

证券 II 行业

外资控股券商对行业格局影响几何？

行业评级

买入

前次评级

买入

报告日期

2019-04-11

核心观点：

● 设立外资控股券商，是对外开放的落子

中国正在处于对外开放的新阶段。自加入 WTO 始，中国逐步实现对外开放的承诺，有序推进金融开放进程。2018 年 4 月 28 日证监会发布《外商投资证券公司管理办法》，外资券商在持股比例、业务范围得到进一步开放。在此背景下，外资券商进程持续加速。2018 年 11 月 30 日瑞银证券成为我国首家外资控股证券公司；摩根大通、野村证券紧随其后，我国外资券商有望持续扩容。

● 合资券商的启示：不成功的探索

合资券商发展历程整体分为三个阶段：1) 1995-2000 年伴随改革开放，中金公司一枝独秀，快速发展。2) 2001-2012 年我国资本市场不断对外开放，合资券商纷至沓来。3) 2013 年后，合资券商发展陷入困境，面临退出潮。目前合资券商发展良莠不齐，整体业绩两极分化严重：1) 中金公司作为合资龙头，整体盈利能力突出，收入结构多元化发展。2) 老牌合资券商受到牌照限制，投行业务能力决定经营差异。3) 在 CEPA 框架下的新型合资券商尚处于萌芽阶段，静态看业务进展缓慢。总体而言，合资券商是不成功的探索，究其原因在于牌照业务单一，单纯依赖投行业务较难支撑熨平周期性业务波动，也无综合业务优势去承揽项目。

● 外资控股券商展望：优劣势均显著，但渠道不足需长时间积累

相比合资券商，外资控股券商是更高层面的开放，几乎是全业务牌照，避免了合资券商的先天不足；同时，外资股东在机构业务和财富管理业务经验丰富，在衍生品不断丰富、财富管理渐成经纪业务转型方向预期下，外资控股券商具有一定竞争优势。不过，外资控股券商劣势亦明显：渠道不足，业务受限。外资券商虽在轻资产业务线条上具备优势，不过受到资本金制约，重资产业务相对劣势。同时，外资控股券商短期内缺乏零售渠道，在业务入口环节跟本土券商存在巨大短板。

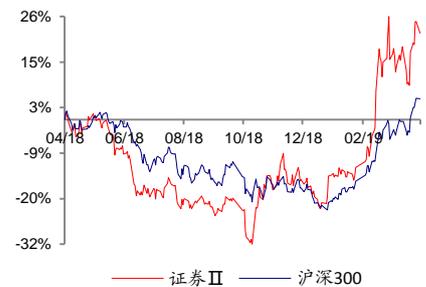
● 行业展望：不改行业格局、鲶鱼效应带来更多业务机会

日本和中国台湾证券市场对外开放的过程显示，合资机构短期内快速增加但随后减少，竞争有所加剧但也带来更多创新业务，最终行业核心地位仍由本土机构掌控。我们判断外资券商进入国内金融市场会带来一定竞争，但更应乐观地看到，在“鲶鱼效应”下国内机构的经营效率可能提升，而且，在金融市场对外开放进程中，风险可控的金融创新可能不断推出，有利于证券行业的长期发展。

● 风险提示

对外开放引发市场竞争无序；金融创新的进度低于预期。其他市场风险事件包括经济增速放缓、利率波动影响、行业竞争加剧等

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：

陈卉



SAC 执证号：S0260519040001



0755-82535901



gfchenh@gf.com.cn

请注意，陈卉并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

证券 II 行业：如何看待证券行业再融资？ 2019-03-27

证券 II 行业：金融供给侧改革，券商迎来战略发展期 2019-03-17

证券 II 行业：价值重估，业绩验证——证券业 2 月经营数据月报点评 2019-03-06

重点公司估值和财务分析表 (券商)

股票简称	股票代码	评级	货币	股价	合理价值	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
				2019/4/11	(元/股)	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
中金公司	03908.HK	买入	人民币	17.2 (港元)	21 (港元)	1.19	1.37	13.0	11.3	1.5	1.3	12%	12%
海通证券	600837.SH	买入	人民币	14.49	17.1	0.75	0.98	20.29	15.53	1.38	1.27	7%	9%
华泰证券	601688.SH	买入	人民币	22.02	26.6	0.96	1.17	23.79	19.52	1.71	1.61	7%	9%
中信证券	600030.SH	买入	人民币	24.42	28.9	1.31	1.61	19.40	15.78	1.85	1.69	10%	11%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

目录索引

设立外资控股券商，是对外开放棋局下的落子	6
中国正在处于对外开放的新阶段	6
外资券商进程持续加速	8
合资券商：不成功的启示	10
合资券商发展历程	10
合资券商发展现状	11
合资券商竞争优劣	17
外资控股券商：优劣势均显著，预计需长时间积累	20
优势：牌照放开，机构&财富管理业务经验丰富	20
劣势：缺乏渠道，业务受限	23
日台启示：不改行业格局	24
日台证券行业对外开放背景	24
日台开放启示：核心业务仍集中于本土机构，不改行业格局	24
风险提示	28

图表索引

图 1: QFII 投资额度 (亿美元)	8
图 2: RQFII 投资额度 (亿元)	8
图 3: 2017 年中金公司营业收入与其他合资券商营收比例	12
图 4: 2017 年中金公司净利润与其他合资券商净利润比例	12
图 5: 中金公司营业收入 (左轴, 亿元)、净利润 (左轴, 亿元) 与营业收入同比增速 (右轴)、净利润同比增速 (右轴)	13
图 6: 中金公司收入拆分	14
图 7: 老牌合资券商营业收入变化趋势 (百万元)	15
图 8: 老牌合资券商净利润变化趋势 (百万元)	15
图 9: 老牌合资券商投行业务占比	15
图 10: 合资券商投行业务发展差距大 (万元)	15
图 11: 2017 年申港证券、华菁证券、东亚前海、汇丰前海营业收入与净利润 (亿元)	16
图 12: 2017 年申港证券、华菁证券、东亚前海、汇丰前海收入拆分	17
图 13: 2017 年末合资券商中外资股东资本实力 (亿美元)	18
图 14: 我国证券行业五年业务收入构成	18
图 15: 摩根士丹利近五年业务收入构成	18
图 16: 合资券商与国内龙头券商总资产 (亿元)	19
图 17: 合资券商与国内龙头券商净资产 (亿元)	19
图 18: 合资券商受批准经营业务数量 (个)	19
图 19: 瑞银财富管理服务内容	22
图 20: 券商行业杠杆率 (倍)	23
图 21: A 股机构持股比例 (%)	24
图 22: 中国台湾外资/合资证券公司数量变化 (家)	25
图 23: 日本外资/合资证券公司数量变化 (家)	25
图 24: 日本证券行业营收构成	26
图 25: 2006 年前三季度券商办理受托买卖外国有价证券业务交易金额比重 ..	26
图 26: 中国台湾证券公司净利润集中度对比	26
图 27: 中国台湾证券公司营业收入集中度对比	26
图 28: 日本外资券商净收入/损失占比	27
图 29: 中国台湾证券行业净利润 (左轴, 亿台币) 与 GDP 同比 (右轴)	27
图 30: 日本证券行业营收增速 (左轴) 与 GDP 同比 (右轴)	27
图 31: 中国台湾证券行业 ROE 变化	28
图 32: 日本证券行业 ROE 变化	28
表 1: 2018 年以来对外开放意见/政策一览	7
表 2: 瑞银证券股权变更前股东持股比例	8
表 3: 摩根大通证券 (中国) 公司股东名称及出资额、出资比例	9

表 4: 野村东方国际证券公司股东名称及出资额、出资比例.....	9
表 5: 2001-2012 年合资券商政策一览及设立情况.....	10
表 6: 2013-2017 年合资券商退出中国证券市场情况.....	11
表 7: 2017 年合资券商各项业务指标 (亿元).....	12
表 8: 合资券商分类.....	13
表 9: 申港证券、华菁证券、东亚前海、汇丰前海经营范围.....	17
表 10: 瑞银集团中国布局进展.....	20
表 11: 外资券商经营范围.....	21
表 12: 国内券商跨境业务获批时间.....	21
表 13: 2017 年全球私人银行私人财富规模变动 (十亿美元).....	22
表 14: 瑞银财富管理服务内容 & 策略.....	23
表 15: 可比公司估值表.....	28

2019年3月29日，中国证监会发布公告，核准设立摩根大通证券（中国）有限公司、野村东方国际证券有限公司，并表示将继续坚定落实我国对外开放的总体部署，积极推进资本市场对外开放进程，继续依法、合规、高效地做好合资证券公司设立或变更实际控制人审核工作。自此，外资控股券商设立进入新阶段。市场较为关注外资控股券商的发展趋势以及对国内证券行业格局的影响，我们撰写此篇报告以示我们的观点。

设立外资控股券商，是对外开放棋局下的落子

中国正在处于对外开放的新阶段

自加入WTO始，中国逐步实现对外开放的承诺，有序推进金融开放进程。2018年4月，博鳌亚洲论坛上，我国发布进一步扩大金融业对外开放的措施和时间表，表示将在未来取消银行和金融资产管理公司的外资持股比例限制，进一步完善内地与香港两地股票市场互联互通机制，允许符合条件的外国投资者来华经营保险代理业务和保险公估业务，不再对合资证券公司业务范围单独设限；5月，证监会发布《外商投资证券公司管理办法》，从法规层面落实国内证券业首次实现向外资放开控股权的对外开放承诺；8月，出台关于修改《证券登记结算管理办法》的决定，允许在境内工作的外国自然人投资者开立A股证券账户；2019年2月，颁布《境内上市公司外籍员工参与股权激励资金管理暂行办法》，实行登记管理，境内上市公司及其外籍员工可凭业务登记凭证直接在银行办理相关跨境收支、资金划转及汇兑业务；境内上市公司外籍员工参与股权激励所需资金，可以来源于其在境内的合法收入或从境外汇入的资金。2019年3月，国务院总理李克强在博鳌亚洲论坛上表示，中国将持续扩大金融业对外开放，银行、证券和保险业对外资全面放开市场准入正在加快推进。我国金融市场证券行业新一轮对外开放正在全面推进。

表 1: 2018 年以来对外开放意见/政策一览

发布日期	会议/文件	主要内容
2018 年 4 月	博鳌论坛开幕式重要讲话	发布金融业对外开放措施和时间表, 确定在未来几个月未来取消银行和金融资产管理公司的外资持股比例限制, 将证券公司、基金管理公司、人身险公司的外资持股比例上限放宽至 51%。进一步完善内地与香港两地股票市场互联互通机制, 允许符合条件的外国投资者来华经营保险代理业务和保险公估业务不再对合资证券公司业务范围单独设限
2018 年 4 月	扩大沪深港通每日额度	沪深股通、沪深港股通每日额度分别由 130 亿元、105 亿元扩大至 520 亿元、420 亿元, 2018 年 5 月 1 日起实行
2018 年 5 月	《外商投资证券公司管理办法》	放宽外资控股合资证券公司比例至 51%; 外商投资证券公司经营业务范围扩大; 统一外资持有上市和非上市两类证券公司股权的比例; 境外股东资质进一步完善
2018 年 6 月	《合格境外机构投资者境内证券投资外汇管理规定》	取消 QFII 每月资金汇出不得超过上年末境内总资产 20% 的限制; 取消 QFII、RQFII 本金锁定期要求
2018 年 8 月	关于修改《证券登记结算管理办法》的决定	在原有规定的中国公民、中国法人、中国合伙企业等投资者范围基础上, 增加“符合规定的外国人”作为投资者类别之一, 将允许在境内工作的外国自然人投资者开立 A 股证券账户
2019 年 2 月	《境内上市公司外籍员工参与股权激励资金管理暂行办法》	实行登记管理, 境内上市公司及其外籍员工可凭业务登记凭证直接在银行办理相关跨境收支、资金划转及汇兑业务; 境内上市公司外籍员工参与股权激励所需资金, 可以来源于其在境内的合法收入或从境外汇入的资金。
2019 年 3 月	博鳌论坛 2019 年年会开幕式重要讲话	中国将持续扩大金融业对外开放, 银行、证券和保险业对外资全面放开市场准入正在加快推进。

数据来源: 证监会、银监会、保监会、金融委、中国人民银行、广发证券发展研究中心

市场开放程度提高, 循序渐进引入海外长线资金。自 2018 年 6 月将 A 股以 2.5% 的纳入因子纳入 MSCI 之后, A 股部分纳入 MSCI 指数成功进行第二步: 纳入因子由 2.5% 提升至 5%, 调整结果已于 8 月 31 日收盘后正式生效。2019 年 3 月 1 日, 实现第三步: MSCI 宣布将现有 A 股在 MSCI 全球基准指数中的纳入因子由 5% 提高至 20%。

2018 年 9 月 27 日, 富时罗素宣布纳入 A 股, 第一阶段在其新兴市场指数占比为 5.5%, 在其全球股票指数为 0.57% 并分三个时点生效 (2019 年 6 月 24 日、9 月 23 日、2020 年 3 月 23 日)。目前上交所已完成收盘集合竞价机制调整、上市公司停复牌监管从严、进一步放开外国人开立 A 股证券账户权限等。根据台、韩的历史经验, 资本开放政策配合 MSCI 进入市场, 有利于循序渐进引入海外长线资金, 促进资本市场长期繁荣发展。

外资流入渠道持续扩容。2019 年 1 月 14 日, 中国国家外汇管理局将合格境外机构投资者(QFII)总额度由 1500 亿美元增加至 3000 亿美元, 2019 年 3 月 4 日, 证监会核准了国际货币基金组织(IMF)人民币合格境外机构投资者资格, 股市对外开放水平进步提升。近年来 QFII, RQFII 规模持续增加, 截至到 2019 年 3 月底, QFII 投资额度达到 1016 亿美元, RQFII 投资额度达到 6610 亿人民币。

图1: QFII投资额度 (亿美元)

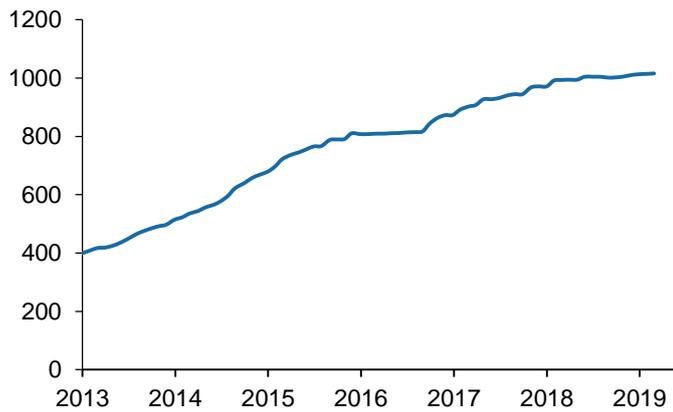
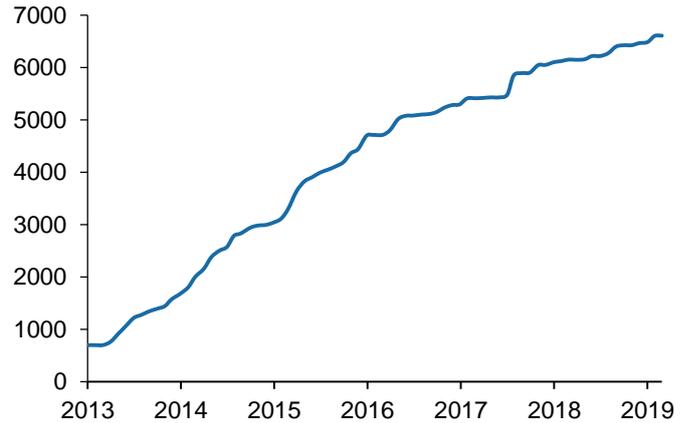


图2: RQFII投资额度 (亿元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

注: 货币单位为人民币, 本文中所有货币如果没有特别注明均为人民币

外资券商进程持续加速

在对外开放与证券行业转型的两大背景下, 外资券商进程持续加速。2018年3月9日, 证监会就修订《外商投资证券公司管理办法》开始公开征求意见, 其中指出允许外资控股合资券商, 而不只是参股; 逐步放开合资券商的业务范围, 不再局限于如投行等单一业务牌照。自2018年4月28日证监会发布《外商投资证券公司管理办法》后, 瑞士银行(UBS)率先于5月2日提交材料, 申请将其在合资券商瑞银证券的持股比例从24.99%提高至51%。随后10天内, 野村控股株式会社、摩根大通也先后提交设立持股比例为51%的外资证券公司的申请材料。

瑞银证券成为我国首家外资控股证券公司。2018年11月30日, 证监会发布公告核准UBS AG增持瑞银证券股比至51%, 瑞银证券变更实际控制人。本次交易中, 中粮集团出让全部14%股份, 国电资本出让12.01%股份。本次股权转让完成后, 瑞银证券成为国内首家由外资直接投资并拥有全牌照的合资证券公司, 外资券商开放迈出坚实一步。

表2: 瑞银证券股权变更前股东持股比例

股东名称	股权变更后持股比例	股东名称	股权变更前持股比例
瑞银集团	51%	瑞银集团	24.99%
北京国翔资产管理有限公司	33%	北京国翔资产管理有限公司	33%
广东省交通集团有限公司	14.01%	广东省交通集团有限公司	14.01%
中国国电资本控股有限公司	1.99%	中国国电资本控股有限公司	14%
		中粮集团有限公司	14%
合计	100%		100%

数据来源: 中国证监会、广发证券发展研究中心

摩根大通&野村紧随其后，外资券商持续扩容。2019年3月29日，证监会发布公告，核准设立摩根大通证券（中国）有限公司、野村东方国际证券有限公司，摩根大通和野村控股株式会社分别为实际控制人，至此，我国外资控股券商队伍扩充到3家。

摩根大通证券（中国）公司由JP摩根出资4.08亿元，控股51%，剩余股东分别为外高桥集团（持股20%）、深圳市迈兰德股权投资基金管理有限公司（持股14.3%）、新疆中卫股权投资有限合伙企业（持股4.9%）、上海宾闾投资管理中心（持股4.9%）与北京朗信投资有限公司（持股4.9%）。摩根大通方面表示，这一控股证券公司的建立将有助于摩根大通进一步加强其中国在岸业务能力，更好地为中国以及全球客户提供全方位的服务和解决方案。

表3：摩根大通证券（中国）公司股东名称及出资额、出资比例

	股东名称	出资额（亿元）	出资比例
摩根大通证券（中国）公司	J.Pmorgan International Finance Limited	4.08	51%
	外高桥集团	1.6	20%
	深圳市迈兰德股权投资基金管理有限公司	1.44	14.30%
	新疆中卫股权投资有限合伙企业	0.392	4.90%
	上海宾闾投资管理中心（有限合伙）	0.392	4.90%
	北京朗信投资有限公司	0.392	4.90%
	合计	8	100%

数据来源：中国证监会、广发证券发展研究中心

野村东方国际证券公司由野村控股株式会社出资10.2亿元，控股51%，剩余股东分别为东方国际（集团）有限公司（持股24.9%）、上海黄浦投资控股（集团）有限公司（持股24.1%）。野村控股表示，新的合资公司在成立初期将以财富管理为主营业务，凭借野村控股通过面谈进行财富规划的咨询优势服务中国高净值人群。之后，将逐渐建立金融产品销售渠道，以及拓展机构及其他业务，并最终发展成为一家综合性证券公司。

表4：野村东方国际证券公司股东名称及出资额、出资比例

	股东名称	出资额（亿元）	出资比例
野村东方国际证券	野村控股株式会社	10.2	51%
	东方国际（集团）有限公司	4.98	24.90%
	上海黄浦投资控股（集团）有限公司	4.82	24.10%
	合计	20	100%

数据来源：中国证监会、广发证券发展研究中心

证监会3月29日披露，星展银行有限公司拟设立外资参股证券公司，证监会已接收相关材料。星展银行是新加坡最大的商业银行。业务地区包括东北亚、东南亚和南亚，主要业务包括商业银行、个人银行以及财富管理等。

合资券商：不成功的启示

在外资控股券商之前，我国曾尝试过合资券商模式，主要形式是外资券商与本土券商合作、主要开展投行业务。从实践来看，合资券商并不成功。

合资券商发展历程

1995-2000：改革开放，中金一家独秀。 改革开放以来，中国资本市场迅速发展。1995年6月，由摩根士丹利等多家机构共同出资设立的中国国际金融股份有限公司经国务院特别审批通过成立，注册资本1亿美元，成为我国首家中外合资证券公司。受政府批准，成立之初的中金公司业务范围包括经纪、自营、承销、客户资产管理、投行等多项业务，通过吸收摩根士丹利的经营管理经验迅速发展。

2001-2012：资本市场对外开放，合资券商纷至沓来。 2001年加入WTO后，中国逐步兑现对外开放承诺，对合资券商采取分阶段放开的方式，具体体现在股权比例限制和业务范围限制上。这一阶段共计11家合资券商相继设立，境外股东谋求开拓中国市场，而境内股东希望吸取海外大投行管理经验，借助品牌和资源优势获得更广阔的发展空间。然而2007年1月，长江巴黎百富勤发布公告，法国巴黎银行将其持有的33.33%股权转让给长江证券。长江巴黎百富勤是我国第3家设立的合资券商，然而在设立后业绩不佳，连年处于亏损状态，成为第一家宣告退出的合资券商。

表5：2001-2012年合资券商政策一览及设立情况

时间	政策/文件	内容	合资券商设立情况
2002年7月	证监会《外资参股证券公司设立规则》	明确外资参股证券公司的设立条件和程序，要求外资参股证券公司境内股东至少有一名内资证券公司，且其持股比例不低于三分之一，境外股东持股比例不超过三分之一；业务范围上允许外资参股证券公司经营股票债券承销业务、外资股经纪业务及债券经纪和自营业务。	财富里昂（2003/04） 长江巴黎百富勤（2003/11） 海际大和（2004/09） 高盛高华（2004/12） 瑞银证券（2005/09）
2008年1月	证监会第52号令《关于修改《外资参股证券公司设立规则》的决定》	允许外资参股证券公司经营股票债券保荐业务	瑞信方正（2008/06） 中德证券（2009/07） 华英证券（2010/11） 摩根士丹利华鑫（2010/12） 第一创业摩根大通（2010/12） 东方花旗（2012/06）
2012年10月	证监会第81号令《关于修改《外资参股证券公司设立规则》的决定》	修改境外股东持股比例上限为49%，境内股东中的内资证券公司持股比例下限为49%	

数据来源：中国证监会、广发证券发展研究中心

2013-2017：发展困境，合资券商退出潮。2013年8月CEPA框架签署补充协议，允许符合条件的港资、澳资金融机构在内地设立合资证券公司。其中股权比例上允许港资、澳资股比最高可达51%，内地股东不限于证券公司；业务范围上允许申请多业务牌照。在框架范围内陆续新设4家合资券商，申港证券、华菁证券、汇丰前海证券、东亚前海证券。在此期间，部分老牌合资券商陷入发展困境。截至2017年末，共计4家合资券商或转让境外股东股权，或变卖全部股权，退出中国证券市场。

表6：2013-2017年合资券商退出中国证券市场情况

合资券商	退出时间	股权变动情况
财富里昂证券	2014年8月	上海华信国际集团全资收购财富里昂证券，更名为上海华信证券
海际大和证券	2014年8月	大和证券将其持有的33.33%股权转让给上海证券，海际大和证券成为上海证券全资子公司，更名为海际证券
华英证券	2017年9月	苏格兰皇家银行（RBS）将其持有的33.33%股权转让给国联证券，成为国联证券全资子公司
第一创业摩根大通证券	2017年10月	摩根大通集团将其持有的33.33%股权转让给第一创业证券，成为第一创业证券全资子公司，更名为第一创业证券承销保荐有限责任公司

数据来源：中国证监会、广发证券发展研究中心

合资券商发展现状

良莠不齐，整体经营两极化。根据wind统计的数据，目前11家合资券商中，除中金公司2017年各项排名相对靠前，剩余合资券商各项指标排名均在70名之后，低于行业中位数，整体经营规模较小。2017年中金公司营业收入112亿元，净利润28亿元，总资产2378亿元，净资产3699亿元，分别排名12位、14位、10位、15位。部分公司包括摩根士丹利华鑫、瑞信方正等5家合资券商净利润为负，处于亏损状况，各项指标居于行业末尾。

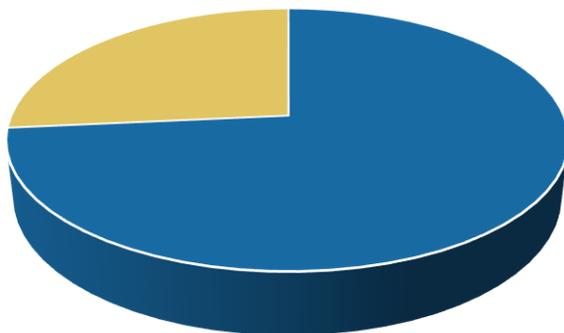
表7: 2017年合资券商各项业务指标(亿元)

	营业收入	营业收入排名	净利润	净利润排名	总资产	总资产排名	净资产	净资产排名
中金公司	112	12	28	14	2378	10	369	15
东方花旗	10.39	73	1.88	76	21.76	103	12.95	107
瑞银证券	8.62	80	0.43	95	34.38	100	19.4	97
中德证券	5.76	91	1.18	82	14.94	107	12.52	107
高盛高华	5.47	93	0.66	89	17.22	105	13.93	103
申港证券	3.27	103	0.13	106	69.2	93	34.8	93
摩根士丹利华鑫	3.19	104	-0.69	112	8.95	113	7.51	112
瑞信方正	2.67	105	0.26	102	9.16	111	8.89	110
华菁证券	0.59	113	-1.63	114	29.05	102	28.12	96
东亚前海	0.23	114	-0.45	111	14.91	109	14.55	101
汇丰前海	0.2	115	-1.77	115	17.61	105	16.23	99

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

中金公司一家独大。2017年11家合资券商营业收入总额152亿元,中金公司收入112亿元,占总收入的73%;净利润合计28亿元,中金公司净利润28亿元,占比接近100%。

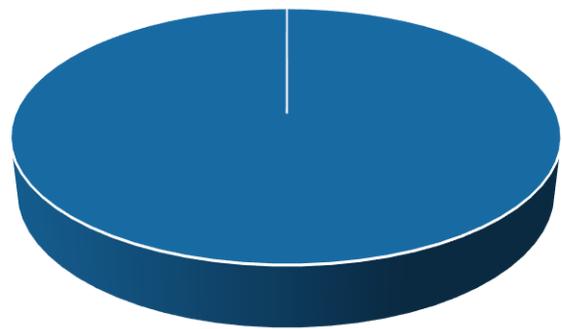
图3: 2017年中金公司营业收入与其他合资券商营收比例



■ 中金公司 ■ 其他合资券商

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图4: 2017年中金公司净利润与其他合资券商净利润比例



■ 中金公司 ■ 其他合资券商

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

由于设立的时间不同,各家合资券商的政策条件,牌照齐全程度大相径庭,因此有必要将合资券商进行分类比较。我们根据不同的条件将11家合资券商划分成3类:第一类为中金公司,是特批首家券商,牌照齐全;第二类包括高盛高华、瑞银证券、瑞信方正、中德证券、摩根士丹利华鑫、东方花旗这6家老牌合资券商;第三列包括申港证券、华菁证券、东亚前海、汇丰前海这四家在CEPA框架下设立的新型合资券商。

表 8: 合资券商分类

公司名称	成立时间	分类
中金公司	1995	首家合资券商，全牌照
高盛高华	2004	
瑞银证券	2006	
瑞信方正	2008	老牌合资券商
中德证券	2009	
摩根士丹利华鑫	2011	
东方花旗	2012	
申港证券	2016	
华菁证券	2016	CEPA 框架下新型合资券商
东亚前海	2017	
汇丰前海	2017	

数据来源：公司官网、证监会、广发证券发展研究中心

中金公司：合资龙头，行业标杆。中金公司是1995年国务院特批的首家合资券商，是少数拥有全牌照的合资券商之一，

盈利能力突出，2018年营收净利润逆市增长。中金公司坚持高端业务和国际化发展路线，运营受益于证券行业集中度提升背景，轻资本业务突出的优势彰显。2018年面对股市交投萎靡，IPO趋严的大环境下，营收净利润逆市双增。2018年中金公司净利润133亿元，同比增长11%；净利润35亿元，同比增速26%，2018年同期行业净利润下滑41.04%。

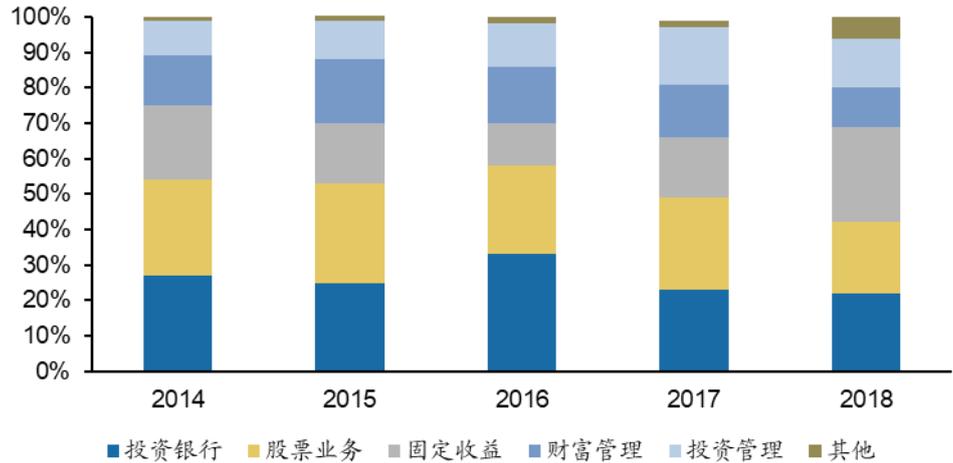
图5: 中金公司营业收入（左轴，亿元）、净利润（左轴，亿元）与营业收入同比增速（右轴）、净利润同比增速（右轴）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

收入多元化程度较好。中金公司主要业务线分为五大板块，分别为：投资银行、股票业务、固定收益、财富管理和投资管理，近年来各个业务板块收入贡献较为均衡。从2014年-2018年的历史占比数据来看（2017、2018年数据扣除中投证券），投资银行历史收入贡献占比22%-33%；股票业务历史收入贡献占比20%-28%；固定收益业务历史收入贡献占比12%-27%；财富管理业务历史收入贡献占比11%-18%；投资管理业务历史收入贡献占比10%-16%。

图6：中金公司收入拆分



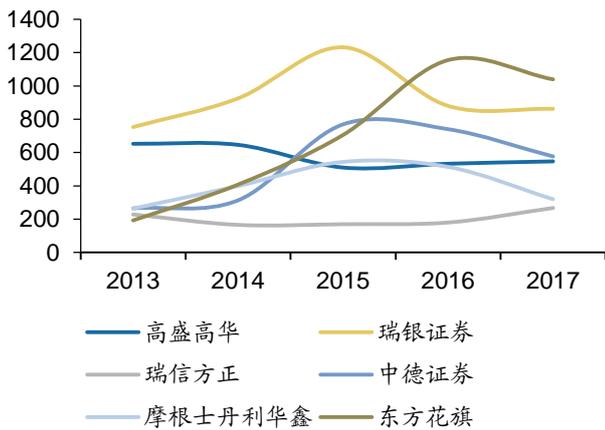
数据来源：wind、广发证券发展研究中心

注：2017年、2018年数据扣除中投证券

老牌合资券商：牌照限制，投行能力决定经营业绩。受政策影响，大部分老牌合资券商只能开展单一的承销与保荐业务，在此背景下，投行业务的发展差距决定了各合资券商的经营业绩。

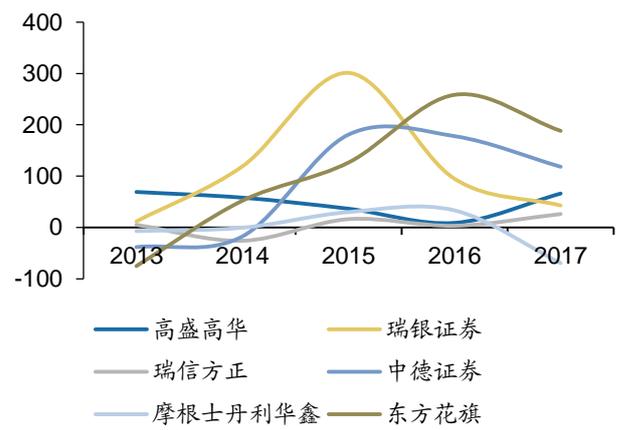
近年来各合资经营业绩差距拉大。以瑞银证券、东方花旗、中德证券为代表的合资券商发展迅速。设立于2012年的东方花旗近年来业绩增长迅速，2016年、2017年的营业收入和净利润均位列6家合资券商之首，2017年营业收入超过10亿元，净利润达1.9亿元，较2016年有所下降。瑞银证券自2015年后业绩下滑明显，2017年净利润不足5千万元，较2015年下降86%。而高盛高华、瑞信方正、摩根士丹利华鑫三家合资券商近五年来业绩表现一般，净利润甚至处于亏损状态，与其他三家发展差距逐渐拉大。

图7: 老牌合资券商营业收入变化趋势 (百万元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图8: 老牌合资券商净利润变化趋势 (百万元)

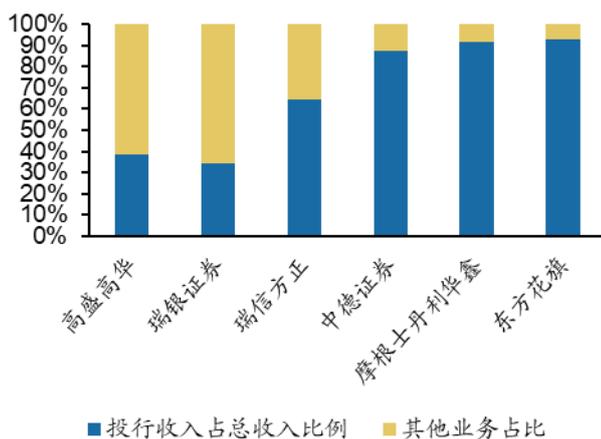


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

合资券商经营业绩差距拉大的主要原因在于投行业务发展差距。2017年6家老牌合资券商投行收入占平均总收入的比例达到68%，其中中德证券、摩根士丹利华鑫、东方花旗投行业务占比达到85%以上。

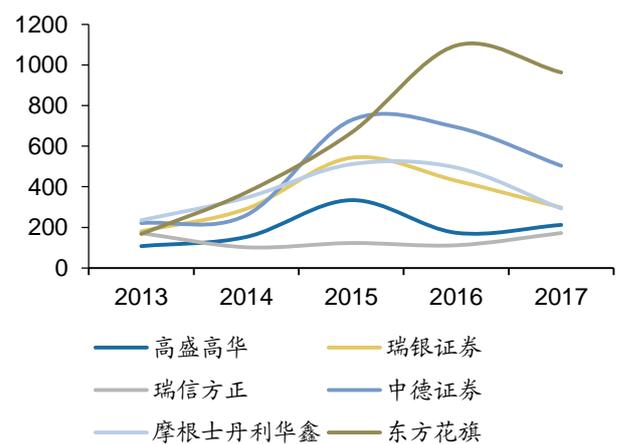
近年来东方花旗投行业务净收入增长速度快，2017年达到9.6亿元，虽较2016年减少12%，但仍远高于其余几家合资券商投行业务净收入。瑞信方正近几年来投行业务表现平平，2017年投行业务净收入1.7亿元，不到东方花旗投行收入的20%，虽较2016年有所增长，但仍位列6家合资券商末端，与其他合资券商差距较大。

图9: 老牌合资券商投行业务占比



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图10: 合资券商投行业务发展差距大 (万元)

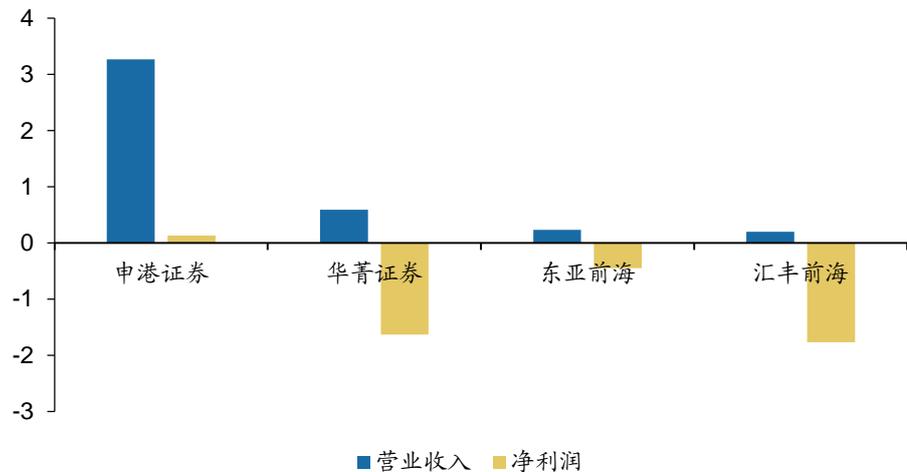


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

CEPA框架下新型合资券商：萌芽阶段，牌照红利静待激活

萌芽阶段，整体尚处亏损阶段。2013年8月CEPA补充协议允许符合条件的港资、澳资金融机构在内地设立全牌照业务合资证券公司。在此框架下设立的4家新兴合资券商成立。目前4家券商发展尚处于萌芽阶段，我们从数据看到，2017年仅有申港证券一家净利润为正，剩余3家均处于亏损状况。2017年申港证券实现营业收入3.27亿元，净利润0.13亿元；华菁证券、东亚前海、汇丰前海分别实现营业收入0.59亿元、0.23亿元、0.2亿元，实现净利润-1.63亿元、-0.45亿元、-1.77亿元。

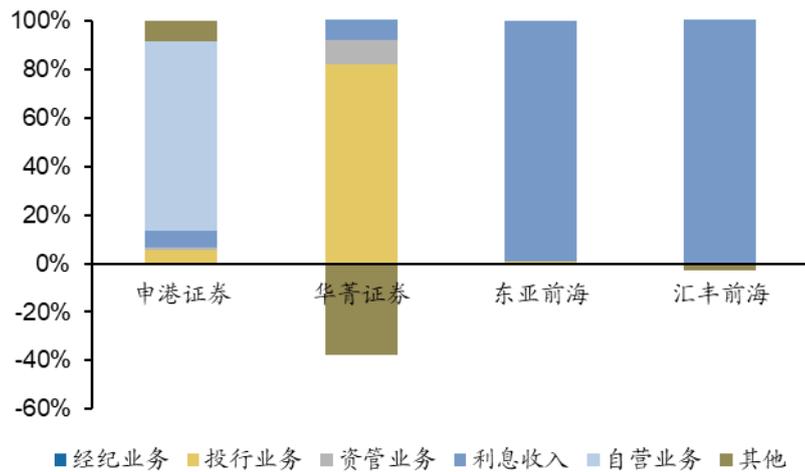
图11：2017年申港证券、华菁证券、东亚前海、汇丰前海营业收入与净利润(亿元)



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

自营、投行构成营收来源，收入结构相对单一。2017年申港证券自营业务收入2.6亿元，占总营业收入的78%，利息收入与投行收入分别占总收入的7%与5.6%。华菁证券以投行收入为主，2017年华菁证券投行业务收入4855万元，占总收入的82%。东亚前海与汇丰前海均在2017年8月成立，各项业务还尚未开展。

图12: 2017年申港证券、华菁证券、东亚前海、汇丰前海收入拆分



数据来源: 公司官网年报、广发证券发展研究中心

注: 东亚前海与汇丰前海均在2017年8月成立, 部分业务尚未开展

全牌照红利静待激活。CEPA框架下的新型合资券商牌照相对齐全, 业务线条完善, 未来发展前景广阔。目前该类合资券商积极申请剩余业务牌照, 全牌照行业红利静待激活。2018年11月21日, 证监会核准申港证券变动业务范围, 增加“证券投资咨询”、“与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问”业务, 业务线条进一步补充。

表 9: 申港证券、华菁证券、东亚前海、汇丰前海经营范围

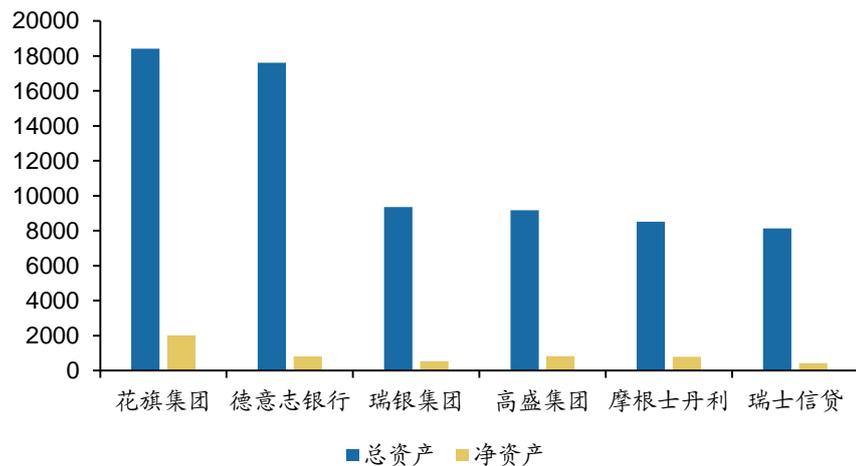
公司名称	经营范围
申港证券	证券经纪、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营、证券投资咨询与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问
华菁证券	证券经纪、证券投资咨询、证券承销与保荐、证券资产管理
东亚前海	证券经纪、证券承销与保荐、证券资产管理、证券自营
汇丰前海	证券经纪、证券承销与保荐、证券投资咨询

数据来源: 证监会、公司官网、广发证券发展研究中心

合资券商竞争优劣

境外股东背景雄厚, 资源经验丰富。 合资券商境外股东多为全球知名投行, 背景雄厚。高盛高华、东方花旗、摩根士丹利华鑫、瑞信方正、中德证券的境外股东高盛、花旗银行、摩根士丹利、德意志银行均在全球投资银行排名前十。境外股东雄厚的背景为合资券商带来先进的经验技术和丰富的客户资源, 与境内股东的本土资源相结合, 在业务决策上更为切实有效, 在同业竞争中更具优势。

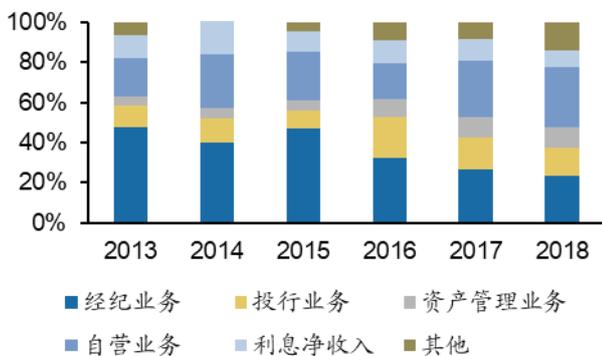
图13: 2017年末合资券商中外资股东资本实力(亿美元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

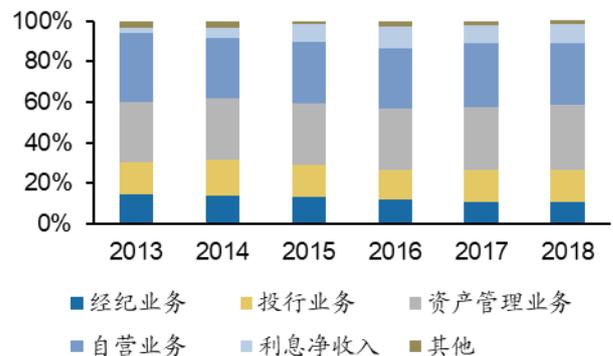
外资投行收入结构更为均衡。和国内证券行业相比,外资券商多元化程度较好,业务线条相对完善,资产管理、自营业务占比相对较高。我国证券行业长期以经纪业务为主,虽然近年来收入结构逐步优化,但与以摩根士丹利为代表的国外综合券商收入结构相比依然存在差距。

图14: 我国证券行业五年业务收入构成



数据来源: 中国证券业协会、广发证券发展研究中心

图15: 摩根士丹利近五年业务收入构成

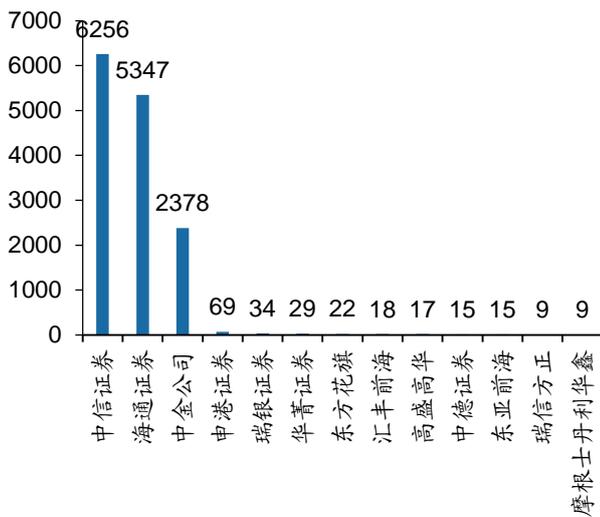


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

劣势: 规模小、融合难度大, 业务范围限制

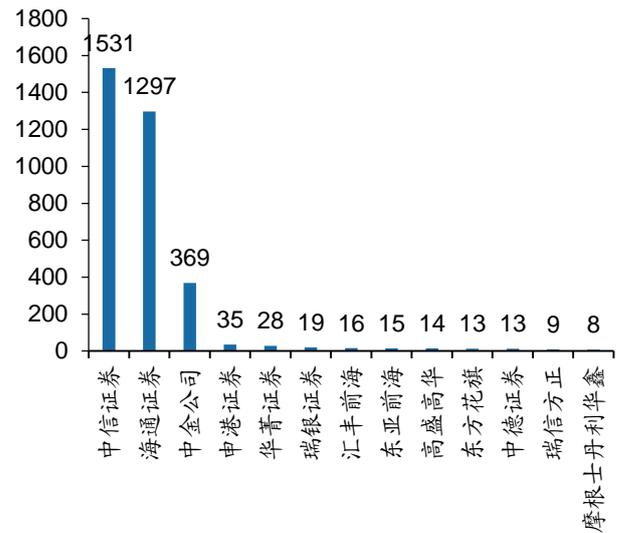
规模小, 资本实力存在较大差距。合资券商在总资产和净资产方面均与国内龙头券商存在较大差距,业务规模相对较小。我们看到,即使是龙头合资券商的中金公司,总资产和净资产都与国内头龙券商中信证券、海通证券有较大差距。2017年中金公司总资产2378亿元,不及国内龙头券商中信、海通证券的二分之一,净资产差距更为明显。除中金公司之外的申港证券、瑞银证券、华菁证券等合资券商,在总资产和净资产方面更是望尘莫及。

图16: 合资券商与国内龙头券商总资产(亿元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图17: 合资券商与国内龙头券商净资产(亿元)

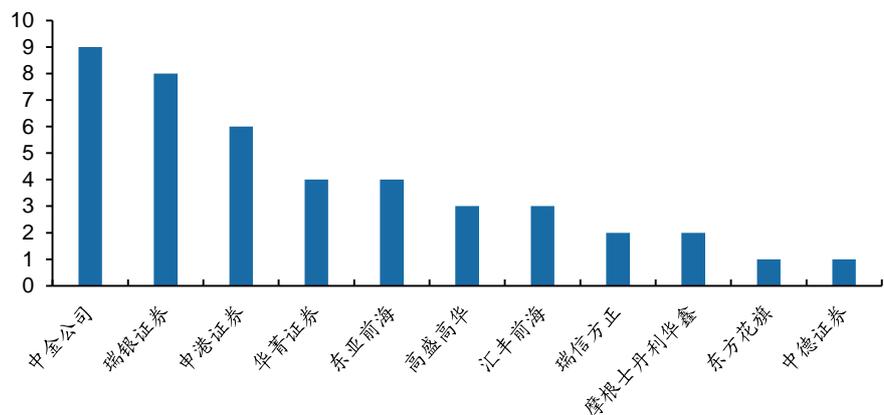


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

中外经营理念差异, 融合难度大。合资券商境内外股东经营管理理念存在差异, 境外投行、证券公司重视全球化战略, 布局较长远, 而境内证券公司关注业绩与成本, 双方在经营发展上易产生分歧。而境外股东持有股权比例少, 话语权较境内股东小, 在长期无法融合的情形下, 部分境外股东选择转让股份, 退出中国证券市场。截至2018年末, 已有5家合资券商或成为境内股东全资子公司, 或完全转让股份。

牌照劣势, 优势业务难以发展。根据证监会发布的《外资参股证券公司设立规则》, 合资券商在经营业务范围上有严格限制, 多家券商仅持有投行单一牌照, 在中国证券市场上无法发挥优势, 综合实力较弱。

图18: 合资券商受批准经营业务数量(个)



数据来源: 中国证券业协会、广发证券发展研究中心

外资控股券商：优劣势均显著，预计需长时间积累

优势：牌照放开，机构&财富管理业务经验丰富

产业布局趋于完善，业务协同优势逐步体现。近年来瑞银、野村、摩根大通三家外资投行不仅在证券领域积极开拓市场，在国内金融领域其他线条也同时布局，随着外资券商牌照的取得，业务协同优势开始显现。以瑞银集团为例，2003年成为国内首家取得QFII资格的境外投资机构，2005年收购北京证券成立瑞银证券，成为首家通过直接收购获得内地证券综合业务牌照的外资公司，迄今为止，瑞银以财富管理为核心的业务框架已经搭建完成。摩根大通与野村东方国际在中国的产业布局也十分迅速，摩根大通去年向有关部门申请将其在现有合资公司上投摩根基金管理有限公司的持股比例增加至控股比例；野村控股也在去年也与中国投资有限责任公司定下了共同设立基金的方针。

表 10: 瑞银集团中国布局进展

时间（年）	布局进展
2003	国内首家取得 QFII 资格的境外投资机构
2004	内地的第一家分行—北京分行开业
2006	收购北京证券成立瑞银证券
2008	国投瑞银获得特定客户资产管理业务资格
2010	瑞银证券发行了首支集合理财计划
2017	瑞银资产管理有限公司私募证券投资基金管理人牌照
2018	获得证监会关于开展融资融券业务的批复

数据来源：证监会、人民网、广发证券发展研究中心

牌照全面开放，竞争差距逐步缩小。我们从瑞银官网看到，目前瑞银证券基本取得了经纪、投行、自营、资管、两融的全部牌照，业务线条基本齐全，和国内券商处于同一起跑线。摩根大通与野村东方国际也均获得了证券经纪、证券投资咨询、证券自营三方面业务的牌照。不同的是，第四块业务方面摩根大通取得投行业务牌照，野村取得的是资管业务的牌照。

同时，《外商投资证券公司管理办法》允许新设合资证券公司根据自身情况，依法有序申请证券业务。意味着外资控股券商能够获取全牌照，利用股东海外资源开展投行以外更多的优势业务。

表 11: 外资券商经营范围

公司名称	主要业务范围
瑞银证券	证券经纪、证券投资咨询、财务顾问、证券承销与保荐、证券自营、证券资产管理、代销金融产品业务、融资融券业务
摩根大通证券	证券经纪、证券投资咨询、证券自营、证券承销与保荐
野村东方国际证券	证券经纪、证券投资咨询、证券自营、证券资产管理

数据来源: 中国证券业协会、公司官网、广发证券发展研究中心

机构&财富管理业务经验丰富,具备先天优势。境外资本市场以机构为主导,外资投行多年从事机构业务市场,对于公募基金,养老金,保险机构业务经验丰富,在境外业务方面优势尤为突出。目前我国QFII、RQFII、QDII客户不断增多,据证券业协会统计,截至2018年4月初,具备QFII资格的机构达308家,跨境业务需求多、空间大。而我国目前开通跨境业务的内资券商仅有9家,除了中信证券与海通证券在境外业务方面布局较早,剩余券商境外业务尚处于起步阶段,在业务规模和海外资源上较外资控股券商缺乏优势。

表 12: 国内券商跨境业务获批时间

公司名称	境外业务获批时间
中信建投	2018年10月
中国银河证券	2018年11月
招商证券	2018年5月
中金公司	2018年5月
华泰证券	2018年1月
海通证券	2015年
中信证券	2014年

数据来源: 公司公告、广发证券发展研究中心

深耕财富管理。本次三家外资券商海外财富管理能力各具特色,瑞银作为财富管理领军集团,AUM多年位居全球第一;野村多年耕耘亚太区财富管理,对于东亚高端人群理财偏好理解更加深入;摩根大通作为美国老牌投行,综合实力雄厚,财富管理能力也不可小觑。

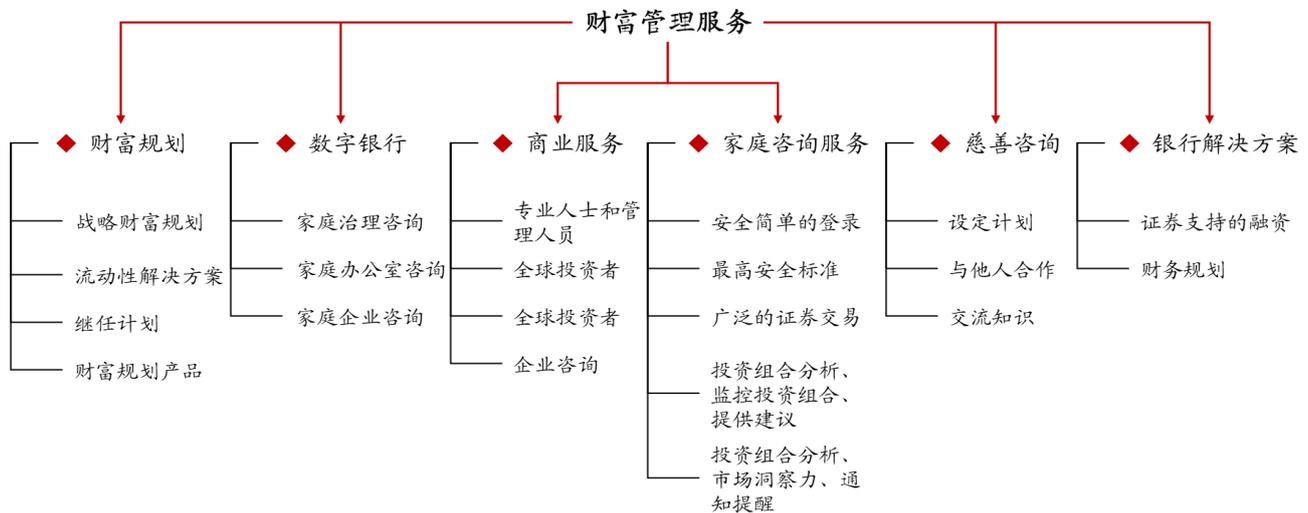
表13: 2017年全球私人银行私人财富规模变动(十亿美元)

机构	AUM 2017	AUM 2016	同比增长
瑞银集团	2403.75	2056.90	16.86%
摩根士丹利	2223.10	1948.38	14.10%
美国银行	2206.03	1971.97	11.87%
富国银行	1899.30	1717.10	10.61%
加拿大皇家银行	907.88	786.51	15.43%
瑞士信贷	792.02	669.57	18.29%
花旗银行	529.90	452.00	17.23%
摩根大通	526.00	435.00	20.92%
高盛	458.00	413.00	10.90%
法国巴黎银行	436.75	361.90	20.68%

数据来源: Scorpio Partnership全球私人银行基准2018、广发证券发展研究中心

财富管理产品丰富,定制化程度高。相比国内财富管理业务而言,海外投行财富管理业务链条细分化程度高,私人定制化程度强,不仅能向客户提供富有竞争力的产品,同时也能提供各类细致化服务。以瑞银为例,瑞银财富管理服务分为财富规划、数字银行、商业服务、家庭咨询、慈善咨询、银行解决方案六大方面,同时根据客户长期中期短期的规划提供不同的解决方案,包括财务顾问,机构交易,私人艺术品投资等全方位财富管理业务。

图19: 瑞银财富管理服务内容



数据来源: 瑞银集团官网, 广发证券发展研究中心

表14: 瑞银财富管理服务内容策略

核心持有	短期持有	长期持有
企业财务顾问/行业知识、股票和出售方并购执行、股票/债务资本市场 (IPO, 大宗交易)、结构性结论/融资、对冲/风险管理	机构销售范围 (EQ,FI,FX,衍生品)、机构交易工具、场外衍生品/量身定制的 SP、针对特定资产类别的机构资产管理、对冲基金咨询、经纪人和管理账户、研究	私人配置/配对、通过 IPO 锚定投资、私募股权基金咨询、基于价值的投资、艺术和钱币
覆盖策略		
财富规划, 家庭咨询和慈善事业、综合监管和报告、风险管理和资产分配、外汇和杠杆覆盖		

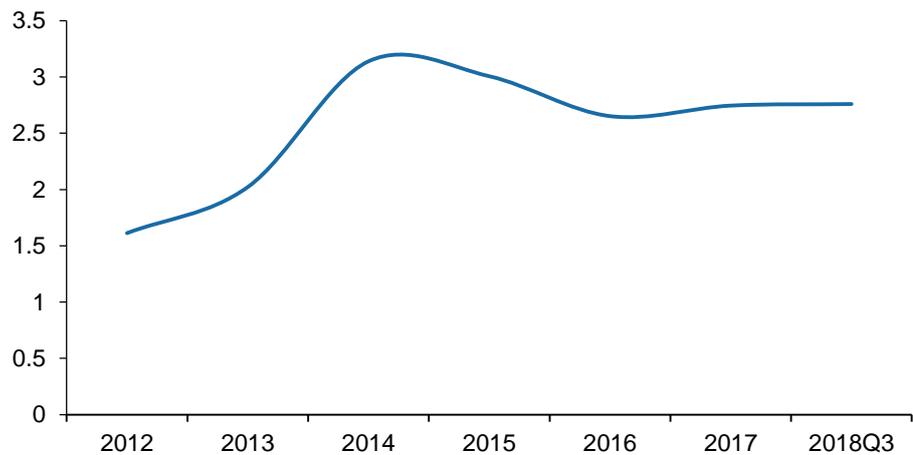
数据来源: GLOBAL VIEW、《瑞银集团的财富管理经验与启示》、广发证券发展研究中心

投行业务专业优势突出。与合资券商类似, 外资券商利用其专业优势, 在海外并购、跨境交易等的渠道具备优势。

劣势: 缺乏渠道, 业务受限

资本金不足, 重资产业务开展面临困境。外资券商虽然凭借自身在海外丰富的经验, 在轻资产业务上具备优势, 但是受到资本金约束, 在资本中介以及自营业务上面临困境。且目前监管对券商发展业务实行以净资本为核心的风控管理体系, 资本实力的差距逐渐演变成拉开证券公司业绩差距的关键因素。同时, 与国外相比, 提升杠杆率在国内尚不具备太多现实意义, 一方面, 国内证券行业缺乏信用创造能力 (美国投行可以通过客户抵押物再抵押的方式创造信用), 即缺乏低成本的加杠杆工具; 另一方面, 资本市场整体表现偏弱, 证券行业暂时缺乏加杠杆的增量业务 (美国投行有机构交易业务、FICC业务)。我们看到2014年以来行业杠杆率趋于平稳, 整体保持在3倍杠杆左右, 2018年三季度杠杆率2.76倍。

图20: 券商行业杠杆率 (倍)

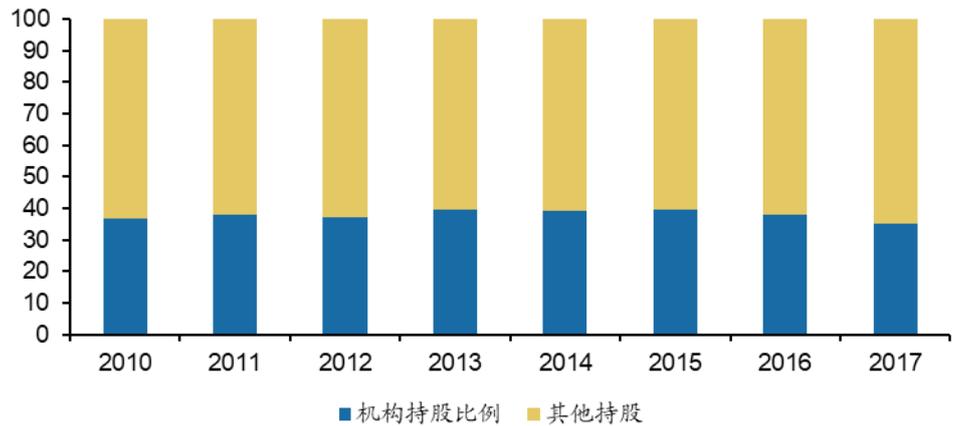


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

境内外环境不同，外资券商尚需适应我国国情

散户为主，机构投资者较少。目前我国市场中机构投资者较少，反观西方发达国家，以养老金、年金、公募基金等机构投资者为主导，境内境外业务结构与细分市场差异较大。我们从数据看到，2010年-2017年我国A股机构持股比例基本在40%以下，2015年以来机构持股占比呈现下降趋势，2017年我国机构持股比例仅为35%。

图21: A股机构持股比例 (%)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

日台启示：不改行业格局

日台证券行业对外开放背景

90年代初日本经济泡沫破裂，实际GDP增速从3%的平均水平下滑至不足1%，为刺激经济，日本加大对外开放力度，对外资在证券等金融设立大幅放宽持股比例限制与业务范围。1993年，日本取消外资企业持股合资公司不得超过50%限制；1998年，外资持有证券公司从执照制改登记制。

20世纪80年代末至90年代，台湾产业结构调整，第三产业比重提升，经济稳健增长，居民收入提高，加快金融服务业发展。1994年，中国台湾颁布《外国证券商在台设置分支机构办法》，全面开放外国证券公司在台设置分支机构，享受国民待遇。

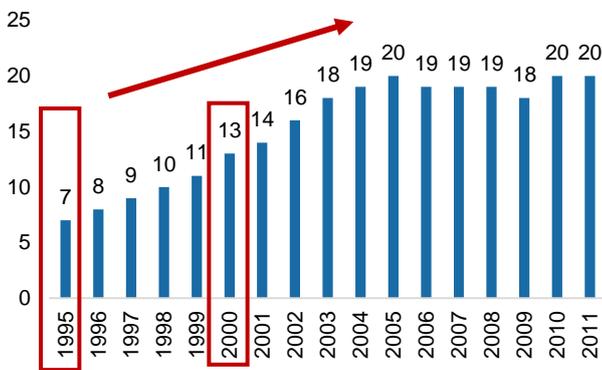
日台开放启示：核心业务仍集中于本土机构，不改行业格局

1)从新增合资企业数量看，机构设置大量外资企业通过设立合资机构方式进入市场，因此合资企业短期数量显著增加。

从日本情况看，外资/合资证券公司数量在两次政策放宽中有显著增加，但同时受宏观经济条件制约。一是在1985年放宽证券公司设立限制，允许满足条件的欧美银行在国内设立分公司，日本外资证券公司数量从1984年仅10家快速增加至1987年末的44家。二是在1993年日本颁布《金融制度和证券交易制度改革法》，再次放松外国证券机构在日本设立分支机构的持股限制，允许外国证券机构持股合资子公司50%以上股权，外资证券公司数量从1993年末48家增至1997年末58家。1998年日本对外资设立证券公司改执照制为登记制，并放宽证券服务业务投资限制。但金融危机影响与经济不振，当期证券公司数量并未因政策放宽而再出现高增长。

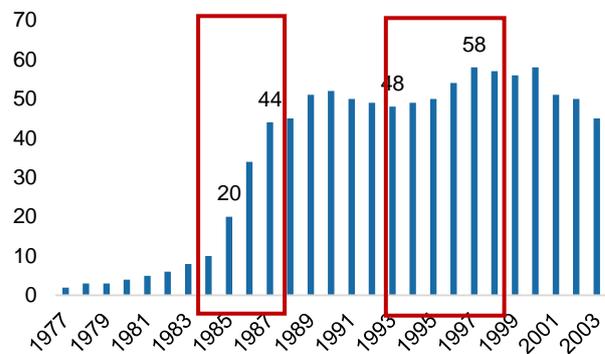
同样，台湾在1988年始开放允许外资机构在台设立分支机构，但初期限制较多，1994年颁布《外国证券商在台设置分支机构办法》，全面开放外国证券公司在台设置分支机构，享受国民待遇，至2000年5月设立与业务开展限制全面取消后，台湾外资证券公司数量仍保持五年增长。

图22: 中国台湾外资/合资证券公司数量变化(家)



数据来源: 台湾证券业投资公会、广发证券发展研究中心

图23: 日本外资/合资证券公司数量变化(家)

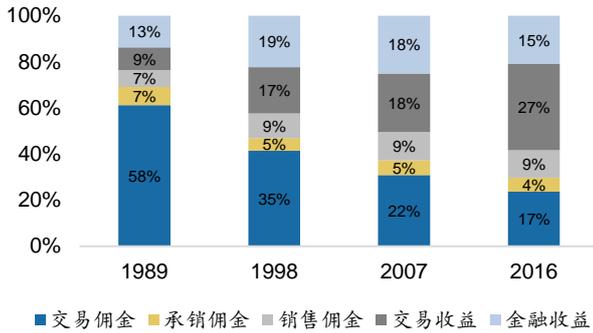


数据来源: 日本证券业协会、广发证券发展研究中心

2) 从行业收入结构看，外资证券公司进入有助完善业务链，促进与国际成熟市场对接。外资证券公司进入日本市场后，利用自身资源开展跨境证券投资与证券发行的中介业务，并成为投资者对冲期货、期权等衍生品的流动性提供者。日本证券行业营收从上世纪90年代依赖交易佣金收入，逐步转变为交易收益（自营投资收益）、交易佣金、金融收益（利息净收入）平分占比。

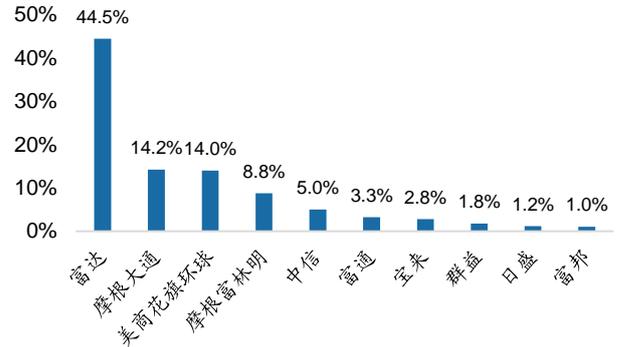
而在台湾，外资公司在办理受托买卖外国有价证券业务中具有绝对高市占率。根据台湾证券业公会披露数据，金融开放以来，台湾在受托买卖外国有价证券业务交易总金额从2000年仅1000亿元新台币，快速增加近4倍至2006年前三季度的4000亿新台币，其中以富达、摩根大通、花旗、摩根富林明等外资/合资券商交易金额比重超过80%。

图24: 日本证券行业营收构成



数据来源: 日本证券业协会、广发证券发展研究中心

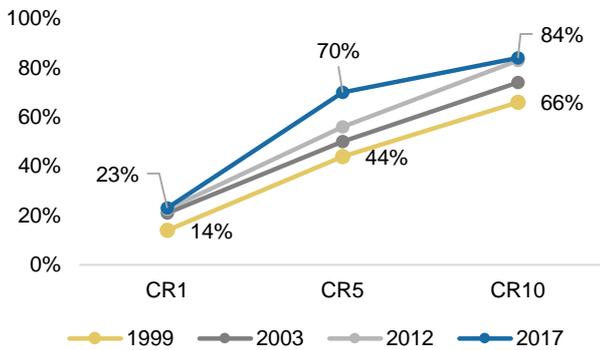
图25: 2006年前三季度券商办理受托买卖外国有价证券业务交易金额比重



数据来源: 台湾证券业投资公会、广发证券发展研究中心

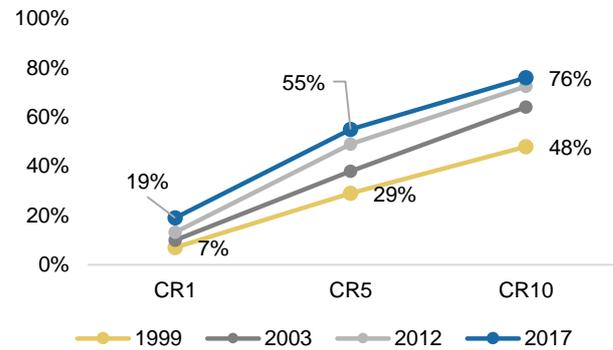
但从收入占比看, 营收核心仍在本土龙头企业。从近十年数据看, 台湾本土证券公司营收占比仍稳定高于80%。近二十年证券行业营业收入集中度持续提升, 第一大券商(两个时间点对比第一大券商均为元大证券)营收占比从1999年7%提升至2017年19%, 净利润从14%提升至23%。排名前列的仍为元大、富邦、凯基中信等老牌龙头或合并主体(如元大证券合并复华证券、宝来证券、京华证券)。

图26: 中国台湾证券公司净利润集中度对比



数据来源: 台湾交易所、广发证券发展研究中心

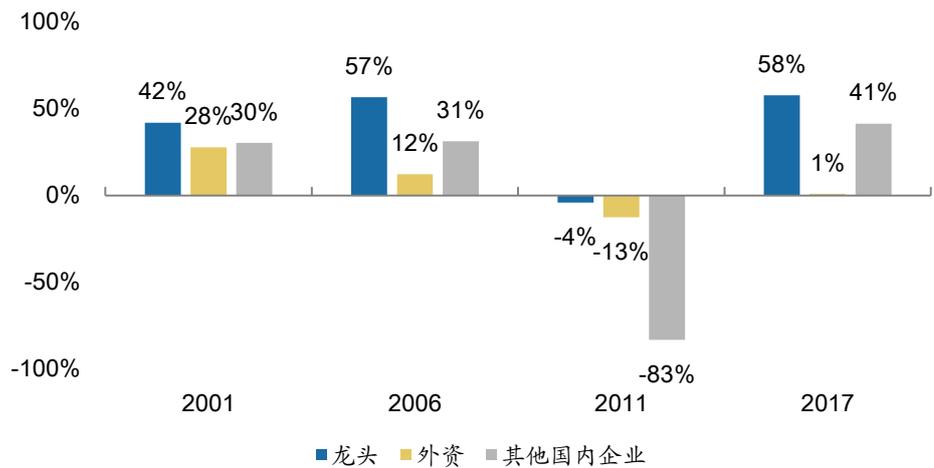
图27: 中国台湾证券公司营业收入集中度对比



数据来源: 台湾交易所、广发证券发展研究中心

日本同样反映出龙头企业市占率保持高位的情况。根据日本证券业协会披露数据, 2001年至2017年期间, 龙头券商(当年市值高于十亿日元)净收入占行业占比从42%稳步提升至58%。在2011年爆发金融危机期间, 龙头券商仍然保持相对平稳业绩, 及较快的增长恢复速度。

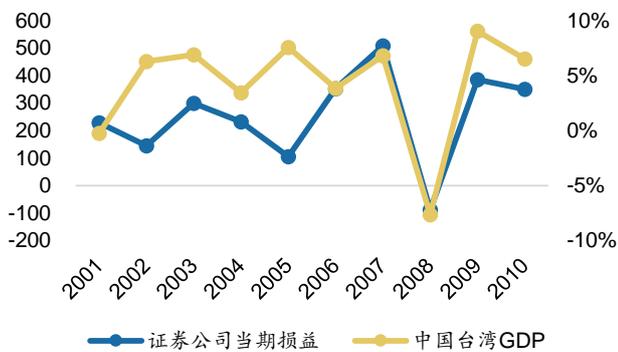
图28: 日本外资券商净收入/损失占比



数据来源: 台湾交易所、广发证券发展研究中心

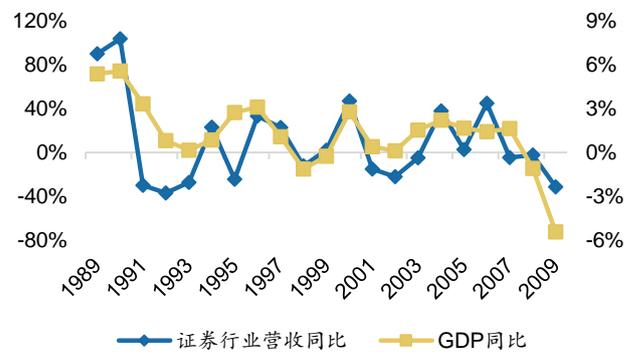
3) 从行业营收增速与利润率变化看, 全面开放对证券行业营业收入增长或有提振, 但整体表现与经济发展依赖较大。从日本数据看, 证券行业营收同比增速的波动与GDP增速基本一致, 对比1994与2000年两个日本券商全面对外开放的重要时期, 并未呈现显著的行业营收增速提升或下滑。

图29: 中国台湾证券行业净利润(左轴, 亿台币)与GDP同比(右轴)



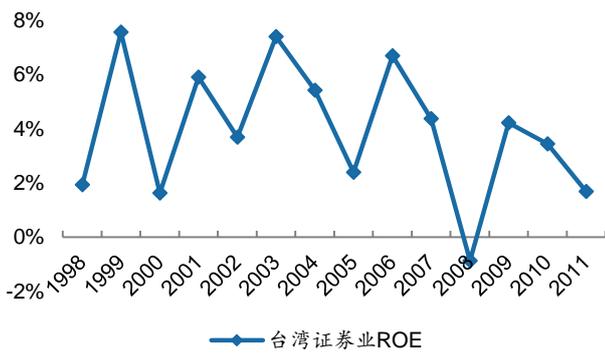
数据来源: 台湾证券业投资公会、广发证券发展研究中心

图30: 日本证券行业营收增速(左轴)与GDP同比(右轴)



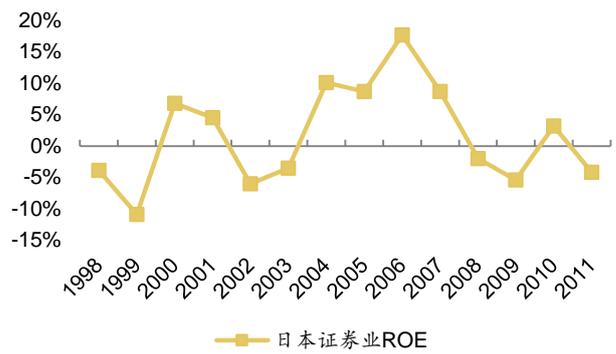
数据来源: 日本证券业协会、广发证券发展研究中心

图31: 中国台湾证券行业ROE变化



数据来源: 台湾证券业投资公会、广发证券发展研究中心

图32: 日本证券行业ROE变化



数据来源: 日本证券业协会、广发证券发展研究中心

综合而言, 我们判断外资券商进入国内金融市场会带来一定竞争, 但更应乐观地看到, 在“鲶鱼效应”下国内机构的经营效率可能提升, 而且, 在金融市场对外开放进程中, 风险可控的金融创新可能不断推出, 有利于证券行业的长期发展。

表15: 可比公司估值表

股票简称	股票代码	货币	股价			EPS		PE	
			2019/4/11	2019E	2020E	2019E	2020E		
招商证券	600999.SH	RMB	18.04	0.87	1.01	20.04	17.23		
申万宏源	000166.SZ	RMB	5.56	0.24	0.31	23.46	18.18		
中信证券	06030.HK	HKD	18.04	1.28	1.49	14.43	12.46		
海通证券	06837.HK	HKD	10.3	0.73	0.91	14.54	11.71		
摩根大通	JPM.N	USD	105.34	9.85	10.45	10.53	10.08		
摩根士丹利	MS.N	USD	44.45	4.86	5.15	9	8.63		

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

注: 表中盈利预测均来自 wind 一致预测

风险提示

对外开放引发市场竞争无序; 金融创新的进度低于预期。其他市场风险事件包括经济增速放缓、利率波动影响、行业竞争加剧等。

广发非银行金融行业研究小组

- 陈福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍淼：分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 商田：分析师，安徽财经大学金融学硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。
- 文京雄：分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈卉：研究助理，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈韵杨：研究助理，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收

入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。