

分析师: 张洋

执业证书编号: S0730516040002

Zhangyang-yjs@ccnew.com 021-50586627

## 环比优于预期, 分化有所加剧

——上市券商 2019 年 11 月月报点评

### 证券研究报告-行业月报

同步大市 (维持)

证券相对沪深 300 指数表现

发布日期: 2019 年 12 月 11 日



截至目前, 36 家纯证券业务上市券商已经全部公布 2019 年 11 月月度经营数据。

- **上市券商 11 月月度经营业绩概况:** 36 家纯证券业务上市券商 2019 年 11 月共实现营业收入 165.01 亿元, 环比-7.21%, 同比-6.58% (剔除不可比数据); 共实现净利润 54.37 亿元, 环比-26.06%, 同比-25.60% (剔除不可比数据)。根据中信证券 10 月财务数据简报, 其下属子公司当期对母公司分红 25 亿元, 若剔除该影响, 11 月上市券商营业收入环比+7.97%, 净利润环比+12.03%, 优于预期。
- **影响上市券商 11 月月度经营业绩的核心要素:** (1) 权益承压、固收回暖, 上市券商自营业务分化现象依然较为明显。(2) 11 月日均股票成交量环比续降, 但受益于交易日环比增加 3 天, 11 月行业经纪业务环比仍有回升。(3) 两融余额环比微降, 月均余额同比 2018 年由跌转升。(4) 11 月股权融资规模、债券承销金额环比均出现增加, 行业投行业务总量再度回升。
- **投资建议:** (1) 进入 12 月以来, 各大权益类指数逐步摆脱弱势出现温和反弹, 市场风偏有所走高, 行业权益类自营业务经营环境转暖; 固收类指数再度陷入震荡。整体看, 12 月上市券商自营业务将保持平稳运行。(2) 市场回暖, 成交量温和放大, 但在年末效应下预计 12 月行业经纪业务将波澜不惊。(3) 目前市场存量保证金余额制约了两融余额进一步增长的空间, 预计 12 月底两融余额环比 11 月底基本持平。(4) 是否仍有大型 IPO 是 12 月股权融资规模环比升降的关键; 债券承销总金额有望相对稳定, 行业投行业务总量不确定性较高。(5) 预计 12 月上市券商单月经营业绩将保持相对平稳。(6) 近 1 个月券商板块同步大盘出现小幅反弹, P/B 由 1.5X 倍回升至接近 1.60 倍, 保持低位震荡, 较年内高点 (接近 2 倍 P/B) 仍保有较大的空间, 在经过充分调整后, 更应对券商板块保持积极关注。头部券商喜迎中长期利好, 配置良机再现; 重视弹性券商的波段投资机会。

#### 相关报告

- 1 《证券行业 2020 年投资策略: 证券行业践行高质量发展正当时》 2019-11-25
- 2 《上市券商 2019 年 10 月月报点评: 剔除子公司分红因素后环比降幅明显》 2019-11-13
- 3 《上市券商 2019 年 9 月月报点评: 环比小幅下滑、同比四连升》 2019-10-21

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 14 楼

邮编: 200122

风险提示: 1. 权益类及固收类二级市场行情转弱导致上市券商各项业务无法得到持续改善; 2. 短期涨势过快、涨幅过大导致券商板块出现快速调整

## 1. 2019年11月上市券商月度经营概况

截至日前，36家纯证券业务上市券商已经全部公布2019年11月月度经营数据。

36家纯证券业务上市券商2019年11月共实现营业收入165.01亿元，环比-7.21%，同比-6.58%（剔除不可比数据）；共实现净利润54.37亿元，环比-26.06%，同比-25.60%（剔除不可比数据）。

表 1: 36家纯证券业务上市券商2019年11月月度经营数据，同比、环比变化及当年累计值（简单加总，亿元）

	单月营收	环比	同比	单月净利	环比	同比	累计营收	累计净利
中信证券	15.54	-58%	-32%	4.33	-84%	-74%	330.79	122.12
国泰君安	14.49	27%	14%	4.84	18%	0%	225.44	88.03
广发证券	13.52	57%	38%	6.36	74%	53%	172.57	63.90
海通证券	9.70	26%	-27%	3.49	38%	-54%	232.64	75.89
招商证券	10.23	-6%	-4%	5.95	49%	21%	140.86	57.54
华泰证券	7.61	-49%	-9%	2.14	-63%	-38%	180.58	65.64
申万宏源	7.95	17%	-15%	3.69	53%	29%	149.10	50.94
国信证券	8.98	47%	-8%	3.13	67%	-41%	109.25	41.03
东方证券	5.44	-16%	6%	1.54	-43%	-13%	116.06	24.10
中国银河	8.24	18%	-18%	3.14	27%	-27%	120.54	43.64
财通证券	2.96	1%	116%	1.48	32%	410%	37.34	11.82
方正证券	3.19	16%	-34%	0.29	-51%	-81%	53.67	11.50
光大证券	5.43	11%	-33%	0.68	-55%	-77%	90.26	24.88
浙商证券	2.11	43%	2%	0.65	160%	55%	37.73	7.56
兴业证券	4.23	-5%	-8%	0.88	35%	267%	92.25	17.49
长江证券	4.19	6%	3%	0.86	-20%	41%	58.25	16.35
西部证券	1.61	3%	-13%	0.38	-37%	52%	30.66	6.19
东兴证券	1.72	-37%	-17%	0.45	-13%	-18%	32.21	12.23
国元证券	1.15	-29%	-54%	0.03	-91%	-98%	24.25	7.11
第一创业	1.47	-5%	48%	0.27	-60%	1250%	19.74	4.45
东吴证券	2.30	19%	-18%	0.67	46%	-6%	37.56	10.30
国金证券	3.42	0%	8%	0.79	18%	-20%	35.12	10.09
华安证券	1.10	-36%	-28%	0.23	-66%	-61%	23.32	9.20
西南证券	1.84	-6%	35%	0.48	-58%	2300%	26.93	8.54
山西证券	1.17	-39%	-31%	0.03	-96%	-92%	38.16	5.99
太平洋	2.36	扭亏	148%	0.99	扭亏	725%	16.02	4.36
国海证券	1.43	-2%	-19%	0.05	-62%	-91%	27.11	5.08
东北证券	1.60	45%	-18%	0.27	42%	扭亏	48.62	8.57
中原证券	1.32	12%	26%	0.22	16%	-21%	19.63	3.56
华西证券	2.74	10%	76%	0.69	-13%	200%	32.86	12.51
南京证券	1.10	-13%	-10%	0.12	-25%	-61%	17.49	6.24
中信建投	8.39	-14%	11%	3.30	-15%	18%	111.81	44.67
天风证券	1.90	54%	1%	0.24	2300%	-29%	26.16	2.19
长城证券	2.46	19%	65%	0.65	8%	110%	29.14	8.56
华林证券	0.76	90%		0.36	800%		7.89	3.47

红塔证券	1.36	39%	0.70	100%	14.56	6.14
------	------	-----	------	------	-------	------

注：营收、净利数据为各公司月度业绩报告母公司及披露的子部门当期营业收入及净利润数值的简单相加，未考虑少数股东权益，非合并口径数据；累计数据为各公司 2019 年半年报及 7-11 月月度数据的简单加总

资料来源：各公司 2019 年半年报、2019 年月度业绩公告、中原证券

营收增速方面，11 月共 20 家公司环比出现增长，增幅前三位分别为华林（90%）、广发（57%）、天风（54%）；共 14 家公司环比出现下滑，降幅前三位分别为中信（-58%）、华泰（-49%）、山西（-39%）。

净利润增速方面，11 月共 18 家公司环比出现增长，增幅前三位分别为天风（23 倍）、华林（8 倍）、浙商（1.6 倍）；共 17 家公司环比出现下滑，降幅前三位分别为山西（-96%）、国元（-91%）、中信（-84%）；1 家公司环比扭亏。

根据中信证券 10 月财务数据简报，其下属子公司当期对母公司分红 25 亿元，若剔除该影响，11 月上市券商营业收入环比+7.97%，净利润环比+12.03%，优于预期；同比则终结月度五连升，出现回落；同时，上市券商 11 月月度经营业绩的分化现象有所加剧，符合预期。

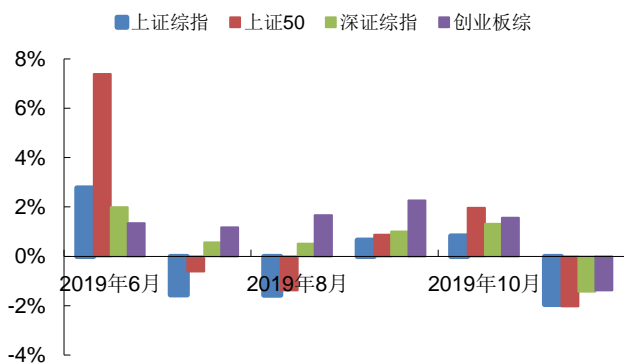
## 2. 影响 2019 年 11 月上市券商月度经营业绩的核心要素

### （1）权益承压、固收回暖

11 月各权益类指数全月承压，出现普跌。其中，上证指数下跌 1.95%、深证综指下跌 1.43%、上证 50 指数下跌 2.03%、沪深 300 指数下跌 1.49%、中小板综指下跌 1.43%、创业板综指下跌 1.38%。11 月权重、白马类品种出现明显调整，部分科技类品种逆市活跃，上市券商权益类自营业务的分化现象较为明显。

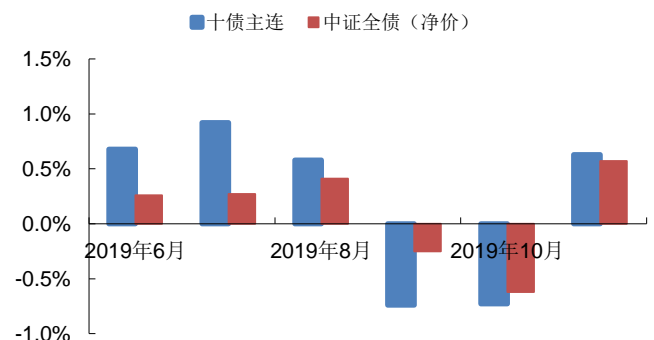
11 月代表利率债的十年期国债期货指数有所回暖并出现反弹，全月收涨 0.63%；中证全债（净价）指数同步收涨 0.57%；11 月行业固定收益类自营业务经营环境环比改善，并且有效的对冲了权益类自营业务的回落。

图 1：各权益类指数涨跌幅



资料来源：Wind、中原证券

图 2：十债主连、中证全债（净价）指数涨跌幅



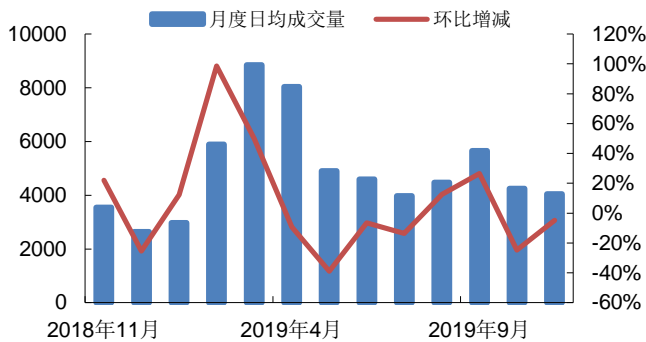
资料来源：Wind、中原证券

### (2) 日均成交量续降、成交总量回升

11月沪、深两市日均股票成交量为4044亿元，环比-4.85%，出现两连降，同比+14.24%；11月沪、深两市月度股票成交总量为8.49万亿元，环比+11.02%，同比+9.06%。

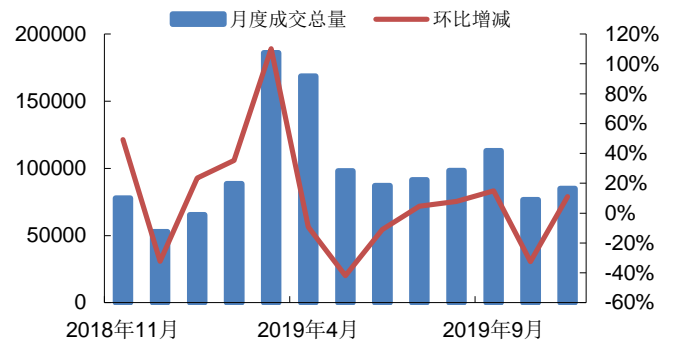
11月日均股票成交量环比续降，但受益于交易日环比增加3天，11月行业经纪业务环比仍有回升，符合我们的预期；同比则持续回暖，但幅度明显收窄。

图 3：月度日均成交量（亿元）



资料来源：Wind、中原证券

图 4：月度成交总量（亿元）



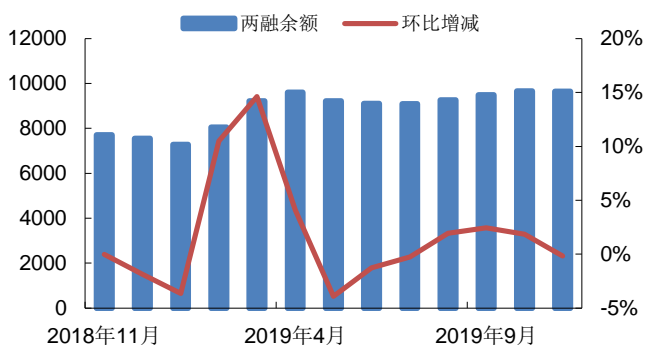
资料来源：Wind、中原证券

### (3) 两融月均余额同比 2018 年由跌转升

截至11月29日，沪、深两市两融余额为9650亿元，环比-0.17%，结束月度三连升；同比+25.31%。截至11月底两融月均余额为9058亿，较2018年两融月均余额的9030亿元+0.31%，年内首次由跌转升。

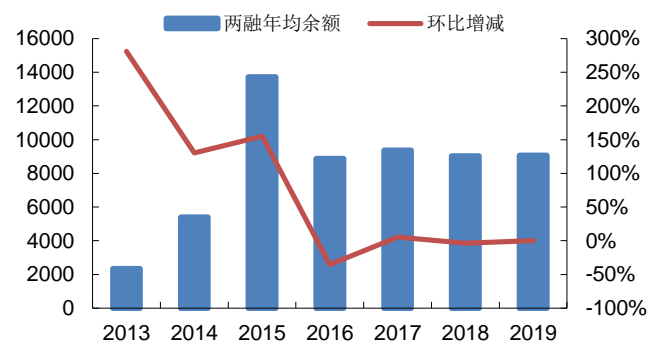
11月两融业务对上市券商单月业绩的边际贡献基本持平。

图 5：月末两融余额（亿元）



资料来源：Wind、中原证券

图 6：两融月均余额（亿元）



资料来源：Wind、中原证券

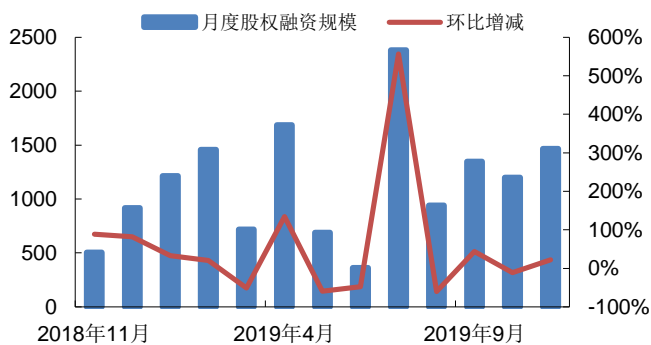
#### (4) 投行业务总量再度回升

股权融资方面，11月股权融资规模为1465亿元，环比+22.30%；同比+191.25%，同比增幅虽有回落但仍较为显著。

债权融资方面，11月行业各类债券承销金额为7119亿元（按上市日），环比+37.70%；同比+3.91%。

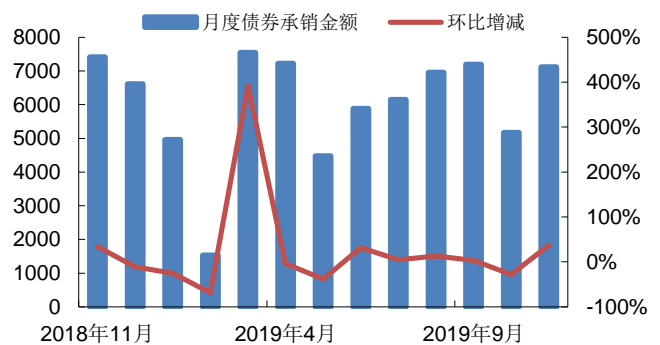
11月股权融资规模、债券承销金额环比均出现增加，行业投行业务总量再度回升。

图 7：月度股权融资规模（亿元）



资料来源：Wind、中原证券

图 8：月度各类债券承销金额（按上市日，亿元）



资料来源：Wind、中原证券

### 3. 投资建议

(1) 进入 12 月以来，各大权益类指数逐步摆脱弱势出现温和反弹，市场风偏有所走高，行业权益类自营业务经营环境转暖，但能否持续至月末尚待观察；固收类指数再度陷入震荡。整体看，12 月上市券商自营业务将保持平稳运行。

(2) 市场回暖，成交量温和放大，但在年末效应下预计 12 月行业经纪业务将波澜不惊。

(3) 目前市场存量保证金余额制约了两融余额进一步增长的空间，预计 12 月底两融余额环比 11 月底基本持平；两融月均余额同比 2018 年出现回升已成定局。

(4) 是否仍有大型 IPO 是 12 月股权融资规模环比升降的关键；债券承销总金额有望相对稳定，行业投行业务总量不确定性较高；并且由于上市券商投行业务总量差异较大，业绩分化仍难避免。

(5) 综合目前市场各要素的最新变化，预计 12 月上市券商单月经营业绩将保持相对平稳。

(6) 近 1 个月券商板块同步大盘出现小幅反弹，P/B 由 1.5X 倍回升至接近 1.60 倍，保持低位震荡，较年内高点（接近 2 倍 P/B）仍保有较大的空间，在经过充分调整后，更应对券商板块保持积极关注。头部券商喜迎中长期利好，配置良机再现；重视弹性券商的波段投资机会。

风险提示：1. 权益类及固收类二级市场行情转弱导致上市券商经营业绩无法得到持续改善；2. 短期涨速过快、涨幅过大导致券商板块出现快速调整



### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。