中航证券
AVIC SECURITIES

证券业周报：
估值修复暂歇 业绩驱动接力

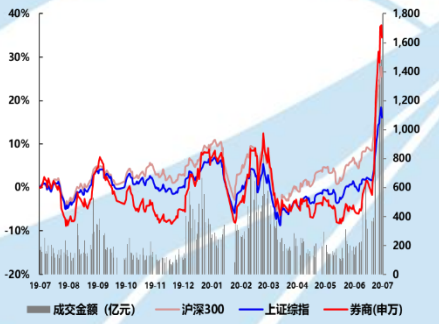
中航证券金融研究所
分析师：胡 江
证券执业证书号：S0640519090001
电话：010-59562474
邮箱：huj@avicsec.com

行业分类：证券　　2020 年 7 月 12 日

推荐评级	增持

基础数据（2020.07.10）	
沪深 300 指数	4,753.13
券商Ⅱ（申万）	8,042.28
行业总市值（亿元）	35,296.50
市净率	2.03

近一年行业表现



数据来源：Wind，中航证券金融研究所

市场表现

本周（2020.07.06-2020.07.10）基准指数涨跌：沪深 300(+7.55%)、上证综指（+7.31%）、深证成指（+9.96%）、创业板指（+12.83%）。非银板块本周上涨 9.73%，涨跌幅在 28 个申万一级行业中排第 10。子板块方面，券商上涨 12.44%，保险上涨 6.52%，多元金融上涨 7.40%。

行业动态

证监会发布《关于修改<证券公司分类监管规定>的决定》；
证监会发布《公开募集证券投资基金侧袋机制指引（试行）》；
中证协发布 2019 年证券公司经营业绩排名。

核心观点

本周上市券商上月月报公告完毕，受益于 6 月市场交投活跃、行情持续走强，以及股权融资火热，38 家上市券商 6 月整体业绩同环比大涨，6 月业绩公布后，上半年券商板块业绩轮廓浮出水面，前 6 月上市券商合计实现营收和净利同比分别增加 20%和 23%，证券业上半年净利润有望创历史第二好成绩，个股上，上半年具备投行业务优势的券商业绩增幅更靠前。

7 月 10 日晚，新版《证券公司分类监管规定》落地，相比 5 月份征求意见稿整体变化不大，主要变化有四处：一是将经纪业务中营业部的经营效率重新纳入加分项，继续沿用旧版本中的加分标准，二是降低了境外子公司收入占比加分标准，将境外子公司收入占比 40%、30%和 20%分别下调 10pct，三是删除了资管产品中投资权益类资产规模占比的加分，四是下调了风险覆盖率和净资本的加分门槛。本次分类监管规定的修订，一方面进一步强化券商合规、审慎经营导向，另一方面是为了适应行业专业化、差异化发展需要，支持证券公司突出主业、做优做强，差异化、特色化发展的导向，一定程度利好中小券商发展。

当前券商板块行之何处？静态看板块估值修复已完成，下半年估值有望在业绩带动下继续提升。经统计，2008 年以来，券商板块 PB 与 ROE 比值大致围绕在 23 倍至 24 倍之间波动，假设以一季度券商板块年化 ROE8.5%测算，即以与盈利匹配角度，券商板块合理 PB 为 1.96 倍~2.04 倍，截至 2020/7/10，券商板块 PB 为 2.03 倍，7 月上旬已累计上涨 34%，说明板块估值短期已修复到位。但这仅依据一季度的静态数据计算，由于近期市场行情快速走牛，每日交投热情高涨，两融规模大幅提升，叠加注册制改革向存量推进，机构资金的涌入，下半年券商投行经纪等高 ROE 业务空间还将进一步打开，预计券商板块全年业绩预期将继续向上修正，下半年板块估值和业绩有望继续双提升。

风险提示：新冠肺炎疫情反复、业绩不及预期

股市有风险　入市须谨慎

中航证券金融研究所发布　　证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航资本大厦中航证券有限公司
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：010-59562524
传真：010-59562637

目录索引

一、市场表现.....3
非银上涨 9.73%，券商上涨 12.44%.....3
中银证券、浙商证券、兴业证券领涨.....4
二、行业数据.....5
三、公司公告.....7
四、行业动态.....8
五、核心观点.....9
附：上市券商 6 月业绩情况.....9

图表索引

表 1：本周各指数涨跌情况.....3

图 1：申万一级行业本周涨跌幅排行.....3
图 2：申万券商与一级行业年度涨跌幅对比.....4
图 3：本周券商板块个股涨跌幅排行.....4
图 4：A 股各周日均成交额（千亿元）.....5
图 5：A 股各月日均成交额（亿元）与增速.....5
图 6：陆港通北向资金流入情况（亿元）.....5
图 7：近一年两融余额走势（亿元）.....5
图 8：IPO 承销金额（亿元）与增速.....6
图 9：增发承销金额（亿元）与增速.....6
图 10：债承规模（亿元）与增速.....6
图 11：券商资管产品规模（万亿元）与增速.....6
图 12：券商集合资管产品各月发行情况（亿份）.....6
图 13：2020 年股、债基准指数涨幅走势.....6

一、市场表现

非银上涨 9.73%，券商上涨 12.44%

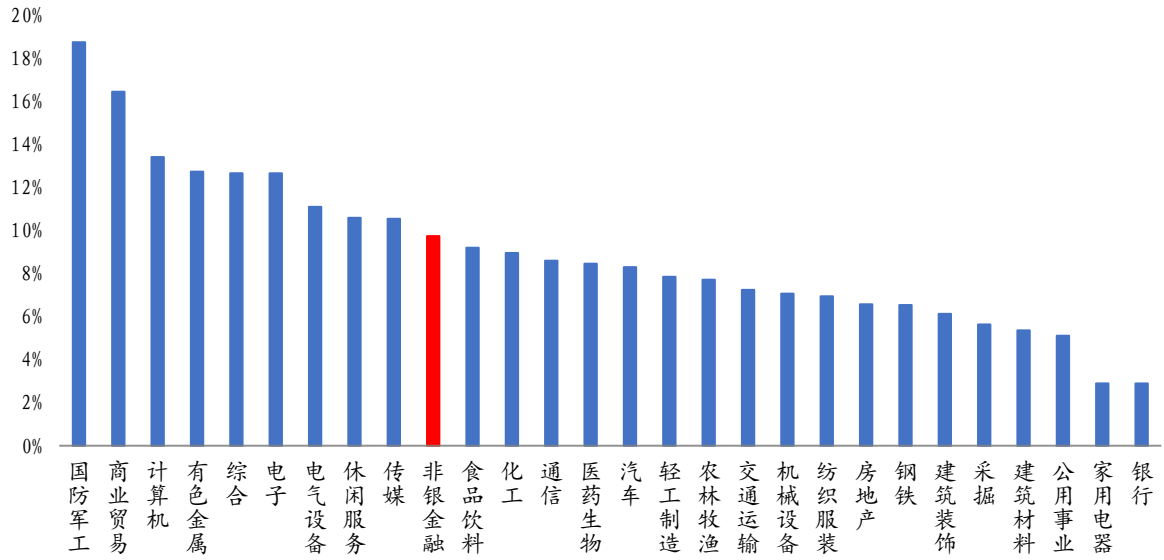
本周（2020.07.06-2020.07.10）基准指数涨跌：沪深 300(+7.55%)、上证综指（+7.31%）、深证成指（+9.96%）、创业板指（+12.83%）。非银板块本周上涨 9.73%,涨跌幅在 28 个申万一级行业中排第 10。子板块方面,券商上涨 12.44%,保险上涨 6.52%，多元金融上涨 7.40%。

表 1：本周各指数涨跌情况

	本周五收盘价	上周五收盘价	本周涨跌幅	年初至今涨跌幅
沪深 300	4,753.13	4,419.60	7.55%	16.03%
上证综指	3,383.32	3,152.81	7.31%	10.92%
深证成指	13,671.24	12,433.26	9.96%	31.07%
创业板指	2,778.46	2,462.56	12.83%	54.52%
非银金融	2,371.84	2,161.49	9.73%	10.80%
券商	**8,042.28**	**7,152.28**	**12.44%**	**25.02%**
保险	1,667.73	1,565.69	6.52%	-3.08%
多元金融	1,624.22	1,512.27	7.40%	0.78%

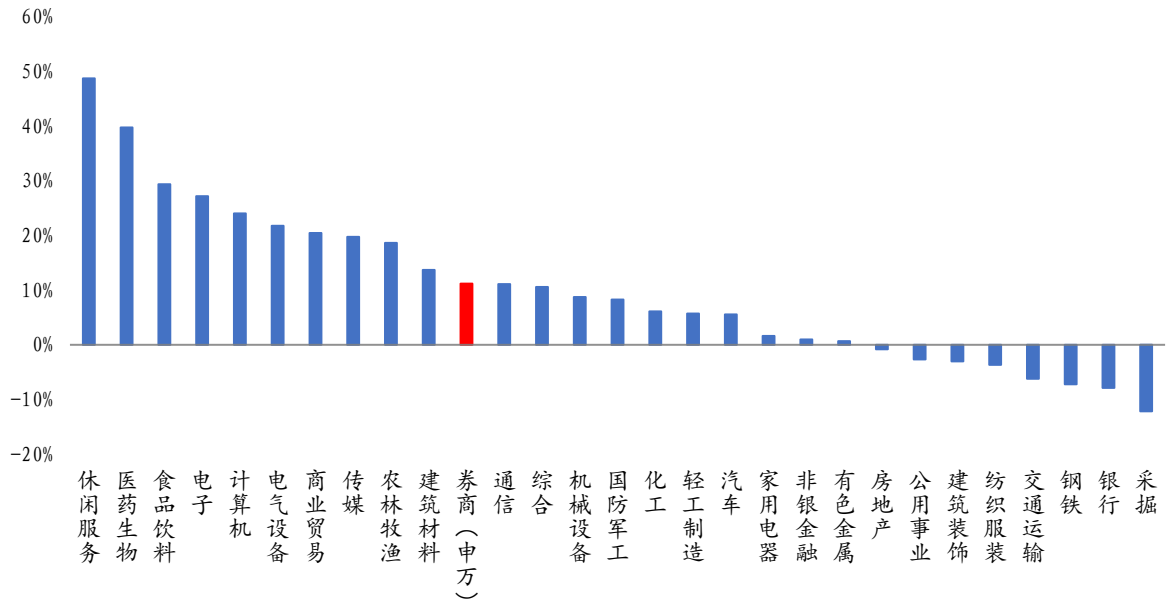
数据来源：wind、中航证券金融研究所

图 1：申万一级行业本周涨跌幅排行



数据来源：wind、中航证券金融研究所

图 2：申万券商与一级行业年度涨跌幅对比

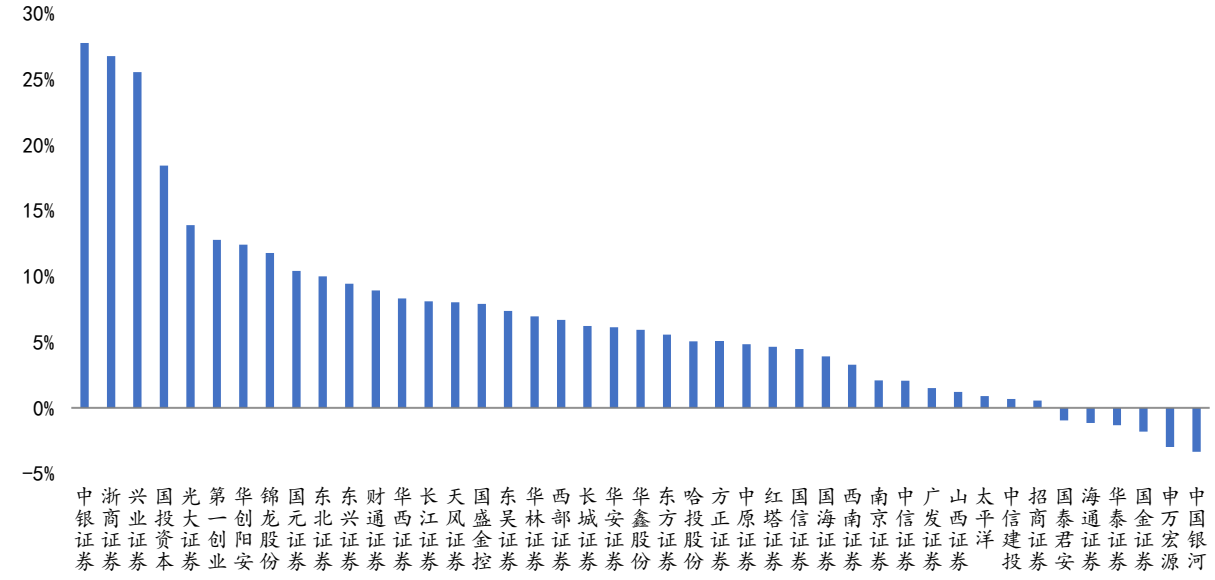


数据来源：wind、中航证券金融研究所

中银证券、浙商证券、兴业证券领涨

本周券商板块涨跌幅排名前三位个股分别为中银证券（+27.76%）、浙商证券（+26.75%）和兴业证券（+25.54%）；涨跌幅排名后三位的个股分别为中国银河（-3.34%）、申万宏源（-2.99%）和国金证券（-1.82%）。

图 3：本周券商板块个股涨跌幅排行



数据来源：wind、中航证券金融研究所

二、行业数据

经纪：A 股本周日均成交额 16369 亿元，较上周+77.12%，7 月日均成交额环比+96.15%，同比+257.42%，截至 6 月年内累计成交额同比+27.95%；本周陆港通北向资金净流入 282 亿元，较上周-7 亿元。

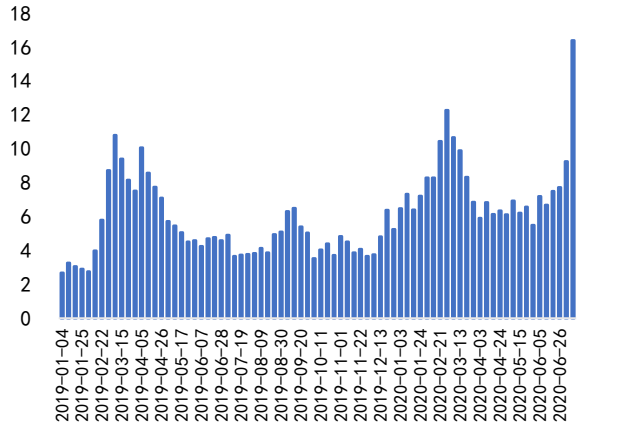
投行：7 月股权融资 429 亿元，其中首发、增发融资分别为 68 亿元、279 亿元；今年前 6 月，首发、增发融资累计同比分别+130.86%、+19.28%，券商累计主承债券规模同比+29.28%。

信用：截至 07.09，两融余额 13261 亿元，较上周+1234 亿元，7 月两融日均余额环比+11.24%；年内券商口径股质参考市值较上年同期-33.32%。

资管：截至 2020Q1，券商资管规模合计 9.97 万亿元，同比-24.91%。截至 6 月年内券商集合资管产品新发行份额累计同比-52.58%。

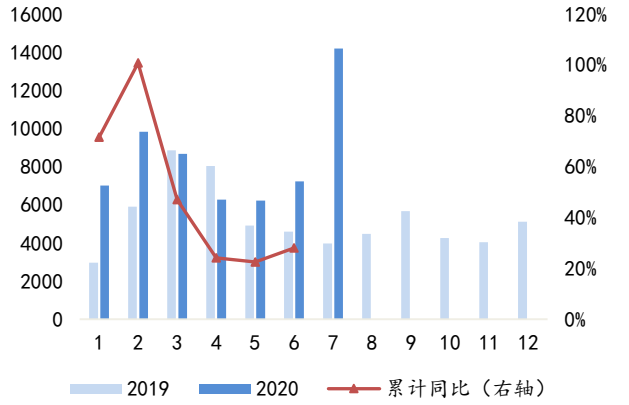
自营：截至 07.10，沪深 300 指数本月收益率+14.15%，年内收益率+16.03%；中债总财富（总值）指数本月收益率-1.28%，年内收益率+1.35%。

图 4：A 股各周日均成交额（千亿元）



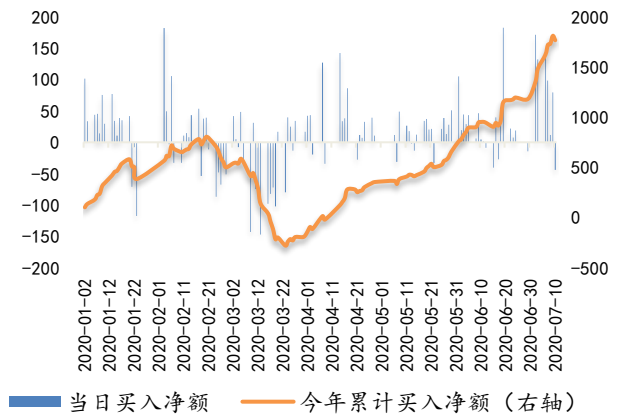
数据来源：wind、中航证券金融研究所

图 5：A 股各月日均成交额（亿元）与增速



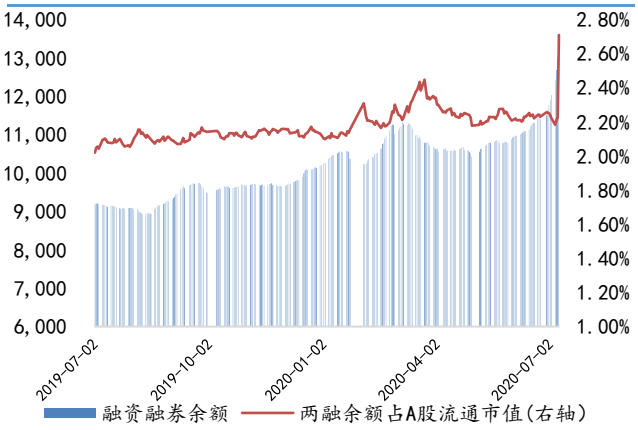
数据来源：wind、中航证券金融研究所

图 6：陆港通北向资金流入情况（亿元）



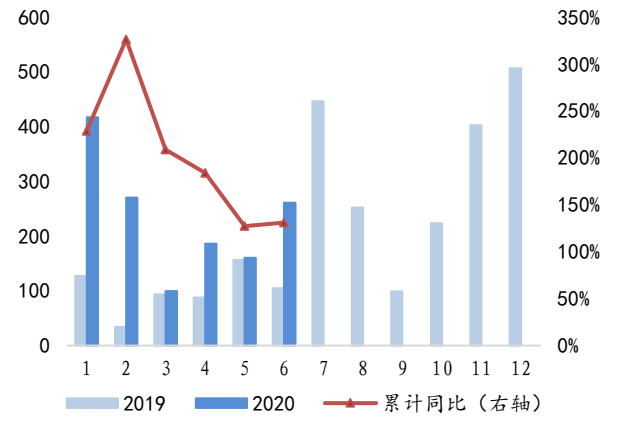
数据来源：wind、中航证券金融研究所

图 7：近一年两融余额走势（亿元）



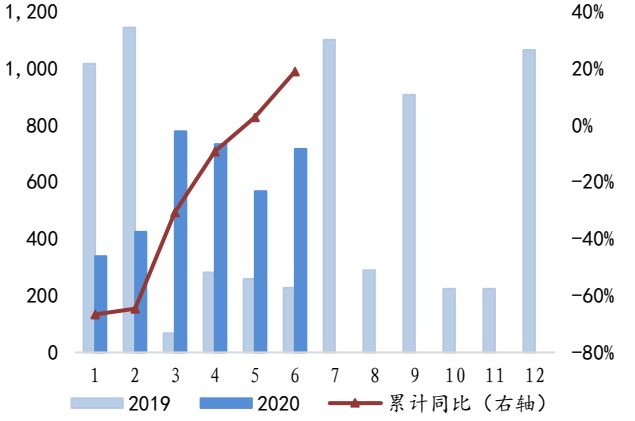
数据来源：wind、中航证券金融研究所

图 8：IPO 承销金额（亿元）与增速



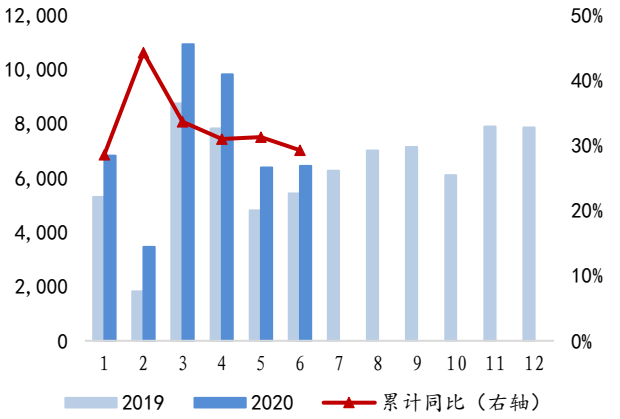
数据来源：wind、中航证券金融研究所

图 9：增发承销金额（亿元）与增速



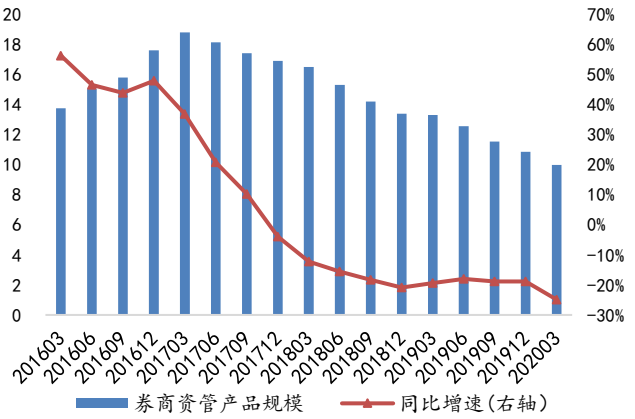
数据来源：wind、中航证券金融研究所

图 10：债承规模（亿元）与增速



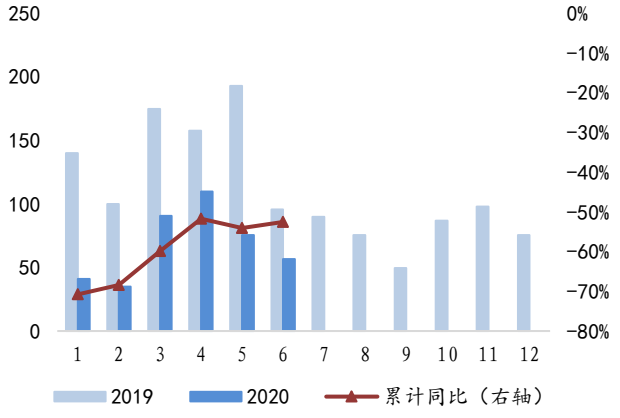
数据来源：wind、中航证券金融研究所

图 11：券商资管产品规模（万亿元）与增速



数据来源：wind、中航证券金融研究所

图 12：券商集合资管产品各月发行情况（亿份）



数据来源：wind、中航证券金融研究所

图 13：2020 年股、债基准指数涨幅走势



数据来源：wind、中航证券金融研究所

三、公司公告

➢ 第一创业:持股5%以上股东减持股份预披露公告

持有第一创业股份209,147,866股（占本公司总股本比例5.97%）的股东浙江航民实业集团有限公司计划自本公告披露之日起15个交易日之后的6个月内（含6个月期满当日）以集中竞价方式减持本公司股份不超过35,024,000股（占本公司总股本比例不超过1%，且任意连续90个自然日内减持的股份总数不超过本公司总股本的1%）。

➢ 南京证券:持股5%以上股东集中竞价减持股份计划公告

持有南京证券股份174,272,700股（占本公司总股本比例5.28%）的股东凤凰置业拟于2020年8月1日至2021年1月28日期间，以集中竞价交易方式减持不超过32,988,200股公司A股股票（不超过公司总股本的1%）。减持价格根据市场价格确定，且不低于公司股票上市发行价。若计划实施期间公司股本发生变化的，凤凰置业将根据计划用于减持的股票比例对用于减持的股票数量进行相应调整。

➢ 广发证券:关于公司及相关人员收到中国证券监督管理委员会广东监管局《行政监管措施事先告知书》的公告

2020年7月10日，公司收到广东证监局《关于对广发证券股份有限公司采取责令改正、限制业务活动、责令限制高级管理人员权利监管措施的事先告知书》，广东证监局拟对公司采取责令改正、暂停保荐机构资格6个月、暂不受理债券承销业务有关文件12个月、责令限制高级管理人员权利的监管措施。

➢ 招商证券:A股配股发行公告

本次A股配股以股权登记日2020年7月9日（T日）上交所收市后公司A股总股本5,719,008,149股为基数，按每10股配3股的比例向全体A股股东（不包括公司回购专用账户）配售，共计可配A股股份数量为1,715,702,444股，均为无限售条件流通股，配股价格为7.46元/股。本次配股募集资金总额不超过人民币150亿元，其中A股配股预计募集资金总额不超过人民币128.05亿元，H股配股预计募集资金总额不超过人民币21.95亿元，扣除发行费用后的募集资金净额拟全部用于子公司增资及多元化布局、资本中介业务、资本投资业务、补充营运资金。

注：除特殊标明外，其他资料均来源于上市公司公告

四、行业动态

➢ 证监会发布《关于修改<证券公司分类监管规定>的决定》

本次修改维持分类监管制度总体框架不变，适应证券行业发展状况和审慎监管需要，重点优化分类评价指标体系，集中解决实践中遇到的突出问题。主要修改内容包括：一是进一步强化合规、审慎经营导向。为更加准确反映证券公司的合规风控状况，完善对证券公司及其相关人员被采取行政监管措施、自律管理措施的扣分规则，明确对公司治理与内部控制严重失效等情形予以调降分类级别的依据，完善证券公司风险管理能力评价指标和标准。优化风险管理能力加分指标，促进证券公司强化资本约束，提高全面风险管理的有效性，切实实现风险管理全覆盖。二是进一步适应专业化、差异化发展需要。适应证券行业发展变化，从投资银行、资产管理、机构客户服务及交易、财富管理、盈利能力、信息技术投入等方面，优化调整业务发展状况评价指标，体现监管支持证券公司突出主业、做优做强，差异化、特色化发展的导向。

http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202007/t20200710_379931.html

➢ 证监会发布《公开募集证券投资基金侧袋机制指引（试行）》

修改完善后的《指引》共十七条，一是明确侧袋机制是在符合法定条件下将难以合理估值的风险资产从基金组合资产中分离出来进行处置清算，确保剩余基金资产正常运作的机制。二是规定了侧袋机制的启用条件、实施程序和主要实施环节的操作要求。三是压实基金管理人的风险管控主体责任，着力规范费用收取、信息披露等投资运作环节及相关内部控制，并明确托管人和会计师事务所职责，形成管理人内部约束、公众监督、外部专业机构制衡的机制。

http://www.csrc.gov.cn/pub/newsite/zjhxwfb/xwdd/202007/t20200710_379929.html

➢ 中证协发布2019年证券公司经营业绩排名

7月10日晚间，中国证券业协会发布2019年证券公司经营业绩排名，2019年中信证券再度领跑，2019年度公司总资产、净资产、营业收入、净利润均据业内第一名。从行业整体情况看，截至2019年末，行业总资产7.18万亿元，净资产1.95万亿元，分别较上年同期增长15.69%、6.63%；行业净资本1.61万亿元，较上年同期增长2.35%。2019年度证券行业业绩明显改善，扭转连续三年同比下滑趋势，全行业实现营业收入3520.44亿元，较上年同期增长38.65%；行业实现净利润1137.12亿元，较上年同期增长106.29%。2019年证券行业净资产收益率为6.29%，较上年提高了2.73个百分点，行业整体盈利能力有所增强。

http://stock.10jqka.com.cn/20200711/c621771428.shtml

五、核心观点

估值修复暂歇 业绩驱动接力

本周上市券商上月月报公告完毕，受益于6月市场交投活跃、行情持续走强，以及股权融资火热，38家上市券商6月整体业绩同环比大涨，6月业绩公布后，上半年券商板块业绩轮廓浮出水面，前6月上市券商合计实现营收和净利同比分别增加20%和23%，证券业上半年净利润有望创历史第二好成绩，个股上，上半年具备投行业务优势的券商业绩增幅更靠前。

7月10日晚，新版《证券公司分类监管规定》落地，相比5月份征求意见稿整体变化不大，主要变化有四处：一是将经纪业务中营业部的经营效率重新纳入加分项，继续沿用旧版本中的加分标准，二是降低了境外子公司收入占比加分标准，将境外子公司收入占比40%、30%和20%分别下调10pct，三是删除了资管产品中投资权益类资产规模占比的加分，四是下调了风险覆盖率和净资本的加分门槛。本次分类监管规定的修订，一方面进一步强化券商合规、审慎经营导向，另一方面是为了适应行业专业化、差异化发展需要，支持证券公司突出主业、做优做强，差异化、特色化发展的导向，一定程度利好中小券商发展。

当前券商板块行之何处？静态看板块估值修复已完成，下半年估值有望在业绩带动下继续提升。经统计，2008年以来，券商板块PB与ROE比值大致围绕在23倍至24倍之间波动，假设以一季度券商板块年化ROE8.5%测算，即以与盈利匹配角度，券商板块合理PB为1.96倍~2.04倍，截至2020/7/10，券商板块PB为2.03倍，7月上旬已累计上涨34%，说明板块估值短期已修复到位。但这仅依据一季度的静态数据计算，由于近期市场行情快速走牛，每日交投热情高涨，两融规模大幅提升，叠加注册制改革向存量推进，机构资金的涌入，下半年券商投行经纪等高ROE业务空间还将进一步打开，预计券商板块全年业绩预期将继续向上修正，下半年板块估值和业绩有望继续双提升。

附：上市券商6月业绩情况

	营业收入					净利润			
证券公司	单月同比	单月环比	累计（亿元）	累计同比	证券公司	单月同比	单月环比	累计（亿元）	累计同比
中信证券	35.10%	148.73%	160.33	39.95%	中信证券	40.55%	128.65%	65.87	36.65%
国泰君安	4.58%	76.84%	111.70	-2.57%	国泰君安	26.01%	73.99%	48.10	-5.32%
华泰证券	88.67%	106.06%	104.35	32.57%	华泰证券	109.84%	113.57%	44.69	27.80%
广发证券	42.56%	92.78%	90.80	13.75%	中信建投	122.38%	220.50%	42.48	86.50%
中信建投	92.25%	162.50%	89.79	61.57%	海通证券	-20.49%	95.89%	42.31	-0.81%
招商证券	20.20%	27.54%	88.18	24.46%	申万宏源	67.79%	100.96%	40.70	40.34%
海通证券	25.37%	186.79%	87.35	4.44%	招商证券	64.88%	51.73%	40.70	35.94%
申万宏源	42.86%	130.91%	79.10	15.40%	广发证券	34.09%	101.95%	40.50	19.33%
国信证券	27.42%	43.91%	75.77	24.37%	中国银河	140.70%	73.16%	34.42	43.65%
中国银河	27.32%	61.54%	74.20	21.06%	国信证券	94.74%	366.19%	32.65	21.89%
东方证券	90.77%	189.29%	59.34	43.36%	光大证券	110.73%	142.11%	24.23	31.07%
光大证券	106.53%	125.00%	55.74	18.67%	东方证券	25.01%	-53.25%	19.16	49.33%
兴业证券	79.91%	177.51%	42.76	16.09%	兴业证券	147.78%	401.38%	12.67	17.83%
方正证券	14.63%	54.63%	32.65	9.07%	长江证券	75.12%	160.91%	10.46	-22.87%
长江证券	29.70%	68.57%	31.64	-12.02%	国金证券	31.69%	20.07%	8.27	39.25%
财通证券	26.72%	73.03%	26.32	19.09%	东兴证券	63.30%	164.12%	8.25	-1.57%
国金证券	47.05%	15.94%	25.74	48.33%	方正证券	245.19%	95.39%	8.15	18.04%
浙商证券	55.86%	97.12%	21.65	54.38%	华西证券	5.13%	193.47%	7.85	0.92%
东吴证券	69.14%	209.48%	21.37	14.14%	红塔证券	/	-163.79%	7.31	/
东兴证券	95.03%	326.51%	19.87	16.19%	东吴证券	137.38%	396.04%	7.22	3.09%
华西证券	9.81%	97.59%	19.27	2.32%	东北证券	275.15%	1035.26%	7.19	31.42%
东北证券	53.96%	400.16%	18.90	13.50%	西部证券	236.78%	299.50%	6.53	29.62%
国海证券	41.82%	128.64%	18.08	44.66%	长城证券	24.14%	173.93%	6.36	28.43%
长城证券	15.20%	102.04%	17.47	11.90%	财通证券	-19.46%	45.22%	6.33	-7.88%
西部证券	54.58%	170.87%	16.77	1.25%	华安证券	260.54%	21158.97%	6.16	25.85%
天风证券	-1.88%	14.38%	16.46	14.70%	浙商证券	14.98%	31.84%	5.78	16.61%
国元证券	87.31%	168.99%	15.88	28.75%	国海证券	82.61%	43.04%	5.73	67.25%
西南证券	19.54%	81.01%	14.40	-16.64%	西南证券	109.13%	-37.87%	5.36	-20.66%
山西证券	21.68%	166.67%	14.14	18.57%	国元证券	1458.00%	764.07%	4.99	101.58%
红塔证券	/	-133.60%	14.00	/	山西证券	153.59%	5709.40%	4.97	28.23%
华安证券	77.89%	436.31%	13.97	13.18%	南京证券	1.07%	-4.82%	4.21	14.49%
第一创业	129.61%	693.55%	11.45	33.78%	第一创业	159.42%	473.50%	3.96	171.12%
南京证券	25.76%	51.22%	11.13	24.53%	天风证券	95.39%	29.05%	3.25	34.30%
中原证券	-11.17%	79.78%	8.04	-0.71%	华林证券	21.98%	68.86%	2.74	48.92%
华林证券	22.02%	95.55%	5.61	24.28%	中原证券	-116.50%	-127.72%	1.13	-41.02%
太平洋	-28.91%	237.48%	4.63	-55.56%	太平洋	-33.31%	148.01%	0.31	-91.45%
中银证券	/	-19.40%	/	/	中银证券	/	-74.41%	/	/
中泰证券	/	75.06%	/	/	中泰证券	/	141.40%	/	/

数据来源：wind、中航证券金融研究所注：以月报经营数据加总，合并同一主体并剔除子公司分红影响

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。

持有　　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%~10%之间。

卖出　　：未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　　：未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。

中性　　：未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。

减持　　：未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

分析师简介

胡江，证券执业证书号：S0640519090001，北京大学硕士，2017 年加入中航证券，从事非银金融行业研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

免责声明：

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。