

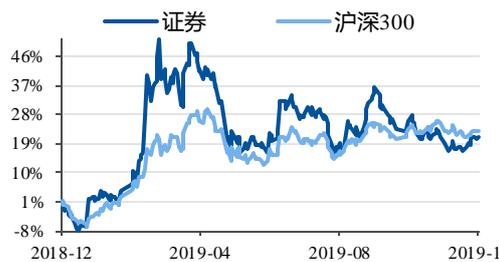
## 大型券商再获政策支持，看好龙头投资机会

2019年12月12日

评级 **同步大市**

评级变动：维持

### 行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
证券	1.30	-11.33	20.91
沪深300	-0.02	-1.75	23.09

龙靓

执业证书编号: S0530516040001  
longliang@cfzq.com

滕毅

tengyi@cfzq.com

分析师

0731-84403365

研究助理

0731-84403398

### 相关报告

- 《证券：证券行业2019年10月月度报告：政策持续宽松，中长期配置价值明显》 2019-11-14
- 《证券：证券行业2019年9月月度报告：行业基本面无忧，持续关注政策预期》 2019-10-22
- 《证券：证券行业2019年8月月度报告：基本面向好，估值有望持续提升》 2019-09-09

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
中信证券	0.77	28.83	1.12	19.82	1.21	18.35	推荐
华泰证券	0.12	148.00	0.80	22.20	0.91	19.52	推荐
东吴证券	0.12	72.00	0.49	17.63	0.53	16.30	推荐
中国银河	0.28	37.07	0.41	25.32	0.40	25.95	推荐
海通证券	0.45	31.67	0.62	22.98	0.68	20.96	谨慎推荐
东方证券	0.18	54.22	0.27	36.15	0.32	30.50	谨慎推荐
东方财富	0.18	79.17	0.24	59.38	0.32	44.53	谨慎推荐

资料来源：财富证券

### 投资要点：

- 非银金融行业11月表现跑输大市。申万非银金融行业指数下跌4.05%，跑输沪深300指数1.97个百分点，在28个申万一级行业指数中位列第22位。
- 上市券商估值回落，中长期配置价值仍然明显。截至11月末，上市券商PB估值为1.48倍，前值为1.55倍，环比上月回落，11月末估值位于历史的后8%分位。大券商PB估值为1.37倍（历史后8%分位），中小券商PB估值1.66倍（历史后10%分位）。
- 30家上市券商2019年11月共计实现营业收入149亿元，环比下降8%，净利润49亿元，环比下降28%。30家上市券商2019年1-11月实现营业收入2029亿元，同比增长34%，净利润793亿元，同比增长45%。
- 近期，证监会首提推动航母级券商建设，促进行业持续健康发展，支持行业做优做强，在行业政策层面对龙头券商形成利好。目前，行业监管政策松绑趋势愈加明显，市场流动性未来仍将保持宽松态势，长期角度看行业估值存在较大的修复空间。未来，虽然外资券商进入将在一定程度上加剧行业，但资本市场改革仍是推动行业中长期向好的基础性因素，我们坚定看好行业的发展前景。
- 维持行业“同步大市”评级：主要指数单月均出现不同幅度下行，市场交投较为平淡，仍然建议从中长期角度出发对行业进行配置，特别关注头部大型券商的投资价值。投资主线一：经营稳健、资本实力强以及政策优势明显的头部券商，推荐中信证券（600030.SH）、华泰证券（601688.SH）。投资主线二：关注监管、货币政策事件的短期驱动，市场交投情绪回升下经纪、两融业务存在超预期可能的券商，推荐经纪和两融业务市占率排名靠前的中国银河（601881.SH）。投资主线三：业绩具备一定弹性的优质中小券商，建议关注区位优势明显、自营业务表现突出的东吴证券（601555.SH）。
- 风险提示：市场交投活跃度低迷；市场大幅波动；证券公司业务开展不及预期；金融监管政策加强；资本市场改革进度低于预期。

## 内容目录

1 市场行情回顾.....	3
2 行业经营数据.....	4
2.1 上市券商财务数据.....	4
2.2 市场要素跟踪.....	6
3 投资建议.....	8
4 行业信息.....	8
5 风险提示.....	10

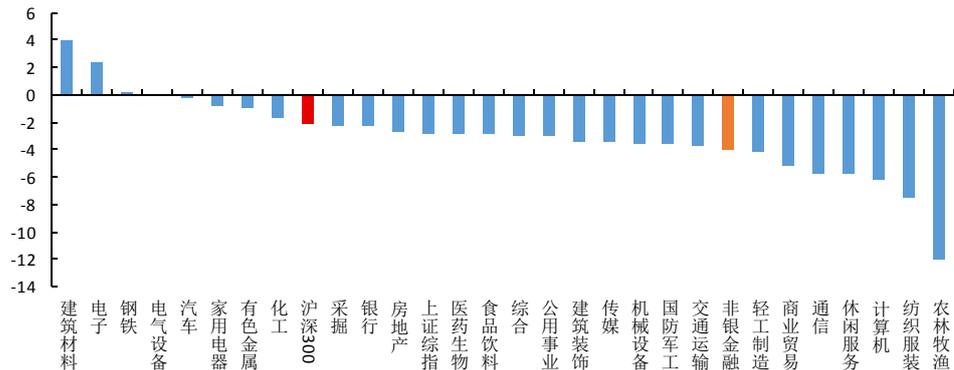
## 图表目录

图 1: 申万一级行业指数 11 月表现.....	3
图 2: 上市券商、全部 A 股历史 PB 估值情况.....	4
图 3: 两市日均成交金额.....	6
图 4: 融资融券余额.....	6
图 5: 融资当月净买入额.....	7
图 6: 陆股通当月净买入额.....	7
图 7: 市场质押规模.....	7
图 8: 当月股权融资规模.....	7
图 9: 当月债权融资规模.....	7
图 10: 当月发行资管产品份额.....	7
表 1: 上市券商个股涨跌幅排名.....	3
表 2: 上市券商当前 PB 估值情况.....	4
表 3: 上市券商 11 月经营情况.....	5

## 1 市场行情回顾

非银金融行业 11 月表现跑输大市。上证综指 11 月下跌 2.78%，沪深 300 指数下跌 2.09%，同期申万非银金融行业指数下跌 4.05%，跑输上证综指 1.27 个百分点，跑输沪深 300 指数 1.97 个百分点，在 28 个申万一级行业指数中位列第 22 位。非银金融二级子行业指数中，证券板块下跌 3.36%，保险板块下跌 4.65%，多元金融板块下跌 4.53%。

图 1：申万一级行业指数 11 月表现



资料来源：wind，财富证券

上市券商 11 月市场表现出现一定分化。行业涨幅前 5 位分别为第一创业(+7.80%)、红塔证券(+7.13%)、中信建投(+0.86%)、招商证券(+0.24%)、国元证券(+0.13%)；行业跌幅前 5 位分别为天风证券(-12.56%)、长江证券(-8.37%)、国信证券(-7.11%)、华林证券(-6.88%)、东吴证券(-6.16%)。上市券商 11 月涨跌幅中位数为-2.78%。

表 1：上市券商个股涨跌幅排名

股票代码	股票名称	11 月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)	股票代码	股票名称	11 月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
002797.SZ	第一创业	7.80%	32.86%	601162.SH	天风证券	-12.56%	-13.88%
601236.SH	红塔证券	7.13%	195.78%	000783.SZ	长江证券	-8.37%	21.49%
601066.SH	中信建投	0.86%	159.73%	002736.SZ	国信证券	-7.11%	37.05%
600999.SH	招商证券	0.24%	24.96%	002945.SZ	华林证券	-6.88%	142.10%
000728.SZ	国元证券	0.13%	23.26%	601555.SH	东吴证券	-6.16%	28.43%

资料来源：wind，财富证券

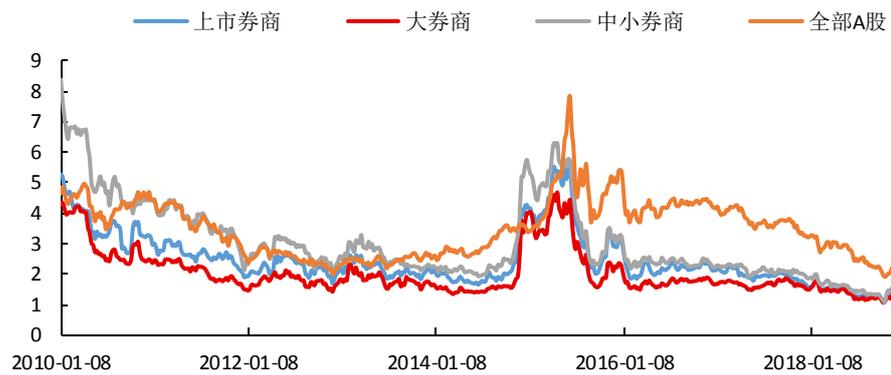
上市券商估值回落，中长期配置价值仍然明显。截至 11 月末，上市券商 PB 估值为 1.48 倍（历史 TTM，中值，剔除负值，下同），前值为 1.55 倍，环比上月回落，11 月末估值位于历史的后 8%分位。大券商 PB 估值为 1.37 倍（历史后 8%分位），中小券商 PB 估值 1.66 倍（历史后 10%分位）。

表 2：上市券商当前 PB 估值情况

	上市券商	大券商	中小券商
月末 PB 估值	1.48	1.37	1.66
历史 PB 估值中位数	2.94	2.75	2.86
相对全部 A 股 PB	0.68	0.62	0.76
历史分位	92.11%	92.50%	90.53%

资料来源：wind，财富证券

图 2：上市券商、全部 A 股历史 PB 估值情况



资料来源：wind，财富证券

## 2 行业经营数据

### 2.1 上市券商财务数据

30 家上市券商（非完全合并口径，下同）2019 年 11 月共计实现营业收入 149 亿元，环比下降 8%，净利润 49 亿元，环比下降 28%。30 家上市券商 2019 年 1-11 月累计实现营业收入 2029 亿元，同比增长 34%，净利润 793 亿元，同比增长 45%。（注：A 股直接上市券商 36 家，为保证数据的可比性，剔除 2018 年 1 月 1 日后上市的 6 家券商）。

营业收入方面，上市券商中 16 家营收环比增长，14 家营收环比下滑。11 月单月营收排名首位的是中信证券（15.5 亿元），营收环比增速排名首位的是广发证券（环比+56.7%）。净利润方面，上市券商中 14 家净利润环比增长，16 家净利润环比下滑。11 月单月净利润排名首位的是广发证券（6.4 亿元），11 月单月净利润环比增速排名首位的是浙商证券（环比+166.4%）。

**表 3：上市券商 11 月经营情况**

	11 月				1-11 月累计			
	营业收入 (百万元)	净利润 (百万元)	营业收入 环比(%)	净利润 环比(%)	营业收入 (百万元)	净利润 (百万元)	营业收入 同比(%)	净利润 同比(%)
中信证券	1554	433	-58%	-84%	22745	10587	23%	35%
国泰君安	1449	484	27%	18%	19915	8863	23%	43%
国信证券	898	313	47%	67%	10483	4184	36%	60%
华泰证券	761	214	-49%	-63%	15619	6602	22%	6%
中国银河	824	314	18%	27%	10814	4165	48%	86%
海通证券	970	349	27%	38%	13893	6574	38%	31%
招商证券	1023	595	-6%	49%	12630	5245	46%	46%
申万宏源	795	369	17%	53%	11279	4792	4%	-3%
广发证券	1352	636	57%	74%	13298	5645	33%	35%
光大证券	543	68	11%	-55%	7861	2726	52%	89%
浙商证券	211	65	43%	166%	2799	996	43%	89%
东方证券	544	154	-16%	-42%	7667	2483	85%	123%
方正证券	319	29	16%	-50%	4771	1077	4%	-26%
长江证券	419	86	6%	-20%	6263	2332	71%	306%
东吴证券	230	67	19%	45%	2954	981	40%	177%
国金证券	342	79	0%	18%	3333	982	21%	24%
山西证券	117	3	-39%	-96%	1872	559	49%	193%
华西证券	274	69	10%	-14%	3165	1176	44%	50%
东兴证券	172	45	-37%	-12%	3043	1197	28%	44%
国海证券	143	5	-2%	-63%	2099	462	100%	523%
西部证券	161	38	3%	-38%	2647	661	48%	52%
中原证券	132	22	12%	15%	1485	306	72%	501%
太平洋	236	99	不可比	不可比	1571	436	130%	不可比
财通证券	296	148	1%	33%	3659	1137	45%	55%
兴业证券	423	88	-5%	35%	5868	1491	49%	16%
西南证券	184	48	-6%	-58%	2710	1040	34%	179%
华安证券	110	23	-36%	-67%	2132	851	71%	123%
第一创业	147	27	-4%	-60%	1646	383	32%	57%
东北证券	160	27	46%	39%	2647	815	54%	245%
国元证券	115	3	-29%	-90%	2073	526	28%	73%
合计	14902	4900	-8%	-28%	202944	79272	34%	45%

资料来源：wind，上市公司公告，财富证券。各公司数据为非完全合并口径，仅包括上市公司母公司及主要业务条线子公司。

## 2.2 市场要素跟踪

(1) 两市日均成交金额环比继续回落，市场人气下滑。11月两市日均成交金额 4044 亿元，环比 10 月下降 5%。

(2) 两融余额小幅回落。11 月末沪深两市两融余额 9650 亿元，11 月日均两融余额 9689 亿元；两融 11 月净买入额为-13 亿元，连续三月流入后首次流出。

(3) 北向资金加速流入。陆股通 11 月净买入额 604 亿元，环比 10 月增加 89%，北向资金连续 6 个月净流入。

(4) 股票质押业务规模持续收缩。11 月末市场质押股份数量为 5907 亿股，较 10 月末减少 50 亿股，质押股份数量占总股本比例为 8.81%，较 10 月末下降 0.11 个百分点，质押股份参考市值 43715 亿元。

(5) 股权、债券融资规模环比上升。股权：11 月 IPO 发行 31 家，募集资金 402 亿元，再融资发行 19 家，募集资金 224 亿元，股权融资规模合计 1465 亿元，环比上升 22%，同比上升 191%。债券：11 月企业债、公司债承销规模分别为 294 亿元、2932 亿元，企业债、公司债融资规模总计 3226 亿元，环比 10 月上升 39%。

(6) 资管产品发行规模环比小幅下降。11 月成立资管产品 480 只，发行份额 63 亿份，发行份额环比 10 月下降 1%。

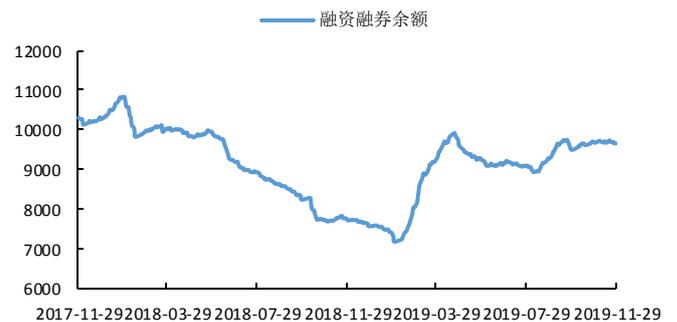
(7) 主要权益指数均出现下行，债券指数上涨。11 月上证综指、沪深 300、创业板指涨跌幅分别为-2.78%、-2.09%、-1.29%，中证全债指数涨跌幅为+0.88%。

图 3：两市日均成交金额



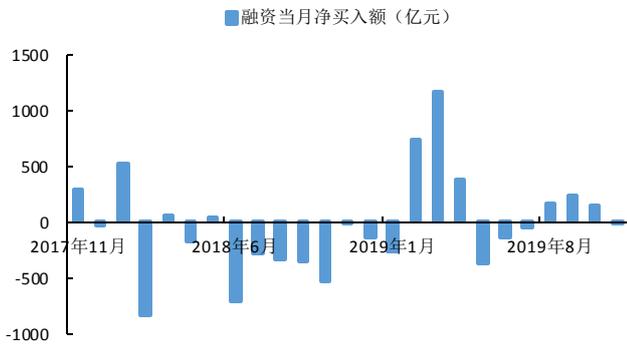
资料来源：wind，财富证券

图 4：融资融券余额



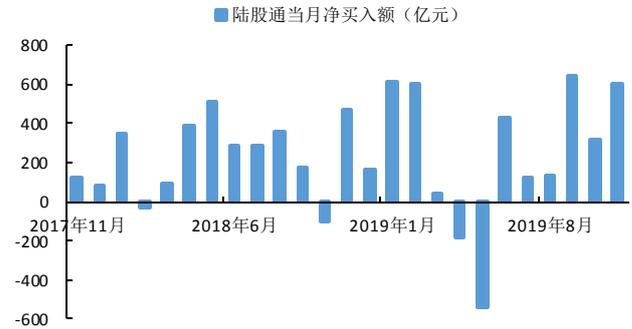
资料来源：wind，财富证券

图 5：融资当月净买入额



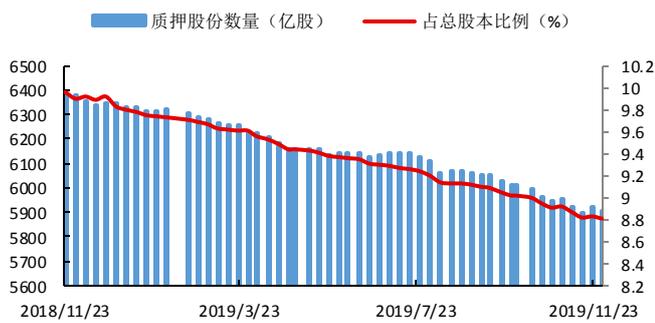
资料来源: wind, 财富证券

图 6：陆股通当月净买入额



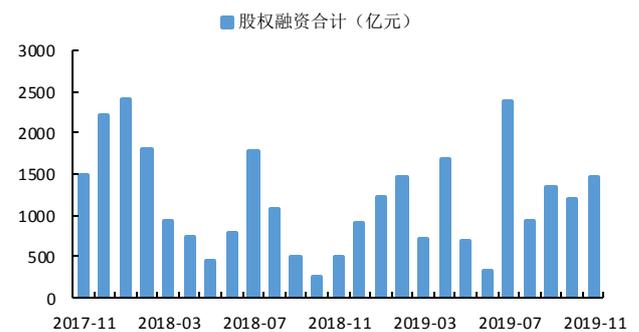
资料来源: wind, 财富证券

图 7：市场质押规模



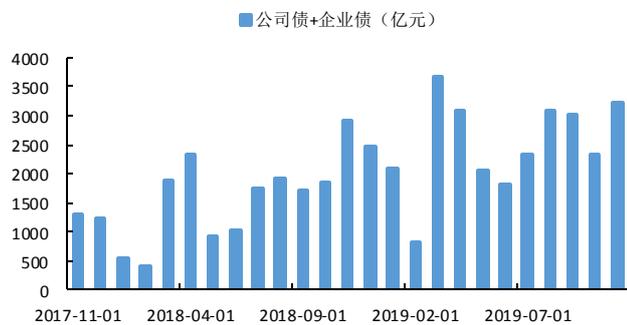
资料来源: wind, 财富证券

图 8：当月股权融资规模



资料来源: wind, 财富证券

图 9：当月债权融资规模



资料来源: wind, 财富证券

图 10：当月发行资管产品份额



资料来源: wind, 财富证券

### 3 投资建议

近期，证监会首提推动航母级券商建设，促进行业持续健康发展，支持行业做优做强。对于头部券商而言，行业政策层面将形成利好：一是鼓励市场化并购重组，行业集中度未来将进一步提升，利好头部券商市场份额增长；二是优化激励约束机制，券商员工持股及股权激励制度或将调整，头部券商有望率先获得试点；三是支持券商完善国际化布局，跨境业务具备先发优势的头部券商或将受益。目前，行业监管政策松绑趋势愈加明显，市场流动性未来仍将保持宽松态势，长期角度看行业估值存在较大的修复空间。未来，虽然外资券商进入将在一定程度上加剧行业，但资本市场改革仍是推动行业中长期向好的基础性因素，我们坚定看好行业的发展前景。

维持行业“同步大市”评级：主要指数单月均出现不同幅度下行，市场交投较为平淡，仍然建议从中长期角度出发对行业进行配置，特别关注头部大型券商的投资价值。投资主线一：经营稳健、资本实力强以及政策优势明显的头部券商，推荐中信证券（600030.SH）、华泰证券（601688.SH）。投资主线二：关注监管、货币政策事件的短期驱动，市场交投情绪回升下经纪、两融业务存在超预期可能的券商，推荐经纪和两融业务市占率排名靠前的中国银河（601881.SH）。投资主线三：业绩具备一定弹性的优质中小券商，建议关注区位优势明显、自营业务表现突出的东吴证券（601555.SH）。

### 4 行业信息

#### （1）中国证监会全面推开 H 股“全流通”改革

为推进资本市场高水平对外开放，促进 H 股公司健康发展，中国证监会于 2018 年顺利完成了 3 家 H 股公司“全流通”试点工作。试点期间两地市场运行平稳，取得了较好的效果，各方面反映良好。经国务院批准，证监会现全面推开 H 股“全流通”改革。证监会网站发布了《H 股公司境内未上市股份申请“全流通”业务指引》（证监会公告〔2019〕22 号）、H 股“全流通”申请材料目录及审核关注要点。符合条件的 H 股公司和拟申请 H 股首发上市的公司，可依法依规申请“全流通”。

中国证监会将按照“成熟一家、推出一家”的原则，积极稳妥、依法依规推进此项改革工作。H 股“全流通”涉及的单 H 股公司境内未上市股份存量不大，相当于香港联交所上市股份总市值的不足 7%。“全流通”申请经核准后，相关公司境内未上市股份可转为 H 股在香港联交所上市流通。根据技术系统开发进度，相关 H 股公司境内股东增持本公司香港流通股份的功能尚未上线运行，将待技术系统开发完善后按程序开通。

在试点经验基础上稳步推开 H 股“全流通”改革，有利于促进 H 股公司各类股东利益一致和公司治理完善，助力境内企业更好利用境内外两个市场、两种资源获得发展，也有利于香港资本市场发展。下一步，中国证监会将继续认真贯彻“放管服”改革要求，不断完善境外上市监管规则制度安排，更好支持企业和实体经济发展。

(信息来源：中国证监会)

## **(2) 证监会发布《证券期货经营机构管理人中管理人(MOM)产品指引(试行)》**

近日，证监会发布《证券期货经营机构管理人中管理人(MOM)产品指引(试行)》(以下简称《指引》)，自发布之日起施行。

《指引》主要做出如下安排：一是明确产品定义及运作模式，MOM产品应当同时符合以下两方面特征：1、部分或全部资产委托给两个或两个以上符合条件的投资顾问提供投资建议服务；2、资产划分成两个或两个以上资产单元，每一个资产单元单独开立证券期货账户。二是界定参与主体职责，管理人履行法定管理人的受托管理职责，投资顾问依法提供投资建议等服务。三是管理人及投资顾问应具备相应的胜任能力。四是规范产品投资运作，要求管理人建立健全投资顾问管理制度，加强信息披露。五是加强利益冲突防范及风险管控，要求管理人与投资顾问强化关联交易、公平交易、非公开信息等管控。

(信息来源：中国证监会)

## **(3) 证监会推动航母级券商建设，头部证券公司再获政策支持**

近期，中国证监会在对政协提案的答复函中表示，将在“服务实体经济、完善基础功能、防控金融风险”总体原则下，积极推动打造航母级头部券商，促进行业持续健康发展，支持行业做优做强。

具体政策措施方面，一是多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组，促进行业结构优化及整合；二是进一步丰富证券公司服务功能，依法盘活客户存量资产，完善、深化资产定价、风险管理和面向客户的综合服务能力；三是支持证券公司优化激励约束机制，完善券商人才引进的配套措施与保障机制；四是鼓励证券公司加大信息技术和科技创新投入，加大金融科技领域研究，提高金融科技开发和应用水平；五是支持证券公司完善国际化布局，依法设立、收购境外证券经营机构，提升为实体企业“走出去、引进来”提供配套金融服务的能力；六是督促证券公司加强合规风控管理，构建完善的合规风控管理制度和系统，实现合规风控管理全覆盖。

(信息来源：中国证监会)

## **(4) 野村东方国际证券获得证券业务经营许可，外资券商即将正式登场**

近期，野村控股株式会社宣布，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。野村相关负责人曾在合资证券公司设立时表示，合资公司在成立初期将以财富管理为主营业务，凭借财富规划的咨询优势服务中国高净值人群。在财富管理业务以外，合资证券公司将逐渐建立金融产品销售渠道，以及拓展机构及其他业务，并最终发展成为一家综合性证券公司。

证券公司外资持股比例限制取消时点提前，QFII及RQFII投资额度限制取消，以及

多家外资控股券商获批设立，均表明国内证券行业对外开放正在加速推进。短期角度看，国内券商传统通道业务（经纪、投行等）的经营格局并不会发生显著变化，外资券商更为关注财富管理、FICC等优势业务领域的蓝海市场。目前，国内券商经纪业务正在进行财富管理转型，对FICC等创新业务仍处于探索过程中，中长期角度看，资本实力较强的外资券商进入将在一定程度上加剧行业竞争。

（信息来源：中国证监会）

## 5 风险提示

市场交投活跃度低迷；市场大幅波动；证券公司业务开展不及预期；金融监管政策加强；资本市场改革进度低于预期。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438