行情回暖+低基数，券商4月业绩转好

——上市券商2020年4月经营数据跟踪

强于大市（维持）

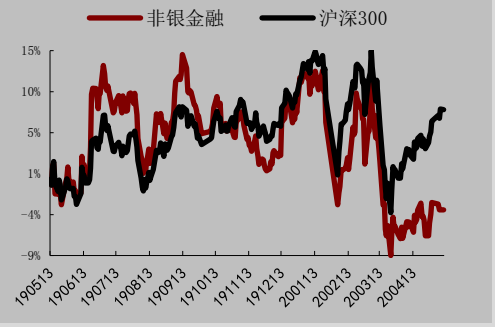
日期：2020年05月13日

投资要点：

- **上市券商4月业绩由负转正，预计受益于行情回暖。**可比39家上市券商2020年4月合计实现营业收入342.60亿元，环比上涨44.6%，1-4月累计实现营业收入1075.60亿元，同比增长12.5%；4月合计实现净利润147.36亿元，环比增长47.1%；1-4月累计实现净利润442.18亿元，同比增长10.3%；截止4月末合计净资产1.49万亿，环比增长0.4%，较上年底增长4.1%。业绩由负转正预计主要由于基数变低以及股债核心指数大幅上扬等因素，目前自营收益是券商最主要的收入和净利润来源，
- **自营相关市场数据向好，其他数据表现较弱。**2020年4月，自营相关数据向好，上证综指、深证成指、创业板指和中债综合净价指数均环比上涨；经纪、投行和两融等表现较多，市场交易活跃度持续减弱叠加高基数，股基交易量环比下滑超3成；定增战投标准从严等影响，股债发行规模也环比出现回落。
- **上市券商业绩表现仍分化，4月中小券商业绩弹性更优。**单月业绩方面，中小型券商业绩表现优于大型券商，可比券商中，大型券商2020年4月净利润环比增长28.8%（中型券商增长91.1%，小型券商增长170.6%）；累计业绩方面，大型券商表现仍然较优，大型券商2020年1-4月净利润同比增长18.7%（中型券商下跌5.0%，小型券商下跌5.2%）。从各券商4月的业绩表现看，单月净利润规模排名前三的是中信证券、申万宏源和中信建投；单月净利润环比增速排名前三的是方正证券、西部证券和长江证券；累计净利润规模排名前三的是中信证券、申万宏源和海通证券；累计净利润同比增速排名前三的是华鑫证券、华林证券和国海证券。
- **投资建议：**上市券商2020年4月净利润环比和累计同比均由负转正，预计主要受益于股债核心指数均大幅上扬，虽然交易量、两融、股债承销相关数据表现不佳，但后续在基数走低的效应下有望得到改善。

  考虑今年是“十三五”收官之年、六稳六保等大背景下，预计货币政策依旧宽松，财政政策仍将积极，创业板注册制落地超预期也反映了资本市场深改积极推进，同时全面复工复产稳步进行有望带来经济数据企稳回升，我们中长期仍看到资本市场的表现，叠加后续券商去年同期业绩低基数的因素，看好证券行业发展和业绩改善。个股方面，仍然建议重点关注龙头、低估值大型综合券商，以及资本实力提升较多、经营有特色的中小券商。
- **风险因素：**疫情发展超预期、经济下行超预期、政策宽松不及预期、资本市场波动超预期

非银金融行业相对沪深300指数表



数据来源：WIND,万联证券研究所

数据截止日期： 2020年05月12日

分析师： **张译从**
执业证书编号：S0270518090001
电话：010-56508510
邮箱：zhangyc1@wlzq.com.cn

万联证券版权所有,发送给万联证券(刘相鹏:liuxp@wlzq.com.cn)

目录

1、上市券商月度经营情况.....3
2、经纪业务.....5
3、投行业务.....6
4、自营业务.....7
5、资管业务.....8
6、两融业务.....8
7、股票质押业务.....9
8、场外业务.....9
9、投资建议和风险提示.....10

图表 1：上市券商月度经营数据（2020 年 4 月）.....3
图表 2：证券行业主要市场数据汇总（2020 年 4 月）.....4
图表 3：可比上市券商单月营收和净利润变化情况.....5
图表 4：可比上市券商全年累计营收和净利润变化情况.....5
图表 5：沪深股票和基金单月成交额.....6
图表 6：沪深股票和基金全年累计成交额.....6
图表 7：市场单月股权融资规模统计.....6
图表 8：市场全年累计股权融资规模统计.....6
图表 9：市场单月债券融资规模统计.....7
图表 10：市场全年累计债券融资规模统计.....7
图表 11：上证综指涨跌幅.....7
图表 12：深证成指涨跌幅.....7
图表 13：创业板指涨跌幅.....7
图表 14：中债综合净价指数涨跌幅.....7
图表 15：证券公司资管规模变化情况.....8
图表 16：集合资管单月新成立产品各类型占比.....8
图表 17：集合资管单月新成立产品统计.....8
图表 18：集合资管全年成立产品统计.....8
图表 19：两融余额和潜力情况.....9
图表 20：融资活跃度情况.....9
图表 21：股票质押股数变化情况.....9
图表 22：股票质押市值变化情况.....9
图表 23：证券公司发行收益凭证情况.....10
图表 24：证券公司衍生品业务情况.....10
图表 25：证券公司柜台业务新开账户情况.....10
图表 26：证券公司柜台业务产品转让金额情况.....10

万联证券版权所有,发送给万联证券(刘相鹏:liuxp@wlzq.com.cn)

1、上市券商月度经营情况

截止2020年5月13日，可比39家上市券商发布2020年4月经营数据，4月合计实现营业收入342.60亿元，环比上涨44.6%，1-4月累计实现营业收入1075.60亿元，同比增长12.5%。4月合计实现净利润147.36亿元，环比增长47.1%；1-4月累计实现净利润442.18亿元，同比增长10.3%。截止4月末合计净资产1.49万亿，环比增长0.4%，较上年底增长4.1%。

上市券商业绩表现仍呈现分化状态，单月业绩方面，中小型券商业绩表现优于大型券商，可比券商中，大型券商2020年4月营业收入环比增长27.7%（中型券商增长87.4%，小型券商增长58.8%），净利润环比增长28.8%（中型券商增长91.1%，小型券商增长170.6%）；累计业绩方面，大型券商表现仍然较优，大型券商2020年1-4月营业收入同比增长20.5%（中型券商增长2.9%，小型券商增长6.9%），1-4月净利润同比增长18.7%（中型券商下跌5.0%，小型券商下跌5.2%）。

从各券商4月的业绩表现看，单月净利润规模排名前三的是中信证券、申万宏源和中信建投；单月净利润环比增速排名前三的是方正证券、西部证券和长江证券；累计净利润规模排名前三的是中信证券、申万宏源和海通证券；累计净利润同比增速排名前三的是华鑫证券、华林证券和国海证券。

上市券商2020年4月净利润环比和累计同比均由负转正，主要是由于：1、去年4月基数变低；2、4月市场行情回暖，与自营业务相关的股债核心指数均大幅上扬，虽然股基交易量、两融余额、投行股债承销等数据表现较弱，但由于自营收益是券商最主要的收入和净利润来源，预计是带动券商业绩回暖的主要因素。

图表1：上市券商月度经营数据（2020年4月）

券商	营业收入（亿元）				净利润（亿元）				净资产（亿元）		
	单月		年度累计		单月		年度累计		本月末	环比	比上年底
	本月	环比	本月	同比	本月	环比	本月	同比			
大型券商（可比上市券商中总资产排名前十）											
中信证券	35.06	9.9%	120.05	52.6%	16.24	19.8%	51.24	42.5%	1500.80	1.0%	12.4%
国泰君安	20.10	8.9%	68.18	-9.2%	7.97	-6.6%	29.61	-19.3%	1235.93	-3.2%	-2.3%
海通证券	20.65	242.4%	60.56	3.0%	9.68	36.5%	32.30	3.2%	1163.48	0.8%	2.3%
华泰证券	17.36	-9.0%	67.60	5.9%	7.80	-9.2%	30.41	-6.7%	1123.38	0.5%	1.9%
广发证券	15.09	36.7%	53.55	-4.9%	6.81	44.4%	24.11	1.1%	830.82	1.1%	3.0%
招商证券	18.58	19.0%	61.90	24.4%	8.20	15.8%	28.55	28.9%	815.07	1.2%	4.3%
申万宏源	23.93	28.3%	62.51	29.3%	15.67	61.6%	34.16	61.4%	714.56	-0.4%	1.4%
中国银河	17.06	36.0%	55.60	30.4%	8.34	70.2%	24.52	38.8%	716.28	1.6%	4.3%
国信证券	13.94	-0.2%	54.55	32.5%	5.68	-0.2%	23.00	18.0%	552.90	-1.9%	0.7%
中信建投	21.10	82.0%	61.59	61.5%	10.39	96.2%	29.30	63.3%	579.91	2.0%	5.6%
sum	**202.86**	**27.7%**	**666.10**	**20.5%**	**96.78**	**28.8%**	**307.19**	**18.7%**	**9233.12**	**0.2%**	**3.5%**
中型券商（可比上市券商中总资产排名居中）											
东方证券	13.73	118.0%	37.79	32.4%	5.62	88.4%	5.11	80.7%	525.52	1.8%	3.7%
光大证券	11.57	47.1%	35.02	1.9%	6.00	1.5%	17.06	21.2%	497.00	1.2%	-0.7%
安信证券	7.15	80.7%	22.76	-24.5%	2.85	37.4%	9.27	-19.9%	325.54	-0.1%	2.0%
方正证券	4.67	-27.0%	21.31	4.4%	1.16	3190.1%	5.18	-28.6%	388.60	0.2%	0.7%
兴业证券	11.70	-908.2%	23.91	-14.6%	3.25	-227.6%	5.60	-32.2%	330.47	1.1%	1.7%
长江证券	8.98	196.0%	22.31	-32.0%	2.90	373.9%	7.44	-50.3%	277.85	1.0%	2.3%

万联证券版权所有,发送给万联证券(刘相鹏:liuxp@wlzq.com.cn)

国元证券	2.65	-20.3%	12.44	27.6%	0.48	-58.5%	5.08	26.2%	236.64	-1.4%	1.3%
东吴证券	5.70	291.4%	14.14	8.2%	1.52	160.4%	4.56	-15.6%	266.46	0.7%	29.8%
国金证券	5.77	42.4%	18.58	50.2%	2.09	63.1%	6.35	37.1%	209.77	1.0%	2.8%
长城证券	3.46	10.2%	12.94	14.5%	1.26	13.5%	4.83	42.4%	172.55	0.8%	3.4%
东兴证券	6.07	219.2%	12.73	1.5%	2.37	133.3%	5.64	-13.5%	206.93	1.6%	3.4%
西南证券	3.46	44.2%	8.91	-32.6%	1.02	-9.6%	3.27	-47.0%	197.68	1.2%	2.3%
华西证券	5.55	107.1%	14.25	1.7%	2.46	107.3%	6.01	-0.8%	200.24	1.4%	3.3%
天风证券	3.72	37.1%	10.75	13.1%	0.77	124.6%	2.10	22.9%	168.78	0.7%	49.5%
西部证券	3.77	77.4%	11.13	-11.0%	1.97	585.5%	4.51	-24.9%	182.81	1.1%	2.0%
华林证券	0.85	-27.0%	3.97	43.9%	0.33	-56.6%	1.97	81.0%	54.93	0.6%	3.8%
东北证券	4.35	40.2%	13.71	3.5%	1.95	31.6%	5.71	7.9%	151.34	1.2%	3.4%
浙商证券	4.44	-3.4%	15.31	72.0%	1.07	-14.2%	4.05	61.5%	134.74	0.8%	2.2%
国海证券	5.29	124.3%	13.50	54.0%	1.92	143.9%	5.11	80.7%	177.68	-0.1%	31.6%
sum	**112.86**	**84.7%**	**325.45**	**2.9%**	**40.98**	**91.1%**	**108.85**	**-5.0%**	**4705.55**	**0.8%**	**5.4%**
小型券商（可比上市券商中总资产排名后十）											
华创证券	3.16	51.1%	10.79	34.9%	0.82	189.8%	2.44	-10.3%	114.95	-0.5%	0.9%
山西证券	2.91	-0.7%	10.62	35.8%	1.12	10.5%	3.75	37.1%	129.49	0.9%	3.3%
华安证券	2.64	-2.6%	10.34	7.8%	1.10	-7.3%	4.66	7.2%	137.18	1.0%	6.7%
中原证券	2.51	127.2%	6.18	15.2%	0.86	-378.5%	1.03	-24.7%	100.42	0.9%	1.6%
江海证券	2.63	1383.4%	6.61	-36.4%	1.48	-394.5%	2.74	-41.1%	101.16	1.5%	2.7%
太平洋	0.74	-50.1%	4.09	-35.5%	0.11	-84.6%	1.11	-52.9%	104.62	0.1%	0.6%
第一创业	2.65	97.6%	8.93	32.6%	1.00	156.8%	3.47	44.8%	92.13	1.1%	4.0%
南京证券	2.55	28.1%	7.70	19.8%	0.91	0.9%	3.02	7.0%	113.94	1.2%	4.0%
华鑫证券	1.78	33.8%	5.72	58.9%	0.44	52.2%	1.05	1884.7%	56.22	0.9%	-2.0%
财通证券	5.31	201.0%	13.08	-8.8%	1.76	-530.0%	2.87	-30.4%	10.23	2.1%	6.9%
sum	**26.89**	**58.8%**	**84.04**	**6.9%**	**9.60**	**170.6%**	**26.14**	**-5.2%**	**960.33**	**0.8%**	**2.8%**
国盛证券	3.42	394.6%	6.55	-	1.51	负转正	1.50	-	98.26	1.6%	-
红塔证券	3.75	负转正	12.29	-	2.12	负转正	6.81	-	135.24	-1.1%	-
中银证券	2.99	-1.9%	0.00	-	1.02	-33.9%	0.00	-	141.52	1.4%	-
合计	**352.76**	**46.8%**	**1094.44**	**-**	**152.01**	**50.4%**	**450.49**	**-**	**15274.01**	**0.4%**	**-**
可比口径39家合计	**342.60**	**44.6%**	**1075.60**	**13.5%**	**147.36**	**47.1%**	**442.18**	**10.3%**	**14899.00**	**0.4%**	**4.1%**

资料来源：上市券商公告、万联证券研究所

图表2：证券行业主要市场数据汇总（2020年4月）

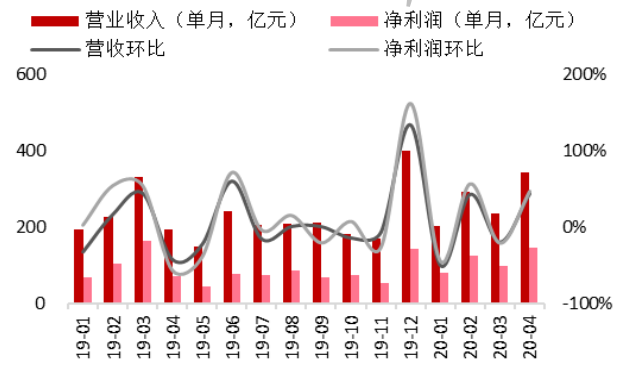
项目			单月	环比	全年累计	同比
经纪业务	股基交易额（亿元）	股票	131,587	-30.91%	630,295	24.09%
		基金	8,431	-38.07%	39,888	41.95%
		合计	**140,019**	**-31.39%**	**670,183**	**25.03%**
投行业务	股权融资规模（亿元）	IPO	183	44.56%	990	131.50%
		定增	466	-44.25%	1,844	-3.73%

万联证券版权所有,发送给万联证券(刘相鹏:liuxp@wlzq.com.cn)

		配股	0	-	191	74.90%
		优先股	0	-	0	-
		科创板	66	40.82%	359	-
		合计	**715**	**-38.12%**	**3,383**	**22.94%**
	债券融资规模（亿元）	企业债	654	13.86%	1,480	17.83%
		公司债	3,948	-12.14%	11,567	78.62%
		可转债	182	-12.28%	599	-59.46%
		证监会 ABS	1,245	21.22%	2,693	-6.23%
		合计	**6,030**	**-4.34%**	**16,339**	**35.25%**
自营业务	上证综指		2,860	3.99%	-6.23%	-
	深证成指		10,722	7.62%	2.79%	-
	创业板指		2,069	10.55%	15.09%	-
	中债综合净价指数		105	1.05%	2.72%	-
资管业务	新成立产品	总数	536	-6.46%	1,952	-7.75%
		发行份额（亿份）	90	3.12%	245	-57.10%
两融业务	两融余额（亿元）		10,431	-2.07%	-	8.66%
股质业务	市场质押股数（亿股）		5,516	-1.55%	-	-10.60%
	市场质押市值（亿元）		42,983	1.99%	-	-18.11%

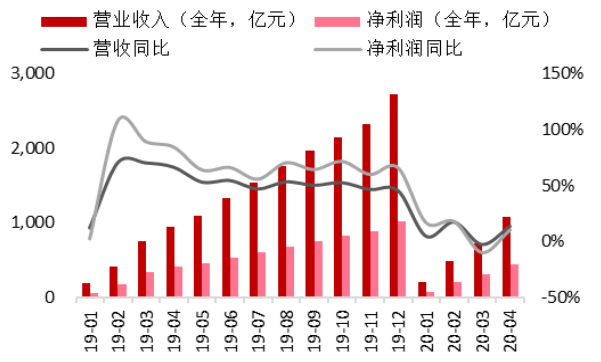
资料来源：wind、万联证券研究所
注：投行融资规模按发行日统计

图表3：可比上市券商单月营收和净利润变化情况



资料来源：wind、万联证券研究所
注：根据月报数据统计，母公司和主要子公司口径

图表4：可比上市券商全年累计营收和净利润变化情况



资料来源：wind、万联证券研究所
注：根据月报数据统计，母公司和主要子公司口径

2、经纪业务

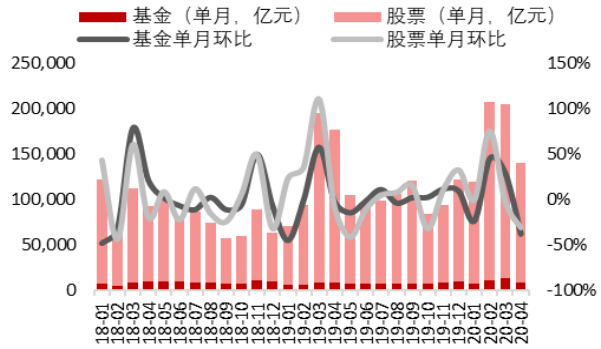
2020年4月市场交易活跃度持续减弱，股基成交额总量环比继续下降，基金成交额也环比转负。在去年4月高基数影响下，全年累计股基成交额同比涨幅继续回落，基金成交额全年累计增速仍高于股票。

4月日均股基交易额6,364亿元，环比下降31.39%；1-4月股基日均成交额8,173亿元，同比增长20.45%，较上月回落19.82pct。4月市场股基成交总额140,019亿元，环比下降31.39%，其中股票成交额131,587亿元，环比减少30.91%；基金成交额8,431，环比下降38.07%。1-4月股基累计成交额670,183亿元，同比增长25.03%，其

万联证券版权所有,发送给万联证券(刘相鹏:liuxp@wlzq.com.cn)

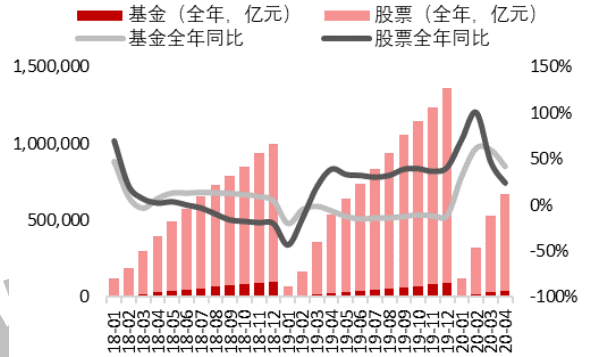
中股票成交额630,295亿元，同比增长24.09%；基金成交额39,888亿元，同比增长41.95%。若维持现有交易量水平，由于去年5月基数下降较多，预计5月交易量增速将有所扩大。

图表5：沪深股票和基金单月成交额



资料来源：wind、万联证券研究所

图表6：沪深股票和基金全年累计成交额



资料来源：wind、万联证券研究所

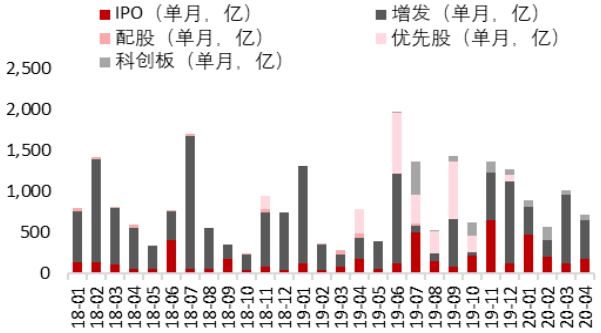
3、投行业务

2020年4月增发规模有所回落，带动股权融资规模环比收缩，同比增幅回落。4月股权融资规模715亿元，环比下跌38%，其中IPO融资规模183亿元，环比增长45%；增发规模466亿元，环比下跌44；科创板发行规模66亿元，环比上涨41%。1-4月股权融资规模3383亿元，同比增长23%，其中IPO融资规模990亿元，同比增长131%；增发规模1844亿元，同比下滑4%；科创板发行规模359亿元。

2020年4月债券融资规模环比基本持平，同比增幅继续扩大。4月债券融资规模6030亿元，环比下跌4%，其中企业债融资规模654亿元，环比增长14%；公司债融资规模3948亿元，环比下跌12%；可转债融资规模182亿元，环比下跌12%；证监会管ABS融资规模1245亿元，环比增长21%。1-4月债券融资规模16339亿元，同比增长35%，其中企业债融资规模1480亿元，同比增长18%；公司债融资规模11567亿元，同比增长79%；可转债融资规模599亿元，同比下滑59%；证监会管ABS融资规模2693亿元，同比下滑6%。

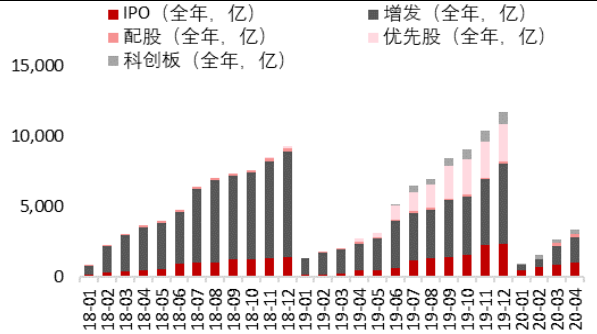
4月在股权融资市场方面，由于定增战投标准从严等因素，增发规模有所收缩；在债券融资市场方面，虽然预计由于融资需求减少等公司债和可转债融资略有下滑，但整体仍保持较高水平。随着复工复产不断推进、同时考虑去年5月低基数，以及创业板注册制落地、再融资新规影响持续、债券注册制落地等因素下，股债融资数据有望持续改善。

图表7：市场单月股权融资规模统计



资料来源：wind、万联证券研究所

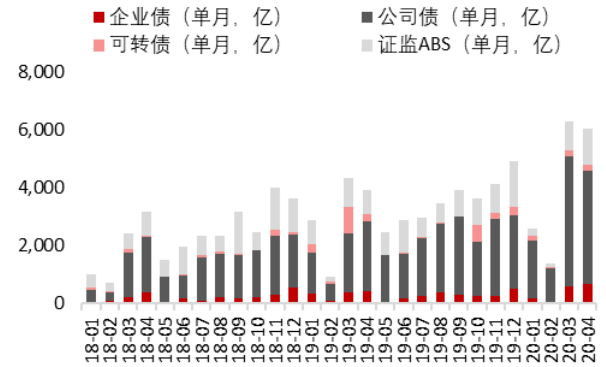
图表8：市场全年累计股权融资规模统计



资料来源：wind、万联证券研究所

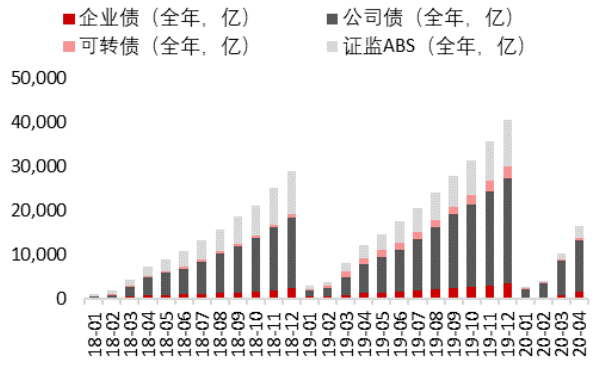
万联证券版权所有,发送给万联证券(刘相鹏:liuxp@wlzq.com.cn)

图表9：市场单月债券融资规模统计



资料来源：wind、万联证券研究所

图表10：市场全年累计债券融资规模统计



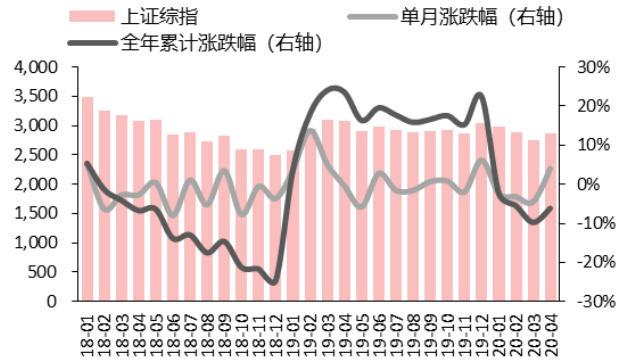
资料来源：wind、万联证券研究所

4、自营业务

2020年4月股市债市均向好。4月上证综指上涨3.99%，深证成指上涨7.62%，创业板指上涨10.55%；1-4月上证综指累计下跌6.23%，深证成指累计上涨2.79%，创业板指上涨15.09%，整体表现仍弱于去年同期水平。4月中债综合净价指数上涨1.05%，1-4月累计涨幅2.72%，大幅优于去年同期水平。

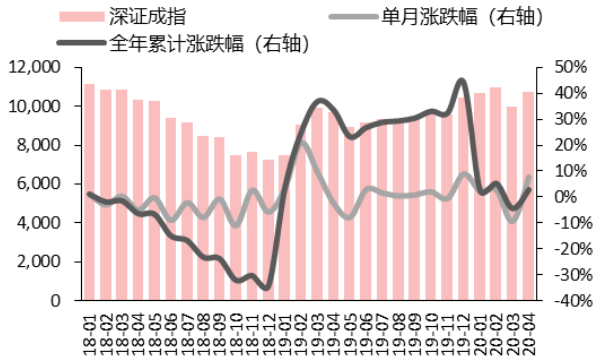
随着复工复产陆续推进，预计经济有望逐渐企稳复苏，从4月的金融经济数据看也有转好迹象，海外资金也有持续流入趋势，考虑后续在六稳六保的大背景下，预计逆周期政策将不断加力，流动性预计宽松，仍看好中长期我国股市和债市表现。

图表11：上证综指涨跌幅



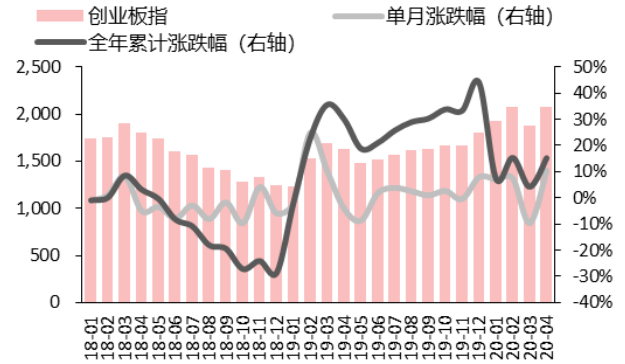
资料来源：wind、万联证券研究所

图表12：深证成指涨跌幅



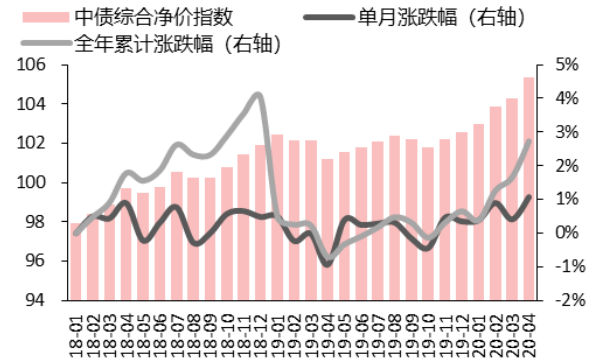
资料来源：wind、万联证券研究所

图表13：创业板指涨跌幅



资料来源：wind、万联证券研究所

图表14：中债综合净价指数涨跌幅



资料来源：wind、万联证券研究所

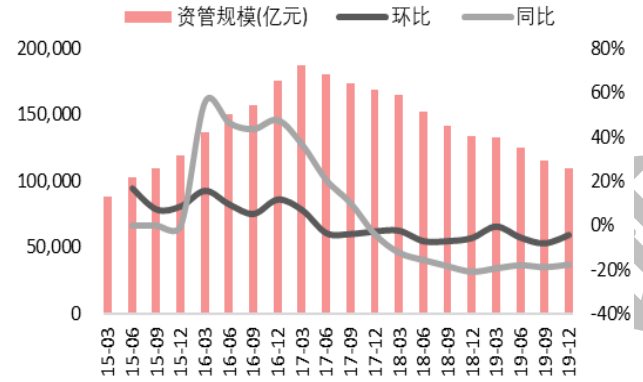
万联证券版权所有,发送给万联证券(刘相鹏:liuxp@wlzq.com.cn)

5、资管业务

2020年4月资管新成立产品数量环比下跌，同比降幅持平。4月新成立产品536个，环比下跌6%，其中股票型、混合型、债券型、货币市场型和另类投资型产品数量占比分别为0.93%、4.29%、39.18%、32.84%和22.57%，股票、另类投资类新发行产品数量占比环比上升。1-4月累计成立产品1952个，同比下降8%，降幅环比持平。

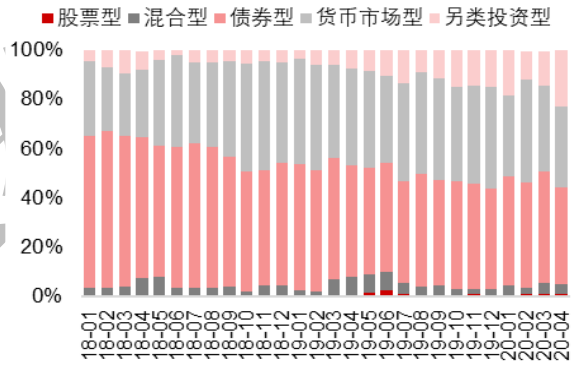
截止2019年12月底，券商资管规模继续下滑至11万亿，环比下滑4.42%，降幅有所收窄，同比下滑17.65%，但仍未出现拐点。

图表15：证券公司资管规模变化情况



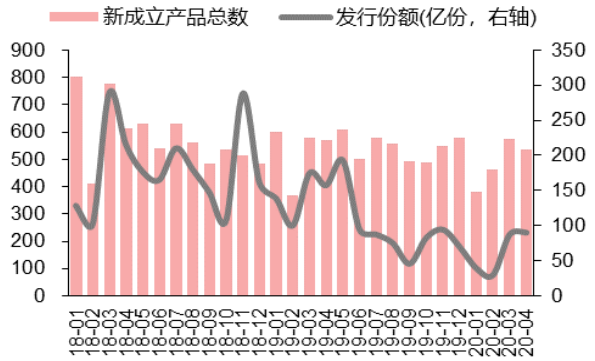
资料来源：中基协、万联证券研究所

图表16：集合资管单月新成立产品各类型占比



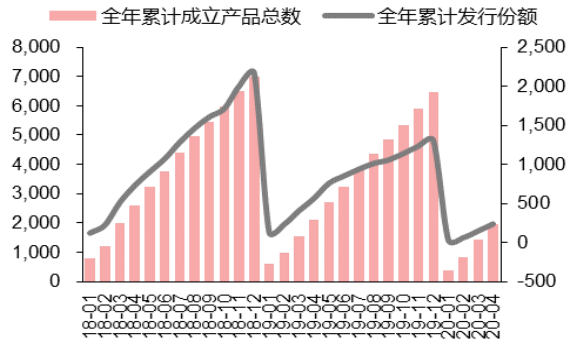
资料来源：wind、万联证券研究所

图表17：集合资管单月新成立产品统计



资料来源：wind、万联证券研究所

图表18：集合资管全年成立产品统计



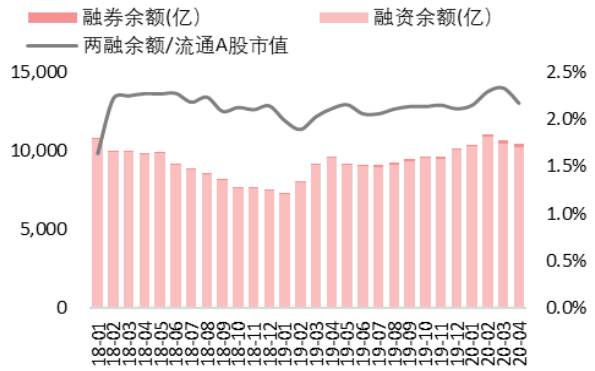
资料来源：wind、万联证券研究所

6、两融业务

2020年4月两融余额环比继续下降，同比增速持续回落，融资活跃度环比和同比也均下跌，融资持续净卖出状态。截止2020年4月底，沪深两融余额10430.53亿元，环比下跌2%，同比增长9%，两融余额占流通A股市值的比例为2.2%，仍有提升空间；4月融资买入额11522亿元，环比下跌36%，同比下跌30%，融资买入额/偿还额为98%，融资净卖出。若维持现有两融水平，预计去年5月基数下滑影响下同比增速将会回升。

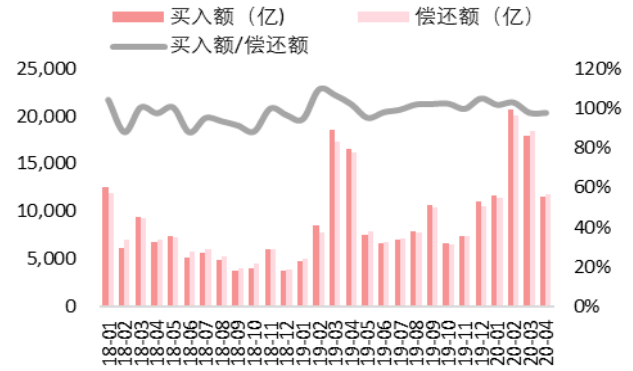
万联证券版权所有,发送给万联证券(刘相鹏:liuxp@wlzq.com.cn)

图表19：两融余额和潜力情况



资料来源：wind、万联证券研究所

图表20：融资活跃度情况

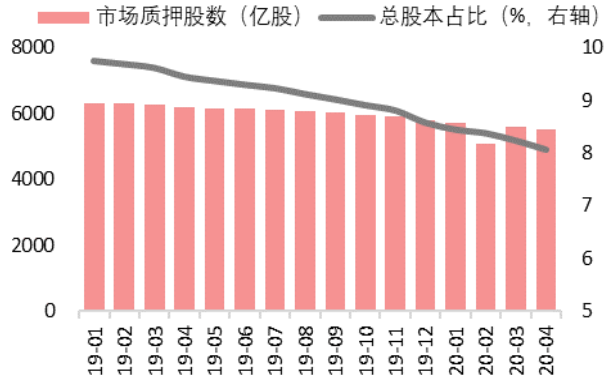


资料来源：wind、万联证券研究所

7、股票质押业务

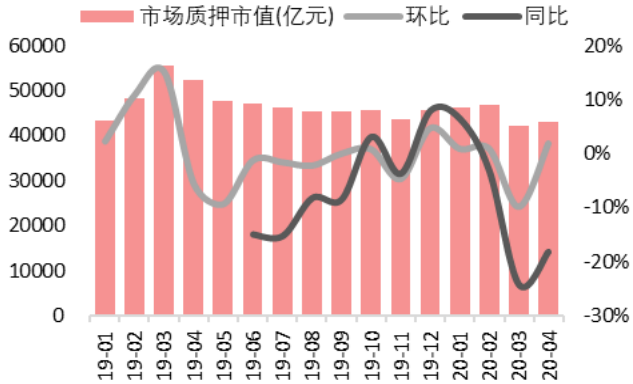
2020年4月股票质押业务略有下滑，但由于行情向好质押市值有所增长。截止2020年4月底，沪深两市股票质押股数5516亿股，环比下跌1.55，同比下滑10.60%；占总股数比例为8.07%，环比下降0.17pct，同比减少1.38pct。虽然4月股票质押股数环比下跌，但由于行情回暖，市场股票质押市值环比略增1.99%，同比下滑18.11%。

图表21：股票质押股数变化情况



资料来源：中证登、万联证券研究所

图表22：股票质押市值变化情况



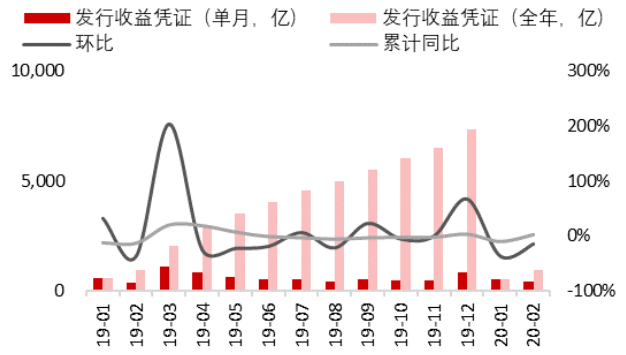
资料来源：中证登、万联证券研究所

8、场外业务

2020年2月场外业务增速有所放缓，证券公司发行收益凭证444亿元，环比下降14.70%，全年累计发行收益凭证965亿元，累计同比增长2.35%；场外衍生品业务方面，单月初始名义本金2428亿元，环比增长13.33%，全年初始名义本金4571亿元，累计同比增长147.76%；柜台业务方面，单月新开账户25.16万个，环比下跌8.97%。

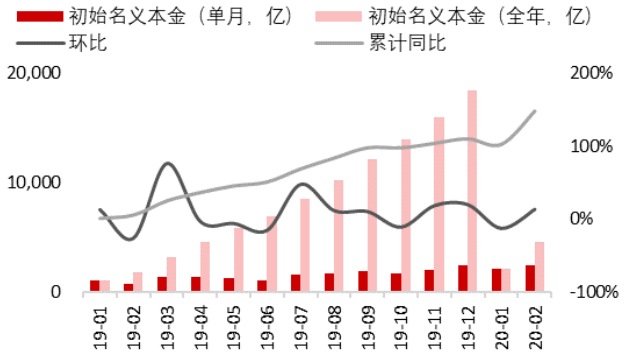
万联证券版权所有,发送给万联证券(刘相鹏:liuxp@wlzq.com.cn)

图表23：证券公司发行收益凭证情况



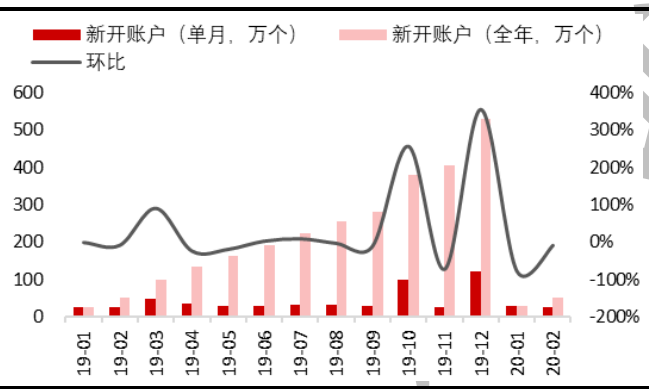
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表24：证券公司衍生品业务情况



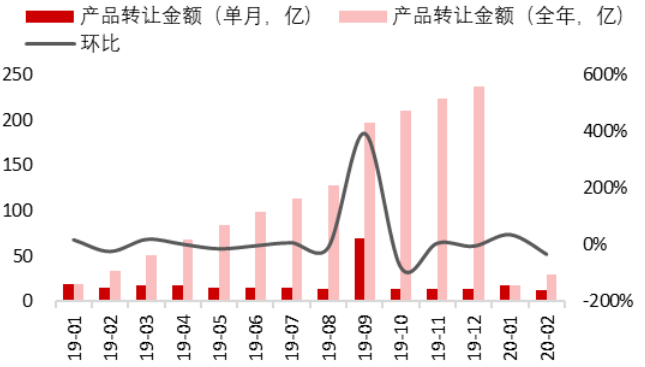
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表25：证券公司柜台业务新开账户情况



资料来源：中证协、万联证券研究所

图表26：证券公司柜台业务产品转让金额情况



资料来源：中证协、万联证券研究所

9、投资建议和风险提示

上市券商2020年4月净利润环比和累计同比均由负转正，预计主要由于基数变低以及与自营业务相关的股债核心指数均大幅上扬，且目前自营收益是券商最主要的收入和净利润来源，虽然交易量、两融、股债承销相关数据表现不佳，但后续在基数走低的效应下有望得到改善。

目前上市券商业绩有所分化，不管是从收入结构还是业绩增速来看都存在一些差异性，大型券商在规模指标和全年累计业绩表现来看仍有优势，但4月一些中小型券商业绩弹性更好。

考虑今年是“十三五”收官之年、六稳六保等大背景下，预计货币政策依旧宽松，财政政策仍将积极，创业板注册制落地超预期也反映了资本市场深改积极推进，同时全面复工复产稳步进行有望带来经济数据企稳回升，我们中长期仍看到资本市场的表现，叠加后续券商去年同期业绩低基数的因素，看好证券行业发展和业绩改善。个股方面，仍然建议重点关注龙头、低估值大型综合券商，以及资本实力提升较多、经营有特色的中小券商。

风险提示：疫情发展超预期、经济下行超预期、政策宽松不及预期、资本市场波动超预期

万联证券版权所有,发送给万联证券(刘相鹏:liuxp@wlzq.com.cn)

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅－5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场

万联证券版权所有,发送给万联证券(刘相鹏:liuxp@wlzq.com.cn)