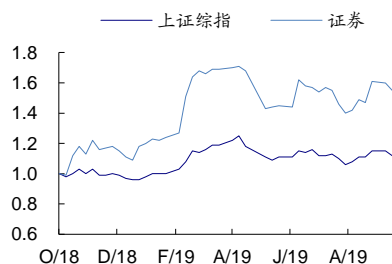


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

- 《证券行业 9 月投资策略: 市场活跃度回暖, 政策放松持续》——2019-09-06
- 《证券行业 2019 年中报综述: 盈利回升, 增量催化可期》——2019-09-04
- 《证券行业深度分析报告: 金融供给侧改革下的券商转型机遇》——2019-08-30
- 《转融资费率下调点评: 情绪面利好, 基本面影响有限》——2019-08-08
- 《证券行业 8 月投资策略: 投行业务增长, 政策红利持续》——2019-08-08

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002

证券分析师: 李锦儿

电话: 021-60933164
E-MAIL: lijiner@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070003

行业投资策略

市场交易量萎缩, 业绩分化明显

● 核心观点

市场交易量萎缩导致券商整体业绩下滑。10 月以来, 券商整体业绩下滑, 大型龙头券商和中小型券商业绩分化明显。交易量下滑直接影响传统经纪业务收入。随着资本市场改革不断深化, 将推进证券行业加速转型。

● 行业重要动态

10 月上市券商共实现营业收入 155 亿元, 净利润 65 亿元, 从营收来看, 其中仅有中信证券 (108.32%)、兴业证券 (12.46%)、国金证券 (17.1%) 三家券商实现了营收环比上升, 太平洋 (-111.4%)、东北证券 (-61.74%)、浙商证券 (-57.2%) 营收跌幅居前。从净利润来看, 龙头券商优势更加明显。中信证券以 27.07 亿元净利润稳居第一, 华泰证券 (4.61 亿元)、中信建投 (3.88 亿元) 排名第二、三位。

● 市场交易量萎缩, IPO 规模增长

(1) 经纪业务方面, 10 月 A 股日均成交金额为 4249 亿元, 环比下降 25%; 1-10 月累计日均成交金额为 5334 亿元, 较 2018 年全年增长 45%; (2) 投行业务方面, 10 月 IPO 数量为 16 家, 实际募资规模为 224 亿元, 环比增长 126%, 1-10 月 IPO 规模同比增长 30%; 10 月再融资规模为 224 亿元, 环比下降 75%, 1-10 月再融资规模同比下降 17%; (3) 自营业务方面, 股指涨跌互现。上证综指上涨 0.82%, 上月上涨 0.66%; 沪深 300 指数上涨 1.89%, 上月上涨 0.39%; 创业板指数 2.69%, 上月上涨 1.03%; 中债总全价指数下降 0.63%, 上月下降 0.31%; (4) 从反映市场风险偏好和活跃度的两融余额看, 10 月两融平均余额 9633 亿元, 环比上涨 0.4%, 最新两融余额 (11 月 8 日) 为 9702 亿元。

● 投资建议

资本市场改革持续, 证券行业将加速形成差异化发展格局, 预计未来证券行业将实现“大而全”、“小而精”券商共存的局面。目前券商板块 PB 估值为 1.60 倍, 处于中枢偏下区间, 具有较高安全边际。龙头券商估值在 1.3-1.9 倍, 市场未体现出对龙头券商的估值溢价。建议关注在资本实力、风险定价能力、业务布局方面均有优势的龙头券商, 推荐中信证券、华泰证券、招商证券; 此外, 建议关注优势难以复制的特色券商, 包括东方财富、东方证券。

● 风险提示

市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性; 金融监管趋严; 市场竞争加剧; 流动性紧张导致融资成本上升; 创新推进不及预期等。

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600030	中信证券	增持	22.42	2,520	1.07	1.19	20.95	18.84
601688	华泰证券	增持	17.71	1,568	0.89	1.01	19.90	17.53
600999	招商证券	增持	16.25	1,011	0.96	1.09	16.93	14.91
600958	东方证券	增持	10.05	646	0.35	0.47	28.71	21.38
300059	东方财富	增持	15.07	992	0.3	0.38	50.23	39.66

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

行业重要动态

- **10月11日，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。**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。
- **10月16日，李克强主持召开国务院常务会议，确定取消外资券商业务范围限制。**会议明确要扩大对外开放领域，清理取消未纳入全国和自贸试验区外商投资准入负面清单的限制措施，并全面取消在华外资银行、证券公司、基金管理公司业务范围限制。
- **10月18日，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》。**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。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。本次修改将进一步增强对创新创业企业的制度包容性，发挥资本市场服务实体经济的重要功能。
- **10月25日，证监会启动全面深化新三板改革。**证监会将重点推进以下改革措施：一是优化发行融资制度，按照挂牌公司不同发展阶段需求，构建多元化发行机制，改进现有定向发行制度，允许符合条件的创新层企业向不特定合格投资者公开发行股票；持续推进简政放权，充分发挥新三板自律审查职能，提高融资效率、降低企业成本，支持不同类型挂牌企业融资发展。二是完善市场分层，设立精选层，配套形成交易、投资者适当性、信息披露、监督管理等差异化制度体系，引入公募基金等长期资金，增强新三板服务功能。三是建立挂牌公司转板上市机制，在精选层挂牌一定期限，且符合交易所上市条件和相关规定的企业，可以直接转板上市，充分发挥新三板市场承上启下的作用，实现多层次资本市场互联互通。四是加强监督管理，实施分类监管，研究提高违法成本，切实提升挂牌公司质量。五是健全市场退出机制，完善摘牌制度，推动市场出清，促进形成良性的市场进退生态，切实保护投资者合法权益。新三板改革后的制度更加市场化，向成熟市场逐步靠拢。
- **10月30日，中国证券业协会发布证券公司2019年前三季度经营数据。**131家证券公司前三季度实现营业收入2,611.95亿元，各主营业务收入分别为代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）625.33亿元、证券承销与保荐业务净收入249.69亿元、财务顾问业务净收入68.14亿元、投资咨询业务净收入25.26亿元、资产管理业务净收入190.64亿元、证券投资收益（含公允价值变动）878.71亿元、利息净收入347.38亿元，当期实现净利润931.05亿元，119家公司实现盈利。

市场交易量萎缩，IPO规模增长

- (1) 经纪业务方面，10月A股日均成交金额为4249亿元，环比下降25%；1-10月累计日均成交金额为5334亿元，较2018年全年增长45%；(2) 投行业务方面，10月IPO数量为16家，实际募资规模为224亿元，环比增长126%，1-10月IPO规模同比增长30%；10月再融资规模为224亿元，环比下降75%。

1-10月再融资规模同比下降17%；(3) 自营业务方面，股指涨跌互现。上证综指上涨0.82%，上月上涨0.66%；沪深300指数上涨1.89%，上月上涨0.39%；创业板指数2.69%，上月上涨1.03%；中债总全价指数下降0.63%，上月下降0.31%；(4) 从反映市场风险偏好和活跃度的两融余额看，10月两融平均余额9633亿元，环比上涨0.4%，最新两融余额(11月8日)为9702亿元。

投资建议

2019年业绩和政策改革确定性大。IPO审核常态化、再融资业务松绑、并购重组制度调整优化，券商投行业务迎来高阶发展；短融额度提升、转融资费率下调、发行金融债，头部券商融资成本有望降低，杠杆提升空间打开。10月以来政策红利密集发布，资本市场改革持续，证券行业将加速形成差异化发展格局，预计未来证券行业将实现“大而全”、“小而精”券商共存的局面。

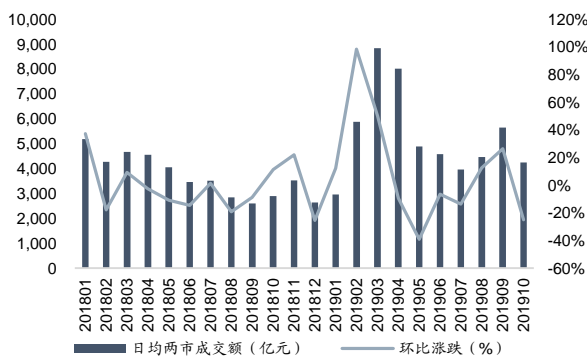
目前券商板块PB估值为1.60倍，处于中枢偏下区间，具有较高安全边际。龙头券商估值在1.3-1.9倍，市场未体现出对龙头券商的估值溢价。建议关注在资本实力、风险定价能力、业务布局方面均有优势的龙头券商，推荐中信证券、华泰证券、招商证券；此外，建议关注优势难以复制的特色券商，包括东方财富、东方证券。

风险提示

市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性；金融监管趋严；市场竞争加剧；流动性紧张导致融资成本上升；创新推进不及预期等。

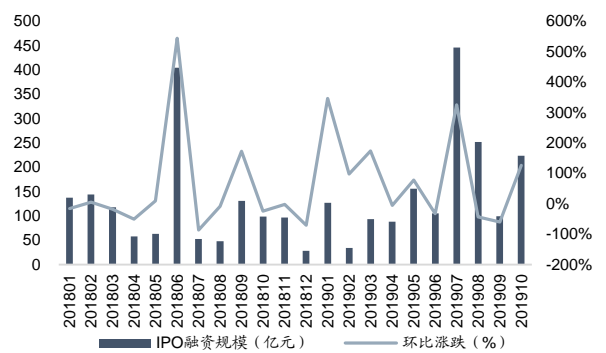
关键图表

图 1: 两市日均成交额及环比涨跌



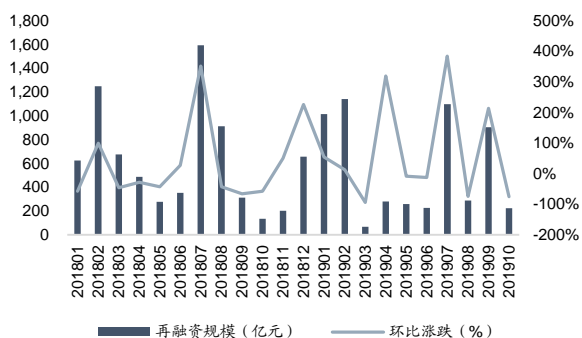
资料来源：上交所、深交所，国信证券经济研究所整理

图 2: IPO 融资规模及环比涨跌



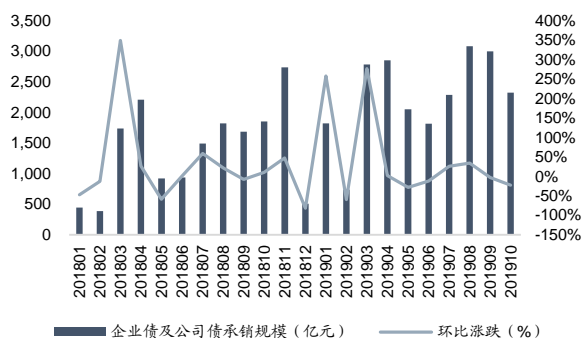
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 3: 再融资规模及环比涨跌



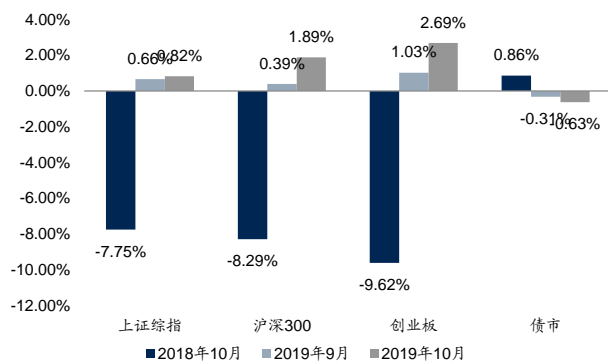
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 4: 企业债及公司债承销规模及环比涨跌



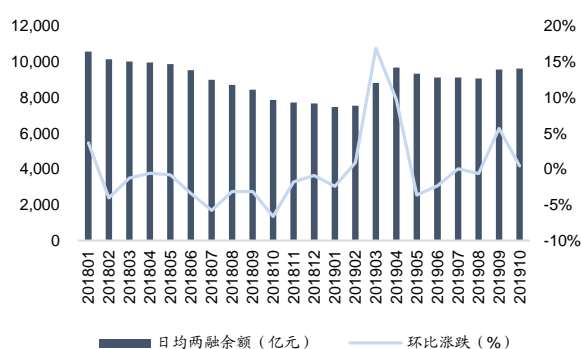
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 5: 股债两市表现



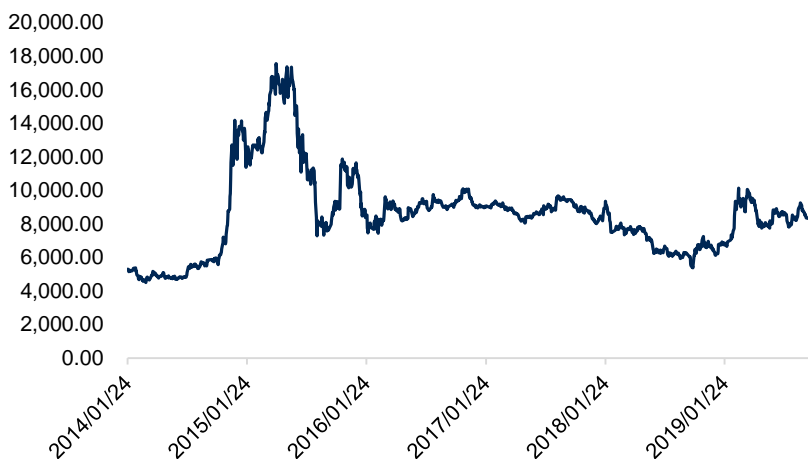
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 日均两融余额及环比涨跌



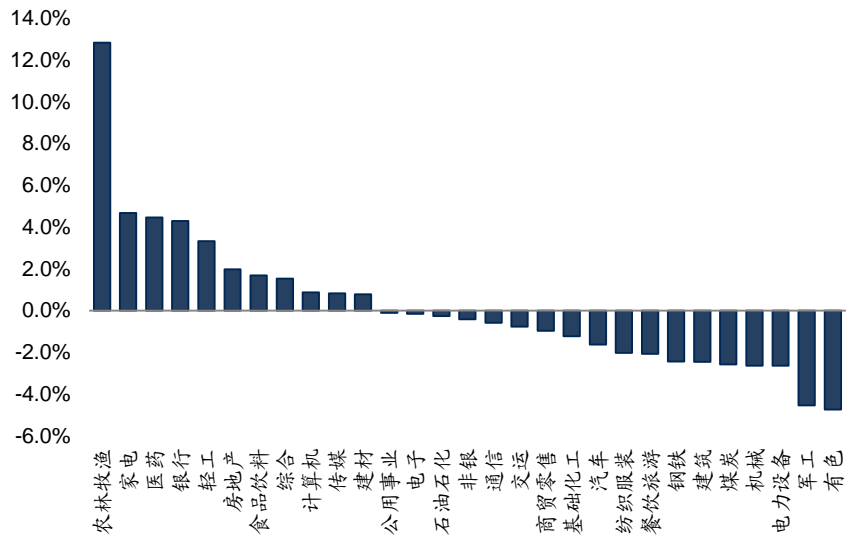
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 7: 券商指数 886054 走势 (日 K 线)



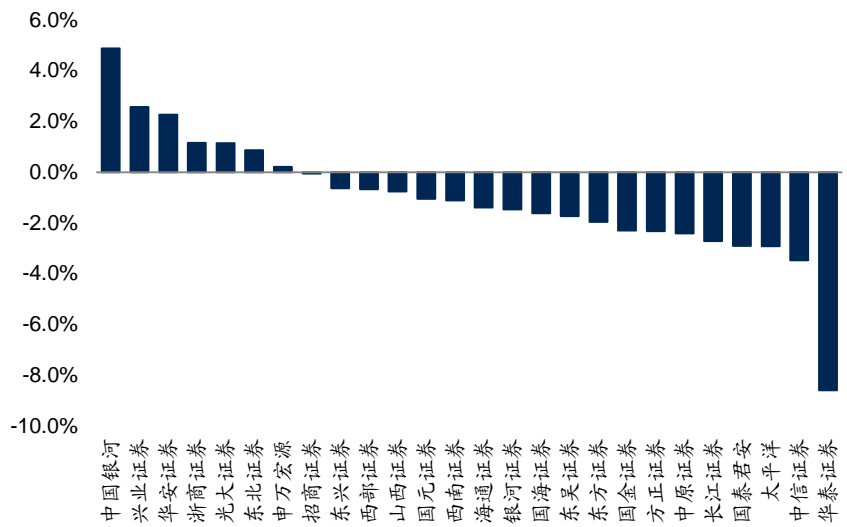
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 8: 29 个中信一级行业月涨幅排名



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 9: 券商板块个股月涨跌情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 10: 券商板块 PB 走势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表 1: 重点个股估值表

代码	公司	评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600030	中信证券	增持	22.42	2,520	1.07	1.19	20.95	18.84
601688	华泰证券	增持	17.71	1,568	0.89	1.01	19.90	17.53
600999	招商证券	增持	16.25	1,011	0.96	1.09	16.93	14.91
600958	东方证券	增持	10.05	646	0.35	0.47	28.71	21.38
300059	东方财富	增持	15.07	992	0.3	0.38	50.23	39.66

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032