

业绩环比改善, 券商股迎配置窗口

——证券行业 6 月经营数据点评

强于大市 (维持)

日期: 2019 年 07 月 11 日

行业事件:

截至 2019 年 7 月 9 日, 共有 32 家上市券商发布了 2019 年 6 月经营数据, 其中 27 家可比上市券商合计实现单月营收 195.87 亿元, 环比大增 59.39%; 1-6 月累计营收 1076.79 亿元, 同比增长 36.71%; 单月净利润 64.77 亿元, 环比大增 63.26%; 1-6 月累计净利润 440.20 亿元, 同比增长 45.59%。

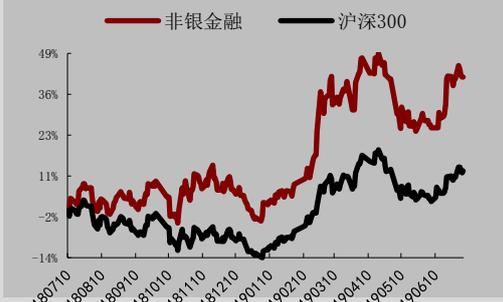
投资要点:

- **券商业绩:** 单月净利来看, 国泰君安 (9.32 亿元)、海通证券 (8.33 亿元)、广发证券 (8.18 亿元) 处于净利润三甲位置; 而兴业证券 (1822.96%)、中信建投 (1140.03%) 增速显著领先同业, 5 月低基数效应为主要原因。累计净利来看, 上半年净利润表现最优的券商依旧是国泰君安 (50.80 亿元)、中信证券 (48.20 亿元)、海通证券 (42.65 亿元)、华泰证券 (40.95 亿元) 和广发证券 (33.94 亿元) 五家头部券商; 而净利润增速领先券商有国海证券 (1101.84%)、东吴证券 (667.10%)、和长江证券 (336.98%) 等。
- **分业务情况:** 1) **经纪与信用:** 全月 A 股日均成交额为 4963 亿元, 环比下降 5.66%, 较上月 (-37.57%) 有所收窄。而融资融券企稳, 月末两融余额为 9108 亿元, 环比仅下降 1.39%, 杠杆资金离场趋势边际改善。2) **投行:** IPO 承销金额环比大增 127.41%; 定增发行规模则提升 152.42%, 股权承销业务显著改善。债承方面也开启反弹, 核心债券承销金额 1884.95 亿元, 环比上升 11.74%。3) **资管:** 6 月券商共计发行 432 只产品, 发行规模为 81.38 亿份, 维持相对稳定。4) **自营:** 上证综指上涨 2.77%, 创业板指上涨 1.88%, 券商权益投资的回撤获得改善, 而债市方面则基本持稳。
- **投资建议:** 整体而言, 6 月市场有所回暖, 指数由跌转涨, 券商 β 业务边际改善, 叠加固收类业务季度结息因素, 业绩环比大幅提升, 但累计同比增幅较 1-5 月改善有限。综合来看, 当前券商板块兼具长短期投资价值, 当前板块 PB 已经调整至 1.6 倍, 龙头券商 PB 低至 1.2-1.8 倍区间, 配置价值较高。考虑到《证券公司股权管理规定》和《券商流动性支持新规》均对头部券商构成利好, 龙头溢价有望平稳提升, 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:** 美联储降准预期落空; 资本市场改革不达预期

盈利预测和投资评级

股票简称	18A	19E	19E	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 07 月 10 日

相关研究

万联证券研究所 20190709_行业周观点_AAA_非银金融行业周观点 (7.01-7.07)
万联证券研究所 20190627_行业策略_AAA_多元金融行业 2019 年中期投资策略
万联证券研究所 20190627_行业动态跟踪_AAA_保险行业 2019 年 5 月保费数据跟踪_保险行业保费增速降幅收窄

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

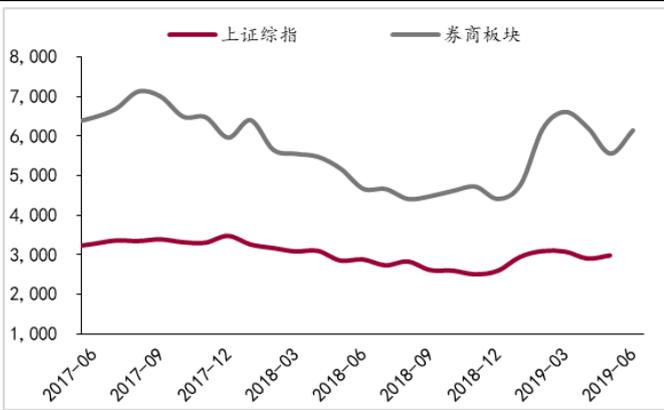
1、行业整体情况.....	3
1.1 市场表现：板块领先大盘，次新分化.....	3
1.2 经营数据：市场回暖+季度结息，业绩向好.....	3
2、分业务情况.....	4
2.1 经纪与信用业务：交易、两融下跌企稳.....	4
2.2 投行业务：股债承销同步向好.....	5
2.3 资管业务：产品发行稳定.....	5
2.4 自营业务：股指回升，债市持稳.....	6
3、投资建议.....	6
4、风险提示.....	7
图表 1：6 月券商板块开启反弹.....	3
图表 2：6 月券商股涨多跌少，次新表现分化.....	3
图表 3：6 月净利润增速 Top 10（亿元，%）.....	3
图表 4：1-6 月累计净利润增速 Top 10（亿元，%）.....	3
图表 6：券商 6 月经营数据.....	4
图表 7：日均股基交易额（单月）.....	4
图表 8：日均股基交易额（累计）.....	4
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 13：6 月新发行产品数量占比（%）.....	6
图表 14：6 月股票市场指数表现.....	6
图表 15：6 月债券市场指数表现.....	6

1、行业整体情况

1.1 市场表现：板块领先大盘，次新分化

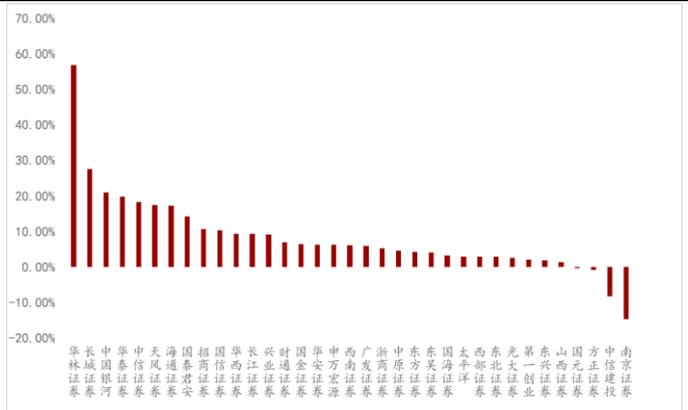
市场方面，券商板块（10.64%）在6月大幅跑赢上证指数（2.77%），一扫5月颓势（-10.49%）。个股涨多跌少，35只券商股中31只收涨，仅国元证券（-0.33%）、方正证券（-0.84%）、中信建投（-8.35%）和南京证券（-14.79%）有所下跌。整体来看，6月大型券商表现稳健，涨幅基本维持在10-20%区间；而次新券商分化明显，在中信建投和南京证券深度回调的情况下，华林证券（56.78%）依旧强势领跑，长城证券和天风证券也有不俗表现。

图表1：6月券商板块开启反弹



资料来源：wind，万联证券研究所

图表2：6月券商股涨多跌少，次新表现分化



资料来源：wind，万联证券研究所

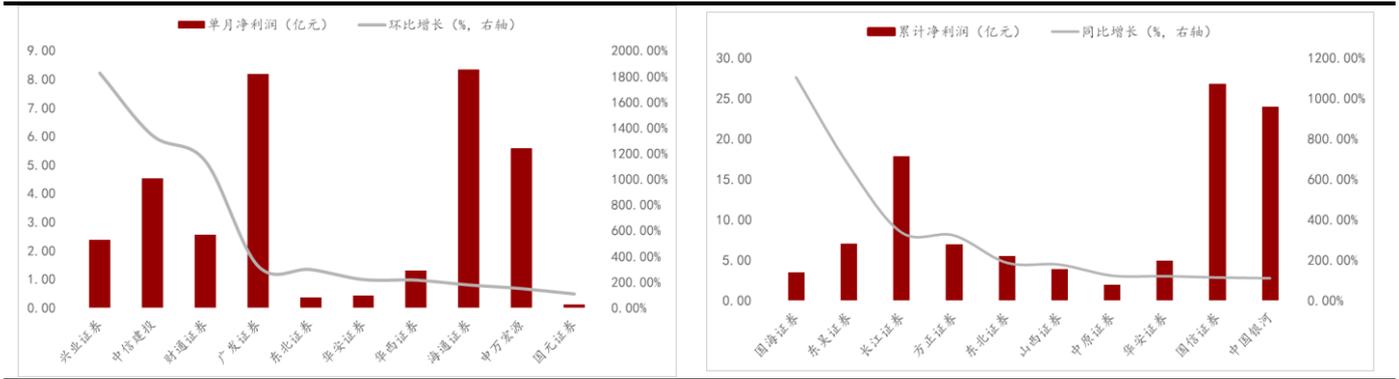
1.2 经营数据：市场回暖+季度结息，业绩向好

截至2019年7月9日，共有32家上市券商发布了2019年6月经营数据，其中27家可比上市券商合计实现单月营收195.87亿元，环比大增59.39%；1-6月累计营收1076.79亿元，同比增长36.71%；单月净利润64.77亿元，环比大增63.26%；1-6月累计净利润440.20亿元，同比增长45.59%。整体而言，6月市场有所回暖，指数由跌转涨，券商β业务边际改善，叠加固收类业务季度结息因素，业绩环比大幅提升，但累计同比增幅较1-5月改善有限。

单月净利来看，国泰君安（9.32亿元）、海通证券（8.33亿元）、广发证券（8.18亿元）处于净利润三甲位置，领先中信证券、华泰证券等其他头部券商；而兴业证券（1822.96%）、中信建投（1140.03%）增速显著领先同业，5月低基数效应为主要原因。累计净利来看，上半年净利润表现最优的券商依旧是国泰君安（50.80亿元）、中信证券（48.20亿元）、海通证券（42.65亿元）、华泰证券（40.95亿元）和广发证券（33.94亿元）五家头部券商，其中中信证券和华泰证券净利润增速相对落后；而净利润增速领先券商有国海证券（1101.84%）、东吴证券（667.10%）、和长江证券（336.98%）等。

图表3：6月净利润增速Top 10（亿元，%）

图表4：1-6月累计净利润增速Top 10（亿元，%）



资料来源: wind, 万联证券研究所

资料来源: wind, 万联证券研究所

图表5: 券商6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	同比基数	同比
兴业证券	601377.SH	7.70	577.08%	36.83	45.55%	2.38	1822.96%	10.76	-5.85%	328.26	315.59	4.01%
财通证券	601108.SH	6.62	478.79%	22.10	29.56%	2.54	1140.03%	6.87	20.23%	199.65	197.97	0.85%
广发证券	000776.SZ	17.21	173.40%	79.83	35.30%	8.18	324.46%	33.94	30.49%	845.91	791.81	6.83%
东北证券	000686.SZ	2.81	372.85%	16.65	86.32%	0.36	296.51%	5.47	187.11%	152.89	153.06	-0.11%
华安证券	600909.SH	1.72	66.29%	12.34	78.04%	0.41	218.21%	4.89	121.08%	123.42	120.38	2.53%
华西证券	002926.SZ	3.04	69.77%	18.84	44.82%	1.30	213.94%	7.78	49.59%	188.48	178.83	5.40%
海通证券	600837.SH	15.85	76.02%	83.64	48.37%	8.33	176.19%	42.65	32.19%	1149.08	1100.23	4.44%
申万宏源	000166.SZ	12.98	80.03%	68.54	24.12%	5.59	147.97%	29.00	26.63%	766.27	689.67	11.11%
国元证券	000728.SZ	2.31	739.33%	12.34	36.68%	0.10	106.20%	2.47	55.80%	232.93	237.26	-1.83%
西南证券	600369.SH	2.96	169.44%	17.28	26.52%	0.38	98.49%	6.75	97.28%	186.92	187.65	-0.39%
国泰君安	601211.SH	26.58	104.29%	114.65	15.32%	9.32	95.08%	50.80	27.29%	1322.36	1250.67	5.73%
东兴证券	601198.SH	2.97	85.90%	17.10	29.76%	1.16	65.21%	8.38	61.28%	196.66	193.26	1.76%
国金证券	600109.SH	2.61	10.24%	17.35	15.17%	0.80	55.03%	5.94	33.07%	197.76	187.33	5.57%
中信证券	600030.SH	21.27	45.60%	114.56	11.28%	7.24	44.68%	48.20	15.99%	1328.46	1279.19	3.85%
东吴证券	601555.SH	3.23	33.15%	18.72	94.02%	0.93	39.24%	7.01	667.10%	203.76	196.14	3.89%
招商证券	600999.SH	12.25	38.42%	70.85	62.92%	4.44	32.47%	29.94	70.93%	799.37	769.00	3.95%
国信证券	002736.SZ	9.82	-0.90%	60.92	50.42%	4.08	26.84%	26.79	114.36%	528.87	503.47	5.05%
华泰证券	601688.SH	13.11	35.04%	86.68	16.02%	4.63	25.08%	40.95	1.20%	1169.42	911.46	28.30%
长江证券	000783.SZ	4.95	26.88%	41.66	100.07%	1.52	13.16%	17.83	336.98%	284.26	273.77	3.83%
山西证券	002500.SZ	2.11	5.03%	11.93	63.03%	0.49	-24.72%	3.88	177.99%	134.87	132.78	1.58%
中原证券	601375.SH	1.35	-2.94%	8.10	52.69%	0.23	-26.75%	1.91	123.61%	98.97	98.75	0.22%
中国银河	601881.SH	9.03	-6.42%	61.29	56.65%	2.61	-29.32%	23.96	110.61%	676.01	641.90	5.31%
国海证券	000750.SZ	2.25	51.07%	12.50	132.48%	0.20	-49.88%	3.43	1101.84%	134.29	131.82	1.88%
浙商证券	601878.SH	2.70	-50.27%	17.02	57.49%	0.86	-77.75%	7.21	105.22%	144.25	129.05	11.78%
方正证券	601901.SH	4.80	1.63%	29.93	60.13%	-1.01	-253.06%	6.90	322.00%	463.98	457.06	1.51%
西部证券	002673.SZ	2.66	90.90%	16.57	58.52%	-1.18	-650.56%	5.04	78.28%	178.63	174.85	2.16%
第一创业	002797.SZ	0.97	14.93%	8.56	36.00%	-1.12	-697.13%	1.46	19.25%	90.40	94.10	-3.94%
可比上市券商合计		195.87	59.39%	1076.79	36.71%	64.77	63.26%	440.20	45.59%	12126.13	11397.03	6.40%
中信建投	601066.SH	10.62	56.00%	55.57	-	4.52	1338.03%	22.78	-	485.47	-	-
南京证券	601990.SH	1.64	89.03%	8.93	-	0.57	105.35%	3.67	-	106.53	-	-
长城证券	002939.SZ	2.63	56.21%	15.61	-	0.90	37.36%	4.95	-	162.76	-	-
华林证券	002945.SZ	0.89	2.92%	4.51	-	0.39	11.08%	1.84	-	50.26	-	-
天风证券	601162.SH	3.10	78.79%	14.35	-	0.33	-12.68%	2.42	-	111.47	-	-
上市券商合计		214.76	-	1175.78	-	71.49	-	475.86	-	13042.62	-	-

资料来源: wind, 万联证券研究所

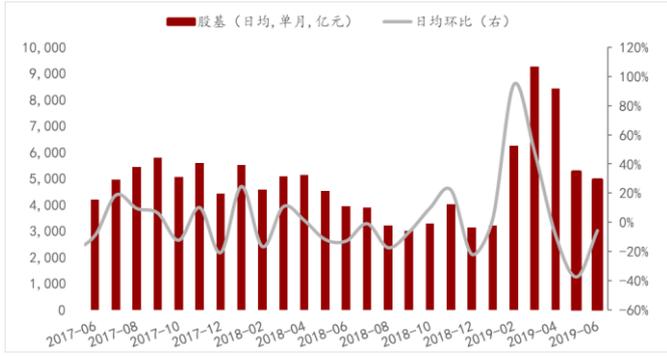
2、分业务情况

2.1 经纪与信用业务: 交易、两融下跌企稳

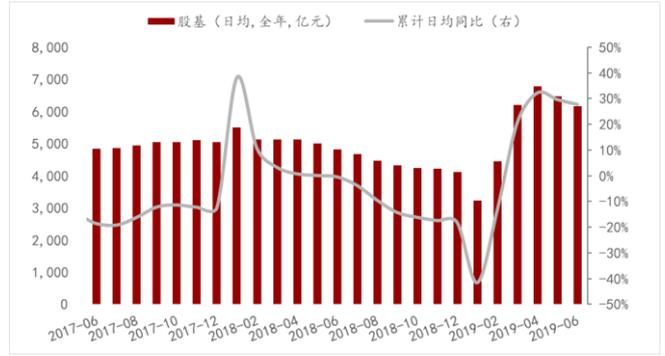
6月市场回暖,场内交易活跃度有所企稳。全月来看,A股日均成交额为4963亿元,环比下降5.66%,较上月(-37.57%)有所收窄。而融资融券数据也有企稳迹象,月末两融余额为9108亿元,环比仅下降1.39%,显示杠杆资金离场趋势边际改善。

图表6: 日均股基交易额 (单月)

图表7: 日均股基交易额 (累计)

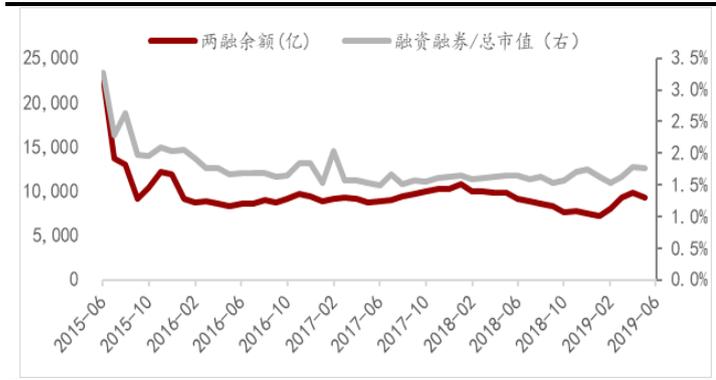


资料来源: wind, 万联证券研究所



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表8: 融资融券情况 (亿元, %)



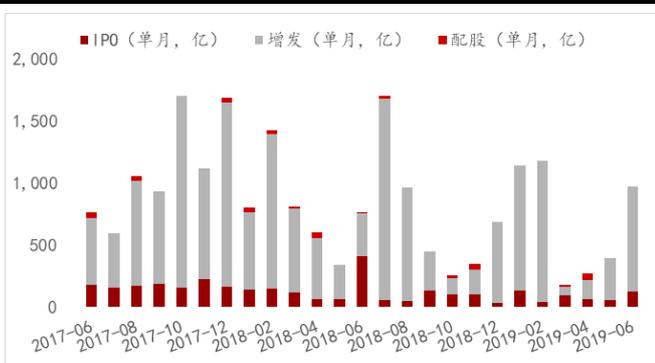
资料来源: wind, 万联证券研究所

2.2 投行业务: 股债承销同步向好

6月券商IPO承销金额为121.03亿元, 环比大增127.41%; 定增发行规模则提升152.42%至850.03亿元, 股权承销业务显著改善。债承方面也开启反弹, 核心债券承销金额1884.95亿元, 环比上升11.74%, 其中企业债受大规模到期影响, 发行规模大增180.86%至209.80亿元。

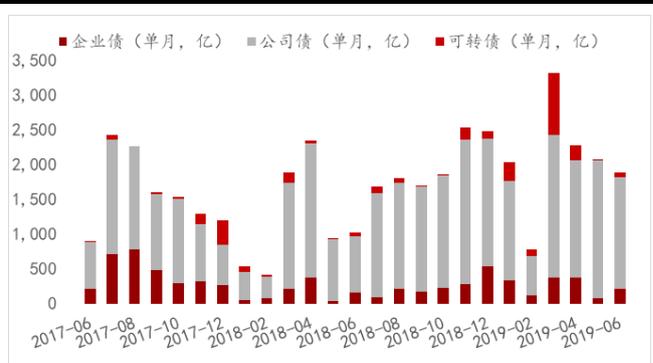
当前投行业务最大的看点仍是科创板, 7月22日科创板即将正式开闸交易, 券商有望迎来“保荐+跟投”和“承销+超额配售”两方面的超额回报, 资本利用率也将提升。

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)

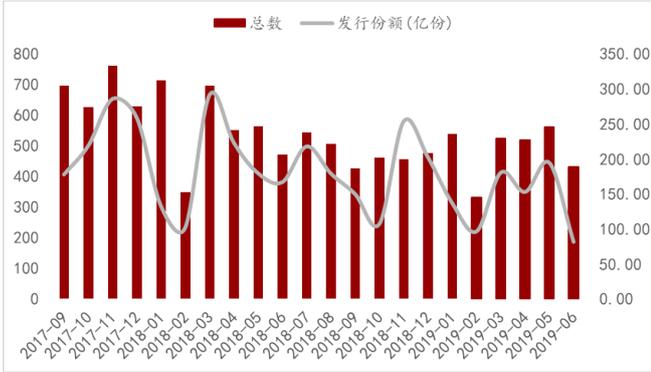


资料来源: wind, 万联证券研究所

2.3 资管业务: 产品发行稳定

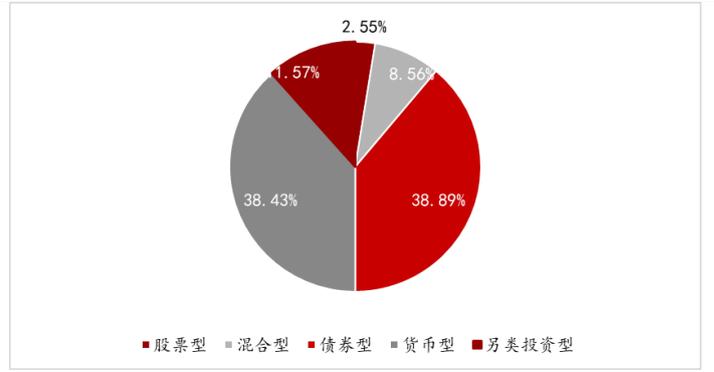
从资管产品发行情况来看，6月券商共计发行432只产品，发行规模为81.38亿份。产品结构方面，股混基金合计48只，占比达到11.11%，而债券型和货币型则分别有168只（38.89%）和166只（38.43%），此外另类投资基金发行50只，占比升至11.57%。

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12：6月新发行产品数量占比（%）

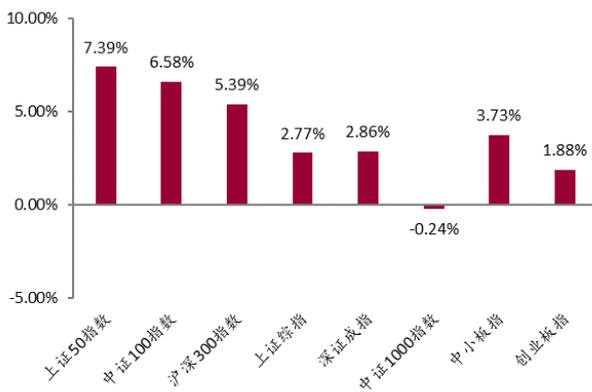


资料来源：wind，万联证券研究所

2.4 自营业务：股指回升，债市持稳

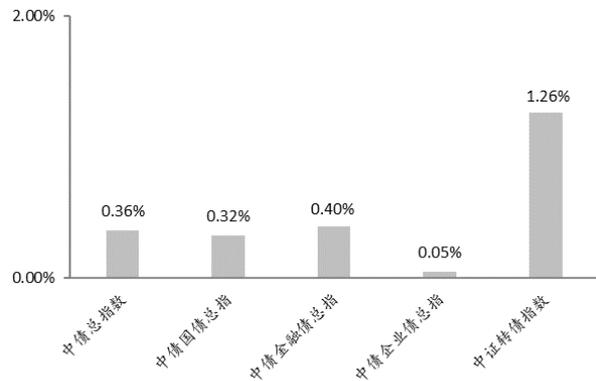
截至6月末，上证综指报2978.88点，环比上涨2.77%，创业板指报1511.51点，环比上涨1.88%，中证综合债（净价）指数报117.17点，环比上涨0.36%。6月市场震荡上行，以陆股通为代表的外资调头回流，市场有所回暖，券商权益投资的回撤获得改善。而债市方面则基本持稳。

图表13：6月股票市场指数表现



资料来源：wind，万联证券研究所

图表14：6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，外围风险因素缓和叠加科创板开闸预期支撑板块延续上行趋势。当前G20峰会带来正面反馈，美方将不再对中国出口产品加征新的关税，外围环境改善的大背景下，市场承压将有所缓和，交投活跃度也有望改善。与此同时，科创板将于7月22日正式开闸交易，资本市场重大改革事件落地，有利于提振市场情绪。尽管当前市场对于科创板标的在开闸后的向上空间和弹性表现仍有分歧，但短期内向下风险可控，券商受益科创板增量业务（交易、承销、跟投）的逻辑依旧明确，板块有望延续6月

上行趋势，开启估值业绩双修复。

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，包括金融供给侧改革、提升直融占比、扩大双向对外开放、完善科创板制度、优化衍生品市场等重大机制改革将持续利好券商长期发展。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。

综合来看，券商板块兼具长短期投资价值，当前板块PB已经调整至1.6倍，龙头券商PB低至1.2-1.8倍区间，配置价值较高。考虑到《证券公司股权管理规定》和《券商流动性支持新规》均对头部券商构成利好，龙头溢价有望平稳提升，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

美联储降准预期落空；科创板、衍生品等资本市场改革的进展不达预期

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07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	23.20	30.13	21.28	21.28	1.84	买入
601688.SH	华泰证券	0.61	0.97	1.15	12.88	21.12	34.62	21.77	18.37	1.64	买入

资料来源：wind，万联证券研究所

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