

证券 II 行业

单月业绩受累于市场不振，估值回落龙头价值体现

——证券行业 5 月经营数据点评

- **数据解读：**已披露数据的 26 家上市公司 5 月实现净利润 37.8 亿元，环比下滑 34.1%，同比下降 19.0%

根据公司公告，26 家上市券商 5 月共实现营业收入 118.1 亿元，环比下降 22.2%，同比下降 9.8%（环比、同比数据均为可比口径）。月度业绩环比下降主要受 5 月份市场回落与成交量萎缩拖累自营、经纪等业务表现。5 月单月净利润居前的上市券商包括：**中信证券**（5.01 亿元，同比+2.0%，环比-12.3%）、**国泰君安**（4.78 亿元，同比-15.4%，环比-23.1%）、**华泰证券**（3.71 亿元，同比-6.6%，环比-30.2%）、**中国银河**（3.69 亿元，同比+45.6%，环比+3.9%）等。

- **回落原因：市场下行与交易萎缩拖累**

1) 经纪：日均股票成交额环比大幅下滑。5 月两市日均股票成交金额 4900.7 亿元，环比 2019 年 4 月的 8029.3 亿元下滑 39%，延续上月环比下滑趋势。5 月成交金额合计 9.8 万亿元，环比下滑 41.8%，同比增长 9.7%。

2) 自营：股票市场单月表现不佳，在 IFRS9 推行后加剧券商单月业绩波动。5 月沪深 300 指数下跌 7.2%，低于 4 月上涨 1.1% 的月度表现；创业板指下跌 8.6%，低于 4 月下跌 4.1% 的月度表现。2018 年 5 月沪深 300 指数上涨 1.2%，创业板指数跌 3.4%。债市小幅转正：中证全债指数 5 月上涨 0.8%。

3) 资本中介：两融余额有所回落，质押规模仍在收缩。5 月末两融余额 9224.6 亿元，环比下降 3.9%；市场质押股数 6141 亿股，较 4 月末质押股数 6161 亿股小幅收缩，年初以来已减少 204 亿股。

4) 投行：5 月 IPO 业务回暖，首批科创板项目顺利过会。5 月股权融资规模 688.54 亿元，环比下降 58.7%，同比增长 56.2%，其中，5 月 IPO 发行规模 155.9 亿元（同比+148%，环比+77%），再融资发行规模 258.91 亿元（同比-6%，环比-8%）。5 月共 11 家企业 IPO 上会，过会率 100%，IPO 业务持续年初以来的平稳有序开展。债券市场整体 5 月发行规模 3.64 万亿元（同比-3%，环比-2%），略有回落。科创板上市审议工作正式启动。上海证券交易所发布科创板上市委于 6 月 5 日召开第 1 次审议会议，首批三家 3 家企业顺利过会。

- **投资建议：科创板有序推进，建议配置龙头标的**

我们长期看好创新业务推进所带来的**证券板块的投资性机会**。根据我们对证券行业 2019 年盈利预测，按 6 月 6 日收盘价计算，上市券商整体 2019 年 PB 估值已回落到 1.5x，头部券商回落到 1.0x-1.5xpb。证券行业有望通过投行资本化、财富管理等高 ROA 业务促进券商实现战略发展。个股方面建议重点关注受益科创板、衍生品等业务创新的龙头公司：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK），及低估值龙头海通证券（600837.SH）/（06837.HK）等。

- **风险提示**

市场风险事件包括经济增速放缓、利率波动影响、行业竞争加剧等；公司经营业绩不达预期，爆发重大风险及违约事件等。

行业评级

买入

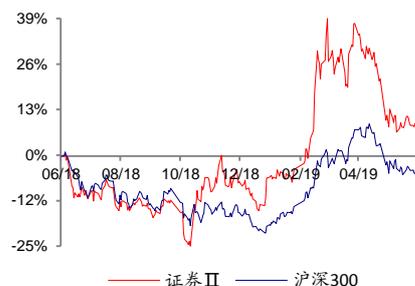
前次评级

买入

报告日期

2019-06-09

相对市场表现



— 证券 II — 沪深300

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：四月业绩有所回落，证券行业仍具发展潜力——证券行业 4 月经营数据点评 2019-05-09

证券 II 行业：市场交投活跃，业绩如期释放——证券行业 3 月经营数据点评 2019-04-09

证券 II 行业：市场交投活跃，业绩如期释放——证券行业 3 月经营数据点评 2019-04-09

 联系人： 陈韵杨 0755-82984511
chenyunyang@gf.com.cn

陈韵杨 0755-82984511

chenyunyang@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海通证券	600837.SH	CNY	12.58	20190426	买入	17.10	0.75	0.98	16.77	12.84	1.14	1.05	7%	9%
华泰证券	601688.SH	CNY	18.75	20190430	买入	26.60	0.96	1.17	19.60	10.79	0.95	0.89	7%	9%
中信证券	600030.SH	CNY	20.07	20190429	买入	28.90	1.31	1.61	15.32	7.81	0.91	0.84	10%	11%
海通证券	06837.HK	HKD	7.92	20190426	买入	12.90	0.75	0.98	9.32	11.32	0.63	0.58	7%	9%
HTSC	06886.HK	HKD	11.98	20190430	买入	18.60	0.96	1.17	11.05	9.52	0.53	0.49	7%	9%
中信证券	06030.HK	HKD	13.88	20190429	买入	20.90	1.31	1.61	9.35	6.89	0.51	0.47	10%	11%
中金公司	03908.HK	HKD	13.78	20190401	买入	21.00	1.19	1.37	10.22	8.87	1.14	1.04	12%	12%

注：A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。收盘价及表中估值指标按照 6 月 6 日收盘价计算

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

数据解读：已披露数据的 26 家上市公司 5 月实现净利润 37.8 亿元，环比下滑 34.1%，同比下降 19.0%

根据公司公告，26家上市券商5月共实现营业收入118.1亿元，环比下降22.2%，同比下降9.8%（环比、同比数据均为可比口径）。月度业绩环比下降主要受5月份市场回落与成交量萎缩拖累自营、经纪等业务表现。

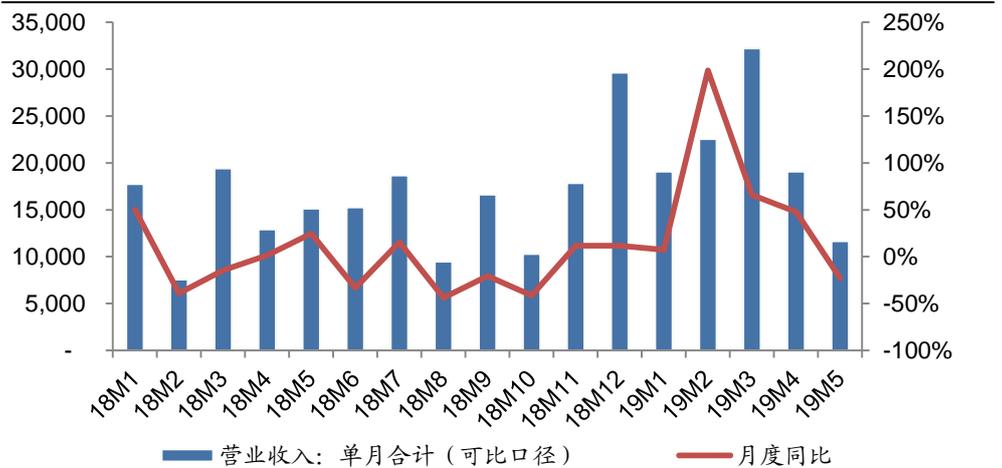
5月单月净利润居前的上市券商包括：**中信证券**（5.01亿元，同比+2.0%，环比-12.3%）、**国泰君安**（4.78亿元，同比-15.4%，环比-23.1%）、**华泰证券**（3.71亿元，同比-6.6%，环比-30.2%）、**中国银河**（3.69亿元，同比+45.6%，环比+3.9%）等。5月单月营业收入居前的上市券商包括：中信证券（14.60亿元，同比-2.7%，环比+0.4%）、国泰君安（13.01亿元，同比-19.0%，环比-22.3%）、华泰证券（9.71亿元，同比-5.2%，环比-26.3%）、中国银河（9.64亿元，同比+23.9%，环比+4.1%）等。其中浙商证券因母公司单月收到浙商资管3亿元分红增厚当月营收（5.42亿元，同比+141%，环比+146%）和净利润（3.84亿元，同比+490%，环比+427%）。

图1：26家上市券商净利润：单月合计（左轴，百万元）与月度同比（右轴）



数据来源：公司月度经营数据公告、广发证券发展研究中心

图2: 26家上市券商营业收入: 单月合计(左轴, 百万元)与月度同比(右轴)



数据来源: 公司月度经营数据公告、广发证券发展研究中心

表1: 部分已披露数据的上市券商5月经营业绩表现

单位: 百万元	净利润					营业收入					
	金额-月度	18M5	19M4	19M5	同比	环比	18M5	19M4	19M5	同比	环比
中信系(中信+金通+中信山东)		491	571	501	2%	-12%	1,501	1,455	1,460	-3%	0%
中信证券		470	526	471	0%	-11%	1,407	1,326	1,363	-3%	3%
金通证券		-1	0	-0	-86%	-225%	0	0	0	-20%	-7%
中信证券(山东)		22	44	30	40%	-32%	94	129	97	4%	-25%
广发系(广发+广发资管)		501	503	193	-62%	-62%	1,052	1,217	629	-40%	-48%
广发证券		445	447	139	-69%	-69%	949	1,108	519	-45%	-53%
广发资管		56	56	54	-4%	-4%	103	109	111	8%	2%
海通系(海通+海通资管)		933	583	302	-68%	-48%	1,406	1,321	900	-36%	-32%
海通证券		887	563	276	-69%	-51%	1,321	1,261	844	-36%	-33%
海通资管		46	20	25	-45%	27%	84	60	57	-33%	-5%
华泰系(华泰+联合+资管)		397	531	371	-7%	-30%	1,024	1,318	971	-5%	-26%
华泰证券		269	414	234	-13%	-44%	741	1,030	666	-10%	-35%
华泰联合		47	16	10	-78%	-34%	159	103	79	-50%	-23%
华泰资管		81	101	127	56%	26%	124	185	226	82%	22%
招商系(招商+招商资管)		389	497	335	-14%	-33%	940	1,126	885	-6%	-21%
招商证券		347	435	276	-20%	-37%	830	1,038	801	-4%	-23%
招商资管		42	62	59	41%	-5%	110	88	84	-23%	-5%
西南证券		77	26	19	-75%	-27%	215	128	110	-49%	-14%
申万宏源系(申万宏源+申万宏源西部+承销保荐)		283	471	225	-20%	-52%	678	976	721	6%	-26%
申万宏源		235	414	194	-18%	-53%	559	850	623	11%	-27%
申万宏源西部		37	51	23	-38%	-55%	85	103	70	-17%	-32%
申万宏源承销		10	6	9	-14%	48%	34	22	29	-14%	30%

太平洋证券	-162	-113	11	-106%	-109%	-61	-66	129	-311%	-295%
国金证券	59	63	51	-12%	-19%	273	235	237	-13%	1%
兴业系(兴业+兴证资管)	406	127	12	-97%	-91%	691	454	114	-84%	-75%
兴业证券	380	113	14	-96%	-88%	648	425	104	-84%	-76%
兴证资管	26	15	-1	-104%	-107%	43	29	10	-77%	-65%
山西系(山西+中德)	-49	75	65	-233%	-13%	44	220	200	355%	-9%
山西证券	-27	84	41	-254%	-51%	34	211	131	281%	-38%
中德证券	-22	-9	25	-212%	-372%	10	10	70	629%	630%
方正系(方正+瑞信+民族)	28	160	66	134%	-59%	304	510	472	55%	-7%
方正证券	24	147	47	101%	-68%	210	450	378	80%	-16%
瑞信方正	-3	-4	-5	70%	45%	11	11	11	-2%	-1%
民族证券	8	16	24	207%	46%	83	49	83	1%	69%
国海证券	-51	113	40	-178%	-65%	10	296	149	1427%	-50%
东吴证券	11	77	67	491%	-13%	147	254	243	65%	-5%
东兴证券	90	102	70	-22%	-31%	229	305	160	-30%	-48%
安信证券	63	190	-10	-115%	-105%	275	576	155	-43%	-73%
国泰君安系(国泰君安+上海证券+国泰君安资管)	564	621	478	-15%	-23%	1,606	1,675	1,301	-19%	-22%
国泰君安	520	531	434	-17%	-18%	1,403	1,356	1,144	-18%	-16%
上海证券	10	30	10	1%	-66%	60	117	62	3%	-47%
国泰君安资管	34	59	34	0%	-43%	143	201	95	-33%	-53%
中原证券	31	12	31	2%	154%	109	87	139	27%	60%
中国银河(中国银河+银河金汇)	255	355	369	45%	4%	779	927	964	24%	4%
中国银河	253	347	367	45%	6%	745	883	925	24%	5%
银河金汇	2	7	2	-15%	-74%	33	44	40	18%	-10%
华安证券	25	113	13	-48%	-89%	92	191	103	12%	-46%
浙商系(浙商+浙商资管)	65	73	384	490%	427%	225	221	542	141%	146%
浙商证券	65	67	381	486%	468%	205	193	518	152%	169%
浙商资管	0	6	3	2541%	-44%	20	28	25	24%	-12%
南京证券	-	73	28	-	-62%	-	165	87	-	-47%
财通系(财通+财通资管)	55	91	21	-63%	-77%	329	328	114	-65%	-65%
财通证券	51	85	10	-80%	-88%	269	276	51	-81%	-82%
财通资管	3	5	10	209%	91%	61	52	64	5%	22%
中信建投	-	346	31	-	-91%	-	914	681	-	-26%
天风证券	-	11	38	-	253%	-	121	174	-	44%
长城证券	-	61	66	-	8%	-	217	169	-	-22.01%
净利润:单月合计(可比口径)	4,462	5,729	3,776	-19.0% ¹	-34.1%	11,868	15,172	11,810	-9.8% ¹	-22.2%

数据来源:公司月度经营数据公告、广发证券发展研究中心

注1:净利润及营业收入同比计算不含南京证券、中信建投、天风证券、长城证券

回落原因：市场下行与交易萎缩拖累

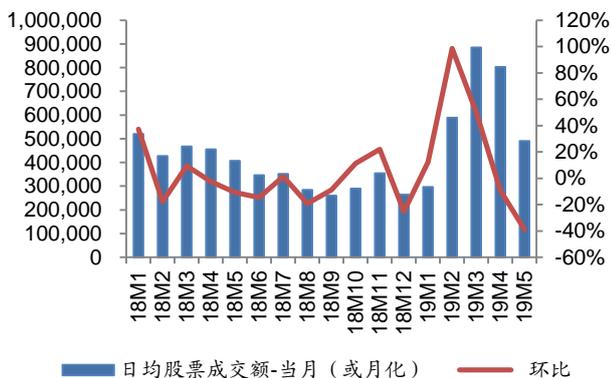
经纪：日均股票成交额环比大幅下滑。根据wind统计，5月两市日均股票成交金额4900.7亿元，环比2019年4月的8029.3亿元下滑39%，延续上月环比下滑趋势。5月成交金额合计9.8万亿元，环比下滑41.8%，同比增长9.7%。5月沪深股市交易活跃度显著下降拖累经纪业务表现。

自营：股票市场单月表现不佳，在IFRS9推行后加剧券商单月业绩波动。根据wind统计，5月沪深300指数下跌7.2%，低于4月上漲1.1%的月度表现；创业板指下跌8.6%，低于4月下跌4.1%的月度表现。2018年5月沪深300指数上漲1.2%，创业板指数跌3.4%。债市小幅转正：中证全债指数5月上漲0.8%，较5月下降0.7%的月度涨幅有所回升。2018年5月中证全债指数上漲0.2%。股票市场单月表现不佳，在IFRS9推行后加剧券商单月业绩波动。

资本中介：两融余额有所回落，质押规模仍在收缩。根据wind统计，5月末两融余额9224.6亿元，环比下降3.9%；市场质押股数6141亿股，较4月末质押股数6161亿股小幅收缩，年初以来已减少204亿股。

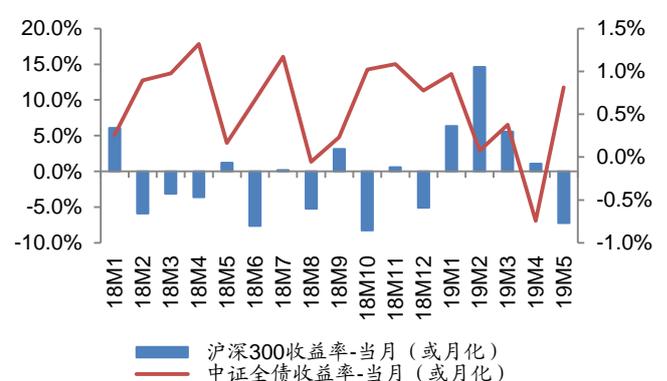
投行：5月IPO业务回暖。根据wind统计，5月股权融资规模688.54亿元，环比下降58.7%，同比增长56.2%，其中，5月IPO发行规模155.9亿元（同比+148%，环比+77%），再融资发行规模258.91亿元（同比-6%，环比-8%）。5月共11家企业IPO上会，过会率100%，IPO业务持续年初以来的平稳有序开展。债券市场整体5月发行规模3.64万亿元（同比-3%，环比-2%），略有回落。**科创板上市审议工作正式启动。**上海证券交易所发布科创板上市委于6月5日召开第1次审议会议，深圳微芯生物科技股份有限公司、安集微电子科技（上海）股份有限公司、苏州天准科技股份有限公司3家企业顺利过会，作为科创板股票发行上市审核的重要环节之一，上市委审议工作已正式启动。

图1：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2：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

投资建议：科创板有序推进，建议配置龙头标的

科创板及其背后券商创投龙头效应明显。根据上交所披露，截至5月30日，上交所共受理112家科创板企业，中止4家；合计总承销金额1024.16亿元，其中中金公司、中信证券、中信建投、华泰证券合计占比54.32%，龙头效应明显。同时以企业前十大股东统计，共有14家科创板公司有券商创投布局；优势机构为中信证券（3家）、中金公司（3家）、华泰证券（2家）。

我们长期看好创新业务推进所带来的证券板块的投资性机会。根据我们对证券行业2019年盈利预测，按6月6日收盘价计算，上市券商整体2019年PB估值已回落到1.5x，头部券商回落到1.0x-1.5xpb。证券行业有望通过投行资本化、财富管理等高ROA业务促进券商实现战略发展。个股方面建议重点关注受益科创板、衍生品等业务创新的龙头公司：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK），及低估值龙头海通证券（600837.SH）/（06837.HK）等。

风险提示

1、券商经营风险因素包括宏观经济与行业景气度下行，如经济下行超预期、多因素影响利率短期大幅波动、资管新规后续补丁文件严厉性超预期、行业爆发严重风险事件等。2、公司经营受多因素影响，风险包括：行业竞争加剧、存量资管项目爆发严重风险事件、公司业绩不达预期、二级市场波动、新领域投资出现亏损等。

附表1：美股可比公司估值情况

市场	公司	股票代码	股价 (元)	EPS(元/股)			PE(倍)			PB(倍)		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
美股 (USD)	摩根士丹利	MS.N	42.70	4.73	4.99	5.13	9.03	8.56	8.32	1.00	0.95	0.90
	高盛集团	GS.N	189.81	25.53	26.57	28.16	7.43	7.14	6.74	0.88	0.82	0.78

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：收盘价及表中估值指标按照6月7日收盘价计算；盈利预测为wind一致预期

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。
- 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	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 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	510627	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）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券在过去12个月内与国泰君安(601211)公司有投资银行业务关系。

(2)广发证券在过去12个月内与国泰君安(02611)公司有投资银行业务关系。

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。