



## 强于大市

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
兴业证券	601377.SH	4.49	增持
华泰证券	601688.SH	16.22	买入↑
东方证券	600958.SH	8.05	增持
东方财富	300059.SZ	11.85	买入
国泰君安	601211.SH	15.4	增持
中信建投	601066.SH	8.78	增持

资料来源：万得，中银国际证券  
以2019年01月02日当地货币收市价为标准

# 证券行业 2019 年年度策略

## 乘风破浪，拨云见日

政策托底，股质风险缓解，证券行业具有较高的安全边际。政策面边际回暖，推陈出新，基本面有望边际回暖，同时具有高 beta 属性，进可攻退可守，配置价值较高。推荐业绩大幅领先的龙头券商中信证券、华泰证券。

- 政策面托底，股质风险缓解。**截至2018年12月20日，场内外股票质押参考市值下降至4.33万亿元，较年内最高点累计下降32.45%。经测算，全市场履约保障比例低于100%的市值占比为17%，股票质押风险水平仍然较高。随着纾困政策的落地以及地方政府与各类金融机构纷纷采取举措襄助上市公司纾解股票质押风险，股票质押风险逐步得到缓解。截至12月中旬，包括地方政府、券商、保险资管和纾困专项债在内，四路资金合计4850.5亿元。券商股PB估值也从10月历史新低1.06倍以来有所修复。
- 资本市场推陈出新，券商迎多重利好。**在当下严监管的大环境下，政策层面边际改善，推陈出新，建立多层次资本市场，朝着国际化与监管常态化方向迈进。科创板推出以及注册制试点、“沪伦通”启动、股指期货安排松绑、上市公司并购重组体制机制改革等等，政策面的改革与创新有望为券商带来持续新的业务增量，释放积极信号。
- 2018年券商业绩见底，2019年有望回暖。**2018年以来券商持续受市场低迷拖累，基本面见底。2018年1-11月，有同比口径的30家上市券商合计实现净利润543.32亿元，同比减少25.94%。前三季度上市券商整体年化ROE4.67%，处于历史区间绝对底部。2019年券商业绩在低基数前提下有望回暖。我们对2019年的日均成交量、承销规模、两融平均规模、股票质押规模等基本假设变量分三种情况进行弹性测试，在悲观、中性、乐观假设下，我们预计证券行业2019年整体净利润增速为-4.97%、7.65%、19.91%。

### 风险提示

- 政策出台与国际环境对行业的影响超预期；市场波动对行业业绩、估值的双重影响；市场大幅波动对信用业务和自营业务带来的风险。

### 投资建议

- 随着纾解股票质押风险的政策与举措的落地，10月下旬以来券商股的估值有所修复，但是目前券商的平均PB估值为1.27倍，处于历史底部，政策对股质风险托底表态坚决、明确，券商股具有较高的安全边际；我国资本市场的改革创新也正在加紧推进中，如科创板的推出以及注册制的试点、“沪伦通”的启动、股指期货安排的松绑、上市公司并购重组体制改革等等，券商的业绩有望边际回暖。确定的政策托底给予了券商股明确的安全边际，政策创新基本面有望边际回暖，同时券商股具有高beta属性，进可攻退可守，性价比高，目前大盘回落至2500点之下，券商股的配置价值较高。推荐业绩大幅领先的龙头券商股中信证券、华泰证券。

### 相关研究报告

- 《上市券商11月业绩点评》20181209
- 《证券行业专题报告—注册制》20181203
- 《证券行业专题报告—科创板》20181203

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

### 非银金融: 证券

王维逸

021-20328591

weyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518050001

\*孙嘉康为本报重要贡献者



## 目录

<b>1 政策面托底，股质风险缓解 .....</b>	<b>6</b>
1.1 股票质押规模持续下降，部分行业股票质押风险较为集中 .....	6
1.2 股质风险水平依然较高，券商大额计提信用减值损失 .....	9
1.3 纾困举措持续加码，股票质押风险逐步缓解 .....	11
1.4 政策托底，券商估值见底后有所修复 .....	14
<b>2 资本市场推陈出新，券商迎来多重政策利好 .....</b>	<b>15</b>
2.1 厚积薄发，科创板箭在弦上 .....	15
2.2 “沪伦通”进入倒计时，创新模式即将落地 .....	20
2.3 股指期货规则全线松绑，监管常态化更进一步 .....	22
2.4 并购重组改革——简政放权并完善基础性制度 .....	24
<b>3 基本面触底，2019 年有望边际回暖 .....</b>	<b>26</b>
3.1 2018 年市场惨淡，各业务全线下滑 .....	26
3.2 2018 年业绩回顾与 2019 年盈利展望 .....	29
<b>4 投资建议 .....</b>	<b>33</b>
兴业证券 .....	35
华泰证券 .....	39
东方证券 .....	42
东方财富 .....	46
国泰君安 .....	51
中信建投 .....	54



## 图表目录

图表 1. 2017/1-2018/11 全市场股票质押参考市值 (场内+场外) .....	6
图表 2. 全市场股票质押业务各类质押方分布 .....	6
图表 3. 券商股票质押业务规模排名 .....	7
图表 4. 个股股票质押率情况 .....	8
图表 5. 个股股票质押率情况 .....	8
图表 6. 申万一级行业股票质押率排行情况 (按质押率排序) .....	9
图表 7. 股票质押风险测算结果 .....	10
图表 8. 上市券商前三季度计提信用减值准备情况 .....	10
图表 9. 中央及监管机构出台的针对股质风险的政策 .....	11
图表 10. 地方政府纾困基金出资情况一览 .....	12
图表 11. 部分券商纾困资管或基金出资情况 .....	13
图表 12. 保险资管纾困基金出资情况一览 .....	13
图表 13. 纾困专项债出资情况一览 .....	14
图表 14. 中国多层次资本市场体系的建设 .....	15
图表 15. 科创板推进进程 .....	16
图表 16. A 股创业板家数占比 vs 美股 NASDAQ 家数占比 .....	17
图表 17. A 股创业板市值占比 vs 美股 NASDAQ 市值占比 .....	17
图表 18. 上市条件与退市制度: 创业板 vs 科创板 (市场预测) ...	17
图表 19. 2010-2018 年创业板 PE 估值变化情况 .....	18
图表 20. 科创板推出的中长期影响 .....	19
图表 21. “沪伦通”推进进程 .....	20
图表 22. “沪伦通”配套业务规则 .....	21
图表 23. “沪伦通”的三维度创新 .....	22
图表 24. 历次股指期货交易手续费规则调整情况 .....	22
图表 25. 历次股指期货交易保证金率规则调整情况 .....	23
图表 26. 历次股指期货开仓数量限制规则调整情况 .....	23
图表 27. 2017/1-2018/11 股指期货单月成交量变化 .....	23
图表 28. 股指期货成交量同比变化 .....	23
图表 29. 2017Q4-2018Q3 财务顾问收入占比 .....	24
图表 30. 2018 年 1-11 月券商并购重组金额排名前十一览 .....	24
图表 31. 2017 年 1 月至 2018 年 11 月股基日均成交额 .....	26
图表 32. 上市券商股权承销排名 (合并口径) .....	27
图表 33. 上市券商债权承销排名 (合并口径) .....	27



图表 34. 2018 年三季度月均资管规模排名前十券商 .....	28
图表 35. 2018 年一至三季度各券商主动管理资管规模占比 .....	28
图表 36. 2018 年 1-11 月全市场股票质押参考市值及增速 .....	29
图表 37. 2018 年 1-11 月全市场两融余额及增速 .....	29
图表 38. 2017 与 2018 年前 11 月净利润、营业收入、净资产对比 ..	30
图表 39. 2013-2018Q3 各主营业务收入占比 .....	30
图表 40. 2018 年前三季度上市券商 ROE (年化) .....	31
图表 41. 2019 年证券行业业绩弹性测算 .....	32
图表 42. 2013/1-2018/11 证券行业历史 PB 估值变化 .....	33
图表 43. 上市券商估值表 .....	34
图表 1. 2018 年前三季度业绩摘要 .....	36
图表 2. 2018 年 1-9 月公司分业务收入及同比增速 .....	36
图表 3. 2013-2018Q3 公司分业务收入结构 .....	36
图表 4. 2013-2018H1 公司经纪业务份额及佣金率 .....	36
图表 5. 2013-2018Q3 公司股债承销金额及份额 .....	36
图表 6. 2014-2018Q3 公司 IPO 承销金额及份额 .....	37
图表 7. 2013-2018H1 公司资产管理业务规模及增速 .....	37
图表 8. 2013-2018H1 公司资产管理业务结构 .....	37
图表 9. 2013-2018H1 公司两融余额及市场份额 .....	37
图表 10. 2013-2018H1 股票质押市值及收入 .....	37
图表 11. 2013-2018H1 公司自营资产配置 .....	37
图表 1. 2018 年前三季度业绩摘要 .....	40
图表 2. 2018 前三季度公司分业务收入及同比增速 .....	40
图表 3. 2013-2018Q3 公司分业务收入结构 .....	40
图表 4. 2013-2018Q3 公司股债承销金额及份额 .....	40
图表 5. 2014-2018Q3 公司 IPO 承销金额及份额 .....	40
图表 1. 2018 年前三季度业绩摘要 .....	43
图表 2. 2018 年 1-9 月公司分业务收入及同比增速 .....	43
图表 3. 2013-2018Q3 公司分业务收入结构 .....	43
图表 4. 2013-2018H1 公司经纪业务份额及佣金率 .....	43
图表 5. 2013-2018Q3 公司股债承销金额及份额 .....	43
图表 6. 2014-2018Q3 公司 IPO 承销金额及份额 .....	44
图表 7. 2013-2018H1 公司资产管理业务规模及增速 .....	44
图表 8. 2013-2018H1 公司资产管理业务结构 .....	44
图表 9. 2013-2018H1 公司两融余额及市场份额 .....	44



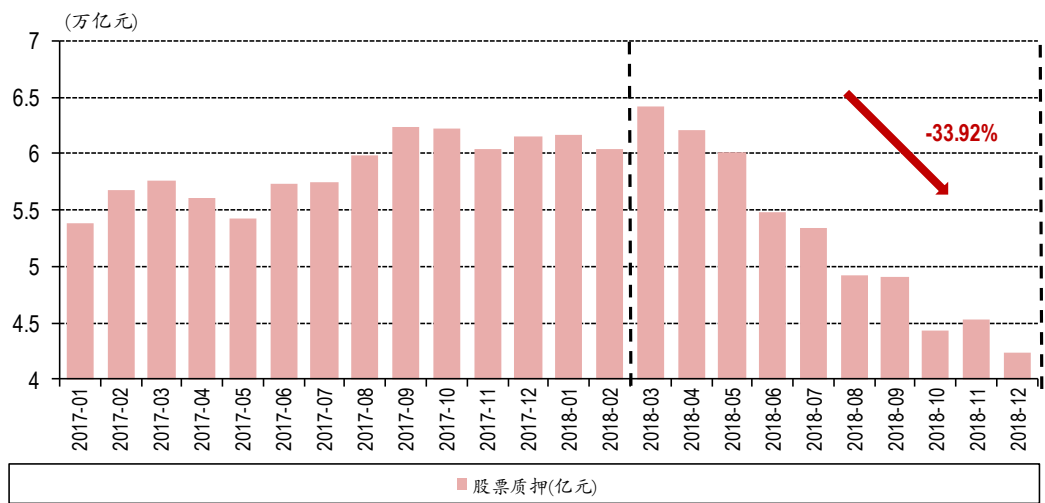
图表 10. 2013-2018H1 股票质押市值及收入.....	44
图表 11. 2013-2018H1 公司自营资产配置.....	44
图表 1. 2018 年前三季度业绩摘要.....	47
图表 2. 2018 年 1-9 月公司分业务收入及同比增速.....	47
图表 3. 2013-2018H1 公司分业务收入结构.....	47
图表 4. 2013-2018Q1 公司经纪业务份额及佣金率.....	48
图表 5. 2013-2018Q3 公司股债承销金额及份额.....	48
图表 6. 2016-2018H1 天天基金平台浏览量及增速.....	48
图表 7. 2013-2018H1 公司两融余额及市场份额.....	48
图表 8. 公司分部估值法.....	49
图表 1. 2018 年前三季度业绩摘要.....	52
图表 2. 2018 前三季度公司分业务收入及同比增速.....	52
图表 3. 2013-2018Q3 公司分业务收入结构.....	52
图表 4. 2013-2018Q3 公司股债承销金额及份额.....	52
图表 5. 2014-2018Q3 公司 IPO 承销金额及份额.....	52
图表 1. 2018 年前三季度业绩摘要.....	55
图表 2. 2018 前三季度公司分业务收入及同比增速.....	55
图表 3. 2013-2018Q3 公司分业务收入结构.....	55
图表 4. 2013-2018Q3 公司股债承销金额及份额.....	55
图表 5. 2014-2018Q3 公司 IPO 承销金额及份额.....	55

## 1 政策面托底，股质风险缓解

### 1.1 股票质押规模持续下降，部分行业股票质押风险较为集中

**全市场股票质押规模持续下降。**受市场行情持续低迷的拖累，2018 年场内外股票质押参考市值下滑明显。根据中登数据，截至 2018 年 12 月 31 日，场内及场外股票质押参考市值下降至 4.24 万亿元，较 2018 年 3 月末的年内最高点累计下降幅度将近 33.92%。股票质押规模的大幅下降对于券商的信用业务影响较大。截至 2018 年 12 月 20 日，沪深 300 指数累计下跌 24.84%，创业板指数累计下跌 27.52%，中小板指数累计下跌 36.87%，致使部分参与股票质押的个股股价跌破预警线、平仓线甚至是成本线，市场上股票质押风险集中暴露出来：1) 股价持续下跌，使得全市场股票质押参考市值被动下降；2) 券商对于股票质押业务持更加谨慎的态度，新增股票质押业务量受影响。

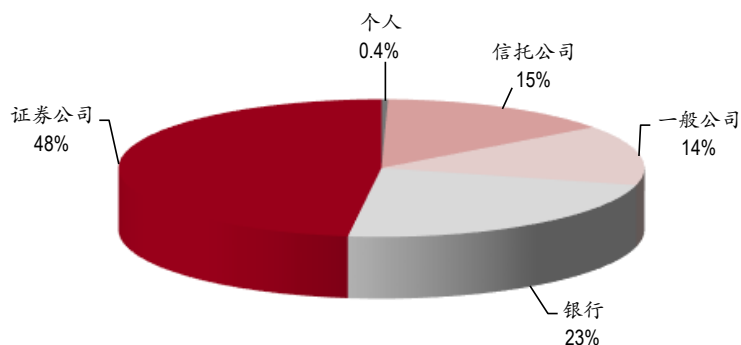
图表 1. 2017/1-2018/11 全市场股票质押参考市值（场内+场外）



资料来源：万得，中银国际证券

**券商场内质押规模占据半壁江山。**证券公司的股票质押业务大多以场内的股票质押式回购的方式开展，有手续便捷灵活、放款快、成本较低等优点，券商自 2013 年开展场内股票质押以来逐步占领了股票质押市场的半壁江山。我们根据万得数据统计的全市场持股比例超过 5% 以上的股东的股票质押数据进行相关测算，截至 2018 年 12 月中旬，证券公司作为质押方的股票质押市值约为 1.62 万亿元，市场份额达到 47.96%，远远超过质押方为银行（市场份额为 23.02%）和信托公司（市场份额为 14.49%）的股票质押市值占比。

图表 2. 全市场股票质押业务各类质押方分布



资料来源：万得，中银国际证券



证券行业股票质押业务相对集中。分券商来看，股票质押业务全行业集中度较高。截至 2018 年 12 月 7 日，海通证券、中信证券、申万宏源证券未解押股票质押参考市值分别为 1337.26 亿元、1279.93 亿元、1096.71 亿元，市场份额分别达到 6.95%、6.65%、5.70%，分别位列前三。排名前十的券商股票质押参考市值累计市场份额达到 48.45%，排名前 20 的券商股票质押参考市值累计市场份额达到 67.99%，排名前 40 的券商股票质押参考市值累计市场份额高达 87.06%。

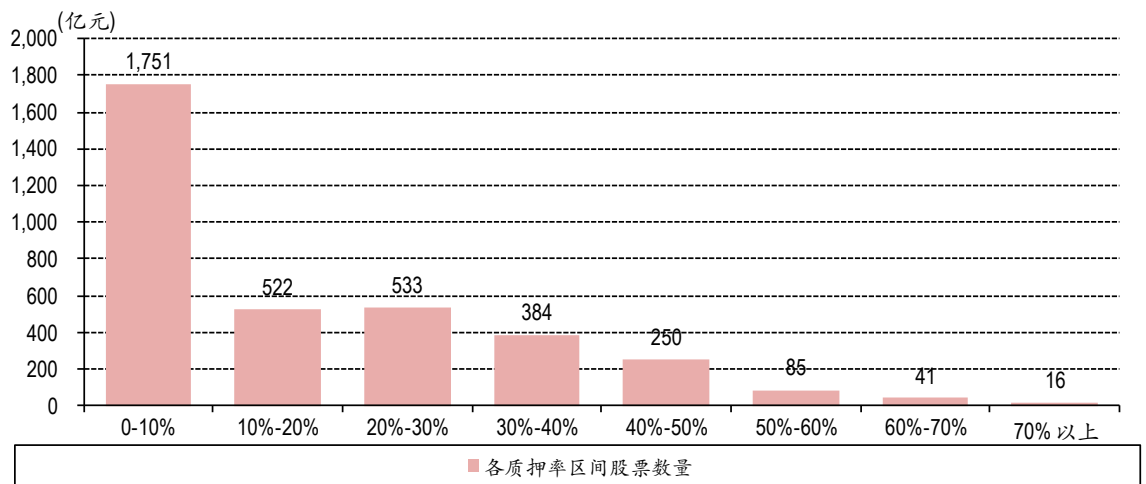
图表 3. 券商股票质押业务规模排名

序号	名称	交易次数	总质押股数(亿股)	未解押参考市值(亿元)	市场份额
1	海通证券	1452	179.88	1,337.26	6.95%
2	中信证券	837	182.34	1,279.93	6.65%
3	申万宏源证券	706	140.78	1,096.71	5.70%
4	国泰君安	1011	128.37	1,033.51	5.37%
5	华泰证券	827	171.92	1,032.10	5.36%
6	中国银河证券	563	85.92	860.85	4.47%
7	国信证券	881	102.00	813.12	4.23%
8	中信建投	512	95.39	666.94	3.47%
9	广发证券	640	67.89	630.81	3.28%
10	招商证券	557	63.71	572.70	2.98%
11	兴业证券	583	78.12	527.02	2.74%
12	平安证券	199	65.23	502.46	2.61%
13	东吴证券	356	74.23	459.80	2.39%
14	光大证券	292	52.16	423.00	2.20%
15	第一创业	220	54.18	405.86	2.11%
16	中银国际证券	225	51.49	344.43	1.79%
17	华融证券	214	47.65	328.31	1.71%
18	安信证券	249	30.90	264.63	1.38%
19	中泰证券	302	40.91	253.24	1.32%
20	长城证券	181	42.72	252.33	1.31%
21	东方证券	321	42.37	251.05	1.30%
22	国金证券	178	34.20	244.84	1.27%
23	广州证券	309	42.58	232.81	1.21%
24	东兴证券	169	28.17	225.29	1.17%
25	方正证券	234	36.11	219.86	1.14%
26	国联证券	189	23.19	217.36	1.13%
27	国元证券	136	30.02	215.77	1.12%
28	华创证券	206	29.53	201.86	1.05%
29	华福证券	110	29.59	197.69	1.03%
30	长江证券	234	30.38	194.88	1.01%
31	中金公司	146	38.61	191.88	1.00%
32	天风证券	126	32.50	184.68	0.96%
33	中投证券	220	29.71	168.25	0.87%
34	国海证券	186	21.80	146.94	0.76%
35	东北证券	147	18.46	146.85	0.76%
36	国开证券	76	35.76	136.24	0.71%
37	江海证券	97	18.57	128.48	0.67%
38	民生证券	148	14.56	123.30	0.64%
39	长城国瑞证券	87	23.72	121.77	0.63%
40	万联证券	62	19.87	118.31	0.61%

资料来源：万得，中银国际证券

半数以上的个股股票质押率超过 10%。分个股的质押率情况来看，根据中登数据，截至 2018 年 12 月 7 日，A 股市场中共 3582 只个股中，质押率达到 70% 以上的有 16 只，占比 0.45%；质押率达到 50% 以上的有 142 只，占比 3.96%；质押率达到 10% 以上的有 1831 只，占比 51.12%。（按照股票质押新规规定，单只股票的质押率不得超过 50%。）

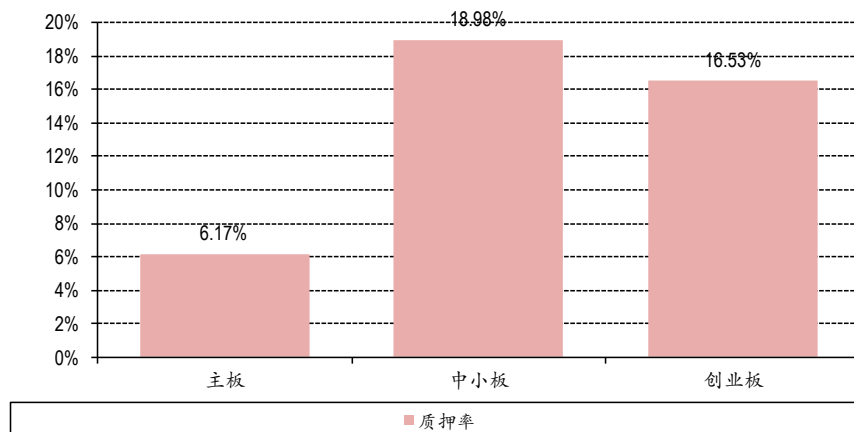
图表 4. 个股股票质押率情况



资料来源：万得，中银国际证券

中小板与创业板市场股票质押率明显高于主板市场。分市场板块质押率来看，根据中登数据，截至 2018 年 12 月 7 日，相比于主板市场平均质押率为 6.17%，中小板市场与创业板市场的平均质押率分别为 18.98% 与 16.53%，股票质押风险相对更大。

图表 5. 个股股票质押率情况



资料来源：万得，中银国际证券

医药生物、化工股票质押市值居前列，传媒、轻工股票质押率最高。

1) 分行业质押规模来看，根据万得数据统计的持股 5% 以上的股东的股票质押情况，截至 2018 年 12 月 7 日，医药生物、化工、房地产、计算机行业股票质押参考市值分别达到 4432 亿元、2840 亿元、2694 亿元、2268 亿元，排名全部 28 个申万一级行业的前四名。

2) 分行业质押率来看，根据万得数据统计的持股 5% 以上的股东的股票质押情况，截至 2018 年 12 月 7 日，传媒、轻工制造、纺织服装、计算机行业股票质押率分别达到 22.40%、21.19%、20.67%、19.93%，排名全部 28 个申万一级行业的前四名。





图表 6. 申万一级行业股票质押率排行情况（按质押率排序）

名称	股票质押市值(亿元)	总流通市值(亿元)	质押率	股票数量	交易数量
传媒	1977	8828	22.40%	105	1697
轻工制造	1011	4771	21.19%	89	749
纺织服装	666	3221	20.67%	64	479
计算机	2268	11381	19.93%	142	1535
医药生物	4432	26723	16.59%	210	2197
房地产	2694	17892	15.06%	74	910
农林牧渔	945	6400	14.77%	66	585
有色金属	1546	10625	14.55%	83	692
综合	306	2136	14.34%	28	181
商业贸易	829	5984	13.85%	51	325
电气设备	1356	10183	13.31%	126	1307
钢铁	776	5904	13.15%	20	109
化工	2840	21672	13.10%	215	1580
电子	2202	17763	12.40%	163	1545
通信	778	6885	11.30%	70	710
机械设备	1465	13018	11.26%	208	1679
建筑材料	483	4716	10.24%	46	472
汽车	1168	12972	9.00%	84	688
休闲服务	241	2934	8.22%	23	137
公用事业	1073	14573	7.36%	70	672
交通运输	977	14310	6.83%	38	350
建筑装饰	787	12700	6.20%	74	789
家用电器	529	9327	5.67%	41	336
采掘	730	21273	3.43%	39	238
国防军工	168	4933	3.40%	20	146
非银金融	883	30505	2.89%	32	337
食品饮料	535	21178	2.53%	50	368
银行	126	60468	0.21%	10	38

资料来源：万得，中银国际证券

## 1.2 股质风险水平依然较高，券商大额计提信用减值损失

目前全市场股票质押风险水平仍然较高。我们对当前市场股票质押风险水平进行了定量的测算。在中观假设下，低于成本线的市值占比为 17%，反映了目前市场中的股票质押风险水平仍然较高，亟待化解。

我们以万得数据统计的 2013 年 12 月中旬至 2018 年 12 月中旬间、持股 5% 以上的股东的股票质押相关数据为基础分别在悲观、中观、乐观三种情形下测算了目前股票质押市场的风险（假设全市场的股票质押业务的预警线为 160%，平仓线为 140%，成本线为 100%。）：

- 1) 悲观假设下，主板市场、中小板市场、创业板市场的股票的平均质押率分别为 55%、45%、40%；测算结果显示全市场股票质押市值中，高于预警线的市值占比为 42%，高于平仓线但低于预警线的市值占比为 13%，高于成本线但是低于平仓线的市值占比为 24%，最后低于成本线、履约保障比例低于 100% 的市值占比为 21%；
- 2) 中观假设下，主板市场、中小板市场、创业板市场的股票的平均质押率分别为 50%、40%、35%；测算结果显示全市场股票质押市值中，高于预警线的市值占比为 52%，高于平仓线但低于预警线的市值占比为 12%，高于成本线但是低于平仓线的市值占比为 19%，最后低于成本线、履约保障比例低于 100% 的市值占比为 17%；
- 3) 乐观假设下，主板市场、中小板市场、创业板市场的股票的平均质押率分别为 45%、35%、30%；测算结果显示全市场股票质押市值中，高于预警线的市值占比为 63%，高于平仓线但低于预警线的市值占比为 9%，高于成本线但是低于平仓线的市值占比为 18%，最后低于成本线、履约保障比例低于 100% 的市值占比为 10%；



图表 7. 股票质押风险测算结果

	悲观假设		中观假设		乐观假设	
	市值 (千亿)	占比	市值 (千亿)	占比	市值 (千亿)	占比
>预警线	14.27	42.22%	17.60	52.08%	21.35	63.19%
>平仓线	4.33	12.82%	4.05	11.98%	3.07	9.09%
<预警线						
>成本线	7.95	23.53%	6.47	19.14%	5.88	17.39%
<平仓线						
<成本线	7.24	21.43%	5.68	16.80%	3.49	10.34%

资料来源: 万得, 中银国际证券

上市券商大额计提信用减值准备, 对净利润影响超 15%。2018 年前三季度 32 家上市券商合计计提信用减值准备 71.83 亿元, 占前三季度合计归母净利润的比重高达 15.26%, 大幅拖累上市券商业绩。其中海通证券、中信证券、中信建投证券分别计提信用减值准备 12.47 亿元、12.32 亿元、7.59 亿元, 位列行业前三位。计提信用减值准备金额占归母净利润的比重最高的三家公司分别是西南证券、中原证券、第一创业证券, 比重分别高达 81.79%、76.54%、68.17%。大额计提信用减值准备反映了行业面临较高的股票质押风险, 对券商的业绩产生了重大的影响。此外, 由于各家券商计提减值的程度有所分化, 市场对于券商是否为增加计提减值准备有所担忧, 对券商的估值水平也有一定的拖累。

图表 8. 上市券商前三季度计提信用减值准备情况

上市券商名称	2018 年前三季度计提信用减值准备(亿元)	2018 年前三季度归母净利润(亿元)	2018 年三季度末末归母净资产(亿元)	信用减值准备/归母净利润(%)	信用减值准备/归母净资产(%)
海通证券	12.47	35.88	1,177.42	34.76	1.06
中信证券	12.32	73.15	1,527.92	16.85	0.81
中信建投	7.59	21.85	484.81	34.75	1.57
国信证券	5.86	19.31	520.37	30.35	1.13
国泰君安	5.44	55.12	1,235.83	9.88	0.44
光大证券	3.61	11.77	487.85	30.64	0.74
中国银河	3.17	18.70	655.17	16.93	0.48
西南证券	2.43	2.97	190.18	81.79	1.28
华泰证券	2.29	44.80	1,062.44	5.12	0.22
方正证券	2.05	4.55	379.12	45.16	0.54
广发证券	1.48	41.14	858.91	3.60	0.17
申万宏源	1.48	33.11	691.21	4.47	0.21
西部证券	1.31	3.44	175.48	38.00	0.74
长江证券	1.30	5.71	271.09	22.81	0.48
兴业证券	1.23	7.27	332.22	16.89	0.37
东北证券	1.15	2.71	151.64	42.61	0.76
中原证券	1.04	1.36	100.60	76.54	1.03
国元证券	0.99	3.28	249.10	30.23	0.40
招商证券	0.97	30.72	798.35	3.15	0.12
东方证券	0.96	9.04	514.39	10.61	0.19
东吴证券	0.91	1.92	204.25	47.49	0.45
第一创业	0.85	1.25	88.44	68.17	0.97
山西证券	0.57	1.16	123.85	49.50	0.46
南京证券	0.56	2.26	105.65	24.61	0.53
华安证券	0.55	3.58	123.72	15.40	0.44
国海证券	0.39	1.28	136.03	30.54	0.29
东兴证券	0.13	7.78	195.28	1.64	0.07
国金证券	(0.02)	7.10	192.59	(0.33)	(0.01)
财通证券	(0.15)	6.73	200.85	(2.21)	(0.07)
太平洋	(0.24)	(1.77)	112.54	13.69	(0.22)
华西证券	(0.25)	8.02	183.03	(3.07)	(0.13)
浙商证券	(0.63)	5.62	135.99	(11.12)	(0.46)
合计	71.83	470.80	13,666.30	15.26	0.53

资料来源: 万得, 中银国际证券



### 1.3 纾困举措持续加码，股票质押风险逐步缓解

化解股票质押风险相关举措集中出台，风险有所缓解。10月20日，金融稳定发展委员会召开防范化解金融风险第十次专题会议，就此拉开了纾解上市公司股票质押风险的序幕。

金稳会过后，央行、证监会、银保监会、中证协、中基协等监管机构集中出台一系列针对上市公司股票质押风险的政策。

图表 9. 中央及监管机构出台的针对股质风险的政策

机构名称	中央及监管机构出台的针对股质风险的政策	政策落地情况
<b>中央表态与举措</b>		
金融稳定发展委员会	10月20日召开防范化解金融风险第十次专题会议，强调了稳定市场、完善市场基本制度、鼓励长期资金入市、促进国企改革和民营企业发展、扩大开放等五方面政策。	各监管机构分别出台各项细化政策与举措。
<b>监管层政策与举措</b>		
中国人民银行	引导设立民营企业债券融资支持工具，央行提供初始资金为暂时困难民企发债提供增信。积极支持商业银行、保险公司以及债券信用增进公司等机构，运用信用风险缓释工具等多种手段，支持民营企业债券融资。	各类金融机构分别成立纾困基金，详见下方。
证监会	1) 支持各类符合条件的机构发行专项公司债券募集资金专门用于纾解民营企业融资困境及化解上市公司股票质押风险。深圳市投资控股有限公司、北京海淀科技金融资本控股集团股份有限公司已完成首批专项公司债券的发行。 2) 下一步，证监会将会同沪、深交易所对该类专项公司债券审核建立“绿色通道”，实行专人对接、专项审核，适用即报即审政策，提高发行效率，积极发挥交易所债券市场对纾解民营企业融资困境及防范化解上市公司股票质押风险的支持作用。	截至12月中旬，纾困专项债合计规模达93亿元。
银保监会	中国银保监会发布《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》，允许保险资产管理公司设立专项产品，参与化解上市公司股票质押流动性风险，为优质上市公司和民营企业提供长期融资支持。《通知》主要内容包括：一是设定了产品管理人条件。二是明确了专项产品的投资范围。三是强调了专项产品的退出安排。四是制定了专项产品风险管控措施。	截至12月中旬，保险资管纾困专项产品合计规模达860亿元。
中证协	1) 证券行业支持民营企业发展集合资产管理计划，首次由11家证券公司达成意向出资210亿元设立母资管计划，作为引导资金支持各家证券公司分别设立若干子资管计划，吸引银行、保险、国有企业和政府平台等资金投资，形成1000亿元总规模的资管计划。 2) 支持鼓励证券公司承销纾困专项公司债券。	截至12月下旬，42家公司承诺出资规模累计达527.5亿元，实际出资417.11亿元
中基协	为纾解当前上市公司股权质押问题，中基协将对符合条件的私募基金和资产管理计划特别提供产品备案及重大事项变更的“绿色通道”服务。	
深交所、上交所	深交所披露，深圳投控2018年纾困专项债券于10月26日发行10亿元。这是深交所首单纾困专项公司债券。上交所表示北京首单纾困专项债于26日上午在上交所成功发行，发行规模为8亿元，以纾解上市公司股权质押风险。	截至12月中旬，纾困专项债合计规模达93亿元。
国家发改委	为助力民营企业纾困，国家发改委对因现金流紧张发生债券违约，但符合经济结构优化升级方向、有前景的民营企业给予必要的财务支持和救助。	截至12月中旬，地方政府以及国资主导的纾困基金规模超过3000亿元。

资料来源：券商中国，中银国际证券

随后各地方政府以及银行、券商、保险公司以及基金公司等金融机构纷纷采取举措襄助上市公司纾解股票质押风险，纾困举措取得初步成果。截至12月中旬，包括地方政府、券商、保险资管和纾困专项债在内，四路资金合计超过5000亿元，用于支持民营上市公司纾困与进一步发展。其中，券商与地方政府主导的纾困基金占据比重最大。



**地方政府专项基金：**据不完全统计，目前地方政府牵头成立的纾困基金规模已超 3000 亿元。自 10 月份以来，包括北京、上海、广东、江苏、浙江、安徽、四川、海南等十多个省市地区密集发布支持民营企业发展的政策。其中多地都是与券商、银行、基金公司等机构合作开展。

**图表 10. 地方政府纾困基金出资情况一览**

地方政府	相关政策及表态	金额 (亿元)
深圳	建立上市公司债权融资支持机制，数百亿资金设立优质上市公司股权投资专项基金	500
北京海淀	海淀区属国资和东兴证券发起设立支持优质科技企业发展基金，首期 20 亿元已完成募资。	100
东莞	上市莞企发展投资合伙企业（有限合伙）积极撬动社会资本参与，力争基金总规模达 50 亿元。	500
珠海	珠海基金等金融投资机构设立粤港澳国家战略新兴产业驰援母基金。	100
浙江	浙江国资与农银金融资产投资、农行这件分行共同设立“浙江省新兴动力基金”。	100
汕头	由汕头国资企业、海通证券等共同出资设立攻击发展基金，首期规模 10 亿元。	50
成都	成都市政府出台上市公司纾困帮扶八条政策措施，建立上市公司帮扶基金。	100
北京西城	拟发起设立北京新动力优质企业发展基金，首期规模 40 亿元。	100
中山	成立上市公司救助基金	50
湖南	湖南相关部门今日已向省政府提交援助湖南上市公司的报告，设立基金规模或超过百亿。	100
上海	推出“三个 100 亿”计划，成立 100 亿元纾困基金	100
福建	《关于防范化解上市公司股权质押风险的指导意见》设立省级纾困基金，首期规模 20 亿元。	150
河北	河北资产与中信建投证券发起设立河北省上市公司新动力纾困基金，首期规模 30 亿元。	100
宁波	设立上市公司稳健发展支持基金。	100
山东	组建规模 100 亿元的资本市场纾困基金，首期纾困基金规模约 40 亿元。	100
山东烟台	由烟台市财金公司、民生证券、泰德基金联合成立的烟台市民营企业发展支持基金(纾困基金)已于近日在烟台签约落地。	30
江苏苏州	苏州高新区管委会组织各参与方共同设立专项基金，用于降低控股股东高玉根的股权质押率，并缓解上市公司流动性压力。	25
北京通州	通州区政府与中泰证券根据通州区辖区内企业及产业园区待入驻企业的实际情况，拟设立百亿优质科技企业纾困发展基金。	100
山西	山西省将筹资 50 亿元组建山西省民营企业政策性纾困救助基金，市场化推动解决上市或重点民营企业流动性问题	50
江西	江西国资已成立总规模达 100 亿元的纾困基金，主要帮助本省民营上市公司降低股权质押风险，改善流动性。	100
甘肃	华龙证券拟计划设立“甘肃省产业并购纾困基金”，目标规模 100 亿元。	100
江苏南京	南京市国资混改基金公司分别与光大证券、申万宏源证券、南京证券签署战略合作协议，将发起设立三只基金，远期总规模 200 亿元，首期总规模 30 亿元。	200
湖北	湖北省上市公司纾困基金方案即将出台。根据方案，该基金总规模 100 亿元，首期规模 40 亿元，将帮助湖北上市企业化解目前的资本困局。	100
浙江杭州	杭州市企业上市与并购促进会正式宣告成立，促进会还与杭州市金投集团签订了合作备忘录，市金投集团将牵头设立百亿元上市公司纾困基金。	100
广东	广东新动能股权投资合伙企业（有限合伙）在广州举行签约仪式，基金目标规模 200 亿元，首期规模 50 亿元，	200
四川	四川产业振兴发展投资基金有限公司与申港证券双方将联合设立四川首支支持民营企业发展纾困基金，基金规模为 50 亿元。	50
安徽	安徽证监局组织设立超百亿纾困基金，出资方包括国元证券、华安证券、安徽省投资集团等。	100
海南	海南省将设立省级中小微企业融资担保基金、重点产业投资发展基金、企业纾困基金。	—

资料来源：券商中国，中银国际证券



**证券公司：**我们预计目前券商主导的纾困资管或基金估计可撬动资金超过 2000 亿元。10 月 22 日，在证券业协会的组织下，首批 11 家券商达成意向，出资 210 亿元（后扩容至 225 亿元）设立母资管计划，并吸引银行、保险、国有企业和政府平台等资金投资，形成 1000 亿元总规模资管计划，成为券商纾困基金的第一梯队。11 月 23 日，又有 15 家券商签署了《证券行业支持民营企业发展系列资产管理计划发起人协议》，券商驰援民营上市企业的队伍再扩容。截至 2018 年 12 月 14 日，又有国金证券、广州证券、中港证券、浙商证券、平安证券、万联证券、太平洋证券、五矿证券、民生证券、开源证券、华福证券等 11 家证券公司均已完成协议签署，并承诺自愿出资。截至目前，42 家公司承诺出资规模累计达 527.5 亿元，已有 28 家证券公司共成立了 31 只系列资管计划和 3 只子计划，出资规模总计 417.11 亿元。截至目前，券商主导的纾困基金主要以资管计划为主，多采用券商出资、担任管理人的形式，同时吸引外部资金、累计撬动的资金超过 2000 亿元。

图表 11. 部分券商纾困资管或基金出资情况

券商名称	自有资金 (亿元)	撬动后总规模 (亿元)
天风证券	11	中证协首批撬动银行、保险、政府资金约 1000 亿。
国泰君安	25	
国信证券	20	
广发证券	10	
海通证券	50	
中信证券	25	
招商证券	20	
申万宏源	20	
中信建投	20	
东兴证券	8	
中国银河	20	
华创证券	20	200
光大证券	25	-
华安证券	60	-
国元证券	50	-
<b>券商意向资金</b>		
平安证券	-	200
银河证券	-	600
西部证券	-	100

资料来源：券商中国，中银国际证券

**保险资管：**国寿、太平、阳光、人保、新华、泰康六家保险资管成立共计 860 亿规模的纾困专项产品。其中，人保资管的纾困专项规模最大，涉及金额 300 亿元。

图表 12. 保险资管纾困基金出资情况一览

时间	保险公司	保险产品	涉及金额 (亿元)
2018/10/29	国寿资管	“凤凰”系列专项产品	200
2018/11/5	太平资管	“共赢：系列专项产品	80
2018/11/5	阳光资产	“阳光稳健”专项产品	100
2018/11/6	人保资管	“安稳投资系列 1-6 期：纾困专项产品（每期 50 亿元）	300
2018/11/9	新华资产	“景星”系列专项产品	100
2018/11/22	泰康资产	泰康聚力智选专项产品	80

资料来源：券商中国，中银国际证券

**纾困专项债：**10 月 26 日，证监会表示将支持各类符合条件的机构发行专项公司债，募集资金专门用于纾解民营企业融资困境和股权质押风险，交易所将对这类专项审核建立绿色通道，适用即报即审，目前已有多家机构提出意向，沪深交易所正在对接。截至目前，沪深交易所共计发行 5 只纾困专项债，合计规模 93 亿元，发行人均为国资，资金将用于设立专项股权投资基金，化解股质风险。



图表 13. 纾困专项债出资情况一览

时间	债券名称	债券类型	交易所	主承销商	票面利率	发行人	期限	发行金额
2018/10/26	18 深纾 01	公司债	深交所	国信证券、 国银河	3.97%	深圳市投资控股有限公司	3+2 年	10
2018/10/26	18 海专 项	私募债	上交所	民族证券、 兴证券	4.70%	北京海淀科技金融资 本控股集团	2+1 年	8
2018/11/9	18 圆融 01	公司债	深交所	中信证券、 泰证券	4.68%	厦门金圆投资集团	3+2 年	15
2018/11/13	18 台纾 01	公司债	上交所	招商证券	5.70%	台州市金融投资有限 责任公司	3+2 年	10 (首期 5 亿)
2018/12/19	18 海纾 困	专项债	上交所	东兴证券	4.14%	北京市海淀区国有资 本经营管理中心	3+2 年	50 亿元

资料来源：券商中国，中银国际证券

#### 1.4 政策托底，券商估值见底后有所修复

**股票质押风险影响下，券商估值见底。**出于市场对股票质押风险的担忧，2018 年以来券商股的估值中枢屡创新低。估值中枢的不断下移一定程度反映了全市场行情的低迷以及券商业绩的下滑，但是券商的超跌行情很大程度上是由于股票质押风险的集中暴露。近年来券商自有资金中从事股票质押业务的比例不断提高，净资产的市场风险敞口被放大，市场对股票质押风险以及券商自有资金被侵蚀的担忧逐步加剧，也直接导致了券商股的 PB 估值不断地逼向 1 倍，有个别券商股的 PB 估值甚至出现“破一”的罕见情况。10 月 18 日券商指数的 PB 估值下跌至 1.06 倍，大券商的平均 PB 估值下降至 1.03 倍，中小券商的平均 PB 估值下跌至 1.11 倍，均创下历史最低估值水平。

**政策托底下估值风险缓解，券商估值有所修复。**随着纾困举措持续加码以及股票质押风险的逐步缓解，10 月下旬以来券商股的估值有所修复。截至 2018 年 12 月 14 日，券商指数的 PB 估值回升至 1.34 倍，大券商的平均 PB 估值回升至 1.27 倍，中小券商的平均 PB 估值回升至 1.35 倍。

## 2 资本市场推陈出新，券商迎来多重政策利好

在严监管的大背景下，我国资本市场的改革创新正在加紧推进中，如科创板的推出以及注册制的试点、“沪伦通”的启动、股指期货安排的松绑、上市公司并购重组体制机制改革等等，政策面的改革与创新有望为券商带来带来增量业务，券商迎来多重利好。

### 2.1 厚积薄发，科创板箭在弦上

2018年11月5日，国家主席习近平在首届进博会上宣布，在上交所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，不断完善资本市场基础制度。

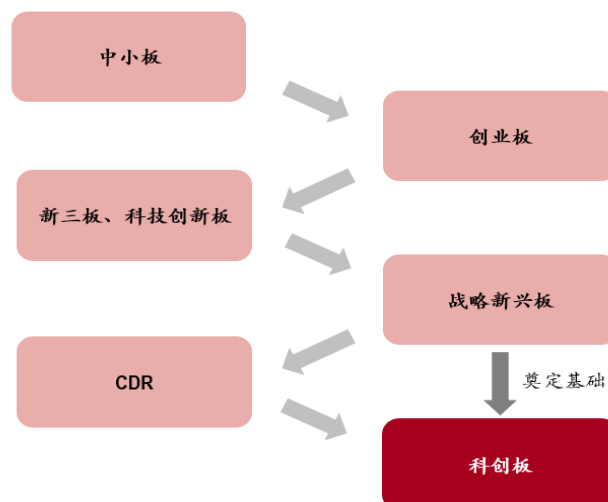
#### 2.1.1 厚积薄发的科创板

科创板的推出是建立在众多宝贵经验基础之上的。科创板并非没有基础的空中楼阁，而是蓄积了很久的一项重要举措。事实上，中国在构建多层次市场体系以及扶持中小科技创新类企业方面已经探索了将近二十年，付出了巨大的努力，也获得了无数宝贵的经验：

- 1) **中小板**。2004年深交所中小企业板市场正式推出，标志着我国多层次市场构建的第一步。
- 2) **创业板**。2009年深交所创业板市场正式开启，这也是真正意义上属于创投企业的第一块土壤。
- 3) **新三板、科技创新板**。2013年1月16日，新三板系统在北京揭牌，同年新三板的全国扩容也呼之欲出，我国多层次资本市场发展驶入快车道。科技创新板，于2015年12月22日推出，拟试点推动全国科技金融改革创新。
- 4) **战略新兴板**。2015年6月，国务院印发《关于大力推进大众创业万众创新若干政策措施意见》中提出推动在上交所建立战略新兴板。虽然最终战略新兴板并没有推行，但是它仍可以看作是科创板的前身，一次大胆尝试，也为后续科创板的提出埋下了伏笔。
- 5) **CDR**。2018年3月30日，经国务院同意，国务院办公厅转发证监会《关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证（即CDR）试点的若干意见》。受二级市场行情的影响，CDR的试行有所推迟，但后续随着“沪伦通”的推出，CDR的正式运行只是时间问题。

经历了长达十几年的历程，我们不难看出中国在构建多层次市场体系与支持创投企业发展方面所做出的努力，科创板的推出是厚积而薄发的。

图表 14. 中国多层次资本市场体系的建设



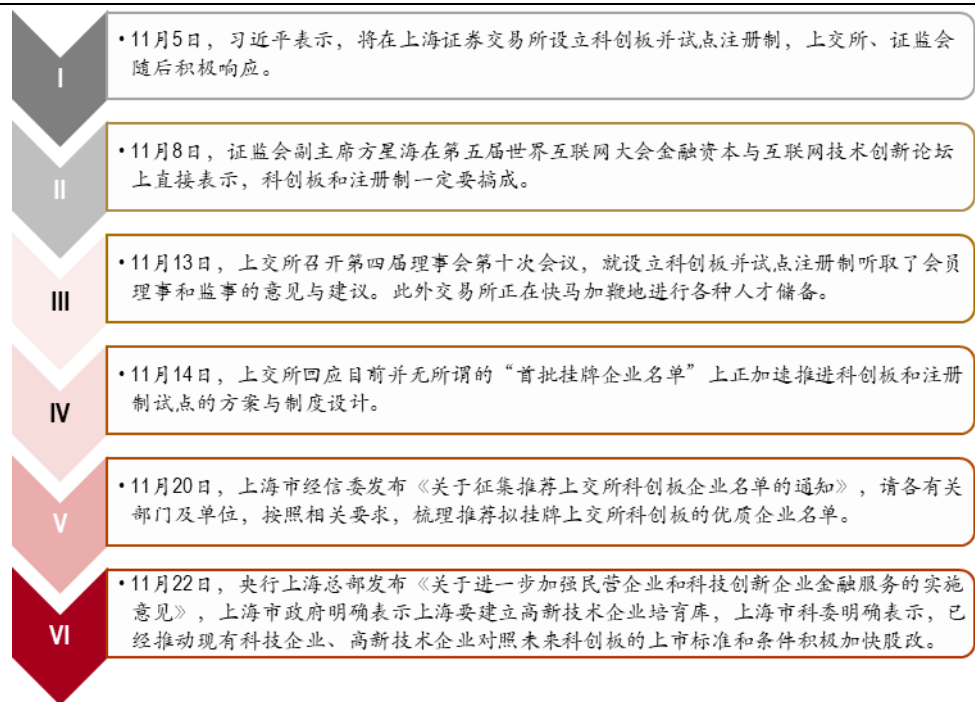
资料来源：中银国际证券

### 2.1.2 科创板的快速推进

中央对于推出科创板的决心是极其坚定的。11月5日，国家主席习近平在中国国际进口博览会上宣布，在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，突显出中央对于推出科创板的坚定的决心。11月8日，证监会副主席方星海在第五届世界互联网大会金融资本与互联网技术创新论坛上表示，科创板和注册制一定要搞成。相比于2015年战略新兴板在国务院下发的相关文件中提出，此次科创板的推行更为坚定。

科创板的推出速度或超预期。科创板的推进速度是前所未有的。自11月5日至11月22日，证监会、上交所、上海市经信委、央行上海总部分别在科创板与注册制相关制度意见与建议征集、人才储备、科创板企业名单拟定以及建立高新技术企业培育库等方面加速推进。

图表 15. 科创板推进进程



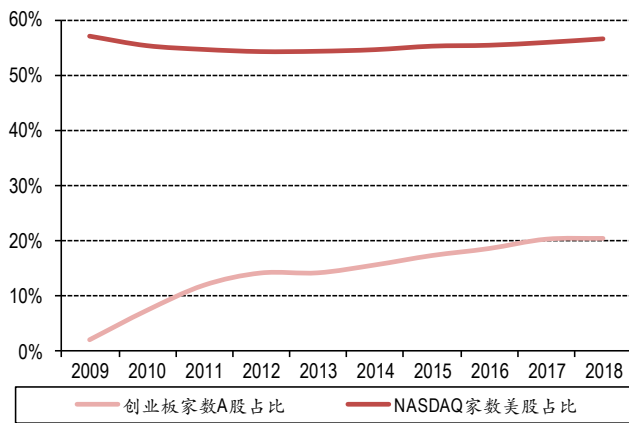
资料来源：上交所，中银国际证券

### 2.1.3 科创板的定位是中国版的纳斯达克

**科创板：中国版的纳斯达克。**中国版纳斯达克这一概念并不新鲜，在创业板成立之初，创业板即被定位为中国版的纳斯达克，但是由于创业板仍然实行政府监管机构核准制与事前控制，坚持严格的盈利条件作为上市审核标准，新股发行经历较长的审核周期，同时缺乏完善的信息披露制度以及退市制度等资本市场基础制度，这些因素都成为阻碍创业板加速发展的桎梏。创业板成立近10年来，其在A股市场的地位都远远低于纳斯达克在美股市场的市场地位。近10年来，创业板在A股中的上市公司家数占比与市值占比平均分别为14.27%与6.21%，而纳斯达克在美股中的上市公司家数与市值占比分别高达55.28%与24.20%。我们之所以将科创板定位为真正意义上的中国版纳斯达克，是因为科创板在设计之初，无论从发行审核制度方面还是其他资本市场基础制度方面都更加接近美国纳斯达克市场：1) 新股发行制度采用注册制，并且根据市场预期来看上市标准条件中的盈利标准大概率将降低；2) 我国将加快资本市场基础制度的改革，包括退市制度、信息披露制度以及加大违规处罚力度，使之更适合科创板与注册制的发展需求。

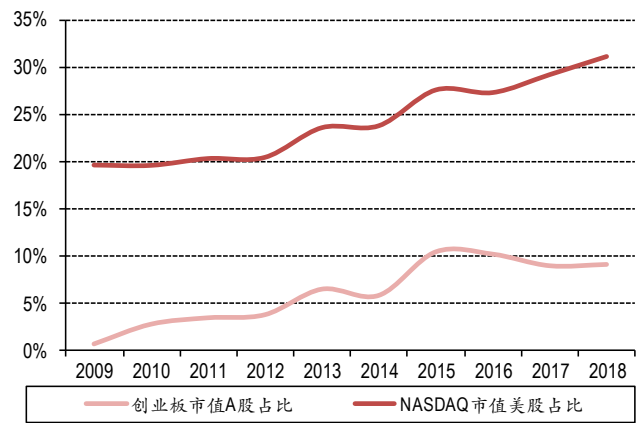


图表 16. A 股创业板家数占比 vs 美股 NASDAQ 家数占比



资料来源：深交所、纳斯达克，中银国际证券

图表 17. A 股创业板市值占比 vs 美股 NASDAQ 市值占比



资料来源：深交所、纳斯达克，中银国际证券

图表 18. 上市条件与退市制度：创业板 vs 科创板（市场预测）

项目	创业板	科创板（市场预测）
上市条件（财务）	<ol style="list-style-type: none"> <li>最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于一年累计扣非净利润 5000 万元；或者最近一年盈利，最近一年营业收入不少于五千万。净利润以扣除非经常性损益前后孰低者年累计扣非净利润 1 亿元；为计算依据；</li> <li>最近一期末净资产不少于二千万，且不存在未弥发投入占比 10%；补亏损</li> <li>发行后股本总额不少于三千万。公开发行的股份现金流超过 1 亿元；达到公司股份总数的 25% 以上；公司股本总额超过四亿元的，公开发行股份的比例为 10% 以上</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>市值 10 亿元以上，连续两年盈利，两</li> <li>市值 10 亿元以上，连续一年盈利，一</li> <li>市值 15 亿元以上，收入 2 亿，三年研</li> <li>市值 20 亿元以上，收入 3 亿，经营性</li> <li>市值 30 亿元以上，收入 3 亿；</li> <li>市值 40 亿元以上，产品空间大，知名机构投资者入股。</li> </ol>
上市条件（其它）	<ol style="list-style-type: none"> <li>发行人是依法设立且持续经营三年以上的股份有限公司；有限责任公司按原账面净资产值折股整体变更为股份有限公司的，持续经营时间可以从有限责任公司成立之日起计算</li> <li>发行人及其控股股东、实际控制人最近三年内不存在损害投资者合法权益和社会公共利益的重大违法行为</li> <li>最近两年内公司的主营业务未发生重大变化</li> <li>最近两年内公司的董事、管理层未发生重大变化</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>属于科技创新型的股份有限公司</li> <li>业务基本独立，具有持续经营能力</li> <li>在经营和管理上具备风险控制能力</li> <li>公司治理结构完善，运作规范</li> <li>最近一年内研发投入较大，并取得较为明显的技术突破</li> </ol>
退市制度	<ol style="list-style-type: none"> <li>多元标准：包括公司财报被会计师事务所出具否定意见；公司净资产为负；公司股票连续 120 个交易日累计成交量低于 100 万股</li> <li>直接退市：创业板公司退市后不再像主板一样，必须进入代办股份转让系统</li> <li>快速程序：出现以下三种情形时将启动快速程序：未在法定期限内披露年报和中报；净资产为负；财务会计报告被出具否定或拒绝表示意见</li> </ol>	<p>退市新规：</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>首发上市欺诈发行</li> <li>重组上市欺诈发行</li> <li>年报造假规避退市</li> <li>交易所认定的其他情形</li> </ol>

资料来源：搜狐财经，深交所，上交所，证监会，中银国际证券



## 2.1.4 科创板：中长期有助于建立更加完善的市场体系

### 1) 短期影响：流动性受影响，壳价值下降

**对存量市场的吸血效应。**科创板虽然是在现有市场基础上的增量市场，但是由于资本市场总资金有限，科创板的推出短期内对现有存量市场，尤其是中小板与创业板市场存在一定的“吸血效应”。

**壳资源价值的下降。**由于现有 A 股存量市场采用的都是核准制的发行审核制度，上市与退市的门槛都较高，价值发现的功能较差，导致了市场上存在大量的自身低价值，仅依靠壳资源的价值存续的上市公司，科创板与注册制的推行，为那些原本因难以满足现有上市条件而无法 IPO 或 IPO 耗时过长转而借壳上市的科创型企业打开了专属的上市绿色通道，这对于现有 A 股市场的壳资源个股的价值有一定的打击。

**部分过高估值个股面临价格下行压力。**创业板市场 PE 估值曾经一度超过 100 倍，近年来随着投资者对于创业板市场的价值判断逐渐趋于理性，创业板的估值一直处于下行通道，但是仍有部分公司估值过高。根据我国台湾地区及其他海外市场逐步实行注册制前后市场估值的变化情况，结合我国 A 股市场现状，科创板的推出有助于增强 A 股的价值发现功能，进而部分过高估值个股的价格和估值或将面临下行压力。

图表 19. 2010-2018 年创业板 PE 估值变化情况



资料来源：万得，中银国际证券

### 2) 中长期影响：多重利好，打造体系更加完善的多层次市场

**加大对科创型企业的直接融资支持力度。**对于初创期的科创型企业来说，能否持续获取低成本资金是企业是否能做大做强关键因素，从过去的经验来看，科创企业的上市难度较大，往往从 A 轮融资直至最终 IPO 要经历漫长的过程，在企业最需要融资支持的时期难以达到上市条件，很可能最终错失最佳发展扩张时期。科创板的设立无疑为科创型企业开辟了专属的上市通道，为众多 PE/VC 项目提供新的退出渠道。此外，可以预见到科创板将会设置对科技创新型企业的定义作为其准入门槛，如专利数量等，将迫使企业增强自主科研创新能力，实现转型升级，良性循环。

**提升市场价值发现功能，促进上市企业良性竞争。**在 A 股存量市场中，价值发现功能被弱化了，导致了市场上存在众多长期高估或长期低估的个股，个股基本面与股价脱钩，非常不利于资本市场的资源配置功能的发挥，也助长了投资者的投机心理。科创板与注册制的推行，一方面实行更加市场化的发行审核方式将提升投资者的专业能力与价值判断能力，另一方面更加合理的退市、信息披露等基础制度将使市场自动“取其精华，去其糟粕”，进而逐步提升市场的价值发现功能，促进上市企业的良性竞争。

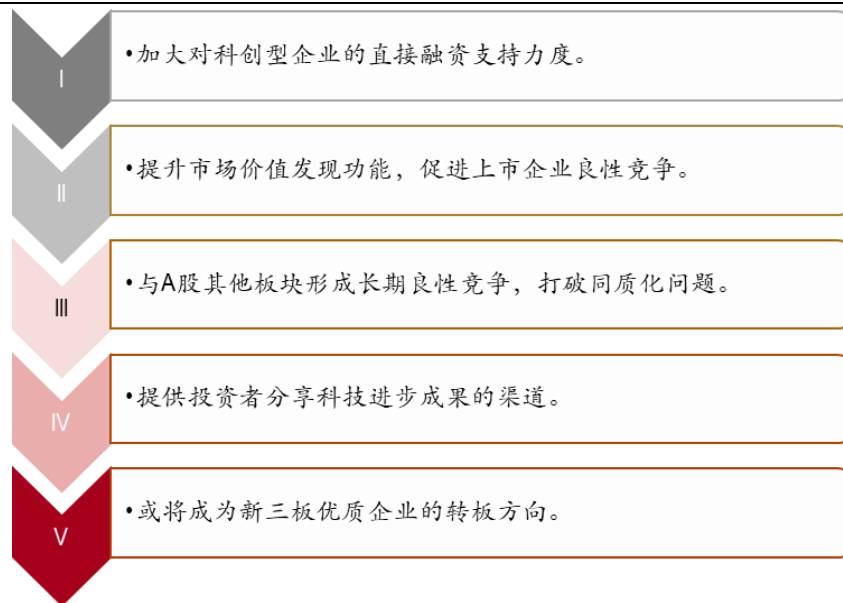


**对 A 股其他板块而言，长期将形成良性竞争，打破同质化问题。**上交所科创板的成立短期虽然会对市场上其他板块的存量资金产生“吸血效应”，但是任何成熟的资本市场，都有不同的交易所或板块形成良性的竞争。如美股的纽交所与纳斯达克，其多年的竞争使得两家交易所不断的创新发展。上交所科创板的推出将会与深交所中小板、创业板形成最直接的良性竞争，通过差异化的制度安排，吸引优质科技创新型企业上市，更好地发挥资本市场服务实体经济的作用。

**提供投资者分享科技进步成果的渠道。**众多科技创新型企业远赴海外上市，使得中国的投资者错过了分享科技创新发展红利的机会。科创板的推出，一方面吸引大批优质海外上市公司回归 A 股，另一方面有助于更多优质的科创企业完成上市融资。与 2018 年上半年提出的 CDR 试点不同，科创板及注册制试点的推出，将使 A 股投资者更为直接地分享科技创新型企业快速成长的红利。

**或将成为新三板优质企业的转板方向。**新三板市场在 2018 年进入了寒冬期。根据万得数据显示，2018 年前三季度，新三板新增挂牌企业 465 家，比上年同期大幅减少了 72.73%；摘牌企业数量却高达 1152 家，比上年同期增加了 163.01%；1196 家新三板挂牌企业，仅实现募资 588.74 亿元，仅占去年同期募资额的 56.9%。新三板市场因流动性不足、融资定价功能丧失等问题长期存在，已逐步失去吸引科技创新型优质企业并助力其融资发展的能力。2018 年以来，众多科技创新型新三板企业选择海外上市或退市重新申报 A 股 IPO，而科创板的推出将提供科技创新型新三板企业的转板新方向。

图表 20. 科创板推出的中长期影响



资料来源：中银国际证券

**将为券商多业务带来增量业绩贡献，利好券商中长期发展。**科创板的推出将为券商的多个主营业务带来利好因素：1) 科创板成立后，将为券商的投行业务带来可观的增量贡献，尤其利好投行业务强势的龙头券商；2) 科创板做为增量市场，成交量的增加将为券商的经纪业务带来增量贡献；3) 券商的一级市场直投子公司也将受益于科创板的推出，其投资的私募股权项目也增加了科创板这一新的退出途径。



## 2.2 “沪伦通”进入倒计时，创新模式即将落地

### 2.2.1 “沪伦通”即将开启

10月12日，中国证监会正式发布实施了《关于上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证业务的监管规定（试行）》， “沪伦通”进入了倒计时。至12月上旬，“沪伦通”的准备工作已经基本到位，即将于近期正式开启。

图表 21. “沪伦通”推进进程

时间	重大事件
2018/10/12	证监会发布实施《关于上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证业务的监管规定（试行）》。
2018/11/2	上交所正式发布沪伦通配套业务规则，明确了业务及交易端的制度细节。与此前沪深港通的业务规则相比，沪伦通业务环节相对复杂，设计有跨境转换、做市交易等创新环节，在具体的交易制度上也与A股存在一定差异。
2018/11/8	中国结算发布，投资者通过现有A股账户参与沪伦通存托凭证交易结算业务，不需要新开立证券账户；沪伦通业务中国存托凭证的市场交易及相关公司行为涉及的资金均以人民币计价结算。
2018/12/4	上交所发布公告称，根据相关规定，上交所对中国国际金融（英国）有限公司（下称“中金英国”）予以沪伦通全球存托凭证（GDR）英国跨境转换机构备案。
2018/12/4	从参与“沪伦通”的金融机构人士处获悉，沪伦通揭牌仪式将于12月14日在伦敦举办，届时或将公布相关中、英企业名单。
2018/12/5	原定将于12月14日将在伦敦交易所举办的沪伦通揭牌仪式临时取消，预计可能推迟到圣诞节过后，推迟原因与脱欧表决而导致的基数原因有关
2018/12/10	上交所公告了对中金英国公司予以沪伦通全球存托凭证英国跨境转换机构备案，中金公司股票业务部境内团队和英国团队将主要负责沪伦通全球存托凭证跨境转换业务。中金公司相关负责人表示，中金英国公司目前正积极开发业务以满足客户沪伦通投资需求。

资料来源：证监会，上交所，中银国际证券

**上交所为“沪伦通”量身定做配套业务规则。**上交所正式发布沪伦通配套业务规则，明确了业务及交易端的制度细节。与此前沪深港通的业务规则相比，沪伦通业务环节相对复杂，设计有跨境转换、做市交易等创新环节，在具体的交易制度上也与A股存在一定差异。



图表 22. “沪伦通” 配套业务规则

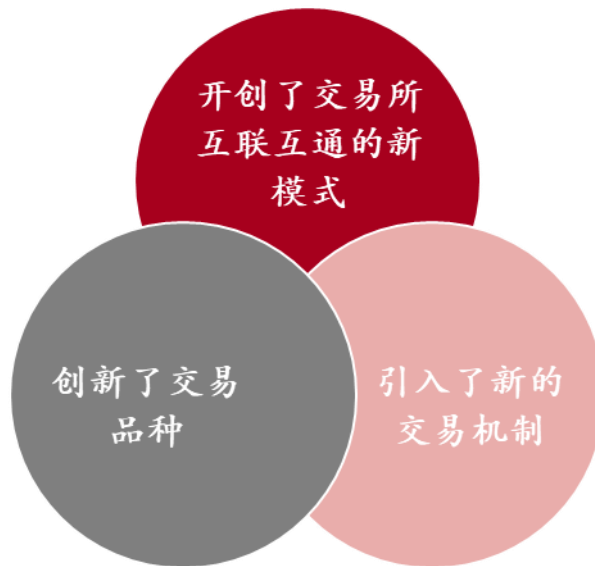
配套业务规则	主要内容
CDR 发行人标准	CDR 的上市条件包括：符合证监会等公开发行条件并获核准；总市值方面，发行申请日前 120 个交易日按基础股票收盘价计算的境外发行人平均市值不低于人民币 200 亿元；上市年限方面，在伦交所上市满 3 年且主板高级上市满 1 年；初始规模上，申请上市的中国存托凭证数量不少于 5000 万份且市值不少于人民币 5 亿元。
CDR 上市审核流程	境外发行人申请在境内公开发行 CDR，核准程序上将由上证所接受报送材料并进行预审核，经上市委员会同意报证监会。证监会对申请进行核准，不经发审委。其中，预审核过程依次包括初审、反馈意见、上市委员会审核、出具上市预审核意见、预先披露、复核等环节。
CDR 投资者门槛	投资者应当符合下列条件：1) 申请权限开通前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币 300 万元（不包括该投资者通过融资融券交易融入的资金和证券）；2) 不存在严重的不良诚信记录；3) 不存在境内法律、本所业务规则等规定的禁止或限制参与证券交易的情形。
CDR 交易制度	1) CDR 以人民币计价，申报价格最小变动单位为人民币 0.01 元。通过竞价交易买卖的申报数量应当为 100 份或其整数倍，单笔最大数量不得超过 100 万份。允许采用大宗交易和协议转让。当单笔买卖申报数量不低于 30 万份、或交易金额不低于人民币 200 万元时可采用大宗交易方式。 2) CDR 当日买入后不得当日卖出，设置 10% 的涨跌幅限制，上市首日涨跌幅也是 10%。在休市达到 7 个或以上自然日时，其后首个交易日的涨跌幅比例为 20%。
CDR 交易模式	“沪伦通”业务采取竞价交易与做市商制度相结合的混合交易方式。在做市商准入管理中，要求：1) 申请做市商的机构需具备三年以上国际证券业务经验。同时还需要具有证券自营业务资格、最近 2 年证券公司分类结果为 BBB 级别及以上、具有充足的自有资金参与 CDR 做市业务、过去 1 年内未因自营业务被做出行政处罚等；2) 做市商应当推动本公司研究团队对其做市的 CDR 及其基础股票开展相关研究。
CDR 监管方式	上证所将对 CDR 交易情况启用实时监控，及时发现和处理违反相关业务规则和办法的异常交易行为。
CDR 信息披露制度	CDR 的发行人和相关信息披露义务人需要遵循公平披露、同步披露和一致性披露原则。同时，要符合业务指引对定期报告内容格式、审计的相关披露要求，对重大交易、关联交易、非交易类重大事项等进行披露。同时也要符合 CDR 持有人权利行使及披露、存托计划的持续披露、权益变动披露、境内市场集中度披露等规定。
CDR 的转换机制	CDR 的跨境转换业务包括中国跨境转换机构备案管理、对中国跨境转换机构持续管理、CDR 生成和兑回管理等主要内容。申请人满足一定条件后，即可向上证所备案并获审核通过，完成初始流动性建立、跨境转换业务信息报备与信息持续报送等管理要求。

资料来源：证监会，上交所，中银国际证券

### 2.2.2 “沪伦通”，三个维度的创新

“沪伦通”是我国资本市场向国际化方向发展的重要举措。一方面，“沪伦通”机制允许 A 股上市公司通过发行 GDR 方式直接在英国市场融资，一定程度上也能为境内上市公司拓展国际业务和提升国际知名度提供支持，并在此过程中加快上交所的国际化进程；另一方面，沪伦通提供多元化的投资标的，使境内投资者有机会分享境外发达市场稳定的投资收益。相较于沪港通和 QFII 制度，沪伦通在三个方面取得了重大突破：1) 沪伦通开创了交易所互联互通的新模式。不同于沪港通的订单路由模式以及 QFII 制度的直接开户参与交易的模式，沪伦通项目采用的是产品交叉挂牌模式，并借此破解了跨时区互联互通的重大难题。2) 沪伦通创新了交易品种。沪伦通引入了存托凭证这一创新品种，鼓励两地上市公司分别在对方市场发行基础股票对应的存托凭证，继跨境 ETF 之后进一步丰富了境内市场挂牌的境外证券品种。3) 沪伦通引入了新的交易机制。沪伦通设置了生成与兑回机制，以实现存托凭证与基础股票之间的转换。而且，这一跨境转换业务仅限于符合条件的做市商，有效地控制了跨境资本流动风险。

图表 23. “沪伦通”的三维度创新



资料来源：上交所，中银国际证券

“沪伦通”将为券商带来增量业绩贡献。“沪伦通”的开启将为券商带来双重利好因素：1) “沪伦通”开启后，CDR 的正式推出将为券商的投行业务带来增量贡献，尤其利好综合实力较强的头部券商；2) “沪伦通”开启后，CDR 作为增量证券，其带来的成交量将为券商的经纪业务带来增量贡献。3) “沪伦通”的开启有利于提升我国券商的国际影响力，利好未来跨境业务发展。

### 2.3 股指期货规则全线松绑，监管常态化更进一步

**股指期货全线松绑。**10月2日，经中国证监会同意，中金所调整了股指期货交易安排：1) 将沪深300、上证50股指期货交易保证金标准由15%降为10%，中证500股指期货由非套保的30%与套保的20%统一降为15%；2) 股指期货日内过度交易行为的监管标准由单个合约20手上调为50手；3) 平今仓交易手续费由万分之6.9下调至万分之4.6。

图表 24. 历次股指期货交易手续费规则调整情况

时间	时期	调整内容
2015/7/31	监管整顿期	将手续费调整为交易手续费和申报费，其中交易手续费万分之0.23；申报费每笔1元。
2015/8/25		股指期货的平今仓交易手续费万分之1.5
2015/9/2		股指期货的平今仓交易手续费万分之2.3
2017/2/16	政策松绑期	股指期货的平今仓交易手续费万分之9.2
2017/9/15		股指期货的平今仓交易手续费万分之6.9
2018/12/2		股指期货的平今仓交易手续费万分之4.6

资料来源：中金所，中银国际证券

图表 25. 历次股指期货交易保证金率规则调整情况

时间	时期	沪深 300 期货 IF		上证 50 期货 IH		中证 500 期货 IC	
		非套期保值	套期保值	非套期保值	套期保值	非套期保值	套期保值
2015/8/26 之前	发展期	10%	10%	10%	10%	10%	10%
2015/8/26		12%	10%	12%	10%	12%	10%
2015/8/27		15%	10%	15%	10%	15%	10%
2015/8/27	监管整顿期	20%	10%	20%	10%	20%	10%
2015/8/28		30%	10%	30%	10%	30%	10%
2015/9/2		40%	20%	40%	20%	40%	20%
2017/2/16		20%	20%	20%	20%	30%	20%
2017/9/15	政策松绑期	15%	15%	15%	15%	30%	20%
2018/12/2		10%	10%	10%	10%	15%	15%

资料来源：中金所，中银国际证券

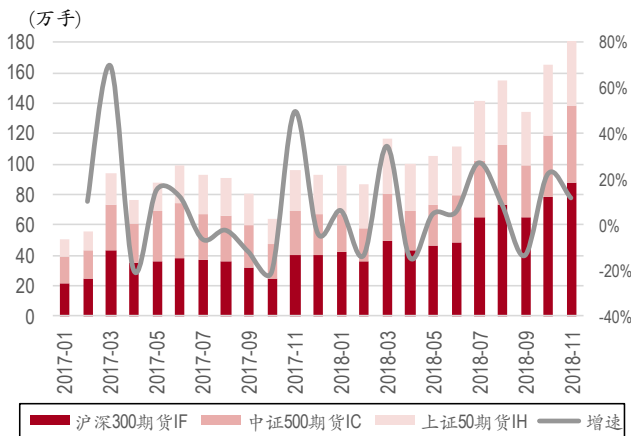
图表 26. 历次股指期货开仓数量限制规则调整情况

时间	时期	调整内容
2015/8/26		单个股指期货单日开仓交易量超过 600 手认定为异常交易
2015/8/28	监管整顿期	单个股指期货单日开仓交易量超过 100 手认定为异常交易
2015/9/2		单个股指期货单日开仓交易量超过 10 手认定为异常交易
2017/2/16		单个股指期货单日开仓交易量超过 20 手认定为异常交易
2018/12/2	政策松绑期	单个股指期货单日开仓交易量超过 50 手认定为异常交易

资料来源：中金所，中银国际证券

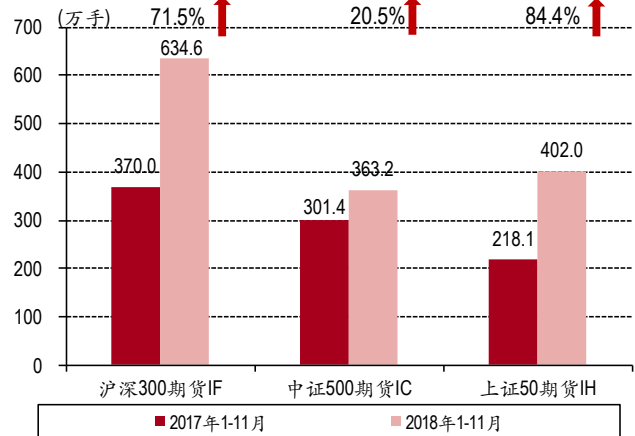
股指期货规则松绑有利于期货市场成交量抬升。股指期货全线松绑，释放政策层面利好信号，有望带动市场长线资金对冲需求与短线非套期保值交易量。2017 年监管层两次松绑股指期货相关规则，股指期货由监管整顿期进入政策松绑期。股指期货的成交量呈现稳步上升的趋势，IF、IC、IH 指数期货累计成交量由 2017 年 1 月的 21.6 万手、17.4 万手、11.3 万手逐步提升至 2018 年 11 月的 87.7 万手、50.4 万手、46.8 万手。

图表 27. 2017/1-2018/11 股指期货单月成交量变化



资料来源：万得，中银国际证券

图表 28. 股指期货成交量同比变化



资料来源：万得，中银国际证券

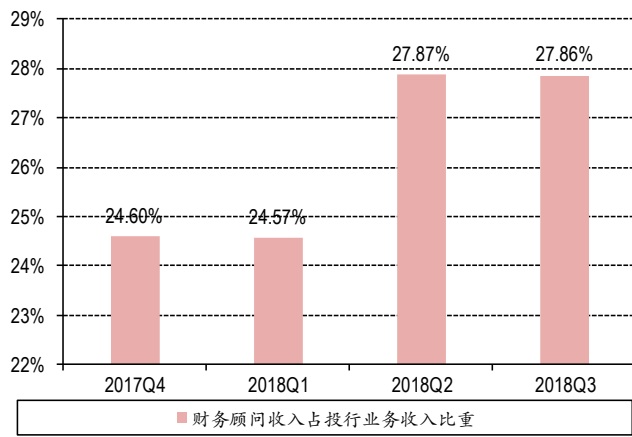
股指期货松绑利好券商期货经纪业务与自营业务。股指期货监管逐步常态化，券商基本面有望受益：1) 股指期货常态化趋势将带动长期资金的对冲需求，期货经纪业务受益；2) 股指期货的逐步放开有利于券商自营资金的对冲保值，利好券商的自营业务。

## 2.4 并购重组改革——简政放权并完善基础性制度

**并购重组规则持续松绑。**自 2018 年 10 月以来，证监会先后出台了多项并购重组新政，包含 IPO 被否企业筹划重组上市的间隔期从 3 年缩短为 6 个月、鼓励中概股参与 A 股并购重组、新增十个行业可以享受快速审核通道、放松并购重组融资用途、鼓励私募股权基金参与上市公司并购重组。此外，证监会在上市公司并购重组领域推出了一系列服务举措：

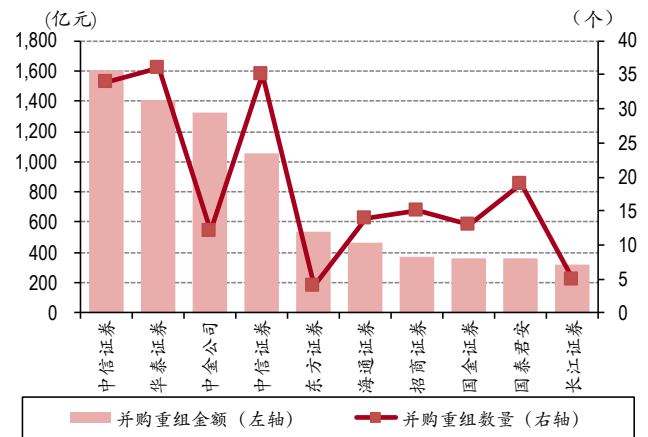
**1) 进一步简政放权，鼓励市场化并购，提高审核效率：**据万得数据显示，2018 年 1-9 月份，全市场发生上市公司并购重组近 3000 单，同比增长 69.5%，已超去年全年总数，交易金额近 1.8 万亿元，同比增长 46.3%，接近去年全年水平。这其中，仅 117 单需证监会审核，行政许可比例由去年的不足 10% 进一步下降至 4%，市场活跃度大大攀升。国庆假期后，证监会针对小额并购交易，推出快速审核通道，简化审批程序，为企业开展市场化并购争取时间。并购重组业务占投行业务的比重在不断提升，据中证协全行业数据显示，自 2017 年起，财务顾问收入占比持续提升，由 2017 年四季度的 24.60% 提升至 2018 年第三季度的 27.86%，并购重组业务在投行业务的重要性逐渐增加，在相关政策的激励下，占比有望继续提升。

图表 29. 2017Q4-2018Q3 财务顾问收入占比



资料来源：万得，中银国际证券

图表 30. 2018 年 1-11 月券商并购重组金额排名前十一览



资料来源：万得，中银国际证券

**2) 继续深化改革，完善基础性制度，充分发挥并购重组服务实体经济作用。**对于募集配套资金，放松管制，允许上市公司用于补充流动资金和偿还债务，以满足企业后续产能整合、优化资本结构等切实诉求；同时，上市公司大股东为抗风险和后续发展，通过认购配套融资真实、持续地巩固控制权，证监会明确予以支持。对于并购非金融类资产少数股权的，取消财务指标限制，服务企业去产能、调结构的发展需求。对于处于交易核心的发行价格问题，注重发挥股东大会定规则、董事会快执行的公司治理作用，特别强调调价机制设计合理性、董事会履责及时性，在市场化定价的基础上充分关注中小投资者保护。对于交易对方涉及 200 人公司的，明确经中介机构合规性核查后可以依法参与并购重组活动。

**并购重组信息披露制度简化。**11 月 16 日，证监会发布《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第 26 号——上市公司重大资产重组（2018 年修订）》，简化并购重组预案披露要求，方便并购双方展开交易对话。内容主要包含：

- 1) 聚焦核心要素。**本次修订聚焦主要交易对方和交易标的核心要素的披露。不再要求披露交易对方业务发展状况、主要财务指标和下属企业名目；对海外并购、招拍挂等交易允许简化或暂缓披露相关情况。
- 2) 预估值不再强制披露。**在已明确交易标的的前提下，不再强制要求披露标的预估值或拟定价，便于交易各方更充分地谈判博弈。
- 3) 增加中介机构核查弹性。**本次修订增加了中介机构核查的弹性，允许中介机构结合尽职调查的实际进展披露核查意见。





**4) 简化披露事项。**在充分披露相关风险的前提下，不再要求披露权属瑕疵、立项环保等报批事项，本次交易对公司同业竞争、关联交易的预计影响，相关主体买卖股票自查情况。

**并购重组改革利好券商的投行业务。**并购重组规则的松绑为券商的投行业务带来利好：1) 并购重组业务的规模以及在投行业务中的比重有望进一步提升；2) IPO 被否或部分计划 IPO 的企业可以更多地选择通过并购重组的方式完成上市融资，有望成为 2019 年券商投行业务的新亮点。

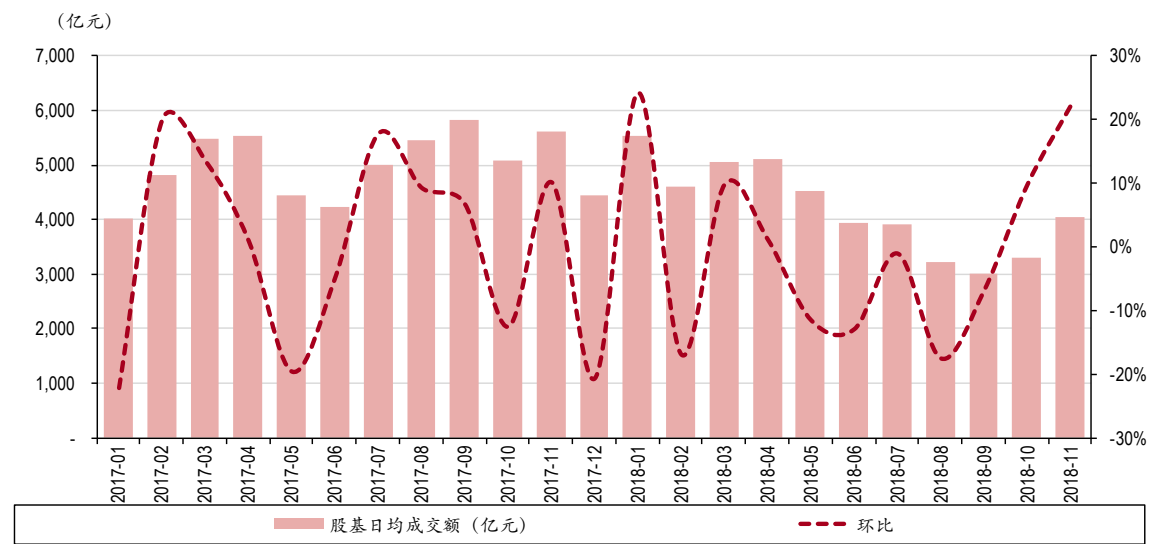
### 3 基本面触底，2019 年有望边际回暖

#### 3.1 2018 年市场惨淡，各业务全线下滑

##### 3.1.1 经纪：市场成交连续创下地量

三季度以来股市场成交量大幅萎缩。前三季度全市场双边股基成交额为 158.02 万亿元，同比下滑 14.03%，其中三季度单季股基成交额 43.46 万亿元，同比大幅下滑 38.36%，直接导致前三季度经纪业务收入同比下降 16.93%，降幅较上半年显著扩大。四季度以来，市场成交量持续大幅萎缩，截止 2018 年 12 月 7 日，全市场双边股基成交量为 172.77 万亿，同比降幅继续扩大 9 个百分点至 23.43%。其中 10 月份双边股基成交额 59,418.02 亿元，股基日均成交额 3301 亿元，创下地量，11 月股基日均成交额回升至 4032 亿元。

图表 31. 2017 年 1 月至 2018 年 11 月股基日均成交额



资料来源：万得，中银国际证券

##### 3.1.2 投行：股冷债暖格局持续，债券承销表现一枝独秀

**股权融资规模下滑。**根据万得数据，截止 2018 年 12 月 9 日，股权融资（首发+增发+配股）规模合计 8283.94 亿元，同比下滑 39.59%，其中，IPO 规模同比大幅下滑 37.67%至 1,354.01 亿元。上市券商中，华泰证券股权承销（首发+再融资）金额排名第一，合计承销金额 1206 亿元，市场份额高达 15.72%，中信建投、中信证券市场份额分别达到 15.07%、12.02%。

**债权融资规模增长，公司债发行规模大幅增长。**据万得数据，截止 2018 年 12 月 9 日，债券融资规模合计 50,872.15 亿元，同比增加 23.25%，企业债、公司债发行规模分别为 1,945.98、15,045.55 亿元，企业债同比大幅下降 44.3%，公司债同比大幅增加 42.33%。上市券商中，中信证券、中信建投、招商证券债券承销（公司债、企业债、ABS）规模位居前三，市场份额分别为 18.15%、14.48%、12.18%。

图表 32. 上市券商股权承销排名（合并口径）

券商	市场份额	承销家数				承销金额（亿元）			
		首发	增发	配股	合计	首发	增发	配股	合计
中信建投	15.07%	9	28	2	39	104.39	990.09	61.36	1,156
华泰证券	15.72%	10	24	0	34	194.85	1,010.73	0.00	1,206
中信证券	12.02%	11	26	0	37	127.76	793.87	0.00	922
国泰君安	6.03%	4	18	0	22	28.69	434.02	0.00	463
海通证券	5.88%	6	14	0	20	29.41	421.33	0.00	451
国信证券	5.48%	2	9	2	13	45.22	306.59	68.61	420
国元证券	3.07%	1	3	0	4	15.19	220.36	0.00	236
招商证券	3.14%	8	10	0	18	79.05	162.02	0.00	241
申万宏源	2.63%	0	5	0	5	0.00	202.03	0.00	202
广发证券	1.95%	6	17	0	23	34.76	114.95	0.00	150
上市券商	83.47%	87	227	11	325	850.46	5,354.52	196.38	6,401
行业合计	100.00%	100	268	13	381	1,154.23	6,349.40	165.27	7,669

资料来源：万得，中银国际证券

图表 33. 上市券商债权承销排名（合并口径）

券商	承销金额（亿元）	市场份额	公司债（亿元）	企业债（亿元）	金融债（亿元）	资产支持证券（亿元）
中信证券	5,331.14	18.15%	1,218.03	18.50	2,150.32	1,944.30
中信建投	4,252.35	14.48%	1,951.74	130.50	1,234.92	935.19
招商证券	3,578.22	12.18%	631.90	9.00	921.08	2,016.24
国泰君安	2,316.48	7.89%	843.35	42.79	963.59	466.74
光大证券	1,894.70	6.45%	369.90	10.00	404.65	1,110.15
海通证券	1,733.80	5.90%	814.99	150.03	370.33	398.45
华泰证券	1,435.46	4.89%	388.74	26.00	347.70	673.02
广发证券	1,163.64	3.96%	571.19	29.00	199.90	363.55
兴业证券	892.30	3.04%	375.19	20.20	369.47	127.44
国信证券	770.41	2.62%	315.53	83.50	64.00	307.39
上市券商	28,633.64	97.47%	9,523.85	1,092.53	8,291.39	9,725.87
行业合计	29,375.83	100.00%	10,554.73	1,347.40	7,135.21	10,338.50

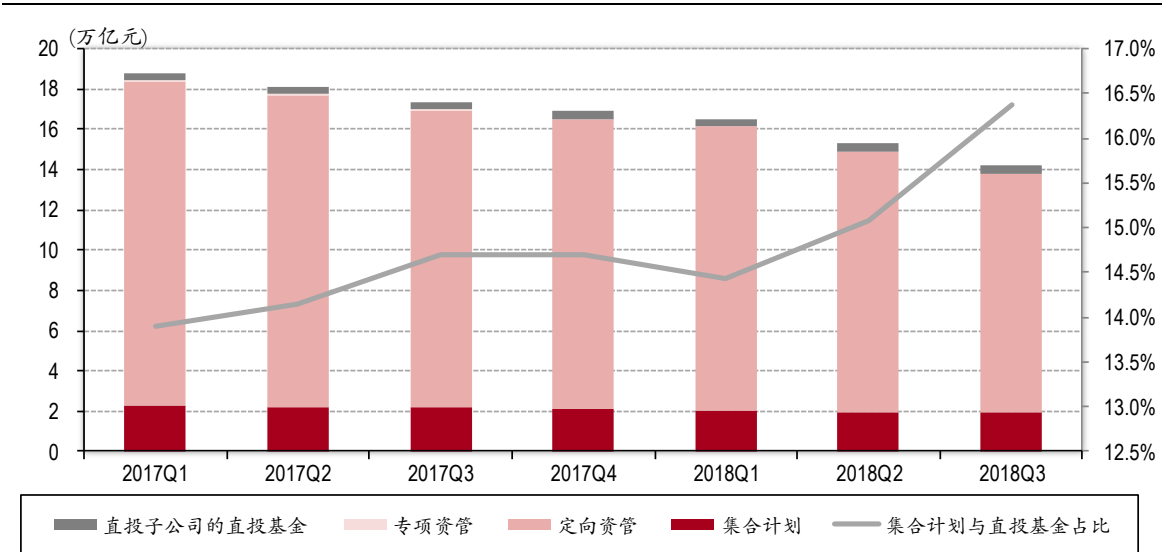
资料来源：万得，中银国际证券

### 3.1.3 资管：总规模下降，主动管理资产规模占比提升

**通道类业务规模不断下降，主动管理能力重要性突显。**截至2018年9月末，券商资管规模合计达到14.18万亿元，较2017年年末下降16%，资管新规实行以来资管规模持续下降，其中通道类业务成为主要被清理的对象，受影响较大，主动管理资管业务规模占比不断提升。中国的券商正在由轻资产运营模式向重资产运营模式转变的过程中，未来在重资产模式下，主动管理能力将成为未来券商资管业务做强做大的核心竞争力。

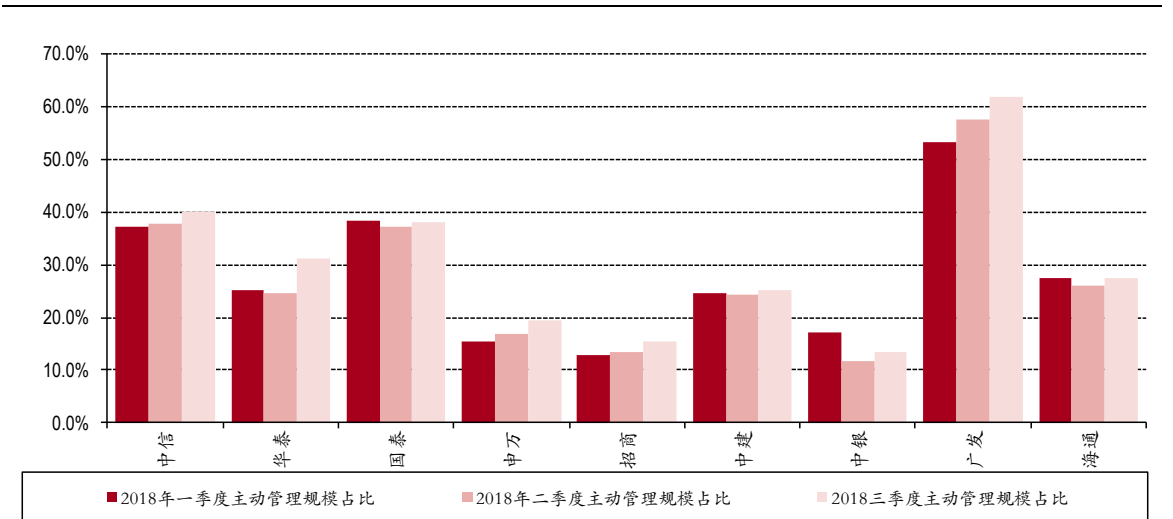
**总规模下降，主动管理占比被动拉升。**根据中国证券投资基金业协会数据，自2017年一季度开始，证券公司资产管理业务规模一直呈现下降的趋势，至2018年三季度末，证券公司资产管理业务规模为14.18万亿元，较2017年一季度末的高点18.77万亿元下降幅度达到24.27%。其中，定向资管规模由2017年一季度末的16.06万亿元下滑至2018年三季度末的11.85万亿元，下滑幅度达26.22%。由于定向资管大都为通道类业务，因此受到资管新规的影响最大。集合资管以及直投基金主要为主动管理资管业务，受累于2018年市场行情的低迷，虽然规模也有所下滑，但是其占比被动拉升，由2017年一季度末的13.89%提升至2018年三季度末的16.37%。从有环比口径的9家大券商的资管规模数据来看，绝大多数券商的主动管理规模占比也呈现明显的上升趋势。

图表 34.2018 年三季度月均资管规模排名前十券商



资料来源：中证协，中基协，中银国际证券

图表 35. 2018 年一至三季度各券商主动管理资管规模占比

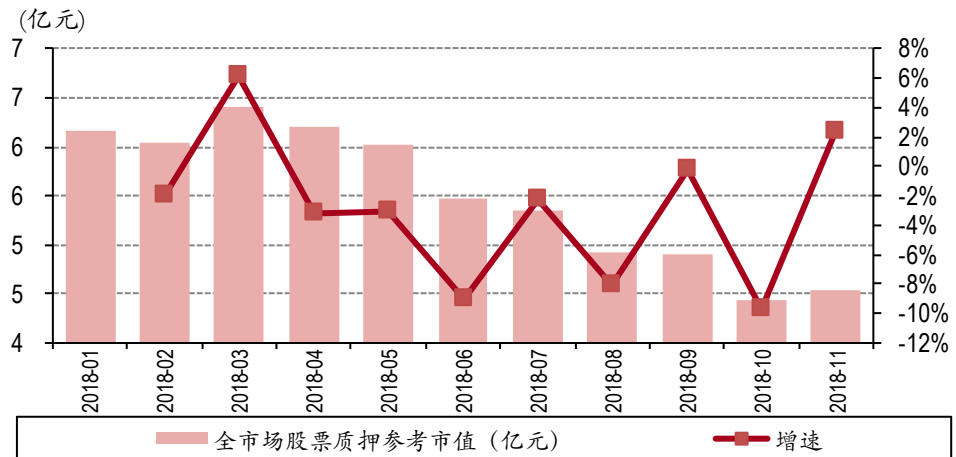


资料来源：中证协，中基协，中银国际证券

### 3.1.4 信用：两融余额和股票质押规模大幅大幅

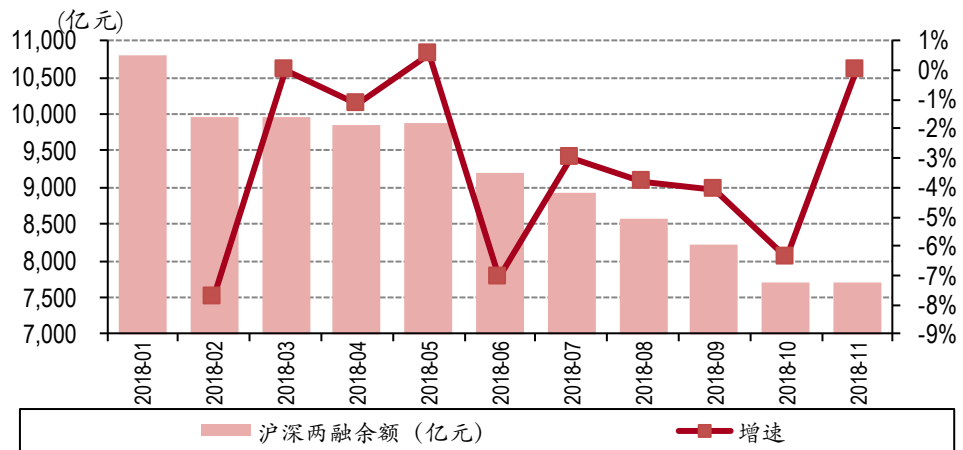
两融余额和股票质押参考市值持续下降。全市场两融余额由 6 月末的 9193.82 亿元下降到 11 月末的 7700.77 亿元，下滑幅度达到 16.24%。根据中登数据，截至 2018 年 12 月 20 日，场内外股票质押参考市值下降至 4.33 万亿元，较年内最高点累计下降 32.45%。股票质押规模的大幅下降对于券商的信用业务影响较大。

图表 36. 2018 年 1-11 月全市场股票质押参考市值及增速



资料来源：万得，中银国际证券

图表 37. 2018 年 1-11 月全市场两融余额及增速



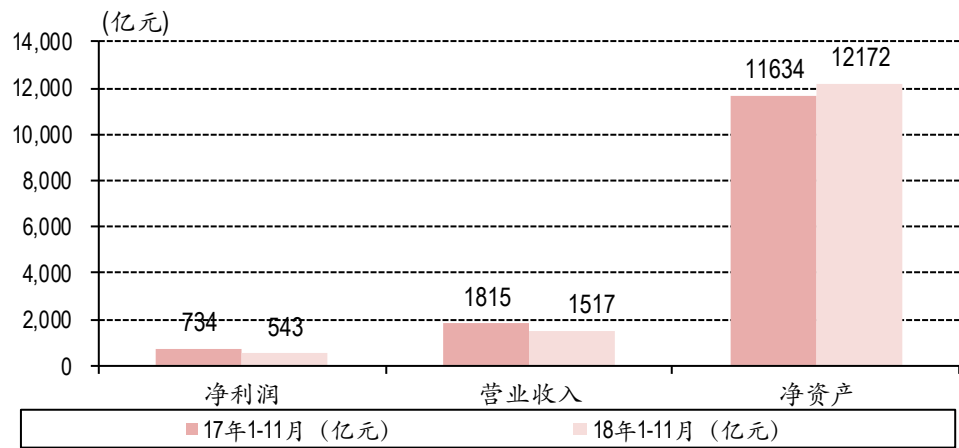
资料来源：万得，中银国际证券

### 3.2 2018 年业绩回顾与 2019 年盈利展望

#### 3.2.1 2019 年有望实现业绩边际回暖

市场低迷影响下业绩表现见底。2018 年 1-11 月，有同比口径的 30 家上市券商合计实现净利润 543.32 亿元，同比下降 25.94%，合计实现营业收入 1516.88 亿元，同比下降 16.44%。截至 11 月底，30 家上市券商合计净资产 1.22 万亿元，同比增长 4.63%。2018 年以来券商业绩表现持续受市场行情低迷拖累，券商基本面见底。

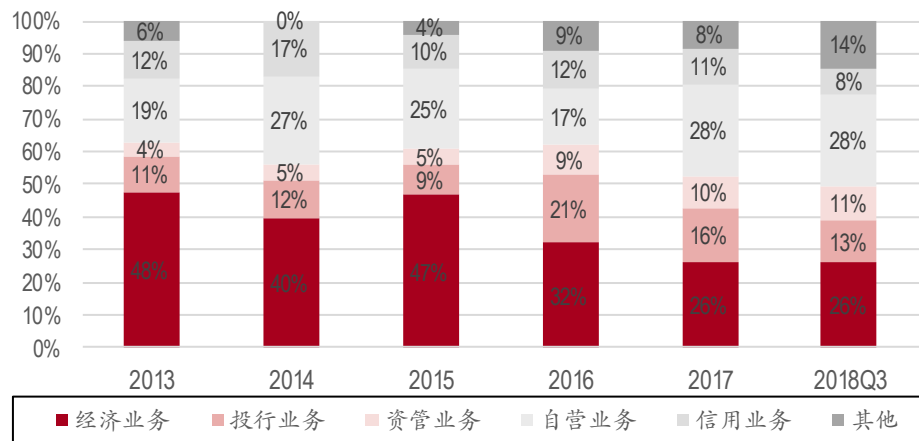
图表 38. 2017 与 2018 年前 11 月净利润、营业收入、净资产对比



资料来源：中证协，中银国际证券

**经纪业务收入占比下滑，自营业务被动拉升。**根据中证协公布的证券行业 2018 年前三季度和 2018 年上半年的经营数据，2018 年前三季度全行业经纪业务收入占比 26.18%、投行占比 12.65%、资管占比 10.72%、自营占比 27.80%、信用业务占比 8.28%，与 2018 年上半年这一比例整体变化不大，但前三季度自营业务收入占比较上半年有所提升，由上半年的 28% 提高到前三季度的 32%，这主要是由于第三季度全行业经纪业务收入大幅下滑，导致自营业务收入占比被动拉升。2018 年前三季度全行业当期实现营业收入 1,893.31 亿元，实现归母净利润 496.55 亿元。第三季度单季，合计净利润 167.94 亿元，环比增长 80.54%。

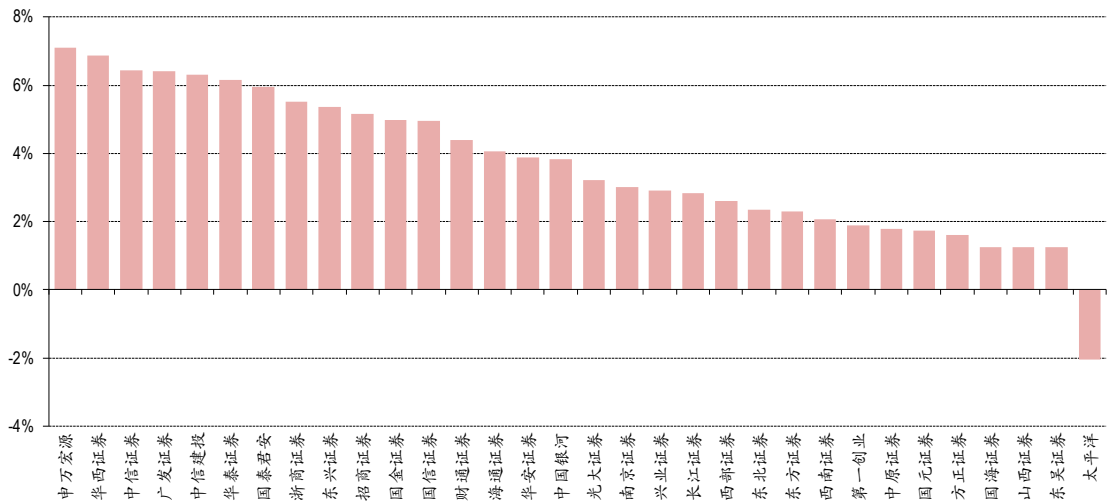
图表 39. 2013-2018Q3 各主营业务收入占比



资料来源：中证协，中银国际证券

**上市券商整体年化 ROE 4.67%，处于历史区间绝对底部。**前三季度上市券商实现年化 ROE 4.67%，较上半年的 5.10% 呈现继续下滑的态势，从券商历史 ROE 区间来看，ROE 整体位于 5%-20% 之间。2018 年前三季度 A 股上市券商的 ROE 水平已处于绝对的历史低位。上市券商中，申万宏源证券、华西证券与中信证券前三季度年化 ROE 分别达 7.10%、6.89% 与 6.45%，位居上市券商前三位。

图表 40. 2018 年前三季度上市券商 ROE (年化)



资料来源：万得，中银国际证券

### 3.2.2 2019 年证券行业盈利展望

2018 年券商各主营业务都经历了较为严峻的形势，业绩基数较低，加之 2019 年资本市场的推陈出新有望为券商带来增量业绩。我们对 2019 年的日均成交量、承销规模、两融平均规模、股票质押规模等基本假设变量分三种情况进行弹性测试，基本假设如下：

- 1) 全市场日均股基成交额：截至 2018 年 11 月底，全市场日均股基成交额为 4200 亿元，由于 12 月以来成交量连续创下地量，预计全年日均股基成交额为 4100 亿元，我们预计 2019 年日均股基成交额在悲观、中观、乐观的假设下分别为 4100 亿元、4300 亿元、4500 亿元；
- 2) 净佣金率：2018 年上半年的市场平均佣金率为万分之 3.1，预计 2019 年佣金率下降空间不大，在悲观、中观、乐观的假设下分别为万分之 2.9、万分之 3.0、万分之 3.1；
- 3) IPO 规模与增发规模：截至 2018 年 12 月 7 日，全市场累计 IPO 规模与增发规模同比下滑幅度均超过 35%，我们预计 2019 年股权承销规模大概率会有所反弹，IPO 规模在悲观、中观、乐观的假设下分别为 1500 亿元、1800 亿元、2100 亿元，增发规模在悲观、中观、乐观的假设下分别为 8000 亿元、10000 亿元、12000 亿元；
- 4) 债权承销规模：截至 2018 年 12 月 7 日，券商累计债权承销规模同比大幅增长，预计 2019 年债权承销规模有望保持稳定增长，在悲观、中观、乐观的假设下分别为 5.5 万亿元、5.8 万亿元、6.1 万亿元；
- 5) 两融平均规模：截至 2018 年 11 月底，市场两融平均规模 9000 亿元，全年预计在 8900 亿元左右。由于目前两融余额在 7700 亿元左右，基数较低，我们预计 2019 年两融平均规模在悲观、中观、乐观的假设下分别为 7500 亿元、8000 亿元、8500 亿元；
- 6) 股票质押融出资金规模：截至 2018 年 11 月底，全市场股票质押参考市值月均为 5.4 万亿元，券商占比 45% 左右，我们假设平均质押率 40%，则 2018 年股票质押融出资金规模约为 9720 亿元，我们预计 2019 年股票质押规模将会持续下降，股票质押融出资金规模在悲观、中观、乐观的假设下分别为 6400 亿元、7200 亿元、8000 亿元；

在悲观、中性、乐观假设下，我们预计证券行业 2019 年整体净利润增速为 -4.97%、7.65%、19.91%。



图表 41. 2019 年证券行业业绩弹性测算

证券行业业绩测算		2017	2018E	2019E		
单位: 亿元		实际	中性	悲观	中性	乐观
经纪业务	市场日均成交额	5,011	4,100	4,100	4,300	4,500
	净佣金率	0.033%	0.031%	0.029%	0.030%	0.031%
	<b>经纪业务净收入</b>	<b>821</b>	<b>620</b>	<b>580</b>	<b>630</b>	<b>681</b>
	IPO 募资规模	2,304	1,500	1,500	1,800	2,100
	债权承销规模	43,950	55,000	55,000	57,750	60,500
投行业务	增发规模	12,874	8,000	8,000	10,000	12,000
	IPO 承销收入	150	98	98	117	137
	债券承销收入	196	245	245	257	269
	增发承销收入	31	19	19	24	29
	承销保荐收入	7	5	5	6	7
	财务顾问收入	125	125	135	150	165
	<b>投行业务净收入</b>	<b>510</b>	<b>492</b>	<b>502</b>	<b>555</b>	<b>607</b>
信用业务	两融平均规模	9,359	8,900	7,500	8,000	8,500
	股票质押融出资金规模	11,657	9,720	6,400	7,200	8,000
	净利率	1.66%	1.07%	1.04%	1.07%	1.12%
	<b>总利息净收入</b>	<b>348</b>	<b>200</b>	<b>144</b>	<b>163</b>	<b>184</b>
自营业务	增长率		-15.00%	0.00%	5.00%	10.00%
	<b>自营业务净收入</b>	<b>861</b>	<b>732</b>	<b>732</b>	<b>768</b>	<b>805</b>
资管业务	券商资管平均规模	172,600	155,340	139,806	139,806	147,573
	资管综合费率	0.18%	0.19%	0.19%	0.20%	0.21%
	<b>资管业务净收入</b>	<b>310</b>	<b>295</b>	<b>266</b>	<b>280</b>	<b>310</b>
其它业务净收入		264	251	238	251	264
<b>营业总收入</b>		<b>3,114</b>	<b>2,590</b>	<b>2,461</b>	<b>2,646</b>	<b>2,851</b>
净利润率		36.29%	28.00%	28.00%	29.50%	30.50%
净利润		1,130	725	689	781	870
预计净利润同比增速			-35.82%	-4.97%	7.65%	19.91%

资料来源: 万得, 中银国际证券

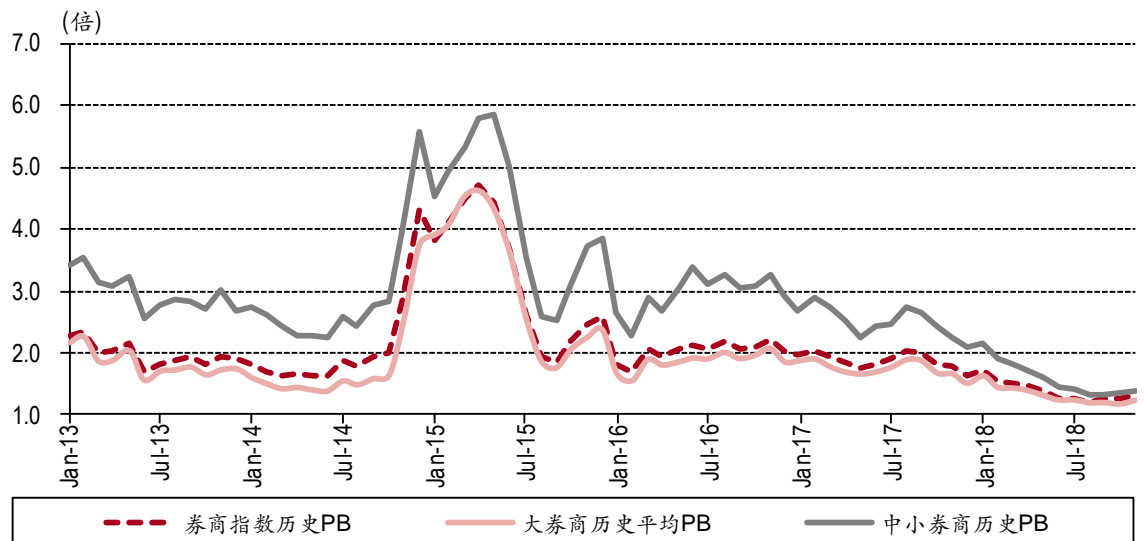


## 4 投资建议

1) 2018 年以来券商股的估值中枢屡创新低，10 月 18 日券商指数的 PB 估值下跌至 1.06 倍，大券商的平均 PB 估值下降至 1.03 倍，中小券商的平均 PB 估值下跌至 1.11 倍，均创下历史最低估值水平。近年来券商自有资金中从事股票质押业务的比例不断提高，净资产的市场风险敞口被放大，市场对股票质押风险以及券商自有资金被侵蚀的担忧逐步加剧，也直接导致了券商股的 PB 估值不断地逼向 1，有个别券商股的 PB 估值甚至出现“破一”的罕见情况。

随着一系列纾解股票质押风险的政策落地，各级监管机构、地方政府以及各类金融机构都迅速响应政策，采取各种举措缓解股票质押风险，10 月下旬以来券商股的估值有所修复。截至 2018 年 12 月 14 日，券商指数的 PB 估值回升至 1.34 倍，大券商的平均 PB 估值回升至 1.27 倍，中小券商的平均 PB 估值回升至 1.35 倍。虽然券商股的估值略有回升，但是目前券商股的估值仍然处于历史底部，远低于历史平均估值水平，具备较高的安全边际。

图表 42. 2013/1-2018/11 证券行业历史 PB 估值变化



资料来源：万得，中银国际证券

2) 在严监管的大背景下，我国资本市场的改革创新正在加紧推进中，科创板的推出以及注册制的试点、“沪伦通”的启动、股指期货安排的松绑、上市公司并购重组体制机制改革等等，政策面的改革与创新为券商带来了多重政策利好。从基本面来看，2018 年四季度以来券商业绩基本见底，2019 年在资本市场改革推进下券商业绩有望边际回暖，尤其是随着行业集中度的不断提高，龙头券商的业绩优势将会持续扩大。从资金面来看，随着“沪伦通”的启动以及 A 股“入摩入富”进程的不断推进，海外资金将会加速流入 A 股市场，为 A 股市场注入额外的流动性。

总体而言，在政策面的托底下，券商股具有较高的安全边际，同时在资本市场改革创新不断推进下，基本面有望边际回暖，强 Beta 属性使得券商股具备较强的反弹动力，进可攻退可守，配置价值较高。推荐业绩大幅领先的龙券商股中信证券、华泰证券。

图表 43. 上市券商估值表

代码	券商	股价 (元)	总市值 (亿元)	PB				PE				评级
				2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E	
600030.SH	中信证券	16.01	1,837	1.36	1.30	1.25	1.20	18.62	16.97	18.19	15.70	买入
601688.SH	华泰证券	16.22	1,243	1.38	1.33	1.25	1.19	18.53	12.52	15.28	14.04	买入
600837.SH	海通证券	8.76	926	0.91	0.86	0.84	0.81	12.53	11.69	17.88	15.10	增持
601211.SH	国泰君安	15.40	1,323	1.17	1.09	1.06	1.02	11.93	13.58	17.63	15.51	增持
000776.SZ	广发证券	12.24	877	1.19	1.10	1.06	1.01	11.62	10.85	15.24	11.56	增持
600999.SH	招商证券	13.31	846	1.49	1.39	1.34	1.29	16.50	15.41	20.17	17.29	增持
601066.SH	中信建投	8.78	608	1.63	1.53	1.43	1.29	12.77	16.72	23.07	21.62	增持
000166.SZ	申万宏源	4.04	910	1.74	1.65	1.52	1.40	16.83	20.20	19.24	18.36	增持
601881.SH	中国银河	6.81	550	1.12	1.07	1.05	1.02	13.40	17.34	24.32	20.64	未有评级
002736.SZ	国信证券	8.30	681	1.57	1.45	1.40	1.36	14.94	14.88	22.43	19.76	未有评级
601788.SH	光大证券	8.75	384	0.85	0.83	0.81	0.79	13.39	13.37	16.20	14.34	未有评级
601901.SH	方正证券	5.30	436	1.23	1.17	1.14	1.12	17.10	29.44	29.44	29.44	未有评级
300059.SZ	东方财富	11.85	612	3.29	4.17	3.93	3.65	85.80	96.16	55.27	44.11	买入
600958.SH	东方证券	8.05	524	1.24	1.06	1.07	1.05	21.62	15.84	43.88	34.03	增持
601377.SH	兴业证券	4.49	301	0.95	0.90	0.89	0.87	14.69	13.16	33.98	29.24	增持
000728.SZ	国元证券	7.01	236	0.66	0.93	0.91	0.89	9.74	17.53	22.61	19.47	未有评级
601555.SH	东吴证券	6.75	203	1.00	0.97	0.96	0.96	13.50	25.96	51.92	54.66	未有评级
600369.SH	西南证券	3.53	199	1.05	1.03	1.01	1.00	22.06	29.42	39.22	29.42	未有评级
600109.SH	国金证券	7.16	217	1.24	1.15	1.12	1.09	16.69	18.04	21.06	18.84	未有评级
000783.SZ	长江证券	5.11	283	1.11	1.07	1.05	1.03	11.61	18.25	31.94	26.89	中性
000686.SZ	东北证券	6.28	147	0.94	0.94	0.93	0.92	10.83	22.43	44.86	47.22	未有评级
601198.SH	东兴证券	9.48	261	1.43	1.36	1.34	1.31	17.99	19.96	39.92	38.02	未有评级
000750.SZ	国海证券	4.53	191	1.39	1.39	1.38	1.37	18.88	50.33	100.67	95.87	未有评级
601099.SH	太平洋	2.50	170	1.44	1.45	1.45	1.45	25.00	147.06	294.12	309.60	未有评级
002673.SZ	西部证券	7.67	269	1.73	1.53	1.51	1.49	19.18	33.30	66.61	74.01	未有评级
002500.SZ	山西证券	5.94	168	1.37	1.34	1.33	1.32	34.94	42.43	84.86	89.32	未有评级
002797.SZ	第一创业	5.40	189	1.37	2.14	2.11	2.09	20.00	45.00	90.00	94.74	未有评级
601375.SH	中原证券	4.24	130	1.57	1.64	1.62	1.60	19.27	38.55	77.09	81.15	未有评级
600909.SH	华安证券	4.68	169	1.43	1.38	1.36	1.35	22.29	26.00	52.00	54.74	未有评级
601878.SH	浙商证券	7.17	239	2.25	1.77	1.73	1.70	17.49	21.09	42.18	44.40	未有评级
601108.SH	财通证券	7.22	259	1.58	1.28	1.25	1.20	13.13	16.04	32.09	15.04	未有评级
601990.SH	南京证券	8.68	239	2.32	2.29	2.27	2.24	43.40	51.06	102.12	107.49	未有评级
002926.SZ	华西证券	8.40	221	1.48	1.38	1.36	1.33	10.63	17.14	34.29	36.09	未有评级
	<b>大券商</b>		<b>10,783</b>	<b>1.36</b>	<b>1.24</b>	<b>1.20</b>	<b>1.14</b>	<b>15.30</b>	<b>15.44</b>	<b>15.90</b>	<b>13.26</b>	
	<b>行业</b>		<b>16,166</b>	<b>1.43</b>	<b>1.36</b>	<b>1.33</b>	<b>1.29</b>	<b>19.95</b>	<b>28.90</b>	<b>30.17</b>	<b>30.06</b>	
	<b>中小券商</b>		<b>8,148</b>	<b>1.46</b>	<b>1.43</b>	<b>1.39</b>	<b>1.36</b>	<b>22.38</b>	<b>35.96</b>	<b>37.65</b>	<b>38.86</b>	

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 1 月 2 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



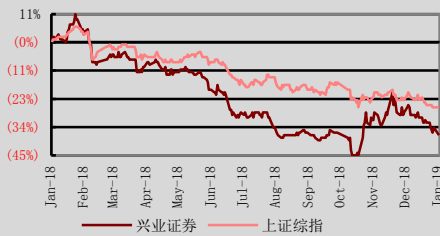
601377.SH

**增持**

市场价格:人民币 4.49

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0.0	(11.3)	(1.1)	(36.5)
相对上证指数	0.0	(6.5)	11.5	(10.1)

发行股数(百万)	6,697
流通股(%)	100
流通股市值(人民币 百万)	30,068
3个月日均交易额(人民币 百万)	348
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
福建省财政厅	20

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券  
以2019年1月2日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 证券

王维逸

021-20328591

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518050001

\*孙嘉康为本报告重要贡献者

# 兴业证券

## 信用业务拖累业绩, 新帅上任带来新气象

2018年前三季度公司实现营业总收入 45.77 亿元, 同比下滑 26.24%; 实现归属上市公司股东的净利润为 7.27 亿元, 同比下滑 63.34%; EPS0.13 元, BVPS5.06 元。

- **业绩大幅下滑, 经纪业务占比被动拉升:** 1) 公司前三季度营收和归母净利润同比分别下滑 26.24% 和 63.34%, 18 年公司业绩承压显著; 2) 自营、经纪、投行、资管、利息收入占比分别为 28%、23%、11%、5%、-5%, 业务结构显著调整。其中自营与利息收入占比均下滑 11 个百分点, 经纪业务收入占比则被动拉升 6 个百分点。
- **经纪业务表现平稳, 其余主营业务全线下滑:** 1) 前三季度经纪业务收入 10.73 亿元, 同比小幅下滑 1.8%, 表现平稳, 主要得益于股基成交额市场份额较去年提升 0.2 个百分点。2) 投行业务收入 5.09 亿元, 同比大幅下滑 46.9%, 其中 IPO 规模市占率由 2017 年的 2.42% 下降至 1.58%。3) 自营业务收入 12.78 亿元, 同比大幅下滑 47.33%, 主要系市场行情大幅波动所致。4) 资管业务收入 2.13 亿元, 同比下滑 29.31%。
- **股票质押风险暴露, 信用业务显著亏损:** 前三季度公司实现利息净收入 -2.15 亿元, 同比大幅下滑 152%。信用业务的亏损一方面是由于 2018 年债券利息支出较上年同期大幅增加, 另一方面则是由于长生生物等股票质押业务风险的集中暴露。前三季度公司计提信用减值损失 1.23 亿元, 占归母净利润的比重达到 16.89%。
- **新领导走马上任带来新气象, 估值显著低于行业平均:** 2018 年是公司新任管理层履新的第一年。新领导班子进行了一系列的改革举措如补经纪业务短板。其中对分公司的改革成为重中之重, 公司将通过改革分公司经营管理体制, 强化集团战略和业务协同。公司未来的业务格局有望旧貌换新颜。截至 1 月 2 日, 公司 18PB 估值为 0.89 倍, 显著低于行业平均 1.27 倍, 具备较高的安全边际。

### 风险提示

- 政策出台对行业影响超预期; 市场波动对行业业绩、估值的双重影响;

### 估值

- 首次覆盖, 给予公司“增持”评级, 给予目标价 5.26 元, 对应 18/19/20 年 PB 估值分别为 1.04/1.02/1.00 倍。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币, 百万)	7,589	8,819	6,460	8,417	9,390
变动幅度(%)	(34)	16	(27)	30	12
归母净利润(人民币, 百万)	2,046	2,285	885	1,028	1,355
变动幅度(%)	(51)	12	(61)	16	32
每股收益(元/股)	0.31	0.34	0.13	0.15	0.20
每股净资产(元/股)	4.73	4.99	5.06	5.15	5.25
市净率(倍)	0.95	0.90	0.89	0.87	0.86
市盈率(倍)	14.69	13.16	33.98	29.24	22.19

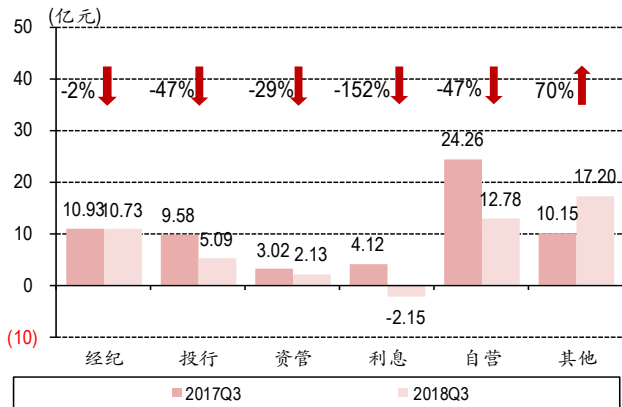
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 1. 2018 年前三季度业绩摘要

单位: 百万元	2017 年 1-9 月	2018 年 1-9 月	同比 (%)
一、营业收入	6,206	4,577	(26.24)
手续费及佣金净收入	3,293	3,278	(0.46)
经纪业务手续费净收入	1,093	1,073	(1.83)
投资银行业务手续费净收入	958	509	(46.93)
资产管理业务手续费净收入	302	213	(29.31)
利息净收入	412	(215)	(152.35)
投资净收益	2,478	2,146	(13.39)
对联营企业和合营企业的投资收益	6	64	960.57
公允价值变动净收益	(46)	(804)	1665.06
其他业务收入	16	125	689.69
二、营业支出	3,604	3,168	(12.11)
营业税金及附加	46	44	(3.45)
管理费用	3,382	2,868	(15.20)
三、营业利润	2,602	1,410	(45.81)
四、利润总额	2,772	1,401	(49.45)
减: 所得税	539	306	(43.14)
五、净利润	2,233	1,095	(50.98)
归属于母公司所有者的净利润	1,983	727	(63.34)
总资产	148,593	163,072	9.74
归属于母公司所有者的净资产	33,244	33,222	(0.07)

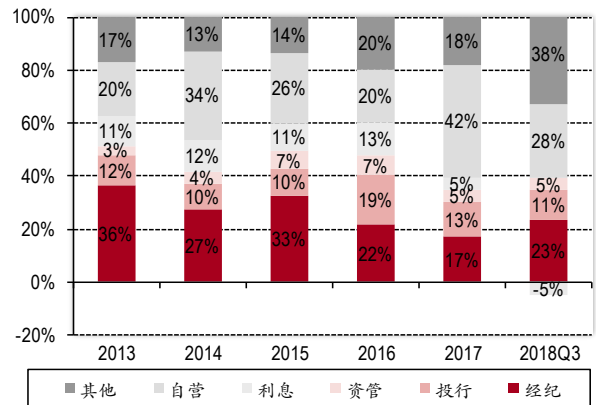
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 2. 2018 年 1-9 月公司分业务收入及同比增速



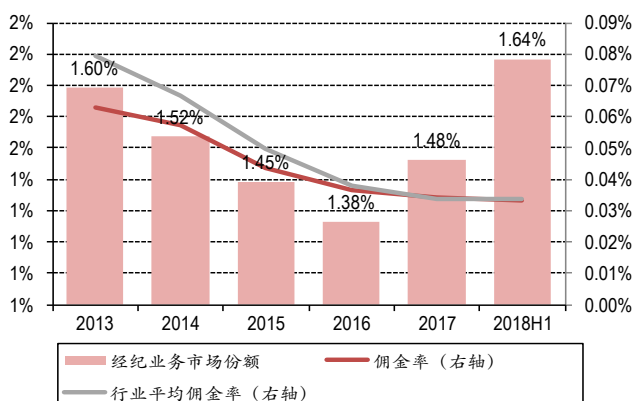
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 3. 2013-2018Q3 公司分业务收入结构



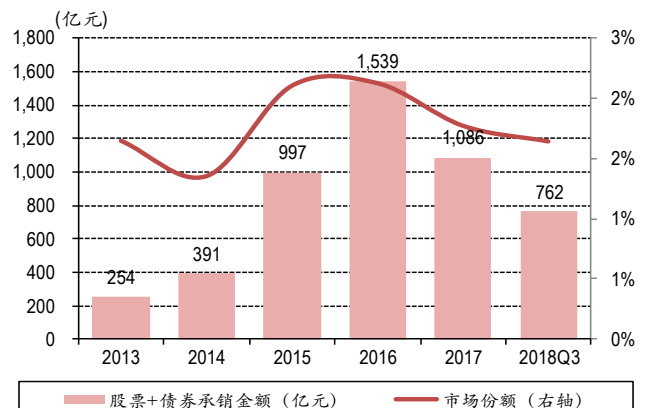
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 4. 2013-2018H1 公司经纪业务份额及佣金率



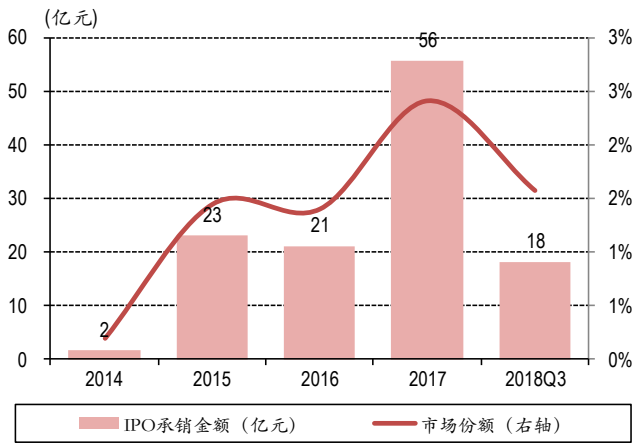
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 5. 2013-2018Q3 公司股债承销金额及份额



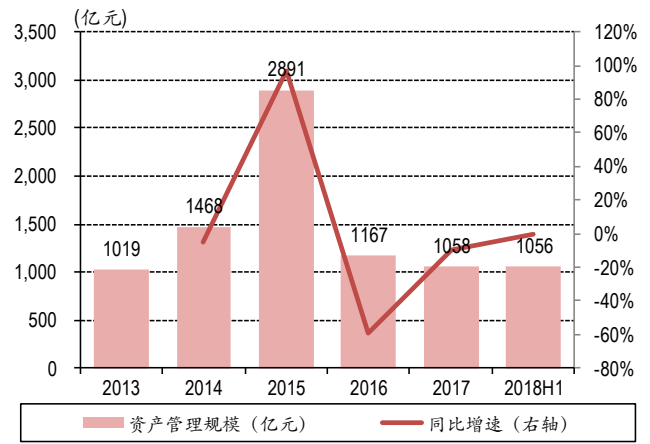
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 6. 2014-2018Q3 公司 IPO 承销金额及份额



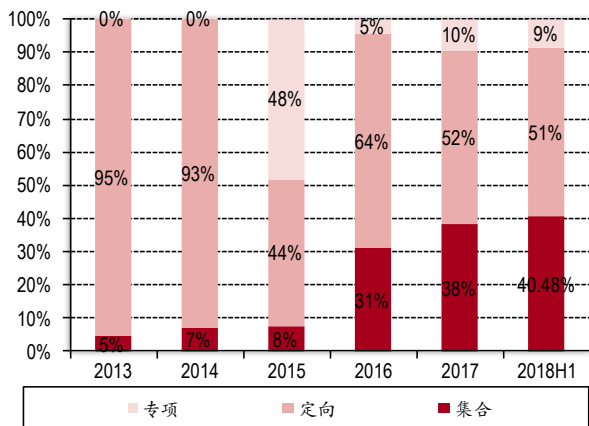
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 7. 2013-2018H1 公司资产管理业务规模及增速



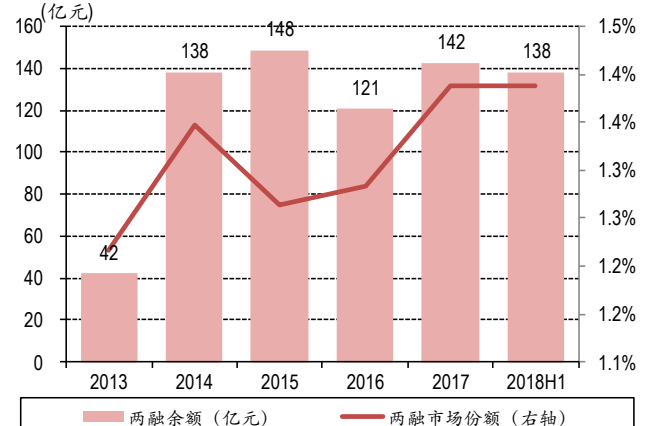
资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 2013-2018H1 公司资产管理业务结构



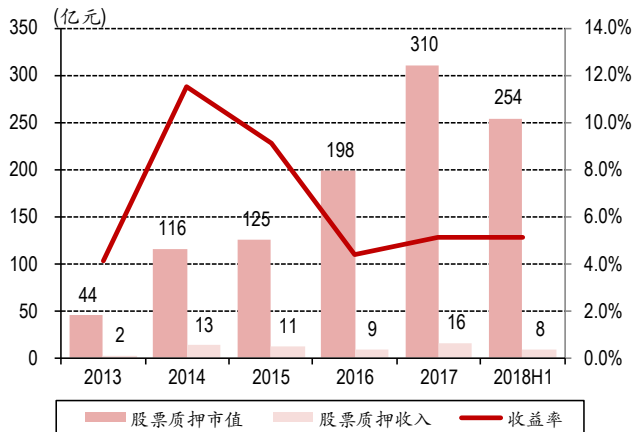
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 9. 2013-2018H1 公司两融余额及市场份额



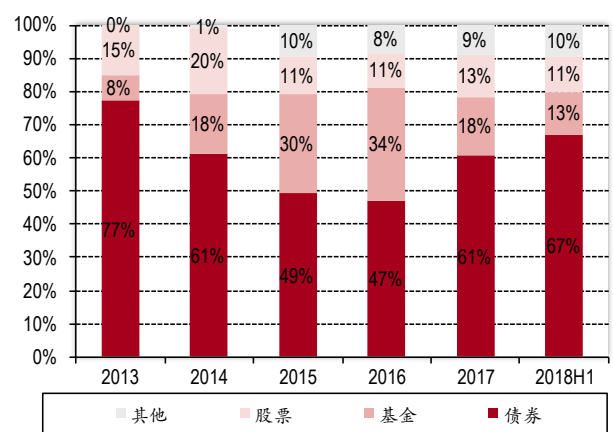
资料来源：万得，中银国际证券

图表 10. 2013-2018H1 股票质押市值及收入



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 11. 2013-2018H1 公司自营资产配置



资料来源：万得，中银国际证券

**损益表(人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2,016	2,017	2018E	2019E	2020E
<b>一、营业收入</b>	7,589	8,819	6,460	8,417	9,390
手续费净收入	5,097	4,559	4,639	5,053	5,430
其中:代理买卖证券	1,641	1,503	1,475	1,548	1,662
证券承销业务	1,416	1,155	698	853	958
委托管理资产	558	415	305	382	428
利息净收入	957	419	(254)	373	483
投资净收益	1,863	3,590	1,909	2,820	3,303
其中:对联营和合营	11	14	100	105	46
公允价值变动净收益	(331)	162	0	0	0
汇兑净收益	(13)	69	0	0	0
其他业务收入	15	21	166	170	174
<b>二、营业支出</b>	4,680	5,670	4,741	6,034	6,449
营业税金及附加	216	67	57	77	99
业务及管理费	4,444	5,249	4,199	5,471	5,822
资产减值损失	10	336	323	320	357
其他业务成本	10	18	162	166	170
<b>三、营业利润</b>	2,909	3,148	1,719	2,382	2,942
加:营业外收入	307	196	0	0	0
减:营业外支出	308	56	0	0	0
<b>四、利润总额</b>	2,908	3,288	1,719	2,382	2,942
减:所得税费用	565	653	378	524	588
<b>五、净利润</b>	2,344	2,635	1,341	1,558	2,053
<b>归母净利润</b>	2,046	2,285	885	1,028	1,355

资料来源:公司公告,中银国际证券

**主要比率**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>收入构成</b>					
经纪佣金 (%)	22	17	23	18	18
投行收入 (%)	19	13	11	10	10
资产管理 (%)	7	5	5	5	5
自营收入 (%)	24	41	28	32	35
利息收入 (%)	13	5	(4)	4	5
其它 (%)	(4)	3	4	3	2
<b>成长性</b>					
营业收入增长率 (%)	(34)	16	(27)	30	12
营业利润增长率 (%)	(50)	8	(45)	39	23
归母净利润增长率 (%)	(51)	12	(61)	16	32
<b>每股指标</b>					
EPS (元)	0.31	0.34	0.13	0.15	0.20
BVPS (元)	4.73	4.99	5.06	5.15	5.25
<b>盈利能力</b>					
经营利润率 (%)	38	36	27	28	31
净资产收益率(ROE)	6	7	3	3	4
总资产收益率(ROA)	1	1	1	1	1
<b>估值比率</b>					
PB	0.95	0.90	0.89	0.87	0.86
目标 PB	1.11	1.05	1.04	1.02	1.00
PE	22.19	22.19	22.19	22.19	22.19

资料来源:公司公告,中银国际证券



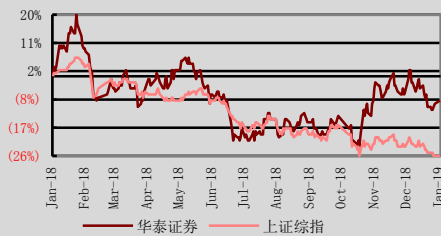
601688.SH

买入

市场价格:人民币 16.22

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0.0	(3.5)	4.8	(8.4)
相对上证指数	0.0	1.3	17.4	18.0

发行股数(百万)	8,252
流通股(%)	66
流通股市值(人民币 百万)	88,297
3个月日均交易额(人民币 百万)	951
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
香港中央结算(代理人)有限公司	21

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券  
以2019年1月2日收市价为标准

相关研究报告

《华泰证券》 20180830

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 证券

王维逸

021-20328591

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518050001

\*孙嘉康为本报告重要贡献者

# 华泰证券

## 龙头持续领先, GDR 尝鲜进一步增强资本实力

2018 年前三季度公司实现营业总收入 125.19 亿元, 同比下滑 2.03%; 实现归属上市公司股东的净利润为 44.80 亿元, 同比下滑 4.84%; EPS1.06 元, BVPS13.02 元。GDR 发行在即, 公司有望继续扩张海外业务版图。

- **业绩大幅领先行业平均, 业务结构均衡:** 1) 公司前三季度营收和归母净利润同比分别下滑 2.03% 和 4.84%, 业绩表现大幅领先于行业平均水平。2) 自营、经纪、信用、资管、投行收入占比分别为 23%、21%、16%、15%、10%, 业务结构相对均衡。
- **经纪、信用、自营业务同比有所下滑, 资管业务表现优异:** 1) 公司前三季度实现经纪业务收入 26.40 亿元, 同比下滑 18.55%, 主要受三季度全市场日均股基成交额环比缩水 25% 所致。2) 实现信用业务收入 19.97 亿元, 同比下滑 18.05%, 主要是受债券融资利息支出同比大幅增长 24% 的影响。3) 实现自营业务收入 29.16 亿元, 同比下滑 16.28%。三季度市场延续大幅波动的行情, 直接影响了自营业务的表现。3) 实现投行业务收入 12.55 亿元, 同比微降 1.76%, 继续稳定表现。4) 前三季度资管业务收入达 18.42 亿元, 同比增长 7.33%, 在所有主营业务中表现最佳, 其中主动管理资管规模占比较二季度末提升 7 个百分点至 31.2%。
- **GDR 发行在即, 公司有望继续扩张海外业务版图:** GDR 发行已经获得中国监管部门与英国监管部门的最终批准, 将成为第一只在伦交所发行 GDR 的 A 股上市公司。此次 GDR 发行不超过 8.75 亿股, 公司公告称募资不低于 5 亿美元。融资所得将持续投入现有主营业务, 同时支持国际业务内生及外延式增长, 扩展海外战略布局, 并逐步完善美国、欧洲业务布局。同时在伦交所上市有望提升公司在欧洲市场的影响力, 有助于公司扩展自己的欧洲业务版图。

### 风险提示

- 政策出台对行业的影响超预期; 市场波动对行业业绩、估值的双重影响;

### 估值

- 公司三季度业绩受市场拖累略有下滑, 我们将 18、19、20 年归母净利润预测值由 101/112/127 下调至 88/95/103 亿元, 但鉴于公司业绩表现远超行业平均, 发展前景良好, 我们上调公司评级由“增持”至“买入”。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币, 百万)	16,917	21,109	20,675	23,395	25,321
变动幅度(%)	(36)	25	(2)	13	8
归母净利润(人民币, 百万)	6,271	9,277	8,759	9,530	10,281
变动幅度(%)	(41)	48	(6)	9	8
每股收益(元/股)	1	1	1	1	1
原先预测每股收益(元/股)			1	2	2
调整幅度(%)			(18)	(18)	(15)
每股净资产(元/股)	11.78	12.19	13.02	13.60	14.22
市净率(倍)	1.38	1.33	1.25	1.19	1.14
市盈率(倍)	18.53	12.52	15.28	14.04	13.02

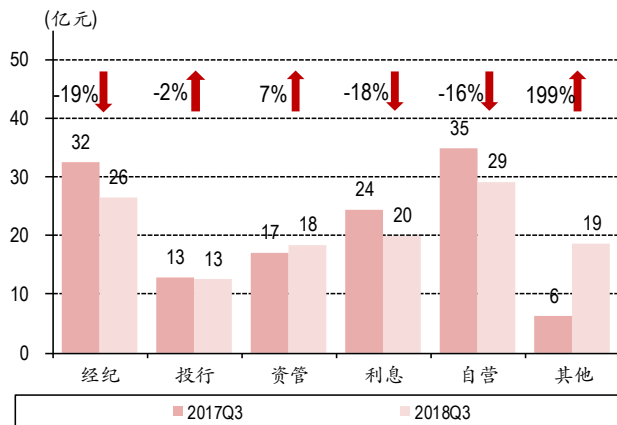
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 1. 2018 年前三季度业绩摘要

单位：百万元	2017Q3	2018Q3	同比 (%)
一、营业收入	12,778	12,519	(2.03)
手续费及佣金净收入	6,313	5,802	(8.10)
经纪业务手续费净收入	3,241	2,640	(18.55)
投资银行业务手续费净收入	1,278	1,255	(1.76)
资产管理业务手续费净收入	1,716	1,842	7.33
利息净收入	2,436	1,997	(18.05)
投资净收益	3,725	2,119	(43.12)
对联营企业和合营企业的投资收益	378	1,185	213.41
公允价值变动净收益	136	1,982	1,359.72
其他业务收入	155	427	175.13
二、营业支出	6,462	6,699	3.66
营业税金及附加	107	108	1.17
管理费用	6,251	6,043	(3.33)
三、营业利润	6,316	5,820	(7.85)
四、利润总额	6,332	5,804	(8.33)
减：所得税	1,502	1,211	(19.37)
五、净利润	4,830	4,593	(4.90)
归属于母公司所有者的净利润	4,708	4,480	(4.84)
总资产	374,625	381,125	1.74
归属于母公司所有者的净资产	85,927	106,244	23.64

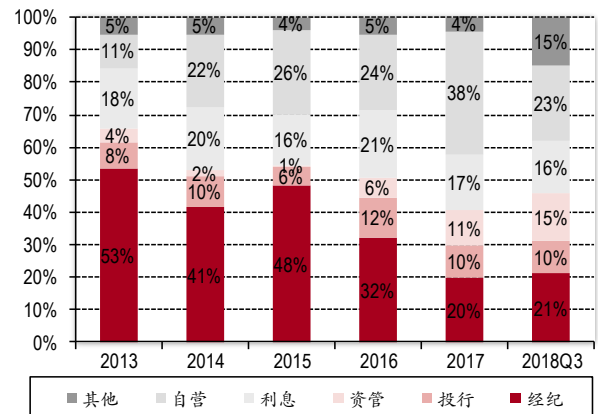
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 2. 2018 前三季度公司分业务收入及同比增速



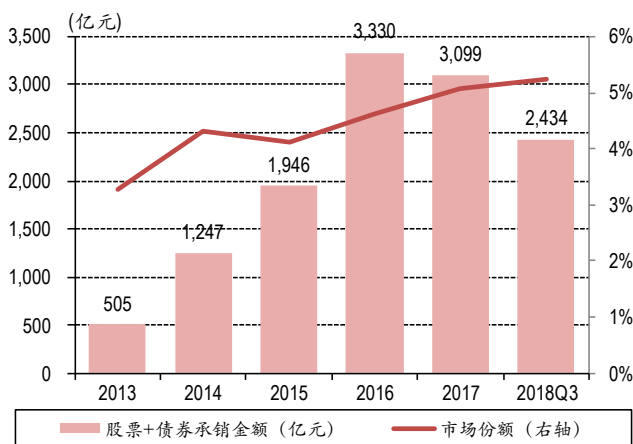
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 3. 2013-2018Q3 公司分业务收入结构



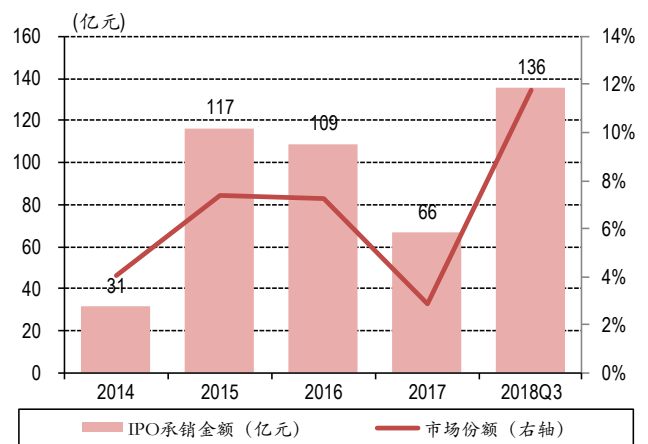
资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 2013-2018Q3 公司股债承销金额及份额



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 5. 2014-2018Q3 公司 IPO 承销金额及份额



资料来源：万得，中银国际证券



**损益表 (人民币 百万)**
**主要比率 (%)**

年结日: 12月31日	2,016	2,017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>一、营业收入</b>	16,917	21,109	20,675	23,395	25,321	<b>收入构成</b>					
手续费净收入	8,848	8,682	8,177	8,779	9,572	经纪佣金 (%)	32	20	17	16	16
其中:代理买卖证券	5,429	4,210	3,474	3,705	4,134	投行收入 (%)	12	10	10	9	9
证券承销业务	2,097	2,039	2,031	2,186	2,240	资产管理 (%)	6	11	12	11	12
委托管理资产	1,040	2,306	2,474	2,687	2,993	自营收入 (%)	26	40	43	47	46
利息净收入	3,484	3,600	2,923	3,060	3,518	利息收入 (%)	21	17	14	13	14
投资净收益	4,770	8,909	8,946	10,909	11,569	其它 (%)	2	2	3	3	3
其中:对联营和合营	454	540	-	-	-	<b>成长性</b>					
公允价值变动净收益	(340)	(342)	-	-	-	营业收入增长率 (%)	(36)	25	(2)	13	8
汇兑净收益	(14)	(38)	(38)	(38)	(38)	营业利润增长率 (%)	(41)	29	(6)	13	8
其他业务收入	169	222	667	684	701	归母净利润增长率 (%)	(41)	48	(6)	9	8
<b>二、营业支出</b>	8,519	10,260	10,483	11,868	12,851	<b>每股指标</b>					
营业税金及附加	451	152	173	196	212	EPS (元)	0.88	1.30	1.06	1.15	1.25
业务及管理费	8,013	9,750	9,924	11,230	12,154	BVPS (元)	11.78	12.19	13.02	13.60	14.22
资产减值损失	(37)	259	289	328	354	<b>盈利能力</b>					
其他业务成本	93	99	97	115	131	经营利润率 (%)	50	51	49	49	49
<b>三、营业利润</b>	8,398	10,848	10,192	11,527	12,470	净资产收益率(ROE) (%)	7	10	8	8	9
加:营业外收入	213	760	760	760	760	总资产收益率(ROA) (%)	2	2	2	2	2
减:营业外支出	18	24	21	22	22	<b>估值比率</b>					
<b>四、利润总额</b>	8,593	11,585	10,931	12,265	13,209	PB	1.38	1.33	1.25	1.19	1.14
减:所得税费用	2,074	2,177	2,054	2,305	2,482	PE	18.53	12.52	15.28	14.04	13.02
<b>五、净利润</b>	6,519	9,408	8,877	9,660	10,427						
<b>归属于母公司所有者的净</b>	6,271	9,277	8,759	9,530	10,281						

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

资料来源: 公司公告, 中银国际证券



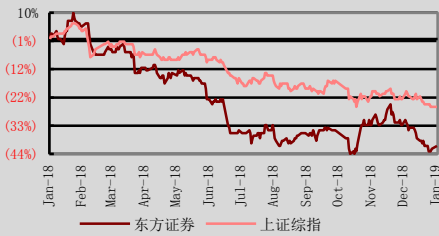
600958.SH

增持

市场价格:人民币 8.05

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0.0	(12.8)	(9.9)	(41.1)
相对上证指数	0.0	(8.0)	2.8	(14.8)

发行股数(百万)	6,994
流通股(%)	81
流通股市值(人民币 百万)	45,703
3个月日均交易额(人民币 百万)	200
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
中能(集团)有限公司	25

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券  
以2019年1月2日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 证券

王维逸

021-20328591

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518050001

\*孙嘉康为本报告重要贡献者

## 东方证券

资管业务一枝独秀, 主动管理能力打造核心竞争力

2018年前三季度公司实现营业总收入 65.66 亿元, 同比下滑 6.99%; 实现归属上市公司股东的净利润为 9.04 亿元, 同比下滑 65.62%; EPS0.18 元, BVPS7.53 元。主动管理能力将成为公司未来发展的金钥匙。

- **业绩下滑明显, 资管业务占比大幅拉升:** 1) 公司前三季度营收和归母净利润同比分别下滑 6.99% 和 65.62%, 18 年公司业绩承压显著; 2) 资管、自营、经纪、投行、信用业务收入占比分别为 30%、20%、16%、12%、-20%, 业务结构显著调整。其中资管业务占比大幅拉升 15 个百分点, 成为贡献度最高的主营业务。
- **资管业务优势扩大, 自营业务期待回暖:** 1) 前三季度资管业务收入 19.71 亿元, 同比大幅上涨 89%, 主要得益于公司的公募基金管理规模大幅增加。截至 2018H1, 公司公募基金管理规模较 17 年底提升 42.49%。2) 自营业务收入 13.45 亿元, 同比大幅下滑 71%, 鉴于 18 年市场行情大幅波动, 同时公司的自营资产数额较 17 年增长明显, 自营业务表现不佳在预料之中, 但是公司自营业务弹性大, 期待借助市场机遇迎来回暖。
- **信用业务连年亏损, 公司主动降低股票质押规模:** 1) 前三季度公司实现利息净收入 -12.81 亿元, 与去年同期基本持平。公司债券融资成本居高不下成为拖累信用业务收入的主要原因。此外, 公司主动压缩股票质押规模, 截至 2018H1 股权质押待回购金额较 17 年底下滑 22.6%。2) 前三季度公司实现经纪业务收入 10.22 亿元与投行业务收入 7.84 亿元, 分别同比下滑 7% 与 22%。其中 IPO 承销金额仅为 14 亿元, 市场份额由去年的 1.73% 下滑至 1.18%。
- **东方红成公司金字招牌, 主动管理能力是公司未来发展的金钥匙:** 东方红资管成立于 2010 年, 虽然历史不长, 但是俨然成为了公司的金字招牌旗下所有的基金全部都是践行价值投资的典范。其风格主要为价值投资、精选个股、长期持有、淡化择时。主动管理规模占比一直保持在 90% 以上, 强大的主动管理能力将成为公司未来发展的金钥匙。

### 风险提示

- 政策出台对行业影响超预期; 市场波动对行业业绩、估值的双重影响;

### 估值

- 首次覆盖, 给予公司“增持”评级, 给予目标价 9.0 元, 对应 18/19/20 年 PB 估值分别为 1.19/1.18/1.15 倍。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币, 百万)	6,877	10,532	8,968	11,333	13,753
变动幅度(%)	(55)	53	(15)	26	21
归母净利润(人民币, 百万)	2,314	3,554	1,283	1,655	2,049
变动幅度(%)	(68)	54	(64)	29	24
每股收益(元/股)	0	1	0	0	0
每股净资产(元/股)	6.51	7.58	7.53	7.65	7.80
市净率(倍)	1.24	1.06	1.07	1.05	1.03
市盈率(倍)	21.62	15.84	43.88	34.03	27.48

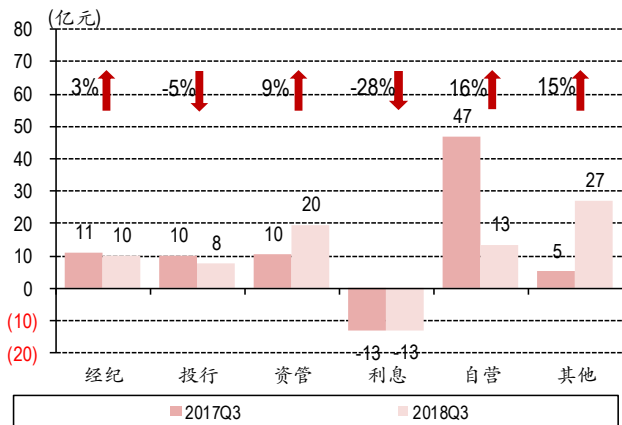
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 1. 2018 年前三季度业绩摘要

单位: 百万元	2017 年 1-9 月	2018 年 1-9 月	同比 (%)
一、营业收入	7,059	6,566	(6.99)
手续费及佣金净收入	3,346	3,988	19.19
经纪业务手续费净收入	1,101	1,022	(7.13)
投资银行业务手续费净收入	1,010	784	(22.37)
资产管理业务手续费净收入	1,045	1,971	88.60
利息净收入	(1,323)	(1,281)	(3.24)
投资净收益	3,465	3,892	12.33
对联营企业和合营企业的投资收益	229	634	177.60
公允价值变动净收益	1,460	(1,912)	(230.98)
其他业务收入	235	1,904	710.99
二、营业支出	4,147	5,670	36.72
营业税金及附加	42	56	34.20
管理费用	3,839	3,642	(5.11)
三、营业利润	2,912	896	(69.23)
四、利润总额	3,210	996	(68.96)
减: 所得税	512	45	(91.30)
五、净利润	2,698	952	(64.72)
归属于母公司所有者的净利润	2,629	904	(65.62)
总资产	223,438	227,001	1.59
归属于母公司所有者的净资产	41,686	51,439	23.40

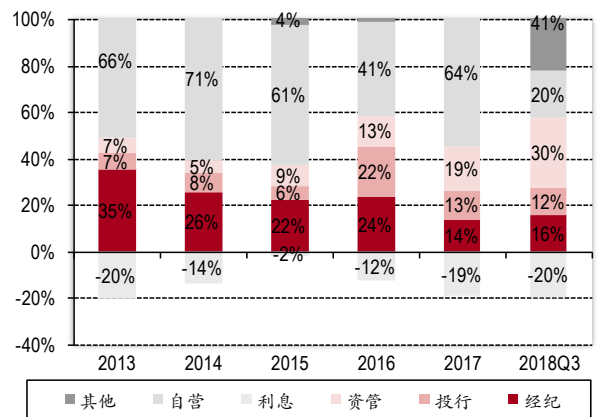
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 2. 2018 年 1-9 月公司分业务收入及同比增速



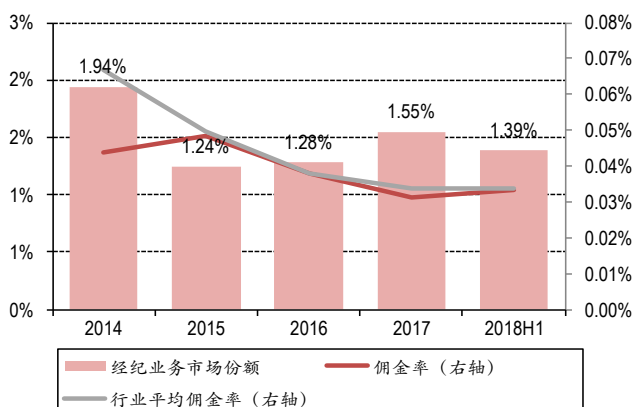
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 3. 2013-2018Q3 公司分业务收入结构



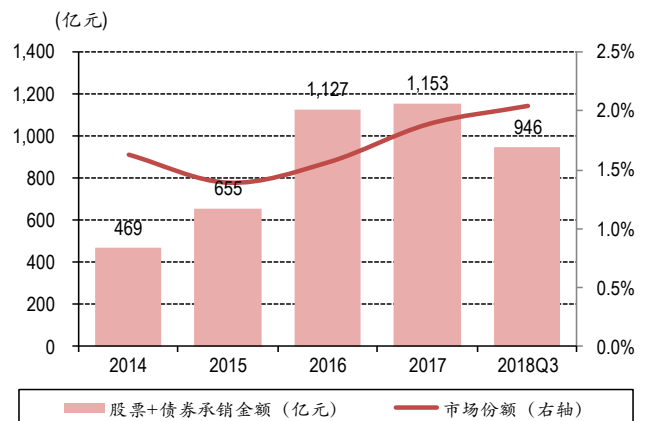
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 4. 2013-2018H1 公司经纪业务份额及佣金率



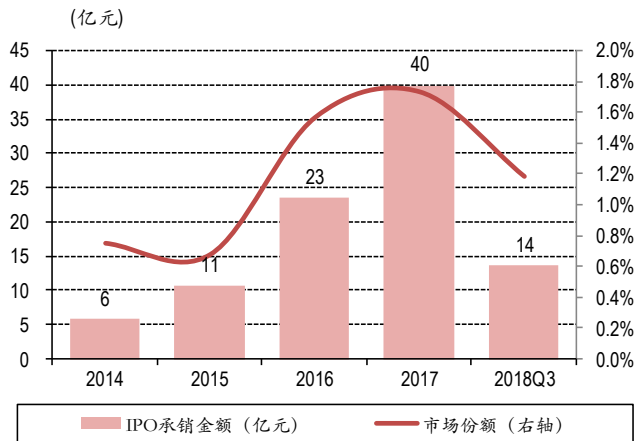
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 5. 2013-2018Q3 公司股债承销金额及份额



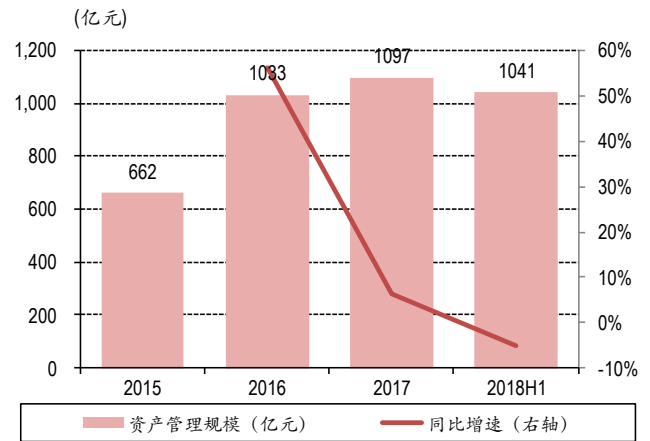
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 6. 2014-2018Q3 公司 IPO 承销金额及份额



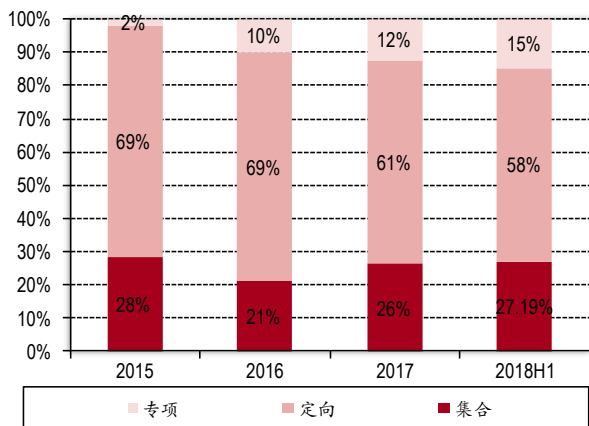
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 7. 2013-2018H1 公司资产管理业务规模及增速



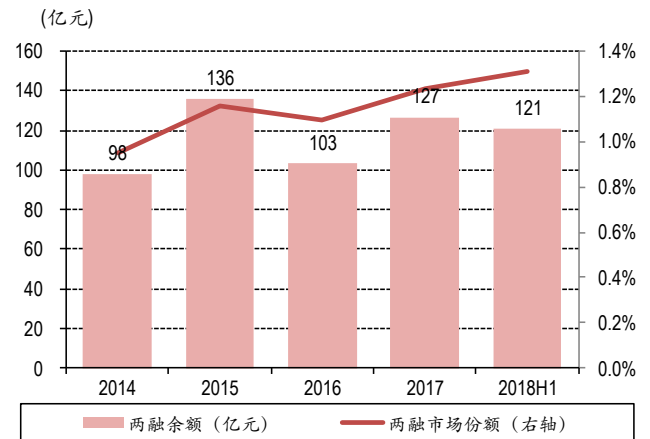
资料来源：万得，中银国际证券

图表 8. 2013-2018H1 公司资产管理业务结构



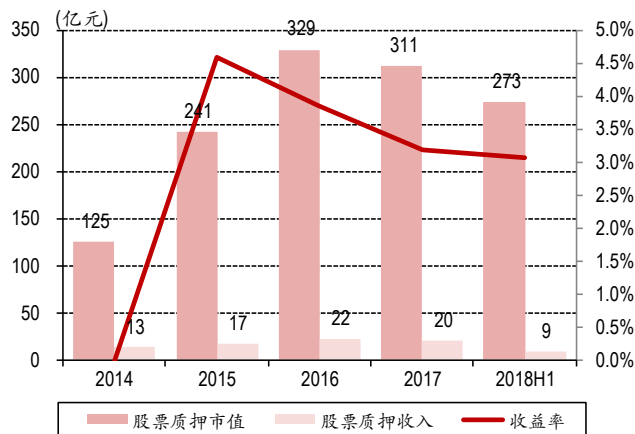
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 9. 2013-2018H1 公司两融余额及市场份额



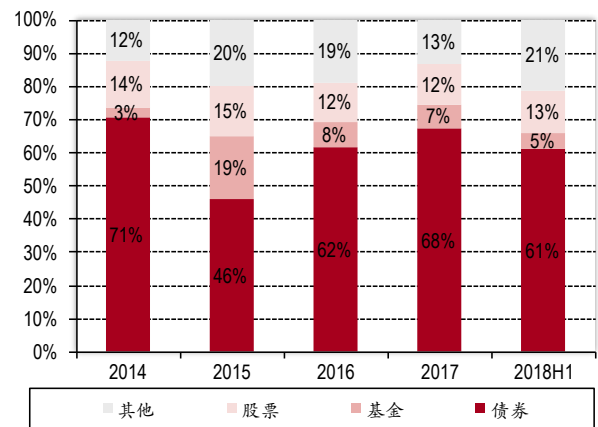
资料来源：万得，中银国际证券

图表 10. 2013-2018H1 股票质押市值及收入



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 11. 2013-2018H1 公司自营资产配置



资料来源：万得，中银国际证券

**损益表 (人民币 百万)**
**主要比率 (%)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E		2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>一、营业收入</b>	6,877	10,532	8,968	11,333	13,753	<b>收入构成</b>					
手续费净收入	4,194	5,006	5,196	5,963	6,555	经纪佣金 (%)	24	14	15	13	11
其中:代理买卖证券业务净	1,638	1,472	1,362	1,430	1,530	投行收入 (%)	22	13	11	14	13
证券承销业务净收入	1,488	1,323	1,011	1,556	1,770	资产管理 (%)	13	19	29	24	22
委托管理资产业务净收	893	1,977	2,569	2,719	2,990	自营收入 (%)	47	48	33	38	41
利息净收入	(847)	(2,010)	(1,680)	(1,441)	(996)	利息收入 (%)	(12)	(19)	(19)	(13)	(7)
投资净收益	3,614	5,528	2,976	4,272	5,593	其它 (%)	5	24	28	22	19
其中:对联营企业和合营	399	477	0	0	0	<b>成长性</b>					
公允价值变动净收益	(402)	1,687	0	0	0	营业收入增长率 (%)	(55)	53	(15)	26	21
汇兑净收益	291	(130)	0	0	0	营业利润增长率 (%)	(72)	58	(63)	55	21
其他业务收入	26	450	2,476	2,538	2,601	归母净利润增长率 (%)	(68)	54	(64)	29	24
<b>二、营业支出</b>	4,274	6,427	7,460	9,003	10,936	<b>每股指标</b>					
营业税金及附加	199	66	38	36	55	EPS (元)	0.37	0.51	0.18	0.24	0.29
业务及管理费	3,786	5,503	4,977	6,233	7,564	BVPS (元)	6.51	7.58	7.53	7.65	7.80
资产减值损失	288	434	651	467	567	<b>盈利能力</b>					
其他业务成本	0	424	1,794	2,267	2,751	经营利润率 (%)	38	39	17	21	20
<b>三、营业利润</b>	2,603	4,105	1,508	2,330	2,817	净资产收益率(ROE) (%)	6	7	2	3	4
加:营业外收入	220	312	0	0	0	总资产收益率(ROA) (%)	1	2	1	1	1
减:营业外支出	10	28	0	0	0	<b>估值比率</b>					
<b>四、利润总额</b>	2,813	4,389	1,508	2,330	2,817	PB	1.24	1.06	1.07	1.05	1.03
减:所得税费用	387	785	207	353	439	目标 PB			1.19	1.18	1.15
<b>五、净利润</b>			8,346	9,503	10,391	PE	21.62	15.84	43.88	34.03	27.48
<b>归属于母公司所有者的净</b>			7,612	8,651	9,452						

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

资料来源: 公司公告, 中银国际证券



300059.SZ

买入

市场价格:人民币 11.85

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0.0	(7.6)	5.3	9.5
相对深证成指	0.0	(0.6)	20.2	45.6

发行股数(百万)	5,168
流通股(%)	80
流通股市值(人民币 百万)	49,219
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,625
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
其实	24

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券  
以2019年1月2日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 证券

王维逸

021-20328591

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518050001

\*孙嘉康为本报告重要贡献者

## 东方财富

一站式财富管理平台, 版图不断扩张

2018年前三季度公司实现营业总收入 23.79 亿元, 同比增长 34.76%; 实现归属上市公司股东的净利润为 8.01 亿元, 同比增长 75.02%; EPS0.18 元, BVPS7.53 元。一站式财富管理平台正在持续扩展版图, 推出面向机构客户和私募基金的全新平台。

- **营收与净利润均大幅增长, 证券业务稳居收入来源首位:** 1) 公司前三季度营收和归母净利润分别同比大幅增长 34.76%和 75.02%, 公司业绩仍旧保持高速增长的态势; 2) 证券业务收入与其他业务收入占比分别为 65%与 35%, 证券业务继续稳居收入来源首位。
- **业务成功转型, 信息技术服务为证券业务保驾护航:** 公司已经成功完成了业务结构与模式的转型: 1) 传统的信息技术服务如金融数据服务与广告服务逐步由公司利润的来源转为公司发展证券业务的重要辅助媒介, 完成了角色转换。2) 东方财富网等流量平台, 公司证券业务快速提升市占率, 尤其是经纪业务与信用业务规模快速提升。其中公司股基成交额市占率由 2015 年的 0.27%提升至 2018Q1 的 1.94%, 两融余额市占率由 2014 年的 0.08%提升至 2018H1 的 1.07%, 两融份额有望继续提升, 继续贡献业绩。
- **推出基金通和优优私募, 一站式财富管理平台版图持续扩张:** 公司战略布局再下一城, 客户群体向机构扩张, 基金平台新增私募基金版图。1) 工商银行联合东方财富携手推出工银托管机构投资者服务平台的“基金通”1.0, 结合资管新规下公募 FOF、目标养老基金及银行理财的转型发展方向, 为机构投资者打造的场外基金投资服务产品, 投资标的基本覆盖全市场, 安全效率高, 实现了 STP 全自动处理和数据加密专线传输; 2) 推出优优私募 app, 是东方财富旗下专注于私募内容及交易的综合服务平台。第三方基金平台覆盖范围从公募扩展到私募基金, 实现全方位一体化的财富管理服务。

### 风险提示

- 政策出台对行业影响超预期; 市场波动对行业业绩、估值的双重影响;

### 估值

- 首次覆盖, 给予公司“买入”评级, 分部估值法得出公司估值 713 亿元, 目标价 13.79 元, 对应 18/19/20 年 PE 估值分别为 64/51/42 倍。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业总收入(人民币, 百万)	2,352	2,547	3,023	3,633	4,425
变动幅度(%)	(20)	8	19	20	22
归母净利润(人民币, 百万)	714	637	1,108	1,388	1,693
变动幅度(%)	(68)	(11)	96	21	21
每股收益(元/股)	0.14	0.12	0.21	0.27	0.33
每股净资产(元/股)	3.60	2.84	3.02	3.25	3.54
市净率(倍)	3.29	4.17	3.93	3.65	3.35
市盈率(倍)	85.80	96.16	55.27	44.11	36.17

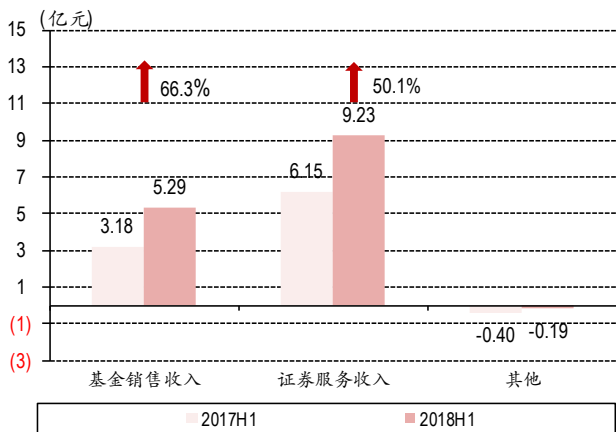
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 1. 2018 年前三季度业绩摘要

单位：百万元	2017Q3	2018Q3	同比 (%)
一、营业总收入	1,765	2,379	34.76
其中：营业收入	767	1,025	33.73
利息净收入	305	475	55.66
手续费及佣金净收入	693	878	26.69
二、营业总成本	1,395	1,635	17.25
其中：营业成本	327	296	(9.43)
税金及附加	19	23	21.83
销售费用	218	174	(20.23)
管理费用	707	874	23.68
研发费用	127	131	2.60
财务费用	(26)	115	-
资产减值损失	23	22	(5.49)
加：其他收益	6	14	145.88
投资收益	133	207	55.86
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	51	51	(1.03)
公允价值变动收益	(9)	3	-
三、营业利润	499	967	93.79
加：营业外收入	7	0	(99.28)
减：营业外支出	3	4	73.84
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	504	963	91.03
减：所得税费用	48	162	240.16
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	456	800	75.45
归属于母公司所有者的净利润	458	801	75.02
少数股东损益	(1)	(0)	-
八、每股收益（元）	0	0	74.30

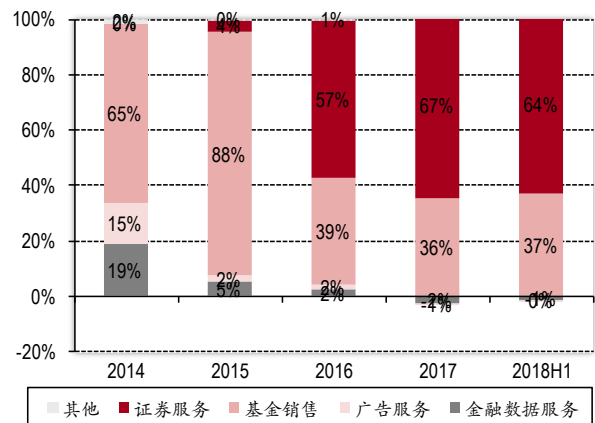
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 2. 2018 年 1-9 月公司分业务收入及同比增速



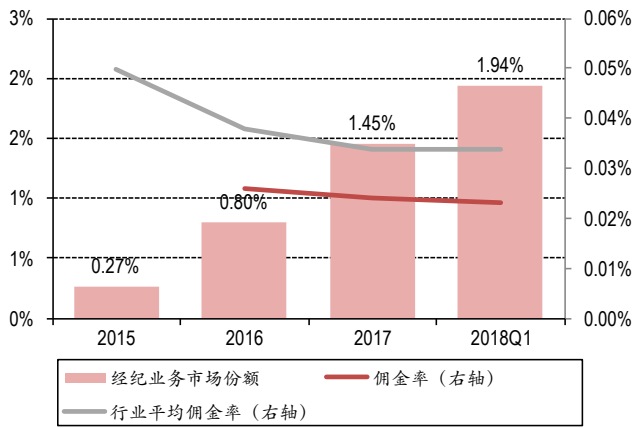
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 3. 2013-2018H1 公司分业务收入结构



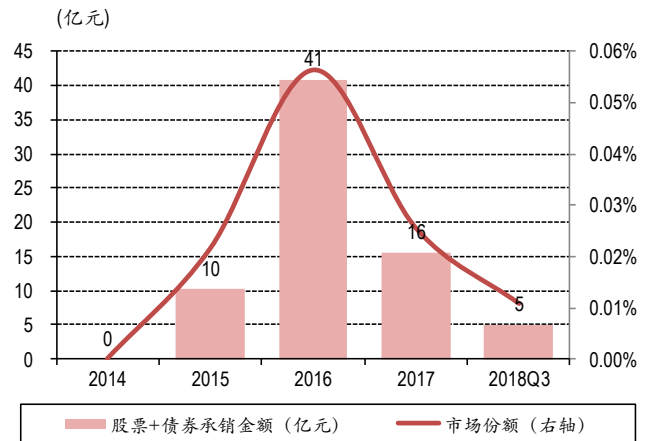
资料来源：万得，中银国际证券

图表 4. 2013-2018Q1 公司经纪业务份额及佣金率



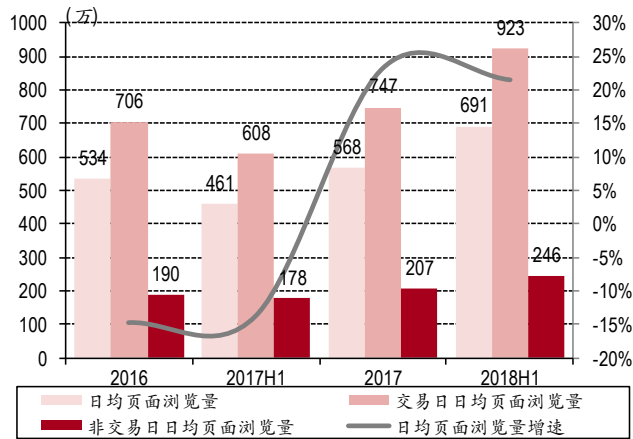
资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 5. 2013-2018Q3 公司股债承销金额及份额



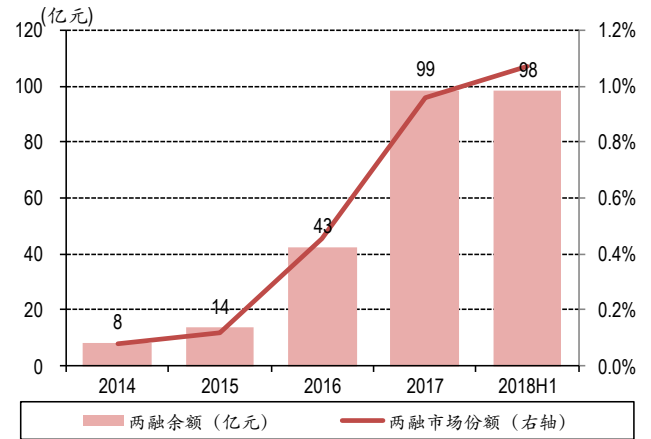
资料来源：万得，中银国际证券

图表 6. 2016-2018H1 天天基金平台浏览量及增速



资料来源：公司公告，中银国际证券

图表 7. 2013-2018H1 公司两融余额及市场份额



资料来源：万得，中银国际证券





图表 8. 公司分部估值法

东方财富分部估值模型

证券业务

两融业务 (亿元) :	国元证券	东财证券
两融业务市场份额 (2018 年 6 月)	1.12%	1.07%
两融业务收入占信用业务比重 (2018 年 6 月)	64%	90%
信用业务占营收比重 (2018 年 6 月)	26.00%	34.50%
两融业务收入占营收比重 (2018 年 6 月)	16.64%	31.05%
国元证券估值 (2018 年 12 月 28 日)	262.90	
业务规模系数	1.8	

两融业务估值 (亿元)

78.74

经纪业务:

方正证券	东财证券	
股基成交额市场份额 (2018 年 3 月)	1.87%	1.94%
经纪业务占营收比重 (2018 年 6 月)	47%	58.70%
方正证券估值 (2018 年 12 月 28 日, 亿元)	480.7	
业务规模系数	1.05	

经纪业务估值 (亿元)

237.23

证券业务估值 (亿元)

315.97

金融电子商务业务

东方财富	
金融电子商务 (亿元)	9.79
基金销售收入 (2018E, 亿元)	40%
净利润率	3.92
对应净利润 (亿元)	59.28
互联网金融指数平均 PE	232.24

金融电子商务业务估值 (亿元)

232.24

总估值

证券业务+金融电子商务业务总估值 (亿元)	548.21
互联网+流量平台+高成长溢价系数	30%
公司总估值 (亿元)	712.68
股本 (亿股)	51.68
目标价格 (元)	13.79

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>一、营业总收入</b>	2,352	2,547	3,023	3,633	4,425
营业收入	1,203	1,112	1,231	1,499	1,868
利息净收入	235	416	632	774	903
手续费及佣金净收入	914	1,019	1,200	1,404	1,703
<b>二、营业总成本</b>	1,705	2,072	1,936	2,294	2,784
营业成本	323	397	379	401	450
营业税金及附加	52	27	30	36	44
销售费用	266	316	224	269	327
管理费用	1,114	1,283	1,126	1,352	1,644
财务费用	(67)	(32)	149	203	278
资产减值损失	17	81	28	33	41
<b>三、其他经营收益</b>	21	178	200	220	250
公允价值变动净收益	(25)	(22)	-	-	-
投资净收益	45	201	200	266	354
其中: 对联营企业和合	40	84	-	-	-
汇兑净收益	1	(1)	-	-	-
<b>四、营业利润</b>	667	676	1,328	1,603	1,939
加: 营业外收入	140	6	0	0	0
减: 营业外支出	10	3	(7)	(8)	(10)
<b>五、利润总额</b>	798	679	1,321	1,595	1,930
减: 所得税	86	44	211	205	235
<b>六、净利润</b>	712	635	1,110	1,390	1,695
归属于母公司所有者的净	714	637	1,108	1,388	1,693

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

**主要比率 (%)**

	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>收入构成</b>					
手续费及佣金收入 (%)	45	47	45	43	43
利息净收入 (%)	12	19	24	24	23
金融数据净收入 (%)	2	(2)	(1)	(1)	(1)
广告服务净收入 (%)	2	(1)	0	0	0
基金销售净收入 (%)	39	36	34	35	36
其它 (%)	1	1	(1)	(1)	(1)
<b>成长性</b>					
营业总收入增长率 (%)	(20)	8	19	20	22
营业收入增长率 (%)	(59)	(8)	11	22	25
营业利润增长率 (%)	(68)	1	96	21	21
归母净利润增长率 (%)	(61)	(11)	74	25	22
<b>每股指标</b>					
EPS (元)	0.14	0.12	0.21	0.27	0.33
BVPS (元)	3.60	2.84	3.02	3.25	3.54
<b>盈利能力</b>					
经营利润率 (%)	28	27	44	44	44
净资产收益率(ROE) (%)	6	4	7	8	9
总资产收益率(ROA) (%)	3	2	3	3	4
<b>估值比率</b>					
PB	3.29	4.17	3.93	3.65	3.35
PE	85.80	96.16	55.27	44.11	36.17
目标 PE			64.32	51.33	42.09

资料来源: 公司公告, 中银国际证券



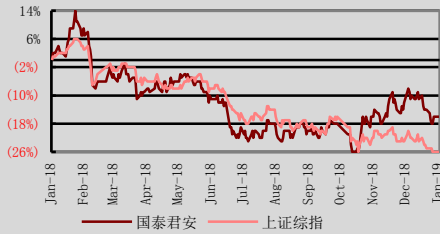
601211.SH

增持

市场价格:人民币 15.40

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0.0	(4.0)	2.7	(15.5)
相对上证指数	0.0	0.8	15.4	10.9

发行股数(百万)	8,714
流通股(%)	86
流通股市值(人民币 百万)	115,748
3个月日均交易额(人民币 百万)	426
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
上海国有资产经营有限公司	22

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券  
以2019年1月2日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 证券

王维逸

021-20328591

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518050001

\*孙嘉康为本报告重要贡献者

## 国泰君安

### 行业寒冬期集中度提升龙头相对受益

2018年前三季度公司实现营业总收入167.87亿元, 同比增长1.04%; 实现归属上市公司股东的净利润为55.12亿元, 同比下滑21.65%; EPS0.87元, BVPS14.57元。作为龙头券商, 公司业绩表现优于行业平均, 综合实力强劲, 持续受益于行业集中度提升。

- **业绩优于行业平均, 业务结构稳定:** 1) 公司前三季度营收和归母净利润同比分别增长2.03%、下滑21.65%, 业绩表现优于行业平均水平。2) 自营、信用、经纪、投行、资管收入占比分别为27%、23%、21%、9%、7%。
- **自营改善, 资管收缩, 经纪、信用、投行下滑明显:** 1) 前三季度公司实现自营业务收入45.2亿元, 同比下滑3.22%, 降幅收窄, 成为公司贡献度最高的主营业务。2) 实现资管业务收入11.6亿元, 同比下滑11.85%, 降幅略有扩大。公司的资管规模持续收缩, 由一季度的8835亿元降至第三季度的7914亿元, 其中主动管理规模由3389亿元降至3006亿元。3) 受三季度市场股基成交额大幅缩减影响, 公司实现经纪业务收入35亿元, 同比下滑19.15%, 降幅较半年的4.81%显著扩大。4) 实现信用业务收入38.6亿元, 同比下滑10.48%, 降幅较半年的3.31%同样扩大明显。三季度以来, 市场两融余额与股票质押参考市值均大幅下滑, 截至12月21日, 分别较6月底下滑17%和21%; 5) 实现投行业务收入14.3亿元, 同比下滑20.27%, 降幅与半年持平, 主要受IPO金额市占率降至2.49%所致。
- **龙头券商综合实力强劲, 持续受益于集中度提升:** 2018年是证券行业的寒冬季, 公司业绩难免受影响, 但是业绩表现仍旧优于行业平均。作为一家老牌龙头券商, 公司各主营业务实力均衡, 综合实力强劲, 加之对自营业务、主动管理资管业务、以及诸如场外期权等创新类业务的研究开发, 具备较强的抵御市场风险的能力。在证券行业较为艰难的时期正是行业集中度快速提升的时期, 公司将持续受益于集中度的提升。

### 风险提示

- 政策出台对行业的影响超预期; 市场波动对行业业绩、估值的双重影响;

### 估值

- 公司三季度业绩受市场拖累有所下滑, 我们将公司18、19、20年归母净利润预测值由87/108/122亿元下调至76/87/95亿元, 维持“增持”评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币, 百万)	25,765	23,804	22,131	24,356	26,645
变动幅度(%)	(31)	(8)	(7)	10	9
归母净利润(人民币, 百万)	9,841	9,882	7,612	8,651	9,452
变动幅度(%)	(37)	0	(23)	14	9
每股收益(元/股)	1.29	1.13	0.87	0.99	1.08
原先预测每股收益(元)			1.00	1.24	1.40
调整幅度(%)			(13)	(20)	(23)
每股净资产(元/股)	13.11	14.13	14.57	15.06	15.61
市净率(倍)	1.17	1.09	1.06	1.02	0.99
市盈率(倍)	11.93	13.58	17.63	15.51	14.20

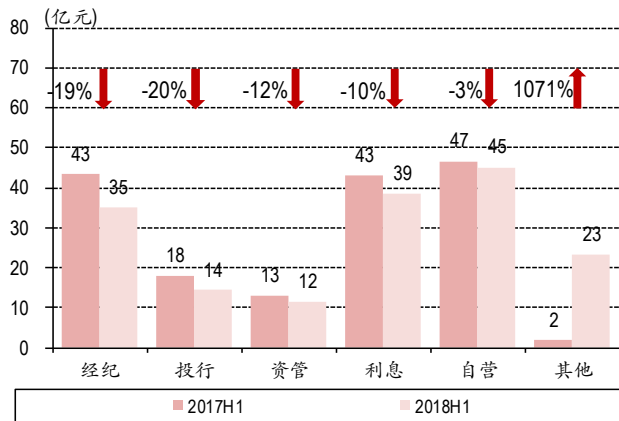
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 1. 2018 年前三季度业绩摘要

单位: 百万元	2017 年 1-9 月	2018 年 1-9 月	同比 (%)
一、营业收入	16,615	16,787	1.04
手续费及佣金净收入	7,535	6,212	(17.56)
经纪业务手续费净收入	4,326	3,498	(19.15)
投资银行业务手续费净收入	1,798	1,433	(20.27)
资产管理业务手续费净收入	1,313	1,158	(11.85)
利息净收入	4,314	3,862	(10.48)
投资净收益	4,539	5,470	20.51
对联营企业和合营企业的投资收益	18	101	463.68
公允价值变动净收益	144	(854)	(690.79)
其他业务收入	215	1,352	527.71
二、营业支出	7,519	9,429	25.41
营业税金及附加	109	117	7.44
管理费用	6,954	7,430	6.85
三、营业利润	9,096	7,359	(19.10)
四、利润总额	9,825	7,379	(24.89)
减: 所得税	2,273	1,629	(28.33)
五、净利润	7,552	5,750	(23.86)
归属于母公司所有者的净利润	7,035	5,512	(21.65)
总资产	415,557	429,568	3.37
归属于母公司所有者的净资产	120,715	123,583	2.38

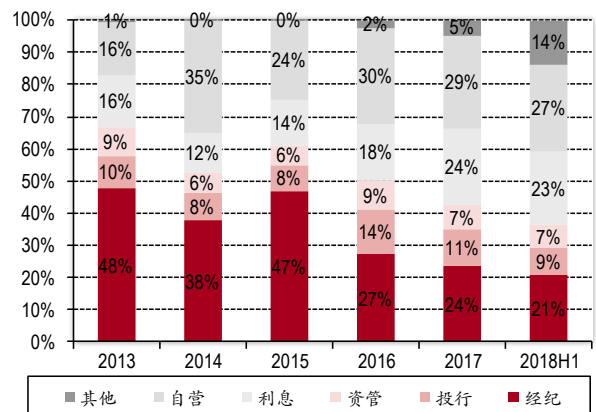
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 2. 2018 前三季度公司分业务收入及同比增速



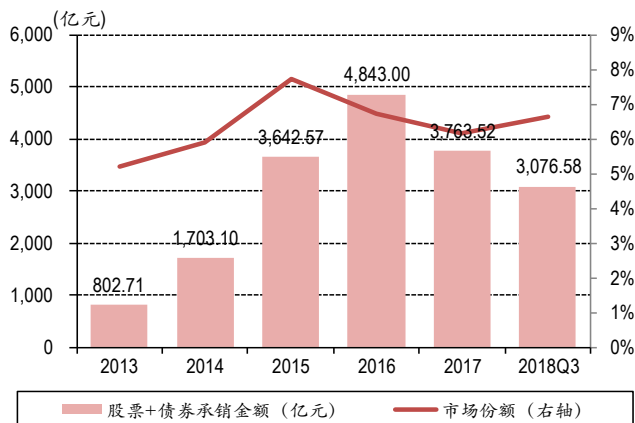
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 3. 2013-2018Q3 公司分业务收入结构



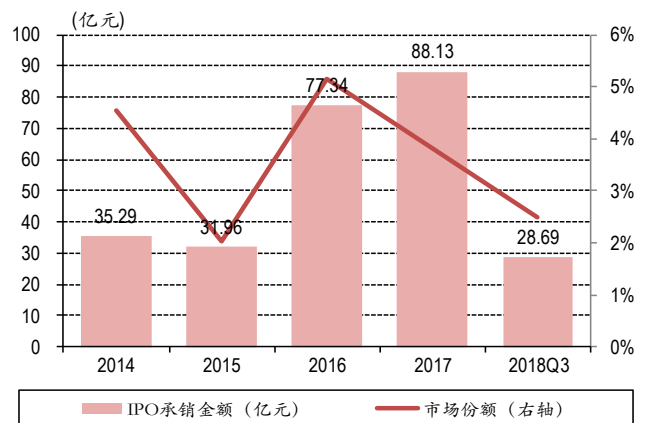
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 4. 2013-2018Q3 公司股债承销金额及份额



资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 5. 2014-2018Q3 公司 IPO 承销金额及份额



资料来源: 万得, 中银国际证券

**损益表 (人民币 百万)**
**主要比率 (%)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E	主要比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>一、营业收入</b>	25,765	23,804	22,131	24,356	26,645	<b>收入构成</b>					
手续费净收入	13,260	10,450	8,708	9,590	10,770	经纪佣金 (%)	27	24	21	20	21
其中:代理买卖证券业务净	7,059	5,606	4,547	4,972	5,658	投行收入 (%)	14	11	10	10	11
证券承销业务净收入	3,498	2,708	2,159	2,455	2,829	资产管理 (%)	9	7	7	7	7
委托管理资产业务净收	2,370	1,783	1,585	1,726	1,823	自营收入 (%)	32	29	31	31	29
利息净收入	4,555	5,707	4,930	5,245	6,043	利息收入 (%)	18	24	22	22	23
投资净收益	8,202	6,907	6,794	7,650	7,775	其它 (%)	(1)	3	8	8	8
其中:对联营企业和合营	43	15	-	-	-	<b>成长性</b>					
公允价值变动净收益	(469)	(7)	-	-	-	营业收入增长率 (%)	(31)	(8)	(7)	10	9
汇兑净收益	31	(193)	-	-	-	营业利润增长率 (%)	(35)	(4)	(24)	18	10
其他业务收入	187	213	1,700	1,870	2,057	归母净利润增长率 (%)	(37)	0	(23)	14	9
<b>二、营业支出</b>	11,696	10,345	11,913	12,255	13,372	<b>每股指标</b>					
营业税金及附加	566	153	145	159	174	EPS (元)	1.29	1.13	0.87	0.99	1.08
业务及管理费	9,748	9,264	10,039	10,229	11,191	BVPS (元)	13.11	14.13	14.57	15.06	15.61
资产减值损失	1,211	738	1,201	1,255	1,305	<b>盈利能力</b>					
其他业务成本	171	190	529	611	702	经营利润率 (%)	55	57	46	50	50
<b>三、营业利润</b>	14,069	13,459	10,218	12,101	13,273	净资产收益率(ROE) (%)	10	8	6	7	7
加:营业外收入	769	728	748	738	743	总资产收益率(ROA) (%)	2	2	2	2	2
减:营业外支出	64	122	46	53	62	<b>估值比率</b>					
<b>四、利润总额</b>	14,774	13,661	10,920	12,785	13,955	PB	1.17	1.09	1.06	1.02	0.99
减:所得税费用	3,421	3,178	2,574	2,983	3,264	PE	11.93	13.58	17.63	15.51	14.20
<b>五、净利润</b>	11,353	10,483	8,346	9,503	10,391						
<b>归属于母公司所有者的净</b>	9,841	9,882	7,612	8,651	9,452						

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

资料来源: 公司公告, 中银国际证券



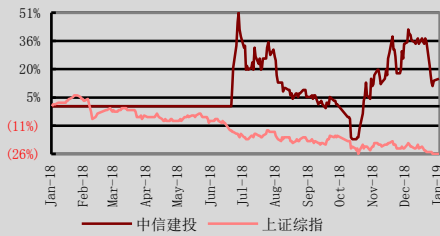
601066.SH

增持

市场价格:人民币 8.78

板块评级:强于大市

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	0.0	(15.9)	11.0	0.0
相对上证指数	0.0	(11.2)	23.6	26.4

发行股数(百万)	7,646
流通股(%)	5
流通股市值(人民币 百万)	3,512
3个月日均交易额(人民币 百万)	473
净负债比率(%) (2019E)	净现金
主要股东(%)	
北京国有资本经营管理中心	35

资料来源: 公司数据, 聚源及中银国际证券  
以2019年1月2日收市价为标准

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 证券

王维逸

021-20328591

weiyi.wang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300518050001

\*孙嘉康为本报告重要贡献者

## 中信建投

投行稳固、自营靓丽, 计提信用减值拖累业绩

2018年前三季度公司实现营业总收入 78.11 亿元, 同比下滑 5.91%; 实现归属上市公司股东的净利润为 21.85 亿元, 同比下滑 27.95%; EPS0.38 元, BVPS6.16 元。

- 归母净利润下滑显著, 自营业务占比大幅提升: 1) 公司前三季度营收和归母净利润同比分别下滑 5.91%、27.95%, 业绩表现下滑明显。2) 自营、投行、经纪、信用、资管业务收入占比分别为 32%、26%、24%、9%、6%, 其中自营业务收入占比大幅提升 9 个百分点。
- 投行业务优势稳固, 自营业务逆市增长: 1) 前三季度公司实现投行业务收入 20.2 亿元, 同比下滑 12%, 仍然高居全行业第二位。前三季度公司股债承销总金额 5430.18 亿元, 市占率提升至 11.71%; 其中 IPO 金额为 123.35 亿元, 市占率提升至 10.69%。2) 实现自营业务收入 24.8 亿元, 同比大幅增长 30%。在二级市场持续的低迷的情况下, 公司将债权类投资的比重由 53% 提升至 69%, 同时场外期权业务等衍生金融工具贡献了可观的业绩增量。
- 资管业务有所改善, 经纪、信用业务大幅缩减: 1) 公司前三季度实现资管业务收入 4.8 亿元, 同比微涨 1%, 较上半年有所改善。三季度公司资产管理规模有所回升, 由二季度的 1482 亿元增长至三季度的 1560 亿元, 主动管理资管规模占比也由 24.16% 提升至 25.26%。2) 前三季度实现经纪业务收入 18.4 亿元, 同比下滑 20%, 降幅将上半年的 7% 显著扩大, 主要受三季度全市场日均股基成交额环比缩水 25% 所致。3) 前三季度实现信用业务收入 7.2 亿元, 同比下滑 34%, 降幅较上半年的 37% 略有收窄, 随着四季度以来市场两融余额与股票质押市值进一步下滑 6.82% 与 12.33%, 预计全年信用业务收入承压较大。

### 风险提示

- 政策出台对行业的影响超预期; 市场波动对行业业绩、估值的双重影响;

### 估值

- 公司三季度业绩受市场拖累有所下滑, 我们将公司 18、19、20 年归母净利润预测值由 39/43/52 亿元下调至 29/31/37 亿元, 但是公司传统业务优势明显, 行业集中度提升公司相对受益, 维持“增持”评级。

### 投资摘要

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(人民币, 百万)	13,259	11,303	10,624	12,050	14,120
变动幅度(%)	(30)	(15)	(6)	13	17
归母净利润(人民币, 百万)	5,259	4,015	2,910	3,106	3,688
变动幅度(%)	(39)	(24)	(28)	7	19
每股收益(元)	0.69	0.53	0.38	0.41	0.48
原预测每股收益(元/股)			0.51	0.56	0.67
调整幅度(%)			(25)	(27)	(28)
每股净资产(元/股)	5.37	5.72	6.16	6.82	7.55
市净率(倍)	1.63	1.53	1.43	1.29	1.16
市盈率(倍)	12.77	16.72	23.07	21.62	18.20

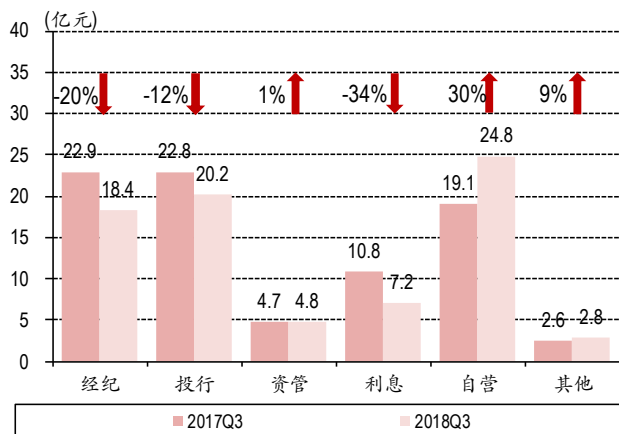
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 1. 2018 年前三季度业绩摘要

单位: 百万元	2017 年 1-9 月	2018 年 1-9 月	同比 (%)
一、营业收入	8,302	7,811	(5.91)
手续费及佣金净收入	5,356	4,587	(14.35)
经纪业务手续费净收入	2,293	1,836	(19.94)
投资银行业务手续费净收入	2,285	2,016	(11.75)
资产管理业务手续费净收入	474	481	1.46
利息净收入	304	254	
投资净收益	1,082	715	(33.94)
对联营企业和合营企业的投资收益	1,961	1,705	(13.05)
公允价值变动净收益	(4)	(4)	(4.27)
其他业务收入	(56)	772	(1,484.56)
二、营业支出	14	16	10.14
营业税金及附加	4,217	4,893	16.01
管理费用	64	60	(6.11)
三、营业利润	4,126	4,070	(1.35)
四、利润总额	4,084	2,919	(28.54)
减: 所得税	4,082	2,927	(28.29)
五、净利润	1,008	729	(27.62)
归属于母公司所有者的净利润	3,075	2,198	(28.51)

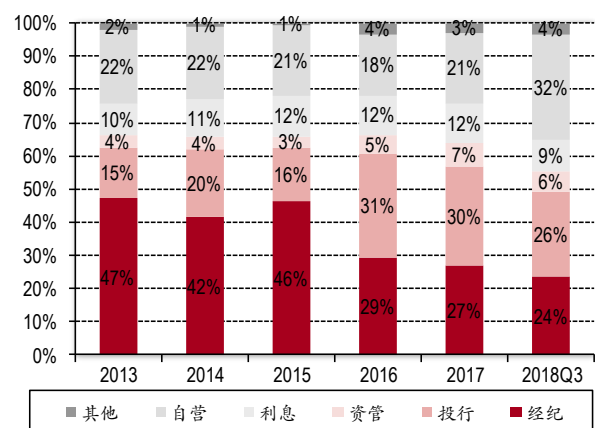
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 2. 2018 前三季度公司分业务收入及同比增速



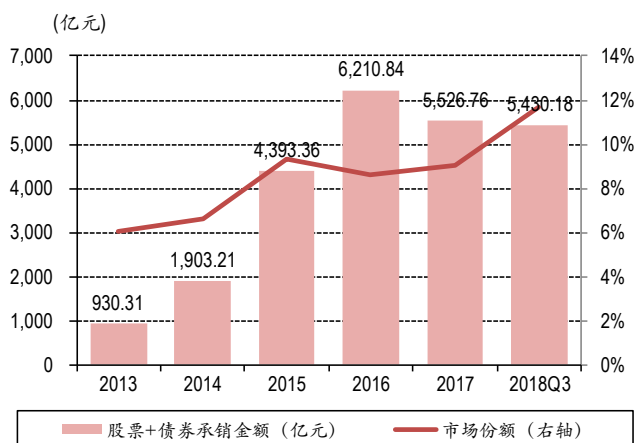
资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 3. 2013-2018Q3 公司分业务收入结构



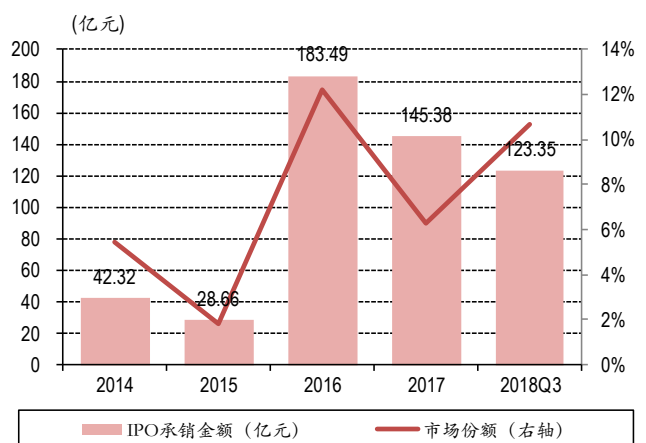
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 4. 2013-2018Q3 公司股债承销金额及份额



资料来源: 公司公告, 中银国际证券

图表 5. 2014-2018Q3 公司 IPO 承销金额及份额



资料来源: 万得, 中银国际证券

**损益表 (人民币 百万)**
**主要比率 (%)**

年结日: 12月31日	2016	2017	2018E	2019E	2020E	主要比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
<b>一、营业收入</b>	13,259	11,303	10,624	12,050	14,120	<b>收入构成</b>					
手续费净收入	9,195	7,609	6,613	7,176	7,982	经纪佣金 (%)	29	27	23	22	21
其中:代理买卖证券业务净	3,895	3,046	2,456	2,670	2,900	投行收入 (%)	31	30	28	27	26
证券承销业务净收入	4,163	3,348	2,949	3,205	3,611	资产管理 (%)	6	7	11	10	10
委托管理资产业务净收	849	838	1,170	1,262	1,432	自营收入 (%)	22	21	30	32	31
利息净收入	1,592	1,325	838	970	1,693	利息收入 (%)	12	12	8	8	12
投资净收益	2,858	2,425	3,142	3,872	4,412	其它 (%)	(3)	0	0	0	0
其中:对联营企业和合营	(3)	6	-	-	-	<b>成长性</b>					
公允价值变动净收益	(450)	(5)	-	-	-	营业收入增长率 (%)	(30)	(15)	(6)	13	17
汇兑净收益	32	(119)	-	-	-	营业利润增长率 (%)	(39)	(23)	(27)	17	17
其他业务收入	31	27	31	32	33	归母净利润增长率 (%)	(39)	(24)	(28)	7	19
<b>二、营业支出</b>	6,272	5,941	6,727	7,495	8,791	<b>每股指标</b>					
营业税金及附加	347	87	242	260	313	EPS (元)	0.69	0.53	0.38	0.41	0.48
业务及管理费	5,924	5,773	5,525	6,266	7,342	BVPS (元)	5.37	5.72	6.16	6.82	7.55
资产减值损失	(2)	76	956	964	1,130	<b>盈利能力</b>					
其他业务成本	2	4	4	5	6	经营利润率 (%)	53	47	37	38	38
<b>三、营业利润</b>	6,987	5,362	3,897	4,555	5,329	净资产收益率(ROE) (%)	13	9	6	6	6
加:营业外收入	85	20	-	-	-	总资产收益率(ROA) (%)	3	2	1	1	2
减:营业外支出	14	27	-	-	-	<b>估值比率</b>					
<b>四、利润总额</b>	7,057	5,355	3,897	4,555	5,329	PB	1.63	1.53	1.43	1.29	1.16
减:所得税费用	1,744	1,294	953	1,113	1,298	PE	12.77	16.72	23.07	21.62	18.20
<b>五、净利润</b>	5,313	4,062	2,944	3,141	3,731						
<b>归属于母公司所有者的净</b>	5,259	4,015	2,910	3,106	3,688						

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

资料来源: 公司公告, 中银国际证券



## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371