



行业评级：增持

报告日期：2019-4-2



汪双秀

0551-65161830

wangsx92@163.com

S0010512090002

## 市场活跃度上升 科创板快速推进

### 主要观点：

#### □ 市场表现

**市场热度：**上周（2019.3.26-2019.4.1）上证综指、沪深300、中小板指及创业板指数成交金额分别为17929、11705、9505和5993亿元，交易额环比分别为-2%、7%、2%、-2%，成交金额保持平稳。

**指数表现：**上周市场指数上涨，沪深300上涨6.17个百分点，食品饮料大涨10.59个百分点，农林牧渔、家用电器紧随其后。券商6.36%、非银6.80%、银行4.98%，券商股强于大盘整体表现。

#### □ 行业动态

- (1) 头部券商科创板参股+承销 提前锁定了巨额收益？
- (2) 供给侧结构性改革升级 金融业迎考；
- (3) 投行日子不好过:广发投行收入减半 直投子公司成包袱。

#### □ 公司动态及公告小结

- (1) 光大证券海外投资巨亏大失血 兜底"52亿的投资损失"；
- (2) 广发证券业绩腰斩 境外子公司基金投资巨亏成祸首。

#### □ 投资策略

科创板快速推进，受理企业已达31家，其中3家已问询。3月份市场明显回暖，A股日均成交金额达到8900亿元，比2月环比大涨62%。两融交易余额达到8045亿元，比2月环比上涨10.49%。交易的回暖抬升了券商3月份及一季度业绩的预期。

看好券商板块阶段性投资机会。政策面上，强监管有所转向，政策环境逐步改善，利好政策频出，后续政策有望继续超预期。基本上，科创板推出在即，有望为券商投行、经纪、直投业务带来增量收入。强投行券商综合实力强，有望在竞争中占得先机，建议关注中信证券、华泰证券。

#### □ 风险提示

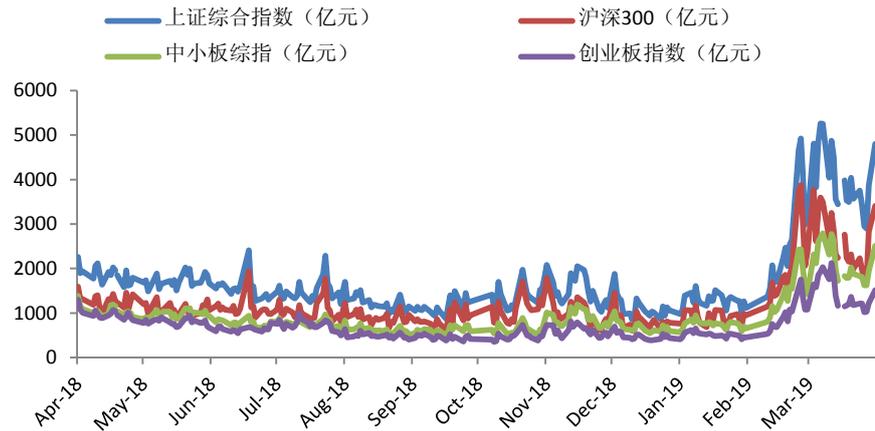
资本市场改革推进不及预期；  
流动性风险。

# 1 市场表现

## 1.1 大盘及行业指数走势

**市场热度：**数据显示，上周（2019.3.26-2019.4.1）上证综指、沪深300、中小板指及创业板指数成交金额分别为 17929、11705、9505 和 5993 亿元，交易额环比分别为-2%、7%、2%、-2%，成交金额保持平稳。

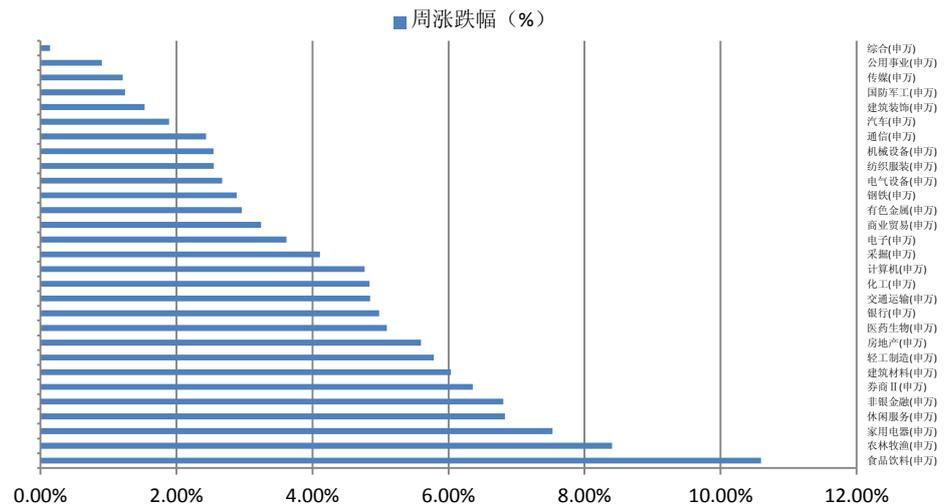
图 1 A 股成交金额



资料来源：wind、华安证券研究所

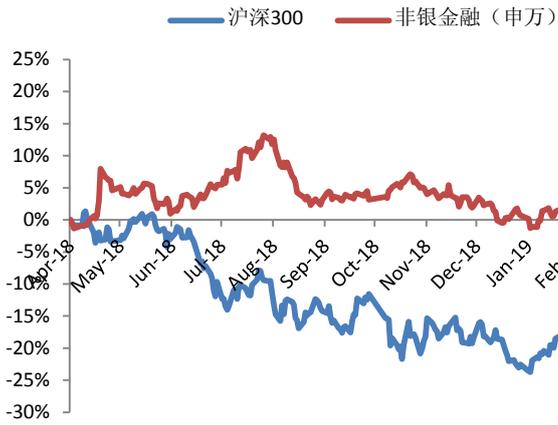
**指数表现：**上周市场指数上涨，沪深300上涨6.17个百分点，食品饮料大涨10.59个百分点，农林牧渔、家用电器紧随其后。券商6.36%、非银6.80%、银行4.98%，券商股强于大盘整体表现。

图 2 行业上周涨跌幅对比



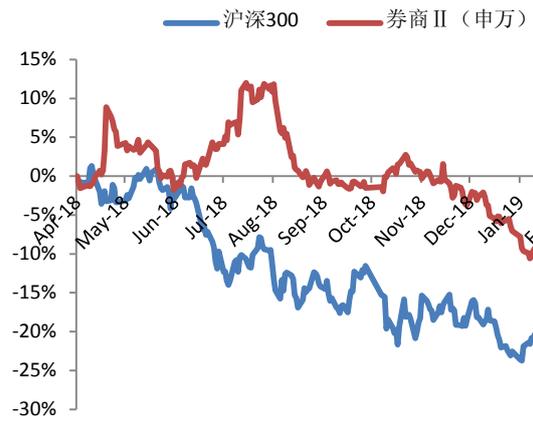
资料来源：wind、华安证券研究所

图表3 非银金融相对沪深300走势



资料来源: wind、华安证券研究所

图表4 证券行业相对沪深300走势



资料来源: wind、华安证券研究所

## 1.2 上市公司股价表现

上周，受益于科创板的顺利推力和市场交易的回暖，券商板块上涨，所有个股均有所上涨。国盛金控、华创阳安、中国银河领涨，其中国盛金控大涨 20.06%。估值方面，板块的 PB1.95 倍上下。

图表 5 上市公司涨跌幅

代码	简称	周涨跌幅
002670.SZ	国盛金控	20.06%
600155.SH	华创阳安	18.55%
601881.SH	中国银河	16.57%
002500.SZ	山西证券	13.07%
000987.SZ	越秀金控	9.71%
600061.SH	国投资本	9.63%
600864.SH	哈投股份	8.11%
600837.SH	海通证券	8.10%
002797.SZ	第一创业	8.00%
002736.SZ	国信证券	7.46%
601878.SH	浙商证券	7.42%
000686.SZ	东北证券	7.39%
600909.SH	华安证券	7.34%
000712.SZ	锦龙股份	6.80%
601555.SH	东吴证券	6.71%
600030.SH	中信证券	6.67%
600369.SH	西南证券	6.45%
600109.SH	国金证券	6.37%
601211.SH	国泰君安	6.35%
601377.SH	兴业证券	6.05%
000728.SZ	国元证券	5.89%
601375.SH	中原证券	5.83%
600958.SH	东方证券	5.28%
601099.SH	太平洋	5.16%
601198.SH	东兴证券	5.14%
600999.SH	招商证券	4.98%
601901.SH	方正证券	4.87%
000783.SZ	长江证券	4.77%
000750.SZ	国海证券	4.37%
601688.SH	华泰证券	4.31%
601788.SH	光大证券	3.59%
002673.SZ	西部证券	3.00%
000166.SZ	申万宏源	2.74%
000776.SZ	广发证券	1.36%

资料来源：wind、华安证券研究所



图表6 最近交易日的市盈率与市净率

证券代码	证券简称	PE(TTM)	PB(LF)
000712.SZ	锦龙股份	(71.46)	3.76
002797.SZ	第一创业	228.13	3.22
601878.SH	浙商证券	53.06	2.86
601099.SH	太平洋	(197.42)	2.59
002670.SZ	国盛金控	(53.59)	2.53
601375.SH	中原证券	373.45	2.47
002673.SZ	西部证券	204.62	2.36
002500.SZ	山西证券	126.92	2.24
002736.SZ	国信证券	32.77	2.14
600909.SH	华安证券	47.80	2.11
600030.SH	中信证券	32.62	2.00
601198.SH	东兴证券	33.07	1.97
601881.SH	中国银河	44.21	1.93
000750.SZ	国海证券	357.91	1.93
000166.SZ	申万宏源	30.50	1.83
600999.SH	招商证券	27.13	1.83
601688.SH	华泰证券	37.30	1.82
000987.SZ	越秀金控	67.72	1.81
600109.SH	国金证券	33.49	1.74
600061.SH	国投资本	37.25	1.72
600369.SH	西南证券	139.61	1.70
601901.SH	方正证券	96.47	1.69
600958.SH	东方证券	69.14	1.65
600155.SH	华创阳安	159.17	1.61
000783.SZ	长江证券	164.12	1.60
000686.SZ	东北证券	81.33	1.59
601211.SH	国泰君安	26.54	1.58
601555.SH	东吴证券	185.02	1.57
601377.SH	兴业证券	47.90	1.48
000776.SZ	广发证券	29.03	1.47
000728.SZ	国元证券	53.21	1.45
600837.SH	海通证券	31.81	1.41
600864.SH	哈投股份	(82.46)	1.33
601788.SH	光大证券	591.73	1.30

资料来源：wind、华安证券研究所

## 2 行业动态

### 头部券商科创板参股+承销 提前锁定了巨额收益？

【事件】截至4月1日，已有31家企业的科创板上市申请被上交所受理，其中3家已接受了问询。这些企业的承销商集中于头部券商。在这些拟上市企业的股东名单中，还出现了券商相关子公司的身影。

#### 【点评】

#### 头部券商优势显著

在上述31家拟上市企业中，有6家的主承销商是中信证券，4家主承销商或联席主承销商是中信建投，4家主承销商或联席主承销商是华泰联合证券——华泰证券的投行子公司。

“头部券商原本有较多的项目储备。宣布创设科创板后，头部券商都在项目储备里筛选，有的还把原来拟赴主板上市的客户推荐至科创板。”一位业内人士表示。

例如，中微半导体原本拟赴上交所主板上市，但根据其保荐机构海通证券、长江证券3月20日报告的辅导进展，中微半导体已变更首次公开发行股票上市的板块为科创板。

3月29日，中微半导体的信息被披露在上交所科创板项目动态页面，状态显示为“已受理”。

目前来看，上述31家企业中，有17家的融资金额都在10亿元以下。融资金额在10亿元以上的企业，几乎都被华泰证券、中信证券、招商证券等券商包揽。融资金额在10亿元以上的11家企业中，虹软科技、华兴源创、光峰科技、博众精工由华泰联合担任主承销商；中信证券则负责澜起科技、传音控股、容百科技的承销保荐工作，3家企业融资金额合计为69.11亿元，占这31家总融资金额的19.83%；招商证券负责的科前生物和安翰科技，总融资额达29.47亿元；中金公司负责的优刻得融资金额达47.48亿元，是目前融资金额最高的企业。

#### 券商相关子公司现身股东名单

“首批科创板企业投资者的获利可能最为丰厚。”多位业内人士向记者表示，科创板不仅给券商投行业务创收，还为券商相关子公司的退出创造了机会。

在上述31家企业的股东名单中，出现了不少券商相关子公司的身影。据中国证券报记者不完全统计，至少有6家企业股东包含券商相关子公司或关联基金。其中，虹软科技、国盾量子、赛诺医疗的股东名单中，出现了承销商的相关子公司或控股基金。其中，虹软科技由华泰联合、中信建投承销，股东包括华泰证券间接控股的华泰新产业成长投资基金；国盾量子的股东包括承销商国元证券的子公司——国元直投。

至此，上述31家科创板拟IPO企业中，至少有5家企业有保荐机构关联方（主要是子公司）参股。

大家都在找科创板影子股，其实，这些已经直投拟IPO项目，且后续还有望获得保荐费和跟投收益的券商也将获益丰厚。而且，在“直投+保荐+跟投”的三道大菜中，接的盆满钵满。

目前来看，券商相关子公司或控股基金参股份额较小。例如，中信证券投资拥有赛诺医疗1.34%的股权，华福证券旗下基金华福光晟持有福光股份1.74%的股权；国元直投持股数量仅占国盾量子的0.5%。

科创板企业承销商后期还将通过子公司参与战略配售。中信证券在睿创微纳

上市保荐书中表示，拟通过全资子公司——中信证券投资有限公司参与战略配售；而国泰君安也表示将通过全资子公司——国泰君安证裕投资有限公司参与晶晨半导体战略配售；招商证券也将通过招商证券投资有限公司参与科前生物战略配售。

### “直投+保荐+跟投”增厚券商收益

在已经披露的招股书中，同样对保荐机构跟投进行了说明。

例如，福建福光的保荐机构兴业证券称，已安排子公司兴证投资管理有限公司参与本次发行战略配售，保荐机构及其相关子公司将在发行前进一步明确参与本次发行战略配售的具体方案，并按规定向上交所提交相关文件。

鸿泉物联的保荐机构东方花旗证券也表示，其兄弟公司上海东方证券创新投资有限公司拟通过参与本次发行战略配售持有发行人股份，具体持股数量及比例视本次发行战略配售情况而定。

上述券商直投项目多自 2017 年始，从其当时的入股价格和持股比例即可见相关企业彼时估值。如中信证券投资入股当虹科技时，以 2000 万元价格获得 1.72265% 股权，即当虹科技彼时整体估值才 11.61 亿元。如当虹科技冲刺科创板成功，则中信证券投资的持股市值上升空间可观。

有分析人士指出，券商跟投机制拓宽了券商直投业务的投资渠道与退出通道。不过，上述方正证券（维权）相关业务负责人表示，设置跟投机制的目的主要是为了避免道德风险及定价不合理导致的市场大幅波动。

“券商跟投机制或部分改变直投业务的运作模式。”上述方正证券人士表示，原有券商直投业务会根据自身投资风格，选择不同阶段的企业进行投资，进而形成不同的退出策略，也会根据自身的专长聚焦于不同的行业。而券商跟投机制或使券商部分直投业务的投资方向相对明确为七大新兴行业，在退出渠道上也固定为二级市场退出。

也有业内人士提出不同看法。“科创板跟投属于被动投资，不是主动投资，不影响其他投资，但客观上会占用投资公司的资本金，因此影响的是规模，而不是运作模式。”王骥跃表示，更进一步讲，保荐+跟投机制应该会引导券商直投业务更关注适合科创板上市的公司，培养定价能力和选择优质项目的的能力，在合规前提下主动出击为保荐业务揽客，以及更早更深入地去了解发行人，为将来发行定价及深度服务打好基础，降低投资成本。

也有分析人士指出，跟投机制或使券商面临保荐项目上市后经营管理不确定性带来的更大风险和压力。拥有持续盈利能力的优质企业后续执业风险和经营风险较小，券商承揽将更加重视企业质量的选择。此外，在锁定期内，为防止企业业绩下滑，券商必须做好持续督导工作，帮助企业强化核心竞争力

科创板投资圈，招募投资圈友！注册制新时代，承载国内资本市场改革的梦想之地，岂能错过！（中国经济网、上海证券报）

### 供给侧结构性改革升级 金融业迎考

【事件】经济与金融血脉相依。转型高质量发展的中国，亟待通过这场金融供给侧结构性改革，建立质量型的金融供给，激发增长动能。

#### 【点评】

### 供给侧结构性改革迎来升级版。

2月22日，习近平总书记在中央政治局第十三次集体学习时明确提出“深化金融供给侧结构性改革”，增强金融服务实体经济能力，坚决打好防范化解包括金融风险在内的重大风险攻坚战。随后，金融供给侧结构性改革成为今年两会的

热词之一。人民银行、银保监会等部门在多个场合密集阐述金融供给侧结构性改革的内涵，以及推进的具体路径。

除了权威部门，更多专业人士为此发声。

3月8日，中国国际经济交流中心副理事长黄奇帆指出：“近年来，中国的货币供给和金融体系存在着三种问题，都需要在金融供给侧结构性改革中解决。”3月23日，全国政协经济委员会副主任杨伟民在“2019中国发展高层论坛”上表示，中国目前所面临的结构性失衡，根源在于要素配置型失衡，其中金融最为关键。

“在金融供给上，我国小微企业融资难、融资贵问题长期以来得不到有效解决，根本问题是金融体系的结构存在问题。”交通银行(6.280, -0.04, -0.63%) (港股03328)首席经济学家连平在接受时代周报记者采访时指出，要让金融更好地服务实体经济，相应领域的改革深化显得更为重要和迫切。

中国金融行业的未来版图，或因这场改革发生根本性变化。

### 紧盯“结构”“方式”两大核心

金融供给侧结构性改革大幕拉开，建立在去杠杆预期目标达成的基础之上。

2月25日，银保监会副主席王兆星在国务院新闻办公室发布会上表示，结构性去杠杆已达到预期目标：“两年内银行业累计处置不良贷款3.48万亿元，为新增信贷投放及时腾出空间，有效支持了实体经济融资需求。”

这也意味着，在紧信用、宽货币、严监管的政策组合拳下，始于2016年下半年的金融去杠杆之战，已经完成了既定目标，即将退出主要任务序列。直面经济下行压力，新工作的重点转向“六稳”。金融体系如何支撑实体经济尤其是民营企业、创新企业，成为当前金融系统迫切需要解决的问题。

如何改？聚焦这场改革，会发现两大关键词：结构、方式。

3月28日，上海新金融研究院副院长刘晓春在一场题为《金融供给侧何去何从》的演讲中表示，金融供给侧结构性改革的目的，不应该只是增加融资额、增加金融机构即所谓的数量型金融供给，“而应该是提供更有效的质量型金融供给”。

刘晓春的观点极具代表性。多位专业人士认为，实施这场改革的核心，是调整、完善金融供给端的结构和供给金融的方式。“是更前段的改革，不是资金的供给，是对资金供给的供给。”刘晓春解释道。

### 逐步推动利率并轨

深化金融供给侧结构性改革，着力点除优化金融结构，还要通过各种方式来降低融资成本。服务的对象，直指民企与小微企业。

事实上，高层在去年底正式提出金融供给侧结构性改革，与民企及小微企业面临的融资难、融资贵密切相关。从去年下半年开始，人民银行虽然一直在通过各种货币政策操作推进银行间市场利率下行，但种种迹象表明，一些小微企业和民营企业实际感受到的融资成本仍然偏高。

推动利率并轨，成为中国在25年利率市场化改革中要走完的“最后一公里”。

“解决民营企业融资难问题，必须要实现市场化的风险定价。简单来说，就是你有什么风险，资金成本就应该有多高，这是金融的基本规律。现在如果不能完全放开，那能不能让利率变得更灵活一些？如果不做这一条，问题永远解决不了。”北京大学国家发展研究院副院长、北京大学数字金融研究中心主任黄益平曾在接受时代周报记者采访时强调。

今年的政府工作报告亦明确，2019年将“深化利率市场化改革，降低实际利率水平”。连平分析认为，推进利率“两轨合一轨”，从内涵上看是非市场化利

率与市场化利率并轨，实质则是取消官方确定的存贷款基准利率，“从而使金融机构的存贷款利率在市场供求关系和货币政策的引导下，由金融机构自主确定”。

“加速推进利率市场化，不但能提高资源配置效率、也能引导银行业金融机构进一步练好内功，提高自主定价能力和风险管理水平。”连平在接受时代周报记者采访时表示。

连平同时提醒，利率市场化攻坚需要“积极审慎地”展开。

事实上，存贷款基准利率是银行业资金价格的两个“锚”：一个锚住资产端的定价基准，另一个锚住负债端的定价基准。“取消基准利率后，‘锚’的消失会使银行业存贷利差收窄，为商业银行及影子银行系统带来经营风险。”申万宏源(5.610, -0.02, -0.36%)证券固定收益总部副总经理范为持同样观点。

连平建议逐步实施利率并轨：起步时先简化基准利率，之后取消贷款基准利率，最后取消存款基准利率。

### 推动结构性稳杠杆

3月29日，上海证券交易所官网更新消息显示，获上交所受理科创板上市申请的企业总数已达28家。目前，上交所已对其中3家企业提出问询，问询和回复内容将全部在上交所官网上公开显示。

资本市场是金融供给侧结构性改革的核心领域，而科创板已经成为这场改革的一块试验田。

截至2018年底，中国的金融体系仍以间接融资为主：银行业拥有存款近180万亿元，贷款近140万亿元。2019年1月30日，中国证监会发布《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》，推动注册制在科创板落地。在武汉科技大学金融证券研究所所长董登新看来，此举对整个资本市场的基本制度完善是一个重大跨越，将极大提升中国资本市场的包容性和开放性，进而大幅提升资本市场效率，“是提高直接融资比重至关重要的一环”。

连平在接受时代周报记者采访时进一步指出，以科创板落地提高直接融资比重，意义不仅在于拓宽融资渠道，更在于推动结构性稳杠杆：“作为影响杠杆水平的重要因素，以间接融资为主体的经济体，相对于对货币扩张影响较小的直接融资来说，杠杆率会相对高一些。”

“融资结构得不到改善、股权融资处于缓慢发展的瓶颈状态，非金融部门降杠杆就难以有效实现。”连平对此总结道，“未来应大力推进相关体制机制改革、大力发展多层次资本市场，通过综合性的举措，推动非金融企业部门股权融资增速超过债务融资增速，从而有效使企业部门杠杆水平控制在合理水平范围。”

经济与金融血脉相依。转型高质量发展的中国，亟待通过这场金融供给侧结构性改革，建立质量型的金融供给，激发增长动能，行稳致远。“高层明确强调金融活、金融稳、金融兴对经济的拉动作用，再结合进一步扩大对外开放的大背景，这场改革的意义重大。”范为总结道。(时代周刊)

### 投行日子不好过:广发投行收入减半 直投子公司成包袱

【事件】受监管政策调整影响，IPO以及再融资项目审核从严，发行缓慢，部分券商受冲击较大，广发证券投行收入减半，国金证券同比下滑亦有40%以上。

#### 【点评】

同时，在私募股权投资业务方面，由于募资难、估值倒挂导致退出难等问题，大型券商的私募基金子公司普遍出现亏损，比如有中信证券的金石投资、华泰证券的华泰紫金投资、银河证券的银河创新资本。

科创板的推出，能否缓解投行与直投的业务困境？对此业内人士普遍表示，这是一次重要的机会，也是今年最大的期待，将全力准备。

### 投行收入普跌

投行 2018 年的日子并不好过。

证券业协会数据显示，去年全行业“证券承销与保荐业务净收入”连续第二年出现下滑，同比下跌 32.73%；是近 4 年来业绩最差的一年，仅 258.46 亿元。

从个体来看，以上市券商为例，截至 4 月 1 日，已有 20 家 A 股上市券商披露年报，数据显示，投行业务均出现下滑。

以“投资银行业务手续费净收入”为指标来计算，其中，广发证券投行收入下跌幅度达到 55.85%。

广发证券表示，“公司过去以中小企业为主的业务模式受到较大冲击，公司 2018 年股权融资业务出现较大幅度下滑。”

根据公告，2018 年广发证券 IPO 承销金额 37.95 亿元，仅为 2017 年 168.65 亿元的 22%；再融资承销金额 90.41 亿元，不及 2017 年 201.0 亿元的一半。

同样受冲击的还有国金证券、国海证券、浙商证券，三家券商投行收入下滑均超过 40% 以上。

华南一家大型券商投行人士 1 日接受 21 世纪经济报道记者采访时表示，“去年以来监管审核偏向发生变化，对盈利门槛提出了窗口指导，国企央企或是大型企业比较容易过发审会，中小型民企就很困难。这导致以中小民企为主要客户群体的券商投行普遍受到监管影响。”

在他看来，头部券商比如中信证券与中信建投，由于大型 IPO 项目较多，相对而言，受影响不会太大。

根据 21 世纪经济报道记者梳理，截至目前仅有 3 家券商收入规模超 30 亿。中信证券排名第一，共 36.39 亿元；另外两家大型券商分别为海通证券 32.17 亿、中信建投 31.35 亿。

海通证券、中信建投、华泰证券、银河证券、光大证券的投行收入跌幅也控制在 10% 以内，好于行业平均水平。

除了上述受访对象提及的 IPO 客户群体占优因素以外，部分券商债券承销业务突出，对投行收入亦做出贡献。以光大证券为例，公司主要在债券承销上表现较好，去年总承销各类债券数量同比增长 97.44%；总承销金额同比增长 58.85%。

尽管 2018 年的投行并不如意，但今年科创板的推出将是新的盈利增长点。

根据 21 世纪经济报道记者对科创板获得受理的 IPO 项目进行统计，截至 4 月 1 日，中信证券保荐家数最多，共有 6 家；华泰联合证券排名第二，有 4 家；中信建投证券 3 家。

“券商都当作是一次战略机会去准备。虽说头部效应逐渐明显，但中小券商也快速行动，争取能分羹。”深圳一家小型券商投行人士 1 日谈到。

海通证券在年报中就表示，科创板提出以来，公司一方面加强科创板和注册制的系统性研究，一方面加紧落实和推进前期储备的创新项目。截至目前，公司在半导体芯片、生物医药等多个重点领域储备了多家龙头企业，在业内处于领先地位，并在人才队伍、技术支持、内控建设等各方面为科创板的推出做好准备。

### 大型直投子公司净利为负

除了投行，券商直投也感受到一级市场的萧瑟。

清科研究中心数据显示，2018 年私募股权基金共新增募集资金 1.01 万亿元，同比下滑近三成。投资方面，总投资额为 8527.64 亿元，同比下降 14.2%。退出方

面，共有 1441 笔退出，同比下降 20.2%。

深圳一家小型券商私募基金子公司人士 1 日向 21 世纪经济报道记者表示，“主要是一方面资管新规出台后，PE 都面临募资难的问题；另一方面退出难，IPO 发行慢，即使成功发行，也会出现价格倒挂的情况。所以整体来看，无论是大型知名 PE，还是券商背景的，去年业务开展比较困难。”

年报显示，多家大型券商私募基金子公司出现亏损。中信证券的金石投资，向来为券商系私募基金子公司的“佼佼者”，但 2018 年业绩不及预期，实现营业收入-5336 万元，净利润-4654 万元。

另一声名显赫的华泰证券子公司——华泰紫金投资，去年净利润为-4635.51 万元。

银河证券的银河创新资本亏损幅度更大。2018 年公司实现营业收入-1.04 亿元，净利润-0.96 亿元。营收较 2017 年下降 198.11%，公司表示主要为所持有的权益类证券公允价值出现较大波动所致。

招商证券的子公司招商致远资本营收-1525 万元，归属母公司净利润-1 亿元。而在一年前，公司净利润达到 3.08 亿元。

光大证券的光大资本更是因为一场境外体育收购，导致净亏损 16.34 亿元。

表现相对较好的有广发证券私募基金子公司广发信德，去年净利润 3.49 亿元，但也出现大幅下滑，同比减少 62.53%，公司表示，报告期内有 20 个项目已通过 IPO 上市，有 60 个项目通过上市公司并购等其他方式实现退出。（21 世纪经济报道）

## 3 公司动态及公告小结

### 3.1 公司动态

#### 光大证券海外投资巨亏大失血 兜底"52亿的投资损失"

【事件】近日，上海证监局先后对光大证券董事长薛峰和光大证券全资子公司光大资本投资有限公司采取了监管谈话和责令改正的行政监管措施，这让光大资本三年前一笔耗资 52 亿元收的海外并购浮出水面。在这个项目中，光大资本帮助暴风集团（300431.SZ）在 2016 年收购英国拥有多项体育赛事版权的 MP & Silva Holding S.A.65% 股权（下称 MPS）。如今，MPS 已然破产。光大资本不仅作为劣后投资方亏掉 6000 万，而且与优先级投资方签订的 35 亿元的“差额补足协议”，让其 2018 年净利润锐减 96.6%。

【点评】同时，伴随着“这笔投资巨亏”，3 月 27 日晚，光大证券向市场交出了一份黯淡的成绩单：2018 年实现归属上市公司股东净利润 1.03 亿元，同比下降了 96.57%。光大证券净利大幅下滑，主要是因为其全资子公司光大资本爆雷，为此计提 15.21 亿元预计负债及资产减值准备。

在实施该项海外投资时，光大证券董事长薛峰时任光大证券总经理，对此负有领导责任和管理责任。根据相关规定，上海证监局对薛峰采取了监管谈话的行政监管措施。

1967 年出生的薛峰在央行、银监会工作多年，颇受原光大集团董事长唐双宁的赏识，加入光大集团后曾任办公室副主任、党委办公室副主任，也曾挂职湖北省荆门市，任市委常委、副市长。2013 年，光大证券因“816 乌龙指”事件，导致经营管理层发生巨大变动。2011 年任光大证券党委副书记的薛峰临危受命，承担起光大证券党委书记、总裁、副董事长等职责，并自 2016 年 11 月起，一肩挑起光大证券董事长、党委书记、总裁三大职务。

#### 薛峰的“光大资本”

据悉，2017 年，在薛峰被任命为董事长之后的第一年，薛峰向相关子公司投入了许多资源，光大资本是股权投资为主，光大富尊投资也是以股权投资为业务重点。

光大证券旗下的全资及控股子公司总计有 6 家，除了光大资本，还包括光大富尊投资、光大期货、光大证券资产管理、光大证券金融控股、光大保德信基金。

在 2015 年 A 股定增募集 80 亿元资金后，光大证券 2016 年 1 月曾发布公告，变更募集资金用途。根据公告，薛峰砍掉了原计划投资给光大金控和光大证券资管的 3 亿元投入，还砍掉了其他创新业务的 10 亿元投资，也砍掉了“加大信息系统的资金投入”项目的 2 亿元投资，变更为，给予光大期货和光大富尊增加 5 亿元投资，另外增加 10 亿元，用于扩大信用交易规模。

2015 年 7 月，光大资本是与北京市文化投资发展集团等机构共同出资设立了一只产业基金，规模 300 亿元。

此后，光大证券还对光大资本进行了增资。根据 2017 年 10 月的公告，经过增资，光大资本的注册资本从 20 亿元增加到 40 亿元。

光大资本主要从事私募股权投资基金业务。2016 年，光大资本通过下属公司联合暴风集团，设立了浸鑫基金，由光大方面担任此基金的执行事务合伙人。此基金随后耗资 52 亿元收购了 MPS 公司 65% 的股权。

不过，在被收购后，MPS 三大创始人相继套现，另立门户。2017 年 10 月，MPS 接连丢掉意甲、法甲版权，并因无法支付保全费被告上法庭，随后更是官司不断。2018 年 10 月 17 日，在与法国网球协会的纠纷中，MPS 被判破产清算，这距离浸鑫基金收购不到两年半时间。

今年 2 月 2 日，光大证券发布公告，由于 MPS 公司经营陷入困境，浸鑫基金正面临巨大风险，无法按原计划实现退出。

相关人士分析，52 亿元打了水漂。本来股权投资项目失败并不是什么新鲜事，但在此项目中，存在一份保本协议，如果按照此协议，光大证券要为投资失败兜底，赔偿浸鑫基金出资人的损失。”

### 起底浸鑫基金 11 家机构跟着踩雷

财新网报道，一位接近光大资本人士称，光大资本之所以迅速决定成立浸鑫基金去收购 MPS 的股权有一个基本前提，是暴风集团及其 CEO 冯鑫与光大浸辉签署了收购 MPS 股权的回购协议，冯鑫个人向光大资本出具了《承诺函》，约定暴风集团及冯鑫对浸鑫基金所投项目即 MPS 公司 65% 的股权承担回购业务。

同时，据此前公告称，浸鑫基金的两名优先级合伙人各出示了一份光大资本盖章的《差额补足函》，由光大资本承担差额补足义务。但目前，该文件有效性存在争议。浸鑫基金有超过 10 个股东，最大的股东为招商财富资产管理有限公司，持股比例为 53.82%。目前，公司公告并没有披露提出差额补足的优先级合伙人具体为哪一个，但“此事未来给光大资本带来的损失暂时无法准确估计”。由此，光大证券计提预计负债及资产减值准备合计 15.2 亿元，减少公司利润总额 15.2 亿元，减少合并净利润约 11.4 亿元。

天眼查信息显示，除了暴风投资、光大资本、光大浸辉之外，浸鑫基金还有 11 家 LP，背后的出资方招商银行(34.330, 0.25, 0.73%)、华瑞银行、东方资产、钜派投资及云南、贵州省国资均有踩雷。出资额最大的是招商财富资产管理有限公司，以理财资金出资 28 亿元。紧随其后，嘉兴招源涌津股权投资基金、爱建信托两家出资 6 亿元和 4 亿元，其中爱建信托仅为通道，实际出资方为华瑞银行。此外，浪淘沙投资、深圳科华资、上海隆谦迎申投资等 7 家机构出资上亿。

同时受笔投资的影响，光大证券 2018 年归属上市公司股东净利润下滑 97%，从 2017 年的 30 亿元跌至仅剩 1.03 亿元。由于对此事负有领导责任和管理责任，薛峰被要求在 3 月 25 日携带有效身份证件到上海证监局接受监管谈话。

对于薛峰的监管谈话中指出，对子公司管控机制不完善，对子公司管控不力，公司内部控制存在缺陷；公司出现风险事件时，未及时向中国证监会报告等。

今年年初，光大证券公司内部宣布，经光大集团研究决定，由闫峻代替薛峰担任光大证券党委委员、书记一职。是否是针对海外投资巨亏一事，光大证券方面对外回避了两件事之间的联系，称这一决定只是光大集团要加强领导班子建设。

对于 MPS 风险事件的处理仍由光大资本的处置小组牵头，目前正在准备向暴风集团及冯鑫发起诉讼。

有业内人士表示，光大资本的 MPS 风险事件实际上暴露了国内券商在境外收购中风险控制漏洞。同时，光大证券的 MPS 事件不会只是极个别的案例，曾经盲目跨界并购的金融机构，随着产品到期，窟窿或许会一个个暴露出来。(新浪财经综合)

### 广发证券业绩腰斩 境外子公司基金投资巨亏成祸首

【事件】广发证券旗下广发投资（香港）在开曼注册成立的“Pandion 基金”2018年度亏损1.39亿美元，使得公司2018年合并净利润减少9.19亿元人民币，已超过公司2017年度经审计净利润的10%。

#### 【点评】

花旗集团此前曾对媒体表示，向一家亚洲对冲基金提供的贷款损害了第四季度固定收益业绩。为此花旗集团计提了1亿~2亿美元的贷款相关损失。

今年2月，因受到证监会的问询，“广发证券（000776.SZ）旗下广发投资（香港）（下称‘广发投资’）因一家相关联的对冲基金外汇交易出现损失，导致向其发放贷款的花旗面临高达1.8亿美元的损失”的消息不胫而走。

这家对冲基金是谁？如何导致了花旗的巨亏？广发证券受到的影响又有多大？在之后的一个多月时间里，这些问题的答案一直藏在重重迷雾之中。

就在3月26日晚间，广发证券一口气发布了包括2018年度业绩报告在内的27则公告，将该基金的相关细节展现在市场面前。

#### 迷雾被揭开

该1.8亿美元亏损被曝出时，香港多位市场人士猜测，这家与花旗银行合作的亚洲对冲基金就是广发控股的对冲基金。但是该基金是借广发控股的通道对接花旗银行资金，或者本身就是广发旗下较为激进的基金未被“实锤”，被交易的资金来源是花旗自有资金、花旗客户资金或广发控股请花旗托管的资金也未获证实。

26日晚间广发证券发布的年报清晰显示，广发证券2018年度实现营业收入152.70亿元，同比下降29.43%；实现归属上市公司股东的扣非净利润39.03亿元，同比下降53.25%，而营收下降的主要原因之一，正是该公司旗下基金亏损。

据公告披露，广发投资在开曼注册成立了一只以衍生品对冲策略为主的多元策略基金GTEC Pandion Multi-Strategy Fund SP（下称“Pandion基金”）。该基金于2018年12月31日的净值-0.44亿美元，2018年度亏损1.39亿美元，使得公司2018年合并净利润减少9.19亿元人民币，已超过公司2017年度经审计净利润的10%。同时，广发控股香港有关子公司后续存在潜在诉讼或潜在被诉讼的可能性，相关诉讼结果具有不确定性。

Pandion基金成立以来，广发投资香港对其共有三次自有资金投资行为，从初始的5000万美元陆续增资，截至2018年12月31日，广发投资香港以自有资金累计投入9006.77万美元，占该基金权益99.9%。

同时，Pandion基金收到主经纪商追加保证金的通知，2018年12月31日该金额为1.29亿美元（含初始保证金0.30亿美元）。根据开曼律师事务所Campbells的法律意见，该基金的投资人以其在该基金的投资金额为限承担有限责任；广发控股香港有关子公司后续存在潜在诉讼或潜在被诉讼的可能性，相关诉讼结果具有不确定性。

早在数月前，就有媒体报道中国证监会已经就广发控股香港相关损失进行问询。广发证券去年底向中证监报告了相关交易出现损失的事项，随后与中证监就更多细节进行了多次沟通，中证监追究广发在交易中是否存在风险控制问题等，并在春节后继续要求广发证券就该交易提供更多报告。

3月25日，广发证券收到广东证监局的行政监管措施决定书。决定书指出，公司存在对境外子公司管控不到位，未有效督促境外子公司强化合规风险管理及审慎开展业务等问题，决定对公司采取责令改正的行政监管措施。

广发证券表示，目前，公司正全面核查评估相关情况及其影响，并积极督促

广发控股香港及其有关子公司采取各项措施,稳妥化解风险,切实维护公司利益。对于广东证监局的监管决定,公司高度重视,将切实进行整改,采取措施建立并持续完善覆盖境外机构的合规管理、风险管理和内部控制体系。

#### 花旗的损失

广发证券在年报中并未披露有关花旗集团受损的消息。不过,但从花旗集团的财报来看,收入确实也低于预期。

财报显示,花旗集团四季度实现营业收入171亿美元,低于数据机构 Refinitiv 调查的分析师平均预期的176亿美元。值得注意的是,在2018年12月初,花旗就曾提醒,由于市场交易环境的恶化,公司交易收入可能较上年同期下降,特别是固定收益部门,受到汇率和利率波动较大的影响。实际上,公司的固定收益业务收入确实比上一年同期减少21%至19.4亿美元,明显低于市场预期的约23亿美元。

花旗集团此前曾对媒体表示,虽然向一家亚洲对冲基金提供的贷款损害了第四季度固定收益业绩,但其员工在这笔贷款上并没有突破该行的风险限制。为此花旗集团计提了1亿~2亿美元的贷款相关损失。

花旗首席财务官 John Gerspach 称损失还不是实际性的,部分计提可能会被撤销。这也印证了关于合约尚未结束,在账仅为浮亏的猜想。(新浪财经)

## 3.2 公告小结

图表7 上市公司重要公告总汇

公司	公告时间	公告事件	公告概要
第一创业	2019/4/1	2018年年度报告	本报告期公司实现营业收入 17.70 亿元，同比下滑 9.40%，实现归母净利润 1.24 亿元，同比下降 70.59%。截至报告期末，公司总资产 335.64 亿元，较年初增长 1.34%；归属于母公司净资产 88.02 亿元，较年初下降 0.62%。
西南证券	2019/3/30	2018年年度报告	报告期内，公司实现营业收入 27.44 亿元，同比下降 10.34%；净利润 2.15 亿元，同比下降 68.85%。截至 2018 年 12 月 31 日，公司资产总额 636.95 亿元，所有者权益总额 189.77 亿元，母公司净资产 125.74 亿元，每股收益 0.04 元。
方正证券	2019/3/9	2018年年度报告	报告期末本集团资产总额 1,482.22 亿元，比上年度末减少 0.08%；净资产 386.66 亿元，比上年度末增加 1.23%；报告期内实现营业收入 57.23 亿元，比上年同期减少 4.01%；营业利润 8.76 亿元，比上年同期减少 48.56%；归属于上市公司股东的净利润 6.61 亿元，比上年同期减少 54.48%。
华泰证券	2019/3/30	2018年年度报告	营业收入 161.08 亿元，同比减少 23.69%，归母净利润 50.32 亿元，同比减少 45.75%。EPS0.66 元，同比减少 49.23%。
东方证券	2019/3/29	2018年年度报告	司资产总额人民币 2,268.70 亿元，较上年末减少 2.15%，归属于母公司所有者权益人民币 517.39 亿元；母公司净资产人民币 402.35 亿元，较上年末减少 8.00%。报告期内，公司归属于母公司所有者的净利润人民币 12.31 亿元，同比减少 65.36%，公司本年盈利状况主要受证券市场剧烈震荡、大幅调整的影响，公司自营权益投资公允价值变动收益及投资收益同比均出现大幅下降。

资料来源：wind、华安证券研究所

## 4 投资策略

科创板快速推进，受理企业已达 31 家，其中 3 家已问询。3 月份市场明显回暖，A 股日均成交金额达到 8900 亿元，比 2 月环比大涨 62%。两融交易余额达到 8045 亿元，比 2 月环比上涨 10.49%。交易的回暖抬升了券商 3 月份及一季度业绩的预期。

看好券商板块阶段性投资机会。政策面上，强监管有所转向，政策环境逐步改善，利好政策频出，后续政策有望继续超预期。基本上，科创板推出在即，有望为券商投行、经纪、直投业务带来增量收入。强投行券商综合实力强，有望在竞争中占得先机，建议关注中信证券、华泰证券。

## 5 风险提示

资本市场改革推进不及预期；  
流动性风险。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

### 行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

## 信息披露

### 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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安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。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。