

# 创新衍生品、对外开放逐步放开，静待风来

## ——证券行业 2018 年中报综述即四季度投资策略报告

分析师：张继袖

SAC NO: S1150514040002

2018 年 9 月 17 日

### 证券分析师

张继袖

zhjxnk@126.com

S1150514040002

洪程程

hong.chengcheng@outlook.com

S1150116060014

010-68104609

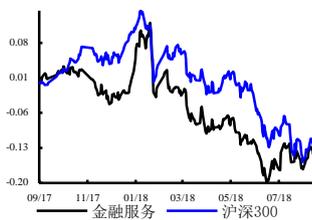
### 行业评级

证券 看好

### 重点品种推荐

中信证券	增持
招商证券	增持
东方证券	增持
华泰证券	增持

### 最近一年行业相对走势



### 投资要点

- 上市券商营收数据远好于行业平均。2018 年上半年上市券商营收、净利润降幅（分别同比-7.73%、-22.54%）远小于行业平均降幅（分别同比-11.92%、-40.53%）。32 家上市券商合计营收占到行业总营收的 96.35%；合计实现净利润 356.85 亿元，超过行业合计净利润 328.61 亿元。其中营收、净利润同比都呈正增长的上市券商有 4 家，分别是中信证券、申万宏源、华泰证券以及东兴证券。
- 就上半年行业发展来看：
  - 行业经纪业务佣金率有所回升。由于上半年市场低迷，成交额低，以量补价无法实施，此外当前部分券商大力发展机构业务，机构经纪佣金率（在万 7-万 8 左右）远高于散户佣金，因此行业佣金率逐步回暖至万分之 4.5。
  - IPO 收紧，过会企业多为各行业规模大、盈利好的龙头/白马企业，在这种市场环境下，利好大中型券商投行的 IPO 业务。
  - 今年上半年资管产品投资收益高的券商其资管收入持续大幅上升，资管的品牌效应在投资收益率的支持下持续上升，利好主动管理强的券商。
  - 上半年监管叫停私募场外期权业务之后，经过整改场外期权又重新开启，由此我们可以看到监管层针对衍生品等创新业务的态度，即规范发展，因此给具备专业能力的一、二级场外期权交易商带来新的收入来源。
  - 上半年券商短融发行规模同比上涨 292.86%，券商发行短融补充资本金的同时也加大利息支出，因此部分券商利息净收入有所下降。
- 我们预计 2018 年行业合计实现营业收入 2587 亿元，同比下降 16.90%；合计实现净利润 673 亿元，同比下降 40.48%。我们预计 2018 全年日均股基成交额 4347 亿元；预计行业全年股权承销规模 1.32 万亿元，其中 IPO 承销 1373 亿元，再融资 1.18 万亿元；债券承销规模 4.1 万亿；预计 2018 年全年行业受托资产管理规模 14.06 万亿元。

## 投资策略

- 2018年四季度券商板块的投资逻辑主要有两点：(1) 收入增速高的大券商：行业收入水平差距越来越大，看好规模大、增速快的上市券商，建议关注：中信证券(600030.SH, 规模大、增速高)、华泰证券(601688.SH, 公司引入阿里作为战略投资者，开始市场化改革) 以及招商证券(600999.SH, 招商局股东带动一带一路建设，看好二者联动)；(2) 资管主动管理能力强的上市券商，建议关注：东方证券(600958.SH, 资管手续费净收入连续大幅上涨，公司资管业务已有品牌效应)。

## 风险提示

- 市场交易不如预期导致券商经营业绩下滑

## 目 录

1.2018 年上半年市场经营环境及板块表现回顾.....	6
1.1 2018 年上半年证券行业市场经营环境回顾.....	6
1.2 2018 年上半年证券板块及个股表现回顾.....	11
2.上市券商 2018 年中报数据总结.....	13
3.证券行业盈利预测 .....	22
4.投资策略 .....	23
5.风险提示 .....	24

## 图 目 录

图 1: 日均单月股基成交额 (亿元, 左) 及同比 (右)	6
图 2: 月末两融余额 (亿元, 左) 及占环比 (右)	6
图 3: 证券公司场外衍生品月度新增交易情况	6
图 4: 单月首发募资规模 (亿元, 左) 及家数 (右)	7
图 5: 单月再融资规模 (亿元)	7
图 6: 单月债券发行规模 (不含同业存单, 左, 亿元) 及同比增速 (右)	8
图 7: 单月信用债发行规模 (不包含地方政府债, 左, 亿元) 及同比增速 (右)	8
图 8: 集合资管规模 (左轴, 亿元) 及环比增速	8
图 9: 定向资管规模 (左轴, 亿元) 及环比增速	8
图 10: 专项资管规模 (左, 亿元) 及环比增速	9
图 11: 直投子公司直投规模 (左, 亿元) 及环比增速	9
图 12: 并购交易涉及金额 (左, 亿元) 及同比 (右)	9
图 13: 证监会并购重组审核委审核通过数量	9
图 14: 证券公司场外衍生品月度新增交易情况	10
图 15: 市场质押股数 (亿股, 左) 及占总股本比例 (% , 右)	10
图 16: 市场质押市值 (亿元)	10
图 17: 申万 II 级子行业 2018 年上半年累计涨跌幅 (%)	11
图 18: 上市券商 2018 年上半年累计涨跌幅 (%)	11
图 19: 上市券商截至 2018 年上半年末 PB 倍数 (单位: 倍)	12

## 表 目 录

表 1: 截至 2018 年上半年直接上市券商每股净资产与截至 2018 年 6 月末收盘价比较	12
表 2: 2018 年上半年证券行业各主营业务收入 (亿元) 及同比增速	13
表 3: 2018 年上半年各主营业务收入对总营收的贡献率及变动	13
表 4: 上市券商 2018H 营收、净利润 (单位: 亿元) 及同比	14
表 5: 2018 上半年上市券商代理买卖证券业务净收入 (亿元) 及同比增速	14
表 6: 2018 上半年上市券商股基成交额市占率涨幅前十名	15
表 7: 2018 上半年上市券商股权承销规模涨幅前十名 (亿元)	15
表 8: 上市券商 2018 年上半年债券承销规模 (亿元) 及同比, 以及其市场份额及其变动	16
表 9: 2018 上半年上市券商证券承销业务净收入 (亿元) 及同比增速	17
表 10: 2018 上半年上市券商资管业务净收入 (亿元) 及 2018 上半年较去年同期、2017 年全年较上年同期同比增速	18
表 11: 近 6 年证券公司发行证券公司债、短融债规模 (亿元) 及同比增速	18
表 12: 上市券商 2018 年上半年应付短融款规模 (亿元) 及同比	19
表 13: 2018 上半年上市券商利息净收入 (亿元) 及同比增速	19
表 14: 2018 年上半年上市券商其他业务收入 (亿元)、同比增速、以及其他业务收入上涨主要原因	20
表 15: 2018 年上半年上市券商 (有境外业务收入的) 境外业务收入、境外业务连续同比增速以及今年	

---

上半年境外业务收入占总营收的比例 .....	21
表 16: 2018 年证券行业盈利预测关键假设 (单位: 亿元) .....	22
表 17: 证券行业 2018 年盈利预测 (单位: 亿元) .....	23

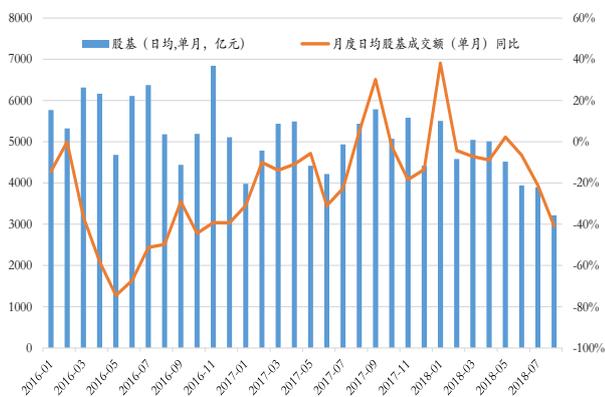
## 1.2018 年上半年市场经营环境及板块表现回顾

### 1.1 2018 年上半年证券行业市场经营环境回顾

#### 股基成交额

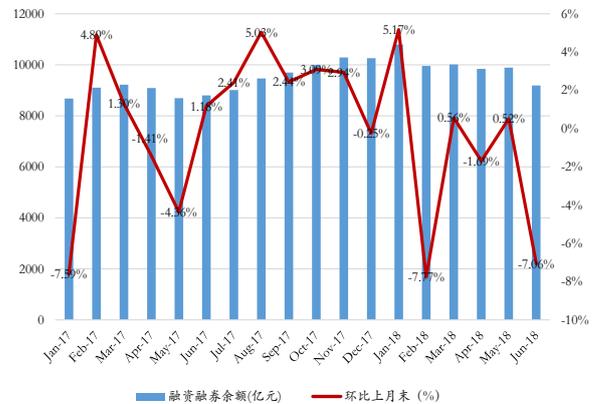
2018 年上半年 A 股市场累计日均股基成交额 4445 亿元，较去年同期上涨 1.11%，两融余额上半年末达到 9194 亿元，较年初上涨 10.41%。

图 1：日均单月股基成交额（亿元，左）及同比（右）



资料来源：WIND, 渤海证券

图 2：月末两融余额（亿元，左）及占环比（右）

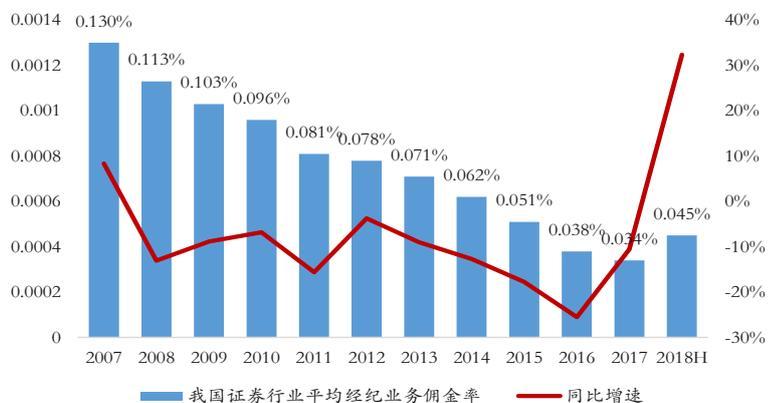


资料来源：WIND, 渤海证券

#### 经纪业务佣金率

经纪业务佣金率较去年末上涨 32.35%。截至 2018 年上半年末，行业平均代理买卖证券业务佣金率为万分之 4.5（佣金率为协会公布代理买卖证券业务净收入/上半年累计股基交易额）。

图 3：证券公司场外衍生品月度新增交易情况



资料来源：证券业协会，WIND，渤海证券

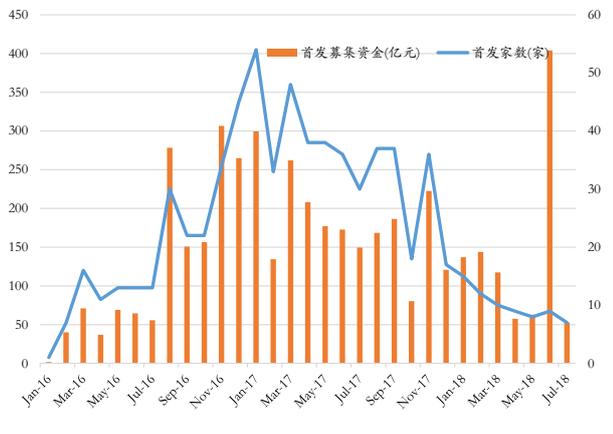
股权融资规模

IPO2018 上半年累计募资规模同比下降 26.40%，但平均每家募资规模 14.65 亿元，远高于去年同期 5.08 亿元，主要是由于上半年“独角兽”加速上市；受再融资对增发的限制，再融资中配股、优先股、可转债等融资方式较去年同期大幅上涨。

今年上半年 IPO 过会趋严，过会的主要是各行业盈利好、规模大的龙头/白马企业。2018 年上半年 IPO63 家，较去年同期的 247 家同比下降 74.49%；合计募资规模 923 亿元，同比下降 26.40%，平均每家募资规模 14.65 亿元，主要是由于上半年“独角兽”加速上市。排除今年上半年个别 20 亿元以上募资规模的 IPO，今年上半年平均募资规模为 7.41 亿元，依旧高于去年同期。

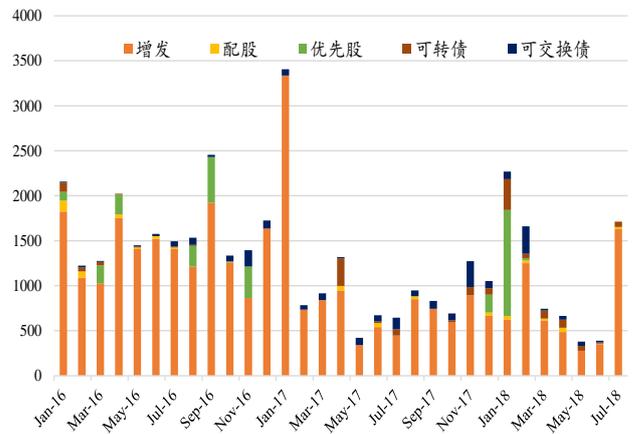
自去年 2 月证监会对再融资非公开增发做出限制，但变相鼓励可转债与优先股的发行开始，可转债、优先股、配股的发行规模大幅上涨。2018 上半年再融资募资规模 6103 亿元，同比下降 18.84%：其中增发规模 3608 亿元，同比下降 46.45%。可转债募资规模 639 亿元，同比上涨 95.85%；配股募资规模 140 亿元，同比上涨 47.99%；优先股募资规模 1200 亿元，较之去年同期为零。

图 4：单月首发募资规模（亿元，左）及家数（右）



资料来源：WIND,渤海证券

图 5：单月再融资规模（亿元）

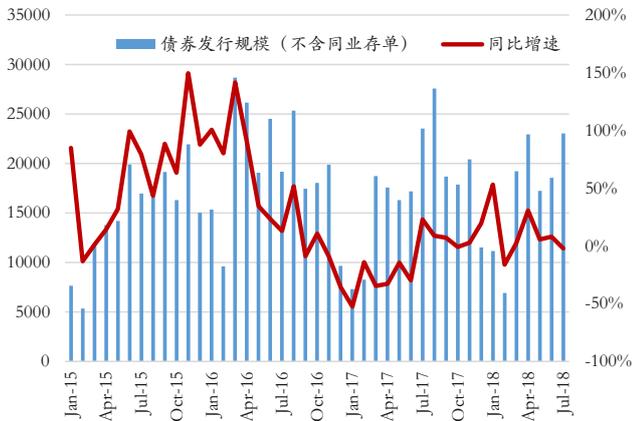


资料来源：WIND,渤海证券

债券融资规模

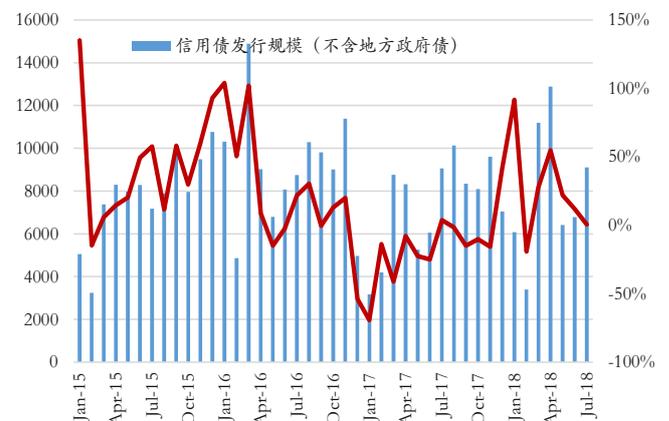
债券（不含同业存单）2018 年上半年合计发行规模 9.60 万亿元，同比上涨 12.52%。其中以证券公司短融券、中期票据、以及政府支持机构债发行规模同比增幅最高，分别同比上涨 292.86%、93.59%、50.00%。

图 6: 单月债券发行规模 (不含同业存单, 左, 亿元) 及同比增速 (右)



资料来源: WIND, 渤海证券

图 7: 单月信用债发行规模 (不包含地方政府债, 左, 亿元) 及同比增速 (右)

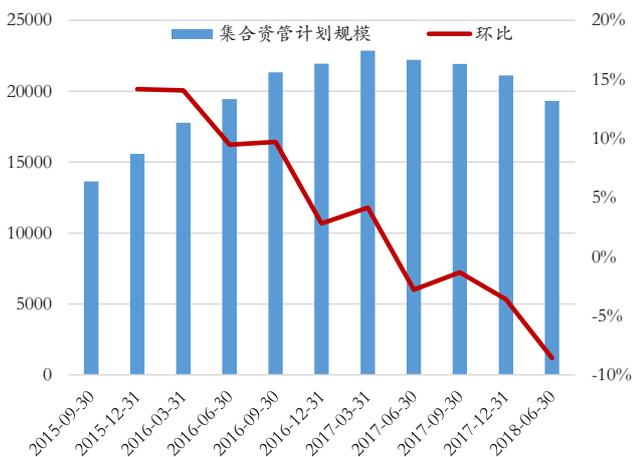


资料来源: WIND, 渤海证券

### 资管规模

证券行业受托资产管理规模中除直投子公司直投基金规模较年初小幅上涨 0.82% 之外, 其余类型资管规模皆有不同程度下跌。截至 2018 年上半年末, 行业受托资产管理规模 15.28 万亿元, 较年初下降 9.52%。其中集合资管规模 1.93 万亿元, 较年初下降 8.58%; 定向资管规模 12.97 万亿元, 较年初下降 9.90%; 专项资管规模 50.18 亿元, 较年初下降 43.67%; 直投子公司直投基金规模 3721.05 亿元, 较年初上涨 0.82%。

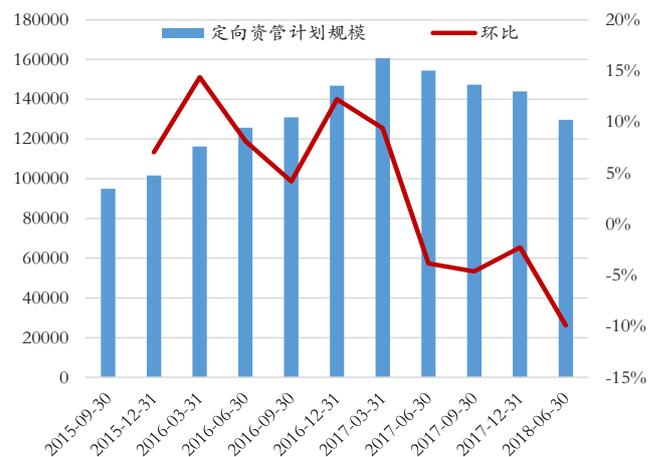
图 8: 集合资管规模 (左轴, 亿元) 及环比增速



资料来源: WIND, 渤海证券

注: 2018 年 6 月环比数据是环比年初的增幅

图 9: 定向资管规模 (左轴, 亿元) 及环比增速



资料来源: WIND, 渤海证券

注: 2018 年 6 月环比数据是环比年初的增幅

图 10: 专项资管规模 (左, 亿元) 及环比增速



资料来源: WIND, 渤海证券

注: 1) 2018 年 6 月环比数据是环比年初的增幅; 2) 自 2017 年之后的专项资管计划规模统计口径不再包括证券公司管理的 ABS 产品, 即不包括在基金业协会备案的证券公司资产支持专项计划产品。

图 11: 直投子公司直投规模 (左, 亿元) 及环比增速



资料来源: WIND, 渤海证券

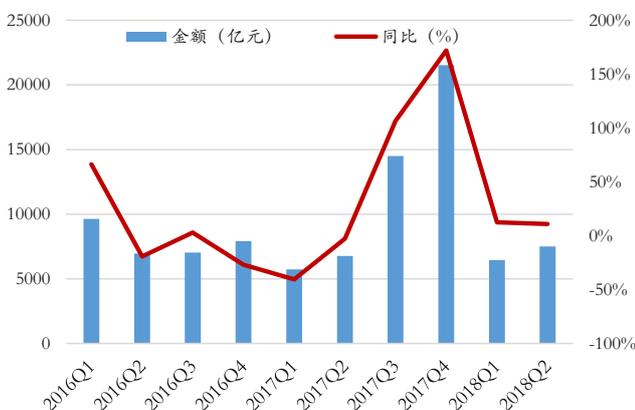
注: 2018 年 6 月环比数据是环比年初的增幅

### 并购重组

**2018 年上半年过会率 89.29%。**截至 2018 年上半年, 证监会并购重组委审核通过 50 家上市企业并购重组, 较 2017 年上半年同比下降 30.61%, 并购重组的审核通过率今年上半年为 89.29%, 56 家上会企业, 其中 50 家过会。

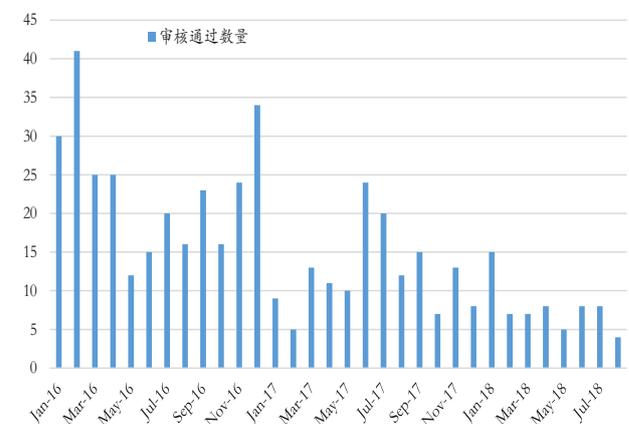
截至 2018 年上半年并购事件数量 (以公告日为准) 2795 件, 较去年同期减少 34.98%; 共涉及交易金额 1.40 万亿元, 较去年同期上涨 11.62%, 其中平均每件涉及金额 4.99 亿元, 较去年同期的 2.91 亿元上涨 71.69%。

图 12: 并购交易涉及金额 (左, 亿元) 及同比 (右)



资料来源: WIND, 渤海证券

图 13: 证监会并购重组审核委审核通过数量

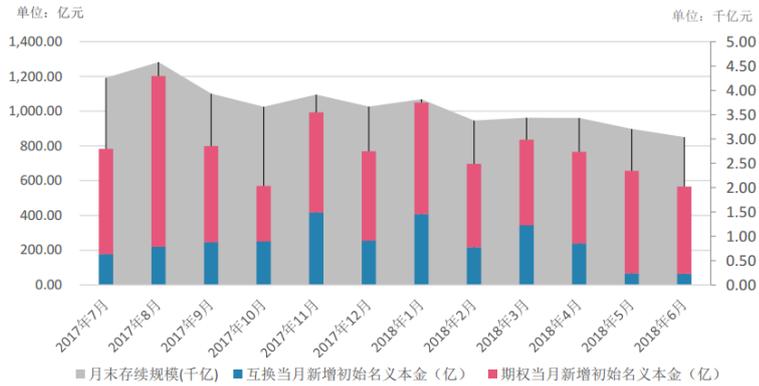


资料来源: 证监会网站, 渤海证券

场外衍生品业务

截至 2018 年上半年末，未了结场外衍生品初始名义本金合计 3035 亿元，其中：  
1) 互换业务未了结初始名义本金 537.16 亿元，其中融资类收益互换未了结名义本金 20.48 亿元；2) 期权业务未了结初始名义本金 2497.84 亿元。

图 14：证券公司场外衍生品月度新增交易情况

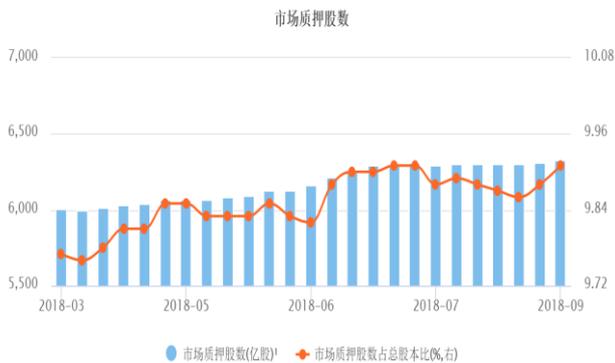


资料来源：证券业协会，渤海证券

股票质押

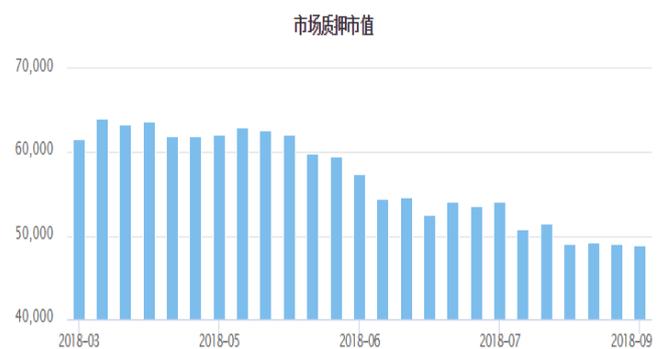
截至 2018 年 6 月末，A 股市场质押股数 6249 亿股，占总股本的 9.91%；质押市值 5.47 万亿元，占 A 股总市值的 10.86%

图 15：市场质押股数 (亿股，左) 及占总股本比例 (%，右)



资料来源：WIND, 渤海证券

图 16：市场质押市值 (亿元)

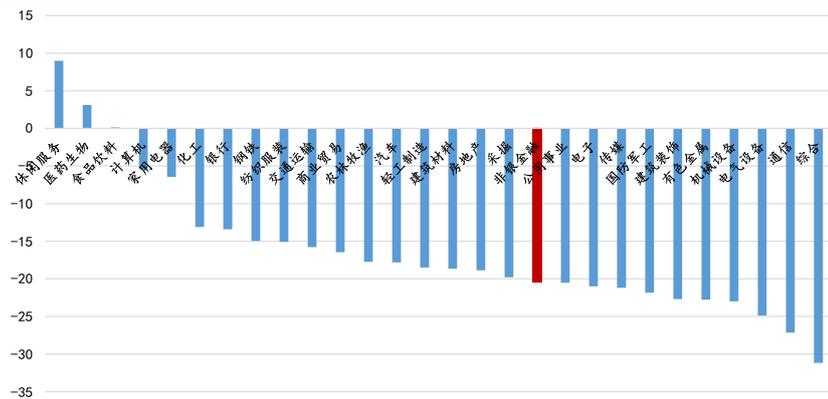


资料来源：WIND, 渤海证券

## 1.2 2018 年上半年证券板块及个股表现回顾

2018 年上半年证券板块累计下跌 21.77%，跑输大盘 7.87 个百分点。截至 2018 年 6 月末，非银金融（申万）一级行业累计下跌 20.42%，其中保险 II 累计下跌 18.81%、证券 II 累计下跌 21.77%、多元金融 II 累计下跌 22.79%。证券 II 在申万 103 个 II 级子行业中排名第 71 位，累计跑输大盘 7.87%，跑输沪深 300 8.87%。

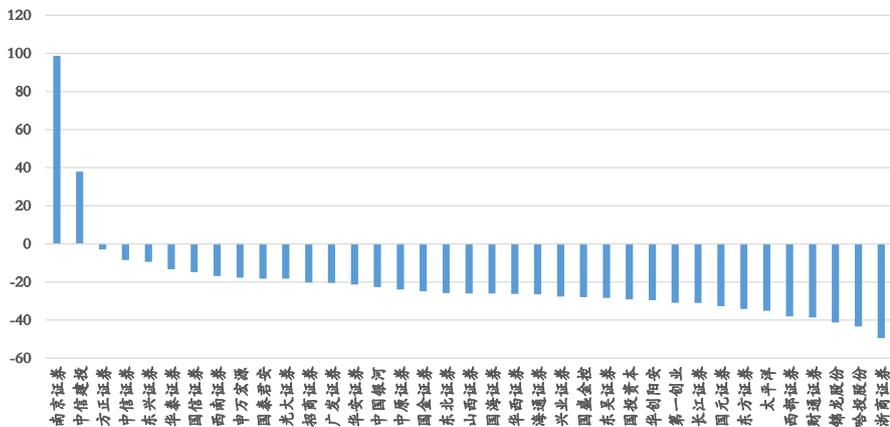
图 17：申万 II 级子行业 2018 年上半年累计涨跌幅（%）



资料来源：WIND，渤海证券

2018 年上半年除南京证券、中信建投这两个次新累计上涨之外，其余上市券商均有不同程度下跌。2018 年上半年证券板块呈累计正增长的只有次新股南京证券和中信建投，分别累计上涨 98.72%、37.95%。除此之外，上半年累计跌幅最小的三家上市券商分别是方正证券、中信证券以及东兴证券，分别累计下跌 2.90%、8.45%、9.44%。上半年累计跌幅最大的分别是浙商证券、哈投股份以及锦龙股份，分别累计下跌 49.46%、43.32%、41.23%。

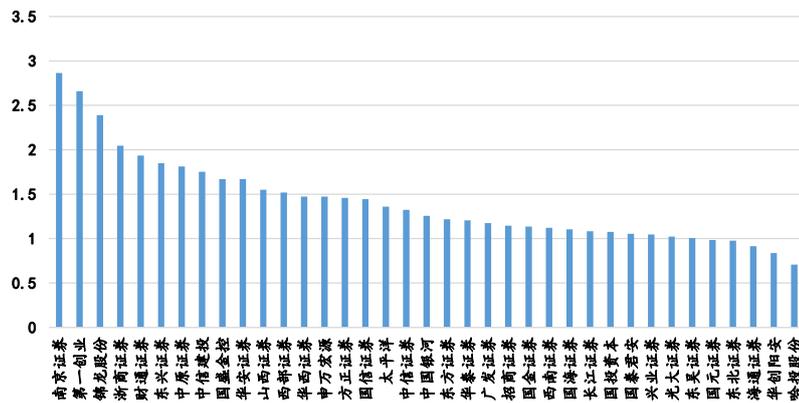
图 18：上市券商 2018 年上半年累计涨跌幅（%）



资料来源：WIND，渤海证券

截至 2018 年上半年末，东北证券、海通证券破净。就直接上市券商的市净率来说，截至 2018 年 6 月末，海通证券、东北证券以及国元证券的市净率最低，分别为 0.91X、0.98X、0.98X。截至 6 月末破净的有两家，分别是海通证券和东北证券。

图 19：上市券商截至 2018 年上半年末 PB 倍数（单位：倍）



资料来源：WIND，渤海证券

表 1：截至 2018 年上半年直接上市券商每股净资产与截至 2018 年 6 月末收盘价比较

证券简称	每股净资产 (元)	收盘价 (元)	证券简称	每股净资产 (元)	收盘价 (元)
中信证券	12.38	16.57	中国银河	6.37	8.13
华泰证券	12.59	14.97	西部证券	5.00	7.55
国泰君安	13.99	14.74	国元证券	7.39	7.4
招商证券	9.46	13.68	国金证券	6.27	7.11
广发证券	11.04	13.27	东吴证券	6.72	6.83
东兴证券	7.11	13.04	第一创业	2.51	6.77
财通证券	5.46	11.28	山西证券	4.37	6.74
光大证券	10.52	10.98	方正证券	4.55	6.69
南京证券	3.82	10.85	东北证券	6.51	6.41
国盛金控	6.25	10.77	华安证券	3.38	5.72
中信建投	6.58	10.76	长江证券	4.69	5.43
华西证券	6.86	10.04	兴业证券	4.93	5.27
锦龙股份	4.00	9.98	中原证券	2.60	4.67
海通证券	10.17	9.47	申万宏源	2.99	4.37
国投资本	8.64	9.28	西南证券	3.36	3.85
东方证券	7.32	9.13	国海证券	3.22	3.57
国信证券	5.64	9.1	太平洋	1.69	2.34
浙商证券	4.04	8.4			

资料来源：WIND，渤海证券

## 2. 上市券商 2018 年中报数据总结

2018 年上半年证券行业总共实现营业收入 1265.72 亿元，同比下降 11.92%；合计实现净利润 328.61 亿元，同比下降 40.53%。

表 2：2018 年上半年证券行业各主营业务收入（亿元）及同比增速

	2018H1	2017H1	同比
代理买卖证券业务净收入	363.76	388.54	-6.38%
证券承销与保荐业务净收入	116.86	169.23	-30.95%
财务顾问业务净收入	45.16	51.88	-12.95%
投资咨询业务净收入	14.51	15.70	-7.58%
资产管理业务净收入	138.88	139.98	-0.79%
投资收益(含公允价值变动损益)	295.5	365.89	-19.24%
利息净收入	112.92	197.93	-42.95%
总营收	1265.72	1436.96	-11.92%
净利润	328.61	552.58	-40.53%
总资产	6.38	5.81	9.81%
净资产	1.86	1.75	6.29%

资料来源：证券业协会，渤海证券

行业集中度继续提升，2018 年上半年券商营收 CR5 为 46.00%，较去年同期 42.30% 上涨 3.7 个百分点；净利润 CR5 为 60.00%，较去年同期 40.43% 上涨 19.57 个百分点。

2018 年上半年代理买卖证券业务净收入对总营收贡献率最大，占 28.74%。2018 年上半年对总营收贡献率最高的依旧是代理买卖证券业务净收入，占总营收的 28.74%，较去年同期上涨 1.70 个百分点；其后依次是投资收益（含公允价值变动损益）、资产管理业务净收入，对总营收的贡献率分别为 23.35%、10.97%。

表 3：2018 年上半年各主营业务收入对总营收的贡献率及变动

	2018H1	2017H1	占总营收比例的变动
代理买卖证券业务净收入	28.74%	27.04%	上涨 1.70 个百分点
证券承销与保荐业务净收入	9.23%	11.78%	下降 2.54 个百分点
财务顾问业务净收入	3.57%	3.61%	下降 0.04 个百分点
投资咨询业务净收入	1.15%	1.09%	上涨 0.05 个百分点
资产管理业务净收入	10.97%	9.74%	上涨 1.23 个百分点
投资收益(含公允价值变动损益)	23.35%	25.46%	下降 2.12 个百分点
利息净收入	8.92%	13.77%	下降 4.85 个百分点

资料来源：证券业协会，渤海证券

上市券商营收、净利润降幅（分别同比减少 7.73%、22.54%）远小于行业平均降幅（分别同比减少 11.92%、40.53%）。32 家上市券商合计营收占到行业总营收的 96.35%；合计实现净利润 356.85 亿元，超过行业合计净利润 328.61 亿元。其中营收、净利润同比都呈正增长的上市券商有 4 家，分别是中信证券、申万宏源、华泰证券以及东兴证券。

表 4：上市券商 2018H 营收、净利润（单位：亿元）及同比

上市券商	营收		净利润		上市券商	营收		净利润	
	2018H	同比	2018H	同比		2018H	同比	2018H	同比
中信证券	199.93	6.95%	58.23	12.35%	华西证券	13.61	0.58%	5.36	-6.61%
国泰君安	114.61	3.21%	42.17	-17.19%	东吴证券	15.36	-24.96%	0.30	-93.15%
申万宏源	60.75	0.21%	21.16	0.48%	浙商证券	17.64	-14.38%	4.01	-23.85%
中国银河	43.07	-24.02%	13.34	-37.38%	财通证券	18.14	-16.13%	5.85	-26.66%
国信证券	40.60	-25.30%	11.64	-42.20%	东兴证券	14.70	4.16%	5.76	0.63%
华泰证券	82.16	1.23%	32.06	4.97%	华安证券	8.10	-19.45%	2.46	-41.07%
广发证券	76.10	-24.28%	30.08	-33.10%	东北证券	20.57	-2.73%	2.58	-20.73%
海通证券	109.42	-14.61%	34.59	-23.41%	国元证券	11.10	-29.39%	2.32	-55.26%
招商证券	47.86	-18.31%	18.04	-29.17%	西部证券	11.43	-19.78%	2.50	-42.84%
中信建投	52.63	2.69%	17.06	-9.52%	国海证券	9.87	-31.37%	1.23	-67.23%
方正证券	23.09	-22.21%	1.98	-75.68%	西南证券	14.16	3.65%	3.15	-15.52%
光大证券	41.14	3.71%	10.41	-19.12%	中原证券	8.65	2.73%	1.57	-6.36%
长江证券	23.46	-15.12%	3.87	-61.63%	山西证券	29.80	41.99%	0.95	-63.39%
兴业证券	33.09	-18.42%	9.90	-32.33%	南京证券	6.37	-6.30%	1.88	-22.90%
东方证券	42.77	-7.58%	7.59	-58.01%	太平洋	4.91	31.35%	-1.05	N/A
国金证券	16.74	-17.05%	5.05	-7.69%	第一创业	7.62	-12.68%	0.79	-59.56%

资料来源：公司公告，WIND，渤海证券

### 经纪业务

根据万得数据，代理买卖证券业务净收入同比正增长的有七家上市券商，分别是中信证券（+2.81%）、招商证券（+0.64%）、长江证券（+12.13%）、兴业证券（+12.37%）、东方证券（+8.17%）、太平洋（+22.32%）以及第一创业（+2.08%）。

表 5：2018 上半年上市券商代理买卖证券业务净收入（亿元）及同比增速

上市券商	代理买卖证券业务净收入		上市券商	代理买卖证券业务净收入	
	2018H	同比		2018H	同比
中信证券	41.12	2.81%	华西证券	4.45	-13.45%
国泰君安	25.36	-4.81%	东吴证券	4.40	-12.35%
申万宏源	19.08	-9.23%	浙商证券	4.17	-11.21%
中国银河	19.72	-4.67%	财通证券	3.69	-9.31%
国信证券	19.29	-4.95%	东兴证券	3.48	-11.31%

华泰证券	18.60	-8.32%	华安证券	3.17	-16.22%
广发证券	19.80	-2.15%	东北证券	3.62	-0.85%
海通证券	16.57	-14.01%	国元证券	3.12	-13.68%
招商证券	18.56	<b>0.64%</b>	西部证券	3.11	-10.87%
中信建投	13.35	-6.54%	国海证券	2.76	-15.64%
方正证券	12.41	-10.86%	西南证券	2.84	-11.88%
光大证券	12.34	-0.83%	中原证券	2.21	-14.43%
长江证券	8.91	<b>12.13%</b>	山西证券	2.09	-13.73%
兴业证券	7.71	<b>12.37%</b>	南京证券	1.99	-14.86%
东方证券	7.40	<b>8.17%</b>	太平洋	1.66	<b>22.32%</b>
国金证券	5.51	-3.17%	第一创业	1.37	<b>2.08%</b>

资料来源: WIND, 渤海证券

根据万得数据, 2018 年上半年股基成交额市占率涨幅前三的上市券商分别是广发证券、中信证券以及兴业证券, 市占率分别上涨 0.29、0.27 以及 0.21 个百分点。

表 6: 2018 上半年上市券商股基成交额市占率涨幅前十名

证券公司	2018H		2017H		市占率变动
	股基交易额 (亿元)	市占率 (%)	股基交易额 (亿元)	市占率 (%)	
广发证券	27,093.81	4.59	48,488.40	4.30	+0.29%
中信证券	35,028.18	5.93	63,826.48	5.66	+0.27%
兴业证券	9,795.70	1.66	16,352.39	1.45	+0.21%
招商证券	24,084.51	4.08	44,243.14	3.92	+0.16%
东方证券	8,948.05	1.51	15,530.22	1.38	+0.14%
国金证券	9,341.27	1.58	16,404.61	1.45	+0.13%
长江证券	12,135.94	2.05	21,973.70	1.95	+0.11%
海通证券	27,189.05	4.60	50,748.23	4.50	+0.10%
太平洋	1,746.43	0.30	2,782.58	0.25	+0.05%

资料来源: WIND, 渤海证券

### 投行业务

根据万得数据, 2018 年上半年股权承销规模同比增幅最大的三家上市券商分别是财通证券、银河证券以及东北证券, 承销规模分别同比上涨 491%、194%、163%。财通证券涨幅大主要是由于上期基数低, 财通 2017 年开始布局投行股权承销, 今年上半年初见成效。

表 7: 2018 上半年上市券商股权承销规模涨幅前十名 (亿元)

上市券商	2018H			2017H			同比		
	合计	IPO	再融资	合计	IPO	再融资	合计↓	IPO	再融资

财通证券	17.96	N/A	17.96	3.04	3.04	N/A	490.79%	N/A	N/A
银河证券	83.08	11.59	42.92	28.28	2.72	25.56	193.78%	326.10%	67.92%
东北证券	20.30	5.59	14.70	7.73	7.73	N/A	162.61%	-27.68%	N/A
华创证券	122.39	N/A	122.09	50.39	2.94	47.45	142.89%	N/A	157.30%
东方花旗	121.18	8.43	112.76	64.11	32.81	31.30	89.02%	-74.31%	260.26%
瑞信方正	40.57	N/A	25.57	27.75	14.00	13.75	46.20%	N/A	85.96%
国泰君安	695.43	28.69	655.44	484.07	57.16	426.91	43.66%	-49.81%	53.53%
国信证券	330.17	33.89	296.29	231.70	83.94	147.77	42.50%	-59.63%	100.51%
一创承销 保荐	9.33	4.25	5.08	6.70	6.70	N/A	39.25%	-36.57%	N/A

资料来源: WIND, 渤海证券

债券承销规模市占率涨幅前三的上市券商分别是中信建投、银河证券以及兴业证券, 其市占率分别同比上涨 3.06、1.35、0.92 个百分点。就上市券商 2018 年上半年债券承销规模同比来看, 同比涨幅最大的三家分别为华西证券、国盛证券以及安信证券, 分别同比上涨 1501%、1109% 以及 750%, 主要是由于前值小。

表 8: 上市券商 2018 年上半年债券承销规模 (亿元) 及同比, 以及其市场份额及其变动

机构名称	2018H		2017H		同比	
	总承销金额	市场份额	总承销金额	市场份额	承销金额同比↓	市场份额变动
华西证券	139.33	0.69%	8.70	0.05%	1501.49%	上涨 0.64 个百分点
国盛证券	12.09	0.06%	1.00	0.01%	1109.00%	上涨 0.05 个百分点
安信证券	113.90	0.57%	13.40	0.08%	750.00%	上涨 0.49 个百分点
华安证券	25.20	0.13%	7.00	0.04%	260.00%	上涨 0.09 个百分点
江海证券	44.00	0.22%	14.00	0.08%	214.29%	上涨 0.14 个百分点
银河证券	457.31	2.28%	153.5	0.93%	197.92%	上涨 1.35 个百分点
兴业证券	425.54	2.12%	199.57	1.20%	113.23%	上涨 0.92 个百分点
东兴证券	205.23	1.02%	110.07	0.66%	86.45%	上涨 0.36 个百分点
方正证券	208.82	1.04%	120.30	0.72%	73.58%	上涨 0.32 个百分点
中信建投	2148.93	10.70%	1,267.10	7.64%	69.59%	上涨 3.06 个百分点
国元证券	56.5	0.28%	34.00	0.21%	66.18%	上涨 0.07 个百分点
东吴证券	111.60	0.56%	67.41	0.41%	65.55%	上涨 0.15 个百分点
国金证券	226.27	1.13%	142.16	0.86%	59.17%	上涨 0.27 个百分点
国信证券	373.91	1.86%	259.5	1.56%	44.09%	上涨 0.3 个百分点
山西证券	125.08	0.63%	89.05	0.54%	40.46%	上涨 0.09 个百分点
财通证券	65.73	0.33%	48.62	0.29%	35.19%	上涨 0.04 个百分点
招商证券	1457.24	7.25%	1,108.67	6.69%	31.44%	上涨 0.56 个百分点
中信证券	2590.69	12.9%	2,036.28	12.28%	27.23%	上涨 0.62 个百分点
南京证券	20.00	0.10%	16.00	0.10%	25.00%	无变动
海通证券	909.19	4.53%	775.09	4.67%	17.30%	减少 0.14 个百分点
浙商证券	83.06	0.41%	71.19	0.43%	16.67%	减少 0.02 个百分点
华泰证券	812.46	4.04%	708.11	4.27%	14.74%	减少 0.23 个百分点

申万宏源	256.58	1.28%	244.50	1.48%	4.94%	减少 0.2 个百分点
太平洋证券	16.30	0.08%	15.57	0.09%	4.69%	减少 0.01 个百分点
光大证券	828.89	4.13%	809.86	4.88%	2.35%	减少 0.75 个百分点
国泰君安	939.42	4.68%	977.08	5.89%	-3.85%	减少 1.21 个百分点
东方证券	335.38	1.67%	352.90	2.12%	-4.96%	减少 0.45 个百分点
东北证券	13.82	0.07%	15.00	0.09%	-7.87%	减少 0.02 个百分点
西部证券	91.98	0.46%	125.40	0.76%	-26.65%	减少 0.3 个百分点
广发证券	352.37	1.75%	578.78	3.49%	-39.12%	减少 1.74 个百分点
西南证券	77.13	0.38%	129.52	0.78%	-40.45%	减少 0.4 个百分点
长江证券	92.02	0.46%	184.45	1.11%	-50.11%	减少 0.65 个百分点
中原证券	8.00	0.04%	20.80	0.13%	-61.54%	减少 0.09 个百分点
华创证券	8.00	0.04%	39.98	0.24%	-79.99%	减少 0.2 个百分点
第一创业	32.46	0.16%	170.67	1.03%	-80.98%	减少 0.87 个百分点
国海证券	9.50	0.05%	109.43	0.66%	-91.32%	减少 0.61 个百分点

资料来源: WIND, 渤海证券

表 9: 2018 上半年上市券商证券承销业务净收入 (亿元) 及同比增速

上市券商	证券承销业务净收入		上市券商	证券承销业务净收入	
	同比↓	2018H		同比	2018H
中国银河	139.14%	3.33	财通证券	-25.37%	0.64
南京证券	108.85%	0.84	长江证券	-30.41%	2.44
太平洋	40.97%	0.59	申万宏源	-30.82%	4.03
华泰证券	20.03%	8.08	浙商证券	-32.74%	1.65
光大证券	15.57%	3.62	兴业证券	-38.77%	3.55
东兴证券	14.59%	3.49	国信证券	-39.60%	5.58
中信建投	8.92%	14.21	招商证券	-42.49%	5.83
西南证券	0.49%	2.70	西部证券	-44.31%	1.15
中信证券	-5.00%	17.50	东吴证券	-49.52%	2.26
海通证券	-6.47%	15.25	华安证券	-50.11%	0.26
中原证券	-8.49%	0.32	广发证券	-57.33%	5.66
东方证券	-9.66%	5.76	第一创业	-66.74%	0.55
方正证券	-13.33%	1.24	山西证券	-66.78%	0.97
国元证券	-18.65%	1.50	国海证券	-69.97%	0.69
国泰君安	-20.07%	10.50	国金证券	-70.64%	1.87
东北证券	-22.73%	0.90	华西证券	-71.93%	0.52

资料来源: WIND, 渤海证券

### 资管业务

2018 年上半年资管业务净收入同比增速最大的分别是华西证券、东方证券以及中原证券, 分别同比上涨 386%、133%、74%。资管业务净收入 2018 上半年较上年同期、2017 年较上年同期同比都是正增长的有 13 家券商。

表 10: 2018 上半年上市券商资管业务净收入 (亿元) 及 2018 上半年较去年同期、2017 年全年较上年同期同比增速

上市券商	资管业务净收入			上市券商	资管业务净收入		
	2018H	2018H 同比↓	2017A 同比		2018H	2018H 同比↓	2017A 同比
华西证券	0.75	386.20%	1705.71%	东兴证券	1.63	0.36%	26.87%
东方证券	15.03	133.34%	121.46%	国信证券	1.23	-2.14%	0.39%
中原证券	0.53	73.63%	45.02%	海通证券	8.68	-4.85%	255.74%
光大证券	3.41	71.37%	26.99%	中信建投	2.99	-6.11%	15.55%
华安证券	0.49	62.71%	23.48%	国金证券	0.78	-8.05%	8.21%
山西证券	0.75	33.26%	19.54%	财通证券	2.49	-8.81%	-13.28%
中国银河	3.82	22.19%	52.97%	国泰君安	8.08	-8.86%	-24.79%
申万宏源	7.19	20.40%	-27.77%	南京证券	0.30	-9.65%	-20.55%
方正证券	1.53	13.57%	69.20%	国海证券	0.71	-11.08%	-9.21%
招商证券	6.06	12.75%	0.25%	第一创业	2.73	-12.52%	19.89%
西南证券	0.58	9.82%	-25.76%	东北证券	0.80	-20.52%	-40.14%
中信证券	29.11	9.06%	-10.71%	兴业证券	1.37	-20.55%	-25.59%
太平洋	0.95	6.55%	3.13%	长江证券	2.18	-23.71%	1.67%
国元证券	0.31	4.41%	14.91%	西部证券	0.33	-31.75%	-0.01%
华泰证券	11.79	3.48%	121.64%	浙商证券	1.12	-39.78%	-41.34%
广发证券	18.61	2.78%	-4.23%	东吴证券	0.88	-55.29%	-4.02%

资料来源: WIND, 渤海证券

上市券商中受托资产管理规模较年初环比上涨的有 9 家, 分别为东吴证券 (较年初+14.37%)、华安证券 (+11.82%)、第一创业 (+11.73%)、太平洋 (+11.28%)、华西证券 (+3.15%)、南京证券 (+3.14%)、东方证券 (+2.48%)、光大证券 (+2.05%) 以及国信证券 (+0.89%)。

#### 利息净收入

利息净收入同比下滑的原因主要是由于利息支出大幅上涨, 其中短融利息支出、收益凭证利息、拆入资金等利息支出涨幅靠前。从应付短融款规模来看, 根据万得数据, 我们可以看到 21 家上市券商的 2018 年上半年应付短融款的规模上涨, 涨幅最大的三家分别是国金证券、华安证券、中原证券, 分别同比上涨 7068%、3190%、2074%。利息支出中应付短融利息支出也大幅上涨, 其中国金证券的应付短融利息支出较去年同期上涨了 355.07%; 华安证券收益凭证利息支出同比上涨 964%。

表 11: 近 6 年证券公司发行证券公司债、短融债规模 (亿元) 及同比增速

年份	证券公司短期融资券	证券公司债	证券公司短期融资券同比	证券公司债同比
2014	4,114.90	2,497.05	41.61%	111.69%

2015	2,753.60	7,617.10	-33.08%	205.04%
2016	1,178.60	4,251.60	-57.20%	-44.18%
2017	392	6,339.40	-66.74%	49.11%
截至 2018Q3	945	3,689.40	293.75%	-23.49%

资料来源: WIND, 渤海证券

表 12: 上市券商 2018 年上半年应付短融款规模 (亿元) 及同比

上市券商	应付短融款 2018H	应付短融款 2017H	同比↓	上市券商	应付短融款 2018H	应付短融款 2017H	同比↓
国金证券	12.91	0.18	7068.35%	长江证券	141.38	116.27	21.59%
华安证券	32.90	1.00	3189.80%	广发证券	255.23	210.43	21.29%
中原证券	56.74	2.61	2074.12%	申万宏源	187.69	154.80	21.24%
山西证券	69.92	15.32	356.30%	国元证券	111.04	96.17	15.46%
光大证券	223.05	50.55	341.26%	国海证券	44.38	39.00	13.80%
招商证券	493.99	116.13	325.37%	太平洋	41.24	40.70	1.33%
华泰证券	292.80	69.23	322.96%	中信证券	286.92	326.39	-12.09%
国信证券	270.49	68.80	293.16%	中国银河	153.74	191.06	-19.53%
东吴证券	65.36	17.42	275.10%	东北证券	30.02	38.23	-21.47%
浙商证券	54.20	20.50	164.39%	华西证券	36.53	49.81	-26.67%
国泰君安	265.62	122.85	116.22%	南京证券	6.69	13.09	-48.87%
海通证券	387.80	181.96	113.13%	方正证券	40.07	124.81	-67.89%
财通证券	42.32	21.17	99.90%	西南证券	11.38	42.49	-73.20%
中信建投	272.64	176.65	54.34%	兴业证券	37.47	178.68	-79.03%
东方证券	58.49	42.66	37.11%	东兴证券	43.21	N/A	N/A

资料来源: WIND, 渤海证券

2018 年上半年上市券商利息净收入同比正增长的 2 家上市券商分别是海通证券、财通证券, 分别同比上涨 38.86%、9.21%。

表 13: 2018 上半年上市券商利息净收入 (亿元) 及同比增速

上市券商	利息净收入		上市券商	利息净收入	
	2018H	同比↓		2018H	同比↓
海通证券	24.20	38.86%	广发证券	2.13	-44.85%
财通证券	1.36	9.21%	招商证券	5.27	-44.95%
国泰君安	27.64	-3.31%	华安证券	1.47	-50.28%
华西证券	2.19	-6.33%	长江证券	3.16	-52.38%
浙商证券	1.60	-10.38%	光大证券	2.69	-60.97%
国金证券	3.07	-12.13%	西部证券	0.05	-98.45%
中国银河	12.64	-17.48%	东兴证券	-3.75	N/A
国信证券	9.37	-18.91%	国海证券	-3.05	N/A
中原证券	1.86	-19.44%	东吴证券	-3.43	N/A
南京证券	1.99	-21.93%	东方证券	-9.44	N/A

华泰证券	13.10	-23.94%	第一创业	-0.01	N/A
中信证券	9.32	-28.01%	兴业证券	-1.40	N/A
申万宏源	7.65	-28.90%	太平洋	-0.74	N/A
方正证券	2.16	-31.55%	东北证券	0.31	N/A
中信建投	4.86	-36.94%	山西证券	-0.50	N/A
国元证券	2.80	-38.28%	西南证券	-0.63	N/A

资料来源：WIND,渤海证券

### 其他业务收入

2018年上半年部分上市券商其他业务收入大幅上涨,主要是来自大宗商品贸易业务,比如华安证券,现货交易为公司上半年带来0.29亿元的收入(前值为0)。东方证券、华泰证券、国泰君安2018年上半年大宗商品销售都为公司其他业务收入的上涨做出贡献,这三家其他业务收入分别同比上涨899%、621%、280%。

大宗现货销售交易能够提高收入增速,但对利润贡献度很小。以华安证券为例,2018年上半年现货销售成本0.292亿元,现货销售收入0.289亿元,成本比收入高了30万元。比如国泰君安,销售大宗商品收入5.217亿元,销售大宗商品成本5.214亿元,利润率在0.058%。大宗贸易现货交易这部分业务只能增加公司业务收入数据,对实际利润率的贡献很小。

表 14: 2018 年上半年上市券商其他业务收入 (亿元)、同比增速、以及其他业务收入上涨主要原因

上市券商	其他业务收入		其他业务收入上涨主要原因
	2018H	同比↓	
华安证券	0.31	899.04%	期货现货交易收入,上期无,本期0.29亿
东方证券	7.51	620.57%	大宗商品销售+621%
华泰证券	3.36	280.27%	实物销售收入上期报表无,本期2.4亿
国泰君安	5.35	190.58%	大宗+190%
中国银河	0.32	163.16%	银河创新投投资顾问收入+163%
中信建投	0.36	157.16%	三代手续费收入上涨
长江证券	1.29	140.18%	贸易销售+140%
山西证券	20.28	121.73%	仓单业务收入+122%
招商证券	0.38	97.33%	三代手续费收入+97%
国元证券	0.26	82.88%	三代手续收入、出租收入大增
华西证券	0.10	66.21%	旗下华西期货场外期权保险试点增收
东吴证券	5.53	50.73%	现货贸易收入+56%
方正证券	0.81	37.82%	商品现货交易+38%
西部证券	0.01	25.58%	N/A
国海证券	1.42	19.21%	现货交易收入+22.49%
海通证券	25.11	18.63%	出租业务收入+181%
中原证券	1.29	18.19%	N/A

东兴证券	0.01	12.77%	出租业务收入+32 %
中信证券	43.02	8.69%	N/A
国信证券	0.37	7.41%	出租业务收入+53%
浙商证券	5.15	2.79%	货物销售+2 %
南京证券	0.03	-3.78%	N/A
东北证券	8.14	-9.01%	现货交易-9%
光大证券	0.70	-26.31%	N/A
广发证券	0.13	-27.36%	N/A
西南证券	0.11	-27.39%	租赁收入-79%
兴业证券	0.07	-27.59%	N/A
申万宏源	0.38	-30.85%	贸易收入+36 %
第一创业	0.32	-57.26%	N/A
财通证券	0.04	-66.19%	N/A
国金证券	0.003	-80.31%	N/A
太平洋	N/A	N/A	N/A

资料来源：WIND，公司公告，渤海证券

### 海外业务

根据万得数据，2018年上半年、2017年全年境外业务同比增速都保持正增长的券商有4家，分别是海通证券、华泰证券、申万宏源以及国信证券，其2018年上半年境外业务收入分别同比上涨9.64%、39.07%、4.70%、8.02%。

表 15：2018 年上半年上市券商（有境外业务收入的）境外业务收入、境外业务连续同比增速以及今年上半年境外业务收入占总营收的比例

上市券商	同比增速		境外业务收入（亿元）	2018H 境外业务收入占总营收比例
	2018H	2017A		
中信证券	-4.39%	-30.95%	26.90	13.45%
海通证券	9.64%	23.26%	20.67	18.89%
国泰君安	-1.62%	27.71%	9.45	8.25%
华泰证券	39.07%	633.95%	10.11	12.30%
广发证券	-21.40%	101.92%	3.53	4.64%
招商证券	-45.15%	42.46%	2.47	5.16%
申万宏源	4.70%	35.10%	1.82	3.00%
中国银河	22.16%	-1.18%	1.84	4.28%
东方证券	n/a	52.98%	-1.27	N/A
国元证券	-17.14%	34.89%	0.87	7.85%
国信证券	8.02%	107.69%	0.81	1.98%
长江证券	-11.61%	20.16%	0.55	2.37%
西南证券	N/A	N/A	N/A	N/A
中原证券	N/A	159.17%	N/A	N/A

资料来源：WIND，渤海证券

请务必阅读正文之后的免责声明

### 3. 证券行业盈利预测

#### 经纪业务

我们认为行业在经过低佣战之后，行业平均佣金率有所回暖。此外券商发力机构经纪业务，机构经纪业务佣金率（在万 7-万 8 左右）高于零售经纪业务佣金。我们预计行业经纪业务平均佣金率将继续保持在万分之 4.5。

此外我们预计 2018 全年日均股基成交额 4347 亿元。

#### 投行业务

IPO 持续收紧，我们预计行业全年股权承销规模 1.32 万亿元，其中 IPO 承销 1373 亿元，再融资 1.18 万亿元；债券承销规模 4.1 万亿。

#### 资管业务

受资管新规影响，券商通道业务规模在未来 3 年里，将持续大幅下降；集合资管业务规模主要集中在主动管理能力强的券商手中。我们预计 2018 年全年行业受托资产管理规模 14.06 万亿元。

我们预计 2018 年行业合计实现营业收入 2587 亿元，同比下降 16.90%；合计实现净利润 673 亿元，同比下降 40.48%。

表 16：2018 年证券行业盈利预测关键假设（单位：亿元）

核心假设	2014	2015	2016	2017	2018E
日均股基交易额	3200	11001	5613	4982	4347
yoy		243.78%	-48.98%	-11.24%	-12.75%
经纪业务佣金率 (%)	0.067	0.051	0.038	0.034	0.045
yoy		-23.88%	-25.49%	-10.53%	32.35%
IPO 融资规模	668	1578	1634	2301	1373
yoy		136.23%	3.55%	40.82%	-40.33%
再融资规模	6973	11715	17217	12700	11815
yoy		68.01%	46.97%	-26.24%	-6.97%
债券承销规模	20000	29300	50800	45516	41000
yoy		46.50%	73.38%	-10.40%	-9.92%
月均融资融券余额	10256	11742	9500	9395	9218

	yoy		14.49%	-19.09%	-1.11%	-1.88%
集合资管规模		4500	15574	21938	21125	25350
	yoy		246.09%	40.86%	-3.71%	20.00%
定向资管规模		65000	101580	146857	143938	115150
	yoy		56.28%	44.57%	-1.99%	-20.00%
专项资管规模		366.5	1793.75	4315	89	134
	yoy		389.43%	140.56%	-97.94%	50.56%

资料来源：WIND，渤海证券

表 17：证券行业 2018 年盈利预测（单位：亿元）

	2014	2015	2016	2017	2018E
营业收入	2603	5752	3280	3113	2587
yoy	63.00%	120.98%	-42.98%	-5.09%	-16.90%
经纪业务	1049	2691	1053	821	745
yoy	38.00%	156.53%	-60.87%	-22.03%	-9.26%
投行业务	309	532	684	509	378
yoy	78.04%	72.17%	28.57%	-25.58%	-25.74%
承销保荐收入	240	394	520	384	258
财务顾问	69	138	164	125	120
投资业务	710	1414	568	861	740
yoy	132%	99.15%	-59.83%	51.58%	-14.05%
资产管理业务	124	275	296	310	290
yoy	77.00%	121.77%	7.64%	4.73%	-6.45%
利息净收入	446	591	382	348	229
yoy	141.08%	32.51%	-35.36%	-8.90%	-34.20%
投资咨询	22	45	51	34	30
yoy	-14.96%	104.55%	13.33%	-33.33%	-11.76%
净利润	963.11	2448	1234	1130	673
yoy	116.00%	154.18%	-49.59%	-8.43%	-40.48%

资料来源：WIND，渤海证券

## 4. 投资策略

从上半年证券行业发展来看：

- （1）行业经纪业务佣金率有所回升。由于上半年市场低迷，成交额低，以量补价无法实施，此外当前部分券商大力发展机构业务，机构经纪佣金率（在

- 万 7-万 8 左右)远高于散户佣金,因此行业佣金率逐步回暖至万分之 4.5。
- (2) IPO 收紧,过会企业多为各行业规模大、盈利好的龙头/白马企业,在这种市场环境下,利好大中型券商投行的 IPO 业务。
  - (3) 今年上半年资管产品投资收益高的券商其资管收入持续大幅上升,资管的品牌效应在投资收益率的支持下持续上升,利好主动管理强的券商。
  - (4) 上半年监管叫停私募场外期权业务之后,经过整改场外期权又重新开启,由此我们可以看到监管层针对衍生品等创新业务的态度,即规范发展,因此给具备专业能力的一、二级场外期权交易商带来新的收入来源。
  - (5) 上半年券商短融发行规模同比上涨 292.86%,券商发行短融补充资本金的同时也加大利息支出,因此部分券商利息净收入有所下降。

综上所述,2018 年四季度券商板块的投资逻辑主要有两点:

- (1) 收入增速高的大券商:行业收入水平差距越来越大,看好规模大、增速快的上市券商,建议关注:中信证券(600030.SH,规模大、营收增速高)、华泰证券(601688.SH,公司引入阿里作为战略投资者,开始市场化改革)以及招商证券(600999.SH,长期来看,招商局股东带动一带一路建设,看好二者联动);
- (2) 资管主动管理能力强的上市券商,建议关注:东方证券(600958.SH,资管手续费净收入连续大幅上涨,公司资管业务已有品牌效应)。

## 5.风险提示

市场交易不如预期导致券商经营业绩下滑

**投资评级说明**

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**免责声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，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书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

副所长 (金融行业研究 & 研究所主持工作)

张继袖  
+86 22 2845 1845

副所长

谢富华  
+86 22 2845 1985

计算机行业研究小组

王洪磊 (部门副经理)  
+86 22 2845 1975  
朱晟君  
+86 22 2386 1319  
王磊

汽车行业研究小组

郑连声  
+86 22 2845 1904  
张冬明  
+86 22 2845 1857

环保行业研究

张敬华  
+86 10 6810 4651  
刘蕾  
+86 10 6810 4662

电力设备与新能源行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670  
刘秀峰  
+86 10 6810 4658

医药行业研究小组

张冬明  
+86 22 2845 1857  
赵波  
+86 22 2845 1632  
甘英健

通信 & 电子行业研究小组

徐勇  
+86 10 6810 4602

餐饮旅游行业研究

刘瑀  
+86 22 2386 1670  
杨旭  
+86 22 2845 1879

证券行业研究

张继袖  
+86 22 2845 1845  
洪程程  
+86 10 6810 4609

金融工程研究 & 部门经理

崔健  
+86 22 2845 1618

权益类量化研究

李莘泰  
+86 22 2387 3122  
宋旻  
+86 22 2845 1131

衍生品类研究

祝涛  
+86 22 2845 1653  
李元玮  
+86 22 2387 3121  
郝惊  
+86 22 2386 1600

债券研究

王琛睿  
+86 22 2845 1802  
冯振  
+86 22 2845 1605  
夏捷  
+86 22 2386 1355

基金研究

刘洋  
+86 22 2386 1563

流动性、战略研究 & 部门经理

周喜  
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威  
+86 22 2386 1608  
杜乃璇  
+86 22 2845 1945

宏观研究

张扬

博士后工作站

朱林宁 资产配置  
+86 22 2387 3123

综合质控 & 部门经理

齐艳莉  
+86 22 2845 1625

机构销售 • 投资顾问

朱艳君  
+86 22 2845 1995

风控专员

白骐玮  
+86 22 2845 1659

合规专员

任宪功  
+86 10 6810 4615

## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码：300381

电话：(022) 28451888

传真：(022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码：100086

电话：(010) 68104192

传真：(010) 68104192

渤海证券研究所网址：[www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)