

谨慎推荐（维持）

证券行业事件点评

风险评级：中风险

半年报、科创板、美联储降息三预期叠加分析

2019年7月17日

李隆海（SAC 执业证书编号：S0340510120006）

电话：0769-22119462 邮箱：LLH@dgzq.com.cn

研究助理：许建锋 S0340519010001

电话：0769-22110925 邮箱：xujianfeng@dgzq.com.cn

事件：

截止2019年7月12日，上市券商母公司2019年1-6月业绩已公布完毕。科创板于2019年7月22日上市交易。

点评：

- **少数券商二季度合并报表净利润有望环比正增长。**35家上市券商母公司（不含东方财富、红塔证券）2019年二季度营业收入及净利润分别为505.31亿元和167.63元，分别环比-23%和-44%，主要是受到外部因素扰动及市场回调影响，推测上市券商2019年二季度合并报表营业收入及归母净利润均环比下降。个别券商母公司2019年二季度净利润环比正增长，浙商证券、长江证券、财通证券和国海证券母公司净利润分别环比+219%、+30%、+10%和+2%，浙商证券及长江证券2019年二季度合并报表净利润有望环比正增长。
- **预期2019年上半年上市券商业绩保持强劲增长。**32家可比上市券商母公司（不含东方财富、红塔证券）2019年1-6月累计营业收入及净利润分别为1129.83亿元及459.81亿元，分别同比+50%及+62%，预期2019年上半年上市券商整体业绩（合并报表后）仍保持较强劲的同比增长，但低于2019年一季度合并报表后的同比增速（2019年一季度营业收入、扣非归母净利润分别为同比+51%、95%）。上市券商母公司2019年1-6月累计净利润同比增速前5位分别为南京证券、国海证券、东方证券、方正证券和东吴证券；头部券商母公司2019年1-6月累计净利润同比增速前4位分别为中信建投、中国银河、国信证券和招商证券。截止2019年7月14日，上述券商中，国海证券公布了2019年上半年业绩预告，其归母净利润同比+281%，在已公布业绩预告11家券商中处于较高的同比增速水平。
- **科创板业务呈头部集中。**2019年7月22日将迎来25家首批交易的科创板企业，同时意味着相关承销保荐收入、网下配售佣金收入及预期交易后市场活跃带来的收入兑现渐进。按主承销商口径统计，25家首批交易科创板企业中，保荐家数前6名券商分别是中信建投5.5家、华泰证券3.5家、中信证券3家、国信证券2家、中金公司2家、海通证券2家，前6名合计保荐家数占比为72%。假设联合保荐的券商平均分享保荐承销及网下配售佣金收入，经测算，保荐承销收入+网下配售佣金收入前5名分别为中信建投约3.5亿元、华泰证券约2.9亿元、国信证券约2.0亿元、中信证券约1.7亿元、海通证券1.2约亿元，占2019年1季度合并报表营业收入比例分别为1.61%、1.15%、1.82%、0.40%、0.63%，上述5家券商保荐承销收入+网下配售佣金收入合计占比为60%。截止2019年7月15日，共148家（含已上市）企业申报科创板，按主承销商口径统计，保荐家数前6名分别为中信建投14.5家、中金公司14家、中信证券11家、华泰证券9.5家、国信证券8家、招商证券8家。
- **投资建议。**

券商估值预期分析。当前券商估值包含了如下预期：一是2019年上半年业绩强劲增长，2019年

二季度业绩环比下降；二是科创板保荐业务增厚头部券商投行业务收入，且首批交易带来的短期市场活跃，一定程度上增加券商行业业绩；三是美国 2019 年降息预期，国内货币宽松空间扩大，有望提升市场整体风险偏好。

2019 年三季度是上述预期（半年报+科创板+降息三预期叠加）检验阶段，预期能否兑现及是否有超预期情况是影响券商三季度表现关键。

第一个预期兑现是大概率事件，但具体到单个券商，若其 2019 年二季度净利润环比正增长，可视为超市场预期表现；此外若单个券商 2019 年半年报净利润同比增速远高于行业平均及市场预期，亦有望在现有基础上带来估值提升。

第二个预期亦大概率能兑现，2019 年 1 季度上市券商自营业务及经纪业务营收占比分别为 44% 和 19%，若科创板交易带动的整个市场交易活跃的持续时间足够长，对增厚券商 2019 年下半年业绩意义重大，市场份额大的头部券商更加受益，因此科创板活跃市场的持续性强弱是重要看点。此外，市场对科创板影响（对券商业绩增厚）预期主要聚焦于 2019 年科创板保荐业务带来的保荐承销收入，这部分预期已被现有估值水平反映，而注册制下的上市标准多元化，上市企业资产质量提升及注册制施行范围扩大等趋势下，带来的投行业务收入将超过现有预期，超预期情况能否发生关键在于改革的进度，投行业务市场份额较大券商是主要受益者。

第三个预期兑现关键在于美国经济基本面变化，但从美联储主席偏鸽派的言论及美国国内预测，预期美国于 2019 年三季度降息概率较大，在货币宽松情况下，国内证券市场活跃度有望提升。

基于上述分析，建议关注中信证券、华泰证券、海通证券、国信证券、招商证券、东吴证券。

- **风险提示。**宏观经济超预期下滑，科创板活跃市场效应低于预期，股基成交量大幅萎缩，中美贸易摩擦恶化。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

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或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn