

非银金融行业

中小券商如何差异化发展？

行业评级

买入

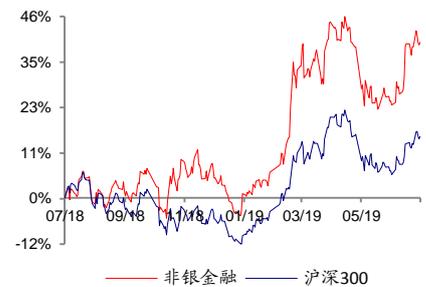
前次评级

买入

报告日期

2019-07-08

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

相关研究:

非银金融行业:政策旨在活跃市场,非银经营环境优化	2019-06-30
非银金融行业:担当流动性桥梁,头部券商迎来新突破	2019-06-23
非银金融行业:开放与科创齐驱,基本面稳中有升	2019-06-16

联系人:

陈韵杨 0755-82984511

chenyunyang@gf.com.cn

● 国内中小券商发展面临重重压力

我国证券行业发展近年两极分化现象加剧,中小券商经营压力日益加大,反映在:1)头部券商营收和净利润集中度持续提升,中小券商 ROE 低于行业平均;2)从收入结构看,行业重资产驱动业务占比提升,资产规模不占优势的中小券商压力增加;3)政策鼓励头部券商做大做强,中小券商在创新业务抢发上不占优势。

● 美国中小投行特色经营经验

美国证券行业在经历佣金自由化、混业经营及金融危机后,通过轻资产业务实现突围,涌现一批经营亮眼的中小投行,包括:1)经纪业务切入:低佣金+互联网导流,提升综合服务能力,从经纪业务到财富管理转换,如嘉信理财;2)精品投行突围:具备轻资本属性、重项目质量、高人均创收三大特点,如 Evercore、Moelis 等;3)资管业务竞争:较强主动管理能力+特色化优势,如拉扎德等;4)研究业务驱动:以研究带动零售业机构业务发展,如里昂。研究表明,聚焦折扣券商、精品投行和资产管理的中小投行,可以实现相比五大投行更高的 ROE 和 PB 估值。

● 我国中小证券发展的启示:四种模式的差异化尝试

鉴于重资产业务并无优势,且海外投行也无成功先例,国内中小券商的差异化之路无一例外地围绕轻资产业务展开。本篇报告中,我们选取的样本包括以经纪业务为突破口的东方财富、以投行为突破口的国金证券、以资管为突破口的东方证券和以研究为突破口的长江证券,我们发现:

1) **经纪业务突围:由折扣券商切入向财富管理升级。**从实践来看,这一路径的前提是拥有互联网基因、拥有较为廉价的流量入口,经纪业务做大后需全面转型财富管理,熨平业绩波动幅度,真正的难点是财富管理。

2) **投行资本化:从传统承销业务带动机构业务。**国外主要走并购重组式精品投行路线,而国内仍停留在“小而全”阶段,尚未形成鲜明的经营特色,后续看点在于聚焦专业化投行落地。

3) **资管突破:提升主动管理和打造特定领域优势。**高比例的主动管理与良好的业绩表现是资管突破的前提条件,难点在于能否制度化地塑造高效的投研能力,避免“因人而成、因人而废”。

4) **研究驱动:带动零售业务和机构业务。**研究业务是投入成本最少、见效可能最快的突围路径,但从国内外案例看,单独依赖研究业务突围容易陷入“其兴也勃焉、其亡也忽焉”的窘境,依托集团化协同支持、打造依赖内部培养机制的研究体系是这一路径的关键。

● 风险提示:

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;公司经营业绩不达预期,爆发重大风险及违约事件等。

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海通证券	600837.SH	CNY	13.86	20190426	买入	17.10	0.75	0.98	18.48	14.14	1.26	1.16	7%	9%
华泰证券	601688.SH	CNY	21.67	20190430	买入	26.60	0.96	1.17	22.65	18.59	1.04	0.98	7%	9%
中信证券	600030.SH	CNY	23.54	20190626	买入	28.90	1.34	1.61	17.57	14.62	1.01	0.92	10%	11%
海通证券	06837.HK	HKD	8.40	20190426	买入	12.90	0.75	0.98	9.89	7.57	0.67	0.62	7%	9%
HTSC	06886.HK	HKD	13.60	20190430	买入	18.60	0.96	1.17	12.55	10.30	0.56	0.52	7%	9%
中信证券	06030.HK	HKD	15.54	20190626	买入	20.90	1.34	1.61	10.24	8.52	0.54	0.49	10%	11%
中金公司	03908.HK	HKD	15.46	20190401	买入	21.00	1.19	1.37	11.47	9.96	1.28	1.17	12%	12%

注：A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期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：收盘价及表中估值指标按照 7 月 5 日收盘价计算

目录索引

写在前面的话：差异化之路刚刚开始！	7
一、国内中小券商发展面临重重压力	8
二、美国中小投行分化经营的背景	10
三、美国中小投行差异化经营的启示	12
1. 经纪业务：折价券商转型综合服务---嘉信理财的启示	12
2. 投行业务：专注并购重组的精品投行	16
3. 资管业务：高主动和特色化	21
4. 研究业务拉动：里昂证券的启示	23
四、国内中小证券如何差异化发展？	24
1. 经纪业务突围：由折扣券商切入向财富管理升级	24
2. 投行资本化：从传统承销业务带动直投业务	27
3. 资管突破：提升主动管理和打造特定领域特色优势	31
4. 研究驱动：以研究为引擎，带动机构业务发展	36
风险提示	38

图表索引

图 1: 行业营收与净利润集中度提升	8
图 2: 总资产规模排名前十券商加权平均 ROE 与行业比较	8
图 3: 证券行业资产驱动业务占比提升	9
图 4: 证券行业杠杆率	9
图 5: 科创板承销金额占比统计	10
图 6: 平均每股交易佣金大幅下滑 (单位: 美分)	11
图 7: 机构佣金率显著低于散户投资者 (单位: %)	11
图 8: 证券承销业务中, 全能银行市占率大幅上升	11
图 9: 经纪交易商数量下滑	11
图 10: 大型投行杠杆率 (单位: 倍)	12
图 11: 2000-2017 年中小投行杠杆率 (单位: 倍)	12
图 12: ROE 对比 (2018 年报)	13
图 13: ROA 对比 (2018 年报)	13
图 14: 杠杆率对比	14
图 15: 费用支出占比	14
图 16: 亚美利交易收入构成 (单位: 百万美元)	15
图 17: 嘉信理财收入构成 (单位: 百万美元)	15
图 18: 嘉信理财资产管理投向 (百万美元)	15
图 19: 嘉信理财资产管理收入构成 (百万美元)	15
图 20: 摩根士丹利部门划分	16
图 21: 摩根士丹利财富管理部门收入构成 (单位: 百万美元)	16
图 22: 美国非金融公司负债中股票和投资基金份额及债务证券合计占比	17
图 23: 美国证券公司收入构成%	17
图 24: 美国四大投行 M&A 收入 (亿美元) (2018)	18
图 25: 美国部分精品投行 M&A 收入 (亿美元) (2018)	18
图 26: 2018 年已完成并购重组项目中平均每个项目收费 (百万美元)	19
图 27: ROE 对比	21
图 28: ROA 对比	21
图 29: 杠杆率 (平均净资产/平均总资产) 对比	21
图 30: 费用支出率对比	21
图 31: 拉扎德资产管理规模及增速	22
图 32: 拉扎德资管收入 (亿美元)	22
图 33: 拉扎德资管业务资产配置	22
图 34: 拉扎德资管业务中 PE 与另类投资规模 (亿美元)	22
图 35: 拉扎德资管规模增长及推动力 (亿美元)	23
图 36: 里昂证券营收构成	24
图 37: 2018 年经纪业务收入排名前 20 证券公司	25
图 38: 东方财富营业收入构成 (亿元)	26
图 39: 东方财富营业总成本构成 (亿元)	26

图 40: 东方财富佣金率远低于大部分传统券商	26
图 41: 东方财富经纪业务市占率快速提升	26
图 42: 东方财富 ROE 与行业对比	26
图 43: 东方财富杠杆率低于行业	26
图 44: 国金证券营收构成 (2018)	28
图 45: 2018 年投行业务收入排名前 20 证券公司	28
图 46: 国金证券 ROE 与行业对比	28
图 47: 国金证券杠杆率与行业对比	28
图 48: 国金鼎兴总资产和净资产 (亿元)	30
图 49: 国金鼎兴营业收入和净利润 (亿元)	30
图 50: 2018 年资管业务收入排名前 20 证券公司	31
图 51: 东方证券收入构成 (亿元)	32
图 52: 东证资管受托规模及主动管理占比 (亿元)	33
图 53: 东证资管按产品类型划分规模占比	33
图 54: 东方证券 ROE 与行业对比	33
图 55: 东方证券杠杆率与行业对比	33
图 56: 财通证券收入构成 (亿元)	34
图 57: 财通证券 ROE 与行业对比	34
图 58: 财通证券杠杆率与行业对比	34
图 59: 财通资管受托规模及主动管理占比 (亿元)	35
图 60: 财通资管按产品类型划分规模占比	35
图 61: 长江证券收入构成 (亿元)	36
图 62: 长江证券分仓佣金及分仓成交额占比	37
图 63: 长江证券经纪业务市占率变化	37
图 64: 长江证券 ROE	37
图 65: 长江证券杠杆率	37
表 1: 美国经纪商证券交易与量化交易排名 (2018)	13
表 2: 在线券商经纪业务数据比较	14
表 3: 嘉信理财提供 9 种投资管理组合	15
表 4: 美国投行发行承销业务 2009 年与 2018 年 CR5 对比	17
表 5: 并购重组市场中提供财务咨询服务的机构市占率 (单位: 亿美元)	18
表 6: 各类投行数据比较	18
表 7: 部分精品投行创始人	20
表 8: 公司 2018 年利润与支出分析	20
表 9: Overall Combined Regional Research & Sales(Asia ex Aus &Jap)	23
表 10: 东方财富业务推进	27
表 11: 国金证券投行项目情况	28
表 12: 部分证券公司保代人均支出和人均营收 (单位: 百万元)	29
表 13: 部分证券公司保荐人数量	29
表 14: 投行项目储备情况	30
表 15: 国金证券部分业务收入排名	30
表 16: 资管业务收入排名前列证券公司资管规模、结构及排名	31

表 17: 东证资管绝对收益率排名	33
表 18: 财通资管公募基金绝对收益率排名	35
表 19: 已申报科创项目中财通创新部分跟投项目	35
表 20: 财通证券部分业务收入排名	35
表 21: 长江证券部分业务收入排名	38

写在前面的话：差异化之路刚刚开始！

如果用传统的“大而全”发展理念自上而下俯视，中小券商生存空间不容乐观。近年来，证券行业的发展趋势是由传统业务向创新业务过渡、由通道业务向资本中介业务转型，在此过程中，中小券商明显处于劣势地位，不仅业务结构单一、抗风险能力偏低，而且资本金不占优势，综合实力偏弱，导致创新类业务发展缓慢，甚至无法获得业务资质，与头部券商差距不断拉大。

2019年7月5日，中国证监会发布《证券公司股权管理规定》，明确将证券公司分为专业类证券公司和综合类证券公司，前者从事常规传统证券业务（如证券经纪、证券投资咨询、财务顾问、证券承销与保荐、证券自营等），后者从事的业务具有显著杠杆性质且多项业务之间存在交叉风险（业务范围除传统证券业务外，还包括股票期权做市、场外衍生品、股票质押回购等复杂业务）。

结合分类评级管理办法、头部券商担当流动性桥梁等举措，我们已清晰可见，监管部门将对证券行业采取分类管理，一方面鼓励头部券商发挥杠杆作用做大做强，另一方面支持中小券商差异化、专业化、特色化发展。

因此，本篇报告聚焦中小券商的差异化之路。

从数量上看，中小券商占据绝对优势。截至2018年末，我国共有证券公司131家，其中在境内外上市券商近40家，而头部券商仅10家左右（以证监会召集、提供流动性桥梁为口径）。即便从上市公司数量角度，中小券商也占据3/4左右，未来还有更多中小券商上市。

而且，中小证券公司依托差异化发展获得合理的估值在海外有先例可循。据我们在《美国证券业研究：激荡四十年》中的分析，聚焦折扣券商、精品投行和资产管理的中小投行实现了相比五大投行更高的ROE和PB估值水平。

事实上，中小券商作为一支经常被忽略的行业生力军，本身也有不少闪光点值得我们去挖掘。如果用差异化眼光自下而上去拾珠，可以发现，业内已形成一股探索的风潮，正围绕传统的轻资产业务展开，如经纪、投行、资管、研究等。这与监管的最新思路不谋而合。

本篇报告中，我们选取了几个有代表性的公司作为研究样本，它们包括以经纪业务为突破口的东方财富、以投行为突破口的国金证券、以资管为突破口的东方证券和以研究为突破口的长江证券。每一样本背后，都有多家中小券商的身影，我们不一一枚举。

研究发现，差异化定位后，样本公司均取得了不同程度的成绩。东方财富通过互联网导流经纪业务和产品代销，东方版嘉信理财初现雏形；国金证券加大对投行业务的投入，承销保荐和并购重组业务挺进行业前十；东方证券依托以主动管理著称的东方资管，资管业务收入晋身行业前三；长江证券以研究为引擎，带动了机构业务发展，根据wind统计，2019年上半年，IPO承销保荐收入位列行业第三，仅次于中信证券和中信建投。

不过，行百里者半九十，国内中小券商的突围难点可能刚刚开始。对于经纪业务突围，拥有流量优势做大经纪业务本身并非难事，但全面转型财富管理、熨平业绩波动才是真正的考验。对于投行突围，相比国外主要走并购重组式精品投行路线，

国内仍停留在“小而全”阶段，后续看点在于聚焦专业化的投行模式能否落地生根。对于资管突破，难点是如何制度化地打造高效的投研能力，避免“因人而成、因人而废”。对于研究驱动，依托集团化协同支持、打造依赖内部培养机制的研究体系是这一路径的关键，否则容易陷入“其兴也勃焉、其亡也忽焉”的窘境。

在监管推动下，中小券商的差异化之旅将更为笃定，我们期待优秀的同行给出更多更精彩的研究样本。

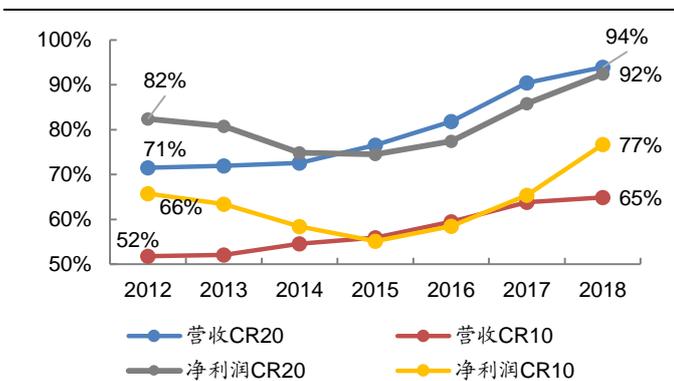
一、国内中小券商发展面临重重压力

我国证券行业经过三十年的发展，已逐渐走向成熟，商业模式从传统通道业务为主的阶段过渡到通道业务与资本中介业务并举、场外市场业务初现端倪的阶段，近年来在强化监管与鼓励做大做强政策导向下，行业出现两极分化现象，头部券商的竞争优势日益突出，而中小券商生存空间逐渐压缩。

反映在几个方面：

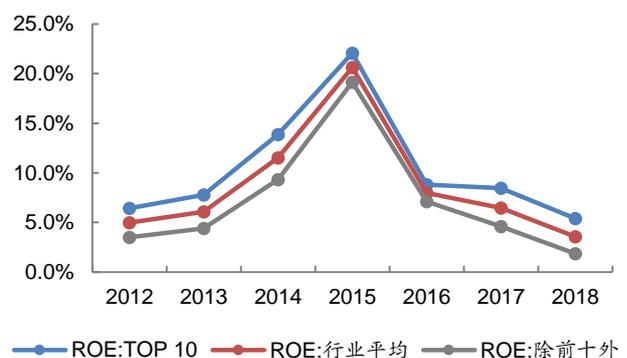
1) 头部券商营收和净利润集中度持续提升，中小券商ROE低于行业平均。2012-2018年，营业收入排名前10的券商占行业总收入的比重由52%提升至65%；排名前20名券商营收占比由71%提升至94%。净利润排名前10券商占行业净利润比重从66%提升至77%；排名前20券商净利润占比从82%提升至94%。总资产规模排名靠前的龙头券商ROE表现稳定高于行业平均，而将行业净资产与净利润分别减去总资产排名前十券商数据后，再计算加权平均ROE，得出的折线显著低于行业平均。

图1：行业营收与净利润集中度提升



数据来源：证券业协会、广发证券发展研究中心

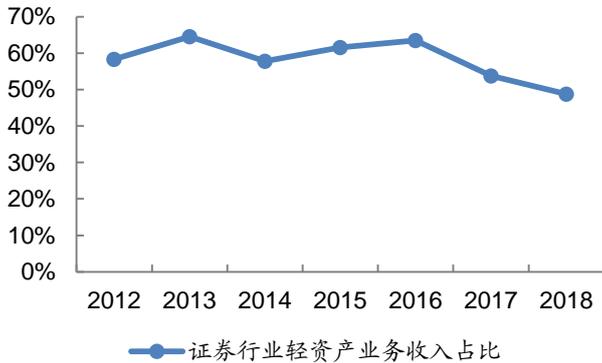
图2：总资产规模排名前十券商加权平均ROE与行业比较



数据来源：证券业协会、公司年报、广发证券发展研究中心

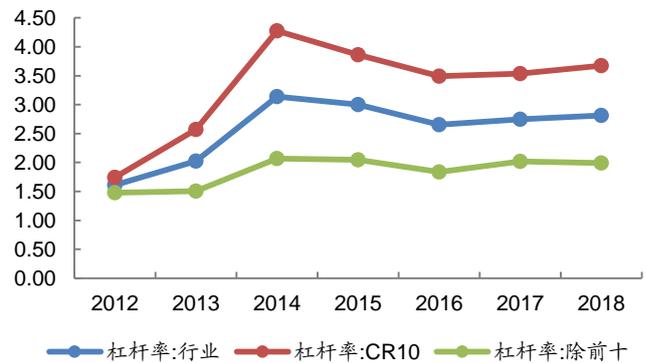
2) 从收入结构看，行业重资产驱动业务占比提升，资产规模不占优势的中小券商发展压力不断增加。将业务增长依赖资本投入的自营、资本中介及另类投资业务划分为重资产业务，其他业务包括经纪、投行及资管业务划分为轻资产业务。2011-2018年，证券行业收入中，重资产业务收入占比从30%提升至51%。而行业总资产规模排名前十券商，除总资产CR10从2011年50%提升至61%外，在杠杆率亦显著高于行业平均，相对应，总资产规模及杠杆率均不具优势的中小券商，面临发展瓶颈。

图3：证券行业资产驱动业务占比提升



数据来源：wind、广发证券发展研究中心（注：重资产业务包括自营、另类投资以及资本中介业务收入，轻资产业务包括经纪、投行及资管业务收入。占比为占营收比重）

图4：证券行业杠杆率

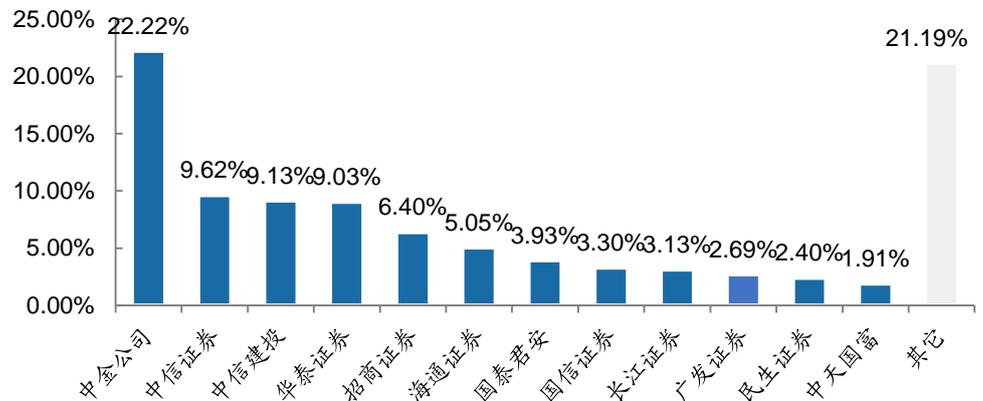


数据来源：证券业协会、公司年报、广发证券发展研究中心

3) 政策鼓励头部券商做大做强，中小券商在创新业务抢发上不占优势。根据证券公司分类评级管理办法，头部证券公司除在资本充足、合规治理等基本标准达标外，在市场竞争力排名中显著占优，可额外获得加分项。从2011-2018各年评级结果看，总资产排名靠前的十家券商（中信、国君、海通、华泰、广发、申万、招商、中金、银河、国信），除2016年外，其他年份均全数获得A级或以上评级，且未出现获评级C情况。而证券公司分类结果会作为证券公司申请增加业务种类、新设营业网点、发行上市、确定新业务及新产品试点推广顺序的重要条件和依据。

因此，高评级下政策优待使得头部券商更易在创新业务试点上获的先发优势，而原有业务的基础与联动使得新业务开展更易构建与推广，头部券商在创新业务开展优势显著。如在场外衍生品业务上，根据证券业协会披露，2018年月度新增场外衍生品交易规模排名前五的证券公司，集中度均值为80.60%。当年下发场外期权业务一级交易商名单中，首批7家券商除中信建投外，均是2017年总资产规模排名前十券商（广发、国君、华泰、招商、中金、中信）。又如在科创板项目申报上，截至6月14日，上交所共受理123家科创板企业；合计总承销金额1124.67亿元，其中中金公司、中信证券、中信建投、华泰证券（“三中一华”）合计占比51.89%，龙头效应明显。

图5：科创板承销金额占比统计



数据来源：上交所、广发证券发展研究中心（数据截至2019年7月2日统计）

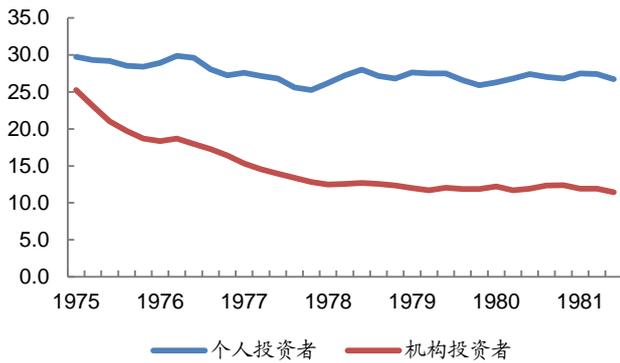
继续“大而全、小而全”的高度同质化经营，会使得证券行业更趋强者愈强、弱者愈弱的“马太效应”，挤压中小券商的生存空间。研究美国中小券商在证券行业的发展历程，有助于帮助国内中小券商把握如何“做专做强”发展脉搏。虽然在市场结构、法律法规、监管要求等方面美国市场与中国市场差异较大，但我们仍可以通过研究业务萌发的商业土壤，拆解业务发展背后的商业逻辑，找到相应业务在国内的映射，挖掘券商成长机遇。

二、美国中小投行分化经营的背景

20世纪70年代始，随着佣金自由化、混业经营及金融危机改革下，美国证券业传统依赖通道经纪业务的模式发生变化。

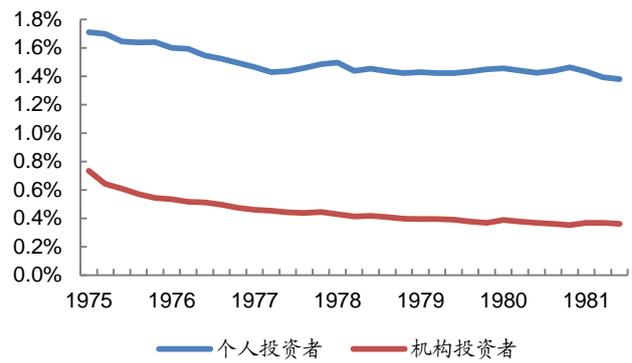
佣金自由化下传统通道经纪业务无法维系。1975年美国国会通过了《证券法修正案》，结束了运行多年的固定交易佣金制度。佣金率大幅下滑，尤其对机构投资者的平均每股交易佣金，从1975年的25美分大幅下滑至1981年不到10美分。随着价格竞争加剧，1990年后，交易佣金规模达到瓶颈，增长乏力。具备资本实力的头部券商从通道经纪业务上向交易经纪业务上转型，通过提供做市服务获得交易佣金与投资收益增厚收入。中小券商不具备相当规模的资本实力与证券持仓，与大型投行的利润率差额不断扩大。

图6: 平均每股交易佣金大幅下滑 (单位: 美分)



数据来源: 证券行业趋势(Vol. XXVI, No. 4)、广发证券发展研究中心

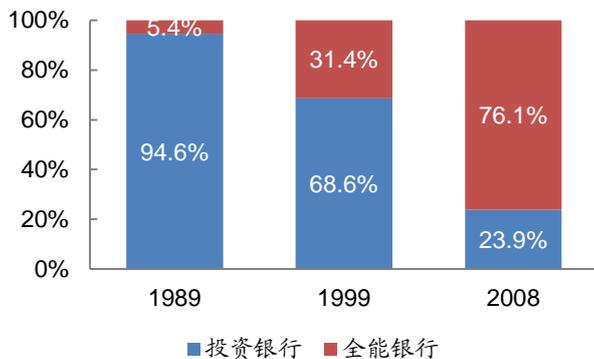
图7: 机构佣金率显著低于散户投资者 (单位: %)



数据来源: 证券行业趋势(Vol. XXVI, No. 4)、广发证券发展研究中心

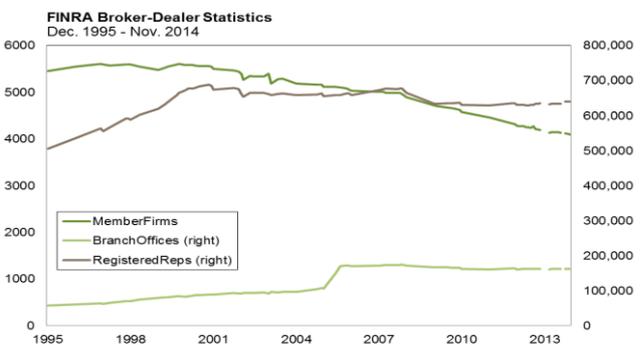
开放混业经营, 竞争加剧, 加速分化。1990年, 美国颁布了《金融现代化法案》废除了之前对美国银行业进行限制的《格拉斯-斯蒂格尔法案》, 开放了商业银行、投资银行和保险公司之间的混业经营。以金融控股公司为主体和新设立银行子公司进入, 大型全能型银行崛起, 加剧行业寡头垄断格局逐步形成, 在资产管理、证券承销等业务大量侵蚀中小券商的市场份额: 从证券承销规模看, 90年代前, 全能银行仅占5.4%, 而到2008年, 全能银行占到了市场中的76.1%。迫使中小券商转型开展专业或特色化业务。

图8: 证券承销业务中, 全能银行市占率大幅上升



数据来源: 摩根士丹利奥纬咨询、广发证券发展研究中心

图9: 经纪交易商数量下滑



数据来源: SIFMA、广发证券发展研究中心

危机后金融改革, 全能银行降杠杆拆业务, 中小券商乘机崛起。2000年以来, 通过客户抵押物再抵押操作, 美国投行行业杠杆倍数急剧拉升, 但次贷危机中因抵押物价值严重缩水而遭遇“生死劫”。金融危机引起了美国当局对监管的重视, 大型投行杠杠率多集中于20-30倍, 2008年美林证券杠杠率一度飙升至40倍。而同时期的中小投行, 由于资本中介业务占比较小, 缺少充分使用财务杠杠的金融工具, 所以杠杠率显著低于大型投行, 均维持在8倍杠杠以下, 极少高于5倍杠杠。

大型投行的瘦身, 监管限制银行和控股公司从事自营交易、限制银行投资总额

不得超过银行一级资本的3%、分拆银行高风险掉期交易业务等。自营投资、交易及资本中介业务等重资产类业务收缩,杠杆中枢由2000-2008年的25.4倍降至当前13.1倍。部分直投公司被独立分拆或出售,成为了中小资产管理公司、中小投行并购崛起的良机。

图10: 大型投行杠杆率(单位: 倍)

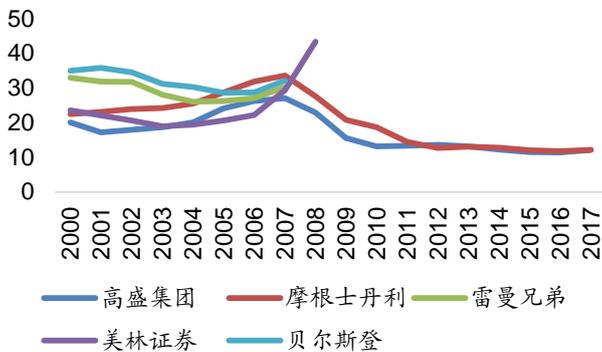
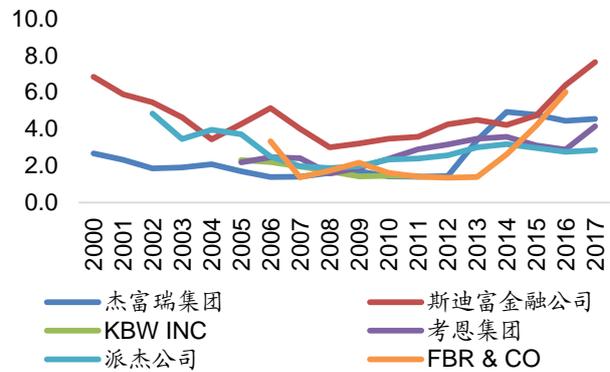


图11: 2000-2017年中小投行杠杆率(单位: 倍)



注: 杠杆率=资产总计/归属母公司股东的权益

数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

三、美国中小投行差异化经营的启示

我们发现,在经历佣金自由化、混业经营、对外开放及金融危机等发展历程后,美国也涌现一批经营亮眼的中小投行。但与体量庞大的全能投行相比,这些中小投行多是通过特色化经营,部分是专攻特定业务领域,发展成为行业标杆;部分则是通过并购联合,通过相互整合巩固实力,壮大规模。

从券商业务看,具备牌照优势的业务是经纪业务与投行业务,资管业务和PE业务由于跟其他资产管理公司几乎同门槛,因此中小投行要独立发展面临竞争很大。因此,我们选择了在经纪业务和投行业务表现亮眼的中小投行,并通过分析其经营策略和ROE水平,来探讨中小投行在证券市场里如何提升自身盈利能力和市场地位。

1. 经纪业务: 折价券商转型综合服务---嘉信理财的启示

背景: 佣金自由化与互联网兴起,传统通道经纪业务佣金率大幅下滑。按美国证券业协会披露数据,经纪交易商平均佣金费率从1976年1.72%下滑到2016年0.047%。纯通道经纪服务难以独立营利。

折扣券商涌现,低佣金切入,抢占长尾个人客户。浮动佣金制施行后,投行为了对冲佣金收入下滑的影响,开始实行价格歧视策略,即对机构投资者降佣金,而对个人投资者提高佣金。1971年成立的嘉信理财抓住行业格局重塑的机会,通过降佣、免佣等方式向个人客户提供经纪服务,大量获客,抢占市占率。到了20世纪90年代,互联网兴起催生更多通过互联网低佣获客的折扣券商,例如Datek和Ameritrade等机构,交易价格低至5-10美元每笔,而同期传统全能投行比如美林证券,捆绑研究服务、投资顾问在内的打包服务,交易费用大约为35-40美元每笔。

对比分析：发展至今，折扣券商的盈利模式是否可行？从绝对佣金收入看，机构客户占比高的全能投行仍稳占佣金收入的前列。而根据FIRNA披露，2010年全美证券市场约4700家经纪交易商，合计佣金收入约250亿美元，其中前十名佣金收入占比为46.8%，前二十五名占比68.2%，呈现高集中度。

而从绝对收入看，对比高盛、摩根士丹利的财富管理部门收入看，在佣金收入上全能投行具备绝对优势。根据Greenwich对美国买方机构的调查，2018年在机构经纪和交易业务（包括股票交易，程序交易，股票研究和组合交易）方面排名前列的券商依然是JP摩根、高盛、摩根斯坦利和美银美林。

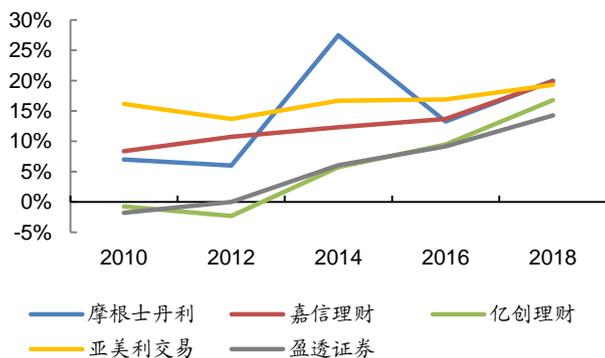
表 1: 美国经纪商证券交易与量化交易排名（2018）

U.S. Equity Trading Share			U.S. Equity Algorithmic Trading Share		
Broker	Trading Share	Statistical Rank	Broker	Trading Share	Statistical Rank
J.P.Morgan	8.5%	1T	Morgan Stanley	9.4%	1
Morgan Stanley	8.2%	1T	Goldman Sachs	8.1%	2
Goldman Sachs	7.9%	1T	Bank of America Merrill Lynch	7.7%	3T
Bank of America Merrill Lynch	7.5%	4	J.P.Morgan	7.7%	4T
Credit Suisse	6.2%	5	Sanford C. Bernstein	7.4%	5T

数据来源：Greenwich Associate 广发证券发展研究中心（注：份额与排名均由 Greenwich Associate 根据 300 家美国股票交易股票买方机构和 214 家美国股票研究/咨询机构的投票结果按帐户的佣金支出加权计算。）

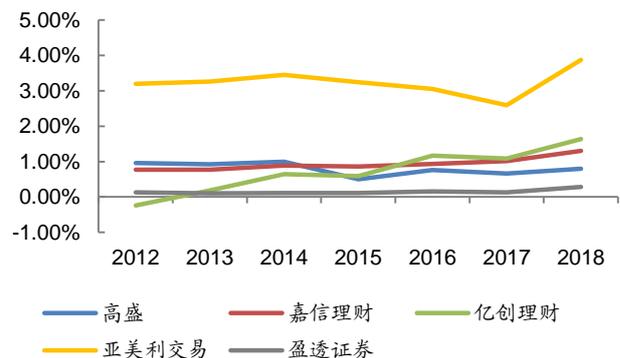
折扣券商是否能盈利？从ROE看，传统全能投行的财富管理部门（Wealth Management）和折扣券商的ROE并无绝对优劣，折扣券商中亚美利交易和嘉信理财的ROE较高，与高盛财富管理部门的ROE相当，表现平稳向上而弹性较小。从ROA看，亚美利交易的ROA远高于高盛及其他折扣券商/互联网券商。

图12: ROE对比（2018年报）



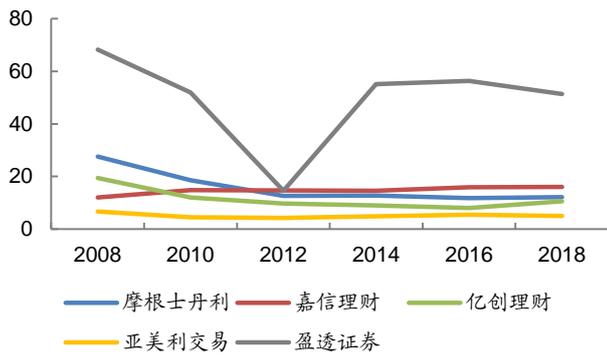
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心（注：摩根士丹利数据取其Wealth Management部门经营数据）

图13: ROA对比（2018年报）



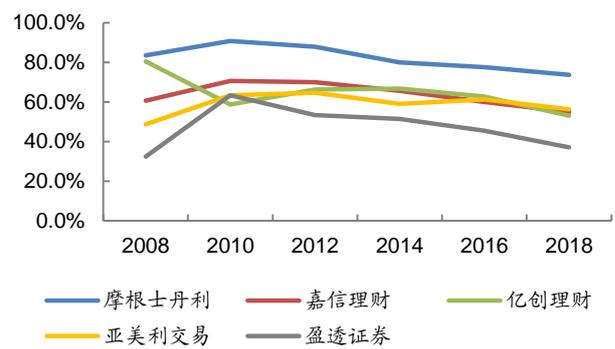
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心（注：高盛数据取其Institutional Client services和Investing & Lending两部门经营数据）

图14: 杠杆率对比



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心 (注: 摩根士丹利数据取其Wealth Management部门经营数据)

图15: 费用支出占比



数据来源: 广发证券发展研究中心 (注: 摩根士丹利数据取其Wealth Management部门经营数据)

差异原因:

1) 互联网获客是关键, 但并非最便宜者得天下, 单从佣金费率看, 盈透证券每笔佣金最低, 但上述ROE与ROA表现却不亮眼。E-trade的交易佣金费率与嘉信理财相当, 甚至已出现零佣金的服务, 且提供两融利率在2.68%~3.68%区间, 而嘉信理财、盈透证券、亚美利交易等两融利率在6.25%~10.23%不等。但奉行低费率政策中的E-trade账户数量、DARTs等存在明显差异。说明一反面单从通道交易服务, 面向个人客户的佣金费率实质可竞争优势不大, 另一方面提升客户数量与交易频率是关键。

表2: 在线券商经纪业务数据比较

类别	互联网券商	互联网券商	折扣券商	折扣券商+财富管理
代码	IBKR.IEX	ETFC.O	AMTD.O	SCHW.N
公司	盈透证券	E-trade (亿创理财)	TD Ameritrade (亚美利交易)	嘉信理财
账户数量(千)	791	4897	11,514	11,593
DARTs(千)	862	282	811	420.9
每笔佣金(美元/笔)	3.87	7.07	7.45	7.23
经纪业务佣金收入(百万美元)	777	498	1,511	763

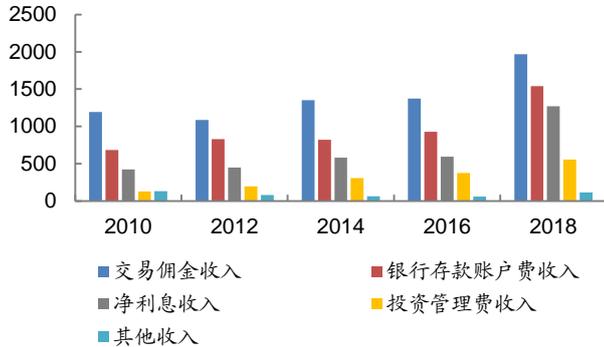
数据来源: 公司 2018 年报, 广发证券发展研究中心

注: TD Ameritrade 年报数据截止 2018 年 12 月末, 经纪业务佣金收入根据交易数量及每笔佣金计算。

2) 提升综合服务能力, 通过高费率非佣金收入撬动ROE。从收入构成看, 亚美利交易佣金收入与净利息收入之和占比从2010年占比63%下降至2018年占比59%, 其他重要收入构成包括1) 银行存款账户费收入: 与第三方银行合作, 由第三方银行向客户提供有存款、货币基金等服务, 公司收取一部分市场推广费用; 2016-2018年公司获得该项费率在1.09%-1.30%。2) 投资管理费收入: 向客户提供货币基金及投资计划, 及独立注册投资顾问在其平台上提供服务时平台收取部分费用; 2016-2018年公司获得的费率在0.22%-0.23%。而嘉信理财的非佣金收入主要为财富管理(作为第三方资管公司的销售渠道、提供投资咨询、基金产品、投资策略)。

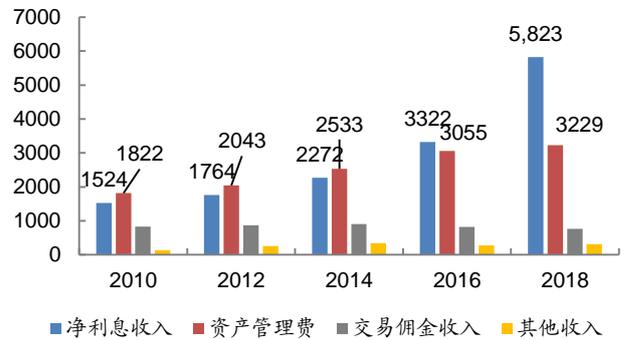
信贷服务(由子公司嘉信银行提供银行存贷款业务,近年净利差在1.5%-2.0%区间)。

图16: 亚美利交易收入构成(单位: 百万美元)



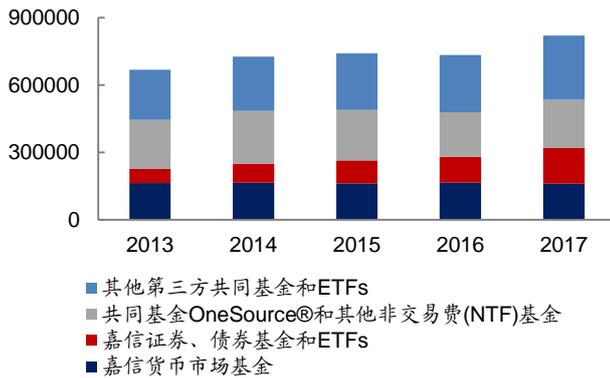
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图17: 嘉信理财收入构成(单位: 百万美元)



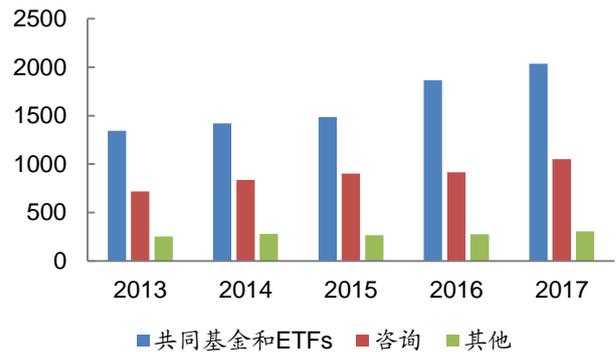
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图18: 嘉信理财资产管理投向(百万美元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图19: 嘉信理财资产管理收入构成(百万美元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

表 3: 嘉信理财提供 9 种投资管理组合

序号	组合名称	组合简介	投资门槛 (万美元)	咨询费率
1	嘉信理财智能投资组合	由投资专业人士团队精心挑选的 ETF 组合, 任何投资组合可能包含多达 20 个资产类别, 以及 FDIC 保险现金分配。	\$0.5	0
2	嘉信理财智能咨询	包括自由裁量交易决策、投资组合再平衡和税收损失获取算法。	\$2.5	0.28%
3	嘉信理财管理投资组合	提供专业管理、广泛多元化的共同基金或交易所交易基金投资组合。	\$2.5	≥0.90%
4	股权策略	由专业资产管理公司代表您管理的个人证券组合。	\$10	≥1.35%
5	Windhaven 策略	为客户提供三种广泛多元化的策略选择, 主要包括交易所交易基金 (ETF)。	\$10	≥0.95%
6	ThomasPartners 策略	提供两种不同的投资方法: 股息增长和平衡收益策略。致力于提供可靠的收入来源。	\$10	≥0.90%
7	固定收益策略	由专业资产管理公司代表您管理的个人证券组合		≥0.65%
8	嘉信理财顾问网络	由经过筛选有丰富投资管理经验的专业投资顾问提供财富管理咨询服	\$50	顾问推介不收费, 咨询

9 嘉信理财私人客户

务。
根据客户个人情况量身定制符合客户目标的产品组合。

\$50

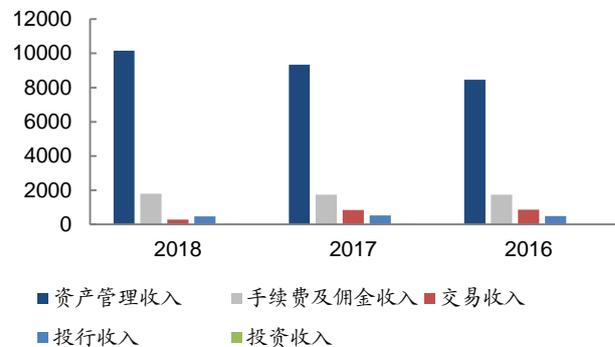
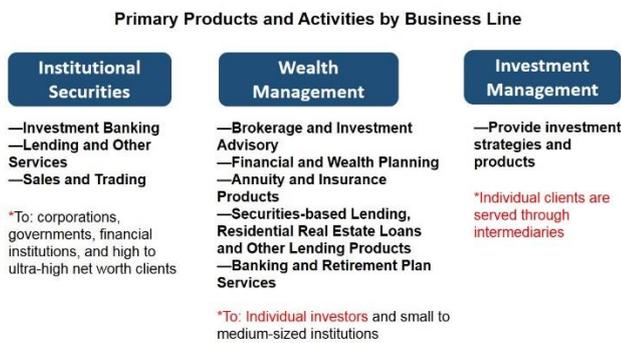
费基于资产和顾问定
股票≥0.90%
固定收益债券≥0.70%

数据来源：嘉信理财官网、广发证券发展研究中心

摩根士丹利财富管理部门收入较为混杂，主要收入来自于资产管理（Asset Management，包括产品分销收入和资管服务收取的管理费），在部门营收中占比超过70%；其次为佣金收入（Commissions and fees，包括场内和场外股票证券、及其他基金、期货、保险和期权等金融产品的销售），占比约13-15%；交易收入（Trading，向客户提供固定收益金融工具的做市服务，及与员工递延薪酬计划相关的损益），占比5%-7%，收入波动较大。其他收入包括投行业务、利息收入等。

图20：摩根士丹利部门划分

图21：摩根士丹利财富管理部门收入构成（单位：百万美元）



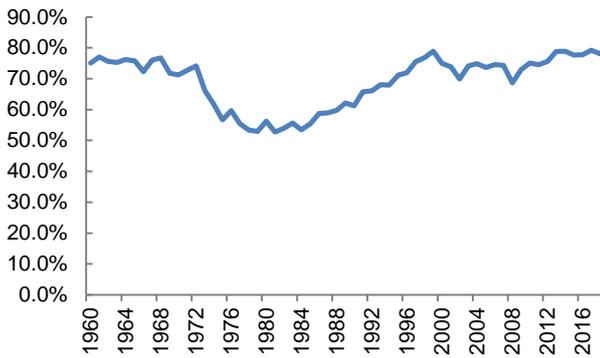
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

2. 投行业务：专注并购重组的精品投行

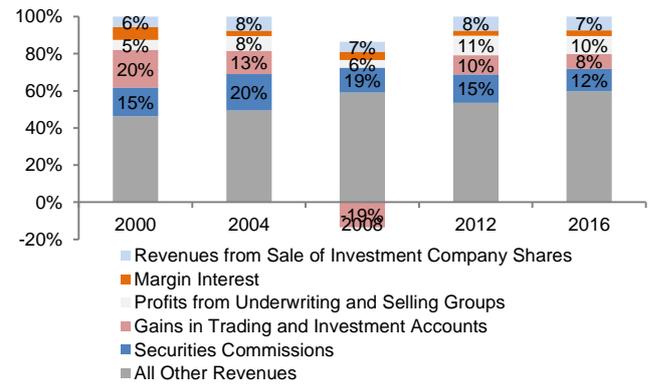
背景：高直接融资占比的融资市场带来稳定的需求市场，投行及其资本化业务对行业整体营收贡献预计超过20%。根据美联储与央行数据，2018年末美国直接融资占比（非金融企业融资中股权融资+债权融资占比）约为78%，同期我国直接融资占比（按社会融资统计口径中非人民币贷款及外币贷款占比计算）约30.5%。发达的直接融资市场造就了美国投行业。从美国证监会数据看，美国证券公司（broker-dealers）收入构成中，“承销业务收入”（profits from underwriting and selling groups）在总收入中占比在5%-11%，“通过出售投资公司份额”（revenues from sale of investment company shares）在总收入中占比在6%-8%。以2016年末数据统计，当年行业实现营收2787亿美元，其中承销业务收入269亿美元（占比约10%），出售投资公司份额实现收入204亿美元（占比7%），另有部分并购重组业务收入及管理私募股权基金获得管理费收入与超额收益未具体列示，估算当年投行及投行资本化业务合计对行业整体营收贡献超过20%。

图22: 美国非金融公司负债中股票和投资基金份额及
债务证券合计占比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图23: 美国证券公司收入构成%



数据来源: SEC、广发证券发展研究中心

股债承销业务收入增速平稳而集中度而较高,在2002-2007与2008-2014年两段增长期中,行业股债承销收入的年复合增速分别为12.5%与12.7%。但集中度较高,对比2009年及2018年十年期间变化,股权发行承销前五位市场份额从29%提升至35%,债券则从34.2%下降至26.9%,且前五位排名稳定难动摇,由传统综合性大投行占据前列。主要由于承销需要强大的渠道能力,业务结构单一的精品投行不具备优势。

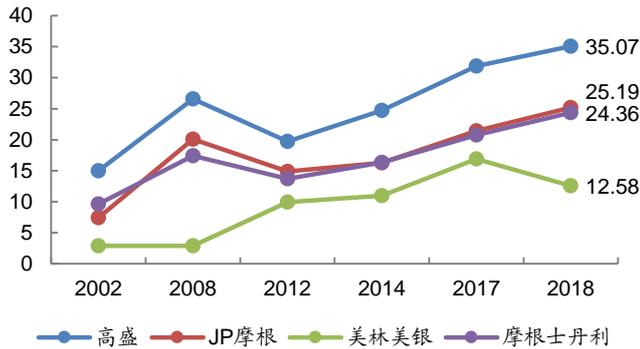
因此精品投行主要发力于并购重组市场。以Lazard、Greenhill、Evercore为首的精品投行收入构成中超过50%由咨询业务构成,其中主要为并购重组业务下财务咨询及法律咨询服务收入。部分精品投行发展迅速,绝对收入上已齐肩传统大行,跻身M&A业务市场前20%列。

表 4: 美国投行发行承销业务 2009 年与 2018 年 CR5 对比

Equity				Bonds					
	2018		2009		2018		2009		
1	JP 摩根	8.2%	摩根士丹利	6.7%	1	JP 摩根	6.4%	JP 摩根	8.3%
2	高盛	8.2%	JP 摩根	6.3%	2	美林美银	5.6%	美林美银	7.8%
3	摩根士丹利	8.1%	美林美银	5.6%	3	花旗	5.0%	花旗	6.3%
4	美林美银	4.8%	高盛	5.5%	4	高盛	4.6%	德意志银行	6.2%
5	花旗	4.8%	瑞银	4.7%	5	巴克莱银行	4.0%	巴克莱银行	5.6%
合计		34.0%		28.8%			25.5%		34.2%

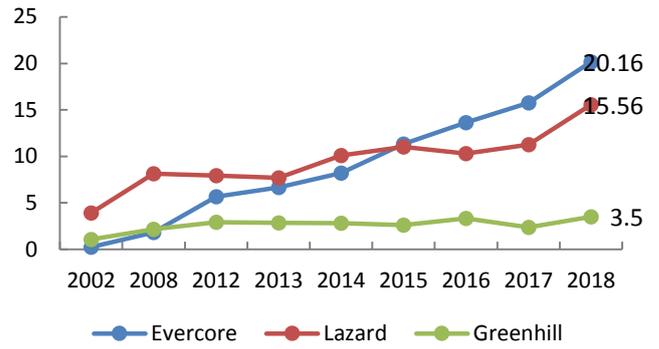
数据来源: 汤森路透、广发证券发展研究中心

图24: 美国四大投行M&A收入(亿美元)(2018)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图25: 美国部分精品投行M&A收入(亿美元)(2018)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

从市场份额看, 根据汤森路透统计, 2018年, 在全球市场中, 提供财务顾问服务完成项目市值在前25位排名中, 共有16家为全能投行, 9家为精品投行, 完成项目市值占比分别为198%与56%。前十位中只有Lazard和Evercore两家精品投行进入, 排名第8、第9, 完成项目市值与前五位仍有一定差距。

表5: 并购重组市场中提供财务咨询服务的机构市占率(单位: 亿美元)

排名	Global MA (2018年)			Mid-market MA(<US\$500m) (2018年)			Small Cap MA(<US\$50m) (2016年)		
	机构	项目市值	市占率	机构	项目市值	市占率	机构	项目市值	市占率
1	Morgan Stanley	10983	31.2%	Goldman Sachs	221.8	2.3%	KPMG	17.4	1.0%
2	Goldman Sachs	10349	29.4%	JP Morgan	189.6	2.0%	Deloitte	13.2	0.7%
3	JP Morgan	8617	24.5%	Citi	181.9	1.9%	PWC	12.5	0.7%
4	Citi	7598	21.6%	Rothschild	166.6	1.7%	ICBC	10.9	0.6%
5	BAML	6735	19.1%	Credit Suisse	163.6	1.7%	E&Y	10.5	0.6%
6	Barclays	6155	17.5%	Morgan Stanley	150.4	1.5%	Rothschild	9.0	0.5%
7	Credit Suisse	4797	13.6%	Lazard	147.1	1.5%	Sumitomo Mitsui Finl	8.0	0.5%
8	Lazard	4643	13.2%	Jefferies LLC	126.1	1.3%	Mizuho Financial	6.5	0.4%
9	Evercore	3414	9.7%	Evercore	116.3	1.2%	Raymond James	5.5	0.3%
10	Rothschild	3141	8.9%	Deutsche Bank	113.8	1.2%	Financial		
							Houlihan Lokey	5.4	0.3%

数据来源: 汤森路透、广发证券发展研究中心(注: 因存在多家机构为单个项目提供咨询服务, 市占率合计大于100%)

我们选取在全球市场中表现出色的几家精品投行来分析: Lazard、Evercore、PJT Partners、和Moelis, 来看精品投行的特点。

表6: 各类投行数据比较

代码	LAZ.N	EVR.N	PJT.N	MC.N	GS.N
公司	Lazard	Evercore	PJT Partners Inc	Moelis&Co	高盛集团
创立时间	1848年	1995年	2015年	2007年	1869年

市值 (亿美元)	41.4	28.4	8.8	19.3	745.6
收入 (亿美元)	28.3	20.6	5.8	8.9	359.4
净利润 (亿美元)	5.3	3.8	2.7	1.4	98.6
ROA	10.62%	20.33%	4.42%	17.44%	1.13%
ROE	49.81%	57.94%	8.73%	38.58%	12.10%
收入占比拆分	财务咨询 54% 资产管理 46%	咨询收入 84% 承销费 3% 佣金手续费 10% 资产管理收入 3%	咨询服务 78% 承销收入 19% 利息收入 3%	咨询收入 100%	佣金手续费收入 9% 净利息收入 10% 投资管理 18% 投行收入 21% 做市收入 26%
投行业务依赖度 (占比)	54%	97%	97%	100%	21%

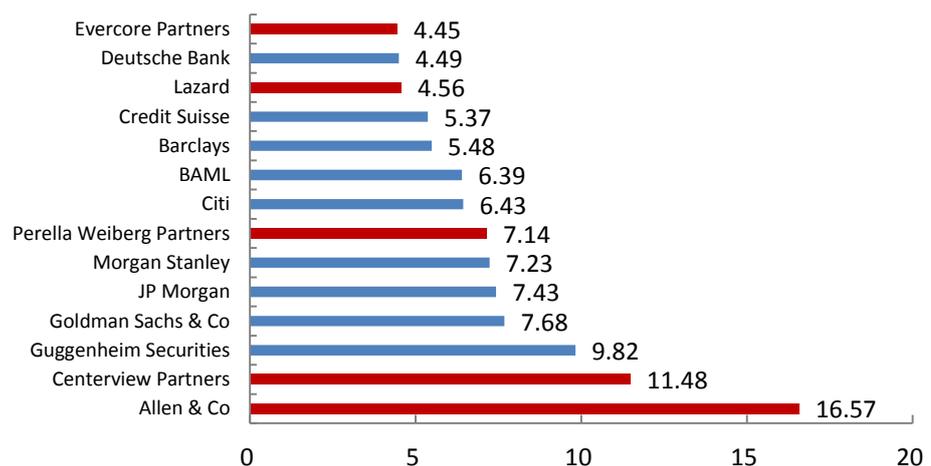
数据来源：公司 2018 年报，Wind，广发证券发展研究中心（注：市值按 2018 年最后一个交易日计算）

1) 轻资本属性——专注并购重组业务。从收入拆分看，除成立较早的Lazard收入近半为资产管理业务外，Evercore、PJT Partners、Moelis、Greenhills等营收主要来自咨询收入及少量承销收入，合计投行业务收入占比超过90%。这也反映精品投行的轻资本属性。

其中Lazard、Evercore这类体量较大的精品投行涉及领域较为全面，部分则有明显专注领域，如Allen&Co专注TMT领域，Tudor Pickering专注油气等。

2) 重视业务质量——单笔业务收入可匹敌老牌。与老牌投行相比，精品投行每年完成项目数量不及，但平均每笔业务收入可能高于传统头部大行。专业和专注是精品投行的重要优势。

图26：2018年已完成并购重组项目中平均每个项目收费（百万美元）



数据来源：汤森路透、广发证券发展研究中心

3) 创始人强资源带动，团队精简，人均创收能力强。一方面，精品投行的快速成长离不开创始人强大的资源与业务经验，精品投行创始人多历任大行高管，在投行领域有深厚的业务经验，亦在市场有丰富的客户资源，帮助初创公司成立数年内就可与老牌投行竞争大项目。另一方面，专注并购和重组这类轻资本业务使得公司

团队人员要比老牌投行精简，人均创收能力强，高薪环境又进一步吸引人才。2018年，高盛投行业务的总收入为78.6亿美元，格林希尔总收入为3.3亿美元，高盛人均产出21.5万美元，格林希尔人均产出为90.3万美元是高盛的4倍。然而，高盛2018年投行业务总费用支出为43.46亿美元，人均成本为11.87万美元，而格林希尔总支出为2.71亿美元，人均成本为74.25万美元，是大投行的6倍有余。

表7：部分精品投行创始人

机构	创始人
Perella Weinberg Partners	Joseph Perella, 摩根士丹利前副董事长; Petter Weinberg, 高盛国际前 CEO
Evercore Partners	Roger Altman, Blackstone 创始人
Greenhill & Co	Robert Greenhill, 前摩根士丹利全球兼并收购业务负责人
Moelis & Co	Ken Moelis, 前 UBS 投行负责人
Qatalyst Partners	Frank Quatrone, 前瑞士信贷技术领域投行业务负责人
PJT Partners	Paul J. Taubman, 前摩根士丹利执行副总裁

数据来源：公司官网、广发证券发展研究中心

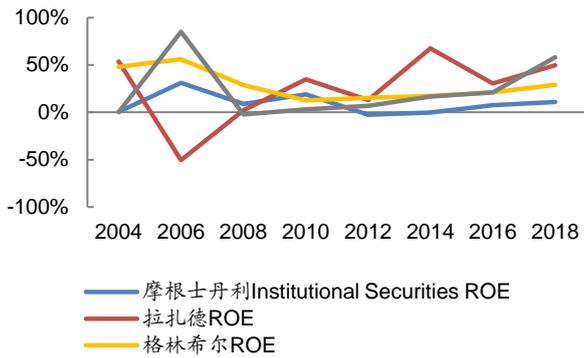
表8：公司2018年利润与支出分析

公司	Lazard	Evercore	PJT Partners Inc	Moelis&Co	高盛集团
毛利润 (亿美元) Net revenue	28.26	20.65	5.80	8.85	366.16
费用支出 (亿美元) Operating expense	21.46	15.23	5.39	6.59	234.61
费用率 (费用支出/毛利润)	76%	74%	93%	74%	64%
费用支出中薪酬福利	15.15	11.97	4.24	5.14	123.28
薪酬福利/费用支出	71%	79%	79%	78%	53%
公司人数	2996	1700	590	842	36,600
人均毛利润 (万美元)	94.33	121.47	98.31	105.11	100.04
人均薪酬福利 (万美元)	50.57	70.41	71.86	61.05	33.68

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

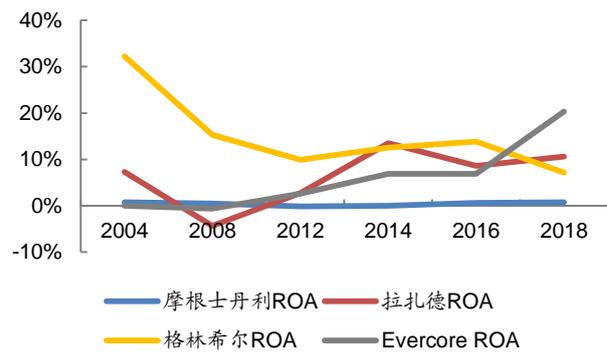
从ROE和ROA看，三家精品投行自2008年后ROE稳定向上，已超过传统投行摩根士丹利的投行部门，并反映两特点：一是杠杆率低，轻资产结构。对比摩根士丹利投行部门高达15倍的杠杆率，精品投行近年杠杆率平均仅为5倍（见图29）。而从费用支出率看，精品投行的利润留存率更低。

图27: ROE对比



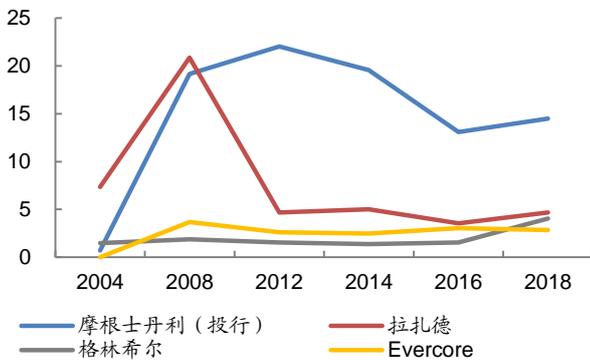
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心 (摩根士丹利数据为公司 Institutional Securities 部门数据)

图28: ROA对比



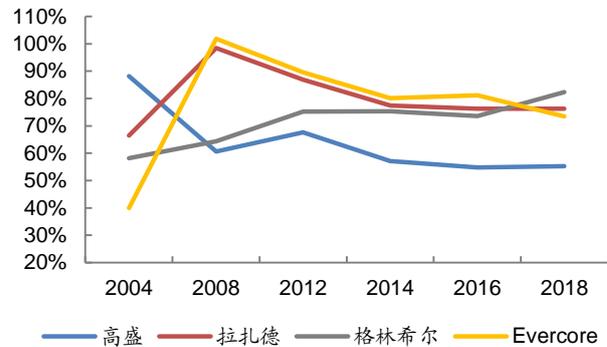
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图29: 杠杆率 (平均净资产/平均总资产) 对比



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心 (注: 摩根士丹利数据为其 IB 部门)

图30: 费用支出率对比



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

3. 资管业务: 高主动和特色化

投行在资管市场面临的竞争对手众多, 根据IPE排名统计, 2017年全球排名前400的资产管理公司中, 拉扎德 (Lazard) 以1852亿欧元排名第89名, 其特色是“投行+资管”模式。

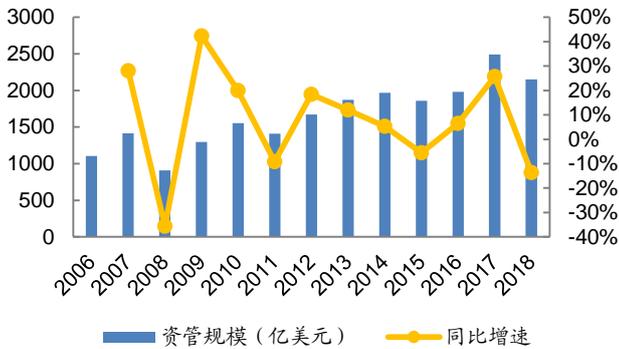
拉扎德资管与其投行业务联系紧密, 其特点一是全球布局, 机构客户占绝对比重。2018年拉扎德管理资产规模中88%来自于机构客户, 12%来自于个人或者家族理财。这与其投行业务的区域布局和客户群体相近。

二是专注主动管理, 权益投资配置80%, 经营稳健。公司遵循“选择证券而非选择市场” (securities not market) 的原则, 发挥其投行业务在产业发展判断与公司财务分析的专业优势, 给予充足激励机制与人才培养机制, 专注于权益类主动管理。2018年资产配置中, 权益类资产占比为83%, 固定收益占比16%, 私募基金与另类投资仅占1%。截至2018年底, 拉扎德资产管理规模达到了2150亿美元, 管理费收入为13.11亿美元, 占资产管理业务总收入的98.45%, 通过超额收益获得的奖励费收入占比较低。在达到一定规模后, 稳定经营获得的管理费收入是其主要的营

收来源。

从年报披露数据看，公司自营投资规模与收入贡献不高，2018年公司自营投资合计5.75亿美元，其中约9000万用作天使投资。当年自营投资收入为亏损610万美元。

图31: 拉扎德资产管理规模及增速



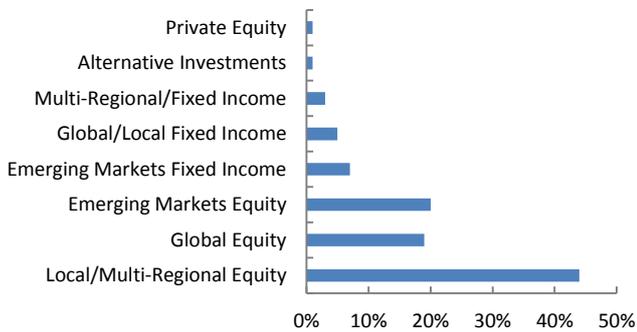
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图32: 拉扎德资管收入 (亿美元)



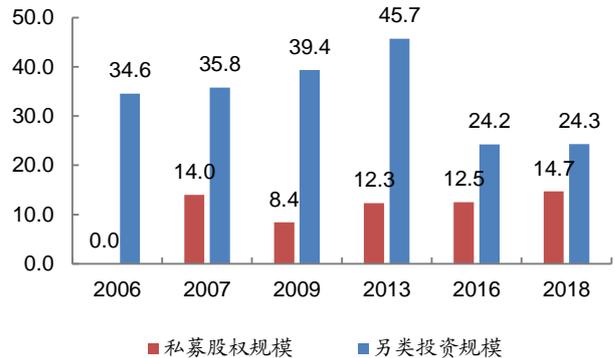
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图33: 拉扎德资管业务资产配置



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图34: 拉扎德资管业务中PE与另类投资规模 (亿美元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

直至20世纪20年代中期，拉扎德资管仍主要依附于投行业务的协同，其管理资产来自于投行业务相关的客户公司及其高管，因此资产管理规模小。根据公司披露，20世纪70年代末，拉扎德的资产管理业务利润贡献不到集团总利润的10%，资产管理规模不超过20亿美元。

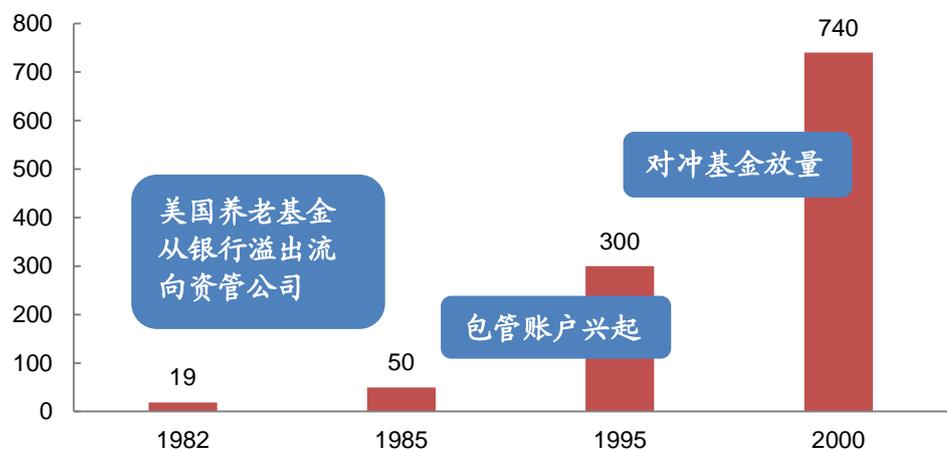
公司资产管理业务提升得益于两个方面：

一是与紧抓市场需求变化。拉扎德成立时间早，经历了较长发展周期，但并没有固守落后于市场。1) 20世纪80年代，美国养老基金 (pension funds) 呈现从银行主体流出转向资产管理公司的趋势。拉扎德成立时间早，经历了较长发展周期，但并没有固守落后于市场。1) 20世纪80年代，美国养老基金 (pension funds) 呈现从银行主体流出转向资产管理公司的趋势，拉扎德资产管理的战略方向发生变化，积极挖掘管理人员与投资经理，抢夺客户资源与市场。资

产管理规模增至1985年50亿元。2) 90年代，兴起保管账户 (wrap account, 由投资顾问全权打理个人账户，每年收取固定佣金费率)，拉扎德大量投入销售人员，规模从1985年50亿美元增至1995年超过300亿美元。3) 90年代中后期，对冲基金快速放量，拉扎德凭借出色的海外股票配置能力，旗下对冲基金获得亮眼回报率，吸引客户资金大量涌入。

二是具备核心竞争力：全球股票投资。公司是90年代最早一批涉足海外股票配置的资产管理公司，这也得益于公司投行业务的全球布局，在欧洲、亚洲等主要地区均有分支机构。根据彭博报道，得益强海外选股的能力，1999年拉扎德资管超过半数机构客户投资其国际股票投资组合，平均管理费率为0.75%，远高于市场股票组合平均管理费率0.35%水平。

图35: 拉扎德资管规模增长及推动力 (亿美元)



数据来源：彭博、广发证券发展研究中心

4. 研究业务拉动：里昂证券的启示

里昂证券于1986年成立于香港，创始人为两名南华早报的财经记者Jim Walker和Gary Coull，专注于经纪和研究业务，以独立的主题研究、经济分析及股票策略著称，为亚洲领先的股票研究机构之一。在2012年华尔街日报评选亚洲最佳分析师评选中，里昂证券分析师占据前十名中的四席，在亚洲地区研究兼具风格和实力。在MSCI评选亚洲地区销售与交易活跃上中也进入前三，仅次于HSBC和UBS，为唯一一家以独立公司非集团主体上榜者。

表9: Overall Combined Regional Research & Sales(Asia ex Aus & Jap)

Rank 2014	2013	Institutions
1	3	UBS
2	2	HSBC
3	1	CLSA
4	4	Bank of America Merrill Lynch
5	5	Credit Suisse

6	6	Morgan Stanley
7	8	Goldman Sachs
8	10	JP Morgan
9	-	Deutsche Bank
10	7	Citi

数据来源：MSCI、广发证券发展研究中心

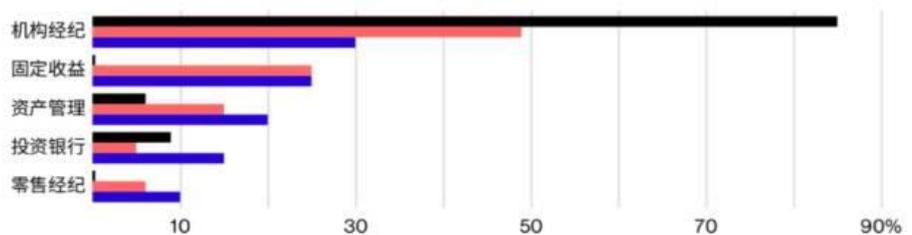
但同时公司的收入结构十分单一，根据彭博数据，在2013年中信证券完成合并前，里昂证券85%营收来自于机构交易佣金，投行业务与资产管理占比均不足10%。并未将机构交易与研究的优势在其他业务板块施展。在完成与中信合并整合后，2014年，中信里昂证券得益母公司带领，在香港及国际市场完成13单IPO、5单跨境并购、25单再融资项目及20单离岸人民币债与美元债项目，投行业务得以快速拓展。

图36: 里昂证券营收构成

里昂证券新面貌

由于机构股票经纪业务处境艰难，该公司正进军其他业务领域

■ 在与中信证券国际合并前的营收构成 ■ 合并后 ■ 两年后的预测



数据来源：彭博，广发证券发展研究中心

里昂证券的案例表明，研究业务具有投行发动机作用，能够带动机构业务的协同发展。但从里昂证券委身中信证券来看，单独依赖研究业务很难将公司体量做大，抗风险的能力也较弱。

四、国内中小证券如何差异化发展？

2019年7月5日，中国证监会出台《证券公司股权管理规定》，提出将证券公司分为两类：专业类证券公司和综合类证券公司，不同类型的公司从事的业务有所区别，并支持各类证券公司差异化、专业化、特色化发展。海外案例表明，在细分领域，中小投行可以通过差异化定位获得独特的竞争优势。反观国内市场，也有不少中小券商正从经纪、投行、资管、研究等多维度进行差异化尝试，已取得一定成效。

1. 经纪业务突围：由折扣券商切入向财富管理升级

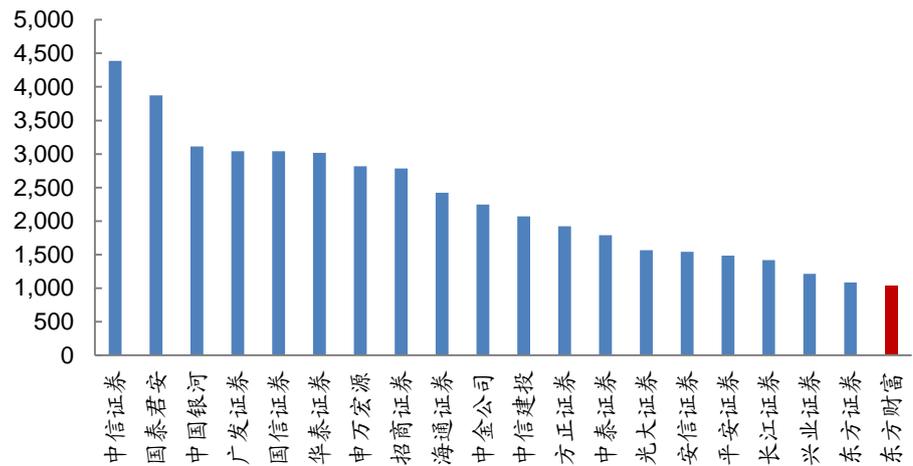
这一突围路径的代表者是东方财富，从事跨境业务的老虎证券和富途证券是追随者，而其他中小券商早些年也有尝试，但基本以失败告终。从实践来看，这一路径的前提是拥有互联网基因、拥有较为廉价的流量入口。为此，我们以东方财富为

分析样本。

东方财富原为网络财经信息平台运营商，主要运营网站“东方财富网”通过提供金融财经资讯服务吸引用户，并通过提供付费金融数据服务及互联网广告服务实现流量变现。2015年收购西藏同信证券100%的股份后，公司开启“线上财经媒体+证券经纪业务”的发展路径。

东方财富是典型的“互联网+折扣券商”模式，客户群体以个人客户为主，通过低佣金与互联网导流低成本获客，再延长服务链条实现客户增值。当前阶段其经纪业务收入为公司营收主要收入来源。

图37：2018年经纪业务收入排名前20证券公司

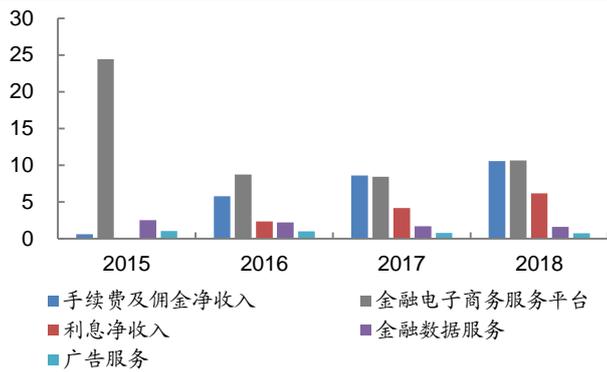


数据来源：证券业协会、广发证券发展研究中心

通过“低佣金+互联网”模式从经纪业务切分市场份额。公司营收主要支柱为手续费及佣金净收入、金融电子商务服务平台、及利息净收入。其中，手续费及佣金收入中超过80%为经纪业务代理买卖证券收入；金融电商服务平台主要为第三方基金销售收入；利息净收入主要为融资融券业务开展及同业及存款获得的收入。

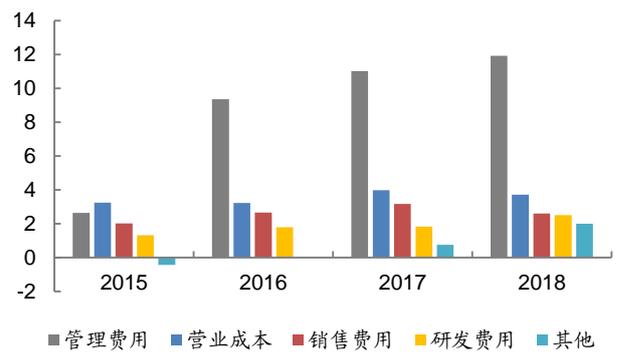
重视技术研发投入，互联网平台是重要的客户获取、留存及服务平台。支出构成中，近三年研发费用支出占营业总成本占比约为10%，占营业总收入占比7%-8%。公司作为互联网券商，较传统券商更强调技术更新与研发投入，用于完善数据共享覆盖、数据处理、互动社区及数据终端等多个平台的升级协同。

图38: 东方财富营业收入构成 (亿元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

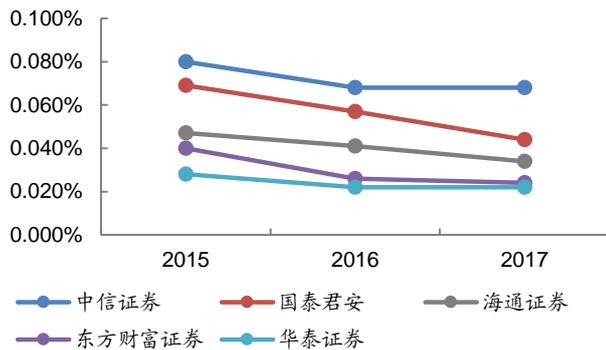
图39: 东方财富营业总成本构成 (亿元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

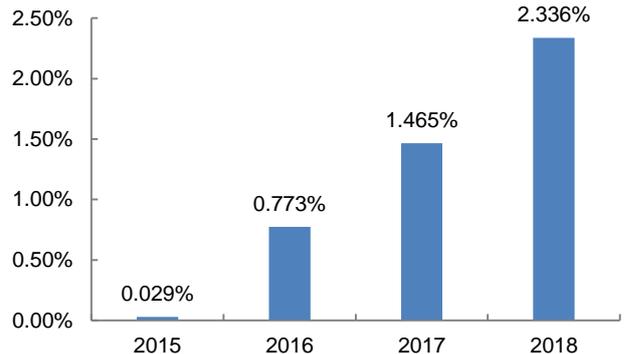
低佣金及资讯平台服务共同维护用户黏性, 加上个人投资者的高换手率特性, 东方财富交易量保持高增长, 代理买卖证券收入占证券行业整体比重从2015年不足万分之三, 提升至2018年2.3%。

图40: 东方财富佣金率远低于大部分传统券商



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图41: 东方财富经纪业务市占率快速提升



数据来源: 证券业协会、公司年报、广发证券发展研究中心 (市占率按公司代理买卖证券收入占行业比重计算)

图42: 东方财富ROE与行业对比



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图43: 东方财富杠杆率低于行业



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心 (注: 东方财富未披露客户资金存款, 公司杠杆率按总资产/净资产计算)

获取客户后，公司目前较为成熟的增值服务包括基金销售、融资融券、社区平台互动、金融数据服务等，仍处于增值服务的较为初级阶段。参考嘉信理财的模式，未来发展重点将为基于客户分层提供多品类财富管理服务。从公司近期动态也可见探索转型进行时，包括持续加强证券公司资本实力与线下渠道建设、设立基金公司、探索与银行的深度合作等。

表10：东方财富业务推进

公告时间	事项
2018年1月	与中信银行合作：将东方财富的互联网证券经营模式与中信银行零售领域和Fintech上的优势相结合，在客户引流以及服务增值全面展开合作，具体包括互联渠道共建、三方存管、资产管理、联名信用卡、电子账户等
2018年10月	西藏东财基金公司获工商注册：由子公司东方财富证券出资2亿元设立基金管理公司，进行公开募集证券投资基金管理、基金销售等业务
2019年5月	增资西藏东方财富证券：向东方财富证券增资54亿元，用于补充东方财富证券的营运资金，提升东方财富证券资本实力

数据来源：公司公告、广发证券发展研究中心

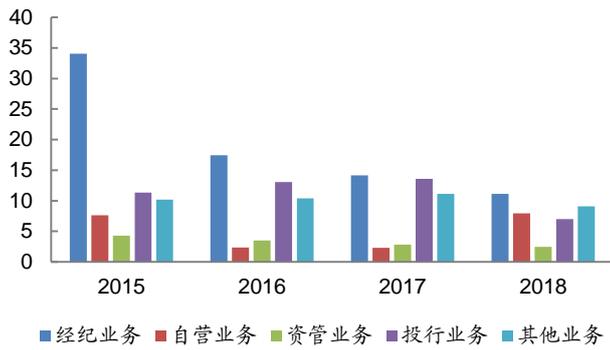
2. 投行资本化：从传统承销业务带动直投业务

经纪业务和投行业务是证券行业的两大抓手，其中，投行业务通过IPO、再融资和债券发行等三条业务线与机构客户频繁接触，成为股票质押、资管业务、研究等机构业务的重要流量入口。从投行业务的行业排序看，中小券商中如国金证券、东兴证券等取得了一定成绩。但需注意的是，以投行业务为切入点的发展模式在国外主要走并购重组式精品投行为主，而国内同行还停留在“小而全”阶段，尚未形成鲜明的经营特色，专业化投行能否落地是该领域突破的关键。

以下，我们以国金证券为分析样本。

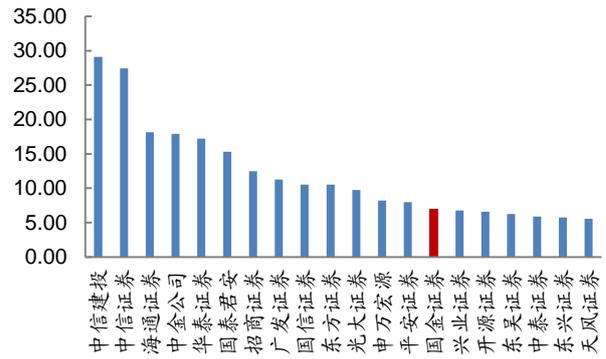
国金证券前身为1990年成立的成都证券，2008年被成都建投吸收合并，并更名为国金证券，控股股东为民营企业长沙涌金集团。国金证券业务线条完整，2018年末母公司净资产规模191.97亿元，排名行业第25位。

图44: 国金证券营收构成 (2018)



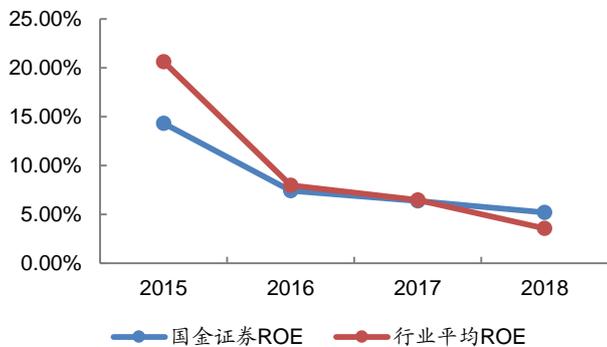
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图45: 2018年投行业务收入排名前20证券公司



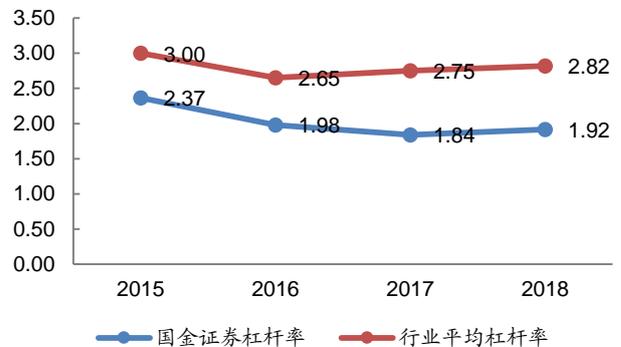
数据来源: 证券业协会、广发证券发展研究中心

图46: 国金证券ROE与行业对比



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图47: 国金证券杠杆率与行业对比



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心 (注: 杠杆率按 (期末总资产-客户资金存款)/期末净资产计算)

投行业务表现亮眼, 股票承销与并购重组收入稳定进入行业前十。投行业务收入是公司重要营收, 在营收中占比15%-30%。其中股票承销及并购重组业务表现亮眼, 近三年收入排名均位列行业前十。

表11: 国金证券投行项目情况

	2016	2017	2018
股票主承销家数	28	39	9
股票主承销金额 (亿元)	293.99	262.60	59.65
股票主承销金额排名	12	12	19
股票主承销收入排名	10	7	9
债券主承销家数	53	34	25
债券主承销金额 (亿元)	421.45	237.76	190.02
债券主承销金额排名	31	37	35
债券主承销收入排名	29	35	29
并购重组财务顾问收入排名	8	9	6

数据来源: 公司年报、证券业协会、广发证券发展研究中心

公司投行业务快速发展得益于团队扩充。2011年公司注册保荐人代表52人，至2018年末，公司共有注册保荐代表人137名，在全部保荐机构中排名第5位，保荐代表人数量已与华泰、国君等头部券商相当。稳定快速的队伍扩充为国金证券持续带来储备项目。根据证监会披露，截至2019年6月22日统计，公司IPO在会项目6家，排名行业第4，再融资项目在会数量7家，排名行业第9。

从人均创收（投行营业收入/保荐代理人数量）与人均成本（投行营业成本/保荐代理人数量）看，与东兴、民生等投行业务收入进入前二十的中小券商相近，与头部券商的人均创收能力有一定距离。

表12：部分证券公司保代人均支出和人均营收（单位：百万元）

	保代人均支出			保代人均营收		
	2016	2017	2018	2016	2017	2018
中信证券	19.4	15.4	8.3	36.7	28.2	14.6
国泰君安	13.8	9.7	7.8	32.7	21.9	12.6
国金证券	7.4	6.7	4.3	10.8	9.8	5.1
东兴证券	6.9	6.7	4.3	13.3	10.9	7.9
兴业证券	9.4	7.5	5.8	16.7	12.6	8.4
中泰证券	11.6	10.2	8.3	20.2	15.1	10.5
东吴证券	7.4	6.8	6.2	14.7	12.7	9.9

数据来源：公司公告；公司年报、证券业协会、广发证券发展研究中心（注：按投行部门营业收入和营业支出除以年末注册保荐代表人计算人均营收和人均支出）

大体量的人员队伍也使得国金证券投行业务的利润率较低，根据万德统计，国金证券2018年投行业务利润率仅16%，而相近体量的东兴证券为46%，头部券商中信、华泰分别为46%和38%。

表13：部分证券公司保荐人数量

保荐人员数量	2016年	2017年	2018年
中信证券	143	142	191
华泰证券	112	120	146
国金证券	121	139	137
国泰君安	96	106	121
民生证券	84	93	115
兴业证券	86	90	84
东兴证券	59	65	73
东吴证券	61	61	62
中泰证券	52	55	56

数据来源：证券业协会、广发证券发展研究中心

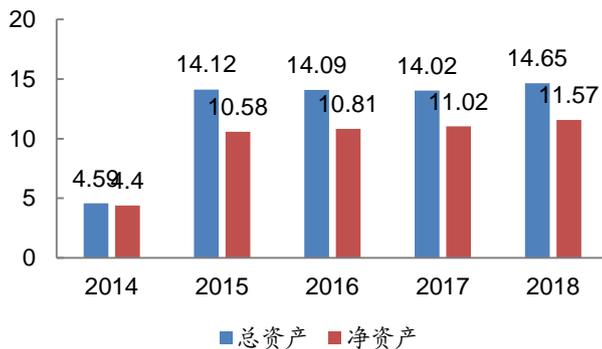
表14: 投行项目储备情况

IPO 在会数量		再融资项目在会数量	
中信建投	21	中信建投	26
广发证券	15	中信证券	26
中信证券	15	华泰证券	16
国金证券	6	海通证券	13
海通证券	6	招商证券	11
招商证券	6	东兴证券	8
中金公司	6	国信证券	8
国泰君安	5	广发证券	7
国元证券	5	国金证券	7
长江证券	5	安信证券	6

数据来源: 证监会、广发证券发展研究中心 (统计截至2019年6月22日)

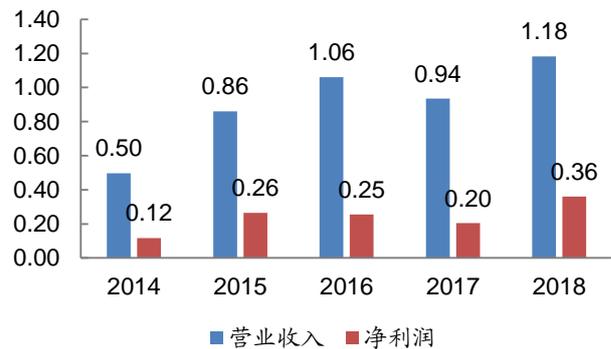
直投与另类投资已稳定贡献营收。公司旗下国金鼎兴、国金创新分别从事直投和另类投资业务, 其中国金鼎兴成立于2012年, 2018年末注册资本10亿元, 近年已稳定贡献营收与净利润。

图48: 国金鼎兴总资产和净资产 (亿元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图49: 国金鼎兴营业收入和净利润 (亿元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

对比公司其他业务线在2014年与2018年的行业排名, 除投行业务外, 公司在经纪业务和证券投资业务收入两项排名有所提升。其中, 经纪业务线按代理买卖证券业务收入 (含席位租赁) 口径计算, 公司在行业中占比从2014年0.93%提升至2018年1.37%。证券投资收入 (除“对联营企业和合营企业、子公司”外的投资收益+交易性金融工具公允价值变动收益+衍生金融工具公允价值变动收益) 排名也进入了行业前25。

表15: 国金证券部分业务收入排名

	2014	2018
总资产排名	41/119	34/98
净资产排名	22/119	25/97

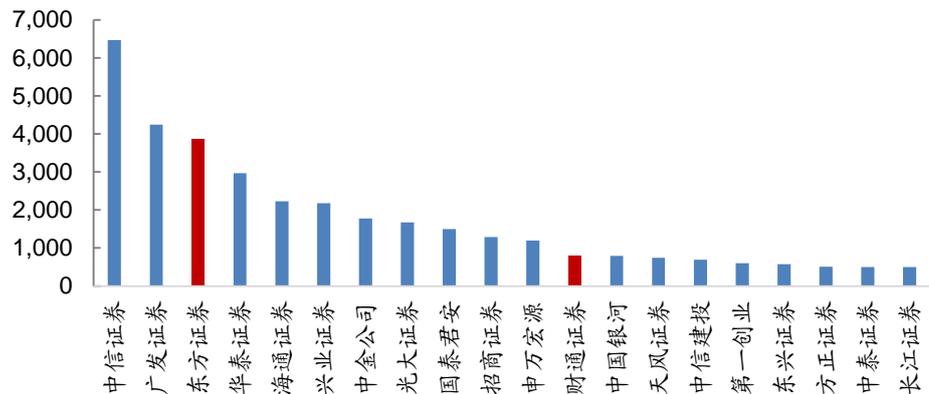
研究所排名	未上榜	2017年新财富最具潜力研究机构第一名
代理买卖证券业务净收入 (含席位租赁)	27/95	21/97
质押利息净收入排名	39/84	44/91
投资银行业务净收入	20/87	14/98
资管业务收入排名	33/89	中位数以下未披露
资管业务规模排名	28/90	未进入前20
证券投资收入排名	32/93	25/98

数据来源：证券业协会、广发证券发展研究中心

3. 资管突破：提升主动管理和打造特定领域特色优势

泛资管行业最近5年来得到了蓬勃发展，仅券商资管行业管理资产规模就一度突破18万亿元，目前仍有约13万亿元。但是，观察资管业务收入排名靠前的券商，高比例的主动管理与良好的业绩表现依然是其共同的特征，能否系统性打造有效的投研体系是焦点所在。东方证券和财通证券在国内资管业务领域形成了一定特色，我们以此为研究样本。

图50：2018年资管业务收入排名前20证券公司



数据来源：证券业协会、广发证券发展研究中心（证券业协会统计口径：资产管理业务收入=资产管理业务净收入-资管业务月均受托资金*万分之5）

表16：资管业务收入排名前列证券公司资管规模、结构及排名

	资管规模 (亿元)	主动管理规模 (亿元)	占比%	2018年基金业协会排名
东方证券	2001.4	1971.4	98.5%	私募主动管理月均规模排名 11
兴业证券	938.0	-	-	-
光大证券	2897.6	1542.3	53.2%	私募资管月均规模排名 14，主动 资管月均规模排名 10
财通证券	1424.0	1010.0	70.9%	私募主动资管月均规模排名 16
天风证券	1682.0	738.7	43.9%	私募主动资管月均规模排名 17
第一创业	2111.2	-	-	私募资管月均规模排名 20

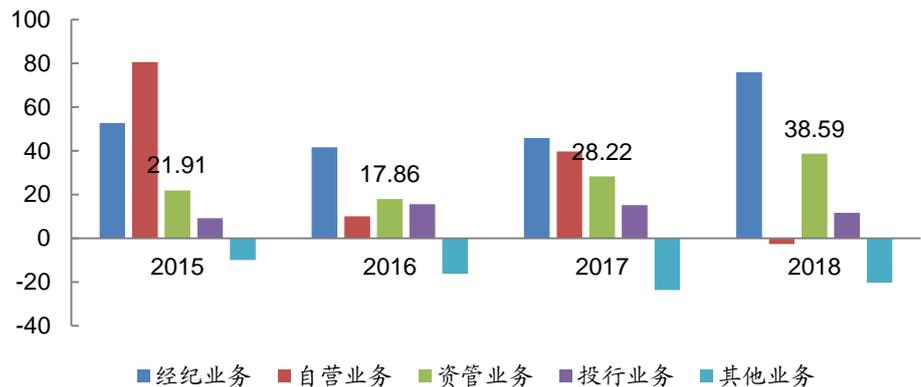
东兴证券	1068.6	-	-	-
方正证券	2796.1	805.3	28.8%	私募资管月均规模排名 15
中泰证券	1552.7	1142.6	73.6%	私募主动资管月均规模排名 9
长江证券	1371.1	707.8	51.6%	私募主动资管月均规模排名 18
浙商证券	1402.0	613.0	43.7%	私募主动资管月均规模排名 20
行业排名	2003.8	674.0		
第 20 位				

数据来源：公司公告；公司年报、基金业协会、广发证券发展研究中心

1) 东方证券：主动管理能力领跑行业，投行与直投并进

东方证券1997年于上海成立，子公司东证资管表现亮眼。东证资管为2010年首家获批设立的证券系资产管理公司之一，于2013年成为业内首家获得公募资格的证券公司。2016-2018年，东方证券资管业务收入占公司总营收分别为25.97%、26.79%和23.10%，资产管理业务收入稳定进入行业前十。

图51：东方证券收入构成（亿元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

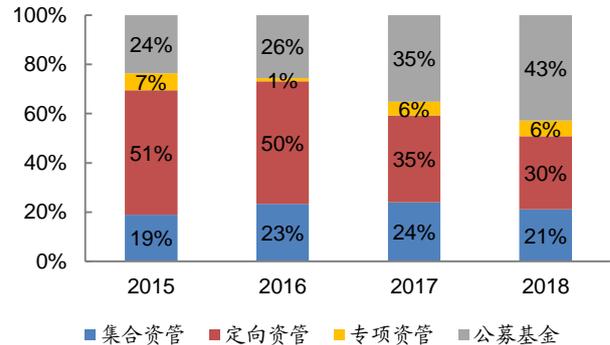
东证资管稳健增长收入得益于高主动管理与良好业绩。一方面，东证资管主动管理规模排名行业前列，公募基金稳步提升贡献规模。在2014年以来券商资管通道业务放量的行业背景下，东证资管仍保持主动管理的规模与占比提升，其中公募基金规模增量贡献不少。2018年东证资管2001亿管理规模中，856亿为公募基金，公募基金规模占比从2015年24%提升至2018年末43%。

图52: 东证资管受托规模及主动管理占比(亿元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图53: 东证资管按产品类型划分规模占比



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

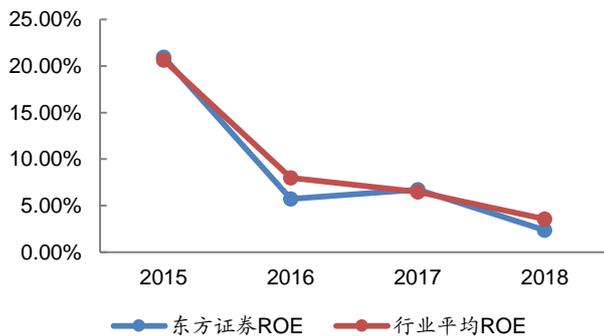
另一方面, 公司业绩表现突出, 尤其权益类产品表现优异。根据海通证券发布2018上半年基金公司权益类基金和固定收益类基金绝对收益排行榜中, 与其他持牌公募机构对比, 以2018年12月31日为统计时点, 统计名单内券商机构表现整体靠后。但东方证券资管权益类排名中一枝独秀, 在两年期、三年期的考核周期内均居首位。

表 17: 东证资管绝对收益率排名

	一年(2018.1.2-2018.12.31)		两年(2017.1.3-2018.12.31)		三年(2016.1.4-2018.12.31)	
	净值增长率↓	排名↓	净值增长率	排名	净值增长率	排名
权益类基金	-21.51%	55/110	20.64%	1/101	14.76%	1/97
固定收益类基金	3.26%	88/106	7.95%	46/94	3.43%	65/81

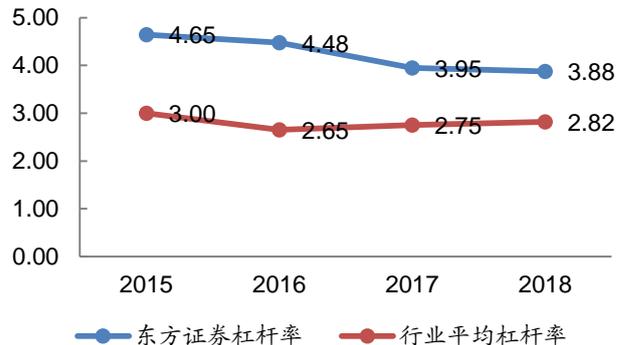
数据来源: 海通证券《基金公司权益类和固定收益类绝对收益排行榜》、广发证券发展研究中心

图54: 东方证券ROE与行业对比



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图55: 东方证券杠杆率与行业对比



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心 (注: 杠杆率按(期末总资产-客户资金存款)/期末净资产计算)

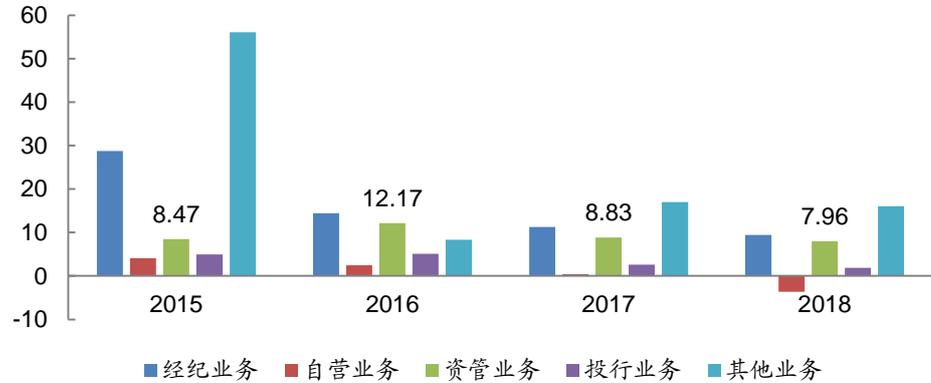
2) 财通证券: 固收主动管理业绩亮眼

财通证券为浙江国资委控股的综合性券商, 业务线较为完整, 其中资产管理业务识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

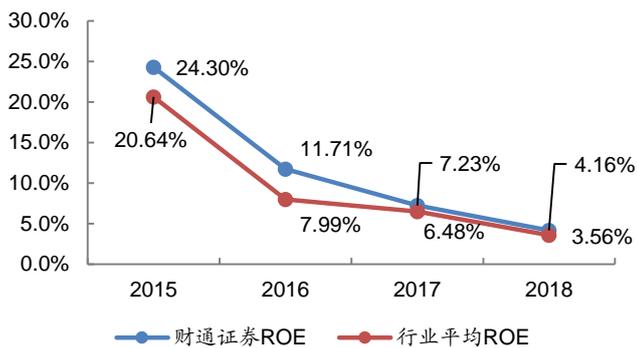
务收入与投资净收益表现稳定。旗下子公司财通资管于2014年12月成立，2015年12月获证监会核准开展公募基金管理业务，为目前获公募基金管理资格的13家证券及证券资管子公司之一。

图56: 财通证券收入构成 (亿元)



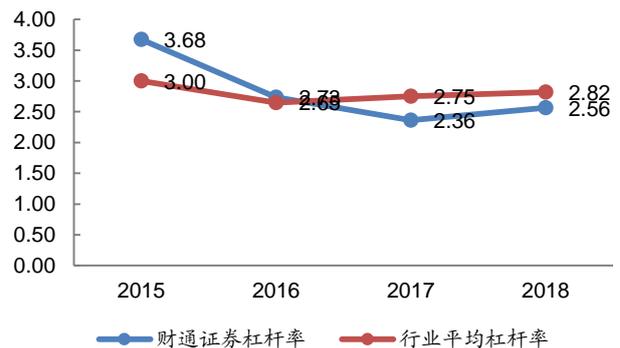
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图57: 财通证券ROE与行业对比



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

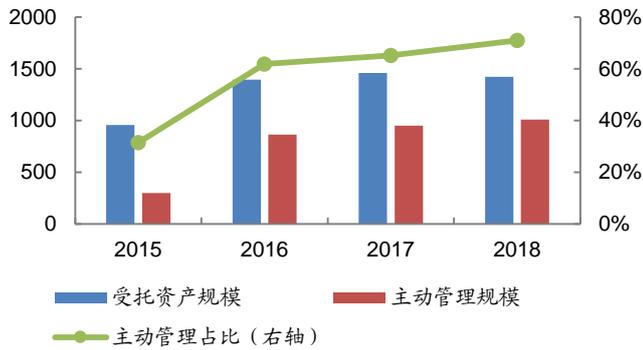
图58: 财通证券杠杆率与行业对比



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心 (注: 杠杆率按 (期末总资产-客户资金存款)/期末净资产计算)

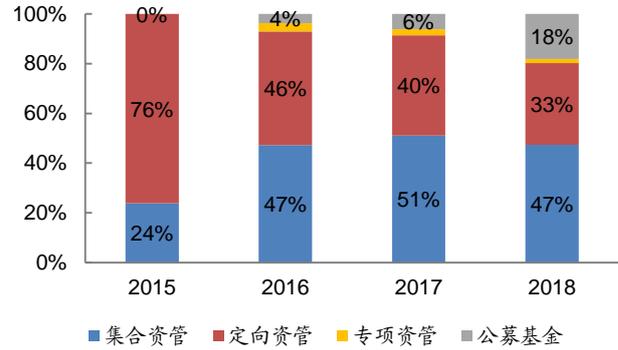
财通资管主动管理占比七成，固收业务具备优势。截至2018年末，财通资管受托资产规模1424亿元，其中主动管理规模1010亿元，占比71%。从产品类型看，自2016年始布局公募基金以来，公募基金在资管中占比快速提升，成为主要规模增长动力。其中固收业务具备优势，2018年末固收公募总规模253亿元，其中债券基金规模75亿元，同比增长582%。

图59: 财通资管受托规模及主动管理占比(亿元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图60: 财通资管按产品类型划分规模占比



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

表 18: 财通资管公募基金绝对收益率排名

	一年(2018.1.2-2018.12.31)		两年(2017.1.3-2018.12.31)	
	净值增长率	排名	净值增长率	排名
固定收益类基金	6.35%	39/106	10.90%	3/94

数据来源: 海通证券《基金公司权益类和固定收益类绝对收益排行榜》、广发证券发展研究中心

强主动管理带动公司投资及创投业务。公司证券投资收入排名从2014年排名行业72, 提升至2018年排名27。此外子公司财通创新注册资本38亿元, 主营股权投资与另类投资。其主要投资案例中, 虹软科技与迈得医疗均为科创板项目, 北京中岩大地科技股份亦已完成IPO上市辅导。

表19: 已申报科创项目中财通创新部分跟投项目

	公司	预计市值	股权占比
财通创新	迈得医疗	16~20 亿元	4.31%
	虹软科技	≥ 30 亿元	未知
	中岩大地	拟募集 5.19 亿元	1.74%

数据来源: 公司官网、上交所、广发证券发展研究中心

对比财通证券其他业务线在2014年与2018年的行业排名, 除资产管理业务外, 公司在经纪业务和证券投资业务收入两项排名有所提升。其中, 经纪业务线按代理买卖证券业务收入(含席位租赁)口径计算, 公司在行业中占比从2014年0.85%提升至2018年0.93%。证券投资收入从未位大幅提升进入前三分之一列。

表20: 财通证券部分业务收入排名

	2014	2018
总资产排名	24/119	26/98

净资产排名	25/119	23/97
研究所排名	未上榜	未上榜
代理买卖证券业务净收入 (含席位租赁)	34/95	26/97
质押利息净收入排名	23/84	45/91
投资银行业务净收入	34/87	45/98
资管业务收入排名	22/89	13/94
资管业务规模排名	34/90	未进入前 20
证券投资收入排名	72/93	27/98

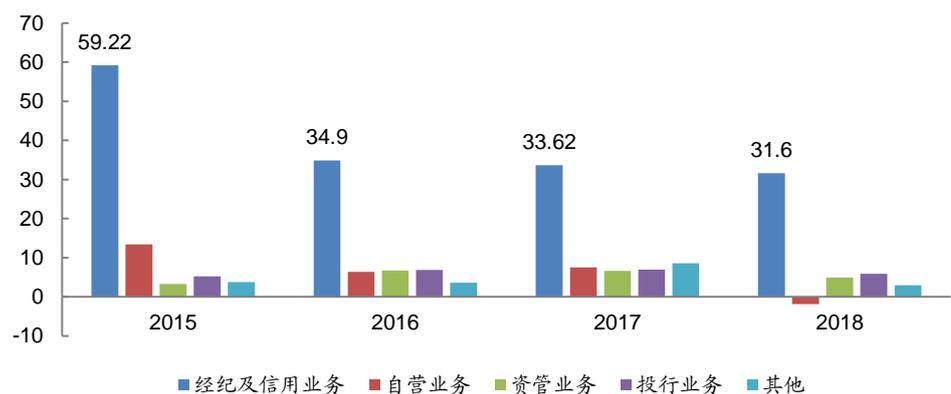
数据来源：证券业协会、广发证券发展研究中心

4. 研究驱动：以研究为引擎，带动机构业务发展

近年来，在新财富最佳分析师等外部评选的助推下，卖方研究业务快速崛起，部分券商更是以研究业务为切入点，打造差异化市场定位，并依托研究业务的优势，带动零售和机构业务协同发展。长江证券和兴业证券是典型代表，天风证券、国盛证券正步其后尘。客观上讲，研究业务是投入成本最少、见效可能最快的突围路径，但从国内外案例看，单独依赖研究业务突围容易陷入“其兴也勃焉、其亡也忽焉”的窘境，依托集团化协同支持、打造依赖内部培养机制的研究体系是这一路径的关键。

长江证券前身为成立于1991年的湖北证券，2007年完成合并更名并借壳上市，系全国综合型券商之一。公司股权结构较为分散，根据公司2018年报披露，第一大股东为非国有法人新理益集团，持股12.96%，无实质控股股东。经纪及信用业务收入贡献主要营收，近四年贡献占比稳定在60%-70%。

图61：长江证券收入构成（亿元）

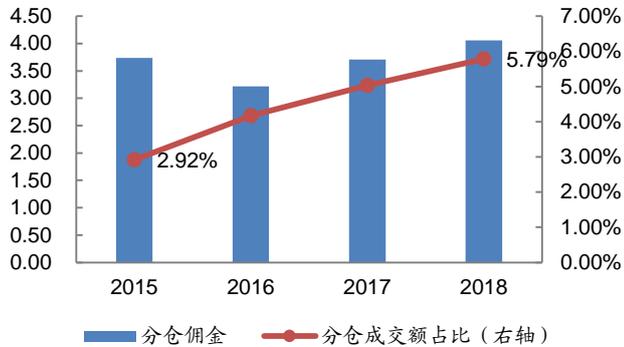


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

打造强研究所，带动经纪业务市占率提升。长江证券研究所近年进步显著，2015到2018年，长江证券分仓成交额占比从2.92%提升至5.79%，分仓佣金收入3.74亿元（排名十五）攀升至4.06亿元（排名第一）。研究所带动经纪业务市占率提升，

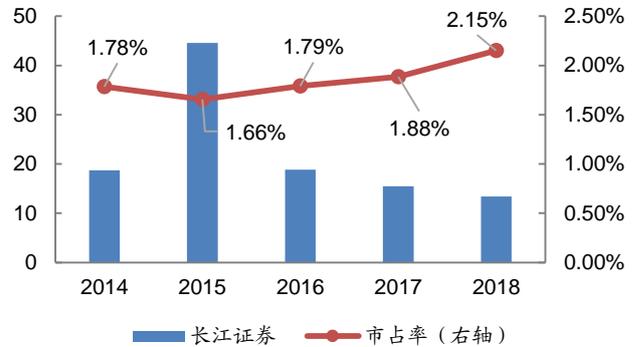
代理买卖证券收入（含席位租赁）口径下，长江证券占行业比重从2014年1.78%提升至2018年2.15%。

图62: 长江证券分仓佣金及分仓成交额占比



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

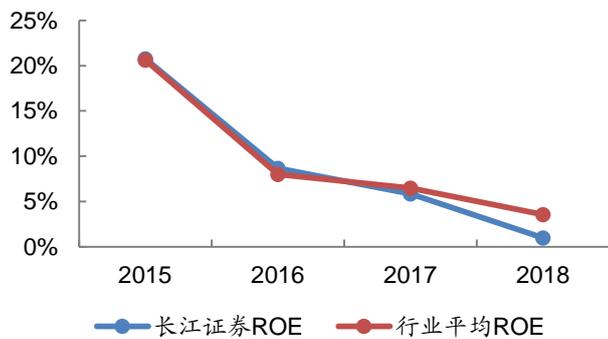
图63: 长江证券经纪业务市占率变化



数据来源: 公司年报、证券业协会、广发证券发展研究中心

但一方面，公司经纪业务市占率提升仍未能反映在经纪业务收入排名提升。公司代理买卖证券收入（含席位租赁）市占率提升，但收入排名从2014年排名16下滑至2018年第17，反映行业经纪及信用业务收入集中度提升，竞争十分激烈。另一方面，收入结构过于依赖经纪业务也使得公司收入受市场波动很大，抗风险能力较弱。公司近三年经纪及信用业务收入持续下滑，拖累公司整体营收持续萎缩，2018年公司ROE仅为0.97%。

图64: 长江证券ROE



数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

图65: 长江证券杠杆率



数据来源: 公司年报、证券业协会、广发证券发展研究中心(注: 杠杆率按(期末总资产-客户资金存款)/期末净资产计算)

从业务线排名看，长江证券在净资产体量排名稍有落后情况下，研究业务带动了投行业务与资管业务提升。其中资管业务得益主动管理占比提升，2018年末受托资产规模1371亿元，主动管理占比约为51.6%，月均主动管理规模排名行业第17位。投行在股票业务优势明显，2018年主承销佣金收入排名行业第13位。

表21：长江证券部分业务收入排名

	2014	2018
总资产排名	17/119	19/98
净资产排名	18/119	19/97
研究所排名	新财富本土最佳研究团队第 8 名	新财富本土最佳研究团队第 6 名*
代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）	16/95	17/97
股票质押利息净收入排名	18/84	15/91
投资银行业务净收入	26/87	21/98
资管业务收入排名	25/89	20/94
资管业务规模排名	55/90	未进入前 20
证券投资收入排名	16/93	37/98

数据来源：证券业协会、广发证券发展研究中心；*为2017年评选结果

风险提示

1. 风险因素包括宏观经济与行业景气度下行，如经济下行超预期、多因素影响利率短期大幅波动、资管新规后续补丁文件严厉性超预期、行业爆发严重风险事件等。

2. 公司经营受多因素影响，风险包括：行业竞争加剧、存量资管项目爆发严重风险事件、公司业绩不达预期、二级市场波动、新领域投资出现亏损等。

附表1：美股可比公司估值情况

市场	公司	股票代码	股价 (元)	EPS(元)			PE (倍)			PB (倍)		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
美股	摩根士丹利	MS.N	44.21	4.73	4.99	5.13	9.35	8.86	8.62	1.03	0.99	0.93
(USD)	高盛集团	GS.N	207.90	25.53	26.57	28.16	8.14	7.82	7.38	0.97	0.89	0.85

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：表中估值情况按最新收盘价计算；盈利预测数据来自 Wind 一致预测；美股股价和 EPS 单位为美元。

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：分析师，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) 广发证券在过去 12 个月内与迈得医疗(A17221)公司有投资银行业务关系。
- (2) 广发证券在过去 12 个月内与国泰君安(601211)公司有投资银行业务关系。
- (3) 广发证券在过去 12 个月内与国泰君安(02611)公司有投资银行业务关系。
- (4) 广发证券在过去 12 个月内与国信证券(002736)公司有投资银行业务关系。

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。