

2019年03月07日

2月业绩超预期，加大19年业绩大幅改善的确定性

——上市券商2019年2月经营数据点评

看好

相关研究

"融券和做市交易空间打开，龙头券商重资产发展模式方向明确-设立科创板试点注册制相关制度规则正式落地点评" 2019年3月3日

"券商拐点已至，龙头估值空间仍有50%-上调上市券商业绩点评" 2019年2月27日

证券分析师

马鲲鹏 A0230518060002
makp@swsresearch.com

王从云 A0230516090001
wangcy@swsresearch.com

研究支持

华天行 A0230117120002
huatx@swsresearch.com

葛玉翔 A0230118070005
geyx@swsresearch.com

许旖珊 A0230118070006
xuys@swsresearch.com

联系人

许旖珊
(8621)23297818×转
xuys@swsresearch.com

本期投资提示：

- **2月可比上市券商营收、净利润同比翻倍增长，业绩表现超预期。**截至3月6日晚，共28家直接上市券商公布经营数据，实现营业收入184.8亿，环比增长10%，实现净利润87.6亿，环比45%，可比24家上市券商营业收入同比增长163%，净利润同比增长396%，1-2月累计营收为330.1亿，同比增长48.9%，累计净利润为139.3亿，同比增长80.6%。预计2月业绩大幅增长主要受益于成交金额放大和市场上涨带来的经纪业务和自营业务投资收益的大幅增长。
- **龙头券商表现依旧优异。**2月上市券商表现整体较为突出，龙头券商在基数相对较高的情况下仍实现高速增长，前五大券商单月营收同比增长142%，净利润同比增长254%。1-2月前五大券商累计营收同比增长35%，净利润同比增长50%。2月营收排名前三的券商为中信证券（18.3亿）、国泰君安（18.0亿）和海通证券（16.9亿），净利润排名前三的券商为国泰君安（9.93亿）、海通证券（9.92亿）和中信证券（8.32亿）。
- **二级市场：成交金额同比环比大幅增长，股市表现显著好于去年同期。**1) **经纪与两融方面：**2月日均股票成交金额为5895亿元，同比增长38%，环比增长99%，成交金额大幅提升主要是在1月社融数据公布后，市场风险偏好提升，单日成交金额更是突破万亿；日均两融余额7556亿元，同比下降26%，环比增长1%，2月末两融余额为8047亿，呈现逐渐回升的趋势；2) **股指方面，**2月上证综指上涨13.8%、沪深300指数上涨14.6%、创业板指上涨25.1%，比去年同期分别改善20.2pct、20.5pct、24.0pct；2月债市略有调整，中证全债净价指数下跌0.2%，同比表现走弱；在股市强势的表现下，预计2月自营业务权益资产投资收益带动整体业绩显著增长。
- **一级市场：股权承销规模同比环比大幅下滑；债权承销同比大幅增长。**1月券商IPO、再融资承销额为34亿、281亿，IPO同比下滑69%，环比下滑73%，再融资同比环比均下滑76%。18年10月以来，监管陆续推行多项基于投行业务的改革与创新，并购重组和再融资政策放松，将促进优质企业融资，有助于直接融资比例提升，我们仍看好2019年投行业务表现，受益于利率低位运行，债权承销规模同比大幅增长。2月债权主承销规模1807亿，同比增长52%，其中公司债为623亿，占比为34%，ABS为290亿，占比为16%。
- **重申我们2月27日报告《券商拐点已至，龙头估值空间仍有50%-上调上市券商业绩点评》对龙头券商19年目标估值和空间的判断，预计五大券商2019年PB在2.0-2.7倍（目前1.23倍-1.95倍），首推标的中信证券19年目标PB为2.7倍，目前为1.95倍，仍有38%的空间。**估值思路：根据不同业务属性，我们对券商不同业务条线采用分部估值法，轻资产业务中经纪业务和投行业务采用PE估值，资管业务采用P/AUM估值，重资产业务采用PB估值。1) 给予经纪和投行业务32倍PE，参考2012-2013年券商板块平均动态PE为30倍，由于轻资产业务相对重资产业务具有更高估值，因此我们在整体30倍PE的基础上，略微上调2019年龙头券商经纪和投行业务PE至32倍；2) 给予集合资管业务10%的P/AUM和委外业务5%的P/AUM；3) 给予重资产业务1.5倍PB。
- **投资建议：维持券商“看好”投资评级。**2019年证券行业拐点已经显现，资本市场改革政策提升券商估值的逻辑不断得到验证，同时市场环境持续向好和成交量持续放大提高了19年券商业绩不断超预期的可能性，龙头券商同时受益于改革和市场上涨，首推中信证券，目前中信证券19年PB估值为1.95倍，板块PB估值约为1.86倍，估值溢价并不明显，考虑目标空间有38%，性价比较高。



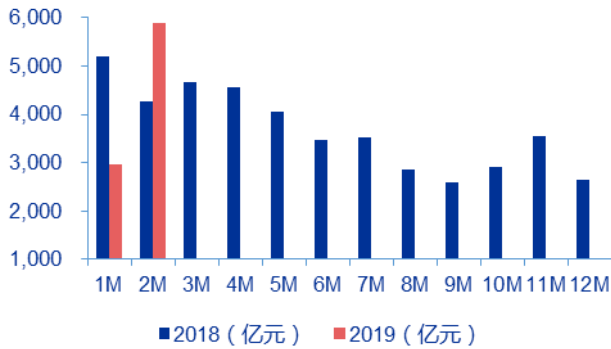
申万宏源研究微信服务号

表 1：上市券商 2019 年 2 月经营数据

单位：万元	2019 年 2 月净利润					2019 年 2 月营收				
24 家可比合计	819,743	396.1%	-	1,393,469	80.6%	1,739,186	163.0%	-	3,300,974	48.9%
28 家环比合计	876,175	-	45.0%	1,480,324	-	1,847,851	-	10.0%	3,528,341	-
上市券商	单月净利润	单月同比	单月环比	累计净利润	累计同比	单月营收	单月同比	单月环比	累计营收	累计同比
中信证券	83,240	163.7%	10.5%	158,588	60.1%	183,422	80.9%	-17.2%	404,877	55.5%
国泰君安	99,332	233.0%	122.5%	143,978	44.7%	180,220	144.8%	33.2%	315,528	15.9%
广发证券	59,533	222.3%	19.8%	109,221	30.1%	133,730	154.6%	17.8%	247,235	23.8%
招商证券	50,974	671.9%	14.1%	95,632	54.8%	115,917	472.5%	6.1%	225,122	44.5%
海通证券	99,185	1583.0%	129.1%	142,470	126.7%	169,025	313.0%	64.9%	271,501	83.6%
中国银河	38,089	554.4%	-3.5%	77,540	64.1%	92,809	203.5%	-3.0%	188,518	44.7%
国信证券	62,639	227.8%	86.2%	96,272	131.8%	85,082	25.1%	-8.9%	178,455	23.4%
中信建投	40,325	-	93.2%	61,200	-	68,100	-	-14.4%	147,649	-
长江证券	29,778	2717.1%	95.9%	44,982	115.9%	72,937	350.7%	29.7%	129,189	69.3%
方正证券	4,761	扭亏	-73.7%	22,751	164.1%	37,658	94.4%	-20.6%	85,076	53.1%
西部证券	13,561	扭亏	-14.1%	29,343	153.5%	28,228	5824.7%	-24.9%	65,839	115.0%
东北证券	14,093	1251.3%	-11.4%	30,001	708.8%	34,899	205.5%	-2.8%	70,794	186.5%
国金证券	14,183	197.2%	7.9%	27,333	60.0%	30,178	63.3%	-15.8%	66,004	31.6%
财通证券	12,260	333.1%	82.6%	18,973	22.1%	38,803	197.6%	23.8%	70,154	39.4%
东吴证券	18,792	扭亏	473.6%	22,068	331.3%	24,953	649.0%	-14.3%	54,079	110.1%
长城证券	8,684	-	81.5%	13,470	-	23,963	-	-10.5%	50,747	-
国元证券	13,304	扭亏	67.5%	21,245	150.5%	22,450	332.1%	-14.1%	48,600	53.5%
东兴证券	12,196	77.8%	32.9%	21,375	53.7%	33,022	92.3%	35.3%	57,426	65.8%
西南证券	5,126	-7.7%	-58.3%	17,427	5.6%	26,424	49.1%	14.7%	49,455	13.8%
华西证券	21,495	238.7%	195.0%	28,782	129.1%	39,308	113.6%	75.6%	61,688	79.9%
山西证券	4,143	341.4%	-29.1%	9,986	622.7%	12,746	50.0%	-37.4%	33,101	97.6%
第一创业	7,905	306.3%	23.3%	14,317	273.7%	19,936	88.2%	20.8%	36,438	76.1%
国海证券	4,439	扭亏	-15.0%	9,662	115.6%	15,094	261.8%	-8.4%	31,579	31.6%
南京证券	7,423	-	55.9%	12,186	-	16,604	-	34.3%	28,970	-
中原证券	7,065	650.1%	102.9%	10,547	40.7%	15,647	131.0%	42.4%	26,639	37.2%

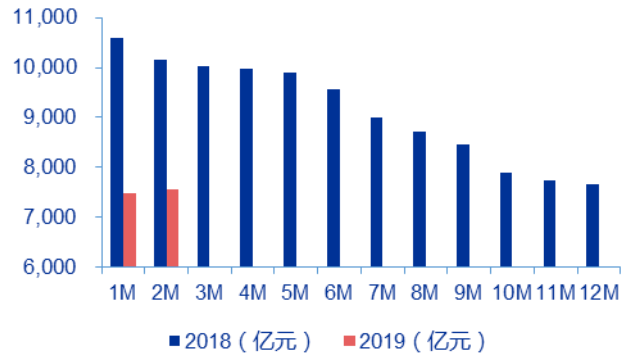
资料来源：公司公告，申万宏源研究

图 1：2 月日均股票成交额 5895 亿元，同比增长 38%，环比增长 99%



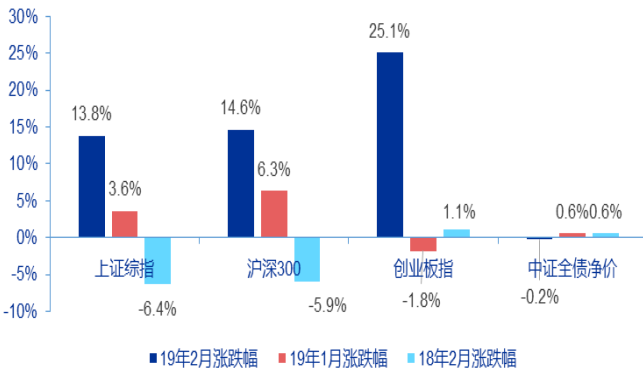
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：2 月日均两融余额 7556 亿元，同比下滑 26%，环比增长 1%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：2 月股票市场指数大幅上涨，债市略有调整



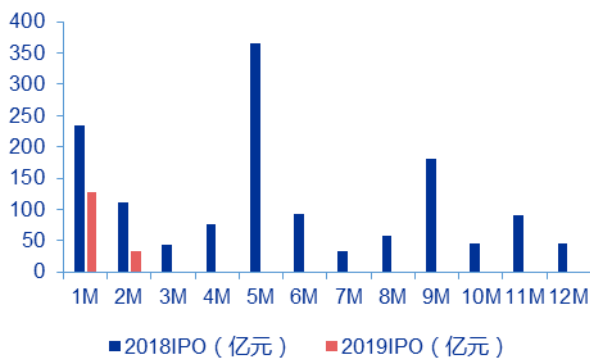
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：2 月末十年期国债到期收益率回升至 3.1656%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：2 月 IPO 发行规模 34 亿元，同比下滑 69%，环比下滑 73%



资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：2 月再融资规模 281 亿元，同比下滑 76%，环比下滑 76%



资料来源：Wind，申万宏源研究

表 2：证券行业重点覆盖公司估值比较表

简称	股票代码	所属行业	评级	股价 2019/3/6	EPS			PE			PB(LF)
					17A	18E	19E	17A	18E	19E	
中信证券	600030.SH	证券Ⅱ	买入	26.70	0.94	0.78	1.02	28	34	26	2.11
海通证券	600837.SH	证券Ⅱ	增持	13.46	0.75	0.45	0.61	18	30	22	1.31
国泰君安	601211.SH	证券Ⅱ	增持	20.77	1.13	0.77	1.07	18	27	19	1.46
广发证券	000776.SZ	证券Ⅱ	增持	17.82	1.13	0.79	1.10	16	23	16	1.58
光大证券	601788.SH	证券Ⅱ	增持	14.13	0.65	0.29	0.50	22	48	28	1.34
招商证券	600999.SH	证券Ⅱ	增持	18.85	0.86	0.66	0.91	22	29	21	1.95
长江证券	000783.SZ	证券Ⅱ	增持	7.69	0.28	0.04	0.23	28	178	33	1.60
东方证券	600958.SH	证券Ⅱ	增持	13.14	0.51	0.18	0.38	26	74	35	1.77

资料来源：Wind，申万宏源研究

信息披露

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投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swhysc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swhysc.com
华南	陈雪红	021-23297530	13917267648	chenxuehong@swhysc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swhysc.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。