

证券

证券研究报告

2019年11月07日

10月券商业绩：环比-26%，累计同比增速扩大至50%

投资要点：截至2019年11月6日晚，我们统计范围内的28家上市券商10月业绩环比下降26%，同比大幅增长90%。1-10月累计增长50%，累计同比增速进一步扩大。2018年的低基数以及政策边际改善将驱动相关业务复苏，我们预计四季度上市券商业绩仍将维持高增长。资本市场改革政策对于券商估值的提升有着较长时间的积极影响，重点推荐华泰证券、中信证券、海通证券、国泰君安。

自营与经纪业务下滑导致业绩环比下降26%，低基数效应下累计同比增速扩大至50%。

截至2019年11月6日晚，我们统计范围内的28家上市券商10月实现营业收入127亿元，环比-24%，同比+46%（可比口径，下同）；实现净利润41亿元，环比-26%，同比+90%。28家上市券商1-10月累计实现营业收入1633亿元，同比+35%；累计实现净利润622亿元，同比+50%。10月业绩同比大幅增长主要是因为去年同期的低基数，业绩环比出现下滑我们认为主要是受到债券自营和经纪业务的影响（交易日和日均交易金额均减少）。

头部券商业绩分化明显，5家上市券商较去年同期相比实现扭亏为盈。

2019年10月份，中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券、广发证券等5家券商单月净利润分别环比-70%（剔除10月子公司分红）、-27%、-54%、-4%、+6%；上述5家券商，1-10月的累计净利润同比分别增长24%、20%、46%、27%、33%。部分中小券商因为2018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，长江证券、国元证券、中原证券等5家上市券商在10月扭亏为盈。

市场交易量环比回落，债券投资持续承压。

1) 2019年10月份，沪深两市日均成交额4249亿元，环比+25%。融资融券的余额为9708亿元，19年至今两融日均余额为8977亿元，较18年下降154亿元。2) 2019年10月，IPO、再融资规模分别为224亿元、974亿元，分别环比+126%和-22%。债券承销金额为5934亿元，环比-14%。3) 10月主要指数呈现回暖趋势，但是债券投资承压。上证综指上涨0.82%，深证成指上涨2%，沪深300指数上涨1.89%，中债-综合全价（总值）指数下跌0.39%（上月-0.14%）。

投资建议：资本市场改革政策对于券商估值的提升有着较长时间的积极影响。行业平均估值1.92x 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）。重点推荐华泰证券、中信证券、海通证券、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 2019-11-06 | 投资 评级 | EPS(元) | | | | P/E | | | |
|-----------|------|-------------------|----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E | 2018A | 2019E | 2020E | 2021E |
| 600030.SH | 中信证券 | 22.43 | 买入 | 0.77 | 1.08 | 1.17 | 1.34 | 29.13 | 20.77 | 19.17 | 16.74 |
| 601688.SH | 华泰证券 | 17.79 | 增持 | 0.61 | 0.89 | 1.05 | 1.25 | 29.16 | 19.99 | 16.94 | 14.23 |
| 600837.SH | 海通证券 | 14.60 | 买入 | 0.45 | 0.79 | 0.91 | 1.05 | 32.44 | 18.48 | 16.04 | 13.90 |
| 601211.SH | 国泰君安 | 17.27 | 增持 | 0.77 | 0.97 | 1.13 | 1.33 | 22.43 | 17.80 | 15.28 | 12.98 |

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

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

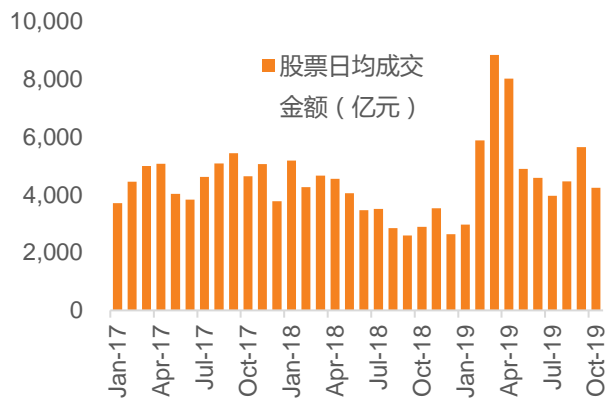
- 《证券-行业专题研究:前三季度业绩高增长，政策驱动业务规模扩张》
2019-11-03
- 《证券-行业投资策略:深化资本市场改革全面展开，坚守强大投行！》
2019-10-29
- 《证券-行业点评:《重组办法》落地，预计将提振券商并购重组业务》
2019-10-19

表 1：10 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 | 12.29 | -35% | -2% | 2.27 | -70% | -42% | 76.54 | 24% | 1,381 |
| 国泰君安 | 11.38 | -26% | 32% | 4.09 | -27% | 31% | 68.49 | 20% | 1,370 |
| 海通证券 | 7.67 | -42% | 127% | 2.52 | -54% | 380% | 62.25 | 46% | 1,166 |
| 华泰证券 | 14.86 | -19% | 66% | 5.86 | -4% | 31% | 55.90 | 27% | 1,192 |
| 广发证券 | 8.63 | -7% | 71% | 3.65 | 6% | 152% | 50.09 | 33% | 845 |
| 招商证券 | 10.86 | -8% | 101% | 3.99 | 12% | 156% | 46.50 | 50% | 811 |
| 中国银河 | 7.00 | -37% | 61% | 2.47 | -37% | 96% | 38.51 | 112% | 690 |
| 国信证券 | 6.12 | -24% | 7% | 1.87 | -7% | 22% | 38.71 | 86% | 539 |
| 方正证券 | 2.76 | -42% | -11% | 0.59 | -61% | 16% | 10.48 | 155% | 421 |
| 长江证券 | 3.96 | -12% | 242% | 1.07 | -25% | 扭亏为盈 | 16.76 | 226% | 289 |
| 国元证券 | 1.61 | -17% | 116% | 0.32 | -34% | 扭亏为盈 | 5.23 | 191% | 32 |
| 东吴证券 | 1.93 | -9% | -38% | 0.46 | 4% | -31% | 9.14 | 222% | 202 |
| 财通证券 | 2.94 | -7% | 112% | 1.12 | 72% | 299% | 9.89 | 40% | 203 |
| 东兴证券 | 2.73 | -20% | 53% | 0.52 | -33% | -1% | 11.51 | 48% | 199 |
| 国金证券 | 3.42 | 17% | 59% | 0.67 | -34% | 25% | 9.03 | 31% | 201 |
| 西南证券 | 1.96 | -31% | 97% | 1.13 | 6% | 扭亏为盈 | 9.92 | 168% | 190 |
| 西部证券 | 1.57 | -28% | 26% | 0.60 | -150% | 160% | 6.24 | 53% | 178 |
| 东北证券 | 1.10 | -54% | -39% | 0.19 | -81% | -12% | 7.89 | 228% | 155 |
| 浙商证券 | 1.48 | -52% | -8% | 0.25 | -72% | -2% | 6.30 | 30% | 146 |
| 山西证券 | 1.92 | 32% | 120% | 0.76 | 22% | 690% | 5.56 | 263% | 136 |
| 中原证券 | 1.18 | -28% | 179% | 0.19 | 4% | 扭亏为盈 | 2.84 | 1126% | 99 |
| 第一创业 | 1.5 | 30% | 52% | 0.7 | 493% | 372% | 3.6 | 47.1% | 93 |
| 华西证券 | 2.5 | -17% | 79% | 0.8 | -30% | 78% | 11.1 | 45.3% | 192 |
| 南京证券 | 1.3 | -15% | 86% | 0.2 | -75% | 1432% | 6.0 | N/A | 109 |
| 中信建投 | 9.7 | -17% | 47% | 3.9 | -23% | 305% | 40.9 | N/A | 539 |
| 天风证券 | 1.2 | -43% | 95% | 0.0 | -96% | 扭亏为盈 | 2.7 | N/A | 112 |
| 长城证券 | 2.1 | -5% | 83% | 0.6 | -16% | 343% | 7.9 | N/A | 166 |
| 红塔证券 | 1.0 | -28% | N/A | 0.3 | -45% | N/A | 2.5 | N/A | 129 |
| 合计 | 126.7 | -24% | 46% | 41.1 | -26% | 90% | 622.3 | 49.7% | 11,787 |

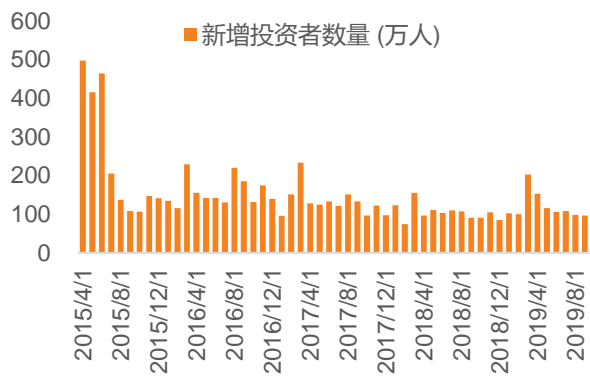
资料来源：wind，天风证券研究所

图 1：2019 年 10 月日均股票成交金额为 4249 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 96.28 万人



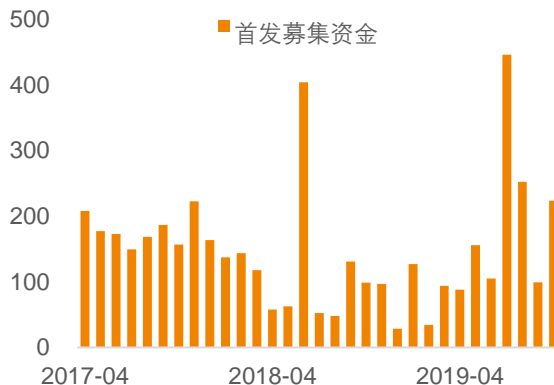
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3：截至 2019 年 11 月 5 日两融余额为 9708.46 亿元



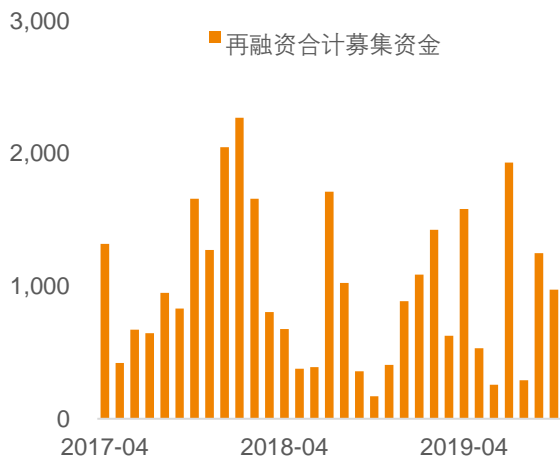
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4：2019 年 10 月股权融资首发募资 224 亿元



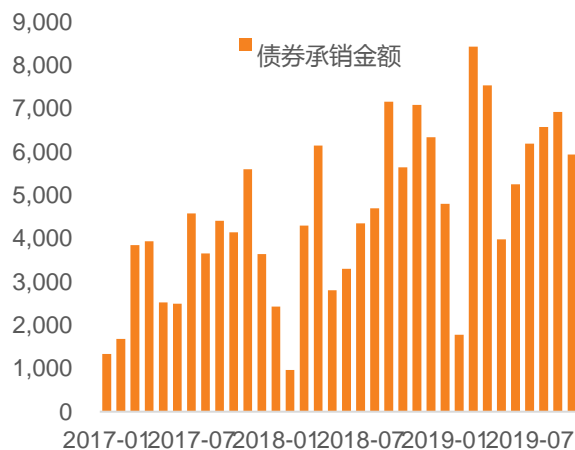
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5：2019 年 10 月再融资共完成 974 亿元



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6：2019 年 10 月券商主承销债券亿元 (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 11 月 6 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 | 22.43 | 2,522 | 17.93 | 20.77 | 20.96 | 1.27 | 1.69 | 1.61 |
| 国泰君安 | 17.27 | 1,454 | 15.97 | 17.80 | 15.84 | 1.08 | 1.27 | 1.25 |
| 华泰证券 | 17.79 | 1,501 | 14.77 | 19.99 | 16.94 | 1.29 | 1.34 | 1.31 |
| 海通证券 | 14.60 | 1,440 | 16.70 | 19.73 | 16.98 | 0.86 | 1.38 | 1.33 |
| 广发证券 | 13.97 | 960 | 15.24 | 14.40 | 12.59 | 1.13 | 1.22 | 1.19 |
| 招商证券 | 16.14 | 1,001 | 19.16 | 17.93 | 16.47 | 1.38 | 1.31 | 1.29 |
| 中信建投 | 22.84 | 1,522 | 21.03 | 41.53 | 33.59 | 1.41 | 3.48 | 3.38 |
| 东方证券 | 10.11 | 645 | 30.48 | 28.89 | 23.51 | 1.08 | 1.35 | 1.32 |
| 光大证券 | 11.60 | 490 | 21.02 | 20.71 | 17.85 | 0.83 | 1.06 | 1.01 |
| 兴业证券 | 6.50 | 435 | 30.20 | 22.41 | 18.57 | 0.94 | 1.31 | 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 |