

行业研究/动态点评

2019年12月06日

行业评级:

非银行金融 增持 (维持)  
证券 II 增持 (维持)

**沈娟** 执业证书编号: S0570514040002  
研究员 0755-23952763  
shenjuan@htsc.com

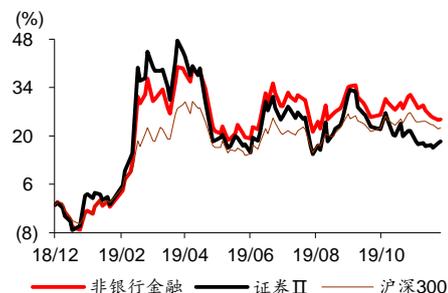
**陶圣禹** 执业证书编号: S0570518050002  
研究员 021-28972217  
taoshengyu@htsc.com

**王可** 021-38476725  
联系人 wangke015604@htsc.com

相关研究

- 1 《非银行金融/银行: 行业周报 (第四十八周)》2019.12
- 2 《非银行金融: 市场新生态, 重构新模式》2019.11
- 3 《非银行金融: 变革促转型, 质态再优化》2019.11

一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 业绩环比回暖, 关注政策驱动机会

## 证券行业 2019 年 11 月业绩点评

### 业绩环比小幅上升、同比下滑, 监管推动行业做大做强

已披露业绩的 27 家上市券商 11 月净利润环比+12.6%, 同比-17.3%; 营收环比+9.8%, 同比-0.5% (均剔除分红影响)。11 月股市整体波动, 日均交投活跃度略有下滑, 但受 10 月交易日较少影响, 股票交易总额环比上升。投行中 IPO 和债权融资均较大幅度上升。上市券商 11 月净利润环比上升, 但在去年同期市场回暖的高基数效应下同比下滑。券商业绩显著分化, 预计受投资、投行表现差异影响。证监会回应政协提案, 将打造航母级头部券商, 支持各类国有资本注资券商, 推动证券行业做大做强, 有望引导行业高阶竞争。推荐中信证券、国泰君安、招商证券。

### 股票交易总额上升, 投行 IPO、债权融资表现优秀

根据 Wind 显示, 11 月上证综指下跌 1.9%, 深证成指下跌 0.6%, 创业板指数下跌 0.4%, 上证国债上涨 0.4%。股票日均交易额 4043 亿元, 环比下降 4.8%。11 月股票累计交易额 8.5 万亿元, 环比上升 11%, 主要受 10 月交易天数少影响。11 月末两融余额 9650 亿元, 环比下降 0.2%; 券商股票质押新增未解押股数 51 亿股, 新增未解押参考市值 455 亿元 (按质押日参考市值)。IPO 单月规模 402 亿元, 环比上涨 79.9%; 再融资单月规模 1063 亿元, 环比上涨 9.1%; 债券承销规模 7211 亿元, 环比上涨 29.8%。新增券商资管产品 461 只, 截至月末资产净值合计 17273 亿元。

### 业绩环比上升、同比下滑, 累计净利润实现较高增长

披露业绩的 27 家上市券商 11 月实现净利润 42 亿元, 环比+12.6%; 实现营收 130 亿元, 环比+9.8%。27 家券商中 19 家营业收入环比正增长, 15 家净利润环比正增长。可比口径下 27 家券商 11 月净利润同比-17.3%, 营收同比-0.5%, 其中 11 家营收同比均实现正增长, 12 家净利润同比正增长。可比口径下, 25 家券商前一个月累计净利润同比+48.7% (剔除分红影响)。

### 净利润率及 ROE 均环比微升, 盈利能力有所分化

已披露业绩 27 家上市券商 11 月末净资产合计 11624 亿元, 较上月末+0.3%。27 家券商 11 月平均净利润率为 32%, 较 10 月+80bp; 平均净资产收益率为 0.36%, 较 10 月+4bp (未年化)。大型券商中, 招商系、广发系净利润率和 ROE 指标均排名靠前。

### 监管推动行业做大做强, 把握优质券商投资机会

11 月 29 日证监会回应政协提案, 将打造航母级头部券商, 支持各类国有资本注资券商, 推动证券行业做大做强, 有望引导行业高阶竞争, 行业未来发展前景广阔。当前, 资本市场深化改革, 将重塑新生态, 倒逼证券行业经营模式升级。券商将遵循轻重并举路线, 积极探索业务转型。顺利转型有望实现 ROE 上行, 驱动估值从  $\beta$  向  $\alpha$  过渡。关注优质券商投资价值, 推荐中信证券、国泰君安、招商证券。

风险提示: 市场波动风险, 政策推进节奏不及预期。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
600030.SH	中信证券	22.30	买入	0.77	1.36	1.36	1.5	28.96	16.40	16.40	14.87
600999.SH	招商证券	16.97	买入	0.66	0.91	1.05	1.19	25.71	18.65	16.16	14.26
601211.SH	国泰君安	17.24	买入	0.77	1.00	1.20	1.35	22.39	17.24	14.37	12.77

资料来源: 华泰证券研究所

图表1: 27家上市券商2019年11月经营数据

公司名称	营业收入 (百万元)	营业收入 环比	营业收入 同比	净利润 (百万元)	净利润 环比	净利润 同比	累计净利润 (百万元)	累计净利润 同比	净资产 (百万元)	净资产 环比	净利 润率	ROE (未年化)
广发系	1,352	57%	38%	636	74%	53%	5,645	35%	84,922	0.5%	47%	0.75%
招商系	1,023	-6%	-4%	595	49%	21%	5,245	46%	81,341	0.3%	58%	0.73%
国泰君安系	1,421	28%	15%	482	20%	0%	7,187	17%	134,072	0.4%	34%	0.36%
中信系	1,554	26%	33%	433	91%	-26%	8,087	19%	138,571	0.3%	28%	0.31%
海通系	970	27%	-27%	349	38%	-54%	6,574	31%	116,883	0.2%	36%	0.30%
中国银河	824	18%	-18%	314	27%	-27%	4,165	86%	69,385	0.6%	38%	0.45%
国信证券	898	47%	-8%	313	67%	-41%	4,184	60%	54,268	0.6%	35%	0.58%
华泰系	761	-49%	-9%	214	-63%	-38%	5,805	55%	119,373	0.2%	28%	0.18%
财通证券	296	1%	116%	148	33%	416%	1,137	55%	20,437	0.8%	50%	0.72%
长江系	419	6%	3%	86	-20%	42%	1,762	207%	28,960	0.4%	21%	0.30%
国金证券	342	0%	8%	79	18%	-20%	982	24%	20,139	0.4%	23%	0.39%
华西证券	274	10%	76%	69	-14%	195%	1,176	50%	19,233	0.2%	25%	0.36%
东吴证券	230	19%	-18%	67	45%	-5%	981	177%	20,338	0.5%	29%	0.33%
浙商证券	211	43%	3%	65	166%	54%	696	32%	14,700	0.4%	31%	0.45%
长城证券	246	19%	65%	65	8%	106%	853	n.a.	16,640	0.4%	26%	0.39%
西南证券	184	-6%	35%	48	-58%	2190%	1,040	179%	19,048	0.3%	26%	0.25%
东兴证券	172	-37%	-17%	45	-12%	-18%	1,197	44%	19,946	0.3%	26%	0.23%
安信证券	536	33%	-23%	45	-47%	-68%	1,984	68%	32,080	0.2%	8%	0.14%
西部证券	161	3%	-13%	38	-38%	49%	661	52%	17,836	0.2%	23%	0.21%
方正系	314	15%	-35%	30	-52%	-80%	1,087	90%	41,930	0.1%	9%	0.07%
第一创业系	147	-4%	48%	27	-60%	985%	383	57%	9,277	0.1%	18%	0.29%
东北证券	160	46%	-18%	27	39%	706%	815	245%	15,557	0.2%	17%	0.17%
中原证券	132	12%	26%	22	15%	-21%	306	501%	9,880	-0.5%	17%	0.22%
南京证券	110	-13%	-10%	12	-26%	-61%	607	n.a.	10,910	0.4%	11%	0.11%
山西系	112	-29%	-30%	5	-91%	-86%	542	164%	13,261	0.2%	5%	0.04%
国元证券	115	-29%	-54%	3	-90%	-97%	857	183%	23,286	0.2%	3%	0.01%
江海证券	44	18%	-76%	-9	8%	-109%	498	430%	10,158	-0.1%	-21%	-0.09%

注: 上表数据均来自公司月度业绩公告。

资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表2: 2018年11月-2019年11月资本市场情况

板块走势	201811	201812	201901	201902	201903	201904	201905	201906	201907	201908	201909	201910	201911
上证综指	-0.6%	-3.6%	3.6%	13.8%	5.1%	-0.4%	-5.8%	2.8%	-1.6%	-1.6%	0.7%	0.8%	-1.9%
深圳成指	2.7%	-5.8%	3.3%	20.8%	9.7%	-2.3%	-7.8%	2.9%	1.6%	0.4%	0.9%	2.0%	-0.6%
创业板指	4.2%	-5.9%	-1.8%	25.1%	10.3%	-4.1%	-8.6%	1.9%	3.9%	2.6%	1.0%	2.7%	-0.4%
券商指数	2.7%	-6.6%	8.0%	31.3%	6.3%	-6.6%	-10.2%	10.4%	-1.9%	-3.9%	1.8%	-2.3%	-2.8%

证券市场规模(亿元)	201811	201812	201901	201902	201903	201904	201905	201906	201907	201908	201909	201910	201911	环比
股票日均成交量	431	307	362	690	927	788	506	470	380	407	502	384	361	-6%
股票日均成交额	3537	2640	2967	5890	8847	8025	4901	4587	3967	4470	5654	4249	4043	-5%
IPO规模	97	28	127	34	94	88	156	105	446	252	99	224	402	80%
再融资规模	407	887	1086	1423	625	1581	533	257	1934	688	1248	974	1063	9%
债券承销规模	7339	6578	4850	1522	7490	7088	4445	5833	6121	6848	7518	5556	7211	30%
两融余额	7701	7557	7282	8047	9222	9599	9225	9108	9086	9263	9489	9666	9650	0%
券商新增股票质押未解押股数(亿股)	50	58	63	20	80	62	75	50	74	92	67	35	51	48%
新增资管产品数量(个)	448	404	424	320	447	459	491	372	405	427	377	356	461	29%
月末资产净值	19045	19071	18830	18293	18192	18295	18872	18734	18428	18213	18167	17877	17273	-3%

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

## 免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

## 评级说明

### 行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层  
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com