

谨慎推荐（维持）

证券行业 2019 年四季度投资策略

风险评级：中风险

行业第三次创新周期开启，基本面、资金面、情绪面边际改善

2019 年 9 月 27 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

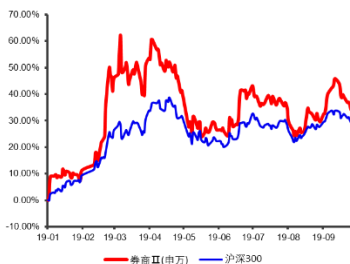
邮箱：xujianfeng@dgzq.com.cn

细分行业评级

证券

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

证券行业 2019 年中报业绩综述：自

营、信用业务拉动业绩增长

证券行业 2019 年下半年投资策略：拥

抱改革，迎接晨光

■ **基本面：资本市场改革红利进入兑现阶段。**当前资本市场改革有四个主线，一是实施注册制，提高股权融资效率；二是完善并购重组及退市制度，并严格推动退市程序，提升上市企业质量；三是增加衍生品种类，降低交易门槛，向国外投资者开放；四是加大开放力度，为市场引入国内外中长期资金。注册制是新一轮资本市场创新的标志，本次以注册制为代表的创新改革，将带来市场及券商行业的迅速发展，而2019年下半年仅是这轮创新改革红利逐步兑现的开端。从改革主线看，券商的投行、信用、衍生品等机构业务将受益，头部券商具有优势。

■ **经济面：预期2019年GDP增长可保持6%以上，板块估值向下修正可能性低。**1-8月工规模增加值、消费、出口同比增速继续回落，拖累经济运行，未来经济仍有下行压力，但政策逆周期调控力度加大，不宜过度悲观。9月份管理层加大逆周期调控力度，国常会要求提前下发地方专项债限额，央行进行了全面降准和定向降准，随着积极的政策逐步落地，有助于经济逐步走稳。虽然当前未见经济在4季度有企稳迹象，但固定资产投资增速不会在4季度出现大幅下降，因此预期2019年GDP增长可保持6%以上。券商板块估值已包含当前经济面情况，只要4季度经济面没有明显恶化，估值不会大幅向下修正。

■ **资金面：更多中长期资金入市可期。**2019年9月10日，证监会提出全面深化资本市场改革12个重点任务，其中一项是推动更多中长期资金入市。中长期资金包括证券、保险、信托、社保、养老金、职业年金、国外机构、跟踪指数的被动资金等资金，此前已有相应的指示或措施落地，中长期资金引入的具体方案正逐渐完善。2019年9月6日，央行宣布全面+定向降准，释放资金约9000亿元，随着CPI下降，资金流向楼市得到控制，MLF下降通道有望开启，将推动资金面改善。此外，全球进入货币宽松周期，为资金面改善提供了宏观基础。

■ **情绪面：中美贸易摩擦缓和阶段有望延续至4季度。**2020年是美国下一届总统大选，而影响特朗普能否连任关键之一是美国经济能否继续增长，而贸易摩擦对美国弊大于利，出于明年竞选因素，中美贸易在4季度有望进入继续谈判的缓和阶段；此外美国在4季度迎来圣诞节，美国对中国出口的日常消费品进一步加征关税的可能性降低。自9月以来，中美贸易进入缓和阶段，预期缓和阶段能持续至4季度。

■ **投资建议。**当前券商PB倍数处于近10年低位，8月下旬成交额等指标出现边际改善，政策红利在2019年下半年进入兑现初期，往后将逐渐释放，预期券商行业2019年业绩可保持高增长，行业基本面向好；货币政策稳健偏宽松，未来有更多中长期资金入市，市场资金面改善可期；预计中

美贸易缓和阶段持续至 4 季度，影响市场情绪的不利因素趋稳；虽然当前未见经济 4 季度企稳的迹象，但经济继续探底趋势已被市场定价，若全年 GDP 增速保持 6%以上，则经济企稳情况对证券市场及券商板块估值影响较弱。行业基本面、市场情绪面、资金面均边际改善，经济面略有欠缺，同时行业迎来以注册制为代表的资本市场创新驱动，行业 ROE 提升可期。投行、衍生品、信用业务等机构业务在本轮创新红利中受益较大，头部券商在机构业务具备优势，建议关注海通证券（600837）、中信证券（600030）、中信建投（601066）。

- **风险提示。**经济超预期下滑，股市大幅下跌，中美贸易摩擦恶化。

目录

| | |
|------------------------------------|----|
| 1. 基本面：股基成交额等边际改善，政策红利开始兑现..... | 4 |
| 2. 经济面：未见经济企稳迹象，但板块估值向下修正可能性低..... | 11 |
| 3. 资金面：更多中长期资金流入可期..... | 13 |
| 4. 情绪面：中美贸易摩擦缓和阶段有望延续至 4 季度..... | 17 |
| 5. 投资建议：..... | 18 |
| 6. 风险提示..... | 20 |

插图目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 图 1：北上资金净流入金额日均值（亿元）..... | 4 |
| 图 2：两融日均余额（亿元）..... | 4 |
| 图 3：券商板块走势（%）..... | 5 |
| 图 4：股基日均成交额（亿元）..... | 5 |
| 图 5：每月新增开户数（万户）..... | 6 |
| 图 6：证券行业营收、净利润同比增速（%）..... | 6 |
| 图 7：券商半年股权承销规模（亿元）..... | 7 |
| 图 8：券商半年债券承销规模（亿元）..... | 7 |
| 图 9：工业增加值累计同比增速（%）..... | 11 |
| 图 10：社会消费品零售总额累计同比增速（%）..... | 11 |
| 图 11：出口金额（美元计算）累计同比增速（%）..... | 12 |
| 图 12：固定资产投资完成额累计同比增速（%）..... | 12 |
| 图 13：10 年期国债收益率（%）..... | 14 |
| 图 14：券商板块（申万二级）PB..... | 18 |
| 图 15：券商板块（申万二级）PE..... | 18 |

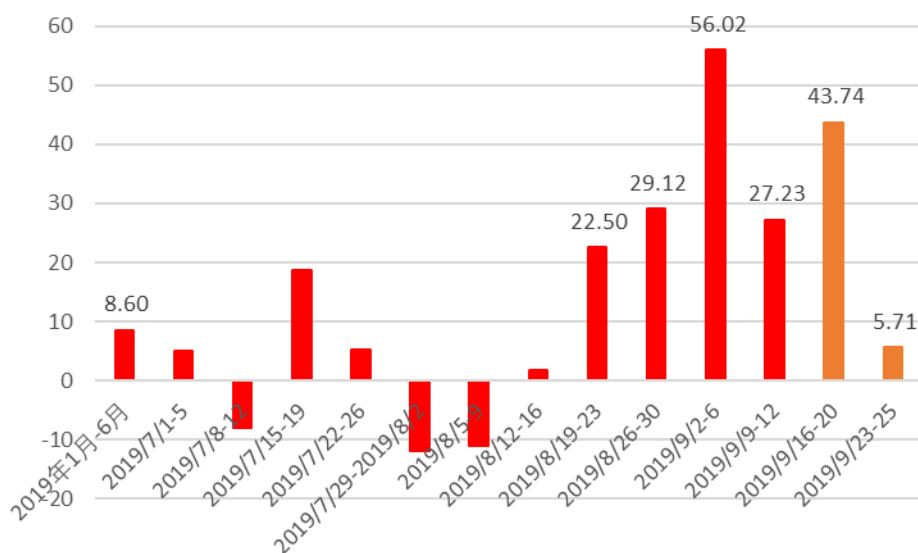
表格目录

| | |
|---------------------------|----|
| 表 1：影响证券行业基本面的政策..... | 8 |
| 表 2：引入中长期资金的措施..... | 14 |
| 表 3：中美贸易进入继续谈判的缓和阶段..... | 17 |
| 表 4：重点公司估值及盈利预测（元，倍）..... | 18 |

1. 基本面：股基成交额等边际改善，政策红利开始兑现

北上资金流入边际改善。2019 年上半年，北向资金日均净流入 8.60 亿元，而 7、8 月北上资金净流入金额显著下降，8 月下旬至中秋节前（9 月 12 日前）呈现边际改善，日均净流入金额放大；而中秋节后，因有美联储议息会议、国内 MLF 利率报价、LPR 报价、国庆长假临近等不确定因素，部分资金离场观望，但北上资金日均净流入金额依然呈净流入态势。

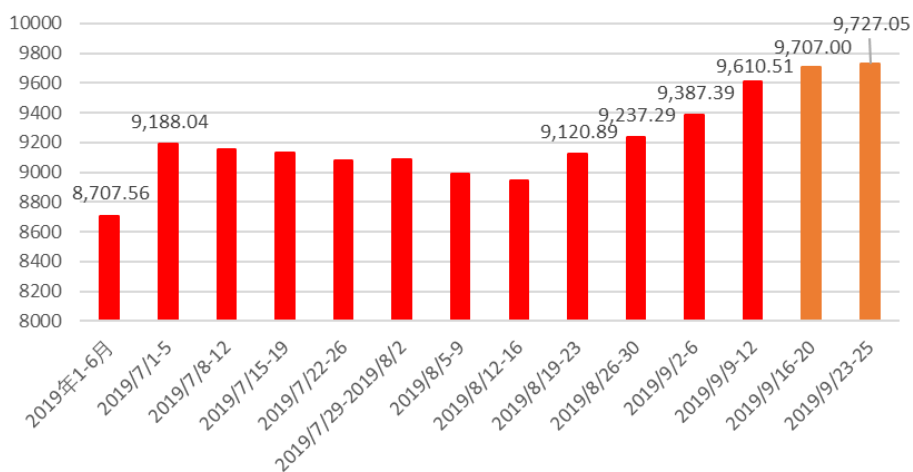
图1：北上资金净流入金额日均值（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

两融余额环比修复，券商板块反弹上行。2019 年上半年，两融日均余额为 8,707.56 亿元，7 月至 8 月上旬日均余额呈下降趋势，8 月下旬出现修复拐点，呈现边际改善，9 月 23 日至 9 月 25 日期间日均余额达到 9,727.05 亿元，逼近万亿。市场主要指数亦于 8 月下旬反弹上行，券商板块（申万二级）跟随，8 月 15-9 月 25 日期间上涨了 8.13%。

图2：两融日均余额（亿元）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

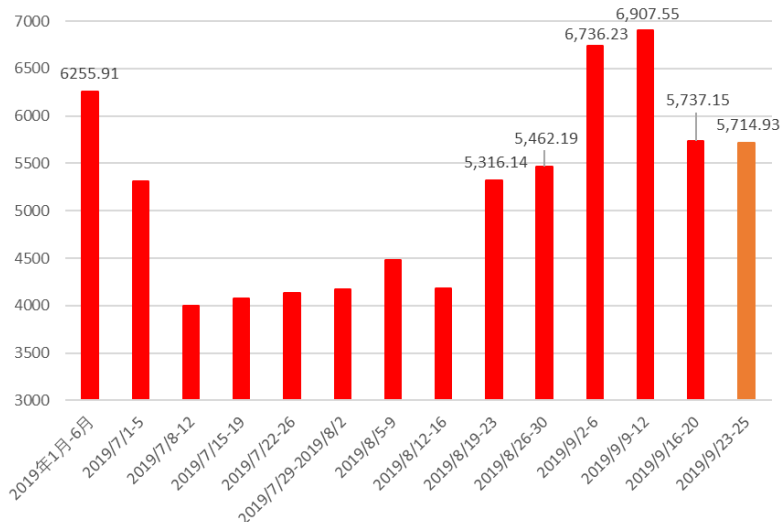
图3：券商板块走势（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

股基成交额边际回升。2019 年上半年，两市股基日均成交额为 6255.91 亿元，进入 7 月后，随着市场回调，日均成交额显著回落，并低于上半年水平；随后 8 月 19 日市场反弹回暖，成交额出现边际改善，9 月头两周日均成交额分别较上半年高出 7.68%、10.42%。中秋节后受国庆长假影响，预计市场部分资金离场，导致日均成交额有所下降，但仍高于 7、8 月水平，并且期间北向资金呈日均净流入，两融日均余额继续攀升；此外，9 月普遍降准+定向降准组合推出，LPR 一年期报价下调 5 个基点，资金面迎来改善，预计国庆节长假后成交额上升势头有望延续。

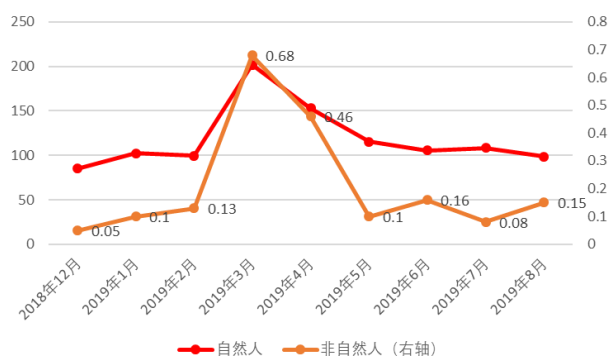
图4：股基日均成交额（亿元）



数据来源：沪、深交易所，东莞证券研究所

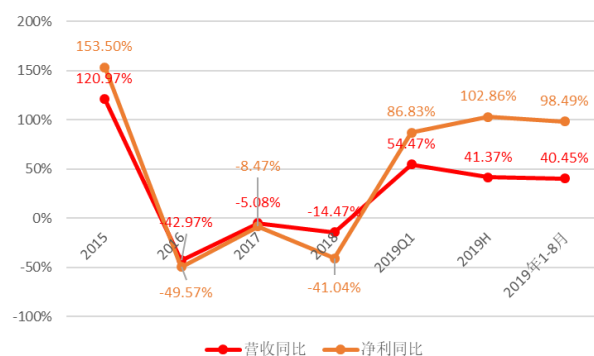
8月新开户人数未见反弹。自然人新增开户数于2019年3月达到高点后，4-5月快速下行，6-8月放缓，截止8月末新开户尚未呈现增长拐点；机构新增开户数量8月环比上升。整体看，新增开户数企稳，但未有明显增长。从行业整体业绩看，131家券商2019年1-8月累计营收、净利润（初步测算值）同比增速分别为40.45%、98.49%，较2019年上半年分别下降-0.93pct、-4.37pct，增速降幅较小，且净利润依然保持高增速。

图5：每月新增开户数（万户）



资料来源：中登公司，东莞证券研究所

图6：证券行业营收、净利润同比增速（%）



资料来源：证券业协会，东莞证券研究所

政策红利不断释放。2019年9月10日，证监会提出全面深化资本市场改革12个重点任务，可视为未来资本市场的改革蓝图，包括稳步实施注册制，优化重组上市、再融资等制度，支持分拆上市，加快资本市场开放，推动更多中长期资金入市，加大违法成本，加强投资者保护等。投行业务受到政策红利最大，注册制未来大概率扩围至其市场，科创板挂牌行业范围将扩大，企业上市效率提升；通过并购重组提升上市企业质量将深入推进，退市制度趋完善并严格执行，上市公司整体新陈代谢将加速；上市公司分拆子公司上市，红筹股、同股不同权企业上市制度积极探索，引导高新产业融资回归；对民营企业扩大定向可转债适用范围和发行规模；促进投行业务有序竞争，形成公平、合理的价格机制。IPO、重组、增发、债券承销业务空间已全面打开，当前仅是红利兑现初期。

券商股权融资规模从 2019 年上半年开始回升，由于科创板在 7 月开始交易，股权融资增量业务在下半年开始释放，而 7-9 月（9 月数据截止 20 日）三个月的股权融资规模已达到上半年的 65.57%，下半年有望环比上升。券商债券承销规模从 2018 年下半年开始回升，由于 2020 年专项债额度可提前在 2019 年使用，预计 2019 年下半年债券承销规模亦将环比上涨。

图7：券商半年股权承销规模（亿元）

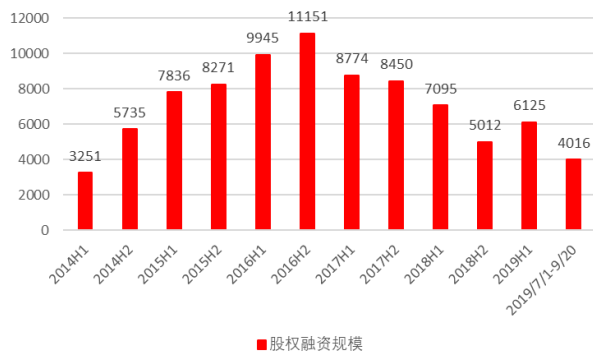


图8：券商半年债券承销规模（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

资料来源：Wind，东莞证券研究所

期货市场迎来政策风口。2019 年以来，监管层密集释放期货市场利好政策，期货市场将迎来快速发展的政策风口。2019 年 1 月 20 日，证监会副主席方星海表示证监会抓紧出台一些多空双方都可以用的各种做多、做空工具。1 月 21 日，中国金融期货交易所宣布国债可作为全部金融期货品种的保证金，从而降低期货交易成本。4 月 3 日讯，证监会期货监管部处长焦增军在香港表示中国计划放松对股指期货的限制：恢复股指期货的正常交易，向外国投资者开放现有的股指期货，拟允许社保基金、商业银行、保险基金、国有化公司、合格境外机构投资者(QFII)和人民币合格境外机构投资者(RQFII)参与期货市场，释放股指期货扩围信号。4 月 21 日，证监会副主席方星海表示我国期货市场与实体经济巨大的保值需求相比有较大差距，下一步，要围绕实体经济需求，继续增加场内场外产品和工具供给。4 月 30 日，中国金融期货交易所调整股指期货交易安排，降低交易限制，并且 6 月 10 日，中国证监会副主席李超表示，未来进一步放松股指期货交易限制。9 月 2 日，证监会副主席李超再次提出要加大品种供给，扩大开展期权交易的范围，扩宽期货市场对外开放的广度和深度。2018 年全球期货期权成交量 303 亿手，其中金融类 243 亿手，占比高达 80%，而我国金融期货成交量仅为 0.27 亿手，占比不到 1%，金融期货品种也只有 6 个，未来期货市场发展潜力巨大，叠加政策风口到来，券商衍生品收入增厚有望提前兑现。

两融业务有望降本增量。2019 年 7 月 27 日，继上周华夏基金、南方基金和富国基金等 7 家基金公司获批转融通资格之后，招商基金和汇添富基金等基金公司也获得了转融通证券出借交易权限，有望缓解券源短缺问题。证金公司决定自 8 月 8 日起，整体下调转融资费率 80BP，一定程度降低融资成本。8 月 9 日，证监会指导沪深交易所修订的《融资融券交易实施细则》正式出台，同时指导交易所进一步扩大融资融券标的范围，

取消了最低维持担保比例不得低于 130% 的统一限制，同时允许客户用证券公司认可的其他证券等资产作为补充担保物。标的扩容后，融资融券标的股票数量由 950 只扩大至 1600 只，市场融资融券标的市值占总市值比重由约 70% 达到 80% 以上。从监管层出台的政策看，推测未来两融业务变化方向是降低业务成本，扩大券源，增加两融标的，券商利息净收入有望增加。

可交易证券范围有望扩大。2019 年 6 月 14 日，证监会透露将适时全面推开 H 股“全流通”，外资私募证券投资基金可投资港股通标的等。9 月 6 日，股转系统总经理徐明：新三板市场也具备降低投资者门槛的现实基础，应尽快将投资者准入门槛降低。若新三板投资者门槛降低，叠加 H 股全流通实施，券商经纪业务收入有望增厚。除经纪业务利好外，中国外汇交易中心批准中信证券、招商证券 9 月 16 日起成为银行间外汇市场会员，可从事即期、远期、掉期、货币掉期及期权交易，头部券商增加了一项新业务。

资本市场改革红利进入兑现阶段。当前资本市场改革有四个主线，一是实施注册制，提高股权融资效率；二是完善并购重组及退市制度，并严格推动退市程序，提升上市公司质量；三是增加衍生品种类，降低交易门槛，向国外投资者开放；四是加大开放力度，为市场引入国内外中长期资金。注册制是新一轮为资本市场创新的标志，7 月 22 日科创板交易是资本创新红利兑现的开端，回顾 2005-2006 年股权分置改革及 2012 年证券业创新大会均推动证券市场及券商行业快速发展，本次以注册制为代表的创新改革，预期亦将带来市场及券商行业的迅速发展，而 2019 年下半年仅仅是这轮创新改革红利逐步兑现的开端。从改革主线看，券商的投行、信用、衍生品等机构业务将受益，头部券商在这些领域具有优势。经济未企稳、贸易摩擦不确定性是当前压制市场的因素。

表 1：影响证券行业基本面的政策

| 日期 | 内容 | 主题 |
|------------|---|-------|
| 2018/12/20 | 【深交所新细则落地重大违法强制退市决策权下移交易所】深交所对《深圳证券交易所上市委员会工作细则（2018 年修订）》进行了修订，现予以发布，并自发布之日起施行。从此次修订的内容来看，深交所上市委员会将增加“重大违法强制退市情形的认定；重大违法强制退市决定的撤销”的职责。（财联社） | 退市 |
| 2019/1/21 | 【中金所：1 月 21 日起国债可作为全部金融期货品种的保证金】财联社 1 月 11 日讯，中金所公告，为进一步降低市场成本，发挥国债作为保证金业务的市场功能，自 2019 年 1 月 21 日起结算会员提交的国债可作为全部金融期货品种的保证金。（财联社） | 期货 |
| 2019/2/14 | 【中办、国办：加快民营企业首发上市和再融资审核进度，抓紧推进在上交所设立科创板并试点注册制】财联社 2 月 14 日讯，中办、国办 14 日印发《关于加强金融服务民营企业的若干意见》，提出加大直接融资支持力度。积极支持符合条件的民营企业扩大直接融资。完善股票发行和再融资制度，加快民营企业首发上市和再融资审核进度。深化上市公司并购重组体制机制改革。结合民营企业合理诉求，研究扩大定向可转债适用范围和发行规模。抓紧推进在上海证券交易所设立科创板并试点注册制。稳步推进新三板发行与交易制度改革等。（财联社） | 直接融资 |
| 2019/2/16 | 【新设公募采用券商结算模式由试点转常规】券商中国记者独家获悉，日前，监管下发《关于新设公募基金管理人证券交易模式转换有关事项的通知》，明确新公募基金 | PB 业务 |

采用券商结算模式的试点工作已经正式转为常规。通知要求新基金新产品应当采用券商结算模式，并鼓励老基金新产品采用该模式。同时，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通知的要求。（券商中国）

| | | |
|-----------|---|------|
| 2019/2/23 | <p>【中国证券业协会：投行应合理确定价格，形成公平、有序的价格机制】财联社 1 月 23 日讯，21 日，中国证券业协会在京组织召开第六届投资银行委员会专题扩大会议。会议研究讨论了近年来境内外资本市场投资银行业务佣金收入的基本情况，近期市场上出现的个别低价竞争案例，以及建立合理定价制度的相关建议。参会代表一致认为，警惕由行业无序竞争引发的执业质量下降和行业风险。严格遵守对于以低于成本或不正当竞争手段招揽证券承销业务，违反公平竞争、破坏市场秩序等行为的禁止性规定。（财联社）</p> | 竞争 |
| 2019/2/27 | <p>【证监会：七方面推进资本市场改革发展】财联社 2 月 27 日讯，证监会表示，在推进资本市场改革发展方面：一是持续推进基础制度改革。全面落实设立科创板并试点注册制改革，目前主要制度规则正在程序公开征求意见；大力优化股债融资和并购重组制度，保持新股发行常态化，改革上市公司制度。二是支持服务实体经济高质量发展。支持民营经济和中小微企业发展，对接服务国企改革，积极服务创新驱动发展战略，积极发展期货及衍生品市场。三是防范化解重点领域风险。股票质押风险得到初步缓解，债券集中违约风险得到有效化解，私募基金风险得到初步管控，各类金融乱象得到有效遏制。四是对外开放迈上新台阶。加快推进证券期货行业对外开放，进一步深化境内外市场互联互通，期货市场对外开放迈出实质性步伐，积极服务“一带一路”建设。五是维护市场稳定激发市场活力取得机制性成果。主动引导，塑造预期和强化政策协同，全面加强市场监测监控，优化交易监管，保证公平交易和提高市场流动性。六是法治建设和依法监管取得积极成效。向全国人大法工委报送《证券法》修订立法意见，加强对各类市场主体监管，加大稽查执法力度。七是加强投资者合法权益保护。（证券时报）</p> | 直接融资 |
| 2019/3/5 | <p>【政府工作报告：促进多层次资本市场健康稳定发展 提高直接融资特别是股权融资比重】财联社 3 月 5 日讯，政府工作报告说，改革完善资本市场基础制度，促进多层次资本市场健康稳定发展，提高直接融资特别是股权融资比重。增强保险业风险保障功能。加强金融风险监测预警和化解处置。我国财政金融体系总体稳健，可运用的政策工具多，我们有能力守住不发生系统性风险的底线。（新华社）</p> | 直接融资 |
| 2019/4/4 | <p>【证监会新设深改办，意在把科创板实行注册制的试点经验推广到全市场】财联社 4 月 4 日讯，据财新报道，证监会近日首次公开发布 IPO 审核过程中针对各类问题的详细审核标准，随后组建了深改办，直接向证监会主席汇报，意在把科创板实行注册制的试点经验推广到全市场。深改办主要工作是研究在科创板试点的注册制经验，并为注册制推广到整个 A 股市场做各种准备。据财新记者了解，目前这一办公室暂时分成三个小组，由三员大将领衔。（财联社）</p> | 注册制 |
| 2019/4/22 | <p>经中国证监会同意，中国金融期货交易所进一步调整股指期货交易安排：一是自 2019 年 4 月 22 日结算时起，将中证 500 股指期货交易保证金标准调整为 12%；二是自 2019 年 4 月 22 日起，将股指期货日内过度交易行为的监管标准调整为单个合约 500 手，套期保值交易开仓数量不受此限；三是自 2019 年 4 月 22 日起，将股指期货平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之三点四五。（财联社）</p> | 股指期货 |
| 2019/4/30 | <p>4 月 29 日，深交所公布了理事会 2018 年工作总结及 2019 年重点工作报告，报告提出今年的三大重点任务。一是增强金融服务功能，提升资本市场服务实体经济能力。二</p> | 退市 |

是强化市场风险防控，坚决打好防范化解重大风险攻坚战。推动加大重点高风险公司监管力度，严格执行退市制度，促进退市法治化常态化。三是持续深化改革，促进深交所市场高质量发展。完善多层次股票市场功能，加快推进创业板改革，提升创业板市场包容性和覆盖面，增强服务新经济能力。（证券时报）

| | | |
|-----------|---|---------|
| 2019/6/20 | 财联社 6 月 20 日讯，证监会拟修改上市公司重大资产重组管理办法。一是拟取消重组上市认定标准中的“净利润”指标，支持上市公司依托并购重组实现资源整合和产业升级。二是拟将“累计首次原则”的计算期间进一步缩短至 36 个月，引导收购人及其关联人控制公司后加快注入优质资产。三是促进创业板公司不断转型升级，拟支持符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市。四是拟恢复重组上市配套融资，多渠道支持上市公司置入资产改善现金流、发挥协同效应，引导社会资金向具有自主创新能力的高科技企业集聚。此外，本次修改将一并明确科创板公司并购重组监管规则衔接安排，简化指定媒体披露要求。（财联社） | 重组 |
| 2019/7/22 | 7 月 22 日，科创板将迎来首批 25 家公司的开市交易 | 科创板 |
| 2019/7/27 | 【第二批基金公司获转融通证券出借业务资格】财联社 7 月 27 日讯，继上周华夏基金、南方基金和富国基金等 7 家基金公司获批转融通资格之后，招商基金和汇添富基金等基金公司也获得了转融通证券出借交易权限。目前，第二批获得转融通证券出借业务资格的基金公司仍在做准备，还没有基金参与转融通业务。（上证报） | 券源增加 |
| 2019/8/7 | 证金公司决定自 8 月 8 日起，整体下调转融资费率 80BP，其中：182 天期费率由 4.3% 下调至 3.5%，91 天期费率由 4.6% 下调至 3.8%，28 天期费率由 4.7% 下调至 3.9%，14 天期和 7 天期费率由 4.8% 下调至 4%。 | 转融资费率 |
| 2019/8/9 | 月 9 日，证监会公布《券商风险控制指标计算标准(修订)》征求意见稿。 | 自营 |
| 2019/8/9 | 证监会指导沪深交易所修订的《融资融券交易实施细则》正式出台，同时指导交易所进一步扩大融资融券标的范围，对融资融券交易机制作出较大幅度优化。1、取消了最低维持担保比例不得低于 130% 的统一限制；2、完善维持担保比例计算公式，客户还可用证券公司认可的其他证券等资产作为补充担保物；3、标的范围上：融资融券标的股票数量由 950 只扩大至 1600 只，增加 650 只。标的扩容后，市场融资融券标的市值占总市值比重由约 70% 达到 80% 以上。除了两融实施细则出台，当日证监会就经修订的《证券公司风险控制指标计算标准》（下称《计算标准》）向社会公开征求意见。 | 两融 |
| 2019/8/23 | 证监会发布《科创板上市公司重大资产重组特别规定》，科创公司发行股份购买资产实施注册制，由上交所进行审核，证监会收到上交所报送的审核意见等相关文件后，在 5 个工作日内对科创公司注册申请作出同意或者不予注册的决定。根据规定，科创公司发行股份的价格不得低于市场参考价的 80%。 | 科创板 |
| 2019/8/23 | 上交所就《科创板上市公司重大资产重组审核规则（征求意见稿）》公开征求意见，明确科创公司可以通过发行定向可转债购买资产，并可以自主约定转股期、赎回、回售、转股价格修正等条款。重组上市资产需要符合科创板定位；发行价格适用《重组特别规定》的有关规定，即不得低于市场参考价的 80%。发行股份购买资产的审核时间限定为 45 天，公司回复总时限两个月。（Wind） | 科创板 |
| 2019/8/23 | 证监会起草《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》，明确分拆试点条件，规范分拆上市流程，加强对分拆上市行为的监管，自 8 月 23 日起向社会公开征求意见。《规定》指出，上市公司如拟实施境内分拆上市需满足七项具体要求，涉及上市年限、盈利门槛、拆出资产规模等。（Wind） | 分拆子公司上市 |

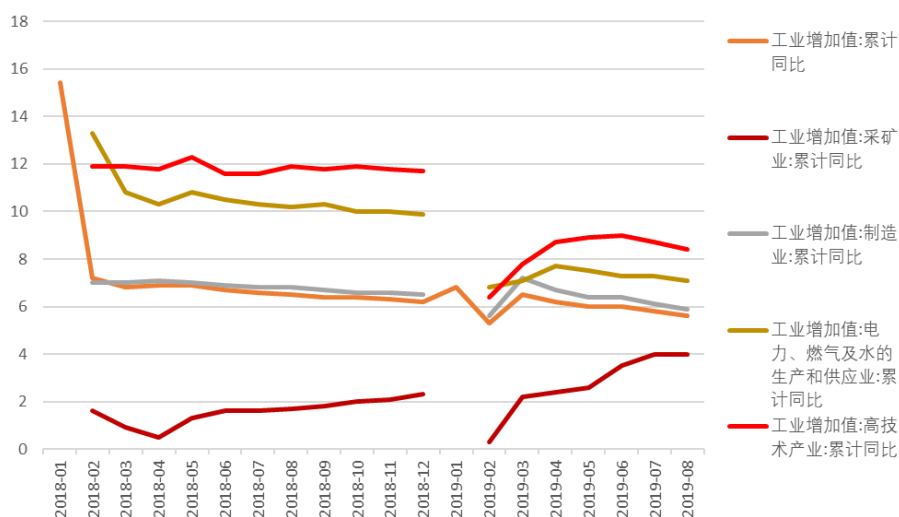
| | | |
|-----------|---|------------|
| 2019/9/10 | 证监会提出全面深化资本市场改革 12 个重点任务，一是充分发挥科创板的试验田作用，稳步实施注册制；二是大力推动上市公司提高质量，严把 IPO 审核质量关，优化重组上市、再融资等制度，支持分拆上市试点；三是补齐多层次资本市场体系的短板，大力发展私募股权投资；四是狠抓中介机构能力建设，压实中介机构责任；五是加快推进资本市场高水平开放；六是推动更多中长期资金入市；七是切实化解股票质押、债券违约、私募基金等重点领域风险；八是进一步加大法治供给，加快推动《证券法》《刑法》修改，大幅提高欺诈发行、上市公司虚假信息披露和中介机构提供虚假证明文件等违法行为的违法成本；九是加强投资者保护，探索建立行政处罚没款优先用于投资者救济的制度机制；十是提升稽查执法效能；十一是大力推进简政放权；十二是加快提升科技监管能力。(Wind) | 资本市场 改革 |
| 2019/9/11 | 中国外汇交易中心：批准中信证券、招商证券 9 月 16 日起成为银行间外汇市场会员，可从事即期、远期、掉期、货币掉期及期权交易。(Wind) | 外汇市场 |

资料来源：Wind，其他媒体，东莞证券研究所

2. 经济面：未见经济企稳迹象，但板块估值向下修正可能性低

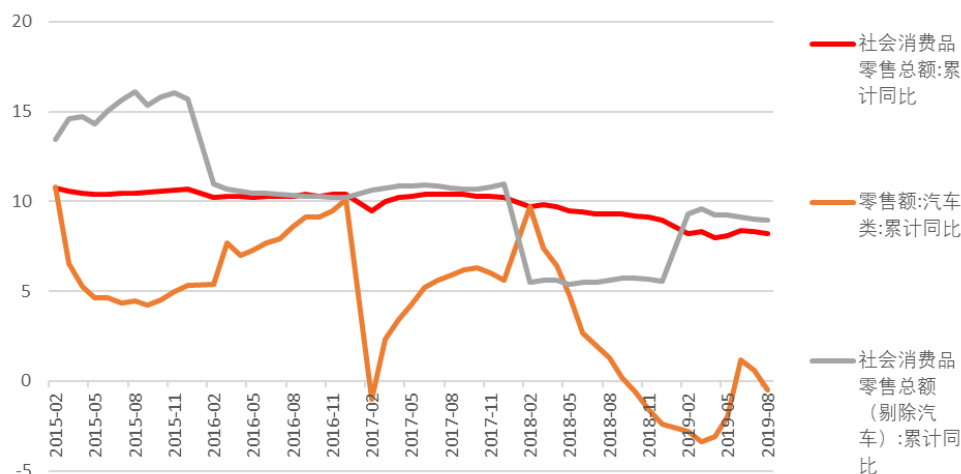
工业增加值、消费、出口同比增速回落。1-8 月规模以上工业增加值同比增长 5.6%，增速比 1-7 月继续回落 0.2 个百分点；1-8 月制造业工业增加值同比增长 5.90%，增速比 1-7 月下降 0.2 个百分点。1-8 月社会消费品零售总额同比增长 8.20%，增速较 1-7 月回落 0.1 个百分点；汽车零售消费是主要拖累项，1-8 月剔除汽车后的社会消费品零售总额同比增长 8.96%，增速依然较 1-7 月回落 0.07 个百分点。1-8 月出口金额（美元计算）同比增长 0.4%，较 1-7 月增速下降 0.2 个百分点。

图9：工业增加值累计同比增速（%）



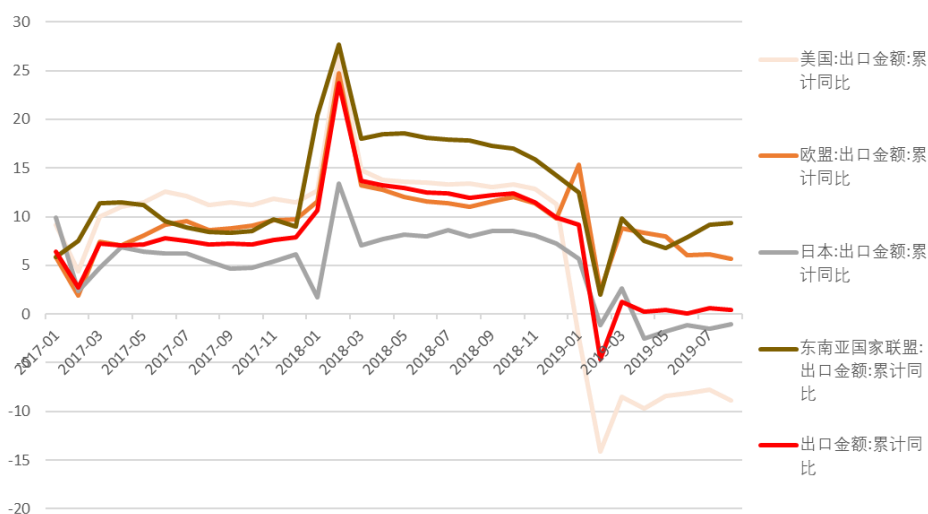
数据来源：Wind，东莞证券研究所

图10：社会消费品零售总额累计同比增速（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

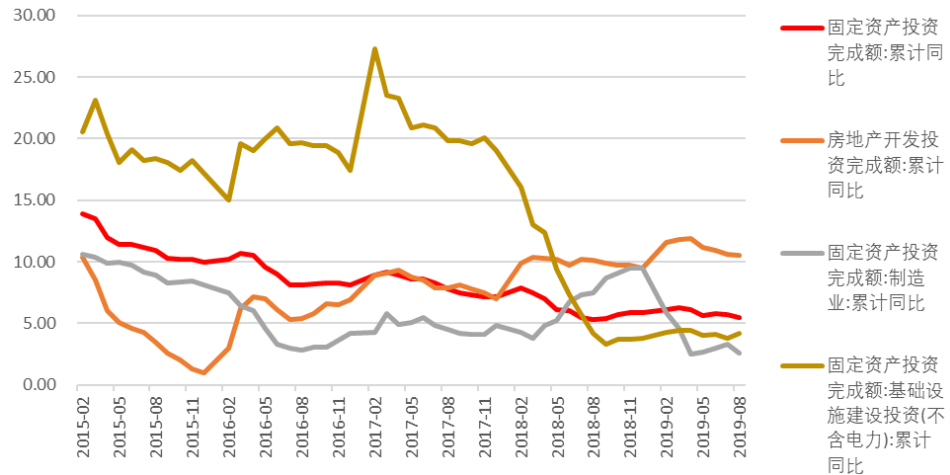
图11：出口金额（美元计算）累计同比增速（%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

1-8 月投资增速继续回落，制造业投资增速继续触底，但房地产投资仍显韧性，基建投资小幅反弹。1-8 月固定资产投资同比增长 5.50%，增速较 1-7 月回落 0.2 个百分点；1-8 月基础设施投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）同比增长 4.2%，增速比 1—7 月份加快 0.4 个百分点；1—8 月制造业投资增长 2.6%，增速回落 0.7 个百分点；1—8 月全国房地产开发投资同比增长 10.5%，增速比 1—7 月份回落 0.1 个百分点。

图12：固定资产投资完成额累计同比增速（%）



数据来源: Wind, 东莞证券研究所

预期 2019 年 GDP 增长可保持 6% 以上，板块估值向下修正可能性低。1-8 月工规模增加值、消费、出口同比增速继续回落，拖累经济运行，未来经济仍有下行压力，但政策逆周期调控力度加大，不宜过度悲观。汽车增速仍相对低迷制约消费总体增速，地产投资保持韧性，制造业、民间投资持续弱势，不过基建投资增速有所回升。9 月份管理层加大逆周期调控力度，国常会要求提前下发地方专项债限额，央行进行了全面降准和定向降准，随着积极的政策逐步落地，有助于经济逐步走稳。预期 2019 年全年：房地产投资增速保持平稳；制造业投资同比增速已在低位，在逆周期政策调节下，同比增速在 4 季度不会出现大幅下滑，而基建投资同比增速将继续提升。虽然当前未见经济在 4 季度有企稳迹象，但固定资产投资增速不会在 4 季度出现大幅下降，因此预期 2019 年 GDP 增长可保持 6% 以上。券商板块估值已包含当前经济面情况，只要 4 季度经济面没有显著恶化，估值不会大幅向下修正。

3. 资金面：更多中长期资金流入可期

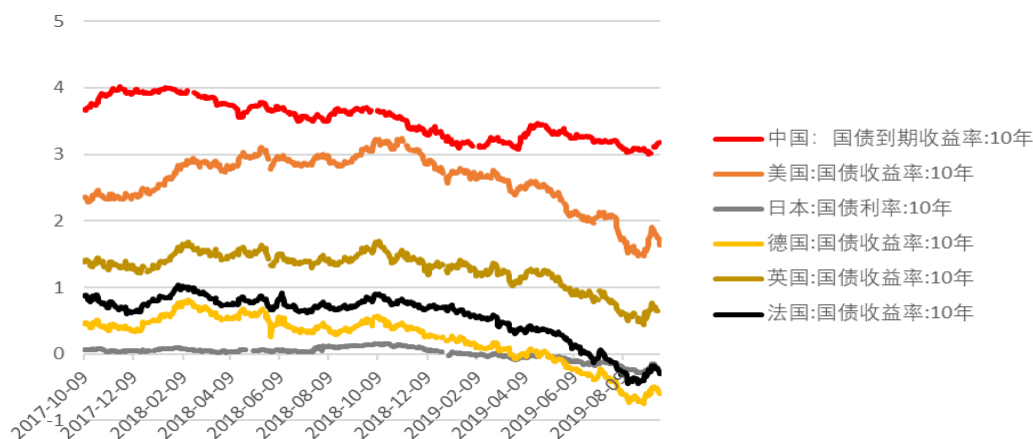
引入中长期资金措施逐渐完善。2019 年 9 月 10 日，证监会提出全面深化资本市场改革 12 个重点任务，其中一项是推动更多中长期资金入市。中长期资金包括证券、保险、信托、社保、养老金、职业年金、国外机构、跟踪指数的被动资金等资金，此前已有相应的指示或措施落地，包括取消 QFII 额度等，中长期资金引入的具体方案正逐渐完善。

MLF 利率下降通道有望开启。2019 年 9 月 6 日，央行宣布全面+定向降准，释放资金约 9000 亿元。受 CPI 走高抑制，MLF 利率在 9 月并没有如市场预期下调。随着生猪出栏量提升、肉制品加大供应，CPI 有望在明年回落。监管层另一个关注点是新增投入市场的货币是否流向楼市，因此采取多种方式限制资金违规流入楼市。随着 CPI 下降，资金流向楼市得到控制，MLF 下降通道有望开启，将推动资金面改善。

全球进入货币宽松周期，为资金面改善提供了宏观基础。2019 年 9 月 12 日，欧洲央行降息并重启 QE，将存款利率下调 10 个基点至 -0.5%，为 2016 年 3 月以来首次下调，并将开始实施利率分级制度；2019 年 9 月 18 日，美联储宣布将其基准利率下调 25 个基点至 1.75% 到 2% 的目标区间，美联储第二次降息。经过第二次降息后，美联储基准利率目标区间已在低位，并不太可能实施负利率，若美国经济下行压力加大，重启 QE 可能性较高。上述事件标志着全球进入货币宽松通道，我国货币政策实施空间扩大，为资金面改善提供了宏观基础。近 2 年，中国 10 年期国债收益率一直高于发达国家，只要

对外资投资部分资本管制放宽，外资流入概率较大，有助于改善资金面。

图13：10年期国债收益率（%）



数据来源：证券业协会，东莞证券研究所

表 2：引入中长期资金的措施

| 日期 | 内容 | 主题 |
|-----------|---|-------------------|
| 2019/1/31 | 【证监会拟放宽证券公司投资成份股、ETF 等权益类证券风险资本准备计算比例】财联社 1 月 31 日讯，证监会正在研究修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》，拟放宽证券公司投资成份股、ETF 等权益类证券风险资本准备计算比例，减少资本占用，进一步支持证券公司遵循价值投资理念，加大对权益类资产的长期配置力度。（财联社） | 鼓励券商自有资金增持股票 |
| 2019/2/1 | 【证监会拟将 QFII、RQFII 投资范围扩大至新三板全国股转公司：积极落实】财联社 2 月 1 日讯，证监会昨日明确将在全国中小企业股份转让系统（新三板）挂牌的股票纳入 QFII 及 RQFII 的投资范围。全国股转公司表示，将按照中国证监会的相关要求，尽快推出境外合格投资者投资挂牌股票的相关配套制度。同时，全国股转公司将继续按照《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》（国发[2013]49 号）的要求，积极培育和发展机构投资者队伍，逐步推动证券投资基金、保险公司、企业年金等机构投资者参与新三板市场。（财联社） | 外资投资范围扩大至新三板 |
| 2019/2/25 | 【银保监会：加快研究取消保险资金开展财务性股权投资行业范围限制】财联社 2 月 25 日讯，银保监会发布进一步加强金融服务民营企业有关工作的通知，加快商业银行资本补充债券工具创新，通过发行无固定期限资本债券、转股型二级资本债券等创新工具补充资本，支持保险资金投资银行发行的二级资本债券和无固定期限资本债券。加快研究取消保险资金开展财务性股权投资行业范围限制，规范实施战略性股权投资。（财联社） | 拟取消保险资金股权投资行业范围限制 |
| 2019/2/28 | 【银保监会：鼓励保险资金增持上市公司股票拓宽专项产品投资范围】财联社 1 月 28 日讯，中国银保监会新闻发言人肖远企接受金融时报记者采访时表示，为更好发挥保险公司机构投资者作用，维护上市公司和资本市场稳定健康发展，银保监会鼓励保险公司使用长久期账户资金，增持优质上市公司股票和债券，拓宽专项产品投资范围，加大专项产品落地力度。支持保险公司开展价值投资、长期投资，研究推进保险公司长期持有股票的资产负债管理监管评价机制。对于保险资金一般股票和重大股票投资等，依法合规加快有关备案、核准工作。同时，在已出台保险资产管理公司专项产品政策的基础上，适当拓宽专项产品投资范围，在依法合规和风险可控的前提下，允许专项产品通过券商资产管理计划和信托计划，化解股票质押流动性风险，更好地发挥相关机构的专业与项目资源优势，加快专项产品落地进程，吸引更多保险资金以多种方式参与资本市场投资。（财联社） | 鼓励险资增持股票 |

| | | |
|-----------|--|----------------------|
| 2019/4/3 | <p>【中国计划改善外国投资者对股指期货的准入】财联社 4 月 3 日讯，据证监会期货监管部处长焦增军在香港所作报告，中国计划放松对股指期货的限制。计划包括：恢复股指期货的正常交易；向外国投资者开放现有的股指期货。证监会拟允许社保基金、商业银行、保险基金、国有化公司、合格境外机构投资者(QFII)和人民币合格境外机构投资者(RQFII)参与期货市场。(彭博)</p> | 对外资开放估值期货，有助引入海外长期资金 |
| 2019/5/22 | <p>【保险资金或可按现行规则参与科创板一二级市场交易】财联社 5 月 22 日讯，今日从业内人士处获悉，本周召开的保险行业内部座谈会上释放出的信息显示，监管部门支持保险资金参与科创板投资，保险资金可按现行规则参与科创板一、二市场交易。具体落实到实操层面，多位受访的保险资管人士表示，可能还需要监管部门出台相关细则或相关监管口径。(上海证券报)</p> | 险资参与科创板 |
| 2019/5/22 | <p>【社保基金会党组书记王尔乘：推动适当放宽投资范围、放松投资品种限制】财联社 5 月 22 日讯，社保基金会党组书记王尔乘近日在《人民论坛》发表署名文章称，推动适当放宽投资范围、放松投资品种限制，为分散投资风险、稳定投资收益提供有力保障。强化归因分析，深入开展战略资产配置计划审视，科学编制和实施年度战术和季度资产配置计划，实施资产再平衡。加强各类资产的投资管理，优化投资结构，丰富产品体系，完善产品布局，努力提高投资收益水平。(财联社)</p> | 放宽社保基金投资范围 |
| 2019/6/18 | <p>【沪伦通正式启动，外交部：有助于推动构建开放型世界经济】财联社 6 月 18 日讯，外交部发言人陆慷今日主持例行记者会，有记者就“沪伦通”正式启动提问。陆慷表示，“沪伦通”启动有助于推动构建开放型世界经济，同时也再次表明中国坚持深化改革。(财联社)</p> | 为引入外资做铺垫 |
| 2019/7/26 | <p>【境外投资者获准“沪股通”购买部分科创板股票，有望增加这些新兴企业的市场流动性】财联社 7 月 27 日讯，境外投资者获准可通过沪股通购买部分科创板股票，这有望增加这些新兴企业的市场流动性。7 月 26 日，上海、深圳、香港三地证券交易所联合公告这一决定。并非所有科创板企业都在此列，合资格公司需在上海和香港两地上市，即 A+H 股。中国通号是目前唯一符合“科创板+H”新政的公司。据不完全统计，目前已有至少 4 家港股上市公司提出科创板上市申请。除中国通号外，还包括复旦张江生物医药、还有昊海生物科技和君实生物。此外，金山软件和微创医疗等港股公司，亦计划分拆子公司登陆科创板。(财新)</p> | 外资参与科创板 |
| 2019/7/27 | <p>【第二批基金公司获转融通证券出借业务资格】财联社 7 月 27 日讯，继上周华夏基金、南方基金和富国基金等 7 家基金公司获批转融通资格之后，招商基金和汇添富基金等基金公司也获得了转融通证券出借交易权限。目前，第二批获得转融通证券出借业务资格的基金公司仍在做准备，还没有基金参与转融通业务。(上证报)</p> | 券源增加 |
| 2019/8/1 | <p>MSCI 将于当地时间 8 月 7 日宣布指数季度调整结果，该调整结果将于 8 月 27 日收盘后正式生效。根据此前公布的方案，MSCI 将在 8 月的指数季度调整中将中国大盘 A 股的纳入因子由 10%提升至 15%。(Wind)</p> | MSCI 扩容 |
| 2019/8/7 | <p>标普道琼斯将以可投资权重因子的 25%来将 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，纳 A 决定将于 9 月 23 日开盘生效。根据标普道琼斯指数此前公布的纳 A 名单，共有 1241 只 A 股入围。</p> | 标普道琼斯指数纳入 A 股 |
| 2019/8/9 | <p>证监会指导沪深交易所修订的《融资融券交易实施细则》正式出台，同时指导交易所进一步扩大融资融券标的范围，对融资融券交易机制作出较大幅度优化。1、取消了最低维持担保比例不得低于 130%的统一限制；2、完善维持担保比例计算公式，客户还可用证券公司认可的其他证券等资产作为补充担保物；3、标的范围上：融资融券标的股票数量由 950 只扩大至 1600 只，增加 650 只。标的扩容后，市场融资融券标的市值占总市值比重由约 70%达到 80%以上。除了两融实施细则出台，当日证监会就经修订的《证券公司风险控制指标计算标准》(下称《计算标准》)向社会公开征求意见。</p> | 两融标的扩大 |

| | | |
|-----------|---|---|
| 2019/8/24 | <p>【“入富”第二步 A 股再迎海外活水】北京时间 8 月 24 日凌晨，知名指数编制公司富时罗素公布其旗舰指数 2019 年 9 月的季度调整结果。本次季度调整如期把中国 A 股的纳入因子由 5% 提升至 15%。根据此前富时罗素的官方测算，此次调整将给 A 股带来 40 亿美元的被动资金流入。此外，其旗舰指数富时全球股票指数系列还将例行调整相关成分股。相关变动将于 9 月 23 日开盘前正式生效。（上证报）</p> | 富时罗素 指数扩容 |
| 2019/8/31 | <p>【金融委：为更多长期资金持续入市创造良好条件】8 月 31 日，国务院金融稳定发展委员会召开会议。会议表示，以科创板改革为突破口，加强资本市场顶层设计，完善基础制度，提高上市公司质量，扎实培育各类机构投资者，为更多长期资金持续入市创造良好条件。分析人士认为，随着一系列基础制度的不断完善，A 股市场即将在提高上市公司质量、加强法治保障、引导长期资金入市等方面迎来一连串重磅利好。（中证报）</p> | 引导长期 资金入市 |
| 2019/9/4 | <p>9 月 4 日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，部署精准施策加大力度做好“六稳”工作，会议提出，坚持实施稳健货币政策并适时预调微调，加快落实降低实际利率水平的措施，及时运用普遍降准和定向降准等政策工具，引导金融机构完善考核激励机制，将资金更多用于普惠金融，加大金融对实体经济特别是小微企业的支持力度。（Wind）</p> | 降准、降 实体经济 利率 |
| 2019/9/4 | <p>央行公告称，目前银行体系流动性总量处于较高水平，可吸收央行逆回购到期等因素的影响，9 月 4 日不开展逆回购操作。</p> | 银行间流 动性充 足，利率 市场化有 助于信用 扩展 |
| 2019/9/6 | <p>【央行将全面+定向降准，释放资金约 9000 亿元】中国人民银行 6 日消息，为支持实体经济发展，降低社会融资实际成本，央行决定于 2019 年 9 月 16 日全面下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点（不含财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司）。央行有关负责人表示，此次降准释放资金约 9000 亿元，有效增加金融机构支持实体经济的资金来源，还降低银行资金成本每年约 150 亿元，通过银行传导可以降低贷款实际利率。（中证报）</p> | 央行降 准，资金 面改善 |
| 2019/9/10 | <p>【外汇局取消 QFII 和 RQFII 投资额度限制】经国务院批准，国家外汇管理局决定取消合格境外机构投资者（QFII）和人民币合格境外机构投资者（RQFII）投资额度限制。国家外汇管理局新闻发言人、总经济师王春英表示，此次全面取消合格境外投资者投资额度限制，是国家外汇管理局贯彻落实党中央、国务院决策部署，深化金融市场改革开放，服务全面开放新格局的重大改革，也是进一步满足境外投资者对我国金融市场投资需求而主动推出的改革举措。（中证报）</p> | 取消 QFII 限额 |
| 2019/9/10 | <p>【十地职业年金已投资运作，为 A 股市场走强“撑腰”】作为养老保障体系第二支柱的新生力量，今年以来，职业年金入市提速有望为 A 股市场走强“撑腰”。据了解，截至目前，包括中央国家机关事业单位、31 个省区市以及新疆生产建设兵团在内的全国 33 个职业年金项目中，已有 29 个完成了受托人资格招标、21 个完成了投管人资格招标。其中，已有十地的职业年金进入了投资运作。（证券日报）</p> | 年金入市 将提速 |
| 2019/9/10 | <p>证监会提出全面深化资本市场改革 12 个重点任务，一是充分发挥科创板的试验田作用，稳步实施注册制；二是大力推动上市公司提高质量，严把 IPO 审核质量关，优化重组上市、再融资等制度，支持分拆上市试点；三是补齐多层次资本市场体系的短板，大力发展私募股权投资；四是狠抓中介机构能力建设，压实中介机构责任；五是加快推进资本市场高水平开放；六是推动更多中长期资金入市；七是切实化解股票质押、债券违约、私募基金等重点领域风险；八是进一步加大法治供给，加快推动《证券法》《刑法》修改，大幅提高欺诈发行、上市公司虚假信息披露和中介机构提供虚假证明文件等违法行为的违法成本；九是加强投资者保护，探索建立行政罚没款优先用于投资者救济的制度机制；十是提升稽查执法效能；十一是大力推进简政放权；十二是加快提升科技监管能力。（Wind）</p> | 引入中长 线资金 |

| | | |
|-----------|--|----------------------------|
| 2019/9/10 | 中央结算公司与欧洲清算银行署合作备忘录，双方将努力构建“中央登记确权、多级服务客户”的服务框架，以更便利的方式引入境外投资者直接进入中国债券市场，同时探索拓展担保品跨境应用，推动人民币债券纳入国际市场合格担保品范围。（Wind） | 外资流入 债券市场 |
| 2019/9/12 | 欧洲央行降息并重启 QE，将存款利率下调 10 个基点至 -0.5%，为 2016 年 3 月以来首次下调，并将开始实施利率分级制度。欧洲央行将从 11 月 1 日起每月购买 200 亿欧元债券，只要有需要就会持续保持购债，在新的 QE 结束后才会考虑加息。欧央行还将改变新一轮季度目标长期再融资操作 (TLTRO III) 的模式，以保持有利的银行贷款条件。（Wind） | 国内货币 政策宽松 空间扩大 |
| 2019/9/15 | 中国债市成为全球投资的价值洼地，外资连续 9 个月“扫货”中国债券。据中央结算公司和上海清算所数据显示，截至 8 月末，境外机构持仓中国债券规模一举冲上 20282.24 亿元，坐稳两万亿大关。（Wind） | 外资持续 流入债券 市场 |
| 2019/9/15 | 据中国基金报，基金产品固定管理费模式“旱涝保收”一直受到投资者诟病，基金行业在积极寻找新的方案。近期有消息称，浮动管理费率基金有望重新开闸，目前分两批合计 12 家基金公司试点。业内人士表示，期待新一代的浮动费率基金给行业带来新的变化和惊喜。（Wind） | 浮动费率 有望增加 公募基金 需求 |
| 2019/9/18 | 美联储宣布将其基准利率下调 25 个基点至 1.75% 到 2% 的目标区间，符合市场广泛预期。这是 2008 年 12 月以来美联储的第二次降息。 | 全球货币 宽松开启 |

资料来源：Wind，其他媒体，东莞证券研究所

4. 情绪面：中美贸易摩擦缓和阶段有望延续至 4 季度

2020 年是美国下一届总统大选，而影响特朗普能否连任关键之一是美国经济能否继续增长，而贸易摩擦对美国弊大于利，出于明年竞选因素，中美贸易在 4 季度有望进入继续谈判的缓和阶段；此外美国在 4 季度迎来圣诞节，美国对中国出口的日常消费品进一步加征关税的可能性降低。自 9 月以来，中美贸易进入缓和阶段，预期缓和阶段能持续至 4 季度。

表 3：中美贸易进入继续谈判的缓和阶段

| 日期 | 事件描述 | 点评 |
|-----------|---|----------------|
| 2019/9/11 | 国务院关税税则委员会公布第一批对美加征关税商品第一次排除清单，对第一批对美加征关税商品，第一次排除部分商品，自 9 月 17 日起实施。国务院关税税则委员会将继续开展对美加征关税商品排除工作，适时公布后续批次排除清单。（Wind） | 贸易 摩擦 降温 |
| 2019/9/12 | 人民日报：美国总统特朗普发文称，美方“作为善意的表示”，推迟对 2500 亿美元中国输美商品上调关税。（人民日报） | 贸易 摩擦 降温 |
| 2019/9/17 | 应美方邀请，中央财办副主任、财政部副部长廖岷拟于本周三率团访美，与美方就中美经贸问题进行磋商，为 10 月份在华盛顿举行的第十三轮中美经贸高级别磋商做准备。（Wind） | 贸易 摩擦 降温 |
| 2019/9/24 | 据新华视点，从国家发改委、商务部相关方面获悉，日前美方公布了三份对中国加征关税商品的排除清单，涉及 400 多项商品。中方支持相关企业继续按照市场化原则和 WTO 规则，自美采购一定数量大豆、猪肉及制品等农产品，国务院关税税则委员会将继续对上述采购予以加征关税排除。中方有关部门表示，中国市场容量大，进口美国优质农产品前景广阔，希望美方继续与中方相向而行，为两国农业合作和其他领域合作创造有利条件。（新华视点） | 贸易 摩擦 降温 |

资料来源：Wind，其他媒体，东莞证券研究所

5. 投资建议：

截止 2019 年 9 月 26 日，券商板块（申万二级）PB 为 1.54 倍，估值处于近 10 年低位，8 月下旬成交额等指标出现边际改善，政策红利在 2019 年下半年才刚进入兑现初期，往后逐渐释放，预期券商行业 2019 年业绩可保持高增长，基本面向好；货币政策稳健偏宽松，未来有更多长期资金入市，市场资金面改善可期；预期中美贸易缓和阶段持续至 4 季度，影响市场情绪不利因素趋稳；虽然当前未见经济 4 季度企稳迹象，但经济继续探底趋势已被市场定价，若全年 GDP 增速保持 6% 以上，则经济企稳情况对证券市场及券商板块估值影响较弱。此外，在全球经济增长低迷情况下，中国资产依然具备很高吸引力。行业基本面、市场情绪面、资金面均边际改善，经济面略有欠缺，同时行业迎来以注册制为代表的资本市场创新驱动，行业 ROE 提升可期。投行、衍生品、信用业务等机构业务在本轮创新红利中受益较大，头部券商在机构业务具备优势，建议关注海通证券（600837）、中信证券（600030）、中信建投（601066）。

图14：券商板块（申万二级）PB

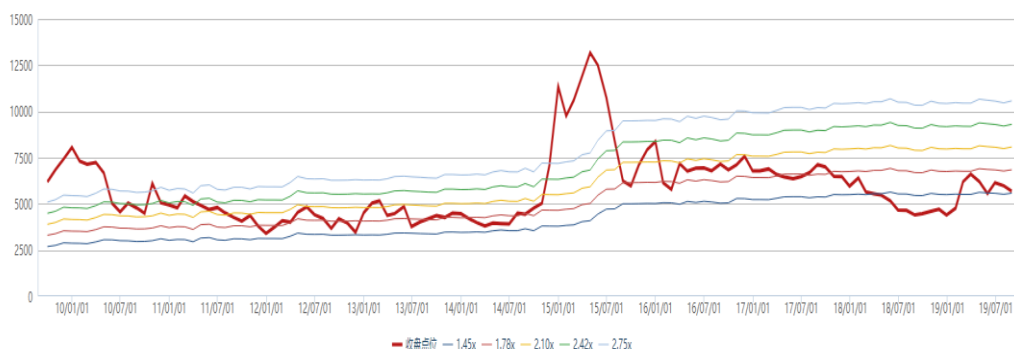
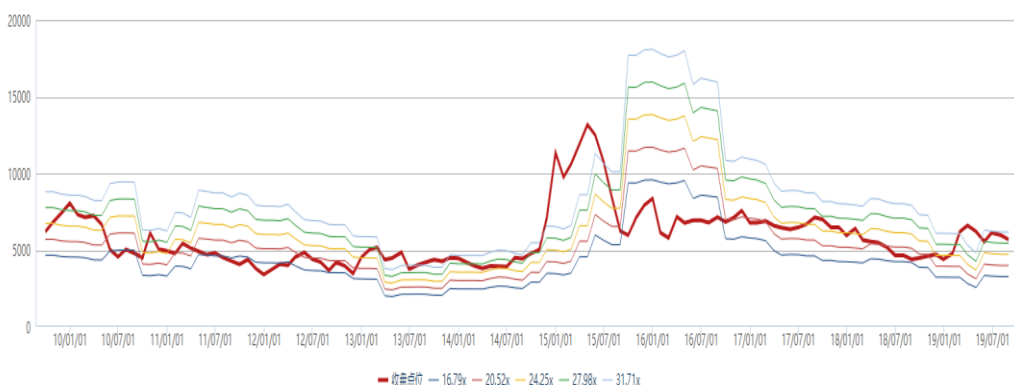


图15：券商板块（申万二级）PE



数据来源：Wind，东莞证券研究所

表 4：重点公司估值及盈利预测（元，倍）

| 简称 | EPS（元） | | | PE（X） | | | PB（X） | | |
|----|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E |
| | | | | | | | | | |

| | | | | | | | | | |
|------|------|------|------|-------|-------|-------|------|------|------|
| 中信证券 | 0.77 | 1.10 | 1.24 | 29.51 | 20.65 | 18.32 | 1.80 | 1.70 | 1.60 |
| 华泰证券 | 0.61 | 0.84 | 0.97 | 31.44 | 22.83 | 19.77 | 1.53 | 1.51 | 1.43 |
| 海通证券 | 0.45 | 0.73 | 0.85 | 32.62 | 20.11 | 17.27 | 1.43 | 1.35 | 1.29 |
| 国泰君安 | 0.77 | 1.05 | 1.21 | 23.36 | 17.13 | 14.87 | 1.27 | 1.24 | 1.21 |
| 招商证券 | 0.66 | 0.95 | 1.08 | 25.62 | 17.80 | 15.66 | 1.72 | 1.40 | 1.34 |
| 中信建投 | 0.40 | 0.58 | 0.69 | 57.40 | 39.59 | 33.28 | 4.12 | 3.32 | 3.09 |

资料来源：Wind，东莞证券研究所

海通证券。公司成立于 1988 年，是国内最早成立的证券公司中唯一未被更名、注资的大型证券公司。公司前身是上海海通证券公司，于 1994 年改制并发展成全国性的证券公司。公司致力于成为以网上证券、财富管理证券、中小企业证券、机构业务证券为核心的国内一流、国际有影响力的金融控股集团。公司拥有卓越的综合性业务平台和成熟的海外业务平台，经营网点遍及全球 14 个国家和地区；在境内拥有近 340 家证券及期货营业部，在境内外拥有逾 1000 万名客户。公司积极推进金融控股集团建设，基本建成了以证券为核心，业务涵盖期货、直接股权投资、基金和融资租赁等多个业务领域的金融控股集团。

2019 年上半年，公司营业收入 177.35 亿元，同比+62.08%；归属母公司股东净利润 55.27 亿元，同比+82.34%；扣非归母净利润 52.30 亿元，同比+98.33%。截止 2019 年上半年末，公司总资产为 6229.07 亿元，较 2018 年末+8.40%；归属股东权益为 1223.95 亿元，较 2018 年末+3.85%。报告期末，公司权益乘数（剔除客户保证金）为 4.35 倍，较 2018 年末倍增加 0.09 倍。公司上半年业绩增长主要由自营业务贡献。

中信证券。公司是国内规模最大的证券公司。主营业务范围为：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；融资融券；证券投资基金代销；为期货公司提供中间介绍业务。中信证券在若干业务领域保持或取得领先地位。公司紧紧围绕服务实体经济这一个中心，进一步完善融资安排者、财富管理者、交易服务与流动性提供者、市场重要投资者和风险管理者五大角色，不断重塑并巩固核心竞争力。公司依托第一大股东与中信银行、中信信托、信诚人寿保险等公司共同组成中信控股之综合经营模式，并与中信国际金融控股共同为客户端提供境内外全面金融服务。

2019 年上半年，公司实现营业收入 217.91 亿元，同比+9.00%；实现归母净利润 64.46 亿元，同比+15.82%，实现扣非归母净利润 64.10 亿元，同比+15.65%，净利润质量较好；期末总资产为 7238.66 亿元，较 2018 年末提升 10.83%，归母股东权益为 1560.01 亿元，较 2018 年末增长 1.87%，杠杆倍数为 3.90 倍，较 2018 年末上升 0.24 倍。

中信建投。公司主要业务范围包括：证券承销与保荐、证券经纪、与证券交易和证券投资活动有关的财务顾问、证券投资咨询、证券自营、证券资产管理、证券投资基金代销、为期货公司提供中间介绍业务、融资融券业务、代销金融产品业务、保险兼业代理业务、期权做市业务、证券投资基金托管、销售贵金属制品以及监管部门批准的其它业务。自成立以来，中信建投证券各项业务快速发展，在企业融资、收购兼并、证券经纪、证券金融、固定收益、资产管理、股票及衍生品交易等领域形成了自身特色和核心

业务优势，并搭建了研究咨询、信息技术、运营管理、风险管理、合规管理等专业高效的业务支持体系。

2019 年上半年，公司营业收入 59.06 亿元，同比+12.21%；归属母公司股东净利润 23.30 亿元，同比+37.61%；扣非归母净利润 23.16 亿元，同比+37.48%。截止 2019 年上半年末，公司总资产为 2482.10 亿元，较 2018 年末+27.23%；归属股东权益为 487.63 亿元，较 2018 年末+2.49%。报告期末，公司杠杆倍数为 4.02 倍，较 2018 年末上升 0.65 倍。公司上半年业绩增长主要由经纪业务、投行业务、信用业务贡献。报告期间，公司经纪、投行、资管、信用、自营、其他业务占营收比例分别为 25.38%、27.45%、5.59%、13.76%、25.42%、0.17%，各项业务净收入营收占比与 2018 年基本一致，收入结构整体均衡。

6. 风险提示

经济超预期下滑，股市大幅下跌，中美贸易摩擦恶化。

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：

东莞证券为全国性综合类证券公司，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