

科创板国家战略，新经济跑马圈地

——科创板专题报告

行业深度

◆ **科创板为国家战略，落实金融服务实体。**科创板于2018年11月5日正式提出，实现迅速落地。截至4月4日已有50家企业获受理，彰显监管层支持科技强国和金融改革的决心及执行力。科创板意义重大，(1)支持创新企业融资，助力科技强国；(2)金融供给侧改革的重要部分；(3)完善资本市场基础制度建设，深化资本市场制度改革。

◆ **支持科技创新，上市标准多元。**科创板上市制度实行多元化标准，相较于A股主板上市严格的收入和盈利标准更加灵活，满足科创企业融资需求。科创板新股定价更加市场化，询价制与机构投资者深度参与下定价更加合理。此外，科创板不再采用单一的连续亏损作为退市指标，完善多元化退市制度，做到有进有出，有利于资本市场长期健康发展。

◆ **科创板贡献增量业绩，推动收入增长1.4%。**中性假设下，预计2019年科创板相关业务合计贡献增量收入38亿，推动行业收入较2018年增长1.4%。其中投行业务、直投业务、经纪业务分别贡献增量收入25亿、8.4亿、4.4亿，占2018年相关业务收入的9.7%、1.0%、0.7%。虽然短期业绩贡献有限，但科创板对券商战略及行业竞争格局变化影响深远。

◆ **争夺新经济制高点，综合能力提升为关键。**(1)科创板推行市场化的定价机制，对券商的新经济定价能力、承销能力、风控能力提出更高要求。(2)科创板实行跟投制度，并将在条件成熟时引入做市商制度，以直投、做市为代表的重资本业务将成为券商新的业绩增长点，资本金实力成为拓展业务的重要基础。(3)科创板公司大多处于成长初期，券商需增强跨部门协作，提升综合实力，实现为企业全生命周期提供综合服务。

◆ **科创板加速资源集中，券商马太效应凸显。**注册制下券商告别单纯通道业务模式，迎来综合实力的竞争。预计科创板将加快资源向头部集中趋势，行业实现强者恒强。头部券商人才队伍完备，项目储备充足，具有明显竞争优势，率先抢占增量市场。此外，长三角地区汇聚众多科创企业，区域内的券商地域优势明显，有望分享政策红利。

◆ **投资建议：**科创板为行业贡献增量市场，且有望加速行业集中趋势。综合实力强劲的头部全券商优势显著，率先收益。具有区位优势的区域券商有望分享政策红利。我们首次覆盖券商行业，给予“增持”评级。推荐投行业务排名靠前，综合实力强劲的龙头券商，建议关注具有区位优势的区域券商。

◆ **风险提示：**市场大幅波动，信用风险，流动性风险

| 证券代码 | 公司名称 | 股价(元) | EPS(元) | | | PE(X) | | | 投资评级 |
|--------|------|-------|--------|------|------|-------|-----|-----|------|
| | | | 17A | 18E | 19E | 17A | 18E | 19E | |
| 600030 | 中信证券 | 15.41 | 0.75 | 0.45 | 0.59 | 21 | 34 | 26 | 增持 |
| 601688 | 华泰证券 | 22.98 | 1.30 | 0.61 | 0.93 | 18 | 38 | 25 | 增持 |
| 000166 | 申万宏源 | 5.64 | 0.23 | 0.18 | 0.26 | 25 | 31 | 22 | 增持 |
| 002736 | 国信证券 | 13.61 | 0.56 | 0.42 | 0.56 | 24 | 33 | 24 | 增持 |
| 000776 | 广发证券 | 16.53 | 1.13 | 0.56 | 0.80 | 15 | 29 | 21 | 增持 |
| 601881 | 中国银河 | 14.08 | 0.39 | 0.28 | 0.40 | 36 | 49 | 35 | 增持 |
| 000783 | 长江证券 | 8.08 | 0.28 | 0.03 | 0.20 | 29 | 286 | 40 | 增持 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年04月08日（国信证券、长江证券2018年业绩为光大证券预测，其他公司2018年业绩为实际发布数据）

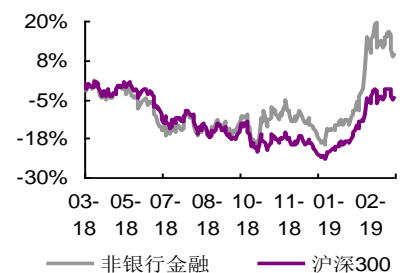
券商 增持（首次）

分析师

赵湘怀 (执业证书编号：S0930518120003)
021-22169718
zhaoxh@ebcn.com

刘佳 (执业证书编号：S0930518110001)
021-52523826
liujia1@ebcn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

等待资本市场的春天 —— 非银行业 2019年投资策略

..... 2019-01-15

投资聚焦

研究背景

科创板从 2018 年 11 月 5 日正式提出至 2019 年 3 月 1 日发布规则,在 4 个月内完成提出、论证、意见征集和规则制定,并于 3 月 18 日正式开闸,彰显监管层支持科技强国和金融改革的决心和执行力。科创板的推出具有重要意义。我们梳理了科创板的主要制度及亮点,并对其对券商带来的业绩增量和转型驱动力进行详细测算和分析,明确券商在此背景下的转型方向及核心竞争力。

创新之处

1、全面梳理科创板创立历程和当前受理情况。对受理企业行业分布、地域分布进行汇总分析,并梳理保荐机构分布。目前前五大券商占据半数份额,头部券商获益明显。同时,科创板为将长三角地区区域券商带来政策红利。国元证券、东吴证券各担任一家公司保荐人,是目前科创板保荐人中为数不多的区域券商。

2、通过测算,预计 2019 年科创板相关业务合计贡献增量收入 38 亿,推动行业收入较 2018 年增长 1.4%。对比美国、加拿大、德国等市场超额配售权使用情况,参考创业板推行初期,对科创板带来增量收入进行测算。

3、归纳分析科创板与创业板等各方面规则,明确科创板规则设定既体现灵活放宽准入门槛,又通过创新配售机制和严格退市机制等方式确保市场平稳有序。看好科创板未来在金融存量改革和科技创新强国两方面带来重大意义。

投资观点

科创板落地速度超预期。科创板加速落地,凸显支持科技强国和金融改革的决心和执行力,从 2018 年 11 月 5 日正式宣布设立科创板到 3 月 22 日第一批受理企业名单出炉,科创板工作的快速推进充分显示监管层支持科技强国和金融改革的决心和执行力。

引领市场改革,落实金融服务实体。作为金融供给侧改革的重要抓手和资本市场的增量改革,科创板坚持市场化法治化方向制度创新,有望以增量倒逼存量改革,最终引领资本市场的未来发展方向,重塑市场估值体系。科创板助力科技创新型企业直接融资,落实金融服务实体经济,通过支持符合国家战略、突破关键核心技术和市场认可度高的科技企业融资,推动互联网、大数据和新兴制造业融合发展,助力科技强国战略。

科创板带来业绩市场,行业集中度有望继续提升。中性假设下,预计科创板 2019 年将为行业带来 38 亿增量收入,较 2018 年同比增长 1.4%。其中投行、直投、经纪业务增量收入分别为 25 亿(+9.7%)、8.4 亿(+1.0%)、4.9 亿(+0.8%)。科创板注册制下,券商投行告别单纯通道业务模式,迎来综合实力的竞争。龙头券商综合实力强劲,有望实现强者恒强。

虽然科创板对券商行业短期业绩贡献有限,但科创板对券商战略及行业竞争格局变化影响深远,预计加速行业集中趋势。我们首次覆盖券商行业,给予“增持”评级。

目 录

| | |
|----------------------------------|----|
| 1、 科创板快速落地，行业影响深远 | 4 |
| 1.1、 科创板设立历程回顾 | 4 |
| 1.2、 受理企业已达 50 家，头部券商优势显著 | 5 |
| 1.3、 科创板助力科技强国，加速资本市场改革 | 6 |
| 2、 科创板核心规则及亮点 | 7 |
| 2.1、 服务新经济导向的上市标准 | 7 |
| 2.2、 注册制导向的发行制度 | 8 |
| 2.3、 渐进放宽的交易机制 | 8 |
| 2.4、 标准严格的退市制度 | 8 |
| 3、 科创板带来增量市场，加速行业格局重塑 | 9 |
| 3.1、 贡献增量收入，投行业务受益显著 | 9 |
| 3.2、 头部券商优势显著，区域券商分享红利 | 11 |
| 3.3、 资源加速集中，重构竞争格局 | 14 |
| 4、 科创板加快转型步伐，综合实力提升为关键 | 14 |
| 4.1、 定价及承销能力是未来核心竞争力 | 14 |
| 4.2、 对资本实力提出更高要求 | 15 |
| 4.3、 业务覆盖企业全生命周期，提升综合实力为关键 | 16 |
| 5、 投资建议 | 16 |
| 5.1、 申万宏源 | 16 |
| 5.2、 国信证券 | 18 |
| 5.3、 广发证券 | 20 |
| 5.4、 中国银河 | 22 |
| 5.5、 长江证券 | 24 |
| 6、 风险分析 | 26 |

1、科创板快速落地，行业影响深远

1.1、科创板设立历程回顾

科创板是助力创新企业融资，支持科技创新和完善资本市场基础制度建设的重要举措。从2018年11月5日正式提出至2019年3月18日科创板股票发行上市审核系统开始接收发行人的申请，在4个月内完成论证、意见征集、规则制定，显示监管层支持科技强国和金融改革的决心和执行力。

表 1：科创板重大事件

| 时间 | 事件 |
|-------------|--|
| 2018年11月5日 | 国家主席习近平在首届中国国际进口博览会宣布：“将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，不断完善资本市场基础制度” |
| 2018年11月5日 | 证监会表示，科创板旨在补齐资本市场服务科技创新的短板，是资本市场的增量改革，将在盈利状况、股权结构等方面做出更为妥善的差异化安排，增强对创新企业的包容性和适应性 |
| 2018年11月5日 | 上交所表示，在中国证监会的指导下，积极研究制订科创板注册制试点方案，向市场征求意见并履行报批程序后实施 |
| 2018年12月12日 | 上交所表示，科创板将对交易机制进行系列创新，对涨跌幅限制、股价波动条件、做市商机制进行创新，预计2019年上半年推出 |
| 2019年1月28日 | 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》，上交所陆续颁布科创板相关实施办法和细则 |
| 2019年3月1日 | 证监会发布科创板规则，标志着科创板正式落地 |
| 2019年3月18日 | 科创板股票发行上市审核系统正式接收发行申请，科创板正式开闸 |
| 2019年3月22日 | 上交所公布首批受理9家企业名单，科创板进入实际审核阶段 |

资料来源：上海证券交易所，中国证监会，光大证券研究所整理

自3月1日证监会颁布《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》后，上交所在上市、发行、交易等方面陆续出台文件，完善科创板制度建设。

表 2：科创板规则指引

| 类型 | 文件 |
|-----------------------|--------------------------|
| 发行上市审核类 | 上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答 |
| | 上海证券交易所科创板股票发行上市审核问答（二） |
| 科创板发行承销类 | 上海证券交易所科创板企业上市推荐指引 |
| | 上海证券交易所科创板股票发行上市审核规则 |
| | 上海证券交易所科创板股票上市委员会管理办法 |
| | 上海证券交易所科技创新咨询委员会工作规则 |
| | 上海证券交易所科创板上市保荐书内容与格式指引 |
| | 上海证券交易所科创板股票发行上市申请文件受理指引 |
| | 上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法 |
| 科创板创新试点红筹企业财务报告信息披露指引 | |
| 科创板上市类 | 上海证券交易所科创板股票上市规则 |
| 科创板交易类 | 科创板投资者教育与适当性管理相关事项 |
| | 上海证券交易所科创板股票交易特别规定 |
| | 上海证券交易所科创板股票盘后固定价格交易指引 |

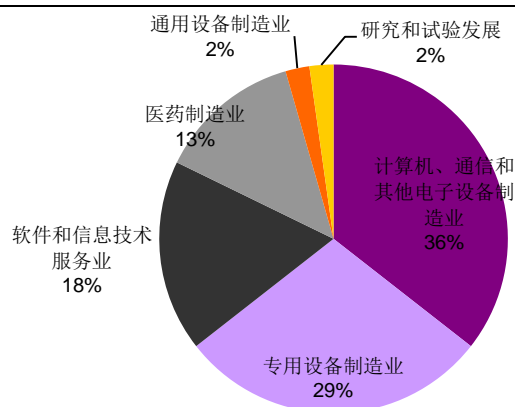
资料来源：上海证券交易所，光大证券研究所整理

1.2、受理企业已达 50 家，头部券商优势显著

两周受理 50 家企业，科创板快速落地。从 3 月 22 日第一批受理企业发布，截至 4 月 4 日上交所披露当前已受理企业 50 家，其中有 9 家企业已进入问询阶段。依据上交所流程，其后将提交上市委员会，进入注册流程。根据当前科创板推进速度和企业注册效率，我们预计较短时间内将形成批量上市趋势，效率高于主板。

从行业分布来看，制造业占绝对多数。当前 50 家企业中，按证监会行业分类，计算机、通信和其他电子设备制造业占据 16 家，接近三分之一，专用设备制造、软件和信息技术服务业和医药制造业分别 13 家、8 家和 6 家。行业集中度明显，以先进制造为主。

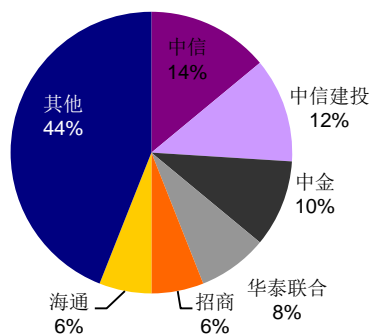
图 1：截至 4 月 4 日已受理企业行业分布



资料来源：上海证券交易所，光大证券研究所整理

保荐机构中，前五名占比近一半。当前已受理的 50 家企业中，按保荐券商分布统计，中信证券保荐 7 家位居第一，中信建投、中金公司、华泰联合分别为 6 家、5 家和 4 家紧随其后，海通和招商均保荐 3 家。目前排名前五家券商占据半壁江山，且五家券商均为 2018 年 IPO 承销金额排名行业前五的券商，龙头企业优势显著。

图 2：截至 4 月 4 日受理企业保荐券商分布



资料来源：上海证券交易所，光大证券研究所整理

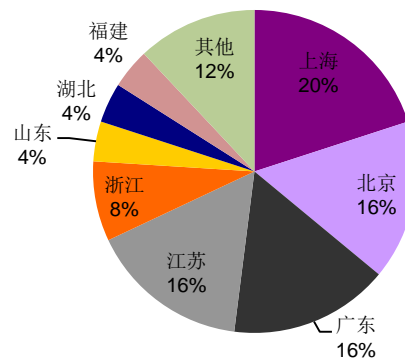
表 3：相关券商 2018 年 IPO 主承销金额排名

| | 保荐数 | 2018 年排名 |
|------|-----|----------|
| 中信证券 | 7 | 4 |
| 中信建投 | 6 | 3 |
| 中金公司 | 5 | 1 |
| 华泰证券 | 4 | 2 |
| 招商证券 | 3 | 5 |
| 海通证券 | 3 | 13 |
| 广发证券 | 2 | 7 |
| 安信证券 | 2 | 11 |
| 国泰君安 | 2 | 8 |
| 民生证券 | 2 | 23 |

资料来源：上海证券交易所，光大证券研究所整理

地区来看，发达地区占据绝对优势。当前 50 家企业中，按注册地分布，上海以 10 家占据第一，江苏、北京和广东各有 8 家企业，浙江 4 家企业紧随其后，山东、福建和湖北均为 2 家企业。四川、天津、黑龙江、陕西、安徽和湖南各有 1 家。长三角、珠三角和北京仍然占据主导地位。江浙沪合计 22 席，占比 44%。我们认为，这既与长三角企业在先进制造领域的长期积淀相关，也是发达地区在科技创新领域优势体现。

图 3：截至 4 月 4 日受理企业地区分布



资料来源：上海证券交易所，光大证券研究所整理

1.3、科创板助力科技强国，加速资本市场改革

支持科技创新企业发展的重要抓手。证监会副主席阎庆民在第十七届中国经济论坛上透露，截至 2018 年 11 月，新兴行业上市公司已经达到 1,268 家、总市值 11.9 万亿，占全部市场比例分别为 35%、26%。高新技术企业处于快速发展阶段，具有资金需求高、资本周期长、规模相对小、短期盈利能力不足等特点，往往难以符合主板上市条件。且由于主板上市流程长，企业难以及时获取资金支撑发展，易错过最佳发展期。而新三板流动性不足，

企业再融资需求难以获得满足。科创板的快速审核和制度创新有助于解决高新技术企业在快速发展时期的融资问题，实现以金融基础制度建设推动科技强国建设。

科创板是金融供给侧改革的重要部分。金融供给侧改革需要增加有效供给，加强服务实体经济的力度。从结构的角度看，需要增加直接融资，增加对中小企业融资的支持。科创板既有助于解决创新企业融资需求，又加强直接融资渠道建设，是金融供给侧改革的重要组成部分。

科创板是资本市场制度改革的试点。科创板充分借鉴海外成熟市场和国内历史经验，在基础制度建设方面进行创新试点，包括注册制、同股不同权、放宽科创企业上市门槛等，是深化资本市场制度改革的重要试验田。

2、科创板核心规则及亮点

2.1、服务新经济导向的上市标准

行业定位：科创板行业定位为科技创新型企业，旨在通过支持符合国家战略、突破关键核心技术和市场认可度高的科技企业融资，以推动互联网、大数据和新兴制造业融合发展，助力代表新经济的企业发展。科创板主要覆盖新一代信息技术、大数据、云计算、人工智能、新能源及节能环保、高端装备、生物医药和新材料等八大行业。

准入门槛：科创板上市实行多元化标准，针对不同行业，不同类型企业执行不同标准。相较于A股主板上市严格的收入和盈利标准，科创板上市更多借鉴港交所市值为主的上市标准。并针对营收增长快速且拥有高新技术的红筹企业，专门出台了《科创板创新试点红筹企业财务报告信息披露指引》。

表 4：科创板上市标准

| | 预计市值 | 最近1年收入 | 其他条件 |
|-----------|-------|--------|--|
| 市值+技术 | 40 亿 | - | 业务经有关部门批准，市场空间大，且已取得阶段性成果；医药企业至少一项核心产品获准开展二期临床试验，其他企业需具备明显技术优势 |
| 市值+收入 | 30 亿 | 3 亿 | - |
| 市值+收入+现金流 | 20 亿 | 3 亿 | 最近3年经营净现金流累计≥1 亿 |
| 市值+收入+研发 | 15 亿 | 2 亿 | 最近3年研发投入合计占3年收入比例≥15% |
| 市值+净利润 | 10 亿 | - | 最近2年盈利且累计利润超过5000 万 |
| 市值+净利润+收入 | 10 亿 | 1 亿 | 最近1年盈利 |
| 红筹公司 | 100 亿 | - | |
| | 50 亿 | 5 亿 | |

资料来源：上海证券交易所，中国证监会，光大证券研究所整理

2.2、注册制导向的发行制度

注册制下流程更高效。科创板注册周期最快可在3个月内完成，不到当前主板平均发行时间的三分之一。

表 5：科创板上市流程

| 上市环节 | 具体流程 |
|-------|--|
| 申报准备 | 拟上市企业召开董事会和股东大会，中介机构尽职调查、制作申报材料并向上交所提交 |
| 上交所审核 | 收到文件后5个工作日内作出受理决定，受理日起20个工作日内首轮问询，回复后10个工作日内可根据需要多轮问询，审核部门出具审核报告，上市委员会形成审核意见（3个月内出具同意发行上市的审核意见或者作出终止发行上市审核的决定） |
| 证监会注册 | 证监会收到审核意见后发行注册，必要时可要求上交所进一步问询，对存在未予关注的重大事项或上交所审核意见依据明显不充分的，可以退回上交所补充审核 |
| 发行上市 | 证监会20个工作日内作出是否注册决定，同意注册决定1年内有效 |

资料来源：上海证券交易所，中国证监会，光大证券研究所整理

询价制与机构投资者深度参与下定价更合理。科创板增加网下发行初始比例，压缩网下发行回拨比例。网下配售比例60-80%，当前主板为20%-70%。公募基金为代表的机构投资者配售比例提升至50%。机构投资者深度参与有利于提高价格合理性和稳定性。

“绿鞋机制”下股价更稳定。科创板借鉴成熟市场经验，引入“绿鞋机制”，即当股票上市破发时，主承销商可用超额配售资金，以不高于发行价从二级市场买入分配给超额认购者；当股票上市价格提高时，主承销商可要求增发股票，分配给事先认购的投资者。

2.3、渐进放宽的交易机制

投资者门槛提高降低波动性。投资者需满足科创板交易权限开通前20个交易日日均资产不低于50万的最低资产门槛且参与证券交易24个月以上。

放宽涨跌幅提高流动性。股票日涨跌幅设定为20%，超过当前主板市场的10%，提升交易流动性。同时，仍然实施T+1交易机制，有助于市场交易稳定。

细化减持规则维护投资者利益。控股股东及实际控制人锁定期36个月、核心技术人员锁定期12个月，减持细则主要根据公司上市时盈利情况、减持主体的不同而定。针对上市时未盈利企业，推出更为严格的减持政策，保护投资者利益和激励企业长期稳定发展。

2.4、标准严格的退市制度

相较于主板暂停上市、恢复上市和重新上市程序，科创板加速退市流程并严格退市制度，不再采用单一的连续亏损作为退市指标，完善多元化退市制度，做到有进有出，推动规范金融市场秩序建立。

表 6：科创板退市标准

| 退市类型 | 具体标准 |
|---------|--|
| 交易类退市 | 连续 120 个交易日实现的累计股票成交量低于 200 万股 连续 20 个交易日股票收盘价低于股票面值 连续 20 个交易日股票市值低于 3 亿元 连续 20 个交易日股东数量低于 400 人 上交所认定的其他情形 |
| 规范类退市 | 财报存在重大会计差错或者虚假记载未在期限内改正 未在法定期限内披露（半）年报，停牌 2 月内仍未披露 信息披露或规范运作被上交所责令改正但未在规定期限内改正 公司股本变动，不再具备上市条件，停牌期间内仍未解决 最近一个会计年度财报被会计师事务所出具无法表示意见或者否定意见的审计报告 公司可能被依法强制解散 法院依法受理公司重整、和解和破产清算 上交所认定的其他情形 |
| 重大违法退市 | 存在欺诈发行、重大信息披露违法或者其他严重损害证券市场秩序的重大违法行为 存在涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的违法行为 |
| 财务类强制退市 | 最近一个会计年度扣非前后净利润（孰低）为负值，且最近一个会计年度营业收入低于 1 亿元 最近一个会计年度净资产为负 上交所认定的其他明显丧失持续经营能力情形 |

资料来源：上海证券交易所，中国证监会，光大证券研究所整理

3、科创板带来增量市场，加速行业格局重塑

我们测算在中性假设下，2019 年科创板相关业务预计将为券商贡献 38 亿增量收入，推动行业收入较 2018 年同比增长 1.4%。其中投行、直投、经纪业务增量收入分别为 25 亿(+9.7%)、8.4 亿(+1.0%)、4.9 亿(+0.7%)。此外，券商直投退出渠道拓宽，投资回报有望提升。

科创板注册制下，券商投行告别单纯通道业务模式，迎来对于新经济的定价能力、承销能力、研究能力、风控能力等综合实力的竞争。龙头券商综合实力强劲，有望实现强者恒强。科创板预计将成为催化剂，加快资源向头部集中的速度。

3.1、贡献增量收入，投行业务受益显著

中性假设下承销保荐及超额配售合计贡献 25 亿增量收入，推动券商投行业务收入较 2018 年增长 9.7%。

(1) 承销保荐收入测算。2019 年 3 月 18 日科创板开始接受申请，正式开闸。根据制度规定，上市审核期最快在 3 个月左右，预计第一批公司有望于今年 6 月正式登陆科创板。我们参考创业板于 2009 年 10 月 30 日设立后 6 个月的情况。截至 2010 年 4 月 30 日，共 78 家公司于创业板上市，募资资金总额 553 亿，平均募资 7.09 亿，券商承销保荐平均费率为 3.95%。

我们假设 2019 年科创板将有 80 家公司上市，平均募资 7 亿元，承销保荐费率平均为 4%，据此测算将带来承销保荐增量收入 22.4 亿元。

(2) 超额配售收入测算。科创板上市规则中明确允许采用超额配售选择权。参考超额配售权在国外使用情况，美国、加拿大、德国新 (Neuer Market) 市场含有超额配售权的 IPO 分别占总数的 91.8%、31%、89.7%，其中德国新市场超额配售权执行规模稳定在 12.5%-13.5%。德国新市场参考纳斯达克设立，主要面向成长型中小企业，与我国科创板设立背景相似且中德资本市场体系均以间接融资为主，具有一定可比性。我们假设科创板 90% 的发行项目包含超额配售权，执行规模平均为 13%，承销费率 4%，据此测算超额配售将带来增量收入 2.6 亿元。

预计承销保荐及超额配售合计为投行业务带来 25 亿增量收入。

表 7：投行业务增量收入测算

| | 悲观 | 中性 | 乐观 |
|-----------------|------|------|------|
| 上市数量 (家) | 60 | 80 | 100 |
| 平均募资金额 (亿) | 7 | 7 | 7 |
| 承销保荐费率 (%) | 4 | 4 | 4 |
| 承销保荐收入 (亿) | 16.8 | 22.4 | 28.0 |
| 包含超额配售权项目占比 (%) | 80 | 90 | 100 |
| 超额配售权执行规模 (%) | 10 | 13 | 15 |
| 超额配售募资金额 (亿) | 33.6 | 65.5 | 105 |
| 超额配售承销费率 (%) | 4 | 4 | 4 |
| 超额配售承销收入 (亿) | 1.3 | 2.6 | 4.2 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

中性假设下跟投业务将贡献 8.4 亿增量业绩，占 2018 年证券投资收益 1%。

上市规则明确表示保荐机构参与战略配售，但限售期等具体事宜未定。我们假设券商跟投比例平均为 5%，限售期与其他战略投资者相同 (12 个月)。参考创业板推出后前 6 个月上市的 78 家公司上市 6 个月后股价较发行价平均收益为 31.77%，我们假设券商 6 个月跟投收益率为 30%，带来增量收入 8.4 亿 (560 亿*5%*30%)。

表 8：跟投业务增量收入测算

| | 悲观 | 中性 | 乐观 |
|------------------|-----|-----|------|
| 募资金额 (亿，不考虑超额配售) | 420 | 560 | 700 |
| 跟投比例 (%) | 5 | 5 | 5 |
| 6 个月跟投收益率 (%) | 20 | 30 | 40 |
| 跟投收入 (亿) | 4.2 | 8.4 | 14.0 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

中性假设下经纪业务将贡献 4.9 亿元增量业绩，推动经纪业务营收较 2018 年增长 0.8%。

目前已有多家券商开通科创板交易权限，市场热情较高。创业板推出后的前 6 个月股票日均换手率为 7%，我们假设科创板开板后 6 个月股票日均

换手率也为 7%，据此测算成交额为 8,114 亿元，佣金率为万分之三，预计将带来 4.9 亿经纪业务增量收入，占 2018 年代理买卖业务净收入 0.8%。

表 9：经纪业务增量收入计算

| | 悲观 | 中性 | 乐观 |
|------------|-------|-------|--------|
| 成交额 (亿) | 5,796 | 8,114 | 10,433 |
| 佣金率 (万分之) | 2.8 | 3 | 3.2 |
| 经纪业务收入 (亿) | 3.25 | 4.87 | 6.68 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

3.2、头部券商优势显著，区域券商分享红利

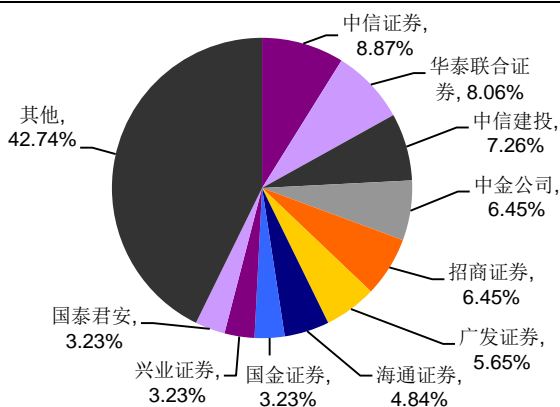
3.2.1、头部券商受益于资源优势

近年来，投行业务资源持续向头部券商集中。2018 年 A 股 IPO 数量 124 家，前 10 家券商承销数量占比近 57%；IPO 募资总额 1,375.41 亿，前 10 券商承销金额占比近 78%。

注册制下由于缺少证监会实质性审核，投资者认购风险加大，对于券商的定价能力和承销能力提出更高要求。

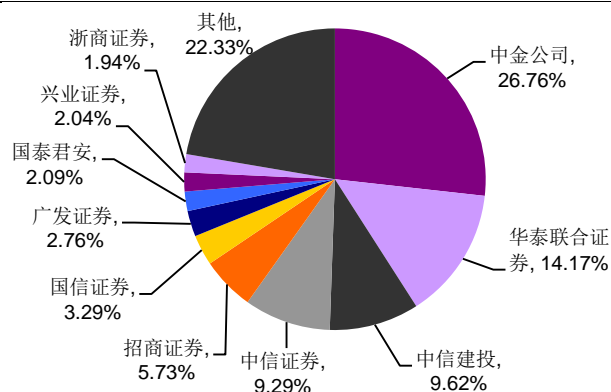
头部券商拥有经验丰富的投行团队、覆盖众多机构客户、以及丰富的研究所资源，定价能力及承销能力较强，且储备了众多高质量项目。此外投行业务具有较强的马太效应，资产规模越大的券商，其综合实力更强，可为投资者和发行人提供全方位服务，进而可以吸引到更多的发行项目，在科创板发行业务竞争中占据上风。截至 2019 年 4 月 4 日，上交所共受理 50 家企业科创板上市申请，拟募资总额 485 亿，其中募资额前 5 家券商募资额占总募资额的 65%，头部优势尽显。此外，科创板为股权投资拓宽退出渠道，对于直投/私募子公司业绩突出的头部券商，科创板有望带来可观的投资回报。

图 4：2018 年 IPO 数量 CR 10 达到 57%



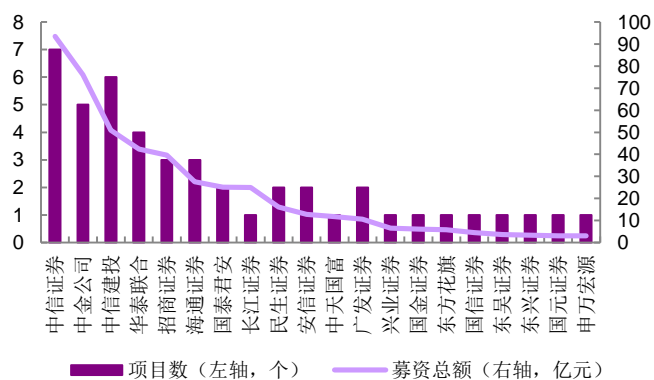
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 5：2018 年 IPO 募资金额 CR 10 达到 78%



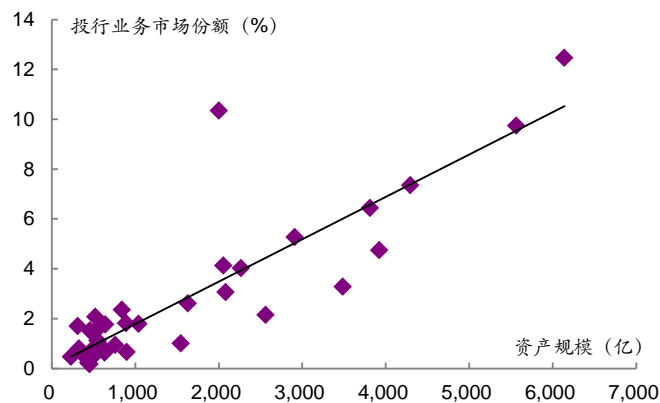
资料来源：Wind，光大证券研究所

图 6: 科创板已受理企业保荐人情况 (截至 20190404)



资料来源: 上交所, 光大证券研究所

图 7: 资产规模大的券商投行业务更具优势



资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 10: 头部券商 IPO 排队项目情况 (截至 20190404, 单位: 个)

| 保荐机构 | 合计 | 报审家数(按审核状态) | | | | 报审家数(按上市板) | | | |
|------|-----|-------------|-----|--------|----------|------------|-----|-----|-----|
| | | 已受理 | 已反馈 | 已预披露更新 | 辅导备案登记受理 | 主板 | 中小板 | 创业板 | 未定 |
| 广发证券 | 167 | 1 | 6 | 13 | 106 | 24 | 12 | 25 | 104 |
| 中信建投 | 152 | 5 | 18 | 10 | 79 | 28 | 12 | 34 | 73 |
| 招商证券 | 145 | 2 | 5 | 10 | 90 | 14 | 19 | 25 | 82 |
| 中信证券 | 131 | 6 | 6 | 9 | 76 | 22 | 12 | 19 | 68 |
| 海通证券 | 123 | 2 | 3 | 3 | 73 | 15 | 12 | 24 | 70 |
| 国金证券 | 114 | 2 | 4 | 3 | 82 | 9 | 9 | 16 | 79 |
| 国信证券 | 105 | 2 | 5 | 3 | 62 | 7 | 15 | 23 | 59 |
| 民生证券 | 91 | 2 | 7 | 2 | 62 | 2 | 15 | 12 | 60 |
| 中金公司 | 76 | 3 | 7 | 8 | 43 | 15 | 4 | 13 | 37 |
| 光大证券 | 75 | 0 | 6 | 5 | 46 | 10 | 9 | 11 | 44 |

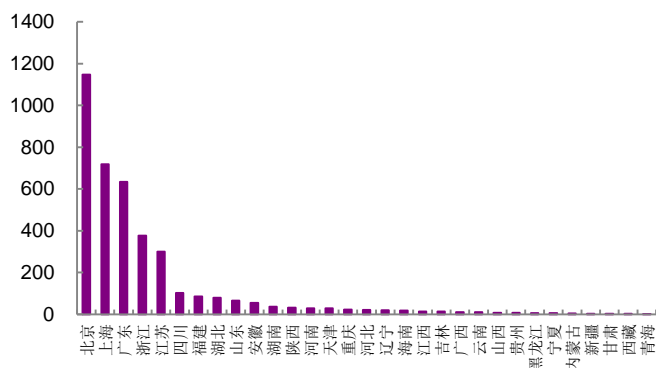
资料来源: Wind, 光大证券研究所

表 11: 2017 年券商直投/私募子公司净利润前十名

| 子公司名称 | 母公司 | 类型 | 注册资本 | 2017 净利润(亿元) |
|----------|------|----|-------|--------------|
| 海通开元 | 海通证券 | 私募 | 106.5 | 18.39 |
| 金石投资 | 中信证券 | 私募 | 30 | 15.21 |
| 广发信德 | 广发证券 | 私募 | 28 | 9.32 |
| 中信证券投资 | 中信证券 | 直投 | 140 | 8.63 |
| 华泰紫金投资 | 华泰证券 | 私募 | 60 | 7.34 |
| 国泰君安创投 | 国泰君安 | 私募 | 49 | 6.28 |
| 海通创新 | 海通证券 | 直投 | 35 | 3.52 |
| 招商致远资本投资 | 招商证券 | 私募 | 18 | 3.08 |
| 广发乾和 | 广发证券 | 直投 | 37.5 | 1.36 |
| 光大资本 | 光大证券 | 私募 | 40 | 1.21 |

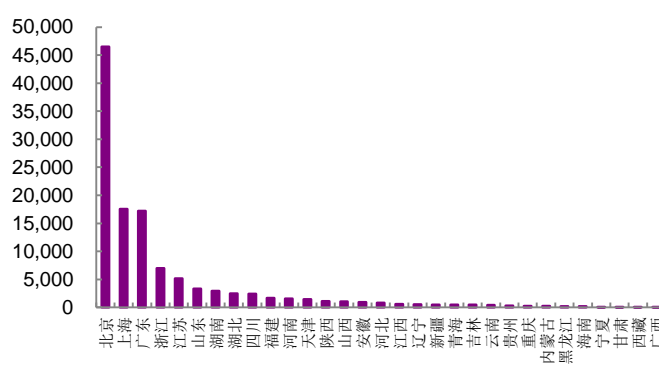
资料来源: 公司年报, 光大证券研究所

图 8：2018 年私募股权和创业投资案例数（个）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 9：2018 年私募股权和创业投资金额（百万美元）



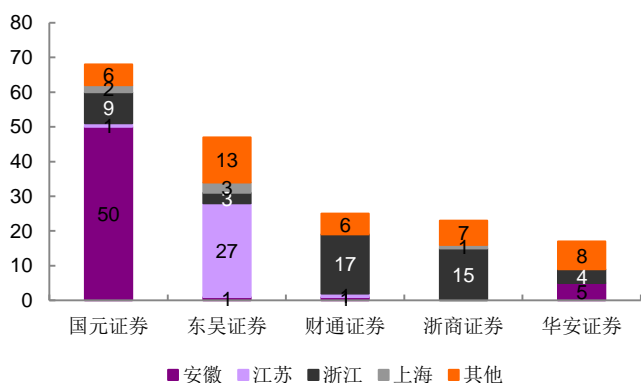
资料来源：Wind，光大证券研究所

3.2.2、区域券商受益于区位红利

科创板主要服务于新经济企业，重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，这些产业主要分布在北上广及长三角地区。截至 2019 年 4 月 4 日，在已受理企业注册地分布中，上海、广东、江苏、北京、浙江位列公司家数及募资总额前五位。除全国布局的头部券商外，长三角地区的区域券商由于投行业务多集中于该地区内，在区域内拥有较好声誉与丰富资源，且多与地方政府关系密切，区位优势明显，有望分享区域内创新型企业科创板上市带来的增量市场。截至 4 月 4 日，国元证券、东吴证券各担任一家公司保荐人，是目前科创板保荐人中为数不多的区域券商。

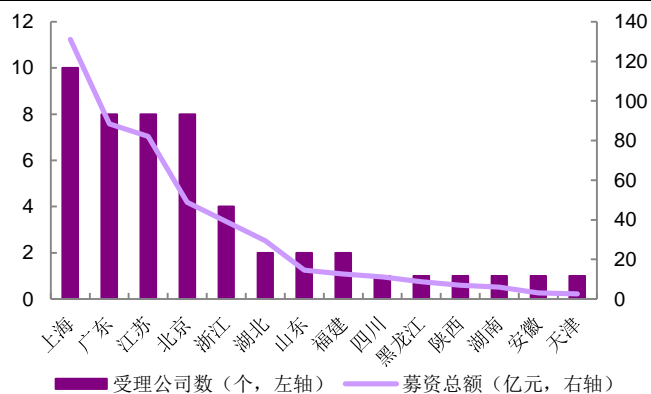
长三角作为我国经济发达地区，拥有丰富的高等教育与科技创新资源，由沪、嘉、杭、金、苏、湖、宣、芜、合 9 市组成的 G60 科创走廊未来将扮演长三角更高质量一体化的“引擎”角色。长三角地区区域上市券商包括国元证券、东吴证券、财通证券、浙商证券、华安证券等，其 IPO 储备项目中大部分来自长三角，地域优势明显，随着更多长三角区域科创公司赴科创板上市，区域券商有望从中受益。

图 10：长三角区域券商 IPO 排队项目地域分布（个）



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 11：科创板已受理公司地域分布



资料来源：上交所，光大证券研究所

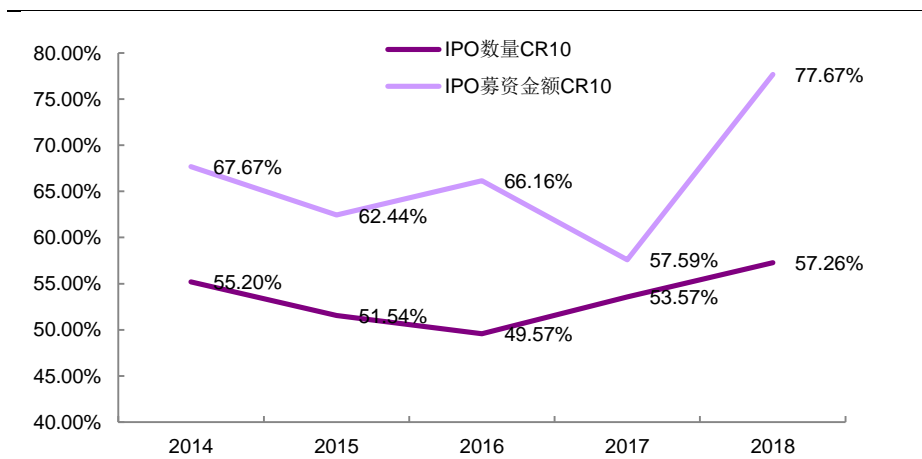
3.3、资源加速集中，重构竞争格局

资源预计加速向头部券商集中，区域券商有望分享政策红利。科创板实行注册制，券商投行告别单纯通道业务模式，迎来对于新经济的定价能力、承销能力、研究能力、风控能力等综合实力的竞争。此外，跟投业务对券商的资本实力提出更高要求。龙头券商综合实力强劲，人才队伍完备，项目储备充足，具有明显竞争优势，将加速抢占行业资源，实现强者恒强。

而中小券商通常面临业务发展不均衡，综合实力相对较弱，人才储备相对薄弱，资金实力不具优势等问题，预计转型期面临压力较大。

近年来，券商投行业务集中度不断提升，科创板预计将作为催化剂，加快资源向头部集中的速度。

图 12：投行业务集中度提升



资料来源：Wind，光大证券研究所

4、科创板加快转型步伐，综合实力提升为关键

4.1、定价及承销能力是未来核心竞争力

核准制对券商定价及销售能力提出更高要求。核准制下，监管机构对上市企业采取“实质性”审核，间接给上市企业进行了“隐性背书”。“23倍市盈率的隐性红线”设置，制约了新股定价市场化机制。券商投行业务的重心在于保荐，承销压力相对较小，资本市场的定价功能也未能充分发挥。

注册制下新股定价市场化，券商的定价及承销能力将为关键。首先，从审批机制来看，监管机构对发行要素的全面性、准确性、真实性和及时性只做形式审查，企业内在价值更多的交由市场来决定。其次，科创板遵循市场化定价原则，取消市盈率上限，进一步完善询价机制。根据《上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法》，首次公开发行股票应向七类机构投资者以网下询价的方式确定价格。询价的具体方式包括：通过初步询价直接确定发行价格、在初步询价确定发行价格区间的基础上后再通过累计投标确定发行价格两类。在询价过程中，主承销商应当向网下投资者提供投资价值研

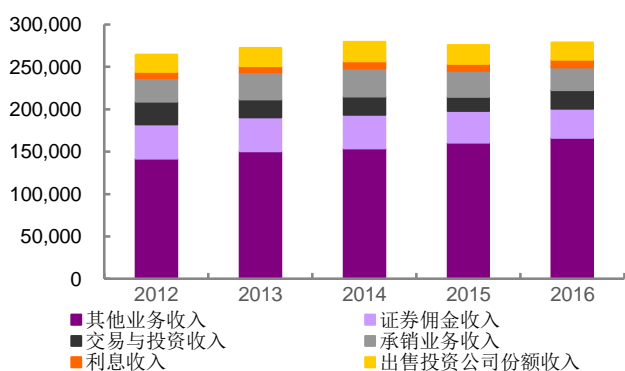
究报告，每个网下投资者可以填报不超过 3 个申购价格。在此制度下，定价准确与否直接关系到发行是否成功，券商的定价能力以及发行承销能力的重要性由其突出，单纯保荐能力已不能支持券商投行业务的拓展。

4.2、对资本实力提出更高要求

相较于美国券商，中国券商对经纪业务依赖度较大。根据中国证券业协会披露的数据,2014-2018 年我国券商经纪业务占总营收比重分别为 40.32%、46.79%、32.10%、26.37%、23.41%，在市场行情较好的 14、15 年经纪业务占比甚至突破了 40%。对于美股而言，2012-2016 年市场处于牛市周期，市场交易较为活跃，但根据美国证券交易委员会的数据，2012-2016 年美国券商证券佣金收入（即经纪业务收入）占总营收的比重分别为 15.34%、14.72%、14.13%、13.53%、12.30%，远低于中国券商。这一现象反映我国券商在业务结构上过度倚重于经纪业务。

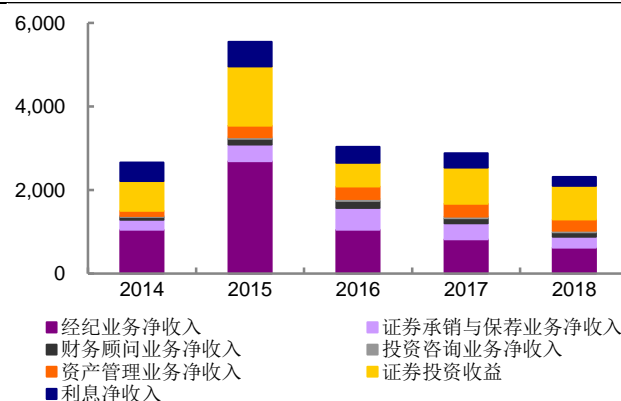
科创板试行保荐机构相关子公司跟投制度，并将在条件成熟时引入做市商制度，券商资本实力成为关键。根据《上海证券交易所科创板股票发行与承销实施办法》，发行人的保荐机构依法设立的相关子公司可参与战略配售。券商可以用自有资金参与新股认购，在享受发行人股票上涨带来资本利得的同时，其获得的战略配售股份可以作为做市商业业务的原始股份，为券商开展做市业务做好准备。根据美国证券交易委员会的数据，2012-2016 年美国券商交易与投资总收入（其中做市商业业务收入占大部分）占总营收的比重分别为 10.17%、7.80%、7.72%、5.96%、7.82%。对标美国券商，我们预计待做市商交易机制落地后，做市业务将为券商提供新的增长动能。

图 13: 2012-2016 年美国券商营收结构 (单位: 百万美元)



资料来源: SEC、光大证券研究所

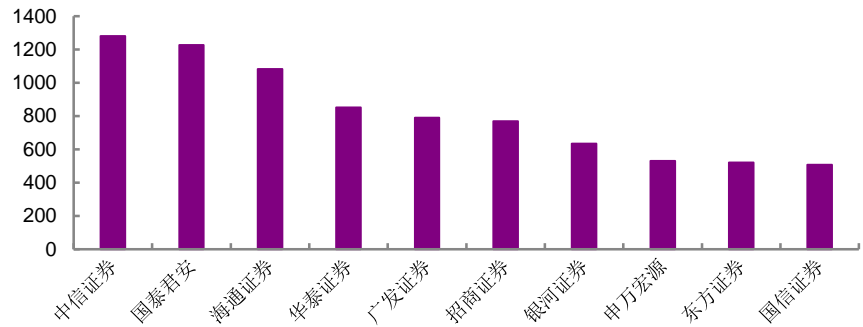
图 14: 2014-2018 年中国券商营收结构 (单位: 亿人民币)



资料来源: 中国证券业协会、光大证券研究所

资本实力是券商扩大业务发展、谋求跨越式发展的重要保障。随着跟投制度和做市商制度的推进，交易与投资类业务将会是券商未来重点突破的领域。跟投制度能让券商享受公司成长带来的红利，做市业务通过证券买卖差价获利，但跟投与做市业务对券商资本实力要求较高。因此，我们认为券商未来的竞争仍然将是资本实力的竞争。

图 15：2017 年券商净资产排名（单位：亿元）



资料来源：中国证券业协会、光大证券研究所

4.3、业务覆盖企业全生命周期，提升综合实力为关键

券商投行业务需覆盖企业全生命周期，对券商综合实力提出更高要求。科创板上市企业大多处于成长初期，与券商后续合作空间巨大。券商需协调各部门资源，打造以股权融资、债务融资、并购咨询、资产证券化、风险投资等为核心的投行全产业链，为企业发展全周期做服务。券商在企业初创期可协同企业募资，在上市前提供保荐、承销服务，上市后提供并购咨询、增发、做市、市值管理和财富管理等服务。因此，综合实力强劲的头部券商更具优势，而提升综合业务实力是未来券商争夺资源的关键。

5、投资建议

虽然科创板对券商行业短期业绩贡献有限，但科创板对券商战略及行业竞争格局变化影响深远，预计加速行业集中趋势。我们首次覆盖券商行业，给予“增持”评级。推荐投行业务排名靠前，综合实力强劲的龙头券商，建议关注具有区位优势的区域券商。

5.1、申万宏源

◆**2018 年业绩亮眼。**2018 年公司实现营业收入增长 14.3%至 153 亿元；归母扣非净利润下降 9.45%至 40.7 亿元，好于行业平均（下降 41%），主要是得益于公司自营收益表现超越同业。ROE 6.19%，下降 2.42ppts，高于行业平均（3.56%）。

◆**经纪业务随市下滑，代销加强产品管理。**2018 年 A 股市场表现低迷，沪深两市 2018 年股基日均成交额同比下降 18%，佣金竞争加剧。公司证券经纪业务净收入同比下降 28%至 33 亿，弱于行业平均（下降 24%）。2019 年以来市场交易活跃，带动经纪业务回暖。2018 年公司金融产品销售加强

自有资管计划创设及管理，并大力推进“私募 50 计划”，引导资源向优质私募头部集中。随着公司丰富金融产品，提升对优质私募资源倾斜，有望做大财富管理业务，对冲佣金率下滑影响。

◆**自营收益超越行业。**剔除会计政策变化影响后，公司投资收益与公允价值变动收益合计实现 58.6 亿元，同比增长 47.4%，表现远超同业。公司自营业务股权投资比例较少，受股票市场波动影响较小。

◆**信用业务逆市扩张。**剔除会计政策调整影响，2018 年公司利息净收入 13.6 亿，同比下降 22%。2018 年市场两融余额降幅达到 26.6%，但公司实现市场占有率提升至 5.65%。截至 2018 年末，公司股票质押融资余额同比增长 35%至 437 亿元，实现逆市扩张。2019 年以来 A 股市场表现强劲，股票质押风险缓释。

◆**资管排名略有下滑。**2018 年公司资管业务规模下降 21%至 6,740 亿，行业排名第 5，较 2017 年下滑 1 名。2018 年公司资管收入下降 8%，好于行业平均（下降 11%），主要是公司推动主动管理转型，扩充业务渠道，为 2019 年打下良好基础。

◆**投行迎来新机遇。**2018 年公司投行收入下降 37%至 8.76 亿，逊于行业平均（下降 27%）。受审核形势趋严影响，2018 年公司未完成 IPO 项目。公司总部设于上海，享有区位优势，随着科创板开闸，公司投行项目迎来新机遇。目前公司保荐科创板企业中有一家已获受理。

盈利预测：

基于以下假设：

(1) 2019 年以来市场成交活跃，成交额同比提升明显。预计 2019-2021 年行业股基成交额同比增长 33%，9%，8%。

(2) 2019 年以来市场两融余额较 2018 年底大幅提升，带动信用业务回升。预计 2019-2021 年公司信用业务余额同比增长 20%，10%，7%。

(3) 2019 年以来 A 股市场表现强劲，权益类自营收益率有望回升。预计 2019-2021 年公司自营业务收入同比增长 20%，11%，8%。

(4) 科创板开闸带来增量市场，投行业务迎来新机遇。预计 2019-2021 年公司投行业务收入同比增长 26%，4%，4%。

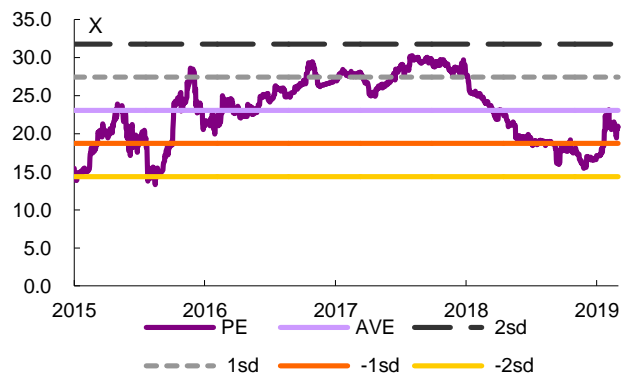
表 12：公司分业务收入预测（百万元）

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 13,368 | 15,277 | 18,264 | 20,232 | 21,941 |
| 手续费及佣金净收入 | 7,378 | 5,473 | 6,846 | 7,243 | 7,774 |
| 代理买卖证券业务净收入 | 4,559 | 3,262 | 4,303 | 4,725 | 4,963 |
| 证券承销业务净收入 | 1,397 | 876 | 1,106 | 1,150 | 1,195 |
| 受托客户资产管理业务净收入 | 1,303 | 1,199 | 1,307 | 1,250 | 1,490 |
| 其他业务手续费及佣金净收入 | 119 | 136 | 129 | 118 | 125 |
| 利息净收入 | 1,750 | 3,357 | 3,903 | 4,477 | 4,723 |
| 投资净收益 | 4,062 | 3,928 | 5,185 | 6,212 | 6,967 |

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

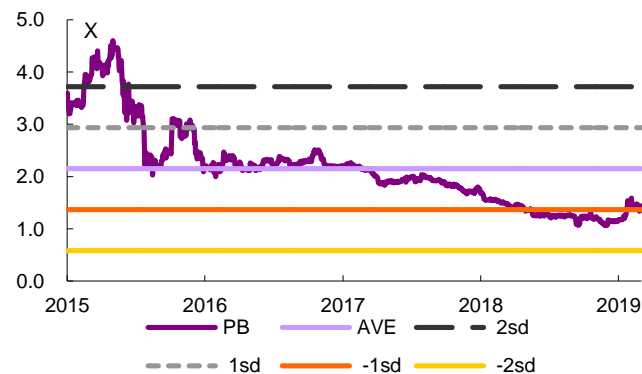
基于以上假设, 预计 2019-2021 年公司收入分别为 183、202、219 亿, 净利润分别为 58、66、73 亿。

图 16: Forward PE Band



资料来源: Wind, 光大证券研究所测算 (截至 2019 年 4 月 8 日)

图 17: Forward PB Band



资料来源: Wind, 光大证券研究所测算 (截至 2019 年 4 月 8 日)

投资建议:

公司历史均值为 2.2x forward PB, 我们认为主要是公司上市实现相对较短, 且市场时处于资本市场高位。公司自营投资收益稳健, 经纪及信用业务受益于市场行情好转, 投行业务迎来科创板增量市场。此外, 随着金融供给侧改革持续推进, 资源有望继续向龙头集中, 公司作为行业龙头, 估值有望提升。公司当前估值 1.5x 2019 年 PB, 与行业平均基本持平。给予公司 1.7x 2019 年 PB, 对应目标价 6.42 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示: 经纪业务竞争加剧, 市场大幅波动, 股权质押风险事件。

业绩预测和估值指标

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 13,368 | 15,277 | 18,264 | 20,232 | 21,941 |
| 营业收入增长率% | -9% | 14% | 20% | 11% | 8% |
| 净利润 (百万元) | 4,600 | 4,160 | 5,844 | 6,630 | 7,342 |
| 净利润增长率% | -15% | -10% | 40% | 13% | 11% |
| EPS (元) | 0.23 | 0.18 | 0.26 | 0.29 | 0.33 |
| ROAE (加权) | 9% | 6% | 7% | 7% | 7% |
| P/E | 25 | 31 | 22 | 19 | 17 |
| P/B | 2.0 | 1.8 | 1.5 | 1.3 | 1.2 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 04 月 08 日

5.2、国信证券

◆**2018 年业绩平稳。** 公司发布业绩快报, 2018 年实现营业收入 100 亿, 下降 16%, 实现归母净利润 34 亿, 下降 25%, 好于行业平均 (下降 41%)。

◆**经纪转型财富管理。** 2018 年前三季度, 公司经纪业务净收入下降 22%, 主要是受累于市场交易量下滑。随着经纪业务竞争加剧, 佣金率呈现下滑趋势, 龙头券商纷纷转型财富管理。公司研发“鑫财富”投顾服务生产线,

瞄准财富管理转型。2019 年以来，市场成交量显著回升，经纪业务收入有望同比回升。公司经纪业务收入占比高于行业平均，有望显著收益。

◆**信用业务风险缓释。**截至 2018 年底，公司股权质押未解押股份参考市值 370 亿，较 2018 年初下降 21%。公司两融余额下降 4%至 373 亿。2019 年以来随着股市升温，信用业务风险得以缓和。

◆**自营收益有望改善。**2018 年前三季度，公司自营收入同比下降 28%。主要是受市场环境的影响，权益类投资收益欠佳。公司自营业务收入占比低于行业平均，预计受到影响相对有限。2019 年以来 A 股表现强劲，权益类投资收益有望迎来改善。

◆**投行迎来增量市场。**由于监管趋严，二级市场走弱，2018 年前三季度，公司投行业务收入下滑 45%。随着科创板开闸，券商投行业务迎来增量市场，投行业务收入有望改善。目前公司保荐科创板企业中有一家已获受理。

◆**拟非公开发行股票，补充资金本。**公司拟向特定投资者非公开发行不超过 16.4 亿股股票，募集资金总额不超过 150 亿。大股东深投控拟认购不低于非公开发行股票总数的 33.5%。募集资金将用于补充公司资本金、营运资金及偿还债务，以扩大业务规模，提升公司的抗风险能力，进一步增强公司市场竞争力。

盈利预测：

基于以下假设：

(1) 2019 年以来市场成交活跃，成交额同比提升明显。预计 2019-2020 年行业股基成交额同比增长 33%，9%。

(2) 2019 年以来市场两融余额较 2018 年底大幅提升，带动信用业务回升。2018-2020 年公司信用业务余额同比-3%，+20%，+12%。

(3) 2019 年以来 A 股市场表现强劲，权益类自营收益率有望回升。预计 2018-2020 年公司自营业务收入同比-13%，+35%，+24%。

(4) 科创板开闸带来增量市场，投行业务迎来新机遇。2018-2020 年公司投行业务收入同比-15%，+12%，+9%。

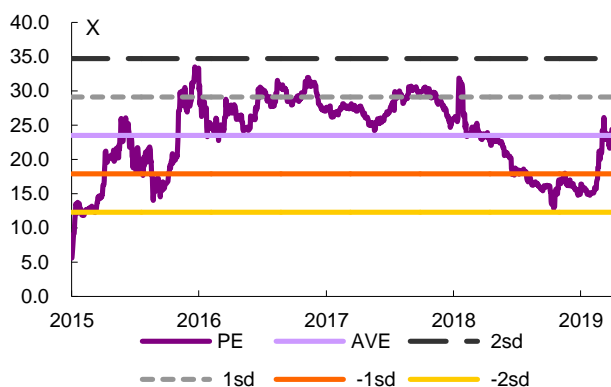
表 13：公司分业务收入预测（百万元）

| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 12,749 | 11,924 | 10,036 | 12,869 | 14,427 |
| 手续费及佣金净收入 | 8,911 | 7,202 | 6,198 | 7,447 | 7,922 |
| 代理买卖证券业务净收入 | 5,595 | 4,393 | 3,823 | 4,767 | 5,023 |
| 证券承销业务净收入 | 2,683 | 2,130 | 1,819 | 2,036 | 2,218 |
| 受托客户资产管理业务净收入 | 247 | 248 | 235 | 276 | 303 |
| 其他业务手续费及佣金净收入 | 386 | 432 | 322 | 367 | 377 |
| 利息净收入 | 1,914 | 2,338 | 2,303 | 3,307 | 3,837 |
| 投资净收益 | 2,529 | 1,925 | 1,421 | 1,872 | 2,350 |

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

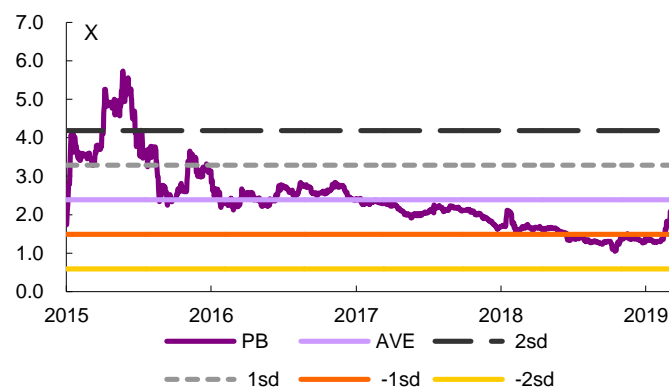
基于以上假设,预计 2018-2020 年公司收入分别为 100、129、144 亿,净利润分别为 34、46、52 亿。

图 18: Forward PE Band



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (股价截至 2019 年 4 月 8 日)

图 19: Forward PB Band



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (股价截至 2019 年 4 月 8 日)

投资建议:

公司历史均值为 2.4x forward PB, 我们认为主要是公司上市实现相对较短, 且市场时处于资本市场高位。公司经纪业务优势显著, 自营业务有望改善, 投行业务迎来新机遇。此外, 随着金融供给侧改革持续推进, 资源有望继续向龙头集中, 公司作为行业龙头, 估值有望提升。公司当前估值 2.2x 2019 年 PB, 高于行业平均水平, 反映其高于行业平均的 ROAE。给予公司 2.4x 2019 年 PB, 对应目标价 15.56 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示: 证券市场大幅波动, 信用风险, 定增事项相关风险。

业绩预测和估值指标

| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 12,749 | 11,924 | 10,036 | 12,869 | 14,427 |
| 营业收入增长率% | -56% | -6% | -16% | 28% | 12% |
| 净利润 (百万元) | 4,556 | 4,575 | 3,418 | 4,564 | 5,207 |
| 净利润增长率% | -67% | 0% | -25% | 34% | 14% |
| EPS (元) | 0.56 | 0.56 | 0.42 | 0.56 | 0.64 |
| ROAE (加权) | 9% | 10% | 7% | 9% | 9% |
| P/E | 24 | 24 | 33 | 24 | 21 |
| P/B | 2.3 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 1.9 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 04 月 08 日

5.3、广发证券

◆**2018 年业绩逊于行业平均。**2018 年公司实现营业收入 153 亿, 同比下降 29%; 归母扣非净利润 39 亿, 同比下降 53%, 逊于行业平均 (下降 41%)。加权平均净资产收益率 5.07%, 同比下降 5.48ppts, 但高于行业平均 (3.56%)。

◆**财富管理转型卓有成效。**2018 年公司代理买卖证券业务净收入下降 26% (行业平均下降 24%), 但代销金融产品收入增长 23%, 公司向财富管理转型卓有成效。此外, 广发香港实现经济业务净收入增加 21% 至 3.54 亿元, 部分对冲 A 股市场风险。2018 年末公司手机证券用户数同比增长 40% 至

超 2,202 万，科技金融水平提升，客户基础不断夯实。2018 年公司两融余同比下降 29%，股票质押式回购余额下降 16%，信用业务稳中有降低，整体风险可控。

◆**权益投资拖累业绩。**2018 年公司权益及衍生品交易业务投资收益净额为 -2.2 亿，同比下滑 17 亿，但收益率跑赢指数；固定收益销售及交易投资抓住债券市场机会，实现收益净额 45.5 亿，同比增长 22%。截至 2018 年底，公司公允价值变动净收益为 -23 亿。2019 年以来 A 股市场表现强劲，自营收益反转可期。

◆**投行客户结构优化。**2018 年公司投行收入下降 56%，逊于行业平均（下降 27%）。主要是公司过去以中小企业为主，而股权融资业务进一步向大型国有企业、头部民营企业及领先新经济企业集中。期内公司调整组织架构及考核机制，优化客户结构。随着科创板开闸，投行业务迎来新机遇。目前公司保荐科创板企业中有 2 家已获受理。

◆**资管收入下滑。**2018 年公司资产管理手续费净收入下降 30% 至 11.6 亿，主要是广发资管规模同比下降 27%。受市场下滑拖累，广发基金及易方达基金净利润同比分别下降 52% 及 2.66%。广发资管主动管理资产月均规模排名行业第三，广发基金及易方达基金规模排名行业前列，客户基础扎实。随着市场好转，业绩有望显著改善。

盈利预测：

基于以下假设：

(1) 2019 年以来市场成交活跃，成交额同比提升明显。预计 2019-2021 年行业股基成交额同比增长 33%，9%，8%。

(2) 2019 年以来市场两融余额较 2018 年底大幅提升，带动信用业务回升。2019-2021 年公司信用业务余额同比增长 44%，8%，10%。

(3) 2019 年以来 A 股市场表现强劲，权益类自营收益率有望回升。预计 2019-2021 年公司自营业务收入同比增长 256%，23%，16%。

(4) 科创板开闸带来增量市场，投行业务迎来新机遇。2019-2021 年公司投行业务收入同比增长 36%，14%，13%。

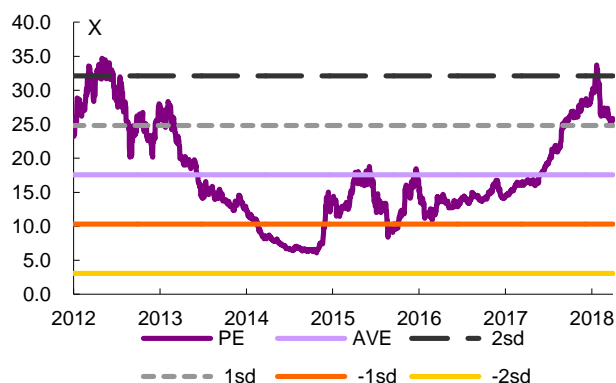
表 14：公司分业务收入预测（百万元）

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 21,576 | 15,270 | 18,283 | 20,559 | 22,585 |
| 手续费及佣金净收入 | 11,228 | 8,619 | 10,115 | 11,450 | 12,397 |
| 代理买卖证券业务净收入 | 4,336 | 3,453 | 4,146 | 4,520 | 4,722 |
| 证券承销业务净收入 | 2,755 | 1,216 | 1,652 | 1,890 | 2,133 |
| 受托客户资产管理业务净收入 | 3,982 | 3,743 | 4,125 | 4,824 | 5,307 |
| 其他业务手续费及佣金净收入 | 156 | 207 | 192 | 217 | 235 |
| 利息净收入 | 470 | 3,689 | 4,228 | 4,582 | 5,068 |
| 投资净收益 | 9,406 | 3,358 | 2,209 | 2,707 | 3,160 |

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

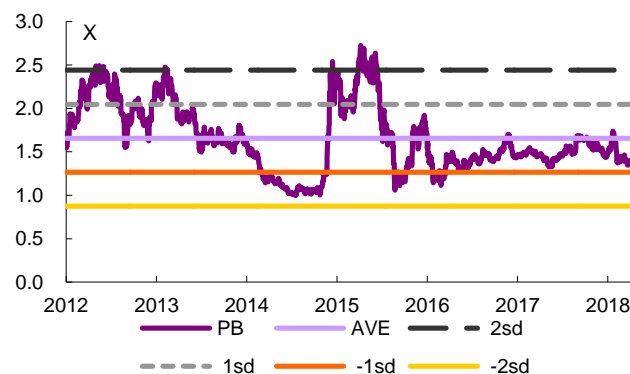
基于以上假设, 预计 2019-2021 年公司收入分别为 183、206、226 亿, 净利润分别为 61、69、75 亿。

图 20: Forward PE Band



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (股价截至 2019 年 4 月 8 日)

图 21: Forward PB Band



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (股价截至 2019 年 4 月 8 日)

投资建议:

公司历史均值为 1.7x forward PB。公司经纪业务转型财富管理, 自营收益有望反转, 投行迎来科创板机遇, 资产管理客户基础牢固。此外, 随着金融供给侧改革持续推进, 资源有望继续向龙头集中, 公司作为行业龙头, 估值有望提升。公司当前估值 1.3x 2019 年 PB, 低于行业平均水平。给予公司 1.5x 2019 年 PB, 对应目标价 18.78 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示: 证券市场大幅波动, 信用风险, 投行转型不及预期。

业绩预测和估值指标

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 21,576 | 15,270 | 18,283 | 20,559 | 22,585 |
| 营业收入增长率% | 4% | -29% | 20% | 12% | 10% |
| 净利润 (百万元) | 8,595 | 4,300 | 6,113 | 6,857 | 7,514 |
| 净利润增长率% | 7% | -50% | 42% | 12% | 10% |
| EPS (元) | 1.13 | 0.56 | 0.80 | 0.90 | 0.99 |
| ROAE (加权) | 11% | 5% | 7% | 7% | 7% |
| P/E | 15 | 29 | 21 | 18 | 17 |
| P/B | 1.5 | 1.5 | 1.3 | 1.2 | 1.1 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 04 月 08 日

5.4、中国银河

◆**事件:** 2018 年公司实现营业收入 99 亿, 同比下降 13%; 归母扣非净利润 29 亿, 同比下降 28%, 好于行业平均 (下降 41%)。扣非加权平均净资产收益率 4.38%, 同比下降 1.93ppts, 但高于行业平均 (3.56%)。

◆**财富管理领先, 股票质押逆市扩张。** 2018 年代理买卖证券业务净收入下降 21%, 好于行业平均 (下降 24%)。公司加强量化交易平台及 PB 业务推广, 实现机构客户交易占比增加 3.84ppts, 客户交易结构明显优化。2018 年公司代理销售金融产品净收入市场份额达到 14.31%, 远超代理买卖证券

净收入市场份额 (5.12%)，财富管理转型卓有成效。截至 2018 年地公司两融余额下降 29%，股票质押回购余额增长 3%。随着 2019 年 A 股表现强劲，股票质押风险缓和。截至 2018 年底，公司拥有经纪业务客户 1,038 万户，坚实客户基础为公司经纪、信用业务提供增长潜力。

◆**权益自营拖累业绩。**2018 年公司自营及其他证券交易收入下降 84%，大幅拖累业绩。由于公司权益类自营持有较多以前年度参与定向增发的品种，受市场下滑影响，权益类自营出现亏损。2019 年以来 A 股表现强劲，权益类投资收益反转可期。

◆**资管转型主动管理：**由于资产管理业务投资收益下降，2018 年公司资产管理收入下降 6.6%，好于行业平均（下降 11%）。公司受托资产管理规模下降 23%，但实现受托客户资产管理净收入增长 9%。主要是公司提升主动管理占比，巩固固收类优势产品的投资管理。随着资管新规实施，提升主动管理水平将是长期趋势。

◆**投行迎来新机遇。**2018 年公司投行收入下降 8.6%，好于行业平均（下降 27%）。公司股票主承销金额逆市增长 71%至 65 亿，债券承销金额同比增长 28%至 912 亿。随着科创板开闸，投行业务迎来新机遇。

盈利预测：

基于以下假设：

(1) 2019 年以来市场成交活跃，成交额同比提升明显。预计 2019-2021 年行业股基成交额同比增长 33%，9%，8%。

(2) 2019 年以来市场两融余额较 2018 年底大幅提升，带动信用业务回升。2019-2021 年公司信用业务余额同比增长 48%，7%，10%。

(3) 2019 年以来 A 股市场表现强劲，权益类自营收益率有望回升。预计 2019-2021 年公司自营业务收入同比增长 35%，24%，27%。

(4) 科创板开闸带来增量市场，投行业务迎来新机遇。2019-2021 年公司投行业务收入同比增长 37%，16%，14%。

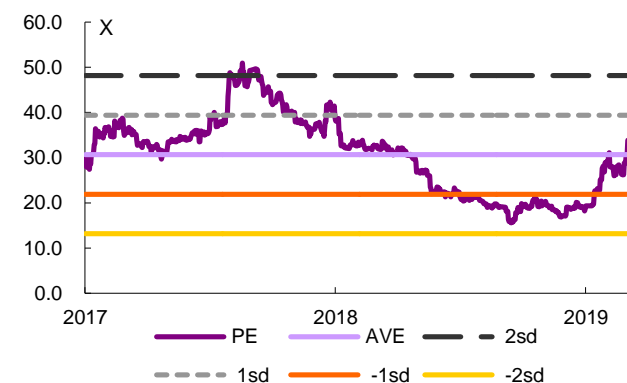
表 15：公司分业务收入预测（百万元）

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|---------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 11,344 | 9,925 | 12,259 | 13,793 | 15,189 |
| 手续费及佣金净收入 | 6,085 | 4,805 | 6,169 | 6,811 | 7,310 |
| 代理买卖证券业务净收入 | 4,395 | 3,464 | 4,356 | 4,731 | 4,952 |
| 证券承销业务净收入 | 557 | 531 | 727 | 844 | 961 |
| 受托客户资产管理业务净收入 | 693 | 747 | 822 | 944 | 1,084 |
| 其他业务手续费及佣金净收入 | 441 | 64 | 264 | 292 | 313 |
| 利息净收入 | 2,986 | 3,445 | 3,849 | 4,369 | 4,731 |
| 投资净收益 | 2,480 | -613 | 1,127 | 1,192 | 1,894 |

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

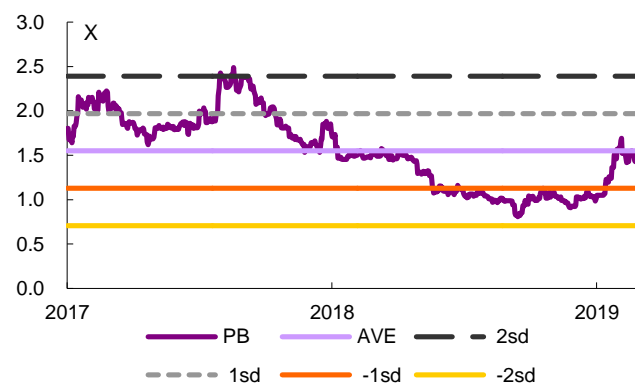
基于以上假设, 预计 2019-2021 年公司收入分别为 123、138、152 亿, 净利润分别为 43、48、53 亿。

图 22: Forward PE Band



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (股价截至 2019 年 4 月 8 日)

图 23: Forward PB Band



资料来源: Wind, 光大证券研究所 (股价截至 2019 年 4 月 8 日)

投资建议:

公司历史均值为 1.6x forward PB。公司经纪业务优势显著, 自营业绩有望迎来改善, 投行迎来科创板增量市场。此外, 随着金融供给侧改革持续推进, 资源有望继续向龙头集中, 公司作为行业龙头, 估值有望提升。公司当前估值 1.9x 2019 年 PB, 高于行业平均水平, 反映其经纪业务龙头优势, 以及坚实客户基础带来的经纪及两融业务增长潜力。给予公司 2.1x 2019 年 PB, 对应目标价 15.50 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示: 证券市场大幅波动, 信用风险, 财富管理转型不及预期。

业绩预测和估值指标

| | 2017 | 2018 | 2019E | 2020E | 2021E |
|------------|--------|-------|--------|--------|--------|
| 营业收入 (百万元) | 11,344 | 9,925 | 12,259 | 13,793 | 15,189 |
| 营业收入增长率% | -14% | -13% | 24% | 13% | 10% |
| 净利润 (百万元) | 3,981 | 2,887 | 4,276 | 4,793 | 5,265 |
| 净利润增长率% | -23% | -27% | 48% | 12% | 10% |
| EPS (元) | 0.39 | 0.28 | 0.40 | 0.45 | 0.49 |
| ROAE (加权) | 6.3% | 4.4% | 5.9% | 5.9% | 6.0% |
| P/E | 36 | 49 | 35 | 32 | 29 |
| P/B | 2.2 | 2.2 | 1.9 | 1.8 | 1.6 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 04 月 08 日

5.5、长江证券

◆**计提减值释放风险。**公司发布业绩快报, 2018 年实现营业收入 44 亿, 下降 23%, 实现归母净利润 26 亿, 下降 83%, 弱于行业平均 (下降 41%), 加权平均净资产收益率 0.99%, 低于行业平均 (3.56%)。2018 年公司计提资产减值损失准备合计 2.9 亿元, 释放信用业务及直投项目等风险。

◆**财富管理转型卓有成效。**2018 年前三季度, 公司经纪业务将收入下降 5%, 好于同业。公司经纪业务积极向财富管理方向转型, 部分对冲行业交易量下降, 佣金率下滑影响。

◆**信用业务风险可控。**2018 年前三季度，公司信用业务下滑 53%。截至 2018 年底，公司股权质押未解押股份参考市值 45 亿，较 2018 年初下降 61%，体现较强的风险防控能力。公司两融余额下降 4%至 219 亿。2018 年公司对两融及股票质押业务合计计提减值准备，风险释放较为充分。2019 年以来随着股市升温，信用业务风险进一步缓和。

◆**权益类自营拖累业绩。**2018 年前三季度，公司自营收入同比下降 6%，主要是受到资本市场下滑影响，公司权益类自营收入下降。2018 年前三季度，公司实现公允价值变动 32 亿。2019 年以来，A 股表现强劲，权益类自营收益有望同比改善。

◆**投行排名提升。**由于监管趋严，项目发行减少，2018 年前三季度公司投行业务收入下降 37%。虽然收入下滑，但截至 2018 年中期公司在 IPO、再融资、金融债等多项业务领域实现行业排名提升。2019 年行业迎来科创板增量市场，目前公司保荐科创板企业中有一家已获受理。

◆**资管转型主动管理。**2018 年前三季度，公司资产管理收入同比下滑 37%，主要是受期内市场下行影响，公司资产类和通道类产品收益下滑。公司推进产品创新与发行，实现产品结构优化，为 2019 年度打下良好基础。

盈利预测：

基于以下假设：

(1) 2019 年以来市场成交活跃，成交额同比提升明显。预计 2019-2020 年行业股基成交额同比增长 33%，9%。

(2) 2019 年以来市场两融余额较 2018 年底大幅提升，带动信用业务回升。2018-2020 年公司信用业务余额同比-15%，+20%，+21%。

(3) 2019 年以来 A 股市场表现强劲，权益类自营收益率有望回升。预计 2018-2020 年公司自营业务收入同比-21%，+26%，+22%。

(4) 科创板开闸带来增量市场，投行业务迎来新机遇。2018-2020 年公司投行业务收入同比-17%，+21%，+15%。

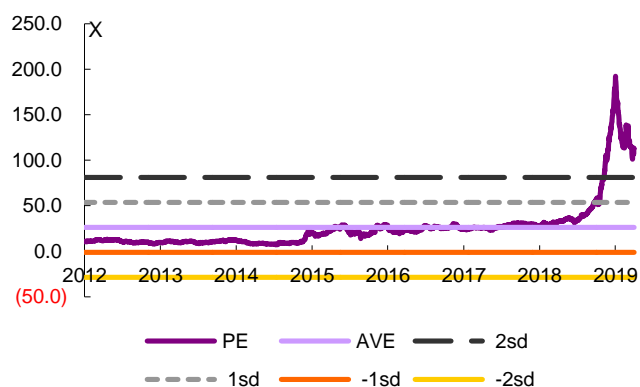
表 16：公司分业务收入预测（百万元）

| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 5,857 | 5,640 | 4,350 | 5,400 | 6,358 |
| 手续费及佣金净收入 | 3,502 | 3,206 | 2,717 | 3,325 | 3,626 |
| 代理买卖证券业务净收入 | 2,111 | 1,773 | 1,588 | 1,968 | 2,096 |
| 证券承销业务净收入 | 690 | 708 | 589 | 715 | 824 |
| 受托客户资产管理业务净收入 | 629 | 639 | 487 | 580 | 638 |
| 其他业务手续费及佣金净收入 | 72 | 85 | 53 | 62 | 68 |
| 利息净收入 | 1,355 | 1,131 | 839 | 1,032 | 1,450 |
| 投资净收益 | 1,148 | 1,139 | 1,046 | 887 | 1,316 |

资料来源：公司财报，光大证券研究所预测

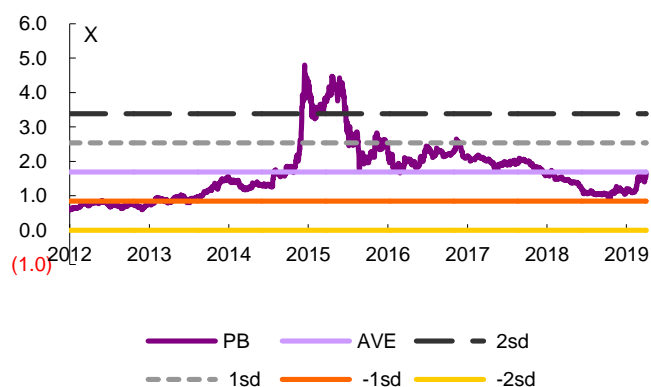
基于以上假设，预计 2018-2020 年公司收入分别为 44、54、64 亿，净利润分别为 1.6、11、13 亿。

图 24: Forward PE Band



资料来源: Wind, 光大证券研究所测算(截至 2019 年 4 月 8 日)

图 25: Forward PB Band



资料来源: Wind, 光大证券研究所测算(截至 2019 年 4 月 8 日)

投资建议:

公司历史均值为 1.7x forward PB。公司经纪业务向财富管理转型卓有成效。2018 年受证券市场流动性下降等因素影响, 公司权益类自营、资本中介、债券承销和资产管理等业务收入同比下降。受前期业务布局与改革成本投入影响, 当期成本支出较有所增长。此外, 公司计提的资产减值准备增加, 导致 2018 年业绩大幅下滑。2019 年以来 A 股表现强劲, 科创板开闸为投行业务带来增量市场, 公司业绩迎来拐点。公司当前估值 1.4x 2019 年 PB, 低于行业平均水平。给予公司 1.6x 2019 年 PB, 对应目标价 9.08 元, 首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示: 证券市场大幅波动, 信用风险, 财富管理转型不及预期。

业绩预测和估值指标

| | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E | 2020E |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 5,857 | 5,640 | 4,350 | 5,400 | 6,358 |
| 营业收入增长率% | -31% | -4% | -23% | 24% | 18% |
| 净利润(百万元) | 2,207 | 1,545 | 156 | 1,119 | 1,337 |
| 净利润增长率% | -37% | -30% | -90% | 617% | 19% |
| EPS(元) | 0.40 | 0.28 | 0.03 | 0.20 | 0.24 |
| ROAE(加权) | 10% | 6% | 1% | 4% | 3% |
| P/E | 20 | 29 | 286 | 40 | 33 |
| P/B | 1.8 | 1.7 | 1.7 | 1.4 | 1.0 |

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 04 月 08 日

6、风险分析

市场大幅波动风险。若市场受宏观经济、流动性、政策等因素影响出现大幅波动, 可能对券商经纪、投行及自营业务产生较大影响。

信用风险。若股权质押及两融业务出现风险事件, 可能导致券商计提相关减值损失, 从而对业绩产生负面影响。

流动性风险。若由于宏观经济、政策等原因导致市场流动性收紧, 可能导致市场成交量下降, 股市下行, 从而影响券商经纪、信用、自营业务收入。

行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

| 证券 代码 | 公司 名称 | 收盘价 (元) | EPS(元) | | | P/E(x) | | | P/B(x) | | | 投资评级 | |
|-----------|----------|------------|--------|------|------|--------|-----|-----|--------|-----|-----|------|----|
| | | | 17A | 18E | 19E | 17A | 18E | 19E | 17A | 18E | 19E | 本次 | 变动 |
| 600030.SH | 中信证券 | 15.41 | 0.75 | 0.45 | 0.59 | 21 | 34 | 26 | 1.5 | 1.5 | 1.4 | 增持 | 维持 |
| 601688.SH | 华泰证券 | 22.98 | 1.30 | 0.61 | 0.93 | 18 | 38 | 25 | 1.9 | 1.8 | 1.7 | 增持 | 维持 |
| 000166.SZ | 申万宏源 | 5.64 | 0.23 | 0.18 | 0.26 | 25 | 31 | 22 | 2.1 | 1.8 | 1.5 | 增持 | 首次 |
| 002736.SZ | 国信证券 | 13.61 | 0.56 | 0.42 | 0.56 | 24 | 33 | 24 | 2.1 | 2.1 | 2.1 | 增持 | 首次 |
| 000776.SZ | 广发证券 | 16.53 | 1.13 | 0.56 | 0.80 | 15 | 30 | 21 | 1.5 | 1.5 | 1.3 | 增持 | 首次 |
| 601881.SH | 中国银河 | 14.08 | 0.39 | 0.28 | 0.40 | 36 | 49 | 35 | 2.2 | 2.2 | 1.9 | 增持 | 首次 |
| 600958.SH | 东方证券 | 12.38 | 0.13 | 0.18 | 0.40 | 96 | 68 | 31 | 1.6 | 1.8 | 1.5 | 增持 | 维持 |
| 601211.SH | 国泰君安 | 25.31 | 0.94 | 0.77 | 1.12 | 27 | 33 | 23 | 2.1 | 2.0 | 1.8 | 增持 | 维持 |
| 000783.SZ | 长江证券 | 8.08 | 0.28 | 0.03 | 0.20 | 29 | 286 | 40 | 1.7 | 1.7 | 1.4 | 增持 | 首次 |

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年04月08日（国信证券、长江证券2018年业绩为光大证券预测，其他公司2018年业绩为实际发布数据）

行业及公司评级体系

| 评级 | 说明 |
|-----|---|
| 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。 |

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

| 上海 | 北京 | 深圳 |
|--------------------------------|---|------------------------------------|
| 静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层 | 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层 | 福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼 |