

## 证券

2021年11月08日

## 证券行业景气度延续，持续看好大财富管理主线

——上市券商 2021 三季度报综述

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

龚思匀（联系人）

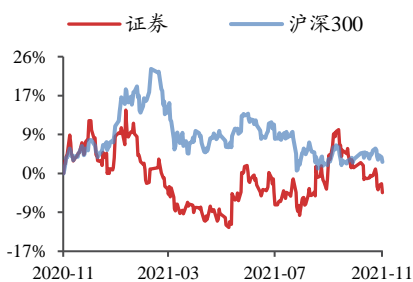
gaochao1@kysec.cn

gongsiyun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790120110033

### 行业走势图



数据来源：聚源

### 相关研究报告

《上市券商 2021 半年报综述-交易面和基本面共振，券商迎来板块性机会》  
-2021.9.13

《2021H1 上市券商中报前瞻-中报业绩超预期，财富管理是长期投资主线》  
-2021.7.8

《证券行业深度报告-重估财富管理业务，看好转型龙头和高溢价率标的》  
-2021.5.31

### ● 行业景气度向好，持续看好大财富管理板块

基本面看，2021 前三季度 40 家上市券商净利润同比+23%，三季度上市券商净利润表现略低于我们此前预期（我们此前预计单三季度净利润环比持平），但考虑到三季度 A 股和港股明显下跌，上市券商整体业绩尚可，同比看，在 2020 年三季度高基数下，仍能实现超过 20% 的正增长，依然体现了较强的景气度。资金面看，券商估值低于历史中枢，机构资金对于低估值、低配置且盈利持续改善板块的关注度提升，券商板块的资金配置有所提升，北交所设立等资本市场政策利好持续，后续第三支柱养老金政策有望落地，财富管理赛道成长性延续，证券行业正迎来发展机遇期。我们预计上市券商整体 2021 年净利润同比+35%，ROE 有望达 9.9%。首推大财富管理主线，头部券商综合优势明显，有望实现估值修复。推荐东方证券、广发证券和东方财富，受益标的兴业证券、中金公司（H 股）、长城证券。

### ● 前三季度业绩延续增长，经纪和资管业务增长较快

2021 前三季度 40 家上市券商营收/净利润同比分别+15%/+23%，2021 前三季度年化 ROE 10.1%，较中期-0.1pct，较 2020 年+1.7pct，业绩延续增长。Q3 市场活跃度提升，利率保持宽松，驱动经纪、资管和利息净收入有所增长，前三季度同比+24.6%/+19.4%/+15.3%，为业绩增长主要驱动。2021 前三季度行业整体业务结构较 2020 年变化不大，受 Q3 股市下跌影响，投资业务收入占比保持下降，经纪业务占比提升，头部券商业绩增速和 ROE 均高于行业平均，优势明显。

### ● 财富管理及资产管理：预计代销收入高增，公募业务贡献稳定业绩支撑

（1）前三季度同比看，资管业务收入增速亮眼，环比依然保持稳健增长，体现了券商旗下并表的公募基金业务收入的高增长，部分公募资管转型较强的券商资管业务收入预计也有较高增长。（2）财富管理方面，前三季度上市券商经纪业务收入+19.4%，日均股基成交额同比+21.9%，考虑佣金率的下滑，经纪业务收入同比增长体现了金融产品代销的高增长，部分代销收入占比较高的券商前三季度经纪业务收入增速明显优于行业平均。

### ● 资金型业务：市场下跌拖累投资业务环比增速，金融资产和两融持续扩张

（1）Q3 市场整体有所下跌，带来券商投资业务环比有所下滑，自营投资收益率较中期有所下降。衍生品规模保持扩张，截至 2021 年 8 月末，收益互换和场外期权存续名义本金规模较年初分别+74%/+10%，场外衍生品等客需型业务有望成为券商投资收入重要驱动，熨平股市波动。（2）2021Q3 末全市场两融规模同比+25%，较年初+14%，两融规模持续扩张驱动利息净收入同比增长。利率整体保持宽松，Q3 以来市场利率下行驱动券商融资成本下降。

### ● 风险提示：市场波动风险；政策落地不及预期。

## 目 录

1、上市券商业绩延续高增，经纪和资管业务增长较快.....	4
1.1、总量：上市券商业绩延续高增 .....	4
1.2、结构：经纪业务占比提升 .....	6
1.3、比较：头部券商业绩增速和 ROE 领先.....	8
2、财富管理和资产管理驱动业绩增长 .....	10
2.1、财富管理：市场活跃度持续抬升，基金投顾试点加速.....	10
2.2、投行：前三季度投行收入同比持平，北交所有望带来增量业务.....	13
2.3、资管：规模扩张驱动资管业务收入上行.....	15
2.4、投资：市场下跌带来投资收入环比下降.....	16
2.5、资本中介：两融规模保持扩张 .....	18
3、盈利预测：预计上市券商 2021 年净利润同比+35% .....	19
4、行业景气度向好，持续看好大财富管理板块.....	20
5、风险提示 .....	21

## 图表目录

图 1： 2021 前三季度净利润延续增长趋势.....	4
图 2： 2021 前三季度 ROE 持续上行趋势 .....	4
图 3： 2021 年起上市券商减值损失大幅下降.....	5
图 4： 上市券商杠杆率持续上行 .....	5
图 5： 经纪和投行业务占比提升 .....	6
图 6： 2021Q3 末金融资产占比提升.....	8
图 7： 2021 前三季度日均股基成交额同比+21.9% .....	11
图 8： 上市券商佣金率保持下行趋势 .....	11
图 9： 2020Q2 末券商集合资管规模较年初 2.4% .....	15
图 10： 2021 前三季度上市券商资管收入同比+24.6% .....	15
图 11： 2021Q3 新发规模回暖.....	16
图 12： 全市场非货基保有量持续上行 .....	16
图 13： 2021 前三季度投资收益同比+11% .....	17
图 14： 2021 前三季度年化自营投资收益率有所下滑.....	17
图 15： 2021 末上市券商金融资产投资规模保持扩张.....	17
图 16： 场外衍生品业务规模保持扩张 .....	17
图 17： 上市券商两融余额保持扩张 .....	19
图 18： 上市券商买入返售规模持续下降 .....	19
图 19： 2021Q3 市场利率保持下行 .....	19
图 20： 目前券商板块 PE 估值低于历史中枢.....	21
表 1： 2021 前三季度券商业绩持续增长 .....	4
表 2： 2021 前三季度头部券商投资和资管业务收入占比较高.....	6
表 3： 2021 前三季度头部券商业绩增速和 ROE 高于行业平均.....	8
表 4： 头部券商资产扩表能力突出，杠杆率优于行业平均.....	9
表 5： 基金投顾业务试点加速 .....	12
表 6： IPO 和债承规模同比扩张.....	13

表 7: 头部券商 IPO 承销规模居前 .....	13
表 8: 头部券商 IPO 储备量整体靠前 .....	14
表 9: 2021 前三季度核心债承销规模前三: 中信建投、中信证券、国泰君安 .....	14
表 10: Q3 末中信证券、中金公司和广发证券位居行业前三 .....	16
表 11: 2021 前三季度金融工具投资收益率分化明显 .....	17
表 12: 预计上市券商 2021 年净利润同比+34.8% .....	20
表 13: 受益标的盈利预测及估值 .....	21

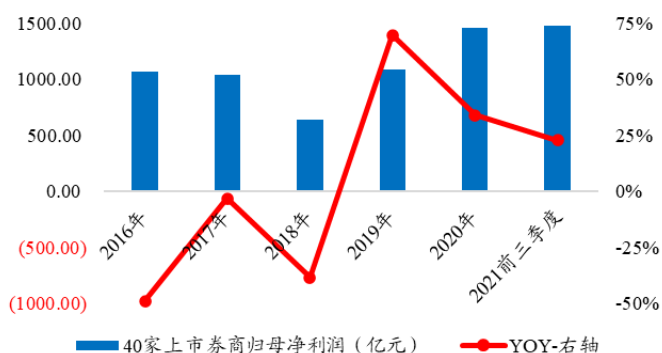
## 1、上市券商业绩延续高增，经纪和资管业务增长较快

### 1.1、总量：上市券商业绩延续高增

**2021 前三季度业绩延续高增，盈利能力不断提升。**2021 前三季度 40 家上市券商营收/净利润同比分别+15%/+23%，2021 前三季度年化 ROE 10.1%，较中期-0.1pct，较 2020 年+1.7pct。三季度上市券商净利润表现略低于我们此前预期（我们此前预计单三季度净利润环比持平），但考虑到三季度 A 股和港股明显下跌，上市券商整体业绩尚可，同比看，在 2020 年三季度高基数下，仍能实现超过 20% 的正增长，体现了较强的景气度。

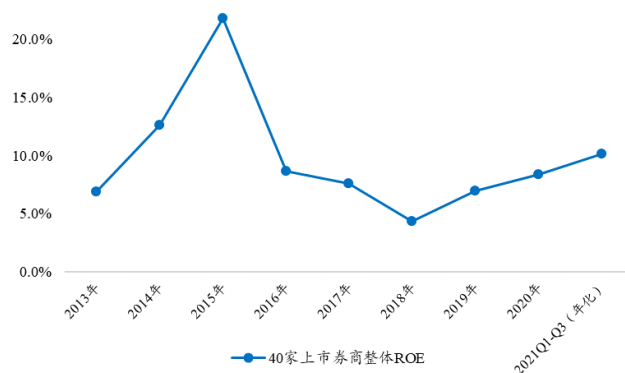
**2021 前三季度经纪、投行和利息净收入为业绩驱动主因。**上市券商前三季度资管、经纪、利息净收入分别同比+24.6%/+19.4%/+15.3%，为业绩增长主要驱动，单季度看，2021Q3 经纪、资管和利息净收入环比分别+40%/+4%/+7%；投行和投资业务收入前三季度同比分别+0.6%/+11.1%，Q3 环比分别-1%/-31%。Q3 市场活跃度明显提升，驱动经纪业务快速增长。2021 年起上市券商减值损失大幅下降，2021 前三季度上市券商减值损失 50 亿元，同比-71.9%。

图1：2021 前三季度净利润延续增长趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2021 前三季度 ROE 持续上行趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：2021 前三季度券商业绩持续增长

40 家上市券商合计	2020 年			2021 前三季度		
	金额 (亿元)	YOY	收入占比	金额 (亿元)	YOY	收入占比
经纪业务	1,140	53.7%	25.9%	1,035	19.4%	27.2%
投行业务	580	39.4%	13.2%	406	0.6%	10.7%
资管业务	389	23.8%	8.8%	349	24.6%	9.2%
投资业务	1,578	15.4%	35.8%	1,347	11.1%	35.5%
利息净收入	534	26.7%	12.1%	463	15.3%	12.2%
其他业务净收入	182	1.7%	4.1%	199	42.4%	5.2%
<b>调整后营业收入</b>	<b>4,404</b>	<b>28.0%</b>		<b>3,799</b>	<b>15.0%</b>	
其他业务收入	965	17.5%		1,078	65.2%	
<b>营业收入合计</b>	<b>5,187</b>	<b>27.0%</b>		<b>4,679</b>	<b>22.5%</b>	
营业税金及附加	31	29.6%	1%	26	13.1%	1%

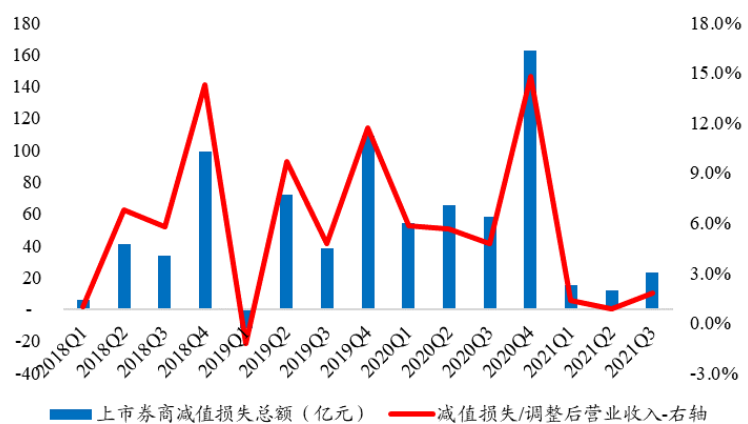
管理费用	2,103	19.2%	48%	1,799	18.3%	47%
信用减值及其他资产减值损失	340	64.2%	7.7%	50	-71.9%	1.3%
其他业务成本	783	21.9%	18%	880	71.4%	23%
<b>营业支出</b>	<b>3,257</b>	<b>23.5%</b>		<b>2,754</b>	<b>23.3%</b>	
<b>营业利润</b>	<b>1,930</b>	<b>33.5%</b>		<b>1,925</b>	<b>21.5%</b>	
净利润	1,505	34.5%		1,526	22.8%	
<b>归母净利润</b>	<b>1,456</b>	<b>34.0%</b>		<b>1,479</b>	<b>22.8%</b>	

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：投资业务收入=投资收益+公允价值变动损益；调整后营业收入=营业总收入-其他业务成本；

其他业务收入=营业总收入-调整后营业收入；其他业务净收入=其他业务收入-其他业务成本。

**图3：2021年起上市券商减值损失大幅下降**

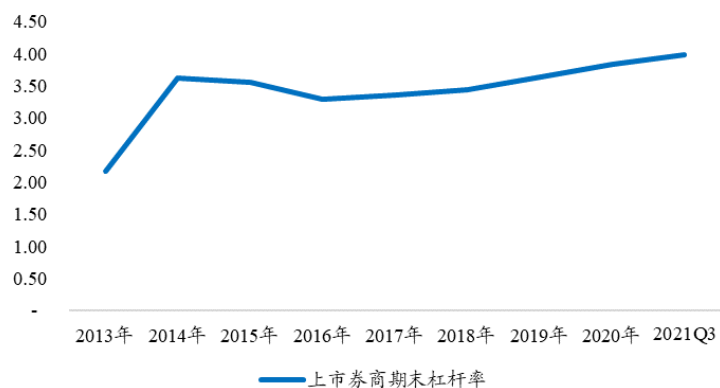


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：减值损失总额=资产减值损失+信用减值损失

行业杠杆率保持上行，两融及客需型业务驱动券商扩表速度加快。上市券商 2021 年 9 月末杠杆率 3.99，较年初+4.1%。2021 年市场活跃度整体有所提升，两融月较年初增长较快，同时随着衍生品业务不断发展，客需型业务驱动金融资产不断扩张，券商扩表速度加快。

**图4：上市券商杠杆率持续上行**



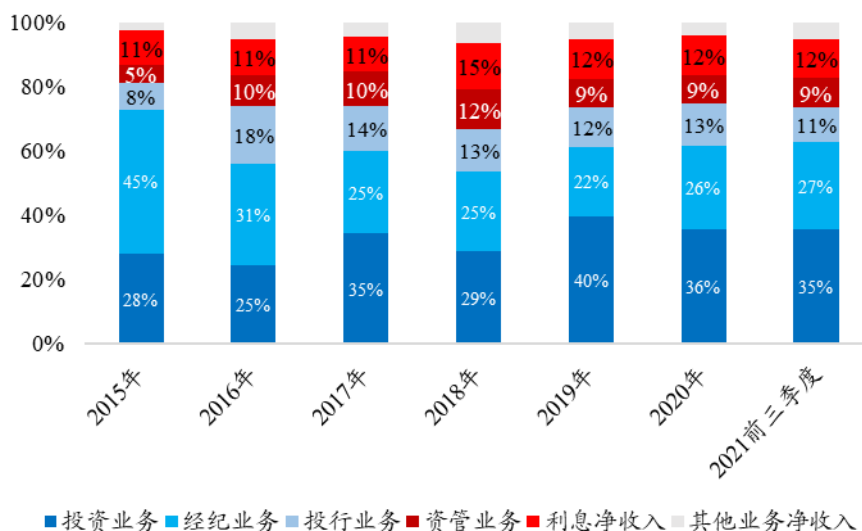
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：杠杆率=(期末总资产-期末代理买卖证券款)/期末净资产

## 1.2、结构：经纪业务占比提升

投资业务占比下降，经纪业务占比提升。2021 前三季度行业整体业务结构较 2020 年变化不大，受 Q3 股市下跌影响，投资业务收入占比保持下降，从 2020 年的 36% 下降至 35%。三季度市场活跃度持续提升，经纪业务收入占比从 2020 年的 26% 提升至 27%，延续增长趋势。投行、资管和利息净收入占比持平。

图5：经纪和投行业务占比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：各类业务净收入占比的分母为扣除其他业务成本后的“调整后营业收入”。

头部券商投资和资管业务收入占比较高，部分中小券商特色优势明显。与上市券商平均水平相比，TOP6 券商投资和资管收入占比分别为 37%/13%，高于上市券商平均水平，招商证券和华泰证券投资收入占比分别为 46%/44%，广发证券资管业务收入占比 29%。中小券商整体在经纪业务和投行业务收入占比更高，部分中小券商建立差异化路径，特色优势明显，方正证券经纪业务收入高达 55%，东兴证券、天风证券和国金证券投行业务收入占比较高，第一创业、东方证券、中银证券资管业务优势明显。

表2：2021 前三季度头部券商投资和资管业务收入占比较高

40 家上市券商平均	投资业务	经纪业务	投行业务	资管业务	利息净收入	其他业务净收入
上市券商平均	35%	27%	11%	9%	12%	5%
TOP 6 券商平均	37%	23%	9%	13%	13%	4%
中信证券	34%	23%	12%	18%	9%	3%
海通证券	40%	15%	12%	8%	17%	7%
华泰证券	44%	23%	10%	9%	12%	2%
国泰君安	37%	27%	9%	6%	17%	4%
广发证券	24%	24%	1%	29%	15%	6%
招商证券	46%	32%	7%	4%	8%	4%
申万宏源	49%	30%	7%	6%	7%	2%

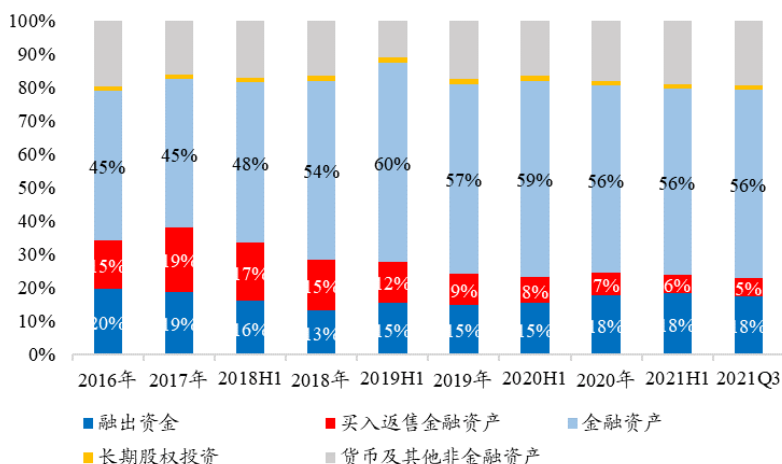
中信建投	34%	28%	21%	4%	9%	2%
中国银河	30%	40%	3%	2%	25%	0%
国信证券	43%	33%	8%	1%	10%	3%
东方证券	29%	22%	10%	24%	9%	6%
财通证券	32%	22%	10%	21%	14%	2%
兴业证券	17%	24%	9%	2%	11%	38%
长江证券	19%	46%	10%	3%	18%	3%
华西证券	26%	41%	9%	2%	21%	1%
国金证券	27%	29%	21%	2%	18%	3%
东兴证券	19%	27%	25%	4%	25%	1%
华安证券	19%	40%	5%	13%	19%	3%
西南证券	56%	24%	8%	1%	10%	1%
东吴证券	38%	31%	14%	2%	11%	4%
方正证券	8%	55%	5%	3%	25%	4%
东北证券	42%	26%	7%	4%	4%	17%
长城证券	49%	26%	12%	2%	8%	3%
浙商证券	30%	31%	17%	5%	8%	9%
国元证券	23%	25%	10%	2%	38%	1%
南京证券	25%	26%	10%	1%	35%	2%
西部证券	44%	31%	8%	1%	7%	9%
光大证券	7%	38%	17%	8%	22%	8%
第一创业	41%	15%	8%	27%	5%	3%
山西证券	54%	25%	14%	6%	-2%	2%
国海证券	46%	16%	7%	5%	0%	25%
太平洋	46%	29%	11%	5%	9%	0%
华林证券	2%	42%	19%	2%	30%	5%
天风证券	45%	25%	24%	17%	-17%	6%
中原证券	39%	29%	19%	1%	5%	7%
红塔证券	80%	9%	3%	5%	0%	2%
中银证券	8%	33%	6%	22%	25%	6%
中金公司	54%	21%	19%	4%	-4%	5%
国联证券	48%	22%	15%	4%	8%	3%
中泰证券	22%	40%	13%	5%	17%	3%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：（1）各类业务净收入占比的分母为扣除其他业务成本后的“调整后营业收入”。

（2）TOP6 券商：中信证券、海通证券、华泰证券、国泰君安、广发证券、招商证券。

**资产端结构：资产结构整体保持平稳，金融资产占比提升。**从资产端结构上看，Q3 末上市券商资产结构较中期保持平稳，融出资金占比略有下滑，Q3 末占比 17.6%，较中期-0.9pct。金融资产为扩表主力，Q3 末金融资产占比 56.5%，较中期+0.9pct。股票质押规模持续回落，但降幅有所放缓，Q3 末占比 5.3%，较中期-0.4pct。

**图6: 2021Q3 末金融资产占比提升**


数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 各类资产占比以扣除代买卖证券款后的总资产作为分母。

### 1.3、比较: 头部券商业绩增速和 ROE 领先

2021 前三季度头部券商业绩增速和 ROE 均高于行业平均。2021 前三季度, 中信证券净利润 176 亿元稳居行业龙头, 头部券商净利润同比+27%, 整体业绩增速超过行业平均, 年化 ROE 高达 11.1%, 高于上市券商 10.1% 的 ROE。中小券商中, 中原证券和太平洋证券净利润同比+473%/+243%, 增速较快, 中信建投、兴业证券 ROE 分别为 13.4%/12.1%, 位于行业前列。

**表3: 2021 前三季度头部券商业绩增速和 ROE 高于行业平均**

	2020 年			2021 前三季度		
	归母净利润 (亿元)	YOY	ROE	归母净利润 (亿元)	YOY	年化 ROE
上市券商合计	1456	34.0%	8.35%	1,479	22.8%	10.1%
头部券商平均	673	24%	8.8%	693	27%	11.1%
中信证券	149.0	21.9%	8.68%	176.5	39.4%	12.2%
国泰君安	111.2	28.8%	8.09%	116.4	30.0%	11.0%
海通证券	108.8	14.2%	7.78%	118.3	39.1%	10.0%
华泰证券	108.2	20.2%	8.60%	110.5	25.0%	11.0%
广发证券	100.4	33.2%	10.60%	86.4	6.2%	11.4%
中信建投	95.1	72.8%	15.30%	72.6	-3.1%	13.4%
招商证券	94.9	30.3%	9.95%	85.0	16.9%	10.5%
申万宏源	77.7	35.4%	9.05%	74.1	13.5%	10.6%
中国银河	72.4	38.5%	9.52%	74.0	31.0%	11.1%
中金公司	72.1	70.0%	12.02%	74.5	52.4%	13.0%
国信证券	66.2	34.7%	9.65%	78.0	42.5%	11.9%
兴业证券	40.0	127.1%	11.09%	35.2	16.3%	12.1%
东方证券	27.2	11.8%	4.77%	43.2	41.6%	9.3%
中泰证券	25.3	12.3%	7.52%	25.4	10.9%	9.9%
光大证券	23.3	311.0%	4.67%	32.6	-1.6%	7.9%



财通证券	22.9	22.3%	10.23%	15.9	5.3%	9.0%
长江证券	20.9	25.2%	7.31%	22.0	13.8%	9.8%
华西证券	19.0	32.7%	9.28%	14.3	-6.1%	8.7%
国金证券	18.6	43.4%	8.63%	15.4	-1.7%	8.9%
东吴证券	17.1	64.6%	6.99%	19.1	27.7%	9.0%
浙商证券	16.3	68.2%	9.51%	15.9	54.6%	9.9%
东兴证券	15.4	26.1%	7.43%	11.8	-7.3%	7.3%
长城证券	15.0	51.3%	8.58%	13.5	17.3%	9.7%
红塔证券	14.1	68.7%	10.17%	10.6	14.1%	7.6%
国元证券	13.7	49.8%	4.92%	13.3	22.7%	5.6%
东北证券	13.3	32.4%	8.27%	12.2	25.0%	9.4%
华安证券	12.7	14.4%	9.12%	9.7	-3.4%	7.7%
西部证券	11.2	83.1%	5.12%	9.9	6.9%	5.0%
方正证券	11.0	8.8%	2.81%	19.3	30.1%	6.3%
西南证券	10.9	4.7%	4.88%	9.0	20.2%	4.8%
中银证券	8.8	10.6%	6.37%	9.4	11.2%	8.2%
第一创业	8.1	58.4%	7.08%	6.3	11.7%	5.9%
华林证券	8.1	84.0%	14.31%	4.8	-27.2%	10.4%
南京证券	8.1	14.1%	6.02%	8.8	23.5%	7.3%
山西证券	7.5	47.2%	5.08%	6.2	-14.0%	4.8%
国海证券	7.3	48.7%	4.47%	7.8	-15.1%	5.6%
国联证券	5.9	12.8%	6.30%	6.6	43.1%	6.6%
天风证券	4.5	47.8%	3.08%	6.3	-9.6%	3.9%
中原证券	1.0	79.1%	0.91%	5.0	472.6%	4.9%
太平洋	-7.6	-264.3%	-7.62%	3.4	243.2%	4.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：头部券商包括：中信证券、海通证券、华泰证券、国泰君安、广发证券、招商证券。

**杠杆率：头部券商杠杆率高于行业平均水平，资产扩表能力更加突出。**从扣除客户保证金后的权益乘数指标看，2021Q3 末头部券商平均杠杆率 4.38 倍，高于上市券商平均，头部券商中，华泰证券、招商证券、国泰君安杠杆率分别为 4.77/4.66/4.62 倍；中小券商中，申万宏源、中信建投、浙商证券杠杆率居前。从杠杆率提升幅度看，头部券商 2021Q3 末较 2020 年末杠杆率增幅与上市券商整体持平，招商证券杠杆率增幅较大。

**表4：头部券商资产扩表能力突出，杠杆率优于行业平均**

	2017 末	2018 末	2019 末	2020 末	2021Q3 末	2021Q3 末较 2020 年增幅
上市券商合计	3.35	3.44	3.63	3.83	3.99	4%
头部券商 平均	3.39	3.50	3.87	4.20	4.38	4%
中金公司	5.19	5.55	6.14	6.30	6.65	6%
华泰证券	3.60	2.99	3.85	4.50	4.77	6%
申万宏源	4.28	4.14	3.74	4.45	4.71	6%
招商证券	2.96	3.17	3.76	3.92	4.66	19%
国泰君安	2.94	3.00	3.46	4.36	4.62	6%

	2017 末	2018 末	2019 末	2020 末	2021Q3 末	2021Q3 末较 2020 年增幅
中信证券	3.51	3.63	4.14	4.68	4.55	-3%
中信建投	3.76	3.36	4.08	4.38	4.46	2%
浙商证券	3.16	3.48	3.66	3.89	4.34	12%
中国银河	2.95	2.95	3.32	4.28	4.21	-2%
中泰证券	3.09	3.49	3.34	3.91	4.11	5%
长江证券	3.42	2.94	2.94	3.48	3.93	13%
海通证券	3.83	4.27	4.36	3.82	3.87	1%
兴业证券	3.87	3.96	3.95	3.62	3.85	7%
东方证券	3.84	3.77	4.13	3.73	3.84	3%
东北证券	3.09	3.62	3.51	3.17	3.78	19%
广发证券	3.44	3.89	3.45	3.61	3.69	2%
山西证券	3.15	3.93	3.60	2.94	3.66	25%
天风证券	4.06	3.90	4.32	4.00	3.59	-10%
东兴证券	3.56	3.44	3.29	3.33	3.49	5%
长城证券	2.28	2.32	2.63	2.96	3.45	17%
财通证券	2.28	2.46	2.41	3.37	3.35	-1%
国联证券	2.26	2.05	2.50	3.48	3.34	-4%
国信证券	3.09	3.42	3.17	3.00	3.13	4%
光大证券	3.40	3.60	3.35	3.22	3.08	-4%
中原证券	3.26	3.58	3.59	3.13	3.08	-2%
中银证券	3.06	3.13	2.68	2.44	2.91	19%
华西证券	2.93	1.88	2.58	2.65	2.87	8%
华安证券	2.48	2.90	2.93	2.99	2.85	-4%
方正证券	3.33	3.40	2.89	2.41	2.81	17%
东吴证券	3.86	3.49	3.65	2.88	2.78	-3%
西南证券	2.78	2.96	2.79	2.65	2.69	1%
国元证券	2.61	2.65	2.68	2.27	2.67	18%
国金证券	1.67	1.81	1.76	2.28	2.66	16%
华林证券	2.64	2.01	2.06	2.94	2.54	-14%
南京证券	1.76	1.74	2.40	2.18	2.51	15%
国海证券	3.98	4.01	3.90	3.19	2.46	-23%
第一创业	3.13	3.27	3.16	2.34	2.46	5%
西部证券	2.31	2.49	2.07	1.93	2.18	13%
红塔证券	1.08	2.23	3.17	2.39	1.57	-34%
太平洋	3.58	3.81	2.51	1.84	1.51	-18%

数据来源：Wind、开源证券研究所

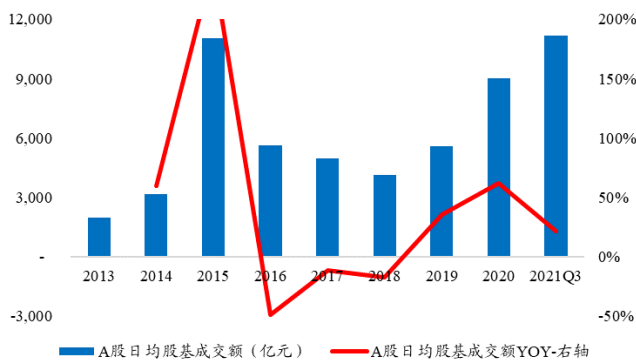
## 2、财富管理和资产管理驱动业绩增长

### 2.1、财富管理：市场活跃度持续抬升，基金投顾试点加速

**Q3 市场火热驱动经纪业务环比高增，佣金率持续下行。**2021 前三季度市场日均股基成交额 1.12 万亿元，同比+21.9%，Q3 日均股基成交额 1.38 万亿元，同比+23.8%，

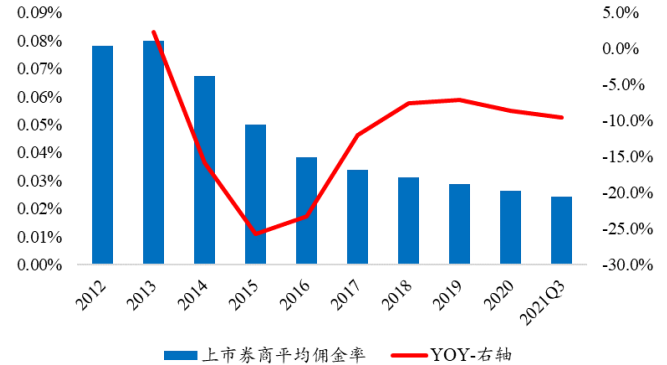
环比+46.5%，市场活跃度持续抬升驱动经纪业务环比高增。2021 前三季度 40 家上市券商经纪业务净收入 1035 亿元，同比+19.4%，Q3 环比+40%，考虑佣金率的下滑（量化交易占比提高），经纪业务收入同比增长体现了金融产品代销的高增长，部分代销收入占比较高的券商前三季度经纪业务收入增速明显优于行业平均（中信证券+27%，兴业证券+33%，东方证券+40%，浙商证券+42%）。

图7：2021 前三季度日均股基成交额同比+21.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：上市券商佣金率保持下行趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：部分代销收入占比较高的券商前三季度经纪业务收入增速明显优于行业平均

亿元	2021 前三季度经纪业务收入	YOY	2021H1 代销收入占经纪业务净收入比重
浙商证券	15.73	42.1%	22.7%
东吴证券	15.44	41.2%	4.6%
东方证券	26.17	40.1%	18.9%
兴业证券	26.91	33.3%	19.7%
中金公司	45.17	30.7%	21.4%
中信建投	45.77	29.7%	16.5%
华林证券	4.48	28.9%	4.7%
华西证券	16.40	27.7%	9.1%
长江证券	29.61	27.6%	13.1%
中信证券	108.79	27.5%	21.2%
天风证券	7.42	25.0%	3.9%
东北证券	9.79	24.2%	6.4%
华泰证券	59.63	23.0%	11.6%
广发证券	60.09	19.9%	14.6%
光大证券	33.51	19.3%	21.8%
中国银河	66.84	19.0%	9.8%
招商证券	60.02	17.5%	11.4%
中银证券	8.56	16.6%	14.0%
西部证券	9.13	15.8%	2.4%
中泰证券	31.88	15.7%	6.4%
国金证券	14.40	15.6%	17.5%
海通证券	44.06	15.3%	5.4%
申万宏源	48.11	13.7%	7.2%

亿元	2021 前三季度经纪业务收入	YOY	2021H1 代销收入占经纪业务净收入比重
华安证券	8.64	13.5%	3.4%
国元证券	8.66	13.3%	9.9%
方正证券	35.68	12.8%	10.9%
长城证券	8.89	11.8%	11.4%
国联证券	4.52	10.2%	12.0%
财通证券	10.00	10.0%	17.9%
第一创业	3.55	9.9%	5.9%
国泰君安	71.00	9.3%	10.5%
国信证券	53.72	8.8%	14.6%
南京证券	5.58	8.7%	8.0%
红塔证券	1.96	8.5%	1.5%
中原证券	6.49	8.1%	9.8%
山西证券	5.49	3.3%	13.6%
西南证券	6.07	3.0%	6.5%
太平洋	3.74	2.0%	10.9%
东兴证券	7.74	0.1%	5.4%
国海证券	5.23	-15.6%	6.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

**公募基金投顾试点加速，未来有望常态化。**自 2019 年基金投顾试点开启后，共 50 多家获得基金投顾资格，基金投顾可结合投资者的风险偏好进行资产配置，帮助投资者解决选基难的问题，缩小公募基金真实长期收益和投资者真正获得收益之间的差距，提升投资者的盈利体验，截至 2021 年 7 月，基金投顾合计服务资产超 500 亿元，服务投资者约 250 万户，未来试点将逐步转常态化，未来也将是券商财富管理转型的重要抓手。

**表6: 基金投顾业务试点加速**

获批时间	获批机构类型	获批机构
2019/10	基金公司或旗下销售子公司	华夏基金、嘉实基金、南方基金、易方达基金、中欧基金
2019/12	第三方基金销售公司	腾安基金、蚂蚁基金、盈米基金
2020/3	券商	银河证券、中金公司、中信建投证券、国泰君安证券、申万宏源证券、华泰证券、国联证券
	银行	工商银行、招商银行、平安银行
2021/6	基金公司	工银瑞信基金、博时基金、广发基金、招商基金、兴证全球基金、汇添富基金、华安基金、银华基金、交银施罗德基金、鹏华基金
	券商	兴业证券、招商证券、国信证券、东方证券、中信证券、安信证券、浙商证券
2021/7	基金公司	华泰柏瑞基金、景顺长城基金、民生加银基金、富国基金、申万菱信基金、万家基金、建信基金、国泰基金、国海富兰克林基金
	券商	光大证券、平安证券、中银证券、山西证券、东兴证券、南京证券、中泰证券、华安证券、国金证券、东方财富、财通证券、安信证券、华西证券、华宝证券
2021/8	券商	渤海证券

资料来源：Wind、基金业协会、开源证券研究所

## 2.2、投行：前三季度投行收入同比持平，北交所有望带来增量业务

前三季度投行收入同比持平，未来北交所有望带来投行增量业务。2021 前三季度 40 家上市券商投行业务收入 406 亿元，同比+0.6%，Q3 环比-1%，2020 年高基数下，2021 年整体持平。IPO 承销规模 3705 亿元，同比+4.2%，债券承销规模同比+13.8%，增幅有所放缓。9 月北交所设立，采用注册制发行制度，预计未来北交所上市公司将带来投行增量业务，未来，全面注册制进程加快，券商投行业务有望迎来机遇期。

表7: IPO 和债承规模同比扩张

	2021 前三季度		2020 年	
	承销规模 (亿元)	YOY	承销规模 (亿元)	YOY
首发	3,705	4.2%	4,700	85.5%
再融资	5,651	-12.9%	9,043	-5.5%
<b>股权融资合计</b>	<b>9,357</b>	<b>-6.8%</b>	<b>13,743</b>	<b>13.5%</b>
可转债	2,395	35.6%	2,474	-0.2%
可交换债	270	-36.8%	460	-44.7%
地方政府债	13,217	37.8%	10,598	132.5%
金融债	16,485	12.2%	20,662	39.3%
企业债	3,527	23.2%	3,929	9.8%
公司债	25,065	3.0%	33,369	33.4%
短期融资券	865	-1.7%	1,036	-20.6%
中期票据	2,484	-6.2%	3,272	28.9%
定向工具	1,362	4.0%	1,653	22.5%
国际机构债	21	147.1%	9	2.0%
政府支持机构债	350	-46.3%	852	3.3%
ABS	13,387	26.3%	19,622	20.7%
<b>债券承销合计</b>	<b>79,428</b>	<b>13.8%</b>	<b>97,935</b>	<b>33.1%</b>

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：以上数据按上市日统计

头部券商 IPO 承销规模居前。IPO 承销规模中，头部券商仍居前列，2021 前三季度 IPO 承销规模前三名分别是中信证券（621.5 亿元）、中金公司（600.6 亿元）、中信建投证券（337.5 亿元）。增速上看，2021 前三季度中信证券和中金公司 IPO 规模增速较快，同比分别+83.5%/+48.8%。

表8: 头部券商 IPO 承销规模居前

	2020 年			2021 前三季度		
	IPO 承销规模 (亿元)	YOY	IPO 承销单数	IPO 承销规模 (亿元)	YOY	IPO 承销单数
中信证券	444.94	-2%	39	621.5	83.5%	52
中金公司	488.98	-19%	30	600.6	48.8%	19
中信建投	836.57	376%	39	337.5	-42.6%	30
海通证券	607.79	1647%	25	235.4	-58.9%	30
华泰证券	240.26	258%	21	189.6	21.1%	21
国泰君安	216.86	191%	22	188.8	0.2%	19

东方投行	93.33	597%	10	125.0	-	9
民生证券	120.61	161%	23	116.8	20.6%	23
招商证券	142.66	0%	17	90.6	-6.3%	12
兴业证券	89.33	484%	13	88.0	14.9%	9

数据来源：Wind、开源证券研究所

**头部券商 IPO 储备量丰富。** IPO 项目储备 TOP3 分别为中信证券（82 家）、中信建投（51 家）、华泰证券（49 家），科创板项目储备 TOP3 分别为中信证券（21 家）、海通证券（14 家）、国泰君安（12 家），创业板项目储备 TOP3 分别为中信证券（36 家）、华泰联合（30 家）、中信建投（29 家）。整体看，头部券商 IPO 储备丰富，部分中小券商 IPO 储备量排名靠前。

**表9：头部券商 IPO 储备量整体靠前**

总储备量排名	券商	IPO 项目总储备量	主板项目储备量	创业板项目储备量	科创板项目储备量
1	中信证券	82	25	36	21
2	中信建投	51	13	29	9
3	华泰证券	49	8	30	11
4	国泰君安	48	17	19	12
5	海通证券	38	7	17	14
6	民生证券	34	7	23	4
7	中金公司	33	4	18	11
8	国金证券	31	7	20	4
9	国信证券	29	9	16	4
10	招商证券	21	10	7	4
11	安信证券	19	5	11	3
12	东兴证券	18	7	10	1
13	东方证券	17	4	10	3
14	长江证券	16	4	11	1
15	光大证券	15	4	8	3

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：数据截至 2021 年 11 月 1 日

**头部券商核心债承销规模位居前列，部分中小券商增速较快。** 2021 前三季度核心债规模 3.2 万亿，同比+4%。核心债承销规模前三分别为中信建投、中信证券和国泰君安，排名较为稳定，头部券商整体核心债承销规模位居行业前列。申万宏源、浙商证券等核心债承销规模同比增速较快。

**表10：2021 前三季度核心债承销规模前三：中信建投、中信证券、国泰君安**

核心债券承销规模 (亿元)	2019 年	YOY	2020 年	YOY	2021 前三季度	YOY
中信建投证券	4,394	43%	5250	19%	4040	2%
中信证券	2,718	43%	3687	36%	3166	20%
国泰君安	1,937	20%	2307	19%	1955	13%
海通证券	1,801	56%	2247	25%	1692	-1%

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

中金公司	1,535	69%	1764	15%	1315	5%
华泰证券	1,279	34%	1283	0%	1291	35%
平安证券	729	67%	1643	125%	1139	1%
国信证券	917	50%	1116	22%	1083	38%
浙商证券	1,087	42%	898	-17%	975	72%
光大证券	641	20%	972	52%	933	18%
申万宏源证券	667	28%	316	-53%	795	113%
中泰证券	567	152%	947	67%	783	1%
天风证券	510	353%	928	82%	711	-3%
国金证券	613	-25%	745	21%	577	-5%
东吴证券	452	119%	548	21%	554	33%
招商证券	773	70%	740	-4%	545	-6%
兴业证券	516	34%	575	11%	543	20%
财通证券	366	-	519	42%	466	25%
财信证券	564	31%	429	-24%	444	48%
中山证券	515	176%	879	71%	437	-41%

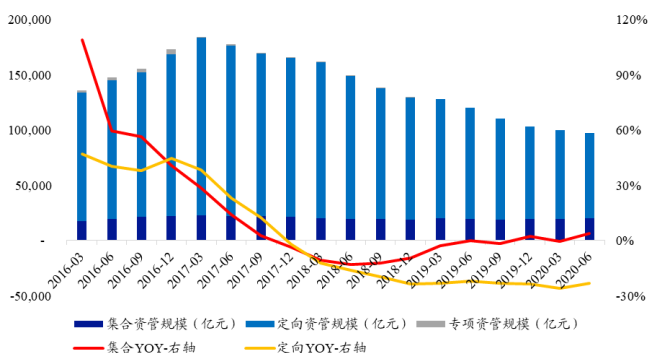
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：核心债券包括企业债、公司债、短期融资券及中期票据。

### 2.3、资管：规模扩张驱动资管业务收入上行

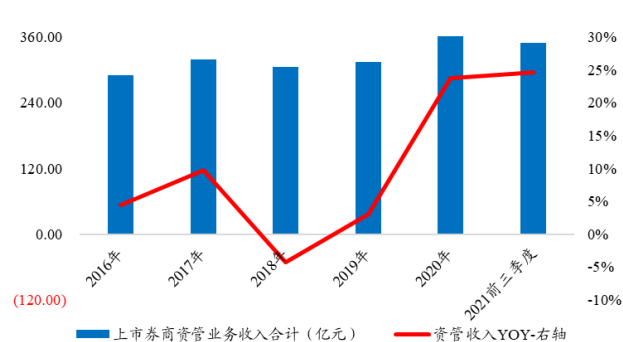
资管业务收入上行，集合规模增速扩张。2021 前三季度上市券商资管业务收入 265 亿，同比+24.6%，业绩延续扩张趋势；三季度资管业务收入 120 亿，环比+4%。券商资管规模整体券商主动管理规模呈上升趋势，2020 年二季度末集合资管规模 2.0 万亿，较年初+2.4%，同比+4.0%，占比从年初的 24%提升至 31%。

图9：2020Q2 末券商集合资管规模较年初 2.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2021 前三季度上市券商资管收入同比+24.6%

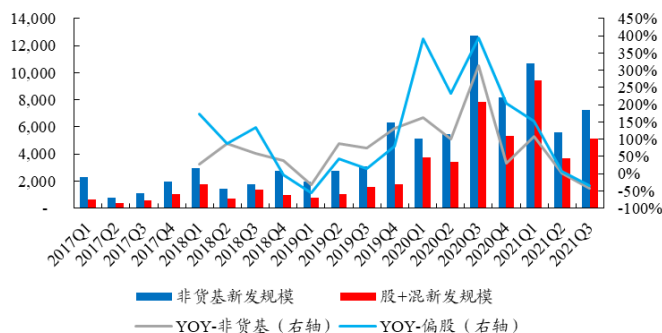


数据来源：Wind、开源证券研究所

**Q3 新发基金回暖，非货基保有量保持上行。**2020 年公募规模大幅增长驱动基金公司业绩快速增长，券商公募业务逐渐成为资管业务增长重要驱动因素。2021 Q3 新发非货基和偏股型基金规模分别为 7267/5156 亿元，环比分别+31%/+41%，新发市场整体有所回暖，前三季度新发非货基和偏股型基金规模分别为 2.35/1.82 万亿份，同比+1%/+22%。Q3 市场整体有所下跌，偏股基金指数下跌 5.66%，份额增长驱动规模持续增长，9 月末，非货基和偏股型基金规模分别为 14.5/8.0 万亿元，同比分别

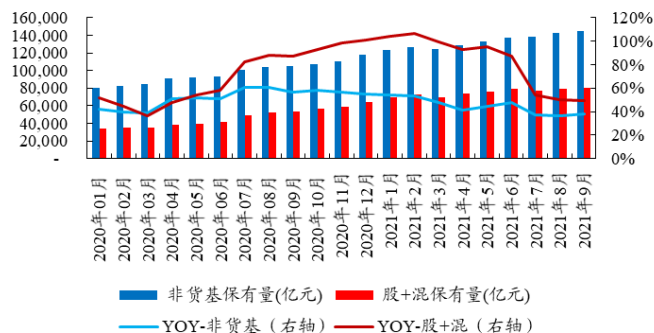
+38%/+49%，较年初分别+22%/+25%。

图11: 2021Q3 新发规模回暖



数据来源: Wind、开源证券研究所

图12: 全市场非货基保有量持续上行



数据来源: 基金业协会、开源证券研究所

头部券商主动管理规模居前，CR10 主动管理规模增速保持扩张。根据基金业协会数据，2021Q3 券商主动资产管理月均规模排名中，中信证券、中金公司和广发证券位居行业前三，Q3 末中信证券主动管理月均规模 8528 亿元，行业第一。2021Q3 末 CR10 月均主动管理规模增速 53%，增速较 Q2 末有所扩。从规模同比增速上看，中金公司增速突出，Q3 和 Q2 末同比增速均保持 300% 以上。

表11: Q3 末中信证券、中金公司和广发证券位居行业前三

券商主动资管月均规模 (亿元)	2021Q3	YOY	2021Q2	YOY
中信证券	8528	39%	7,748	38%
中金公司	8277	375%	6,352	385%
广发证券	3976	73%	2,791	37%
招商证券	3412	17%	2,821	7%
华泰证券	2638	-3%	2,640	-2%
国泰君安	2558	-29%	2,959	-20%
中银国际	2199	147%	1,261	40%
光大证券	2117	92%	1,645	44%
中信建投	1975	6%	2,177	39%
中泰证券	1388	42%	1166.22	30%
合计	37068	53%	31560.22	40%

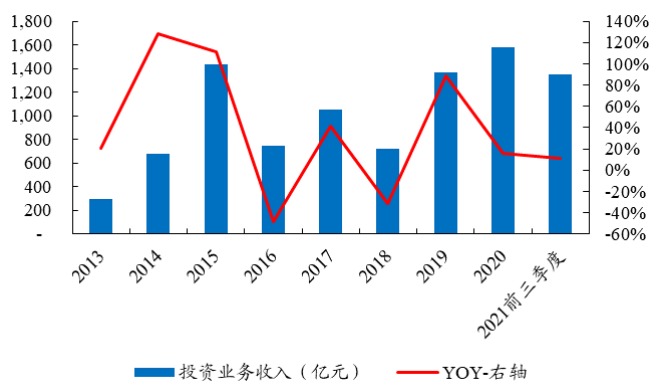
数据来源: 基金业协会、开源证券研究所

## 2.4、投资: 市场下跌带来投资收入环比下降

市场下跌带来投资收益环比下降，自营投资收益率有所下滑。2021 前三季度 40 家上市券商投资业务收入 1347 亿元，同比+11%，Q3 环比-31%。Q3 市场整体有所下跌，沪深 300 下跌 6.85%，金融产品自营投资收益率有所下滑，前三季度金融产品年化自营投资收益率 4.86%，较中期-0.39pct。

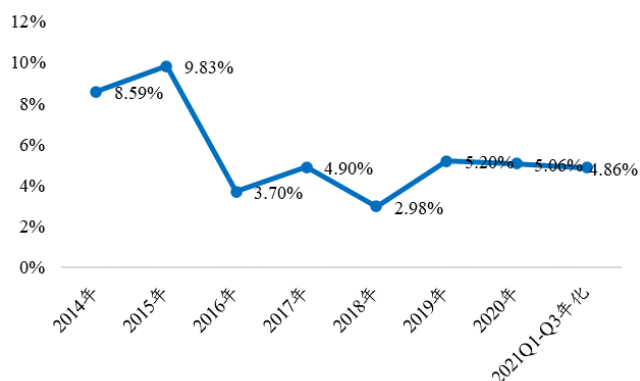


图13: 2021 前三季度投资收益同比+11%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图14: 2021 前三季度年化自营投资收益率有所下滑



数据来源: Wind、开源证券研究所

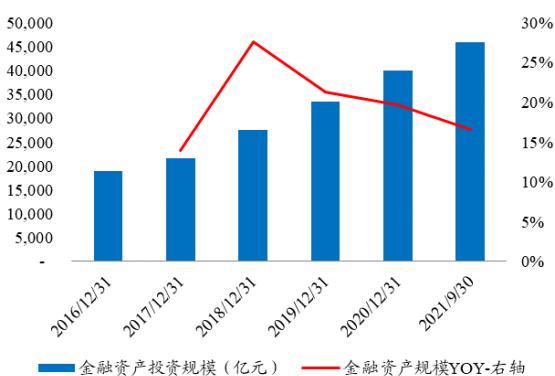
注: (1)金融工具投资收益率=金融工具投资收益/期初期末金融工具投资规模均值;

(2)金融工具投资收益=投资收益-联营及合营子公司投资收益+公允价值变动损益;

(3)金融工具投资规模=交易性金融资产+其他权益工具+衍生金融资产。

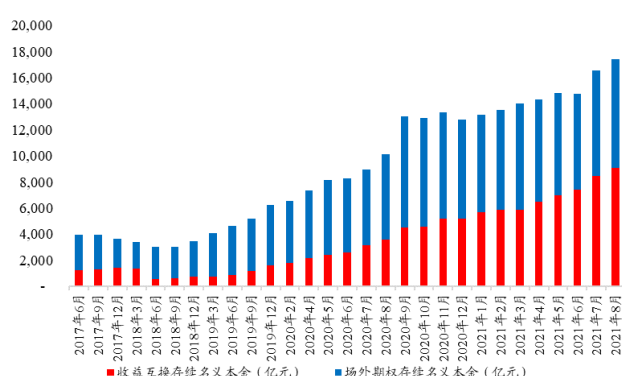
**客需型业务大幅增加驱动金融资产持续扩张。**2021Q3 末金融资产规模较年初+15%，较 Q2 末+5%，金融资产持续扩张，驱动上市券商杠杆率不断提升。场外衍生品等客需型业务大幅增长。根据中证协官网，截至 2021 年 8 月末，收益互换和场外期权存续名义本金规模分别达 9063/8361 亿元，较年初分别+74%/+10%，衍生品业务驱动下，券商金融资产不断扩张。

图15: 2021 年末上市券商金融资产投资规模保持扩张



数据来源: Wind、开源证券研究所

图16: 场外衍生品业务规模保持扩张



数据来源: 中证协、开源证券研究所

表12: 2021 前三季度金融工具投资收益率分化明显

证券公司	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021H1 年化	2021Q3 年化
国海证券	3.72%	3.25%	3.99%	6.34%	5.57%	11.18%
红塔证券			8.66%	10.57%	13.35%	10.26%
南京证券	5.94%	4.38%	7.05%	12.45%	13.36%	9.98%
太平洋	2.46%	-0.37%	7.38%	1.38%	5.99%	9.47%
国金证券	3.98%	7.07%	7.33%	6.10%	7.64%	7.96%

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

证券公司	2017年	2018年	2019年	2020年	2021H1 年化	2021Q3 年化
广发证券	5.70%	0.41%	6.39%	7.19%	8.62%	7.07%
国元证券	3.99%	2.87%	2.14%	4.93%	6.55%	6.71%
第一创业	2.53%	3.40%	5.79%	3.09%	5.55%	6.42%
国信证券	3.68%	3.90%	5.61%	4.02%	5.58%	6.22%
国联证券			7.51%	5.38%	4.58%	6.14%
东北证券	5.27%	5.75%	7.19%	6.52%	6.03%	6.06%
海通证券	6.26%	2.06%	5.31%	3.24%	5.78%	6.06%
东吴证券	3.93%	4.56%	3.49%	4.26%	7.42%	6.02%
中金公司			4.75%	6.08%	5.79%	5.47%
山西证券	6.60%	6.05%	5.18%	4.49%	5.14%	5.44%
华西证券	4.62%	5.66%	7.22%	4.59%	5.73%	5.43%
长城证券	5.60%	5.23%	5.25%	4.88%	5.38%	5.36%
浙商证券	5.93%	4.94%	6.18%	4.57%	4.75%	5.32%
西部证券	5.44%	4.71%	6.20%	5.00%	6.32%	5.20%
中信建投	3.56%	3.59%	5.59%	5.25%	4.84%	5.13%
西南证券	5.36%	4.65%	7.09%	3.69%	6.65%	4.99%
<b>上市券商平均</b>	<b>4.94%</b>	<b>2.98%</b>	<b>5.20%</b>	<b>5.06%</b>	<b>5.26%</b>	<b>4.86%</b>
国泰君安	5.38%	3.91%	4.88%	2.89%	5.29%	4.71%
中国银河	3.40%	1.38%	5.98%	3.74%	4.50%	4.69%
兴业证券	6.18%	2.48%	6.68%	7.94%	6.61%	4.62%
申万宏源	4.36%	3.65%	4.65%	3.54%	4.72%	4.52%
天风证券	3.78%	3.97%	5.45%	4.46%	4.49%	4.49%
中原证券	3.84%	2.86%	4.63%	2.07%	3.65%	4.45%
招商证券	3.17%	1.97%	4.83%	2.88%	4.98%	4.36%
长江证券	3.82%	2.56%	7.34%	4.36%	4.19%	4.30%
中信证券	5.17%	3.11%	4.86%	3.65%	4.83%	4.25%
中泰证券			6.51%	4.32%	4.59%	4.15%
财通证券	6.97%	4.90%	7.96%	6.46%	5.87%	4.11%
华泰证券	6.26%	2.47%	4.60%	2.79%	4.54%	3.86%
东方证券	6.09%	0.00%	5.37%	4.79%	4.64%	3.58%
东兴证券	4.91%	5.52%	3.30%	4.21%	5.53%	3.48%
华安证券	3.03%	3.59%	7.59%	4.93%	4.40%	3.37%
方正证券	2.56%	3.25%	2.22%	1.11%	4.53%	3.15%
中银证券			4.49%	1.54%	1.38%	2.67%
华林证券	9.37%	8.46%	7.52%	9.98%	9.91%	1.54%
光大证券	4.21%	1.16%	3.34%	2.41%	2.64%	1.06%

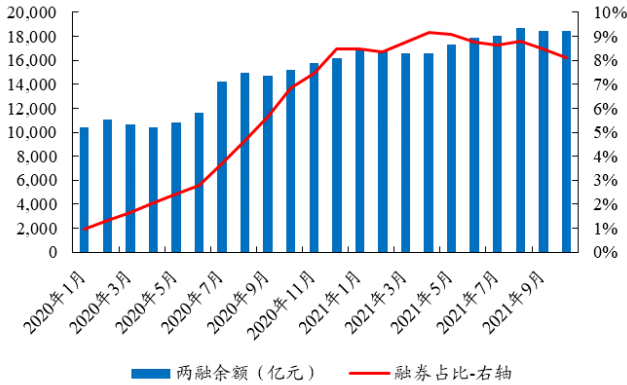
数据来源：Wind、开源证券研究所

## 2.5、资本中介：两融规模保持扩张

两融余额扩张驱动利息净收入增长，买入返售金融资产规模持续下降。2021 前三季度上市券商利息净收入 463 亿元，同比+15%，Q3 实现利息净收入 165 亿，环比+7%，主要受两融规模扩张驱动。2021Q3 末全市场两融规模达 1.8 万亿元，较年初+14%，

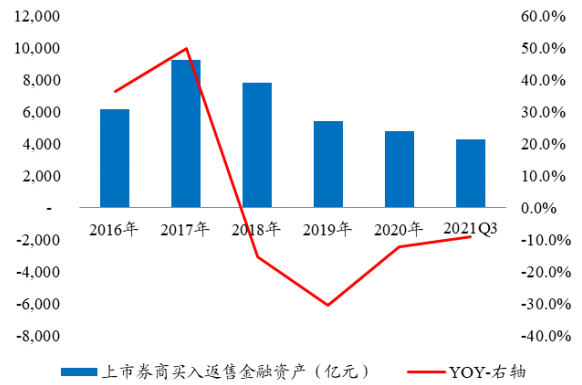
同比+25%，融券余额占比约在 9% 左右波动。2021 年买入返售持续下降，Q3 末上市券商买入返售余额 4280 亿元，同比-9%，较年初-10%，经过几年的风险排查，股票质押风险明显下降，上市券商买入返售规模降幅放缓。

图17: 上市券商两融余额保持扩张



数据来源：公司公告、开源证券研究所

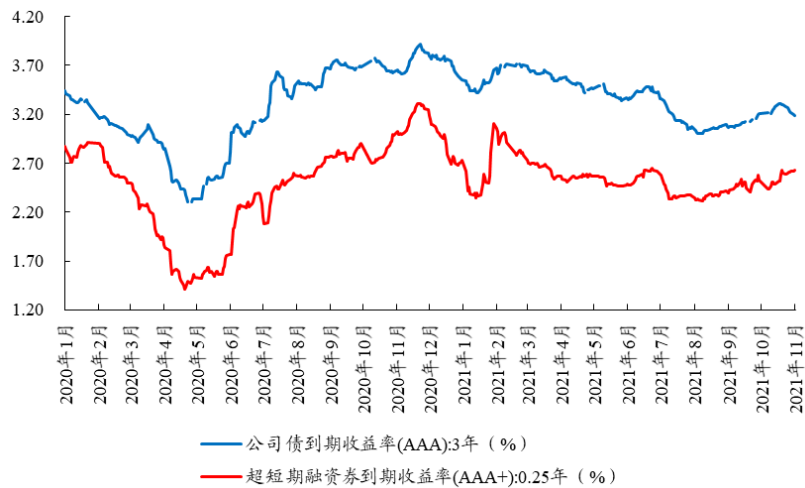
图18: 上市券商买入返售规模持续下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

三季度市场利率有所下行，驱动券商融资成本下降。2021 前三季度上市券商利息支出 967 亿元，同比+18%，Q3 环比-12%。2021 年 2 月以来，市场利率整体有所回落，Q3 保持下降趋势，驱动券商融资成本下滑。

图19: 2021Q3 市场利率保持下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

### 3、盈利预测：预计上市券商 2021 年净利润同比+35%

财富管理和资产管理依然是行业盈利增长的最大看点。(1) 前三季度同比看，资管业务收入增速亮眼，环比依然保持稳健增长，体现了券商旗下并表的公募基金业务收入的高增长，部分公募资管转型较强的券商资管业务收入预计也有较高增长。(2) 财富管理方面，前三季度上市券商经纪业务收入+19.4%，日均股基成交额同比+21.9%，考虑佣金率的下滑，经纪业务收入同比增长体现了金融产品代销的高增长，部分代销收入占比较高的券商前三季度经纪业务收入增速明显优于行业平均。未来，

公募市场空间广阔，资产管理和财富管理仍是未来投资主线。

我们预计上市券商整体 2021 年净利润同比+35%，ROE 有望达 9.9%。资管、经纪和利息净收入为全年盈利拉动核心，我们预计上市券商 2021 年整体净利润分别为 1962 亿元，同比+34.8%，ROE 有望达 9.94%。

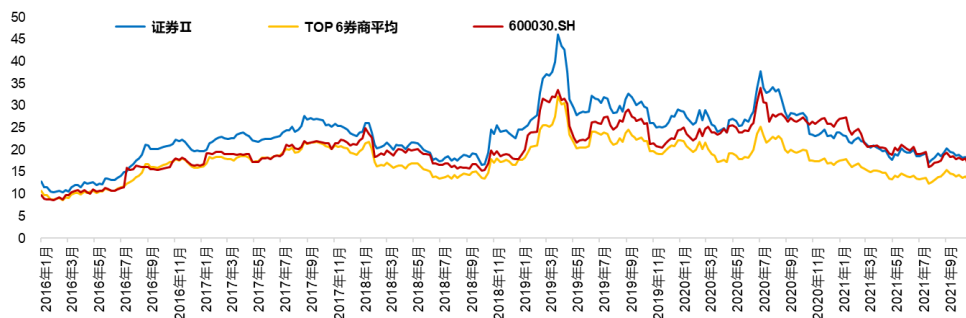
表13: 预计上市券商 2021 年净利润同比+34.8%

40 家上市券商整体 (单位: 亿元)	2018 年	2019 年	2020 年	2021 前三季度	2021E	2022E	2023E
经纪业务收入	621	742	1,140	1,035	1,355	1,395	1,540
YOY	-19.7%	19.4%	53.7%	19.4%	18.8%	2.9%	10.4%
日均股基成交额	4,117	5,580	9,042	11,183	11,031	11,031	12,134
投行业务收入	337	416	580	406	570	684	820
YOY	-21.8%	23.4%	39.4%	0.6%	-1.8%	20.0%	19.8%
资产管理收入	305	314	389	349	486	616	781
YOY	-4.3%	3.0%	23.8%	24.6%	24.8%	26.9%	26.7%
大投资业务收入	723	1,367	1,578	1,347	1,783	2,184	2,640
YOY	-31.3%	89.1%	15.4%	11.1%	13.0%	22.5%	20.9%
自营投资收益率	2.98%	5.20%	5.06%	4.86%	4.61%	4.55%	4.52%
利息净收入	366	422	534	463	637	614	576
YOY	8.7%	15.1%	26.7%	15.3%	19.3%	-3.6%	-6.2%
营业收入(调整后)	2,516	3,440	4,404	3,799	5,086	5,800	6,723
YOY	-17.4%	36.8%	28.0%	15.0%	15.5%	14.0%	15.9%
管理费	1,470	1,763	2,103	1,799	2,400	2,668	3,025
信用减值及其他资产 减值损失	180	207	340	50	81	139	161
归母净利润	640	1,087	1,456	1,479	1,962	2,256	2,667
YOY	-38.3%	69.8%	34.0%	22.8%	34.8%	15.0%	18.2%
净利率(调整后)	25.4%	31.6%	33.1%	38.9%	38.6%	38.9%	39.7%
ROE	4.35%	6.97%	8.35%	10.10%	9.94%	10.24%	10.85%

数据来源: Wind、开源证券研究所

#### 4、行业景气度向好，持续看好大财富管理主线

行业景气度向好，持续看好大财富管理板块。基本面看，证券行业 2019-2020 年连续两年高增长，2021 年前三季度盈利延续高景气度；资金面看，券商估值低于历史中枢，机构资金对于低估值、低配置且盈利持续改善板块的关注度提升，券商板块的资金配置有所提升，北交所设立等资本市场政策利好持续，后续第三支柱养老金政策有望落地，财富管理赛道成长性延续，证券行业正迎来发展机遇期。首推大财富管理主线，头部券商综合优势明显，有望实现估值修复。推荐东方证券、广发证券和东方财富，受益标的兴业证券、中金公司（H 股）、长城证券。

**图20: 目前券商板块 PE 估值低于历史中枢**


数据来源: Wind、开源证券研究所

**表14: 受益标的盈利预测及估值**

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			P/E		评级
		2021/11/5	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	
600958.SH	东方证券	12.71	0.38	0.78	0.97	33.45	16.29	买入
000776.SZ	广发证券	19.80	1.32	1.63	2.00	15.00	12.15	买入
300059.SZ	东方财富	32.73	0.58	0.87	1.11	56.55	37.62	买入
601377.SH	兴业证券	8.40	0.60	0.74	0.89	14.05	11.28	未评级
3908.HK	中金公司	18.16	1.60	2.12	2.61	11.36	8.55	未评级
002939.SZ	长城证券	10.62	0.48	0.50	0.56	22.13	21.24	未评级

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 除东方财富、东方证券和广发证券外, 上述公司盈利预测来自 Wind 一致性预期。

## 5、风险提示

- 市场波动风险。
- 政策落地不及预期。

## 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

## 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

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。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，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

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。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券研究所

### 上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层  
邮编：200120  
邮箱：research@kysec.cn

### 深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层  
邮编：518000  
邮箱：research@kysec.cn

### 北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层  
邮编：100044  
邮箱：research@kysec.cn

### 西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层  
邮编：710065  
邮箱：research@kysec.cn