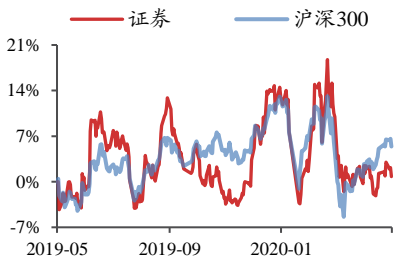


证券

2020 年 05 月 15 日

投资评级：看好（首次）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

资本市场改革叠加低利率，业绩增长有望超预期

——2019 年报及 2020 年 1 季报综述暨全年盈利展望

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

● 低利率叠加资本市场改革深化，高基数下业绩仍有望超预期

“低利率+强改革”政策组合拳下，市场交易活跃度、直接融资规模和资本市场表现均有望超预期，证券行业手续费类收入持续增长，资产扩表提速，ROE延续上行趋势，高基数下业绩仍有望超预期。中性假设下，我们预计上市券商2020年整体净利润同比+24%，ROE攀升至7.8%，给予行业“看好”评级。两条主线选择受益标的：头部券商更受益于政策红利，资产扩表有望超预期，受益标的中信证券、华泰证券；固收业务快速增长或零售业务优势较强的中小券商业绩增速有望超越同业，受益标的为浙商证券、国金证券、第一创业和东方财富。

● 1 季度 ROE 延续回升趋势，头部券商扩表能力突出

2019 年 35 家上市券商净利润同比+71.4%，ROE 升至 6.9%；高基数下 2020Q1 净利润同比下降符合预期，2020Q1 年化 ROE 7.9%，延续回升趋势。疫情冲击和高基数下，2020Q1 券商经纪、投行、资管和利息净收入仍实现较快增长，杠杆率保持扩张，零售业务高占比或债券资产配置较高公司 2020Q1 增速优于同业。头部券商杠杆率和 ROE 高于行业平均，资产扩表能力更加突出。

● 手续费业务：迎来全面增长，受益于活跃度和直接融资提升

（1）**经纪**：沪深两市换手率持续提升，受益于活跃度提升，经纪业务收入增速扩张；佣金率持续下行，公募基金投顾试点落地，券商财富管理转型提速。（2）**投行**：IPO规模大幅增长，科创板承销收入占IPO收入比重从2019年的42%提升至2020Q1的61%；债券承销规模高速增长，再融资新规落地、创业板注册制改革方案出台，投行业务迎来全面发展机遇期。（3）**资管**：集合资管规模增速转正，机构和零售端业务发力，券商资管业务收入进入增长周期。

● 资金型业务：金融资产和两融持续扩张，负债成本持续下降

（1）**股市造成短期波动，客需和直投业务成为头部券商投资收入重要驱动**。2019 年债券交易、场外衍生品等客需型业务大幅增长，2019 年 12 月证券公司债券交割量同比增长 48%，2019 年末收益互换和场外期权存续名义本金规模较期初分别+125%/+68%。券商直投业务利润大幅释放，净利润排名前十的 PE 和另类子公司 2019 年净利润分别同比+293%/+500%，头部券商优势突出。（2）**利息收入步入增长周期，利率下行利于负债成本下降**。股票质押压降对券商利息收入有所拖累，两融扩张叠加券商融资成本持续下降，利息净收入进入扩张周期。

● **风险提示**：新冠疫情对宏观经济冲击超预期，券商业务信用风险加大；全球股市波动加剧，券商海外业务盈利低于预期。

目 录

1、 ROE 延续回升趋势，头部券商资产扩表能力突出	4
1.1、 总量：行业 ROE 大幅改善，2020Q1 延续回升趋势	4
1.2、 结构：投资和经纪位列前两大业务，金融资产扩张明显	6
1.3、 比较：头部券商 ROE 领先，资产扩表能力突出	8
2、 手续费业务全面增长，金融资产持续扩张	11
2.1、 经纪：交易活跃度持续提升，经纪业务收入增速扩张	11
2.2、 投行：IPO 和债券承销规模高速增长	13
2.3、 资管：集合资管规模触底回升，收入步入增长周期	17
2.4、 投资：股市带来短期波动，客需和直投业务贡献明显	18
2.5、 资本中介：两融扩张效果将现，利率持续下行利于降成本	23
3、 2020 年全年展望：ROE 延续上行趋势，分化加大	25
3.1、 行业迎来历史发展机遇期，转型扩张正当时	25
3.2、 ROE 延续上行趋势，增速分化加大	25
4、 低利率叠加强改革：业绩有望超预期	27
5、 风险提示	28

图表目录

图 1： 高基数下 2020Q1 净利润同比下降	4
图 2： ROE 延续回升趋势，上市券商盈利能力优于行业	4
图 3： 2020Q1 上市券商减值计提同比增加明显	5
图 4： 行业杠杆率持续上行，资产扩表速度超预期	6
图 5： 投资和经纪位列上市券商前两大业务	6
图 6： 金融资产占比持续上升，是资产扩表主力	8
图 7： 沪综指和深综指换手率持续提升	11
图 8： 2019 年/2020Q1 日均股基成交额同比+36%/+47%	11
图 9： 证券行业佣金率持续下降，2020Q1 佣金率下降 9.7%	12
图 10： 头部券商 IPO 项目储备丰富	15
图 11： 科创板 IPO 项目储备集中于头部券商	15
图 12： 头部券商 IPO 承销规模和数量占比呈上升趋势	16
图 13： 头部券商核心债承销规模和数量占比呈上升趋势	16
图 14： 头部券商再融资规模和数量占比呈现上升趋势	17
图 15： 券商集合资管规模增速转正	17
图 16： 2020Q1 上市券商资管业务收入同比+25%	17
图 17： 金融资产占比持续上升，是资产扩表主力	19
图 18： 2019 年末上市券商金融资产规模较年初+21%	19
图 19： 2019 年权益配置比重有所提升	19
图 20： 场外衍生品业务规模大幅增长	20
图 21： 2019 年末上市券商股票质押规模较年初-27%	24
图 22： 两融规模持续扩张	24
图 23： 2020Q1 市场利率加速下滑，利于券商降负债成本	24
图 24： 上市券商平均有息负债成本持续下降	24

图 25: 券商 PB 估值与 ROE 正相关, 看好 ROE 上行带动估值提升 27

表 1: 2019 年券商业务迎来全面改善, 2020Q1 受投资收入和减值计提拖累	5
表 2: 头部券商经纪业务依赖度较低, 资金类业务占优	7
表 3: 头部券商杠杆率和 ROE 高于行业平均	9
表 4: 头部券商资产扩表能力突出, 杠杆率增速优于行业平均	10
表 5: 头部券商经纪业务结构多元, 收入增速低于行业平均	11
表 6: 头部券商加快向财富管理转型步伐	13
表 7: IPO 和债承规模高速增长	13
表 8: 2020Q1 科创板承销收入占 IPO 承销收入比重达 60.7%	14
表 9: 科创板承销费率明显高于非科创板	14
表 10: “三中”稳居 2019 年和 2020Q1 IPO 承销规模前三甲	14
表 11: 2019 年核心债承销规模前三: 中信建投、中信证券、海通证券	15
表 12: 国泰君安、招商证券和海通证券主动资管规模增长明显	18
表 13: 2019 年券商债券交割量同比大增	20
表 14: 2019 年券商 PE 子公司净利润同比大增, 头部券商表现抢眼	20
表 15: 2019 年券商另类投资子公司净利润同比大增, 中信遥遥领先	21
表 16: 2020Q1 金融工具投资收益率分化明显, 部分券商逆势提升	21
表 17: 金融资产配置能力和配置策略影响投资回报率	22
表 18: 债券加杠杆下, 卖出回购金融资产占比提高	25
表 19: 中性假设下, 预计上市券商 2020 年净利润同比+24%	26
表 20: 三种情景下, 上市券商 2020 年净利润增速在+6.5%至+33.0%之间	26
表 21: 受益标的盈利预测及估值	28

1、ROE 延续回升趋势，头部券商资产扩表能力突出

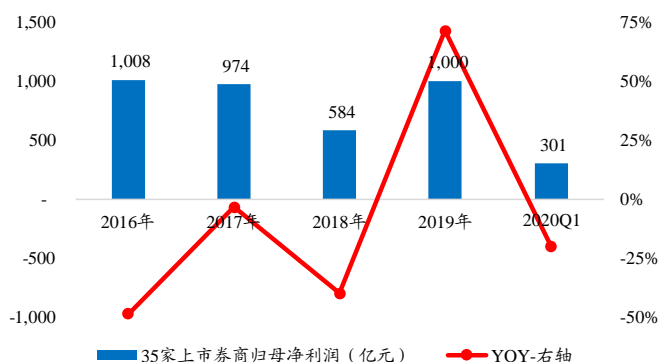
1.1、总量：行业 ROE 大幅改善，2020Q1 延续回升趋势

2019 年行业 ROE 大幅改善，上市券商盈利能力优于行业平均。2019 年股市上涨明显，资本市场深改持续推进，券商业务迎来全面改善，证券行业 2019 年净利润同比+84.5%，ROE 由 2018 年的 3.6% 提升至 6.3%。35 家上市券商（扣除红塔证券和中银证券）合计净利润达到 1000 亿元，接近 2016 年水平，同比+71.4%，ROE 升至 6.9%，优于证券行业均值。

2019 年券商各板块收入迎来全面增长，投资收入贡献突出。2019 年上市券商手续费类业务及资金类业务收入迎来全面改善，其中投资业务收入同比+92.9%，贡献了营收增量的 70%。2019 年股市上涨带动券商自营投资收益率回升明显，同时直投业务业绩释放、FICC 及衍生品带来的资产扩表均为投资收入增长带来重要贡献。受新会计准则下“其他债权投资”中的投资收益划分至利息收入影响，叠加券商融资成本同比下降带动利息支出下降，上市券商利息净收入同比+17.1%。经纪、投行和资管收入分别同比+19.5%/+21.6%/+3.7%，扭转了 2016 年以来的下降趋势，增速全面转正。2019 年上市券商管理费和信用减值分别同比+20.0%/+20.2%。

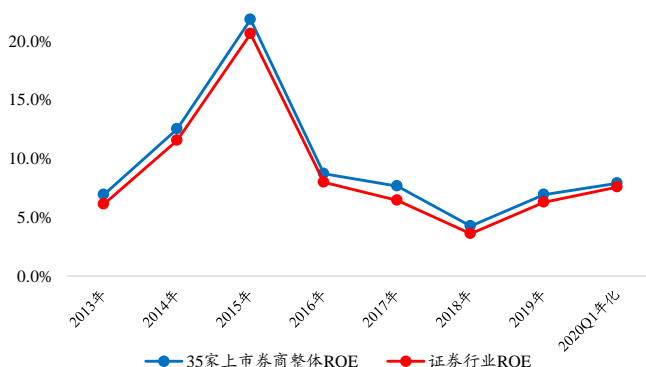
高基数下 2020Q1 净利润同比下降符合预期，ROE 延续回升趋势，成长性凸显。2020 年 1 季度证券行业及 35 家上市券商净利润分别同比-11.7%/-20.3%，净利润同比下降符合我们预期，一方面 2019 年 Q1 股市上涨明显，业绩基数较高；另一方面，2020Q1 受疫情影响股市整体回落，券商投资业务收入同比下降且减值计提同比增加明显。而 2020Q1 行业及上市券商年化 ROE 分别为 7.6%/7.9%，与 2019 年全年相比，ROE 延续回升趋势。在疫情冲击和高基数下，经纪、投行、资管和利息净收入在高基数下仍实现较快增长，业绩成长性凸显。

图1：高基数下 2020Q1 净利润同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：ROE 延续回升趋势，上市券商盈利能力优于行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1: 2019 年券商业务迎来全面改善, 2020Q1 受投资收入和减值计提拖累

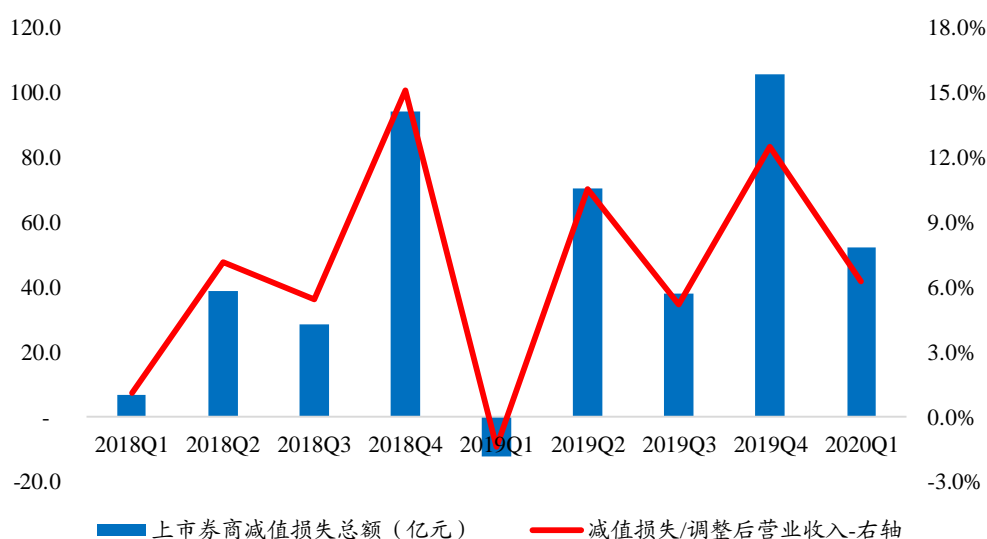
35 家上市券商合计	2019 年			2020Q1		
	金额 (亿元)	YOY	收入占比	金额 (亿元)	YOY	收入占比
经纪业务	676	19.5%	21.6%	250	36.8%	30.0%
投行业务	357	21.6%	11.4%	78	16.4%	9.4%
资管业务	294	3.7%	9.4%	80	25.4%	9.6%
投资业务	1,246	92.9%	39.7%	267	-41.5%	32.0%
利息净收入	407	17.1%	13.0%	112	24.4%	13.5%
其他业务净收入	156	13.7%	5.0%	46	65.1%	5.6%
调整后营业收入	3,136	37.9%		832	-6.2%	
其他业务收入	782	52.7%		185	57.2%	
营业收入合计	3,762	42.0%		971	-0.6%	
营业税金及附加	22	7.4%	0.7%	6	30.0%	0.8%
管理费用	1,578	20.0%	50.3%	377	-4.1%	45.2%
信用减值及其他资产减值损失	202	20.2%	6.4%	52	N.A.	6.3%
其他业务成本	626	67.0%	20.0%	138	54.7%	16.6%
营业支出	2,429	29.2%		574	20.9%	
营业利润	1,334	73.2%		397	-20.9%	
净利润	1,032	71.6%		306	-22.0%	
归母净利润	1,000	71.4%		301	-20.3%	

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: 2020Q1 上市券商减值计提同比增加明显

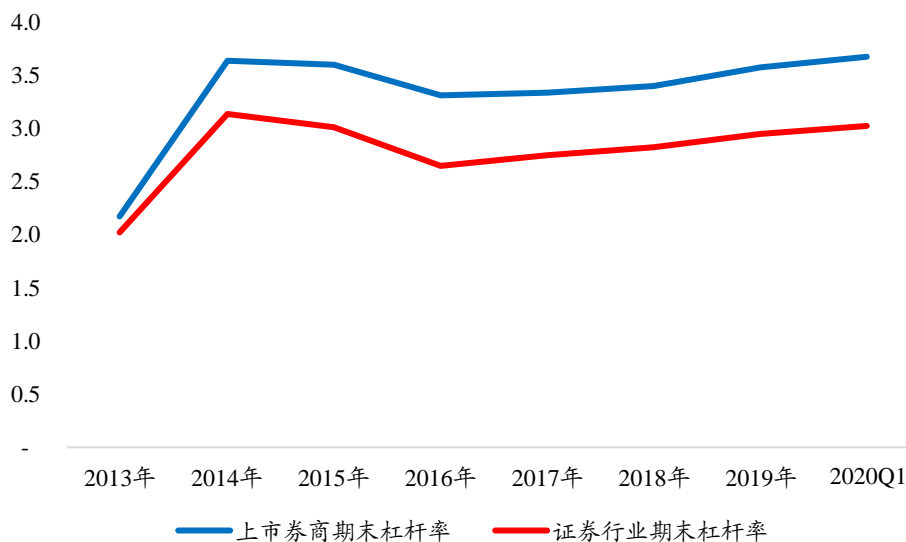


数据来源: Wind、开源证券研究所

行业杠杆率持续上行, 资产扩表速度超预期。证券行业杠杆率 (扣除客户资金的权益乘数) 持续上行, 上市券商 2019 年末杠杆率达到 3.6 倍, 较 2018 年末提升 5.5%, 且明显高于证券行业的 3.0 倍杠杆率, 上市券商在资金型业务和负债能力方面均更

具优势，资产扩表能力突出。2020Q1 股市震荡收跌，疫情冲击下，券商杠杆率扩张趋势不改，上市券商 2020Q1 末杠杆率达到 3.7 倍，较期初增加 2.7%，增速超预期。券商杠杆率的持续攀升是资产端业务不断扩张的结果，两融、FICC 及衍生品等客需型业务持续扩张是重要驱动。

图4：行业杠杆率持续上行，资产扩表速度超预期



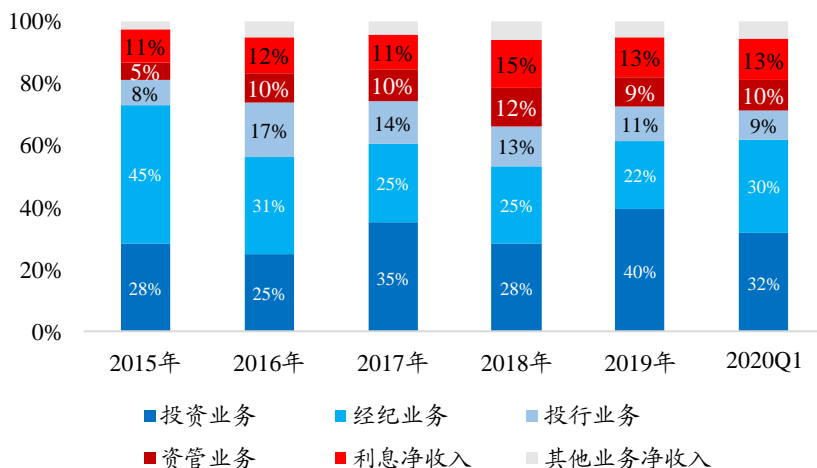
数据来源：Wind、开源证券研究所

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：投资和经纪位列前两大业务，金融资产扩张明显

投资业务收入稳居首位，2020Q1 经纪收入占比提升明显。从 2019 年上市券商营收结构看，投资和经纪业务仍是前两大业务，投资收入占比达到 40%，创历史新高，经纪业务收入占比回落至 22%，利息净收入/投行/资管收入占比分别为 13%/11%/9%。2020Q1 上市券商经纪业务收入占比提升明显，阶段性回升至 30%。

图5：投资和经纪位列上市券商前两大业务



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”。

头部券商经纪业务依赖度较低，用表能力突出，资金类收入占比较高。与上市券商平均水平相比，头部券商（TOP6：中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券、广发证券和招商证券，下同）经纪业务收入占比 19.4%，低于行业平均的 21.6%，海通证券和华泰证券经纪业务收入占比分别为 13.0%/17.2%。头部券商资金类收入（投资收入+利息净收入）占比平均为 54.3%，高于行业平均的 52.7%，体现出更强的用表能力。中信证券、华泰证券和广发证券资管业务收入占比明显高于可比公司，中信证券和海通证券投行业务收入占比明显高于可比公司。

中小型券商经纪业务收入占比较高，部分公司在投行和资管领域特色优势明显。非 Top 6 券商经纪收入占比 22.7%，略高于行业平均的 21.6%，银河证券、国信证券、光大证券和方正证券等中型券商经纪业务收入占比明显高于行业平均。财通证券、西南证券、西部证券、东北证券、山西证券和太平洋投资收入占比明显高于可比公司，预计自营投资收入贡献较高。中信建投、国金证券、东兴证券、山西证券和天风证券投行收入占比均超过 20%，投行业务具有相对优势；第一创业、财通证券、天风证券和东方证券资管业务收入占比超过 18%，相对优势突出。

表2：头部券商经纪业务依赖度较低，资金类业务占优

35 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	39.7%	21.6%	11.4%	9.4%	13.0%	5.0%
TOP 6 券商平均	41.5%	19.4%	10.1%	11.2%	12.8%	4.9%
中信证券	44.6%	19.8%	11.9%	15.2%	5.5%	3.0%
国泰君安	35.7%	22.3%	10.3%	6.6%	20.7%	4.5%
海通证券	42.2%	13.0%	12.6%	8.7%	15.1%	8.4%
华泰证券	49.9%	17.2%	8.2%	11.6%	8.9%	4.1%
广发证券	34.1%	20.1%	6.9%	18.7%	15.2%	5.1%
招商证券	42.6%	24.2%	11.0%	6.3%	11.5%	4.5%
申万宏源	35.3%	23.9%	7.3%	8.1%	20.3%	5.0%
中国银河	34.2%	31.7%	3.3%	4.4%	24.4%	1.9%
中信建投	32.2%	20.8%	27.0%	5.8%	11.4%	2.8%
国信证券	39.7%	31.1%	10.8%	1.8%	12.9%	3.6%
东方证券	44.4%	15.8%	10.7%	18.4%	9.1%	1.7%
光大证券	23.1%	25.2%	13.8%	12.4%	15.8%	9.7%
方正证券	19.1%	43.3%	7.9%	5.2%	21.6%	3.0%
兴业证券	43.8%	16.5%	7.8%	3.1%	7.9%	20.9%
长江证券	39.6%	27.9%	12.4%	5.9%	11.4%	2.7%
国元证券	20.7%	21.4%	12.6%	3.7%	40.2%	1.4%
财通证券	48.5%	16.4%	8.1%	21.5%	4.6%	0.9%
东吴证券	38.6%	27.6%	16.4%	4.2%	8.6%	4.5%
国金证券	28.5%	26.2%	20.7%	2.2%	17.7%	4.6%
东兴证券	27.3%	17.4%	25.6%	9.0%	19.8%	0.9%
华西证券	28.6%	25.5%	13.2%	2.1%	29.7%	0.9%
西南证券	64.7%	17.1%	8.7%	1.6%	5.5%	2.3%
西部证券	52.0%	20.8%	10.0%	0.7%	7.1%	9.3%

长城证券	45.3%	20.5%	18.4%	5.0%	8.1%	2.8%
东北证券	58.8%	19.5%	8.6%	4.2%	-2.1%	11.0%
浙商证券	39.8%	26.6%	9.3%	7.9%	9.1%	7.3%
国海证券	32.4%	18.0%	11.9%	9.8%	17.7%	10.2%
华安证券	49.3%	22.2%	6.0%	3.5%	16.9%	2.1%
山西证券	54.7%	14.4%	23.7%	6.4%	-5.9%	6.8%
天风证券	46.5%	17.4%	22.4%	20.1%	-11.2%	4.8%
南京证券	17.9%	27.4%	13.7%	3.3%	35.9%	1.7%
太平洋	78.4%	18.6%	6.1%	8.3%	-12.9%	1.5%
中原证券	42.7%	28.9%	13.8%	3.6%	1.6%	9.4%
第一创业	40.4%	11.2%	16.1%	29.2%	-3.6%	6.8%
华林证券	33.8%	25.4%	9.0%	8.1%	18.2%	5.4%

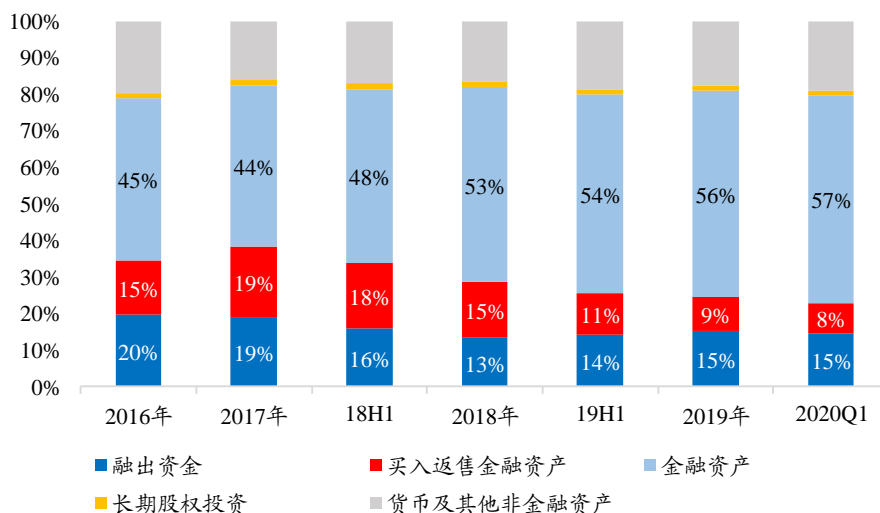
数据来源：Wind、开源证券研究所

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”。

资产端结构：金融资产持续快速扩张，两融业务占比触底回升，股票质押持续回落。

从上市券商资产结构看，资产扩表主要来自金融资产规模的持续增长，2019 年末和 2020Q1 末上市券商金融资产占比分别达到 56%/57%，期末余额同比增速分别达到 20.6%/21.7%。2020Q1 末上市券商融出规模占比 15%，较 2018 年末的 13% 小幅回升，2020Q1 买入返售规模占比持续回落至 8%，股票质押规模持续回落。

图6：金融资产占比持续上升，是资产扩表主力



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 ROE 领先，资产扩表能力突出

净利润：中信证券 122 亿遥遥领先。2019 年行业归母净利润排名前六分别为中信证券、海通证券、华泰证券、国泰君安、广发证券和招商证券，归母净利润均超过 70 亿元，中信证券归母净利润达到 122 亿元，高出第二名 28%。

业绩增速：中小券商业绩弹性较强，零售业务高占比或债券高杠杆公司 2020Q1 增速优于同业。1) 从 2020 年净利润增速比较看，头部券商增速相对稳健，中小券商投资收入占比较高，业绩弹性更强，增速排名前五分别为兴业证券、国海证券、长江证券、光大证券和西南证券，净利润增速均在 350% 以上。2) 2020Q1 股市下跌 9.8%，成交额同比+47%，债市上涨明显，此背景下，经纪和两融等零售业务收入占比较高（银河证券、国金证券、浙商证券和华林证券）或金融资产中债券高杠杆公司（中信证券、华泰证券、申万宏源、中信建投和长城证券）净利润增速明显优于行业平均。

表3：头部券商杠杆率和 ROE 高于行业平均

35 家上市券商	2019 年			2020 Q1				
	归母净利润 (亿元)	YOY	ROE	归母净利润 (亿元)	YOY	年化 ROE	期末权益乘数 (扣除客户资产)	期末股东 权益(亿元)
上市券商合计	1,000.2	71.4%	6.9%	301.2	-20.3%	7.9%	3.7	15,595
TOP 6 平均		54.6%	7.9%		-20.8%	8.1%	3.9	
中信证券	122.3	30.2%	7.8%	40.8	-4.3%	9.6%	4.2	1,774
海通证券	95.2	82.7%	7.8%	22.8	-39.5%	7.2%	4.6	1,278
华泰证券	90.0	78.9%	8.0%	28.9	3.9%	9.3%	3.9	1,252
国泰君安	86.4	28.8%	6.6%	18.3	-39.2%	5.3%	3.6	1,390
广发证券	75.4	75.3%	8.6%	20.7	-29.1%	9.0%	3.7	931
招商证券	72.8	64.6%	8.8%	18.0	-15.5%	8.3%	3.7	874
申万宏源	57.4	37.9%	7.5%	19.9	6.7%	9.5%	3.9	849
中信建投	55.0	78.2%	10.6%	19.5	31.1%	13.5%	3.8	586
中国银河	52.3	81.1%	7.6%	17.5	14.4%	9.8%	3.8	728
国信证券	49.1	43.4%	9.0%	14.2	-24.5%	10.0%	3.3	574
东方证券	24.4	97.8%	4.6%	8.1	-36.0%	6.0%	4.2	549
财通证券	18.7	128.7%	9.1%	1.9	-50.5%	3.6%	2.6	216
兴业证券	17.6	1202.2%	5.3%	2.7	-72.8%	3.1%	3.8	347
长江证券	16.7	547.7%	6.1%	4.3	-44.3%	6.1%	3.2	284
华西证券	14.3	69.4%	7.5%	3.8	-20.7%	7.6%	3.1	201
国金证券	13.0	28.5%	6.5%	4.8	18.8%	9.1%	2.1	211
东兴证券	12.2	21.1%	6.1%	3.1	-44.2%	6.0%	3.6	206
华安证券	11.1	100.2%	8.6%	3.2	-33.4%	9.3%	3.2	140
西南证券	10.4	359.4%	5.5%	2.0	-50.9%	4.1%	2.9	198
东吴证券	10.4	189.4%	5.0%	3.7	-39.4%	6.2%	3.0	270
方正证券	10.1	52.4%	2.6%	3.8	-35.5%	3.9%	2.7	387
东北证券	10.1	234.2%	6.6%	3.3	-41.2%	8.5%	3.6	159
长城证券	9.9	69.4%	5.9%	3.7	26.5%	8.6%	3.0	173
浙商证券	9.7	31.3%	6.8%	3.2	16.8%	8.5%	3.8	152
国元证券	9.1	36.4%	3.7%	2.8	-32.9%	4.5%	2.6	253
南京证券	7.1	206.2%	6.5%	2.3	9.4%	8.2%	2.6	114
西部证券	6.1	204.4%	3.5%	2.5	-56.4%	5.7%	2.1	179
光大证券	5.7	449.7%	1.2%	11.0	-16.2%	9.2%	3.4	485
第一创业	5.1	312.6%	5.7%	2.3	-17.8%	10.2%	3.2	93

山西证券	5.1	130.1%	4.1%	2.2	-15.0%	6.9%	4.0	129
国海证券	4.9	566.8%	3.5%	3.0	20.1%	7.4%	3.3	183
太平洋	4.6	扭亏	4.5%	1.0	-72.3%	3.8%	2.5	104
华林证券	4.4	28.1%	9.4%	1.7	79.8%	12.2%	1.9	55
天风证券	3.1	1.6%	2.5%	0.8	-37.4%	2.2%	3.8	175
中原证券	0.6	-11.5%	0.6%	-0.7	由盈转亏	-2.8%	3.8	96

数据来源：Wind、开源证券研究所

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，头部券商杠杆率普遍高于行业平均水平，海通证券、中信证券和华泰证券 2020Q1 末杠杆率分别达到 4.6/4.2/3.9 倍；中小券商中，东方证券、山西证券和申万宏源杠杆率超过 4 倍。从杠杆率提升幅度看，TOP 6 券商 2020Q1 末杠杆率较 2017 年末平均提升 17%，明显优于非 TOP 6 券商的 3%。

表4：头部券商资产扩表能力突出，杠杆率增速优于行业平均

期末权益乘数 (扣客户资产)	2017 年	2018 年	2019 年	2020Q1	杠杆率提升幅度		
					2017 年末至 2020Q1 末	2018 年末至 2019 年末	2020Q1 末至 2019 年末
中信证券	3.51	3.63	4.14	4.17	18.7%	14.0%	0.8%
国泰君安	2.94	3.00	3.46	3.59	21.8%	15.4%	3.5%
海通证券	3.83	4.27	4.36	4.58	19.5%	2.1%	5.1%
华泰证券	3.60	2.99	3.85	3.94	9.6%	28.9%	2.2%
广发证券	3.44	3.89	3.45	3.69	7.2%	-11.3%	6.9%
招商证券	2.96	3.17	3.76	3.73	26.0%	18.7%	-0.9%
TOP 6 上市券商平均	3.38	3.49	3.84	3.95	16.8%	9.9%	2.9%
非 TOP 6 上市券商平均	3.12	3.15	3.14	3.21	2.7%	-0.3%	2.1%
上市券商平均	3.33	3.39	3.58	3.67	10.3%	5.5%	2.7%
非 TOP 6 券商中增速前十：							
南京证券	1.76	1.74	2.40	2.63	50.0%	38.4%	9.6%
长城证券	2.28	2.32	2.63	2.99	31.0%	13.1%	13.7%
华安证券	2.48	2.90	2.93	3.22	29.7%	0.8%	9.9%
中国银河	2.95	2.95	3.32	3.80	29.2%	12.4%	14.7%
国金证券	1.67	1.81	1.76	2.14	28.1%	-2.4%	21.5%
山西证券	3.15	3.93	3.60	3.97	26.2%	-8.4%	10.3%
浙商证券	3.16	3.48	3.66	3.83	21.3%	5.3%	4.7%
中原证券	3.26	3.58	3.59	3.85	18.1%	0.2%	7.3%
东北证券	3.09	3.62	3.51	3.62	17.2%	-3.0%	3.0%
财通证券	2.28	2.46	2.41	2.55	11.7%	-2.0%	5.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

ROE：头部券商普遍优于行业平均。得益于资产扩表能力（杠杆率高于行业平均），Top 6 券商平均 ROE 水平在 2019 年和 2020Q1 均优于行业均值，其中中信证券、华泰证券和广发证券 2020Q1 年化 ROE 超过 9.0%；中小券商中，中信建投、华林证券、第一创业和国信证券 ROE 均超过 10%，行业排名领先。

2、手续费业务全面增长，金融资产持续扩张

2.1、经纪：交易活跃度持续提升，经纪业务收入增速扩张

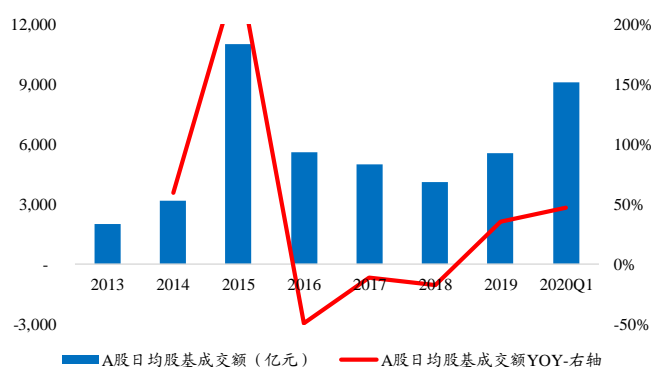
低利率叠加资本市场深改红利，市场活跃度持续提升，经纪业务收入快速增长。以注册制为代表的资本市场全面深改持续推进，一方面，科创板、再融资新规和并购重组放松有助于提升上市公司质量，引入活水提升市场吸引力；另一方面，两融扩容、股指期货松绑等放松交易管制政策相继出台，此外，低利率环境利于居民储蓄向资本市场转移，多力叠加下，市场活跃度持续提升。2019年沪综指和深综指换手率分别提升36%/47%，2020Q1年化换手率分别为202%/638%，较2019年提升30%/44%。2019年和2020Q1日均股基成交额分别达到5580亿/9125亿元，分别同比增加35.5%/47.3%。受益于交易活跃度持续提升，上市券商2019年和2020Q1经纪业务净收入分别同比增长19.5%/36.8%。

图7：沪综指和深综指换手率持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2019年/2020Q1日均股基成交额同比+36%/+47%



数据来源：Wind、开源证券研究所

头部券商经纪业务结构多元，韧性明显，增速低于行业均值。中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券和广发证券5家头部券商2019年/2020Q1经纪业务净收入平均同比增长15.1%/35.5%，增速低于行业平均的19.5%/36.8%，主要原因是头部券商经纪业务结构多元化明显，母公司代买证券业务净收入(含席位)占比约73%，代销金融产品净收入、期货经纪和境外等子公司经纪业务净收入占比分别为5%、6%和15%，同时上述三项业务收入2019年增速较低，明显低于母公司代买证券业务净收入增速，造成头部券商经纪业务增速较低。

表5：头部券商经纪业务结构多元，收入增速低于行业平均

2019年金额 (亿元)	经纪业务净收入 (合并报表)	期货经纪业务 净收入 (合并报表)	代销金融产品业务 净收入 (合并报表)	母公司代买证券业务 净收入(含席位佣金)	境外等子公司证 券经纪净收入
中信证券	74.25	3.38	8.03	35.60	27.24
海通证券	35.71	2.99	0.51	28.25	3.97
国泰君安	56.30	4.11	1.30	45.28	5.61
华泰证券	41.08	2.43	1.73	35.97	0.95
广发证券	41.98	3.20	1.83	36.22	0.73

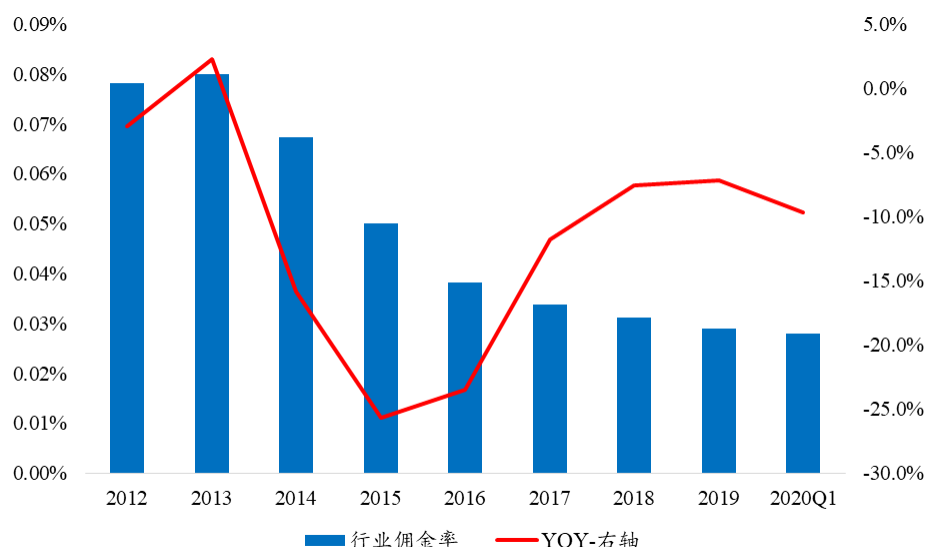
5家公司合计	249.31	16.11	13.40	181.31	38.49
各细分项占比:					
中信证券	100.00%	4.55%	10.82%	47.95%	36.68%
海通证券	100.00%	8.37%	1.42%	79.11%	11.11%
国泰君安	100.00%	7.29%	2.31%	80.42%	9.97%
华泰证券	100.00%	5.92%	4.20%	87.57%	2.32%
广发证券	100.00%	7.63%	4.36%	86.28%	1.73%
5家公司合计	100.00%	6.46%	5.37%	72.73%	15.44%
YOY:					
中信证券	-0.05%	-5.45%	4.50%	12.43%	-13.16%
海通证券	18.81%	-18.35%	-45.74%	20.85%	89.84%
国泰君安	28.53%	3.85%	66.01%	31.17%	23.52%
华泰证券	21.32%	-4.97%	-0.69%	26.23%	-10.84%
广发证券	21.57%	-4.66%	21.26%	25.69%	-14.31%
5家公司合计	15.14%	-5.83%	5.89%	23.45%	-3.55%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：境外等子公司证券经纪净收入=并表下经纪业务净收入-期货经纪净收入-代销金融产品净收入-母公司代买证券业务净收入。

行业佣金率持续下行，公募基金投顾试点落地，券商财富管理转型提速。证券行业佣金率持续下降，2019年/2020Q1证券行业佣金率分别为0.0289%/0.0278%，分别同比-7.2%/-9.7%，财富管理业务的转型迫切。2020年3月，中金公司、国泰君安、华泰证券等7家头部证券公司获得公募基金投顾试点资格，公募基金投顾业务将彻底改变券商财富管理的业务模式，从原有产品代销的卖方模式，向账户管理、资产配置的买方投顾模式转变。头部券商纷纷加快财富管理转型步伐，以理顺零售业务组织架构、优化客户分层、构建投顾和产品体系以及基金投顾业务为主要抓手，研究和科技赋能被多次提及。

图9：证券行业佣金率持续下降，2020Q1 佣金率下降 9.7%



数据来源：中证协官网、开源证券研究所

表6: 头部券商加快向财富管理转型步伐

上市券商	年报表述
中信证券	公司优化客户分级分类服务体系,深度梳理客户服务需求与公司服务能力;优化配置投资产品体系,深度应用人工智能、大数据等科技,自主打造集“产品销售、投资顾问、资产配置”为一体的财富管理平台,优化内部组织架构,理顺从总部到分支机构的财富管理推动体系,将分支机构作为承接公司各项业务的区域落地平台。
海通证券	公司持续优化网点布局,加强建立以“标准化、信息化、轻型化”为核心的网点管理体系,充分发挥线下网点对业务发展的支持作用,全面推动客户经理制,激发客户经理展业积极性,有力促进分支机构核心指标的快速上升。
国泰君安	集团深入打造零售客户服务体系,优化客户分类服务;坚持差异化策略,推动财富管理转型,优化 O2O 零售展业模式;深化金融科技运用,推进“五端一微”平台建设;优化网点布局,全面推广智能化网点建设;强化投顾团队建设,加强研究支持;优化金融产品体系,加强资产配置服务。
华泰证券	进一步调整并优化财富管理组织架构和服务体系,持续完善以资产配置为核心的投资顾问业务体系,不断加大在新兴技术领域的探索和大数据挖掘,持续优化升级移动平台“涨乐财富通”的业务功能和服务内容,继续开展数字化网点试点工作和财富中心试点建设。
广发证券	以财富管理、机构经纪、科技金融和综合化为四轮驱动,坚定推动零售业务变革与转型,推动经营模式向数字化智能化转型、推动业务内涵从经纪向财富管理转型,继续深化科技金融模式,不断提升科技金融水平
招商证券	公司不断升级“智远理财”财富管理计划,依托公司内部研究资源及业内领先的技术系统,提供智富、智讯、智赢、智睿和智尊五类分级服务套餐;通过发挥券商研究优势,提供市场分析、大类资产投资建议、不同客户风险测评下的投资组合建议、重点金融产品介绍等,不断挖掘客户理财需求;优化产品引入和定制效率,提升智远一户通 APP 理财栏目的客户体验,加大分支机构营销推广,完善产品售后服务支持。
中金公司	客群拓展方面,公司持续聚焦私人财富管理业务布局,加大资源投入,为高净值客户提供咨询服务;金融科技转型方面,公司与腾讯订立股东协议,拟成立一家合资金融科技公司,为公司提供技术平台开发及数字化运营支持。

资料来源:公司公告、开源证券研究所

2.2、投行: IPO 和债券承销规模高速增长

IPO 和债券承销规模高速增长,券商投行业务收入增速扩张。受益于 IPO 和债券承销规模的快速增长,2019 年和 2020Q1 上市券商投行业务净收入分别+21.6%/+16.4%,2020Q1 再融资规模同比下降 20% (再融资新规落地造成短期项目减少),对投行收入增速有所拖累。2020 年以来,再融资新规落地、新证券法降低公开发债标准并简化流程、创业板注册制改革方案出台,2020 年投行业务迎来全面增长机遇期。

表7: IPO 和债承规模高速增长

	2020Q1		2019 年	
	承销规模 (亿元)	YOY	承销规模 (亿元)	YOY
首发	786.2	207.6%	2,533.4	84.2%
再融资	1,786.6	-20.4%	9,496.9	-3.8%
股权融资合计	2,572.8	3.0%	12,030.3	7.0%
可转债	543.9	-37.7%	2,477.8	131.3%
可交换债	111.5	501.3%	831.4	49.4%
地方政府债	3,390.9	176.1%	4,579.5	51.3%
金融债	3,522.4	0.4%	15,205.6	30.2%
企业债	792.0	-6.0%	3,605.8	51.9%
公司债	7,902.2	83.0%	25,506.8	54.7%
短期融资券	449.5	32.8%	1,305.6	8.0%

中期票据	774.6	40.8%	2,544.6	24.2%
定向工具	394.0	-1.3%	1,343.8	56.2%
国际机构债	-	N/A	8.3	N/A
政府支持机构债	210.0	110.0%	1,255.0	-25.3%
ABS	3,168.2	8.5%	17,753.2	3.9%
债券承销合计	21,259.2	40.7%	76,417.4	31.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

IPO 承销规模实现跃升，科创板承销收入占比持续提升。2019 年/2020Q1 行业 IPO 承销规模分别为 2533 亿/786 亿，同比+84.2%/+207.6%，规模跃升明显。科创板成为 IPO 收入的重要贡献力量，承销收入占 IPO 收入比重从 2019 年的 42%提升至 2020Q1 的 61%。科创板融资规模和单数占 IPO 整体比重均在提升，同时从承销费率看，科创板承销费率超过 5.5%，明显高于非科创板项目承销费率。

表8：2020Q1 科创板承销收入占 IPO 承销收入比重达 60.7%

	科创板 IPO		科创板 IPO		科创板 IPO	
	融资金额（亿元）	占比	数量（单）	占比	承销收入（亿元）	占比
2019	824.3	32.5%	70	34.5%	47.5	42.1%
2020Q1	294.5	37.5%	24	47.1%	16.3	60.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表9：科创板承销费率明显高于非科创板

单位：亿元	2019	2020Q1
科创板承销费率	5.76%	5.54%
非科创板承销费率	3.82%	2.15%

数据来源：Wind、开源证券研究所

承销前三甲稳定，项目储备集中于头部券商。2019 年 IPO 承销规模前 3 名分别是中金公司（601.5 亿）、中信证券（453.1 亿）、中信建投（175.7 亿），其中中金公司 IPO 承销规模同比增长 354.8%；2020Q1 中金公司、中信证券、中信建投 IPO 承销规模仍位居前三，排名稍有变化，中信建投以 319.5 亿元承销规模排名第一。头部券商 IPO 项目储备丰富，IPO 项目储备 TOP3 分别为中信证券（146 家）、中信建投（132 家）、海通证券（110 家）；科创板 IPO 项目储备 TOP4 为中信证券（27 家）、华泰证券（20 家）、海通证券（14 家）、国泰君安（13 家）。

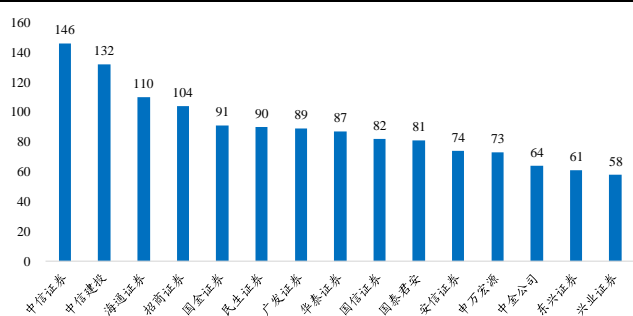
表10：“三中”稳居 2019 年和 2020Q1 IPO 承销规模前三甲

IPO 承销规模 (亿元)	2018	YOY	2019	YOY	2020Q1	YOY
中金公司	132.3	31.6%	601.5	354.8%	122.6	517.9%
中信证券	368.1	74.5%	453.1	23.1%	77.8	955.6%
中信建投	127.8	-12.1%	175.7	37.5%	319.5	414.8%
招商证券	25.4	-72.7%	142.0	458.5%	16.3	48.4%
广发证券	38.0	-78.6%	89.6	136.1%	33.9	388.6%
国信证券	4.3	-97.2%	84.1	1855.3%	6.3	N/A

国泰君安	28.7	-67.4%	74.6	160.0%	23.1	N/A
长江证券	14.5	79.0%	73.9	410.2%	0	N/A
东兴证券	4.8	-88.3%	67.4	1296.1%	7.9	-18.3%
华泰证券	194.9	193.4%	67.2	-65.5%	0	N/A
民生证券	78.8	30.8%	46.3	-41.3%	12.5	-66.7%
中泰证券	8.4	-84.9%	44.4	N/A	5.2	-36.3%
安信证券	-	N/A	42.7	N/A	2.4	N/A

数据来源：Wind、开源证券研究所

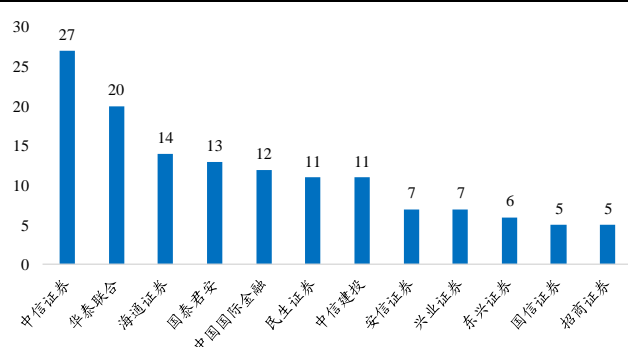
图10: 头部券商 IPO 项目储备丰富



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：储备项目(单位：个)包括已受理、已反馈、已预披露更新状态和辅导备案登记受理。

图11: 科创板 IPO 项目储备集中于头部券商



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述数据(单位：个)只统计单一主承销商项目。

债承规模增速持续扩张，前五名以头部券商为主，部分中小券商增速明显。2019 年及 2020Q1 行业债券承销规模增速扩张明显，债券承销总规模分别同比 +31.6%/+40.7%，利率持续下行驱动债市表现整体较好，利好债券承销业务规模持续扩张。近 3 年核心债券承销规模不断扩大，2018、2019 及 2020Q1 核心债承销规模分别同比 +36.4%/+54.6%/+64.4%，核心债券承销规模前五以头部券商为主，排名相对稳定，天风证券、国金证券和浙商证券等中小券商 2019 年和 2020Q1 核心债券承销规模增速均超过 100%。

表11: 2019 年核心债承销规模前三：中信建投、中信证券、海通证券

核心债券承销规模 (亿元)	2018 年	YOY	2019 年	YOY	2020Q1	YOY
中信建投	3,066.9	92.0%	4,393.9	43.3%	1,479.5	60.5%
中信证券	1,902.9	143.9%	2,717.9	42.8%	933.9	85.1%
海通证券	1,617.5	39.0%	1,937.0	19.8%	644.9	68.9%
国泰君安	1,157.1	36.2%	1,801.5	55.7%	481.4	46.9%
中金公司	908.3	133.9%	1,535.0	69.0%	346.0	27.2%
平安证券	952.9	34.8%	1,278.6	34.2%	286.8	18.5%
光大证券	766.1	56.1%	1,087.3	41.9%	253.4	3.0%
中泰证券	611.8	120.1%	916.6	49.8%	198.5	16.1%
开源证券	453.9	8.9%	773.2	70.3%	237.8	108.1%
广发证券	721.0	17.0%	739.7	2.6%	158.2	-25.3%

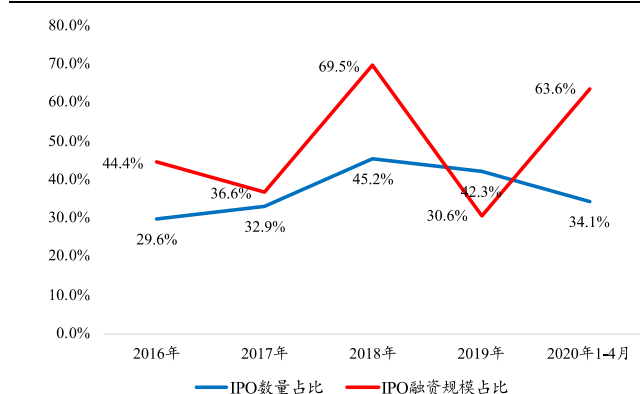
华泰证券	437.7	65.4%	728.8	66.5%	263.9	185.7%
中山证券	521.7	71.6%	666.5	27.8%	262.7	53.7%
国信证券	536.1	29.8%	641.3	19.6%	218.1	84.2%
招商证券	813.7	30.2%	613.3	-24.6%	178.6	6.2%
天风证券	225.5	-10.4%	567.4	151.6%	268.5	169.3%
兴业证券	430.2	23.5%	564.3	31.2%	132.4	4.7%
国开证券	385.5	33.5%	515.8	33.8%	137.2	90.3%
东吴证券	186.6	10.7%	514.5	175.7%	132.9	35.7%
国金证券	112.4	-17.7%	509.6	353.3%	242.8	476.7%
浙商证券	206.4	-1.7%	451.5	118.8%	161.9	290.1%

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。

债券承销和再融资业务行业集中度稳步提升，IPO 单数集中度有所下降。我们统计 7 家（中信证券、中信建投、中金公司、海通证券、招商证券、国泰君安、华泰证券）头部券商投行业务集中度，债券承销和再融资业务行业集中度整体呈现稳步提升趋势，2019 年集中度略有下降，2020 年 1-4 月集中度有所抬升。IPO 融资规模的集中度波动明显，2019 年下降明显，2020Q1 大幅提升，而 IPO 单数的集中度在 2019 年和 2020 年 1-4 月呈连续下降趋势。在投行业务景气度大幅提升的背景下，中小券商投行业务也呈现出较强的业务弹性。

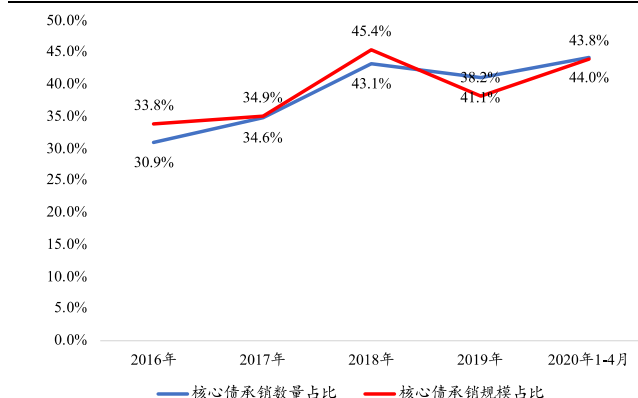
图12：头部券商 IPO 承销规模和数量占比呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：头部券商包括：中信证券、中信建投、中金公司、海通证券、招商证券、国泰君安、华泰证券。

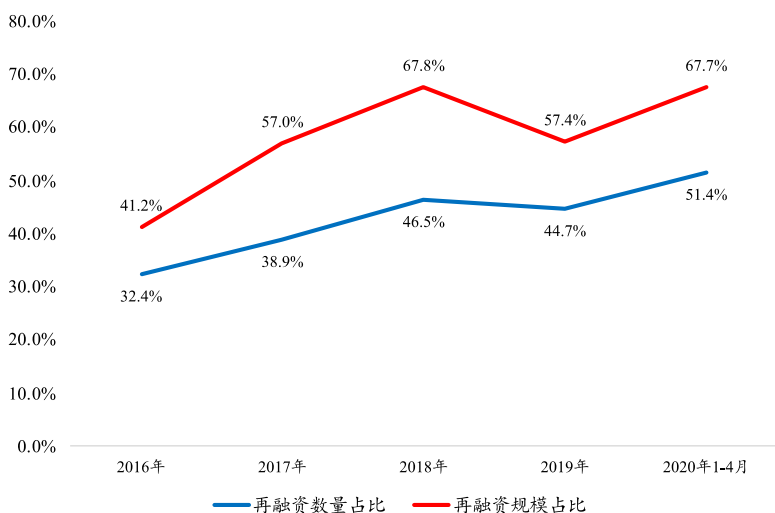
图13：头部券商核心债承销规模和数量占比呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1) 头部券商包括：中信证券、中信建投、中金公司、海通证券、招商证券、国泰君安、华泰证券。

2) 核心债包括：企业债、公司债、短期融资券及中期票据。

图14：头部券商再融资规模和数量占比呈现上升趋势


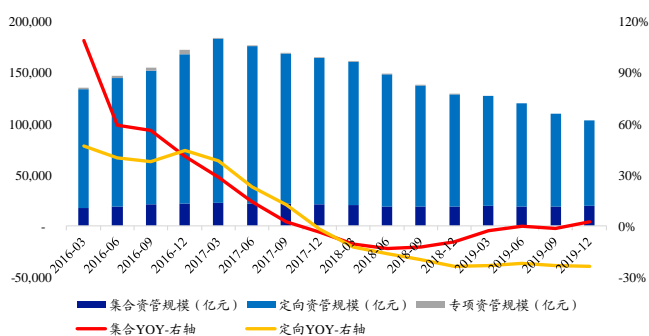
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：头部券商包括：中信证券、中信建投、中金公司、海通证券、招商证券、国泰君安、华泰证券。

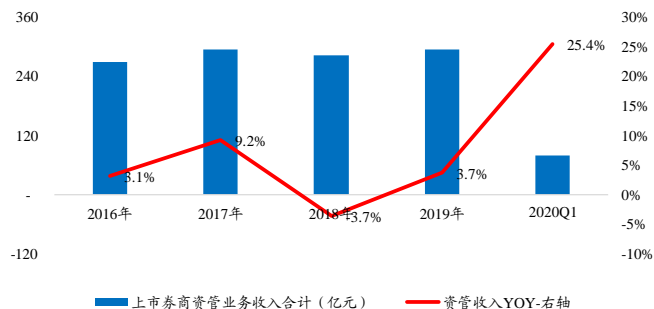
2.3、资管：集合资管规模触底回升，收入步入增长周期

2019年末集合资管规模增速转正，2019年和2020Q1上市券商资管业务收入分别同比+3.7%/+25.4%，行业资管收入迎来增长周期。

集合资管规模增速转正，多家头部券商主动资管规模快速增长。券商资管规模经历了近两年的下滑之后，在2019年降幅开始趋缓，集合资管规模增速转正。2019年末集合资管规模1.96万亿，2019年Q3末券商集合资管规模达到1.96万亿，较年初+2.4%，国君、华泰和招商等头部券商主动资管规模明显增长。去通道影响下，2019年末定向资管规模较年初-24%至8.38万亿。

图15：券商集合资管规模增速转正


数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2020Q1上市券商资管业务收入同比+25%


数据来源：Wind、开源证券研究所

机构和零售端发力，券商资管业务收入进入增长周期。1) 前期受规模下行压制，券商资管业务收入增速低位徘徊，资管新规影响边际递减、2019年股市上涨和2020Q1债市上涨带动下，券商资管业务收入增速扩张明显，2020Q1上市券商资管业务收入同比+25%。2) 整体看，券商资管以大固收业务为主，流动性持续宽松下，机构客

户委外投资需求有望进一步提升；同时，券商大集合转公募持续推进，2020 年收官之年产品规模扩张可期，机构和零售两端发力下，预计券商资管业务收入有望延续增长态势。

头部券商排名居前，国泰君安、招商证券和海通证券主动资管规模增长明显。根据基金业协会数据，2019Q4 券商主动资产管理月均规模排名中，中信证券和国泰君安稳居前二，华泰证券和招商证券排名提升提升至行业第三和第四。2019 年国泰君安、招商证券和海通证券主动资管规模增速超过 30%。

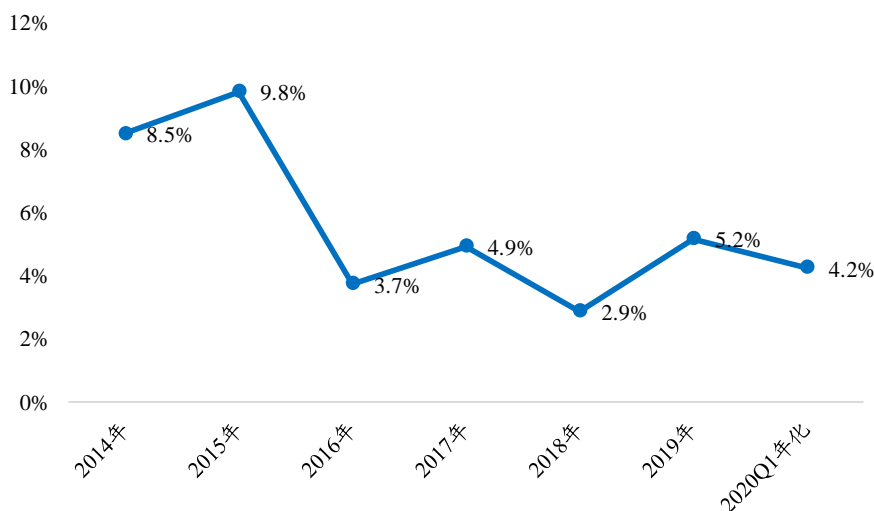
表12：国泰君安、招商证券和海通证券主动资管规模增长明显

券商主动资管月均规模 (亿元)	2018Q4	2019Q4	YOY	排名 (2019Q4)
中信证券	6,021	4,506	-25.2%	1
国泰君安	3,099	4,219	36.1%	2
华泰证券	2,265	2,522	11.4%	3
招商证券	1,017	1,814	78.5%	4
广发证券	2,606	1,770	-32.1%	5
中信建投	1,541	1,695	10.0%	6
申万宏源	1,376	1,356	-1.4%	7
海通证券	870	1,184	36.1%	8
光大证券	1,132	1,171	3.4%	9
中金公司	1,397	1,134	-18.8%	10
前 10 家公司合计	21,323	21,372	0.2%	

数据来源：基金业协会、开源证券研究所

2.4、投资：股市带来短期波动，客需和直投业务贡献明显

股市波动造成投资收益短期波动，客需和直投业务成为头部券商投资收入重要驱动。从业务角度看，券商投资收入主要由机构客户客需型业务（债券及衍生品做市、场外期权等）、自营投资（方向性和非方向性）和直投子公司投资收益构成。2019 年 A 股涨幅明显、客需型业务扩张叠加直投子公司利润释放，驱动 2019 年上市券商投资收益(含公允价值变动损益)同比大增 93%，金融工具投资收益率由 2018 年的 2.87% 提升到 2019 年的 5.17%，增幅达 80%。受疫情影响 2020Q1 股弱债强，沪深 300 指数-10%，中证综合债指数+2.58%，上市券商整体投资收益同比下降 42%，金融工具投资收益率 1.06%，较 2019Q1 的 2.06% 下降 48%。自营配置稳健且客需型业务收入贡献较高的中信证券、华泰证券和中信建投金融工具投资收益 2020Q1 实现逆势增长，分别同比+16%/+13%/+68%。

图17: 金融资产占比持续上升, 是资产扩表主力


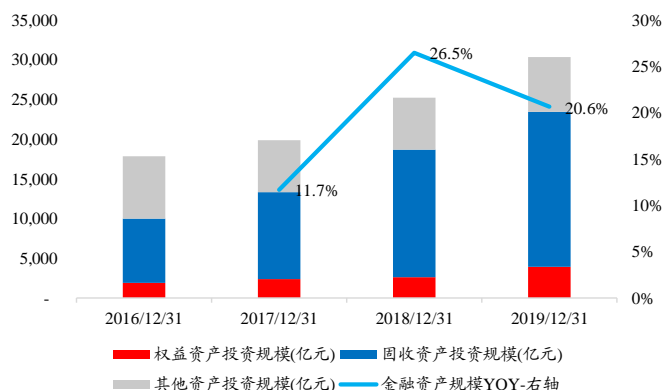
数据来源: Wind、开源证券研究所

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+可供出售金融资产(若有)+持有至到期(若有)+其他权益工具+衍生金融资产。

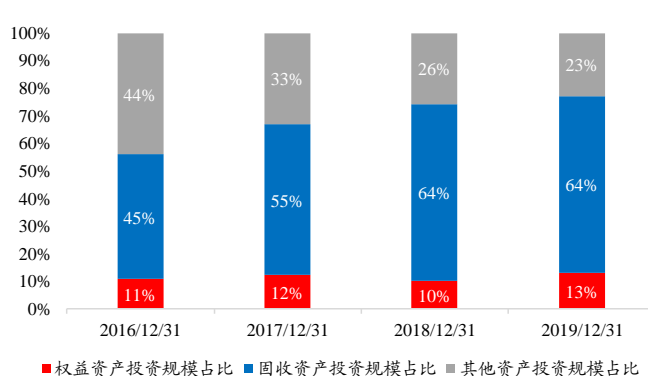
金融资产持续增长, 客需型业务大幅扩张。1) 金融资产保持 20% 的年复合增速, 2019 年权益配置有所提升。近 3 年上市券商金融资产规模保持近 20% 的年复合增速, 2019 年末金融资产规模达到 3.04 万亿, 较年初+21%, 其中权益/固收/其他资产占比分别为 13%/64%/23%, 权益配置占比有所提升, 固收占比持平。2) **债券交易、场外衍生品等客需型业务大幅增长。**根据 Wind 数据, 2019 年 12 月证券公司债券交割量达 14.3 万亿, 同比增长 48%, 中信证券和华泰证券债券交割量同比分别+97%/+205%。根据中证协官网, 截止 2019 年末, 收益互换和场外期权存续名义本金规模达到 1584 亿/4732 亿, 较期初+125%/+68%, 前五家券商交易量集中度达到 80%。中金公司年报披露, 公司 2019 年末 697 亿权益投资中场外衍生品交易对冲持仓 621 亿元, 较年初增长 163%, 权益投资规模比重达 89%。

图18: 2019 年末上市券商金融资产规模较年初+21%


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

注: 1) 权益类资产=交易性金融资产中股票+可供出售金融资产中股票(若有)+其他权益工具

2) 固收类资产=交易性金融资产中债券+可供出售金融资产中债券(若有)+债权投资+其他债权投资

图19: 2019 年权益配置比重有所提升


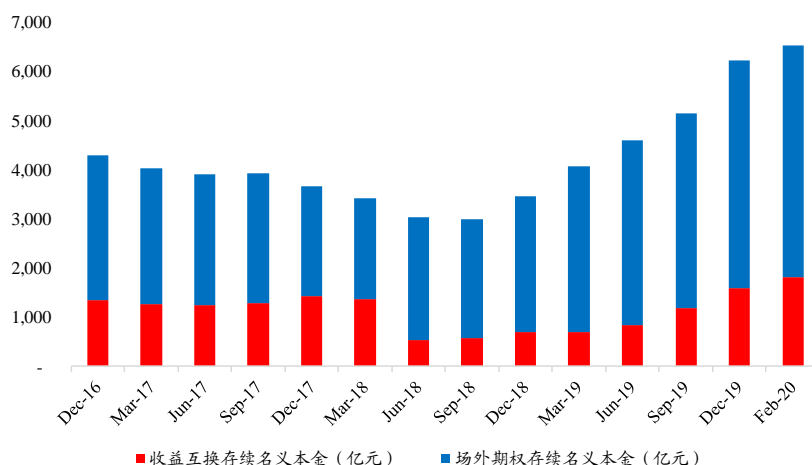
数据来源: 公司公告、开源证券研究所

表13: 2019 年券商债券交割量同比大增

证券公司	2018 年 12 月		2019 年 12 月		
	债券交割量 (亿元)	券商排名	债券交割量 (亿元)	YOY	券商排名
中信证券	6,245	1	12,280	97%	1
华泰证券	3,078	13	9,381	205%	2
国信证券	2,287	17	8,942	291%	3
国泰君安	4,590	2	6,539	42%	4
招商证券	3,240	12	6,018	86%	5
东北证券	1,955	18	5,290	171%	6
中信建投	4,320	4	5,226	21%	7
东兴证券	803	33	5,124	538%	8
广发证券	4,329	3	5,084	17%	9
民生证券	2,753	16	4,773	73%	10

数据来源: Wind、开源证券研究所

图20: 场外衍生品业务规模大幅增长



数据来源: 中证协、开源证券研究所

一二级市场两旺，直投业务利润大幅释放，头部券商优势更强。1) 2019 年科创板开板、并购重组松绑下，券商直投业务和科创板跟投业务迎来发展机遇，叠加 A 股二级市场表现优异，上市券商 PE 子公司和另类投资子公司净利润大幅释放。2) 根据披露子公司数据的上市券商年报看，净利润排名前十的 PE 子公司 2019 年净利润合计同比增长 293%，华泰证券、中信证券和海通证券 PE 子公司录得净利润前三，分别为 17.4 亿/10.9 亿/8.8 亿；净利润排名前十的另类投资子公司 2019 年净利润合计同比增长 500%，中信证券、海通证券和广发证券位居前三，分别为 13.0 亿/4.1 亿/3.0 亿。3) 整体看，头部券商依靠项目资源、资本金等先发优势，直投业务净利润体量是中小券商的数倍。2020 年再融资新规正式实施、创业板注册制有望年内落地，券商直投业务景气度有望延续。

表14: 2019 年券商 PE 子公司净利润同比大增，头部券商表现抢眼

证券公司	旗下私募股权投资子公司 (全资)	2017 年净利润 (亿元)	2018 年净利润 (亿元)	2019 年净利润 (亿元)
华泰证券	华泰紫金投资	7.34	-0.46	17.38

中信证券	金石投资	15.21	-0.47	10.88
海通证券	海通开元投资	18.39	1.88	8.78
招商证券	招商致远资本	3.08	-1.00	3.47
国信证券	国信弘盛	0.77	2.63	2.47
东方证券	东证资本	0.91	5.63	2.25
广发证券	广发信德	9.32	3.49	2.19
国泰君安	国泰君安创投	6.28	0.88	1.54
国元证券	国元股权投资	1.04	0.29	1.51
财通证券	财通资本	-0.49	0.37	1.46
合计		61.86	13.23	51.94
YOY			-79%	293%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表15：2019 年券商另类投资子公司净利润同比大增，中信遥遥领先

证券公司	旗下另类投资子公司 (全资)	2017 年净利润 (亿元)	2018 年净利润 (亿元)	2019 年净利润 (亿元)
中信证券	中信证券投资	8.63	6.03	13.02
海通证券	海通创新证券投资	3.52	-4.18	4.14
广发证券	广发乾和	1.36	0.33	3.00
财通证券	财通创新	0.08	0.38	2.73
招商证券	招商证券投资	0.27	0.78	1.07
华泰证券	华泰创新投资	-0.13	0.02	1.06
中国银河	银河源汇投资	0.32	0.36	1.05
西南证券	西证创新投资	-0.23	0.06	0.94
国元证券	国元创新投资	0.86	0.74	0.82
国泰君安	国泰君安证裕	-	0.24	0.70
合计		14.68	4.76	28.53
YOY			-68%	500%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2020Q1 投资收益率分化明显，自营配置稳健且客需业务高占比券商表现优异。从 35 家上市券商金融工具投资收益率数据看，2019 年大多数券商投资收益率实现明显提升，2020Q1 行业分化明显，自营业务中方向性股票配置较低、债券配置较高的中小券商，或自营稳健、客需型业务领先的头部券商投资收益率表现明显优于行业平均。头部券商中信证券、华泰证券和中信建投 2020Q1 金融工具投资收益率逆势提升，中小券商中华林证券、浙商证券、山西证券和第一创业挺进前五，表现优异。

表16：2020Q1 金融工具投资收益率分化明显，部分券商逆势提升

证券公司	2017 年	2018 年	2019 年	2020Q1 年化
华林证券	9.37%	8.46%	7.52%	15.00%
浙商证券	5.93%	4.94%	6.18%	9.20%
中信建投	3.56%	3.59%	5.59%	8.93%
山西证券	6.60%	6.05%	5.18%	7.91%
第一创业	2.53%	3.40%	5.79%	7.84%

华安证券	3.03%	3.59%	7.59%	7.65%
中国银河	3.40%	1.38%	5.98%	7.22%
东北证券	5.27%	5.75%	7.19%	7.04%
长城证券	5.60%	5.23%	5.25%	6.60%
中信证券	5.17%	3.11%	4.86%	6.52%
国金证券	3.98%	7.07%	7.33%	6.20%
申万宏源	4.36%	3.65%	4.65%	5.54%
国信证券	3.68%	3.90%	5.61%	5.44%
华泰证券	6.26%	2.47%	4.60%	4.83%
国海证券	3.72%	3.25%	3.99%	4.44%
东吴证券	3.93%	4.56%	3.49%	4.35%
西部证券	5.44%	4.71%	6.20%	4.31%
上市券商平均	4.94%	2.87%	5.17%	4.25%
广发证券	5.70%	0.41%	6.39%	3.94%
东方证券	6.09%	0.00%	5.37%	3.92%
招商证券	3.17%	1.97%	4.83%	3.44%
天风证券	3.78%	3.97%	5.45%	3.35%
太平洋	2.46%	-0.37%	7.38%	3.17%
南京证券	5.94%	4.38%	7.05%	2.86%
国元证券	3.99%	2.87%	2.14%	2.77%
华西证券	4.62%	5.66%	7.22%	2.47%
西南证券	5.36%	4.65%	7.09%	2.31%
海通证券	6.26%	2.06%	5.31%	2.24%
中原证券	3.84%	2.86%	4.63%	1.96%
光大证券	4.21%	1.16%	3.34%	1.94%
兴业证券	6.18%	2.48%	6.68%	1.78%
方正证券	2.56%	3.25%	2.22%	1.32%
长江证券	3.82%	2.56%	7.34%	1.09%
东兴证券	4.91%	5.52%	3.30%	0.60%
国泰君安	5.38%	3.91%	4.88%	0.17%
财通证券	6.97%	4.90%	7.96%	-1.19%

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

表17：金融资产配置能力和配置策略影响投资回报率

上市券商	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	权益占比	固定收益占比	权益占比	固定收益占比	权益占比	固定收益占比
中信证券	24.4%	42.0%	14.7%	59.7%	19.5%	52.5%
海通证券	16.4%	47.4%	15.7%	56.7%	15.8%	54.5%
华泰证券	14.0%	54.2%	11.4%	65.7%	14.1%	70.9%
国泰君安	10.1%	52.1%	13.9%	57.1%	14.2%	58.7%
招商证券	12.8%	56.1%	9.9%	73.0%	10.3%	75.7%
广发证券	6.1%	62.7%	8.5%	61.3%	9.3%	67.3%
长江证券	12.8%	58.2%	9.8%	68.1%	14.0%	67.7%
国元证券	3.3%	80.8%	1.6%	77.2%	1.9%	81.4%

东北证券	20.4%	46.4%	10.5%	70.8%	10.3%	54.7%
太平洋	10.0%	46.7%	5.3%	61.1%	7.3%	74.2%
国金证券	1.6%	51.5%	2.3%	51.0%	21.6%	53.1%
西南证券	20.4%	52.2%	8.4%	74.3%	18.4%	70.8%
光大证券	7.6%	58.4%	10.8%	51.4%	8.8%	49.4%
第一创业	4.1%	74.6%	4.0%	81.0%	5.0%	84.0%
兴业证券	12.8%	59.0%	7.9%	67.8%	16.1%	62.2%
山西证券	5.8%	80.5%	5.5%	54.7%	11.1%	46.0%
方正证券	3.7%	60.4%	0.5%	73.6%	9.9%	71.8%
国海证券	4.4%	43.9%	1.3%	51.4%	3.7%	91.9%
东吴证券	6.6%	66.8%	2.8%	69.9%	10.8%	64.5%
西部证券	4.4%	75.2%	0.9%	85.6%	3.2%	87.2%
国信证券	15.9%	58.0%	6.7%	70.2%	12.8%	70.8%
申万宏源	6.9%	59.2%	8.4%	67.6%	6.6%	67.3%
东兴证券	9.4%	54.7%	9.5%	61.9%	17.8%	66.8%
东方证券	12.0%	67.4%	11.9%	72.1%	12.6%	68.2%
浙商证券	6.7%	80.8%	3.1%	88.5%	3.7%	78.1%
中国银河	9.7%	47.9%	16.8%	63.6%	20.7%	63.2%
华安证券	5.4%	67.3%	3.1%	78.1%	6.9%	82.0%
中原证券	10.0%	62.3%	11.4%	66.6%	7.8%	81.5%
华西证券	3.3%	82.1%	2.2%	67.3%	7.8%	71.7%
中信建投	5.9%	29.2%	6.1%	64.7%	9.7%	64.5%
财通证券	7.2%	39.2%	3.3%	34.9%	5.2%	42.5%
南京证券	7.1%	81.1%	3.4%	85.7%	5.2%	90.7%
长城证券	12.0%	60.4%	3.7%	68.5%	2.9%	72.1%
天风证券	34.3%	52.7%	29.8%	46.9%	30.2%	49.9%
华林证券	17.3%	82.7%	20.3%	2.1%	1.4%	73.4%
总计	12.1%	54.9%	10.3%	64.0%	13.0%	64.2%

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

2.5、资本中介：两融扩张效果将现，利率持续下行利于降成本

扣除会计调整影响，2019 年上市券商利息收入同比下降 10%，利息净收入同比下降 28%，主要受股票质押规模压降影响；利率下行传导至券商负债端，融资成本持续回落。

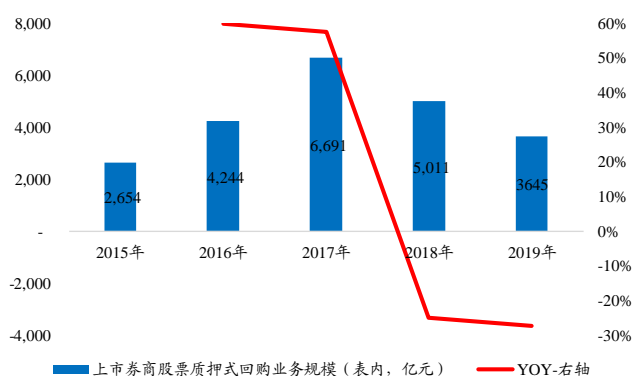
股票质押持续压降，两融持续扩张，2020 年利息收入进入扩张期。

- **会计调整后利息收入和利息净收入均同比下降。**2018Q4 起新会计准则将“其他债权投资/债权投资”产生的“投资收益”重分类至“利息收入”，带来利息收入增加，若扣除会计影响，调整后 35 家上市券商 2019 年利息收入 1248 亿元，同比 -10.1%(调整前-1.8%)，调整后利息净收入同比-28.4% (调整前+17.1%)。
- **股票质押持续压降，较 2017 年高点下降 46%。**股票质押风险暴露增多，行业整体对股票质押业务谨慎，融出规模持续压降，同时 2019 年 8 月公布的《券商

风控新规征求意见稿》中对部分股票质押业务所需的稳定资金和风险资本计提均有所提升，监管导向下预计行业股票质押延续缓降格局。2019 年末上市券商表内期末股票质押融出规模较年初下降 27% 至 3645 亿元，较 2017 年末高点下降 46%。

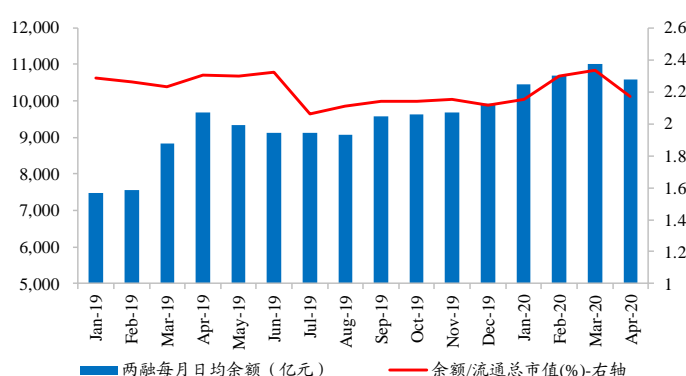
- **监管和市场双向驱动，两融扩张有望延续。** 股市活跃度提升、两融标的股扩张下，券商两融业务融出规模持续扩张，2019 年末两融规模达 1.02 万亿，较年初+35%，2020Q1 末升至 1.07 万亿，较年初+4.5%。2020 年 1 月券商风控新规正式稿落地，两融融出资金稳定资金计算比例由 50% 降至 30%，监管呵护两融的态度明显。4 月创业板注册制改革方案征求意见稿落地，转融券机制进一步优化，市场活跃度提升、融券机制改善推动下，我们预计两融规模有望持续扩张。

图21: 2019 年末上市券商股票质押规模较年初-27%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

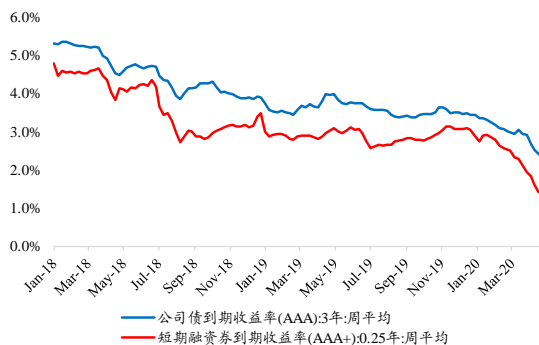
图22: 两融规模持续扩张



数据来源：公司公告、开源证券研究所

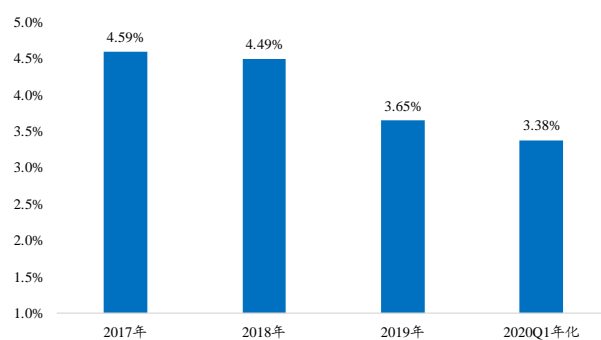
利率下行叠加短久期负债占比提高，券商融资成本持续下行。1) 2019 年和 2020Q1 上市券商利息支出分别-7.2%/+1.2%，有息债务余额增长明显，利率下行叠加负债结构优化驱动券商平均有息负债成本持续下降。2) 2018 年开始市场利率逐步回落，2020Q1 降幅加大，2020 年 4 月末 3A 公司债和 3A 短融到期收益率分别同比-41%/-50%。同时，上市券商有息债务中卖出回购金融资产占比提高，短久期负债比重提升。我们估算，上市券商 2019 年和 2020Q1 平均有息债务融资成本分别为 3.65%/3.38%，2019 年同比下降 19%，2020Q1 较 2019 年下降 7%。随着利率下行的传导，预计券商融资成本率将持续下降。

图23: 2020Q1 市场利率加速下滑，利于券商降负债成本



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图24: 上市券商平均有息负债成本持续下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：有息债务成本 = (利息支出 - 代买证券款利息支出) / 有息债务总额均值。

表18: 债券加杠杆下，卖出回购金融资产占比提高

	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31
短期有息债务:	50%	53%	54%	59%
卖出回购金融资产	30%	29%	36%	40%
应付短期融资	11%	17%	10%	11%
拆入资金	5%	5%	5%	5%
短期借款	4%	4%	3%	3%
长期有息债务:	50%	47%	46%	41%
长期借款	2%	2%	3%	2%
应付债券	49%	45%	43%	39%
有息债务总额	100%	100%	100%	100%

数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

注: 有息债务总额=卖出回购金融资产+应付短期融资+拆入资金+短期借款+应付债券+长期借款。

3、2020 年全年展望: ROE 延续上行趋势, 分化加大

3.1、行业迎来历史发展机遇期, 转型扩张正当时

资本市场全面深改, 行业机遇期转型扩张正当时。资本市场全面深改叠加长期低利率环境, 证券行业迎来历史性的发展机遇期, 上市券商资本扩张、业务转型将全面提速。2019 年至今有 14 家上市券商披露或完成再融资计划, 中金公司推进 A 股 IPO。

转型三大方向: (1) 加快零售经纪向财富管理转型。行业佣金率降幅扩大, 财富管理转型迫在眉睫。以客户分层、投顾和产品体系构建和优化、基金投顾业务为主要抓手, 研究和科技赋能重要性提升。(2) **发掘机构客户需求, 提升资产扩表能力。**2019 年行业杠杆率提升明显, 其背后是机构客需型业务的快速增长, 债券和衍生品做市、场外衍生品业务扩张成为券商扩表主因。机构客户业务体系构建、FICC 及衍生品投研体系、资产负债表管理能力成为重要抓手。(3) **大投行战略。**注册制背景下, 作为企业客户的重要入口, 投行业务战略定位提升。头部券商狠抓 IPO 项目、中小券商从地域优势和特色化业务入手, 重构大投行体系、提升直投业务联动成为重要举措。

3.2、ROE 延续上行趋势, 增速分化加大

低利率叠加资本市场深改, 行业 ROE 延续上行趋势。全球疫情影响下, A 股市场相对表现优异, “低利率+强改革”政策组合拳下, 市场交易活跃度、直接融资规模和资本市场表现均有望超预期, 驱动证券行业手续费类收入持续复苏, 资产扩表提速, ROE 延续上行趋势。

中性假设下, 我们预计上市券商整体 2020 年净利润同比+24%, ROE 攀升至 7.8%。投资和经纪成为全年盈利拉动核心, 投行和利息净收入保持稳步增长。在悲观/中性/乐观三种情景下, 我们预计上市券商 2020 年整体净利润分别为 1065/1240/1330 亿元, 分别同比+6.5%/+23.9%/+33%, ROE 分别为 6.8%/7.8%/8.3%。

表19: 中性假设下, 预计上市券商 2020 年净利润同比+24%

35 家上市券商整体 (单位: 亿元)	2018 年	2019 年	2020Q1	2020H1 E	2020 年 E	2021 年 E
经纪业务收入	566	676	250	426	794	827
YOY	-19.9%	19.5%	36.8%	15.8%	17.4%	4.2%
日均股基成交额	4,117	5,580	9,125	7,740	7,000	7,490
投行业务收入	294	357	78	194	430	538
YOY	-24.3%	21.6%	16.4%	30.7%	20.2%	25.2%
资产管理收入	284	294	80	158	324	387
YOY	-3.7%	3.7%	25.4%	14.0%	10.3%	19.2%
大投资业务收入	646	1,246	267	664	1,404	1,737
YOY	-34.7%	92.9%	-41.5%	6.4%	12.7%	23.7%
自营投资收益率	2.87%	5.17%	1.01%	2.49%	5.14%	5.43%
利息净收入	347	407	112	240	476	513
YOY	11.5%	17.1%	24.4%	17.2%	17.0%	7.5%
营业收入 (调整后)	2,274	3,136	832	1,768	3,607	4,196
YOY	-19.0%	37.9%	-6.2%	13.7%	15.0%	16.3%
管理费	1,316	1,578	377	831	1,767	2,014
信用减值及其他资产减值损失	168	202	52	90	180	159
归母净利润	584	1,000	301	631	1,239	1,512
YOY	-40.1%	71.4%	-20.3%	14.4%	23.9%	21.9%
净利率 (调整后)	25.7%	31.9%	36.2%	35.7%	34.3%	36.0%
归母股东权益	13,925	15,032	15,595	15,603	16,561	18,357
YOY	3.3%	8.0%	8.6%	7.5%	10.2%	10.8%
股权融资合计	495	261	160	250	550	600
ROE	4.3%	6.9%	7.9%	8.2%	7.8%	8.7%
权益乘数 (扣除客户保证金)	3.39	3.58	3.67	3.63	3.57	3.72

数据来源: Wind、开源证券研究所

表20: 三种情景下, 上市券商 2020 年净利润增速在+6.5%至+33.0%之间

35 家上市券商整体盈利预测情景分析	2019 年 A	2020 年 E		
		悲观	中性 (基准)	乐观
核心假设:				
1. 沪指收盘点位	3,050	2,700	3,000	3,300
当期沪指涨跌幅		-11.5%	-1.6%	8.2%
对应自营投资收益率	5.17%	3.92%	5.14%	5.51%
2. 日均股基成交额 (亿元)	5,580	6,500	7,000	7,500
YOY		16.5%	25.4%	34.4%
3. 信用减值损失 (亿元)	202	220	180	140
YOY		9.0%	-10.8%	-30.6%
4. 管理费 (亿元)	1,578	1,584	1,768	1,845
YOY		0.3%	12.0%	16.9%

管理费率	50.3%	49.0%	49.0%	49.0%
营收收入（调整后）	3,136	3,232	3,609	3,765
YOY		3.1%	15.1%	20.1%
归母净利润	1,000	1,065	1,240	1,330
YOY		6.5%	23.9%	33.0%
ROE	6.9%	6.8%	7.8%	8.3%
YOY		-1.6%	13.6%	20.8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

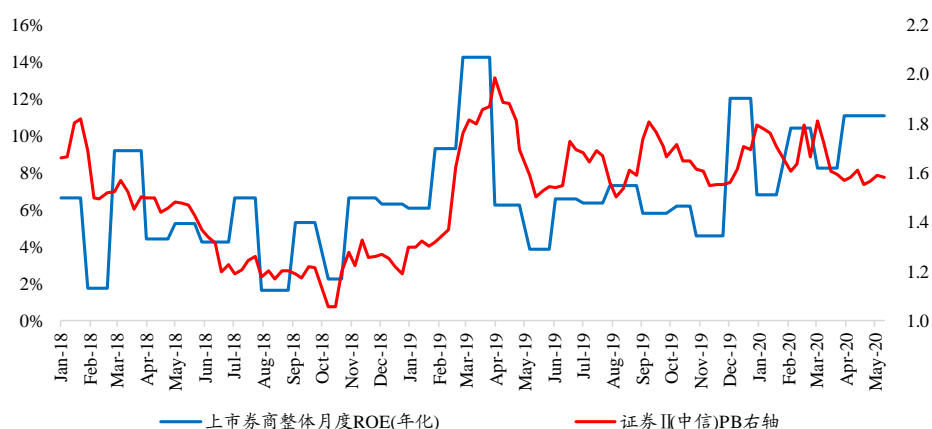
行业分化加剧，两类证券公司业绩增速有望优于行业平均。与 2019 年相比，我们预计 2020 年上市券商净利润同比增速分化明显。盈利拆分看，投资和经纪业务是主要盈利拉动力量，投行和利息净收入同比稳步增长，此背景下，我们预计两类证券券商盈利表现将明显优于行业平均：1）客需和直投业务优势明显且自营配置稳健的头部券商，如中信证券、华泰证券和中信建投；2）自营中债券占比较高且经纪、两融收入占比较高的中小券商，如中国银河、浙商证券和国金证券。

4、低利率叠加强改革：业绩有望超预期

低利率叠加资本市场改革深化，高基数下业绩仍有望超预期，给予行业“看好”评级。“低利率+强改革”政策组合拳下，市场交易活跃度、直接融资规模和资本市场表现均有望超预期，证券行业手续费类收入持续复苏，资产扩表提速，ROE 延续上行趋势，高基数下业绩仍有望超预期。目前券商板块 PB 1.58 倍，低于近 3 年估值中枢，机构配置比例较低，给予行业“看好”评级。

从业绩增速角度，两条主线选择受益标的。头部券商更受益于政策红利，资产扩表有望超预期，受益标的为中信证券、华泰证券；固收业务快速增长或零售业务优势较强的中小券商业绩增速有望超越同业，受益标的为浙商证券、国金证券、第一创业和东方财富。

图25：券商 PB 估值与 ROE 正相关，看好 ROE 上行带动估值提升



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

表21：受益标的盈利预测及估值

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			BVPS		P/B	
		2020/5/15	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2019A	2020E
600030	中信证券	23.44	1.01	1.13	1.31	13.34	13.75	1.76	1.70
601688	华泰证券	17.75	1.04	1.12	1.27	13.50	14.43	1.31	1.23
601878	浙商证券	9.94	0.29	0.32	0.37	4.32	4.61	2.30	2.16
600109	国金证券	10.06	0.43	0.46	0.49	6.85	7.24	1.47	1.39
002797	第一创业	7.14	0.15	0.18	0.22	2.58	2.75	2.77	2.60
300059	东方财富	17.91	0.28	0.41	0.54	3.16	3.61	5.67	4.97

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述公司盈利预测来自 Wind 一致性预期。

5、风险提示

- 新冠肺炎疫情对宏观经济冲击超预期，券商业务信用风险加大。
- 全球股市波动加剧，券商海外业务盈利低于预期。

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R3（中风险），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C3、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C3、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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835