

## 交投下滑，业绩环比回落

——证券行业 5 月经营数据点评

强于大市（维持）

日期：2019 年 06 月 11 日

### 行业事件：

截至 2019 年 6 月 10 日，共有 33 家上市券商发布了 2019 年 5 月经营数据，其中 28 家可比上市券商合计实现单月营收 124.18 亿元，环比下降 21.52%；1-5 月累计营收 888.55 亿元，同比增幅收窄至 34.05%；单月净利润 39.78 亿元，环比下降 35.99%；1-5 月累计净利润 377.89 亿元，同比增幅收窄至 45.15%。

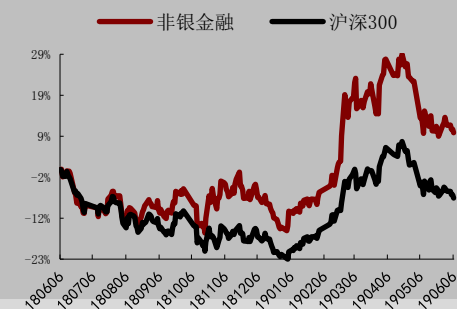
### 投资要点：

- **券商业绩：**中小券商方面，浙商证券受益子公司分红取得 3.84 亿元净利润，环比大增 427.33%，表现领跑行业。而第一创业和中原证券在低基数的情况下取得 990.26% 和 153.69% 的净利润增幅，业绩表现较优。但与此同时，也有部分中小券商如兴业证券（-90.28%）、东北证券（-284.11%）、国元证券（-396.84%）业绩大幅回落。大型券商方面，中信证券（-12.30%）、国泰君安（-23.06%）、华泰证券（-30.16%）等业绩回调幅度相对有限。
- **分业务情况：**1) **经纪与信用：**5 月 A 股日均成交额为 5,261 亿元，环比降幅达到 -37.57%，已经由高位回落至中位水平。另一方面融资融券余额为 9,236 亿元，环比下降 6.31%，为二月以来首次下滑，显示市场交投热情及风险偏好同步降温。2) **投行：**IPO 单月承销金额为 53.22 亿元，环比下降 8.65%；定增发行规模则小幅提升 6.93% 至 171.44 亿元，股权承销业务基本持稳。债券发行方面，5 月债承规模有所回落，核心债券承销金额 1686.97 亿元，环比减少 25.77%，其中可转债规模下滑 96.82% 至 6.92 亿元，连续两月规模暴降。3) **资管：**5 月券商共计发行 491 只产品，发行规模为 162.77 亿份，较 4 月规模基本持稳。4) **自营：**上证综指月跌幅 -5.84%，创业板指月跌幅 -8.63%，中证综合债（净价）指月涨幅 0.47%，股跌债稳导致券商自营盘回撤。
- **投资建议：**综合而言，我们认为券商板块短期内或延续震荡行情，但长期向好趋势不变，长线投资者可逢低布局。当前板块 PB 已经调整至 1.4 倍，龙头券商 PB 低至 1.2-1.5 倍区间，配置价值显现。建议关注综合实力突出、风控制度完善的龙头券商，首推中信证券（综合型龙头+科创项目储备领先）和华泰证券（财富管理龙头+Assetmark 分拆上市预期+GDR 催化）。
- **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

### 非银金融行业相对沪深 300 指数表



数据截止日期：2019 年 06 月 10 日

### 相关研究

- 万联证券研究所 20190610\_非银金融行业周观点(6.03-6.09)\_券商 5 月业绩继续下滑，保险防御价值提升
- 万联证券研究所 20190603\_行业动态跟踪\_AAA\_保险行业 2019 年 4 月保费数据跟踪\_万能险保持高速增长
- 万联证券研究所 20190603\_非银金融行业周观点(5.27-6.02)\_成交量维持在五千亿之下，保险减税利好基本释放

### 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

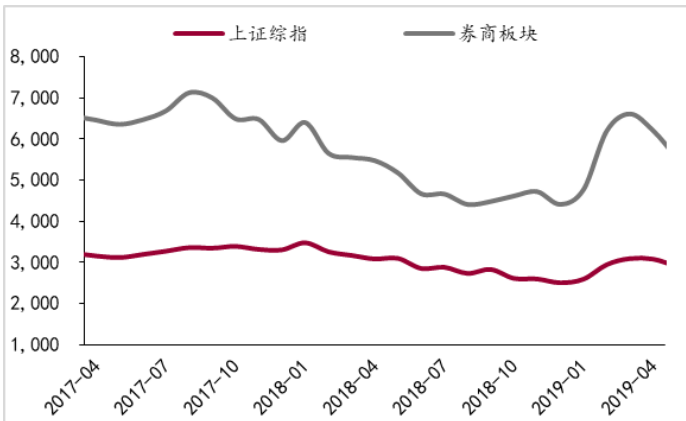
1、行业整体情况.....	3
1.1 市场表现：持续回调，次新股反弹.....	3
1.2 经营数据：业绩环比大幅回落.....	3
2、分业务情况.....	4
2.1 经纪与信用业务：交易降温，两融回落.....	4
2.2 投行业务：股权业务持稳，可转债规模大降.....	5
2.3 资管业务：产品发行基本持稳.....	6
2.4 自营业务：股市持续走弱，债市企稳.....	6
3、投资建议.....	6
4、风险提示.....	7
图表 1：5 月券商板块走势.....	3
图表 2：5 月券商个股市场表现.....	3
图表 3：上市券商 5 月净利润 Top 10（亿元，%）.....	4
图表 4：上市券商 1-5 月累计净利润 Top 10（亿元，%）.....	4
图表 6：券商 5 月经营数据.....	4
图表 7：日均股基交易额（单月）.....	5
图表 8：日均股基交易额（累计）.....	5
图表 9：融资融券情况（亿元，%）.....	5
图表 10：股权发行情况（亿元）.....	5
图表 11：债券发行情况（亿元）.....	5
图表 12：资管产品发行情况（只，亿份）.....	6
图表 13：5 月新发行产品数量占比（%）.....	6
图表 14：5 月股票市场指数表现.....	6
图表 15：5 月债券市场指数表现.....	6

## 1、行业整体情况

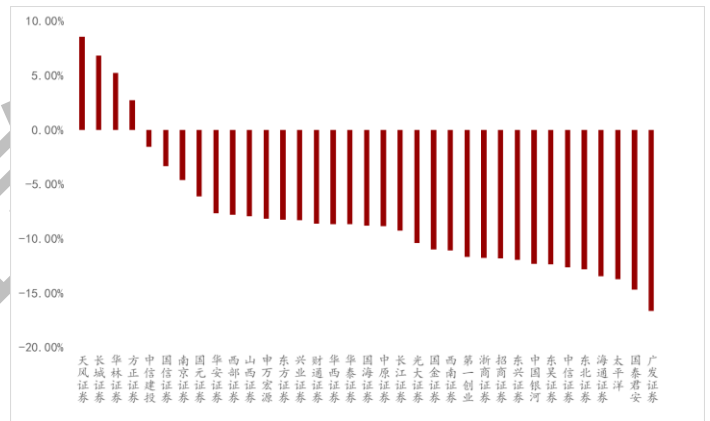
### 1.1 市场表现：持续回调，次新股反弹

市场方面，券商板块（-10.49%）在5月的表现大幅落后上证指数（-5.84%），延续此前回调趋势。个股多数下跌，35只券商股中31只收跌，仅天风证券（8.59%）、长城证券（6.86%）、华林证券（5.26%）和方正证券（2.72%）有所上涨。其余个股中，大型券商呈大幅回调态势，海通证券、国泰君安和广发证券表现落后，跌幅均在10%以上。

图表1：5月券商板块走势



图表2：5月券商个股市场表现



资料来源：wind，万联证券研究所

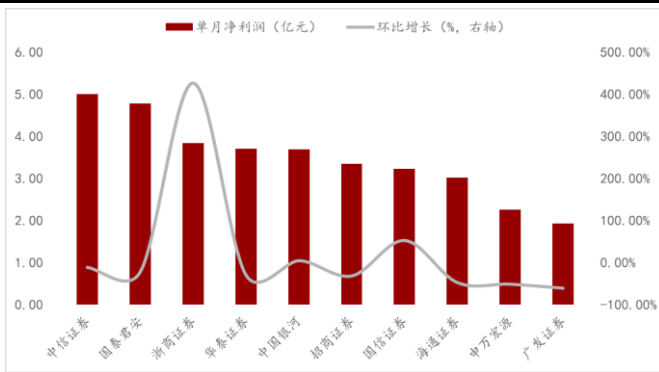
资料来源：wind，万联证券研究所

### 1.2 经营数据：业绩环比大幅回落

截至2019年6月10日，共有33家上市券商发布了2019年5月经营数据，其中28家可比上市券商合计实现单月营收124.18亿元，环比下降21.52%；1-5月累计营收888.55亿元，同比增幅收窄至34.05%；单月净利润39.78亿元，环比下降35.99%；1-5月累计净利润377.89亿元，同比增幅收窄至45.15%。整体而言，5月市场延续震荡下行趋势，各大股指全数回调，市场交投情绪也相应回落，券商β业务（经纪、两融、权益自营）受到较大冲击，导致业绩环比大幅下滑。

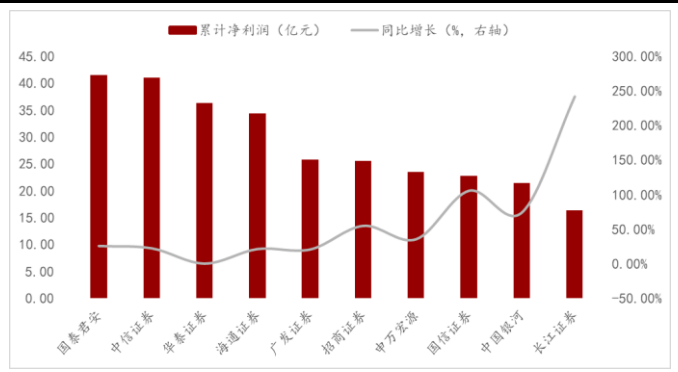
单月来看，中小券商分化严重，浙商证券分红领跑。中小券商方面，浙商证券受益子公司分红取得3.84亿元净利润，环比大增427.33%，表现领跑行业。而第一创业和中原证券在低基数的情况下取得990.26%和153.69%的净利润增幅，业绩表现较优。但与此同时，也有部分中小券商如兴业证券（-90.28%）、东北证券（-284.11%）、国元证券（-396.84%）业绩大幅回落。其中又以东北证券连续两个月位列跌幅前三，业绩下滑趋势较为明显。大型券商方面则表现持稳，中信证券（-12.30%）、国泰君安（-23.06%）、华泰证券（-30.16%）等业绩回调幅度相对有限。年初至今来看，中小券商展现更强业绩弹性。从1-4月累计净利润同比增速来看，前三位均是中小券商，依次是国海证券（478.69%）、东吴证券（337.25%）和太平洋证券（278.61%），龙头券商盈利同比增速持稳，国泰君安（25.31%）、中信证券（22.01%）、海通证券（20.95%）表现居前。

图表3: 上市券商5月净利润Top 10 (亿元, %)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表4: 上市券商1-5月累计净利润Top 10 (亿元, %)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表5: 券商5月经营数据

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
第一创业	002797.SZ	0.85	18.19%	7.58	37.04%	0.19	990.26%	2.59	116.76%	91.87	-2.57%
浙商证券	601878.SH	5.42	145.66%	14.32	53.84%	3.84	427.33%	6.35	123.09%	143.40	8.79%
中原证券	601375.SH	1.39	60.07%	6.75	40.03%	0.31	153.69%	1.68	32.23%	98.71	-0.54%
太平洋	601099.SH	1.29	295.16%	7.63	99.29%	0.11	109.27%	2.46	278.61%	101.35	-11.70%
国信证券	002736.SZ	9.91	23.91%	51.10	41.52%	3.22	52.11%	22.71	105.43%	524.32	3.60%
西部证券	002673.SZ	1.40	10.60%	13.90	60.44%	0.21	21.73%	6.22	116.75%	179.76	1.26%
中国银河	601881.SH	9.64	4.07%	52.27	44.84%	3.69	3.94%	21.35	73.90%	673.84	2.45%
中信证券	600030.SH	14.61	0.37%	93.29	14.34%	5.01	-12.30%	40.96	22.01%	1364.19	3.11%
山西证券	002500.SZ	2.00	-8.99%	9.82	60.61%	0.65	-12.44%	3.39	243.27%	133.75	0.93%
东吴证券	601555.SH	2.43	-4.59%	15.49	93.01%	0.67	-12.63%	6.07	337.25%	202.91	2.50%
国金证券	600109.SH	2.37	0.76%	14.74	10.27%	0.51	-18.51%	5.15	29.77%	197.07	4.89%
国泰君安	601211.SH	13.01	-22.32%	88.07	7.00%	4.78	-23.06%	41.48	25.31%	1343.44	7.30%
西南证券	600369.SH	1.10	-14.47%	14.32	32.44%	0.19	-25.84%	6.37	56.79%	188.00	-0.26%
华泰证券	601688.SH	9.71	-26.32%	73.57	13.30%	3.71	-30.16%	36.31	-0.17%	1078.61	18.44%
东兴证券	601198.SH	1.60	-47.65%	14.13	31.94%	0.70	-30.90%	7.22	53.29%	195.67	0.36%
招商证券	600999.SH	8.85	-21.40%	58.59	51.28%	3.35	-32.57%	25.50	54.55%	813.31	2.45%
海通证券	600837.SH	9.00	-31.83%	67.79	38.98%	3.02	-48.27%	34.32	20.95%	1160.58	2.72%
申万宏源	000166.SZ	7.21	-26.09%	55.56	31.77%	2.25	-52.15%	23.41	35.14%	719.09	4.50%
方正证券	601901.SH	4.72	-7.49%	25.13	51.63%	0.66	-58.70%	7.91	155.72%	467.07	1.24%
广发证券	000776.SZ	6.29	-48.29%	62.62	31.39%	1.93	-61.70%	25.76	20.33%	836.98	1.96%
国海证券	000750.SZ	1.49	-49.79%	10.25	104.29%	0.40	-64.57%	3.23	478.69%	133.97	1.44%
华西证券	002926.SZ	1.79	-57.42%	15.80	39.96%	0.42	-74.42%	6.47	40.01%	189.10	5.40%
财通证券	601108.SH	1.14	-65.14%	15.48	6.53%	0.21	-77.34%	4.33	-5.85%	199.47	-2.26%
长江证券	000783.SZ	3.90	-59.54%	36.71	89.72%	1.35	-80.97%	16.31	241.87%	282.92	2.60%
华安证券	600909.SH	1.03	-45.83%	10.62	94.40%	0.13	-88.52%	4.48	151.62%	125.38	2.53%
兴业证券	601377.SH	1.14	-74.94%	29.13	80.78%	0.12	-90.28%	8.37	37.34%	325.97	-1.56%
东北证券	000686.SZ	0.60	-41.63%	13.84	96.68%	-0.18	-284.11%	5.11	253.81%	152.53	-2.36%
国元证券	000728.SZ	0.28	-82.55%	10.02	26.88%	-1.65	-396.84%	2.37	59.49%	237.83	-1.87%
可比上市券商合计		124.18	-21.52%	888.55	34.05%	39.78	-35.99%	377.89	45.15%	12161.10	3.88%
天风证券	601162.SH	1.74	43.79%	11.25	-	0.38	253.13%	2.09	-	112.00	-
华林证券	002945.SZ	0.87	39.47%	3.62	-	0.36	121.68%	1.44	-	50.92	-
长城证券	002939.SZ	1.69	-22.18%	12.98	-	0.66	8.49%	4.05	-	161.83	-
南京证券	601990.SH	0.87	-47.26%	7.29	-	0.28	-62.05%	3.10	-	108.61	-
中信建投	601066.SH	6.81	-25.53%	44.95	-	0.31	-90.92%	18.26	-	480.87	-
上市券商合计		136.14	-	968.64	-	41.77	-	406.83	-	13075.33	-

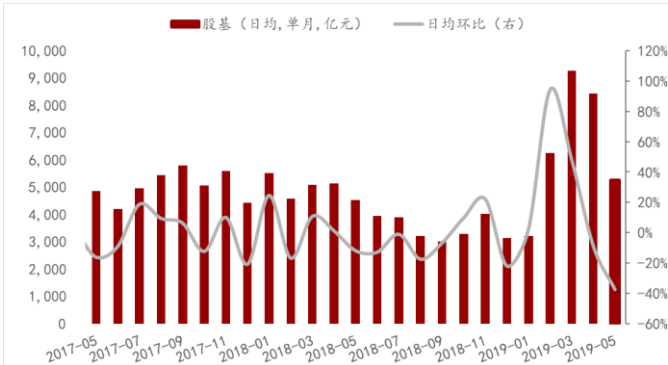
资料来源: wind, 万联证券研究所

## 2、分业务情况

### 2.1 经纪与信用业务: 交易降温, 两融回落

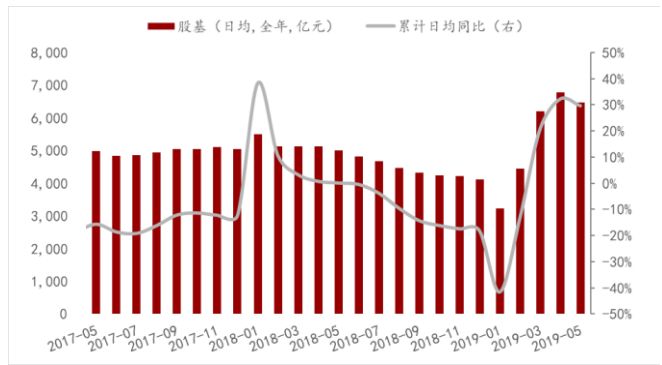
进入2019年5月, 股指持续下行, 投资者避险情绪高企, 赚钱效应快速减弱, 场内交易活跃度急转直下。全月来看, A股日均成交额为5,261亿元, 环比降幅达到-37.57%, 已经由高位回落至中位水平。另一方面, 融资融券数据也掉头向下, 月末两融余额为9,236亿元, 环比下降6.31%, 为今年二月以来首次下滑, 显示市场风险偏好有所扭转。

图表6: 日均股基交易额 (单月)



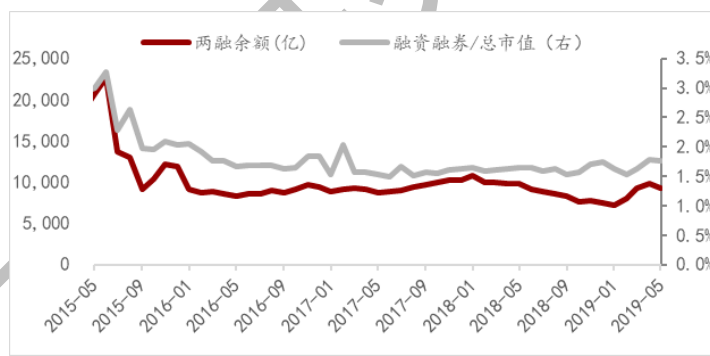
资料来源: wind, 万联证券研究所

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, %)

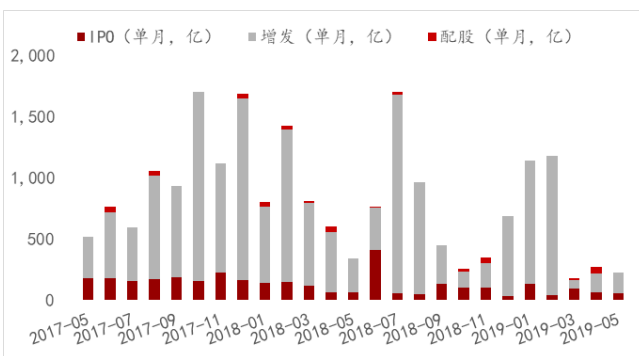


资料来源: wind, 万联证券研究所

## 2.2 投行业务: 股权业务持稳, 可转债规模大降

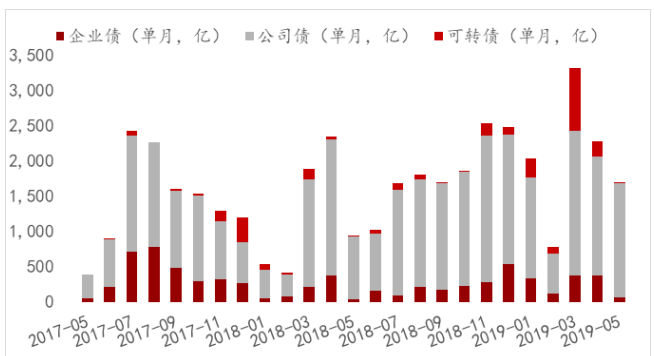
5月券商IPO承销金额为53.22亿元, 环比下降8.65%; 定增发行规模则小幅提升6.93%至171.44亿元, 股权承销业务基本持稳。债券发行方面, 5月债承规模有所回落, 核心债券承销金额1686.97亿元, 环比减少25.77%, 其中可转债业务受到权益市场拖累, 规模大降96.82%至6.92亿元, 连续两月规模暴降。当前投行业务最大的看点仍是科创板, 5月科创板受理企业名单不断扩容, 6月开闸预期不断升温。券商有望迎来“保荐+跟投”和“承销+超额配售”两方面的超额回报, 资本利用率也将提升。

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)

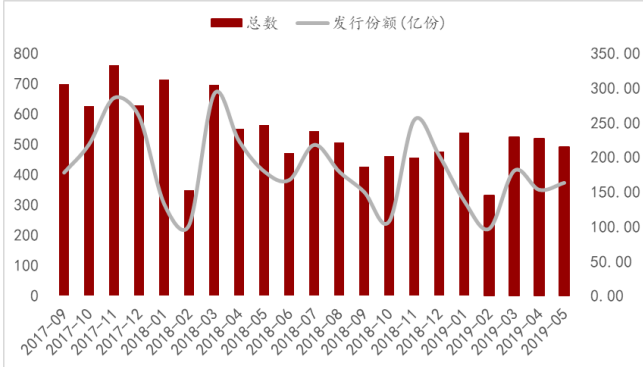


资料来源: wind, 万联证券研究所

### 2.3 资管业务：产品发行基本持稳

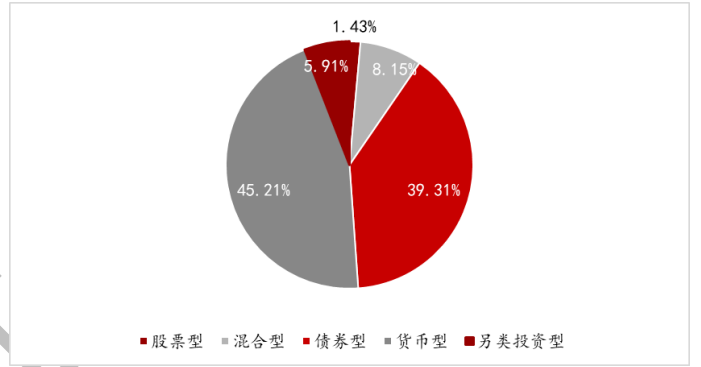
从资管产品发行情况来看，5月券商共计发行491只产品，发行规模为162.77亿份，较4月规模基本持稳。就产品结构而言，股混基金合计40只，占比达到8.15%，而债券型和货币型则分别有193只（39.31%）和222只（45.21%）。整体来看，资管新规及其配套细则落地后，券商资管业务持续整顿规范，预计券商资管规模延续压缩趋势。

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12：5月新发行产品数量占比（%）

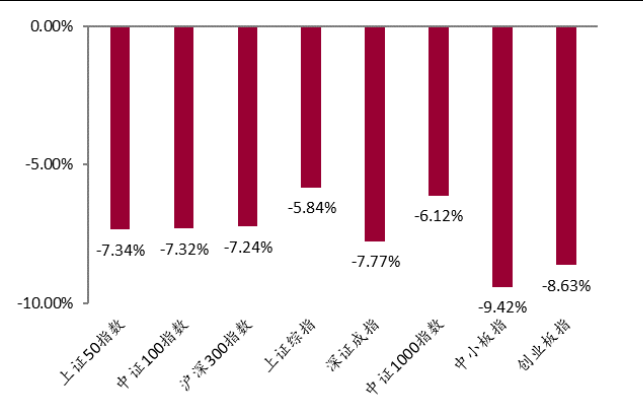


资料来源：wind，万联证券研究所

### 2.4 自营业务：股市持续走弱，债市企稳

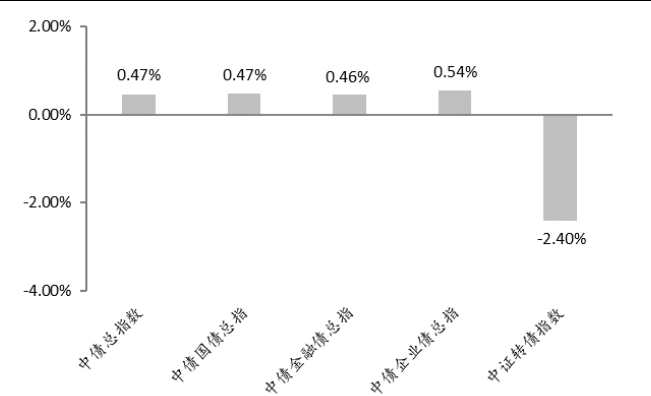
截至5月末，上证综指报2898.70点，环比下跌5.84%，创业板指报1483.66点，环比下跌8.63%，中证综合债（净价）指数报116.75点，环比上涨0.47%。我们认为5月市场震荡下行，以陆股通为代表的外资持续流出，市场向上动能衰竭，券商权益投资较前期大幅回撤。而债市方面则较上月有所企稳。

图表13：5月股票市场指数表现



资料来源：wind，万联证券研究所

图表14：5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

短期来看，券商板块上行动能不足而下行空间有限，大概率维持震荡行情。4、5月份券商业绩的普遍下滑已经反映了二级市场的交投降温趋势，考虑6月市场仍将面临中美贸易摩擦加剧、经济下行压力、市场利率上行等多重扰动，市场整体估值水平难有大幅提升，券商板块作为β品种恐难有亮眼表现。但与此同时，也须考虑政策托底因素。如果市场持续下行，股票质押平仓风险或将重新凸显，而监管层的托市措施可以预期，隐性的“政策底”有望为板块构筑安全边际。

长期来看，政策红利叠加市场流动性宽松支撑板块走强的逻辑依旧未变。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，6月5日召开了科创板第1次上市委员会审议会议，首批三家上会企业全部通过，券商科创板保荐增量收入落地在即，后续跟投收入也有望大幅增厚利润。2) 市场流动性方面，下半年宏观经济增速仍面临较大压力，需要宏观货币政策予以对冲，而海外主要经济体接连降息、国内通胀率见顶回落等因素也为我国进一步实施偏宽松的货币政策提供操作空间。此外MSCI在下半年带来的长线外资有望在下一阶段持续改善市场流动性环境。

综合而言，我们认为券商板块短期内或延续震荡行情，但长期向好趋势不变，长线投资者可逢低布局。当前板块PB已经调整至1.4倍，龙头券商PB低至1.2-1.5倍区间，配置价值显现。建议关注综合实力突出、风控制度完善的龙头券商，首推中信证券（综合型龙头+科创项目储备领先）和华泰证券（财富管理龙头+Assetmark分拆上市预期+GDR催化）。

#### 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

非银金融行业重点上市公司估值情况一览表  
(数据截止日期: 2019年06月10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	20.08	26.08	18.42	18.42	1.59	买入
601688.SH	华泰证券	0.61	0.97	1.15	12.88	18.39	30.15	18.96	15.99	1.43	买入

资料来源: wind

## 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。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，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。研究员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



万联证券