

券商 4 月业绩：同比+33%，环比-52%， 板块短期表现聚焦 Beta 效应



核心观点

- 19 年 4 月市场出现显著调整，券商净利润单月环比-52%，同比仍实现了 33% 的增长。根据目前已公布的 23 家上市券商数据，4 月共实现营业收入 140 亿元，单月同比+32%，环比-37%，1-4 月累计同比+44%；实现净利润 53.4 亿元，单月同比+33%，环比-52%，1-4 月累计同比+61%。对券商进行横向对比可以看到，4 月净利润最高的为国泰君安、海通证券、中信证券，分别达到 6.2、5.8 和 5.7 亿元；单月同比增速最高的分别为国海证券、兴业证券、华安证券，同比增速达到 855%、461%、220%。
- 市场下行是业绩环比下降的核心原因，股债均表现不佳。4 月上证综指、深证成指收益率分别为-0.4%、-2.3%；1-4 月累计涨幅分别为 23.4%、33.6%；4 月利率上行，中证全债指数的单月与累计涨幅分别为-0.7%、+0.7%。受市场走弱影响，4 月 A 股日均成交额 8025 亿元，环比-9.3%；19 年累计日均 6429 亿元，较 18 年增加 74%。两融业务方面，4 月末两融余额 9600 亿元，环比+4.1%，市场下行而两融规模仍上升，可见交投热度仍保持在较高位置。在震荡的市场环境中，股票自营风险敞口较低的券商业绩表现更加稳健。
- 低 Beta 业务：股权融资大幅提升，债权融资小幅下降，科创板推进如火如荼。4 月份股权融资规模 1669 亿元，环比+132%，增长主要来自再融资规模提振，单月定增规模环比+296%，IPO 规模环比-6.1%。债券发行 3.7 万亿元，环比-20%；其中，企业债和公司债发行规模 2807 亿元，环比+1.5%。19 年市场关注的核心在于科创板，目前证监会和上交所已经出台正式规则，目前已有 103 家企业的上市申请得到受理，有 83 家企业已经接到上交所的审核问询。我们认为，试点初期考验券商的 IPO 储备情况，投行与直投部门项目源丰富的公司能够把握机遇显著受益，头部券商是其中的受益先锋。
- 结合当前市场环境，我们基于一系列假设，测算得到行业 19 年高 Beta 业务对总收入的贡献比例约 46.8%，结合科创板、资管主动管理业务等其他增量业绩，预计 19 年收入增幅可以达到 50%。1) 经纪：2018 年 A 股日均成交额 3691 亿元，假定 2019 年日均成交额 7000 亿元，则对总收入的增量贡献比例达到 21%；2) 两融：2018 年两融余额均值 8909 亿元，根据行业数据假定两融利差 3%，若 2019 年两融余额均值达到 10000 亿元，则对总收入的增量贡献比例 1.8%；3) 自营：我们按照 18 年末证券行业的股票与基金持仓情况进行测算，若 2019 年上述资产投资收益率 15%，则权益投资收益达到 646 亿元，占 18 年行业收入的 24%。

投资建议与投资标的

目前券商板块 PB 估值已经降至 1.6x，低于历史中枢 20%。我们认为，政策向好和业绩抬升仍是 2019 年券商板块的投资主逻辑；短期来看，高 Beta 业务是主线，板块的走势将与大盘高度一致。在标的选择方面，坚持三条线：一是受益于科创板政策机遇，投行资源与实力较强的券商，包括中信证券(600030，增持)、华泰证券(601688，增持)；二是随市场上弹性较大的标的，体现为自营与经纪业务占比较高，建议关注中国银河(601881，未评级)；三是估值较低且业绩优异的券商标的，建议关注国泰君安(601211，增持)、海通证券(600837，增持)。

风险提示

- 系统性风险对券商业绩与估值的压制；监管收紧对券商业绩形成冲击。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A 股

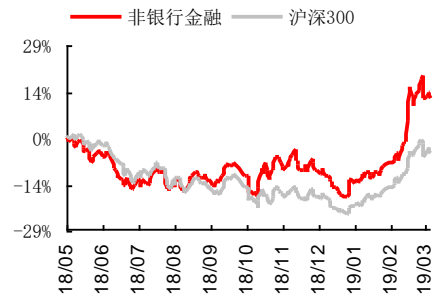
行业

非银行金融

报告发布日期

2019 年 05 月 08 日

行业表现



资料来源：WIND

证券分析师

唐子佩

021-63325888*6083

tangzipei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514060001

张潇

021-63325888*6253

zhangxiao@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860517080003

相关报告

券商 19Q1 业绩前瞻及全年业绩测算：关注确定性增长机会 2019-04-15

市场活跃带动券商业绩，3 月净利润同比 +72% 2019-04-09

市场上行，券商 2 月业绩亮眼，继续关注“政策+业绩”双驱动 2019-03-06

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表 1：上市券商 2019 年 4 月收入数据（百万元）

	4 月	同比	环比	年化	累计同比	年化同比
中信	1,455	-28%	-38%	23,606	18%	14%
广发	1,217	56%	-37%	16,899	52%	50%
海通	1,321	58%	-28%	17,635	69%	40%
华泰	1,318	71%	-27%	16,766	41%	24%
招商	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
光大	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
长江	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
国元	158	63%	-52%	2,925	57%	40%
西南	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
申宏	976	-6%	-47%	14,503	37%	28%
太平洋	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
东北	102	-22%	-80%	3,974	129%	79%
国金	235	-23%	-31%	3,710	16%	8%
兴业	454	142%	-54%	8,398	204%	74%
山西	220	2%	-5%	2,346	38%	61%
方正	461	175%	-29%	5,720	92%	63%
国海	296	214%	12%	2,630	78%	108%
东吴	254	39%	-50%	3,920	99%	43%
西部	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
国信	800	29%	-48%	12,355	38%	34%
东方	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
东兴	305	28%	-19%	3,762	49%	27%
国君	1,675	61%	-37%	22,517	13%	16%
安信	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
一创	72	-42%	-70%	2,021	30%	42%
华安	191	80%	-42%	2,877	111%	106%
江海	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
中原	87	1%	-53%	1,608	44%	71%
银河	927	99%	-36%	12,787	51%	45%
华创	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
浙商	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
财通	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
建投	914	n/a	-36%	-	n/a	n/a
南京	165	n/a	-12%	-	n/a	n/a
华西	420	54%	15%	-	51%	n/a
华鑫	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
合计（已披露）	14,023	32%	-37%	180,959	44%	21%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

表 2：上市券商 2019 年 4 月净利润数据（百万元）

	4 月	同比	环比	年化	累计同比	年化同比
中信	571	-38%	-60%	10,786	25%	27%
广发	503	34%	-41%	7,151	45%	58%
海通	583	25%	-48%	9,392	64%	55%
华泰	531	86%	-40%	7,390	41%	26%
招商	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
光大	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
长江	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
国元	56	n/a	-59%	1,207	230%	140%
西南	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
申宏	471	5%	-40%	6,348	46%	51%
太平洋	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
东北	10	-45%	-95%	1,589	340%	875%
国金	63	-31%	-50%	1,390	37%	42%
兴业	127	461%	-34%	2,475	305%	120%
山西	75	115%	-25%	820	85%	190%
方正	160	n/a	-53%	2,175	158%	286%
国海	113	855%	54%	848	164%	10636%
东吴	77	69%	-69%	1,621	324%	281%
西部	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
国信	212	14%	-73%	5,846	104%	76%
东方	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
东兴	102	-11%	-70%	1,956	71%	86%
国君	621	61%	-61%	11,011	34%	49%
安信	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
一创	2	-95%	-98%	719	59%	251%
华安	113	220%	-12%	1,305	184%	213%
江海	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
中原	12	-34%	-33%	409	42%	n/a
银河	355	183%	-44%	5,300	82%	84%
华创	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
浙商	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
财通	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
建投	346	n/a	-59%	5,383	n/a	233%
南京	73	n/a	-16%	847	n/a	1131%
华西	162	44%	5%	1,817	55%	129%
华鑫	-	n/a	n/a	-	n/a	n/a
合计（已披露）	5,336	33%	-52%	87,787	61%	72%

数据来源：公司公告，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

