

# 证券

## 市场回暖提振业绩，1-9月累计增长43%

**投资要点：**25家上市券商9月业绩同比环比均实现增长，1-9月累计增长43%。2018年的低基数以及政策边际改善将驱动相关业务复苏，我们预计三季度上市券商业绩将维持高增长。金融业对外开放背景下，头部券商竞争优势日趋明显，重点推荐海通证券、中信证券、国泰君安。

**上市券商业绩环比整体向好，同比增幅明显。**

我们统计范围内的25家上市券商9月实现营收162亿元，环比+12%，同比+14%（可比口径，下同）；实现净利润59亿元，环比+7%，同比+37%。25家上市券商1-9月累计实现营收1479亿元，同比+31%；累计实现净利润603亿元，同比+43%。9月上市券商业绩环比向好，低基数效应同比增幅明显，预计是与市场交投活跃度回升有关。

**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-31.3%、+21.4%、+180.2%（剔除分红）、+5%、-33.4%，中信证券环比下降主要是因为8月高基数的影响。上述5家券商1-9月的累计净利润同比分别增长28.1%、26.6%、19.2%、41.9%、28.4%。部分中小券商因为18年低基数（权益市场震荡叠加信用风险频发计提资产减值损失导致业绩疲软）和2019年市场环境改善提振业绩，业绩弹性相对较大。其中，国海证券（+1251%）、东北证券（+252%）、山西证券（+235%）的累计净利润同比增速靠前。我们建议四季度关注部分中小券商的股票质押业务风险，国海证券三季度、方正证券9月分别计提减值准备1.16、1.37亿元。

**市场交投活跃度继续回暖，经纪、自营表现抢眼。**

1) 9月份，沪深两市日均成交额5654亿元，环比+26%。融资融券的余额为9601亿元，19年至今两融日均余额为8912亿元，较18年下降219亿元。2) 2019年9月，IPO、再融资规模分别为99亿元、1248亿元，分别环比-61%和+81%。债券承销金额为6917亿元，环比+5%。3) 9月主要指数呈现回暖趋势，上证综指+0.66%，深证成指+0.86%，沪深300指数+0.39%，中债-综合全价（总值）指数-0.14%（上月+0.30%）。

**投资建议：**流动性宽松和推动资本市场改革政策是应对宏观压力的一大抓手，这对于券商估值的提升有着较长时间的积极影响。三季度上市券商业绩预计将维持高增长，金融业对外开放背景下，行业竞争加剧，头部券商竞争优势日趋明显。行业平均估值2.05x PB，大型券商估值在1.2-1.7x 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、中信证券、国泰君安。

**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 2019-10-14	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600837.SH	海通证券	15.16	买入	0.45	0.74	0.86	0.99	33.69	20.49	17.63	15.31
600030.SH	中信证券	23.09	买入	0.77	1.08	1.07	1.24	29.99	21.38	21.58	18.62
601211.SH	国泰君安	18.08	增持	0.77	0.97	1.09	1.24	23.48	18.64	16.59	14.58

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

证券研究报告

2019年10月15日

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

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

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《证券-行业点评:8月券商业绩环比-6%，利好政策将提升券商估值》  
2019-09-06
- 《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

表 1：9 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	19.0	-19%	17%	7.7	-31%	38%	74.3	28.1%	1,354
国泰君安	15.4	24%	6%	5.6	180%	22%	64.4	19.2%	1,368
海通证券	13.2	26%	47%	5.5	5%	98%	59.7	41.9%	1,165
华泰证券	18.4	52%	17%	6.1	21%	-12%	50.0	26.6%	1,186
广发证券	9.2	-24%	7%	3.4	-33%	7%	46.4	28.4%	857
招商证券	11.8	12%	28%	3.6	-16%	-8%	42.5	44.4%	809
申万宏源	13.4	63%	28%	6.2	72%	39%	41.8	23.9%	778
国信证券	8.1	-18%	37%	2.0	-54%	0%	36.8	91.5%	538
方正证券	4.8	30%	-64%	1.5	101%	40%	9.9	174.3%	421
长江证券	4.5	14%	20%	1.4	21%	166%	15.7	181.5%	288
国元证券	1.9	5%	50%	0.5	-67%	1623%	4.9	130.7%	236
财通证券	3.2	19%	74%	0.7	28%	264%	8.8	29.3%	202
东兴证券	3.4	72%	14%	0.8	21%	13%	11.0	51.6%	199
国金证券	2.9	-11%	52%	1.0	90%	146%	8.4	31.2%	200
西南证券	2.8	78%	10%	1.1	131%	71%	8.8	127.7%	189
东北证券	2.4	0%	42%	1.0	41%	351%	7.7	251.9%	155
浙商证券	3.1	30%	57%	0.9	68%	71%	6.1	31.6%	146
国海证券	1.9	10%	26%	0.1	-73%	-66%	4.4	1251.0%	135
华安证券	2.5	26%	77%	1.2	48%	302%	7.6	141.2%	126
山西证券	1.4	11%	33%	0.6	62%	204%	4.8	235.0%	136
华西证券	3.0	27%	64%	1.1	49%	134%	10.3	43.3%	191
中信建投	11.7	30%	35%	5.0	70%	119%	37.0	N/A	536
长城证券	2.2	-23%	N/A	0.7	-19%	N/A	7.3	N/A	165
华林证券	0.6	-19%	N/A	0.3	57%	N/A	3.1	N/A	51
红塔证券	1.4	-21%	N/A	0.6	-18%	N/A	2.2	N/A	129

资料来源：wind，天风证券研究所

图 1: 2019 年 9 月日均股票成交金额为 5654 亿元



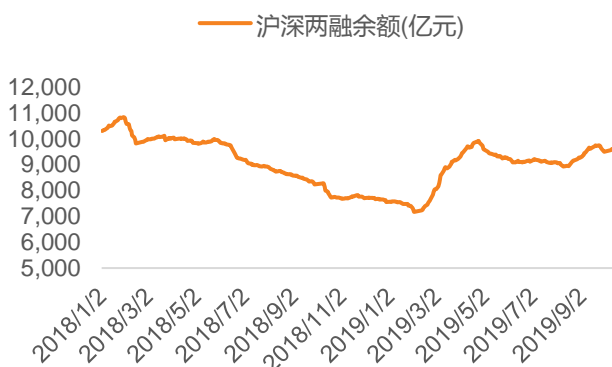
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 2019 年 8 月新增投资者 99 万人



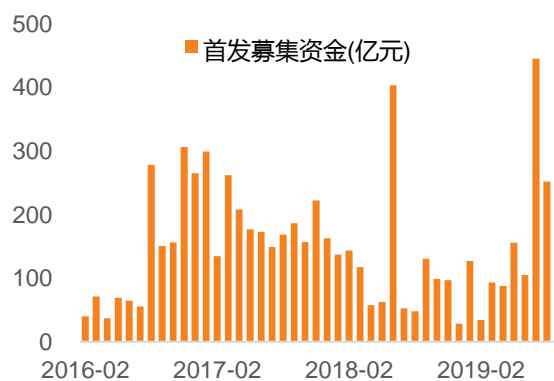
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 截至 2019 年 10 月 11 日两融余额为 9601 亿元



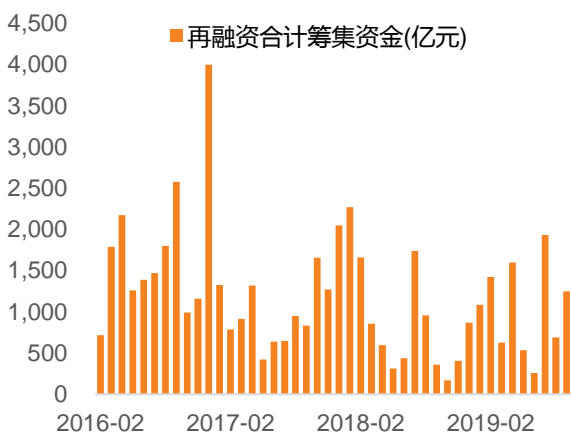
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 2019 年 9 月股权融资首发募资 99 亿元



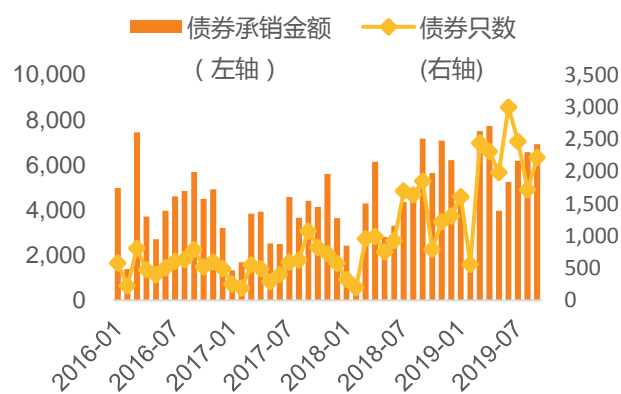
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 2019 年 9 月再融资共完成 1248 亿元



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 2019 年 9 月券商主承销债券 6917 亿元 (亿元只)



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 10 月 14 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	23.09	2,589	17.93	21.38	21.58	1.27	1.74	1.66
国泰君安	18.08	1,520	15.97	18.64	16.59	1.08	1.33	1.31
华泰证券	19.08	1,599	14.77	21.44	18.17	1.29	1.44	1.41
海通证券	15.16	1,489	16.70	20.49	17.63	0.86	1.43	1.38
广发证券	14.25	976	15.24	14.69	12.84	1.13	1.24	1.21
招商证券	17.24	1,067	19.16	19.16	17.59	1.38	1.40	1.37
中信建投	24.86	1,654	21.03	45.20	36.56	1.41	3.79	3.68
东方证券	10.43	667	30.48	29.80	24.26	1.08	1.39	1.36
光大证券	12	507	21.02	21.43	18.46	0.83	1.09	1.05
兴业证券	6.48	434	30.20	22.34	18.51	0.94	1.30	1.24

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