

券商 12 月业绩分化，龙头优势持续确认



核心观点

- **12 月股债市场分化，券商收入环比大增，净利润环比持平。**根据目前已公布的 30 家上市券商数据，12 月共实现营业收入 242.16 亿元，同比+3%，环比+66%；实现净利润 60.75 亿元，同比-30%，环比+0%。对券商进行横向对比可以看到，净利润前三名的券商为国泰君安、华泰证券和海通证券，净利润分别为 12.07、11.16 和 10.3 亿元。总体来看，2018 年 12 月股市偏弱，债市持续走强，券商业绩也有所分化，部分券商年末计提减值准备影响 12 月净利润转负。
- **高 Beta 业务：股市下滑，交易清淡，债市持续上涨；着力布局固定收益投资的券商显著受益。**12 月上证综指收益率-3.6%（11 月收益率-0.6%）；深证成指收益率-5.8%（11 月收益率+2.7%）。12 月 A 股日均成交额 2640 亿元，环比-25%；18 年累计日均成交额 3691 亿元，同比 17 年-19%。两融规模 7557 亿元，环比-1.9%。在债券市场方面，12 月中证全债指数收益率+0.8%，延续增长势头。总体来看，12 月股票较弱，债市有赚钱机会，在固定收益板块布局较多的券商能够把握机遇，提升业绩贡献。
- **低 Beta 业务：再融资规模上行，IPO 与债券融资均下滑。**12 月份股权融资规模 916 亿元，环比+82%，IPO 与再融资金额分别环比-71%和+226%。债券发行 3.7 万亿元，环比-6.5%；其中，企业债和公司债发行规模 2383 亿元，环比-13%。近期，券商投行板块政策频频，重点关注两点：**1) 再融资与并购重组：**18 年 10 月以来，证监会推出多项政策支持并购重组业务发展，包括“小额快速”审核机制、放开配套融资管制、试点定向可转债并购支持上市公司发展；同时，缩短再融资时间间隔为 6 个月，为实体经济融资开拓道路。**2) 科创板，**上交所将设立科技创新板并试点注册制。我们认为，试点初期考验券商的 IPO 储备情况，投行与直投部门项目源丰富的公司能够把握机遇、显著受益。资管业务方面，11 月新成立券商集合资管份额 136 亿份，环比-41%。证监会 16 年以来对券商资管通道业务的整顿颇具成效，下一步的业绩弹性主要在于券商资管的主动管理能力。
- **年末股票质押业务集中计提减值准备，券商业绩承压。**前期市场下跌暴露出的股票质押风险问题，也是压制券商业绩与估值的核心因素。从会计影响上来看，年报审计工作需要年末质押业务进行减值测试，目前已有兴业、中原、方正证券公告计提减值准备，预计后续仍有可能出现类似公告。10 月中旬以来，多项股票质押纾困政策轮番出台，目前已逐步落地，这一业务风险已经得到了较大程度的控制和化解。

投资建议与投资标的

- 综合考虑行业发展状况、以及近期针对股票质押与股权融资的政策趋势，我们从三条主线选择标的：1) 基于我们对投资者机构化发展的判断，推荐中信证券(600030, 增持)、招商证券(600999, 增持)；2) 考虑到市场对业绩稳健企业的青睐，以及 FICC 业务的发展趋势，推荐国泰君安(601211, 增持)、中金公司(3908.HK, 增持)；3) 投行政策频出，利好科技创新企业储备丰富的券商，推荐华泰证券(601688, 增持)、广发证券(000776, 增持)。

风险提示

- 系统性风险对券商业绩与估值的压制；监管收紧对券商业绩形成冲击。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

行业

非银行金融

报告发布日期

2019 年 01 月 09 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

唐子佩

021-63325888*6083

tangzipei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514060001

张潇

021-63325888*6253

zhangxiao@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517080003

相关报告

券商 11 月业绩环比大增，关注政策密集 2018-12-07 期的板块机遇

股指期货交易放松，ETF 期权有望扩充品种，券商显著受益 2018-12-03

把握政策机遇，聚焦机构业务能力 2018-11-22

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1：上市券商 2018 年 12 月收入数据（百万元）

	12 月	同比	环比	年化	累计同比	年化同比
中信	2,251	-9%	-1%	20,796	-3%	-3%
广发	1,283	-43%	31%	11,245	-28%	-28%
海通	2,555	113%	92%	12,621	-4%	-4%
华泰	2,259	-48%	169%	13,548	-32%	-32%
招商	1,602	21%	50%	10,254	-11%	-11%
光大	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
长江	132	-78%	-68%	3,798	-25%	-25%
国元	470	11%	86%	2,095	-27%	-27%
西南	353	10%	160%	2,372	-17%	-17%
申宏	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
太平洋	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
东北	501	84%	157%	2,224	-4%	-4%
国金	672	168%	112%	3,428	-15%	-15%
兴业	872	57%	90%	4,822	-27%	-27%
山西	207	74%	22%	1,460	-26%	-26%
方正	713	66%	77%	3,508	-11%	-11%
国海	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
东吴	624	81%	122%	2,738	-1%	-1%
西部	152	-54%	-18%	1,935	-33%	-33%
国信	1,552	19%	58%	9,240	-18%	-18%
东方	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
东兴	570	32%	174%	2,957	-9%	-9%
国君	3,296	60%	159%	19,493	-1%	-1%
安信	933	-11%	34%	5,199	-15%	-15%
一创	182	-16%	83%	1,426	-2%	-2%
华安	147	-29%	-4%	1,396	-22%	-22%
江海	241	-36%	34%	1,185	-8%	-8%
中原	75	-39%	-28%	939	-35%	-35%
银河	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
华创	228	394%	39%	1,830	26%	26%
浙商	199	-17%	-3%	2,162	196%	-27%
财通	374	-7%	172%	2,895	672%	-7%
建投	1,330	n/a	1	-	n/a	n/a
南京	111	n/a	-0	-	n/a	n/a
华西	203	n/a	0	-	n/a	n/a
华鑫	128	-0	1	-	-0	n/a
合计（已披露）	24,216	3%	66%	145,565	-9%	-15%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：上市券商 2018 年 12 月净利润数据（百万元）

	12 月	同比	环比	年化	累计同比	年化同比
中信	652	-26%	-61%	8,520	-6%	-6%
广发	349	-69%	-16%	4,525	-37%	-37%
海通	1,030	125%	37%	6,045	-8%	-8%
华泰	1,116	-54%	225%	5,859	-44%	-44%
招商	616	19%	26%	4,205	-16%	-16%
光大	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
长江	-211	-515%	-448%	363	-75%	-75%
国元	199	46%	61%	502	-48%	-48%
西南	-270	-551%	-12965%	103	-88%	-88%
申宏	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
太平洋	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
东北	-73	n/a	n/a	163	-69%	-69%
国金	187	178%	88%	977	-16%	-16%
兴业	-158	n/a	-765%	1,127	-47%	-47%
山西	93	n/a	146%	283	-45%	-45%
方正	-3	-115%	-102%	563	-61%	-61%
国海	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
东吴	71	50%	0%	426	-44%	-44%
西部	-99	n/a	-493%	335	-62%	-62%
国信	706	11%	33%	3,316	-24%	-24%
东方	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
东兴	220	193%	300%	1,053	-14%	-14%
国君	1,207	44%	149%	7,407	-17%	-17%
安信	139	-58%	-2%	1,322	-40%	-40%
一创	-40	-240%	-1700%	205	-45%	-45%
华安	35	-14%	-40%	417	-35%	-35%
江海	-39	-137%	-136%	-190	-156%	n/a
中原	-105	-4391%	-478%	-54	-113%	n/a
银河	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
华创	-57	n/a	n/a	240	9%	9%
浙商	27	-16%	-35%	555	7%	-37%
财通	67	-44%	134%	802	262%	-9%
建投	467	n/a	1	-	n/a	n/a
南京	-21	n/a	-2	-	n/a	n/a
华西	9	n/a	-1	-	n/a	n/a
华鑫	-40	n/a	n/a	-39	-2	n/a
合计（已披露）	6,075	-30%	0%	49,028	-28%	-29%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

