券商2020年中期策略

——资本市场改革正当时，券商吹响新时代号角

证券分析师：胡翔
执业证书编号：S0600516110001
联系邮箱：hux@dwzq.com.cn
研究助理：朱洁羽
联系邮箱：zhujieyu@dwzq.com.cn

二零二零年七月五日

- **券商：资本市场改革正当时，券商吹响新时代号角**
- **资本市场改革有序推进，产业政策放松引导券商转型发展，推动行业长期阿尔法提升。**2020年以来，推动资本市场改革的政策不断出台，资本市场重要性提升，优化券商发展环境。创业板注册制、新三板转板制度落地，再融资新规进一步放松，新证券法推进市场改革，积极信号不断激发市场活力。
- **市场流动性充裕，中短期贝塔属性凸显。**券商板块对政策具有较高敏感性，今年以来整体政策向好，市场流动性充足，市场风险偏好提升，驱动券商盈利增长。
- **投资建议：**行业估值仍处于历史低位，**个股层面，建议关注**最具成长性+业绩有望持续超预期的零售证券龙头**【东方财富】**，最受益行业集中度提升的龙头券商**【中信证券】、【华泰证券】、【中金公司】**，此外建议关注业绩增长确定、中期有核心变化且低估值的**【国元证券】**及弹性标的【海通证券】、**【东方证券】**。
- **风险提示：**1）股市进一步调整；2）监管趋严；3）国内外疫情控制不及预期；4）宏观经济下行。

目录



- 政策积极向好，看好行业长期阿尔法
- 中期市场流动性充裕，贝塔属性凸显
- 投资建议：关注弹性及价值龙头标的
- 风险提示

1.1 行业趋势：创业板注册制落地，积极信号激发市场活力

- **创业板注册制、新三板转板制度落地，再融资新规进一步放松，新证券法推进市场改革，积极信号不断激发市场活力。**2020年以来，推动资本市场改革的政策不断出台，资本市场重要性提升，优化券商发展环境。

表：2020年上半年重要政策事件梳理

时间	监管部门	事件
2020/2/14	证监会	证监会发布“再融资新规”，放宽了对主板（中小板）、创业板上市公司定向增发股票的监管要求。
2020/3/1	证监会等	新《证券法》正式实施，上交所和深交所不再实施公司债券暂停上市制度，已暂停上市的公司债券分别按照上交所和深交所《关于调整债券上市期间交易方式有关事项的通知》相关规定执行；证监会发布《关于公开发行公司债券实施注册制有关事项的通知》，公司债券公开发行实行注册制。
2020/3/20	证监会	证监会发布《发行监管问答——关于上市公司非公开发行股票引入战略投资者有关事项的监管要求》。
2020/4/18	证监会	发布《公开募集证券投资基金投资全国中小企业股份转让系统挂牌股票指引》，明确管理人要求和可参与投资的基金类型，要求基金管理人应具备相应投研能力，配备充足的投研人员。
2020/4/27	证监会	证监会就《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》《创业板上市公司持续监管办法（试行）》草案和《证券发行上市保荐业务管理办法》修订草案公开征求意见。
2020/4/30	证监会	根据中国证监会与国家发展改革委推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作安排，中国证监会起草了《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》，现向社会公开征求意见。
2020/5/22	证监会	为优化证券公司分类监管制度，促进证券公司增强风险管理能力，引导证券行业差异化发展，证监会对《证券公司分类监管规定》相关条款进行修改，现向社会公开征求意见。
2020/5/22	证监会	证监会就《创业板首次公开发行证券发行与承销特别规定》公开征求意见。特别规定称，要复制推广科创板主要制度，并根据实际予以优化，同时结合创业板存量改革特点，增强制度安排的包容度。
2020/5/29	证监会	证监会发布《关于修改<证券公司次级债管理规定>的决定》，自发布之日起施行。允许证券公司公开发行次级债，不再限制投资者人数，支持券商充实资本。
2020/6/3	证监会	为建立转板上市机制，规范转板上市行为，证监会发布《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，对转入板块的范围、转板上市条件、程序、保荐要求、股份限售等事项作出原则性规定。
2020/6/12	证监会	中国证监会起草了《关于修改<证券公司股权管理规定>的决定》《关于修改<关于实施《证券公司股权管理规定》有关问题的规定>的决定》，向社会公开征求意见。
2020/6/12	证监会	证监会发布《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》《创业板上市公司持续监管办法（试行）》和《证券发行上市保荐业务管理办法》，自公布之日起施行。

数据来源：证监会、国务院等，东吴证券研究所

1.1 行业趋势：政策放松引导业务松绑，驱动行业阿尔法收益

- **政策引导释放积极信号，新证券法落地开启资本市场新篇章。**2020年3月1日，新证券法正式实施，注册制加速推进，强化投资者保护水平，提高违法成本，重塑资本市场监管体系，将保障资本市场长期健康平稳发展。公开发行公司债券实行注册制，资本市场改革有序进行。积极的产业政策与流动性政策叠加背景下，券商有望深度受益。
- **政策变革范围对应多业务领域，进一步提升券商重要性，积极推动券商阿尔法：**1）科创板——国家层面支持科创企业，规范科创板证券发行、再融资行为。2）再融资——提升券商重要性，促进资本市场改革，激发市场活力。3）创业板——注册制改革落地，企业上市审核效率提升，券商迎发展新机遇。4）新三板——转板制度打通精选层企业上市通道，带动新三板企业质量的提升。5）T+0制度——将适时推出做市商制度，研究引入单次T+0交易，有助于增强市场活跃度。6）两融制度优化——降低融资成本，提升两融交易市场活跃度。7）基金投顾——促进财富管理业务模式转型，为券商带来增量收入。

表：多业务板块重要政策梳理

关键词	时间	事件
科创板	2019年1月30日	《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》
	2019年11月8日	《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》公开征求意见
再融资	2019年11月8日	修改《上市公司证券发行管理办法》《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》等再融资规则公开征求意见
	2020年2月14日	《上市公司证券发行管理办法》《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》《上市公司非公开发行股票实施细则》
两融优化	2019年8月9日	《融资融券交易实施细则》
基金投顾	2019年10月	《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》
	2020年3月	包括华泰证券、中国银河在内的多家券商公告获得基金投资顾问试点资格
T+0	2020年5月	上交所回应，将适时推出做市商制度，研究引入单次T+0交易
新三板	2020年6月3日	证监会发布《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》
创业板	2020年4月27日	《创业板改革并试点注册制总体实施方案》审议通过
	2020年6月12日	《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等四部规章出台

数据来源：证监会、公司公告，东吴证券研究所

- **创业板注册制改革落地，创新企业发展机会增加，同时也将推动投资者机构化进程。**创业板改革落地将进一步影响市场：1）创业板交易制度的创新安排有利于提升市场活跃度，提高市场定价效率和机构投资者定价能力，有利于市场价值投资理念的养成。2）上市条件包容且多元化，退市标准快、精、准，有利于畅通企业上市至退市循环体系，进一步提升A股上市公司质量。3）注册制上市公司缺乏审核，投资者需对公司投资价值做出判断。注册制下，发行审核侧重强化信息披露，不对项目质量发表意见，投资者在投资市场上面临的风险加大，亟需提高专业素质或购买专业投顾服务，将推动投资者机构化进程。
- **创业板注册制改革对券商服务实体经济的综合金融能力提出了更高的要求，龙头券商优势突出，中小券商竞争预计加大。**创业板注册制改革为证券行业提供了新的发展机遇：1）本次改革放宽涨跌幅比例，短期预计券商经纪业务将直接受益于市场活跃度提升。2）注册制对券商的综合金融服务能力提出更高要求。3）龙头券商综合实力突出，中小券商竞争加大。注册制下，龙头券商服务能力优势更为突出，对投行业务的利润增量贡献将更显著，预计行业集中度将进一步提升，未来预计中小券商在创业板的竞争将加剧。

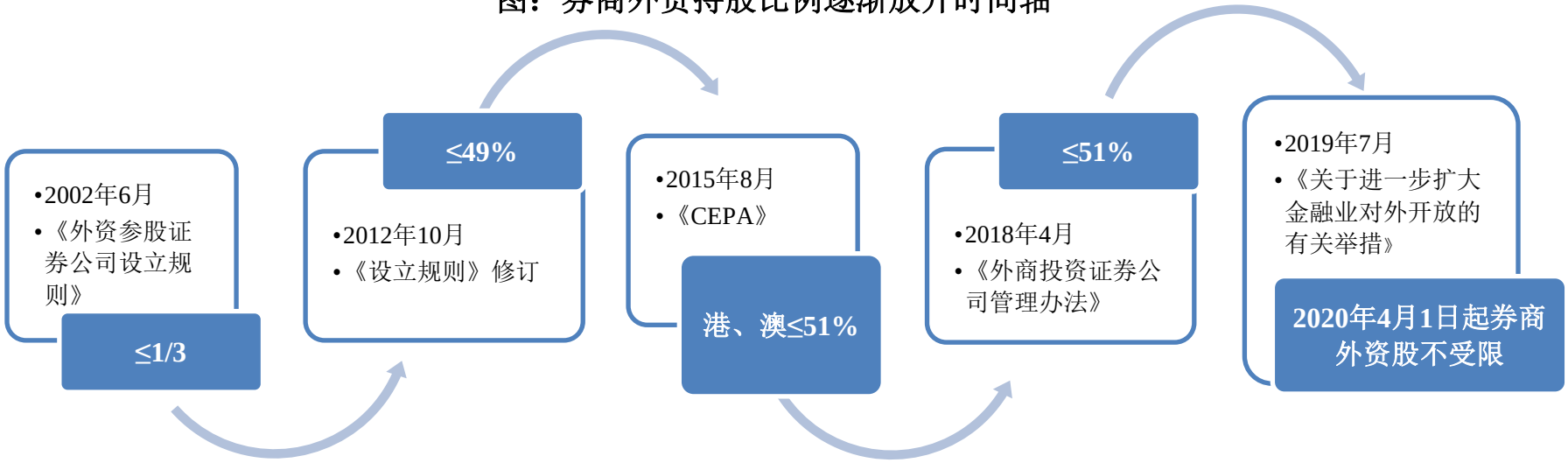
表：创业板注册制改革主要修订内容

主要修改内容	内容概括
首发审核坚持以信息披露为核心	坚持市场化、法制化原则，制定针对创业板企业特点的差异化信息披露规则，依法充分披露投资者作出价值判断和投资决策所必需的信息。
增发放宽涨跌幅比例，优化融资融券和转融通机制	将股票、相关基金涨跌幅限制比例由10%放宽至20%，规定深交所审核期限为2个月，证监会注册期限为十五个工作日。同时，针对“小额快速”融资设置简易程序。
监管优化上市条件，简化退市流程	完善盈利上市标准，综合考虑预计市值、收入、净利润等，指定多套上市标准，取消“最近一期不存在未弥补亏损”要求。同时，取消暂停上市、恢复上市环节，对于交易类退市不再设置退市调整期。

数据来源：证监会，东吴证券研究所

- **逐步放开外资持股比例限制，短期激活市场长期正向引导。**2020年3月14日证监会明确，自2020年4月1日起取消证券公司外资股比例限制。外资持股比例的放开有利于吸引更多境外资本进入我国资本市场，进一步激发我国资本市场的活力。对于券商而言，短期内外资券商规模有限，尚未融入中国市场形成竞争优势，长期而言外资券商的国际化先进经验有助于引导证券行业业务转型，积极发展。
- **并表监管试点落地，行业杠杆上限有望提升，衍生品将迎来新发展，进一步驱动券商阿尔法。**2017年监管环境升级，大幅提高衍生品准入门槛，进一步促进了市场集中度的提升，此后，衍生品种类不断扩充，监管趋于市场化转变。2020年3月证监会宣布6家头部公司的并表监管试点，允许试行更灵活的风控指标体系，头部券商资本运作空间更大，新监管环境给场外衍生品带来发展机遇，或成为券商差异化竞争的重要业务，贡献阿尔法收益。

图：券商外资持股比例逐渐放开时间轴



数据来源：国务院，东吴证券研究所

1.4 行业趋势：并购增资配股增强资本实力，驱动行业阿尔法收益

- **并购整合快速提升实力，行业集中度有望提升。**在金融供给侧改革和外资放开的背景下，券商对于转移风险、提升竞争力和跨越增长瓶颈具有迫切需求，而并购整合将成为扩大传统业务、加大新业务投入、增强公司综合实力的有效方式。

- **配股增资增强资本实力，进一步做大做强。**多家券商通过增资、配股、发行可转债券、公司债券等方式募集资金，增加公司资本金，扩大业务规模。募资主要用于为子公司增资优化布局、扩大信用和自营业务、加大资本中介业务投入等。预计未来券商将利用资本市场改革机会，进一步扩大业务布局，做大做强。

表：2014~2019年券商行业并购重组事件整理

时间	事件	金额	并购方式
2019.5.28	天风证券收购恒泰证券29.99%股份	不超过45亿	现金收购
2018.12.24	中信证券并购广州证券	不超过134.6亿元	换股合并
2016.11.4	中金公司并购中投证券	167亿	换股合并
2014.12.17	东方财富收购宝华世纪证券	1.3亿港元	现金合并
2014.7.25	申银万国并购宏源证券	400亿元左右	换股合并
2014.4.22	国泰君安收购上海证券	35.71亿元	现金合并
2014.1.16	广州证券并购天源证券	6亿元	现金合并
2014.1.10	方正证券重组民族证券	132.02亿元	换股合并

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

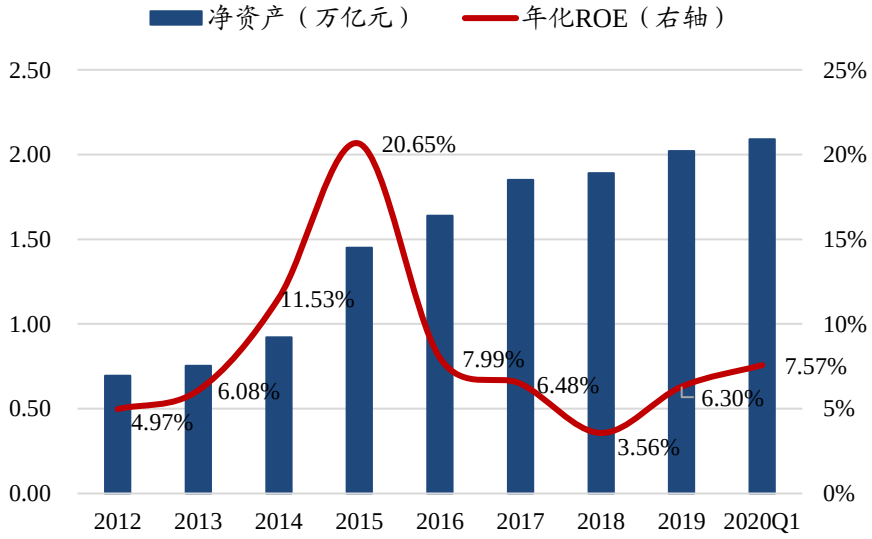
表：2020年上半年券商配股增资事件整理

时间	券商名称	内容	总额
2020.6.12	山西证券	配股	不超过60亿元
2020.5.30	五矿证券	定向增发	不超过80亿元
2020.5.20	浙商证券	定向增发	不超过100亿元
2020.4.2	西部证券	定向增发	不超过75亿元
2020.3.27	中信建投	定向增发	不超过130亿元
2020.3.21	南京证券	定向增发	不超过60亿元
2020.3.10	东吴证券	配股	不超过65亿元
2020.3.6	天风证券	配股	不超过80亿元
2020.3.12	华安证券	可转债	28亿元
2020.3.3	国信证券	定向增发	150亿元
2020.1.14	国海证券	配股	39.94亿元
2020.1.21	第一创业	定向增发	60亿元
2020.1.20	中信证券	定向增发	130亿元
2020.1.10	中信证券	定向增发	134.6亿元

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

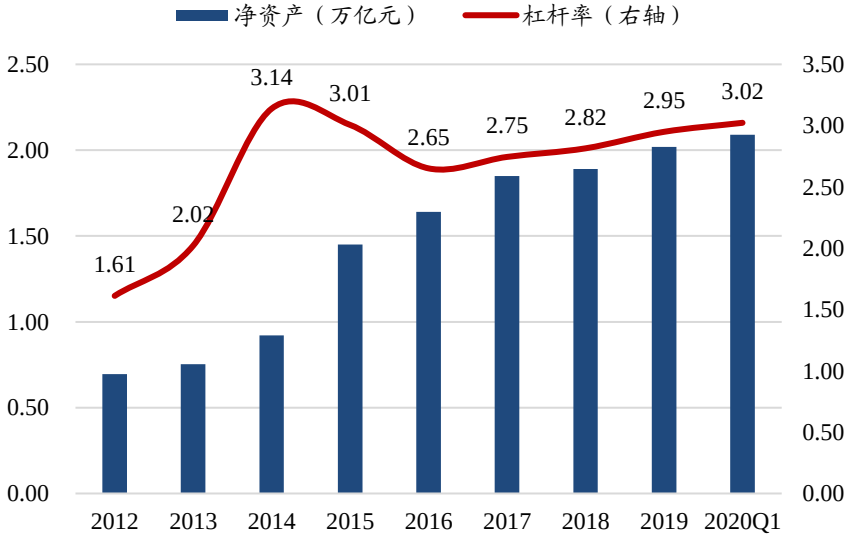
- **政策推动，行业杠杆率稳中上升。**自2016年以来，券商行业杠杆率稳步上升，2020年3月并表监管试点落地，有望提高行业的杠杆上限。截至2020年一季度达3.02，系监管层通过降低转融通费率、扩大短期融资融券额度和许可发行金融债，为优秀券商提供丰富而低成本的融资渠道。此外，券商有望通过募资进一步提升市场竞争力。
- **ROE显著回升，仍存在提升空间。**券商行业年化ROE持续提升，2020年一季度达7.57%（2019年为6.30%，2018年为3.56%）。对标海外，近三年高盛平均ROE9.2%，国内龙头中信证券平均ROE7.9%，另外叠加行业杠杆率上升趋势，证券行业ROE仍存在较大提升空间。

图：券商行业2012-2020Q1净资产及年化ROE



数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

图：券商行业2012-2020Q1杠杆率（剔除客户交易金结算）

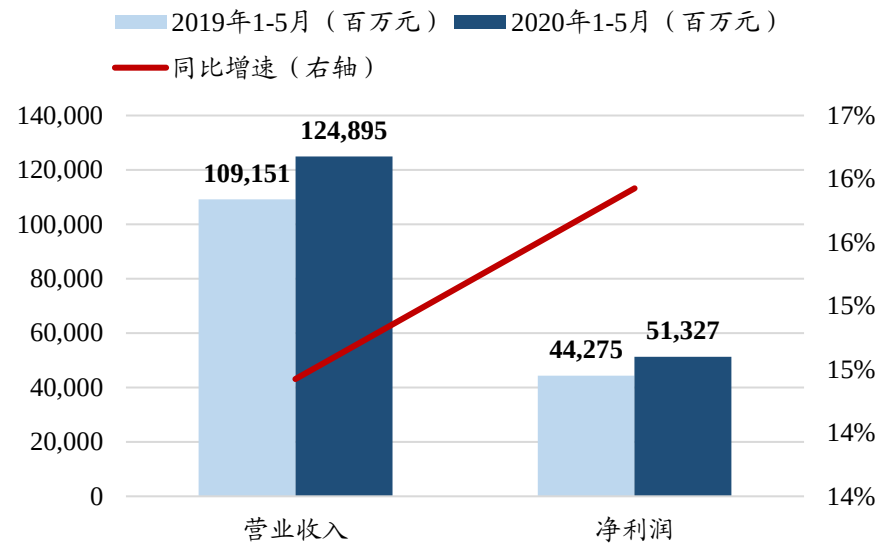


数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

2.1 2020年1-5月业绩概述：交易活跃，业绩同比保持增长

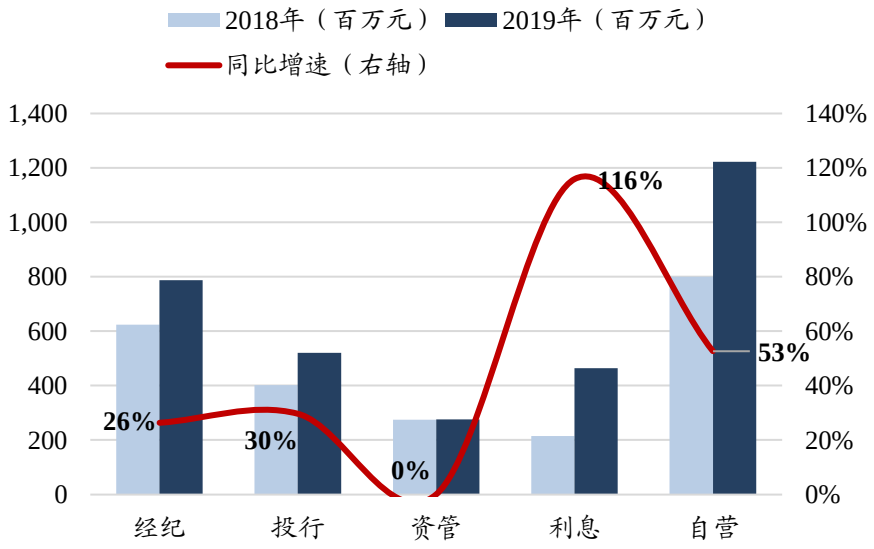
- **受疫情影响有限，业绩同比保持增长。**39家上市券商（不包括红塔和国盛）2020年1-5月合计实现营业收入同比+14%至1249亿元，归母净利润同比+16%至513亿元。2020年前五个月业绩较2019年同期好转，源于交易活跃度显著提升（年初至今股基日均成交额8069亿元，1-5月同比+20.27% ）。新冠肺炎疫情对全年业绩表现的影响有限（截至6月24日，沪深300指数较年初上涨1.04%）。

图：上市券商2020年1-5月业绩



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：证券行业2018-2019年分业务收入

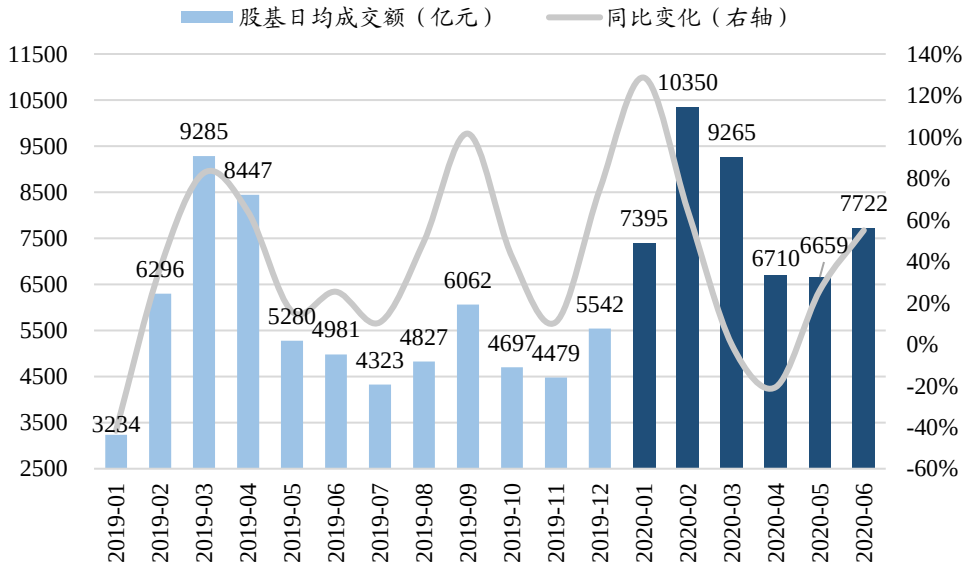


数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

2.2 经纪业务：中期交投活跃度提升，促进经纪业务发展

- **近期市场交投活跃度提升，经纪业务中期利好。**2020年以来，受利好政策影响，市场交投活跃度出现明显提升。2020年1-6月股基日均交易额同比+26.8%至8072亿元。市场活跃促进券商经纪业务向好，中期整体乐观，经纪业务占比较高公司更显著受益。其中，东方财富经纪业务市场份额近年快速攀升达3%（截至2019年6月末），将在交易活跃背景下直接受益，市场占有率有望持续提升。

图：2020年以来市场交投活跃度显著提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

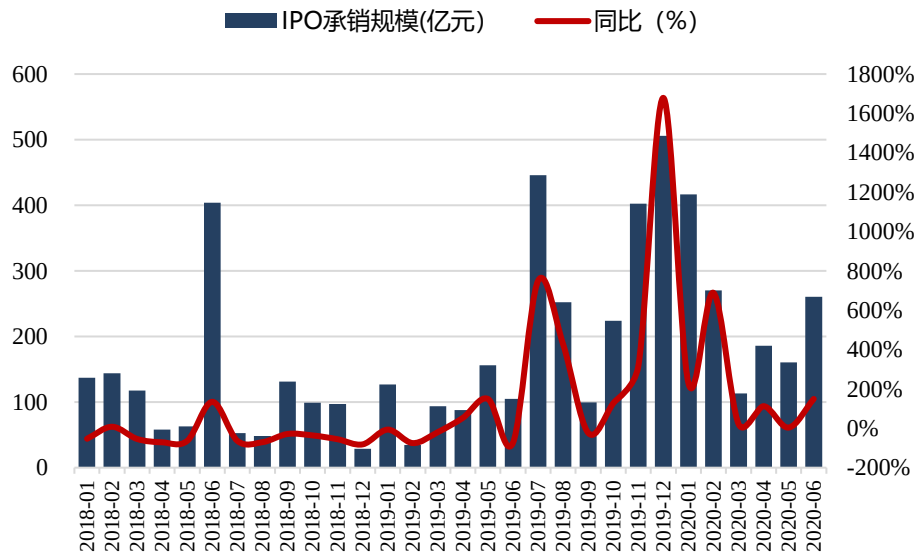
表：经纪业务收入占比较高的公司

券商名称	2018	2019	2020Q1	2018-2020Q1平均
长江证券	36%	28%	53%	39%
方正证券	39%	42%	53%	45%
华西证券	30%	25%	46%	34%
中原证券	26%	22%	44%	31%
国信证券	32%	29%	39%	33%
华林证券	18%	25%	34%	26%
招商证券	28%	21%	33%	28%
南京证券	30%	27%	30%	29%
中国银河	35%	27%	30%	31%
华安证券	32%	22%	29%	28%
国金证券	26%	26%	28%	27%
东吴证券	19%	20%	28%	22%
国元证券	22%	21%	27%	23%
西部证券	22%	18%	27%	22%
中信建投	21%	21%	25%	22%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

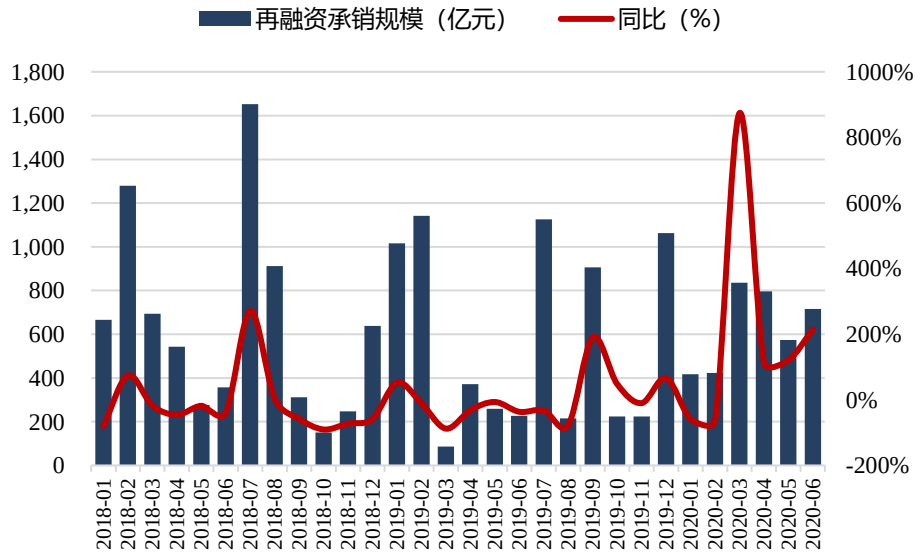
- **科创板推进IPO市场整体好转，龙头券商受益。**2019年科创板开板，行业IPO规模同比+84%至2532亿元。2020年截至6月30日，IPO承销规模同比+133%至1406亿元。受益于科创板IPO项目迅速增长，券商在短期内储备充足项目。截至6月末，科创板储备项目中，前7家券商占比为50%，龙头券商受益更为明显。
- **再融资政策落地，有望带来业绩增量。**2月14日，证监会正式发布再融资新规，包括定增价格降低，锁定期缩短，批文有效期延长，创业板发行条件放宽等多个方面。再融资新规叠加并购重组管理办法，政策组合将使上市公司有更大的融资和股价操作空间，预计将使2020年IPO和再融资总规模突破2万亿，为券商带来大幅业务增长，对龙头券商更为利好。

图：IPO承销规模及同比增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：再融资承销规模及同比增速

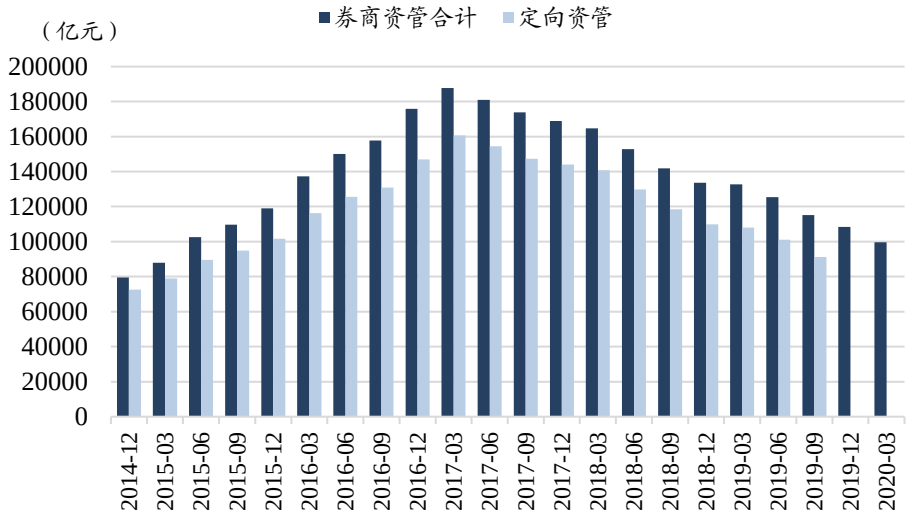


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.4 资管业务：通道平稳压缩，主动管理转型龙头优势突出

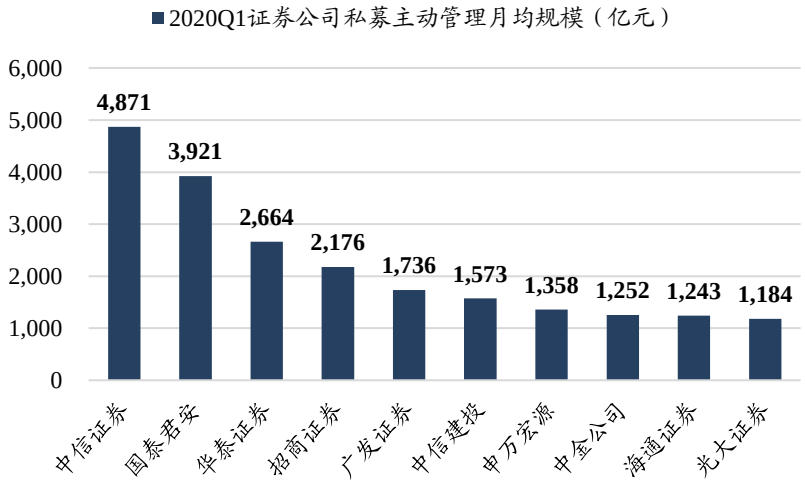
- **通道平稳压缩，资管新规或将延期减弱冲击。**2016年以来证监会全面推动券商资管“去通道”，严监管压力下，截至2019年12月末行业整体规模降至10.8万亿元，截至2020年3月末整体规模降至10万亿元，已连续12个季度下滑。2020年2月7日，央行表示正在评估是否将资管新规过渡期延长一年，监管或迎边际放松。
- **主动管理分化业绩，龙头深度受益。**上市券商2019年和2020Q1资产管理业务净收入分别同比+3.1%和+25.9%，龙头券商受益于优于行业水平的主动管理规模，业绩表现更为突出（2020Q1中信+25%、国泰君安+25%、华泰+19%、广发+41%）。我们认为龙头券商基数较高且品牌优势明显，同时拥有更好的人才资源和完善的资源配置，转型进度领先同业，预计未来主动资产管理能力优异的券商将深度受益。

图：券商资管规模进一步收缩



数据来源：基金业协会，东吴证券研究所

图：2020Q1券商主动型资产管理规模TOP 10



数据来源：基金业协会，东吴证券研究所

2.5 信用业务：风险可控两融回暖，中期活跃度提高

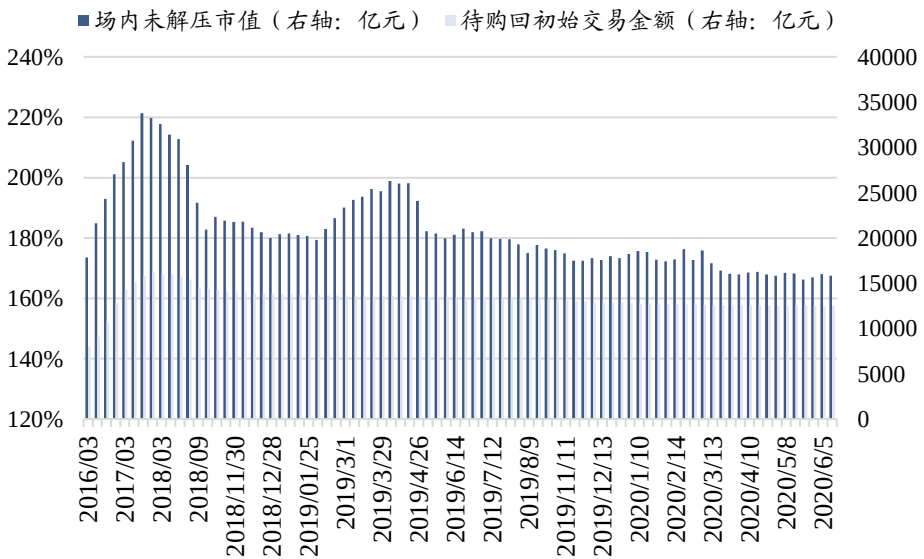
- **两融余额提高，市场风险偏好同比提高。**2019年8月两融新规正式实施，取消了两融交易最低维持担保比例统一限制（不得低于130%），扩大担保物范围，标的扩容（950只增加至1600只），交易机制大幅度优化，激发市场活力。2020年以来两融余额上升，截至6月30日，较年初+13.5%至11638亿元。
- **股票质押业务收缩规模，风险可控。**截至2020年6月24日，场内股票质押待购回初始交易金额（即融资金额）降至12484亿元（较年初下滑2.80%），叠加市场回暖因素，业务整体风险可控。

图：近期两融余额有所上升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：股票质押规模收缩



数据来源：Choice，东吴证券研究所

2.6 自营业务：流动性有待进一步释放，券商自营收益有望提升

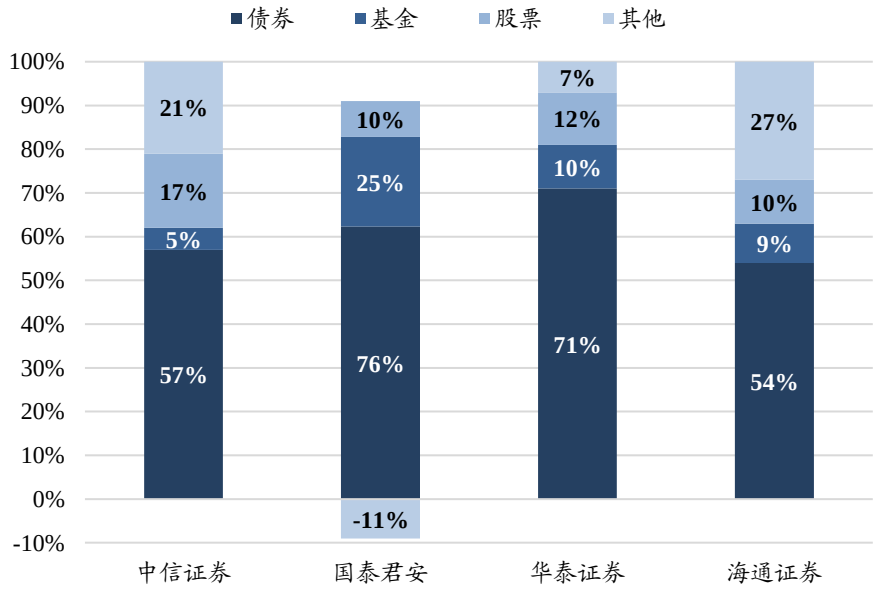
- **券商资产配置稳健，自营收入受政策影响。**大型券商自营资产配置稳健（中信、国君、华泰、海通债券资产占比均在50%以上），自营收入受利率政策影响较大。2020年一季度央行连续降息，截至2020年3月31日10年期国债收益率较年初下行55bp至2.59%，利好债券市场；二季度央行释放流动性的节奏放缓，5月以来债市的疲软表现对券商自营业务有所拖累。6月30日，央行通过下调再贷款利率和再贴现率继续释放流动性，自营业务有望受益。
- **权益市场波动，中小券商波动放大。**上证综指于年后开盘首日下跌近8%，随后在宽松的流动性政策支持下震荡回升，可期待进一步降息降准释放流动性。中小券商仍以方向性投资为主，受市场环境影响较大，预计自营投资收益将随市场波动而呈现更大的波动。

央行连续释放流动性

时间	措施
2月3日	7天期、14天逆回购利率分别下调10bp至2.40%、2.55%。
2月17日	MLF利率下调10bp至3.15%。
2月20日	一年期LPR利率下调10bp至4.05%，五年期LPR利率下调5bp至4.75%。
3月30日	7天期逆回购利率下行20bp至2.20%。
6月30日	3个月、6个月和1年期支农再贷款、支小再贷款利率下调0.25个百分点至1.95%、2.15%和2.25%。
	再贴现利率下调0.25个百分点至2%。
	金融稳定再贷款利率下调0.5个百分点至1.75%，金融稳定再贷款（延期期间）利率为3.77%。

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2019年龙头券商的投资资产配置结构



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

- **盈利预测：**我们预计中性假设下，证券行业2020年营业收入、净利润分别增长17.3%、20.3%，ROE为7.1%，净利润增长主要源于资本市场改革驱动、对外开放利好等因素，同时净资产规模增至2.2万亿元。

2020年证券行业盈利预测及核心假设

单位：亿元	2017	2018	2019	2020E（悲观）	2020E（中性）	2020E（乐观）
日均股票+基金成交额	5011	4139	5597	6500	8000	9500
代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）	**821**	**623**	**788**	**825**	**1054**	**1275**
IPO募资总额	2301	1375	2532	2800	3000	3200
定增募资总额	12705	7752	6932	9012	11091	13171
券商债券承销金额	45216	56820	76121	79927	87920	101108
承销与保荐业务净收入	**384**	**258**	**377**	**403**	**449**	**511**
财务顾问业务净收入	**125**	**112**	**105**	**100**	**121**	**126**
资产管理规模	172600	133569	125332	115305	126891	130898
资产管理业务净收入	**310**	**275**	**275**	**253**	**277**	**295**
融资融券余额	10263	7557	10193	10000	12000	14000
利息净收入	**348**	**215**	**464**	**469**	**521**	**575**
证券投资收益（含公允价值变动）	**861**	**800**	**1222**	**1161**	**1344**	**1405**
营业收入	**3113**	**2663**	**3605**	**3607**	**4230**	**4716**
净利润	**1130**	**666**	**1231**	**1227**	**1480**	**1698**
净利润率	36.3%	25.0%	34.1%	34.0%	35.0%	36.0%
净利润增速	**-8.5%**	**-41.0%**	**84.8%**	**-0.4%**	**20.3%**	**37.9%**
净资产	18500	18900	20200	21436	21588	21719
ROE	**6.5%**	**3.6%**	**6.3%**	**5.9%**	**7.1%**	**8.1%**

数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

- **长期政策催化行业估值提升，中短期贝塔属性凸显：**长期来看，一系列制度变革陆续推进，资本市场改革、金融市场对外开放、基金投顾试点等持续深化，推动行业竞争格局变化和长期ROE中枢提升，券商α明显提升；从短期β角度和行业比较来看，券商的β属性较为明显，目前券商板块正处于长期α和短期β共振的区间，板块性机会值得关注。

SW证券Ⅱ及中信证券历史估值水平（市净率）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **投资建议：建议关注东财、中信、华泰、中金等。**1）东方财富作为最具成长性且业绩有望超预期的零售证券龙头，看好长期财富管理市场；2）偏长期来看，中信证券、华泰证券、中金公司作为券商龙头，最受益行业集中度提升，竞争优势较强。3）此外建议关注业绩增长确定、中期有核心变化且低估值的**国元证券**及弹性标的**海通证券、东方证券**。
- **风险提示：**1）股市进一步调整；2）监管趋严；3）国内外疫情控制不及预期；4）宏观经济下行。

重点推荐标的盈利预测及估值

单位：百万元/人民币	2017	2018	2019	2020E	2021E	2022E
东方财富						
营业收入	2,547	3,123	4,232	5,983	7,317	8,817
归属于母公司股东净利润	637	959	1,831	3,223	4,296	5,752
归属于母公司股东净利润增速	-10.77%	50.52%	91.02%	76.00%	33.29%	33.91%
P/E	224.44	144.29	74.81	42.08	31.56	23.49
中信证券						
营业收入	43,292	37,221	43,140	49,159	54,253	61,878
归属于母公司股东净利润	11,433	9,390	12,229	14,358	17,113	20,384
归属于母公司股东净资产	149,799	153,141	161,625	182,797	194,176	207,724
归属于母公司股东净利润增速	13.92%	-14.02%	30.23%	17.42%	19.18%	19.11%
P/B（A）	1.95	1.91	1.81	1.71	1.61	1.50
华泰证券						
营业收入	21,109	16,108	24,863	28,483	32,531	38,091
归属于母公司股东净利润	9,277	5,033	9,002	10,435	12,348	14,783
归属于母公司股东净资产	87,336	103,394	122,537	131,381	140,930	152,141
归属于母公司股东净利润增速	47.94%	-45.75%	78.86%	15.92%	18.34%	19.72%
P/B（A）	1.54	1.38	1.33	1.30	1.21	1.12
中金公司						
营业收入	15,260	18,540	22,783	25,466	28,150	32,605
归属于母公司股东净利润	2,766	3,492	4,239	5,046	6,106	7,788
归属于母公司股东净资产	36,707	42,184	48,294	52,583	57,773	64,393
归属于母公司股东净利润增速	51.98%	26.79%	21.37%	19.05%	21.00%	27.55%
P/B（H）	1.51	1.38	1.26	1.16	1.05	0.94

数据来源：Wind，东吴证券研究所 （备注：股价对应2020年6月30日收盘价）

风险提示

- 1）**股市进一步调整：**股市波动将对券商和保险的投资端造成冲击，同时进一步提升券商股票质押风险；
- 2）**监管趋严：**政策放开将刺激市场活跃度，若监管趋严，部分业务将受限从而影响业绩。
- 3）**国内外疫情控制不及预期：**国内外疫情蔓延，若控制疫情情况不及预期，持续时间长，恐慌情绪可能导致资产抛售，股市下挫。
- 4）**宏观经济下行：**逆周期调节持续加码，长期国债收益率持续下行。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

东吴证券 财富家园