

券商 5 月业绩点评：经纪自营拖累业绩，估值有吸引力反弹具催化剂

■ 经纪自营低迷，券商 5 月业绩普遍下滑。

(1) 市场下跌引起经纪自营业绩回落，券商利润环比下降 34%。截至 6 月 8 日，已有 38 家券商发布 5 月业绩。5 月可比券商营业收入合计 128.8 亿元，同比下降 6%，环比下降 22%；归母净利润 41.4 亿元，同比下降 14%，环比下降 34%。业绩出现大幅下跌主要归因于 5 月市场波动及交易量萎缩导致的经纪与自营收益下滑。公司方面，环比表现较好的券商是江海证券 (MoM+4811%)，浙商证券 (MoM+427%，主要因子公司分红)，中原证券 (MoM+154%) 及太平洋证券 (MoM+109%)。中信证券单月利润 5.0 亿元，排名行业第一。

(2) 累计利润同比改善趋势不改。从累计利润来看，前 5 月券商累计净利润同比增长 74%，考虑到下半年的低基数效应，券商业绩同比改善趋势仍将保持。公司方面，国泰君安累计净利润 41.5 亿 (YoY+25%)，排名行业第一；同比表现较好的券商有：江海证券 (YoY+754%)、国海证券 (YoY+479%) 和东吴证券 (YoY+337%)。

■ 券商股当前估值具吸引力。

(1) 5 月券商股仍处于调整期，低流通市值+高业绩弹性个股领涨。5 月中万二级券商指数下跌 10%，券商股仍处于调整期；部分“低流通市值+高业绩弹性”个股涨幅居前，如长城证券 (+6.8%)、华创阳安 (+5.2%) 和东吴证券 (+2%) 等。

(2) 估值再度具有吸引力。截至 2019 年 6 月 6 日，中万二级券商股整体估值为 1.56xPB，国泰君安等头部券商估值回落 1.1-1.6xPB 附近，业绩高弹性的中小券商股估值仍具吸引力。

■ 5 月交易量萎缩，自营收益环比回落。

(1) 经纪信用：交易量与两融余额均环比下滑。5 月市场交易量萎缩，日均股基交易量下降至 5194 亿元，环比下降 38%但同比仍增长 15%，前 5 月累计日均股基交易量 6409 亿元，同比增长 32%；5 月末两融余额 9225 亿元，环比下降 4%；股权质押市值跌至 4.7 万亿元。

(2) 投行：IPO 大幅改善，科创板渐行渐近。5 月 IPO 发行规模为 156 亿元，环比上升 77%，同比上升 148%，过会率达 100%。但再融资和债券承销规模有所下降，5 月再融资发行规模萎缩至 239 亿元，环比大幅下降 84%；债券承销规模 4498 亿元，环比下降 43%。科创板方面，截至 5 月末，已受理、已问询、已回复、已审核通过及待上会科创板项目已达到 117 家，头部券商项目储备领先。同时科创板已完成三次全网测试，已有相关基金成立和首批过会企业，并陆续发布了《科创板首次公开发行股票承销业务规范》、《科创板首次公开发行股票网下投资者管理细则》和《关于促进科创板初期企业平稳发行的行业倡导建议》，表明科创板在规则、系统、投资者和标的方面都基本做好了准备，落地之日渐行渐近。

(3) 自营：股市回调收益回落，同比存低基数效应。5 月券商自营持续承压，沪深 300 和中证 500 回落导致券商权益投资普遍浮亏；所幸债市收益率有所回升，在一定程度上对冲了权益浮亏的影响。相比 2018 年下半年，券商自营仍存在明显的低基数效应，全年业绩改善无忧。

(4) 资管：净值低位回升。5 月末券商资管产品数量环比增长 2%至 4338 个，净值 1.89 万亿元，开始低位回升。券商资管规模开始逐步回暖，主动管理转型仍是大势所趋。

■ 5 月业绩下滑符合预期，长期利好不改短期迎催化。

(1) 长期券商将享改革红利。我们看好金融供给侧改革对于资本市场转型升级的重要作用，资本市场改革红利将成为券商新一轮盈利能力提升的核心驱动因素，券商各项业务将伴随资本市场改革而逐步解决经营痛点，券商之间的差异化也将更加明显，头部券商仍将延续强势地位。

(2) 短期业绩下滑符合预期，估值具吸引力反弹有催化剂。此前我们提示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。短期内券商遭遇较严重的业绩下滑，主要系市场交易量和权益回报下降所致，符合预期。但券商股整体估值已在 1.5-1.6xPB 左右调整了数周，相当于春节前的估值水平，因此当前估值具备吸引力，市场反弹周期中具备更大的股价弹性。短期之内可以预见的政策窗口是科创板的落地，建议把握窗口期。

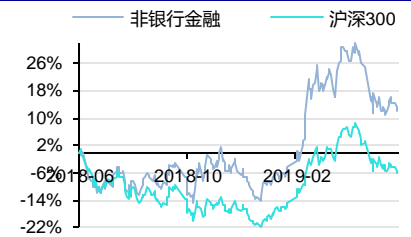
■ 标的推荐：中信证券/海通证券/东方证券/东吴证券

■ 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

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	-1.18	-3.51	-7.09	
绝对收益	-2.15	-6.05	-12.78	

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 22 期周报：险企税改增厚利润，MSCI 扩容增量资金 2019-06-03
安信非银第 21 期周报：科创板开板临近，金融改革红利逐步兑现 2019-05-27
【安信非银第 20 期周报】春寒料峭乍暖还寒，静待改革暖风升温 2019-05-20
360 金融：背靠流量风控为核，互金巨头潜力巨大 2019-05-13
安信非银第 19 期周报：科创板渐行渐近，改革红利趋势不变 2019-05-13

表 1: 2019 年 5 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(亿元)	同比(%)	累计年化 ROE
国泰君安	13.0	-19%	-22%	4.8	-15%	-23%	41.5	25%	8.3%
中信证券	14.6	-3%	0%	5.0	2%	-12%	41.0	22%	7.6%
华泰证券	9.7	-5%	-26%	3.7	-7%	-30%	36.3	0%	8.9%
海通证券	9.0	-36%	-32%	3.0	-68%	-48%	34.3	21%	7.3%
广发证券	6.3	-40%	-48%	1.9	-62%	-62%	25.8	20%	7.9%
招商证券	8.9	-6%	-21%	3.4	-14%	-33%	25.5	55%	7.9%
申万宏源	7.2	6%	-26%	2.3	-20%	-52%	23.4	35%	8.9%
国信证券	9.9	58%	24%	3.2	113%	52%	22.7	105%	10.4%
中国银河	9.6	24%	4%	3.7	43%	4%	21.4	74%	7.8%
长江证券	3.9	17%	-60%	1.3	64%	-81%	16.3	242%	14.8%
安信证券	1.6	-43%	-73%	-0.1	-115%	-105%	11.5	81%	8.8%
兴业证券	1.1	-84%	-75%	0.1	-97%	-90%	8.4	37%	6.3%
方正证券	4.7	55%	-7%	0.7	134%	-59%	7.9	156%	5.0%
东兴证券	1.6	-30%	-48%	0.7	-22%	-31%	7.2	53%	8.9%
华西证券	1.8	-12%	-57%	0.4	-41%	-74%	6.5	40%	8.2%
西南证券	1.1	-49%	-14%	0.2	-75%	-26%	6.4	57%	8.1%
浙商证券	5.4	141%	146%	3.8	490%	427%	6.4	123%	11.9%
西部证券	1.4	-29%	11%	0.2	-61%	22%	6.2	117%	8.3%
东吴证券	2.4	65%	-5%	0.7	491%	-13%	6.1	337%	7.2%
国金证券	2.4	-13%	1%	0.5	-12%	-19%	5.1	30%	6.3%
东北证券	0.6	-53%	-42%	-0.2	-177%	-284%	5.1	254%	8.6%
江海证券	0.7	11%	-3%	0.1	108%	4811%	4.8	754%	11.3%
华安证券	1.0	12%	-46%	0.1	-48%	-89%	4.5	152%	8.6%
财通证券	1.1	-65%	-65%	0.2	-63%	-77%	4.3	-6%	5.4%
山西证券	2.0	356%	-9%	0.7	扭亏为盈	-12%	3.4	243%	6.7%
国海证券	1.5	1424%	-50%	0.4	扭亏为盈	-65%	3.2	479%	5.8%
华创证券	1.4	126%	-11%	0.1	扭亏为盈	-67%	2.8	129%	6.1%
第一创业	0.8	152%	18%	0.2	扭亏为盈	990%	2.6	117%	7.1%
太平洋	1.3	扭亏为盈	扭亏为盈	0.1	扭亏为盈	扭亏为盈	2.5	279%	5.8%
中原证券	1.4	27%	60%	0.3	2%	154%	1.7	32%	4.1%
广州证券	0.9	-20%	扭亏为盈	0.1	202%	扭亏为盈	0.3	119%	0.8%
华鑫证券	0.4	-62%	-13%	-0.2	-247%	-76%	-0.2	42%	-0.9%
可比券商合计	128.8	-6%	-22%	41.4	-14%	-34%	394.8	48%	8.9%
长城证券	1.7	-	-22%	0.7	-	8%	4.0	-	6.0%
天风证券	1.7	-	44%	0.4	-	253%	2.1	-	4.5%
华林证券	0.9	-	39%	0.4	-	122%	1.4	-	6.8%
中信建投	6.8	-	-26%	0.3	-	-91%	18.3	-	9.1%
南京证券	0.9	-	-47%	0.3	-	-62%	3.1	-	6.9%
总计	140.8	-	-17%	43.4	-	-33%	423.7	-	8.8%
国盛证券	-1.4	-	-469%	-1.8	-	-129%	2.0	-	5.0%

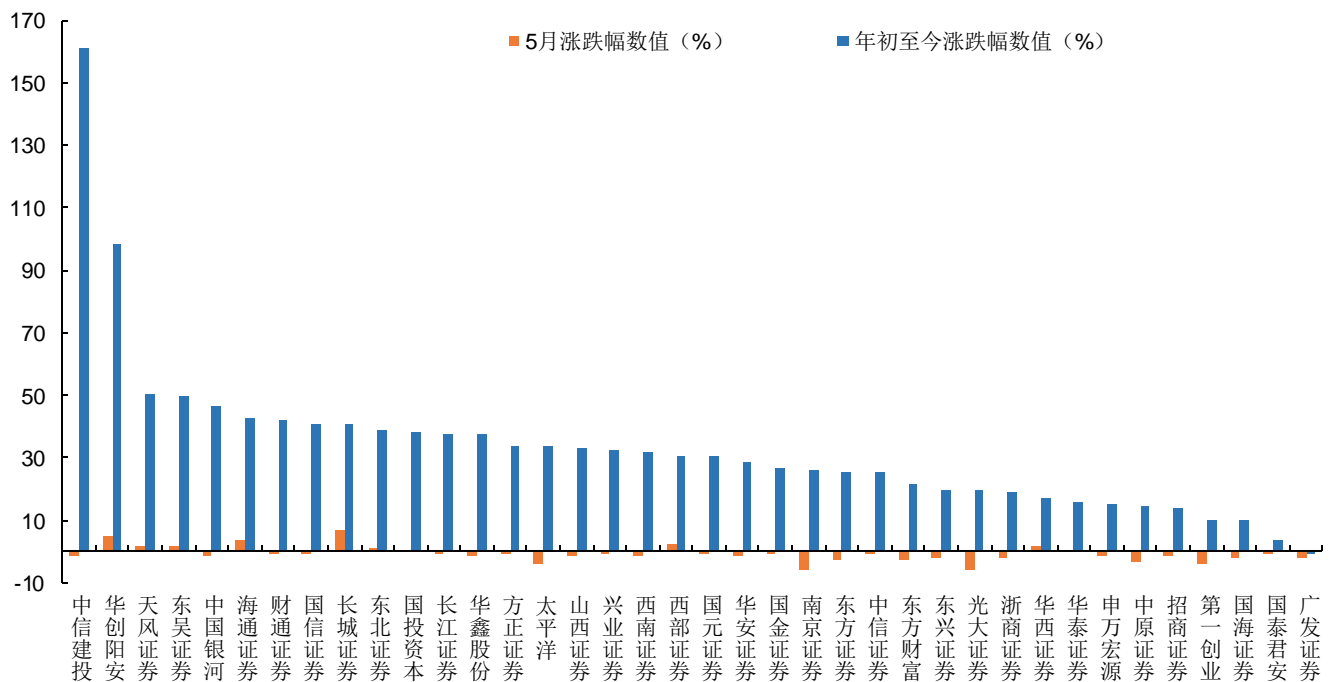
资料来源: Choice, 安信证券研究中心

图 1: 5 月中万二级券商指数下跌 10%



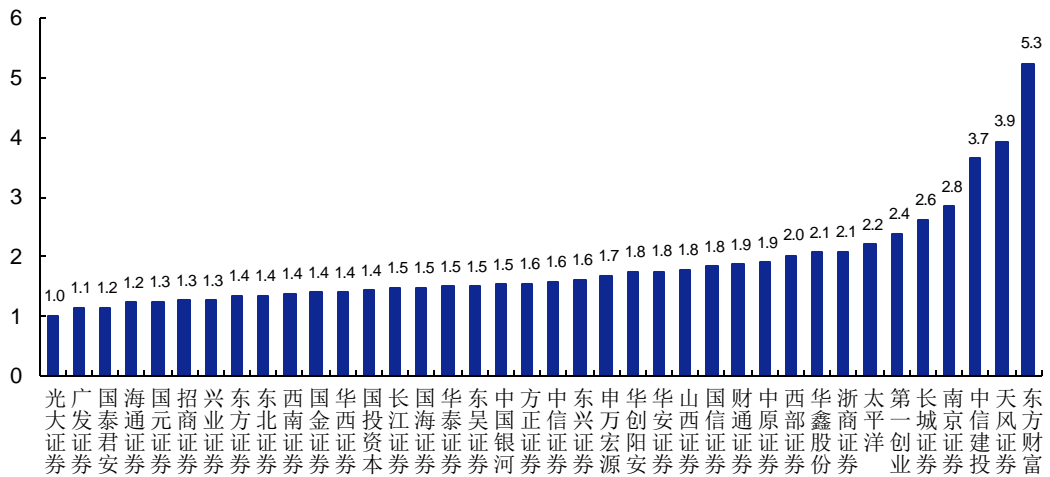
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 2: 低流通市值+业绩高弹性个股领涨



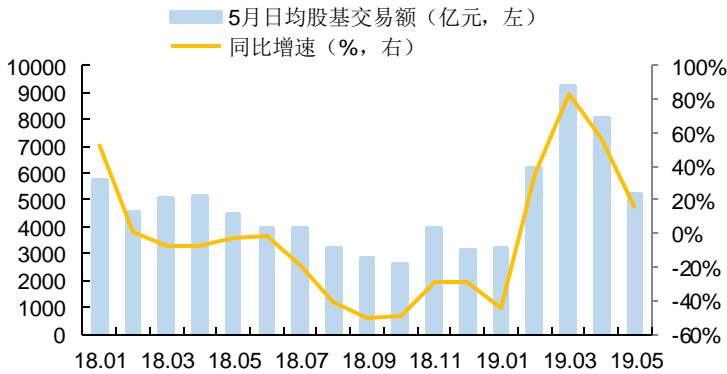
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 3：券商估值分布图



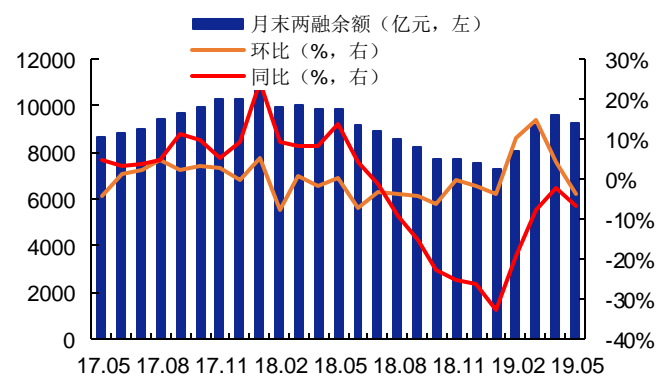
资料来源：Wind，安信证券研究中心；估值数据截至 2018.6.8

图 4：5 月日均交易额环比回落



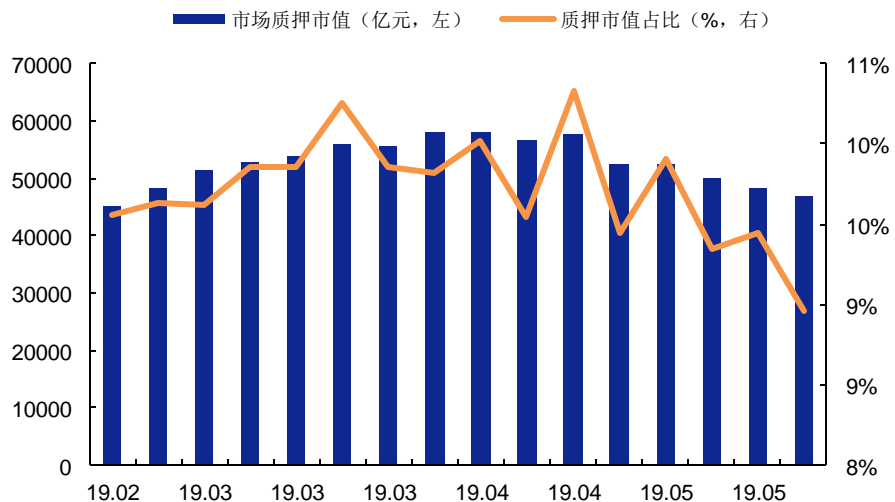
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 5：5 月末两融余额回落至 9225 亿元



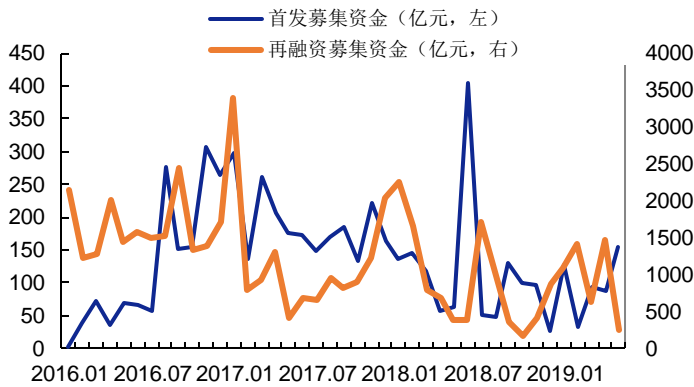
资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 6：股票质押业务市值和占比有所下降



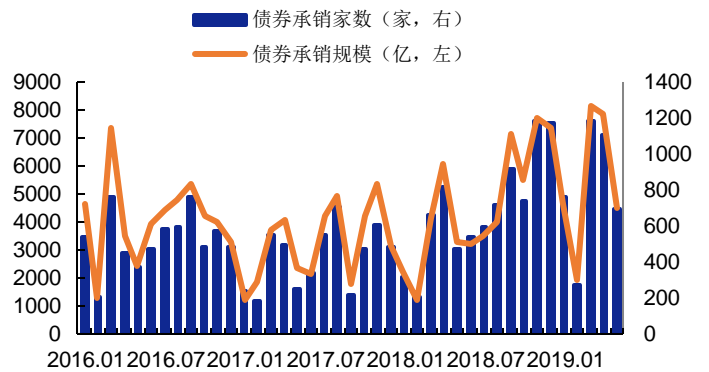
资料来源：Choice，中证登，安信证券研究中心

图 7: 5 月 IPO 大幅回暖



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 8: 债券承销规模高位回落



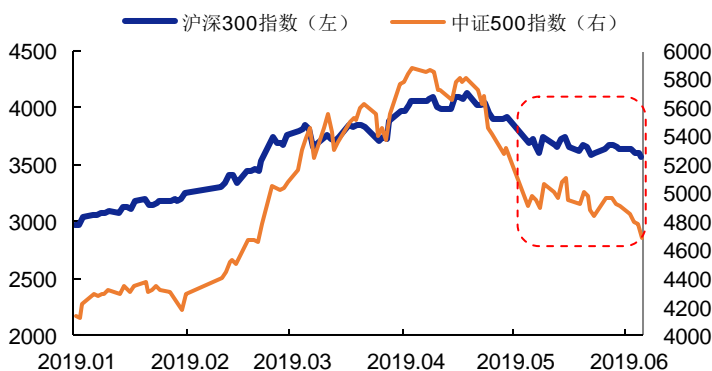
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 2: “三中一华” 科创板储备领先

公司简称	已受理	已问询	已回复	已审核通过	待上会	终止审查	辅导备案	合计
中金公司	2	1	6	0	2	0	10	21
中信建投	0	1	13	0	2	0	4	20
中信证券	0	1	8	0	2	0	4	15
华泰联合证券	0	1	6	0	1	0	5	13
国泰君安	0	2	4	0	1	1	1	9
国信证券	1	0	4	0	2	0	2	9
招商证券	1	3	3	0	0	0	2	9
海通证券	1	1	3	1	0	0	2	8
广发证券	3	0	3	0	0	0	0	6
光大证券	1	4	1	0	0	0	0	6
合计 (联合保荐不重复计算)	13	25	68	3	8	2	47	166

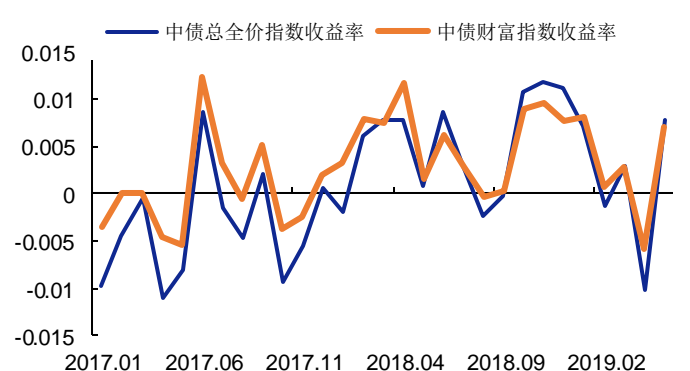
资料来源: Wind, 上交所, 安信证券研究中心; 截至 2019.6.8

图 9: 股指仍处于调整期



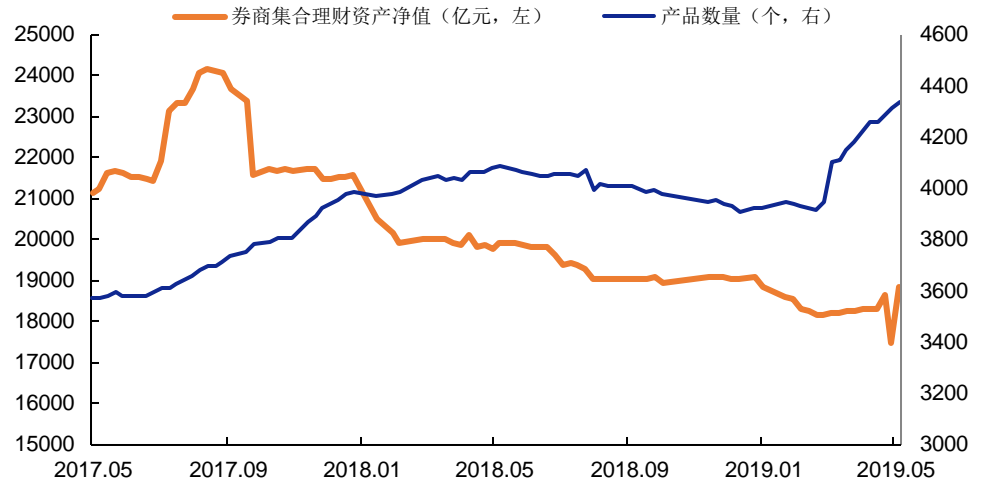
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 10: 债市收益率回升



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
	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
	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵		
	王银银		
北京联系人	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
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	深圳联系人	胡珍	0755-82528441
范洪群		0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
聂欣			niexin1@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