.《支持新经济 投行业务面临转型——证监会发布<存托凭证发行与交易管理办法(试行)>等文件点评》20180608
- 5.《5月业绩环比改善 关注CDR持续影响——证券Ⅱ(073401)行业月度报告》20180611

- 内容提要
- 截止7月11日,上市券商均公布了6月业绩,受市场环境影响,行业营业收入和净利润环比分别下降了13.1%和33.8%。
- 从市场环境来看,6月两市日均成交额环比继续减少15%,两融余额持续下跌,多家上市公司发布补充质押公告,沪深300和创业板指均出现大幅回调,券商多个业务条线承压。中债全指6月上漲0.67%,部分缓解自营压力。
- 投行业务方面,工业富联和宁德时代两家独角兽成功上市,体现了当前制度对新经济的支持。增发仍处于低位。小米集团撤回CDR发行申请,CDR推进不及预期。债券承销方面,市场承销规模环比回升,资产支持证券贡献大部分增量。
- 资管业务方面,集合资管产品发行再创新低,资管新规影响持续体现。
- 当前板块估值已经达到历史低点,多家券商破净。近期板块估值低迷与市场对于质押业务风险的担忧有关,但是我们认为质押业务风险可能被市场高估。(1)券商作为质权人出现亏损的概率并不高;(2)券商计提的资产减值损失随着市场价格回升可以转回;(3)券商当期利润为业务风险提供缓冲,不会直接影响净资产。
- 当前市场环境下券商增长预期较差,保持低估值有一定的合理性。但是,券商风控严格,资产明晰,没有隐形负债,经纪、投行、资管等轻资产业务不占用资本,估值破净或为市场过度反应。我们认为跌破净资产之后的券商股安全边际凸显,短期建议关注海通证券。长期来看,在金融对外开放的整体布局下,监管层培育具有国际竞争力的大型综合券商的导向日益明确,龙头券商先发优势明显,建议关注中信证券。
- 风险提示:国内外证券市场系统性风险;证券行业相关政策出现重大调整变化;行业创新转型不及预期;业绩增长不及预期。

1、6月上市券商业绩回顾

截止7月11日，32家上市券商均公布了6月经营业绩。6月上市券商共实现营业收入125.9亿元，净利润37.9亿元，环比分别下降了13.1%和33.8%。近期市场持续下跌，券商多个业务条线承压，经纪业务表现低迷，质押业务和自营业务计提减值准备，直接影响了当期利润。其中，中信证券6月实现营业收入20亿元，业内遥遥领先，龙头地位凸显。

剔除未公布同期数据的华安证券等5家券商，扣除华泰证券子公司分红和国泰君安出售国联安股权对利润表的影响，上半年上市券商母公司营业收入和净利润分别同比下降16.4%和28.8%，仅太平洋一家出现亏损。不过，随着券商综合化经营和专门子公司的设立，母公司业绩代表性显著下降，中报业绩可能与母公司表现出现偏离，后续仍需充分关注。

2、6月市场环境

从市场环境来看，6月两市日均成交额仅为3471亿元，环比减少14.6%，达到近两年的最低水平。随着市场低迷，沪深两市融资余额出现持续下滑，融券余额稳步上升。质押回购业务风险开始暴露，多家上市公司补充质押，导致业务笔数环比大幅增加，但是补充质押不涉及新的融资安排，因此参考市值增幅并不明显。自营业务方面，6月沪深300和创业板指均出现大幅回调，中债全指上涨0.67%，表现分化，权益自营配置比例较高的券商压力更明显。

投行业务方面，6月共完成9家IPO，募集资金404亿元，其中工业富联募资271亿元，宁德时代募资55亿元，两家独角兽公司的发行充分体现了当前发行上市制度对新经济的支持。增发业务方面，6月增发融资金额略有回暖，但是总体增发规模仍处低位。此外，备受瞩目的CDR发行推进不及预期，小米集团于6月19日撤回了申请，目前已经登陆港股市场，但仍未公布重启CDR计划。小米事件的矛盾焦点是商业模式，实际反映了双方在估值领域的分歧，这一分歧仍没有得到很好解决，预计后续拟发行CDR的企业也会根据自身情况调整发行计划。债券承销方面，6月市场承销规模环比回升，资产支持证券贡献了大部分增量。

资管业务方面，集合资管产品发行再创新低，资管新规影响持续体现。

3、投资建议

6月板块估值继续下探，当前板块估值已经达到历史低点，多家券商破净。近期板块估值低迷与市场对于质押业务风险的担忧有关，但是我们认为质押业务的风险可能被市场高估。首先，从质押业务规则设计来看，股东作为出质人承担了大部分风险，质权人券商出现亏损的概率并不高。如果按照质押率50%，警戒线150%，平仓线130%，融资利率8%计算，当价格下跌19%时会触及警戒线，下跌30%时会触及平仓线，触及平仓线后距离券商的盈亏平衡点仍有近30%的空

间。其次，质押业务对券商的利润影响是暂时的，券商计提的资产减值损失随着市场价格回升可以转回。第三，即便出现风险事件，券商当期利润首当其冲，当期利润全部被侵蚀后才会进一步影响净资产，沪深交易所反馈显示，目前股权质押融资日均处置情况与往年相比并没有明显变化，因此我们判断质押业务风险不会传导到净资产。

当前市场环境下券商增长预期较差，保持低估值有一定的合理性。但是，券商风控严格，资产明晰，没有隐形负债，经纪、投行、资管等轻资产业务不占用资本，估值破净或为市场过度反应。我们认为跌破净资产之后的券商股安全边际凸显，短期建议关注海通证券。长期来看，在金融对外开放的整体布局下，监管层培育具有国际竞争力的大型综合券商的导向日益明确，龙头券商先发优势明显，建议关注中信证券。

表 1: 上市券商 6 月业绩概览 (单位: 亿元)

	券商名称	1-6 月累计金额		累计同比		6 月单月金额		单月环比	
		营业收入	净利润	营业收入 (%)	净利润 (%)	营业收入	净利润	营业收入 (%)	净利润 (%)
1	中信证券	96.4	39.4	17.5	20.4	20.2	7.5	43.5	60.1
2	国泰君安	85.9	35.2	5.6	-8.3	12.7	5.3	-9.2	1.6
3	华泰证券	55.4	32.3	-23.5	-26.4	6.0	2.6	-18.8	-4.9
4	海通证券	53.7	30.7	-15.9	-12.0	7.6	3.5	-42.6	-60.3
5	广发证券	51.6	22.0	-22.7	-23.2	9.3	3.4	-2.6	-22.8
6	申万宏源	48.9	20.6	12.4	20.5	12.1	5.3	115.7	125.6
7	国信证券	40.5	12.5	-22.3	-36.1	4.4	1.4	-30.0	-4.3
8	招商证券	37.3	14.2	-14.0	-19.8	3.5	0.4	-57.5	-88.3
9	中国银河	35.1	10.9	-27.7	-41.1	1.8	-0.9	-75.4	-137.3
10	兴业证券	23.6	10.7	-20.3	-10.9	9.0	5.3	38.8	40.1
11	光大证券	23.5	6.4	-7.3	-46.9	1.7	-1.0	-69.4	-154.0
12	长江证券	17.2	3.7	-16.9	-49.4	0.9	-0.7	-69.8	-185.6
13	国金证券	15.1	4.5	-19.3	-15.0	1.7	0.5	-37.8	-14.8
14	财通证券	14.2	5.2	-	-	1.9	1.0	-29.7	102.6
15	西南证券	13.7	3.4	6.6	-16.2	2.9	-0.6	32.4	-182.7
16	东兴证券	13.2	5.2	-1.6	-8.3	2.5	0.5	7.5	-46.0
17	华西证券	13.0	5.2	-	-	1.7	0.6	-15.0	-18.8
18	方正证券	12.8	0.8	-32.9	-87.6	1.2	-1.5	-40.9	-752.2
19	东方证券	11.1	1.0	-59.9	-92.7	2.3	0.7	-66.9	-80.2
20	西部证券	10.5	2.8	-20.5	-38.8	1.8	0.0	-8.7	-107.9
21	中信建投	-	-	-	-	10.1	3.5	-	-
22	东吴证券	9.7	0.9	-32.4	-76.2	1.6	-0.5	10.6	-519.9
23	浙商证券	9.7	3.5	243.6	305.5	1.3	0.7	-37.4	2.0
24	国元证券	9.0	1.6	-31.5	-60.6	1.1	0.1	-32.9	-62.4
25	东北证券	8.1	1.5	-6.5	-39.5	1.7	0.4	46.7	173.9
26	华安证券	6.9	2.2	-	-	1.5	0.4	58.9	75.2
27	山西证券	6.1	1.8	-27.4	-43.8	1.1	0.5	211.5	280.2
28	第一创业	6.0	1.7	-2.3	-24.2	0.7	0.1	129.1	165.2
29	国海证券	5.4	0.3	-48.3	-91.1	0.4	-0.3	267.0	46.8
30	中原证券	5.3	0.9	-17.3	-49.0	0.5	-0.4	-55.7	-234.2

31	太平洋	4.5	-1.2	30.8	-18.0	0.7	0.2	214.3	109.2
32	南京证券	-	-	-	-	1.2	0.1	-	-
	合计	753.2	283.1	-16.4	-28.8	125.9	37.9	-13.1	-33.8

资料来源：公司公告，Wind，国开证券研究部

表 2：重点公司估值情况

	收盘价 (元)	BPS 一致预期 (元/股)			PB (倍数)			EPS 一致预期 (元/股)			PE (倍数)		
		2018/7/12	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E	2018E	2019E
中信 证券	16.58	13.16	14.08	15.17	1.26	1.18	1.09	1.07	1.22	1.37	15.49	13.59	12.07
海通 证券	9.36	11.13	12.08	13.29	0.84	0.78	0.70	0.82	0.91	1.02	11.47	10.24	9.19

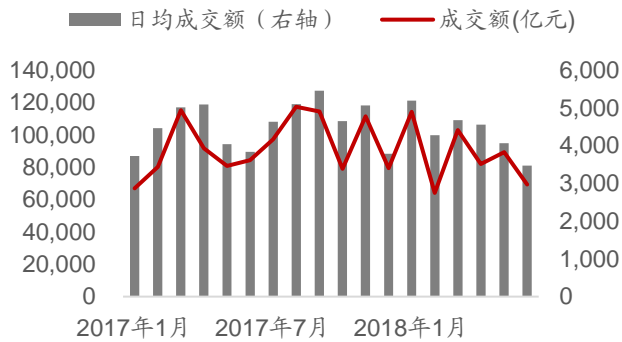
注：上述公司2018-2020年BPS、PB、EPS、PE系Wind一致预期。

资料来源：Wind，国开证券研究部

4、风险提示

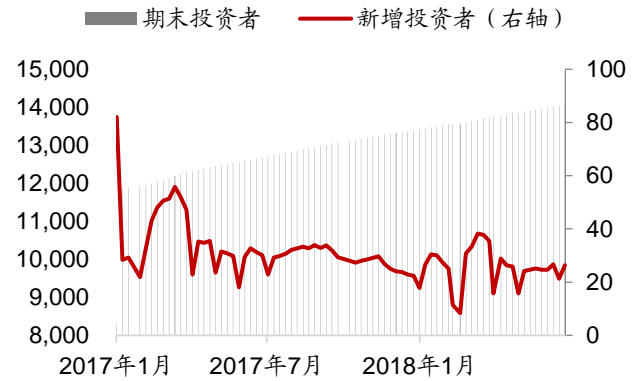
国内外证券市场系统性风险；证券行业相关政策出现重大调整变化；行业创新转型不及预期；业绩增长不及预期。

图 1: 月度股票市场成交情况



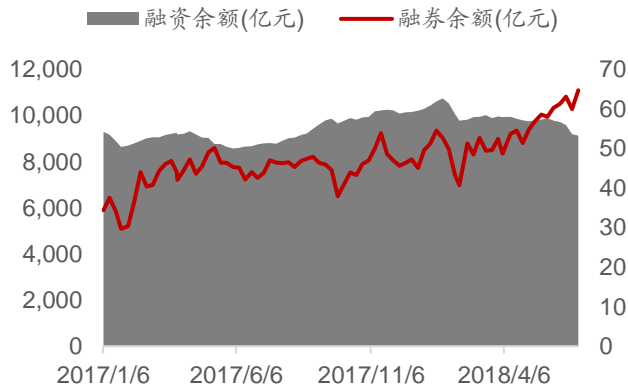
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 2: 投资者开户统计 (单位: 万)



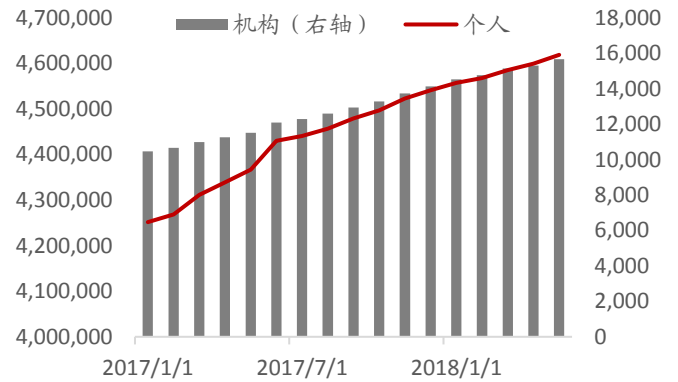
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 3: 截止 6 月末融资融券余额



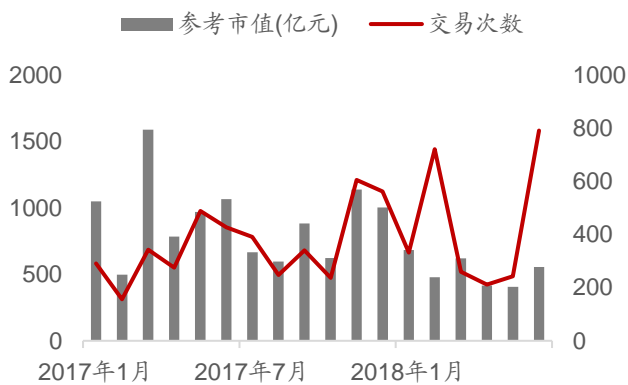
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 4: 信用账户总数



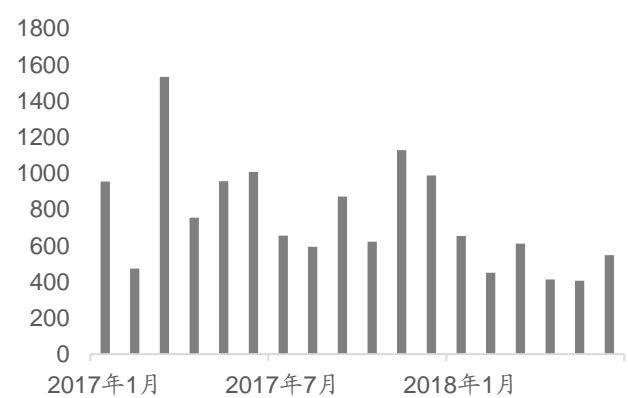
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 5: 股票质押式回购情况



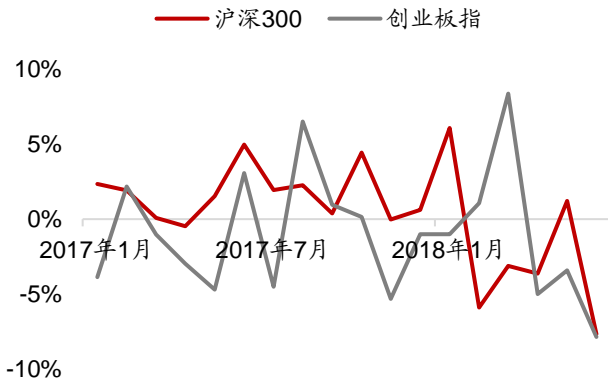
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 6: 未解押交易参考市值 (单位: 亿元)



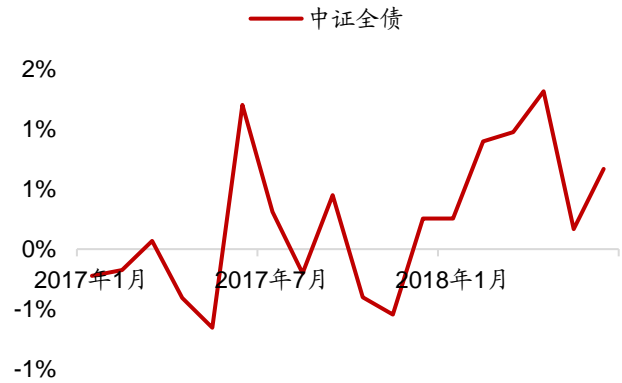
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 7: 月度主要股票指数涨跌幅



资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 8: 月度主要债券指数涨跌幅



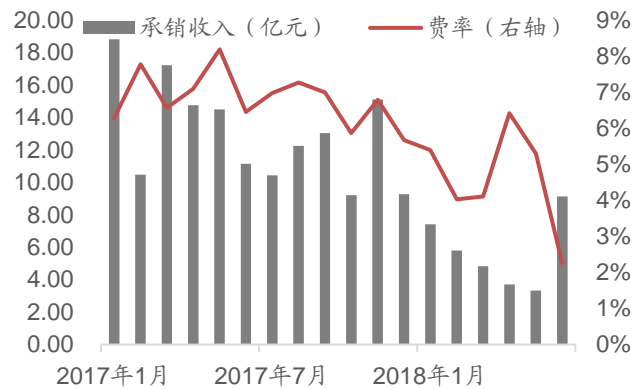
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 9: IPO 基本情况



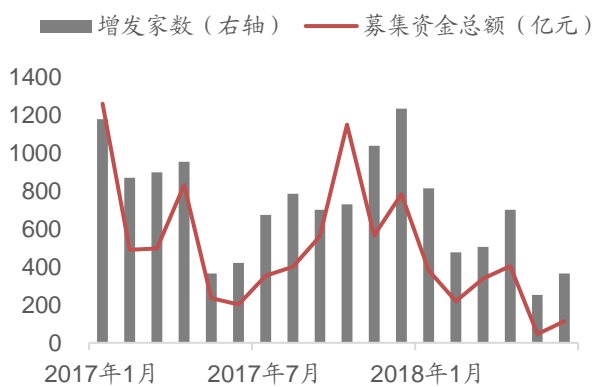
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 10: 券商 IPO 收入情况



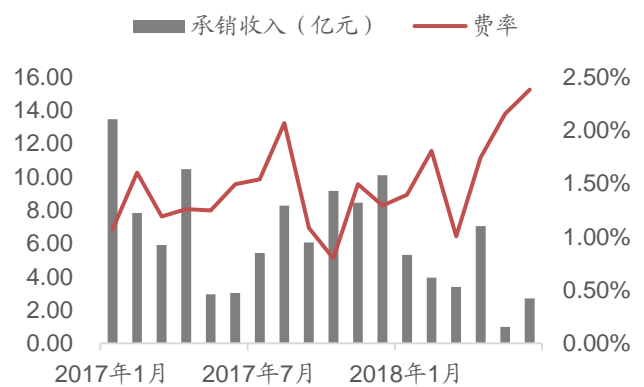
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 11: 现金增发基本情况



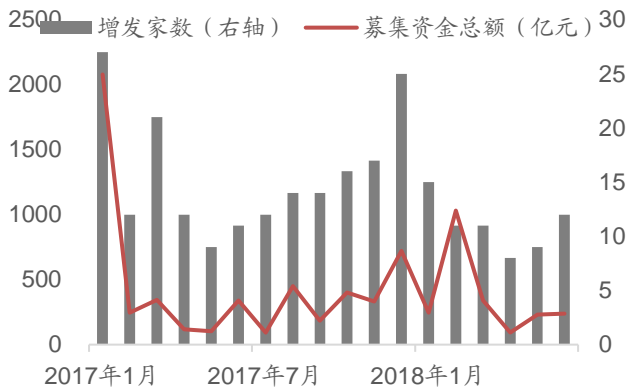
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 12: 券商现金增发收入情况



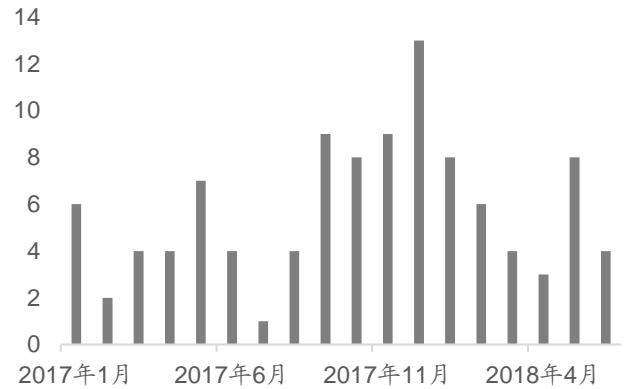
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 13: 资产认购增发基本情况



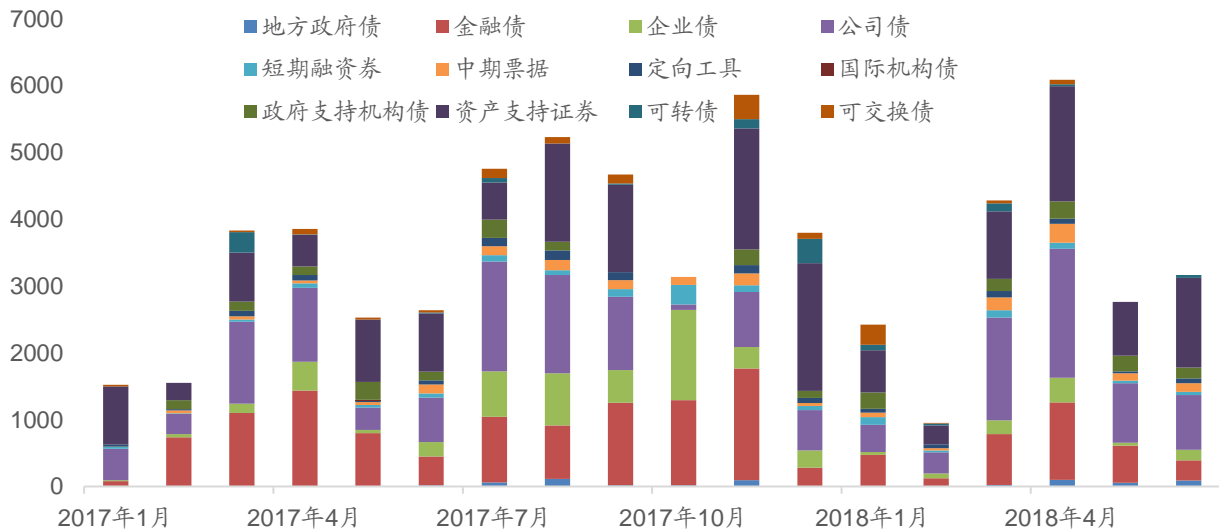
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 14: 其他重大资产重组项目 (单位: 个)



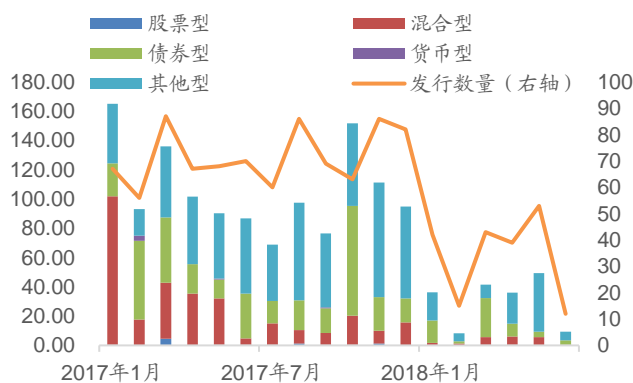
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 15: 券商债券承销情况 (单位: 亿元)



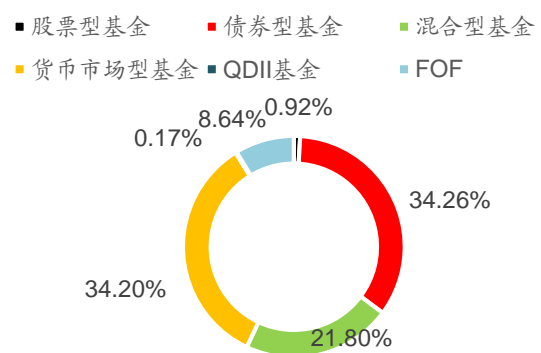
资料来源: Wind, 国开证券研究部

图 16: 券商集合理财发行情况 (单位: 亿份)



资料来源: iFind, 国开证券研究部

图 17: 券商目前在管资产分类 (7月10日)



资料来源: iFind, 国开证券研究部

分析师简介承诺

程凌，金融地产行业分析师，北京大学财政学硕士，2013年进入国开证券股份有限公司研究部。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册登记为证券分析师，保证报告所采用的数据均来自合规公开渠道，分析逻辑基于作者的专业与职业理解。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，研究结论不受任何第三方的授意或影响，特此承诺。

国开证券投资评级标准

■ 行业投资评级

强于大市：相对沪深300 指数涨幅10%以上；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

弱于大市：相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 短期股票投资评级

强烈推荐：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅20%以上；

推荐：未来六个月内，相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：未来六个月内，相对沪深300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

回避：未来六个月内，相对沪深300 指数跌幅10%以上。

■ 长期股票投资评级

A：未来三年内，相对于沪深300指数涨幅在20%以上；

B：未来三年内，相对于沪深300指数涨跌幅在20%以内；

C：未来三年内，相对于沪深300指数跌幅在20%以上。

免责声明

国开证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，具有证券投资咨询业务资格。

本报告仅供国开证券股份有限公司（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。

本报告信息均来源于公开资料，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。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。

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或询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。本公司及分析师均不会承担因使用报告而产生的任何法律责任。客户（投资者）必须自主决策并自行承担投资风险。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国开证券”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

国开证券研究部

地址：北京市阜成门外大街29号国家开发银行8层