

## 净利边际改善，市场改革加码

——证券行业 8 月经营数据点评

强于大市（维持）

日期：2019 年 09 月 11 日

### 行业事件：

截至 2019 年 9 月 9 日，共有 36 家上市券商发布了 2019 年 8 月经营数据，其中 32 家可比上市券商合计实现单月营收 193.24 亿元，环比增长 0.79%；1-8 月累计营收 1619.99 亿元，同比增长 42.56%；单月净利润 81.29 亿元，环比增长 16.36%；1-8 月累计净利润 652.39 亿元，同比增长 59.92%。

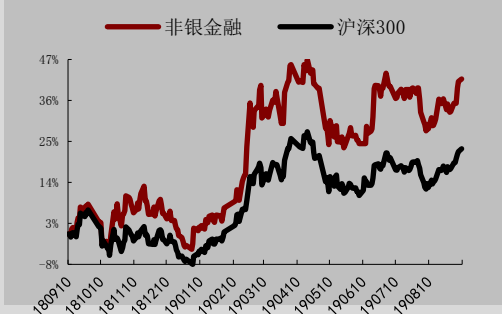
### 投资要点：

- **券商业绩：**单月净利来看，国泰君安（17.29 亿元）和中信证券（11.16 亿元）领先优势较大，其中国泰君安受益子公司大额分红反超龙头中信证券；而山西证券（646.80%）、国元证券（218.79%）、天风证券（188.19%）增速领先同业，7 月低基数效应为主要原因。
- **分业务情况：**1) **经纪与信用：**8 月 A 股日均成交额为 4812 亿元，环比改善 11.71%，而 1-8 月日均成交额为 5699 亿元，连续两个月低于 6000 亿元。融资融券数据略有反弹，月末两融余额为 9263 亿元，环比增长 1.95%。2) **投行：**券商 IPO 承销金额为 158.72 亿元，环比回落 64.34%；定增发行规模则大增 132.62%至 37.14 亿元。债券承销整体向好，核心债券承销金额 2785.37 亿元，环比增长 21.55%。3) **资管：**券商共计发行 435 只产品，发行规模为 54.23 亿。4) **自营：**上证综指单月环比下滑 1.38%，创业板指则上涨 2.58%，指数分化严重，而债市方面则基本持稳。
- **投资建议：**当前支撑券商股行情的逻辑不变，资本市场改革红利以及流动性宽松环境仍是驱动板块走强的两大核心要素。1) 一方面资本市场改革不断加码，利好政策频发。继 7 月科创板正式落地后，8 月高层继续打出改革政策组合拳：要求研讨细化资本市场改革总体方案，充分发挥科创板试验田作用；公布《上市公司分拆所属于公司境内上市试点若干规定》征求意见稿；发布《科创板上市公司重大资产重组特别规定》，突出科创板制度的包容性和适应性。2) 另一方面降准释放流动性利好股市进入增量博弈阶段。随着 9 月初央行全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，同时宣布对小微、民企的定向降准政策，合计释放资金约 9000 亿元，流动性宽松环境进一步强化，增量博弈模式下股指与交易量有望上涨，催化券商股价和业绩形成正反馈循环。当前板块 PB 已经调整至 1.7 倍，龙头券商 PB 低至 1.2-1.8 倍区间，看好综合龙头券商中信证券和华泰证券，同时建议关注低估值头部券商海通证券。
- **风险提示：**全球贸易摩擦升级；资本市场改革不达预期

### 盈利预测和投资评级

股票简称	18A	19E	19PE	评级
中信证券	0.77	1.05	23.05	买入
华泰证券	0.55	0.83	24.82	买入
海通证券	0.45	0.80	18.95	增持

### 非银金融行业相对沪深 300 指数表



数据截止日期：2019 年 09 月 10 日

### 相关研究

- 万联证券研究所 20190905\_行业深度报告\_AAA\_保险行业 2019 年中报综述
- 万联证券研究所 20190902\_非银金融行业周观点(8.26-8.30)\_AAA\_板块整体回调，关注券商配置机会
- 万联证券研究所 20190902\_行业快评\_AAA\_保险行业 2019 年 7 月保费数据跟踪\_保费增速小幅下滑，行业成长支撑估值

### 分析师：缴文超/张译从

执业证书编号：S0270518030001/S0270518090001  
电话：010-66060126  
邮箱：jiaowc@wlzq.com/zhangyc1@wlzq.com

### 研究助理：喻刚/孔文彬

电话：010-66060126/021-60883489  
邮箱：yugang@wlzq.com/kongwb@wlzq.com

## 目录

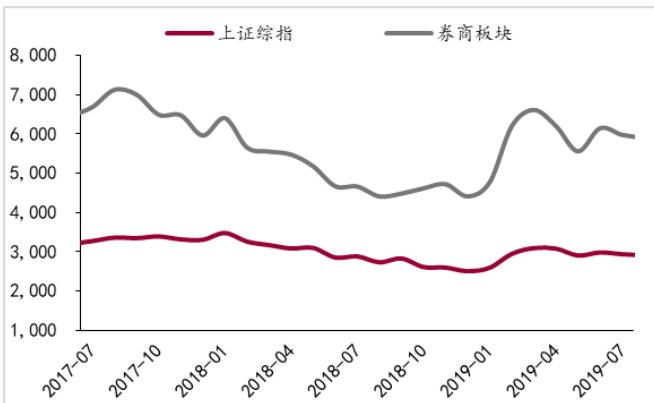
1、行业整体情况.....	3
1.1 市场表现：板块震荡，大型券商相对抗跌 .....	3
1.2 经营数据：业绩小幅改善，龙头持续强势 .....	3
2、分业务情况.....	4
2.1 经纪与信用业务：交易、两融边际改善 .....	4
2.2 投行业务：IPO 回落，债承持续走强.....	5
2.3 资管业务：产品发行依旧稳定 .....	5
2.4 自营业务：股指分化，债市持稳 .....	6
3、投资建议.....	6
4、风险提示.....	7
图表 1：8 月券商板块维持震荡 .....	3
图表 2：个股涨少跌多，大型券商相对抗跌 .....	3
图表 3：净利润增速 Top 10（亿元，%） .....	3
图表 4：累计净利润增速 Top 10（亿元，%） .....	3
图表 6：8 月券商经营数据.....	4
图表 7：日均股基交易额（单月） .....	4
图表 8：日均股基交易额（累计） .....	4
图表 9：融资融券情况（亿元，%） .....	5
图表 10：股权发行情况（亿元） .....	5
图表 11：债券发行情况（亿元） .....	5
图表 12：资管产品发行情况（只，亿份） .....	6
图表 13：新发行产品数量占比（%） .....	6
图表 14：股票市场指数表现.....	6
图表 15：债券市场指数表现.....	6

## 1、行业整体情况

### 1.1 市场表现：板块震荡，大型券商相对抗跌

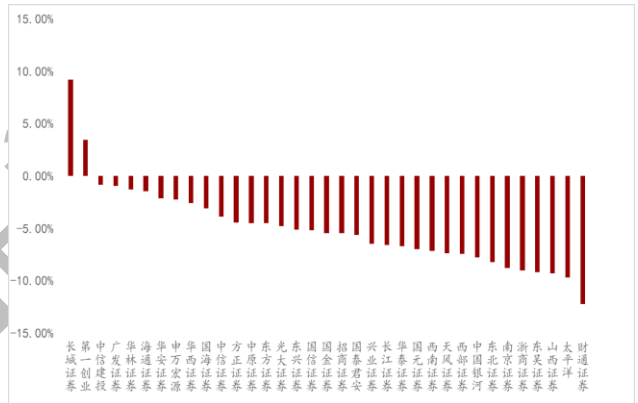
市场方面，8月券商板块(-1.35%)延续震荡，表现小幅落后上证指数(-0.81%)。个股涨少跌多，35只券商股中仅2只收涨，分别为长城证券(9.17%)和第一创业(3.45%)，其他券商中中信建投(-0.83%)、广发证券(-0.97%)、海通证券(-1.44%)等大型券商相对抗跌，而财通证券领跌板块(-12.23%)。

图表1：8月券商板块维持震荡



资料来源：wind，万联证券研究所

图表2：个股涨少跌多，大型券商相对抗跌



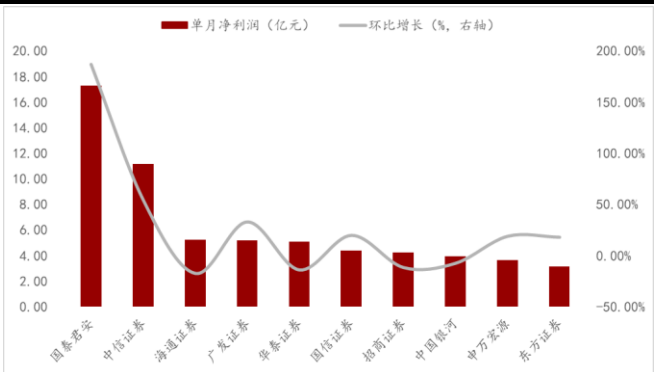
资料来源：wind，万联证券研究所

### 1.2 经营数据：业绩小幅改善，龙头持续强势

截至2019年9月9日，共有36家上市券商发布了2019年8月经营数据，其中32家可比上市券商合计实现单月营收193.24亿元，环比增长0.79%；1-8月累计营收1619.99亿元，同比增长42.56%；单月净利润81.29亿元，环比增长16.36%；1-8月累计净利润652.39亿元，同比增长59.92%。整体而言，8月市场依旧震荡，但交投边际改善导致券商净利润环比提升，今年以来累计净利润增速依旧可观。

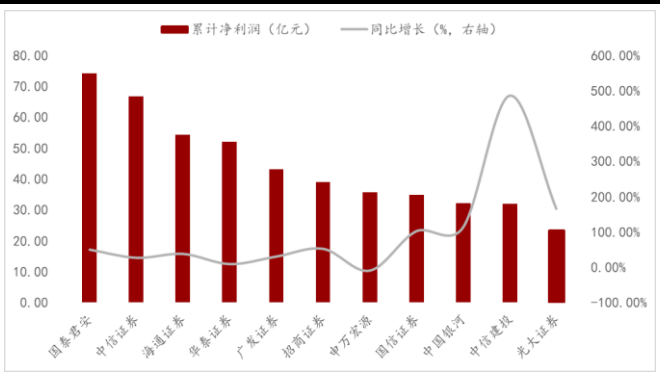
单月净利来看，国泰君安(17.29亿元)和中信证券(11.16亿元)领先优势较大，其中国泰君安受益子公司大额分红反超龙头中信证券；而山西证券(646.80%)、国元证券(218.79%)、天风证券(188.19%)增速领先同业，7月低基数效应为主要原因。累计净利来看，上半年净利润表现最优的券商依旧是国泰君安(74.12亿元)、中信证券(66.59亿元)和海通证券(54.24亿元)等头部券商。

图表3：净利润增速Top 10 (亿元，%)



资料来源：wind，万联证券研究所

图表4：累计净利润增速Top 10 (亿元，%)



资料来源：wind，万联证券研究所

图表5: 8月券商经营数据

券商个股	证券代码	营业收入 (亿元, %)				净利润 (亿元, %)				净资产 (亿元, %)	
		单月	环比	年度累计	同比	单月	环比	年度累计	同比	月末	同比
山西证券	002500.SZ	1.31	38.75%	12.46	40.28%	0.42	646.80%	4.40	257.68%	124.60	-6.02%
国元证券	000728.SZ	1.84	-1.48%	16.05	37.10%	1.48	218.79%	4.42	110.70%	235.45	-0.99%
国泰君安	601211.SH	27.71	78.44%	157.89	25.22%	17.29	186.82%	74.12	49.94%	1313.65	4.54%
中信证券	600030.SH	23.50	33.54%	155.65	16.11%	11.16	54.28%	66.59	27.04%	1346.51	4.17%
光大证券	601788.SH	8.95	36.24%	62.48	76.84%	2.73	32.82%	23.27	165.19%	511.81	3.15%
广发证券	000776.SZ	12.10	25.27%	101.59	33.41%	5.16	32.62%	42.99	30.47%	855.16	6.95%
长江证券	000783.SZ	3.97	-8.61%	49.97	80.61%	1.18	26.09%	19.96	296.39%	286.48	4.19%
东北证券	000686.SZ	2.40	4.25%	20.17	71.34%	0.66	26.03%	6.11	210.81%	144.70	-4.79%
华西证券	002926.SZ	2.37	7.05%	23.41	36.18%	0.76	24.22%	9.15	36.68%	190.03	5.27%
浙商证券	601878.SH	2.38	23.89%	21.32	52.25%	0.53	22.19%	8.17	100.03%	145.21	12.05%
华安证券	600909.SH	1.94	10.90%	16.04	78.25%	0.82	21.17%	6.39	124.19%	124.98	3.11%
国信证券	002736.SZ	9.89	-8.85%	81.67	47.30%	4.37	19.52%	34.82	102.16%	536.50	5.82%
中万宏源	000166.SZ	8.19	3.47%	84.65	2.89%	3.60	18.57%	35.64	-9.35%	772.53	10.96%
国海证券	000750.SZ	1.73	-11.68%	16.20	145.72%	0.48	18.00%	4.31	9004.48%	135.19	2.74%
东方证券	600958.SH	6.98	3.75%	55.10	52.34%	3.11	17.67%	18.58	108.81%	534.71	3.50%
西部证券	002673.SZ	2.15	-10.33%	21.12	66.60%	0.97	16.47%	6.85	121.63%	178.43	2.11%
方正证券	601901.SH	3.65	6.90%	36.05	46.84%	0.80	6.99%	8.64	240.75%	412.31	-10.09%
中国银河	601881.SH	10.37	2.19%	81.81	59.02%	3.91	-7.84%	32.12	112.50%	685.03	5.85%
东吴证券	601555.SH	2.45	20.83%	23.19	72.50%	0.58	-9.42%	8.23	396.67%	201.72	2.28%
西南证券	600369.SH	1.58	-2.53%	20.49	34.07%	0.46	-10.35%	7.72	138.70%	187.92	0.54%
招商证券	600999.SH	10.58	-11.54%	93.38	52.45%	4.22	-11.97%	38.96	52.35%	807.51	4.00%
华泰证券	601688.SH	12.10	-26.94%	115.34	21.77%	5.05	-14.30%	51.89	9.24%	1180.35	11.35%
第一创业	002797.SZ	1.94	9.35%	11.11	16.42%	0.60	-16.62%	2.66	21.41%	87.37	-8.12%
海通证券	600837.SH	10.42	-27.20%	108.38	44.51%	5.23	-17.67%	54.24	37.92%	1160.80	4.83%
财通证券	601108.SH	2.65	-4.99%	27.53	33.37%	0.51	-31.33%	8.12	22.95%	201.07	1.84%
中原证券	601375.SH	1.31	1.31%	10.71	61.36%	0.22	-34.31%	2.46	161.43%	99.07	0.16%
国金证券	600109.SH	3.28	11.21%	23.57	16.01%	0.53	-38.20%	7.34	23.24%	199.06	5.27%
东兴证券	601198.SH	1.98	-43.73%	22.59	32.72%	0.64	-47.24%	10.23	55.60%	198.60	4.29%
中信建投	601066.SH	9.02	-34.90%	78.46	221.49%	2.97	-51.96%	31.93	484.81%	531.66	13.87%
南京证券	601990.SH	1.13	-54.19%	12.54	345.59%	0.46	-54.58%	5.15	1326.20%	108.42	3.58%
太平洋	601099.SH	0.89	-47.92%	13.00	208.83%	0.18	-72.57%	4.41	224.65%	103.21	-7.53%
兴业证券	601377.SH	2.46	-63.61%	46.06	53.18%	0.18	-88.47%	12.53	0.59%	327.35	3.40%
可比上市											
券商合计		193.24	0.79%	1619.99	42.56%	81.29	16.36%	652.39	59.92%	13927.42	4.68%
天风证券	601162.SH	1.80	95.87%	17.07	-	0.33	188.19%	2.37	-	111.80	-
长城证券	002939.SZ	2.80	23.56%	20.68	-	0.88	16.39%	6.58	-	164.49	-
红塔证券	601236.SH	1.73	8.29%	3.33	-	0.77	-0.02%	1.54	-	128.50	-
华林证券	002945.SZ	0.77	-3.61%	6.09	-	0.22	-68.43%	2.74	-	51.16	-
上市券商											
合计		200.35	-	1667.16	-	83.48	-	665.62	-	14383.37	-

资料来源: wind, 万联证券研究所

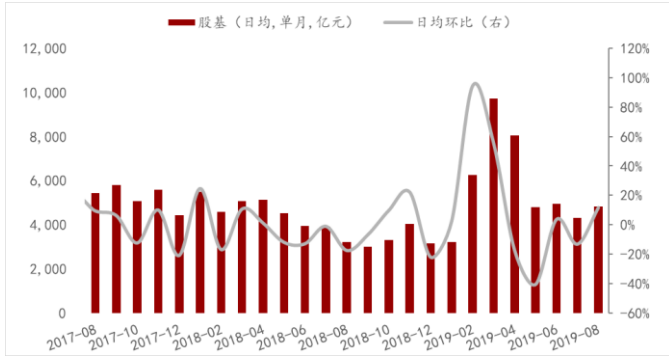
## 2、分业务情况

### 2.1 经纪与信用业务: 交易、两融边际改善

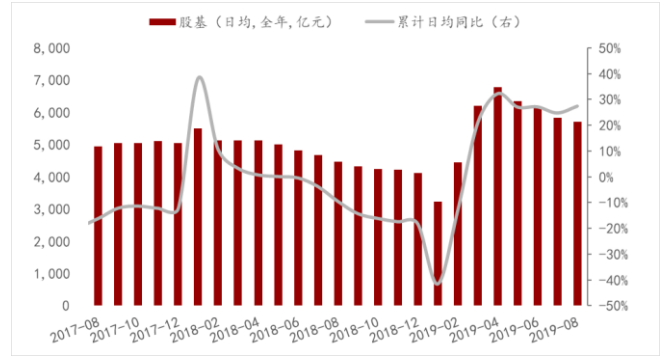
8月市场持续震荡, 但场内交易活跃度有所回暖。全月来看, A股日均成交额为4812亿元, 环比改善11.71%, 而1-8月日均成交额为5699亿元, 连续两个月低于6000亿元。融资融券数据略有反弹, 月末两融余额为9263亿元, 环比增长1.95%。

图表6: 日均股基交易额 (单月)

图表7: 日均股基交易额 (累计)

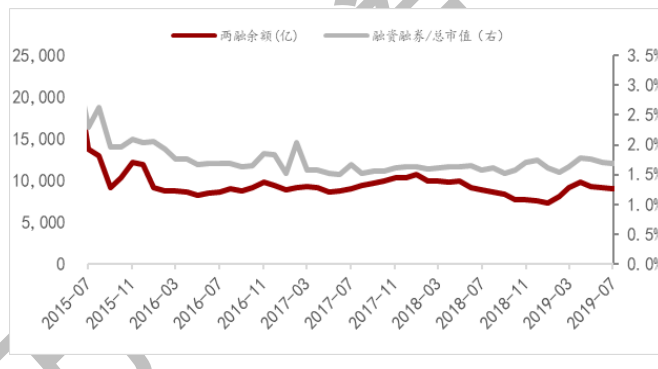


资料来源: wind, 万联证券研究所



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表8: 融资融券情况 (亿元, %)

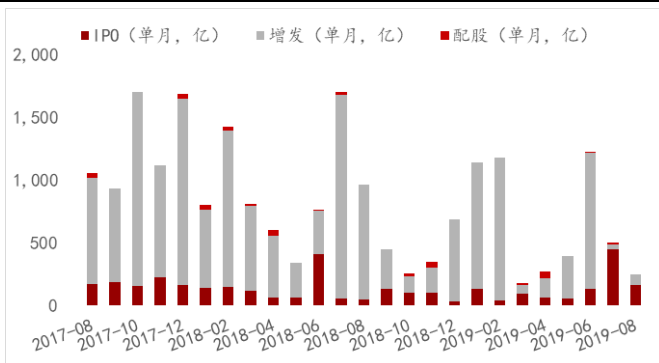


资料来源: wind, 万联证券研究所

## 2.2 投行业务: IPO回落, 债承持续走强

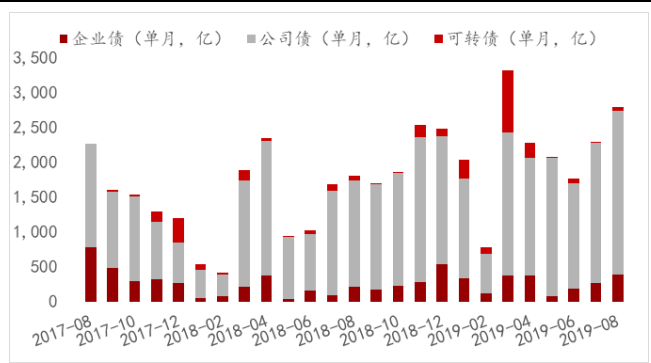
8月券商IPO承销金额为158.72亿元, 环比回落64.34%; 定增发行规模则大增132.62%至37.14亿元。债券承销整体向好, 核心债券承销金额2785.37亿元, 环比增长21.55%, 其中企业债规模增长43.16%至386.40亿元, 公司债规模增长17.43%至2356.11亿元。

图表9: 股权发行情况 (亿元)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表10: 债券发行情况 (亿元)



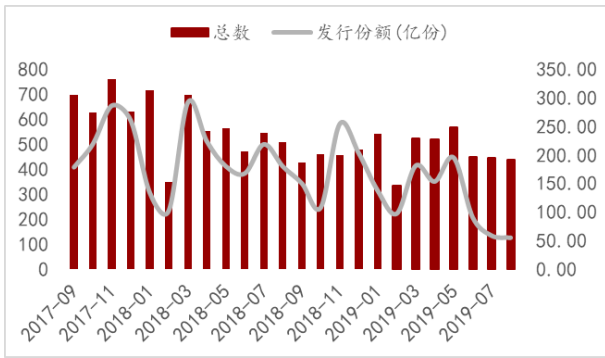
资料来源: wind, 万联证券研究所

## 2.3 资管业务: 产品发行依旧稳定

从资管产品发行情况来看, 8月券商共计发行435只产品, 发行规模为54.23亿份。产品结构方面, 股混基金合计19只, 占比4.37%, 而债券型和货币型则分别有159只 (36.55%) 和218只 (50.11%), 此外另类投资型基金发行39只, 占比升至8.97%。

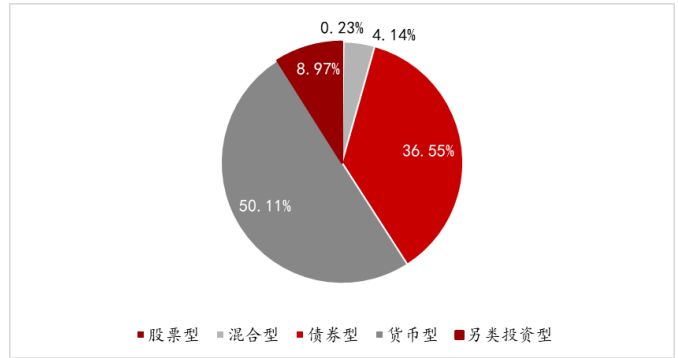


图表11: 资管产品发行情况 (只, 亿份)



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表12: 新发行产品数量占比 (%)

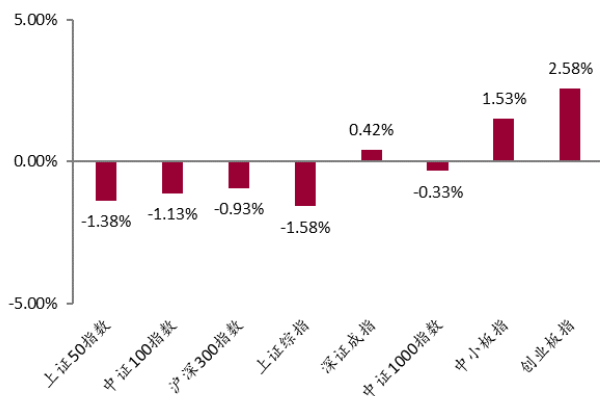


资料来源: wind, 万联证券研究所

### 2.4 自营业务: 股指分化, 债市持稳

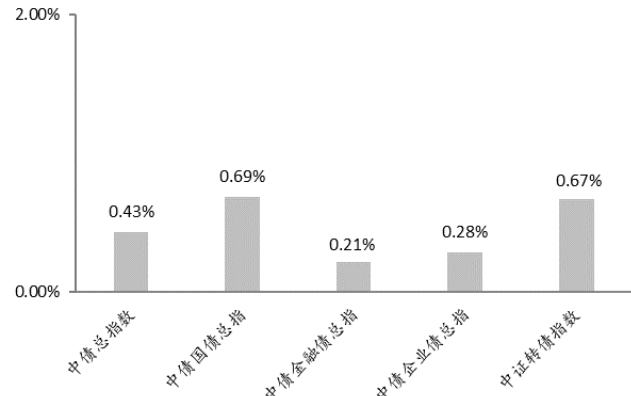
截至8月末, 上证综指报2872.40点, 环比下滑1.38%, 创业板指报1610.90点, 环比上涨2.58%, 中证综合债(净价)指数报118.14点, 环比上涨0.43%。市场走势依旧分化, 蓝筹股调整的同时中小创持续上涨, 预计券商权益投资表现呈现分化。而债市方面则基本持稳, 其中可转债表现较优。

图表13: 股票市场指数表现



资料来源: wind, 万联证券研究所

图表14: 债券市场指数表现



资料来源: wind, 万联证券研究所

## 3、投资建议

当前时点来看, 我们认为支撑券商股行情的逻辑不变, 资本市场改革红利以及流动性宽松环境仍是驱动板块走强的两大核心要素。1) 一方面资本市场改革不断加码, 利好政策频发。继7月科创板正式落定后, 8月高层继续打出改革政策组合拳: 要求研究细化资本市场改革总体方案, 充分发挥科创板试验田作用; 公布《上市公司分拆所属于子公司境内上市试点若干规定》征求意见稿; 发布《科创板上市公司重大资产重组特别规定》, 突出科创板制度的包容性和适应性; 发布《关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》, 要求研究完善创业板发行上市、再融资和并购重组制度, 创造条件推动注册制改革。2) 另一方面多层次释放流动性利好股市进入增量博弈阶段。8月央行推进改革完善贷款市场报价利率(LPR)的形成机制, 引导贷款利率定价

从参考贷款基准利率转向参考LPR，有助于降低实体企业融资成本，市场流动性整体呈偏宽松格局。不仅如此，随着9月初央行全面下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，同时宣布对小微、民企的定向降准政策，合计释放资金约9000亿元，流动性宽松环境进一步强化，增量博弈模式下股指与交易量有望上涨，催化券商股价和业绩形成正反馈循环。

当前板块PB已经调整至1.7倍，龙头券商PB低至1.2-1.8倍区间，我们维持行业“强于大市”评级，看好综合实力突出、业务布局全面的龙头券商中信证券和华泰证券，同时建议关注具有低估值优势的头部券商海通证券。

#### 4、风险提示

全球贸易摩擦升级；资本市场改革的进展不达预期

非银金融行业重点上市公司估值情况一览表  
(数据截止日期：2019年09月10日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘 价	市盈率			市净率	投资评级
		18A	19E	20E	最新		18A	19E	20E	最新	
600030.SH	中信证券	0.77	1.05	1.20	12.52	24.20	31.43	23.05	20.17	1.93	买入
601688.SH	华泰证券	0.55	0.83	1.03	12.88	20.60	37.45	24.82	20.00	1.60	买入
600837.SH	海通证券	0.45	0.80	0.92	10.24	15.12	33.60	18.95	16.38	1.48	增持

资料来源：wind，万联证券研究所

## 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

## 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。  
基准指数：沪深300指数

## 风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

## 万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦  
北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心  
深圳 福田区深南大道2007号金地中心  
广州 天河区珠江东路11号高德置地广场