

分析师: 张洋

执业证书编号: S0730516040002

Zhangyang-yjs@ccnew.com

021-50588666-8069

## 分化现象有所收敛

——上市券商 2019 年 1 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 2018 年 12 月月报点评: 再现极端分化》 2019-01-15
- 2 《上市券商 11 月月报点评: 如预期出现环比较大幅度改善》 2018-12-13
- 3 《证券行业 2019 年年度策略: 行业基本面具备边际改善的预期和空间》 2018-12-07

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 02 月 19 日

截至日前, 35 家纯证券业务上市券商已经全部公布 2019 年 1 月月度经营数据。

- **上市券商 1 月月度经营业绩概况:** 35 家纯证券业务上市券商 (剔除新股华林证券) 2019 年 1 月共实现营业收入 190.77 亿元, 环比 -35.89%, 同比 -0.44% (剔除不可比数据); 共实现净利润 67.41 亿元, 环比 -6.42%, 同比 -5.08% (剔除不可比数据)。
- **影响上市券商 1 月月度经营业绩的核心要素:** (1) 权益温和反弹、固收涨势趋缓, 权益自营环比转暖, 固收自营稳中有进。(2) 1 月股票成交总量、月度日均成交量触底回升, 增量明显, 行业经纪业务再迎转机。(3) 两融余额续创 2015 年以来新低, 边际贡献依旧为负。(4) 投行业务总量小幅回落, 且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) 在去年年底中央经济工作会议定调资本市场“规范、透明、开放、有活力、有韧性”的改革、发展的主要方向后, 证监会陆续出台了多项利好政策, 向市场充分传达了暖意, 为市场划出了底线、注入了信心。(2) 行业权益类自营业务迎来难得的景气期; 固收类指数在出现连续 4 个月的大幅反弹后呈现一定的高位震荡。整体看, 2 月行业自营业务整体经营环境春意盎然。(3) 权益类二级市场整体情绪快速升温, 日均成交量回到近 1 年来高位, 但春节长假因素将抑制经纪业务环比改善的空间。(4) 两融余额见底后快速回升, 股票质押风险有望得到阶段性缓和, 预计 2 月信用业务对上市券商单月业绩边际贡献将由负转正。(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; 科创板进程有望逐步加快。(6) 在扩大直接融资比重以及二级市场行情进一步转暖的背景下, 股权融资规模有望持续回升的空间; 债权融资规模有望维持相对高位, 行业投行业务短期下降的空间有限。(7) 2 月上市券商净利润环比仍具改善的空间。(8) 进入 2019 年以来, 头部券商逐步走出趋势性上扬行情, 券商板块已经成为核心领涨板块之一。目前头部券商的 P/B 虽然已经修复至 1.1X-1.5X 倍的区间, 但距历史均值仍有空间, 仍具安全边际, 仍属中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. 2019年1月上市券商月度经营概况

截至日前, 35家纯证券业务上市券商(剔除新股华林证券)已经全部公布2019年1月月度经营数据。

35家纯证券业务上市券商(剔除新股华林证券)2019年1月共实现营业收入190.77亿元, 环比-35.89%, 同比-0.44%(剔除不可比数据); 共实现净利润67.41亿元, 环比-6.42%, 同比-5.08%(剔除不可比数据)。

表1: 36家纯证券业务上市券商2019年1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	22.15	-2%	39%	7.53	16%	12%	22.15	7.53
国泰君安	13.53	-59%	-32%	4.46	-63%	-36%	13.53	4.46
广发证券	11.35	-12%	-23%	4.97	42%	-24%	11.35	4.97
海通证券	10.25	-60%	-4%	4.33	-58%	-24%	10.25	4.33
招商证券	10.92	-32%	-19%	4.47	-28%	-19%	10.92	4.47
华泰证券	11.02	-51%	-28%	4.25	-62%	-32%	11.02	4.25
申万宏源	9.03	-42%	75%	3.68	28%	139%	9.03	3.68
国信证券	9.34	-40%	22%	3.36	-52%	50%	9.34	3.36
东方证券	5.51	-8%	-42%	1.76	487%	-52%	5.51	1.76
中国银河	9.57	-37%	-4%	3.95	-38%	-5%	9.57	3.95
财通证券	3.14	-16%	-16%	0.67	0%	-47%	3.14	0.67
方正证券	4.74	-43%	31%	1.80	扭亏	88%	4.74	1.80
安信证券	3.93	-58%	-6%	1.29	-7%	-13%	3.93	1.29
光大证券	6.41	-47%	29%	2.28	-66%	44%	6.41	2.28
浙商证券	1.48	-26%	-25%	0.28	2%	-50%	1.48	0.28
兴业证券	5.65	-35%	-3%	1.80	扭亏	-16%	5.65	1.80
长江证券	5.63	326%	-6%	1.52	扭亏	-23%	5.63	1.52
西部证券	3.76	147%	25%	1.58	扭亏	17%	3.76	1.58
东兴证券	2.44	-57%	39%	0.92	-58%	31%	2.44	0.92
国元证券	2.61	-44%	-1%	0.79	-60%	-25%	2.61	0.79
第一创业	1.65	-9%	63%	0.64	扭亏	237%	1.65	0.64
东吴证券	2.91	-53%	30%	0.33	-54%	-57%	2.91	0.33
国金证券	3.58	-47%	13%	1.31	-30%	7%	3.58	1.31
华安证券	2.08	41%	78%	0.85	142%	112%	2.08	0.85
西南证券	2.30	-35%	-11%	1.23	扭亏	13%	2.30	1.23
山西证券	2.04	-2%	145%	0.58	-37%	1361%	2.04	0.58
太平洋	1.33	62%	328%	0.34	扭亏	扭亏	1.33	0.34
国海证券	1.65	-22%	-17%	0.52	扭亏	-20%	1.65	0.52
东北证券	3.59	-28%	170%	1.59	扭亏	489%	3.59	1.59
中原证券	1.10	47%	-13%	0.35	扭亏	-47%	1.10	0.35
华西证券	2.24	10%	41%	0.73	710%	18%	2.24	0.73
南京证券	1.24	11%		0.48	扭亏		1.24	0.48
中信建投	7.95	-40%		2.09	-55%		7.95	2.09
天风证券	1.45	-67%		0.06	12%		1.45	0.06

长城证券	2.68	-11%	0.48	-20%	2.68	0.48
华林证券	0.53		0.14		0.53	0.14

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

资料来源：各公司 2019 年月度业绩公告、中原证券

营收增速方面，1 月共 7 家公司环比出现增长，增幅较大的分别为长江（326%）、西部（147%）、太平洋（62%）；共 28 家公司环比出现下滑，下滑幅度较大的分别为天风（-67%）、海通（-60%）、国泰君安（-59%）。

净利润增速方面，1 月共 20 家公司环比出现增长，增幅较大的分别为华西（710%）、东方（487%）、华安（142%），共 11 家公司环比扭亏为盈；15 家公司环比出现下滑，下滑幅度较大的分别为光大（-66%）、国泰君安（-63%）、华泰（-62%），1 月上市券商均实现盈利。

1 月上市券商单月经营业绩的分化现象有所收敛，头部券商较为罕见的出现大面积净利环比下滑的现象；非头部券商的经营业绩则集体出现改观。

## 2. 影响 2019 年 1 月上市券商月度经营业绩的核心要素

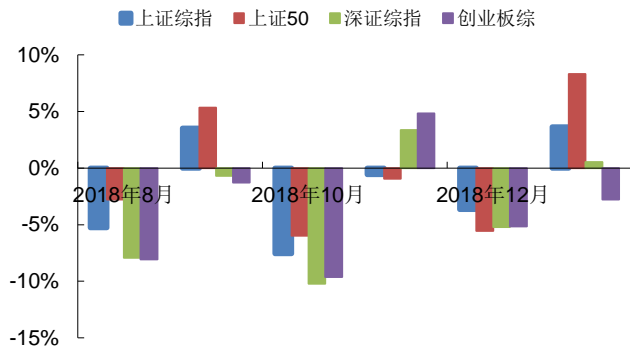
### （1）权益温和反弹、固收涨势趋缓

1 月各权益类指数在经历去年 12 月的再度探底后，逐步走出温和反弹行情，但行情分化现象依旧存在。其中，上证指数上涨 3.64%、深证综指上涨 0.54%、上证 50 指数上涨 8.30%、沪深 300 指数上涨 6.34%、中小板综指上涨 0.30%、创业板综指下跌 2.78%。整体上，1 月行业权益类自营业务经营环境环比转暖。

1 月代表利率债的十年期国债期货指数在经历连续 3 个月的大幅上涨后，涨势有所趋缓，全月收涨 0.33%；中证全债（净价）指数全月收涨 0.60%，双双实现月线四连阳；1 月行业固定收益类自营业务稳中有进。

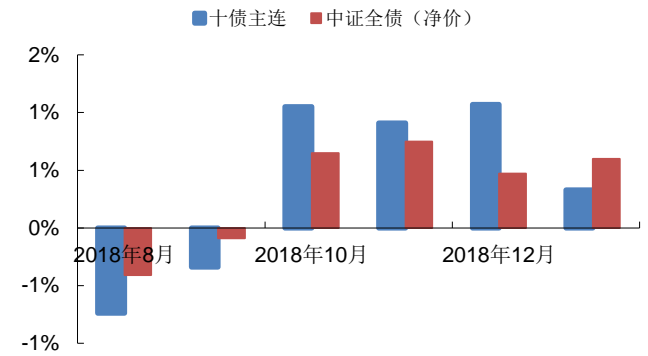
由于去年 12 月机构普遍降低了权重股的持仓仓位，即便上证 50 指数出现了较为显著的上涨，但上市券商整体的受益程度并不充分。

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



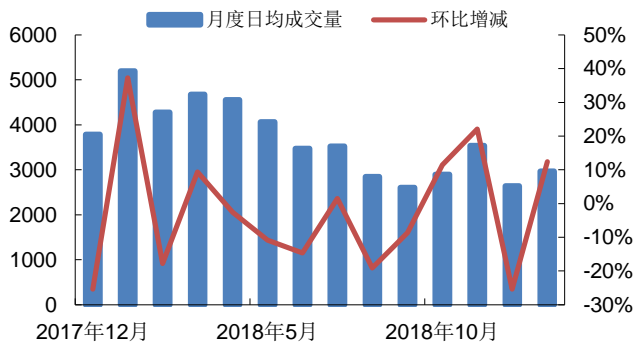
资料来源: Wind、中原证券

## (2) 月度日均成交量触底回升

1 月沪、深两市日均股票成交量为 2968 亿元，环比+12.38%，同比-42.90%；1 月沪、深两市月度股票成交总量为 6.53 万亿元，环比+23.62%，同比-42.89%。

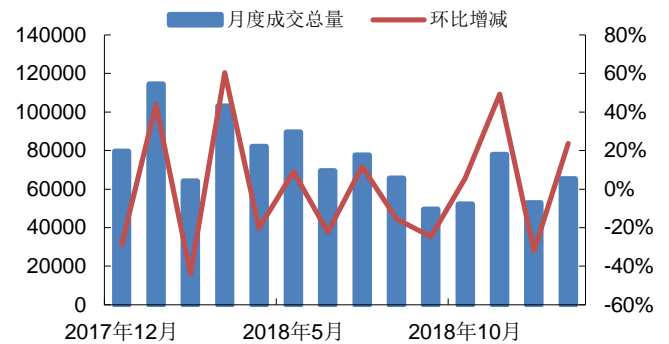
1 月股票成交总量、月度日均成交量在经历去年 12 月的快速萎缩后，出现探底回升，且增量较为明显，行业经纪业务再迎转机。

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)



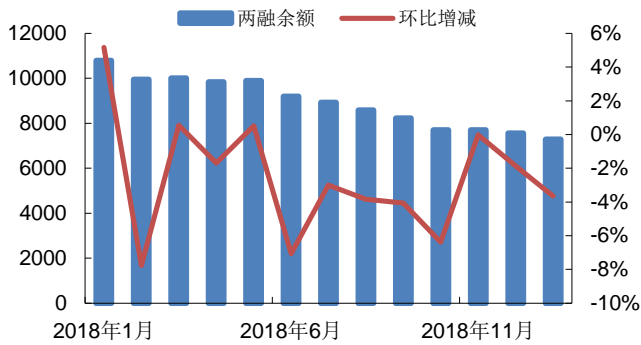
资料来源: Wind、中原证券

## (3) 两融余额续创 2015 年以来新低

截至 1 月 31 日，沪、深两市两融余额为 7282 亿元，环比-3.64%，同比大幅减少 32.53%，创 2015 年以来新低。截至 1 月底两融余额较 2018 年两融年均余额的 9030 亿元大幅减少 19.36%。

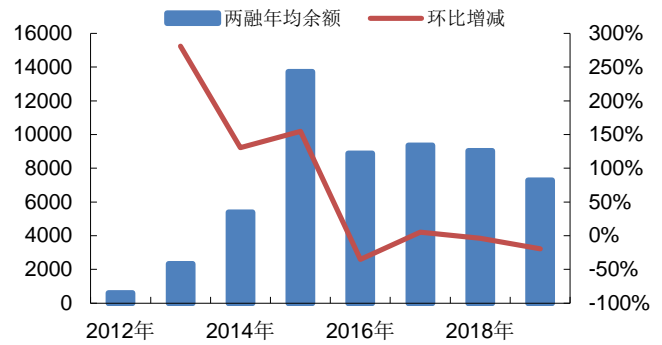
1 月两融业务对上市券商单月业绩的边际贡献环比依旧为负。

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

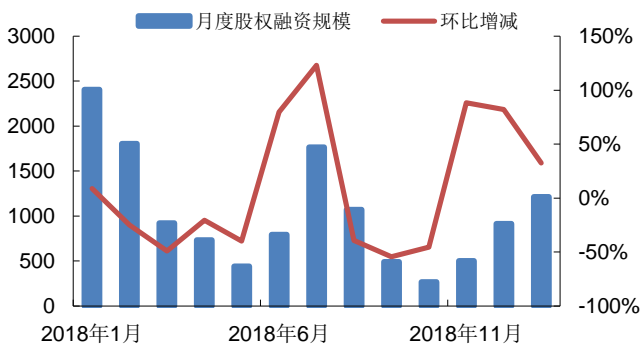
#### (4) 投行业务总量小幅回落

股权融资方面, 1月 IPO 及再融资规模环比持续出现大幅回升。受此影响, 1月股权融资规模增加至 1213 亿元, 环比+32.46%, 但同比大幅下滑 49.57%。

债权融资方面, 1月行业各类债券承销金额为 4954 亿元(按上市日), 环比-25.08%, 同比+139.44%; 虽然环比出现连续 2 个月的回落, 但总金额仍处于近 12 个月来的中位数之上。

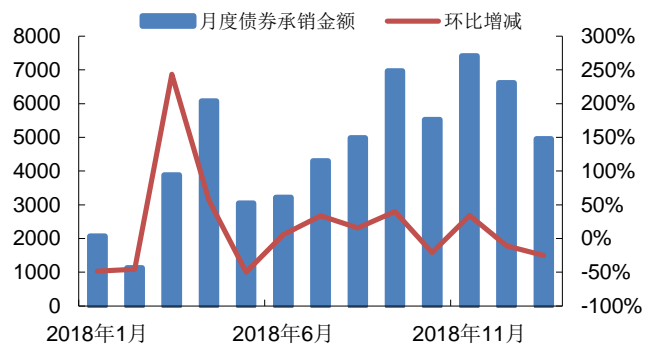
1月上市券商投行业务总量环比小幅回落, 且业务量主要集中于头部券商中, 进而在一定程度上导致上市券商单月经营业绩出现分化。

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) 在去年年底中央经济工作会议定调资本市场“规范、透明、开放、有活力、有韧性”的改革、发展的主要方向后, 证监会陆续出台了科创板实施意见, 对证券公司风控指标实施逆周期调节、鼓励证券公司权益类投资, 完善两融交易机制、拟取消平仓线不低于 130%的统一限制,



就 QFII、RQFII 境内证券期货投资管理办法公开征求意见等多项利好政策，向市场充分传达了暖意，为市场划出了底线、注入了信心。

(2) 春节长假后，各大权益类指数集体出现逼空走势，个股出现普涨，行业权益类自营业务迎来难得的景气期；固收类指数在出现连续 4 个月的大幅反弹后呈现一定的高位震荡。整体看，2 月行业自营业务整体经营环境春意盎然。

(3) 权益类二级市场整体情绪快速升温，近日均成交量已突破 5000 亿元，达到近 1 年来的高位；但由于存在春节长假因素，将抑制 2 月行业经纪业务环比改善的空间。

(4) 两融余额在 2 月 1 日见 7170 亿元的近年来最低量后，出现快速回升；在个股普涨以及纾困持续进行的共同作用下，股票质押风险问题有望得到阶段性缓和，行业股票质押规模有望逐步企稳；预计 2 月信用业务对上市券商单月业绩边际贡献将由负转正。

(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。科创板细则即将结束公开征求意见，进程有望逐步加快；与 CDR 业务相比，科创板注册制对于行业内各公司而言更具有“普惠性”，头部券商在业务储备、定价及承销能力、资本实力上更具优势。

(6) 去年年底召开的中央经济工作会议再次提出要提高直接融资比重，并且在二级市场行情进一步转暖的背景下，股权融资规模仍有回升的空间；债权融资规模有望维持相对高位，行业投行业务总量短期下降的空间有限。

(7) 目前看，2 月上市券商净利润环比仍具改善的空间。

(8) 进入 2019 年以来，头部券商逐步走出趋势性上扬行情，券商板块已经成为核心领涨板块之一。目前头部券商的 P/B 虽然已经修复至 1.1X-1.5X 倍的区间，但距历史均值仍有空间，仍具安全边际，仍属中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。