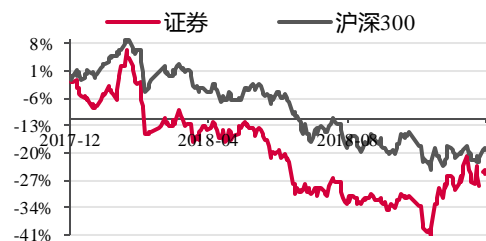


业绩承压 行情领跑

2018年12月06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	1.98	11.45	-24.99
沪深300	0.27	-0.33	-19.02

杨莞茜

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

分析师

0731-84779576

相关报告

- 《证券: 证券行业 2018 年 10 月报: 多举措疏导质押风险 政策助力市场回暖》 2018-10-30
- 《证券: 证券行业 2018 年 8 月报: 政策环境微调 行业分化加剧》 2018-08-24
- 《证券: 证券行业 7 月报: 政策风险边际改善 重视底部价值机会》 2018-07-26

重点股票	2017E		2018E		2019E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
华泰证券	1.30	12.92	1.14	14.74	1.31	12.82	推荐
中信证券	0.94	17.95	1.07	15.77	1.22	13.83	推荐
海通证券	0.75	12.59	0.82	11.51	0.88	10.73	谨慎推荐
国泰君安	1.13	14.19	1.16	13.83	1.20	13.37	谨慎推荐
申万宏源	0.23	19.30	0.21	21.14	0.23	19.30	谨慎推荐
广发证券	1.13	11.93	1.10	12.25	1.18	11.42	谨慎推荐
光大证券	0.65	15.35	0.70	14.26	0.72	13.86	谨慎推荐

资料来源: 财富证券

投资要点:

- ▶ 板块行情表现: 11 月上证综指小幅上涨 0.78%, 中小板、创业板分别上涨 3.33%、5.51%。; 中小板、创业板分别上涨 3.33%、5.51%。申万非银金融板块上涨 0.76%, 跑输市场 0.03 个百分点, 在申万 28 个一级行业中排名倒数第 4 位。二级子行业中券商板块涨幅 1.38%、多元金融板块上涨 3.45%、保险板块下跌 0.15%。截至 2018 年 11 月 30 日, 券商板块累计下跌幅度-20.89%。
- ▶ 行业估值: 券商板块 PB (TTM, 中值) 1.36X, 升至历史后 97.5% 分位。大型券商 PB 中值为 1.21X (前值 1.15X)、中小券商为 1.48X (前值 1.33X), 分别位于历史后 98.4% 和 95.0% 分位。
- ▶ 行业数据: 上市券商公布 10 月经营业绩, 28 家可比券商共计实现营业收入 86.7 亿元, 环比减少 42.6%; 实现归母净利润 21.4 亿元, 环比减少 88.8%。前三季度, 可比券商累计实现收入 1291.5 亿元、累计净利润 461.4 亿元, 分别较上一年同期下降-15.0%、-29.8%。
- ▶ 投资建议: 10 月下旬, 券商板块经历了自年初以来最高幅度的反弹。一方面是持续的政策多维度改善, 包括系统重要性金融机构监管规范出台, 引导大型金融机构稳健经营、防范系统性金融风险; 券商大集合资管操作指引出台, 延承前期监管思路、规范遗留问题; 上市公司回购股份细则及股票停牌制度出台, 有利于提升上市公司质量、促进资本市场稳健运营。另一方面, 市场环境改善、流动性增强、股票质押风险缓解, 对于券商板块估值短期提升有积极作用。当前, 券商向上的行情是以市场环境的优化、政策改善的力度以及流动性宽裕为前提。但长期来看, 板块估值仍然是以 ROE 上行为支撑, 头部券商经营稳健、盈利能力强、风控能力高, 建议重点关注中信证券、华泰证券。
- ▶ 风险提示: 业务开展不及预期; 市场大幅调整; 股权质押风险。

内容目录

1 市场行情回顾.....	3
2 行业经营数据.....	4
3 投资建议.....	7
4 行业信息.....	7
5 风险提示.....	9

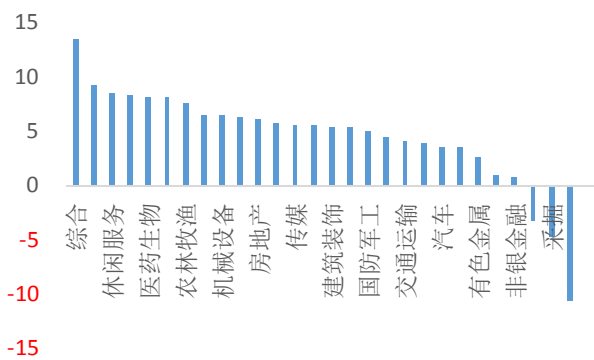
图表目录

图 1: 申万一级行业 11 月涨跌幅 (%)	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: 可比券商单月营收及增速%	5
图 5: 可比券商单月净利润及增速%.....	5
图 6: 两市日均成交金额 (亿元)	6
图 7: 日均融资融券余额 (亿元)	6
图 8: 市场质押规模 (亿股)	7
图 9: 市场股权及债权融资规模 (亿元)	7
表 1: 个股涨跌幅排名	3
表 2: 证券 PB 估值.....	4
表 3: 上市券商 2018 年 10 月经营情况.....	5

1 市场行情回顾

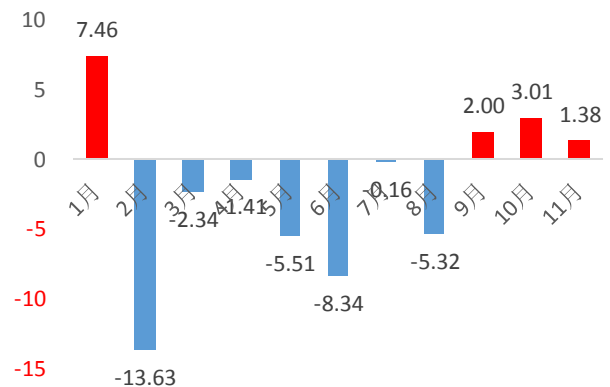
11 月上证综指呈 W 型走势，月中最高触及 2703 点，月末收于 2588 点，当月小幅上涨 0.78%。中小板、创业板分别上涨 3.33%、5.51%。申万非银金融板块上涨 0.76%，跑输市场 0.03 个百分点，在申万 28 个一级行业中排名倒数第 4 位。二级子行业中，券商板块经过 9、10 月的领跑，11 月反弹力度减弱，涨幅 1.38%。多元金融板块上涨 3.45%、保险板块下跌 0.15%。截至 2018 年 11 月 30 日，券商板块累计下跌幅度-20.89%。

图 1：申万一级行业 11 月涨跌幅（%）



资料来源：wind，财富证券

图 2：证券行业单月涨跌幅（%）



资料来源：wind，财富证券

11 月，新股及次新股券商股涨幅较大。上涨排名前三名的为天风证券（21.87%）、中信建投（16.78%）、浙商证券（15.29%）；下跌幅度较大的为国海证券（-13.88%）、西南证券（-10.75%）、南京证券（-10.16%）。

表 1：个股涨跌幅排名

涨幅排名前五位				涨幅排名后五位			
股票代码	股票名称	月度涨跌幅%	年度涨跌幅%	股票代码	股票名称	月度涨跌幅%	年度涨跌幅%
601162.SH	天风证券	21.87	137.60	601099.SH	太平洋	-6.40	-22.93
601066.SH	中信建投	16.78	33.85	601375.SH	中原证券	-8.76	-25.20
601878.SH	浙商证券	15.29	-49.84	601990.SH	南京证券	-10.16	66.85
000776.SZ	广发证券	9.33	-16.67	600369.SH	西南证券	-10.75	-16.37
000783.SZ	长江证券	7.62	-26.15	000750.SZ	国海证券	-13.88	-12.55

资料来源：wind，财富证券

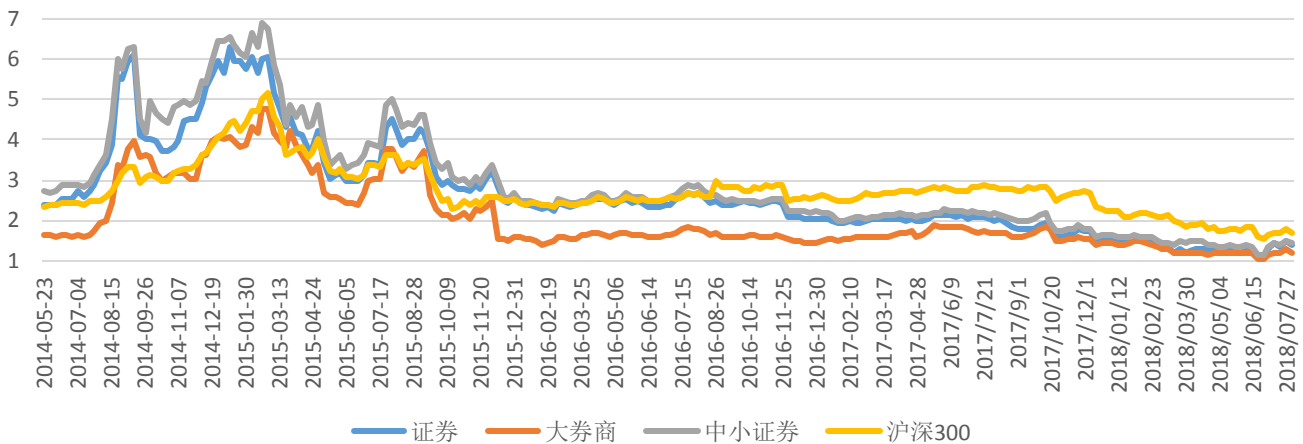
券商估值伴随行情的反弹快速回升至 7 月水平。截至 10 月 31 日，券商板块 PB(TTM, 中值) 1.36X，较 10 月末 1.29X 有所提高，升至历史后 97.5% 分位。大型券商 PB 中值为 1.21X（前值 1.15X）、中小券商为 1.48X（前值 1.33X），分别位于历史后 98.4% 和 95.0% 分位。截至月末破净券商减少为 2 家，分别为光大证券、海通证券。

表 2：证券 PB 估值

	证券	大券商	中小券商
月末 PB 估值	1.36	1.21	1.48
历史估值中枢	2.67	1.83	2.88
相对沪深 300PB 比值	0.80	1.22	0.96
历史分位	97.53%	98.44%	94.96%

资料来源：wind，财富证券

图 3：证券 PB 估值走势



资料来源：wind，财富证券

2 行业经营数据

证券公司 10 月经营业绩创单月较大幅度下跌，营收与净利分别下降 42.6%、61.4%。
 上市券商公布 2018 年 10 月业绩，28 家可比券商共计实现营业收入 86.7 亿元，环比减少 42.6%；实现归母净利润 21.4 亿元，环比减少 88.8%。前三季度，可比券商累计实现收入 1291.5 亿元、累计净利润 461.4 亿元，分别较上一年同期下降-15.0%、-29.8%。

分券商来看，当月实现收入正增长的证券公司仅有 5 家，分别为东吴证券（74%）、第一创业（14%）、国金证券（12%）、东方证券（11%）和东北证券（6%）；净利润方面，第一创业（69%）、东吴证券（33%）、国金证券（30%）环比增幅较大。累计来看，前 10 月上市券商中累计净利润增速仅有申万宏源、方正证券保持了正增长，分别为 26.5%、2.9%。

图 4：可比券商单月营收及增速%

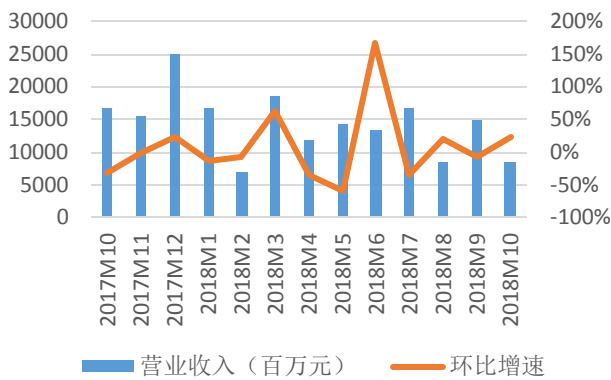
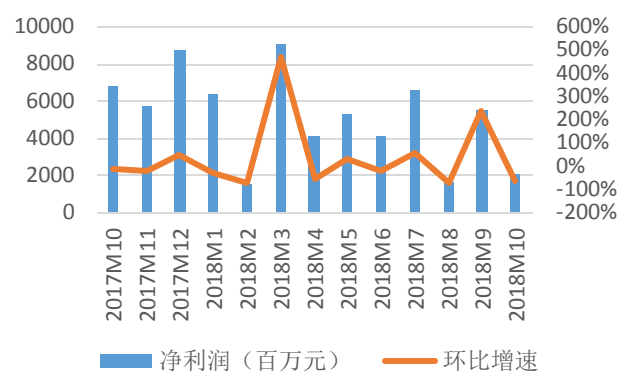


图 5：可比券商单月净利润及增速%



资料来源：财富证券

资料来源：财富证券

表 3：上市券商 2018 年 10 月经营情况

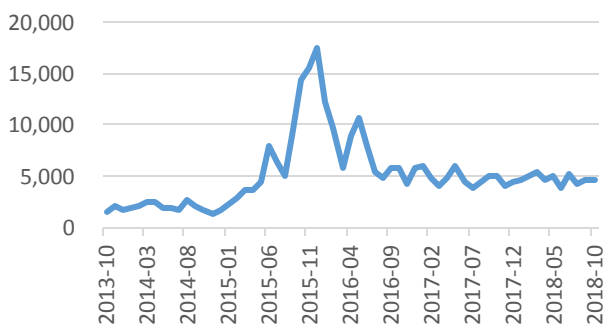
	单月				1-10 月累计			
	营业收入 (百万元)	净利润 (百万元)	营收环比 (%)	净利润环比 (%)	营业收入 (百万元)	净利润 (百万元)	营业同比 (%)	净利润同比 (%)
中信证券	1252	389	-22%	-30%	16273	6184	-7%	-17%
广发证券	504	145	-42%	-55%	8982	3760	-26%	-30%
海通证券	337	53	-62%	-81%	8735	4263	-22%	-28%
华泰证券	896	447	-43%	-36%	11942	5892	-16%	-20%
招商证券	539	156	-41%	-60%	7585	3100	-17%	-24%
光大证券	124	-32	-82%	-111%	4348	1143	-19%	-52%
长江证券	116	-44	-69%	-181%	3258	514	-23%	-64%
国元证券	74	-33	-42%	-1284%	1373	179	-39%	-77%
西南证券	99	-16	-61%	-125%	1883	370	-11%	-32%
申万宏源证券	603	265	-42%	-40%	9872	4641	11%	26%
太平洋	-3	-88	-102%	-156%	589	-286	-38%	-340%
东北证券	181	22	6%	-1%	1529	240	-20%	-60%
国金证券	215	54	12%	30%	2439	691	-28%	-28%
兴业证券	99	-50	-74%	-176%	3490	1261	-37%	-41%
山西证券	87	10	-20%	-53%	1084	153	-37%	-72%
方正证券	311	51	-77%	-95%	4106	1311	-4%	3%
国海证券	63	-16	-58%	-142%	874	17	-47%	-96%
东吴证券	311	67	74%	33%	1833	284	-19%	-59%
西部证券	124	23	-40%	-70%	1597	409	-31%	-50%
国信证券	573	153	-3%	-24%	6708	2077	-25%	-40%
东方证券	337	78	11%	-3%	4257	1048	-41%	-63%
东兴证券	178	53	-40%	-23%	2179	778	-14%	-22%
国泰君安	859	313	-41%	-32%	14923	5714	-5%	-21%
第一创业	101	14	14%	69%	1144	242	-3%	-32%
华安证券	58	8	-58%	-75%	1096	323	-27%	-45%
中原证券	42	-9	-20%	不可比	759	23	-38%	-94%

中国银河	433	126	-40%	-29%	6296	1814	-28%	-45%
浙商证券	161	25	-18%	-52%	1756	485	#N/A	#N/A
财通证券	139	28	-24%	56%	2385	706	#N/A	#N/A
华西证券	139	45	-24%	-8%	2041	762	#N/A	#N/A
南京证券	68	1	-21%	-95%	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
中信建投	664	96	-24%	-58%	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
天风证券	63	-34	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A
长城证券	113	13	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A

资料来源: wind, 财富证券

市场成交量有所回暖, 但两融持续萎靡、投行融资大幅下降, 市场提振对自营业绩有一定支撑。市场成交要素方面, 1) 成交金额有所回升, 10月A股日均成交金额2896亿元, 环比回升10.6%; 截至10月末全年累计日均成交金额3813亿元, 较2017年全年日均4645亿元下滑17.9%, 为2014年以来最低。2) 两融余额跌破8000亿元, 10月末沪深两融余额7703亿元, 当月日均两融余额7885亿元, 环比下降6.65%, 较年初下降22.8%。3) 股票质押业务初始交易规模增长。10月股票质押业务待购回股份数量为6428亿股, 与上月基本持平, 市值共计44044亿元。当月股票质押初始交易220.3万股, 新增规模增加14.2%, 参考市值为1501亿元。4) 投行方面, 股权类发行规模大幅减少, 10月总计250亿元, 环比下降43.6%, 全年累计同比下降34.6%。其中, IPO发行仅5家, 募集资金98.7亿元, 环比减少24.6%; 定向增发及配股共计11家, 募集资金133.7亿元, 环比减少52%。核心信用债券融资规模小幅增加, 企业债、公司债、可转债/可交换债的整体融资规模分别为222亿元、1633亿元和20亿元, 债权融资规模总计1875亿元, 较上月增加8.7%, 全年累计同比增加7.5%。5) 资管产品发行趋缓, 10月成立资管产品452只, 发行份额107亿份, 环比下降16.9%。6) 9月上证综指与深证成指分别上涨0.78%、4.16%, 市场行情一定程度上提振证券公司自营与资管业绩。

图 6: 两市日均成交金额 (亿元)



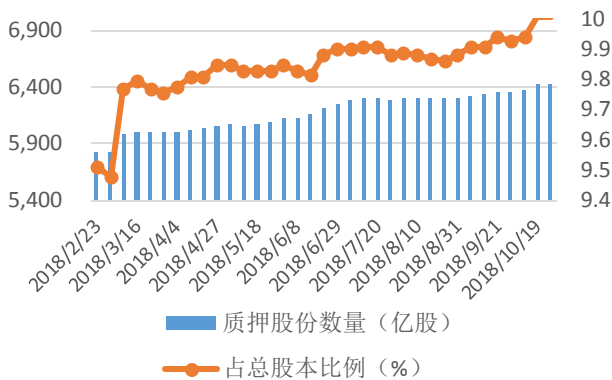
资料来源: 财富证券

图 7: 日均融资融券余额 (亿元)



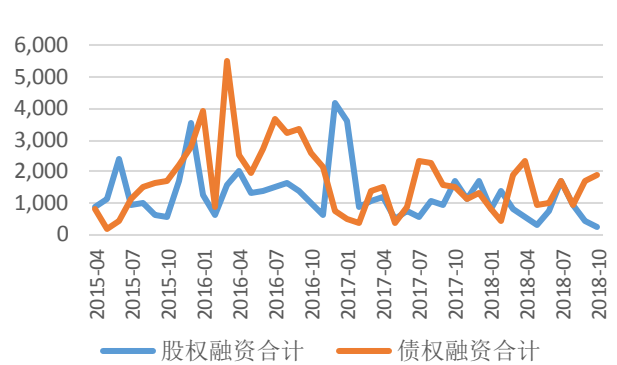
资料来源: 财富证券

图 8：市场质押规模（亿股）



资料来源：财富证券

图 9：市场股权及债权融资规模（亿元）



资料来源：财富证券

3 投资建议

10 月下旬，券商板块经历了自年初以来最高幅度的反弹。一方面是持续的政策多维度改善，包括系统重要性金融机构监管规范出台，引导大型金融机构稳健经营、防范系统性金融风险；券商大集合资管操作指引出台，延承前期监管思路、规范遗留问题；上市公司回购股份细则及股票停复牌制度出台，有利于提升上市公司质量、促进资本市场稳健运营。另一方面，市场环境改善、流动性增强、股票质押风险缓解，对于券商板块估值短期提升有积极作用。当前，券商向上的行情是以市场环境的优化、政策改善的力度以及流动性宽裕为前提。但长期来看，板块估值仍然是以 ROE 上行为支撑，头部券商经营稳健、盈利能力较强、风控能力高，建议重点关注中信证券、华泰证券。

4 行业信息

4.1 证监会发布了《关于完善上市公司股票停复牌制度的指导意见》

近日，证监会发布了《关于完善上市公司股票停复牌制度的指导意见》（以下简称《指导意见》）。主要包括：

一是确立上市公司股票停复牌的基本原则，最大限度保障交易机会。明确以不停牌为原则、停牌为例外，短期停牌为原则、长期停牌为例外，间断性停牌为原则、连续性停牌为例外。上市公司发生重大事项，应当按照及时披露的原则，分阶段披露有关事项的具体情况，不得以相关事项不确定为由随意申请股票停牌，不得以申请股票停牌代替相关各方的保密义务。

二是压缩股票停牌期限，增强市场流动性。进一步缩短重大资产重组最长停牌期限；明确上市公司破产重整期间其股票原则不停牌；并购重组委审核期间，上市公司股票在并购重组委工作会议召开当天应当停牌。上市公司股票超过规定期限仍不复牌的，证券交易所应当强制复牌。

三是强化股票停复牌信息披露要求，明确市场预期。提高初始停牌时的信息披露标

准，对停牌期间重点阶段的信息披露事项提出明确要求，并严格落实强制停复牌情形下上市公司的信息披露义务。

四是加强制度建设，明确相应配套工作安排。明确证券交易所应当按照《指导意见》修改完善股票停复牌具体规则，做好有关停复牌的自律管理与服务。同时，证券交易所应当建立股票停牌时间与成分股指数剔除挂钩机制和停牌信息公示制度，并定期向市场公告上市公司停牌频次、时长排序情况，督促上市公司采取措施减少停牌。

4.2 证监会、财政部、国资委联合发布《关于支持上市公司回购股份的意见》

证监会、财政部、国资委联合发布《关于支持上市公司回购股份的意见》（以下简称《意见》），自公布之日起施行。《意见》主要包括：

一是依法支持各类上市公司回购股份用于实施股权激励及员工持股计划。上市金融企业可以在合理确定回购实施价格、切实防范利益输送的基础上，依法回购股份用于实施股权激励或者员工持股计划，并按有关规定做好管理。其中，上市证券公司可以通过资管计划、信托计划等形式实施员工持股计划。

二是鼓励运用其他市场工具为股份回购提供融资等支持。继续支持上市公司通过发行优先股、可转债等多种方式，为回购本公司股份筹集资金。支持实施股份回购的上市公司依法以简便快捷方式进行再融资。上市公司实施股份回购后申请再融资的，在一定规模内取消再融资间隔期限制，审核中给予优先支持。上市公司以现金为对价，采用要约或集中竞价方式回购股份的，视同上市公司现金分红，纳入现金分红的相关比例计算。

三是简化实施回购的程序。上市公司股价低于其每股净资产，或者 20 个交易日内股价跌幅累计达到 30% 的，可以为维护公司价值及股东权益进行股份回购；上市公司因该情形实施股份回购并减少注册资本的，不适用股票上市已满一年和现行回购窗口期（定期报告或业绩快报公告前 10 日内、重大事项论证期间）限制。股东大会授权董事会实施股份回购的，可以一并授权实施再融资。

四是引导完善公司治理安排。鼓励上市公司在章程中完善股份回购机制，引导董事会主动与股东沟通交流，充分发挥公司治理积极作用。

4.3 证监会发布了《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》

日前，证监会发布了《证券公司大集合资产管理业务适用〈关于规范金融机构资产管理业务的指导意见〉操作指引》（以下简称《指引》）。

2018 年 4 月《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》（以下简称《指导意见》）发布实施，进一步对公募产品的运作规范提出若干具体要求。《指导意见》发布以来，行业机构普遍关注大集合产品如何适用《指导意见》的有关规定。为落实《指导意见》、回应行业诉求，证监会制定《指引》，按照分类有序规范、切实保护投资者利益、维护市场稳定的原则，对大集合产品进一步对标公募基金、实现规范发展的标准与程序进行细化

明确，并给予了合理的规范过渡期，在规范进度上不设统一要求。经规范后，大集合产品将转为公募基金或私募资产管理计划，按照相关法律法规持续稳定运作。

4.4 2018.11.28 央行、银保监会与证监会联合印发《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》

中国人民银行、中国银行保险监督管理委员会、中国证券监督管理委员会日前联合印发《关于完善系统重要性金融机构监管的指导意见》（银发〔2018〕301号，以下简称《指导意见》）。

《指导意见》明确系统重要性金融机构的定义、范围，规定系统重要性金融机构的评估流程和总体方法，合理认定对金融体系具有系统性影响的金融机构。《指导意见》主要通过两条途径完善系统重要性金融机构监管：一方面，对系统重要性金融机构制定特别监管要求，以增强其持续经营能力，降低发生重大风险的可能性。相关部门采取相应审慎监管措施，确保系统重要性金融机构合理承担风险、避免盲目扩张。另一方面，建立系统重要性金融机构特别处置机制，推动恢复和处置计划的制定，开展可处置性评估，确保系统重要性金融机构发生重大风险时，能够得到安全、快速、有效处置，保障其关键业务和服务不中断，同时防范“大而不能倒”风险。

5 风险提示

业务开展不及预期；市场大幅调整；股权质押风险。

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