

政策利好头部券商，关注分项业务超预期标的

2019年07月22日

评级 同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
证券	-1.68	-6.26	32.22
沪深300	-0.68	-5.41	9.02

龙靓

执业证书编号: S0530516040001  
longliang@cfzq.com

滕毅

tengyi@cfzq.com

分析师

0731-84403365

研究助理

0731-84403398

相关报告

- 《证券行业 2019 年 5 月报-两大核心催化 紧握金融优质股》 2019-06-21
- 《证券: 证券行业 2019 年中期策略报告: 改革赋予新动能, 分化中寻找 α》 2019-06-03
- 《证券: 证券行业 2019 年 4 月报: 估值回调 凸显配置价值》 2019-05-19

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
中信证券	0.77	30.10	1.09	21.27	1.22	19.00	推荐
华泰证券	0.66	32.08	0.89	23.79	1.00	21.17	推荐
中国银河	0.28	41.96	0.41	28.66	0.40	29.38	推荐
海通证券	0.45	30.55	0.62	22.17	0.68	20.22	谨慎推荐
东方证券	0.18	56.77	0.27	37.85	0.32	31.93	谨慎推荐
东吴证券	0.22	40.68	0.30	29.83	0.33	27.12	谨慎推荐
浙商证券	0.12	84.41	0.36	28.13	0.43	23.55	谨慎推荐

资料来源: 财富证券

投资要点:

- 非银金融行业 6 月小幅跑赢市场主要指数。申万非银金融行业指数上涨 8.23%，分别跑赢上证综指/沪深 300 指数 6.03/3.82 个百分点，在 28 个申万一级行业中位列第 2 位。
- 券商估值修复，配置价值仍然明显。截至 6 月末，证券行业 PB 估值为 1.67 倍，目前估值位于历史的后 8% 分位。大券商 PB 估值为 1.65 倍 (历史 17% 分位)，中小券商 PB 估值 1.73 倍 (历史 11% 分位)。
- 35 家上市券商 (非合并口径) 6 月共计实现营业收入 232.4 亿元，归母净利润 75.7 亿元，同比均增长 64%。2019 年 1-6 月 35 家上市券商累计实现营业收入 1274.5 亿元，归母净利润 510.7 亿元，整体优于 2018 年同期表现。
- 短期来看，行业流动性和监管政策将迎来边际宽松：部分头部券商待偿还短期融资券余额上限上调，金融债发行有望适度松绑，券商等非银机构获得流动性支持；并购重组政策松绑，将为券商带来更多业务机会，利好并购重组业务突出的头部券商。中长期来看，科创板的推出将重塑行业生态：市场角度看，注册制下由“企业盈利”为中心逐步转向以“信息披露”为中心，企业定价的市场化程度将显著提升；券商角度看，投行的定价和销售能力将面临更高要求，跟投制度对资本金的约束将推动投行向重资产业务转型，未来研究能力和资本实力较强的券商优势将逐步显现。
- 中报期临近，证券行业中报业绩高增已成定局。我们认为，由于目前行业市场表现已经基本反映业绩预期，叠加科创板开市对板块的催化作用有限，我们仍然维持行业“同步大市”评级。推荐关注中信证券 (600030.SH)、华泰证券 (601688.SH)、中国银河 (601881.SH)。
- 风险提示：市场交投活跃度低迷；市场大幅波动；证券公司业务开展不及预期；金融监管政策加强；资本市场改革进度低于预期。

## 内容目录

1 市场行情回顾.....	3
2 行业经营数据.....	4
2.1 上市券商财务数据.....	4
2.2 市场要素跟踪.....	6
3 投资建议.....	7
4 行业信息.....	8
5 风险提示.....	9

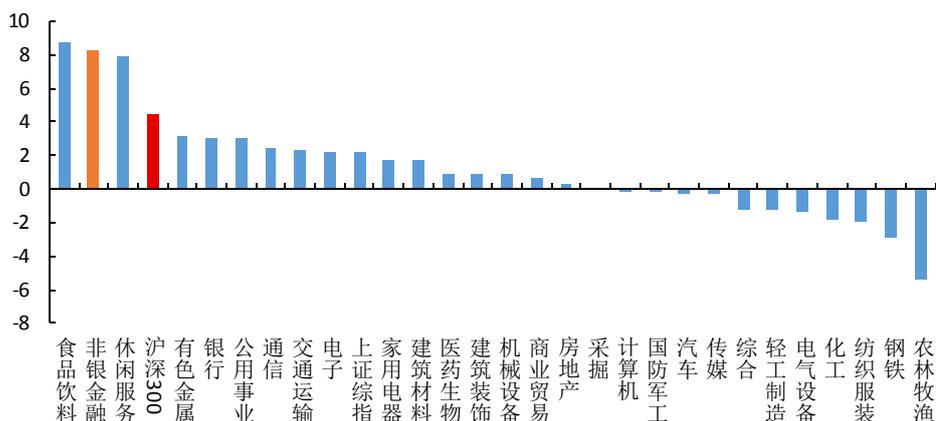
## 图表目录

图 1: 申万一级行业指数 6 月表现.....	3
图 2: 证券行业、全部 A 股历史 PB 估值情况.....	4
图 3: 两市日均成交金额.....	6
图 4: 融资融券余额.....	6
图 5: 融资当月净买入额.....	6
图 6: 陆股通当月净买入额.....	6
图 7: 市场质押规模.....	7
图 8: 当月股权融资规模.....	7
图 9: 当月债权融资规模.....	7
图 10: 当月发行资管产品份额.....	7
表 1: 证券行业个股涨跌幅排名.....	3
表 2: 证券行业当前 PB 估值情况.....	4
表 3: 上市券商 6 月经营情况 (非合并口径).....	5

## 1 市场行情回顾

非银金融行业 6 月小幅跑赢市场主要指数。上证综指 6 月上涨 2.20%，沪深 300 指数上涨 4.41%，同期申万非银金融行业指数上涨 8.23%，分别跑赢上证综指/沪深 300 指数 6.03/3.82 个百分点，在 28 个申万一级行业中位列第 2 位。非银金融二级子行业指数中，证券板块上涨 8.54%，保险板块上涨 9.25%，多元金融板块下跌 3.74%。

图 1：申万一级行业指数 6 月表现



资料来源：wind，财富证券

证券行业多数公司 6 月市场表现取得正收益率。行业涨幅前 5 位分别为华林证券 (+54.70%)、长城证券 (+26.57%)、哈投股份 (+21.50%)、中国银河 (+18.52%)、华泰证券 (+16.43%)；行业跌幅前 5 位分别为南京证券 (-15.52%)、中信建投 (-12.06%)、华创阳安 (-7.70%)、方正证券 (-4.31%)、越秀金控 (-2.88%)。

表 1：证券行业个股涨跌幅排名

股票代码	股票名称	6 月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)	股票代码	股票名称	6 月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
002945.SZ	华林证券	54.70	256.03	601990.SH	南京证券	-15.52	13.91
002939.SZ	长城证券	26.57	70.63	601066.SH	中信建投	-12.06	142.02
600864.SH	哈投股份	21.50	75.28	600155.SH	华创阳安	-7.70	78.35
601881.SH	中国银河	18.52	81.25	601901.SH	方正证券	-4.31	33.90
601688.SH	华泰证券	16.43	37.78	000987.SZ	越秀金控	-2.88	14.31

资料来源：wind，财富证券

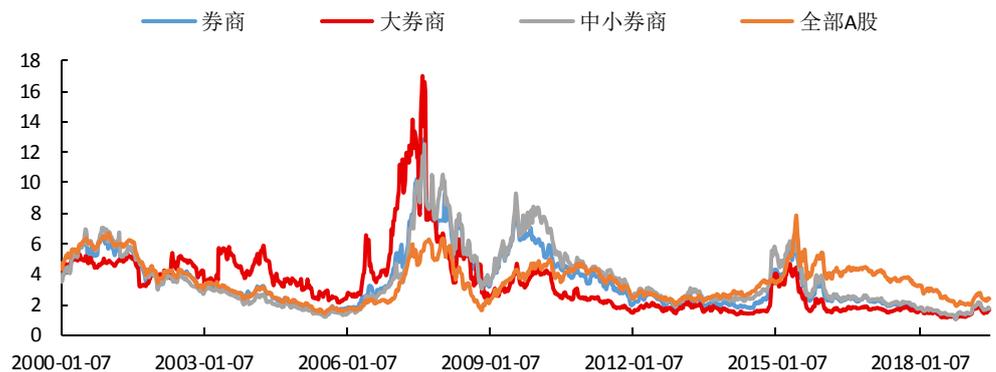
券商估值修复，配置价值仍然明显。截至 6 月末，证券行业 PB 估值为 1.67 倍（历史 TTM，中值，剔除负值，下同），前值为 1.53 倍，较 5 月有所修复，目前估值位于历史的后 8% 分位。大券商 PB 估值为 1.65 倍（历史后 17% 分位），中小券商 PB 估值 1.73 倍（历史后 11% 分位）。

表 2：证券行业当前 PB 估值情况

	券商	大券商	中小券商
月末 PB 估值	1.67	1.65	1.73
历史 PB 估值中位数	2.95	2.81	2.94
相对全部 A 股 PB	0.70	0.69	0.73
历史分位	91.35%	82.91%	88.10%

资料来源：wind，财富证券

图 2：证券行业、全部 A 股历史 PB 估值情况



资料来源：wind，财富证券

## 2 行业经营数据

### 2.1 上市券商财务数据

35 家上市券商（非合并口径）2019 年 6 月共计实现营业收入 232.4 亿元，环比增长 58%，同比增长 64%；归母净利润 75.7 亿元，环比增长 70%，同比增长 64%。2019 年 1-6 月 35 家上市券商累计实现营业收入 1274.5 亿元，归母净利润 510.7 亿元，整体优于 2018 年同期表现。

收入方面，31 家上市券商营收环比正增长，其中国元、兴业、财通证券营收环比增速居前，仅 4 家上市券商营收环比下滑。大型券商业绩表现稳定，8 家券商营收超过 10 亿元，分别为国泰君安（26.6 亿元）、中信证券（21.3 亿元）、广发证券（17.2 亿元）、海通证券（15.8 亿元）、华泰证券（13.1 亿元）、申万宏源（13.0 亿元）、招商证券（12.3 亿元）、中信建投（10.6 亿元）。利润方面，26 家上市券商净利润环比正增长，兴业、中信建投、财通证券净利润增速靠前，主要受低基数因素影响。净利润排名靠前的上市券商为国泰君安（9.3 亿元，环比+95%）、海通证券（8.3 亿元，环比+176%）、广发证券（8.2 亿元，环比+324%）、中信证券（7.2 亿元，环比+45%）、申万宏源（5.6 亿元，环比+148%）。

表 3：上市券商 6 月经营情况（非合并口径）

	单月				1-6 月累计			
	营业收入 (百万元)	净利润 (百万元)	营业收入 环比(%)	净利润 环比(%)	营业收入 (百万元)	净利润 (百万元)	营业收入 同比(%)	净利润 同比(%)
中信证券	2127	724	46%	45%	11456	4820	11%	16%
国泰君安	2658	932	104%	95%	11465	5080	15%	27%
国信证券	982	408	-1%	27%	6092	2679	50%	114%
华泰证券	1311	463	35%	25%	8668	4095	16%	1%
中国银河	903	261	-6%	-29%	6129	2396	57%	111%
海通证券	1585	833	76%	176%	8364	4265	48%	32%
招商证券	1225	444	38%	32%	7085	2994	63%	71%
申万宏源	1298	559	80%	148%	6854	2900	24%	27%
中信建投	1062	452	56%	1338%	5557	2278	不可比	不可比
广发证券	1721	818	173%	324%	7983	3394	35%	30%
光大证券	694	241	22%	20%	4697	1848	76%	144%
浙商证券	270	86	-50%	-78%	1702	721	57%	105%
东方证券	794	68	62%	-13%	4139	1283	54%	80%
方正证券	480	-101	2%	-253%	2993	690	60%	322%
长江证券	495	152	27%	13%	4166	1783	100%	337%
东吴证券	323	93	33%	39%	1872	701	94%	667%
国金证券	261	80	10%	55%	1735	594	15%	33%
山西证券	211	49	5%	-25%	1193	388	63%	178%
华西证券	304	130	70%	214%	1884	778	45%	50%
天风证券	310	33	79%	-13%	1435	242	不可比	不可比
长城证券	263	90	56%	37%	1561	495	不可比	不可比
东兴证券	297	116	86%	65%	1710	838	30%	61%
国海证券	225	20	51%	-50%	1250	343	132%	1102%
西部证券	266	-118	91%	-651%	1657	504	59%	78%
中原证券	135	23	-3%	-27%	810	191	53%	124%
太平洋	279	111	116%	960%	1041	358	130%	不可比
财通证券	662	254	479%	1140%	2210	687	30%	20%
兴业证券	770	238	577%	1823%	3683	1076	46%	-6%
西南证券	296	38	169%	98%	1728	675	27%	97%
华安证券	172	41	66%	218%	1234	489	78%	121%
南京证券	164	57	89%	105%	893	367	不可比	不可比
华林证券	89	39	3%	11%	451	184	不可比	不可比
第一创业	97	-112	15%	-697%	856	146	36%	19%
东北证券	281	36	373%	不可比	1665	547	86%	187%
国元证券	231	10	739%	不可比	1234	247	37%	56%

资料来源：wind，上市公司公告，财富证券

## 2.2 市场要素跟踪

(1) 两市日均成交金额连续三月环比下降，市场人气持续回落。其中6月分两市日均成交金额 4588 亿元，环比上月下降 6.4%。(2) 两融余额维持在 9000 亿元以上，连续两月净流出。6月末沪深两市两融余额 9107 亿元，近一月日均两融余额 9124 亿元，环比上月下降 2.3%，仍然保持在 9000 亿元以上；两融当月净买入额为-128 亿元，连续两月净流出。(3) 北向资金恢复流入。陆股通当月成交净额 400 亿元，北向资金恢复流入。(4) 股票质押业务规模持续收缩。6月末市场质押股份数量为 6134 亿股，较上月末减少 7 亿股，质押股份数量占总股本比例为 9.3%，较上月末下降 0.07 个百分点，质押股份参考市值 47071 亿元。(5) 股权、债权融资规模环比均出现下降。当月 IPO 发行 10 家，募集资金 104 亿元，再融资发行 14 家，募集资金 205 亿元，股权融资规模合计 309 亿元，环比减少 25%，同比减少 59%。企业债、公司债、可转债承销规模分别为 209 亿元、1547 亿元、63 亿元，核心信用债券融资规模总计 1820 亿元，环比上月减少 12%。(6) 资管产品发行规模环比下降。当月成立资管产品 327 只，发行份额 35 亿份，发行份额环比减少 81%。

图 3：两市日均成交金额



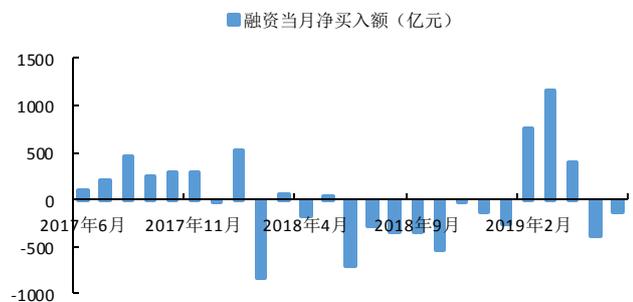
资料来源：wind，财富证券

图 4：融资融券余额



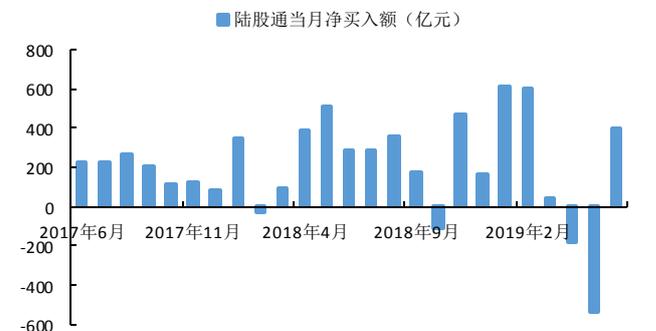
资料来源：wind，财富证券

图 5：融资当月净买入额



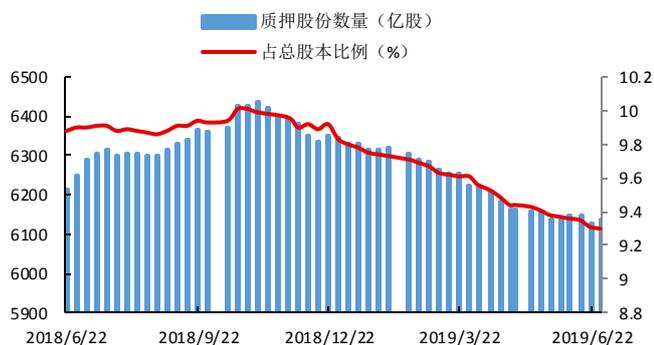
资料来源：wind，财富证券

图 6：陆股通当月净买入额



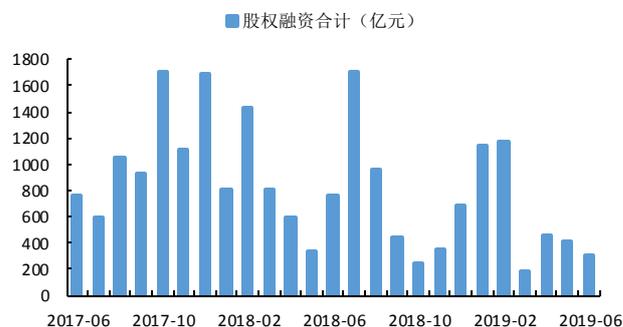
资料来源：wind，财富证券

图 7：市场质押规模



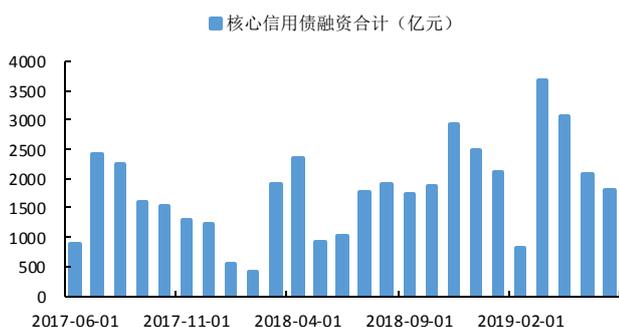
资料来源：wind，财富证券

图 8：当月股权融资规模



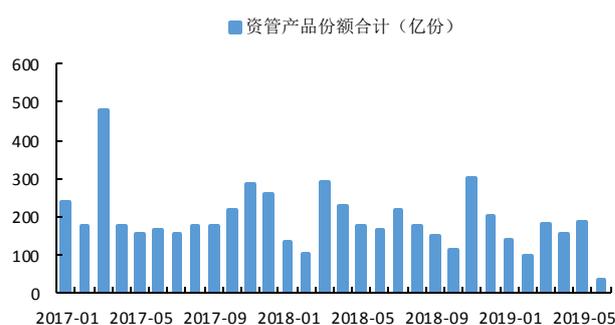
资料来源：wind，财富证券

图 9：当月债权融资规模



资料来源：wind，财富证券

图 10：当月发行资管产品份额



资料来源：wind，财富证券

### 3 投资建议

短期来看，行业流动性和监管政策将迎来边际宽松：部分头部券商待偿还短期融资券余额上限上调，金融债发行有望适度松绑，券商等非银机构获得流动性支持；并购重组政策松绑，将为券商带来更多业务机会，利好并购重组业务突出的头部券商。中长期来看，科创板的推出将重塑行业生态：市场角度看，注册制下由“企业盈利”为中心逐步转向以“信息披露”为中心，企业定价的市场化程度将显著提升；券商角度看，投行的定价和销售能力将面临更高要求，跟投制度对资本金的约束将推动投行向重资产业务转型，未来研究能力和资本实力较强的券商优势将逐步显现。

中报期临近，证券行业中报业绩高增已成定局。我们认为，由于目前行业市场表现已经基本反映业绩预期，叠加科创板开市对板块的催化作用有限，我们仍然维持行业“同步大市”评级。投资主线一：经营稳健、资本实力强以及政策优势明显的头部券商，推荐关注中信证券（600030.SH）、华泰证券（601688.SH）。投资主线二：分项业务板块表现突出、中报存在超预期可能的标的，建议关注受益市场交易回暖、经纪业务规模优势

显著的中国银河（601881.SH）。

## 4 行业信息

### （1）证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》公开征求意见

2019年6月20日，证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》向社会公开征求意见。

为进一步理顺重组上市功能，激发市场活力，证监会对现行监管规则的执行效果开展了系统性评估，拟进一步提高《上市公司重大资产重组管理办法》的“适应性”和“包容度”，主要内容如下：一是拟取消重组上市认定标准中的“净利润”指标，支持上市公司依托并购重组实现资源整合和产业升级。二是拟将“累计首次原则”的计算期间进一步缩短至36个月，引导收购人及其关联人控制公司后加快注入优质资产。三是促进创业板公司不断转型升级，拟支持符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市。四是拟恢复重组上市配套融资，多渠道支持上市公司置入资产改善现金流、发挥协同效应，引导社会资金向具有自主创新能力的高科技企业集聚。此外，本次修改将一并明确科创板公司并购重组监管规则衔接安排，简化指定媒体披露要求。

（信息来源：中国证监会）

### （2）证监会就设立科创板并试点注册制有关问题答记者问

2019年6月28日，证监会有关负责人就设立科创板并试点注册制有关问题答记者问，围绕科创板注册制、监管部门职能定位、信息披露、交易制度、发行定价、股东减持制度、退市制度、投资者适当性等十五个问题作出答复。

监管部门职能定位方面，考虑到我国证券市场机制尚不成熟等原因，科创板注册制仍然需要负责股票发行注册审核的部门提出一些实质性要求，并发挥一定的把关作用，其中上交所负责股票发行上市审核，证监会负责科创板股票发行注册、对上交所审核工作进行监督、实施事前事中事后全过程监管。信息披露方面，科创板始仍然坚持发行人是信息披露的第一责任人，在发行审核环节更加关注发行人信息披露的质量，结合科创板企业特点在持续信息披露环节也作出了差异化安排，整体建立了更加全面、深入和精准的信息披露制度体系。交易制度方面，考虑到我国资本市场仍不成熟，投资者结构中中小散户的占比较大，单边市的特征未发生根本改变，市场监管监测手段仍不够充足，从维护市场稳定运行和保护中小投资者的利益出发，科创板暂未引入T+0的交易制度。

（信息来源：中国证监会）

### （3）湘财证券拟“借道”哈高科上市

上市公司哈高科7月1日晚间发布公告，拟发行股份购买新潮控股、国网英大等17方持有的湘财证券100%股权，同时拟向不超过10名特定对象非公开发行股票募集配套资金，交易价格区间暂定为100亿元-140亿元。本次交易完成后，原湘财证券控股股东

新湖控股将成为哈高科控股股东，同时上市公司哈高科将转型金融服务业，湘财证券也将依托上市公司平台建立持续的资本补充机制，完善资本金补充渠道，有效提升其业务规模、盈利能力、综合竞争力。本次交易构成重大资产重组，后续仍需中国证监会核准。

(信息来源：上市公司公告)

## 5 风险提示

市场交投活跃度低迷；市场大幅波动；证券公司业务开展不及预期；金融监管政策加强；资本市场改革进度低于预期。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438