

2019年07月19日

预计上半年净利润同比增 6 成，关注下半年低基数效应

——证券业 2019 年中报前瞻

看好

相关研究

本期投资提示：

- **预计上市券商 1H19 归母净利润同比增长约 60%，其中，预计 2Q19 单季净利润环比降超 50%，同比增超 20%。**1-6 月 35 家直接上市券商月报净利润 511 亿元，同比增速 50%。考虑合并报表因素，我们预计 35 家直接上市券商 1H19 实现归母净利润 553 亿元，同比增速为 60%。其中，预计二季度单季净利润为 175 亿元，环比一季度下滑 54%，同比增长 22%。10 家券商已披露业绩预告，其中，中信证券预计净利润为 64.5 亿元，同比增长 16%；考虑到子公司贡献，其余未披露业绩预告的龙头券商业绩超预期好于月报的可能性较大。2018 年直接上市券商四个季度单季净利润分别为 203 亿元、144 亿元、133 亿元、104 亿元，我们预计下半年低基数效应将更加明显，全年净利润增速向上改善空间较大。
- **自营业务：受益于股市上涨，预计券商自营业绩仍维持明显改善。**1H19 上证综指涨 19.4%，沪深 300 涨 27.1%，创业板指涨 20.9%，同比分别改善 33.3pct、40.0pct、29.2pct。预计券商方向性自营权益投资收入同比维持大幅增长，方向性权益投资规模占净资产比重较高的券商业绩弹性更大。债市表现方面，整体稍差于去年同期：1H19 十年期国债收益率整体在 3.0%~3.4% 区间运行，中证全债净价指数 6 月末收于 101.37 点，与上年末基本持平。
- **经纪与两融业务：1H19 日均股基同比增 29%，佣金率降幅趋缓；信用业务净息差改善，19 年经纪及两融收入有望保持双位数增长。**二季度市场交投活跃度有所下滑，1H19 日均股基交易额 6256 亿元，同比增长 29.4%；1Q19 行业佣金率为万分之 3.07，环比下降 0.9%，降幅趋缓。1H19 日均两融余额 8674 亿元，同比下降 13.5%。考虑到 2018 年下半年两融余额持续下行，此外负债成本下行上市券商净息差改善，将增厚利息净收入。
- **投行业务：IPO 逐季回暖，1H19 再融资规模同比小幅下降，债券承销同比大幅增长，预计后续股权融资规模增速将转正。**1H19 IPO 及再融资规模 4851 亿，同比下降 13.3%，债券承销规模 3.37 万亿，同比增长 69.2%；投行集中度依然凸显，IPO、再融资、债券承销 CR3 分别为 42.2%、40.5%、32.9%，中信证券分别列第一、第三、第一。随着 IPO 与再融资需求兑现，预计全年股权融资规模增速将出现正增长，且利率低位运行预计债券发行热度不减，并购重组松绑下财务顾问收入增长可期，均有利增厚投行业绩。
- **投资建议：维持券商“看好”投资评级，首推 Alpha 和 Beta 兼备的龙头券商。**监管加强资本市场改革顶层设计，引导行业加速分化，龙头券商 Alpha 属性趋强；随着外围不确定性因素缓和，市场风险偏好提升，券商板块 Beta 属性有望展现。首推**中信证券**（19 年动态 PB1.65X/PE19.5X），建议积极关注**海通证券**（19 年动态 PB1.26X/PE17.1X）。
- **风险提示：资本市场改革措施推进不及预期**

证券分析师

马鲲鹏 A0230518060002
makp@swsresearch.com
王丛云 A0230516090001
wanqcy@swsresearch.com

研究支持

许旖珊 A0230118070006
xuys@swsresearch.com
葛玉翔 A0230118070005
geyx@swsresearch.com
华天行 A0230117120002
huatx@swsresearch.com

联系人

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

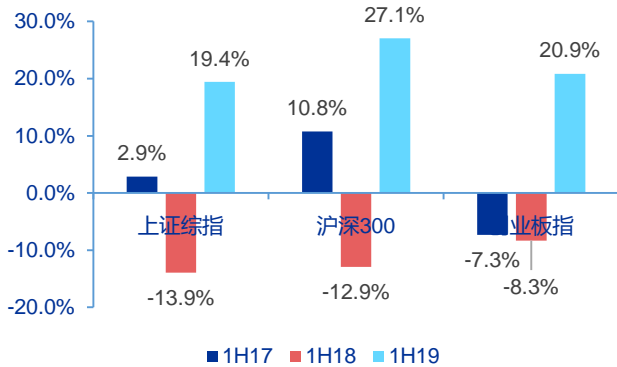


申万宏源研究微信服务号

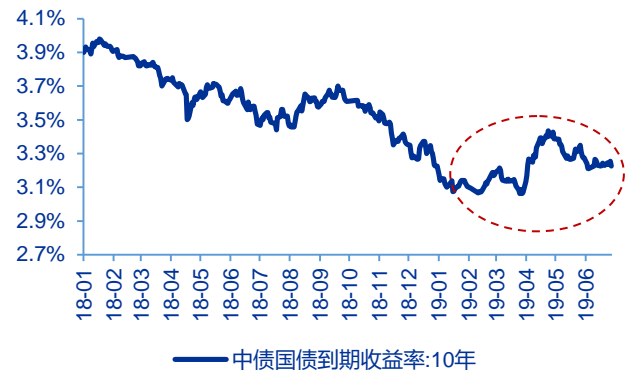
表 1：上市券商 2019 中报预测净利润及预测 ROE (单位：亿元，%)

代码	券商板块 上市券商	第一季度净利润		半年度净利润预测		前 6 月净利润	1H19E ROE
		378 1Q19	87% 同比	553 1H19	60% 同比		
601788.SH	光大证券	13.2	80%	17.5	80%	18.5	3.6%
000776.SZ	广发证券	29.2	91%	38.2	34%	33.9	4.4%
000728.SZ	国元证券	4.2	153%	4.3	87%	2.5	1.7%
600837.SH	海通证券	37.7	118%	51.7	71%	42.7	4.3%
600958.SH	东方证券	12.7	191%	18.7	161%	12.8	3.5%
000686.SZ	东北证券	5.7	327%	5.7	129%	5.5	3.7%
002926.SZ	华西证券	4.7	65%	8.7	62%	7.8	4.6%
600109.SH	国金证券	4.0	47%	6.3	27%	5.9	3.2%
601555.SH	东吴证券	6.1	944%	8.4	3112%	7.0	4.1%
600369.SH	西南证券	4.1	58%	4.9	62%	6.8	2.6%
601901.SH	方正证券	5.9	86%	7.9	283%	6.9	2.1%
601198.SH	东兴证券	5.5	100%	8.3	45%	8.4	4.2%
600999.SH	招商证券	21.3	95%	33.3	84%	29.9	4.0%
000783.SZ	长江证券	7.7	138%	10.9	188%	17.8	4.0%
000750.SZ	国海证券	2.5	79%	3.9	281%	3.4	2.8%
600030.SH	中信证券	42.6	58%	64.5	16%	48.2	4.1%
601881.SH	中国银河	15.3	51%	25.3	93%	24.0	3.8%
600909.SH	华安证券	4.8	201%	6.9	181%	4.9	5.4%
002500.SZ	山西证券	2.6	194%	4.1	274%	3.9	3.3%
002673.SZ	西部证券	5.8	258%	4.7	87%	5.0	2.7%
601375.SH	中原证券	1.8	79%	2.3	59%	1.9	2.3%
002736.SZ	国信证券	18.8	155%	29.3	154%	26.8	5.4%
601108.SH	财通证券	3.9	9%	5.9	1%	6.9	3.0%
601878.SH	浙商证券	2.7	37%	5.2	30%	7.2	3.7%
601099.SH	太平洋	3.5	6654%	4.3	扭亏	3.6	4.2%
002797.SZ	第一创业	2.9	314%	3.9	434%	1.5	4.3%
601990.SH	南京证券	2.1	91%	2.9	na	3.7	2.7%
002939.SZ	长城证券	2.9	150%	4.9	na	5.0	2.9%
601066.SH	中信建投	14.9	50%	23.9	41%	22.8	4.9%
601162.SH	天风证券	1.3	42%	2.4	3%	2.4	1.9%
002945.SZ	华林证券	0.9	13%	1.7	na	1.8	3.7%

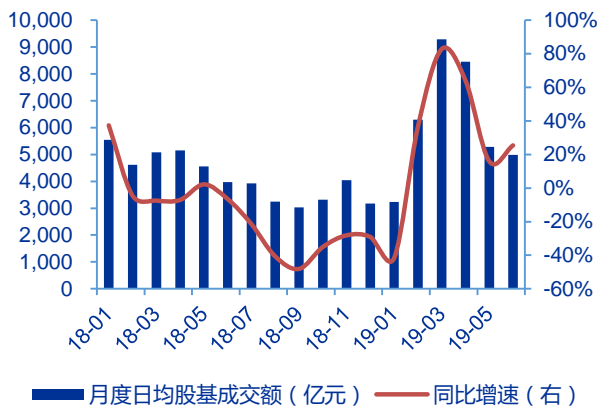
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 1：1H19 上证综指上涨 19.45%，沪深 300 上涨 27.1%，创业板指上涨 20.9%


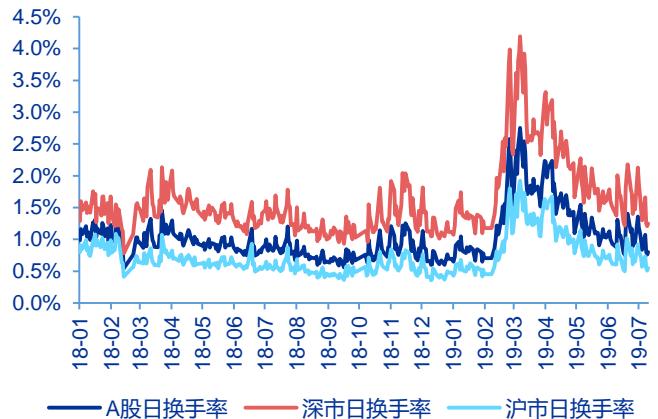
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 2：1H19 十年期国债收益率整体在 3.0%~3.4% 区间，保持低位运行


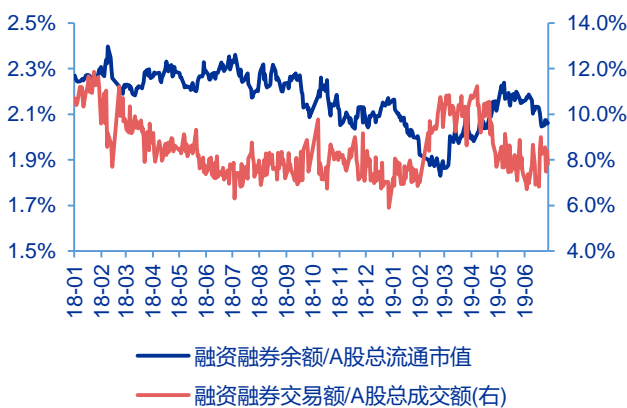
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 3：1H19 市场交投活跃，日均股基成交额 6256 亿元，同比上涨 29%


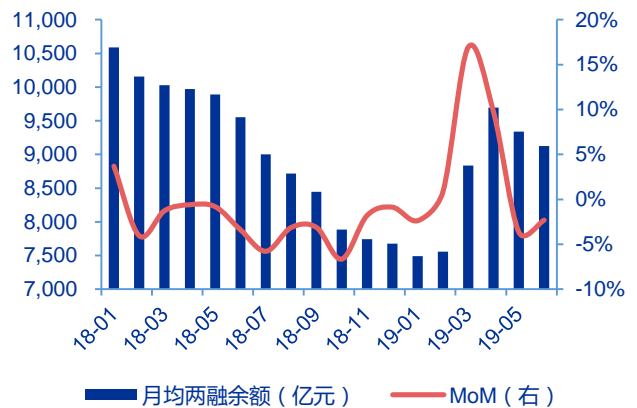
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 4：1H19 沪深日换手率冲高后回落，A 股日均换手率提升至 1.4%，较 18 全年提升 0.5pct


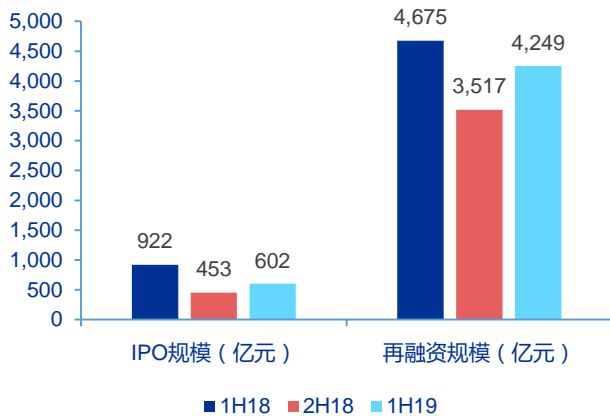
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 5：1H19 两融余额占比振荡回升、两融交易额占比提升后回落


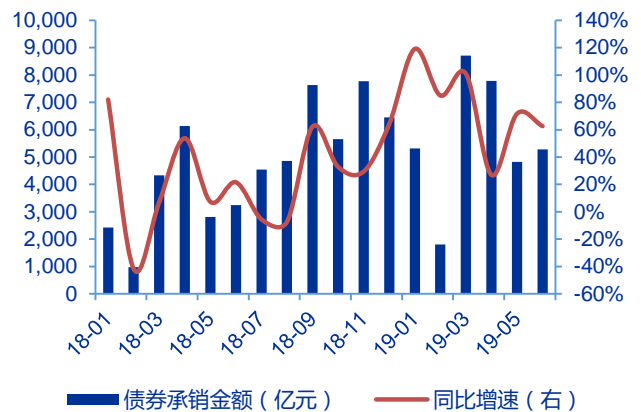
资料来源：Wind，申万宏源研究

图 6：1H19 日均两融余额 8674 亿元，同比下降 13.5%


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 7：1H19 IPO 及再融资规模 4851 亿，同比下降 13.3%


资料来源：Wind，申万宏源研究

图 8：债券承销规模 3.37 万亿，同比增长 69.2%


资料来源：Wind，申万宏源研究

表 2：证券行业重点公司估值表

(单位：元)			2019/7/18			申万预测 EPS		申万预测 BVPS	
股票代码	证券简称	评级	收盘价	动态 PE	动态 PB	2019E	2020E	2019E	2020E
600030.SH	中信证券	买入	22.7	19.5	1.65	1.16	1.46	13.74	14.74
600837.sh	海通证券	增持	13.8	17.1	1.26	0.81	1.04	10.90	11.70
000776.sz	广发证券	增持	13.8	15.0	1.14	0.92	1.16	12.07	12.96
600999.sh	招商证券	增持	16.8	17.0	1.64	0.98	1.28	10.22	11.71
600958.SH	东方证券	增持	10.3	21.0	1.39	0.49	0.61	7.41	8.20
601788.SH	光大证券	增持	11.4	14.8	1.09	0.77	0.92	10.51	11.19
000783.SZ	长江证券	增持	7.8	21.5	1.59	0.36	0.54	4.87	5.21
002736.sz	国信证券	增持	13.3	22.0	1.87	0.60	0.78	7.08	7.69

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@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.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。