

券商7月业绩点评：科创板贡献增量，看好券商股的“期权价值”

■业绩：券商7月业绩略好于预期。

(1) 7月可比券商利润环比下降10%、同比上升50%。截至8月7日，已有36家券商发布7月业绩。7月可比券商营业收入合计170亿元，环比/同比为-17%/27%；归母净利润60亿元，环比/同比为-10%/+55%，主要增量来自科创板项目的承销和投资浮盈。公司方面，单月利润环比表现较好的券商是华泰证券（5.9亿元，MoM+27%）、中信建投（6.2亿元，MoM+37%）和中国银河证券（4.2亿元，MoM+63%）；中信证券单月利润7.2亿元，排名行业第一。

(2) 累计利润同比+38%。2019年前7月券商累计净利润同比增长38%，年化ROE7.4%；国泰君安累计净利润56.8亿（YoY+21%），排名行业第一。

■股价：券商股月跌幅2.7%，整体估值回落至历史低位。

(1) 7月券商股出现小幅下跌，次新股领涨。7月中万二级券商指数下跌2.7%，涨幅前三为：红塔证券（+181%，次新股）、东方财富（+7.4%）和太平洋（+7.1%）。

(2) 整体估值回落至历史低位。截至2019年8月7日，申万二级券商股整体估值为1.53xPB，回落至历史最低20%分位，作为大盘上涨的“看涨期权”，当前头部券商股具备布局价值。

■业务：科创板贡献增量业绩，权益自营边际承压。

(1) 经纪信用：交易量与两融环比持续下滑。受外部风险事件的冲击，7月市场交易量和两融余额延续环比萎缩态势，日均股基交易量下降至4505亿元，环比下降9%，前7月累计日均股基交易量5900亿元，同比增长25%；7月末两融余额9086亿元，环比下降0.2%，同比增长1.9%；月末股权质押市值跌至4.6万亿元，较4月高点下降20%。

(2) 投行：IPO审核从严，科创板贡献增量，发债规模连续上升。7月IPO发行规模为446亿元，环比上升325%，同比上升750%，增量主要来自科创板（占7月IPO规模比重83%）；单月过会率较6月下降14pct至74%，预计和“瑞华事件”有关。科创板开板以来，中信建投担任了7单项目主承销商（或联席），且承销了股价涨幅最大的项目——沃尔德（+131%）。再融资发行规模278亿元，环比上升16%。债券承销规模6123亿元，环比上升22%，增量主要来自非政策性金融债（1361亿元，+143%）和公司债（2027亿元，+26%）。

(3) 自营：权益投资边际承压，债券收益对冲风险。7月沪深300上涨0.3%而中证500下跌1%，但受外部风险事件冲击的影响，8月初沪深300/中证500下跌5.6%/5.7%。债市收益持续向好，7月中债综合指数/总全价指数分别上涨0.6%/0.7%，一定程度上对冲了股市波动的影响。

(4) 资管：产品数和净值企稳。7月末券商资管产品数量环比增长0.2%至4448个，净值18432亿元，总体企稳，主动管理转型仍是大势所趋。

■政策：分化延续，利好头部。一方面，近期发布的政策更鼓励头部券商补充流动性，广发证券、中信证券和中信建投等券商陆续发行金融债，国泰君安发行永续次级债，多家券商发布再融资方案；另一方面，券商分类评级出炉，中信、国君等头部券商基本延续去年AA评级，此前受罚较重的券商（如中原、国海等）评级明显回升，但广发、长江评级下滑较大，主要因为投行业务违规而受到处罚。结合此前证监会发布《证券公司股权管理规定及配套政策》等政策来看，近期政策对于头部券商更为利好，原因是头部综合类券商既可以开展增量业务，又获准提高杠杆率并获得流动性的支持，其盈利能力和市场占有率的提升更为确定；而对于专业类券商需要看细分领域是否迎来爆发期，在市场整体上涨时有相对较大的业绩弹性。

■投资建议：头部券商享改革红利，看好券商“期权价值”。近期美方再提加征关税、人民币汇率贬值和各地风险事件频发，对股市整体和券商股产生一定负面影响。我们认为我国经济具有较强的韧性，流动性相对宽松且政策持续发力，A股经过调整后仍有望在三季度迎来上升行情，券商股可作为A股上涨的“买入期权”进行配置。中长期来看，我们旗帜鲜明看好资本市场改革的红利，这将成为券商新一轮盈利能力提升的核心驱动因素，供给侧改革下的分类评级和分类监管强化券商优胜劣汰。

■标的推荐：中信证券/海通证券/国泰君安

■风险提示：自营投资风险/业务转型进展不及预期/国内外政策变化风险

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-3.26	-7.93	-25.63
绝对收益	-9.86	-10.19	-17.69

张经纬

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060002
zhangjw1@essence.com.cn
021-35082392

蒋中煜

分析师

SAC 执业证书编号：S1450519070002
jiangzy@essence.com.cn
021-35082609

相关报告

安信非银第31期周报：中报窗口临近，拥抱价值看好保险 2019-08-05
安信非银第30期周报：券商评级喜忧参半，金控公司迎强监管 2019-07-29
安信非银第29期周报：金融对外开放加速，科创板开市关注券商 2019-07-23
安信非银第28期周报：中报业绩高增催化，确定性较强受青睐 2019-07-15
券商6月业绩点评：自营驱动业绩回暖，分类监管利好龙头 2019-07-09

表 1: 2019 年 7 月份上市券商业绩 (合并口径)

证券公司	2019 年 7 月						2019 年前 7 月累计				累计年化
	营业收入 (亿元)	环比	同比	净利润 (亿元)	环比	同比	营业收入 (亿元)	同比	净利润 (亿元)	同比	ROE
国泰君安	15.5	-42%	-20%	6.0	-35%	-14%	130.2	10%	56.8	21%	7.9%
中信证券	17.6	-17%	-12%	7.2	0%	-9%	132.2	8%	55.4	12%	7.3%
海通证券	14.3	-10%	14%	6.4	-24%	14%	98.0	42%	49.0	29%	7.5%
华泰证券	16.6	26%	26%	5.9	27%	23%	103.2	17%	46.8	3%	7.6%
广发证券	9.7	-44%	-11%	3.9	-52%	-19%	89.5	28%	37.8	23%	8.0%
招商证券	12.0	-2%	6%	4.8	8%	-7%	82.8	51%	34.7	53%	7.6%
申万宏源	7.9	-39%	-61%	3.0	-46%	-78%	76.5	2%	32.0	-13%	7.9%
国信证券	10.9	10%	21%	3.7	-10%	-2%	71.8	45%	30.4	88%	9.9%
中国银河	10.1	12%	34%	4.2	63%	42%	71.4	53%	28.2	96%	7.3%
长江证券	4.3	-12%	-12%	0.9	-38%	-31%	46.0	79%	18.8	244%	12.0%
安信证券	5.7	6%	9%	1.9	-18%	13%	42.9	54%	15.8	79%	8.7%
兴业证券	6.8	-9%	107%	1.6	-33%	66%	43.3	52%	12.3	0%	6.7%
东兴证券	3.5	18%	63%	1.2	4%	44%	20.6	34%	9.6	59%	8.4%
华西证券	2.2	-27%	-7%	0.6	-53%	-35%	21.0	37%	8.4	37%	7.7%
浙商证券	1.9	-29%	20%	0.4	-49%	5%	18.9	53%	7.7	95%	9.9%
方正证券	3.4	-29%	-1%	0.7	扭亏为盈	-11%	33.4	51%	7.6	209%	3.3%
东吴证券	2.0	-37%	-37%	0.6	-31%	0%	20.8	61%	7.6	392%	6.6%
财通证券	2.8	-58%	21%	0.7	-71%	2%	24.9	29%	7.6	18%	6.7%
西南证券	1.6	-45%	5%	0.5	34%	84%	18.9	24%	7.3	96%	6.7%
国金证券	2.9	13%	-16%	0.9	9%	-25%	20.3	9%	6.8	21%	6.0%
东北证券	2.3	-18%	-4%	0.5	44%	-14%	19.0	67%	6.0	138%	7.0%
西部证券	2.4	-10%	36%	0.8	扭亏为盈	42%	21.3	74%	5.9	72%	5.7%
华安证券	1.8	2%	21%	0.7	65%	15%	14.1	68%	5.6	99%	7.7%
江海证券	1.3	80%	-5%	0.5	扭亏为盈	-30%	13.1	93%	5.0	扭亏为盈	8.6%
国海证券	2.0	-13%	141%	0.4	103%	606%	14.5	134%	3.8	1016%	4.9%
山西证券	0.9	-55%	-23%	-0.1	由盈转亏	-141%	12.9	51%	3.8	140%	5.0%
国元证券	1.9	-19%	11%	0.5	354%	22%	16.7	56%	2.9	49%	2.1%
中原证券	1.3	-4%	23%	0.3	45%	0%	9.4	48%	2.2	89%	3.9%
第一创业	1.8	82%	-14%	0.7	扭亏为盈	-3%	10.3	24%	2.2	24%	4.3%
广州证券	0.7	-42%	-49%	0.0	由盈转亏	-111%	6.2	-15%	0.3	79%	0.5%
华鑫证券	1.3	35%	60%	0.2	扭亏为盈	扭亏为盈	6.3	16%	0.1	扭亏为盈	0.3%
可比合计	169.5	-17%	27%	59.9	-10%	55%	1310.1	31%	518.7	38%	7.3%
中信建投	13.9	31%	59%	6.2	37%	396%	69.4	-	29.0	-	10.5%
长城证券	2.3	-14%	-	0.8	-17%	-	17.9	-	5.7	-	6.0%
南京证券	2.5	51%	206%	1.0	78%	1100%	11.4	-	4.7	-	7.5%
天风证券	0.9	-70%	-	-0.4	由盈转亏	-	15.3	-	2.0	-	3.2%
合计	189.0	-15%	-	67.5	-8%	-	1424.1	-	560.1	-	7.4%
红塔证券	1.6	-	-	1.6	-	-	-	-	-	-	-

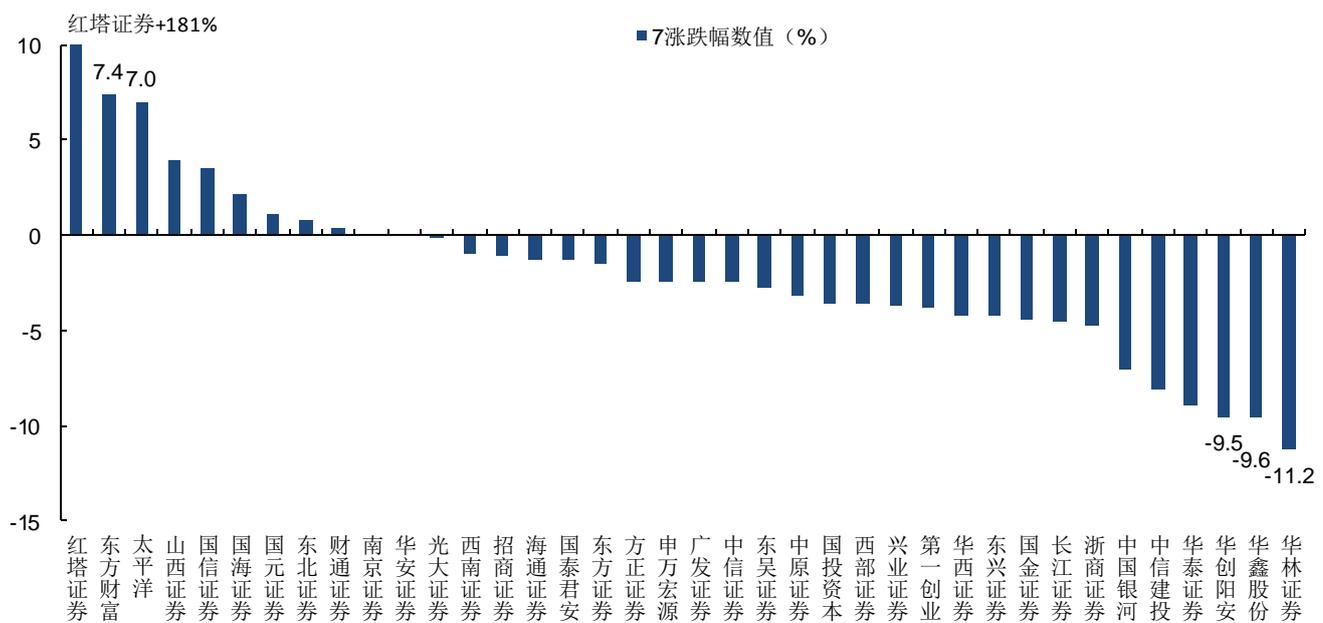
资料来源: Choice, 安信证券研究中心; 数据截至 2019.8.7 15:00。

图 1: 2019 年 7 月中万二级券商指数月跌幅 2.7%



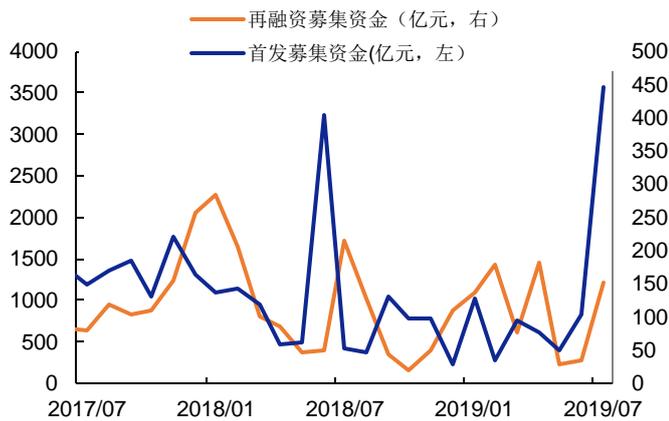
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 2: 7 月小市值券商股涨幅领先



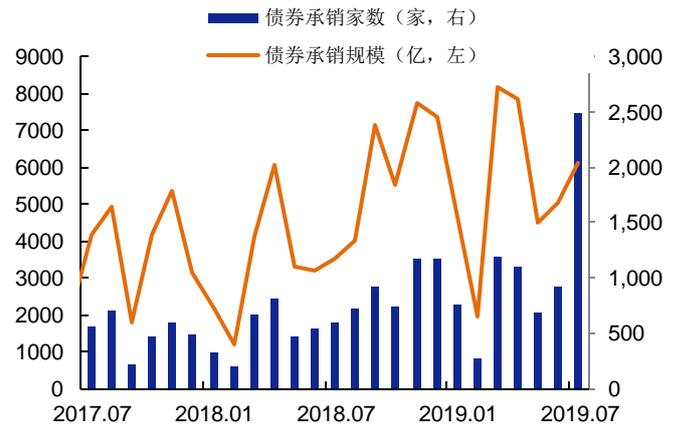
资料来源: Wind, 安信证券研究中心; 截至 2019.7.31

图 7: 7 月 IPO 回升系科创板发行



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 8: 7 月债券承销规模回升



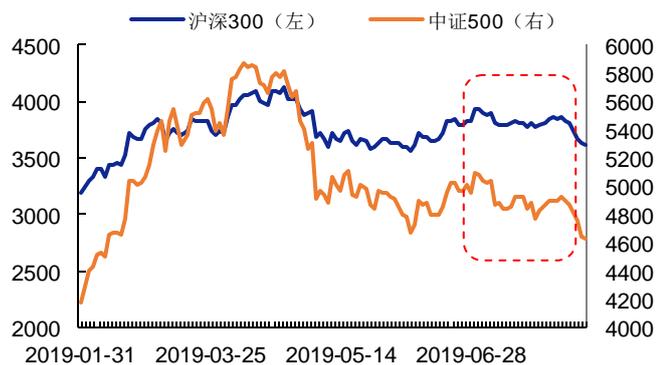
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 2: 科创板上市标的情况一览

名称	募资总额(亿元)	承销及保荐费(万元)	费率	涨跌幅	主承销商
沃尔德	5.34	4,058	7.61%	131%	中信建投
瀚川智能	6.96	6,159	8.85%	64%	安信证券
福光股份	9.79	4,637	4.74%	59%	兴业证券
交控科技	6.47	5,190	8.02%	58%	中金公司
铂力特	6.60	5,280	8.00%	56%	中信建投
光峰科技	11.90	9,578	8.05%	40%	华泰证券
天宜上佳	9.75	8,774	9.00%	40%	中信建投
华兴源创	9.73	7,217	7.42%	38%	华泰证券
杭可科技	11.25	7,899	7.02%	35%	国信证券
航天宏图	7.16	6,024	8.41%	35%	国信证券
天准科技	12.34	8,150	6.60%	31%	海通证券
睿创微纳	12.00	5,660	4.72%	30%	中信证券
乐鑫科技	12.52	10,794	8.62%	28%	招商证券
嘉元科技	16.33	11,387	6.97%	28%	东兴证券
新光光电	9.52	7,618	8.00%	25%	中信建投
容百科技	11.98	8,005	6.68%	25%	中信证券
方邦股份	10.78	7,777	7.22%	22%	华泰证券
南微医学	17.49	14,059	8.04%	15%	南京证券,国信证券
虹软科技	13.28	5,300	3.99%	14%	中信建投,华泰证券
西部超导	6.63	4,841	7.30%	13%	中信建投
中微公司	15.52	8,783	5.66%	11%	海通证券,长江证券
心脉医疗	8.32	8,734	10.50%	6%	国泰君安,华菁证券
澜起科技	28.02	3,560	1.27%	6%	中信证券,中金公司,中信建投,国泰君安,中泰证券
中国通号	105.30	14,901	1.42%	-4%	中金公司,高盛高华,中信证券,中银国际,华鑫证券,天风证券
安集科技	5.20	3,829	7.36%	-7%	申万宏源

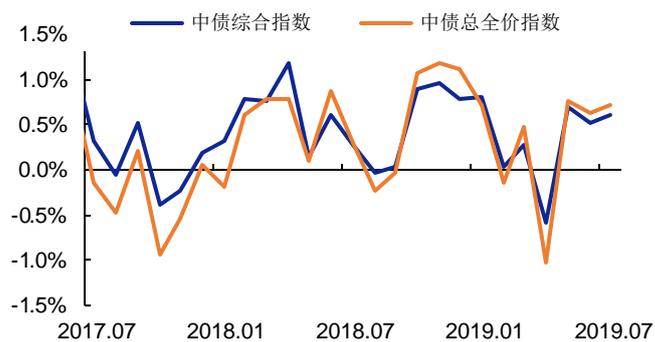
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 9：7 月沪深 300 上涨 0.3%、中证 500 下跌 1%



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 10：债市维持涨势



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 11：券商集合理财产品数量上升且净值企稳



资料来源：Wind，安信证券研究中心

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张经纬、蒋中煜声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 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, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	苏梦	021-35082790	sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	秦紫涵	021-35082799	qinzh1@essence.com.cn
	王银银	021-35082985	wangyy4@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	曹琰	15810388900	caoyan1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	袁进	010-83321345	yuanjin@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
深圳联系人	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	聂欣	0755-23919631	niexin1@essence.com.cn
	杨萍	13723434033	yangping1@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	黄秋琪	0755-23987069	huangqq@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034