

证券 II 行业

低基数的高增长，期待改革红利落地
——证券行业 10 月经营数据点评

行业评级

买入

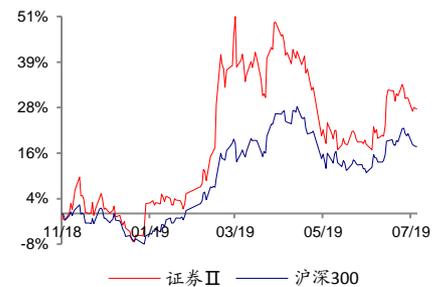
前次评级

买入

报告日期

2019-11-07

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



SFC CE No. BOX139



0755-82984511



chenyunyang@gf.com.cn

相关研究:

证券 II 行业: 自营拉动业绩增长, 行业格局更向头部集中 2019-11-03

长, 行业格局更向头部集中

证券 II 行业: 鉴往知来: 从海外 2019-10-17

经验模式看两融发展

证券 II 行业: 9 月归母利润平 2019-10-16

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

● 核心观点

● 已披露数据的 29 家上市公司 10 月实现净利润 67.89 亿元

根据上市公司月度数据公告, 已披露数据 29 家上市券商 10 月单月共实现营业收入 155.86 亿元, 环比下跌 12.05%, 同比增长 70.79%; 实现净利润 67.89 亿元, 环比增长 10.91%, 同比增长 88.18%。2019 年 1-10 月累计实现营收 1773.34 亿元, 净利润 708.66 亿元, 同比分别增长 40.84% 和 60.85%。(环比、同比数据均为可比口径)。

10 月单月净利润居前的上市券商包括: 中信证券(27.27 亿元, 同比+602%, 环比+255.89%; 系收到子公司 25 亿分红影响)、华泰证券(5.86 亿元, 同比+30.99%, 环比-4.36%)、国泰君安(4.09 亿元, 同比+30.85%, 环比-26.72%)、招商证券(3.99 亿元, 同比+156.22%, 环比+12.33%)。(按各家披露母公司和子公司数据合计计算)。

● 业绩分析: 同比经纪、资本中介及投资环境改善

1) 经纪: 单月日均成交金额同比上涨。10 月两市日均股票成交金额 4248.74 亿元, 环比增长-24.85%, 同比增长 46.58%。

2) 自营: 二级市场表现优于同期。10 月沪深 300 指数上涨 1.89%, 创业板指上涨 2.69%, 2018 年同期沪深 300 指数下跌 8.29%, 创业板指数跌 9.62%。债市表现小幅弱于同期: 中证全债指数 10 月下跌 0.25%, 去年同期中证全债指数涨 1.02%。

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。10 月末两市两融余额 9666.18 亿元, 环比增长 1.87%, 同比增长 25.50%; 市场质押股数 5947 亿股, 较 9 月末质押股数 6012 亿股小幅收缩。

4) 投行: 同比小幅增加。10 月股权融资规模 1197.84 亿元, 环比下跌 11.11%; 同比增长 348.24%; 前 10 月累计股权融资额 11973.19 亿元, 同比增长 12.02%。其中, 10 月 IPO 发行规模 223.67 亿元(环比 125.56%), 再融资发行规模 974.17 亿元(环比-21.97%)。

● 投资建议

2019 年 10 月期间资本市场改革持续推进: 注册制试点推广加速、并购重组、私募股权业务受益政策推进。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。关注两个核心催化剂: 一是中长期经济下行压力尚存, 逆周期政策推出, 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

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 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海通证券	600837.SH	CNY	14.60	20191030	买入	17.7	0.75	0.92	19.47	15.87	1.32	1.24	7.0%	8.1%
华泰证券	601688.SH	CNY	17.79	20191029	买入	21.8	0.74	0.99	23.99	18.01	1.20	1.13	6.3%	7.9%
中信证券	600030.SH	CNY	22.43	20191030	买入	26.2	1.32	1.61	16.99	13.93	1.06	0.97	10.0%	11.2%
海通证券	06837.HK	HKD	8.47	20191030	买入	9.5	0.75	0.92	10.32	8.41	0.70	0.66	7.0%	8.1%
HTSC	06886.HK	HKD	12.48	20191029	买入	15.0	0.74	0.99	15.37	11.54	0.94	0.89	6.3%	7.9%
中信证券	06030.HK	HKD	15.46	20191030	买入	17.4	1.32	1.61	10.70	8.77	1.03	0.94	10.0%	11.2%
中金公司	03908.HK	HKD	14.84	20190826	买入	18.68	1.01	1.13	13.37	11.95	1.27	1.16	12.0%	12.0%

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

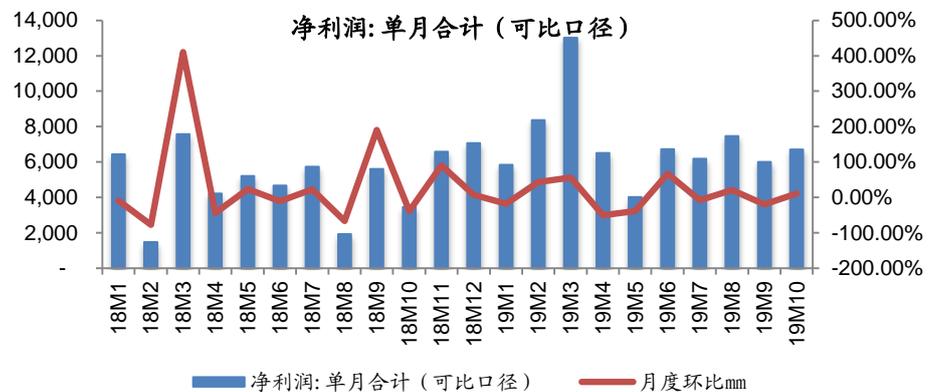
备注：收盘价及表中估值指标按照 11 月 6 日收盘价计算

数据解读：已披露数据的 29 家上市公司 10 月实现净利润 67.89 亿元

根据上市公司月度数据公告，已披露数据29家上市券商10月单月共实现营业收入155.86亿元，环比下跌12.05%，同比增长70.79%；实现净利润67.89亿元，环比增长10.91%，同比增长88.18%。2019年1-10月累计实现营收1773.34亿元，净利润708.66亿元，同比分别增长40.84%和60.85%。（环比、同比数据均为可比口径）。

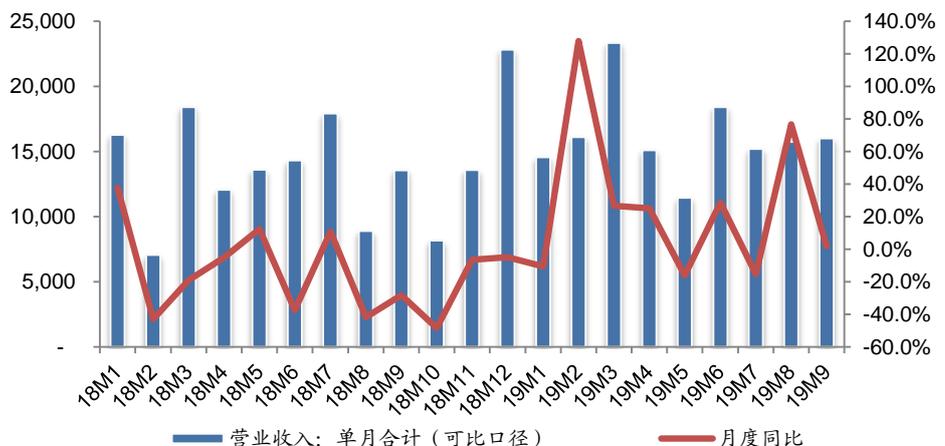
10月单月净利润居前的上市券商包括：中信证券（27.27亿元，同比+602%，环比+255.89%；系收到子公司25亿分红影响）、华泰证券（5.86亿元，同比+30.99%，环比-4.36%）、国泰君安（4.09亿元，同比+30.85%，环比-26.72%）、招商证券（3.99亿元，同比+156.22%，环比+12.33%）。（按各家披露母公司和子公司数据合计计算）

图1：29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2：29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10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	19M10	单月同比	单月环比	累计同比	19M10	单月同比	单月环比
中信系(中信证券+金通证券+中信山东)	2,727	602%	256%	64%	3,729	198%	97%	30%
广发系(广发证券+广发资管)	365	152%	6%	33%	863	71%	-7%	33%
海通系(海通证券+海通资管)	252	380%	-54%	46%	767	127%	-42%	48%
华泰系(华泰证券+华泰联合+华泰资管)	586	31%	-4%	27%	1,486	66%	-19%	18%
招商系(招商证券+招商资管)	399	156%	12%	50%	1,086	101%	-8%	53%
长江系(长江证券+长江承销)	107	-345%	-25%	337%	396	242%	-12%	79%
国元证券	32	-197%	-34%	191%	161	116%	-17%	43%
西南证券	113	-829%	6%	168%	196	97%	-31%	34%
申万宏源系(申万宏源+申万宏源西部+承销保荐)	241	-9%	-61%	21%	682	13%	-49%	6%
东北证券	6	-70%	-93%	259%	86	-51%	-62%	65%
国金证券	67	25%	-34%	31%	342	59%	17%	23%
山西系(山西证券+中德证券)	76	689%	22%	263%	192	120%	32%	62%
方正系(方正证券+方正通信+民族证券)	59	16%	-61%	-20%	276	-11%	-42%	8%
国海证券	13	-182%	2%	2587%	146	130%	-23%	124%
东吴证券	46	-31%	4%	222%	193	-38%	-9%	49%
西部证券	60	160%	-150%	53%	157	26%	-28%	56%
国信证券	187	22%	-7%	86%	612	7%	-24%	43%
东兴证券	52	-1%	-33%	48%	273	53%	-20%	32%
安信证券	86	-42%	-23%	86%	402	-7%	-13%	63%
国泰君安系(国泰君安+上海证券+国泰君安资管+海际证券)	409	31%	-27%	46%	1,138	32%	-26%	24%
一创系(第一创业+一创投行)	18	28%	61%	36%	75	-26%	-36%	24%
中原证券	19	-303%	4%	1126%	118	179%	-28%	78%
中国银河(中国银河+银河金汇)	247	-80%	-37%	33%	700	61%	-37%	59%
浙商系(浙商证券+浙商资管)	25	-2%	-72%		148	-8%	-52%	

南京证券	16	1431%	-75%		127	86%	-15%
华西证券	79	78%	-30%		249	79%	-17%
财通系 (财通+财通资管)	112	299%	72%		294	112%	-7%
中信建投	388	305%	-23%	-	974	47%	-17%
天风证券	1	-104%	-96%	-	123	95%	-43%
单月合计 (可比口径)	6,789	88%	11%	61%	15586	71%	-12% 41%

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29家上市证券公司, 其中累计同比另外不含浙商证券、南京证券、华西证券、财通证券、中信建投、天风证券。

业绩分析: 同比经纪、资本中介业务、自营正向增长

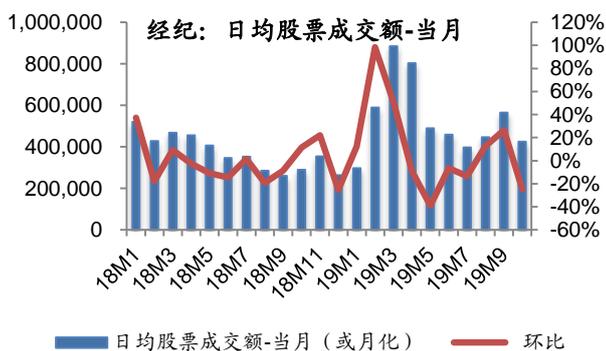
1) 经纪: 单月日均成交额同比上涨。10月两市日均股票成交额4248.74亿元, 环比增长-24.85%, 同比增长46.58%。

2) 自营: 二级市场表现优于同期。10月沪深300指数上涨1.89%, 创业板指上涨2.69%, 2018年同期沪深300指数下跌8.29%, 创业板指数跌9.62%。债市表现小幅弱于同期: 中证全债指数10月下跌0.25%, 去年同期中证全债指数涨1.02%。

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。10月末两市两融余额9666.18亿元, 环比增长1.87%, 同比增长25.50%; 市场质押股数5947亿股, 较9月末质押股数6012亿股小幅收缩。

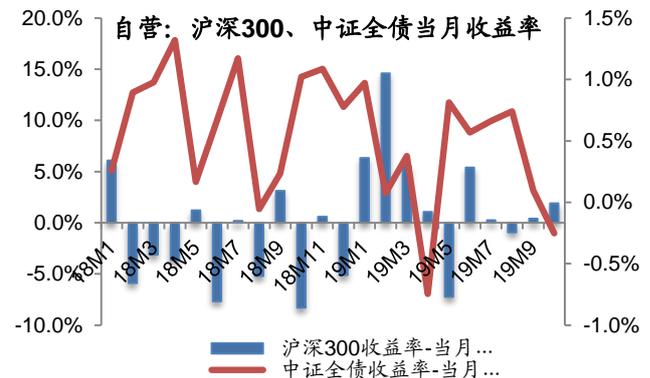
4) 投行: 同比小幅增加。10月股权融资规模1197.84亿元, 环比下跌11.11%; 同比增长348.24%; 前10月累计股权融资额11973.19亿元, 同比增长12.02%。其中, 10月IPO发行规模223.67亿元 (环比125.56%), 再融资发行规模974.17亿元 (环比-21.97%)。

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)



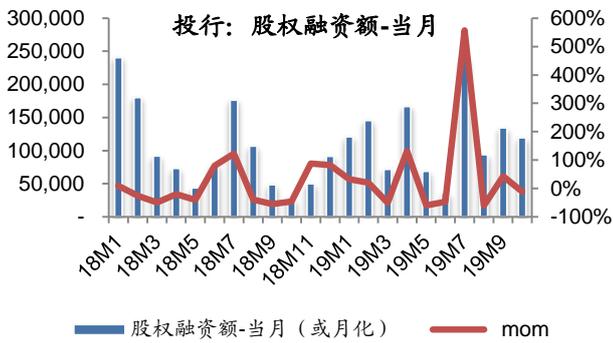
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

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)



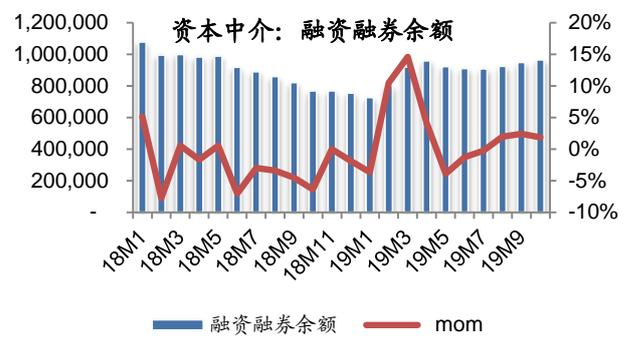
数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

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

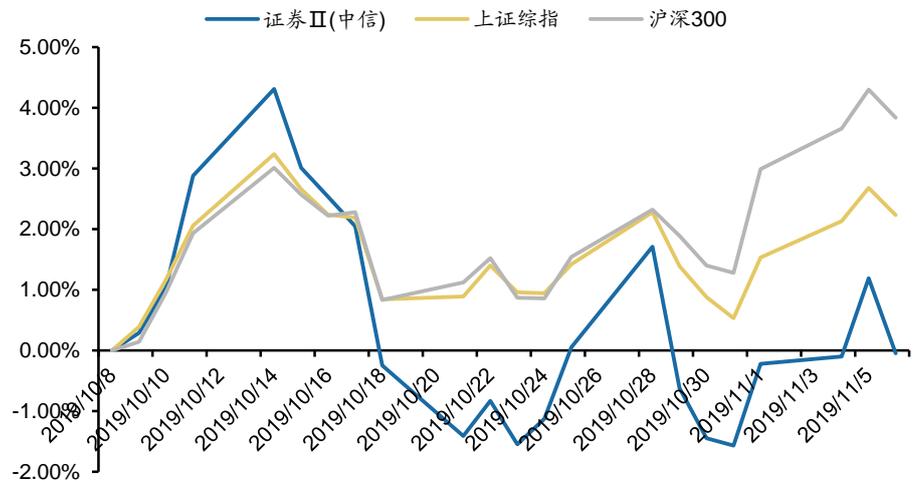
图6: 资本中介: 融资融券余额 (百万)



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: wind、广发证券发展研究中心

注: 交易日期为 10 月 8 日至 11 月 6 日

推动经济高质量发展与并购重组业务：①推进创业板重组上市改革，丰富科技创新类企业的融资渠道，创业板流动性与投资价值有望得以提振；②推动直接融资发展，助力金融支持实体。培养高质量金融机构的必要性进一步凸显，券商并购重组业务有望进一步发展，看好龙头券商的配置机会

3、私募股权业务面临难得发展机遇。

10月17日，证监会主席易会满主持召开私募股权和创投基金座谈会，会议主题为大力发展股权投资基金、为经济高质量发展注入新动能。会议指出，私募股权基金已经成为促进新旧动能转换的“发动机”、推动经济结构优化的“助推器”、优化资源配置的“催化剂”和服务实体经济发展的“生力军”。

会议强调，要遵循私募股权基金发展规律，补短板，强监管，守底线，促发展。**①坚持行业定位，逐步出清“伪私募”。**推动出台私募基金条例，抓紧修订私募基金监管办法。**②坚持刀刃向内，切实改进登记备案工作。****③坚持差异监管，提升监管的精准度。****④坚持发挥合力，支持行业创新发展。**推动完善私募股权基金税收政策和中长期资金投入私募股权基金的政策规定。

据中国基金业协会，截至2019年6月底，私募股权投资与创投基金管理人达14679家，管理基金达34689只，管理基金规模达9.18万亿元。其中管理基金规模占总规模的69.1%，同比增长15.5%。私募股权基金行业正稳步发展。

同时，私募股权基金行业正面临难得的发展机遇。**①从募资环节看，**人们的财富增长需求和机构投资者的更多参与将提供更广泛多元的资金来源；**②从投资环节看，**我国正加快科技创新，深化供给侧结构性改革，将带来大量投资机会；**③从退出环节看，**全面深化资本市场改革正积极推进，创业板改革、新三板改革以及发行、上市、交易等基础制度改革的陆续实施，将提供更加便捷、丰富的退出选择。

目前，证券公司在基金业协会备案的私募投资基金有636只，备案的直投资基金有618只。**私募股权基金行业的机遇与证监会支持举措共振，将有望提升券商私募股权投资与直投收入，从而优化券商收入结构，助推券商转型。助推金融服务实体经济，为经济高质量发展注入新动能。**

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。关注两个核心催化剂：一是中长期经济下行压力尚存，逆周期政策推出，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	48.75	4.73	4.99	5.13	10.31	9.77	9.50	1.14	1.09	1.03
(USD)	高盛集团	GS.N	218.64	25.53	26.57	28.16	8.56	8.23	7.76	1.02	0.94	0.90

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。