

業績回顧及展望 ( 券商  
股 )

2019 年 2 月 14 日

張健民, CFA

研究部主管

[ivan.cheung@sinopac.com](mailto:ivan.cheung@sinopac.com)

黃景成

研究員

[gary.wong@sinopac.com](mailto:gary.wong@sinopac.com)

黃淼雲

研究員

[james.wong@sinopac.com](mailto:james.wong@sinopac.com)

## 業績回顧及展望 ( 券商股 )

### 研究背景

- 回顧 2018 年的 A 股市場，在「去槓桿」、股權質押及大量上市公司商譽減值的情況下，全年日均成交 3,987 億元，按年減少約 19.1%；在融資融券方面，截止 2018 年年底融資融券日均餘額約為 9,131 億元，按年下降 2.5%。內地股市持續受壓，券商股經營環境嚴峻，多家券商發盈警，估值處於歷史低位。但隨著中美恢復貿易對話，目前看，內地股市在走勢及成交上均有回暖跡象，加上滬倫通、創科板、放寬兩融及重新開放量化交易系統政策蓄勢待發，當中券商股會是先行者。研究部在此精挑細選了八隻股票，希望從中挖掘優質投資標的 ( 所有股票價格皆截至 2 月 13 日收市價 )。

### 總結及建議

- 根據中國證券業協會數據，2018 年證券行業合計營業收入下滑，約 2,663 億，按年下降 14.5%，淨利潤 666 億，按年下降 41%。同時券商業績分化加劇，根據上市公司業績預告，我們預期規模較大的券商在面對 2018 年經營狀況的防守力高於整體上市券商，亦有更大的可能性在 2019 年市場回暖之下出現業績拐點。以下為本次研究涉及的股份：
  - 龍頭股方面，以中信證券 ( 6030.HK )、海通證券 ( 6837.HK ) 及華泰證券 ( 6886.HK ) 最突出。當中以中信及華泰業績最為亮眼，亦是我們較看好的兩隻股份。
  - 基本因數方面，中金公司 ( 3908.HK ) 及招商證券 ( 6099.HK ) 較佳。當中中金在 2018 年仍能保持亮麗業績，是穩健之選。而招商證券估值更為吸引，但需注意其較低的成交量。
  - 追落後方面，可留意廣發證券 ( 1776.HK )、中國銀河 ( 6881.HK ) 及光大證券 ( 6178.HK )。廣發及光大預期 2018 業績稍遜同業，當考慮到估值較便宜，可以在其走勢變強時留意。

股份代號	股份名稱	營業收入 ( 百萬元 )		淨利潤 ( 百萬元 )		P/E		ROE	
		2017A	2018E	2017A	2018E	2017A	2018E	2017A	2018E
1776	廣發證券	21,576	16,336	8,595	5,697	12.0	15.6	10.5	7.4
6881	中國銀河	15,955	9,082	3,981	2,647	8.3	17.9	6.5	4.1
6178	光大證券	9,838	9,008	3,016	2,046	9.1	16.6	6.3	4.4
6030	中信證券	43,292	37,223	11,433	8,999	13.7	20.3	7.8	6.2
6837	海通證券	28,222	24,759	29,623	8,618	16.4	17.3	7.6	5.2
6886	華泰證券	21,109	16,870	9,277	6,494	14.0	18.3	10.8	6.8
3908	中金公司	15,270	15,646	2,766	3,545	19.7	19.8	10.2	9.1
6099	招商證券	13,353	10,494	5,786	4,394	19.4	21.6	8.4	6.1

## 中信證券 ( 6030.HK )

### 2018 年業績預期受壓，但優於行業水準

- 中信證券未經審計的 2018 年業績快報中，營業收入 372.2 億元，按年下降 14%，淨利潤 89.9 億元，按年下降 17.8%，按季跌 39%，ROE 為 6.2%，按年減少 1.62%。2018 年證券市場環境波動明顯，全年股權融資約 1.2 萬億元，降幅 30%，發行數量 509 家，按年下降了 54%。僅有 40% 投行承銷商完成了 IPO 首發。日均交易量 3987 億元按年下降 19.1%。受市場因素影響，中信業績承壓明顯，歸母淨利潤下滑低於月度資料表現，但仍優於 1 - 12 月經營資料中可比上市券商整體淨利潤下滑 25%。

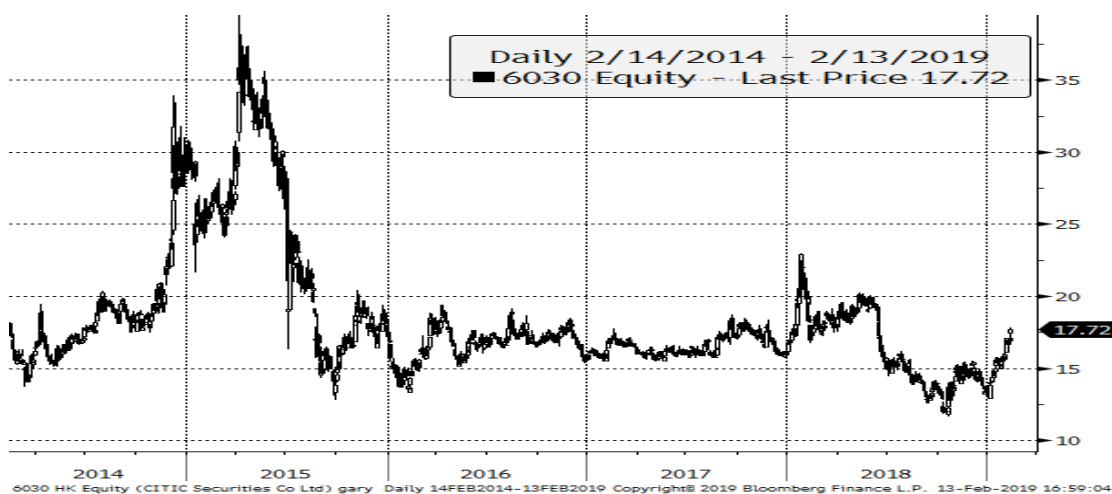
### 併購廣州證券，佈局大灣區

- 中信證券公告，向廣州越秀金融控股集團 ( 000987. CH ) 收購廣州證券 100% 的股權。中信證券將向越秀金控發行 7.9 億股 A 股，以支付 134.6 億元的交易作價，發行價為每股 16.97 元。基於中信證券和廣州證券 2018 年上半年數據計算，交易作價相當於 1.2 倍市賬率，較行業估值水準 1.3 倍略低。廣州證券 2018 年業績錄得約 2.5 億元淨虧損，相信將對中信證券 2018 年盈利造成單位元數幅度的負面影響。但長期看，有利於大灣區規劃；此次收購將大大拓寬中信證券在廣東的營業部網絡覆蓋。

### 2019 年 1 月營業數據造好

- 中信證券 ( 6030 ) 公布，1 月份淨利潤約為 7.41 億元按年升 17%，期內營業收入約為 21.38 億元，按年升 46%。同期上證指數反彈月 3.64%，資金持續流入 A 股市場。龍頭券商的經營環境得以改善，中信證券 2019 年有望迎來業績拐點。

圖 1：中信證券股價圖



資料來源：彭博，永豐金證券 ( 亞洲 )

## 華泰證券 ( 6866.HK )

### 前三季業績優於同業

- 10月30日公司公佈了三季度業績報告，營業收入125.2億元，按年跌2.2%，歸母淨利潤44.8億元，按年減少4.8%，ROE約4.9%，每股收益0.61元。業績總體保持穩健，資本實力持續增強前三季度公司業績總體保持平穩。

### 核心競爭優勢繼續保持，行業規模優勢明顯

- 前三季度受A股市場持續波動影響，但核心業務保持穩健。經紀業務淨利26.4億元，按年下降18.5%，但經紀業務市佔率仍保持行業領先地位；投行淨利12.6億元，保持平穩，按年微跌1.8%。首三季通過的IPO項目有7個，並購重組項目為5個，總體通過率達到92%，為行業領先。資產管理收入18.4億元，按年增7.3%，其上半年該業務收入以6.7億元位列上市券商第一。場外期權規模增長、衍生工具浮盈大幅增加，支撐資金型業務表現。資金型業務來看，前三季度利息收入20億元按年減少18%，投資收益21億元，按年跌43%，業務承壓明顯。但是8月獲得場外期權一級交易商資質，對公司業務收入形成顯著增量。場外期權規模增加推高衍生金融資產規模至19.6億元按年增399%，當期公允價值變動收益達到19.8億元按年增加1360%，大幅提升了公司業績表現，推動自營業務收入至29億元，按年降幅收窄至16.7%。

### 新股東阿里巴巴和蘇寧易購進入董事會

- 華泰在另一份公告中提及，將更換五名新的非執行董事，其中公司在A股非公開發行後的第六及第七大股東阿里巴巴及蘇寧易購各有一人獲得提名。華泰與新股東之間預期將有戰略合作，在包括Fintech方面及獲取客群等方面產生協同效應。

圖 2：華泰證券股價圖



資料來源：彭博，永豐金證券(亞洲)

## 海通證券 ( 6837.HK )

### 2018 前三季度業績稍遜預期

- 2018 年前三季度公司收入與淨利分別為 162 及 36 億元，按年減少 16%和 42%，盈利能力較上半年差。其中，三季度單季收入淨利分別為 52.3 及 5.6 億元，分別按年減少約 0.1%及 57%。公司 ROE 為 3.04%，按年跌 2.37%。

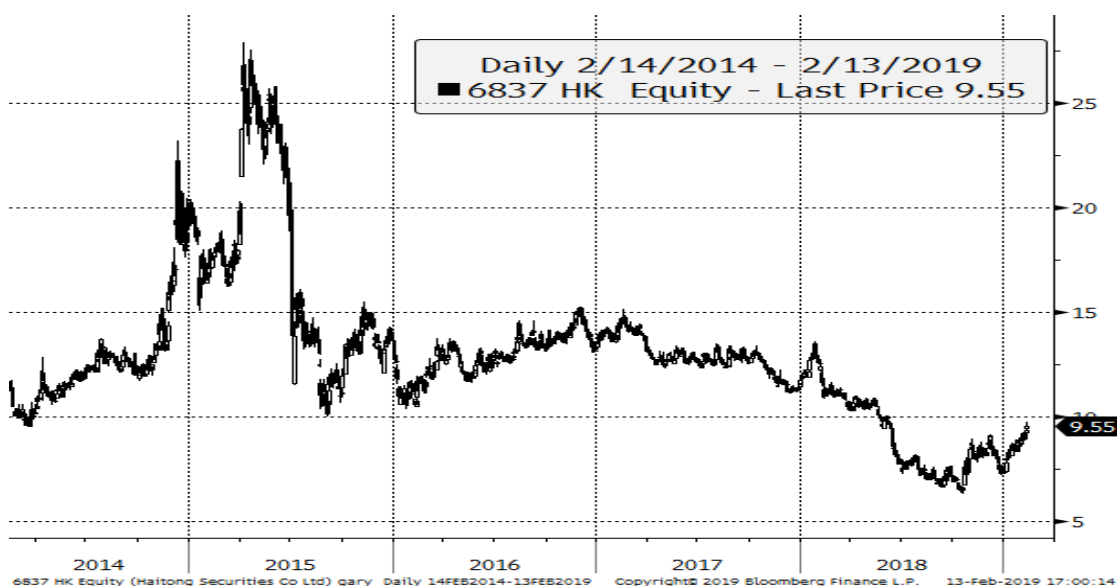
### 投行與自營業務是拖累公司業績下滑的主要原因，資產管理業績有所提升

- 投行業務前三季收入 19 億元，按年減少 25%；其中第三季度收入 3.73 億元，按季少 61%，按年少 58%，大致行業整體相當，但第三季度增速稍遜。自營業務方面，2018 前三季收入 24.5 億元，按年 61%，或是 A 股走勢導致投資業績欠佳，若 2019 年市場回暖，或見業績拐點。資產管理業務，2018 前三季度公司收入 14 億元，按年增 1.74%，主要受惠業務全面向主動管理轉型。

### 海通股票質押業務規模居券商首位

- 市場下跌會帶來減值壓力，預計未來有望得到紓解。根據公司中期報告，海通表內股質業務餘額 734 億元，居券商首位。2018 首三季度 公司利息淨利 34.7 億元，按年增增 7.6%。但股票質押會加劇信用風險，同時亦容易受政策環境影響。

圖 3：海通證券股價圖



資料來源：彭博·永豐金證券(亞洲)

## 中金公司 ( 3908.HK )

### 2018 年首三季業績亮麗

- 2018 年前三季度營業收入 98.3 億人民幣，按年增長 30%；淨利潤 27.2 億元，按年增長 39%；前三季度 EPS 為 0.65 元，按年增長 16%；前三季度平均 ROE 為 6.97%。單論 2018 年 3 季度，盈利能力逆市增強。營業收入按年提升 24%，按季提升 23%。淨利潤 10.9 億元，按年升 29%，按季提升 19%。

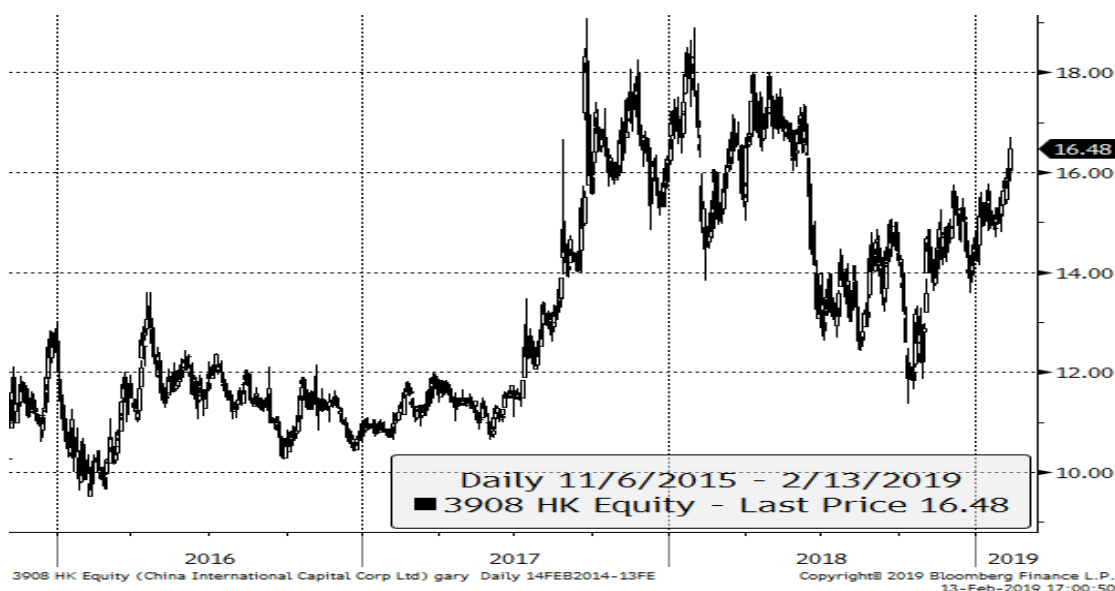
### 投行、資產管理業務均實現穩健增長

- 其手續費及佣金收入單季度增長 20%，主要歸於投行業務的穩健成長。資產管理業務在市場環境下，按季降 35%。三季度投資收益按年增長 48%，按季增長 26%，主要歸於公司持續擴大債券投資規模和支援創新業務發展，在權益市場風險凸顯的環境下投資業務保持穩健。

### 收購中投證券增強經紀業務

- 合併中投證券後，中金公司將獲得大量營業點及客戶，經紀及財富管理業務有望得到發展。根據中金中期報告，中金財富管理客戶數量達 4.2 萬戶，較年初增 8%；客戶帳戶資產總值達 7596 億元，較年初增 3%。而中投機構客戶 5333 名，34.7 萬名富裕客戶，這些都 有望轉化為中金新客戶群。

圖 4：中金公司股價圖



資料來源：彭博·永豐金證券(亞洲)

## 招商證券 ( 6099.HK )

### 2018 年前三季搶眼

- 2018 前三季度，招商證券收入與淨利潤分別為 77.9、30.7 億元，分別按年減少 18.2%、26.4%，相較於 18 年中期報告，降幅有所收窄。其中，首三季單季收入與淨利潤分別 30.1、12.7 億元，按季增 38.9%及 77%。ROE 為 3.80%，按年減少 2.35%。

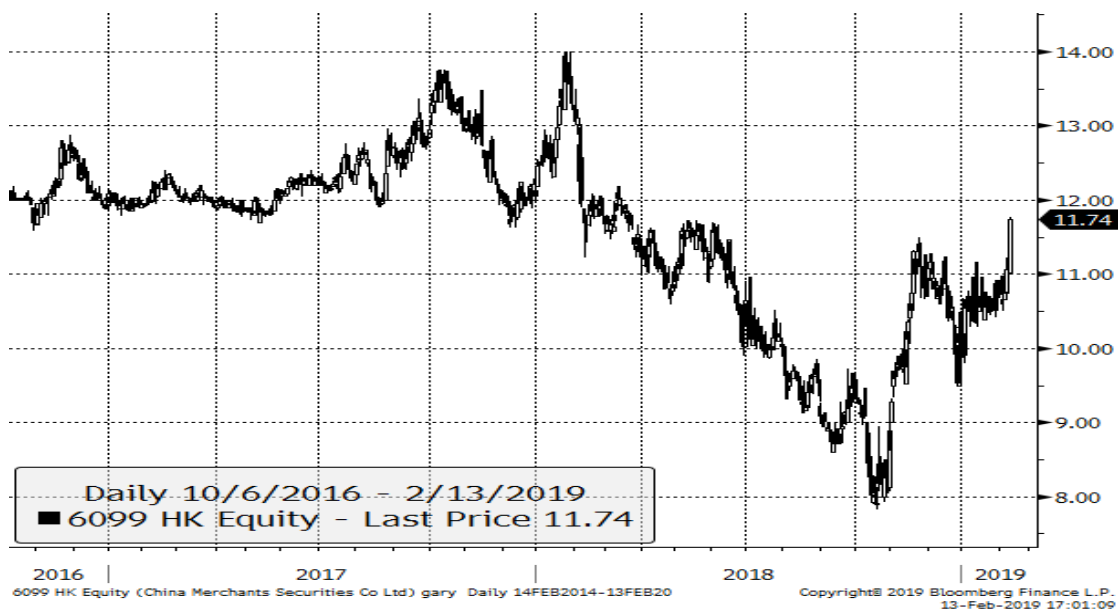
### 自營收益增速亮麗

- 2018 第三季單季收益 11.36 億元，按季增加 9.9 億元，增幅 681%；從前三季度累計來看，18Q3 為 16.3 億元，按年減少 6.7%。考慮股債的前三季度累計收益率，上證綜指 2018 年跌 14.7%。招商證券 2018 年投資策略適當，是自營業績提振的最主要原因。

### 投行與資產管理表現較好，股票質押風險可控

- 投行業務前三季度招商投行淨收入 10.3 億元，按年減少 33%，單看第三季度 4.43 億元，按季增 95%；從行業來看，18 年前三季度 IPO 累計募資規模 1154 億元，按年減 34.4%；再融資累計 6520 億元，按年降 25.7%。招商投行前三季度累計表現與行業水準基本持平，其中三季度單季按季增速快。資產管理業務，前三季度資管收入 8.73 億元，按年增 9.3%。股票質押業務，根據 2018 中期報告數據，招商表內股質規模 316 億元，排名行業第 8。

圖 5：招商證券股價圖



資料來源：彭博·永豐金證券(亞洲)

## 廣發證券 ( 1776.HK )

### 2018 年前三季業績稍遜預期

- 廣發證券今年前三季錄得淨利潤 41 億元人民幣，按年下降 35%。由於市場日均交易額下滑導致經紀佣金和淨利息收入減少，三季度經營淨收入按年下降 24%至 37 億元人民幣。成本收入比按年上升 9 個百分點至 53%，撥備較去年同期增長 7.2 倍，導致淨利潤按年下降 39%至 16 億元人民幣。

### 業務疲弱，估值處於低位

- 2018 年首三季營業收入為人民幣 114 億元，按年下降 25.6%，淨利為 41 億元，按年下降 35.4%，ROE 為 4.79%，減少 3.05%。由於 18 年第三季度的市場環境不利，經紀業務收入於前三季度整體按年下降 17%至人民幣 27 億元，而第三季度出現 41.5%的按年下滑。廣發證券於 2018 年前三季度錄得總承銷金額人民幣 1279 億元以及首次公開發售金額人民幣 35 億元，市場份額分別按年下跌 2.76%和 3.01%。這導致投資銀行收入在前三季度按年下降 51%至人民幣 9.3 億元。自營交易業務收入按年下降 42%至人民幣 35 億元。僅資產管理業務按年小幅增長 1.82%至人民幣 27.6 億元。

### 風險緩解

- 由於股票質押撥備和資本仲介業務收入下滑，利息業務收入在前三季度按年下降 37%至人民幣 2.5 億元。在前三季度，股權質押和融資融券餘額分別達到了 1610 億元及 450 億元。撥備增加影響了整體利潤率。鑒於未來政策上對股票質押的積極立場，預計投資者對券商資產品質的擔憂將有所緩解。

圖 6：廣發證券股價圖



資料來源：彭博，永豐金證券（亞洲）

## 中國銀河 ( 6881.HK )

### 2018 年前三季遜預期

- 首三季營業收入及淨利分別為 63 及 19 億元，按年跌 29%及 44.7%。由於銀河作為一個比較傳統的券商，收入依賴于經紀業務佣金收入和淨利息收入，該兩業務在 2018 年前三季佔收入比重為 43%及 30%，而行業平均則為 26%及 11%。在 A 股市場交投減少的 2018 年下半年交出較遜色的業績。由於銀河採取較保守態度對待業務轉型，銀河難見有投行及投資等業務的潛在發展機遇，在股市受壓下較容易受影響。

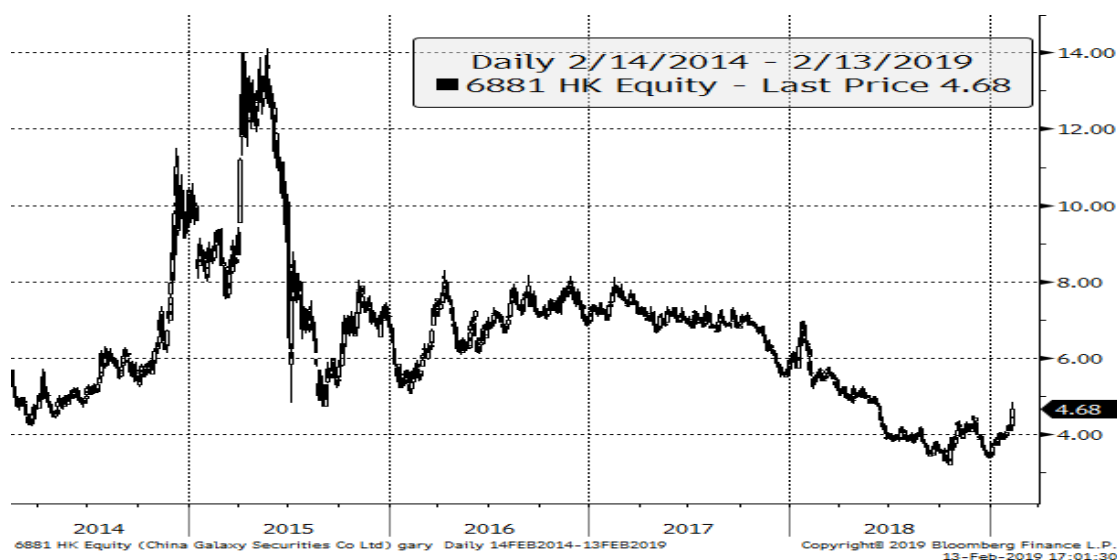
### 自營收益及股權融資或有望反彈

- 除了 A 股日均成交額收縮，銀河今年的收入亦受到自營收益及投行業務收入減少的拖累（按年下降 51%及 44%）。儘管債券承銷業務在今年有所改善，但銀河的股權承銷業務仍然缺乏增長潛力，而且項目儲備較為薄弱。市場下行，銀河投資表現同樣欠理想，預期其 2018 年前三季度投資收益率僅為 1.1%。

### 盈利能力較弱，預期未來上升空間稍遜

- 2018 年預測淨資產收益率低至 3.7%，相對於同業平均的 6.5%低。除了因其業績與市場日均交易額高度相關外，截至 2018 年上半年，銀河的表內股權質押餘額佔其淨資產的 63%，同業平均約為 35%，這些因素影響了市場對其的估值。考慮到其業績對經紀業務依賴度較高，在 2019 銀河或受惠於近期 A 股市場日均交易額的回暖，但其他業務的疲弱也限制了估值繼續向上修復的空間。

圖 13：中國銀河股價圖



資料來源：彭博，永豐金證券（亞洲）



## 光大證券 ( 6178.HK )

### 2018 年業績符合預期

- 2018 年前三季度光大證券營業收入 58.5 億元，按年減少 12%；淨利潤 11.8 億元，按年減少 48%。經紀業務聚焦中高淨值客戶戰略顯效，三季度單季按季增長 3%，而同期交易量按季下降 16%。同時債券承銷業務繼續提供有力增長，前三季度承銷金額按年增長 28%。

### 經紀業務高端化，季度收入逆市提升

- 公司經紀業務收入 18 億元，按年減少 11%，主要由於前三季度 A 股市場交易量按年下降 11%；從季度按季來看，公司經紀業務收入單季按季增長 3%，而同期交易量按季下降 16%，表明公司新採取的聚焦中高價值客群戰略初現成效，客戶數量和品質短板得到改善，預計股基交易量略有提升且佣金率穩定。展望四季度，公司經紀業務戰略轉變在邊際上有利於提升市佔率水準，市場交易量有邊際企穩態勢。

### 投行、自營業務及資產管理業務收入穩定

- 公司投行業務收入 6 億元，按年下降 2%。作為優勢業務的債券承銷業務發力，前三季度債券總承銷金額 1356 億元，按年增 28%。在信用風險暴露背景下，公司債券承銷業務能力和資源優勢可以得到凸顯。公司自營投資收益 17 億元，按年增 2%。公司將資金主要投入固收類資產及拓展商品類場外期權交易業務。公司資管業務收入 5.1 億，按年增長 27%。截至 6 月末，光證資管資管規模 2877 億元，較年初上升 5%，光證資管主動管理佔比 44%高於同業，為行業內主動管理轉型的先行者。

### 股權質押規模壓縮，風險改善

- 根據公司資料，截至 9 月末公司股權質押未解押股數為 37 億股，較上半年下降 16%，市值約 484 億元，較上半年末按季下降 10%。股票質押上的風險得到明顯改善，同時資產質素亦得到改善。

圖 8：光大證券股價圖



資料來源：彭博，永豐金證券（亞洲）

## 免責聲明

本報告所載資訊、工具及資料僅作參考資料用途，並不用作或視作為銷售、提呈或招攬購買或認購本報告所述證券、投資產品或其他金融工具之邀請或要約，也不構成對有關證券、投資產品或其他金融工具的任何意見或建議。編制本研究報告僅作一般發送。並不考慮接獲本報告之任何特定人士之特定投資對象、財政狀況及特別需求。閣下須就個別投資作出獨立評估，於作出任何投資或訂立任何交易前，閣下須就本報告所述任何證券諮詢獨立財務顧問。

本報告所載資訊、工具及資料並非用作或擬作分派予在分派、刊發、提供或使用有關資訊、工具及資料抵觸適用法例或規例之司法權區或導致永豐金證券（亞洲）及 / 或其附屬公司或聯屬公司須遵守該司法權區之任何註冊或申領牌照規定的有關司法權區的公民或居民。

本報告所載資料及意見均獲自或源於永豐金證券（亞洲）可信之資料來源，但永豐金證券（亞洲）並不就其準確性或完整性作出任何聲明，於法律及 / 或法規准許情況下，永豐金證券（亞洲）概不會就本報告所載之資料引致之損失承擔任何責任。本報告不應倚賴以取代獨立判斷。永豐金證券（亞洲）可能已刊發與本報告不一致及與本報告所載資料達致不同結論之其他報告。該等報告反映不同假設、觀點及編制報告之分析員之分析方法。

主要負責編制本報告之研究分析員確認：（a）本報告所載所有觀點準確反映其有關任何及所有所述證券或發行人之個人觀點；及（b）其於本報告所載之具體建議或觀點於過去、現在或將來，不論直接或間接概與其薪酬無關。

過往表現並不可視作未來表現之指標或保證，亦概不會對未來表現作出任何明示或暗示之聲明或保證。

永豐金證券（亞洲）之董事或僱員，如有投資於本報告內所涉及的任何公司之證券或衍生產品時，其所作出的投資決定，可能與這報告所述的觀點並不一致。

## 一般披露事項

永豐金證券（亞洲）及其高級職員、董事及僱員（包括編制或刊發本報告之相關人士）可以在法律准許下不時參與及投資本報告所述證券發行人之融資交易，為有關發行人提供服務或招攬業務，及 / 或於有關發行人之證券或期權或其他有關投資中持倉或持有權益或其他重大權益或進行交易。此外，其可能為本報告所呈列資料所述之證券擔任市場莊家。永豐金證券（亞洲）可以在法律准許下，在本報告所呈列的資料刊發前利用或使用有關資料行事或進行研究或分析。永豐金證券（亞洲）一名或以上之董事、高級職員及 / 或僱員可擔任本報告所載證券發行人之董事。永豐金證券（亞洲）在過去三年之內可能曾擔任本報告所提供及任何或所有實體之證券公開發售之經辦人或聯合經辦人，或現時為其證券發行建立初級市場，或正在或在過去十二個月內就本報告所述投資或一項有關投資提供重要意見或投資服務。

本研究報告的編制僅供一般刊發。本報告並無考慮收取本報告的任何個別人士之特定投資目標、財務狀況及個別需要。本報告所載資料相信為可予信賴，然而其完整性及準確性並無保證。本報告所發表之意見可予更改而毋須通知，本報告任何部分不得解釋為提呈或招攬購買或出售任何於報告或其他刊物內提及的任何證券或金融工具。本公司毋須承擔因使用本報告所載資料而可能直接或間接引致之任何責任。

## 根據香港證券及期貨事務監察委員會規定之監管披露事項

永豐金證券（亞洲）有限公司（「永豐金證券（亞洲）」）之政策：

- 刊發投資研究之研究分析員並不直接受投資銀行或銷售及交易人員監督，並不直接向其報告。
- 研究分析員之薪酬或酬金不應與特定之投資銀行工作或研究建議掛鉤。
- 禁止研究分析員或其聯係人從事其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之證券或衍生產品的買賣活動。
- 禁止研究分析員或其聯係人擔任其研究 / 分析 / 涉及範圍內的任何公司之董事職務或其他職務。

永豐金證券（亞洲）集團於香港從事投資銀行、坐盤交易、市場莊家或促銷或代理買賣之公司 [包括永豐金證券（亞洲）]（「該等公司」）並非本報告所分析之公司證券之市場莊家。

該公司與報告中提到的公司在最近的 12 個月內沒有任何投資銀行業務關係。

截至 2019 年 2 月 14 日，若永豐金證券（亞洲）有限公司擁有上述任何公司的財務權益，其合計總額未有相等於或高於上述任何公司市場資本值的 1%。

## 分析員認證：

本研究報告中所表達的意見，準確地反映了分析員對於有關證券或發行人的個人觀點。研究分析員的薪酬與在報告中表達的具體建議或觀點沒有任何直接或間接的相關。

©2017 永豐金證券（亞洲）有限公司。保留所有權利。除非特別允許，該報告任何部分不得未經永豐金證券（亞洲）有限公司事先書面許可以任何方式進行複製或分發。永豐金證券（亞洲）有限公司概不承擔第三方此方面行為的任何責任。