

基本面向好，估值有望持续提升

2019年09月09日

评级 领先大市

评级变动: 调高

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
证券	12.85	11.38	41.72
沪深300	8.67	10.77	20.47

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：证券行业2019年7月月度报告：关注行业长期配置价值》 2019-08-12
- 《证券：证券行业6月月度报告：政策利好头部券商，关注分项业务超预期标的》 2019-07-22
- 《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

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
中信证券	0.77	31.36	1.12	21.56	1.21	19.96	推荐
华泰证券	0.12	170.17	0.80	25.53	0.91	22.44	推荐
中国银河	0.28	42.04	0.41	28.71	0.40	29.43	推荐
东吴证券	0.12	82.33	0.49	20.16	0.53	18.64	推荐
海通证券	0.45	33.57	0.62	24.37	0.68	22.22	谨慎推荐
东方证券	0.18	58.77	0.27	39.18	0.32	31.81	谨慎推荐
东方财富	0.18	90.55	0.24	67.91	0.32	50.93	谨慎推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- 非银金融行业 8 月跑输市场主要指数。申万非银金融行业指数下跌 4.59%，跑输上证综指 2.35 个百分点，在 28 个申万一级行业指数中位列第 22 位。
- 上市券商估值稍有回落，长期配置价值仍然明显。截至 8 月末，上市券商 PB 估值为 1.54 倍，前值为 1.70 倍，环比上月有所回落，8 月末估值位于历史的后 7% 分位。大券商 PB 估值为 1.50 倍（历史后 9% 分位），中小券商 PB 估值 1.75 倍（历史后 12% 分位）。
- 30 家可比上市券商（非合并口径，下同）2019 年 8 月共计实现营业收入 183 亿元，环比增长 4%；净利润 78 亿元，环比增长 24%；2019 年 1-8 月 30 家可比上市券商累计实现营业收入 1534 亿元，同比增长 39%，净利润 616 亿元，同比增长 54%。
- 对行业基本面的判断。短期：市场情绪有所修复，交投回暖利好券商短期业绩表现；中期：一是行业监管边际放松，二是券商新一轮加杠杆周期将开启，市场流动性持续宽松，利好券商业务开展及盈利改善；长期：行业估值和业绩的匹配度存在修复空间。目前，头部券商将持续受益政策红利，资本市场的开放和改革仍是推动行业中长期向好的基础性因素，我们坚定看好行业的发展前景。
- 我们认为，当前时点行业兼具短期投资价值以及中长期配置价值，上调行业至“领先大市”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：受益市场情绪提振，经纪和自营业务存在超预期可能的券商，推荐关注经纪和两融业务市占率排名靠前中国银河（601881.SH）。投资主线三：市场回暖背景下业绩具备一定弹性的优质中小券商，建议关注区位优势明显、自营业务表现亮眼的东吴证券（601555.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.....	10

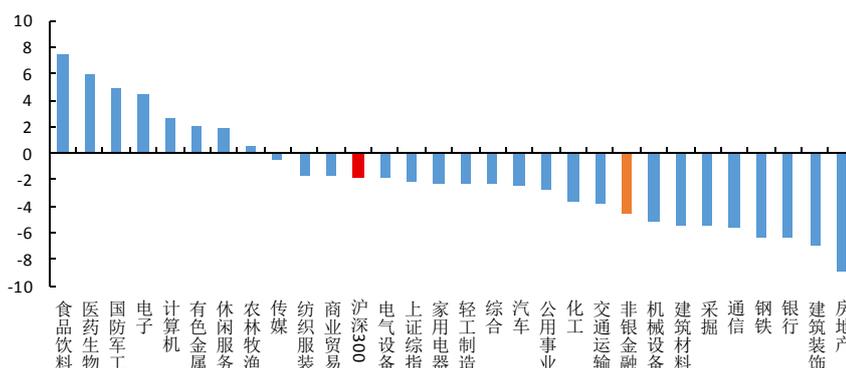
图表目录

图 1: 申万一级行业指数 8 月表现.....	3
图 2: 上市券商、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: 上市券商个股涨跌幅排名.....	3
表 2: 上市券商当前 PB 估值情况.....	4
表 3: 可比上市券商 8 月经营情况（非完全合并口径）.....	5

1 市场行情回顾

非银金融行业 8 月跑输市场主要指数。上证综指 8 月下跌 2.24%，沪深 300 指数下跌 1.83%，同期申万非银金融行业指数下跌 4.59%，跑输上证综指 2.35 个百分点，跑输沪深 300 指数 2.76 个百分点，在 28 个申万一级行业指数中位列第 22 位。非银金融二级子行业指数中，证券板块下跌 5.26%，保险板块下跌 3.65%，多元金融板块下跌 7.74%。

图 1：申万一级行业指数 8 月表现



资料来源：wind，财富证券

上市券商 8 月市场表现多数弱于大市。行业涨幅前 3 位分别为红塔证券(+14.36%)、长城证券(+7.28%)、第一创业(+3.11%)；行业跌幅前 5 位分别为财通证券(-13.02%)、东吴证券(-11.01%)、太平洋(-10.18%)、南京证券(-9.90%)、浙商证券(-9.74%)。

表 1：上市券商个股涨跌幅排名

股票代码	股票名称	8 月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)	股票代码	股票名称	8 月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
601236.SH	红塔证券	14.36	221.49	601108.SH	财通证券	-13.02	34.03
002939.SZ	长城证券	7.28	58.26	601555.SH	东吴证券	-11.01	35.05
002797.SZ	第一创业	3.11	16.42	601099.SH	太平洋	-10.18	38.15
				601990.SH	南京证券	-9.90	3.93
				601878.SH	浙商证券	-9.74	11.91

资料来源：wind，财富证券

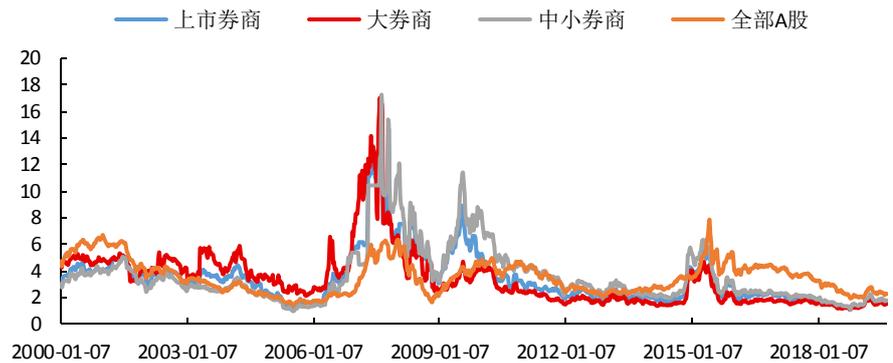
上市券商估值稍有回落，长期配置价值仍然明显。截至 8 月末，上市券商 PB 估值为 1.54 倍（历史 TTM，中值，剔除负值，下同），前值为 1.70 倍，环比上月有所回落，8 月末估值位于历史的后 7% 分位。大券商 PB 估值为 1.50 倍（历史后 9% 分位），中小券商 PB 估值 1.75 倍（历史后 12% 分位）。

表 2：上市券商当前 PB 估值情况

	上市券商	大券商	中小券商
月末 PB 估值	1.54	1.50	1.75
历史 PB 估值中位数	3.00	2.78	2.89
相对全部 A 股 PB	0.68	0.67	0.78
历史分位	93.04%	91.23%	88.61%

资料来源：wind，财富证券

图 2：上市券商、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

30 家可比上市券商（非合并口径，下同）2019 年 8 月共计实现营业收入 183 亿元，环比增长 4%；净利润 78 亿元，环比增长 24%；2019 年 1-8 月 30 家可比上市券商累计实现营业收入 1534 亿元，同比增长 39%，净利润 616 亿元，同比增长 54%。

（1）营收方面，可比上市券商中 17 家营收环比正增长，其中国泰君安、山西证券、光大证券营收环比增速居前，13 家可比上市券商营收环比下滑。大型券商业绩表现稳定，2 家券商营收超过 20 亿元，分别为国泰君安（27 亿元，环比+78%）、中信证券（24 亿元，环比+34%）；5 家券商营收超过 10 亿元，分别为华泰证券（12 亿元，环比-27%）、广发证券（12 亿元，环比+25%）、招商证券（11 亿元，环比-12%）、海通证券（10 亿元，环比-27%）、中国银河（10 亿元，环比+2%）。（2）净利润方面，可比上市券商中 15 家券商净利润环比正增长，国元证券、国泰君安、中信证券净利润增速靠前。可比上市券商中，国泰君安（17 亿元，环比+187%，包含上海证券分红 15 亿元）、中信证券（11 亿元，环比+54%）、海通证券（5 亿元，环比-18%）净利润排名靠前。

表 3：可比上市券商 8 月经营情况（非完全合并口径）

	8 月				1-8 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	2350	1116	34%	54%	15567	6660	16%	27%
国泰君安	2771	1729	78%	187%	15789	7412	25%	50%
国信证券	989	437	-9%	20%	8167	3482	47%	102%
华泰证券	1210	505	-27%	-14%	11534	5189	22%	9%
中国银河	1037	391	2%	-8%	8181	3212	59%	113%
海通证券	1042	523	-27%	-18%	10838	5424	45%	38%
招商证券	1058	422	-12%	-12%	9338	3896	52%	52%
申万宏源	819	360	3%	19%	8465	3564	3%	-9%
广发证券	1210	516	25%	33%	10159	4299	33%	30%
光大证券	895	273	36%	33%	6248	2327	77%	165%
浙商证券	238	53	24%	22%	2132	817	52%	100%
东方证券	698	311	4%	18%	5510	1858	78%	143%
方正证券	365	74	7%	-1%	3700	839	51%	231%
长江证券	397	118	-9%	26%	4997	1996	81%	296%
东吴证券	245	58	21%	-9%	2319	823	73%	397%
国金证券	328	53	11%	-38%	2357	734	16%	23%
山西证券	131	38	39%	不可比	1419	419	60%	240%
华西证券	237	76	7%	24%	2341	915	36%	37%
东兴证券	198	64	-44%	-47%	2259	1023	33%	56%
国海证券	173	48	-12%	18%	1620	431	146%	不可比
西部证券	215	97	-10%	16%	2112	685	67%	122%
中原证券	131	22	1%	-34%	1071	246	61%	161%
太平洋	89	18	-48%	-73%	1300	441	209%	不可比
财通证券	265	51	-5%	-31%	2753	812	33%	23%
兴业证券	246	18	-64%	-88%	4606	1253	53%	1%
西南证券	158	46	-3%	-10%	2049	772	34%	139%
华安证券	194	82	11%	21%	1604	639	78%	124%
第一创业	194	59	9%	-17%	1227	277	29%	26%
东北证券	240	70	4%	34%	2136	670	81%	241%
国元证券	184	148	-1%	219%	1605	442	37%	111%
可比合计	18308	7780	4%	24%	153405	61556	39%	54%

资料来源：wind，上市公司公告，财富证券

2.2 市场要素跟踪

(1) 两市日均成交金额经历连续四月环比下降后首次环比回升, 市场人气有所回暖。8 月份两市日均成交金额 4471 亿元, 环比上月上升 13%。(2) 两融余额持续维持在 9000 亿元以上, 连续三月净流出首现流入。8 月末沪深两市两融余额 9263 亿元, 近一月日均两融余额 9073 亿元; 两融当月净买入额为 160 亿元, 连续三月净流出后首次单月流入。(3) 北向资金继续流入。陆股通当月净买入额 132 亿元, 环比上月增加 10%, 北向资金持续净流入。(4) 股票质押业务规模持续收缩。8 月末市场质押股份数量为 6063 亿股, 较上月末减少 63 亿股, 质押股份数量占总股本比例为 9.1%, 较上月末下降 0.1 个百分点, 质押股份参考市值 45372 亿元。(5) 股权融资规模环比下降, 债券融资规模环比上升。当月 IPO 发行 15 家, 募集资金 252 亿元, 再融资发行 21 家, 募集资金 688 亿元, 股权融资规模合计 940 亿元, 环比减少 61%, 同比减少 12%, 股权融资规模因上月基数原因环比下降。企业债、公司债、可转债承销规模分别为 394 亿元、2657 亿元、43 亿元, 核心信用债券融资规模总计 3094 亿元, 环比上月增加 34%。(6) 资管产品发行规模环比下降。当月成立资管产品 436 只, 发行份额 54 亿份, 发行份额环比减少 11%。

图 3: 两市日均成交金额



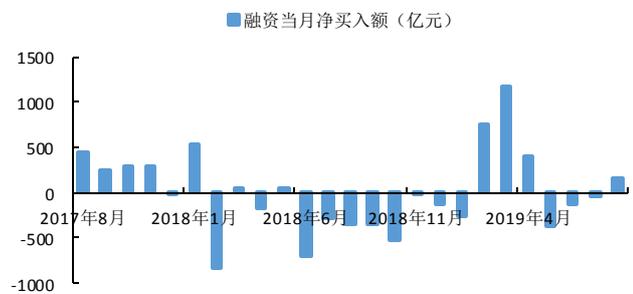
资料来源: wind, 财富证券

图 4: 融资融券余额



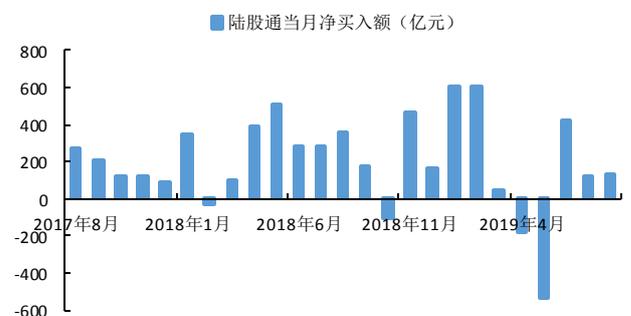
资料来源: wind, 财富证券

图 5: 融资当月净买入额



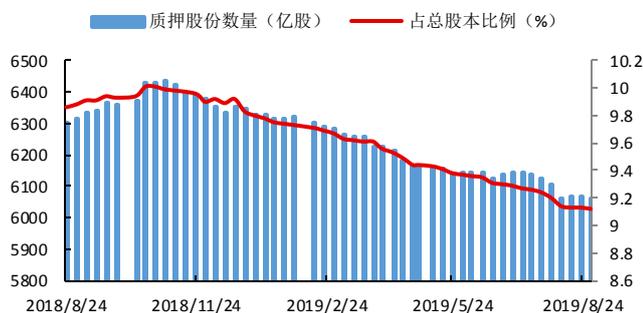
资料来源: wind, 财富证券

图 6: 陆股通当月净买入额



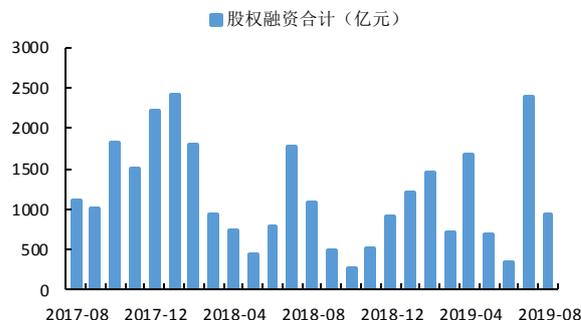
资料来源: wind, 财富证券

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

2019 年上半年 36 家上市券商共计实现营业收入 1822 亿元，同比增长 45%，归母净利润 554 亿元，同比增长 59%，经纪和自营业务贡献上市券商本期业绩主要增量。（1）短期来看，市场情绪有所修复：8 月日均成交额、两融净买入额环比上月均由负转正，沪港通北向资金持续净流入，市场交投回暖利好券商短期业绩表现。（2）中期来看，一是行业监管边际放松：近期风控标准调整旨在引导证券公司健康经营，重大资产重组办法修订、两融业务交易细则调整、上市公司分拆境内子公司试点均利好券商业务发展。二是券商新一轮加杠杆周期将开启，市场流动性持续宽松：短融券规模上限调升促进头部券商短期流动性改善，上市券商近期积极通过股权再融资、发行公司债等方式补充资本金，未来行业将逐步进入加杠杆周期，杠杆率增加有助于净资产收益率提升；近期央行全面下调金融机构存款准备金率，向资本市场释放流动性，有利于市场交易情绪的提振以及风险偏好的提升，券商经纪、信用、自营业务将受益。（3）长期来看，行业估值和业绩的匹配度存在修复空间：全年券商板块业绩有望在 2018 年下半年低基数效应下超预期

期，而板块 8 月末估值仅位于历史的后 7% 分位，长期角度看行业估值存在明显的修复空间。目前，头部券商将持续受益政策红利，资本市场的开放和改革仍是推动行业中长期向好的基础性因素，我们坚定看好行业的发展前景。

我们认为，当前时点行业兼具短期投资价值以及中长期配置价值，上调行业至“领先大市”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：受益市场情绪提振，经纪和自营业务存在超预期可能的券商，推荐关注经纪和两融业务市占率排名靠前中国银河（601881.SH）。投资主线三：市场回暖背景下业绩具备一定弹性的优质中小券商，建议关注区位优势明显、自营业务表现亮眼的东吴证券（601555.SH）。

4 行业信息

（1）中国证券业协会发布证券公司 2019 年上半年度经营数据

近日，中国证券业协会对证券公司 2019 年上半年度经营数据进行了统计。证券公司未经审计财务报表显示，131 家证券公司当期实现营业收入 1789 亿元，同比增长 41%，净利润 667 亿元，同比增长 103%，119 家公司实现盈利。证券公司主营业务收入分别为代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）444 亿元（同比+22%）、证券承销保荐及财务顾问业务净收入 198 亿元（同比+22%）、资产管理业务净收入 127 亿元（同比-8%）、证券投资收益（含公允价值变动）621 亿元（同比+110%）、利息净收入 229 亿元（同比+103%）。截至 2019 年 6 月 30 日，131 家证券公司总资产为 7.10 万亿元，净资产为 1.96 万亿元，净资本为 1.62 万亿元，总资产/净资产/净资本分别较 2018 年同期增长 11%/5%/4%。客户交易结算资金余额（含信用交易资金）1.37 万亿元，受托管理资金本金总额 13.59 万亿元。

证券公司上半年业绩表现特点：一是证券公司业绩复苏源于市场景气度回升。2019 年上半年两市日均成交金额同比增长 34%，期末两融余额较年初上升 21%，叠加市场主要指数均出现一定幅度上涨，是证券公司当期业绩出现大幅增长的主要原因。二是经纪、自营业务板块贡献证券公司主要业绩增量。受益市场回暖，上半年证券公司投资收益（含公允价值变动）同比增长 110%，代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）同比增长 22%。上述两项收入占行业总营收的 60%，有望支撑证券公司全年业绩高增。三是行业收入集中度稳定，利润集中度下滑。上半年行业前十大券商营业收入合计 721 亿元，占全行业营收比重为 40%，去年同期为 44%，基本保持稳定。上半年行业前十大券商净利润合计 316 亿元，占全行业净利润比重仅为 47%，较去年同期下降 25 个百分点，主要原因系中小券商经纪和自营业务弹性带动利润增长。

（信息来源：中国证券业协会，证券时报）

（2）证监会发布《科创板上市公司重大资产重组特别规定》

为落实科创板上市公司（以下简称科创公司）并购重组注册制试点改革要求，建立高效的并购重组制度，规范科创公司并购重组行为，证监会发布《科创板上市公司重大

资产重组特别规定》(以下简称《特别规定》)。

《特别规定》坚持市场化、法治化原则,突出科创板制度的包容性和适应性,对科创公司重大资产重组认定标准、发行定价机制、创新试点红筹企业并购重组等重点问题作出规定。《特别规定》明确,科创公司发行股份购买资产实施注册制,由上海证券交易所进行审核,证监会收到上海证券交易所报送的审核意见等相关文件后,在5个交易日对科创公司注册申请作出同意或者不予注册的决定。注册制的实施,将有效提升科创公司并购重组效率。

(信息来源:中国证监会)

(3) 证监会就《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》公开征求意见

日前,证监会起草了《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》(以下简称《若干规定》),自8月23日起向社会公开征求意见。

证监会于2019年1月30日发布了《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》。实施意见明确,“达到一定规模的上市公司,可以依法分拆其业务独立、符合条件的子公司在科创板上市。”近年来,上市公司经营战略更加多元,借助分拆实现业务聚焦和均衡发展的需求逐步凸显。允许符合一定条件的上市公司分拆在境内上市,是我国资本市场发展的必然要求,对更好地服务科技创新和经济高质量发展具有积极意义。为此,证监会审慎评估市场发展情况和实体经济需求,总结A股上市公司分拆到境外上市的监管经验,研究制定了《若干规定》,规范分拆试点条件和流程,开展A股上市公司分拆在境内上市试点。

《若干规定》主要包括:一是明确分拆试点条件。对拟分拆上市公司设置盈利门槛、限制拆出资产的规模,保障上市公司留有足够的业务和资产支持其独立上市地位;要求拟分拆上市公司达到规范运作标准、分拆后母子公司均符合“三分开两独立”要求。二是规范分拆上市流程。上市公司分拆应按照重大资产重组的规定充分披露信息,履行股东大会特别决议程序,分拆后子公司发行上市应遵守首次公开发行股票上市、重组上市的有关规定。三是加强对分拆上市行为的监管。证监会、证券交易所将依法追究违法违规责任;强化中介机构职责,由财务顾问对上市公司分拆后的上市地位开展为期一年以上的持续督导。

下一步,证监会、证券交易所将高度重视市场关切问题,对分拆上市试点中发现的虚假信息披露、内幕交易、操纵市场,尤其是利用分拆上市进行概念炒作、“忽悠式”分拆等违法违规行为加大打击力度。同时,抓住分拆行为的信息披露、分拆后发行上市或重组上市申请、分拆后母子公司日常监管三个环节,加强对同业竞争、关联交易的监管,严防上市公司利用关联交易输送利益或调节利润等损害中小股东利益的行为。

(信息来源:中国证监会)

(4) 国家外汇管理局批准3家证券公司结售汇业务试点资格

为贯彻落实党中央国务院有关深化金融供给侧结构性改革的决策部署，坚定不移推动外汇管理改革，促进非银行金融机构外汇业务发展，日前，国家外汇管理局批准中信证券股份有限公司、华泰证券股份有限公司和招商证券股份有限公司等 3 家证券公司结售汇业务试点资格，允许其在风险可控的前提下开展自身及代客即期结售汇业务，并按规定参与银行间外汇市场交易。

开展证券公司结售汇业务试点，有助于促进国内证券公司本币和外币业务均衡发展，加快培育国际一流投行，推动金融业高质量发展；有助于扩大外汇市场参与主体，丰富外汇交易品种，进一步提升外汇市场的深度、广度和活跃度，完善人民币汇率市场化形成机制。

(信息来源：国家外汇管理局)

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