

## 证券 II 行业

### 市场交易量放大，业绩估值同步回升

#### ——证券行业 6 月经营数据点评

- **数据解读：已披露数据的 27 家上市公司 6 月实现净利润 58.1 亿元，环比增长 55.0%，同比增长 61.8%**

根据公司公告，27 家上市券商 6 月共实现营业收入 181.8 亿元，环比增长 54.7%，同比增长 51.6%（环比、同比数据均为可比口径）。月度业绩环比上升主要归因于 6 月份市场回暖，交投活跃，自营收益正向增长以及 2019 年上半年末收入确认因素。6 月单月净利润居前的上市券商包括：**国泰君安**（9.32 亿元，同比+36.9%，环比+95.1%）、**海通证券**（8.33 亿元，同比+114.1%，环比+176.2%）、**中信证券**（7.24 亿元，同比-9.3%，环比+44.6%）、**华泰证券**（4.63 亿元，同比+13.4%，环比+25.1%）等。

- **板块拆分：投行业务、自营收益增长**

**1) 经纪：日均股票成交额环比下滑幅度有所减小。**6 月两市日均股票成交金额 4588.5 亿元，环比 2019 年 5 月的 4900.7 亿元下滑 6.4%，较上月 39% 的下滑幅度有所缓和。6 月成交金额合计 8.7 万亿元，环比下滑 11.1%，同比增长 25.6%。

**2) 自营：股票市场有所回暖，推动业绩提升。**6 月沪深 300 指数上涨 5.4%，高于 5 月下跌 7.2% 的月度表现；创业板指上涨 1.9%，高于 5 月下跌 8.6% 的月度表现。2018 年 6 月沪深 300 指数下跌 7.7%，创业板指数跌 7.9%。债市小幅回落：中证全债指数 6 月上涨 0.6%，较 5 月上涨 0.8% 的月度涨幅小幅回落。

**3) 资本中介：两融余额有所回落，质押规模仍在收缩。**6 月末两融余额 9108.2 亿元，环比下降 1.3%；市场质押股数 6135 亿股，较 5 月末质押股数 6141 亿股小幅收缩，年初以来已减少 210 亿股。

**4) 投行：6 月股权融资萎靡，债市发行有所回暖。**6 月股权融资规模 362.2 亿元，环比下降 47.4%，同比下滑 54.3%，其中，6 月 IPO 发行规模 104.9 亿元（同比-74%，环比-33%），再融资发行规模 227.4 亿元（同比-36%，环比-12%）。债券市场整体 6 月发行规模 3.96 万亿元（同比-3%，环比+8%），有所回暖。科创板正式开板，两个月内首批企业将在科创板上市交易。

- **投资建议：科创板持续推进，建议配置龙头标的**

我们长期看好创新业务推进与交易量放大所带来的**证券板块的投资性机会**。根据 2019 年盈利预测，按 7 月 8 日收盘价计算，2019 年上市券商 PB 估值已提升到 1.64x，头部券商回升到 1.0x-1.8XPB。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。建议关注龙头企业：**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

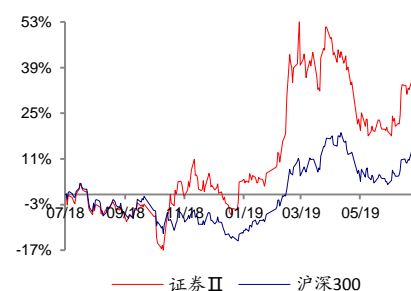
前次评级

买入

报告日期

2019-07-08

#### 相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：

陈卉



SAC 执证号：S0260519040001



0755-82535901



gfchenh@gf.com.cn

请注意，陈卉并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

#### 相关研究：

证券 II 行业：行业杠杆提升可期，开启新一轮成长空间 2019-07-01

证券 II 行业：拟松绑重组上市，利好证券板块 2019-06-21

**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	13.58	20190426	买入	17.10	0.75	0.98	18.11	13.86	1.23	1.13	7%	9%
华泰证券	601688.SH	CNY	21.21	20190430	买入	26.60	0.96	1.17	22.17	18.19	1.60	1.50	7%	9%
中信证券	600030.SH	CNY	23.17	20190429	买入	28.90	1.31	1.61	17.69	14.39	1.68	1.54	10%	11%
海通证券	06837.HK	HKD	8.26	20190426	买入	12.90	0.75	0.98	9.72	7.44	0.66	0.61	7%	9%
HTSC	06886.HK	HKD	13.22	20190430	买入	18.60	0.96	1.17	12.19	10.00	0.88	0.82	7%	9%
中信证券	06030.HK	HKD	15.24	20190429	买入	20.90	1.31	1.61	10.26	8.35	0.98	0.90	10%	11%
中金公司	03908.HK	HKD	15.30	20190401	买入	21.00	1.19	1.37	11.34	9.85	1.43	1.31	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 7 月 8 日收盘价计算

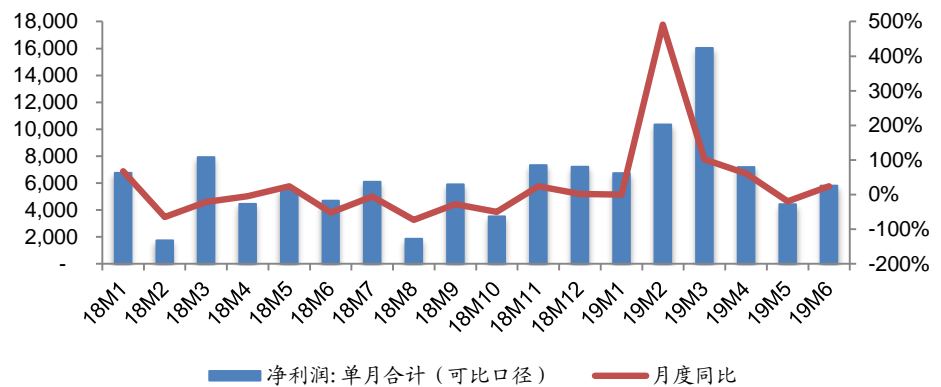
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

## 数据解读: 已披露数据的 27 家上市公司 6 月实现净利润 58.1 亿元, 环比增长 55.0%, 同比增长 61.8%

根据公司公告, 27家上市券商6月共实现营业收入181.8亿元, 环比增长54.7%, 同比增长51.6% (环比、同比数据均为可比口径)。月度业绩环比上升主要归因于6月份市场回暖, 交投活跃, 自营收益正向增长以及2019年上半年末收入确认因素。

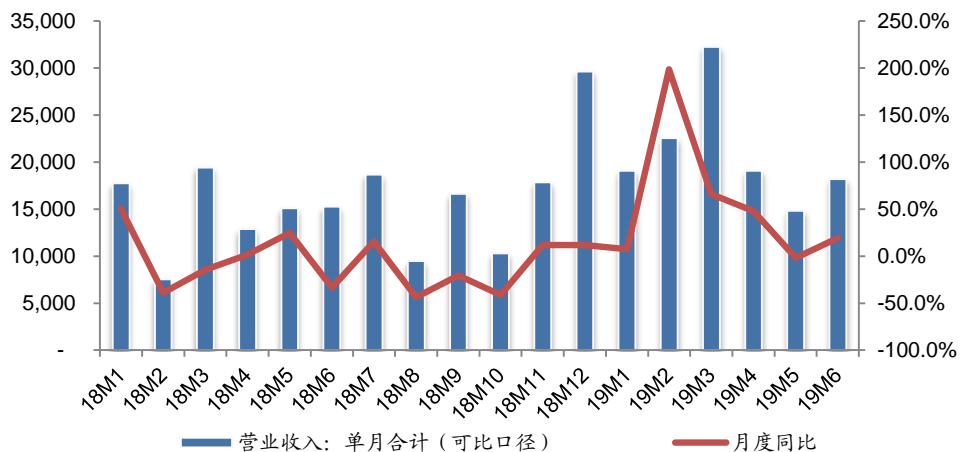
6月单月净利润居前的上市券商包括: **国泰君安** (9.32亿元, 同比+36.9%, 环比+95.1%)、**海通证券** (8.33亿元, 同比+114.1%, 环比+176.2%)、**中信证券** (7.24亿元, 同比-9.3%, 环比+44.6%)、**华泰证券** (4.63亿元, 同比+13.4%, 环比+25.1%) 等。6月单月营业收入居前的上市券商包括: 国泰君安 (26.58亿元, 同比+55.4%, 环比+104.3%)、中信证券 (21.26亿元, 同比-0.4%, 环比+45.6%)、海通证券 (15.85亿元, 同比+108.7%, 环比+76.0%)、华泰证券 (13.11亿元, 同比+34.1%, 环比+35.0%) 等。

图1: 27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: 公司公告、广发证券发展研究中心

图2: 27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6月经营业绩表现

单位: 百万元	净利润 (扣非后母公司口径)					营业收入 (扣非后母公司口径)				
金额-月度	18M6	19M5	19M6	同比	环比	18M6	19M5	19M6	同比	环比
<b>中信系 (中信+金通+万通)</b>	799	501	724	-9%	45%	2,136	1,460	2,126	0%	46%
中信	752	471	682	-9%	45%	2,019	1,363	1,999	-1%	47%
中信金通	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
中信万通	47	30	42	-10%	41%	117	97	127	9%	31%
金通	0	-0	0	-75%	-140%	0	0	0	-3%	21%
<b>海通系 (海通+海通资管)</b>	389	302	833	114%	176%	759	900	1,585	109%	76%
海通	353	276	549	56%	99%	759	844	1,178	55%	40%
海通资管	37	25	284	677%	1027%	1	57	407	67986%	617%
<b>华泰系 (华泰+联合+资管)</b>	409	371	463	13%	25%	978	971	1,311	34%	35%
华泰	256	234	327	28%	40%	601	666	976	62%	47%
华泰联合	41	10	22	-47%	112%	180	79	123	-32%	56%
华泰资管	112	127	115	2%	-10%	196	226	212	8%	-6%
<b>招商系 (招商+招商资管)</b>	102	335	444	337%	32%	475	885	1,225	158%	38%
招商	40	276	378	834%	37%	353	801	1,117	217%	40%
招商资管	61	59	66	8%	12%	122	84	108	-12%	28%
<b>长江系 (长江+长江承销)</b>	-69	135	152	-321%	13%	147	390	495	236%	27%
长江	-73	78	138	-289%	76%	90	275	442	390%	61%
长江承销	-9	41	-4	-54%	-110%	6	82	3	-47%	-96%
长江资管	13	15	19	39%	27%	51	33	50	-3%	49%
<b>西南</b>	-64	19	38	-160%	98%	285	110	296	4%	169%
<b>东北</b>	42	-35	30	-27%	-188%	168	40	267	59%	559%
<b>国金</b>	50	51	80	59%	55%	170	237	261	54%	10%
<b>兴业系 (兴业+兴证资管)</b>	533	12	238	-55%	1823%	919	114	770	-16%	577%
兴业	532	14	219	-59%	1512%	899	104	742	-18%	616%
兴证资管	1	-1	19	2034%	-1636%	20	10	29	42%	180%
<b>方正系 (方正+瑞信+民族)</b>	-146	66	-101	-31%	-253%	212	472	480	127%	2%
方正	-153	47	-99	-35%	-310%	124	378	436	251%	15%
瑞信方正	4	-5	-5	-219%	0%	17	11	8	-55%	-28%
民族	3	24	3	6%	-86%	70	83	36	-48%	-56%
<b>东吴</b>	-48	67	93	-296%	39%	162	243	323	99%	33%
<b>西部</b>	-4	21	-118	2604%	-651%	179	140	266	49%	91%
<b>国信</b>	144	322	408	183%	27%	440	991	982	123%	-1%
<b>东兴</b>	49	70	116	139%	65%	247	160	297	20%	86%
<b>安信</b>	77	-10	149	95%	-1631%	331	155	541	63%	248%
<b>国泰君安系 (国泰君安+上海证券+国泰君安资管+海际证券)</b>	681	478	932	37%	95%	1,711	1,301	2,658	55%	104%
国泰君安	529	434	764	44%	76%	1,274	1,144	2,279	79%	99%

上海证券	-39	10	49	-227%	380%	46	62	95	105%	53%
国泰君安资管	191	34	119	-38%	252%	390	95	285	-27%	199%
海际证券	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
一创系 (第一创业+一创投行)	3	19	-112	-3589%	-697%	76	85	97	28%	15%
第一创业	13	13	-110	-945%	-955%	74	65	88	19%	35%
一创投行	-10	6	-2	-78%	-137%	2	19	9	356%	-52%
中国银河 (中国银河+银河金汇)	-90	369	261	-389%	-29%	304	964	903	197%	-6%
中国银河	-94	367	244	-359%	-33%	183	925	800	337%	-13%
银河金汇	4	2	16	294%	760%	121	40	102	-16%	158%
华安	43	13	41	-5%	218%	147	103	172	17%	66%
浙商系 (浙商+浙商资管)	66	384	86	29%	-78%	150	542	270	80%	-50%
浙商	66	381	81	23%	-79%	129	518	245	90%	-53%
浙商资管	0	3	4	3325%	25%	21	25	25	19%	1%
南京	12	28	57	366%	105%	122	87	164	35%	89%
华西	58	42	130	126%	214%	172	179	304	77%	70%
财通系 (财通+财通资管)	112	21	254	127%	1140%	253	114	662	162%	479%
财通	104	10	241	131%	2274%	189	51	514	172%	914%
财通资管	8	10	13	73%	27%	64	64	148	131%	133%
中信建投	346	31	452	30%	1338%	1,013	681	1,062	5%	56%
天风证券	-	38	33	-	-13%	-	174	310	-	79%
长城证券	-	66	90	-	37%	-	169	263	-	56%
华林证券	-	36	39	-	11%	-	87	89	-	3%
单月合计 (可比口径)	3,493	3,751	5,814	62%	55%	11,554	11,755	18,181	52%	55%

数据来源：公司公告、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中信建投、天风证券、长城证券

## 增长原因：市场回暖，交易量放大

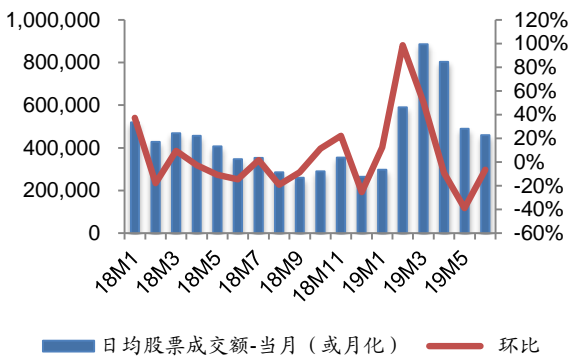
**经纪：**日均股票成交额环比下滑幅度有所减小。6月两市日均股票成交金额4588.5亿元，环比2019年5月的4900.7亿元下滑6.4%，延续上月环比下滑趋势。6月成交金额合计8.7万亿元，环比下滑11.1%，同比增长25.6%。6月沪深股市交易活跃度下滑幅度有所减缓，缓解券商经纪业务压力。

**自营：**股票市场有所回暖，推动业绩提升。6月沪深300指数上涨5.4%，高于5月下跌7.2%的月度表现；创业板指上涨1.9%，高于5月下跌8.6%的月度表现。2018年6月沪深300指数下跌7.7%，创业板指数跌7.9%。债市小幅回落：中证全债指数6月上涨0.6%，较5月上涨0.8%的月度涨幅小幅回落。2018年6月中证全债指数上涨0.7%。股票市场有所回暖，提升券商自营业绩。

**资本中介：**两融余额有所回落，质押规模仍在收缩。6月末两融余额9108.2亿元，环比下降1.3%；市场质押股数6135亿股，较5月末质押股数6141亿股小幅收缩，年初以来已减少210亿股。

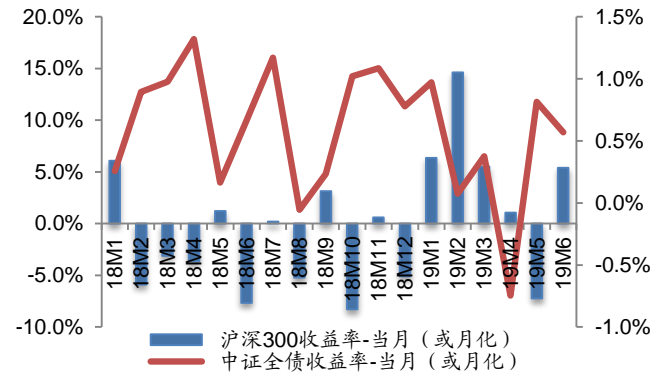
**投行：6月股权融资萎靡，债市发行有所回暖。**6月股权融资规模362.2亿元，环比下降47.4%，同比下滑54.3%，其中，6月IPO发行规模104.9亿元（同比-74%，环比-33%），再融资发行规模227.4亿元（同比-36%，环比-12%）。债券市场整体6月发行规模3.96万亿元（同比-3%，环比+8%），有所回暖。**科创板正式开板，两个月内首批企业将在科创板上市交易。**6月13日，在第十一届陆家嘴论坛开幕式上，中国证监会和上海市人民政府联合举办了上海证券交易所科创板开板仪式。上海证券交易所理事长黄红元于会上表示：两个月内首批企业将在科创板上市交易。

图3：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4：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：科创板持续推进，建议配置龙头标的

**科创板持续推进，券商创投龙头效应明显。**根据上交所披露，截至6月14日，上交所共受理123家科创板企业，中止1家；合计总承销金额1124.67亿元，其中中金公司、中信证券、中信建投、华泰证券（三中一华）合计占比51.89%，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1家。

**头部券商融资渠道松绑，进一步释放流动性。**证监会对头部券商金融债发行松绑，6月25日中信证券、华泰证券、中信建投证券、申万宏源证券等七家券商陆续公告称，收到中国证监会监管意见书，对公司申请发行金融债券无异议。另外，头部券商短融余额规模扩大，截至6月末，中信证券等九家券商待偿还短期融资券余额上限合计提升超过3000亿元。核准发行金融债和提高短融规模，丰富了券商融资工具，降低融资成本，有助于提升证券行业整体杠杆倍数，头部券商具有先发优势。

**我们长期看好创新业务推进与交易量放大所带来的证券板块的投资性机会。**根据2019年盈利预测，按7月8日收盘价计算，2019年上市券商PB估值已提升到1.64x，头部券商回升到1.0x-1.8XPB。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。建议关注龙头企业：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(美元)			PE (倍)			PB (倍)		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
美股 (USD)	摩根士丹利	MS.N	44.21	4.73	4.99	5.13	9.03	8.56	8.32	1.00	0.95	0.90
	高盛集团	GS.N	207.90	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

收盘价及表中估值指标按照7月8日收盘价计算

## 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：分析师，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。