

# 证券

证券研究报告

2019年09月06日

## 8月券商业绩环比-6%，利好政策将提升券商估值

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

夏昌盛

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518110003

xiachangsheng@tfzq.com

罗钻辉

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518060005

luozuanhui@tfzq.com

舒思勤

联系人

shusiqin@tfzq.com

**投资要点:** 受自营、投行回落影响,上市券商业绩环比-6%(调整后)。18年的低基数以及政策边际改善将驱动相关业务复苏。推动资本市场改革政策和流动性宽松是应对宏观压力的一大抓手,继续推荐龙头券商。

上市券商业绩环比-6%, 归因于自营及投行业务收入回落。

我们统计范围内的 32 上市券商 8 月营收 183 亿元, 与上月基本持平, 同比+109%; 实现净利润 76 亿元, 同比+299%, 环比+17%。国泰君安 8 月收到子公司分红 15.3 亿, 扣除该影响后, 32 家上市券商净利润环比下降 6%。上市券商 1-8 月累计实现营收 1548 亿元, 同比+32%; 累计实现净利润 618 亿元, 同比+45%。8 月业绩同比大幅增长, 主要是因为去年同期低基数, 18 年 8 月多家证券公司出现亏损, 预计 19 年 8 月自营业务、经纪业务、投行业务均同比大幅改善。截至 8 月末上市券商净资产 13217 亿元, 较去年末+4.6%。

头部券商业绩分化, 中小券商弹性大。

中信证券、华泰证券、国泰君安、海通证券、广发证券等 5 家券商单月净利润分别环比+54%、-14%、-67%(剔除分红)、-18%、+33%; 1-8 月的累计净利润同比分别增长 27%、35%、50%、38%、30%。中小券商因为 18 年低基数和 2019 年市场环境改善提振业绩。其中, 东吴证券(+397%)、长江证券(+296%)、方正证券(+231%)的累计净利润同比增速靠前。

市场交投活跃度继续回暖, 投行和自营表现回落

1) 8 月份, 沪深两市日均成交额 4470 亿元, 环比+13%。融资融券的余额为 9263 亿元, 19 年至今两融日均余额为 8826 亿元, 较 18 年下降 305 亿元。2) 2019 年 8 月, IPO、再融资规模分别为 252 亿元、289 亿元, 分别环比-43%和-85%。2019 年 8 月债券承销金额为 6568 亿元, 环比+6%。3) 7 月主要指数分化明显, 上证综指下跌 1.58%, 深证成指上涨 0.42%, 沪深 300 指数-0.93%, 中证全债指数+0.79%(上月+0.61%)。

投行+资管+资金类业务将改善, 下半年业绩有望维持高增长。

上市券商的自营资产净值、客户资金余额、两融融出资金明显回暖, 而股票质押规模延续收缩态势。下半年业绩大概率将超预期: 科创板+再融资或将松绑带来的投行业务收入增长; 两融及 FICC 业务发展+融资成本下降驱动资金类业务收入超预期; 19 年下半年自营和信用减值计提情况大概率改善。

投资建议: 推动资本市场改革政策和流动性宽松是应对宏观压力的一大抓手, 对于提升券商估值有着较长时间的积极影响。行业平均估值 2.05x PB, 大型券商估值在 1.3-1.8x PB 之间, 行业历史估值的中位数为 2.5x PB (2012 年至今)。重点推荐海通证券、国泰君安、华泰证券、中信证券、招商证券。

风险提示: 市场低迷导致业绩及估值双重下滑, 政策落地不及预期

### 重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-09-05	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600837.SH	海通证券	15.00	买入	0.45	0.74	0.86	0.99	33.33	20.27	17.44	15.15
601211.SH	国泰君安	18.49	增持	0.77	0.97	1.09	1.24	24.01	19.06	16.96	14.91
601688.SH	华泰证券	20.18	增持	0.61	0.89	1.05	1.25	33.08	22.67	19.22	16.14
600030.SH	中信证券	23.83	买入	0.77	1.08	1.07	1.24	30.95	22.06	22.27	19.22
600999.SH	招商证券	17.01	增持	0.66	0.90	0.98	1.07	25.77	18.90	17.36	15.90

资料来源: 天风证券研究所, 注: PE=收盘价/EPS

### 行业走势图



资料来源: 贝格数据

### 相关报告

- 《证券-行业专题研究:中报业绩综述: 自营提振业绩, 杠杆率驱动 ROE 提升》  
2019-09-02
- 《证券-行业点评:券商风控指标: 实施逆周期调整, 将提振市场活跃度》  
2019-08-11
- 《证券-行业点评:券商月报: 业绩符合预期, 科创板增厚投行业绩》  
2019-08-07

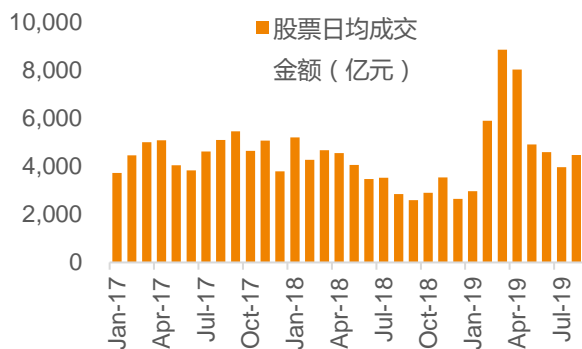


表 1：8 月上市券商经营情况（单位：亿元）

亿元	营业收入	营收环比	营收同比	净利润	净利润环 比	净利润同 比	累积净利 润	累计净利 同比	净资产
中信证券	23.50	34%	110%	11.16	54%	279%	66.60	27%	1,348
国金证券	3.28	11%	86%	0.53	-38%	57%	7.34	23%	199
西南证券	1.58	-3%	1952%	0.46	-10%	扭亏为盈	7.72	139%	188
海通证券	10.42	-27%	71%	5.23	-18%	256%	54.24	38%	1,161
招商证券	10.58	-12%	63%	4.22	-12%	44%	38.96	52%	808
东兴证券	1.98	-44%	17%	0.64	-47%	18%	10.23	56%	199
国泰君安	27.71	78%	278%	17.29	187%	594%	74.12	50%	1,314
兴业证券	2.46	-64%	64%	0.18	-88%	144%	12.53	1%	327
东吴证券	2.45	21%	339%	0.58	-9%	472%	8.23	397%	202
华泰证券	12.10	-27%	77%	5.05	-14%	126%	51.89	35%	1,180
方正证券	3.65	7%	51%	0.74	-1%	1090%	8.39	231%	421
申万宏源	8.19	3%	18%	3.60	19%	35%	35.64	-9%	773
东北证券	2.40	4%	441%	0.70	34%	扭亏为盈	6.70	241%	154
国元证券	1.84	-1%	85%	1.48	219%	1042%	4.42	111%	235
国海证券	1.73	-12%	332%	0.48	18%	扭亏为盈	4.31	N/A	135
广发证券	12.10	25%	92%	5.16	33%	140%	42.99	30%	855
长江证券	3.97	-9%	107%	1.18	26%	扭亏为盈	19.96	296%	286
山西证券	1.31	39%	294%	0.38	扭亏为盈	扭亏为盈	4.19	240%	136
西部证券	2.15	-10%	366%	0.97	16%	扭亏为盈	6.85	122%	178
国信证券	9.89	-9%	66%	4.37	20%	337%	34.82	102%	537
第一创业	1.94	9%	64%	0.59	-17%	164%	2.77	26%	92
华安证券	1.94	11%	217%	0.82	21%	1547%	6.39	124%	125
中原证券	1.31	1%	375%	0.22	-34%	扭亏为盈	2.46	161%	99
中国银河	10.37	2%	117%	3.91	-8%	427%	32.12	113%	685
浙商证券	2.38	24%	49%	0.53	22%	230%	8.17	100%	145
华西证券	2.37	7%	30%	0.76	24%	36%	9.15	37%	190
财通证券	2.65	-5%	107%	0.51	-31%	213%	8.12	23%	201
天风证券	1.80	96%	N/A	0.33	扭亏为盈	N/A	2.37	N/A	112
中信建投	9.02	-35%	62%	2.97	-52%	295%	31.93	70%	532
南京证券	1.13	-54%	44%	0.46	-55%	200%	5.15	N/A	108
长城证券	2.80	24%	N/A	0.88	16%	N/A	6.58	N/A	164
红塔证券	1.73	-12%	N/A	0.08	-81%	N/A	3.04	N/A	129

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 1：2019 年 8 月日均股票成交金额 4470 亿元



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2：2019 年 7 月新增投资者 108 万人



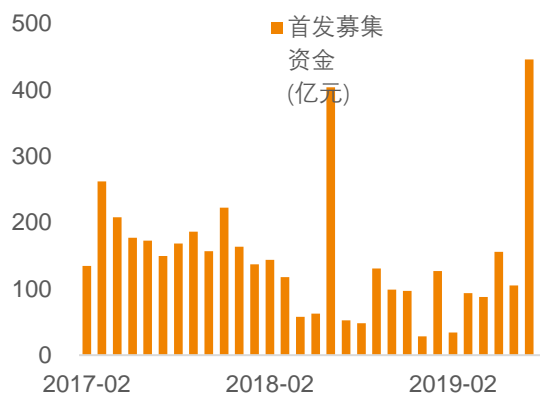
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3：截至 2019 年 9 月 4 日两融余额为 9377.75 亿元



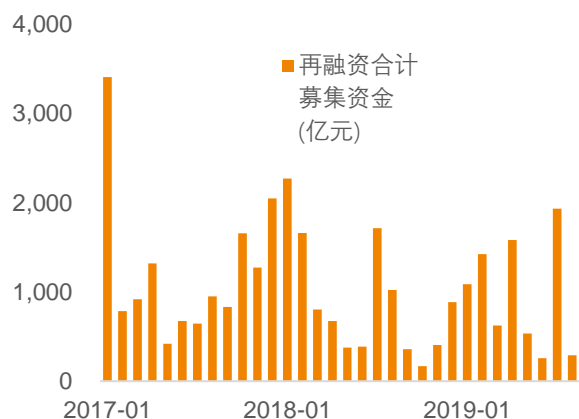
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4：2019 年 8 月股权融资首发募资 252 亿元



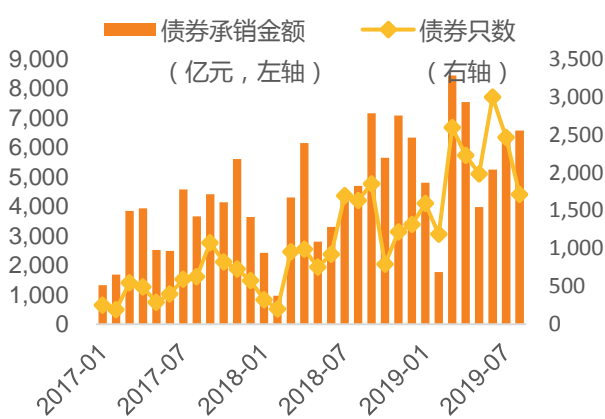
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5：2019 年 8 月再融资共完成 289 亿元



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6：2019 年 8 月券商主承销债券 6,568 亿元



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7：券商板块目前估值仍处于历史底部区间（中信行业非银金融-证券）



资料来源：wind，天风证券研究所

表 2：上市券商盈利预测及估值表（2019 年 9 月 5 日）

证券名称			P/E (倍)			P/B (倍)		
	股价 (元)	市值 (亿元)	2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E
中信证券	20.85	2,323.77	17.93	22.06	22.27	1.27	1.80	1.71
国泰君安	16.79	1,397.97	15.97	19.06	16.96	1.08	1.36	1.34
华泰证券	19.12	1,583.31	14.77	22.67	19.22	1.29	1.53	1.49
海通证券	12.84	1,254.99	16.70	20.27	17.44	0.86	1.41	1.36
广发证券	12.51	857.52	15.24	14.79	12.93	1.13	1.25	1.22
招商证券	15.55	960.72	19.16	18.90	17.36	1.38	1.38	1.35
中信建投	17.94	1,202.44	21.03	40.85	33.04	1.41	3.43	3.33
东方证券	9.9	632.02	30.48	30.14	24.53	1.08	1.41	1.38
光大证券	10.38	439.23	21.02	20.77	17.89	0.83	1.06	1.02
兴业证券	6.08	407.16	30.20	22.03	18.26	0.94	1.29	1.22

资料来源：wind，天风证券研究所

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com