

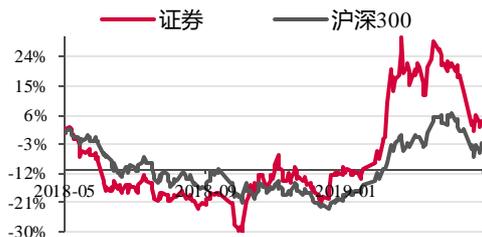
估值回调凸显配置价值

2019年05月17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 | -14.40 | 12.51 | 3.91 |
| 沪深300 | -8.40 | 12.14 | -3.11 |

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 2019 年 4 月经营业绩点评: 4 月净利润环比锐减 50%, 同比仍然保持高增长》 2019-05-13
- 《证券: 证券行业 2019 年 3 月报: 短期扰动不改价值, 业绩向上拐点确立》 2019-04-19
- 《证券: 证券行业 2019 年 2 月报: 行情与业绩共振》 2019-03-26

| 重点股票 | 2018E | | 2019E | | 2020E | | 评级 |
|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | EPS | PE | EPS | PE | EPS | PE | |
| 华泰证券 | 0.66 | 28.12 | 0.89 | 20.85 | 1.00 | 18.56 | 推荐 |
| 中信证券 | 0.77 | 26.27 | 1.09 | 18.56 | 1.22 | 16.58 | 推荐 |
| 中国银河 | 0.28 | 37.54 | 0.41 | 25.63 | 0.40 | 26.28 | 推荐 |
| 东方证券 | 10.52 | 0.51 | 20.63 | 0.18 | 58.44 | 0.27 | 38.96 |
| 海通证券 | 12.57 | 0.75 | 16.76 | 0.45 | 27.93 | 0.62 | 20.24 |
| 浙商证券 | 9.16 | 0.32 | 28.63 | 0.22 | 41.64 | 0.30 | 30.84 |
| 东吴证券 | 10.87 | 0.26 | 41.81 | 0.12 | 90.58 | 0.36 | 30.19 |

资料来源: 财富证券

投资要点:

- 行情表现: 4 月上证综指结束自 1 月以来的连续上涨, 当月下旬下跌 0.40%, 中小板下跌 5.62%, 创业板下跌 4.12%。申万非银金融板块上涨 0.79%, 小幅跑赢市场, 在申万一级行业中排名第 8 位。二级子行业中保险上涨 10.24%、券商下跌 6.16%、多元金融下跌 12.09%。
- 行业估值: 券商板块整体 PB (TTM, 中值) 为 1.71, 较前值 1.82X 回落, 目前位于历史后 92.4% 分位; 大券商 PB 中值下降至 1.51X、中小券商为 1.95X。
- 行业数据: 30 家可比券商 (非合并口径) 共计实现营业收入 170.09 亿元, 环比下降 40.6%; 归母净利润 64.98 亿元, 环比下降 54.7%。虽然业绩较上一月份环比锐减 50%, 但整体同比仍然优于 2018 年, 营收与净利润同比分别为 36.3% 和 50.0%。
- 投资建议: 5 月 MSCI 进一步扩容, 纳入因子由 5% 提升至 10%, 有望为 A 股带来 1800 亿元新增资金, 在 MSCI 纳入标的中市值占比较高的金融股将持续获得稳健的外资流入, 受益明显。估值方面, 前期券商紧随市场波动, 出现自年初以来的首次单月下跌, PB 已经回落至年初低位水平, 一些大型券商如光大、海通、广发、国泰君安等 PB 仅在 1.1X 左右, 板块回调促成配置良机。基本面方面, 一季度业绩继续稳健向好, 为全年盈利改善创造有利条件。从中长期角度来看, 科创板及注册制试点快速推进, 券商投行业务空间进一步打开, 综合竞争力及资本实力将成为拓展业务的关键, 持续看好综合实力强劲、投行业务优势明显的头部券商如中信证券、华泰证券, 建议左侧布局。
- 风险提示: 业务开展不及预期; 市场大幅下调风险。

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..... | 8 |

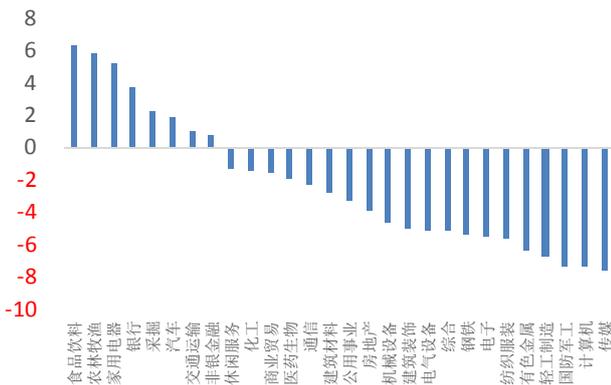
图表目录

| | |
|--------------------------------|---|
| 图 1: 申万一级行业当月涨跌幅 (%) | 3 |
| 图 2: 证券行业近一年单月涨跌幅 (%) | 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: 融资融券当月净买入额 (亿元) | 7 |
| 图 9: 陆股通当月净买入额 (亿元) | 7 |
| 图 10: 市场质押规模 (亿股) | 7 |
| 图 11: 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 2019 年 3 月经营情况 | 5 |

1 市场行情回顾

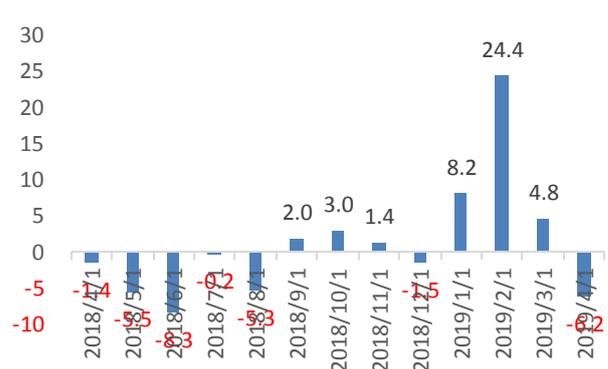
4月中旬，上证综指结束了自1月以来的连续上涨，在上行最高触及3288点之后快速回调，月末收于3078点。当月下跌0.40%，中小板下跌5.62%，创业板下跌4.12%。申万非银金融板块上涨0.79%，小幅跑赢市场，在申万一级行业中排名第8位。二级子行业中保险板块表现较好，当月上涨10.24%；券商板块出现自年初来首次下跌，降幅6.16%，多元金融下跌12.09%。

图 1：申万一级行业当月涨跌幅（%）



资料来源：wind，财富证券

图 2：证券行业近一年单月涨跌幅（%）



资料来源：wind，财富证券

4月份券商股紧随市场的波动，出现自年初以来的首次单月下跌，仅有3家券商上涨，分别为东吴证券（11.07%）、长江证券（4.65%）、招商证券（0.06%），其中2019年一季度中业绩增速较好的东吴证券涨幅居前；下跌幅度较大的证券公司为华林证券（-26.01%）、天风证券（-22.23%）、长城证券（-20.36%）、南京证券（-17.30%）、财通证券（-14.71%）。

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% |
| 601555.SH | 东吴证券 | 9.88 | 67.76 | 601108.SH | 财通证券 | -14.71 | 55.82 |
| 000783.SZ | 长江证券 | 7.11 | 53.01 | 601990.SH | 南京证券 | -17.30 | 40.11 |
| 600999.SH | 招商证券 | -0.17 | 30.82 | 002939.SZ | 长城证券 | -20.36 | 23.51 |
| 600837.SH | 海通证券 | 10.39 | 58.86 | 601162.SH | 天风证券 | -22.23 | 36.44 |
| 601881.SH | 中国银河 | 8.53 | 69.35 | 002945.SZ | 华林证券 | -26.01 | 115.16 |

资料来源：wind，财富证券

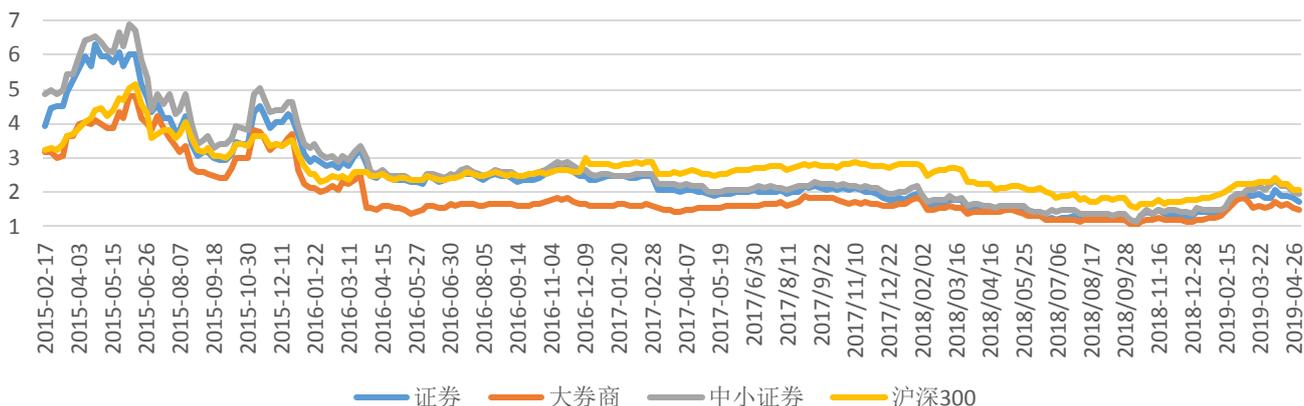
券商估值回落至年初2月水平。截至4月底，券商板块整体PB(TTM,中值)为1.71，较前值1.82X回落，目前位于历史后92.4%分位；大券商PB中值下降至1.51X、中小券商为1.95X。

表 2：证券 PB 估值

| | 证券 | 大券商 | 中小券商 |
|---------------|-------|-------|-------|
| 月末 PB 估值 | 1.71 | 1.51 | 1.95 |
| 历史估值中枢 | 2.56 | 1.82 | 2.80 |
| 相对沪深 300PB 比值 | 0.83 | 1.21 | 0.90 |
| 历史分位 | 92.4% | 92.1% | 88.9% |

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

上市证券公司 4 月净利润环比锐减 50%，但同比仍然保持高增长。

35 家上市券商披露 4 月经营月报，30 家可比券商（非合并口径）共计实现营业收入 170.09 亿元，环比下降 40.6%；归母净利润 64.98 亿元，环比下降 54.7%。虽然业绩较上一月份环比锐减 50%，但整体同比仍然优于 2018 年，营收与净利润同比分别为 36.3% 和 50.0%。

营业收入方面，仅 2 家上市券商营收环比正增长，国海证券、华西证券增速分别为 12%、15%。收入突破 10 亿元的券商共有 6 家，分别为国泰君安（16.8 亿元）、中信证券（14.6 亿元）、海通证券（13.2 亿元）、华泰证券（13.2 亿元）、广发证券（12.2 亿元）和招商证券（11.3 亿元）。净利润方面，当月同样仅有 2 家上市券商实现业绩正增长，长江证券与国海证券表现较优，分别为 109% 和 54%。其中长江证券净利润高达 7.07 亿元，位居上市券商之首；业绩大幅增长主要来源于子公司长江资管、长江保荐向母公司分红 5.5 亿元和 2000 万元。业绩排名靠前的上市券商还有国泰君安（6.2 亿元）、海通证券（5.8 亿元）、华泰证券（5.3 亿元）。

图 4：可比券商单月营收及增速%



资料来源：wind，财富证券

图 5：可比券商单月净利润及增速%



资料来源：wind，财富证券

表 3：上市券商 2019 年 4 月经营情况

| | 单月 | | | | 1-4 月累计 | | | |
|------|---------------|--------------|----------------|---------------|---------------|--------------|----------------|---------------|
| | 营业收入 (百万元) | 净利润 (百万元) | 营业收入 环比 (%) | 净利润 环比 (%) | 营业收入 (百万元) | 净利润 (百万元) | 营业收入 同比 (%) | 净利润 同比 (%) |
| 中信证券 | 2365 | 1439 | 29% | 73% | 6413 | 3024 | 39% | 55% |
| 广发证券 | 1943 | 847 | 45% | 58% | 4416 | 1881 | 50% | 49% |
| 海通证券 | 1843 | 1123 | 9% | 13% | 4558 | 2547 | 73% | 77% |
| 华泰证券 | 2600 | 1686 | 90% | 172% | 5068 | 2730 | 8% | -8% |
| 招商证券 | 1597 | 761 | 38% | 49% | 3848 | 1718 | 67% | 75% |
| 光大证券 | 1169 | 546 | 16% | 6% | 2818 | 1286 | 101% | 152% |
| 长江证券 | 1024 | 339 | 40% | 14% | 2316 | 789 | 93% | 170% |
| 国元证券 | 331 | 134 | 47% | 1% | 817 | 347 | 56% | 162% |
| 西南证券 | 699 | 417 | 165% | 714% | 1194 | 592 | 75% | 114% |
| 申万宏源 | 1845 | 785 | 66% | 59% | 3859 | 1645 | 54% | 65% |
| 太平洋 | 316 | 227 | 26% | 156% | 700 | 349 | 104% | 1854% |
| 东北证券 | 515 | 220 | 47% | 56% | 1223 | 520 | 173% | 408% |
| 国金证券 | 341 | 127 | 13% | -10% | 1001 | 400 | 32% | 62% |
| 兴业证券 | 990 | 192 | 25% | -41% | 2345 | 698 | 220% | 303% |
| 山西证券 | 231 | 99 | 81% | 139% | 562 | 199 | 59% | 76% |
| 方正证券 | 680 | 337 | 81% | 609% | 1531 | 565 | 40% | 91% |
| 国海证券 | 264 | 73 | 75% | 65% | 580 | 170 | 46% | 79% |
| 东吴证券 | 512 | 243 | 105% | 29% | 1052 | 464 | 123% | 463% |
| 西部证券 | 466 | 290 | 65% | 114% | 1124 | 583 | 113% | 200% |
| 国信证券 | 1534 | 774 | 80% | 24% | 3319 | 1737 | 41% | 126% |
| 东方证券 | 997 | 467 | 35% | 41% | 2285 | 974 | 83% | 315% |
| 东兴证券 | 375 | 337 | 14% | 176% | 949 | 550 | 57% | 106% |
| 国泰君安 | 2675 | 1610 | 48% | 62% | 5831 | 3050 | 4% | 29% |
| 第一创业 | 238 | 95 | 19% | 20% | 602 | 238 | 52% | 101% |
| 华安证券 | 331 | 128 | 45% | 16% | 768 | 322 | 121% | 173% |
| 中原证券 | 183 | 18 | 17% | -74% | 449 | 124 | 57% | 60% |
| 中国银河 | 1451 | 637 | 56% | 67% | 3336 | 1412 | 41% | 67% |

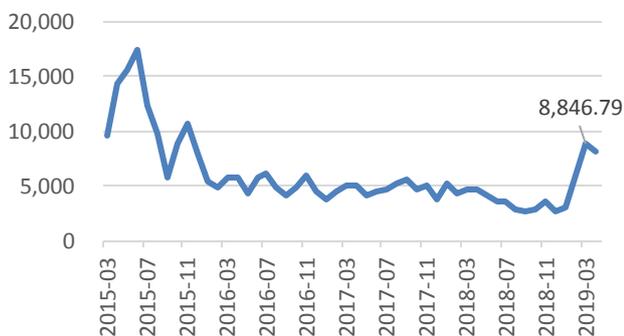
| | | | | | | | | |
|------|------|-----|------|------|------|------|------|------|
| 浙商证券 | 347 | 110 | 100% | 168% | 669 | 178 | 21% | 1% |
| 财通证券 | 403 | 132 | 4% | 8% | 1105 | 322 | 28% | 4% |
| 华西证券 | 364 | 155 | -7% | -28% | 981 | 443 | 50% | 59% |
| 南京证券 | 188 | 87 | 13% | 17% | 478 | 209 | #N/A | #N/A |
| 中信建投 | 1423 | 837 | 109% | 107% | 2900 | 1449 | #N/A | #N/A |
| 天风证券 | 399 | 122 | 39% | 272% | 831 | 160 | #N/A | #N/A |
| 长城证券 | 405 | 144 | 69% | 65% | 913 | 278 | #N/A | #N/A |
| 华林证券 | 95 | 55 | #N/A | #N/A | #N/A | #N/A | #N/A | #N/A |

资料来源: wind, 财富证券

市场人气聚集, 各项成交指标均有所上升。

从市场成交要素上看, 1) 日均成交金额小幅回落, 活跃度。4月日均成交金额为8025亿元, 环比减少9.3%。虽然较上月有所回落, 但仍然保持较高活跃度, 21个交易日当中有4个交易日的日均成交金额突破万亿元。2) 两融余额提升至9000亿元以上, 连续三个月保持净流入。4月末沪深两融余额9598亿元, 日均两融余额9694亿元, 环比+9.73%, 连续三个月上升; 两融当月净买入额为393亿元, 连续三个月为净流入。3) 北向资金流出, 陆股通当月成交净额为-180亿元, 环比减少513%, 为2018年11月后首次出现当月净流出。4) 股票质押业务初始交易规模与市场存量规模收缩。当月全市场增加质押股份174.35亿股, 较上月减少9.2%; 待购回股份数量为6160亿股, 较上月末持续减少64亿股, 参考市值52420亿元。5) 再融资规模大幅扩张, IPO与债券承销收缩。当月IPO发行10家, 募集资金88亿元, 环比下降6%; 再融资发行34家, 募集资金355亿元, 环比增加296%; 股权融资规模合计443亿元, 环比-25%。企业债、公司债、可转债承销规模分别为445亿元、2362亿元、519亿元, 核心信用债券融资规模总计3326亿元, 较上月减少20%。6) 资管产品发行规模下降。当月成立资管产品464只, 发行份额134亿份, 环比减少21%。7) 主要指数4月均下行, 拖累自营权益类收益。上证综指、中小板、创业板跌幅分别为-0.4%、-5.3%、-4.1%。

图6: 两市日均成交金额(亿元)



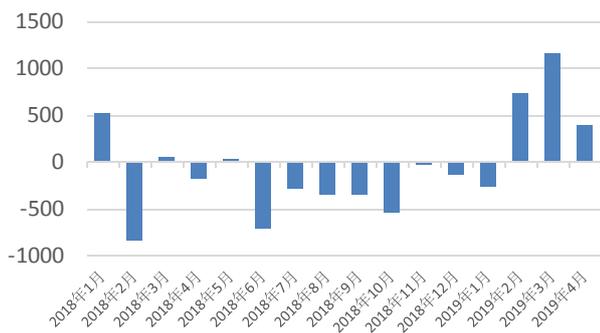
资料来源: wind, 财富证券

图7: 日均融资融券余额(亿元)



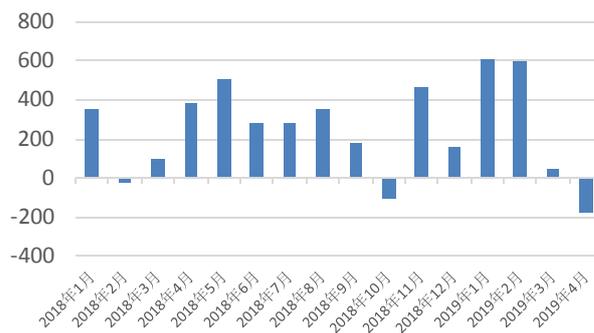
资料来源: wind, 财富证券

图 8：融资融券当月净买入额（亿元）



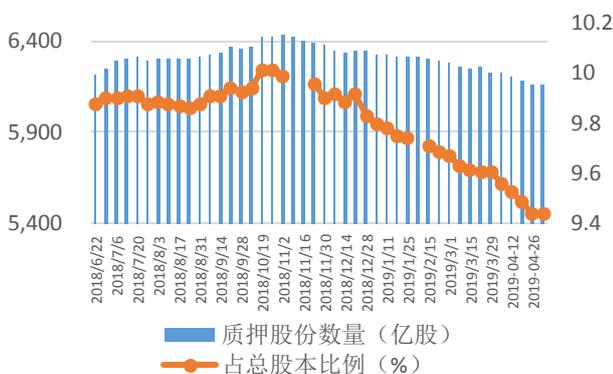
资料来源：wind，财富证券

图 9：陆股通当月净买入额（亿元）



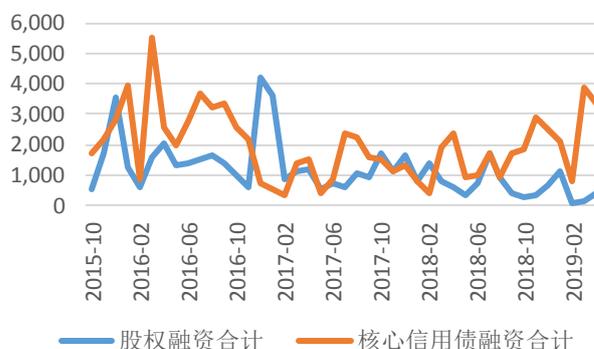
资料来源：wind，财富证券

图 10：市场质押规模（亿股）



资料来源：wind，财富证券

图 11：市场股权及债权融资规模（亿元）



资料来源：wind，财富证券

3 投资建议

5 月 MSCI 进一步扩容，纳入因子由 5% 提升至 10%，有望为 A 股带来 1800 亿元新增资金，在 MSCI 纳入标的中市值占比较高的金融股将持续获得稳健的外资流入，受益明显。估值方面，前期券商紧随市场波动，出现自年初以来的首次单月下跌，PB 已经回落至年初低位水平，一些大型券商如光大、海通、广发、国泰君安等 PB 仅在 1.1X 左右，板块回调促成配置良机。基本面方面，一季度业绩继续稳健向好，为全年盈利改善创造有利条件。从中长期角度来看，科创板及注册制试点快速推进，券商投行业务空间进一步打开，综合竞争力及资本实力将成为拓展业务的关键，持续看好综合实力强劲、投行业务优势明显的头部券商如中信证券、华泰证券，建议左侧布局。

4 行业信息

4.1 上交所发布《科创板股票发行与承销业务指引》

近期，上交所报哪个不《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》（以下简称《业务指引》）。《业务指引》共计 7 章 67 条，对战略投资者、保荐机构相关子公司跟

投、新股配售经纪佣金、超额配售选择权、发行定价配售程序等作出了明确规定和安排，主要内容如下。

一是规范引入战略投资者实践。科创板支持科创板发行人有序开展战略配售，为此《业务指引》根据首次公开发行股票数量差异，限定了战略投资者家数，并从概括性要素与主体类别两方面设置了条件资格，并明确禁止各类利益输送行为。

二是明确保荐机构相关子公司跟投制度。参与跟投的主体为发行人的保荐机构依法设立的另类投资子公司或者实际控制该保荐机构的证券公司依法设立的另类投资子公司，使用自有资金承诺认购的规模为发行人首次公开发行股票数量 2%-5% 的股票。明确跟投股份的锁定期为 24 个月，期限长于除控股股东、实际控制人之外的其他发行前股东所持股份。

三是规定新股配售经纪佣金安排。承销商向获配股票的战略配售者、网下投资者收取的佣金费率应当根据业务开展情况合理确定。

四是引导超额配售选择权行为。强化了主承销商在“绿鞋”操作中的主体责任，对行使安排、全流程披露、记录保留、实施情况报备等方面作出要求，并规定主承销商不得在“绿鞋”操作中卖出为稳定股价而买入的股票（“刷新绿鞋”）。

五是细化发行定价配售程序。为促进网下投资者理性报价，发行人和主承销商审慎定价，《业务指引》强化了网下投资者询价报价约束，允许发行人和主承销商合理设置询价条件与细化分类配售，同时为充分揭示个别新股定价偏高的投资风险，设置了梯度风险警示机制。

5 风险提示

市场活跃度下降；股票及债券市场大幅波动；业务开展不及预期；金融监管加强。

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