

## 证券 II 行业

价值重估，业绩验证——证券业 2 月经营数据月报点评

### 核心观点：

- **数据解读：已披露数据的 22 家上市券商整体扣非母公司净利润环比上升 46%，同比上升 398%。**

截至 3 月 6 日，35 家上市券商中，已有 22 家上市券商已披露 2 月经营数据月报，共实现归母公司净利润 76 亿元，环比上升 46%，同比上升 389%；共实现营业收入 157.7 亿元，环比上升 10%，同比上升 172%（环比、同比数据均为可比口径）。月度业绩环比上升主要归因于 2 月份股市回暖，交投活跃。2 月单月净利润居前的上市券商包括：海通证券（9.92 亿元）、中信证券（8.32 亿元）、华泰证券（6.19 亿元）等，对应环比变动分别为 129%、10%、46%，同比变动分别为 1583%、164%、134%。2 月单月营业收入居前的上市券商包括：中信证券（18.34 亿元）、海通证券（16.9 亿元）、华泰证券（13.66 亿元）等，对应环比变动分别为-17%、65%、24%，同比变动分别为 81%、313%、116%。

- **增长原因：经纪业务和自营业务大幅增长**

1) 经纪：2 月两市日均成交金额 5894.9 亿元，环比 2019 年 1 月的 2968.5 亿元增长 98.6%，当月合计成交金额较上月增长 35.4%。成交额的提升带动经纪业务回暖。2) 自营：2 月沪深 300 上涨 14.6%，显著好于 1 月上涨 6.3% 的月度表现；2 月创业板指上涨 25.1%，较上月-1.8% 的月度表现有明显好转；中证全债指数 1 月上涨 0.1%，较上月 0.97% 的月度涨幅略有下降。市场向好促进自营业绩增长，受 IFRS9 新规的影响，大部分 A+H 上市券商采用新的会计准则，自营业务浮盈体现于当期报表。3) 投行：2 月股权融资规模 1457.6 亿元，环比增长 20.2%，同比下降 36.5%，其中，2 月 IPO 发行规模 34.3 亿元（同比-76%，环比-73%），再融资发行规模 1142.1 亿元（同比-8.6%，环比 12.5%）；债券市场整体 2 月发行规模 24523.8 亿元（同比 8.8%，环比-25.0%）。在提升直接融资比例的指引下，预期未来投行业务持续向好。4) 资本中介：2 月末两融余额 8046.7 亿元，环比上月上升 10.5%；截至 3 月 5 日，市场质押股数 6284.38 亿股，较 2018 年 11 月初的高点持续收缩，较 2018 年末减少 60.74 亿股。市场回暖带动券商信用风险缓解，提升板块估值水平。

- **投资建议：价值重估，业绩验证**

我们认为，券商板块价值重估的核心变量包括宏观经济环境向好、交易量放大和证券业务创新等。当鼓励业务创新时，两市交易量增长带动券商业绩提升，孕育板块行情。日交易量在高位运行有助于提升风险偏好，也有助于券商业绩快速提升。

按 2019 年 3 月 6 日收盘价计算，证券板块整体估值 1.90xPB，头部券商 PB 介于 1.31-2.11 倍之间，建议关注中信证券（A、H）、华泰证券（A、H）、东方财富（300059.SZ）等特色券商，另外，重点关注低估值且业绩释放顺畅的海通证券（A、H）。

- **风险提示**

1. 宏观经济下行，可能导致证券公司资产质量承受压力；2. 股债承销、并购重组规模低于预期，导致投行业务或直投业务业绩贡献不达预期等。

### 行业评级

买入

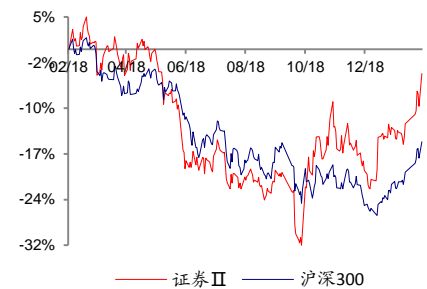
前次评级

买入

报告日期

2019-03-06

### 相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

### 相关研究：

证券 II 行业深度：寻找证券板块价值重估逻辑 2019-03-04

证券 II 行业：交投数据持续向好，重要催化剂仍呈正面影响——证券业 1 月经营数据月报点评

中信证券（600030.SH）：大平台、新赛道，行业变革的充分受益者 2019-02-14

中信证券（600030.SH）：大平台、新赛道，行业变革的充分受益者 2019-01-30

中信证券（600030.SH）：大平台、新赛道，行业变革的充分受益者 2019-01-30

中信证券（600030.SH）：大平台、新赛道，行业变革的充分受益者 2019-01-30

联系人：

陈卉 0755-82535901

gfchenh@gf.com.cn

**重点公司估值和财务分析表**

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
				2019/3/6	(元/股)	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E	2018E	2019E
中金公司	03908.HK	买入	人民币	16.38*	-	0.85	0.92	16.07	14.85	1.63	1.54	9%	9%
华泰证券	601688.SH	买入	人民币	24.40	-	0.88	0.95	20.67	18.23	1.43	1.36	7%	7%
东方财富	300059.SZ	增持	人民币	22.22	-	0.22	0.29	59.42	45.25	4.57	4.15	7%	9%

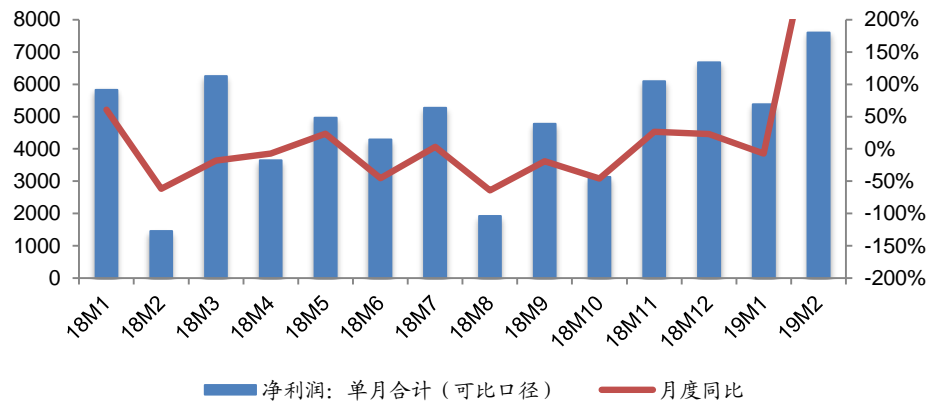
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心 (\*注: 中金公司 2019 年 3 月 6 日收盘价为 19.18 港元, 按 3 月 6 日港币兑人民币汇率 0.8543 折算, 人民币价格约为 16.38 元)

## 数据解读：已披露数据的 22 家上市公司整体扣非母公司净利润环比上升 46%，同比上升 389%

1、22家上市券商已披露2月经营数据月报，共实现归母公司净利润76亿元，环比上升46%，同比上升389%；共实现营业收入157.7亿元，环比上升10%，同比上升172%（环比、同比数据均为可比口径）。月度业绩环比上升主要归因于2月份股市回暖，交投活跃。

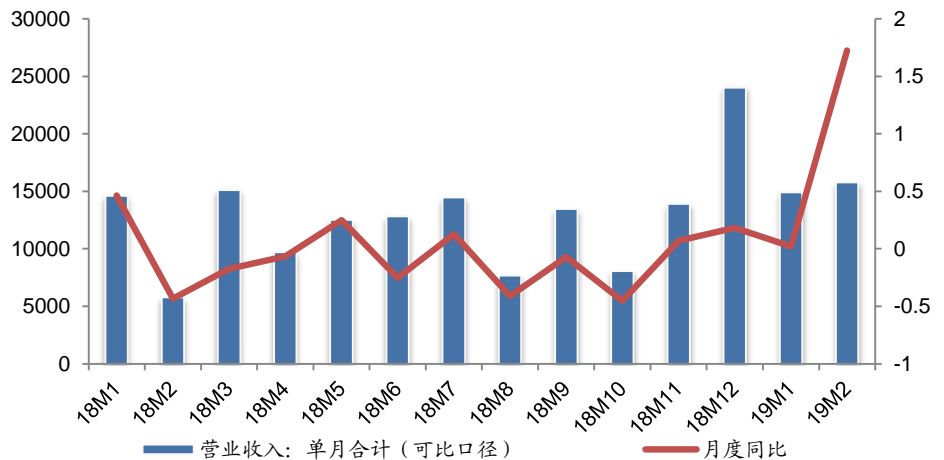
2、2月单月净利润居前的上市券商包括：海通证券（9.92亿元）、中信证券（8.32亿元）、华泰证券（6.19亿元）等，对应环比变动分别为129%、10%、46%，同比变动分别为1583%、164%、134%。2月单月营业收入居前的上市券商包括：中信证券（18.34亿元）、海通证券（16.9亿元）、华泰证券（13.66亿元）等，对应环比变动分别为-17%、65%、24%，同比变动分别为81%、313%、116%。

图1：净利润：单月合计（左轴，百万元）与月度同比（右轴）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

图2：营业收入：单月合计（左轴，百万元）与月度同比（右轴）



数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

表1: 已披露数据的上市券商2月经营业绩表现

单位: 百万元	综合收益			营业收入			净利润		
	19M2	环比	同比	19M2	环比	同比	19M2	环比	同比
中信系(中信+金通+万通)	808	52%	157%	1834	-17%	81%	832	10%	164%
海通系(海通+海通资管)	1041	131%	1623%	1690	65%	313%	992	129%	1583%
华泰系(华泰+联合+资管)	1619	14%	511%	1366	24%	116%	619	46%	134%
招商系(招商+招商资管)	354	-14%	345%	1159	6%	473%	510	14%	672%
国元	138	-395%	-657%	225	-14%	332%	133	68%	-720%
西南	71	29%	-129%	264	15%	49%	51	-58%	-8%
国金	146	95%	169%	302	-16%	63%	142	8%	197%
兴业系(兴业+兴证资管)	313	-17%	-333%	790	40%	-3870%	325	80%	-428%
方正系(方正+瑞信+民族)	2	-103%	-88%	377	-21%	94%	48	-74%	-584%
东吴	250	-343%	-433%	250	-14%	649%	188	474%	-823%
西部	154	49%	-603%	282	-25%	5825%	136	-14%	-814%
东兴	131	-200%	207%	330	35%	92%	122	33%	78%
一创系(第一创业+一创投行)	79	-116%	76%	199	21%	88%	79	23%	306%
中原	69	87%	-1216%	156	42%	131%	71	103%	650%
中国银河(中国银河+银河金汇)	369	-23%	217%	928	-3%	204%	381	-3%	554%
南京	74	-41%		166	34%		74	56%	
华西	222	79%	264%	393	76%	114%	215	195%	239%
财通系(财通+财通资管)	97	-19%	-162%	388	24%	198%	123	83%	333%
中信建投	386	27%		681	-14%		403	93%	
合计(可比口径)	8651	66%	783%	15771	10%	172%	7600	389%	46%

注: 1、净利润为可比口径公司扣非、归母数据; 2、按照单月净利润从高到低排序;

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

## 增长原因: 经纪业务和自营业务大幅增长

业绩增长主要来自权益自营和经纪业务。

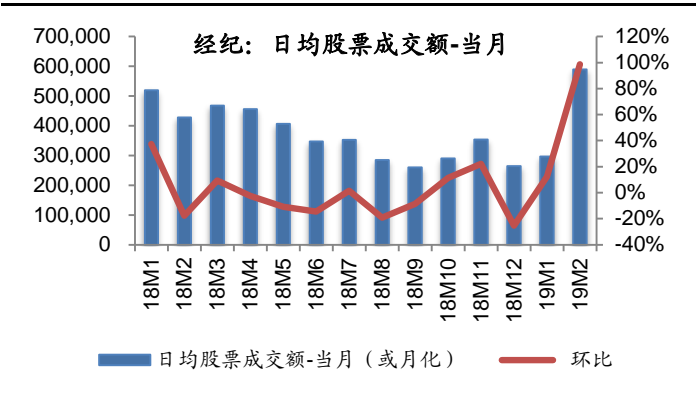
经纪: 2月两市日均成交金额5894.9亿元, 环比2019年1月的2968.5亿元增长98.6%, 当月合计成交金额较上月增长35.4%。成交额的提升带动经纪业务回暖。

自营: 2月沪深300上涨14.6%, 显著好于1月上涨6.3%的月度表现; 2月创业板指上涨25.1%, 较上月-1.8%的月度表现有明显好转; 中证全债指数1月上涨0.1%, 较上月0.97%的月度涨幅略有下降。市场向好促进自营业绩增长, 受IFRS9新规的影响, 大部分A+H上市券商采用新的会计准则, 自营业务浮盈体现于当期报表。

投行: 2月股权融资规模1457.6亿元, 环比增长20.2%, 同比下降36.5%, 其中, 2月IPO发行规模34.3亿元(同比-76%, 环比-73%), 再融资发行规模1142.1亿元(同比-8.6%, 环比12.5%); 债券市场整体2月发行规模24523.8亿元(同比8.8%, 环比-25.0%)。在提升直接融资比例的指引下, 预期未来投行业务持续向好。

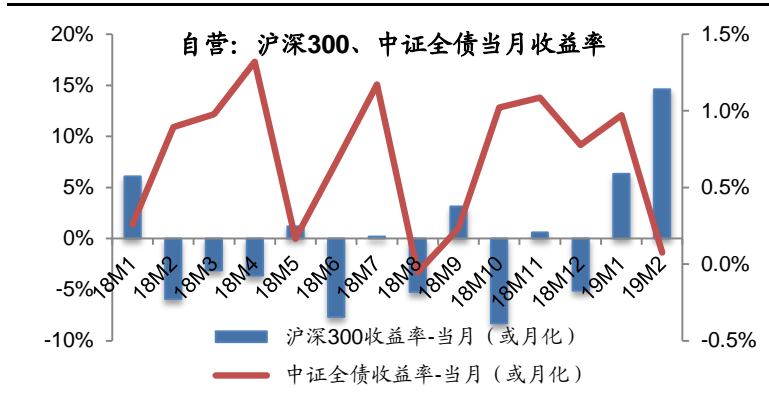
资本中介: 2月末两融余额8046.7亿元, 环比上月上升10.5%; 截至3月5日, 市场质押股数6284.38亿股, 较2018年11月初的高点持续收缩, 较2018年末减少60.74亿股。市场回暖带动券商信用风险缓解, 提升板块估值水平。

图3: 经纪: 日均股票成交额-当月 (左轴, 百万元) 与环比增速 (右轴)



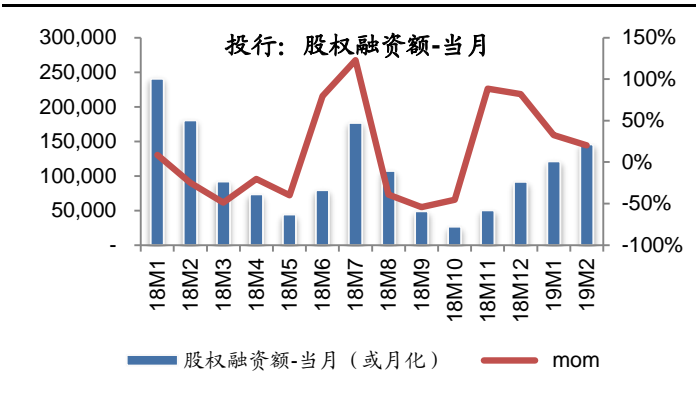
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 自营: 沪深300单月收益率 (左轴) 与中证全债当月收益率 (右轴)



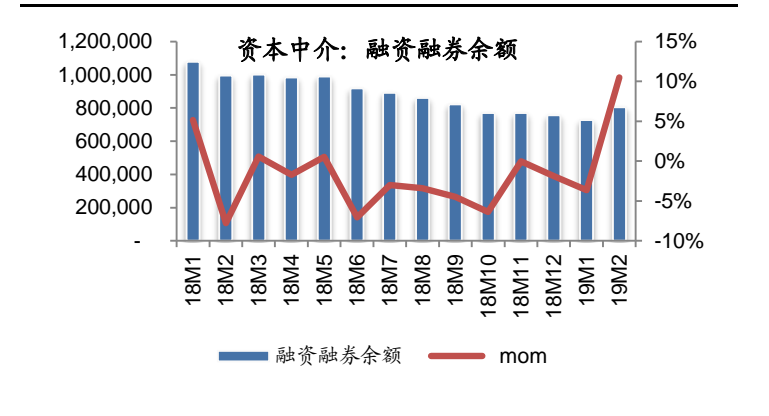
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图5: 投行: 股权融资额-当月 (左轴, 百万元) 与月度同比增速 (右轴)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图6: 资本中介: 融资融券余额 (左轴, 百万元) 与月度同比增速 (右轴)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

## 投资建议: 价值重估, 业绩验证

我们认为, 券商板块价值重估的核心变量包括宏观经济环境向好、交易量放大和证券业务创新等。当鼓励业务创新时, 两市交易量增长带动券商业绩提升, 孕育板块行情。日交易量在高位运行有助于提升风险偏好, 也有助于券商业绩快速提升。

按2019年3月6日收盘价计算, 证券板块整体估值1.90xPB, 头部券商PB介于1.31-2.11倍之间, 估值得到修复, 建议关注中信证券(A、H)、华泰证券(A、H)、东方财富(300059.SZ)等特色券商, 另外, 重点关注低估值且业绩释放顺畅的海通证券(A、H)。

## 风险提示

1.宏观经济下行，可能导致证券公司资产质量承受压力；2.股债承销、并购重组规模低于预期，导致投行业务或直投业务业绩贡献不达预期等

## 广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍 淼：分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 商 田：分析师，安徽财经大学金融学硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。
- 文 京 雄：分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：研究助理，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 韵 杨：研究助理，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河北路183号大都会广场5楼	深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦31层	北京市西城区月坛南街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪大道8号国金中心一期16楼	香港中环干诺道中111号永安中心14楼1401-1410室
邮政编码	510075	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。