

权益资产迎黄金时代，券商步入长景气周期

——证券行业2021年中期策略

证券分析师：许旖珊 A0230520080002

研究支持：李天奇 A0230120070006

联系人：许旖珊 A0230520080002

2021/6/22



放眼十四五 共话新征程

Eyeing the 14th Five-Year Plan Embarking on a New Journey

申万宏源·2021资本市场夏季高峰会

SWS · 2021 Summer Capital Market Conference

■ 中国居民增配权益资产的黄金时代来临

- 理由一：竞品收益率持续下降，从银行理财到标准化权益产品的居民财富迁徙在提速
 - ✓ 2018年4月资管新规后，银行理财预期收益率持续下降
 - ✓ 近期现金类理财正式稿出台，7.3万亿的类货基将参照货基整改
- 理由二：人口老龄化，发展养老金融、养老金入市等政策落地将加快
 - ✓ 2020年中国65岁及以上人口占比已达13.5%，出生率仅0.85%，人口老龄化带来养老金缺口压力
 - ✓ 目前我国三支柱养老体系高度依赖第一支柱，占比约8成，第三支柱亟待发展
- 理由三：房市调控加码，未来房地产市场的资金聚集作用将逐渐减弱
 - ✓ 国家顶层设计房住不炒，关注房地产税相关政策

■ 重视近期三个“史上首次”，指明两大方向：一是中国权益公募与资管的长期发展可期，二是证券行业要高质量发展且要发挥财富管理作用

- 5/25，上海市人民政府：史上首次明确支持基金公司上市
- 5/22，证监会易主席：史上首次定调行业高质量发展不仅仅是做大规模，发挥财富管理作用
- 5/13，中基协：史上首次发布偏股公募销售保有量100强

- **中性情景2030E中国居民持有股票和非基规模将达122万亿元，十年CAGR13%**
 - 保守、中性、乐观情景：居民持有股票和非货基与储蓄比值十年提升**0.6倍、0.9倍、1.2倍**
 - 美国1990年居民持有股票和非货基与储蓄比值0.6倍（≈中国2020年），十年提升**1.4倍**
- **中性情景2030E中国偏股公募基金市场将达58万亿元，十年CAGR24%**
 - 保守、中性、乐观情景：中国偏股基金深度提升**20pct、25pct、30pct**
 - 美国1990s初期偏股基金深度7%（≈中国2020年），十年提升**37pct**
- **权益资产迎接居民增配黄金时代，券商步入长景气周期，紧握长逻辑，增配优质个股**
 - 券商步入长景气周期，3-5家公司将脱颖而出。建议从权益资产端能力/渠道端能力/综合服务能力三条主线筛选标的，重点推荐兴业证券、中金公司、东方财富、华泰证券、中信证券等
 - 券商在权益资产的甄别获取能力和产品集成、投顾对客户风险收益的需求理解上具有优势；同时部分券商控参股优质公募，资管业务轻资本和规模效应特性下，行业集中度将持续提升
 - 美国20世纪90年代：高盛1994-2000年利润CAGR35%，客户资产CAGR32%；摩根士丹利1995-2000年券商及资管业务利润CAGR36%；嘉信理财1990-2000年利润CAGR46%
- **风险提示：流动性大幅收紧**

主要内容

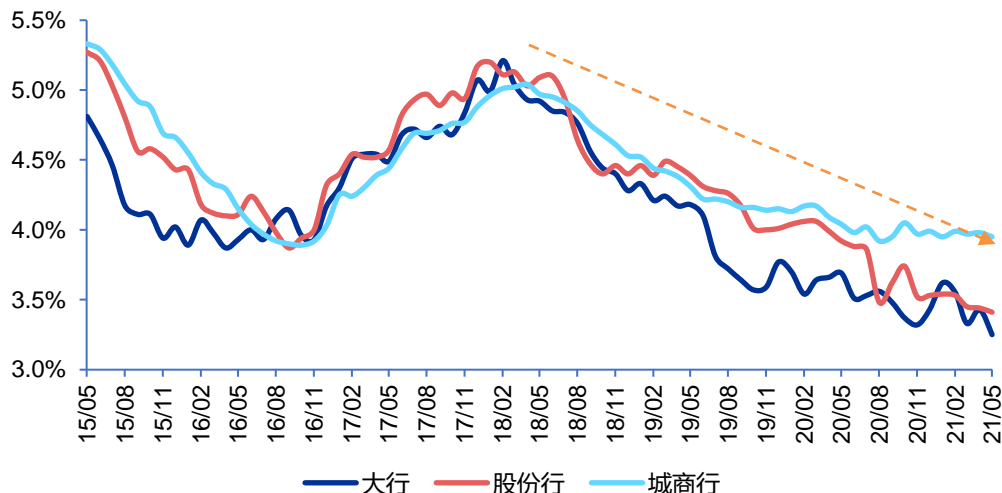
1. 居民增配权益资产的黄金时代来临
2. 对标美国，测算居民持有股票及非货基、偏股公募基金市场未来十年CAGR
3. 市场低估证券基金业长期空间，紧握长逻辑，增配优质个股

1.1 理由一：竞品收益率下降，提升权益资产吸引力

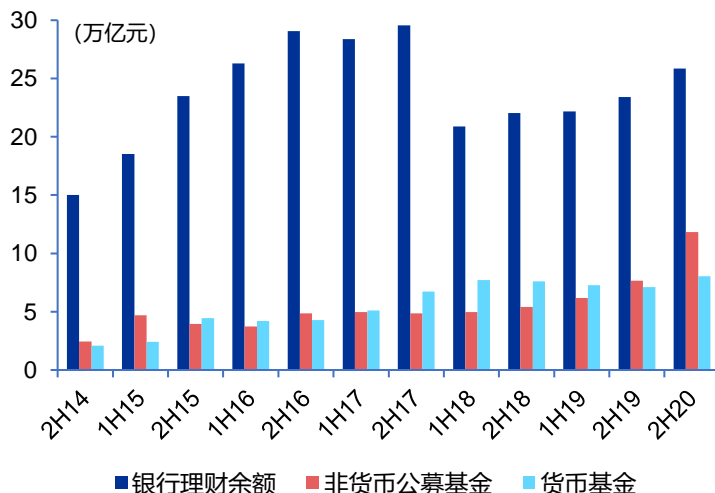
■ 资管新规打破刚兑，银行理财向净值化转型、预期收益率持续下降

- 2018年4月-今，3个月期银行理财预期年化收益率下降超过100bp
 - ✓ 18/04-21/05，大行、股份行、城商行理财产品预期年化收益率平均下降124、111、100bps
- 2021年6月，现金管理类理财正式稿落地，1Q21类货基规模7.3万亿
 - ✓ 过去类货基较货基有50+bps溢价、大额T+0申赎等优势
 - ✓ 要求比照货基进行监管，过渡期至2022年底

2018年-今，银行理财预期年化收益率（3个月期）呈下降趋势



2020年银行理财25.9万亿，为非货基规模2.2倍

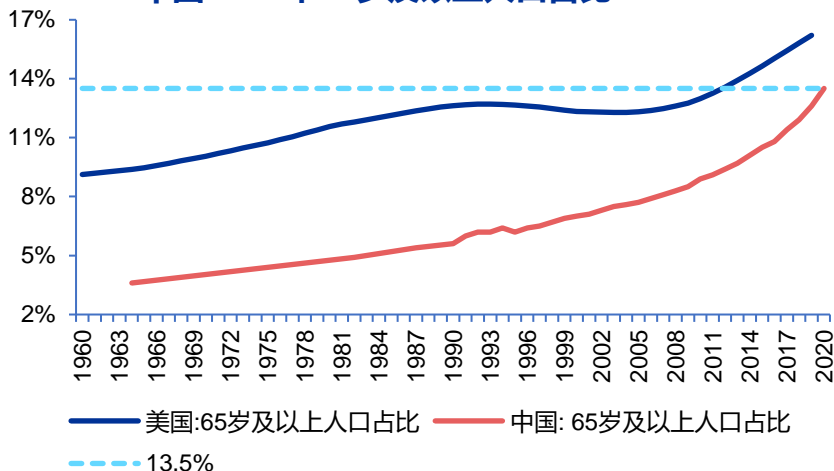


1.2 理由二：人口老龄化带来养老金缺口压力

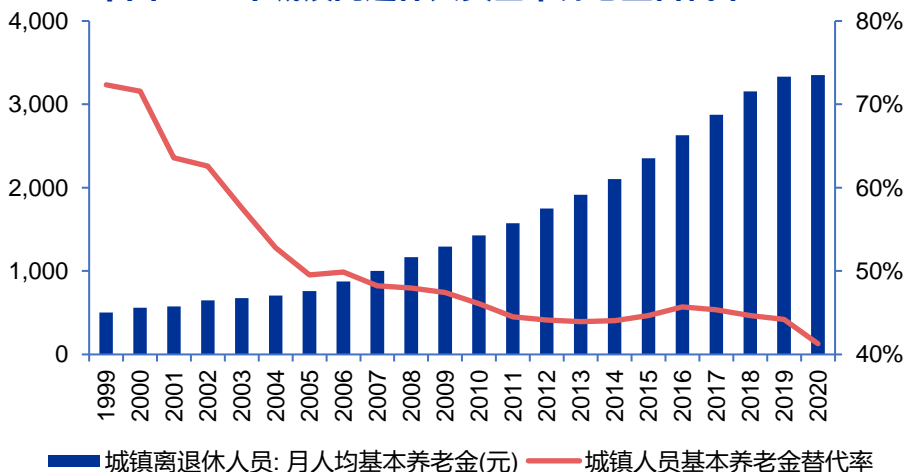
■ 中国面临人口老龄化、生育率低的社会问题

- 2020年中国65岁及以上人口占比13.5%，十年提升4.6pct；出生率0.85%，连续4年下降
- 我国城镇离退休人员基本养老金替代率近年来持续下降，2020年仅41%，远低于世界银行建议的70%
- 人口老龄化带来养老金缺口压力

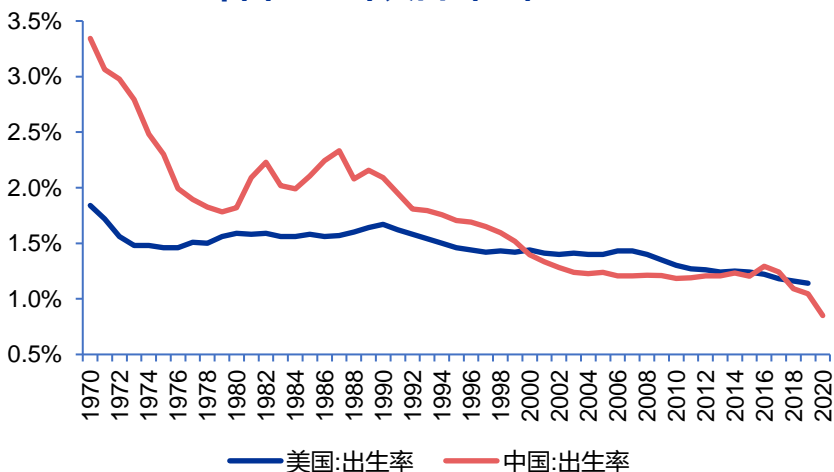
中国2020年65岁及以上人口占比13.5%



中国2020年城镇离退休人员基本养老金替代率41%



中国2020年人口出生率0.85%

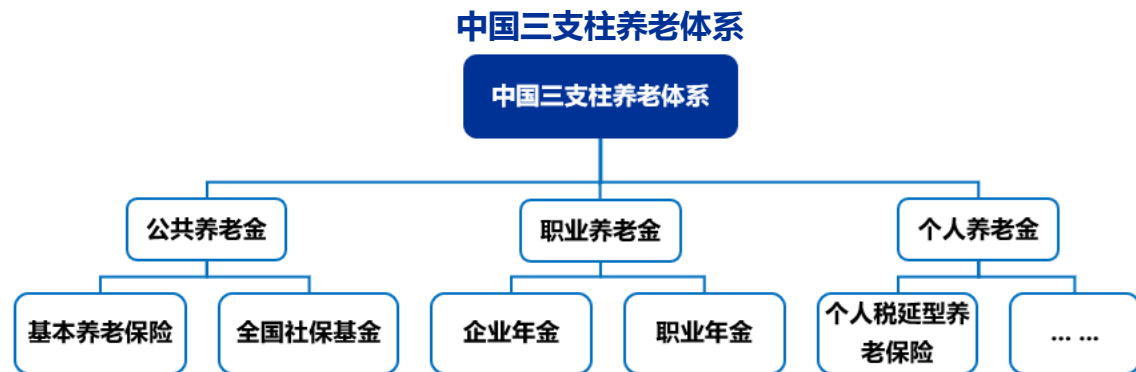


注：养老金替代率=退休时月领取养老金/退休前月工资收入

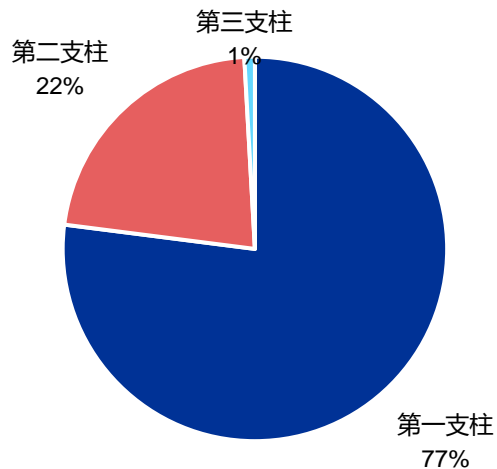
1.3 目前我国三支柱养老体系仍高度依赖第一支柱

■ 我国三支柱养老体系并不发达

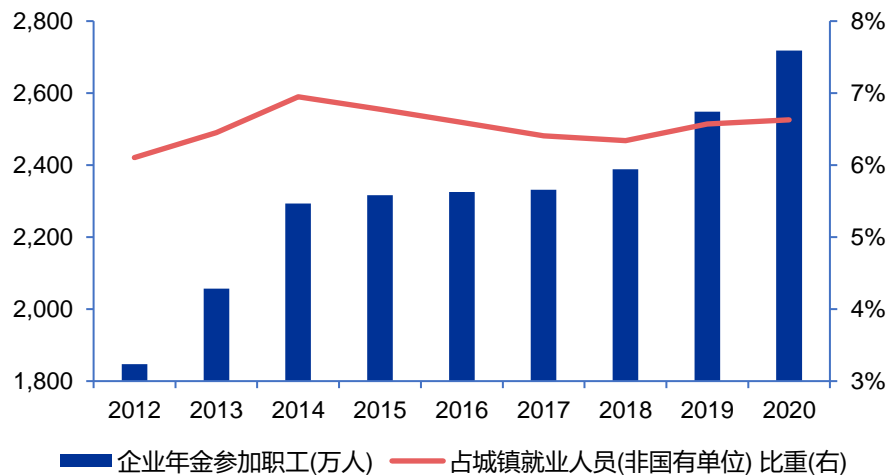
- 第一支柱规模占比近8成，第二支柱发展较快但覆盖人群有限，第三支柱亟待发展



中国三支柱养老体系构成：2019年第一支柱占比近8成



企业年金覆盖2718万职工，比例较低



1.4 发展养老金融、养老金入市等政策落地将加快

■ 规范发展第三支柱养老保险，今年6月开启专属商业养老保险试点

鼓励养老金第二、三支柱发展的国家政策密集出台

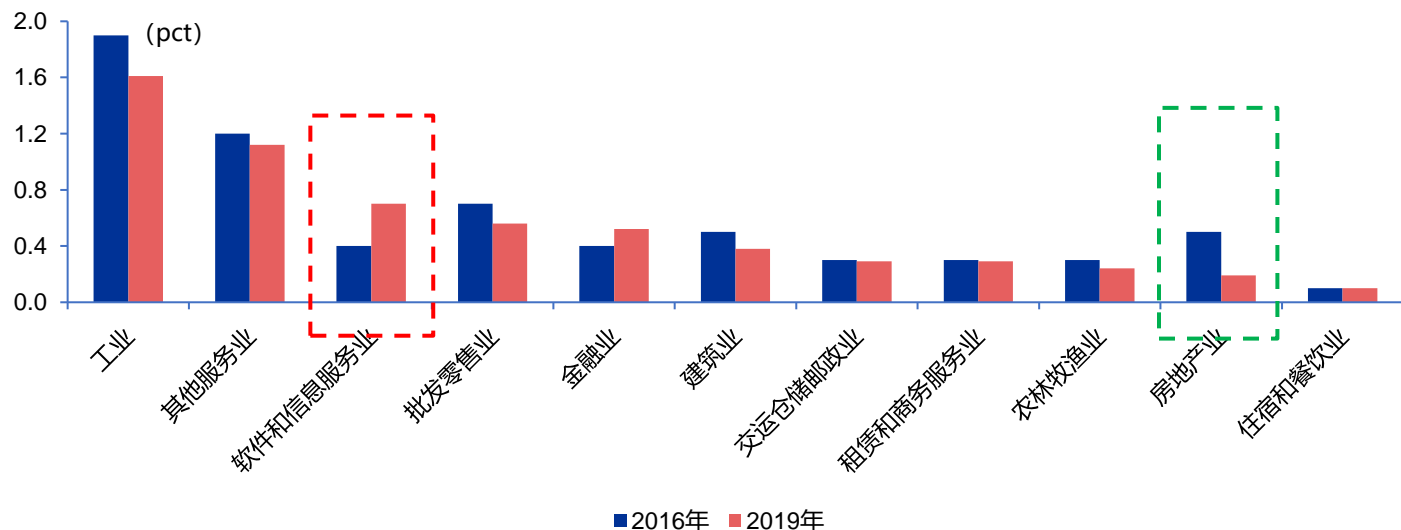
时间	文件	主要内容
2016/3	《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》	完善统账结合的城镇职工基本养老保险制度，构建包括职业年金、企业年金和商业保险的多层次养老保险体系，持续扩大覆盖面。实现职工基础养老金全国统筹。完善职工养老保险个人账户制度，健全参保缴费激励约束机制，建立基本养老金合理调整机制。推出税收递延型养老保险。
2016/12	《关于全面放开养老服务市场提升养老服务质量的若干意见》	发展适老金融服务。 规范和引导商业银行、保险公司等金融机构开发适合老年人的理财、保险产品；稳步推进养老金管理公司试点，按照国家有关规定，积极参与养老金管理相关业务，做好相关受托管理、投资管理和账户管理等服务工作。
2017/3	《“十三五”国家老龄事业发展和养老体系建设规划》	完善养老保险制度。 制定实施完善和改革基本养老保险制度总体方案。完善社会统筹与个人账户相结合的基本养老保险制度，构建包括职业年金、企业年金，以及个人储蓄性养老保险和商业保险的多层次养老保险体系。推进个人税收递延型商业养老保险试点。建立基本养老金合理调整机制，适当提高退休人员基本养老金标准。建立更加便捷的养老保险转移接续机制。
2018/3	《关于建立城乡居民基本养老保险待遇确定和基础养老金正常调整机制的指导意见》	（一）完善待遇确定机制。城乡居民基本养老保险待遇由基础养老金和个人账户养老金构成。（二）建立基础养老金正常调整机制。（三）建立个人缴费档次标准调整机制。（四）建立缴费补贴调整机制。（五）实现个人账户基金保值增值。
2020/1	《关于促进社会服务领域商业保险发展的意见》	加快发展商业养老保险。 大力发展商业养老年金保险，推动商业保险机构加快开发投保简便、交费灵活、收益稳健的个人账户式商业养老保险产品。鼓励商业保险机构发展有助于实现养老金融产品年金化领取的保险产品。支持商业保险机构发展与养老服务相衔接的保险产品。支持养老保险第三支柱发展。力争到2025年，商业保险为参保人积累不低于6万亿元养老保险责任准备金。
2021/3	《2021年政府工作报告》	推进基本养老保险全国统筹， 规范发展第三支柱养老保险。
2021/3	《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	健全养老保险制度体系，促进基本养老保险基金长期平衡。 完善划转国有资本充实社保基金制度 ，优化做强社会保障战略储备基金。发展多层次、多支柱养老保险体系，提高企业年金覆盖率， 规范发展第三支柱养老保险。
2021/5	《关于开展专属商业养老保险试点的通知》	推动商业养老保险加快发展，更好地服务多层次、多支柱养老保险体系建设，积极满足人民群众多样化养老保障需求，银保监会决定开展专属商业养老保险试点。 针对新产业、新业态从业人员和各种灵活就业人员，自2021年6月1日起，在浙江省（含宁波市）和重庆市开展专属商业养老保险试点。 试点期限暂定一年。产品采取账户式管理，产品设计分为积累期和领取期两个阶段，领取期不得短于10年。

1.5 理由三：房市调控下，资金聚集作用将逐渐减弱

■ 国家顶层设计房住不炒，房市调控逐步成型，房地产市场的资金聚集作用将逐渐减弱

- 过高的住房支出会约束内需释放，且不利于高素质人才留在更具创新力的城市
- 2020年8月以来，监管先后提出房企融资“三条红线”、建立房贷集中度管理制度；2021年6月，国有土地使用权出让金等四项政府非税收入拟划转税务部门征收
- 银保监会郭主席6月在陆家嘴论坛中表示“押注房价永不下跌的人最终会付出沉重代价”；2021年5月财政部等四部委召开地产税改革试点工作座谈会，后续关注房地产税相关政策

各行业增加值对中国GDP增长的拉动作用：2016年vs2019年



主要内容

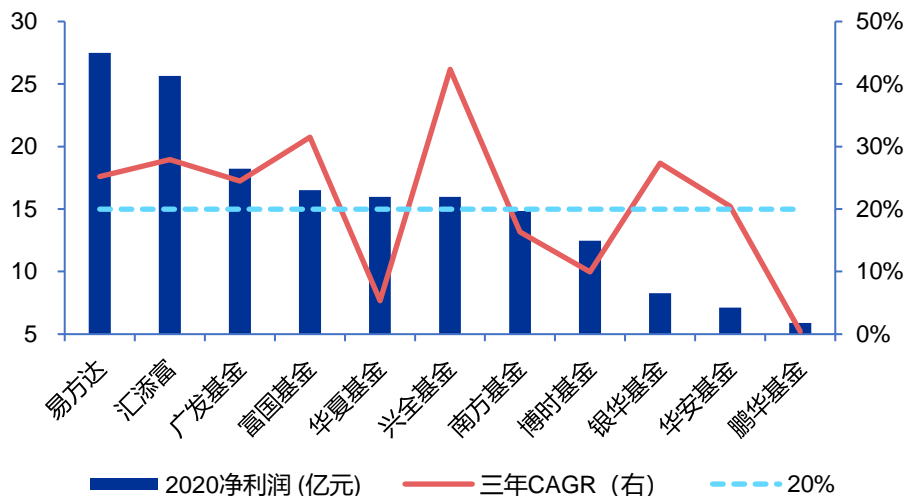
1. 居民增配权益资产的黄金时代来临
2. 对标美国，测算居民持有股票及非货基、偏股公募基金市场未来十年CAGR
3. 市场低估证券基金业长期空间，紧握长逻辑，增配优质个股

2.1 近期三个“史上首次”值得重视

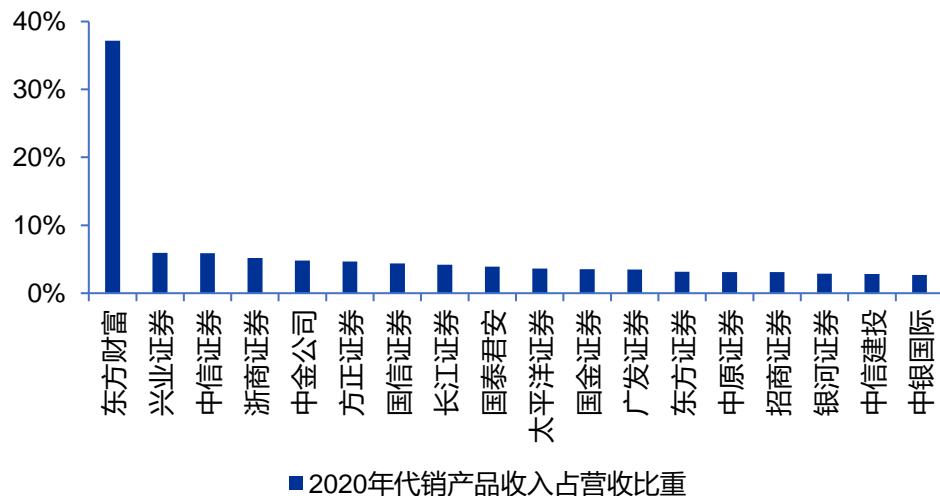
■ 重视近期三个“史上首次”，指明两大方向：一是中国权益公募与资管长期发展可期，二是证券行业要高质量发展且要发挥财富管理作用

- 5/25，上海市人民政府：史上首次明确支持基金公司上市
- 5/22，证监会易主席：史上首次定调行业高质量发展不仅仅是做大规模，发挥财富管理作用
- 5/13，中基协：史上首次发布偏股公募销售保有量100强

典型券商系公募基金2020年净利润及三年复合增速



券商代销金融产品占营收比重分化

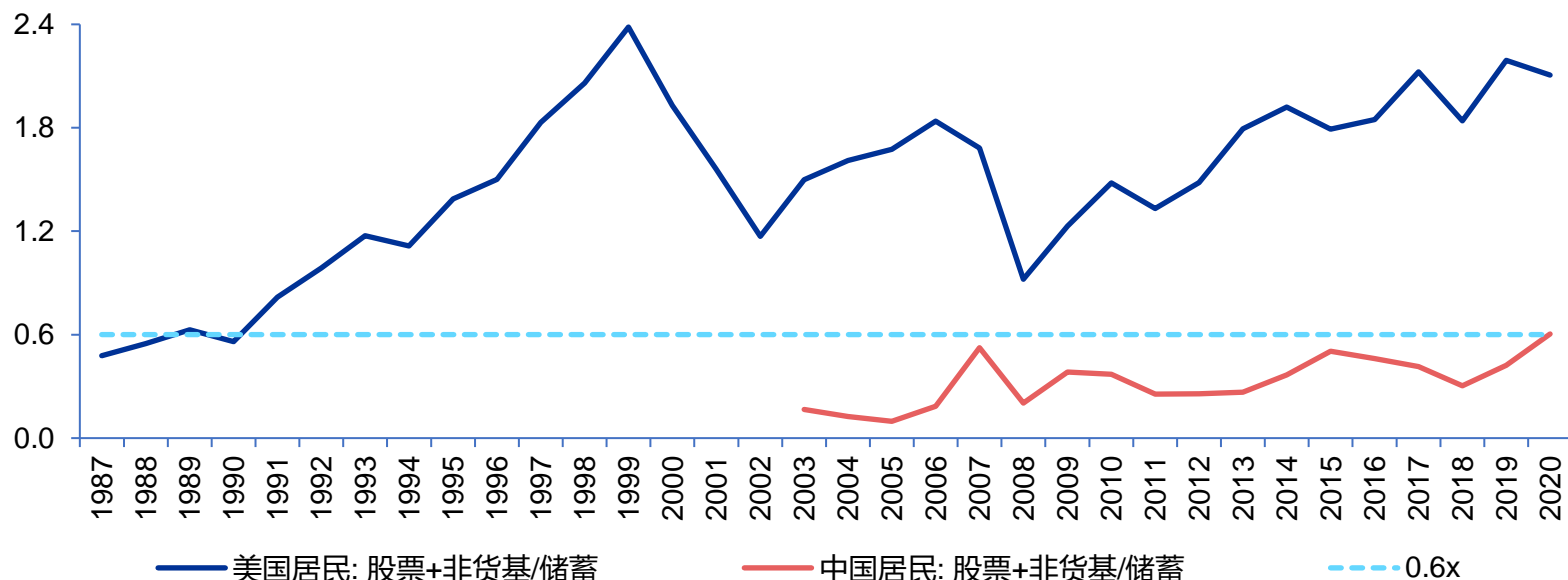


2.2 中国居民持有股票和非货基与储蓄比值0.6x

■ 随着权益资产的吸引力不断上升，中国中产阶级储蓄者加快向中产阶级投资者转变，正如美国20世纪80年代末至90年代那样

- 2020年中国居民持有 **股票和非货基/储蓄类资产** 比值为**0.6倍** = 美国1990年
 - ✓ **居民储蓄类资产**：居民所持现金+银行存款+货基；2020年61万亿，（2015-2020）5年CAGR8%
 - ✓ **股票和非货基**：居民所持股票+非货币公募基金；2020年37万亿，（2015-2020）5年CAGR12%

2020年中国居民持有股票和非货基与储蓄比值0.6倍=美国1990年



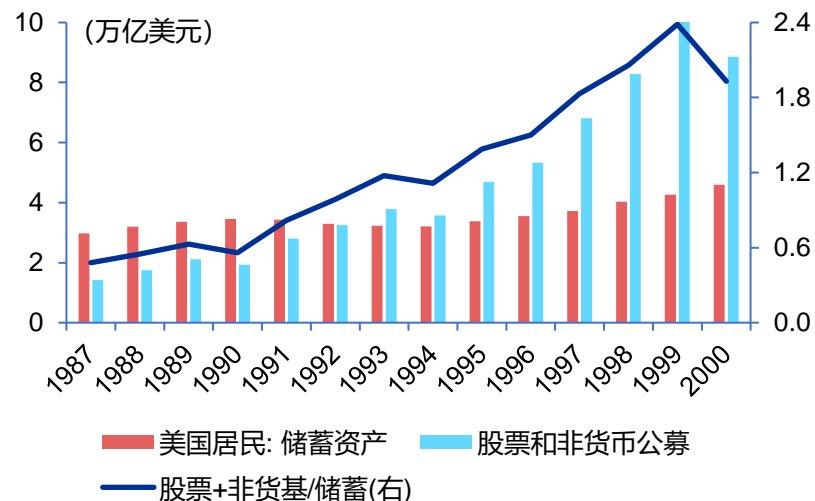
2.3 测算1：居民持有股票及非货基十年CAGR13%

- 悲观/中性/乐观假设2030E居民持有股票及非货基与储蓄比提升0.6x/0.9x/1.2x
- 则2030E居民持有股票及非货基108万亿~133万亿，十年CAGR11%~14%
 - 1990-2000年美国居民持有股票及非货基十年CAGR16%
 - 1990s美国持有股票及非货基与储蓄比值提升1.4x

保守-乐观情景，居民持有股票及非货基未来十年CAGR11%~14%

单位: 万亿元		(股票+非货基)/储蓄	储蓄类资产	十年CAGR	股票和非货基	十年CAGR
2020		0.6 x	61	-	37	-
2030E	保守假设	1.2 x	90	4.0%	108	11.4%
	中性假设	1.5 x	82	3.0%	123	12.8%
	乐观假设	1.8 x	74	2.0%	134	13.8%

1990s美国居民：(股票+非货基)/储蓄 提升1.4倍

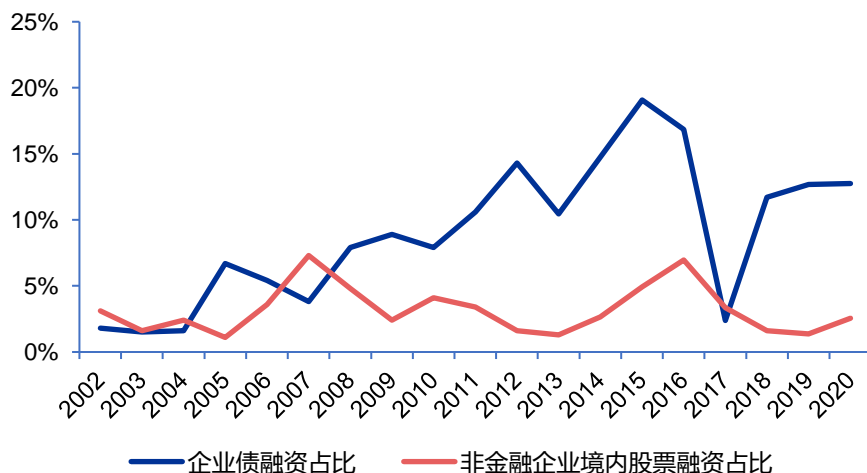


2.4 新经济需要股权融资，国家引导资金增配权益

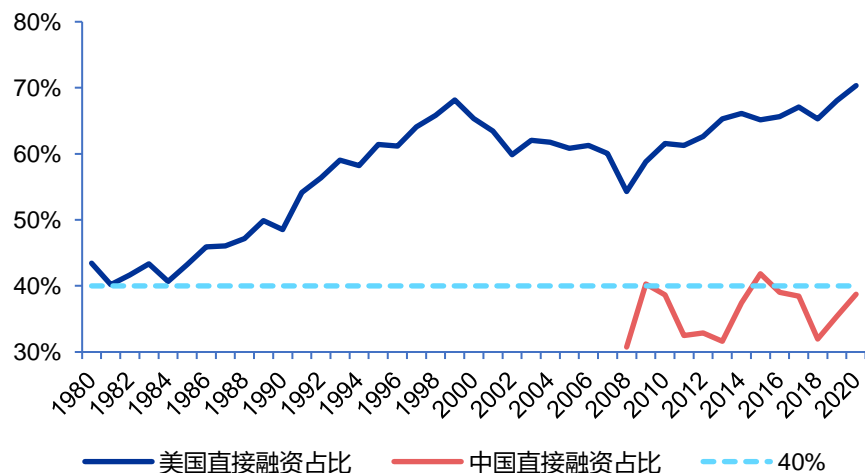
■ 新经济企业需要股权融资

- **发展直接融资，不仅是融资改革：**2018年7月以来，科创板、创业板IPO注册制改革已有收效
- **还需要资金配合：**投资端政策也将加快落地，如引导第二、三支柱养老金发展并入市
- 美国在20世纪80年代末期-90年代实现了良性循环：“税优政策大力推动养老金入市——促进股权融资——企业盈利改善——经济向好——股指向上——养老金入市”

社融增量中企业债与非金融企业境内股票融资占比低



存量法下，直接融资占比相当于美国20世纪80年代



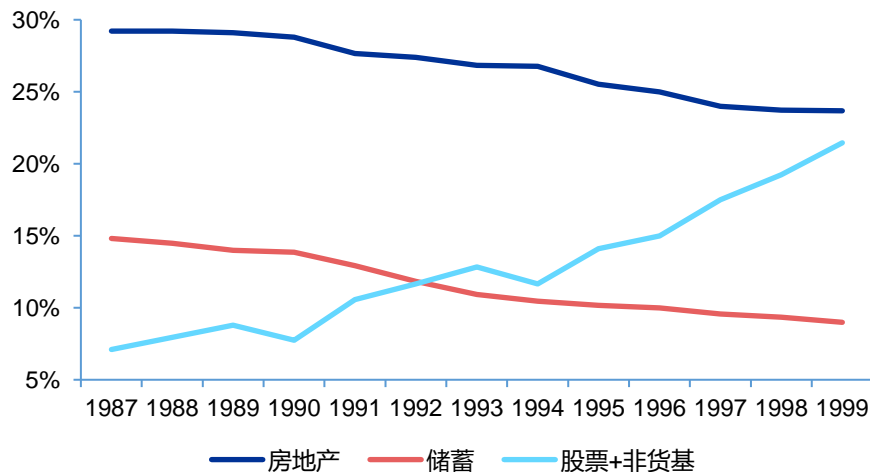
2.5 美国20世纪90年代：居民资产配置迁移至权益

■ 美国20世纪90年代，居民大量增配权益资产，房产和储蓄占比降低

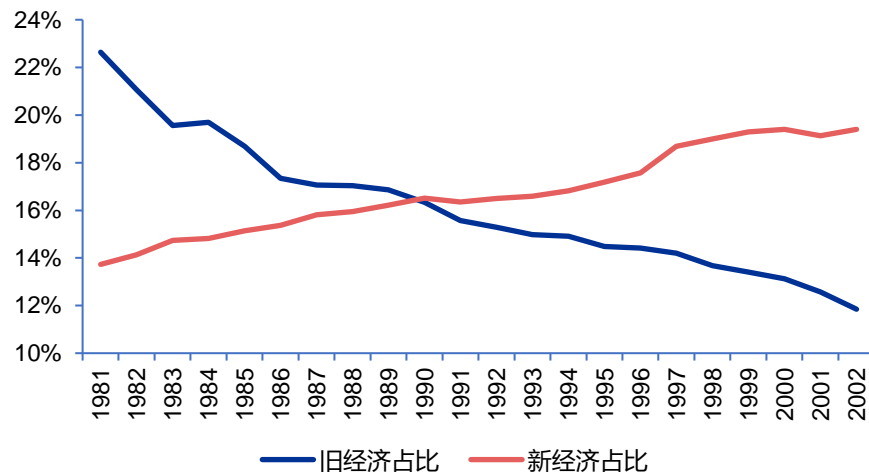
- 居民资产配置中，股票和非货币基金占比大幅提升

- ✓ 一方面是居民自发增配权益资产
- ✓ 另一方面美国政策推动401k和IRAs等私人养老金入市

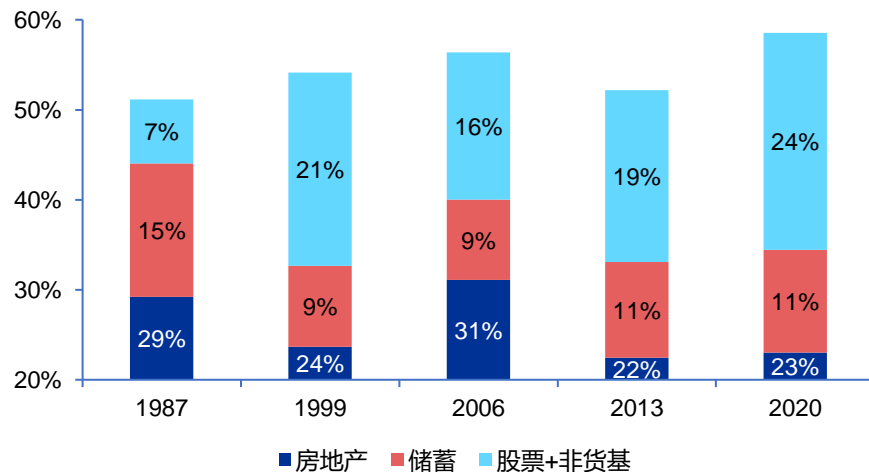
1987-1999年：美国居民配置房地产下降6pct，储蓄下降6pct，股票及非货基提升14pct



美国20世纪90年代新旧经济动能成功切换



2020年美国居民资产大类配置中：股票和非货基占比最高



2.6 宏观环境：人均收入增速降档，利率长期向下

■ 长端利率中枢下行，固收类资产吸引力下降；同时居民人均可支配收入增速降档

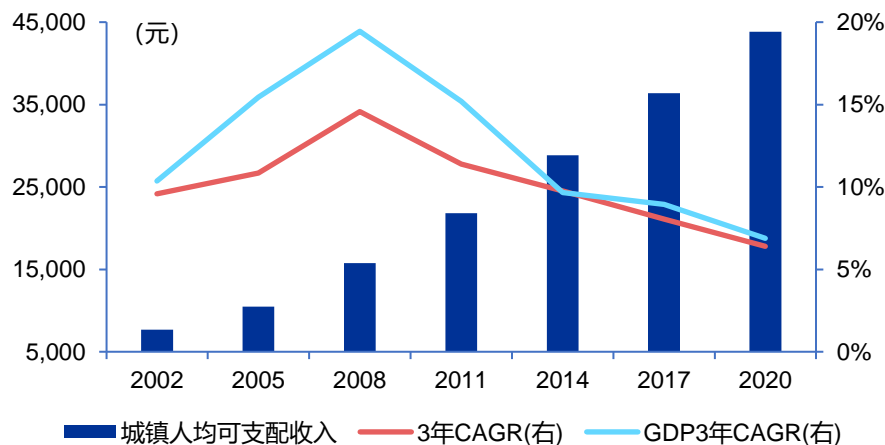
中国：十年期国债收益率中枢下行



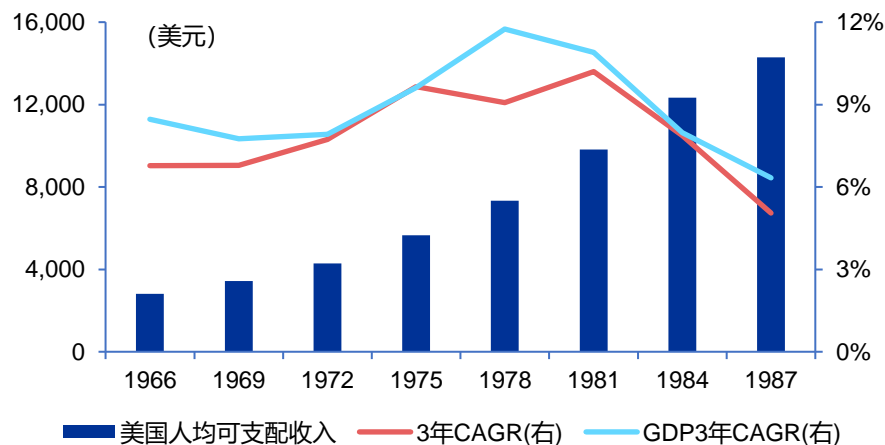
美国1980-1990s：十年期国债收益率中枢下行



近十年中国城镇居民人均可支配收入增速降档



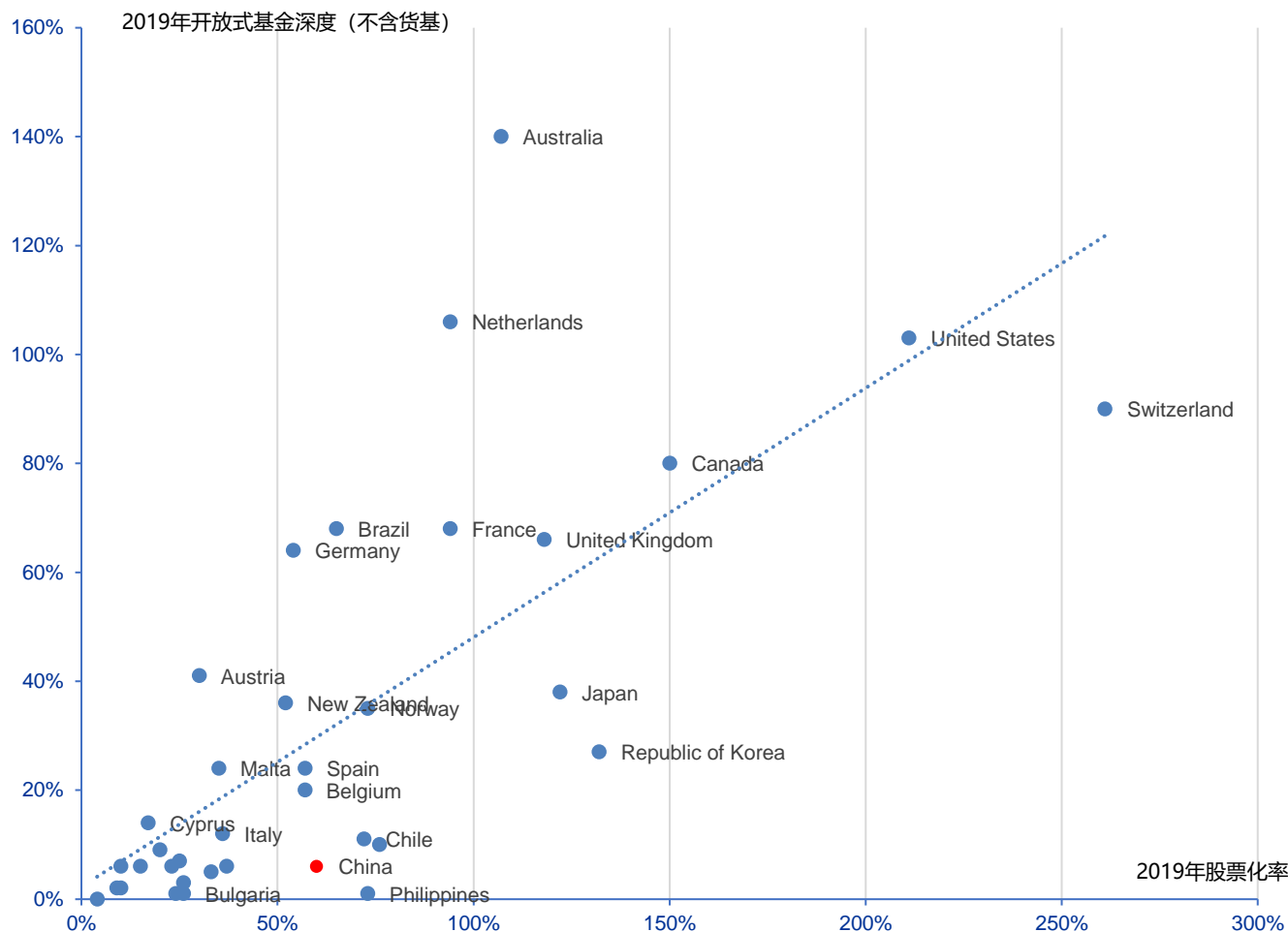
美国20世纪80年代人均可支配收入增速降档



2.7 相较于股票化率程度，中国基金深度远远不足

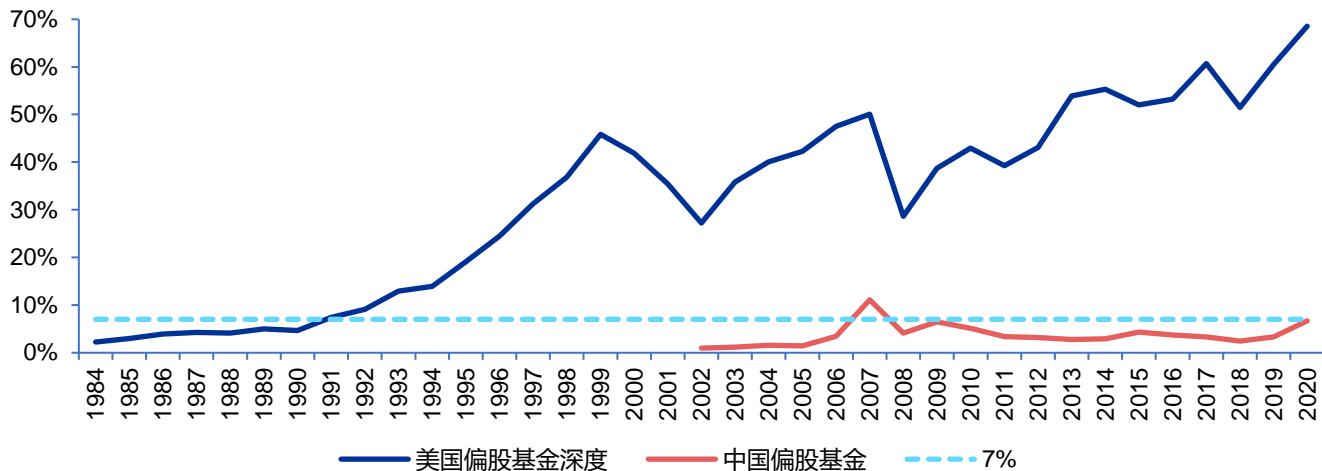
- 下图中，横轴为2019年股票化率，纵轴为2019年开放式基金(不含货基)占GDP比重

36个经济体“股票化率-基金深度”散点图：2019年

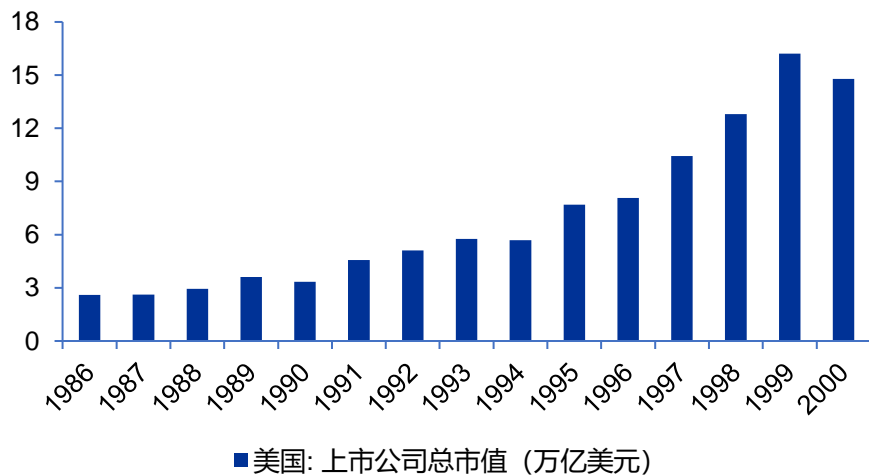


2.8 偏股基金深度：中国2020 ≈ 美国1990

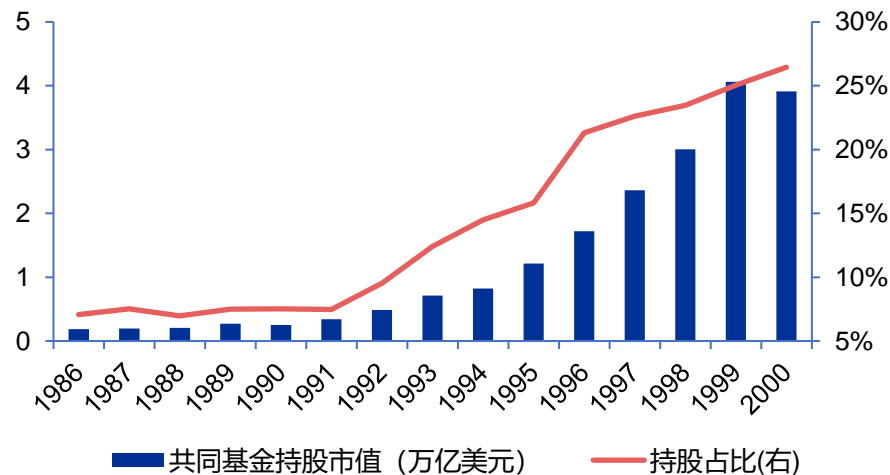
2020年中国偏股公募深度为7% = 美国1990s初期



1990s美国上市公司总市值十年CAGR16%



1990s美国共同基金持股市值十年CAGR32%

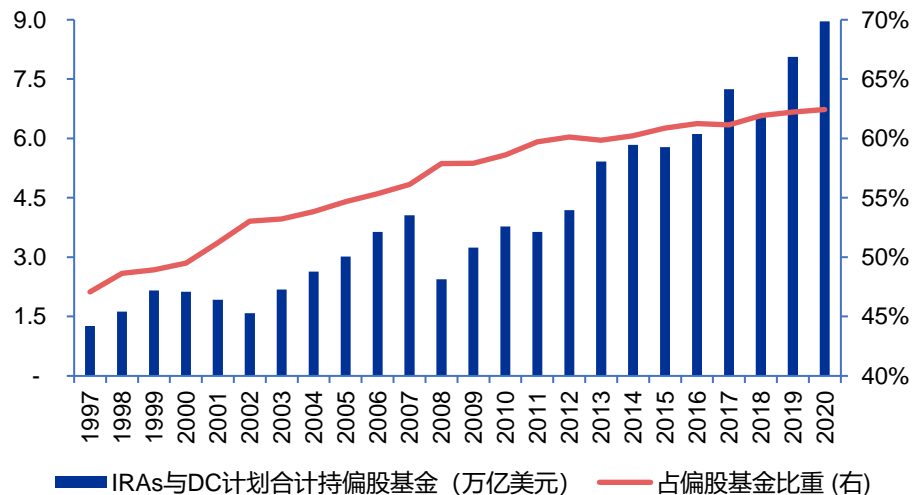


2.9 20世纪90年代：美国私人养老金快速发展

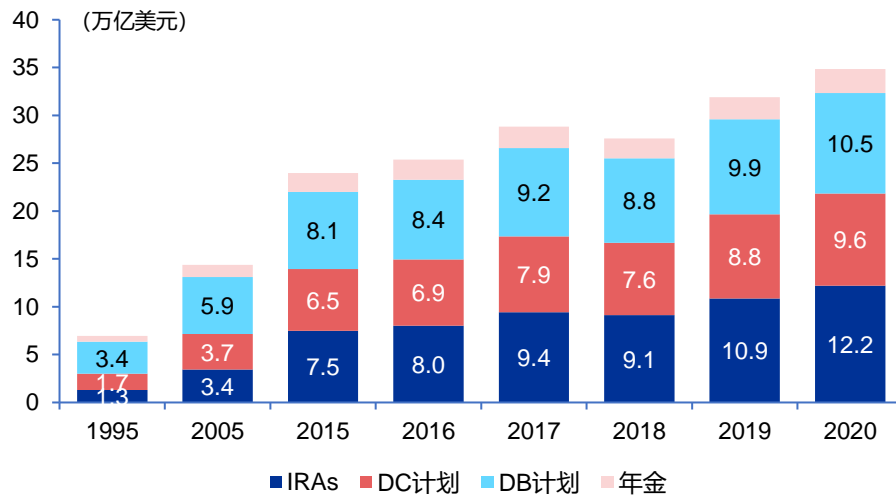
■ 2020年末，美国IRAs和DC计划合计持有偏股基金近9万亿美元，占比62%

- 2020年，美国补充养老金市场近35万亿美元
- 美国补充养老金市场中，IRAs和DC计划合计占比63%；58%的美国家庭拥有第二支柱，1/3的美国家庭拥有IRAs
 - ✓ 2020年底，美国DC计划规模9.6万亿美元，5.7万亿美元投资于基金
 - ✓ 2020年底，美国IRAs规模12.2万亿美元，5.5万亿美元投资于基金

美国IRAs、DC计划合计持有偏股基金近9万亿美元，占比62%



美国IRAs、DC计划分别占补充养老金市场的35%、28%

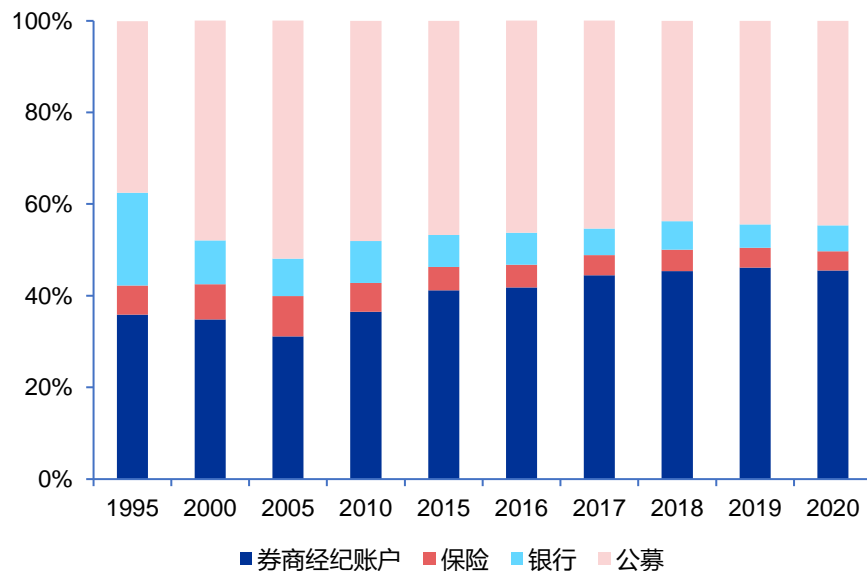


2.10 美国经验：券商和共同基金为IRAs最大管理人

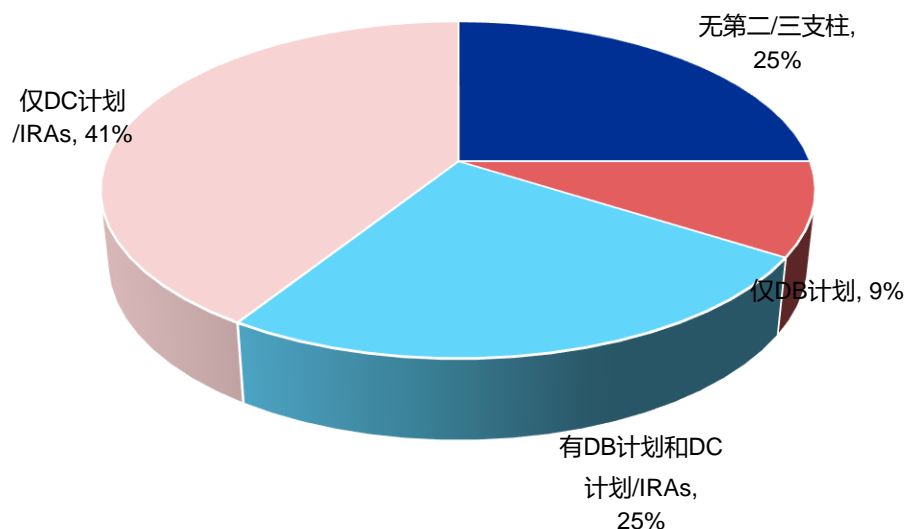
■ 美国第三支柱IRAs的账户管理机构灵活：券商和基金是最大的IRAs管理者，目前合计管理着9成IRAs资产

- 美国经验中，符合要求的银行、券商、保险、基金公司均可为客户开设、管理IRAs计划
- 各类投资产品收益率的变化将驱使资产从银行向公募和证券资产转移
 - ✓ 2020年公募和券商经纪账户合计管理9成的IRAs资产
 - ✓ 2020年银行管理IRAs账户占比仅约6%（1975年占比7成）

美国IRAs资产按管理机构分布：券商经纪账户与公募占比超9成



美国75%准退休家庭拥有雇主发起退休金计划或IRAs



2.11 测算2：未来十年偏股公募基金市场CAGR24%

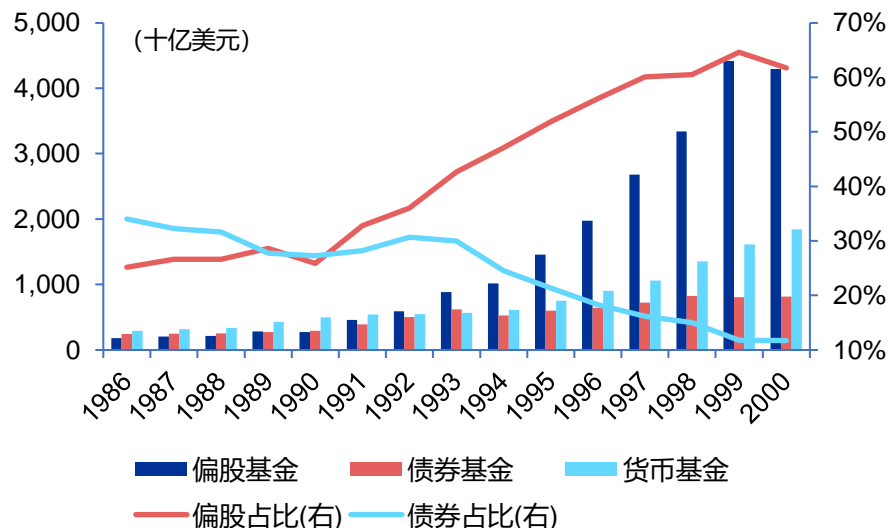
■ 悲观、中性、乐观假设2030E偏股基金深度较2020提升20pct、25pct、30pct，则2030E中国偏股公募基金未来十年CAGR21%~27%

- 1990s美国偏股基金深度十年提升37pct
- 美国偏股基金规模从1990年的2750亿美元增加至2000年的4.3万亿美元
- 2000年末，美国IRAs和DC计划合计持有偏股基金2.1万亿美元，占比47%

保守-乐观情景，中国偏股公募基金市场未来十年
CAGR21%~27%

单位: 万亿元	偏股基金深度	偏股公募基金规模	十年CAGR	名义GDP	十年CAGR
2020	7%	6.8	-	102	-
保守假设	27%	45	21%	165	5.0%
2030E 中性假设	32%	58	24%	182	6.0%
乐观假设	37%	74	27%	200	7.0%

美国偏股基金1990-2000十年CAGR32%



主要内容

1. 居民增配权益资产的黄金时代来临
2. 对标美国，测算居民持有股票及非货基、偏股公募基金市场未来十年CAGR
3. 市场低估证券基金业长期空间，紧握长逻辑，增配优质个股

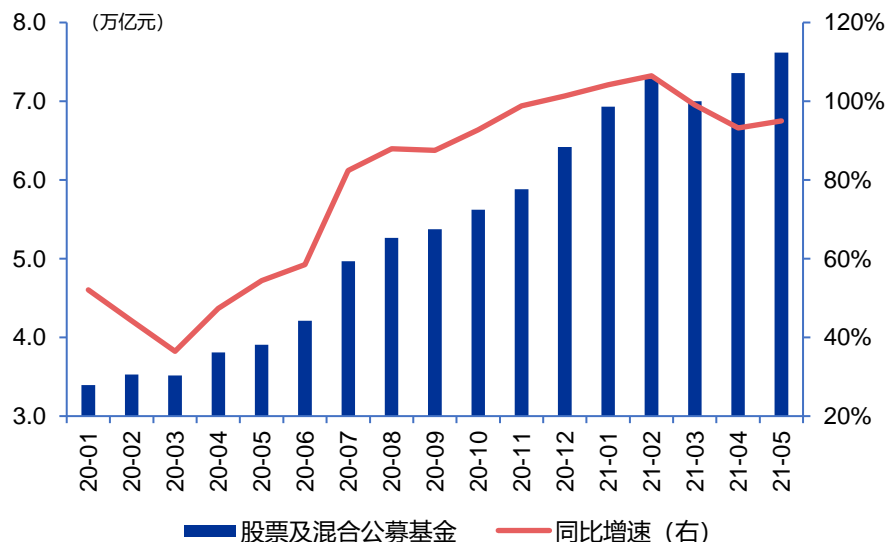
3.1 中国偏股公募规模：已连续十个季度创新高

■ 房住不炒、银行理财净值化转型、利率长期下行背景下，居民持基入市趋势提速

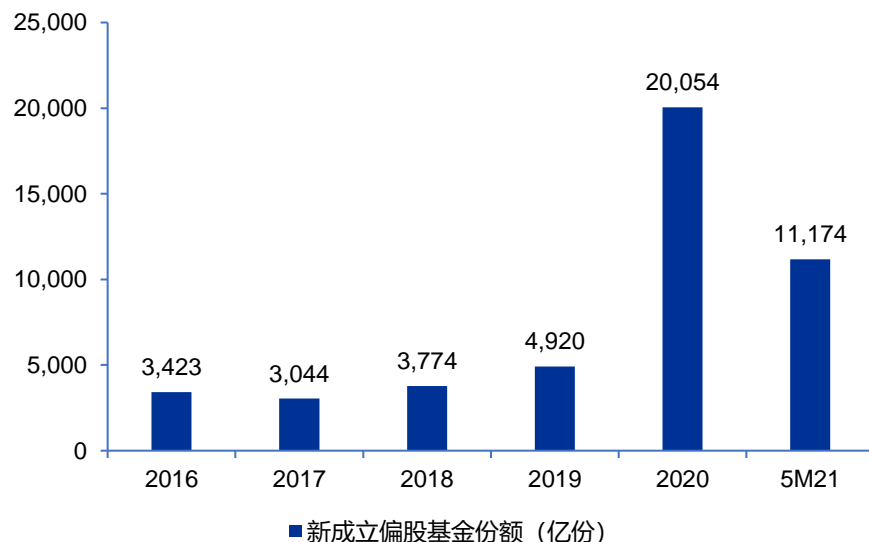
- 中国偏股公募基金规模已连续10个季度创新高。2021年5月末开放式股票及混合公募7.6万亿，比2021年初增19%；同期，股票基金指数上涨5.5%
- 2020年新发偏股基金创新高，2021年前5月新成立偏股基金1.12万亿份，占2020发行量56%

■ 据我们中性情景测算，中国偏股公募市场未来十年CAGR约24%

5月末开放式股票及混合型公募7.6万亿元，较年初增长19%

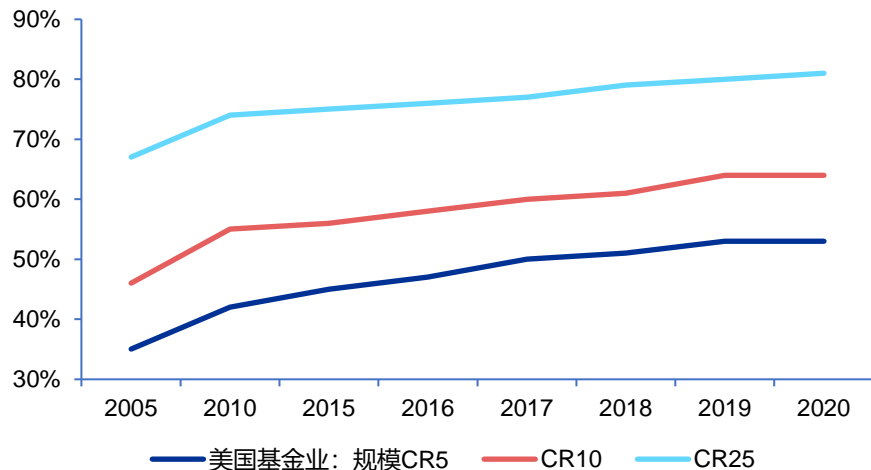


5M21新成立偏股基金1.12万亿份，占2020全年的56%

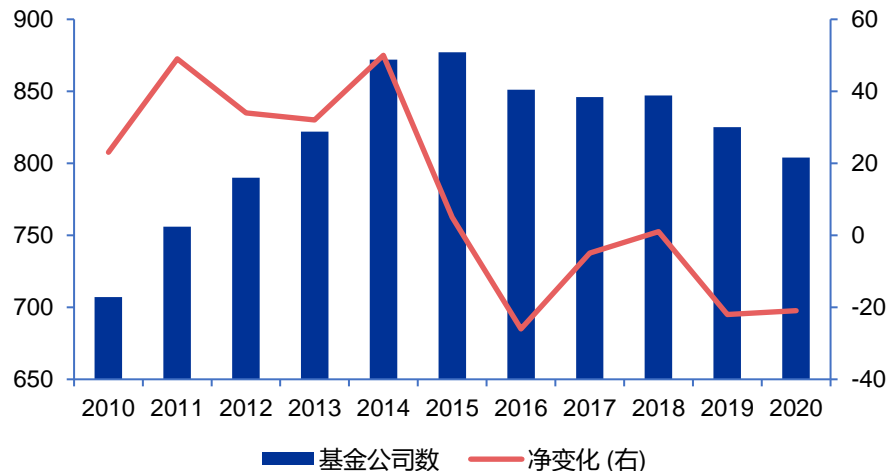


3.2 资管业务有轻资本和规模效应特性，集中度将提升

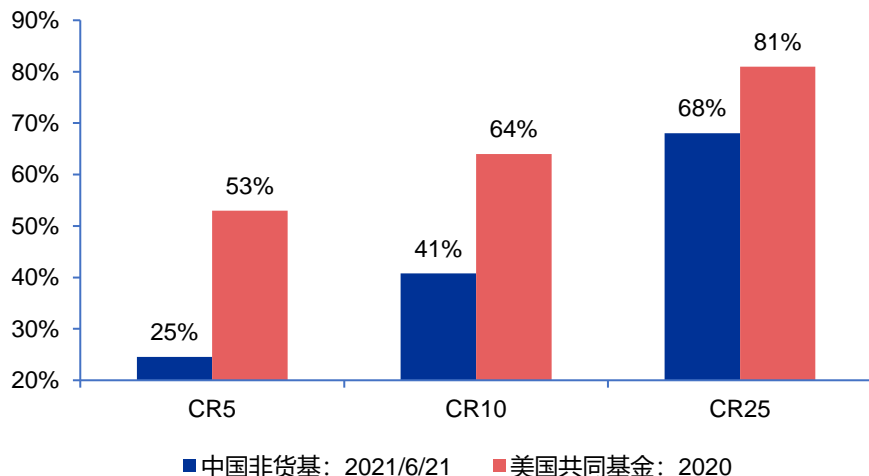
美国基金业集中度提升，2020年CR5达到53%



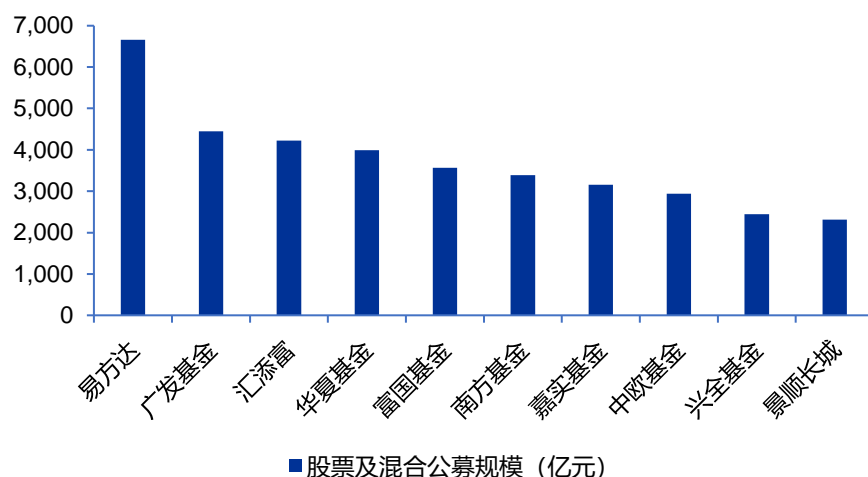
美国近五年基金公司数量减少73家



中国基金公司规模集中度显著低于美国



截至2021/6/21，股票及混合基金规模前十名公司



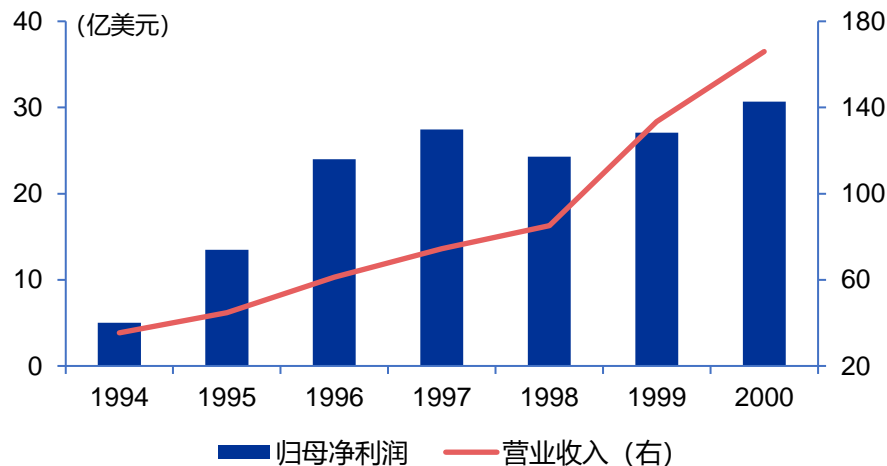
3.3 部分券商控参股优质公募牌照，利润贡献可观

公募牌照子公司（含全资/控股/参股）2020年对上市券商利润贡献（单位：亿元）

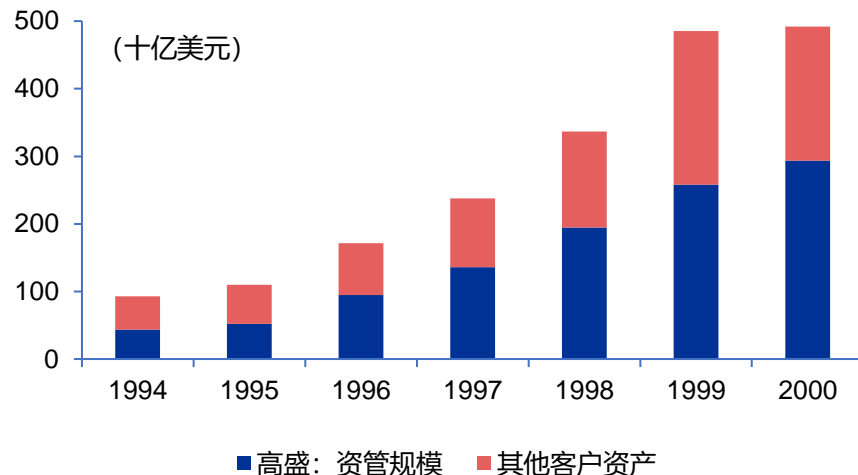
券商股东	旗下公募牌照子公司	2021/6/21非货基规模	较年初增速	券商持股 (%)	20年公募净利润	利润贡献(pct)	合计利润贡献
广发证券	广发基金	5,954	21%	54.5	18.2	9.9	16.1pct
	易方达基金	9,579	23%	22.7	27.5	6.2	
东方证券	东证资管	2,083	11%	100.0	8.1	29.7	63.1pct
	汇添富基金	5,858	6%	35.4	25.7	33.4	
招商证券	博时基金	4,215	8%	49.0	12.5	7.0	11.7pct
	招商基金	4,052	15%	45.0	9.0	4.7	
中信证券	华夏基金	5,470	9%	62.2	16.0	6.7	6.7pct
华泰证券	南方基金	4,968	16%	41.2	14.8	5.6	17.7pct
	华泰柏瑞基金	1,412	16%	49.0	2.7	1.2	
	华泰证券资管	176	-16%	100.0	11.7	10.8	
兴业证券	兴证全球基金	2,863	12%	51.0	16.0	20.3	23.7pct
	南方基金	4,968	16%	9.2	14.8	3.4	
海通证券	富国基金	5,024	22%	27.8	16.5	4.2	6pct
	海富通基金	821	4%	51.0	3.8	1.8	
长城证券	景顺长城基金	2,782	18%	49.0	8.2	26.8	31.7pct
	长城基金	794	-6%	47.1	1.6	4.9	
国信证券	鹏华基金	3,385	3%	50.0	5.9	4.5	4.5pct
国泰君安	华安基金	2,910	9%	28.0	7.1	1.9	8.6pct
	国泰君安资管	232	29%	100.0	7.2	6.7	
西南证券	银华基金	2,268	1%	44.1	8.3	33.4	33.4pct
第一创业	银华基金	2,268	1%	26.1	8.3	26.6	32.5pct
	创金合信基金	440	25%	51.1	0.9	5.9	
光大证券	光大保德信基金	749	-6%	55.0	1.6	3.8	7.2pct
	大成基金	1,250	-1%	25.0	3.3	3.5	
中泰证券	万家基金	1,217	1%	49.0	2.2	4.2	6.5pct
	中泰资管	132	25%	60.0	0.9	2.2	
东北证券	银华基金	2,268	1%	18.9	8.3	11.7	14.3pct
	东方基金	367	-13%	57.6	0.6	2.6	
中金公司	中金基金	385	17%	100.0	-0.4	-0.6	-0.6pct

3.4 高盛：投行与资管是20世纪90年代业绩高增引擎

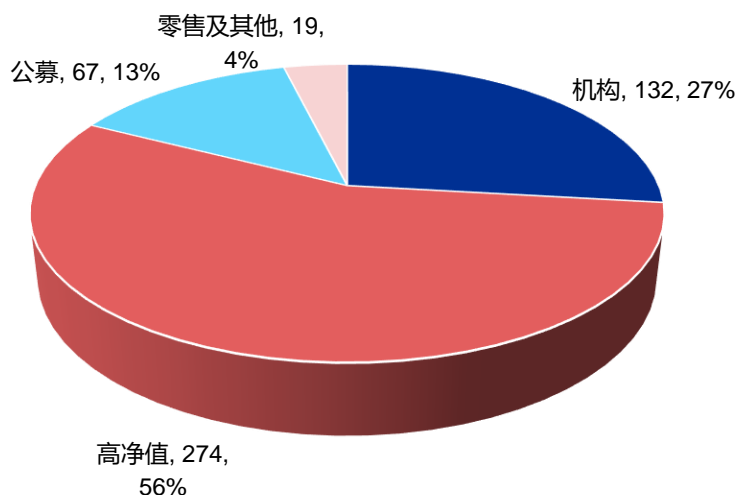
高盛1994-2000净利润CAGR35%



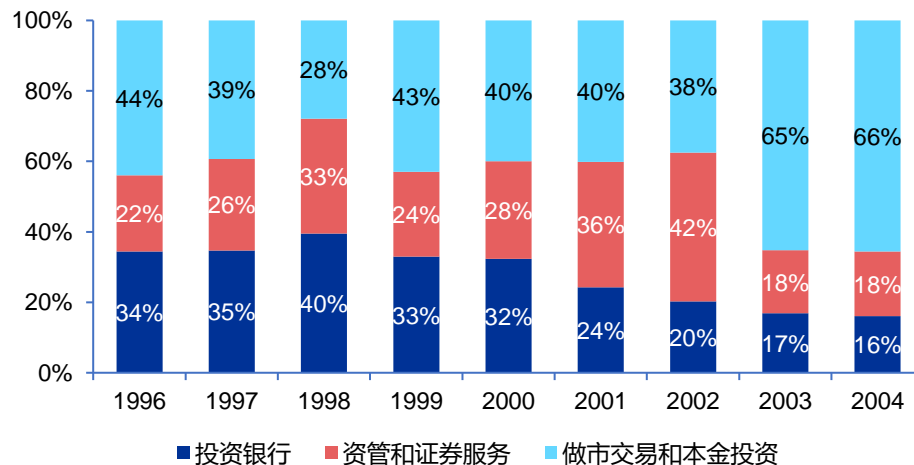
高盛1994-2000客户总资产CAGR32%



高盛2000年高净值、机构客户资产占比56%、27%



高盛2000年投行、资管和证券服务收入合计占比约6成

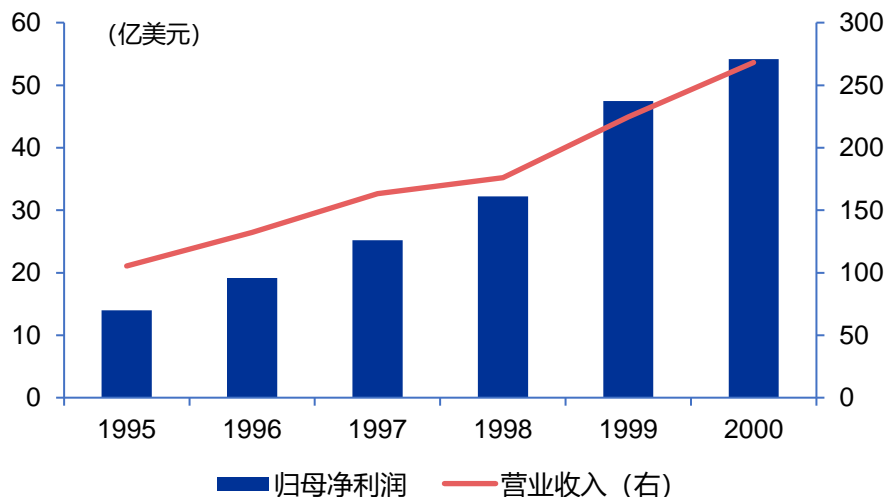


3.5 大摩：1995-2000证券及资管板块利润CAGR36%

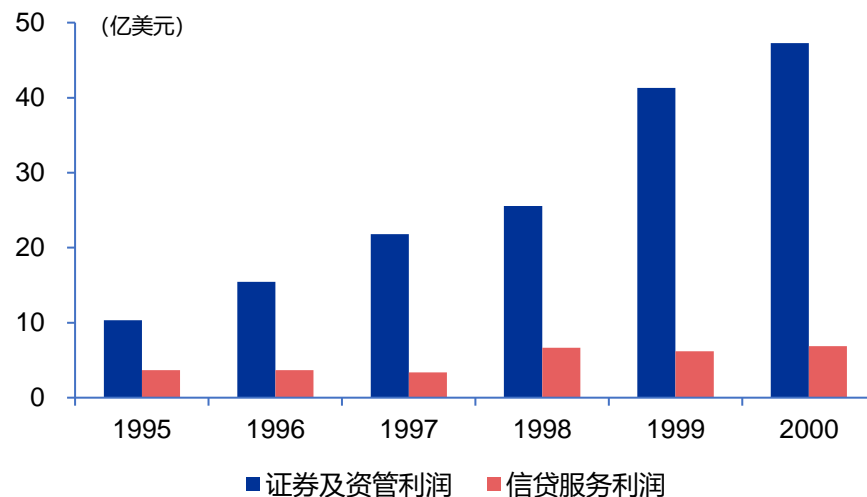
■ 摩根士丹利1995-2000年：证券及资管板块业绩高增

- 2000年大摩净利润54亿美元，其中证券及资管合计利润47亿美元，占比87%
- 1995-2000年证券及资管板块利润CAGR36%
- 同期信贷服务板块利润CAGR13%

大摩1995-2000营收CAGR21%/净利CAGR31%

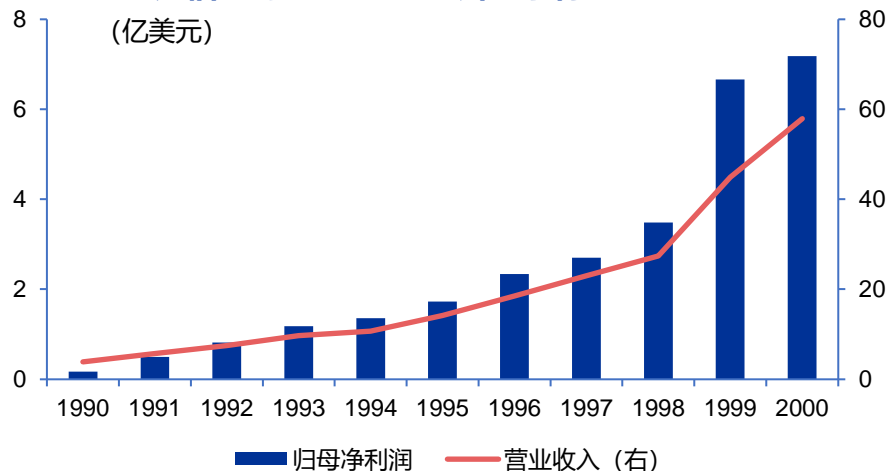


大摩1995-2000年证券及资管利润CAGR约36%

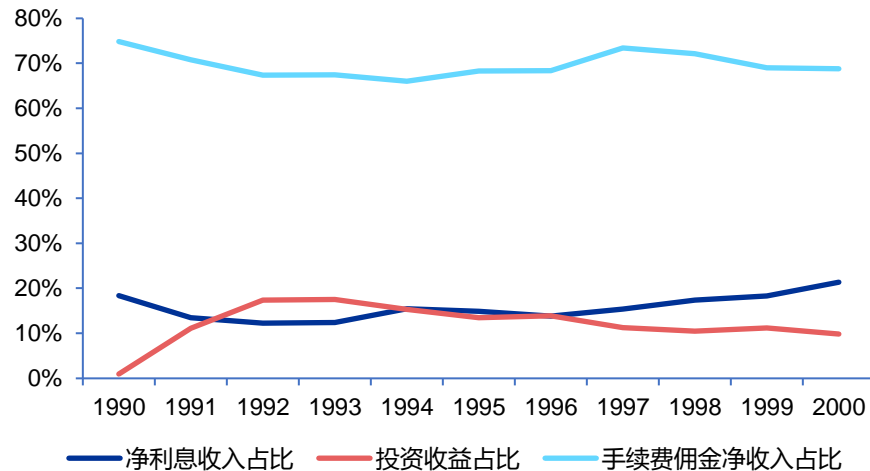


3.6 嘉信理财：规模效应显著，1990s利润CAGR46%

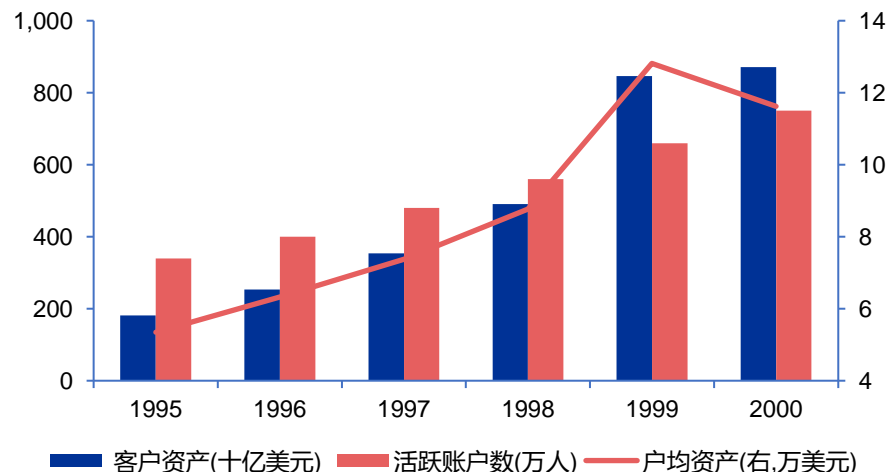
嘉信理财1990-2000归母净利润CAGR46%



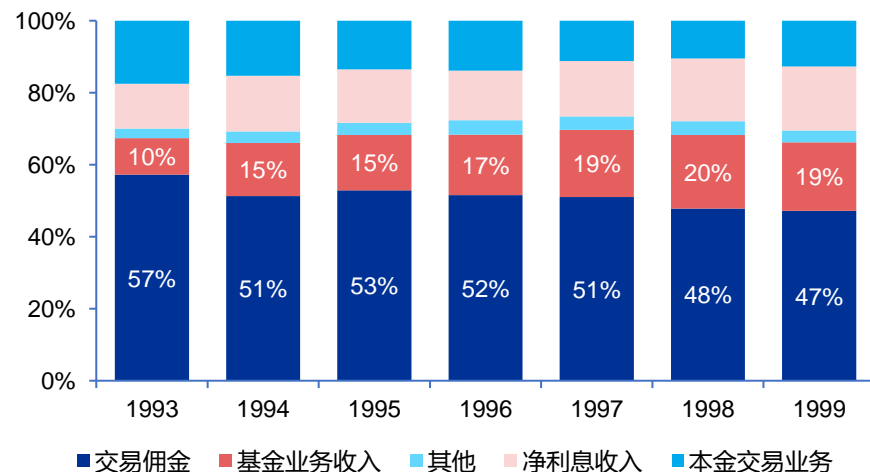
1990s嘉信理财手续费佣金收入占比超7成



1995-2000客户资产CAGR37%，客户数CAGR17%



1993-1999嘉信基金业务收入占比提升9pct



3.7 投资建议：紧握长逻辑，增配优质个股

■ 权益资产迎接居民增配黄金时代，券商步入长景气周期，3-5家公司将脱颖而出。建议从权益资产端能力/渠道端能力/综合服务能力三条主线筛选标的，重点推荐兴业证券、中金公司、东方财富、华泰证券、中信证券等

- 券商在权益资产的甄别获取能力和产品集成、投顾对客户风险收益的需求理解上具有优势
- 同时部分券商控参股优质公募，将极大受益于中国权益公募与财富管理崛起和集中度提升

证券行业重点公司估值表 (2021/6/21)

单位：人民币元			2021/6/21			申万预测EPS		申万预测BVPS		预测净利润增速		预测ROE	
股票代码	证券简称	评级	收盘价	21E PE	21E PB	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E	2021E	2022E
A股													
六大券商平均: 中信/华泰/国君/海通/广发/招商				13.6	1.25	1.29	1.50	13.8	14.8	17%	16%	9.5%	10.2%
601995.SH	中金公司	买入	62.08	32.8	4.05	1.89	2.33	15.3	17.2	28%	23%	12.2%	13.5%
600030.SH	中信证券	买入	24.50	19.6	1.64	1.25	1.48	14.9	15.8	25%	18%	9.2%	9.6%
601688.SH	华泰证券	买入	15.85	10.5	1.03	1.50	1.75	15.3	16.6	26%	16%	10.2%	11.0%
601377.SH	兴业证券	买入	9.43	13.0	1.53	0.73	0.92	6.2	6.9	22%	26%	12.3%	14.1%
300059.SZ	东方财富	买入	30.62	45.2	5.71	0.68	0.72	5.4	5.1	47%	28%	15.8%	15.1%
600109.SH	国金证券	增持	12.33	18.0	1.53	0.68	0.80	8.0	8.8	11%	16%	8.8%	9.5%
601211.SH	国泰君安	增持	16.88	11.8	1.12	1.43	1.62	15.0	16.0	14%	13%	9.0%	9.6%
601066.SH	中信建投	增持	31.58	27.5	3.82	1.15	1.32	8.3	9.3	-2%	15%	13.9%	14.4%
600837.SH	海通证券	增持	11.62	12.4	0.93	0.94	1.09	12.4	13.2	12%	17%	7.7%	8.5%
600999.SH	招商证券	增持	18.90	17.2	1.67	1.10	1.31	11.3	12.3	9%	18%	9.4%	10.4%
000776.SZ	广发证券	买入	15.03	9.9	1.08	1.52	1.74	14.0	15.1	16%	14%	11.4%	12.0%
601881.sh	中国银河	增持	10.44	13.8	1.22	0.76	0.90	8.6	9.2	6%	19%	9.1%	10.1%
600958.SH	东方证券	买入	9.62	21.0	1.18	0.46	0.61	8.2	8.6	53%	33%	6.0%	6.8%
601788.SH	光大证券	增持	17.02	17.9	1.38	0.95	1.08	12.3	13.1	88%	13%	8.0%	8.5%
002736.SZ	国信证券	增持	10.59	13.9	1.26	0.76	0.88	8.4	9.0	11%	15%	9.0%	9.8%
000783.SZ	长江证券	增持	7.25	15.6	1.32	0.47	0.53	5.5	5.7	24%	14%	8.7%	9.5%

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swsresearch.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swsresearch.com
华南	胡双依	0755-23832423	15323808066	hushuangyi@swsresearch.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swsresearch.com

A股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	： 相对强于市场表现20%以上；
增持 (Outperform)	： 相对强于市场表现5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	： 相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
减持 (Underperform)	： 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数： 沪深300指数

港股投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (BUY)：	： 股价预计将上涨20%以上；
增持 (Outperform)	： 股价预计将上涨10-20%；
持有 (Hold)	： 股价变动幅度预计在-10%和+10%之间；
减持 (Underperform)	： 股价预计将下跌10-20%；
卖出 (SELL)	： 股价预计将下跌20%以上。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	： 行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	： 行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	： 行业弱于整体市场表现。

本报告采用的基准指数： 恒生中国企业指数 (HSCEI)

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。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售索取。

法律声明

本报告由上海申银万国证券研究所有限公司（隶属于申万宏源证券有限公司，以下简称“本公司”）在中华人民共和国内地（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户（包括合格的境外机构投资者等合法合规的客户）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告是基于已公开信息撰写，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投资标的的邀请或向人作出邀请。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，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作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。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。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，未获本公司同意，任何人均无权在任何情况下使用他们。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)

许旖珊
xuys@swsresearch.com