

不必过于担心短期非银流动性趋紧

证券分析师: 王剑	021-60875165	wangjian@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002
证券分析师: 李锦儿	021--60933164	lijiner@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070003

主要内容:

■ 行业重要动态

(1) 沪伦通于 2019 年 6 月 17 日正式启动, 华泰证券成为首家登陆伦交所的 A 股上市公司; (2) 5 月上市券商共实现营业收入 113 亿元, 环比下跌 18%, 同比下跌 5%; 实现净利润 35 亿元, 环比下跌 33%, 同比下跌 14%。5 月净利润环比下滑主要由于交易额回落、二级市场调整影响。上市券商 1-5 月营业收入同比增长 36%, 净利润同比增长 56%; (3) 5 月 24 日, 人行、银保监会联合公告了对包商银行的接管, 受此影响, 市场担心非银作为重要参与方, 或暴露风险。

■ 市场活跃度下降, 股市下滑

经纪业务方面, 5 月 A 股日均成交金额为 4901 亿元, 环比下降 39%; 1-5 月累计日均成交金额为 6121 亿元, 较 2018 年全年增长 66%; (2) 投行业务方面, 5 月 IPO 数量为 13 家, 实际募资规模为 156 亿元, 环比增长 77%, 1-5 月 IPO 规模同比下滑 4%; 5 月再融资规模为 101 亿元, 环比下降 61%, 1-5 月再融资规模同比下降 22%; (3) 自营业务方面, 市场下跌, 自营业务承压。上证综指下跌 5.84%, 上月下跌 0.40%; 沪深 300 下降 7.24%, 上月上涨 1.06%; 创业板下跌 8.63%, 上月下跌 4.12%; 中债总全价指数上涨 0.54%, 上月下跌 1.53%; (4) 从反映市场风险偏好和活跃度的两融余额看, 5 月两融平均余额 9341 亿元, 环比下降 4%, 最新两融余额 (6 月 17 日) 为 9099 亿元。

■ 投资建议

短期受包商事件影响, 非银流动性趋紧, 但不必过于担心对券商影响。对于券商自营业务, 因银行间流动性趋紧, 资金成本提升, 券商息差或缩小, 但整体风险较小, 更多体现为短期影响; 对于券商资管业务, 由于主要为表外业务, 即使出现流动性风险, 券商没有刚兑义务。因此, 整体影响较小。分券商而言, 由于银行向非银机构出资更加谨慎, 对质押品及对手方信用更加关注, 大型券商由于主体信用优于中小券商, 整体影响有限。

中长期而言, 资本市场改革持续推进, 龙头券商最为受益。行业内部受益程度分化, 以最为受益的投行、产品创设类业务来看, 龙头券商具备风险定价能力、资本实力优势, 最为受益。此外, 由于业务试点化, 业务与资本实力、评级等相关, 监管资源倾向龙头券商, 行业集中度继续提升。金融业对外开放进程继续推进, 沪伦通开通, 利好券商衍生品、GDR 等创新业务。目前, 纾困资金步入落地阶段, 券商股票质押规模持续收缩, 券商增加客户抵押品且提高业务门槛, 股权质押风险担忧正在减弱。

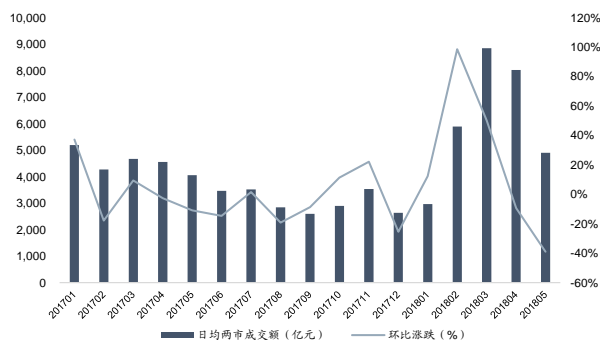
龙头券商传统业务有支撑, 且更能把握创新业务发展机遇, 维持龙头推荐。目前券商板块 PB 估值为 1.64 倍, 处于历史低位, 具有较高安全边际。龙头券商估值在 1.2-1.6 倍, 市场未体现出对龙头券商的估值溢价。维持龙头推荐, 推荐中信证券、华泰证券; 此外, 建议关注优势难以复制的特色券商, 包括东方财富、东方证券。

■ 风险提示

市场大幅下跌导致证券公司自营、经纪、两融业绩下滑; 金融监管短期内抑制创新。

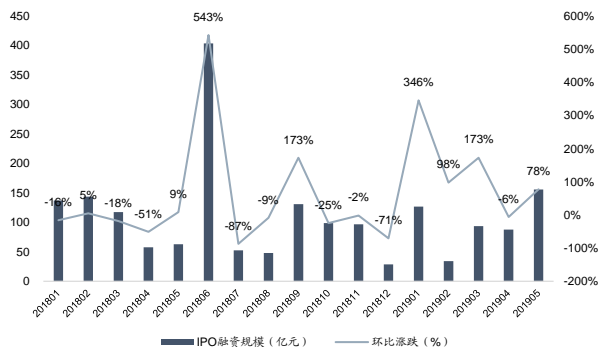
关键图表

图 1: 两市日均成交额及环比涨跌



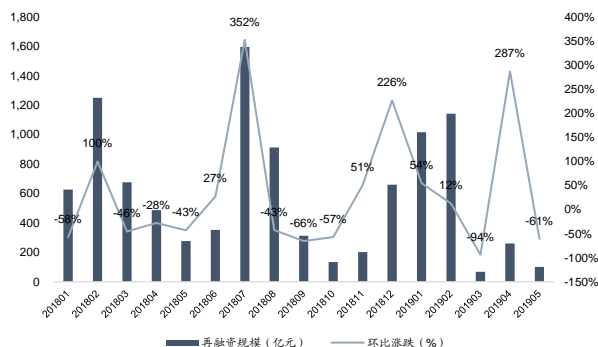
资料来源: 上交所、深交所, 国信证券经济研究所整理

图 2: IPO 融资规模及环比涨跌



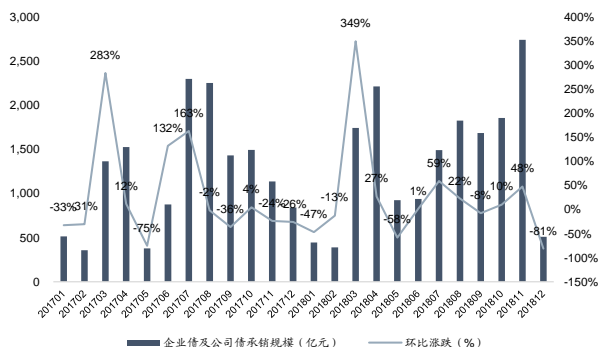
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 3: 再融资规模及环比涨跌



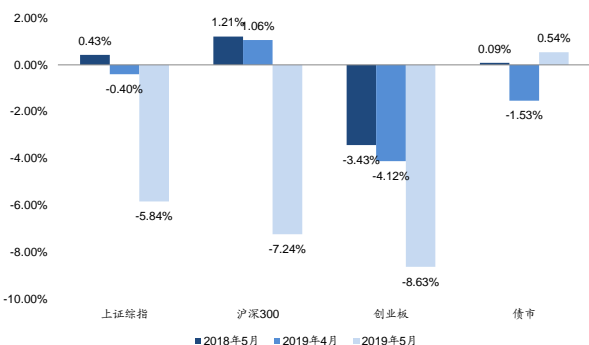
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 企业债及公司债承销规模及环比涨跌



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 股债两市表现



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 日均两融余额及环比涨跌



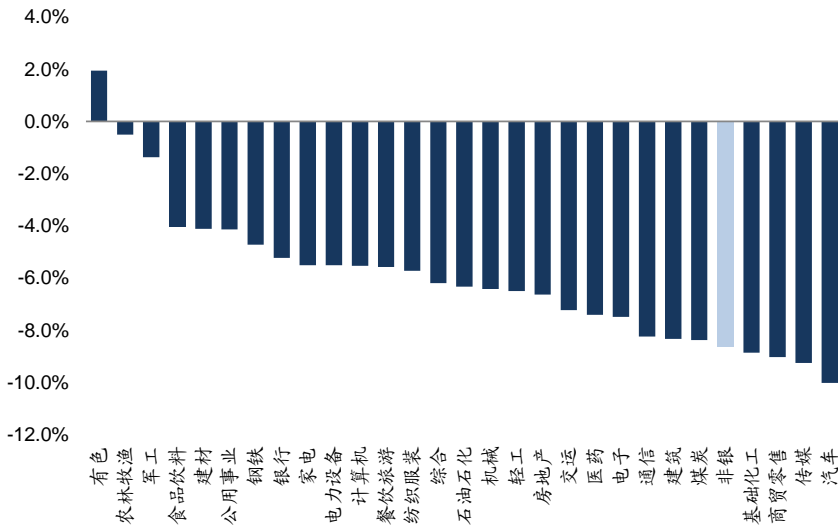
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 券商指数 886054 走势 (日 K 线)



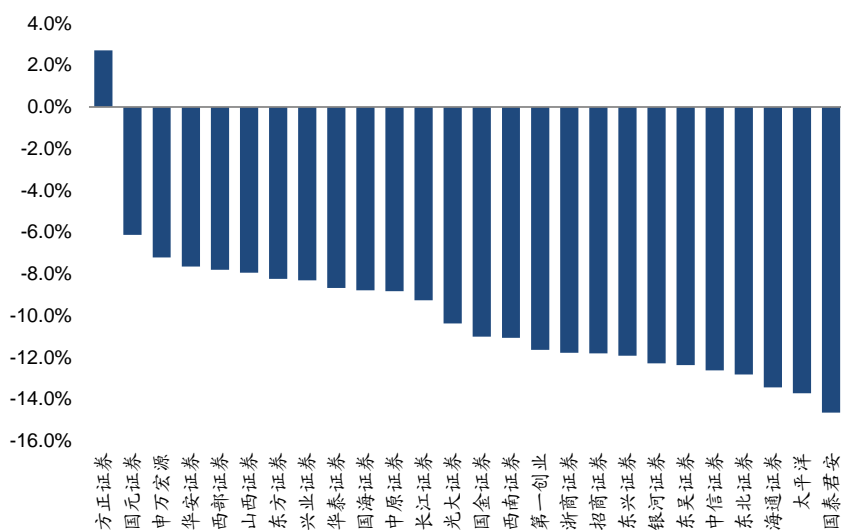
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 29 个中信一级行业月涨幅排名



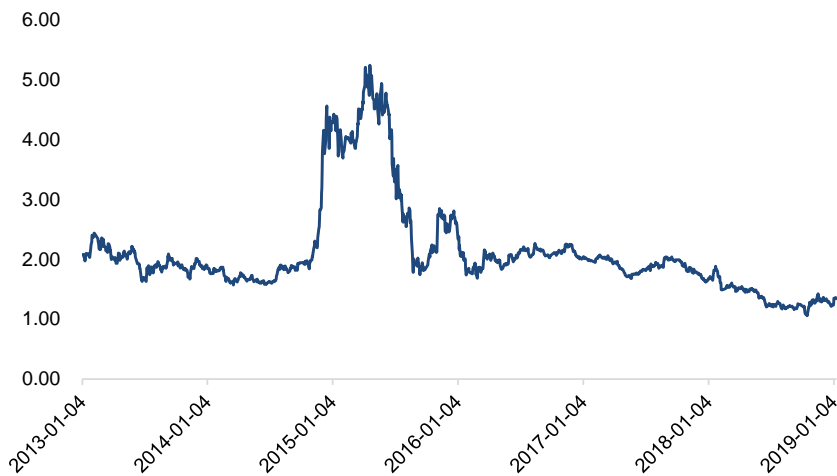
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9: 券商板块个股月涨跌幅情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 券商板块 PB 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。

表 3: 重点个股估值表

代码	公司	评级	收盘价	总市值	EPS		PE	
			(元)	(亿元)	2019E	2020E	2019E	2020E
600030	中信证券	增持	20.85	2341	1.07	1.19	19.5	17.5
601688	华泰证券	增持	19.45	1454	0.97	1.11	20.1	17.5
600958	东方证券	增持	10.14	648	0.35	0.47	29.0	21
300059	东方财富	增持	12.68	852	0.3	0.38	42.3	33.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测;

相关研究报告:

- 《券商估值体系探讨：估值定锚》 ——2019-05-12
- 《券商资产减值计提专题：轻舟已过万重山》 ——2019-03-03
- 《MOM 新规点评：规范业务发展，享创新红利》 ——2019-02-24
- 《券商交易系统外部接入放开点评：监管政策松绑，经营环境边际改善》 ——2019-02-24
- 《股票质押监管限制放宽点评：增加流动性，缓解股票质押风险》 ——2019-01-21

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032