

2019年10月15日

非银行金融

券商9月业绩点评: Q3同环比高增长, Q4看好头部券商

■业绩: 9月小幅改善, Q3利润同环比大幅增长。

(1) 9月利润环比+9%、同比18.5%。剔除分红因素后, 9月已发公告券商营业收入合计169亿元, 可比口径下环比+3%、同比+17%; 利润合计59.6亿元, 可比口径下环比+9%、同比+18.5%。公司方面, 截至10月14日晚, 中信(7.7亿, 同比+38%, 环比-31%)、申万(6.2亿, 同比+39%, 环比72%)和华泰(6.1亿, 同比-12%, 环比+21%)位居行业9月净利润前三。

(2) 利润全年累计同比+63%、Q3单季环比+31%、同比+58%。2019年前9月券商累计净利润同比增长63%, 其中三季度单季利润环比+31%、同比+51%, 实现大幅改善。考虑当前政策、市场环境和去年低基数效应, 预计头部券商业绩同比改善趋势仍将保持。公司方面, 国泰君安前三季度累计净利润79.7亿(YoY+48%), 排名行业第一; 同比表现较好的券商有: 国海证券(YoY+124%)、长江证券(YoY+284%)和东北证券(YoY+252%)。

■股价: 券商股9月上涨1.8%, 估值整体反弹。

(1) 9月券商股整体转跌为涨, 次新股领跑。9月中万二级券商指数上涨1.8%, 低流通市值券商股涨幅领先, 涨幅前三为: 中信建投(+16.1%)、国盛金控(+12.4%)和南京证券(+12.2%)。

(2) 券商股整体估值有所上涨。2019年9月末, 申万二级券商股估值平均数为1.99xPB, 环比上升2%。截至2019年10月14日, 券商股估值为2.08xPB, 距离年内高点2.43xPB还有17%的上升空间。作为大盘上涨的“看涨期权”, 当前头部券商股仍具备布局价值。

■业务: “低基数效应+科创板”助力券商业绩回暖。

(1) 经纪信用: 交易量与两融余额均止跌反弹。受季度末期市场预期转好影响, 9月市场交易量和两融余额双增长, 日均股基交易量上升至5251亿元, 环比增长9%, 同比增长84%; 两融余额9596亿元, 环比增长4%, 同比增长17%; 月末股权质押市值跌至4.6万亿元。

(2) 投行: 科创板贡献降低, 发债规模持续上升。9月IPO发行规模为99亿元, 环比下跌61%, 同比下跌24%, 科创板上市数量明显降低导致IPO发行规模大幅下滑。再融资发行规模1288亿元, 环比上升103%, 同比增长259%。债券承销规模7087亿元, 环比上升6%。

(3) 自营: 权益投资风险加大, 债券市场相对平稳。9月中旬沪深300上涨至3972, 随后在月末又跌至3815; 而中证500在中旬上涨至5263, 在月末跌至4941, 波动幅度较大, 加大权益投资的风险。9月中债综合指数上涨0.13%; 总全价指数下跌0.09%, 总体表现相对平稳。

(4) 资管: 集合理财资产净值持续下滑。9月末券商资管产品数量环比增长0.1%至4643个, 但净值仅达17016亿元, 下滑6.55%, 主动管理转型仍是大势所趋。

■投资建议: “政策加码+增量资金+摩擦缓和”背景下看好头部券商配置价值。

(1) 政策加码+增量资金+摩擦缓和, 应对Q4股市乐观。我们对于四季度股市总体仍偏乐观, 主要出于以下原因: 一是前期财政货币政策加码后经济的改善, 可能在十月中旬的经济金融数据即有一定反应; 二是增量资金入市, 包括沪深港通北上资金、海外指数资金和新设理财子公司资金等; 三是中美贸易摩擦进一步缓和。

(2) 低基数效应下券商业绩弹性更明显。展望四季度, 权益自营收益存在较大不确定性, 仍是券商业绩弹性的核心来源, 固收投资收益预计维持稳健; 经纪业务和两融业务有望伴随增量资金入市和交投回归活跃而改善, 去年同期的低基数将使Q4经纪信用业务的业绩弹性更加明显; 投行方面, 科创板持续推进, 债券发行规模保持高水平; 资管则延续转型, 总体仍承压。

(3) 头部券商基本面的改善更为确定。伴随资本市场的改革, 头部券商将进入新一轮加杠杆通道, 资产端拓展衍生品等重资产业务, 负债端补充资本金且享有低融资成本红利, 因此业绩增长的确定性更强, 长期市场仍趋于龙头集中。此外, 相对于中小券商而言, 头部券商在外资开放的进程中是机遇大于风险。因此, 四季度我们更看好低估值头部券商股的投资机会。

■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

行业月度报告

证券研究报告

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	0.29	-3.36	-36.35
绝对收益	-1.24	-0.66	-12.98

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

20190929 安信非银周报——节前避险情绪提升, 坚定投资非银龙头
2019-09-30

安信非银第37期周报: 政策利好不断释放, 持续看好券商板块
2019-09-16

安信非银第36期周报: 降准落地, 券商关注“低估值+高弹性”组合
2019-09-08

【安信非银第35期周报】监管政策防范利差损, 把握非银板块龙头
2019-09-02

【安信非银第33期周报】LPR支持实体经济, 地产信托监管加码
2019-08-19

表 1: 2019 年 9 月份上市券商业绩 (合并口径)

证券公司	2019 年 9 月						2019 年前 9 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
单月环比可比	169.0	2.5%	-	59.6	9.0%	-	-	-	-	-	-
单月同比可比	163.4	-	16.7%	57.8	-	18.5%	-	-	-	-	-
累计同比可比	-	-	-	-	-	-	1526.0	42%	612.8	63%	7.4%
国泰君安	15.4	-44%	6%	5.6	180%	22%	173.3	23%	79.7	48%	8.9%
中信证券	19.0	-19%	17%	7.7	-31%	38%	174.6	16%	74.3	28%	7.8%
海通证券	13.2	26%	47%	5.5	5%	98%	121.6	45%	59.7	42%	7.2%
华泰证券	18.4	52%	17%	6.1	21%	-12%	133.7	21%	58.0	47%	7.6%
广发证券	9.2	-24%	7%	3.4	-27%	7%	110.8	31%	46.0	27%	7.8%
招商证券	11.8	12%	28%	3.6	-16%	-8%	105.2	49%	42.5	44%	7.4%
申万宏源	13.4	63%	28%	6.2	72%	39%	98.0	6%	41.8	24%	8.4%
中信建投	11.7	30%	35%	5.0	70%	119%	90.2	-	37.0	-	9.9%
国信证券	8.1	-18%	37%	2.0	-54%	0%	89.7	46%	36.8	91%	9.3%
长江证券	4.5	14%	20%	1.4	21%	166%	54.5	73%	21.4	284%	11.0%
东兴证券	3.4	72%	14%	0.8	21%	13%	26.0	30%	11.0	52%	7.5%
华西证券	3.0	27%	64%	1.1	49%	134%	26.4	39%	10.3	43%	7.3%
方正证券	4.8	30%	-64%	1.5	101%	-85%	41.8	10%	9.9	-22%	3.5%
浙商证券	3.1	30%	57%	0.9	68%	71%	24.4	53%	9.1	97%	9.7%
西南证券	2.8	78%	10%	1.1	131%	71%	23.3	31%	8.8	128%	6.3%
财通证券	3.2	19%	74%	0.7	28%	264%	30.7	37%	8.8	29%	6.1%
国金证券	2.9	-11%	52%	1.0	90%	146%	26.5	19%	8.4	31%	5.7%
东北证券	2.4	0%	42%	1.0	40.65%	351%	23.8	76%	7.7	252%	7.1%
华安证券	2.5	26%	77%	1.2	48%	302%	18.5	78%	7.6	141%	8.2%
长城证券	2.2	-23%	-	0.7	-19%	-	22.9	-	7.3	-	5.9%
江海证券	1.7	249%	111%	0.2	1132%	扭亏为盈	15.3	109%	5.2	扭亏为盈	6.9%
国元证券	1.9	5%	50%	0.5	-67%	1623%	20.5	58%	4.9	130%	2.8%
山西证券	1.4	11%	33%	0.6	62%	204%	15.6	57%	4.8	234%	5.2%
国海证券	1.9	10%	26%	0.1	-73%	-66%	18.1	123%	4.4	1248%	4.4%
华创证券	2.3	11%	17%	0.7	72%	42%	18.2	43%	4.1	39%	4.9%
华林证券	0.6	-19%	-	0.3	57%	-	6.7	-	3.1	-	8.0%
广州证券	0.5	-43%	-58%	0.1	-20%	扭亏为盈	7.4	-17%	0.5	扭亏为盈	0.6%
国盛证券	1.5	148%	-	0.1	扭亏为盈	-	-	-	-	-	0.0%
红塔证券	1.4	-21%	-	0.63	-18%	-	-	-	-	-	0.0%
华鑫证券	1.0	-7%	51%	-0.2	维持亏损	维持亏损	8.3	13%	-0.1	维持亏损	-0.3%

资料来源: Choice, 公司公告, 安信证券研究中心; 数据截至 2019.10.14, 剔除分红影响。

表 2：2019 年 3 季度上市券商业绩（合并口径）

名称	三季度营业收入			三季度净利润			单季 ROE
	金额(亿元)	同比(%)	环比(%)	金额(亿元)	同比(%)	环比(%)	
单季环比可比	486.9	4.5%	-	202.3	30.9%	-	-
单季同比可比	442.8	-	23.6%	184.6	-	57.8%	-
合计	486.9	-	-	202.3	-	-	8.62%
国泰君安	58.6	4%	42%	28.9	42%	105%	9.56%
中信证券	60.1	19%	27%	26.1	45%	59%	8.16%
华泰证券	47.0	31%	32%	25.0	84%	79%	9.28%
海通证券	37.9	0%	37%	17.1	-1%	74%	6.11%
中信建投	34.6	30%	-	14.2	71%	-	11.12%
申万宏源	29.5	-2%	-21%	12.8	2%	18%	7.47%
招商证券	34.4	6%	27%	12.6	-2%	5%	6.57%
广发证券	31.0	-13%	20%	12.1	-20%	19%	6.04%
国信证券	28.8	4%	38%	10.1	7%	49%	7.54%
长江证券	12.8	-31%	21%	9.1	104%	507%	13.57%
浙商证券	7.4	-29%	43%	4.9	100%	345%	14.99%
方正证券	11.8	-19%	-39%	3.0	139%	-73%	3.14%
华安证券	6.1	32%	78%	2.7	63%	189%	8.72%
东兴证券	8.9	17%	30%	2.6	-9%	27%	5.28%
华西证券	7.6	-16%	26%	2.5	-25%	27%	5.28%
国元证券	5.6	-15%	42%	2.4	扭亏为盈	351%	4.15%
国金证券	9.1	25%	28%	2.4	25%	27%	4.86%
长城证券	7.2	11%	-	2.3	8%	-	5.69%
东北证券	7.1	61%	57%	2.2	697%	693%	6.14%
西南证券	6.0	13%	44%	2.0	144%	366%	4.34%
财通证券	8.6	-22%	59%	1.9	-48%	78%	3.95%
华创证券	6.3	13%	10%	1.5	593%	-7%	5.36%
华林证券	2.2	-7%	-	1.23	36%	-	19.16%
国海证券	5.6	-16%	105%	1.0	-41%	2226%	3.01%
山西证券	3.7	-41%	40%	0.9	-51%	2279%	2.99%
江海证券	3.5	69%	84%	0.7	扭亏为盈	扭亏为盈	2.82%
广州证券	1.9	6%	-36%	0.1	扭亏为盈	扭亏为盈	0.44%
华鑫证券	3.3	76%	21%	-0.02	维持亏损	维持亏损	-0.14%

资料来源：Choice，安信证券研究中心；截至 2019.10.14，剔除分红影响

图 1: 申万二级券商指数



图 2: 9 月低流通市值券商股涨幅领先

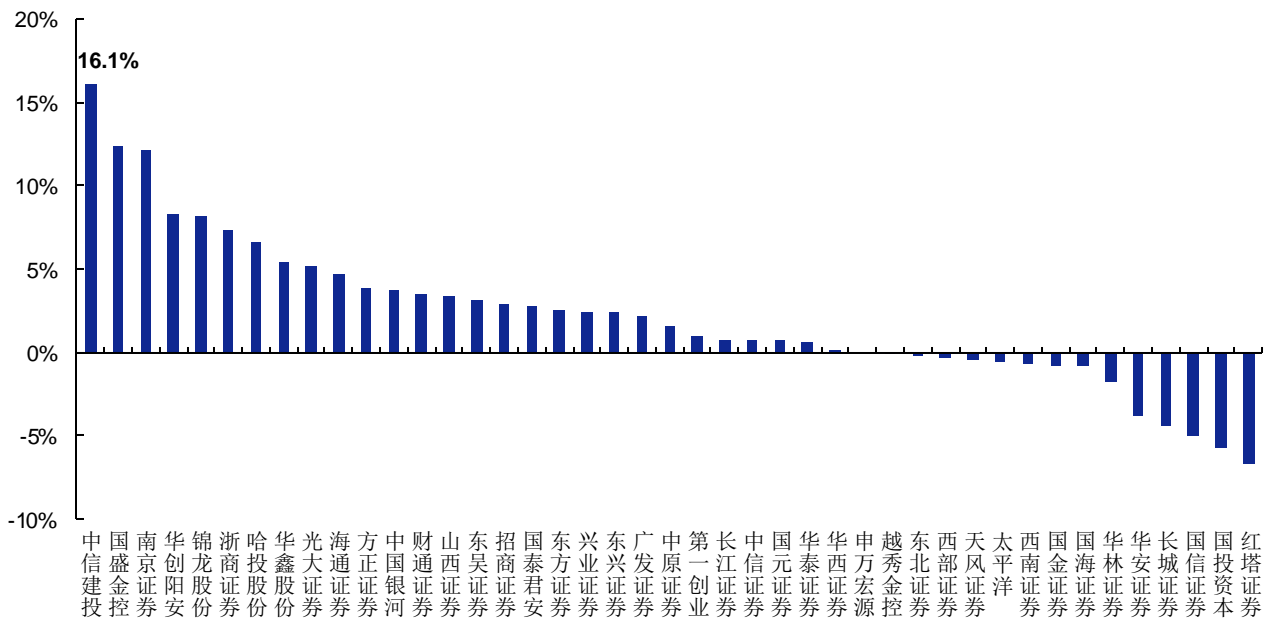
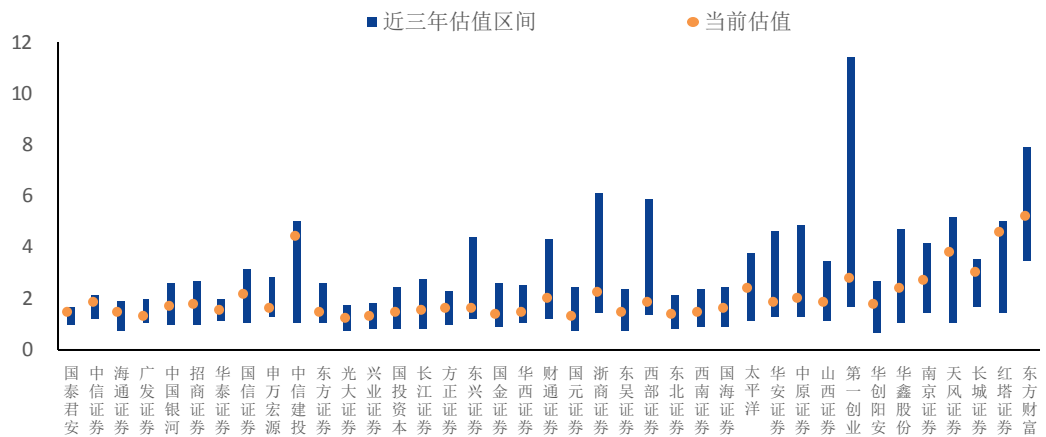
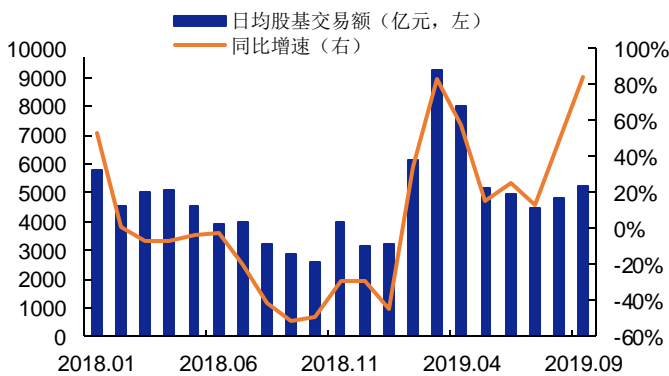


图 3: 券商估值分布图



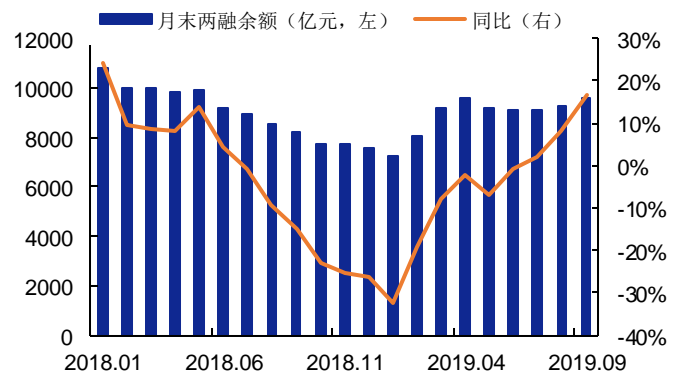
资料来源: Wind, 安信证券研究中心; 估值数据截至 2019.10.14

图 4: 9 月日均交易额同比大幅上升



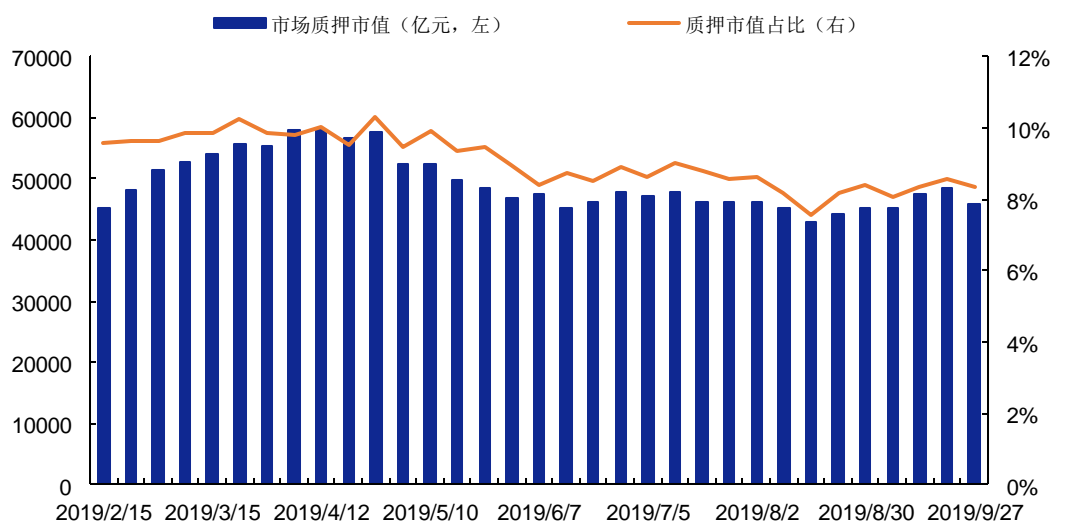
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 5: 9 月末两融余额回升至 9596 亿元



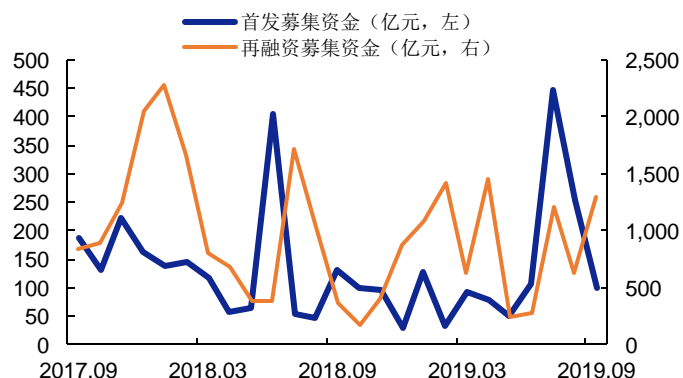
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 6: 股票质押业务市值和占比平稳



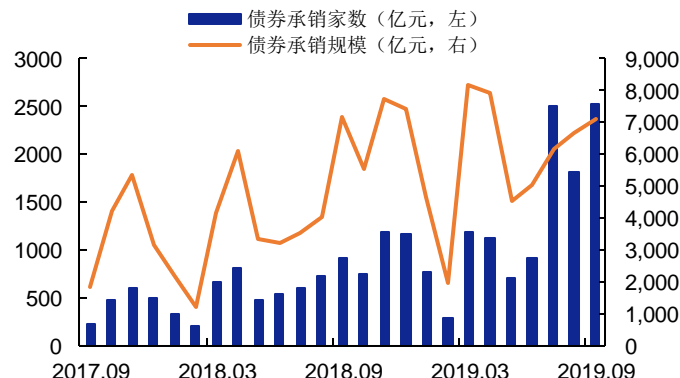
资料来源: Choice, 中证登, 安信证券研究中心

图 7: 9 月首发募集资金规模回落



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 8: 9 月债券承销规模回升



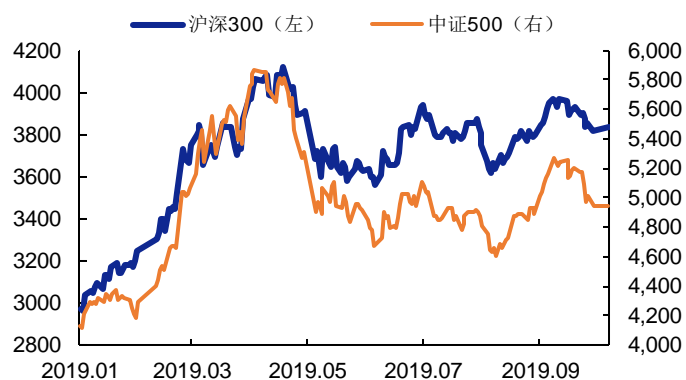
资料来源: Wind, 安信证券研究中心

表 2: 科创板上市标的情况一览

	募资总额(亿元)	承销及保荐费(万元)	发行费率	涨跌幅	主承销商
沃尔德	5.34	4,058	12.06%	242%	中信建投
安集科技	5.20	3,829	8.73%	232%	申万宏源
心脉医疗	8.32	8,734	12.32%	182%	国泰君安,华菁证券
微芯生物	10.22	6,129	7.47%	171%	安信证券
南微医学	17.49	14,059	8.92%	168%	南京证券,国信证券
航天宏图	7.16	6,024	10.35%	159%	国信证券
澜起科技	28.02	3,560	1.98%	149%	中信证券,中国国际金融,中信建投,国泰君安,中泰证券
西部超导	6.63	4,841	9.03%	148%	中信建投
中微公司	15.52	8,783	6.83%	135%	海通证券,长江证券
乐鑫科技	12.52	10,794	9.61%	132%	招商证券
天奈科技	9.27	7,605	10.61%	129%	民生证券
交控科技	6.47	5,190	9.59%	129%	中国国际金融
热景生物	4.58	4,334	12.89%	124%	中德证券
铂力特	6.60	5,280	9.29%	110%	中信建投
安博通	7.28	4,072	7.87%	110%	天风证券
山石网科	9.49	7,017	9.42%	109%	中国国际金融
瀚川智能	6.96	6,159	10.86%	104%	安信证券
福光股份	9.79	4,637	6.22%	101%	兴业证券
睿创微纳	12.00	5,660	5.50%	99%	中信证券
华兴源创	9.73	7,217	9.45%	91%	华泰联合
柏楚电子	17.15	8,923	6.00%	87%	中信证券
虹软科技	13.28	5,300	5.56%	85%	中信建投,华泰联合
光峰科技	11.90	9,578	10.72%	81%	华泰联合
晶晨股份	15.83	6,602	5.05%	74%	国泰君安
嘉元科技	16.33	11,387	7.58%	72%	东兴证券
杭可科技	11.25	7,899	9.31%	67%	国信证券
天宜上佳	9.75	8,774	11.02%	62%	中信建投
方邦股份	10.78	7,777	9.15%	60%	华泰联合
天准科技	12.34	8,150	8.18%	46%	海通证券
新光光电	9.52	7,618	9.14%	43%	中信建投
中国通号	105.30	14,901	1.67%	43%	中国国际金融,高盛高华,中信证券,中银国际,摩根士丹利华鑫,天风证券
容百科技	11.98	8,005	8.09%	37%	中信证券
传音控股	28.12	10,409	4.88%	37%	中信证券

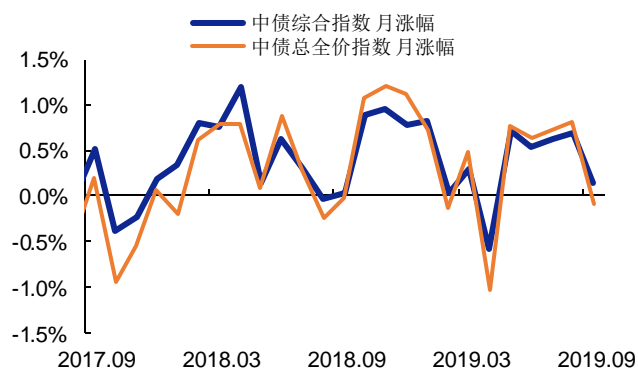
资料来源: Wind, 安信证券研究中心; 数据截至 2019.9.30

图 9：9 月沪深 300 和中证 500 走势



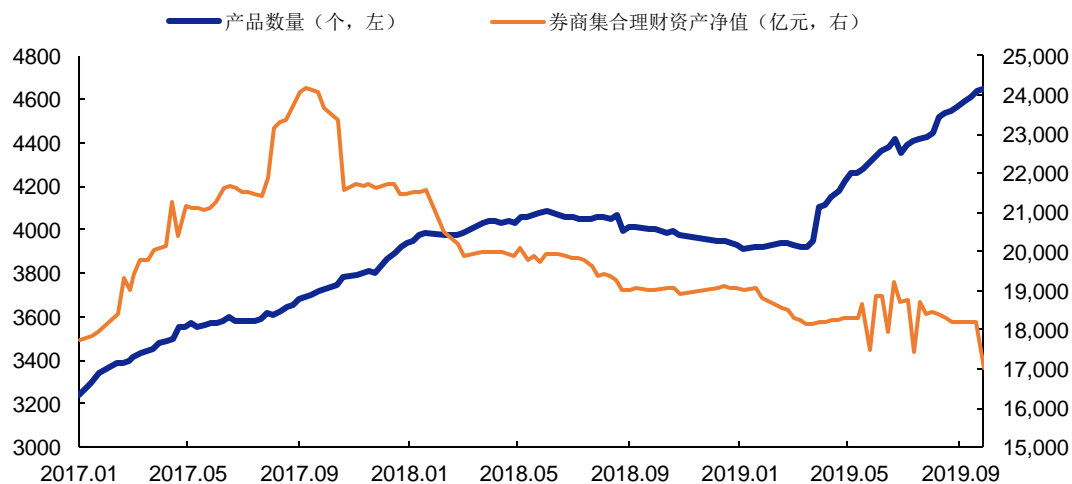
资料来源：Wind，安信证券研究中心；数据截至 2019.9.30

图 10：9 月债市走平



资料来源：Wind，安信证券研究中心；数据截至 2019.9.30

图 11：券商集合理财产品数量上升



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
	陈盈怡	021-35082737	chenyy6@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
深圳联系人	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	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