

谨慎推荐（维持）

证券行业 2019 年下半年投资策略

风险评级：中风险

拥抱改革，迎接晨光

2019 年 6 月 17 日

投资要点：

李隆海

SAC 执业证书编号：

S0340510120006

电话：0769-22119462

邮箱：LLH@dgzq.com.cn

研究助理：许建锋

SAC 执业证书编号：

S0340519010001

电话：0769-22110925

邮箱：

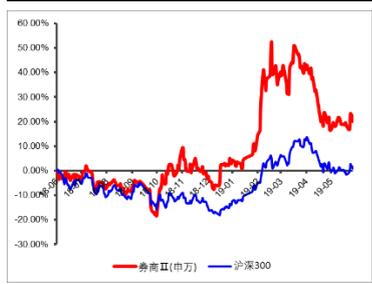
xujianfeng@dgzq.com.cn

细分行业评级

证券行业

谨慎推荐

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

- **实践注册制改革，迎来投行业务红利。**注册制以信息披露为核心，淡化财务门槛要求，执行严格退市制度，让企业有序进出，加速股权融资市场代谢，提升市场活力。这些变革将使符合科创板上市条件的企业范围扩大，为投行业务带来增量收入；未来注册制在科创板运行成熟，有望推广至其他版块，券商投行业务将迎来更大的红利。科创板注册制配套券商跟投制度，让券商投行业务回归风险定价，让新股销售进入买方市场，对券商在项目筛选、研究定价、股票承销、市值管理方面提出更高的要求。
- **科创板增量收入可观。**截止2019年5月30日，共有108家（不含中止申报）企业申报科创板，融资金额合计1041亿元，预计能带来券商承销收入48亿元，并在下半年释放；而2019年1至5月证券行业仅实现IPO承销收入25亿元，2018年全年实现IPO承销收入54亿元，科创板带来的IPO承销收入可观；按上述截止日期，预计的科创板承销收入超过2018年IPO承销收入的券商家数比例为61%，超过2019年1至5月合计IPO承销收入的比例为85%。此外，科创板还将带来交易佣金收入、资本中介收入、研究服务、托管服务、跟投等收入。
- **股指期货松绑，回归常态化。**2017年市场走势逐步平稳后，股指期货有四次松绑，成交量快速回升。股指期货曾非常活跃，成交量高企，鉴于未来机构客户占比增加，市场退市制度完善，投资者对风险管理需求增加，股指期货交易成本下降及管理常态将推动成交量上升，券商该块业务空间广阔。
- **发展信用保护工具，开启券商盈利增长点。**解决民企融资难融资贵的问题已成为国内经济高质量发展的迫切需求，信用保护工具的规模及种类有望加速扩大，成为券商新的盈利增长点。目前信用保护工具品种只有信用保护合约，该合约由交易双方签订，不可转让；日后有望增加信用保护凭证，由凭证创设机构创设，并可转让。
- **投资建议：**基于目前科创板进度较快，预计6月前申报的企业将在下半年审核完毕，相关IPO承销收入将兑现；对于科创承销对规模较大的券商，其科创板承销收入对增厚业绩起到积极作用。下半年，基于科创板开板及美国货币宽松传导至国内的预期，市场有望迎来估值提升，证券行业业绩跟随市场反弹，推动券商股价上扬。因此，建议关注科创板保荐融资规模大，科创板承销收入占2018年承销收入比值高，2019年一季度业绩反弹力度强，估值合理的券商，建议关注中信证券、华泰证券、海通证券及东吴证券。

- **风险提示：** 科创板推出进度不及预期，宏观经济超预期下滑，股基成交量大幅萎缩，中美贸易摩擦超持续恶化。

目录

1. 发展直接融资服务产业转型	5
新兴产业股权融资供给侧有改革需求。	5
股权融资规模有待提高。	5
发展直接融资，服务产业转型。	5
金融是国家重要的核心竞争力，行业经济地位提升。	6
2. 金融供给侧改革推动券商业务变革	6
发展直接融资势在必行，证券行业承担改革使命。	6
科创板试点注册制，释放股权融资改革信号。	6
实践注册制改革，迎来投行业务红利。	7
衍生品供给侧改革需求凸显。	7
股指期货松绑，回归常态化。	8
发展信用保护工具，开启券商盈利增长点。	9
场内期权规模迅速提升，品种有望增加。	9
资本市场开放，大力引入海外增量资金。	10
放松机构投资者限制，推动增量稳定资金入市。	11
外资持股比例放宽，行业竞争加剧。	11
公募基金券商结算模式改革，开启券商 PB 业务新发展。	11
供给侧改革，加快行业走向集中。	12
顺应行业发展变化，扩大资本规模成为必经之路。	12
3. 走出阴霾，迎接晨光	13
3.1 2019 年一季度行业业绩强势反弹	13
3.2 经纪业务：财富管理转型启航	16
3.3 投行业务：科创板增量收入可观	18
3.4 资管业务：资管规模收缩延续	20
3.5 自营业务：投资策略有望实质转变	20
3.6 信用业务：信用风险下降	21
4. 行业盈利展望	22
5. 投资策略	24
6. 风险提示	24

插图目录

图 1：国内融资结构（%）	5
图 2：股票化率（%）	5
图 3：科创板进程	7
图 4：股指期货成交量（万手）	8
图 5：股指期货成交量同比增速（%）	8
图 6：上证 50ETF 期权月度成交量（万张）	9

图 7: 场外期权月末初始名义本金 (亿元)	10
图 8: 场外互换月末初始名义本金 (亿元)	10
图 9: 北上资金净流入 (亿元)	11
图 10: 上市券商 2018 年及 2019 年一季度业绩同比增速 (%)	14
图 11: 上市券商 2018 年营业收入结构 (%)	15
图 12: 上市券商 2019 年一季度营业收入结构 (%)	15
图 13: 沪深 300、证券 (申万二级) 涨跌幅 (%)	15
图 14: 日均成交额 (亿元)	15
图 15: 美国 3 个月期、10 年期国债收益率 (%)	16
图 16: COMEX 黄金期货收盘价(活跃合约) (美元/盎司)	16
图 17: 上市券商经纪业务净收入 (亿元, %)	16
图 18: 股基日均交易额 (亿元, %)	16
图 19: 佣金率 (‰)	17
图 20: 行业整体股权融资规模 (亿元, %)	18
图 21: 债券承销规模 (亿元, %)	18
图 22: IPO 募资规模 (亿元)	18
图 23: 债券承销规模 (亿元)	18
图 24: 上市券商资管业务净收入 (亿元, %)	20
图 25: 资管规模 (亿元, %)	20
图 26: 上市券商自营业净收入 (亿元, %)	21
图 27: 上市券商投资净收入及公允价值变动净收益 (亿元, %)	21
图 28: 上市券商利息净收入 (亿元, %)	21
图 29: 股票质押市值 (亿元)	22
图 30: 两融余额 (亿元)	22

表格目录

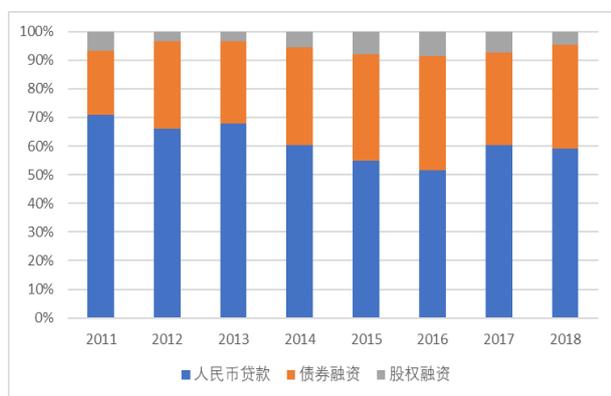
表 1: 股指期货交易规定	8
表 2: 券商资本补充情况	12
表 3: 科创板 IPO 承销收入测算 (亿元)	19
表 4: 证券行业 2019 年主要盈利假设	23
表 5: 证券行业 2019 年盈利预测 (亿元)	23
表 6: 重点公司估值及盈利预测	24

1. 发展直接融资服务产业转型

新兴产业股权融资供给侧有改革需求。由于新三板流动性缺失，科创板是目前国内公开股权融资市场财务条件最低的板块。根据《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法》（2016年1月1日修订），对拟挂牌企业财务条件有如下规定“最近两年连续盈利，最近两年净利润累计不少于一千万元；或者最近一年盈利，最近一年营业收入不少于五千万元。净利润以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据；”、“最近一期末净资产不少于二千万，且不存在未弥补亏损；”。截止6月4日，科创板申报企业113家（不含中止申报），作为首批申报企业质地优良，产品具备先进技术及较好的财务状况，但接近3年财务数据初步估算，期中有4家不符合创业板挂牌条件中的“不存在未弥补亏损”，分别为芯片企业2家，云计算企业1家及先进电子产品1家，其所在行业均为我国产业升级方向，说明新兴产业股权融资供给侧有改革需求。

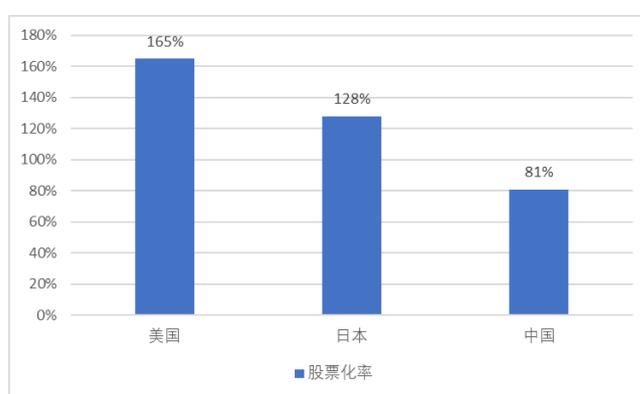
股权融资规模有待提高。2018年A股市值占GDP比重为48%，A股+H股+美国中概股市值占GDP比重为81%。世界银行数据显示，2017年美国股票化率为165%，日本为128%，远超中国。从国内融资结构看，2018年新增股权融资规模、新增人民币贷款、新发行债券规模分别为1.2万亿、9.7万亿及15.7万亿，占分别为5%、36%及59%，2011年至2018年期间，股权融资规模一直维持在较低比例，在4%-9%之间，股权融资比例偏小。国内股权融资过往对企业一直有较高的财务准入条件，监管层承担了一部分的风险定价职能，而券商投行业务主要起到通道作用，进而投行业务不能通过风险定价获得的增值收益。

图1：国内融资结构（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图2：股票化率（%）



资料来源：世界银行，Wind，东莞证券研究所。注：美国、日本为2017年数据，中国按A、H股，美国中概股总市值计算。

发展直接融资，服务产业转型。随着国内劳动力成本上涨，人口老龄化，人口红利优势逐渐失去；环保政策将长期收紧，员工社保福利政策严格执行，企业成本将上升；而传统行业产能过剩，竞争激烈，毛利率下降，在成本毛利一升一降情况下，传统制行

业难以复制以往的高速增长，经济持续增长亟待高成长性的新兴产业接力。新兴产业具有前期投入大、难盈利，可抵押、质押资产少，现金流难预测，但专利技术无形资产多，未来市场前景广阔等特点。银行信贷及债权等融资方式的风险管理要求企业稳定盈利，现金流可预测，可抵、质押资产充足，难以给新兴产业提供融资支持。券商主导的股权融资方式更契合新兴产业特点，但现有股权融资市场设置了较高到的财务条件，适合已实现稳定盈利的企业，前期新兴产业难以达到上市条件。因此，国家推出科创板及注册制，满足新兴产业股权融资需求，加速行业发展，加快经济新动能培育。在注册制下，证券行业业务模式将从提供通道转向风险定价、投资交易等业务。预期注册制在科创板平稳运行后，注册制适用范围将扩大，将加快证券行业业务模式转变。

金融是国家重要的核心竞争力，行业经济地位提升。过往只强调金融业为实体经济服务，2.22 习主席在中共中央政治局集体学习会议上的讲话对金融行业有新的定位“金融是国家重要的核心竞争力，金融安全是国家安全的重要组成部分，金融制度是经济社会发展中重要的基础性制度”。国内要跨越中等收入陷阱，实现经济持续高速增长，发展新兴产业成为主要经济增长动能是必由之路。新兴产业特性决定其融资方式主要依靠直接融资，创投机构提供第一阶段资金，科创板等股权市场提供第二阶段融资功能和创投机构退出渠道。未来有了融资平台和投资者，还需要专业中介机构，为挂牌企业和投资者提供资产定价服务、创设衍生品对冲风险的服务、提高挂牌股票流动性的做市商服务、投资咨询（调研）等服务，券商比其他金融机构更契合这个中介机构的定位。新兴产业在我国经济布局具有重要战略地位，券商作为连接新兴企业和投资者的服务中介提供金融服务，是金融支持实体经济重要落脚点，券商将成为本次产业结构升级中，金融支持新兴企业发展的重要力量。

2. 金融供给侧改革推动券商业务变革

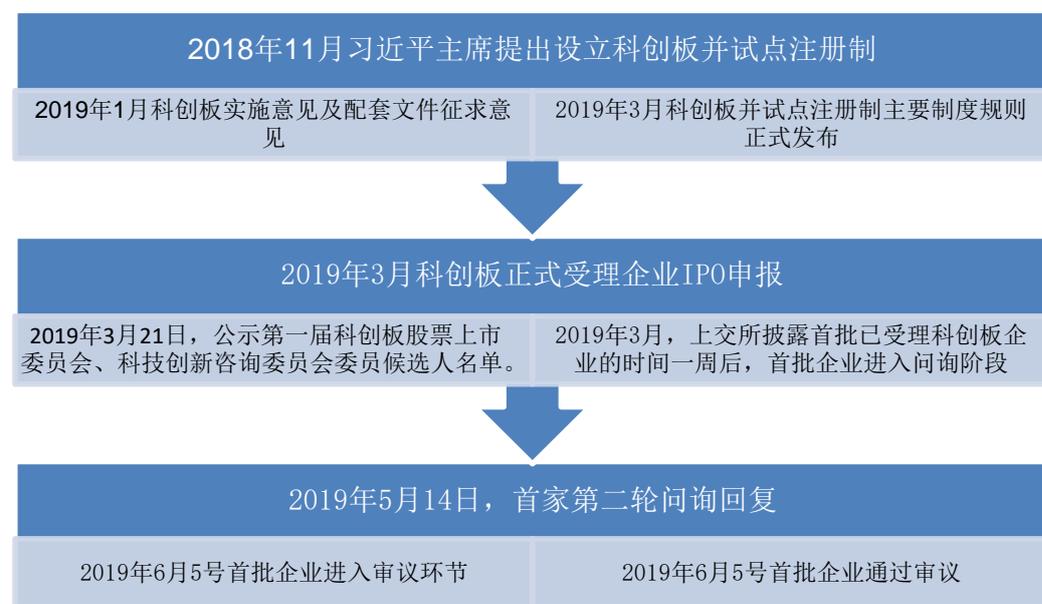
发展直接融资势在必行，证券行业承担改革使命。与美国、日本等成熟市场比较，我国股权融资规模及比例长期偏低，提升动能不足，已不适应大力发展新兴产业的经济战略。2019 年 2 月 22 日，习近平总书记在中央政治局第十三次集体学习时强调，深化金融供给侧结构性改革，增强金融服务实体经济能力，要求优化融资结构和金融机构体系、市场体系、产品体系，要适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势，推动金融服务结构和质量来一个转变。为推动金融供给侧改革政策加速落地，相关政策退出明显加快，聚焦发展多层次股权融资市场，积极发展期货市场，促进债券市场协调发展。券商担任股权融资市场中介，连接资金供需两端，是发展直接融资重要推动力，在金融供给侧改革中承担重要历史使命，也将迎来自身商业模式的变革与创新红利。

科创板试点注册制，释放股权融资改革信号。从 2018 年 11 月习近平主席提出设立科创板并试点注册制，到 2019 年 6 月 5 日科创板首批企业通过审议，历时仅 8 个月，科创板注册制试点下第一批挂牌企业即将出炉，开启股权融资创新大时代。科创板注册制体现了通过市场筛选项目及资源分配的原则，减少了监管层等非市场因素对股票发行的扰动，让各参与者回顾本位；实践股票发行、上市、信息披露、交易、退市等制度的市场化改革，在上市标准设置上淡化财务要求，注重信息披露质量；在投资者门槛上注

重适当性，保持市场活力基础上注重引导价值投资；在涨跌幅限制及做空机制方面放宽，倡导价值发现，让市场判断企业优劣，实现市场化的资源配置；在退市制度方面提高标准，加快不达标企业出清，提高上市企业质量，解决估值扭曲，去除“炒垃圾炒壳”风气，回归价值投资本源。科创板制度完善后有望推广复制到其他版块，以增量改革带动存量转型，实现以点带面，开启了股权融资改革大时代。

实践注册制改革，迎来投行业务红利。注册制以信息披露为核心，淡化财务门槛，执行严格退市制度，让企业有序进出，加速股权融资市场代谢，提升市场活力。这些变革将使符合科创板上市条件的企业范围扩大，为投行业务带来增量收入；未来注册制在科创板运行成熟，有望推广至其他版块，券商投行业务将迎来更大的红利。科创板注册制配套券商跟投制度，让券商投行业务回归风险定价，让新股销售进入买方市场，对券商在项目筛选、研究定价、股票承销、市值管理提出更高的要求。

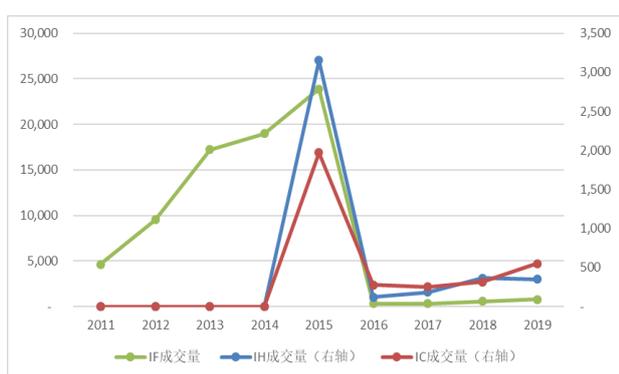
图3：科创板进程



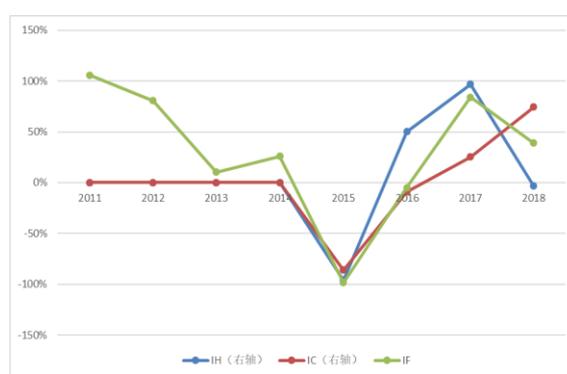
数据来源：Wind，东莞证券研究所

衍生品供给侧改革需求凸显。目前国内证券行业与市场景气情况高度相关，周期性明显，业绩波动大，熨平周期波动能力差，自营投资收益占营收比例已达 20% 以上，急需利用衍生品进行多元策略投资及风险对冲，从而熨平投资收入的周期波动。另一方面，国内券商同质化竞争严重，牌照红利逐弱化，急需拓展新的盈利增长点。从国外经验看，随着衍生品交易成本降低及种类拓展，对营收有较大的提升作用。当前国内券商已开启衍生品、FICC、主经纪商等创新业态探索；注册制倒逼投行业务回归风险定价本源，对股权对冲工具有实质需求。此外，资本市场开放提速，客户机构化加速推进，以外资及机构主导的市场，对风险管理需求大幅提高。衍生品作为机构重要的风险管理工具，是让国内外机构资本在中国市场长期留下来的必要因素。熨平周期波动、拓展增长点、丰富风险管理工具是市场未来变化趋势，衍生品市场供给侧改革需求凸显。

股指期货松绑，回归常态化。股指期货是重要的股权风险管理工具，国内起步较晚，但发展迅速。2010 年 4 月沪深 300 股指期货（IF）上市，2015 年 4 月上证 50 股指期货（IH）和中证 500 股指期货（IC）挂牌交易。2011 年 IF 成交量为 4,632 万手，2015 年达到高峰 29030 万手。2015 年市场大幅下跌期间，为平稳市场，中金所限制了股指期货交易，将 IF、IH、IC 的合约保证金率由 10% 逐步提高到了 40%，平今仓手续费由零增加至万分之 23，同时日内投机开仓交易量不得超过 10 手，股指期货市场全面降温，2016 年成交量即降至 730 万手。2017 年市场走势逐步平稳后，股指期货有四次松绑，成交量快速回升。股指期货曾非常活跃，成交量高企，鉴于未来机构客户占比增加，市场退市制度完善，投资者对风险管理需求增加，股指期货交易成本下降及管理常态将推动成交量上升，券商该块业务空间广阔。

图4：股指期货成交量（万手）


资料来源：Wind，东莞证券研究所

图5：股指期货成交量同比增速（%）


资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 1：股指期货交易规定

调整日期	品种	非套保交易保证金	平今仓手续费	非套保异常交易认定
2015/8/3		10%	0.23‰	不限
2015/9/7		40%	23‰	10 手
2017/2/16	上证 50	20%	9.2‰	20 手
	沪深 300	20%		
	中证 500	30%		
2017/9/18	上证 50	15%	6.9‰	20 手
	沪深 300	15%		
	中证 500	30%		

2018/12/3	上证 50	10%	4.6%	50 手
	沪深 300	10%		
	中证 500	15%		
2019/4/19	上证 50	10%	3.4%	500 手
	沪深 300	10%		
	中证 500	12%		

资料来源：中金所，东莞证券研究所

发展信用保护工具，开启券商盈利增长点。为拓宽民营企业融资途径，同时保护投资者的合法利益，提升民营企业公司债券风险防控能力，为民营经济发展营造良好的融资环境，2018 年 11 月深交所推出首批信用保护工具，2019 年 1 月上交所、深交所、中国结算联合发布了《信用保护工具业务管理试点办法》。相对传统担保方式来说，信用保护工具较为灵活，主要由信用工具买卖双方沟通，无需发行人另寻担保增信。使用沪深交易所信用保护工具，买方需向卖方支付一定保护费，如果出现债券违约，卖方则需向买方赔付。目前，信用保护工具的覆盖范围还比较有限，主要包括在中国境内发行并在沪深证券交易所上市交易或者挂牌转让的以人民币计价的公司债券（不含次级债券）、可转换公司债券、企业债券及交易所认可的其他债务；信用保护工具品种只有信用保护合约，该合约由交易双方签订，不可转让；日后有望增加信用保护凭证，由凭证创设机构创设，并可转让。解决民企融资难融资贵的问题已成为国内经济高质量发展的迫切需求，信用保护工具的规模及种类有望加速扩大，成为券商新的盈利增长点。截止 2019 年 3 月，国泰君安、广发证券、招商证券、中信证券、华泰证券、中金公司、中信建投、浙商证券、国金证券、长城证券和方正证券，共 11 家券商获批开展信用衍生品业务。

场内期权规模迅速提升，品种有望增加。目前国内场内股票期权仅有上证 50ETF 一个品种。期权投具备资方式非常灵活、多空双向、风险有限、收益无限的特点，自推出后，成交量快速上升。2015 年 2 月上证 50ETF 期权合约成交量为 23.3 万张，2019 年 5 月成交量为 5383.6 万张。券商作为场内股票期权主要做市商，现有期权品种成交量持续扩大，将增厚券商场内期权业务收入；此外，场内期权品种扩容存在客观需求。2019 年 2 月 1 日，上交所发布股票期权市场发展报告（2018），指出将进一步深化股票期权试点，积极推动新增 ETF 期权标的。场内期权种类拓展，将成为券商期权业务收入增加的新来源。场外衍生品主要包括场外期货及收益互换。收益互换月末初始名义本金规模总体呈下降趋势；而场外期权月末初始名义本金规模增长较快，2014 年 12 月为 619 亿元，2019 年 3 月为 3381 亿元。2019 年 3 月场外期权月末初始名义本金规模占 A 市值比例为 0.60%，2018 年年末美国场外股票期权未平仓名义本金占上市公司总市值比例为 6%，场外衍生品规模及种类有望提升。

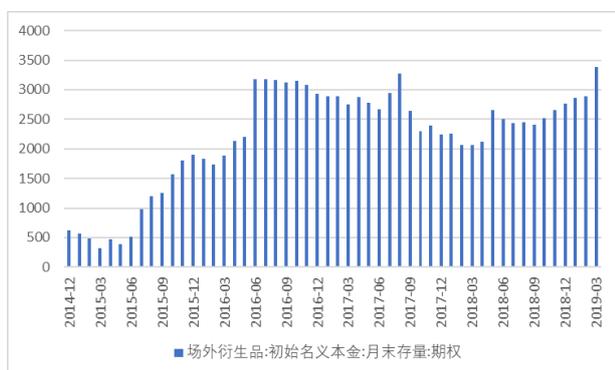
图6：上证50ETF期权月度成交量（万张）



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

图7: 场外期权月末初始名义本金 (亿元)

图8: 场外互换月末初始名义本金 (亿元)



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

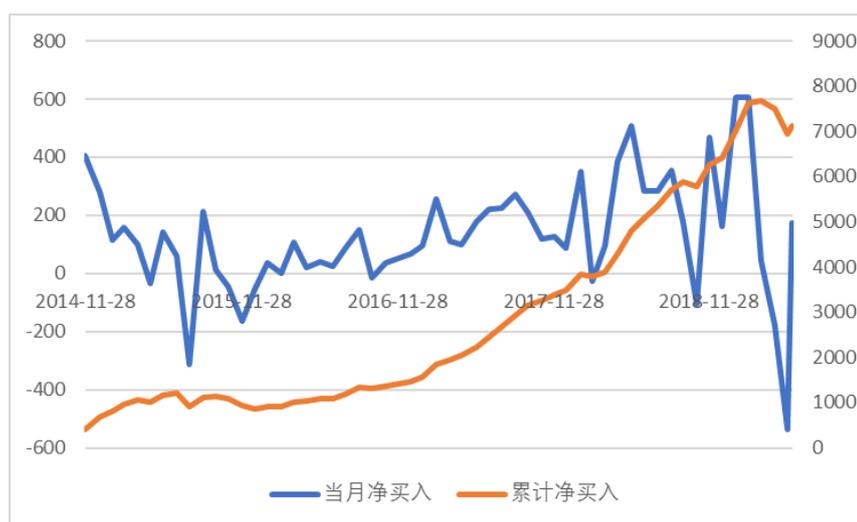
资料来源: Wind, 东莞证券研究所

资本市场开放, 大力引入海外增量资金。2018年6月MSCI首次将A股纳入, 2019年5月28日收盘后纳入因子从5%提升至10%, MSCI计划在2019年8月将中国大盘A股纳入因子提升至15%, 2019年11月将中国大盘A股纳入因子从15%增加至20%, 同时将中国中盘A股(包括符合条件的创业板股票)的纳入因子调整为20%。MSCI亚太研究部主管谢征侯表示, 按每5%的纳入因子带来220亿美元的资金量, 按此测算, 下半年A股纳入因子顺利提升至20%, 将带来440亿美元的增量外资流入。此外, 国际另一重要指数富时罗素全球股票系列指数(下简称富时指数)于2019年6月21日收盘后开启纳入A股进程。第一阶, A股按25%的纳入因子纳入富时指数。第一阶段分三步提升至最终的25%, 分别2019年6月纳入20%, 2019年9月纳入40%, 2020年3月纳入40%。第三批次则与2020年3月的指数半年审核同时完成。根据富时指数官方预测, 第一阶段结束后, 将为A股带来100亿美元资产的初始净被动流入。富时指数官方表示, 未来权重的提高取决于第一阶段的实施, 以及A股为外国投资者进入所做的工作, 纳入进程最快有可能在明年三季度加快。另外, 2018年12月7日标普道琼斯指数公司(S&P Dow Jones Indices)也正式对外宣布, 将可以通过沪港通、深港通机制进行交易的合

格中国 A 股纳入其有新兴市场分类的全球基准指数，纳入将自 2019 年 9 月 23 日市场开盘前生效。

放松机构投资限制，推动增量稳定资金入市。2019 年 1 月 14 日，国务院批准 QFII 总额度由 1500 亿美元增加至 3000 亿美元，1500 亿美元额度自 2015 年一直沿用至今，本次大幅提高额度，有利于境外机构资金进入 A 股。2019 年 1 月 31 日，证监会就《合格境外机构投资者及人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法（征求意见稿）》及其配套规则公开征求意见，拟放宽 QFII 准入条件、简化申请程序及扩大国内投资范围，可参与融资融券、金融期货、期权等品种。

图9：北上资金净流入（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

外资持股比例放宽，行业竞争加剧。2018 年 4 月 28 日，证监会公布《外商投资证券公司管理办法》，修改内容主要有允许外资控股合资证券公司及逐步放开合资证券公司业务范围。自上述办法颁布后，目前国内外资控股券商已有 3 家，分别为瑞银证券、摩根大通证券、野村东方国际证券。持股比例及业务范围逐步开放意味着自海外同行的竞争优势渐渐释放。短期国内券商在资管及投行业务面临挑战；国内券商在经纪业务方面，由于有网点数量及低佣金率优势，仍保持较强竞争力；长期看，合资券商将为国内证券行业带来新商业模式及新产品，加速行业与国际接轨进度，倒逼国内券商转变业务模式，提升竞争力。

公募基金券商结算模式改革，开启券商 PB 业务新发展。2019 年 2 月监管层明确新公募基金新产品采用券商结算模式的规定从试点转为常规，同时鼓励老基金新产品采用该模式，保险公司及保险资产管理公司、商业银行及商业银行理财机构、期货公司资产管理子公司等金融机构及其管理的各类产品都适用上述要求。券商结算模式指公募基金等管理的各类产品参与证券交易所交易的，应当委托证券公司办理结算。券商结算模式带来 2 点好处，一是券商处理结算更专业、二是该模式下券商能对产品的交易进行实时验资验券，并能对异常交易行为进行实时监控，符合监管层穿透式监管的要求。对于券

商自身的好处是公募基金管理的产品相关的托管、代售、研究服务等业务未来有望逐渐从银行转移到券商，增厚券商产品代销、托管、结算、研究分仓、FICC 等收入。此外，监管层同时规定，基金产品管理人可选择一家或多家证券公司开展证券交易，可免于执行“一家基金管理公司通过一家证券公司的交易席位买卖证券的年交易佣金，不得超过其当年所有基金买卖证券交易佣金的 30%。”，该规定可能导致公募基金的研究分仓走向集中。短期看，销售渠道广，销售能力强的券商最为受益；长期则交易结算系统、交收、代销、研究、托管等综合金融服务能力强的券商更为受益。

供给侧改革，加快行业走向集中。2019 年第一季度，上市券商中营收规模前 5 位券商占上市券商总营收比例为 41%，而上市券商中经纪、投行、资管、自营、信用净收入规模前 5 位占上市券商各项业务总净收入比例分别为 38%、45%、58%、41%和 48%。虽然自 2016 年以来行业集中度有所下降，但目前市场整体集中度依然保持高位，随着行业商业模式向重资产模式转变，资本金雄厚的大券商更具优势，预计长期行业集中度会进一步提高。

顺应行业发展变化，扩大资本规模成为必经之路。当前证券行业发展以服务实体经济为根本出发点，特别是战略新兴企业，建设多层次资本市场增加直接融资比例成为迫切需求；资本市场双向开放，通过引入外部竞争者，快速迭代国内券商商业模式和丰富金融产品；政府监管模式是以净资本为核心的风险监管体系，行业发展思路是“扶优限劣”，重点培育国内龙头券商的国际竞争力；券商商业模式会从依靠牌照收取通道费用，向通过扩张资产负债表提供服务和产品来收赚取服务费及赚取差价，机构客户占比会逐渐上升，做市商服务需求增加，衍生品种类及数量需求将大幅提升；资产定价能力、金融产品创设能力、风险管理能力、主动管理能力、资产获取能力、资产资金对接效率、服务客户及后台运营能力等核心竞争力的提升需要增加金融科技投入。从目前券商行业监管模式，到丰富提供的服务及产品种类，再到提升核心竞争力，都需要强大的资本支撑，扩大资本规模成为券商必经之路。

表 2：券商资本补充情况

募资方式	网上发行日期	券商	募资净额(亿元)
IPO	2019-06-24	红塔证券	12.22
IPO	2019-01-08	华林证券	9.21
IPO	2018-10-17	长城证券	18.58
IPO	2018-10-09	天风证券	8.82
IPO	2018-06-07	中信建投	20.69
IPO	2018-06-01	南京证券	9.37
IPO	2018-02-07	江苏租赁	39.18

IPO	2018-01-24	华西证券	48.62	
募资方式	发行日期	券商	实际募资净额(亿元)	
定向增发	2018-07-23	华泰证券	141.33	
定向增发	2018-01-08	申万宏源	119.72	
募资方式	方案进度	最新公告日	券商	预计募集资金(亿元)
增发预案	董事会预案	2019-04-19	中原证券	55.00
增发预案	股东大会通过	2019-05-22	中信建投	130.00
增发预案	股东大会通过	2019-05-28	中信证券	134.60
增发预案	股东大会通过	2019-04-26	海通证券	200.00
增发预案	证监会核准	2018-12-27	广发证券	150.00
增发预案	股东大会通过	2019-01-09	兴业证券	80.00
增发预案	股东大会通过	2018-12-21	国信证券	150.00
增发预案	股东大会通过	2019-05-18	第一创业	60.00
募资方式	网下发行日期	券商	发行规模(亿元)	
可转债	2019-03-11	浙商证券	35.00	
可转债	2018-03-12	长江证券	50.00	
募资方式	方案进度	公告日期	券商	发行规模(亿元)
可转债预案	股东大会通过	2019-05-21	财通证券	38.00
可转债预案	股东大会通过	2019-04-20	华安证券	28.00
可转债预案	董事会预案	2019-03-29	国投资本	45.00

资料来源: Wind, 东莞证券研究所

3. 走出阴霾, 迎接晨光

3.1 2019 年一季度行业业绩强势反弹

走出去年阴霾，2019 年一季度业绩强势反弹。35 家上市券商（不含东方财富，下文简称上市券商）2018 年营业收入为 2,649.15 亿元，同比下降 11.97%；2019 年一季度营业收入为 976.64 亿元，同比增长 51.39%。2018 年扣非归母净利润为 562.54 亿元，同比下降 38.60%；2019 年一季度扣非归母净利润为 367.20 亿元，同比增长 95.24%。2018 年平均 ROE 为 3.16%，较去年同期下降 3.37 个百分点；2019 年一季度平均 ROE 为 2.55%，较去年同期增加 1.28 个百分点。得益于 2019 年一季度证券市场大幅回暖，成交额同比上升，2019 年一季度营业收入和扣非归母净利润均强势反弹。

自营业务成为 2019 年一季度营收增长主要驱动力。经纪业务、投行业务、资管业务、自营业务和信用业务净收入 2018 年同比增速分别为-19.92%、-24.28%、-3.69%、-36.80%和 11.51%；2019 年一季度同比增速分别为 6.33%、8.47%、-8.43%、146.42%和 32.02%。2019 年一季度，在证券市场大幅上涨驱动下，自营业务净收入（等于投资净收入-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动净收益，下同）同比大涨，驱使当期营业收入同比增速大幅攀升。

图10：上市券商2018年及2019年一季度业绩同比增速（%）

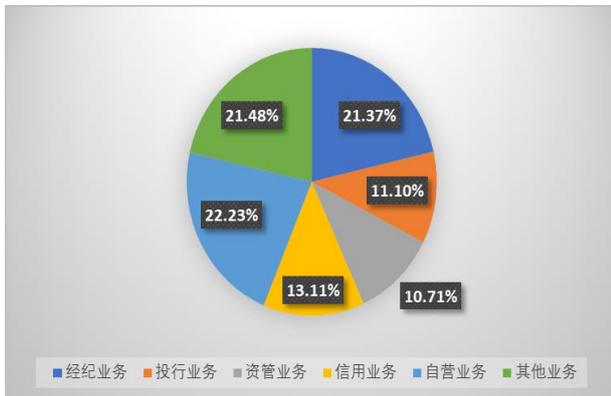


数据来源：Wind，东莞证券研究所

随市场波动的周期性特征仍然显著。经纪业务、投行业务、资管业务、信用业务和自营业务 2018 年净收入占营业收入比例分别为 21.37%、11.10%、10.71%、13.11%和 22.23%；上述各项业务 2019 年一季度净收入占营业收入比例分别为 18.68%、6.82%、6.47%、9.22%和 43.93%。上市券商营收结构呈现如下特征：一、经纪业务净收入营收占比约 20%，则证券市场股基成交额及佣金率波动对上市券商营收收入有较大影响；二、自营业务净收入营收占比在 20%以上，证券市场涨跌对上市券商营收收入的影响同样较大；三、2019 年一季度与 2018 年比较，自营业务净收入营收占比提升明显，经纪业务略微下降，说明 2019 年一季度自营业务是主要增长驱动力，而经纪业务净收入预计受

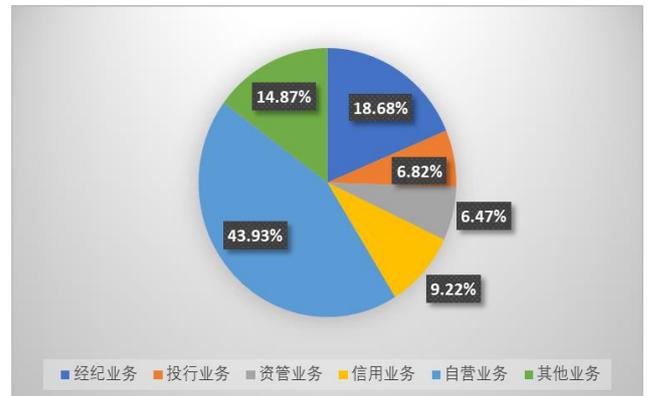
困于佣金率下降，在日均成交额同比上升情况下并没有表现出太高的同比增速。综上所述特征，券商行业随证券市场波动的周期性特征仍然显著。

图11：上市券商2018年营业收入结构（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图12：上市券商2019年一季度营业收入结构（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

下半年业绩有望迎来晨光。进入2019年二季度，市场经过4月高位盘整后，5月初大幅下跌，4、5月沪深300当月涨跌幅分别为+1.06%和-7.24%，2019年一季度上涨行情阶段性结束。预期作为2019年一季度业绩主动能的自营业务二季度的净收入将环比下降。截止2019年6月10日，2019年二季度日均成交额为6243亿元，较2019年一季度高出6.68%，因此2019年二季度业绩主动能切换为经纪业务。截止2019年6月14日，科创板已有9家企业进入注册阶段，并陆续有企业上会审议，近日证监会副主席李超表示科创板、注册制开展前准备工作已基本就绪，预期科创板在2019年三季度开板，届时市场风险偏好或将提升，市场估值有望提高。2019年全球经济放缓迹象明显，美国5月非农就业新增7.5万人，大幅低于预期的18万人，5月下旬美国3个月期国债收益率与10年期出现倒挂并持续至6月11日；4月末至6月10日COMEX黄金期货收盘价涨幅为+3.61%，市场对经济前景悲观情绪上升，市场对美联署降息预期上升，2019年四季度或将迎来美联署降息，届时国内有望实施更宽松的货币政策，国内证券市场估值有望持续提升。基于目前科创板进度较快，预计6月前申报的企业将在下半年审核完毕，相关IPO承销收入将兑现；对于科创承销相对规模较大的券商，其科创板承销收入对增厚业绩起到积极作用。下半年，基于科创板开板及美国货币宽松传导至国内的预期，市场有望迎来估值提升，证券行业业绩跟随市场反弹，推动券商股价上扬。

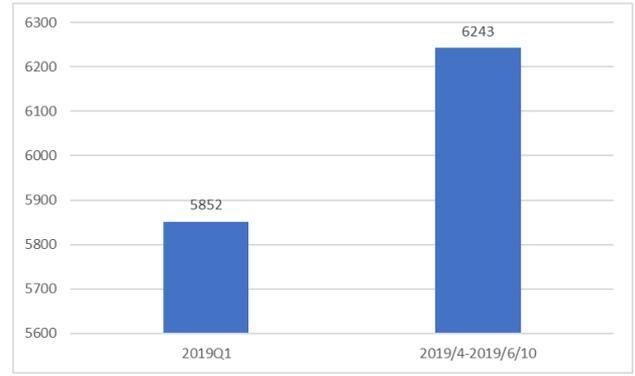
图13：沪深300、证券（申万二级）涨跌幅（%）

图14：日均成交额（亿元）



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图15: 美国3个月期、10年期国债收益率 (%)



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图16: COMEX黄金期货收盘价(活跃合约) (美元/盎司)



资料来源: Wind, 东莞证券研究所



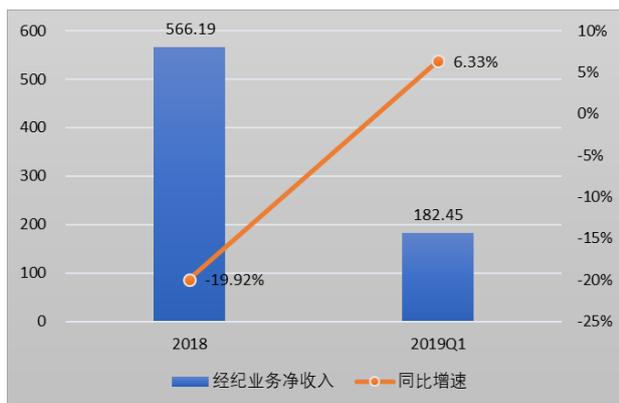
资料来源: Wind, 东莞证券研究所

3.2 经纪业务: 财富管理转型启航

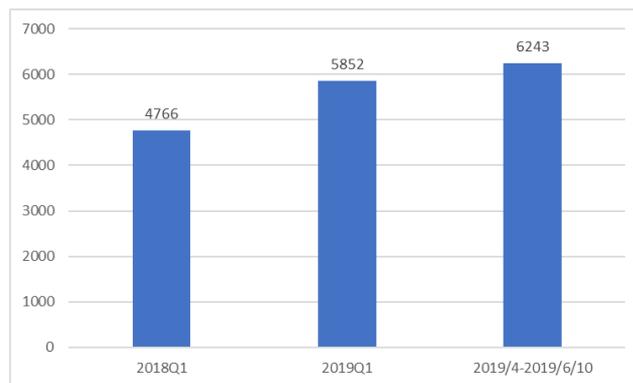
经纪业务弱势反弹有望延续。上市券商 2018 年和 2019 年一季度经纪业务净收入分别为 566.19 亿元和 182.45 亿元, 同比增速分别为-19.92%和 6.33%。2019 年一季度日均成交额为 5852 亿元, 同比增速为 23%, 高于 2019 年一季度经纪业务净收入同比增速, 主要是由于 2019 年一季度佣金率低于去年同期。根据测算, 2018 年一季度经纪业务佣金率为 3.21‰, 而 2018 年全年佣金率降至 3.10‰, 2019 年一季度继续下降至 3.07‰。2019 年 4 月至 2019 年 6 月 10 期间, 股基日均交易额为 6243 亿元, 高于 2019 年一季度, 因此 2019 年下半年经纪业务有望延续弱势反弹。预期 2019 年悲观、中性、乐观情况下, 佣金率分别为 2‰、2.8‰、3‰, 成交额分别为 5000 亿元、6500 亿元、8000 亿元。

图17: 上市券商经纪业务净收入 (亿元, %)

图18: 股基日均交易额 (亿元, %)

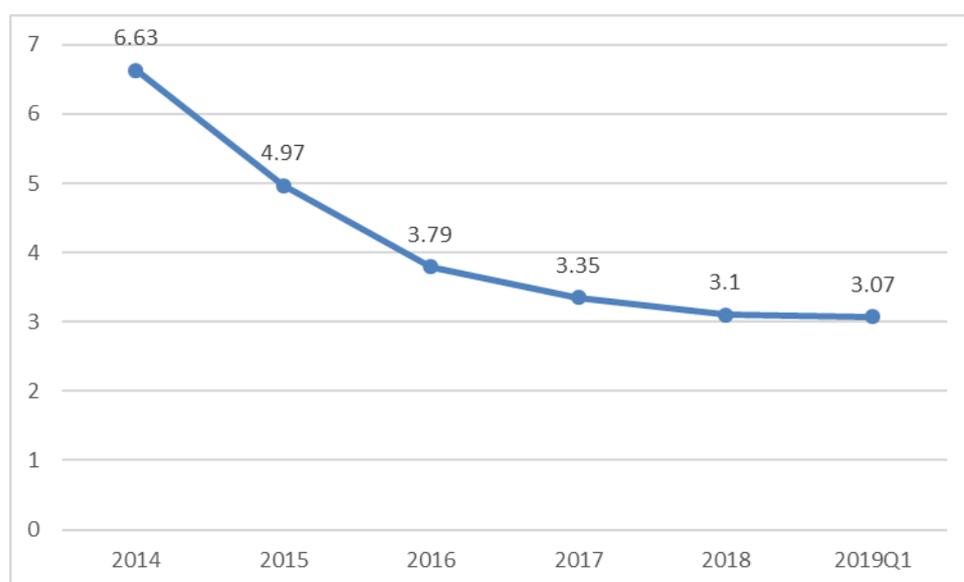


资料来源：Wind，东莞证券研究所



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图19：佣金率（‰）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

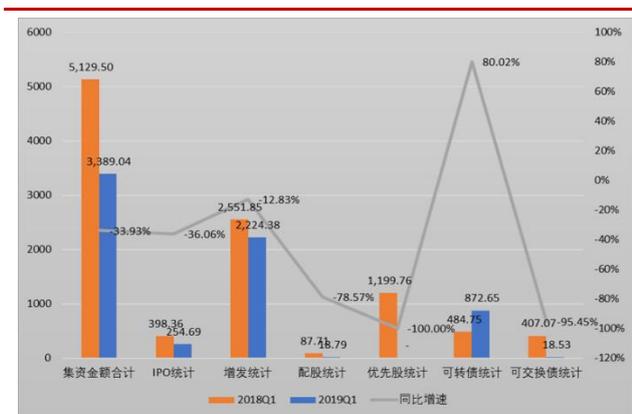
财富管理转型启航。当前经纪业务主要起到通道化功能，业务着重于转发交易指令，服务单一，服务同质化严重，行业竞争激烈，佣金低廉，为提升经纪业务附加值，未来向财富管理转型是大势所趋。2018 年至今，已有中信证券、中国银河、东方证券、兴业证券、中原证券、华泰证券全面向财富管理转型，而浙商证券、国海证券、第一创业、申万宏源在财富管理转型方向亦有布局。当前财富转型措施主要是调整组织架构，丰富产品服务及利用金融科技赋能。华泰证券今年将经纪业务职能并入网络金融部，通过金融科技赋能提高运营效率，完善面向客户的服务平台与面向投顾的工作流平台，有效引导财富管理向资产管理及配置方向转变。中信证券于 2018 年 12 月调整组织架构，将经纪业务发展与管理委员会更名为财富管理委员会，将分支机构定位为承接公司各项业务的区域落地平台。中信建投 2019 年将完善客户分类分级服务体系，优化产品销售和服务体系，以金融科技为抓手，提升运营效率，提高客户体现和服务品质。财富管理赛道上竞争力体现在资产配置能力、产品丰富度、运营效率及客户体验等方面，而头部券商

在这些方面具有人才储备、科技投入及品牌效应等优势。

3.3 投行业务：科创板增量收入可观

投行业务下半年反弹幅度有望扩大。上市券商 2018 年和 2019 年一季度投行业务净收入分别为 294.06 亿元和 66.62 亿元，同比增速分别为-24.28%和 8.47%，债券承销金额同比大幅上升是主要的正面影响因素。2019 年一季度，债券承销金额为 14995 亿元，同比增长 94.93%。而 2019 年一季度股权承销金额为 3389.04 亿元，同比下降 33.93%，其中 IPO 及增发融资金额分别为 254.69 亿元和 2,224.38 亿元，分别同比下降 36.06%和 12.83%，股权融资金额同比下降成为拖累当期投行业务净收入的主要因素。今年以来监管层多次表态新股发行要常态化，IPO 承销规模边际扩张。从 2019 年 4、5 月 IPO 合计承销规模为 227.86 亿元，与 2019 年一季度发承销规模本持平，2019 年二季度 IPO 承销规模有望环比上升。2019 年 IPO 承销规模与去年差距在缩小，2019 年全年有望接近 2018 年规模。2019 年 4-5 月债券承销规模合计 12,406.82 亿元，与 2018 年二季度承销规模基本持平，预计 2019 年二季度债券承销规模将超过去年同期，推断 2019 年全年债券融资规模超越去年。此外，科创板将带来 IPO 承销增量收入可观，因此预计投行业务下半年反弹幅度有望扩大。

图20：行业整体股权融资规模（亿元，%）



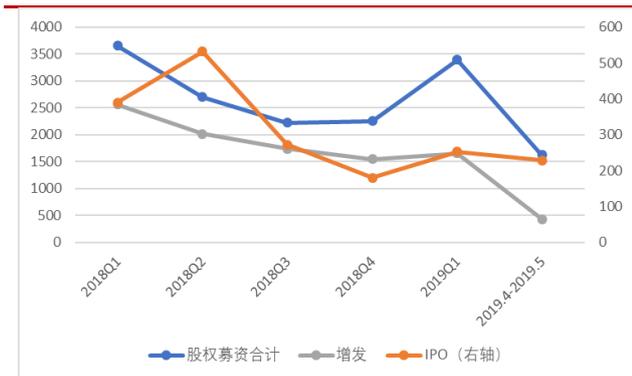
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图21：债券承销规模（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图22：IPO募资规模（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图23：债券承销规模（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

科创板增量收入可观。截止 2019 年 5 月 30 日，共有 108 家（不含中止申报）企业申报科创板，融资金额合计 1041 亿元，预计能带来券商承销收入 48 亿元，并在下半年释放；而 2019 年 1 至 5 月证券行业仅实现 IPO 承销收入 25 亿元，2018 年全年实现 IPO 承销收入 54 亿元，科创板带来的 IPO 承销收入可观；按上述截止日期，测算的科创板承销收入超过 2018 年 IPO 承销收入的券商家数比例为 61%，超过 2019 年 1 至 5 月合计 IPO 承销收入的比例为 85%。此外，科创板还将带来交易佣金收入、资本中介收入、研究服务、托管服务、跟投等收入。从各券商在科创板融资规模占比看，保荐企业的融资规模前 5 名的券商占总融资规模的 61%，分别为中金公司 218.61 亿元，华泰证券 122.34 亿元，中信建投 117.42 亿元，中信证券 114.78 亿元，海通证券 63.14 亿元，呈现头部集中现象，主要得益头部券商投行较强的承揽承做能力、较大资本金规模、较高的风险管理水平及市场融资能力。2019 年 6 月 13 日，上交所理事长黄红元表示，预计未来两个月内会看到首批企业在科创板上市交易。科创板开板在即，保荐的企业融资规模大的券商最为受益。

表 3：科创板 IPO 承销收入测算（亿元）

保荐机构	家数	融资金额	IPO 承销费率	承销收入	2019 年 1-5 月 IPO 承销收入	2018 年 IPO 承销收入
中国国际金融股份有限公司	9	218.61	2.17%	4.74	0.80	7.44
华泰联合证券有限责任公司	8.5	122.34	3.59%	4.39	0.39	6.43
中信建投证券股份有限公司	14.5	117.42	3.47%	4.08	1.83	3.92
中信证券股份有限公司	9	114.78	3.43%	3.93	4.88	4.68
海通证券股份有限公司	6	63.14	7.03%	4.44	0.79	1.73
招商证券股份有限公司	6	57.60	3.72%	2.14	1.50	2.82
国泰君安证券股份有限公司	5.5	52.47	7.63%	4.00	0.77	2.06
长江证券承销保荐有限公司	2	39.10	6.53%	2.55	2.05	1.17
国信证券股份有限公司	5	26.48	5.08%	1.34	1.00	1.97
中天国富证券有限公司	3	23.83	7.45%	1.78	-	0.59
广发证券股份有限公司	5	23.35	7.70%	1.80	0.59	2.87
光大证券股份有限公司	5	22.00	7.72%	1.70	0.57	0.28
安信证券股份有限公司	3	18.49	4.80%	0.89	0.71	1.12
东兴证券股份有限公司	3	15.91	6.01%	0.96	1.65	0.51
国金证券股份有限公司	2	15.61	8.80%	1.37	0.78	2.84
瑞银证券有限责任公司	1	14.84	4.33%	0.64	0.33	0.20
民生证券股份有限公司	2	12.30	12.56%	1.55	1.07	1.55
南京证券股份有限公司	1	8.94	5.48%	0.49	-	0.12
申万宏源证券承销保荐有限责任公司	2	8.08	8.00%	0.65	0.48	-
英大证券有限责任公司	1	7.36	8.00%	0.59	-	-
兴业证券股份有限公司	1	6.51	3.76%	0.24	-	1.05
中德证券有限责任公司	2	6.37	7.15%	0.46	0.30	0.27
东方花旗证券有限公司	1	5.82	7.07%	0.41	0.89	1.16
天风证券股份有限公司	2	5.63	8.00%	0.45	-	-
华创证券有限责任公司	1	5.56	8.00%	0.44	-	-
华安证券股份有限公司	1	5.29	8.00%	0.42	-	-
德邦证券股份有限公司	1	4.37	8.00%	0.35	-	-
东吴证券股份有限公司	1	3.62	9.73%	0.35	-	1.74
中泰证券股份有限公司	1	3.32	2.90%	0.10	0.65	-

华菁证券有限公司	0.5	3.26	8.00%	0.26	-	-
首创证券有限责任公司	1	3.10	8.00%	0.25	-	-
国元证券股份有限公司	1	3.04	5.79%	0.18	0.39	0.87
中国民族证券有限责任公司	1	2.55	8.00%	0.20	-	-
总计	108	1,041.08	6.54%	48.14	22.42	47.40

资料来源：Wind，东莞证券研究所

3.4 资管业务：资管规模收缩延续

资管规模收缩延续。上市券商 2018 年及 2019 年一季度资管业务净收入分别为 283.64 亿元和 63.19 亿元，同比增速分别为-3.69%和-8.43%。受资管新规影响，券商资管规模收缩明显，资管业务净收入同步下降。券商资管规模于 2017 年第二季度开始逐季回落，2018 年末资管规模为 133569.30 亿元，较 2017 年一季度下降 28.84%，其中集合计划、定向资管和专项资管规模分别为 19137.26 亿元、109937.47 亿元、31.34 亿元和 4463.23 亿元，较 2017 年一季度分别下降 16.25%、31.56%、96.85%和上升 38.18%。预计 2019 年通道业务规模（定向资管）继续下降，但随着往主动管理转型提高管理费总收入，资管规模收缩的负面影响将边际下降。预期 2019 年市场悲观、中性、乐观情景下集合资管计划规模为 14172 亿元、17715 亿元、21258 亿元；定向资管计划规模分别为 65305 亿元、81631 亿元、97957 亿元；直投子公司规模分别为 4833 亿元、6041 亿元、7249 亿元。

图24：上市券商资管业务净收入（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图25：资管规模（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

3.5 自营业务：投资策略有望实质转变

2019 年一季度自营业务净收入强势反弹。上市券商 2018 年及 2019 年一季度自营业务净收入分别为 588.88 亿元和 429.06 亿元，同比增速分别为-36.80%和 146.42%，受益于证券市场大幅上涨，自营业务净收入呈现强势反弹。2019 年一季度，上证综指上涨 23.93%，深证成指上涨 36.84%，创业板指上涨 35.43%，上市券商投资净收入和公允价值净收入分别获得 33.06%和 811.42%的同比涨幅，从而驱动自营净收入大幅增长。2019 年 4 月，证券市场进入调整，预计二季度自营净收入将弱于一季度，但 2019 年上半年

仍将好于去年同期。

图26：上市券商自营业务净收入（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图27：上市券商投资净收入及公允价值变动净收益（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

投资策略有望实质转变。随着衍生品市场进一步发展，可用于风险管理的工具将更加丰富，将来自营业务的投资策略有望从目前单一性、趋势性向多样性转型，投资收益波动降低，熨平市场周期波动的负面影响，实现稳定盈利。长期看，参照美国投行经验，FICC 业务将是自营业务重要的收入来源。目前国内还是起步阶段。FICC 业务模式中有两项与券商自营高度相关，一是提供做市服务，作为交易对手与客户进行固定收益、外汇和商品的交易，赚取价差收入；二是为执行与客户相关的交易而持有的风险敞口，收入来源是差价收入、利息收入、汇总损益等。在 FICC 业务成熟后将成为自营业务收入新的增长点，但 FICC 业务对券商自身的资本金要求比较高，头部券商具备先发优势。

3.6 信用业务：信用风险下降

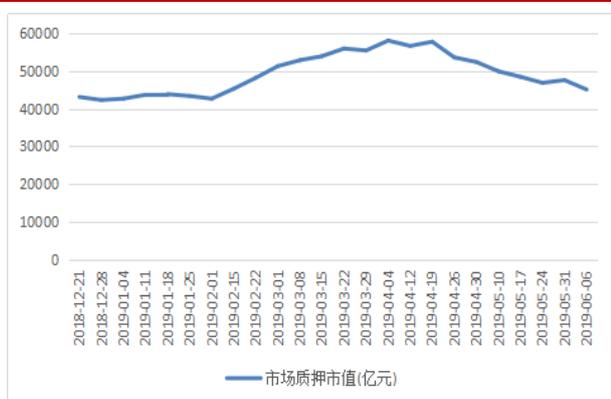
2018 年、2019 年一季度信用业务净收入均同比增长。上市券商 2018 年及 2019 年一季度信用业务净收入分别为 347.36 亿元和 90.09 亿元，同比增速分别为 11.51%和 32.02%。2019 年一季度信用业务净收入变动主要受以下因素影响：一、上市券商 2019 年一季度期初期末平均融出资金余额同比下降 16.13%，期初期末买入返售金融资产平均余额同比下降 23%，推测一季度两融余额及股票质押规模同比下降较大；二、2019 年会计准则变动，债券投资和其他债券投资持有期间利息收入从“投资收益”科目转移至“利息收入”科目。综上因素，会计准则变动起到主要影响。而 2018 年上市券商融出资金季度末余额平均值较去年同期略下降 5%，买入返售金融资产季度末余额平均值同比上升 6%，后者规模略高于融出资金，因此 2018 年信用业务净收入同比增速为正。受市场回调影响，2019 年 5 月两融余额回落，当月月末余额为 9225 亿元，股票质押未解押市值为 45110 亿元。2019 年在悲观、中性、悲观预期下，两融余额为 7800 亿元、9800 亿元、12000 亿元；股票质押未解押市值分别为 31000 亿元、39000 亿元、47000 亿元。

图28：上市券商利息净收入（亿元，%）



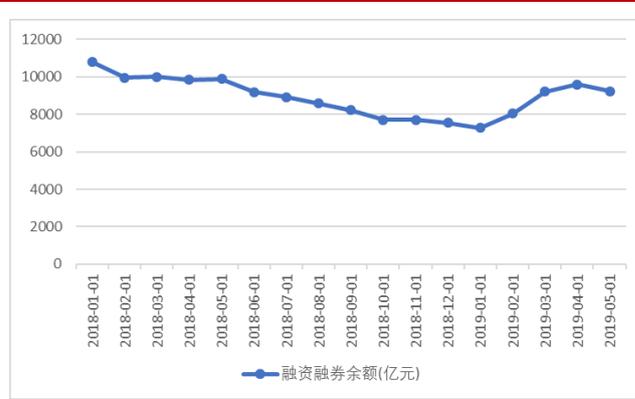
数据来源: Wind, 东莞证券研究所

图29: 股票质押市值 (亿元)



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图30: 两融余额 (亿元)



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

信用风险下降。2019 年一季度末,疑似平仓市值为 28,016.76 亿元,较年初下降 2%; 季度末两融月为 9222.47 亿元,较年初增长 22%; 2019 年一季度,上市券商信用减值损失净冲回 11.10 亿元。随着一季度证券市场回暖及纾困基金逐渐发挥作用,预期 2019 年下半年股市信用风险继续下降。

4. 行业盈利展望

对国内证券行业做出 2019 年盈利预测假设如下:

经纪业务: 预期 2019 年悲观、中性、乐观情况下,佣金率分别为 2‰、2.8‰、3‰,成交额分别为 5000 亿元、6500 亿元、8000 亿元。

投行业务: 预期 2019 年悲观、中性、乐观情况下, IPO 融资规模为 1756 亿元、2195 亿元、2634 亿元;再融资规模分别为 8707 亿元、10884 亿元、13061 亿元;债券承销规模分别为 56528 亿元、70660 亿元、84792 亿元;科创板 IPO 融资规模分别为 833 亿元、

1041 亿元、1249 亿元。

资管业务：预期 2019 年悲观、中性、乐观情况下，年均集合计划管理规模分别为 14172 亿元、17715 亿元、21258 亿元；定向资产管理计划规模分别为 65305 亿元、81631 亿元、97957 亿元；直投资产管理规模分别为 4833 亿元、6041 亿元、7249 亿元。

信用业务：预期 2019 年悲观、中性、乐观情况下，年均两融余额分别为 7800 亿元、9800 亿元、12000 亿元，两融净息差为 3%。年均股票质押市值为 31000 亿元、39000 亿元、47000 亿元，股票质押净息差为 2%。

表 1：证券行业 2019 年主要盈利假设

	2017	2018	2019E 悲观	2019E 中性	2019E 乐观
日均估计交易额（亿元）	4580	3689	5000	6500	8000
佣金率（‰）	3.35	3.1	2	2.8	3
IPO 股票承销额（亿元）	2301	1378	1756	2195	2634
再融资（亿元）	14923	10729	8707	10884	13061
债券承销额（亿元）	74306	57730	56528	70660	84792
科创板 IPO 承销规模			833	1041	1249
集合计划管理规模（亿元）	21125	19137	14172	17715	21258
定向资产管理计划（亿元）	143938	109937	65305	81631	97957
直投资产管理规模（亿元）	3691	4463	4833	6041	7249
年均两融余额（亿元）	9828	8910	7800	9800	12000
两融净息差（%）			3.00%	3.00%	3.00%
年均股票质押市值（亿元）	57928.23	51919	31000	39000	47000
股票质押净息差（%）			2.00%	2.00%	2.00%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 5：证券行业 2019 年盈利预测（亿元）

	2017	2018	2019E 悲观	2019E 中性	2019E 乐观
营业收入	3113	2663	2756	3756	4633
其中：代理买卖证券业务净收入	821	623	488	888	1171
证券承销与保荐业务净收入	384	258	349	436	523
财务顾问业务净收入	125	112	95	118	142
投资咨询业务净收入	34	32	26	33	39
资产管理业务净收入	310	275	163	203	244
证券投资收益（含公允价值变动）	861	800	1120	1400	1680
利息净收入	348	215	234	294	360
其他收入+子公司收入	230	348	282	384	473
净利润	1130	666	845	1152	1420
净资产	18500	18900	20572	20879	21147
ROE（%）	6.1%	3.5%	4.1%	5.5%	6.7%
净利润增速（%）	-8.3%	-41.0%	26.8%	72.8%	113.2%
净资产增速（%）	12.7%	2.2%	8.8%	10.5%	11.9%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

5. 投资策略

基于目前科创板进度较快，预计 6 月前申报的企业将在下半年审核完毕，相关 IPO 承销收入将兑现；对于科创承销相对规模较大的券商，其科创板承销收入对增厚业绩起到积极作用。下半年，基于科创板开板及美国货币宽松传导至国内的预期，市场有望迎来估值提升，证券行业业绩跟随市场反弹，推动券商股价上扬。因此，建议关注科创板保荐融资规模大，科创板承销收入/2018 年承销收入比值高，2019 年一季度业绩反弹力度强，估值合理的券商，建议关注中信证券（600030）、华泰证券（601688）、海通证券（600837）及东吴证券（601555）。

表 6：重点公司估值及盈利预测

简称	EPS (元)			PE (X)			PB (X)		
	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
中信证券	0.77	1.20	1.29	26.83	17.22	16.02	1.63	1.51	1.40
华泰证券	0.66	0.91	1.08	29.21	21.19	17.85	1.54	1.45	1.36
海通证券	0.45	0.62	0.68	28.31	20.55	18.74	1.24	1.16	1.10
东吴证券	0.12	0.66	0.73	81.08	14.74	13.33	1.45	1.35	1.26
国泰君安	0.70	1.01	1.12	23.11	16.02	14.45	1.26	1.10	1.06
招商证券	0.66	0.91	1.04	23.24	16.86	14.75	1.56	1.35	1.28
申万宏源	0.18	0.24	0.28	26.61	19.96	17.11	1.56	1.59	1.46

资料来源：Wind，东莞证券研究所

6. 风险提示

科创板推出进度不及预期，宏观经济超预期下滑，股基成交量大幅萎缩，中美贸易摩擦超持续恶化。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国综合性证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn