

证券

行业深度分析

竞争中崛起的中小券商

投资要点

◆ **拉长时间窗口，寻找优质公司：**2007年以来A股市场经历了两个完整的牛熊周期，我国证券行业也经历了由综合治理转向鼓励创新发展，再到监管加强、强者恒强的状态。虽然同质性强、业绩波动大等问题始终困扰行业，经营环境相对恶劣，但拉长时间窗口来看，仍有不少中小券商在激烈竞争中崛起，行业地位不断提升。这些正是我们寻找的优质公司。

◆ **中小券商的突围之路：**基于全行业百余家全牌照证券公司过往12年历史数据，我们找到8家净利润排名或市占提升最快的中小券商。

东兴证券：依靠投行与固收类投资快速成长；

东方财富证券：互联网基因下大力发展经纪和融资类业务；

五矿证券：增资带来的资本实力大幅提升是关键；

天风证券：机制取胜，但成本压力让人担忧；

国开证券：强大的股东背景+雄厚的资本实力；

国金证券：稳健经营，经纪/投行拉动行业地位不断提升；

中信建投证券：投行业务异军突起，跻身行业前列；

中金公司：并购，最快的扩张之路。

◆ **中小券商逆势扩张路径总结和分析：**横向比较上述8家公司发展历程，我们看到中小券商提升行业地位主要有三条路径：一、依托大股东优势资源，深耕细分领域；二、建立市场化机制，引入优秀人才、稳健经营逐步提升；三、外延式并购。整体而言，我们认为依托大股东更多体现在起步阶段或某些特殊时段，更为长远的发展则有赖于自身核心竞争力的筑造。案例说明：

中信建投投行业务异军突起很大程度受益于大股东是北京国资委并将与国资协作的经验进行推广，但实际上背景强大且致力于挖掘国资资源的券商很多。

同属汇金旗下，但相对申万收购宏源，中金收购中投更成功，除收购价格较低外，关键还在整合过程相对顺利，整体效益最大化，体现了中金极强的整合能力。

国金和**天风**都是股东背景偏弱，机制取胜，是中小券商自力更生的表率，很多经验值得学习。但相对于天风的激进，我们认为国金的稳健持续性更强。

◆ **风险提示：**股市回暖低于预期；行业竞争再度加剧；监管加强；坏账率超预期等风险。此外，不断融资而ROE维持低位或成压制估值提升的重要因素。

投资评级 **领先大市-A 维持**

首选股票	评级
600030	中信证券 买入-B
601688	华泰证券 中性-B
601211	国泰君安 买入-A
601066	中信建投 卖出-B

一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	5.10	-4.61	22.86
绝对收益	10.74	-8.04	35.38

分析师

崔晓雁
SAC 执业证书编号：S0910519020001
021-20377098

相关报告

证券：5月可比净利润同比-15.8%，环比-29.5% 2019-06-10

证券：上市券商2018年年报及2019年1季报综述 2019-05-12

证券：进入拐点右侧，券商股还有多少空间？ 2019-02-25

证券：“新设公募券商结算模式转常规”点评 2019-02-17

证券：市场回暖，下半年业绩有望抬升 2017-08-07

内容目录

一、拉长时间窗口，寻找优质公司.....	4
二、净利润排名和市占快速提升的公司.....	4
(一) 东兴证券：依靠投行与固收类投资快速成长.....	5
(二) 东方财富证券：互联网基因下大力发展经纪和融资类业务.....	7
(三) 五矿证券：增资带来的资本实力大幅提升是关键.....	9
(四) 天风证券：机制取胜，但成本压力让人担忧.....	11
(五) 国开证券：强大的股东背景+雄厚的资本实力.....	13
(六) 国金证券：稳健经营，经纪/投行拉动下行业地位不断提升.....	15
(七) 中信建投证券：投行业务异军突起，跻身行业前列.....	16
(八) 中金公司：并购，最快的扩张之路.....	18
三、中小券商逆势扩张路径总结和分析.....	21
(一) 依托大股东优势资源.....	21
(二) 自身努力更加重要.....	21
风险提示.....	24

图表目录

图 1：2007 年以来东兴证券净利润行业排名提升 51 位.....	4
图 2：2007 年以来西藏东方财富证券净利润行业排名提升 50 位.....	4
图 3：2007 年以来五矿证券净利润行业排名提升 49 位.....	4
图 4：2007 年以来天风证券净利润行业排名提升 44 位.....	4
图 5：2007 年以来国开证券净利润行业排名提升 47 位.....	5
图 6：2007 年以来国金证券净利润行业排名提升 41 位.....	5
图 7：2007 年以来中金公司净利润市占累计提升 4.30pts.....	5
图 8：2007 年以来中信建投证券净利润市占累计提升 2.78pts.....	5
图 9：东兴证券营业收入构成.....	6
图 10：东兴证券收入结构.....	6
图 11：东兴证券经纪、投行、资管收入市占趋势图.....	6
图 12：东兴证券投行的股权承销业务情况.....	6
图 13：东兴证券投行的债权承销业务情况.....	6
图 14：东兴证券资产构成情况（亿元）.....	7
图 15：东兴证券投资资产构成（2018 末）.....	7
图 16：东方财富证券营业收入及构成（亿元）.....	8
图 17：东财证券经纪、投行和资管业务收入市场占有率.....	8
图 18：东财证券经纪业务增长过程的三个阶段.....	8
图 19：东财证券利息净收入构成（2018）.....	9
图 20：五矿证券营业收入及构成（亿元）.....	10
图 21：五矿证券资产构成（亿元）.....	10
图 22：五矿资本投资资产构成（2018）.....	10
图 23：天风证券营业收入及构成（亿元）.....	11
图 24：天风证券经纪、投行和资管业务收入市场占有率.....	11
图 25：天风证券资管规模与资管收入.....	11
图 26：天风证券资管业务管理费与行业比较.....	11

图 27: 天风证券投行收入构成 (2018)	12
图 28: 天风证券投行的股权承销业务情况	12
图 29: 天风证券投行的债权承销业务情况	12
图 30: 天风证券经纪佣金收入及构成 (亿元)	13
图 31: 天风证券经纪业务净佣金率与行业平均比较	13
图 32: 2017-18 年天风证券营收市占与利润市占缺口增大	13
图 33: 天风证券经纪业务净佣金率与行业平均比较	13
图 34: 国开证券营业收入构成 (万元)	14
图 35: 国开证券资产构成 (亿元)	14
图 36: 国开证券经纪、投行和营收市占比较	14
图 37: 国开证券投资资产构成 (亿元)	14
图 38: 国开证券资管业务收入与收入市占	14
图 39: 国开证券债券承销业务构成和市场占有率	14
图 40: 国金证券营业收入市场占有率提升趋势持续 (百万元)	15
图 41: 国金证券有效杠杆率长期低于行业平均水平	15
图 42: 国金证券投行、经纪收入市占趋势性向上	15
图 43: 国金证券股权承销业务情况	16
图 44: 国金证券债权承销业务情况	16
图 45: 中信建投证券经纪、投行、资管业务收入市占	16
图 46: 中信建投证券 2018 年营业利润构成	16
图 47: 2014-18 年中信建投投行收入构成 (亿元)	17
图 48: 中信建投证券股权承销业务情况	17
图 49: 中信建投证券债权承销业务情况	17
图 50: 中信建投短融、金融债、资产证券化等项目企业性质构成	17
图 51: 中信建投企业债券项目企业性质构成	17
图 52: 中信建投短融、金融债、资产证券化等项目企业性质构成	18
图 53: 中信建投企业债券项目企业性质构成	18
图 54: 截至 2019 年 6 月末科创板报会项目分布于排名 (按承销商, TOP10)	18
图 55: 中金公司投行业务主承销金额市占	19
图 56: 2007-18 年中金公司营业收入市占	19
图 57: 中金公司经纪业务股基交易额市占	20
图 58: 中金公司合并报表 2016 年与 2017 年总资产比较	20
图 59: 申万与宏源合并后经纪份额持续减少	20
图 60: 国金与天风营业收入市占	22
图 61: 国金与天风净利润市占	22
图 62: 国金与天风有效杠杆率比较	23
图 63: 国金与天风最近 5 年员工人数与人均营业收入	23
图 64: 国金与天风 2018 年业务及管理费比较	23

一、拉长时间窗口，寻找优质公司

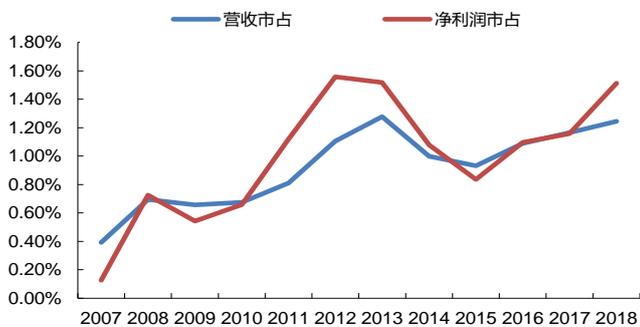
2019年6月18日证券业协会发布《2018年度证券公司经营业绩指标排名情况》，披露了98家全牌照证券公司（单牌照子公司合并计入母公司）包括总资产、净资产、营业收入、净利润、净资产收益率在内的39项指标排名。自2008年5月的《2007年度证券公司会员资产管理业务及财务指标排名情况》发布以来，证券业协会已连续12年披露会员单位重要业绩排名，相关指标不断完善，成为分析证券行业和证券公司最权威的数据之一。

2007年以来A股市场经历了两个完整的牛熊周期，中国证券行业也经历了由综合治理转向鼓励创新发展，行业业务模式从轻资产的通道业务向重资产的资本中介业务转变，2015年之后监管态度再度转向，进入强监管、强者恒强阶段。虽然同质性较强、业绩波动较大等问题仍然困扰证券行业，经营环境普遍恶劣，但拉长时间窗口我们看到，仍有不少证券公司在激烈竞争中崛起，不断提升自身行业地位；也有部分公司在某一阶段异军突起。我们认为挖掘这些优秀的公司并总结学习其经验教训，对我们自身大有裨益。

二、净利润排名和市占快速提升的公司

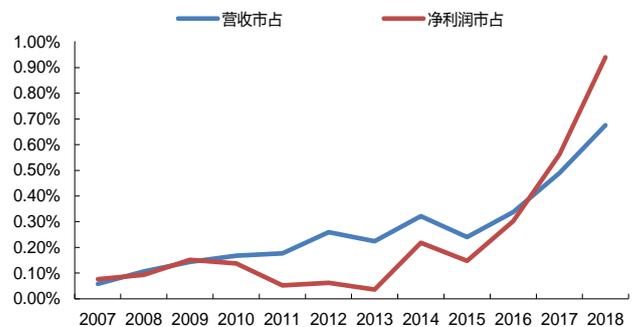
考虑到企业经营终会落点在利润上，我们基于过往12年数据，寻找净利润行业排名、市场占有率不断攀升的证券公司。利润排名¹方面，2018年较2007年提升最快的6家是东兴证券、西藏东方财富证券、五矿证券、天风证券、国开证券、国金证券，提升名次均超过40位。

图 1：2007 年以来东兴证券净利润行业排名提升 51 位



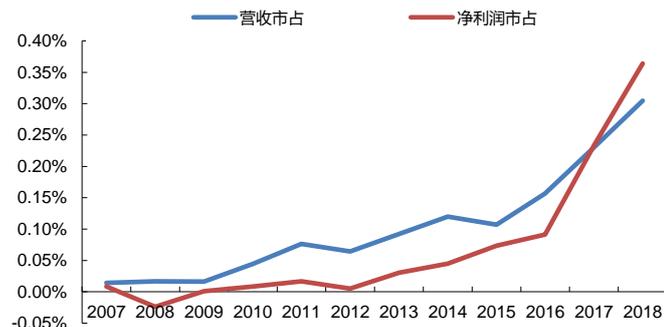
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 2：2007 年以来西藏东方财富证券净利润行业排名提升 50 位



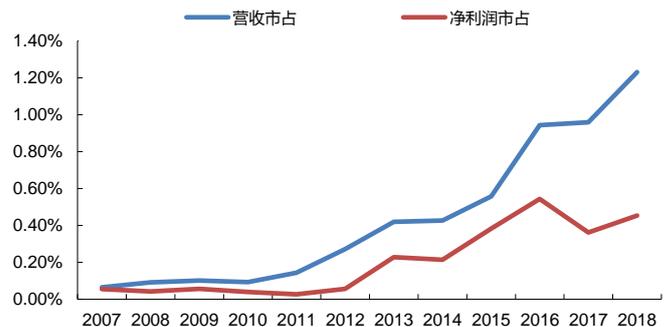
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 3：2007 年以来五矿证券净利润行业排名提升 49 位



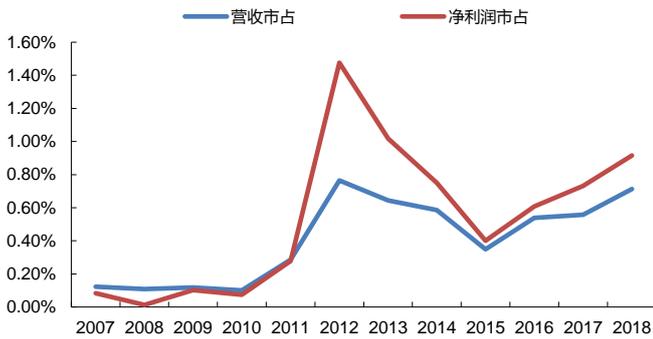
¹ 净利润行业排名使用证券公司合并报表中归属母公司所有者净利润在全行业中的排名

图 4：2007 年以来天风证券净利润行业排名提升 44 位



资料来源：公司公告，华金证券研究所

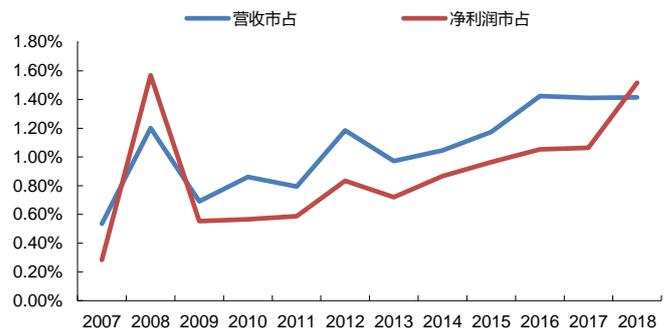
图 5：2007 年以来国开证券净利润行业排名提升 47 位



资料来源：公司公告，华金证券研究所

资料来源：公司公告，华金证券研究所

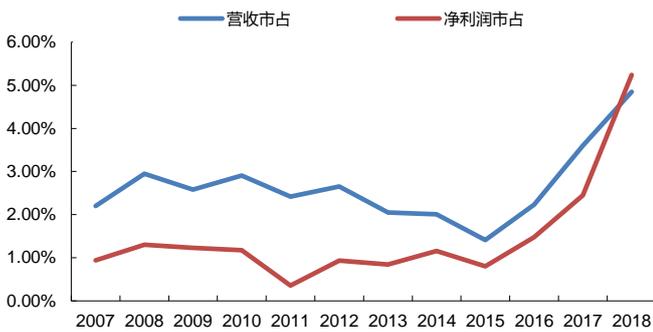
图 6：2007 年以来国金证券净利润行业排名提升 41 位



资料来源：公司公告，华金证券研究所

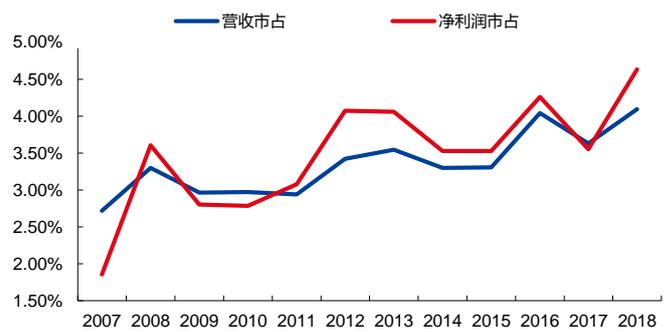
大中型证券公司排名居前，继续上升位数有限，但中金公司、中信建投利润市占率²提升幅度也较大，十分引人注目。此外，国泰君安、华泰证券等头部券商利润市占也处于稳步提升的趋势之中。

图 7：2007 年以来中金公司净利润市占累计提升 4.30pts



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 8：2007 年以来中信建投证券净利润市占累计提升 2.78pts



资料来源：公司公告，华金证券研究所

（一）东兴证券：依靠投行与固收类投资快速成长

东兴证券前身是被托管的闽发证券，2008 年由中国东方资产管理股份有限公司作为主要发起人发起设立，2009 年 1 月取得保荐资格，同年又获得了自营、资产管理、基金代销和代办系统 4 张牌照，实现了全牌照运营。

2018 年东兴证券归母净利润行业排名第 17 位，较 2007 年的第 68 位提升 51 位。这里需要说明的是东兴证券 2007 年净利润较低主要由于当时的闽发证券处于破产状态、历史遗留问题较多。公司 2007 年经纪业务市场份额约 0.80%，若正常运营利润排名应在行业第 30 位左右。

从收入构成和经纪、投行、资管主要业务条线市场占有率来看，东兴 2007-18 年行业地位的提升主要依靠投行和投资两业务条线。

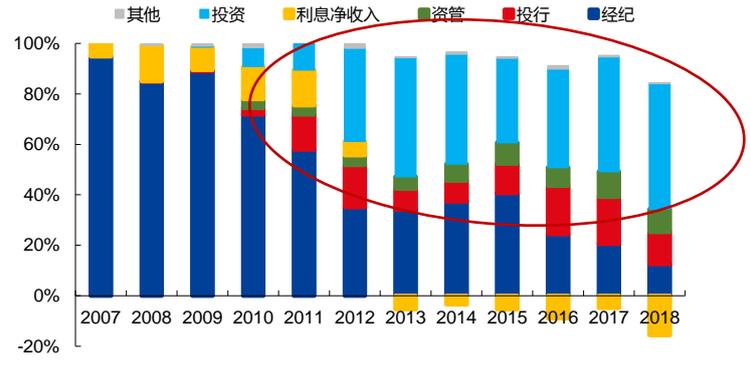
² 净利润市场占有率=合并报表中归属母公司所有者净利润/全行业净利润

图 9：东兴证券营业收入构成



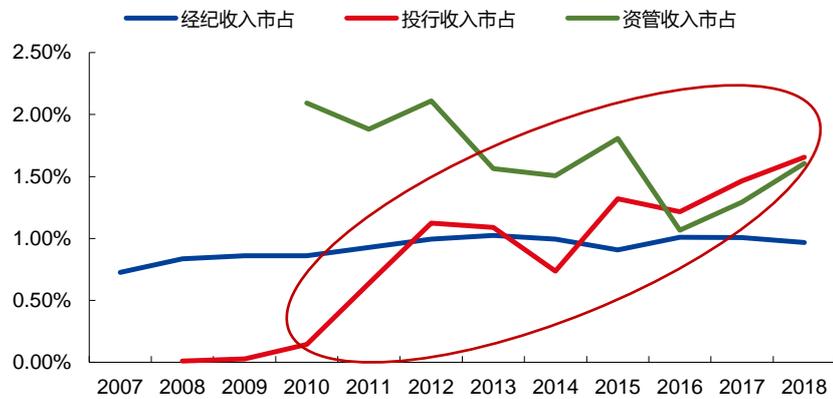
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 10：东兴证券收入结构



资料来源：公司公告，华金证券研究所

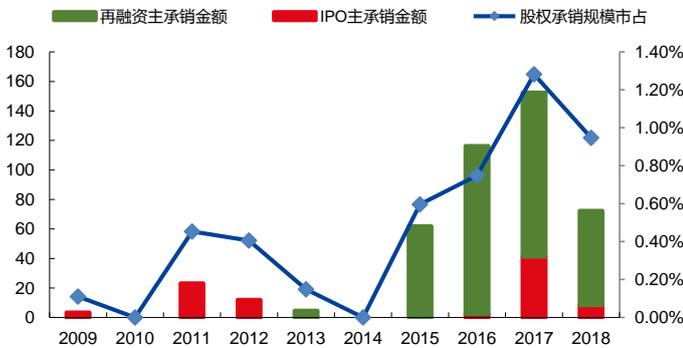
图 11：东兴证券经纪、投行、资管收入市占趋势图



资料来源：公司公告，华金证券研究所

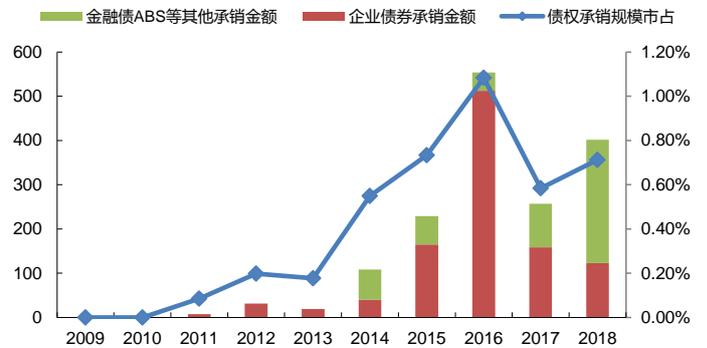
东兴证券的投行业务股债主承销及并购（财务顾问）业务发展较均衡。2018 年投行分部实现营业收入 5.74 亿元，收入占比 17.31%，其中股票主承销收入 1.56 亿元、债券主承销收入 1.37 亿元、财务顾问业务收入 1.76 亿元。

图 12：东兴证券投行的股权承销业务情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 13：东兴证券投行的债权承销业务情况

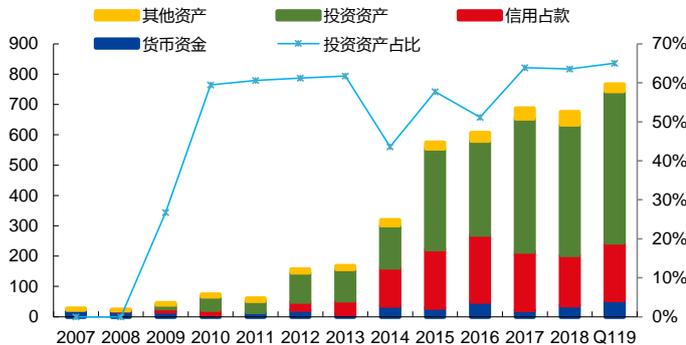


资料来源：公司公告，华金证券研究所

从东兴证券的 2007 年以来的资产构成看到，自 2010 年以来，除个别年度，投资资产基本保持在总资产（扣除客户资金）的 65% 左右。虽然，名义上投资业务由自营部门和全资子公司——东兴投资构成，其中母公司自营业务又分为权益类投资、固定收益投资、基金投资和衍生品

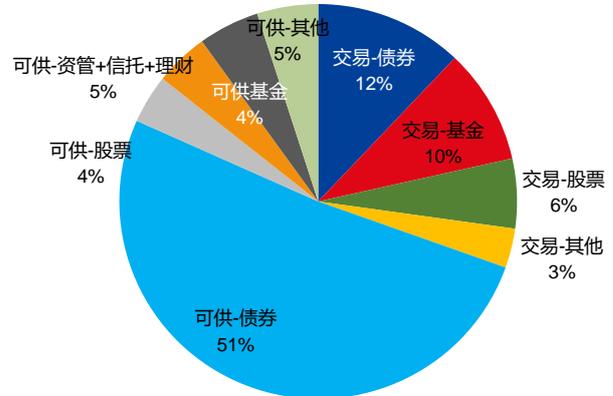
投资，东兴投资主要从事另类投资。但实际上，公司投资主要配置于债券和资管计划、信托计划、银行理财等固定收益类的非标资产。

图 14：东兴证券资产构成³情况（亿元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 15：东兴证券投资资产构成（2018 末）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

从 2017、18 年的情况来看，东兴证券似乎没有什么特色，但我们认为这主要由于市场环境和监管环境的转变。在证券业创新发展阶段，公司曾先于行业制定并实施了一系列差异化、特色化发展的战略。公司管理层较早的认识到另类投资的重要性，于 2012 年 2 月，业内第一家设立另类投资子公司，主要以主动投资管理的方式通过投资信托计划、资产管理计划、有限合伙企业权益等产品开展另类投资业务。2012-14 年净利润分别实现 1.11 亿元、1.69 亿元和 1.98 亿元，占公司合并净利润比例分别达到 21.7%、25.3%和 19.0%。

此外，2012 年下半年东兴又依托与控股股东的协同优势，大力发展融资财务顾问业务。2012-14 年分别实现融资财务顾问净收入 1.67 亿元、1.26 亿元和 1.31 亿元，驱动投行收入实现 2.39 亿元、1.89 亿元和 2.28 亿元，有效弥补了公司承销收入不高的短板，为投行业务的持续发展奠定了良好的基础。

（二）东方财富证券：互联网基因下大力发展经纪和融资类业务

东方财富证券全称西藏东方财富证券股份有限公司，前身西藏同信证券，2015 年被东方财富网收购后正式更名，拥有经纪、两融、投行、资管、自营等全牌照。

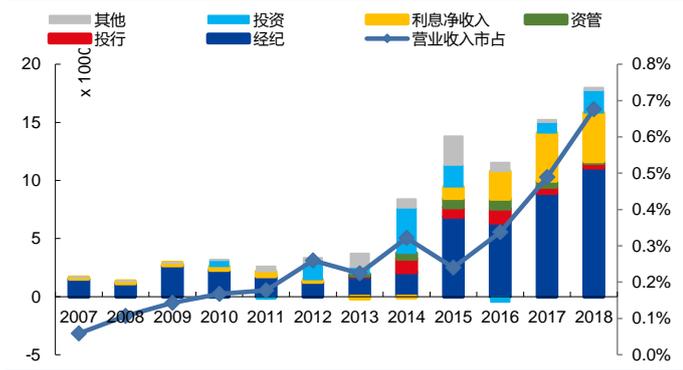
东方财富网是我国访问量最大、影响力最大的垂直类财经证券门户网站，2004 年上线，多年来积累了丰富的股民用户资源。依托东方财富网的支持和互联网基因，东财证券自 2015 年开始突飞猛进。

从东财证券 2007-18 年的收入和市场占有率数据可以看到，公司投行和资管业务一直表现平平，经纪业务自 2015 年开始快速提升，经纪业务市场份额（按股基交易额）由 2015 年初的 0.20%快速提升至 2018 年 3 月⁴的 2.07%，成为近 5 年来成长最快的证券公司。依托经纪业务快速扩展，由此产生的经纪佣金收入和融资类业务利息净收入推动公司利润排名由行业的第 70 几位跃升至 2018 年的第 24 位。

³ 此处从总资产中剔除客户资金、客户备用金

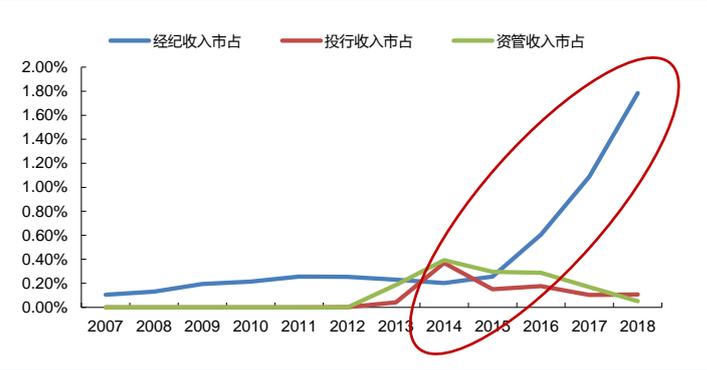
⁴ 2018 年 4 月开始交易所不再披露各证券公司月度股基交易数据

图 16: 东方财富证券营业收入及构成 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 17: 东财证券经纪、投行和资管业务收入市场占有率



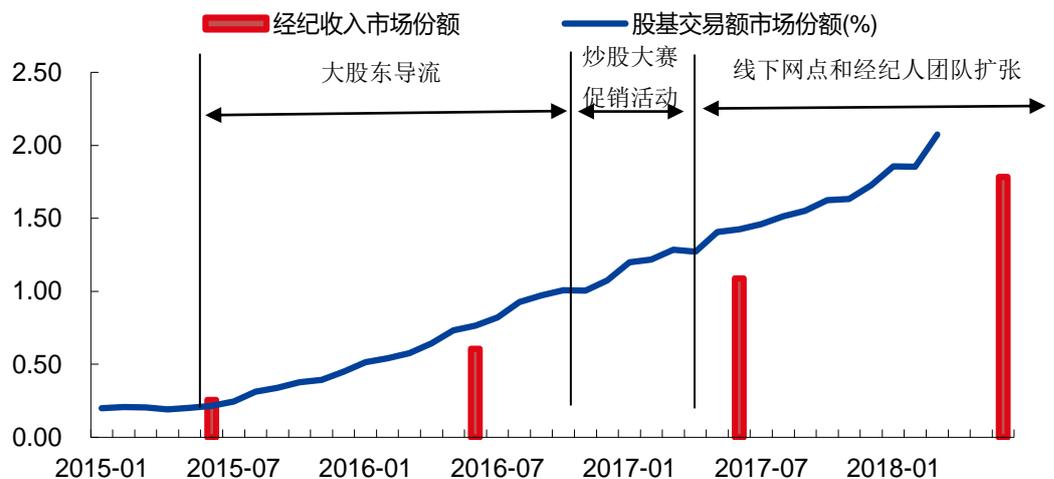
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

我们将东财证券经纪业务增长过程划分为三个阶段。虽然东方财富证券号称互联网券商，但受我国现有监管制度约束，公司并不能完全复制海外互联网券商的低价扩张路径。事实上我们认为在 2015 年 6 月至 2018 年 3 月公司经纪份额快速提升的过程中，只有最初约一年的时间是依靠大股东导流。2016 年 6 月之后，尤其 2017、18 年公司经纪份额的扩张更多是依靠增加线下营业网点和扩张经纪人团队。

这一转变的关键在于 2016 年 6 月原光大证券市场总监、历任光大证券经纪业务总部总经理、国际业务部(策略投资部)总经理的陈宏出任东方财富证券董事长兼总经理。陈宏入职后，东方财富先后推出了炒股大赛和优惠两融利率等促销活动，并大力拓展线下营业网点。

熟悉证券业务的人必然知道炒股大赛或低于市场平均水平的“优惠”价格（两融利率）均是传统证券公司常用的竞争手段。此外截至 2019 年 1 月，东财证券已在全国 28 个省（自治区、直辖市）设立了 136 家营业部和 12 家分公司，较 2017 年初的 42 家增加 2 倍以上。同时，截至 2019 年 6 月公司经纪人总数已达 2230 人，经纪人数量高于国泰君安、银河证券这些老牌大型券商。

图 18: 东财证券经纪业务增长过程的三个阶段



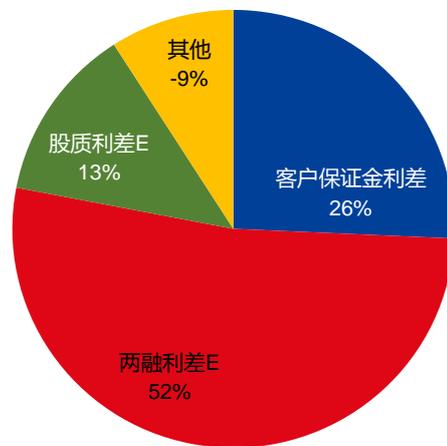
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

融资融券业务贡献半数以上利息净收入。利息收入是驱动东财证券营业收入快速提升的另一主动力。从 2018 年公司利息净收入的构成来看，52%源自两融利息净收入⁵，股票质押业务贡献 13%，客户保证金利差贡献 26%，此外卖出回购等利息支出占利息净收入的-9%。

东财证券拓展两融业务是推行低价策略，在行业两融利率普遍维持 8.00%的情况下，公司给予 5.99%的优惠利率，后来提升至 6.99%，仍低于行业平均水平。考虑到两融客户资券规模不得低于 50 万元，我们认为拓展两融业务不但为公司增加了利息净收入，还吸引了大量中高净值客户，改善了公司的客户结构。

当然，从事两融、股质等信贷业务，负债端的资金成本、资产端风险控制以及资产负债端期限匹配成为重要因素。东财证券发展融资类业务的优势一方面源自东方财富网的股民用户资源，另一方面，更为重要的是 2016 年 5 月增发顺利募资近 40 亿元。

图 19：东财证券利息净收入构成（2018）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

从 2015 至今东方财富证券的发展轨迹来看，公司战略布局十分清晰。首先通过东方财富流量和市场影响力等优势资源积极获客，实现跑马圈地的第一步，这一步吸引的主要是 10 万以下的小客户。之后，通过炒股大赛、两融优惠利率等营销活动吸引资券规模更大的中大型客户；同时大力发展两融等融资类业务，并增设营业网点、拓展合伙人制经纪人团队，拓展线下渠道，发展研究业务（已组建研究所并于 2019 年 4 月开始发布研究报告），承揽机构客户。2018 年东财证券席位租赁收入 9,887 万元。

此外，2018 年东财证券出资设立东财基金，依托天天基金网强大的基金代销渠道，我们预计后续资产管理业务将成为东财证券和东方财富网新的利润增长点。

（三）五矿证券：增资带来的资本实力大幅提升是关键

五矿证券前身是 2000 年成立的深圳市金牛证券经纪有限责任公司，2004 年五矿集团成为控股股东，更名为五矿证券。五矿资本持有五矿证券 99.76%的股权。

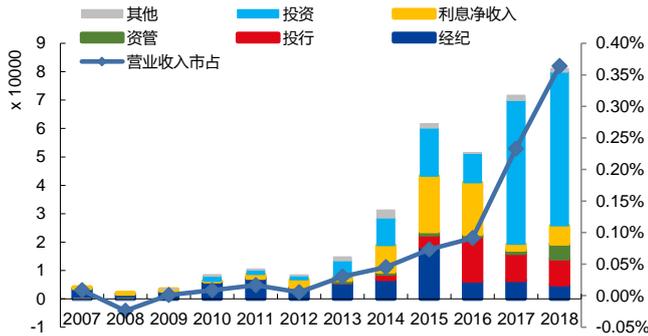
2018 年五矿证券实现归母净利润 2.42 亿元，利润排名位居行业第 38 位。然而从收入构成可以看到，拉到公司 2017、18 年利润排名快速提升的是投资收益（含公允价值变动），收入占

⁵ 公司两融、股质业务利息成为为根据业务规模及 4%的假设成本估算取得

比分别达到 71%和 67%。继续深究其原因，则可发现关键因素在于 2017 年完成 59.34 亿元的大股东增资，推动公司注册资本由 13.57 亿元一下跃升至 72.92 亿元，总资产由 60.46 亿元跃升至 232.53 亿元。

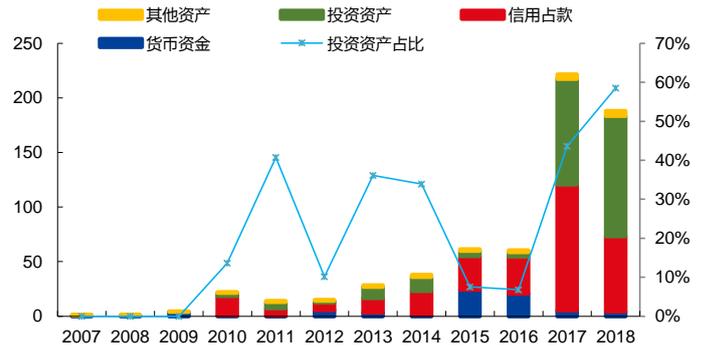
资本实力大幅提升的同时，也为公司分类评级提升、大规模招聘奠定了基础。分类评级由 2016 年的 CCC 升至 2017 年的 BB，2018 年再度升至 BBB。人员招聘方面，引入原长城证券副总裁黄海洲担任总经理；同时据媒体报道，五矿证券 2017 年引进人才数百人，2018 年上半年持续招聘，引进自大中型券商的人才超过 200 人。

图 20: 五矿证券营业收入及构成 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 21: 五矿证券资产构成 (亿元)

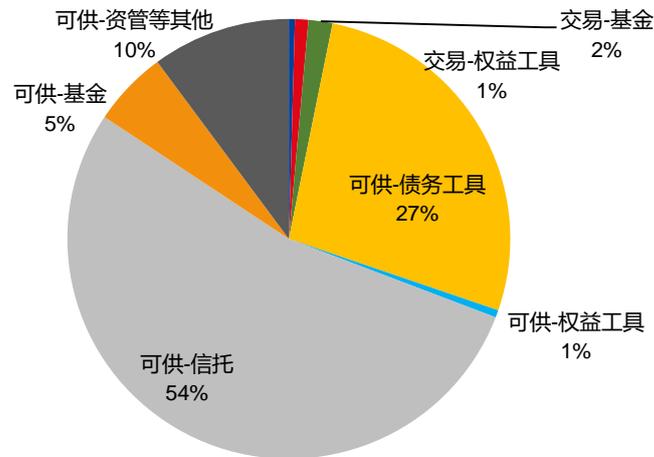


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

考虑到投资业务在五矿证券收入构成和资产构成种占比较大，我们认为应进一步挖掘分析。但由于五矿证券未单独上市，因此我们通过五矿资本（600390.SH）年报中披露的相关信息进行推测。五矿资本投资资产中交易性金融资产占比很小，2018 年仅 3.2%，绝大多数投资资产计入可供出售，其中债务工具、信托计划、资管计划、其他非标资产占比达 90.7%。假设五矿证券投资风格与其控股股东五矿资本一致，我们认为五矿证券投资也是以固定收益类资产为主。

2018 年五矿证券投资收益率⁶约 5.23%，基本符合固定收益投资的收益率水平。

图 22: 五矿资本投资资产构成 (2018)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

⁶ 投资收益率=（投资收益+公允价值变动）/期初期末投资资产平均值

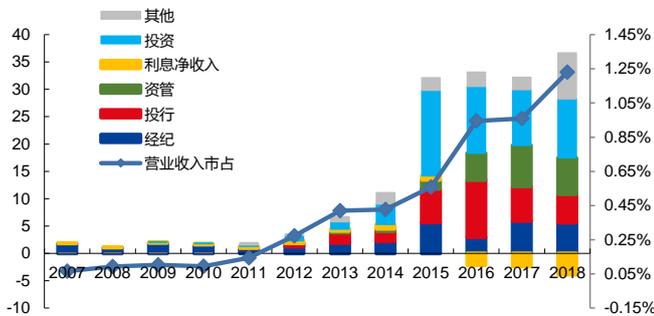
（四）天风证券：机制取胜，但成本压力让人担忧

天风证券原名四川省天风证券经纪有限责任公司，2000 年成立；2008 年注册地迁至湖北省武汉市，武汉国资委成为第一大股东；2012 年通过净资产折股的方式整体改制为股份有限公司，武汉国资委虽仍为第一大股东，持股 13.66%，但第二大股东人福医药的实际控制人艾路明直接间接持股 18.18%。

2018 年 10 月天风顺利 IPO 登陆上交所。2018 年公司归母净利润 3.03 亿元，利润排名位居行业第 33 位。

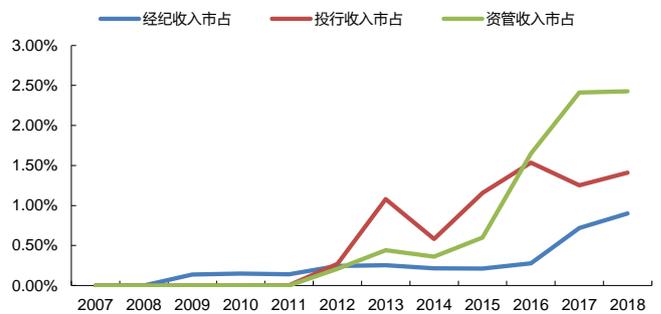
从天风收入构成和主要业务条线收入市占来看，公司行业地位不断提升主要驱动力源自投行和经纪。天风投资业务收入占比和资产占比均处行业平均水平左右。

图 23：天风证券营业收入及构成（亿元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

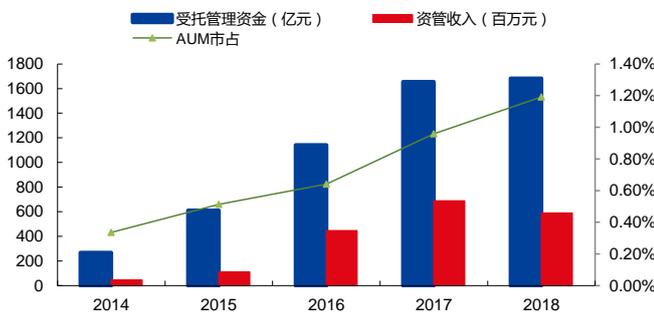
图 24：天风证券经纪、投行和资管业务收入市场占有率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

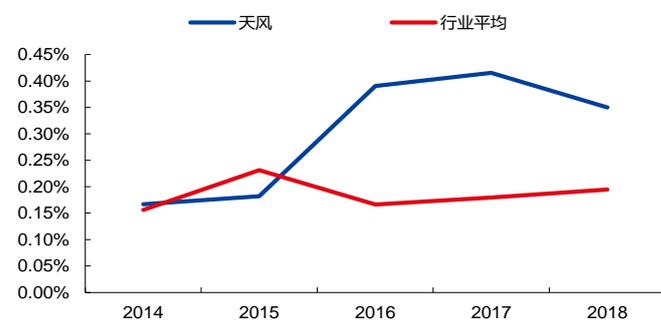
资管业务可谓天风增长最快的业务。2018 年末天风受托管理资产规模已达 1682 亿元，同比小幅增长 3.7%，其中专项资管项目增长迅速，2018 年末存续期专项资管项目共 44 单，总规模（按净值）564 亿元，同比增长 94%。2018 年公司实现资管业务收入 5.89 亿元（营业收入 7.47 亿元），位居行业第十位，资管收入占比达到 20.35%。

图 25：天风证券资管规模与资管收入



资料来源：公司公告，华金证券研究所

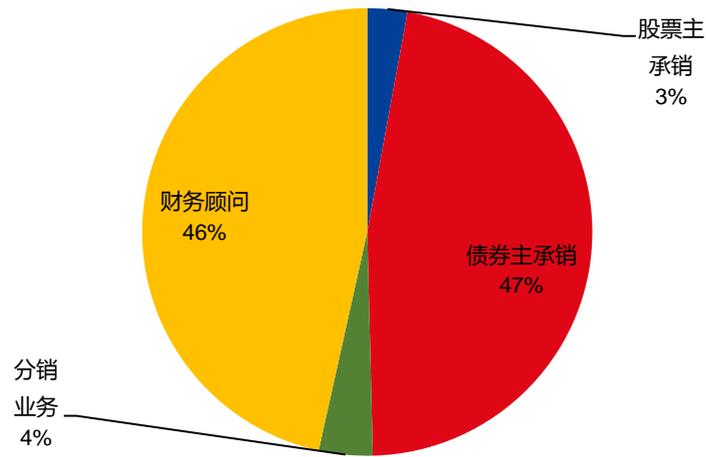
图 26：天风证券资管业务管理费率与行业比较



资料来源：公司公告，华金证券研究所

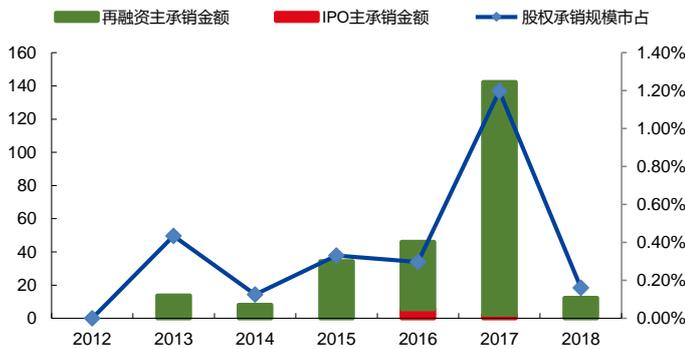
天风的投行业务同样表现优异，但公司股票主承销业务实力较弱，IPO 项目很少，投行收入主要来自债券主承销和财务顾问业务。尤其引人注意的是公司在 ABS 细分领域表现突出，2018 年担任了 32 个资产证券化项目的管理人，行业排名第 7 位。

图 27: 天风证券投行收入构成 (2018)



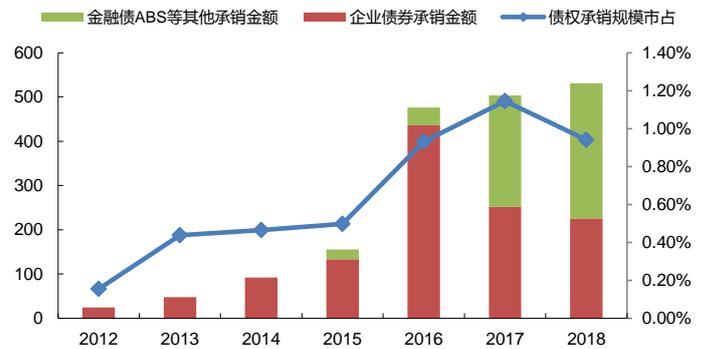
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 28: 天风证券投行的股权承销业务情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 29: 天风证券投行的债权承销业务情况



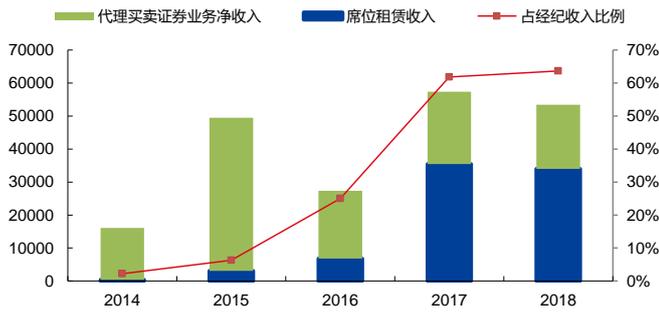
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

机构业务带动经纪业务快速提升。天风证券经纪业务在行业内的排名和市占率 2017-18 年大幅提升, 究其原因是其以基金分仓为代表的机构经纪业务异军突起。2017、18 年天风机构客户投研服务收入占经纪业务收入比例分别达到 61.85%和 63.64%。

大力发展机构经纪业务的另一优势在于暂无价格战之忧。众所周知通道经纪业务深陷价格战泥潭多年, 拉到行业佣金率持续走低, 2018 年行业平均净佣金率已降至万分之 3.5 左右。而与之对应的基金分仓佣金率十多年来一直维持在万分之 8 以上。这一点从天风经纪净佣金率与行业平均的对比中可以看到, 2014-16 年天风净佣金率处于低于行业平均的水平, 2017-18 年受益于基金分仓收入占比大幅提升, 公司净佣金率由 2016 年的万分之 4.0 回升至万分之 4.7。

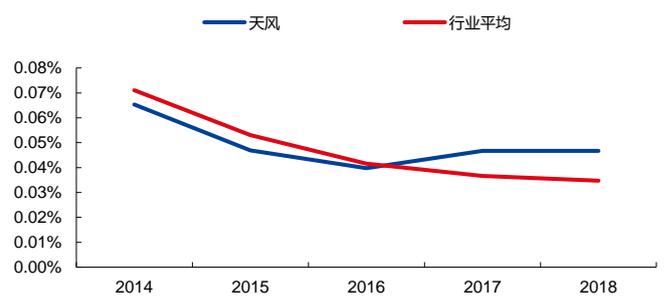
当然, 研究人员、机构销售人员成本普遍较高, 但通道经纪业务一方面新增客户已近乎无利可图, 另一方面扩张期无论流量费用还是经纪人提成比例也都是不低的。

图 30: 天风证券经纪佣金收入及构成 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 31: 天风证券经纪业务净佣金率与行业平均比较

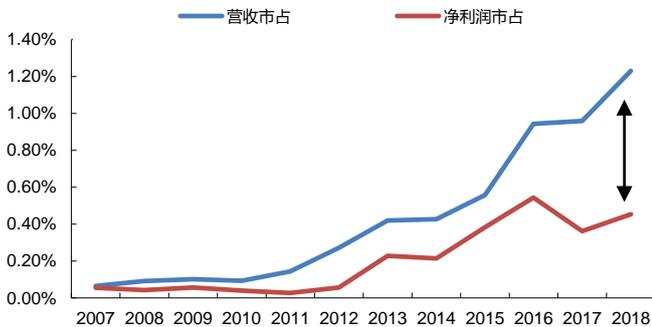


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所, 注: 天风证券 2018 年净佣金率为估算值

高薪酬模式大大调动员工积极性。天风证券起点较低（行业第 70-80 位）、股东背景不强，资管、经纪、投行业务能够跻身中大型券商之列，主要受益于高薪酬、高激励的模式，以及由此吸引而来的众多优秀人才，如 IRS 女王翟晨曦、白金分析师赵晓光等。我们认为正是这种高薪酬、高激励的模式大大调动了员工积极性，成为公司业绩突飞猛进的主要原因。

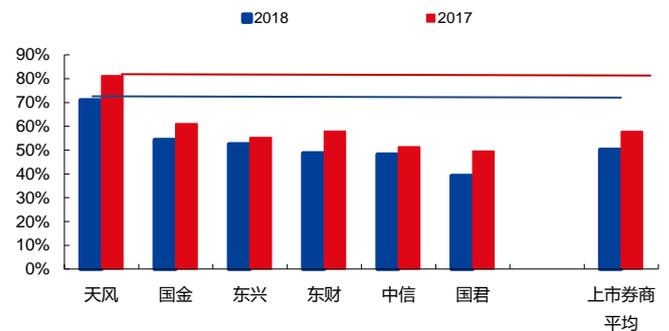
然而这一模式也有成本居高不下的弊端，导致公司利润排名提升速度远低于收入提升的速度。从管理费用率⁷来看，2017、18 年天风管理费用率分别为 81.31%和 70.99%，均高于 57.86%和 50.19%的上市券商平均水平 20 多个 pts。

图 32: 2017-18 年天风证券营收市占与利润市占缺口增大



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 33: 天风证券业务及管理费用率与上市券商业平均比较



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

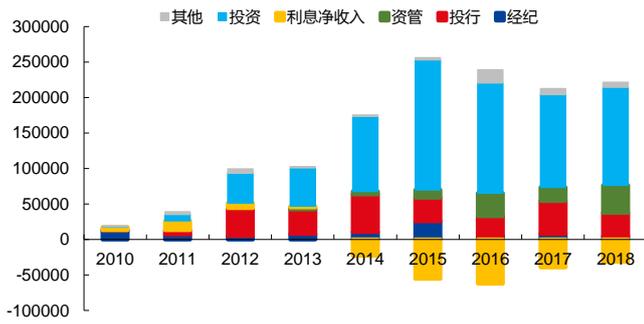
(五) 国开证券: 强大的股东背景+雄厚的资本实力

国开证券前身为航空证券，国家开发银行于 2010 年全额收购，更名设立国开证券有限责任公司。后续逐步增资，2017 年整体变更为国开证券股份有限公司时注册资本已达 95 亿元。

截至 2018 年末，国开证券仅 10 家营业部，经纪业务显然不是其战略重点。从公司 2010 年以来的收入结构和资产结构可以看到，投资业务对公司的重要性不言而喻。

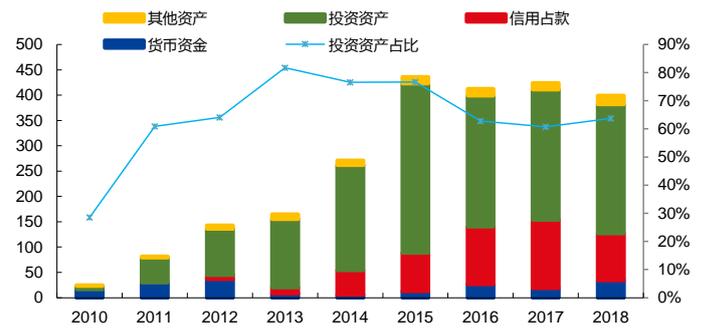
⁷ 管理费用率=管理费用/（营业收入-其他业务成本），说明其他业务收入主要为期货风险子公司收入，毛利率极低，因此剔除其成本

图 34: 国开证券营业收入构成 (万元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 35: 国开证券资产构成 (亿元)

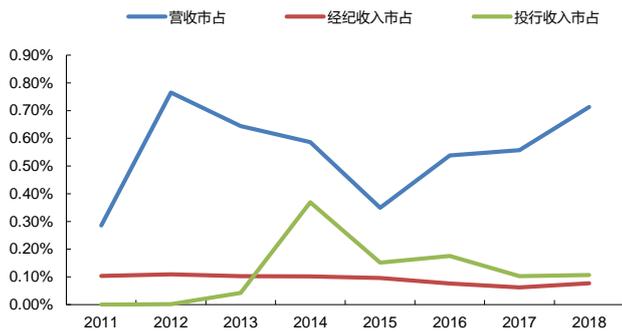


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

公司收入结构中, 2014-18 年投资收益的收入占比分别达到 69%、91%、88%、75%和 73%。资产构成中, 2014-18 年投资资产分别占公司总资产 (扣除客户保证金) 的 77%、77%、63%、61%和 64%。

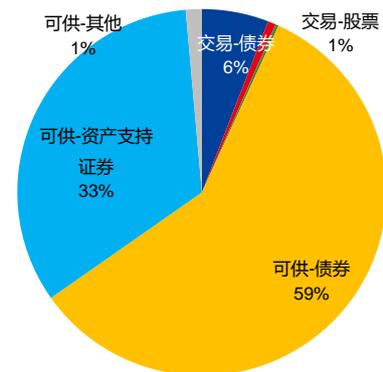
从公司经纪、投行收入市场占有率与营收市占比较也可看到, 国开证券的营业收入市占一直大幅高于公司经纪、投行业务收入的市占率, 显示公司营收主要由其他收入来源驱动。

图 36: 国开证券经纪、投行和营收市占比较



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

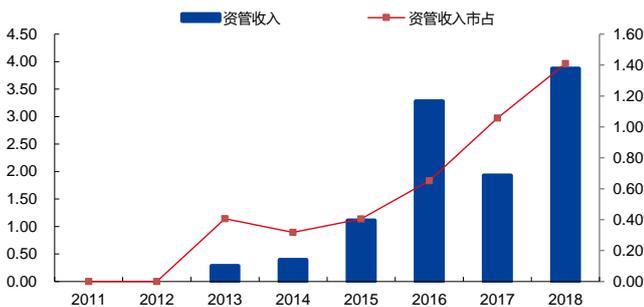
图 37: 国开证券投资资产构成 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

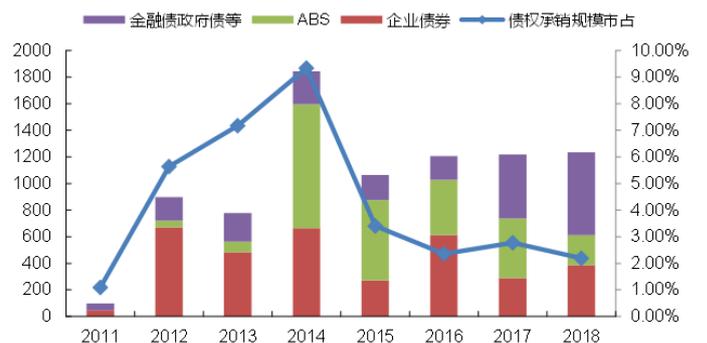
依托国开行资源, 国开证券的资管业务和债券承销业务发展较好。其中资产管理业务, 截至 2018 年末管理规模 1691 亿元。债券承销业务 2011-14 年发展较快, 2015 年后债券承销业务竞争激烈, 但公司依靠 ABS、金融债、政府支持机构债等仍保持着较稳定的市场份额。

图 38: 国开证券资管业务收入与收入市占



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 39: 国开证券债券承销业务构成和市场占有率

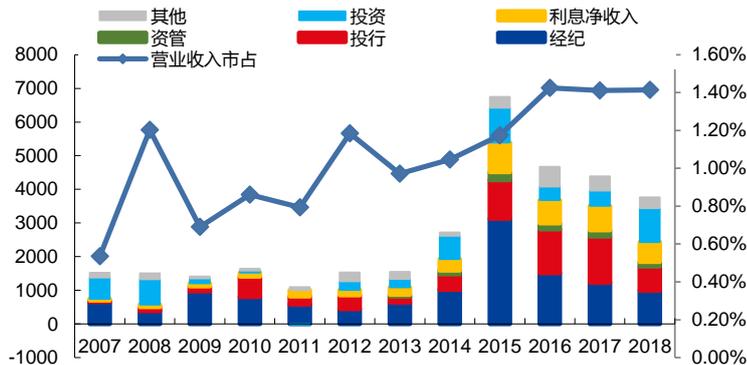


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

（六）国金证券：稳健经营，经纪/投行拉动下行业地位不断提升

国金证券前身是成立于 1990 年的成都证券公司，2005 年变更控股股东并更名国金证券，2007 年借壳上市，实际控制人陈金霞。十多年来，国金证券行业地位（按利润排名）一直呈持续提升态势，净利润市场占有率由 2007 年的 0.28% 升至 2018 年的 1.52%，利润排名也由第 56 位逐步升至第 15 位。

图 40：国金证券营业收入市场占有率提升趋势持续（百万元）

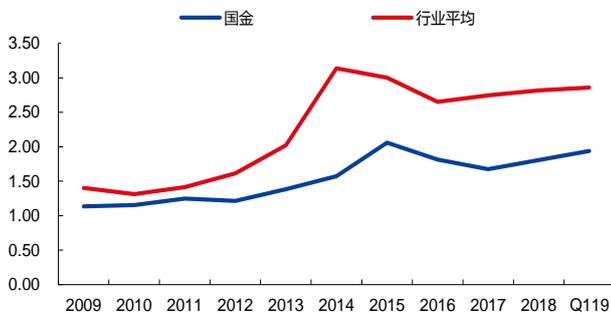


资料来源：公司公告，华金证券研究所

国金没有走依赖固定收益投资的路径，投资业务收入占比和配置资产比例均处上市券商较低位。尤其值得注意的是，公司有效杠杆率⁸长期低于行业平均水平 100pts 左右，显示公司信用类业务和投资类业务的经营十分稳健。从各业务条线市占率来看，公司行业地位提升主要靠经纪和投行业务拉到。

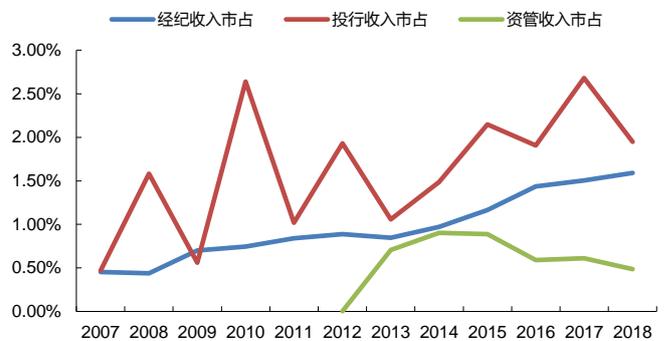
- ◆ 投行业务国金最出色的业务，投行业务收入市场占有率虽有波动，但基本趋势是从 2007 年的 1.00% 左右升至 2018 年的 2.00% 左右；
- ◆ 受益于与腾讯合作备受市场关注的原因，经纪业务（佣金宝）成为国金最广为人知的业务条线。经纪收入市占率基本由 2007 年的 0.50% 左右提升至 2018 年的 1.50% 左右。其中 2014-16 年借助网上开户和低价策略经纪份额提升速度最快。

图 41：国金证券有效杠杆率长期低于行业平均水平



资料来源：公司公告，华金证券研究所

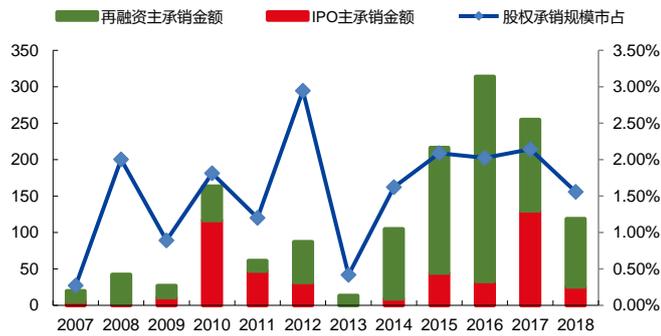
图 42：国金证券投行、经纪收入市占趋势性向上



资料来源：公司公告，华金证券研究所

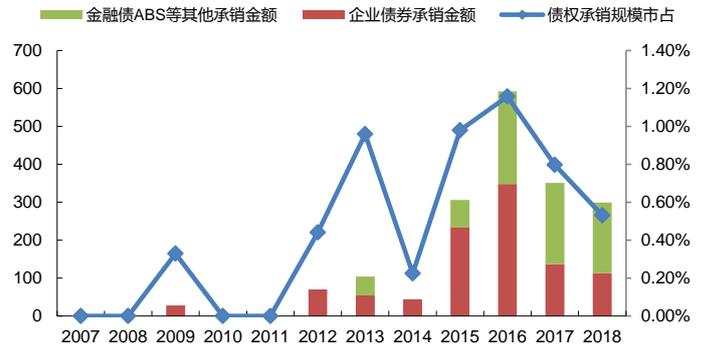
⁸ 有效杠杆率 = (总资产 - 代理买卖证券款) / 归属母公司股东净资产

图 43: 国金证券股权承销业务情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 44: 国金证券债权承销业务情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

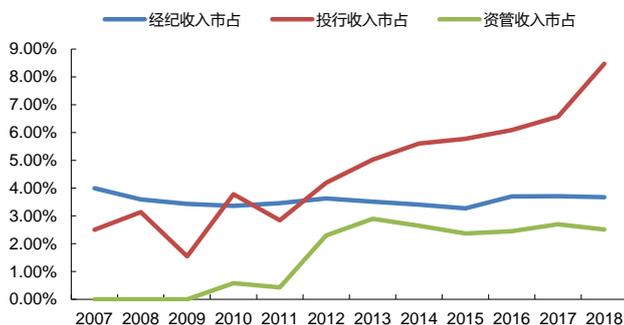
(七) 中信建投证券: 投行业务异军突起, 跻身行业前列

中信建投证券成立于 2005 年, 经纪业务承接于破产的华夏证券。华夏证券是我国成立最早、规模最大的全国性证券公司之一。目前第一大股东是北京国有资本经营管理中心, 2010 年进入, 目前持股比例 35.11%。

2018 年中信建投投行收入已跃居行业首位, 利润贡献 45%。中信建投起点较高, 设立之初注册资本 27 亿元; 同时受益于华夏证券庞大的客户储备, 2005 年经纪份额⁹已达 3.61%, 位居行业第十位。

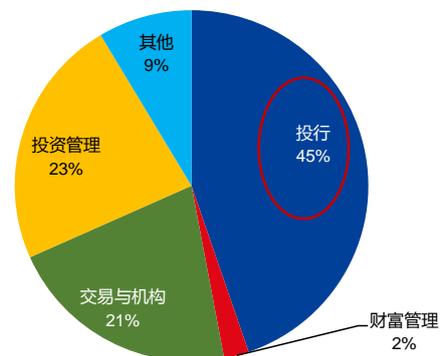
公司真正引起市场瞩目的投行业务。从经纪、投行、资管业务过去 12 年收入市占来看, 中信建投投行收入市占持续提升, 经纪、资管业务则表现平平。2018 年公司投行业务收入达 29.10 亿元, 超越中信位居行业首位, 占全行业投行收入的 8.47%, 贡献公司 2018 年年度营业利润的 45%。

图 45: 中信建投证券经纪、投行、资管业务收入市占



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 46: 中信建投证券 2018 年营业利润构成

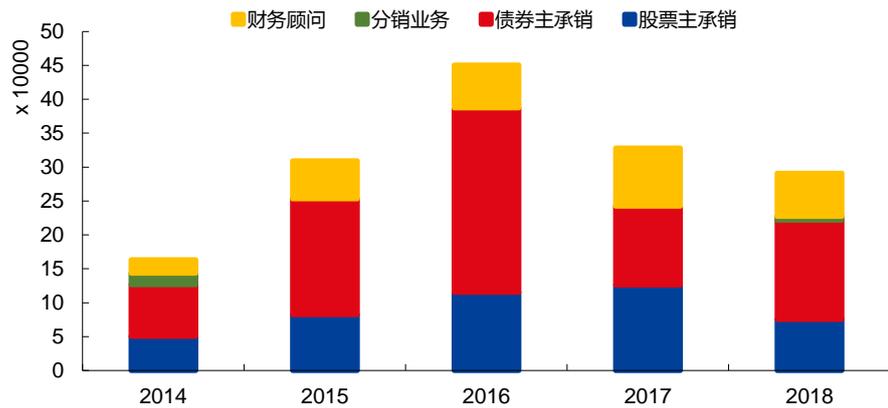


资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

从公司投行业务收入构成来看, 债券承销是其投行业务中收入占比达 50%以上的重要收入来源; 股票承销占比略低, 约 30%左右; 财务顾问收入占比 20-25%。2018 年, 财务顾问收入中并购业务仅占 27%。

⁹ 经纪份额=股基交易额市场占有率

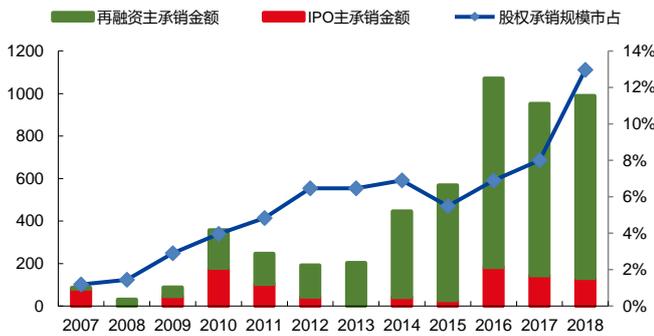
图 47: 2014-18 年中信建投投行收入构成 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所, 注: 无 2014 年之前数据

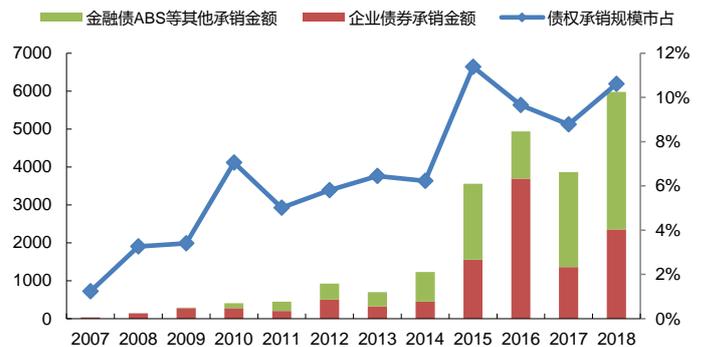
承销金额和市场表现也显示中信建投的债券承销业务市占增长更稳健, 股权承销业务在 2014-16 年出现小幅波折。

图 48: 中信建投证券股权承销业务情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

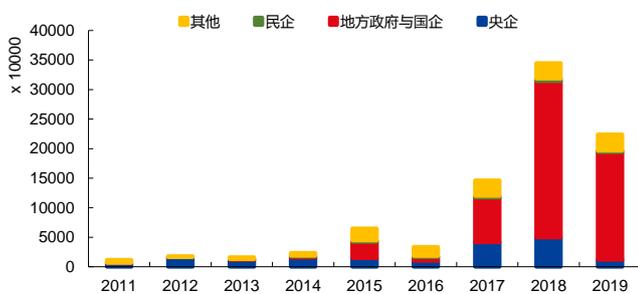
图 49: 中信建投证券债权承销业务情况



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

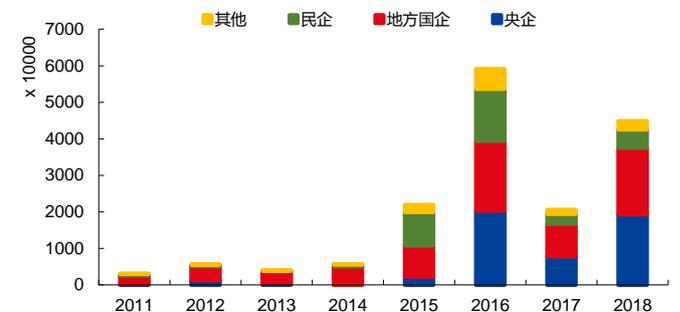
我们认为中信建投投行业务发展较好, 主要受益于公司管理层采用了较好的策略。2010 年北京国资委成为公司控股股东, 公司管理层依托大股东的优势地位, 取得众多央企、北京地区国企项目, 此后公司将这一经验推广至其他区域, 又取得众多地方国企的项目。

图 50: 中信建投短融、金融债、资产证券化等项目企业性质构成



资料来源: WIND, 华金证券研究所

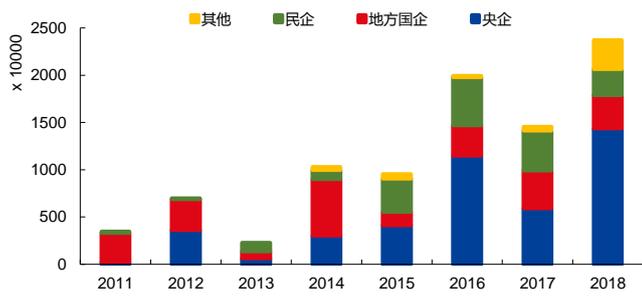
图 51: 中信建投企业债券项目企业性质构成



资料来源: WIND, 华金证券研究所

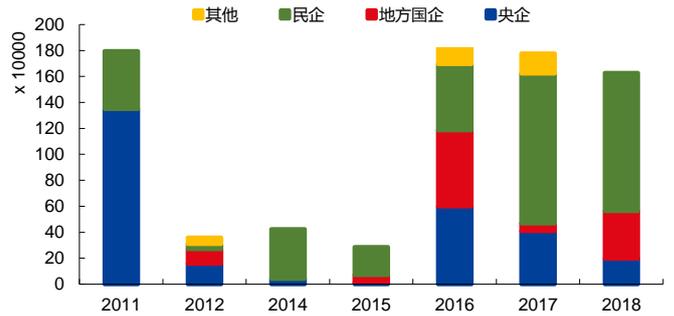
股权承销业务方面, 增发项目同样呈现央企、地方国企占比较高的现象; IPO 业务则受优质央企、地方国企大多已上市影响, 民企占比较高。

图 52: 中信建投短融、金融债、资产证券化等项目企业性质构成



资料来源: WIND, 华金证券研究所

图 53: 中信建投企业债券项目企业性质构成



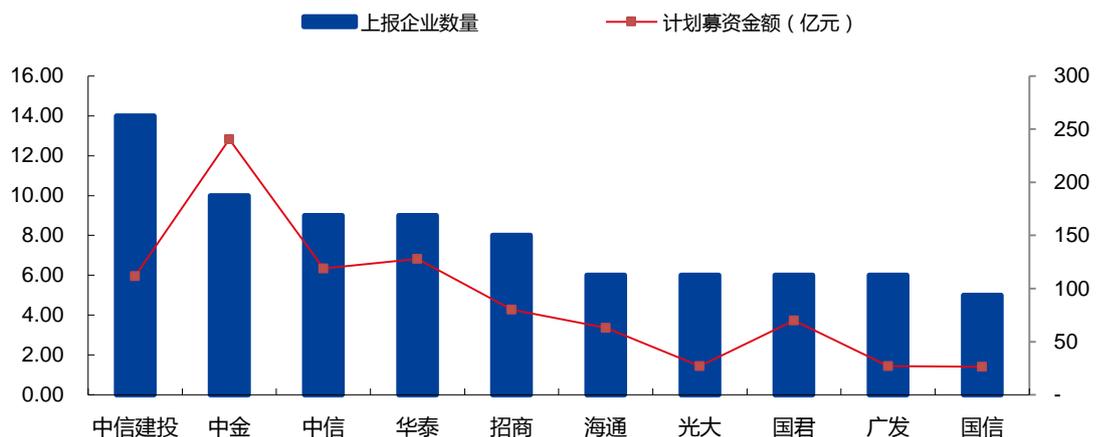
资料来源: WIND, 华金证券研究所

需要说明的是, 中信建投投行业务突发猛进除了北京国资的背景, 其管理层和投行团队的努力也至关重要。其他众多背靠财政部、汇金公司、地方国资或大型央企的证券公司也在奋力挖掘央企和国资资源, 但中信建投业务表现明显更加亮眼。

科创板及项目储备方面, 中信建投也表现优异。截至 2019 年 6 月末, 中信建投上报项目数量居行业之首, 拟融资金额居行业第 4 位。在公司上报的 14 家公司中, 注册地位于北京的共 6 个, 占比 43%; 广东 3 家、江苏 2 家、西安两家、哈尔滨 1 家。企业性质方面, 中信建投上报的 14 个项目中 3 家国企, 国企数量占比也高于 9% 左右的市场平均水平。

科创板是资本市场改革的重中之重, 目前上报项目¹⁰约 80% 集中在北京、长三角和珠三角, 民营企业占比 90%, 地域分布中长三角和珠三角企业占比近 60%。我们认为虽然中信建投 IPO 业务确有重北京地区、重国企的特点, 但在其他地域和民营企业领域, 公司同样交出了优异的答卷。

图 54: 截至 2019 年 6 月末科创板报会项目分布于排名 (按承销商, TOP10)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所, 注: 无 2014 年之前数据

(八) 中金公司: 并购, 最快的扩张之路

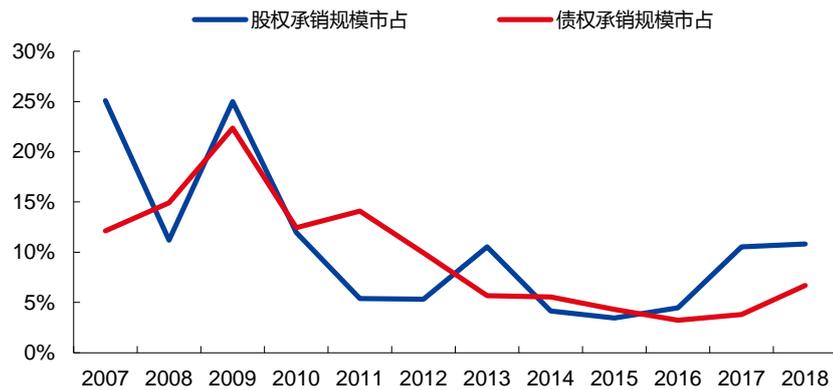
¹⁰ 地域和企业性质占比均按项目数量计算

中金公司全称中国国际金融股份有限公司，成立于1995年6月，最初的两大股东分别是中国建设银行、摩根士丹利、中投保和GIC。虽然当时证监会明文规定，合资券商外方持股不得超过33%，但在中金公司，摩根士丹利持股34.3%，外方合计持股比例超过50%。中金公司设立伊始，定位就非常高，以“为国有大中型企业的体制改革、战略重组和海外融资提供多种服务”为使命，并且从组织架构、业务流程以及薪酬体系全面参照摩根士丹利。

受国际投行基因影响，中金与国内绝大多数证券公司业务构成、发展路径、企业文化等均存在较大差异。与国际投行类似，中金公司始终坚持以投行业务为核心，专注于机构和高净值客户。

然而，由于我国资本市场与海外成熟资本市场在监管制度、投资者结构等方面的差异长期存在，2007-15年中金公司确实在“没落”。这一境况从2016年公司管理层开始重视中小企业和中小客户，组建“成长企业投行部”，逐步改观。中金公司的没落在投行业务上显现无疑，2009-15年股债主承销业务承销金额市占均处持续下滑态势。究其原因主要在于公司过于专注大项目，而随着多数大中型央企、国企的上市，大型项目上市资源枯竭，而中金又没有抓住中小板、创业板及新兴产业大发展的机遇。

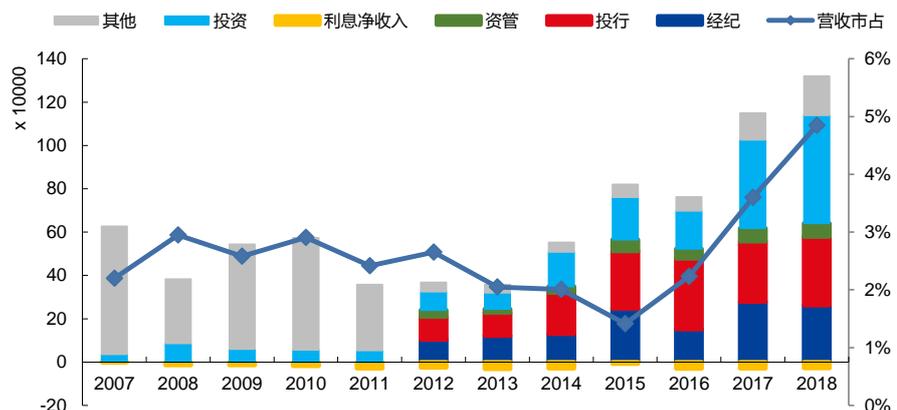
图 55: 中金公司投行业务主承销金额市占



资料来源：公司公告，华金证券研究所

2016年以来，中金公司的业绩在各方面均表现较好。自身业务的经纪和投行业务的改善当然是重要的原因之一，但中金公司于2016年末顺利并购全资中投证券，则给公司财务状况和经营状况带来了显著改善。

图 56: 2007-18 年中金公司营业收入市占

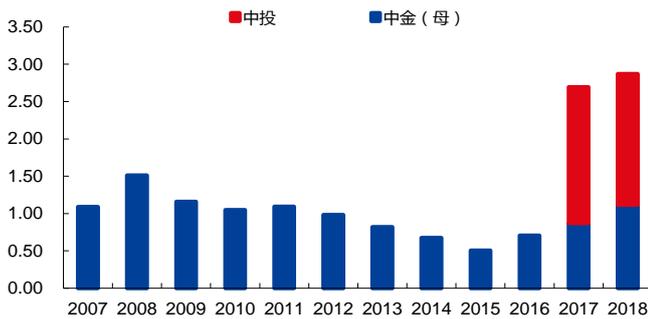


资料来源：公司公告，华金证券研究所，注：2007-2011 年无经纪、投行、资管分项数据，合并计入其他

参考我国金融业和国际投行发展历程，可以发现大型企业很少完全依靠内生性增长，并购尤其是市场低迷时期低价并购是快速扩张的不二法则。

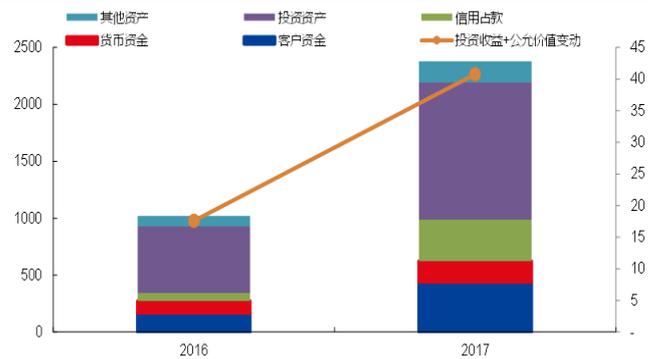
以下两图更能展现并购中投给中金带来的增量，经纪份额提升约 2.5x，总资产增加增厚约 1.3x（1,359 亿元），净资产增加增厚约 99%（183 亿元）。投资资产规模大幅提升约 100%，投资收益提升约 130%。此外，中投公司资管业务 2016 年资管业务收入 2.23 亿元也并入中金财务报表，中金公司资管收入提升约 67%。

图 57：中金公司经纪业务股基交易额市占



资料来源：WIND，华金证券研究所

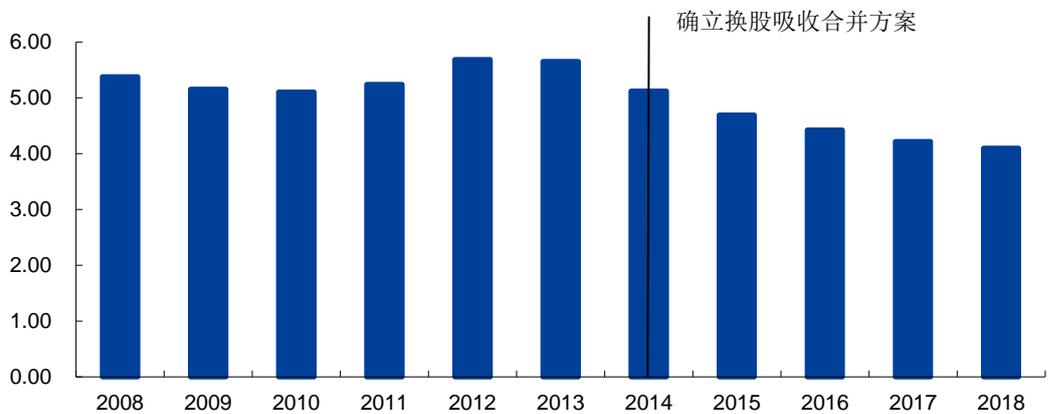
图 58：中金公司合并报表 2016 年与 2017 年总资产比较



资料来源：WIND，华金证券研究所

虽然同属汇金旗下，但相对申万收购宏源，中金收购中投案例更成功，除收购价格较低（对应 2016 年末 1.13x PB）外，关键还在于后续整合更顺利，阵痛相对较少。

图 59：申万与宏源合并后经纪份额持续减少



资料来源：WIND，华金证券研究所

据我们了解，中金主要采取以下措施：

- ◆ 投行、固收、内审并入中金总部，但需重新面试、重新定级定薪，且大部分中投人员被降级处理。
- ◆ 对中投证券进行全面业务流程梳理优化，将其由全牌照证券公司转变为旗下财富管理公司。
- ◆ 2017 年开始，中金在中投证券建立市场化的考核激励机制，低底薪且只有 50 万以上客户的收入才能算提成。

- ◆ 鼓励营业部人员为中金投行部揽项目，分成原则投行部约 70%、承揽营业部及人员约 20%，其他约 10%。
- ◆ 鼓励 45 岁以上员工内退，2017 年 12 月 31 日前办理内退的，可以按照原工资 50% 的标准；之后内退的，在原工资 50% 的标准下调 10%。

综上所述，由于中金公司足够强势，并购中投证券不但完善了公司网点布局、增加了个人客户资源和管理资产规模，而且避免了企业文化混杂、成本提升和冗余人员，较大程度规避了并购案例中常见的冲突和阵痛。

三、中小券商逆势扩张路径总结和分析

（一）依托大股东优势资源

上述 8 家证券公司是我们梳理全行业 130 多家证券公司过往 12 年历史数据寻找到的行业地位（按净利润排名或市占）提升最快的公司。横向比较这 8 家证券公司的发展历程，我们看到中小券商提升行业地位主要有两条路径：一是依托大股东优势资源，深耕细分领域；二是建立市场化机制，引入优秀人才、稳健经营逐步提升行业地位。

我们认为依托大股东更多体现在起步阶段或某些特殊时段，比如：

- 1、**东兴证券**设立之初，其业务主体是东方资管托管的闽发证券的经纪业务。创新发展阶段，东兴证券的特殊业务——另类投资和融资类财务顾问也是在发挥控股股东的协同优势。
- 2、**东方财富证券**自 2015 年 5 月至 2016 年中期乃至年末经纪份额快速提升，主要有赖于大股东东方财富网导流。
- 3、**五矿证券、国开证券**行业地位提升则受益于大股东的巨额增资。2017 年五矿证券完成 59.34 亿元的大股东增资，注册资本由 13.57 亿元一跃升至 72.92 亿元。国开证券 2010 年被国开银行收购后，先后增资 5 次，注册资本由 5.2 亿元逐级提升至 95 亿元。
- 4、**中信建投**投行业务异军突起，主要受益于公司管理层依托大股东北京国资委的优势地位，取得众多央企、北京地区国企项目，此后公司又将这一经验推广至其他区域，取得了众多地方国企的项目。
- 5、**中金公司**向市场展现了——外延式并购是跨越式发展的最佳途径。然而若非中金与中投同属汇金公司控股，中金公司不可能用 1.13x PB 的价格买下中投。

整体而言，依托大股东或可使中小券商在起步阶段相对平顺，早日自给自足。然而更为长远的发展则有赖于自身核心竞争力的筑造。

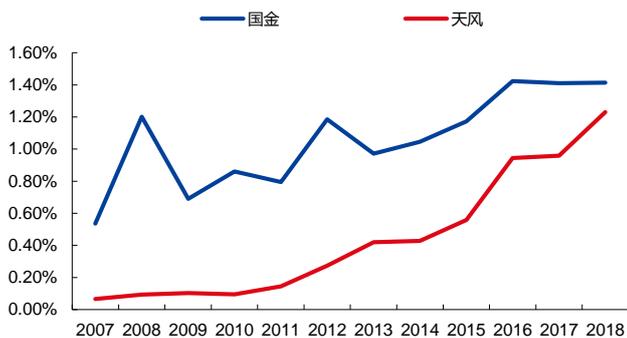
（二）自身努力更加重要

- 1、**东兴证券和中信建投**：东兴证券行业地位提升主要依靠投行和固收类投资，曾经的特色业务——融资类财务顾问和另类投资与大股东东方资管旗下的大业信托完全重合。能够从大股东争取更多的资源本身也竞争力的体现。中信建投则更能说明问题，那么多背靠财政部、汇金公司、地方国资或大型央企的证券公司都在奋力挖掘央企和国资资源，但唯有中信建投的投行能够异军突起，并能够在不占主场优势的科创板同样有不俗表现。
- 2、**东方财富证券**：公司起步阶段确实受益于大股东丰富股民用户的流量导入。但 2017 年后，公司经纪份额继续提升则体现了炒股大赛等营销活动和线下网点和团队的扩张。我们认为炒股大赛和两融优惠利率等营销活动虽是传统证券公司的常规做法，但与东方财富网相结合就将其市场影响力扩大了无数倍。而大规模扩张线下网点和团队的做法虽与轻资产的互联网业务相冲突，但符合国内证券业市场环境和监管环境。
- 3、**中金公司**：参考过往海内外著名并购案例，交易完成后管理整合才是并购案例成功与否的关键。若整合的好，并购的积极效应能够显现，实现 1+1>2 的效果，企业的效率、盈利和资产质量才能提升；若整合不好，并购效应不明显，反而给企业带来损失。如国内证券业申万并购宏源，2015 年 1 月合并，之后人员持续流失、经纪份额连年下滑，至今仍处在整合阵痛之中。麦肯锡在 2017 年的《中企跨境并购袖珍指南》中曾指出中国人的整合管理往往以求稳为上，聚焦一两个重要领域谋求协同增效。正因如此，在过去十年中国企业的跨境并购成绩喜忧参半。而中金在对中投的整合管理中思路清晰、效率至上，精简人员和职能部门有望达到整体效益最大化。
- 4、**天风证券、国金证券**：两家公司股东背景偏弱，只能走机制取胜、吸引优秀人才的道路。两家公司都是中小券商自力更生的表率，很多经验值得我们学习。然而，两家也有明显不同，差异主要体现在天风相对激进，而国金相对稳健，具体表现在以下四方面：

(1) 2008 年以来，国金除 2014 年推出佣金宝时期，其他时间都相对低调；而天风近几年动作频频，时常见诸媒体，较为高调；

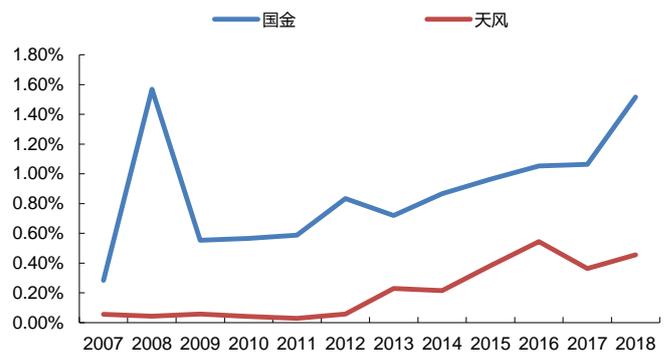
(2) 2012 年变换实际控制人以来，天风的营收可谓突飞猛进，但细分结构看其增长最快的主要是固收和其他业务收入，其他业务收入主要是期货风险管理收入，业务毛利率不足 2% (vs 2018 年证券业营业利润率约 36%)。因此天风的利润表现远没有营收表现那么亮眼。与之相对应国金营收与净利润一直保持稳健提升态势。

图 60：国金与天风营业收入市占



资料来源：WIND，公司公告，华金证券研究所

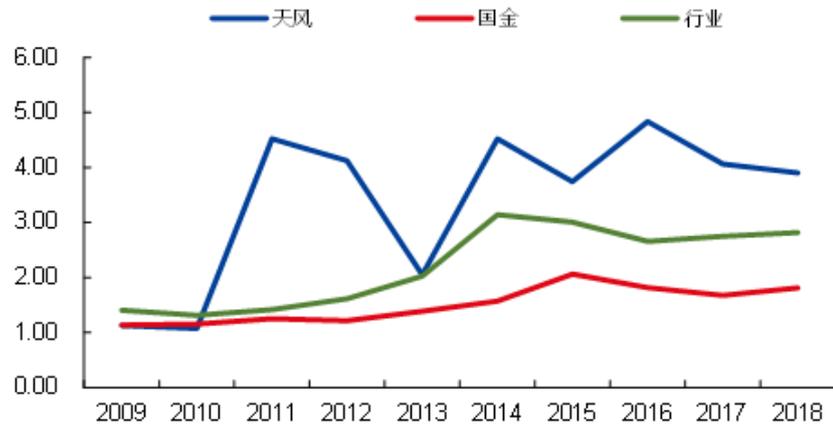
图 61：国金与天风净利润市占



资料来源：WIND，公司公告，华金证券研究所

(3) 天风与国金在风格上的差异还表现在杠杆率上。天风重视固收业务，除 2013 年债市风暴原因，有效杠杆率均高于行业平均水平；国金主要依靠经纪和投行业务，有效杠杆率持续低于行业平均水平。

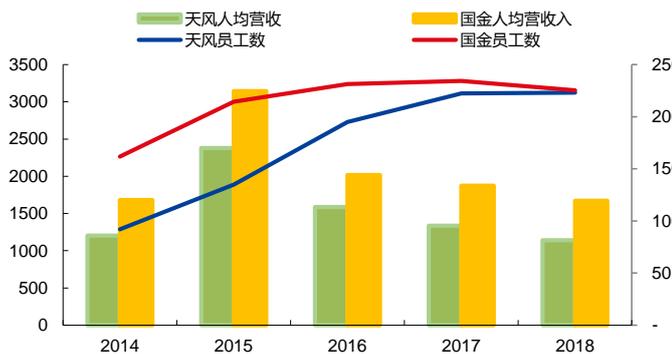
图 62: 国金与天风有效杠杆率比较



资料来源: WIND, 公司公告, 华金证券研究所

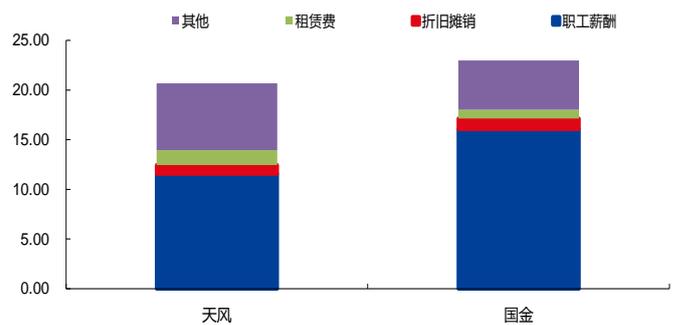
(4) 作为同样以机制取胜，推行高薪酬、高激励的中小券商，天风最近 5 年扩张很快，员工由 2014 年的 1289 人快速增加至 2018 年的 3125 人，而国金的扩张相对克制。截至 2018 年末，净利润是天风 3.33x 的国金证券员工人数只比天风多 30 人。国金 2018 年业务及管理费金额也仅高于天风 11%。但国金业务及管理费中 70% 为职工薪酬 (vs 行业平均约 60%)，而天风业务及管理费中职工薪酬占比 56%。我们认为国金的成本管控能力强于天风。

图 63: 国金与天风最近 5 年员工人数与人均营业收入¹¹



资料来源: WIND, 公司公告, 华金证券研究所

图 64: 国金与天风 2018 年业务及管理费比较



资料来源: WIND, 公司公告, 华金证券研究所

比较天风与国金，我们认为天风快速扩张，甚至略显激进的战略或许是民营小券商在目前市场环境和监管环境下的不得已而为之，但过于激进的高激励或许会为公司埋藏下不可忽视的潜在风险。

¹¹ 考虑到天风的其他业务收入金额过大、毛利过低，此处予以剔除

风险提示

股市回暖低于预期；创新推进不达预期；行业竞争再度加剧；监管加强；坏账率超预期等风险。此外，不断融资而 ROE 维持低位或成压制估值提升的重要因素。

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

崔晓雁声明，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

华金证券股份有限公司（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：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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、篡改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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金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。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址： www.huajinsec.com