

## 投资交易业务影响敏感度提升 强者恒强

### 核心观点:

- 2018年上半年, 资本市场持续低迷, 监管不断加强, 行业整体营业收入和净利润均出现较大幅度下滑。根据证券业协会披露的行业数据, 上半年证券行业实现营业收入 1,265.72 亿元, 同比下降 11.92%; 净利润 328.61 亿元, 同比下降 40.53%; 年化 ROE 为 3.53%, 较 2017 年下降 2.57 个百分点; 行业杠杆率为 2.83 倍, 较上年年末上升 3.18%。
- 受市场行情震荡和严监管环境的影响, 券商多条业务线收入承压, 收入结构不断调整。投资交易业务、投行业务和信用业务营收贡献度下滑, 经纪业务和资管业务收入占比被动提升。2018 年上半年投资交易业务占比 23.35%, 同比下滑 2.12 个百分点; 投行业务占比 12.80%, 同比下滑 2.59 个百分点; 信用业务占比 8.92%, 下降 4.85 个百分点; 经纪业务占比 28.74%, 同比上涨 1.70 个百分点; 资管业务占比 10.97%, 同比上升 1.23 个百分点。
- 受市场行情波动以及 IFRS9 实施影响, 券商业绩对投资交易业务收入敏感度提升, 弱市对券商投资交易能力提出更高要求。受市场行情波动影响, 传统自营投资收入承压。投资交易能力较强的券商能够灵活利用衍生类金融工具, 进行风险管理, 分散风险, 同时抓住衍生类业务发展机会, 丰富投资交易业务收入来源。部分券商通过衍生类业务收益弥补传统自营业务收益亏损, 推动投资交易业务总收益增长。未来券商重资本业务由信用业务向投资交易业务迁移, 发展衍生品投资业务, 是券商资金配置重要方向。
- 2018 年证券行业延续 2017 年的从严监管态势, 防风险、降杠杆、去通道是金融监管的主基调。监管政策密集出台, 防风险与促改革齐头并进。资管新规及配套细则靴子落地, 统一监管标准并打破刚性兑付, 重塑资管业务生态。资本市场开放力度加大, 七家大型综合券商跨境业务获批, 存托凭证 CDR 落地, 场外期权新规及交易所名单相继发布, 业务重新步入常态化。随着行业监管规则逐步完善, 证券公司业务开展也日益规范化, 以大型综合券商为代表的证券公司业务质量与合规风控能力均有提升。“扶优限劣”的政策导向将进一步增强大型综合券商竞争优势。
- 基本面, 市场弱势震荡, 券商各业务条线受到压制, 业绩承压。板块持仓方面, 机构对券商板块股票配置比例不断下滑, 2018Q2 机构持券商板块总市值占机构投资总市值 1.84%, 较 2017Q1 下滑 1.9 个百分点, 处于低配水平。估值面, 当前板块 1.18 倍 PB, 大型综合券商在 1.14 倍左右, 估值处于历史偏低位置。前期压制板块估值提升因素未有明显改善的情况下, 我们持续看好估值低、基本面相对较好的大型综合券商配置机会。个股方面, 持续推荐中信证券、广发证券以及华泰证券。
- 风险提示: 行业转型速度不及预期; 市场波动对业务影响较大。

## 非银行金融行业

### 推荐 维持评级

#### 分析师

武平平

☎: 010-66568224

✉: [wupingping@chinastock.com.cn](mailto:wupingping@chinastock.com.cn)

执业证书编号: S0130516020001

特此鸣谢

张一纬

✉: [zhangyiwei\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:zhangyiwei_yj@chinastock.com.cn)

杨策

✉: [yangce\\_yj@chinastock.com.cn](mailto:yangce_yj@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

## 投资概要：

### 驱动因素、关键假设及主要预测：

监管政策边际改善，创新业务重新开闸。2018年以来，资本市场开放力度加大，支持“合资券商走进来+境内券商走出去”，七家大型综合券商跨境业务获批，国际业务收入空间有望增厚；存托凭证 CDR 落地，有助增厚券商经纪业务、投行业务收入空间。场外期权新规及交易所名单相继发布，业务重新步入常态化，一级交易商由大型综合券商包揽，垄断格局形成。扶优限劣政策环境下，行业集中度持续提升，业绩分化明显，马太效应强化，强者恒强。

### 我们与市场不同的观点：

受市场行情波动以及 IFRS9 实施影响，券商业绩对投资交易业务收入敏感度提升，弱市对券商投资交易能力提出更高要求。受市场行情波动影响，传统自营投资收入承压。投资交易能力较强的券商能够灵活利用衍生类金融工具，进行风险管理，分散风险，同时抓住衍生类业务发展机会，丰富投资交易业务收入来源。部分券商通过衍生类业务收益弥补传统自营业务收益亏损，推动投资交易业务总收益增长。未来券商重资本业务由信用业务向投资交易业务迁移，发展衍生品投资业务，是券商资金配置重要方向。

### 行业估值与投资建议：

基本面，市场弱势震荡，券商各业务条线受到压制，业绩承压。板块持仓方面，机构对券商板块股票配置比例不断下滑，2018Q2 机构持券商板块总市值占机构投资总市值 1.84%，较 2017Q1 下滑 1.9 个百分点，处于低配水平。估值面，当前板块 1.18 倍 PB，大型综合券商 PB 在 1.14 倍左右，估值处于历史偏低位置。前期压制板块估值提升因素未有明显改善的情况下，我们持续看好估值低、基本面相对较好的大型综合券商配置机会。个股方面，持续推荐中信证券、广发证券以及华泰证券。

### 行业表现的催化剂：

监管政策边际改善。

### 主要风险因素：

行业转型速度不及预期；市场波动对业务影响较大。

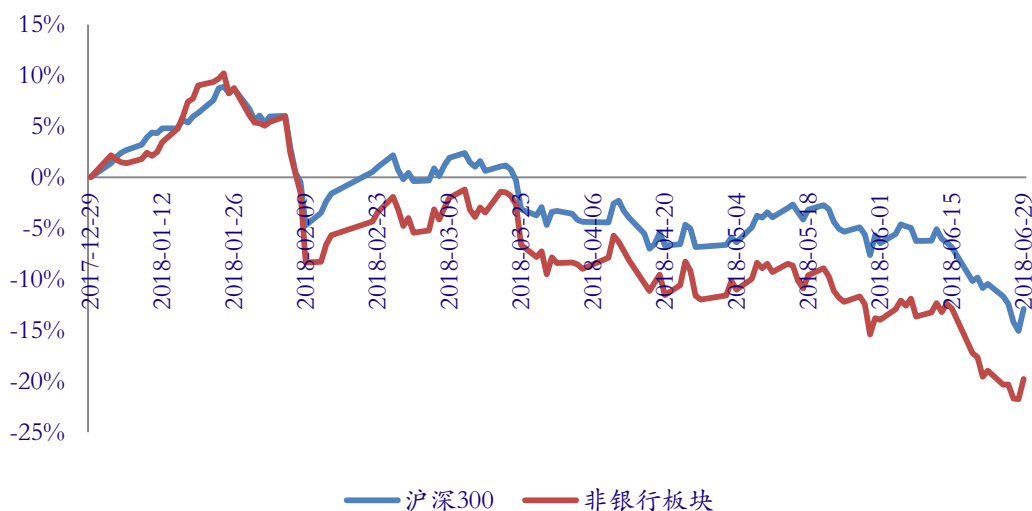
## 目 录

一、券商板块走势弱于沪深 300 指数，个股表现分化 .....	3
二、券商板块形势分析 .....	5
(一) 2018 年上半年业绩下滑明显，分化加剧 .....	5
(二) 各业务条线发展各异 .....	8
1. 收入结构不断调整 .....	8
2. 经纪业务收入占比被动提高，财富管理转型持续推进 .....	9
3. 投资交易收入受累于市场震荡调整和 IFRS9 实施影响 .....	9
4. 股权融资规模滑坡，债券融资回暖但面临违约风险上升压力 .....	11
5. 信用业务规模下滑，风险加大 .....	14
6. 资管统一监管时代来临，主动管理是未来发展方向 .....	16
三、政策环境边际改善，扶优限劣 .....	18
四、估值分析 .....	19
五、投资建议 .....	20
六、风险提示 .....	20
附录：2018 年政策事件简评 .....	21
插图目录 .....	26
表格目录 .....	27

## 一、券商板块走势弱于沪深 300 指数，个股表现分化

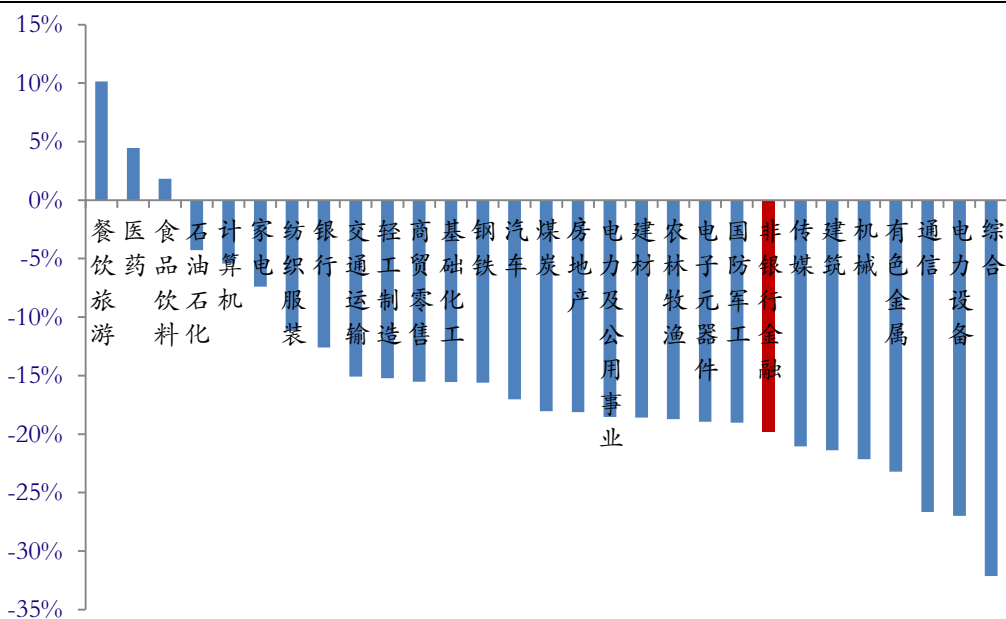
受贸易战升级和国内宏观经济疲软影响,2018 年 A 股市场震荡调整,板块估值有所回调。截至 2018 年 6 月末,板块下跌 19.80%,跑输沪深 300 指数 6.90 个百分点。中信一级行业数据显示,2018H1,29 个行业中仅有 3 个行业实现上涨,其余板块均不同程度下跌,其中非银行金融板块回调较大,位列第 22。

图 1: 非银行金融板块涨跌幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 2: 中信一级行业涨跌幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

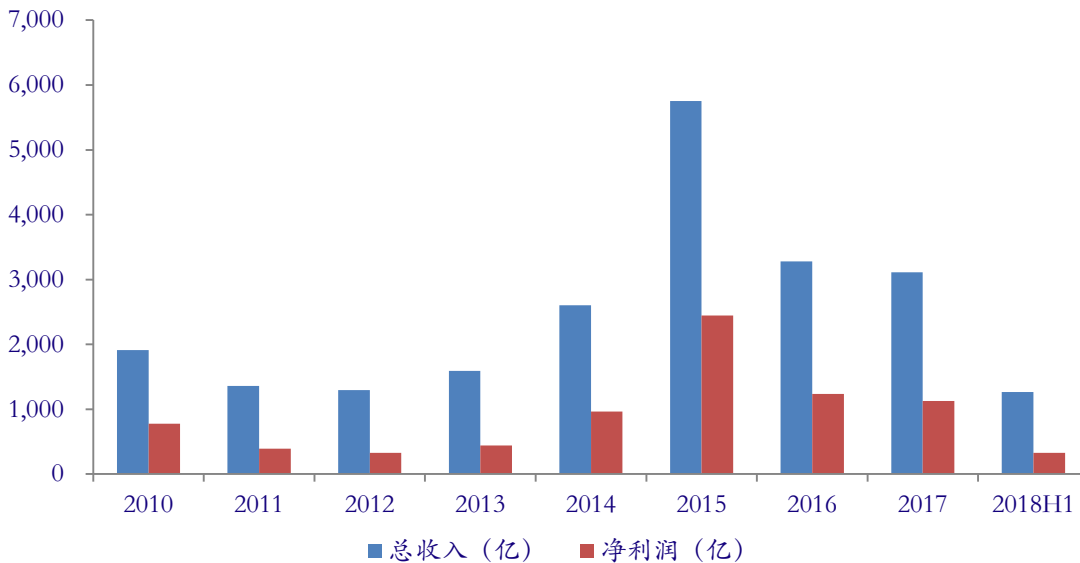


## 二、券商板块形势分析

### (一) 2018 年上半年业绩下滑明显，分化加剧

2018 年上半年，资本市场持续低迷，监管不断加强，行业整体营业收入和净利润均出现较大幅度下滑。根据证券业协会披露的行业数据，上半年证券行业实现营业收入 1,265.72 亿元，同比下降 11.92%；净利润 328.61 亿元，同比下降 40.53%；年化 ROE 为 3.53%<sup>2</sup>，较 2017 年下降 2.57 个百分点；行业杠杆率为 2.83 倍，较上年年末上升 3.18%。

图 5：券商行业业绩表现



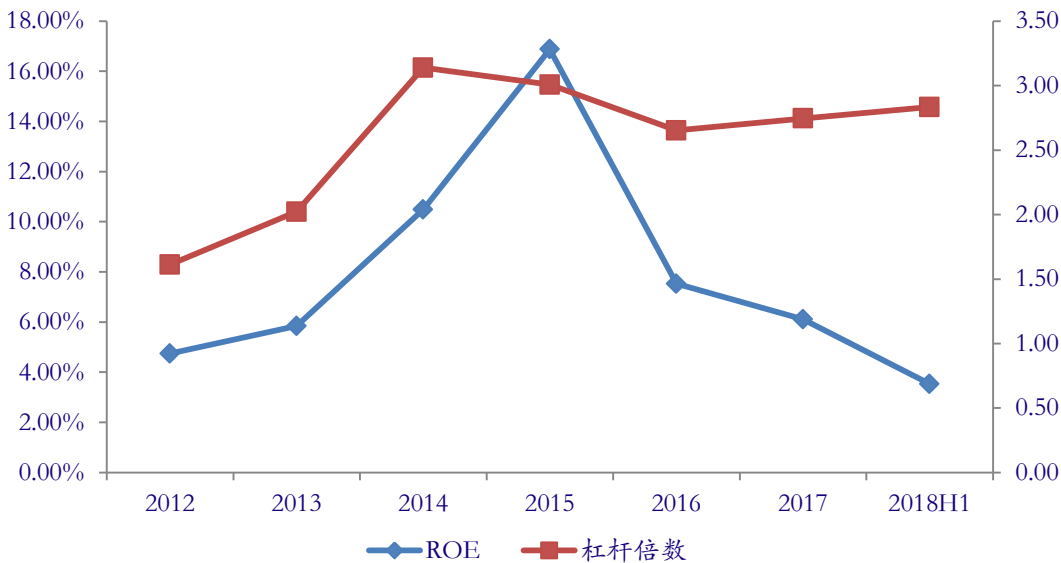
资料来源：证券业协会，中国银河证券研究院

近年来，券商行业杠杆率<sup>3</sup>呈小幅回升态势。2014-2015 年股市异常波动之后，金融市场监管趋严，券商行业开始出现降杠杆的趋势，杠杆率从 2014 年的峰值 3.14 倍下降到 2016 年的 2.65 倍，下降幅度为 15.61%。近年来，为了推动信用业务和投资交易业务发展，券商杠杆率呈小幅回升。6 月末行业杠杆倍数为 2.83，较 2016 年提升 6.79%。但杠杆对 ROE 的驱动持续减弱，行业 ROE 由 2015 年的 16.88% 逐年下滑至 2018 年的 3.53%，减少 13.35 个百分点。

<sup>2</sup> ROE 年化 ROE 由 2018H1 的 ROE\*2 计算得出。

<sup>3</sup> 行业杠杆率指剔除客户交易结算资金余额的总资产总计与净资产总计的比值。

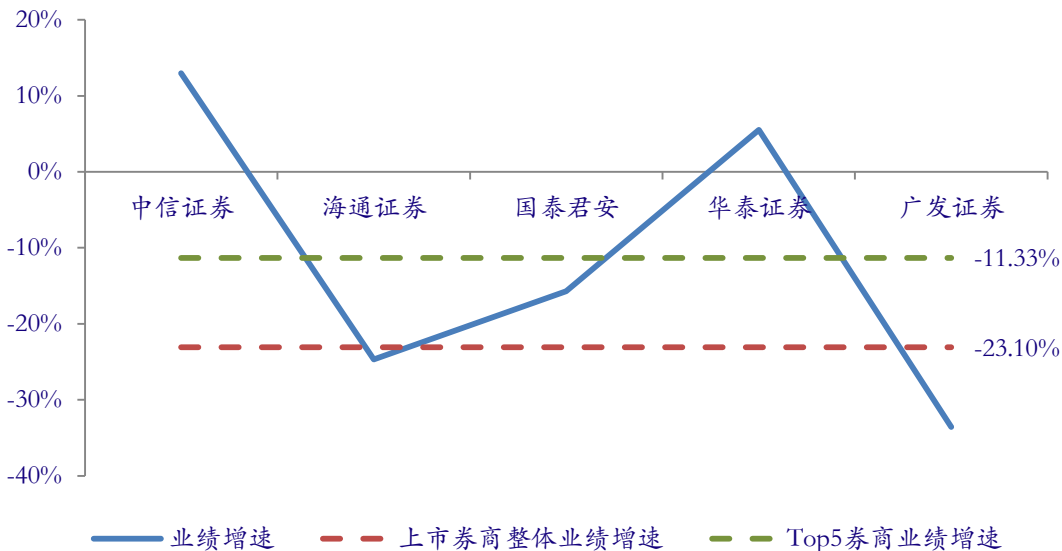
图 6: 行业 ROE 与杠杆率



资料来源: 证券业协会, 中国银河证券研究院

强监管环境下, 券商行业“马太效应”强化, 大型综合券商业绩与中小券商差距拉大。2018年上半年, TOP5 券商合计实现净利润 186.22 亿元, 同比下降 11.33%, 优于上市券商整体水平 11.77 个百分点。Top5 券商中业绩分化加剧, 中信证券和华泰证券业绩逆势增长, 净利润同比提升 12.96%和 5.53%; 国泰君安、海通证券和广发证券净利润同比下滑 15.71%、24.67%和 33.55%。

图 7: 2018 年上半年 TOP5 券商业绩增速

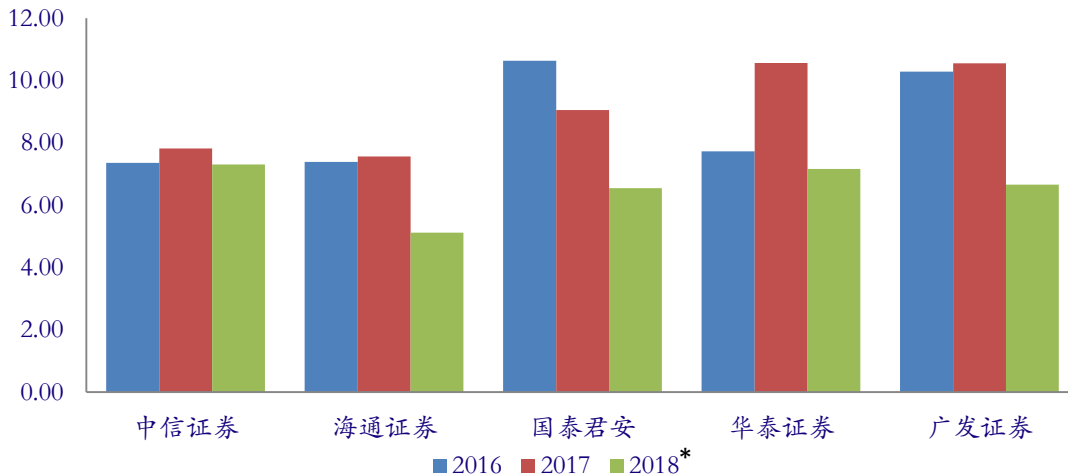


资料来源: wind, 中国银河证券研究院,

排序统计口径: TOP5 指的是 2018H1 总资产排序

ROE 方面，Top5 券商加权 ROE（年化）平均为 6.56%<sup>4</sup>，优于行业 ROE3.03 个百分点。从单个券商来看，Top5 券商 ROE 呈现不同程度下滑，中信证券、华泰证券、广发证券、国泰君安和海通证券 2018H1 的加权平均 ROE(年化)分别为 7.30%、7.16%、6.66%、6.54%和 5.12%，较 2017 年下滑 0.52、3.40、3.89、2.51 和 2.44 个百分点。

图 8: A 股上市 TOP5 券商 ROE

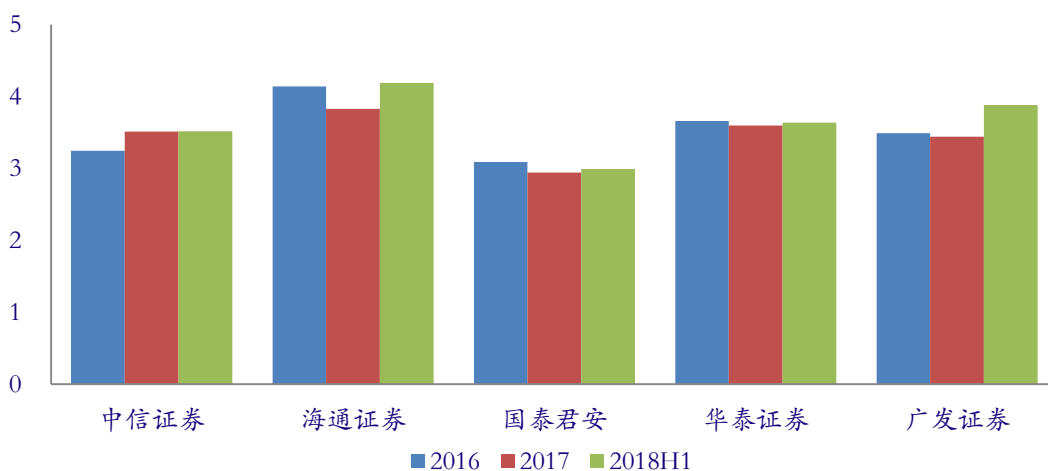


资料来源: wind, 中国银河证券研究院,

备注: 2018 年 ROE 由 2018H1 加权 ROE\*2 简单计算得出

上半年 Top5 券商杠杆倍数<sup>5</sup>呈不同程度上升。当前海通证券杠杆率最高，由 2017 年底 3.83 倍上升到 4.19 倍，上升 9.41%。其次为广发证券，杠杆率为 3.88，较上年增长 12.87%，超越华泰证券排名第二。华泰证券、中信证券和国泰君安杠杆率分别为 3.63、3.51 和 2.99，较 2017 年分别上升 1.04%、0.14%和 1.66%，位列第三、第四和第五。

图 9: 2016-2018H1A 股上市 TOP5 券商杠杆倍数



资料来源: wind, 中国银河证券研究院

<sup>4</sup> 平均 ROE 指 Top5 券商加权年化 ROE 的算数平均值。

<sup>5</sup> 杠杆倍数指总资产剔除客户资金余额后与净资产的比值。

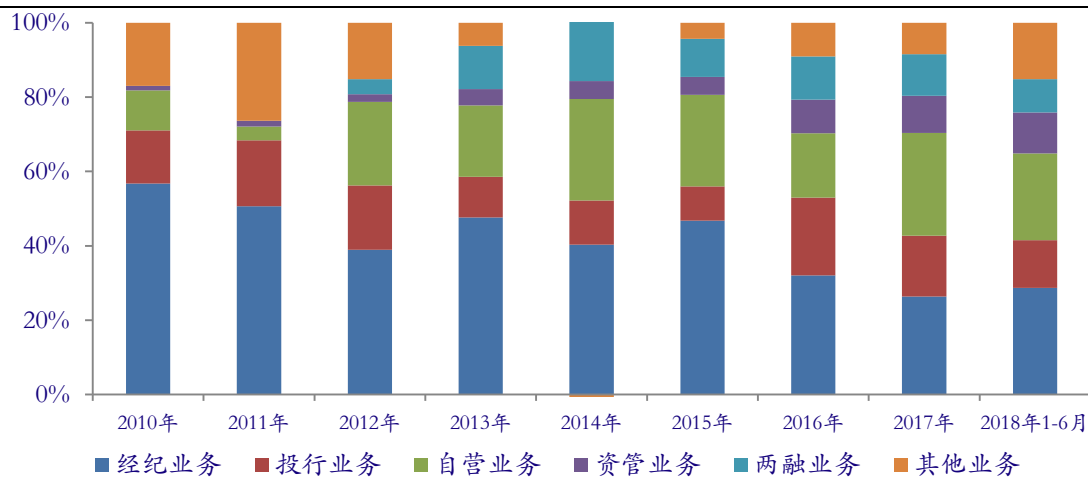


## (二) 各业务条线发展各异

### 1. 收入结构不断调整

受市场行情震荡和严监管环境的影响，券商多条业务线收入承压，收入结构不断调整，投资交易业务、投行业务和信用业务营收贡献度下滑，经纪业务和资管业务收入占比被动提升。2018年上半年投资交易业务占比23.35%，同比下滑2.12个百分点；投行业务占比12.80%，同比下滑2.59个百分点；信用业务占比8.92%，下降4.85个百分点；经纪业务占比28.74%，同比上涨1.70个百分点；资管业务占比10.97%，同比上升1.23个百分点。

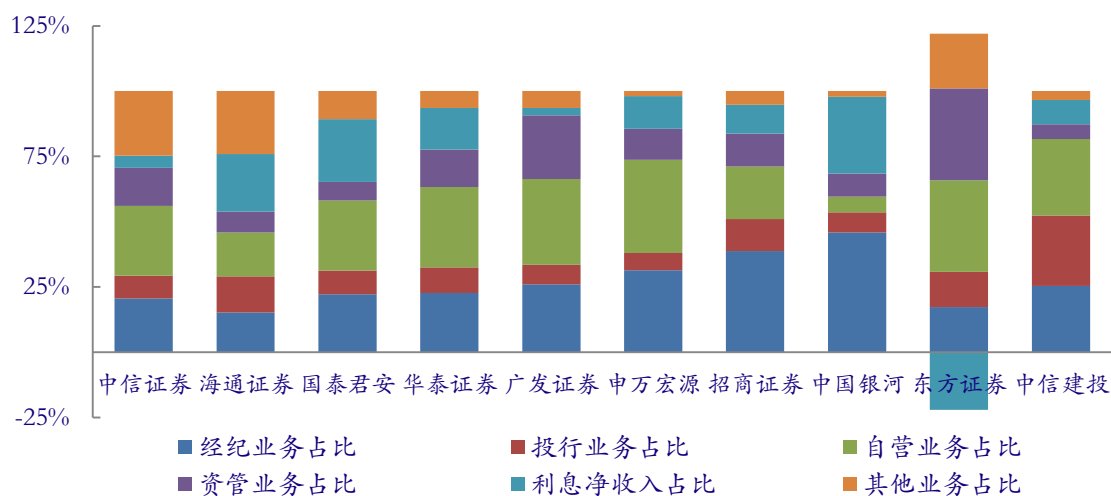
图 10：行业收入结构演变



资料来源：中国证券业协会，中国银河证券研究院

随着行业收入结构的变化，A股上市TOP10券商的收入结构也在不断调整。

图 11：A股上市TOP10券商2018H1收入结构



排序统计口径数据来源：wind，中国银河证券研究院

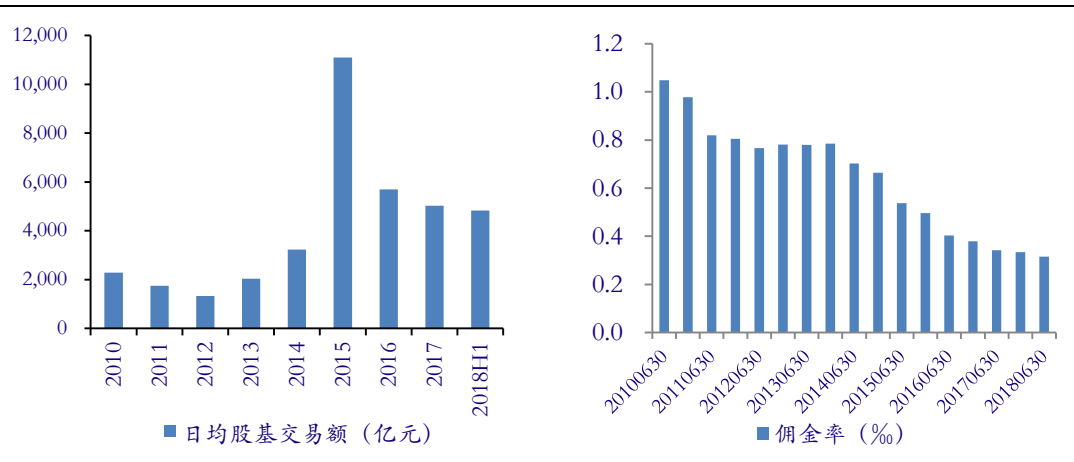
排序统计口径：TOP10指的是2018H1总资产排序

## 2. 经纪业务收入占比被动提高，财富管理转型持续推进

上半年行业经纪业务实现收入 363.76 亿元，同比减少 6.38%；占总营收 28.74%，同比增长 1.70 个百分点。上半年累计股基交易额为 57.53 万亿元，同比小幅上升 1.22%；日均股基成交额 4,834.48 亿元，同比上升 1.22%。行业佣金率处于下行态势，进一步压缩传统经纪业务盈利空间。证券业协会最新数据披露计算，2018H1 行业佣金率为 0.32%，较 2017 年进一步下滑。

佣金率持续下跌，券商传统经纪业务盈利空间收窄，倒逼券商加快财富管理转型。近年来，金融科技的高速发展与推广对财富管理行业发展产生了深刻影响，财富管理业务不断丰富，服务门槛逐步降低。以机器人投资顾问为代表的数字化、智能化财富管理平台正在向财务规划、风险适配、资产配置等财富管理的核心环节渗透。与此同时，人机结合的混合化财富管理服务模式正在愈发普遍，充分发挥各自优势，为客户提供全面的财富管理服务。充分运用金融科技手段打造财富管理业务的新发展模式 and 竞争优势成为证券公司的重要战略选择。

图 12：2018H1 日均股基交易额及佣金率



资料来源：上交所，深交所，中国银河证券研究院

## 3. 投资交易收入受累于市场震荡调整 and IFRS9 实施影响

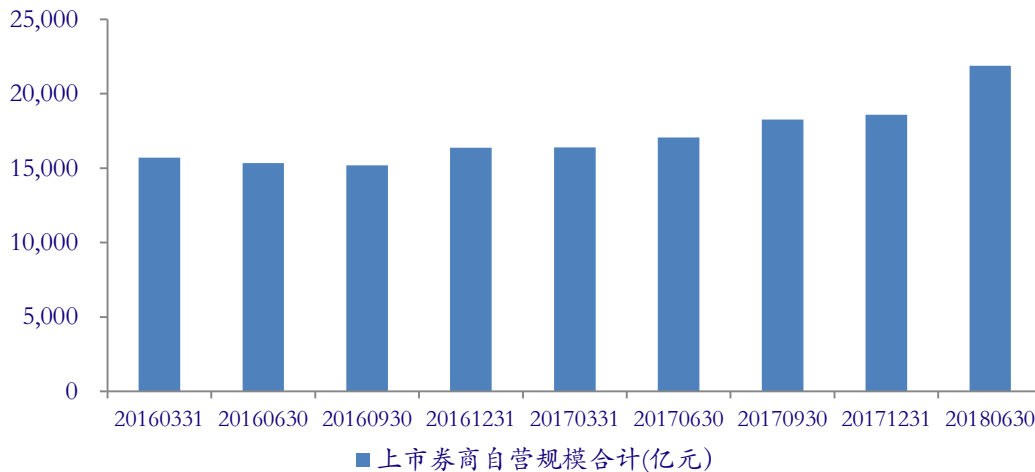
受市场行情波动影响，传统自营投资收入承压。上半年市场震荡调整，上证综指累计下跌 13.90%，沪深 300 指数累计下跌 12.90%。证券行业投资交易业务累计实现收入 295.50 亿元，同比减少 19.24%；营收贡献度 23.35%，同比下滑 2.12 个百分点。

IFRS9 新准则实施后，加剧券商业绩波动。A+H 上市的大型综合券商自今年起实施 IFRS9，新准则下，金融资产划分为以摊余成本计量的金融资产 (AC)、以公允价值计量且变动计入其他综合收益的金融资产 (FVOCI) 和公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产 (FVTPL) 等三类。在新准则下，企业依靠可供出售金融资产平滑报表将不再可能，原本计入可供出售的金融资产大多调整为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，金融资产的市值波动直接反应在利润表中，加大盈利波动。同时损失准备计提方法由“已发生损失”改为“预期损失”，金融资产需计提减值准备，对利润有小幅影响。

弱市对券商投资交易实力提出更高要求。随着行业杠杆率提高以及 2014、2015 年牛市行

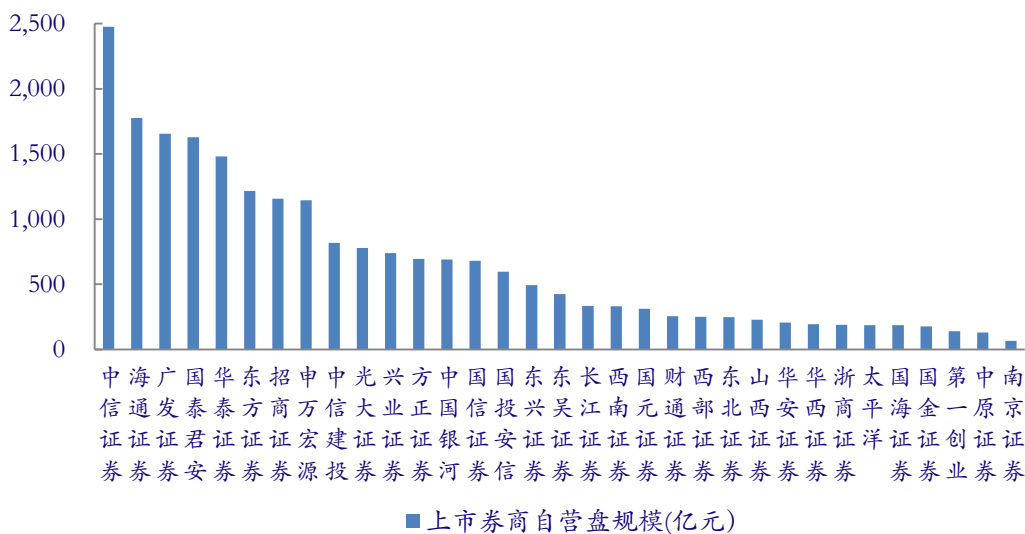
情，券商自营盘规模不断提升。截至 2018 年上半年，上市券商自营盘规模 21,884.55 亿元<sup>6</sup>，较年初增长 17.78%。更大的自营盘规模需要优秀的投资能力匹配，一旦投资管理能力不足，投资收益波动就会放大，不同券商的投资收益表现就会出现明显分化。

图 13：上市券商自营盘规模合计



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 14：2018H1 上市券商自营盘规模\*



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

注：自营盘规模为交易性金融资产与可供出售金融资产简单加总测算。A+H 股券商 2018 年 H1 自营规模为交易性金融资产、债权投资、其他债权投资和其他权益工具投资口径加总。

<sup>6</sup> 自营盘规模为交易性金融资产与可供出售金融资产简单加总测算。A+H 股券商 2018 年 H1 自营规模为交易性金融资产、债权投资、其他债权投资和其他权益工具投资口径加总。

**图 15: 上市券商可供出售金融资产规模总和**


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

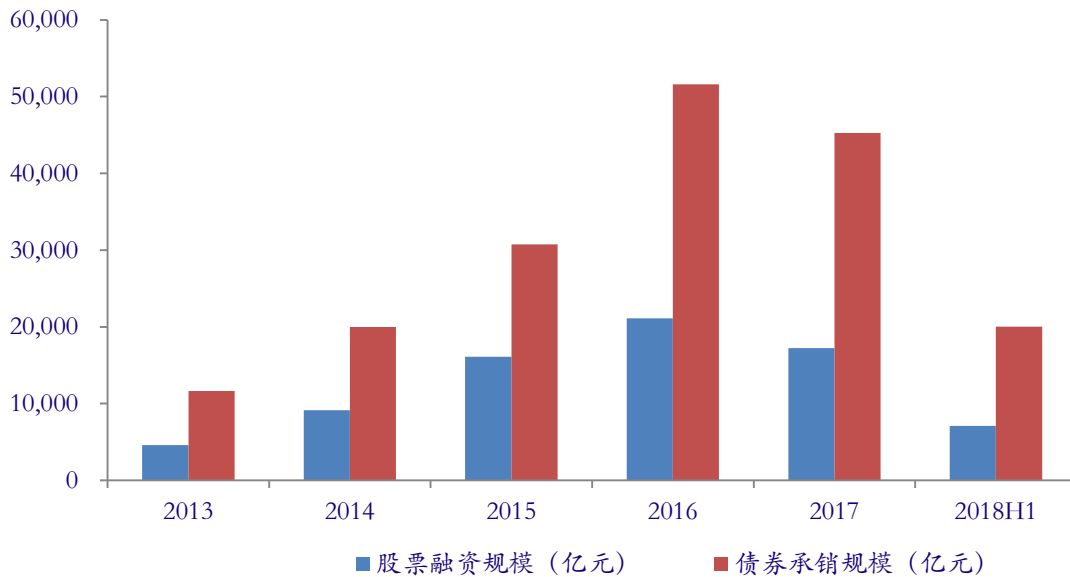
#### 4. 股权融资规模滑坡, 债券融资回暖但面临违约风险上升压力

上半年证券行业投资银行业务实现营业收入 162.02 亿元, 同比减少 26.72%; 营收占比 12.80%, 同比减少 2.59 个百分点。股权融资方面, IPO 和再融资规模双双下滑。2018 年上半年股权融资规模 7095.42 亿元, 同比减少 19.13%。其中, IPO 实际募集资金 922.87 亿元, 同比下降 26.40%; 增发实际募集资金 3677.60 亿元, 同比减少 45.41%; 优先股募集资金 1,199.76 亿元。全市场共计有 63 家首发, 177 家增发, 11 家配股。2018 年以来, IPO 发行审核力度进一步加大, 上半年 IPO 审核通过率为 48.74%, 同比降低 32.71 个百分点, 券商投行业务收入承压。从严审核环境下, 能拿到优质项目的大型券商, 投行份额会进一步提升。

债券承销方面, 债券市场回暖, 但违约风险上升。2018 年上半年券商承销债券金额总计 20,009.04 亿元<sup>7</sup>, 同比增长 22.54%, 显著回暖。单个券商来看, 债券承销排名前 10 券商有所变化。中信证券、中信建投、中金公司、招商证券和海通证券排名前 5, 国开证券和平安证券跻身前 10。2018 年债券市场违约升温, 后续发行面临一定压力。

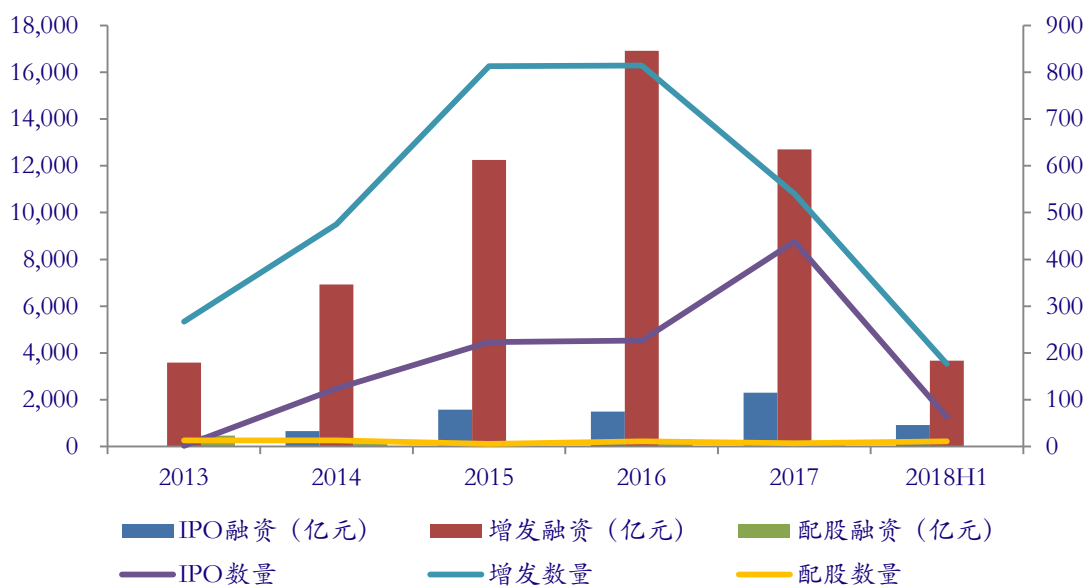
<sup>7</sup>债券融资规模按券商承销金额加总测算。

图 16: 股票及债券融资规模



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17: IPO、增发、配股融资规模及数量



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**表 1: 2018H1 券商债券承销规模 TOP10**

机构名称	金额 (亿元)	市场份额 (%)
中信证券	2605.69	13.02
中信建投	2148.93	10.74
中金公司	1544.19	7.72
招商证券	1457.24	7.28
海通证券	989.19	4.94
国泰君安	939.42	4.69
光大证券	828.89	4.14
华泰证券	812.46	4.06
国开证券	775.27	3.87
平安证券	599.66	3.00

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

**表 2: 2018 年以来债券违约事件一览表**

名称	发生日期	发行人主体	公司属性	省份	所属 Wind 行业
15 川煤炭 PPN001	2018-01-09	四川省煤炭产业集团有限责任公司	地方国有企业	四川省	煤炭与消费用燃料
15 丹东港 PPN001	2018-01-15	丹东港集团有限公司	中外合资企业	辽宁省	海港与服务
16 大机床 MTN001	2018-01-15	大连机床集团有限责任公司	民营企业	辽宁省	工业机械
16 亿阳 01	2018-01-27	亿阳集团股份有限公司	民营企业	黑龙江省	综合类行业
16 丹港 01	2018-01-29	丹东港集团有限公司	中外合资企业	辽宁省	海港与服务
16 丹港 02	2018-01-30	丹东港集团有限公司	中外合资企业	辽宁省	海港与服务
16 丹港 01	2018-01-30	丹东港集团有限公司	中外合资企业	辽宁省	海港与服务
15 机床 PPN001	2018-02-07	大连机床集团有限责任公司	民营企业	辽宁省	工业机械
16 亿阳 03	2018-02-28	亿阳集团股份有限公司	民营企业	黑龙江省	综合类行业
16 中城建 MTN001	2018-03-01	中国城市建设控股集团有限公司	民营企业	北京	建筑与工程
15 丹东港 MTN001	2018-03-12	丹东港集团有限公司	中外合资企业	辽宁省	海港与服务
13 丹东港 MTN1	2018-03-13	丹东港集团有限公司	中外合资企业	辽宁省	海港与服务
16 环保债	2018-03-14	神雾环保技术股份有限公司	民营企业	北京	工业机械
16 亿阳 04	2018-04-17	亿阳集团股份有限公司	民营企业	黑龙江省	综合类行业
14 富贵鸟	2018-04-23	富贵鸟股份有限公司	民营企业	福建省	鞋类
12 春和债	2018-04-24	春和集团有限公司	民营企业	浙江省	建筑机械与重型卡车
12 春和债	2018-04-24	春和集团有限公司	民营企业	浙江省	建筑机械与重型卡车
16 神雾 E1	2018-04-28	神雾科技集团股份有限公司	中外合资企业	北京	环境与设施服务
15 中安消	2018-05-07	中安科股份有限公司	民营企业	上海	信息科技咨询与其它服务
11 凯迪 MTN1	2018-05-07	凯迪生态环境科技股份有限公司	公众企业	湖北省	新能源发电业者
16 富贵 01	2018-05-09	富贵鸟股份有限公司	民营企业	福建省	鞋类
12 川煤炭 MTN1	2018-05-21	四川省煤炭产业集团有限责任公司	地方国有企业	四川省	煤炭与消费用燃料
17 沪华信 SCP002	2018-05-21	上海华信国际集团有限公司	民营企业	上海	石油与天然气的炼制和销售
16 凯迪债	2018-06-01	阳光凯迪新能源集团有限公司	中外合资企业	湖北省	建筑与工程
17 省房债	2018-06-07	云南省房地产开发经营(集团)有限公司	地方国有企业	云南省	房地产开发

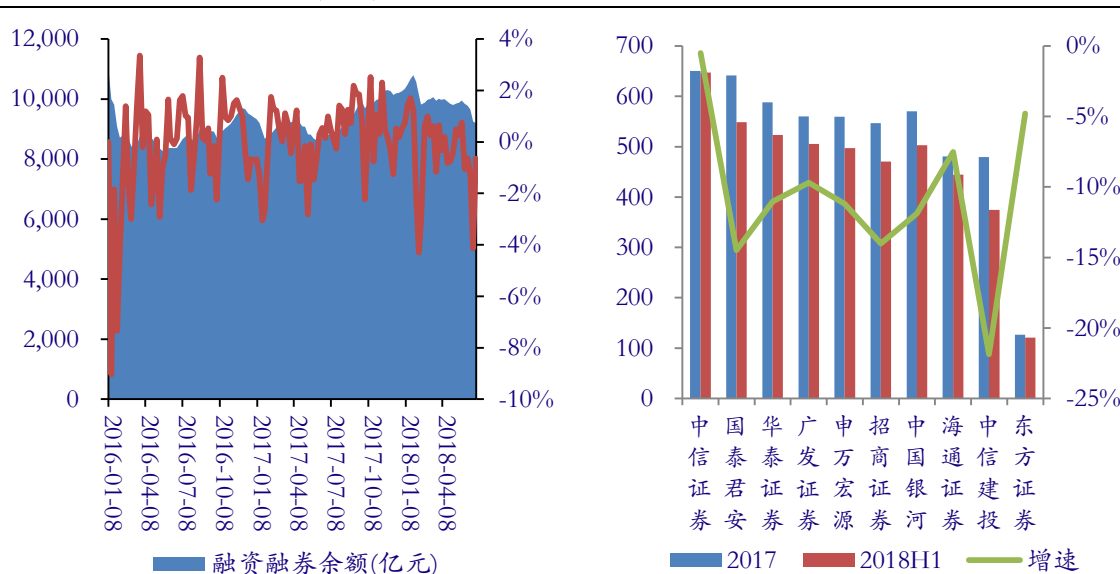
16 长城 01	2018-06-13	中融双创(北京)科技集团有限公司	民营企业	北京	铝
17 沪华信 MTN001	2018-06-21	上海华信国际集团有限公司	民营企业	上海	石油与天然气的炼制和销售
17 沪华信 SCP003	2018-06-25	上海华信国际集团有限公司	民营企业	上海	石油与天然气的炼制和销售

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### 5. 信用业务规模下滑, 风险加大

证券行业上半年实现利息净收入 112.92 亿元, 同比下降 42.95%。市场持续回调, 投资者风险偏好下滑, 两融规模萎缩。截至 2018 年 6 月末, 市场两融余额为 9,193.82 亿元, 较年初下滑 10.41%。A 股 Top10 上市券商两融规模均有所缩减, 合计两融余额由 2017 年末的 5,263 亿元减少至 2018 年 6 月末的 4,634 亿元, 降幅为 11.94%; 其中, 中信建投、国泰君安和招商证券两融余额变化较大, 较年初分别减少 21.87%、14.48%和 14.01%。从成熟市场经验来看, 我国两融余额的常态化水平 9500 亿元左右, 未来提升空间有限。

图 18: 券商融资融券规模(亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

注释: Top10 券商指总资产前十

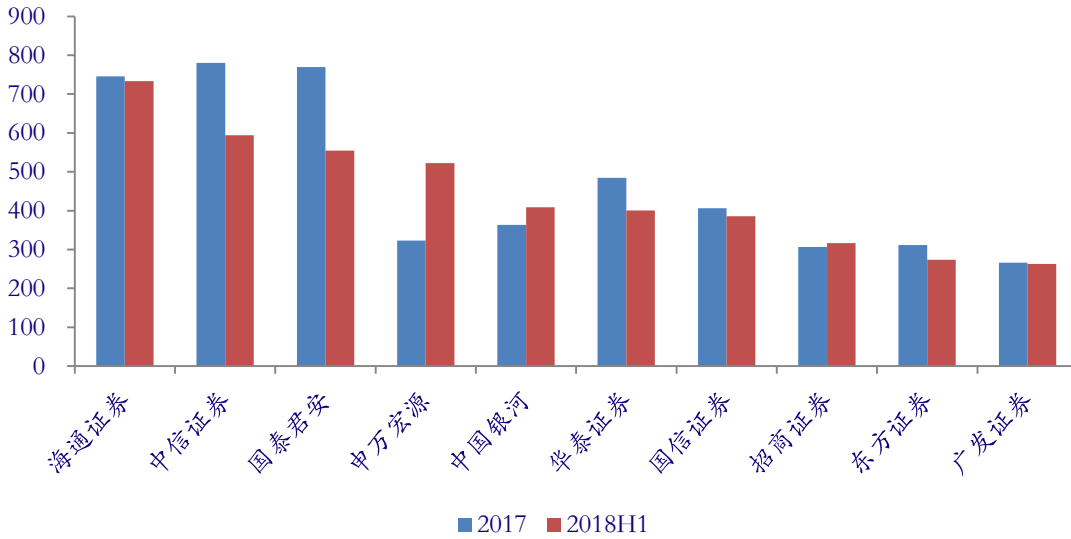
股票质押方面, 市场行情波动加剧平仓风险, 券商股票质押业务规模明显收缩。一方面, 股票质押新规正式落地, 券商股票质押规模受净资本和分类评级限制, 增长受限; 另一方面, 市场行情波动加剧, 触及平仓线、违约无法处置的个股数量提升, 股票质押业务风险加大, 驱动券商控制业务增量。截至 6 月末, 32 家上市券商股票质押回购余额 6,311.41 亿元<sup>8</sup>, 较上年末下滑 5.13%。

与此同时, 券商股票质押平均质押率稳步下降, 风控水平增强。截至 2018 年 6 月 29 日, 上交所股票质押无限售质押率 42.28%, 较年初下降 0.56%; 限售质押率 16.34%, 较年初下降 16.45 个百分点。深交所无限售质押率 31.00%, 较年初下降 8.49 个百分点; 限售质押率 25.35%, 较年初减少 9.3 个百分点。Top5 券商上半年股票质押业务的平均履约保障比例为 221.84%, 较

<sup>8</sup> 统计口径为上市券商自有资金参与的股票质押式回购规模。

年初降低 18.17 个百分点。

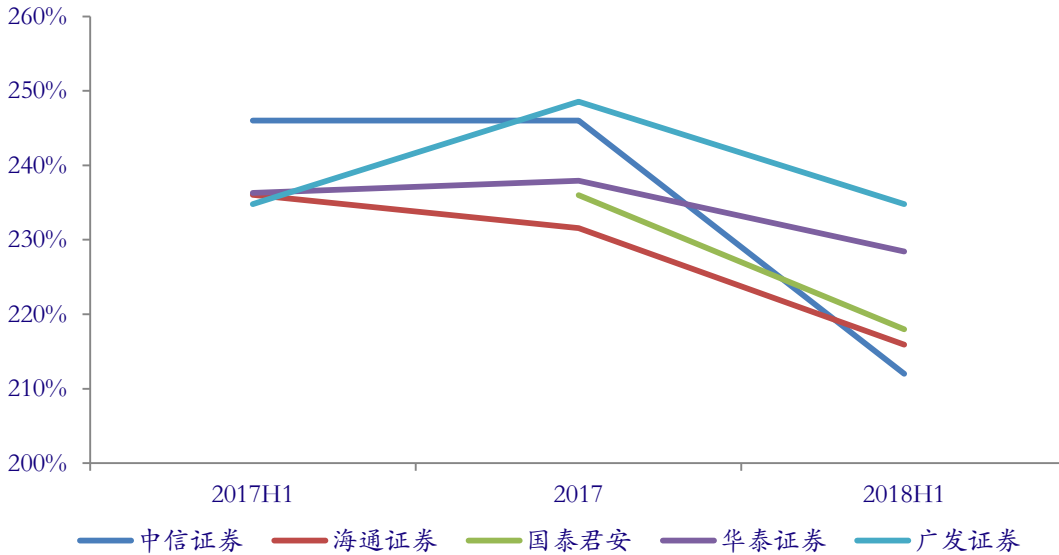
图 19: Top10 券商股票质押式回购资产规模 (亿元)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

备注: Top10 券商指自有资金参与的股票质押回购资产规模前十

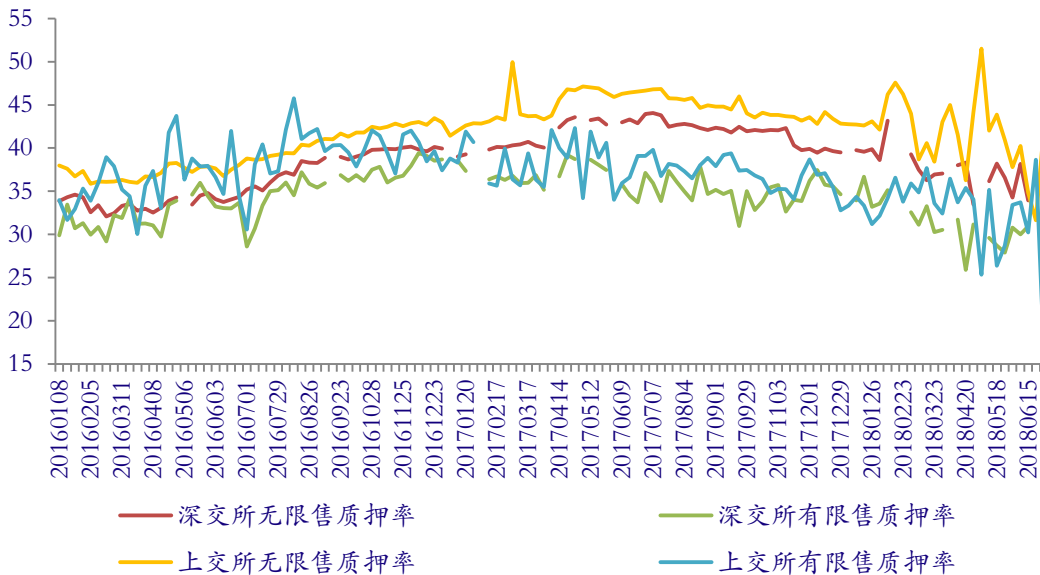
图 20: Top5 券商股票质押业务的平均履约保障比例 (%)



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院



图 21: 沪深交易所股票质押平均质押率 (%)

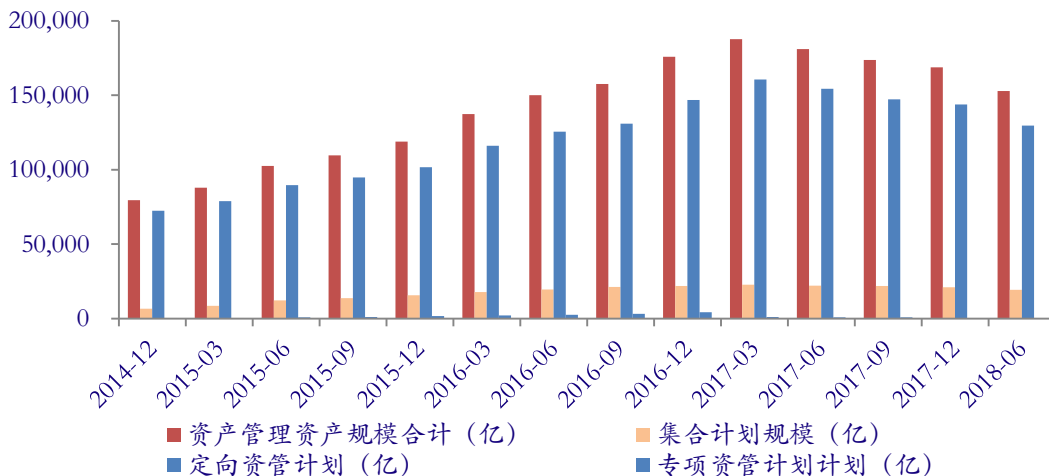


资料来源: 上海证券交易所, 深圳证券交易所, 中国银河证券研究院

## 6. 资管统一监管时代来临, 主动管理是未来发展方向

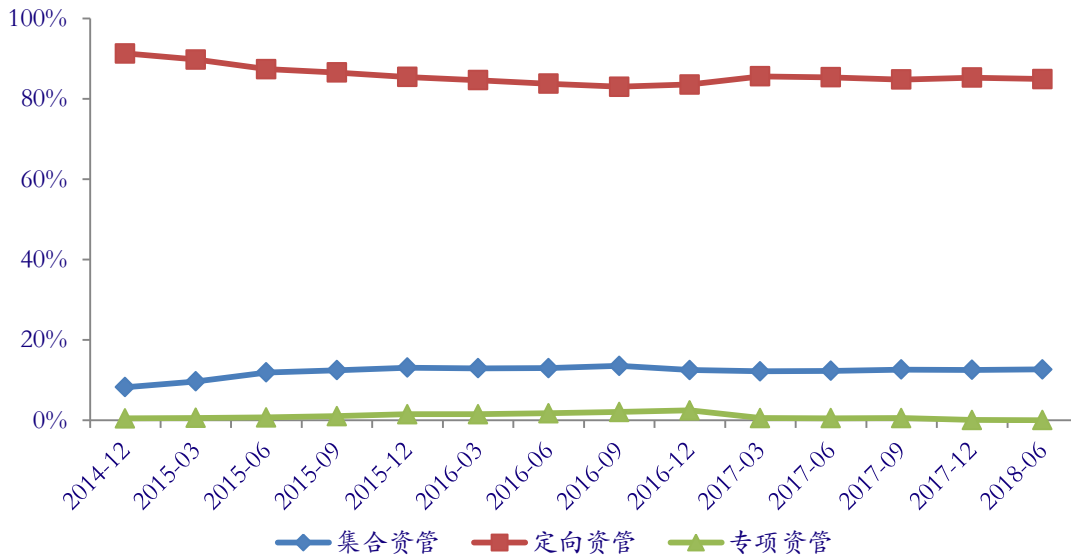
大资管新规落地, 券商资产管理总规模缩减。2018年4月27日, 央行、银保监会、证监会、外汇局联合印发了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》, 资管行业统一监管时代来临。大资管新规旨在统一监管标准, 打破刚性兑付, 明确去杠杆、去通道和消除多层嵌套的原则, 降低资管业务风险, 引导资金配置, 促进行业健康发展, 保护投资者合法权益。短期受资管去通道冲击, 行业资产管理规模有所减少。截至2018年6月末, 券商资产管理规模15.28亿元, 较年初减少9.52%。其中, 集合管理规模1.93万亿元, 较年初减少8.58%, 占比12.64%; 定向管理规模12.97亿元, 较年初减少9.90%, 占比84.89%; 专项管理规模50.18亿元, 较年初减少43.67%, 占比0.03%。

图 22: 券商资产管理规模 (亿元)



资料来源：基金业协会，Wind，中国银河证券研究院

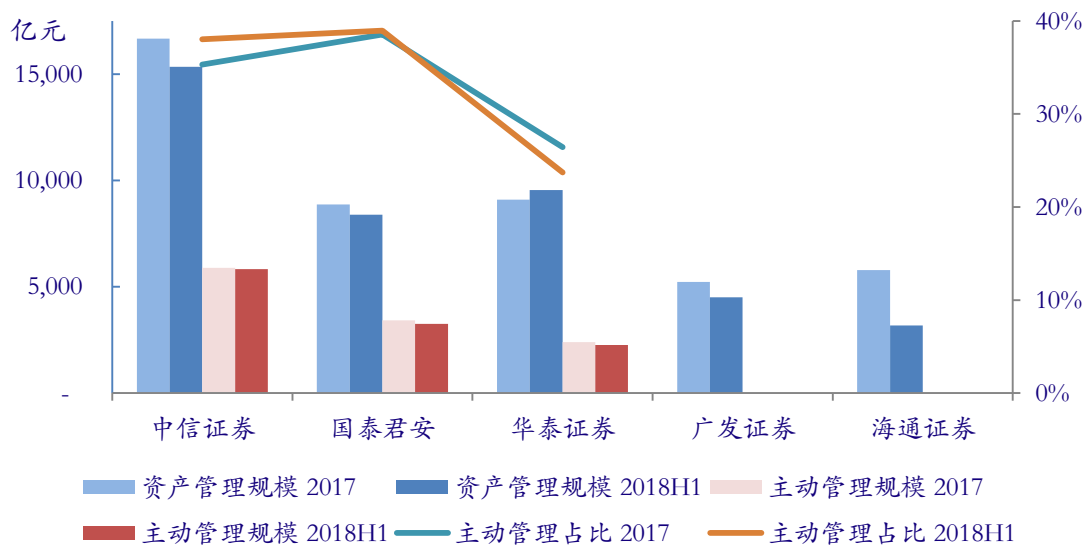
图 23：券商资产管理计划分类及占比



资料来源：基金业协会，Wind，中国银河证券研究院

通道业务终要消亡，主动管理是券商未来发展方向。相较银行、保险、信托及基金公司，券商主动管理比较优势明显，凭借全业务链及平台优势，可以为客户提供除资产管理外，投研、销售交易等全方位支持，满足客户一揽子综合金融服务。从融资、投研支持到投资端，券商开始整体业务战略布局，持续推进主动管理转型。分券商来看，转型成效各异。截至 2018 年 6 月末，Top5 券商中，中信证券和国泰君安主动管理占比分别达 38.02%和 38.94%，较上年提升 2.69 和 0.08 个百分点。

图 24：Top5 券商资管主动管理规模及占比



资料来源：公司公告，中国银河证券研究院

### 三、政策环境边际改善，扶优限劣

2018 年证券行业延续 2017 年的从严监管态势，防风险、降杠杆、去通道是金融监管的主基调。监管政策密集出台，包括对债券市场参与者和债券交易业务加以规范，严控债权杠杆，防范债券代持；修订证券公司股票质押式回购交易业务风险管理指引，防范交易风险；同时强化对债券募集资金的规范管理，防止“脱实向虚”；股票发行注册制授权拟推迟 2 年，企业过会严格把关，并进一步完善企业退市制度，为独角兽企业开通 IPO 快速通道，防风险与促改革齐头并进；资管新规及配套细则靴子落地，统一监管标准并打破刚性兑付，重塑资管业务生态。

政策边际改善，龙头券商有望收益。2018 年以来，资本市场开放力度加大，七家大型综合券商跨境业务获批，国际业务收入空间有望增厚；存托凭证 CDR 落地，有助增厚券商经纪业务、投行业务收入空间，大型券商凭借较强的定价能力和跨境协调能力，优势显著，有望抢先受益政策红利；场外期权新规及交易所名单相继发布，业务重新步入常态化，一级交易商由大型综合券商包揽，垄断格局形成。随着行业监管规则逐步完善，证券公司业务开展也日益规范化，以大型综合券商为代表的证券公司业务质量与合规风控能力均有提升。“扶优限劣”的政策导向将进一步增强大型综合券商竞争优势。

图 25：证券行业重要政策一览表

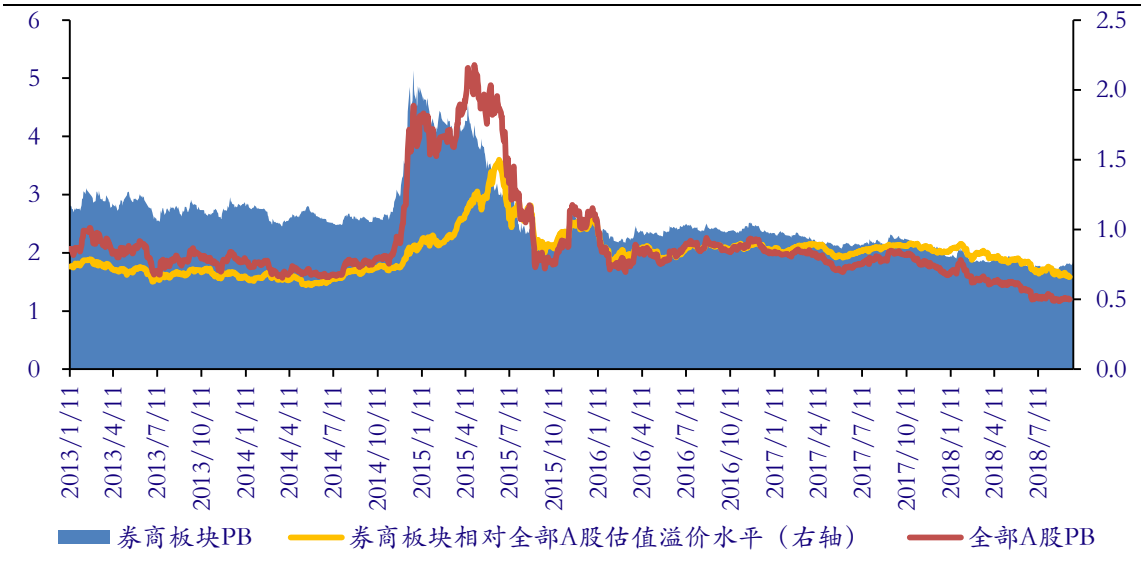


资料来源：中国证监会，中国银河证券研究院

#### 四、估值分析

国内估值情况来看，券商板块与全部 A 股估值变动趋势基本一致。截止 2018 年 9 月 14 日，券商板块市净率 1.18 倍，全部 A 股市净率 1.57 倍，券商板块相对全部 A 股折价 0.77。券商板块估值水平低于全部 A 股主要在于市场对证券行业业绩低预期以及金融行业强监管。

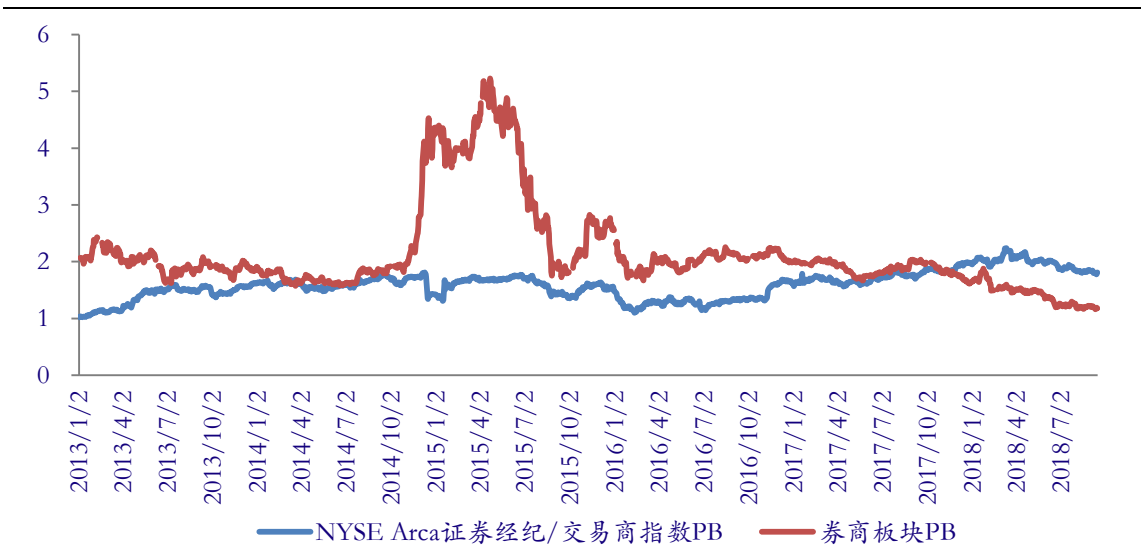
图 26：国内券商股估值及溢价



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

国际估值情况来看，受美股慢牛行情影响，美国券商板块估值稳步上升，波动幅度远小于国内券商。截止 2018 年 9 月 14 日，国内券商板块市净率 1.18，美国券商板块（NYSE Arca 证券经纪/交易商指数）市净率 1.81 倍，国内券商板块估值低于美国。

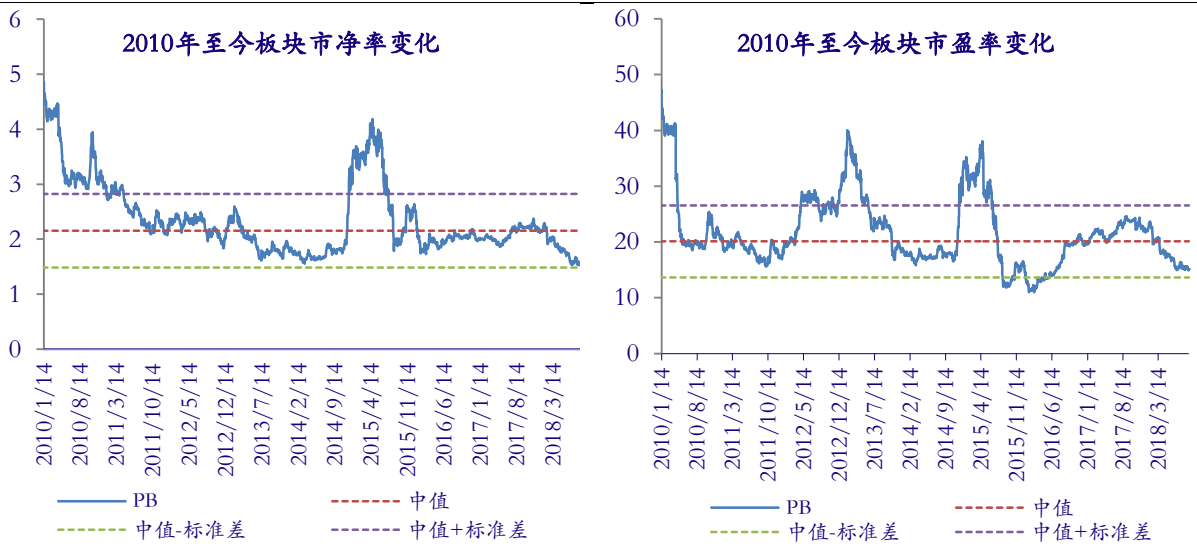
图 27：证券行业国内外估值对比



资料来源：Wind，Bloomberg，中国银河证券研究院

从行业估值角度来看,当前板块市净率与市盈率均处于历史低位。截至2018年9月14日,中信证券一级行业指数市净率为1.56,市盈率为15.16。

图 28: 证券行业估值变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 五、投资建议

基本面,市场弱势震荡,券商各业务条线受到压制,业绩承压。板块持仓方面,机构对券商板块股票配置比例不断下滑,2018Q2 机构持券商板块总市值占机构投资总市值 1.84%,较2017Q1 下滑 1.9 个百分点,处于低配水平。估值面,板块 1.18 倍 PB,大型综合券商在 1.14 倍左右,估值处于历史偏低位置。前期压制板块估值提升因素未有明显改善的情况下,我们持续看好估值低、基本面相对较好的大型综合券商配置机会。个股方面,持续推荐中信证券、广发证券以及华泰证券。

## 六、风险提示

- (1) 行业转型速度不及预期;
- (2) 市场波动对业务影响较大。

## 附录：2018 年政策事件简评

### 1. 2018 年 1 月 12 日，中国证券业协会发布《证券公司参与股票质押式回购交易风险管理指引》；沪深交易所、中国结算发布《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018 年修订）》

股票质押新规于 2017 年 9 月向社会公开征求意见，现正式落地并自 2018 年 3 月 12 日起正式实施。《办法》修订主要包括三个方面：一是进一步聚焦服务实体经济定位。明确融入方不得为金融机构或者从事贷款、私募证券投资或私募股权投资、个人借贷等业务的其他机构，或者前述机构发行的产品，融入资金应当用于实体经济生产经营并专户管理。二是进一步强化风险管理。明确股票质押率上限不得超过 60%，单一证券公司、单一资管产品作为融出方接受单只 A 股股票质押比例分别不得超过 30%、15%，单只 A 股股票市场整体质押比例不超过 50%。三是进一步规范业务运作。明确证券公司开展业务的资质条件，要求证券公司建立融入方信用风险持续管理及资金用途跟踪管理机制。

新规通过限定融入方资质、资金用途、交易金额以及质押率上限，引导资金脱虚向实，服务实体经济，限制小额股票质押业务开展，降低市场风险，强化风险防控。由于新规采用新老划断模式，预计对券商增量业务会造成一定压力。

### 2. 2018 年 1 月 17 日，监管层对原有《非公开发行公司债券项目承接负面清单指引》进行修订并下发征求意见稿。

本次征求意见稿核心内容主要体现在两个方面：首先是从严监管，发行人存在财务造假或其他重大违法违规行为，禁止发行债券时限由 12 个月延长至 24 个月；其次是强化对债券募集资金的规范管理，防止“脱实向虚”，引导资金进入实体经济，尤其是国家产业政策鼓励的领域。

此次修订增加发行人违法违规成本并规范债券募集资金投向的举措，与当前引导金融服务实体经济、防控金融风险的大环境相一致，公司债业务空间受到压缩，发行规模或将受到影响。

### 3. 2018 年 1 月 31 日，证监会系统 2018 年工作会议在京召开

会议明确 2018 年稳中求进工作总基调，要求坚持新发展理念，切实抓好服务实体经济、防范风险和深化改革三大任务，实现高质量发展。此外，会议还指出要吸收国际资本市场成熟有效有益的制度与方法，改革发行上市制度，继续深化新三板改革，促进区域性股权市场规范发展，大力发展创业投资、天使投资。

2018 年证券行业将延续 2017 年从严监管的态势，持续强化风险防控和投资者保护。证券行业经过两年多的强监管，各个业务条线监管闭环逐渐形成。在“扶优限劣”的监管思路下，大型券商凭借雄厚的资本实力以及强劲的综合实力在业务规模以及资格获批方面均有优势，竞争优势凸显，预计行业集中度会进一步提升。

### 4. 2018 年 2 月 2 日，沪深交易所联合举办股票质押式回购业务的培训会

监管层在培训会上梳理了场内股票质押式回购业务存在的主要问题，明确“新老划断”原则以及新规过渡期间的衔接安排，要求各家券商排查风险隐患，在过渡期间参考新规展业，不得趁机实施“规模冲刺”。

新规采用“新老划断”原则，影响主要集中在增量业务。对于因短期大幅波动而触及平仓线的质押个股，证券公司应当避免简单粗暴操作，不应立刻平仓处置，而是应当与客户积极沟通，要求客户补充担保品，担保品范围扩容，房地产、土地等也可以作为担保品。我们认为此举有助市场稳定，避免引起个股闪崩。监管层强调，证券公司不得作为质权人参与场外股权质押，证券公司不得为场外股权质押提供第三方服务，此举意味着证券公司的场外质押业务被叫停，有助防范证券公司经营风险。

#### 5. 2018年2月23日，股票发行注册制授权决定期限拟延长至2020年

据媒体报导，2018年2月23日，证监会主席刘士余受国务院委托作《关于延长授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用〈中华人民共和国证券法〉有关规定期限的决定(草案)》的说明。根据决定草案，股票发行注册制授权决定在实施期限届满后，拟延长二年至2020年2月29日。

监管层延长股票发行注册制授权决定期限的决定符合资本市场发展的实际需要。经过两年多的强监管，资本市场制度、机制逐步完善，监管短板逐渐补齐，但是仍存在部分问题不能满足注册制实施的条件，需要进一步探索完善。在当前注册制实施条件尚未成熟，市场制度进一步完善的环境下，预计IPO审核将继续维持从严态势，能拿到优质项目的大型券商，投行份额会进一步提升。

#### 6. 2018年3月2日，证监会就修改《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》公开征求意见

修订稿强化了沪深证券交易所对重大违法公司实施强制退市的决策主体责任，区分新老划断，并进一步加大对财务状况严重不良、长期亏损、“僵尸企业”等符合退市财务指标企业的退市执行力度，促进上市公司不断改善经营管理、提高信息披露质量、提升公司治理水平，夯实内在可持续发展基础，助力供给侧结构性改革。

此次修订稿对强制退市做出了细致安排，更具操作性，是对2014年推行的退市制度的完善，旨在形成优胜劣汰的上市公司退市机制，从源头上解决上市公司退市难的问题，提升上市公司质量。完善退市制度为注册制的实施创造条件，有助注册制的尽快推出。

#### 7. 2018年3月16日，证监会通报2017年下半年IPO企业现场检查及问题处理情况

对于检查中发现问题的发行人和中介机构，证监会根据性质、程度和影响的不同进行分类处理：其中，对13家中中介机构拟按程序采取相应监管措施。问题主要是，对招股说明书披露信息核查不充分、重要事项核查不到位、工作底稿不完善等，涉及6家保荐机构、5家会计师事务所、2家律师事务所。

投行业务监管力度加大，有利于净化IPO市场环境并提升上市公司质量，促进行业健康发展。在从严监管环境下，大型综合券商优质项目储备丰富，合规风控能力较强，投行份额有望进一步提升。

#### 8. 2018年3月30日，证监会发布《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》

《若干意见》对支持创新企业在境内发行上市作了系统制度安排：一是推出存托凭证这一新的证券品种；二是规定试点企业范围为少数符合国家战略、具有核心竞争力、市场认可度高，属于互联网、大数据、云计算、人工智能、软件和集成电路、高端装备制造、生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，达到相当规模的创新企业，包括符合条件的已境外上市的红筹企业和尚未在境外上市的创新企业；三是进一步优化证券发行条件，解决部分创新企业具有持续盈利能力，但可能存在尚未盈利或未弥补亏损的情形。此外，证监会还成立了科技创新产业化咨询委员会，充分发挥相关行业主管部门及专家学者作用，综合考虑相关因素，严格甄选试点企业。

此次试点意见是监管层推进资本市场服务实体经济的重要措施，通过支持创新企业境内发行上市，充分发挥资本市场对创新驱动发展战略的支持作用。在监管政策支持下，创新企业境内发行股票或者 CDR 有望给券商投行业务带来一定的增量融资需求。但与此同时证监会基于风险防控需求严格试点企业的筛选，或将加剧该类项目的审核力度。合规风控完善、定价能力强的大型综合券商有望受益于试点政策的推行实施。

#### 9. 2018 年 4 月 27 日，央行、银保监会、证监会、外汇局联合印发了《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》

此次资管新规的原则基本与征求意见稿一致，《指导意见》在强化“去杠杆、去刚兑、去通道”的同时，统一监管标准，规范行业发展，有助于降低资管业务风险，引导资金配置，促进行业健康发展，保护投资者合法权益。《指导意见》较《征求意见稿》新增了几点内容。首先，增加了“鼓励金融机构通过发行资产管理产品募集资金支持经济结构转型，支持市场化、法治化债转股，降低企业杠杆率”的内容，结合七部委联合发布的《关于市场化银行债券债转股实施中有关具体政策问题的通知》，体现了国家大力推行债转股以帮助降低企业杠杆率的政策导向。其次，正式稿中的“资管新规过渡期延长到 2020 年底”体现了监管层力保平稳过渡，给予金融机构充足的转型时间。最后，正式稿首次明确了标准化债权类资产的定义，《意见》增加了“1) 等分化，可交易；2) 信息披露充分；3) 集中登记，独立托管；4) 公允定价，流动性机制完善”的内容，删去“具有合理公允价值和较高流动性的债权性资产”的表述，对资管产品投资非标在限额管理、流动性管理以及严格期限匹配等方面作出规范，以避免资管业务沦为变相的信贷业务，防控影子银行风险，缩短融资链条，降低融资成本，提高金融服务实体经济的效率和水平。

短期来看，新规或对券商的通道和资金池业务造成影响，逼迫券商缩减通道业务和杠杆类业务规模，影响券商资管业务收入。但由于市场对资管强监管早有预期，大部分机构在《征求意见稿》发布后已减少或停止新增通道业务，预计市场反应有限。长期而言，新规重塑生态环境，要求券商积极提升主动管理规模和能力，利好主动管理规模较大、占比较高、业绩优异的券商。同时加快资管业务转型，引导价值投资，促进资本市场长期健康发展。

#### 10. 2018 年 5 月 4 日，证监会就《存托凭证发行与交易管理办法》公开征求意见

《管理办法》对存托凭证基本制度作出全面的统一规范，明确 CDR 发行、上市、交易、信息披露以及投资者保护等方面的一系列制度安排，包括：（1）规定了存托凭证发行的基本条件和程序，对通过发行存托凭证方式进行再融资作出了原则性规定；（2）存托凭证的交易可以按照有关规定采取做市商交易方式；（3）明确存托凭证的信息披露要求。规定境外基础证



券发行人及其控股股东、实际控制人等是信息披露的责任主体。同时，针对存托凭证及境外基础证券发行人特点，就存托安排、投票权差异、协议控制等事项作出特别披露要求；（4）加强投资者保护。在明确境外基础证券发行人应当保障对境内投资者权益的保护总体上不低于境内法律、行政法规以及证监会要求的同时，针对我国证券市场投资者结构的特殊性，设置了存托凭证持有人单独表决事项、存托凭证退市回购安排等投资者保护措施。

《管理办法》以部门规章形式对存托凭证基本制度作出全面的统一规范，是对《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点的若干意见》的细化，为创新企业通过发行存托凭证回归境内资本市场奠定制度基础，也为未来开通“沪伦通”预留制度空间。《管理办法》允许CDR发行后可以在A股市场进行再融资，同时允许其采取做市商交易方式，以保证流动性。

《管理办法》表明创新企业回归A股加快进入落地阶段，有助增厚券商经纪业务、投行业务收入空间。大型券商凭借较强的定价能力和跨境协调能力，优势显著，有望抢先受益政策红利。

**11. 2018年5月22日，上交所发布公告，终止\*ST昆机、\*ST吉恩股票上市；5月24日，深交所就\*ST烯碳终止上市召开听证会。**

由于连续3年亏损且长期停牌，上交所取消\*ST昆机、\*ST吉恩股票上市，而\*ST烯碳则因为被出具无法表示意见的审计报告触发终止上市条件。此外，3月份发布的《上市公司重大违法强制退市实施办法》征求意见稿已经结束征求意见，后续在吸收合理建议的基础上将适时对外发布。

我们认为交易所此次终止\*ST昆机、\*ST吉恩两只股票上市并就\*ST烯碳退市召开听证会是履行决策主体责任，对退市制度的严格执行，旨在净化市场生态，维护市场健康秩序。一周之内3只股票面临退市，叠加前期退市制度征求意见的结束，标志着退市制度落地进程进一步加快。在此过程中，以律所、会所和券商为代表的中介机构资本市场“守门人”的监督作用开始显现。整体来看，退市进程加速有助于形成优胜劣汰的上市公司退市机制，从源头上解决上市公司退市难的问题，长期起到优化资源配置、提升上市公司质量的作用，利好资本市场健康发展。

**12. 2018年7月20日，央行发布《关于进一步明确规范金融机构资产管理业务指导意见有关事项的通知》；中国银保监会发布《商业银行理财业务监督管理办法（征求意见稿）》；证监会于晚间发布《证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法（征求意见稿）》**

细则有以下几个方面看点：一是公募资产管理产品可以适当投资非标准化债权类资产，但应当符合《指导意见》关于非标资产的期限匹配、限额管理、信息披露等监管要求；二是允许过渡期内发行老产品投资新资产，金融机构可以发行老产品投资新资产，优先满足国家重点领域和重大工程建设续建项目以及中小微企业融资需求，且所投资新资产的到期日不得晚于2020年底；三是对于通过各种措施确实难以消化、需要回表的存量非标准化债权类资产，在宏观审慎评估（MPA）考核时，合理调整有关参数，发挥其逆周期调节作用，支持符合条件的表外资产回表；四是过渡期结束后，对于由于特殊原因而难以回表的存量非标准化债权类资产，以及未到期的存量股权类资产，经金融监管部门同意，采取适当安排妥善处理。

对照之前的资管新规，“去杠杆、去刚兑、去嵌套”的严监管大方向没有变化，但是细则在执行力度以及操作细节等方面进行微调，边际宽松。细则调整是监管层根据宏观环境现状做出的务实性选择，有助缓和去杠杆的力度和节奏，确保新规的平稳落地。同时，一行两会三份

文件发布,向市场释放积极信号,有助稳定市场预期,缓解流动性收紧以及风险偏好收缩压力,确保市场稳健运行。

### 13. 2018年8月1日,中国证券业协会发布证券公司场外期权业务挂钩个股标的名单

场外期权业务重新步入常态化。4月份,由于投资者适当性问题,监管层暂停券商与私募基金开展场外衍生品业务;5月份发布场外期权业务新规,对券商实施分层管理,将券商分为一级交易商与二级交易商,提高投资者门槛,强化券商内部控制。本次公布场外期权业务交易商名单以及场外期权业务挂钩个股标的名单,标志着场外期权业务重新步入常态化。

明确“7家一级交易商+9家二级交易商”名单,大型综合券商位列其中,优势显著,增厚盈利空间。“中信、中金、广发证券、国泰君安、华泰证券、招商证券和中信建投”批准成为一级交易商,可以在沪深证券交易所开立场内个股对冲交易专用账户,直接开展对冲交易,由于对冲标的由一级交易商筛选、维护,一级交易商在该业务的主动优势进一步扩大。“海通证券、申万宏源、银河证券、国信证券、财通证券、东吴证券、东方证券、平安证券和浙商证券”批准成为二级交易商。未能跻身名单的证券公司将失去与客户开展场外期权业务资格。场外期权业务基本由大型综合券商垄断,业务格局进一步分化,推动行业集中度持续提高。

## 插图目录

图 1: 非银行金融板块涨跌幅 .....	3
图 2: 中信一级行业涨跌幅 .....	3
图 3: 券商板块涨跌幅与沪深 300 指数比较 .....	4
图 4: 2018 年 1-6 月上市券商股价涨跌幅 .....	4
图 5: 券商行业业绩表现 .....	5
图 6: 行业 ROE 与杠杆率 .....	6
图 7: 2018 年上半年 TOP5 券商业绩增速 .....	6
图 8: A 股上市 TOP5 券商 ROE .....	7
图 9: 2016-2018H1A 股上市 TOP5 券商杠杆倍数 .....	7
图 10: 行业收入结构演变 .....	8
图 11: A 股上市 TOP10 券商 2018H1 收入结构 .....	8
图 12: 2018H1 日均股基交易额及佣金率 .....	9
图 13: 上市券商自营盘规模合计 .....	10
图 14: 2018H1 上市券商自营盘规模* .....	10
图 15: 上市券商可供出售金融资产规模总和 .....	11
图 16: 股票及债券融资规模 .....	12
图 17: IPO、增发、配股融资规模及数量 .....	12
图 18: 券商融资融券规模(亿元) .....	14
图 19: Top10 券商股票质押式回购资产规模 (亿元) .....	15
图 20: Top5 券商股票质押业务的平均履约保障比例 (%) .....	15
图 21: 沪深交易所股票质押平均质押率 (%) .....	16
图 22: 券商资产管理规模 (亿元) .....	16
图 23: 券商资产管理计划分类及占比 .....	17
图 24: Top5 券商资管主动管理规模及占比 .....	17
图 25: 证券行业重要政策一览表 .....	18
图 26: 国内券商股估值及溢价 .....	19
图 27: 证券行业国内外估值对比 .....	19
图 28: 证券行业估值变化 .....	20

## 表格目录

表 1: 2018H1 券商债券承销规模 TOP10 .....	13
表 2: 2018 年以来债券违约事件一览表 .....	13

## 评级标准

### 银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

**中性：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

### 银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

**推荐：**是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

**谨慎推荐：**是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

**中性：**是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

**回避：**是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

**武平平，非银行金融行业分析师。**本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

## 免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

## 联系

### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座  
上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼  
公司网址：www.chinastock.com.cn

### 机构请致电：

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn  
海外机构：尚薇 010-83574522 shangwei@chinastock.com.cn  
北京地区：王婷 010-66568908 wangting@chinastock.com.cn  
海外机构：舒英婷 010-66561317 shuyingting@chinastock.com.cn  
上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn