

证券 II 行业

自营拖累单月表现，不改行业向好趋势

——证券行业 11 月经营数据点评

核心观点:

- 已披露数据的 21 家上市公司 11 月实现净利润 40.74 亿元。**根据上市公司月度数据公告，已披露数据 21 家上市券商 11 月单月共实现营业收入 119.21 亿元，环比下跌 10.67%，同比下跌 6.76%；实现净利润 40.74 亿元，环比下降 31.89%，同比下降 29.39%。2019 年 1-11 月累计实现营业收入 1890.88 亿元，净利润 749.25 亿元，同比分别增长 33.94% 和 47.96%。（环比、同比数据均为可比口径）。11 月单月净利润居前的上市券商包括：招商证券（5.95 亿元，同比+21.50%，环比 49.19%）、国泰君安（4.84 亿元，同比-0.36%，环比+18.38%）、中信证券（4.33 亿元，同比-74.29%，环比-84.13%；同比减少主要由于去年同期 11 亿分红所致，环比减少主要由于上月收到子公司 25 亿分红所致，去除去年同期和上月分红影响同比-24.71%、环比+90.70%）、海通证券（3.49 亿元，同比-56.62%，环比+38.15%）。（按各家母公司和子公司合并计算）。（注：除行业数据外，讨论未包含广发证券）
- 业绩分析：经纪业务、资本中介同比增长、自营同比下降。**1) 经纪：单月日均成交金额同比增长。11 月两市日均股票成交金额 4042.85 亿元，环比减少 4.85%，同比增长 14.22%。2) 自营：二级市场表现弱于同期。11 月沪深 300 指数下跌 1.49%，创业板指下跌 0.38%，2018 年同期沪深 300 指数下跌 0.60%，创业板指数跌 4.22%。债市表现小幅弱于同期：中证全债指数 10 月上涨 0.85%，去年同期中证全债指数涨 1.09%。3) 资本中介：两融余额环比下跌、同比上涨，质押规模仍在小幅收缩。11 月末两市两融余额 9650.21 亿元，环比下跌 0.17%，同比增长 25.31%；市场质押股数 5907 亿股，较 10 月末质押股数 5947 亿股小幅收缩。4) 投行：同比增加。11 月股权融资规模 1464.98 亿元，环比上涨 22.30%；同比增长 191.04%；前 11 月累计股权融资额 13438.17 亿元，同比增长 20.07%。其中，11 月 IPO 发行规模 404.34 亿元（环比 79.88%），再融资发行规模 1062.64 亿元（环比 9.08%）。
- 投资建议：证监会支持打造航母级头部券商，行业发展分化加速。**一方面从业务端支持证券公司大力发展创新业务，主要是场外衍生品等。明确发展柜台市场交易，试点信用衍生品、场外期权、跨境衍生品及结售汇等。自今年以来，衍生品业务已经在不断放开；监管推进行衍生品业务发展总是选取龙头券商进行试点。另一方面从资金端给予证券公司充足的支持，使其有足够的资本金开展创新业务。支持证券公司在境内外多渠道、多形式融资，优化融资结构，增强资本实力。引导各类国有资本注资证券公司，推动证券行业做大做强。建议关注龙头企业：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、中金公司（03908.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK）、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。

行业评级

买入

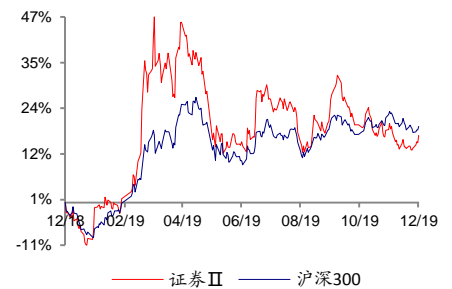
前次评级

买入

报告日期

2019-12-05

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:2020 年投资策略: 聚焦 ROE 提升之路, 建议关注头部券商 | 2019-12-01 |
| 证券 II 行业:从扩表能力看龙头券商经营与估值的双重分化 | 2019-11-08 |
| 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 | 2019-11-07 |

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
			收盘价	报告日期			2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海通证券	600837.SH	CNY	14.00	20191031	买入	17.30	0.75	0.92	18.67	15.22	1.27	1.19	0.07	0.08
华泰证券	601688.SH	CNY	17.91	20191201	买入	24.90	0.91	1.15	19.68	15.57	1.30	1.23	0.06	0.08
中信证券	600030.SH	CNY	22.30	20191031	买入	26.20	1.32	1.61	16.89	13.85	1.62	1.48	0.10	0.11
海通证券	06837.HK	HKD	7.87	20191030	买入	9.50	0.75	0.92	9.59	7.81	0.65	0.61	0.07	0.08
HTSC	06886.HK	HKD	12.42	20191201	买入	17.20	0.91	1.15	12.47	9.87	0.82	0.78	0.06	0.08
中信证券	06030.HK	HKD	14.82	20191030	买入	17.40	1.32	1.61	10.26	8.41	0.98	0.90	0.10	0.11
中金公司	03908.HK	HKD	13.50	20190916	买入	18.67	1.12	1.30	10.97	9.45	1.16	1.06	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

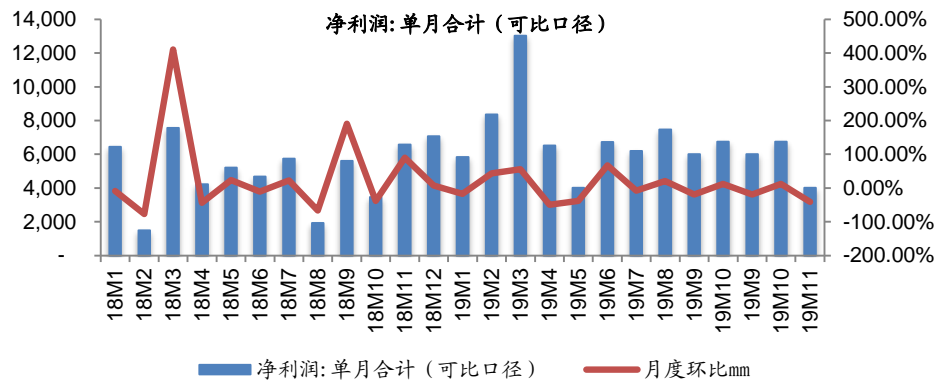
备注：收盘价及表中估值指标按照 12 月 5 日收盘价计算

数据解读：已披露数据的 21 家上市公司 11 月实现净利润 40.74 亿元

根据上市公司月度数据公告，已披露数据21家上市券商11月单月共实现营业收入119.21亿元，环比下跌10.67%，同比下跌6.76%；实现净利润40.74亿元，环比下降31.89%，同比下降29.39%。2019年1-11月累计实现营收1890.88亿元，净利润749.25亿元，同比分别增长33.94%和47.96%。（环比、同比数据均为可比口径）。

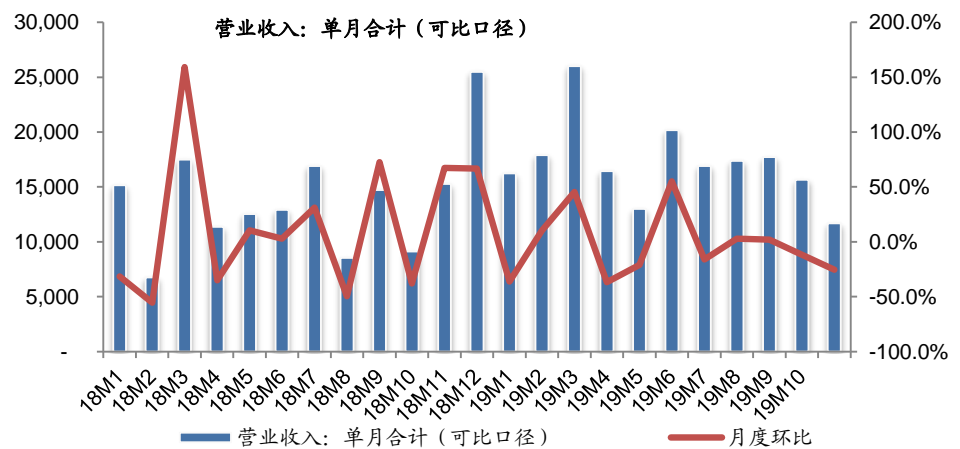
11月单月净利润居前的上市券商包括：**招商证券**（5.95亿元，同比+21.50%，环比49.19%）、**国泰君安**（4.84亿元，同比-0.36%，环比+18.38%）、**中信证券**（4.33亿元，同比-74.29%，环比-84.13%；同比减少主要由于去年同期11亿分红所致，环比减少主要由于上月收到子公司25亿分红所致，去除去年同期分红影响同比-24.71%、去除上月分红环比+90.70%）、**海通证券**（3.49亿元，同比-56.62%，环比+38.15%）。（按各家披露母公司和子公司数据合计计算）

图1：21家上市券商净利润：单月合计（左轴，百万元）与月度环比（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2：21家上市券商营业收入：单月合计（左轴，百万元）与月度环比（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11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	19M11	单月同比	单月环比	累计同比	19M11	单月同比	单月环比
中信系 (中信+金通+万通)	433	-74.29%	-84.13%	34.55%	1,554	-31.59%	-58.33%	22.66%
海通系 (海通+海通资管)	349	-53.62%	38.15%	31.10%	970	-27.10%	26.51%	38.03%
华泰系 (华泰+联合+资管)	214	-37.58%	-63.43%	22.38%	761	-9.27%	-48.82%	15.97%
招商系 (招商+招商资管)	595	21.50%	49.19%	46.12%	1,023	-4.12%	-5.82%	45.97%
长江系 (长江+长江承销)	86	41.72%	-19.58%	306.01%	419	2.56%	5.72%	70.85%
西南	48	2184.51%	-57.55%	179.15%	184	35.42%	-6.26%	34.26%
东北	5	-54.99%	-21.50%	243.32%	124	-38.47%	44.89%	51.88%
国金	79	-20.36%	17.63%	24.29%	342	7.51%	-0.17%	20.93%
方正系 (方正+瑞信+民族)	29	-80.43%	-50.05%	-26.30%	319	-34.45%	15.52%	3.90%
东吴	67	-5.17%	44.72%	176.61%	230	-18.26%	19.09%	39.70%
西部	38	49.19%	-37.71%	52.47%	161	-13.48%	2.55%	48.48%
国信	313	-41.26%	67.26%	60.32%	898	-8.45%	46.65%	36.36%
东兴	45	-17.53%	-12.16%	43.64%	172	-17.41%	-37.05%	27.51%
国泰君安系 (国泰君安+上海证券+国泰君安资管+海际证券)	484	-0.36%	18.38%	42.73%	1,449	13.76%	27.24%	22.96%
一创系 (第一创业+一创投行)	27	966.62%	-60.00%	66.10%	147	48.10%	-4.22%	32.41%
中原	22	-20.70%	14.58%	500.69%	132	25.71%	12.39%	71.95%
中国银河 (中国银河+银河金汇)	314	-27.00%	27.12%	25.39%	824	-17.72%	17.84%	48.18%
浙商系 (浙商+浙商资管)	65	54.07%	166.39%	-	211	2.79%	43.13%	-
南京	12	-61.03%	-25.65%	-	110	-10.04%	-13.39%	-
财通系 (财通+财通资管)	148	416.30%	32.66%	-	296	115.94%	0.79%	-
长城证券	65	105.99%	8.25%	-	246	65.13%	19.26%	-
单月合计 (可比口径)	4,074	-29.39%	-31.89%	47.96%	11,921	-6.76%	-10.67%	33.94%

数据来源: 各公司月度经营情况公告、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21家上市证券公司, 其中累计同比另外不含广发证券、浙商证券、南京证券、财通证券、长城证券。

业绩分析：经纪业务同比增长、资本中介、自营同比下降

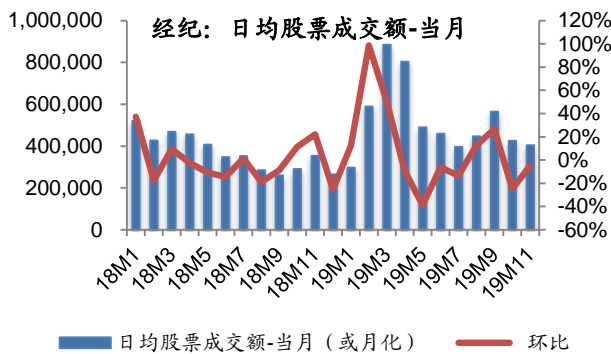
1) 经纪：单月日均成交金额同比增长。11月两市日均股票成交金额4042.85亿元，环比减少4.85%，同比增长14.22%。

2) 自营：二级市场表现弱于同期。11月沪深300指数下跌1.49%，创业板指下跌0.38%，2018年同期沪深300指数下跌0.60%，创业板指数跌4.22%。债市表现小幅弱于同期：中证全债指数10月上漲0.85%，去年同期中证全债指数漲1.09%。

3) 资本中介：两融余额环比下跌、同比上涨，质押规模仍在小幅收缩。11月末两市两融余额9650.21亿元，环比下跌0.17%，同比增长25.31%；市场质押股数5907亿股，较10月末质押股数5947亿股小幅收缩。

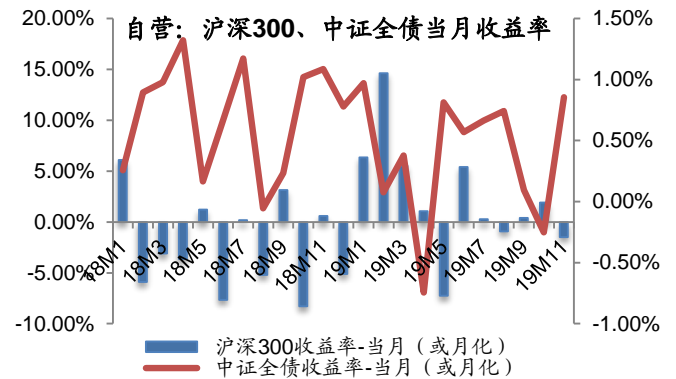
4) 投行：同比增加。11月股权融资规模1464.98亿元，环比上涨22.30%；同比增长191.04%；前11月累计股权融资额13438.17亿元，同比增长20.07%。其中，11月IPO发行规模404.34亿元（环比79.88%），再融资发行规模1062.64亿元（环比9.08%）。

图3：经纪：日均股票成交额-当月（左轴，百万）与环比增速（右轴）



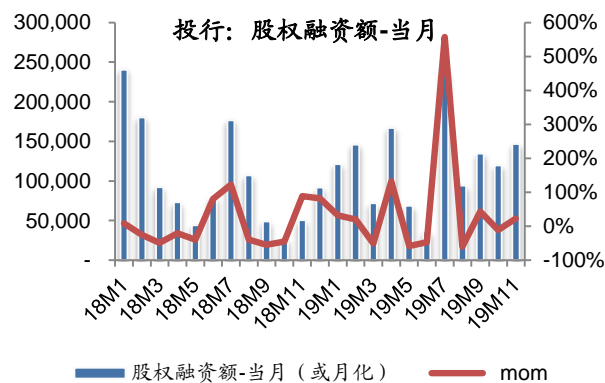
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

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）



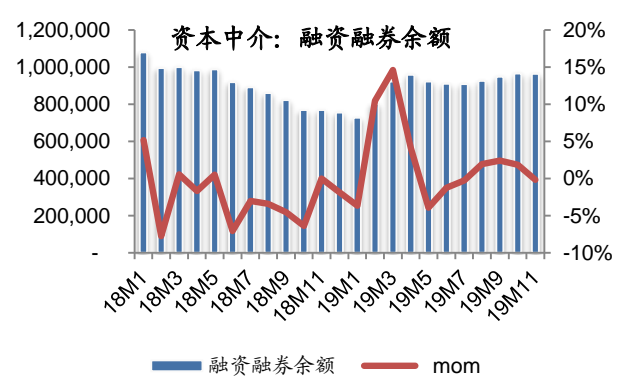
数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

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

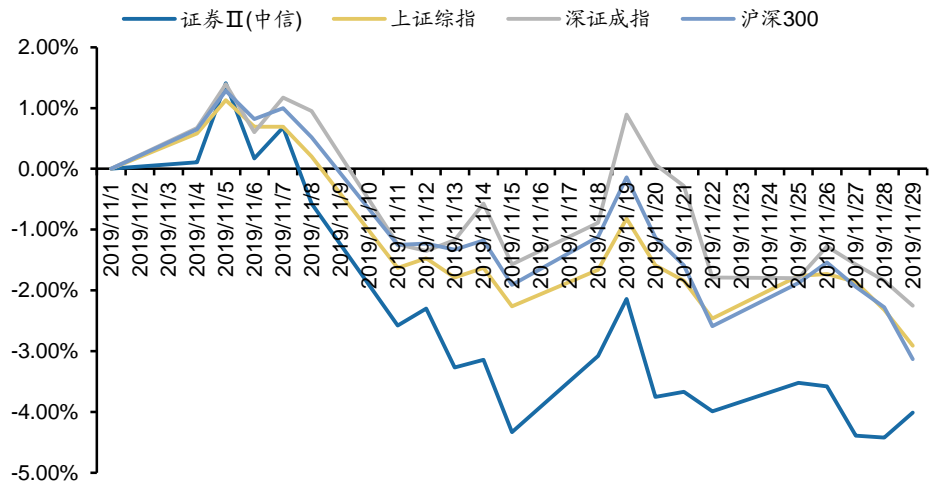
图6：资本中介：融资融券余额（百万）



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

月度市场表现:

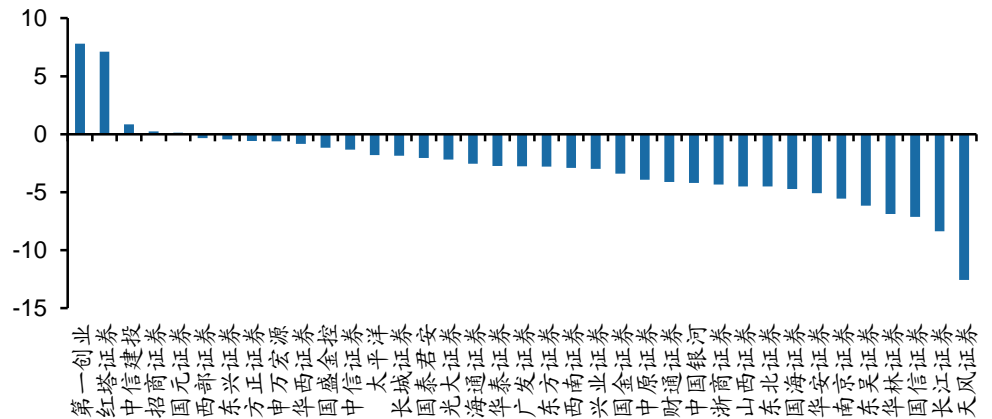
图7: 证券指数 (CI005165) 走势



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 交易日期为 11 月 1 日至 11 月 29 日

图8: 2019年11月个股涨跌幅 (%)



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 交易日期为2019年10月7日至10月31日

投资建议: 市场改革持续推进, 再融资全面宽松, 证监会支持打造航母级头部券商, 行业发展分化加剧

1. 资本市场改革持续推进

11月3日, 证监会主席易会满接受新华社专访表示: ①加快推进创业板改革并实施注册制, 提升资本市场配置效率。②稳步推进全面深化资本市场改革, 改

善并稳定市场预期。③逐步拓展外资进入我国资本市场的渠道，稳步融入全球金融市场。

2、市场再融资全面宽松有助于提振一级市场，提升我国直接融资，从而促进券商投行资本化

11月8日，证监会拟对《上市公司证券发行管理办法》《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》《上市公司非公开发行股票实施细则》等再融资规则进行修订向社会公开征求意见。同时新起草了《科创板上市公司证券发行注册管理办法(试行)》(征求意见稿)(以下简称《科创板再融资办法》)。

对于我国直接融资市场的发展而言：本次再融资政策的宽松将有望大幅提振一级市场，结合引导创投基金与产业基金的作用，逐步提升我国直接融资占比。

对于证券公司而言：投行资本化前景广阔。投行业务在我国证券公司收入占比近年提升至双位数，尤其是2010年后承销+顾问咨询业务占比提升至近15%，其中承销业务为主要支撑，占总收入稳定超过10%。发达的直接融资市场造就了美国投行业。投行及其资本化业务对行业整体营收贡献预计超过20%。根据美联储与央行数据，2017年末美国直接融资占比(非金融企业融资中股权融资+债权融资占比)超过80%，同期我国直接融资占比(按社会融资统计口径中非人民币贷款及外币贷款占比计算)约30.5%。发达的直接融资市场造就了美国投行业。从美国证监会数据看，美国证券公司(broker-dealers)收入构成中，“承销业务收入”(profits from underwriting and selling groups)在总收入中占比在5%-11%，“通过出售投资公司份额”(revenues from sale of investment company shares)在总收入中占比在6%-8%。以2016年末数据统计，当年行业实现营收2787亿美元，其中承销业务收入269亿美元(占比约10%)，出售投资公司份额实现收入204亿美元(占比7%)，另有部分并购重组业务收入及管理私募股权基金获得管理费收入与超额收益未具体列示，估算当年投行及投行资本化业务合计对行业整体营收贡献超过20%。展望未来，我们认为国内券商行业投行资本化业务具有较大发展空间。

3、证监会从业务和资本端大力支持打造航母级头部券商，行业发展分化加剧

11月29日，证监会在答复政协十三届全国委员会第二次会议第3353号提案(《关于做强做优做大打造航母级头部券商，构建资本市场四梁八柱确保金融安全的提案》)表示：为推动打造航母级证券公司，将鼓励和引导证券公司充实资本、丰富服务功能、优化激励约束机制、加大技术和创新投入、完善国际化布局、加强合规风险管控，积极支持各类国有资本通过认购优先股、普通股、可转债、次级债等方式投资证券公司，推动证券行业做大做强。

提案从业务端、资本端两方面大幅度支持龙头券商加速发展。

首先从业务端支持证券公司大力发展创新业务，主要是场外衍生品等。明确发展柜台市场交易，试点信用衍生品、场外期权、跨境衍生品及结售汇等。自今年以来，衍生品业务已经在不断放开；监管推进行衍生品业务发展总是选取龙头券商进行试点。从当前场外衍生品发展情况来看，一方面名义本金集中度高，规模较大的五家在整个场外衍生品业务中占到77.27%。另一方面从新增规模来看，龙头券商亦具

有极强优势，按9月最新数据，五家新增总量占比高达81.69%。其次从资金端给予证券公司充足的支持，使其有足够的资本金开展创新业务。支持证券公司在境内外多渠道、多形式融资，优化融资结构，增强资本实力。引导各国有资本通过认购优先股、普通股、可转债、次级债等方式注资证券公司，推动证券行业做大做强。我们认为，在衍生品等重资本业务不断发展的背景下，资本的扩张和运用能力发展是“证券公司”向“现代投资银行”转型的关键。头部券商已呈现较强优势，本轮提案的落地将更进一步对龙头券商的净资本进行补充。

另外本轮提案中明确提到“盘活客户资产”。我们认为这或许包含两层含义：1) 是鼓励支持证券公司创设更多的创新金融工具，引导客户资产认购，盘活客户资产进入资本市场。2) 是放开客户抵押物再抵押，参照美国90年代投行将客户抵押物再抵押，在资产端为杠杆投资机构提供融资，在负债端向现金管理机构融资，实现信用创造、提升杠杆。

在对外开放不断落地，外资进入不断加速的明确趋势下，快速做大做强本土券商以应对外资竞争是当前最核心以及最紧迫的任务。在此背景下，无论是业务端资本端都已明确向头部券商大力倾斜。

建议关注龙头企业：中信证券(600030.SH)/(06030.HK)、中金公司(3908.HK)、华泰证券(601688.SH)/HTSC(06886.HK)、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	48.56	4.81	4.87	5.51	8.30	9.97	8.81	1.13	1.00	1.04
(USD)	高盛集团	GS.N	218.42	25.53	23.11	25.08	8.20	9.45	8.71	1.02	0.98	0.91

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。