

2019年05月09日

非银行金融

券商4月业绩点评：自营回落致利润下降，长期红利不改估值具吸引力

■4月业绩环比下滑系季节因素和自营收益回落。

(1) 业绩下滑系季节因素和自营收益回落，同比改善趋势不改。截至5月8日24家券商发布4月业绩。4月可比券商营业收入合计122.8亿元，同比增长31%，环比下降41%；归母净利润50.7亿元，同比增长44%，环比下降50%。环比出现大幅下跌的主要归因于券商季末高基数和4月股市收益率下滑。个股方面，环比表现较好的券商是国海证券（MoM+54%）和华西证券（MoM+5%），剔除分红因素后，海通证券单月利润5.8亿元，排名第一。

(2) 同比改善趋势不改。从累计利润来看，中信证券累计净利润36亿（YoY+25%），排名行业第一；同比表现较好的券商有：东北证券（YoY+340%）、东吴证券（YoY+324%）和兴业证券（YoY+305%）。由于二季度存在明显的低基数效应，券商业绩同比改善趋势仍将保持。

■券商股当前估值具吸引力。

(1) 4月券商股进入调整期，低流通市值+高业绩弹性个股领涨。4月申万二级券商指数下跌6%，自3月7日以来跌幅13%，券商股经历快速上涨后进入调整期；部分“低流通市值+高业绩弹性”个股涨幅居前，如东吴证券（+11%）、长江证券（+5%）和华创阳安（+4%）等。

(2) 估值再度具有吸引力。截至2019年5月8日，申万二级券商股整体估值降至1.56xPB，海通证券等头部券商估值回落1.2-1.6xPB附近，业绩高弹性的中小券商股估值仍具吸引力。

■4月交易量维持高位，自营收益环比回落。

(1) 经纪信用：交易量维持高位，两融接近万亿。4月市场交易量继续维持高水平，日均股基交易量达到8044亿元，环比下降13%但同比仍高增57%，前4月累计日均股基交易量6683亿元，同比增长29%；4月末两融余额9599亿元，环比增长4%；股权质押市值跌至5.2亿元，占市值比降至9.44%。

(2) 投行：IPO再融资改善，债券承销持续回暖。4月IPO发行规模仅为78亿元，环比下降17%，过会率提升9pc至84%；再融资发行规模环比增长133%至1459亿元，再融资政策存在进一步放松的可能；截至4月末已受理科创板项目已达到98家，头部券商项目储备领先；4月券商主承销债券规模继续维持高水平，达到7872亿元，虽环比下降3%但同比高增30%。

(3) 自营：股市回调收益回落，同比存低基数效应。4月券商自营业务环比增长乏力，一方面是股市进入调整期，权益投资收益率相比3月有明显回落；另一方面，交易性债券投资收益率下行，体现为中债总全价指数单月下降1%、4月末十年期国债到期收益率上升32BP至3.39%。不过相比2018年二季度，券商自营存在明显的低基数效应，券商上半年业绩改善无忧。

(4) 资管：净值下降趋势企稳。4月末券商资管产品数量环比增长4%至4257个，净值1.83万亿元，降幅逐步企稳。资管规模下降的压力有所缓解，主动管理转型仍是大势所趋。

■坚定看好市场改革红利，券商模式转型升级。我们长期旗帜鲜明看好资本市场改革的红利，这将成为券商新一轮盈利能力提升的核心驱动因素。我们认为券商各项业务将伴随资本市场改革而逐步解决经营痛点，如：经纪业务降低对于交易量和佣金率的被动依赖，发展具备成长性、与市场短期波动关联性较小且存在一定门槛效应的财富管理业务和机构业务；投行业务向注册制转型，科创板和CDR带来增量业务，存量业务中的IPO、再融资、债券发行和并购重组业务均出现回暖迹象；自营方面，券商发展非方向投资提升盈利逆周期性，头部券商转型交易投行享受资本市场升级和市场集中红利，科创板券商跟投机制让直投子公司逐步进入业绩兑现期；信用交易业务模式预计将更为丰富，资管加速向主动管理转型，券商国际化布局更进一步。

■券商股迎接震荡行情，改革带来正反馈效应。我们认为券商股可能将迎来较长时间的震荡波动行情，震荡的根源在于两个方面：短期市场环境波动导致传统业务业绩波动和长期增量业务的业绩兑现进程。2019年我们看好全年券商自营投资收益和市场交易量（含两融）的大幅改善，投行传统业务回暖且增量业务落地，衍生品业务将稳步推进；长期我们坚定看好新一轮资本市场改革的持续性和政策效果，当券商传统业务转型取得明显进展且增量业务进入到相对成熟的阶段，券商盈利能力将提升到一个更高的水平当中。

■标的推荐：东方证券/海通证券/中信证券；关注：东吴证券

■风险提示：自营投资风险/业务转型进展不及预期/国内外政策变化风险

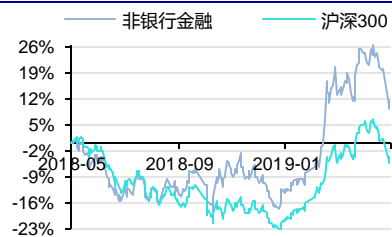
行业月度报告

证券研究报告

投资评级 领先大市-A
维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-2.95	-7.83	-6.66
绝对收益	-12.96	5.11	-11.93

张经纬

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060002
zhangjw1@essence.com.cn
021-35082392

蒋中煜

报告联系人

jiangzy@essence.com.cn
021-35082609

相关报告

安信非银第18期周报：金融改革循序渐
进，关注板块配置窗口 2019-04-28

安信非银第17期周报：金融改革红利不
断，持续看好关注一季报 2019-04-21

安信非银第16期周报：社融超预期政策
利好不断，积极看好非银板块
2019-04-14

安信非银第15期周报：市场热度不减，
关注券商季报行情 2019-04-07

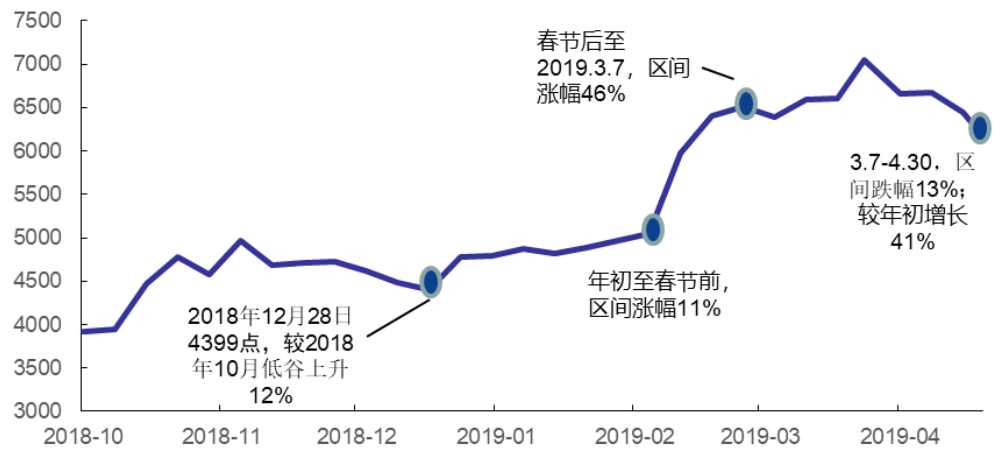
安信非银第14期周报：金融业扩大开
放，持续看好非银行情 2019-04-01

表 1: 2019 年 4 月份上市券商业绩 (合并口径)

名称	本月营业收入			本月净利润			当年累计净利润		
	金额(亿元)	同比(%)	环比(%)	金额(亿元)	同比(%)	环比(%)	金额(万元)	同比(%)	累计年化 ROE
长江证券	9.6	140%	-6%	7.7	648%	128%	15.0	279%	17.0%
海通证券	13.2	58%	-28%	5.8	25%	-48%	31.3	64%	8.4%
中信证券	14.6	-28%	-38%	5.7	-38%	-60%	36.0	25%	8.3%
华泰证券	13.2	71%	-49%	5.3	86%	-69%	32.6	1%	10.0%
广发证券	12.2	56%	-37%	5.0	34%	-41%	23.8	45%	9.1%
申万宏源	9.8	-6%	-47%	4.7	5%	-40%	21.2	46%	10.0%
中国银河	9.3	99%	-36%	3.5	183%	-44%	17.7	82%	8.0%
国信证券	8.0	29%	-48%	2.1	14%	-73%	19.5	104%	10.9%
华西证券	4.2	54%	15%	1.6	44%	5%	6.1	55%	9.6%
方正证券	5.1	98%	-25%	1.6	扭亏为盈	-53%	7.3	158%	5.7%
兴业证券	4.5	142%	-54%	1.3	320%	-34%	8.3	305%	7.8%
华安证券	1.9	80%	-42%	1.1	220%	-12%	4.4	184%	10.4%
国海证券	3.0	214%	12%	1.1	855%	54%	2.8	164%	6.4%
东兴证券	3.0	28%	-19%	1.0	-11%	-70%	6.5	71%	9.9%
东吴证券	2.5	39%	-50%	0.8	69%	-69%	5.4	324%	8.0%
山西证券	2.2	2%	-5%	0.7	115%	-25%	2.7	85%	6.5%
国金证券	2.4	-23%	-31%	0.6	-31%	-50%	4.6	37%	7.1%
国元证券	1.6	63%	-52%	0.6	扭亏为盈	-59%	4.0	230%	5.0%
中原证券	0.9	1%	-53%	0.1	-34%	-33%	1.4	42%	4.2%
东北证券	1.0	-22%	-80%	0.1	-45%	-95%	5.3	340%	10.9%
第一创业	0.7	-42%	-70%	0.02	-95%	-98%	2.4	59%	8.2%
可比券商合计	122.8	31%	-41%	50.7	44%	-52%	258.1	48%	8.9%
中信建投	9.1	-	-36%	3.5	-	-59%	17.9	-	11.2%
南京证券	1.6	-	-12%	0.7	-	-16%	2.8	-	7.8%
天风证券	1.2	-	-70%	0.1	-	11%	1.7	-	4.6%
总计	134.8	-	-37%	55.0	-	-49%	280.5	-	8.9%

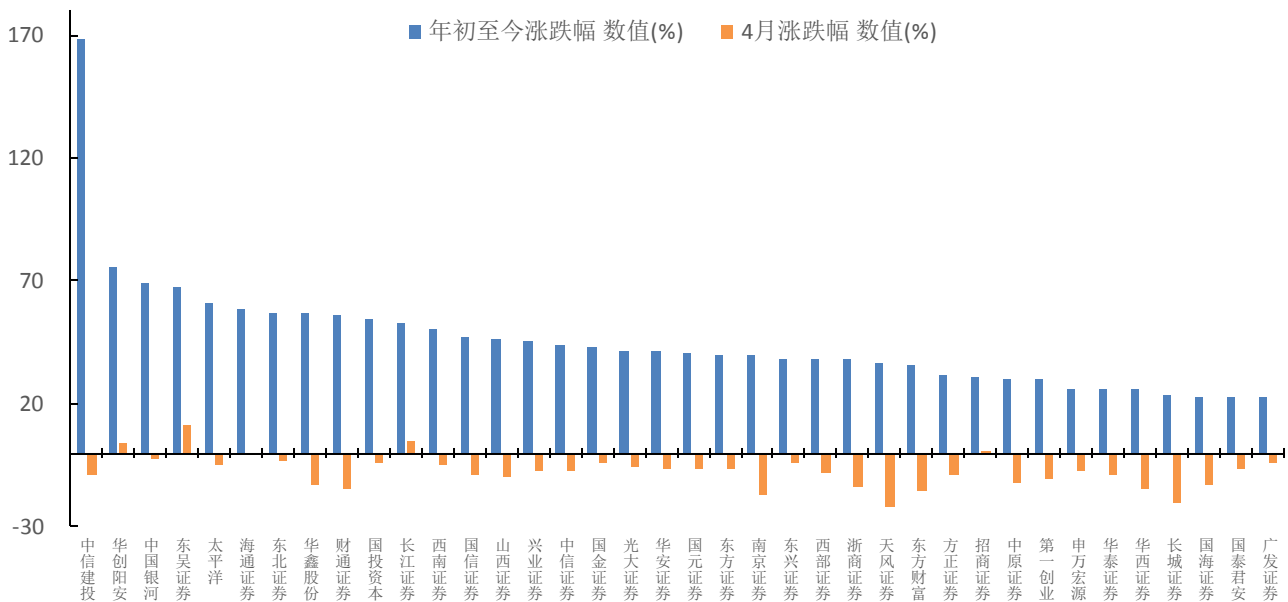
资料来源: Choice, 安信证券研究中心; 长江证券 4 月业绩含 5.7 亿元分红。

图 1：4 月中万二级券商指数下跌 6%，进入调整期



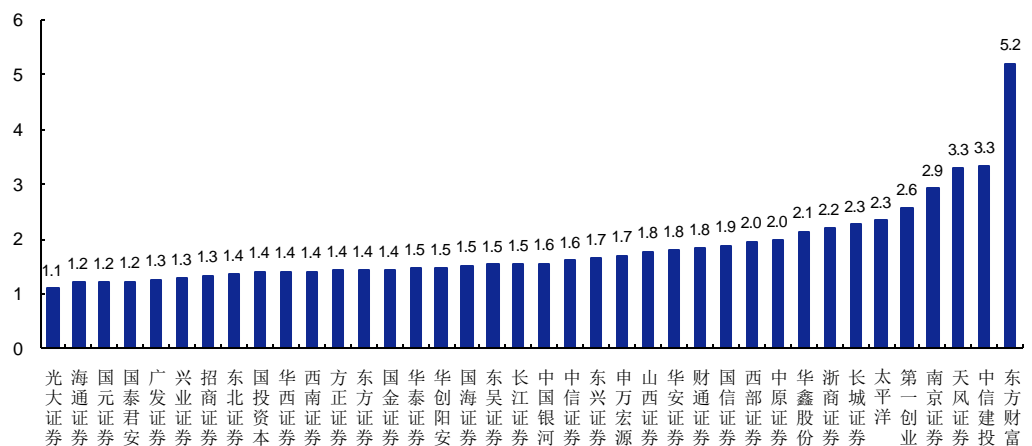
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 2：低流通市值+业绩高弹性个股领涨



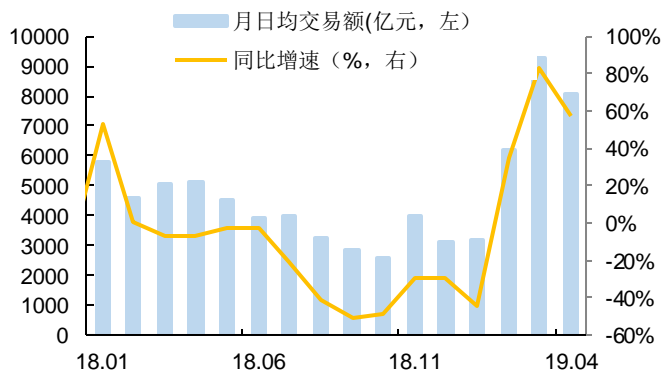
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 3：券商估值分布图



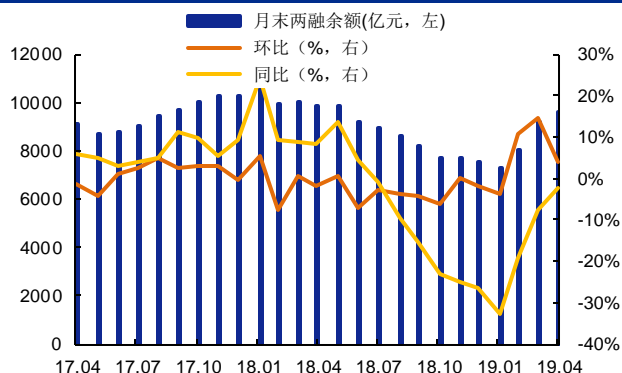
资料来源：Wind，安信证券研究中心；估值数据截至2018.5.8

图 4：4 月日均交易额同比仍保持高增长



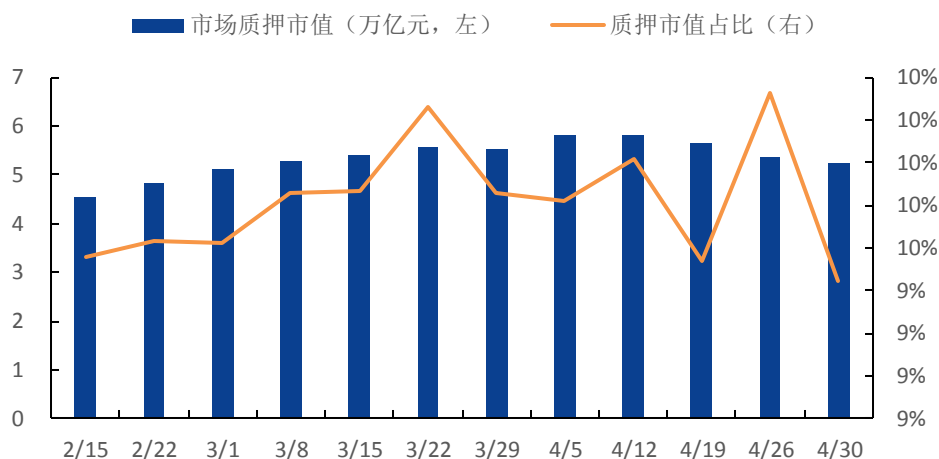
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：4 月末两融余额升至 9599 亿元



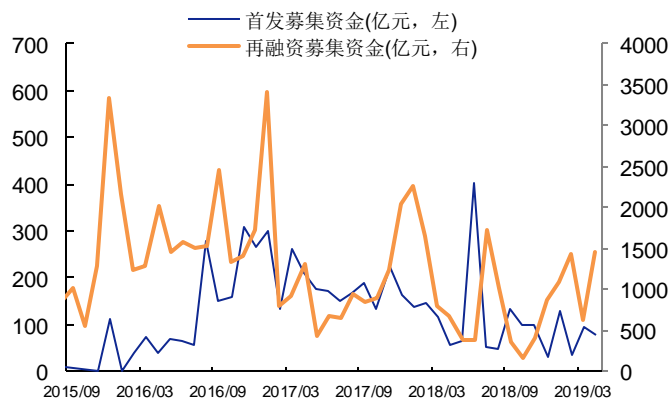
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：股票质押业务市值和占比有所下降



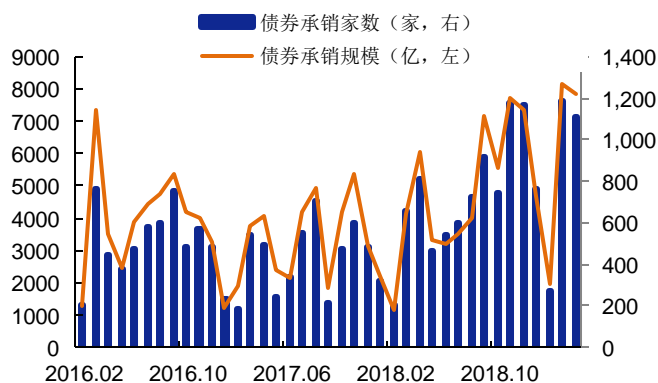
资料来源：Choice，中证登，安信证券研究中心

图 7：4 月 IPO 稳定而再融资回升



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 8：债券承销规模维持高水平



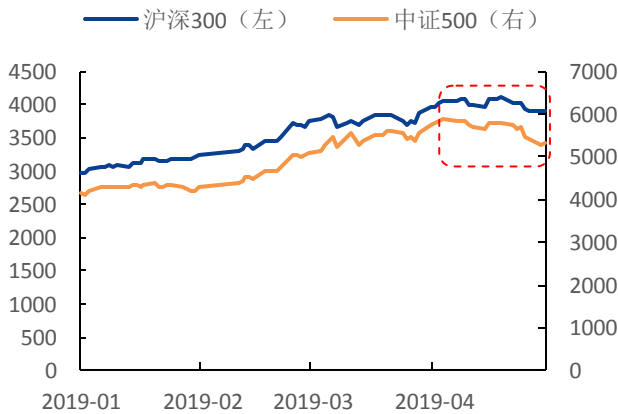
资料来源：Wind，安信证券研究中心

表 2: “三中一华” 科创板储备领先

公司简称	已问询	已受理	辅导备案	合计
中信建投	14	0	1	15
中信证券	9	0	2	11
中金公司	7	0	2	9
华泰证券	7	1	0	8
国泰君安	4	3	0	7
招商证券	4	2	0	6
国信证券	4	1	1	6
海通证券	3	1	1	5
东兴证券	3	0	1	4
广发证券	2	1	0	3
合计 (联合保荐不重复计算)	78	20	25	123

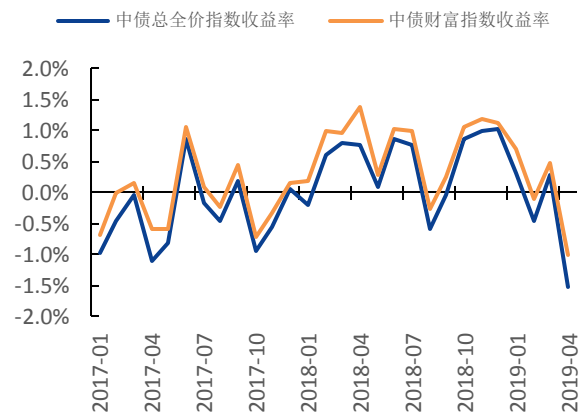
资料来源: Wind, 上交所, 安信证券研究中心; 截至 2019.4.30

图 9: 股市指数进入调整期



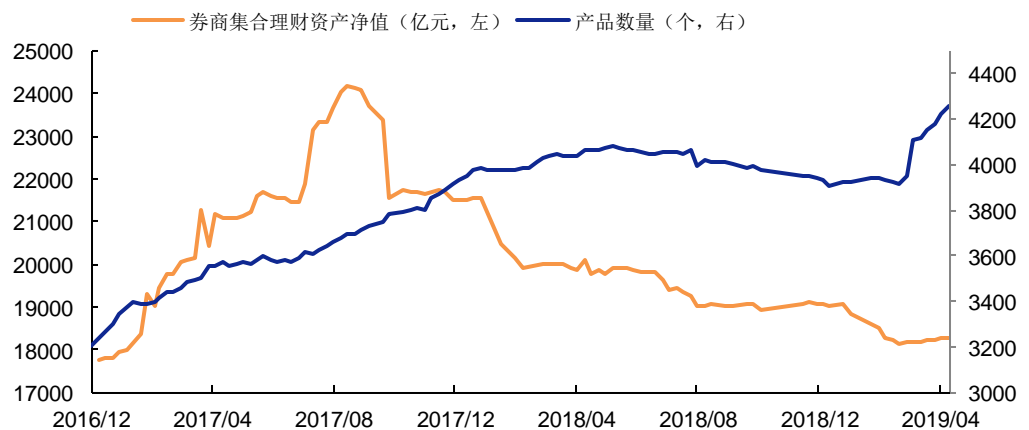
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 10: 债市收益率下降



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 11: 券商集合理财产品数量上升且净值企稳



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张经纬声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为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。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn	

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034