

证券行业 2018 年四季度投资策略暨中报总结

大券商业绩稳健，估值具备抗压性

推荐（维持）

- 上半年行业净利润下滑 41%，上市券商净利下滑 23%。全行业 131 家证券公司实现营收 1266 亿元，同比-12%，净利润 328.61 亿元，同比-41%。其中，Q2 净利润仅 93.02 亿，同比-65%。106 家公司实现盈利，证券行业 ROE 为 1.77%，较去年同期下降 1.39 个百分点。其中 32 家直接上市券商实现营业收入 1219 亿元，同比-8%，实现归母净利润 340 亿元，同比-23%。
- 业务分解：唯资管业务相对稳定，其余业务线承压收缩。贸易战笼罩下市场避险情绪上升，交投遇冷，月日均成交额自 1 月以来几乎一路下行，佣金率下行幅度趋缓但依然承压。融资成本边际下降，资本中介业务利差逐渐扩大，但不敌两融余额及股质规模收缩，使得收入下滑。股弱债强，证券投资收益仍是券商的一大收入支柱，自营业绩呈现较大波动性，上市券商中分化显著。投行收入大幅收缩，承销收入在总收入占比已不足 10%。IPO 过会率显著下降，股权融资规模随之下降，虽然债券承销有所增长，但投行整体费率结构性下降。资管业务转型较早，去通道下管理资产总规模降低，但收入稳健。
- 弱势环境下，券商的估值受压最为明显。（1）美国 2008 年金融危机，美国两家主要投行的 PB 估值也受挫严重。高盛由 2007 年 3.3 倍峰值落到 0.45 倍，摩根士丹利由 3.07 倍降至 0.27 倍。此后两家的 PB 在 0.5-1.5 倍区间波动，波动中枢位于 0.9 倍上下，有所反弹但反弹力度弱于大市，一直没有回到金融危机之前的估值水平。（2）中国香港 97 回归前发生了三次股灾，但当时上市金融公司还比较少。2008 年受全球金融危机波及，香港恒指下探 65%，主要金融股估值情况：银行股（交通银行-80%、中银香港-75%、恒生银行-60%）、券商股（新鸿基-88%、英皇-94%、第一上海-93%）。相较之下券商股跌幅更深，同时危机后反弹程度：保险股大于银行股大于券商股，中国财险、中国平安等于 2009 年中即回到金融危机前估值水平，随后步入持续三年的上行区间。
- 危机不可预测，哪怕发生危机，大券商的估值有 ROE 作为支撑，料将呈现显著抗跌性。金融危机由多重因素叠加，具有突发性。我国一直注重防范严重的金融危机产生，由于中国市场还在渐进开放过程中，受全球性金融时间冲击具备一定抗压性。券商股当前面临的压力主要来自于弱市之下，经营情况恶化。我们认为，弱市恰好给了券商股价值回归的机会。美国投行 ROE 低于 5% 时，市净率低于 1 倍处于合理区间，我国证券行业全年 ROE 预计不超过 4%。中信证券上半年摊薄 ROE 为 3.71%，全年有望与去年（7.63%）持平。华泰证券上半年完成非公开发行，摊薄 ROE 仍有 3.50%，大幅领先行业。这两家券商年初以来股价走势均跑赢指数。
- 在整个证券市场不利的情况下，盈利能力稳健的券商我们相信其估值水平也表现出相当的抵御市场风险能力，继续推荐中信证券、华泰证券。
- 风险提示：二级交投持续不振，债券市场下行压力，金融监管超预期，中美关系恶化

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2018E	2019E	2020E	2018E	2019E	2020E		
中信证券	15.89	0.97	1.15	1.38	16.38	13.82	11.51	1.29	推荐
华泰证券	14.88	1.21	1.32	1.44	12.3	11.27	10.33	1.41	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2018 年 09 月 07 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：洪锦屏

电话：0755-82755952
邮箱：hongjinping@hcyjs.com
执业编号：S0360516110002

证券分析师：王舫朝

电话：010-66500995
邮箱：wangfangzhao@hcyjs.com
执业编号：S0360518010003

证券分析师：徐康

电话：021-20572556
邮箱：xukang@hcyjs.com
执业编号：S0360518060005

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	38	1.07
总市值(亿元)	16,980.45	3.23
流通市值(亿元)	12,112.25	3.22

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-2.55	-24.35	-33.39
相对表现	0.98	-4.12	-19.06



相关研究报告

《证券行业月报(2018年6月):弱市业绩承压,推动券商分化》

2018-07-11

《资管业务新规细则点评:方向已定,博弈情绪又起》

2018-07-23

《证券行业月报(2018年7月):月数据同比仍然承压,边际有好转倾向——上市券商7月经营数据点评》

2018-08-08

目 录

一、上半年行业宏观情况解析.....	5
二、中报综述：各业务线承压收缩，唯资管业务企稳.....	6
（一）经纪业务.....	6
（二）资本中介业务.....	10
（三）证券投资业务.....	12
（四）投行业务.....	14
（五）资产管理业务.....	16
三、中期策略：危机之下金融股如何沉浮.....	17
（一）日本 1990 年金融危机.....	17
1、危机链条：利率下调，货币超发->金融地产泡沫->利率调高后股市楼市相继崩盘.....	17
（二）美国 2008 年次贷危机.....	19
1、危机链条：扩张性财政政策->低利率下住房地产泡沫->利率上行后房贷违约.....	19
（三）如果金融危机来临，海外金融股相对表现如何？.....	21
1、美国金融股：银行恢复能力优于保险及券商.....	21
2、香港金融股：券商跌幅最深，反弹程度最弱.....	23
（四）投资建议.....	24
（五）风险提示.....	27

图表目录

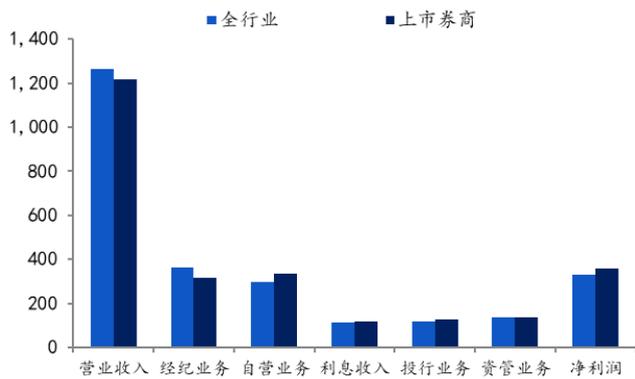
图表 1	上半年全行业与上市公司各项收入情况对比.....	5
图表 2	上半年全行业与上市公司收入结构对比.....	5
图表 3	证券行业各项主营业务收入占比趋势图.....	5
图表 4	全行业净利润分季度同比情况.....	6
图表 5	全行业营业收入分季度同比情况.....	6
图表 6	上市公司净利润分季度同比情况.....	6
图表 7	上市公司营业收入分季度同比情况.....	6
图表 8	月日均成交额 1 月以来一路下行.....	7
图表 9	前八个月 A 股成交额同比-9%.....	7
图表 10	月换手率全年波动式下滑.....	7
图表 11	佣金率下行幅度显著放缓.....	7
图表 12	上市券商经纪业务收入及同比增幅对比（单位：百万元）.....	7
图表 13	行业及主要券商佣金率变化图.....	9
图表 14	上市券商佣金率变化.....	9
图表 15	两融余额走势图（单位：亿元）.....	10
图表 16	融资融券/流通市值比例位于低位.....	10
图表 17	月融资交易占比上半年有所下降.....	10
图表 18	上半年 10 年期国债收益率下行超过 40bp.....	11
图表 19	上市券商利息净收入及同比增幅对比（单位：百万元）.....	11
图表 20	一季度末自营规模较期初+8%，其中固收+11%.....	12
图表 21	债券投资比例今年上升.....	12
图表 22	上市券商投资收益及同比增幅对比（单位：百万元）.....	13
图表 23	IPO 前 8 月募资同比降 35%.....	14
图表 24	再融资规模前 8 月同比下降 2%.....	14
图表 25	公司债+企业债前 8 月合计增 7%.....	14
图表 26	上市券商证券承销业务收入及同比增幅对比（单位：百万元）.....	15
图表 27	资管收入上半年同比微降 1%.....	16
图表 28	资管规模持续下行.....	16
图表 29	上市券商证券承销业务收入及同比增幅对比（单位：百万元）.....	16
图表 30	日本 1985-1992 年基准利率.....	17
图表 31	日本 1985-1993 年货币供应量及其增长率和 GDP 增长率.....	18
图表 32	日本 1968-1997 年六大都市土地价格指数.....	18

图表 33	危机前后日本股市表现.....	19
图表 34	美国 2000-2008 年联邦基金利率（日）.....	19
图表 35	美国 2000-2008 年联邦基金利率（日）.....	20
图表 36	美国 1990-2013 年季度建造住宅数.....	20
图表 37	美国 1990-2009 年住房价格指数.....	21
图表 38	高盛、摩根史丹利金融危机期间估值表现.....	22
图表 39	美国银行股金融危机期间估值表现.....	22
图表 40	美国银行股金融危机期间估值表现.....	23
图表 41	港股券商金融危机期间估值表现.....	23
图表 42	港股银行金融危机期间估值表现.....	24
图表 43	港股保险金融危机期间估值表现.....	24
图表 44	2008 年金融危机海外券商盈利情况及估值.....	25
图表 45	美国投行 PB 和 ROE 拟合结果	25
图表 46	我国证券行业 ROE 走势.....	25
图表 47	我国证券行业 PB 估值创新低.....	25
图表 48	2018 年上市券商中报归母净利润及 ROE 情况（单位：亿元）.....	26

一、上半年行业宏观情况解析

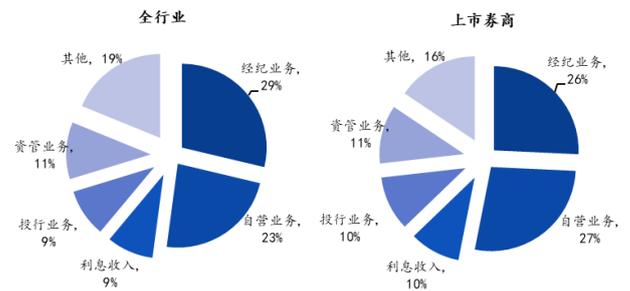
2018 年上半年，中国经济由中高速增长阶段步入高质量发展阶段。GDP 同比增长 6.8%，好于市场预期，全年大概率能完成预期增长目标。中美贸易战爆发以及美联储加息等事件影响下，全球金融股市场动荡，风险规避情绪上升，新兴市场普遍承受了资本流出和货币贬值的压力。上半年 A 股急涨后下跌，6 月 30 日，沪深 300 指数收于 3511 点，较年初跌幅 12.90%。上证综指跌幅 13.90%，创业板指跌幅 8.33%。上半年日均成交额 4386 亿元，较去年同期微增 0.5%。沪深两融日均余额 10034 亿元，较去年全年均值 9364 亿元上升 7.16%。

图表 1 上半年全行业与上市公司各项收入情况对比



资料来源：SAC，华创证券

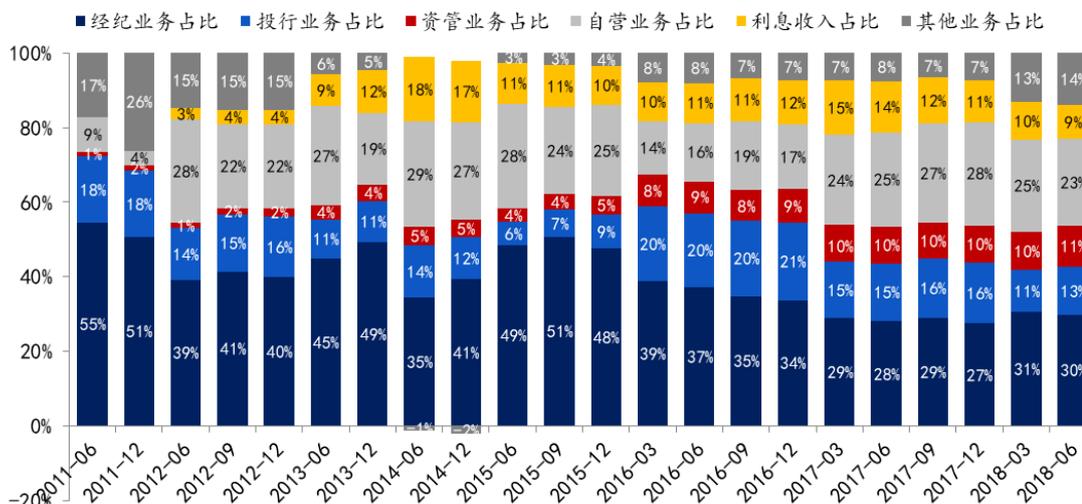
图表 2 上半年全行业与上市公司收入结构对比



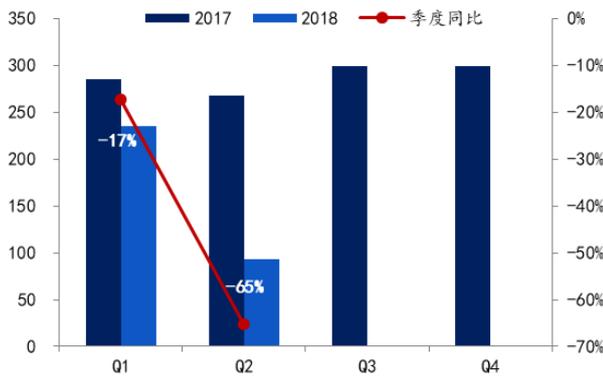
资料来源：SAC，华创证券

全行业 131 家证券公司实现营收 1266 亿元，同比-12%，净利润 328.61 亿元，同比-41%。其中，Q2 净利润仅 93.02 亿，同比-65%。证券公司各主营业务收入分别为代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）363.76 亿元（-6%YoY）、证券承销与保荐业务净收入 116.86 亿元（-31%YoY）、财务顾问业务净收入 45.16 亿元（-13%YoY）、投资咨询业务净收入 14.54 亿元（-7%YoY）、资产管理业务净收入 138.88 亿元（-1%YoY）、证券投资收益（含公允价值变动）295.50 亿元（-19%YoY）、利息净收入 112.92 亿元（-43%YoY）。106 家公司实现盈利，**证券行业 ROE 为 1.77%，较去年同期下降 1.39 个百分点。**

图表 3 证券行业各项主营业务收入占比趋势图



资料来源：SAC，华创证券

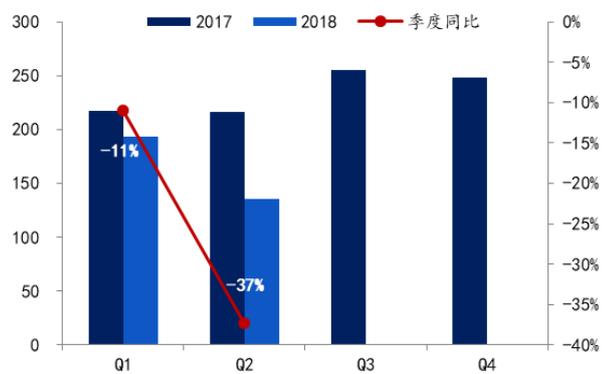
图表 4 全行业净利润分季度同比情况


资料来源: SAC, 华创证券

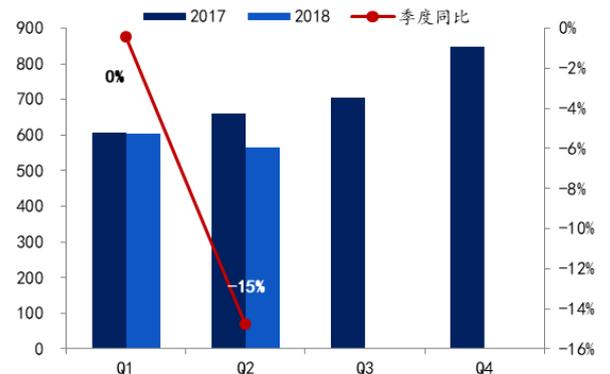
图表 5 全行业营业收入分季度同比情况


资料来源: SAC, 华创证券

2018 年上半年, 行业新增 3 家上市公司华西证券、南京证券、中信建投, 直接上市券商增至 32 家。上半年 32 家上市券商实现营业收入 1219 亿元 (-8% YoY, -25% HoH), 实现归母净利润 340 亿元 (-23% YoY, -34% HoH)。各主营业务收入分别为代理买卖证券业务净收入 314 亿元 (-5% YoY, -14% HoH)、证券承销与保荐业务净收入 127 亿元 (-22% YoY, -39% HoH)、资产管理业务净收入 137 亿元 (10% YoY, -13% HoH)、自营业务净收入 333 亿元 (-17% YoY, -41% HoH)、利息净收入 118 亿元 (-31% YoY, -15% HoH)。

图表 6 上市公司净利润分季度同比情况


资料来源: 公司公告, 华创证券

图表 7 上市公司营业收入分季度同比情况


资料来源: 公司公告, 华创证券

二、中报综述: 各业务线承压收缩, 唯资管业务企稳

(一) 经纪业务

贸易战笼罩下避险情绪上升, 二级市场交投遇冷。上半年两市日均成交额 4386 亿元, 同比微增 0.55%。其中, 1 月的日均成交额在相对高点 5194 亿元, 其后各月日均成交额呈现逐月收缩, 6 月不足 3500 亿元。月换手率呈波动式下滑, 较去年整体下行。

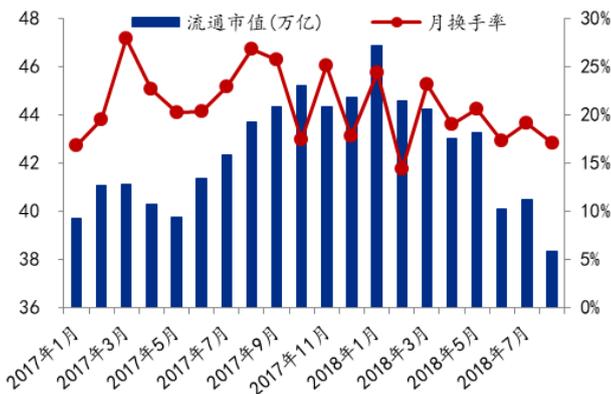
上市公司上半年经纪业务收入同比下降 5%, 在总收入中占比由 2017H2 的 22% 升至 26%。中信证券借由私募股票型产品销售带动交易增长, 上半年股基市占率逆势上升, 同时佣金率降幅小于行业, 经纪业务收入稳居市场第一, 实现稳健增长。方正、国信、银河三家经纪业务收入占比超过 40%, 其中方正证券达到 54%, 对经纪业务形成较大依赖。

图表 8 月日均成交额 1 月以来一路下行

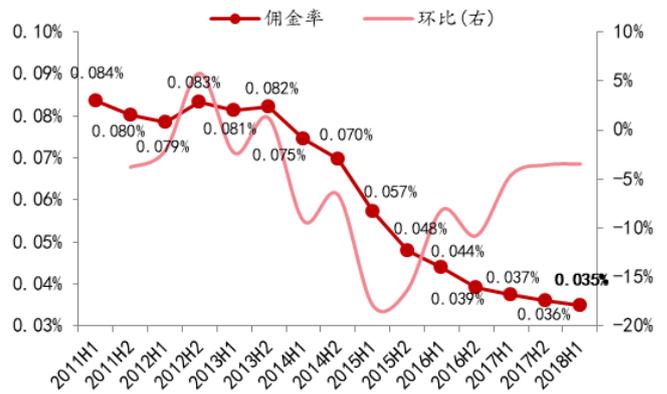

资料来源: wind, 华创证券

图表 9 前八个月 A 股成交额同比-9%


资料来源: wind, 华创证券

图表 10 月换手率全年波动式下滑


资料来源: wind, 华创证券

图表 11 佣金率下行幅度显著放缓


资料来源: wind, 华创证券

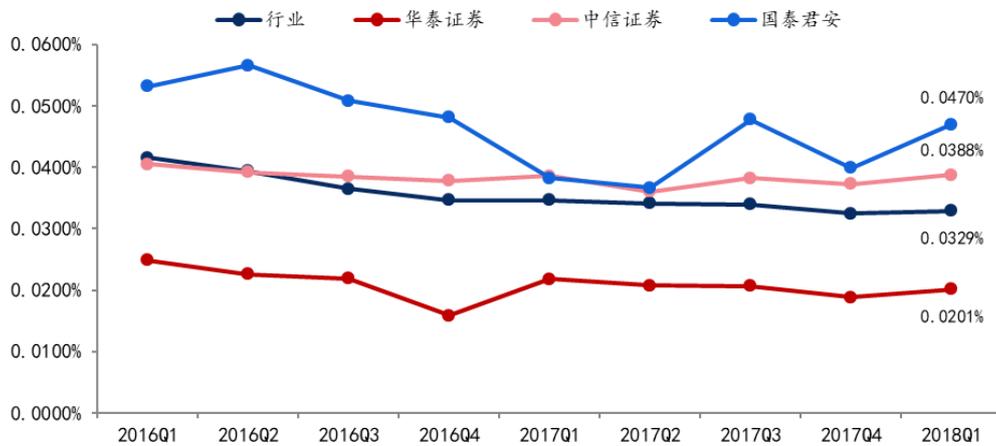
图表 12 上市券商经纪业务收入及同比增幅对比 (单位: 百万元)

公司名称	2017H1	2017H2	2018H1	YoY	HoH	上期收入%	本期收入%
中信证券	4,000	4,045	4,112	3%	2%	16%	21%
国泰君安	2,664	2,942	2,536	-5%	-14%	23%	22%
广发证券	2,024	2,312	1,980	-2%	-14%	20%	26%
中国银河	2,069	2,326	1,972	-5%	-15%	41%	46%
国信证券	2,029	2,364	1,929	-5%	-18%	36%	48%
申万宏源	2,102	2,457	1,908	-9%	-22%	34%	31%
华泰证券	2,029	2,181	1,860	-8%	-15%	17%	23%
招商证券	1,844	2,192	1,856	1%	-15%	29%	39%
海通证券	1,927	2,014	1,657	-14%	-18%	13%	15%
中信建投	1,428	1,618	1,335	-7%	-17%	26%	25%
方正证券	1,392	1,506	1,241	-11%	-18%	50%	54%
光大证券	1,245	1,401	1,234	-1%	-12%	24%	30%

公司名称	2017H1	2017H2	2018H1	YoY	HoH	上期收入%	本期收入%
长江证券	795	978	891	12%	-9%	34%	38%
兴业证券	686	817	771	12%	-6%	17%	23%
东方证券	684	788	740	8%	-6%	13%	17%
国金证券	569	666	551	-3%	-17%	28%	33%
华西证券	515	559	445	-13%	-20%	42%	33%
东吴证券	502	507	440	-12%	-13%	24%	29%
浙商证券	469	502	417	-11%	-17%	20%	24%
财通证券	407	452	369	-9%	-18%	24%	20%
东北证券	365	389	362	-1%	-7%	14%	18%
东兴证券	393	433	348	-11%	-20%	20%	24%
华安证券	378	399	317	-16%	-21%	44%	39%
国元证券	361	390	312	-14%	-20%	20%	28%
西部证券	348	348	311	-11%	-11%	20%	27%
西南证券	322	341	284	-12%	-17%	20%	20%
国海证券	327	345	275	-16%	-20%	28%	28%
中原证券	259	286	221	-14%	-23%	22%	26%
山西证券	242	234	209	-14%	-11%	10%	7%
南京证券	233	238	199	-15%	-17%	34%	31%
太平洋	136	154	166	22%	8%	17%	34%
第一创业	134	150	137	2%	-9%	14%	18%
上市公司合计	32,877	36,336	31,384	-5%	-14%	22%	26%
行业合计	38,854	43,238	36,376	-6%	-16%	26%	29%

资料来源: wind, 华创证券

佣金率下行幅度趋缓但依然承压。上半年成交额同比持稳, 经纪业务收入下滑仍在于佣金率承压。2018H1 行业平均佣金率为 3.5% (证券公司代理买卖证券业务净收入/A 股期间成交额), 较去年同期 3.7% 下降 6.89%。交易所自 4 月起停止公布各会员的股基成交市场份额, 就各家券商 Q1 佣金率来看, 国信和申万平均佣金率还维持相对较高水平, 在万五以上。华泰证券佣金率显著低于行业水平, 公司出色的成本控制能力与零售端金融科技的广泛运用密不可分, 85% 的交易客户通过“涨乐财富通”进行交易, 一直位列证券公司类 APP 月活数首位。

图表 13 行业及主要券商佣金率变化图


资料来源: SAC, 华创证券

图表 14 上市券商佣金率变化

公司名称	2017Q1	2017Q4	2018Q1	YoY	QoQ
国信证券	0.054%	0.056%	0.055%	2%	-3%
申万宏源	0.058%	0.065%	0.052%	-10%	-21%
太平洋	0.049%	0.043%	0.049%	-1%	13%
国泰君安	0.038%	0.040%	0.047%	23%	18%
方正证券	0.038%	0.043%	0.043%	12%	-1%
西部证券	0.066%	0.058%	0.040%	-40%	-31%
中信证券	0.039%	0.037%	0.039%	1%	4%
兴业证券	0.037%	0.041%	0.038%	3%	-6%
招商证券	0.037%	0.037%	0.038%	2%	3%
东方证券	0.040%	0.029%	0.037%	-9%	25%
长江证券	0.032%	0.031%	0.036%	12%	15%
广发证券	0.038%	0.037%	0.036%	-7%	-3%
光大证券	0.036%	0.034%	0.035%	-4%	2%
东北证券	0.039%	0.025%	0.035%	-12%	39%
国海证券	0.037%	0.020%	0.033%	-12%	68%
东兴证券	0.033%	0.035%	0.032%	-2%	-8%
国元证券	0.034%	0.032%	0.031%	-8%	-5%
西南证券	0.035%	0.038%	0.031%	-11%	-19%
山西证券	0.039%	0.026%	0.029%	-24%	14%
国金证券	0.033%	0.036%	0.029%	-12%	-19%
海通证券	0.030%	0.027%	0.027%	-7%	1%
东吴证券	0.034%	0.029%	0.027%	-21%	-7%
华泰证券	0.022%	0.019%	0.020%	-8%	7%

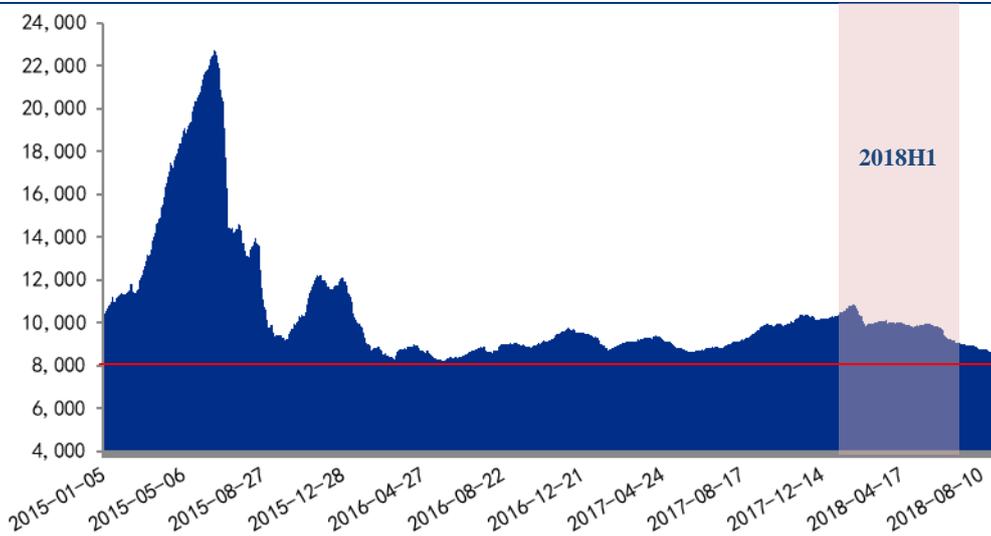
公司名称	2017Q1	2017Q4	2018Q1	YoY	QoQ
行业佣金率	0.035%	0.033%	0.033%	-5%	1%

资料来源: wind, 华创证券

(二) 资本中介业务

两融余额及股质业务规模从年初起收缩。沪深两融上半年日均余额 10034 亿元,较去年全年均值 9364 亿元上升 7.16%。1 月两融余额曾触及 1.08 万亿,2 月投资者风险偏好骤然收缩,两融余额一路下行,六月末沪深两融余额 9194 亿元,较去年末下降 10.42%。股权质押业务余额同比增速下降,上半年市场下行压力下,黑天鹅事件频发,股权质押业务风险暴露。同时,以资管计划作为融资工具的表外业务持续收缩,自有资金参与规模占比不断提升,一季度末已超过一半,达到 54%。自有资金承担风险增大,不少券商在中报中增提了减值准备。

图表 15 两融余额走势图 (单位: 亿元)



资料来源: SAC, 华创证券

图表 16 融资融券/流通市值比例位于低位



资料来源: wind, 华创证券

图表 17 月融资交易占比上半年有所下降

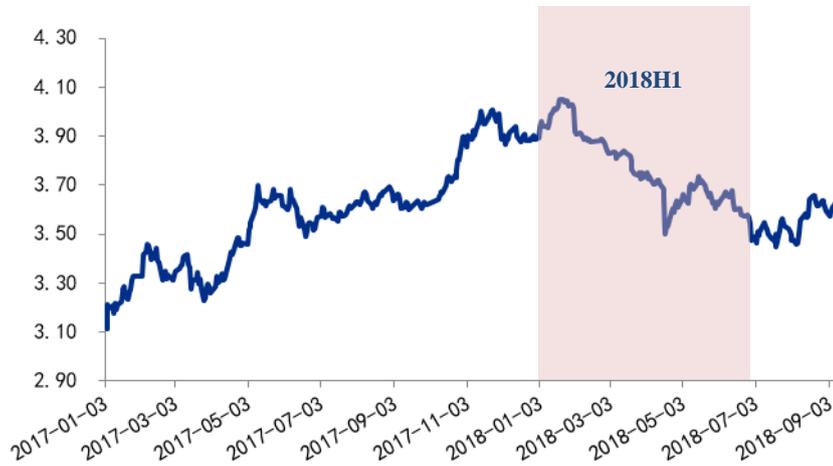


资料来源: wind, 华创证券

融资成本边际下降, 利差逐渐扩大。利差方面,上半年受流动性持续宽松等因素影响,债市利率普遍回落,证券公司新增融资成本下降,但存续债务成本依然较高,融资成本有一个逐渐替换、缓慢下降的过程。股票质押融资利率

上半年普遍上行，券商议价能力提升，利差扩大约 100bp。但受业务规模收缩影响，2018 年上半年全行业利息净收入 113 亿元，同比下降 43%。其中，上市公司同比下降 31%，在总收入中占比由 2017H2 的 9% 升至 10%。

图表 18 上半年 10 年期国债收益率下行超过 40bp



资料来源: wind, 华创证券

图表 19 上市券商利息净收入及同比增幅对比 (单位: 百万元)

公司名称	2017H1	2017H2	2018H1	YoY	HoH	上期收入%	本期收入%
国泰君安	2,859	2,848	2,764	-3%	-3%	22%	24%
海通证券	1,743	1,923	2,420	39%	26%	12%	22%
华泰证券	1,722	1,878	1,310	-24%	-30%	14%	16%
中国银河	1,532	1,455	1,264	-17%	-13%	26%	29%
国信证券	1,155	1,183	937	-19%	-21%	18%	23%
中信证券	1,295	1,110	932	-28%	-16%	5%	5%
申万宏源	1,077	673	765	-29%	14%	9%	13%
招商证券	957	840	527	-45%	-37%	11%	11%
中信建投	770	555	486	-37%	-12%	9%	9%
长江证券	663	468	316	-52%	-33%	16%	13%
国金证券	349	369	307	-12%	-17%	16%	18%
国元证券	453	390	280	-38%	-28%	20%	25%
光大证券	689	557	269	-61%	-52%	9%	7%
华西证券	234	209	219	-6%	5%	16%	16%
方正证券	315	293	216	-32%	-26%	10%	9%
广发证券	386	84	213	-45%	152%	1%	3%
南京证券	255	193	199	-22%	3%	27%	31%
中原证券	231	230	186	-19%	-19%	18%	22%
浙商证券	178	239	160	-10%	-33%	9%	9%
华安证券	295	274	147	-50%	-46%	30%	18%
财通证券	125	138	136	9%	-1%	7%	8%

公司名称	2017H1	2017H2	2018H1	YoY	HoH	上期收入%	本期收入%
东北证券	-53	-75	31	-159%	-142%	-3%	2%
西部证券	300	75	5	-98%	-94%	4%	0%
第一创业	79	46	-1	-101%	-102%	4%	0%
山西证券	46	10	-50	-207%	-585%	0%	-2%
西南证券	28	-245	-63	-327%	-74%	-14%	-4%
太平洋	146	38	-74	-150%	-293%	4%	-15%
兴业证券	312	107	-140	-145%	-230%	2%	-4%
国海证券	-105	-259	-305	189%	18%	-21%	-31%
东吴证券	-222	-345	-343	55%	0%	-16%	-22%
东兴证券	-53	-139	-375	605%	170%	-6%	-26%
东方证券	-787	-1,223	-944	20%	-23%	-21%	-22%
上市公司合计	16,972	13,900	11,793	-31%	-15%	9%	10%
行业合计	19,793	15,016	11,292	-43%	-25%	9%	9%

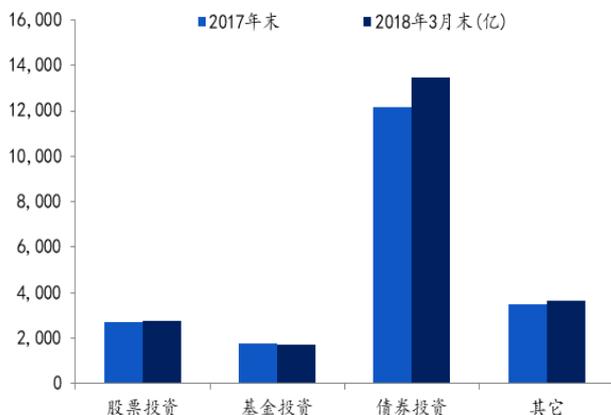
资料来源: wind, 华创证券

(三) 证券投资业务

股弱债强，证券投资收益仍为券商的第二大收入来源。股市主要指数二季度下行加深，沪深 300 指数收于 3511 点，较年初跌幅 12.90%，上证综指跌幅 13.90%，创业板指跌幅 8.33%。债市走强，10 年期国债收益率下行超过 40bp，券商今年自营配置整体加仓固收投资。2018 上半年行业实现证券投资收益(含公允价值变动)296 亿元，同比降 19%。而上市券商无一亏损，合计实现投资收益 333 亿元，同比降 17%，占总收入的 27%，占比下降显著但仍略高于经纪业务，成为第一大收入支柱。

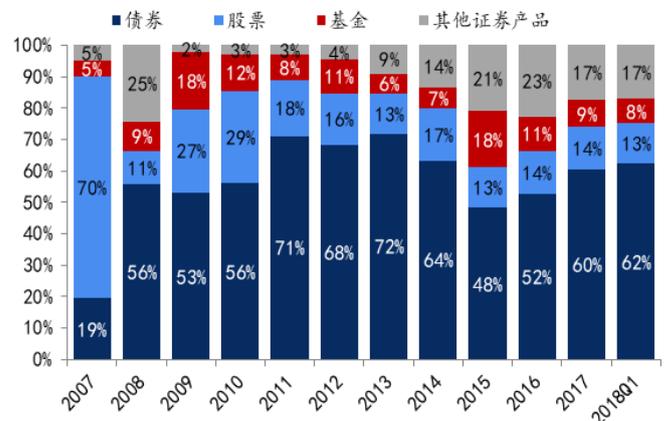
个体之间自营收入分化十分显著，且具有较大波动性。作为典型的投资驱动券商，东方证券上半年的投资收益同比下滑 54%，在总收入中由上期的 67% 降至本期的 35%。中原、国金、东兴、一创等投资收益同比实现高速增长。中信证券继续大力发展场外衍生品业务，自营业绩突出，收入居行业首位且与其他券商有较大差距。

图表 20 一季度末自营规模较期初+8%，其中固收+11%



资料来源: SAC, 华创证券

图表 21 债券投资比例今年上升



资料来源: SAC, 华创证券

图表 22 上市券商投资收益及同比增幅对比 (单位: 百万元)

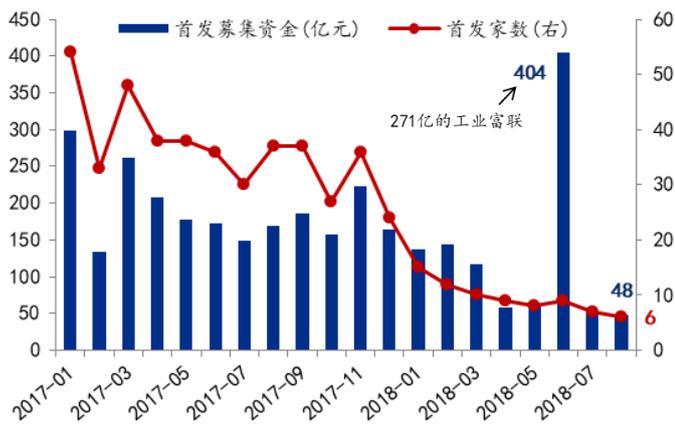
公司名称	2017H1	2017H2	2018H1	YoY	HoH	上期收入%	本期收入%
中信证券	4,508	8,809	5,334	18%	-39%	36%	27%
国泰君安	3,166	3,734	3,077	-3%	-18%	29%	27%
华泰证券	2,406	6,161	2,529	5%	-59%	47%	31%
广发证券	4,392	5,058	2,497	-43%	-51%	44%	33%
申万宏源	1,581	2,392	2,166	37%	-9%	33%	36%
海通证券	4,613	5,423	1,832	-60%	-66%	35%	17%
中信建投	1,140	1,280	1,543	35%	21%	21%	29%
东方证券	3,258	3,957	1,501	-54%	-62%	67%	35%
光大证券	870	1,708	1,306	50%	-24%	29%	32%
兴业证券	1,706	2,047	1,005	-41%	-51%	43%	30%
财通证券	1,254	686	968	-23%	41%	37%	53%
招商证券	1,314	2,409	966	-26%	-60%	32%	20%
东兴证券	599	1,226	962	61%	-21%	55%	65%
西南证券	698	1,225	803	15%	-34%	72%	57%
国海证券	667	536	617	-7%	15%	44%	63%
山西证券	544	493	616	13%	25%	22%	21%
西部证券	454	788	614	35%	-22%	45%	54%
华西证券	395	248	559	41%	125%	19%	41%
东北证券	496	1,068	550	11%	-48%	38%	27%
长江证券	575	612	502	-13%	-18%	21%	21%
东吴证券	728	889	466	-36%	-48%	42%	30%
方正证券	859	702	451	-48%	-36%	24%	20%
国金证券	215	237	346	61%	46%	10%	21%
浙商证券	375	407	306	-18%	-25%	16%	17%
国信证券	947	1,389	298	-68%	-79%	21%	7%
国元证券	512	705	289	-44%	-59%	36%	26%
中国银河	1,380	877	260	-81%	-70%	15%	6%
太平洋	-43	449	243	-669%	-46%	49%	50%
第一创业	147	270	236	61%	-13%	25%	31%
华安证券	234	142	212	-9%	50%	16%	26%
中原证券	107	308	175	63%	-43%	24%	20%
南京证券	112	170	104	-7%	-39%	24%	16%
上市公司合计	40,210	56,407	33,334	-17%	-41%	35%	27%
行业合计	36,589	49,509	29,550	-19%	-40%	30%	23%

资料来源: wind, 华创证券

(四) 投行业务

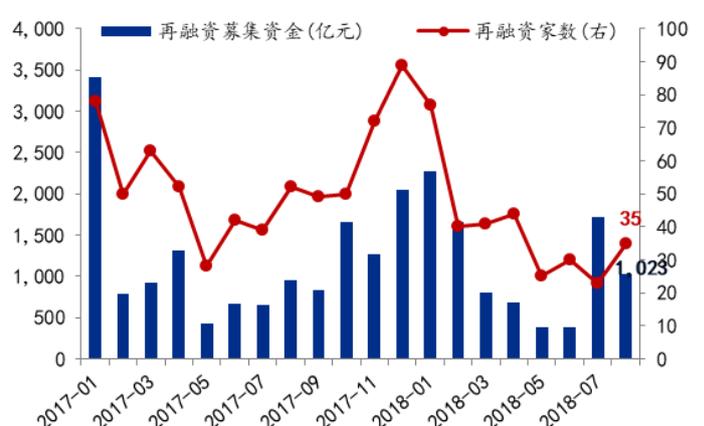
IPO 过会率显著降低，上半年股权融资收缩严重。一级市场方面，IPO 过会率低于同期。上半年 IPO 整体过会率为 48.74%（去年同期为 81.45%），下半年以来 IPO 通过率有所提高，前八月通过率为 50.66%，但比起去年全年 76.31% 的通过率仍有很大差距。叠加审核趋严之下许多企业撤回 IPO 申请材料，券商 IPO 承销业务大幅下滑。上半年首发家数为 63 家（去年同期为 247 家），首发募集资金 923 亿元，较去年同期下滑 26%，其中还包括单笔高达 271 亿的工业富联。再融资上半年家数 257 家（去年同期为 313 家），募资规模 6173 亿元，同比下滑 18%。债承回暖，上半年公司债、企业债合计发行 6787 亿元，同比增 37%。

图表 23 IPO 前 8 月募资同比降 35%



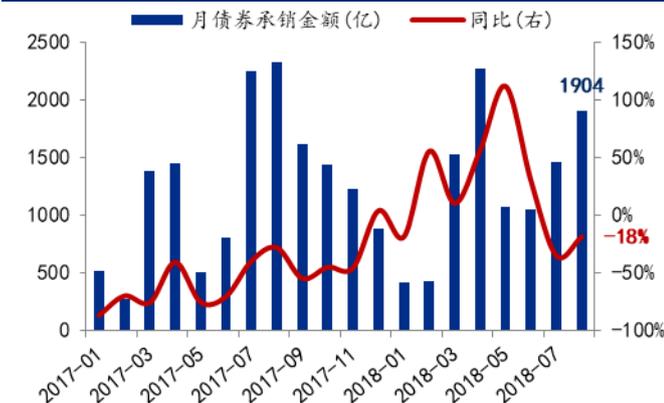
资料来源: wind, 华创证券

图表 24 再融资规模前 8 月同比下降 2%



资料来源: wind, 华创证券

图表 25 公司债+企业债前 8 月合计增 7%



资料来源: wind, 华创证券

量价齐跌，投行收入上半年下滑显著。 IPO 及再融资收缩而债券承销增长，债承费率显著低于 IPO，投行整体费率结构性下降。行业证券承销合计收入 117 亿元，同比下降 31%，在整个行业收入中占比已经不到 10%。上市券商的下滑幅度相对缓慢，上半年合计投行收入 127 元，同比下滑 22%。华泰证券以同比 20% 的正增长，承销收入超过了招商、广发、国信等多家传统强投行券商。上半年，华泰联合共上报 4 家 IPO 和 4 家并购重组，通过率 100%，项目储备踩准了监管节奏，录得强势增长。

图表 26 上市券商证券承销业务收入及同比增幅对比 (单位: 百万元)

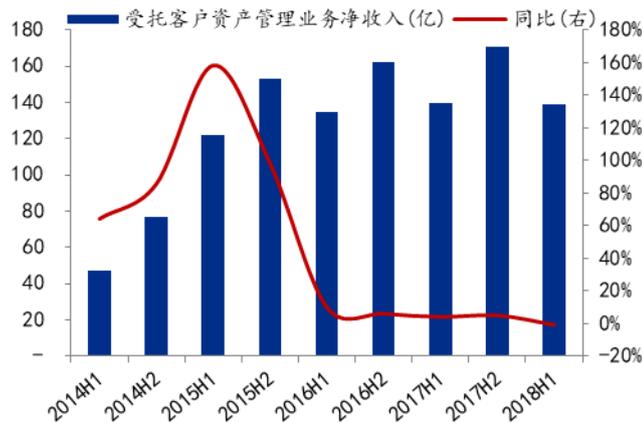
公司名称	2017H1	2017H2	2018H1	YoY	HoH	上期收入%	本期收入%
中信证券	1,842	2,564	1,750	-5%	-32%	10%	9%
海通证券	1,630	1,699	1,525	-6%	-10%	11%	14%
中信建投	1,304	2,044	1,421	9%	-30%	33%	27%
国泰君安	1,313	1,394	1,050	-20%	-25%	11%	9%
华泰证券	673	1,366	808	20%	-41%	11%	10%
招商证券	1,013	1,185	583	-42%	-51%	16%	12%
东方证券	637	685	576	-10%	-16%	12%	13%
广发证券	1,327	1,427	566	-57%	-60%	12%	7%
国信证券	924	1,206	558	-40%	-54%	19%	14%
申万宏源	582	815	403	-31%	-51%	11%	7%
光大证券	314	826	362	16%	-56%	14%	9%
兴业证券	580	575	355	-39%	-38%	12%	11%
东兴证券	305	442	349	15%	-21%	20%	24%
中国银河	139	418	333	139%	-20%	7%	8%
西南证券	269	357	270	0%	-24%	21%	19%
长江证券	350	358	244	-30%	-32%	12%	10%
东吴证券	448	311	226	-50%	-27%	15%	15%
国金证券	637	730	187	-71%	-74%	31%	11%
浙商证券	245	241	165	-33%	-32%	9%	9%
国元证券	184	291	150	-19%	-48%	15%	14%
方正证券	143	248	124	-13%	-50%	8%	5%
西部证券	207	388	115	-44%	-70%	22%	10%
山西证券	293	273	97	-67%	-64%	12%	3%
东北证券	117	203	90	-23%	-56%	7%	4%
南京证券	40	49	84	109%	71%	7%	13%
国海证券	231	231	69	-70%	-70%	19%	7%
财通证券	86	153	64	-25%	-58%	8%	4%
太平洋	42	85	59	41%	-31%	9%	12%
第一创业	166	219	55	-67%	-75%	20%	7%
华西证券	187	149	52	-72%	-65%	11%	4%
中原证券	35	82	32	-9%	-61%	6%	4%
华安证券	51	39	26	-50%	-35%	4%	3%
上市公司合计	16,317	21,053	12,749	-22%	-39%	13%	10%
行业合计	16,923	21,501	11,686	-31%	-46%	13%	9%

资料来源: wind, 华创证券

(五) 资产管理业务

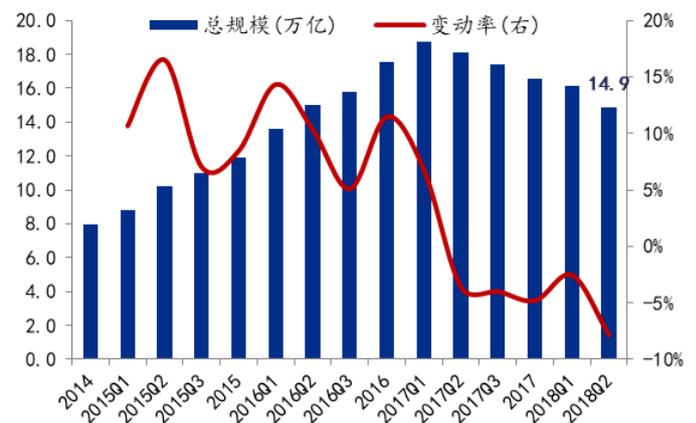
规模下降，收入稳健。上半年资管新规正式落地，正式稿较意见稿核心原则问题不变，但更灵活且具有可操作性。降通道+转主动早已经是业内共识，多数券商资管整体规模在年中下降，体现为通道业务收缩，而主动管理规模扩大。通道管理费率非常低，因而总规模的收缩对券商资管收入影响甚微。截至 6 月末行业资管规模 14.9 万亿，较去年底下降了 10.19%，而全行业上半年资管业务合计收入 139 亿元，同比上升微降不到 1%。上市公司主动管理能力更具优势，合计收入 137 亿元，同比增 10%。其中，中信证券资产管理规模、资产管理收入、主动管理资产规模三项中报指标均列市场第一。

图表 27 资管收入上半年同比微降 1%



资料来源: wind, 华创证券

图表 28 资管规模持续下行



资料来源: AMAC, 公司公告, 华创证券

图表 29 上市券商证券承销业务收入及同比增幅对比 (单位: 百万元)

公司名称	2017H1	2017H2	2018H1	YoY	HoH	上期收入%	本期收入%
中信证券	2,669	3,026	2,911	9%	-4%	12%	15%
广发证券	1,811	2,171	1,861	3%	-14%	19%	24%
东方证券	644	1,333	1,503	133%	13%	23%	35%
华泰证券	1,139	1,167	1,179	3%	1%	9%	14%
海通证券	912	1,185	868	-5%	-27%	8%	8%
国泰君安	886	897	808	-9%	-10%	7%	7%
申万宏源	597	706	719	20%	2%	10%	12%
招商证券	537	608	606	13%	0%	8%	13%
中国银河	313	380	382	22%	1%	7%	9%
光大证券	199	903	341	71%	-62%	15%	8%
中信建投	319	519	299	-6%	-42%	8%	6%
第一创业	312	308	273	-13%	-12%	29%	36%
财通证券	273	401	249	-9%	-38%	22%	14%
长江证券	286	353	218	-24%	-38%	12%	9%
东兴证券	163	238	163	0%	-31%	11%	11%
方正证券	135	155	153	14%	-1%	5%	7%
兴业证券	173	242	137	-21%	-43%	5%	4%

公司名称	2017H1	2017H2	2018H1	YoY	HoH	上期收入%	本期收入%
国信证券	126	122	123	-2%	1%	2%	3%
浙商证券	186	156	112	-40%	-28%	6%	6%
太平洋	89	197	95	7%	-52%	21%	19%
东吴证券	197	15	88	-55%	484%	1%	6%
东北证券	100	108	80	-21%	-26%	4%	4%
国金证券	85	104	78	-8%	-25%	4%	5%
山西证券	56	65	75	33%	16%	3%	3%
华西证券	15	76	75	386%	-2%	6%	5%
国海证券	80	86	71	-11%	-17%	7%	7%
西南证券	53	31	58	10%	84%	2%	4%
中原证券	30	61	53	74%	-14%	5%	6%
华安证券	30	38	49	63%	29%	4%	6%
西部证券	49	56	33	-32%	-41%	3%	3%
国元证券	30	85	31	4%	-63%	4%	3%
南京证券	33	50	30	-10%	-40%	7%	5%
上市公司合计	12,528	15,845	13,723	10%	-13%	10%	11%
行业合计	13,988	17,033	13,888	-1%	-18%	10%	11%

资料来源: wind, 华创证券

三、中期策略：危机之下金融股如何沉浮

下文将回溯日本 1990 年金融危机、2008 年美国次贷危机及全球金融危机，对比金融股的表现，为 A 股市场提供一些参考。

（一）日本 1990 年金融危机

1、危机链条：利率下调，货币超发->金融地产泡沫->利率调高后股市楼市相继崩盘

图表 30 日本 1985-1992 年基准利率

时间	1985	1986.1	1986.3	1986.4	1986.11	1987.2
基准利率	5.0	4.5	4.0	3.5	3.0	2.5
时间	1989.5	1989.10	1989.12	1990.3	1990.8	1991.7
基准利率	3.25	3.75	4.25	5.25	6.0	5.50
时间	1991.11	1991.12	1992.3	1992.5		
基准利率	5.00	4.50	4.00	3.75		

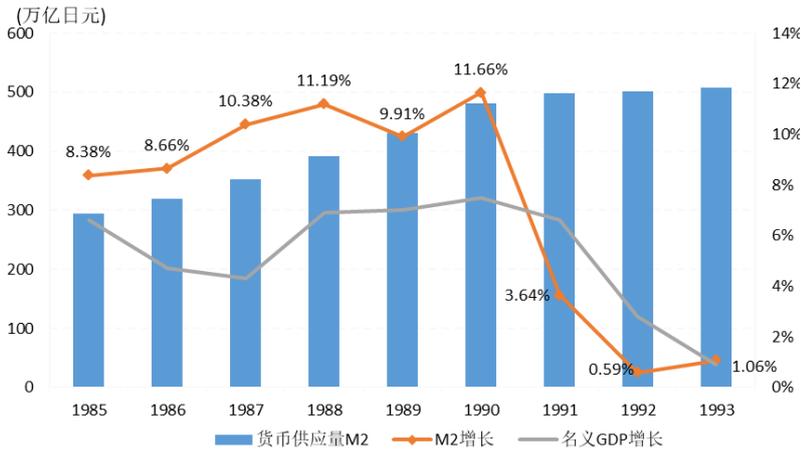
资料来源: 国际货币基金组织, 华创证券

《广场协议》促使日元升值，导致利率下调。在经历了战后恢复、高速发展以及两次石油危机之后，日本产业结构从传统的制造业、建筑业为主的劳动密集型产业转向制造业和服务业等资本密集型产业，后升级为机械制造业为主导技术密集型产业，对美国的出口不断扩大，贸易顺差大幅增加。美国处在财政赤字和贸易逆差的“双赤字”的情况下，联合英国、德国和法国于 1985 年 9 月 22 日同日本签订《广场协议》，旨在抑制美元升值、促使美元贬值，

解决美国的巨额贸易逆差，这就迫使日本大量抛售美元、买入日元。为了摆脱日元升值的困境，日本银行 1986 年一年中连续四次降低基准利率，并在 1987 年 2 月下调至 2.5%，为当时的历史最低水平，维持了 27 个月。

同时，日本货币供应量在 1986 年开始出现高速增长，一直持续到 1990 年。而同期的名义 GDP 增长率逐渐放缓，两者之间的差距逐渐拉大，1986-1987 年货币供应量增长率超过 GDP 增长率一倍多。

图表 31 日本 1985-1993 年货币供应量及其增长率和 GDP 增长率

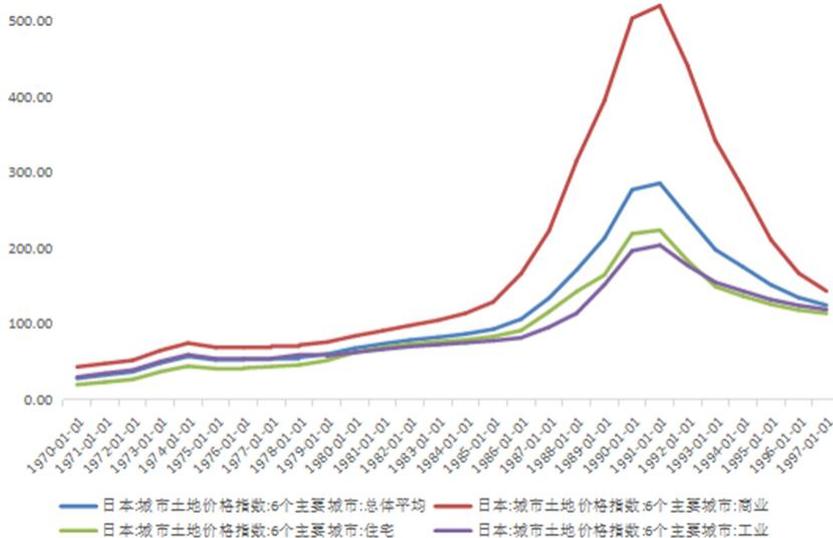


资料来源：日本统计局，华创证券

由于货币供应量远大于实体经济的需求，低利率又使贷款成本小。此外，受石油危机的影响，日本的化工产业和钢铁产业等高能源消耗的产业比重开始下降，电气机械等加工型产业的比重开始上升，因此对设备的投资也随之减少。更多的企业就把剩余的大量资金投资于土地和金融资产。

土地资源是有限的，不断扩张的土地开发使得土地价格一路上涨，房价也随之一路飙升。房地产的升值使得人们申请土地和住房抵押贷款的资金额度扩大，抵押贷款获得的资金又重新进入房地产市场或金融市场，推动股价和房价新一轮的上涨，进入恶性循环。与此同时，在“列岛改造计划”的构想下，日本对交通运输、城市建设和住宅等建设不断扩大，在宽松的金融、货币政策刺激下，土地投机的热潮开始涌现。

图表 32 日本 1968-1997 年六大都市土地价格指数



资料来源：wind，华创证券 注：六大都市：东京、横滨、名古屋、京都、大阪、神户

根据计算，日本在 1990 年当时的土地总值达到 15 亿美元，是美国土地价值的 4 倍多，仅东京都的地价就相当于美国全国的土地价格，然而土地面积仅是美国的 1/25。相比较国内的土地价格，国外的土地价格明显偏低，当时甚至出现了“买下美国”这样的口号，房地产泡沫时期，日本国内购地购房的疯狂程度可见一斑。

1989 年末日本政府意识到经济的泡沫后，连续提高利率。这场危机首先从股票市场产生，资本市场出现了全面暴跌的场面，代表大多数优质行业蓝筹股的日经 225 指数出现连续毫无理性的暴跌。股票市场的崩盘，导致投机资本大量损失，为了弥补损失，大量的投资者被迫减少在房地产业的投资，以抽回资金。这又造成了房地产价格的快速下跌，使更多的投资者被卷入其中，危机爆发。

图表 33 危机前后日本股市表现

时间	日经 225 股价指数	较上年末上涨
1985	13083	13.34%
1986	18821	43.86%
1987	21564	14.57%
1988	30159	39.86%
1989	38916	29.03%
1990	23849	-63.18%

资料来源：雅虎财经，华创证券

（二）美国 2008 年次贷危机

1、危机链条：扩张性财政政策->低利率下住房地产泡沫->利率上行后房贷违约

2001 年的 IT 泡沫全面破灭，以及“9·11”恐怖袭击，引起了美国的一轮经济衰退。在减税政策没有明显效果之后，为了刺激经济，美联储采取了极其扩张性的财政政策。2001 年开始的连续、大幅度降息——2000 年下半年维持 6.5% 左右，从 2001 年初开始明显的下降趋势，2002 年 2 月至 11 月维持在 1.8% 左右，2002 年 12 月至 2003 年 6 月维持在 1.2% 左右，2003 年 7 月至 2004 年 6 月维持在 1% 左右，创下了四十多年的新低。

图表 34 美国 2000-2008 年联邦基金利率（日）



资料来源：美联储理事会（U.S Board of Governors of the Federal Reserve System），华创证券

低利率政策有效地使美国经济迅速恢复，而房地产市场的繁荣是主要的推动力之一。房地产消费+投机的双重属性使得其具有增值和保值的功能。因此，当利率大幅度下跌并长期处于极低水平时，出于对购房成本中贷款成本的考虑，人们会趋向于申请贷款购买房产。尤其在预期未来一段时间内房地产价格存在长期上涨趋势时，无论是出于住宅性的需求，或是投资性需求都会有大量增加。由需求带动的房地产供给也随之不断扩大。

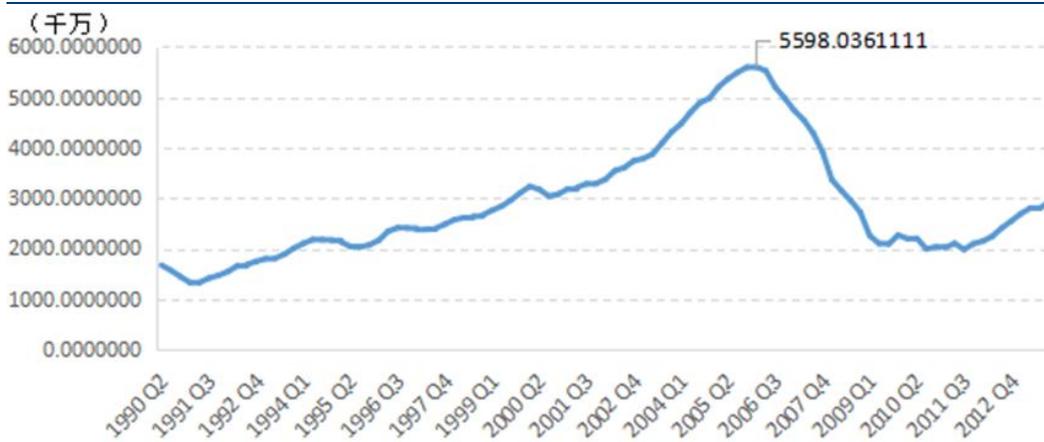
美国人口普查局 (U.S Census Bureau) 的数据显示, 2000 年美国新建私有房屋为 1888 万套, 2005 年达到最大新建数 2487.5 万套, 为 32 年新高, 平均每年环比增长 5.69%, 其中 2003 年的增长率高达 8.39%; 并且, 每年已授权但未开工的新私有房屋的数量也呈明显上升趋势, 在 2005 年达到 26 年新高 264.8 万套。根据美国经济分析局 (U.S. Bureau of Economic Analysis) 提供的数据显示: 2000 年, 美国房地产增加值占 GDP 的比重为 10.7%, 处于小波谷阶段, 波动上升至 2009 年到达波峰位置。

图表 35 美国 2000-2008 年联邦基金利率 (日)



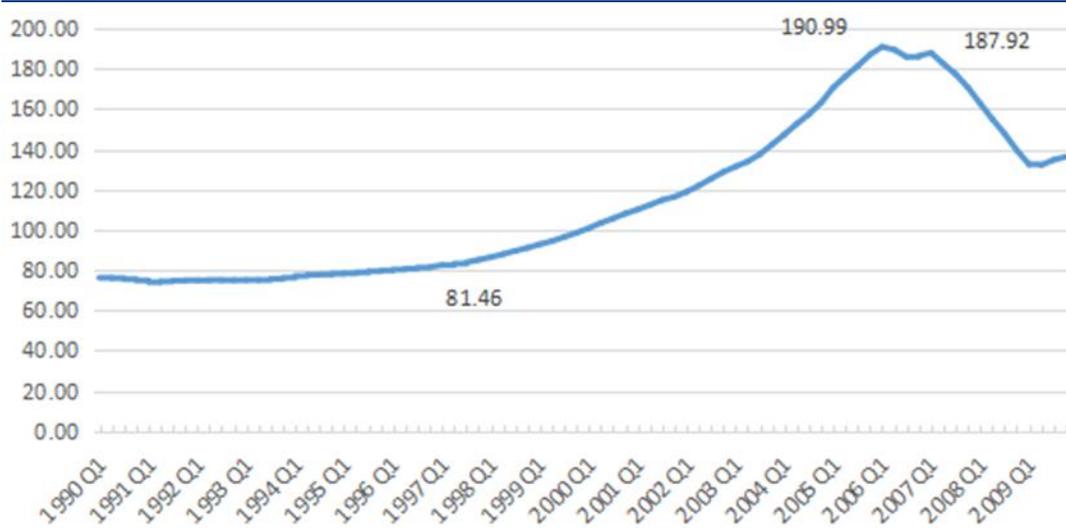
资料来源: Federal Reserve Bank of St. Louis, 华创证券

图表 36 美国 1990-2013 年季度建造住宅数



资料来源: Federal Reserve Bank of St. Louis, 华创证券

美国的房地产泡沫主要集中在房产领域, 特别是普通市民的住宅房产, 主要是由于贫穷家庭因购买住房而产生的抵押贷款拉动。比起日本 90 年金融危机, 美国无论是在泡沫时期, 还是在泡沫破灭以后, 房价的涨跌都要缓和得多。

图表 37 美国 1990-2009 年住房价格指数


资料来源: Federal Reserve Bank of St. Louis, 华创证券

利率回升，贷款违约率上升，发生集中挤兑，危机爆发。2004 年 6 月 30 日开始，美联储在两年内连续 17 次加息，从 1.11% 上调至 5.25%。在联邦基金利率重新回升，美国房地产 2006 年初开始降温，房价于 2007 年初开始下跌，很多次级抵押贷款的借款人无法按照约定偿还贷款，违约率不断上升，次级贷款市场开始恶化。随着拖欠比例的增加，部分的贷款开始出现成为坏帐的可能，这导致一部分投资者开始担心自己的投资回报，并开始赎回基金。赎回压力的增加造成部分基金出现资金困难，于是大量的投资者开始担心自己的资金安全，出现集中挤兑的高潮，最终造成金融市场的彻底崩溃。通过发达的金融市场上的金融衍生工具，这次危机传导到债券市场、基金市场、保险市场、证券市场。2007 年 7 月，美国全面爆发次级按揭贷款危机，并影响全球市场。

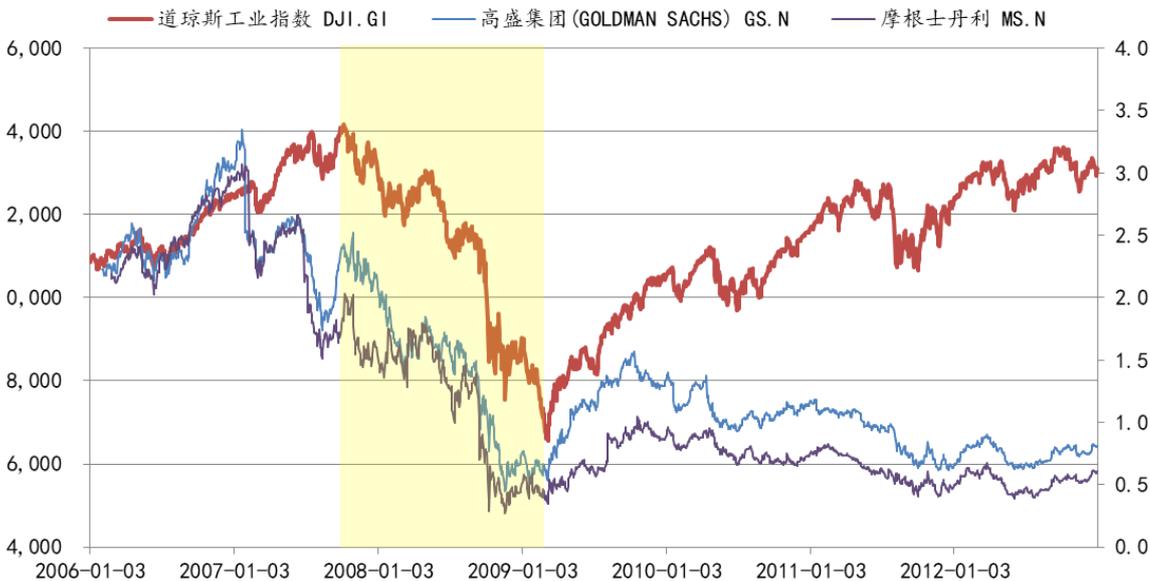
- 第一阶段：2007 年 4 月，美国新世纪金融公司宣布破产，次级抵押信贷市场风险出现。
- 第二阶段：2008 年 9 月，美国金融市场风云再起，雷曼兄弟控股公司破产、美洲银行收购美林集团、AIG 集团陷入危机，旷日持久的美国次贷危机转化为严峻的世纪性金融危机。
- 第三阶段：金融危机对全球实体经济产生了巨大的冲击，2008 年之后世界经济明显放缓，下行风险逐步加大，前景更加不确定。

（三）如果金融危机来临，海外金融股相对表现如何？

1、美国金融股：银行恢复能力优于保险及券商

美国 2008 年金融危机，道指一年半间下挫 54%，美国两家主要国际投行的 PB 估值也受挫严重。高盛由 2007 年 3.3 倍峰值落到 0.45 倍，摩根士丹利由 3.07 倍降至 0.27 倍。此后两家的 PB 估值在 0.5-1.5 倍区间波动，波动中枢位于 0.9 倍上下，有所反弹但反弹力度弱于大市，一直没有回到金融危机之前的估值水平。

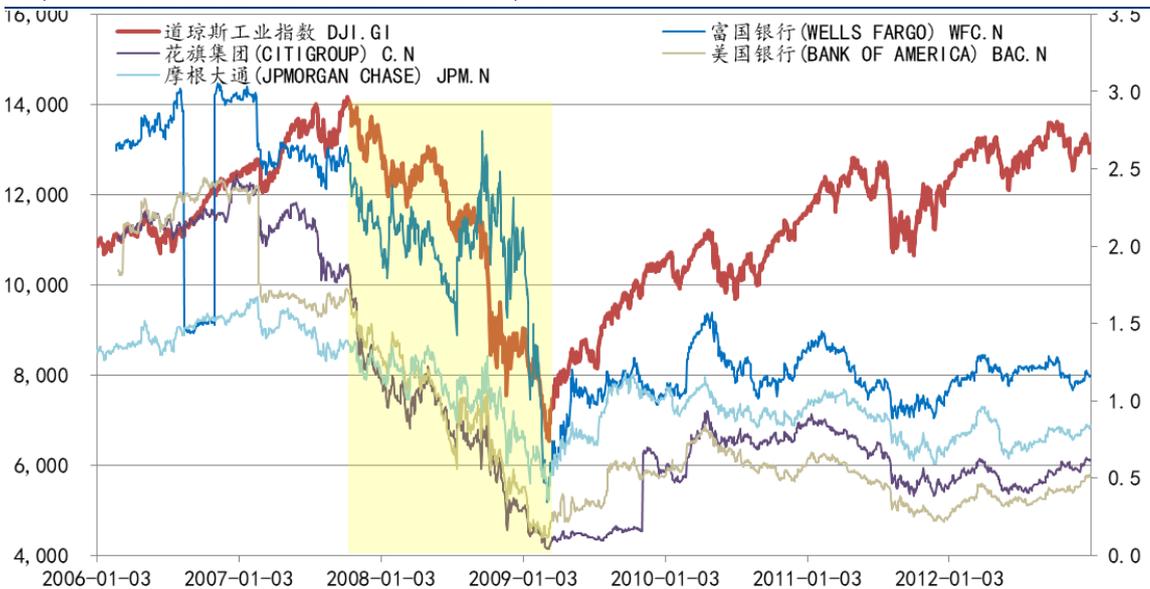
图表 38 高盛、摩根史丹利金融危机期间估值表现



资料来源: wind, 华创证券

美股银行股，摩根大通（1.67 倍到 0.36 倍）、美国银行（2.44 倍到 0.11 倍）、富国银行（3.06 倍到 0.35 倍）、花旗集团（2.46 倍到 0.04 倍）。金融危机后，银行股估值同样位于低位。花旗集团在 2008 年的金融危机中一度濒临破产，在美国政府的救助下，花旗集团逐渐从危机中恢复过来，其市值在 2010 年开始回升。摩根大通 2008 年估值受影响程度较小，且随后稳健提升，目前 PB 已超过金融危机前水平，今年初触及新峰值 1.79 倍。

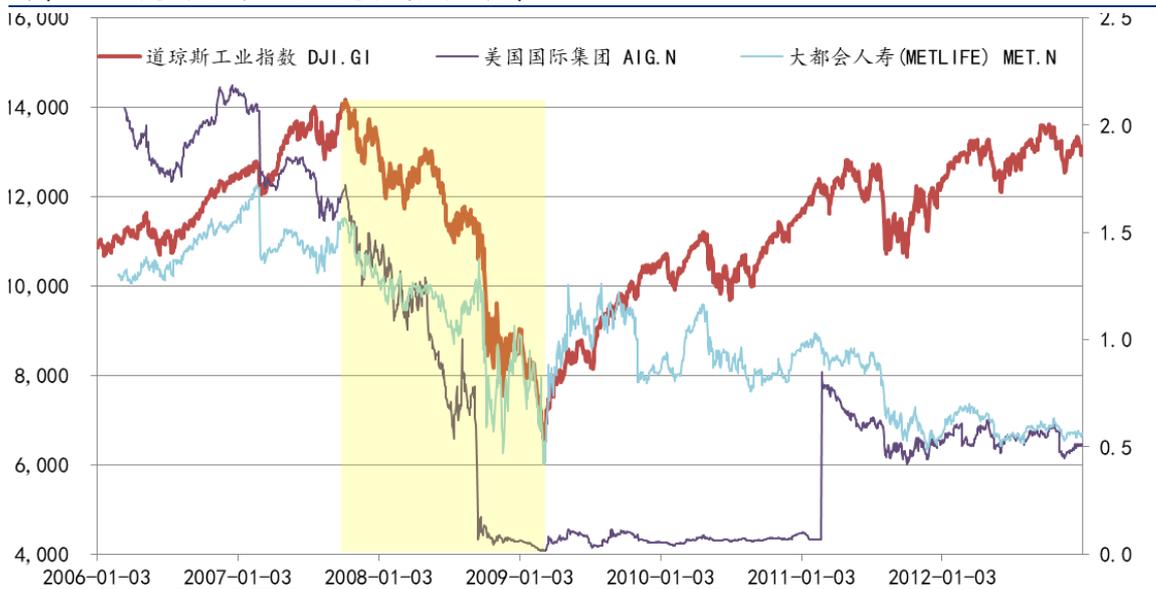
图表 39 美国银行股金融危机期间估值表现



资料来源: wind, 华创证券

美股保险股，大都会人寿从 1.72 倍 PB 降至 0.42 倍。美国国际集团（简称 AIG，当时还未出售 AIA）从 2.19 倍跌至 0.02，AIG 在信用违约掉期上遭受的损失不断加重，一度濒临破产，同时退保潮的出现也使得 AIG 雪上加霜。美联储和美国政府先后向其发放 1820 亿美元贷款，变相接管该集团，AIG 不得不通过出售资产来偿还贷款。

图表 40 美国银行股金融危机期间估值表现



资料来源: wind, 华创证券

2、香港金融股：券商跌幅最深，反弹程度最弱

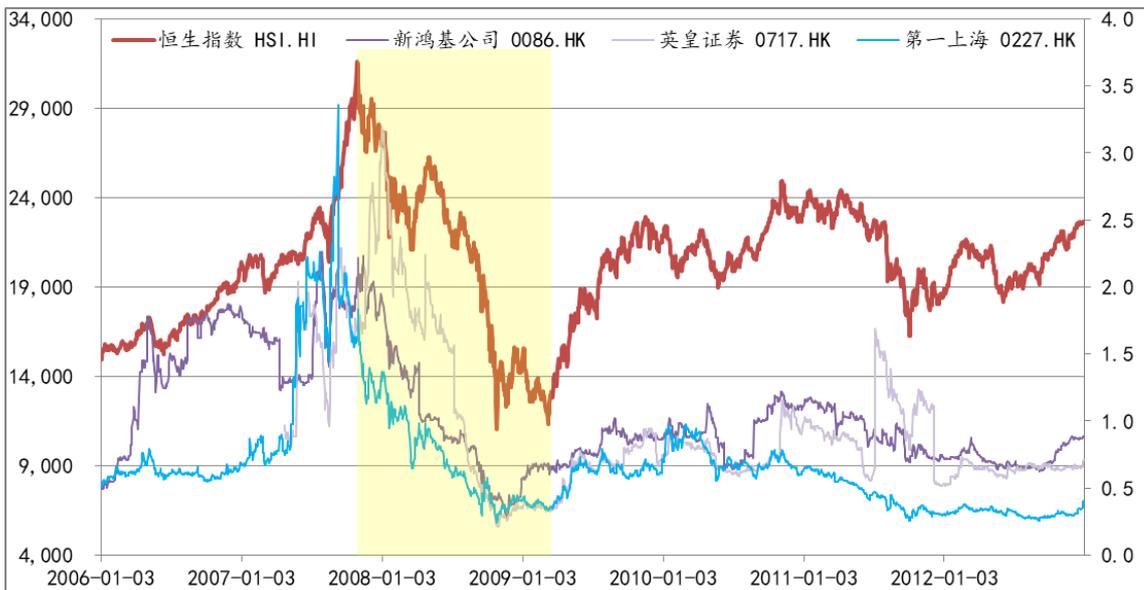
中国香港 97 回归前发生了三次股灾，但当时上市金融公司还比较少。2008 年受全球金融危机波及，香港恒指下探 65%，主要金融股估值情况：银行股（交通银行-80%、中银香港-75%、恒生银行-60%）、券商股（新鸿基-88%、英皇-94%、第一上海-93%，当时上市的主要是香港本土券商，中资券商直到 11 年后才迎来赴港上市潮）、保险股（中国平安-82%、中国人寿-71%、中国财险-88%）。相较之下券商股跌幅更深，同时危机后反弹程度：保险股大于银行股大于券商股，中国财险、中国平安等保险股于 2009 年中即回到金融危机前估值水平，随后步入持续三年的上行区间。

图表 41 港股券商金融危机期间估值表现



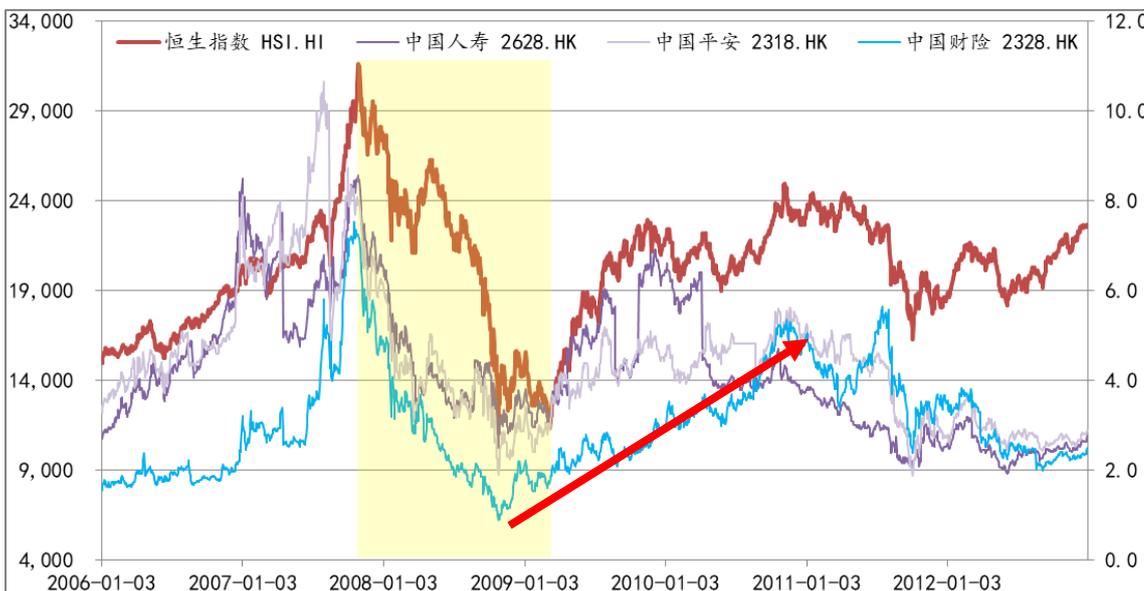
资料来源: wind, 华创证券

图表 42 港股银行金融危机期间估值表现



资料来源: wind, 华创证券

图表 43 港股保险金融危机期间估值表现



资料来源: wind, 华创证券

(四) 投资建议

危机是否会来临,谁都没有确切答案。作为系统性风险,金融危机是由多种因素叠加,具有突发性。自 2008 年全球金融风暴以来,已经又是十年,我国一直注重防范严重的金融危机产生。中国的确面临着一些金融风险,美元升值资本外逃,房地产泡沫,经济复苏不达预期,人民币存在贬值压力,加上中美关系紧张。针对这些风险,领导层已经采取了多种手段,包括供给侧改革,去产能,去杠杆,加强房地产调控,同时促进人民币国际化,提高货币话语权。自 16 年以来金融行业一直处在高压监管下,重大会议不断强调防范金融风险,明确金融回归服务实体经济的本

源。若海外金融危机发生，由于中国还在一个逐渐开放的过程中，受全球性金融事件冲击具备一定抗压性。

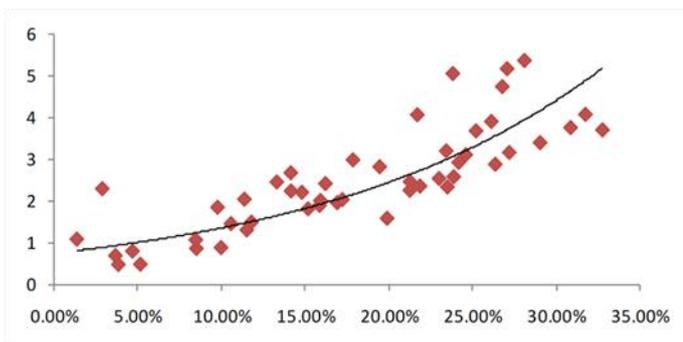
我们认为弱市之下，券商股料将进一步价值回归。从美国投行 PB 和 ROE 拟合结果来看，当 ROE 低于 5%，券商市净率低于 1 倍处于合理区间。我国证券行业 2018 上半年摊薄 ROE 仅 1.77%，全年预计不超过 4%，与美国和香港的几家海外券商在 2008 年金融危机期间的盈利水平相当。当前行业平均估值在 1.2 倍，流动盘溢价、新股溢价等因素导致 A 股券商估值整体偏高。随着弱市的持续，盈利能力差的券商估值料将不断被纠偏。

图表 44 2008 年金融危机海外券商盈利情况及估值

	2008 年摊薄 ROE	最低 PB
高盛集团[GS.N]	3.61%	0.45
摩根士丹利[MS.N]	3.36%	0.27
新鸿基公司[0086.HK]	3.05%	0.28

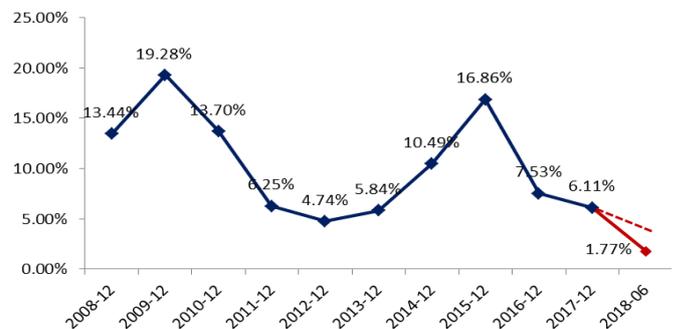
资料来源: wind, 华创证券

图表 45 美国投行 PB 和 ROE 拟合结果



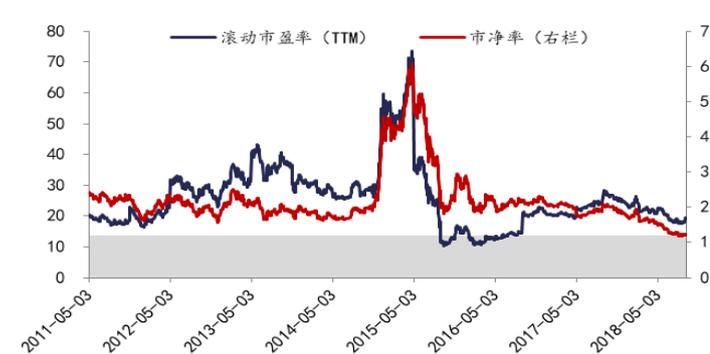
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 46 我国证券行业 ROE 走势



资料来源: SAC, 华创证券

图表 47 我国证券行业 PB 估值创新低



资料来源: wind, 华创证券

稳健型大券商的估值有 ROE 支撑，呈现显著抗跌性。中信证券上半年摊薄 ROE 为 3.71%，全年有望与去年（7.63%）持平。华泰证券上半年完成非公开发行，摊薄 ROE 仍有 3.50%，大幅领先行业。中信证券、华泰证券年初以来的涨跌幅分别为-10%、-14%，而券商指数跌幅超过-25%。目前中信证券市净率为 1.28 倍，对应 2018 年末为 1.23 倍，华泰证券对应 2018 年末市净率为 1.31 倍。在整个证券市场不利的情况下，盈利能力稳健的券商我们相信其估值水平也有望表现出相当的抵御市场风险能力，继续推荐中信证券，华泰证券。

图表 48 2018 年上市券商中报归母净利润及 ROE 情况 (单位: 亿元)

公司名称	2018Q2	2018Q2 环比	2018Q2 同比	2018H1	2017H1	2017H2	同比	2018H 摊薄 ROE
中信证券	28.75	7%	25%	55.65	49.27	65.07	13%	3.71%
国泰君安	17.50	-23%	-32%	40.09	47.56	51.25	-16%	3.29%
华泰证券	12.56	-34%	-6%	31.59	29.93	62.83	6%	3.50%
海通证券	12.99	-25%	-42%	30.31	40.23	45.95	-25%	2.59%
广发证券	13.32	-13%	-38%	28.58	43.01	42.94	-34%	3.40%
申万宏源	10.73	8%	10%	20.66	20.50	25.50	1%	3.06%
招商证券	7.15	-35%	-48%	18.07	25.52	32.34	-29%	2.31%
中信建投	7.03	-29%	-30%	16.93	18.55	21.60	-9%	3.55%
中国银河	2.97	-71%	-73%	13.11	21.12	18.69	-38%	2.03%
国信证券	4.18	-43%	-60%	11.58	20.13	25.62	-43%	2.26%
光大证券	2.37	-68%	-60%	9.69	12.37	17.79	-22%	2.00%
安信证券	3.29	-34%	-42%	8.31	12.67	13.23	-34%	2.27%
东方证券	2.79	-36%	-67%	7.16	17.55	17.98	-59%	1.40%
兴业证券	3.21	-12%	-53%	6.87	13.09	9.76	-48%	2.08%
财通证券	2.25	-37%	-41%	5.85	8.21	6.83	-29%	2.91%
东兴证券	2.99	8%	-1%	5.76	5.65	7.45	2%	2.94%
华西证券	2.49	-13%	-29%	5.37	5.74	4.45	-7%	2.98%
国金证券	2.23	-18%	-22%	4.96	5.50	6.51	-10%	2.61%
浙商证券	2.01	1%	-24%	4.01	5.27	5.37	-24%	2.98%
长江证券	0.56	-83%	-87%	3.78	9.95	5.50	-62%	1.41%
西南证券	0.43	-84%	79%	3.05	3.67	3.02	-17%	1.60%
西部证券	0.89	-46%	-51%	2.51	4.37	3.15	-43%	1.43%
东北证券	1.16	-13%	-40%	2.49	3.11	3.56	-20%	1.63%
华安证券	0.86	-46%	-48%	2.45	4.06	2.43	-40%	2.00%
国元证券	0.65	-61%	-73%	2.32	5.14	6.90	-55%	0.93%
方正证券	-1.11	-135%	-127%	2.06	8.24	6.29	-75%	0.55%
南京证券	0.76	-31%	-44%	1.86	2.43	1.68	-23%	1.77%
中原证券	0.44	-57%	-56%	1.46	1.33	3.09	9%	1.45%
山西证券	0.22	-74%	-84%	1.10	2.37	1.72	-54%	0.89%
国海证券	-0.38	-127%	-117%	1.02	3.58	0.18	-71%	0.75%
第一创业	0.03	-95%	-95%	0.72	1.89	2.34	-62%	0.82%
东吴证券	-0.33	-155%	-110%	0.26	4.27	3.61	-94%	0.13%
太平洋	-1.11	-2206%	17%	-1.05	-1.23	2.39	-14%	-0.91%
上市公司合计	144	-30%	-37%	349	455	527	-23%	2.54%

资料来源: wind, 华创证券

(五) 风险提示

二级交投持续不振，债券市场下行压力，金融监管超预期，中美关系恶化

非银组团队介绍

组长、首席分析师：洪锦屏

华南理工大学管理学硕士。曾任职于招商证券。2016 年加入华创证券研究所。2010 年获得新财富非银行金融最佳分析师第二名（团队），2011-2013 年新财富上榜（前四团队），2015 年金牛奖非银金融第五名。2017 年金牛奖非银金融第四名。

高级分析师：王舫朝

英国杜伦大学经济学硕士。曾任职于中信建投证券。2018 年加入华创证券研究所。

分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。曾任职于平安银行。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖非银金融第四名团队成员。

助理研究员：方嘉悦

香港中文大学经济学硕士。2017 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖非银金融第四名团队成员。

助理研究员：张径炜

西南财经大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	申涛	高级销售经理	010-66500867	shentao@hcyjs.com
	杜博雅	销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售助理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	杨英伟	销售助理	0755-82756804	yangyingwei@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	朱登科	高级销售经理	021-20572548	zhudengke@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	销售经理	021-20572585	zhangjianian@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyding@hcyjs.com
	乌天宇	销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500