

分析师: 张洋

执业证书编号: S0730516040002

Zhangyang-yjs@ccnew.com

021-50588666-8069

同比、环比均实现持续大幅改善

——上市券商 2019 年 3 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

发布日期: 2019 年 04 月 12 日



截至目前, 36 家纯证券业务上市券商已经全部公布 2019 年 3 月月度经营数据。

- **上市券商 3 月月度经营业绩概况:** 36 家纯证券业务上市券商 2019 年 3 月共实现营业收入 322.52 亿元, 环比+45.55%, 同比+50.19% (剔除不可比数据); 共实现净利润 160.50 亿元, 环比+56.97%, 同比+54.33% (剔除不可比数据)。
- **影响上市券商 3 月月度经营业绩的核心要素:** (1) 权益震荡上涨、固收出现反弹, 行业自营业务整体经营环境稳中向好。(2) 3 月股票成交总量、月度日均成交量持续出现井喷, 并创 27 个月来新高; 行业经纪业务快速进入牛市状态。(3) 两融余额持续快速增长, 边际贡献继续为正, 且边际贡献度有所扩大。(4) 3 月行业投行业务总量受益于债券承销规模的成倍增长, 整体出现回升。
- **投资建议:** (1) 进入 4 月以来, 行业自营业务整体经营环境有所转冷, 投资风格的差异将导致上市券商 4 月经营业绩出现分化。(2) 权益类二级市场交投活跃度依然较高, 但能否保持存在一定的不确定性。(3) 两融余额目前已经逼近万亿大关, 股票质押短期难以再度发生系统性风险; 预计 4 月信用业务对上市券商单月业绩边际贡献将持续为正。(4) 截至 4 月 11 日, 上交所已受理科创板拟上市企业申请共 65 家, 部分已受理企业已经进入接受上交所问询的第二阶段, 科创板正式落地的进度仍在加快。从已受理企业的保荐机构看, 科创板注册制对于行业内各公司而言更具有“普惠性”, 符合我们的预期。(5) 在科创板注册制正式落地前, 股权融资规模预计将保持相对平稳; 债权融资规模在季节性因素消除后快速回归高位, 行业投行业务总量稳中向上的预期较为强烈。(6) 综合目前市场各要素的最新变化, 4 月上市券商经营业绩持续改善的空间将受到抑制, 并且不能排除环比有所回落的可能。(7) 虽然券商板块平均 P/B 已经大幅修复至 2 倍左右, 但在金融供给侧及资本市场改革的政策红利下, 行业有望进入新周期, 进而推动板块估值水平持续提升。头部券商优势明显, 理应享有一定的估值溢价, 仍属配置的核心标的; 同时, 中小券商有望释放业绩及股价双重弹性。

相关报告

- 1 《上市券商 2019 年 2 月月报点评: 环比超预期持续改善、同比改善幅度更为显著》 2019-03-08
- 2 《上市券商 2019 年 1 月月报点评: 分化现象有所收敛》 2019-02-19
- 3 《上市券商 2018 年 12 月月报点评: 再现极端分化》 2019-01-15

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

风险提示: 1. 权益类及固收类二级市场行情转弱导致上市券商各项业务无法得到持续改善; 2. 短期涨势过快、涨幅过大导致券商板块出现快速调整

1. 2019年3月上市券商月度经营概况

截至日前，36家纯证券业务上市券商已经全部公布2019年3月月度经营数据。

36家纯证券业务上市券商2019年3月共实现营业收入322.52亿元，环比+45.55%，同比+50.19%（剔除不可比数据）；共实现净利润160.50亿元，环比+56.97%，同比+54.33%（剔除不可比数据）。

表 1: 36家纯证券业务上市券商2019年3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	23.65	29%	17%	14.39	73%	51%	64.14	30.24
国泰君安	26.75	48%	-7%	16.10	62%	18%	58.30	30.49
广发证券	19.43	45%	107%	8.47	58%	99%	44.15	18.81
海通证券	18.43	9%	60%	11.23	13%	38%	45.58	25.48
招商证券	15.97	38%	116%	7.61	49%	108%	38.48	17.18
华泰证券	26.00	90%	3%	16.86	172%	-19%	50.68	27.30
申万宏源	18.45	66%	18%	7.85	60%	4%	38.59	16.45
国信证券	15.34	80%	68%	7.74	24%	119%	33.19	17.36
东方证券	9.97	35%	302%	4.67	41%	1012%	22.86	9.74
中国银河	14.51	56%	37%	6.37	67%	72%	33.36	14.13
财通证券	4.03	4%	11%	1.32	7%	-15%	11.05	3.22
方正证券	6.80	80%	26%	3.37	602%	61%	15.31	5.65
安信证券	11.16	20%	106%	4.57	122%	372%	24.39	9.68
光大证券	11.69	16%	114%	5.46	7%	231%	28.18	12.86
浙商证券	3.47	99%	56%	1.10	168%	28%	6.69	1.79
兴业证券	9.90	25%	489%	1.92	-41%	243%	23.45	6.97
长江证券	10.24	40%	135%	3.39	14%	308%	23.16	7.89
西部证券	4.66	65%	110%	2.90	113%	267%	11.24	5.84
东兴证券	3.75	14%	45%	3.37	176%	161%	9.49	5.51
国元证券	3.31	47%	59%	1.34	1%	185%	8.17	3.46
第一创业	2.38	20%	25%	0.95	20%	19%	6.02	2.38
东吴证券	5.12	105%	137%	2.43	29%	684%	10.53	4.64
国金证券	3.41	13%	34%	1.27	-11%	67%	10.01	4.00
华安证券	3.31	45%	87%	1.28	16%	66%	7.68	3.23
西南证券	6.99	165%	185%	4.17	718%	272%	11.93	5.91
山西证券	2.31	82%	25%	0.99	141%	0%	5.62	1.98
太平洋	3.16	26%	34%	2.27	155%	97%	7.00	3.50
国海证券	2.64	75%	67%	0.73	66%	46%	5.80	1.69
东北证券	5.15	48%	158%	2.20	56%	238%	12.23	5.20
中原证券	1.83	17%	97%	0.18	-75%	800%	4.49	1.24
华西证券	3.61	-8%	16.00%	1.55	-28%	1%	9.78	4.43
南京证券	1.88	13%		0.87	18%		4.78	2.09
中信建投	14.23	109%		8.37	108%		28.99	14.49
天风证券	3.99	39%		1.22	270%		8.31	1.61
长城证券	4.05	69%		1.44	66%		9.13	2.79

华林证券	0.95	46%	0.55	129%	2.13	0.93
------	------	-----	------	------	------	------

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，3 月共 35 家公司环比出现增长，增幅较大的分别为西南（165%）、中信建投（109%）、东吴（105%）；仅华林（-8%）1 家公司环比出现下滑。

净利润增速方面，3 月共 32 家公司环比出现增长，增幅较大的分别为西南（718%）、方正（602%）、天风（270%），共 20 家公司环比增幅超过 50%；仅 4 家公司环比出现下滑。3 月上市券商均实现盈利。

3 月上市券商单月经营业绩如预期出现环比持续改善，且改善的幅度有所扩大；同比亦出现持续显著改善。

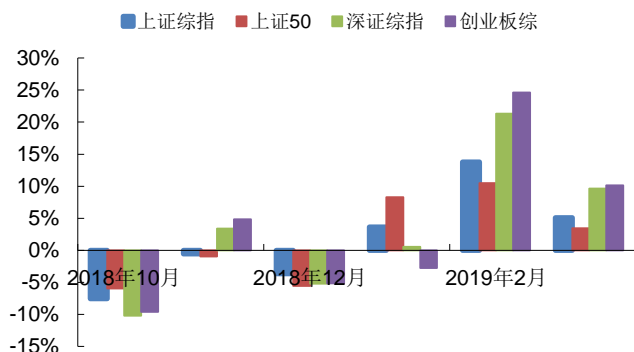
2. 影响 2019 年 3 月上市券商月度经营业绩的核心要素

（1）权益震荡上涨、固收出现反弹

3 月各权益类指数在经历 2 月的逼空大涨后，出现高位震荡，并于月底再创新波反弹新高。其中，上证指数上涨 5.09%、深证综指上涨 9.62%、上证 50 指数上涨 3.45%、沪深 300 指数上涨 5.53%、中小板综指上涨 9.87%、创业板综指上涨 10.11%。整体上，3 月行业权益类自营业务经营环境延续了较高的景气度，上市券商权益类自营整体的受益程度显著提高。

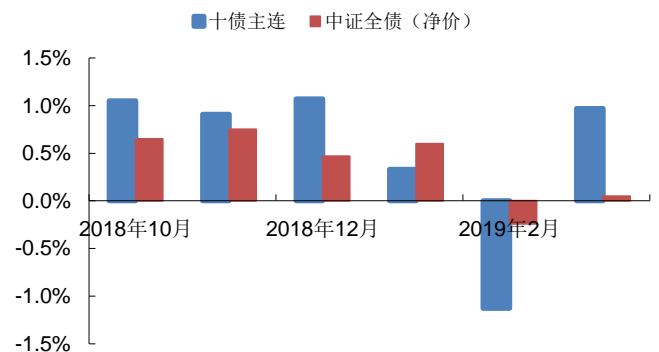
3 月代表利率债的十年期国债期货指数在 2 月出现高位回落后，呈现大幅反弹，全月大涨 0.97%；中证全债（净价）指数全月微涨 0.05%；3 月行业固定收益类自营业务经营环境稳中向好。

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



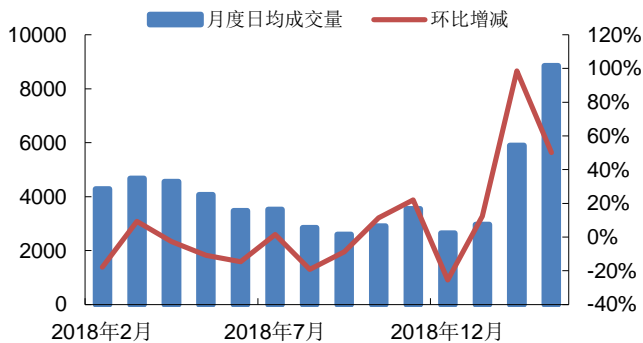
资料来源：Wind、中原证券

(2) 月度成交总量、日均成交量持续出现井喷

3月沪、深两市日均股票成交量为8852亿元，环比+50.19%，同比+89.26%；3月沪、深两市月度股票成交总量为18.59万亿元，环比+110.23%，同比+80.64%。

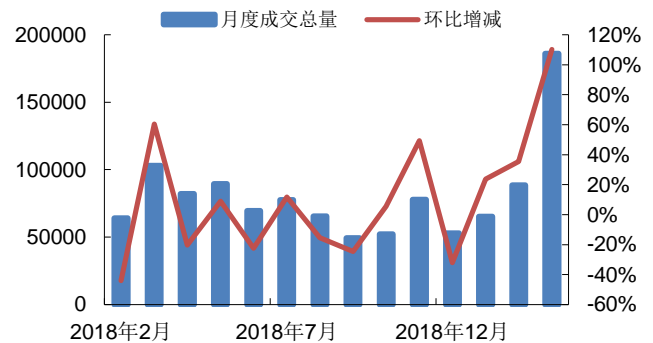
3月股票成交总量、月度日均成交量在没有节假日休市影响的背景下，环比、同比均持续出现井喷，并创27个月来新高；行业经纪业务快速进入牛市状态。

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）



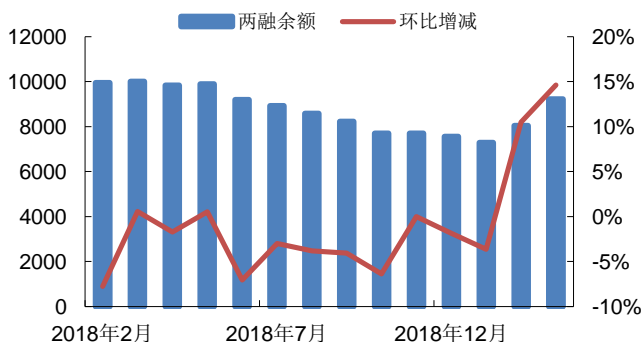
资料来源：Wind、中原证券

(3) 两融余额持续快速增长

截至3月29日，沪、深两市两融余额为9222亿元，环比+14.61%，同比-7.87%，出现持续快速增长，并且环比增幅+4.11个百分点。截至3月底两融年均余额为8184亿，较2018年两融年均余额的9030亿元仍-9.37%，但降幅收窄了5.75个百分点。

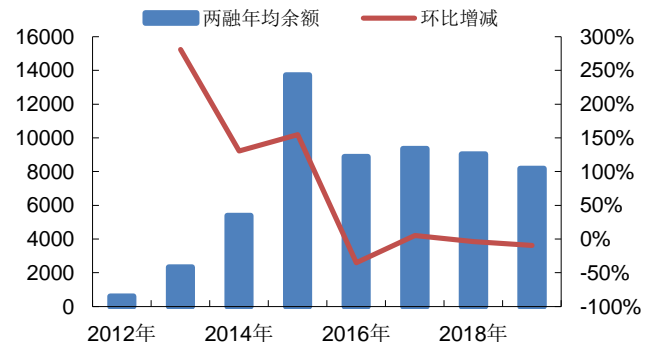
3月两融业务对上市券商单月业绩的边际贡献继续为正，且边际贡献度有所扩大。

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

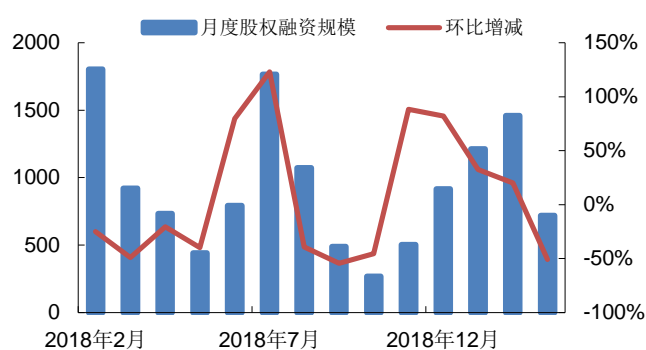
(4) 投行业务总量出现回升

股权融资方面，3月再融资规模环比出现较大幅度回落。受此影响，3月股权融资规模下降至719亿元，环比-50.71%，同比-21.97%。

债权融资方面，3月行业各类债券承销金额为7539亿元(按上市日)，环比大幅增长392%，同比亦大增94.50%。

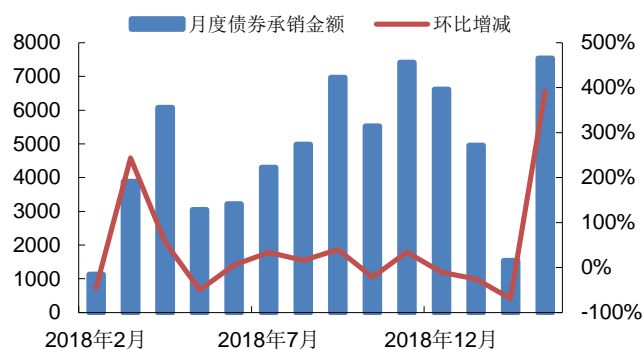
3月行业投行业务总量受益于债券承销规模的成倍增长，整体出现回升。

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) 进入4月以来，各大权益类指数出现分化，代表白马、蓝筹类品种的上证50指数再创反弹新高，而代表成长类品种的创业板综指走势略显疲软，行业权益类自营业务出现一定的不确定性；固收类指数则延续年初以来的调整态势，目前十年期国债期货指数、中证全债（净价）指数均已跌破3月低点，行业固定收益类自营业务难言乐观。整体看，4月行业自营业务整体经营环境有所转冷，投资风格的差异将导致上市券商4月经营业绩出现分化。

(2) 截至目前，权益类二级市场交投活跃度依然较高，近日均成交量均高于3月的平均水平，但4月剩余交易日较多，能否保持存在一定不确定性。整体上，上半年行业经纪业务超预期已成定局。

(3) 两融余额在快速突破9000亿大关后，目前已经逼近万亿大关；股票质押短期难以再度发生系统性风险；预计4月信用业务对上市券商单月业绩边际贡献将持续为正。

(4) 根据上交所披露的信息，截至4月11日，已受理科创板拟上市企业申请共65家，部分已受理企业已经进入接受上交所问询的第二阶段，科创板正式落地的进度仍在加快。从已受理企业的保荐机构看，科创板注册制对于行业内各公司而言更具有“普惠性”，符合我们的预期；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。

(5) 在科创板注册制正式落地前，股权融资规模预计将保持相对平稳；债权融资规模在季节性因素消除后快速回归高位，行业投行业务总量稳中向上的预期较为强烈。

(6) 综合目前市场各要素的最新变化，4月上市券商经营业绩持续改善的空间将受到抑制，并且不能排除环比有所回落的可能。

(7) 虽然券商板块平均 P/B 已经大幅修复至 2 倍左右，但在金融供给侧及资本市场改革的政策红利下，行业有望进入新周期，进而推动板块估值水平继续提升。头部券商优势明显，理应享有一定的估值溢价，仍属配置的核心标的；同时，中小券商有望释放业绩及股价双重弹性。

风险提示：1. 权益类及固收类二级市场行情转弱导致上市券商经营业绩无法得到持续改善；2. 短期涨速过快、涨幅过大导致券商板块出现快速调整

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。