

上市券商 1 月业绩平稳，交易活跃促估值提升

—上市券商 1 月经营数据点评

动态研究报告/非银行金融

2019 年 02 月 15 日

报告摘要：

● 上市券商1月营收保持平稳，净利润小幅下滑

截止至 2 月 14 日，共 34 家上市券商披露了 2019 年 1 月经营数据，合计实现营业收入 180.4 亿元，实现净利润 63.8 亿元。可比口径下的 28 家上市券商合计实现营业收入 164.3 亿元，同比下滑 1.6%，实现净利润 59.9 亿元，同比小幅下滑 6.3%。上市券商 1 月经营业绩表现保持平稳，头部大型券商保持竞争优势，利润规模占据绝对领先地位。

● 市场交易出现回暖，板块行情上涨促估值修复

1 月初降准以来，A 股市场交易数据出现改善。1 月日均交易量 2967 亿元，环比增长 12.4%，非银金融板块交易金额 178 亿元，环比增长 14%，其中券商板块成交金额环比增长 19.2%。截止至 2 月 14 日，券商板块行情上涨 17.8%，表现好于沪深 300 指数 14.9% 的涨幅。券商板块 PB 从 1.2 倍的历史低位持续上行至 1 月末的 1.3 倍。截止至 2 月 13 日，板块估值已经修复至 1.4 倍，上行趋势明显。

● 股权融资规模下降，公司债发行规模同比增长显著

2019 年 1 月股权融资总规模 1213 亿元同比下滑 50%，原因在于优先股和可转债规模出现明显缩减。IPO 发行数量 16 家，募资规模 127 亿元，同比小幅下滑 7%。IPO 上会数量从去年同期的 50 家降至 8 家，首发上会节奏有所放缓，通过率提升至六成以上。1 月实施增发共 35 家，募资规模 1015 亿元，同比大幅增长 62%。公司债发行规模 1490 亿元，同比增长 267.6%，利率下行趋势下预计年内仍将保持较高的发行规模。

● 投资建议

从经验来看，市场利率下行对券商板块具有明显的行情推动效果，建议高度关注利率下行、流动性改善趋势下的板块估值上行趋势。近期积极政策频出，市场交易显著激活，券商板块将持续受益。科创板落地在即，建议关注投行业务优势明显的大型券商，中信证券、华泰证券、广发证券和招商证券。个股方面重点推荐综合实力领先的头部券商中信证券和资本实力持续提升的华泰证券，以及平台优势显著、成长性良好的东方财富，预测 2019 年 PB 分别为 1.5、1.5 和 3.8 倍，维持推荐评级。

● 风险提示

1、改革举措落地不及预期。2、投行业务增量不及预期。

盈利预测与财务指标

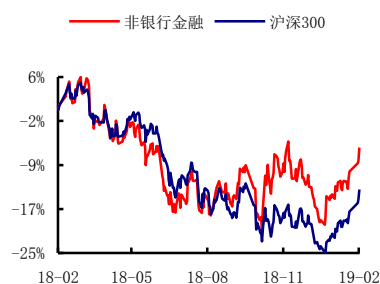
代码	重点公司	现价 2月14日	EPS			PE			评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
600030	中信证券	19.30	0.94	1.05	1.17	1.56	1.52	1.49	推荐
601688	华泰证券	19.86	1.29	1.03	1.14	1.63	1.55	1.47	推荐
300059	东方财富	13.87	0.15	0.26	0.35	4.05	3.96	3.84	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：杨柳

执业证号：S0100517050002

电话：010-85127730

邮箱：yangliu_yjs@mszq.com

研究助理：陈煜

执业证号：S0100117100051

电话：010-85127528

邮箱：chenyu_yjy@mszq.com

相关研究

1. 民生非银行金融行业事件点评（20190131）：科创板实施细则推出，增量改革成为市场发展新起点
2. 行业事件点评：鼓励险资二级市场增持，加强支持实体经济

目录

一、上市券商 1 月数据出炉，可比口径下增速保持平稳.....	3
二、市场交易数据出现回暖，板块行情上涨促估值修复.....	4
三、股权融资规模下滑，增发规模增长超六成.....	5
四、投资建议	6
五、风险提示	8
插图目录	9
表格目录	9

一、上市券商1月数据出炉，可比口径下增速保持平稳

截止至2月14日，共34家上市券商披露了2019年1月经营数据，合计实现营业收入180.4亿元，实现净利润63.8亿元。其中，可比口径下的28家上市券商合计实现营业收入164.3亿元，同比下滑1.6%，实现净利润59.9亿元，同比小幅下滑6.3%。

头部券商的利润规模居前。中信证券净利润7.5亿元稳居第一，同比增速12%实现正增长，其次分别广发证券、招商证券、国泰君安和海通证券。同比增速方面，山西证券、东北证券和第一创业、申万宏源、华安证券和方正证券均出现较大幅度的净利润同比增长。总体来看，上市券商1月经营业绩表现保持平稳，头部大型券商保持竞争优势，利润规模占据绝对领先地位。

表1：上市券商1月经营数据总体表现平稳

(亿元)	营业收入	环比 (%)	同比 (%)	净利润↓	环比 (%)	同比 (%)
中信证券	22.1	-1.6%	39.3%	7.5	15.6%	11.6%
广发证券	11.4	-11.5%	-22.9%	5.0	42.4%	-24.1%
招商证券	10.9	-31.8%	-19.4%	4.5	-27.5%	-19.1%
国泰君安	13.5	-59.0%	-31.9%	4.5	-63.0%	-35.9%
海通证券	10.2	-59.9%	-4.2%	4.3	-58.0%	-24.0%
华泰证券	11.0	-51.2%	-28.5%	4.2	-61.9%	-31.7%
中国银河	9.6	-36.8%	-4.0%	3.9	-37.8%	-4.8%
申万宏源	9.0	-42.5%	74.6%	3.7	27.8%	139.2%
国信证券	9.3	-39.8%	21.8%	3.4	-52.4%	50.0%
中信建投	8.0	-40%	——	2.1	-55%	——
方正证券	4.7	-43.2%	31.0%	1.8	-6399.3%	88.4%
兴业证券	5.7	-35.2%	-3.4%	1.8	-214.5%	-16.5%
东方证券	5.5	-8.3%	-42.3%	1.8	489.3%	-52.3%
东北证券	3.6	-28.3%	170.2%	1.6	-317.7%	496.9%
西部证券	3.8	147.2%	24.8%	1.6	-259.1%	17.1%
长江证券	5.6	329.2%	-6.4%	1.5	-172.2%	-23.1%
国金证券	3.6	-46.7%	13.1%	1.3	-29.6%	6.8%
西南证券	2.3	-34.7%	-10.6%	1.2	-145.6%	12.4%
东兴证券	2.4	-57.2%	39.8%	0.9	-58.3%	30.3%
华安证券	2.1	41.1%	77.1%	0.8	140.7%	114.0%
国元证券	2.6	-44.3%	-1.2%	0.8	-60.0%	-25.3%
华西证券	2.2	10%	——	0.7	672%	——
财通证券	3.1	-16.1%	-15.9%	0.7	0.0%	-47.2%
第一创业	1.7	-9.5%	63.5%	0.6	-261.8%	240.0%
山西证券	2.0	-1.5%	146.6%	0.6	-36.9%	1219.0%
国海证券	1.6	-22.3%	-16.7%	0.5	-178.8%	-19.6%
长城证券	2.7	-11%	——	0.5	-92%	——
南京证券	1.2	12%	——	0.5	-324%	——
中原证券	1.1	45.9%	-13.0%	0.3	-133.1%	-46.9%
太平洋	1.3	61.8%	328.2%	0.3	-105.2%	-145.9%
东吴证券	2.9	-53.3%	30.0%	0.3	-53.9%	-57.5%
浙商证券	1.5	-25.7%	-25.4%	0.3	1.1%	-49.3%
华林证券	0.5	——	——	0.1	——	——

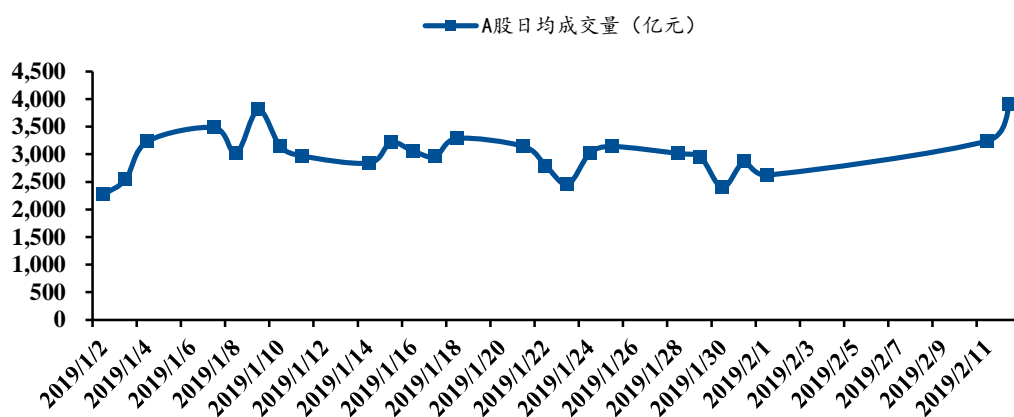
天风证券	1.4	-67%	——	0.1	25%	——
合计	180.4			63.8		
可比口径	164.3		-1.6%	59.9		-6.3%

资料来源：公司公告，民生证券研究院

二、市场交易数据出现回暖，板块行情上涨促估值修复

1月以来，受积极政策催化影响，A股市场交易量出现改善。1月4日人民银行发布消息下调金融机构存款准备金率1个百分点。旨在增加小微企业、民营企业等实体经济贷款资金来源，缓解目前市场资金压力。受利好影响1月A股市场日均交易量2967亿元，环比增长12.4%，交易活跃度有所提升。

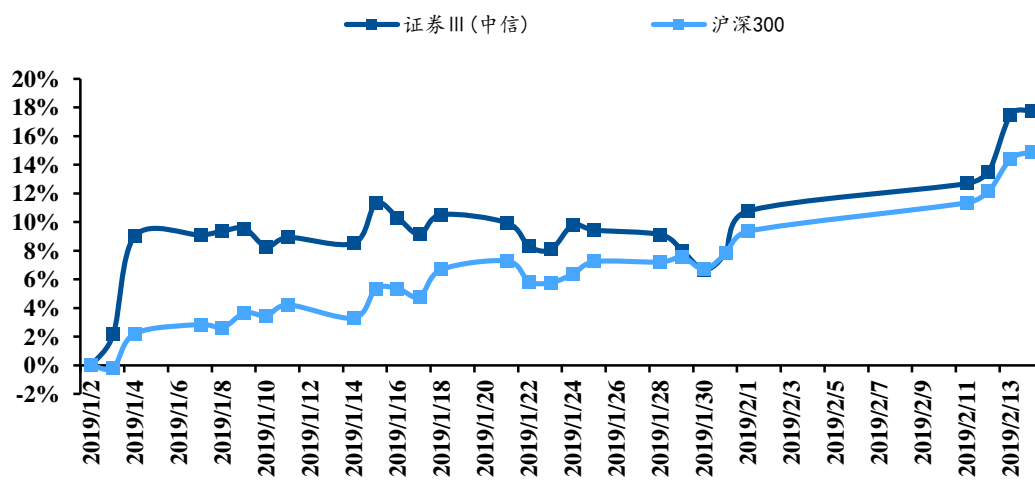
图1：1月以来A股日均成交量出现回暖迹象



资料来源：Wind，民生证券研究院

市场数据回暖促券商板块行情上行，1月非银金融板块交易金额178亿元，环比增长14%，其中券商板块成交金额环比增长19.2%。截止至2月14日，券商板块行情上涨17.8%，表现好于沪深300指数14.9%的涨幅。

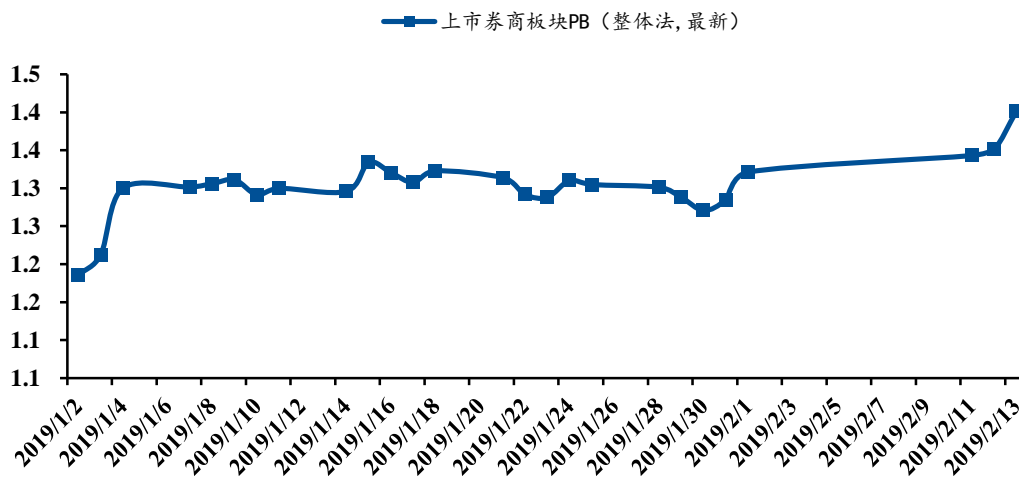
图2：1月以来券商板块行情上涨达到17.8%



资料来源: Wind, 民生证券研究院

板块行情上涨推动估值持续修复, 1月以来券商板块PB从1.2倍的历史低位持续上行至1月末的1.3倍, 截止至2月13日, 板块估值已经修复至1.4倍, 上行趋势明显。距离近三年2.4倍平均估值相比, 仍有较大的上行空间。

图3: 1月以来券商板块估值出现明显向上修复

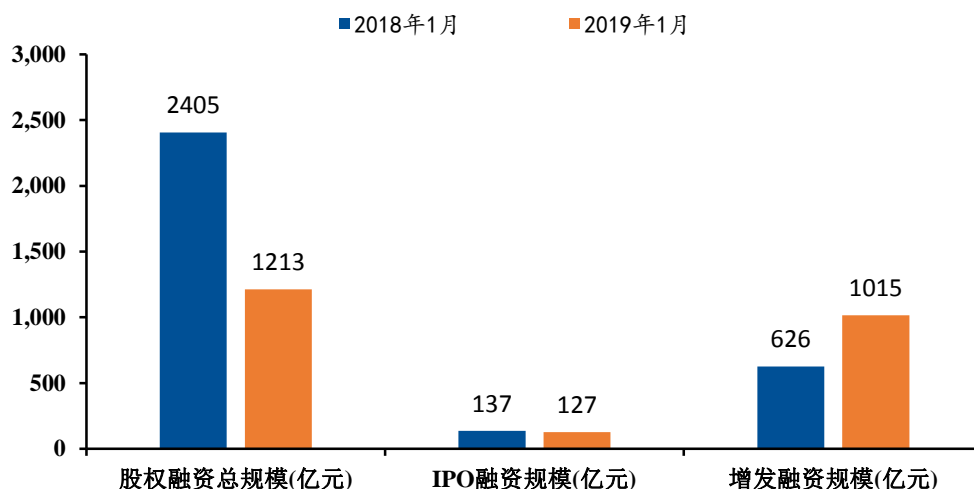


资料来源: Wind, 民生证券研究院

三、股权融资规模下滑, 增发规模增长超六成

2019年1月一级市场股权融资总规模1213亿元同比下滑50%, 原因在于优先股和可转债规模出现明显缩减。1月IPO发行数量16家, 募资规模127亿元, 同比小幅下滑7%, 增发35家, 募资规模1015亿元, 同比大幅增长62%。

图4: 2019年1月股权融资规模出现下滑

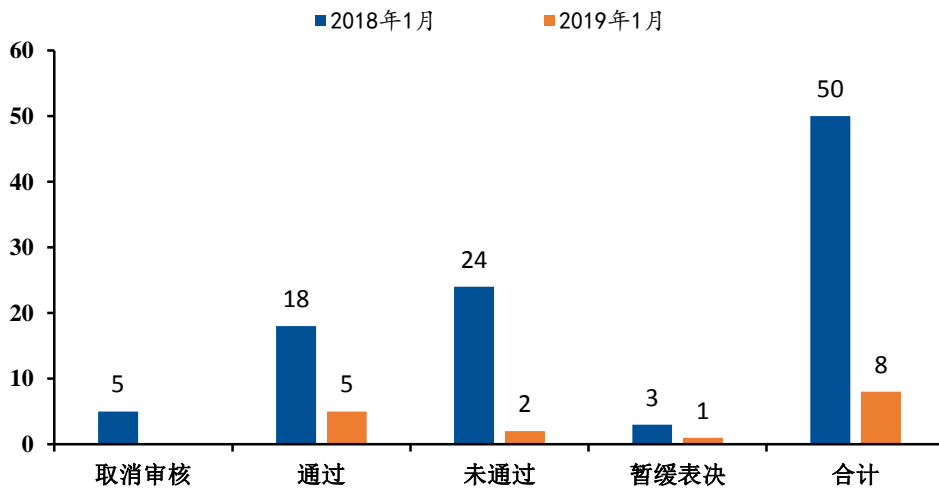


资料来源: Wind, 民生证券研究院

从1月IPO的上会情况来看, 数量从去年1月同期的50家降至8家, 通过率提升至六成

以上。目前 IPO 排队企业约 250 家左右，在把控质量关，以及科创板推出在即背景下，预计首发审批节奏有所放缓。

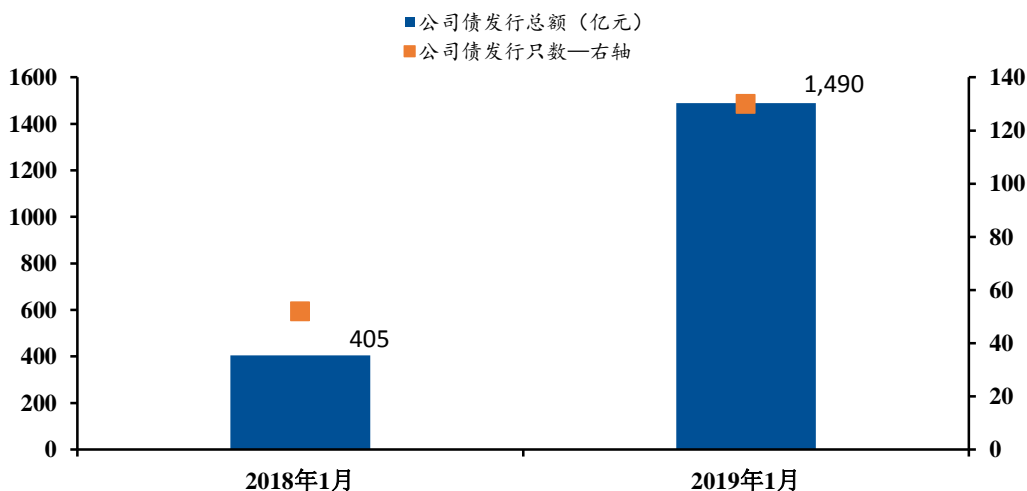
图 5：2019 年 1 月 IPO 上会数量出现下滑、通过率有所提升



资料来源：Wind，民生证券研究院

公司债发行方面，2019 年 1 月公司债发行总额为 1490 亿元，同比增长 267.6%，发行数量为 130 只。2018 年 7 月以来，公司债每月发行规模均保持在千亿元以上，预计 2019 年公司债发行总额仍将保持较高的绝对规模。

图 6：2019 年 1 月公司债发行规模同比大幅增长



资料来源：Wind，民生证券研究院

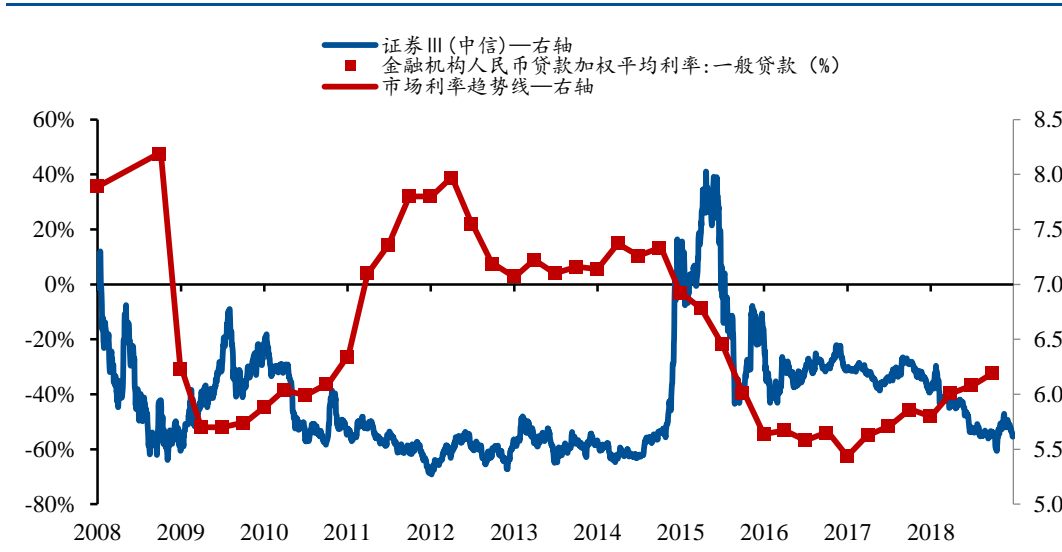
四、投资建议

1) 建议高度关注 2019 年券商板块估值上行趋势。

我们在年度报告中从四个维度指出 2019 年券商板块将迎来估值上修，1 月板块估值已经出现明显修复。从理论和经验角度来看，市场利率下行对券商板块具有明显的行情推动效果，

建议积极关注利率下行、流动性改善趋势下的板块估值上行趋势。

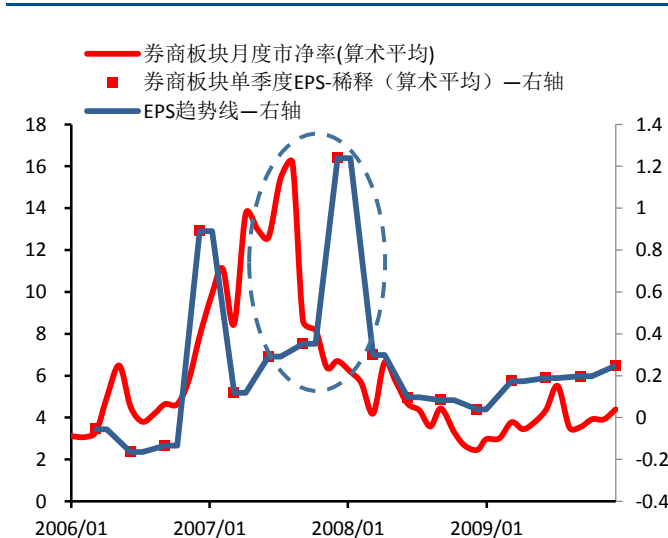
图 7：市场金融机构贷款利率变化与券商板块估值具有明显的负相关性



资料来源：Wind，民生证券研究院

从历史经验来看，业绩改善或滞后于估值变化。从历史表现来看，券商板块估值变化和EPS变化均具有一致性，但季度披露的业绩数据（例如EPS）可能存在一定的滞后性。预计年内随着市场数据持续回暖，券商业绩改善可能滞后，但并不会改变利率端和资金面变化带来估值上行趋势。

图 8：2007 年券商板块 EPS 峰值存在滞后性



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：2015 年券商板块 EPS 峰值略滞后于估值变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

2) 2019 年积极政策频出，监管部门持续出台激活市场举措，利好券商板块。

近期积极政策频出，市场交易得到激活，券商板块持续受益。一是放宽机构交易额度，包括拟放宽券商投资成份股、ETF 等权益类证券风险资本准备计算比例，减少资本占用，以及提升 QFII 总额度至 3000 亿美元，并将 QFII、RQFII 两项制度合二为一，整合有关配套监管

规定，扩大投资范围。

二是取消融资融券“平仓线”不得低于 130% 的统一限制。根据自身情况制定市场化和差异化的平仓线，有利于风险定价能力较强的券商脱颖而出。

三是券商交易信息系统外部接入业务新规公开征求意见。交易接口开通后大部分下单行为都可以采用自动化的下单方法，将大幅提升量化交易效率。

四是鼓励长期资金入市。推动险企使用长久期账户资金，增持优质上市公司股票和债券。允许专项产品通过券商资产管理计划和信托计划，化解股票质押流动性风险。

1 月以来随着央行降准，市场流动性出现持续改善，10 年期国债收益率降至 3.1% 左右低位。在积极政策和利率下行推动下，资金面出现明显改善。截止至 2 月 13 日，1 月以来北上资金净买入达到 847 亿元，资金面对市场行情推动形成了积极作用。

图 10：2019 年 1 月以来市场长端利率降至 3.1% 左右低位



资料来源：Wind，民生证券研究院

积极政策频出表明，经历了金融监管改革周期之后，证券行业正迈入新的发展阶段。随着科创板和试点注册制落地，制度改革将会形成基石效应，激活市场热情、提振市场信心，将长期持续推动券商板块业绩改善。科创板落地在即，建议关注投行业务优势明显的大型券商，中信证券、华泰证券、广发证券和招商证券。个股方面重点推荐综合实力领先的大型投行中信证券和资本实力持续提升的华泰证券，以及平台优势显著、成长性良好的东方财富，预测 2019 年 PB 分别为 1.5、1.5 和 3.8 倍，维持推荐评级。

五、风险提示

1、改革举措落地不及预期。2、投行业务增量不及预期。

插图目录

图 1: 1 月以来 A 股日均成交量出现回暖迹象	4
图 2: 1 月以来券商板块行情上涨达到 17.8%	4
图 3: 1 月以来券商板块估值出现明显向上修复	5
图 4: 2019 年 1 月股权融资规模出现下滑	5
图 5: 2019 年 1 月 IPO 上会数量出现下滑、通过率有所提升	6
图 6: 2019 年 1 月公司债发行规模同比大幅增长	6
图 7: 市场金融机构贷款利率变化与券商板块估值具有明显的负相关性	7
图 8: 2007 年券商板块 EPS 峰值存在滞后性	7
图 9: 2015 年券商板块 EPS 峰值略滞后于估值变化	7
图 10: 2019 年 1 月以来市场长端利率降至 3.1% 左右低位	8

表格目录

表 1: 上市券商 1 月经营数据总体表现平稳	3
-------------------------------	---

分析师与研究助理简介

杨柳，策略分析师，英国雷丁大学投资学硕士，四年宏观策略研究经验。专注于A股投资策略、宏观经济政策、新兴产业发展方向的研究。

陈煜，中国社科院商法学博士，金融学博士后。两年证券行业政策研究经验。2017年加入民生证券。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅 -5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。