

信义山证 汇通天下

证券研究报告

非银金融：证券

证券行业 2019 年半年报综述

维持评级

报告原因：半年报综述

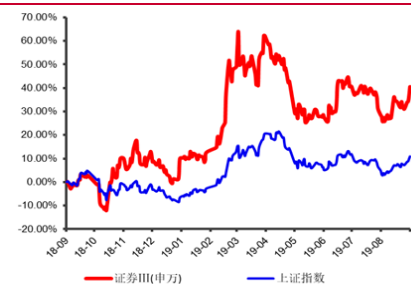
自营弹性释放，大型券商 ROE 领先

看好

2019 年 9 月 6 日

行业研究/深度报告

证券板块近一年市场表现



分析师：

刘丽

执业证书编号：S0760511050001

电话：0351—8686794

邮箱：liuli2@sxzq.com

孙田田

执业证书编号：S0760518030001

电话：0351—8686900

邮箱：suntiantian@sxzq.com

研究助理：

徐风；邮箱：xufeng@sxzq.com

地址：

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国

际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

➢ **自营弹性释放，集中度略有下降。**股票市场量价提升，带动券商业绩回归。131 家证券公司实现净利润 666.62 亿元，同比+103%，行业 ROE 走出低谷，达到年化 6.80%，超过 2017 年行业收益率水平。其中，证券投资收益同比+110%。上半年头部券商净利润占比有所下滑，前 5 家合计下滑 9%，前 12 家合计占比下滑 7%。

➢ **大型券商 ROE 领先，中小券商弹性更大。**中信建投净资产收益率最高为 5.31%，其次为申万宏源（5.17%）、广发证券（4.73%）、国信证券（4.61%）、中国银河（4.56%）、东吴证券（4.53%）。大券商 ROE 水平具有稳定领先优势。上半年净利润增速靠前的均为中小券商，东吴证券、国海证券、方正证券、红塔证券、第一创业、长江证券净利润增长在 150%以上。市场回暖与中小券商基数较低均为业绩弹性释放的原因。

➢ **券商深耕优势业务，子业务分化严重。**二级市场回暖，券商持续加码财富转型，多举措熨平经纪业务波动；股权承销头部集中，债券承销差异化竞争；自营业务驱动业绩大幅增长；资管规模延续下降，业务收入分化。

➢ **资本市场改革加速推进，改变证券业竞争生态。**科创板改革是资本市场改革的突破口；对内对外开放持续向纵深发展；提高上市公司质量，夯实资本市场基础；特色化，差异化成为证券公司转型的必由之路。

投资建议：

➢ **资本市场改革加速推进。**证券公司作为资本市场的重要主体之一，是资本市场改革的最大受益者。券商特色化、差异化的逐步推进，有利于行业整体做大做强，提高在金融行业和国民经济的地位。

➢ **金融委多次发声，提振市场信心。**作为目前金融业监管的最重要主体，金融委多次发声，要求下大力气疏通货币政策传导机制，加强金融与财政政策配合，深化金融改革开放，为实体经济发展提供动力支持。这一方面，有利于金融机构、地方政府、监管机构各司其职，持续推动资本市场改革，也有利于加大投资者对二级市场的信心。

➢ **当前估值处于底部区域。**当前证券板块估值水平为 1.59XPB，虽然高于 2018 年因二级市场下跌和股权质押风险时 1XPB 的估值水平，但依然处于十年来证券板块估值的底部区域，具有很好的长期投资价值。个股上，建议关注受益于政策红利的中信证券、华泰证券。个股上，对中信证券、华泰证券、国泰君安、海通证券、华西证券，评级为“买入”，对广发证券、国信证券、招商证券、兴业证券、东吴证券、财通证券为“增持”。

风险提示：宏观经济增长不及预期；二级市场大幅下滑；中美贸易摩擦

目录

一、行业业绩改善，走出低谷.....	4
市场先扬后抑，活跃度提升	4
自营弹性释放，集中度略有下降	4
券商业务重资产化，多渠道补充净资本	5
中小券商弹性较强，大型券商 ROE 领先	6
二、券商深耕优势业务，子业务分化严重.....	8
二级市场回暖，券商持续加码财富转型，多举措熨平经纪业务波动.....	8
股权承销头部集中，债券承销差异化竞争	9
市场回暖，自营业务驱动业绩大幅增长	10
资管规模延续下降，业务收入分化	11
三、行业前景展望：资本市场改革加速推进，改变证券业竞争生态.....	12
科创板改革是资本市场改革的突破口	13
对内对外开放持续向纵深发展	13
提高上市公司质量，夯实资本市场基础	13
特色化、差异化成为证券公司转型的必由之路.....	14
四、投资策略	14
2019 年行业盈利预测	14
把握证券行业交易性机会	15
五、重点个股	16
中信证券：投行业务优势领先，政策利于龙头地位巩固.....	16
华泰证券：财富管理和机构服务双轮驱动，平台化优势明显.....	16
国泰君安：综合实力领先，经纪业务继续保持前列.....	16

海通证券：租赁子公司在港上市，海外投行业务表现亮眼.....	17
广发证券：投资收益同比大增，资管主动管理占优.....	17
国信证券：投资拉动业绩增长，经纪优势继续保持.....	17
招商证券：各项业务均衡发展，细分业务具备差异化竞争优势.....	18
兴业证券：分公司改革成效显著，基金管理规模增长.....	18
华西证券：深耕四川，依靠经纪、固收优势，打造综合竞争实力.....	18
东吴证券：低基数+自营改善拉动高增长，配股提升资本实力.....	18
财通证券：深耕区域，资管期货优势地位稳固.....	19
六、风险提示	20

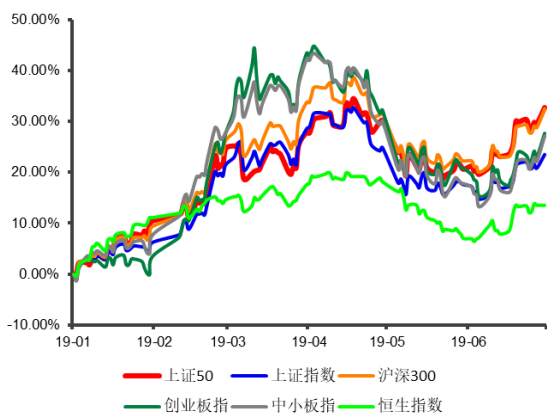
图 1：主要指数走势（%）	4
图 2：两市日均成交额（亿元）	4
图 3：资管业务收入及同比（亿元/%）	11
图 4：十年来证券行业估值（PB）走势	15
表 1：证券行业 2019 年上半年经营业绩	5
表 2：上市券商 2019 年上半年经营情况（合并报表）（按净利润排序）	6
表 3：上市券商 2019 年上半年收入结构	7
表 4：上市券商 2019 年上半年经纪业务收入情况统计	8
表 5：科创板 IPO 情况	9
表 6：上市券商 2019 年上半年末自营业务资产结构	10
表 7：2018 年和 2019 年一季度券商总资产管理规模和主动管理规模前 20 名	12
表 8：重点个股盈利预测简表	19

一、行业业绩改善，走出低谷

市场先扬后抑，活跃度提升

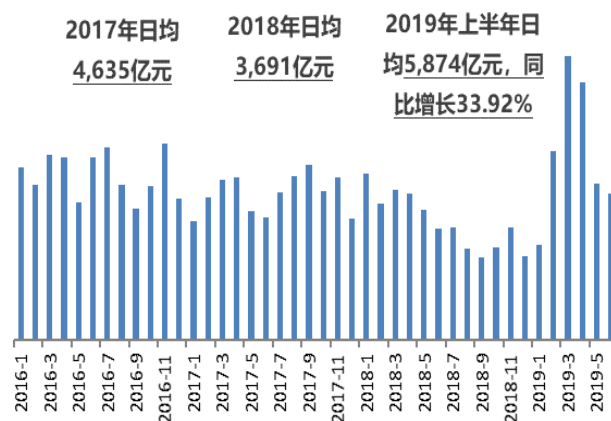
上半年主要指数先上后下，成交量活跃，两市日均成交额明显增长。截止 2019 年 6 月 30 日，上证综指收涨 19.45%，沪深 300 指收涨 27.07%，创业板指收涨 20.87%；中债-总全价(总值)指数较 2018 年底小幅增长 0.07%。2019 年上半年，两市日均成交金额 5873.61 亿元，同比增长 33.92%，其中 3 月单月成交金额为近 40 个月最高水平（日均成交金额也是近 40 个月最高水平）；两融余额 9173.18 亿元，较 2018 年底增长 21.39%。

图 1：主要指数走势（%）



数据来源：山西证券研究所、Wind

图 2：两市日均成交额（亿元）



数据来源：山西证券研究所、Wind

自营弹性释放，集中度略有下降

股票市场量价提升，带动券商业绩回归。131 家证券公司实现营业收入 1789.41 亿元，同比增长 41%；净利润 666.62 亿元，同比增长 103%，行业 ROE 走出低谷，达到年化 6.80%，已经超过 2017 年行业收益率水平。

受市场表现影响较大，二季度自营贡献回落。除资管业务收入同比下滑 8% 外，其余各项业务均实现增长；其中，自营业务弹性释放，证券投资收益同比大幅增长 110%，在营业收入中占比 35%。但由于二季度市场调整，增长速度较一季度有明显回落（2019 年 Q1 投资收益同比增长 215%，占比 50%）。

表 1：证券行业 2019 年上半年经营业绩

项目（单位：亿元）	2019H1	占比	2018H1	占比	同比
营业收入	1,789.41		1,265.72		41.37%
代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）	444.00	24.81%	363.76	28.74%	22.06%
投行业务净收入	197.64	11.04%	162.02	12.80%	21.98%
资产管理业务净收入	127.33	7.12%	138.8	10.97%	-8.26%
证券投资业务收入	620.60	34.68%	295.5	23.35%	110.02%
利息净收入	229.32	12.82%	112.92	8.92%	103.08%
净利润	666.62		328.61		102.86%

数据来源：山西证券研究所，Wind

上市公司净利润合计增长超 8 成，自营业务弹性释放。

- 1) 营业收入增速高于行业，但净利润弱于行业整体。36 家上市公司合计实现营业收入 1822.29 亿元，同比增长 45%；实现归属于母公司股东净利润 554.01 亿元，同比增长 59%。
- 2) 资管业务表现出较强的韧性。受托客户资产管理业务净收入 138.78 亿元，同比下降 2.56%，下滑小于行业整体，同时分化明显。
- 3) 自营业务成为主要收入支撑。投资收益+公允价值变动损益-联营合营企业投资收益合计实现 588.88 亿元，占比 32.32%，提升 7.83pct，同比增长 91.53%（6 月监管报表调整了报表格式及填报口径，其中“债权投资利息收入”从“投资收益”调整至“利息收入”，考虑到科目调整的原因，实际自营业务同比增速会更高）。同时 31 家券商自营业务收入占比超过 25%，29 家上市券商自营业务收入占比最高。

竞争格局：如果选定中信、海通、华泰、国君、广发（作为行业前五样本）、申万、招商、银河、国信、中金、建投、东方共 12 家作为样本计算上市公司整体净利润占证券行业净利润的比重，在连续 3 年上升之后，今年上半年头部券商净利润占比有所下滑，前 5 家合计下滑 9%，前 12 家合计占比下滑 7%，同时上市公司合计净利润同比增速小于行业整体，这是由于中小券商业绩弹性较大，因此较去年业绩改善的幅度更大。但大型券商抗压能力更强，业务更加多元化，受行业周期的影响相对较小。

券商业务重资产化，多渠道补充净资本

因通道业务的利润空间进一步缩窄，券商主要靠资本中介、投资业务获取利润，业务重资产化趋势明显，对资本水平提出更高要求。虽然二季度自营业务收入占比下滑带来重资产业务占比的下滑，但传统的轻资产业务（经纪、投行和资管）的收入占比较 2018 年底仍然下降 5 个百分点，重资产业务类型（自营和

信用)的收入占比提升9个百分点。

券商主要通过IPO、增发、配股等手段来增加资本金。目前，A股有36家证券公司上市，加上其他已被装入上市公司的证券公司（如安信证券之于国投资本），共有69家，过半的证券公司享受上市红利。IPO依然是券商补充资本的最优选择，今年上半年华林证券（募集9.77亿元）及红塔证券（募集12.59亿元）上市，目前排队上市的券商共有5家（国联证券、中银国际、东莞证券、中泰证券、万联证券）。建投、中信、一创、南京、中原、西南纷纷披露了增发预案。上半年券商发行了4300.80亿元债券，同比增长了19%；其中1043.2亿次级债，占比24.26%。

中小券商弹性较强，大型券商ROE领先

上半年净利润均实现较大幅度增长，增速靠前的均为中小券商，东吴证券、国海证券、方正证券、红塔证券、第一创业、长江证券净利润增长在150%以上，其中东吴证券净利润增长2768%增速最高。市场回暖与中小券商基数较低均为业绩弹性释放的原因。仅有天风证券、华林证券三家上市券商净利润下滑。

净利润排名前三的券商为中信证券、海通证券及国泰君安，净利润分别为64.46亿元、55.27亿元、50.20亿元；ROE（加权）在4.5%（未年化）以上的有6家，中信建投净资产收益率最高为5.31%，其次为申万宏源（5.17%）、广发证券（4.73%）、国信证券（4.61%）、中国银河（4.56%）、东吴证券（4.53%）。大券商ROE水平具有稳定领先优势。

表 2：上市券商 2019 年上半年经营情况（合并报表）（按净利润排序）

证券公司	营业收入 (亿元)	同比 (%)	归母净利润 (亿元)	同比 (%)	ROE (%)	净利润率 (%)
中信证券	217.91	9%	64.46	16%	4.11	30.58
海通证券	177.35	62%	55.27	82%	4.03	34.22
国泰君安	140.95	23%	50.20	25%	3.85	37.87
广发证券	119.42	57%	41.40	45%	4.73	37.18
华泰证券	111.07	35%	40.57	28%	3.82	36.92
招商证券	85.40	78%	35.03	94%	4.34	41.15
申万宏源	104.84	73%	32.02	55%	5.17	30.83
国信证券	65.34	61%	25.98	124%	4.61	39.78
中国银河	73.68	71%	25.95	98%	4.56	35.36
中信建投	59.06	12%	23.30	38%	5.31	39.66
光大证券	58.61	42%	16.09	66%	2.00	28.70
兴业证券	70.41	113%	13.33	94%	3.35	22.20
东方证券	80.79	89%	12.10	69%	4.18	15.52
长江证券	37.28	59%	10.87	188%	2.31	28.60
东兴证券	18.87	28%	8.64	50%	3.99	45.79
华西证券	20.05	47%	8.53	59%	3.14	42.69
方正证券	35.88	55%	7.63	271%	3.68	20.81
东吴证券	26.75	74%	7.50	2758%	4.53	28.18
财通证券	22.84	26%	7.32	25%	3.48	32.24
国金证券	19.13	14%	6.21	25%	3.90	32.46

东北证券	38.80	89%	5.90	137%	3.63	15.57
华安证券	14.36	77%	5.58	128%	4.36	40.35
长城证券	17.39	26%	4.97	59%	1.39	28.97
西南证券	17.10	21%	4.90	61%	4.35	28.01
招商证券	26.76	52%	4.81	20%	1.74	17.99
西部证券	20.76	82%	4.62	84%	2.98	22.42
国元证券	15.85	43%	4.33	87%	2.83	27.30
山西证券	31.36	5%	4.28	288%	2.64	13.58
国海证券	18.63	89%	3.88	281%	2.60	22.22
南京证券	10.02	57%	3.84	106%	2.38	38.44
太平洋	10.71	118%	3.58	同比增长4.63亿元	3.42	33.92
红塔证券	7.53	79%	2.92	252%	3.56	39.33
中原证券	12.87	49%	2.40	65%	3.56	21.82
第一创业	11.84	55%	2.09	189%	2.42	21.17
华林证券	4.53	-9%	1.83	-1%	3.71	40.23
天风证券	18.14	35%	1.68	-28%	2.55	12.01
合计	1,822.29	45%	554.01	59%	3.53 (平均)	30.22 (平均)

数据来源：Wind，山西证券研究所（红色为最高）

表 3：上市券商 2019 年上半年收入结构

证券公司	自营	经纪	资管	投行	利息净收入	证券公司	自营	经纪	资管	投行	利息净收入
太平洋	90%	16%	6%	3%	-19%	华西证券	33%	29%	2%	9%	28%
红塔证券	84%	13%	6%	4%	-9%	国泰君安	32%	22%	6%	8%	18%
西南证券	49%	20%	2%	8%	6%	华泰证券	31%	20%	13%	5%	11%
西部证券	46%	20%	1%	8%	5%	国海证券	31%	16%	7%	7%	16%
华安证券	43%	27%	3%	2%	18%	东北证券	30%	11%	1%	5%	-2%
长江证券	42%	28%	5%	11%	9%	国金证券	30%	32%	3%	13%	19%
天风证券	41%	17%	18%	17%	-9%	山西证券	30%	9%	2%	5%	-3%
中原证券	39%	23%	3%	7%	5%	中国银河	29%	33%	4%	3%	22%
财通证券	37%	20%	18%	6%	4%	华林证券	28%	32%	12%	8%	19%
东吴证券	37%	21%	3%	9%	8%	申万宏源	27%	20%	5%	5%	13%
长城证券	36%	20%	6%	16%	7%	东兴证券	27%	21%	10%	24%	15%
国信证券	36%	35%	2%	7%	12%	中信建投	25%	25%	6%	27%	14%
招商证券	35%	25%	6%	8%	12%	浙商证券	23%	19%	4%	5%	6%
第一创业	34%	13%	29%	14%	-5%	方正证券	21%	42%	4%	6%	19%
兴业证券	34%	12%	2%	4%	6%	东方证券	20%	10%	10%	7%	6%
光大证券	34%	24%	7%	14%	13%	国元证券	20%	23%	2%	13%	38%
广发证券	34%	19%	17%	4%	13%	南京证券	14%	31%	3%	12%	36%
海通证券	33%	11%	6%	9%	13%	上市公司整体	32.3%	20.2%	7.6%	8.2%	11.2%
中信证券	33%	17%	12%	8%	6%						

数据来源：Wind，山西证券研究所（标红为占比最高的业务）

二、券商深耕优势业务，子业务分化严重

二级市场回暖，券商持续加码财富转型，多举措熨平经纪业务波动

金融供给侧结构性改革需要券商回归本源，提高财富管理和服务实体经济的能力。券商通过组织架构调整、强化金融科技、完成产品体系、优化收入结构、实施客户分层等多种途径持续加码财富管理，熨平经纪业务波动。上半年上市证券公司实现代理买卖证券业务净收入合计 322.07 亿元，同比增长 15%，在收入中占比为 20%，由于自营业务的挤压作用，占比较去年同期下降 5 个百分点。

超过行业增速的上市券商有 13 家。2019 年上半年行业经纪业务净收入增长 22%，超过行业增速的上市券商有 13 家，其中南京证券代理买卖证券业务净收入增长速度最快，主要源于期货经纪业务的大幅增长。中原证券、西部证券、华西证券、华泰证券、东吴证券等区域券商增速在 25% 以上。上半年中信证券合并口径经纪业务收入最高，实现 37.99 亿元，但同比减少 8%。天风证券为另外一家经纪业务收入下滑的上市券商，上半年收入 3.14 亿元，同比下滑 5%。

二季度收入增速更快。分季度来看，一季度代理买卖证券业务净收入合计（35 家）同比增长 6%，二季度同比增长 24%，上半年交易量高峰出现在 3 月及 4 月，日均成交额均在 8000 亿规模以上，经纪业务收入与市场活跃度、成交量相关性较大，二季度市场热度开始回落，但整体来看，二季度总成交额较一季度增长 4.21%。

行业份额分化。单家公司口径下，国君、银河、国信为代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）前三，市场份额分别为 5.75%、4.76%、4.74%，份额较 2018 年同期均有所增长。中信证券市场份额较去年下降 0.72pct，行业排名由第二下降至第六，申万宏源及海通证券份额也出现小幅下滑，大型券商中国泰君安及华泰证券市场份额上升。

表 4：上市券商 2019 年上半年经纪业务收入情况统计

证券公司	经纪业务收入/亿元	同比/%	占比	占比增减	证券公司	经纪业务收入/亿元	同比/%	占比	占比增减
中信证券	37.99	-8%	17%	-3%	浙商证券	5.00	20%	19%	-5%
国泰君安	31.50	24%	22%	0%	财通证券	4.52	22%	20%	-1%
中国银河	24.41	24%	33%	-13%	东北证券	4.27	18%	11%	-7%
广发证券	23.15	17%	19%	-7%	西部证券	4.13	33%	20%	-7%
国信证券	22.76	18%	35%	-13%	东兴证券	3.96	14%	21%	-3%
华泰证券	22.43	21%	20%	-2%	华安证券	3.89	23%	27%	-12%
招商证券	21.70	17%	25%	-13%	国元证券	3.71	19%	23%	-5%
申万宏源	21.29	12%	20%	-11%	长城证券	3.55	16%	20%	-2%

海通证券	18.96	14%	11%	-4%	西南证券	3.38	19%	20%	0%
方正证券	15.19	22%	42%	-11%	天风证券	3.14	-5%	17%	-7%
中信建投	14.99	12%	25%	0%	南京证券	3.12	57%	31%	0%
光大证券	13.78	12%	24%	-6%	国海证券	3.03	10%	16%	-12%
长江证券	10.34	16%	28%	-10%	中原证券	3.01	36%	23%	-2%
兴业证券	8.12	5%	12%	-12%	山西证券	2.80	34%	9%	2%
东方证券	7.78	5%	10%	-8%	太平洋	1.75	6%	16%	-17%
国金证券	6.05	10%	32%	-1%	第一创业	1.55	14%	13%	-5%
华西证券	5.74	29%	29%	-4%	华林证券	1.44	32%	32%	10%
东吴证券	5.54	26%	21%	-8%	红塔证券	1.01	29%	13%	-5%

数据来源：Wind，山西证券研究所

股权承销头部集中，债券承销差异化竞争

股权融资承压，债券承销增长，上市券商投行业务收入同比增长。2019 年上半年，一级市场筹资总额 3.57 万亿元，同比增长 52%。其中，股权融资总额 3,721 亿元，同比下降 13%；债券融资总额 3.2 万亿元，同比增长 64%。上市券商投行业务收入同比增长 11%，营收贡献度下滑 2.5 个百分点至 8%。

IPO 业务头部独大，债券承销差异化竞争。据 wind 数据，上半年，中信证券 IPO 业务绝对领先，承销金额达到 151.12 亿元，市场份额 24.67%，而第二位中金公司 IPO 承销金额 59.13 亿元，市场份额 9.65%，CR10 达到 72.02%；可转债发行，中信证券居于行业第一，市场份额达到 32.09%，CR10 为 77.33%。从债券承销金额看，地方政府债承销，中信证券行业第一，市场份额 21.08%，CR10 为 69.84%；公司债承销，中信建投行业第一，市场份额 16.49%，CR10 为 55.41%；企业债承销，海通证券行业第一，市场份额 10.25%，CR10 为 54.24%；ABS 承销，招商证券行业第一，市场份额 13.98%，CR10 为 72.69%。

科创板申报集中度凸显，头部券商优势明显。截止 2019 年 9 月 5 日，科创板已受理项目合计 152 个，拟募资合计 1,387.45 亿元。其中中信建投申报数量最多达 15.7 只（共同承销保荐，按机构数量做算数平均分配），中金公司申报拟募集资金规模最多达 207.72 亿元。“三中一华”合计申报 49.94 家公司，占比 32.9%；拟募资合计 601.71 亿元，占比 43.37%。服务科创板公司排名前十的券商合计申报 92.64 家公司，占比 60.9%；拟募资合计 938.10 亿元，占比 67.61%。

表 5：科创板 IPO 情况

保荐商	拟募集资金（亿元）	募资占比	数量	数量占比
中金公司	207.72	14.97%	13.37	8.8%
中信证券	137.51	9.91%	11.37	7.5%
华泰联合	130.04	9.37%	9.5	6.3%
中信建投	126.44	9.11%	15.7	10.3%

“三中一华”合计	601.71	43.37%	49.94	32.9%
国泰君安	86.04	6.20%	7.2	4.7%
招商证券	73.06	5.27%	7.5	4.9%
海通证券	54.89	3.96%	5	3.3%
国信证券	47.94	3.46%	8.5	5.6%
广发证券	43.70	3.15%	7.5	4.9%
光大证券	30.77	2.22%	7	4.6%
前十大合计	938.10	67.61%	92.64	60.9%

数据来源：wind，山西证券研究所（注：共同承销保荐，按机构数量做算数平均分配）

市场回暖，自营业务驱动业绩大幅增长

紧抓市场机遇，自营业务收入大幅提升，驱动业绩增长。2019年上半年，二级市场量价齐升，券商抓住时机，审慎提升风险偏好，加大业务投入，优化资产配置。截止上半年末，上市券商整体权益及衍生品投资规模较年初增长18%，固收及衍生品投资规模较年初增长14%。上市券商证券投资收益（投资收益-对联营企业和合营企业的股权投资收益+公允价值变动损益）合计307.46亿元，同比增长92%，整体营收贡献度最高，达到32%。剔除会计政策变更的影响，除中信建投（-3%）和华林证券（-5%）外，其余上市券商证券投资收益同比均实现增长；有15家券商证券投资收益同比增长在1倍以上。

自营业务高β属性，中小券商弹性更大。据协会数据，2019年上半年，证券投资收益行业集中度下降，CR5下降约11个百分点至25%，CR10下降约11个百分点至42%，后50位券商市场份额上升约10个百分点至12%。

表6：上市券商2019年上半年末自营业务资产结构

证券公司	权益类		固收类		证券公司	权益类		固收类	
	规模（亿元）	同比变化	规模（亿元）	同比变化		规模（亿元）	同比变化	规模（亿元）	同比变化
中信证券	326.78	23%	2,196.10	3%	财通证券	7.85	149%	242.39	9%
国泰君安	365.77	54%	1,526.29	32%	东北证券	27.58	-1%	277.18	8%
中国银河	141.40	9%	849.50	24%	西部证券	7.47	94%	241.06	-15%
广发证券	160.51	-7%	1,494.59	6%	东兴证券	38.41	-9%	382.18	29%
国信证券	133.81	-13%	732.19	5%	华安证券	8.17	-6%	158.85	-10%
华泰证券	255.26	42%	1,595.68	93%	国元证券	4.45	-21%	234.52	21%
招商证券	132.43	13%	1,514.75	16%	长城证券	13.66	-16%	239.85	5%
申万宏源	155.30	31%	1,051.50	5%	西南证券	58.61	7%	302.08	15%
海通证券	229.49	11%	967.20	16%	天风证券	19.97	-1%	216.72	-3%
方正证券	68.68	15%	436.21	-5%	南京证券	3.37	-10%	102.21	29%
中信建投	53.50	41%	908.89	21%	国海证券	3.06	67%	389.91	9%
光大证券	91.56	10%	553.00	-6%	中原证券	3.27	-67%	150.97	8%

长江证券	50.41	15%	370.12	20%	山西证券	15.27	-1%	224.23	-11%
兴业证券	68.06	13%	482.85	-8%	太平洋	3.11	-73%	157.93	-24%
东方证券	112.55	26%	1,138.89	11%	第一创业	3.59	-12%	-	-100%
国金证券	35.21	23%	179.48	27%	华林证券	0.65	-15%	64.00	89%
华西证券	17.66	256%	234.82	78%	红塔证券	6.25	144%	218.09	54%
东吴证券	55.52	49%	280.58	20%	合计	2,683.19	18%	20,339.42	14%
浙商证券	4.54	-9%	224.59	19%					

数据来源：Wind，山西证券研究所

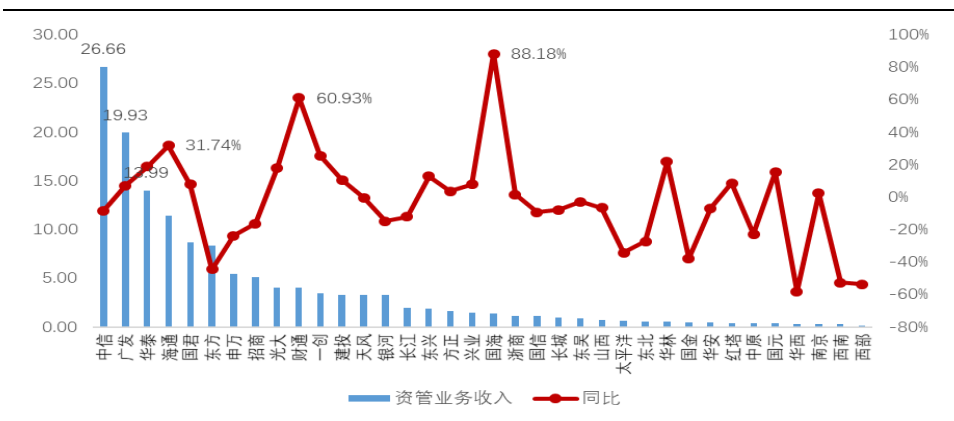
资管规模延续下降，业务收入分化

规模及收入下滑幅度收窄。基金业协会数据显示，截止 2019 年 6 月底，行业资管业务管理资产规模 11.15 万亿元，较 2018 年底下降 13.63%。已经连续 9 个季度规模下降，但下降幅度有所收窄，在资管新规整改期结束之前，资管业务预计还将继续收缩通道业务规模，整体规模还有下降压力。上半年行业实现资产管理业务净收入 127.33 亿元，同比下降 8.26%，下降幅度较一季度的 15.43% 有所放缓，券商的主动管理能力成为关键。

资管业务收入龙头仍然为中信证券。中信证券上半年实现受托客户资产管理业务净收入 26.66 亿元，超过第二名的广发证券 19.33 亿收入 6.73 亿元，但同比下降 8%。前十大券商资管业务收入占上市券商资管业务合计收入的比例为 77.56%，较去年同期的 78.49% 小幅下降 0.93pct。大型券商华泰证券、海通证券资管业务收入增长速度较快，分别实现收入 13.99 亿元、11.44 亿元，同比增长 18.70%、31.74%；华泰资管资产管理业务净收入排名由去年同期的 3th 上升到 1th，海通资管由 12th 上升到 6th。

国海证券、财通证券增速较快。国海、财通资管业务收入分别增长 88.18% 和 60.93%，增速为所有券商最高，国海证券资产管理业务净收入排名提升 16 位至 27th，财通资管排名提升 10 位至 9th。

图 3：资管业务收入及同比（亿元/%）



数据来源：山西证券研究所、Wind

主动管理转型加速，回归资产管理本源。2019 年一季度排名前 20 的证券公司主动管理规模继续缩减，其中，中信证券缩减 889.87 亿元，中信建投、招证资管的主动管理规模提升较大。

表 7：2018 年和 2019 年一季度券商总资产管理规模和主动管理规模前 20 名

序号	证券公司	资产管理月均规模（亿元）		证券公司	主动管理月均规模（亿元）	
		2018 年底	2019 年一季度		2018 年底	2019 年一季度
1	中信证券	15,498.49	12,941.35	中信证券	6,020.51	5130.64
2	国泰君安资管	8,128.54	7,325.31	国泰君安资管	3,099.27	3086.22
3	华泰资管	8,124.21	8,491.06	广发资管	2,606.05	2335.58
4	申万宏源	7,562.73	6,426.47	华泰资管	2,264.69	2334.52
5	招证资管	6,561.92	5,809.03	华融证券	1,585.05	1316.87
6	中信建投	6,189.07	6,589.42	中信建投	1,540.65	1733.92
7	中银国际	6,054.34	5,126.84	中金公司	1,396.76	1390.39
8	广发资管	4,456.16	3,553.54	申万宏源	1,376.00	1429.87
9	安信证券	3,158.99	2,618.24	中泰资管	1,142.64	913.82
10	海通资管	3,100.91	2,789.60	光证资管	1,132.28	1213.49
11	江海证券	3,040.98	3,868.92	东证资管	1,075.86	974.19
12	银河金汇	2,884.02	2,435.37	招证资管	1,016.58	1335.9
13	华福证券	2,731.52	1,843.65	海通资管	870.36	993.43
14	光证资管	2,696.45	2,471.54	安信证券	848.13	872.56
15	方正证券	2,576.29	2,244.36	中银国际	846.64	713.96
16	华融证券	2,419.00	1,992.19	财通资管	776.18	759.58
17	渤海汇金资管	2,156.00	/	天风证券	738.69	720.26
18	德邦证券	2,112.62	1,840.33	长江资管	707.82	641.72
19	长城证券	2,086.64	1,722.78	银河金汇	696.41	760.86
20	第一创业	2,003.78	2,026.43	浙商资管	673.99	/

数据来源：Choice，山西证券研究所

三、行业前景展望：资本市场改革加速推进，改变证券业竞争生态

2018 年 12 月，中央经济工作会议首次提出，资本市场改革具有“牵一发而动全身”的关键作用。2019 年 2 月，政治局会议首次提出“金融供给侧结构性改革”思路。我们认为，金融供给侧结构性改革的本质是回归本源，为实体经济提供高质量、高效率的金融服务。对于证券市场来说，就是要为实体经济提供长期权益类资金。在当前全球经济走势放缓、贸易环境复杂多变、国内经济下行压力加大的情况下，就是要向民营企业和科创企业提供有效率的、长期的、权益性资金支持。

科创板改革是资本市场改革的突破口

科创板是产业升级的助推器。高科技企业、战略新兴产业对经济发展的助推作用显而易见，但由于本身的投入大，风险高，行业功能发挥受限。设立科创板是创新立国的根本举措，是经济转型、产业升级的助推器。

科创板是 A 股的试验田。全行业经过 8 个月的努力，7 月 22 日，科创板正式上市，一个多月来运行良好。科创板打破了以盈利指标作为发行标准的模式，转而建立了以信息披露为核心的监管体系。未来科创板的相关规则有望在 A 股市场全面铺开。由科创板带动 A 股的注册制，将会极大激发市场活力，良性竞争的溢出效应将会更强。

对内对外开放持续向纵深发展

对内对外开放证券公司设立。2019 年 7 月，证监会 11 年后重启内资券商审批，引导优秀内资股东进入证券行业。证券基金期货外资比例限制提前 1 年放开，18 家合资券商待新设审批。

内外结合，引导长期资金入市。对内扩大银行、保险资金的投资范围和权重，引导养老基金、企业年金、职业年金等长期资金入市；对外集中纳入国际指数。

- 2019 年 4 月，中国债券被纳入彭博巴克莱全球综合指数（Global AGG）。
- 2019 年 8 月，明晟公司(MSCI)宣布 MSCI 针对 A 股实施的第二次扩容正式生效，A 股的纳入因子从 10%增加至 15%。
- 2019 年 8 月，全球第二大指数公司富时罗素宣布将中国 A 股的纳入因子由 5%提升至 15%。
- 2019 年 9 月，摩根大通宣布以人民币计价的高流动性中国政府债券将于 2020 年 2 月 28 日起被纳入摩根大通旗舰全球新兴市场政府债券指数系列（GBI-EM）。
- 2019 年 9 月，标普道琼斯指数公司将一次性以可投资权重因子的 25%把 A 股纳入标普道琼斯的 15 只指数，包括标普全球基准指数、标普新兴市场基准指数等。

提高上市公司质量，夯实资本市场基础

修订《上市公司重大资产重组管理办法》的征求意见。2019 年 6 月，证监会发布关于修订《上市公司重大资产重组管理办法》的征求意见，拟取消重组上市认定标准中的“净利润”指标，高度关注并购重组“三高”问题，遏制“忽悠式”重组、盲目跨界重组等市场乱象。

推动相关制度完善，提高违法成本。 资本市场违法违规成本低，一直是各界关注的焦点，监管层积极推动修改《证券法》、《刑法》有关规定，希望提高资本市场违法违规成本。在制度健全的环境下，有利于资本市场的长期、可持续发展。

加大对上市公司违法违规的处罚力度，多家公司退市。 今年以来，证监会针对上市公司违法违规行为开具行政处罚决定书，内幕交易和信息披露违规是“重灾区”。2019年上半年，4家上市公司退市（2018年全年共4家退市），62家上市公司被退市预警。

特色化、差异化成为证券公司转型的必由之路

证券行业细分业务增多，特色化成为必然选择。 当前，证券公司除了传统的四大行业之外，早已分化出了衍生品、托管、另类投资等多种子业务。特别是科创板推出之后，券商服务链条更长，对行业的前端发展需要有更高的敏感度，这对券商提出了更高的要求。即使对于排名前十的多家券商，面面俱到已不可能，多数券商会选择自己的重点行业进行深耕布局，没有一家券商会所有的细分领域保持优势，在相关子行业确定差异化优势不仅是中小券商的必由之路，也成为众多头部券商的必然选择。

监管引导差异化、特色化竞争。 证监会易主席对证券行业发展提出：“五大定位”、“四个突出”，要求绝大多数券商要向差异化、专业化、特色化发展。在特定行业、一定区域内精耕细作，做出特色、做出强项、做出专长、做出精品。**监管政策扶优限劣，对于复杂的、高风险的业务只对大型券商开放。** 2019年7月，《证券公司股权管理规定》发布，将券商分为专业类证券公司和综合类证券公司，对于控股股东提出更多的要求，旨在打破同质化现状，引导证券行业差异化竞争。

商业银行纷纷成立理财子公司，重塑行业生态。 2018年9月28日，银保监会发布了《商业银行理财业务监督管理办法》，明确了商业银行需设立理财子公司。目前，五大行理财子公司悉数开业，注册资本共610亿元。**理财子公司还将成为非银机构的最大资金提供方。**

四、投资策略

2019年行业盈利预测

我们预计2019年证券行业实现营业收入3439.45亿元，同比增长29.16%；净利润1375.78亿元，同比增长106.51%。其中，经纪业务771.13亿元，同比增长23.69%；投行432.80亿元，同比增长16.99%；资管261.25亿元，同比下降5%；利息净收入279.31亿元，同比增长30%；自营收益1492.59亿元，同比增

长 46.81%。

主要假设包括：

- (1) 全年日均股基交易量 5000 亿元。佣金率小幅下降，为 3.6%。
- (2) 两融余额年末 11000 亿元，两融利率 7.5%，日均表内股票质押规模 4800 亿元，股权质押利率 7.8%。

把握证券行业交易性机会

证券行业行情与二级市场的相关度很高。因二级市场牛短熊长，证券行业的黄金期短暂，且顶部区域风险极高。证券行业对节奏的把握较为重要，技术分析占交易中占有重要作用。

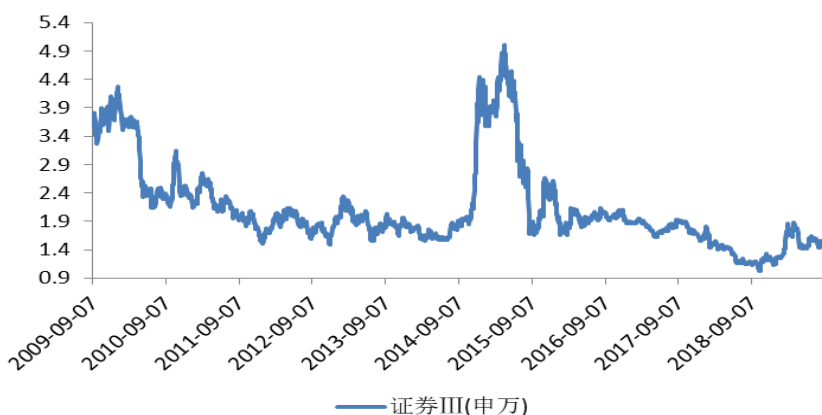
我们对证券板块评级为“看好”，主要原因如下：

1、资本市场改革加速推进。证券公司作为资本市场的重要主体之一，是资本市场改革的最大受益者。券商特色化、差异化的逐步推进，有利于行业整体做大做强，提高在金融行业和国民经济的地位。

2、金融委多次发声，提振市场信心。作为目前金融业监管的最重要主体，金融委多次发声，要求下大力气疏通货币政策传导机制，加强金融与财政政策配合，深化金融改革开放，为实体经济发展提供动力支持。这一方面，有利于金融机构、地方政府、监管机构各司其职，持续推动资本市场改革，也有利于加大投资者对二级市场的信心。

3、当前估值处于底部区域。当前证券板块估值水平为 1.59XPB，虽然高于 2018 年因二级市场下跌和股权质押风险时 1XPB 的估值水平，但依然处于十年来证券板块估值的底部区域，具有很好的长期投资价值。个股上，对中信证券、华泰证券、国泰君安、海通证券、华西证券，评级为“买入”，对广发证券、国信证券、招商证券、兴业证券、东吴证券、财通证券为“增持”。

图 4：十年来证券行业估值（PB）走势



数据来源：Wind，山西证券研究所

五、重点个股

中信证券：投行业务优势领先，政策利于龙头地位巩固

(1) **投行业务，特别是股权融资业务优势遥遥领先。**公司上半年完成 A 股主承销项目 36 单，主承销金额人民币 1,228.69 亿元（含资产类定向增发），市场份额 20.13%，稳居市场第一。上半年债券主承销金额人民币 4,528.69 亿元，市场份额 4.92%，债券承销金额、承销支数均排名同业第一。(2) **资管业务规模稳居行业第一。**截至上半年，公司资管业务规模 12,969.13 亿元，主动管理规模 5,631.11 亿元，继续保持行业第一。华夏基金本部管理资产规模为 9,181.12 亿元，其中，公募基金管理规模人民币 4,874.83 亿元，非货币公募基金（不含短期理财）规模行业排名第二。(3) **监管政策有利于公司巩固龙头地位。**监管层发布《证券公司股权管理规定》，利好综合实力强、资本优势明显的券商。《证券公司风险控制指标计算标准》征求意见稿已发布，公司作为行业多年的 AA 评级券商，有利于杠杆率的进一步提升，从而增厚业绩。同时收购广州证券稳步开展，将进一步加强公司在华南地区的竞争优势。

华泰证券：财富管理和机构服务双轮驱动，平台化优势明显

(1) **财富管理转型初见成效。**股基交易额市占 7.63%，继续保持行业第一。金融产品保有数量及销售规模均实现稳步提升，其中，公募基金销量增长较快。(2) **机构业务保持优势。**上半年，股权主承销规模 474.24 亿元，排名行业第 5。债券承销家数 508 只，大幅增长 232.03%，主承销规模 1559.87 亿元，排名行业第 7。并购重组 6 家，行业排名第 1。(3) **资管 ABS 业务行业领先。**华泰资管公司企业 ABS（资产证券化）发行规模人民币 447.84 亿元，行业排名第 2。(4) **国际平台稳步推进。**华泰国际全方位对接集团全业务链体系，加强资源的跨境联动，推进建设涵盖一、二级市场的跨境金融产品平台，为境内外客户提供全方位的跨境综合金融服务。AssetMark 在美国 TAMP 行业中的市场占有率为 10.0%，排名第三。华泰证券（美国）经美国金融业监管局核准，获得美国经纪交易商牌照。

国泰君安：综合实力领先，经纪业务继续保持前列

(1) **零售经纪业务稳居行业第一。**上半年，公司代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）市场份额 5.75%，排名稳居行业第 1 位。(2) **债券承销业务快速增长。**上半年，债券主承销家数 628 家、金额 1,929.30 亿元，同比分别增加 174.24%和 31.96%，均排名行业第 4。(3) **资管业务主动管理规模提升。**国泰君安资管

的资产管理规模为 7,637 亿元，排名行业第 3，主动管理资产规模 4,042 亿元，较 2018 年末增加 30.14%，主动管理占比提升至 52.93%。

海通证券：租赁子公司在港上市，海外投行业务表现亮眼

(1) **依托海通国际，海外业务领先同业。**上半年公司境内投行业务净收入行业第三，企业债承债承销家数和金额均排名销行业第一。海通国际在香港完成 24 个 IPO 项目和 27 个股权融资项目，承销家数分别位于香港全体投行首位。(2) **海通恒信香港上市，融资租赁业务稳健发展。**海通恒信业务规模和盈利能力持续提升，新增业务投放 273.48 亿元，收入总额 35.39 亿元，同比增长 44%；净利润 7.29 亿元。(3) **公司拟定增不超过 200 亿元，进一步补充资本金。**有利于公司改善资产负债结构、稳步扩大业务规模，增强竞争优势。

广发证券：投资收益同比大增，资管主动管理占优

(1) **公司多项经营指标连续多年处于行业前列，综合竞争实力较强，行业地位突出。**公司 2019 年上半年实现营业收入 119.42 亿元，同比增长 56.72%；归母净利润 41.40 亿元，同比增长 44.84%。加权平均 ROE4.73%。(2) **投资收益同比大增拉动业绩。**上半年实现投资收益+公允 40.33 亿元，调整后投资收益+公允增长同比大幅增长 653%。公允价值变动损益实现 10.40 亿元，上年同期为亏损 4.90 亿元，带动自营业务增长。(3) **资管业务主动管理占优。**广发资管期末管理规模 3498.78 亿元，下降 8.27%，主动管理在行业中处于领先地位，一季度末主动管理资产月均规模排名第 3 位。广发资管上半年实现净利润 5.32 亿元，增长 35%。

国信证券：投资拉动业绩增长，经纪优势继续保持

(1) **公司是国内经营历史最长的券商之一，业务发展全面，综合实力较强。**在行业中具有较强的品牌影响力，市场竞争力较强。上半年营业收入、净利润在行业中分别排名 7th、6th，行业地位保持第一梯队。

(2) **证券经纪业务具有传统优势，营业部单体创利能力较强。**公司共有营业部 233 家，广东、浙江、北京、上海等发达地区布局较多，同时营业部竞争实力较强，经营效率较高，经纪业务市场排名居行业前列，上半年代理买卖证券业务收入排名行业第三，领先地位继续保持。(3) **自营业务为上半年利润增长的主要推动因素。**上半年实现公允价值变动净收益 6.77 亿元（去年同期亏损 1.35 亿元），投资收益+公允合计 23.35 亿元，较去年同期增长 14 倍。其中债券类为主要资产配置大类，在投资中占比 71%。

招商证券：各项业务均衡发展，细分业务具备差异化竞争优势

(1) 加大交易型财富管理营销，促进传统经纪业务转型。财富管理客户数量同比增长 2.98% 至 267.28 万户；代销金融产品净收入 8,781 万元，排名行业第 4。(2) 打造机构客户服务竞争力，托管外包业务稳定在行业第一位。公司私募基金托管产品数量、托管外包 WFOE 产品数量和服务 WFOE 管理人家数均排名行业第一；公募基金托管数量排名券商行业第一。(3) 境内外 IPO 业务均获得增长，资产支持证券承销业务行业第一。上半年，公司 A 股 IPO 承销规模和家数均排名行业第 3，同比提升 2 名和 1 名；港股 IPO 融资规模排名第 4，同比提升 1 名。上半年，公司资产支持证券承销金额为市场份额 13.97%，排名行业第 1。

兴业证券：分公司改革成效显著，基金管理规模增长

(1) 分公司改革成效显著，经纪业务持续改善。公司经纪业务自 2018 年实现逆势增长后，今年上半年保持了增长态势。实现公司股票基金交易总金额 2.44 万亿元，同比增长 29%；实现代理买卖证券业务净收入（含席位）6.69 亿元，同比增长 11%；母公司实现代理金融产品销售净收入 0.86 亿元，行业排名保持在第五位。(2) 基金管理业务具备品牌优势。据统计，兴全基金短、中、长期的股票投资业绩均位居行业前 10 位，资产管理规模稳健增长，管理总规模 3,154 亿元，较年初增长 21%，其中公募基金规模 2,475 亿元，较年初增长 32%，远高于行业公募规模涨幅 3%。

华西证券：深耕四川，依靠经纪、固收优势，打造综合竞争实力

(1) 公司深耕四川，区域发展优势明显。中国（四川）自由贸易试验区和成都西部金融中心加速建设，有望为四川乃至西部经济发展注入新的动力。公司在西部地区证券公司中居于领先地位，区域发展优势明显。(2) 经纪、投资业务支撑公司业绩增长。上半年新设 10 家分支机构，采取与银行深度合作、建立批量获客渠道的方式拓展经纪业务；投资业务收入 7.32 亿元，较上年同期增长 101.04%，营收占比 36.51%，为报告期内第一大营业收入来源。(3) 业务风控有效，投行业务聚焦优势领域。公司股票质押式回购业务未发生本金损失，未形成不良债权，业务风险控制有效。投行聚焦传统股权融资和地方政府债券，推进各类型债券业务品种规模。

东吴证券：低基数+自营改善拉动高增长，配股提升资本实力

(1) 公司地处苏州，依托优质客户资源，推动经纪业务的开拓以及综合化经营。上半年实现经纪业务

收入 7.04 亿元，同比增长 21.66%；信用业务实现收入 3.73 亿元，同比增长 18.11%。公司调整经纪业务组织架构，零售客户、财富管理、机构业务、运营管理四个部分，完善考核激励体系，推动财富管理转型。上半年股基交易量 1.80 万亿元，同比增长 36.65%。信用业务融资融券余额 97.7 亿元，市场份额 1.07%，较 2018 年底增长了 0.12pct。(2) 投行业务固收品牌影响力持续提升。投行业务实现收入 2.46 亿元，同比增长 8.51%，利用长三角地区科创企业集聚优势，目前有 1 家科创板企业申报。上半年债券承销 256.38 亿元，排名 28，其中公司债 188.85 亿元，排名 15 位。

财通证券：深耕区域，资管期货优势地位稳固

(1) 公司在浙江省内具有一定品牌影响力。公司浙江省内营业网点有 111 家占公司总营业部数量的 80%，浙江省内企业承销的公司债、企业债、可交换债融资规模排在第一位。(2) 资管固收业务优势地位继续保持。持续深耕浙江市场，提高公司浙江市场占有率，财通资管受托管理资产总规模 1443 亿元，较年初增长 1.4%，其中主动管理规模 1086 亿元，占比 75%，较年初增长 7.6%。在行业资管业务收入下滑 8%的情况下，实现资管业务净收入 4 亿元，增长 61%。(3) 永安期货稳居行业龙头地位，具有显著的领先优势。公司通过旗下参股公司永安期货开展期货业务，永安期货上半年实现净利润 9.13 亿元，行业龙头地位稳固。

表 8：重点个股盈利预测简表

股票代码	股票简称	股价 (元)	营业收入(亿元)			归母净利润(亿元)			PB			评级
			2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020	2021	
600030.SH	中信证券	23.83	466.69	539.18	593.27	132.35	153.79	167.89	1.75	1.63	1.54	买入
601688.SH	华泰证券	20.18	216.08	239.97	258.48	89.88	99.26	106.29	1.49	1.26	1.11	买入
601211.SH	国泰君安	18.49	260.26	300.37	336.79	95.33	115.50	131.90	1.30	1.26	1.18	买入
600837.SH	海通证券	15.00	323.03	367.55	418.22	93.68	108.76	132.81	1.38	1.31	1.28	买入
002926.SZ	华西证券	10.46	39.35	43.57	45.23	17.32	18.14	19.09	1.48	1.43	1.25	买入
000776.SZ	广发证券	14.35	215.15	233.69	252.71	80.17	80.50	90.86	1.23	1.18	1.11	增持
002736.SZ	国信证券	13.47	130.25	135.94	143.57	59.11	61.47	63.75	1.93	1.84	1.73	增持
600999.SH	招商证券	17.01	142.52	149.71	164.51	55.74	54.96	62.71	1.31	1.24	1.23	增持
601377.SH	兴业证券	6.39	99.63	106.11	117.77	23.03	25.21	29.12	1.15	1.08	1.03	增持
601555.SH	东吴证券	9.09	59.48	67.59	78.23	16.66	18.74	23.37	1.32	1.27	1.22	增持
601108.SH	财通证券	10.38	40.27	43.09	45.65	14.30	15.06	15.95	1.82	1.74	1.66	增持

数据来源：山西证券研究所（截至 2019 年 9 月 5 日收盘价）



六、风险提示

- 宏观经济增长不及预期
- 二级市场大幅下滑
- 中美贸易摩擦

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上
增持： 相对强于市场表现 5~20%
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现
中性： 行业与整体市场表现基本持平
看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。