

# 证券 II 行业

## 业绩增长平稳，估值回落关注板块配置机会

### ——证券行业 7 月经营数据点评

#### ● 数据解读：已披露数据的 32 家上市公司 7 月实现净利润 65.7 亿元

根据上市公司月度数据公告，已披露数据 32 家上市券商 7 月共实现营业收入 181.4 亿元，同比增长 1.5%；实现净利润 65.7 亿元，同比增长 10.0%。2019 年 1-7 月累计实现营收 1239.5 亿元，净利润 493.7 亿元，同比分别增长 30.5% 和 43.9%。（环比、同比数据均为可比口径）。7 月单月净利润居前的上市券商包括：中信证券（7.24 亿元，同比-8.6%）、海通证券（6.35 亿元，同比+13.7%）、中信建投（6.18 亿元，同比+396.0%）、国泰君安（6.03 亿元，同比-14.3%）等。（按各家披露母公司和子公司数据合计计算）

#### ● 业绩分析：同比经纪、投行及资本中介正向增长

**1) 经纪：单月日均成交金额环比下滑，同比仍为正向增长。**7 月两市日均股票成交金额 3968.6 亿元，同比 2019 年 7 月增加 12.7%。单月成交金额合计 9.13 万亿元，同比增长 17.8%。此外 2019 年 7 月交易日共 23 天，为 2019 年以来交易日最多的单月，因此对冲单月日均成交金额环比下滑影响。

**2) 自营：二级市场表现分化。**7 月沪深 300 指数上涨 0.3%，创业板指上涨 3.9%，而 2018 年同期沪深 300 指数上涨 9.0%，创业板指数跌 0.6%。债市表现小幅好于同期：中证全债指数 7 月上涨 0.7%，去年同期中证全债指数跌 0.05%。

**3) 资本中介：两融余额持平上月而优于去年同期，质押规模仍在小幅收缩。**7 月末两市两融余额 9086.3 亿元，环比下降 0.2%，但同比仍显著好于去年同期 7 月末两融余额 5284.5 亿元；市场质押股数 6126 亿股，较 6 月末质押股数 6135 亿股小幅收缩，自年初以来持续萎缩，累计减少 219 亿股。

**4) 投行：受益科创板挂牌上市推进，7 月股权融资大幅增长。**7 月股权融资规模 2379.7 亿元，环比上升 557.0%，同比上升 34.8%，其中，7 月 IPO 发行规模 445.9 亿元（同比+750%，环比+325%），再融资发行规模 1100.0 亿元（同比-32%，环比+384%）。债券市场整体 7 月发行规模 3.93 万亿元（同比+10%，环比-1%）。科创板跟投和直投的浮盈记在子公司，未进母公司报表。

#### ● 投资建议

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。近期受市场波动影响，板块估值较上月出现回落，配置价值彰显。根据 2019 年盈利预测，按 8 月 6 日收盘价计算，2019 年上市券商 PB 估值已回落到 1.45x，头部券商回落至 1.05x-1.60XPB。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。在“经济退、政策进”预期下，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

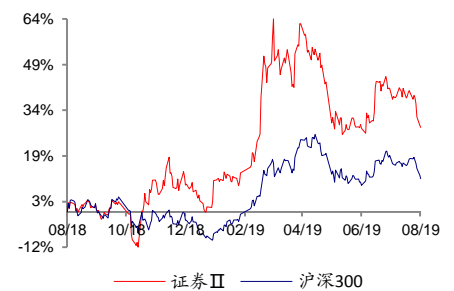
前次评级

买入

报告日期

2019-08-07

### 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

### 相关研究：

证券 II 行业：市场交易量放大， 2019-07-08

业绩估值同步回升——证券

行业 6 月经营数据点评

证券 II 行业：单月业绩受累于 2019-06-09

市场不振，估值回落龙头价值

体现——证券行业 5 月经营

数据点评

证券 II 行业：四月业绩有所回 2019-05-09

落，证券行业仍具发展潜力—

——证券行业 4 月经营数据点

评

联系人：

陈韵杨 0755-82984511

chenyunyang@gf.com.cn

**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	12.84	20190426	买入	17.10	0.75	0.98	17.12	13.10	1.17	1.07	7%	9%
华泰证券	601688.SH	CNY	19.12	20190719	买入	25.40	0.85	1.05	22.49	12.23	0.97	0.91	7%	9%
中信证券	600030.SH	CNY	20.85	20190626	买入	28.90	1.34	1.61	15.56	7.98	0.93	0.85	10%	11%
海通证券	06837.HK	HKD	7.13	20190426	买入	12.90	0.75	0.98	8.54	6.53	0.58	0.54	7%	9%
HTSC	06886.HK	HKD	11.56	20190719	买入	16.00	0.85	1.05	12.22	9.89	0.48	0.45	7%	9%
中信证券	06030.HK	HKD	13.46	20190626	买入	20.90	1.34	1.61	9.02	7.51	0.47	0.43	10%	11%
中金公司	03908.HK	HKD	13.44	20190401	买入	21.00	1.19	1.37	10.14	8.81	1.13	1.04	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

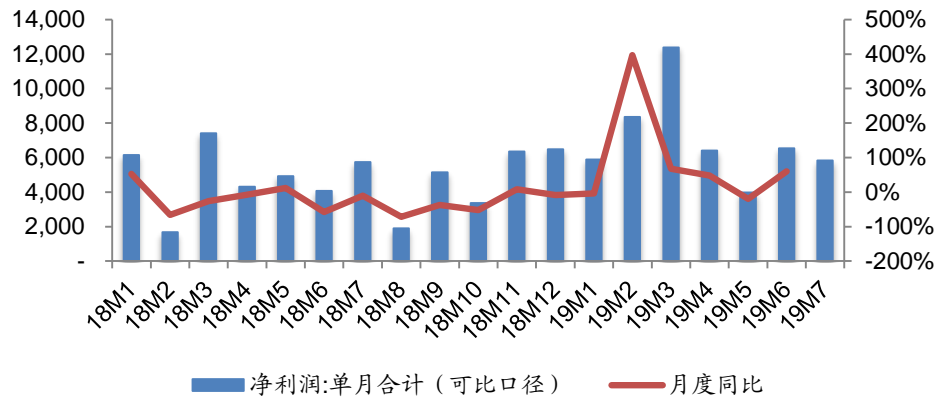
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

## 数据解读: 已披露数据的 32 家上市公司 7 月实现净利润 65.7 亿元

根据上市公司月度数据公告,已披露数据32家上市券商7月单月共实现营业收入181.4亿元,环比下滑15.9%,同比增长1.5%;实现净利润65.7亿元,环比下滑8.6%,同比增长10.0%。2019年1-7月累计实现营收1239.5亿元,净利润493.7亿元,同比分别增长30.5%和43.9%。(环比、同比数据均为可比口径)。

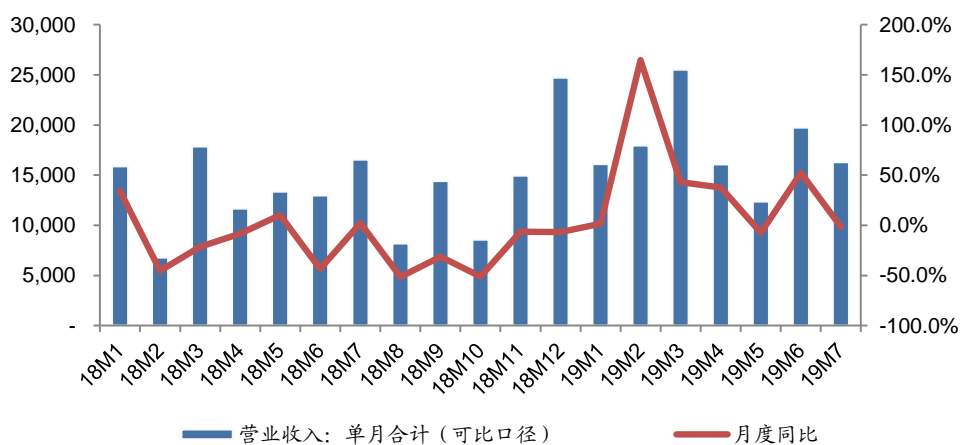
7月单月净利润居前的上市券商包括: **中信证券**(7.24亿元,同比-8.6%,环比-0.1%)、**海通证券**(6.35亿元,同比+13.7%,环比-23.7%)、**中信建投**(6.18亿元,同比+396.0%,环比+36.9%)、**国泰君安**(6.03亿元,同比-14.3%,环比-35.3%)等。(按各家披露母公司和子公司数据合计计算)

图1: 32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7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	19M7	单月同比	单月环比	累计同比	19M7	单月同比	单月环比
中信系 (中信+金通+万通)	723.5	-9%	0%	12%	1760.1	-12%	-17%	8%
广发系 (广发+广发资管)	389.3	-19%	-52%	23%	966.2	-11%	-44%	28%
海通系 (海通+海通资管)	635.3	14%	-24%	29%	1431.9	14%	-10%	42%
华泰系 (华泰+联合+资管)	589.1	23%	27%	28%	1656.0	26%	26%	8%
招商系 (招商+招商资管)	479.6	-7%	8%	53%	1195.6	6%	-2%	51%
长江系 (长江+长江承销)	93.9	-31%	-38%	244%	434.4	-12%	-12%	79%
国元证券	46.6	22%	354%	49%	186.8	11%	-19%	33%
西南证券	51.4	84%	34%	96%	162.5	5%	-45%	24%
申万宏源系 (申万宏源+申万宏源西部+承销保荐)	303.7	-19%	-46%	20%	791.7	-61%	-39%	2%
东北证券	50.7	-13%	67%	158%	219.4	-4%	-18%	73%
国金证券	86.5	-25%	9%	21%	294.6	-16%	13%	9%
兴业系 (兴业+兴证资管)	158.8	66%	-33%	0%	676.2	107%	-12%	53%
山西系 (山西+中德)	-7.6	-141%	-116%	141%	94.5	-23%	-55%	51%
方正系 (方正+瑞信+民族)	74.9	-11%	-174%	209%	341.7	-1%	-29%	51%
国海证券	40.7	606%	103%	1019%	196.4	141%	-13%	134%
东吴证券	64.0	0%	-31%	392%	202.4	-37%	-37%	61%
西部证券	83.5	42%	-171%	72%	240.1	36%	-10%	55%
国信证券	365.8	-2%	-10%	88%	1085.3	21%	10%	45%
东兴证券	120.7	44%	4%	59%	351.3	63%	18%	34%
国泰君安系 (国泰君安+上海证券+国泰君安资管+海际证券)	602.9	-14%	-35%	21%	1553.0	-20%	-42%	10%
一创系 (第一创业+一创投行)	71.8	-3%	-164%	11%	177.5	-14%	82%	24%
中原证券	33.5	0%	45%	89%	129.7	23%	-4%	48%
中国银河 (中国银河+银河金汇)	424.6	42%	63%	97%	1014.6	34%	12%	53%
华安证券	67.9	15%	65%	99%	175.2	21%	2%	68%
浙商系 (浙商+浙商资管)	47.0	14%	-45%	96%	192.0	20%	-29%	53%
南京证券	101.6	1100%	78%	2160%	247.3	206%	51%	462%
华西证券	61.2	-35%	-53%	37%	221.1	-7%	-27%	37%
财通系 (财通+财通资管)	74.2	2%	-71%	18%	278.6	21%	-58%	29%
中信建投	618.2	396%	37%	515%	1386.1	59%	31%	269%
天风证券	-38.0	-	-215%	-	91.9	-	-70%	-
长城证券	75.2	-	-17%	-	226.7	-	-14%	-
红塔证券	77.0	-	-	-	160.0	-	-	-

合计（见注 <sup>1</sup> ）	6567.4	10.0%	-8.6%	43.9%	18140.8	1.5%	-15.9%	30.5%
----------------------	--------	-------	-------	-------	---------	------	--------	-------

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

注<sup>1</sup>：净利润及营业收入合计为已披露数据32家上市证券公司，其中环比计算不含红塔证券，同比计算不含中信建投、天风证券、长城证券、红塔证券。

## 业绩分析：同比经纪、投行及资本中介正向增长

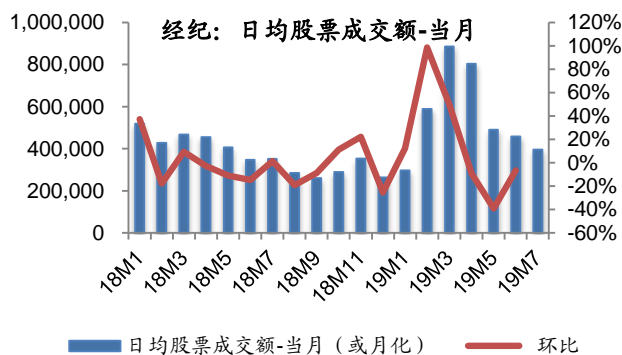
**1) 经纪：单月日均成交金额环比下滑，同比仍为正向增长。**7月两市日均股票成交金额3968.6亿元，同比2018年7月增加12.7%。单月成交金额合计9.13万亿元，同比增长17.8%。此外2019年7月交易日共23天，为2019年以来交易日最多的单月，因此对冲单月日均成交金额环比下滑影响。

**2) 自营：二级市场表现分化。**7月沪深300指数上涨0.3%，创业板指上涨3.9%，而2018年同期沪深300指数上涨9.0%，创业板指数跌0.6%。债市表现小幅好于同期：中证全债指数7月上涨0.7%，去年同期中证全债指数跌0.05%。

**3) 资本中介：两融余额持平上月而优于去年同期，质押规模仍在小幅收缩。**7月末两市两融余额9086.3亿元，环比下降0.2%，但同比仍显著好于去年同期7月末两融余额5284.5亿元；市场质押股数6126亿股，较6月末质押股数6135亿股小幅收缩，自年初以来持续萎缩，累计减少219亿股。

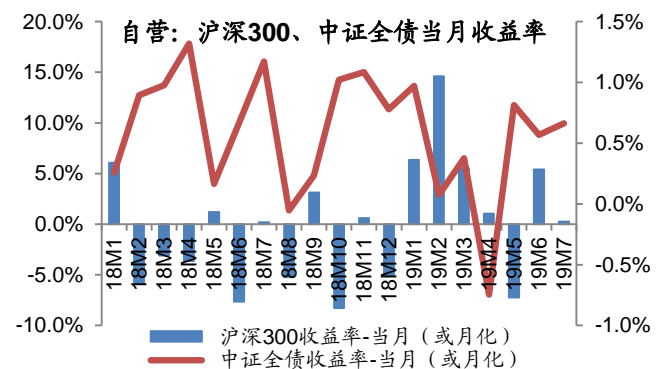
**4) 投行：受益科创板挂牌上市推进，7月股权融资大幅增长。**7月股权融资规模2379.7亿元，环比上升557.0%，同比上升34.8%，其中，7月IPO发行规模445.9亿元（同比+750%，环比+325%），再融资发行规模1100.0亿元（同比-32%，环比+384%）。债券市场整体7月发行规模3.93万亿元（同比+10%，环比-1%）。科创板跟投和直投的浮盈记在子公司，未进母公司报表。

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）



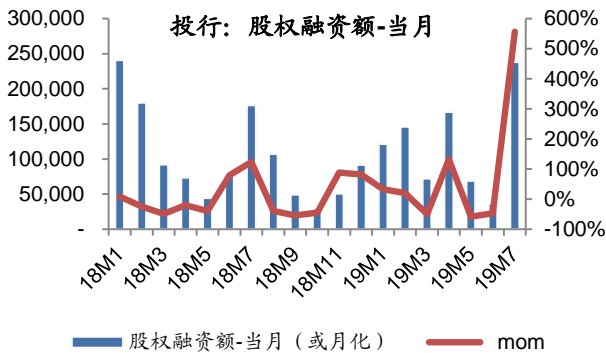
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

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）



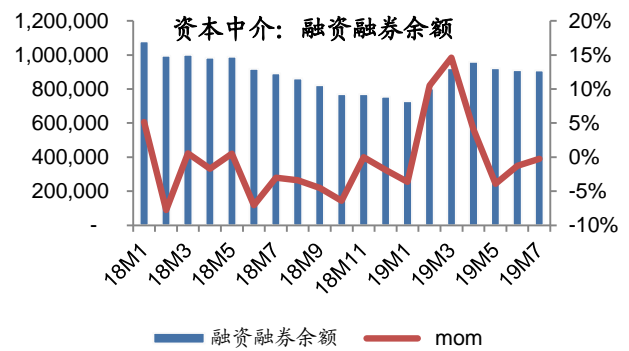
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

图5: 投行: 股权融资额-当月 (百万)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图6: 资本中介: 融资融券余额 (百万)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

## 投资建议: 基本面向好, 估值回落彰显配置价值

**科创板首批挂牌上市交易, 龙头创投利润释放可期。**7月22日, 首批共25家科创板企业上市交易。根据wind统计, 截至8月2日收盘, 已上市科创板股票股价均较首发价格实现翻倍。而根据上交所披露, 8月8日将有两家企业作为第二批企业在科创板上市交易; 而截至7月28日, 上交所共受理149家科创板企业, 中止1家; 合计总承销金额1272.6亿元, 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51.72%, 维持高占比。在挂牌上市逐步常态化的推进下, 券商创投利润释放可期。

**政策定调中性, 利于行业平稳运行。**8月2日, 央行召开2019年下半年工作电视会议, 提出下半年工作要点。包括: 一是坚持实施稳健的货币政策; 二是加强政策协调配合, 加快疏通货币政策向实体经济的传导机制; 三是坚决打好防范化解重大金融风险攻坚战; 四是发挥牵头抓总作用, 进一步深化金融供给侧结构性改革; 五是扩大金融对外开放; 六是不断提高金融服务和管理水平; 七是要因势利导发展金融科技, 加强跟踪调研, 积极迎接新的挑战。

流动性保持稳健合理有助于推动市场流动性与交易活跃度提升, 亦有助于降低券商业务成本。证券业对外开放持续扩大一方面有助于配套制度完善和新业务模式发展, 加速我国证券行业的业务空间扩大和服务手段改革; 另一方面国际化竞争加剧或有效助力我国证券行业盈利模式变革, 加速服务的市场化定价。而借助供给侧与对外开放改革, 我国证券行业有望通过衍生品、投行资本化、财富管理等高ROA业务促进券商实现战略发展。从美国经验来看, 证券行业的整体盈利能力有望进入提升周期。

**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。**近期受市场波动影响, 板块估值较上月出现回落, 配置价值彰显。根据2019年盈利预测, 按8月6日收盘价计算, 2019年上市券商PB估值已回落到1.45x, 头部券商回落至1.05x-1.60XPB。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	摩根士丹利	MS.N	40.49	4.73	4.99	5.13	8.56	8.11	7.89	0.95	0.90	0.85
(USD)	高盛集团	GS.N	201.68	25.53	26.57	28.16	7.90	7.59	7.16	0.94	0.87	0.83

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 8 月 5 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：资深分析师，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：资深分析师，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：资深分析师，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。
- (3) 广发证券在过去 12 个月内与国信证券(002736)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。