



Research and
Development Center

结构性行情，券商何时王者归来

非银金融行业

2020 年 6 月 15 日

王舫朝 非银金融行业分析师

证券研究报告

行业研究——投资策略

非银金融行业

看好	中性	看淡
----	----	----

上次评级: 看好, 2020.05.20

王舫朝 非银行业分析师

执业编号: S1500519120002

联系电话: (010) 83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼
邮编: 100031

结构性行情, 券商何时王者归来

2020年6月15日

本期内容提要

- **流动性和经济企稳双条件已具备。**突发疫情加大了经济的不确定性, 极致行情下券商板块略显沉寂。流动性和经济边际改善是券商行情导火索, 目前我国货币政策持续宽松, 表内信贷和直接融资带动社融大幅回升, 5月M2-M1开始收窄, 企业投资端开始活跃。券商行情在经济好转预期中酝酿。交易量并不是券商超额收益的充分必要条件且往往滞后于行情启动, 甚至有时是行情顶点。通过复盘, 我们发现券商超额收益在四轮极致行情中有体现, 但交易量破万亿并不多见, 可见, 券商行情的爆发除交易量外还有其它因素。
- **行业 ROE 有所低估, 行业加杠杆趋势叠加高 ROA 业务放量, 有望看到 ROE 提升。**券商收入结构及自营投资的利润确认方式导致 ROE 并不能充分反应其股东回报, 目前行业 ROE 有所低估。ROE 的提升由 ROA 和杠杆率共同驱动。导致头部券商 ROE 较高的主要原因是其高于行业的杠杆率。投资者结构转变带动重资本业务高速发展, PB、衍生品等业务需求推动杠杆提升, 杠杆提升是大势所趋。ROA 业务放量在即, 投行+直投、财富管理等高 ROA 业务前景广阔, 有望看到 ROE 提升。
- **头部券商投资能力优于同业, 蓝筹白马行情对龙头券商自营业绩提升更显著。**近年来行业投资收益占比提升, 2019 年高达 34%, 市场赚钱效应增加会增厚其利润表的投资收益。但自 2015 年国君提出投资业务向非方向性转型后, 龙头券商多选择将自营持仓为衍生品业务对冲, 持仓多以蓝筹为主。我们发现蓝筹白马行情对龙头券商自营业绩提升更显著。如果市场发生风格切换, 将极大提升券商业绩弹性。
- **投资评级:** 2020 上半年, 受疫情影响资本市场震荡导致券商板块略显沉寂, 展望下半年, 在货币政策持续宽松, 券商行情在经济好转预期中酝酿。考虑到目前行业 ROE 有所低估, 杠杆提升叠加高 ROA 业务放量有望推动 ROE 提升。目前行业平均估值 1.66xPB, 低于 2x-2.5xPB 估值中枢, 维持行业“看好”投资评级。关注龙头券商: 中信证券、国泰君安、互联网券商东方财富以及自营弹性大的红塔证券。
- **风险因素:** 资本市场波动导致浮亏增加、经济下行超预期、货币政策宽松不及预期、资本市场改革进程不达预期等。

目 录

一、2020Q1 回顾 ——行情极致，交易量上升	1
二、券商行情影响变量	5
1. ROE 低估股东回报	5
2. 未来 ROE 将有提升	6
3. 自营持仓结构的变化	13
三、投资建议	14
风险因素	14

表 目 录

表 1: 券商行业自营收益估算 (%)	14
---------------------	----

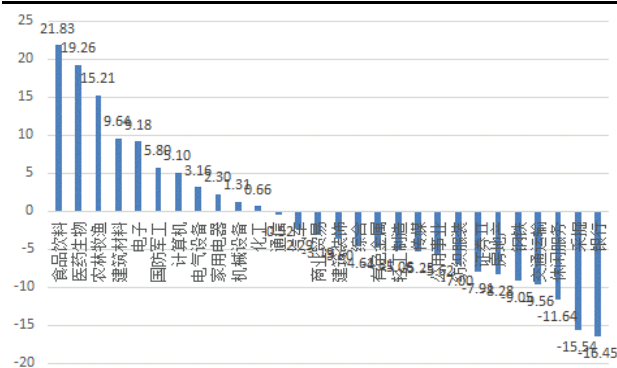
图 目 录

图 1: 年初以来各申万行业涨跌幅情况	1
图 2: 机构抱团，行情极致	1
图 3: 表外拖累，表内提升	2
图 4: 企业部门信贷同比大幅回升	2
图 5: 房地产信托月发行额环比下降	2
图 6: 百城住宅类土地供应建筑面积 (万平方米、%)	2
图 7: 中债城投债到期收益率 (AAA) 1 年	3
图 8: 企业存贷款同比上升，M2-M1 剪刀差 5 月收窄	3
图 9: 券商超额收益时期	4
图 10: 交易量明显放量的三段时期	4
图 11: 大小券商估值差收敛	4
图 12: 交易量明显放量的三段时期	4
图 13: 券商收入中自营占比逐年提高	5
图 14: 龙头券商自营收益直接计入净资产占净资产比例 (%)	5
图 15: 广发证券 ROE 与调整后净资产收益率对比	6
图 16: 上市券商及行业 ROE	6
图 17: 头部券商净资产增长率 (剔除再融资，%)	6
图 18: 自营收入直接计入净资产金额及占比中信 VS 广发	6
图 19: 行业杠杆、ROE 演变	7
图 20: 头部券商 ROE 优于行业平均	8
图 21: 头部券商杠杆率高于行业平均	8
图 22: 头部券商与行业平均 ROA 差距不明显	8
图 23: 融资成本: 头部券商 vs 上市券商	8
图 24: 个人投资者比例下降，机构投资者占比提升	9
图 25: 高盛总资产和权益乘数	9
图 26: 高盛 FICC、股票业务占比高	9
图 27: 高盛以公允价值计量的金融工具资产占比高	10
图 28: 高盛以公允价值计量的衍生品合约规模及占比	10
图 29: 私募证券投资基金规模持续提升	11
图 30: 服务私募基金托管业务中券商占据主导地位	11
图 31: 我国场外衍生品规模发展迅猛	12
图 32: 头部券商非权益及其衍生品规模发展迅速	12
图 33: 投行业务收入	12
图 34: 个人可投资资产高速增长	12
图 35: 自营收入占比提升	13
图 36: 头部券商 2017 年收益率高于 2019 年	13
图 37: 上市券商自营收入占比	14

一、2020Q1 回顾 ——行情极致，交易量上升

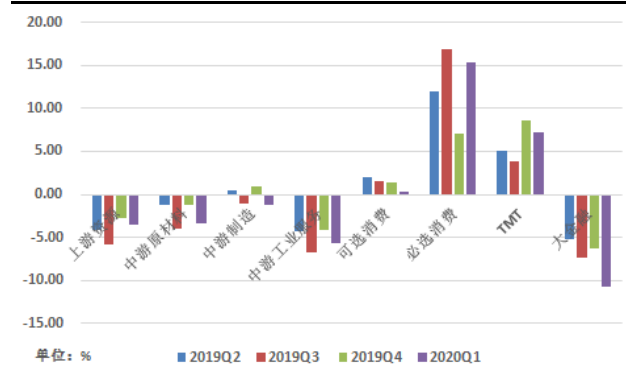
2020 年一季度非银板块被机构投资者遗弃，突发疫情加大了经济不确定性，避险意识使大家扎堆在消费、TMT 和医药板块，叠加充沛的流动性使结构行情走向极致，由于赚钱效应，2.19-3.10,15 个交易日有 13 天两市成交量破万亿。但与传统认知相背离的是，伴随着利率一路下行，历史经验应该活跃的券商板块，略显沉寂。我们在之前的报告《什么决定了券商短期行情》中进行过复盘，流动性和经济边际改善是券商行情导火索。我国 Q1GDP-6.8%，货币政策持续宽松，4 月社融数据超预期，M1、M2 剪刀差持续走阔，显示受疫情影响非金融企业活跃度尚未完全恢复。但同时，我们也应注意到，在信托融资受打压拖累非标表现的情况下，表内信贷和直接融资带动社融大幅回升。同时，企业部门和住户部门新增贷款同比明显回升（分别为 175%和 27%），我们可以判断，由于 1-3 月天量社融经济数据却大幅下降，前期融资效果大概率会在后期经济中体现。券商行情在经济好转预期中酝酿。

图 1：年初以来各申万行业涨跌幅情况

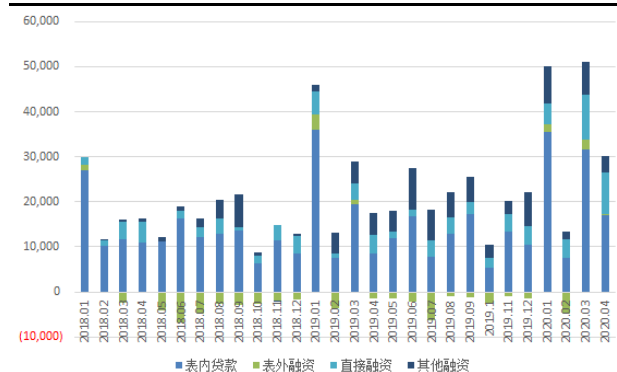


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

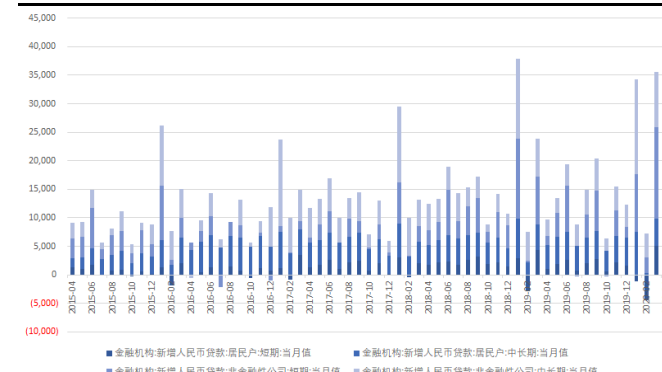
图 2：机构抱团，行情极致



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

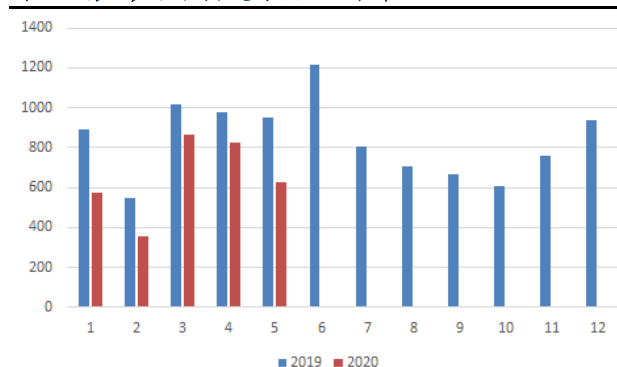
图 3：表外拖累，表内提升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

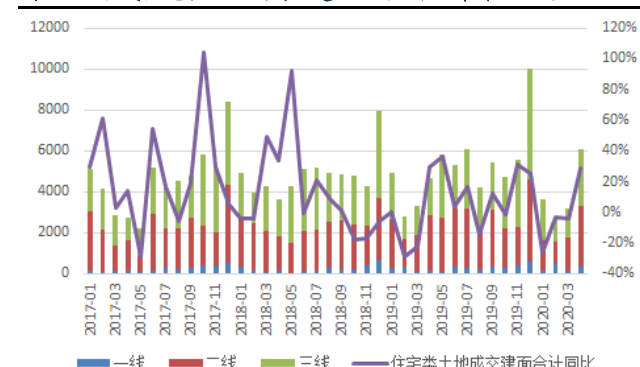
图 4：企业部门信贷同比大幅回升


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

此次流动性注入同 2008 年“四万亿”和 2014 年底开始的全面信贷刺激有很大不同，我们从非标数据观察到几个特点：1. “房住不炒”坚定执行。从信托公司草根调研渠道了解的情况看，“前融”几无增长，房企仍以销售回款求生存为主，百城住宅类土地供应建筑面积，在去年 1-3 月低基数背景下，今年 Q1 仍然同比负增长；2. 从过去操作大量政府平台类项目的融资租赁公司调研情况来看，今年以来城投公司通过发行短期信用债的方式融资，成本骤降，租赁公司可以获取的项目很有限。但同时，受经济不振叠加疫情影响，城投公司尽管融资顺利，但投资受阻，致使资金淤积在帐面存款。这与 2016 年大银行—小银行—非银机构的链条躲避监管，最后投向房地产和政府平台的资金空转套利明显不同。因此我们判断流动性在经济数据未见起色前仍会维持相应宽松。年初以来，M2 与 M1 剪刀差持续走扩，但 5 月份开始收窄，经济企稳的信号需密切关注。

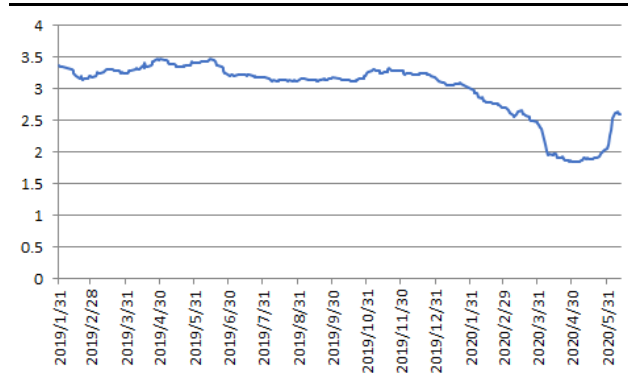
图 5：房地产信托月发行额环比下降


资料来源: 用益信托网, 信达证券研发中心

图 6：百城住宅类土地供应建筑面积（万平米、%）


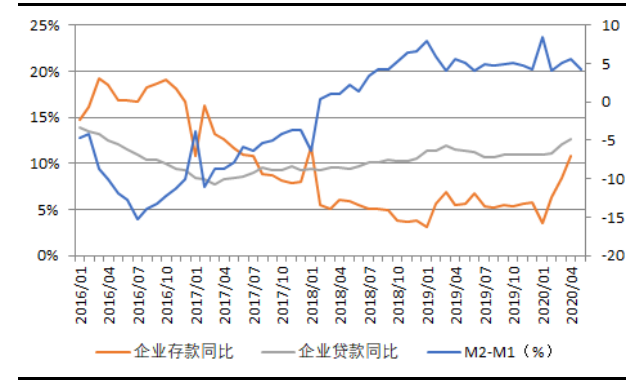
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 7：中债城投债到期收益率（AAA）1 年



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 8：企业存贷款同比上升，M2-M1 剪刀差 5 月收窄

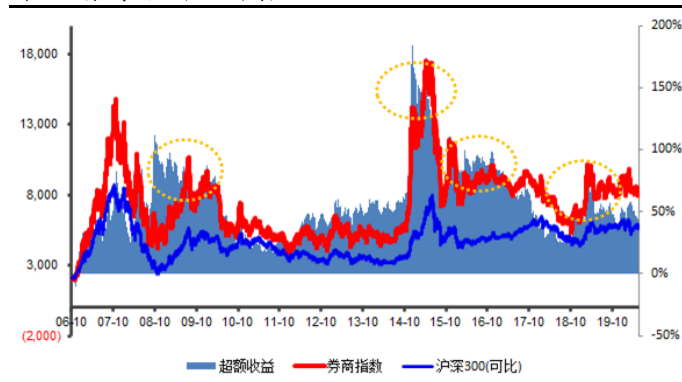


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

此外，我们从央行 6 月 8 日开展 1200 亿元逆回购时预告续作 15 日 MLF 的态度也可看出对流动性的呵护，并希望扭转市场悲观预期，流动性和经济企稳两大券商行情先决条件已基本具备。

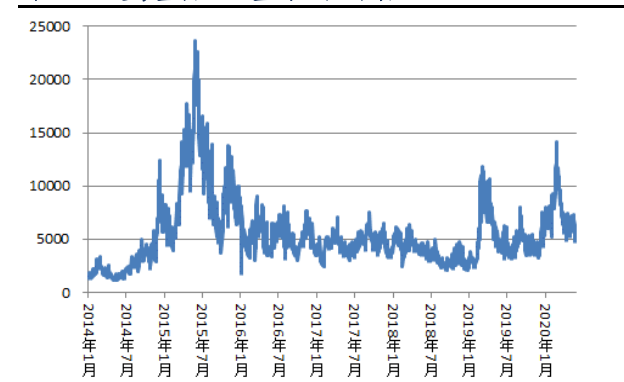
部分投资者会提出，1-3 月市场赚钱效应较好，交易量有所放大，但券商为何不动。我们认为，交易量放大对券商短期业绩是利好，对市场情绪是催化，但交易量并不是券商超额收益的充分必要条件且往往滞后于行情启动，甚至有时是行情顶点。通过复盘发现，券商板块超额收益在 2009 年的“四万亿”反弹、2014 年底的杠杆行情、2015 年四季度开始至 2016 年的白马行情及 2018 年底到 2019 年初的脉冲行情中有体现。但从交易量上来看，2015 年由于杠杆资金的推动上破 20000 亿后，直到 2019 年 1 月才再次破万亿，2020 年初的万亿交易量其实并不多见。我们进行了统计，2004 年 1 月 1 日至今，两市超过 1 万亿交易量合计 142 天，其中 2014-2015 年共 117 天，2019 年初共 12 天，2020 年初共 13 天。可见，券商行情的爆发除交易量外还有其它因素。

图 9：券商超额收益时期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

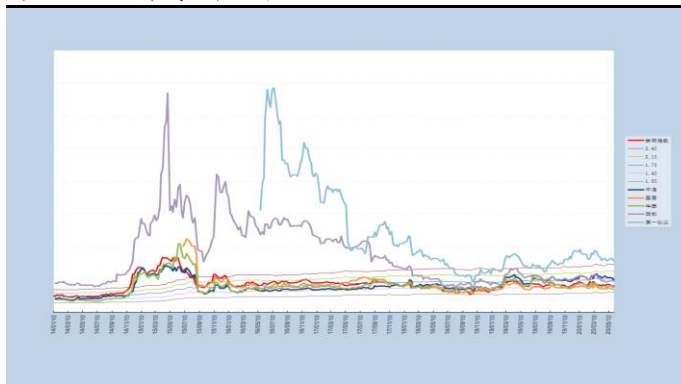
图 10：交易量明显放量的三段时期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

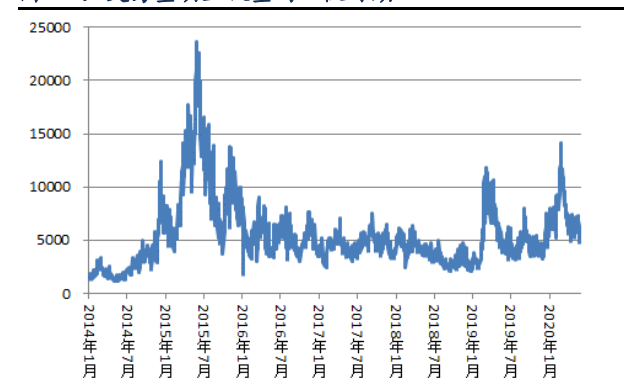
从板块内个股涨幅来看，西部证券（2014.10-2015.6，+440%；2015.9-2015.11，+196%）先后两次充当龙头，中信建投和天风证券在 2018 年底也分别以次新身份实现 300%以上涨幅，笑傲行业；最近一次 2019 年底券商行情则是南京证券以 147% 的涨幅执牛耳，龙头的变化较难把握，但有一点趋势值得注意，伴随着分类评级监管的不断深入，创新业务和杠杆提升往往在风控能力和资本实力俱佳的头部券商展开，盈利来源增加和 ROE 提升使得头部券商估值稳中有升，我们预计未来市场将逐渐抹平历史涨幅带来的大小券商间估值差。但某一时期领涨的龙头公司仍有望在短期业绩高增和具备催化剂的中小券商中诞生。

图 11：大小券商估值差收敛



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 12：交易量明显放量的三段时期



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

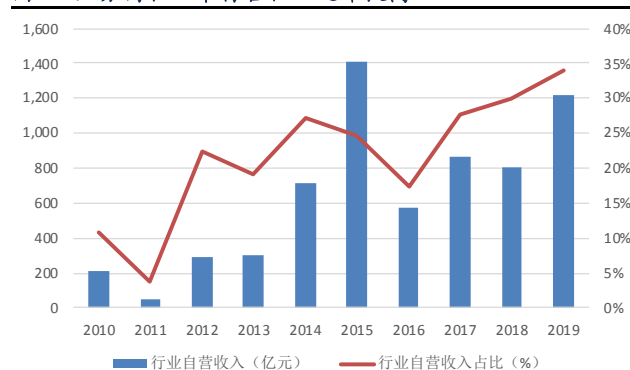
二、券商行情影响变量

很多投资者诟病券商的商业模式，认为其 ROE 偏低，虽然政策有放松但尚未看到券商盈利能力的提升。我们认为尽管受发展程度和政策限制，我国券商较海外发达投行在创新能力和杠杆使用上有一定差距，但却不能忽略我国资本市场深层次改革带给券商板块的增量变化和龙头券商逐渐显现的阿尔法属性，更何况低估值下券商的弹性本就是魅力所在。我们从以下几方面分析券商行情的驱动因素。

1. ROE 低估股东回报

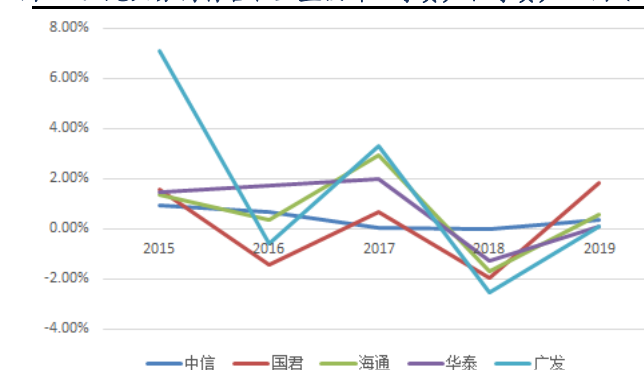
券商收入结构及自营投资的利润确认方式导致 ROE 并不能充分反应其股东回报。近年来，自营投资在券商收入中的比重逐年提高，近三年保持在 30%左右。但在会计处理上，“其他权益工具/债券投资公允价值变动”以资本公积的形式直接计入净资产，其他部分计入当期利润，因此利润增速并不能完全体现当期券商盈利。比如在投资业绩较好的 2015、2017、2019 年，头部券商（中信、国君、海通、华泰、广发）净资产均因投资收益确认实现了正增长。其中广发证券 2015 年和 2017 年投资收益确认占净资产比例最高，分别为 7.08% 和 3.31%，国君 2019 年确认了 18.1%，排名第一。如果我们将广发证券“其他权益工具/债券投资公允价值变动”（2018 新准则以后）和“可供出售金融资产公允价值变动损益”（2018 年以前）加回净利润得到调整后净资产收益率，将分别增厚 ROE 7.08pct、3.31pct 和 0.1pct。同理，2019 年全行业 6.3% 的 ROE 也有低估。

图 13：券商收入中自营占比逐年提高

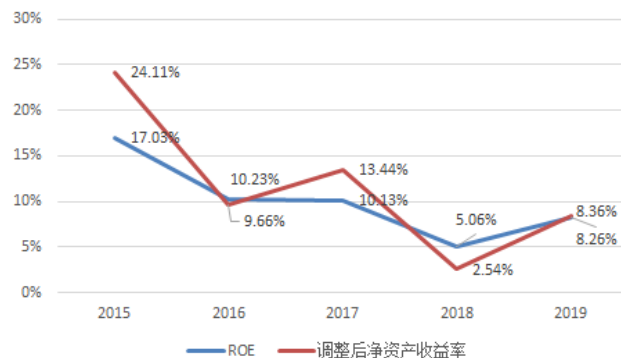


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

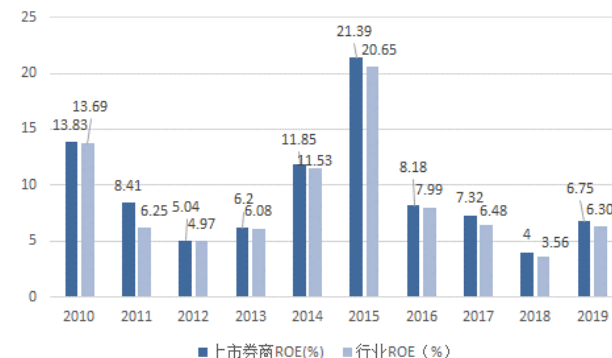
图 14：龙头券商自营收益直接计入净资产占净资产比例 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

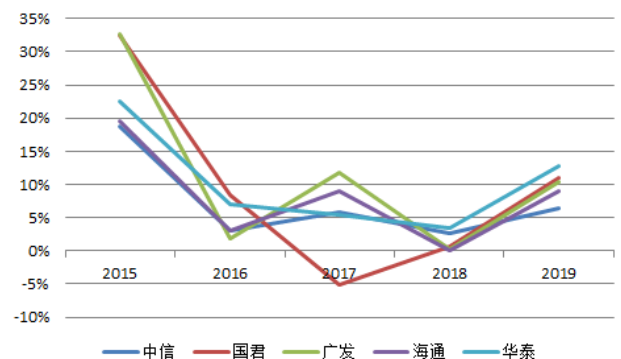
图 15: 广发证券 ROE 与调整后净资产收益率对比


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

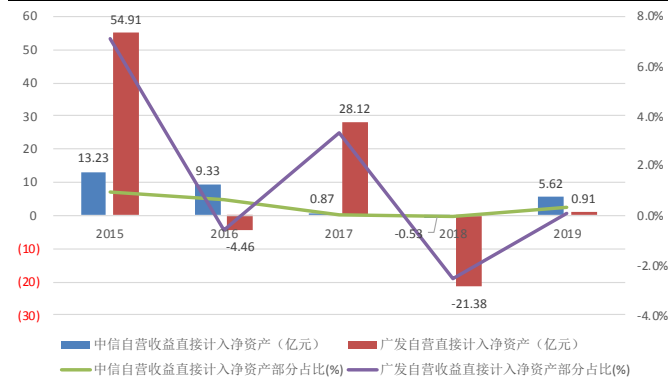
图 16: 上市券商及行业 ROE


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

换言之，券商净资产增长率，如果不考虑再融资（含发行 H 股、GDR、永续债等）的外延增长，除每年留存净利润及其计提的盈余公积外，在资本公积一项也受自营科目的分类影响。2015-2019 年，中信、国君、广发、海通、华泰的净资产复合增速分别为 3.56%、2.79%、4.75%、4.14%和 5.66%，中信证券由于其自营投资直接计入净资产比例较低而导致净资产增速落后。如 2015 年中信证券自营中直接计入净资产为 13.23 亿元，占比仅 0.95%，远小于当年计入 54.91 亿元、占比达 7%的广发证券。

图 17: 头部券商净资产增长率（剔除再融资，%）


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 18: 自营收入直接计入净资产金额及占比中信 VS 广发


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

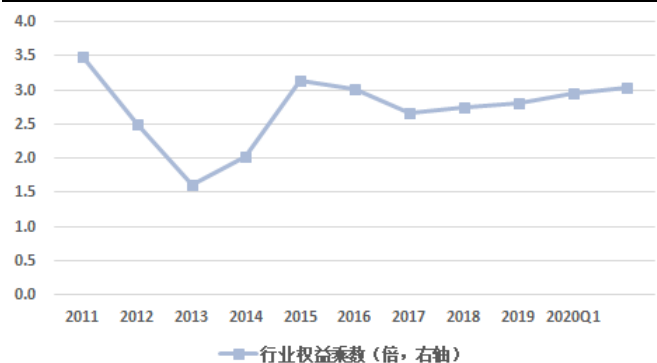
2.未来 ROE 将有提升

根据杜邦公式 $ROE = ROA * \text{权益乘数}$ ，ROA 和杠杆率共同决定 ROE。行业加杠杆趋势叠加高 ROA 业务放量，有望看到 ROE 提升。

（1）杠杆提升，大势所趋

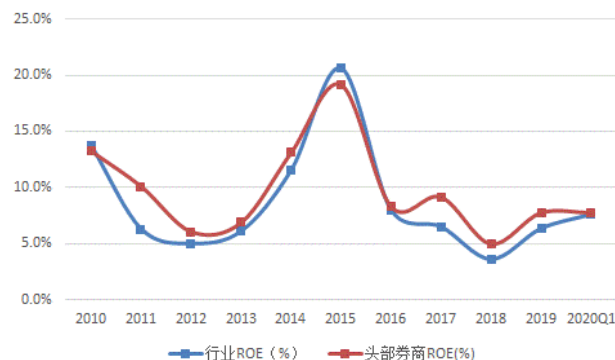
行业杠杆的演变：2012-2015，两融扩容、推广股质、监管放宽，行业杠杆从 1.6 加至 3.1，ROE 从 4.97% 提升至 20%，PB 从 1.5 提升至 4.7；2015-2018 市场震荡行情+严监管（监管清理场外配资、两融金额不可超净资本 4 倍，2016 年修订《证券公司风险控制指标管理办法》等），重资产业务规模收缩，杠杆率从 3.0 降到 2.7，ROE 从 20% 降至 3.56%，pb 由 4.7 降至 1.21。2019 年受益于行情回暖，杠杆提升，ROE 回升至 6.3%。

图 19：行业杠杆、ROE 演变

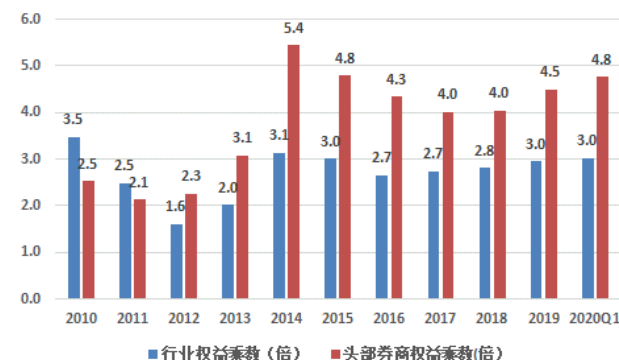


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

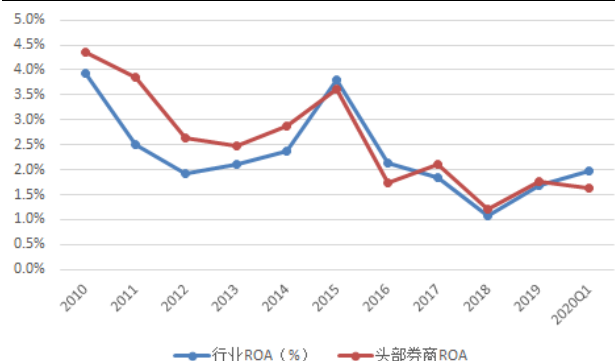
未来加杠杆趋势明显。由于业务同质性较高，头部券商与行业 ROA 差距不明显，但 2017-2019 年头部券商 ROE 领先行业 2.67、1.42、1.44 个百分点。**主要原因是其高于行业的杠杆率。**近年来，政策对券商多渠道补充资本金频吹暖风，2019 年央行调高头部券商短融发行额度，合计 3000 亿，支持头部券商发行金融债，拓宽头部券商无抵押融资渠道；同时 2020 年 4 月启动并表监管，风险资本准备调整系数从 0.7 将至 0.5，表外资产总额计算系数由 1 将至 0.7，进一步提升头部券商加杠杆空间。在当前充沛的流动性下，头部券商能够较好把握发债时点，低资金成本优势显现，头部券商利息支出占/计息负债比例明显低于上市券商平均。

图 20: 头部券商 ROE 优于行业平均


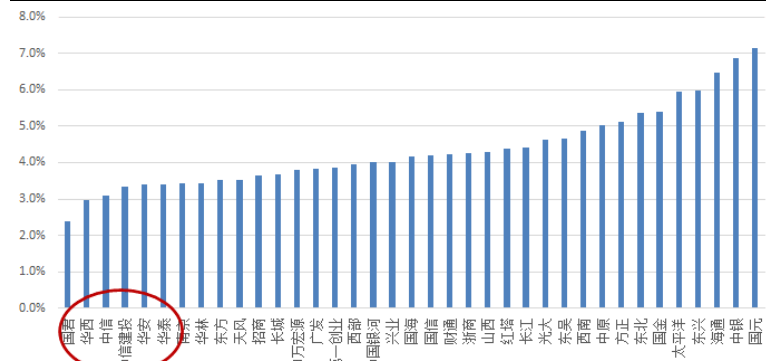
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 21: 头部券商杠杆率高于行业平均


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 22: 头部券商与行业平均 ROA 差距不明显


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

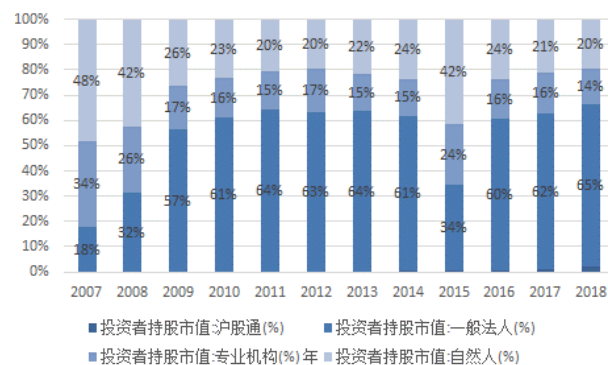
图 23: 融资成本: 头部券商 vs 上市券商


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

投资者结构转变带动重资本业务高速发展，业务需求推动杠杆提升。随着注册制改革、资本市场对外开放持续推进、资本市场效率的提升，国内个人投资者比例大幅下降，从 2007 年的 48% 降至 2018 年的 20%，投资者机构化已成为大势所趋。投资者结构的转变为券商带来机构交易、资本中介业务的高速发展，主要包括 PB 业务、衍生品业务及 FICC 做市业务，此类业务以资金实力驱动，业务需求将推动杠杆提升。依据美国投行经验，信用、衍生品和 FICC 做市等资金消耗性业务拉动投行资金需求，推动杠杆提升。如高盛的机构客户服务包括股票业务和 FICC 两类，其中股票业务涵盖股票及衍生品做市、融资融券、PB 业务，FICC 指利率、信贷产品、外汇等非权益衍生品业务。2000-2008 年，高盛机构客户业务迅猛发展，股票业务及 FICC 业务贡献收入从 56% 提升至 65%，其中做市业务是主要来源。高盛的资产负债表中以公允价值计量的金融资产科目体现其做

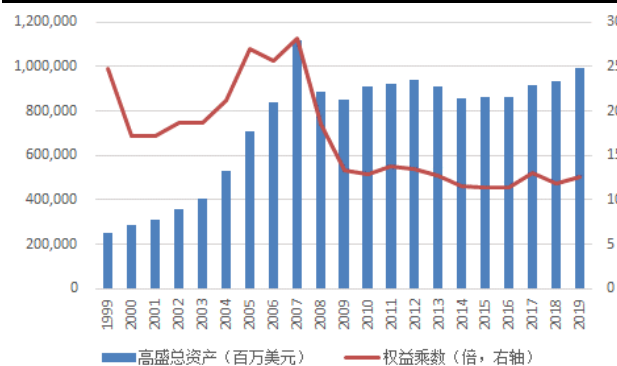
市证券持仓情况，2000-2008 年该项资产在总资产中占比最高，平均达 38%。由于做市业务在市场不发生极端情况时可以获得安全性较高的收益，所以推动高盛持续放大杠杆以投入更多资本金，公司权益乘数从 17x 提升至 28x，ROE 从 17.21% 提升至 28.21%。

图 24: 个人投资者比例下降，机构投资者占比提升



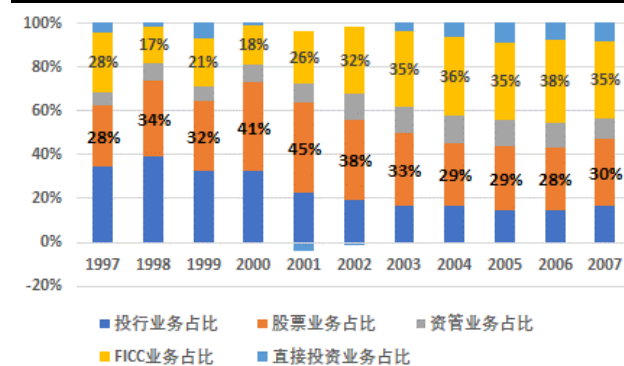
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 25: 高盛总资产和权益乘数



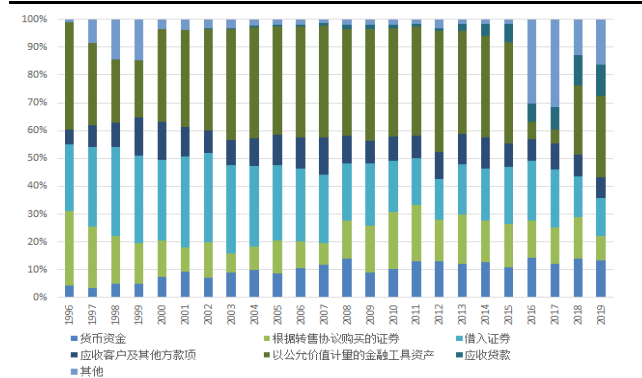
资料来源: 高盛年报, 信达证券研发中心

图 26: 高盛 FICC、股票业务占比高



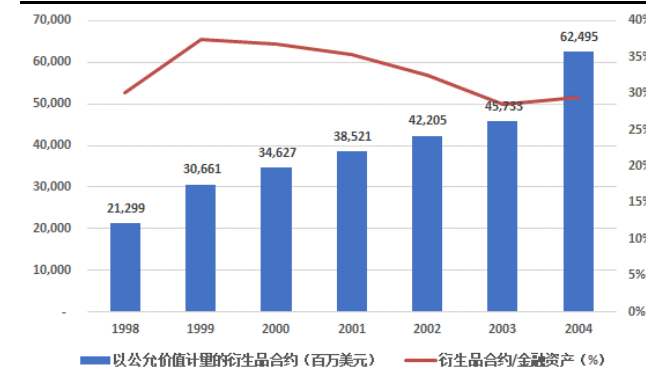
资料来源: 高盛年报, 信达证券研发中心

图 27：高盛以公允价值计量的金融工具资产占比高



资料来源:高盛年报, 信达证券研发中心

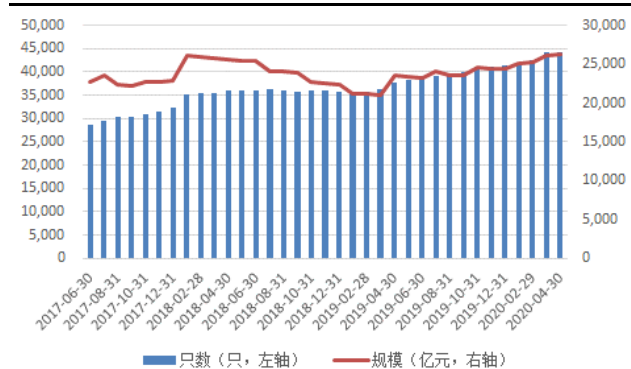
图 28：高盛以公允价值计量的衍生品合约规模及占比



资料来源:高盛年报, 信达证券研发中心

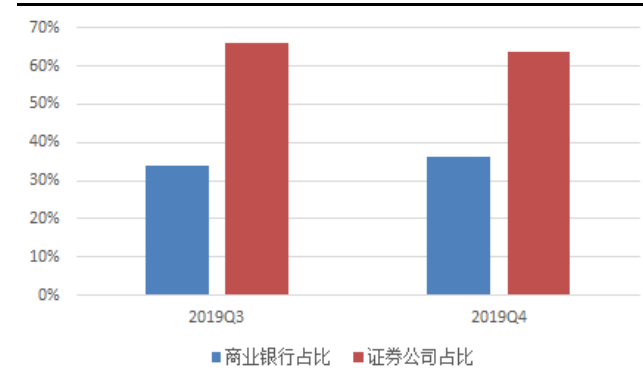
PB (Prime Brokerage) 主经纪商业务是证券公司为专业机构投资者和高净值个人提供交易、清算、托管、杠杆交易、资产服务和技术支持等服务, 收入来源于融资融券利息差、交易佣金、清算托管等基础服务、基金参与投资私募基金的投资收益。美国的 PB 业务开始于 70 年代, 最初是投行为基金管理人提供交易、清算、托管、估值核算等中后台服务。90 年代对冲和杠杆交易规模的提升为 PB 服务提供商带来丰富的融资利息收入, 服务范围也进一步延伸至涵盖法律咨询、外汇兑换、绩效评估等, 构建了全方位机构客户服务体系以提高客户粘性。我国的券商 PB 业务起步较晚, 目前主要为私募证券投资基金提供托管清算、IT 支持、杠杆融资、证券拆借、资金募集等综合金融服务。截至 2020 年 6 月, 已获得基金托管人资格的 46 家机构中, 包括 28 家银行、17 家券商、中国结算和中证金融。券商在研究服务、交易策略、产品创新支持和业务交易响应速度等方面优势明显, 私募基金托管业务中占主导地位。伴随着私募基金数量和规模的高速扩张为券商 PB 业务打开空间。

图 29：私募证券投资基金规模持续提升



资料来源：基金业协会，Wind，信达证券研发中心

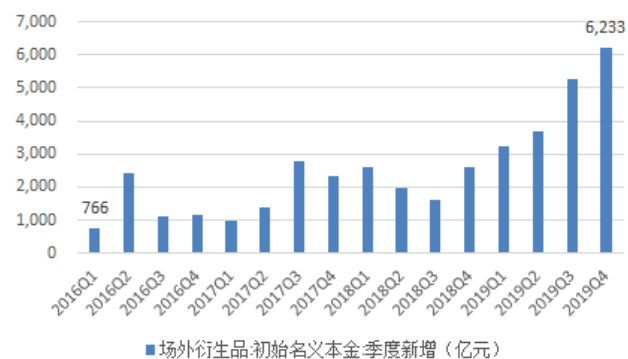
图 30：服务私募基金托管业务中券商占据主导地位



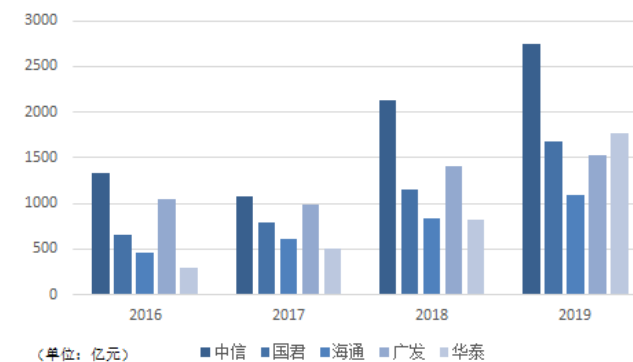
资料来源：基金业协会，信达证券研发中心

我国衍生品市场发展迅速，未来发展动力十足。近年来，伴随资本市场成熟度逐步提升，我国衍生品发展迅速，但与海外衍生品市场相比，目前我国衍生品市场相对不成熟，产品种类少，规模与国际有较大差距，截至 2019 年末，国内场外衍生品名义本金存量 2454.03 亿元，占 GDP 的 0.25%，全球场外衍生品名义本金存量为 558 万亿美元，占全球 GDP 总量的 644.34%，中国场外衍生品存量名义本金仅占全球场外衍生品存量名义本金的 0.006%。

随着资本市场改革推进，券商 FICC 已建立信用、利率、资产、外汇、商品等五大业务条线，伴随细分市场产品不断扩容，业务深度广度不断增加，头部券商非权益类及衍生品持仓规模发展迅速。

图 31: 我国场外衍生品规模发展迅猛


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 32: 头部券商非权益及其衍生品规模发展迅速


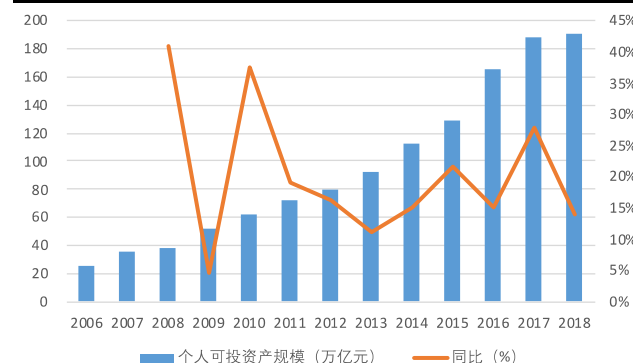
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

(2) ROA 业务放量在即

投行+直投、财富管理等高 ROA 业务前景广阔。在多层次资本市场不断完善、直接融资占比提升的过程中,作为基础业务之一的投行业务规模有较大的提升空间,注册制从科创板向创业板推广,为私募股权基金直投业务退出拓宽渠道。另外,在国内券商激烈竞争导致的降佣金趋势下,经纪业务转型财富管理已成为行业共识。财富管理具有轻资产、收益稳定的特点,可为券商提供较高的 ROE 来源。随着国民财富快速积累,个人可投资资产高速增长,居民理财需求激增,财富管理业务前景广阔。

图 33: 投行业务收入


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

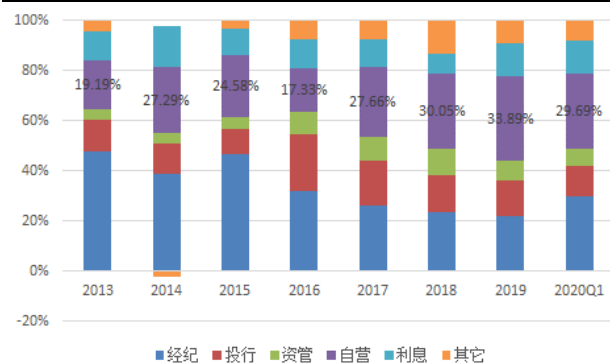
图 34: 个人可投资资产高速增长


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

3. 自营持仓结构的变化

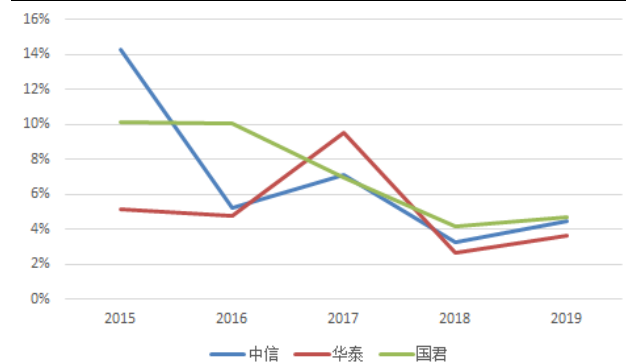
如上文所述，除经纪业务外，券商的自营也是业绩主要弹性之一，近年来投资收益（含公允价值变动）占比持续提升，2019年底高达34%，较2016年提升16pct。市场赚钱效应增加会增厚其利润表的投资收益。但自国泰君安2015年报提出交易投资业务加快向非方向性业务转型后，可以开展衍生品业务的龙头券商多选择将自营持仓为衍生品业务对冲，我们发现蓝筹白马行情时龙头券商的自营业绩明显优于成长股上涨时期，主要原因也是券商出于对冲目的的持仓多以蓝筹为主。我们用中信、华泰、国君来估算自营收益率，收益以投资收益（含公允价值变动）科目计，资产以自营权益类证券+非权益类证券及衍生品合计规模计，我们看到伴随2015年后龙头券商开始重点发力衍生品业务，2017的蓝筹行情较2019年的TMT行情对龙头券商的自营业绩提升更多。

图 35：自营收入占比提升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 36：头部券商 2017 年收益率高于 2019 年



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

我们以上市券商自营权益+固收+衍生品规模与净资本比例来测算行业投资规模及收益率，可以看到从投资能力上来看，头部券商明显高于行业，且券商自营债券规模也伴随着近两年债市牛市规模不断走高。2019年中证全债涨幅4.66%，今年以来涨幅3.2%，同时沪深300在2019年涨幅36%，今年以来下跌2.4%，如果市场发生风格切换，将极大提升券商业绩弹性，从2019年各家上市券商年报披露的自营收入占比来看，红塔证券88%高居首位。

年份	2017	2018	2019	2020E
净资本 (亿元)	15800	15700.00	16200	16500
自营权益及衍生品 (亿元)	4444.07	3435.20	4709.92	5000
自营固收及衍生品 (亿元)	18853.71	33015.45	34144.20	35000
合计 (亿元)	23297.78	36450.66	38854.12	40000
投资收益率 (%)	3.70%	2.20%	3.14%	4.50%

Bondholder	Percentage (%)
红塔证券	88
太平洋证券	78
华泰证券	55
西南证券	45
西部证券	43
安信证券	39
天风证券	38
长江证券	37
华泰证券	37
中信证券	36
财通证券	35
第一创业	34
华林证券	33
海通证券	33
国信证券	32
招商证券	32
中信建投	31
长城证券	30
中原证券	30
安信证券	30
广发证券	30
兴业证券	30
中国银河	30
华泰证券	29
国金证券	29
东北证券	28
国海证券	27
东兴证券	26
山西证券	26
浙商证券	23
光大证券	22
申万宏源	20
方正证券	18
南京证券	17
国元证券	15
中银证券	14

资本市场波动导致浮亏增加、经济下行超预期、货币政策宽松不及预期、资本市场改革进程不达预期等。

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019 年 11 月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于 2020 年 4 月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019 年加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁 泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张 华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐 蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏 冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴 国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈 晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，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出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，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做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上；	看好： 行业指数超越基准；
	增持： 股价相对强于基准 5% ~ 20%；	中性： 行业指数与基准基本持平；
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间；	看淡： 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券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，投资者需自行承担风险。