

自营拖累更显业绩韧性，全面注册制改革红利加速释放下坚持长期龙头逻辑

——证券行业 2020 年一季报综述

核心观点

- **行情下行+活跃度高涨券商业绩彰显韧性，集中度回落不改强者恒强格局。**1) 截至一季末沪深 300 指数累计下跌 10.02%；20Q1 市场日均股基成交额同比大幅增长 47%。2) 全行业 20Q1 合计实现净利润 388.7 亿元，同比下滑 11.7%，疫情冲击下业绩韧性彰显。3) 20Q1 行业平均 ROE 为 7.57%，较 19Q1 下降 1.63 个百分点。平均杠杆率较年初提升 0.07 至 3.02 倍。4) 37 家上市券商合计实现归母净利润 309.28 亿元，同比下滑 19.2%，业绩表现不及行业平均，但行业集中度的短暂回落难以改变长期行业头部集中化的趋势。
- **活跃度高企助经纪、两融表现靓丽。**1) 虽然佣金率持续小幅下滑，但活跃度高企之下，2020Q1 券商合计实现经纪业务收入 294.7 亿元，同比增长 33.0%。基金投顾资格试点开启，代客理财模式破冰，为券商财富管理转型打开突破口。2) 受益于两融业务的提振、流动性改善带来的资金成本的下降，2020Q1 券商合计实现利息净收入 129.3 亿元，同比大幅增长 87.3%。
- **自营缩水拖累业绩增速，投行、资管业务快速转型中。**1) 2020Q1 市场行情震荡下行，券商自营投资受此影响表现低迷，合计实现自营业务收入 291.9 亿元，同比大幅减少 43.2%。市场行情大幅波动下，自营转型交易大势所趋。2) 20Q1 市场 IPO 与债券承销规模均大幅增长，券商实现投行业务收入 110.2 亿元，同比增长 25.7%。在全面注册制改革下，券商加速大投行业务转型，头部券商重点受益。3) 一季末券商资产管理规模较年初下降 2.2%，但主动管理转型效果已显现，20Q1 券商实现资管收入 66.7 亿元，同比增长 16.4%。
- **疫情冲击下韧性彰显，看好券商 20 年业绩正增长。**在海内外疫情的轮番冲击下，证券公司业绩整体经受住了考验，后续随着海外疫情迎来拐点，A 股市场重启上涨行情，券商有望展现业绩上的高 Beta 属性，我们对 2020 年的日均成交量、承销规模、两融平均规模、股权质押平均融出资金、股债投资收益率等基本假设变量分三种情况进行弹性测试，在悲观、中性、乐观假设下，证券行业 2020 年整体净利润增速为-11.63%、9.65%、31.20%。

投资建议与投资标的

- **1) 短期来看，**国内疫情可控，复工情况良好，经济向好趋势显现，有望迎来向上拐点。在更大力度宏观政策对冲之下，市场行情有望逐渐企稳，待海外疫情现拐点，市场重启上涨行情，券商板块大概率将兑现高 Beta 弹性。鉴于当前系统性风险较高，需持续关注短期 Beta 因素对券商板块的高扰动。
- **2) 长期来看，**证券行业享有明显领先其他金融子行业的政策面利好，资本市场融资端深化改革不断深入、扩大开发举措不断推进，且近期全面注册改革有望超预期推进，后续投资端政策也有望大幅放开，在证监会推动打造航母级券商的大背景下，行业马太效应进一步强化，我们坚持长期龙头逻辑不变。
- **当前券商 II(申万)PB 估值 1.54 倍，处于历史底部区间，向上空间远大于向下空间，配置价值较高，维持行业看好评级。建议重点关注业绩稳健增长、综合实力强劲的龙头券商华泰证券(601688，增持)、中信证券(600030，增持)。**

风险提示

- 市场持续下跌在内的系统性风险对券商业绩与估值的压制；监管超预期收紧对券商业务形成冲击。



行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

行业

证券行业

报告发布日期

2020 年 05 月 05 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

唐子佩

021-63325888*6083

tangzipei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514060001

联系人

孙嘉庚

021-63325888-6094

sunjiageng@orientsec.com.cn

相关报告

自营拉动业绩大增，长期 Alpha 催化转型进 2020-04-21

行时：——证券行业 2019 年报综述

疫情冲击下业绩韧性显现，长期享有政策 2020-04-11

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1. 活跃度高涨+行情震荡下行，券商业绩分化较大	5
1.1 20Q1 市场回顾：行情震荡下行，市场活跃度高企	5
1.2 2020Q1 证券行业业绩韧性彰显	6
1.3 上市券商业绩表现不及行业平均，券商间分化显著	8
2. 活跃度高企助经纪、两融发力，自营缩水拖累业绩	11
2.1 市场交投活跃度大幅提升，佣金率下行无碍经纪业务强势	11
2.2 两融站稳万亿规模并屡创新高，股票质押业务仍态度谨慎	13
2.3 金融资产持续扩表，自营投资大幅缩水拖累业绩	15
2.4 IPO、债券承销规模高增，改革持续推进下业务蓄势待发	16
2.5 资管收入逆势提升，主动管理转型效果显现	20
3. 盈利预测：疫情冲击下韧性彰显，业绩仍有望增长	21
4. 投资建议：改革红利持续释放，坚持长期龙头逻辑	22
4.1 全面注册制改革或超预期快速推进，改革红利持续释放	22
4.2 投资建议	25
5. 风险提示	26

图表目录

图 1: 2020Q1 沪深 300 指数、创业板指数走势	5
图 2: 2020/01-2020/03 日股基成交额（亿元）	5
图 3: 2020/01-2020/03 日换手率（%）	6
图 4: 2019Q1 vs 2020Q1 全行业各项业务收入（亿元）及增速	6
图 5: 2012-2020Q1 证券行业各业务收入占比情况	7
图 6: 2012- 2020Q1 证券行业净利润率变化情况	7
图 7: 2012-2020Q1 证券行业 ROE 变化	8
图 8: 2012-2020Q1 证券行业杠杆率（剔除代理买卖证券款）	8
图 9: 上市券商 2020Q1 归母净利润及同比增速（37 家）	9
图 10: 上市券商 2020Q1 净资产收益率 ROE（年化，37 家）	10
图 11: 上市券商杠杆率（37 家，截至 2020 年一季末）	10
图 12: 2012-2020Q1 证券行业净利润 CR10 集中度	11
图 13: 2011-2020Q1 全市场双边股基成交额	11
图 14: 2011-2020Q1 全行业经纪业务平均佣金率	12
图 15: 上市券商 2020Q1 经纪业务收入及同比增速（37 家）	12
图 16: 2020/01-2020/03 市场两融余额（亿元）变化	13
图 17: 上市券商融出资金余额及较年初增速（37 家，截至 2020 年 3 月 31 日）	13
图 18: 2018/01-2020/03 全市场股票质押参考市值（万亿元）	14
图 19: 上市券商买入返售金融资产余额及较年初增速（37 家，截至 2020 年 3 月 31 日）	14
图 20: 上市券商 2020Q1 信用业务收入及同比增速（37 家）	15
图 21: 上市券商 2020Q1 自营业务收入及同比增速（37 家）	15
图 22: 上市券商金融投资资产规模及较年初增速（37 家，截至 2020Q1）	16
图 23: 2012-2020Q1 首发募集资金规模及家数	17
图 24: 2012-2020Q1 股权融资规模及增速	17
图 25: 2012-2020Q1 年债券（公司债+企业债+ABS）发行规模	17
图 26: 上市券商 2020Q1 投行业务收入及同比增速（37 家）	17
图 27: 2013-2020Q1 证券公司资产管理规模（含公募）	20
图 28: 2017Q1-2020Q1 券商私募资产管理规模（万亿元）	20
图 29: 上市券商 2020Q1 资管业务收入及同比增速（37 家）	21
表 1: 2020 年第一季度上市券商（37 家）财务信息与业绩表现	8
表 2: 2020Q1 上市券商股权承销排名（合并口径，38 家）	18
表 3: 2020Q1 上市券商债券承销排名（合并口径，38 家）	19

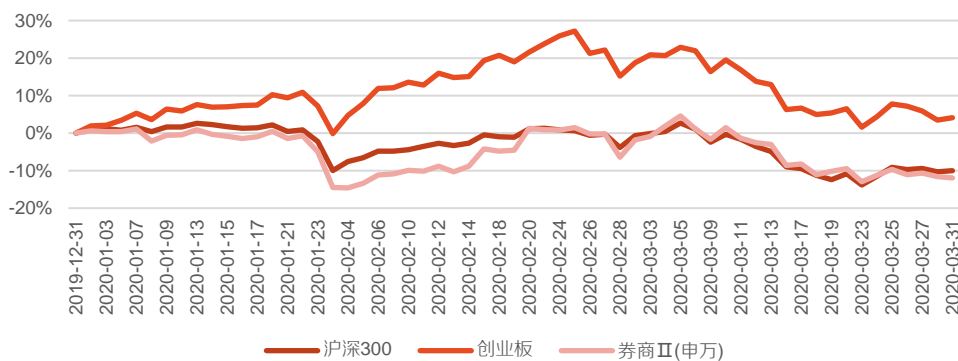
表 4：2020 年证券行业业绩弹性测算	21
表 5：2019 年以来资本市场供给侧改革快速推进	24

1. 活跃度高涨+行情震荡下行，券商业绩分化较大

1.1 20Q1 市场回顾：行情震荡下行，市场活跃度高企

20Q1 市场行情震荡下行。2020 年 A 股市场各指数间行情有所分化，主板整体震荡下行，创业板先扬后抑，截至一季末沪深 300 指数累计下跌 10.02%，创业板指数累计上涨 4.10%，券商 II（申万）累计下跌 11.94%，略跑输大盘指数。

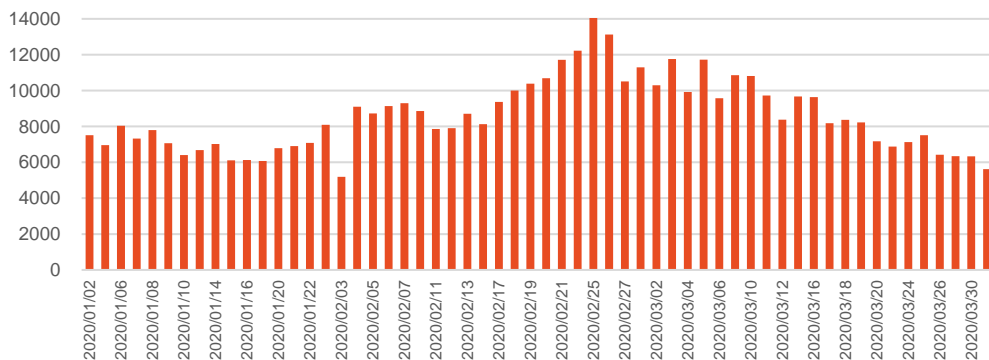
图 1：2020Q1 沪深 300 指数、创业板指数走势



数据来源：WIND、东方证券研究所

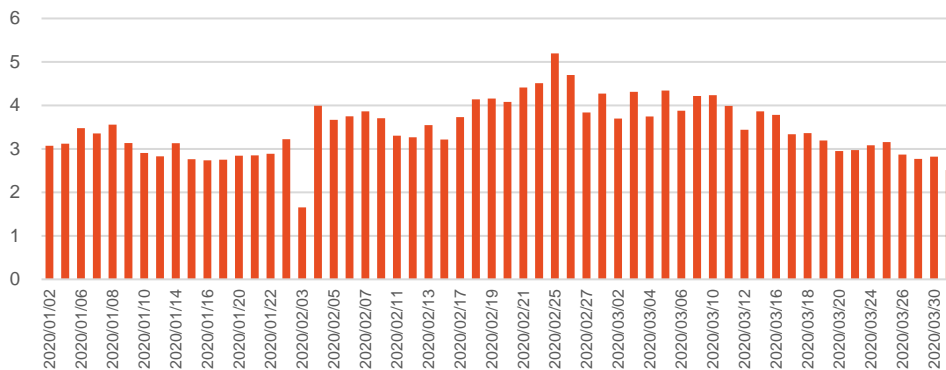
20Q1 活跃度高涨，股基成交额屡创新高。为应对疫情对实体经济与股市的冲击，逆周期政策调节盘活了市场的流动性，两市活跃度大幅提升，20Q1 的市场日均股基成交额 9145 亿元，同比大幅增长 47%。其中：1) 2 月日均股基成交额 10370 亿元，较 1 月的 7416 亿元提升 40%，是自 2015 年 11 月以来的最高水平；2 月平均换手率为 3.85%，较 1 月的 3.04% 提升 81bp。2) 3 月日均股基成交额 9289 亿元，平均换手率为 3.48%，维持较高水平。

图 2：2020/01-2020/03 日股基成交额（亿元）



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 3：2020/01-2020/03 日换手率（%）

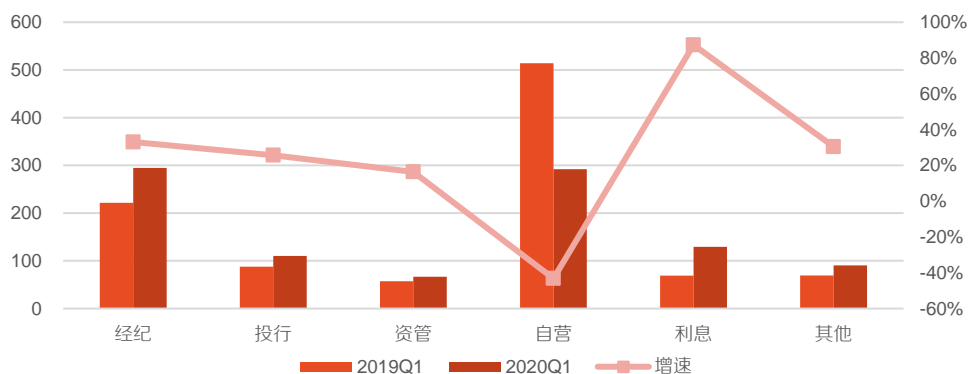


数据来源：WIND、东方证券研究所

1.2 2020Q1 证券行业业绩韧性彰显

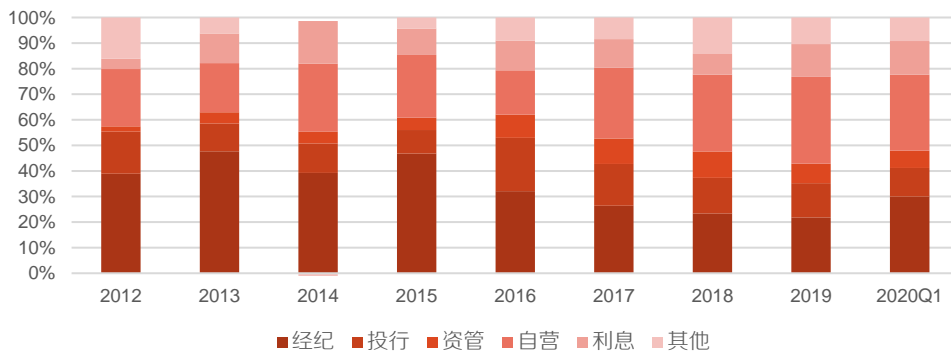
营业收入同比小幅下滑 3.5%，经纪业务重回第一大收入来源。中证协发布了 2020 年一季度证券行业经营数据：1) 133 家券商合计实现营业收入 983.3 亿元，同比小幅下滑 3.5%。2) 除自营业务外，其他主营业务全线增长，其中信用、经纪、投行、资管、自用业务收入同比增速分别为 87%、33%、26%、16%、-43%。3) 业务收入结构变化明显，经纪业务、自营业务、信用业务、投行业务与资管业务收入占比分别达到 30%、30%、13%、11%、7%，其中经纪业务占比同比增加 8 个百分点，重回第一大收入贡献来源；自营业务占比同比大幅降低 21 个百分点。

图 4：2019Q1 vs 2020Q1 全行业各项业务收入（亿元）及增速



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 5：2012-2020Q1 证券行业各业务收入占比情况

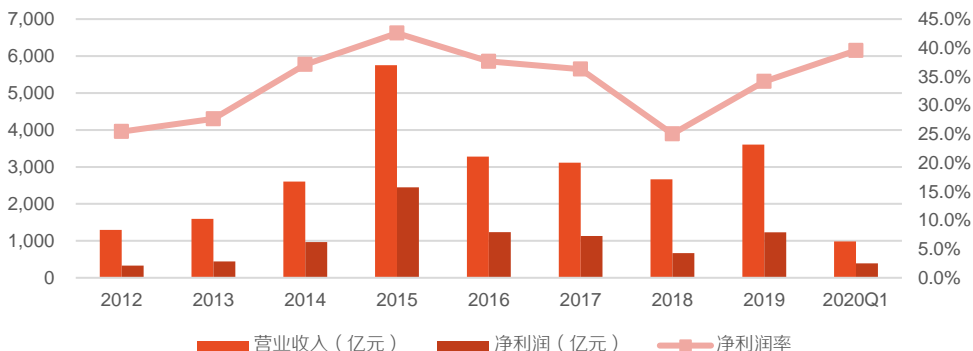


数据来源：WIND、东方证券研究所

净利润同比下滑 11.7%，净利润率达 39.5%。1) 133 家券商 2020Q1 合计实现净利润 388.7 亿元，同比下滑 11.7%，疫情冲击下业绩韧性彰显。2) 2020Q1 证券行业的净利润率为 39.5%，同比 19Q1 下降近 4 个百分点，主要由于大宗商品交易产生的其他业务收入毛利率较低，拉低了券商整体的利润率。

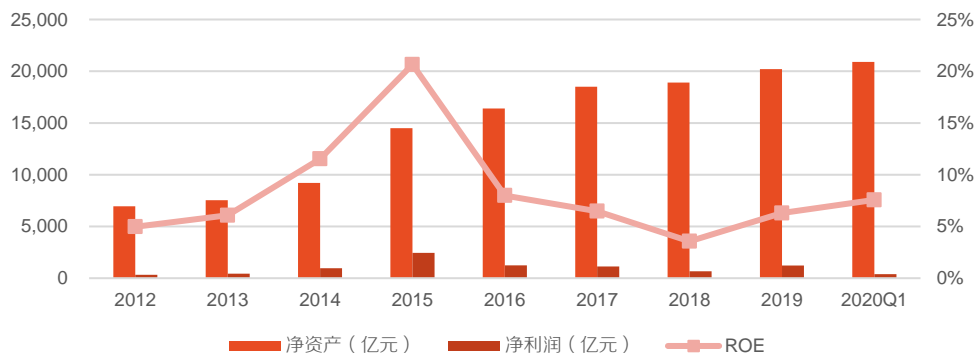
年化 ROE 同比下降 1.63 个百分点，重资产化趋势下券业 ROE 面临下行压力。2020Q1 证券行业平均 ROE 为 7.57%，较 19Q1 下降 1.63 个百分点。随着各家券商纷纷补充资本金以及行业重资产化转型不断推进，行业整体 ROE 水平面临下行压力，券商亟需通过提升杠杆率、改善重资产业务结构等手段提升盈利效率。此外，20Q1 行业杠杆率（剔除代理买卖证券款）较年初提升 0.07 至 3.02 倍。

图 6：2012- 2020Q1 证券行业净利润率变化情况



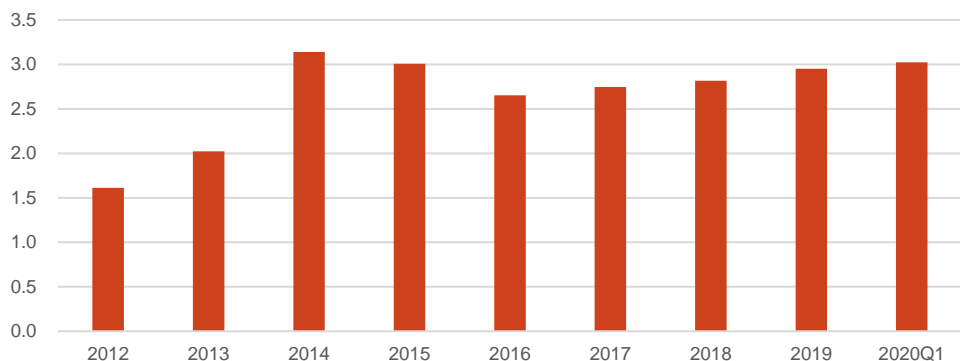
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 7：2012-2020Q1 证券行业 ROE 变化



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 8：2012-2020Q1 证券行业杠杆率（剔除代理买卖证券款）



数据来源：WIND、东方证券研究所

1.3 上市券商业绩表现不及行业平均，券商间分化显著

上市券商业绩表现不及行业平均。37 家上市券商一季度合计实现营业收入 990.4 亿元，同比微增 0.2%，实现归母净利润 309.28 亿元，同比下滑 19.2%，可以看出上市券商 20Q1 业绩表现整体不及行业平均水平。

表 1：2020 年第一季度上市券商（37 家）财务信息与业绩表现

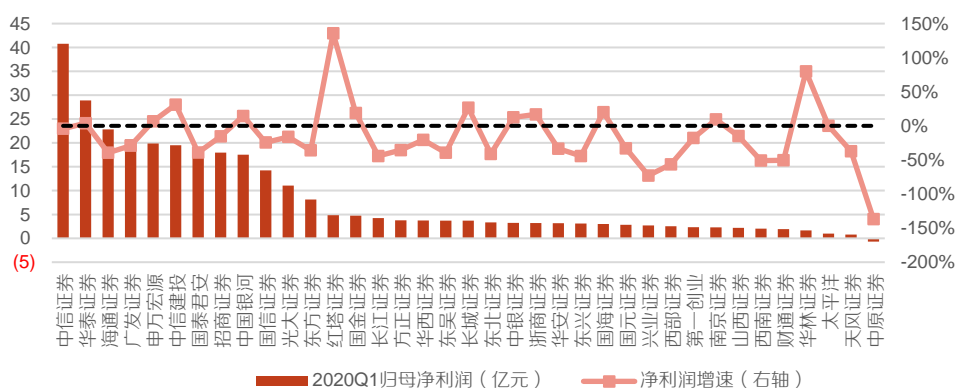
单位：百万元	2019 年 1-3 月	2020 年 1-3 月	同比增速(%)
一、营业收入	98,892	99,043	0.2
手续费及佣金净收入	33,508	43,455	29.7
经纪业务手续费净收入	18,465	25,258	36.8
投资银行业务手续费净收入	6,776	7,856	15.9
资产管理业务手续费净收入	6,541	8,231	25.8

利息净收入	9,194	11,321	23.1
投资净收益	22,529	31,042	37.8
对联营企业和合营企业的投资收益	2,694	1,788	(33.6)
公允价值变动净收益	23,630	(3,367)	(114.2)
其他业务收入	9,466	14,635	54.6
二、营业支出	48,045	58,298	21.3
营业税金及附加	507	662	30.8
管理费用	39,771	38,355	(3.6)
三、营业利润	50,847	40,745	(19.9)
四、利润总额	51,432	40,630	(21.0)
减：所得税	11,743	9,254	(21.2)
五、净利润	39,689	31,376	(20.9)
归属于母公司所有者的净利润	38,284	30,928	(19.2)
总资产	6,256,941	7,269,766	16.2
归属于母公司所有者的净资产	1,448,073	1,587,838	9.7
杠杆率（剔除代理买卖证券款）	3.42	3.66	7.2
ROE（年化）	10.69%	7.94%	(25.8)

数据来源：WIND、东方证券研究所

20Q1 上市券商业绩分化较大。37 家上市券商发布了 2020 年一季报，业绩增速分化较大：1）中信证券、华泰证券、海通证券归母净利润分别为 40.76 亿元、28.88 亿元、22.83 亿元，排名行业前三。2）业绩增速方面，13 家上市券商实现业绩正增长。其中，红塔证券、华林证券、中信建投增速分别为 136%、80%、31%，排名前三。24 家上市券商业绩负增长，其中中原证券、西部证券、财通证券排名后三位。3）头部券商业绩分化同样明显，A 股 TOP10 券商中，仅有中信建投、中国银河、申万宏源、华泰证券业绩取得正增长，而海通证券、国泰君安、广发证券业绩出现明显的负增长。

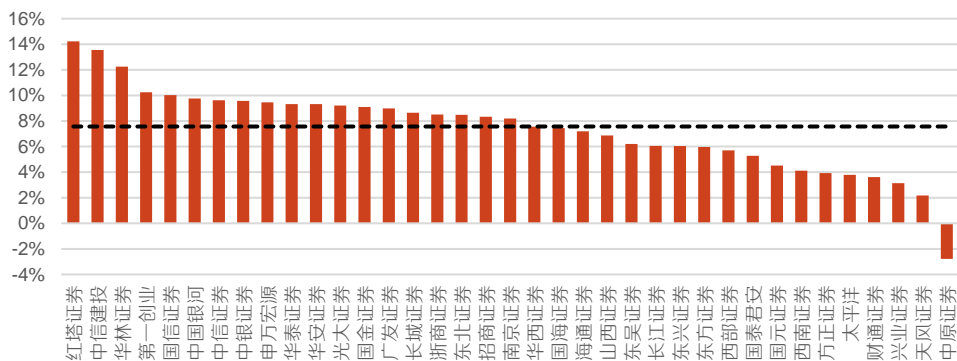
图 9：上市券商 2020Q1 归母净利润及同比增速（37 家）



数据来源：WIND、东方证券研究所

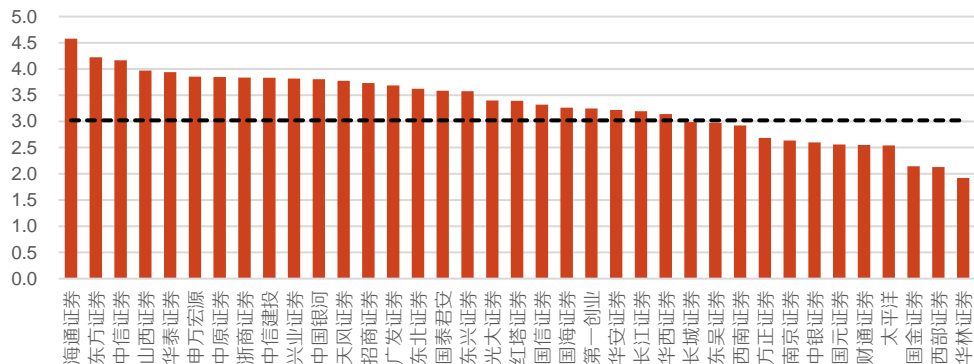
上市券商 ROE 与杠杆率亦出现明显分化。37 家上市券商中，1) 红塔证券、中信建投、华林证券年化 ROE 分别为 14.22%、13.55%、12.25%，排名前三；此外，国信证券、中国银河、中信证券、申万宏源、华泰证券等头部券商年化 ROE 均排名前列；相对地，中原证券、天风证券、兴业证券等 11 家券商 ROE 排名靠后，均低于 6%。2) 海通证券、东方证券、中信证券杠杆率（剔除代理买卖证券款，下同）分别为 4.58、4.22、4.17，排名上市券商前三位；相对地，华林证券、西部证券、国金证券等 12 家券商杠杆率不到 3 倍。

图 10：上市券商 2020Q1 净资产收益率 ROE（年化，37 家）



数据来源：WIND、东方证券研究所 注：虚线表示行业平均水平

图 11：上市券商杠杆率（37 家，截至 2020 年一季末）

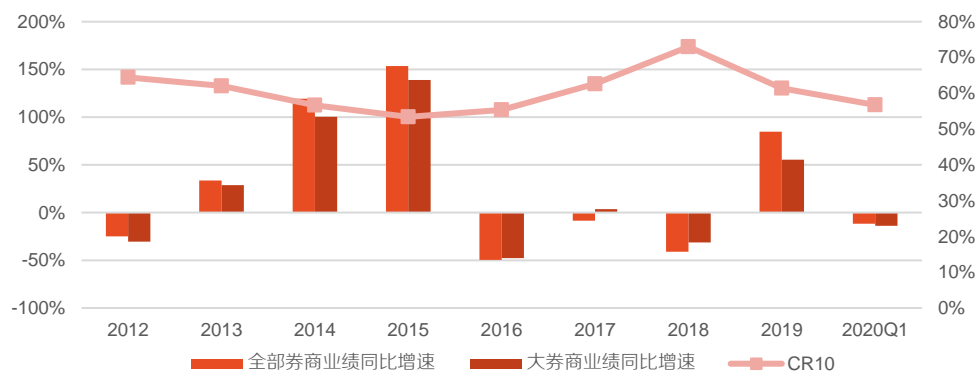


数据来源：WIND、东方证券研究所 注：虚线表示行业平均水平

证券行业集中度略有回落，不改长期头部集中化趋势。由于 2020Q1 上市券商乃至头部券商业绩表现均不如行业平均水平，致使行业集中度较 19 年有所回落。2020Q1 净利润 CR10（中信证券、国泰君安、华泰证券、广发证券、海通证券、申万宏源、招商证券、中信建投、中国银河、国信证券）集中度为 57%，较 2019 年的 61% 有所回落。行业集中度的短暂回落难以改变长期行业头部集中化的趋势，一方面，中小券商业绩波动过大，中长期来看头部券商业绩的成长性与确定

性更高，另一方面，在资本市场深化改革、证监会大力打造航母级券商的背景下，头部券商将更多地享受政策红利带来的长期 Alpha 因素催化，强者恒强的马太效应将进一步凸显。

图 12：2012-2020Q1 证券行业净利润 CR10 集中度



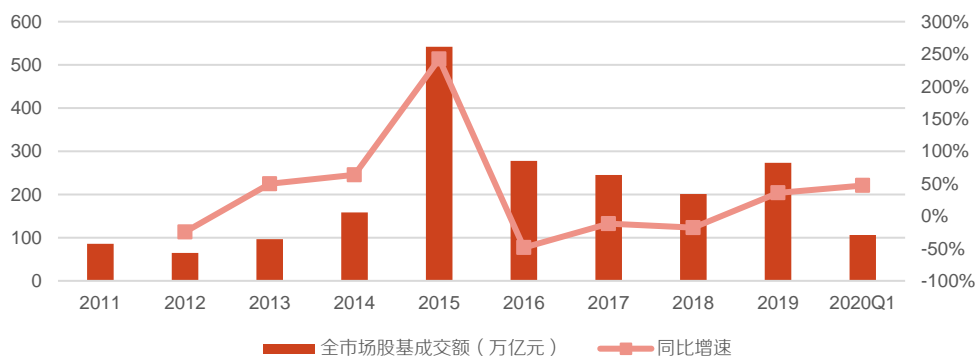
数据来源：WIND、东方证券研究所

2. 活跃度高企助经纪、两融发力，自营缩水拖累业绩

2.1 市场交投活跃度大幅提升，佣金率下行无碍经纪业务强势

2020Q1 市场迎来了久违的高交投活跃度。2020Q1 市场双边股基成交额达到 106 万亿元，同比 2019Q1 高基数仍大幅增加 47.1%，创下自 2015 年以来最高的单季成交额，也为经纪业务发力奠定基础。

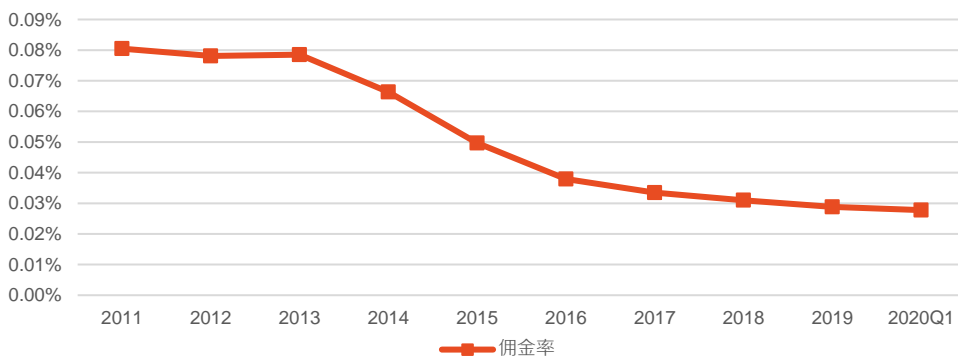
图 13：2011-2020Q1 全市场双边股基成交额



数据来源：WIND、东方证券研究所

佣金率持续小幅下行不改 20Q1 经纪业务强势。2020Q1 全部 133 家券商合计实现经纪业务收入 294.7 亿元，同比增长 33.0%。行业佣金率持续下滑趋势，2020Q1 全行业经纪业务平均佣金率为万分之 2.78，较 2019 年的万分之 2.88 进一步下降（但较 2019H2 的万分之 2.74 有所提升），但是交投活跃度的大幅提升仍然助推经纪收入实现高增，经纪业务占营收比重提升至 30%，重回第一大收入来源。

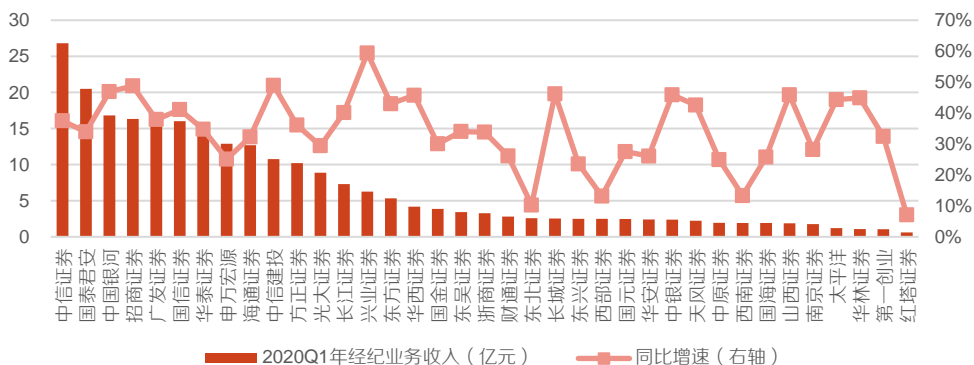
图 14：2011-2020Q1 全行业经纪业务平均佣金率



数据来源：WIND、东方证券研究所

分上市券商来看，传统竞争格局依旧。37 家券商中，经纪业务收入排名前三的分别是中信证券、国泰君安、中国银河，分别为 26.8 亿元、20.5 亿元、16.8 亿元，收入增速前三的为兴业证券、中信建投、招商证券，分别为 59.4%、49.0%、48.8%。

图 15：上市券商 2020Q1 经纪业务收入及同比增速（37 家）



数据来源：WIND、东方证券研究所

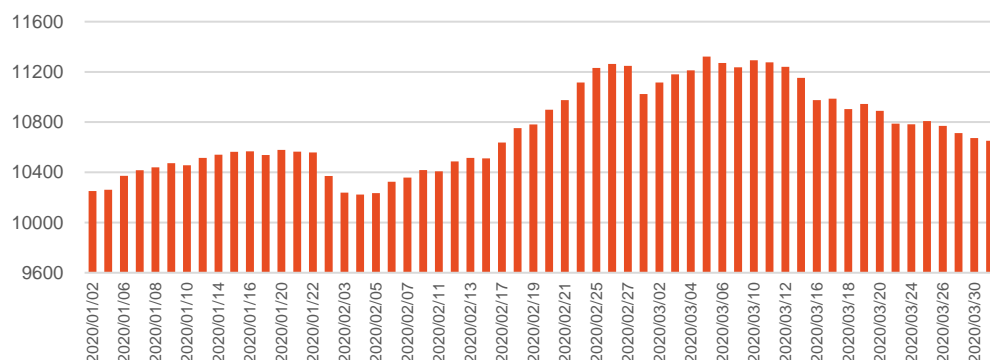
基金投顾资格试点为券商财富管理转型打开突破口。佣金率的持续下滑在所难免，传统的通道业务模式难以为继，财富管理转型迫在眉睫。2019 年 10 月底，证监会开启基金投顾资格试点，当

前已有首批 7 家券商（华泰证券、中信建投等）获得资格试点。基金投顾试点采用买方投顾模式，旨在实现以客户需求为中心、以费代佣的代客理财新模式，或将加速券业财富管理转型的步伐。

2.2 两融站稳万亿规模并屡创新高，股票质押业务仍态度谨慎

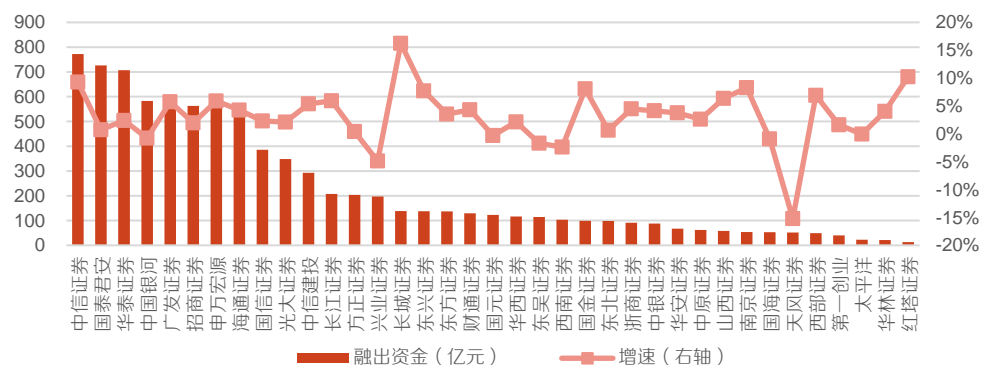
2020Q1 两融余额站稳万亿并创下近期新高，券商不断提升两融业务规模。1) 自年初站上万亿门槛之后，市场两融余额随着市场交投活跃度与风险偏好的提升而屡创近年新高。其中 2020 年 3 月 5 日，两融余额达到 11,321 亿元，创下自 2016 年 1 月 6 日以来的最高水平。3 月以来，受海外疫情以及流动性冲击等影响，市场风险偏好有所下降，但两融余额仍保持在 10500 亿元以上。2) 绝大多数上市券商纷纷提高了两融业务规模，融出资金（一季报不披露两融余额，以融出资金代替两融余额）排名前三的分别是中信证券、国泰君安、华泰证券，分别为 772 亿元、726 亿元、707 亿元；增速排名前三的分别是长城证券、红塔证券、中信证券，分别为 16%、10%、9%。

图 16：2020/01-2020/03 市场两融余额（亿元）变化



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 17：上市券商融出资金余额及较年初增速（37 家，截至 2020 年 3 月 31 日）

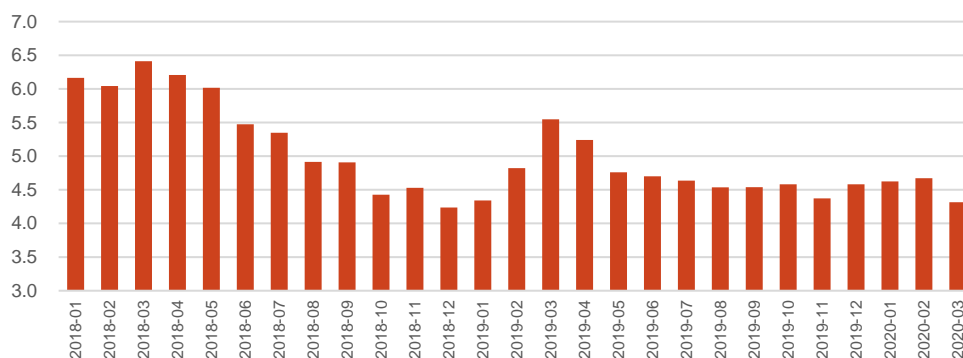


数据来源：WIND、东方证券研究所

2020Q1 受市场行情持续震荡下行的影响，券商新增股票质押业务仍态度谨慎，规模继续压降。

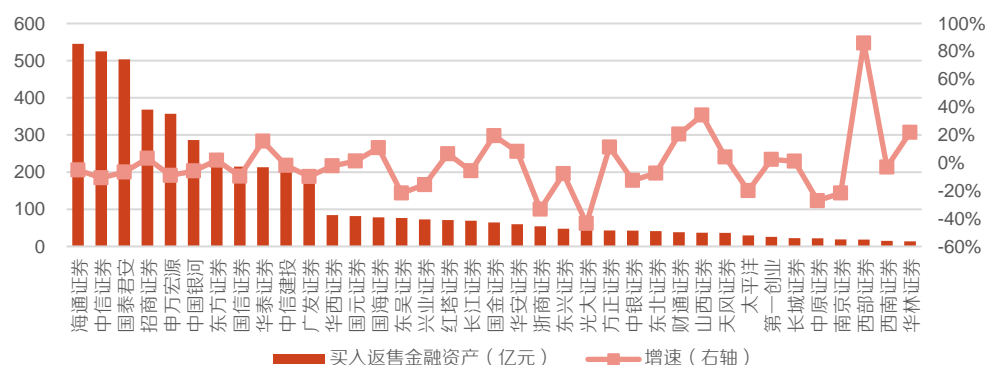
受累于市场行情的震荡下行，部分股票质押业务风险再次浮出水面，叠加股质业务监管日益趋严，因此当前券商对新增股票质押业务普遍较为谨慎，19 年以来全市场股票质押市值一直低位徘徊，截至 20 年一季末全市场股票质押市值为 4.31 亿元。部分券商仍主动缩减股票质押业务规模，截至 20 年一季末，海通证券、中信证券、国泰君安买入返售金融资产余额（由于一季报不披露股票质押式回购余额，故以买入返售资产代替）分别为 545 亿元、525 亿元、503 亿元，排名前三；压缩规模比例最高的为光大证券、浙商证券、东吴证券，分别为-44%、-33%、-22%。

图 18：2018/01-2020/03 全市场股票质押参考市值（万亿元）



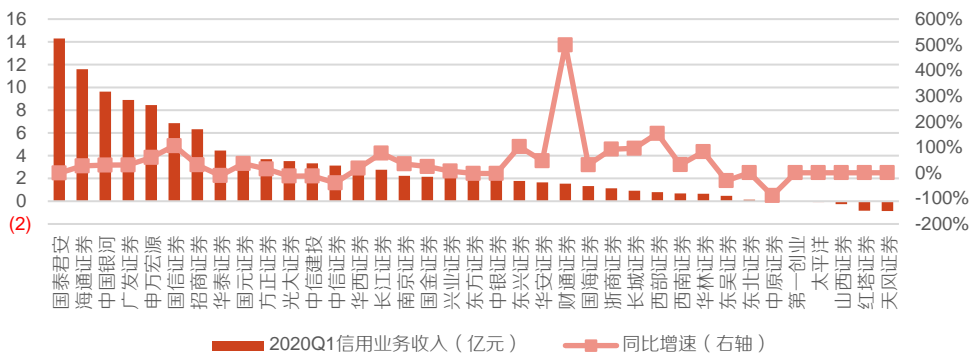
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 19：上市券商买入返售金融资产余额及较年初增速（37 家，截至 2020 年 3 月 31 日）



数据来源：WIND、东方证券研究所

20Q1 券商信用业务收入同比大增 87.3%，上市券商分化大。受益于两融业务的提振、流动性改善带来的资金成本的下降，2020Q1 券商合计实现利息净收入 129.3 亿元，同比大幅增长 87.3%，占营业收入比重增加 6.4 个百分点至 13.2%。在 37 家上市券商中，信用业务收入排名前三的分别是国泰君安、海通证券、中国银河，分别为 14.3 亿元、11.6 亿元、9.6 亿元。收入增速前三的是财通证券、西部证券、国信证券，分别为 499%、154%、106%。

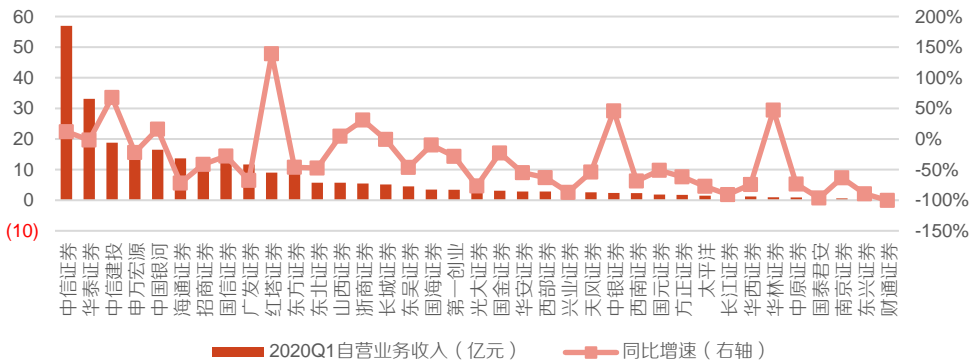
图 20：上市券商 2020Q1 信用业务收入及同比增速（37 家）


数据来源：WIND、东方证券研究所

2.3 金融资产持续扩表，自营投资大幅缩水拖累业绩

20Q1 自营收入同比大幅减少 43.2%，收入占比显著下滑。2020 年一季度 A 股市场行情震荡下行，券商自营投资表现受此影响较为低迷。一季度 133 家券商合计实现自营业务收入 291.9 亿元，同比 19Q1 大幅减少 43.2%。2020Q1 券商自营业务收入占营收比重同比显著下滑，较 19Q1 下降 21 个百分点至 29.7%。

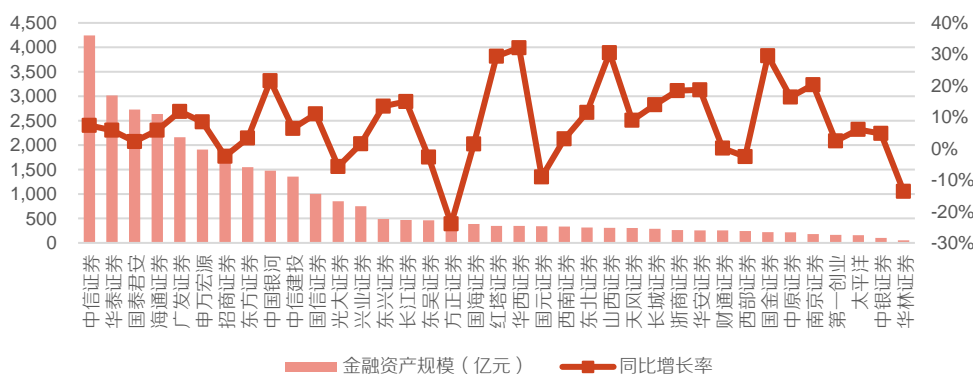
上市券商自营投资表现出现严重分化。37 家券商中，自营业务收入排名前三的分别是中信证券、华泰证券、中信建投，分别为 56.9 亿元、33.1 亿元、18.8 亿元，收入增速前三的为红塔证券、中信建投、华林证券，分别为 139%、68%、47%。

图 21：上市券商 2020Q1 自营业务收入及同比增速（37 家）


数据来源：WIND、东方证券研究所

金融投资资产扩张带动券商进一步扩表。截至 2020 年一季末，37 家上市券商合计金融投资资产规模 3.25 万亿元，较年初进一步提升 6.3%。分上市券商来看，截至 2020Q1，金融资产规模排名前三的是中信证券、华泰证券、国泰君安，分别为 4245 亿元、3015 亿元、2728 亿元；资产规模较年初增速排名前三的是华西证券、山西证券、国金证券，分别为 32.1%、30.5%、29.52%。

图 22：上市券商金融投资资产规模及较年初增速（37 家，截至 2020Q1）



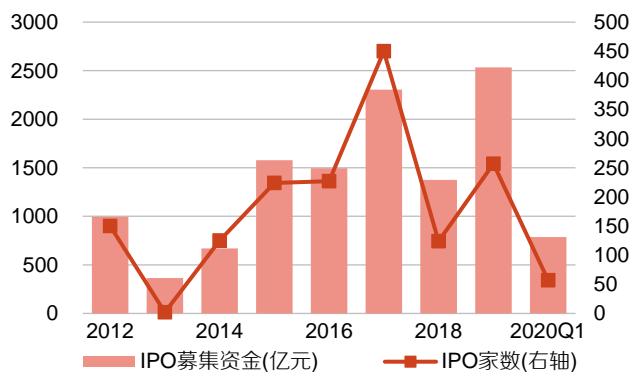
数据来源：WIND、东方证券研究所

交易导向型业务或将成为我国头部券商自营投资业务转型的方向。在投资交易业务中，券商从客户真实需求为出发，作为客户的交易对手方，为客户提供各类金融资产（权益类资产、FICC 资产及其衍生品）的交易买卖服务，多以做市商业务为主。不同于传统纯方向性投资中大部分持仓暴露在市场风险（易造成业绩的大幅波动，并有侵蚀资本金的风险）之下，交易业务的绝大多数头寸都是有对冲持仓的，风险敞口较低，且随着业务规模的不断扩大，风险对冲分散的程度越高，投资的收益风险比也越高，因此交易业务具备自然垄断的性质，非常适合大型券商与投行开展。不难看出，以中信证券、华泰证券、中信建投为代表的头部券商，由于其较早开展并加速布局投资交易业务的转型，使得在市场行情波动加剧的情况下，仍然能够实现稳健增长的投资收益。

2.4 IPO、债券承销规模高增，改革持续推进下业务蓄势待发

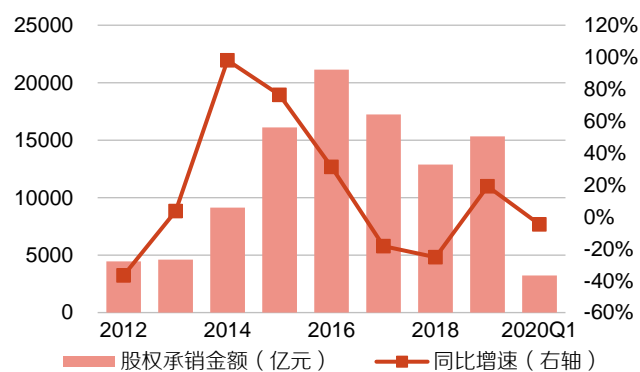
IPO、债权承销大幅增长，投行业务收入同比增长 26%。1) 2020Q1 全行业股权承销金额 3228 亿元，同比 19Q1 小幅下降 4.8%，其中 IPO 金额达 786 亿元，同比大幅增加 207.6%。全面注册制改革快速推进下，A 股市场 IPO 业务有望进一步加快节奏。一季度 A 股市场再融资业务处于新老规则的过渡期，受此影响再融资规模仅 1709 亿元，同比下滑 23.8%，但是当前众多再融资业务处于审批排队流程，有望后续大规模释放，20 年再融资规模大概率将触底反弹，并再次触及万亿规模。2) 债权承销方面，2020Q1 证券公司公司债、企业债、ABS 承销规模达 1.19 万亿元，同比大幅增加 46.8%，其中公司债承销规模高达 7902 亿元，同比大幅增加 83.0%。3) 2020Q1 券商合计实现投行业务收入 110.2 亿元，同比增长 25.7%。分上市券商来看，37 家券商中，投行业务收入排名前三的分别是中信证券、中信建投、海通证券，分别为 8.9 亿元、7.4 亿元、7.3 亿元，收入增速前三的为浙商证券、华西证券、南京证券，分别为 263%、248%、203%。

图 23：2012-2020Q1 首发募集资金规模及家数



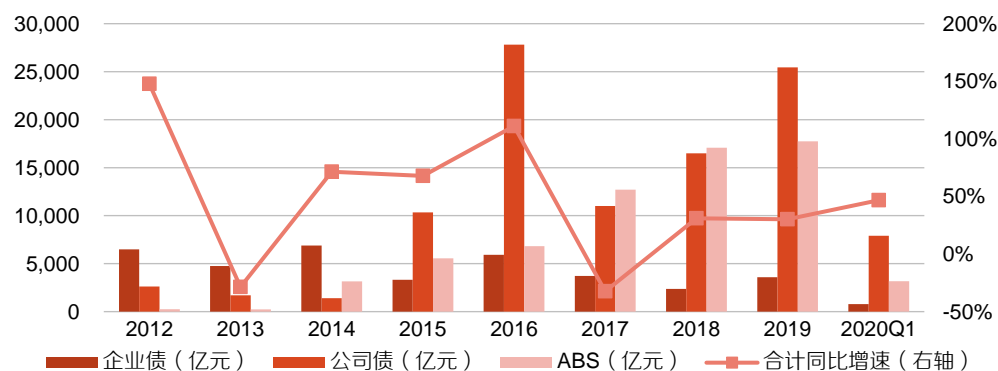
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 24：2012-2020Q1 股权融资规模及增速



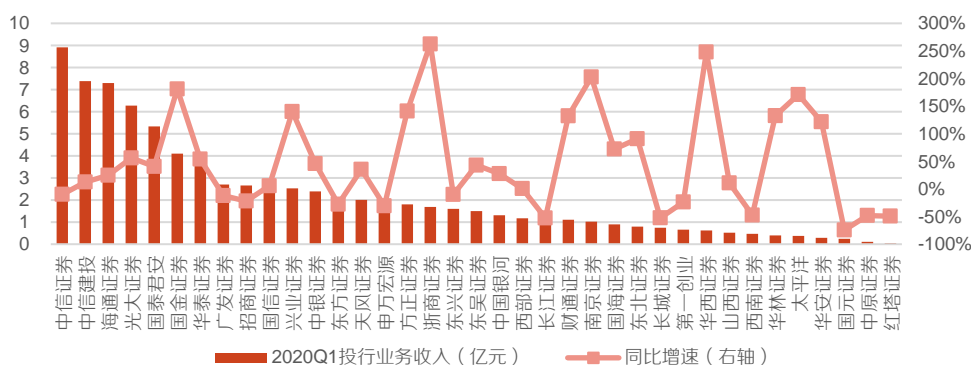
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 25：2012-2020Q1 年债券（公司债+企业债+ABS）发行规模



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 26：上市券商 2020Q1 投行业务收入及同比增速（37 家）



数据来源：WIND、东方证券研究所

20Q1 中信建投、中信证券占据股权承销业务半壁江山。2020 年一季度 A 股市场 IPO 与再融资（增发、配股）规模合计为 2495 亿元，同比 19Q1 持平。上市券商中，中信建投、中信证券、中金公司股权融资（首发+再融资）金额排名全行业前二，分别为 736 亿元、565 亿元，市场份额分别达到 29%、23%。其中 IPO 业务集中度较高，中信建投、中金公司合计实现 IPO 市占率达到 56%。

债权承销规模快速增长，中信建投、中信证券优势明显。2020Q1 券商承销企业债规模达 792 亿元，同比减少 6.0%，承销公司债规模达 7902 亿元，同比增长 83.0%，ABS 规模达 3168 亿元，同比增长 8.5%。上市券商中，中信建投、中信证券债券承销（公司债、企业债、ABS）规模位居前二，分别为 1317 亿元、1168 亿元，市场份额分别为 11%、10%。

表 2：2020Q1 上市券商股权承销排名（合并口径，38 家）

券商	市场份额	承销家数				承销金额（亿元）			
		IPO	增发	配股	合计	IPO	增发	配股	合计
中信建投	29.48%	5	5	1	11	319.53	411.65	4.45	735.64
中信证券	22.65%	4	10	1	15	77.80	478.72	8.73	565.25
中金公司	5.88%	8	2	0	10	122.60	24.16	0.00	146.76
申万宏源	5.59%	0	2	0	2	0.00	139.49	0.00	139.49
华西证券	5.57%	0	2	0	2	0.00	139.09	0.00	139.09
国泰君安	5.01%	2	4	1	7	23.11	81.93	19.97	125.02
兴业证券	2.98%	2	2	2	6	8.89	18.85	46.72	74.46
国金证券	2.44%	4	1	0	5	54.78	6.10	0.00	60.88
华泰证券	2.17%	0	3	1	4	0.00	39.57	14.66	54.23
招商证券	1.81%	2	2	0	4	16.31	28.77	0.00	45.08
光大证券	1.50%	5	4	0	9	27.44	10.05	0.00	37.48
广发证券	1.36%	6	0	0	6	33.91	0.00	0.00	33.91
东北证券	1.09%	0	1	0	1	0.00	27.30	0.00	27.30
中国银河	0.79%	0	0	1	1	0.00	0.00	19.62	19.62
西部证券	0.66%	2	0	0	2	16.56	0.00	0.00	16.56
东兴证券	0.66%	2	2	0	4	7.94	8.42	0.00	16.36
华创证券	0.49%	1	1	0	2	4.66	7.55	0.00	12.22
东吴证券	0.41%	1	0	0	1	10.13	0.00	0.00	10.13
东方证券	0.38%	0	2	0	2	0.00	9.42	0.00	9.42
天风证券	0.38%	0	1	0	1	0.00	9.41	0.00	9.41
国信证券	0.37%	1	1	0	2	6.29	3.00	0.00	9.29
国元证券	0.26%	0	1	0	1	0.00	6.43	0.00	6.43
海通证券	0.24%	0	1	0	1	0.00	6.07	0.00	6.07
浙商证券	0.23%	1	0	0	1	5.70	0.00	0.00	5.70
财通证券	0.05%	0	1	0	1	0.00	1.18	0.00	1.18
长江证券	0.00%	0	0	0	0	0.00	0.00	0.00	0.00

山西证券	0.00%	0	0	0	0	0.00	0.00	0.00	0.00
中原证券	0.00%	0	0	0	0	0.00	0.00	0.00	0.00
国海证券	0.00%	0	0	0	0	0.00	0.00	0.00	0.00
第一创业	0.00%	0	0	0	0	0.00	0.00	0.00	0.00
华安证券	0.00%	0	0	0	0	0.00	0.00	0.00	0.00
方正证券	0.00%	0	0	0	0	0.00	0.00	0.00	0.00
华鑫证券	0.00%	0	0	0	0	0.00	0.00	0.00	0.00
长城证券	0.00%	0	0	0	0	0.00	0.00	0.00	0.00
南京证券	0.00%	0	0	0	0	0.00	0.00	0.00	0.00
太平洋	0.00%	0	0	0	0	0.00	0.00	0.00	0.00
红塔证券	0.00%	0	0	0	0	0.00	0.00	0.00	0.00
西南证券	0.00%	0	0	0	0	0.00	0.00	0.00	0.00
上市券商	92.45%	46	48	7	101	735.64	1457.19	114.15	2306.97
行业合计	100.00%	57	57	10	124	786.22	1548.77	160.50	2495.49

数据来源：WIND、东方证券研究所

表 3：2020Q1 上市券商债券承销排名（合并口径，38 家）

券商名称	市场份额(%)	总承销金额(亿元)	公司债(亿元)	企业债(亿元)	ABS(亿元)
中信建投	11.10%	1,317.29	1,073.26	50.03	194.00
中信证券	9.85%	1,167.93	672.80	23.72	471.42
海通证券	5.75%	681.78	407.09	117.80	156.89
国泰君安	4.73%	561.64	360.16	28.52	172.96
中金公司	4.40%	522.46	308.26	8.50	205.70
华泰证券	3.77%	446.92	248.89	15.00	183.03
招商证券	3.27%	388.20	106.35	0.00	281.85
光大证券	2.88%	341.10	153.55	20.00	167.55
天风证券	2.78%	330.31	195.33	73.17	61.81
国金证券	2.23%	264.39	219.18	23.60	21.61
国信证券	1.55%	183.56	159.85	8.24	15.47
申万宏源	1.43%	169.50	107.61	15.74	46.15
东兴证券	1.40%	165.71	76.42	0.00	89.29
浙商证券	1.36%	161.91	161.91	0.00	0.00
方正证券	1.30%	154.72	109.10	31.40	14.22
兴业证券	1.28%	152.37	114.02	18.40	19.95
东吴证券	1.20%	142.89	131.30	1.60	9.99
广发证券	1.19%	141.70	97.07	42.12	2.52
长江证券	1.10%	130.82	68.81	40.26	21.74
财通证券	1.06%	126.15	122.65	0.00	3.50
华西证券	0.99%	117.69	64.69	0.00	53.00
东方证券	0.79%	93.24	67.94	2.23	23.07

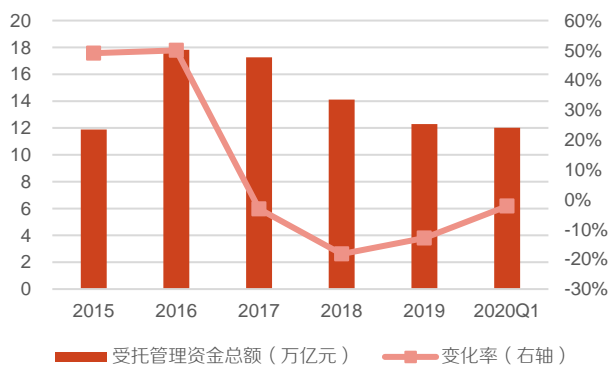
长城证券	0.74%	88.14	60.90	0.00	27.23
安信证券	0.64%	75.43	65.43	10.00	0.00
国海证券	0.59%	70.40	70.40	0.00	0.00
西南证券	0.49%	57.74	57.74	0.00	0.00
国元证券	0.33%	39.31	25.16	12.00	2.15
第一创业	0.31%	36.82	30.57	0.00	6.25
太平洋	0.28%	32.89	32.89	0.00	0.00
西部证券	0.24%	29.00	29.00	0.00	0.00
中国银河	0.23%	27.71	21.71	6.00	0.00
东北证券	0.10%	11.97	11.97	0.00	0.00
中原证券	0.09%	10.55	2.55	8.00	0.00
山西证券	0.08%	9.76	0.00	0.00	9.76
红塔证券	0.08%	9.28	8.00	0.00	1.28
南京证券	0.06%	7.50	7.50	0.00	0.00
华安证券	0.05%	5.50	5.50	0.00	0.00
华林证券	0.00%	0.00	0.00	0.00	0.00
上市券商	69.75%	8,274.30	5,455.57	556.32	2,262.40
行业合计	100.00%	11,862.45	7,902.21	792.00	3,168.24

数据来源：WIND、东方证券研究所

2.5 资管收入逆势提升，主动管理转型效果显现

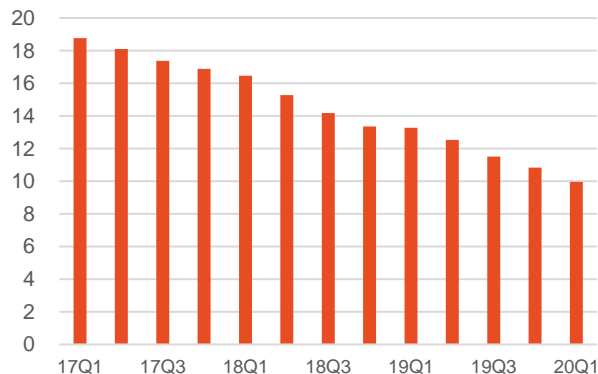
券业资产管理规模持续下降。据中证协，截至 2020Q1 全行业受托资产管理规模（含公募）达到 12.02 万亿元，较年初进一步下降 2.2%。据中基协，截至 2020Q1 全行业私募资产管理规模达到 9.97 万亿元，较年初进一步下降 8.0%，主要由于各家券商主动压缩通道类资产管理（以定向或单一资管为主）规模所致。2020Q1，133 家券商合计实现资产管理业务收入 66.7 亿元，同比增长 16.4%。资管规模下降不改券商资管收入逆势提升，主动管理资管效果逐渐显现。

图 27：2013-2020Q1 证券公司资产管理规模（含公募）



数据来源：WIND、东方证券研究所

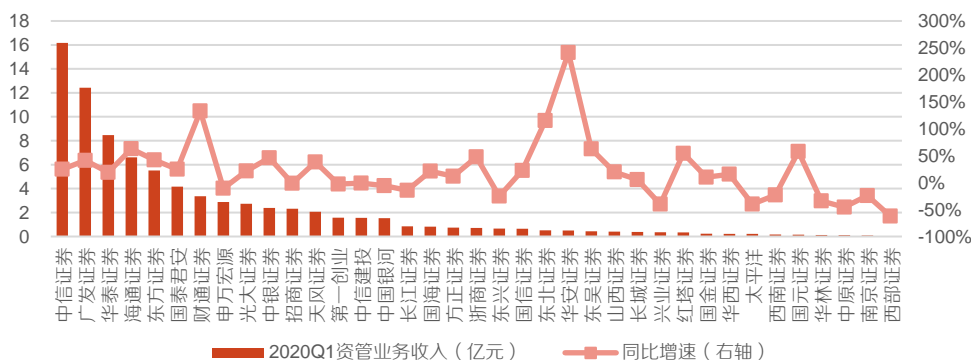
图 28：2017Q1-2020Q1 券商私募资产管理规模（万亿元）



数据来源：WIND、东方证券研究所

分上市券商来看，37 家上市券商中，资管业务收入排名前三的分别是中信证券、广发证券、华泰证券，分别为 16.2 亿元、12.4 亿元、8.5 亿元，收入增速前三的为华安证券、财通证券、东北证券，分别为 241%、133%、115%。

图 29：上市券商 2020Q1 资管业务收入及同比增速（37 家）



数据来源：WIND、东方证券研究所

3.盈利预测：疫情冲击下韧性彰显，业绩仍有望增长

在海内外疫情的轮番冲击下，证券公司业绩整体经受住了考验，后续随着海外疫情迎来拐点，A 股市场重启上涨行情，券商有望展现业绩上的高 Beta 属性，我们对 2020 年的日均成交量、承销规模、两融平均规模、股权质押平均融出资金、股债投资收益率等基本假设变量分三种情况进行弹性测试，在悲观、中性、乐观假设下，证券行业 2020 年整体净利润增速为-11.63%、9.65%、31.20%；

表 4：2020 年证券行业业绩弹性测算

证券行业业绩测算		2018	2019	2020E		
单位：亿元		实际	实际	悲观	中性	乐观
经纪业务	市场日均成交额	4,116	5,580	6,000	7,000	8,000
	净佣金率	0.031%	0.029%	0.026%	0.027%	0.028%
	经纪业务净收入	623	788	761	922	1,093
投行业务	IPO 募资规模	1,375	2,533	2,787	3,040	3,293
	再融资规模	3,270	1,603	3,206	4,008	4,809
	债权承销规模	35,944	46,777	46,777	49,116	51,455
	并购重组规模	4,286	5,334	5,601	5,867	6,134
	IPO 承销收入	55	101	111	122	132
	再融资承销收入	18	9	18	22	26
	债权承销收入	185	267	254	267	280
	承销保荐收入	258	377	383	411	438

	财务顾问收入	112	105	128	134	140
	投行业务净收入	370	483	512	545	578
信用业务	两融平均规模	9,030	9,153	9,500	10,500	11,500
	股票质押融出资金	9,701	8,499	7,649	8,074	8,499
	净利率	1.15%	2.63%	2.63%	2.63%	2.63%
	总利息净收入	215	464	450	488	525
	权益类占比	10.00%	15.00%	15.00%	20.00%	25.00%
	沪深 300 涨幅	-25.31%	36.07%	-10.00%	5.00%	20.00%
	规模系数		1.30	1.00	1.10	1.20
自营业务	自营收入增速	-7.05%	52.65%	-15.90%	7.15%	24.75%
	自营业务净收入	800	1,222	1,027	1,309	1,524
资管业务	券商资管平均规模	148,175	120,363	114,345	120,363	126,381
	资管综合费率	0.19%	0.23%	0.24%	0.26%	0.28%
	资管业务净收入	275	275	274	313	354
	其它业务净收入	379	374	374	393	412
	营业总收入	2,663	3,605	3,399	3,970	4,486
	净利润率(%)	25.02	34.15	32.00	34.00	36.00
	净利润 666	1,231	1,088	1,350	1,615	1,615
	净利润同比增速(%)	(41.04)	84.77	(11.63)	9.65	31.20

数据来源：WIND、东方证券研究所

4.投资建议：改革红利持续释放，坚持长期龙头逻辑

4.1 全面注册制改革或超预期快速推进，改革红利持续释放

资本市场供给侧改革拉开序幕：涉及 IPO、再融资及并购重组等制度创新，旨在构建新设科创板与存量各级市场板块之间良性竞争、互相补充的多层次资本市场体系。以设立科创板为契机，我国资本市场正式开启供给侧改革之路，旨在提升直接融资对实体经济发展的作用与贡献度。自 2019 年我国资本市场开启供给侧改革直径，已经催生了一系列制度创新与改革：1) 科创板的开市及注册制的试点打响了头炮；2) 在科创板这一试验田中，注册制制度建设取得一系列进展，涉及上市、退市、再融资、并购重组、交易、分红、信息披露等环节；3) 在新版《证券法》的指引之下，全面注册制改革势在必行，科创板注册制成功经验有望向存量市场移植。4) 存量市场改革不断推进，主板、创业板再融资与并购重组规则全线松绑，新三板市场获一些列政策盘活，存量市场与新设科创板市场有望实现良性竞争，互相补充，以期构建完善的多层次资本市场体系。

近期，资本市场的改革呈现加速推进之势，改革的触角更是延伸到了创业板注册制改革与红筹企业回归 A 股的新规，全面注册制改革的步伐有望超预期推进。

一、新三板精选层开启且分层定期调整，股票公开发行并挂牌业务正式启动。新三板将于 4 月 27 日正式启动股票公开发行并在精选层挂牌业务的受理与审查工作并将于 4 月 30 日启动分层调整工作。自去年以来新三板经历了一系列改革，使得新三板尤其是精选层的吸引力大增。精选层企业不仅可以通过公开发行股票融资，且转板制度更加畅通，且公募基金可以投资精选层企业带来流

动性改善。新三板市场有望逐步被盘活，优胜劣汰机制得到强化，并将成为我国多层次资本市场体系的重要一环。对于券商来说，股票公开发行并在精选层挂牌业务将成为其重要的新三板增量业务，利好券商新三板投行业务的发展。

二、创业板成为存量市场注册制改革的第一块试验田，将与科创板形成良性竞争与互补。4月27日，中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》。为贯彻落实《总体方案》，证监会层面发布了相应四部规章制度向市场公开征求意见，创业板拉开了新一轮改革大幕。

1) 创业板注册制改革借鉴了诸多科创板的制度建设与改革经验，包括 i) 上市前五日不设涨跌幅，优化盘中临时停牌机制，设置 30%、60% 两档停牌指标；ii) 创业板股票竞价交易涨跌幅限制比例放宽为 20%，同时适用于新股与存量个股；iii) 引入盘后定价交易机制；iv) 规定连续竞价阶段限价申报的“价格笼子”（102%、98%）；v) 设置最高申报数量上限（限价申报 10 万股，市价申报 5 万股）；vi) 设置并调整交易公开信息披露指标；v) 创业板注册制发行个股上市首日即成为两融标的。这一系列相似的制度安排，体现出注册制改革总体方向性明确，在引导将价值判断功能交还市场的基础上，也逐渐强化信息披露制度与要求，加强投资者保护等安排。

2) 为实现与科创板的错位发展，形成良性互补与竞争关系，针对自身情况创业板注册制同时规定了特有的制度安排：i) 明确创业板的差异化定位，适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势，主要服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合，体现与科创板的差异化发展。ii) 实行新老投资者管理与要求划断的安排，存量投资者需参与交易，重新签署风险揭示书，而新开户投资者需满足前 20 个交易日日均 10 万资产量及 24 个月的交易经验的准入门槛。整体来看，投资者门槛低于科创板；iii) 创业板注册制改革不再要求券商对其保荐的所有项目进行强制跟投，而是仅对未盈利、红筹架构、特殊投票权以及高价发行的四类公司采取强制性跟投，这体现了注册制改革过程中对跟投制度的逐渐优化，后续有望对科创板跟投制度实行优化。

3) 全面注册制改革对券商既是挑战更是机遇：无论是科创板增量改革，还是创业板存量改革，注册制改革旨在不断提升 A 股的市场化程度与价格发现功能，打通上市、退市渠道，逐步实现优胜劣汰、吐故纳新的市场机制，支持实体经济中长期良性发展。作为承销保荐机构，券商在强化与压实保荐职责的基础上，将扮演市场价值判断的核心角色，对于其研究、定价、销售等专业能力提出了更高的要求，但同时也带来了更广阔的大投行业务市场与更多的业务发展机遇。

三、全面注册制改革下，红筹企业回 A 可能性增加，重点利好科创龙头。证监会 4 月 30 日发布了《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》，调整了已境外上市红筹企业的市值要求，除原有的“市值不低于 2000 亿元人民币”的标准保留外，新增了“市值 200 亿元人民币以上，且拥有自主研发、国际领先技术，科技创新能力较强，同行业竞争中处于相对优势地位”的标准，这无疑增加了红筹企业回 A 的可能性，且重点利好各领域的科创龙头企业。

资本市场改革将促进券商大投行业务转型融合，新时代专业投行起航。新版《证券法》珠玉在前，同时近期中共中央、国务院发布完善要素市场化配置体制机制的重磅意见（明确提出完善股票市场发行、交易、退市等基础制度，构建多层次资本市场体系，扩大证券行业对外开放），在供给侧改革之下，资本市场对实体经济的融资服务范围扩大、重要性提升，直接融资乃至投行的重要性

也被提升到前所未有的高度，同时也对券商的专业度提出了更高的要求。资本市场的改革或将真正提升投行的核心竞争力，促进券商大投行业务加速转型融合。

表 5：2019 年以来资本市场供给侧改革快速推进

序号	时间	所属市场板	资本市场供给侧改革内容
1	2019/01/23	科创板	深改委会议通过设立科创板总体实施方案与实施意见两项文件
2	2019/01/30	科创板	科创板实施规则征求意见稿正式发布
3	2019/03/02	科创板	证监会及上交所发布实施两项科创板部门规章及六项业务规则和配套指引
4	2019/03/15	科创板	《科创板创新试点红筹企业财务报告信息披露指引》、《保荐人通过上海证券交易所科创板股票发行上市审核系统办理业务指南》
5	2019/04/30	科创板	《科创板转融通证券出借和转融券业务实施细则》
6	2019/05/31	科创板	《科创板首次公开发行股票承销业务规范》
7	2019/06/13	科创板	科创板正式开板
8	2019/06/14	科创板	《上海证券交易所科创板异常交易实时监控细则（试行）》
9	2019/06/17	主板、创业板	证监会就修改并购重组规则征求意见
10	2019/07/22	科创板	科创板正式开市
11	2019/08/23	科创板	科创板重大资产重组制度出台
12	2019/10/18	主板、创业板	证监会正式发布并购重组新规
13	2019/11/08	主板、创业板	证监会就修改再融资规则公开征求意见
14	2019/11/08	新三板	证监会就《关于修订〈非上市公众公司监督管理办法〉的决定》《非上市公众公司信息披露管理办法》公开征求意见
15	2019/11/08	科创板	证监会就《科创板再融资办法》公开征求意见
16	2019/11/29	科创板	科创板重组审核规则落地
17	2019/12/20	新三板	证监会发布《关于修订〈非上市公众公司监督管理办法〉的决定》《非上市公众公司信息披露管理办法》
18	2019/12/28	各级市场	新版《证券法》获修订通过
19	2020/01/03	新三板	证监会就公募基金投资新三板股票指引公开征求意见
20	2020/02/14	主板、创业板	证监会发布修改后的再融资规则
21	2020/03/01	各级市场	新版《证券法》正式施行
22	2020/03/06	新三板	证监会就新三板转板上市规则公开征求意见
23	2020/04/09	各级市场	中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见
24	2020/04/17	新三板	证监会发布公募基金投资新三板股票指引
25	2020/04/27	创业板	中央深改委通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》，证监会发布了相应四部规章制度向市场公开征求意见。
26	2020/04/27	新三板	新三板正式启动股票公开发行并在精选层挂牌业务的受理与审查工作
27	2020/04/30	新三板	新三板正式启动分层调整工作。
28	2020/04/30	各级市场	证监会发布《关于创新试点红筹企业在境内上市相关安排的公告》

数据来源：证监会官网、东方证券研究所

龙头券商将重点享有长期政策 Alpha 因素的正向催化，强者恒强。中长期来看，资本市场投融资端政策改革进程持续快速推进将是大概率事件，并且改革的力度与广度都有望是空前的，证券业将持续享有长期的政策面利好，在证监会推动打造航母级券商的大背景下，龙头券商将获得更加明显的政策红利倾斜，长期龙头逻辑日趋强化。

4.2 投资建议

1) 短期来看，国内疫情可控，企业复工情况良好，经济出现向上拐点，向好趋势显现。虽然海外疫情拐点未现、冲击仍在，实体经济受损情况难以准确预判，但在更大的宏观政策力度对冲之下，市场行情有望逐渐企稳并向上，券商板块有望兑现高 Beta 弹性。鉴于当前市场系统性风险仍然较高，仍需持续关注短期 Beta 因素对券商板块的高扰动。

2) 长期来看，证券行业享有明显领先其他金融子行业的政策面利好，资本市场融资端深化改革不断深入、扩大开发举措不断推进，且近期全面注册改革有望超预期推进，后续投资端政策也有望大幅放开，在证监会推动打造航母级券商的大背景下，行业马太效应进一步强化，我们坚持长期龙头逻辑不变。当前券商 II（申万）PB 估值 1.54 倍，仍处于历史底部区间，向上空间远大于向下空间，板块配置价值较高，维持行业看好评级。建议重点关注业绩稳健增长、综合实力强劲的龙头券商华泰证券(601688，增持)、中信证券(600030，增持)。

5.风险提示

- 1) 系统性风险对券商业绩与估值的压制，包含新冠疫情发展恶化对经济以及市场行情的负面影响超预期、中美关系等国际环境对宏观经济带来的影响超预期等系统性风险。
- 2) 监管超预期对券商业务形成冲击，一方面是对部分业务监管的收紧，另一方面是资本市场改革与开放进程低于预期水平。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

