



## 强于大市

公司名称	股票代码	股价 (人民币)	评级
中信证券	600030.SH	24.46	买入
华泰证券	601688.SH	23.75	买入
东方财富	300059.SZ	20.90	买入
国泰君安	601211.SH	19.96	增持
海通证券	600837.SH	13.02	增持
广发证券	000776.SZ	16.90	增持
招商证券	600999.SH	17.99	增持
中信建投	601066.SH	22.13	增持
申万宏源	000166.SZ	5.64	增持
东方证券	600958.SH	12.79	增持
兴业证券	601377.SH	7.03	增持
长江证券	000783.SZ	7.23	中性

资料来源：万得，中银国际证券  
以2019年03月01日当地货币收市价为标准

### 相关研究报告

- 《证券行业事件点评》20190227
- 《上市券商1月业绩点评》20190215
- 《科创板实施规则影响点评》20190131

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

# 证券行业 2018 年报&2019 年一季报前瞻

## 业绩见底回暖，市场情绪提振券商领航

受2018年行情持续低迷的影响，证券行业2018年业绩大幅缩水，主营业务全线下滑，全年净利润同比大幅下滑41.04%，净利润率25%创新低。2019年以来，在政策面、市场情绪以及基本面的三方驱动下，券商持续领航市场上升行情。在中性预期假设下，证券行业2019年业绩同比增速为30.68%，一季度同比增速为4.28%，环比增速为44.82%，继续看好政策环境回暖及市场活跃度提升背景下券商投资价值。

- **2018年业绩大幅缩水，行业集中度进一步提升。**2018年市场指数高开低走，持续下行趋势，市场成交量一路探底。行业131家券商全年合计实现营业收入2662.87亿元，同比下滑14.5%，自营业务仍为第一大收入来源；合计实现净利润666.20亿元，同比大幅下滑41.04%，净利润率25%创新低。券商业绩分化严重，22家发布业绩预告的券商中，1)申万宏源、中信证券、中信建投业绩表现大幅领先，同比分别下滑8.99%、17.83%、23.11%；2)业绩同比跌幅超过50%的多达12家。截至2018年三季度末，11家大券商净利润占比提升至78%，行业集中度正在加速提升。
- **主营业务全线下滑，自营表现好于预期。**2018年全行业各业务全线下滑：经纪、投行、资管、信用、自营业务收入同比增速分别为-24%、-26%、-11%、-38%、-7%。2018年全市场日均股票成交额由1月的5222.27亿元降至12月的2641.38亿元，大幅下滑近50%，全年股权承销规模为8947亿元，同比下滑41.05%。截至年底，全行业融资融券余额与股票质押市值分别为7557亿元、4.24万亿元，较年内高点下降29.98%、33.92%，资管规模降至13.40万亿元，较17年底下滑20.64%。
- **股质风险拖累18年业绩，19年有望回暖。**截至2018年12月底，在中性假设下，全行业低于成本线的股票质押市值占比为14.28%。券商年底一次性计提金额较大，或将对业绩造成拖累。2019年2月以来，两市快速升温，投资者情绪大幅提升，券商业绩望回暖。我们对2019年的日均成交量、承销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，证券行业2019年整体净利润增速为9.98%、30.68%、54.85%；在悲观、乐观假设下，全行业2019年第一季度净利润同比增速为4.28%、25.72%，环比增速为44.82%、74.45%。

### 风险提示

- 市场情绪低迷对业绩和估值的双重压力；监管趋紧对行业影响超预期；

### 投资建议

- 2019年2月以来，两市成交额与换手率均成倍增加，市场情绪快速升温。两融与新增投资者增长虽滞后于成交额与换手率，但是市场风险偏好和个人投资者的情绪也已经进入快速上升期。在市场情绪提振以及科创板、第三方接口放开、MOM产品指引、券商结算模式等多重利好下，券商具有高弹性，继续看好券商投资价值。得益于政策面利好+市场情绪提振，券商是近期上涨逻辑最强的热点板块，目前券商板块平均PB为1.86倍，仍然低于历史估值中位数2.17倍，推荐东方财富（市场活跃度提升最受益）、东方证券（主动投资能力放大弹性）、中信建投（投行业务率先受益于科创板推出，流通盘小弹性大）。

## 目录

<b>1 证券行业 2018 年业绩大幅缩水，行业集中度进一步提升... 5</b>	
1.1 2018 年市场行情持续走低，成交量持续萎缩 .....	5
1.2 2018 年全行业合计净利润同比下滑 41.04%.....	6
1.3 上市券商业绩分化明显，行业集中度进一步提升.....	7
<b>2 券商主营业务全线下滑，自营业务表现好于预期..... 10</b>	
2.1 经纪：市场成交量持续萎缩，收入显著下滑 .....	10
2.2 投行：股冷债暖格局贯穿全年，收入同比下滑幅度扩大.....	11
2.3 资管：资管规模持续下降，收入增速由正转负 .....	13
2.4 信用：两融余额与股票质押市值持续下降，收入大幅下滑 .....	15
2.5 自营：下半年表现超预期，新会计准则加剧业绩波动 .....	16
<b>3 股质风险拖累 18 年业绩，19 年业绩望回暖..... 18</b>	
3.1 股票质押风险集中暴露 .....	18
3.2 受股质风险影响，券商大额计提资产减值拖累全年业绩.....	18
3.3 2019 年盈利展望.....	19
<b>4 投资建议..... 21</b>	
<b>5 风险提示..... 24</b>	

## 图表目录

图表 1. 2018 年上证综指、沪深 300、上证 50 走势 .....	5
图表 2. 2017/01-2018/12 月度日均股票成交额 .....	5
图表 3. 2017vs2018 全行业各项业务收入及增速 .....	6
图表 4. 2012-2018 年证券行业各项业务收入占比情况 .....	6
图表 5. 2012-2018 年证券行业净利润率变化情况 .....	7
图表 6. 2012-2018 年证券行业 ROE 变化情况 .....	7
图表 7. 2018 年上市券商（26 家）预计归母净利润与增速 .....	8
图表 8. 2018 年上市券商（30 家）1-12 月合计月度净利润及增速 .....	9
图表 9. 2012-2018Q3 证券行业集中度变化 .....	9
图表 10. 2011-2018 全市场双边股基成交额 .....	10
图表 11. 2017/1-2018/12 全市场月度股基日均成交额变化 .....	10
图表 12. 2011H1-2018 全行业平均佣金率变化 .....	11
图表 13. 2010-2018 首发募集资金规模及家数 .....	11
图表 14. 2010-2018 股权融资规模及增速 .....	11
图表 15. 2011-2018 债券发行规模 .....	12
图表 16. 2018 年上市券商股权承销排名（合并口径） .....	12
图表 17. 2018 年上市券商债券承销排名（合并口径） .....	13
图表 18. 2017Q1-2018Q4 证券公司资产管理规模 .....	14
图表 19. 2017 vs 2018 上市券商（19 家）月均资管规模及增速 .....	14
图表 20. 2017 vs 2018 上市券商（10 家）主动管理规模及其占比 .....	15
图表 21. 2018 年 1-9 月上市券商利息净收入及同比增速 .....	15
图表 22. 2018 年 1-9 月上市券商利息净收入及同比增速 .....	16
图表 23. 9 月末券商未解押股票质押参考市值及市场份额 .....	16
图表 24. 2013-2018 全部券商合计净资产 .....	17
图表 25. 2018 年 34 家上市券商（有可比口径）合计净资产 .....	17
图表 26. 个股股票质押率情况 .....	18
图表 27. 2018 年上市券商（12 家）计提资产减值情况 .....	19
图表 28. 2019 年证券行业业绩弹性测算 .....	20
图表 29. 2019 年一季度证券行业业绩弹性测算 .....	20
图表 30. 2019 年两市单日股票成交额变化 .....	21
图表 31. 2019 年两市单日平均换手率变化 .....	21
图表 32. 2019 年两市融资融券余额变化 .....	21
图表 33. 2019 年两市周度新增投资者数量 .....	21

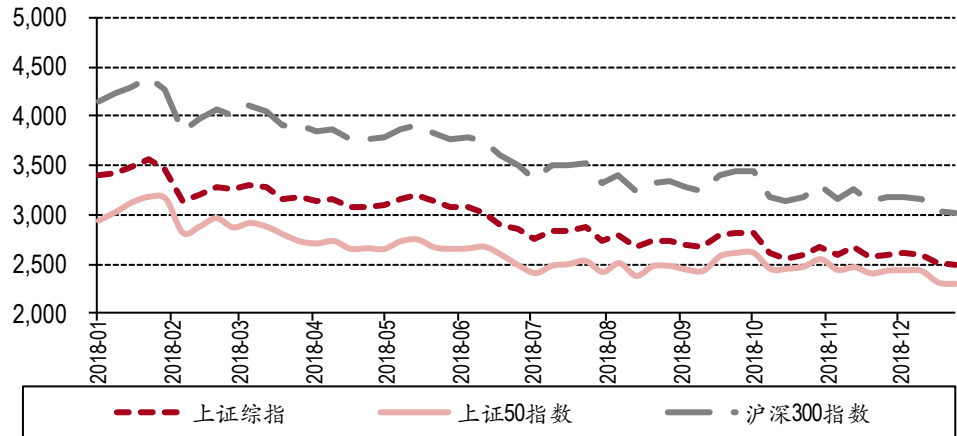
图表 34. 沪深 300、创业板、券商 II、保险 II 指数变化 .....	22
图表 35. 券商板块历史 PB 估值变化 .....	22
图表 36. 上市券商估值表 .....	23

## 1 证券行业 2018 年业绩大幅缩水，行业集中度进一步提升

### 1.1 2018 年市场行情持续走低，成交量持续萎缩

2018 市场指数高开低走，持续下行趋势。2018 年市场行情高开低走，自 2 月份以来，A 股行情持续下行的趋势。上证综指自 1 月 29 日创下 2015 年以来新高的 3587 点之后，一路下探最低触及 2440 点，较年内高点累计下跌 32%。

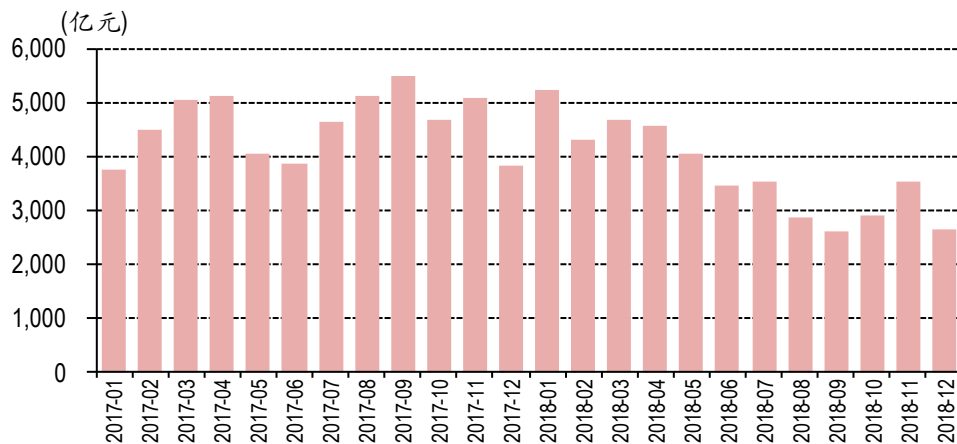
图表 1. 2018 年上证综指、沪深 300、上证 50 走势



资料来源：万得，中银国际证券

在市场行情持续低迷以及国内外诸多不确定性因素的不利影响下，市场的风险偏好逐渐下降，市场成交活跃度也随之下降，市场月度日均股票成交额由 2018 年 1 月的 5222.27 亿元持续下滑至 2018 年 12 月的 2641.38 亿元，市场的成交活跃度降至冰点。

图表 2. 2017/01-2018/12 月度日均股票成交额



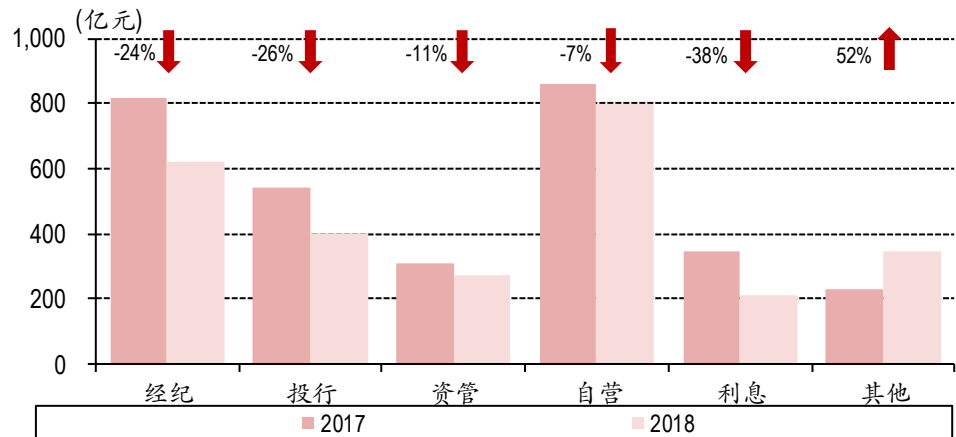
资料来源：万得，中银国际证券



## 1.2 2018 年全行业合计净利润同比下滑 41.04%

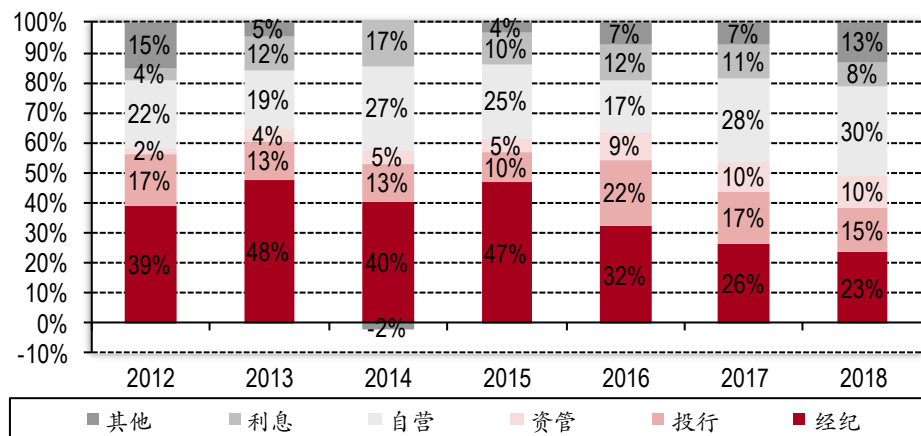
营业收入同比下滑 14.5%，自营业务仍为第一大收入来源。中证协发布了 2018 年证券行业经营数据：1) 131 家券商合计实现营业收入 2662.87 亿元，同比下滑 14.5%。2) 各主营业务全线下滑，其中信用、投行、经纪、资管、自营业务收入同比增速分别为-38%、-26%、-24%、-11%、-7%。3) 业务结构有所调整，自营业务、经纪业务、投行业务、资管业务与信用业务收入占比分别达到 30%、23%、15%、10%、8%，其中自营业务占比较去年继续提升 2 个百分点，维持第一大收入贡献来源；经纪、投行、信用业务占比持续下滑。

图表 3. 2017vs2018 全行业各项业务收入及增速



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 4. 2012-2018 年证券行业各项业务收入占比情况



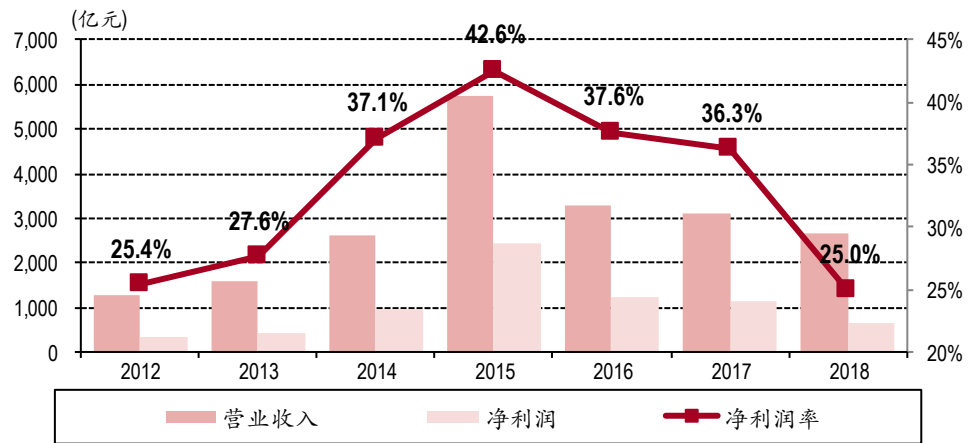
资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

净利润同比大幅下滑 41.04%，净利润率 25.0% 创新低。1) 131 家券商合计实现净利润 666.20 亿元，同比大幅下滑 41.04%。2) 2018 年证券行业的净利润率仅为 25.0%，较 2017 年的 36.3% 下滑 11.3 个百分点。券商的净利润率由 2015 年的 42.6% 的高点持续下滑，2018 年更是创下了近 7 年来的新低，主要受融资成本上升以及股票质押风险暴露使券商大额计提信用减值准备所致。

ROE 大幅下滑，创下近 7 年最低水平。2018 年证券行业平均 ROE 为 3.56%，较 2017 年下降近 3 个百分点，创下自 2012 年以来的最低 ROE。

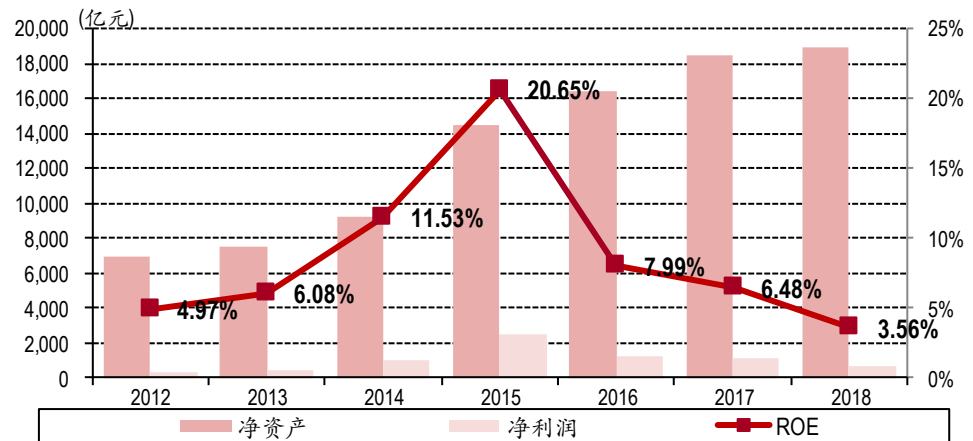


图表 5.2012-2018 年证券行业净利润率变化情况



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 6.2012-2018 年证券行业 ROE 变化情况



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

### 1.3 上市券商业绩分化明显，行业集中度进一步提升

上市券商 2018 年业绩分化明显。截至 2019 年 2 月 27 日，已有 26 家上市券商发布了 2018 年业绩预告，无一实现业绩正增长，且业绩分化十分明显：1) 申万宏源、中信证券、中信建投三家券商业绩表现大幅领先，同比分别下滑 8.99%、17.83%、23.11%；2) 26 家券商中，预计业绩同比跌幅超过 50% 的多达 14 家，其中兴业证券、中原证券、长江证券业绩同比下降幅度超过了 80%。



图表 7. 2018 年上市券商 (26 家) 预计归母净利润与增速

券商简称	2018 年预计归母净利润 (亿元)	较 2017 年变化额 (亿元)	同比(%)
申万宏源	41.86	-4.13	-8.99
中信证券	93.94	-20.39	-17.83
东兴证券	9.20~10.20	-2.89~-3.89	-22~-30
中信建投	30.87	-9.28	-23.11
国信证券	34.23	-11.514365	-25.17
华林证券	3.45	-1.18	-25.58
国泰君安	67.08	-31.73	-32.11
浙商证券	7.21	-3.42	-32.16
长城证券	5.86	-3.04	-34.18
海通证券	52.13	-34.06	-39.52
国元证券	6.84	-5.2	-43.18
山西证券	2.20	-1.89	-46.26
太平洋	-12~-14	-13.16~-15.16	-48~-56
方正证券	6.00~7.20	-7.30~-8.50	-50~-60
东吴证券	3.25~3.90	-4.00~-4.65	-50~-60
光大证券	19.65	-21.06	-51.74
东北证券	2.00~3.00	-3.67~-4.67	-55~-70
西南证券	2.01~3.01	-3.68~-4.68	-55~-70
第一创业	1.06~1.48	-2.74~-3.17	-65~-75
东方证券	12.39	-23.14	-65.13
第一创业	1.24	-2.98	-70.59
西部证券	2.00	-5.52	-73.41
国海证券	0.85	-2.9	-77
兴业证券	1.00~5.00	-18~-22	-80~-100
中原证券	0.63~0.82	-3.60~-3.79	-81~-86
长江证券	2.59	-12.86	-83.23

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

从上市券商披露的月度财务数据口径来预测 2018 年的业绩, 同样可以看出券商间业绩分化严重。在有同比口径的 30 家上市券商中, 申万宏源、中信证券、海通证券、国泰君安证券 2018 年 1-12 月合计净利润增速分别为 17.11%、-6.27%、-8.06%、-15.17%, 位居行业前列。





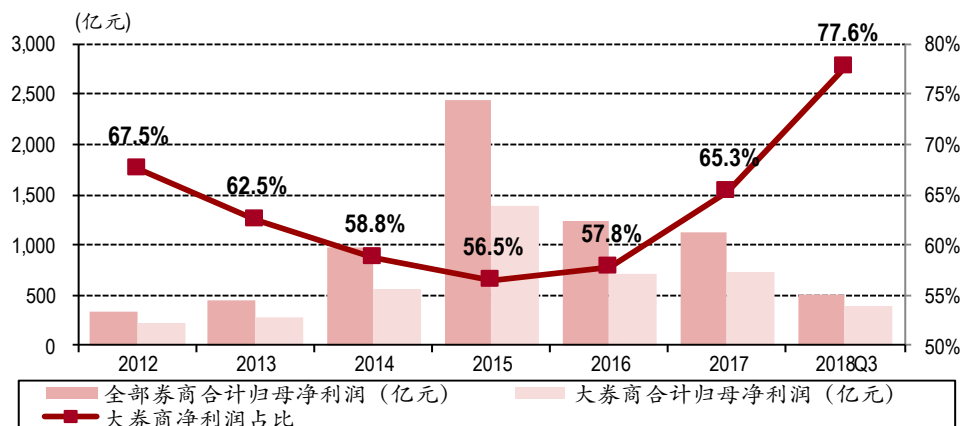
图表 8. 2018 年上市券商 (30 家) 1-12 月合计月度净利润及增速

	2018 年 1-12 月合计净利润	2017 年年 1-12 月合计净利润	同比增速(%)
华创证券	240	205	17
申万宏源	5,216	4,454	17
方正证券	1,473	1,430	3
中信证券	8,520	9,089	(6)
海通证券	6,045	6,575	(8)
东兴证券	1,053	1,225	(14)
国泰君安	7,358	8,674	(15)
国金证券	977	1,158	(16)
招商证券	4,205	5,027	(16)
银河证券	2,878	3,650	(21)
国信证券	3,316	4,367	(24)
华泰证券	7,349	10,374	(29)
华安证券	417	642	(35)
光大证券	2,116	3,335	(37)
广发证券	4,525	7,156	(37)
安信证券	1,322	2,209	(40)
国元证券	566	958	(41)
山西证券	282	482	(42)
第一创业	213	369	(42)
东吴证券	426	766	(44)
兴业证券	1,127	2,140	(47)
西部证券	335	873	(62)
东方证券	1,213	3,216	(62)
东北证券	163	520	(69)
长江证券	363	1,479	(75)
西南证券	103	856	(88)
国海证券	8	292	(97)
中原证券	(54)	431	(113)
江海证券	(52)	338	(116)
太平洋	(923)	169	(648)

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

**证券行业集中度加速提升。**自 2015 年以来, 证券行业的集中度不断提升, 2018 年随着行业寒冬季的到来, 行业集中度加速提升。我们以 11 家大型上市券商 (中信证券、国泰君安、华泰证券、广发证券、海通证券、申万宏源、招商证券、中信建投、国信证券、中国银河、光大证券) 为样本, 统计了 2012-2018Q3 期间这 11 家券商合计净利润占行业净利润的比重, 2015 年这一比重为 57%, 为近七年来最低点, 也是行业集中度最低的时期。截至 2018 年三季度末, 11 家大券商净利润占比提升至 78%, 较 2017 年末的 65% 大幅提升 13 个百分点, 行业集中度正在加速抬升。

图表 9. 2012-2018Q3 证券行业集中度变化



资料来源: 万得, 中银国际证券

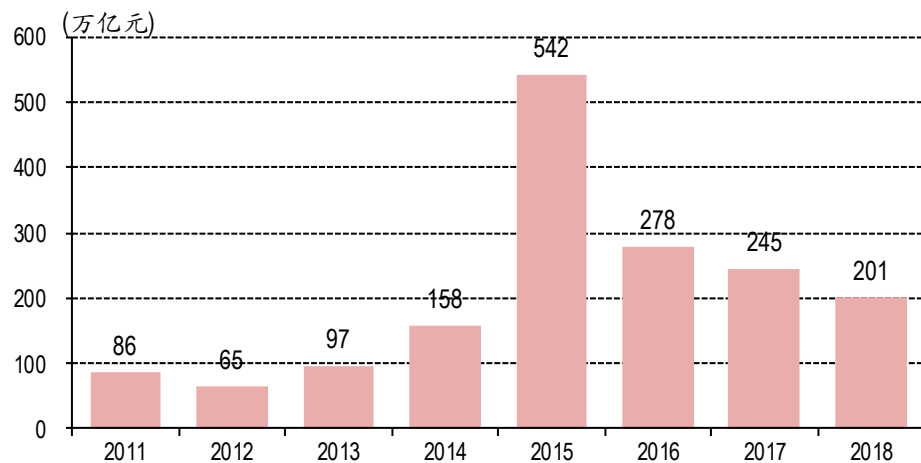
## 2 券商主营业务全线下滑，自营业务表现好于预期

### 2.1 经纪：市场成交量持续萎缩，收入显著下滑

下半年以来股市场成交量大幅萎缩。2018 年度全市场双边股基成交额为 201.13 万亿元，同比下滑 17.98%，其中下半年双边股基成交额 86.07 万亿元，同比大幅下滑 34.57%，其中 9 月份双边股基成交额 11.42 万亿元，股基日均成交额仅 3007 亿元，12 月股基日均成交额 3144 亿元，为成交最为清淡的两个月。下半年成交量的萎缩直接导致下半年全行业经纪业务收入同比下降 39.95%，降幅较上半年的 6.38% 显著扩大。

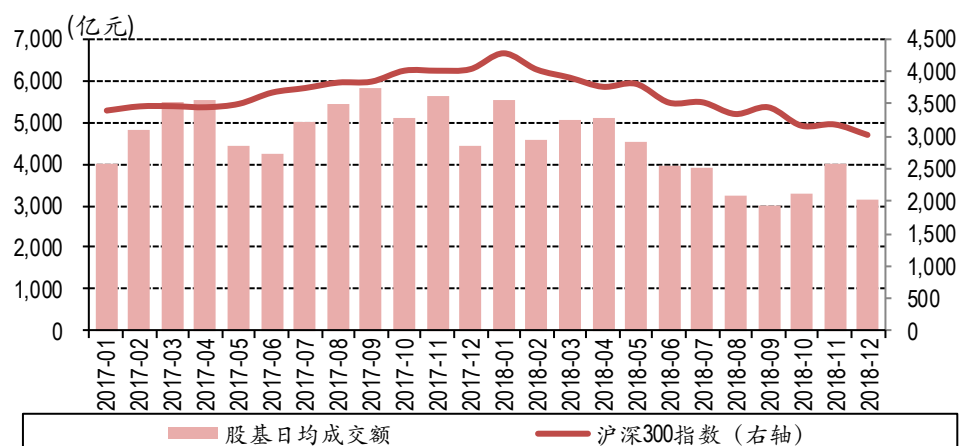
全行业经纪业务净收入同比下滑 24.06%，佣金率微降。2018 年全部 131 家券商合计实现经纪业务净收入 623.42 亿元，同比下滑 24.06%。经纪业务收入占营业收入的比重继续下滑，已经由 2015 年高点的 46.79% 下滑至 2018 年的 23.41%，其收入贡献度排在各主营业务的第二位。2018 年券商经纪业务佣金率延续下滑态势，由 2017 年的万分之 3.3 微降至 2018 年的万分之 3.1。

图表 10. 2011-2018 全市场双边股基成交额



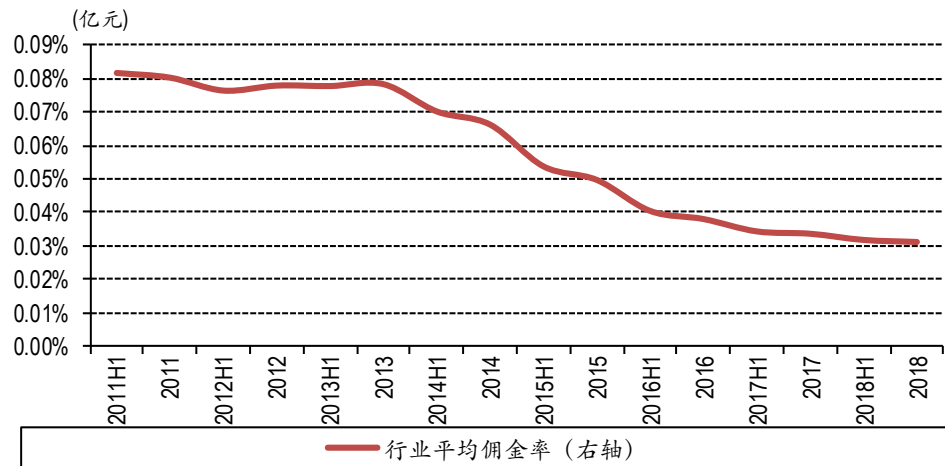
资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 11. 2017/1-2018/12 全市场月度股基日均成交额变化



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 12. 2011H1-2018 全行业平均佣金率变化

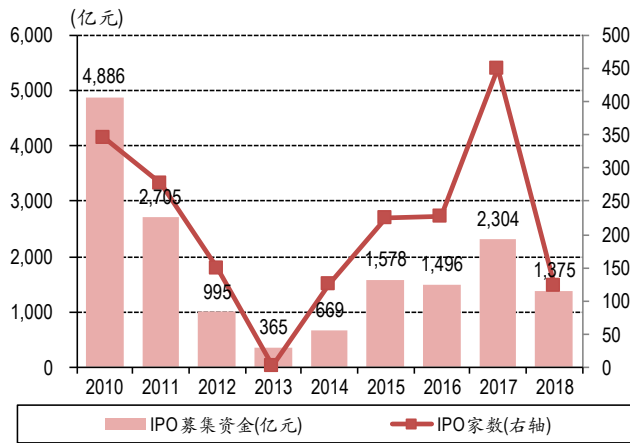


资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

## 2.2 投行：股冷债暖格局贯穿全年，收入同比下滑幅度扩大

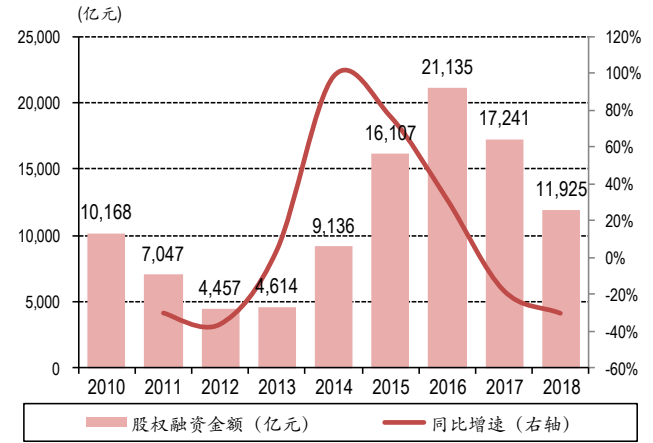
股权承销规模大幅下滑，收入同比下滑 26%。2018 年全行业股权承销金额 8947 亿元，同比下滑 41.05%，其中 IPO 金额达 1375 亿元，同比大幅下降 40.31%，主要受下半年以来 IPO 过会率下降、IPO 节奏明显放缓所影响，股权再融资（增发、配股）规模为 7572 亿元，同比大幅下滑 41.19%。债券承销方面，公司债、企业债、ABS 合计规模达 3.59 万亿元，同比大幅增加 31.06%。2018 年 131 家券商合计实现投行业务收入合计 401.48 亿元，同比下滑 26.14%，占营业收入比重由 2017 年的 17.46% 下滑至 15.08%。

图表 13. 2010-2018 首发募集资金规模及家数



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 14. 2010-2018 股权融资规模及增速



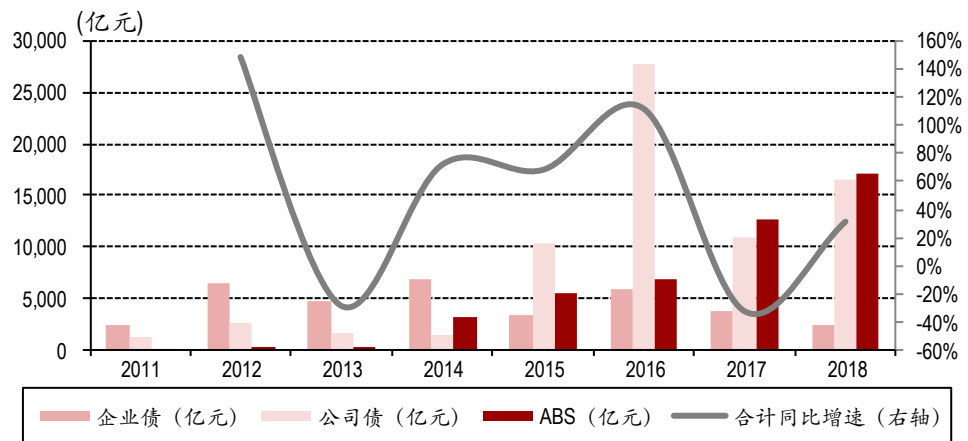
资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

股权承销市场集中度高。2018 年全市场首发融资与再融资（增发、配股）规模合计为 8947 亿元，同比下滑 41.05%。上市券商中，中信证券 2018 年股权融资（首发+再融资）金额排名全行业第一，合计承销金额 1295 亿元，市场份额高达 14.47%，华泰证券、中信建投市场份额分别达到 14.34%、13.39%。华泰证券 2018 年 IPO 金额 194.85 亿元，市场份额达 14.17%，排名 A 股上市券商第一名。中信建投、中信证券市场份额分别达 9.62% 与 9.29%，位居二三位。

债权融资规模大幅增加，中信证券一马当先。2018 券商承销企业债规模达 2370 亿元，同比下滑 36.18%，承销公司债规模达 1.65 万亿元，同比增长 49.81%，ABS 规模达 1.71 万亿元，同比增长 34.46%。2018 年股冷债暖的格局贯穿了全年。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 12.85%、9.78%、8.41%。



图表 15. 2011-2018 债券发行规模



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 16. 2018 年上市券商股权承销排名 (合并口径)

券商	股权承销市场		承销家数			承销金额 (亿元)			
	份额(%)	首发	增发	配股	合计	首发	增发	配股	合计
中信证券	14.47	11	31	0	42	127.76	1,166.83	0.00	1,295
华泰证券	14.34	10	25	0	35	194.85	1,088.45	0.00	1,283
中信建投	13.39	9	30	2	41	132.25	1,004.60	61.36	1,198
国泰君安	5.29	4	19	0	23	28.69	444.90	0.00	474
海通证券	4.99	6	14	0	20	25.03	421.33	0.00	446
国信证券	4.70	2	9	2	13	45.22	306.59	68.61	420
招商证券	2.88	8	11	0	19	78.76	178.49	0.00	257
国元证券	2.63	1	3	0	4	15.19	220.36	0.00	236
申万宏源	2.26	0	5	0	5	0.00	202.03	0.00	202
广发证券	1.82	7	19	0	26	37.95	124.56	0.00	163
东方证券	1.47	3	7	2	12	18.84	101.18	11.57	132
东兴证券	1.14	1	13	0	14	8.36	94.02	0.00	102
东吴证券	1.13	3	7	0	10	17.90	83.22	0.00	101
兴业证券	1.05	4	3	1	8	27.99	48.51	17.50	94
山西证券	1.05	2	7	1	10	4.57	80.75	8.41	94
国金证券	0.95	4	7	2	13	25.42	36.66	22.94	85
长江证券	0.78	3	3	0	6	14.48	55.57	0.00	70
中国银河	0.69	2	1	0	3	18.58	42.92	0.00	62
浙商证券	0.49	2	3	0	5	26.73	17.51	0.00	44
国海证券	0.47	2	4	0	6	8.36	33.62	0.00	42
方正证券	0.36	0	4	0	4	0.00	32.31	0.00	32
南京证券	0.31	1	3	0	4	2.12	25.57	0.00	28
华林证券	0.29	2	4	0	6	5.68	20.57	0.00	26
光大证券	0.29	1	3	0	4	4.30	21.26	0.00	26
东北证券	0.23	1	2	1	4	5.59	8.72	5.98	20
第一创业	0.22	1	3	0	4	4.25	15.49	0.00	20
财通证券	0.20	0	1	0	1	0.00	17.96	0.00	18
华西证券	0.16	0	3	0	3	0.00	14.25	0.00	14
天风证券	0.12	0	3	0	3	0.00	11.13	0.00	11
西南证券	0.11	0	2	0	2	0.00	9.46	0.00	9
西部证券	0.05	1	0	0	1	4.83	0.00	0.00	5
中原证券	0.04	1	1	0	2	1.38	2.01	0.00	3
<b>上市券商</b>	<b>78.37</b>	<b>92</b>	<b>250</b>	<b>11</b>	<b>353</b>	<b>885.10</b>	<b>5,930.84</b>	<b>196.38</b>	<b>7,012</b>
<b>行业合计</b>	<b>100.00</b>	<b>147</b>	<b>389</b>	<b>18</b>	<b>554</b>	<b>1,375.41</b>	<b>7,343.52</b>	<b>228.32</b>	<b>8,947</b>

资料来源：万得，中银国际证券

图表 17. 2018 年上市券商债券承销排名 (合并口径)

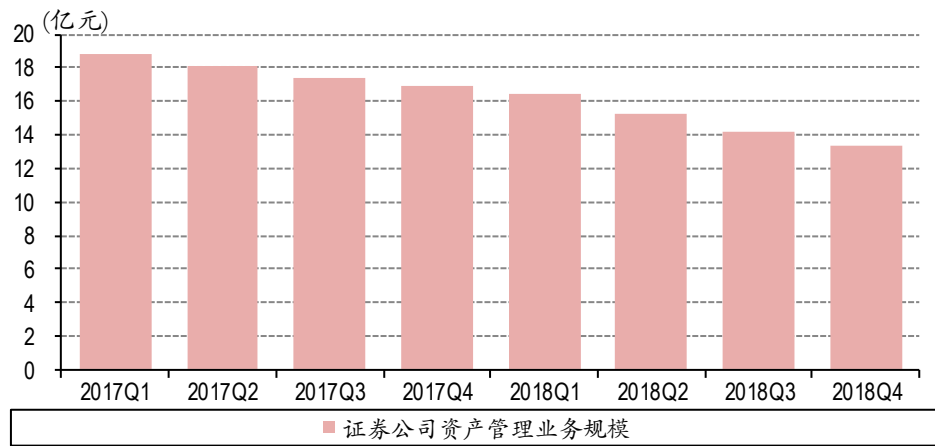
券商	承销金额 (亿元)	市场份额 (%)	公司债 (亿元)	企业债 (亿元)	金融债 (亿元)	资产支持证券 (亿元)
中信证券	6,106.21	12.85	1,393.21	68.17	2,196.56	2,448.27
中信建投	4,643.75	9.78	2,191.60	156.67	1,160.50	1,134.99
招商证券	3,994.24	8.41	668.22	19.00	979.18	2,327.84
光大证券	2,683.87	5.65	443.47	10.00	690.49	1,539.91
国泰君安	2,535.03	5.34	918.26	48.79	987.76	580.22
海通证券	1,919.53	4.04	840.19	193.53	424.41	461.39
华泰证券	1,618.68	3.41	411.69	26.00	380.00	801.00
广发证券	1,296.50	2.73	581.00	48.00	234.90	432.60
兴业证券	853.48	1.80	396.45	33.70	334.47	88.86
国信证券	837.22	1.76	370.97	92.07	64.00	310.18
申万宏源	752.03	1.58	225.91	55.00	168.50	302.63
东方证券	718.02	1.51	154.73	78.50	331.45	153.35
中国银河	702.08	1.48	252.58	24.00	416.00	9.50
方正证券	641.22	1.35	298.35	59.10	59.40	224.38
天风证券	527.73	1.11	170.27	55.20	0.50	301.76
东兴证券	401.50	0.85	108.37	14.50	41.03	237.59
长江证券	332.17	0.70	147.64	46.40	70.25	67.88
国金证券	298.90	0.63	83.40	29.00	0.00	186.50
华西证券	295.93	0.62	100.20	47.20	0.00	148.53
东吴证券	264.82	0.56	135.99	50.60	50.00	28.23
山西证券	221.76	0.47	84.35	0.00	50.00	87.41
浙商证券	206.35	0.43	133.45	72.90	0.00	0.00
西南证券	198.36	0.42	104.59	35.20	30.00	28.58
财通证券	187.55	0.39	75.75	98.40	0.00	13.40
西部证券	175.61	0.37	144.28	0.00	25.00	6.33
第一创业	152.55	0.32	38.40	0.00	75.07	39.09
东北证券	69.82	0.15	56.82	13.00	0.00	0.00
国元证券	67.82	0.14	4.00	60.50	0.00	3.32
太平洋	51.07	0.11	32.10	7.00	0.00	11.97
华安证券	48.95	0.10	17.95	23.00	8.00	0.00
中原证券	47.03	0.10	43.20	0.00	0.00	3.83
国海证券	41.03	0.09	25.03	0.00	16.00	0.00
南京证券	38.00	0.08	20.00	0.00	18.00	0.00
东方财富	30.00	0.06	30.00	0.00	0.00	0.00
华林证券	29.92	0.06	10.00	13.00	0.00	6.92
<b>上市券商</b>	<b>32,988.78</b>	<b>69.44</b>	<b>10,712.44</b>	<b>1,478.42</b>	<b>8,811.46</b>	<b>11,986.45</b>
<b>行业合计</b>	<b>47,505.78</b>	<b>100.00</b>	<b>16,491.75</b>	<b>2,369.58</b>	<b>11,561.63</b>	<b>17,082.82</b>

资料来源: 万得, 中银国际证券

### 2.3 资管: 资管规模持续下降, 收入增速由正转负

资管业务收入增速由正转负, 资管规模持续下降。随着《资管新规》以及配套文件的相继出台, 通道类业务规模不断下降, 破除刚兑净值化管理的要求对券商的主动管理提出了更高的要求。虽然资管总规模较年初下滑, 但是主动管理资产规模则稳步提升。2018 年全行业实现资产管理业务收入 275 亿元, 同比下滑 11.35%, 较前三季度收入增速由正转负。资管业务收入占营收比重由 2017 年的 9.96% 提升至 10.33%。受资管新规去通道相关规定的影响以及市场行情的持续低迷, 定向资管规模以及主动管理资管规模均出现了不同程度的下降。截至 2018 年末, 全市场券商资管规模由 2017 年末的 16.88 万亿下降至 13.40 万亿元, 同比下滑 20.64%。

图表 18. 2017Q1-2018Q4 证券公司资产管理规模

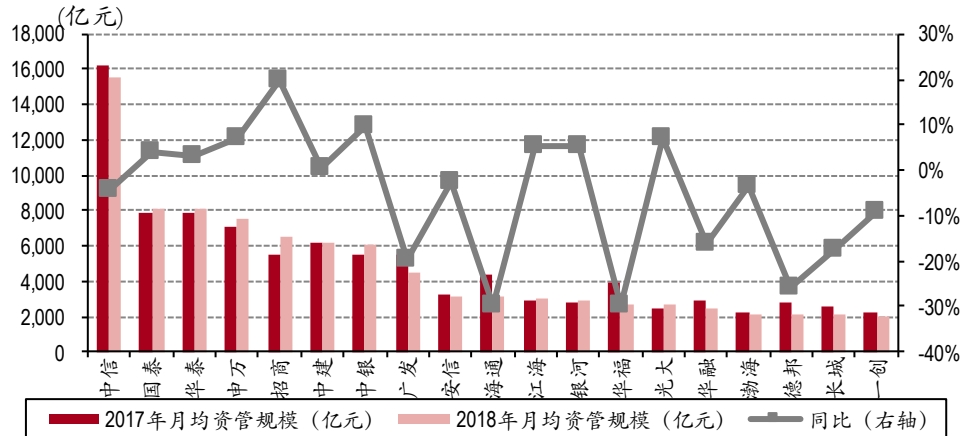


资料来源: 万得, 中银国际证券

分各公司来看, 中信证券 2018 年月均资管规模为 1.55 万亿元, 较 2017 年下降 4.22%, 但仍保持全行业第一位。国泰君安、华泰证券 2018 年月均资管规模分别为 8128.54 亿元、8124.21 亿元, 分列二三位。资管规模排名前 20 的券商中, 招商证券月均资管规模增速最高, 为 19.87%。

从主动管理资管规模来看, 中信证券 2018 年月均主动管理资管规模为 6020.51 亿元, 位居全行业第一位, 国泰君安、广发证券月均主动管理资管规模分别为 3099.27 亿元、2606 亿元, 位列行业二三位。

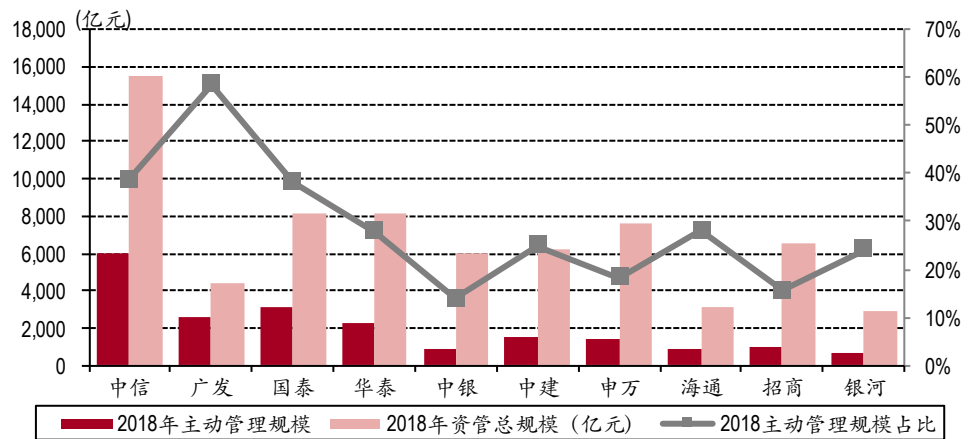
图表 19. 2017 vs 2018 上市券商 (19 家) 月均资管规模及增速



资料来源: 万得, 中银国际证券



图表 20. 2017 vs 2018 上市券商 (10 家) 主动管理规模及其占比

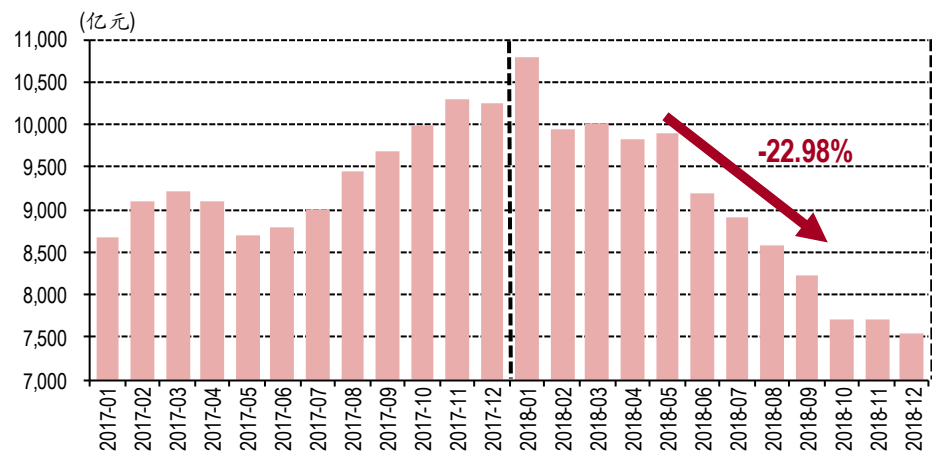


资料来源: 万得, 中银国际证券

## 2.4 信用: 两融余额与股票质押市值持续下降, 收入大幅下滑

两融余额与股票质押市值均持续下滑。2018 年受市场行情持续下行的影响, 全市场融资融券余额与股票质押市值不断下滑, 截至 2018 年末, 融资融券余额为 7557.04 亿元, 较 2018 年 1 月末高点下降 29.98%, 股票质押参考市值为 4.24 万亿元, 较 2018 年 3 月末高点下降 33.92%。

图表 21. 2018 年 1-9 月上市券商利息净收入及同比增速

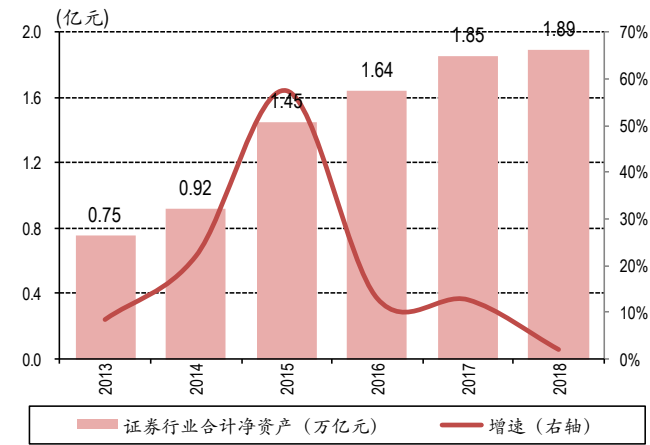


资料来源: 万得, 中银国际证券



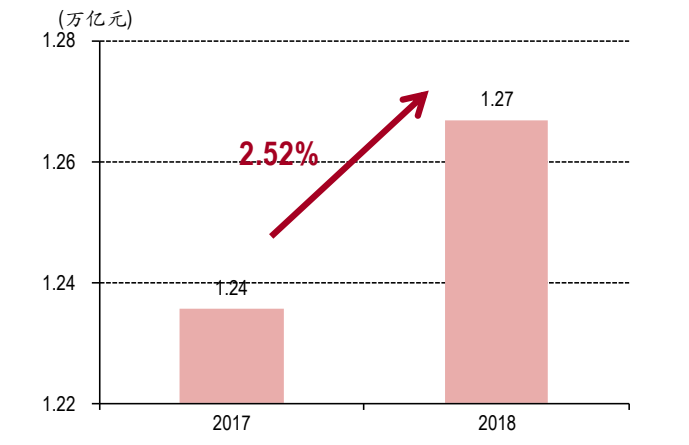
**券商净资产增速放缓。**2018年末，证券行业全部131家券商的净资产为1.89万亿元，较2017年末小幅增长2.16%，显著低于去年同期12.8%的增速，主要由于由于自营投资亏损以及股票质押业务强制平仓对净资产的侵蚀。根据上市券商发布的月度财务数据，截至2018年末34家有可比口径的上市券商合计净资产达1.27万亿元，较2017年末的1.24万亿元增长2.52%，净资产增速高于行业平均水平近0.4个百分点。

图表 24. 2013-2018 全部券商合计净资产



资料来源：万得，中银国际证券

图表 25. 2018 年 34 家上市券商（有可比口径）合计净资产



资料来源：万得，中银国际证券

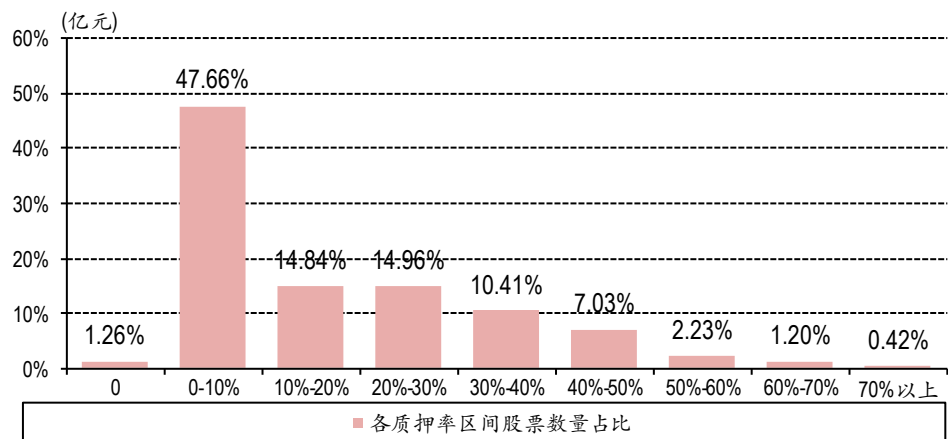
## 3 股质风险拖累 18 年业绩，19 年业绩望回暖

### 3.1 股票质押风险集中暴露

市场持续下行导致股票质押风险集中暴露。截至 2018 年 12 月 31 日，沪深 300 指数累计下跌 25.31%，创业板指数累计下跌 28.65%，中小板指数累计下跌 37.75%，致使部分被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。

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 31 日，A 股市场中共 3584 只个股中，质押率达到 70% 以上的有 15 只，占比 0.42%；质押率达到 50% 以上的有 138 只，占比 3.85%；质押率达到 10% 以上的有 1831 只，占比 51.09%。（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 26. 个股股票质押率情况



资料来源：万得，中银国际证券

### 3.2 受股质风险影响，券商大额计提资产减值拖累全年业绩

截至 2018 年末全市场股票质押风险水平仍然较高。我们对截至 2018 年 12 月底的全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在 15% 左右，反映了 2018 年全市场股票质押风险水平较高，亟待化解。

上市券商大额计提资产减值。截至 2 月 27 日，共有 14 家上市券商披露了 2018 年全年计提的资产减值数额，其中太平洋证券、申万宏源证券、兴业证券全年合计计提资产减值分别为 9.72 亿元、6.67 亿元、6.51 亿元，排名前三位。

大部分券商年底一次性计提金额较大，将对业绩造成较大影响。14 家公布资产减值数据的券商中，有 10 家券商四季度新增计提的资产减值金额超过了全年计提总额的 50%。其中，太平洋证券、东兴证券、兴业证券四季度新增资产减值占比超过全年的 80%。大部分券商选择年底一次性大额计提资产减值，预计将对 2018 年的业绩造成较大的影响，严重拖累净利润增速。



图表 27. 2018 年上市券商（12 家）计提资产减值情况

券商简称	前三季度累计资产减值 (亿元)	全年合计资产减值 (亿元)	四季度净新增资产减值 (亿元)	四季度新增资产减值占 全年比重(%)
太平洋	(0.24)	9.72	9.96	102
东兴证券	0.13	1.86	1.73	93
兴业证券	1.23	6.51	5.29	81
申万宏源	1.48	6.67	5.19	78
东北证券	1.15	4.97	3.81	77
西部证券	1.31	4.90	3.59	73
国海证券	0.39	1.33	0.94	71
中原证券	1.04	2.79	1.76	63
方正证券	2.05	4.70	2.65	56
长江证券	1.30	2.94	1.64	56
长城证券	0.92	1.63	0.71	43
西南证券	2.43	3.83	1.40	37
光大证券	3.61	5.53	1.92	35
国元证券	0.99	1.44	0.45	31

资料来源：万得，中银国际证券

### 3.3 2019 年盈利展望

2018 年是证券行业的寒冬季，全行业净利润同比大幅下滑 41.04%，净利润水平为近五年新低。2019 年 2 月以来，两市成交活跃度快速提升，成交额与换手率均大幅提升，投资者情绪抬升，市场显著升温，券商有望迎来春天。我们对 2019 年的日均成交量、承销规模、两融平均规模、股权质押平均融出资金、股债投资收益率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，证券行业 2019 年整体净利润增速为 9.98%、30.68%、54.85%；在乐观、悲观假设下，全行业 2019 年第一季度净利润同比增速为 4.28%、25.72%，环比增速为 44.82%、74.45%。



图表 28. 2019 年证券行业业绩弹性测算

证券行业业绩测算		2017	2018	2019E		
单位: 亿元		实际	实际	悲观	中性	乐观
经纪业务	市场日均成交额	5,011	4,116	4,100	4,300	4,700
	净佣金率(%)	0.034	0.031	0.029	0.030	0.031
	<b>经纪业务净收入</b>	<b>821</b>	<b>623</b>	<b>580</b>	<b>630</b>	<b>711</b>
投行业务	IPO 募资规模	2,304	1,375	1,513	1,650	1,788
	债权承销规模	27,426	35,944	35,944	37,741	39,539
	增发规模	12,874	7,572	8,329	9,086	9,843
	IPO 承销收入	104	55	68	74	80
	债券承销收入	137	137	180	189	198
	增发承销收入	129	61	67	73	79
	承销保荐收入	15	6	8	9	10
	财务顾问收入	125	112	120	134	147
	投资咨询收入	34	32	32	32	32
	<b>投行业务净收入</b>	<b>544</b>	<b>401</b>	<b>443</b>	<b>478</b>	<b>514</b>
信用业务	两融平均规模	9,359	9,030	7,500	8,000	8,500
	股票质押融出资金规模	11,657	9,701	6,400	7,200	8,000
	净利率(%)	1.66	1.15	1.04	1.07	1.15
	<b>总利息净收入</b>	<b>348</b>	<b>215</b>	<b>144</b>	<b>163</b>	<b>190</b>
自营业务	权益类占比(%)	33.00	28.00	28.00	33.00	40.00
	沪深 300 涨幅(%)	21.78	(25.31)	15.00	35.00	50.00
	自营收入增速		(7.05)	4.20	11.55	20.00
	<b>自营业务净收入</b>	<b>861</b>	<b>800</b>	<b>834</b>	<b>893</b>	<b>960</b>
资管业务	券商资管平均规模	177,800	148,300	140,885	148,300	155,715
	资管综合费率(%)	0.17	0.19	0.19	0.20	0.20
	<b>资管业务净收入</b>	<b>310</b>	<b>275</b>	<b>268</b>	<b>297</b>	<b>311</b>
其它业务净收入	230	230	348	348	348	
营业总收入	3,113	3,113	2,663	2,808	3,034	
净利润率(%)	36.30	25.02	28.00	31.00	34.00	
净利润	1,130	666	733	871	1,032	
预计净利润同比增速(%)		(41.04)	9.98	30.68	54.85	

资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 29. 2019 年一季度证券行业业绩弹性测算

证券行业业绩测算		2018Q1	2018Q4	2019Q1E	
单位: 亿元		实际	实际	中性	乐观
经纪业务净收入		195	128	150	164
投行业务净收入		81	142	120	128
信用业务净收入		66	58	41	47
自营业务净收入		163	274	297	318
资管业务净收入		68	72	74	78
其它业务净收入		87	96	87	87
营业总收入		660	770	768	822
净利润率(%)		35.71	22.05	32.00	36.00
净利润		236	170	246	296
净利润同比增速(%)				4.28	25.62
净利润环比增速(%)				44.82	74.45

资料来源: 万得, 中银国际证券

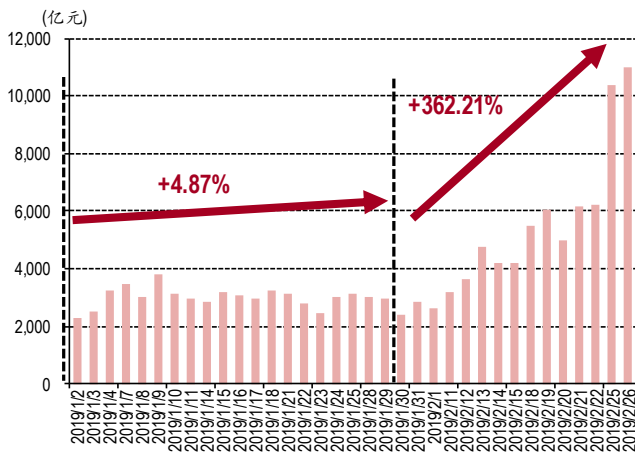


## 4 投资建议

券商持续享政策面利好。自2018年10月以来，券商迎来了一系列政策面利好，包括设立科创板并试点注册制、股票质押风险化解举措、沪伦通、股指期货规则松绑、并购重组改革、第三方接口放开、MOM产品指引等政策。券商享受持续的政策利好，2019年业绩有望大幅回暖。

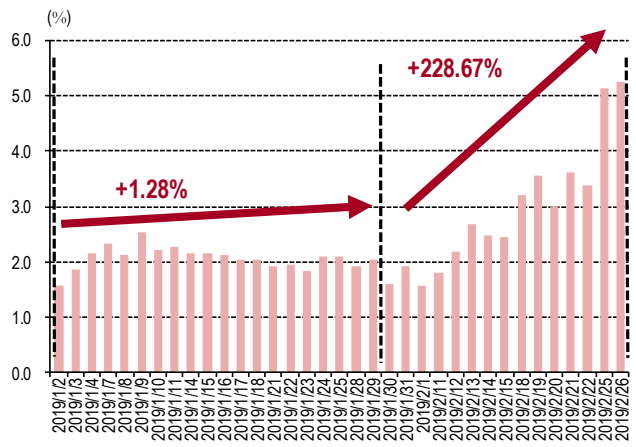
成交额与换手率均大幅提升，市场情绪快速升温。市场活跃度自2019年1月底开始快速提升，2月26日单日股票成交额10977亿元，较1月30日的2372.88亿元大幅增长362.21%；两市平均换手率达到5.26%，较1月30日的1.60%已大幅提升近4个百分点。两市成交额以及换手率的快速提升反映出市场情绪高涨，快速升温。

图表 30. 2019 年两市单日股票成交额变化



资料来源：万得，中银国际证券

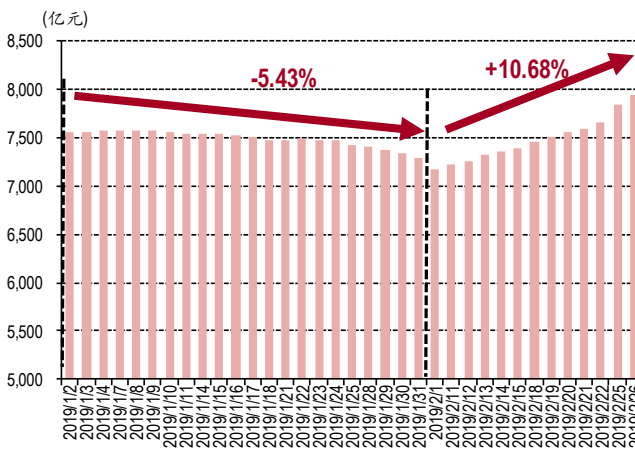
图表 31. 2019 年两市单日平均换手率变化



资料来源：万得，中银国际证券

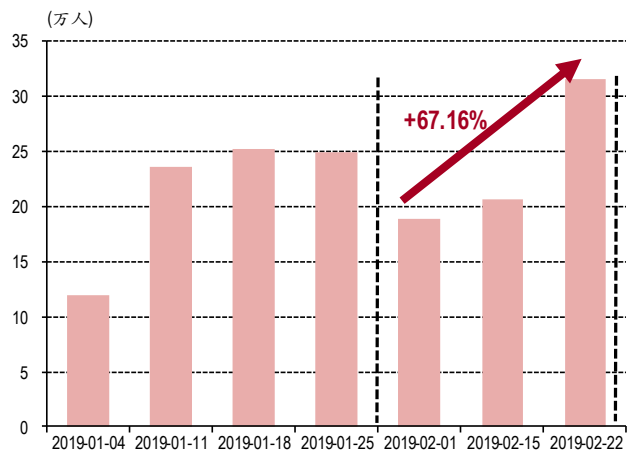
两融与新增投资者增长也已经进入快速增长期。2月两融余额开始回升。截至2019年2月26日，两融余额为7935.13亿元，较最低点7169.51亿元累计增长10.68%。截至2月22日，单周的新增投资者达到31.61万户，较低点18.91万增长67.16%。相比成交量与换手率，两融余额与新增投资者增长虽然相对滞后，但是市场风险偏好和个人投资者情绪已进入快速上升期。

图表 32. 2019 年两市融资融券余额变化



资料来源：万得，中银国际证券

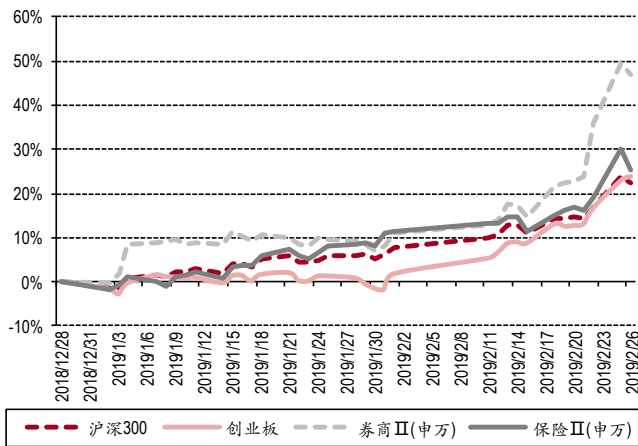
图表 33. 2019 年两市周度新增投资者数量



资料来源：万得，中银国际证券

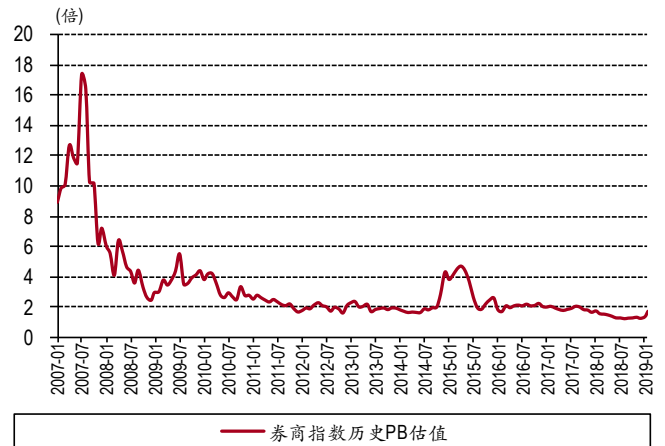
市场情绪快速升温，券商望继续引领上升行情。2019年2月以来，市场快速升温，沪深300指数、创业板指、券商指数、保险指数已分别上涨15.09%、25.98%、35.72%、12.99%，全年已分别累计上涨22.39%、23.71%、46.85%、25.48%，截至目前券商板块涨幅仍大幅领先市场指数，领航上升行情。券商政策面利好+市场情绪提振是近期上涨逻辑最强的热点板块，目前券商板块平均PB为1.86倍，仍然低于券商板块历史估值中位数2.17倍，看好东方财富（市场活跃度提升最受益）、东方证券（主动投资能力放大弹性）、中信建投（投行业务率先受益于科创板推出，流通盘小弹性大）。

图表 34. 沪深 300、创业板、券商 II、保险 II 指数变化



资料来源：万得，中银国际证券

图表 35. 券商板块历史 PB 估值变化



资料来源：万得，中银国际证券

图表 36. 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	24.46	2,783	2.08	1.98	1.91	1.84	28.44	25.92	27.80	23.98	买入
601688.SH	华泰证券	23.75	1,795	2.02	1.95	1.82	1.75	27.13	18.34	22.37	20.56	买入
600837.SH	海通证券	13.02	1,369	1.36	1.27	1.24	1.21	18.62	17.38	26.57	22.45	增持
601211.SH	国泰君安	19.96	1,678	1.52	1.41	1.37	1.33	15.46	17.60	22.85	20.10	增持
000776.SZ	广发证券	16.90	1,201	1.64	1.52	1.47	1.40	16.04	14.98	21.04	15.96	增持
600999.SH	招商证券	17.99	1,129	2.01	1.88	1.81	1.75	22.30	20.83	27.26	23.36	增持
601066.SH	中信建投	22.13	1,497	4.12	3.87	3.59	3.25	32.17	42.14	58.14	54.49	增持
000166.SZ	申万宏源	5.64	1,271	2.16	2.05	1.83	1.69	23.50	27.63	30.55	21.48	增持
601881.SH	中国银河	11.73	936	1.93	1.84	1.80	1.76	23.07	29.87	41.89	35.55	未有评级
002736.SZ	国信证券	11.86	973	2.25	2.07	2.01	1.94	21.35	21.26	32.05	28.24	未有评级
601788.SH	光大证券	13.53	582	1.32	1.28	1.25	1.22	20.70	20.68	25.06	22.18	未有评级
601901.SH	方正证券	7.68	632	1.78	1.69	1.66	1.62	24.77	42.67	42.67	42.67	未有评级
300059.SZ	东方财富	20.90	1,080	5.80	7.36	6.92	6.43	151.33	169.60	97.48	77.80	买入
600958.SH	东方证券	12.79	826	1.96	1.69	1.70	1.67	34.35	25.17	69.72	54.06	增持
601377.SH	兴业证券	7.03	471	1.49	1.41	1.39	1.37	23.01	20.60	53.20	45.78	增持
000728.SZ	国元证券	9.89	333	0.94	1.31	1.29	1.26	13.74	24.73	31.90	27.47	未有评级
601555.SH	东吴证券	9.43	283	1.40	1.36	1.35	1.33	18.86	36.27	72.54	76.36	未有评级
600369.SH	西南证券	5.39	304	1.60	1.57	1.55	1.52	33.69	44.92	59.89	44.92	未有评级
600109.SH	国金证券	10.14	307	1.75	1.63	1.58	1.54	23.64	25.54	29.82	26.68	未有评级
000783.SZ	长江证券	7.23	400	1.57	1.51	1.48	1.45	16.43	25.82	45.19	38.05	中性
000686.SZ	东北证券	8.96	210	1.35	1.34	1.32	1.31	15.45	32.00	64.00	67.37	未有评级
601198.SH	东兴证券	13.49	372	2.03	1.94	1.90	1.87	25.60	28.40	56.80	54.10	未有评级
000750.SZ	国海证券	5.86	247	1.80	1.80	1.78	1.77	24.42	65.11	130.22	124.02	未有评级
601099.SH	太平洋	4.20	286	2.42	2.44	2.43	2.43	42.00	247.06	494.12	520.12	未有评级
002673.SZ	西部证券	10.56	370	2.38	2.10	2.08	2.06	26.40	45.85	91.71	101.90	未有评级
002500.SZ	山西证券	8.39	237	1.93	1.90	1.88	1.87	49.35	59.93	119.86	126.17	未有评级
002797.SZ	第一创业	7.60	266	1.93	3.01	2.97	2.94	28.15	63.33	126.67	133.33	未有评级
601375.SH	中原证券	5.76	180	2.14	2.22	2.20	2.18	26.18	52.36	104.73	110.24	未有评级
600909.SH	华安证券	6.56	238	2.01	1.94	1.91	1.89	31.24	36.44	72.89	76.73	未有评级
601878.SH	浙商证券	10.45	348	3.28	2.58	2.52	2.48	25.49	30.74	61.47	64.71	未有评级
601108.SH	财通证券	10.58	380	2.32	1.87	1.83	1.76	19.24	23.51	47.02	22.04	未有评级
601990.SH	南京证券	13.25	364	3.54	3.50	3.46	3.42	66.25	77.94	155.88	164.09	未有评级
002926.SZ	华西证券	11.18	293	1.97	1.84	1.80	1.77	14.15	22.82	45.63	48.03	未有评级
	<b>大券商</b>		15,214	2.04	1.92	1.83	1.74	22.62	23.33	30.51	26.21	
	<b>行业</b>		23,642	2.12	2.09	2.03	1.97	29.77	44.17	73.00	70.76	
	<b>中小券商</b>		10,918	2.15	2.18	2.14	2.09	33.35	54.58	94.25	93.03	

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 2019 年 3 月 1 日，未有评级公司盈利预测来自万得一预期



## 5 风险提示

- 1) 证券行业具有强 Beta 属性，市场持续低迷对证券行业的经纪业务、两融业务、自营业务等主要收入来源业务带来业绩和估值双重压力；
- 2) 利率变化导致市场资金成本变化、对信用业务的融资成本产生影响，同时市场连续下跌引发信用业务风险；
- 3) 证券行业目前同质化竞争较为激烈，各公司提供的服务差距较小，随着外资逐渐进入国内资本市场，其强大的主动管理能力与运营经验，或将抢占部分资管业务与创新业务市场份额；
- 4) 证券公司海外布局加速，承担相应的海外市场风险和投资风险。；
- 5) 市场波动加剧，带来的股票质押业务压力加大，对当期利润和净资产的潜在风险。

## 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