

中航证券金融研究所  
 分析师: 胡江  
 证券执业证书号: S0640519090001  
 分析师: 赵律  
 证券执业证书号: S0640517040001  
 电话: 010-59562541  
 邮箱: huj@avicsec.com

## 证券业周报:

# 板块估值未能有效匹配盈利, 低估值优势显著

行业分类: 证券

2019年11月25日

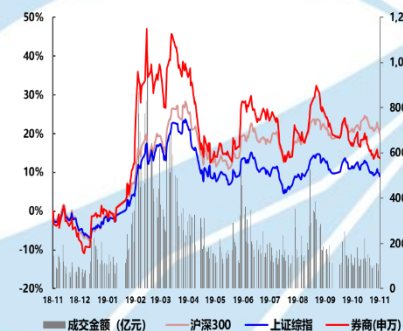
推荐评级

增持

### 基础数据 (2019.11.22)

沪深300指数	3849.99
券商II(申万)	5503.15
行业总市值(亿元)	21092.28
市净率	1.42

### 近一年行业表现



数据来源: Wind, 中航证券金融研究所

### 市场表现

本周(2019.11.18-2019.11.22)各基准指数涨跌情况: 沪深300(-0.70%)、上证综指(-0.21%)、深证成指(-0.22%)。非银金融板块本周下跌1.47%, 跑输沪深300指数0.77个百分点, 涨跌幅在28个申万一级行业中排第24。子板块方面, 证券上涨0.19%, 保险下跌3.28%, 多元金融上涨1.60%。

### 行业动态

易会满主席出席证券基金行业文化建设动员大会并讲话; 央行LPR利率“双降”5BP: 1年期4.15%, 5年期4.80%; 野村东方国际证券有限公司获得经营证券业务许可证

### 核心观点

本周券商板块上涨0.19%, 跑赢大盘(沪深300, 下同)0.89个百分点, 自9月中旬以来时隔9周再次跑赢大盘, 当前板块PB1.42倍, 分位点分别位于3年、5年、10年以来的26.71%、16%、8.02%的位置, 安全边际较高。

从估值-盈利角度看券商板块当前估值存在明显低估。当前券商板块盈利与2017年相当, 2019Q1-3 ROE为5.45%, 2017Q1-3 ROE为5.49%, 但估值却相差较大, 2017年券商板块PB波动区间为1.56-1.94, 均值1.79, 中值1.81, 2019年券商板块PB波动区间为1.15-1.88, 均值1.53, 中值1.51, 2019年PB均值、中值较2017年低17%和20%, 当前估值分别较2017年均值、中值低26%、27%, 即如果从估值-盈利角度看, 结合对比2017年四季度严监管态势和当前监管环境转松, 券商盈利预期应好于2017年, 综合以上, 我们认为券商当前估值未能有效匹配盈利, 存在明显低估, 且低估值优势显著。

“深改”12项重点任务对券商各项业务能力提出了更高要求, 同时相关政策陆续松绑也为券商带来更多业务机会, 再融资和并购重组松绑将增厚投行业绩, 新三板改革、期权扩容利好券商做市、自营和经纪业务, 两融标的与券源扩容贡献利息收入, 券商业绩将持续受益“深改”红利。个股层面建议关注受益差异化监管政策头部券商中信证券、国泰君安和招商证券。

**风险提示:** 贸易摩擦升温、流动性收紧

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司  
 公司网址: www.avicsec.com  
 联系电话: 010-59562524  
 传真: 010-59562637

## 目录索引

一、市场表现.....	3
非银下跌 1.47%，证券上涨 0.19%.....	3
红塔证券、太平洋、第一创业领衔个股涨幅排行.....	4
二、行业数据.....	4
三、公司公告.....	6
四、行业动态.....	7
五、核心观点.....	8
附：上市券商经营业绩.....	9
2019 年 10 月经营业绩.....	9
2019 年三季度报.....	10

## 图表索引

表 1: 各基准指数、非银板块指数本周涨跌情况.....	3
图 1: 申万一级行业本周涨跌幅排行.....	3
图 2: 本周证券板块个股涨跌幅排行.....	4
图 3: A 股各周日均成交额（亿元）.....	5
图 4: A 股各月日均成交额（亿元）与增速.....	5
图 5: 陆港通北向资金流入情况（亿元）.....	5
图 6: 两融余额走势（亿元）.....	5
图 7: IPO 承销金额（亿元）与增速.....	5
图 8: 增发承销金额（亿元）与增速.....	5
图 9: 债承规模（亿元）与增速.....	6
图 10: 资管规模（万亿元）与增速.....	6
图 11: 资管产品发行情况（亿份）.....	6
图 12: 今年以来股、债相关指数走势.....	6

## 一、市场表现

### 非银下跌 1.47%，证券上涨 0.19%

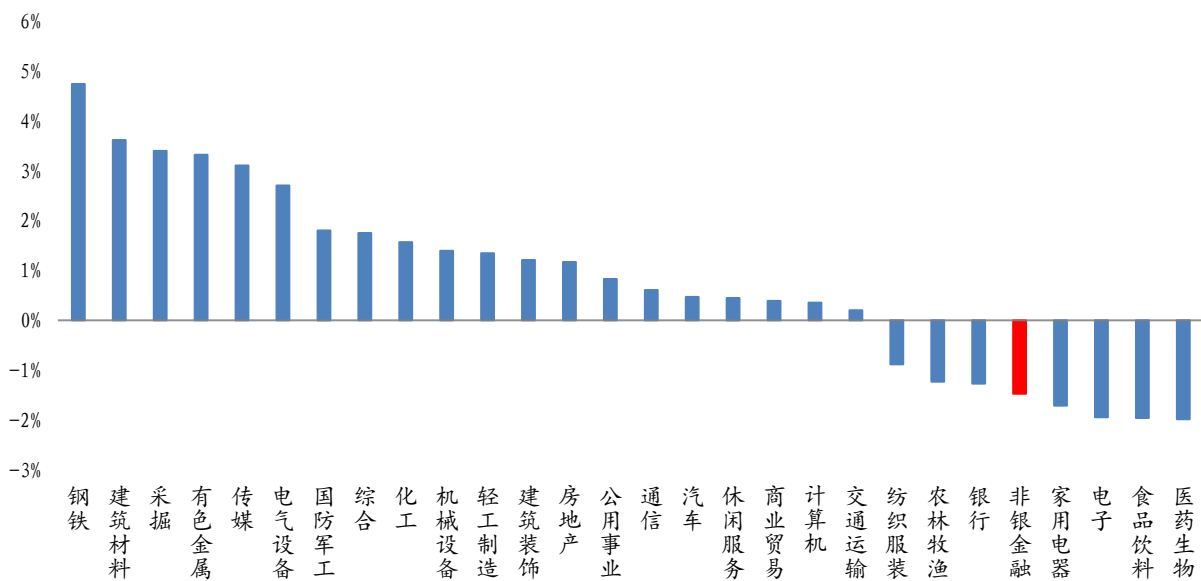
本周（2019.11.18-2019.11.22）各基准指数涨跌情况：沪深 300（-0.70%）、上证综指（-0.21%）、深证成指（-0.22%）。非银金融板块本周下跌 1.47%，跑输沪深 300 指数 0.77 个百分点，涨跌幅在 28 个申万一级行业中排第 24。子板块方面，证券上涨 0.19%，保险下跌 3.28%，多元金融上涨 1.60%。

表 1：本周指数涨跌情况

	11 月 22 日收盘价	11 月 15 日收盘价	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
沪深 300	3,849.99	3,877.09	-0.70%	27.88%
上证综指	2,885.29	2,891.34	-0.21%	15.69%
深证成指	9,626.90	9,647.99	-0.22%	32.97%
非银金融	1,960.53	1,989.84	-1.47%	33.27%
<b>证券</b>	<b>5,503.15</b>	<b>5,492.55</b>	<b>0.19%</b>	<b>25.11%</b>
保险	1,684.27	1,741.43	-3.28%	45.63%
多元金融	1,495.51	1,471.95	1.60%	2.94%

数据来源：wind、中航证券金融研究所

图 1：申万一级行业本周涨跌幅排行

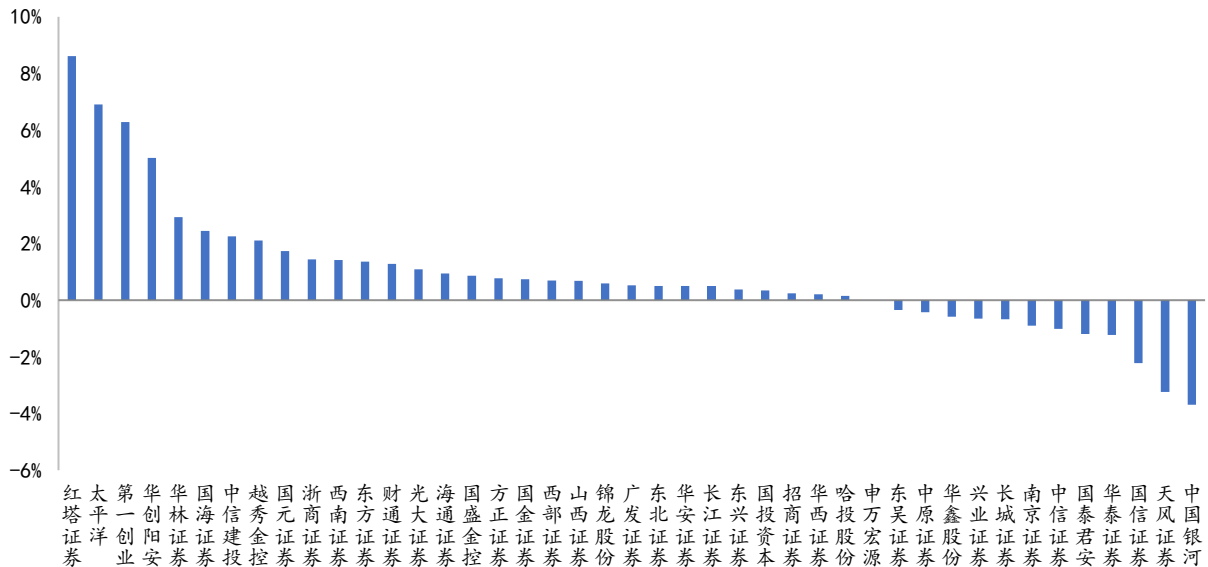


数据来源：wind、中航证券金融研究所

## 红塔证券、太平洋、第一创业领衔个股涨幅排行

本周证券板块涨跌幅前三位个股分别为红塔证券(+8.62%)、太平洋(+6.91%)和第一创业(+6.29%)；涨跌幅后三位的个股分别为中国银河(-3.69%)、天风证券(-3.24%)和国信证券(-2.22%)。

图 2: 本周证券板块个股涨跌幅排行



数据来源: wind、中航证券金融研究所

## 二、行业数据

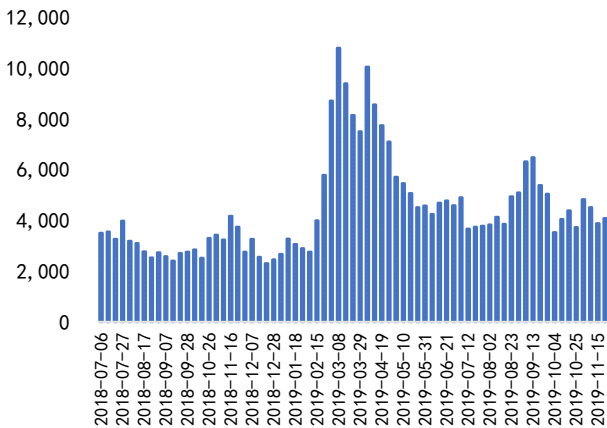
**经纪:** A 股本周日均成交额 4080 亿元, 较上周+5.36%, 11 月日均成交额 4164 亿元, 环比-1.99%, 同比+17.74%, 1-10 月累计成交额同比+39.90%; 陆港通本周北向资金净流入 57 亿元, 较上周+40 亿元。

**投行:** 截至 11.22, 11 月股权融资 1223 亿元, 其中 IPO 263 亿元, 增发 137 亿元, 其他再融资 824 亿元; 1-10 月 IPO、增发募资累计同比+29.63%、-17.29%。1-10 月券商累计主承销债规模 59798 亿元, 同比+39.90%。

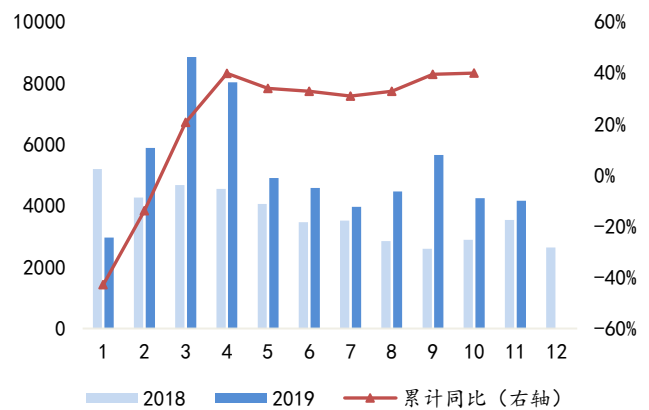
**信用:** 截至 11.22, 两融余额 9687 亿元, 较上周+18 亿元, 11 月两融余额日均 9697 亿元, 环比+0.67%; 年内券商口径股票质押参考市值 7028 亿元, 较上周+5.51%(+3.41pct), 未解押参考市值 6197 亿元, 较上周+4.93%(+3.20pct)。

**资管:** 截至 2019.06, 券商资管规模 12.53 万亿元, 同比-17.98%, 降幅较一季末收窄 1.39 个百分点。10 月新发行集合产品份额 66 亿份, 1-10 月累计新发行份额 1017 亿份, 同比-40.89%。

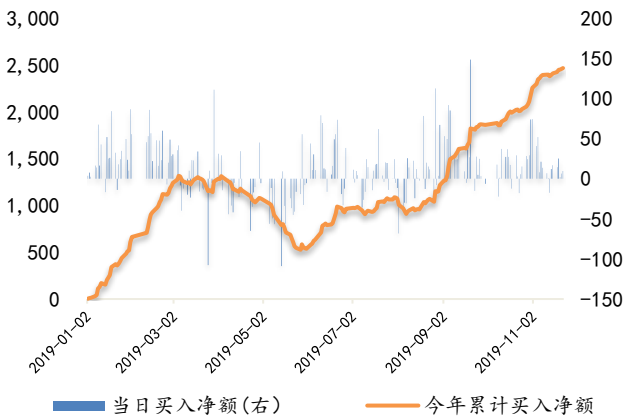
**自营:** 截至 11.22, 沪深 300 年内上涨 27.88%, 中债总财富(总值)指数年内上涨 3.57%。

**图 3: A 股各周日均成交额 (亿元)**


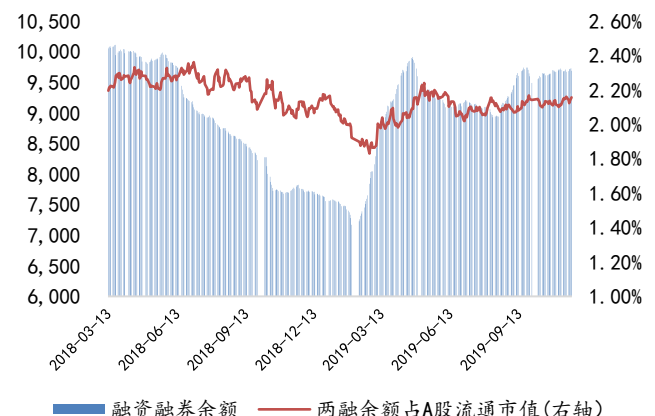
数据来源: wind、中航证券金融研究所

**图 4: A 股各月日均成交额 (亿元) 与增速**


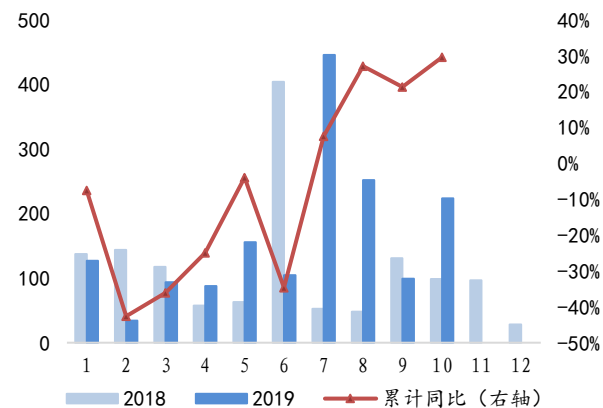
数据来源: wind、中航证券金融研究所

**图 5: 陆港通北向资金流入情况 (亿元)**


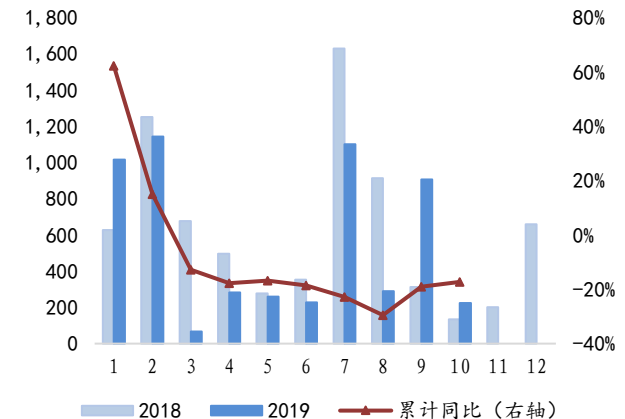
数据来源: wind、中航证券金融研究所

**图 6: 两融余额走势 (亿元)**


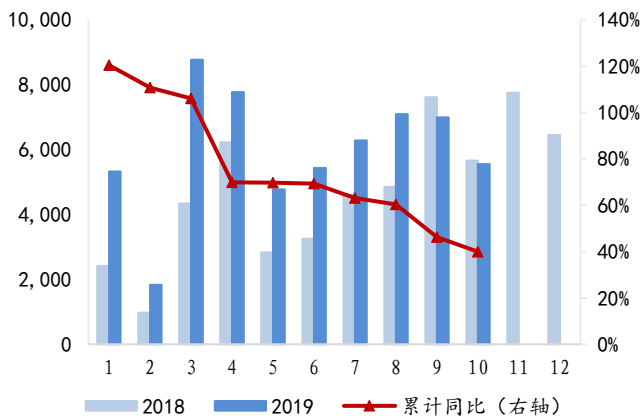
数据来源: wind、中航证券金融研究所

**图 7: IPO 承销金额 (亿元) 与增速**


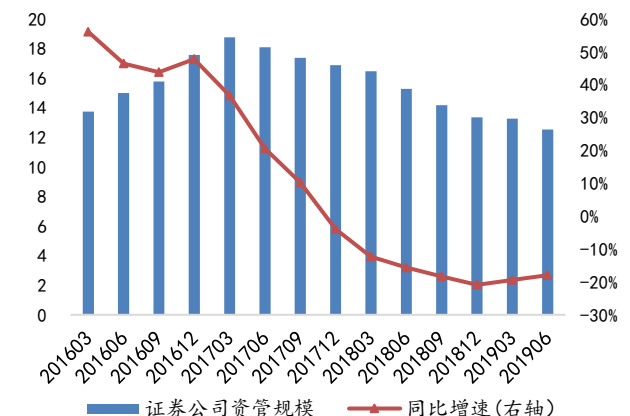
数据来源: wind、中航证券金融研究所

**图 8: 增发承销金额 (亿元) 与增速**


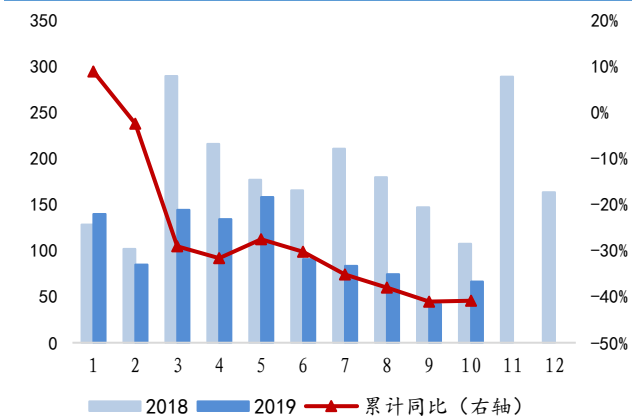
数据来源: wind、中航证券金融研究所

**图 9: 债承规模 (亿元) 与增速**


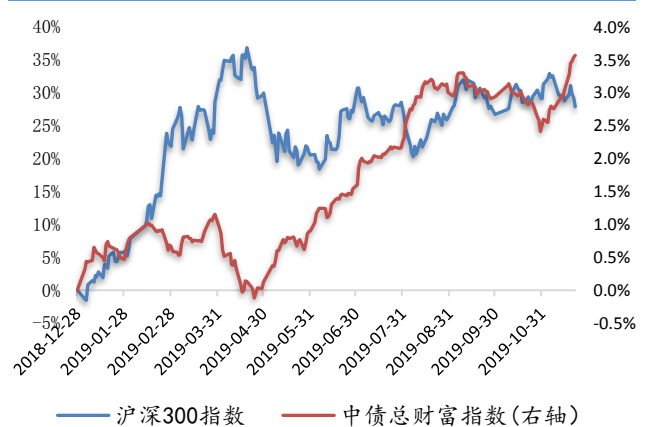
数据来源: wind、中航证券金融研究所

**图 10: 资管规模 (万亿元) 与增速**


数据来源: wind、中航证券金融研究所

**图 11: 资管产品发行情况 (亿份)**


数据来源: wind、中航证券金融研究所

**图 12: 今年以来股、债相关指数走势**


数据来源: wind、中航证券金融研究所

### 三、公司公告

#### ➤ 东北证券: 关于获准设立四家分支机构的公告

公司收到中国证券监督管理委员会吉林监管局《关于核准东北证券股份有限公司设立四家分支机构的批复》。根据该批复, 公司获准在山东省烟台市设立一家分公司; 在浙江省义乌市、浙江省杭州市萧山区、广东省广州市各设立一家证券营业部。上述四家新设分支机构信息系统建设模式均为C型

#### ➤ 南京证券: 关于向合格投资者公开发行公司债券获得中国证监会核准批复的公告

公司于近日收到中国证监会《关于核准南京证券股份有限公司向合格投资者公开发行公司债券的批复》, 核准公司向合格投资者公开发行面值总额不超过24



亿元的公司债券。本次公司债券采用分期发行方式，首期发行自中国证监会核准发行之日起12个月内完成；其余各期债券发行，自中国证监会核准发行之日起24个月内完成。

➤ 第一创业：关于持股5%以上股东减至5%以下的提示性公告

本公司于2019年11月21日收到股东能兴控股出具的《简式权益变动报告书》，获悉2019年10月25日至2019年11月21日期间，能兴控股累计减持本公司股份17,142,566股，占本公司总股本的0.489452%。截至2019年11月21日，能兴控股持有本公司175,119,934股，占本公司总股本的4.999998%，低于本公司总股本的5.00%。

注：除特殊标明外，其他资料均来源于上市公司公告

## 四、行业动态

➤ 易会满主席出席证券基金行业文化建设动员大会并讲话

11月21日，证券基金行业文化建设动员大会在京召开。中国证监会党委书记、主席易会满出席会议，并作了题为《加快行业文化建设 优化行业发展生态 着力提升证券基金机构软实力和核心竞争力》的讲话。

<http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/201911/t20191121-366345.html>

➤ 央行LPR利率“双降” 5BP：1年期4.15% 5年期4.80%

11月20日，央行：1年期贷款市场报价利率（LPR）为4.15%，此前为4.2%。5年期贷款市场报价利率（LPR）为4.80%，此前为4.85%。

<https://finance.sina.com.cn/money/bond/market/2019-11-20/doc-iihnzahi2073819.shtml>

➤ 野村东方国际证券有限公司获得经营证券业务许可证

11月22日，野村控股株式会社（以下称“野村”）宣布，其外资控股合资证券公司——野村东方国际证券有限公司已获得中国证券监督管理委员会颁发的经营证券业务许可证，可开展的经营业务范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券自营及证券资产管理。野村表示，通过新业务的开展，凭借其全球经验，野村致力于为客户提供中国市场多元的投资产品和服务，并以把野村东方国际证券有限公司打造成为其亚洲（除日本外）战略核心的综合性证券公司为最终目标。野村指出，将继续融合集团的全球经验与本土优势，推动中国资本市场

的发展，助力中国经济增长。

[http://www.cs.com.cn/sylm/jsbd/201911/t20191122\\_6001808.html](http://www.cs.com.cn/sylm/jsbd/201911/t20191122_6001808.html)

## 五、核心观点

### 估值-盈利角度下板块明显低估

本周券商板块上涨0.19%，跑赢大盘（沪深300，下同）0.89个百分点，自9月中旬月以来时隔9周再次跑赢大盘，当前板块PB1.42倍，分位点分别位于3年、5年、10年以来的26.71%、16%、8.02%的位置，安全边际较高。

从估值-盈利角度看券商板块当前估值存在明显低估。当前券商板块盈利与2017年相当，2019Q1-3 ROE（平均）为5.45，2017Q1-3 ROE（平均）为5.49，但估值却相差较大，2017年券商板块PB波动区间为1.56-1.94，均值1.79，中值1.81，2019年券商板块PB波动区间为1.15-1.88，均值1.53，中值1.51，2019年PB均值、中值较2017年低17%和20%，当前估值分别较2017年均值、中值低26%、27%，即如果从估值-盈利角度看，结合对比2017年四季度严监管态势和当前监管环境转松，券商盈利预期应好于2017年，综合以上，我们认为券商当前估值未能有效匹配盈利，存在明显低估，且低估值优势显著。

“深改”12项重点任务对券商各项业务能力提出了更高要求，同时相关政策陆续松绑也为券商带来更多业务机会，再融资和并购重组松绑将增厚投行业绩，新三板改革、期权扩容利好券商做市、自营和经纪业务，两融标的与券源扩容贡献利息收入，券商业绩将持续受益“深改”红利。个股层面建议关注受益差异化监管政策头部券商中信证券、国泰君安和招商证券。

**风险提示：**贸易摩擦升温、流动性收紧



**附：上市券商经营业绩**
**2019 年 10 月经营业绩**

营业收入				净利润			
证券公司	同比	环比	累计同比 ↓	证券公司	同比	环比	累计同比 ↓
太平洋	33.34%	-111.40%	126.74%	国海证券	181.78%	1.81%	2586.94%
国海证券	129.85%	-23.43%	123.78%	中原证券	302.82%	3.82%	1126.21%
华安证券	198.94%	-29.73%	84.49%	山西证券	689.57%	22.21%	263.47%
中原证券	178.74%	-28.45%	78.37%	东北证券	-12.11%	-80.74%	228.05%
光大证券	295.27%	-15.60%	68.30%	长江证券	344.93%	-25.31%	226.27%
东方证券	91.68%	-33.27%	67.29%	东吴证券	-31.17%	3.74%	221.94%
东北证券	-39.43%	-54.46%	62.68%	太平洋	31.25%	-38.21%	217.80%
山西证券	120.20%	32.48%	61.98%	国元证券	196.54%	-33.68%	191.31%
长江证券	242.07%	-12.27%	61.91%	西南证券	828.70%	6.24%	167.78%
中国银河	61.47%	-36.95%	58.67%	华安证券	797.57%	-44.64%	156.50%
兴业证券	348.48%	12.26%	56.01%	方正证券	15.82%	-60.70%	154.72%
西部证券	26.46%	-27.92%	55.68%	光大证券	561.44%	-17.58%	132.58%
招商证券	101.39%	-8.23%	53.02%	东方证券	243.53%	32.13%	122.15%
华泰证券	65.94%	-19.14%	48.79%	中国银河	96.09%	-36.99%	112.30%
东吴证券	-37.85%	-8.69%	48.59%	国信证券	22.28%	-7.50%	86.37%
海通证券	127.35%	-41.83%	47.95%	华泰证券	30.99%	-4.36%	64.43%
国信证券	6.78%	-24.16%	42.91%	西部证券	159.55%	149.84%	52.67%
国元证券	116.41%	-16.62%	42.63%	中信证券	-41.52%	-70.35%	50.54%
华西证券	79.31%	-16.95%	41.64%	招商证券	156.22%	12.33%	50.01%
财通证券	112.04%	-6.97%	41.03%	东兴证券	-1.49%	-32.61%	47.98%
方正证券	-11.43%	-42.14%	38.88%	第一创业	371.98%	492.72%	47.12%
西南证券	97.08%	-30.59%	34.18%	海通证券	379.95%	-54.08%	46.03%
广发证券	71.11%	-6.60%	32.99%	华西证券	77.74%	-29.90%	45.28%
东兴证券	53.30%	-19.75%	31.79%	财通证券	299.38%	71.58%	39.98%
第一创业	52.17%	30.36%	31.04%	广发证券	152.38%	6.26%	33.20%
浙商证券	-8.04%	-52.04%	30.24%	国金证券	24.52%	-34.04%	30.69%
中信证券	-1.85%	-35.15%	23.19%	浙商证券	-1.98%	-72.32%	29.89%
国金证券	59.18%	17.10%	22.68%	申万宏源	-9.27%	-61.07%	21.47%
申万宏源	13.08%	-49.06%	18.17%	国泰君安	30.84%	-26.73%	19.87%
国泰君安	32.50%	-26.00%	13.49%	兴业证券	230.86%	-24.19%	11.32%
南京证券	86.25%	-15.29%	/	南京证券	1431.60%	-74.60%	/
天风证券	94.75%	-43.34%	/	天风证券	103.64%	-95.96%	/
长城证券	82.74%	-4.69%	/	长城证券	343.13%	-15.65%	/
中信建投	46.64%	-17.05%	/	中信建投	304.98%	-23.11%	/
红塔证券	/	-28.49%	/	红塔证券	/	-44.94%	/
华林证券	/	-37.10%	/	华林证券	/	-87.95%	/

数据来源：wind、中航证券金融研究所 注：以月报经营数据加总，合并同一主体并剔除子公司分红影响



2019 年三季报

公司	营业收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利↓ (亿元)	同比 (%)	EPS 基本 (元)	ROE 加权 (%)
中信证券	327.74	20.45	105.22	43.85	0.87	6.68
海通证券	251.47	55.45	73.86	105.86	0.64	6.09
国泰君安	205.93	22.67	65.46	18.76	0.69	5.19
华泰证券	177.50	41.78	64.41	43.77	0.75	5.83
广发证券	173.58	52.80	56.16	36.51	0.74	6.37
招商证券	128.99	65.56	48.24	57.03	0.63	6.27
申万宏源	164.22	75.33	47.57	43.64	0.20	6.26
中国银河	120.44	90.31	38.60	106.46	0.38	5.67
中信建投	96.97	24.14	38.20	74.78	0.50	8.65
国信证券	98.67	55.67	37.35	93.37	0.44	7.39
光大证券	84.53	44.52	22.67	92.66	0.49	4.70
兴业证券	108.14	136.25	17.53	141.19	0.26	5.22
东方证券	136.07	107.25	17.41	92.67	0.25	3.31
长江证券	52.18	45.57	14.63	156.11	0.26	5.59
华西证券	27.99	38.74	11.19	39.57	0.43	5.92
东兴证券	28.11	27.42	11.07	42.26	0.40	5.59
方正证券	49.67	33.95	10.75	136.48	0.13	2.80
财通证券	33.24	41.34	9.95	47.89	0.27	4.96
东吴证券	38.93	54.55	9.26	382.23	0.31	4.54
国金证券	29.04	16.24	8.77	23.52	0.29	4.42
华安证券	21.82	78.99	8.73	144.25	0.24	6.71
东北证券	62.47	51.00	8.68	220.33	0.37	5.71
长城证券	26.42	29.21	7.44	55.22	0.24	4.47
浙商证券	41.08	57.20	7.09	26.16	0.21	5.06
国元证券	22.47	38.13	7.00	113.25	0.21	2.77
西南证券	23.31	14.04	6.72	126.26	0.12	3.55
南京证券	16.60	83.51	6.52	188.44	0.20	6.01
国海证券	27.67	86.05	5.82	354.63	0.14	4.21
红塔证券	12.90	61.85	5.30	123.81	0.16	4.42
西部证券	29.87	83.66	5.22	51.88	0.15	2.98
山西证券	43.51	0.01	5.08	337.82	0.18	4.05
太平洋	14.06	115.57	4.01	326.28	0.06	3.98
第一创业	17.77	40.89	3.46	176.30	0.10	3.97
华林证券	6.74	-7.46	3.06	18.90	0.11	6.11
中原证券	19.85	56.36	2.90	113.81	0.08	2.91
天风证券	24.62	23.87	1.94	-26.60	0.04	1.60

数据来源: wind、中航证券金融研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。  
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。  
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

赵律，证券执业证书号：S0640517040001，2013年加入中航证券，从事非银金融行业研究。

胡江，证券执业证书号：S0640519090001，北京大学硕士，2017年加入中航证券，从事非银金融行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

### 免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。