

证券

证券研究报告

2019年12月06日

自营、投行等回暖驱动业绩环比+16%

投资评级

行业评级

强于大市(维持评级)

上次评级

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

投资要点: 27家上市券商11月业绩环比+16%，YOY-27%，累计+37%。证监会提出打造航母级头部券商，后续创业板、新三板等各市场会大概率迎来政策红利，2020年将为股权融资大年，重点推荐中信证券、华泰证券。

自营、投行等回暖驱动业绩环比增长16%，头部券商业绩环比改善明显。

统计范围内的27家上市券商11月实现净利润46亿元，环比+16%，同比-27%。27家上市券商1-11月累计实现营收1751亿元，同比+30%；累计实现净利润669亿元，同比+37%。11月业绩环比改善我们认为主要是受到债券自营、投行、经纪业务回暖影响。

头部券商业绩环比改善明显，华泰证券业绩承压（预计是受到债券投资）。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+91%（剔除10月子公司分红）、+18%、+38%、-63%、+74%；1-10月的累计净利润同比分别增长3%、18%、31%、22%、35%。

市场交易量环比回落，债券自营、投行等回暖。

1) 2019年11月份，沪深两市日均成交额4043亿元，环比-5%。融资融券的余额为9650亿元，19年至今两融日均余额为9043亿元，较18年下降88亿元。2) 2019年11月，IPO、再融资规模分别为308亿元、520亿元，分别环比+38%和-47%。债券承销金额为7416亿元，环比+25%。3) 11月主要指数表现疲软，债券投资回暖。上证综指-1.95%，深证成指-0.55%，沪深300指数-1.49%，中债-综合全价（总值）指数+0.52%（上月-0.39%）。

证监会将推动打造航母级证券公司，头部券商将迎来新一轮成长周期。

1) 行业资本规模方面，现阶段证券行业资本规模相对于银行和保险较小，资本规模提升空间大，但在做大资本规模的同时更需要关注提升资本利用效率。2) 截至2019年三季度客户存量资产占行业总资产的比例约18%，若能试点运用客户存量资产，券商大幅提升资金利用效率，负债成本大幅下降，ROE有望得到明显提升，最终实现估值抬升。3) 行业整合层面，监管明确要多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组，我们预计证券行业有望进入新一轮的整合期，行业集中度有望进一步提升。4) 业务发展层面，柜台市场交易、信用衍生品、场外期权、跨境衍生品及结售汇等业务将是下一阶段创新的方向。

投资建议: 证监会提出打造航母级头部券商，后续创业板、新三板等各市场会大概率迎来政策红利，2020年将为股权融资大年。当前证券行业板块估值重回低位水平，性价比凸显，行业平均估值1.89x PB，大型券商估值在1.1-1.7x PB之间，行业历史估值的中位数为2.4x PB（2012年至今），重点推荐中信证券、华泰证券，建议关注中信建投H股。

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。

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《证券-行业点评:证监会拟松绑再融资规则,2020年将是股权融资和并购重组大年!》2019-11-09
- 《证券-行业点评:10月券商业绩:环比-26%,累计同比增速扩大至50%》2019-11-07
- 《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

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2019-12-05	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600030.SH	中信证券	22.30	买入	0.77	1.08	1.17	1.34	28.96	20.65	19.06	16.64
601688.SH	华泰证券	17.91	增持	0.61	0.89	1.05	1.25	29.36	20.12	17.06	14.33
600837.SH	海通证券	14.00	买入	0.45	0.79	0.91	1.05	31.11	17.72	15.38	13.33
601211.SH	国泰君安	17.24	增持	0.77	0.97	1.13	1.33	22.39	17.77	15.26	12.96

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS



表 1：11 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	15.54	26%	-32%	4.33	91%	-74%	80.87	3%	1,386
国泰君安	14.49	27%	14%	4.84	18%	0%	73.33	18%	1,376
海通证券	9.70	27%	-27%	3.49	38%	-54%	65.74	31%	1,169
华泰证券	7.61	-49%	-9%	2.14	-63%	-38%	58.05	22%	1,194
广发证券	13.52	57%	38%	6.36	74%	53%	56.45	35%	849
招商证券	10.23	-6%	-4%	5.95	49%	21%	52.45	46%	813
申万宏源	7.95	17%	-15%	3.69	53%	28%	47.92	22%	783
中国银河	8.24	18%	-18%	3.14	27%	-27%	41.65	86%	694
国信证券	8.98	47%	-8%	3.13	67%	-41%	41.84	60%	543
方正证券	3.19	16%	-34%	0.29	-50%	-80%	10.77	92%	422
长江证券	4.19	6%	3%	0.86	-20%	42%	17.62	207%	290
国元证券	1.15	-29%	-54%	0.03	-90%	-97%	5.26	73%	233
东吴证券	2.30	19%	-18%	0.67	45%	-5%	9.81	177%	203
财通证券	2.96	1%	116%	1.48	33%	416%	11.37	55%	204
东兴证券	1.72	-37%	-17%	0.45	-12%	-18%	11.97	44%	199
国金证券	3.42	0%	8%	0.79	18%	-20%	9.82	24%	201
西南证券	1.84	-6%	35%	0.48	-58%	2190%	10.40	179%	190
西部证券	1.61	3%	-13%	0.38	-38%	49%	6.61	52%	178
东北证券	1.60	46%	-18%	0.27	39%	-706%	8.15	245%	156
浙商证券	2.11	43%	3%	0.65	166%	54%	6.96	32%	147
山西证券	1.17	-39%	-31%	0.03	-96%	-93%	5.59	193%	137
中原证券	1.32	12%	26%	0.22	15%	-21%	3.06	501%	99
第一创业	1.47	-4%	48%	0.27	-60%	985%	3.83	57%	93
华西证券	2.74	10%	76%	0.69	-14%	195%	11.76	50%	192
天风证券	1.10	-13%	-10%	0.12	-26%	-61%	6.07	N/A	109
长城证券	2.46	19%	65%	0.65	8%	106%	8.53	N/A	166
红塔证券	1.36	39%	N/A	0.70	101%	N/A	3.22	N/A	130
合计	133.94	9%	-7%	46.10	16%	-27%	669.08	37%	12,158

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 1: 2019 年 11 月日均股票成交金额为 4043 亿元



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 2019 年 9 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 12 月 4 日两融余额为 9695 亿元



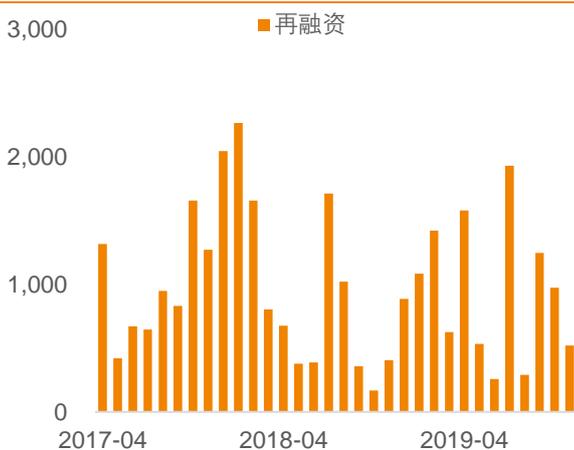
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 2019 年 11 月股权融资首发募资 308 亿元 (单位: 亿元)



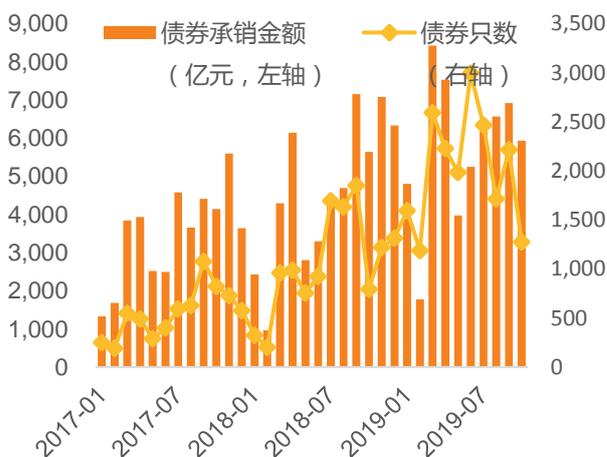
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 2019 年 11 月再融资共完成 520 亿元



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 2019 年 11 月券商承销债券 7416 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 12 月 5 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	22.30	2,498	17.93	20.65	20.84	1.27	1.68	1.60
国泰君安	17.24	1,447	15.97	17.77	15.82	1.08	1.26	1.25
华泰证券	17.91	1,510	14.77	20.12	17.06	1.29	1.35	1.32
海通证券	14.00	1,375	16.70	18.92	16.28	0.86	1.32	1.27
广发证券	13.65	937	15.24	14.07	12.30	1.13	1.19	1.16
招商证券	16.97	1,048	19.16	18.86	17.32	1.38	1.38	1.35
中信建投	22.71	1,512	21.03	41.29	33.40	1.41	3.46	3.36
东方证券	9.94	634	30.48	28.40	23.12	1.08	1.33	1.30
光大证券	11.67	493	21.02	20.84	17.95	0.83	1.06	1.02
兴业证券	6.30	422	30.20	21.72	18.00	0.94	1.27	1.20

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