

## 证券研究报告—动态报告

非银行金融

**证券行业 12 月投资策略**
**中性**

(维持评级)

2018 年 12 月 10 日

# 政策释放积极信号，反弹 2.0 延续

证券分析师：王剑	021-60875165	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	021--60933164	lijiner@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070003

## 主要内容：

### ■ 券商 11 月业绩环比大幅改善

根据目前已披露的 26 家可比上市券商 11 月经营数据，剔除子公司分红因素，共实现营业收入 143.7 亿元，环比增长 63%，同比下跌 3%；实现净利润 59.3 亿元，环比增长 161%，同比增长 15%。其中，8 家券商扭亏。

**业绩分化，大券商表现更优。**剔除子公司分红因素影响，11 月单月营业收入居前的上市券商包括：中信证券（22.7 亿元）、海通证券（13.3 亿元）、国泰君安（12.7 亿元），对应环比变动分别为 81%、295%、48%；9 月单月净利润居前的上市券商包括：中信证券（16.8 亿元）、海通证券（7.5 亿元）、国信证券（5.3 亿元），对应环比变动分别为 333%、1330%、248%。以 1-11 月累计可比净利润数据来看，行业同比下跌 26%，申万宏源（+26%）业绩同比增速继续保持领先。

### ■ 成交量、股指表现环比改善、一级市场发行环比回暖

**日均交易额环比上涨，IPO 基本持平，再融资、债券承销规模环比上涨。**（1）经纪业务方面，11 月日均股基成交金额为 4044 亿元，环比增长 13.0%，同比下降 28.1%；（2）投行业务方面，IPO 基本持平、再融资、债券承销规模均环比改善。11 月 IPO 数量为 8 家，实际募资规模为 97 亿元，环比基本持平，同比下降 57%。11 月再融资规模为 202 亿元，环比增长 51%，同比下降 77%。债券承销规模为 7697 亿元，环比增长 42%，同比增长 39%；公司债及企业债承销规模为 2739 亿元，环比增长 48%，同比增长 141%。10 月以来，监管层陆续推出多项政策，包括再融资、并购重组松绑、科创板设立等，预计为投行业务带来增量业绩。

**股市回暖，债市继续改善，两融余额继续下滑。**（1）自营业务方面，11 月股市回暖，债市继续改善，自营业务好转。上证综指下跌 0.56%，上月下跌 7.75%；沪深 300 上涨 0.6%，上月下跌 8.29%；创业板上涨 4.22%，上月下跌 9.62%；中债总全价指数上涨 0.98%，上月上涨 0.86%；（2）从反映市场风险偏好和活跃度的两融余额看，11 月两融平均余额 7742 亿元，环比下降 1.8%，最新两融余额（12 月 6 日）为 7727 亿元。

### ■ 投资建议

近期，监管层持续释放积极信号，市场情绪有望提振。科创板试点注册制、并购重组审批优化、再融资业务松绑，将为券商投行业务带来机遇，预计项目储备丰富、深耕中小企业的券商将直接受益；此外，股指期货交易安排放松，利好券商期货经纪、自营、场外期权业务；金融业对外开放进程继续推进，沪伦通开通在即，利好券商衍生品、GDR 等创新业务。同时，多项纾困措施落地，股票质押业务风险有望得到缓解。在国内多层次资本市场体系建设大背景下，大型券商在资本金实力、风险定价能力、机构客户布局上竞争优势突出，行业集中度进入上扬周期，龙头券商将更有相对优势。

展望 2019 年，券商传统业务转好概率加大，新业务逐步推出，增加行业收入，行业经营呈现边际改善，预计 2019 年行业盈利迎来拐点。目前券商板块 PB 估值为 1.35 倍，大券商估值于 0.9-1.3 之间，处于历史中低位，具有较高安全边际。坚定看好龙头券商，推荐中信证券、华泰证券。

### ■ 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。

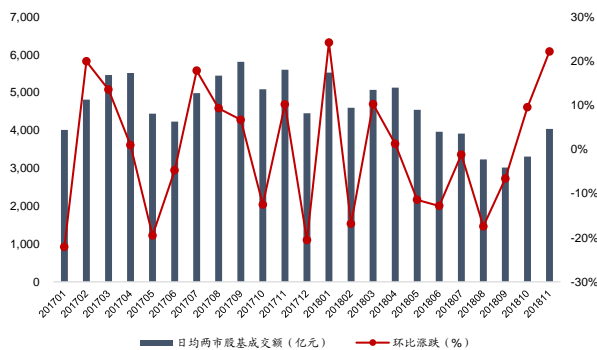
## 关键图表

表 1: 券商 11 月月度数据 (亿元)

券商	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	22.72	0.81	45%	16.84	3.33	134%	185.44	-2%	78.68	-4%		
国泰君安	12.73	0.48	-31%	4.86	0.55	-42%	161.96	3%	61.99	-23%		
申万宏源	9.30	0.54	12%	2.87	0.08	7%	107.68	23%	49.16	26%		
华泰证券	8.38	-0.06	-40%	3.43	-0.23	-39%	127.80	-10%	62.35	-21%		
招商证券	10.67	0.98	0%	4.90	2.15	9%	86.52	-6%	35.89	-20%		
海通证券	13.31	2.95	83%	7.51	13.30	260%	100.65	-10%	50.15	-18%		
方正证券	4.86	0.56	171%	1.50	1.96	-2022%	35.91	-20%	5.38	-58%		
长江证券	4.08	2.53	-23%	0.61	-2.39	3450%	36.66	-18%	5.74	-60%		
国金证券	3.18	0.48	111%	0.99	0.84	-21%	27.56	-27%	7.90	-28%		
华创证券	1.64	0.02	154%	-0.38	-1.86	-42%	16.02	14%	2.97	39%		
东兴证券	2.08	0.17	-18%	0.55	0.05	-62%	23.87	-15%	9.73	-15%		
安信证券	6.94	0.60	706%	1.42	-0.04	43%	42.66	-15%	11.82	-37%		
兴业证券	4.60	3.65	-7%	0.24	-1.48	38%	39.50	-35%	12.84	-40%		
第一创业	0.99	-0.02	-88%	0.02	-0.83	-132%	12.37	0%	2.44	-29%		
国元证券	2.52	2.39	70%	1.24	-4.72	125%	16.25	-33%	3.67	-55%		
华安证券	1.53	1.65	500%	0.59	-6.70	482%	12.49	-21%	3.82	-36%		
东吴证券	2.81	-0.09	19%	0.71	0.05	143%	21.14	-13%	3.55	-51%		
西部证券	1.86	0.50	41%	0.25	0.08	-69%	17.82	-30%	4.34	-52%		
东北证券	1.95	0.08	-33%	-0.04	-1.20	-125%	17.14	-16%	2.32	-63%		
山西证券	1.69	0.94	-59%	0.38	2.92	298%	12.53	-32%	1.91	-64%		
中原证券	1.05	1.49	32%	0.28	2.70	28%	8.64	-34%	0.51	-88%		
西南证券	1.36	0.36	125%	0.02	-1.14	-99%	20.19	-21%	3.72	-53%		

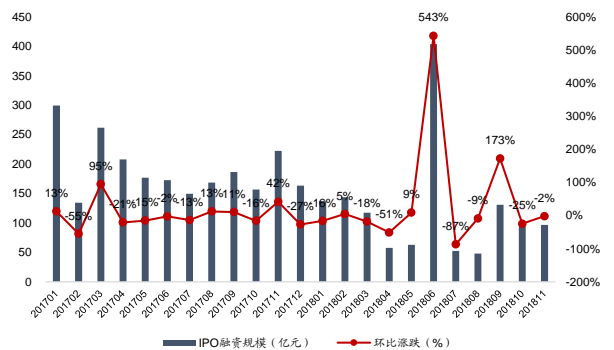
资料来源: wind、国信证券经济研究所整理

图 1: 两市日均股、基成交额及环比涨跌



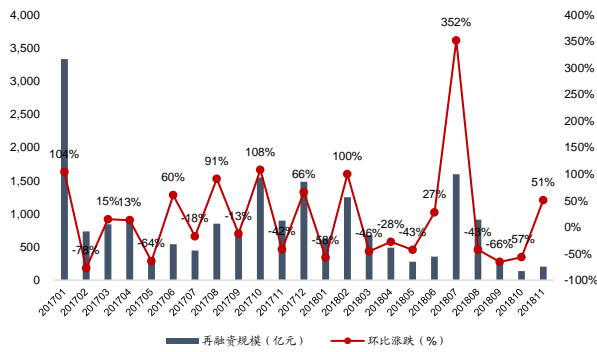
资料来源: 上交所、深交所, 国信证券经济研究所整理

图 2: IPO 融资规模及环比涨跌



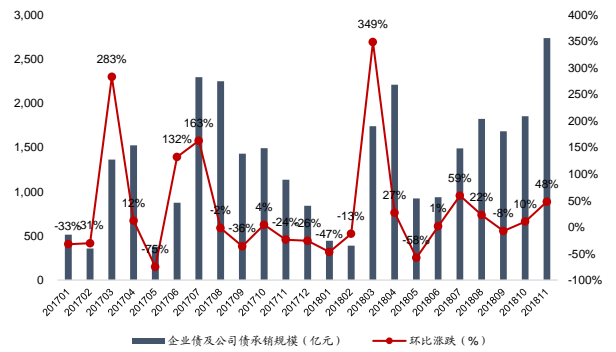
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3：再融资规模及环比涨跌



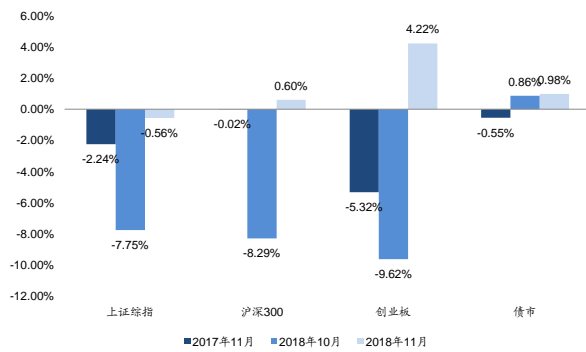
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 4：企业债及公司债承销规模及环比涨跌



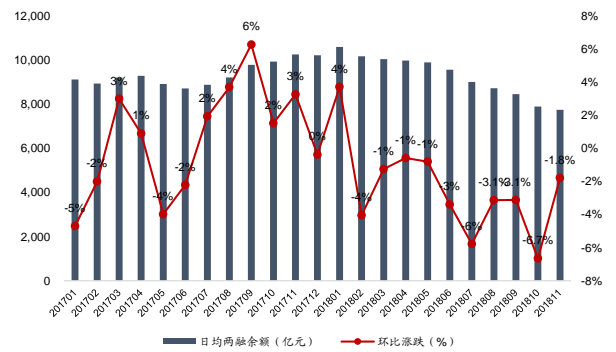
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 5：股债两市表现



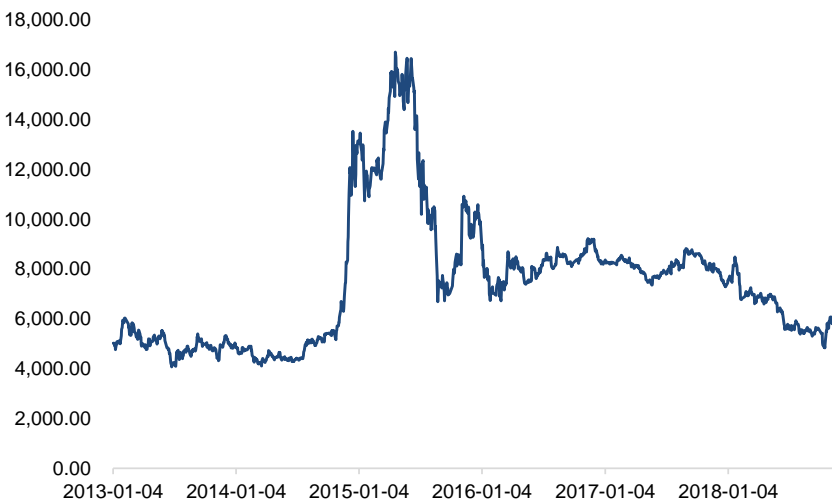
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 6：日均两融余额及环比涨跌



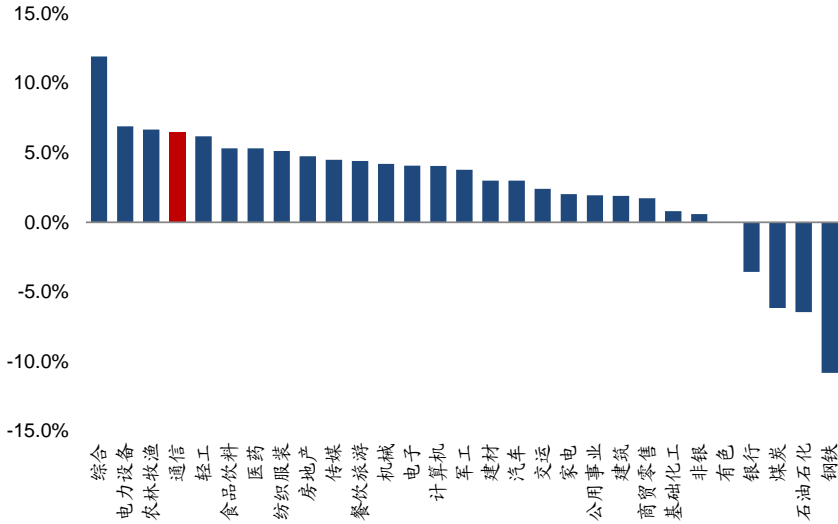
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 7：券商指数 886054 走势（日 K 线）



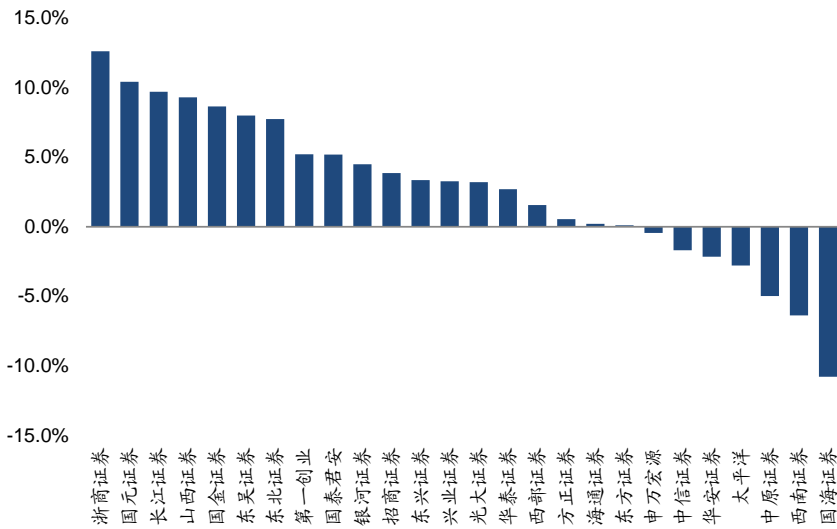
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 8：29 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 9：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 10: 券商板块 PB 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。

## 相关研究报告:

- 《保险行业深度研究之一：寿险：值所归处，价所往矣》——2018-12-06
- 《证券行业 2018 年三季报总结暨 11 月投资策略：政策释放积极信号，看好龙头》——2018-11-08
- 《证券行业事件点评：政策“清障”，助力券商缓解股票质押风险》——2018-11-01
- 《保险专项产品成立点评：专项资管计划实施在即，股票质押风险有望缓解》——2018-10-30
- 《保险专项产品新规点评：专项产品推出渐近，有助于化解股票质押风险》——2018-10-26

## 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