

新角度看券商系列之三：看好资本市场改革红利，业务模式转型升级

■**核心观点：**我们旗帜鲜明看好资本市场改革的红利，这将成为券商新一轮盈利能力提升的核心驱动因素。2019年我们看好全年券商自营投资收益和市场交易量（含两融）的大幅改善，投行传统业务回暖且增量业务落地，衍生品业务将稳步推进。券商股可能将迎来较长时间的震荡上行的行情，震荡的根源在于两个方面：**短期市场环境波动导致传统业务业绩波动和长期增量业务的业绩兑现进程。**当券商传统业务转型取得明显进展且增量业务进入到相对成熟的阶段，券商盈利能力将提升到一个更高的水平当中。

■**改革主线：金融供给侧改革。**我们认为金融供给侧改革的三个关键意义在于：优化金融供给、赋能经济增长和优化居民财富结构。历史数次金融改革过程中，防范化解金融系统性风险、提高直接融资比例和加大对外开放始终是资本市场改革的三大方向。

■**政策方向：试点注册制，引入资金扩大开放。**

(1) **制度：建设多层次资本市场，开启注册制试点。**科创板和 CDR 在解决实体企业融资问题的同时也为券商带来增量业务，同时倒逼券商进行深刻的业务变革。从海外的经验看，注册制的推进将强化券商业务分化，大投行成为综合金融服务商，小投行专注细分领域做精品“投行”，券商组织结构、人才培养、资本实力与风控实力都需要进一步升级。

(2) **工具：股指期货逐步松绑，规范发展期权工具。**中金所对股指期货交易规则进行重大调整，对保证金、过度交易限仓和交易手续费进行重要调整，股指期货交易逐步恢复正常化；场外期权业务对券商实行分层管理，在规范中逐步发展。

(3) **资金：长期价值投资资金入市。**长期价值投资资金一般包括保险资金、银行理财资金和外资等，截止2018年底，保险资金运用余额中有12%的股票和证券投资基金；银行理财存续规模32.1万亿元中有6.8%的权益资产投资；A股纳入国际指数也将为市场新增增量资金。

(4) **机构：鼓励“优胜劣汰”，外资带来“鲶鱼效应”。**券商牌照红利逐渐消失而转型升级加速，金融科技投入不断上升；外资进入的“鲶鱼效应”将推动券商业“优胜劣汰”。

■**长期趋势：券商业务模式在市场改革中转型升级。**

(1) **经纪：转型财富管理，服务机构客户。**佣金率竞争性下降、被动依赖市场交易量是券商经纪业务的经营痛点，券商尝试发展具备成长性、与市场短期波动关联性较小且存在一定门槛效应的业务模式，因此财富管理和机构业务转型成为必然趋势。

(2) **投行：向注册制服务模式转型。**我国投行业务受监管影响大，发行市场不够成熟。而直融占比的提升对于投行部门的利好最为直接，科创板和 CDR 带来增量业务，存量业务中的IPO、再融资、债券发行和并购重组业务均出现回暖迹象，券商业务模式向国际一流投行转型。

(3) **信用交易：向广义融资类业务转型。**当前券商信用业务模式较为单一，风险管理能力较差。我们认为，券商信用业务未来有两大转型趋势：①随着资本市场的日渐成熟，融券业务比重有望逐步提高；②预计资本实力雄厚的头部券商将在融资租赁等广义融资类业务板块发力。

(4) **大自营：转型交易投行，直投迎机遇。**自营投资受市场方向性波动的影响较大，盈利不够稳定。我们认为券商大自营条线有三大发展趋势：①发展非方向性投资，降低资产方向性波动的影响；②头部券商转型交易投行，拓展衍生品做市业务，享受资本市场升级的红利和一定的垄断收益。③直投业务迎发展良机，科创板券商跟投机制让直投子公司逐步进入业绩兑现期。

(5) **大资管：向主动管理转型。**我国券商资管以通道业务为主，产品创设能力较弱，因此受资管新规和股市低迷影响较大。资管新规落地后券商资管将面临银行、公募、信托等直接竞争，主动管理能力和综合实力突出的券商将获得市场集中红利，中小券商寻求特色化发展路径。

(6) **国际：走出去，成熟化。**对比高盛、摩根士丹利等大型国际投行，国内券商海外业务尚受监管影响较大，业务管理能力不够成熟，对公司整体营收的贡献尚有限。在资本市场加大对外开放的浪潮下，券商对海外子公司增资和扩大经营的地域范围将是大概率，带来增量收入。

■**弹性标的推荐：**东方证券，关注：东吴证券/东北证券/西南证券。

■**长期标的推荐：**海通证券/中信证券/国泰君安；关注：H股中金公司。

■**风险提示：**自营投资风险/业务转型进展不及预期/政策变化风险。

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

	%	1M	3M	12M
相对收益		-3.82	-7.97	-3.33
绝对收益		2.70	15.81	1.64

张经纬

分析师

SAC 执业证书编号：S1450518060002

zhangjw1@essence.com.cn

021-35082392

蒋中煜

报告联系人

jiangzy@essence.com.cn

021-35082609

相关报告

2018 券商股年报综述：业绩触底利空出

尽，政策转向释放红利 2019-04-17

新角度看券商系列之二：春暖花开又

业绩复苏与改革红利齐飞 2019-04-12

新角度看券商系列之一：科创板引领注

册制，投行转型进行时 2019-01-31

券商经纪业务的转型之路：券商新周期

系列之二 2018-09-18

券商 8 月业绩点评：市场低迷业绩下降，

风险犹存关注反弹 2018-09-07

内容目录

1. 改革主线：金融供给侧改革	6
1.1. 意义：优化金融供给、赋能经济和优化财富结构.....	6
1.1.1. 优化金融配置效率，化解系统性风险.....	6
1.1.2. 提高直融占比，赋能经济增长.....	6
1.1.3. 优化居民财富结构.....	8
1.2. 历史改革尝试：逐步落实，曲折前行.....	9
2. 配套政策：试点注册制，引入资金扩大开放	12
2.1. 制度：建设多层次资本市场，开启注册制试点.....	12
2.2. 工具：股指期货逐步松绑，规范发展期权工具.....	14
2.3. 资金：长期价值投资资金入市.....	16
2.3.1. 保险资金.....	16
2.3.2. 银行理财资金.....	17
2.3.3. 外资资金.....	18
2.4. 机构：鼓励“优胜劣汰”，外资带来“鲶鱼效应”.....	19
3. 长期趋势：券商如何在市场改革过程中转型升级？	21
3.1. 经纪：转型财富管理，服务机构客户.....	21
3.1.1. 业务痛点：佣金率竞争性下降，被动依赖交易量.....	21
3.1.2. 业务趋势：财富管理与机构业务转型.....	22
3.2. 投行：注册制转型.....	25
3.2.1. 业务痛点：受监管影响大，发行市场不够成熟.....	25
3.2.2. 业务趋势：向注册制转型，长期受益于直融占比提升.....	27
3.3. 信用交易：向广义融资类业务转型.....	28
3.3.1. 业务痛点：模式较为单一，风险管理能力差.....	28
3.3.2. 业务趋势：期待广义融资类业务发展前景.....	29
3.4. 大自营：转型交易投行，直投迎机遇.....	30
3.4.1. 业务痛点：业绩受市场方向性波动影响大.....	30
3.4.2. 业务趋势：转型交易投行，直投业务迎机遇.....	32
3.5. 大资管：主动管理转型.....	34
3.5.1. 业务痛点：依赖通道业务，有量无价.....	34
3.5.2. 业务趋势：转型主动管理.....	35
3.6. 国际业务：走出去，成熟化.....	37
3.6.1. 业务痛点：异地管理能力弱，开放程度低.....	37
3.6.2. 业务趋势：增强对国际业务的支持力度.....	38
4. 投资建议和风险提示	40

图表目录

图 1：资本市场改革红利与券商业绩的正反馈效应.....	5
图 2：2018 年出现信用违约风险压力.....	6
图 3：人口红利逐步消失.....	7
图 4：固定资产投资总额占 GDP 比重下滑.....	7
图 5：融资困难是科创企业发展的核心难点.....	7
图 6：2004-2018 年美国 VC 管理规模（十亿美元）.....	7
图 7：我国社会融资规模口径直接融资占比变动.....	8

图 8: 中国家庭资产集中于地产而美国较均匀.....	8
图 9: 中国家庭金融投资组合风险两极分化 (2018 年调研数据)	8
图 10: 金融市场开放的进程.....	12
图 11: 金融机构外资持股限制逐步放开.....	12
图 12: 资本市场升级方向.....	13
图 13: 场外期权月末存量及同比增速.....	16
图 14: 头部券商月度新增交易量占比变动.....	16
图 15: 保险资金运用余额中股票和证券投资基金占 A 股总市值的比重变化.....	17
图 16: 银行理财规模和入市比例均有望上升.....	18
图 17: 陆股通净流入资金占 A 股总市值的比重变化.....	19
图 18: 券商金融科技投入 (亿元)	20
图 19: 我国券商历史上的三次降佣潮.....	22
图 20: 券商经纪业务收入占营业收入的比重仍较大.....	22
图 21: 截止 2019 年 4 月 24 日市场交易量.....	22
图 22: 上市券商经纪业务四象限分类模型.....	23
图 23: 投顾人数占比趋势提升.....	24
图 24: 2018 年末投顾人数过千券商排名.....	24
图 25: 高盛研究中心与其他业务协同.....	25
图 26: 投行收入结构集中于承销业务.....	26
图 27: 投行收入持续下滑.....	26
图 28: 2018 年 IPO 通过率下降.....	26
图 29: IPO 发行费率下降.....	26
图 30: 券商利息收入结构.....	28
图 31: 融券业务整体呈增长趋势.....	29
图 32: 海通证券融资租赁利息收入贡献度逐年提升.....	30
图 33: 自营收益增速与股指涨跌幅同向变动.....	31
图 34: 权益收益率与日均交易量临界点分析.....	32
图 35: 我国期权产品体系.....	33
图 36: 2018 年券商定向资管规模明显缩水.....	35
图 37: 2018 年末券商资管主动管理占比.....	35
图 38: 三季度同期费率有上升趋势.....	36
图 39: 中美人均可支配收入对比.....	36
图 40: 中国个人持有的可投资资产总体规模.....	36
图 41: 近年来摩根大通超 50% 的权益产品取得超额收益.....	37
图 42: 高盛地区营收分布.....	39
图 43: 摩根士丹利营收地区分布.....	39
图 44: 高盛海外业务收入及占比.....	39
图 45: 摩根士丹利海外业务收入及占比.....	39
表 1: 2018 年 11 月以来科创板加速推进.....	10
表 2: 券商股继续扩容, 大中券商加强资本补充.....	11
表 3: 股市历史重大改革对比.....	12
表 4: 美、港、A 股主板和科创板的制度对比.....	14
表 5: 注册制下投行发展趋势.....	14
表 6: 历次股市期货交易规则调整情况.....	15

表 7: 险资入市政策梳理.....	17
表 8: A 股纳入 MSCI 进程	19
表 9: 富时罗素指数和标普道琼斯指数进程.....	19
表 10: 主要外资参控股券商一览.....	21
表 11: 我国券商经纪业务模式演变.....	24
表 12: 2018 年公募佣金分仓收入领先券商表现.....	25
表 13: 券商储备项目梳理.....	27
表 14: 2018 年各上市券商资产减值计提大幅提升 (亿元)	29
表 15: 2018 年公允价值变动计入当期损益的金融资产大幅增长.....	31
表 16: 场外期权交易商名单.....	33
表 17: 2018 年部分上市券商直投子公司情况.....	34
表 18: 2017 年券商海外子公司占母公司营业收入比重与国际投行对比.....	37
表 19: 截止 2018 年券商获批 QDII 额度.....	38
表 20: 2017-2019 年 4 月券商增资海外子公司案例梳理.....	38
表 21: 2017 年券商境外业务扩张情况.....	39

- **核心观点：**我们旗帜鲜明看好资本市场改革的红利，这将成为券商新一轮盈利能力提升的核心驱动因素。
- **改革主线：金融供给侧改革。**我们认为金融供给侧改革的三个关键意义在于：优化金融供给、赋能经济增长和优化居民财富结构。历史金融改革过程中，防范化解金融系统性风险、提高直接融资比例和加大对外开放始终是资本市场改革的三大方向。
- **政策方向：试点注册制，引入资金扩大开放。**我们总结这一轮金融供给侧改革的四大配套政策方向：制度上，以推进科创板为代表建设多层次资本市场，开启注册制试点；金融工具上，逐步松绑股指期货，规范发展场外期权工具。资金层面，引导保险、理财资金和外资等长期价值投资资金入市；对于金融机构则鼓励“优胜劣汰”，引入外资带来“鲶鱼效应”。
- **长期趋势：券商业务模式在市场改革中转型升级。**我们看好金融供给侧改革对于资本市场转型升级的重要作用，资本市场改革红利将成为券商新一轮盈利能力提升的核心驱动因素。我们认为券商各项业务将伴随资本市场改革而逐步解决经营痛点，例如：经纪业务降低对于交易量和佣金率的被动依赖，发展具备成长性、与市场短期波动关联性相对较小且存在一定门槛效应的财富管理业务和机构业务；投行业务向注册制转型，科创板和 CDR 带来增量业务，存量业务中的 IPO、再融资、债券发行和并购重组业务均出现回暖迹象；自营方面，券商发展非方向投资提升盈利逆周期性，头部券商转型交易投行享受资本市场升级和市场集中红利，科创板券商跟投机制让直投子公司逐步进入业绩兑现期；信用交易业务模式预计将更为丰富，资管加速向主动管理转型，券商国际化布局更进一步。
- **券商股迎接震荡上涨行情，改革带来正反馈效应。**我们认为券商股可能将迎来较长时间的震荡波动行情，震荡的根源在于两个方面：短期市场环境波动导致传统业务业绩波动和长期增量业务的业绩兑现进程。2019 年我们看好全年券商自营投资收益和市场交易量（含两融）的大幅改善，投行传统业务回暖且增量业务落地，衍生品业务将稳步推进；长期我们坚定看好新一轮资本市场改革的持续性和政策效果，当券商传统业务转型取得明显进展且增量业务进入到相对成熟的阶段，券商盈利能力将提升到一个更高的水平当中。因此，我们预计券商股将迎来震荡性上行的行情。

图 1：资本市场改革红利与券商业绩的正反馈效应



资料来源：安信证券研究中心整理

1. 改革主线：金融供给侧改革

1.1. 意义：优化金融供给、赋能经济和优化财富结构

金融供给结构性错配，供给侧改革势在必行。当前我国金融市场体系面临金融资源在供给结构上不平衡的问题，这一结构性的错配在地方政府与市场经济间、房地产企业与制造业企业间、国企与民企间，传统及过剩产能产业与小微及高新技术产业间均存在，体现为金融的“有效供给不足”，大量资源在金融体系内空转但无法流入实体经济。为解决这一问题，习近平主席于2019年2月22日在中央政治局第十三次集体学习会上首次提出“金融供给侧结构性改革”的概念，着力贯彻落实新发展理念，强化金融服务功能，找准金融服务重点，以服务实体经济，服务人民生活为本。

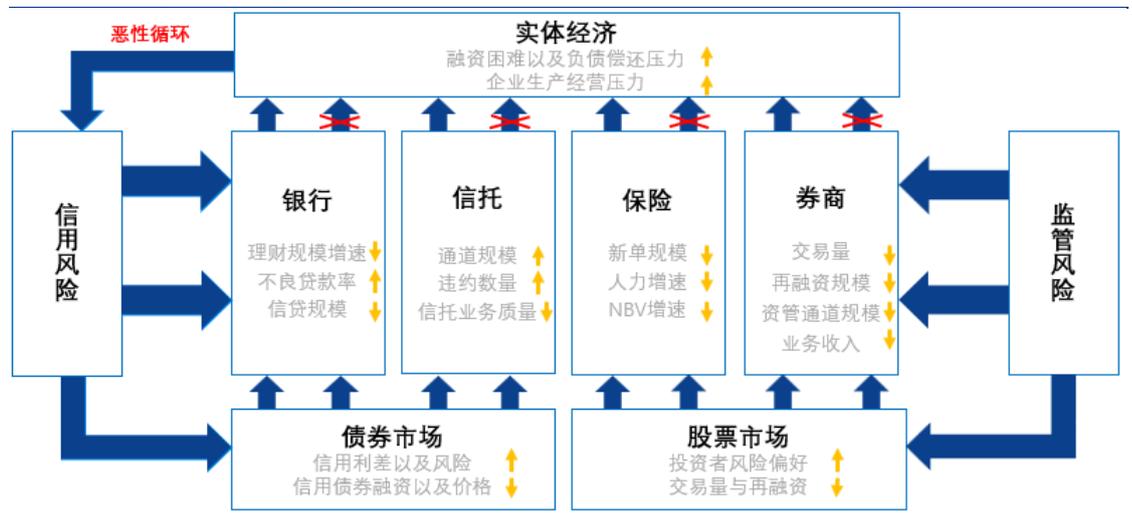
我们认为金融供给侧改革的三个关键意义在于：（1）优化金融配置效率，化解系统性风险；（2）提高直融占比，赋能经济增长；（3）优化居民财富结构。

1.1.1. 优化金融配置效率，化解系统性风险

信用违约风险是核心风险。2008年的“四万亿”计划促成国内举债拉动经济的结构体系，中国进入加杠杆、扩信用的周期；2014年始，融资融券、场外配资和股指期货带来的高杠杆投资撬动牛市，导致泡沫迅速积累但又快速破灭；随着投资回报下降和流通性趋紧，影子银行过度扩张下的信用违约风险给金融体系带来巨大压力。

提高金融资源配置效率，防范化解金融系统性风险。因此，在金融供给侧改革中，通过“结构性去杠杆”降低地方政府及国企杠杆率，稳定居民杠杆率，防范化解金融系统性风险，同时提高金融资源配置效率，加快金融回归本源，将更多金融资源配置到经济社会发展的重点领域和薄弱环节，助力构建多层次资本市场体系。

图 2：2018 年出现信用违约风险压力



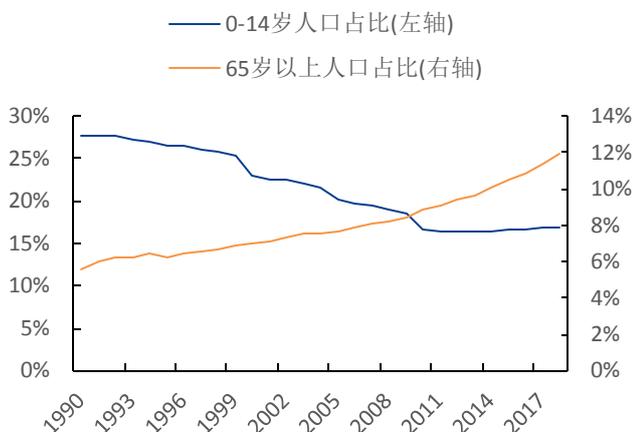
资料来源：安信证券研究中心整理

1.1.2. 提高直融占比，赋能经济增长

提高全要素生产率，促进产业结构优化升级。从经济学角度讲，经济的总供应能力可以分解为劳动力供给、资本供给和全要素生产力，但这三者对国内经济的贡献度已发生重大变化。首先，中国人口红利逐步消失，65岁以上人口占总人口的比重不断升高；其次，过去依靠投资拉动经济增长的方式可成为短期刺激工具但不可持续，固定资产投资总额占GDP的比重近年来不断下降，投资回报周期变长且收益下降。因此，提高全要素生产力愈显重要，推动国内科技创新进步对优化产业结构、提高全要素生产力至关重要，更会为中国经济发展注入

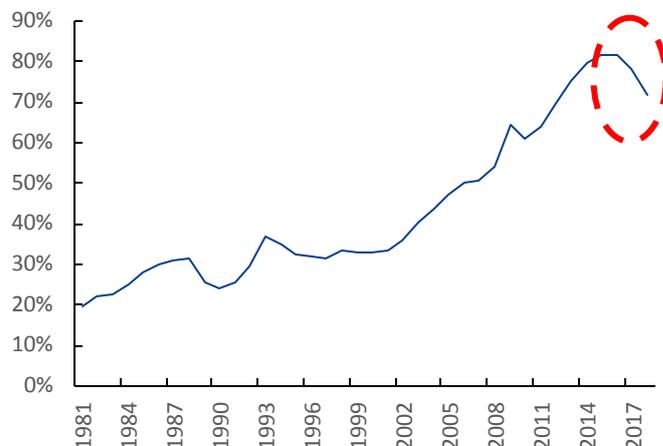
新动能，带来更多发展机遇。

图 3：人口红利逐步消失



资料来源：Wind，安信证券研究中心

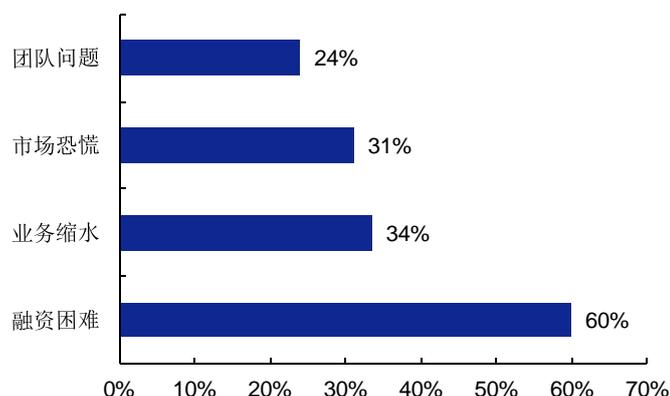
图 4：固定资产投资总额占 GDP 比重下滑



资料来源：Wind，安信证券研究中心

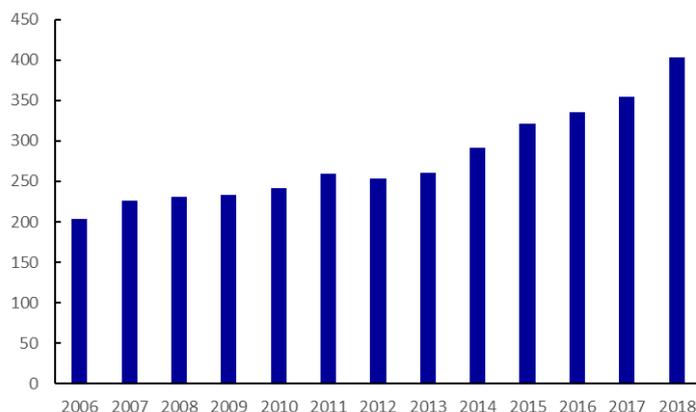
助力科创企业发展，带动实体经济转型升级。根据投资界的调研，接近 60%的创业公司将融资困难列为其遭遇的创业困境，远高于业务缩水、市场恐慌等其他问题。因此大力发展直接融资，尤其是股权融资有助于拓宽科创企业融资渠道，解决科创企业当下的关键核心问题。以美国为例，正是发挥了资本市场对创新经济的支持，才诞生了诸如微软、苹果、英特尔、IBM 等引领时代发展的企业，才促成国家经济的持续稳定发展。截止到 2018 年底，美国 VC 行业管理规模超过 4030 亿美金，同比增长 14%，行业管理资产规模在过去 15 年保持 6.44% 增速，为全美累计创造超过 3 千万个工作岗位。

图 5：融资困难是科创企业发展的核心难点



资料来源：投资界，安信证券研究中心

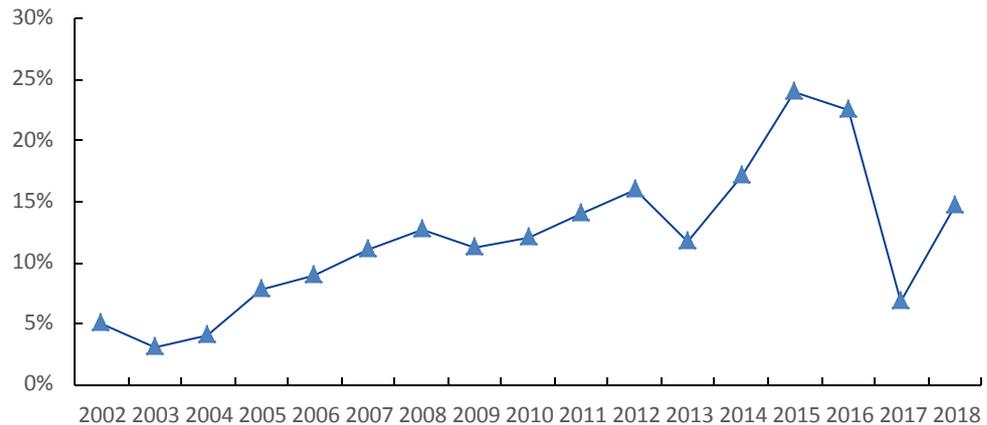
图 6：2004-2018 年美国 VC 管理规模（十亿美元）



资料来源：NVCA 2019 Yearbook，安信证券研究中心

优化金融市场结构，提高直接融资比例。当前我国融资渠道主要以间接融资为主，主要通过银行获得贷款和债务性融资，而通过资本市场发行股票等直接融资占比严重不足。若以社会融资规模口径统计，2018 年我国直接融资占比尚不足 15%。银行较低的风险偏好和小微、科创企业自身的高经营风险之间存在供需矛盾，造成了众多具有发展潜力的中小科创企业面临融资难、融资贵的困难，而直接融资特有的投融资双方风险共担、利益共享、定价市场化和服务多层次等机制的优势正可以弥补这一缺陷。

图 7：我国社会融资规模口径直接融资占比变动



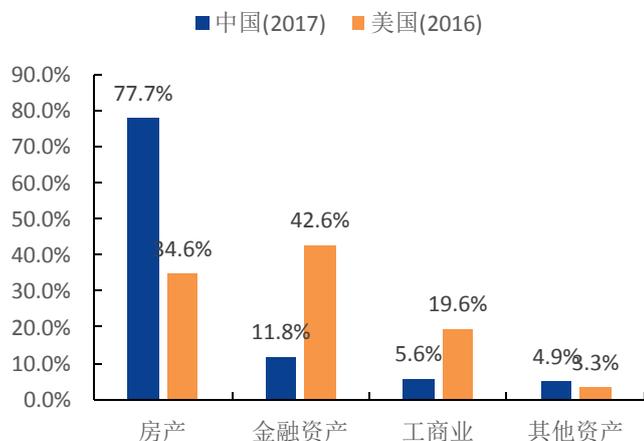
资料来源：Wind，安信证券研究中心

1.1.3. 优化居民财富结构

优化居民财富结构，降低对地产的依赖。根据广发银行联合西南财经大学联合发布的《2018年中国城市家庭财富健康报告》，2017年中国家庭总资产中77.8%为房产，金融资产仅有11.8%，89%的家庭仅投资1-2种投资品种；相比之下，美国家庭资产配置较为均匀，42.6%投资于金融资产而34.6%投资于房产，61%的家庭投资3种及以上的投资品种；其他发达经济体家庭也主要投资于金融资产，如日本（61%）、新加坡（56%）、瑞士（54%）、英国（52%）等。

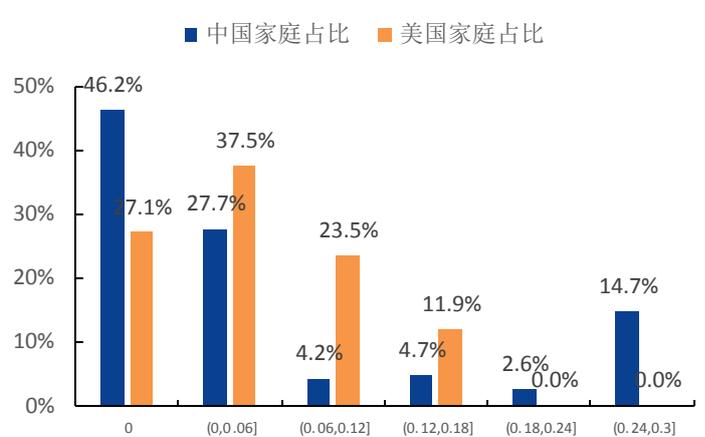
丰富金融投资品类。从金融投资品的结构来看，据《2018年中国城市家庭财富健康报告》统计，我国家庭偏好于配置银行存款（43%）、和理财产品（13%），但风险偏好呈现显著的两极分化特征——46%家庭投资于无风险金融资产，15%家庭投资于高风险金融资产。相比之下，美国家庭主要投资中低风险的金融资产（主要投向美国公司的股权和债权），只要公司能够持续创造价值，那么美国居民的财富就能够实现保值增值的目的。因此，我们金融供给侧改革的一大重要意义在于优化我国居民的财富结构，降低对房产的依赖同时享受科创企业价值增长和资本市场升级的红利，从而带动居民财富的保值增值。

图 8：中国家庭资产集中于地产而美国较均匀



资料来源：《2018年中国城市家庭财富健康报告》，安信证券研究中心

图 9：中国家庭金融投资组合风险两极分化（2018年调研数据）



资料来源：《2018年中国城市家庭财富健康报告》，安信证券研究中心

1.2. 历史改革尝试：逐步落实，曲折前行

股市从制度层面逐步落实“提高直融”政策。“提高直接融资”并非一蹴而就，股市层面的改革也经历了三个重要的阶段，逐步将“提高直接融资占比”的政策方针落实。

- **第一阶段：股权分置改革。**1996年，时任央行行长的朱镕基首次提出“扩大直接融资”，此后政府积极推动股市建设并于2006年基本完成股权分置改革。这一阶段的任务主要是平衡非流通股股东和流通股股东之间的利益冲突，优化证券市场的定价机制。
- **第二阶段：多层次资本市场建设。**2006年中关村科技园区非上市股份公司进入代办转让系统进行股份报价转让，标志着“新三板”市场的出现。2009年经济工作会议上再次提出“要积极扩大直接融资”，同年10月，创业板上市。2012年9月，全国中小企业股份转让系统注册成立，场外市场规范化。2013至2016年，为了支持创新型企业 and 新兴产业的发展，我国曾酝酿推出战略新兴板，但因股市下跌和金融风险暴露而搁置。这一阶段，多层次资本市场的框架已经基本搭建完成，但相较于成熟的资本市场仍不成熟，市场化程度不高。
- **第三阶段：科创板引领注册制试点。**2018年11月习近平主席正式提出设立科创板并试点注册制，2019年一季度科创板配套政策陆续出台并开始受理上市申请。对比新三板和创业板，科创板在制度层面实现重大突破，体现在试点注册制并下放审核权，采用多维度上市标准、市场化交易机制和退市标准等。科创板作为本轮金融供给侧改革中提高直接融资的重要抓手，将推动资本市场改革的前进步伐。

表 1：2018 年 11 月以来科创板加速推进

时间	重大事件
2018 年 11 月 5 日	习近平表示，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	证监会发布《证监会负责人就设立上海证券交易所科创板并试点注册制答记者问》，证监会党委将会同上交所党委坚决贯彻落实科创板。
2018 年 11 月 5 日	上交所发布《关于在上交所设立科创板并试点注册制相关情况答记者问》，表示将认真落实习主席指示，在中国证监会的指导下，积极研究制订科创板和注册制试点方案，向市场征求意见并履行报批程序后实施。
2018 年 11 月 13 日	上交所召开第四届理事会第十次会议，邀请会员监事列席，就设立科创板并试点注册制听取了会员理事和监事的意见与建议并积极进行各种人才储备，招聘多项与科创板与注册制有关工作岗位。
2018 年 11 月 14 日	针对市场传闻的科创板“首批挂牌企业名单”，上交所及时作出回应，指出上交所正加速推进科创板和注册制试点的方案与制度设计，目前并无所谓的“首批挂牌企业名单”，希望以投行为主要力量的市场各方充分挖掘、培育符合国家战略的科技创新型企业，作为科创板未来上市的储备资源。
2018 年 11 月 20 日	上海市经信委发布《关于征集推荐上交所科创板企业名单的通知》，表示为做好上海证券交易所设立科创板并试点注册制的准备工作，请各有关部门及单位梳理推荐拟挂牌上交所科创板的优质企业名单，并于 11 月 23 日中午前上报。
2018 年 11 月 22 日	央行上海总部发布《关于进一步加强民营企业和科技创新企业金融服务的实施意见》，明确对科技创新型的中小企业在再贷款上给予支持。上海市科委明确表示，已经推动现有科技企业、高新技术企业对照未来科创板的上市标准和条件积极加快股改。几乎与此同时，湖北、安徽、江苏、浙江等多个地区的相关部门也在紧锣密鼓地策划高新技术企业去科创板上市。
2018 年 11 月 26 日	在安徽省召开的促进民营经济发展大会上，出台了《关于大力促进民营经济发展的若干意见》，提出了对登陆科创板上市的民营企业给予支持。安徽省成为首个奖励科创板上市的省份。
2018 年 12 月 2 日	上交所召集会员理事、监事召开座谈会，就设立科创板并试点注册制征求市场意见，与会的 11 家会员主要负责人围绕科创板发行上市标准、发行承销方案、交易制度、持续监管，以及注册制试点实施方案等议题逐一进行讨论，并结合自身实践经验与中国市场现状就方案要点提出了各自的意见建议。
2018 年 12 月 19 日	证监会称，当前最重要的是把习近平总书记关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的重要指示，作为新时代资本市场深化改革的头等大事，抓紧落实落地。
2018 年 12 月 19 日	上交所称在中国证监会的统一部署下，高效平稳推进设立科创板并试点注册制的重大改革工程，向世界展示新时代中国资本市场改革开放的新力量、新形象。
2018 年 12 月 21 日	中央经济工作会议指出，引导更多中长期资金进入，推动在上交所设立科创板并试点注册制尽快落地。
2018 年 12 月 24 日	证监会宣布 2019 年九大重点工作任务，强调确保在上交所设立科创板并试点注册制尽快落地，统筹推进发行、上市、信息披露、交易、退市、投资者适当性管理等基础制度改革，更好服务科技创新和经济高质量发展。
2018 年 12 月 25 日	上交所 2019 年重点工作部署表明要全力推动科创板改革和注册制试点尽快落地，并建设与科创板相适应的分析监测指标体系，按照“高标准、快推进、稳起步、强功能、控风险、渐完善”的工作思路，加快制定业务规则和配套制度，建设充满生机和活力的科创板市场，推动注册制形成可复制可推广的典型样本。
2019 年 1 月 12 日	证监会副主席表示将推动在上交所设立科创板并试点注册制尽快落地，目前证监会正在指导和协同上海证券交易所，在充分听取市场意见和各个部委的意见基础上，尽早完成这一项十分重要和光荣的任务。
2019 年 1 月 30 日	中国证监会和交易所发布《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》（以下简称《意见》）等 12 项政策文件、征求意见稿和起草说明，意见反馈日为 2019 年 2 月 20 日。
2019 年 4 月 16 日	上交所发布《科创板股票发行与承销业务指引》（下称“指引”）。指引对科创板上市中战略配售、保荐机构跟投、定价机制、超额配售等一系列市场高度关注的问题做出了具体安排。指引明确了券商跟投的比例在 2% 至 5% 之间，锁定期为两年。同时，指引还规定了新股配售经纪佣金安排，并进一步细化超额配售实行的细则。

资料来源：国务院、上交所、央行、证监会，安信证券研究中心

去杠杆从“去负债”向“扩资本”转型。2015 年以来政府陆续出台大量政策措施重点整顿银行表外业务和影子银行体系，主要策略是控制负债规模（宏观审慎评估体系，MPA）和降低杠杆倍数（以资管新规为代表）。然而金融去杠杆与财政政策之间出现脱节，结果是民营经济和小微企业面临更大的信用违约压力，资产回归表内后金融机构资本金相对不足。在此背景下，2018 年下半年金融供给侧改革对单纯“去负债”的方针做出修正，一方面是重视“结构性去杠杆”，针对国企和地方融资平台高资产负债率的现象进行专项整治，另一方面是通过提升直融占比扩大企业资本金，金融机构也将顺应趋势而提升自身资本实力。

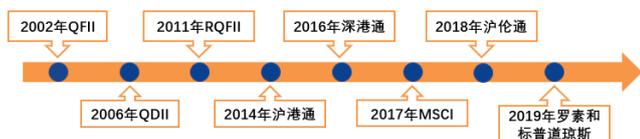
表 2：券商股继续扩容，大中券商加强资本补充

IPO 申报券商名称	资本补充方式	证监会审核状态	发行股数(万股)
中银国际	IPO	已反馈	8.33
中泰证券	IPO	已反馈	20.91
红塔证券	IPO	已预披露更新	3.64
国联证券	IPO	中止审查	6.34
东莞证券	IPO	中止审查	1.67
国开证券	IPO	辅导备案登记受理	
万联证券	IPO	辅导备案登记受理	
财达证券	IPO	辅导备案登记受理	
恒泰证券	IPO	辅导备案登记受理	
国融证券	IPO	辅导备案登记受理	
华龙证券	IPO	辅导备案登记受理	
渤海证券	IPO	辅导备案登记受理	
德邦证券	IPO	辅导备案登记受理	
湘财证券	IPO	辅导备案登记受理	
证券公司	进行中	募资规模	增股比例
中信证券	发行股份收购资产	135 亿元（发行股份作为对价）	6.5%（7.9 亿股）
申万宏源*	拟港股 IPO	90.90-98.41 亿港元	不超过 20%（另有 15%超额配售权）
国泰君安	拟港股定向增发	31 亿港元	2.2%（1.94 亿股）
中信建投	拟 A 股	130 亿元	17%（12.8 亿股）
国信证券	定向增发	150 亿元	20%（16.4 亿股）
海通证券	定向增发	200 亿元	14%（16.2 亿股）
广发证券	定向增发	150 亿元	15%（11.8 亿股）
兴业证券	定向增发	80 亿元	18%（12 亿股）
浙商证券	拟发行可转债	35 亿元	7%（2.3 亿股）
江海证券	综合补充方式	52 亿元	2019 年至 2021 年拟通过争取股东增资、证券公司发行次级债券、优先股和其它混合资本工具募资

资料来源：证监会，Wind，安信证券研究中心

资本市场双向开放渠道多样，金融开放更进一步。我国资本市场开放始于 2002 年，在资本项目尚未完全开放的背景下，按照“向外资开放国内金融市场（QFII）——允许境内投资者进入国外金融市场（QDII）——进一步向外资开放国内金融市场（RQFII）”的路径陆续开放。2014 年 4 月中国证监会正式批复沪港通开展互联互通机制试点，2016 年末深港通启动。2018-2019 年，中国股市和债市先后纳入国际主流指数，带来海外增量资金。2018 年 10 月 12 日，证监会正式发布《关于上海证券交易所与伦敦证券交易所互联互通存托凭证业务的监管规定（试行）》，沪伦通将成为继沪港通、深港通之后，促进资本市场双向开放的又一重要举措。此外，2017 年以来政策层面多次推动金融业对外开放，对于银行、保险、券商和期货行业的外资持股限制松绑。

图 10: 金融市场开放的进程



资料来源: 安信证券研究中心整理

图 11: 金融机构外资持股比例逐步放开



资料来源: 安信证券研究中心整理

小结: 防范化解金融系统性风险、提高直接融资比例和加大对外开放是资本市场改革的三大方向。金融风险方面, 在经历了一轮金融加杠杆的信用扩张周期后, 国家大力推动金融去杠杆, 但金融去杠杆与财政去杠杆出现脱节, 导致民营企业受到波及, 信用违约风险暴露。为解决这一矛盾, 去杠杆转型为“结构性去杠杆”, 从资本端发力扩大直接融资比例。直接融资方面, 国家先后推出创业板、新三板以支持科创企业发展, 但在制度的掣肘下没有取得理想的效果。2019年科创板政策正式推出, 由制度改革推动直融发展。此外, 从2002年对外单向开放国内金融市场, 到2014年通过沪港通实现资本市场双向开放, 推动资本市场对外开放是国家一直以来坚持的方针。下一步, 市场对外开放力度将继续加大, 继沪港通、深港通之后, 沪伦通也即将开通。

表 3: 股市历史重大改革对比

时间	重要文件	直接融资	金融杠杆	资本市场改革
2002-2014	《深圳证券交易所创业板股票上市规则》 《国务院关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》	2009年和2012年, 国家分别推出创业板和新三板支持中小科创企业发展。	国家处于加杠杆、加速信用扩张周期	由向外资开放国内金融市场(QFII)到进一步向外资开放国内金融市场(RQFII), 进行单向资本市场对外开放。
2014-2015	《上海证券交易所沪港通业务实施办法》	-	-	沪港通由中国证监会正式批复开展互联互通机制试点, 拉开了我国资本市场双向开放的帷幕
2017-2018	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》 《关于集中开展银行业市场乱象整治工作的通知》	-	国家大力推动金融去杠杆	股市债市先后纳入国际主流指数
2018-2019	《证监会负责人就设立上海证券交易所科创板并试点注册制答记者问》 《沪伦通监管规定》	国家于2018年11月正式公布作为注册制试点的科创板。	宏观去杠杆由“单纯去杠杆”向“结构性去杠杆”转型	继沪港通、深港通之后, 沪伦通即将开通。

资料来源: 银保监会等, 安信证券研究中心

2. 配套政策: 试点注册制, 引入资金扩大开放

2.1. 制度: 建设多层次资本市场, 开启注册制试点

资本市场升级成为券商发展新驱动因素。我们认为资本市场升级的红利将成为券商新一轮发展的核心驱动因素。由于多层次资本市场建设和金融市场的双向开放后, 全球股市联动效应增强, 投资品种复杂度和风险提升, 券商的业务能力也需要进一步提升。虽然资本市场的升级开放给券商带来更多业务机遇, 但由于业务的复杂度和监管层对于券商风控和资本金的重视, 头部券商在新一轮的资本市场改革中更具竞争力。

图 12: 资本市场升级方向

大宗经纪服务			成熟	发展中	萌芽/试点/即将推出	利率期货	
夹层基金						国债期权	
不动产投资信托 (REITs)							
收益凭证							
大宗交易						股票期权	
股权约定式回购			债券回购		石油期货		
私募股权			债券远期		利率互换		
融资融券			现金债券		利率掉期		
现金股权			权证/资产抵押证券		保证金现金管理		
创业板	陆港通	科创板	OTC债券市场				
中小企业板	转融通市场	CDR	交易所债券市场		商品期货交易所		
主板 (上交所、深交所)	新三板	沪伦通	银行间债券市场		金融期货交易所		
权益			固定收益		货币与利率		
					期货与衍生品		
					高级衍生品市场		

资料来源: 安信证券研究中心整理

科创板和 CDR 补齐服务科创企业短板。发展直接融资是本轮金融供给侧改革的主要内容之一，而科创板和 CDR 作为提高直接融资占比的重要途径，对转变中国间接融资高企、降低宏观杠杆、改善信用创造机制具有重大意义。未来随着 CDR 和科创板政策相继落地，民营企业融资渠道得以拓宽，也补齐了资本市场服务科技创新的短板。

科创板引领注册制改革，资本市场渐趋成熟。参考美、港等成熟市场的经验，我们认为科创板在试点注册制方面有如下突破，包括：（1）审核权下放。科创板审核权下放至交易所。（2）多维度的上市标准，科创板上市条件淡化单一的盈利指标，放松对特殊结构企业的限制，有助于引导科创板企业境内上市。（3）完善市场化交易机制。科创板交易制度更为灵活，更适合专业的机构投资者参与。（4）退市标准从严化。科创板退市标准较主板更为严格，以鼓励价值投资。（5）完善信披要求，强化中介职责。强调信息披露和券商等中介机构的职责，延续“从严监管”基调。

表 4：美、港、A 股主板和科创板的制度对比

比较项目	美股	港股	A 股	科创板
上市门槛	低	中	高	低
审核主体	交易所	交易所	证监会	上交所
审核内容	形式审核为主的双层注册制	实质审核与形式审核结合	实质审核为主	形式审核为主
对发行人做出实质性判断的主体	中介机构	中介机构、证监会	中介机构、证监会	保荐人、证券服务机构
审核标准	进行合规性审核，不进行价值判断，保障信息充分披露，由投资者判断企业价值	《上市规则》中定量指标评价经营能力，招股说明书披露质量，上市委员会意见	证监会对新股发行做全面审核，包括发行人业务模式及盈利能力，信息披露质量等	在合规审核的基础上，以信息披露为重点，注重信息披露质量，切实保护好投资者权益
审核周期	3-4 个月	4 个月	大于 6 个月	——
信息披露	强调披露原则：逻辑性、完整性、客观性、及时性、相关性	详细规定披露内容	规定披露的内容和格式	强化相关事项内容的信息披露，弹性制度安排，保持科创企业的商业竞争力。
定价机制	累计订单询价机制	累计订单询价机制	有限制的询价制	累计订单询价机制
配售机制	机构投资者为主	机构投资者为主	机构和个人投资者	以机构投资者为主体
退市标准	关注流动性指标、市值规模	非量化退市标准、证监会和联交所主管判断权	以财务业绩指标为主	退市“从严”，构建成交量、股票价格、股东人数和市值四类退市标准
监管模式	自律监管为主	立法监管与行政监管	立法监管	自律监管为主
监管侧重点	事中和事后监管	事前监管	事前监管	强化事前事中事后全过程监管

资料来源：安信证券研究中心整理

券商业务模式升级。同时，券商也迎来发展机遇，一方面为券商带来增量业务，另一方面也倒逼券商进行深刻的业务变革。券商将采取差异化的竞争战略，大投行成为综合金融服务商，小投行专注细分领域做精品“投行”；投行的定价能力为核心，承销能力是关键，组织结构、人才培养、资本实力与风控实力都需要进一步升级。

表 5：注册制下投行发展趋势

	核准制	注册制
战略模式	低成本战略为主+“资源竞争”	差异化战略+“品牌效应”
业务模式		
收入结构	上市通道收入	多元化收入：承销、财务顾问，产品设计、交易收入等
业务重点	保荐	定价与承销
项目选择	盈利性为重点	看重企业成长能力和行业领先能力
组织结构		
团队构建	以项目为中心	以客户为中心
分工方式	产品分工	行业分工
资本与风险		
资本要求	较低	较高
风险控制水平	较低	较高

资料来源：安信证券研究中心整理

2.2. 工具：股指期货逐步松绑，规范发展期权工具

我国现存期货市场市场规模较小。2019 年 4 月，证监会副主席方星海在第十三届中国期货分析师暨场外衍生品论坛上表示：截止 2018 年底全球期货期权成交量 303 亿手，其中金融

类 243 亿手，占比达 80%，而我国金融期货成交量仅为 0.27 亿手，金融期货品种也只有 6 个，现存规模较小。而 4 月 19 日下午，中金所宣布经中国证监会同意，进一步调整股指期货交易安排。这一举措是 2019 年以来首次调整股指期货交易规则，也是自 2015 年股市异常波动后对股指期货交易恢复常态化的第四次调整。

过度交易限仓提升 10 倍，政策进一步放宽。4 月 19 日的股指期货交易调整主要涉及三个方面：一是自 2019 年 4 月 22 日结算起，将中证 500 股指期货交易保证金标准调整为 12%；二是将股指期货日内过度交易行为的监管标准调整为单个合约 500 手，套期保值交易开仓数量不受此限；三是将股指期货平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之三点四五。自 2015 年股指期货交易规则全面收紧后，连续四次放松限制对提升期指市场交易量有极大的促进作用。

表 6：历次股市期货交易规则调整情况

公告时间	保证金						过度交易手数限制标准	平今仓交易手续费
	沪深 300(IF) 非套保	沪深 300(IF) 套保	上证 50 (IH) 非套保	上证 50 (IH) 套保	中证 500(IC) 非套保	中证 500(IC) 套保		
2015/8/26 前	10%	10%	10%	10%	10%	10%	-	0.0023%
2015/8/26	12%	10%	12%	10%	12%	10%	600 手	0.0115%
2015/8/27	15%	10%	15%	10%	15%	10%	600 手	0.0115%
2015/8/28	20%	10%	20%	10%	20%	10%	100 手	0.0115%
2015/8/31	30%	10%	30%	10%	30%	10%	100 手	0.0115%
2015/9/2	40%	20%	40%	20%	40%	20%	10 手	0.2300%
2017/2/16	20%	20%	20%	20%	30%	20%	20 手	0.0920%
2017/9/15	15%	15%	15%	15%	30%	20%	20 手	0.0690%
2018/12/2	10%	10%	10%	10%	15%	15%	50 手	0.0460%
2019/4/19	10%	10%	10%	10%	12%	12%	500 手	0.0345%

资料来源：中金所，安信证券研究中心

场外期权规范发展，头部券商尽享红利。2018 年 5 月 11 日，原证监会下发《关于进一步加强证券公司场外期权业务监管的通知》，内容主要包括：一是提高市场参与业务门槛；二是对券商进行分类为一级交易商和二级交易商，实施分层管理。自此，场外期权业务规范发展，摆脱了过去交易量大幅波动的状况，交易存量逐月上升。另外，券商场外期权交易分层管理将促成头部券商领跑格局，前 5 大券商月度新增交易量市占率稳定在 85%左右。

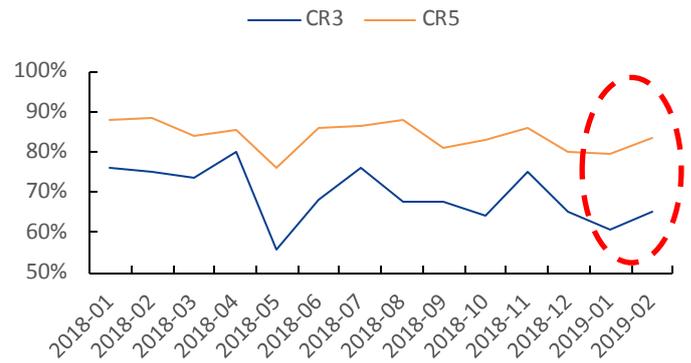
吸引增量资金入场，发挥股指期货稳定器作用。2019 年 4 月 3 日，证监会期货监管部处长焦增军在香港所作报告时不仅强调了恢复股指期货的正常交易，更强调向外国投资者开放现有的股指期货。另外，证监会也拟允许社保基金、商业银行、国有化公司、保险基金、合格境外机构投资者(QFII)和人民币合格境外机构投资者(RQFII)参与期货市场，这也正符合他们苦于无法利用股指期货对冲风险而使得交易规模受限的需求。而且，股指期货放开必将带来期货和期权产品的创新，吸引中长线资金入市，大大提高市场活力。

图 13: 场外期权月末存量及同比增速



资料来源: 中国证券业协会, 安信证券研究中心

图 14: 头部券商月度新增交易量占比变动



资料来源: 中国证券业协会, 安信证券研究中心

2.3. 资金：长期价值投资资金入市

长期价值投资资金入市利好 A 股市场健康发展。长期价值投资资金一般包括保险资金、银行理财资金、产业资本和外资等，投资时间较长，以价值投资为主，注重长期稳定的分红收益。这些资金的入场一方面将增加大量稳定的资金供给，缓解资金基本面紧张的状况；另一方面，中长期资金一般均为价值投资的倡导者，将增加投资者对市场的信心，促进市场流动性，改变以散户为投资主体的 A 股市场的投资风格，降低市场波动。

资本市场的长期稳定发展为券商盈利提供长效支持。保险资金、银行理财资金和外资均为中长期投资者，长效资金的入市将优化 A 股投资者结构，引导价值投资风格，并改善上市公司治理，促进资本市场改革开放进程和健康稳定发展。可以期待的是，券商经纪业务将受益于交易规模的扩大而平稳发展，券商自营业务将因价值投资的风格切换获得长效收益，券商资管业务将因资产管理规模的扩大而获益，券商信用业务和投行业务也将受益于国内资本市场体系的逐步完善得到增量业务规模，券商盈利长期向好。

2.3.1. 保险资金

保险资金入市说法由来已久。在 2003 年新修订的《保险法》中，将原《保险法》“不得向企业投资”的表述改为“不得用于设立保险业以外的企业”，也就是说，国家开始允许保险公司的资金可用于设立与保险产业有关的类似于保险资产管理公司等。自此，各保险公司购买证券投资基金占保险公司总资产比重由 10% 提高到 15%，保险资金运作取得新突破。

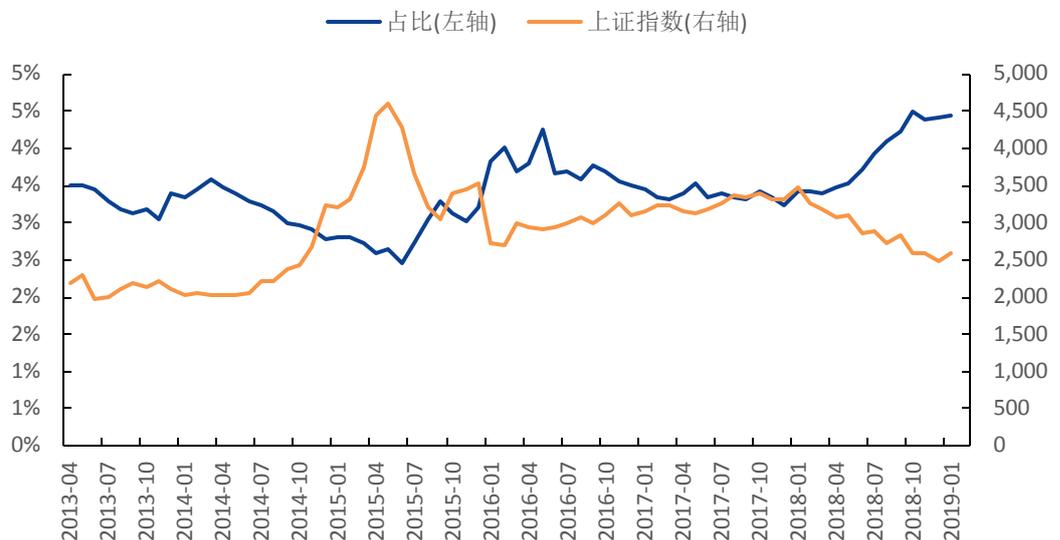
政策鼓励保险资金入市，入市力度逐年增大。2004 年 2 月 1 日，《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》出台，鼓励保险资金以多种方式直接投资资本市场，逐步提高社会保障基金、企业补充养老基金、商业保险资金等投入资本市场的资金比例。同年 10 月 24 日，中国保监会和证监会联合发布《保险机构投资者股票投资管理暂行办法》，保险资金直接进入股市获批。

表 7: 险资入市政策梳理

时间	部门	文件	意义
2005 年	保监会联合银监会	《保险公司股票资产托管指引(试行)》、《关于保险资金股票投资有关问题的通知》	明确保险资金直接投资股市涉及的资产托管、投资比例、风险监控等问题
2014 年	国务院	《关于加快发展现代保险服务业的若干意见》	“放开前端、管住后端”的监管改革持续推进, 保险业格局完全打开
2015 年	保监会	《中国保监会关于规范投资连结保险投资账户有关事项的通知》	鼓励险企投资股市, 拓展险资配置空间, 支持资本市场稳健发展
2015 年	保监会	《关于提高保险资金投资蓝筹股票监管比例有关事项的通知》、《关于保险资产管理产品参与融资融券债权收益权业务有关问题的通知》	
2017 年	保监会	《关于进一步加强保险资金股票投资监管有关事项的通知》	强调“保险业姓保、保监会姓监”, 强化举牌或收购行为监控
2018 年	银保监会	《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》	允许保险资管公司设立专项产品参与化解上市公司股票质押流动性风险

资料来源: 国务院、银保监会, 安信证券研究中心

图 15: 保险资金运用余额中股票和证券投资基金占 A 股总市值的比重变化



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

保险资金入市, 有利于市场长期稳定。截止 2018 年底, 保险资金运用余额为 16 万亿, 其中股票和证券投资基金占比 12%, 是 A 股市场的重要参与者之一。为鼓励保险资金入市, 银保监会推出两项措施: 一是支持保险公司开展价值投资、长期投资, 研究推进保险公司长期持有股票的资产负债管理监管评价机制; 二是对于保险资金一般股票和重大股票投资等, 依法依规加快有关备案、核准工作。保险资金的入市, 将为 A 股提供增量资金来源, 降低市场波动性, 在发挥保险资金长期投资优势的同时对资本市场的长期稳定发展有积极的促进作用。

2.3.2. 银行理财资金

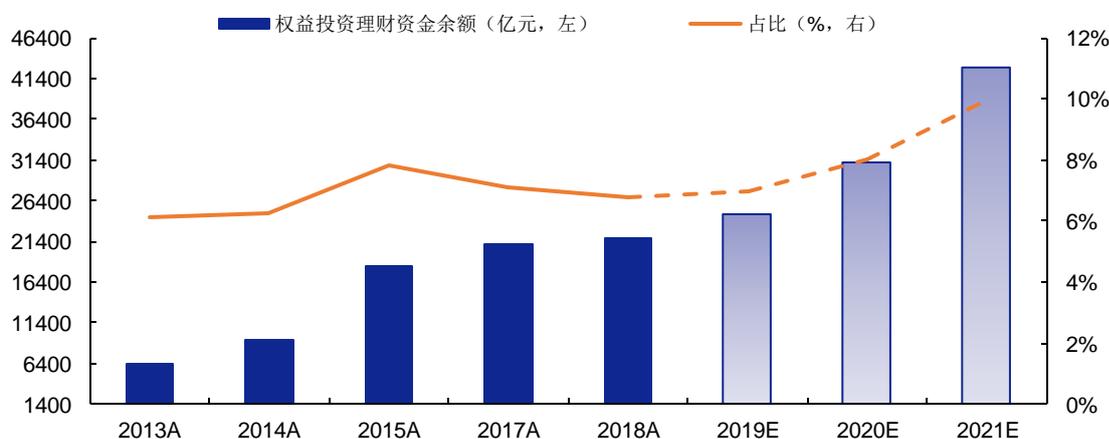
银行理财新规落地, 理财产品渠道多元化。2018 年 9 月 28 日, 银保监会正式下发《商业银行理财业务监督管理办法》, 银行理财新规落地, 有几点特别值得注意: 一是公募理财可以通过公募证券投资基金投资股票; 二是公募理财产品销售门槛由 5 万元降至 1 万元; 三是设定理财产品投资负面清单; 四是打破刚兑, 实施净值化管理。这对银行来说是极大的利好: 首先, 降低了获取资金的门槛, 银行理财规模有望进一步扩大; 其次, 降低银行刚兑风险, 避免银行运营中受刚兑冲击; 此外, 理财产品的投资渠道拓宽, 创新空间更大。

理财子公司逐步获批, 银行理财迈入正轨。继工农中建交五大国有银行的理财子公司获批后,

2019年4月19日，光大银行和招商银行也相继公告称获批成立银行理财子公司，而且目前已有30家银行公告明确设立理财子公司，获批进程有望进一步加速。首先，商业银行设立理财子公司将实现资管业务的有序发展，隔离银行理财业务与经营业务两者的风险；其次，推动银行理财产品品质提升，拓展商业银行理财业务空间；更重要的是能扫清银行理财业务发展的障碍，夯实了理财业务的法律地位。

理财资金逐步入市，为A股注入新活力。2018年12月2日，银保监会发布了《商业银行理财子公司管理办法》，规定公募理财产品能够直接投资于上市交易的股票，相比之前银行公募理财产品需要借道各类公募基金间接进入股市的规定，此《办法》从制度上放开了理财子公司进行股票投资的限制。据WIND统计，截止2018年底银行理财存续规模达到32.1万亿元，投资于权益资产的规模约为2.2万亿元（占比6.8%）。从长期来看，我们认为理财资金规模和投资于股市的比例均有望提升，这将为A股市场引入更多长期稳定资金，投资者结构和投资风格有望进一步改善。

图 16：银行理财规模和入市比例均有望上升



资料来源：Wind，安信证券研究中心整理

2.3.3. 外资资金

QFII 总额度翻番，金融对外开放利好不断。2002年，中国合格境外机构投资者（QFII）制度正式推出，中国第一次引入合格境外机构投资者进入A股市场；2011年又推出人民币合格境外机构投资者（RQFII），希望引进更多境外合格机构投资者，同时助推人民币国际化。截止2018年底，QFII总额度1500亿美元，共有309家境外机构获得QFII资格，获批额度1011亿美元；RQFII制度从香港扩大到19个国家和地区，总额度19400亿元人民币，共有233家境外机构获得RQFII资格，获批额度6467亿元人民币。而2019年1月14日外汇局宣布将QFII总额度提高至3000亿美元，这不仅为后续外资进入中国资本市场做好铺垫，更表明当前中国继续扩大对外开放的决心。

A股纳入国际指数，为A股市场新添增量资金。陆股通是沪港通中的沪股通和深港通中的深股通的合称，也是近年来外资入市的主要手段。陆股通投资机制更为灵活，自2017年6月MSCI将A股纳入其新兴市场指数之后，境外资金明显借道陆股通持续流入A股市场，截止2018年底陆股通全年净流入2492亿元，创下沪港通开通以来新高。而且，2019年MSCI将继续分步提高A股在其指数体系中的权重，富时罗素指数和标普道琼斯指数的纳入进程亦逐步推进，将为A股带来更多境外增量资金。

表 8: A 股纳入 MSCI 进程

时间	进程
2017 年 6 月	MSCI 宣布将 A 股纳入其新兴市场指数，首次纳入比例为 5%，分两步执行
2018 年 5 月	A 股首次纳入 MSCI，第一步纳入比例为 2.5%
2018 年 8 月	A 股再次纳入 MSCI，纳入比例提高至 5%，首次纳入完成
2019 年 5 月	MCSI 将 A 股纳入比例上调至 10%，同时将创业板大盘股按 10%比例纳入
2019 年 8 月	MSCI 将 A 股大盘股纳入比例由 10%上调至 15%
2019 年 11 月	MSCI 将 A 股大盘股纳入比例由 15%上调至 20%，同时将中盘股按 20%比例纳入

资料来源：MSCI，安信证券研究中心

表 9: 富时罗素指数和标普道琼斯指数进程

指数	进程
富时罗素	2018 年 9 月，富时罗素宣布将 A 股纳入其全球股票指数体系，纳入比例为可投资部分的 25% 2019 年 6 月和 9 月，2020 年 3 月将分别按 20%、40%和 40%的进度推进
标普道琼斯	2018 年 11 月，标普道琼斯宣布将通过沪港通、深港通进行交易的合格 A 股纳入其新兴市场指数体系 A 股纳入将从 2019 年 9 月 23 日市场开盘前生效，纳入因子为 A 股标的的可投资市值的 25%

资料来源：FTSE、S&P Dow Jones Indices，安信证券研究中心

图 17: 陆股通净流入资金占 A 股总市值的比重变化



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.4. 机构：鼓励“优胜劣汰”，外资带来“鲶鱼效应”

金融供给侧改革≠金融机构供给侧改革。我国出现金融供给侧改革并不是类似于过去钢铁、煤炭等产量过多导致的供给侧改革，相反是因为融资难、融资贵等问题，具体原因包括：一是我国金融供给总量够但价格太贵；二是金融结构不合理，间接融资占比过高，普惠金融发展落后；三是金融的顺周期性太强，放大了金融系统风险。我们认为金融供给侧改革不意味着要“减少”中小金融机构，相反中小金融机构可能会在细分市场享受政策红利。具体到券商行业，我们认为券商之间的分化效应将体现得愈发明显，头部券商资本实力、业务能力和盈利水平将进一步升级，向国际大投行方向迈进；少部分特色中小券商将在部分细分子领域表现突出，大多数区域性券商可能将专注于服务地方需求。

券商牌照红利消失，业务难度加大。过去牌照红利为券商垄断经营和超国民化待遇取得不公平溢价，而在混业经营、金融市场化改革的大背景下，券商牌照红利逐步消失，转向依靠实力比拼的市场红利和品牌红利。我国庞大的家庭资产和丰富的企业资源是券商发展的最大资源，而券商牌照的放开将刺激券商行业在并购财务顾问、资产管理、自营及投资顾问、证券

承销、衍生品交易、基金管理等领域展开激烈竞争，业务难度加大，佣金战、资源战等将愈演愈烈，行业整体必将出现分化，而把握核心资源、具备核心竞争力的券商将最终胜出。

券商重视发展金融科技。金融科技不但重塑券商传统业务模式，更意味着未来券商在金融产品创设、精准咨询推送、专业系统建设等服务创新方面展开竞争，寻求业务发展的突破口。据已公布 2018 年报的上市券商的数据统计，2018 年在金融科技方面的投入合计超过 50 亿元（包括信息技术和研发投入），其中华泰证券和国泰君安投入均超过 10 亿元，分别达到 10.85 亿元和 10.51 亿元，占营收的比重达 6.7% 和 4.6%。在人工智能、机器学习快速发展的年代，金融科技将赋予券商挖掘大数据资产价值的的能力，激发券商业务和管理潜能，在资产配置、资产定价、投资交易、风险管理、信息安全等方面重塑券商发展新模式。而互联网时代谁占据先发优势，谁便是赢家。

图 18：券商金融科技投入（亿元）



资料来源：公司公告，证券业协会，安信证券研究中心

引入外资金融机构，形成“鲶鱼效应”。2018 年 4 月 11 日博鳌亚洲论坛后，我国扩大金融对外开放的举措逐步提上日程；同年 4 月 28 日证监会印发《外商投资证券公司管理办法》，允许合资券商的外资股东持股比例达到 51%，变参股为控股；2019 年 3 月 29 日，摩根大通证券中国有限公司和野村东方国际证券有限公司获批设立，成为首批获批的新设外资控股券商。外资的进入将以其先进的证券业管理运营经验与内资券商展开竞争，内资券商的牌照红利将进一步减弱；同时，在鼓励竞争的格局下，“鲶鱼效应”明显，内资券商优胜劣汰，间接促进国内证券行业的稳定与健康发展。

表 10：主要外资参控股券商一览

公司名称	境外股东名称	外资持股比例
瑞银证券	瑞士银行有限公司	51%
汇丰前海	香港上海汇丰银行有限公司	51%
野村东方	野村控股株式会社	51%
摩根大通	J.P.Morgan International Finance Limited	51%
高盛高华	高盛（亚洲）有限公司	33%
瑞信方正	瑞士信贷银行有限公司	24.99%
中德证券	德意志银行股份有限公司	33.30%
摩根士丹利华鑫	摩根士丹利（亚洲）有限公司	49.00%
东方花旗	花旗环球金融亚洲有限公司	33.30%
华菁证券	万诚证券有限公司	49%
	民信金控有限公司	
申港证券	民众证券有限公司	34.85%
	嘉泰新兴资本管理有限公司	
东亚前海	东亚银行有限公司	49%

资料来源：证监会，安信证券研究中心

3. 长期趋势：券商如何在市场改革过程中转型升级？

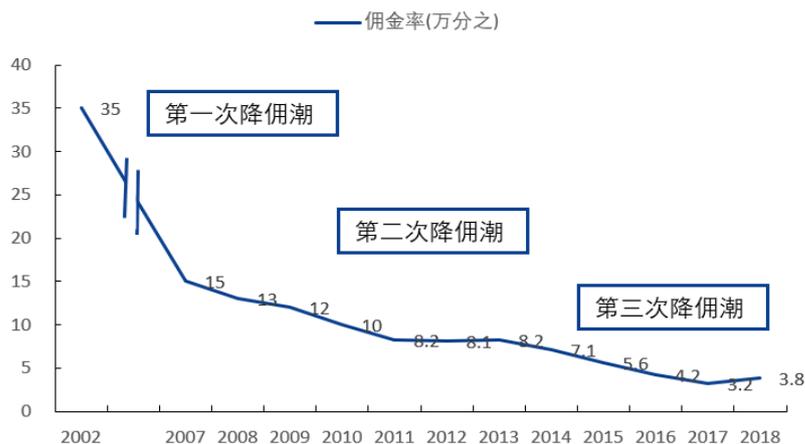
3.1. 经纪：转型财富管理，服务机构客户

3.1.1. 业务痛点：佣金率竞争性下降，被动依赖交易量

业态痛点之一：代理买卖证券业务降佣空间仍大。代理买卖证券业务是一类典型的通道类业务，而随着科技的发展，业务员下单的作用已逐步被智能终端替代，实体网点开户功能也已逐步转移到互联网平台。自 2002 年浮动佣金制推出以来，伴随着资本市场的不断完善、业务模式的不断丰富以及科技水平的不断进步，我国券商已经经历了三次降佣潮：

- **佣金自由化带来第一轮降佣潮。**在我国证券市场起步阶段曾采用过千分之 3.5 的固定佣金比例，过高的固定佣金率一方面让普通投资者望而却步，证券公司或明或暗地采取了“返佣”、“代客理财”和“佣金打折”的策略争夺市场份额。2002 年证监会宣布采取浮动佣金制度，佣金率由千分之 3.5 降至千分之 1.5，2002-2004 年多家券商因为市场交易低迷、佣金率下降和业务违规被证监会处罚甚至破产。
- **网点和人力的竞争带来第二轮降佣潮。**2007-2012 年我国券商营业部数量由 3051 家升至 5220 家，复合增长率约 10%。但“网点扩张”模式在这一期间遭到了重大挫折，一方面市场交易量持续低迷且佣金率快速下降形成“量价双杀”；另一方面，营业部扩张成为负担，当时重点城市的营业部一年开办费用约 300-500 万元，而据证券业数据测算，2012 年券商营业部均经纪业务收入仅 955 万元。
- **“信用交易+互联网+一人多户”带来第三轮降佣潮。**2012 年证券业协会召开创新大会，券商增加了信用交易业务这一新的收入来源，提升了获客能力，且轻型营业部出现及开户效率提升降低了营业成本。而“一人多户”政策强化了券商对同行存量客户的争夺，经纪业务佣金率进一步降低。

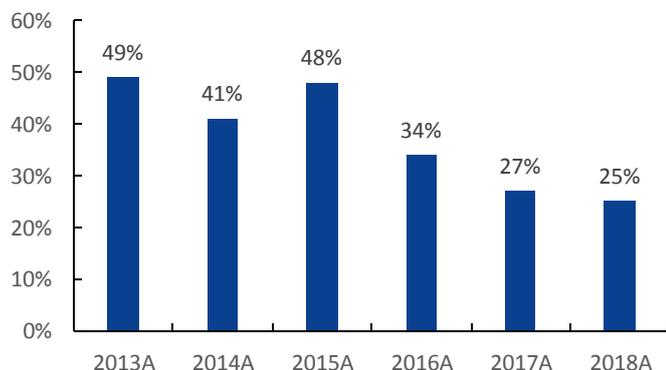
图 19：我国券商历史上的三次降佣潮



资料来源：证券业协会，安信证券研究中心

业态痛点之二：券商业绩被动随市场交易量而波动。经纪业务收入是券商最重要的收入来源之一，2013 年经纪业务收入占比高达 49%，近三年占比在 25%-34%之间。但由于市场交易量每年的波动较大，且券商往往只能被动接受因市场交易下降而导致的业绩下降，导致券商业绩呈现明显的周期属性。因此，券商渴望寻找新的业务模式，既可以降低对市场交易量的依赖，又可以提高佣金率。

图 20：券商经纪业务收入占营业收入的比重仍较大



资料来源：证券业协会，安信证券研究中心

图 21：截止 2019 年 4 月 24 日市场交易量



资料来源：证券业协会，安信证券研究中心

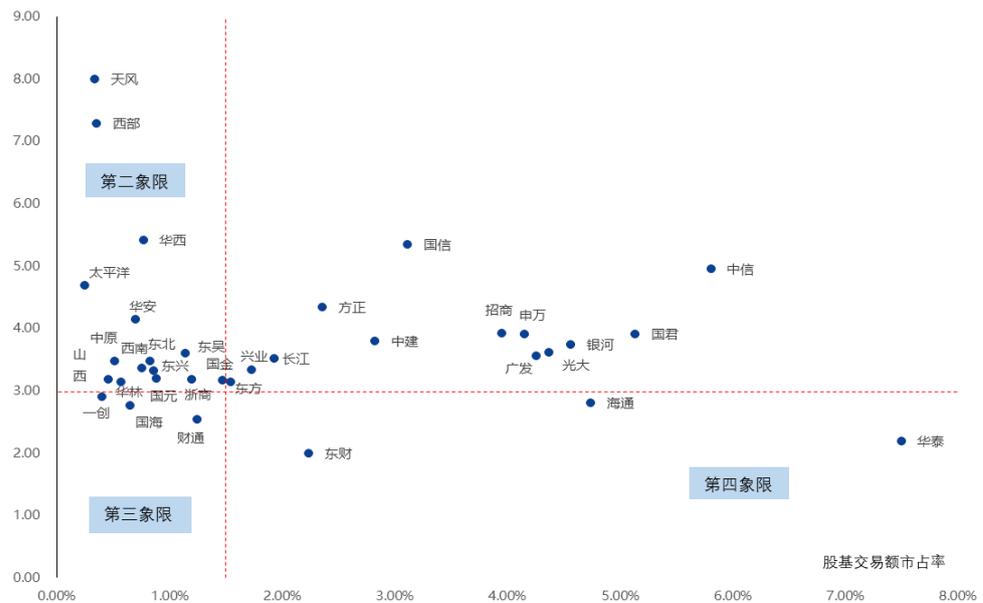
3.1.2. 业务趋势：财富管理与机构业务转型

经纪业务四象限分类模型。从交易量和佣金率出发，可以通过一个四象限矩阵解读券商经纪业务的分化和趋势。我们取佣金率万分之 3 和上市券商股基交易量市占率中位数（1.5%）作为矩阵的分割线，将目前上市券商分成四类。具体来说：

- **第一象限是高佣金率高市占率的券商**，多为行业领先的综合类券商，其品牌和综合服务能力是保证高佣金和高份额的基础，在转型财富管理进程中最具优势；
- **第二象限是高佣金率低市占率的券商**，以中西部地区券商为主，其高佣金率主要来自地域优势，但这一优势随着互联网金融的发展及券商异地竞争的加剧正在不断减弱，因此将面临着佣金下降和市场份额丢失的双重冲击，经纪业务收入下降压力最大。
- **第三象限是低佣金率低市占率的券商**，这部分券商短期内降佣压力不大，但仍面临市场份额丢失的风险，亟待加快推进转型；
- **第四象限是低佣金率高市占率的券商**，代表券商是华泰证券和东方财富证券，这部分券商采取“互联网金融+低佣金”的竞争策略，具有领先的技术优势和成本优势。

随着业务的发展和竞争的加剧，中西部券商为主的第二象限券商（低市占率高佣金率）佣金率因市场竞争而被动下降但市场份额难以明显提升，逐步演化为第三象限券商（低佣金率低市占率）；第三象限券商市场份额也将逐步流失。最后，基于交易需求的客户向互联网金融体系发达的第四象限券商（低佣金率高市占率）转移；基于高端理财需求的客户向大型综合类券商为主的第一象限券商（高佣金率高市占率）转移。

图 22：上市券商经纪业务四象限分类模型



资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心；数据更新至 2018 年，部分券商取 2018Q1 数据

券商经纪业务转型的历程是逐步减少对于交易量和佣金率的依赖。早期由于证券交易还必须通过现场或电话下单，然后由交易所的“红马甲”（证券交易员）将指令输入交易主机，且券商营业部提供了投资者交流股票的场所，因此网点的数量和布局是券商的核心竞争力，客户与营业部之间的纽带更为紧密。随着佣金率的下降和营业部管理成本的提升，券商开始寻求开源节流的方式进行业务转型，一方面是通过开展信用交易业务，弥补了佣金率的下滑；另一方面是通过互联网开户降低了营业成本。2017 年后创新业务受限且市场交易日渐低迷，券商开始发力财富管理业务，短期以代销金融产品业务为突破口，长期将更多增加投资顾问费收入的占比。

表 11: 我国券商经纪业务模式演变

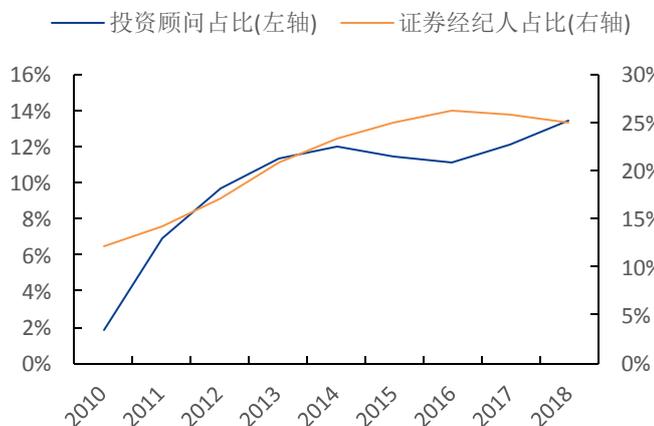
	第一阶段	第二阶段	第三阶段	第四阶段
时间段	2002 年以前	2002-2012 年	2012-2017 年	2017 年起
竞争模式	网点扩张+固定佣金	网点扩张+佣金战	信用交易业务扩张 互联网金融业务兴起	低佣金互联网零售模式和高佣金的财富管理 模式平分秋色
核心竞争力	网点	网点	成本和资金实力	资产定价能力和员工素质
收费模式	代理买卖证券佣金	代理买卖证券佣金	代理买卖证券佣金+利息净收入	代理买卖证券佣金+代销金融产品收入+投资 顾问费+利息净收入

资料来源: 安信证券研究中心整理

渠道、产品和客户是财富管理转型的三大要素。我们认为券商能否成功实现向财富管理转型, 需要满足三大要素: 渠道、产品和客户。具体来说, 需要具有完善的线上线下渠道布局(包括对应的高素质人员配置), 全面、丰富而专业的产品组合以及符合公司定位和扎实的客户基础。关于券商财富管理的研究详见我们于 2018 年发表的研究报告《券商经纪业务的转型之路》。

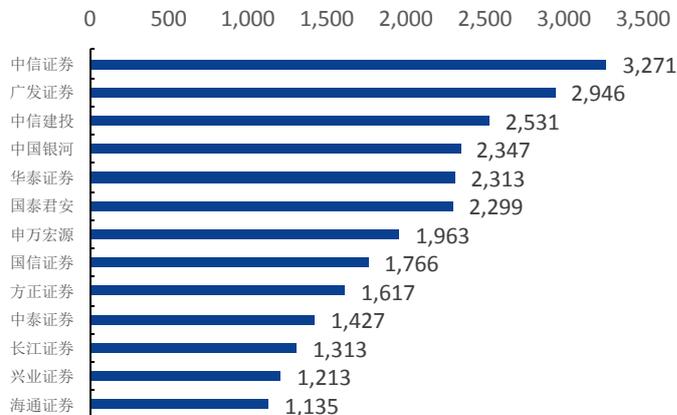
投顾人数激增, 财富管理转型趋势明朗。2018 年证券公司一般从业人员数量下降 1 万人, 同比下降 5%, 其中证券经纪人人数减少 6613 人, 同比下降 7.3%, 但是投资顾问人数逆势大增 2744 人, 同比增加 6.5%, 若截止今年 4 月份, 投顾人数同比大涨 5000 余人, 服务客户的高素质人才队伍逐步成型, 券商财富管理转型初显成效。投资顾问人数超 1000 人的有 13 家券商, 超过 2000 人的有 6 家, 分别为中信证券、广发证券、中信建投、中国银河、华泰证券和国泰君安。

图 23: 投顾人数占比趋势提升



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 24: 2018 年末投顾人数过千券商排名



资料来源: Choice, 安信证券研究中心

对机构客户覆盖范围和服务力度升级。一方面, 盈利成为各家券商研究中心的短期目标, 各家券商研究中心在头部客户中的竞争更为激烈, 只有专业、深度且有针对性的服务才能脱颖而出; 另一方面, 研究中心定位将出现分化, 提供的产品(服务)和目标客群出现一定差异化, 原有单一的业务模式将逐渐丰富、职能逐步提升。此外, 随着险资、银行理财和外资的逐步入市, 险资客户、银行理财子公司、QFII 客户均将成为券商重点发掘的对象。

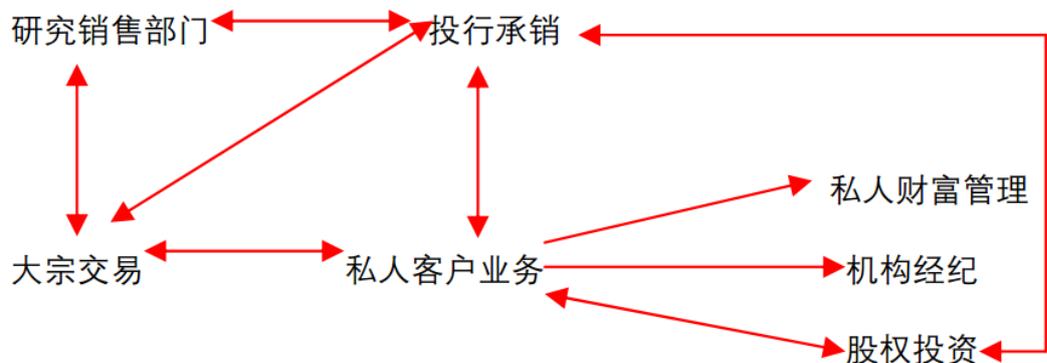
表 12：2018 年公募佣金分仓收入领先券商表现

排名	名称	分仓佣金(亿元)	营业收入(亿元)	占比
1	中信证券	4.01	372.21	1.08%
2	长江证券	4.06	43.69	9.29%
3	广发证券	3.43	152.70	2.25%
4	招商证券	3.05	113.22	2.69%
5	天风证券	2.66	32.77	8.12%
6	海通证券	2.71	237.65	1.14%
7	光大证券	2.69	77.12	3.49%
8	兴业证券	2.61	64.99	4.02%
9	东方证券	2.56	103.03	2.48%
10	国泰君安	2.54	227.19	1.12%
	合计	30.32	1424.58	2.13%

资料来源：Wind，安信证券研究中心

案例：高盛紧密的客户和业务关系网络。从海外经验来看，头部券商研究所不仅提供卖方服务，也支持自身业务的发展，甚至于在公司优势业务的研究方面形成领先的竞争优势。客户将不仅为研究中心服务付费，而是为一系列的多元服务付费（例如托管、代销、配资等），形成有效的业务协同。例如，高盛打造的研究部门成为众多机构投资者研究服务的最重要提供者，在股票市场、固定收益、经济基本面、大宗商品、投资组合策略以及全球市场方面进行客户关注的研究。研究人员注重内部协同，会将发现的业务机会传递给业务条线，实现研究拉动投行业务，帮助投资部门发现投资机会。高盛业务网络间具有明显的协同效应，其以研究报告作为流量入口，切入到全平台的交易环节。

图 25：高盛研究中心与其他业务协同



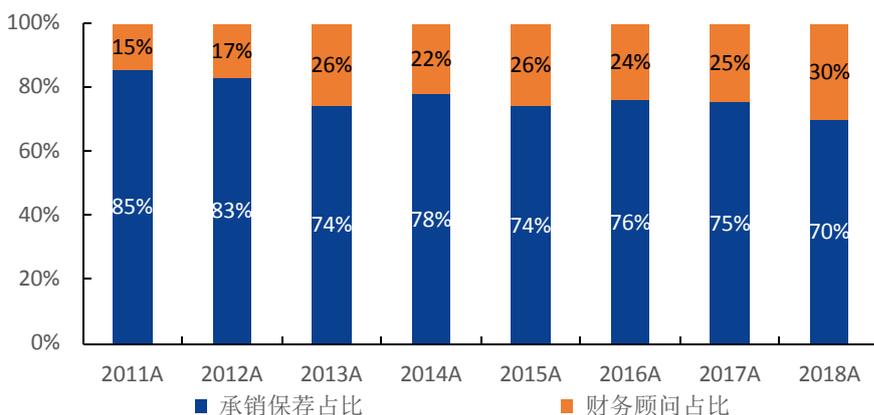
资料来源：《高盛是怎样炼成的》，安信证券研究中心

3.2. 投行：注册制转型

3.2.1. 业务痛点：受监管影响大，发行市场不够成熟

业务痛点之一：依赖承销业务，受监管影响大。我国投行业务收入主要包括承销与保荐、财务顾问收入两类，承销与保荐收入是投资银行收入贡献的主体，并购重组、新三板等财务顾问业务仅作为补充。2011—2018 年，承销与保荐占比虽有所下滑，但仍维持在 70%以上，投行收入结构单一，受承销业务变化影响较大。例如监管部门曾 8 次长时间暂停 IPO 发行，2018 年 A 股市场累计仅有 105 家企业实现成功 IPO，共计融资规模达 1375 亿元，同比下滑 37%，整体通过率仅为 56%。

图 26: 投行收入结构集中于承销业务



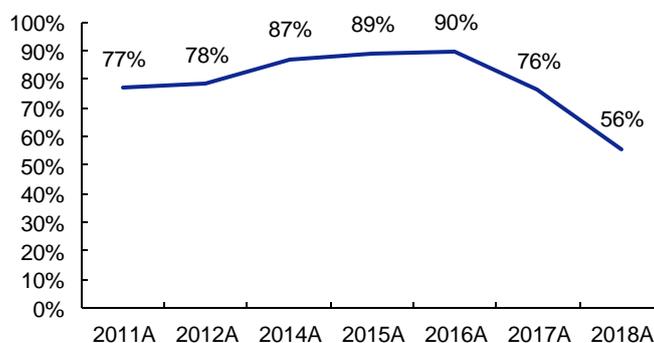
资料来源: 证券业协会, 安信证券研究中心

图 27: 投行收入持续下滑



资料来源: WIND, 安信证券研究中心

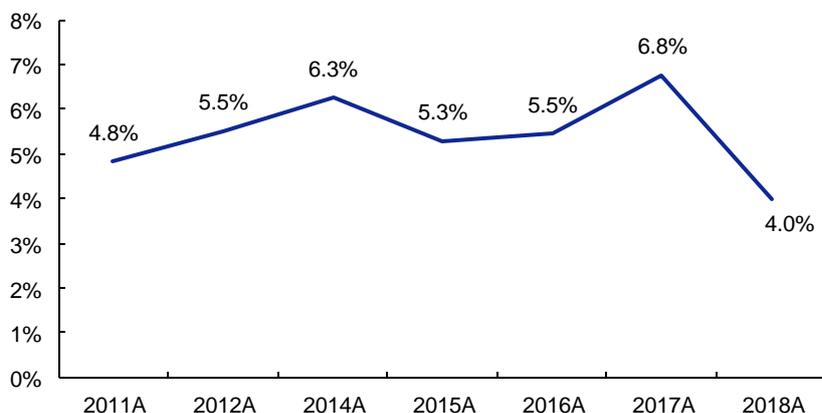
图 28: 2018 年 IPO 通过率下降



资料来源: WIND, 安信证券研究中心

业务痛点二: 市场价格战盛行, 根源在于发行市场不成熟。随着市场融资规模增速变缓, 市场空间有限的条件下, 获得客户的难度和成本提升, 部分券商为了提高市场占有率及占有优质客户资产而发起价格战, 导致承销费率持续下降, 2018 年整体承销费率降至 4%。其背后的根源在于我国发行市场不够成熟, IPO 是卖方市场, 新股不愁卖且不易破发, 因此券商开展 IPO 业务的核心在于价格和团队, 大小券商在承销能力方面的差异程度不太明显。

图 29: IPO 发行费率下降



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

业务痛点之三：券商资本实力偏弱，人才储备不足。2018年，131家证券公司总资产规模为6.26万亿，净资产为1.89万亿，净资本为1.57万亿，基本与2017年持平。与银行业14.38万亿的净资本相比，证券公司的整体实力偏弱，对国内金融体系影响力不足，也不能满足注册制和提升直融占比的要求。此外，本土券商在人才储备方面也与大型国际投行存在较大差距，对于注册制下的投行业务模式和衍生品做市业务模式等与发达国家已经较为成熟的业务模式相比还显得经验不足。

3.2.2. 业务趋势：向注册制转型，长期受益于直融占比提升

未来趋势之一：直融占比的提升对于投行部门的利好最为直接。券商是直接融资体系中重要的中介机构，因此投行将优先受益于直接融资体系繁荣预期，利好将直接投射在投行业务增量方面。值得注意的是，科创板试行保荐机构相关子公司跟投制度。除了直接的承销保荐增量业务收益，承销商的跟投能够为券商带来弹性较大的投资收益。因此，投行营收规模仍有较大上升空间，项目储备充足的头部券商将持续受益。截至2019年4月24日，项目储备排名靠前的为中信建投、中信证券、华泰联合证券、中金公司和招商证券。此外，科创板的推出还将拓宽退出渠道，为投行私募股权业务的发展提供助力。

表 13：券商储备项目梳理

保荐机构	已受理	已问询	合计	辅导	保荐机构	已受理	已问询	合计	辅导
中信建投	2	12	14	1	方正证券	0	1	1	0
中信证券	0	9	9	2	兴业证券	0	1	1	0
华泰证券	1	7	8	0	申万宏源	0	1	1	0
中金公司	0	7	7	2	瑞银证券	1	0	1	0
招商证券	3	3	6	0	南京证券	0	1	1	0
国泰君安	2	4	6	0	华菁证券	0	1	1	0
国信证券	2	3	5	1	华安证券	1	0	1	1
广发证券	1	2	3	0	国元证券	0	1	1	0
海通证券	0	3	3	1	国金证券	0	1	1	0
东兴证券	0	3	3	1	东莞证券	0	1	1	0
民生证券	0	3	3	0	德邦证券	0	1	1	0
天风证券	1	1	2	1	东方证券	0	1	1	0
光大证券	1	1	2	0	东吴证券	0	1	1	0
长江证券	1	1	2	0	中原证券	0	0	0	1
安信证券	0	2	2	0	华创证券	0	0	0	1
山西证券	1	1	2	0	华融证券	0	0	0	1
中天国富	0	1	1	0	未披露保荐人	0	0	2	5
中泰证券	0	1	1	1	合计（联合保荐不重复计算）	18	72	90	19

资料来源：Wind，安信证券研究中心；截至2019.4.24

未来趋势之二：定价成投行核心能力，组织结构逐步转型。我们认为注册制下国内券商投行的发展趋势和核心竞争力如下，具体分析详见我们于2019年初发表的深度报告《新角度看券商系列之一：科创板引领注册制，投行转型进行时》。

- **战略：差异化发展策略。**我们认为券商需要深度评估自身禀赋并确定差异化的竞争战略，大投行成为综合金融服务商，小投行专注细分领域做精品“投行”。
- **业务：定价为核心，承销是关键。**投行业务重点由保荐转向承销环节，因此定价能力成为发行成败的核心要素，机构客户资源成为券商重点争夺对象。
- **组织：客户需求为核心，优化人员强调协同。**投行将成长为客户提供全方位服务的综合服务商，一方面是由“以项目为中心”转变为“以客户为中心”，二是加强券商内部各部门之间的协同合作，且以配套的利益分配制度来保证合作的稳定性。国内投行原有的

人员配备无法满足业务发展的需要，人才队伍需更加充实和优化，投行队伍的结构将发生大的转变。

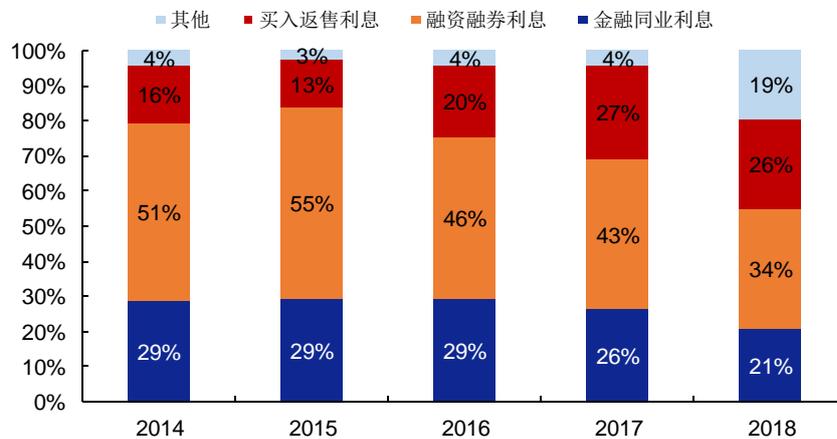
- **资本与风控：资本实力和风控水平持续提升。**注册制下，对投行的资本实力和风险控制水平要求更高，券商需要通过多渠道融资增强资本实力，并不断提升自身风险控制能力。

3.3. 信用交易：向广义融资类业务转型

3.3.1. 业务痛点：模式较为单一，风险管理能力差

信用交易的业务模式较为单一。我国本土券商利息收入主要来源于两融业务、同业存款业务及买入返售业务（2019 年部分券商将债息收入确认为利息收入），赚取利息收入的模式较为单一。2014 年至 2017 年，两融业务收入占比稳定在 40%至 50%区间，是信用交易收入的主要来源。两融业务实质是融资业务，与股市波动方向相同，因此难以做到逆周期管理，盈利能力不够稳定。2018 年末，受股指下跌影响，市场融资融券规模萎缩至 7557 亿元，同比下降 26%，拖累信用业务整体收入。

图 30：券商利息收入结构



资料来源：Wind，安信证券研究中心

券商风险管理能力较差，股权质押风险造成大规模减值。受股权质押新股、股市下跌和市场信用风险暴露等多方面的影响，2018 年券商股权质押风险暴露，导致券商开始逐步清理存量股权质押业务，减少增量业务。同时，券商大幅计提资产减值，2018 年可比口径上市券商资产减值计提大幅提升 57%，减值规模提升较多的券商包括中信建投（+14 倍）、第一创业（+6.2 倍）、国金证券（+6.1 倍）和西南证券（+6 倍）。

表 14：2018 年各上市券商资产减值计提大幅提升（亿元）

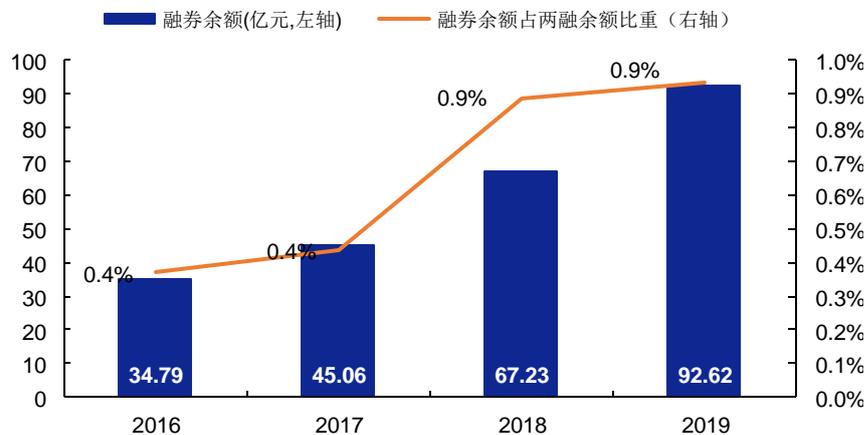
	买入返售金融 资产减值损失	YoY	融出资金 减值损失	YoY	其他减值 损失	YoY	资产减值 总计	YoY
中信证券	16.23	271%	0.58	-44%	5.30	-55%	22.1	28%
海通证券	2.56	56%	4.57	249%	9.34	-33%	16.5	-2%
中信建投	0.75	293%	10.76	4287%	0.03	-91%	11.5	1412%
国泰君安	6.69	330%	2.35	101%	0.74	-84%	9.8	32%
光大证券	3.98	-	0.19	-85%	3.65	13%	7.8	73%
兴业证券	5.96	687%	0.11	-96%	0.83	935%	6.9	105%
中国银河	0.36	95%	2.88	1540%	0.84	-87%	4.1	-40%
西南证券	-0.02	202%	-0.01	-219%	3.79	603%	3.8	595%
中原证券	2.1	2152%	0.15	-70%	0.95	460%	3.2	321%
广发证券	0.69	153%	-0.04	-	2.38	-36%	3.0	-24%
第一创业	1.49	1762%	-0.03	-136%	0.52	357%	2.0	611%
国金证券	0.53	292%	0.03	-76%	1.27	-23436%	1.8	619%
国海证券	0.79	839%	-0.02	-	0.87	55%	1.6	154%
国元证券	0.3	22%	-0.01	-102%	1.32	108%	1.6	24%
东方证券	1.11	-41%	0.24	-65%	0.22	-88%	1.6	-64%
招商证券	0.59	11%	0.59	-	0.06	-151%	1.2	206%
华安证券	0.24	177%	-0.12	-330%	0.56	321%	0.7	150%
天风证券	0.28	389%	-0.02	-148%	0.37	-53%	0.6	-28%
浙商证券	-0.35	-187%	-0.37	-	0.31	79%	-0.4	减值冲回
可比口径合计							140.9	57%

资料来源：Wind，公司公告，安信证券研究中心

3.3.2. 业务趋势：期待广义融资类业务发展前景

未来趋势之一：融券业务比重将稳步增长。目前，我国融资融券业务存在严重结构失衡。截至 2019 年 4 月 25 日，融资余额占两融余额比重为 99.1%，融券余额仅占 0.9%。而在成熟市场，例如根据万得数据，2018 年底美国融券交易占两融交易比重为 25.6%。2019 年，《上海证券交易所科创板股票交易特别规定》指出，为了提高市场定价效率，着力改善“单边市”等问题，科创板将实行 T+0 制度，即客户融券卖出后当日起即可通过直接还券或买券还券的方式向券商偿还融入证券，此次融券制度优化将拓宽融券券源。此外，随着机构客户的比例提升，券商融券业务规模将有很大提升空间。值得注意的是，在券源不足、融券业务对风险管理要求较高的背景下，融券业务的规模增长将主要给头部券商带来利好。

图 31：融券业务整体呈增长趋势



资料来源：Wind，安信证券研究中心

未来趋势之二：融资租赁业务成为部分券商新的着力点。在当前经济形势下，预计融资租赁业务规模会跟随经济增速持续缓慢增长。虽然经济下行会给融资租赁业务规模造成一定压力，但是从渗透率来看，2017年，我国融资渗透率（融资租赁业务量/全部租赁市场融资额）为6.8%，同期美国融资渗透率为21.6%。由此，在渗透率得到提升的前提下，我国融资租赁业务还有广阔的发展空间。与融资租赁明朗的发展前景相呼应，多家券商瞄准融资租赁，通过收购成熟的融资租赁公司或新设立融资租赁公司发展相关业务。其中，海通证券2014年收购香港恒信金融集团，同年，光大证券旗下光证金控、国泰君安投资管理有限公司分别在上海自贸区设立光大幸福国际融资租赁有限公司及国泰君安融资租赁（上海）有限公司。但与此同时，融资租赁业务重资产的性质给券商设立了高门槛，预计资本实力雄厚的头部券商将在融资租赁领域开展业务，但中小券商短期内仍将持观望态度。

案例：海通证券旗下恒信金融集团表现亮眼。海通证券对香港恒信金融集团的收购是通过收购开展融资租赁业务的典型案例。2014年，海通证券斥资7.15亿美元收购香港恒信金融集团。2016年至2018年，海通恒信的净利润由8.49亿元增长至13亿元，复合年均增长率达24.3%。2018年，海通证券的利息净收入为48.20亿元，同比增长31.49%，该增长主要来源于海通恒信贡献的融资租赁利息收入增加。

图 32：海通证券融资租赁利息收入贡献度逐年提升



资料来源：公司公告，安信证券研究中心整理

3.4. 大自营：转型交易投行，直投迎机遇

3.4.1. 业务痛点：业绩受市场方向性波动影响大

自营投资受市场方向性波动的影响较大，盈利不够稳定。2013年以来，券商整体自营收入同比增速随股指变化而波动明显，基本呈同向变动趋势，其相关系数达到0.82。在市场低迷的2016和2018年自营收益同比增速明显下降，而在市场向好的2014和2017年自营收益同比增速又明显提升。

图 33: 自营收益增速与股指涨跌幅同向变动



资料来源: 证券业协会, Wind, 安信证券研究中心

2018 年权益投资收益下降拖累业绩。2018 年沪深 300 整体下跌 25.3%，券商自营业绩快速下滑。2018 年上市券商自营收益 630 亿元，同比下滑 25%，综合自营收益率 2.8%。可比上市券商以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产规模同比增长 46%，自营业务对于券商当期利润的影响进一步提升。

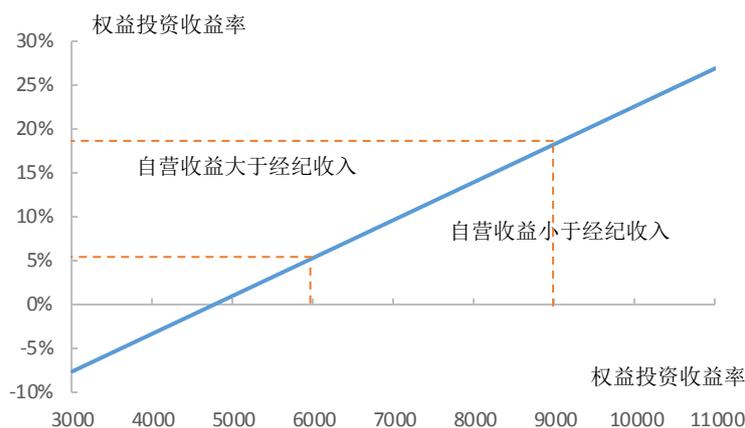
表 15: 2018 年公允价值变动计入当期损益的金融资产大幅增长

证券简称	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 (亿元)	YoY	证券简称	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 (亿元)	YoY
中信证券	2,474	39%	西南证券	271	21%
海通证券	1,772	77%	东北证券	200	151%
国泰君安	1,377	40%	天风证券	198	8%
华泰证券	1,222	45%	华安证券	172	81%
招商证券	1,001	37%	浙商证券	164	31%
申万宏源	943	91%	中原证券	139	83%
广发证券	883	40%	第一创业	122	43%
中国银河	603	108%	华创阳安	121	18%
光大证券	576	54%	国金证券	117	51%
中信建投	573	76%	国海证券	87	-34%
东方证券	520	8%	华鑫股份	69	650%
兴业证券	405	-3%	东方财富	56	108%
国投资本	379	29%	国元证券	30	55%
方正证券	346	1%	可比口径合计	14822	46%

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

权益投资对券商业绩的敏感性明显增强。在一定假设下（2019 年券商平均自营规模与结构 2018Q1 相同，固收投资收益率 4%，经纪业务佣金率万分之 3.2），我们发现在日均 6000 亿元股基交易额条件下，权益投资仅需实现 5% 以上的投资收益率即会出现“自营业务收入超过经纪业务收入”的现象。这与券商日益扩张的资本金、重资产化的经营模式和佣金率的总体下滑有关，IFRS9 准则和低基数效应还将放大自营业务的贡献。

图 34：权益收益率与日均交易量临界点分析



资料来源：安信证券研究中心整理

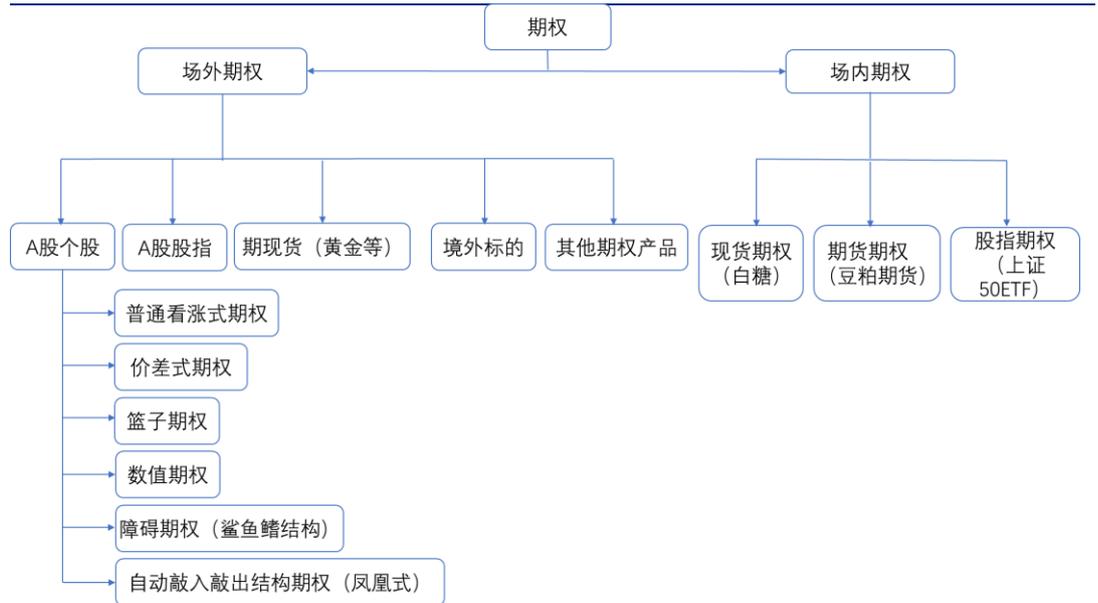
3.4.2. 业务趋势：转型交易投行，直投业务迎机遇

趋势之一：发展非方向性投资，受资产价格涨跌影响小。 主要包括股息收入、利息收入和对冲策略。股息收入是指券商对外投资入股分得的股息和红利收入；利息收入指券商将资金提供给他人使用或因他人占用企业资金而取得的收入，包括存款利息、贷款利息等；对冲策略指券商同时在股指期货市场和股票市场上进行数量相当但方向相反的交易，因盈亏相抵而锁定既得利润、规避股票市场系统性风险的行为。

趋势之二：转型交易投行，拓展衍生品做市业务。 以个股期权为例，个股期权是针对个别股票签订的期权合约，目前仅在场外交易。根据中国证券业协会和中证机构间报价系统股份有限公司发布的《场外证券业务开展情况报告》，场外期权业务包括以下几类品种：A 股个股、A 股股指、期现货（黄金等）、境外标的和其他期权产品，其中个股期权产品类型主要包括普通看涨式期权、价差式期权、篮子期权、数值期权、障碍期权（鲨鱼鳍结构）、自动敲出结构期权（凤凰式）等。场外期权的合约的条款没有明确的限制或规范，买卖双方不通过交易所，而是通过直接沟通和谈判，以签订协议的形式达成交易。

方向性投资关注价差，期权做市关注“费差”。 方向性自营赚取的是低买高卖的价差收入，对券商自营部门的判断能力要求很大，同时我国股市对冲工具较小且券商有时需要承担“救市”责任，因此券商自营投资风险较大。期权业务本质是一类信用交易业务，赚取的是期权费与业务成本（资金成本、对冲成本）之间的“费差”。其业务瓶颈在于外部的市场容量和自身的资本金规模与投资能力，其风险点在于券商是否严格执行了恰当的对冲策略，以及市场是否出现超预期的大幅波动。关于期权业务的具体业务模式和盈利模式，可以阅读安信非银团队于 2018 年度发布的深度报告《个股期权业务的机理及风险》。

图 35：我国期权产品体系



资料来源：证券业协会，安信证券研究中心

一级场外期权交易商掌握行业标准和定价权。2018 年证监会下发《关于进一步加强证券公司场外期权业务监管的通知》，允许部分业务领先券商继续开展场外期权业务，并确定了一级和二级交易商名单。二级交易商不能直接在市场做对冲交易，必须与一级交易商做对手盘，一级交易商有权利否决二级交易商的请求，因此行业标准和定价权掌握在一级交易商手中。

表 16：场外期权交易商名单

场外期权业务一级交易商名单	场外期权业务二级交易商名单		
广发证券	财通证券	长城证券	华西证券
国泰君安	东方证券	方正证券	南京证券
华泰证券	东吴证券	国金证券	山西证券
中金公司	国信证券	华安证券	安信证券
招商证券	海通证券	兴业证券	东莞证券
中信证券	平安证券	东兴证券	天风证券
中信建投	申万宏源	光大证券	
	中国银河	国联证券	
	浙商证券	华福证券	

资料来源：中国证券业协会，安信证券研究中心

趋势之三：直投业务逐步进入业绩兑现期。随着科创板发展提速，券商跟投机制有望让券商享受创投红利。目前券商跟投比例为科创板公司新发行股本的 2%-5%之间，且规定要通过旗下另类投资子公司以自有资金跟投，锁定期或长达 2 年，但这为券商提供了业绩增益并平衡营业收入的机遇。券商直接投资业务主要指对非公开发行公司的股权进行投资，即 Pre-IPO，投资收益通过后续企业上市或并购时出售兑现，但直接投资对券商资本要求较高，上限为净资本的 15%，尤其在投资项目较多的情况下，单笔直投会受限，因此资本雄厚的券商直投子公司的营业收入占母公司比略好于小券商。

表 17：2018 年部分上市券商直投子公司情况

公司名称	直投子公司名称	注册资本	营业收入	营业收入占母公司比
海通证券	海通开元	107	2.94	1.24%
国泰君安	国君创投	75	3.24	1.43%
华泰证券	华泰紫金	60	0.81	0.50%
国信证券	国信弘盛	41	3.91	3.90%
东方证券	东证资本	40	9.51	9.23%
中信证券	金石投资	30	-0.53	-0.14%
广发证券	广发信德	28	5.18	3.39%
长江证券	长江成长	28	0.70	1.61%
招商证券	招商致远	21	-0.15	-0.13%
中原证券	中鼎开源	20	0.73	4.40%
中信建投	中信建投资本	17	1.05	0.96%
天风证券	天风天睿	15	2.38	7.25%
第一创业	一创投资	12	0.62	3.47%
国元证券	国元股权	10	0.62	2.44%
国海证券	国海创新	10	1.13	5.33%
山西证券	山证投资	10	0.87	1.27%
国金证券	国金鼎兴	10	1.18	3.14%
中国银河	银河源汇	10	0.72	0.73%
方正证券	方正和生	9	1.53	2.68%
西南证券	西证股权	8	0.68	2.50%
兴业证券	兴证创新	7	1.89	2.91%
长城证券	长城长富	6	0.29	1.07%
东北证券	东证融通	6	1.27	1.87%
申万宏源	申万投资	5	0.74	0.48%
申万宏源	宏源汇富	5	0.10	0.07%
浙商证券	浙商资本	5	0.03	0.08%
南京证券	巨石创投	3	0.17	1.42%

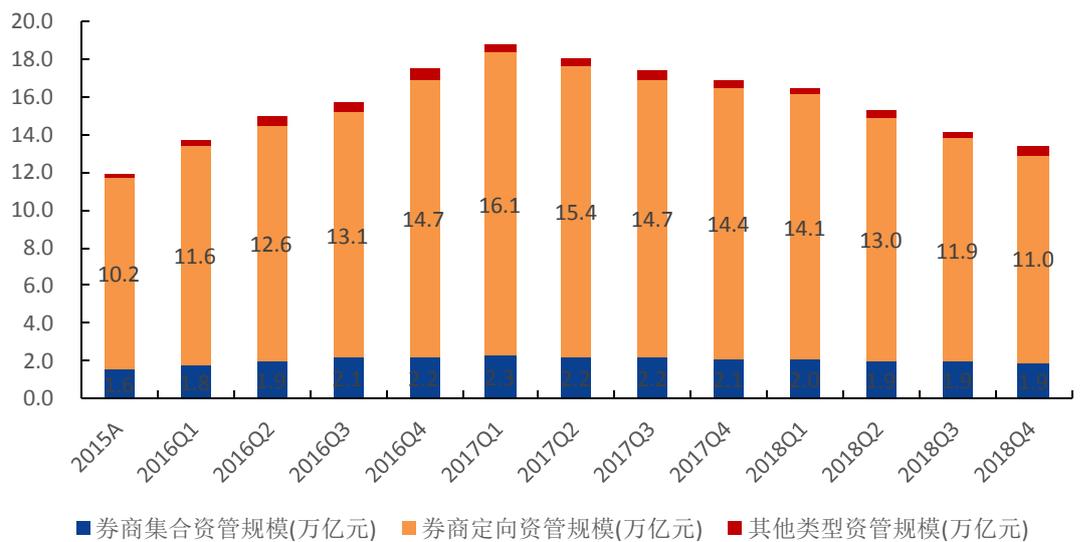
资料来源：公司年报，安信证券研究中心

3.5. 大资管：主动管理转型

3.5.1. 业务痛点：依赖通道业务，有量无价

券商依赖于通道业务，受资管新规影响大。根据中国基金业协会统计，2018 年末资管规模较三季度末继续缩减，由 14.2 万亿元降至 13.4 万亿元。其中定向资管规模下降幅度较大，由 11.85 万亿元降至 10.99 万亿元，符合“去通道”的监管方向，集合资管规模由 1.93 万亿元微降至 1.91 万亿元，主要是去除其中“资金池业务”和小部分通道类资管业务。

图 36: 2018 年券商定向资管规模明显缩水

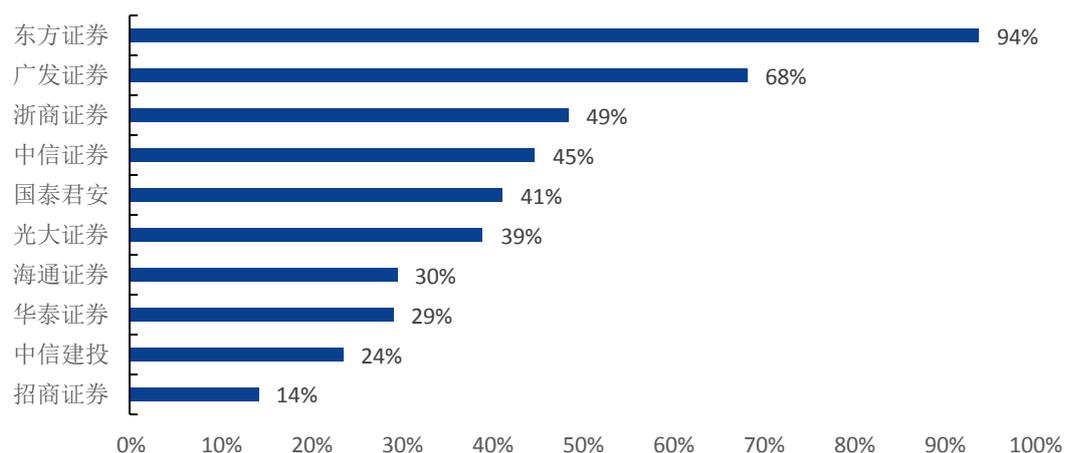


资料来源: Wind, 安信证券研究中心

3.5.2. 业务趋势: 转型主动管理

资管新规靴子落地, 主动转型大浪淘沙。2018 年资管新规及细则落地, 我们认为调整后的资管新规做了一定的“柔性化”处理, 降低了去杠杆过程中的压力和风险, 但主动管理转型趋势不变。我们认为以往券商资管依靠牌照优势和监管套利实现快速发展, 资管新规落地后券商资管将面临银行理财、公募、信托等资管机构的直接竞争, 机构和高净值客户黏着难度加大。由于主动型资管资金占用高、业务难度大, 主动管理能力强或综合实力突出的券商将获得市场集中红利; 中小券商市场竞争力明显下降, 可能寻求特色化发展路径, 例如 2018 年东方证券主动管理比例高达 94%, 位居上市券商之首。

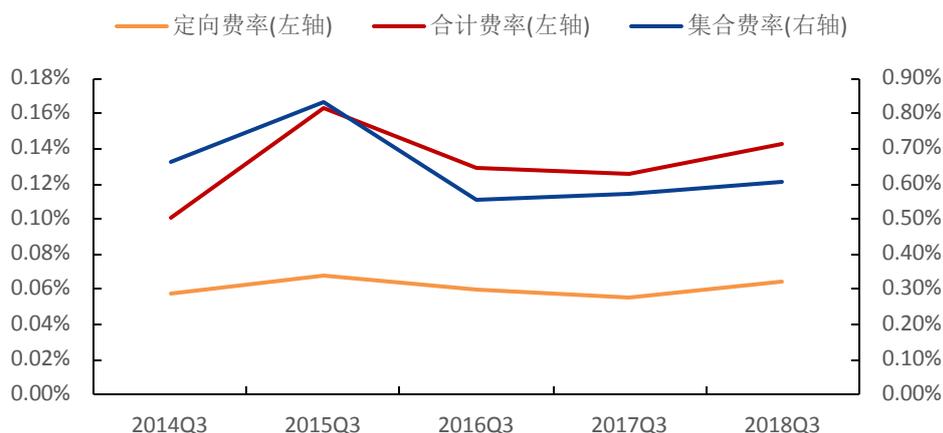
图 37: 2018 年末券商资管主动管理占比



资料来源: Wind, 基金业协会, 安信证券研究中心

资管费率现上升趋势, 有量无价现象缓解。券商依赖通道业务, 定向资管规模占比最大, 但费率最低。随着主动管理转型, 券商定向资管费率由 2017 年第三季度的 0.056% 上升至 2018 年第三季度的 0.065%, 与之相比, 集合资管费率大幅上升至 0.606% (+0.034pcts), 有量无价现象有所缓解。

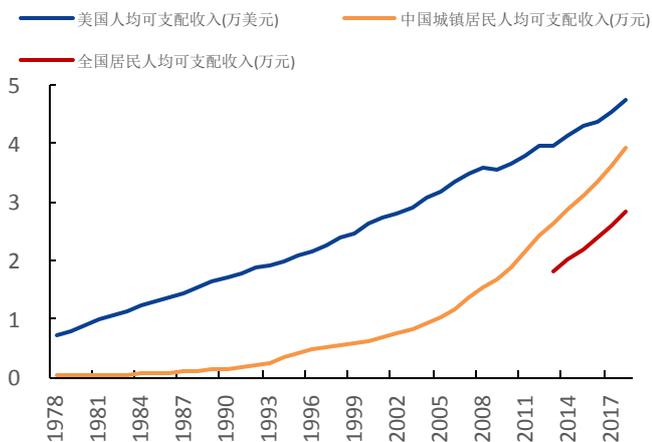
图 38: 三季度同期费率有上升趋势



资料来源: 安信证券研究中心

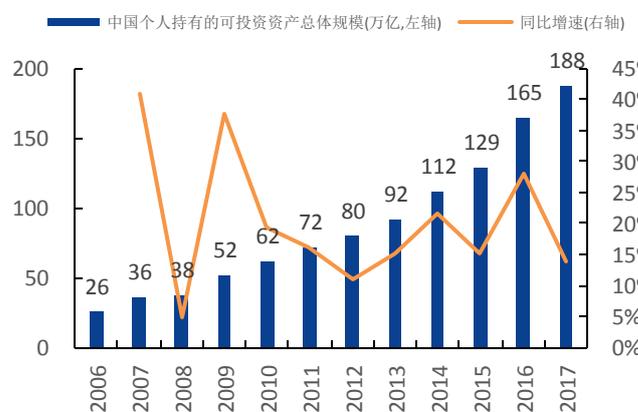
中国居民可投资资产规模持续增长, 业务前景可期。2018 年美国人均可支配收入 47436 美元, 同期国内仅为 28228 元, 差距明显。随着经济的发展, 居民财富逐步提升, 同时也将激发人们对资产保值增值的需求。根据贝恩公司和招商银行在 2009 年、2011 年、2013 年和 2017 年发布的《中国私人财富报告》, 我国个人持有的可投资资产总体规模在 2017 年达到 188 万亿元, 同比增长 14%, 而 2006-2017 年的年复合增速达到 20%, 增长趋势明显。

图 39: 中美人均可支配收入对比



资料来源: 国家统计局, Wind, 安信证券研究中心

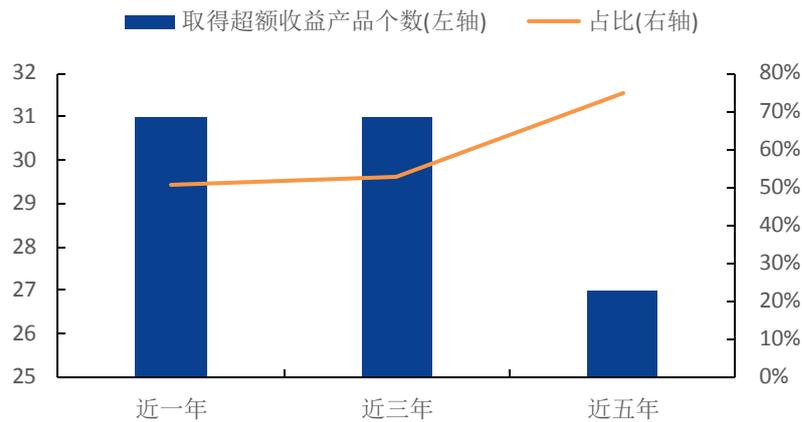
图 40: 中国个人持有的可投资资产总体规模



资料来源: 贝恩公司&招商银行, Wind, 安信证券研究中心

海外投行主动管理能力出众, 转型主动管理大势所趋。美国共同基金投资机构中以独立成立的投机机构为主, 其投资银行旗下的投资机构家数占总体家数比重仅为 2%, UBS、摩根大通、摩根士丹利和高盛的资管业务排名靠前。在激烈的行业竞争中, 美国投行充分发挥品牌效应, 主动管理能力出众。以摩根大通为例, 近些年其所发权益产品跑赢基准指数的个数占同类总产品的比重均超过 50%, 管理业绩出众。

图 41：近年来摩根大通超 50%的权益产品取得超额收益



资料来源：公司官网，安信证券研究中心

3.6. 国际业务：走出去，成熟化

3.6.1. 业务痛点：异地管理能力弱，开放程度低

业务痛点之一：券商海外子公司占母公司营业收入比重不足。2017 年券商海外子公司营业收入贡献母公司营收达到 20%的只有两家，达到 10%的也只有 5 家，海外子公司营收能力偏弱，业务贡献有待提高。反观高盛、摩根士丹利和美银美林等国际一流券商，海外营收贡献度均超 20%，其中高盛贡献度接近 40%，差距明显。若根据 2017 年 7 月 6 日证监会发布的《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》中针对券商境外子公司的新增加分项细则，2017 年仅有海通证券和中金公司可加 2 分，券商海外业务收入还有巨大提升空间。

表 18：2017 年券商海外子公司占母公司营业收入比重与国际投行对比

国内券商	海外营收占比	国际投行	海外营收占比
海通证券	25.58%	高盛	39.50%
中金公司	20.67%	摩根士丹利	26.69%
中信证券	12.24%	美银美林*	13.48%
中原证券	10.38%		
东兴证券	10.33%		

资料来源：证券业协会，安信证券研究中心；美银美林为 2016 年数据

业务痛点之二：海外布局地域有限，空间亟待扩展。券商海外子公司地域布局大都于香港和东南亚地区，地域分布明显狭隘。若观高盛、摩根士丹利、美银美林和野村等国际一流投行，业务布局均覆盖全球 30 多个国家和地区，其中美银美林更是在全球 40 余国和地区有业务收入，国际化扩张步伐明显优于国内券商。究其原因，主要还是国内券商竞争力不足、业务能力与国际投行有明显差距。

业务痛点之三：制度受限，海外发展遭遇瓶颈。首先，国内特殊的外汇审批制度对券商海外子公司的发展有一定阻碍。截止 2018 年获批的 QDII 额度合计 107.6 亿美元，较 2017 年 91.7 亿美元同比增长 17%，但总规模依然不高，券商开展跨境业务总量受限。其次，国内外监管政策差异阻碍内资券商规模扩大。如中国证监会《证券公司和证券投资基金管理公司境外设立、收购、参股经营机构管理办法》明确规定有“在境外设立、收购子公司或者参股经营机构的条件有证券公司净资产不低于 60 亿元人民币且持续经营原则满 2 年”等五大重要内容，全国 131 家券商中仅有 70 余家券商达到标准。此外，境外资本市场与境内发展阶段不同，制度规定和市场运行惯例存在差异。东道国不确定的制度变更会给外国投资企业的经济利益带来影响，内资券商尚未具备完全的应对能力。

表 19：截止 2018 年券商获批 QDII 额度

机构名称	批准日期	额度(亿美元)
中国国际金融有限公司	2014.12.28	22
广发证券资产管理(广东)有限公司	2018.05.30	17
中信证券股份有限公司	2018.05.30	10.8
国信证券股份有限公司	2015.01.30	10
上海海通证券资产管理有限公司	2015.01.30	8
安信证券股份有限公司	2018.06.28	6.5
上海国泰君安证券资产管理有限公司	2014.12.28	4.5
招商证券资产管理有限公司	2014.11.27	4
申万宏源证券有限公司	2015.01.30	4
银河金汇证券资产管理有限公司	2013.01.24	4
华泰证券(上海)资产管理有限公司	2018.04.24	3
上海光大证券资产管理有限公司	2015.01.30	3
中银国际证券有限责任公司	2014.12.28	3
中信建投证券股份有限公司	2018.05.30	2.6
兴证证券资产管理有限公司	2018.04.24	2.2
太平洋证券股份有限公司	2014.04.30	2
国金证券股份有限公司	2018.06.28	1
合计		107.6

资料来源：国家外汇管理局，安信证券研究中心

3.6.2. 业务趋势：增强对国际业务的支持力度

业务趋势之一：增资海外子公司，增厚资本实力。随着对外开放力度的不断增强，已设立海外子公司的券商通过不断向其增资，可以扩大子公司的资本实力。一方面，子公司通过增资可以开拓经营规模，拓宽业务范围，为母公司贡献更多业绩增量；另一方面，提升子公司实力，在参与国际业务过程中提高公司信用、赢得客户信任，进而在国际竞争中取得优势。

表 20：2017-2019 年 4 月券商增资海外子公司案例梳理

证券公司	子公司	增资金额
方正证券	方正证券(香港)金融控股有限公司	3 亿港元
东兴证券	东兴证券(香港)金融控股有限公司	12 亿港元
方正证券	方正证券(香港)金融控股有限公司	1 亿港元
山西证券	山证国际金融控股有限公司	5 亿港元
方正证券	方正香港金控	6 亿港元
广发证券	广发控股(香港)有限公司	52.37 亿港元
东方财富	东方财富国际证券有限公司	不超过 2,000 万美元
西南证券	西证国际投资有限公司	5.7 亿港元
国信证券	国信证券(香港)金融控股有限公司	不超过 10 亿港元

资料来源：公司公告，安信证券研究中心

业务趋势之二：经营地域拓宽，布局全球化市场。内资券商境外子公司主要布局在香港和东南亚地区，但在资本全球化浪潮和中国坚定金融双向开放的背景下，国内券商走出去是必然趋势。一方面，国内券商在参与国际竞争格局中可以学习国际一流券商运营经验，提高自身经营管理能力；另一方面，国内券商能够获得更多海外业务空间，增厚自身业务经营规模。

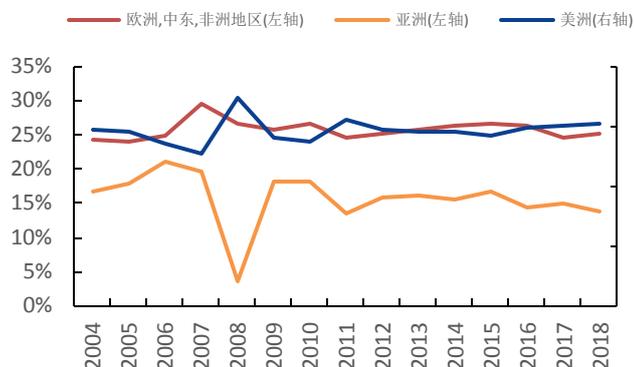
表 21：2017 年券商境外业务扩张情况

证券公司	设立地点	设立方式	分支机构类型
国泰君安	中国香港、新加坡、美国特拉华州、英属维京群岛	设立	子公司
海通证券	中国香港、欧洲、美洲、新加坡、日本、印度	设立、收购、参股、增资	代表处、子公司、其他（分行）
华泰证券	中国香港、美国、开曼群岛、英属维京群岛	设立、收购	子公司
西南证券	开曼群岛	设立	子公司
中金公司	中国香港、新加坡、英国、美洲	设立、收购	有限公司（子公司）、有限合伙、办公室
中国银河	新加坡、马来西亚、泰国、印尼、中国香港、韩国、印度、美国、英国	设立	子公司
中国中投	中国香港	设立	子公司
中信建投	中国香港	设立	子公司
中原证券	美洲	参股	海外机构

资料来源：《中国证券业发展报告 2018》，安信证券研究中心

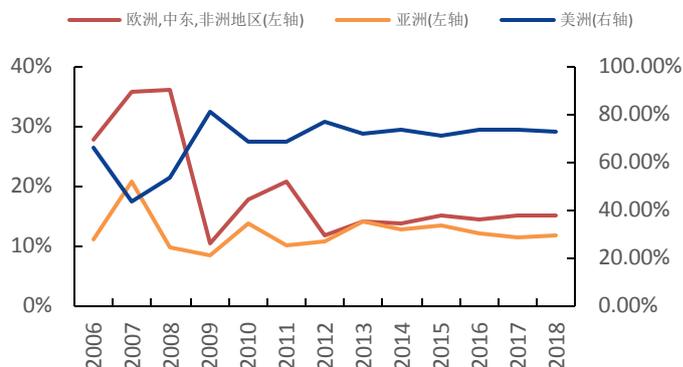
国际大投行在全球化浪潮中更进一步。从上世纪 80 年代开始，高盛、摩根士丹利、美银美林和野村等国际一流券商在全球化浪潮的推动下早已开始国际化扩张步伐，业务均覆盖全球 30 多个国家，海外收入占其总收入的比重亦均超 10%，且维持稳定，基本实现了全球化经营。这些国际一流券商具备雄厚的资本实力和海外市场经验，也知道因地制宜、扬长避短地制定海外国家的发展战略。在我国扩大金融对外开放的背景下，它们在业务上将成为内资券商强有力的竞争者。

图 42：高盛地区营收分布



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 43：摩根士丹利营收地区分布



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 44：高盛海外业务收入及占比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 45：摩根士丹利海外业务收入及占比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

4. 投资建议和风险提示

券商股迎接震荡上涨行情，改革带来正反馈效应。我们认为券商股可能将迎来较长时间的震荡波动行情，震荡的根源在于两个方面：短期市场环境波动导致传统业务业绩波动和长期增量业绩的兑现进程。2019年我们看好全年券商自营投资收益和市场交易量（含两融）的大幅改善，投行传统业务回暖且增量业务落地，衍生品业务将稳步推进；长期我们坚定看好新一轮资本市场改革的持续性和政策效果，当券商传统业务转型取得明显进展且增量业务进入到相对成熟的阶段，券商盈利能力将提升到一个更高的水平当中。因此，我们预计券商股将迎来震荡性上行的行情。

短期关注自营弹性，把握波段机会。券商业务模式的转型升级并非一蹴而就，短期内券商传统业务的盈利能力仍依赖于股市的方向性波动，其中关键在于券商自营收益的改善幅度。增量业务方面，我们看好科创板落地为券商投行和直投带来增量收入，衍生品业务也将稳步推进。

建议短期关注具备业绩弹性、估值具有修复空间的中小券商，把握波段机会。推荐：东方证券，关注：东吴证券/东北证券/西南证券。

长期来看，券商业务模式在市场改革中转型升级。我们看好金融供给侧改革对于资本市场转型升级的重要作用，改革红利将成为券商新一轮盈利能力提升的核心驱动因素。我们认为券商各项业务将伴随资本市场改革而逐步解决经营痛点，例如：经纪业务降低对于交易量和佣金率的被动依赖，发展具备成长性、与市场短期波动关联性相对较小且存在一定门槛效应的财富管理业务和机构业务；投行业务向注册制转型，科创板和 CDR 带来增量业务，存量业务中的 IPO、再融资、债券发行和并购重组业务均出现回暖迹象；自营方面，券商发展非方向投资提升盈利逆周期性，头部券商转型交易投行享受资本市场升级和市场集中红利，科创板券商跟投机制让直投子公司逐步进入业绩兑现期；信用交易业务模式预计将更为丰富，资管加速向主动管理转型，券商国际化布局更进一步。

头部券商更具备长期竞争优势和成长空间，看好龙头券商长期享有资本市场升级红利。长期标的推荐：中信证券/海通证券/国泰君安；H 股中金公司。

风险提示：自营投资风险/业务转型进展不及预期/政策变化风险。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张经纬声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
北京联系人	苏梦		sumeng@essence.com.cn
	孙红	18221132911	sunhong1@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	夏坤	15210845461	xiakun@essence.com.cn
	胡珍	0755-82528441	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-23991945	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-23919631	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-23947871	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82714067	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-23984253	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034