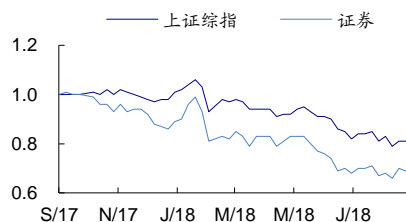


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《证券行业 2018 年中报综述: 头部化趋势明朗化》——2018-09-03
 《证券行业专题报告系列一: 精品券商孵化正当时》——2018-08-29
 《证券行业 8 月投资策略: 业绩企稳, 龙头优势延续》——2018-08-08
 《证监会资管新规点评: 指标进一步细化, 确保平稳过渡》——2018-07-23
 《证券行业 7 月投资策略: 龙头优势继续演绎, 估值修复可期》——2018-07-11

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

证券分析师: 李锦儿

电话: 0755-81981002
 E-MAIL: lijiner@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070003

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

行业投资策略

行业业绩承压, 龙头券商 alpha 属性显现

● 8 月市场低位震荡, 券商 8 月业绩同比环比均下跌

8 月单月净利润同比下跌 67.8%, 环比下跌 73.6%, 主要受投行业务规模收缩和股市调整影响。根据目前已披露的 26 家可比上市券商 8 月经营数据, 共实现营业收入 75.9 亿元, 环比下跌 52.5%, 同比下跌 43.1%; 实现净利润 17.3 亿元, 环比下跌 73.6%, 同比下跌 67.8%。26 家券商业绩均环比下跌。

业绩分化, 大券商表现更优。8 月单月营业收入居前的上市券商包括: 中信证券 (11.2 亿元)、国泰君安 (7.3 亿元)、申万宏源 (6.9 亿元), 对应环比变动分别为 -44%、-62%、-65%; 8 月单月净利润居前的上市券商包括: 中信证券 (2.9 亿元)、招商证券 (2.9 亿元)、申万宏源 (2.7 亿元), 对应环比变动分别为 -63%、-43%、-80%。以 1-8 月累计可比净利润数据来看, 行业同比下跌 20%, 申万宏源 (+42%)、中信证券 (+8%) 业绩同比增速大幅领先。

● 市场调整, 投行、自营业务承压

日均交易额环比下降, IPO 和再融资规模收缩, 债券承销规模环比增长。(1) 经纪业务方面, 8 月日均股基成交金额为 3235 亿元, 环比下降 17%, 同比下降 41%; (2) 投行业务方面, IPO 和再融资规模环比下降, 债券承销规模环比改善。8 月 IPO 数量为 6 家, 实际募资规模为 48 亿元, 环比下降 9%, 同比下降 72%。8 月再融资规模为 912 亿元, 环比下降 43%, 同比增长 7%。债券承销规模为 4657 亿元, 环比增长 13%, 同比下降 10%; 公司债及企业债承销规模为 1825 亿元, 环比增长 22%, 同比下降 19%。

股市调整幅度较大, 债市环比走弱, 两融余额继续下滑。(1) 自营业务方面, 8 月股市有较大幅度调整, 债市环比走弱, 自营业务承压。上证综指下跌 5.25%, 上月上涨 1.02%; 沪深 300 下跌 5.21%, 上月上涨 0.19%; 创业板下跌 8.07%, 上月下跌 2.83%; 中债总全价指数下跌 0.58%, 上月上涨 0.78%; (2) 从反映市场风险偏好和活跃度的两融余额看, 8 月两融平均余额 8719 亿元, 环比下降 3.1%, 最新两融余额 (9 月 5 日) 为 8567 亿元。

● 1-8 月行业业绩承压, 龙头券商净利润逆势增长

经纪业务方面, 1-8 月日均股基成交金额为 4480 亿元, 同比下降 8.3%; 投行业务方面, 股权承销业务承压, 债券承销回暖。1-8 月 IPO 数量总计 76 家, 累计实际募资规模为 1023 亿元, 同比下降 35%; 累计再融资规模为 6178 亿元, 同比下降 23%。1-8 月累计债券承销规模为 27914 亿元, 同比增长 9%; 公司债及企业债承销规模为 9959 亿元, 同比增长 4%。根据 1-8 月月度经营数据, 上市券商营业收入同比下滑 12%, 净利润同比下滑 20%;, 中信证券净利润同比增长 8%, alpha 属性显现。

● 上市券商披露 2018 年中报, 头部化趋势明朗化

根据上市券商披露的 2018 年中报, 券商整体业绩承压, 主要受投行、自营业务拖累, 此外, 新准则下资产减值损失计提大幅增加对业绩造成负面影响。行业业绩整体承压, 但头部券商业绩亮点较多, 信用业务风险可控、衍生品业务对冲投资波动、自营弹性加大、主动管理业务收入提升, 头部化趋势明显。

● 投资建议

随着同质化通道类业务占比的进一步下滑，国内券商因战略方向以及竞争优势的不同，或在财富管理、跨境及海外业务、基于资产负债表的资本中介服务等方向呈现差异化发展趋势，行业格局加速分化。龙头券商在资本金实力、风险定价能力、机构客户布局上均具有相对优势，更能把握业务机遇，看好龙头券商业绩边际改善；此外，未来或有更多中小券商走出特色化发展道路。估值上，目前券商板块 PB 估值为 1.2 倍，处于历史低位，具有较高安全边际。

我们重点推荐两类券商：（1）资本实力充足、综合业务能力行业领先、业务国际化布局的大型券商，推荐中信证券（资本实力稳居行业第一、衍生品业务市场份额遥遥领先、国际业务持续发力、机构业务布局优势明显）、华泰证券（经纪业务成本优势显现、财富管理转型加速推进、定增补充资本金）；（2）错位竞争、发展模式难以复制的特色化券商，推荐东方财富（典型的轻资产模式，从垂直财经网站平台转型到互联网券商领域，成长性强）、东方证券（主动投资能力行业领先）。

● 风险提示

市场大幅下跌导致证券公司自营、经纪、两融业绩下滑；金融监管短期内抑制创新。

图表目录

图 1: 两市日均股、基成交额及环比涨跌.....	4
图 2: IPO 融资规模及环比涨跌.....	4
图 3: 再融资规模及环比涨跌.....	5
图 4: 企业债及公司债承销规模及环比涨跌.....	5
图 5: 股债两市表现.....	5
图 6: 日均两融余额及环比涨跌.....	5
图 7: 股票质押未解押市值及环比涨跌.....	5
图 8: 券商指数 886054 走势 (日 K 线).....	6
图 9: 29 个中信一级行业月涨幅排名.....	6
图 10: 券商板块个股月涨跌情况.....	7
图 11: 券商板块 PB 走势.....	7
表 1: 券商 8 月月度数据 (亿元).....	4

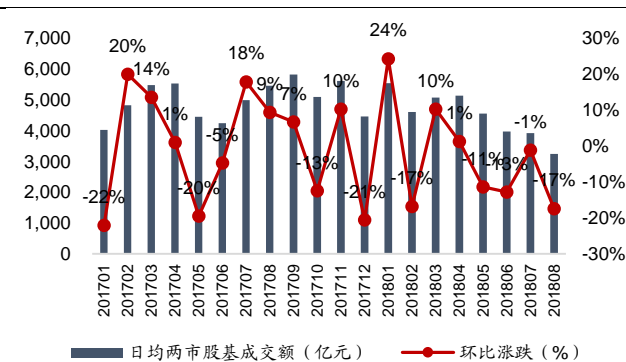
关键图表

表 1: 券商 8 月月度数据 (亿元)

券商	8 月经营情况						1-8 月累计经营情况			
	营业收入			净利润			营业收入		净利润	
	亿元	环比	同比	亿元	环比	同比	亿元	同比	亿元	同比
中信证券	11.2	-44%	-21%	2.9	-63%	-53%	134.0	13%	52.4	8%
国泰君安	7.3	-62%	-51%	2.5	-65%	-59%	126.1	0%	49.4	-14%
申万宏源	6.9	-65%	-11%	2.7	-80%	-32%	81.9	23%	39.2	42%
华泰证券	6.8	-48%	-40%	2.2	-53%	-48%	94.7	-20%	47.5	-25%
招商证券	6.5	-43%	-46%	2.9	-43%	-48%	61.3	-15%	25.6	-20%
海通证券	6.1	-51%	-38%	1.5	-74%	-74%	75.0	-15%	39.3	-18%
方正证券	2.4	-30%	-46%	0.1	-93%	-96%	23.5	-31%	2.3	-78%
长江证券	1.9	-61%	-51%	-0.4	-130%	-138%	27.7	-18%	5.0	-57%
国金证券	1.8	-49%	-40%	0.3	-71%	-57%	20.3	-23%	6.0	-21%
华创证券	1.7	-15%	92%	0.5	-17%	733%	10.9	1%	2.4	7%
东兴证券	1.7	-21%	-34%	0.5	-35%	-58%	17.0	-6%	8.0	5%
浙商证券	1.6	-1%	-33%	0.2	-61%	-77%	14.0	82%	4.1	65%
安信证券	1.5	-71%	-68%	0.0	-98%	-98%	29.5	-22%	8.9	-40%
兴业证券	1.5	-54%	-67%	0.1	-92%	-94%	30.1	-25%	12.5	-17%
第一创业	1.2	-43%	21%	0.2	-70%	28%	9.5	5%	2.2	-19%
国元证券	1.0	-41%	-67%	0.1	-66%	-91%	11.7	-37%	2.7	-58%
华安证券	0.6	-58%	-52%	0.0	-92%	-88%	9.0	-24%	2.9	-40%
东吴证券	0.6	-83%	-72%	0.1	-84%	-82%	13.4	-25%	1.7	-67%
西部证券	0.5	-74%	-72%	-0.3	-155%	-174%	12.7	-25%	3.1	-47%
东北证券	0.4	-81%	-74%	-0.6	-190%	-247%	11.7	-17%	1.9	-58%
山西证券	0.3	-73%	-78%	-0.4	-289%	-178%	8.9	-37%	1.2	-72%
中原证券	0.3	-74%	-81%	-0.2	-174%	-139%	6.6	-26%	0.9	-65%
西南证券	0.1	-95%	-95%	-0.5	-267%	-510%	15.3	-8%	3.2	-31%
江海证券	-0.3	-120%	-151%	-0.4	-156%	-392%	6.5	-2%	-1.2	-164%

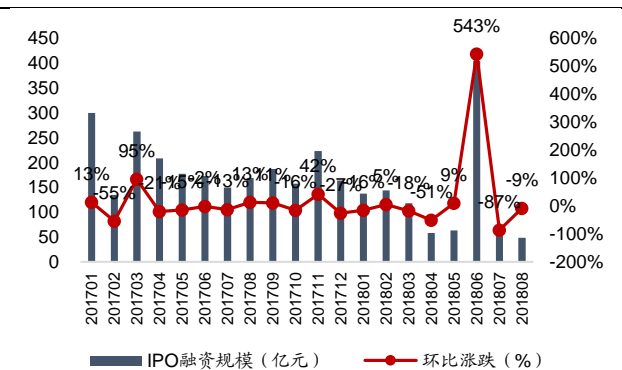
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 1: 两市日均股、基成交额及环比涨跌



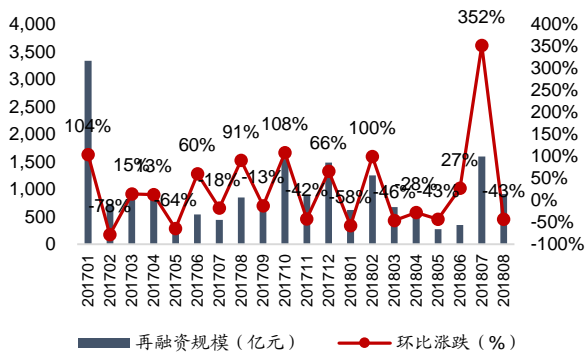
资料来源: 上交所、深交所, 国信证券经济研究所整理

图 2: IPO 融资规模及环比涨跌



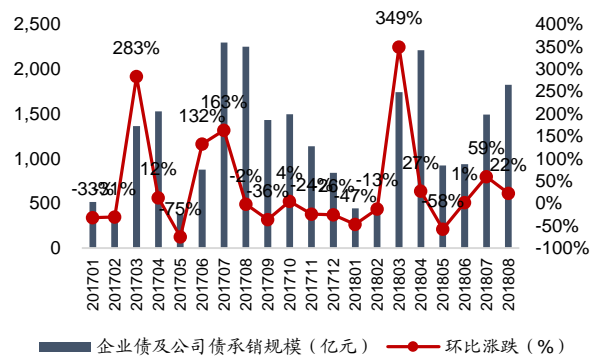
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 再融资规模及环比涨跌



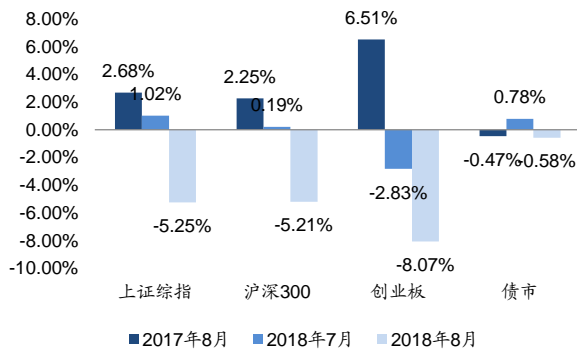
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 企业债及公司债承销规模及环比涨跌



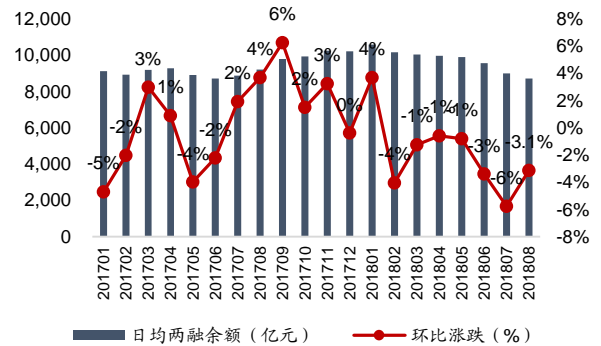
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 股债两市表现



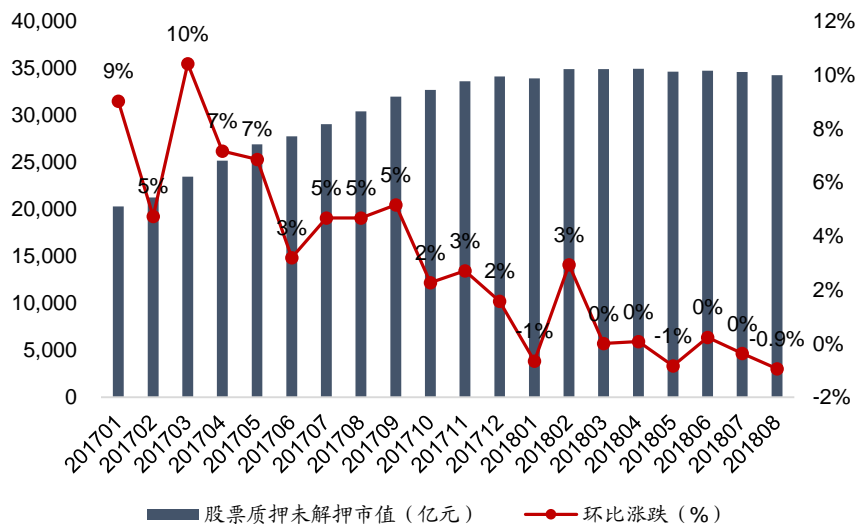
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 日均两融余额及环比涨跌



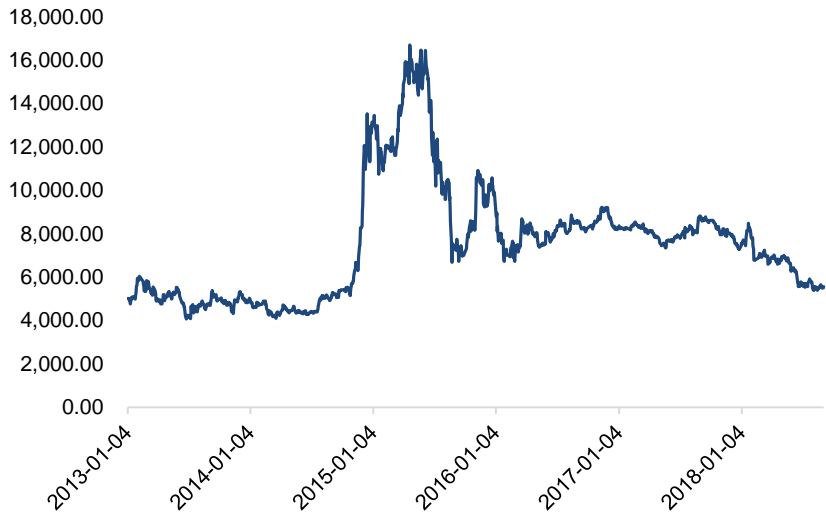
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 股票质押未解押市值及环比涨跌



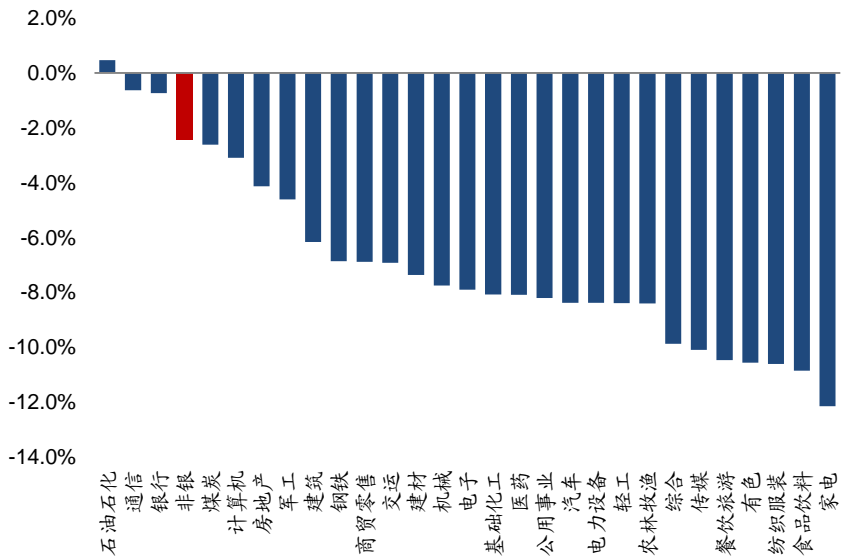
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 券商指数 886054 走势 (日 K 线)



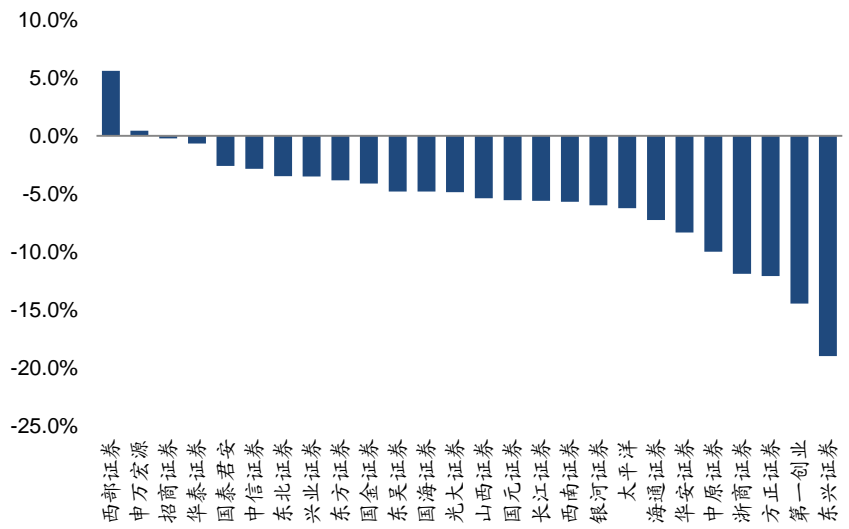
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9: 29 个中信一级行业月涨幅排名



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 券商板块个股月涨跌情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 11: 券商板块 PB 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032