

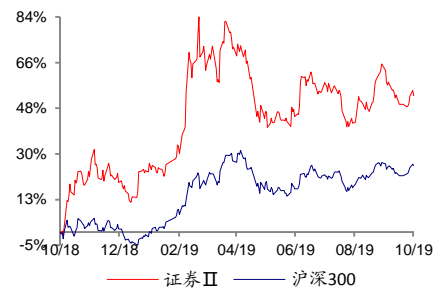
证券 II 行业

9 月归母净利润平稳增长，合并报表料有更多亮点
——证券行业 9 月经营数据点评

行业评级 **买入**

前次评级 买入
报告日期 2019-10-16

相对市场表现



分析师:

陈福



SAC 执证号: S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师:

陈韵杨



SAC 执证号: S0260519080002



0755-82984511



chenyunyang@gf.com.cn

请注意，陈韵杨并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

证券 II 行业:业绩大幅增长,逆周期调节与创新业务推进共
同加码——证券行业 8 月经营数据点评 2019-09-06

证券 II 行业:自营贡献利润增量,改革打开行业空间 2019-09-04

证券 II 行业:衍生品扩容之期:头部券商新赛道 2019-08-27

● 核心观点

● 已披露数据的 34 家上市公司 9 月实现净利润 64.81 亿

根据上市公司月度数据公告,已披露数据 34 家上市券商 9 月单月共实现营业收入 196.48 亿元,环比增长 3.66%,同比增长 24.90%;实现净利润 64.81 亿元,环比下跌 19.10%(环比下跌主要受 8 月国泰君安收到 15.30 亿分红影响,剔除之后环比下跌 0.01%),同比增长 13.18%。2019 年 1-9 月累计实现营收 1793.70 亿元,净利润 697.56 亿元,同比分别增长 34.31%和 49.72%。(环比、同比数据均为可比口径)。

9 月单月净利润居前的上市券商包括:中信证券(7.66 亿元,同比+38.41%,环比-31.35%)、申万宏源(6.18 亿元,同比+39.15%,环比+71.62%)、华泰证券(6.13 亿元,同比-11.73%,环比+21.40%)、国泰君安(5.58 亿元,同比+21.85%,环比-67.73%,其中环比大幅减少主要受 8 月收到上海证券 15.3 亿分红款高基数影响,剔除之后环比增加 180.40%)等。(按各家披露母公司和子公司数据合计计算)。

另外由于科创板项目的跟投及直投浮盈收益在月报中并未体现,预计三季度合并报表利润增速将高于月报累计值。

● 业绩分析:同比经纪、资本中介及投资环境改善

1) 经纪:单月日均成交金额环比、同比上涨。9 月两市日均股票成交金额 5653.53 亿元,环比增长 26.44%,同比增长 117.28%。

2) 自营:二级市场表现与同期基本持平。9 月沪深 300 指数上涨 0.39%,创业板指上涨 1.03%,2018 年同期沪深 300 指数上涨 3.13%,创业板指数跌 1.66%。债市表现小幅弱于同期:中证全债指数 9 月上涨 0.09%,去年同期中证全债指数涨 0.23%。

3) 资本中介:两融余额环比、同比上涨,质押规模仍在小幅收缩。9 月末两市两融余额 9489.14 亿元,环比增长 2.44%,同比增长 15.34%;市场质押股数 6012 亿股,较 8 月末质押股数 6063 亿股小幅收缩。

4) 投行:股权融资规模同比小幅增加。9 月股权融资规模 1347.55 亿元,环比增长 43.36%;同比增长 3.40%。其中,9 月 IPO 发行规模 99.16 亿元(同比-60.67%),再融资发行规模 1248.39 亿元(同比+81.49%)。

● 投资建议

两个核心催化剂再获确认:一是短期看贸易战舒缓;逆周期带来的宽松政策,将通过利率下行、交易量放大、风险偏好提升等链条作用于券商,有望带来贝塔收益。此外制度建设完善及支持股权融资有利于进一步激发市场活力。二是长期看资本市场改革不断深化,板块有望持续受益政策创新:全面深化资本市场改革工作座谈会提出 12 个方面重点任务涉及到的①投行业务再扩容:推广注册制以及松绑再融资。②信用业务发展加速:两融新规扩大标的池以及扩大抵押物范围。③衍生品扩容:鼓励期权期货产品不断创新并松绑交易规则,FICC 类衍生品逐渐起步。建议关注龙头企业:中信证券(600030.SH)/(06030.HK)、华泰证券(601688.SH)/HTSC(06886.HK),及低估值龙头海通证券(600837.SH)/(06837.HK)等。

● 风险提示

市场风险事件包括经济增速放缓、利率波动影响、行业竞争加剧等;公司经营业绩不达预期,爆发重大风险及违约事件等。

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海通证券	600837.SH	CNY	15.08	20190901	买入	17.10	0.75	0.92	20.11	16.39	1.36	1.28	7%	8%
华泰证券	601688.SH	CNY	18.59	20190830	买入	24.00	0.82	1.09	22.67	17.06	1.39	1.31	6%	8%
中信证券	600030.SH	CNY	22.69	20190823	买入	28.90	1.34	1.61	16.93	14.09	1.65	1.51	10%	11%
海通证券	06837.HK	HKD	8.45	20190901	买入	9.50	0.75	0.92	10.29	8.39	0.70	0.65	7%	8%
HTSC	06886.HK	HKD	12.44	20190830	买入	14.30	0.82	1.09	13.86	10.43	0.85	0.80	6%	8%
中信证券	06030.HK	HKD	15.3	20190823	买入	20.90	1.34	1.61	10.43	8.68	1.02	0.93	10%	11%
中金公司	03908.HK	HKD	15.42	20190826	买入	18.68	1.01	1.13	13.95	12.47	1.34	1.24	10%	10%

注：A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

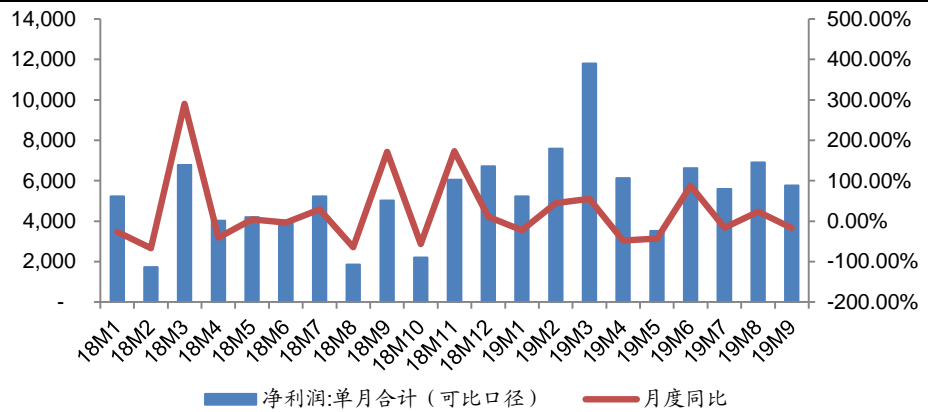
备注：收盘价及表中估值指标按照 10 月 15 日收盘价计算

数据解读：已披露数据的 34 家上市公司 9 月实现净利润 64.81 亿元

根据上市公司月度数据公告，已披露数据 35 家上市券商 9 月单月共实现营业收入 196.48 亿元，环比增长 3.66%，同比增长 24.90%；实现净利润 64.81 亿元，环比下跌 19.10%（环比下跌主要受 8 月国泰君安收到 15.30 亿分红影响，剔除之后环比下跌 0.01%），同比增长 13.18%。2019 年 1-9 月累计实现营收 1793.70 亿元，净利润 697.56 亿元，同比分别增长 34.31% 和 49.72%。（环比、同比数据均为可比口径）。

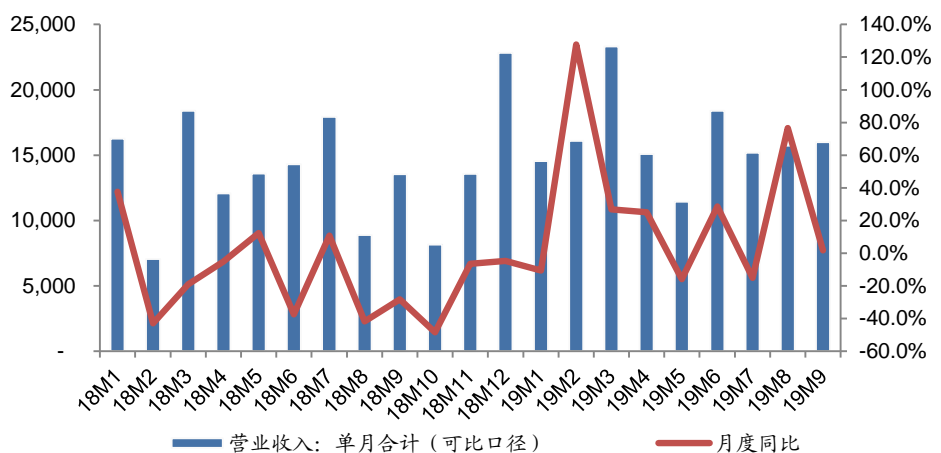
9 月单月净利润居前的上市券商包括：中信证券（7.66 亿元，同比+38.41%，环比-31.35%）、申万宏源（6.18 亿元，同比+39.15%，环比+71.62%）、华泰证券（6.13 亿元，同比-11.73%，环比+21.40%）、国泰君安（5.58 亿元，同比+21.85%，环比-67.73%，其中环比大幅减少主要受 8 月收到上海证券 15.3 亿分红款高基数影响，剔除之后环比增加 180.40%）等。（按各家披露母公司和子公司数据合计计算）

图1：30家上市券商净利润：单月合计（左轴，百万元）与月度同比（右轴）



数据来源：公司月度数据披露、广发证券发展研究中心

图2：30家上市券商营业收入：单月合计（左轴，百万元）与月度同比（右轴）



数据来源：公司月度数据披露、广发证券发展研究中心

表1: 部分已披露数据的上市券商9月经营业绩表现

单位: 百万元	净利润 (扣非后母公司口径)				营业收入 (扣非后母公司口径)			
	金额-月度	19M9	单月同比	单月环比	累计同比	19M9	单月同比	单月环比
中信系(中信证券+金通证券+中信(山东))	766.29	38%	-31%	28%	1895	17%	-19%	16%
广发系(广发证券+广发资管)	343.83	7%	-33%	28%	924	7%	-24%	31%
海通系(海通证券+海通资管)	549.36	98%	5%	42%	1318	47%	26%	45%
华泰系(华泰证券+华泰联合+华泰资管)	612.90	-12%	21%	27%	1838	17%	52%	14%
招商系(招商证券+招商资管)	355.11	-8%	-16%	44%	1183	28%	12%	49%
长江系(长江证券+长江承销)	143.20	166%	21%	284%	451	20%	14%	73%
国元证券	48.42	1623%	-67%	131%	193	50%	5%	38%
西南证券	106.38	71%	131%	128%	282	10%	78%	31%
申万宏源系(申万宏源+申万宏源西部+承销保荐)	617.94	39%	72%	24%	1338	28%	63%	6%
太平洋证券	(43.60)	-128%	-344%	-300%	39	-77%	-56%	126%
东北证券	91.67	285%	39%	296%	224	34%	-2%	81%
国金证券	101.67	146%	90%	31%	292	52%	-11%	19%
兴业系(兴业证券+兴证资管)	85.74	32%	368%	-2%	395	3%	61%	47%
山西系(山西证券+中德证券)	61.97	204%	62%	235%	145	33%	11%	57%
方正系(方正证券+方正信+民族证券)	149.58	-85%	101%	-22%	477	-64%	30%	10%
国海证券	12.74	-66%	-73%	1251%	190	26%	10%	123%
东吴证券	44.70	-12%	-23%	301%	211	19%	-14%	66%
西部证券	(121.24)	-259%	-225%	46%	217	6%	1%	58%
国信证券	202.20	0%	-54%	91%	807	37%	-18%	46%
东兴证券	76.76	13%	21%	52%	340	14%	72%	30%
东方证券	203.09	152%	-35%	112%	967	218%	39%	65%
国泰君安系(国泰君安+上海证券+国泰君安资管)	558.04	22%	-68%	47%	1538	6%	-44%	23%
一创系(第一创业+一创投行)	11.34	35%	-86%	37%	118	33%	-39%	29%
中原证券	18.53	-130%	-16%	711%	165	212%	25%	72%
中国银河(中国银河+银河金汇)	392.19	122%	0%	114%	1110	54%	7%	58%
华安证券	121.79	302%	48%	141%	245	77%	26%	78%

浙商系(浙商证券+浙商资管)	88.74	71%	68%	-	308	57%	30%	-
南京证券	63.73	190%	38%	-	150	73%	32%	-
华西证券	113.35	134%	49%	-	300	64%	27%	-
财通系(财通证券+财通资管)	65.01	264%	28%	-	316	74%	19%	-
中信建投	504.42	119%	70%	-	1174	35%	30%	-
天风证券	30.96	-	-8%	-	217	-	21%	-
长城证券	70.67	-	-19%	-	216	-	-23%	-
华林证券	33.68	-	57%	-	63	-	-19%	-
单月合计(可比口径)	6481.20	13%	-19%	50%	19648	25%	4%	34%

数据来源:公司公告、广发证券发展研究中心

注1:净利润及营业收入合计为已披露数据23家上市证券公司,其中同比计算不含天风证券、长城证券、华林证券,累计同比另外不含浙商、南京、华西、财通、中信建投。

业绩分析: 同比经纪、资本中介业务正向增长

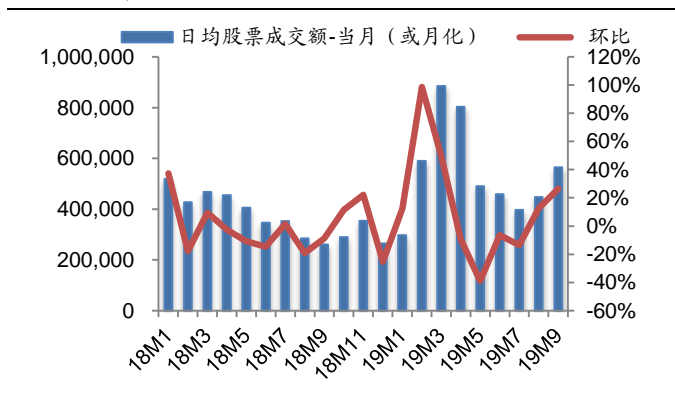
1) 经纪: 单月日均成交金额环比、同比上涨。9月两市日均股票成交金额5653.53亿元,环比增长26.44%,同比增长117.28%。

2) 自营: 二级市场表现与同期基本持平。9月沪深300指数上涨0.39%,创业板指上涨1.03%,2018年同期沪深300指数上涨3.13%,创业板指数跌1.66%。债市表现小幅弱于同期:中证全债指数9月上涨0.09%,去年同期中证全债指数涨0.23%。

3) 资本中介: 两融余额环比、同比上涨,质押规模仍在小幅收缩。9月末两市两融余额9489.14亿元,环比增长2.44%,同比增长15.34%;市场质押股数6012亿股,较8月末质押股数6063亿股小幅收缩。

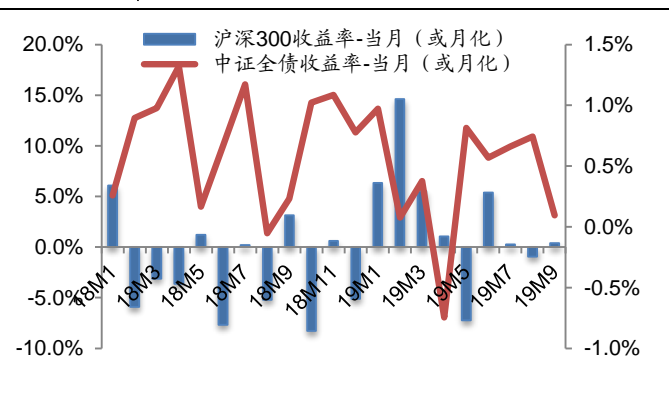
4) 投行: 同比小幅增加。9月股权融资规模1347.55亿元,环比增长43.36%;同比增长3.40%。其中,9月IPO发行规模99.16亿元(同比-60.67%),再融资发行规模1248.39亿元(同比+81.49%)。

图3: 经纪: 日均股票成交额-当月(左轴,百万元)与环比增速(右轴)



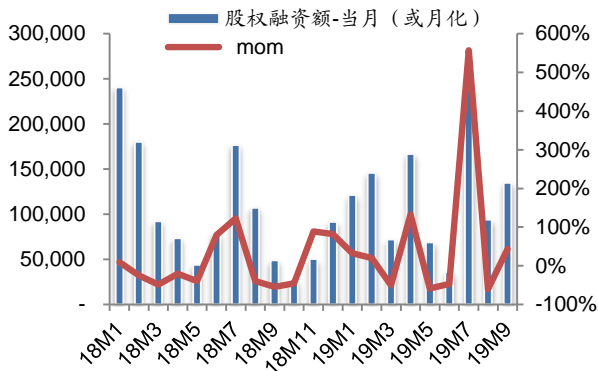
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图4: 自营: 沪深300单月收益率(左轴)与中证全债当月收益率(右轴)



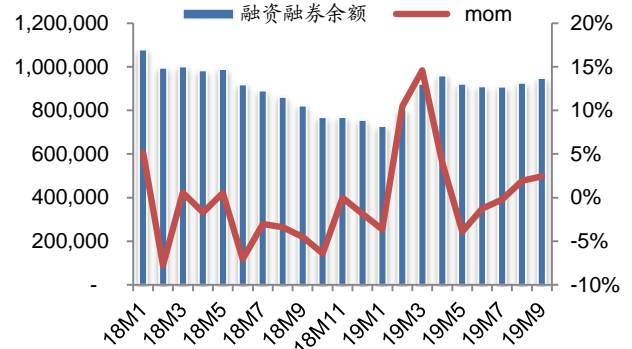
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图5: 投行: 股权融资额-当月(百万)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

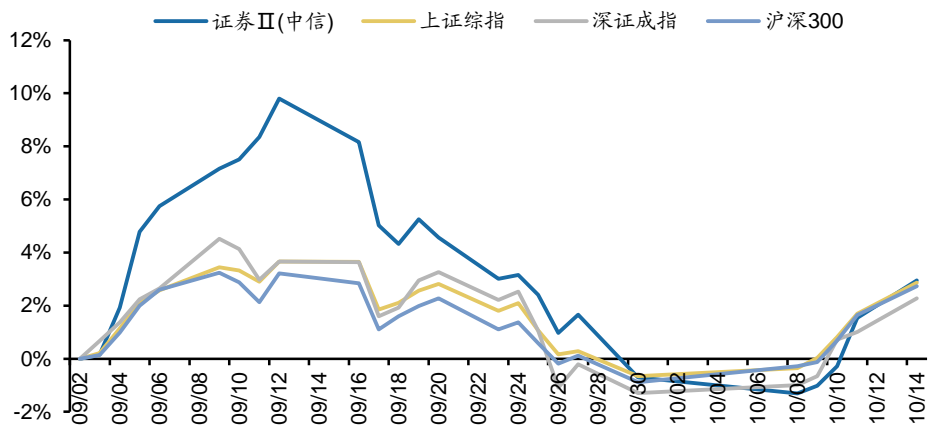
图6: 资本中介: 融资融券余额(百万)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

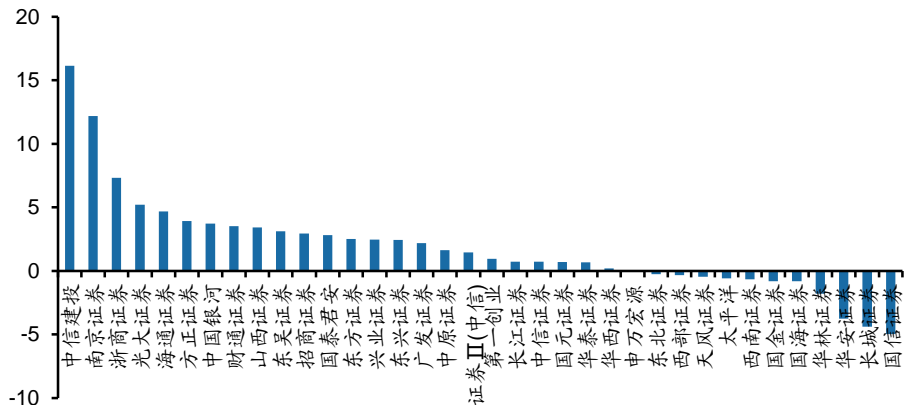
月度市场表现:

图7: 证券指数(CI005165)走势



数据来源: 公司月度数据披露、广发证券发展研究中心(注: 交易日期为9月2日至今)

图8: 2019年9月个股涨跌幅(%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心(注: 交易日期为2019年9月2日至9月30日)

投资建议：资本市场改革全面深化，板块受益政策创新

1、长期看资本市场改革不断深化，板块有望持续受益政策创新

三季度以来，国务院金融稳定发展委员会第七次会议、国务院常务会议、全国金融形势通报和工作经验交流电视电话会议、中央全面深化改革委员会第十次会议、证监会全面深化资本市场改革工作座谈会等多次重量级会议均提及“深化资本市场改革”，对资本市场及中介机构在中国经济发展和实体经济中的战略地位不断拔高。

表2：三季度末以来多次重量级会议提出要“深化资本市场改革”

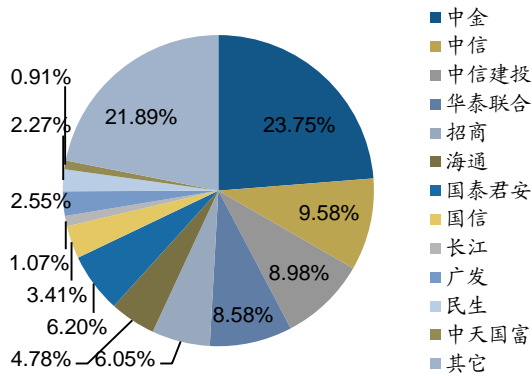
时间	部门	会议	发言人	内容
2019-8-31	国务院金融委	国务院金融稳定发展委员会召开第七次会议	刘鹤	深化金融改革提供机制保障，进一步扩大开放，完善治理结构。要进一步深化资本市场改革，坚持市场化、法治化、国际化方向。以科创板改革为突破口，加强资本市场顶层设计，完善基础制度，提高上市公司质量，扎实培育各类机构投资者，为更多长期资金持续入市创造良好条件，增强资本市场的活力、韧性和服务能力。
2019-9-4	国务院	国务院常务会议	李克强	加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等政策工具，引导金融机构完善考核激励机制
2019-9-5	国务院金融委	召开全国金融形势通报和工作经验交流电视电话会议	刘鹤	深化金融改革开放，为实体经济发展提供动力支持，落实好各项开放举措，以开放促进改革创新、促进高质量发展
2019-9-9	国务院	中央全面深化改革委员会第十次会议	习近平	营造市场化、法治化、制度化的长期稳定发展环境
2019-9-10	证监会	全面深化资本市场改革工作座谈会	易会满	全面深化资本市场改革的12个方面重点任务。

数据来源：中国政府网、广发证券发展研究中心

9月10日全面深化资本市场改革工作座谈会提出12个方面重点任务，内容主要围绕四个方面：

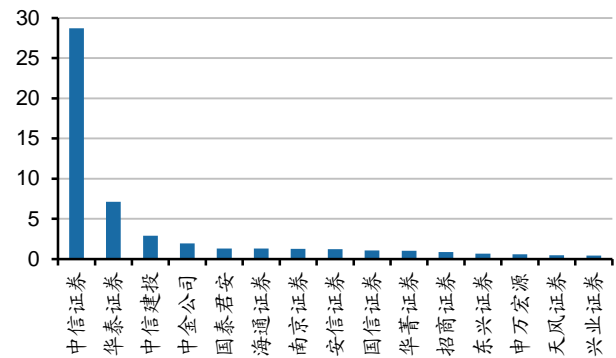
①**投行业务再扩容**：稳步实施注册制，专业化能力得到体现有望实现服务溢价和竞争力巩固；松绑再融资，并购重组广阔业务将得以提振；发展投行资本化，私募股权业务迎来收获期助力业绩增厚。

图9: 截至9月底科创板在会项目格局



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图10: 科创板跟投及直投浮盈受益 (亿元)

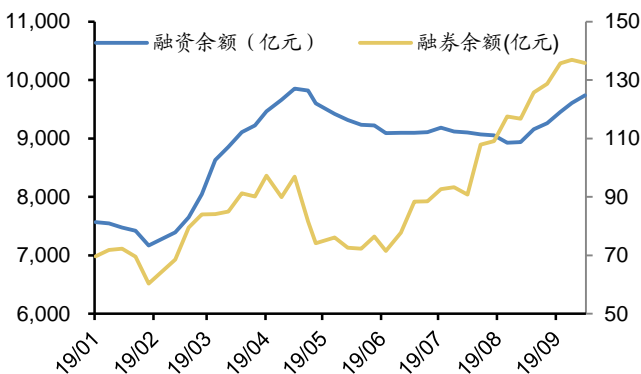


数据来源: Wind、广发证券发展研究中心 (截至9月30日收盘价计算)

②信用业务发展加速:

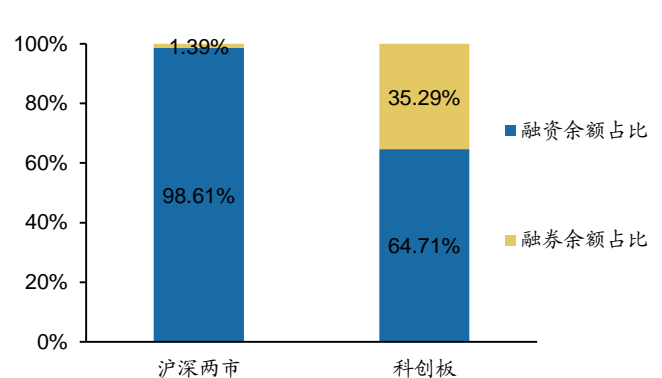
一方面,两融担保物扩充以及担保线比例限制取消,另一方面,政策重点发力融券业务,未来有望快速发展。

图11: 两融余额统计



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图12: 截至9月底科创板及沪深两市两融对比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

③衍生品扩容: 鼓励期权期货产品不断创新并松绑交易规则, FICC类衍生品逐渐起步, 弥补国内券商与国际顶级投行的差距。

④入退市机制与法治双发力, 净化资本市场环境。深改座谈会提出要制定实施推动提高上市公司质量行动计划, 切实把好入口和出口两道关, 努力优化增量、调整存量。

2、短期看贸易战舒缓, 板块资金回流, 流动性宽松持续

截至10月14日收盘价计算, 根据我们对各上市券商2019年的盈利预测, 上市券商的PB估值回落至1.56 xPB。头部券商的PB估值已回落至1.11x-1.68xPB, 位于历

史估值低点，板块配置价值显现。

资本市场改革正持续推进，我们长期看好创新业务推进与交易量放大所带来的证券板块的投资性机会。两个核心催化剂再获确认：一是逆周期带来的宽松政策，将通过利率下行、交易量放大、风险偏好提升等链条作用于券商，有望带来贝塔收益。此外制度建设完善及支持股权融资有利于进一步激发市场活力。二是行业监管政策鼓励创新，释放活力，带来新的利润增长点，有望带来阿尔法收益。

建议关注龙头企业：中信证券(600030.SH)/(06030.HK)、华泰证券(601688.SH)/HTSC(06886.HK)，及低估值龙头海通证券(600837.SH)/(06837.HK)等。

风险提示

- 1、券商经营风险因素包括宏观经济与行业景气度下行，如经济下行超预期、多因素影响利率短期大幅波动、资管新规后续补丁文件严厉性超预期、行业爆发严重风险事件等。
- 2、公司经营受多因素影响，风险包括：行业竞争加剧、存量资管项目爆发严重风险事件、公司业绩不达预期、二级市场波动、新领域投资出现亏损等。

附表1：美股和港股可比公司估值情况

市场	公司	股票代码	股价 (元)	EPS(元)			PE(倍)			PB(倍)		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
美股	摩根士丹利	MS.N	42.25	4.73	4.99	5.13	8.93	8.47	8.24	0.99	0.94	0.89
(USD)	高盛集团	GS.N	205.82	25.53	26.57	28.16	8.06	7.75	7.31	0.96	0.89	0.84

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：表中估值情况按最新收盘价计算；盈利预测数据来自 Wind 一致预测；美股股价和 EPS 单位为美元；港股股价和 EPS 为港元。

广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍 淼：资深分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 文京雄：资深分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈韵杨：资深分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券在过去12个月内与国信证券(002736)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。