



## 强于大市

# 证券行业 2019 年三季报 综述

自营带动业绩维持高增，大券商 ROE 领先行业

1-9 月 131 家券商合计实现营业收入 2611.95 亿元，同比增加 37.96%；实现净利润 931.05 亿元，同比增长 87.50%。自营收入持续体现高弹性，券商 19 年业绩将实现高速增长，大券商 ROE 明显领先于行业。

- 券商业绩保持高增速，大券商 ROE 明显领先行业平均。2019 前三季度市场行情同比大幅回暖，截至三季末沪深 300 指数累计上涨 26.70%。1) 2019 年 1-9 月，131 家券商合计实现营业收入 2611.95 亿元，同比增长 37.96%，合计实现归属于母公司股东净利润 931.05 亿元，同比增长 87.50%。2) 自营、经纪、信用、投行、资管业务收入占比分别为 34%、24%、13%、12%、7%，其中，自营、信用占比分别同比提升 6 个百分点与 5 个百分点。3) 证券行业前三季度整体年化 ROE 与净利润率分别为 6.40%与 35.6%，较 18 年同期的 3.54%和 26.2%分别大幅提升 3 个百分点和 10 个百分点。其中，36 家上市券商整体年化 ROE7.32%，大券商 ROE 明显领先于行业平均。
- 自营业务持续体现高弹性，信用业务收入翻倍：1) 自营：131 家券商 1-9 月实现自营业务收入 878.71 亿元，同比增长 66.97%，集中体现了券商业绩的高弹性。2) 信用：合计实现信用业务收入合计 347.38 亿元，同比增长 121.60%。截至三季末，市场两融余额与股票质押参考市值分别较年初提升 25.57%与 7.15%。3) 资管：131 家券商合计实现资管收入 190.64 亿元，同比下滑 6.09%。上市券商已率先实现资管收入增速由负转正。
- 经纪业务稳健增长，投行业务增长提速：1) 经纪：受前三季度市场股基成交额增长 34%的带动，131 家券商合计实现经纪业务收入 625.33 亿元，同比增长 26.17%，经纪业务佣金首破万三。2) 投行：合计实现投行业务收入 317.83 亿元，同比增长 32.71%，增速较上半年显著提升 (21.98%)。1-9 月股权承销规模 1.08 万亿元，同比下滑 2.85%，其中 IPO 承销金额 1401 亿元，同比增长 21.71%；公司债、企业债、ABS 合计规模达 3.13 万亿元，同比增加 37.63%。
- 资本市场改革不断推进，低基数下券商 19 年业绩将大增。19Q3 科创板正式开市，资本市场利好政策仍然不断，近期三家券商新获外汇结售汇资格，外管局取消境外投资者限制，金融委会议提出进一步扩大金融业双向开放，券商等金融机构外资股比限制取消时间定于 2020 年，重大资产重组新规正式落地，新三板改革措施出台，资本市场深化改革、扩大开放进程将持续推进。低基数下券商 19 年业绩将实现高速增长。在悲观、中性、乐观假设下，证券行业 2019 年整体净利润增速为 57.33%、75.10%、102.82%。

### 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。

### 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) 短期来看，强 Beta 属性下，券商板块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、市场行情与活跃度提升等市场因素带动。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。

### 相关研究报告

《上市券商 9 月业绩点评》20191016  
《证券行业 2019 年三季报前瞻》20191016  
《证券行业集中度专题报告》20190924

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



## 目录

<b>1 行情好转+成交活跃度回升，上市券商业绩维持高增</b> .....	<b>4</b>
1.1 市场行情止跌好转，市场成交量有所提升.....	4
1.2 2019 前三季度证券行业净利润同比大增 87.50%，ROE 显著回升.....	5
1.3 2019Q3 公募基金增配券商板块.....	9
<b>2 自营业务保持强势表现，投行、两融业务增长提速</b> .....	<b>11</b>
2.1 自营：收入高弹性持续，资产规模快速增长.....	11
2.2 经纪：成交活跃度回升带动收入同比增长 26%，行业佣金率首破万三.....	12
2.3 投行：科创板开市 IPO 单季规模同比+249%，收入增速提升至 33%.....	14
2.4 信用：多重利好加持，两融余额回归上升通道，信用业务收入翻倍.....	18
2.5 资管：前三季度收入降幅收窄，上市券商率先完成增速转正.....	19
<b>3 盈利展望及投资建议</b> .....	<b>21</b>
3.1 2019 年盈利展望.....	21
3.2 投资建议.....	21
<b>4 风险提示</b> .....	<b>23</b>



## 图表目录

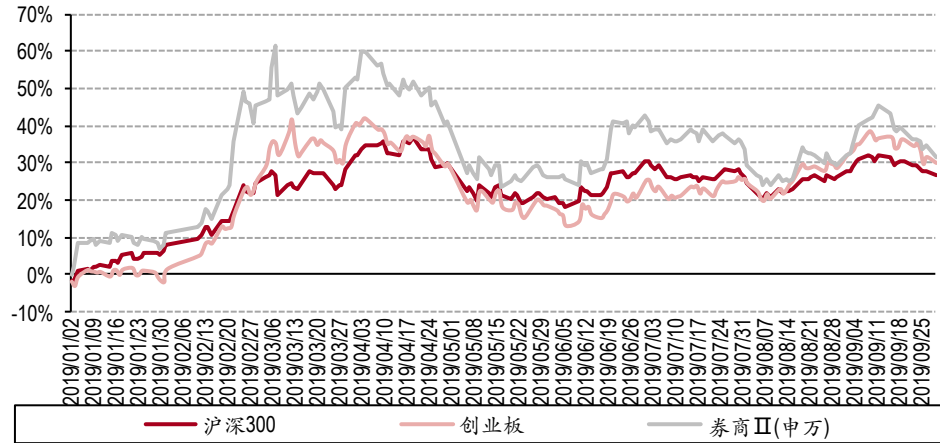
图表 1. 2019 前三季度沪深 300、创业板指、券商指数走势.....	4
图表 2. 截至 2019 年 9 月底非银行业各版块指数走势.....	4
图表 3. 2018/01-2019/09 日均股基成交额 .....	5
图表 4. 2018/01-2019/09 月度平均换手率 .....	5
图表 5. 2019 年 1-9 月上市券商 (36 家) 财务数据汇总及增速.....	6
图表 6. 2019 年 1-9 月证券行业各项业务收入及增速.....	7
图表 7. 2012-2019Q3 证券行业业务收入结构.....	7
图表 8. 2019 年 1-9 月上市券商归属于母公司股东净利润.....	8
图表 9. 2019 年 1-9 月上市券商归母净利润同比增速.....	8
图表 10. 2019 年 1-9 月 36 家上市券商 ROE (年化) .....	8
图表 11. 2019 年 1-9 月 36 家上市券商净利润率 .....	9
图表 12. 2018Q4-2019Q3 券商板块: 公募基金重仓持股比例 vs 自由流通市值占比 ..	9
图表 13. 2019Q1-2019Q3 上市券商公募基金重仓持股占比 (前 10) .....	10
图表 14. 2019 三季末上市券商自营资产规模及增速 (36 家) .....	11
图表 15. 2019 前三季度上市券商自营业务收入及同比增速 (36 家) .....	11
图表 16. 2013-2019Q3 证券行业净资产与增速.....	12
图表 17. 2019 年前三季度上市券商其他综合收益 (36 家) .....	12
图表 18. 2011-2019Q3 全市场双边股基成交额.....	13
图表 19. 2011H1-2019Q3 证券行业经纪业务佣金率.....	13
图表 20. 2019 年前三季度上市券商经纪业务收入及增速 (36 家) .....	13
图表 21. 2010-2019Q3 首发募集资金规模及家数.....	14
图表 22. 2011-2019Q3 股权融资规模及增速.....	14
图表 23. 2012-2019Q1 债券发行规模.....	14
图表 24. 科创板承销保荐排行榜 (截至 2019 年 10 月 29 日) .....	15
图表 25. 2019 年 1-9 月上市券商股权承销排名 (合并口径) .....	16
图表 26. 2019 年 1-9 月上市券商债券承销排名 (合并口径) .....	17
图表 27. 2019 前三季度上市券商投行业务收入及同比增速 (36 家) .....	18
图表 28. 2019 年前三季度上市券商利息净收入及同比增速 (36 家) .....	18
图表 29. 2018/01-2019/09 市场两融余额.....	19
图表 30. 2018/01-2019/09 全市场股票质押参考市值.....	19
图表 31. 2019 年 9 月末券商未解押股票质押参考市值及市场份额.....	19
图表 32. 2019 年 1-9 月上市券商资产管理业务收入及同比增速 (36 家) .....	20
图表 33. 2019 年证券行业业绩弹性测算.....	21
图表 34. 上市券商估值表.....	22

## 1 行情好转+成交活跃度回升，上市券商业绩维持高增

### 1.1 市场行情止跌好转，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。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。

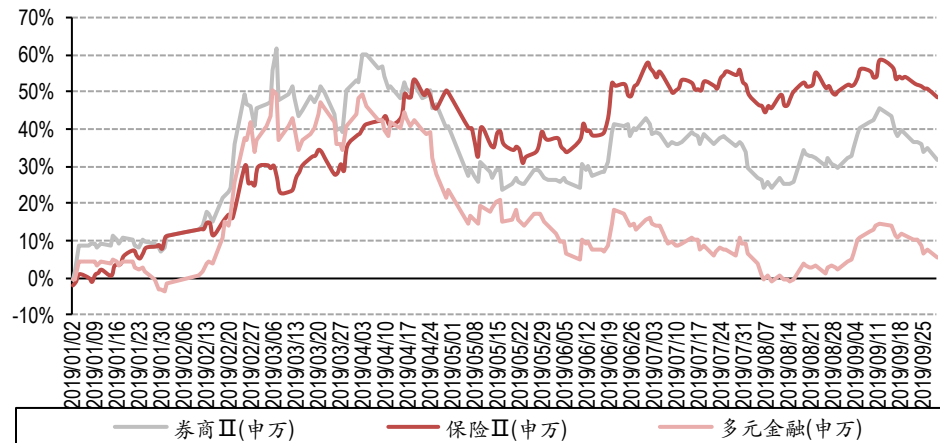
图表 1. 2019 前三季度沪深 300、创业板指、券商指数走势



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%)。

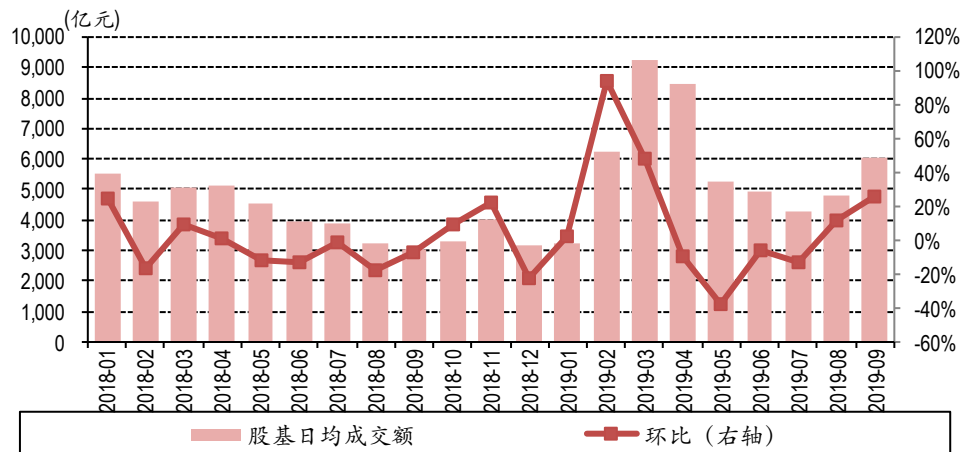
图表 2. 截至 2019 年 9 月底非银金融行业各版块指数走势



资料来源：万得，中银国际证券

19Q3 市场成交活跃度逐月回升。随着证监会下调转融资费率、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。

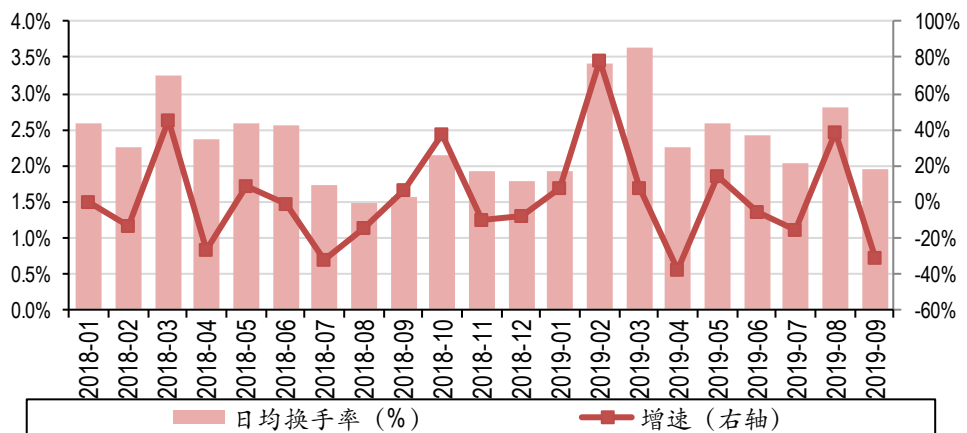
图表 3. 2018/01-2019/09 日均股基成交额



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

## 1.2 2019 前三季度证券行业净利润同比大增 87.50%，ROE 显著回升

据中证协数据，2019 年 1-9 月，131 家券商合计实现营业收入 2611.95 亿元，同比增长 37.96%，合计实现归属于母公司股东净利润 931.05 亿元，同比增长 87.50%。其中，36 家上市券商合计实现营业收入 2744.58 亿元，同比增长 47.50%，实现归属于母公司股东净利润 797.27 亿元，同比大幅增长 65.01%。截至 2019 三季度末，上市券商合计归属于母公司股东净资产 1.50 万亿元，较年初增长 6.80%，总资产 6.37 万亿元，较年初增长 13.03%，上市券商整体杠杆率（剔除代理买卖证券款）为 3.48 倍，较去年同期上升 0.14，较年初上升 0.10。





图表 5. 2019 年 1-9 月上市券商 (36 家) 财务数据汇总及增速

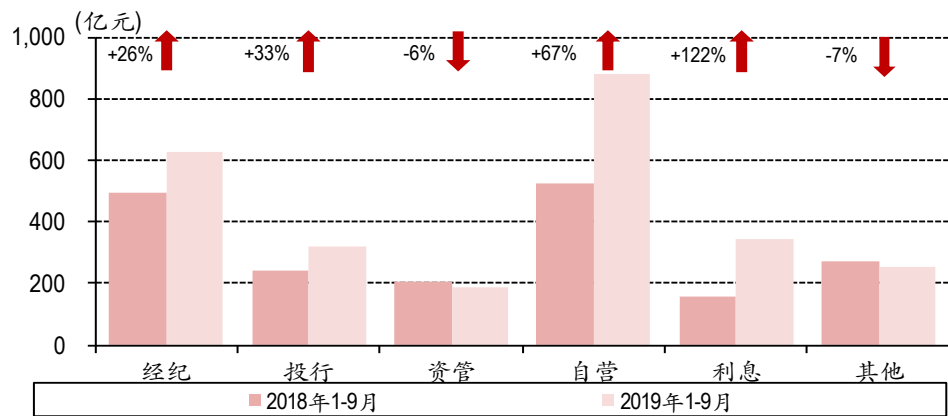
(百万元)	2018 年 1-9 月	2019 年 1-9 月	同比增速(%)
<b>一、营业收入</b>	<b>186,076</b>	<b>274,458</b>	<b>47.50</b>
手续费及佣金净收入	90,916	103,657	14.01
经纪业务手续费净收入	44,902	53,176	18.43
投资银行业务手续费净收入	19,267	23,744	23.24
资产管理业务手续费净收入	20,949	21,280	1.58
利息净收入	17,143	30,510	77.97
投资净收益	55,220	70,817	28.25
对联营企业和合营企业的投资收益	4,938	6,208	25.73
公允价值变动净收益	(1,936)	20,370	-
其他业务收入	21,664	46,419	114.27
<b>二、营业支出</b>	<b>123,018</b>	<b>168,299</b>	<b>36.81</b>
营业税金及附加	1,546	1,608	3.99
管理费用	93,732	112,708	20.25
<b>三、营业利润</b>	<b>63,058</b>	<b>106,159</b>	<b>68.35</b>
<b>四、利润总额</b>	<b>63,849</b>	<b>105,953</b>	<b>65.94</b>
减: 所得税	13,361	23,487	75.78
<b>五、净利润</b>	<b>50,487</b>	<b>82,466</b>	<b>63.34</b>
归属于母公司所有者的净利润	48,318	79,727	65.01
总资产	5,617,866	6,373,552	13.45
归属于母公司所有者的净资产	1,407,937	1,499,094	6.47
杠杆率 (剔除代理买卖证券款)	3.34	3.48	4.31
ROE (年化) (%)	4.67	7.35	57.29

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

**19Q3 市场行情好转、活跃度回升, 自营业务持续体现高弹性:** 1) 8 月以来市场行情再次转好, 市场成交量及两融余额等均逐步回升, 在此背景下券商保持业绩高增速。2) 自营: 131 家券商 1-9 月实现自营业务收入 878.71 亿元, 同比增长 66.97%, 集中体现了券商业绩的高弹性。3) 信用: 131 家券商 1-9 月实现信用业务收入合计 347.38 亿元, 同比增长 121.60%。截至三季度末, 市场两融余额与股票质押参考市值分别较年初提升 25.57% 与 7.15%。此外, 新会计准则将债权投资收益由投资净收益科目划转至利息净收入也是信用业务收入高增的原因之一。

**经纪业务稳健增长, 投行收入增速提升, 资管收入降幅收窄:** 1) 经纪: 受前三季度市场股基成交额增长 34% 的带动, 131 家券商合计实现经纪业务收入 625.33 亿元, 同比增长 26.17%。2) 投行: 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%; 债券承销 (公司债、企业债、ABS) 合计规模达 3.13 万亿元, 同比增加 37.63%。131 家券商合计实现投行业务收入 317.83 亿元, 同比增长 32.71%, 增速较上半年提升 (21.98%)。3) 资管: 在资管新规去通道等政策的持续影响下, 131 家券商合计实现资管收入 190.64 亿元, 同比下滑 6.09%, 降幅较 19H1 (8.32%) 有所收窄。

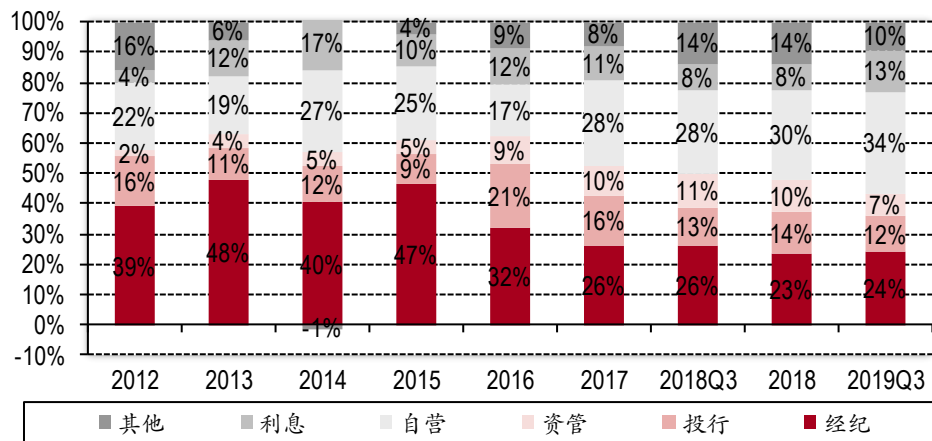
图表 6. 2019 年 1-9 月证券行业各项业务收入及增速



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

**自营与信用占比显著提升。**2019 年前三季度 131 家券商合计自营、经纪、信用、投行、资管业务收入占比分别为 34%、24%、13%、12%、7%。其中，自营业务、信用业务占比分别较 18 年同期提升 6 个百分点与 5 个百分点，资管业务占比下滑 3 个百分点。

图表 7. 2012-2019Q3 证券行业业务收入结构

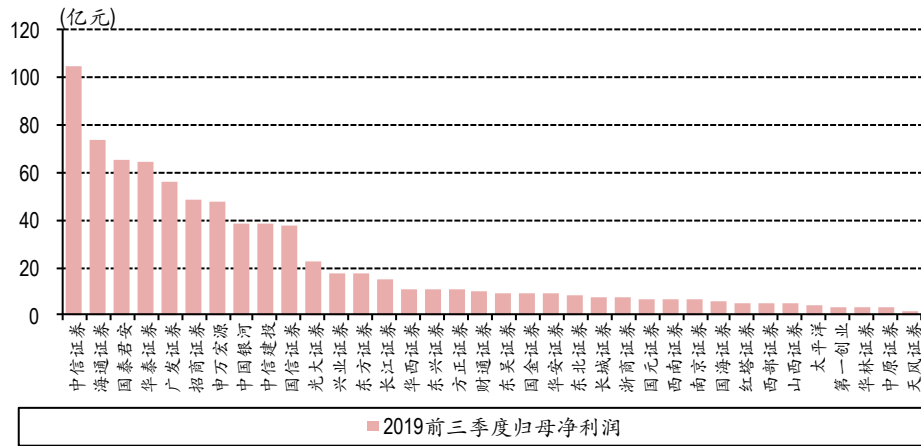


资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

**上市券商业绩维持高速增长。**36 家 A 股上市券商全部实现盈利，其中 17 家券商盈利超过 10 亿元，中信证券、海通证券、国泰君安证券、华泰证券、广发证券分别实现归母净利润 105.22 亿元、73.86 亿元、65.46 亿元、64.41 亿元、56.16 亿元，盈利水平位居前五位。1-9 月上市券商业绩保持高速增长。36 家上市券商除天风证券外业绩均实现同比正增长。其中，东吴证券、国海证券、山西证券前三季度归母净利润同比增幅分别为 382%、355%、338%，位居前三位，业绩增速领跑全行业，太平洋证券则实现业绩扭亏为盈（由 18 年同期的-1.77 亿增至 4.01 亿元）。大券商中，中国银河、海通证券、国信证券涨幅居前，业绩增速分别为 107%、106%、93%。

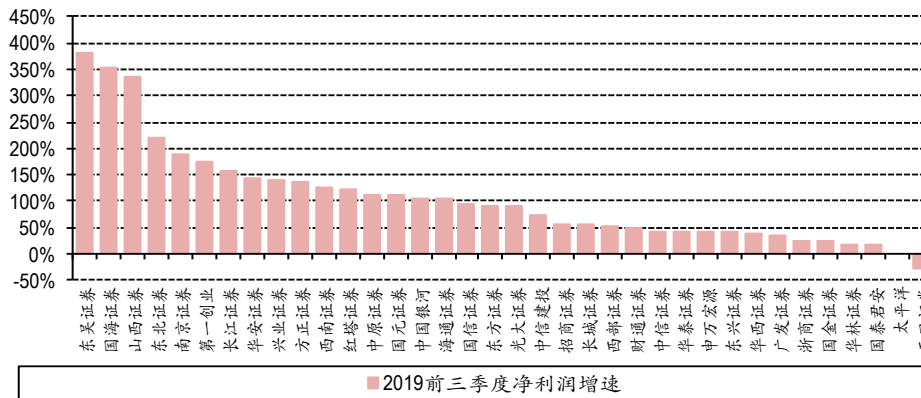


图表 8. 2019 年 1-9 月上市券商归属于母公司股东净利润



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

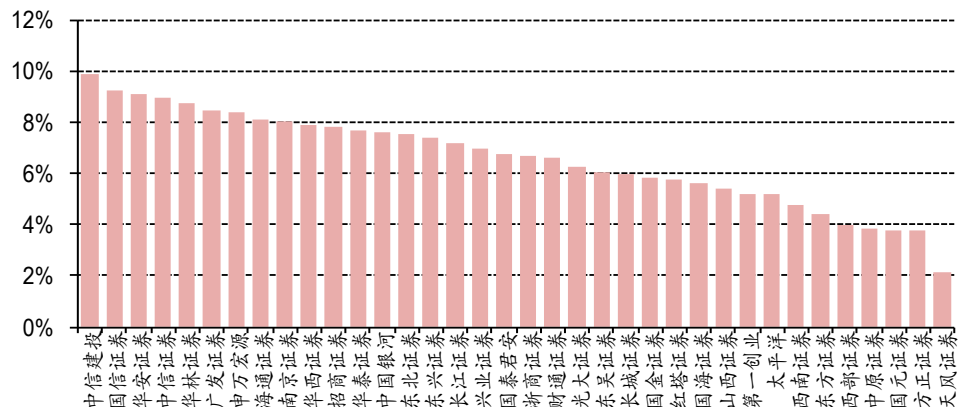
图表 9. 2019 年 1-9 月上市券商归母净利润同比增速



资料来源：万得，中银国际证券

证券行业前三季度年化 ROE7.32%，同比提升 3 个百分点，大券商 ROE 保持领先。证券行业 19 年前三季度整体年化 ROE 与净利润率分别为 7.32%与 29.05%，较 18 年同期的 3.54%和 26.2%各提升 3 个百分点。其中，36 家上市券商整体年化 ROE7.32%，领先行业平均水平。36 家上市券商中，中信建投、国信证券、华安证券、中信证券分别实现年化 ROE 9.90%、9.28%、9.12%与 8.96%，位居上市券商前四位。总体来看，大券商 ROE 明显领先于行业平均。

图表 10. 2019 年 1-9 月 36 家上市券商 ROE (年化)

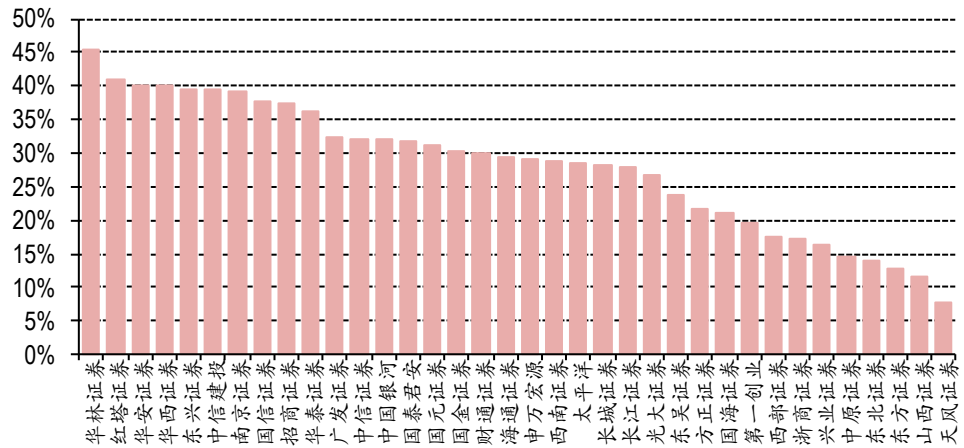


资料来源：公司公告，万得，中银国际证券



36家上市券商中，华林证券、红塔证券、华安证券1-9月净利润率分别为45.32%、41.07%、40.03%，位居上市券商前三位。

图表 11. 2019年1-9月36家上市券商净利润率

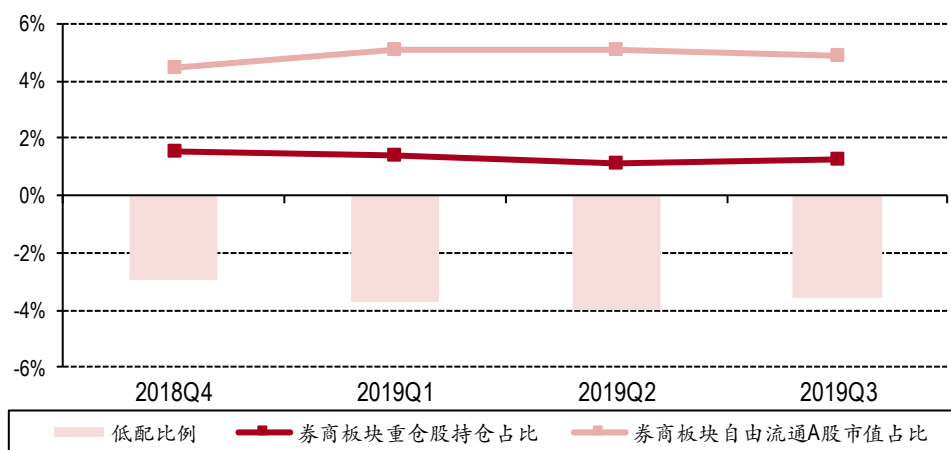


资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

### 1.3 2019Q3 公募基金增配券商板块

19Q3 公募基金增配证券板块，仍然低配 3.56%。根据公募基金三季报显示，截至三季度末公募基金今年首度增配券商板块。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9月末公募基金对券商板块的重仓股持股比例 1.28%，较 19H1 增加 0.19 个百分点。截至三季度末证券行业全 A 股自由流通市值占比为 4.84%，公募基金对券商板块仍然低配 3.56%，低配幅度环比降低（19Q1 低配 3.71%，19Q2 低配 3.99%）。

图表 12. 2018Q4-2019Q3 券商板块：公募基金重仓持股比例 vs 自由流通市值占比

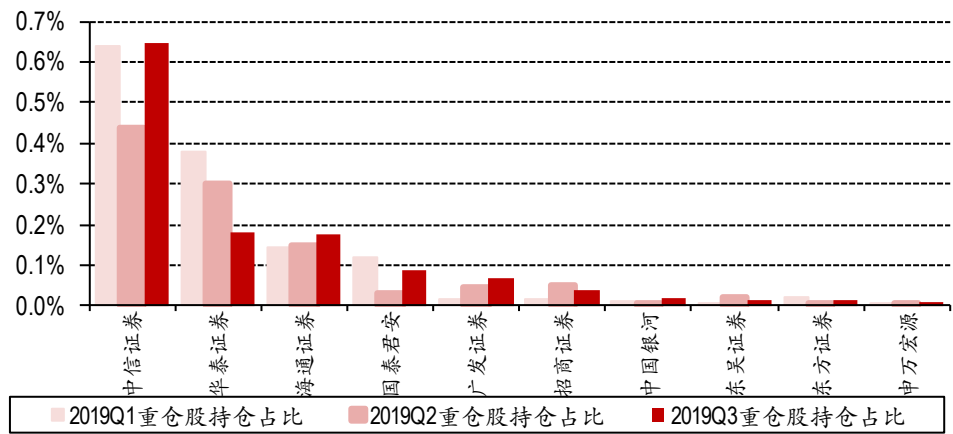


资料来源：万得，中银国际证券

分个股持仓情况来看，截至三季度末，中信证券、华泰证券、海通证券、国泰君安、广发证券、招商证券的公募基金重仓股持仓占比分别为 0.65%、0.18%、0.18%、0.09%、0.07%、0.04%，其中中信证券、海通证券、国泰君安、广发证券环比上升，海通证券、招商证券环比下降。



图表 13. 2019Q1-2019Q3 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

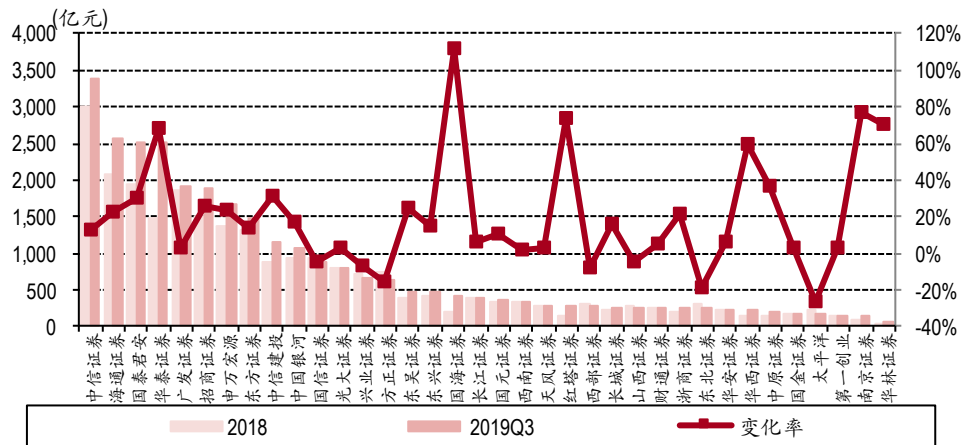
## 2 自营业务保持强势表现，投行、两融业务增长提速

### 2.1 自营：收入高弹性持续，资产规模快速增长

自营收入同比增长 67%，占比提升 6 个百分点。8 月以来市场行情再次转好，券商的自营投资弹性凸显，131 家券商 19 年前三季度合计实现自营业务收入 878.71 亿元，同比大幅增长 67%，收入占比同比提升 6 个百分点至 34%。其中，36 家上市券商合计实现自营收入 911.87 亿元，同比大增 89%。

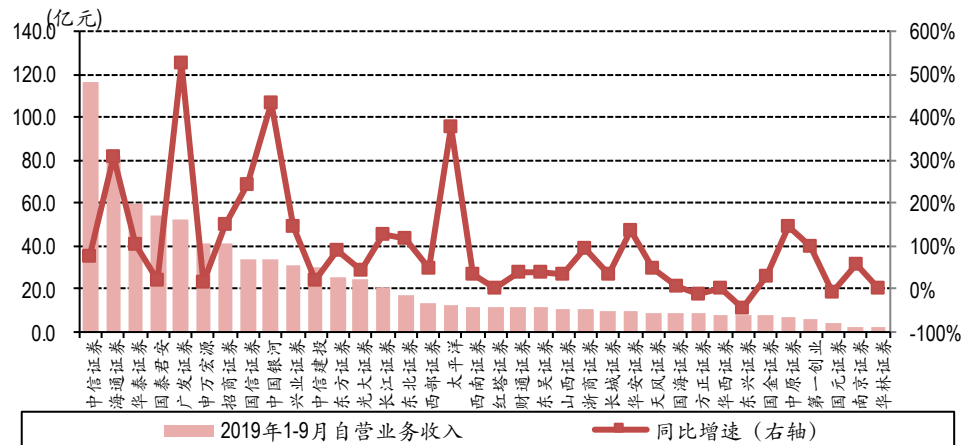
1) 截至三季度末，36 家上市券商合计自营资产规模 2.92 万亿元，较年初增长 17.74%。其中，中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券自营资产规模分别为 3385 亿元、2555 亿元、2523 亿元、2503 亿元，排名前三。自营资产规模增速排名前三的是国海证券、南京证券、华林证券，增速分别为 112%、76%、74%。2) 中信证券、海通证券、华泰证券自营业务收入分别为 116.4 亿元、81.9 亿元、59.5 亿元，位居前三。广发证券、中国银河、太平洋证券自营业务收入分别同比增长 526%、434%、378%，增速位居前三位。

图表 14. 2019 三季度末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

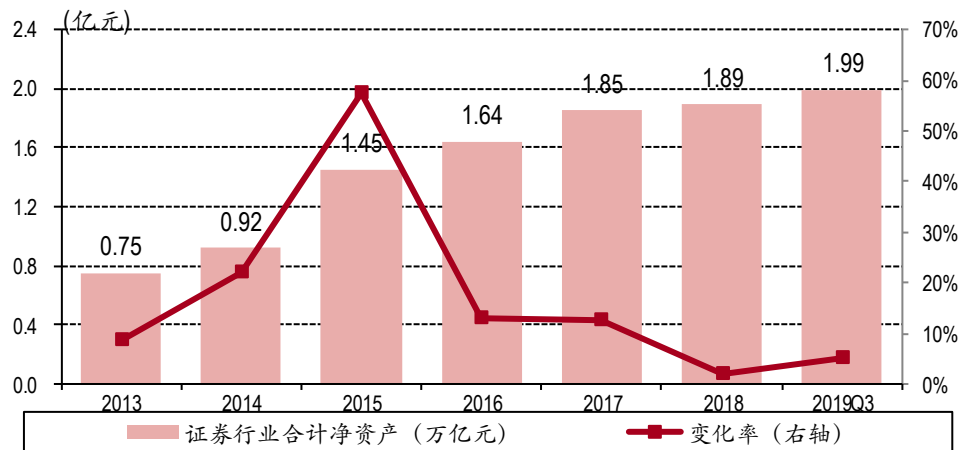
图表 15. 2019 前三季度上市券商自营业务收入及同比增速 (36 家)



资料来源：万得，中银国际证券

**19 前三季度券商净资产增长提速。**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，截至三季度末全部 131 家券商归母净资产达 1.99 万亿元，较年初增长 5.29%。

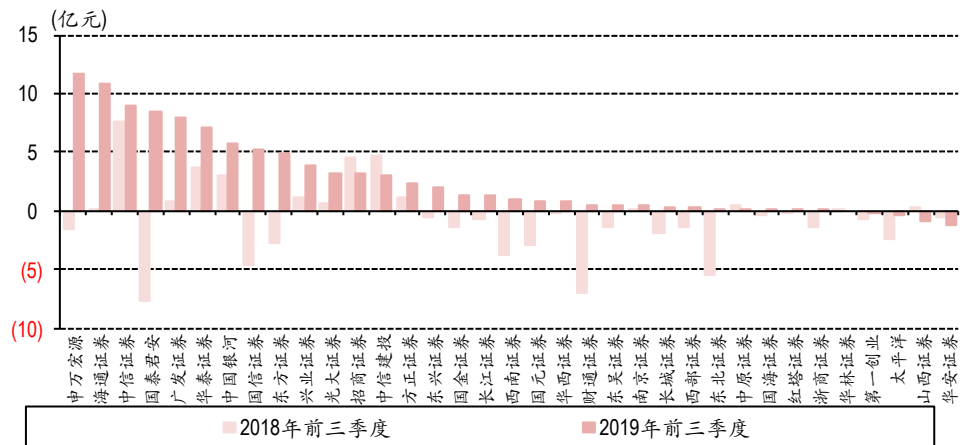
图表 16.2013-2019Q3 证券行业净资产与增速



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、中信证券1-9月其他综合收益分别为11.7亿元、10.90亿元、9.05亿元，排名前三。

图表 17.2019 年前三季度上市券商其他综合收益 (36 家)



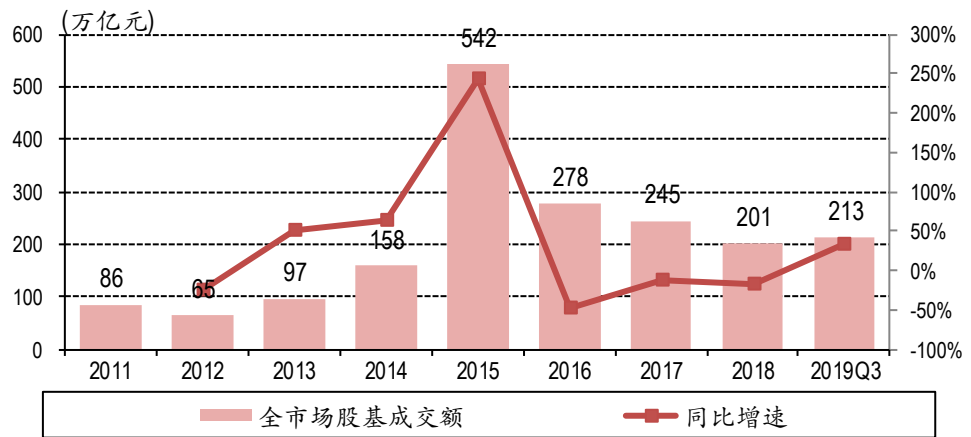
资料来源：万得，中银国际证券

## 2.2 经纪：成交活跃度回升带动收入同比增长 26%，行业佣金率首破万三

股基成交额大幅增长，经纪业务收入同比增长 26%。19 年 1-9 月全市场双边股基成交额为 212.80 万亿元，同比增长 34.24%，已经超过 2018 年全年水平。131 家券商合计实现经纪业务收入 625.33 亿元，同比增长 26%，占营业收入比重 24%。

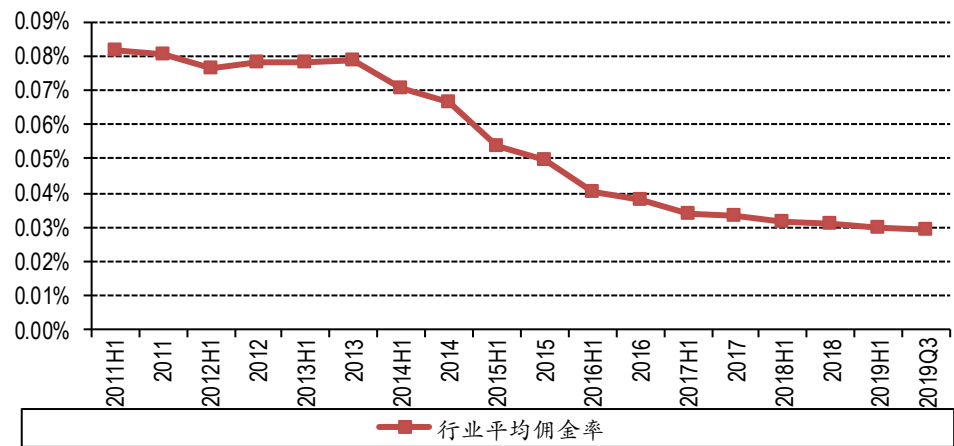
行业佣金率首次低于万分之 3。行业经纪业务佣金率维持小幅下滑态势，前三季度行业平均佣金率万分之 2.94，较上半年万分之 3.01 小幅下滑，其中 19Q3 单季佣金率仅为万分之 2.78。随着行业佣金率的不断下滑，部分中小券商佣金率已不断逼近成本线，预计未来下降空间有限。

图表 18. 2011-2019Q3 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

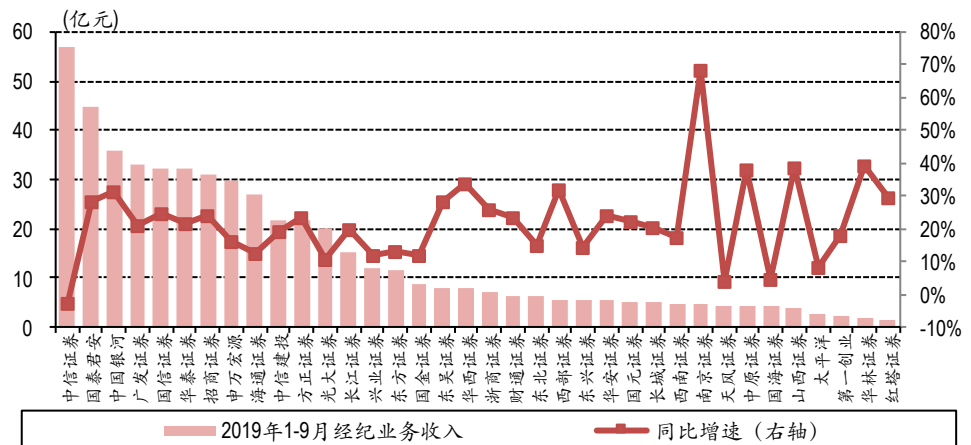
图表 19. 2011H1-2019Q3 证券行业经纪业务佣金率



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

其中，中信证券、国泰君安、中国银河 19 前三季度经纪业务收入分别为 57.0 亿元、44.9 亿元、35.9 亿元，位居上市券商前三位。南京证券、华林证券、山西证券经纪业务增速分别为 68.4%、39.1%、38.9%，排名前三。

图表 20. 2019 年前三季度上市券商经纪业务收入及增速 (36 家)



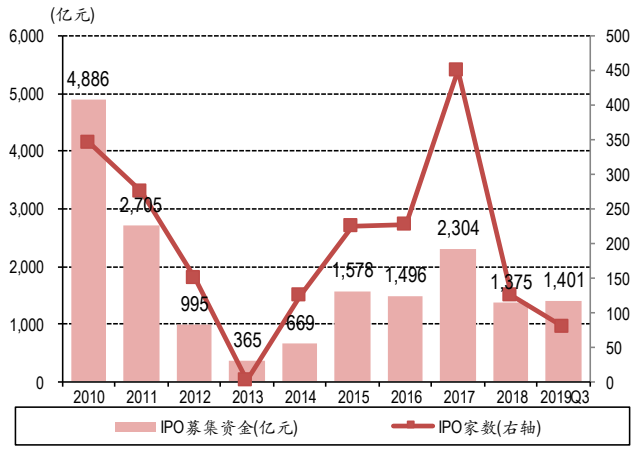
资料来源：公司公告，万得，中银国际证券



### 2.3 投行：科创板开市 IPO 单季规模同比+249%，收入增速提升至 33%

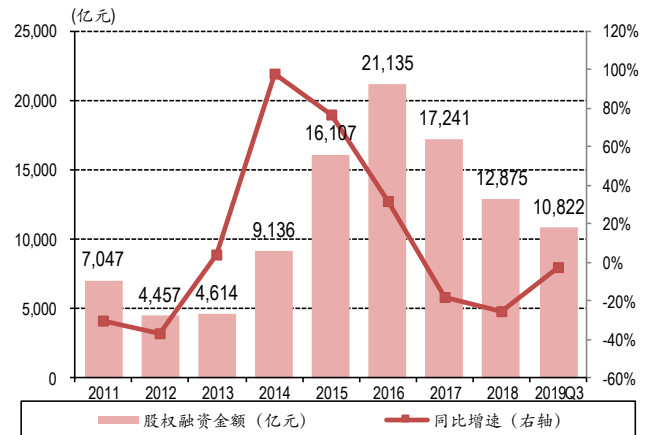
科创板带动 IPO 规模大幅增加，债券承销规模大幅增加。2019 年 1-9 月股权承销规模 10822 亿元，同比下滑 2.85%，降幅较上半年显著收窄，其中 IPO 承销金额 1401 亿元，同比增长 21.71%（19Q3 单季 IPO 规模 797 亿元，环比+128%，同比+249%，主要受益于科创板的开市以及存量市场的 IPO 节奏提速），股权再融资（增发、配股）规模 5422 亿元，同比下滑 16.78%。债券承销方面，公司债、企业债、ABS 合计规模达 3.13 万亿元，同比增加 37.63%。

图表 21. 2010-2019Q3 首发募集资金规模及家数



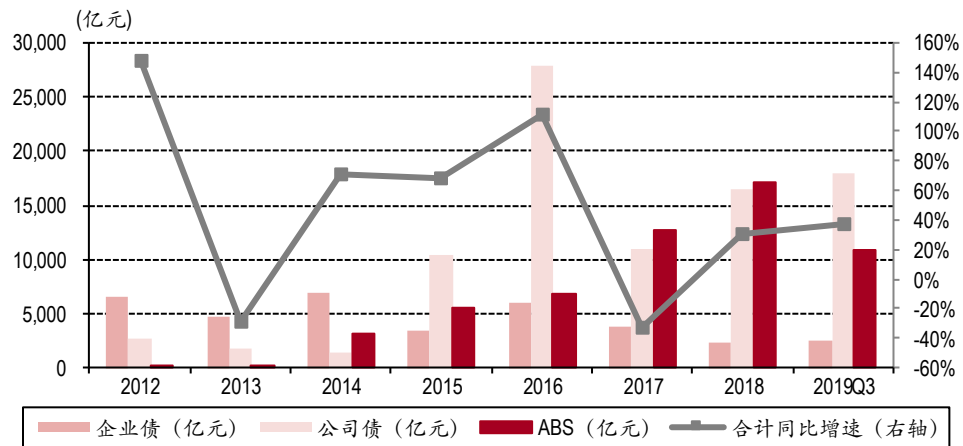
资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

图表 22. 2011-2019Q3 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 23. 2012-2019Q1 债券发行规模



资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

截至 2019 年 10 月 29 日，科创板累计已有 53 家企业完成上市，合计融资金额达到 661.32 亿元。从承销机构来看，中信建投、中信证券、华泰证券分别完成承销保荐家数为 6.5 家、6 家、4.5 家，排名前三；中金公司、中信证券、华泰证券分别实现承销金额为 131.39 亿元、100.76 亿元、62.73 亿元，排名行业前三。



图表 24. 科创板承销保荐排行榜 (截至 2019 年 10 月 29 日)

序号	券商名称	保荐家数	序号	券商名称	募集资金规模 (亿元)
1	中信建投	6.5	1	中金公司	131.39
2	中信证券	6	2	中信证券	100.76
3	华泰证券	4.5	3	华泰证券	62.73
4	中金公司	4	4	中信建投	53.88
5	国信证券	4	5	国泰君安	42.77
6	国泰君安	3.5	6	招商证券	31.06
7	安信证券	3	7	海通证券	27.86
8	东兴证券	2	8	国信证券	26.72
9	广发证券	2	9	东兴证券	24.26
10	海通证券	2	10	安信证券	22.41
11	民生证券	2	11	南京证券	17.49
12	招商证券	2	12	瑞银证券	15.88
13	中德证券	2	13	广发证券	15.16
14	东方证券	1	14	长江证券	14.76
15	东莞证券	1	15	民生证券	14.49
16	华安证券	1	16	中德证券	14.09
17	南京证券	1	17	兴业证券	9.79
18	瑞银证券	1	18	华安证券	9.69
19	申万宏源	1	19	天风证券	7.28
20	天风证券	1	20	东方证券	6.25
21	兴业证券	1	21	申万宏源	5.20
22	长江证券	1	22	华菁证券	4.16
23	华菁证券	0.5	23	东莞证券	3.25
总计		53	总计		661.32

资料来源: 公司公告, 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 25. 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				承销金额 (亿元)			
		首发	增发	配股	合计	首发	增发	配股	合计
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
申万宏源	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
<b>上市券商</b>	<b>74.71</b>	<b>118</b>	<b>158</b>	<b>7</b>	<b>283</b>	<b>1,055.26</b>	<b>3,951.04</b>	<b>117.21</b>	<b>5,124</b>
<b>行业合计</b>	<b>100.00</b>	<b>150</b>	<b>198</b>	<b>9</b>	<b>357</b>	<b>1,401.41</b>	<b>5,287.64</b>	<b>133.86</b>	<b>6,823</b>

资料来源: 万得, 中银国际证券

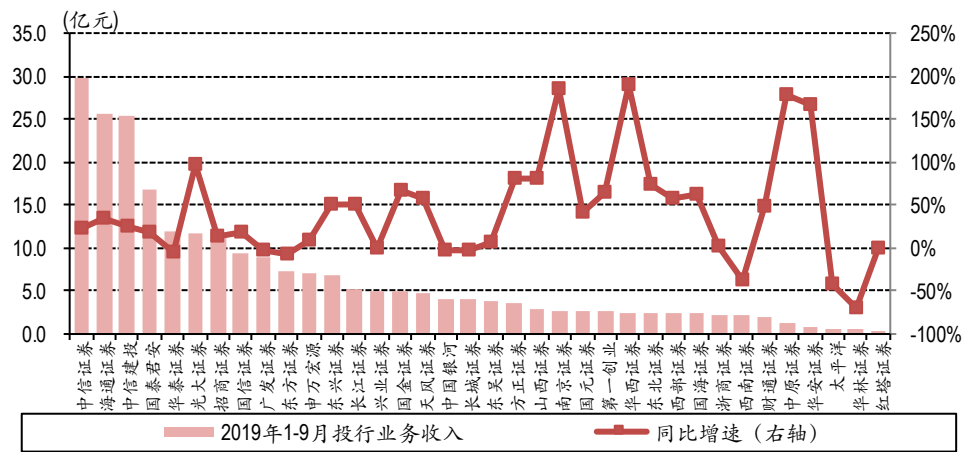
图表 26. 2019 年 1-9 月上市券商债券承销排名 (合并口径)

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
<b>上市券商</b>	<b>20,081.96</b>	<b>63.53</b>	<b>1,529.67</b>	<b>11,014.03</b>	<b>7,538.26</b>
<b>行业合计</b>	<b>31,610.54</b>	<b>100.00</b>	<b>2,539.90</b>	<b>18,032.14</b>	<b>11,038.50</b>

资料来源: 万得, 中银国际证券

131 家上市券商 1-9 月实现投行业务收入合计 317.83 亿元, 同比增长 33%, 占营业收入比重为 12%。其中, 中信证券、海通证券、中信建投投行业务收入分别为 29.8 亿元、25.7 亿元、25.3 亿元, 位居上市券商前三。华西证券、南京证券、中原证券投行业务收入同比增速分别为 190%、186%、178%, 增速位列前三。

图表 27. 2019 前三季度上市券商投行业务收入及同比增速 (36 家)



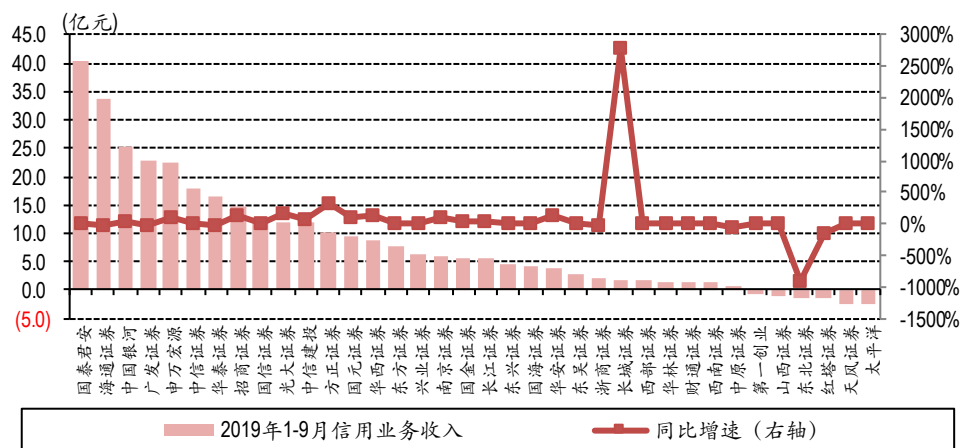
资料来源：公司公告，万得，中银国际证券

## 2.4 信用：多重利好加持，两融余额回归上升通道，信用业务收入翻倍

**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，19 年三季度末全市场股票质押参考市值较二季度末小幅下滑 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。

**低基数叠加会计准则调整，信用业务收入同比大增 122%。** 131 家券商 19 年 1-9 月实现利息净收入合计 347.38 亿元，同比增长 122%，占营业收入比重增至 13%。18 年同期低基数以及新会计准则将债权投资收益由投资净收益科目划转至利息净收入是收入大增的主因。其中，国泰君安、海通证券、中国银河证券分别实现利息净收入 40.3 亿元、33.6 亿元、25.4 亿元，位居行业前三。长城证券、方正证券、光大证券利息净收入增速排名前三，分别为 2779%、308%、152%。

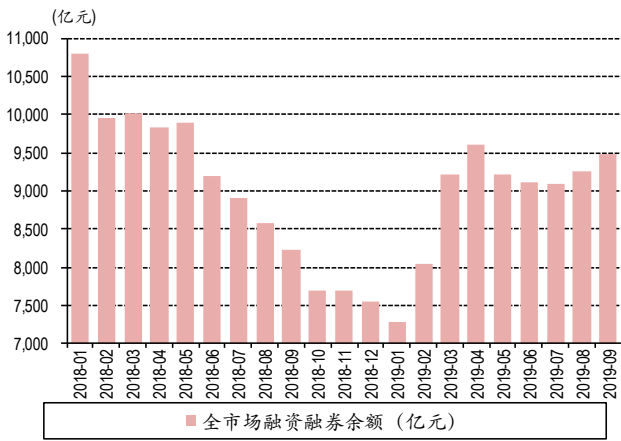
图表 28. 2019 年前三季度上市券商利息净收入及同比增速 (36 家)



资料来源：万得，中银国际证券

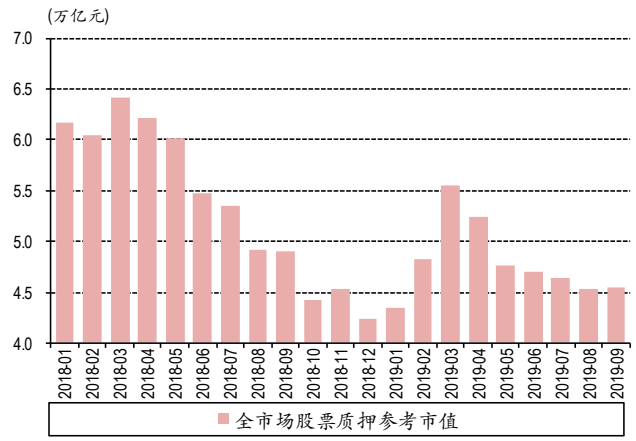


图表 29. 2018/01-2019/09 市场两融余额



资料来源：万得，中银国际证券

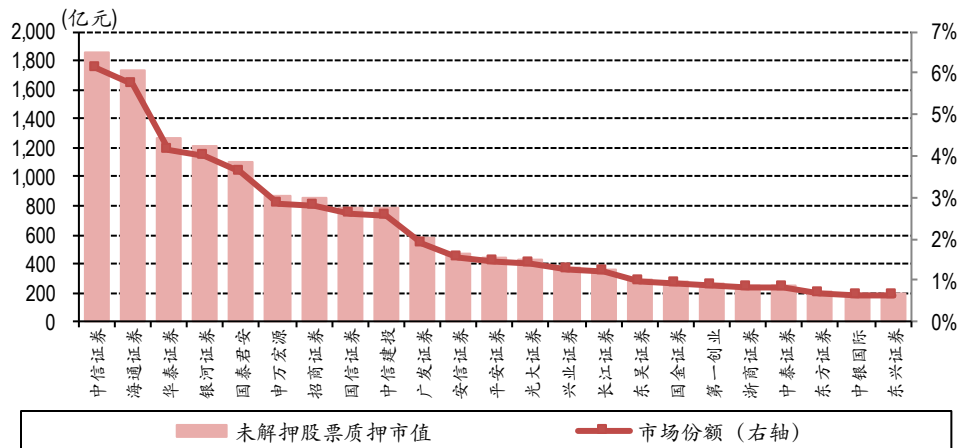
图表 30. 2018/01-2019/09 全市场股票质押参考市值



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 9.12%，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 8.50%、6.17%，分列第二、第三位。

图表 31. 2019 年 9 月末券商未解押股票质押参考市值及市场份额

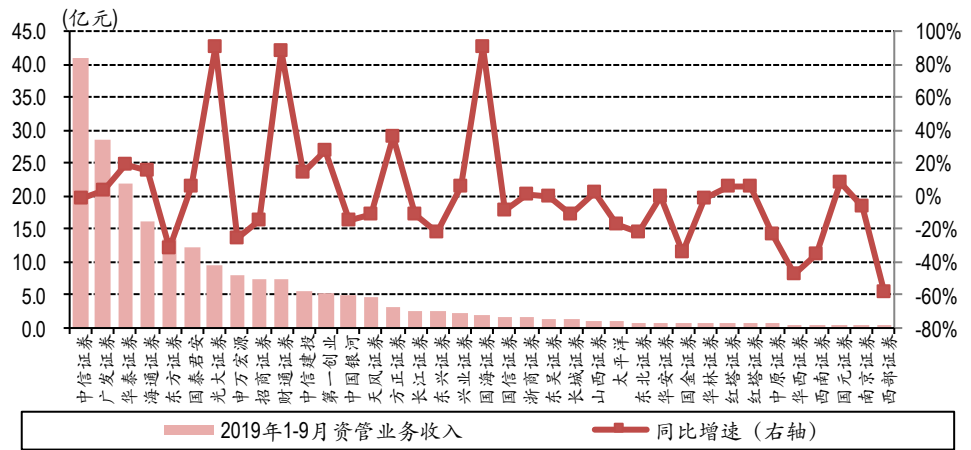


资料来源：万得，中银国际证券

## 2.5 资管：前三季度收入降幅收窄，上市券商率先完成增速转正

资管业务收入同比下滑 6%，上市券商资管业务增速已由负转正。资管新规对券商资管业务的影响还在持续，券商资管总规模仍处于下行通道，截至 19H1，资管规模降至 12.53 万亿元，较年初下降 6.17%，但主动管理占比较年初提升 1.7 个百分点至 19.40%。131 家券商前三季度合计实现资产管理业务收入 190.64 亿元，同比下滑 6%，增速较 19H1 收窄，收入占比仅 7%。其中 36 家上市券商实现资管业务收入 212.80 亿元，同比微增 2%。中信证券、广发证券、华泰证券实现资管业务收入分别为 41.0 亿元、28.5 亿元、21.9 亿元，位居前三。国海证券、光大证券、财通证券资管收入增速分别为 90.3%、90.0%、87.7%，增速排名前三。上市券商已经率先止住资管新规影响下业务发展的颓势，有望率先完成资管业务转型。

图表 32. 2019 年 1-9 月上市券商资产管理业务收入及同比增速 (36 家)



资料来源: 万得, 中银国际证券



### 3 盈利展望及投资建议

#### 3.1 2019 年盈利展望

经历了 Q1 市场行情与成交活跃度的大幅回暖、Q2 以来中美贸易摩擦、汇率波动、经济滞胀等宏观经济因素的影响、Q3 市场行情的好转及科创板开市，19Q4 证券行业仍面临诸多不确定性，但仍有望受益于中美贸易摩擦缓解以及利好政策的持续出台，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 57.33%、75.10%、102.82%。

图表 33. 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	5,500	6,000	7,000
	净佣金率(%)	0.034	0.031	0.029	0.029	0.030
	<b>经纪业务净收入</b>	<b>821</b>	<b>623</b>	<b>778</b>	<b>849</b>	<b>1,025</b>
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
	<b>投行业务净收入</b>	<b>544</b>	<b>401</b>	<b>443</b>	<b>478</b>	<b>514</b>
信用业务	两融平均规模	9,359	9,030	8,500	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
	<b>总利息净收入</b>	<b>348</b>	<b>215</b>	<b>154</b>	<b>169</b>	<b>196</b>
自营业务	权益类占比(%)	33.00	28.00	30.00	33.00	35.00
	沪深 300 涨幅(%)	21.78	(25.31)	25.00	30.00	40.00
	规模系数			1.15	1.20	1.25
	自营收入增速(%)		(7.05)	23.63	31.88	42.50
	<b>自营业务净收入</b>	<b>861</b>	<b>800</b>	<b>989</b>	<b>1,055</b>	<b>1,140</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	0.20	0.20	0.20
	<b>资管业务净收入</b>	<b>310</b>	<b>275</b>	<b>282</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>370</b>
<b>营业总收入</b>		<b>3,113</b>	<b>2,663</b>	<b>2,995</b>	<b>3,196</b>	<b>3,556</b>
<b>净利润率(%)</b>		<b>36.30</b>	<b>25.02</b>	<b>35.00</b>	<b>36.50</b>	<b>38.00</b>
<b>净利润</b>		<b>1,130</b>	<b>666</b>	<b>1,048</b>	<b>1,167</b>	<b>1,351</b>
<b>净利润同比增速(%)</b>			<b>(41.04)</b>	<b>57.33</b>	<b>75.10</b>	<b>102.82</b>

资料来源: 万得, 中银国际证券

#### 3.2 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市场活跃度提升等市场因素带动。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**。

图表 34. 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	22.18	2,484	1.75	1.65	1.54	1.44	28.62	19.71	17.45	15.26	买入
601688.SH	华泰证券	17.66	1,482	1.41	1.32	1.26	1.20	28.95	19.30	17.05	14.97	买入
600837.SH	海通证券	14.33	1,407	1.40	1.31	1.25	1.19	31.63	16.88	14.61	12.63	增持
601211.SH	国泰君安	17.26	1,447	1.25	1.20	1.16	1.11	22.92	17.79	15.01	13.48	增持
000776.SZ	广发证券	13.91	952	1.25	1.20	1.15	1.09	24.65	15.80	13.23	11.35	增持
600999.SH	招商证券	16.35	1,012	1.67	1.59	1.51	1.43	24.75	17.47	15.14	13.25	增持
601066.SH	中信建投	22.45	1,495	3.61	3.23	2.88	2.56	55.60	37.57	30.75	27.23	未有评级
000166.SZ	申万宏源	4.82	1,136	1.74	1.61	1.48	1.35	28.35	21.91	17.85	16.07	增持
601881.SH	中国银河	10.95	841	1.68	1.58	1.50	1.40	21.54	24.18	22.60	21.60	未有评级
002736.SZ	国信证券	12.30	1,009	2.13	1.81	1.72	1.63	22.14	19.28	16.88	14.86	未有评级
601788.SH	光大证券	11.62	490	1.14	1.08	1.03	0.97	17.78	20.75	17.75	15.64	未有评级
300059.SZ	东方财富	15.16	1,018	6.49	5.38	4.45	3.69	106.19	53.47	42.80	35.66	买入
300033.SZ	同花顺	98.83	531	15.91	13.29	11.03	9.16	83.81	58.09	44.84	36.53	增持
601901.SH	方正证券	6.85	564	1.49	1.44	1.40	1.36	85.63	35.42	34.70	30.17	未有评级
600958.SH	东方证券	10.08	643	1.36	1.32	1.28	1.23	57.27	30.01	21.25	16.74	中性
601377.SH	兴业证券	6.50	435	1.34	1.29	1.25	1.20	321.60	20.31	18.57	15.48	中性
000728.SZ	国元证券	8.53	287	1.17	1.13	1.10	1.06	42.65	31.37	26.01	22.44	未有评级
601555.SH	东吴证券	9.15	275	1.36	1.30	1.23	1.16	76.25	16.85	14.72	13.38	未有评级
600369.SH	西南证券	4.51	255	1.37	1.32	1.28	1.25	112.75	30.64	28.71	24.96	未有评级
600109.SH	国金证券	8.58	259	1.33	1.27	1.21	1.15	25.69	22.76	21.22	20.46	未有评级
000783.SZ	长江证券	6.83	378	1.42	1.37	1.32	1.26	146.84	20.31	16.30	13.87	中性
000686.SZ	东北证券	8.34	195	1.30	1.25	1.19	1.13	64.15	18.86	15.52	13.49	未有评级
601198.SH	东兴证券	11.07	305	1.55	1.48	1.40	1.31	30.25	18.33	15.28	13.28	未有评级
000750.SZ	国海证券	4.89	206	1.52	1.51	1.50	1.49	244.50	148.18	123.48	107.38	未有评级
601099.SH	太平洋	3.35	228	2.22	2.09	1.95	1.82	(17.27)	21.47	17.90	15.56	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	7.86	222	1.79	1.72	1.65	1.57	98.25	27.69	24.07	20.93	未有评级
002797.SZ	第一创业	7.00	245	2.79	2.57	2.41	2.24	194.44	56.09	44.56	39.00	未有评级
601375.SH	中原证券	4.90	147	1.91	1.84	1.81	1.78	245.00	78.15	74.70	69.41	未有评级
600909.SH	华安证券	6.35	230	1.84	1.75	1.68	1.62	42.33	25.57	23.51	21.46	未有评级
601878.SH	浙商证券	8.97	299	2.19	2.10	2.00	1.91	40.77	29.57	27.13	24.23	未有评级
601108.SH	财通证券	10.05	361	1.88	1.77	1.69	1.61	45.68	29.75	27.97	26.26	未有评级
002926.SZ	华西证券	9.65	253	1.38	1.36	1.23	1.16	29.24	15.44	13.80	12.58	未有评级
601990.SH	南京证券	8.21	271	2.13	2.07	2.00	1.93	91.22	41.09	36.41	32.15	未有评级
601162.SH	天风证券	6.16	319	2.59	2.52	2.45	2.36	96.25	58.33	48.61	42.27	未有评级
002939.SZ	长城证券	11.93	370	2.24	2.16	2.06	1.97	56.81	34.43	28.69	24.95	未有评级
002945.SZ	华林证券	13.63	368	8.13	7.74	7.33	6.89	97.36	97.08	82.31	69.43	未有评级
<b>大券商</b>			<b>13,756</b>	<b>1.59</b>	<b>1.47</b>	<b>1.40</b>	<b>1.32</b>	<b>25.95</b>	<b>19.15</b>	<b>16.65</b>	<b>14.83</b>	
<b>行业</b>			<b>20,817</b>	<b>1.63</b>	<b>1.55</b>	<b>1.48</b>	<b>1.41</b>	<b>76.93</b>	<b>30.60</b>	<b>26.49</b>	<b>23.42</b>	
<b>中小券商</b>			<b>6101.15</b>	<b>1.67</b>	<b>1.60</b>	<b>1.54</b>	<b>1.47</b>	<b>101.60</b>	<b>35.98</b>	<b>31.13</b>	<b>27.47</b>	

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 2019 年 11 月 2 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



## 4 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