

谨慎推荐（维持）

## 证券行业 2019 年上半年业绩前瞻

风险评级：中风险

两角度预测业绩同比增速靠前券商

2019 年 7 月 24 日

### 投资要点：

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

SAC 执业证书编号：

S0340519010001

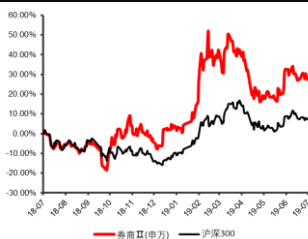
电话：0769-22110925

邮箱：

xujianfeng@dgzq.com.cn

### 细分行业评级

### 行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

### 相关报告

- **2019年上半年行业净利润有望保持强劲增长。**进入2019年，在政策、资金双重利好驱动下，证券市场迎来估值修复，受益于市场交投活跃及大市上涨，2019年一季度证券行业业绩同比大幅增长。虽然在2019年二季度市场进入调整，证券行业整体二季度业绩或受影响，但在2019年一季度高同比增长及2018年上半年低基数的基础上，2019年上半年业绩有望实现较高的同比增速。CISP报表显示2019年1-6月131家券商累计实现营业收入1784.10亿元，实现净利665.74亿元，营收同比+40.96%，净利润同比+102.59%。
- **业务数据整体回暖。**2019年上半年行业经营环境回暖，政策红利显著。经纪业务：净佣金率下滑放缓，股基日均成交额上升；投行业务：股、债承销规模同比一降一升；资管业务：通道业务规模下滑明显，主动管理业务规模增长艰难；信用业务：两融规模同比下降、股票质押规模同比持平；预期2019年上半年行业整体经纪、自营、投行收入同比增长，资管、信用业务收入同比下降。
- **从母公司净利润预测半年报业绩同比增速靠前券商。**上市券商母公司2019年1-6月累计净利润同比增速较高前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较高前3位分别为中信建投、中国银河、国信证券。
- **结合母公司业绩+一季度业绩预测半年报业绩同比增速靠前券商。**计算得出的2019年半年报归母净利润同比增速估计值较高前5位券商分别是东吴证券、长江证券、国海证券、山西证券、方正证券；大型券商同比增速估计值较高前3位分别是国信证券、中国银河、招商证券。
- **结合“2.1 从母公司净利润预测业绩同比增速靠前券商”分析得出如下预测：**东吴证券、国海证券、方正证券在两种预测方式中均是利润同比增速较高前5位，因此预计该三家券商2019年半年报的归母净利润同比增速在上市券商中排前5位；国信证券、中国银河在两种预测方式中均是利润同比增速较高前3位，预期该两家券商2019年半年报的归母净利润同比增速在大型上市券商中排前3位。
- **投资建议。**建议关注市场份额较大，科创板承销规模靠前，预期2019年半年报业绩同比增速行业前列，2019年二季度业绩环比正增长的标的，推荐关注中信证券、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。

## 目 录

1. 上半年业绩前瞻：行业净利润有望大幅增长，权益乘数上升.....	3
1.1 2019 年上半年行业经营环境回暖，政策红利显著.....	3
1.2 2019 年上半年行业净利润有望保持强劲增长.....	3
1.3 行业营收结构：预期自营业务营收占比最高，结构与一季度基本相同.....	4
1.4 资本结构：总资产及杠杆水平双双提升.....	4
1.5 经纪业务：净佣金率下滑放缓，股基日均成交额上升.....	5
1.6 投行业务：股、债承销规模同比一降一升.....	6
1.7 资管业务：通道业务规模下滑明显，主动管理业务规模增长艰难.....	7
1.8 信用业务：两融规模同比下降、股票质押规模同比持平.....	8
1.9 自营业务：预期上半年收入同比上升.....	8
2. 两角度预测半年报业绩同比增速靠前券商.....	9
2.1 从母公司净利润预测半年报业绩同比增速靠前券商.....	9
2.2 结合母公司业绩+一季度业绩预测半年报业绩同比增速靠前券商.....	11
2.3 少数券商二季度合并报表净利润有望环比正增长.....	12
3. 投资建议.....	13
3.1 当前估值包含的业绩预期.....	13
3.2 当前估值包含的其他预期.....	13
4. 风险提示.....	14

## 插图目录

图 1：131 家券商盈利情况（亿元，%）.....	3
图 2：证券行业资产规模及杠杆率（亿元，倍）.....	4
图 3：净佣金率（‰）.....	5
图 4：股基日均成交额（亿元）.....	6
图 5：季度股基日均成交额（亿元）.....	6
图 6：股权承销规模（亿元）.....	6
图 7：债券承销规模（亿元）.....	7
图 8：证券行业资管业务规模（亿元）.....	7
图 9：主动管理规模排名前 20 合计规模（亿元）.....	7
图 10：两融月末余额（亿元）.....	8
图 11：股票质押待回购初始交易金额（亿元）.....	8
图 12：证券行业自营业务收入（亿元）.....	9
图 13：科创板交易前后股基日均成交额（亿元）.....	13
图 14：科创板交易前后换手率（%）.....	13

## 表格目录

表 1：证券行业收入结构（%）.....	4
表 2：32 家上市券商母公司 2019 年上半年业绩（亿元，%）.....	9
表 3：部分上市券商 2019 年上半年业绩预告（%）.....	10
表 4：32 家上市券商 2019 年半年报归母净利润同比增速估计（亿元，%）.....	11
表 5：35 家上市券商母公司 2019 年二季度业绩环比增速（亿元，%）.....	12

## 1. 上半年业绩前瞻：行业净利润有望大幅增长，权益乘数上升

### 1.1 2019 年上半年行业经营环境回暖，政策红利显著

“改革发展”是政策主调。2019 年上半年，证券行业政策向“促发展”倾斜，改革与开放是核心着力点。经济增长承压背景下，培育新的经济增长动能迫切性凸显，发展直接融资，完善多层次资本市场改革进度提速，监管层相继出台科创板配套政策及创业板重大资产重组管理办法征求意见，推动 IPO 发行常态化，完善上市公司退市制，推动 GDR 及中日 ETF 互通落地等，将行业发展进程向高阶推进。

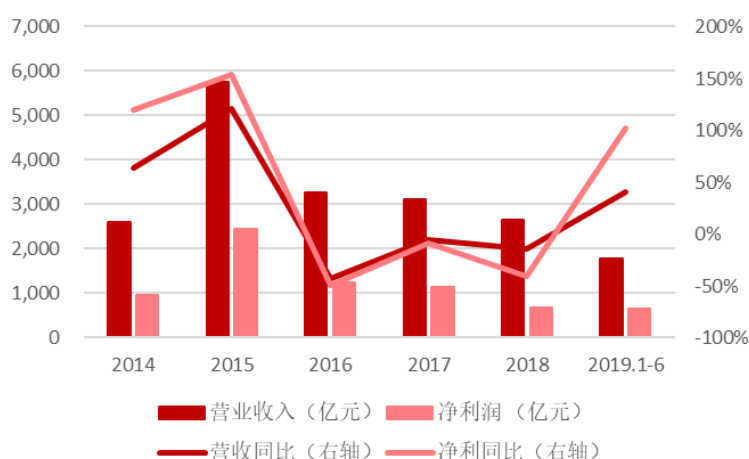
**对海外资金及机构扩大开放。**全球主要指数 MSCI 及富时指数纳入 A 股比例一增一启，北向资金净流入态势延续，QFII 额度提升及准入门槛放宽，未来沪伦通 GDR 种类有望扩容，国内投资者机构化进程加速。此外，合资券商外资股东由参转控，2 家外资控股券商被核准设立，取消券商期货机构外资股比例限制提前至 2020 年，行业将迎来国际化竞争格局。证券市场呈现海外投资者及券商双双涌入局面。

**政策红利受益明显。**2019 年 2 月 22 日，在中共中央政治局第十三次学习会议上，习近平主席强调深化金融供给侧结构性改革，资本市场基础制度改革相关方案加速推出，券商作为直接融资市场主要参与机构，政策红利受益明显。得益于改革红利及 2018 年低业绩基数，预期 2019 年上半年券商业绩将大幅增长。

### 1.2 2019 年上半年行业净利润有望保持强劲增长

进入 2019 年，在政策、资金双重利好驱动下，证券市场迎来估值修复，受益于市场交投活跃及大市上涨，2019 年一季度证券行业业绩同比大幅增长。虽然在 2019 年二季度市场进入调整，证券行业整体二季度业绩或受影响，但在 2019 年一季度高同比增长及 2018 年上半年低基数的基础上，2019 年上半年业绩有望实现较高的同比增速。CISP 报表显示 2019 年 1-6 月 131 家券商累计实现营业收入 1784.10 亿元，实现净利润 665.74 亿元，营收同比+40.96%，净利润同比+102.59%。

图1：131家券商盈利情况（亿元，%）



数据来源：证监会CISP报表，东莞证券研究所

### 1.3 行业营收结构：预期自营业务营收占比最高，结构与一季度基本相同

近年来，传统经纪业务收入占比持续下滑，自营业务收入占比已稳居第一位。根据中证协数据统计，2019 年前三季度，经纪业务收入占比进一步下降至 21.74%，自营业务收入占比从 2018 年的 30.05% 大幅提升至 50.45%。虽然 2019 年二季度市场进入回调，预期二季度自营业务营收占比较一季度降低，但在一季度高营收占比的基础上，预期 2019 年上半年自营业务营收占比仍然保持首位；预期经纪业务在 2019 年上半年将取得低幅同比正增长，经纪业务营收占比将保持第 2 位。因此，2019 年上半年营收结构将与一季度情况基本相同。

表1：证券行业收入结构（%）

期间	代理买卖证券业务净收入	证券承销与保荐业务净收入	财务顾问业务净收入	投资咨询业务净收入	资产管理业务净收入	证券投资收益（含公允价值变动）	利息净收入
2014	40.32%	9.23%	2.66%	0.86%	4.78%	27.29%	17.14%
2015	46.79%	6.84%	2.40%	0.78%	4.78%	24.58%	10.28%
2016	32.10%	15.85%	5.00%	1.54%	9.04%	17.33%	11.64%
2017	26.37%	12.34%	4.03%	1.09%	9.96%	27.66%	11.18%
2018	23.41%	9.71%	4.19%	1.18%	10.33%	30.05%	8.07%
2019Q1	21.74%	6.55%	2.06%	0.70%	5.63%	50.45%	6.78%

资料来源：证券业协会，东莞证券研究所

### 1.4 资本结构：总资产及杠杆水平双双提升

2019 年上半年，上市券商通过发行可转债已经融资 35 亿。另外，在待发行中，有 4 家上市券商计划定增合计 379.60 亿，4 家计划配股募资 333.05 亿元，还有 2 家计划发行可转债合计 66 亿，这就意味着待落地资金达 778.65 亿。

2019 年上半年上市券商有华林证券、红塔证券，合计募资净额为 21.43 亿元；此外，有 2 家券商处于证监会审核状态，2 家处于审核中止状态，9 家处于辅导备案登记状态（其中湘财证券拟通过借壳上市）；通过发债募资的券商也不在少数，券商通过发行公司债及短期融资券共募资 4124.80 亿元，同比增长 22.86%。

券商多渠道的资本补给，也使得证券行业资本实力持续增强。截至 2019 年 6 月，行业总资产 7.10 万亿元，净资产 1.96 万亿元，较 2018 年 6 月末分别+11.38%、+5.34%。另外，行业 2019 年 6 月末杠杆率为 3.02 倍，高于 2018 年 6 月末的 2.91 倍，行业资产规模与杠杆水平逐步提升，为业务扩张蓄力。

图2：证券行业资产规模及杠杆率（亿元，倍）



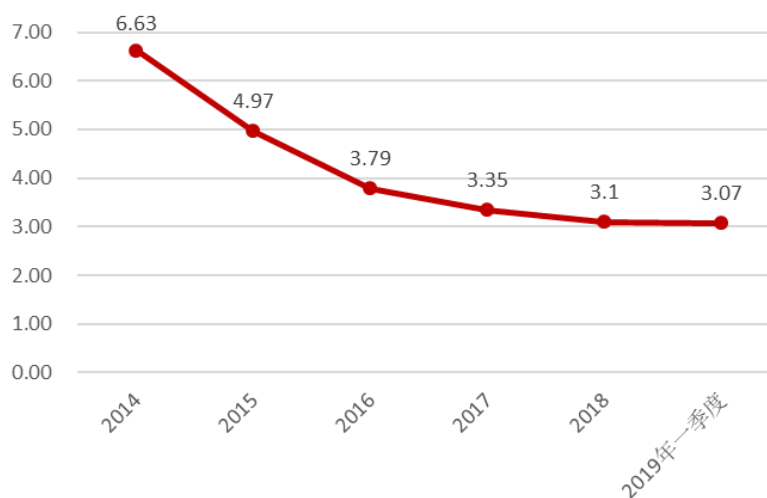
数据来源：Wind，东莞证券研究所

### 1.5 经纪业务：净佣金率下滑放缓，股基日均成交额上升

由于经纪业务同质化严重，行业竞争激励，加之互联网券商模式使得经营成本降低，净佣金率呈逐年下降趋势。2019 年前一季度行业整体的净佣金率为 3.07‰，较 2018 年的 3.1‰仅下滑万分之 0.03，下滑幅度有所放缓。

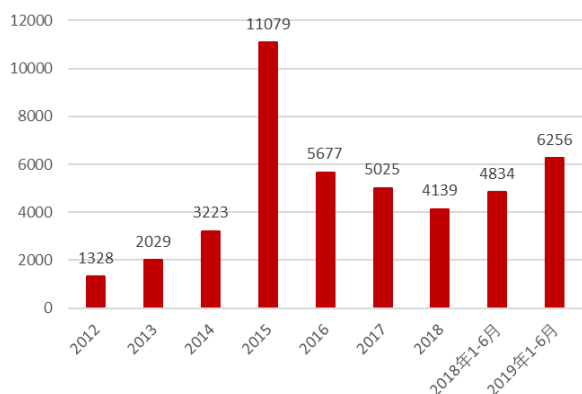
2019 年以来随着市场估值修复，成交活跃度提升，2019 年上半年日均股基成交金额为 6256 亿元，同比+29.40%，高于 2019 年一季度日均股基成交额+21.08%的同比增速，预示二季度股基日均成交额为环比略有增长。因此预期 2019 年上半年行业整体经纪业务收入同比正增长。

图3：净佣金率 (‰)



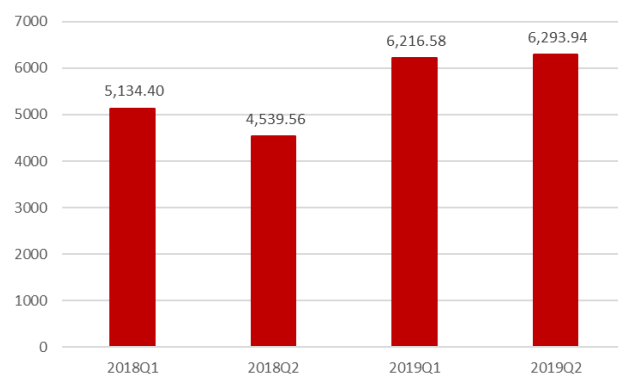
数据来源：Wind，东莞证券研究所

图4：股基日均成交额（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图5：季度股基日均成交额（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

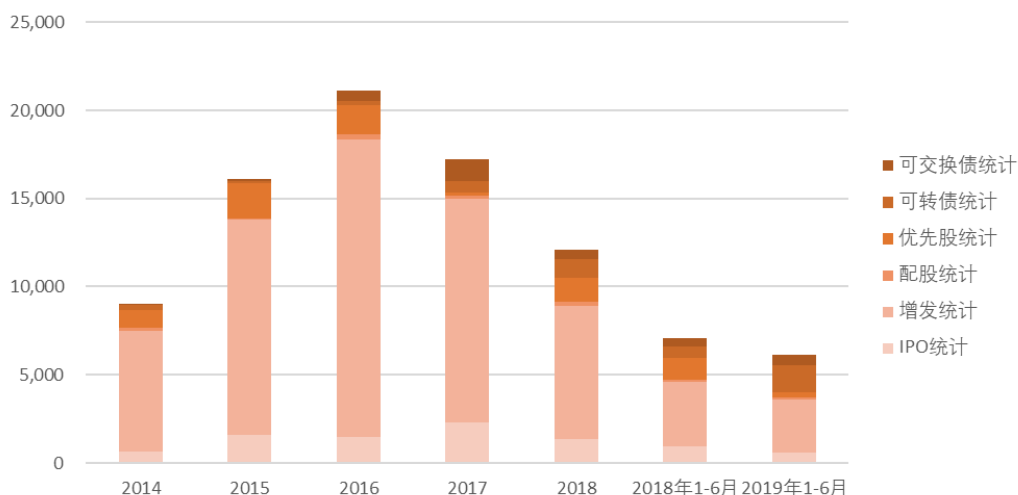
### 1.6 投行业务：股、债承销规模同比一降一升

受 IPO 发行节奏减慢影响，2019 年 1-6 月证券行业股权承销业务规模为 6125 亿元，同比-13.68%；其中：IPO 承销规模为 603 亿元，同比-34.63%；增发规模为 2992 亿元，同比-18.64%；配股承销规模为 109 亿元，同比-21.96%；优先股承销规模为 300 亿元，同比-74.99%；可转债承销规模为 1540 亿元，同比+140.78%；可交换债承销规模为 581 亿元，同比+12.50%；2019 年上半年仅可转债发行规模同比增长显著。

券商债券承销业务规模达到 3.15 万亿元，同比增长 63.90%，各类债券承销规模（政府支持机构债除外）均同比显著增加，其中：地方政府债承销规模为 2693 亿元，同比+1136.52%；政策银行债承销规模为 174 亿元，同比+763.83%；非政策性金融债承销规模为 6802 亿元，同比+96.84%；企业债承销规模为 1554 亿元，同比+75.13%；公司债承销规模为 10472 亿元，同比+77.59%；短期融资券承销规模为 661 亿元，同比+62.55%；中期票据承销规模为 1215 亿元，同比+42.01%；定向工具承销规模为 690 亿元，同比+66.86%；资产支持证券承销规模为 7199 亿元，同比+17.90%。政策银行债和地方政府债承销规模同比增长最为明显，主要是由于财政政策逆周期调节增加地方政府发债规模，支持基建投资所致。

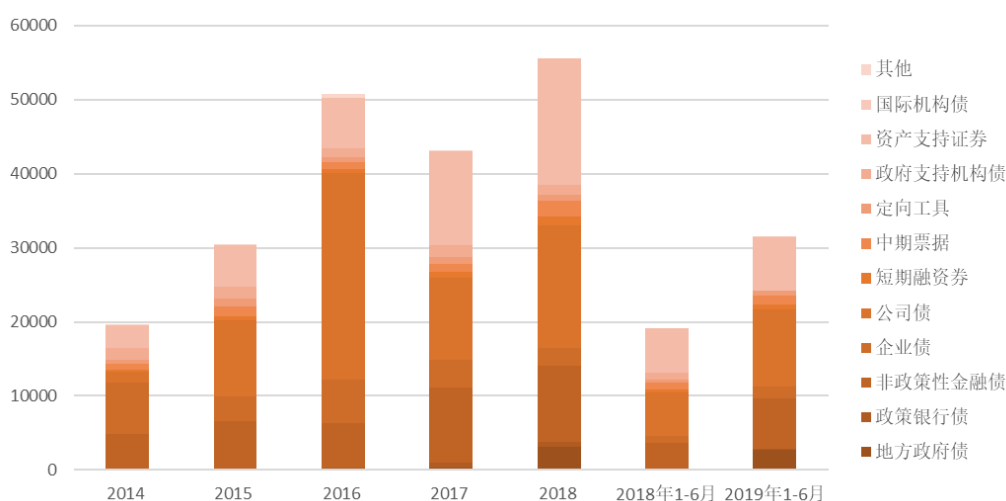
虽然 2019 年上半年 IPO 及增发承销规模同比下降，但债券承销规模同比增幅较大，因此预期证券行业 2019 年上半年投行业务收入同比正增长。

图6：股权承销规模（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

图7：债券承销规模（亿元）



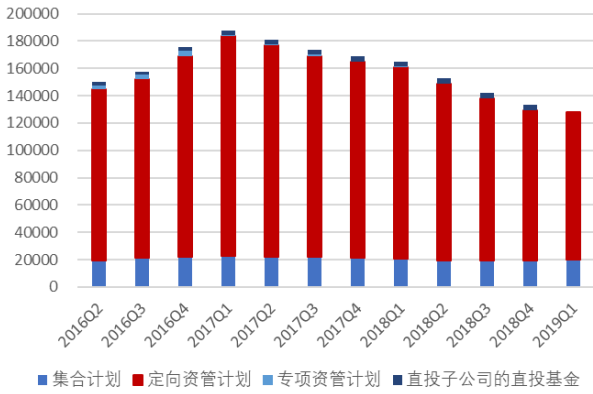
数据来源：Wind，东莞证券研究所

### 1.7 资管业务：通道业务规模下滑明显，主动管理业务规模增长艰难

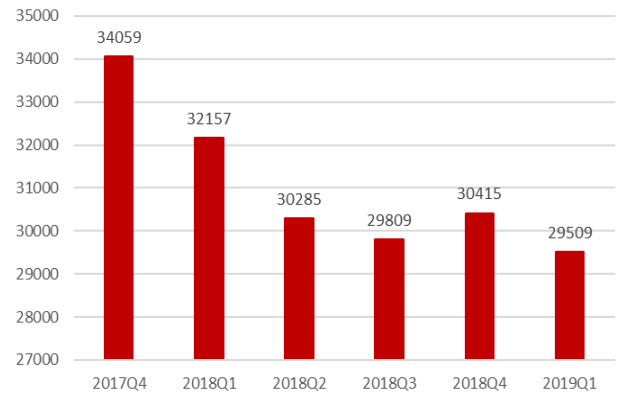
券商资管业务规模从 2018 年一季度末的 16.46 万亿元（按截止日资产净值统计，下同）逐步下滑至 2019 年一季度末的 13.27 万亿元，下滑了 19.37%。其中，定向资管（2018 年三季度改为单一资管计划）从 2018 年一季度末的 14.07 万亿元下滑至 2019 年一季度末的 10.80 万亿元，下滑了 23.27%。去通道的同时，券商向主动管理的转型也步履蹒跚，从可统计的主动管理排名前 20 家的券商来看，2019 年 Q1 主动管理业务月均规模合计为 2.95 万亿元，较 2018 年一季度月均规模下滑 8.24%。因此，预期 2019 年上半年券商资管规模延续一季度下降趋势，将同比下降，继而资管业务收入同比减少。

图8：证券行业资管业务规模（亿元）

图9：主动管理规模排名前20合计规模（亿元）



资料来源: Wind, 东莞证券研究所



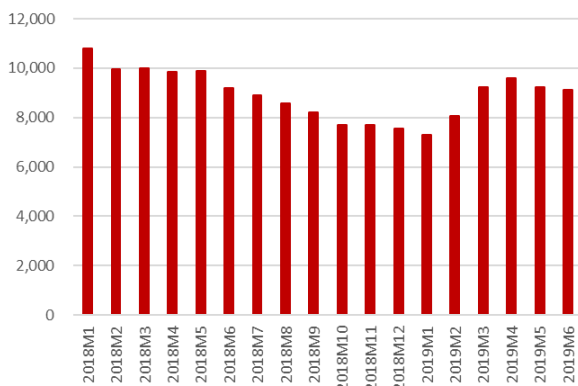
资料来源: 证券投资基金业协会, 东莞证券研究所

### 1.8 信用业务: 两融规模同比下降、股票质押规模同比持平

进入 2019 年, 证券市场回暖, 纾困基金陆续到位, 股票质押及两融信用风险逐步下降, 各券商继续做好风控同时, 调整业务结构, 适度扩大两融及股票质押规模。随着市场上行, 客户参与两融和股权质押的意愿有所提高。2019 年两融余额从 2 月开始回升, 6 月末两融余额为 9108 亿元, 较 2018 年末余额+20.53%。虽然两融规模边际上升, 但同比下降, 2019 年上半年两融日均余额为 8708 亿元, 同比-13.22%。

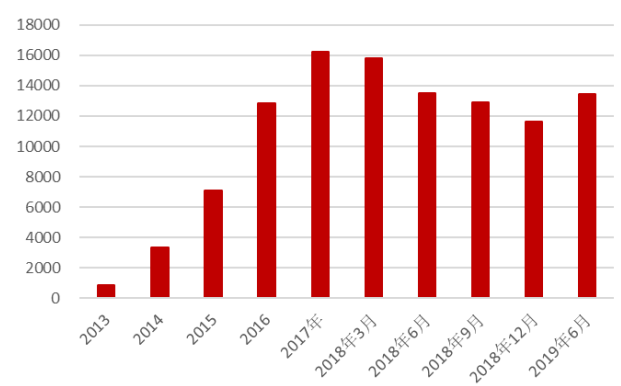
股票质押业务逐渐恢复, 待回购初始交易金额规模边际回升, 2019 年 6 月末恢复至去年同期水平。截至 2019 年 6 月末, 股票质押待回购初始交易金额为 1.34 万亿, 较 2018 年末+15.27%, 较 2018 年 6 月末-0.53%。因此, 预期 2019 年上半年信用业务收入同比下降。

图10: 两融月末余额 (亿元)



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图11: 股票质押待回购初始交易金额 (亿元)



资料来源: 上交所, 深交所, 东莞证券研究所。

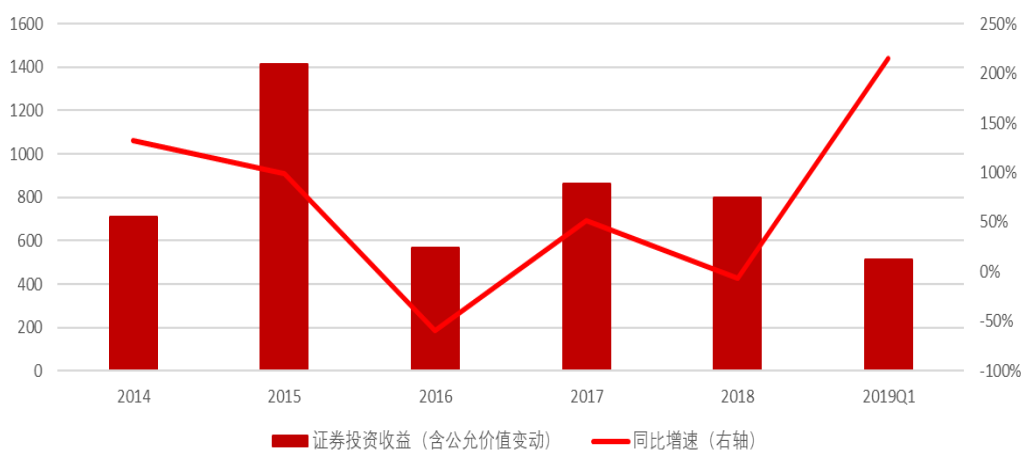
### 1.9 自营业务: 预期上半年收入同比上升

行业 2018 年及 2019 年前三季度证券投资收益 (含公允价值变动) 分别为 800.27 亿元和 514.05 亿元, 分别同比下降 7.05% 和增长 215.17%。2019 年一季度单季, 沪深 300



区间涨幅为 28.26%，受益于 2019 年前三季度市场大幅上涨，自营业务净收入呈现强势反弹。2019 年二季度市场进入调整，二季度单季沪深 300 区间跌幅为 1.21%，预计二季度自营净收入将低于一季度，但 2019 年上半年仍将高于去年同期。

图12：证券行业自营业务收入（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

## 2. 两角度预测半年报业绩同比增速靠前券商

### 2.1 从母公司净利润预测半年报业绩同比增速靠前券商

上市券商母公司 2019 年 1-6 月累计净利润同比增速较高前 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较高前 3 位分别为中信建投、中国银河、国信证券。32 家有可比数据的上市券商母公司 2019 年上半年营业收入、净利润同比增速均值分别为+50%、+62%。截止 2019 年 7 月 22 日，国海证券、东方证券已公布 2019 年上半年业绩预告，其归母净利润分别同比+281%、+71.95%，在已公布业绩预告 13 家券商中处于较高的同比增速水平，说明母公司业绩同比增速对最终的半年报业绩有一定预示作用，因此预期母公司净利润同比增速较高的券商，其半年报亦将获得较好表现。

表2：32家上市券商母公司2019年上半年业绩（亿元，%）

券商	2019 年上半年		2018 年上半年		营业收入同比增速	净利润同比增速
	营业收入	净利润	营业收入	净利润		
南京证券	8.93	3.67	1.22	0.12	632%	2958%
国海证券	12.5	3.43	5.38	0.29	132%	1083%
东方证券	28.64	9.19	11.09	0.95	158%	867%
方正证券	26.79	6.76	12.77	0.81	110%	735%
东吴证券	18.72	7.01	9.65	0.91	94%	670%
中信建投	55.57	22.78	10.13	3.46	449%	558%
长江证券	36.99	16.21	17.15	3.69	116%	339%

东北证券	15.69	4.95	8.06	1.53	95%	224%
光大证券	42.51	16.43	23.52	6.37	81%	158%
中原证券	8.1	1.91	5.3	0.85	53%	125%
华安证券	12.34	4.89	6.93	2.21	78%	121%
山西证券	10.49	3.93	6.1	1.78	72%	121%
中国银河证券	57.83	23.44	35.12	10.91	65%	115%
国信证券	60.92	26.79	40.5	12.5	50%	114%
浙商证券	15.46	6.95	9.65	3.5	60%	99%
西南证券	17.28	6.75	13.66	3.42	27%	97%
招商证券	65.6	26.58	37.25	14.15	76%	88%
西部证券	16.57	5.04	10.45	2.83	59%	78%
东兴证券	17.1	8.38	13.18	5.2	30%	61%
国元证券	12.34	2.47	9.03	1.59	37%	55%
华西证券	18.84	7.78	13.01	5.2	45%	50%
国金证券	17.35	5.94	15.07	4.46	15%	33%
广发证券	70.96	28.87	51.57	21.95	38%	32%
国泰君安	96.9	44.32	85.94	35.23	13%	26%
申万宏源证券	60.74	25.9	48.88	20.59	24%	26%
海通证券	75.72	38.11	53.71	30.71	41%	24%
财通证券	18.01	6.43	14.21	5.2	27%	24%
中信证券	108.01	46.2	96.4	39.35	12%	17%
华泰证券	69.13	33.32	55.37	32.27	25%	3%
兴业证券	35.42	10.23	23.6	10.68	50%	-4%
第一创业	7.97	1.57	6.03	1.72	32%	-9%
太平洋	10.41	3.58	4.52	-1.23	130%	-391%
合计	1130	460	754	283	50%	62%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表3：部分上市券商2019年上半年业绩预告（%）

券商	归母净利润同比（%）
申万宏源	56.03%
长江证券	187.60%
山西证券	246.59%-323.62%
国海证券	281%
东北证券	121% - 141%
长城证券	51% - 67%
中信证券	15.83%
东方财富	45.00%—66.48%
华西证券	51% - 70%
西部证券	75.02% - 93.45%
东方证券	71.95%
国元证券	86.74%
海通证券	82.22%

资料来源：公司公告，东莞证券研究所

## 2.2 结合母公司业绩+一季度业绩预测半年报业绩同比增速靠前券商

将 32 家可比上市券商 2019 年一季报归母净利润+相应券商母公司 2019 年 4 月-6 月累计净利润的和作为该券商 2019 年半年报归母净利润估计值，并将 2019 年半年报归母净利润估计值与 2018 年半年报归母净利润相除得出 2019 年半年报归母净利润同比增速的估计值。计算得出的 2019 年半年报归母净利润同比增速估计值较高前 5 位券商分别是东吴证券、长江证券、国海证券、山西证券、方正证券；大型券商同比增速估计值较高前 3 位分别是国信证券、中国银河、招商证券。

结合“2.1 从母公司净利润预测业绩同比增速靠前券商”分析得出如下预测：东吴证券、国海证券、方正证券在两种预测方式中均是利润同比增速较高前 5 位，因此预计该三家券商 2019 年半年报的归母净利润同比增速在上市券商中排前 5 位；国信证券、中国银河在两种预测方式中均是利润同比增速较高前 3 位，预期该两家券商 2019 年半年报的归母净利润同比增速在大型上市券商中排前 3 位。

表4：32家上市券商2019年半年报归母净利润同比增速估计（亿元，%）

券商名称	母公司 2019 年 4-6 月累 计净利润	2019 年一季报 归母净利润	2019 年一季报归母净利润 +母公司 2019 年 4-6 月累 计净利润	2018 年半年报 归母净利润	同比增速估计 (%)
东吴证券	2.37	6.13	8.50	0.26	3139.01%
长江证券	9.17	7.65	16.82	3.78	345.18%
国海证券	1.73	2.50	4.23	1.02	314.74%
山西证券	1.84	2.58	4.42	1.10	301.04%
方正证券	0.95	5.88	6.83	2.06	231.66%
第一创业	-0.89	2.86	1.97	0.72	172.30%
华安证券	1.67	4.78	6.45	2.45	163.32%
国信证券	9.42	18.85	28.27	11.58	144.20%
东北证券	0.04	5.68	5.72	2.49	130.07%
东方证券	1.78	12.70	14.48	7.16	102.28%
西部证券	-0.79	5.82	5.03	2.51	100.47%
浙商证券	5.29	2.73	8.02	4.01	99.98%
南京证券	1.58	2.11	3.69	1.86	98.03%
兴业证券	3.46	9.99	13.45	6.87	95.85%
中国银河证券	9.59	15.33	24.92	13.11	90.06%
光大证券	4.67	13.17	17.84	9.69	84.17%
招商证券	10.90	21.27	32.17	18.07	78.07%
中原证券	0.67	1.82	2.49	1.46	70.86%
海通证券	13.89	37.70	51.59	30.31	70.21%
西南证券	0.83	4.13	4.96	3.05	62.83%
华西证券	3.35	4.73	8.08	5.37	50.55%
东兴证券	2.88	5.55	8.43	5.76	46.33%
申万宏源证券	11.08	18.62	29.70	20.66	43.80%
广发证券	11.73	29.19	40.92	28.58	43.17%
国元证券	-1.00	4.22	3.22	2.32	38.89%
中信建投	8.29	14.88	23.17	16.93	36.86%
财通证券	3.37	3.91	7.28	5.85	24.56%

国金证券	1.94	4.01	5.95	4.96	20.02%
华泰证券	9.75	27.80	37.55	31.59	18.86%
国泰君安	17.29	30.06	47.35	40.09	18.10%
中信证券	16.79	42.58	59.37	55.65	6.67%
太平洋	0.09	3.55	3.64	-1.05	/
合计	163.73	372.76	536.49	340.23	57.69%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 2.3 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，预测上市券商 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%，预期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。

表5：35家上市券商母公司2019年二季度业绩环比增速（亿元，%）

券商名称	2019年1-3月累计		2019年4-6月累计		2019年4-6月累计环比增速	
	营业收入	净利润	营业收入	净利润	营业收入	净利润
浙商证券	5.91	1.66	9.55	5.29	61.59%	218.67%
长江证券	20.56	7.04	16.43	9.17	-20.09%	30.26%
财通证券	9.60	3.06	8.41	3.37	-12.40%	10.13%
国海证券	5.80	1.70	6.70	1.73	15.52%	1.76%
华林证券	2.13	0.93	2.38	0.91	11.74%	-2.15%
山西证券	5.09	2.09	5.40	1.84	6.09%	-11.96%
长城证券	9.13	2.78	6.48	2.17	-29.03%	-21.94%
华西证券	9.81	4.43	9.03	3.35	-7.95%	-24.38%
南京证券	4.78	2.09	4.15	1.58	-13.18%	-24.40%
申万宏源证券	34.49	14.82	26.25	11.08	-23.89%	-25.24%
招商证券	36.04	15.68	29.56	10.90	-17.98%	-30.48%
中国银河证券	31.75	13.85	26.08	9.59	-17.86%	-30.76%
广发证券	41.00	17.14	29.96	11.73	-26.93%	-31.56%
国泰君安	49.10	27.03	47.80	17.29	-2.65%	-36.03%
海通证券	42.89	24.22	32.83	13.89	-23.46%	-42.65%
中信建投	29.00	14.49	26.57	8.29	-8.38%	-42.79%
中信证券	61.13	29.41	46.88	16.79	-23.31%	-42.91%
国信证券	33.19	17.37	27.73	9.42	-16.45%	-45.77%
中原证券	4.49	1.24	3.61	0.67	-19.60%	-45.97%
东兴证券	9.49	5.50	7.61	2.88	-19.81%	-47.64%
华安证券	7.68	3.22	4.66	1.67	-39.32%	-48.14%
天风证券	8.31	1.60	6.04	0.82	-27.32%	-48.75%
兴业证券	22.72	6.77	12.70	3.46	-44.10%	-48.89%
东吴证券	10.52	4.64	8.20	2.37	-22.05%	-48.92%
国金证券	10.01	4.00	7.34	1.94	-26.67%	-51.50%
华泰证券	42.41	23.57	26.72	9.75	-37.00%	-58.63%

光大证券	25.61	11.76	16.90	4.67	-34.01%	-60.29%
东方证券	16.41	7.41	12.23	1.78	-25.47%	-75.98%
方正证券	14.15	5.81	12.64	0.95	-10.67%	-83.65%
西南证券	11.94	5.92	5.34	0.83	-55.28%	-85.98%
太平洋	7.00	3.49	3.41	0.09	-51.29%	-97.42%
东北证券	11.67	4.91	4.02	0.04	-65.55%	-99.19%
西部证券	11.24	5.83	5.33	-0.79	-52.58%	/
国元证券	8.17	3.47	4.17	-1.00	-48.96%	/
第一创业	5.77	2.46	2.20	-0.89	-61.87%	/

资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 3. 投资建议

#### 3.1 当前估值包含的业绩预期

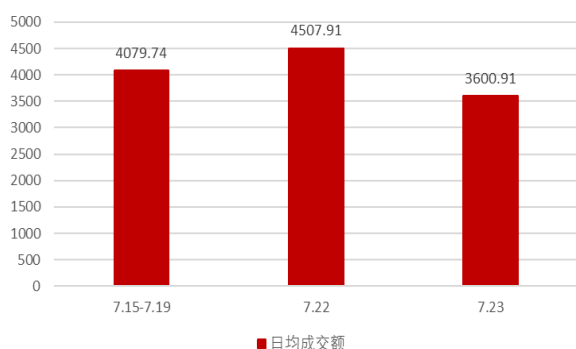
当前券商估值包含了 2019 年上半年业绩大幅增长及 2019 年二季度业绩环比下降的预期，因此，要获得市场给予更高的估值水平，一是 2019 年半年报业绩同比增速在行业前列，并远高于行业平均同比增速；二是 2019 年二季度业绩环比大幅增长。

#### 3.2 当前估值包含的其他预期

除上券商估值除包含上述业绩预期外，还包括：一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整个 A 股市场活跃，并一定程度上增加券商行业业绩；二是美国 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。

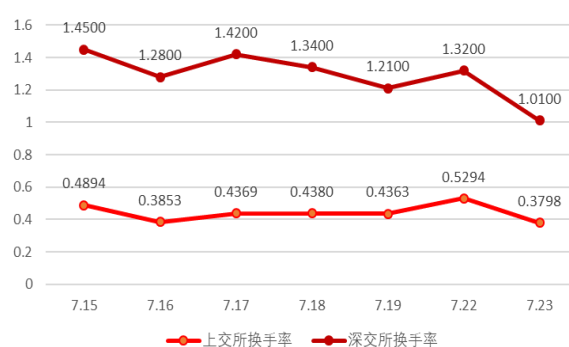
第一个预期暂未全部兑现。从 7 月 22 日-23 日交易情况看，科创板交易活跃，换手率及成交额较高，但并没有激活整个 A 股市场，反而形成一定的“吸血”效应。科创板交易前一周两市股基日均成交额为 4079.74 亿元，7 月 22 日-23 日两市股基日均成交额分别为 4507.91 亿元、3600.91 亿元，成交额并没像预期中放大；从换手率看，7 月 22 日-23 日亦没有明显上升。

图13：科创板交易前后股基日均成交额（亿元）



资料来源：上交所，深交所，东莞证券研究所

图14：科创板交易前后换手率（%）



资料来源：上交所，深交所，东莞证券研究所

科创板能否带动整个 A 股交投活跃及活跃持续时间长短，对增厚券商 2019 年下半年业绩意义重大，因为从 2019 年 1 季度看，上市券商自营业务及经纪业务营收占比分

别为 44%和 19%。若 A 股市场能被长期激活，则市场份额大的头部券商更为受益。

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变化，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。

第二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，建议关注市场份额较大，科创板承销规模靠前，预期 2019 年半年报业绩同比增速行业前列，2019 年二季度业绩环比正增长的标的，推荐关注中信证券、华泰证券、海通证券、国信证券、招商证券、东吴证券。

#### 4. 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。本报告清晰准确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