



## 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 | 22.77   | 买入 |
| 华泰证券 | 601688.SH | 19.35   | 买入 |
| 东方财富 | 300059.SZ | 15.02   | 买入 |
| 海通证券 | 600837.SH | 14.09   | 增持 |
| 国泰君安 | 601211.SH | 17.43   | 增持 |
| 招商证券 | 600999.SH | 16.22   | 增持 |
| 广发证券 | 000776.SZ | 13.64   | 增持 |
| 申万宏源 | 000166.SZ | 4.92    | 增持 |
| 东方证券 | 600958.SH | 10.1    | 增持 |
| 长江证券 | 000783.SZ | 7.08    | 中性 |
| 兴业证券 | 601377.SH | 6.17    | 中性 |

资料来源：万得，中银国际证券  
以2019年09月02日当地货币收市价为标准

### 主要催化剂/事件

2019年8月31日，上市券商中报发布完毕。

### 相关研究报告

- 《证券行业政策点评》20190810
- 《上市券商7月业绩点评》20190808
- 《上市券商6月业绩点评》20190710

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

021-20328592

weiyi.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

# 证券行业2019年半年报综述

## ROE显著提升，自营体现业绩弹性

上半年131家券商合计实现营业收入1,789.41亿元，同比增加41.37%；实现净利润666.62亿元，同比增长102.86%。主要受益于市场行情带动自营收入增长，ROE同比提升近一倍。

- **上半年市场行情先扬后抑，营收与净利润双双大增。**2019H1市场行情先扬后抑，沪深300累计上涨27.07%。1) 131家券商合计实现营业收入1,789.41亿元，同比增加41.37%；实现净利润666.62亿元，同比增长102.86%。2) 业务结构发生较大变化，自营、经纪、信用、投行、资管收入占比分别达到35%、25%、13%、11%、7%，同比增速分别为110%、22%、103%、22%、-8%。3) 2019H1证券行业净利润率达37.3%，较2019H1的26.0%大幅提升11个百分点。4) 2019H1证券行业年化ROE为6.93%，较2018H1的3.54%增加3.4个百分点，提升近一倍。
- **自营、信用业务收入翻倍，资管业务持续调整。**1) 伴随着一季度市场行情的大幅上涨，券商的自营投资弹性凸显，19H1实现自营业务收入620.6亿元，同比大幅增长110.02%。其中36家上市券商合计自营资产规模2.80万亿元，较年初增长12.76%。2) 受益于两融业务与股票质押业务的复苏，19H1全行业实现利息净收入229.32亿元，同比增长103.08%，占营业收入比重由18H1的9%提升至13%。截至19H1市场两融余额与股票质押参考市值分别为9,108亿元与4.70万亿元，较年初分别增长20.53%与10.97%。3) 19H1全行业实现资产管理业务收入138.88亿元，同比下滑8.32%。截至2019Q1，券商私募资管规模下降至13.27万亿元，下滑0.64%，其中集合资管与直投子公司直投基金合计2.47亿元，增长4.76%。
- **资本市场改革不断推进，低基数下19年有望实现业绩高增长。**科创板等重大政策利好已经相继落地，近期证监会下调转融资费率，证监会调整券商风控指标并公开征求意见，沪深交易所优化两融交易规则，科创板重大资产重组制度出台，证券行业利好政策持续推出。鉴于18年的基数较低（19H1净利润已达18年全年水平），19年业绩有望实现高增长。在悲观、中性、乐观假设下，证券行业2019年整体净利润增速为32.68%、69.36%、111.53%。

### 投资建议

- **1) 行业长期享有持续且确定性较高的政策面利好。**科创板正式起航平稳运行，行业利好政策仍持续推出。长期来看，证券行业持续受益于资本市场改革，政策利好持续支撑板块表现。**2) 强Beta属性下，短期表现主要受市场波动影响。**受到中美关系、宏观经济和利率环境等因素影响，市场波动较大，短期来看，外部市场因素将成为左右券商行情走势的主导因素。**重点推荐业绩抗压性强、充分受益于资本市场改革且估值较低的券商龙头海通证券。**

### 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。



## 目录

|                                       |           |
|---------------------------------------|-----------|
| <b>1 市场行情先扬后抑，证券行业 2019H1 业绩翻倍</b>    | <b>5</b>  |
| 1.1 市场行情先扬后抑，成交活跃度先升后降                | 5         |
| 1.2 2019H1 全行业净利润同比翻倍，ROE 与净利润率显著提升   | 6         |
| <b>2 自营与信用业务收入翻倍，资管业务持续调整</b>         | <b>9</b>  |
| 2.1 自营：彰显弹性，同比大增 110%，收入占比进一步提升       | 9         |
| 2.2 经纪：市场成交量持续萎缩，收入显著下滑               | 10        |
| 2.3 信用：两融与股票质押业务复苏，信用业务收入翻倍           | 12        |
| 2.4 投行：2019H1 延续股冷债暖格局，收入同比增长 22%     | 14        |
| 2.5 资管：资管规模持续下降，成为 19H1 唯一收入下滑的业务板块   | 17        |
| <b>3 中小券商短期业绩波动较大，龙头券商 ROE 稳定持续领先</b> | <b>21</b> |
| 3.1 中小券商业绩弹性放大，但龙头公司业绩绝对值和 ROE 稳定持续领先 | 21        |
| 3.2 2019H1 公募基金大幅减配券商板块               | 23        |
| <b>4 盈利展望及投资建议</b>                    | <b>25</b> |
| 4.1 资本市场改革不断推进，券商享有持续且确定性较高的政策面利好     | 25        |
| 4.2 2019 年盈利展望                        | 25        |
| 4.3 投资建议                              | 26        |
| <b>5 风险提示</b>                         | <b>28</b> |



## 图表目录

|   |    |
|---|----|
| 图表 1. 2019H1 沪深 300、创业板指、券商指数走势 .....                 | 5  |
| 图表 2. 2017/01-2019/06 月度日均股票成交额 .....                 | 5  |
| 图表 3. 2018/01-2019/06 日均换手率 .....                     | 6  |
| 图表 4. 2018H1 vs 2019H1 全行业各项业务收入及增速 .....             | 6  |
| 图表 5. 2012-2019H1 年证券行业各项业务收入占比情况 .....               | 7  |
| 图表 6. 2012-2019H1 证券行业净利润率变化情况 .....                  | 7  |
| 图表 7. 2012-2019H1 证券行业 ROE 变化情况 .....                 | 8  |
| 图表 8. 2019H1 上市券商自营资产规模及增速 (36 家) .....               | 9  |
| 图表 9. 2019H1 上市券商自营业务收入及同比增速 (36 家) .....             | 9  |
| 图表 10. 2013-2019H1 券商归母净资产与增速 .....                   | 10 |
| 图表 11. 2019H1 上市券商其他综合收益 (36 家) .....                 | 10 |
| 图表 12. 2011-2019H1 全市场双边股基成交额 .....                   | 11 |
| 图表 13. 2017/1-2019/06 全市场月度双边股基成交额变化 .....            | 11 |
| 图表 14. 2011H1-2019H1 全行业平均佣金率变化 .....                 | 11 |
| 图表 15. 上市券商 2019H1 经纪业务收入及同比增速 (36 家) .....           | 12 |
| 图表 16. 2017/01-2019/06 全市场融资融券余额 .....                | 12 |
| 图表 17. 2017/01-2019/06 全市场股票质押参考市值 .....              | 13 |
| 图表 18. 2019H1 券商未解押股票质押参考市值及市场份额 .....                | 13 |
| 图表 19. 上市券商 2019H1 利息净收入及同比增速 (36 家) .....            | 14 |
| 图表 20. 2010-2019H1 首发募集资金规模及家数 .....                  | 14 |
| 图表 21. 2011-2019H1 股权融资规模及增速 .....                    | 14 |
| 图表 22. 2012-2019H1 债券发行规模及同比增速 .....                  | 15 |
| 图表 23. 上市券商 2019H1 投行业务收入及同比增速 (36 家) .....           | 15 |
| 图表 24. 2019H1 上市券商股权 (首发+增发+配股) 承销排名 (合并口径) .....     | 16 |
| 图表 25. 2019H1 上市券商债券承销排名 (合并口径) .....                 | 17 |
| 图表 26. 2017Q1-2019Q1 券商及其子公司私募资产管理规模 .....            | 18 |
| 图表 27. 2017Q1-2019Q1 证券公司资产管理结构 .....                 | 18 |
| 图表 28. 上市券商 2019H1 资管规模及增速 (36 家) .....               | 19 |
| 图表 29. 上市券商 2019H1 资管业务收入及同比增速 (36 家) .....           | 19 |
| 图表 30. 2018 vs 2019Q1 上市券商 (18 家) 月均资管规模及增速 .....     | 20 |
| 图表 31. 2018Q1-2019Q1 上市券商 (11 家) 主动管理规模占比 .....       | 20 |
| 图表 32. 上市券商 2019H1 归母净利润 (36 家) .....                 | 21 |
| 图表 33. 上市券商 2019H1 归母净利润增速 (除东吴增速 2758%, 太平洋扭亏) ..... | 21 |



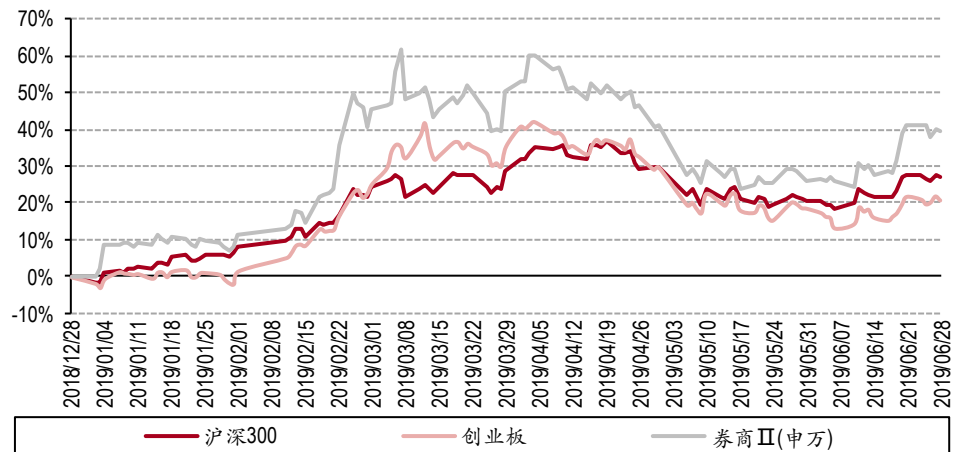
|   |    |
|---|----|
| 图表 34. 上市券商 2019H1 净利润率 (36 家) .....                  | 22 |
| 图表 35. 上市券商 2019H1 化净资产收益率 (36 家) .....               | 22 |
| 图表 36. 2012-2019H1 证券行业集中度变化 .....                    | 23 |
| 图表 37. 大券商 2019H1 收入结构 .....                          | 23 |
| 图表 38. 中小券商 2019H1 收入结构 .....                         | 23 |
| 图表 39. 2018-2019H1 券商板块: 公募基金重仓持股比例 vs 自由流通市值占比 ..... | 24 |
| 图表 40. 2018-2019Q2 上市券商公募基金重仓持股占比 (前 10) .....        | 24 |
| 图表 41. 2019 年证券行业业绩弹性测算 .....                         | 26 |
| 图表 42. 2013/01-2019/08 券商 II (申万) PB 估值 .....         | 27 |
| 图表 43. 上市券商估值表 .....                                  | 27 |

## 1 市场行情先扬后抑，证券行业 2019H1 业绩翻倍

### 1.1 市场行情先扬后抑，成交活跃度先升后降

2019H1 市场行情先扬后抑，沪深 300 指数累计上涨 27.07%。2019 年一季度市场行情大幅回暖，沪深 300 累计上涨 28.62%，创业板累计上涨 35.43%，券商 II 指数累计上涨 50.26%，大幅领航市场反弹行情。二季度以来受中美贸易摩擦加剧等不确定性因素影响，A 股市场行情震荡回撤，沪深 300 表现相对稳定，上半年涨幅略有缩小至 27.07%，创业板回撤明显，19H1 累计涨幅降至 20.87%，券商 II 指数由于高 Beta 属性同样回撤明显，19H1 累计涨幅降至 39.64%。

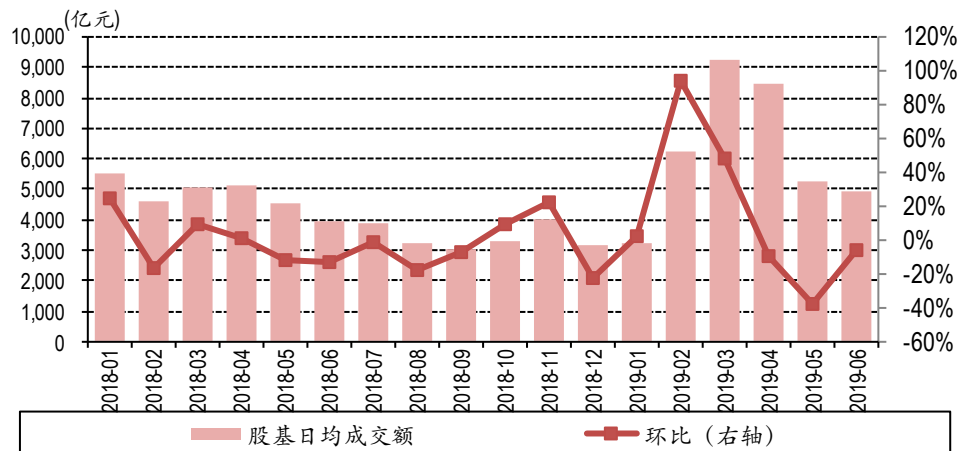
图表 1. 2019H1 沪深 300、创业板指、券商指数走势



资料来源：万得，中银国际证券

伴随着市场情绪的波动，成交活跃度先升后降。19Q1 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。3 月与 4 月市场日均股基成交额分别达到 9,263 与 8,431 亿元，较 1 月的 3,220 亿元提升明显。随着市场行情的跌宕回撤，市场情绪逐渐冷却，成交活跃度逐月下降，6 月日均股基成交额已回落至 4,960 亿元。

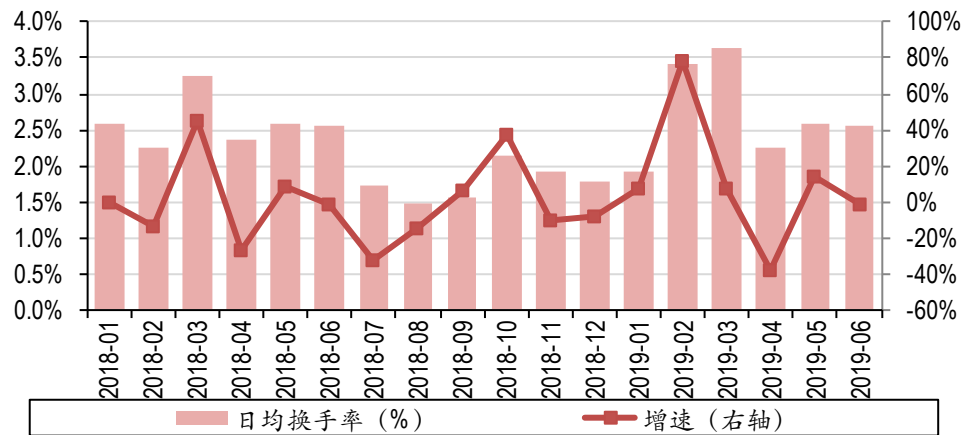
图表 2. 2017/01-2019/06 月度日均股票成交额



资料来源：万得，中银国际证券

市场日均换手率先升后降。在经历了平淡的 1 月 (1.91%) 之后，市场日均换手率快速提升，分别于 2 月与 3 月达到 3.41% 与 3.64%，后续随着活跃度的下降，日均换手率快速下降并维持较低水平 (2.2%-2.5%)。

图表 3. 2018/01-2019/06 日均换手率

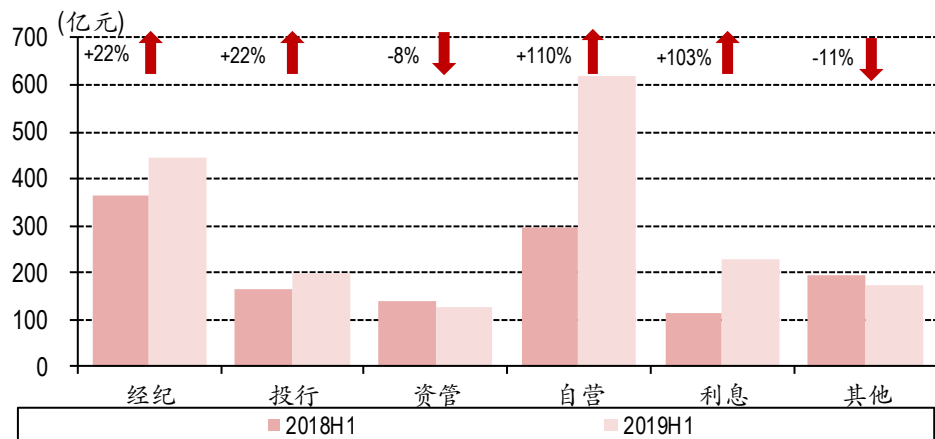


资料来源：万得，中银国际证券

## 1.2 2019H1 全行业净利润同比翻倍，ROE 与净利润率显著提升

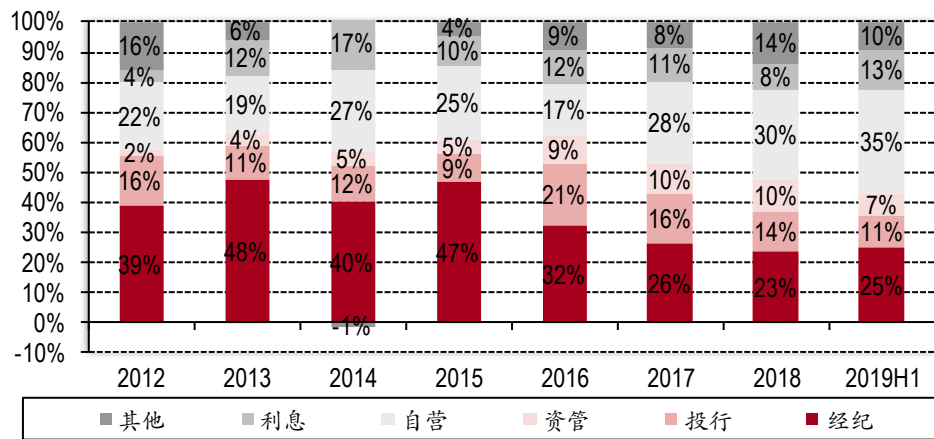
营业收入同比增长 41.37%，自营业务占比大幅提升。中证协发布了 2019H1 证券行业经营数据：1) 131 家券商合计实现营业收入 1,789.41 亿元，同比增加 41.37%。2) 除资管业务外，各主营业务同比均呈实现正增长，其中自营、信用、经纪、投行、资管业务收入同比增速分别为 110%、103%、22%、22%、-8%。3) 业务结构发生较大变化，自营业务、经纪业务、信用业务、投行业务、资管业务收入占比分别达到 35%、25%、13%、11%、7%，其中自营业务占比较去年同期提升 13 个百分点，继续巩固第一大收入贡献来源的地位；信用业务占比提升 4 个百分点，经纪、投行、资管业务占比均下滑。

图表 4. 2018H1 vs 2019H1 全行业各项业务收入及增速



资料来源：中证协，万得，中银国际证券

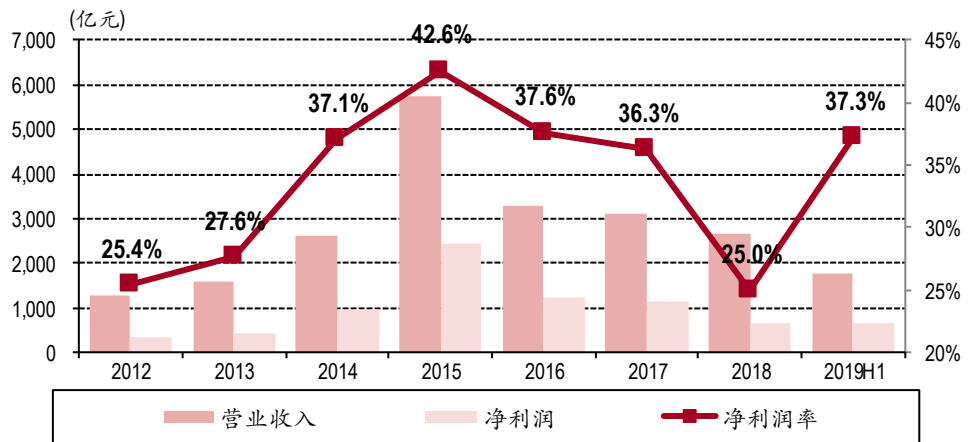
图表 5. 2012-2019H1 年证券行业各项业务收入占比情况



资料来源：中证协，万得，中银国际证券

净利润同比大幅增长 103%，净利润率 37.3% 重回高点。1) 131 家券商 19H1 合计实现净利润 666.62 亿元，同比大幅增长 102.86%。2) 2019H1 证券行业的净利润率 37.3%，较 2018 年的 25.0% 大幅提升 12 个百分点。券商的净利润率由 2015 年的 42.6% 的高点持续下滑至 2018 年的历史低点，于 2019H1 迅速回升至较高水平，得益于成本的管控与信用减值损失的减少与转回。

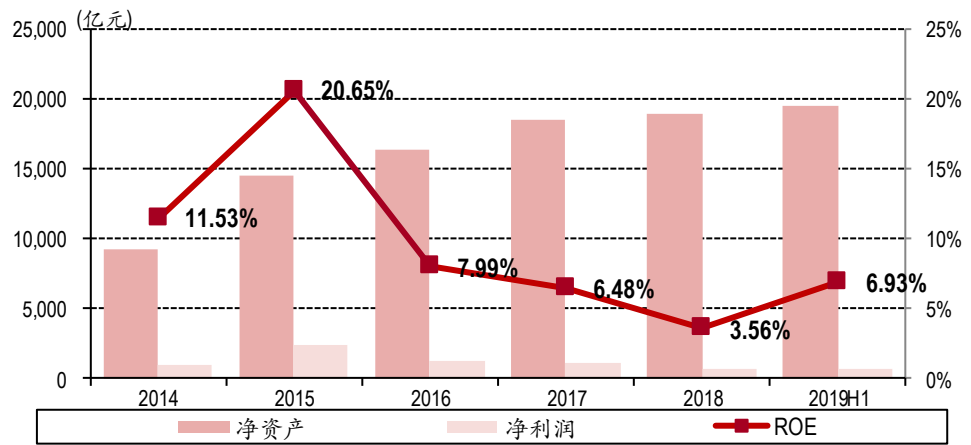
图表 6. 2012-2019H1 证券行业净利润率变化情况



资料来源：中证协，万得，中银国际证券

ROE 较 18H1 提升近一倍，杠杆率小幅提升。2019H1 证券行业年化 ROE 为 6.93%，较 2018H1 的 3.54% 增加 3.4 个百分点，提升近一倍，但较 2015 年的 ROE 最高点 20.65% 仍有较大差距，一方面是由于近年来券商大幅补充资本金导致 ROE 分母扩大，另一方面券商杠杆率较低限制了 ROE 的上升空间。上市券商整体杠杆率（剔除代理买卖证券款）为 3.54 倍，较去年同期上升 0.10。

图表 7. 2012-2019H1 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



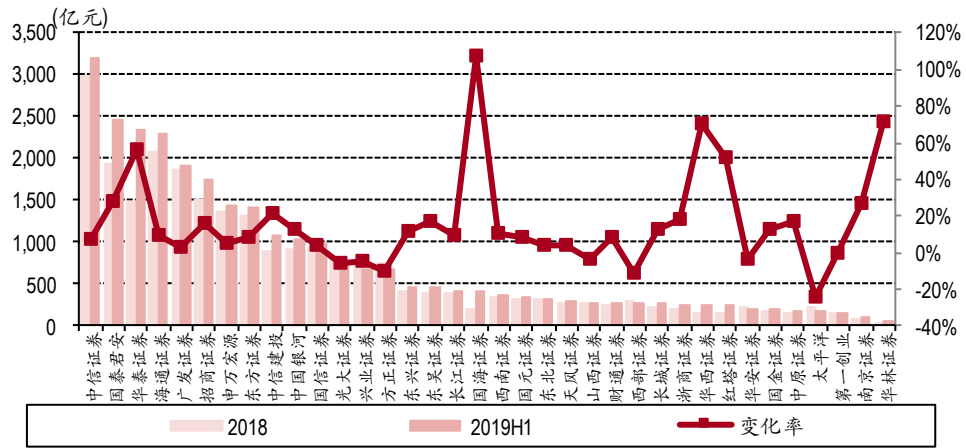
## 2 自营与信用业务收入翻倍，资管业务持续调整

### 2.1 自营：彰显弹性，同比大增 110%，收入占比进一步提升

自营收入同比增长 110%，占比大幅提升。伴随着市场行情的上涨，券商的自营投资弹性凸显，131 家券商 19H1 合计实现自营业务收入 620.6 亿元，同比大幅增长 110.02%，收入占比同比提升 12 个百分点至 35%。

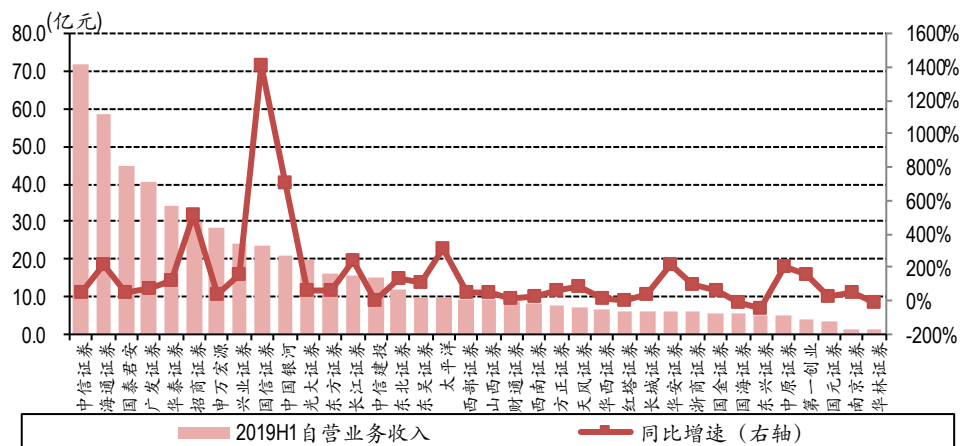
- 截至 19H1，36 家上市券商合计自营资产规模 2.80 万亿元，较年初增长 12.76%。其中，中信证券、国泰君安、华泰证券自营资产规模分别为 3,197.98 亿元、2,468.25 亿元、2,332.95 亿元，排名前三。自营资产规模增速排名前三的是国海证券、华林证券、华西证券，增速分别为 106.91%、71.09%、70.21%。
- 中信证券、海通证券、广发证券自营业务收入分别为 71.7 亿元、58.5 亿元、44.7 亿元，位居前三。国信证券、中国银河、招商证券自营业务收入分别同比增长 1406%、708%、513%，增速位居前三位。

图表 8. 2019H1 上市券商自营资产规模及增速 (36 家)



资料来源：万得，中银国际证券

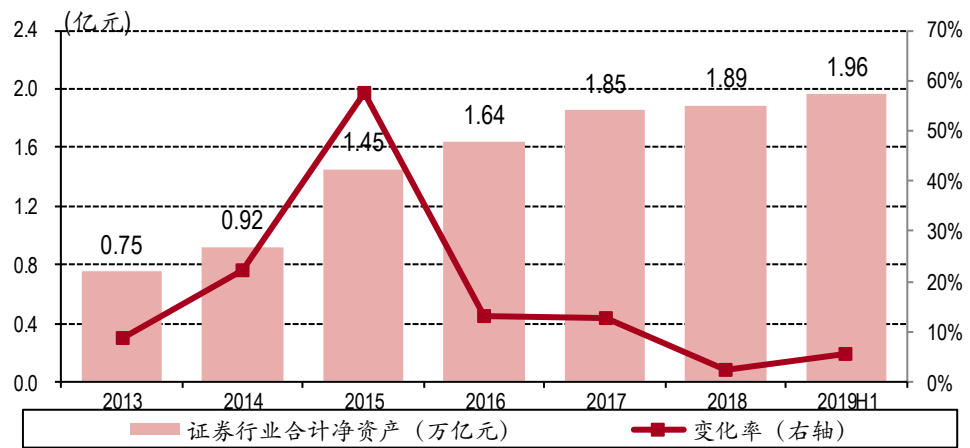
图表 9. 2019H1 上市券商自营业务收入及同比增速 (36 家)



资料来源：万得，中银国际证券

**19H1 券商净资产加速增长。**受 18 年市场行情持续低迷的影响，券商业绩见底，2018 年全年 131 家券商合计净资产为 1.89 万亿元，全年仅增长 2.16%。2019 年以来受益于券商业绩的大幅回暖以及部分券商通过再融资补充资本，全部 131 家券商归母净资产达 1.96 万亿元，同比增长 5.38%，较 18 年末增长 3.70%。

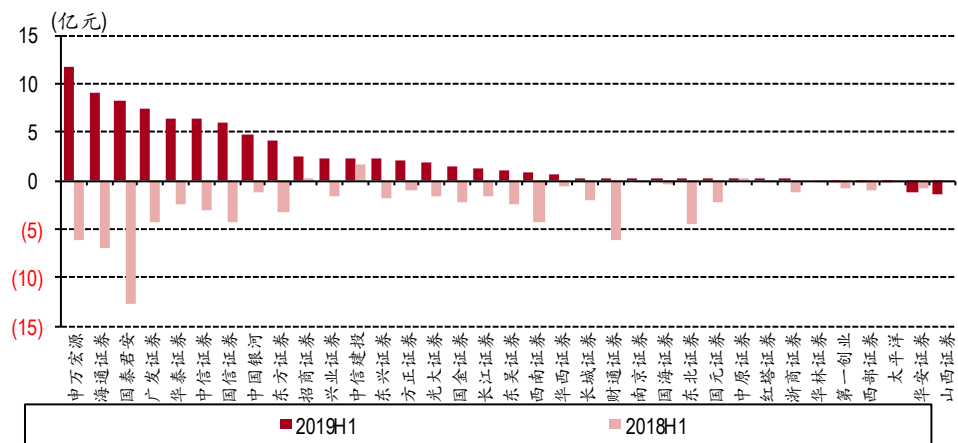
图表 10.2013-2019H1 券商归母净利润与增速



资料来源：万得，中银国际证券

36家上市券商中，申万宏源、海通证券、国泰君安证券19H1其他综合收益分别为11.7亿元、9.17亿元、8.26亿元，排名前三。

图表 11.2019H1 上市券商其他综合收益 (36家)



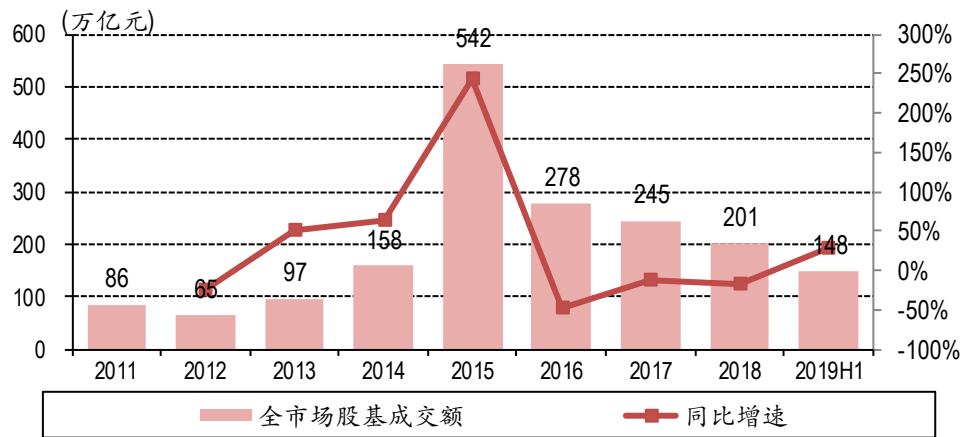
资料来源：万得，中银国际证券

## 2.2 经纪：市场成交量持续萎缩，收入显著下滑

19H1 市场日均股基成交额达到 6,235 亿元，同比增长 29.55%。经历了上半年市场行情的跌宕起伏，2019H1 全市场双边股基成交额为 147.17 万亿元，同比增长 28.46%，日均股基成交额为 6,235.93 亿元，同比增长 29.55%。其中 3 月份与 4 月份双边股基成交额分别达到 38.91 万亿元与 35.41 万亿元，为近三年来成交最活跃的两个月。市场活跃度水平的提高也带动了券商经纪业务收入的复苏。

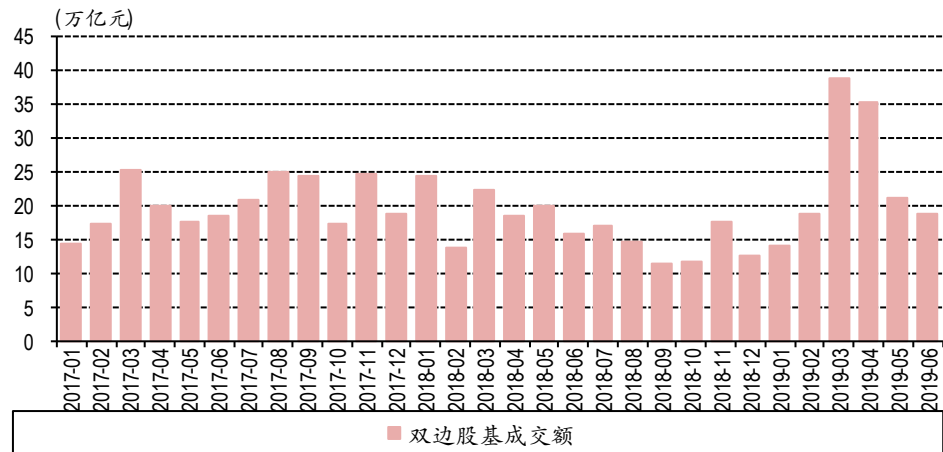
全行业经纪业务净收入同比增长 22.06%，佣金率微降。2019H1 年全部 131 家券商合计实现经纪业务净收入 444.0 亿元，同比增长 22.06%。经纪业务收入占营业收入的比重同比下滑 4 个百分点，但较 2018 年全年回升 2 个百分点，其收入贡献度仍排在各主营业务的第二位。2019H1 年券商经纪业务佣金率延续下滑态势，但幅度较小，由 2018 年的万分之 3.1 微降至 2018 年的万分之 3.0，当前行业的佣金率水平下降空间已有限。

图表 12. 2011-2019H1 全市场双边股基成交额



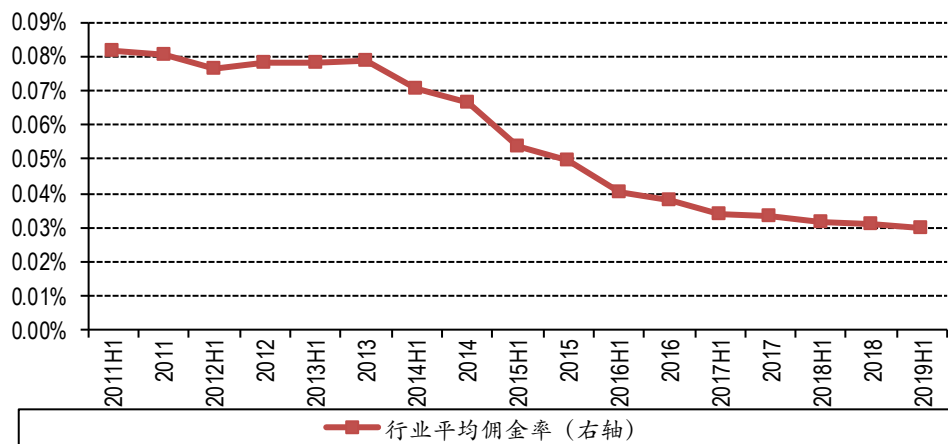
资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 13. 2017/1-2019/6 全市场月度双边股基成交额变化



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

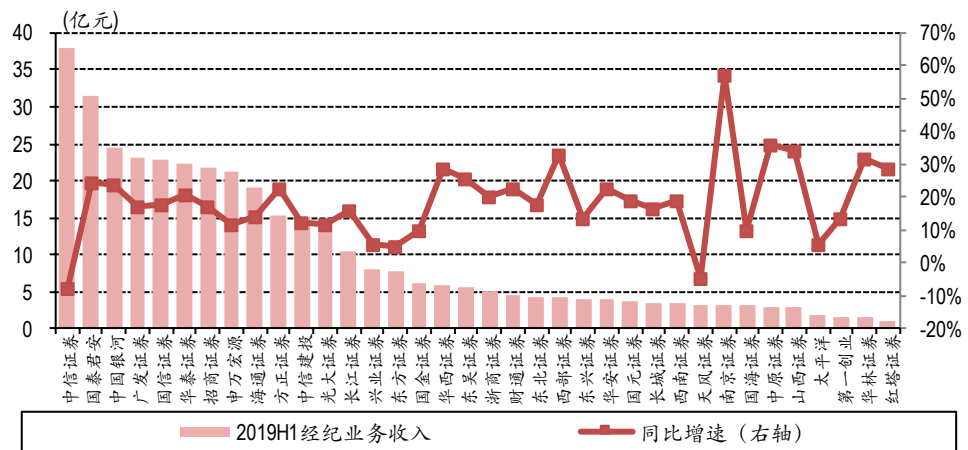
图表 14. 2011H1-2019H1 全行业平均佣金率变化



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

从各上市券商来看，19H1上市券商经纪业务收入排名前三的分别是中信证券、国泰君安、中国银河，分别为37.99亿元、31.50亿元、24.41亿元，市场份额分别为8.56%、7.10%、5.50%；收入增速前三的为南京证券、中原证券、山西证券，分别为57.4%、35.9%、34.0%，仅中信证券、天风证券增速为负。

图表 15. 上市券商 2019H1 经纪业务收入及同比增速 (36 家)

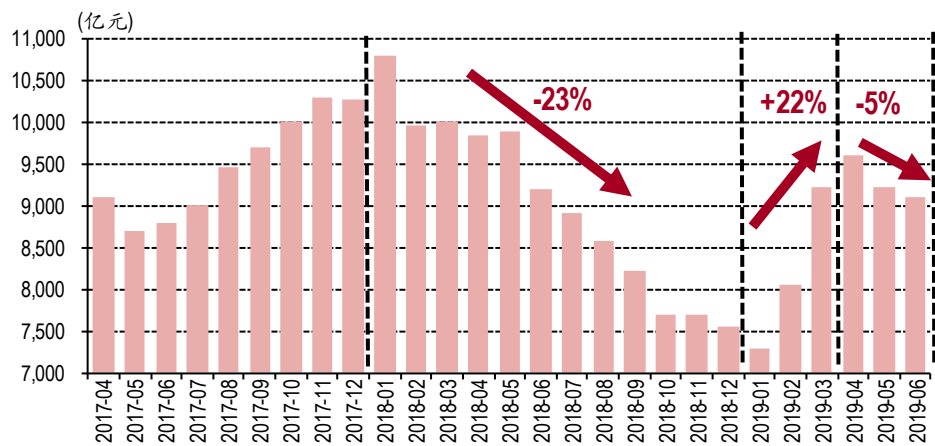


资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

### 2.3 信用：两融与股票质押业务复苏，信用业务收入翻倍

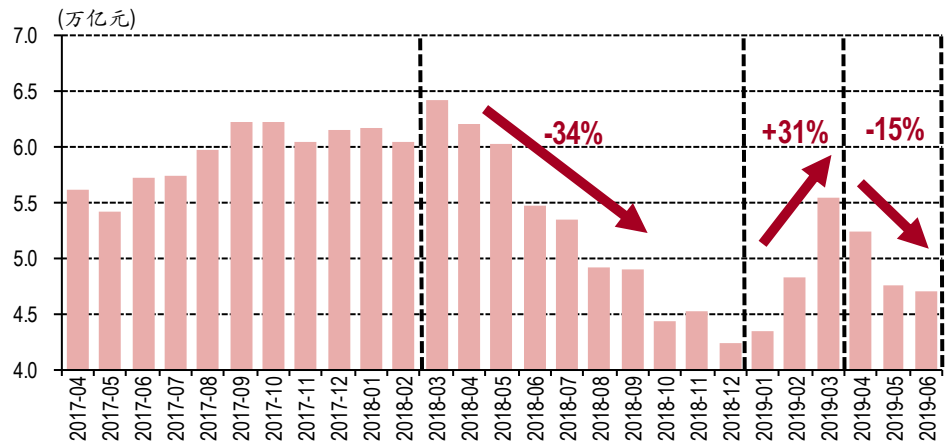
两融余额快速提升，股票质押参考市值先升后降。受一季度市场行情快速回暖的提振，市场风险偏好显著提升，全市场融资融券余额由年初的 7,757 亿元快速提升至 4 月末的 9,599 亿元，截至 6 月末，两融余额保持在 9,108 亿元，维持在较高水平。股票质押业务跟随大盘的起落同步变化，全市场股票质押参考市值由年初的 4.24 万亿元提升 31% 至 3 月底的 5.55 万亿元，随后又下滑 15% 至 6 月底的 4.70 万亿元。

图表 16. 2017/01-2019/06 全市场融资融券余额



资料来源：万得，中银国际证券

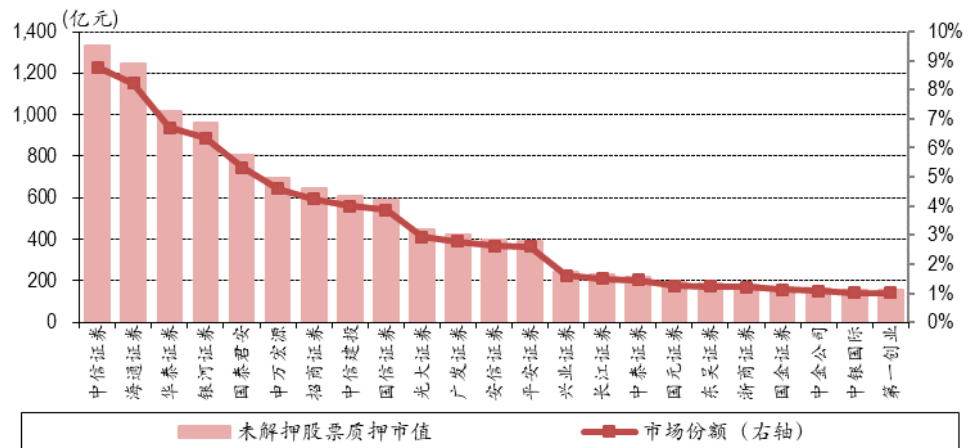
图表 17 2017/01-2019/06 全市场股票质押参考市值



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 2019H1 中信证券未解押市值达 1,330.70 亿元，排名上市券商第一位，市占率达 8.78%。海通证券、华泰证券分列二三位。

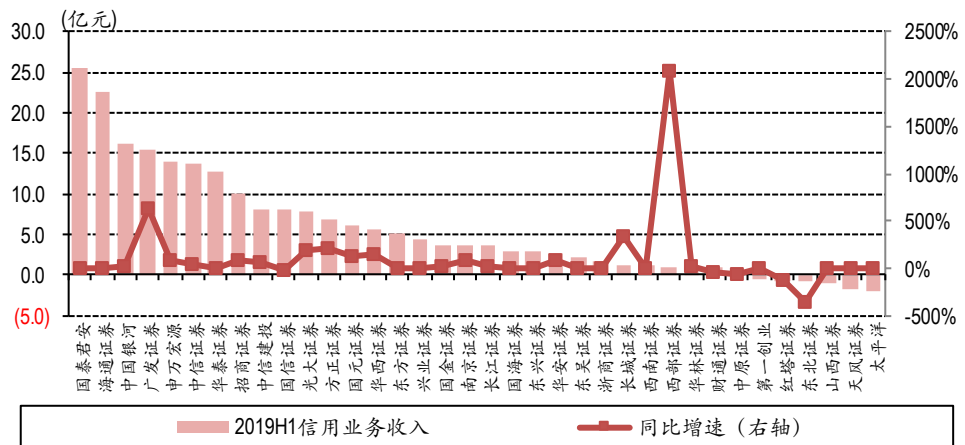
图表 18. 2019H1 券商未解押股票质押参考市值及市场份额



资料来源：万得，中银国际证券

受益于两融业务与股票质押业务的复苏，2019H1 券商合计实现利息净收入 229.32 亿元，同比增长 103.08%，占营业收入比重由 18H1 的 9%提升至 13%。分上市券商来看，36 家上市券商中，信用业务收入排名前三的分别是国泰君安、海通证券、中国银河，分别为 25.4 亿元、22.5 亿元、16.3 亿元，收入增速前三的为西部证券、广发证券、长城证券，分别为 2087%、623%、345%。

图表 19. 上市券商 2019H1 利息净收入及同比增速 (36 家)

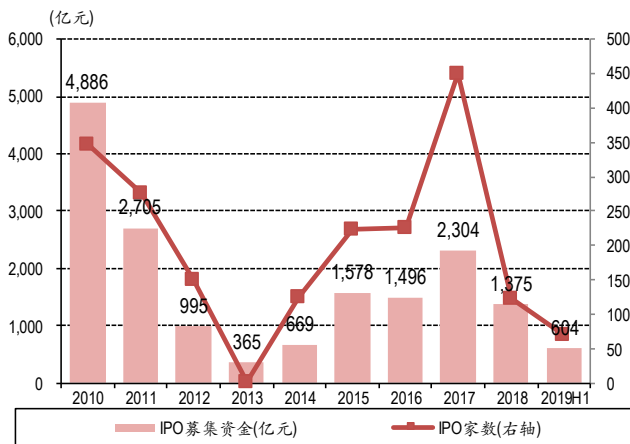


资料来源: 万得, 中银国际证券

## 2.4 投行: 2019H1 延续股冷债暖格局, 收入同比增长 22%

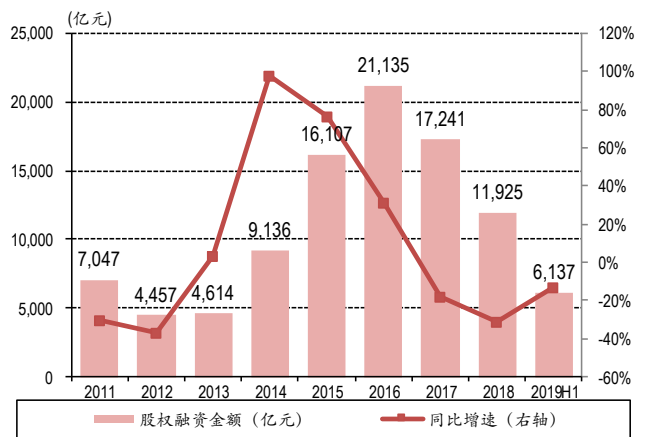
投行收入同比增长 22%，债权承销规模增长超 50%。2019H1 全行业股权承销金额（含 IPO、再融资、优先股、可转债与可交换债）6137 亿元，同比下滑 13.47%，其中 IPO 金额达 604 亿元，同比大幅下降 34.33%，主要原因是上半年 IPO 过会率下降、IPO 节奏明显放缓；股权再融资（增发、配股）规模为 3101 亿元，同比下滑 18.76%。债权承销方面，公司债、企业债、ABS 合计规模达 1.93 万亿元，同比大幅增加 51.43%，全行业股冷债暖格局依旧。2019H1 全部 131 家券商合计实现投行业务收入 197.64 亿元，同比增长 21.98%，占营业收入比重同比下滑两个百分点至 11%。

图表 20. 2010-2019H1 首发募集资金规模及家数



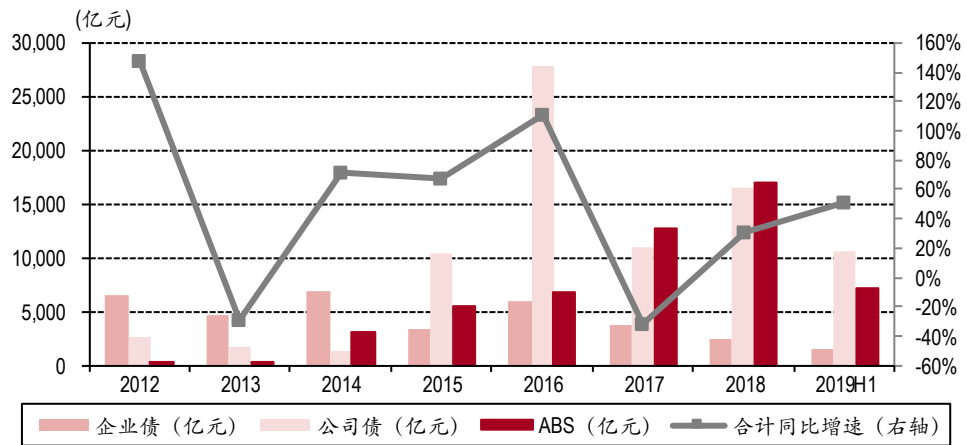
资料来源: 公司公告, 万得, 中银国际证券

图表 21. 2011-2019H1 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

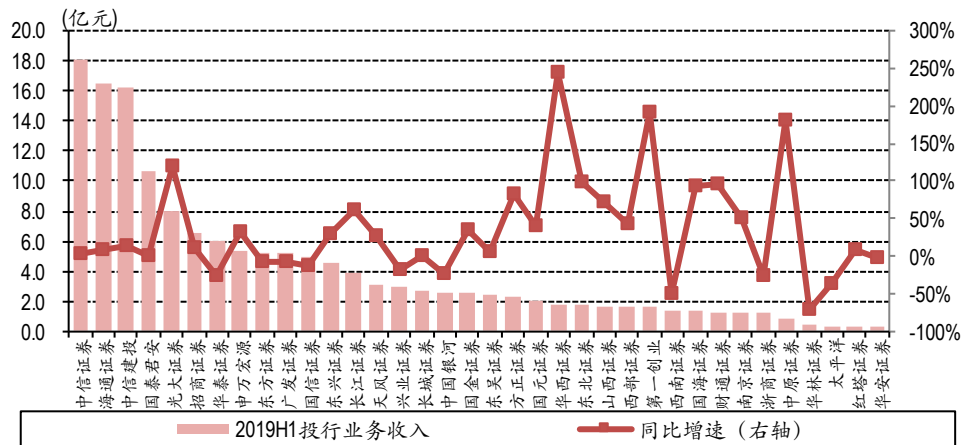
图表 22. 2012-2019H1 债券发行规模及同比增速



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

分上市券商来看，36家上市券商中，投行业务收入排名前三的分别是中信证券、海通证券、中信建投，分别为18亿元、16.5亿元、16.2亿元，市场份额分别为9.13%、8.33%、8.20%；收入增速前三的为华西证券、第一创业、中原证券，分别为245%、193%、182%。

图表 23. 上市券商 2019H1 投行业务收入及同比增速 (36家)



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，中信证券 IPO 高居榜首。**2019H1 全市场首发融资与再融资（增发、配股）规模合计为 3,705 亿元，同比下滑 21.78%。上市券商中，东方证券 2019H1 股权承销（首发+再融资）金额排名全行业第一，合计承销金额 542 亿元，市场份额高达 14.64%，中信证券、中信建投市场份额分别达到 14.11%、12.87%。华泰证券 IPO 金额 151.12 亿元，市场份额达 25.01%，排名 A 股上市券商第一名。中信建投、招商证券市场份额分别达 8.03% 与 7.41%，位居二三位。

**债权融资规模大幅增加，中信建投一马当先。**2019H1 券商承销企业债规模达 1,552 亿元，同比下滑 74.94%，承销公司债规模达 1.05 万亿元，同比增长 78.54%，ABS 规模达 7,255 亿元，同比增长 21.21%。2019H1 股冷债暖的格局延续。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）规模位居前三，市场份额分别为 11.55%、8.88%、6.73%。



图表 24. 2019H1 上市券商股权（首发+增发+配股）承销排名（合并口径）

| 券商          | 市场份额 (%)      | 承销家数      |            |          |            | 承销金额 (亿元)     |                 |               | 合计           |
|-------------|---------------|-----------|------------|----------|------------|---------------|-----------------|---------------|--------------|
|             |               | 首发        | 增发         | 配股       | 合计         | 首发            | 增发              | 配股            |              |
| 东方证券        | 14.64         | 2         | 2          | 0        | 4          | 10.27         | 532.09          | 0.00          | 542          |
| 中信证券        | 14.11         | 10        | 11         | 0        | 21         | 151.12        | 371.72          | 0.00          | 523          |
| 中信建投        | 12.87         | 6         | 22         | 0        | 28         | 48.53         | 428.24          | 0.00          | 477          |
| 华泰证券        | 9.07          | 1         | 12         | 0        | 13         | 4.47          | 331.43          | 0.00          | 336          |
| 广发证券        | 5.60          | 3         | 6          | 1        | 10         | 10.43         | 186.75          | 10.22         | 207          |
| 海通证券        | 3.41          | 2         | 5          | 1        | 8          | 10.79         | 77.16           | 38.28         | 126          |
| 国泰君安        | 3.36          | 2         | 6          | 0        | 8          | 17.10         | 107.44          | 0.00          | 125          |
| 国金证券        | 2.83          | 2         | 4          | 0        | 6          | 10.99         | 93.69           | 0.00          | 105          |
| 招商证券        | 1.95          | 5         | 3          | 1        | 9          | 44.79         | 23.48           | 4.05          | 72           |
| 国信证券        | 1.71          | 2         | 2          | 1        | 5          | 13.34         | 11.09           | 38.75         | 63           |
| 东兴证券        | 1.58          | 3         | 3          | 0        | 6          | 27.71         | 30.72           | 0.00          | 58           |
| 山西证券        | 1.25          | 1         | 2          | 0        | 3          | 3.40          | 43.05           | 0.00          | 46           |
| 国元证券        | 0.95          | 1         | 6          | 0        | 7          | 6.50          | 28.56           | 0.00          | 35           |
| 长江证券        | 0.94          | 3         | 0          | 0        | 3          | 34.81         | 0.00            | 0.00          | 35           |
| 中原证券        | 0.83          | 0         | 2          | 0        | 2          | 0.00          | 30.66           | 0.00          | 31           |
| 国海证券        | 0.78          | 1         | 3          | 0        | 4          | 4.25          | 24.82           | 0.00          | 29           |
| 光大证券        | 0.76          | 3         | 2          | 2        | 7          | 12.44         | 6.45            | 9.35          | 28           |
| 西部证券        | 0.70          | 1         | 2          | 0        | 3          | 9.72          | 16.40           | 0.00          | 26           |
| 华西证券        | 0.66          | 1         | 1          | 0        | 2          | 11.61         | 12.99           | 0.00          | 25           |
| 申万宏源        | 0.57          | 1         | 1          | 0        | 2          | 13.11         | 8.14            | 0.00          | 21           |
| 银河证券        | 0.45          | 0         | 2          | 0        | 2          | 0.00          | 16.60           | 0.00          | 17           |
| 东北证券        | 0.28          | 2         | 0          | 0        | 2          | 10.48         | 0.00            | 0.00          | 10           |
| 兴业证券        | 0.19          | 0         | 2          | 0        | 2          | 0.00          | 6.96            | 0.00          | 7            |
| 东吴证券        | 0.14          | 0         | 1          | 0        | 1          | 0.00          | 5.13            | 0.00          | 5            |
| 财通证券        | 0.13          | 1         | 0          | 0        | 1          | 4.79          | 0.00            | 0.00          | 5            |
| 第一创业        | 0.12          | 0         | 1          | 0        | 1          | 0.00          | 4.46            | 0.00          | 4            |
| 南京证券        | 0.07          | 0         | 1          | 0        | 1          | 0.00          | 2.72            | 0.00          | 3            |
| 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            |
| 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>79.94</b>  | <b>53</b> | <b>102</b> | <b>6</b> | <b>161</b> | <b>460.65</b> | <b>2,400.75</b> | <b>100.66</b> | <b>2,962</b> |
| <b>行业合计</b> | <b>100.00</b> | <b>70</b> | <b>140</b> | <b>7</b> | <b>217</b> | <b>604.24</b> | <b>2,992.13</b> | <b>108.96</b> | <b>3,705</b> |

资料来源：万得，中银国际证券



图表 25. 2019H1 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        | 2,235.25         | 11.55         | 1,734.00         | 77.90           | 423.35          |
| 中信证券        | 1,717.45         | 8.88          | 729.88           | 38.30           | 949.27          |
| 招商证券        | 1,303.04         | 6.73          | 261.45           | 10.00           | 1,031.59        |
| 海通证券        | 973.95           | 5.03          | 426.91           | 159.70          | 387.34          |
| 国泰君安        | 913.23           | 4.72          | 702.55           | 4.50            | 206.18          |
| 华泰证券        | 671.54           | 3.47          | 215.66           | 5.25            | 450.63          |
| 光大证券        | 522.20           | 2.70          | 388.77           | 0.00            | 133.43          |
| 广发证券        | 490.67           | 2.54          | 208.26           | 111.00          | 171.41          |
| 天风证券        | 437.74           | 2.26          | 157.03           | 77.33           | 203.38          |
| 申万宏源        | 342.99           | 1.77          | 187.42           | 63.39           | 92.18           |
| 兴业证券        | 317.21           | 1.64          | 240.88           | 20.80           | 55.54           |
| 国信证券        | 308.85           | 1.60          | 165.71           | 30.30           | 112.84          |
| 长江证券        | 242.08           | 1.25          | 90.94            | 69.63           | 81.51           |
| 方正证券        | 233.80           | 1.21          | 113.18           | 67.55           | 53.07           |
| 东吴证券        | 231.56           | 1.20          | 188.85           | 30.75           | 11.96           |
| 东方证券        | 173.83           | 0.90          | 58.50            | 71.00           | 44.33           |
| 东兴证券        | 159.18           | 0.82          | 74.53            | 0.00            | 84.65           |
| 银河证券        | 144.22           | 0.75          | 93.92            | 40.30           | 10.00           |
| 银河证券        | 144.22           | 0.75          | 93.92            | 40.30           | 10.00           |
| 浙商证券        | 119.65           | 0.62          | 109.75           | 9.90            | 0.00            |
| 财通证券        | 117.36           | 0.61          | 80.03            | 23.00           | 14.34           |
| 山西证券        | 108.30           | 0.56          | 85.30            | 0.00            | 23.00           |
| 华西证券        | 75.08            | 0.39          | 58.10            | 4.00            | 12.98           |
| 西部证券        | 69.60            | 0.36          | 47.00            | 22.60           | 0.00            |
| 东北证券        | 61.50            | 0.32          | 36.00            | 25.50           | 0.00            |
| 国元证券        | 47.50            | 0.25          | 0.00             | 45.00           | 2.50            |
| 第一创业        | 42.49            | 0.22          | 28.26            | 0.00            | 14.23           |
| 太平洋         | 35.40            | 0.18          | 14.50            | 15.90           | 5.00            |
| 中原证券        | 31.53            | 0.16          | 21.33            | 10.20           | 0.00            |
| 南京证券        | 27.25            | 0.14          | 15.00            | 12.25           | 0.00            |
| 西南证券        | 20.35            | 0.11          | 9.12             | 5.00            | 6.23            |
| 国海证券        | 19.30            | 0.10          | 19.30            | 0.00            | 0.00            |
| 东方财富        | 9.17             | 0.05          | 6.20             | 0.00            | 2.97            |
| 华林证券        | 5.20             | 0.03          | 0.00             | 0.00            | 5.20            |
| 华安证券        | 0.00             | 0.00          | 0.00             | 0.00            | 0.00            |
| <b>上市券商</b> | <b>12,352.69</b> | <b>63.84</b>  | <b>6,662.24</b>  | <b>1,091.36</b> | <b>4,599.10</b> |
| <b>行业合计</b> | <b>19,348.85</b> | <b>100.00</b> | <b>10,541.86</b> | <b>1,552.09</b> | <b>7,254.90</b> |

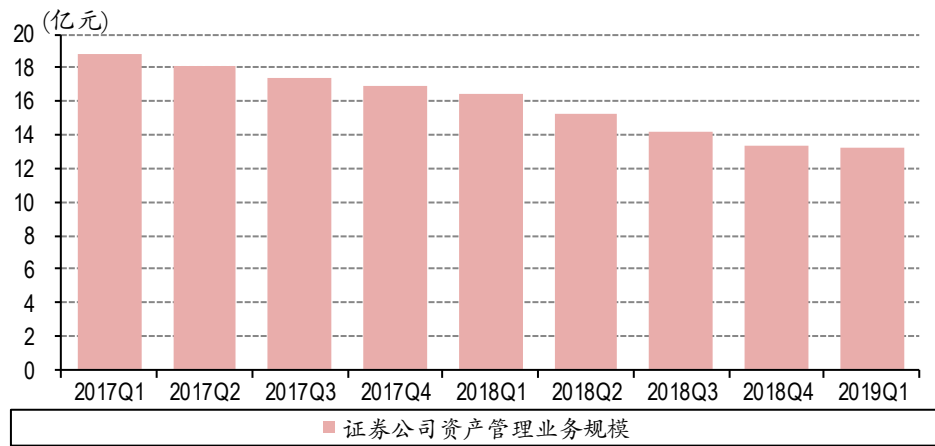
资料来源：万得，中银国际证券

## 2.5 资管：资管规模持续下降，成为 19H1 唯一收入下滑的业务板块

资管业务收入同比下滑 8.32%，规模持续下降。《资管新规》的影响下，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。2019H1 全行业实现资产管理业务收入 138.88 亿元，同比下滑 8.32%。资管业务收入占营收比重由 2018H1 的 11% 下滑至 7%。截至 2019H1 券商合计资管本金总额 13.59 万亿元，较年初下滑 3.69%。

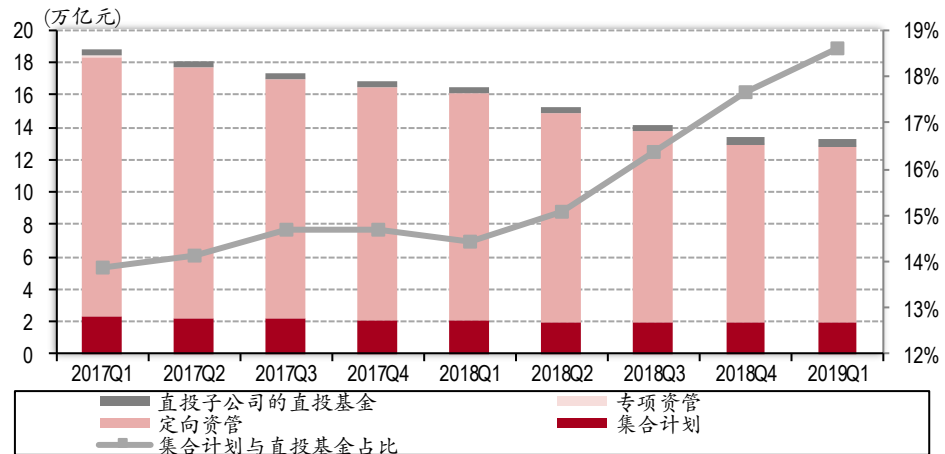
资管结构持续调整优化，主动管理占比不断上升。据中基协公布的数据，截至 2019Q1，券商及其子公司私募资管规模由 2018 年末的 13.36 万亿元下降至 13.27 万亿元，下滑 0.64%，其中集合资管与直投子公司直投基金合计 2.47 亿元，增长 4.76%。截至 19Q1 全行业资管结构仍在持续优化，以主动管理策略为主的集合资管计划与子公司直投基金占比由 17 年末的 17.67% 提升 1 个百分点至 18.63%，其中集合资管计划比重由 14.33% 提升至 14.98%，子公司直投基金比重由 3.34% 提升至 3.65%。

图表 26. 2017Q1-2019Q1 券商及其子公司私募资产管理规模



资料来源：万得，中银国际证券

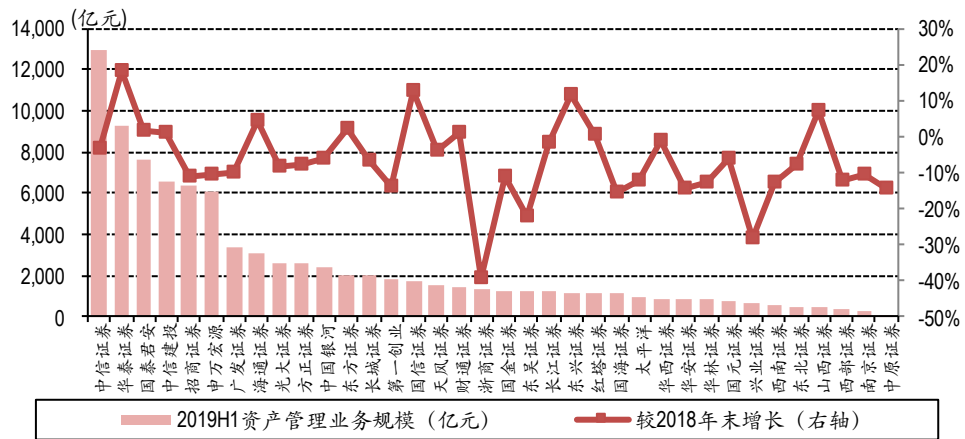
图表 27. 2017Q1-2019Q1 证券公司资产管理结构



资料来源：万得，中银国际证券

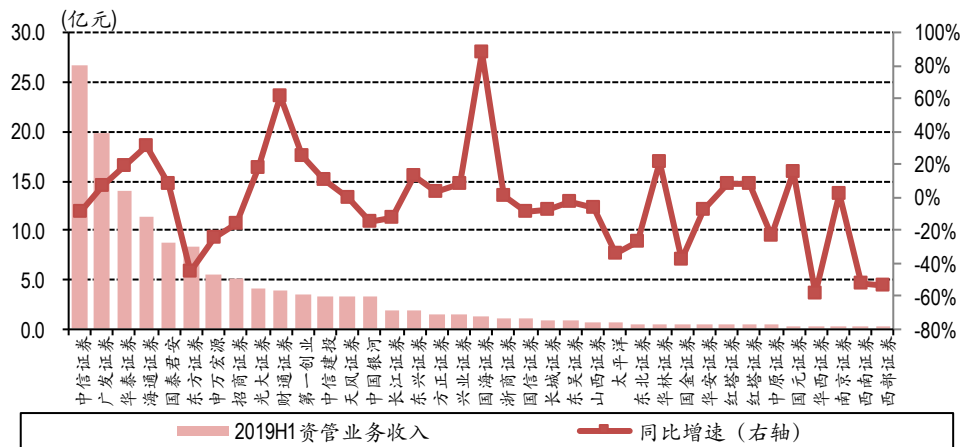
分上市券商来看，36家上市券商中：1) 截至2019H1，资管规模排名前三的是中信证券、华泰证券、国泰君安，分别为1.29万亿、0.93万亿、0.76万亿，规模同比增速前三的是华泰证券、国信证券、东兴证券，分别为18.41%、12.68%、11.83%；2) 资管业务收入排名前三的分别是中信证券、广发证券、华泰证券，分别为26.7亿元、19.9亿元、14.0亿元，收入增速前三的为国海证券、财通证券、海通证券，分别为88.2%、60.9%、31.7%。

图表 28. 上市券商 2019H1 资管规模及增速 (36 家)



资料来源: 万得, 中银国际证券

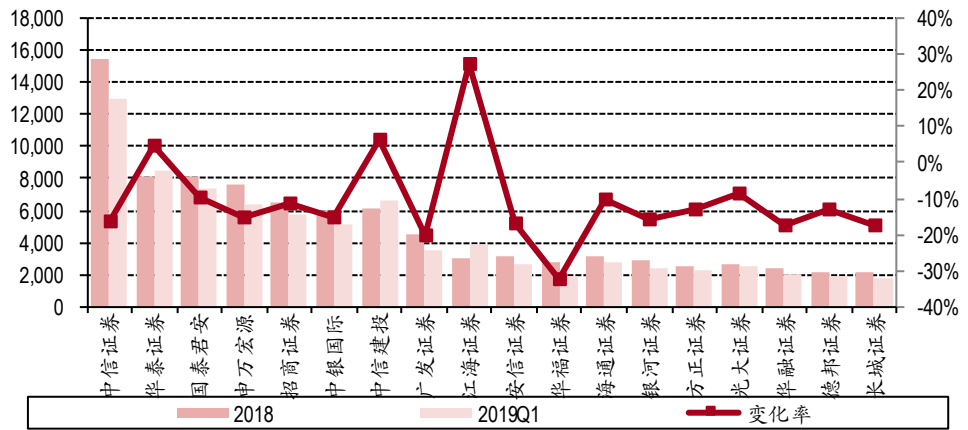
图表 29. 上市券商 2019H1 资管业务收入及同比增速 (36 家)



资料来源: 万得, 中银国际证券

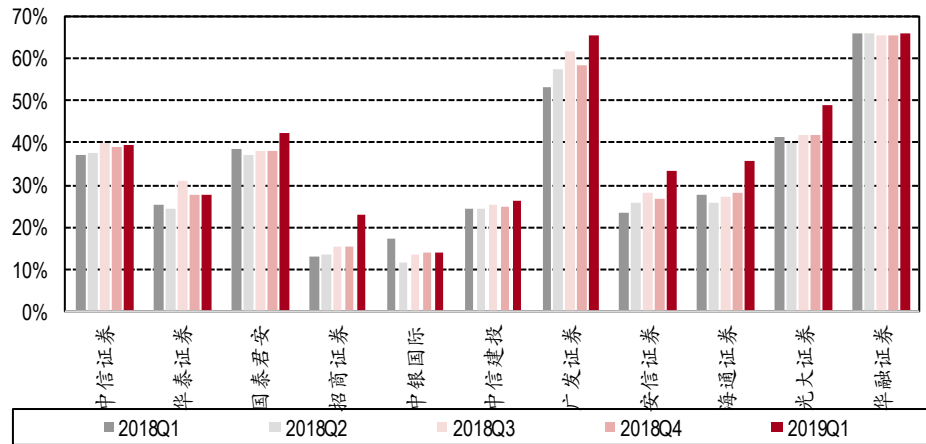
从月均规模来看, 中信证券 2019Q1 月均资管规模为 1.29 万亿元, 较 2018 年下降 16.50%, 但仍保持全行业第一位。国泰君安、华泰证券 2019Q1 月均资管规模分别为 8,491.06 亿元、7,325.31 亿元, 分列二三位。资管规模排名前 20 的券商中, 中信建投月均资管规模增速最高, 为 6.47%。从主动管理资管规模来看, 中信证券 2019H1 月均主动管理资管规模为 5,130.51 亿元, 位居全行业第一位, 国泰君安、广发证券月均主动管理资管规模分别为 3,086.22 亿元、2,335.58 亿元, 位列行业二三位。

图表 30. 2018 vs 2019Q1 上市券商 (18 家) 月均资管规模及增速



资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 31. 2018Q1-2019Q1 上市券商 (11 家) 主动管理规模占比



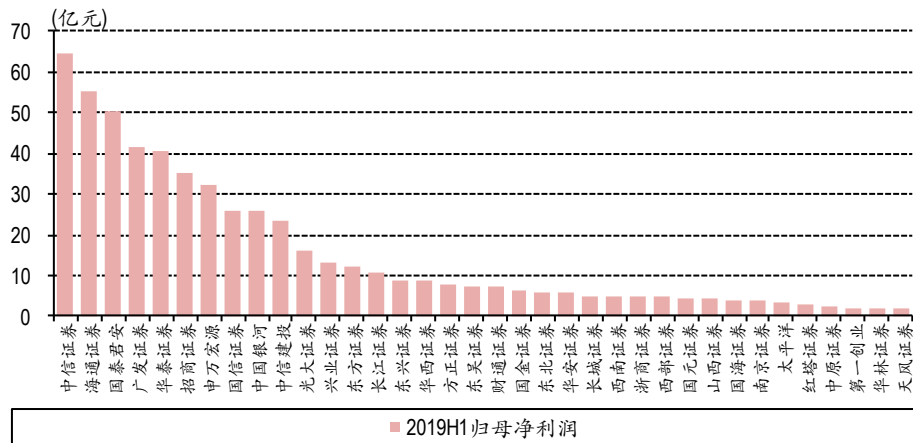
资料来源: 万得, 中银国际证券

### 3 中小券商短期业绩波动较大，龙头券商 ROE 稳定持续领先

#### 3.1 中小券商业绩弹性放大，但龙头公司业绩绝对值和 ROE 稳定持续领先

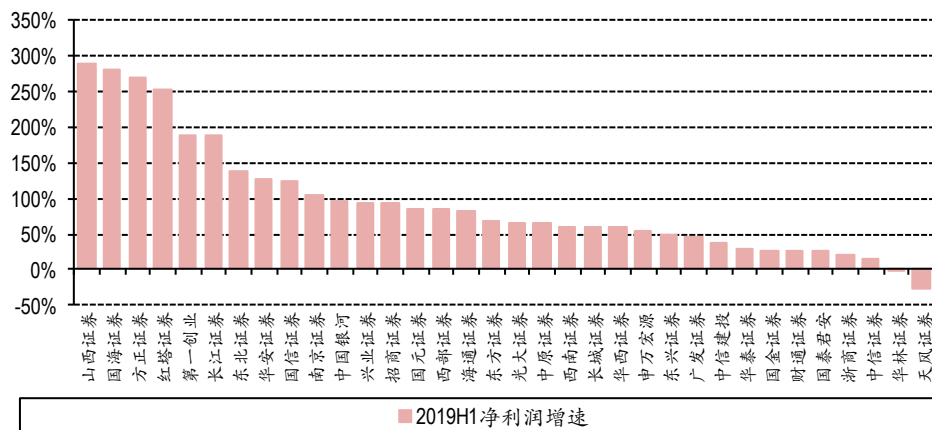
低基数下中小券商业绩大幅增长，平均增速高于大券商。36 家上市券商中报显示，34 家券商实现业绩正增长：1) 中信证券、海通证券、国泰君安归母净利润分别为 66.46 亿元、55.27 亿元、50.20 亿元，排名行业前三。2) 11 家券商业绩翻倍，其中东吴证券、山西证券、国海证券、方正证券、红塔证券 5 家券商业绩同比增速排名前五，分别为 2,758%、288%、281%、271%、252%，太平洋证券业绩扭亏；3) 仅有华林证券、天风证券业绩同比负增长，增速分别为-1.4%、-27.5%。

图表 32. 上市券商 2019H1 归母净利润 (36 家)



资料来源：万得，中银国际证券

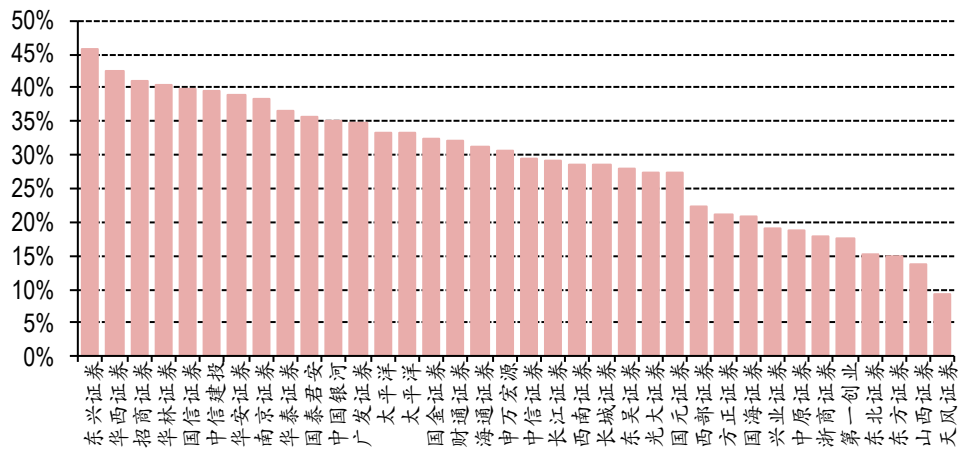
图表 33. 上市券商 2019H1 归母净利润增速 (除东吴增速 2758%，太平洋扭亏)



资料来源：万得，中银国际证券

从净利润率方面来看，东兴证券、华鑫证券、招商证券净利润率分别为 45.77%、42.55%、41.01%，排名上市券商前三，东方证券、山西证券、天风证券净利润率分别为 14.97%、13.65%、9.27%，排行后三位。

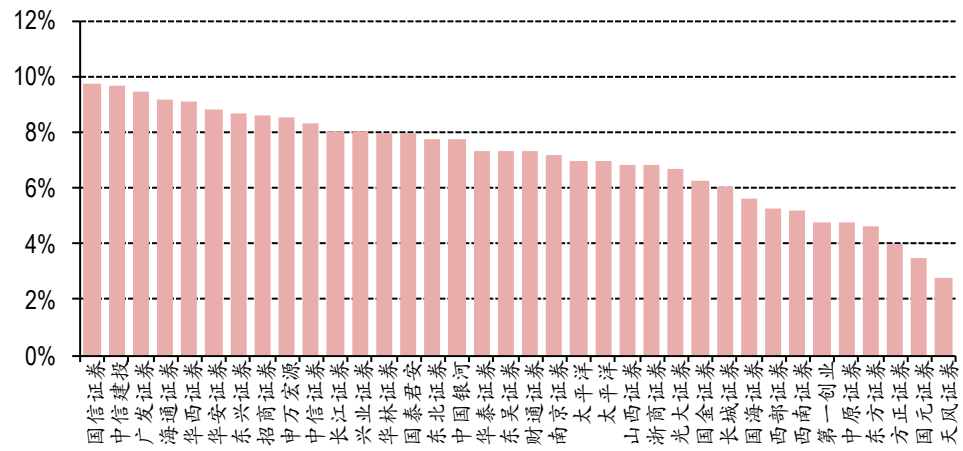
图表 34. 上市券商 2019H1 净利润率 (36 家)



资料来源: 万得, 中银国际证券

从净资产收益率 (ROE) 方面来看, 大券商普遍保持领先。36 家上市券商中, 国信证券、中信建投、广发证券、海通证券、华西证券年化 ROE 分别为 9.77%、9.67%、9.47%、9.20%、9.11%, 排名前五, 大幅领先行业平均。方正证券、国元证券、天风证券年化 ROE 分别为 4.01%、3.52%、2.76%, 排名后三位。

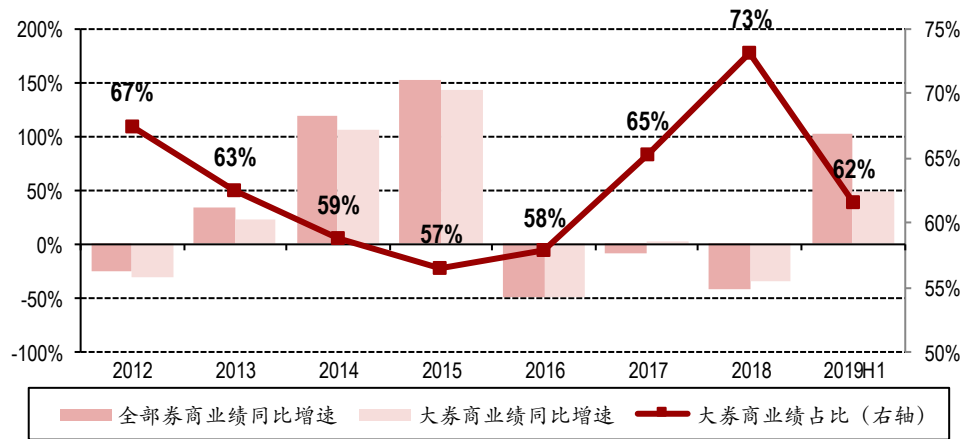
图表 35. 上市券商 2019H1 化净资产收益率 (36 家)



资料来源: 万得, 中银国际证券

**中小券商业绩增速领先, 证券行业集中度短期回落。**我们选择了 A 股上市的 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), 统计了 2012-2019H1 期间这 11 家券商合计净利润占行业净利润的比重。自 2015 年以来, 证券行业的集中度不断提升, 2018 年随着行业寒冬的来临, 行业集中度加速提升。2015 年净利润 CR11 为 57%, 为近年来最低点。CR11 连续三年增长, 于 2018 年达到 73%。受益于今年以来市场行情的大幅回暖, 中小券商低基数的情况下净利润实现了大幅增长, 促使行业集中度短期出现回落。2019H1 行业净利润 CR11 降至 62%。

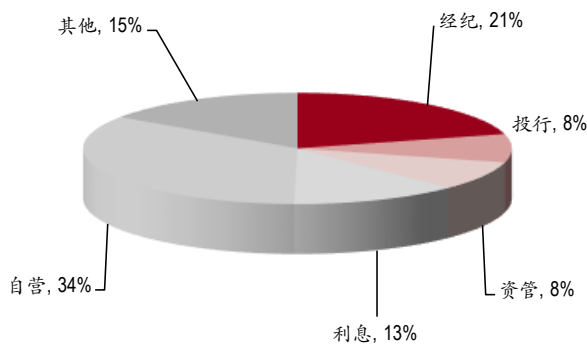
图表 36. 2012-2019H1 证券行业集中度变化



资料来源：万得，中银国际证券

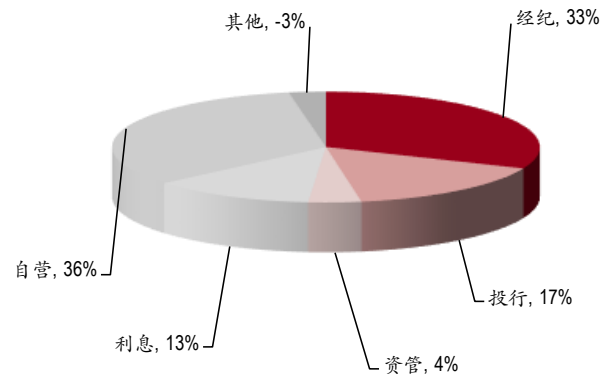
中小券商业绩更加依赖市场行情，业绩增长可持续性与抗风险能力较低。从收入结构来看，2019H1 大券商受市场行情直接影响的投资收益（含公允价值变动损益）及经纪业务收入占比分别为 34%、21%，中小券商分别为 36%、33%。在上涨行情下，中小券商投资收益弹性放大，且市场活跃度提升下能够通过低价竞争来争夺更多长尾客户与新增客户经纪业务市场份额；同时中小券商相对激进的业务模式所导致的风险也尚未暴露。多重因素共同作用下，市场集中度出现短暂回落。但是更加依赖市场行情与活跃度的业绩兑现方式，其可持续性与确定性较低，因此集中度的下降难以持续，长期来看，行业集中度的提升或仍将成为大趋势。

图表 37. 大券商 2019H1 收入结构



资料来源：万得，中银国际证券

图表 38. 中小券商 2019H1 收入结构

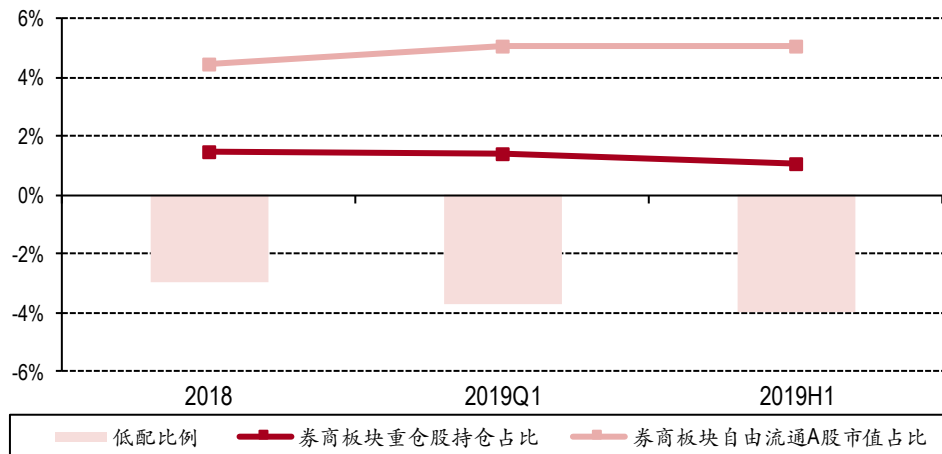


资料来源：万得，中银国际证券

### 3.2 2019H1 公募基金大幅减配券商板块

19H1 公募基金对券商板块低配 3.99%，连续第二个季度减配。根据公募基金中报显示，截至 19H1 公募基金连续第二个季度减持券商板块。我们统计了公募基金中的普通股票型基金、偏股混合型基金以及灵活配置型基金的重仓股持股明细。统计结果显示，截至 19H1，公募基金对券商板块的重仓股持股比例仅为 1.09%，连续第二个季度（18 年持股比例 1.50%，19Q 持股比例 11.40%）减配。19H1 证券行业全 A 股自由流通市值占比为 5.08%，显示公募基金对券商板块低配 3.99%，低配幅度环比增加（18 年低配 2.96%，19Q1 低配 3.71%）。

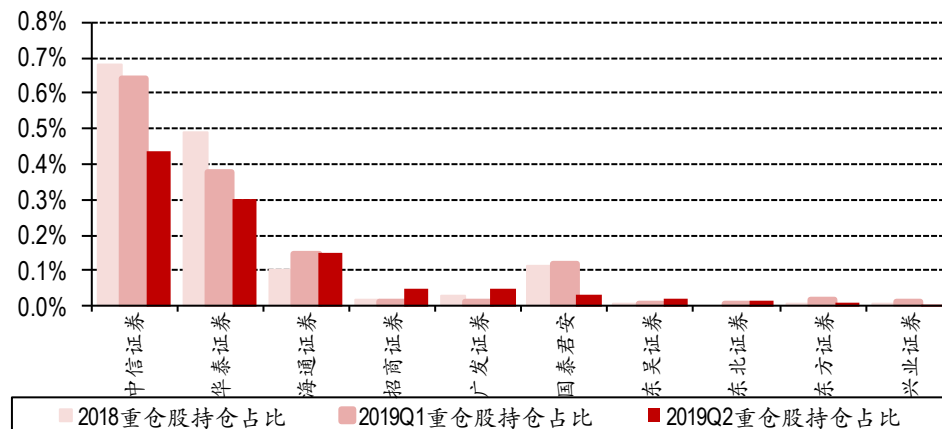
图表 39. 2018-2019H1 券商板块：公募基金重仓持股比例 vs 自由流通市值占比



资料来源：万得，中银国际证券

分个股持仓情况来看，截至 19H1，中信证券、华泰证券、海通证券、招商证券、广发证券的公募基金重仓股持仓占比分别为 0.44%、0.30%、0.15%、0.05%、0.05%，其中中信证券、华泰证券、华泰证券环比下降、招商证券、广发证券环比上升。

图表 40. 2018-2019Q2 上市券商公募基金重仓持股占比（前 10）



资料来源：万得，中银国际证券



## 4 盈利展望及投资建议

### 4.1 资本市场改革不断推进，券商享有持续且确定性较高的政策面利好

科创板正式开市，将为券商带来增量业绩。科创板如期于7月22日正式开市。截至2019年9月2日，1) 已有28只个股于科创板成功上市交易，累计募资总额达到413.37亿元；2) 按主承销商来看，中信建投、中信证券、华泰证券承销家数分别为5.5家、4家、3.5家，排名前三位；3) 科创板股票累计成交金额达6,647.67亿元，日均股票成交金额214.44亿元。

资本市场改革不断推进，券商享有持续政策利好。科创板重大利好落地后，资本市场利好政策仍不断推出：1) 证监会就《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》向社会公开征求意见，明确了分拆试点条件，规范分拆上市流程，加强对分拆上市行为的监管，预计将为券商投行业务带来增量贡献。2) 上交所就《科创板上市公司重大资产重组审核规则》公开征求意见，相关规定主要为提高实体标准与条件的包容性，调整重大重组的收入指标，放宽科创板公司发行股份购买资产的价格下限，减少审核问询轮次，此项政策将规范科创板重大资产重组交易、提高审核效率，并为券商带来并购重组增量业绩贡献。3) 证监会就修订券商风险控制指标计算标准公开征求意见，将提升券商风险管理有效性与全行业抵御系统性风险的能力。4) 证监会指导沪深交易所修订融资融券实施细则，两融业务交易机制得以大幅优化，新规显著扩大了两市两融标的范围，中小板、创业板占比大幅提升，有助于通过做空机制的完善提升A股的价值发现与回归功能。5) 证金公司决定整体下调转融资费率80BP，通过券商向市场提供流动性支持以更好地满足投资者融资需求，提振投资者情绪，同时有望降低券商融资成本，对两融业务也有正向的促进作用。

资本市场与券商的重要性将持续提升。设立科创板并试点注册制是资本市场深化改革的重要举措，将显著提升资本市场与券商的重要性。展望未来，深化改革与对外开放将成为证券行业政策层面的主旋律。在提高直融比例并加大服务实体经济力度的总体政策导向下，资本市场与券商的重要性有望持续提高。

### 4.2 2019年盈利展望

受益于2019Q1市场行情与成交活跃度的大幅回暖，上半年证券行业的合计净利润实现了同比103%的高增长。下半年由于受外部环境及宏观经济的不明朗前景的影响，证券公司业绩环比承压，但同时科创板的开市有望为证券行业带来一定的业绩增量。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32.68%、69.36%、111.53%。



图表 41. 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>  |
|                     | IPO 募资规模       | 2,304        | 1,375          | 1,513        | 1,650        | 1,788         |
| 投行业务                | 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>    |
|                     | 两融平均规模         | 9,359        | 9,030          | 8,000        | 8,500        | 9,000         |
| 信用业务                | 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)        | 15.00        | 30.00        | 45.00         |
|                     | 自营收入增速         |              | (7.05)         | 4.20         | 9.90         | 18.00         |
|                     | <b>自营业务净收入</b> | <b>861</b>   | <b>800</b>     | <b>834</b>   | <b>879</b>   | <b>944</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>2,678</b> | <b>3,049</b> | <b>3,523</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>884</b>   | <b>1,128</b> | <b>1,409</b>  |
| <b>预计净利润同比增速(%)</b> |                |              | <b>(41.04)</b> | <b>32.68</b> | <b>69.36</b> | <b>111.53</b> |

资料来源: 万得, 中银国际证券

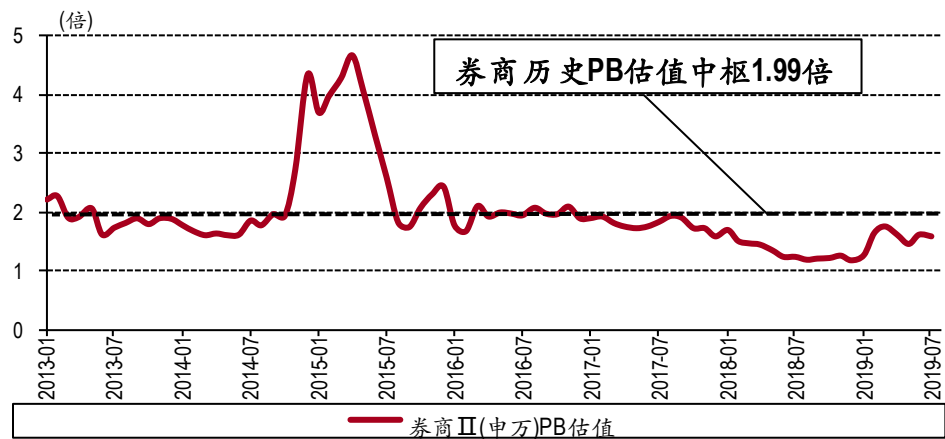
### 4.3 投资建议

1.行业长期具有明显领先其他金融子行业的政策面利好。科创板等重大政策利好已经相继落地,但是证券行业所享有的政策面催化剂是可持续的且确定性较高。龙头券商凭借其更加强大与均衡的综合实力,将充分受益于资本市场深化改革的不断推进。

2.强 Beta 属性下,短期主要受市场波动影响:受到中美关系、宏观经济和利率环境等系统性风险影响,市场波动较大,券商板块短期不确定性增加,短期来看外部市场因素风险成为左右券商行情走势的主导因素。

3.投资建议:政策面稳定友好,不断开放,证券行业享有中长期持续且确定性较高的政策面利好。目前证券行业 19PB1.5 倍,短期来看,券商的强 beta 属性将主导板块行情走势。重点推荐业绩抗性强、充分受益于资本市场改革且估值较低的券商龙头海通证券。

图表 42. 2013/01-2019/08 券商 II (申万) PB 估值



资料来源: 万得, 中银国际证券

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   |
|-----------|-------------|--------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|------|
|           |             |        |                | 2018        | 2019E       | 2020E       | 2021E       | 2018         | 2019E        | 2020E        | 2021E        |      |
| 600030.SH | 中信证券        | 22.32  | 2,485          | 1.77        | 1.70        | 1.64        | 1.56        | 28.80        | 23.74        | 20.67        | 17.57        | 买入   |
| 601688.SH | 华泰证券        | 18.96  | 1,572          | 1.66        | 1.61        | 1.54        | 1.48        | 34.47        | 23.41        | 19.35        | 16.78        | 买入   |
| 600837.SH | 海通证券        | 13.66  | 1,335          | 1.33        | 1.28        | 1.22        | 1.16        | 30.15        | 16.07        | 13.94        | 12.09        | 增持   |
| 601211.SH | 国泰君安        | 17.09  | 1,425          | 1.23        | 1.19        | 1.15        | 1.10        | 22.69        | 17.62        | 14.86        | 13.35        | 增持   |
| 000776.SZ | 广发证券        | 13.28  | 910            | 1.19        | 1.15        | 1.10        | 1.04        | 23.54        | 15.09        | 12.63        | 10.84        | 增持   |
| 600999.SH | 招商证券        | 15.98  | 992            | 1.63        | 1.55        | 1.48        | 1.40        | 24.19        | 17.07        | 14.80        | 12.95        | 增持   |
| 601066.SH | 中信建投        | 19.22  | 1,290          | 3.09        | 2.76        | 2.46        | 2.19        | 47.60        | 32.17        | 26.32        | 23.31        | 未有评级 |
| 000166.SZ | 申万宏源        | 4.78   | 1,127          | 1.73        | 1.60        | 1.47        | 1.34        | 28.12        | 21.73        | 17.70        | 15.93        | 增持   |
| 601881.SH | 中国银河        | 10.50  | 802            | 1.61        | 1.40        | 1.27        | 1.08        | 20.65        | 26.56        | 24.27        | 21.92        | 未有评级 |
| 002736.SZ | 国信证券        | 12.92  | 1,059          | 2.24        | 1.90        | 1.81        | 1.78        | 23.25        | 20.21        | 17.45        | 15.01        | 未有评级 |
| 601788.SH | 光大证券        | 10.77  | 458            | 1.05        | 1.00        | 0.95        | 0.90        | 16.48        | 18.67        | 16.29        | 14.47        | 未有评级 |
| 300059.SZ | 东方财富        | 14.47  | 972            | 4.76        | 4.23        | 3.89        | 3.55        | 78.01        | 51.93        | 41.95        | 34.77        | 买入   |
| 601901.SH | 方正证券        | 6.63   | 546            | 1.45        | 1.40        | 1.36        | 1.32        | 82.88        | 34.28        | 33.59        | 29.21        | 未有评级 |
| 600958.SH | 东方证券        | 9.95   | 638            | 1.34        | 1.30        | 1.26        | 1.21        | 56.53        | 20.98        | 18.46        | 15.88        | 增持   |
| 601377.SH | 兴业证券        | 6.07   | 406            | 1.25        | 1.20        | 1.16        | 1.12        | 300.33       | 18.97        | 17.34        | 14.45        | 中性   |
| 000728.SZ | 国元证券        | 8.48   | 285            | 1.16        | 1.13        | 1.10        | 1.06        | 42.40        | 30.29        | 25.14        | 21.10        | 未有评级 |
| 601555.SH | 东吴证券        | 8.97   | 269            | 1.33        | 1.26        | 1.18        | 1.10        | 74.75        | 15.58        | 13.56        | 12.12        | 未有评级 |
| 600369.SH | 西南证券        | 4.54   | 256            | 1.38        | 1.33        | 1.29        | 1.25        | 113.50       | 30.84        | 28.90        | 25.13        | 未有评级 |
| 600109.SH | 国金证券        | 8.78   | 266            | 1.36        | 1.27        | 1.20        | 1.08        | 26.29        | 19.53        | 17.41        | 15.14        | 未有评级 |
| 000783.SZ | 长江证券        | 6.95   | 384            | 1.45        | 1.40        | 1.34        | 1.28        | 149.42       | 18.97        | 16.12        | 14.24        | 中性   |
| 000686.SZ | 东北证券        | 8.15   | 191            | 1.27        | 1.21        | 1.15        | 1.09        | 62.69        | 15.96        | 13.69        | 13.18        | 未有评级 |
| 601198.SH | 东兴证券        | 10.69  | 295            | 1.50        | 1.37        | 1.28        | 1.19        | 29.21        | 16.41        | 14.26        | 12.20        | 未有评级 |
| 000750.SZ | 国海证券        | 4.98   | 210            | 1.55        | 1.54        | 1.53        | 1.51        | 249.00       | 150.91       | 125.76       | 109.35       | 未有评级 |
| 601099.SH | 太平洋         | 3.44   | 234            | 2.28        | 2.15        | 2.01        | 1.86        | -17.73       | 22.05        | 18.38        | 15.98        | 未有评级 |
| 002673.SZ | 西部证券        | 8.94   | 313            | 1.80        | 1.75        | 1.69        | 1.62        | 156.29       | 37.63        | 27.95        | 23.68        | 未有评级 |
| 002500.SZ | 山西证券        | 7.59   | 215            | 1.73        | 1.66        | 1.59        | 1.52        | 94.88        | 26.73        | 23.24        | 20.21        | 未有评级 |
| 002797.SZ | 第一创业        | 6.30   | 221            | 2.51        | 2.35        | 2.22        | 2.02        | 175.00       | 60.93        | 48.76        | 42.89        | 未有评级 |
| 601375.SH | 中原证券        | 4.89   | 148            | 1.90        | 1.82        | 1.79        | 1.76        | 244.50       | 71.91        | 64.26        | 59.20        | 未有评级 |
| 600909.SH | 华安证券        | 6.40   | 232            | 1.85        | 1.77        | 1.70        | 1.64        | 42.67        | 29.29        | 26.04        | 23.24        | 未有评级 |
| 601878.SH | 浙商证券        | 8.06   | 269            | 1.97        | 1.88        | 1.80        | 1.71        | 36.64        | 26.57        | 24.38        | 21.77        | 未有评级 |
| 601108.SH | 财通证券        | 9.62   | 345            | 1.80        | 1.73        | 1.65        | 1.57        | 43.73        | 26.50        | 22.08        | 19.20        | 未有评级 |
| 002926.SZ | 华西证券        | 9.80   | 257            | 1.40        | 1.38        | 1.25        | 1.17        | 29.70        | 15.69        | 14.01        | 12.78        | 未有评级 |
| 601990.SH | 南京证券        | 7.46   | 246            | 1.94        | 1.88        | 1.82        | 1.75        | 82.89        | 37.34        | 33.08        | 29.21        | 未有评级 |
| 601162.SH | 天风证券        | 8.63   | 447            | 3.63        | 3.53        | 3.43        | 3.31        | 134.84       | 81.72        | 68.10        | 59.22        | 未有评级 |
| 002939.SZ | 长城证券        | 15.48  | 480            | 2.91        | 2.80        | 2.68        | 2.55        | 73.71        | 44.68        | 37.23        | 32.37        | 未有评级 |
| 002945.SZ | 华林证券        | 16.21  | 438            | 9.67        | 9.21        | 8.72        | 8.20        | 115.79       | 115.46       | 97.89        | 82.58        | 未有评级 |
|           | <b>大券商</b>  |        | <b>13,455</b>  | <b>1.60</b> | <b>1.49</b> | <b>1.41</b> | <b>1.33</b> | <b>26.21</b> | <b>20.17</b> | <b>17.30</b> | <b>15.16</b> |      |
|           | <b>行业</b>   |        | <b>20,609</b>  | <b>1.60</b> | <b>1.52</b> | <b>1.45</b> | <b>1.38</b> | <b>75.09</b> | <b>29.92</b> | <b>25.75</b> | <b>22.62</b> |      |
|           | <b>中小券商</b> |        | <b>5980.21</b> | <b>1.63</b> | <b>1.56</b> | <b>1.49</b> | <b>1.42</b> | <b>98.84</b> | <b>34.64</b> | <b>29.83</b> | <b>26.20</b> |      |

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 9 月 2 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



## 5 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公开发表。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