

行业基本面无忧，持续关注政策预期

2019年10月21日

评级 同步大市

评级变动: 调低

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
证券	-5.91	-6.10	45.42
沪深300	-1.68	1.61	23.43

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8月月度报告：基本面向好，估值有望持续提升》 2019-09-09
- 《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

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
中信证券	0.77	28.38	1.12	19.51	1.21	18.06	推荐
华泰证券	0.12	143.25	0.80	21.49	0.91	18.89	推荐
中国银河	0.28	37.43	0.41	25.56	0.40	26.20	推荐
东吴证券	0.12	75.50	0.49	18.49	0.53	17.09	推荐
海通证券	0.45	31.46	0.62	22.83	0.68	20.82	谨慎推荐
东方证券	0.18	56.05	0.27	37.70	0.32	31.53	谨慎推荐
东方财富	0.18	82.05	0.24	61.54	0.32	46.15	谨慎推荐

资料来源: 财富证券

投资要点:

- 非银金融行业9月表现基本同步大市。申万非银金融行业指数上涨0.53%，跑赢上证综指0.04个百分点，在28个申万一级行业指数中位列第12位。
- 上市券商估值稍有上升，长期配置价值仍然明显。截至9月末，上市券商PB估值为1.57倍，前值为1.54倍，环比上月稍有上升，9月末估值位于历史的后12%分位。大券商PB估值为1.50倍（历史后17%分位），中小券商PB估值1.77倍（历史后12%分位）。
- 30家上市券商（非合并口径，下同）2019年9月共计实现营业收入184亿元，环比增长1%，净利润60亿元，环比下降23%。30家上市券商2019年1-9月累计实现营业收入1718亿元，同比增长37%，净利润675亿元，同比增长48%。
- 《上市公司重大资产重组管理办法》新修落地，一定程度上利好券商并购重组业务发展。目前，行业监管边际放松趋势明显，市场流动性仍然处于持续宽松态势，券商板块全年业绩有望在低基数效应下超预期，长期角度看行业估值存在较大修复空间。未来，资本市场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，行业中长期配置价值明显，但由于市场短期对流动性政策预期下降，板块β属性将放大相对悲观的交投情绪，下调行业至“同步大市”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，推荐中信证券(600030.SH)、华泰证券(601688.SH)。投资主线二：关注政策事件的短期驱动，市场交投情绪回升下经纪、两融业务存在超预期可能的券商，推荐经纪和两融业务市占率排名靠前的中国银河(601881.SH)。投资主线三：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、自营业务表现突出的东吴证券(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

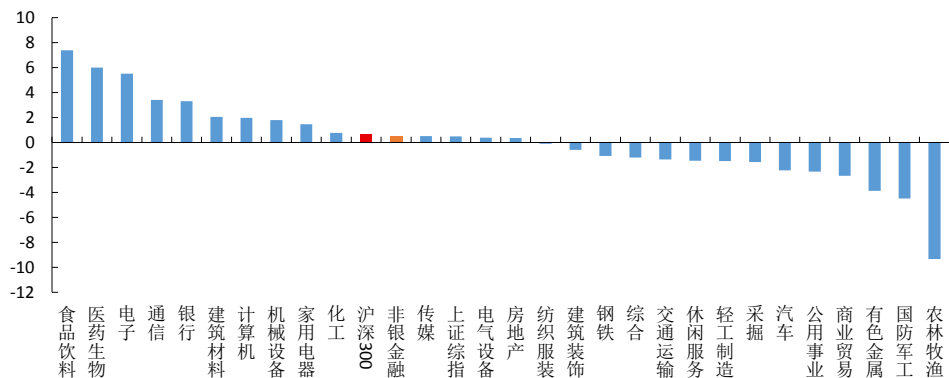
## 图表目录

图 1: 申万一级行业指数 9 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.....	7
图 6: 陆股通当月净买入额.....	7
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: 上市券商 9 月经营情况.....	5

## 1 市场行情回顾

非银金融行业 9 月表现基本同步大市。上证综指 9 月上涨 0.49%，沪深 300 指数上涨 0.64%，同期申万非银金融行业指数上涨 0.53%，跑赢上证综指 0.04 个百分点，跑输沪深 300 指数 0.11 个百分点，在 28 个申万一级行业指数中位列第 12 位。非银金融二级子行业指数中，证券板块上涨 1.43%，保险板块下跌 0.49%，多元金融板块上涨 2.57%。

图 1：申万一级行业指数 9 月表现



资料来源：wind，财富证券

上市券商 9 月市场表现出现一定分化。行业涨幅前 5 位分别为中信建投(+16.86%)、南京证券(+10.28%)、浙商证券(+6.79%)、光大证券(+5.30%)、海通证券(+4.69%)；行业跌幅前 5 位分别为国信证券(-6.40%)、长城证券(-5.07%)、华安证券(-4.64%)、红塔证券(-4.42%)、华林证券(-3.34%)。

表 1：上市券商个股涨跌幅排名

股票代码	股票名称	9 月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)	股票代码	股票名称	9 月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
601066.SH	中信建投	16.86	158.91	002736.SZ	国信证券	-6.40	48.15
601990.SH	南京证券	10.28	16.60	002939.SZ	长城证券	-5.07	51.31
601878.SH	浙商证券	6.79	20.10	600909.SH	华安证券	-4.64	31.75
601788.SH	光大证券	5.30	30.33	601236.SH	红塔证券	-4.42	199.80
600837.SH	海通证券	4.69	64.25	002945.SZ	华林证券	-3.34	206.38

资料来源：wind，财富证券

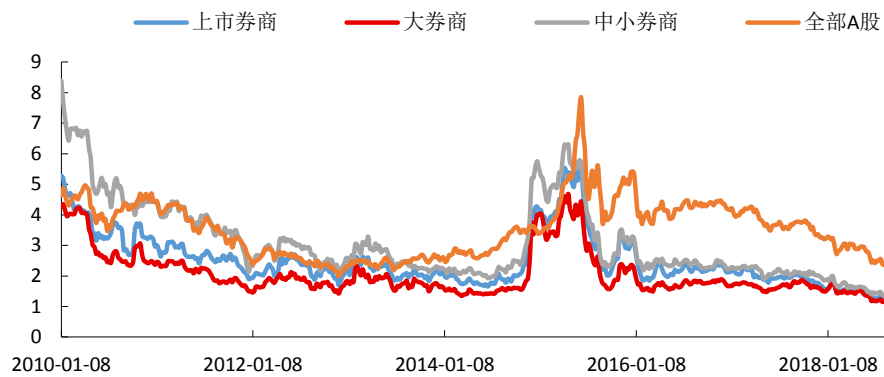
上市券商估值稍有上升，长期配置价值仍然明显。截至 9 月末，上市券商 PB 估值为 1.57 倍（历史 TTM，中值，剔除负值，下同），前值为 1.54 倍，环比上月稍有上升，9 月末估值位于历史的后 12%分位。大券商 PB 估值为 1.50 倍（历史后 17%分位），中小券商 PB 估值 1.77 倍（历史后 12%分位）。

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	1.57	1.50	1.77
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	87.58%	82.16%	87.78%

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 家上市券商（非合并口径，下同）2019 年 9 月共计实现营业收入 184 亿元，环比增长 1%，净利润 60 亿元，环比下降 23%，单月净利润环比下降的主要原因为国泰君安证券 8 月收到子公司上海证券 15 亿元分红，本月无此项收入。30 家上市券商 2019 年 1-9 月累计实现营业收入 1718 亿元，同比增长 37%，净利润 675 亿元，同比增长 48%。（注：A 股直接上市券商 36 家，为保持数据的可比性，剔除 2018 年 1 月 1 日后上市的 6 家券商）

营业收入方面，上市券商中 21 家营收环比增长，9 家营收环比下滑。9 月单月营收排名首位的是中信证券（18.95 亿元），9 月单月营收环比增速排名首位的是西南证券（78%）。净利润方面，上市券商中 16 家净利润环比增长，14 家净利润环比下滑。9 月单月净利润排名首位的是中信证券（7.7 亿元），9 月单月净利润环比增速排名首位的是兴业证券（368%）。

表 3: 上市券商 9 月经营情况

	9 月				1-9 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	1895	766	-19%	-31%	17462	7426	16%	27%
国泰君安	1538	558	-44%	-68%	17328	7970	23%	50%
国信证券	807	202	-18%	-54%	8974	3684	46%	102%
华泰证券	1838	613	52%	21%	13372	5802	21%	9%
中国银河	1110	392	7%	0%	9290	3604	58%	113%
海通证券	1318	549	26%	5%	12156	5973	45%	38%
招商证券	1183	355	12%	-16%	10521	4251	49%	52%
申万宏源	1338	618	63%	72%	9803	4182	6%	-9%
广发证券	924	344	-24%	-33%	11083	4643	31%	30%
光大证券	580	182	-35%	-33%	6828	2508	62%	165%
浙商证券	308	89	30%	68%	2440	906	53%	100%
东方证券	967	203	39%	-35%	6477	2061	92%	143%
方正证券	477	150	30%	101%	4177	989	10%	231%
长江证券	451	143	14%	21%	5449	2139	73%	296%
东吴证券	211	45	-14%	-23%	2531	867	66%	397%
国金证券	292	102	-11%	90%	2650	836	19%	23%
山西证券	145	62	11%	62%	1564	481	57%	240%
华西证券	300	113	27%	49%	2642	1028	39%	37%
东兴证券	340	77	72%	21%	2599	1099	30%	56%
国海证券	190	13	10%	-73%	1810	444	123%	不可比
西部证券	217	-121	1%	-225%	2329	563	58%	122%
中原证券	165	19	25%	-16%	1235	265	72%	161%
太平洋	39	-44	-56%	-344%	1339	397	126%	不可比
财通证券	316	65	19%	28%	3069	877	37%	23%
兴业证券	395	86	61%	368%	5001	1338	47%	1%
西南证券	282	106	78%	131%	2331	879	31%	139%
华安证券	245	122	26%	48%	1849	761	78%	124%
第一创业	118	11	-39%	-81%	1345	289	29%	26%
东北证券	241	99	0%	41%	2377	770	76%	241%
国元证券	193	48	5%	-67%	1798	491	38%	111%
合计	18425	5967	1%	-23%	171830	67522	37%	48%

资料来源: wind, 上市公司公告, 财富证券。各公司数据为非完全合并口径, 仅包括上市公司母公司及主要业务条线子公司。

## 2.2 市场要素跟踪

(1) 两市日均成交金额环比持续回升，市场人气回暖。9月两市日均成交金额 5565 亿元，环比 8 月上升 26%。

(2) 两融余额继续回升，连续两月净买入。9 月末沪深两市两融余额 9489 亿元，9 月日均两融余额 9591 亿元；两融 9 月净买入额为 238 亿元，连续两月净买入额为正。

(3) 北向资金加速流入。陆股通 9 月净买入额 646 亿元，环比 8 月增加 390%，北向资金连续四月净流入。

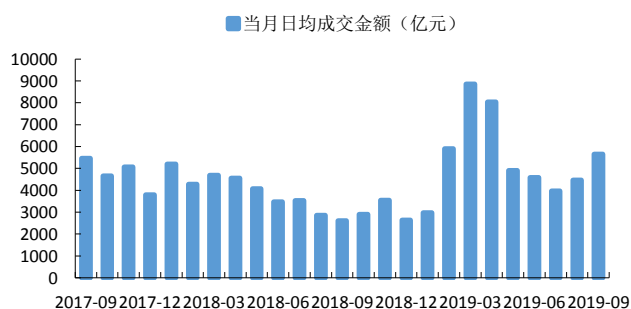
(4) 股票质押业务规模持续收缩。9 月末市场质押股份数量为 6012 亿股，较 8 月末减少 51 亿股，质押股份数量占总股本比例为 9.0%，较 8 月末下降 0.1 个百分点，质押股份参考市值 45415 亿元。

(5) 股权融资规模环比上升，债券融资规模环比下降。9 月 IPO 发行 11 家，募集资金 99 亿元，再融资发行 32 家，募集资金 1248 亿元，股权融资规模合计 1347 亿元，环比上升 43%，同比上升 175%。企业债、公司债承销规模分别为 304 亿元、2726 亿元，核心信用债券融资规模总计 3060 亿元，环比 8 月下降 1%。

(6) 资管产品发行规模环比下降。9 月成立资管产品 403 只，发行份额 40 亿份，发行份额环比 8 月减少 26%。

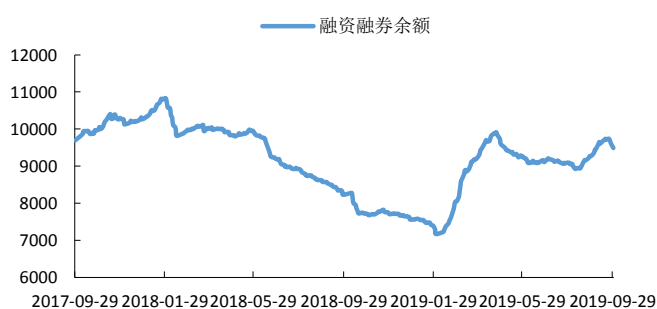
(7) 主要指数 9 月表现稳定。上证综指、沪深 300、创业板指涨跌幅分别为+0.66%、+0.39%、+1.03%。中证全债指数涨跌幅为+0.09%。

图 3：两市日均成交金额



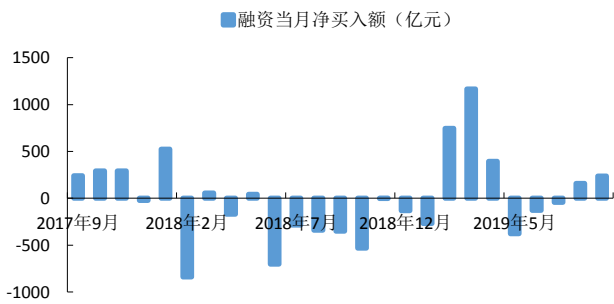
资料来源：wind，财富证券

图 4：融资融券余额



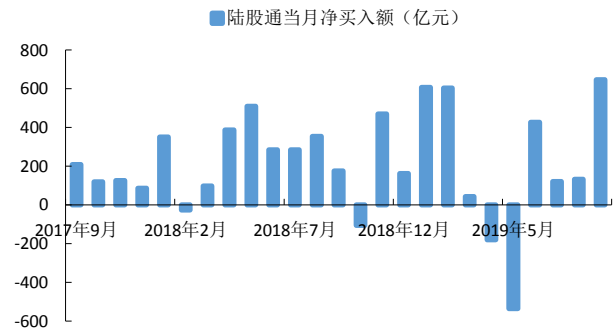
资料来源：wind，财富证券

图 5：融资当月净买入额



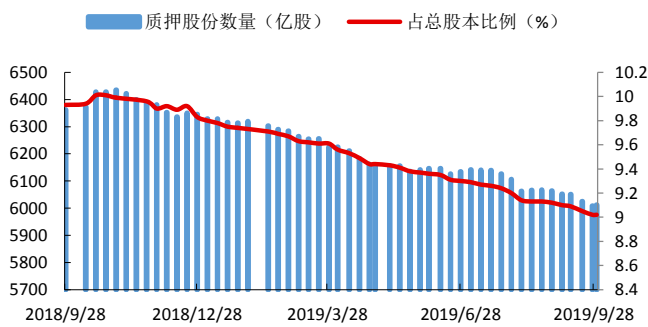
资料来源：wind，财富证券

图 6：陆股通当月净买入额



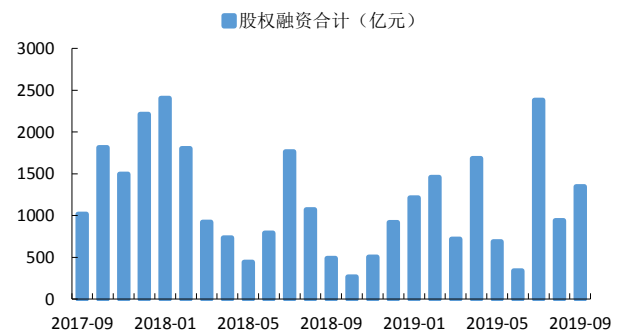
资料来源：wind，财富证券

图 7：市场质押规模



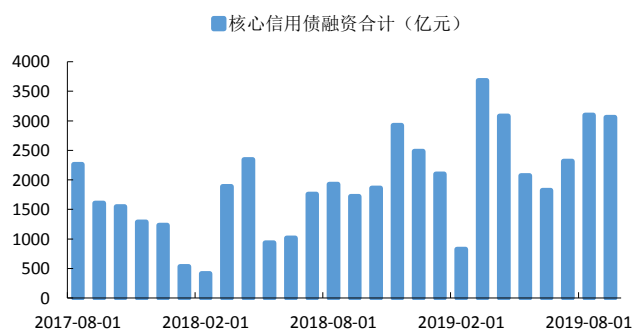
资料来源：wind，财富证券

图 8：当月股权融资规模



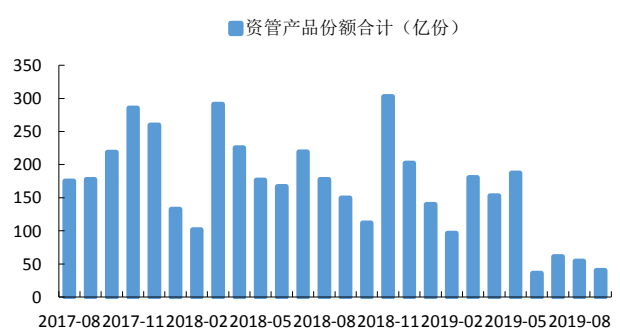
资料来源：wind，财富证券

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

近期，新修改的《上市公司重大资产重组管理办法》已经落地，取消重组上市认定标准中的“净利润”指标，允许符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市。上述修改有利于支持上市公司资源整合和产业升级，服务科技创新企业发展，一定程度上利好券商并购重组业务发展。目前，行业监管边际放松趋势明显，市场流动性仍然处于持续宽松态势，券商板块全年业绩有望在 2018 年下半年低基数效应下超预期，长期角度看行业估值存在较大的修复空间。未来，资本市场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，行业中长期配置价值明显，但由于市场短期对流动性政策预期下降，板块  $\beta$  属性将放大相对悲观的交投情绪，下调行业至“同步大市”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，推荐中信证券（600030.SH）、华泰证券（601688.SH）。投资主线二：关注政策事件的短期驱动，市场交投情绪回升下经纪、两融业务存在超预期可能的券商，推荐经纪和两融业务市占率排名靠前的中国银河（601881.SH）。投资主线三：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、自营业务表现突出的东吴证券（601555.SH）。

## 4 行业信息

### （1）证监会召开全面深化资本市场改革座谈会

2019 年 9 月 9 日至 10 日，证监会在京召开全面深化资本市场改革工作座谈会。会议分析了当前资本市场面临的形势，深刻阐述了全面深化资本市场改革的重大意义，并提出了当前及今后一个时期全面深化资本市场改革的 12 个方面重点任务。

12 个改革重点任务主要分为 6 个方向，一是完善资本市场建设，包括充分发挥科创板的试验田作用、补齐多层次资本市场体系的短板；二是优化市场参与主体，涵盖大力推动上市公司提高质量、狠抓中介机构能力建设、推动更多中长期资金入市；三是加快对外开放，落实已公布的对外开放举措，维护开放环境下的金融安全；四是防范化解金融风险，切实化解股票质押、债券违约、私募基金等重点领域风险；五是加大法治供给，大幅提高上市公司和中介机构违法成本，加强投资者保护；六是提高监管能力，包括提升稽查执法效能、大力推进简政放权、加快提升科技监管能力。

“深改 12 条”对证券行业的影响是长期性的。（1）完善资本市场建设将加速推进创业板与新三板改革，倒逼审核制改进和完善，同时将促进券商场外、创新业务发展。（2）优化市场参与主体中，并购重组的放宽以及分拆上市将为券商投行带来业务增量；差异化监管下大型券商享受政策红利进一步创新提质，中小券商未来将利用区位、股东等资源优势走特色化发展之路；而推动更多中长期资金入市则有利于降低市场波动，引导价值投资，长期角度看利好券商经纪业务稳定增长。（3）加快对外开放有利于国内资本市场向市场化、国际化发展，短期难改行业格局，长期将加剧行业竞争。（4）加大法治供给将提高上市公司、中介机构违法成本，直接推动信披制度完善，保护投资者利益。

（信息来源：中国证监会）



## (2) 证监会明确取消证券公司、基金管理公司外资股比限制时点

2019年7月20日，国务院金融稳定发展委员会办公室对外发布《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》，将原定于2021年取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制的时点提前到2020年。经统筹研究，证监会进一步明确以下安排：自2020年4月1日起，在全国范围内取消基金管理公司外资股比限制；自2020年12月1日起，在全国范围内取消证券公司外资股比限制。证监会将继续坚定落实我国对外开放的总体部署，积极推进资本市场对外开放进程，扎扎实实做好每一项对外开放的具体工作，继续依法、合规、高效地做好合资证券公司、基金管理公司设立或变更实际控制人审核工作。

(信息来源：中国证监会)

## (3) 证监会发布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》

为推进建设一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区，优化重组上市监管制度，完善符合中国国情的资本市场多元化退出渠道和出清方式，提高上市公司质量，《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》(以下简称《重组办法》)于10月18日正式发布，自发布之日起施行。

本次修改，旨在准确把握市场规律，理顺重组上市功能，发挥资本市场服务实体经济功能作用，积极支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区，是落实全面深化资本市场改革总体方案的重要举措。主要修改内容包括：一是简化重组上市认定标准，取消“净利润”指标。二是将“累计首次原则”计算期间进一步缩短至36个月。三是允许符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市，其他资产不得在创业板实施重组上市交易。创业板上市公司实施相关重大资产重组，应当符合《重组办法》第十三条第二款第一项、第三项、第四项、第五项有关要求，所购买资产对应的经营实体应当是股份有限公司或者有限责任公司，且符合《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》规定的其他发行条件。四是恢复重组上市配套融资。五是丰富重大资产重组业绩补偿协议和承诺监管措施，加大问责力度。此外，明确科创板公司并购重组监管规则衔接安排，简化指定媒体披露要求。

(信息来源：中国证监会)

## (4) 中国证券投资基金业协会发布证券公司2019年二季度资产管理业务统计数据

据中国证券投资基金业协会统计数据，截至2019年二季度末，证券公司及其子公司私募资产管理业务规模12.53万亿，环比2019年一季度末减少0.74万亿，同比2018年二季度末减少2.75万亿。其中，单一资产管理计划资产规模10.10万亿，环比一季度末减少0.70万亿，同比2018年二季度末减少2.87万亿；集合资产管理计划资产规模1.93万亿，环比一季度末减少0.06万亿，同比基本持平。

从具体排名来看，证券公司私募资产管理月均规模前三位分别为中信证券（11581 亿）、华泰资管（8394 亿）、国泰君安资管（7501 亿），其中中信证券、华泰资管规模均较一季度末有所下滑，国泰君安资管规模较一季度末小幅上升；证券公司私募主动管理资产月均规模前三位分别为中信证券（4070 亿）、国泰君安资管（3608 亿）、华泰资管（2457 亿），其中中信证券主动管理规模及其占比均出现下降，华泰资管、国泰君安资管主动管理规模及其占比有所上升。

2018 年资管新规落地，促使证券公司资管业务持续去杠杆、去通道，而被动管理业务规模的减少，导致券商资管规模呈现持续下降的态势。目前资管行业正处于转型期，证券公司资管业务结构正在逐步改善，未来主动管理规模及占比将稳步提升。

（信息来源：中国证券投资基金业协会）

## 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