



## 强于大市

# 证券行业 2019 年一季报综述

### 主要催化剂/事件

上市券商 2019 年一季报发布完毕。

行情回暖自营放大业绩弹性，券商拥抱行业春天

35 家上市券商 2019Q1 归母净利润同比大增 86.59%，净利润率与 ROE 分别回升至 38.69% 和 10.69%。2019Q1 市场行情大幅上涨，上市券商自营业务同比大幅增长 146%，收入贡献占比提升至 44%，其他业务除资管外均实现收入同比正增长。中性假设下，我们预计证券行业 2019 年业绩增速 71.56%。

- **2019Q1 上市券商净利润同比大增 86.59%，ROE 显著回升。**2019Q1 市场行情大幅回暖，沪深 300 指数上涨 28.62%。1) 2019Q1，35 家上市券商合计实现营业收入 976.64 亿元，同比增长 51.39%，实现归属于母公司股东净利润 377.89 亿元，同比大幅增长 86.59%。2) 35 家上市券商 19Q1 整体年化 ROE 与净利润率分别为 10.69% 与 38.69%，较 18 年的 3.65% 和 25.0% 分别大幅提升 7 个百分点和 14 个百分点，均实现显著回暖。3) 35 家上市券商合计自营、经纪、信用、投行、资管业务收入占比分别为 43.93%、18.68%、9.22%、10.3%、9.6%。其中自营收入贡献比重提升 17 个百分点。
- **自营业务撑起半壁江山，除资管外各业务均实现正增长。**1) 自营：35 家上市券商 19Q1 实现自营业务收入 429.06 亿元，同比增长 146.42%，集中体现了券商业绩的高弹性。2) 信用：35 家上市券商 19Q1 实现利息净收入合计 90.09 亿元，同比增长 32.02%。3) 经纪：19Q1 全市场股基成交额为 71.86 万亿元，同比增长 18.92%，35 家上市券商合计实现经纪业务收入 182.45 亿元，同比增长 6.33%。4) 投行：19Q1 投行业务继续呈现“股冷债暖”的格局，35 家上市券商合计实现投行业务收入 66.62 亿元，同比增长 8.47%。5) 资管：行业资管规模持续下滑，35 家上市券商 19Q1 合计实现资管收入 63.19 亿元，同比下滑 8.43%。
- **2019 年证券行业业绩有望大幅增长。**2019 年以来，市场行情普涨，市场情绪大幅提振，成交活跃度显著提升，券商 2019 年业绩有望大幅回暖。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 34.34%、71.56%、114.41%。

### 投资建议

- 政策面稳定友好，不断开放；市场仍然热情和信心较足，证券行业逻辑依然成立。从估值看，目前行业估值接近历史中枢，已经完成估值修复的左侧阶段，后续主要体现行业的 beta 属性。推荐两类券商：1) 板块后续行情最大的催化来自市场的 beta，看好 beta 更高的**东方财富、东方证券**；2) 政策面仍然有持续的利好落地，政策利好集中在龙头券商，看好估值相对较低的**海通证券、华泰证券**。

### 风险提示

- 市场波动、政策出台与国际环境对行业的影响超预期。

### 相关研究报告

《证券行业 2018 年年报综述》20190421  
《上市券商 3 月业绩点评》20190410  
《上市券商 3 月数据快评》20190409

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



## 目录

<b>1 上市券商拥抱行业春天，一季度业绩爆发式增长.....</b>	<b>5</b>
1.1 市场行情大幅回暖，成交活跃度快速提升.....	5
1.2 2019Q1 上市券商净利润同比大增 86.59%，ROE 显著回升.....	8
1.3 2019Q1 上市券商自营收入占比提升 17 个百分点，贡献显著提升.....	11
<b>2 自营业务撑起半壁江山，除资管外各业务均实现正增长.....</b>	<b>12</b>
2.1 经纪：市场成交额急剧萎缩致收入下滑明显.....	12
2.2 投行：股冷债暖格局持续，收入同比增长 8.47%.....	13
2.3 资管：主营业务中唯一收入增速为负的业务板块.....	17
2.4 信用：两融余额持续下降，收入同比下滑显著.....	17
2.5 自营：放大券商业绩弹性，收入贡献几乎占据半壁江山.....	19
2.6 衍生品：股指期货进一步松绑，加速常态化和改革.....	20
<b>3 盈利展望及投资建议.....</b>	<b>22</b>
3.1 2019 年盈利展望.....	22
3.2 投资建议.....	22
<b>4 风险提示.....</b>	<b>24</b>



## 图表目录

图表 1. 2019 年沪深 300、创业板指、券商指数走势.....	5
图表 2. 截至 2019 年 3 月底各行业指数涨跌幅排行.....	5
图表 3. 截至 2019 年 3 月底非银金融行业各版块指数走势.....	6
图表 4. 2019/01-2019/03 单日股票成交额.....	6
图表 5. 2019/01-2019/03 单日平均换手率.....	7
图表 6. 19Q1 非银板块行业基金持仓占比及流通市值占比.....	7
图表 7. 19Q1 基金持仓市值前五大券商个股持仓市值占比.....	7
图表 8. 2013/01-2019/03 券商指数历史 PB 估值.....	8
图表 9. 2019Q1 上市券商 (35 家) 财务数据汇总及增速.....	8
图表 10. 2019Q1 上市券商各项业务收入及增速.....	9
图表 11. 2019Q1 上市券商归母净利润同比增速.....	9
图表 12. 2019Q1 上市券商归属于母公司股东净利润.....	10
图表 13. 2019Q1 上市券商 ROE (年化).....	10
图表 14. 2019Q1 上市券商净利润率.....	11
图表 15. 2019Q1 v. 2018Q1 上市券商业务收入结构.....	11
图表 16. 2019Q1 大券商业务结构.....	11
图表 17. 2019Q1 中小券商业务结构.....	11
图表 18. 2011-2019Q1 全市场双边股基成交额.....	12
图表 19. 2017/1-2019/3 全市场月度股基日均成交额变化.....	12
图表 20. 2019Q1 上市券商经纪业务收入及增速 (35 家).....	13
图表 21. 2010-2019Q1 首发募集资金规模及家数.....	13
图表 22. 2010-2019Q1 股权融资规模及增速.....	13
图表 23. 2011-2019Q1 债券发行规模.....	14
图表 24. 2019Q1 上市券商股权承销排名 (合并口径).....	15
图表 25. 2019Q1 上市券商债券承销排名 (合并口径).....	16
图表 26. 2019Q1 上市券商投行业务收入及同比增速 (35 家).....	17
图表 27. 2019Q1 上市券商资产管理业务收入及同比增速 (35 家).....	17
图表 28. 2019Q1 上市券商利息净收入及同比增速 (35 家).....	18
图表 29. 2018/01-2019/03 市场两融余额.....	18
图表 30. 2018/01-2019/03 全市场股票质押参考市值.....	18
图表 31. 2019Q1 末券商未解押股票质押参考市值及市场份额.....	18
图表 32. 2019Q1 上市券商自营业务收入及同比增速 (35 家).....	19
图表 33. 2019Q1 上市券商归母净资产与增速 (35 家).....	19



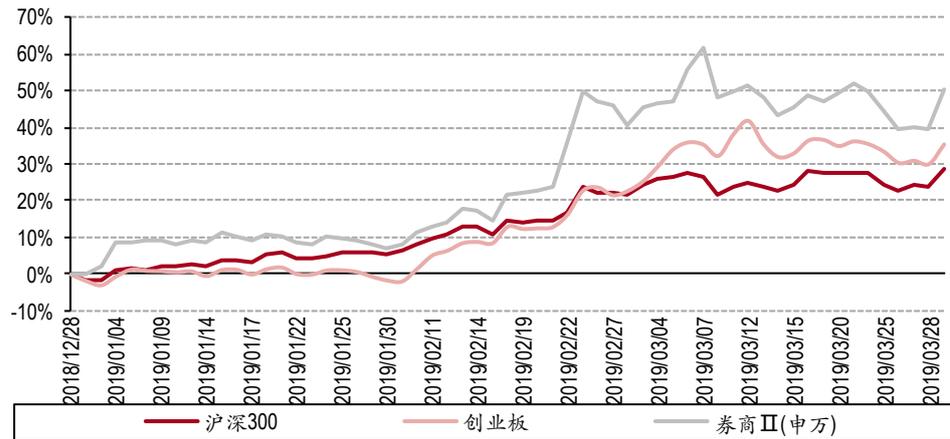
图表 34.2019Q1 上市券商归母其他综合收益与同比增速 (35 家) .....	20
图表 35. 历次股指期货交易手续费规则调整情况.....	20
图表 36. 历次股指期货交易保证金率规则调整情况 .....	20
图表 37. 历次股指期货开仓数量限制规则调整情况 .....	21
图表 38.2010/04-2019/03 股指期货单月成交量.....	21
图表 39. 2010/04-2019/03 股指期货持仓量 .....	21
图表 40. 2019 年证券行业业绩弹性测算.....	22
图表 41. 上市券商估值表 .....	23

## 1 上市券商拥抱行业春天，一季度业绩爆发式增长

### 1.1 市场行情大幅回暖，成交活跃度快速提升

2019Q1 市场行情大幅回暖，沪深 300 指数上涨 28.62%。经历了 2018 年全年的持续震荡下行之后，市场行情于 2019Q1 迎来大幅回暖，自 2 月份以来，各市场指数急速拉升：截至一季度末，沪深 300 指数 2019 年累计已上涨 28.62%，创业板指累计上涨 35.43%，券商板块累计上涨 50.26%，券商板块涨幅大幅领先市场指数，领航反弹行情。

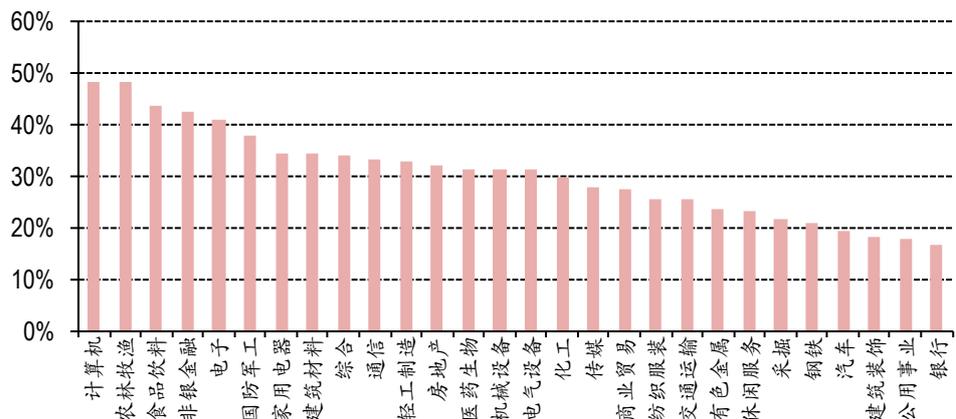
图表 1. 2019 年沪深 300、创业板指、券商指数走势



资料来源：万得，中银国际证券

非银金融行业涨幅位居 28 个行业第四。今年以来 A 股市场行情显著回暖，截至 3 月末，全部 28 个申万一级行业指数较年初均有不同程度上涨，其中计算机、农林牧渔、食品饮料、非银金融、电子行业涨幅居前列，非银金融板块涨幅 42.7%，位列第四。

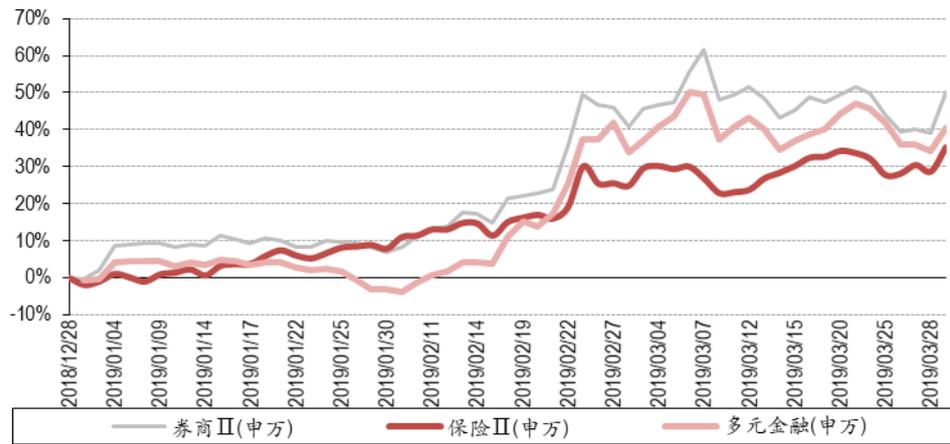
图表 2. 截至 2019 年 3 月底各行业指数涨跌幅排行



资料来源：万得，中银国际证券

券商板块涨幅领先保险板块与多元金融板块。截至 2019 年 3 月末，券商板块累计上涨 50.26%，领先非银金融行业其他版块（其中保险板块累计上涨 35.35%，多元金融板块累计上涨 40.54%）。

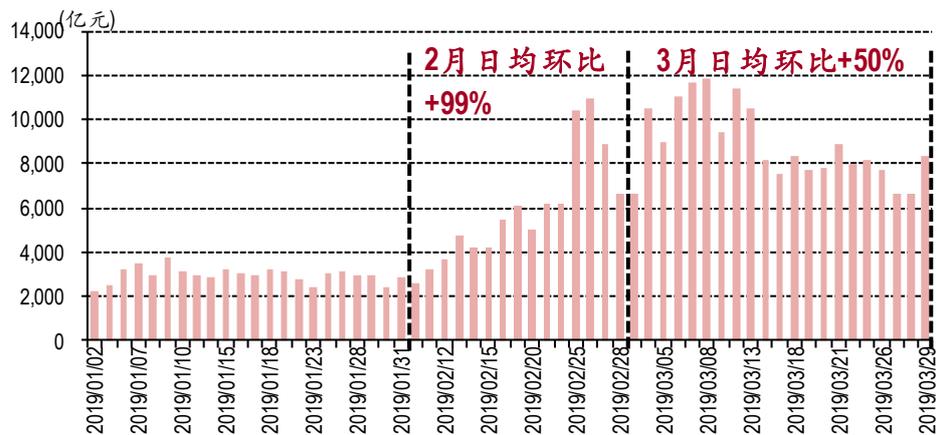
图表 3. 截至 2019 年 3 月底非银金融行业各版块指数走势



资料来源: 万得, 中银国际证券

**市场情绪提振, 成交活跃度快速提升。**伴随着市场行情的上涨, 市场情绪显著提振, 成交活跃度快速提升并维持高位。2月市场日均股票成交额 5894.91 亿元, 环比 1 月的 2968.45 亿元提升 98.59%; 3 月日均股票成交额 8851.88 亿元, 环比 2 月进一步提升 50.16%。

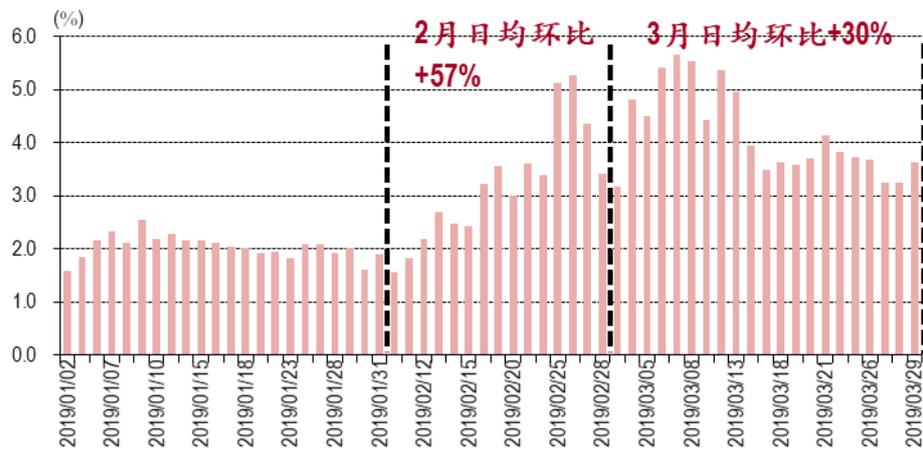
图表 4. 2019/01-2019/03 单日股票成交额



资料来源: 万得, 中银国际证券

**19Q1 市场平均换手率大幅增长。**2019 年第一季度, 沪深两市平均换手率与成交量同步大幅上涨。2 月市场平均换手率 3.21%, 环比 1 月的 2.04% 提升 57.03%; 3 月市场平均换手率 4.18%, 环比 2 月进一步提升 30.28%。

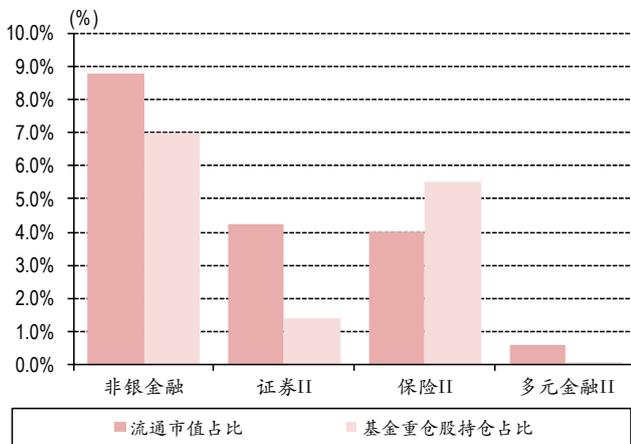
图表 5. 2019/01-2019/03 单日平均换手率



资料来源：万得，中银国际证券

**券商板块公募基金持仓比例下降，或为公募基金获利了结所致：**1) **行业整体：**截止 2019Q1，券商板块流通市值占比为 4.22%，环比增加 0.65 个百分点；公募基金持仓占比为 1.40%，较 Q42018 下降 0.10 个百分点；基金持仓低配 2.82 个百分点。由于公募基金于 18Q4 开始大幅加仓券商板块，经历了 19Q1 券商板块的大幅上涨后，持仓比例下降或为阶段性获利了结所致。2) **个股情况：**截止 19Q1 券商板块持仓最多的五家券商为中信证券、华泰证券、海通证券、国泰君安、东方证券，行业内持仓占比分别为 45.55%、27.09%、10.36%、8.36%、1.37%。环比变动 0.40、-5.41、3.49、0.64、1.25 个百分点。

图表 6. 19Q1 非银板块行业基金持仓占比及流通市值占比



资料来源：万得，中银国际证券

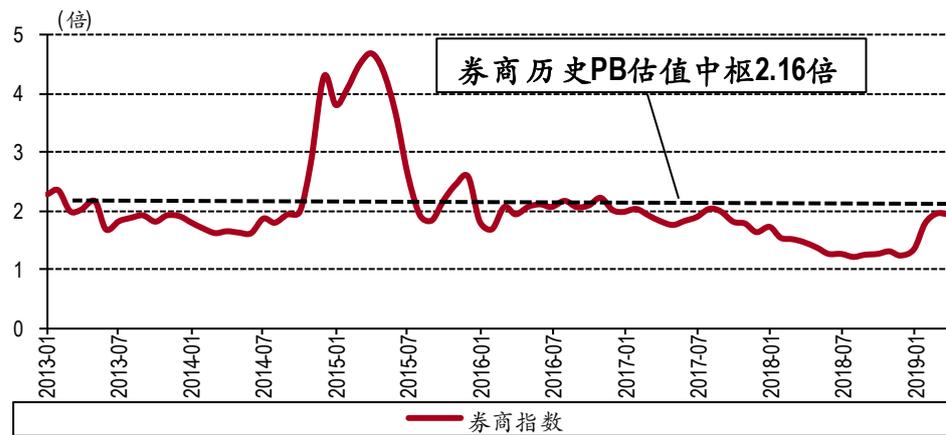
图表 7. 19Q1 基金持仓市值前五大券商个股持仓市值占比



资料来源：万得，中银国际证券

**券商板块估值接近历史中枢，估值修复左侧阶段基本完成。**截至 2019Q1 末，券商指数的 PB 估值已由低点时的 1.06 倍上升至 1.95 倍，已经逐渐接近历史估值中枢 2.16 倍，券商的左侧估值修复已经完成，后续行情主要体现为板块的 beta 属性。

图表 8. 2013/01-2019/03 券商指数历史 PB 估值



资料来源：万得，中银国际证券

## 1.2 2019Q1 上市券商净利润同比大增 86.59%，ROE 显著回升

2019Q1，35 家上市券商合计实现营业收入 976.64 亿元，同比增长 51.39%，实现归属于母公司股东净利润 377.89 亿元，同比大幅增长 86.59%。截至 2019Q1 末，合计归属于母公司股东净资产 1.44 万亿元，同比增长 5.31%，总资产 6.22 万亿元，同比增长 9.45%，上市券商整体杠杆率（剔除代理买卖证券款）为 3.42 倍，较去年同期上升 0.02，较 18 年末上升 0.03。

图表 9. 2019Q1 上市券商（35 家）财务数据汇总及增速

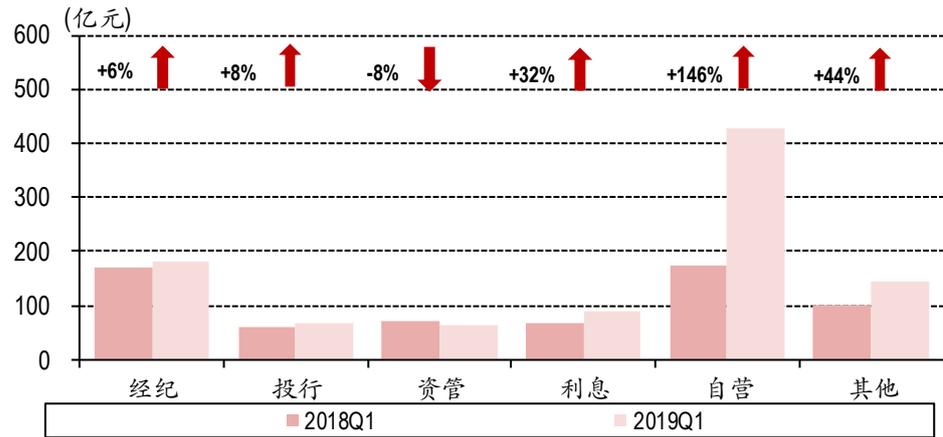
(百万元)	2018Q1	2019Q1	同比增速(%)
<b>一、营业收入</b>	<b>64,510</b>	<b>97,664</b>	51.39
手续费及佣金净收入	32,120	33,026	2.82
经纪业务手续费净收入	17,159	18,245	6.33
投资银行业务手续费净收入	6,142	6,662	8.47
资产管理业务手续费净收入	6,901	6,319	(8.43)
利息净收入	6,824	9,009	32.02
投资净收益	16,684	22,200	33.06
对联营企业和合营企业的投资收益	1,839	2,693	46.42
公允价值变动净收益	2,567	23,399	811.42
其他业务收入	6,154	9,464	53.79
<b>二、营业支出</b>	<b>38,126</b>	<b>47,459</b>	24.48
营业税金及附加	521	499	(4.22)
管理费用	31,246	39,250	25.62
<b>三、营业利润</b>	<b>26,384</b>	<b>50,205</b>	90.29
<b>四、利润总额</b>	<b>27,025</b>	<b>50,789</b>	87.93
减：所得税	5,892	11,601	96.87
<b>五、净利润</b>	<b>21,132</b>	<b>39,189</b>	85.44
归属于母公司所有者的净利润	20,252	37,789	86.59
总资产	5,684,913	6,222,063	9.45
归属于母公司所有者的净资产	1,364,121	1,436,547	5.31
杠杆率（剔除代理买卖证券款）	3.40	3.42	0.61
ROE（年化）(%)	5.97	10.69	78.91

资料来源：公司公告，中银国际证券

**19Q1 市场行情与活跃度均显著回暖，券商兑现高业绩弹性：**1) 2019Q1 市场行情大幅上涨市场成交额、换手率及两融余额等均快速提升，在此背景下券商得以兑现高业绩弹性。2) 自营：35 家上市券商 19Q1 实现自营业务收入 429.06 亿元，同比增长 146.42%，集中体现了券商业绩的高弹性。3) 信用：截至 2019Q1 末，全市场股票质押参考市值与两融余额分别为 5.55 万亿元与 9222 亿元，较 18 年末分别增长 31%和 22%。35 家上市券商 19Q1 实现利息净收入合计 90.09 亿元，同比增长 32.02%。

**经纪与投行同比小幅增长，资管成为唯一负增长的主营业务：**1) 经纪：19Q1 全市场股基成交额为 71.86 万亿元，同比增长 18.92%，35 家上市券商合计实现经纪业务收入 182.45 亿元，同比增长 6.33%，佣金率持续小幅下滑。2) 投行：19Q1 投行业务继续呈现“股冷债暖”的格局，全市场股权承销金额 3450 亿元，同比下滑 32.73%，其中 IPO 承销规模 255 亿元，同比下滑 35.91%；债券承销金额 7993 亿元，同比大幅增长 85.40%，35 家上市券商合计实现投行业务收入 66.62 亿元，同比增长 8.47%。3) 资管：在资管新规去通道等政策的持续影响下，行业资管规模持续下滑，35 家上市券商 19Q1 合计实现资管收入 63.19 亿元，同比下滑 8.43%。

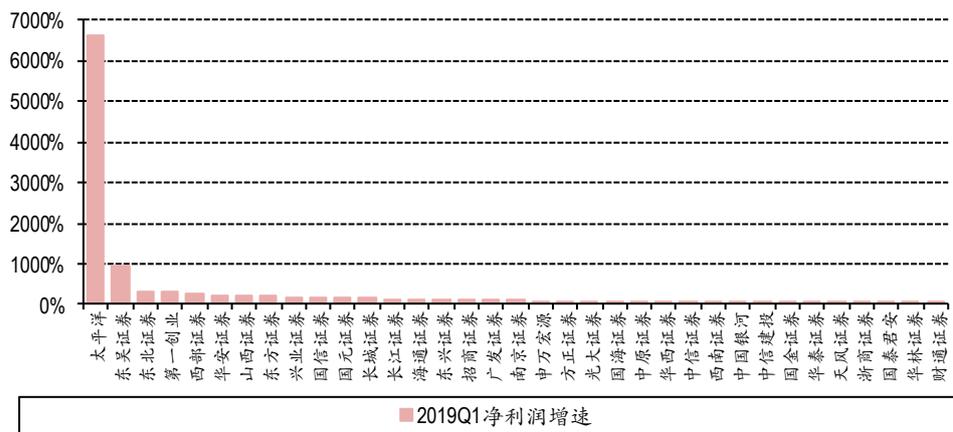
图表 10. 2019Q1 上市券商各项业务收入及增速



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

**上市券商 19Q1 业绩同比大幅增长。**2019Q1 上市券商业绩整体实现大幅增长。35 家上市券商业绩均同比正增长。其中，太平洋证券、东吴证券、东北证券、第一创业 19Q1 归母净利润同比增幅分别为 6654%、944%、327%、314%，位居前四位，业绩增速领跑全行业。大券商中，东方证券、兴业证券、国信证券、华泰证券涨幅居前，业绩增速分别为 191%、173%、155%、118%。

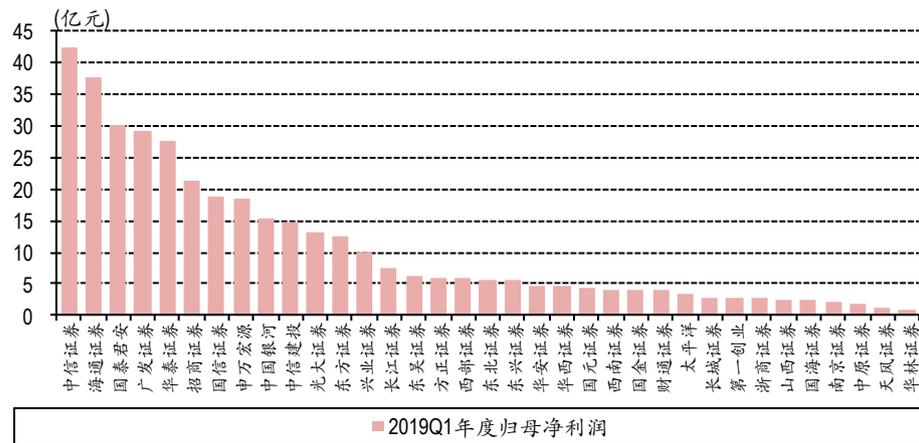
图表 11. 2019Q1 上市券商归母净利润同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

35 家 A 股上市券商 19Q1 全部实现盈利，其中 12 家券商单季盈利超过 10 亿元，中信证券、海通证券、国泰君安证券、广发证券、华泰证券一季度分别实现归母净利润 42.58 亿元、37.70 亿元、30.06 亿元、29.19 亿元、27.80 亿元，盈利水平位居前五位。

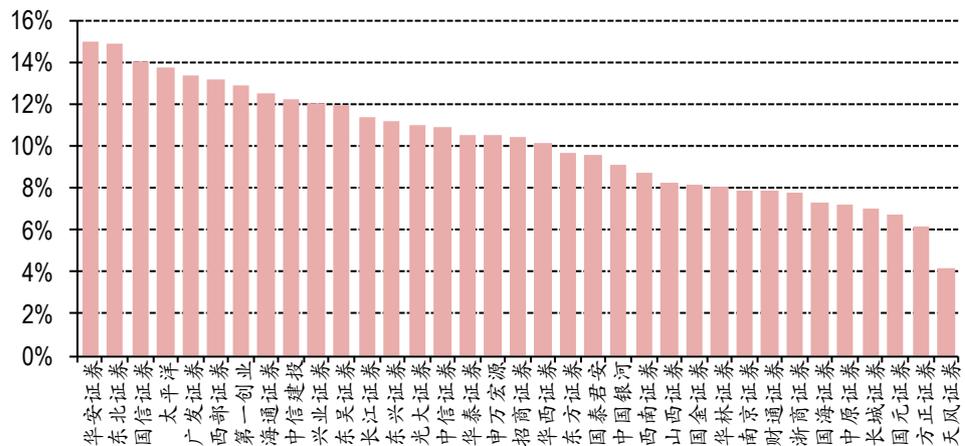
图表 12. 2019Q1 上市券商归属于母公司股东净利润



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

上市券商 19Q1 平均年化 ROE 10.69%，较 18 年提升 7 个百分点。35 家上市券商 19Q1 整体年化 ROE 与净利润率分别为 10.69% 与 38.69%，较 18 年的 3.65% 和 25.0% 分别大幅提升 7 个百分点和 14 个百分点，均实现显著回暖。35 家上市券商中，华安证券、东北证券、国信证券 19Q1 实现年化 ROE 分别达 15.05%、14.91% 与 14.07%，位居上市券商前三位。

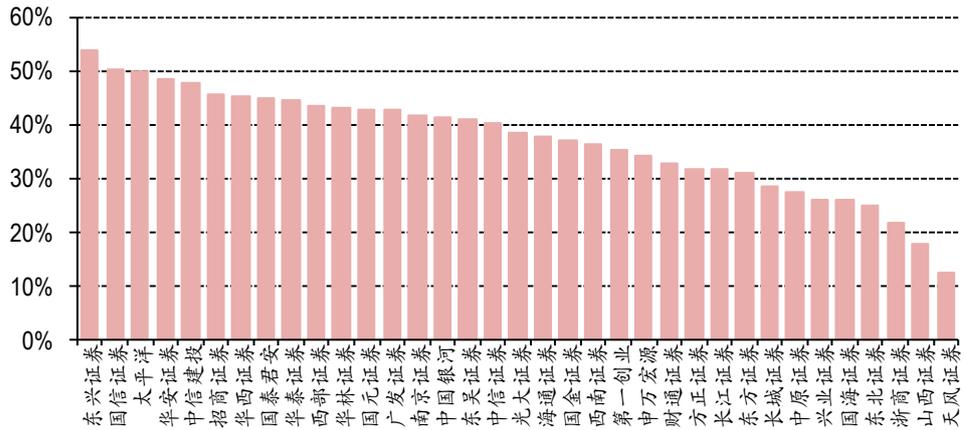
图表 13. 2019Q1 上市券商 ROE (年化)



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

35 家上市券商中，东兴证券、国信证券与太平洋证券 19Q1 净利润率分别为 53.99%、50.35%、50.01%，位居上市券商前三位。

图表 14. 2019Q1 上市券商净利润率

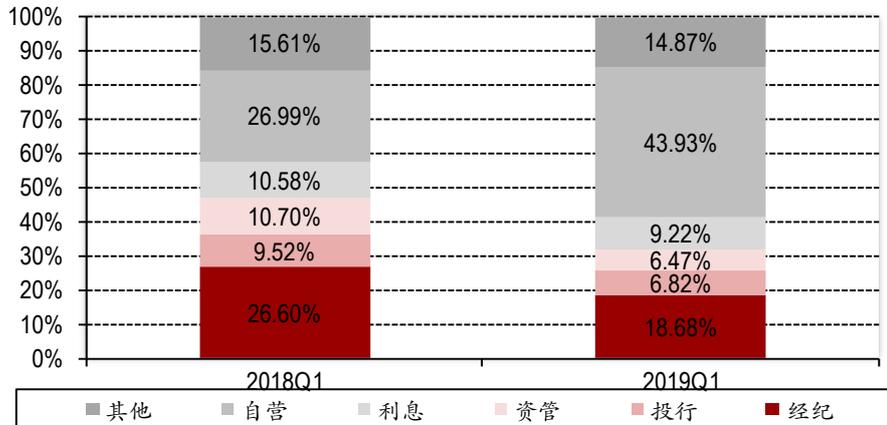


资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

### 1.3 2019Q1 上市券商自营收入占比提升 17 个百分点，贡献显著提升

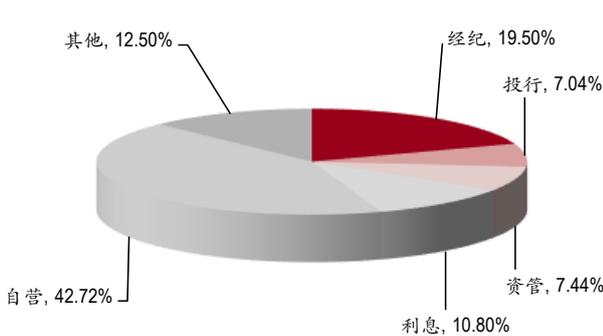
2019Q1 上市券商合计自营、经纪、信用、投行、资管业务收入占比分别为 43.93%、18.68%、9.22%、10.3%、9.6%。由于自营收入同比大增近 150%，其收入贡献比重提升 17 个百分点至 43.93%，其他主营业务受此影响占比被动下降。相比于中小券商，大券商业务结构相对均衡一些。

图表 15. 2019Q1 v. 2018Q1 上市券商业务收入结构



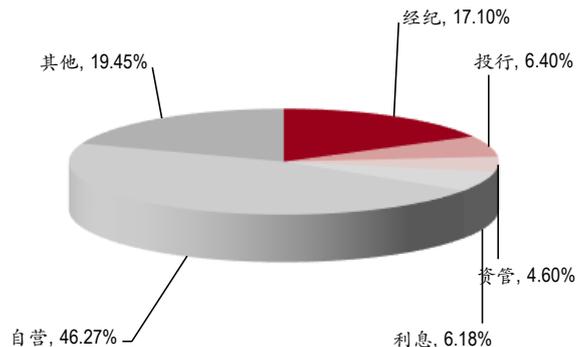
资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 16. 2019Q1 大券商业务结构



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 17. 2019Q1 中小券商业务结构



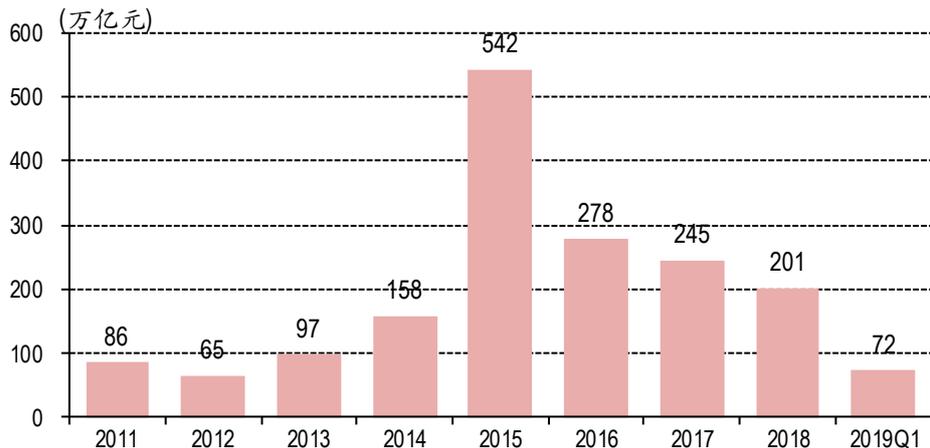
资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

## 2 自营业务撑起半壁江山，除资管外各业务均实现正增长

### 2.1 经纪：市场成交额急剧萎缩致收入下滑明显

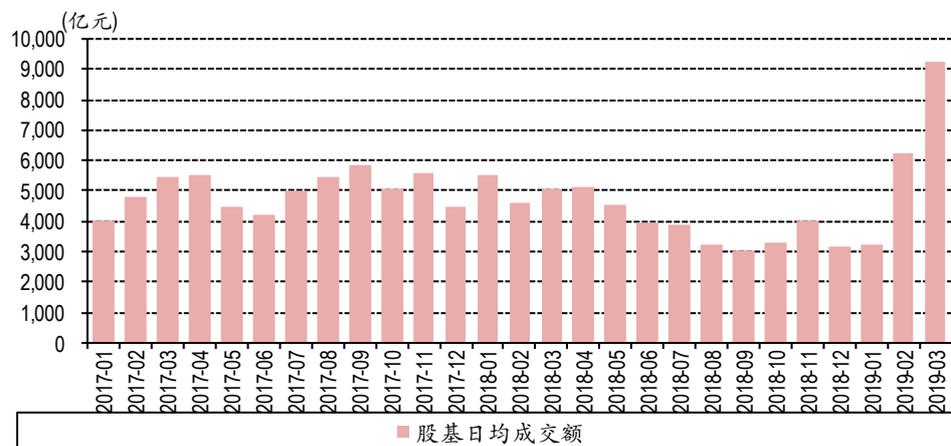
经纪业务净收入同比增长 6.33%。19Q1 全市场双边股基成交额为 71.86 万亿元，同比增长 18.92%，35 家上市券商合计实现经纪业务收入 182.45 亿元，同比增长 6.33%，占营业收入比重由 18Q1 的 26.60% 下滑至 18.68%。

图表 18. 2011-2019Q1 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

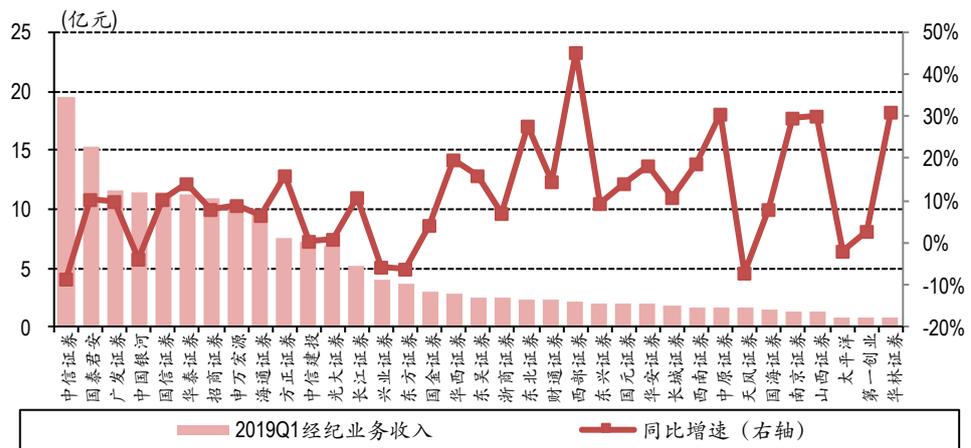
图表 19. 2017/1-2019/3 全市场月度股基日均成交额变化



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

其中，中信证券、国泰君安证券、广发证券 19Q1 经纪业务收入分别为 19.50 亿元、15.31 亿元、11.63 亿元，位居上市券商前三位。西部证券、华林证券、中原证券经纪业务增速分别为 45.3%、30.9%、30.5%，排名前三。

图表 20. 2019Q1 上市券商经纪业务收入及增速 (35 家)

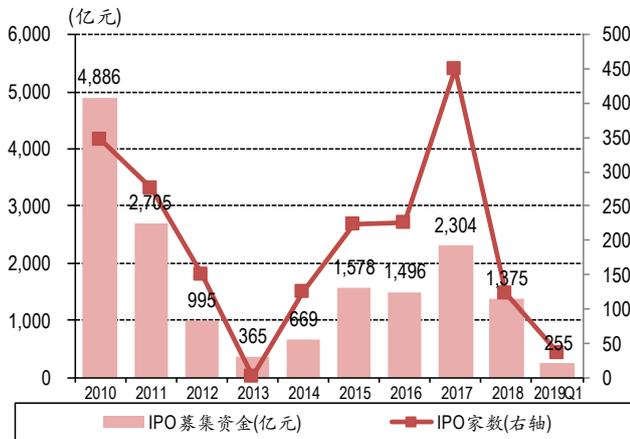


资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

## 2.2 投行：股冷债暖格局持续，收入同比增长 8.47%

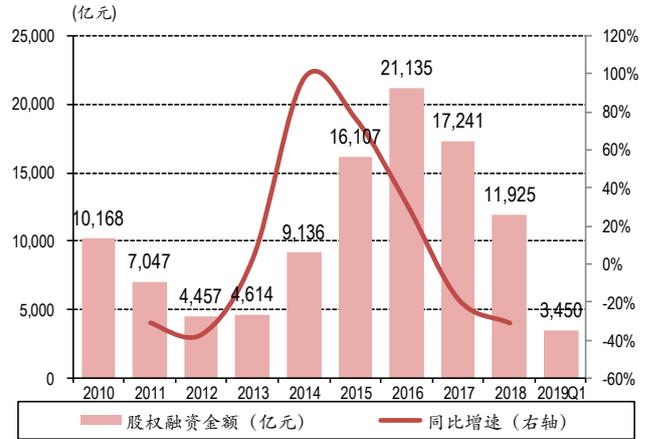
股权承销下滑债券承销大幅增加，收入同比增长 8.47%。2019Q1 股权承销规模 3450 亿元，同比下滑 32.73%，其中 IPO 承销金额 255 亿元，同比大幅下降 35.91%，股权再融资（增发、配股）规模 2243 亿元，同比下滑 15.02%。债券承销方面，公司债、企业债、ABS 合计规模达 8022 亿元，同比大幅增加 86.08%。

图表 21. 2010-2019Q1 首发募集资金规模及家数



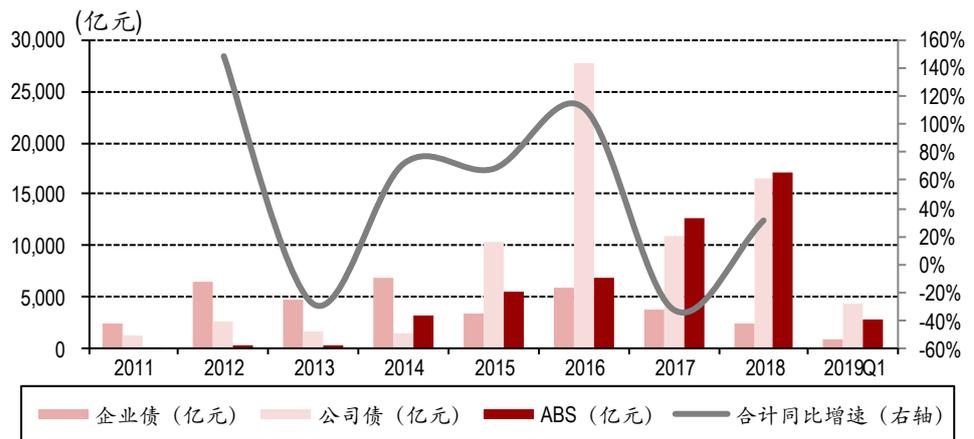
资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 22. 2010-2019Q1 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

图表 23. 2011-2019Q1 债券发行规模



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

分上市券商来看，东方证券 2019Q1 股权融资（首发+再融资）金额排名全行业第一，合计承销金额 532 亿元，市场份额高达 21.31%，中信证券、中信建投承销金额分别为 347 亿元、339 亿元，市场份额分别达到 13.88%、13.58%。中信证券 2019Q1 年 IPO 金额 52.89 亿元，市场份额达 20.69%，排名 A 股上市券商第一名。招商证券、中信建投金额分别为 37.46 亿元、19.84 亿元，市场份额分别达 14.65% 与 7.76%，位居二三位。

债券承销方面，35 家上市券商中，中信建投、中信证券、招商证券债券承销（公司债、企业债、ABS）规模分别为 901.31 亿元、769.27 亿元、482.51 亿元，位居前三，市场份额分别为 11.24%、9.59%、6.02%。



图表 24. 2019Q1 上市券商股权承销排名 (合并口径)

券商	市场份额 (%)	承销家数			合计	承销金额 (亿元)			合计
		首发	增发	配股		首发	增发	配股	
东方证券	21.31	2	1	0	3	10.27	522.18	0.00	532
中信证券	13.88	7	7	0	14	52.89	294.00	0.00	347
中信建投	13.58	3	11	0	14	19.84	319.58	0.00	339
华泰证券	10.89	0	7	0	7	0.00	272.15	0.00	272
广发证券	7.17	2	3	1	6	6.94	161.98	10.22	179
国金证券	3.51	2	3	0	5	10.99	76.69	0.00	88
国泰君安	3.33	0	3	0	3	0.00	83.32	0.00	83
招商证券	2.27	4	2	1	7	37.46	15.27	4.05	57
国元证券	1.09	1	4	0	5	6.50	20.78	0.00	27
中原证券	1.02	0	1	0	1	0.00	25.50	0.00	25
西部证券	0.96	1	1	0	2	9.72	14.18	0.00	24
山西证券	0.88	0	1	0	1	0.00	22.05	0.00	22
海通证券	0.71	1	1	0	2	5.33	12.50	0.00	18
申万宏源	0.52	1	0	0	1	13.11	0.00	0.00	13
国信证券	0.48	1	1	0	2	5.78	6.14	0.00	12
光大证券	0.44	0	2	1	3	0.00	6.45	4.53	11
东兴证券	0.41	1	2	0	3	4.16	6.19	0.00	10
兴业证券	0.28	0	2	0	2	0.00	6.96	0.00	7
中国银河	0.26	0	1	0	1	0.00	6.40	0.00	6
长江证券	0.24	1	0	0	1	5.89	0.00	0.00	6
东吴证券	0.21	0	1	0	1	0.00	5.13	0.00	5
南京证券	0.11	0	1	0	1	0.00	2.72	0.00	3
国海证券	0.02	0	1	0	1	0.00	0.47	0.00	0
浙商证券	0.00	0	0	0	0	0.00	0.00	0.00	0
方正证券	0.00	0	0	0	0	0.00	0.00	0.00	0
华林证券	0.00	0	0	0	0	0.00	0.00	0.00	0
东北证券	0.00	0	0	0	0	0.00	0.00	0.00	0
第一创业	0.00	0	0	0	0	0.00	0.00	0.00	0
财通证券	0.00	0	0	0	0	0.00	0.00	0.00	0
华西证券	0.00	0	0	0	0	0.00	0.00	0.00	0
天风证券	0.00	0	0	0	0	0.00	0.00	0.00	0
西南证券	0.00	0	0	0	0	0.00	0.00	0.00	0
<b>上市券商</b>	<b>83.57</b>	<b>27</b>	<b>56</b>	<b>3</b>	<b>86</b>	<b>188.89</b>	<b>1,880.64</b>	<b>18.79</b>	<b>2,088</b>
<b>行业合计</b>	<b>100.00</b>	<b>147</b>	<b>389</b>	<b>18</b>	<b>554</b>	<b>255.63</b>	<b>2,224.38</b>	<b>18.79</b>	<b>2,499</b>

资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 25. 2019Q1 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)	资产支持证券 (亿元)
中信建投	901.31	11.24	703.03	42.00	156.28
中信证券	769.27	9.59	365.01	10.20	394.06
招商证券	482.51	6.02	139.01	0.00	343.50
国泰君安	375.10	4.68	283.93	4.50	86.67
光大证券	328.28	4.09	194.85	0.00	133.43
华泰证券	302.67	3.77	89.91	5.25	207.51
海通证券	297.10	3.70	123.99	70.42	102.70
广发证券	289.96	3.61	82.45	80.80	126.71
申万宏源	205.07	2.56	94.10	45.19	65.78
天风证券	154.57	1.93	35.87	63.83	54.87
兴业证券	151.01	1.88	115.68	13.80	21.53
长江证券	138.66	1.73	40.27	36.83	61.55
国信证券	119.82	1.49	79.47	0.00	40.35
东兴证券	103.00	1.28	21.91	0.00	81.09
东吴证券	96.78	1.21	78.70	11.75	6.33
东方证券	94.43	1.18	20.70	37.40	36.33
中国银河	85.59	1.07	73.59	12.00	0.00
东北证券	47.50	0.59	26.00	21.50	0.00
财通证券	42.86	0.53	19.86	23.00	0.00
国金证券	42.10	0.52	40.10	2.00	0.00
浙商证券	41.50	0.52	41.50	0.00	0.00
方正证券	41.18	0.51	15.50	0.00	25.68
山西证券	35.00	0.44	35.00	0.00	0.00
西部证券	32.00	0.40	22.00	10.00	0.00
第一创业	30.23	0.38	16.00	0.00	14.23
华西证券	23.40	0.29	1.00	0.00	22.40
国元证券	20.50	0.26	0.00	18.00	2.50
太平洋	17.40	0.22	10.50	6.90	0.00
国海证券	14.30	0.18	14.30	0.00	0.00
中原证券	12.30	0.15	5.00	7.30	0.00
南京证券	12.25	0.15	0.00	12.25	0.00
西南证券	11.20	0.14	6.20	5.00	0.00
东方财富	3.00	0.04	3.00	0.00	0.00
华林证券	1.80	0.02	0.00	0.00	1.80
华安证券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>上市券商</b>	<b>5,323.62</b>	<b>66.36</b>	<b>2,798.43</b>	<b>539.92</b>	<b>1,985.27</b>
<b>行业合计</b>	<b>8,021.80</b>	<b>100.00</b>	<b>4,318.15</b>	<b>821.89</b>	<b>2,881.76</b>

资料来源: 万得, 中银国际证券

35 家上市券商 19Q1 实现投行业务收入合计 66.62 亿元, 同比增长 8.47%, 占整体营业收入比重缩减至 6.82%。其中, 中信证券、中信建投证券、海通证券投行业务收入分别为 9.9 亿元、6.6 亿元、5.8 亿元, 位居上市券商前三。光大证券、国海证券、第一创业投行业务收入同比增速分别为 317%、172%、169%, 增速位列前三。

图表 26. 2019Q1 上市券商投行业务收入及同比增速 (35 家)

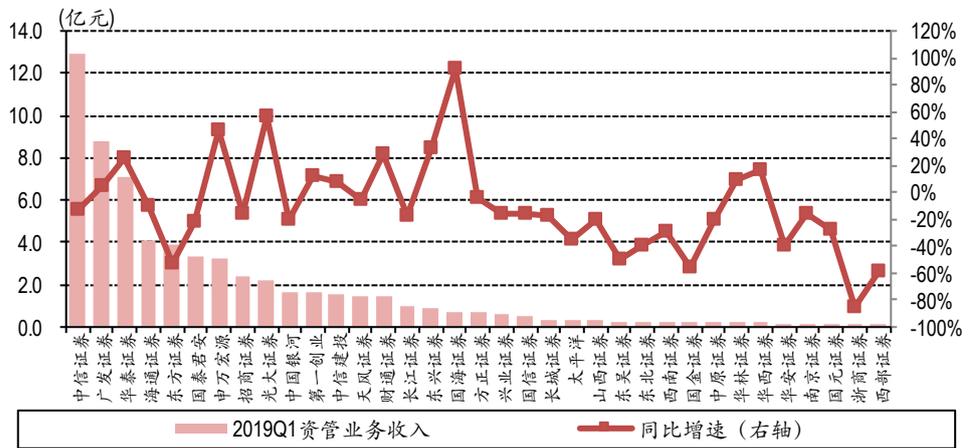


资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

### 2.3 资管：主营业务中唯一收入增速为负的业务板块

资管业务收入同比下滑 8.43%，是唯一收入同比负增长的板块。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。全行业资管规模持续下降，截至 18 年末，资管规模降至 13.40 万亿元。35 家上市券商 19Q1 实现资产管理业务收入 63.19 亿元，同比下滑 8.43%，占比下滑至 6.47%。其中，中信证券、广发证券、华泰证券 19Q1 实现资管业务收入分别为 13.0 亿元、8.8 亿元、7.1 亿元，位居前三。国海证券、光大证券、申万宏源证券资管收入增速分别为 91.7%、56.6%、46.1%，增速排名前三，浙商证券、西部证券、国金证券增速分别为 -84.7%、-59.1%、-55.8%

图表 27. 2019Q1 上市券商资产管理业务收入及同比增速 (35 家)

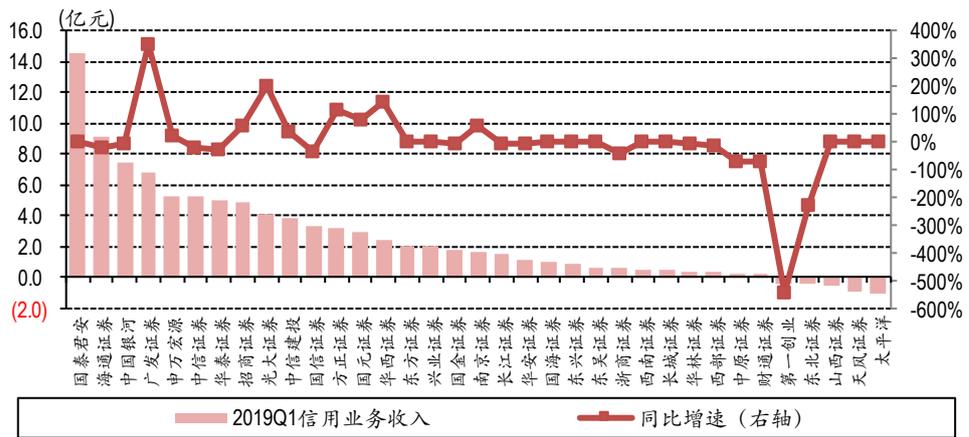


资料来源：万得，中银国际证券

### 2.4 信用：两融余额持续下降，收入同比下滑显著

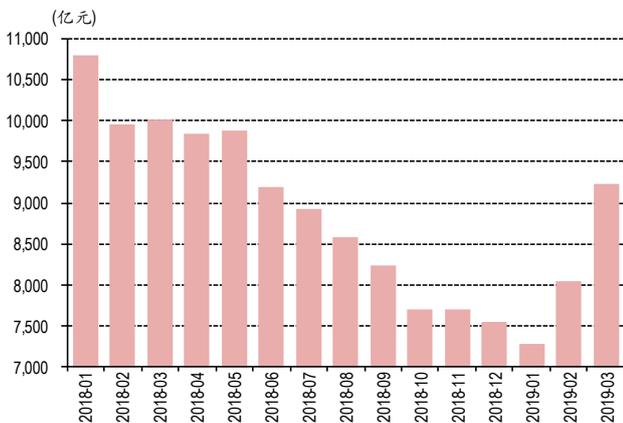
股票质押市值与两融余额显著回升。随着 2019 年一季度以来市场行情与活跃度的显著提升，市场风险偏好大幅提升。截至 2019Q1 末，全市场股票质押参考市值与两融余额分别为 5.55 万亿元与 9222 亿元，较 18 年末分别增长 31%和 22%。35 家上市券商 19Q1 实现利息净收入合计 90.09 亿元，同比增长 32.02%，占营业收入比重下滑至 9.22%。其中，国泰君安证券、海通证券、中国银河证券 19Q1 分别实现利息净收入 14.5 亿元、9.1 亿元、7.4 亿元，位居行业前三。广发证券、光大证券、华西证券 19Q1 利息净收入增速排名前三，分别为 348%、199%、144%。

图表 28. 2019Q1 上市券商利息净收入及同比增速 (35 家)



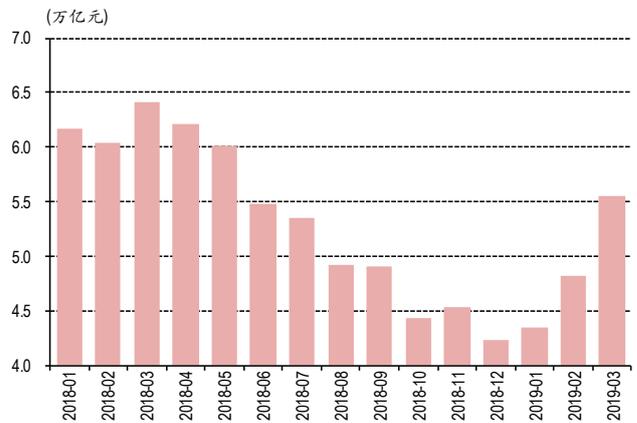
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 29. 2018/01-2019/03 市场两融余额



资料来源: 万得, 中银国际证券

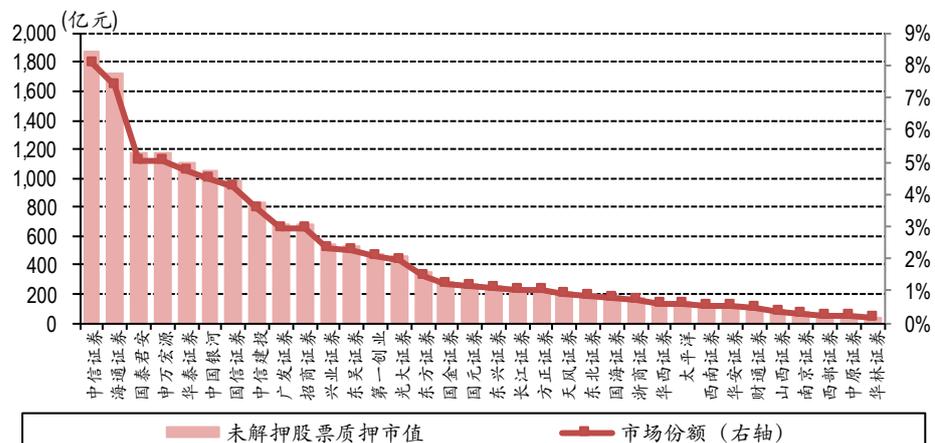
图表 30. 2018/01-2019/03 全市场股票质押参考市值



资料来源: 万得, 中银国际证券

从券商未解押股票质押参考市值口径统计, 截至 2019 年 3 月末中信证券未解押市值达到 1876 亿元, 排名上市券商第一位, 市占率达 8.05%, 海通证券、国泰君安证券未解押市值分别为 1717 亿元、1179 亿元, 市占率分别为 7.36%、5.06%, 分列第二、第三位。

图表 31. 2019Q1 末券商未解押股票质押参考市值及市场份额



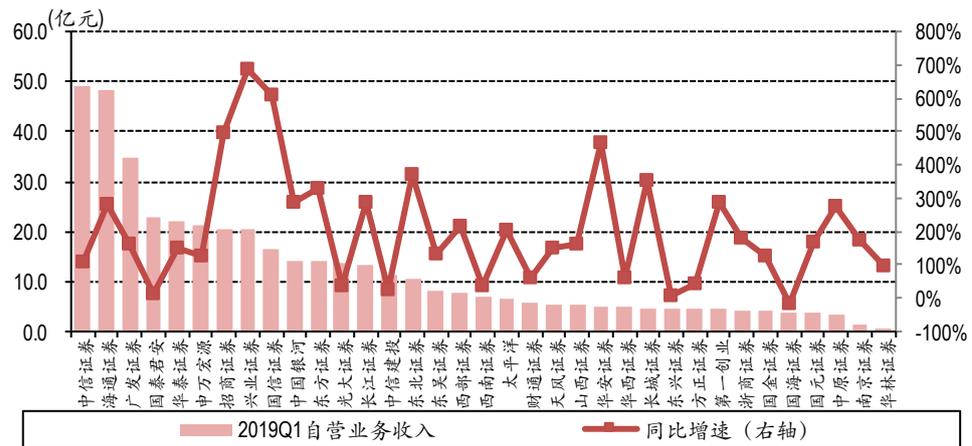
资料来源: 万得, 中银国际证券

## 2.5 自营：放大券商业绩弹性，收入贡献几乎占据半壁江山

自营收入同比增长 146.42%。伴随着市场行情的大幅上涨，券商通过自营投资充分放大了业绩弹性，35 家上市券商 19Q1 实现自营业务收入 429.06 亿元，同比大幅增长 146.42%，收入占比提升 17 个百分点至 43.93%，收入贡献几乎占据半壁江山。

上市券商中，中信证券、海通证券、广发证券自营业务收入分别为 49.2 亿元、48.4 亿元、35.0 亿元，位居前三。兴业证券、国信证券、招商证券自营业务收入分别同比增长 686%、611%、497%，增速位居前三位。

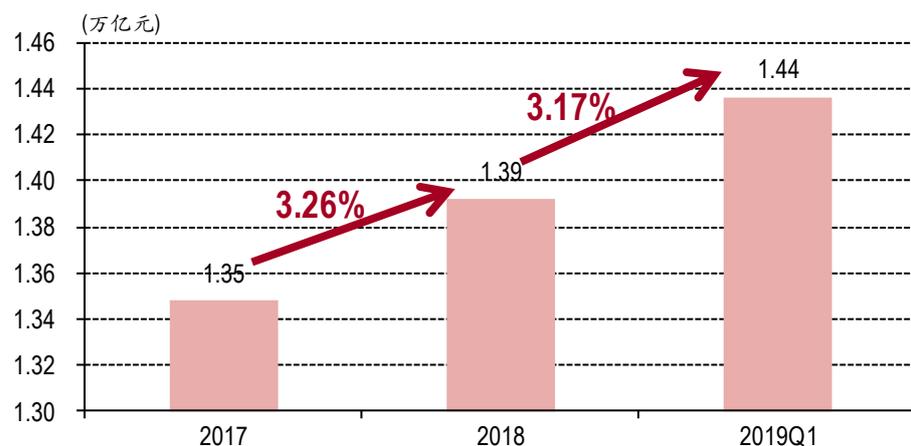
图表 32. 2019Q1 上市券商自营业务收入及同比增速 (35 家)



资料来源：万得，中银国际证券

19Q1 上市券商归母净资产加速增长。受 18 年市场行情持续低迷的影响，券商业绩见底，截至 2018 年末 35 家上市券商归母净资产合计为 1.39 万亿元，全年仅增长 3.26%。2019 年以来受益于券商业绩的大幅回暖，一季度末 35 家上市券商归母净资产达 1.44 万亿元，较 18 年末增长 3.17%。

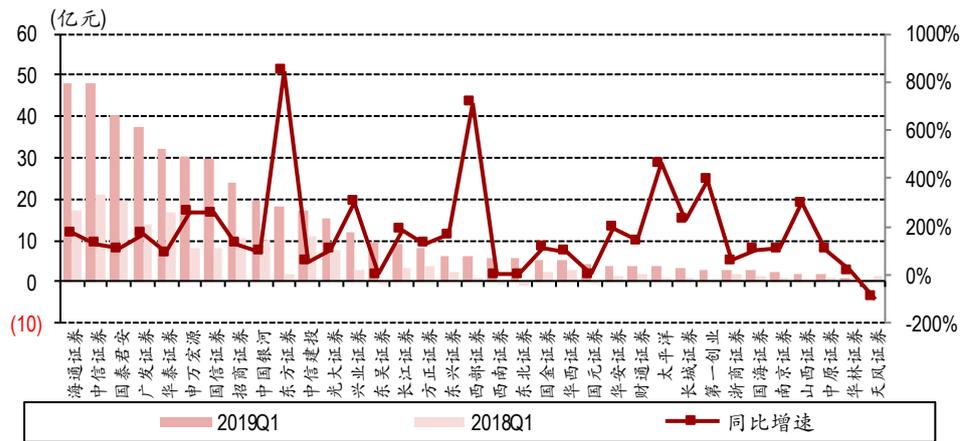
图表 33. 2019Q1 上市券商归母净资产与增速 (35 家)



资料来源：万得，中银国际证券

上市券商中，中信证券、华泰证券、国泰君安证券 19Q1 归母其他综合收益分别为 48.1 亿元、47.8 亿元、40.5 亿元，排名前三。东方证券、西部证券、太平洋证券增速排名前三，分别为 846%、716%、462%。

图表 34.2019Q1 上市券商归母其他综合收益与同比增速 (35 家)



资料来源：万得，中银国际证券

## 2.6 衍生品：股指期货进一步松绑，加速常态化和改革

**股指期货进一步松绑，加速监管常态化。**经中国证监会同意，将进一步期货交易安排，自4月22日起：1) 将中证500股指期货交易保证金标准统一由15%降为12%；2) 将股指期货日内过度交易行为的监管标准由单个合约50手大幅上调为500手，且套期保值交易开仓数量不受此手数的限制；3) 将股指期货平今仓交易手续费标准由万分之4.6下调至万分之3.45。

图表 35. 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23
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
2019/4/19		股指期货的平今仓交易手续费万分之3.45

资料来源：中金所，中银国际证券

图表 36. 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	政策松绑期	20	20	20	20	30	20	
2017/9/15		15	15	15	15	30	20	
2018/12/2		10	10	10	10	15	15	
2019/4/19		10	10	10	10	12	12	

资料来源：中金所，中银国际证券

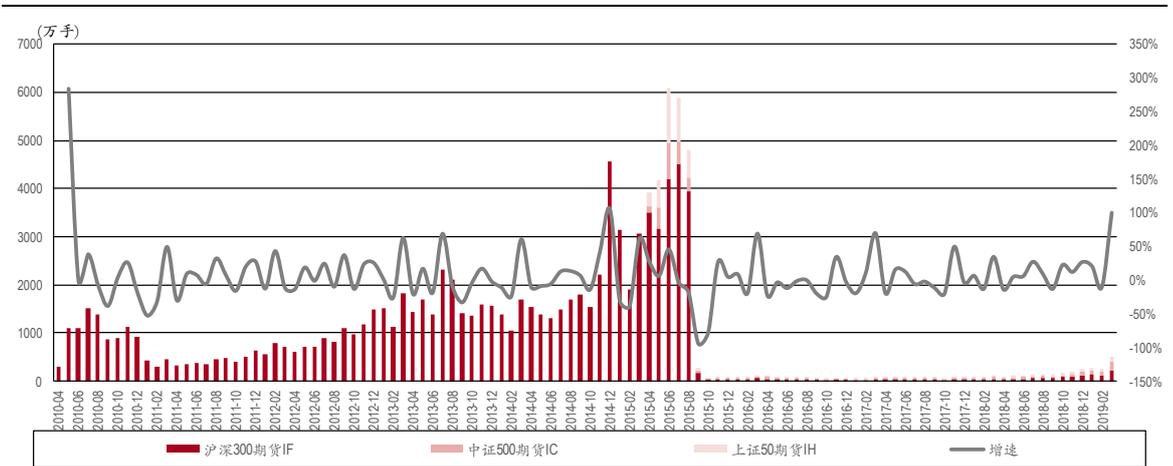
图表 37. 历次股指期货开仓数量限制规则调整情况

时间	时期	调整内容
2015/8/26	监管整顿期	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		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	政策松绑期	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		单个股指期货单日开仓交易量超过 50 手认定为异常交易
2017/2/16		单个非套保股指期货单日开仓交易量超过 500 手认定为异常交易
2017/2/16		单个非套保股指期货单日开仓交易量超过 500 手认定为异常交易

资料来源：中金所，中银国际证券

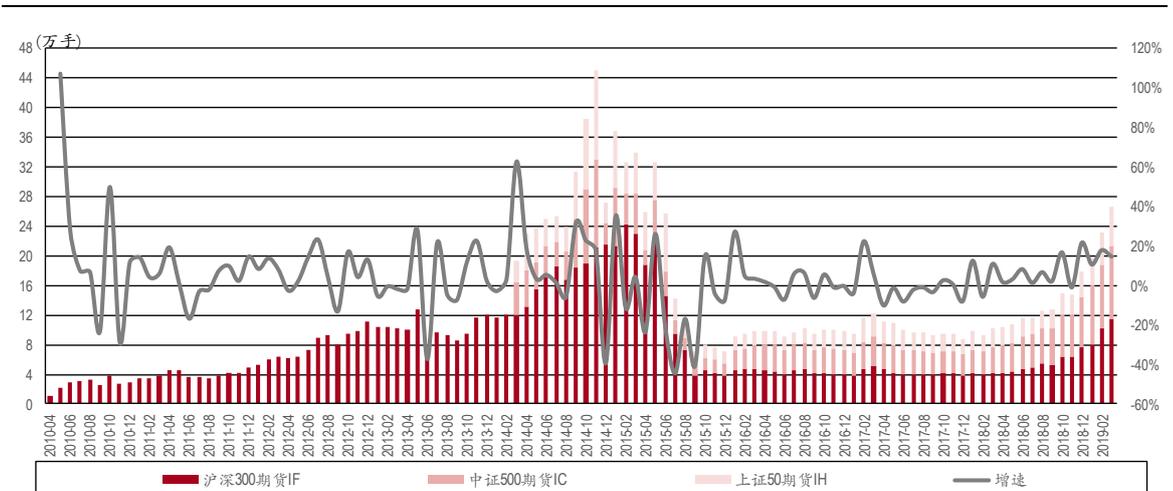
股指期货持续松绑有利于期货市场成交量抬升。股指期货规则五个月内连续两次大幅全线松绑，释放政策层面利好信号，有望带动市场长线资金对冲需求与短线非套期保值交易量。2018 年 12 月监管层进一步松绑股指期货相关规则后，成交量明显抬升。截至 2019 年 3 月，IF、IC、IH 指数期货累计成交量分别达 231.5 万手、172.81 万手、103.46 万手，较规则松绑前的 18 年 11 月分别增长 164%、243%、103%。

图表 38. 2010/04-2019/03 股指期货单月成交量



资料来源：中金所，中银国际证券

图表 39. 2010/04-2019/03 股指期货持仓量



资料来源：中金所，中银国际证券



### 3 盈利展望及投资建议

#### 3.1 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 34.34%、71.56%、114.41%。

图表 40. 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	4,500	6,000	8,000
	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>637</b>	<b>878</b>	<b>1,210</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	8,000	8,500	9,000
	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>149</b>	<b>169</b>	<b>196</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	30.00	45.00	60.00
	自营收入增速		-7.05	8.40	14.85	24.00
	<b>自营业务净收入</b>	<b>861</b>	<b>800</b>	<b>867</b>	<b>919</b>	<b>992</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>
	<b>其它业务净收入</b>	<b>230</b>	<b>348</b>	<b>348</b>	<b>348</b>	<b>348</b>
	<b>营业总收入</b>	<b>3,113</b>	<b>2,663</b>	<b>2,712</b>	<b>3,089</b>	<b>3,571</b>
	<b>净利润率(%)</b>	<b>36.30</b>	<b>25.02</b>	<b>33.00</b>	<b>37.00</b>	<b>40.00</b>
	<b>净利润</b>	<b>1,130</b>	<b>666</b>	<b>895</b>	<b>1,143</b>	<b>1,428</b>
	<b>预计净利润同比增速(%)</b>		<b>(41.04)</b>	<b>34.34</b>	<b>71.56</b>	<b>114.41</b>

资料来源：万得，中银国际证券

#### 3.2 投资建议

**1.政策方面：**科创板的落地，股指期货逐步松绑，第三方接口和 MOM 账户的放开，都是证券行业政策环境的开放，同时外资券商也将加入国内业务的竞争，其经验和资金都将加速行业的改革发展。贯穿全年的政策利好已经较为明朗，证券行业面临友好的监管环境。

**2.市场方面：**市场第一波急速拉升告一段落，但是市场活跃度仍然维持在高位，且赚钱效应下个人投资者的参与度仍在提升，市场活跃度、风险偏好的变化是证券行业短期股价最大的影响因素。市场短期调整企稳之后，重点关注经济数据及流动性指标。



**3.投资建议：**政策面稳定友好，不断开放；市场仍然热情和信心较足，证券行业逻辑依然成立。从估值看，目前行业估值接近历史中枢，已经完成估值修复的左侧阶段，后续主要体现行业的 beta 属性。推荐两类券商：1) 板块后续行情最大的催化来自市场的 beta，看好 beta 更高的东方财富、东方证券；2) 政策面仍然有持续的利好落地，政策利好集中在龙头券商，看好估值相对较低的海通证券、华泰证券。

图表 41. 上市券商估值表

代码	券商	股价 (元)	总市值 (亿元)	PB			PE			评级
				2017	2018	2019E	2017	2018	2019E	
600030.SH	中信证券	23.04	2,604	1.86	1.82	1.75	24.42	29.73	22.67	买入
601688.SH	华泰证券	20.40	1,552	1.67	1.63	1.57	18.15	33.45	20.27	买入
600837.SH	海通证券	13.98	1,431	1.37	1.36	1.31	18.66	30.86	16.14	增持
601211.SH	国泰君安	18.83	1,614	1.33	1.33	1.28	16.61	24.46	17.58	增持
000776.SZ	广发证券	15.56	1,076	1.40	1.39	1.34	13.80	27.58	17.68	增持
600999.SH	招商证券	17.53	1,094	1.83	1.79	1.71	20.30	26.54	18.73	增持
601066.SH	中信建投	23.36	1,566	4.08	3.75	3.36	44.48	57.85	39.10	中性
601881.SH	中国银河	11.55	908	1.81	1.78	1.73	29.41	41.25	35.00	未有评级
002736.SZ	国信证券	12.34	1,012	2.16	2.09	2.02	22.12	33.35	29.38	未有评级
601788.SH	光大证券	12.44	532	1.18	1.15	1.12	19.02	23.04	20.39	未有评级
601901.SH	方正证券	6.98	575	1.54	1.51	1.48	38.78	38.78	38.78	未有评级
300059.SZ	东方财富	16.39	890	5.77	5.40	4.97	133.00	76.44	61.01	买入
600958.SH	东方证券	11.17	717	1.47	1.51	1.47	21.98	63.46	30.80	增持
601377.SH	兴业证券	6.74	451	1.35	1.39	1.34	19.75	333.48	24.43	中性
000728.SZ	国元证券	9.80	330	1.30	1.27	1.24	24.50	31.61	27.22	未有评级
601555.SH	东吴证券	11.24	337	1.62	1.60	1.59	43.23	86.46	91.01	未有评级
600369.SH	西南证券	5.24	296	1.53	1.51	1.48	43.67	58.22	43.67	未有评级
600109.SH	国金证券	10.27	311	1.65	1.61	1.56	25.87	30.21	27.03	未有评级
000783.SZ	长江证券	7.88	436	1.64	1.62	1.59	28.14	49.25	41.47	中性
000686.SZ	东北证券	9.83	230	1.47	1.45	1.44	35.11	70.21	73.91	未有评级
601198.SH	东兴证券	13.25	365	1.90	1.87	1.84	27.89	55.79	53.13	未有评级
000750.SZ	国海证券	5.35	226	1.64	1.63	1.62	59.44	118.89	113.23	未有评级
601099.SH	太平洋	4.01	273	2.33	2.32	2.32	235.88	471.76	496.59	未有评级
002673.SZ	西部证券	10.63	372	2.12	2.09	2.07	46.16	92.31	102.57	未有评级
002500.SZ	山西证券	8.69	246	1.97	1.95	1.94	62.07	124.14	130.68	未有评级
002797.SZ	第一创业	7.04	247	2.78	2.75	2.72	58.67	117.33	123.51	未有评级
601375.SH	中原证券	5.55	169	2.14	2.12	2.10	50.45	100.91	106.22	未有评级
600909.SH	华安证券	6.67	242	1.97	1.94	1.92	37.06	74.11	78.01	未有评级
601878.SH	浙商证券	10.02	334	2.47	2.42	2.37	29.47	58.94	62.04	未有评级
601108.SH	财通证券	11.25	404	1.99	1.95	1.87	25.00	50.00	23.44	未有评级
601990.SH	南京证券	12.19	335	3.22	3.18	3.15	71.71	143.41	150.96	未有评级
002926.SZ	华西证券	10.52	276	1.73	1.70	1.67	21.47	42.94	45.20	未有评级
	<b>大券商</b>		14,617	1.87	1.80	1.70	22.92	32.36	23.32	
	<b>行业</b>		22,678	2.00	1.96	1.89	42.16	80.14	66.71	
	<b>中小券商</b>		10,513	2.07	2.04	1.99	51.79	104.03	88.40	

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 2019 年 4 月 30 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



## 4 风险提示

- 1) 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；
- 2) 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；
- 3) 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。；
- 4) 中美关系等国际环境对宏观经济带来的影响超预期。

## 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