

注册制重构投行业务生态，券商加速向现代投资银行转型

券商 2020 年中报跟踪兼商业模式思考

主要观点：

▶ 20H1 上市券商业绩同比+27%；证券自营、经纪业务正向贡献最大

20H1 39 家上市券商实现收入 1971 亿元（减其他业务支出），同比+21%，实现归母净利润 731 亿元，同比+27%。与此同时，上市券商 ROE 稳步提升，其中 19 年为 6.17%，20H1 年化后为 8.20%。ROE 的提升主要由 ROA 提升带来，杠杆率稳步提升，18/19/20H1 上市券商的主动杠杆率分别为 3.04/3.13/3.26。

自营业务、经纪、资管、投行、利息均为正向贡献分别 34%、25%、9%、10%和 10%，20H1 上市券商减值损失 113 亿元，同比大增（上年同期是 58 亿元），减值损失与收入比例为 5.7%。归母净利增速 27%，高于收入增速。

▶ 佣金率继续下滑，机构化与财富管理转型提速

20H1 行业佣金率为万 2.76，同比下降 8%。监管积极推动机构化与财富管理转型，19 年 10 月，公募基金投顾业务试点正式启动。2020 年 4 月，证监会发布《证券投资基金投资咨询业务管理办法（征求意见稿）》。提出“应引导对机构投资者提供股票、结构化产品、衍生品等高风险资产投资建议，对普通投资者提供公募基金等相对低风险资产”，公募基金有望迎来大发展。而从市场机构佣金占比来看，15 年以来机构化过程已经在发生。

▶ 注册制下投行业务超头部效应明显；科创板带动“投行+投资”提升收益率

科创板开通及注册制实施对于券商投行业务收入增长起到显著效果，20H1 科创板承销保荐收入 30 亿元，占全市场承销保荐收入的 14%。科创板业务市场集中度远高于以往市场，以承销保荐费来看，20H1 的 CR3 为 39%，CR5 为 53%。

科创板带动“投行+投资”提升收益率。19 年科创板跟投资资金 30.76 亿元，当年收益 24.93 亿元，收益率 81%，20 年上半年收益 27.23 亿元，收益率 49%；20H1 科创板跟投资资金 18.74 亿元，收益 36.03 亿元，收益率 192%。跟投资资金 20 年 H1 合计收益 63.29 亿元，占证券自营收益的 7%。

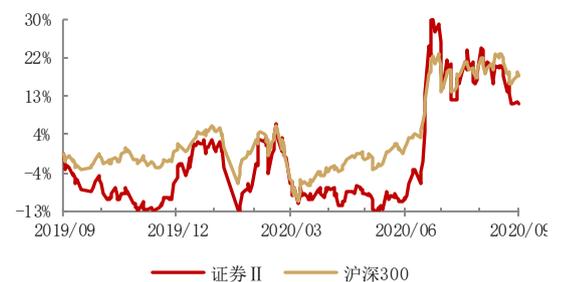
▶ 注册制重构券商生态，券商加速向现代投资银行转型

传统证券公司运营模式下业务模块之间独立性较高，注册制下各业务模块协同增加，形成有机整体。民营、新兴产业

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：魏涛

邮箱：weitao@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070003

分析师：吕秀华

邮箱：lvxh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040001

联系电话：18911534428

IPO 数量增多，造富效应下股东及管理层将成为券商高端财富管理业务重要客户来源。私人财富管理部门可以利用投行项目优势，开发股票市场相关的定增、股票质押回购类项目、并购融资类项目，为高净值客户提供高端定制化产品。自营业务功能显著变化，承担起卖方业务支持的功能。

► **盈利预测：中性假设下行业 2020 年净利润增速**

26%

行业客户保证金及两融余额维持高位加之交投活跃，经纪业务与利息收入有望显著增长，注册制下 IPO 融资加快带动投行业务增长，基金发行火热资产管理业务有望获得不错业绩。在 2020 年全年日均股基交易额 9030 亿元、日均两融余额 12204 亿元的中性假设下，行业全年预测净利润 1552 亿元，同比增长 26.1%。

投资建议与标的：

目前行业估值处于历史不高位置，流动性相对宽松以及资本市场改革深化估值中枢有望抬升。目前一级市场政策已经落地包括科创板及存量板块的注册制发行、再融资新规的推出，以及新三板一系列盘活政策。为匹配一级市场政策效果，更好地服务实体经济，后续投资端政策值得期待，包括引导长期资金入市、完善交易制度和衍生品扩容。长期看好行业。

个股方面，我们推荐三条主线：1) 估值较低，且受益于行业打造航母级券商各项创新政策的大型综合性券商，包括华泰、国君；2) 投行业务出色，显著受益一级市场新政的国金、浙商、东吴；3) 财富管理业务出色，显著受益于交投活跃的东方财富、中国银河。另外投行业务扩容受益标的还有兴业证券。

风险提示

外围市场大幅波动，海外分部经营风险，北上资金大幅净流出，权益市场大幅下跌，券商股票质押业务风险，衍生品风控不足，创投子公司参与项目的连带责任，交易量大幅萎缩，资本市场改革低于预期。

盈利预测与估值

重点公司											
股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	BVPS(元)				P/B			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
601688	华泰证券	20.42	买入	13.50	14.30	15.32	16.41	1.51	1.43	1.33	1.24
601211	国泰君安	18.10	增持	15.44	15.70	16.83	18.06	1.17	1.15	1.08	1.00
600109	国金证券	13.90	增持	6.85	7.29	7.83	8.43	2.03	1.91	1.77	1.65
601878	浙商证券	13.99	增持	4.46	4.75	5.08	5.46	3.14	2.95	2.75	2.56
601555	东吴证券	9.75	增持	2.58	2.74	2.92	3.12	3.78	3.56	3.34	3.13
300059	东方财富	23.47	买入	2.63	3.06	3.51	4.05	8.92	7.67	6.69	5.80
601881	中国银河	12.09	增持	6.99	7.49	8.02	8.59	1.73	1.61	1.51	1.41

资料来源：Wind，华西证券研究所，注：收盘价为 2020 年 9 月 17 日收盘价

正文目录

1. 市场回顾：20H1 波动与分化加大整体上升，市场交投活跃度持续提升，IPO、债券融资规模大增.....	5
1.1. 二级市场：股票市场波动与分化加大，债券市场整体上升.....	5
1.2. 一级市场：IPO、债券融资规模扩张.....	9
2. 整体业绩回顾：20H1 业绩大幅上涨.....	9
2.1. 上市券商归母净利 20H1 同比增速+28%.....	10
2.2. 业绩归因分析：证券自营、经纪业务正向贡献最大，减值损失同比大增拖累业绩.....	10
2.3. 景气度抬升背景下行业集中度升势暂缓，但未来行业马太效应将持续.....	11
2.4. 收入结构来看收费类收入占比小幅上升，资金驱动的收入占比有所下降.....	12
3. 分项业务分析.....	15
3.1. 经纪业务：佣金率继续下滑，机构化与财富管理转型提速.....	15
3.3. 资管业务向主动管理转型，规模下滑趋缓收入提升.....	19
3.4. 自营资产扩表显著，高配固收类者胜，科创板带动“投行+投资”提升收益率.....	21
3.5. 融资成本下降与两融余额扩张助推利息净收入提升.....	24
3.6. 股押业务继续压降但降幅放缓，减值计提充分抵质押物充足.....	25
4. 注册制下券商加速向现代投资银行转型.....	26
5. 盈利预测与投资建议.....	27
5.1. 盈利预测：中性假设下 2020 年归母净利增速 26%.....	27
5.2. 投资建议.....	29
6. 风险提示.....	29

图表目录

图 1 上半年股票市场波动与分化均较大，整体上证综指下跌 2.15%、创业板指则上涨 35.60%.....	5
图 2 流动性先松后紧，整体上半年中证全债指数收益率 2.52%.....	6
图 3 上半年交投活跃度同比明显提升.....	7
图 4 20 年以来两融余额持续提升，上半年维持在超过 1 万亿元的较高水平.....	8
图 5 20H1 北上资金持续净流入（单位：亿元）.....	8
图 6 股权融资同比大增.....	9
图 7 IPO 融资同比大增.....	9
图 8 债券融资规模同比上升.....	9
图 9 公司债融资规模同比大增.....	9
图 10 2013 年以来上市券商业绩表现.....	10
图 11 上市券商 ROE 继续提升.....	10
图 12 上市券商整体杠杆率稳步提升.....	10
图 13 12 年至今 39 家上市券商归母净利集中度.....	12
图 14 12 年至今 39 家上市券商营收集中度.....	12
图 15 20H 各家上市券商营收及增速.....	12
图 16 13 年以来 39 家上市券商收入结构.....	13
图 17 行业 20H1 经纪业务收入同比增长.....	16
图 18 行业佣金率仍处下滑通道.....	16
图 19 20H1 两融交易额占 A 股成交额比例提升.....	16
图 20 15 年以来机构佣金占比持续提升.....	17
图 21 20H1 各家上市券商经纪业务收入及占比.....	17
图 22 科创板开市扭转投行业务下滑趋势，19 年以来增长明显.....	18
图 23 20H1 上市券商投行承销业务收入及占比.....	18
图 24 20H1 科创板承销费占国内券商承销保荐收入的 14%.....	18

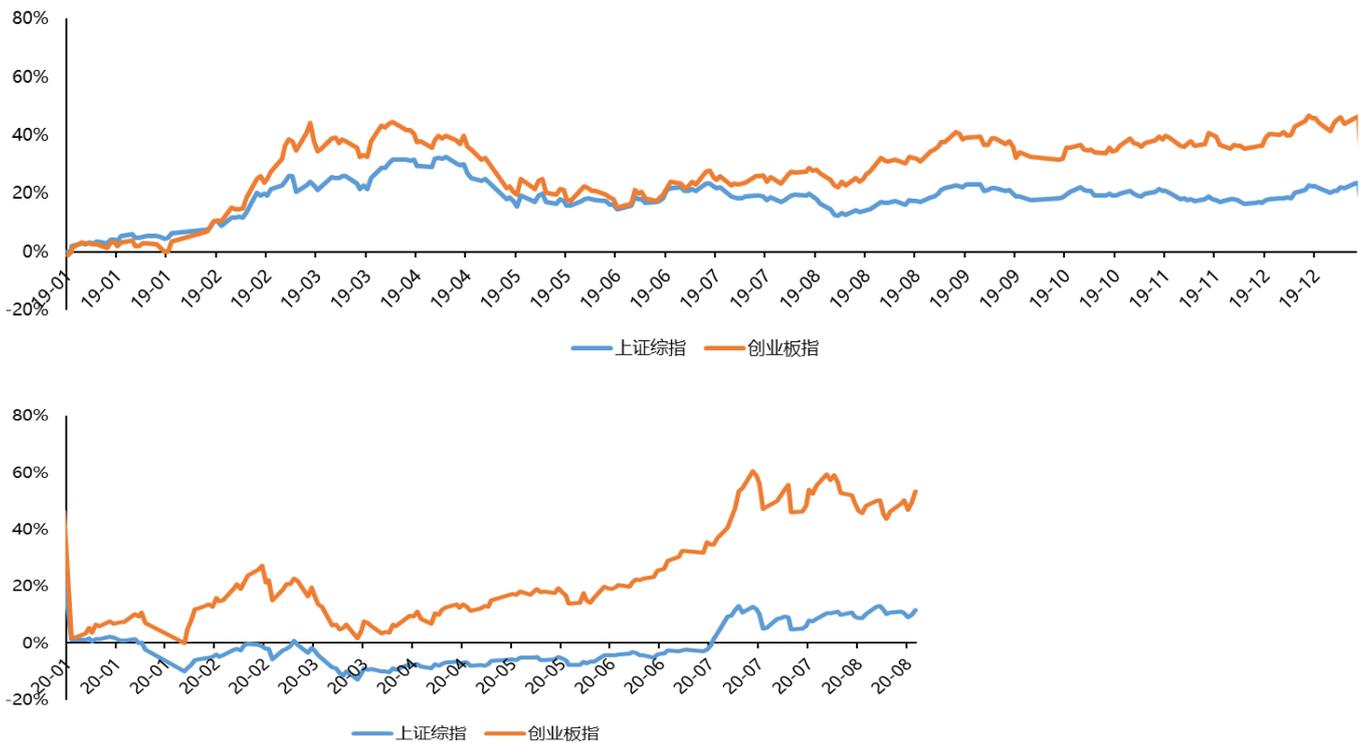
图 25	19 年以来券商资管业务收入实现正增长	20
图 26	券商资管业务规模下降趋缓	20
图 27	20H1 上市券商资产管理业务收入及占比	20
图 28	20H1 上市券商证券自营投资收益同比+16%	21
图 29	上市券商自营资产规模持续增加	21
图 30	上市券商自营投资收益率贡献业绩弹性	21
图 31	上市券商证券自营规模/归母权益	22
图 32	19 年以来券商利息收入及同比增长	24
图 33	证券公司债发行利率明显下滑	24
图 34	19 年 1 月以来沪深两融余额持续提升	25
图 35	20H1 上市券商股票质押回购规模较上年末继续下降但降幅趋缓	26
图 36	部分上市券商股票质押业务抵押物市值比	26
图 37	传统证券公司运营模式	27
图 38	现代投资银行运营模式	27
表 1	20H1 上市券商收入贡献分析 (单位: 亿元)	11
表 2	各家上市券商 20H1 收入结构	14
表 3	科创板业务市场集中度高	18
表 4	各家券商科创板承销保荐费 (单位: 亿元)	19
表 5	19 年及 20H1 上市券商投资收益率与固收类投资占比显著正相关	22
表 6	科创板跟投资金及收益率 (单位: 亿元)	23
表 7	关键假设	28
表 8	盈利预测	28
表 9	敏感性分析 (单位: 亿元)	29

1. 市场回顾：20H1 波动与分化加大整体上升，市场交投活跃度持续提升，IPO、债券融资规模大增

1.1. 二级市场：股票市场波动与分化加大，债券市场整体上升

2020 上半年股票市场波动与分化均较大，分季度来看一季度主板市场震荡下行，创业板则先升后降，市场波动较大，二季度主板市场保持稳定并缓慢回升，创业板市场持续上升。整体 2020 年上半年上证综指下跌 2.15%、创业板指则上涨 35.60%。

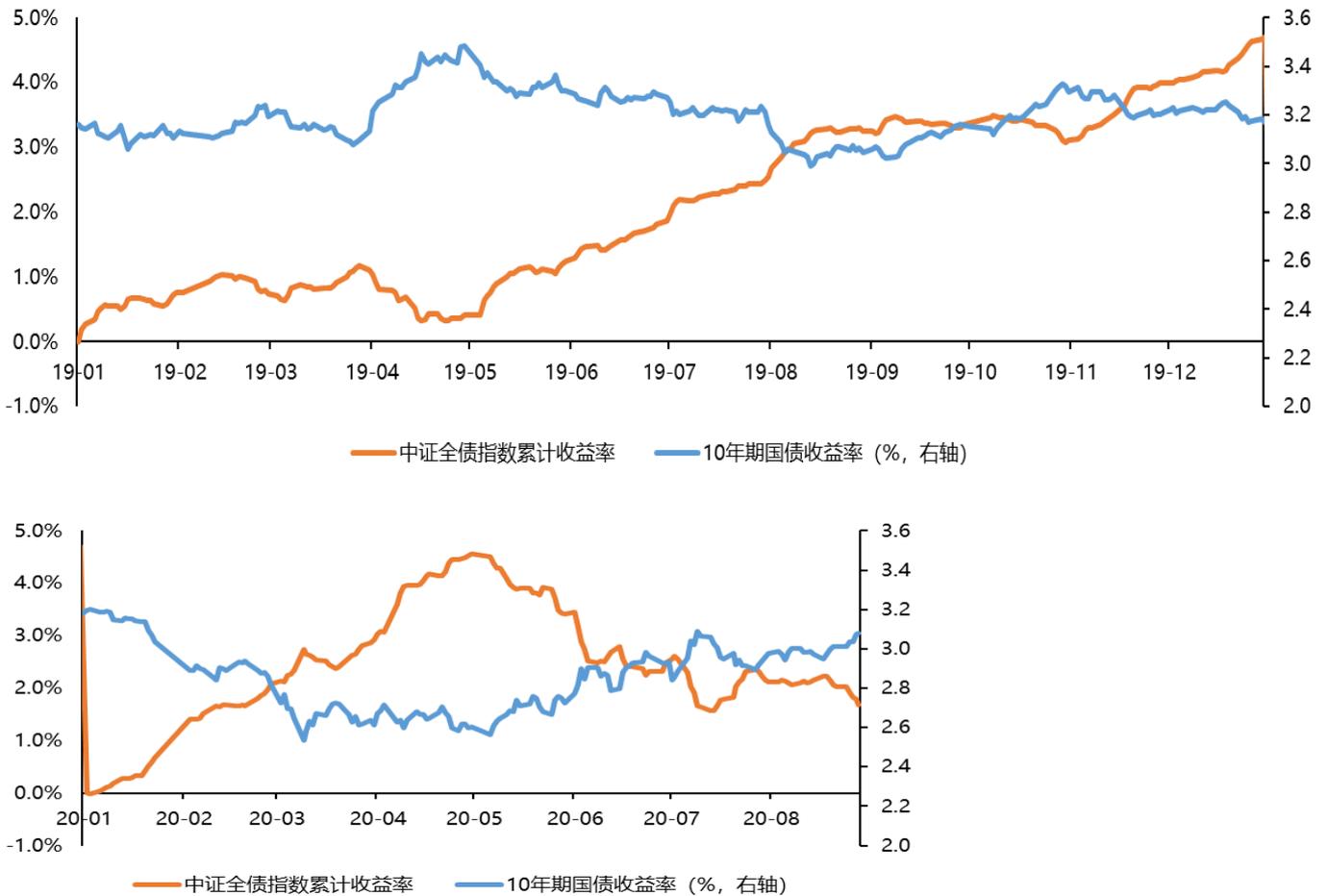
图 1 上半年股票市场波动与分化均较大，整体上证综指下跌 2.15%、创业板指则上涨 35.60%



资料来源：Wind，华西证券研究所

债市方面，2020 年 1 月至 5 月底市场流动性持续宽松，此后流动性收紧。10 年期国债收益率从年初的 3.20% 一路下行至 5 月 6 日的 2.56%，此后 10 年期国债收益率持续走高至 6 月底的 2.93%。与之相对应中证全债收益率先升后降，整体上 20H1 中证全债收益率达到 +2.52%（好于去年同期的 2.07%）。债市的较好表现为券商固收自营带来机遇。

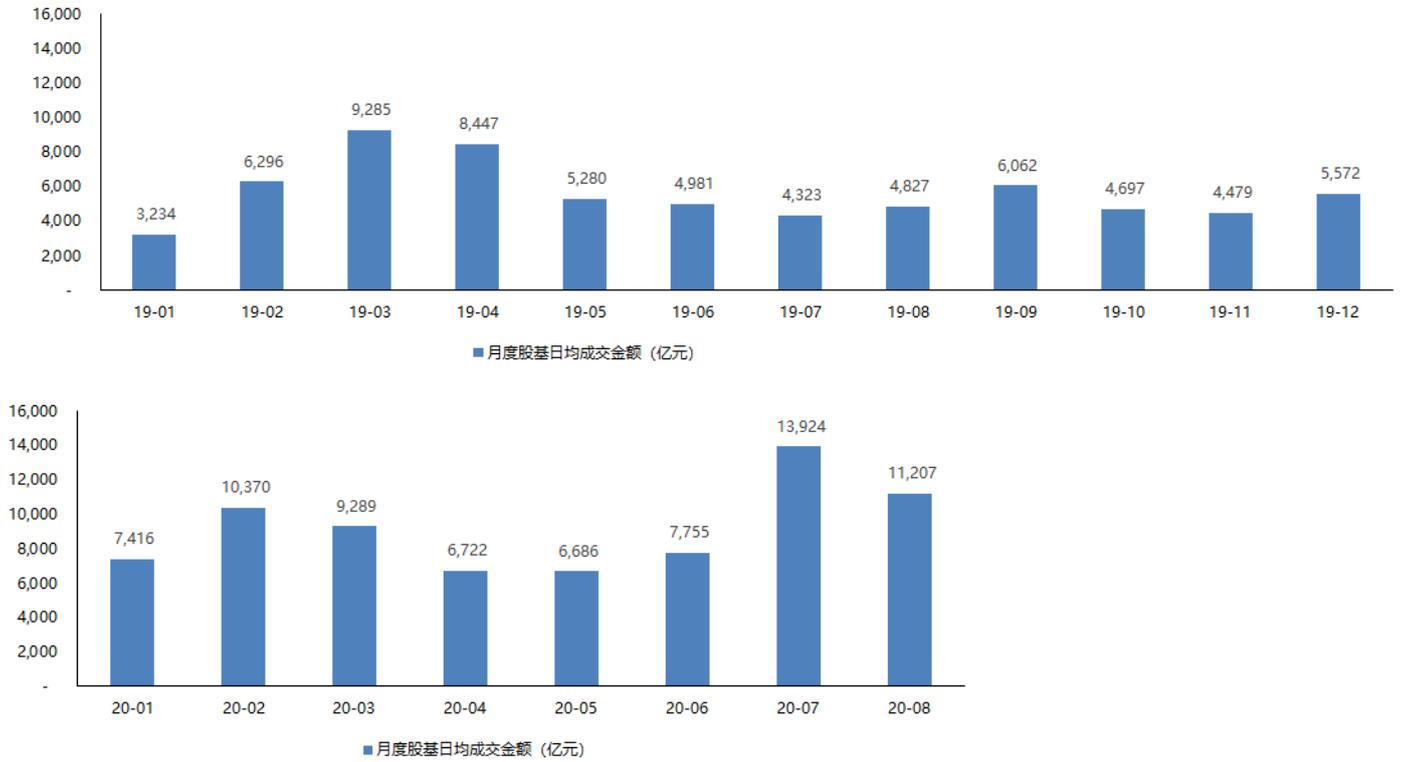
图2 流动性先松后紧，整体上半年中证全债指数收益率 2.52%



资料来源：Wind，华西证券研究所

20 年上半年交投活跃度同比显著提升。其中一季度日均股基成交额 9145 亿元，较去年同期的 6217 亿元提升 47%，尽管 20Q2 日均成交金额较一季度下降，但同比仍有增长 12%。整体 2020 上半年的日均股基成交额达 8094 亿元，较 19 年上半年的 6256 亿元同比提升 29.38%。

图3 上半年交投活跃度同比明显提升

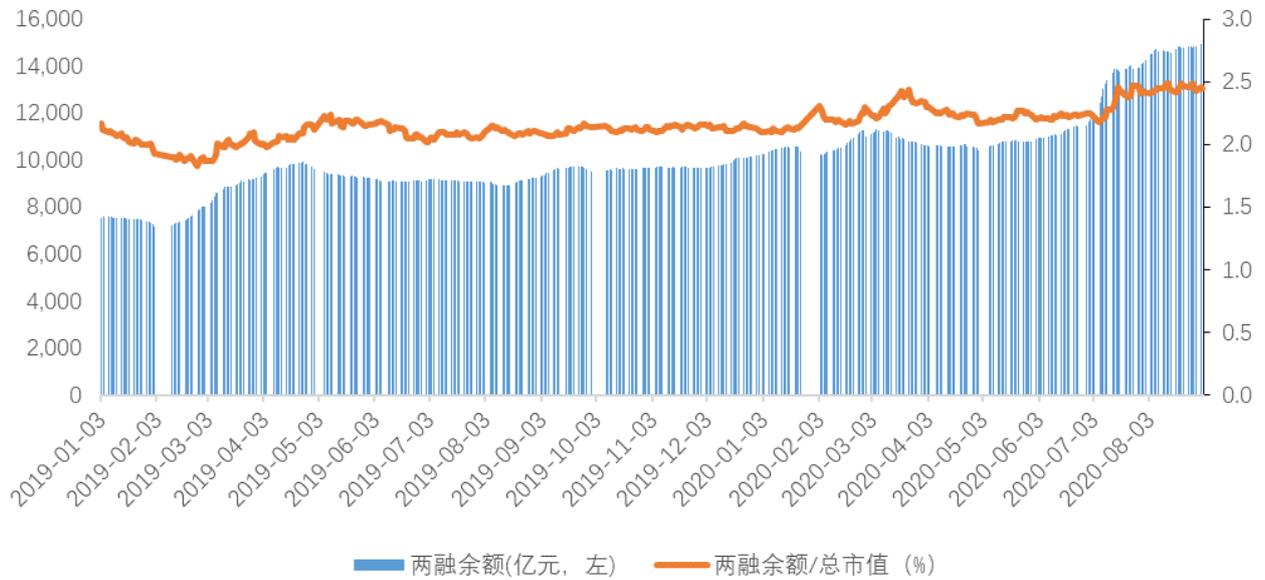


资料来源: Wind, 华西证券研究所

20年1月底以来两融余额持续提升，上半年维持在超过1万亿元的较高水平，7月以来，随着市场活跃度进一步提升，两融余额超过1.4万亿元。

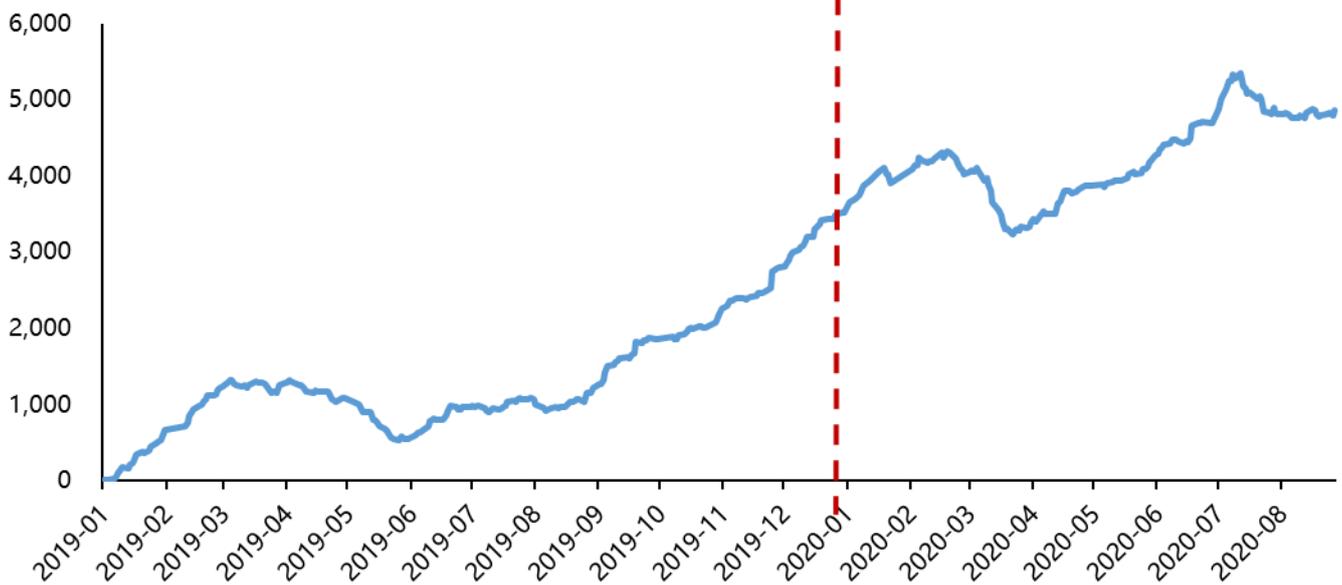
北上资金方面，20年一季度先增后减，二季度稳步提升，整体20H1北上资金净流入达1182亿元，较19H1的960亿元同比增加23%。

图 4 20 年以来两融余额持续提升，上半年维持在超过 1 万亿元的较高水平



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 5 20H1 北上资金持续净流入 (单位: 亿元)



资料来源: wind, 华西证券研究所

1.2. 一级市场：IPO、债券融资规模扩张

一级市场股权与债券融资规模同比均提升，其中 IPO、公司债融资规模大增。

1) IPO 融资规模同比大增。20H1 股权融资规模 5186 亿元，同比增加 40%。受益科创板注册制的推行，IPO 融资规模同比大增，20H1 的 IPO 融资额 1393 亿元，同比暴增 131%。

2) 公司债融资额同比大增。20H1 债券融资规模 2.86 万亿元，同比增 23%。受益公司债注册制发行，公司债融资规模同比大增，20H1 的公司债融资额 1.63 万亿元，同比增 55%。

图 6 股权融资同比大增



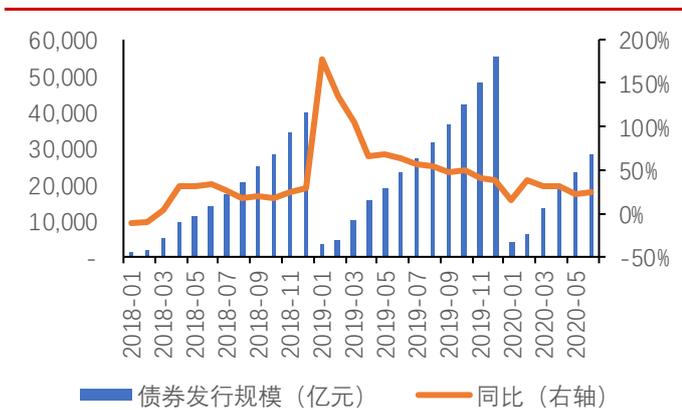
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 7 IPO 融资同比大增



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 8 债券融资规模同比上升



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 9 公司债融资规模同比大增



资料来源：Wind，华西证券研究所

2. 整体业绩回顾：20H1 业绩大幅上涨

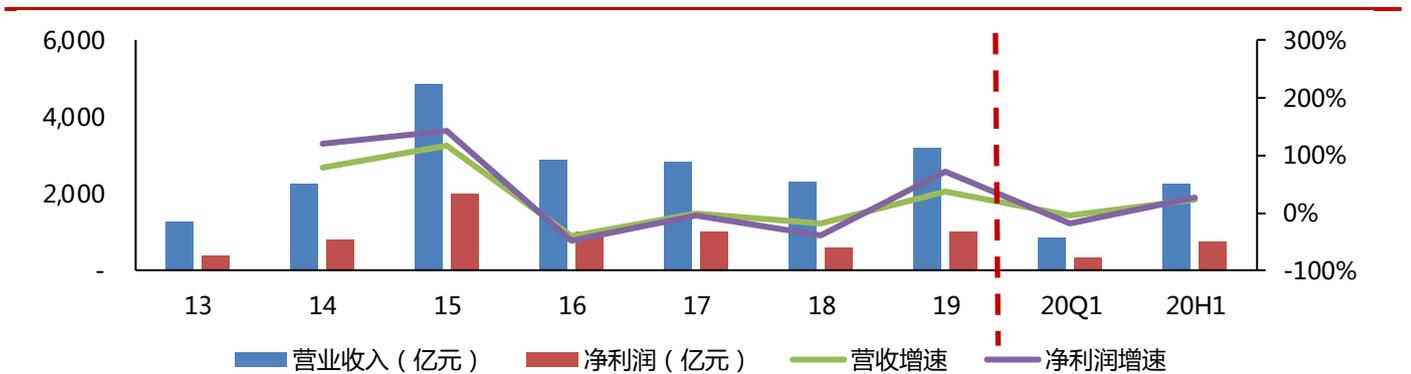
样本选取：本文选取样本为 A 股上市的 39 家证券公司，不包括华创安阳等集团上市券商。

数据处理：近年来多家券商设置商品贸易子公司，由于此项业务的记账方式与传统业务采取净收入记账方式不同，表现出收入数额大、支出数额大的特点，原始数据会扭曲我们关于收入的分析，因此以下分析中我们在营业收入、营业支出中均做先扣除商品贸易支出的处理。

2.1. 上市券商归母净利 20H1 同比增速+28%

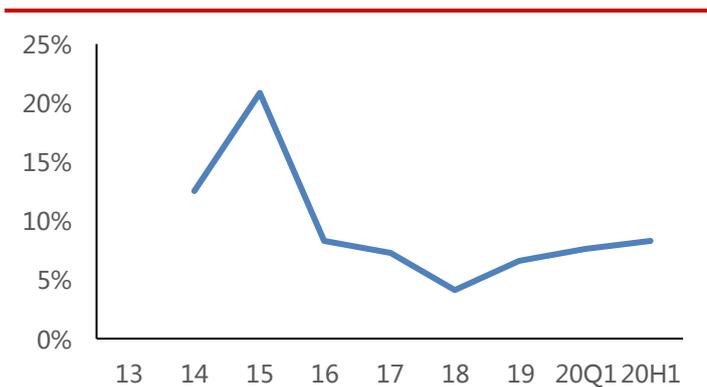
从整体业绩情况来看，受市场环境和新冠肺炎疫情的影响，上半年上市券商业绩经历了小幅下滑，再稳步提升的过程。20H1 上市券商实现收入 2290 亿元（此处为减去其他营业支出），同比+21%，实现归母净利润 731 亿元，同比+27%。与此同时，上市券商 ROE 稳步提升，其中 19 年为 6.17%，20H1 年化后为 8.20%。ROE 的提升主要由 ROA 提升带来，杠杆率稳步提升，18/19/20H1 上市券商的主动杠杆率分别为 3.04/3.13/3.26。

图 10 2013 年以来上市券商业绩表现



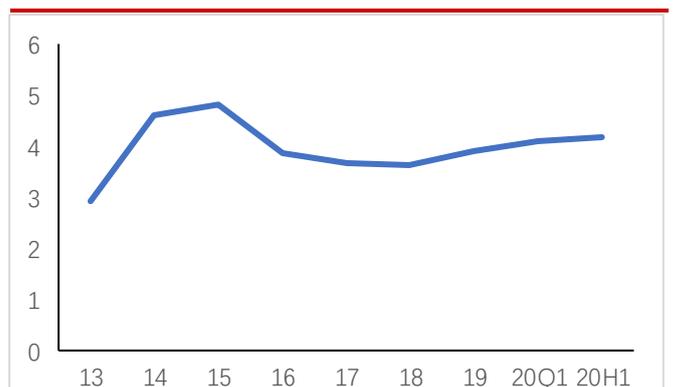
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 11 上市券商 ROE 继续提升



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 12 上市券商整体杠杆率稳步提升



Wind，华西证券研究所

2.2. 业绩归因分析：证券自营、经纪业务正向贡献最大，减值损失同比大增拖累业绩

20H1 年上市券商总收入 1971 亿元，同比增加 21%，受益交投活跃、IPO 与债券承销业务增长、自营业务增长、以及两融余额增加，经纪、投行、资管等收费类业务，以及证券自营、利息净收入和对联营与合营企业的投资收益正贡献。幅度来看，自营业务、经纪、资管、投行、利息正向贡献分别 34%、25%、9%、10%和 10%，所有业务均呈现正向贡献，促使整体收入大幅上涨。20H1 上市券商减值损失 113 亿元，同比大增（上年同期是 58 亿元），减值损失与收入比例为 5.7%。归母净利增速 27%，高于收入增速。20H1 收入占比来看，证券自营业收入占比高达 44%，其次经纪业务占比 24%，投行与资管业务收入占比分别为 10%和 9%，利息收入占比 6%。

目前上市券商整体对联营与合营企业的投资收益以及商品贸易收入利润占比还较低，下文分析中将其并入“其他”项处理，不再单列。

表 1 20H1 上市券商收入贡献分析（单位：亿元）

	19H	20H	同比	收入贡献	收入结构
经纪业务	388.0	475.0	22.4%	25%	24%
投行业务	155.8	190.2	22.1%	10%	10%
资管业务	144.3	175.5	21.7%	9%	9%
自营业务	746.9	863.4	15.6%	34%	44%
利息收入	78.2	110.8	41.7%	10%	6%
股权	41.7	57.9	38.8%	5%	3%
大宗	13.9	9.1	-34.6%	-1%	0%
其他	60.3	89.5	48.3%	9%	5%
收入合计	1,629.1	1,971.4	21.0%	100%	100%
营业税金及附加	11.4	13.7	20.3%		
管理费用	779.5	866.9	11.2%		
减值损失	58.5	113.2	93.5%		
其他	60.3	89.5	48.3%		
营业支出	859.4	1,007.5	17.2%		
营业利润	769.7	964.0	25.2%		
净利润	595.3	751.5	26.2%		
归母净利润	574.9	731.0	27.2%		

Wind，华西证券研究所

注 1：营业收入与营业支出均为调整其他业务支出后的；

注 2：收入贡献=（20H1 分项业务收入-19H1 年分项业务收入）/（20H1 营业收入-20H1 营业收入）

注 3：股权指“对联营与合营企业的投资收益”；

大宗指“商品贸易净收入”

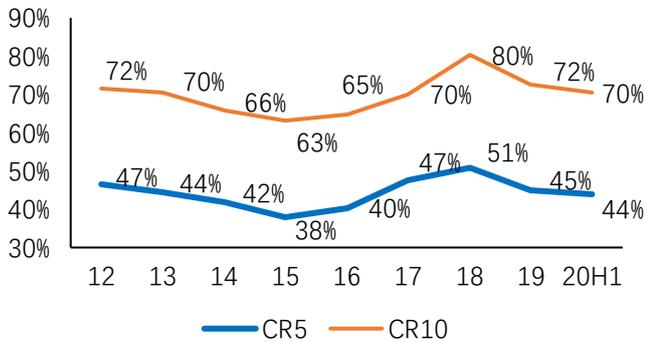
2.3. 景气度抬升背景下行业集中度升势暂缓，但未来行业马太效应将持续

景气度抬升的背景下行业集中度升势暂缓。20H1 上市券商归母净利的 CR5、CR10 均有所下降。上半年 39 家上市券商归母净利润 CR5/CR10 分别为 44%/70%，相较 19 年的 45%/72%有所下降。20H1 营收的 CR5 从 19 年的 40%下降至 20H1 的 39%，但 CR10 略有抬升，从 19 年的 63%上升为 64%。整体来看，行业 15 年以来集中度抬升的势头暂

缓。但从长远来看，在打造航母级券商以及投行注册制、机构交易业务大发展的背景下，券商行业马太效应将持续。

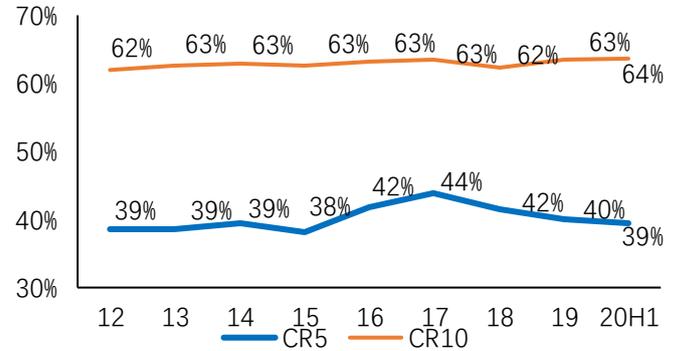
观察数据得到的另一个结论是大型券商的利润率显著优于其他券商。上市券商归母净利润的 CR5、CR10 均大于营收的 CR5、CR10。

图 13 12 年至今 39 家上市券商归母净利润集中度



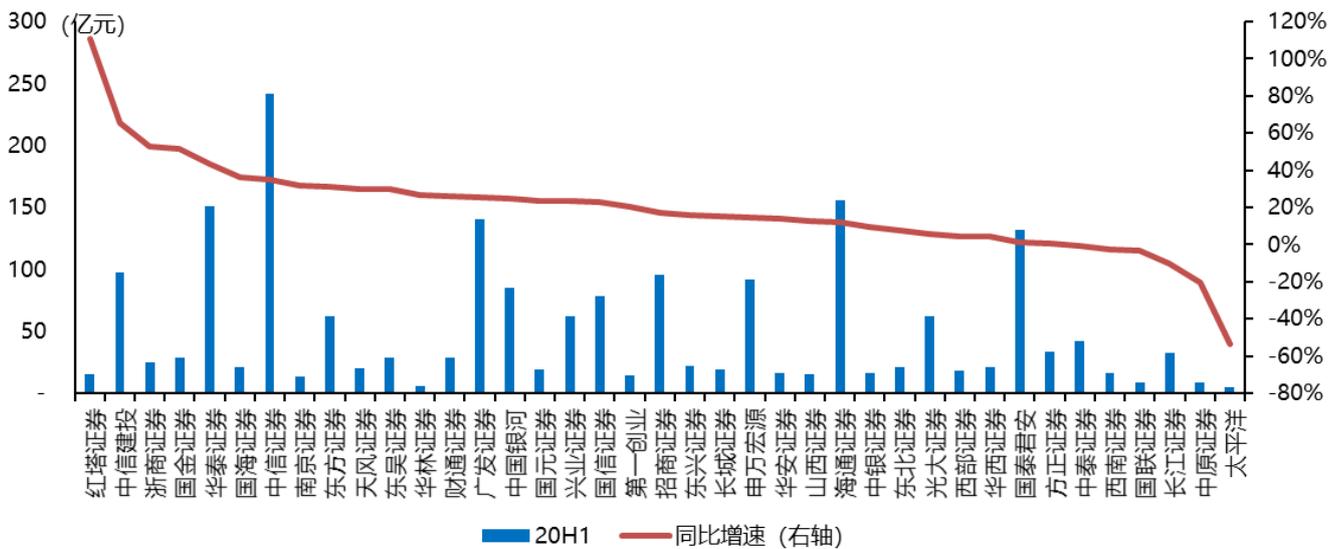
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 14 12 年至今 39 家上市券商营收集中度



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 15 20H 各家上市券商营收及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

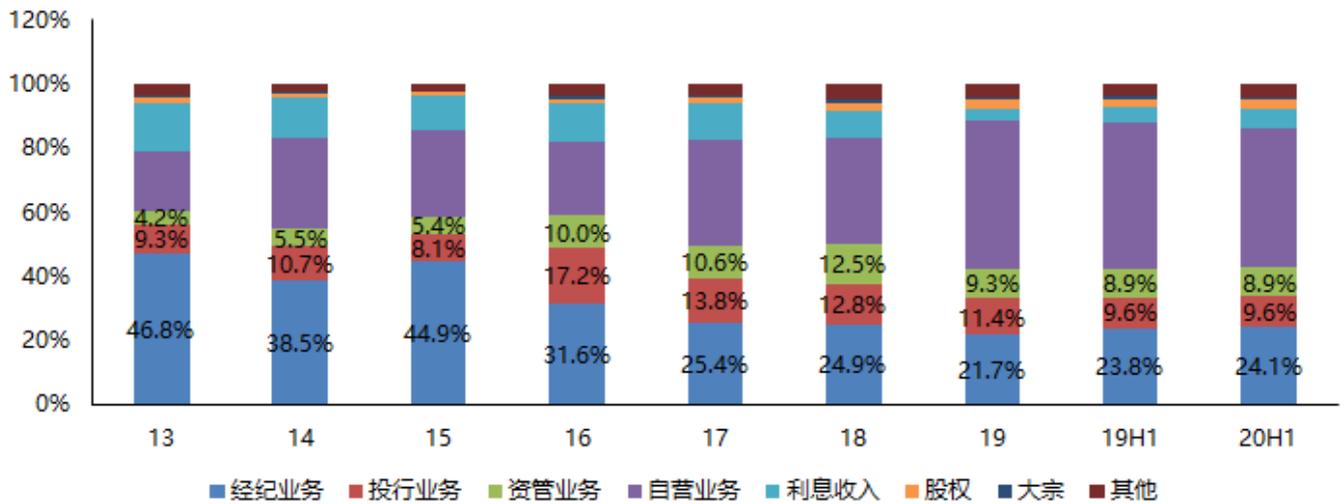
2.4. 收入结构来看收费类收入占比小幅上升，资金驱动的收入占比有所下降

收入结构来看，20H1 经纪、投行、资管业务占比分别为 24.1%、9.6%和 8.9%，较 19H1 分别提高 1.3pct、0pct 和 0pct，自营收入占比下降，20H1 自营收入占比 43.8%，同比下降 2pct。

20H1 由于交投活跃度的大幅提升、两融规模扩大，经纪业务、两融业务占比提升，自营业务占比下降。随着收费类业务竞争的加剧，以及行业杠杆的持续提升，未来收费类收入占比下降、资金驱动的收入占比提升的局面将持续。

各家上市券商收入结构分化较大，20H1 数据显示，经纪业务收入占比最高的方正证券、太平洋为 53%、45%，最低的红塔证券、第一创业分别只有 7%、13%；投行业务收入占比最高的国金证券、天风证券为 26%、25%，最低的广发证券、中国银河、红塔证券分别只有 3%、3%、1%；资管业务收入占比最高的中银证券、第一创业为 26%、22%，最低的西部证券、西南证券、兴业证券分别只有 0%、1%、1%。

图 16 13 年以来 39 家上市券商收入结构



资料来源：Wind，华西证券研究所

表 2 各家上市券商 20H1 收入结构

	经纪	投行	资管	自营	利息	股权投资	大宗	其他	营收合计
中信证券	21%	9%	14%	50%	2%	0%	1%	3%	100%
中信建投	20%	20%	4%	51%	1%	0%	0%	3%	100%
华泰证券	18%	8%	10%	39%	4%	16%	0%	4%	100%
国泰君安	28%	9%	5%	39%	14%	0%	0%	5%	100%
海通证券	14%	11%	11%	39%	13%	2%	5%	6%	100%
申万宏源	27%	4%	6%	53%	3%	2%	1%	3%	100%
招商证券	31%	8%	6%	42%	6%	5%	0%	3%	100%
国信证券	35%	8%	2%	32%	17%	3%	0%	2%	100%
广发证券	20%	3%	20%	47%	1%	1%	0%	7%	100%
中国银河	36%	3%	4%	43%	14%	0%	-1%	1%	100%
东方证券	18%	9%	18%	63%	-17%	7%	0%	3%	100%
方正证券	53%	9%	5%	14%	12%	4%	1%	4%	100%
红塔证券	7%	1%	4%	97%	-11%	0%	0%	1%	100%
光大证券	26%	19%	10%	29%	7%	1%	1%	8%	100%
兴业证券	19%	10%	1%	50%	-1%	0%	-3%	24%	100%
华林证券	34%	8%	5%	33%	16%	0%	0%	4%	100%
中泰证券	38%	11%	4%	31%	11%	1%	0%	3%	100%
长江证券	40%	8%	5%	30%	11%	1%	0%	4%	100%
长城证券	24%	10%	3%	41%	8%	10%	2%	1%	100%
财通证券	18%	9%	23%	31%	8%	10%	0%	1%	100%
西部证券	24%	10%	0%	51%	7%	0%	0%	8%	100%
天风证券	16%	25%	21%	43%	-14%	4%	1%	4%	100%
东兴证券	21%	15%	7%	64%	-7%	0%	0%	1%	100%
浙商证券	24%	15%	6%	42%	9%	0%	-2%	6%	100%
国元证券	22%	7%	3%	47%	15%	5%	0%	2%	100%
东吴证券	23%	16%	3%	51%	3%	2%	0%	3%	100%
南京证券	23%	10%	2%	54%	6%	3%	0%	2%	100%
国联证券	29%	13%	4%	32%	19%	1%	0%	2%	100%
第一创业	13%	11%	23%	39%	-3%	8%	1%	7%	100%
国金证券	25%	26%	2%	29%	15%	0%	0%	3%	100%
华西证券	35%	10%	3%	37%	14%	0%	0%	0%	100%
西南证券	21%	7%	1%	60%	-3%	12%	0%	2%	100%
华安证券	27%	7%	9%	49%	13%	-7%	0%	2%	100%
太平洋	45%	16%	18%	26%	-10%	3%	0%	2%	100%
山西证券	15%	14%	8%	65%	-2%	0%	-1%	1%	100%
国海证券	17%	9%	7%	61%	-2%	0%	0%	8%	100%
东北证券	22%	6%	4%	60%	-1%	3%	-5%	10%	100%
中原证券	40%	12%	2%	38%	-5%	4%	3%	7%	100%
中银证券	26%	5%	26%	16%	21%	0%	0%	6%	100%
合计	24%	10%	9%	44%	6%	3%	0%	5%	100%

资料来源: Wind, 华西证券研究所

3. 分项业务分析

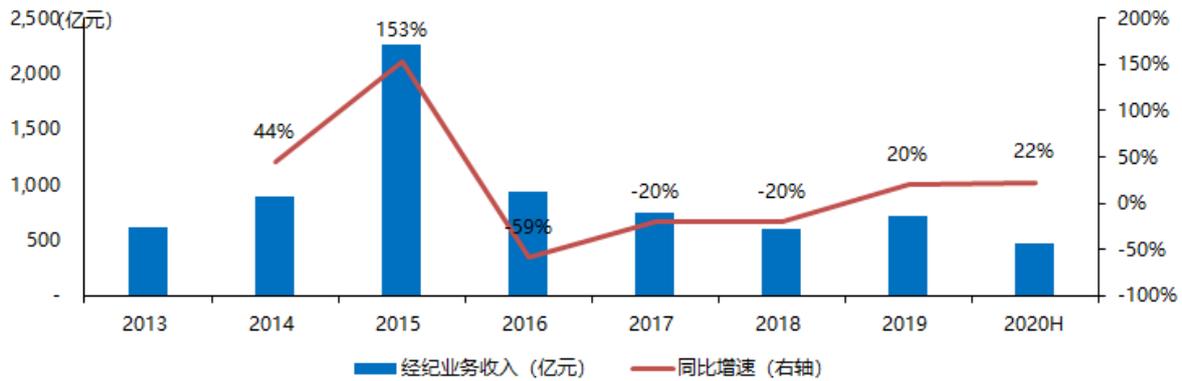
3.1. 经纪业务：佣金率继续下滑，机构化与财富管理转型提速

受益于市场流动性宽松与风险偏好提升带来的交投活跃，20H1 上市券商经纪业务分别实现收入 475.0 亿元，同比增长 22.4%。具体来看，头部券商中信证券、国泰君安和中国银河经纪业务收入稳坐行业前三把交椅。

但行业佣金率继续下滑，20H1 行业佣金率为万 2.76，同比下降 8%。在外围市场“零佣金”、国内市场竞争激烈的背景下，财富管理转型是唯一出路。

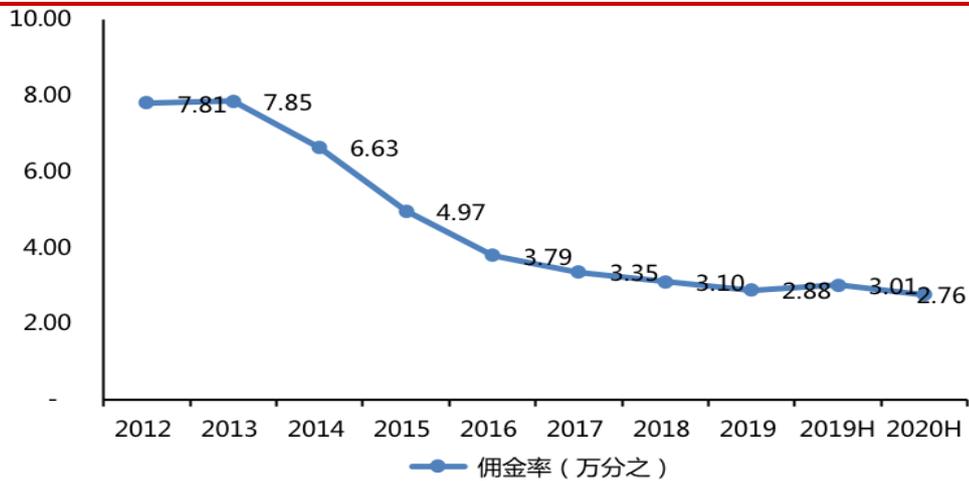
监管推动机构化与财富管理转型。19 年 10 月，公募基金投顾业务试点正式启动。2020 年 4 月，证监会发布《证券投资基金投资咨询业务管理办法（征求意见稿）》，提出“应引导对机构投资者提供股票、结构化产品、衍生品等高风险资产投资建议，对普通投资者提供公募基金等相对低风险资产”，公募基金有望迎来大发展，市场机构化、经纪业务财富管理转型提速。事实上，从市场机构佣金占比来看，15 年以来机构化过程已经在发生。

图 17 行业 20H1 经纪业务收入同比增长



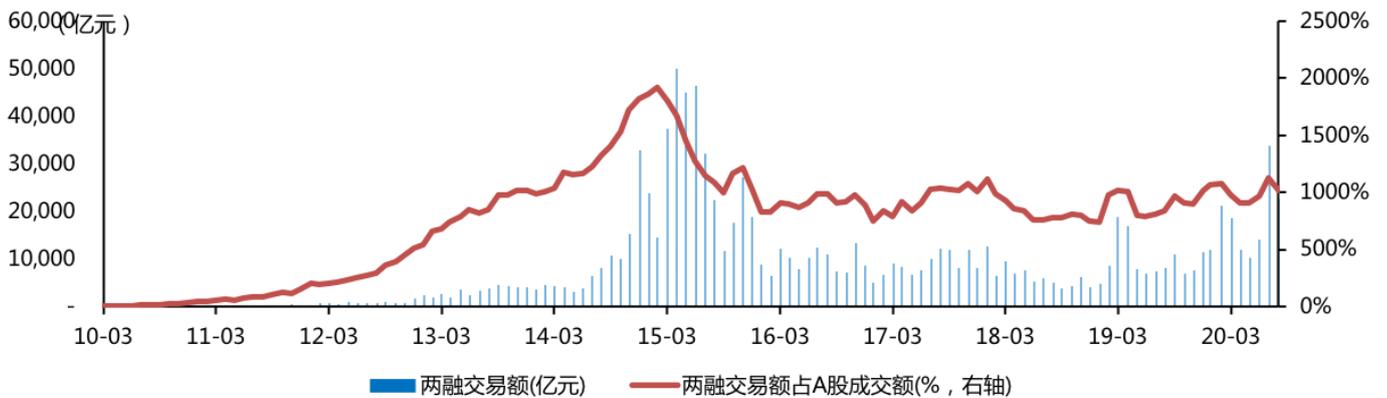
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 18 行业佣金率仍处下滑通道



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 19 20H1 两融交易额占 A 股成交额比例提升



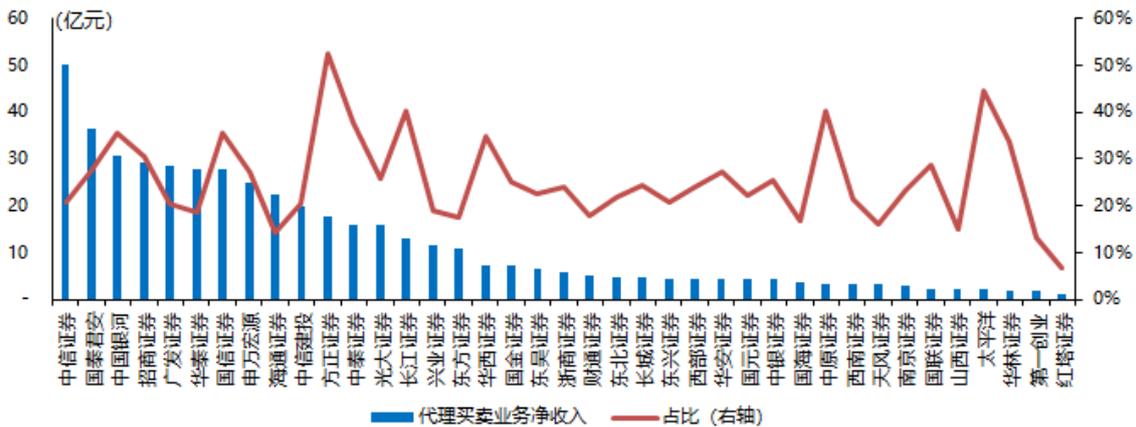
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 20 15 年以来机构佣金占比持续提升



资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

图 21 20H1 各家上市券商经纪业务收入及占比



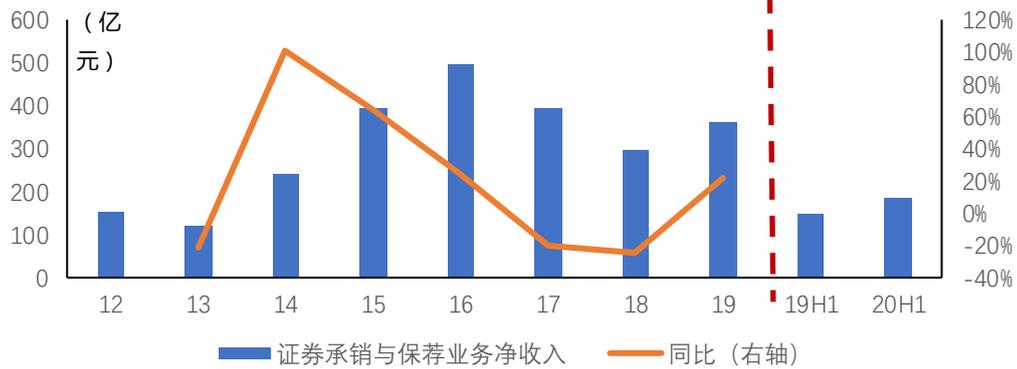
资料来源：Wind，华西证券研究所

3.2. 投行业务：科创板推动投行业务增长，注册制下投行业务超头部效应显著

20H1 上市券商投行业务收入 190 亿元，同比增长 22%。具体来看，在 20H1 中投行业务收入前三名分别为中信证券、中信建投和海通证券。

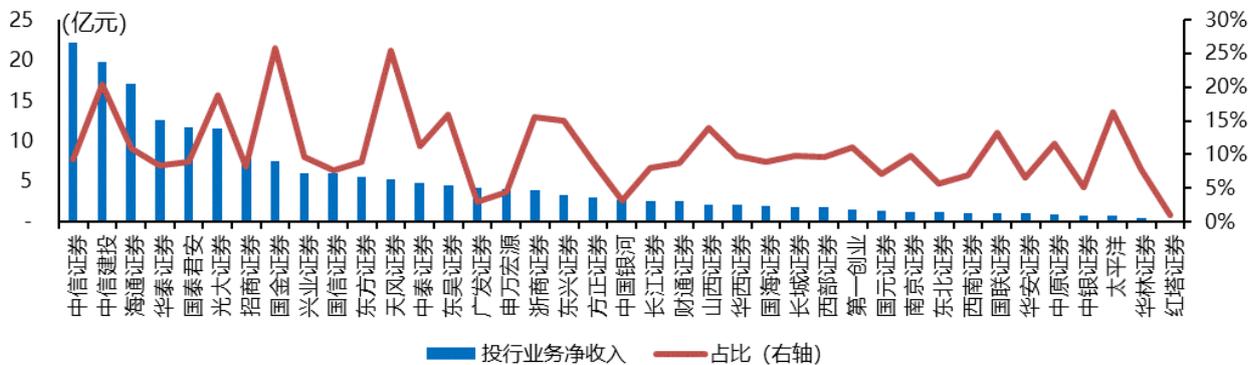
科创板开通及注册制实施对于券商投行业务收入增长起到显著效果，同时注册制下投行业务超头部效应明显。19 年科创板承销保荐费收入 48 亿元，占全市场承销保荐费收入的 13%；20H1 科创板承销保荐收入 30 亿元，占全市场承销保荐收入的 14%。科创板业务市场集中度远高于以往市场，以承销保荐费来看，2019 年科创板承销费的 CR3 为 33%，CR5 为 47%，20H1 的 CR3 为 39%，CR5 为 53%。而 19 年上半年科创板未开市前全市场承销保荐业务 CR3 为 22%，CR5 为 31%。具体公司来看，中金公司、光大证券和海通证券为 20H1 科创板承销保荐费前三，分别为 6.79 亿元、2.49 亿元和 2.44 亿元。

图 22 科创板开市扭转投行业务下滑趋势，19 年以来增长明显



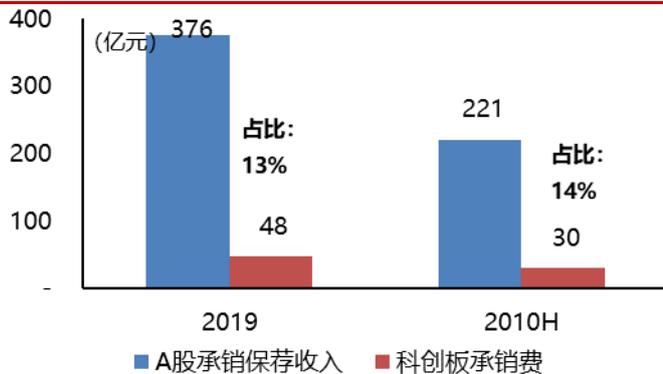
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 23 20H1 上市券商投行承销业务收入及占比



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 24 20H1 科创板承销费占国内券商承销保荐收入的 14%



资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

表 3 科创板业务市场集中度高

	2019 科创板	20H1 科创板	2019 上半年全市场
CR3	33%	39%	22%
CR5	47%	53%	31%

资料来源：中国证券业协会，Wind，华西证券研究所

表 4 各家券商科创板承销保荐费（单位：亿元）

2019 承销保荐费		2020H1 承销保荐费	
中金公司	5.82	中金公司	6.79
中信建投	5.31	光大证券	2.49
中信证券	4.44	海通证券	2.44
国泰君安	3.51	华泰联合	2.17
华泰联合	3.42	中信证券	2.14
国信证券	2.93	国金证券	1.84
招商证券	2.90	中信建投	1.75
广发证券	2.03	招商证券	1.41
民生证券	1.85	广发证券	0.83
东兴证券	1.76	东方证券	0.76
安信证券	1.75	国泰君安	0.76
海通证券	1.69	西部证券	0.71
南京证券	1.41	中国银河	0.68
中德证券	1.36	首创证券	0.60
华安证券	0.92	中山证券	0.60
英大证券	0.75	天风证券	0.58
国金证券	0.74	兴业证券	0.51
长江证券	0.62	德邦证券	0.50
东吴证券	0.60	信达证券	0.46
东莞证券	0.55	东兴证券	0.43
东方花旗	0.50	华创证券	0.41
瑞银证券	0.46	中泰证券	0.37
兴业证券	0.46	申港证券	0.33
中天国富	0.46	浙商证券	0.30
方正证券	0.45	平安证券	0.27
天风证券	0.41	民生证券	0.19
申万宏源	0.38		
合计	47.51	合计	30.31

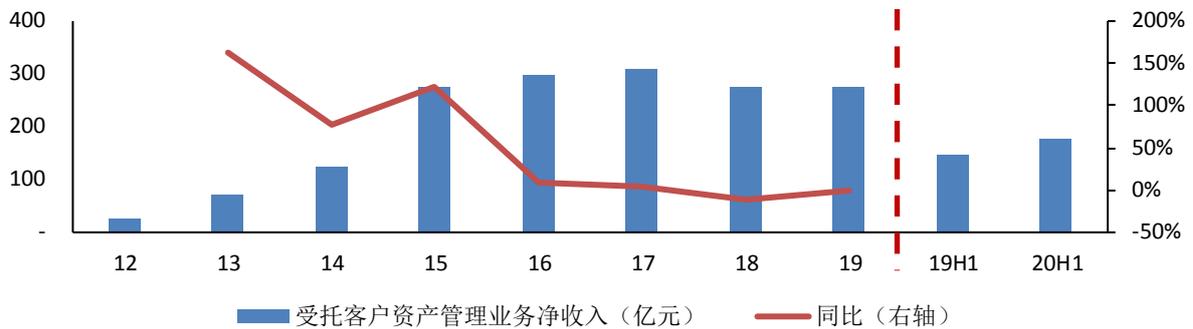
资料来源：Wind，华西证券研究所

3.3. 资管业务向主动管理转型，规模下滑趋缓收入提升

券商资管规模下降趋缓，业绩同比增长。20H1 券商受托客户资产管理业务收入为 175.5 亿元，同比增长 22%。2018 年 4 月资管新规发布，要求主动压缩通道类资产管理规模，券商资产管理规模大幅下滑，2018、2019 两年券商资产管理规模大幅下降，但 2020 年降幅趋缓，2020 年券商资管规模 10.3 万亿元，较上年末略有下降。由于券商持续向主动管理转型，19 年逆转上年收入下滑局面，并于 20H1 实现显著增长，券商资产管理业务转型趋势前景明朗。

具体到上市公司，中信证券、广发证券、海通证券和华泰证券资管业务净收入位居上市公司前四，20H1 收入超过 15 亿元。

图 25 19 年以来券商资管业务收入实现正增长



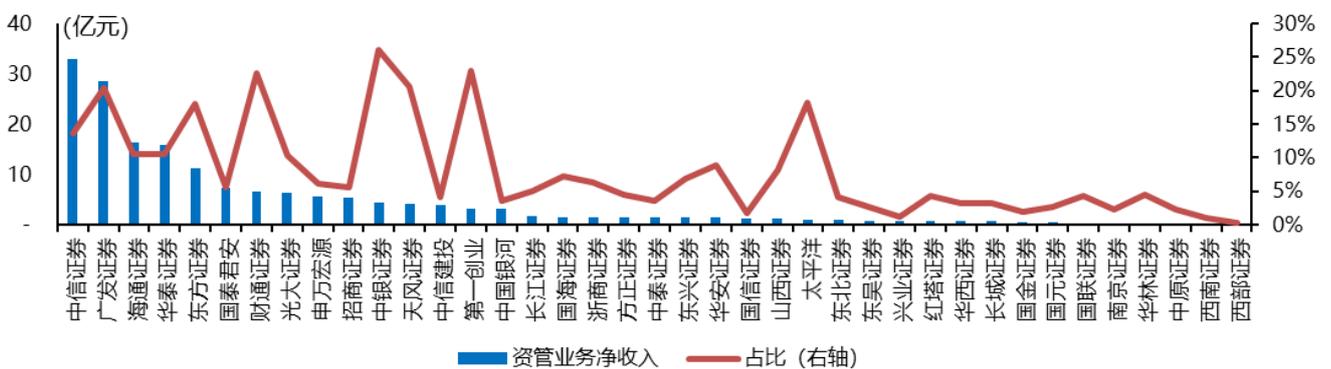
资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

图 26 券商资管业务规模下降趋缓



资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

图 27 20H1 上市券商资产管理业务收入及占比



资料来源：Wind，华西证券研究所

3.4. 自营资产扩表显著，高配固收类者胜，科创板带动“投行+投资”提升收益率

20H1 上市券商证券自营业务收入为 863 亿元，同比增长 16%。其中自营资产投入规模继续扩张，收益率则略有下降。受益于 20 年以来债券市场的良好表现，高配固收类资产的券商收益率以及收益的稳健性更好。

1) 自营资产规模来看，近年来上市券商自营资产投资规模持续提升。20H1 自营资产规模达到 3.5 万亿元，同比提升 21%，自营资产与券商净资产比例达到 214%。中信证券、国泰君安、华泰证券和海通证券自营投资规模居前四位，而以自营资产与净资产的比值来看，华林证券、中信证券、东方证券和中信建投居前四位。

2) 自营投资收益率来看，20H1 年上市券商的投资收益率为 2.61%，同比下滑 12pct。上市券商中红塔证券、东北证券、南京证券和兴业证券四家投资收益率居前四名。得益于 2019 年、20H1 债券市场的良好表现，上市券商投资收益率与自营投资资产中固定收益类资产占比显著正相关。统计结果显示，19 年券商自营资产的固收类占比与自营投资收益率相关系数为正 24%，20H1 券商自营资产的固收类占比与自营投资收益率相关系数为正 10%。

3) 科创板跟投资金 20H1 跟投收益合计 63.29 亿元，占证券自营收益的 7%。

图 28 20H1 上市券商证券自营投资收益同比+16%



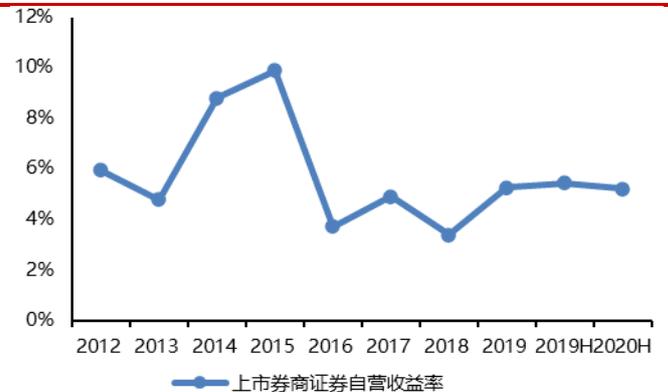
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 29 上市券商自营资产规模持续增加



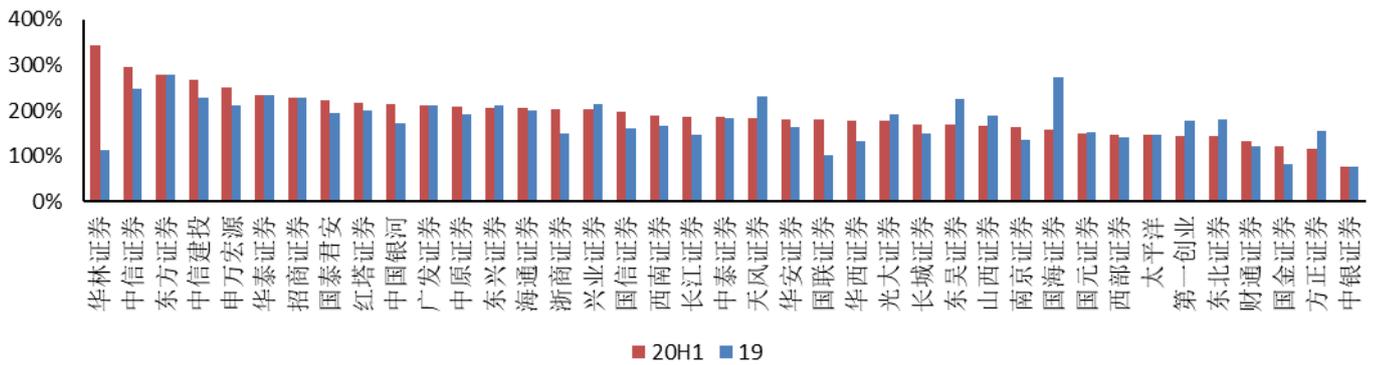
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 30 上市券商自营投资收益率贡献业绩弹性



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 31 上市券商证券自营规模/归母权益



资料来源: Wind, 华西证券研究所

表 5 19 年及 20H1 上市券商投资收益率与固收类投资占比显著正相关

	19 年底固收类投资占比	19 年投资收益率	20H1 固收类投资占比	20H1 投资收益率
中信证券	86%	4.7%	88%	2.6%
中信建投	92%	5.2%	92%	3.5%
华泰证券	83%	4.6%	85%	2.0%
国泰君安	82%	4.7%	89%	1.8%
海通证券	81%	5.3%	85%	2.3%
申万宏源	90%	6.0%	89%	2.5%
招商证券	91%	4.6%	92%	2.0%
国信证券	85%	5.6%	85%	2.6%
广发证券	90%	5.1%	90%	3.4%
中国银河	88%	5.7%	90%	2.6%
东方证券	91%	4.8%	90%	2.6%
方正证券	84%	3.5%	77%	0.9%
红塔证券	96%	8.7%	95%	5.4%
光大证券	90%	3.6%	87%	2.0%
兴业证券	86%	7.1%	86%	4.2%
华林证券	99%	7.5%	98%	0.1%
中泰证券		5.1%	85%	2.2%
长江证券	88%	7.5%	89%	2.1%
长城证券	94%	5.7%	95%	2.8%
财通证券	95%	7.8%	91%	3.3%
西部证券	96%	6.4%	95%	3.6%
天风证券	90%	5.8%	92%	2.9%
东兴证券	85%	5.3%	86%	3.3%
浙商证券	93%	6.2%	98%	3.9%
国元证券	97%	3.9%	94%	2.4%
东吴证券	86%	4.2%	84%	3.1%
南京证券	96%	7.9%	97%	4.3%
国联证券	91%	7.5%	96%	2.3%

第一创业	96%	6.4%	93%	3.8%
国金证券	80%	7.5%	87%	4.0%
华西证券	91%	7.8%	95%	2.5%
西南证券	83%	7.4%	84%	2.8%
华安证券	95%	7.9%	96%	3.4%
太平洋	92%	7.6%	96%	0.8%
山西证券	90%	5.7%	92%	3.9%
国海证券	98%	5.1%	96%	3.9%
东北证券	91%	7.2%	86%	5.0%
中原证券	96%	5.3%	98%	1.7%
中银证券	95%	6.4%	95%	2.5%
相关系数	24%		10%	

资料来源: Wind, 华西证券研究所

科创板带动“投行+投资”提升收益率。19年科创板跟投资金30.76亿元,当年收益24.93亿元,收益率81%,20年上半年收益27.23亿元,收益率49%;20H1科创板跟投资金18.74亿元,收益36.03亿元,收益率192%。跟投资金20年H1合计收益63.29亿元。

19年跟投资金上半年产生的投资收益看,中金公司、国泰君安、海通证券和国信证券位居跟投收益前四名,跟投收益分别达到4.25亿元、4.11亿元、2.65亿元和2.52亿元。20年上半年跟投资金产生的跟投收益来看,中金公司、海通证券、光大证券和国金证券位居前四名,跟投收益分别达到8.39亿元、7.24亿元、3.38亿元和1.99亿元。

表6 科创板跟投资金及收益率 (单位:亿元)

券商简称	2019 跟投金额	2019 跟投收益	19 年跟投资金 20H1 产生收益	券商简称	2020H 跟投资金	20H 跟投收益
中金公司	4.64	4.13	4.25	中金公司	4.88	8.39
中信证券	3.82	3.66	2.33	海通证券	1.55	7.24
中信建投	3.28	2.50	1.47	光大证券	1.17	3.38
国泰君安	2.27	2.35	4.11	国金证券	1.03	1.99
国信证券	1.79	1.70	2.52	招商证券	0.92	1.67
华泰证券	2.02	1.43	1.12	华泰证券	1.11	1.43
海通证券	1.09	1.39	2.65	中信建投	0.77	1.27
南京证券	0.60	1.24	0.95	东方证券	0.43	1.20
安信证券	1.02	1.06	0.48	中信证券	1.49	1.04
民生证券	0.98	0.96	0.98	中国银河	0.60	0.99
招商证券	1.44	0.88	1.93	民生证券	0.21	0.89
东兴证券	1.00	0.70	0.22	德邦证券	0.34	0.76
广发证券	1.27	0.67	1.03	中山证券	0.29	0.74
申万宏源	0.26	0.62	1.68	天风证券	0.23	0.67
天风证券	0.36	0.30	-0.03	东兴证券	0.20	0.61
兴业证券	0.40	0.26	-0.05	国泰君安	0.40	0.56
方正证券	0.19	0.26	-0.09	浙商证券	0.20	0.51

中德证券	0.63	0.21	0.34	广发证券	0.50	0.46
东莞证券	0.29	0.20	0.26	申港证券	0.29	0.44
东吴证券	0.25	0.15	-0.01	华创证券	0.23	0.39
华安证券	0.40	0.10	0.34	信达证券	0.29	0.39
东方花旗	0.31	0.09	0.14	兴业证券	0.24	0.33
长江证券	0.60	0.06	0.05	西部证券	0.49	0.26
中天国富	0.31	0.03	0.03	首创证券	0.42	0.18
国金证券	0.40	0.01	0.36	平安证券	0.19	0.15
瑞银证券	0.60	0.00	0.01	中泰证券	0.26	0.14
英大证券	0.52	-0.03	0.15			
合计	30.76	24.93	27.23	合计	18.74	36.06

资料来源: Wind, 华西证券研究所

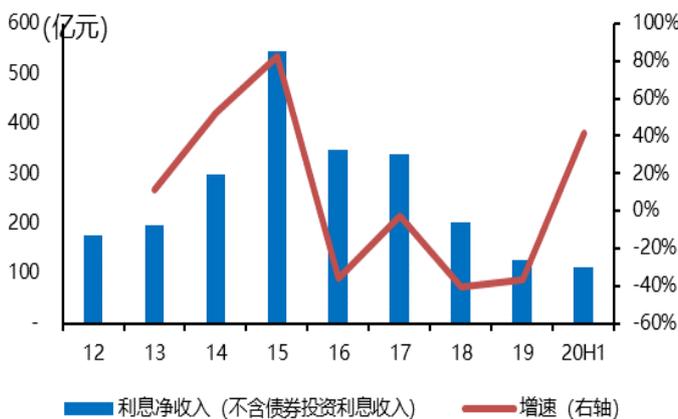
3.5. 融资成本下降与两融余额扩张助推利息净收入提升

20H1 上市券商利息净收入为 126.6 亿元, 同比增长 8.7%。券商利息净收入增加的原因一方面在于随着货币环境的持续宽松, 券商融资成本有一定下滑, 另一方面是两融余额的持续提升。券商股票质押业务则是继续主动压降, 鉴于大家对于此项业务及其信用风险的关注, 本文在下一节专门讨论股质业务。

1) 2018 年底以来, 随着市场流动性的持续宽松, 券商融资成本持续下降。以证券公司债为例, 20H1 年证券公司债的平均利率为 3.42%, 较 19 年进一步下降 83 个百分点。

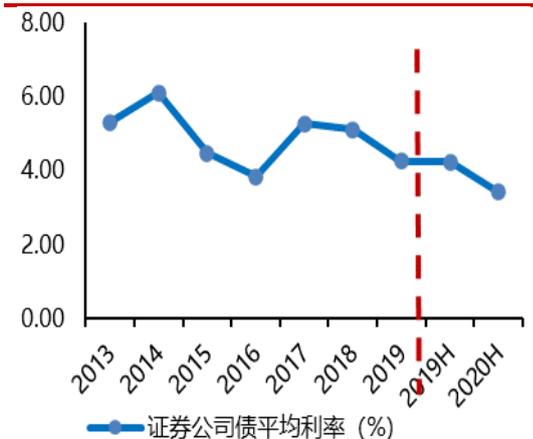
2) 两融业务是券商利息收入板块最重要、最优质的业务。在 19 年两融余额探底 7200 亿元后, 两融余额持续提升, 并于 19 年 12 月破万亿元, 20H1 两融余额始终维持在万亿元以上的水平, 并保持稳步增长的趋势。

图 32 19 年以来券商利息收入及同比增长



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 33 证券公司债发行利率明显下滑



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 34 19 年 1 月以来沪深两融余额持续提升



资料来源: Wind, 华西证券研究所

3.6. 股押业务继续压降但降幅放缓，减值计提充分抵押物充足

股票质押是 2013 年以来券商非常重要的一项融资类业务，由于拥有大量股票托管客户基础，具备天然的客户优势，同时借力研究所具备股票定价方面优势，股票质押业务推出后，券商不断攻城略地，市场份额节节攀升。2013-2017 年，券商不断超越银行、信托，成为股票质押市场老大，2017 年市场份额一度超过 70%。

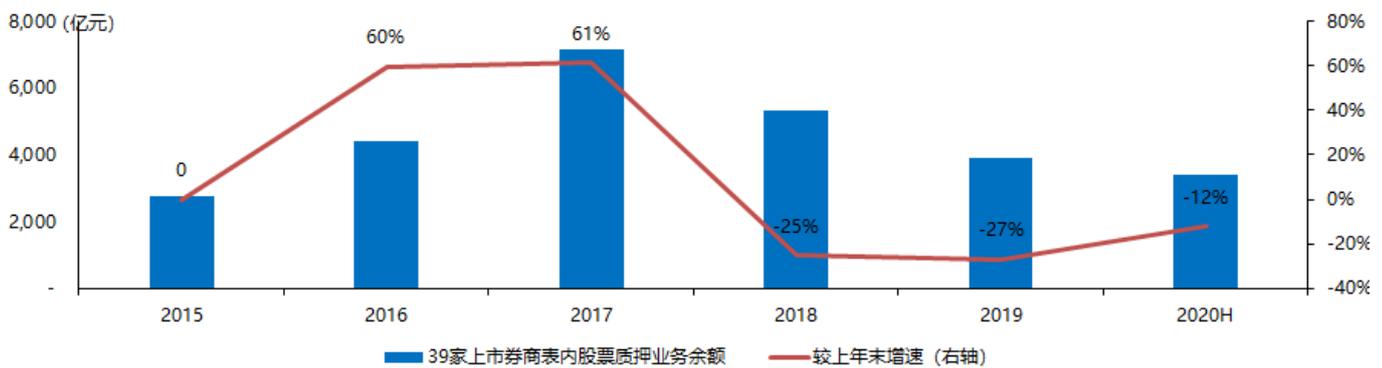
2018 年风险暴露后，券商对股票质押业务态度趋向谨慎，持续主动压降股票质押业务规模。2018 年 1 月股票质押新规开始实施，对券商表内股票质押规模与风险管理提出更高要求，其后随着市场一路下跌，2018 年下半年，股票质押风险逐步暴露¹。此后券商对新增股票质押业务普遍较为谨慎，叠加对于此项业务监管日益趋严，多数券商主动压降股票质押业务规模。其中新增股票质押业务上券商份额从 2017 年的超过 70%下降至 2018、19 年的不足 50%，2020 年进一步下降至 40%以下。

2020 上半年末，上市券商表内股票质押业务规模为 3416 亿元，较 2019 年下降 12%。其中，中信证券、海通证券、国泰君安股票质押式回购资产余额分别为 395.64 亿元、376.41 亿元、292.41 亿元，排名前三。

整体上市券商股票质押业务减值准备计提充分，抵押物充足。20H1 信用减值准备计提较 2019 年的 240 亿元进一步增加至 312 亿元，同时压降了股票质押规模，减值准备/买入返售余额由 2019 年的 4.45%提升至 20H1 的 6.15%。上市券商整体抵押物市值/买入返售余额 242%。

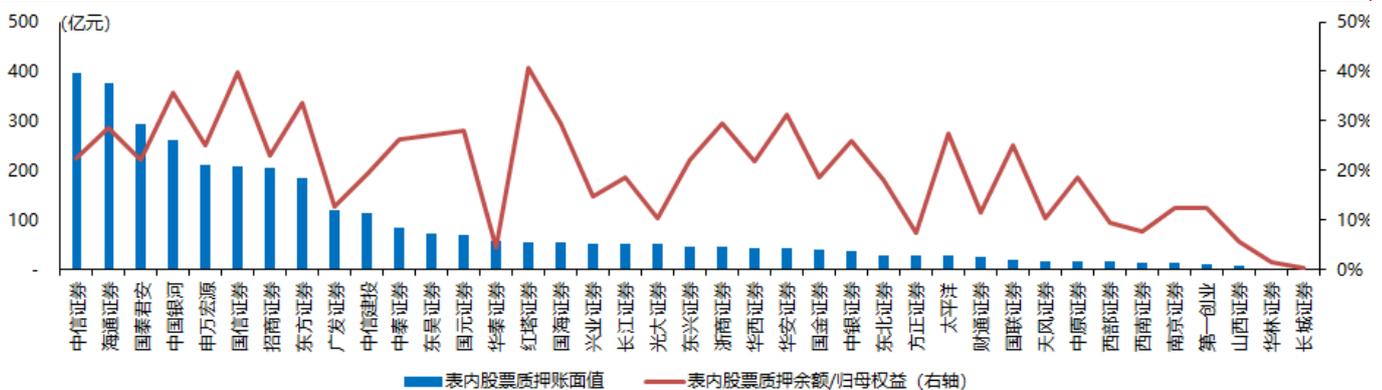
¹ 市场对券商净资产质量的担忧致使彼时券商指数的 PB 估值一度跌至 1 的历史低位。

图 35 20H1 上市券商股票质押回购规模较上年末继续下降但降幅趋缓



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 36 部分上市券商股票质押业务抵押物市值比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

4. 注册制下券商加速向现代投资银行转型

传统证券公司运营模式下业务模块之间独立性较高, 缺乏协同效应。经纪业务主要为代买卖业务及融资融券业务, 个人客户中高净值个人比例低。为机构投资者提供服务单一, 主要为金融产品代销及研究销售服务。

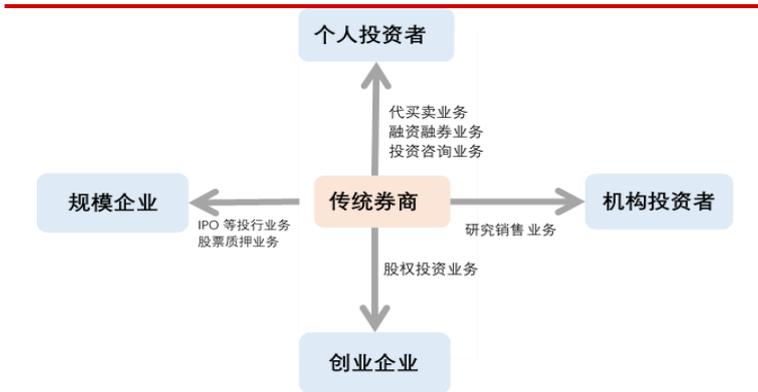
注册制下各业务模块协同增加, 形成有机整体。

民营、新兴产业 IPO 数量增多, 造富效应下股东及管理层将成为券商高端财富管理业务重要客户来源。业内已有券商围绕民营企业布局高端财富管理, 除了 2007 年便已布局高端财富管理业务的中金公司, 2020 年 5 月, 华泰证券引入财富管理业务的权威人士黄华, 重点打造投行型私人银行, 私行业务布局将重点围绕民营企业客户, 构建以投资银行为核心的私人银行商业模式。

私人财富管理部门可以利用投行项目优势, 开发股票市场相关的定增、股票质押回购类项目、并购融资类项目, 为高净值客户提供高端定制化产品。

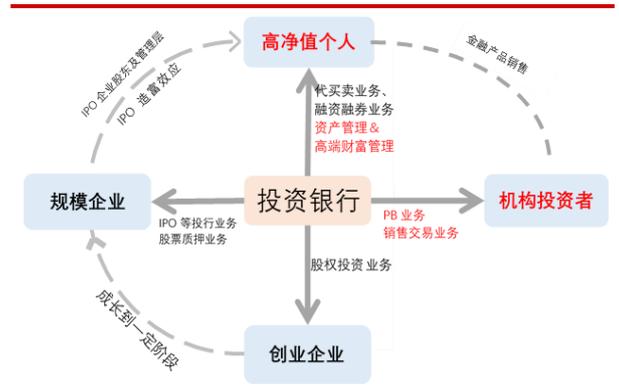
自营业务功能显著变化, 承担起卖方业务支持的功能, 科创板跟投带来的“投资+投行”是证券自营业务支持投行业务的显著代表。

图 37 传统证券公司运营模式



资料来源：华西证券研究所

图 38 现代投资银行运营模式



资料来源：华西证券研究所

5. 盈利预测与投资建议

5.1. 盈利预测：中性假设下 2020 年归母净利增速 26%

行业客户保证金及两融余额维持高位加之交投活跃，经纪业务与利息收入有望显著增长，注册制下 IPO 融资加快带动投行业务增长，基金发行火热资产管理业务有望获得不错业绩。在 2020 年全年日均股基交易额 9030 亿元、日均两融余额 12204 亿元的中性假设下，行业全年预测净利润 1552 亿元，同比增长 26.1%。分业务类看，经纪业务收入将达到 1207 亿元，同比增长 53.2%；自营业务收入 1436 亿元，同比增长 17.6%；利息收入 552 亿元，同比增长 19.0%；投行业务收入将达到 530 亿元，同比增长 9.9%；资管业务收入将达到 338 亿元，同比增长 8.0%。

表 7 关键假设

关键假设	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
经纪业务						
日均交易额	4,139	5,599	9,030	9,476	9,945	10,438
佣金率	3.10	2.88	2.74	2.60	2.50	2.40
投行业务						
IPO	1,378	2,532	3,760	6,393	7,032	7,735
增发	7,524	6,888	7,769	13,207	14,528	15,981
配股	228	134	450	764	841	925
核心债券	39,922	56,205	57,491	91,674	145,457	228,420
资管业务						
集合资管规模日均	20,131	19,054	18,970	20,393	21,816	21,816
定向资管规模日均	126,938	100,563	91,189	98,028	104,867	104,867
专项资管规模日均	60	16	0	0	0	0
资本中介业务						
日均融资融券规模	9,131	9,116	12,204	15,170	17,205	19,512
日均股权质押规模	7,475	5,197	4,096	4,141	4,696	5,326
日均客户资金	9,989	11,189	15,000	18,700	22,440	26,928
自营业务						
平均投资资产	29,223	35,878	42,179	48,100	53,889	59,865
投资收益率	2.7%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%	3.4%

资料来源: Wind, 华西证券研究所

表 8 盈利预测

券商行业收入利润	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,663	3,605	4,399	5,098	5,728	6,501
--经纪业务	623	788	1,207	1,203	1,212	1,221
--自营业务	800	1,222	1,436	1,638	1,835	2,038
--利息收入	215	464	552	696	778	867
--投行业务	370	483	530	860	1,175	1,641
--资管业务(含投资咨询)	307	313	338	364	391	396
--其他	348	336	336	336	336	336
营业支出	1,775	1,964	2,329	2,584	2,903	3,295
--营业税金及附加	24	25	31	36	40	46
--管理费用	1,521	1,795	1,964	2,275	2,556	2,902
--减值损失	194	215	253	177	199	226
营业利润	888	1,641	2,070	2,514	2,825	3,206
所得税	222	410	517	629	706	802
净利润	666	1,231	1,552	1,886	2,119	2,405
收入增速及利润率	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入增速	-14.5%	35.4%	22.0%	15.9%	12.3%	13.5%
--经纪业务	-24.1%	26.3%	53.2%	-0.3%	0.7%	0.8%
--自营业务	-7.1%	52.6%	17.6%	14.0%	12.0%	11.1%
--利息收入	-38.3%	115.8%	19.0%	26.2%	11.7%	11.5%
--投行业务	-27.4%	30.5%	9.9%	62.2%	36.7%	39.6%
--资管业务	-10.9%	2.1%	8.0%	7.8%	7.4%	1.3%
净利润增速	-41.0%	84.8%	26.1%	21.5%	12.3%	13.5%

资料来源: Wind, 华西证券研究所

表 9 敏感性分析 (单位: 亿元)

20年两融余额12204亿假设下敏感性分析										
20年日均交易额	7500	8000	8500	9,030	9,500	10,000	10,500	11,000	11,500	12,000
营业收入	4297	4331	4364	4399	4431	4464	4498	4531	4564	4598
净利润	1516	1528	1540	1552	1564	1575	1587	1599	1611	1623
营业收入增速	19.2%	20.1%	21.1%	22.0%	22.9%	23.8%	24.8%	25.7%	26.6%	27.5%
净利润增速	23.2%	24.1%	25.1%	26.1%	27.0%	28.0%	28.9%	29.9%	30.9%	31.8%
20年日均股票交易9030亿假设下敏感性分析										
20年日均两融余额	9,000	10,000	11,000	12,204	13,000	14,000	15,000	16,000	17,000	18,000
营业收入	4283	4319	4356	4399	4428	4464	4501	4537	4573	4610
净利润	1511	1524	1537	1552	1563	1575	1588	1601	1614	1627
营业收入增速	18.8%	19.8%	20.8%	22.0%	22.8%	23.8%	24.9%	25.9%	26.9%	27.9%
净利润增速	22.8%	23.8%	24.9%	26.1%	26.9%	28.0%	29.0%	30.1%	31.1%	32.1%

资料来源: Wind, 华西证券研究所

5.2. 投资建议

目前行业估值处于历史不高位置,流动性相对宽松以及资本市场改革深化估值中枢有望抬升。目前一级市场政策已经落地包括科创板及存量板块的注册制发行、再融资新规的推出,以及新三板一系列盘活政策。为匹配一级市场政策效果,更好地服务实体经济,后续投资端政策值得期待,包括引导长期资金入市、完善交易制度和衍生品扩容。长期看好行业。证券行业投资价值分析详见我们2020年4月14日外发报告《证券行业大涨点评兼行业投资价值简析》。

个股方面,我们推荐三条主线:1)估值较低,且受益于行业打造航母级券商各项创新政策的大型综合性券商,包括华泰、国君;2)投行业务出色,显著受益一级市场新政的国金、浙商、东吴;3)财富管理业务出色,显著受益于交投活跃的东方财富、中国银河。另外投行业务扩容受益标的还有兴业证券。

6. 风险提示

外围市场大幅波动,海外分部经营风险,北上资金大幅净流出,权益市场大幅下跌,券商股票质押业务风险,衍生品风控不足,创投子公司参与项目的连带责任,交易量大幅萎缩,资本市场改革低于预期。

分析师与研究助理简介

魏涛：华西证券总裁助理兼研究所所长，北京大学博士，CPA，多年证券研究经验，曾任太平洋证券研究院院长、中银国际证券研究所所长。2015年包揽水晶球和新财富最佳分析师非银组第一名。

吕秀华：北京大学金融学博士，7年证券研究经验。曾任职中银国际证券战略规划部、方正证券研究所。研究基础扎实，熟悉券商财务数据背后业务、管理、科技及风险方面的布局思路，熟悉海外投行与经纪业商业模式。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。