

政策风险边际改善 重视底部价值机会
2018年07月25日
评级 同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
证券	5.39	-13.51	-27.96
沪深300	0.60	-6.45	-3.71

杨莞茜
分析师

 执业证书编号: S0530516080001
 yangwq@cfzq.com

0731-84779576

相关报告

- 《证券: 证券行业6月报: 市场承压券商破净看好龙头配置机会》 2018-06-25
- 《证券: 证券行业4月业绩点评: 业绩环比冲高回落, 大小券商分化持续》 2018-05-14
- 《证券: 证券行业12月业绩点评: 环比大幅提升 全年同比微降》 2018-01-16

重点股票	2017E		2018E		2019E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
华泰证券	1.3	11.88	1.14	13.54	1.31	11.79	推荐
中信证券	0.94	17.9	1.07	15.73	1.22	13.8	谨慎推荐
兴业证券	0.34	15.5	0.39	13.51	0.41	12.85	推荐
海通证券	0.75	12.52	0.82	11.45	0.88	10.67	谨慎推荐
国泰君安	1.13	12.97	1.16	12.64	1.2	12.22	谨慎推荐
广发证券	1.13	11.73	1.1	12.05	1.18	11.23	谨慎推荐
光大证券	0.65	16.63	0.7	15.44	0.72	15.01	谨慎推荐

资料来源: 财富证券

投资要点:

- 板块行情表现: 6月上证综指下跌-6.38%; 中小板、创业板下跌-6.95%、-6.92%。申万非银金融板块当月下跌-6%, 跑赢市场0.37个百分点, 在申万28个一级行业中排名第7位。券商子板块当月下跌-8.34%, 截至2018年7月20日, 板块累计下跌幅度达-22%。个股方面, 除当月上市新股南京证券(98.72%)、以及方正证券(15.54%)、第一创业(2.27%)上涨之外, 其他均有所下跌。
- 行业数据: 1) 证券公司6月经营业绩不佳。29家可比券商(合并报表)共计实现营业收入137.13亿元, 环比-6.0%, 同比下-40.5%。实现归母净利润51.06亿元, 环比-21.2%, 同比-55.4%。券商受6月市场环境恶化影响较大, 单月业绩在上半年仅高于春节2月; 考虑有上半年部分业务确认收入的因素, 故6月实际降幅更大。2) 2018年1-6月可比券商累计营业收入832.04亿元, 同比-12%; 累计净利润368.13亿元, 同比-32.4%, 降幅较前5月有所收窄。净资产为1.31万亿元, 较年初下降0.96%; 年化ROE约为5.98%, 较2017年末8.03%下降明显。3) 从交易环境来看, 上半年市场交易清淡、两融持续走低、投行融资增减互现、资管规模下降、自营浮亏。
- 投资建议: 本轮券商估值下杀的核心, 一方面在于市场对信用风险、流动性的担忧。《资管业务新规》和《理财新规》出台后, 放松对非标投资的监管约束, 引导银行理财资金投资到股市中去, 同时过渡期采取柔性安排, 缓解非标处置压力、减少市场波动。我们认为非标业务空间逐步恢复, 市场流动性压力有望逐步缓解, 政策环境边际改善。另外一方面, 基本面上市场对行业多项核心指标趋势仍然向下仍有担忧。但从上半年经营数据来看, 即使外部经营环境趋弱, 券商利润集中度明显提升, “头部券商”的效应显现, 大综合型券商政策红利及资源优势明显。券商板块当前估值处于历史底部, 大型券商的市净率1.28X, 建议重视底部配置机会。

➤ 风险提示：行业政策风险；业务开展不及预期；市场大幅调整。

内容目录

1 市场行情回顾	3
2 行业数据	4
3 投资建议	7
4 行业信息	8

图表目录

图 1：申万一级行业涨跌幅（%）	3
图 2：证券行业单月涨跌幅（%）	3
图 3：证券 PB 估值走势	4
图 4：券商利润集中度大幅提升	7
表 1：个股涨跌幅排名	3
表 2：证券 PB 估值	3
表 3：上市券商 2018 年 6 月经营情况	5
表 4：2018 年上半年上市券商经营情况	6

1 市场行情回顾

6月市场大幅走低，上证综指跌破3000点后一路下探至2847点，当月下跌-6.38%，创下全年仅次于2月的最大降幅；中小板、创业板下跌-6.95%、-6.92%。申万非银金融板块当月下跌-6%，跑赢市场0.37个百分点，在申万28个一级行业中排名第7位。券商子板块当月下跌-8.34%，截至2018年7月20日，板块累计下跌幅度达-22%。

图1：申万一级行业涨跌幅（%）

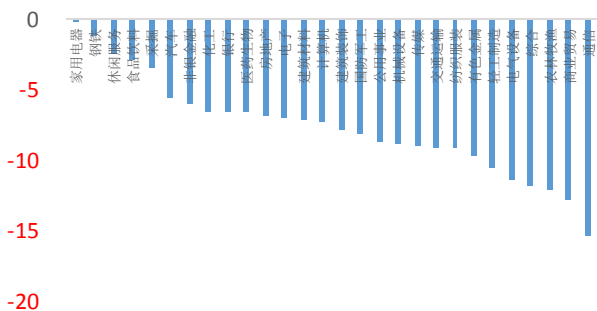
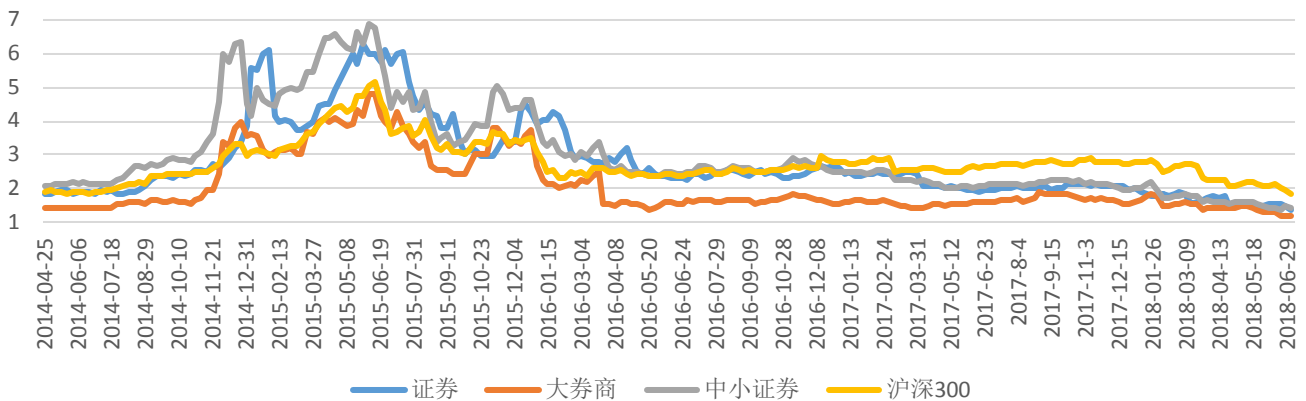


图 3：证券 PB 估值走势



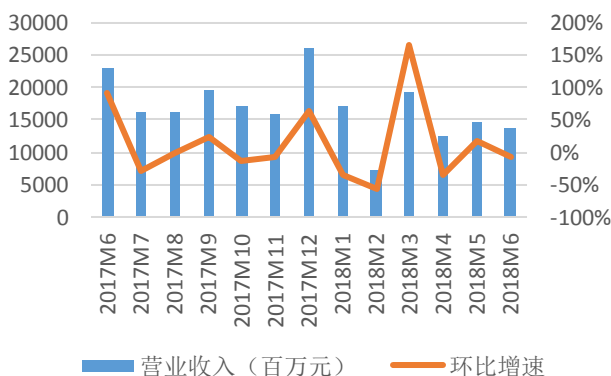
资料来源：财富证券

2 行业数据

证券公司 6 月经营业绩不佳，净利润同比-55.4%。上市券商公布 2018 年 6 月业绩，29 家可比券商（合并报表）共计实现营业收入 137.13 亿元，环比下降-6.0%，同比下降-40.5%。实现归母净利润 51.06 亿元，环比下降-21.2%，同比下降-55.4%。券商受 6 月市场环境恶化影响较大，单月业绩在上半年仅高于春节 2 月；考虑有上半年部分业务确认收入的因素，故 6 月实际降幅更大。

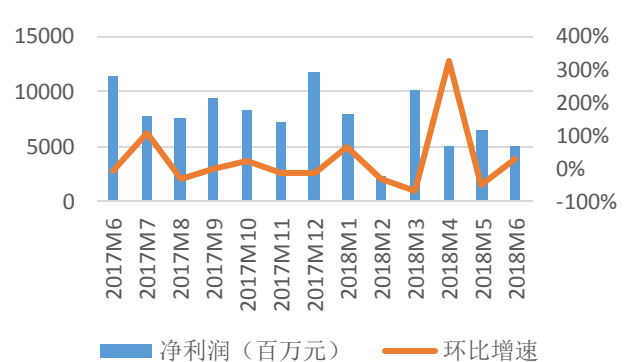
从单个券商看，当月营收、净利润环比上升的券商共有 10 家，9 家券商出现单月亏损。收入方面，第一创业（126%）、申万宏源（93%）、华安证券（59%）、东北证券（51%）、中信证券（42%）增幅较大。中国银河（-61%）、长江证券（-56%）、中原证券（-56%）、光大证券（-57%）、招商证券（-49%）降幅较大。净利润方面，申万宏源（97%）、太平洋（109%）、山西证券（183%）、第一创业（110%）、华安证券（75%）增幅较大；业绩降幅较大的为方正证券（-616%）、东吴证券（-520%）、中原证券（-234%）、长江证券（-184%）、西南证券（-183%）。

图 4：可比券商单月营收及增速



资料来源：财富证券

图 5：可比券商单月净利润及增速



资料来源：财富证券

表 3：上市券商 2018 年 6 月经营情况

券商名称	营业收入			净利润		
	数值 (百万 元)	环比 (%)	同比 (%)	数值 (百万 元)	环比 (%)	同比 (%)
中信证券	2135.92	42%	5%	798.86	63%	-10%
广发证券	1133.91	8%	-22%	459.85	-8%	-32%
海通证券	759.39	-46%	-54%	759.39	-46%	-54%
华泰证券	977.87	-5%	-38%	977.87	-5%	-38%
招商证券	475.35	-49%	-58%	101.62	-74%	-67%
光大证券	259.57	-57%	-67%	-63.43	-130%	-117%
长江证券	147.37	-56%	-80%	-68.99	-184%	-120%
国元证券	112.61	-33%	-65%	10.10	-62%	-92%
西南证券	284.52	32%	-38%	-63.98	-183%	-125%
申万宏源证券	1305.75	93%	-20%	557.73	97%	-23%
太平洋	69.78	14%	-66%	14.92	109%	-88%
东北证券	190.14	51%	-27%	46.20	93%	-34%
国金证券	170.02	-38%	-43%	49.89	-15%	-36%
兴业证券	919.34	33%	43%	532.67	31%	129%
山西证券	120.07	173%	-50%	40.87	183%	-52%
方正证券	211.61	-30%	-69%	-145.93	-616%	-153%
国海证券	35.82	267%	-81%	-27.24	47%	-154%
东吴证券	162.31	11%	-64%	-47.59	-520%	-178%
西部证券	178.56	-9%	-48%	-4.37	-108%	-103%
国信证券	439.62	-30%	-58%	144.39	-4%	-67%
东方证券	610.28	-36%	-51%	246.25	-46%	-59%
东兴证券	246.66	8%	-12%	48.58	-46%	-62%
国泰君安	1710.78	7%	-35%	680.56	21%	-40%
安信证券	330.91	20%	-50%	76.73	21%	-71%
第一创业	75.88	126%	-63%	3.22	110%	-96%
华安证券	146.75	59%	-43%	43.22	75%	-64%
中原证券	48.31	-56%	-75%	-41.55	-234%	-171%
中国银河	304.29	-61%	-72%	-90.31	-135%	-122%
浙商证券	149.67	-34%	-53%	66.49	2%	-35%

资料来源：财富证券

2018 年上半年券商业绩承压, 累计净利润同比-32.4%。2018 年上半年, 29 家可比券商累计营业收入 832.04 亿元, 同比-12%; 累计净利润 368.13 亿元, 同比-32.4%, 降幅较前 5 月有所收窄。净资产为 1.31 万亿元, 较年初下降 0.96%; 年化 ROE 约为 5.98%, 较 2017 年末 8.03% 下降明显。大券商年化 ROE 均高于行业平均, 其中华泰证券 (16.4%)、海通证券 (10.3%) ROE 高于 10%; 中小券商中兴业证券 (7.24%) ROE 领先。

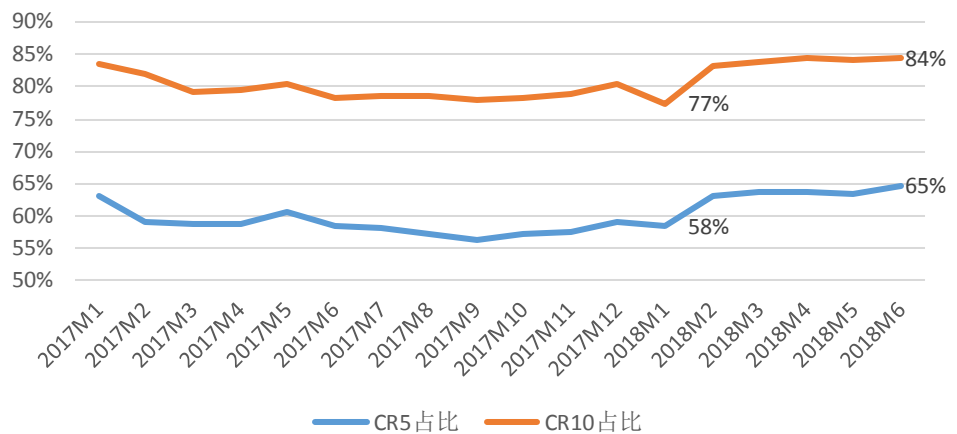
表 4：2018 年上半年上市券商经营情况

证券公司	营业收入 (百万 元)	同比	净利润 (百万 元)	同比	净资产 (亿 元)	较年初增长	年化 ROE
中信证券	10295	16%	4156	20%	1279	-1%	6.50%
广发证券	5900	-21%	2601	-22%	792	-2%	6.57%
海通证券	5637	-17%	5637	-17%	1100	-1%	10.25%
华泰证券	7471	-20%	7471	-20%	910	2%	16.42%
招商证券	4349	-10%	1752	-16%	769	-2%	4.56%
光大证券	2662	-5%	757	-41%	495	-1%	3.06%
长江证券	2082	-17%	408	-56%	274	1%	2.98%
国元证券	903	-32%	159	-61%	237	-3%	1.34%
西南证券	1366	7%	342	-16%	188	-3%	3.65%
申万宏源证券	5522	7%	2290	12%	689	5%	6.65%
太平洋	452	31%	-123	18%	115	-1%	-2.14%
东北证券	894	-7%	191	-37%	153	-3%	2.49%
国金证券	1507	-19%	446	-15%	187	0%	4.77%
兴业证券	2531	-20%	1142	-10%	316	-3%	7.24%
山西证券	732	-36%	140	-64%	133	-2%	2.10%
方正证券	1869	-26%	164	-79%	457	-1%	0.72%
国海证券	538	-48%	29	-91%	132	-2%	0.43%
东吴证券	965	-32%	91	-76%	196	-4%	0.93%
西部证券	1045	-20%	283	-39%	175	-2%	3.23%
国信证券	4050	-22%	1250	-36%	503	-2%	4.96%
东方证券	3145	-20%	840	-48%	516	-2%	3.26%
东兴证券	1318	-2%	520	-8%	193	1%	5.38%
国泰君安	9942	3%	3991	-12%	1248	-2%	6.40%
安信证券	2265	-20%	712	-36%	307	0%	4.64%
第一创业	629	-11%	123	-47%	94	-1%	2.61%
华安证券	693	-24%	221	-39%	120	-1%	3.68%
中原证券	530	-17%	85	-49%	99	-3%	1.73%
中国银河	3913	-24%	1138	-41%	642	-1%	3.55%

资料来源：财富证券

业绩分化，龙头券商优势明显。上半年累计净利润实现正增长的仅有中信证券（16.5%）和申万宏源证券（10.7%）；大券商平均净利润降幅为-16.8%，优于中小券商的-41.9%。券商利润集中度明显提升，CR5 净利润合计占比为 65%，较年初上升 7 个百分点；CR10 的净利占比为 84%，较年初上升 7 个百分点。外部经营环境趋弱，券商马太效应显现。

图 4：券商利润集中度大幅提升



资料来源：财富证券

市场交易清淡、两融持续走低、投行融资增减互现、资管规模下降、自营浮亏。市场成交要素方面，1) 上半年沪深两市日均成交金额 4386 亿元，较 2017 全年 4645 亿元下滑 5.6%。2) 两融余额持续创新低，6 月末沪深两融余额 9194 亿元，较 2017 年末下降 10.4%。3) 1-6 月质押业务总质押股数为 582 亿股，总参考市值 6312 亿元，较上一年同期质押 929 亿股、参考市值 12365 亿元相比较，业务规模显著收缩。4) 股权融资方面，2018 年 1-6 月 IPO 共计发行 63 家，募集资金 922.9 亿元，同比下降 26.4%；定向增发及配股共计 187 家，募集资金 3803 亿元，同比下降 44.3%；整体上前 6 个月股权融资规模 4731 亿元，较 2017 年同期下降 13.7%。债权融资方面，1-6 月企业债、公司债、可转债/可交换债的整体融资规模分别为 896 亿元、5815 亿元和 753 亿元，核心信用债券融资规模较上年同期增长 48.2%。5) 资管业务方面，1-6 月累计成立资管产品 3186 只，发行份额 952.4 亿份，分别较上年同期下降 20.4%、19.1%。6) 指数方面，上证综指、中小板、创业板分别下跌 13.9%、14.3%、12.9%。

3 投资建议

继 4 月 27 日一行两会一局联合发布《关于加强非金融企业投资金融机构监管的指导意见》之后，7 月 20 日央行再出台《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》(以下简称《通知》)。同日，银保监会及证监会分别就各自管辖领域，出台《商业银行理财业务监督管理办法(征求意见稿)》(以下简称理财新规)以及《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法(征求意见稿)》(以下简称私募资管新规)及其配套细则，并征求意见。

《通知》是对《指导意见》内容细则的进一步明确。主要内容包括：1) 明确公募资产管理产品除主要投资标准化债权类资产和上市交易的股票外，还可以适当投资非标准化债权类资产。对非标投资的放松将极大消除市场对非标产品流动性的担忧。2) 过渡期内可以发行一部分老产品投资新资产。3) 扩大摊余成本法计量适用范围，不对不具备市值计量条件的部分资管、银行理财类产品做硬性净值估值要求。4) 过渡期后遗留存量非

标可以转回银行资产负债表内，MPA 考核时将合理调整有关参数予以支持；难以会标或过渡期后仍未到期的存量资产给予适当安排。5) 支持商业银行发行二级资本债补充资本。6) 不对整改计划做硬性安排，由银行自主制定。

《私募资管新规》和《私募资管运作规定》主要对证券期货经营机构私募资管业务进行系统规范，细化了《指导意见》的指标流程，提高可操作性。其中多数规则为 2016 年出台的政策延续，且部分指标对标《指导意见》后，较现行监管规定略有放宽。主要内容包括：1) 进一步明确了资管产品的投资者适当性管理、非标准化资产的界定、非标债权类资产投资的限额管理、分级要求、流动性指标管理、强制托管、信息披露等具体指标和监管要求。2) 设置了与《指导意见》相同的过渡期，并且作了“新老划断”的柔性安排。过渡期内，允许存量尚不符合规定的产品滚动续作，且不统一限定整改进度，允许机构结合自身情况有序规范，逐步消化，实现新旧规则的平稳、有序衔接。过渡期后遗留的存量非标准化债权类资产、以及未到期的存量非标准化股权类资产予以适当安排。

本轮券商估值下杀的核心，一方面在于市场对信用风险、流动性的担忧。《资管业务新规》和《理财新规》出台后，放松对非标投资的监管约束，引导银行理财资金投资到股市中去，同时过渡期采取柔性安排，缓解非标处置压力、减少市场波动。我们认为非标业务空间逐步恢复，市场流动性压力有望逐步缓解，政策环境边际改善。另外一方面，基本上市场对行业多项核心指标趋势仍然向下仍有担忧。但从上半年经营数据来看，即使外部经营环境趋弱，券商利润集中度明显提升，“头部券商”的效应显现，大综合型券商政策红利及资源优势明显。券商板块当前估值处于历史底部，大型券商的市净率 1.28X，建议重视底部配置机会。

4 行业信息

4.1 证监会发布《存托凭证发行与交易管理办法（试行）》等规章及规范性文件

证监会近日发布《存托凭证发行与交易管理办法（试行）》（以下简称《管理办法》），修改并发布《首次公开发行股票并上市管理办法》（以下简称《首发办法》）《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》（以下简称《创业板首发办法》），还同时发布了《试点创新企业境内发行股票或存托凭证并上市监管工作实施办法》等规章及规范性文件。

《管理办法》明确了存托凭证的法律适用和基本监管原则，对存托凭证的发行、上市、交易、信息披露制度等作出了具体安排。修改后的《首发办法》和《创业板首发办法》，明确规定符合条件的创新试点企业不再适用有关盈利及不存在未弥补亏损的发行条件。

4.2 证监会与中国人民银行联合发布《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》

为有效防控金融风险，中国证监会与中国人民银行近日联合发布《关于进一步规范货币市场基金互联网销售、赎回相关服务的指导意见》（以下简称《指导意见》）。

《指导意见》主要包含 5 方面要求：

1、货币市场基金互联网销售过程中，应当严格落实“三强化、六严禁”的原则要求。即，强化持牌经营要求，强化基金销售结算资金闭环运作与同卡进出要求，强化基金销售活动的公平竞争要求；严禁非持牌机构开展基金销售活动，严禁其留存投资者基金销售信息，严禁任何机构或个人挪用基金销售结算资金，严禁基金销售结算资金用于“T+0 赎回提现”业务，严禁基金份额违规转让，严禁对基金实施歧视性、排他性、绑定性销售。

2、对“T+0 赎回提现”实施限额管理。对单个投资者持有的单只货币市场基金，设定在单一基金销售机构单日不高于 1 万元的“T+0 赎回提现”额度上限。投资者按合同约定的正常赎回不受影响。

3、除取得基金销售业务资格的商业银行外，禁止其他机构或个人以任何方式为“T+0 赎回提现”业务提供垫支。

3、规范基金管理人和基金销售机构“T+0 赎回提现”业务的宣传推介和信息披露活动，加强风险揭示，严禁误导投资者。

5、要求非银行支付机构不得提供以货币市场基金份额直接进行支付的增值服务，不得从事或变相从事货币市场基金销售业务，不得为“T+0 赎回提现”业务提供垫支等。

《指导意见》自 2018 年 6 月 1 日起正式施行，对改造存量业务额度上限给予 1 个月过渡期，对改造存量业务垫支模式给予 6 个月过渡期。

4.3 上交所调整收盘交易机制 拟采用集合竞价方式

6 月 2 日，上交所宣布拟调整收盘交易机制，将采用收盘集合竞价方式产生收盘价，并就收盘交易调整相关规则修订向市场公开征求意见，征求意见的截止日为 6 月 17 日。调整后，收盘集合竞价时段为 14 时 57 分至 15 时整，该阶段上交所交易主机不接受撤单申报。相应的，收盘价产生方式也调整为通过集合竞价的方式产生，收盘集合竞价的即时行情揭示内容与开盘集合竞价相同。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438