

中國證券行業

新冠肺炎無損行業長遠增長

中國券商 2019 年 1 月母公司口徑淨利潤錄得同比增長，而 2 月至今的數據顯示市場正從新冠肺炎疫情的情緒打擊中逐步復蘇，短期內對券商盈利和股價造成的壓力有所減小。下一步，我們預期貨幣政策將持續寬鬆，疫情過後資本市場改革料將加快，都將對行業發展形成支持。我們維持行業優於大市的評級，中信證券及中金公司為我們的首選股份。

- **2020 年 1 月主要券商淨利潤同比增長 23%/環比下跌 49%**，主要由於 1 月市場指數回調，但市場交易活躍度有所提升。我們認為自二月開始市場狀況明顯改善，日均成交額增長（環比增加 18%），兩融餘額增加（約 1.03 萬億人民幣），各項主要指數亦有所回升。市場憧憬更多逆週期調節政策緩衝疫情帶來的不利因素，市場情緒復蘇速度快於我們的預期。
- **隨著市場回復信心，新冠肺炎對券商業務的直接影響有限，間接影響有所減弱。** 1) 疫情引起恐慌情緒帶來的市場下跌對券商業績有間接但重大的影響，我們測算滬深 300 指數每下跌 10%，將導致券商收入平均下跌 11%；不過隨著近期市場氣氛復蘇，這一影響正在減退。2) 市場漸趨平穩，加之監管推出支持措施，將有助舒緩因借款人或發行人現金流惡化，而對股票質押業務或債務投資造成的減值壓力。3) 經紀業務受到的直接影響較為有限，根據中國證監會的數據，超過 95% 的交易可以透過線上渠道完成。4) 投行業務則為主要承受疫情直接壓力的業務，交通限制將導致部分現場工作延遲，拖慢上市節奏。不過，我們認為對財務的影響較為輕微，經測算股權融資承銷額下跌 10% 對券商收入的負面影響小於 1%（圖 1）。而 SARS 期間的數據也顯示，IPO 市場將在疫情過後回暖。
- **下一步支持行業增長的兩個關鍵因素：1) 更趨寬鬆的貨幣政策**，央行已下調公開市場操作利率 10 個基點，並暗示未來一周或會下調 MLF 利率/LPR。充裕的流動性和券商融資成本的下降將有利於股市表現和券商盈利能力的提升。2) **資本市場改革落地**，我們目前認為仍具備如此落地的條件，可為行業 2020 年下半年帶來更多增量業務機遇。
- **短期波動或無可避免；建議在市場修正時增持領先券商。** 券商板塊再次觸及歷史低位（0.72 倍一年預估市帳率），而龍頭券商的股價略高於其歷史平均值減一個標準差，估值低宜增持。我們維持中信證券（6030 HK）和中金（3908 HK）作為首選股份，由於它們在投行和機構業務上實力強勁，可更好收益於資本市場改革的機遇。**主要風險：**1) 新冠肺炎疫情持續，中國經濟進一步受打擊；2) 資本市場改革轉型慢於預期或力度弱於預期。

估值表

公司名稱	股份代碼	股價	目標價	評級	市帳率	市盈率	股息率	股本回報率
		(港元)	(港元)		2020E	2020E	2020E	2020E
中信證券	6030 HK	16.96	18.70	買入	1.05	13.0	3.1%	8.3%
中金公司	3908 HK	14.76	17.20	買入	1.13	12.6	1.2%	9.3%
華泰證券	6886 HK	13.46	14.90	買入	0.87	12.3	3.2%	7.2%
中信建投	6066 HK	6.72	7.20	買入	0.84	9.3	3.2%	9.4%
海通證券	6837 HK	9.03	10.40	買入	0.62	9.1	3.3%	7.0%
廣發證券	1776 HK	9.48	9.80	持有	0.64	8.4	3.6%	7.8%
中國銀河	6881 HK	4.51	4.50	持有	0.51	7.6	3.9%	6.9%
平均					0.81	10.3	3.1%	8.0%

資料來源：彭博及招銀國際證券預測

優於大市
(維持)

中國證券行業

隋曉萌

(852) 3761 8775

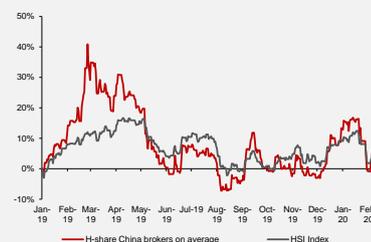
suixiaomeng@cmbi.com.hk

H 股中國證券板塊一年預估市帳率



資料來源：彭博、招銀國際證券預測

板塊及恒生指數 2019 年以來走勢



資料來源：彭博、招銀國際證券

敬請參閱尾頁之免責聲明

招銀國際研究報告之彭博搜索代碼: CMBR

本報告摘要自英文版本，如欲進一步瞭解，敬請參閱英文報告。

圖 1: 覆蓋券商 FY20E 收入敏感性測試; 中國銀河對境內股票及基金日均成交額變動最為敏感, 而中信建投及中金則對股權融資承銷額變動更為敏感

	境內股票及基金日均成交額	股權融資承銷額	投資收益率
	+/-10%	+/-10%	+/-1.0ppt
中信證券	1.1%	0.4%	10.1%
華泰證券	1.8%	0.2%	11.2%
海通證券	1.2%	0.1%	10.0%
廣發證券	2.0%	0.4%	9.9%
中信建投	1.8%	0.7%	9.9%
中國銀河	3.5%	0.1%	8.2%
中金公司	1.4%	0.6%	12.0%

資料來源: 招銀國際證券預測

圖 2: 2020 年 1 月主要 H 股券商財務數據 (母公司層面)

公司	股份代碼	收入 (百萬元人民幣)			淨利潤 (百萬元人民幣)		
		Jan-20	環比	同比	Jan-20	環比	同比
中信證券	6030 HK	2,015	-51%	-9%	885	-41%	17%
國泰君安	2611 HK	985	-72%	-27%	352	-68%	-21%
海通證券	6837 HK	1,448	-42%	41%	681	-36%	57%
華泰證券	6886 HK	1,132	-62%	3%	441	-67%	4%
廣發證券	1776 HK	1,323	-37%	17%	611	-40%	23%
招商證券	6099 HK	1,216	-43%	11%	577	-53%	29%
申萬宏源	6806 HK	783	-64%	-13%	331	-54%	-10%
中信建投	6066 HK	1,321	-31%	66%	590	-40%	183%
中國銀河	6881 HK	1,012	-39%	6%	430	-30%	9%
總計		11,236	-51%	6%	4,898	-49%	23%

資料來源: 公司、招銀國際證券; 收入及淨利潤為母公司及相關子公司加總計算, 並剔除子公司分紅。

圖 3: 2020 年 1 月市場數據回顧

項目	數額	環比	同比
交易數據 (十億元人民幣, 除交易天數外)			
A 股日均成交額	692	35%	132%
A 股交易天數	16	-27%	-27%
北向資金淨流入	38	-47%	-37%
兩融月末餘額	1,037	2%	42%
指數表現 (月末值)			
滬深 300 指數	4,004	-2%	25%
創業板指數	1,928	7%	57%
中債全價總指數	127.5	0.6%	1.3%
承銷額 (十億元人民幣)			
股權融資	132	-36%	9%
其中: IPO	42	-18%	228%
其中: 增發及配股	42	-61%	-59%
債權融資	640	-16%	27%
其中: 企業債	21	-61%	-36%
其中: 公司債	200	-25%	28%
其中: ABS	109	-57%	6%

資料來源: 萬得、招銀國際證券

免責聲明及披露

分析員聲明

負責撰寫本報告的全部或部分內容之分析員，就本報告所提及的證券及其發行人做出以下聲明：(1)發表於本報告的觀點準確地反映有關於他們個人對所提及的證券及其發行人的觀點；(2)他們的薪酬在過往、現在和將來與發表在報告上的觀點並無直接或間接關係。

此外，分析員確認，無論是他們本人還是他們的關聯人士（按香港證券及期貨事務監察委員會操作守則的相關定義）(1)並沒有在發表研究報告30日前處置或買賣該等證券；(2)不會在發表報告3個工作日內處置或買賣本報告中提及的該等證券；(3)沒有在有關香港上市公司內任職高級人員；(4)並沒有持有有關證券的任何權益。

免責聲明

招銀國際證券或其關聯機構曾在過去12個月內與上文所提及發行人有投資銀行業務的關係。

招銀國際證券投資評級

買入	: 股價於未來12個月的潛在漲幅超過15%
持有	: 股價於未來12個月的潛在變幅在-10%至+15%之間
賣出	: 股價於未來12個月的潛在跌幅超過10%
未評級	: 招銀國際並未給予投資評級

招銀國際證券行業投資評級

優於大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑贏大市指標
同步大市	: 行業股價於未來12個月預期表現與大市指標相若
落後大市	: 行業股價於未來12個月預期表現跑輸大市指標

招銀國際證券有限公司

地址: 香港中環花園道3號冠君大廈45樓

電話: (852) 3900 0888

傳真: (852) 3900 0800

招銀國際證券有限公司("招銀證券")為招銀國際金融有限公司之全資附屬公司(招銀國際金融有限公司為招商銀行之全資附屬公司)

重要披露

本報告內所提及的任何投資都可能涉及相當大的風險。報告所載數據可能不適合所有投資者。招銀證券不提供任何針對個人的投資建議。本報告沒有把任何人的投資目標、財務狀況和特殊需求考慮進去。而過去表現亦不代表未來的表現，實際情況可能和報告中所載的大不相同。本報告中所提及的投資價值或回報存在不確定性及難以保證，並可能會受目標資產表現以及其他市場因素影響。招銀證券建議投資者應該獨立評估投資和策略，並鼓勵投資者諮詢專業財務顧問以便作出投資決定。

本報告包含的任何信息由招銀證券編寫，僅為本公司及其關聯機構的特定客戶和其他專業人士提供的參考數據。報告中的信息或所表達的意見皆不可作為或被視為證券出售要約或證券買賣的邀請，亦不構成任何投資、法律、會計或稅務方面的最終操作建議，本公司及其雇員不就報告中的內容對最終操作建議作出任何擔保。我們不對因依賴本報告所載資料採取任何行動而引致之任何直接或間接的錯誤、疏忽、違約、不謹慎或各類損失或損害承擔任何的法律責任。任何使用本報告信息所作的投資決定完全由投資者自己承擔風險。

本報告基於我們認為可靠且已經公開的信息，我們力求但不擔保這些信息的準確性、有效性和完整性。本報告中的資料、意見、預測均反映報告初次公開發佈時的判斷，可能會隨時調整，且不承諾作出任何相關變更的通知。本公司可發佈其它與本報告所載資料及/或結論不一致的報告。這些報告均反映報告編寫時不同的假設、觀點及分析方法。客戶應該小心注意本報告中所提及的前瞻性預測和實際情況可能有顯著區別，唯我們已合理、謹慎地確保預測所用的假設基礎是公平、合理。招銀證券可能採取與報告中建議及/或觀點不一致的立場或投資決定。

本公司或其附屬關聯機構可能持有報告中提到的公司所發行的證券頭寸並不時自行及/或代表其客戶進行交易或持有該等證券的權益，還可能與這些公司具有其他投資銀行相關業務聯繫。因此，投資者應注意本報告可能存在的客觀性及利益衝突的情況，本公司將不會承擔任何責任。本報告版權僅為本公司所有，任何機構或個人於未經本公司書面授權的情況下，不得以任何形式翻版、複製、轉售、轉發及或向特定讀者以外的人士傳閱，否則有可能觸犯相關證券法規。如需索取更多有關證券的信息，請與我們聯絡。

對於接收此份報告的英國投資者

本報告僅提供給符合(I)2000年英國不時修訂之金融服務及市場法令2005年(金融推廣)令("金融服務令")第19(5)條之人士及(II)屬金融服務令第49(2)(a)至(d)條(高淨值公司或非公司社團等)之機構人士，未經招銀證券書面授權不得提供給其他任何人。

對於接收此份報告的美國投資者

本報告僅提供給美國1934年證券交易法規則15a-6定義的"主要機構投資者"，不得提供給其他任何個人。接收本報告之行為即表明同意接受協議不得將本報告分發或提供給任何其他人士。

對於在新加坡的收件人

本報告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司註冊號201731928D)在新加坡分發。CMBISG是在《財務顧問法案》(新加坡法例第110章)下所界定，並由新加坡金融管理局監管的豁免財務顧問公司。CMBISG可根據《財務顧問條例》第32C條下的安排分發其各自的外國實體，附屬機構或其他外國研究機構編寫的報告。如果報告在新加坡分發給非《證券與期貨法案》(新加坡法例第289章)所定義的認可投資者，專家投資者或機構投資者，則CMBISG僅會在法律要求的範圍內對這些人士就報告內容承擔法律責任。新加坡的收件人應致電(+65 6350 4400)聯繫CMBISG，以瞭解由本報告引起或與之相關的事宜。