

中国证券行业

新冠肺炎无损行业长远增长

中国券商 2019 年 1 月母公司口径净利润录得同比增长，而 2 月至今的数据显示市场正从新冠肺炎疫情的情绪打击中逐步复苏，短期内对券商盈利和股价造成的压力有所减小。下一步，我们预期货币政策将持续宽松，疫情过后资本市场改革料将加快，都将对行业发展形成支持。我们维持行业优于大市的评级，中信证券及中金公司为首选股份。

- **2020 年 1 月主要券商净利润同比增长 23%/环比下跌 49%**，主要由于 1 月市场指数回调，但市场交易活跃度有所提升。我们认为自二月开始市场状况明显改善，日均成交额增长（环比增加 18%），两融余额增加（约 1.03 万亿元人民币），各项主要指数亦有所回升。市场憧憬更多逆周期调节政策缓冲疫情带来的不利因素，市场情绪复苏速度快于我们的预期。
- **随着市场回复信心，新冠肺炎对券商业务的直接影响有限，间接影响有所减弱。** 1) 疫情引起恐慌情绪带来的市场下跌对券商业绩有间接但重大的影响，我们测算沪深 300 指数每下跌 10%，将导致券商收入平均下跌 11%；不过随着近期市场气氛复苏，这一影响正在减退。2) 市场渐趋平稳，加之监管推出支持措施，将有助纾缓因借款人或发行人现金流恶化，而对股票质押业务或债务投资造成的减值压力。3) 经纪业务受到的直接影响较为有限，根据中国证监会的数据，超过 95% 的交易可以透过线上渠道完成。4) 投行业务则为主要承受疫情直接压力的业务，交通限制将导致部分现场工作延迟，拖慢上市节奏。不过，我们认为对财务的影响较为轻微，经测算股权融资承销额下跌 10% 对券商收入的负面影响小于 1%（图 1）。而 SARS 期间的数据也显示，IPO 市场将在疫情过后回暖。
- **下一步支持行业增长的两个关键因素：1) 更趋宽松的货币政策**，央行已下调公开市场操作利率 10 个基点，并暗示未来一周或会下调 MLF 利率/LPR。充裕的流动性和券商融资成本的下降将有利于股市表现和券商盈利能力的提升。2) **资本市场改革落地**，我们目前认为仍具备如此落地的条件，可为行业 2020 年下半年带来更多增量业务机遇。
- **短期波动或无可避免；建议在市场修正时增持领先券商。** 券商板块再次触及历史低位（0.72 倍一年预估市帐率），而龙头券商的股价略高于其历史平均值减一个标准差，估值低宜增持。我们维持中信证券（6030 HK）和中金（3908 HK）作为首选股份，由于它们在投行和机构业务上实力强劲，可更好收益于资本市场改革的机遇。**主要风险：**1) 新冠肺炎疫情持续，中国经济进一步受打击；2) 资本市场改革转型慢于预期或力度弱于预期。

估值表

公司名称	股份代码	股价	目标价	评级	市帐率	市盈率	股息率	股本回报率
		(港元)	(港元)		2020E	2020E	2020E	2020E
中信证券	6030 HK	16.96	18.70	买入	1.05	13.0	3.1%	8.3%
中金公司	3908 HK	14.76	17.20	买入	1.13	12.6	1.2%	9.3%
华泰证券	6886 HK	13.46	14.90	买入	0.87	12.3	3.2%	7.2%
中信建投	6066 HK	6.72	7.20	买入	0.84	9.3	3.2%	9.4%
海通证券	6837 HK	9.03	10.40	买入	0.62	9.1	3.3%	7.0%
广发证券	1776 HK	9.48	9.80	持有	0.64	8.4	3.6%	7.8%
中国银河	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%

资料来源：彭博及招银国际证券预测

优于大市
(维持)

中国证券行业

隋晓萌

(852) 3761 8775

suixiaomeng@cmbi.com.hk

H 股中国证券板块一年预估市帐率



资料来源：彭博、招银国际证券预测

板块及恒生指数 2019 年以来走势



资料来源：彭博、招银国际证券

图 1: 覆盖券商 FY20E 收入敏感性测试; 中国银河对境内股票及基金日均成交额变动最为敏感, 而中信建投及中金则对股权融资承销额变动更为敏感

	境内股票及基金日均成交额 +/-10%	股权融资承销额 +/-10%	投资收益率 +/-1.0ppt
中信证券	1.1%	0.4%	10.1%
华泰证券	1.8%	0.2%	11.2%
海通证券	1.2%	0.1%	10.0%
广发证券	2.0%	0.4%	9.9%
中信建投	1.8%	0.7%	9.9%
中国银河	3.5%	0.1%	8.2%
中金公司	1.4%	0.6%	12.0%

资料来源: 招银国际证券预测

图 2: 2020 年 1 月主要 H 股券商财务数据 (母公司层面)

公司	股份代码	收入 (百万元人民币)			净利润 (百万元人民币)		
		Jan-20	环比	同比	Jan-20	环比	同比
中信证券	6030 HK	2,015	-51%	-9%	885	-41%	17%
国泰君安	2611 HK	985	-72%	-27%	352	-68%	-21%
海通证券	6837 HK	1,448	-42%	41%	681	-36%	57%
华泰证券	6886 HK	1,132	-62%	3%	441	-67%	4%
广发证券	1776 HK	1,323	-37%	17%	611	-40%	23%
招商证券	6099 HK	1,216	-43%	11%	577	-53%	29%
申万宏源	6806 HK	783	-64%	-13%	331	-54%	-10%
中信建投	6066 HK	1,321	-31%	66%	590	-40%	183%
中国银河	6881 HK	1,012	-39%	6%	430	-30%	9%
总计		11,236	-51%	6%	4,898	-49%	23%

资料来源: 公司、招银国际证券; 收入及净利润为母公司及相关子公司加总计算, 并剔除子公司分红。

图 3: 2020 年 1 月市场数据回顾

项目	数额	环比	同比
交易数据 (十亿元人民币, 除交易天数外)			
A 股日均成交额	692	35%	132%
A 股交易天数	16	-27%	-27%
北向资金净流入	38	-47%	-37%
两融月末余额	1,037	2%	42%
指数表现 (月末值)			
沪深 300 指数	4,004	-2%	25%
创业板指数	1,928	7%	57%
中债全价总指数	127.5	0.6%	1.3%
承销额 (十亿元人民币)			
股权融资	132	-36%	9%
其中: IPO	42	-18%	228%
其中: 增发及配股	42	-61%	-59%
债权融资	640	-16%	27%
其中: 企业债	21	-61%	-36%
其中: 公司债	200	-25%	28%
其中: ABS	109	-57%	6%

资料来源: 万得、招银国际证券

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告30日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告3个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

免责声明

招银国际证券或其关联机构曾在过去12个月内与上文所提及发行人有投资银行业务的关系。

招银国际证券投资评级

买入	: 股价于未来12个月的潜在涨幅超过15%
持有	: 股价于未来12个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	: 股价于未来12个月的潜在跌幅超过10%
未评级	: 招银国际并未给予投资评级

招银国际证券行业投资评级

优于大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	: 行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	: 行业股价于未来12个月预期表现跑输大市指标

招银国际证券有限公司

地址: 香港中环花园道3号冠君大厦45楼

电话: (852) 3900 0888

传真: (852) 3900 0800

招银国际证券有限公司(“招银证券”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银证券不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银证券建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银证券编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的错误、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律风险。任何使用本报告信息所作的投资决定完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银证券可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联络。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)2000年英国不时修订之金融服务及市场法令2005年(金融推广)令(“金融服务令”)第19(5)条之人士及(II)属金融服务令第49(2)(a)至(d)条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银证券书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

本报告仅提供给美国1934年证券交易法规则15a-6定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人。

对于在新加坡的收件人

本报告由CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号201731928D)在新加坡分发。CMBISG是在《财务顾问法案》(新加坡法例第110章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG可根据《财务顾问条例》第32C条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构撰写的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第289章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则CMBISG仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电(+65 6350 4400)联系CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。