



强于大市

证券行业 2019 年三季度报前瞻

市场行情好转+活跃度回升，业绩将保持高增速

受益于 19Q3 市场行情好转与活跃度回升，上市券商三季报大幅预喜，且从披露的月度经营数据来看，上市券商 1-9 月净利润将保持高增速。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。

- **行情回暖+活跃度提升，科创板开市带来增量业绩：**1) 沪深 300 指数单季微降 0.29%，前三季度累计涨幅 26.70%；创业板指表现相对强势，上涨 7.68%，前三季度累计上涨 30.15%。总体来看，19Q3 市场行情先抑后扬，券商自营业务贡献度有望提升。2) 随着证金公司下调转融资费率、两融规则放松等利好政策的逐步出台，市场情绪有所提振，19Q3 市场成交量呈现逐月上升之势：日均股基成交额由 7 月的 4309 亿元回升至 9 月的 6039 亿元。3) 2019 年 1-9 月股权承销规模 10822 亿元，同比下滑 2.85%，降幅较上半年显著收窄；IPO 承销金额 1401 亿元，同比增长 21.71%，其中 19Q3 单季 IPO 规模 797 亿元，环比+128%，同比+249%，主要受益于科创板的开市以及存量市场的 IPO 节奏提速。
- **上市券商三季报业绩大幅预喜，业绩有望保持高增速。**截至 2019 年 10 月 15 日，共有 7 家上市券商（包括东方财富）发布了 2019 年三季度业绩预告或快报，预计 1-9 月归母净利润均实现至少 50% 的增速，其中四家券商业绩实现翻倍。从上市券商披露的 1-9 月月度财务数据来看，有同比口径的 32 家上市券商中，国泰君安、中信证券、海通证券 1-9 月合计净利润分别为 79.70 亿元、74.26 亿元、59.73 亿元，排名前三。32 家上市券商 1-9 月合计净利润增速超过 50%，由此推测上市券商 2019 年前三季度业绩有望维持高增速。
- **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，近期金融委会议提出进一步扩大金融业双向开放，资本市场深化改革、扩大开放进程将持续推进。鉴于 18 年的基数较低（19H1 净利润已达 18 年全年水平），且下半年科创板将贡献增量业绩，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) 长期来看，证券行业享有明显领先其他金融子行业的政策面利好，今年以来资本市场深化改革、扩大开发举措不断推进，证券行业利好政策有望持续。2) 强 Beta 属性下，板块短期主要受市场波动影响，近期有望受到中美关系改善、宏观经济刺激政策和流动性宽松等市场因素带动。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

- 政策出台、内外部环境以及市场波动对行业的影响超预期。

相关研究报告

- 《证券行业集中度专题报告》20190924
- 《上市券商 8 月业绩点评》20190909
- 《证券行业 2019 年半年报综述》20190902

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

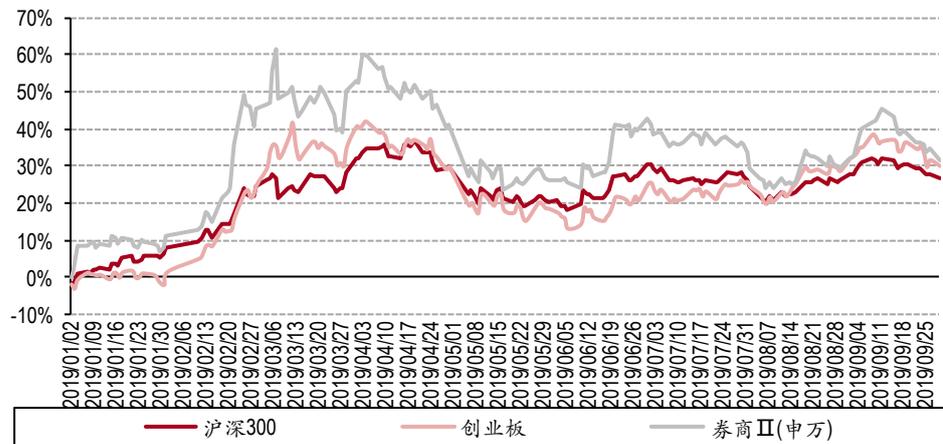
*孙嘉康为本报告重要贡献者



1 季中行情止跌好转，市场成交量有所提升

19Q3 市场行情先抑后扬，券商自营贡献有望提升。经历了 2019H1 先扬后抑的表现后，中美关系、国内宏观经济等不确定性因素影响持续，2019Q3 市场行情维持震荡走势，单季度基本走平，截至三季度末，沪深 300 指数单季微降 0.29%，前三季度累计涨幅 26.70%；创业板指表现相对强势，上涨 7.68%，前三季度累计上涨 30.15%。总体来看，三季度市场行情先抑后扬，券商自营业务有望二度发力，贡献度提升。

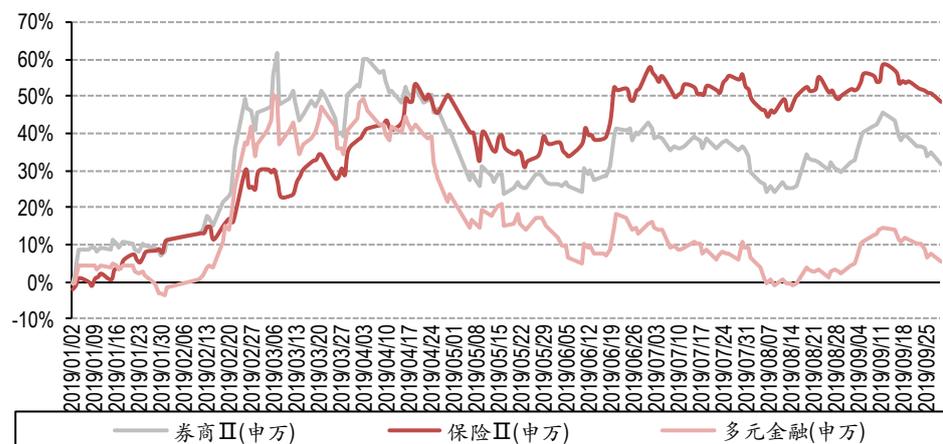
图表 1. 2019Q3 沪深 300、创业板指、券商指数走势



资料来源：万得，中银国际证券

券商板块单季表现落后保险板块，领先多元金融板块。非银金融行业中，券商板块 2019Q3 单季表现落后于保险板块（-2.43%），但领先于多元金融板块（-6.44%）。

图表 2. 截至 2019 年 3 月底非银金融行业各版块指数走势



资料来源：万得，中银国际证券

19Q3 市场成交活跃度逐月回升。随着证金公司下调转融资费率、两融规则放松等利好政策的逐步出台，市场情绪有所提振，19Q3 市场成交量呈现逐月上升之势：日均股基成交额由 7 月的 4309 亿元回升至 9 月的 6039 亿元。

图表 3. 2018/01-2019/09 日均股基成交额



资料来源: 万得, 中银国际证券

19Q3 市场平均换手率先升后降。2019 年第三季度, 沪深两市平均换手率变化不同于市场成交量, 呈现先升后降的态势。1-3 月的市场平均换手率分别为 2.03%、2.82%、1.94%, 总体仍然处于今年以来较低的水平, 反映出市场情绪与活跃度仍然处于低位。

图表 4. 2018/01-2019/09 月度平均换手率

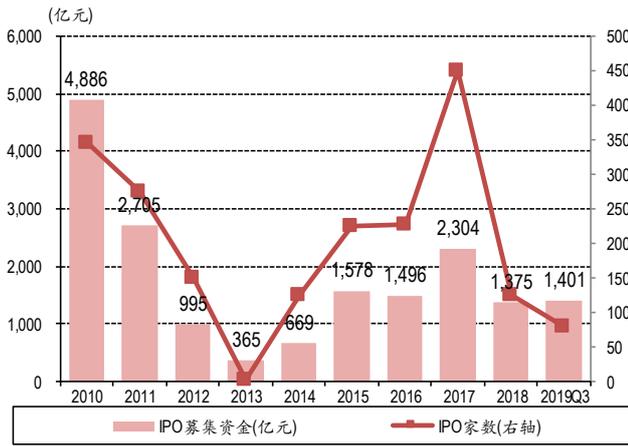


资料来源: 万得, 中银国际证券

2 科创板开市带来增量业绩, IPO 单季规模同比+249%

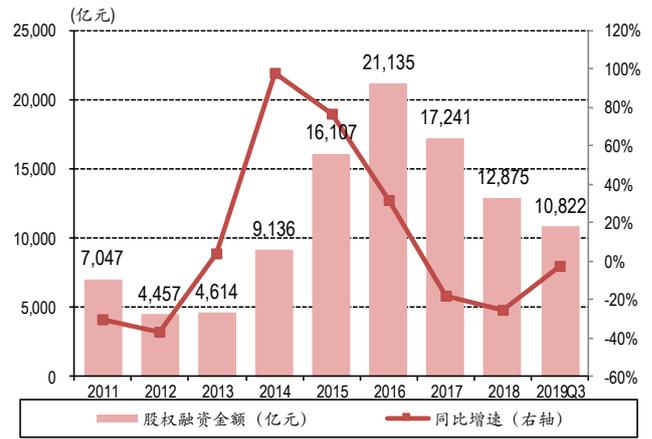
股权承销下滑债券承销大幅增加, 收入同比增长 8.47%。2019 年 1-9 月股权承销规模 10822 亿元, 同比下滑 2.85%, 降幅较上半年显著收窄, 其中 IPO 承销金额 1401 亿元, 同比增长 21.71% (19Q3 单季 IPO 规模 797 亿元, 环比+128%, 同比+249%, 主要受益于科创板的开市以及存量市场的 IPO 节奏提速), 股权再融资 (增发、配股) 规模 5422 亿元, 同比下滑 16.78%。债券承销方面, 公司债、企业债、ABS 合计规模达 3.13 万亿元, 同比增加 37.63%。

图表 5. 2010-2019Q1 首发募集资金规模及家数



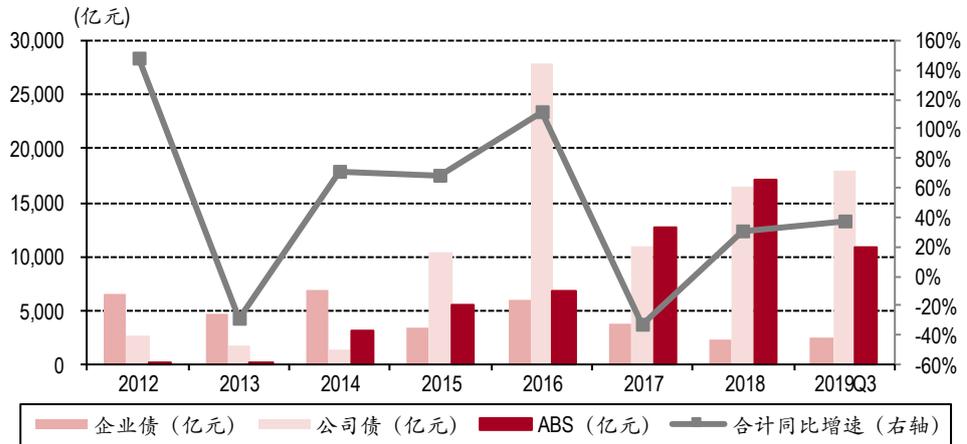
资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 6. 2010-2019Q1 股权融资规模及增速



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 7. 2011-2019Q1 债券发行规模



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

股权承销（首发+再融资）方面，2019 年前三季度中信证券承销金额排名全行业第一，合计承销金额 902 亿元，市场份额高达 13.21%，华泰证券、中信建投承销金额分别为 635 亿元、629 亿元，市场份额分别达到 9.31%、9.21%。40 家上市券商合计市场份额达 75.09%，股权承销市场集中度较高。2019 年前三季度中信证券 IPO 金额 269.24 亿元，市场份额达 19.21%，排名 A 股上市券商第一名。中信建投、招商证券金额分别为 136.83 亿元、91.15 亿元，市场份额分别达 9.76%与 6.50%，位居二三位。

债券承销方面，40 家上市券商中，中信建投、中信证券、招商证券债券承销（公司债、企业债、ABS）规模分别为 3672.26 亿元、2937.65 亿元、1942.20 亿元，位居前三，市场份额分别为 11.62%、9.29%、6.14%。

图表 8. 2019 年 1-9 月上市券商股权承销排名 (合并口径)

券商	市场份额 (%)	承销家数			合计	承销金额 (亿元)			合计
		首发	增发	配股		首发	增发	配股	
中信证券	13.21	20	18	0	38	269.24	632.34	0.00	902
华泰证券	9.31	5	17	0	22	43.51	591.87	0.00	635
中信建投	9.21	15	24	0	39	136.83	491.69	0.00	629
东方证券	7.96	2	3	0	5	10.27	532.63	0.00	543
国泰君安	5.11	5	10	0	15	41.30	307.49	0.00	349
长江证券	4.64	5	2	0	7	44.95	271.89	0.00	317
招商证券	4.17	9	5	1	15	91.15	189.37	4.05	285
广发证券	3.55	7	7	1	15	37.92	194.26	10.22	242
国信证券	2.85	6	8	1	15	46.41	109.05	38.75	194
海通证券	2.20	5	5	1	11	34.78	77.16	38.28	150
山西证券	1.74	2	3	0	5	7.98	110.61	0.00	119
国金证券	1.61	3	5	0	8	15.08	94.77	0.00	110
东兴证券	1.29	6	4	0	10	52.91	35.19	0.00	88
国元证券	1.01	1	8	0	9	6.50	62.54	0.00	69
天风证券	0.75	2	2	0	4	24.83	26.41	0.00	51
安信证券	0.64	4	4	0	8	34.71	8.72	0.00	43
国海证券	0.52	2	3	0	5	10.44	24.82	0.00	35
西部证券	0.46	2	2	0	4	15.05	16.40	0.00	31
东吴证券	0.45	2	1	0	3	25.69	5.13	0.00	31
中原证券	0.45	0	2	0	2	0.00	30.66	0.00	31
光大证券	0.41	3	2	2	7	12.44	6.45	9.35	28
中万宏源	0.39	2	1	0	3	18.31	8.14	0.00	26
华西证券	0.36	1	1	0	2	11.61	12.99	0.00	25
第一创业	0.33	1	3	0	4	3.79	18.95	0.00	23
中国银河	0.32	1	2	0	3	5.49	16.60	0.00	22
华鑫证券	0.26	1	0	0	1	17.55	0.00	0.00	18
兴业证券	0.25	1	2	0	3	9.79	6.95	0.00	17
东北证券	0.24	2	1	0	3	10.48	6.17	0.00	17
方正证券	0.24	0	0	1	1	0.00	0.00	16.56	17
华安证券	0.24	0	2	0	2	0.00	16.50	0.00	17
长城证券	0.18	1	3	0	4	2.72	9.67	0.00	12
南京证券	0.17	1	1	0	2	8.74	2.72	0.00	11
太平洋	0.16	0	1	0	1	0.00	11.25	0.00	11
财通证券	0.14	1	1	0	2	4.79	4.74	0.00	10
华创证券	0.13	0	3	0	3	0.00	9.21	0.00	9
浙商证券	0.11	0	2	0	2	0.00	7.70	0.00	8
江海证券	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
红塔证券	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
上市券商	74.71	118	158	7	283	1,055.26	3,951.04	117.21	5,124
行业合计	100.00	150	198	9	357	1,401.41	5,287.64	133.86	6,823

资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 9. 2019 年 1-9 月上市券商债券承销排名 (合并口径)

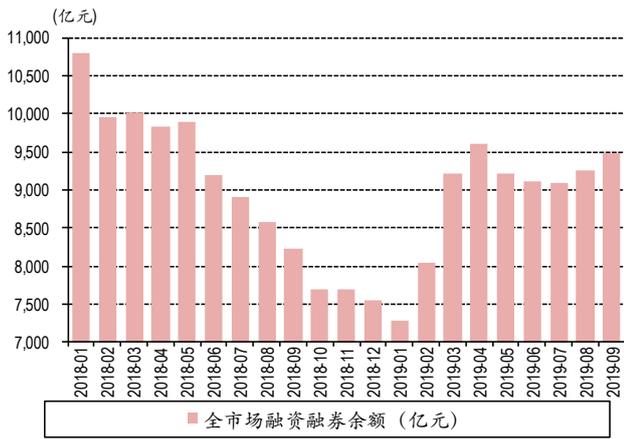
券商	承销金额 (亿元)	市场份额 (%)	企业债 (亿元)	公司债 (亿元)	资产支持证券 (亿元)
中信建投	3,672.26	11.62	106.85	2,658.57	906.84
中信证券	2,937.65	9.29	89.12	1,442.49	1,406.04
招商证券	1,942.20	6.14	20.00	383.39	1,538.81
海通证券	1,661.70	5.26	240.35	782.92	638.43
国泰君安	1,537.10	4.86	49.65	1,075.79	411.66
光大证券	1,176.60	3.72	0.00	544.72	631.88
广发证券	783.93	2.48	200.17	318.37	265.39
天风证券	618.50	1.96	106.31	264.05	248.14
国信证券	596.73	1.89	80.00	315.05	201.68
华泰证券	577.26	1.83	0.00	0.00	577.26
兴业证券	524.03	1.66	33.00	389.82	101.21
长城证券	422.93	1.34	24.60	244.79	153.54
东吴证券	385.74	1.22	42.00	331.78	11.96
浙商证券	311.82	0.99	17.90	293.92	0.00
国金证券	303.95	0.96	14.80	269.80	19.35
申万宏源	302.12	0.96	0.00	302.12	0.00
长江证券	288.93	0.91	95.64	103.25	90.04
东方证券	236.77	0.75	80.00	109.62	47.15
中国银河	219.80	0.70	60.80	149.00	10.00
东兴证券	201.53	0.64	4.00	107.16	90.37
华西证券	183.37	0.58	4.00	154.50	24.87
财通证券	179.67	0.57	35.80	121.23	22.64
江海证券	152.05	0.48	0.00	129.60	22.45
西部证券	97.60	0.31	37.60	60.00	0.00
华创证券	94.33	0.30	17.00	55.59	21.74
东北证券	79.50	0.25	25.50	54.00	0.00
西南证券	78.83	0.25	19.32	53.28	6.23
安信证券	75.33	0.24	17.05	58.28	0.00
国元证券	58.17	0.18	52.00	3.67	2.50
第一创业	52.52	0.17	0.00	52.52	0.00
国海证券	47.77	0.15	3.00	36.63	8.14
中原证券	46.11	0.15	11.06	35.05	0.00
华鑫证券	45.24	0.14	0.00	45.23	0.01
太平洋	43.74	0.14	15.90	22.84	5.00
方正证券	41.33	0.13	0.00	0.00	41.33
南京证券	38.25	0.12	19.25	19.00	0.00
华安证券	33.00	0.10	7.00	26.00	0.00
山西证券	23.00	0.07	0.00	0.00	23.00
红塔证券	5.40	0.02	0.00	0.00	5.40
华林证券	5.20	0.02	0.00	0.00	5.20
上市券商	20,081.96	63.53	1,529.67	11,014.03	7,538.26
行业合计	31,610.54	100.00	2,539.90	18,032.14	11,038.50

资料来源: 万得, 中银国际证券

3 多重利好加持, 两融余额止降回升

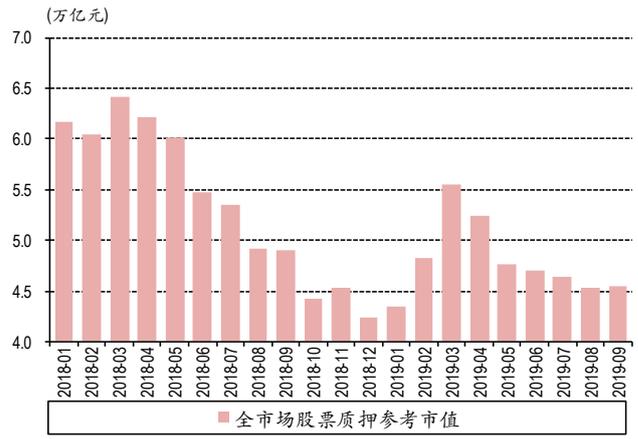
19Q3 全市场两融余额与股票质押参考市值一升一降。受益于证金公司下调转融资费率 80bp、两融标的范围扩大、两融规则优化, 19Q3 全市场两融余额逐月回升至 9489.14 亿元, 接近 4 月年内高点。股票质押业务仍然处于持续调整中, 19Q3 末全市场股票质押参考市值较二季末小幅下滑 3.44% 至 4.54 万亿元, 重新回到 18 年 11 月水平, 当前券商普遍对新增业务持相对谨慎态度。

图表 10. 2018/01-2019/09 市场两融余额



资料来源: 万得, 中银国际证券

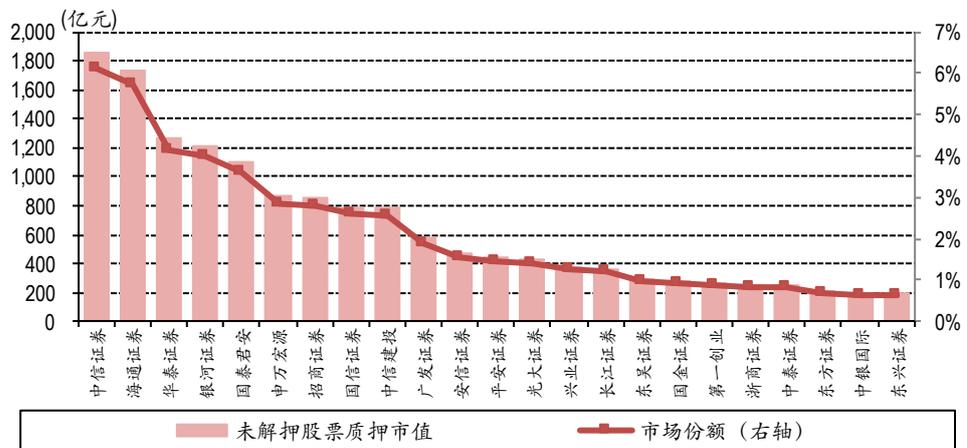
图表 11. 2018/01-2019/09 全市场股票质押参考市值



资料来源: 万得, 中银国际证券

从券商未解押股票质押参考市值口径统计, 截至 2019 年 9 月末中信证券未解押市值达到 1863 亿元, 排名上市券商第一位, 市占率达 6.13%, 海通证券、华泰证券未解押市值分别为 1737 亿元、1262 亿元, 市占率分别为 5.72%、4.15%, 分列第二、第三位。

图表 12. 2019 年 9 月末券商未解押股票质押参考市值及市场份额



资料来源: 万得, 中银国际证券

4 上市券商 2019 年前三季度业绩将保持高增速

上市券商三季报业绩大幅预喜。截至 2019 年 10 月 15 日, 共有 7 家上市券商 (包括东方财富) 发布了 2019 年三季度业绩预告或快报, 预计 1-9 月归母净利润均实现至少 50% 的增速: 1) 国海证券同比增速约为 355%, 大幅领先其他券商; 2) 东北证券、长江证券、国元证券预计业绩增速分别为 195%-232%、156%、113%, 均实现翻倍。



图表 13. 上市券商 (7 家) 2019 年 1-9 月预计归母净利润与增速

	公司名称	7-9 月归母净利润 (亿元)	同比增长	1-9 月归母净利润 (亿元)	同比增长
1	国海证券	1.94	644.00%	5.82	355.00%
2	东北证券	2.10 - 3.10	839% - 1286%	8.00 - 9.00	195% - 232%
3	长江证券	3.76	94.53%	14.63	156.11%
4	国元证券	2.67	176.94%	7	113.25%
5	国信证券	10.25 - 12.12	32.44% - 56.57%	36.23 - 38.09	87.56% - 97.23%
6	东方财富	4.85 - 5.45	100.20% - 124.96%	13.55 - 14.15	69.19% - 76.68%
7	长城证券	2.33 - 2.59	39% - 55%	7.04 - 7.79	47% - 63%

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

从上市券商披露的 1-9 月月度财务数据来看, 有同比口径的 32 家上市券商中, 国泰君安、中信证券、海通证券 1-9 月合计净利润分别为 79.70 亿元、74.26 亿元、59.73 亿元, 排名前三; 国海证券、中原证券、东吴证券 2019 年 1-9 月合计净利润增速分别为 1251%、711%、301%, 位居行业前三。32 家上市券商 1-9 月合计净利润增速超过 50%, 由此推测上市券商 2019 年前三季度业绩有望维持高增速。

图表 14. 2018 年上市券商 (32 家) 1-12 月合计月度净利润及增速

券商名称	2019 年 1-9 月净利润	2018 年 1-9 月净利润	同比增速 (%)
国海	444	33	1251
中原	265	33	711
东吴	867	216	301
长江	2,139	557	284
东北	770	219	252
山西	481	143	235
华安	761	316	141
西南	879	386	128
银河	3,604	1,688	114
东方	2,061	970	112
光大	2,327	1,175	98
浙商	906	460	97
安信	1,740	893	95
国信	3,684	1,924	91
国元	491	277	77
东兴	1,099	725	52
国泰君安	7,970	5,401	48
西部	563	385	46
招商	4,251	2,944	44
华西	1,028	718	43
海通	5,973	4,211	42
华创	406	291	39
国金	836	637	31
财通	877	678	29
广发	4,643	3,616	28
中信	7,426	5,796	28
第一创业	289	228	27
华泰	5,802	5,444	7
兴业	1,338	1,310	2
太平洋	397	(198)	扭亏
江海	518	(113)	扭亏
申万宏源	4,182	4,375	-4
方正	989	1,260	-22
华鑫	(27)	(69)	连续亏损

资料来源: 公司公告, 中银国际证券



5 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 15. 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
	经纪业务净收入	821	623	637	878	1,210
投行业务	IPO 募资规模	2,304	1,375	1,513	1,650	1,788
	债权承销规模	27,426	35,944	35,944	37,741	39,539
	增发规模	12,874	7,572	8,329	9,086	9,843
	IPO 承销收入	104	55	68	74	80
	债券承销收入	137	137	180	189	198
	增发承销收入	129	61	67	73	79
	承销保荐收入	15	6	8	9	10
	财务顾问收入	125	112	120	134	147
	投资咨询收入	34	32	32	32	32
	投行业务净收入	544	401	443	478	514
信用业务	两融平均规模	9,359	9,030	8,000	8,500	9,000
	股票质押融出资金规模	11,657	9,701	6,400	7,200	8,000
	净利率(%)	1.66	1.15	1.04	1.07	1.15
总利息净收入	348	215	149	169	196	
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
	自营业务净收入	861	800	834	879	944
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
	资管业务净收入	310	275	268	297	311
其它业务净收入	230	348	348	348	348	
营业总收入	3,113	2,663	2,678	3,049	3,523	
净利润率(%)	36.30	25.02	33.00	37.00	40.00	
净利润	1,130	666	884	1,128	1,409	
预计净利润同比增速(%)		(41.04)	32.68	69.36	111.53	

资料来源: 万得, 中银国际证券

6 投资建议

- 1) 长期来看, 证券行业享有明显领先其他金融子行业的政策面利好, 今年以来资本市场深化改革、扩大开发举措不断推进, 证券行业利好政策有望持续。
- 2) 强 Beta 属性下, 板块短期主要受市场波动影响, 近期有望受到中美关系改善、宏观经济刺激政策和流动性宽松等市场因素带动。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

政策出台、内外部环境以及市场波动对行业的影响超预期。

图表 16. 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	22.69	2,547	1.80	1.73	1.66	1.59	29.28	24.14	21.01	17.87	买入
601688.SH	华泰证券	18.59	1,561	1.63	1.58	1.51	1.45	33.80	22.95	18.97	16.45	买入
600837.SH	海通证券	15.08	1,480	1.47	1.41	1.35	1.29	33.28	17.74	15.39	13.35	增持
601211.SH	国泰君安	17.98	1,510	1.30	1.25	1.21	1.16	23.88	18.54	15.63	14.05	增持
000776.SZ	广发证券	14.05	964	1.26	1.21	1.16	1.10	24.90	15.96	13.37	11.46	增持
600999.SH	招商证券	17.10	1,058	1.74	1.66	1.58	1.50	25.89	18.27	15.83	13.85	增持
601066.SH	中信建投	24.61	1,638	3.96	3.54	3.15	2.81	60.95	41.19	33.70	29.84	未有评级
000166.SZ	申万宏源	4.86	1,147	1.75	1.63	1.49	1.37	28.59	22.09	18.00	16.20	增持
601881.SH	中国银河	10.98	848	1.69	1.60	1.52	1.44	21.60	25.55	23.67	23.15	未有评级
002736.SZ	国信证券	12.49	1,024	2.16	1.84	1.75	1.69	22.48	19.20	16.84	14.79	未有评级
601788.SH	光大证券	11.82	500	1.15	1.10	1.05	0.99	18.09	21.71	18.50	15.90	未有评级
300059.SZ	东方财富	15.54	1,044	5.12	4.54	4.18	3.81	83.78	55.76	45.05	37.34	买入
601901.SH	方正证券	6.98	575	1.52	1.47	1.43	1.39	87.25	36.09	35.36	30.75	未有评级
600958.SH	东方证券	10.24	655	1.38	1.34	1.30	1.25	58.18	21.59	19.00	16.35	增持
601377.SH	兴业证券	6.37	427	1.31	1.26	1.22	1.17	315.17	19.91	18.20	15.17	中性
000728.SZ	国元证券	8.60	289	1.17	1.14	1.11	1.07	43.00	31.85	26.23	22.63	未有评级
601555.SH	东吴证券	9.51	285	1.42	1.35	1.27	1.20	79.25	16.81	14.70	13.22	未有评级
600369.SH	西南证券	4.62	261	1.40	1.35	1.32	1.28	115.50	31.39	29.41	25.57	未有评级
600109.SH	国金证券	8.84	267	1.37	1.31	1.25	1.18	26.47	21.31	18.70	16.55	未有评级
000783.SZ	长江证券	7.11	393	1.48	1.43	1.37	1.31	152.85	19.41	16.49	14.57	中性
000686.SZ	东北证券	8.51	199	1.32	1.26	1.20	1.14	65.46	16.66	14.30	13.76	未有评级
601198.SH	东兴证券	11.18	308	1.57	1.43	1.34	1.24	30.55	17.16	14.92	12.76	未有评级
000750.SZ	国海证券	5.12	216	1.59	1.58	1.57	1.56	256.00	155.15	129.29	112.43	未有评级
601099.SH	太平洋	3.50	239	2.32	2.18	2.04	1.90	-18.04	22.44	18.70	16.26	未有评级
002673.SZ	西部证券	9.02	316	1.82	1.77	1.70	1.63	157.69	37.96	28.21	23.89	未有评级
002500.SZ	山西证券	8.13	230	1.85	1.78	1.71	1.63	101.63	28.64	24.89	21.65	未有评级
002797.SZ	第一创业	6.87	241	2.73	2.53	2.36	2.20	190.83	55.05	43.73	38.27	未有评级
601375.SH	中原证券	5.10	153	1.98	1.91	1.88	1.85	255.00	81.34	77.74	72.24	未有评级
600909.SH	华安证券	6.36	230	1.84	1.76	1.69	1.62	42.40	25.61	23.55	21.49	未有评级
601878.SH	浙商证券	8.96	299	2.19	2.09	2.00	1.91	40.73	29.54	27.10	24.20	未有评级
601108.SH	财通证券	10.36	372	1.94	1.82	1.74	1.66	47.09	30.67	28.83	27.07	未有评级
601990.SH	南京证券	9.90	260	1.42	1.40	1.27	1.19	30.00	15.85	14.15	12.91	未有评级
601162.SH	天风证券	8.31	274	2.16	2.09	2.02	1.95	92.33	41.59	36.85	32.54	未有评级
002939.SZ	长城证券	8.48	439	3.56	3.47	3.37	3.25	132.50	80.30	66.92	58.19	未有评级
002926.SZ	华西证券	15.07	468	2.83	2.72	2.61	2.48	71.76	43.49	36.24	31.52	未有评级
002945.SZ	华林证券	15.94	430	9.51	9.05	8.57	8.06	113.86	113.53	96.26	81.20	未有评级
	大券商		14,276	1.65	1.55	1.47	1.40	27.08	20.49	17.64	15.69	
	行业		21,671	1.67	1.59	1.52	1.45	78.42	31.04	27.02	23.91	
	中小券商		6214.00	1.70	1.63	1.56	1.49	103.30	36.00	31.45	27.82	

资料来源: 万得, 中银国际证券

注: 股价截止日 2019 年 10 月 15 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371