证券

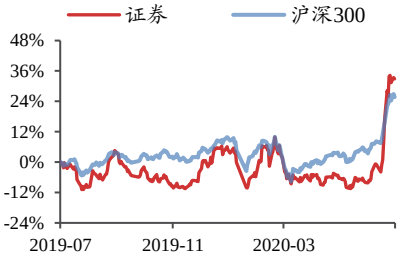
2020 年 07 月 15 日

中报改善可期，市场活跃度上行驱动全年盈利上修

——上市券商中报前瞻暨全年盈利展望

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《上市券商 6 月月报点评报告-股市改善驱动盈利高增，看好券商戴维斯双击延续》-2020.7.8

《证券行业深度报告-注册制改革进入存量市场，券商盈利影响几何》-2020.7.2

《创业板注册制正式稿落地事件点评-注册制正式进入存量市场，券商业务全面受益》-2020.6.13

高超（分析师）
gaochao1@kysec.cn
证书编号：S0790520050001

● 2020H1 业绩前瞻：预计净利润同比+18.7%，年化 ROE 升至 8.5%

受益于政策红利，权益市场风险偏好明显提升，市场活跃度明显抬升，2020H1 日均股基成交额达 8073 亿元，同比+29.5%，IPO 和债承规模分别同比+131%/+31%，再融资规模同比+14%，券商业务全面增长，经纪、投行和两融业务为驱动业绩增长的主要因素。我们预计35家上市券商上半年归母净利润达654亿元，同比+18.7%，ROE(年化)提升至8.5%。

● 头部券商整体 ROE 高于上市券商平均，业绩增速有所分化

从月报数据看，我们预计头部券商 2020H1 整体 ROE 水平高于行业平均。2020H1 头部券商业绩增速有所分化，中信建投净利润增速达 94%，净利润行业排名有望跻身前五，中信证券和华泰证券净利润增速领先，分别为+22%/+35%。国泰君安及海通证券预计受上半年股市拖累，自营投资收益率低于可比公司，下半年有望迎来改善。

● 2020 全年展望：预计 2020 全年净利润同比+50.0%，ROE 有望达 9.4%

7 月以来股市大幅上涨，政策利好叠加权益市场风险偏好明显提升下，交易活跃度有望超预期，我们预计下半年日均股基成交额有望突破万亿，全年日均股基成交额有望超过 9000 亿。三种假设下，日均股基成交额分别为 8400/8700/9100 亿元，沪指收盘点位分别为 3300/3500/3700，归母净利润分别为 1407/1501/1593 亿元，同比分别+40.6%/+50.0%/+59.3%，对应 ROE 分别为 8.9%/9.4%/10.0%。

● 注册制和流动性环境助推市场长牛，市场活跃度上行驱动全年盈利上修

目前资本市场处于发展历史机遇期，注册制改革和宏观环境有望助推股市“长牛”，市场交易活跃度有望维持高位，行业 ROE 提升速度和幅度均有望超预期，维持行业“看好”评级。政策鼓励头部券商做大做强，头部券商优先受益于行业松绑，在财富管理转型、资金型业务加杠杆能力方面具有领先优势，ROE 及业绩稳定性均优于同业，标的方面我们看好头部券商和具有明显差异化优势的中小券商。推荐标的：国金证券；受益标的：华泰证券、中信证券、国泰君安、国信证券和东方财富。

● 风险提示：疫情冲击超预期，造成权益市场风险偏好大幅下降；市场活跃度和两融规模增速不及预期。

目　录

1、 中报前瞻：2020H1 净利润预计+18.7%，ROE 升至 8.5%.....3
2、 全年展望：预计全年净利润同比+50.0%，ROE 达 9.4%.....5
3、 投资观点：行业机遇期下，ROE 升幅有望超预期.....7
4、 风险提示.....7

图表目录

图 1: 2020H1 股基成交额有所提升.....3
图 2: 2020H1 两融日均余额同比明显增长.....3
图 3: 2020H1IPO 融资规模同比+131%.....4
图 4: 2020H1 再融资承销规模同比+14%.....4
图 5: 2020H1 债承规模同比增长+31%.....4
图 6: 券商集合资管规模降幅趋缓.....4
图 7: 2020 年 Q2 股市明显上涨，债市有所下降.....4
图 8: 换手率波动上升，预计下半年日均股基成交额有望突破万亿.....6

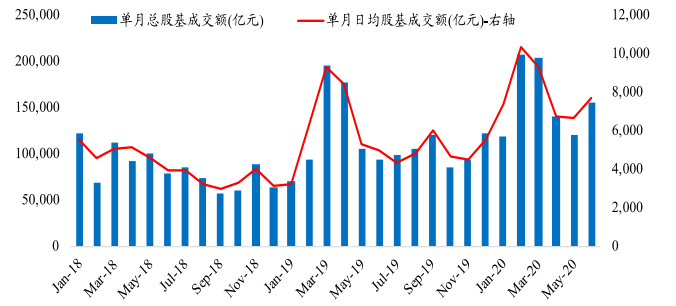
表 1: 预计上市券商 2020H1 净利润同比+18.7%.....4
表 2: 预计 2020H1 头部券商 ROE 高于行业平均.....5
表 3: 中性假设下，预计 2020 全年归母净利润同比+50%，ROE 有望达 9.4%.....6
表 4: 推荐及受益标的估值表.....7

1、 中报前瞻：2020H1 净利润预计+18.7%，ROE 升至 8.5%

我们预计上市券商 2020H1 净利润同比+18.7%，年化 ROE 升至 8.5%。受益于市场活跃度大幅提升，券商各项业务全面增长。月报口径下 1-6 月净利润同比+23%（扣除分红调整后），考虑券商其他子公司 2019Q1 利润基数较高，2020H1 海外市场波动或带来子公司利润不及 2019 年同期，故上市券商中报业绩增速或低于月报累计增速。我们预计 35 家上市券商 2020H1 净利润同比+18.7%，年化 ROE 升至 8.5%。股市改善驱动下，预计上市券商 2020Q2 净利润环比+17.2%，各项业务延续扩张趋势。

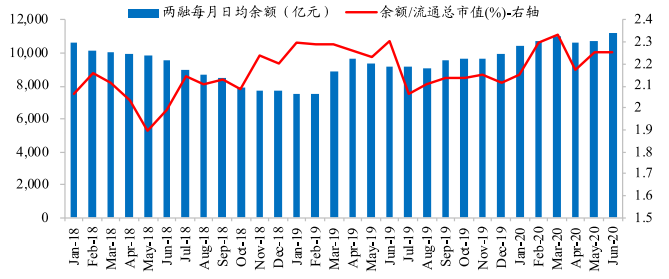
- **经纪：市场活跃度同比提升 30%。**2020H1 日均股基成交额为 8073 亿元，同比+29.5%，2020Q2 日均股基成交额为 7039 亿元，环比-22.9%。受益于资本市场深改和流动性宽松，增量资金持续入场，市场活跃度延续增长势头，预计 2020H1 上市券商经纪业务收入同比+20.8%。
- **投行：IPO 及债券规模同比大增。**创业板注册制落地、再融资新规出炉、并购重组松绑下，2020H1IPO 和债承规模分别同比+131%/+31%，再融资规模同比+14%，预计 2020H1 投行业务收入同比+30.7%。
- **资管：同比增速转正。**截至 2020Q1 末，集合和定向规模同比分别-0.7%/-26%，环比分别+1%/-5%，集合规模降幅趋缓，预计 2020H1 资管业务收入同比+14%。
- **自营投资：投资收益率同比有所下降。**2020H1 上证综指累计-2.15%（2019H1 为 19.45%）同比下降 21.6 个百分点。2020H1 中证综合债指数累计+2.32%（2019H1 为 2.0%），同比增长 0.32 个百分点，预计 2020H1 自营投资收益率为 2.39%，略低于 2019H1 的 2.74%，2020H1 投资业务收入同比+2.3%。
- **资本中介：两融扩张带动利息收入增长明显。**截至 2020 年 6 月 30 日，两融余额为 1.16 万亿，较年初+14%，同比+28%，上半年日均两融余额为 1.08 万亿，同比+24%。股票质押延续压降趋势，降幅预计相对放缓。市场利率下降明显，利于券商降低利息支出成本。

图1：2020H1 股基成交额有所提升



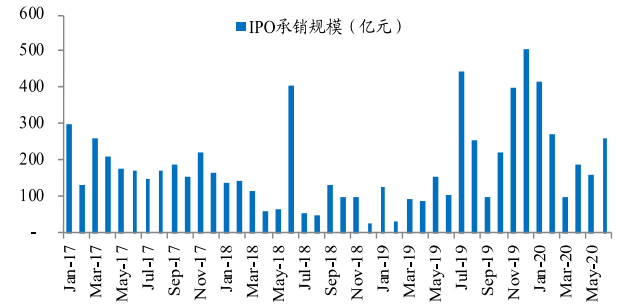
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2020H1 两融日均余额同比明显增长



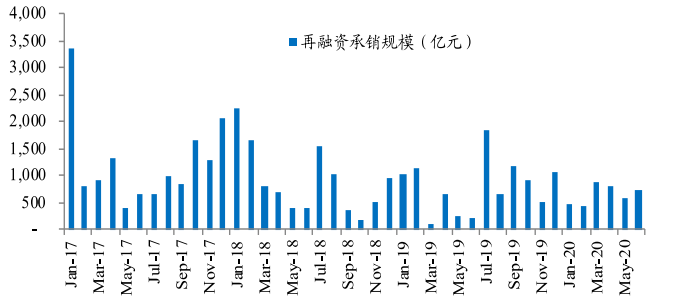
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2020H1IPO 融资规模同比+131%



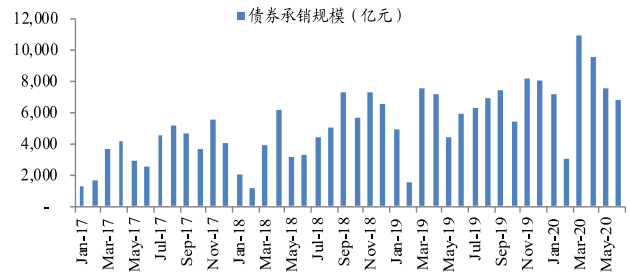
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2020H1 再融资承销规模同比+14%



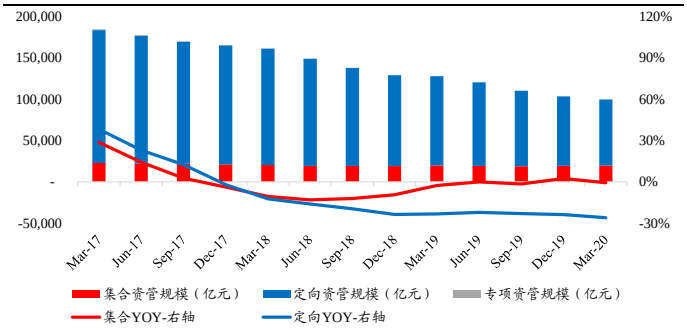
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2020H1 债承规模同比增长+31%



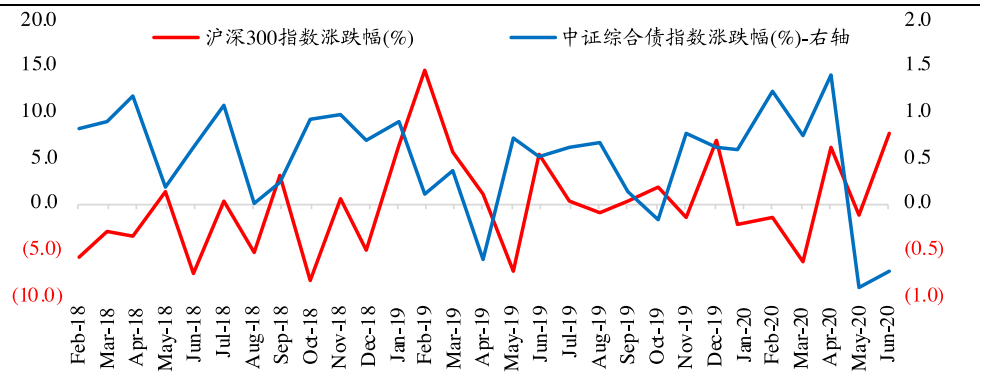
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：券商集合资管规模降幅趋缓



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2020 年 Q2 股市明显上涨，债市有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：预计上市券商 2020H1 净利润同比+18.7%

35 家上市券商整体（单位：亿元）	2017	2018	2019	2020Q1	2020H1E
经纪业务收入	707	566	676	250	444
YOY	-20%	-19.9%	19.5%	36.8%	20.8%
日均股基成交额	4986	4117	5580	9,125	8,073
投行业务收入	388	294	357	78	194
YOY	-21%	-24.3%	21.6%	16.4%	30.7%
资产管理收入	295	284	294	80	158
YOY	9%	-4%	4%	25%	14%
大投资业务收入	989	646	1246	267	639

YOY	39%	-35%	93%	-42%	2%
自营投资收益率	4.94%	2.87%	5.17%	1.01%	2.39%
利息净收入	312	347	407	112	253
YOY	-5%	12%	17%	24%	24%
营业收入（调整后）	2,808	2,274	3,136	832	1,774
YOY	-0.6%	-19%	38%	-6%	14%
管理费	1,409	1,316	1,578	377	816
信用减值及其他资产减值损失	99	168	202	52	80
归母净利润	974	584	1,000	301	654
YOY	-3%	-40%	71.4%	-20.3%	18.7%
净利率（调整后）	35%	26%	31.9%	36.2%	36.9%
归母股东权益	13,485	13,925	15,032	15,595	15,627
YOY	12%	3%	8.0%	8.6%	7.6%
股权融资合计	674	495	261	160	250
ROE	7.62%	4.26%	6.91%	7.87%	8.54%
权益乘数（扣除客户保证金）	3.33	3.39	3.58	3.67	3.70

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：35 家上市券商不含红塔证券、中银证券和中泰证券。

头部券商整体 ROE 高于行业平均，利润增速有所分化。根据 2020Q1 及 4-6 月财务简报，同时考虑到子公司 2020Q2 盈利状况，我们预计 2020H1 头部及重要券商整体 ROE 高于上市券商平均水平。中信建投净利润增速达 94%，行业排名有望跻身前五，中信证券和华泰证券净利润增速领先，分别为 22%/35%。国泰君安及海通证券上半年受股市影响，自营投资收益率较低，拖累整体利润，下半年有望迎来较强改善。

表2：预计 2020H1 头部券商 ROE 高于行业平均

单位：亿元	2020H1E 净利润	2020H1E 净利润 YOY	2020Q1 归母净利润	2020Q1 净利润 YOY	2020H1ROE（年化）
中信证券	78.6	22%	40.8	-4%	8.87%
华泰证券	55.0	35%	28.9	4%	8.78%
海通证券	51.1	-7%	22.8	-39%	8.00%
国泰君安	48.7	-3%	18.3	-39%	7.01%
中信建投	45.1	94%	19.5	31%	15.38%
广发证券	44.6	8%	20.7	-29%	9.57%
申万宏源	40.4	26%	19.9	7%	9.51%
招商证券	40.3	15%	18.0	-15%	9.23%
国信证券	30.6	18%	14.2	-24%	10.65%
国金证券	8.8	41%	4.8	19%	8.30%

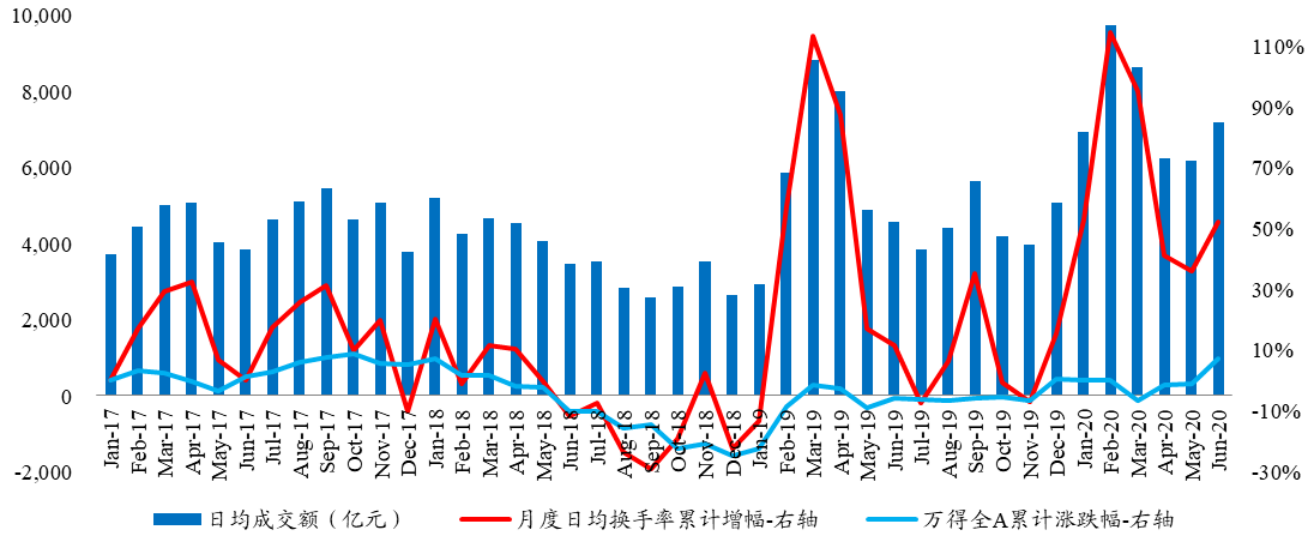
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 全年展望：预计全年净利润同比+50.0%，ROE 达 9.4%

权益市场风险偏好明显提升，预计下半年日均股基成交额有望突破万亿。7 月以来股市大幅上涨，政策利好叠加权益市场风险偏好明显提升下，自营投资收益率改善明显，交易活跃度有望超预期。截至 7 月 14 日，A 股流通市值达到 59.8 万亿，7 月

14 日均换手率约为 2.63%，我们假设下半年整体日均换手率为 1.7%，以 7 月 14 日流通市值测算，下半年日均股票成交额有望达到万亿，日均股基成交额有望突破万亿，全年日均股基成交额有望超过 9000 亿。

图8：换手率波动上升，预计下半年日均股基成交额有望突破万亿



数据来源：Wind、开源证券研究所

中性假设下，预计上市券商 2020 全年归母净利润同比+50%，ROE 达 9.4%。三种假设下，日均股基成交额分别为 8400/8700/9100 亿元，沪指收盘点位分别为 3300/3500/3700，对应权益投资收益率为 10.2%/13.7%/16.3%，自营投资收益率分别为 5.07%/5.67%/6.09%。三种情景下 35 家上市券商整体归母净利润预计分别为 1407/1501/1593 亿元，分别同比+40.6%/+50.0%/+59.3%。以 2020 年 7 月 14 日收盘市值计算，2020 年动态 P/E 分别为 25.7/24.1/22.7 倍。中性假设下归母净利润同比+50%，ROE 达 9.4%，ROE 同比增幅达 36.3%。

表3：中性假设下，预计 2020 全年归母净利润同比+50%，ROE 有望达 9.4%

单位：亿元	2020E 归母净利润		
35 家上市券商整体盈利预测情景分析：	悲观	中性（基准）	乐观
核心假设：			
1.沪指收盘点位	3,300	3,500	3,700
当期沪指涨跌幅	8.2%	14.7%	21.3%
对应权益投资收益率	10.2%	13.7%	16.3%
对应自营投资收益率	5.07%	5.67%	6.09%
2.日均股基成交额	8,400	8,700	9,100
YOY	51%	56%	63%
3.信用减值计提金额	140	140	140
YOY	-31%	-31%	-31%
4.管理费假设	1,794	1,859	1,896
YOY	13.7%	17.8%	20.1%
管理费率	47.0%	46.4%	45.5%

营收收入（调整后）	3,817	4,007	4,166
YOY	21.7%	27.8%	32.9%
归母净利润	1,407	1,501	1,593
YOY	40.6%	50.0%	59.3%
ROE	8.9%	9.4%	10.0%
YOY	28.1%	36.3%	44.3%
对应 PE	25.7	24.1	22.7

数据来源：开源证券研究所

3、 投资观点：行业机遇期下，ROE 升幅有望超预期

注册制改革和宏观环境有望助推股市“长牛”，证券行业 ROE 升幅有望超预期。目前资本市场处于发展历史机遇期，注册制改革和宏观环境有望助推股市“长牛”，市场交易活跃度有望维持高位，行业 ROE 提升速度和幅度均有望超预期，维持行业“看好”评级。政策鼓励头部券商做大做强，头部券商优先受益于行业松绑，在财富管理转型、资金型业务加杠杆能力方面具有领先优势，ROE 及业绩稳定性均优于同业，标的方面我们看好头部券商和具有明显差异化优势的中小券商。推荐标的：国金证券；受益标的：华泰证券、中信证券、国泰君安、国信证券和东方财富。

表4：推荐及受益标的估值表

代码	证券简称	股票价格	EPS			BVPS		P/B		评级
		2020/7/14	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2019A	2020E	
600109	国金证券	16.31	0.43	0.56	0.68	6.85	7.35	2.38	2.22	买入
600030	中信证券	32.03	1.01	1.14	1.31	13.34	13.78	2.40	2.33	未评级
601688	华泰证券	23.60	1.04	1.12	1.27	13.50	14.39	1.75	1.64	未评级
002736	国信证券	14.75	0.56	0.68	0.81	6.25	7.83	2.36	1.88	未评级
601211	国泰君安	20.81	0.90	1.11	1.28	13.63	15.70	1.53	1.33	未评级
300059	东方财富	28.99	0.28	0.35	0.46	3.16	3.05	9.18	9.49	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除国金证券以外，上述公司盈利预测均来自 Wind 一致性预期。

4、 风险提示

- 疫情冲击超预期，造成权益市场风险偏好大幅下降；
- 市场活跃度和两融规模增速不及预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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金融工具的邀请或向人做出邀请。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做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。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835