

## 市场震荡+高基数，业绩环比下滑

——证券行业 4 月经营数据点评

强于大市（维持）

日期：2019 年 05 月 10 日

### 行业事件：

截至 2019 年 5 月 9 日，共有 26 家上市券商发布了 2019 年 4 月经营数据，其中 22 家可比上市券商合计实现单月营收 139.58 亿元，环比下降 38.33%；1-4 月累计营收 659.33 亿元，同比上升 42.53%；单月净利润 56.24 亿元，环比下降 50.66%；1-4 月累计净利润 294.79 亿元，同比上升 56.92%。

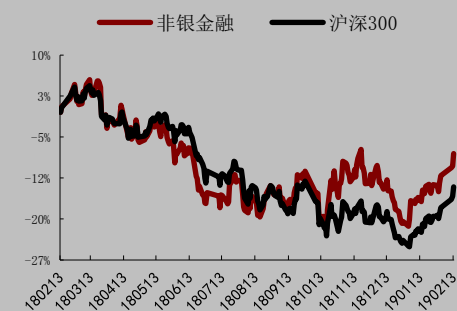
### 投资要点：

- **整体业绩：**券商 4 月业绩环比快速回落，但累计同比依旧维持较大增长。4 月市场由快速攀升转为持续震荡，导致券商 β 业务（经纪、两融、权益自营）受到较大影响。中小券商业绩分化较大，长江受益子公司分红取得 7.07 亿元净利润，环比大增 108.53%，表现领跑行业，此外国海、华西亦有较优表现，而天风、东北和第一创业的业绩分别下滑 91.17%、95.43%、98.18%，不及预期。此外大型券商业绩环比降幅普遍在 40%-70%，表现居中持稳。
- **分业务情况：**1) **经纪与信用：**4 月 A 股日均成交额为 8,239 亿元，尽管依旧处于相对高位，但环比降幅达到 -15.25%，显示赚钱效应快速减弱，场内交易活跃度逐步走低。另一方面，融资融券数据却持续升高，月末两融余额为 9,858 亿元，环比提升 6.89%，市场风险偏好处于历史较高位置。2) **投行：**IPO 发审趋缓，承销金额为 58.26 亿元，环比下降 37.72%；定增发行规模则大幅提升 139.36%至 160.33 亿元；而债承规模有所回落，核心债券承销金额 2272.64 亿元，环比减少 31.59%，主要是受到可转债业务拖累。3) **资管：**4 月券商共计发行 470 只产品，发行规模为 139.14 亿份，较 3 月规模小幅下降。4) **自营：**4 月上证综指下跌 0.40%，创业板指下跌 4.12%，中证综合债（净价）指数下跌 1.36%。预计股债同时走低对券商自营盘构成一定冲击。
- **投资建议：**4 月市场转为宽幅震荡，资金入场趋缓，市场预期部分扭转导致券商股出现调整走势。但当前来看，券商股中长期行情的逻辑未变，政策红利叠加市场流动性宽松仍是支撑板块走强的核心。首推中信证券（综合型龙头+科创项目储备领先；1.57 倍 PB）和华泰证券（财富管理龙头+Assetmark 分拆上市预期；1.40 倍 PB），同时建议关注海通证券（19 年累计净利润增速领跑头部券商+股票质押改善明显+业绩高弹性；1.19 倍 PB）。
- **风险提示：**中美贸易摩擦超预期；改革进度不及预期

### 盈利预测和投资评级

股票简称	18A	19E	20E	评级
中信证券	0.77	1.09	1.09	买入
华泰证券	0.61	0.97	1.15	买入
海通证券	0.45	0.80	0.92	增持

### 非银金融行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据截止日期：2019 年 05 月 09 日

### 相关研究

万联证券研究所 20190506\_行业动态跟踪\_AAA\_保险行业 2019 年 3 月保费数据跟踪\_健康险支撑行业保费增长

万联证券研究所 20190506\_公司季报点评\_AAA\_中国平安 2019 年一季度点评

### 分析师：缴文超/张译从

执业证书编号：S0270518030001/S0270518090001

电话：010-66060126

邮箱：jiaowc@wlzq.com/zhangyc1@wlzq.com

### 研究助理：喻刚/孔文彬

电话：010-66060126/021-60883489

邮箱：yugang@wlzq.com/kongwb@wlzq.com

## 目录

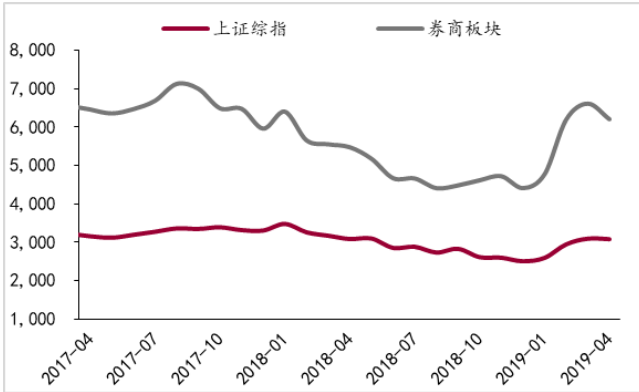
1、行业整体情况.....	3
1.1 市场表现：表现落后大盘，次新股领跌.....	3
1.2 经营数据：环比大幅回落，同比仍有提升.....	3
2、分业务情况.....	4
2.1 经纪与信用业务：交易降温，两融持续提升.....	4
2.2 投行业务：IPO 发审趋缓，可转债规模回落.....	5
2.3 资管业务：产品发行略有下滑.....	6
2.4 自营业务：股债市场同步走弱，自营收益或受影响.....	6
3、投资建议.....	6
4、风险提示.....	7
图表 1：4 月券商板块走势.....	3
图表 2：4 月券商个股市场表现.....	3
图表 3：上市券商 4 月净利润 Top 10（亿元，%）.....	4
图表 4：上市券商 1-4 月累计净利润 Top 10（亿元，%）.....	4
图表 5：券商月度经营数据.....	4
图表 6：日均股基交易额（单月）.....	5
图表 7：日均股基交易额（累计）.....	5
图表 8：融资融券情况（亿元，%）.....	5
图表 9：股权发行情况（亿元）.....	5
图表 10：债券发行情况（亿元）.....	5
图表 11：资管产品发行情况（只，亿份）.....	6
图表 12：4 月新发行产品数量占比（%）.....	6
图表 13：4 月股票市场指数表现.....	6
图表 14：4 月债券市场指数表现.....	6

## 1、行业整体情况

### 1.1 市场表现：表现落后大盘，次新股领跌

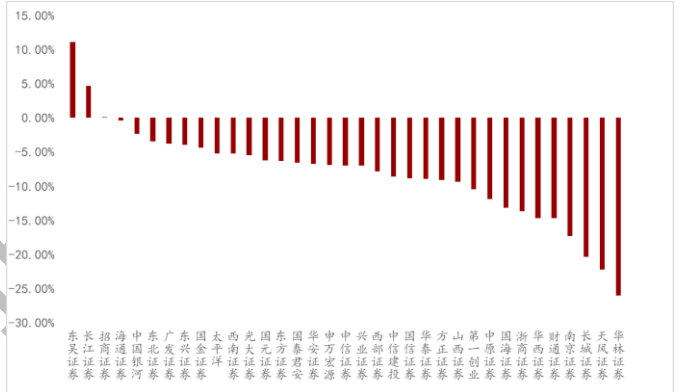
市场方面，券商板块（-6.16%）在4月的表现大幅落后上证指数（-0.40%），呈现大幅回调趋势。个股多数下跌，35只券商股中32只收跌，仅东吴证券（11.07%）、长江证券（4.65%）和招商证券（0.06%）有所上涨。其余个股中，次新券商全面领跌，长城证券、天风证券和华林证券的跌幅均在20%以上，仅中信建投（-8.57%）相对抗跌。

图表1：4月券商板块走势



资料来源：wind，万联证券研究所

图表2：4月券商个股市场表现



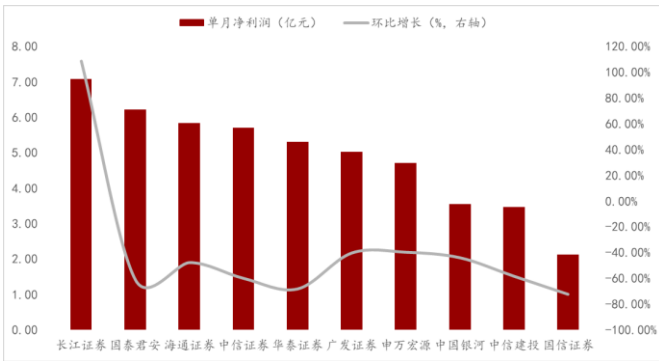
资料来源：wind，万联证券研究所

### 1.2 经营数据：环比大幅回落，同比仍有提升

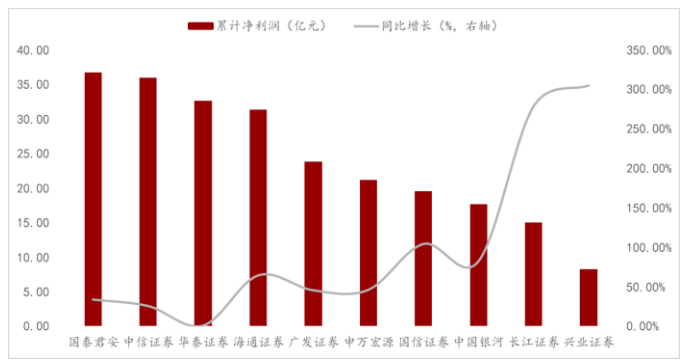
截至2019年5月9日，共有26家上市券商发布了2019年4月经营数据，其中22家可比上市券商合计实现单月营收139.58亿元，环比下降38.33%；1-4月累计营收659.33亿元，同比上升42.53%；单月净利润56.24亿元，环比下降50.66%；1-4月累计净利润294.79亿元，同比上升56.92%。券商4月业绩环比快速回落，但累计同比依旧维持较大增长。整体来看，4月市场由快速攀升转为持续震荡，创业板更是大幅下行，导致券商β业务（经纪、两融、权益自营）受到较大影响。此外3月市场造好叠加固收类业务季度结息导致高基数效应，业绩环比回落也在情理之中。

分券商来看，中小券商4月表现分化，长江证券分红领跑。大型券商在3月高基数的影响下业绩普遍下滑，其中中信证券（-60.32%）、国泰君安（-61.44%）和华泰证券（-68.53%）等头部券商下滑幅度较大。中小券商方面，长江证券受益子公司分红取得7.07亿元净利润，环比大增108.53%，表现领跑行业。此外海通证券和华西证券分别取得53.66%和4.53%的净利润增幅，业绩较优。另一方面天风证券、东北证券和第一创业的业绩分别下滑91.17%、95.43%、98.18%，业绩大幅回落。而年初至今来看，中小券商展现更强业绩弹性。从1-4月累计净利润同比增速来看，前三位均是中小券商，依次是东北证券（339.53%）、东吴证券（323.63%）和兴业证券（305.11%），龙头券商盈利同比增速相对持稳，海通证券（64.34%）、广发证券（45.39%）、国泰君安（33.68%）表现居前。

图表3: 上市券商4月净利润Top 10 (亿元, %)



图表4: 上市券商1-4月累计净利润Top 10 (亿元, %)



资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表5: 券商月度经营数据

券商个股	证券代码	营业收入 (亿元, %)				净利润 (亿元, %)				净资产 (亿元, %)	
		单月	环比	年度累计	同比	单月	环比	年度累计	同比	月末	同比
长江证券	000783.SZ	9.64	-5.85%	32.81	104.96%	7.07	108.53%	14.96	278.67%	282.64	-0.35%
国海证券	000750.SZ	2.96	12.07%	8.77	78.11%	1.13	53.66%	2.83	164.35%	133.50	-1.25%
华西证券	002926.SZ	4.20	15.38%	14.01	51.20%	1.62	4.53%	6.06	54.80%	188.55	5.43%
华安证券	600909.SH	1.91	-42.44%	9.59	111.17%	1.13	-11.74%	4.35	183.67%	125.10	2.32%
山西证券	002500.SZ	2.20	-4.50%	7.82	37.73%	0.75	-24.67%	2.73	85.17%	135.22	-0.34%
中原证券	601375.SH	0.87	-52.56%	5.36	43.74%	0.12	-32.86%	1.36	-42.11%	98.34	-2.74%
兴业证券	601377.SH	4.54	-54.13%	27.99	204.14%	1.27	-33.78%	8.25	305.11%	325.34	-0.24%
申万宏源	000166.SZ	9.76	-47.10%	48.34	36.62%	4.71	-40.00%	21.16	45.98%	718.58	4.56%
广发证券	000776.SZ	12.17	-37.38%	56.33	51.67%	5.03	-40.62%	23.84	45.39%	836.84	2.45%
中国银河	601881.SH	9.27	-36.11%	42.62	50.62%	3.55	-44.28%	17.67	82.23%	678.60	3.47%
海通证券	600837.SH	13.21	-28.33%	58.78	69.33%	5.83	-48.06%	31.31	64.34%	1158.98	3.42%
国金证券	600109.SH	2.35	-31.08%	12.37	16.31%	0.63	-50.46%	4.63	37.07%	196.51	3.71%
方正证券	601901.SH	5.10	-24.93%	20.41	50.77%	1.60	-52.52%	7.25	157.92%	465.71	1.02%
国元证券	000728.SZ	1.58	-52.30%	9.75	56.69%	0.56	-58.51%	4.02	230.33%	239.30	-1.43%
中信证券	600030.SH	14.55	-38.45%	78.69	18.18%	5.71	-60.32%	35.95	25.42%	1358.09	3.08%
国泰君安	601211.SH	16.75	-37.39%	75.06	13.29%	6.21	-61.44%	36.70	33.68%	1340.89	4.15%
东吴证券	601555.SH	2.54	-50.28%	13.07	99.20%	0.77	-68.50%	5.40	323.63%	203.77	0.28%
华泰证券	601688.SH	13.18	-49.32%	63.86	16.76%	5.31	-68.53%	32.61	0.62%	1074.91	18.55%
东兴证券	601198.SH	3.05	-18.69%	12.54	48.95%	1.02	-69.81%	6.52	71.04%	197.48	1.76%
国信证券	002736.SZ	8.00	-47.86%	41.18	38.10%	2.12	-72.67%	19.49	104.18%	536.82	3.27%
东北证券	000686.SZ	1.02	-80.19%	13.25	129.32%	0.10	-95.43%	5.30	339.53%	155.05	-1.01%
第一创业	002797.SZ	0.72	-69.81%	6.74	29.58%	0.02	-98.18%	2.40	58.68%	91.68	-3.56%
可比上市券商合计		139.58	-38.33%	659.33	42.53%	56.24	-50.66%	294.79	56.92%	10541.89	3.99%
南京证券	601990.SH	1.65	-12.40%	6.42	-	0.73	-15.59%	2.82	-	108.07	-
长城证券	002939.SZ	2.17	-46.52%	11.29	-	0.61	-57.80%	3.39	-	167.34	-
中信建投	601066.SH	9.14	-35.77%	38.14	-	3.46	-58.66%	17.94	-	479.81	-
天风证券	601162.SH	1.21	-69.73%	9.51	-	0.11	-91.17%	1.71	-	111.95	-
上市券商合计		153.74	-	724.70	-	61.15	-	320.66	-	11409.07	-

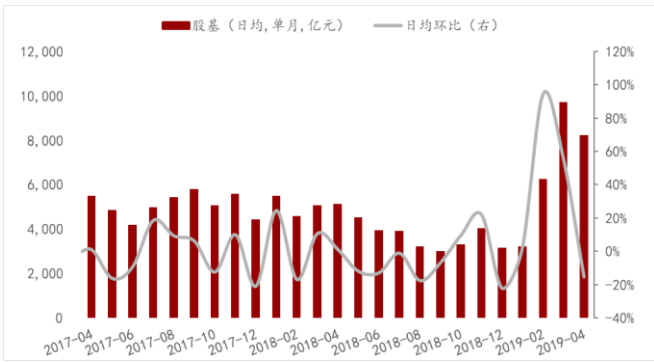
资料来源: wind, 万联证券研究所

## 2、分业务情况

### 2.1 经纪与信用业务: 交易降温, 两融持续提升

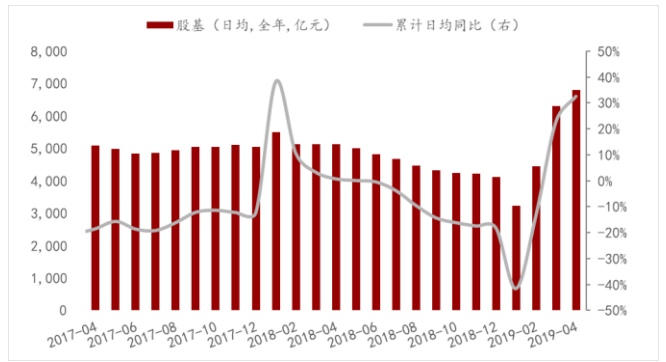
进入2019年4月, 股指持续震荡, 投资者观望情绪升温, 赚钱效应随之快速减弱, 场内交易活跃度逐步走低。全月来看, A股日均成交额为8,239亿元, 尽管依旧处于相对高位, 但环比降幅达到-15.25%。另一方面, 融资融券数据却持续升高, 月末两融余额为9,858亿元, 环比提升6.89%, 显示市场风险偏好已升至历史较高位置。展望后市, 国内货币政策走向、美联储货币政策预期以及中美贸易磋商进展仍是影响市场交投活跃度及延续性的关键。

图表6: 日均股基交易额 (单月)



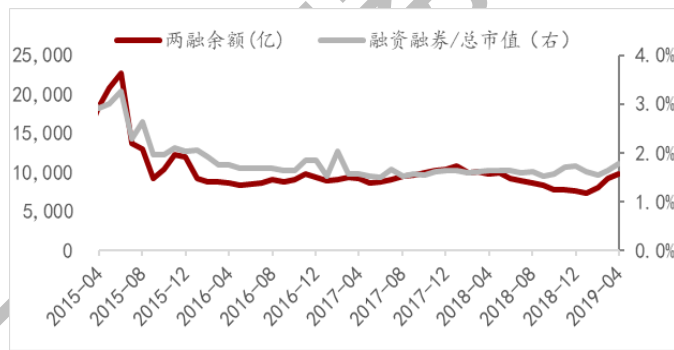
资料来源: wind, 万联证券研究所

图表7: 日均股基交易额 (累计)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表8: 融资融券情况 (亿元, %)

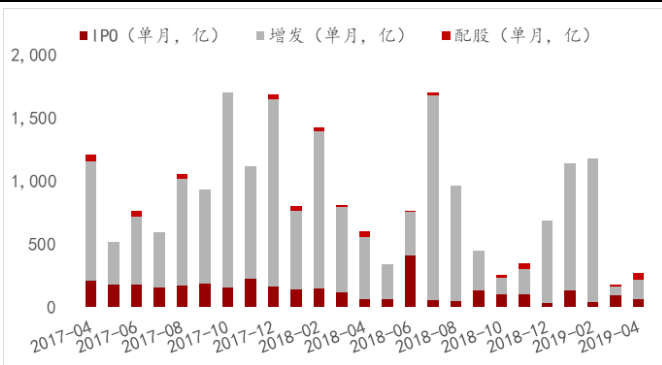


资料来源: wind, 万联证券研究所

## 2.2 投行业务: IPO发审趋缓, 可转债规模回落

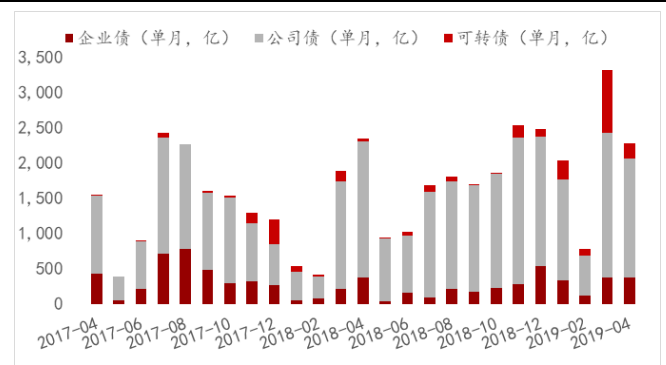
4月IPO发审趋缓, IPO承销金额为58.26亿元, 环比下降37.72%; 定增发行规模则大幅提升139.36%至160.33亿元; 4月配股规模达到51.88亿元, 环比增加176.06%。债券发行方面, 4月债承规模有所回落, 核心债券承销金额2272.64亿元, 环比减少31.59%, 其中可转债业务受到权益市场拖累, 规模大降75.80%至217.32亿元。当前投行业务最大的看点仍是科创板, 4月科创板受理企业名单不断扩容, 开闸预期再度升温。对于券商而言, 除了带来显著的增量也以外, 制度创新有望进一步增厚利润, “保荐+跟投”和“承销+超额配售”将从两方面带来超额回报, 资本利用率获得提升。

图表9: 股权发行情况 (亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表10: 债券发行情况 (亿元)



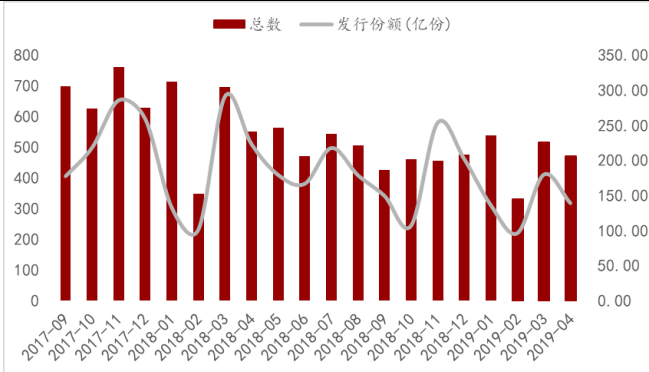
资料来源: wind, 万联证券研究所



### 2.3 资管业务：产品发行略有下滑

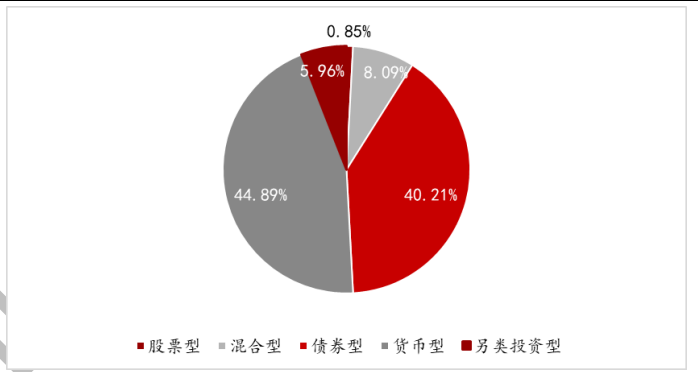
从资管产品发行情况来看，4月券商共计发行470只产品，发行规模为139.14亿份，较3月规模小幅下降。就产品结构而言，股混基金合计38只，占比达到8.09%，而债券型和货币型则分别有189只（40.21%）和211只（44.89%）。整体来看，资管新规及其配套细则落地后，券商资管业务持续整顿规范，预计4月券商资管规模延续压缩趋势。

图表11：资管产品发行情况（只，亿份）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表12：4月新发行产品数量占比（%）

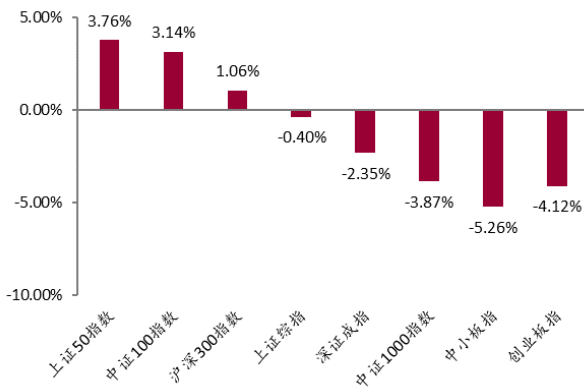


资料来源：wind，万联证券研究所

### 2.4 自营业务：股债市场同步走弱，自营收益或受影响

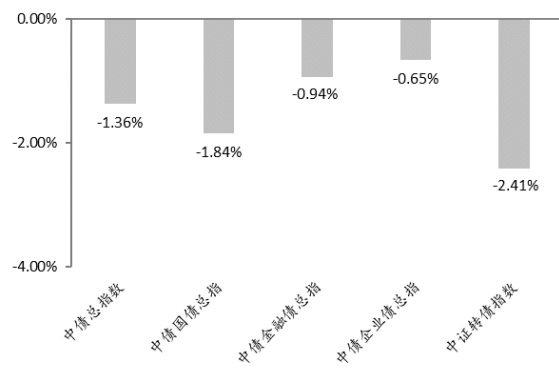
截至4月末，上证综指报3078.34点，环比下跌0.40%，创业板指报1623.78点，环比下跌4.12%，中证综合债（净价）指数报116.21点，环比下跌1.36%。我们认为，4月市场转入震荡走势，以陆股通为代表的外资持续流出，导致投资者观望情绪浓重，市场向上动能衰竭，券商权益投资较前期有所回撤。同时债市亦呈小幅下跌，预计股债同时走低对券商自营盘构成一定冲击。

图表13：4月股票市场指数表现



资料来源：wind，万联证券研究所

图表14：4月债券市场指数表现



资料来源：wind，万联证券研究所

## 3、投资建议

继1月业绩拐点初步显现之后，券商在2、3月迎来基本面的持续复苏，市场走强的良好预期也推动板块估值持续提升。但步入4月市场转为宽幅震荡，资金入场趋缓，市场预期部分扭转导致券商股出现调整走势。

但当前来看，券商股中长期行情的逻辑未变，政策红利叠加市场流动性宽松仍是支撑

板块走强的核心。1) 改革提速方面，现阶段监管层各项改革措施同步推进。其中科创板注册制整体推进超预期，上交所受理的科创板上市申请持续增加，考虑到当前的跟投制度，投行增量收入可期。2) 市场流动性方面，年初以来全球流动性环境改善，利率开启下行通道，而央行也维持松紧适度的货币政策，二级市场流动性整体向好。除此之外，尽管外资动向在近期波动较大，但MSCI纳入窗口期临近，长线外资入市有望在下一阶段持续改善市场流动性环境。

投资标的方面，短期业绩弹性较强的中小券商仍是首选，长期来看，在监管层扶优限劣的背景下，综合实力突出、风控制度完善的龙头券商仍是制度创新和政策红利的主要受益者。首推中信证券（综合型龙头+科创项目储备领先；当前收盘价对应19年动态PB估值为1.57倍）和华泰证券（财富管理龙头+Assetmark分拆上市预期；当前收盘价对应19年动态PB估值为1.40倍），同时建议关注海通证券（19年累计净利润增速领跑头部券商+股票质押改善明显+业绩高弹性；当前收盘价对应19年动态PB估值为1.18倍）。

#### 4、风险提示

中美贸易摩擦超预期；资本市场改革进度不及预期

证券行业重点上市公司估值情况一览表  
(数据截止日期: 2019年05月09日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘 价	市盈率			市净率	投资评级
		18A	19E	20E	最新		18A	19E	20E	最新	
600030.SH	中信证券	0.77	1.09	1.09	12.61	19.78	25.69	18.15	18.15	1.57	买入
601688.SH	华泰证券	0.61	0.97	1.15	12.88	18.08	29.64	18.64	15.72	1.40	买入
600837.SH	海通证券	0.45	0.80	0.92	10.24	12.05	26.78	15.10	13.05	1.18	增持

资料来源: wind, 万联证券研究

## 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。

基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。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。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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场