

分析师: 张洋

执业证书编号: S0730516040002

Zhangyang-yjs@ccnew.com

021-50588666-8069

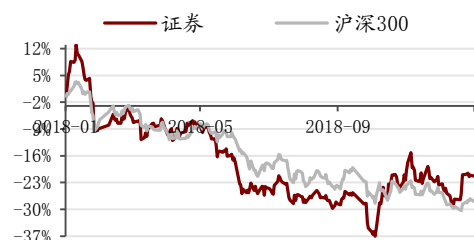
再现极端分化

——上市券商 2018 年 12 月月报点评

证券研究报告-行业月报

同步大市 (维持)

证券相对沪深 300 指数表现



相关报告

- 1 《上市券商 11 月月报点评: 如预期出现环比大幅度改善》 2018-12-13
- 2 《证券行业 2019 年年度策略: 行业基本具备边际改善的预期和空间》 2018-12-07
- 3 《上市券商 10 月月报点评: 环比、同比再度出现显著下滑》 2018-11-13

联系人: 李琳琳

电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 18 楼

邮编: 200122

发布日期: 2019 年 01 月 15 日

截至目前, 35 家纯证券业务上市券商已经全部公布 2018 年 12 月月度经营数据。

- **上市券商 12 月月度经营业绩概况:** 35 家纯证券业务上市券商 2018 年 12 月共实现营业收入 296.71 亿元, 环比+63.65%, 同比+11.73% (剔除不可比数据); 共实现净利润 71.88 亿元, 环比-1.63%, 同比-21.68% (剔除不可比数据)。
- **影响上市券商 12 月月度经营业绩的核心要素:** (1) 权益再度低迷、固收渐入佳境, 12 月固定收益类自营的高景气再度一定程度上对冲了权益类自营的萎靡。(2) 12 月股票成交总量、月度日均成交量出现快速萎缩, 且均为 2018 年的年内次低量, 行业经纪业务再度快速冰封。(3) 两融余额持续下降, 边际贡献环比再次为负。(4) 投行业务总量环比继续回升, 但业务量主要集中于少数头部券商中, 进而在一定程度上导致上市券商单月经营业绩出现分化。
- **投资建议:** (1) 2018 年 12 月 19 日, 习近平主席在中央经济工作会议中强调, 资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用。资本市场定位的提高, 将为 2019 年证券行业的不断向前发展奠定坚实的基础。(2) 行业权益类自营业务存在边际改善的预期; 固收类自营在出现连续 3 个月的大幅反弹后呈现一定的震荡。整体看, 1 月行业自营业务整体经营环境稳中向好。(3) 权益类二级市场整体情绪有所好转, 日均成交量有所回升, 预计 1 月行业经纪业务整体将有所回暖。(4) 两融余额目前暂未出现明显止跌的信号; 我们对于股票质押风险问题, 过度悲观与盲目乐观均不可取的观点得到印证, 预计 1 月信用业务对上市券商单月业绩边际贡献仍难转正。(5) 随着“沪伦通”的不断推进以及二级市场行情的向好预期, CDR 业务依然有望择机正式起航, 进而利好相关业务预期较为强烈的头部券商。(6) 在扩大直接融资比重以及二级市场行情转暖的背景下, 股权融资规模有进一步回升的空间; 债权融资规模有望维持相对高位, 行业投行业务短期下滑空间有限。(7) 1 月上市券商净利润环比仍具边际改善的空间。(8) 去年 10 月底以来券商板块出现了较大幅度的反弹, 但反弹的主要动力来自于前期超跌的非头部券商; 目前头部券商的 P/B 依然维持在 0.9X-1.3X 倍的区间, 具备一定的安全边际, 仍属长线配置的核心标的。

风险提示: 权益类及固收类二级市场行情延续弱势导致上市券商各项业务无法得到有效改观

1. 2018 年 12 月上市券商月度经营概况

截至目前，35 家纯证券业务上市券商已经全部公布 2018 年 12 月月度经营数据。

35 家纯证券业务上市券商 2018 年 12 月共实现营业收入 296.71 亿元，环比+63.65%，同比+11.73%（剔除不可比数据）；共实现净利润 71.88 亿元，环比-1.63%，同比-21.68%（剔除不可比数据）。

表 1: 35 家纯证券业务上市券商 2018 年 12 月月度经营数据，同比、环比变化及当年累计值（简单加总，亿元）

	单月营收	环比	同比	单月净利	环比	同比	累计营收	累计净利
中信证券	22.51	-1%	-9%	6.52	-61%	-26%	329.84	100.40
国泰君安	32.96	159%	60%	12.07	148%	44%	222.15	75.18
广发证券	12.83	31%	-43%	3.49	-16%	-69%	141.27	50.24
海通证券	25.55	92%	113%	10.30	37%	125%	204.00	54.22
招商证券	16.02	50%	21%	6.16	26%	18%	110.00	43.34
华泰证券	22.59	170%	-48%	11.16	225%	-54%	165.12	63.86
申万宏源	15.69	69%	-6%	2.88	0%	-44%	124.68	41.51
国信证券	15.52	58%	19%	7.06	32%	11%	94.43	33.23
东方证券	6.01	18%	-49%	0.30	-83%	-87%	80.15	11.89
中国银河	15.14	51%	74%	6.34	47%	597%	92.77	30.60
财通证券	3.74	173%	-7%	0.67	131%	-44%	29.97	7.97
方正证券	8.35	72%	67%	-0.03	-102%	-102%	53.40	6.53
安信证券	9.33	34%	-11%	1.39	-2%	-58%	73.16	12.69
光大证券	12.17	50%	9%	6.77	129%	23%	80.02	21.18
浙商证券	1.99	-3%	-17%	0.27	-36%	-18%	31.79	6.56
兴业证券	8.72	90%	57%	-1.58	-758%	亏损扩大	60.08	5.43
长江证券	1.32	-68%	-78%	-2.11	-446%	-514%	42.41	3.77
西部证券	1.52	-18%	-54%	-0.99	-496%	亏损扩大	20.89	2.93
东兴证券	5.70	174%	32%	2.20	300%	193%	31.62	11.06
国元证券	4.70	87%	11%	1.99	60%	46%	24.22	6.18
第一创业	1.82	84%	-16%	-0.40	-2100%	-243%	16.38	1.01
东吴证券	6.24	122%	81%	0.71	0%	51%	37.35	4.01
国金证券	6.72	111%	168%	1.87	89%	179%	37.03	10.5
华安证券	1.47	-4%	-29%	0.35	-41%	-15%	15.77	4.60
西南证券	3.52	159%	10%	-2.70	-13600%	-550%	24.15	0.13
山西证券	2.07	22%	74%	0.93	145%	扭亏	48.14	2.57
太平洋	0.82	-14%	-67%	-6.50	-5517%	-1544%	8.19	-9.03
国海证券	2.12	20%	221%	-0.66	-216%	亏损收窄	19.38	1.03
东北证券	5.01	157%	84%	-0.73	亏损扩大	亏损收窄	50.14	2.16
中原证券	0.75	-29%	-40%	-1.05	-475%	-5350%	14.92	0.50
华西证券	2.03	30%		0.09	-61%		25.15	8.79
南京证券	1.11	-9%		-0.21	-168%		12.05	2.37
中信建投	13.30	76%		4.67	67%		105.60	30.27
天风证券	4.36	131%		0.05	-85%		26.76	2.69
长城证券	3.01	102%		0.60	94%		26.01	5.83

注：营收、净利数据为各公司月度业绩报告母公司及披露的子部门当期营业收入和当期净利润数值的简单相加，未考虑少数股东权益，非合并口径数据；累计营收、净利已结合各公司 2018 年三季报进行过修正

资料来源：各公司 2018 年三季报、月度业绩公告、中原证券

营收增速方面，12 月共 27 家公司环比出现增长，增幅较大的分别为东兴（174%）、财通（173%）、华泰（170%）；共 8 家公司环比出现下滑，下滑幅度较大的分别为长江（-68%）、中原（-29%）、西部（-18%）。

净利润增速方面，12 月共 14 家公司环比出现增长，增幅较大的分别为东兴（300%）、华泰（225%）、国泰君安（148%）；共 18 家公司环比出现下滑，下滑幅度较大的分别为西南、太平洋、一创，共 11 家公司出现单月亏损。

12 月上市券商单月经营业绩再现极端分化，头部券商的营收、净利绝对值显著优于非头部券商；部分上市券商计提大额资产减值准备导致单月业绩出现较大幅度亏损。

根据各公司公告，计提资产减值准备主要集中于信用业务领域及可供出售金融资产，涉及公司：中原（计提 2.16 亿）、方正（计提 2.48 亿）、兴业（计提 6.51 亿）、太平洋（9.72 亿）。

2. 影响 2018 年 12 月上市券商月度经营业绩的核心要素

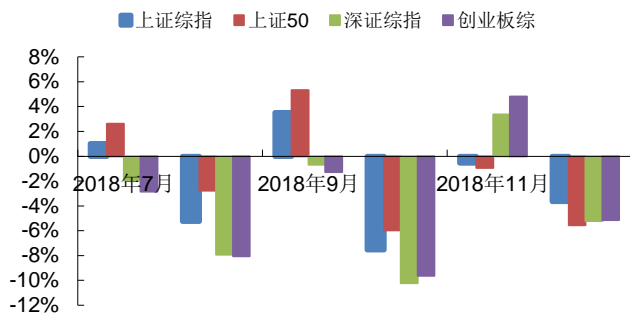
（1）权益再度低迷、固收渐入佳境

12 月各权益类指数在经历 11 月的小幅反弹后，再度陷入集体低迷。其中，上证指数下跌 3.64%、深证综指下跌 5.22%、上证 50 指数下跌 5.56%、沪深 300 指数下跌 5.11%、中小板综指下跌 6.10%、创业板综指下跌 5.14%。整体上，12 月行业权益类自营业务经营环境一度趋于稳定后再度恶化。

12 月代表利率债的十年期国债期货指数延续年内的反弹走势，全月再度大涨 1.07%；中证全债（净价）指数全月收涨 0.47%，双双实现月线三连阳；12 月行业固定收益类自营业务渐入佳境。

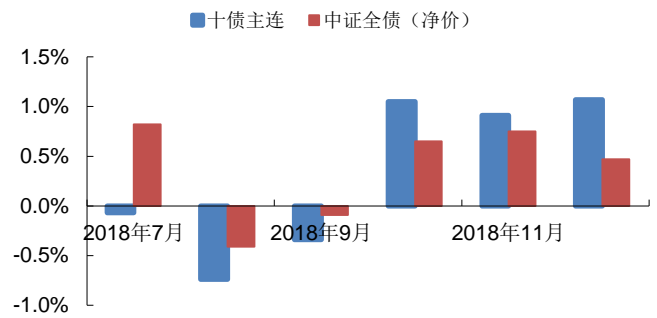
12 月固定收益类自营的高景气再度一定程度上对冲了权益类自营的萎靡，头部上市券商自营业务的开展依然较为稳健。

图 1: 各权益类指数涨跌幅



资料来源: Wind、中原证券

图 2: 十债主连、中证全债(净价)指数涨跌幅



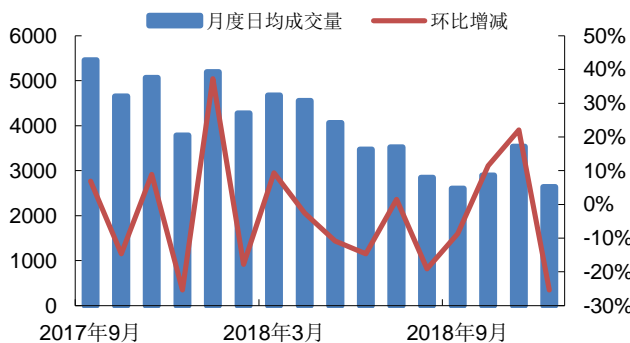
资料来源: Wind、中原证券

(2) 月度日均成交量快速萎缩

12月沪、深两市日均股票成交量为 2641 亿元, 环比大减 25.40%, 同比-30.24%, 年内仅略高于 9 月 2602 亿的月度日均成交量; 12 月沪、深两市月度股票成交总量为 5.28 万亿元, 环比大减 32.16%, 同比-33.56%。

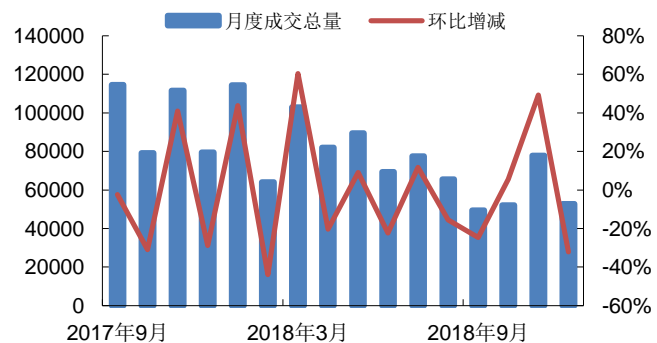
12 月股票成交总量、月度日均成交量在经历 10 月、11 月的反弹后, 出现快速萎缩, 且均为 2018 年的年内次低量, 行业经纪业务再度快速冰封。

图 3: 月度日均成交量(亿元)



资料来源: Wind、中原证券

图 4: 月度成交总量(亿元)



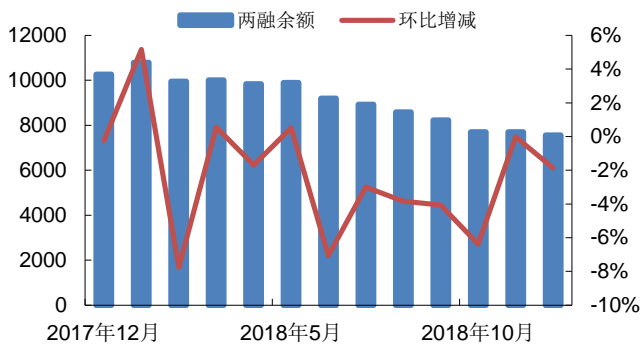
资料来源: Wind、中原证券

(3) 两融余额持续下降

截至 12 月 28 日, 沪、深两市两融余额为 7557 亿元, 环比-1.87, 同比大幅减少 26.36%, 在 10 月跌破 8000 亿大关后出现持续下降。截至 12 月底两融年均余额回落至 9030 亿, 较 2017 年两融年均余额的 9359 亿元-3.51%。

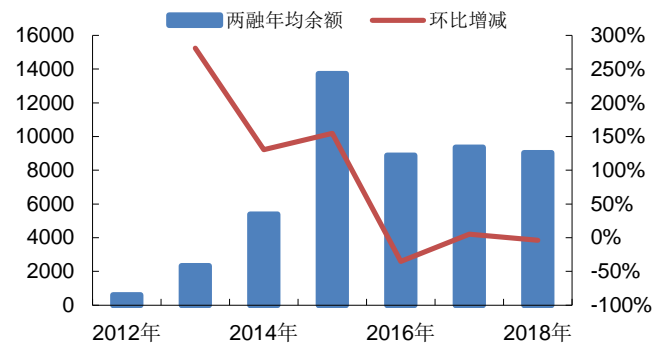
12 月两融业务对上市券商单月业绩的边际贡献环比再次为负。

图 5: 月末两融余额 (亿元)



资料来源: Wind、中原证券

图 6: 两融年均余额 (亿元)



资料来源: Wind、中原证券

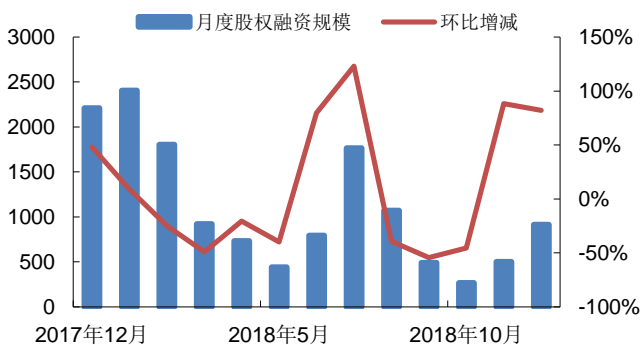
(4) 投行业务总量环比继续回升

股权融资方面, 12月 IPO 及再融资规模环比再度出现显著回升。受此影响, 12月股权融资规模回升至 916 亿元, 环比+81.90%, 同比大幅下滑 58.59%。

债权融资方面, 受债券行情持续向好的提振, 12月行业各类债券承销金额为 6612 亿元(按上市日), 环比-10.76%, 同比+65.42%; 虽然环比出现小幅回落, 但总金额仍处于全年的较高水平。

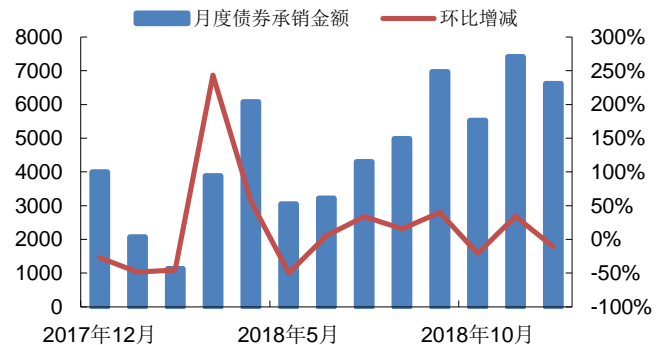
12月上市券商投行业务总量环比继续回升, 但业务量主要集中于少数头部券商中, 进而在一定程度上导致上市券商单月经营业绩出现分化。

图 7: 月度股权融资规模 (亿元)



资料来源: Wind、中原证券

图 8: 月度各类债券承销金额 (按上市日, 亿元)



资料来源: Wind、中原证券

3. 投资建议

(1) 2018年12月19日, 习近平主席在中央经济工作会议中强调, 资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用, 要通过深化改革, 打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的

资本市场。资本市场的定位被提高到了相当高的高度，将为 2019 年证券行业的不断向前发展奠定坚实的基础；近期国家领导及监管层呵护二级市场的态度及相关措施为市场划出了底线、注入了信心。

(2) 进入 2019 年以来，各大权益类指数出现集体反弹，行业权益类自营业务存在边际改善的预期；固收类指数在出现连续 3 个月的大幅反弹后呈现一定的高位震荡。整体看，1 月行业自营业务整体经营环境稳中向好。

(3) 权益类二级市场整体情绪有所好转，日均成交量明显高于去年 12 月的水平，预计 1 月行业经纪业务整体将有所回暖。

(4) 两融余额在跌破 8000 亿大关后，仍处于持续下降的过程中，目前暂未出现明显止跌的信号；去年 12 月下旬中证协通报证券行业支持上市公司纾困股票质押的进展情况、12 月部分上市券商计提信用业务领域资产减值印证了我们对于股票质押风险问题，过度悲观与盲目乐观均不可取的观点，预计 1 月信用业务对上市券商单月业绩边际贡献仍难转正。

(5) 受制于二级市场行情以及估值方面的争议，CDR 业务目前处于暂缓状态中；但随着“沪伦通”的不断推进以及二级市场行情的向好预期，CDR 业务依然有望择机正式起航，进而利好相关业务预期较为强烈的头部券商。

(6) 12 月召开的中央经济工作会议中再次提出要提高直接融资比重，以及在二级市场行情转暖的背景下，股权融资规模有进一步回升的空间；债权融资规模有望维持相对高位，行业投行业务短期下滑空间有限。

(7) 目前看，1 月上市券商净利润环比仍具改善的空间。

(8) 去年 10 月底以来券商板块出现了较大幅度的反弹，但反弹的主要动力来自于前期超跌的非头部券商；目前头部券商的 P/B 依然维持在 0.9X-1.3X 倍的区间，具备一定的安全边际，仍属长线配置的核心标的。

风险提示：1. 权益类及固收类二级市场行情延续弱势导致上市券商各项业务无法得到有效改观

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。