

证券 II 行业

2020 年投资策略：聚焦 ROE 提升之路，建议关注头部券商

行业评级

买入

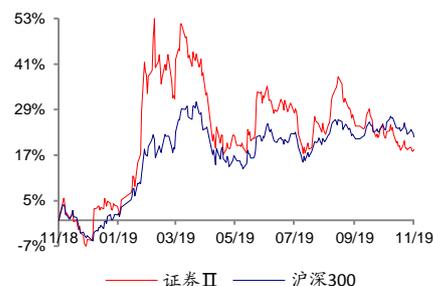
前次评级

买入

报告日期

2019-12-01

相对市场表现



核心观点：

- 为什么聚焦 ROE 提升路径？** 证券业 ROE 偏低是一个困扰行业发展的长期问题，也是投资中必须直视的切实问题。展望 2020 年乃至更长时间，我们认为行业 ROE 有提升空间。根据“净资产收益率=总资产收益率×财务杠杆”等式，ROA 和财务杠杆共同决定 ROE。本篇报告，我们聚焦 ROE 提升之路，探讨 2020 年投资策略。
- 行业经营杠杆提升之路，虽然崎岖但已开启。** 2012-2018 年，国内证券业经历了一轮经营杠杆升降周期，但整体维持低位。2012-2015.6，监管环境放宽，创新业务发展，牛市环境下两融等业务杠杆需求量大增，券商杠杆迅速提升；2015 年中至 2018 年，资本市场震荡行情，叠加严监管下重资产业务规模收缩，行业杠杆倍数处于回落至平稳状态。自 2019 年起，杠杆提升之路再度开启：从供给端方面看，短融扩容和金融债发行，降低融资成本，拓宽杠杆资金来源，可能带来杠杆提升的效应；从需求端方面，非方向性投资、衍生品业务发展带来杠杆增量业务。从报表上看，龙头券商杠杆倍数正逐步抬升。
- 创新业务稳步布局，提升 ROA 水平。** 从最近 2-3 年国内证券行业实践来看，高 ROA 的投行资本化业务、衍生品业务和财富管理业务正成为各家券商重点突破的方向。一是投行资本化业务令券商的盈利模式扩展至资本利得，随着 IPO、再融资、减持退出变得越来越顺畅，私募股权投资迎来收获期。二是衍生品业务，是券商利用资产负债表盈利的重要方式，规模效应明显、收益率高，长线资金持续入市背景下，衍生品业务有望持续扩容。三是财富管理业务，降佣趋势下经纪业务转型，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 ROA 水平。
- 传统业务结构逐步优化，稳住 ROA 水平。** 传统业务也在积极改善。一是经纪业务借助新技术手段，实现科技赋能，降低获客成本。二是资管业务优化，提升主动管理规模比例，提高盈利能力。三是优化两融结构，政策发力融券业务。四是自营投资结构优化，压缩方向性投资、增加非方向性投资和固收投资，熨平业绩波动。传统业务的改善，帮助券商稳住传统业务的 ROA 水平。
- 投资建议：受益资本市场改革，建议关注头部券商。** 资本市场持续改革与行业监管放宽的背景下，行业层面迎来 ROE 提升机会，公司层面分化明显，头部券商强者恒强。长期困扰证券行业的 ROE 下行趋势将有望改善或终结。我们长期看好推进改革所带来的证券板块的投资性机会。证券行业有望通过投行资本化、衍生品、财富管理等高 ROA 业务促进券商 ROE 提升、实现战略发展。个股方面建议重点关注受益监管政策、衍生品等业务创新的龙头公司：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK）、中金公司（03908.HK）、海通证券（600837.SH）/（06837.HK）等。
- 风险提示：** 资本市场大幅波动；监管政策强化风险管控；行业经营层面面临困难、公司业绩不达预期、新领域投资出现亏损等。

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

SFC CE No. BOX142



0755-82535901



gfchenh@gf.com.cn

相关研究：

- 证券 II 行业：从扩表能力看龙头券商经营与估值的双重分化 2019-11-08
- 证券 II 行业：低基数的高增长，期待改革红利落地——证券行业 10 月经营数据点评 2019-11-07
- 证券 II 行业：自营拉动业绩增长，行业格局更向头部集中 2019-11-03

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)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
海通证券	600837.SH	CNY	13.74	20191030	买入	17.3	0.75	0.92	18.32	14.93	1.24	1.16	7.0%	8.1%
华泰证券	601688.SH	CNY	16.97	20191201	买入	24.9	0.91	1.15	18.65	14.76	1.23	1.16	6.3%	7.9%
中信证券	600030.SH	CNY	21.41	20191030	买入	26.2	1.32	1.61	16.22	13.30	1.56	1.42	10.0%	11.2%
海通证券	06837.HK	HKD	7.82	20191030	买入	9.5	0.75	0.92	9.52	7.76	0.65	0.60	7.0%	8.1%
HTSC	06886.HK	HKD	11.74	20191201	买入	17.2	0.91	1.15	11.79	9.33	0.78	0.73	6.3%	7.9%
中信证券	06030.HK	HKD	14.54	20191030	买入	17.4	1.32	1.61	10.06	8.25	0.96	0.88	10.0%	11.2%
中金公司	03908.HK	HKD	13.48	20191119	买入	18.7	1.12	1.30	10.99	9.47	1.16	1.07	11.0%	11.7%

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

备注: 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。收盘价及表中估值指标按照 11 月 29 日收盘价计算

目录索引

前言：证券行业 ROE 提升的空间与逻辑	5
行业经营杠杆提升之路，虽然崎岖但已启程	7
国内证券行业经营杠杆的演变	7
探讨现阶段国内证券行业提升杠杆之路	7
创新与传统业务并举，提升行业 ROA	11
高 ROA 业务稳步布局，发展方向对标国际	11
投行资本化：受利科创板，头部券商资本化业务发展迅速	11
衍生品业务：市场扩容，场内外发展迅速	13
财富管理：紧跟国际投行，转变服务模式	15
传统业务结构逐步优化，提高业务收益率	18
经纪：科技降费，借助互联网获取流量	18
资管：提升主动管理，优化资管业务结构	18
资本中介：政策利好融资融券，股票质押持续收缩	21
投资建议：行业分化加速，建议关注头部券商	22
风险提示	26

图表索引

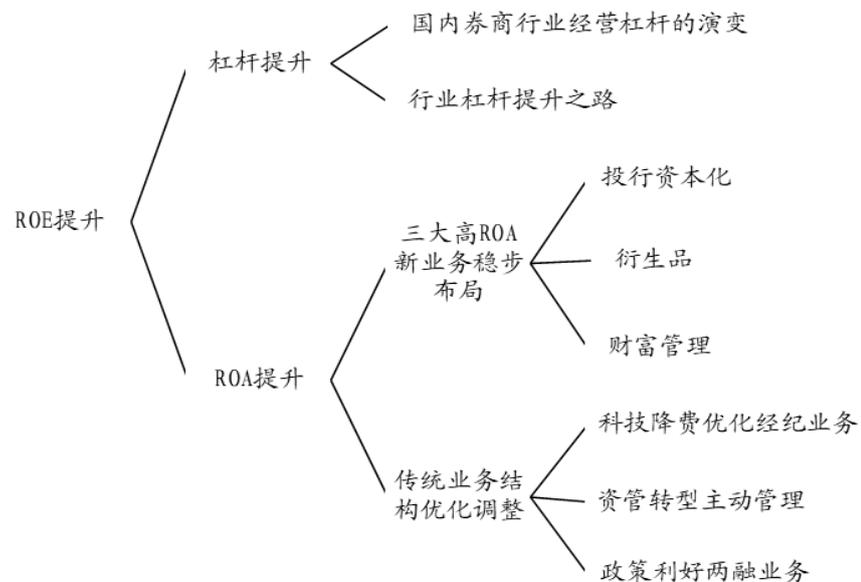
图 1: 分析框架	5
图 2: 2012 年以来沪深 300 指数行情 (左轴, 点), 券商杠杆 (左轴, 倍)	7
图 3: 2018 年净资产排名前五上市券商自营资产配置	9
图 4: 50ETF 月成交量 (张)	9
图 5: 证券公司场外衍生品月度新增交易情况 (亿元)	10
图 6: 证券公司新增衍生品交易集中度情况 (CR5)	10
图 7: 我国券商投行业务收入构成 (亿元)	11
图 8: 2019 年上半年科创板对 4 家重点券商的可能利润增厚 (预测值)	13
图 9: 科创板保荐机构及主承销商业务排行榜	13
图 10: 股指期货成交量 (左轴, 万手), 持仓量 (右轴, 手)	14
图 11: 三大股指期货成交量变化情况 (万手)	14
图 12: 收益互换新增初始名义本金 (亿元)	14
图 13: 瑞银、摩根士丹利等公司财富管理部门利润率 (%)	15
图 14: 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)	16
图 15: 中信证券代理销售金融产品收入 (左轴, 亿元), 占经纪业务比率 (右轴, %)	17
图 16: 三家证券公司经纪业务收入比较 (百万元)	18
图 17: 三家证券公司经纪业务支出比较 (百万元)	18
图 18: 券商资产新成立产品发行份额 (左轴, 亿份), 发行总数 (右轴, 个) ...	19
图 19: 2012 年-2018 年资管业务不同类别占比	19
图 20: 东证资管受托与主动管理规模 (左轴, 亿元) 及占比 (右轴, %)	19
图 21: 东证资管按产品类型划分规模占比	19
图 22: 三家证券公司 2018 年资管规模及主动管理比例 (亿元)	20
图 23: 2015-2018 年三家证券公司资管收入 (亿元)	20
图 24: 东方证券与行业平均杠杆率对比	20
图 25: 2018 年以来沪深两融余额 (亿元)	22
图 26: 券商参与科创板浮盈对比 (亿元)	24
图 27: 券商场外衍生品新增交易集中度 (CR5)	24
图 28: 部分券商与行业佣金率水平	25
图 29: 受托资管规模 (左轴, 亿元) 及主动管理占比 (右轴, %)	26
表 1: 头部券商待偿还短期融资券余额上限调整情况	8
表 2: 2018 年证券公司债券发行情况统计	8
表 3: 2019Q3 头部券商扣除客户保证金后的权益乘数 (倍)	10
表 4: 2019 年中部分券商私募股权基金和另类投资业务情况 (亿元)	12
表 5: 国内国外财富管理产品比较	17
表 6: 东证资管绝对收益率排名	21
表 7: 2018 年部分券商股基交易市场份额与代销总金额 (百万元)	23
表 8: 部分券商客户资产数据对比	24

前言：证券行业 ROE 提升的空间与逻辑

证券业ROE偏低是一个困扰行业发展的长期问题，也是投资中必须直视的问题。证券行业常用PB法对公司进行估值，而PB水平的高低很大程度上取决于ROE的高低，因此如何提升ROE是问题所在。由杜邦分析法中的等式（净资产收益率=总资产净利率×财务杠杆比例）可以得出，总资产净利率与财务杠杆比例共同决定了ROE的水平。本篇年度策略报告，我们一改过往分析测算行业盈利增速的做法，将分析聚焦在ROE未来提升之路上，从ROA和经营杠杆的现状与前景出发分析证券行业ROE的提升空间。这样的做法有两个好处：一是可以避免行业利润增速测不准的尴尬，外部变量太多，对盈利的影响较为复杂，从往年经验看，预测的偏差较大，而聚焦ROE的变化趋势，大方向上不容易出错，所谓精准的错误不如模糊的准确；二是通过分析ROE提升的路径，可以清晰地看出行业的分化，从而锁定优质的投资标的。

本篇报告的框架如下图所示：

图1：分析框架



数据来源：广发证券发展研究中心

经营杠杆层面，我们分析了以往难以提升的原因，并结合新的政策变化，开未来改观空间。我们以资本中介业务萌芽期——2012年作为起点，回顾我国证券行业杠杆倍数的变化历程。总体来看，券商杠杆倍数变动情况与市场行情波动相当，主要受监管政策、业务杠杆需求等因素影响，大致可分为两个阶段：2012-2015.6，监管环境放宽，创新业务发展，牛市环境下两融等业务杠杆需求量大增，券商杠杆迅速提升；2015年中至2018年，资本市场震荡行情，叠加严监管下重资产业务规模收缩，行业杠杆倍数处于回落至平稳状态。2019年，经营杠杆再度提升。从供给端方面看，短融额度提升和金融债发行，不仅能降低融资成本，也将拓宽杠杆资金来源，可能带来杠杆提升的效应；从需求端方面，非方向性投资、衍生品业务等带来杠杆增量业务。

提升ROA层面，我们分析了创新类业务和传统业务的变化情况：

一方面，三大高ROA新业务稳步布局，发展方向对标国际同行。从近年国内证券行业实践来看，投行资本化业务（投行+私募股权基金）、衍生品业务（场外个股期权、股票期权等）、财富管理业务是前景广阔的高ROA业务。1) 投行资本化业务，券商的盈利模式由单纯的承销保荐收入扩展至资本利得，经营模式逐渐由“投行+直投”演化为私募股权基金运作，而今私募股权业务也逐渐迎来收获期，在注册制推广、再融资全面松绑预期下退出更为顺畅。

2) 衍生品业务，它是投行利用资产负债表盈利的重要方式，规模效应明显、收益率高。场内衍生品业务稳步扩容，一方面，股指、国债期货业务不断放宽交易条件，另一方面股票期权增加交易品种，从上证50ETF期权到沪深300ETF期权，未来还可以预期更多。场外衍生品业务规模回升，势头良好，权益类衍生品平稳增长，FICC类衍生品是未来重点方向。

3) 财富管理业务。降佣大趋势下经纪业务转型，二次开发存量客户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。近年来我国财富管理市场整体发展较快，财富管理业务发展空间与潜力巨大，尤其是头部券商。

另一方面，传统业务结构逐步优化，着力提升ROA水平。1) 经纪业务实现科技降费，借助科技赋能，降低获客成本。随着互联网技术的广泛应用，互联网金融发展迅速。便捷的交易方式和低廉的佣金刺激了投资者的热情，同时也降低了券商的经营活动成本，带动ROA提升，从而提高ROE。以东方财富网为例，它能够将流量变为用户开户数和公司经济收益，低成本地大量导流，而获取佣金与手续费。

2) 资管业务优化，提升主动管理规模比例。高主动管理规模比例能有力拉升资管收入。我们对比分析了主动管理规模差异较大的三家证券公司，发现资管收入与主动管理规模比例呈现显著正相关。

3) 政策利好融资融券，股权质押规模收缩。8月9日，沪深交易所修订《融资融券交易实施细则》，对担保比例、担保物范围、融资融券标的股票数量做出调整。同时，当前畸形的两融结构也有望改善，目前融券占比不足1.5%，而成熟市场可达25%-30%。

4) 自营投资越来越倾向于非方向性投资，降低业绩波动。近年来，各家券商主动压缩权益方向性投资规模，而增长固收投资和权益量化投资比重。这一业务结构的调整，虽然降低了业绩的弹性，但也熨平了业绩的波动，使得自营投资更为稳健。

综上，在行业杠杆有望提升、高ROA业务不断扩容的预期下，证券业ROE提升的逻辑较为顺畅，但是，龙头券商因为更强的扩表能力、更强的综合实力，在ROE提升过程中优势尽显。未来，行业扩容与行业分化是两条逻辑主线，我们看好头部券商的成长故事。

行业经营杠杆提升之路，虽然崎岖但已启程

证券行业杠杆水平虽有起伏，但整体处于偏低状态。当下，新的融资工具将赋予证券行业尤其是头部券商加杠杆的机会，行业杠杆水平有望得到提升。

国内证券行业经营杠杆的演变

按照对资本金需求程度，证券行业主营业务类型可分为轻资产业务和重资产业务。其中重资产业务主要指利用资产负债表实现利润的业务，包括广义自营（自营投资、另类投资）、融资融券、股票质押及私募股权基金等。券商以自有资金或负债放大业务规模，获取利差收益。因而重资产业务的发展很大程度上反映了杠杆倍数的变化。

图2：2012年以来沪深300指数行情（左轴，点），券商杠杆（左轴，倍）



数据来源：wind、中国证券业协会、广发证券发展研究中心
券商杠杆=剔除客户保证金后的权益乘数

探讨现阶段国内证券行业提升杠杆之路

从供给端方面看，短融和金融债打开杠杆提升空间。

一是短融规模扩大。2019年6月22日以来，中信证券、国泰君安、华泰证券、海通证券等多家头部券商接到央行通知提高短期融资券余额上限，合计约3000亿元。我们认为，提高短融规模，意味着头部券商扩大短融发行额度，不仅能降低融资成本，也拓宽杠杆资金来源，可能带来杠杆提升的效应。

表1: 头部券商待偿还短期融资券余额上限调整情况

券商	调整时间	待偿还短期融资券余额上限 (亿元)	
		调整前	调整后
中信证券	2019/6/22	159	469
国泰君安	2019/6/22	130	508
海通证券	2019/6/22	200	397
华泰证券	2019/6/22	216	300
中信建投	2019/6/25	163	209
中国银河	2019/6/25		368
招商证券	2019/6/25	70	316
申万宏源	2019/6/25	191	298

数据来源: 《中信证券股份有限公司关于发行短期融资券事项获得中国人民银行通知的公告》等公司公告、广发证券发展研究中心

二是证券公司金融债松绑。长期以来,政策性银行和商业银行是金融债券的主要发行主体,由于缺乏具体规范文件,证券公司鲜少在银行间市场发行金融债。与证券公司债相比,金融债具有融资成本较低、发行期限长,且融资规模大的优势。相对于当前交易所发行的证券公司债,金融债能够更好的满足券商融资需求。

2019年6月25日,中信证券、中信建投等多家头部券商收到证监会监管意见书,同意其申请发行金融债,意味着证券公司金融债发行再次开闸。值得注意的是,金融债除了有利于降低券商融资成本外,还有助于扩大杠杆资金来源,提升券商杠杆倍数,按监管要求,金融债发行余额不受须低于净资产40%的限制。

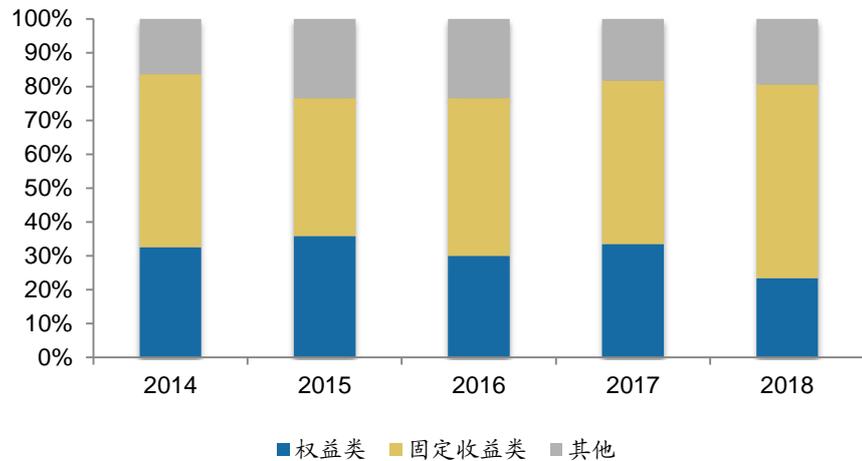
表2: 2018年证券公司债券发行情况统计

债券融资类型	发行量 (只)	发行规模 (亿元)	平均发行规模 (亿元/只)	平均发行利率
证券公司债 (AAA 级)	68	1726.8	25.4	4.84%
次级债 (AAA 级)	5	45.1	9.0	5.25%
短期融资券	57	1425	25	3.70%

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

政策放宽,加大权益投资。2019年8月证监会就修订《证券公司风险控制指标计算标准》公开征求意见,拟放宽证券公司投资成份股、ETF等权益类产品的风险资本准备计算比例,减少资本占用。从2018年净资产排名前五上市券商自营资产配置情况来看,2015年以来,券商自营资产主要投向固定收益类,呈现不断加大趋势,权益类资产配置占比较低。政策放宽对证券公司权益类产品的风险资本准备计算比例,有利于加大券商对权益类资产的配置力度,提升权益资金杠杆。

图3：2018年净资产排名前五大上市券商自营资产配置

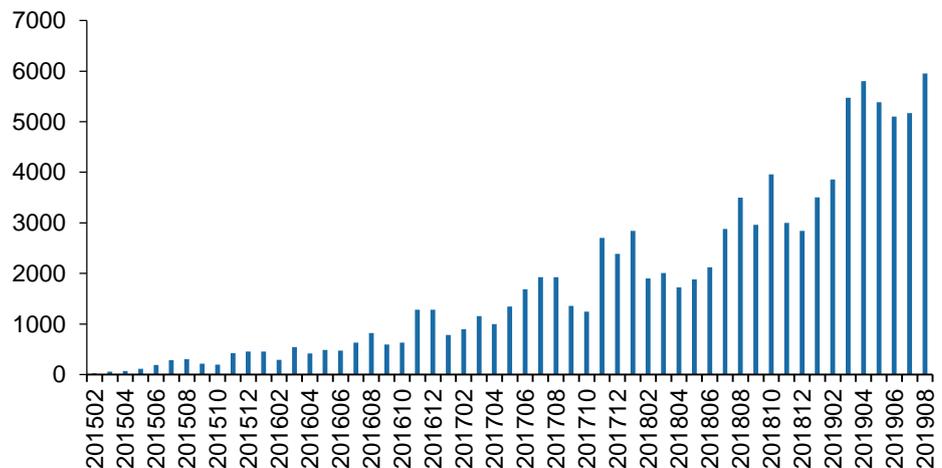


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

从需求端方面，衍生品发展带来杠杆增量业务。目前资本市场改革持续推进，鼓励券商发展创新业务，但国内现阶段的衍生品业务和国际大行相比仍有明显短板，可发展空间广阔。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。

场内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8月50ETF月成交量5476万张，同比增长70%。

图4：50ETF月成交量（张）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

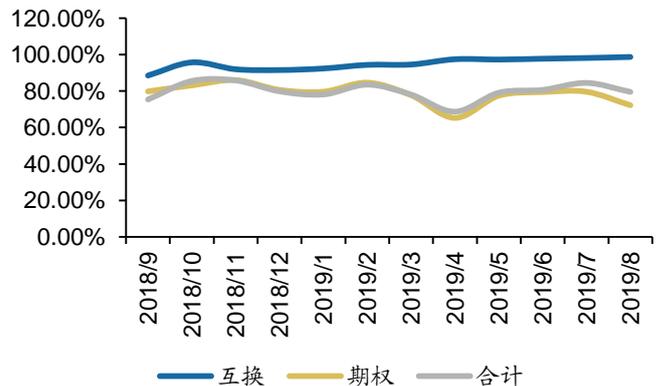
场外衍生品业务新规落地，头部券商杠杆加速提升。场外衍生品业务快速增长，2019年以来，证券公司场外衍生品累计月度新增初始名义本金达7827亿元，同比增长83%。场外衍生品需求的增长拉动券商资金投入，提升杠杆空间。相关业务由于市场壁垒以及先发优势，市场维持高集中度格局。2018年9月至今，场外期权CR5占比维持在90%左右，互换CR5占比维持在80%左右。

图5：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6：证券公司新增衍生品交易集中度情况（CR5）



数据来源：中证场外衍生品市场、广发证券发展研究中心

2019年前三季度行业整体杠杆小幅提升。

2019年三季度行业整体杠杆同比小幅提升。2019年三季度35家上市券商中有20家券商扣除客户保护金后的权益乘数较去年同期有所上升，平均杠杆水平为3.28倍，较去年同期的3.24倍提高了1.46%。一方面，券商受益于行情回暖需求端回升带来的杠杆提升；同时，头部券商受益于短融及金融债释放杠杆倍数，在2019Q3，大多数头部券商杠杆倍数均有所提升。

表3：2019Q3头部券商扣除客户保证金后的权益乘数（倍）

券商	2018Q3 权益乘数（倍）	2019Q3 权益乘数（倍）	同比变动
海通证券	4.11	4.44	7.91%
中信证券	3.32	3.78	13.83%
招商证券	2.97	3.71	24.68%
申万宏源	4.20	3.65	-13.00%
中信建投	3.36	3.58	6.50%
华泰证券	3.02	3.56	18.07%
国泰君安	2.91	3.35	15.38%
中国银河	3.01	3.23	7.53%

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：权益乘数算法为（资产总计-代理买卖证券款）/归属于母公司的股东权益合计

创新与传统业务并举，提升行业 ROA

高 ROA 业务稳步布局，发展方向对标国际

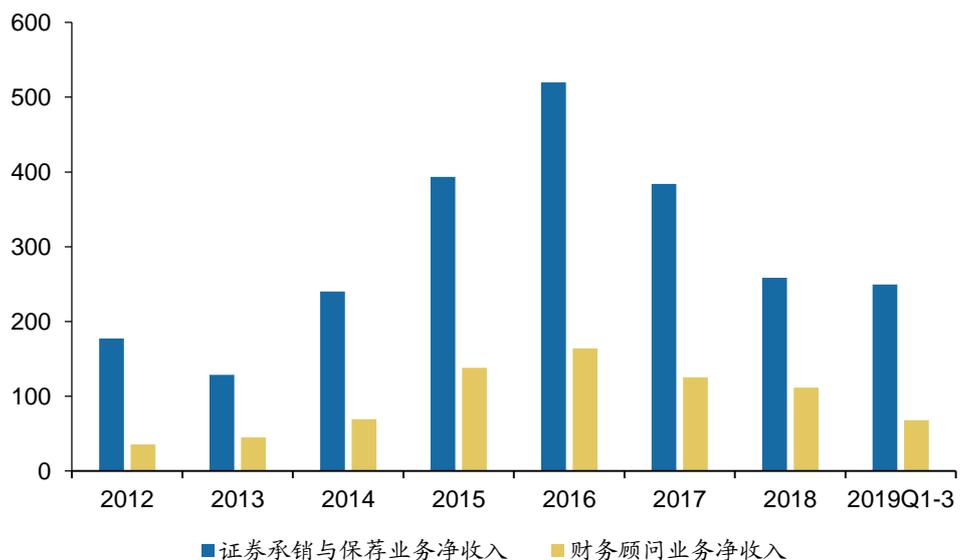
尽管我国证券行业盈利模式正在逐步优化，对通道业务依赖减弱，但盈利来源仍偏重“靠天吃饭”的传统业务，行业竞争激烈，盈利能力难以进一步提升。另一方面，囿于政策与业务的双重约束，国内证券行业杠杆倍数难以实质性提升。在信用创设能力受限的业务环境下，盈利能力提升主要取决于高ROA业务的市场竞争力，从最近2-3年国内证券行业实践来看，投行资本化业务（投行+私募股权基金）、衍生品业务（场外个股期权、股票期权等）、财富管理业务是前景广阔的高ROA业务。各大券商对标国际投行，正稳步布局三大高ROA业务，推动ROE的提升。

投行资本化：受利科创板，头部券商资本化业务发展迅速

投行资本化是指投行业务与直投、私募股权基金、跟投相结合的综合业务，在证券行业商业模式正由通道业务向买方业务转型的当下，投行业务的盈利模式由单纯的承销保荐收入扩展至资本利得。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，在注册制推广下预期退出更为顺畅。

投行业务收入占比已达到10-15%。近六年，承销+顾问咨询业务占比逐步提升，其中承销业务占总收入比保持在10%左右。顾问咨询业务在2016年收入达到高点，近两年虽有回落，但仍保持在100亿元以上。

图7：我国券商投行业务收入构成（亿元）



数据来源：证券业协会、广发证券发展研究中心

私募股权基金管理规模快速提升。我国投行资本化业务起步于2007年9月，证监会出示《关于开展直接投资业务试点的无异议函》，规定券商以不超过净资本15%的自有资金设立子公司开展直投。其后，政策在自有资金比例、投资范围、外部资金募集等方面不断松绑，私募股权基金业务随之快速崛起。按照各家券商2019年中报披露数据，中金资本管理规模接近3000亿元、中信（金石投资和中信证券投资）超600亿元，中信建投、华泰的私募股权投资业务也快速发展。

表4：2019年中部分券商私募股权基金和另类投资业务情况（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	2682.46				
中信证券	金石投资/中信证券投资	2007年10月/-	400/219.85	30/140	96.82/164.14	12.15/5.62	8.75/3.9
华泰证券	华泰紫金	2008年8月	473.35	60	75.88	11.26	8.09
东方证券	东证资本/东证创投	2010年2月/-	118.12/27.09	40/50	45.42/32.85	9.51/2.18	5.62/1.02
招商证券	招商致远	2009年8月	超过210	21	24.76	4.26	2.79
中信建投	中信建投资本	2009年7月	462.75	16.5	14.69	0.76	0.48
海通证券	海通开元	2008年10月	176	106.5	139.19	8.14	6.03
国泰君安	国泰君安创投/国泰君安证裕	2009年5月/2018年2月	335/10	75/20	76.1/20.4	3.29/0.23	1.21/0.16

数据来源：公司中报、广发证券发展研究中心

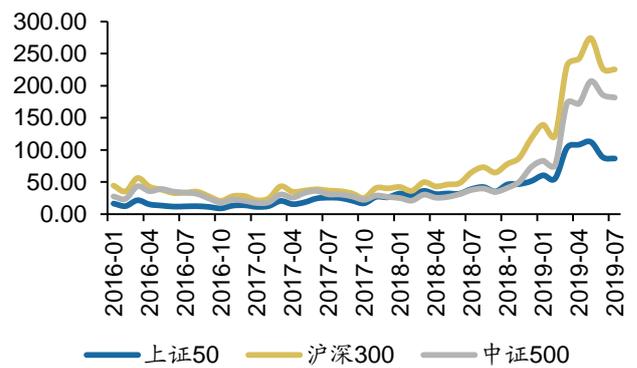
科创板设立后，头部券商跟投、直投及承销保荐科创板公司，浮盈利润增厚明显。这也为我们观察投行资本化业务的发展提供了视角。截至11月4日，已上市的科创板公司中参与及担任主要承销方的券商共计19家，保荐承销共计28.76亿元，投资浮盈约54.58亿元，考虑税后影响，预计科创板净利润约49.56亿元。在资本市场深入改革的大环境下，科创板公司上市所带来的资本增量经过一定时间，形成足够规模后，将对接下来的投行利润有更为明显的增厚作用。

几大重点券商受科创板影响的可能利润增厚差异显著，业务进一步向龙头券商集中。截至2019年11月4日，据我们测算，科创板对中信证券、华泰证券、中信建投2019年可能增厚利润分别为21、7、4个百分点。原因主要归于券商投行资本化业务规模的差异，并且科创板的复杂环境与注册制对券商的风控、定价和承销能力要求提高。

手，同比增长383.4%。但对比2015年，在更为宽松的交易规则及牛市环境下，股指期货总成交量达3.3亿手，是2018年的20倍。随着交易规则的不断放宽，预计我国股指期货市场空间将进一步打开。与此同时，国债期货市场发展迅猛、场内期权稳步扩容都助推了场内衍生品业务规模的扩大。

图10: 股指期货成交量(左轴, 万手), 持仓量(右轴, 手)

图11: 三大股指期货成交量变化情况(万手)

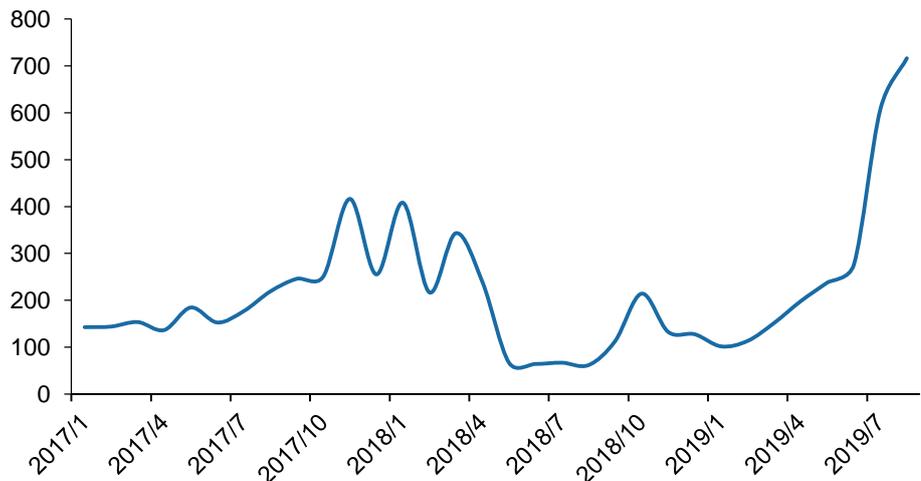


数据来源: 中金所、广发证券发展研究中心

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

场外衍生品业务规模回升, 势头良好。权益类衍生品发展迅速, 收益互换作为发展时间相对较长的金融衍生品, 经历了2015年迅猛发展后, 在“去杠杆”、“减持新规”等金融监管下逐渐回归理性。根据证券业协会数据, 2018年, 收益互换业务新增初始交易名义本金累计2053.75, 同比下降17.12%。2018年8月后, 业务规模回升, 2019年8月, 新增收益互换初始名义本金为716.36亿元。在市场环境从“去杠杆”转向“稳杠杆”的大背景下, 收益互换规模迅速回升。

图12: 收益互换新增初始名义本金(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

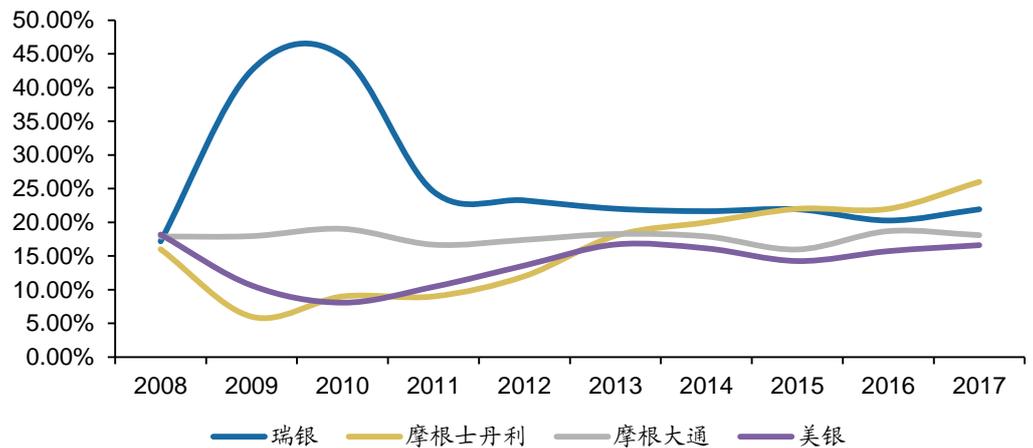
FICC类衍生品处于起步阶段，快速扩容。利率衍生品以银行为主，稳步向上增长；汇率衍生品的产品结构以掉期、即期为主；大宗商品衍生品市场起步较晚，但是自2013年场外大宗商品衍生品中央对手清算业务推出以来也不断发展。

市场份额上，衍生品市场集中度高。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，2019年8月合计CR5集中度为79.58%。原因归于：衍生品业务具有重资产特点，做市、对冲风险及衍生品投资等业务要求占用大量资金，具备强健资产负债表的投行规模效应高。行业龙头券商所具备的资本优势为其在衍生品领域牢牢占据优势地位。

财富管理：紧跟国际投行，转变服务模式

财富管理业务不同于资产管理负责创设资管产品、管理证券组合，它更多作为分销渠道，负责维护客户关系，向终端客户销售资管产品，追求实现客户财产的保值增值。从国际实践经验来看，财富管理是一项高ROE、高壁垒、全产业链运营的业务。利润率高，瑞银、大摩、小摩、美银美林的财富管理部门近十年的平均利润率分别为26.0%、16.0%、17.8%、14.0%，且财富管理的费率普遍高于资产管理费率。同时，顶尖投行财富管理业务是全产业链运营，高净值客户作为珍贵的渠道资源，可为其他业务线条引流。2017年末，瑞银、大摩、美银美林的财富管理规模均逾2万亿美元，位列全球前三，小摩、高盛亦跻身全球前十。2017年，瑞银、大摩的财富管理业务净收入为156和168亿美元。

图13: 瑞银、摩根士丹利等公司财富管理部门利润率 (%)



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

在国内券商及互联网金融企业竞争导致的降佣趋势下，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。截至2018年上半年，行业佣金率已经下滑至万分之三左右。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。但由于前期投入较大,需要花费大量资金进行并购、搭建高素质的投顾团队,规模效应明显,头部券商抢占先发优势,中小券商难以弯道超车。

国内财富管理业务发展潜力巨大。

一是随着我国经济的发展,我国人民财富快速累积,可投资金融资产逐年增加。居民理财需求放大,财富管理业务前景广阔。据CEIC数据,2015年中国大陆地区财富管理渗透率约20%,但与美国(54%)、香港(34%)等财富管理较为发达的市场相比仍存在差距,有待提升。

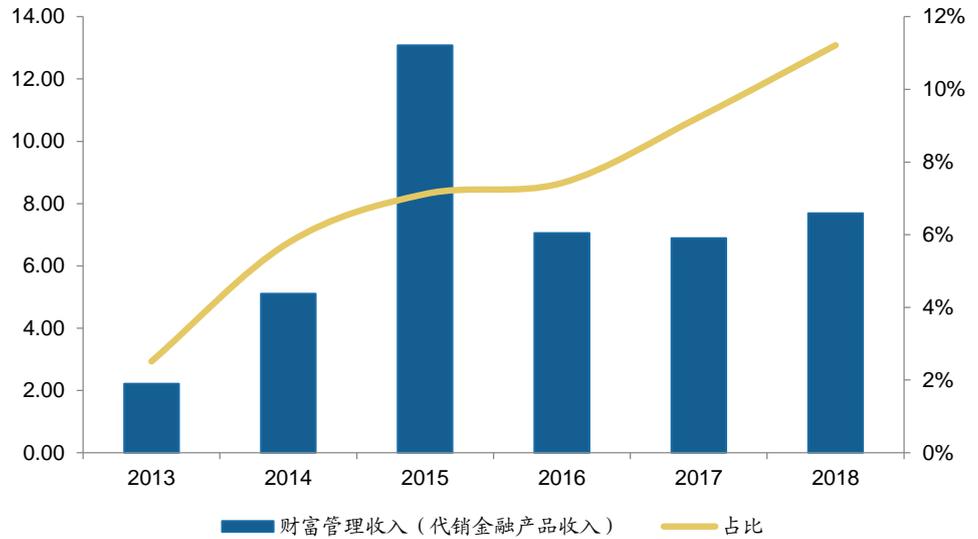
图14: 中国个人可投资资产总体规模(左轴,万亿元)与同比增速(右轴)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

二是目前国内券商财富管理业务仍处于初级阶段,以代销金融产品为主要形式。以业内头部券商中信证券为例,代理销售金融产品收入占经纪&财富管理部门收入比率从2013年-2018年持续上升。占比从2013年的2.5%到2018年的11.2%,除2015年之外,剩余四年代理销售金融产品的收入稳步上升。虽然该部分收入与占比稳步提升,但业务体量并未完全放开。

图15: 中信证券代理销售金融产品收入(左轴, 亿元), 占经纪业务比率(右轴, %)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

对标外国同行, 产品深度有待提高。国内券商财富管理部门目前还是以传统的投资产品出售为主, 缺乏对客户的个性化定制, 财富管理产品深度可挖掘空间大。目前国内券商的资管产品包括股票型基金, 债券型基金, 混合型基金, 货币市场基金, 另类投资基金和QDII基金这六大类别, 另类投资数量比较少, 只有少部门公司如中金公司、中信证券等可以提供一些私募股权基金等高端产品。国外的投行的财富管理部门不仅包含了传统的主流投资方式, 也能提供结构化、全球化的高端产品, 包括IPO锚定投资、私募股权基金、非金融资产投资等, 还可以为其高净值客户定制特殊产品, 包括家族理财、影响力投资、环境投资、艺术品投资、遗产信托等等。国内券商的财富管理部门应该将财富管理看成一种长期持续性的服务, 对于产品服务进行深度扩展, 而不是简单的出售产品。

表5: 国内国外财富管理产品比较

类别	国外投行产品	国内券商产品
传统型		股票型基金, 债券型基金, 混合型基金, 货币市场基金以及另类投资基金和 QDII 基金
高端型	IPO 锚定投资、私募股权基金、非金融资产投资、多资产配置的定制化产品、全球范围的机会投资	少数公司开展私募股权基金
定制性	家族理财计划, 遗产信托计划、影响力投资、财务避税计划、艺术品投资	

数据来源: 高盛、瑞信、华泰等公司官网、广发证券发展研究中心

传统业务结构逐步优化，提高业务收益率

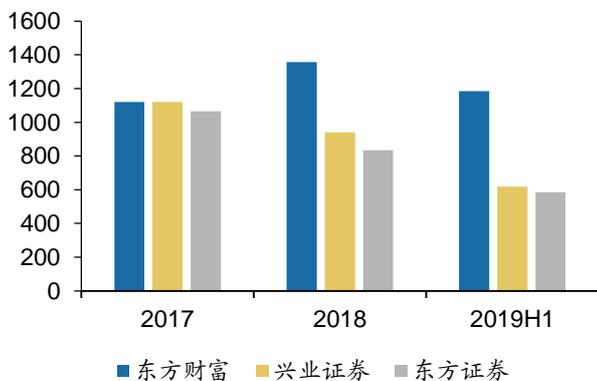
经纪：科技降费，借助互联网获取流量

平台引流降低获客成本。随着互联网技术的广泛应用，互联网金融发展迅速。低成本、高效率的交易渠道使得许多券商参与到互联网金融的角逐，经纪业务开始向自动化和电子化发展。便捷的交易方式和低廉的佣金刺激了投资者的热情，同时也降低了券商的经营活动成本，带动ROA提升，从而提高ROE。

以东方财富为例，东方财富通过以“东方财富网”为核心的互联网金融服务大平台已成为我国用户访问量最大、用户黏性最高的互联网金融服务平台之一，“天天基金网”和“股吧”在各自细分领域中均具有市场领先地位，在用户数量和用户黏性方面长期保持竞争优势，形成了公司的核心竞争力。

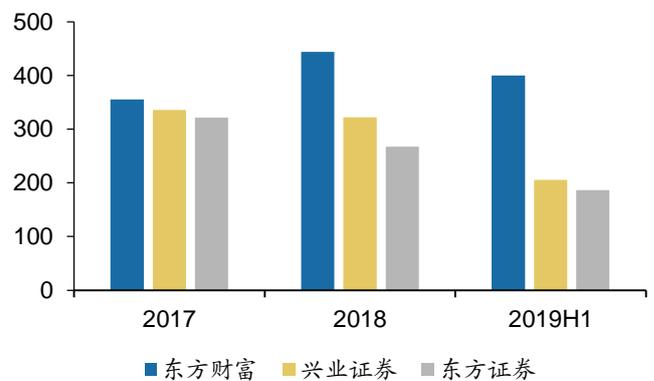
互联网渠道获客边际成本低，提升市占率。我们对比分析了2017年与东方财富经纪业务收入相近的三家证券公司，分别是东方财富证券、兴业证券与东方证券，2019H1他们的经纪业务收入分别是11.85亿元、6.19亿元、5.84亿元，然而从费用端来看，三家证券公司2019H1经纪业务支出分别是4.00亿元、1.75亿元、1.86亿元。东方财富经纪业务支出维持较高水平，但其经纪业务净收入却实现反超，可见东方财富经纪业务规模优势明显，获客单位成本与边际成本降低，从而增厚了整体利润。

图16：三家证券公司经纪业务收入比较（百万元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图17：三家证券公司经纪业务支出比较（百万元）



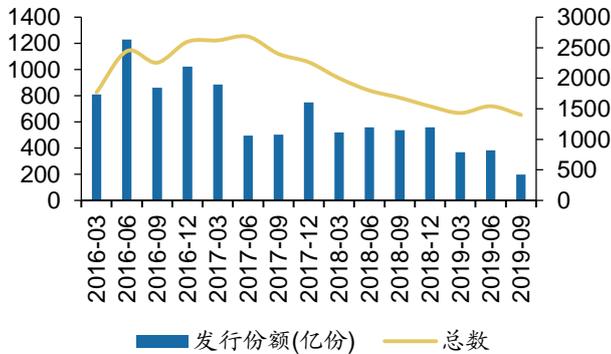
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

资管：提升主动管理，优化资管业务结构

资管业务收入下滑，传统业务结构侧重通道类业务。受2018年资管新规及相关监管政策的影响，证券公司资管业务规模缩水，2019年前三季度券商资管新成立产品4373个，发行份额达947亿份，较2018年前三季度同比减少41.32%，较2018年末环比下滑42.72%。通过分析证券行业资管业务结构可以看到，自2012年至2018年以来，资管业务的主体一直是定向资管业务，占比稳定高于80%。内容一般为银证合作定向资管计划，属于通道类业务，证券公司所出任的是中介性质的角色，收益率

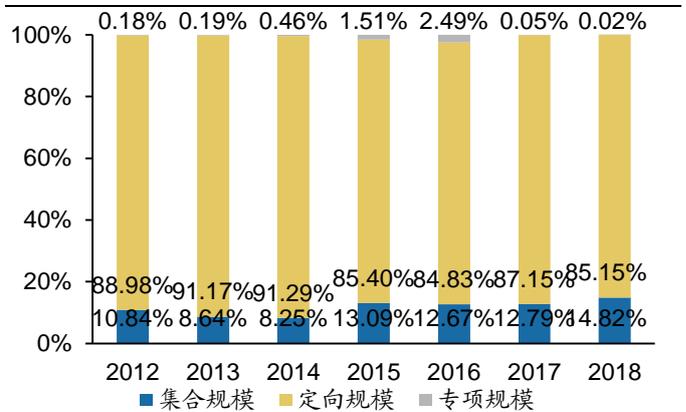
较低且存在系统性金融风险。

图18: 券商资产新成立产品发行份额(左轴, 亿份), 发行总数(右轴, 个)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图19: 2012年-2018年资管业务不同类别占比

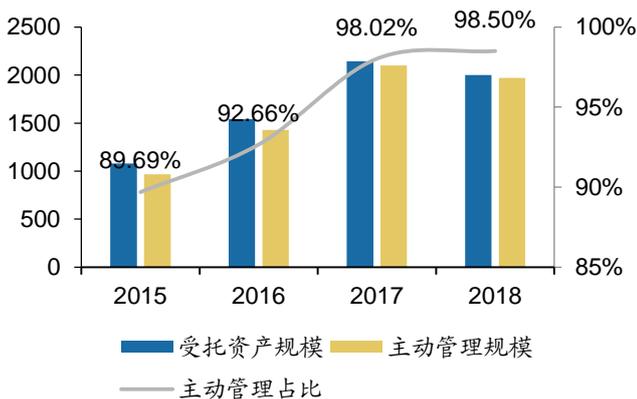


数据来源: wind、广发证券发展研究中心

业务结构优化指向主动管理与权益类产品创新。

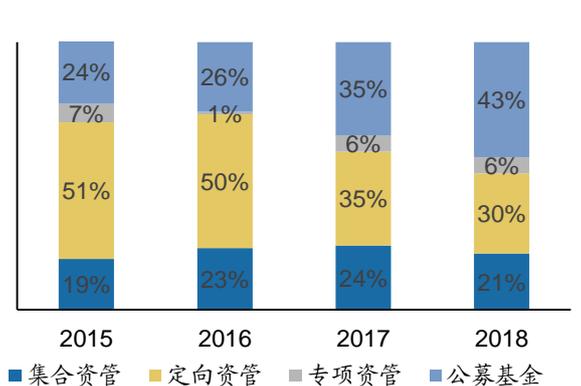
以东方证券子公司东方资管近年来的资管业务为例。一方面，主动管理规模比例稳步提升。东证资管主动管理规模排名行业前列，在2014年以来券商资管通道业务放量的行业背景下，东证资管仍保持主动管理的规模与占比提升。2018年东证资管2001亿管理规模中，856亿为公募基金，占比从2015年24%提升至2018年末43%。

图20: 东证资管受托与主动管理规模(左轴, 亿元) 及占比(右轴, %)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图21: 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

依靠高主动管理规模比例拉升资管收入与杠杆率。我们对比分析了主动管理规模差异较大的三家证券公司，分别是东方证券、中泰证券与方正证券，它们的资管规模分别是2001.4亿元、1552.7亿元、2796亿元，主动管理规模占比为98.5%、73.6%、28.8%。

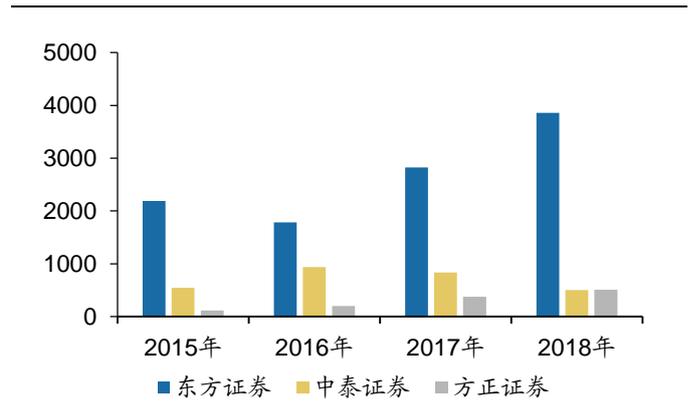
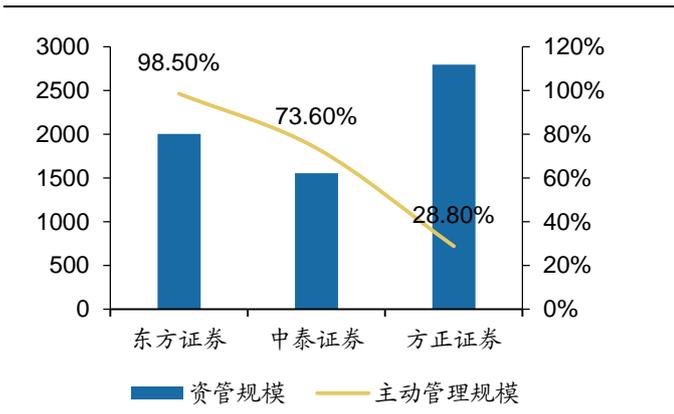
从2015-2018年的资管收入数据来看，资管收入与主动管理规模比例基本呈正相关。东方证券在与方正证券资产规模相差794.7亿的情况下，资管收入高出其1000亿以上；

与方正证券资产规模相差1243.4亿的中泰证券亦连续3年资管收入高于方正证券，东方证券与中泰正券主动管理规模占比均远高于方正证券，由此可见，高主动管理比例对资管收入的提升作用巨大。

此外，高主动管理规模比例对杠杆率的提升作用明显。对比证券行业平均杠杆率，东方证券连续4年高出一个百分点以上。

图22: 三家证券公司2018年资管规模及主动管理比例 (亿元)

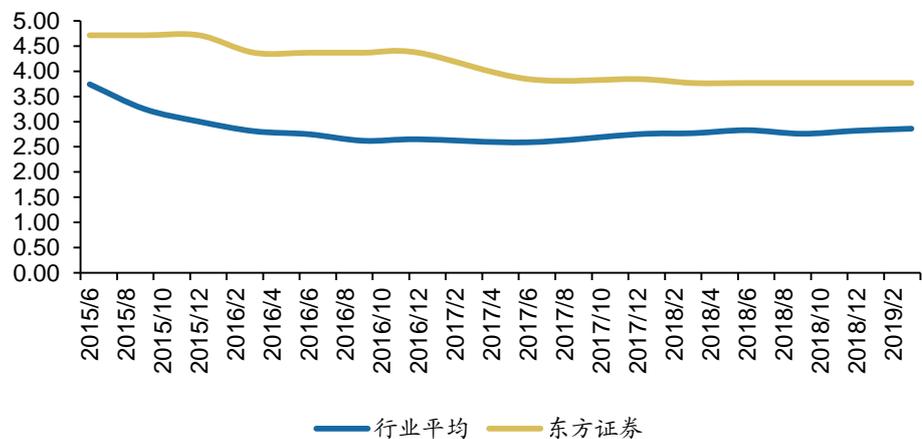
图23: 2015-2018年三家证券公司资管收入 (亿元)



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

图24: 东方证券与行业平均杠杆率对比



数据来源: 公司年报、wind、广发证券发展研究中心注: 券商杠杆=扣除客户保证金的权益乘数

另一方面，积极满足并创造客户需求，打造优秀的权益类产品。根据海通证券发布2019年前三季度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2019年9月30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，在三年期、五年期的考核周期内均居首位。

表6: 东证资管绝对收益率排名

	前三季度(2019.01.02-2019.09.30)		三年(2016.10.10-2019.09.30)		五年(2014.10.08-2019.09.30)	
	收益率	排名	收益率	排名	收益率	排名
权益类基金			46.27%	1/99	164.63%	1/72
固定收益类基金	6.81%	4/117	14.19%	6/89		

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(2019.10.09)》、广发证券发展研究中心

资本中介: 政策利好融资融券, 股票质押持续收缩

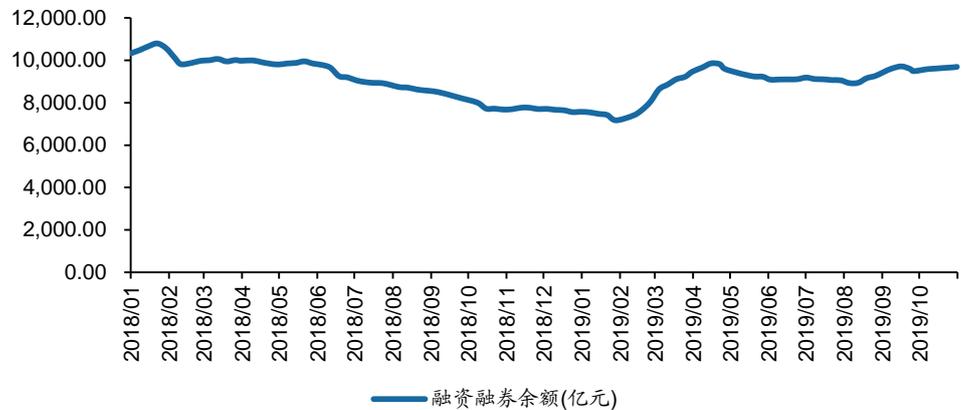
融资融券与股权质押等资本中介业务在发展过程中存在分化, 原因在于二者带来的效果不同。融资融券能够有效拉升杠杆, 为证券公司注入大量的可利用的资金与证券; 股票质押回购业务则对券商的风控能力与投研能力还有较高要求, 稍有不慎就容易出现“踩雷”事件, 因此股票质押一类业务规模的控制将有利于优化资金结构、提高资金利用效率, 进而带动ROA的上升。

两融担保物扩充以及降低转融资费率, 有望持续推进两融业务蓬勃发展。8月9日, 沪深证券交易所修订《融资融券交易实施细则》。一是取消了最低维持担保比例不得低于130%的统一限制, 交由证券公司与客户自主约定最低维持担保比例。二是完善维持担保比例计算公式, 除了现金、股票、债券外, 客户还可以证券公司认可的其他证券等资产作为补充担保物, 增强补充担保的灵活性。三是将融资融券标的股票数量由950只扩大至1600只。标的扩容后, 市场融资融券标的市值占总市值比重达到80%以上, 中小板、创业板股票市值占比大幅提升。

我们认为, 上述政策均是长远影响证券行业的制度性安排。对证券市场、投资者、券商三方均有积极影响: 1) 从投资者看: 可选择的投资品种会更多, 担保物选择和担保比例更加灵活, 有利于释放更多流动性资金入市。2) 从市场看: 有利于提升融资融券交易市场化程度, 增强市场活跃度; 3) 从券商看: 有利于券商做大两融业务规模, 同时自身能动性增加。

仍需观察的是融资融券业务的后续走向, 其在总体需求回落后长期保持平稳。2018年受监管趋严、金融去杠杆等因素影响, 沪深两市融资融券余额呈下滑态势, 截至2018年末市场两融余额7557亿元, 同比下滑26.4%, 场内融资加杠杆需求下滑。2019年以来, 随着股市逐步回暖以及证监会对于场外配资监管趋严, 两融作为目前场内唯一的合规、标准化、低门槛杠杆工具, 市场需求有所回升。截至2019年11月4日, 市场两融余额9691亿元, 较2018年末提升28.2%。但总体而言, 两融规模增长较为缓慢。

图25: 2018年以来沪深两融余额 (亿元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

投资建议: 行业分化加速, 建议关注头部券商

杠杆变化上, 相较于中小券商, 头部券商受供需两侧驱动

供给端获政策支持, 短融上限提升和金融债开闸, 扩展融资渠道。 2019年6月22日以来, 中信证券、国泰君安、华泰证券、海通证券等多家头部券商接到央行通知提高短期融资券余额上限, 合计约3000亿元。2019年6月25日, 中信证券、中信建投等多家头部券商收到证监会监管意见书, 同意其申请发行金融债, 意味着证券公司金融债发行再次开闸。值得注意的是, 金融债除了有利于降低券商融资成本外, 还有助于扩大杠杆资金来源, 提升券商杠杆倍数, 按监管要求, 金融债发行余额不受须低于净资产40%的限制。

需求端创新业务抢先发展布局, 获得业务优先资格, 刺激杠杆资金需要。 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、业务规模均做出明确规定。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, 预计头部券商衍生品业务投入资金规模更大, 杠杆倍数进一步提升。二者间的差距将进一步扩大, 头部券商的资本优势得到巩固。

创新与传统业务上, 头部券商均抢占先发优势

高ROA业务上, 由于资本规模、业务资格等门槛限制, 中小券商难以享受到创新业务发展的红利。 1) 财富管理方面, 业务所需的前期投入较大, 需要花费大量资金进行并购、搭建高素质的投顾团队, 规模效应明显; 对经纪业务实力、资产管理能力都有较高要求, 即具备客户结构好、线上线下渠道优势、资管规模大且产品丰富等

条件的券商，头部券商抢占先发优势后，中小券商难以弯道超车。

2) 投行资本化方面，以科创板为例，券商受科创板影响的可能利润增厚差异显著，业务进一步向龙头券商集中。截至2019年11月4日，科创板对中信证券、华泰证券、中信建投2019年可能增厚利润分别为21、7、4个百分点。原因主要归于券商业务规模的差异，并且科创板的复杂环境与注册制对券商的风控、定价和承销能力要求提高。

3) 衍生品方面，业务优先资格倾向于头部券商，且由于该业务具有重资产特点，做市、对冲风险及衍生品投资等业务要求占用大量资金，具备强健资产负债表的投行规模效应高。行业龙头券商所具备的资本优势为其在衍生品领域牢牢占据优势地位。

表7: 2018年部分券商股基交易市场份额与代销总金额（百万元）

公司	市场份额(%)	公司	代销金融产品收入（百万元）
华泰证券	7.86	中信证券	797.44
中信证券	6.09	中国银河	218.74
海通证券	4.74	中金公司	216.45
招商证券	4.14	华泰证券	167.28
		招商证券	159.37

数据来源：公司年报、中证协、广发证券发展研究中心

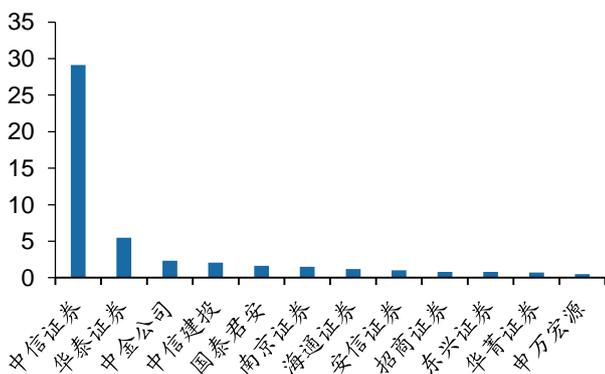
表8: 部分券商客户资产数据对比

公司	年份	客户资产/亿元	客户数量/万	户均资产/万元
中金公司	2015	3990	2.66	1500.00
	2016	6192	3.01	2060.02
	2017	7369	3.86	1906.89
	2018	7096	4.72	1504.63
中信证券	2015	28528	501	56.89
	2016	31073	808	38.45
	2017	38743	681	56.92
	2018	34402	724	47.53
国泰君安	2015	22324		
	2016	22216	911	24.39
	2017	24381	1113	21.91
	2018	17821	1274	13.99
招商证券	2015	13916	480.00	28.99
	2016	14165	671.1	21.11
	2017	18030	861.41	20.93
	2018	14236	1024.72	13.89
华泰证券	2015	16022		
	2016	14688		
	2017	17872	1200	14.89
	2018	14667	1300	11.28
海通证券	2015	15332	738	20.78
	2016	13304	934	14.24
	2017	14502	1067	13.59
	2018	12050		

注: 统计口径为户均资产=(托管证券市值+客户保证金余额)/(零售客户+机构客户数量), 由于客户数量在各家年报中披露口径不一, 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

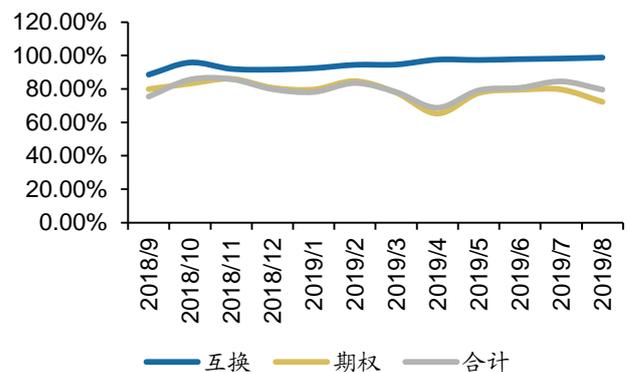
数据来源: 公司财报、广发证券发展研究中心

图26: 券商参与科创板浮盈对比 (亿元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

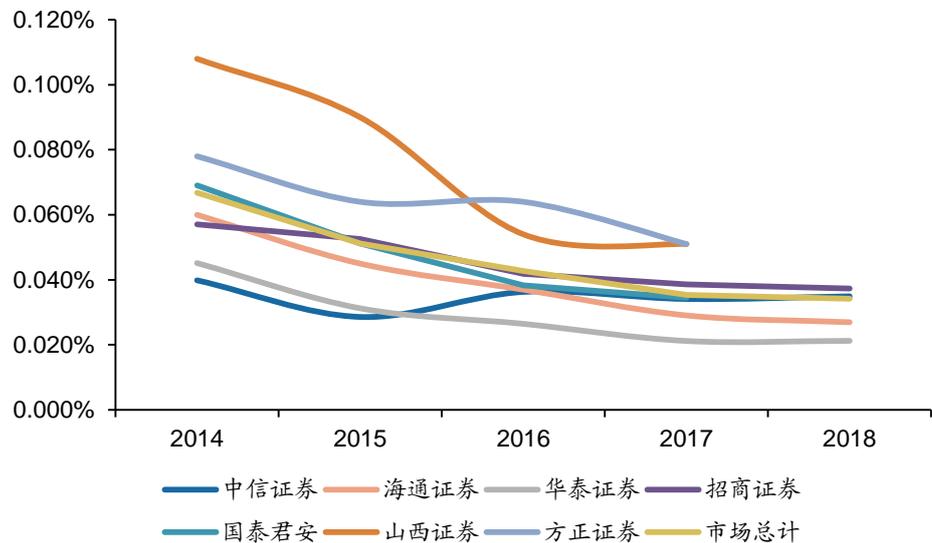
图27: 券商场外衍生品新增交易集中度 (CR5)



数据来源: 中证场外衍生品交易市场、广发证券发展研究中心

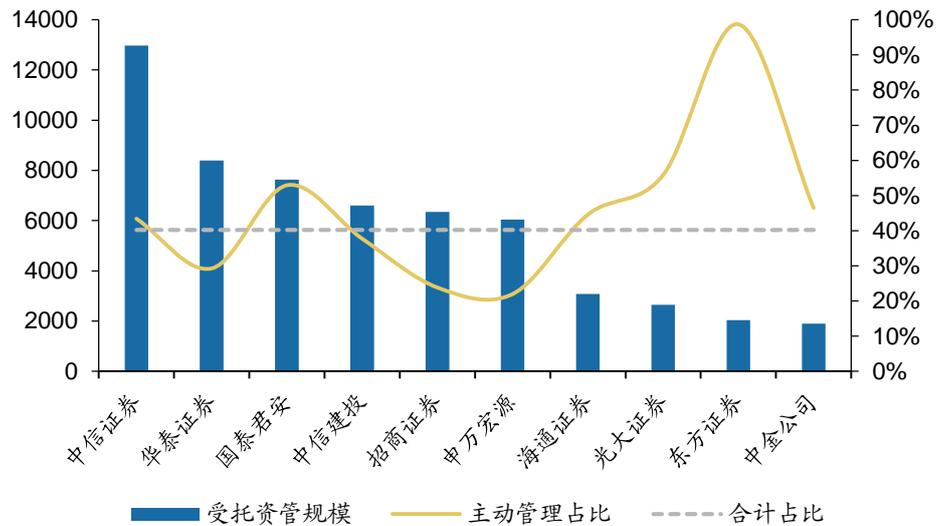
传统业务转型调整方面，头部券商主动意识优于多数中小券商。从头部券商历年收入结构来看，主动调整明显，配置结构得到优化，整体资产质量得到提升。轻重资产业务均衡发展。轻资产业务保证市场份额的同时，主动削减通道类业务规模，积极向创新业务转型。1) 经纪：借助金融科技创新，抢占市场份额；定位机构及高净值客户，客户质量良好，建立客户分级分类体系，在现有客户规模的基础上深耕财富管理业务，优化经纪业务的收入来源；2) 自营：以中信证券为例，自2018年初以来，中信证券资产配置思路从信用类业务转向了固定收益和流动性管理，在控制融资类业务风险的同时，提升了整体资产配置收益率；3) 资本中介：科创板转融通业务中，首批9家获得约定申报试点资格的券商主体为头部券商，享有市场化利率与盘中实时成交等优势，4) 资管：重点发展机构业务，客户结构占优，提升主动管理业务规模，领先行业平均水平。

图28：部分券商与行业佣金率水平



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图29: 受托资管规模 (左轴, 亿元) 及主动管理占比 (右轴, %)



数据来源: 公司年报、中证基协、广发证券发展研究中心

注: 选取资管规模排名前10的券商

全面深化资本市场改革持续推进, 重点任务措施不断落地的背景下, 两个核心催化剂再获确认: 一是逆周期带来的宽松政策, 将通过利率下行、交易量放大、风险偏好提升等链条作用于券商, 带来贝塔收益。此外制度建设完善及支持股权融资有利于进一步激发市场活力。二是行业监管政策鼓励创新, 释放活力, 带来新的利润增长点, 带来阿尔法收益。

因此, 我们长期看好新融资工具、创新业务推进所带来的证券板块的投资性机会。证券行业有望通过投行资本化、衍生品、财富管理等高ROA业务促进券商ROE提升、实现战略发展。个股方面建议重点关注受益监管放宽、衍生品等业务创新的龙头公司: 中信证券(600030.SH)/(06030.HK)、华泰证券(601688.SH)/HTSC(06886.HK)、中金公司(03908.HK)、海通证券(600837.SH)/(06837.HK)等。

风险提示

资本市场大幅波动; 监管政策强化风险管控; 行业经营层面面临困难、公司业绩不达预期、新领域投资出现亏损等。

附表

美股可比公司估值表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)	
				2019E	2020E	2019E	2020E	2019E	2020E
摩根士丹利	MS.N	USD	49.78	10.22	9.03	10.01	8.85	1.03	1.06
高盛	GS.N	USD	222.95	9.65	8.89	9.46	8.72	1.00	0.93

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 收盘价及表中估值指标按照11月29日收盘价计算, 盈利预测来自wind一致预期

识别风险, 发现价值

请务必阅读末页的免责声明

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：资深分析师，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：资深分析师，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：资深分析师，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：资深分析师，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	qfyf@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。