

# 证券

证券研究报告  
2019年07月15日

## 证券中报前瞻：业绩预计高增长

投资评级  
行业评级 强于大市(维持评级)  
上次评级 强于大市

**投资要点：**预计上市券商 19H 的净利润同比增长 50%，全年业绩有望实现高增长。其中，龙头券商业绩表现稳健，增速在 20%至 70%之间，中小券商受低基数和投资业务大幅改善的影响，预计业绩将大幅改善。重点推荐中信证券、国泰君安、华泰证券。

上市券商的业绩分化明显，部分券商计提资产减值准备。

已经公布业绩快报的 9 家上市券商上半年业绩均实现大幅增长。中信证券、申万宏源、长江证券、国海证券 2019 年上半年的归母净利润分别为 64.10 亿元、32.23 亿元、10.87 亿元和 3.88 亿元，同比增长 15.66%、56%、188% 和 281%。东北证券、长城证券、华西证券、西部证券、山西证券均公布上半年的业绩区间，增速在 50%至 324%之间。龙头券商业绩稳健，中小券商受低基数、投资业务大幅改善的影响，业绩弹性大。2019 年上半年，计提资产减值准备在一定程度上会影响券商的业绩表现，但是整体风险可控。

预计上市券商业绩同比增长 50%，全年业绩有望实现高增长。

**自营投资收益、经纪业务、信用业务将是上市券商业绩改善的主要驱动力。**我们预测上市券商业绩有望实现同比增长 50%，其中，国泰君安、海通证券、华泰证券、广发证券、招商证券 2019 年上半年的净利润分别为 52 亿元、49 亿元、44 亿元、43 亿元和 31 亿元，同比增长分别为 29%、61%、38%、49%和 73%。

展望下半年，始于 18 年 3 季度股票质押业务风险带来信用/资产减值损失对于券商业绩造成较大冲击，而这一问题在 19 年市场回暖阶段已经得到缓解，因此我们认为下半年券商业绩有望保持高增长。

**投资建议：继续推荐龙头券商。**推动资本市场改革政策将陆续出台，这对于券商估值的提升有着较长时间的积极影响。龙头券商将直接受益于资本市场改革政策。行业平均估值 2.11x PB，大型券商估值在 1.3-1.7x PB 之间，行业历史估值的中位数为 2.5x PB (2012 年至今)。我们推荐龙头券商，即中信证券、国泰君安、华泰证券。

**风险提示：**市场低迷导致业绩及估值双重下滑、政策落地不及预期、计提资产减值准备风险

### 作者

夏昌盛 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518110003  
xiachangsheng@tfzq.com  
罗钻辉 分析师  
SAC 执业证书编号：S1110518060005  
luozuanhui@tfzq.com  
舒思勤 联系人  
shusiqin@tfzq.com

### 行业走势图



资料来源：贝格数据

### 相关报告

- 《证券-行业点评:6 月业绩环比大幅改善，中报业绩增速有望超预期》2019-07-09
- 《证券-行业点评:并购重组：新规预期松绑，继续推荐券商板块！》2019-06-22
- 《证券-行业点评:沪伦通：资本市场开放再下一城，拓宽头部券商国际化的空间》2019-06-17

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-07-12	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600030.SH	中信证券	23.37	买入	0.77	1.22	1.21	1.41	30.35	19.16	19.31	16.57
601211.SH	国泰君安	18.07	增持	0.77	0.99	1.10	1.24	23.47	18.25	16.43	14.57
601688.SH	华泰证券	20.77	增持	0.61	0.98	1.14	1.37	34.05	21.19	18.22	15.16

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS



## 内容目录

1. 回顾.....	3
1.1. 上半年券商板块超额收益明显 .....	3
1.2. 投资回暖推动盈利改善 .....	3
2. 上市券商的半年报业绩前瞻 .....	5
2.1. 上市券商业绩快报情况 .....	5
2.2. 上市券商中报业绩前瞻 .....	6
3. 投资建议.....	7

## 图表目录

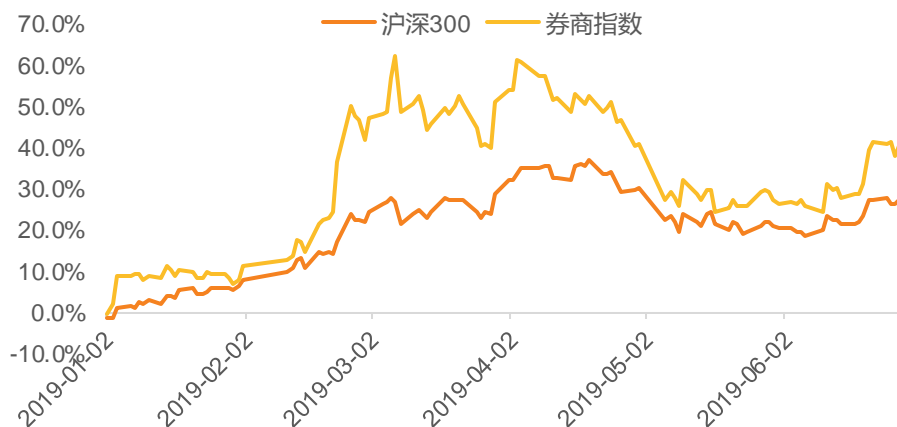
图 1: 2019 年上半年, 券商板块相对沪深 300 指数超额收益明显 .....	3
图 2: 证券行业收入结构.....	4
图 3: 券商板块目前估值仍处于历史底部区间(中信行业非银金融-证券) .....	8
表 1: 2019 年一季度行业分业务收入结构(单位: 亿元) .....	4
表 2: 上市券商业绩快报情况(单位: 亿元) .....	5
表 3: 37 家上市券商 1-6 月累计净利润同比增长 50.7%(单位: 亿元) .....	6
表 4: 主要上市券商 2019 年上半年预计净利润情况(单位: 亿元) .....	7
表 5: 上市券商盈利预测及估值表(2019 年 7 月 12 日) .....	8

## 1. 回顾

### 1.1. 上半年券商板块超额收益明显

2019年上半年，券商板块相对沪深300指数超额收益明显。上半年券商指数最高涨幅达到62.33%，相对沪深300指数超额收益最大值为35.82%。截至6月底，券商指数相对沪深300指数超额收益仍然有12.62%。本轮行情始于18年10月20日的国务院金融稳定发展委员会会议，监管机构频繁释放政策的积极信号，同时在股票质押纾困的背景下，板块经历估值修复的行情。2019年1季度，在科创板政策、资本市场改革预期的刺激下，中信建投等龙头券商领涨。在2月至3月，在市场走强阶段的背景下券商贝塔属性凸显，自营弹性大的中小券商和次新股涨幅居前。进入到19年的4-5月市场震荡之下，券商板块表现有所调整，截至2019年5月末累计涨幅回落至26.50%，但是依然跑赢沪深300指数5.94个百分点。19年6月，在券商板块估值回落至历史底部区间，科创板进入冲刺阶段的一系列利好政策出台，并购重组业务松绑，券商板块重新进入上升通道。截至6月底，券商指数的累计涨幅为39.69%，相对于沪深300指数超额收益为12.62%。

图 1：2019 年上半年，券商板块相对沪深 300 指数超额收益明显



资料来源：wind，天风证券研究所

### 1.2. 投资回暖推动盈利改善

1 季度行业盈利大幅改善主要是受证券投资收益大幅提升影响。2019 年 1 季度，证券行业实现营业收入 1019 亿元，同比增长 55%；行业净利润为 440 亿元，同比增长 87%。分业务来看，经纪、投行、资管、信用和投资业务的收入分别为 221.49、87.68、57.33、69.04 和 514.05 亿元，同比变动幅度分别为+13.8%、+18.4%、-15.4%、+4.9%和+215.2%。1 季度，市场环境大幅改善，成交量、两融余额等回升，传统的自营业务大幅改善是业绩回暖的主要驱动力。

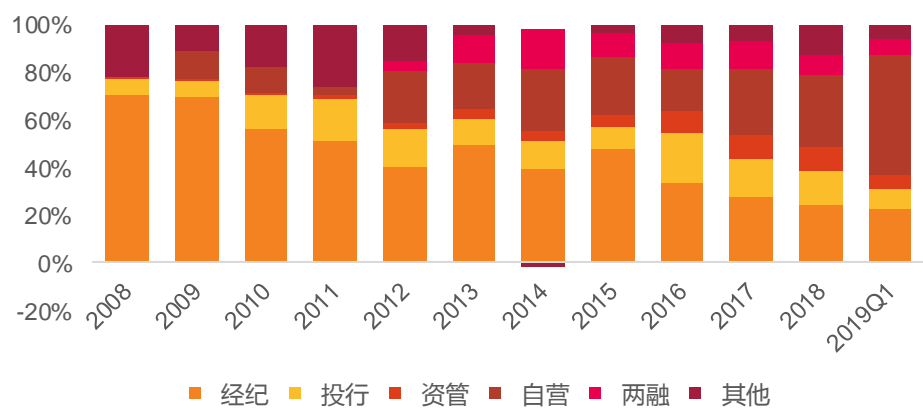
自营业务逐渐取代经纪约为成为行业收入第一大来源，在一定程度上反映传统业务面临较大的转型压力。从收入结构来看，2019 年一季度行业经纪、投行、资管、信用和投资业务收入占比分别为 21.7%、8.6%、5.6%、6.8%和 50.4%，投资业务收入占比较去年提升 25.7 个百分点成为行业第一大收入来源，收入贡献达一半以上，经纪业务收入占比则同比下滑 7.8 个百分点。

表 1：2019 年一季度行业分业务收入结构（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2018Q1	2019Q1	同比变动情况
券商数量（家）	129	131	131	131	131	0.0%
营业收入	3279.94	3,113.28	2,662.87	659.64	1,018.94	54.5%
代理买卖证券业务净收入	1052.95	820.92	623.42	194.69	221.49	13.8%
证券承销与保荐业务净收入	519.99	384.24	258.46	55.84	66.73	19.5%
财务顾问业务净收入	164.16	125.37	111.5	18.19	20.95	15.2%
投资咨询业务净收入	50.54	33.96	31.52	6.8	7.15	5.1%
资产管理业务净收入	296.46	310.21	275	67.79	57.33	-15.4%
证券投资收益	568.47	860.98	800.27	163.1	514.05	215.2%
利息净收入	381.79	348.09	214.85	65.79	69.04	4.9%
净利润	1234.45	1,129.95	666.2	235.59	440.16	86.8%
盈利券商数量	124	120	106	108	119	10.2%
总资产（万亿元）	5.79	6.14	6.26	6.41	7.05	10.0%
净资产（万亿元）	1.64	1.85	1.89	1.89	1.94	2.6%
客户交易结算资金余额	14400	10,600	9,379	11,800	15,000	27.1%
托管证券市值（万亿）	33.77	40.33	32.62	40.17	N/A	N/A
受托管理资金本金总额（万亿）	17.82	17.26	14.11	16.93	14.11	-16.7%

资料来源：证券业协会，天风证券研究所

图 2：证券行业收入结构



资料来源：证券业协会，天风证券研究所

## 2. 上市券商的半年报业绩前瞻

### 2.1. 上市券商业绩快报情况

已公布业绩快报的 9 家上市券商上半年业绩均实现大幅增长。中信证券、申万宏源、长江证券、国海证券 2019 年上半年的归母净利润分别为 64.10 亿元、32.23 亿元、10.87 亿元和 3.88 亿元，同比增长 15.66%、56%、188%和 281%。东北证券、长城证券、华西证券、西部证券、山西证券均公布上半年的业绩区间，增速在 50%至 324%之间。

表 2：上市券商业绩快报情况（单位：亿元）

证券简称	2018H	2019H	同比
中信证券	55.65	64.1	15.66%
申万宏源	20.66	32.23	56%
国海证券	1.02	3.88	281%
长江证券	3.78	10.87	188%
东北证券	2.49	5.50-6.00	121%-141%
长城证券	3.12	4.72-5.22	51%-67%
华西证券	5.37	8.10-9.12	51%-70%
西部证券	2.51	4.39-4.85	75%-93%
山西证券	1.10	3.82-4.67	247%-324%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

**部分上市券商计提资产减值准备。**东方证券、西部证券、国海证券、东北证券、山西证券分别计提资产减值准备 4.45 亿元、2.82 亿元、1.26 亿元、1.18 亿元、0.33 亿元。计提资产减值准备的原因主要是受到股票质押式回购减值准备、融出资金、债权投资、其他债权投资等项目的影响。

**总体来看，我们认为 19 年上半年，上市券商的业绩分化将更加明显。**龙头券商业绩稳健，中小券商受低基数、投资业务大幅改善的影响，业绩弹性大。计提资产减值准备在一定程度上会影响券商的业绩表现，但是整体风险可控。展望下半年，始于 18 年 3 季度股票质押业务风险带来信用/资产减值损失对于券商业绩造成较大冲击，而这一问题在 19 年市场回暖阶段已经得到缓解，因此我们认为下半年券商业绩有望保持高增长。

## 2.2. 上市券商中报业绩前瞻

我们统计范围内 37 家上市券商 1-6 月的累计净利润为 526 亿元，同比增长 50.7%（可比口径，下同），上市券商的净资产为 14605 亿元，较上年末提升 3%，ROE 为 7.21%（年化）。上市券商 19 年上半年业绩向好主要是因为市场回暖，带动证券公司自营投资业务、经纪业务、信用业务、投资业务实现大幅改善。

表 3：37 家上市券商 1-6 月累计净利润同比增长 50.7%（单位：亿元）

亿元	累积营业收入	累积营业收入同比	累积净利润	累积净利同比	净资产	ROE
中信证券	114.56	11%	48.20	16%	1328	7.26%
国投资本	37.11	64%	12.97	82%	314	8.26%
国金证券	17.35	15%	5.94	33%	198	6.01%
西南证券	17.28	27%	6.75	97%	187	7.22%
海通证券	83.64	48%	42.65	32%	1149	7.42%
东方证券	41.39	32%	12.83	53%	528	4.86%
招商证券	70.85	63%	29.94	71%	799	7.49%
太平洋	10.41	130%	3.58	扭亏为盈	102	7.00%
东兴证券	17.10	30%	8.38	61%	197	8.53%
国泰君安	114.65	15%	50.80	27%	1322	7.68%
兴业证券	36.83	46%	10.76	-6%	328	6.55%
东吴证券	18.72	94%	7.01	667%	204	6.88%
华泰证券	86.68	16%	40.95	29%	1169	7.00%
光大证券	46.97	76%	18.48	144%	507	7.29%
方正证券	29.93	60%	6.90	322%	464	2.97%
申万宏源	68.54	24%	29.00	27%	766	7.57%
东北证券	16.65	86%	5.47	187%	153	7.16%
国元证券	12.34	37%	2.47	56%	233	2.12%
国海证券	12.50	132%	3.43	1102%	134	5.10%
广发证券	79.83	35%	33.94	30%	846	8.02%
长江证券	41.66	100%	17.83	337%	284	12.55%
山西证券	11.93	63%	3.88	178%	135	5.75%
西部证券	16.57	59%	5.04	78%	179	5.64%
国信证券	60.92	50%	26.79	114%	529	10.13%
第一创业	8.56	36%	1.46	19%	90	3.23%
华创阳安	11.98	68%	2.56	98%	111	4.63%
华安证券	12.34	78%	4.89	121%	123	7.93%
中原证券	8.10	53%	1.91	124%	99	3.86%
中国银河	61.29	57%	23.96	111%	676	7.09%
浙商证券	17.02	57%	7.21	105%	144	9.99%
华西证券	18.84	45%	7.78	50%	188	8.25%
财通证券	22.10	30%	6.87	20%	200	6.88%
天风证券	14.35	N/A	2.42	N/A	111	4.34%
中信建投	55.57	N/A	22.78	N/A	485	9.38%
南京证券	8.93	N/A	3.67	N/A	107	6.90%
长城证券	15.61	N/A	4.95	N/A	163	6.08%
华林证券	4.51	N/A	1.84	N/A	50	7.32%
合计	1,324	39%	526	50.7%	14605	7.21%

资料来源：公司公告，天风证券研究所，华泰证券剔除华泰联合分红的影响

2019年1-6月，国泰君安、海通证券、华泰证券、广发证券、招商证券的累计净利润分别为50.80亿元、42.65亿元、40.95亿元、33.94亿元和29.94亿元，同比增长27%、32%、29%、30%和71%。

根据1-6月的月度财务数据，结合二季度市场经营情况，我们预测国泰君安、海通证券、华泰证券、广发证券、招商证券2019年上半年的净利润分别为52亿元、49亿元、44亿元、43亿元和31亿元，同比增长分别为29%、61%、38%、49%和73%。我们预计自营投资收益、经纪业务、信用业务将是上市券商业绩改善的主要驱动力。

表 4：主要上市券商 2019 年上半年预计净利润情况（单位：亿元）

证券简称	2019H1 净利润 (合并报表)	同比	2019Q2 净利润 (合并报表)	2018H1 净利润 (合并报表)	2018Q2 净利润 (合并报表)
国泰君安	51.83	29%	21.77	40.09	17.50
海通证券	48.93	61%	11.23	30.31	12.99
华泰证券	43.51	38%	15.71	31.59	12.56
广发证券	42.51	49%	13.32	28.58	13.32
招商证券	31.28	73%	10.01	18.07	7.15

资料来源：公司公告，天风证券研究所

### 3. 投资建议

**上市券商的业绩分化将更加明显。**已经公布业绩快报的9家上市券商上半年业绩均实现大幅增长，其中，龙头券商业绩稳健，中小券商受低基数、投资业务大幅改善的影响，业绩弹性大。计提资产减值准备在一定程度上会影响券商的业绩表现，但是整体风险可控。

**自营投资收益、经纪业务、信用业务将是上市券商业绩改善的主要驱动力。**我们预测上市券商业绩有望实现50%以上的同比增长，其中，国泰君安、海通证券、华泰证券、广发证券、招商证券2019年上半年的净利润分别为52亿元、49亿元、44亿元、43亿元和31亿元，同比增长分别为29%、61%、38%、49%和73%。

**继续推荐龙头券商。**推动资本市场改革政策将陆续出台，这对于券商估值的提升有着较长时间的积极影响。行业平均估值2.11x PB，大型券商估值在1.3-1.7x PB之间，行业历史估值的中位数为2.5x PB（2012年至今）。标的上我们推荐龙头券商，即中信证券、国泰君安、华泰证券。

图 3：券商板块目前估值仍处于历史底部区间（中信行业非银金融-证券）



资料来源：wind，天风证券研究所

表 5：上市券商盈利预测及估值表（2019 年 7 月 12 日）

证券名称				P/E (倍)			P/B (倍)		
	股价 (元)	市值 (亿元)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	
中信证券	23.54	2,628	17.93	19.16	19.31	1.27	1.69	1.60	
国泰君安	18.03	1,525	15.97	18.25	16.43	1.08	1.30	1.29	
华泰证券	21.67	1,801	14.77	21.19	18.22	1.29	1.63	1.59	
海通证券	13.86	1,374	16.70	30.17	22.75	0.86	1.40	1.32	
广发证券	13.89	960	15.24	16.28	13.73	1.13	1.27	1.21	
招商证券	17.01	1,053	19.16	19.38	17.19	1.38	1.33	1.28	
中信建投	20.95	1,401	21.03	35.87	31.32	1.41	2.92	2.88	
东方证券	10.58	677	30.48	28.89	23.51	1.08	1.35	1.32	
光大证券	11.45	485	21.02	20.41	17.58	0.83	1.04	1.00	
兴业证券	6.74	451	30.20	24.26	21.13	0.94	1.31	1.25	

资料来源：wind，天风证券研究所



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com