

证券 II 行业

从盈利模式变化看证券未来投资主线

核心观点:

● 历史: 盈利模式由单一走向多元

从 1987 年中国第一家证券公司成立至今, 中国证券行业已经走过了 30 余年的发展历程。回顾过往, 证券行业逐步由稚嫩走向成熟, 盈利模式也由单一走向多元。抛开早期盈利模式草莽式探索阶段, 以 2001 年为起点, 大致可以分为三个阶段: 1) 2001-2005 年: 证券行业发展面临内忧外患, 股市承压下行, 交投萎靡; 券商自身经营混乱, 行业常年处于亏损状态, 以致挪用客户保证金; 此时收入结构较为单一, 以自营业务与佣金收入为主。2) 2006-2011 年: 伴随股权分置改革以及行业三年整治的完成, 证券行业迎来了新兴发展时期, 在高佣金率支撑下, 经纪业务成为券商收入的主要来源; 同时, 随着中小板、创业板开闸, 投行业务收入快速提升。3) 2012-2018 年: 创新业务持续推出, 以两融、资管等为代表的创新业务重塑了券商盈利的模式, 券商盈利模式走向多元, 行业发展迎来第二春。

● 未来: 三大高 ROA 业务将成新的增长点

虽然国内券商业务结构正逐步优化, 对经纪业务依赖减弱, 但与以摩根士丹利为代表的国际投行相比, 盈利来源更偏重“靠天吃饭”的传统业务, 而财富管理、FICC 等创新类业务仍占比较低。复盘美国投行过往 40 年历程, 我们发现其最核心的发展主线是通过资本中介业务(客户资产再抵押)提升杠杆倍数, 再利用杠杆净融入资金在风险中介业务(FICC 等)上获利, 而投行业务和财富管理业务则为发展次线。囿于政策与业务的双重约束, 国内证券行业杠杆倍数难以实质性提升, 因此提升 ROE 的重任将落在提升 ROA 肩上。从最近 2-3 年国内证券行业实践来看, 衍生品业务(场外个股期权、股票期权等)、投行资本化业务(投行+私募股权基金)、财富管理业务是前景广阔的高 ROA 业务。

● 按图索骥, 围绕三条主线, 推荐头部券商

1) 衍生品业务方面, 对外开放促使金融市场产品丰富, 衍生品业务发展空间广阔。券商竞争优势取决于市场份额和风控定价能力, 寡占市场下龙头券商具有显著优势。2) 投行资本化业务方面, 根据中国证券业协会公布数据, 2010 年至今内地券商投行业务收入占总营收比重已达 10%-15%, 绝对规模仍有较大提升空间。券商投行资本化能力主要看两个方面, 一是传统投行业务能力, 二是资本化业务规模。3) 财富管理业务方面, 我国居民财富高速积累, 财富管理市场渗透率偏低, 券商发展潜力巨大。对标海外投行, 在业务渠道、产品端实力、服务质量和并购能力等方面占据优势的头部券商财富管理竞争力强。

综上, 我们看好衍生品、投行资本化和财富管理等三大业务中长期提升券商的盈利水平, 建议关注具有领先优势的中金公司(03909.HK)、中信证券(600030.SH、06030.HK)、华泰证券(601688.SH)/HTSC(06886.HK)等头部券商。

● 风险提示

1. 宏观经济下行, 可能导致证券公司资产质量承受压力; 2. 金融市场开放对国内证券行业形成过大冲击; 3. 证券行业创新不足导致过度同质化经营。

行业评级

买入

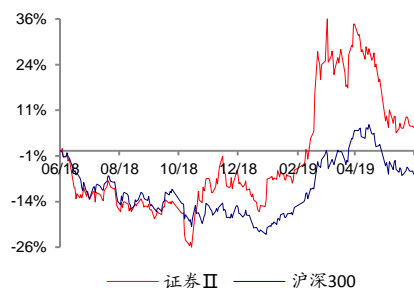
前次评级

买入

报告日期

2019-06-06

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: 四月业绩有所回落, 证券行业仍具发展潜力

2019-05-09

——证券行业 4 月经营数据

点评

证券 II 行业: 自营与经纪表现

2019-05-07

良好, 贝塔属性一览无余

证券 II 行业 2018 年报总结:

2019-04-16

逆境与突破, 证券行业迎来

战略发展期

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	合理价值	EPS(元)		PE(x)		PB(x)		ROE(%)		
			收盘价 (20190605)	报告日期		评级	(元/股)	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E
海通证券	600837.SH	CNY	12.73	20190426	买入	17.10	0.75	0.98	16.97	12.99	1.16	1.06	7%	9%
华泰证券	601688.SH	CNY	18.96	20190430	买入	26.60	0.96	1.17	19.82	16.26	1.34	1.34	7%	9%
中信证券	600030.SH	CNY	20.33	20190429	买入	28.90	1.31	1.61	15.52	12.63	1.35	1.35	10%	11%
海通证券	06837.HK	HKD	7.94	20190426	买入	12.90	0.75	0.98	9.33	7.14	0.64	0.58	7%	9%
HTSC	06886.HK	HKD	11.98	20190430	买入	18.60	0.96	1.17	11.04	9.06	0.79	0.75	7%	9%
中信证券	06030.HK	HKD	13.98	20190429	买入	20.90	1.31	1.61	9.40	7.65	0.90	0.82	10%	11%
中金公司	03908.HK	HKD	13.72	20190401	买入	21.00	1.19	1.37	10.16	8.82	1.29	1.18	12%	12%

注：A+H 股上市公司的业绩预测一致，切货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按及其汇率折合为人民币计算所得。

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

历史：盈利模式由单一向多元	6
2001-2005：行业常年亏损，以自营和经纪业务为主	6
2006-2011：资本市场大力改革，证券行业迎来以经纪业务为主的新阶段	8
2012-2018 年：创新业务持续推出，券商盈利模式走向多元	11
未来：从中美券商差异看中国证券行业发展方向	16
中美业务差距比较	16
美国模式：中介业务&财富管理双核驱动	17
围绕衍生品、投行资本化、财富管理构建盈利模式新增长点	18
围绕三条主线，推荐头部券商	22
衍生品：关注寡占市场下的龙头券商	22
投行资本化：关注传统投行业务及资本化业务突出的券商	23
财富管理：按图索骥，关注四要素优势突出的券商	24
风险提示	27

图表索引

图 1: 证券行业 2001 年-2018 年营业收入及净利润 (亿元)	6
图 2: 2000 年-2005 年上证综合指数 (点)	7
图 3: 全部 AB 股月度日均成交额 (亿元)	7
图 4: 2001 年-2005 年证券行业净利润 (亿元)	7
图 5: 中信证券 2001 年-2005 年营收拆分	8
图 6: 宏源证券 2001 年-2004 年营收拆分	8
图 7: 2000 年-2007 年 A 股总市值 (左轴, 亿元) 与增长率 (右轴)	9
图 8: 证券行业 2005 年-2011 年营业收入与净利润 (亿元)	10
图 9: 证券行业 2006 年-2011 年收入拆分	10
图 10: 券商再融资金额 (左轴, 亿元) 与项目数 (右轴, 个)	11
图 11: 2012-2015 券商行业营收与净利润 (亿元)	12
图 12: 2011-2015 券商行业营业收入构成	12
图 13: 券商资管业务净收入 (左轴, 亿元) 与资管业务占营业收入比例 (右轴)	13
图 14: 券商受托管理资金本金总额 (亿元)	13
图 15: 券商定向资管规模 (左轴, 亿元) 与数量 (右轴, 只)	14
图 16: 券商融资融券利息净收入 (左轴, 亿元) 与增长率 (右轴)	14
图 17: 券商融资融券余额 (亿元)	14
图 18: 券商自营业务收入 (左轴, 亿元) 与占营业收入比例 (右轴)	15
图 19: 券商自营业务投资规模 (亿元)	15
图 20: 2010-2018H 佣金率变化	15
图 21: 龙头券商与行业平均经纪业务占比情况	16
图 22: 中国券商行业近五年业务收入构成	16
图 23: 摩根士丹利近五年业务收入构成	16
图 24: 美国证券行业经营杠杆倍数 (倍)	17
图 25: 资本中介业务为投行净融入资金规模 (单位: 亿美元)	17
图 26: 剔除客户资产再抵押后美国投行杠杆倍数 (倍)	18
图 27: 50ETF 月成交量 (张)	19
图 28: 证券公司场外衍生品月度新增交易情况 (亿元)	19
图 29: 证券公司新增衍生品交易集中度情况	19
图 30: 券商交易对手占比变化: 私募机构和银行	20
图 31: 场外衍生品参与者结构变化	20
图 32: 人均 GDP (元)	21
图 33: 中国个人可投资资产总体规模 (左轴, 万亿元) 与同比增速 (右轴)	21
图 34: 证券公司场外衍生品新增交易集中度	22
图 35: 2019 年 2 月场外衍生品新增交易量分布 (亿元)	22
图 36: 按图索骥, 对标国内	25

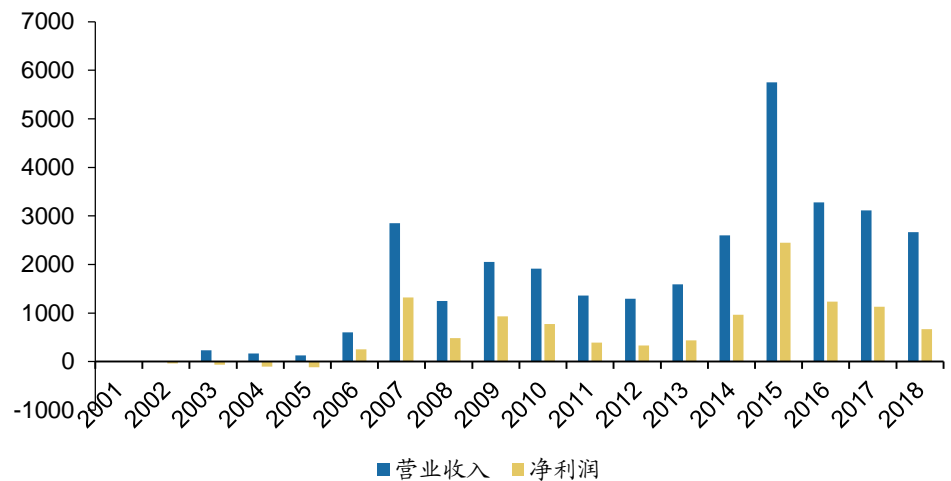
表 1: 证券公司三年综合治理结果展示	9
表 2: 2007 年-2008 年券商上市情况	11
表 3: 2011-2012 年部分政策梳理	12
表 4: 截至 2017 年末, 券商规模居前的私募股权基金和另类投资业务情况 (亿元)	21
表 5: 券商场外交易商分类	23
表 6: 2015-2018 年 11 月 IPO 及增发总额与数量主承销商排名 (部分)	23
表 7: 2017 年末部分券商私募股权基金和另类投资业务情况 (单位: 亿元)	24
表 8: 券商客户资产数据对比	26
表 9: 2017 年部分券商股基交易市场份额与代销总金额 (单位: 亿元)	26

历史：盈利模式由单一向多元

从1987年中国第一家专业证券公司--深圳特区证券公司成立至今，中国证券行业已经走过了30余年的历程。回顾过往，证券行业逐步由稚嫩走向成熟，收入由低走高，业务模式逐步优化，收入结构由单一走向多元。

抛开早期盈利模式草莽式探索阶段，我们以2001年为起点，可以将券商盈利模式变迁分为三个阶段：2001年-2005年，证券行业尚处于幼稚阶段，常年亏损，收入以自营业务与佣金收入为主；2006年-2011年，在市场与行业的双重改革下，券商行业焕然一新，经纪业务开始占据券商收入的主导地位，在中小板、创业板开板带动下，投行业务再次崛起；2012年后，创新业务崛起，两融、资管、自营业务迎来新发展，收入结构逐步多元化。

图1：证券行业2001年-2018年营业收入及净利润（亿元）



数据来源：证券业协会、广发证券发展研究中心

注：2001年、2002年营业收入数据缺失；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，下同。

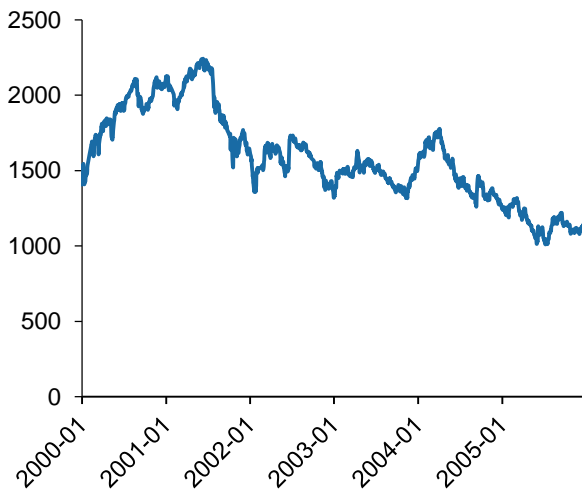
2001-2005：行业常年亏损，以自营和经纪业务为主

21世纪初，证券行业发展面临内忧外患，外部环境中，股市承压下行，交投萎靡；内部条件下，券商自身经营混乱，行业常年处于亏损。此时券商收入结构较为单一，以自营业务与佣金收入为主。

A股市场整体承压，交投萎靡

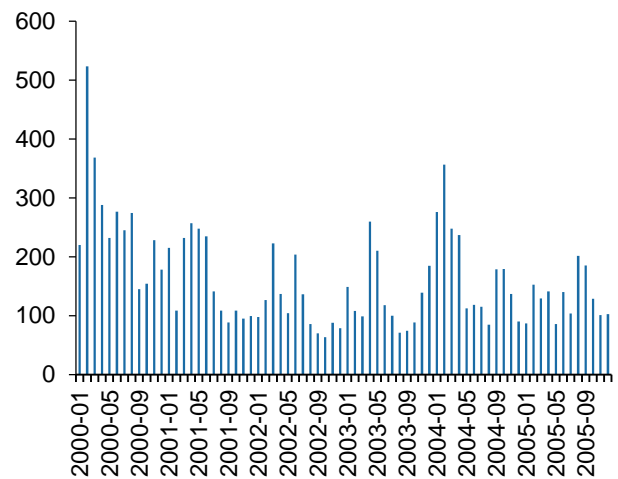
21世纪初，我国股市呈下行趋势，成交量日益萎缩。上证综合指数从2001年最高的2245点下滑至2005年最低的998点；从成交额角度看，2001年后全部AB股月度日均成交额在100亿元左右浮动，交投萎靡。市场环境的低迷使得早期靠天吃饭的券商收入也不断走低。

图2: 2000年-2005年上证综合指数(点)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图3: 全部AB股月度日均成交额(亿元)

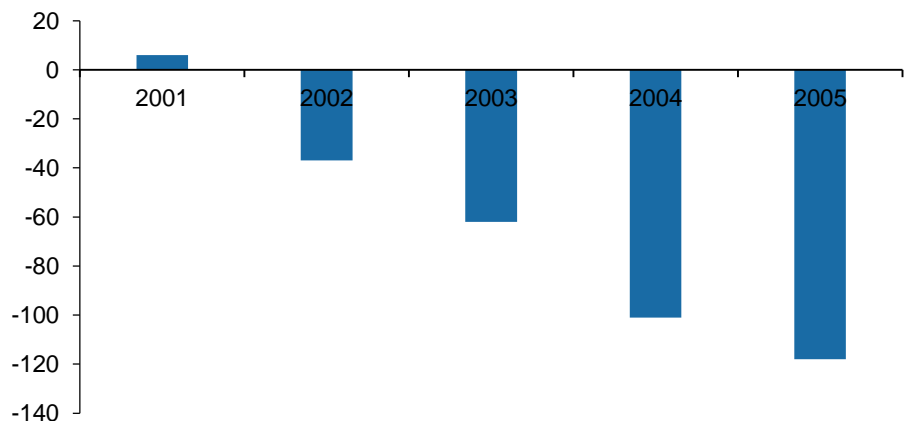


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

证券公司自身经营管理混乱, 处于长期亏损

券商管理模式混乱, 行业乱象频频发生。21世纪初期, 我国证券公司的发展尚处于幼稚阶段, 自身运营与风险控制能力较弱, 监管不到位等原因促使这一时段行业乱象频频发生。2006年以前, 证券行业不仅处于长期亏损状况, 还被多次曝光出现挪用客户资金、“老鼠仓”、账外自营等现象。证券业协会数据显示, 从2002年开始整个证券行业处于亏损状况, 并且亏损幅度不断扩大, 从2002年的-37亿元扩大至2005年的-118亿元。

图4: 2001年-2005年证券行业净利润(亿元)



数据来源: 证券业协会、广发证券发展研究中心

自营业务与佣金收入构成收入端两极。以上市较早的中信证券与宏源证券为例, 根据公司财务报表数据, 2001年-2005年中信证券自营业务平均占比达27%, 手续费及佣金占比29%, 利息净收入占比14%, 其他收入占比30%。宏源证券2001年-2004年自营业务占比42%, 手续费及佣金占比63%, 利息收入占比-1%, 其他收入

占比-3%。

图5: 中信证券2001年-2005年营收拆分

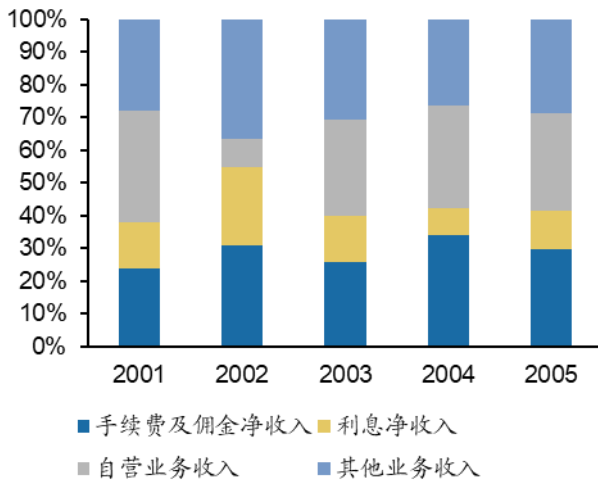
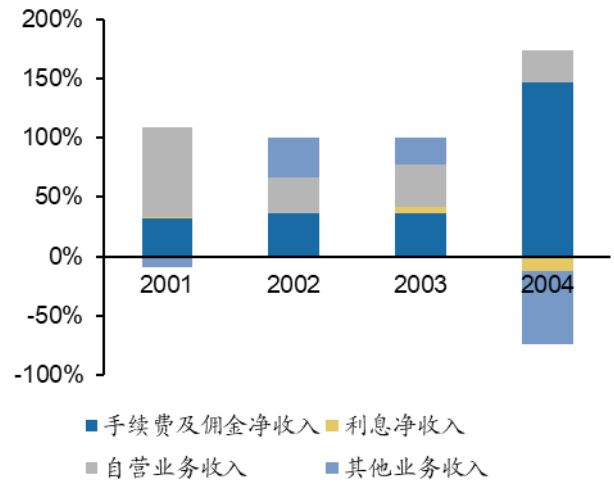


图6: 宏源证券2001年-2004年营收拆分



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

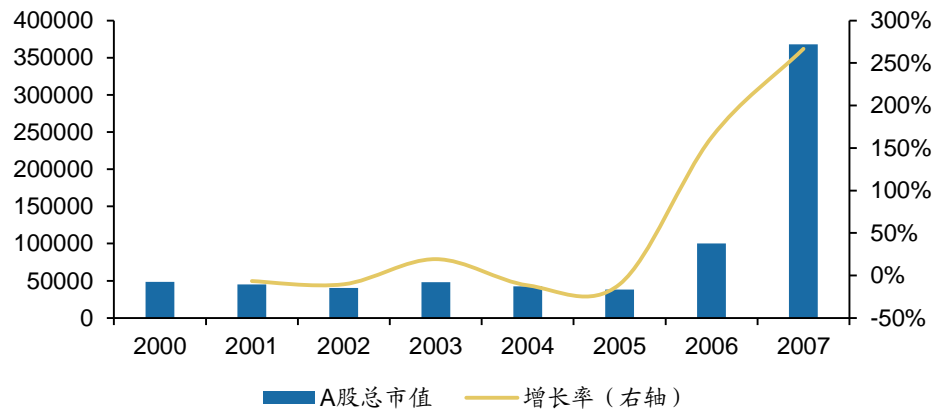
2006-2011: 资本市场大力改革, 证券行业迎来以经纪业务为主的新阶段

2006年后, 伴随股权分置改革以及行业三年整治的完成, 证券行业扭亏为盈, 迎来了新兴发展时期, 此时经纪业务带来的佣金收入构成了券商收入的主要来源。在此期间, 借助行业与股市的双重利好, 一批券商上市融资, 资本金得到补充。

股权分置改革的完成为资本市场发展奠定了基础。在股权分置改革前, 两类股份、两种定价的股权方式严重阻碍了资本市场的发展。2005年5月, 我国股权分置改革试点正式启动, 到2006年底, 证监会宣布: 沪深两市已完成或者进入改革程序的上市公司共1301家, 对应市值占比98%; 未进入改革程序的上市公司仅40家, 股权分置改革任务基本完成。股权分置改革的完成完善了我国股票市场的流动性与价格发现功能, 推动了资本市场的发展, 为证券公司经营发展带来了生机与活力。

股权分置改革完成后, “入世”红利带来的财富可以流向资本市场, A股总市值快速上升。2000-2005年A股总市值持续下降, 2005年年末我国A股市场总市值为3.8万亿, 2006年增长率162%, 2007年增长率更是达到267%, 叠加新股上市, 至2007年末, 我国A股总市值达到36万亿, 是2005年的9.6倍。

图7：2000年-2007年A股总市值（左轴，亿元）与增长率（右轴）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

三年整治，引导证券行业重回正轨。2004年国务院发布《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》，拉开了对资本市场以及证券行业的改革序幕；2004年8月，证监会召开全国证券监管工作座谈会，在证券监管系统内全面部署并启动了综合治理工作。为期三年的证券公司综合治理消除了证券公司长期的风险隐患，提升了证券公司的经营能力，证券行业焕然一新。依据证监会的统计显示：三年整治中共31家高风险公司得到平稳处置，104家正常经营的证券公司各项风险已经达到规定标准，清理了1153万个账户。

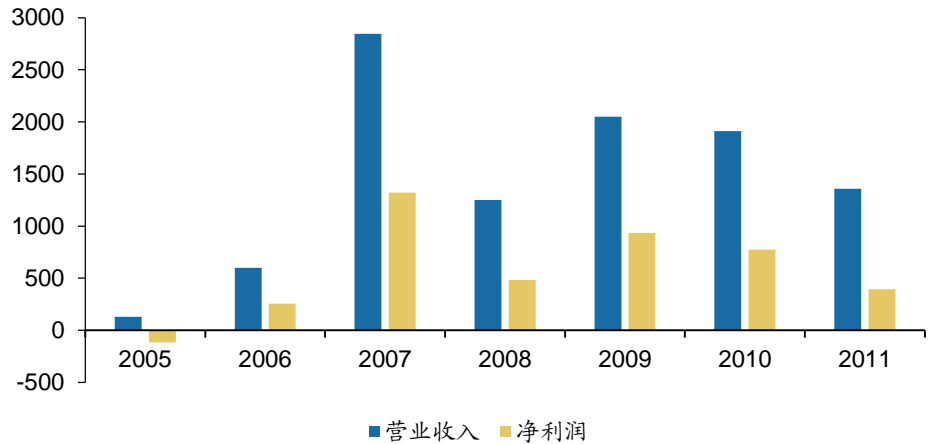
表1：证券公司三年综合治理结果展示

证券公司三年综合治理项目	数量 (个)
撤销公司业务许可	4
撤销公司	7
暂停营业部业务	9
暂停公司业务	14
责令关闭公司	19
平稳处置高风险公司	31
证券公司风险控制达到规定标准	104
清理账户	1153 万

数据来源：证监会、广发证券发展研究中心

伴随着外部市场环境的改善以及证券公司自身经营水平的提升，券商行业迎来了新发展。2006年开始，证券行业扭亏为盈，随后在2007年的牛市带动下，证券业的营业收入更是达到历史高位，2007年营业收入2847亿元，净利润1321亿元。2007年后，营收、净利润均出现回落，但整体水平仍远高于2006年前。

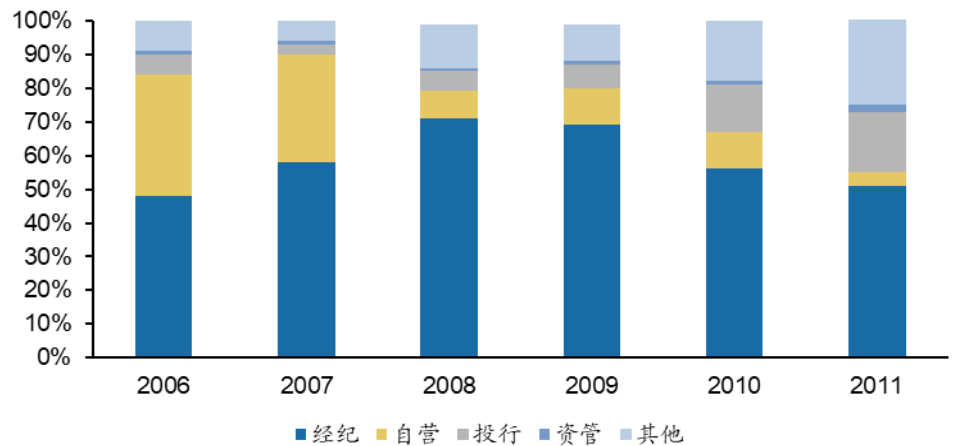
图8: 证券行业2005年-2011年营业收入与净利润 (亿元)



数据来源: 证券业协会、广发证券发展研究中心

经纪业务成为收入主要来源。随着股权分置改革的完成以及交投的回暖,在高佣金率支持下,经纪业务佣金收入成为券商盈利的主要来源,2006年-2011年经纪业务的收入贡献基本保持在50%以上,2008年更是达到71%,占收入构成的绝对主导地位。其他业务方面,自营业务占比逐步下滑,由2006年的36%下滑至2011年的4%,投行业务占比从6%提升至18%,资管业务占比较低,在1%-2%区间变动。

图9: 证券行业2006年-2011年收入拆分



数据来源: 毕马威分析、证券业协会、广发证券发展研究中心

资本金快速补充,行业得到扩容。借助市场以及自身经营状况的双重利好,2007年券商通过上市、再融资等方式大量补充资本金。从2007年7月-2008年1月,包括海通证券、东北证券、国元证券等券商密集上市,上市方式以借壳为主。

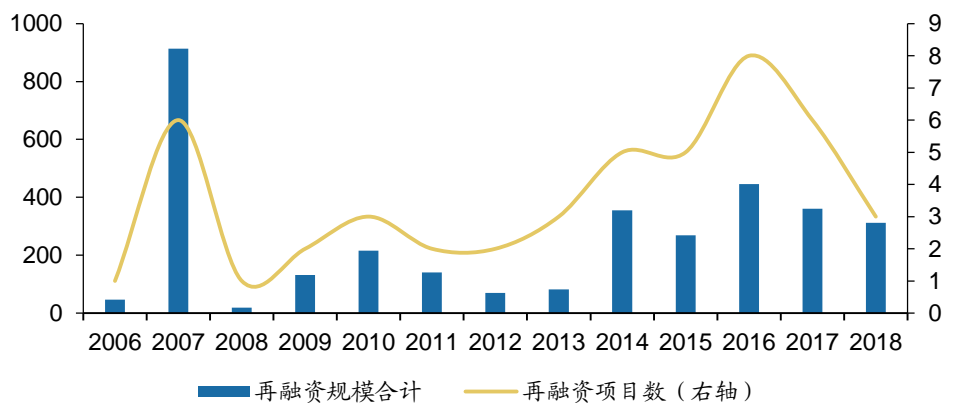
再融资方面,伴随大量券商借壳增发与项目融资的发行,2007年券商再融资规模达到历史高位。2007年券商共完成6个再融资项目,再融资规模达914亿元。

表2: 2007年-2008年券商上市情况

证券名称	股票代码	上市时间	上市方式
海通证券	600837.SH	2007年7月	借壳上市
东北证券	000686.SZ	2007年8月	借壳上市
国元证券	000728.SZ	2007年10月	借壳上市
长江证券	000783.SZ	2007年12月	借壳上市
太平洋证券	601099.SH	2007年12月	换股上市
国金证券	600109.SH	2008年1月	借壳上市

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图10: 券商再融资金额(左轴, 亿元)与项目数(右轴, 个)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

2012-2018年: 创新业务持续推出, 券商盈利模式走向多元

2012年后, 大量利好政策的出台, 以两融、资管等为代表的创新业务重塑了券商盈利的模式, 券商发展迎来第二春。在此期间, 证券行业营收净利润快速上升, 收入结构趋于多元化。境内、境外融资齐头并进, 资本实力进一步提升。

创新政策助力券商行业新发展。随着行业的持续发展, 传统经纪业务的单一盈利模式不能满足券商自身发展的需求, 业务创新势在必行。2012年召开的券商创新大会提出大力推动券商业务创新发展, 会后出台的《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施》, 提出了支持券商创新发展的十一大方针政策, 拉开了券商业务创新的帷幕。

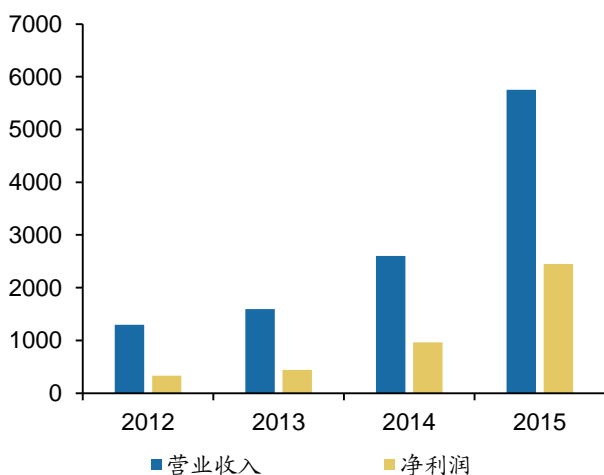
表3: 2011-2012年部分政策梳理

日期	政策	内容
2011年4月29日	《关于证券公司证券自营业务投资范围及有关事项的规定》	规定证券公司可以投资在境内证券交易所上市交易的证券、在境内银行间市场交易的部分证券以及依法经证监会批准或者备案发行并在境内金融机构柜台交易的证券
2012年5月7日	《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施》	提出了支持券商创新发展的十一大方针政策,明确提出鼓励证券公司开展资产托管、结算、代理等业务,为专业投资机构提供后台管理增值服务
2012年5月17日	《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项的通知》	鼓励更多经审核符合条件的金融机构参与信贷资产证券化业务,放松准入条件
2012年10月18日	《证券公司客户资产管理业务管理办法》 《证券公司集合资产管理业务实施细则》 《证券公司定向资产管理业务实施细则》	从产品审批,资管业务范围等多方面对于券商资管业务的放松了限制,缩短了资管产品设计时间,增强了券商资管产品的灵活性,券商资管开始对接银行资金

数据来源: 证监会、广发证券发展研究中心

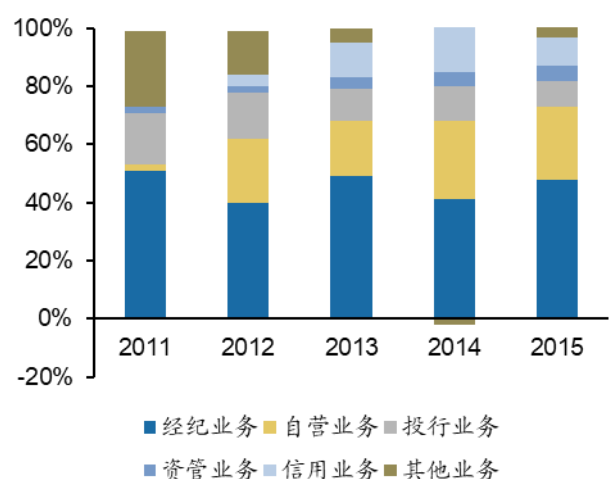
在业务创新以及14-15年股市红利的双重利好下, 2012-2015年证券行业营业收入与净利润持续增长, 根据中国证券业协会公布数据, 2015年行业营业收入5752亿元, 净利润2448亿元。从收入结构上我们看到以自营、两融为代表的新兴业务占比出现上升, 券商业务呈现多元化趋势发展。

图11: 2012-2015券商行业营收与净利润 (亿元)



数据来源: 中国证券业协会、广发证券发展研究中心

图12: 2011-2015券商行业营业收入构成



数据来源: 中国证券业协会、广发证券发展研究中心

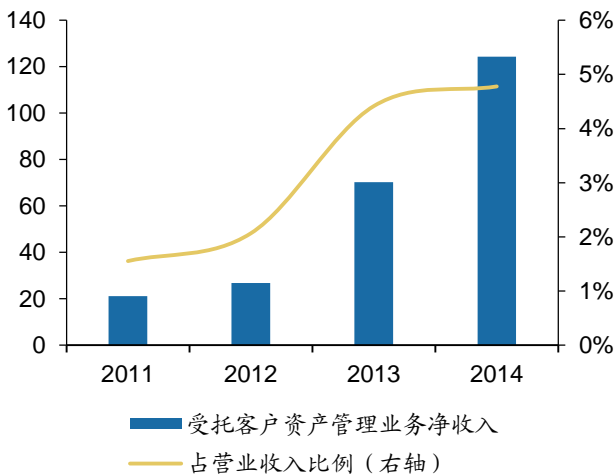
资管业务全面开放

2012年10月18日，证监会发布《证券公司客户资产管理业务管理办法》、《证券公司集合资产管理业务实施细则》、《证券公司定向资产管理业务实施细则》，从产品审批，资管业务范围等多方面对于券商资管业务进行放松，缩短了资管产品设计时间，增强了券商资管产品的灵活性。券商资管开始对接银行资金，通道业务开闸。

2012年以来券商资管业务发展迅速，根据中国证券业协会公布数据，2012年券商资管业务净收入26亿元，2014年达124.35亿元，是2012年的4.6倍；资管业务占营业收入比例持续上升，2014年为4.7%。

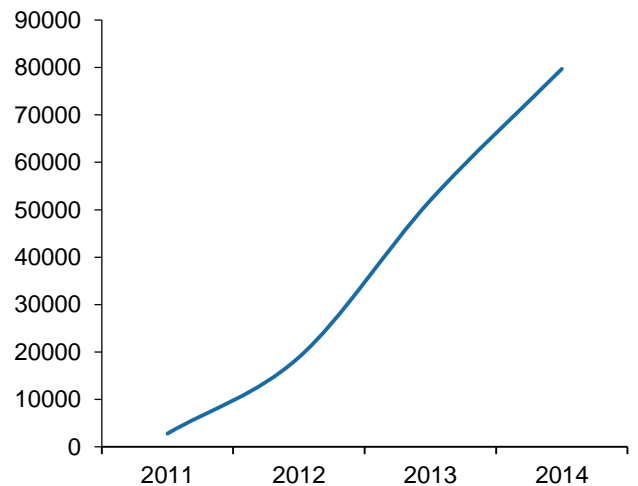
根据中国证券业协会公布数据，2011年券商受托管理资金本金总额2818亿元，2012年达1.89万亿元，同比增长570%，2013年达5.2万亿元，同比增长175%。

图13: 券商资管业务净收入（左轴，亿元）与资管业务占营业收入比例（右轴）



数据来源：中国证券业协会、广发证券发展研究中心

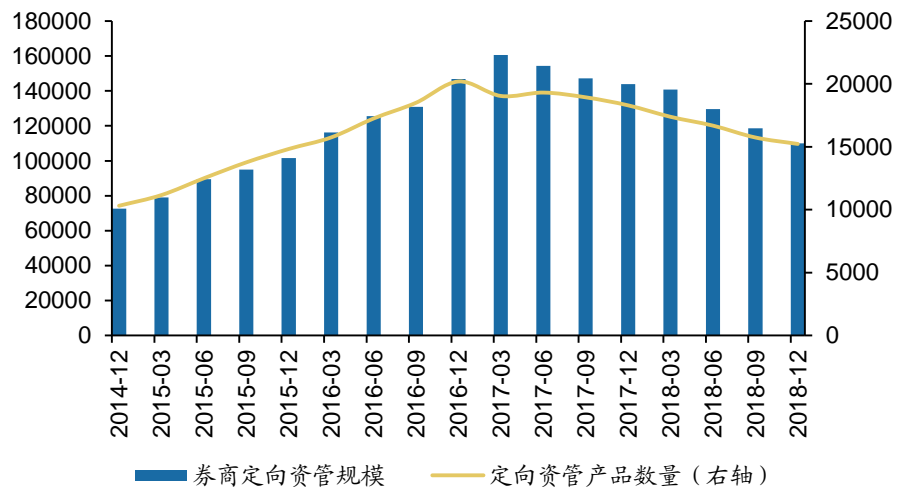
图14: 券商受托管理资金本金总额（亿元）



数据来源：中国证券业协会、广发证券发展研究中心

从2014年底到2017年，以通道业务为主的券商定向资管业务的规模高速增长，2017年后，随着监管对于通道业务的收紧，定向资管规模逐渐回落。

图15: 券商定向资管规模 (左轴, 亿元) 与数量 (右轴, 只)

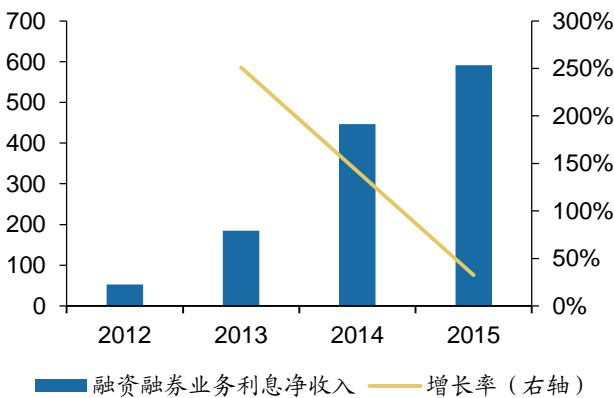


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

两融&自营业务高速发展, 业务模式呈多元化趋势

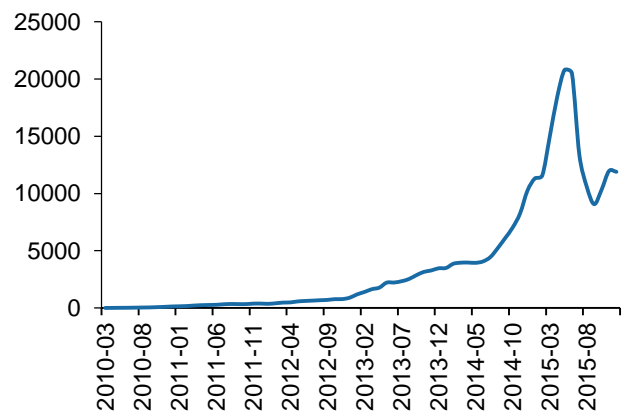
两融规模不断扩张。融资融券业务的高速发展, 一方面推动券商净利息收入的高速增长, 另一方面也拉动了券商经纪业务的发展, 从而全方位增进券商业务收入。根据wind统计数据, 2010-2015年两融余额高速增长, 2015年5月达到2.3万亿元; 2012-2015年券商融资融券业务利息净收入增长迅猛, 2014年利息净收入为440亿元, 同比增长141%, 2015年利息净收入为591亿元, 同比增长32%。

图16: 券商融资融券利息净收入 (左轴, 亿元) 与增长率 (右轴)



数据来源: 中国证券业协会、广发证券发展研究中心

图17: 券商融资融券余额 (亿元)

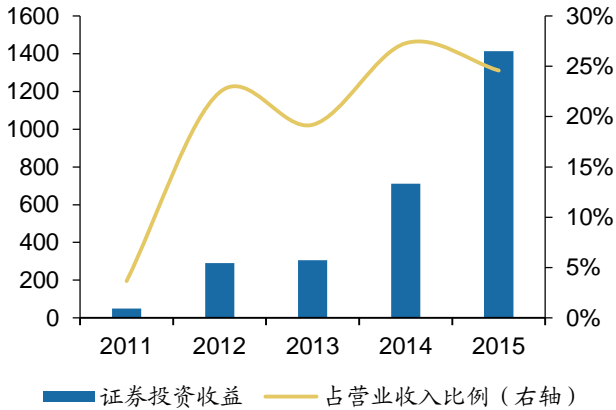


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

自营业务的不断扩张带来了券商收入的快速增长。2011年4月证监会发布《关于证券公司证券自营业务投资范围及有关事项的规定》，拓宽了证券公司自营业务的投资范围, 券商自营业务发展迅速, 对于券商收入的贡献不断增强。

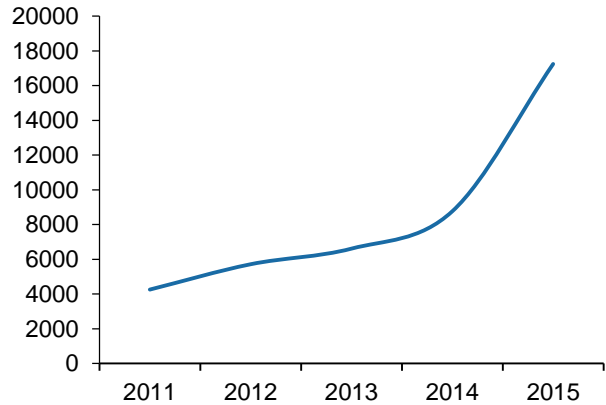
2011-2015年券商自营业务收入持续上升，根据中国证券业协会公布数据，2015年券商自营金融产品投资规模达1.7万亿元，同比增长96%，自营业务收入1413亿元，同比增长99%，自营收入占营收收入24.5%。

图18: 券商自营业务收入(左轴, 亿元)与占营业收入比例(右轴)



数据来源: 中国证券业协会、广发证券发展研究中心

图19: 券商自营业务投资规模(亿元)

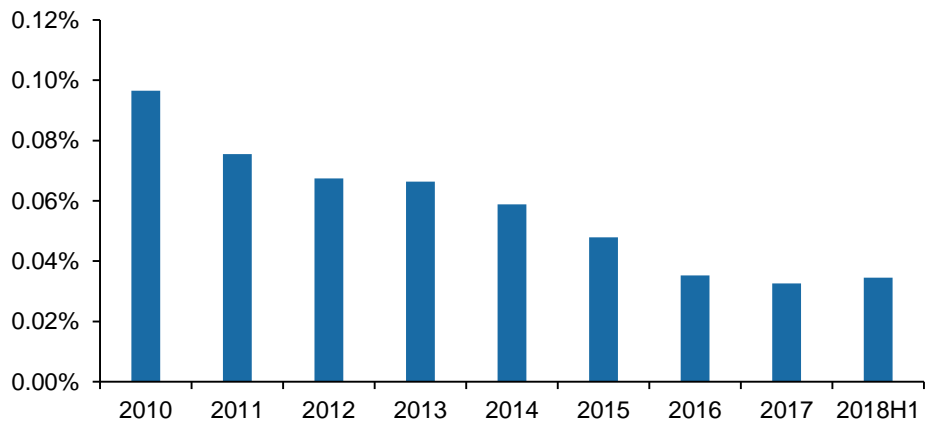


数据来源: 中国证券业协会、广发证券发展研究中心

佣金率的下滑, 经纪业务业绩贡献逐步降低

2013年券商平均净佣金率在万分之8左右, 近年来由于佣金率不断下滑, 2018年已降至万分之3.5, 部分券商开户佣金率已降至万分之2.5. 通道业务中的经纪业务依托牌照优势, 对于券商的综合实力要求较低, 在允许投资者非现场开户以及一人三户等政策实施前, 经纪业务收入有很强的区域属性, 部分区域营业部形成价格同盟, 维持经纪佣金率相对稳定; 互联网开户逐渐普及后, 投资者开户打破物理地域界限, 客户的转移成本实质性降低, 经纪业务竞争发展为全国性竞争。因此造成了佣金率的持续下滑。

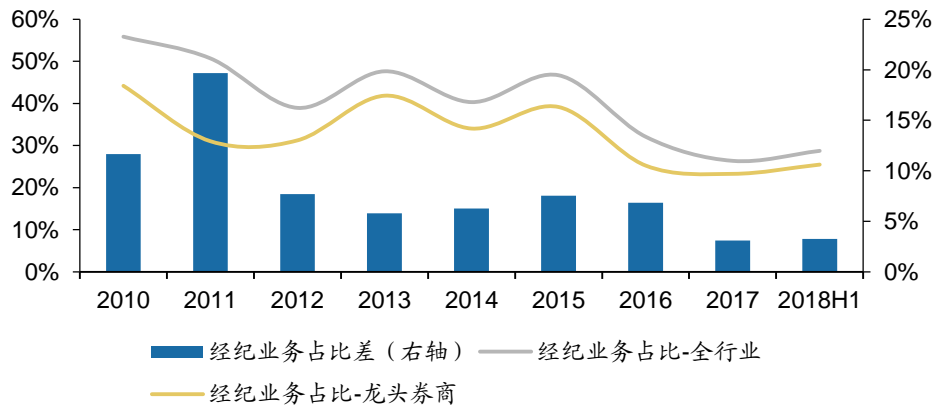
图20: 2010-2018H1佣金率变化



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

龙头券商的经纪业务占比低于整个行业平均，更具业务多元化竞争力。行业转型发展趋势下，经纪通道业务占比快速下降，根据中国证券业协会公布的《2017年证券公司会员经营业绩排名情况》，以总资产规模位于前10的券商为例，其2018年上半年经纪业务占比为25%，比全行业经纪业务占比低3.3个百分点，在通道经纪收入贡献不断降低的趋势下，大型券商更具业务多元化竞争优势。

图21: 龙头券商与行业平均经纪业务占比情况



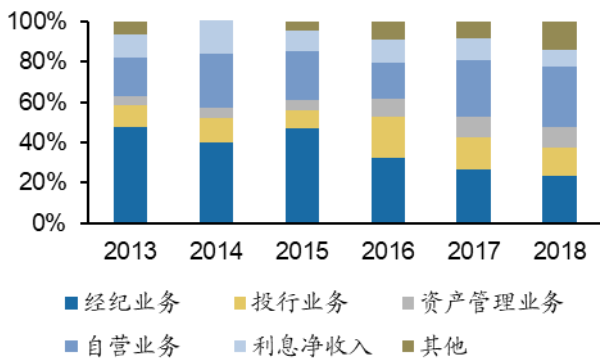
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

未来: 从中美券商差异看中国证券行业发展方向

中美业务差距比较

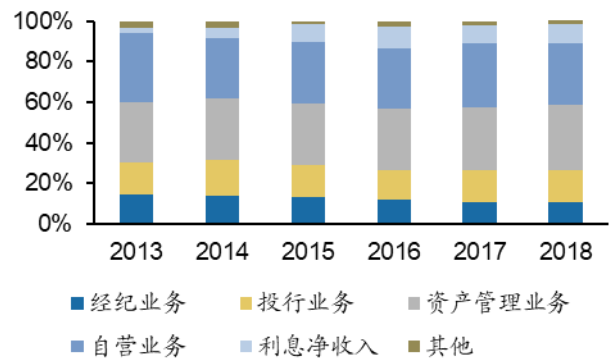
国内券商的业务结构与美国投行差异明显。虽然国内券商业务结构正逐步优化，对经纪业务依赖减弱，但与以摩根士丹利为代表的国外综合券商收入结构相比，资产管理、自营业务（衍生品为主）等业务仍有较大改善空间。

图22: 中国券商行业近五年业务收入构成



数据来源: 中国证券业协会、广发证券发展研究中心

图23: 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

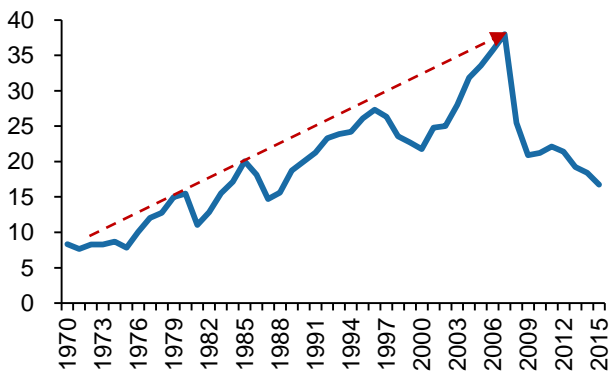
美国模式：中介业务&财富管理双核驱动 提升杠杆，发展中介业务

在《激荡四十年：美国证券业研究》中，我们发现，美国投行40年发展历程中，最核心的主线是通过资本中介业务提升杠杆，再利用杠杆在风险中介业务上获利，投行业务、财富管理业务等为辅。自上世纪70年代开始，美国投行开始踏上提升杠杆之路，直到2008年金融危机，杠杆倍数从个位数提升到约35倍。

从美国来看，机构业务分为资本中介和风险中介（机构交易）两类业务，其中资本中介业务是大型投行参与国际影子银行体系的重要工具，通过客户抵押物重复抵押，投行为金融市场创造大量流动性；机构交易业务主要是投行利用自身资产负债表为客户交易提供流动性，做市的产品多在场外市场交易。

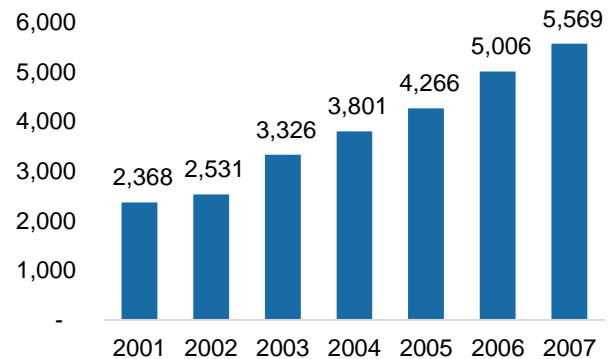
机构业务是美国投行杠杆得以大幅提升的根源：一方面，资本中介业务通过客户抵押物的重复抵押，创造出大量流动性，例如，根据高盛、摩根士丹利、美林证券、雷曼兄弟数据合并计算，2007年资本中介业务为投行带来净资金融入规模约5600亿美元；另一方面，机构交易业务需要强大的资本实力，以自身资产负债表服务客户。前者提高杠杆，后者使用杠杆资金。

图24：美国证券行业经营杠杆倍数（倍）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图25：资本中介业务为投行净融入资金规模（单位：亿美元）



注：以上数据由高盛、摩根士丹利、美林证券、雷曼兄弟数据合并计算

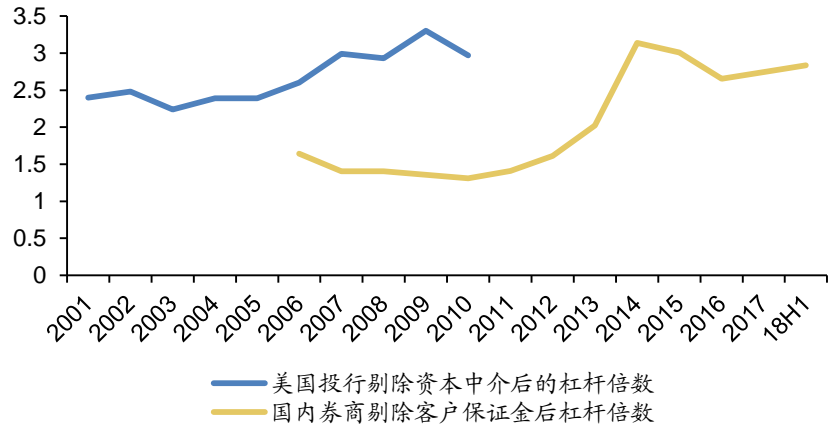
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

国内现状：政策业务双重约束，杠杆倍数难以提升。反观国内，资本中介虽然发展较快，但无论是两融还是股票质押的来自客户的抵押物，除非客户违约，证券公司均不得挪用或处置，而且，做市业务也仍处于初步发展阶段，资本消耗规模也比较有限。因此，国内证券行业杠杆倍数偏低，既有政策约束、又有业务约束。

如果我们剔除美国投行客户抵押物再抵押业务，美国投行的杠杆倍数也只有3倍左右，与国内杠杆倍数基本一致。因此，我们可以得出一个清晰的结论：如果国内证

券行业客户抵押物不能再抵押，国内证券行业杠杆很难通过业务层面提升空间。

图26: 剔除客户资产再抵押后美国投行杠杆倍数(倍)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

围绕衍生品、投行资本化、财富管理构建盈利模式新增长点

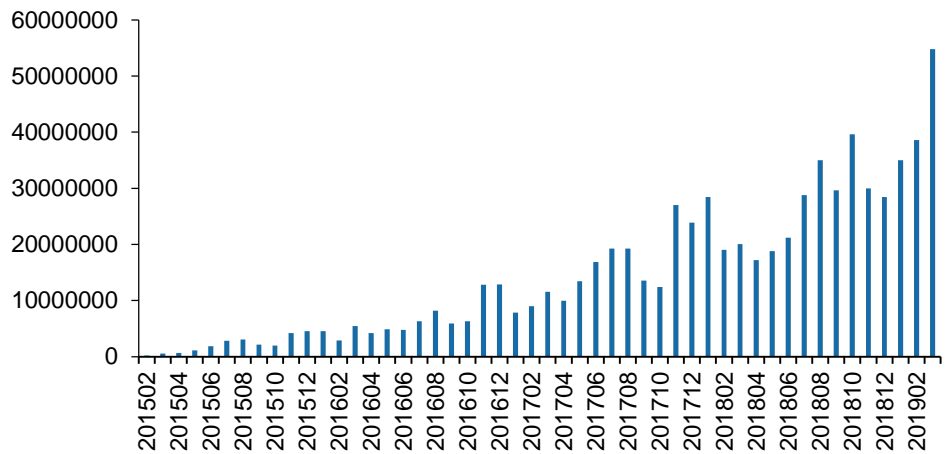
受我国政策监管要求，截至2018年3季度末，国内证券行业杠杆率仅2.8倍，相比较而言美国行业龙头杠杆在20倍左右。在信用创设能力受限的业务环境下，通过高ROA业务获得更高的ROE水平国内证券行业发展的主要方向。当下，金融供给侧改革正有序推进，我们认为，衍生品、投行资本化、财富管理业务等三大业务将成为行业新的业务增长点。

1. 衍生品：对外开放促使金融市场产品丰富，衍生品业务发展空间广阔

我国目前处在新一轮对外开放进程中，证券公司各业务类型已基本完善，但衍生品业务从发展的深度和广度上，和国际大行相比仍有明显短板，具体来看：内地券商衍生品业务体量较小，主要投向限于固收投资、场外期权，利率产品和大宗商品体量很小。对比而言，外资大行相关FICC业务包括大宗商品、利率产品、货币产品、信用产品和抵押贷款五大类，利率产品、信用产品以及外汇大宗商品等均具有显著收入贡献。根据摩根士丹利奥纬咨询统计数据，从1993年至2016年，美国头部证券公司FICC收入中，信用产品、利率产品以及外汇/新兴市场/大宗商品三者的平均贡献占比约为32%、34%和34%。由于信用债做市受市场环境影响较大，信用产品在FICC中的收入贡献占比波动也最大，在1993年至2016年间，波动幅度从-29%至45%，是唯一出现过负收入贡献的FICC品种。

场内金融衍生品流动性有望逐步恢复。目前场内产品类型以50ETF为主。据wind数据，2019年3月50ETF月成交量5476万张，同比增长173%。

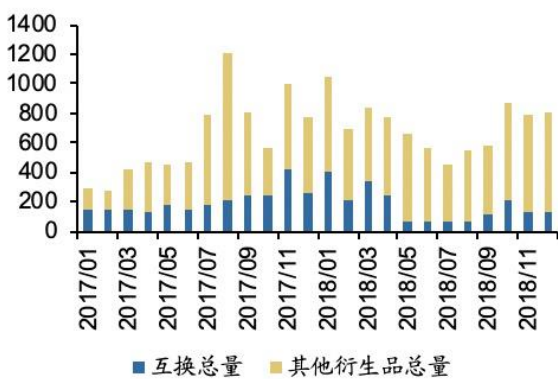
图27: 50ETF月成交量(张)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

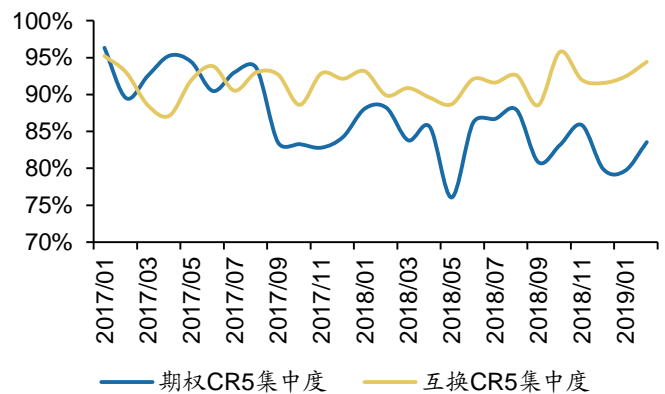
场外业务规范新规落地, 进入规范发展阶段, 格局维持强者恒强。 场外衍生品业务由于市场壁垒以及先发优势, 市场维持高集中度格局。2018年6月至今, 场外期权CR5占比维持在90%左右, 互换CR5占比维持在80%左右; 2018年5月, 证监会发布《关于进一步加强证券公司场外业务监管的通知》, 首次提出场外交易商分类监管体系。《通知》对交易商资质分级管理、业务准入门槛、业务规模均作出明确规定。受新规提升投资者准入门槛影响, 新规落地后交易规模略有下降, 7月以来开始回升, 其对交易商准入及规模管理的分层要求, 体现出对龙头券商先行先试、做大做强的支持态度, 由于场外竞争优势主要取决于规模经济和信息优势, 大型交易商市场地位将持续巩固。

图28: 证券公司场外衍生品月度新增交易情况(亿元)



数据来源: 中证场外衍生品市场、广发证券发展研究中心

图29: 证券公司新增衍生品交易集中度情况



数据来源: 中证场外衍生品市场、广发证券发展研究中心

从交易对手变化情况来看，2017年10月份之前私募机构大量进场，取代商业银行成为券商第一交易对手，2018年场外交易新规从酝酿到落地阶段，商业银行重新成为券商第一交易对手，5月新规落地之后，受投资者门槛大幅提高及市场持续调整影响，私募基金占比降幅显著。以名义金额计算，私募机构在2018年12月新增场外交易中，占比为7.53%，商业银行为45.22%。

图30: 券商交易对手占比变化: 私募机构和银行

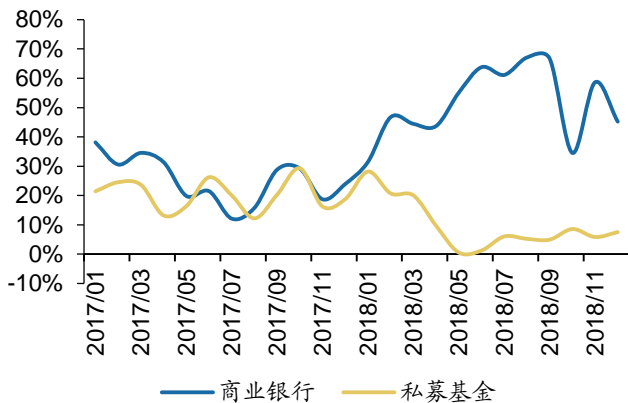
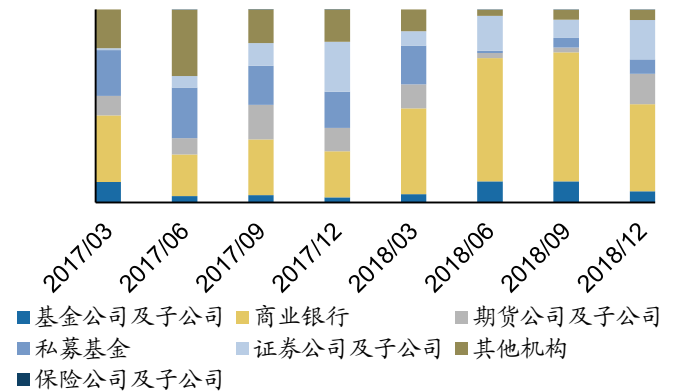


图31: 场外衍生品参与者结构变化



数据来源: 中证场外衍生品市场、广发证券发展研究中心

数据来源: 中证场外衍生品市场、广发证券发展研究中心

借鉴日本及中国台湾金融业对外开放的经验，渐进式开放将促使合资企业增加，外资券商进入后行业业务链得以完善，如衍生品业务和跨国经纪业务，促进了本地市场与国际成熟市场接轨，同时，配合资本流通渠道的逐步扩容，对外开放进程为本土资本市场引入大量合格境外投资机构，本土市场机构投资者占比将会逐渐提升。届时，投资者结构极大丰富，对冲交易及产品设计需求提升，衍生品等投资工具也将相应升级，具备资本金规模优势及创新业务先发优势的头部券商市场地位将进一步巩固。

2. 投行资本化: 绝对规模仍有较大提升空间

投行资本化特指投行业务+私募股权，在券商行业商业模式正由通道业务向买方业务转型期，投行资本化恰好卡在承上启下的C位。一方面，投行业务是券商的基础业务之一，在多层次资本市场不断完善、直接融资不断壮大过程中，其营收规模仍有持续提升的空间；另一方面，私募股权业务也逐渐迎来收获期，在注册制推出预期下退出更为顺畅。

根据中国证券业协会公布数据，2010年至今内地券商投行业务收入占总营收比重已达10%-15%，绝对规模仍有较大提升空间。我国投行资本化业务已有长足发展：

- (1) 在中小板、创业板、新三板开闸和扩容下，承销业务呈提振态势，贡献收入10%-15%；
- (2) 顾问咨询业务收入从不足1%提升至5%；
- (3) 私募股权业务快速发展，2016年实现净利润合计35亿元，占当年行业净利润5.6%。但相比美国投行，国内投行资本化仍有较大空间：(1) 中美投行资本化业务营收占比已大致相当，但在绝对金额维度上，中美差距巨大；(2) 国内证券化率2017年末为71%，与美国十年前的79%大致相当，在壮大直接融资政策导向下，国内投行资本化业务仍有较大提升空间（详见报告《投行资本化：头部券商新盛宴》）。

表4: 截至2017年末, 券商规模居前的私募股权基金和另类投资业务情况 (亿元)

证券公司	直投/私募基金子公司	设立时间	管理资产规模	注册资本	净资产	营收	净利润
中金公司	中金资本	2017年3月	2516				
中信证券	金石投资	2007年10月	超过600亿	30	100.9	34.55	15.21
中信建投	中信建投资本	2009年7月	425.25	16.5	9.81	1.89	0.96
华泰证券	华泰紫金	2008年8月	422.07 (认缴金额)	60	63.45	11.4	7.34
东方证券	东证资本	2010年2月	243.43	40	38.76	2.91	0.91
招商证券	招商致远	2009年8月	超过200亿	18	22.98	5.29	3.08
海通证券	海通开元	2008年10月	176	106.5	143.87	26.64	18.39
兴业证券	兴证资本	2010年4月	49	7	10.19	0.89	0.36

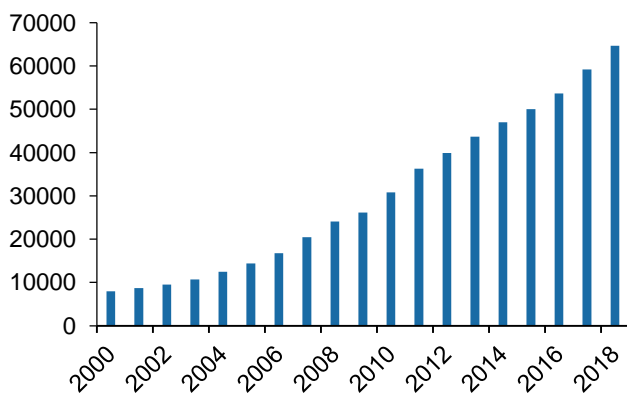
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

3. 财富管理: 居民财富高速积累, 潜力巨大

降佣趋势下, 经纪业务意义在于导流, 零售业务转型财富管理为必然趋势。经纪业务作为通道业务, 类比互联网金融的支付行业——作为导流的基础业务存在, 将逐步发展为券商业务的流量入口。对标中国, 行业佣金率下行趋势在所难免, 截至18H1, 行业佣金率已经下滑至万三左右, 随着美国“零佣金”产品的推行, 预计国内经纪业务佣金率将进一步贴近成本线。经纪业务转型, 对存量客户的二次开发成为券商的主要任务, 财富管理业务作为渠道、服务业务, 具有轻资产、收益稳定的优点, 有利于券商获得稳定且较高的ROE水平。

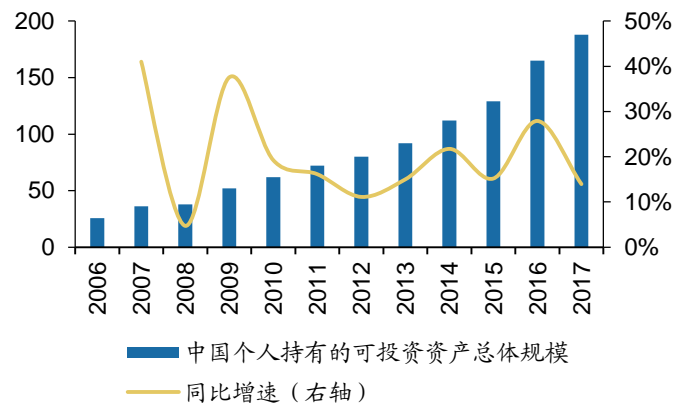
券商发展财富管理还有较大的空间。过去十年间, 人民财富快速累积, 可投资金融资产逐年增加。根据国家统计局公布数据, 我国人均GDP由2006年的1.7万元发展到2018年的6.4万元。经济的快速增长带动了人民财富的快速累积, 到2017年, 中国个人可投资金融资产总额约为188万亿元, 年均增长20.3%。

图32: 人均GDP (元)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图33: 中国个人可投资资产总体规模 (左轴, 万亿元) 与同比增速 (右轴)



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

近年来我国财富管理市场整体发展较快，但渗透率仍偏低。2015 年中国大陆地区仅有约 20%，与美国（54%）、中国香港（34%）等（详见报告《财富管理：头部券商新机遇》）财富管理较为发达的市场相比仍有差距。提升财富管理的渗透率，有利于拓宽我国居民的财产性收入渠道。

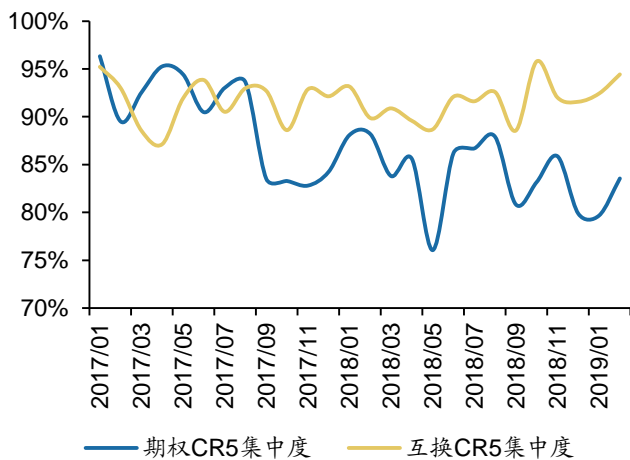
围绕三条主线，推荐头部券商

衍生品：关注寡占市场下的龙头券商

在金融市场加速对外开放背景下，券商做大做强衍生品业务需要在两方面取得优势：1) 规模经济，在衍生品市场上占据较高份额；2) 具备较强的风险控制和定价能力。

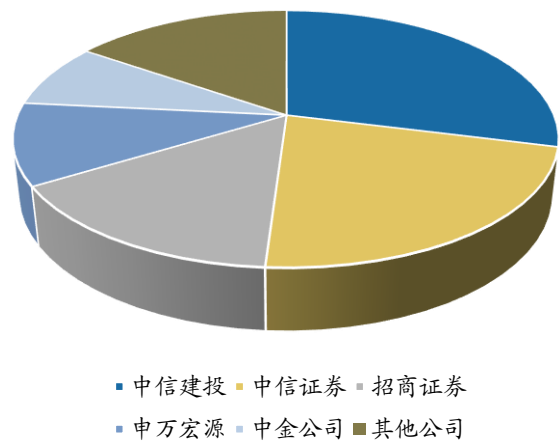
从市场份额来看，衍生品市场集中度高，呈现龙头盛宴。2017 年以来，互换 CR5 集中度基本在 90% 以上，期权集中度略有下滑，2 年来 CR5 平均集中度为 87%。2019 年 2 月新增交易业务中，新增交易名义本金排名前五的券商分别为中信建投、中信证券、招商证券、申万宏源和中金公司，分别占比 29%、22%、15%、10%、8%，其他公司仅占 15%。

图34：证券公司场外衍生品新增交易集中度



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图35：2019年2月场外衍生品新增交易量分布（亿元）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

从风控定价能力来看，分类评级高的券商获得先发优势。2019 年 5 月，证监会下发的《关于进一步加强证券公司场外期权业务监管的通知》对交易商资质分级管理、业务准入门槛、业务规模均作出明确规定。其中，在资质及准入方面，实行分层管理，提高准入门槛：1) 近一年评级为 A 类 A 级以上的证券公司可作为交易商，个股对冲方面，A 类 AA 级为一级交易商可直接对冲交易，A 类 A 级为二级交易商权限小于一级；2) 设立交易对手方资产、金融产品规模、管理经验年限等门槛；3) 境内场外股票类期权挂钩标的应当为境内指数或者公开上市时间不少于 6 个月、流通性好的非 ST、*ST 股票等。华泰证券、中金公司、招商证券、中信证券、中信建投等 7 家证券公司入围一级交易商，在个股期权对冲渠道上具有显著优势。

表 5: 券商场外交易商分类

类别	要求	券商	业务范围
一级交易商	最近一年分类评级在 A 类 AA 级以上的证券公司, 经中国证监会认可	华泰证券、中金公司、招商证券、中信证券、中信建投等	可以在沪深证券交易所开立场内个股对冲交易专用账户, 直接开展对冲交易; 应当根据自身合约设计要求及标的范围确定是否接受二级交易商的个股对冲交易
二级交易商	最近一年分类评级在 A 类 A 级以上的证券公司, 经中国证券业协会备案	财通证券、东方证券、东吴证券、海通证券、平安证券、申万宏源、中国银河、浙商证券、长城证券、方正证券、国金证券、华安证券、兴业证券	仅能与一级交易商进行个股对冲交易, 不得自行或与一级交易商之外的交易对手开展场内个股对冲交易; 应确保其与对手方和一级交易商分别达成的个股期权合约挂钩标的、合约期限、合约规模、收益结构等交易要素基本保持一致
其他		剩余券商	未能成为交易商的证券公司不得与客户开展场外期权业务

数据来源: 证监会、广发证券发展研究中心

投行资本化: 关注传统投行业务及资本化业务突出的券商

科创板持续推进为券商发展带来机遇, 投行资本化能力突出的券商更具发展优势。券商投行资本化的能力主要看两个方面, 一是传统投行业务, 二是资本化业务规模。

传统投行业务上, 参与 IPO、增发、并购重组等重要投行项目金额较大、数量多、及 IPO 储备项目较多的券商, 将在科创板背景下获得加快项目推进与业绩释放的良机。整理 2015-2018 年 11 月末作为 IPO、增发及并购重组的主承销商/主财务顾问, 从总额与数量看, 中金、中信、中信建投、华泰、招商等位前列。

表 6: 2015-2018 年 11 月 IPO 及增发总额与数量主承销商排名 (部分)

IPO				增发					
募集金额 (亿元)		数量 (家)		募集金额 (亿元)		数量 (家)			
中金公司	634.40	9.43%	中信证券	70	中金公司	2,621	5.44%	中信建投	198
中信证券	573.92	8.53%	中信建投	53	中信证券	5,765	11.96%	中信证券	182
华泰证券	486.33	7.23%	招商证券	50	华泰证券	4,091	8.48%	华泰证券	181
中信建投	461.92	6.87%	海通证券	47	中信建投	3,862	8.01%	海通证券	114
招商证券	281.93	4.19%	华泰证券	43	招商证券	1,442	4.01%	西南证券	97
安信证券	254.69	3.79%	国金证券	41	安信证券	746	2.99%	招商证券	91
国金证券	211.05	3.14%	中金公司	38	国金证券	770	1.55%	国金证券	86
			安信证券	36			1.60%		

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心 (注: 联合主承销发行费用按算数平均加进各项统计)

资本化业务规模居前列。统计券商私募股权业务/另类投资管理规模排名前列券商，均在2007-2010年间已设立并开展私募股权业务，先发优势明显，且至今已具备成熟运营经验。截至2017年末，中金公司旗下中金资本（多家子公司合并而来）在私募股权基金管理规模已超2500亿元，大幅领先于同行，中信、华泰、东方证券等公司尾随其后。由于项目处置退出与当期净利润影响较大，而项目退出需要较长时间沉淀，因此，较大管理规模是未来增厚利润的先决条件。

表 7：2017 年末部分券商私募股权基金和另类投资业务情况（单位：亿元）

证券公司	私募股权/另类投资	设立时间	管理资产规模	注册资本	净资产	营收	净利润
中金公司	中金资本	2017 年 3 月	2486				
中信证券	金石投资/中信证券投资	2007 年 10 月/-	600/219.85	30/140	100.9/156.38	34.55/96.64	15.21/8.63
华泰证券	华泰紫金	2008 年 8 月	348.46	60	63.45	11.4	7.34
东方证券	东证资本/东证创投	2010 年 2 月/-	243.43/28.86	40/30	38.76/-	2.91/-	0.91/-
招商证券	招商致远	2009 年 8 月	200	18	22.98	5.29	3.08
中信建投	中信建投资本	2009 年 7 月	186	16.5	9.81	1.89	0.96
海通证券	海通开元	2008 年 10 月	176	106.5	143.87	26.64	18.39

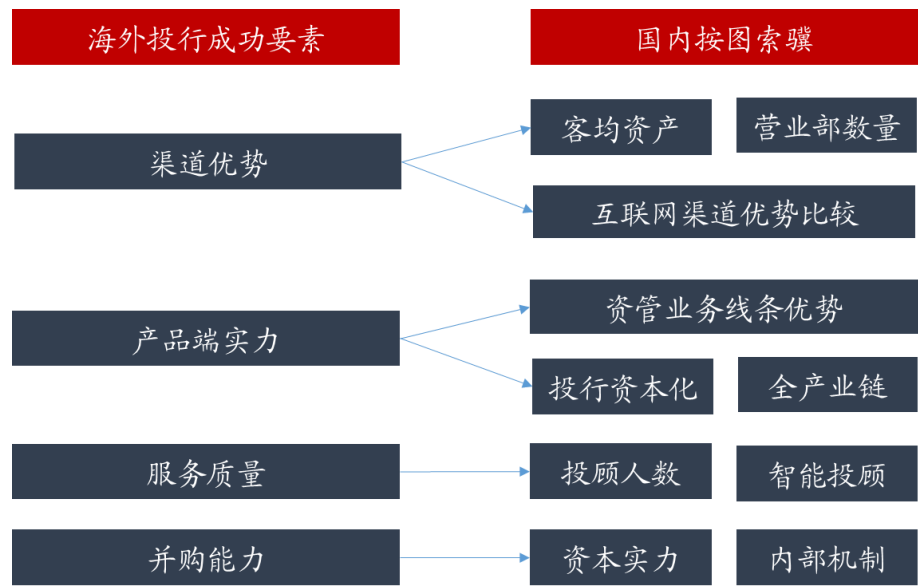
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

财富管理：按图索骥，关注四要素优势突出的券商

总结海外投行财富管理业务成功经验，取决于以下要素：1) 渠道方面的优势包括客户质量（客均资产）、渠道网点数量（营业部数量）、互联网渠道优势；2) 产品端实力包括资管业务线条的产品优势和全产业链运营的多种产品优势；3) 服务质量包括投顾人数和智能投顾发展等。4) 并购能力包括公司的资本实力与内部灵活的机制。

按图索骥，衡量国内券商财富管理能力和业务渠道、产品端实力、服务质量和并购能力等方面入手，关注要素优势突出的券商。

图36: 按图索骥, 对标国内



资料来源: 广发证券发展研究中心

甄选客均资产高, 线上线下渠道优势的券商。

财富管理业务做大, 最核心的条件还是高客均资产, 高客均资产是收取咨询费用、附加费用的基础; 是帮助客户配置资产的条件。根据2015-2018年中金、中信、招商、华泰四家证券公司年报公布的客户资产和客户数量数据计算, 中金公司2018年户均资产达到1510万元, 远高于其他券商, 优势明显。

表8: 券商客户资产数据对比

公司	年份	客户资产/亿元	客户数量/万	户均资产/万元
中金 (不包括中投)	2015	3990	2.6	1500
	2016	6192	2.9	2065
	2017	7369	3.9	1907
	2018	7096	4.7	1510
中信	2015	38000	543.5	70.8
	2016	43000	662.9	64.9
	2017	50000	773.3	64.7
	2018	41000	823.4	49.8
招商	2015	4153	189	21.9
	2016	6213	244	25.8
	2017	7707	254	30.3
	2018	7135	264	27.0
华泰	2015	4526		
	2016	8800		
	2017	27000	1200	22.5
	2018	24600	1300	18.9

注: 统计口径为中信证券户均资产=经纪业务托管客户资产总额/(零售客户+机构客户数量); 华泰证券户均资产=财富管理客户资产/财富管理客户数量。由于每家券商年报中披露口径不一样, 可能造成户均资产计算结果的偏差。排序按 2018 年客户资产规模由高到低排序

数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

经纪业务业务在一定程度上意味着财富管理业务的实力。根据 wind 统计数据: 1) 股基交易业务中, 截至 2017 年末, 华泰证券处于领先地位, 占市场份额 7.7%, 中信证券, 海通证券, 中国银河和招商证券处于第二梯队。2) 代销总金额上华泰证券处于压倒性优势, 2017 年的代销总金额是第二名中信证券的四倍以上, 海通证券尾随其后。

表 9: 2017 年部分券商股基交易市场份额与代销总金额 (单位: 亿元)

公司	市场份额(%)	公司	代销总金额(亿元)
华泰证券	7.708	华泰证券	32,018
中信证券	5.227	中信证券	7,033
海通证券	4.601	海通证券	3,136
中国银河	4.532	中国银河	1,486
招商证券	4.076	东方证券	1,383
申万宏源	3.090	申万宏源	715
中信建投	3.075	招商证券	598

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

综上，我们看好衍生品、投行资本化和财富管理等三大业务中长期提升券商的盈利水平，建议关注具有领先优势的中金公司（03909.HK）、中信证券（600030.SH、06030.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK）等头部券商。

风险提示

1.宏观经济下行，可能导致证券公司资产质量承受压力；2.金融市场开放对国内证券行业形成过大冲击；3.证券行业创新不足导致过度同质化经营

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。

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 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。