

非银金融

纾困、改革政策持续推进，券商业绩大幅改善
- 券商 11 月财务数据点评

评级：增持（维持）

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

分析师：陆韵婷

执业证书编号：S0740518090001

研究助理：高崧

Email: gaosong@r.qizq.com.cn

重点公司基本状况

| 简称 | 股价 (元) | EPS | | | | PE | | | | PEG | 评级 |
|------|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|-----|
| | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | | |
| 中信证券 | 17.05 | 0.86 | 0.94 | 0.93 | 1.01 | 18.93 | 17.32 | 18.66 | 17.05 | - | 买入 |
| 华泰证券 | 17.30 | 0.88 | 1.30 | 0.98 | 1.11 | 19.76 | 13.36 | 17.62 | 15.59 | - | 未评级 |
| 国泰君安 | 16.33 | 1.21 | 1.11 | 0.95 | 1.04 | 13.50 | 14.71 | 17.21 | 15.75 | - | 未评级 |

注：未评级盈利预测取自wind一致预期

投资要点

■ 39 家上市券商发布 2018 年 11 月财务数据，合并口径（以下同）合计实现营业收入 187 亿元，环比+76%，同比+6%（剔除广州、华西、南京、中信建投、长城、天风，下同）；合计净利润 71 亿元，环比+194%，同比+15%；合计母公司净资产 1.44 万亿元，环比+0.6%，同比+4.5%。1-11 月累计实现营业收入 1663 亿元，累计同比-16%（剔除同比及华鑫、浙商，下同），净利润 567 亿元，累计同比-27%。

■ 受益于政策改革及纾困资金持续推进，券商 11 月同环比大幅改善。1) 回购+并购重组+纾困资金持续推进，市场交易情绪改善。节后市场震荡，18 日以来政策推动情绪修复。11 月经纪业务日均股基交易额合计 4032 亿元，环比+19%，月末两融 7701 亿元，环比-0.015%，投行 IPO 过会率环比+12.5%，股权承销规模 499 亿元，环比+89%，债券承销规模 7570 亿元，环比+39%。券商单月净利润呈现两极分化状态，长江、方正、浙商、华安、国海、海通、中信等改善超 200%，华鑫、东北、江海当月亏损。2) 纾困资金规模持续增长，市场+流动性缓解，股质计提压力趋缓：近期金融机构、地方政府参与纾解股票质押风险，出资规模增长至 8000 亿，相关资管计划、基金持续落地，有助于缓解券商减值压力 3) 大集合细则落地，资管预计持续改善：13 家资管子公司 11 月实现营业收入 9.09 亿元，环比+5%，同比-32%，净利润 3.51 亿元，环比+5%，同比-44%，其中华泰、东方、广发营收过亿，东方、海通、浙商净利润实现环比改善。

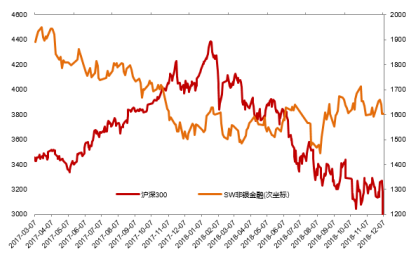
■ 投资要点：持续关注政策落地情况，“政策底”看好券商 beta 属性：1) 股票质押风险缓解：金融机构+地方政府资金纾困资金已超 8000 亿元，券商信用业务压力有所减缓；2) “政策底”确认，市场风险偏好提升，券商 beta 属性强估值具有提升空间：可关注中小券商如国元、东兴以及次新股等；3) 券商创新业务趋势回暖，中长期有望受益于资本市场对外开放程度提升以及制度改革：a. 股指期货松绑，券商 IB 业务、自营业务均有望收益，个股期权业务回归常态发展，有望成为券商业绩新增长点；b. 对外开放持续推进，沪伦通开通在即，券商在发行、跨境转换与做市、经纪等三大业务均有机遇；c. 科创板试点注册制、优化并购重组审批，投行定价能力提升，创收多元化发展，龙头改善可期待，建议持续关注中信、华泰、中金、国君、广发、招商等龙头券商。

■ 风险提示：二级市场持续低迷；金融监管发生超预期变化。

基本状况

| | |
|-------------|---------|
| 上市公司数 | 70 |
| 行业总市值(百万元) | 4593728 |
| 行业流通市值(百万元) | 2984902 |

行业-市场走势对比



相关报告

<<纾困资管计划持续推进，股质压力有望缓解>>2018.11.11

<<中信证券 2018 三季报点评-龙头投行市占持续提升，减值计提较为充分-20181031>>2018.10.31

<<市场下滑，业绩整体承压-券商 8 月月度数据点评-中泰金融非银 20180912>>2018.09.12

内容目录

| | |
|-----------------|-------|
| 11 月经营业绩一览..... | - 3 - |
| 11 月经营环境 | - 4 - |
| 券商涨跌幅 | - 4 - |
| 经纪 | - 5 - |
| 信用 | - 5 - |
| 投行 | - 6 - |
| 自营 | - 7 - |
| 投资建议与估值..... | - 7 - |
| 风险提示..... | - 9 - |

图表目录

| | |
|---|-------|
| 图表 1: 券商 11 月财务数据 (单位: 亿元) | - 3 - |
| 图表 2: 券商板块近一年行情走势 | - 4 - |
| 图表 3: 日均股票交易额 (月度, 亿元), 同比、环比增速 (%) | - 5 - |
| 图表 4: 日均基金交易额 (月度, 亿元), 同比、环比增速 (%) | - 5 - |
| 图表 5: 日均股基交易额 (月度, 亿元), 同比、环比增速 (%) | - 5 - |
| 图表 6: 两融余额 (亿元) | - 6 - |
| 图表 7: 金融机构纾困出资情况-20181203..... | - 6 - |
| 图表 8: 股债承销情况..... | - 7 - |
| 图表 9: 指数月度涨跌幅 (%) -股票..... | - 7 - |
| 图表 10: 指数月度涨跌幅 (%) -债券..... | - 7 - |
| 图表 11: 券商估值表 | - 8 - |

11 月经营业绩一览

- 受益于政策改革及纾困资金持续推进，券商 11 月同环比大幅改善。39 家上市券商发布 2018 年 11 月财务数据，合并口径（以下同）合计实现营业收入 187 亿元，环比+76%，同比+6%（剔除广州、华西、南京、中信建投、长城、天风，下同）；合计净利润 71 亿元，环比+194%，同比+15%；合计母公司净资产 1.44 万亿元，环比+0.6%，同比+4.5%。1-11 月累计实现营业收入 1663 亿元，累计同比-16%（剔除同比及华鑫、浙商，下同），净利润 567 亿元，累计同比-27%。

图表 1: 券商 11 月财务数据 (单位: 亿元)

| 券商母公司合并口径 (亿元) | 营业收入 | 环比 | 同比 | 净利润 | 环比 | 同比 | 净资产 | 环比 | 同比 | 2018 年 | | 2018 年 | | ROE |
|----------------|-------------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|------------|-----------|-----------|---------------|---------------|---------------|---------------|------------|
| | | | | | | | | | | 累计营业收入 | 同比 | 累计净利润 | 同比 | |
| 合计 | 187.05 | 76% | 6% | 71.25 | 194% | 15% | 14393 | 0.6% | 4.5% | 1662.8 | -16% | 567.3 | -27% | 4.2% |
| A+H 合计 | 118.75 | 88% | 8% | 56.68 | 179% | 20% | 9312 | 0.7% | 12.4% | 1098.2 | -14% | 437.6 | -22% | 5.2% |
| 中信系 | 22.72 | 81% | 45% | 16.84 | 333% | 134% | 1323 | 1.3% | 3.5% | 185.4 | -2% | 78.7 | -4% | 5.9% |
| 海通系 | 13.31 | 295% | 83% | 7.51 | 1330% | 260% | 1122 | 0.7% | 2.4% | 100.7 | -16% | 50.1 | -18% | 4.5% |
| 国君系 | 12.73 | 48% | -31% | 4.86 | 55% | -42% | 1272 | 0.4% | 1.4% | 162.0 | -7% | 62.0 | -23% | 4.9% |
| 招商系 | 10.67 | 98% | 0% | 4.90 | 215% | 9% | 788 | 0.6% | 1.2% | 86.5 | -16% | 35.9 | -20% | 4.6% |
| 银河系 | 10.02 | 131% | 25% | 4.30 | 241% | 50% | 657.6 | 0.5% | 2.9% | 73.0 | -24% | 22.4 | -37% | 3.4% |
| 国信系 | 9.80 | 71% | 0% | 5.33 | 248% | 82% | 517 | 1.2% | 2.9% | 76.9 | -22% | 26.1 | -30% | 5.0% |
| 广发系 | 9.80 | 94% | -24% | 4.16 | 187% | -39% | 810 | 0.6% | 2.5% | 99.6 | -26% | 41.8 | -31% | 5.2% |
| 申万系 | 9.30 | 54% | 12% | 2.87 | 8% | 7% | 710 | 0.5% | 29.6% | 108.0 | 11% | 49.3 | 25% | 6.9% |
| 华泰系 | 8.38 | -6% | -40% | 3.43 | -23% | -39% | 1042 | 0.3% | 17.3% | 127.8 | -18% | 62.4 | -21% | 6.0% |
| 光大系 | 8.12 | 555% | -6% | 2.96 | 1014% | -26% | 502.5 | 0.7% | 1.5% | 51.6 | -18% | 14.4 | -48% | 2.9% |
| 中信建投 | 7.55 | 14% | - | 2.79 | 192% | - | 461 | 0.7% | - | - | - | - | - | - |
| 安信证券 | 6.94 | 60% | 84% | 1.42 | -4% | 43% | 306.7 | 0.2% | -3.1% | 42.7 | -15% | 11.8 | -37% | 3.9% |
| 东方系 | 5.11 | 52% | 4% | 1.77 | 126% | -40% | 525.1 | 0.2% | 25.4% | 47.7 | -38% | 8.6 | -73% | 1.6% |
| 方正系 | 4.86 | 56% | 92% | 1.50 | 196% | 2022% | 464 | 0.4% | 2.1% | 45.9 | 5% | 14.6 | 19% | 3.1% |
| 兴业系 | 4.60 | 365% | -14% | 0.24 | 148% | 38% | 318 | 0.69% | -1.5% | 39.5 | -35% | 12.8 | -40% | 4.0% |
| 长江系 | 4.08 | 253% | 73% | 0.61 | 239% | 3450% | 277 | 0.4% | 2.7% | 36.7 | -18% | 5.7 | -60% | 2.1% |
| 国金证券 | 3.18 | 48% | -26% | 0.99 | 84% | -21% | 192 | 0.6% | 3.5% | 27.6 | -27% | 7.9 | -28% | 4.1% |
| 东吴证券 | 2.81 | -9% | 90% | 0.71 | 5% | 143% | 199 | 0.0% | -1.7% | 21.1 | -23% | 3.5 | -57% | 1.8% |
| 国元证券 | 2.52 | 239% | 40% | 1.24 | 472% | 125% | 237 | 0.3% | -1.7% | 16.3 | -33% | 3.0 | -63% | 1.3% |
| 东兴证券 | 2.08 | 17% | -29% | 0.55 | 5% | -62% | 195 | 1.1% | 2.7% | 23.9 | -15% | 8.3 | -28% | 4.3% |
| 浙商证券 | 2.06 | 28% | -5% | 0.42 | 70% | 260% | 137 | 0.3% | 6.9% | 19.6 | - | 5.3 | - | 3.9% |
| 东北证券 | 1.95 | 8% | 29% | -0.04 | -120% | -125% | 152 | 0.4% | -2.8% | 17.2 | -15% | 2.4 | -62% | 1.6% |
| 天风证券 | 1.89 | 199% | - | 0.34 | 199% | - | 112.16 | 0.5% | - | - | - | - | - | - |
| 西部证券 | 1.86 | 50% | -19% | 0.25 | 8% | -69% | 176 | 0.2% | -0.7% | 17.8 | -30% | 4.3 | -52% | 2.5% |
| 江海证券 | 1.80 | 481% | 605% | -1.09 | -962% | -765% | 97 | 1.5% | -4.8% | 9.4 | 4% | -3.7 | -259% | -3.8% |
| 国海证券 | 1.76 | 177% | 191% | 0.57 | 460% | 373% | 132.3 | 0.7% | -2.3% | 10.5 | -39% | 0.7 | -83% | 0.6% |
| 广州证券 | 1.71 | 43% | - | -0.19 | 61% | - | 110 | 0.2% | - | 11.9 | - | -1.2 | - | -1.1% |
| 山西系 | 1.69 | 94% | 29% | 0.38 | 292% | 298% | 133.6 | 0.7% | -1.3% | 12.5 | -32% | 1.9 | -66% | 1.4% |
| 华创证券 | 1.64 | 2% | 278% | -0.38 | -186% | 42% | 109 | -0.2% | -1.7% | 16.0 | 14% | 3.0 | -57% | 2.7% |
| 华西证券 | 1.56 | 12% | - | 0.23 | -48% | - | 182 | 0.2% | - | 21.97 | - | 7.86 | - | 4.3% |
| 华安证券 | 1.53 | 165% | 92% | 0.59 | 681% | 482% | 122 | 0.7% | 1.5% | 12.5 | -21% | 3.8 | -36% | 3.1% |
| 长城证券 | 1.49 | 32% | - | 0.31 | 133% | - | 164 | 0.3% | - | - | - | - | - | - |
| 财通系 | 1.37 | -1% | - | 0.29 | 3% | - | 197 | 0.4% | - | 25.2 | - | 7.3 | - | 3.7% |
| 西南证券 | 1.36 | 36% | -67% | 0.02 | 114% | -99% | 187 | 0.3% | -1.9% | 20.2 | -21% | 3.7 | -53% | 2.0% |
| 南京证券 | 1.22 | 79% | - | 0.31 | 2822% | - | 105 | 0.5% | - | - | - | - | - | - |
| 中原证券 | 1.05 | 149.2% | 11% | 0.28 | 393% | 28% | 98 | 0.3% | -2.7% | 8.64 | -34% | 0.5 | -88% | 0.5% |
| 一创系 | 0.99 | -2% | 54% | 0.02 | -83% | 132% | 96 | 0.3% | 0.9% | 12.4 | 0.2% | 2.4 | -29% | 2.4% |
| 太平洋证券 | 0.95 | 2979% | 11% | 0.12 | 114% | 210% | 110.3 | 0.7% | -5.4% | 6.8 | -34% | -2.7 | -322% | -2.5% |
| 华鑫证券 | 0.60 | 34% | -62% | -0.16 | 28% | -1667% | 54 | -0.2% | -3.2% | 9.2 | - | -0.7 | - | -1.4% |
| 资管子公司 | 营业收入 | 环比 | 同比 | 净利润 | 环比 | 同比 | 净资产 | 环比 | 同比 | 2018 年 | 2018 年 | 2018 年 | 2018 年 | ROE |
| | | | | | | | | | | 累计营业收入 | 同比 | 累计净利润 | 同比 | |
| 华泰资管 | 1.76 | -6% | 17% | 0.95 | 0% | 22% | 55.44 | 1.7% | 3.1% | 21.04 | 8% | 11.26 | 5% | 20.3% |
| 东方资管 | 1.46 | 17% | -53% | 0.64 | 83% | -58% | 23.81 | 2.7% | 49.8% | 23.25 | 38.2% | 9.20 | 75.6% | 38.6% |
| 广发资管 | 1.13 | 18% | -48% | 0.51 | 4% | -56% | 47.88 | 1.1% | 23.2% | 14.14 | -12% | 7.78 | -15% | 16.3% |
| 国君资管 | 0.79 | -5% | 15% | 0.29 | -8% | 10% | 48.07 | 0.6% | 10.6% | 15.66 | 21% | 5.62 | -7% | 11.7% |
| 招证资管 | 0.74 | -1% | -28% | 0.45 | -1% | -31% | 33.48 | 1.4% | 25.9% | 10.49 | 7% | 5.87 | -5% | 17.5% |
| 海通资管 | 0.71 | 92% | -7% | 0.42 | 472% | -10% | 35.66 | 1.2% | -0.2% | 6.61 | -7% | 3.85 | 2% | 10.8% |
| 光大资管 | 0.65 | -23% | -71% | 0.30 | -34% | -67% | 15.48 | 2.0% | 17.9% | 6.57 | -11.6% | 2.81 | 3.8% | 18.1% |
| 财通资管 | 0.46 | 0% | - | 0.01 | -83% | - | 7.56 | -58.9% | - | - | - | - | - | - |
| 银河金汇 | 0.43 | 19% | 18% | -0.03 | -156% | -142% | 12.79 | -0.3% | 3.0% | 6.78 | 12.6% | 0.70 | -37.8% | 5.5% |
| 兴证资管 | 0.41 | -14% | 1% | 0.13 | -35% | 78% | 8.65 | 2.0% | -41.8% | 3.49 | -23% | 1.23 | -37% | 14.2% |
| 浙商资管 | 0.38 | 147% | 68% | 0.05 | 211% | 261% | 18.43 | 0.3% | 61.5% | - | - | - | - | - |
| 长江资管 | 0.24 | 0% | -27% | -0.05 | -196% | -156% | 18.05 | -0.1% | 61.5% | 3.57 | -37% | 0.50 | -80% | 3.2% |
| 东证融汇 | -0.07 | -193% | -147% | -0.15 | -939% | -306% | 8.67 | -0.4% | 3.5% | 1.10 | -55% | 0.28 | -64% | 3.2% |
| 合计 | 9.09 | 5% | -32% | 3.51 | 5% | -44% | 333.97 | -2.1% | 10.2% | 120.14 | 1.6% | 52.10 | -3.4% | 18.0% |
| 投行子公司 | 营业收入 | 环比 | 同比 | 净利润 | 环比 | 同比 | 净资产 | 环比 | 同比 | 2018 年 | 2018 年 | 2018 年 | 2018 年 | ROE |
| | | | | | | | | | | 累计营业收入 | 同比 | 累计净利润 | 同比 | |
| 华泰联合 | 0.64 | -67% | -58% | 0.11 | -78% | -52% | 37.23 | 0.3% | -21% | 15.29 | -14% | 3.91 | -16.5% | 11% |
| 长江承销保荐 | 0.45 | 87% | 253% | 0.10 | 687% | 217% | 1.95 | -89% | -24% | 2.64 | 23% | 0.01 | -93.5% | 1% |
| 中德证券 | 0.28 | 155% | -49% | 0.07 | 228% | 249% | 11.09 | 1% | -11% | 2.26 | -58% | -0.43 | -138.2% | -4% |
| 申万承销保荐 | 0.28 | 1104% | -65% | 0.17 | 221% | 69% | 14.23 | 1% | 5% | 2.74 | -61% | 0.57 | -74.1% | 4% |
| 东方花旗 | 0.27 | -50% | -38% | -0.25 | -516% | -587% | 14.07 | -2% | 8% | 6.23 | -32% | 1.13 | -46.0% | 8% |
| 瑞信方正 | 0.19 | 95% | -1% | 0.03 | 161% | 56% | 8.55 | 0.3% | -2% | 1.54 | -32% | -0.34 | -560.7% | -4% |
| 一创投行 | 0.02 | -40% | -85% | -0.09 | -8% | -626% | 8.15 | -0.2% | -7% | 0.94 | -94% | -0.57 | -116% | -7% |
| 合计 | 2.14 | -26% | -44% | 0.14 | -39% | -61% | 95.28 | -14% | -10% | 31.64 | -46% | 4.28 | -69.1% | 4% |

来源: 公司公告, 中泰证券非银整理
注: 同比剔除广州、华西、南京、建投、天风、长城, 累计同比剔除以上及浙商、华鑫
中信本月收到子公司分红款11亿元

来源: wind, 公司公告, 中泰证券研究所

- 11月数据整体亮眼，预计受益于自营、经纪。投行回暖。**单月数据：营业收入前三分别为中信系（23亿元，环比+88%，同比+8%，包含11亿子公司分红）、海通系（13亿元，环比+295%，同比+83%）、国君系（12.7亿元，环比+48%，同比+31%），仅4家券商环比负增长，7家实现同比负增长；净利润前三分别为中信系（17亿元，环比+333%，同比+134%，包含11亿子公司分红）、海通系（7.51亿元，环比+1330%，同比+260%）、国信系（5.33亿元，环比+248%，同比+82%），仅6家环比负增长，12家同比负增长。累计数据：1-11月累计营业收入、净利前三均为中信、国君、华泰，营收同比-2%、-16%、-18%，仅申万、方正、江海、华创、一创实现正增长，净利同比-4%、-23%、-21%，仅申万、方正实现正增长。
- 投行过会率75%大幅改善，资管大集合细则落地，期待公募业务发展：**单月情况：11月首发通过率75%，环比+12.5%，7家投行子公司实现营业收入2.14亿元（环比-26%，同比-44%），净利润0.14亿元（环比-39%，同比-61%），过半净利润为正，较上月显著改善；13家资管子公司实现营业收入9.09亿元，环比+5%，同比-32%，净利润3.51亿元，环比+5%，同比-44%，其中华泰、东方、广发营收过亿，东方、海通、浙商净利润实现环比改善。累计情况：1-11月7家投行子公司累计实现营业收入32亿元，同比-46%，净利润4.28亿元，同比-69%，13家资管子公司累计实现营收120亿元，同比+2%，净利润52亿元，同比-3%。

11月经营环境

券商涨跌幅

- 受益于政策持续推动，板块估值回升。**截止2018年11月30日，SW证券板块收于4716点，单月+1.38%，年初以来-22.05%，沪深300单月-31.80%，年初以来-47.56%。

图表2：券商板块近一年行情走势

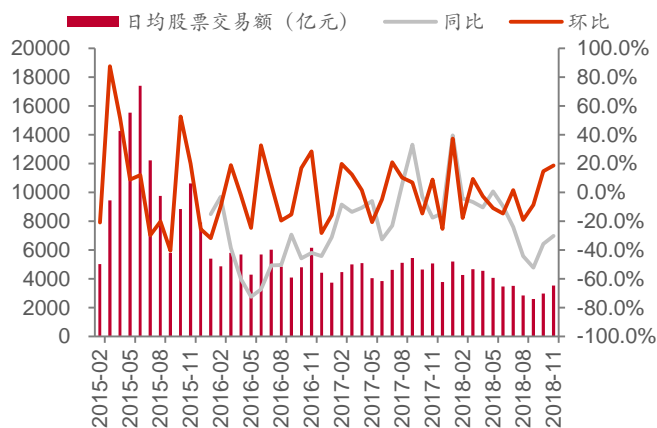


来源：wind，中泰证券研究所

经纪

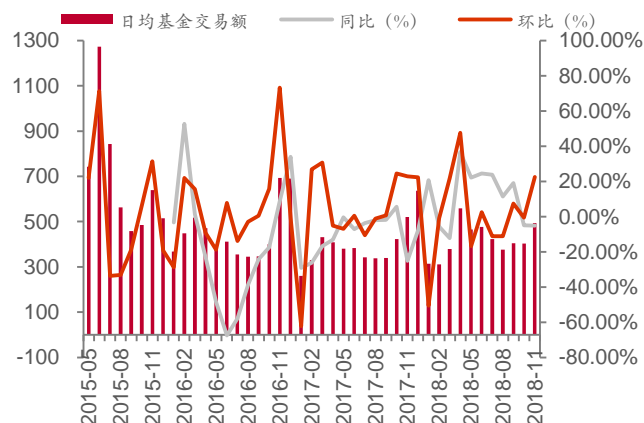
- 回购+并购重组+纾困资金持续推进，市场交易情绪改善。截止 2018 年 11 月 30 日，单月经纪业务日均股基交易额合计 4032 亿元，环比+19.02%，同比-27.86%。

图表 3: 日均股票交易额 (月度, 亿元), 同比、环比增速 (%)



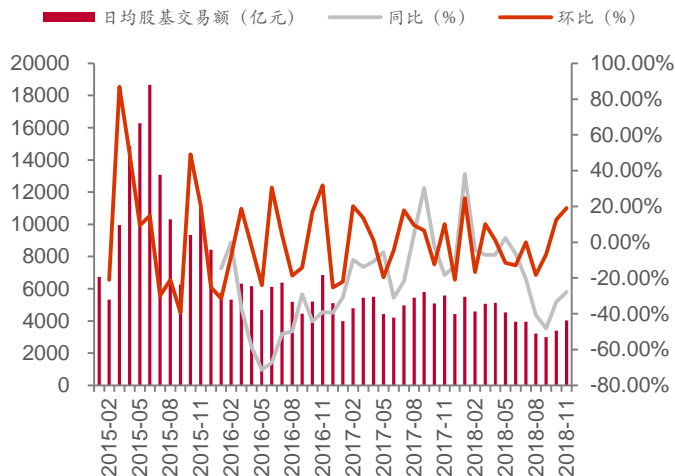
来源: wind, 中泰证券研究所

图表 4: 日均基金交易额 (月度, 亿元), 同比、环比增速 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 5: 日均股基交易额 (月度, 亿元), 同比、环比增速 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所

信用

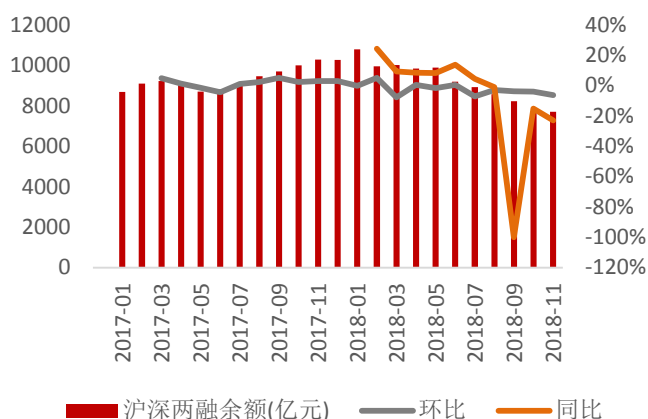
- 两融持续下滑，股票质押纾困持续推进。截止到 2018 年 11 月 30 日，两融余额为 7701 亿元，月度环比-0.015%，同比-25%。根据三季报情况，龙头券商减值损失增加，近期金融机构、地方政府参与纾解股票质押风险，出资规模增长至 8000 亿，相关资管计划、基金持续落地，有助于缓解券商减值压力
- 其中金融机构方面：
 - 1) 券商系列资管计划：协会公布，截至 2018 年 12 月 3 日，共计 31 家券

商签署协议，拟出资金额上升至 468 亿，其中已设立 21 只资管计划，规模 341.41 亿元；

2) 券商私募基金：银河证券联合央企、国信证券、中信证券联合深圳国资，拟设立金额大 770 亿元；3) 保险资管计划：目前 5 家保险拟出资金额合计 780 亿；

- **地方政府方面：**根据我们不完全统计，目前 15 省地方政府拟出资参与纾困；方式涉及成立纾困基金、发行专项债券、与机构合作设立私募基金、纾困可交换债以及信用贷款、担保贷款等多种方式，金额合计超过 3000 亿元（如若降深圳降税、贷款、发债的 3000 算上，合计 6000 亿元），其中单纯债权类约 52 亿。

图表 6: 两融余额 (亿元)



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 7: 金融机构纾困出资情况-20181203

| 券商资管计划 | | | 保险资管计划 | | |
|----------|------|--------|----------|------|-----|
| 11月2日 | 天风证券 | 10.5 | 10月29日 | 国寿资产 | 200 |
| 11月5日 | 国泰君安 | 25 | 11月5日 | 阳光资产 | 100 |
| 11月6日 | 国信证券 | 20.01 | 11月5日 | 太平资产 | 80 |
| 11月6日 | 广发证券 | 10 | 11月6日 | 人保资产 | 300 |
| 11月7日 | 海通证券 | 50 | | | |
| 11月8日 | 中信证券 | 25 | 11月9日 | 新华资产 | 100 |
| 11月8日 | 招商证券 | 20.1 | | 合计 | 780 |
| 11月8日 | 申万宏源 | 20 | | | |
| 11月9日 | 中信建投 | 20 | | | |
| 11月12日 | 中国银河 | 20.1 | | | |
| 拟 | 华泰证券 | - | | | |
| | 合计 | 220.71 | | | |
| 券商纾困私募基金 | | | 券商纾困私募基金 | | |
| 11月12日 | 东兴证券 | 7.5 | 11月5日 | 银河证券 | 600 |
| 11月15日 | 东方证券 | 20 | 11月21日 | 国信证券 | 150 |
| 11月16日 | 兴业证券 | 20.1 | 11月21日 | 中信证券 | 20 |
| 11月20日 | 安信证券 | 20.1 | | 合计 | 770 |
| 11月23日 | 中泰证券 | 10.1 | | | |
| 11月26日 | 湘财证券 | 0.3 | | | |
| 11月28日 | 国盛证券 | 10 | 拟 | 方正证券 | - |
| 拟 | 平安证券 | - | 拟 | 东海证券 | - |
| 拟 | 光大证券 | - | 拟 | 红塔证券 | - |
| 拟 | 华创证券 | - | 拟 | 华西证券 | - |
| 拟 | 华金证券 | - | 拟 | 第一创业 | - |
| 拟 | 财通证券 | - | 拟 | 国元证券 | - |
| 拟 | 长江证券 | - | 拟 | 东吴证券 | - |
| 拟 | 山西证券 | - | 拟 | 华安证券 | - |
| | 合计 | 247.29 | | | |
| 已成立 | 合计 | 341.41 | | | |

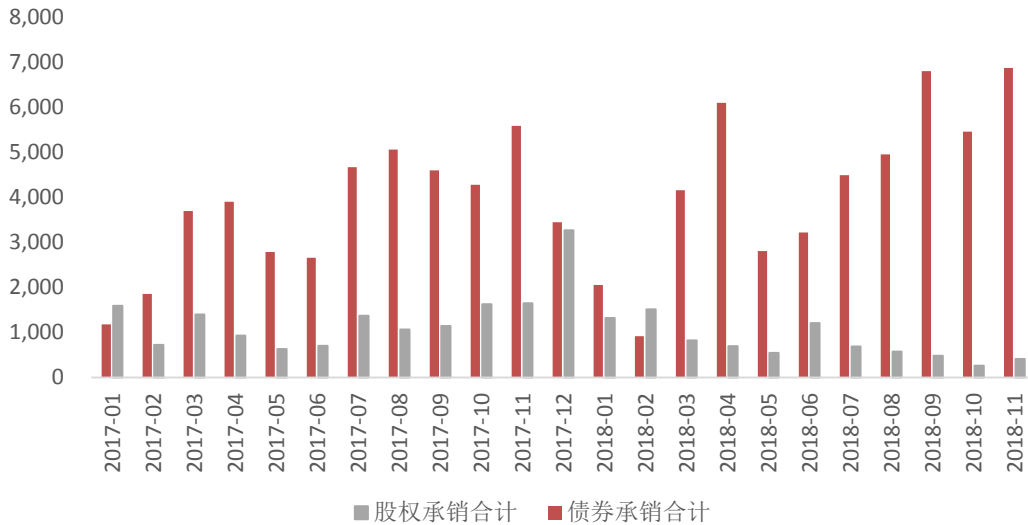
来源: 中证协, 中泰证券研究所

投行

- **股权承销环比显著改善。**单月情况：截止 2018 年 11 月 30 日，股票发行单月募集资金情况 IPO 发行 9 家，共募集资金 90 亿元，环比+101%，同比-55%，增发募资 82 亿元，其它再融资 328 亿元，股权融资共募资 499 亿元，环比+89%，同比-69%；累计情况：1-11 月 IPO 累计发行 1271 亿元，同比-41%，股权整体累计发行 8605 亿元，同比-33%。
- **债券承销环比下降。**截至 2018 年 11 月 30 日，债券发行单月募集资金情况：发行企业及公司债券 2744 亿元，短期融资券和中期票据 336 亿元，债券承销总募资金额 7570 亿元，环比+39%，同比+35%，1-11 月

累计发行 4.85 万亿元，同比+21%。

图 8: 股债承销情况

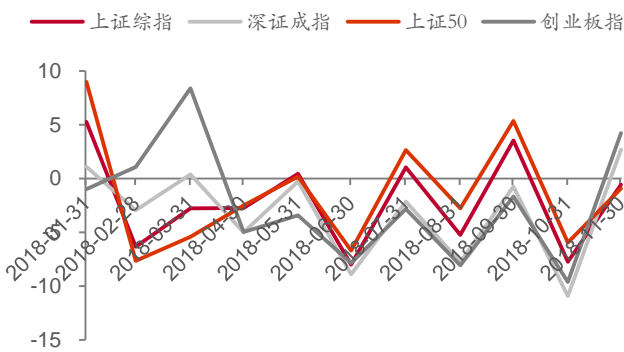


来源: wind, 中泰证券研究所

自营

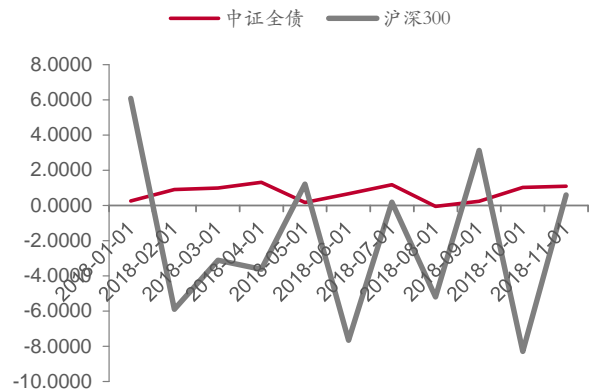
- **市场风险偏好提升。**截止 2018 年 11 月 30 日，股票指数上证综指单月 -0.56%，深证成指+2.66%，上证 50 -0.94%，创业板指+4.22%，中证全债指数单月+1.08%。

图 9: 指数月度涨跌幅 (%) -股票



来源: wind, 中泰证券研究所

图 10: 指数月度涨跌幅 (%) -债券



来源: wind, 中泰证券研究所

投资建议与估值

- **持续关注政策落地情况，“政策底”看好券商 beta 属性:** 1) **股票质押风险缓解:** 今年以来，全市场股票质押业务规模持续收缩，随着多重政策持续推动下金融机构+地方政府资金纾困资金逐步落地，股票质押市场+流动性风险逐步缓解，券商信用业务压力有所减缓；2) **“政策底”确认，市场风险偏好提升，券商 beta 属性强估值具有提升空间:** 中小券商如国元、东兴、次新股等预计反弹较为显著；3) **券商创新业务趋势回**

暖，中长期有望受益于资本市场对外开放程度提升以及制度改革：a. 股指期货松绑，券商 IB 业务、自营业务均有望收益，个股期权业务回归常态发展，有望成为券商业绩新增长点；b. 对外开放持续推进，沪伦通开通在即，券商在发行、跨境转换与做市、经纪等三大业务均有机遇，近期，中金（英国）完成跨境转换备案；c. 科创板试点注册制、优化并购重组审批，投行定价能力提升，创收多元化发展，龙头改善可期待，建议持续关注中信、华泰、中金、国君、广发、招商等龙头券商。

图表 11: 券商估值表

| 证券简称 | 股价 (元) | PE | | | | PB | | | |
|--------|-----------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | 2016A | 2017A | 2018E | 2019E | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
| 中信证券 | 17.05 | 19.83 | 18.14 | 17.26 | 15.38 | 1.45 | 1.38 | 1.31 | 1.22 |
| 国泰君安 | 16.33 | 13.50 | 14.71 | 17.21 | 15.75 | 1.38 | 1.27 | 1.12 | 1.07 |
| 华泰证券 | 17.30 | 19.76 | 13.36 | 17.62 | 15.59 | 1.47 | 1.42 | 1.38 | 1.31 |
| 海通证券 | 9.65 | 13.79 | 12.87 | 18.84 | 16.56 | 1.01 | 0.94 | 0.90 | 0.85 |
| 广发证券 | 13.41 | 12.77 | 11.87 | 17.10 | 14.15 | 1.30 | 1.20 | 1.17 | 1.12 |
| 招商证券 | 14.07 | 15.51 | 18.15 | 21.60 | 18.64 | 1.58 | 1.47 | 1.28 | 1.23 |
| 大券商平均 | 14.64 | 16.44 | 15.14 | 18.03 | 15.88 | 1.38 | 1.29 | 1.21 | 1.15 |
| 申万宏源 | 4.45 | 16.48 | 19.35 | 22.46 | 20.52 | 1.71 | 1.62 | 1.46 | 1.37 |
| 中国银河 | 7.58 | 14.04 | 19.44 | 27.35 | 23.15 | 1.25 | 1.19 | - | - |
| 国信证券 | 8.93 | 15.95 | 17.17 | 24.36 | 21.43 | 1.69 | 1.56 | 1.48 | 1.43 |
| 中信建投 | 10.41 | 12.85 | 20.41 | 18.94 | 16.80 | 2.07 | 1.95 | 1.67 | 1.53 |
| 东方证券 | 8.97 | 21.88 | 15.74 | 32.48 | 22.59 | 1.38 | 1.18 | 1.18 | 1.12 |
| 方正证券 | 5.46 | 17.61 | 30.33 | - | - | 1.27 | 1.20 | - | - |
| 光大证券 | 9.88 | 13.37 | 15.10 | 18.21 | 16.51 | 0.97 | 0.94 | 0.91 | 0.88 |
| 财通证券 | 7.97 | 14.49 | 17.71 | 21.68 | 20.15 | 1.75 | 1.41 | - | - |
| 兴业证券 | 5.04 | 16.36 | 14.67 | 20.79 | 18.06 | 1.06 | 1.01 | 1.00 | 0.97 |
| 东兴证券 | 10.22 | 19.39 | 21.52 | 19.78 | 17.76 | 1.54 | 1.47 | 1.38 | 1.30 |
| 长江证券 | 5.68 | 12.91 | 20.29 | 34.83 | 29.83 | 1.23 | 1.18 | 1.14 | 1.07 |
| 南京证券 | 9.35 | 46.75 | 55.00 | 57.86 | 56.36 | 2.50 | 2.47 | 2.44 | 2.26 |
| 华西证券 | 9.10 | 11.52 | 18.57 | - | - | 1.61 | 1.50 | - | - |
| 西部证券 | 8.38 | 20.83 | 36.39 | 55.68 | 41.90 | 1.89 | 1.67 | 1.61 | 1.53 |
| 浙商证券 | 8.00 | 19.51 | 23.53 | - | - | 2.51 | 1.97 | - | - |
| 国元证券 | 7.69 | 10.68 | 19.23 | 1.00 | 21.24 | 0.73 | 1.02 | 1.02 | 0.98 |
| 西南证券 | 3.83 | 23.94 | 31.92 | 43.28 | 32.29 | 1.14 | 1.12 | - | - |
| 国金证券 | 7.65 | 17.83 | 19.27 | 22.81 | 20.49 | 1.32 | 1.23 | 1.18 | 1.13 |
| 东吴证券 | 7.04 | 14.08 | 27.08 | - | - | 1.04 | 1.01 | - | - |
| 华安证券 | 5.00 | 23.81 | 27.78 | - | - | 1.53 | 1.48 | - | - |
| 第一创业 | 5.40 | 20.00 | 45.00 | 78.83 | 41.13 | 1.37 | 2.14 | - | - |
| 第一创业 | 5.40 | 20.00 | 45.00 | 78.83 | 41.13 | 1.37 | 2.14 | - | - |
| 山西证券 | 6.33 | 37.24 | 45.21 | - | - | 1.46 | 1.43 | - | - |
| 中原证券 | 4.52 | 20.55 | 41.09 | 36.60 | 32.45 | 1.68 | 1.74 | - | - |
| 太平洋 | 2.67 | 26.70 | 157.06 | - | - | 1.54 | 1.55 | - | - |
| 国海证券 | 4.30 | 17.92 | 47.78 | - | - | 1.32 | 1.32 | - | - |
| 东北证券 | 6.87 | 11.84 | 24.54 | - | - | 1.03 | 1.03 | - | - |
| 天风证券 | 6.23 | 43.26 | 70.80 | - | - | 2.71 | 2.59 | - | - |
| 长城证券 | 10.36 | 29.60 | 32.38 | - | - | 2.09 | 2.02 | - | - |
| 中小券商平均 | 6.99 | 19.09 | 28.24 | 21.95 | 18.30 | 1.57 | 1.51 | 0.77 | 0.72 |
| 行业平均 | 8.47 | 18.18 | 22.70 | 20.51 | 17.49 | 1.51 | 1.44 | 0.98 | 0.93 |

来源：盈利预测取自 wind，中泰证券研究所

注：股价为 2018 年 12 月 7 日收盘价

风险提示

- **二级市场持续低迷。**券商基本面以及保险投资端与二级市场相关程度高，若二级市场持续低迷将对行业产生负面影响。
- **金融监管发生超预期变化。**监管政策的变化会对非银金融机构业务开展等产生较大影响。
- **各类纾困资管计划落地低于预期。**

投资评级说明:

| | 评级 | 说明 |
|---|----|------------------------------------|
| 股票评级 | 买入 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上 |
| | 增持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间 |
| | 持有 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 行业评级 | 增持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上 |
| | 中性 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间 |
| | 减持 | 预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上 |
| 备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。 | | |

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司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。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。