

行业深度报告

代客业务扩容，券商重资产化正起航

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

《行业深度报告*政策松绑、市场扩容，场外衍生品空间广阔》2021-11-19

《行业动态跟踪报告*证券*市场保持高景气度，高基数下业绩仍稳健增长》2021-11-02

《行业深度报告*非银与金融科技*产品+渠道+服务，财富管理发展的三大制胜》2021-09-11

证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号
S1060520040001
BQC673
WANGWEIYI059@pingan.com.cn

李冰婷 投资咨询资格编号
S1060520040002
LIBINGTING419@pingan.com.cn

贾志 投资咨询资格编号
S1060520010002
JIAZH1718@pingan.com.cn

研究助理

陈相合 一般证券从业资格编号
S1060121020034
CHENXIANGHE935@pingan.com.cn



平安观点：

- **资本市场改革加速，券商代客业务兴起。**券商传统轻资产业务以经纪、投行、资管业务等通道类业务为主，波动大、盈利能力下降；传统重资产业务主要集中于传统自营业务和传统资本中介业务，受系统性风险影响较大、利润波动较大，均亟需转型。头部券商主动谋求转型，挖掘稳定赚取利差的重资产业务机遇，如衍生品、FICC、融券业务等代客户持有资产业务（以下简称“代客业务”）。
- **场外衍生品是券商权益类代客业务最重要的一环，结构化产品是个人参与场外衍生品市场的重要渠道。**场外衍生品包括收益互换和场外期权两类，产品设计灵活。其中，收益互换主要是买卖双方收益间的现金流互换，券商赚取利差和佣金，融券、跨境和对冲收益互换是目前市场较为主流的几类收益互换合约。场外期权主要是买卖双方在未来约定时间买卖标的资产，券商赚取价差。主流期权结构主要包括二元结构、鲨鱼鳍结构和雪球结构等几类，通常被嵌入结构化产品中。具体来看，结构化产品是基础资产与衍生品（一般内嵌场外期权）的组合，个人主要通过收益凭证、结构化存款等结构化产品参与场外衍生品市场，券商主要赚取息差。
- **高 ROE 的背后：杠杆水平+专业能力+综合服务。**中金公司 ROE 水平持续优于同业，主要由于杠杆水平较高。中金超高的资产负债表运用能力主要体现在权益类场外衍生品业务的发展上——2018 年以来，中金自营规模快速增长，主要由于自有资产增长。具体来看，交易性金融资产中，由于客户权益类场外衍生品业务需求增长带来相应的股票/股权对冲持仓规模大幅增加。伴随着场外衍生品业务的扩容及其带来的高杠杆，中金 ROE 持续稳定提升、为自营业务贡献稳定的收入。而衍生品业务规模效应明显，通过自然对冲来实现套利需要客户数量足够多、产品规模足够大，因此客户、业务和专业人才的积累自然成为业务发展的壁垒。以中金公司、中信证券为代表的头部券商凭借自身雄厚的资本实力以及强大的专业能力、客户触达及服务能力、产品创设及定价能力等优势，大力发展金融衍生品业务，拓宽收入来源、对冲市场风险、降低利润波动。
- **投资建议：**政策规范业务发展并不断松绑，多因素催生衍生品业务需求，券商衍生品业务空间广阔，建议关注具备机构客户和高净值客户基础、资本实力雄厚、产品创设能力强、人才队伍建设完善的龙头券商，如中金公司、中信证券、华泰证券。
- **风险提示：**1) 部分市场主体无序扩张，监管收紧；2) 市场交投活跃度下滑；3) 宏观经济修复不及预期，投资需求回落；4) 衍生品自带杠杆，业务风险较高；同时，政策变动对衍生品的业务范围影响较大、业务创新不确定性强，影响场外衍生品市场发展。

正文目录

一、 资本市场改革加速，券商代客业务兴起	5
1.1 券商传统通道业务波动大、盈利能力下降，面临转型.....	5
1.2 传统重资产业务利润波动大、亟待转型.....	5
1.3 权益类代客业务兴起.....	6
二、 场外衍生品：券商权益类代客业务最重要的一环	8
2.1 收益互换：买卖双方收益间的现金流互换，券商赚取利差和佣金.....	8
2.2 场外期权：约定时间买卖标的资产，券商赚取价差.....	10
三、 结构化产品：个人参与场外衍生品市场的重要渠道	13
3.1 产品形态：大多与场外期权组合，券商赚取息差.....	13
3.2 收益凭证：内嵌衍生工具的券商短融工具，赚取息差.....	13
3.3 结构性存款：内嵌金融衍生品的表内理财产品，赚取息差.....	15
四、 高 ROE 的背后：杠杆水平+专业能力+综合服务	15
4.1 中金经验借鉴：衍生品业务是资产负债表管理的关键.....	15
4.2 头部券商：综合服务和专业能力是衍生品业务的重要壁垒.....	18
4.3 其他大中型券商战略重心：一二级交易商牌照差异大，肩部券商强化衍生品业务布局.....	22
五、 投资建议及风险提示	23
5.1 投资建议.....	23
5.2 风险提示.....	23

图表目录

图表 1	证券行业经纪业务平均佣金率下滑	5
图表 2	证券行业资管规模萎缩	5
图表 3	全市场融资融券余额	6
图表 4	全市场股票质押参考市值	6
图表 5	2015 年-2020 年上交所股票期权成交量结构	7
图表 6	权益类产品需求多元	7
图表 7	收益互换业务模式（以投资者的固定收益交换浮动收益为例）	8
图表 8	保本投资的收益互换（固定收益交换浮动收益）	9
图表 9	对冲风险的收益互换（浮动收益交换固定收益）	9
图表 10	跨境收益互换	9
图表 11	场外期权业务模式	10
图表 12	场外期权标的及期权结构	11
图表 13	二元看涨期权示意图	11
图表 14	鲨鱼鳍看涨期权示意图	11
图表 15	雪球结构示意图	12
图表 16	券商在雪球结构中的具体运作模式	12
图表 17	结构化产品业务模式	13
图表 18	结构化产品收益构成	13
图表 19	收益凭证业务模式（以固定+浮动收益型收益凭证为例）	14
图表 20	保本型、固定+浮动收益型收益凭证示意图	14
图表 21	结构化存款业务模式	15
图表 22	中金营收结构	15
图表 23	证券行业营收结构	15
图表 24	中金客户资产变动情况	16
图表 25	中金自有资产变动情况	16
图表 26	中金 ROE 高于同业	16
图表 27	中金杠杆水平远高于同业	16
图表 28	中金资产周转率低于行业平均水平	17
图表 29	中金净利润率处于行业平均水平	17
图表 30	中金股票交易性金融资产	17
图表 31	中金交易性金融资产构成	18
图表 32	中金交易性金融资产中股票对冲持仓情况	18
图表 33	影响衍生品业务发展的主要因素	18

图表 34	中金衍生品业务牌照齐全	19
图表 35	中金风险对冲机制	20
图表 36	中信证券全方位客户服务	20
图表 37	中信证券股权及商品衍生品业务布局.....	21
图表 38	中信场外期权交易	21
图表 39	一级场外期权交易商和 TOP8 二级场外期权交易商的衍生金融资产和衍生金融负债在净资产占比情况 .	22

一、 资本市场改革加速， 券商代客业务兴起

1.1 券商传统通道业务波动大、 盈利能力下降， 面临转型

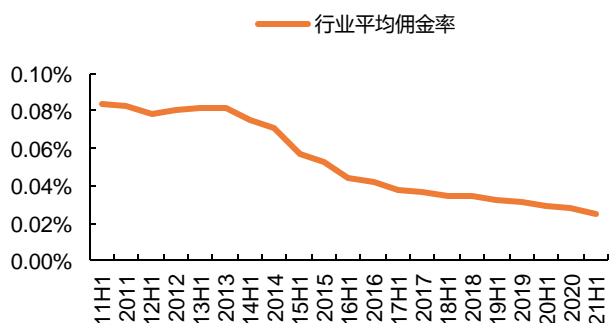
传统轻资产业务以通道类业务为主， 盈利能力持续下降， 亟需发展重资产业务以提升杠杆率、 提高 ROE。 券商传统轻资产业务以经纪、 投行、 资管业务等通道类业务为主， 截至 21H1， 证券行业经纪、 投行、 资管业务收入占比分别约 25%、 14%、 6%， 轻资产业务收入合计占比约 45%、 较 2011 年下滑 25pct； 其中经纪业务收入占比下滑 25pct。 具体来看：

1) **传统经纪业务佣金率走低、 盈利能力萎缩且波动大， 需向财富管理转型：** 交易额受市场行情、 股价波动等影响较大； 同时， 2015 年以来， 互联网展业快速发展、 行业竞争加剧， 经纪佣金费率不断下降——21H1 行业平均佣金费率仅 0.025%， 较 17H1 下滑 0.012pct。 在传统经纪业务向财富管理进一步转型的过程中， 客户需求多元化， 财富管理不仅仅局限于单一金融产品， 更有结构化产品等复杂金融产品， 也因此， 在传统轻资产业务转型的过程中， 对券商代客业务的重要性不断提升。

2) **传统投行业务分化加剧， 头部券商更占优：** 资本市场改革持续推进、 政策面形成利好， 但总体来看， 目前投行业务受宏观经济、 资本市场行情、 审批节奏等影响明显， 营收贡献仍不高。 在注册制不断推行之下， 对投行的专业性、 资本金和跟投等综合服务能力的要求更高， 拉大不同券商之间的发展差距， 头部券商占据优势。

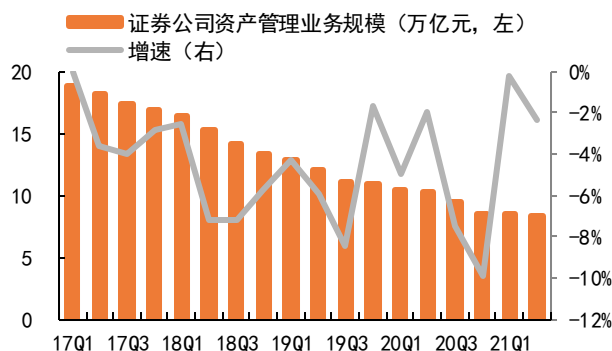
3) **证券公司资管业务规模回落， 主动管理正转型：** 2017 年底以来， 券商资管面临去通道、 限嵌套、 净值化管理等多项新要求， 以通道业务冲量的高增长模式不可持续。 尽管近年资管总规模保持下滑态势， 但券商持续调整资管业务结构、 增加主动管理规模。

图表1 证券行业经纪业务平均佣金率下滑



资料来源：Wind, SAC, 平安证券研究所

图表2 证券行业资管规模萎缩



资料来源：Wind, 平安证券研究所

1.2 传统重资产业务利润波动大、 亟待转型

券商传统重资产业务主要集中于传统自营业务和传统资本中介业务， 受系统性风险影响较大、 利润波动较大， 亟需转型。 具体来看：

1) **自营业务： 资产配置以固收投资为主， 权益类投资波动较高、 ROE 不稳定。** 传统自营业务方向性投资现正逐步转为客户衍生品和 FICC 等代客业务产生的底仓或指数类基金， 同时通过套期保值来对冲风险、 控制风险敞口。 一方面， 通过衍生品头寸控制风险敞口； 另一方面， 国内券商的做市业务尚不成熟， 相关投资目前通常计入自营盘， 场内衍生品可以将自营自持股票转为服务机构客户的底仓， 将高波动的自营方向性投资转为做市商模式， 尽管相关市场风险需要由券商独立承担、 投资收益存在一定波动性， 但也可以通过对冲手段来规避市场风险。

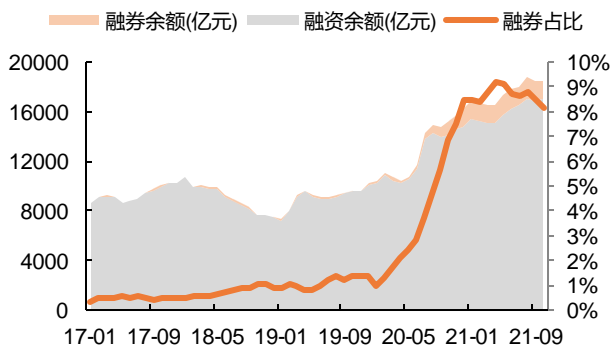
2) **资本中介业务： 主要包括股权质押、 质押式回购、 融资融券等， 也包括做市商服务。**

① **股票质押业务：** 2018 年股市回撤较大、 平仓危机等风险事件频发， 股票质押业务对券商利润侵蚀严重。 头部券商 2018

年起逐步控制新增股票质押业务规模，妥善处置风险资产、主动降低存量股票质押规模。截至 2021 年 10 月末，行业股票质押未解质市值约 4.1 万亿，较 2018 年初减少 33%，主要为配合经纪业务或投行业务的延展需求开展，严控其他股票质押业务的质量和规模。

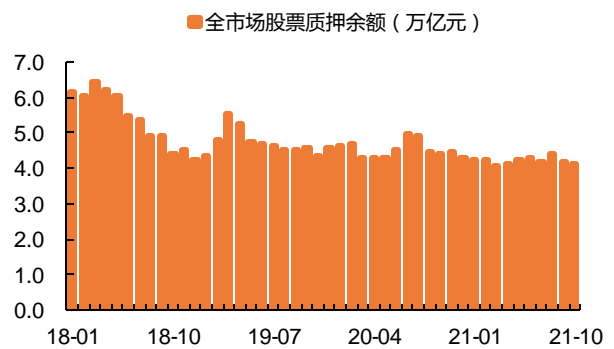
②两融业务：融资规模远大于融券规模，但融资买入证券的利息收入与市场行情高度相关，波动相对较大；融券业务正处于初步发展阶段。截至 2021 年 10 月末，两融余额 1.9 万亿，其中融资余额 1.7 万亿，占比 91.9%，当前发展已较为成熟。融券业务由于券源不畅通、融券保证金利用率低以及融券卖出提价机制等因素的制约，发展缓慢、规模较低，但已实现初步发展——2010 年 4 月至今，融券余额从 0.03 亿元增至 1499 亿元，2019 年 7 月以前基本维持在 100 亿元以下、2020 年 10 月突破 1000 亿元，两融余额占比从不足 1%持续提升至 8%。随着科创板等放开融券制度、做空机制逐步完善，融券业务的发展空间有望不断打开。

图表3 全市场融资融券余额



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 全市场股票质押参考市值



资料来源: Wind, 平安证券研究所

1.3 权益类代客业务兴起

近年来，资本市场改革加速，头部券商主动谋求转型——注重控制自营风险敞口和股票质押规模、两融业务稳定增长；挖掘稳定赚取利差的重资产业务机遇，如衍生品、FICC、融券业务等代客户持有资产业务（以下简称“代客业务”）。具体来看：券商场内衍生品业务主要包括经纪、自营、做市三类，整体以经纪业务和做市业务为主；场外衍生品主要包括场外期权和收益互换，收益凭证也是场外衍生品的重要组成部分。根据中期协关于场外衍生品业务的规定，不得与自然人签订业务合同或开展场外衍生品交易，场外衍生品的目标客户主要包括金融机构、专业投资机构、实体企业等，个人客户主要通过结构化产品间接参与场外衍生品市场。

从盈利模式来看，券商权益类代客业务主要赚取息差和佣金收入。分业务来看：

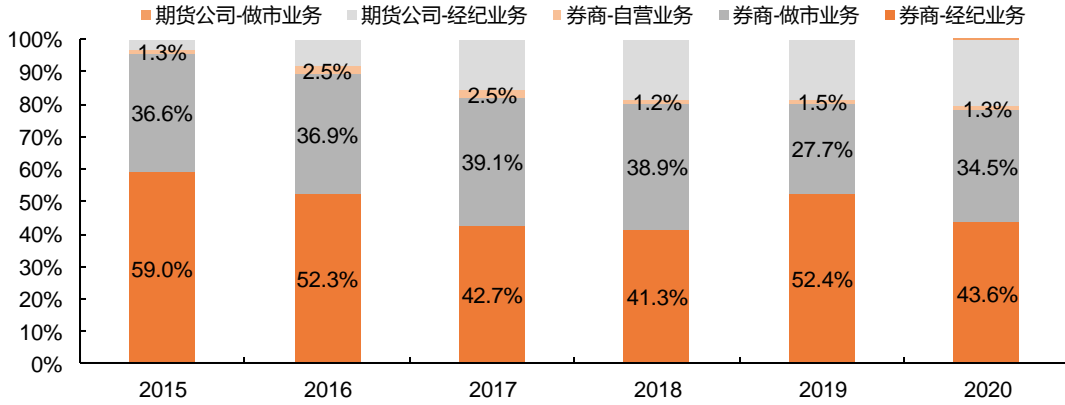
- 1) 赚取息差(或价差)：以ETF期权为代表的场内做市业务、收益互换和结构化产品等场外衍生品业务；以场外期权为例，主要赚取期权费相较于结算金额和对冲成本的溢价。
- 2) 赚取佣金：场内金融期权做市业务（做市商需满足交易所规定的条件可拿到交易所返佣）；收益互换、场外期权、结构化产品等场外衍生品则可以通过锁定产品使用指定券商的经纪业务等形式赚取佣金。

1.3.1 场内衍生品：券商做市业务范围有限，主要赚取价差

牌照稀缺、业务范围有限，且对报价、风控等要求较高，头部效应显著。商品交易所和中金所会员未将券商纳入，因此证券不能直接参与期货交易经纪业务，主要以做市商身份参与商品衍生品交易；但仅头部 10 余家券商具备商品做市商资格。而从上交所股票期权成交量结构来看，券商金融衍生品业务以经纪业务（占比平均 48%）和做市业务（占比平均 35%）为主，自营占比较低（占比平均不足 2%），场内衍生品代客业务主要为做市业务——做市商为买卖双方提供双边持续报价、双

边回应报价等业务，主要赚取买卖价差；此外，交易所也对满足相应交易条件的做市商进行返佣。目前，场内金融衍生品业务的做市商资格有限，不同期权做市商均仅 10 余家。

图表5 2015年-2020年上交所股票期权成交量结构

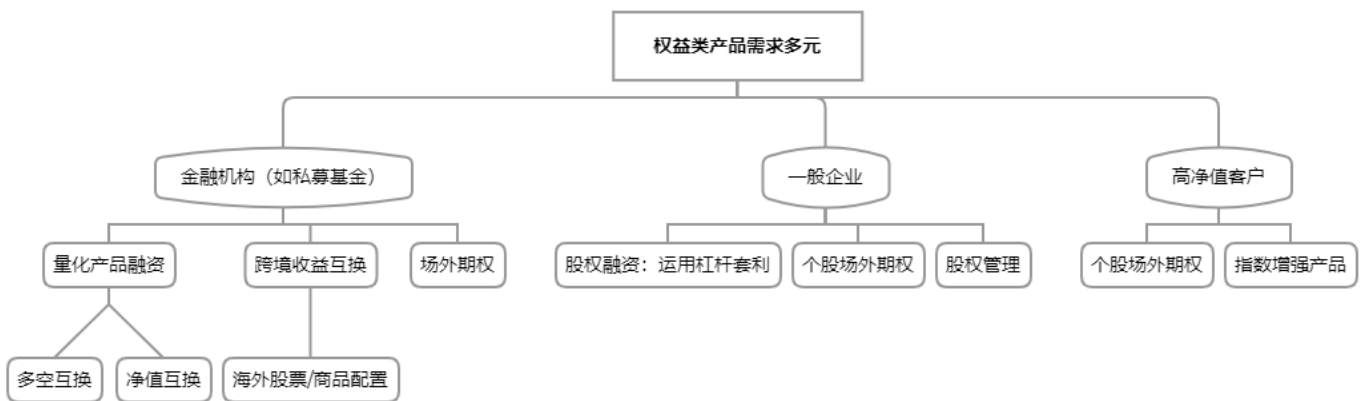


资料来源：上交所，平安证券研究所

1.3.2 场外衍生品：需求释放、利源广，前景可期

在银行理财产品净值化管理和高净值客户定制化财富管理需求的催化之下，券商紧抓权益类代客业务发展机遇、持续扩大场外衍生品规模。银行理财产品净值化管理后，银行理财子公司和保险资管等机构需稳定收益；而高净值客户通常希望在资产保值增值的同时实现规避风险，对定制化财富管理业务的需求更甚。因此，各机构通过结构化产品（也即发行对接衍生品协议的资管产品）来满足高净值客户对于定制化财富管理的需求。截至 2021 年 9 月末，券商场外衍生品存续规模达 1.9 万亿元（YoY+50.9%），权益互换、场外期权分别新增初始名义本金 3.5 亿元（YoY+141.8%）、2.8 亿元（YoY+51.1%）。

图表6 权益类产品需求多元



资料来源：平安证券研究所

二、 场外衍生品：券商权益类代客业务最重要的一环

2.1 收益互换：买卖双方收益间的现金流互换，券商赚取利差和佣金

2.1.1 业务模式分析

收益互换是证券公司与交易对手根据协议约定，在未来某一期限内针对特定标的的浮动收益表现与固定收益或其他浮动收益进行现金流互换。其中，金融机构可以通过股票收益互换向证券公司购买挂钩相应标的资产的衍生工具，构造结构化产品；企业客户可以通过收益互换进行证券投资、场外衍生品交易、股权融资等。收益互换类业务包括融资类、融券类，融资类业务已在 2015 年被禁。具体来看：

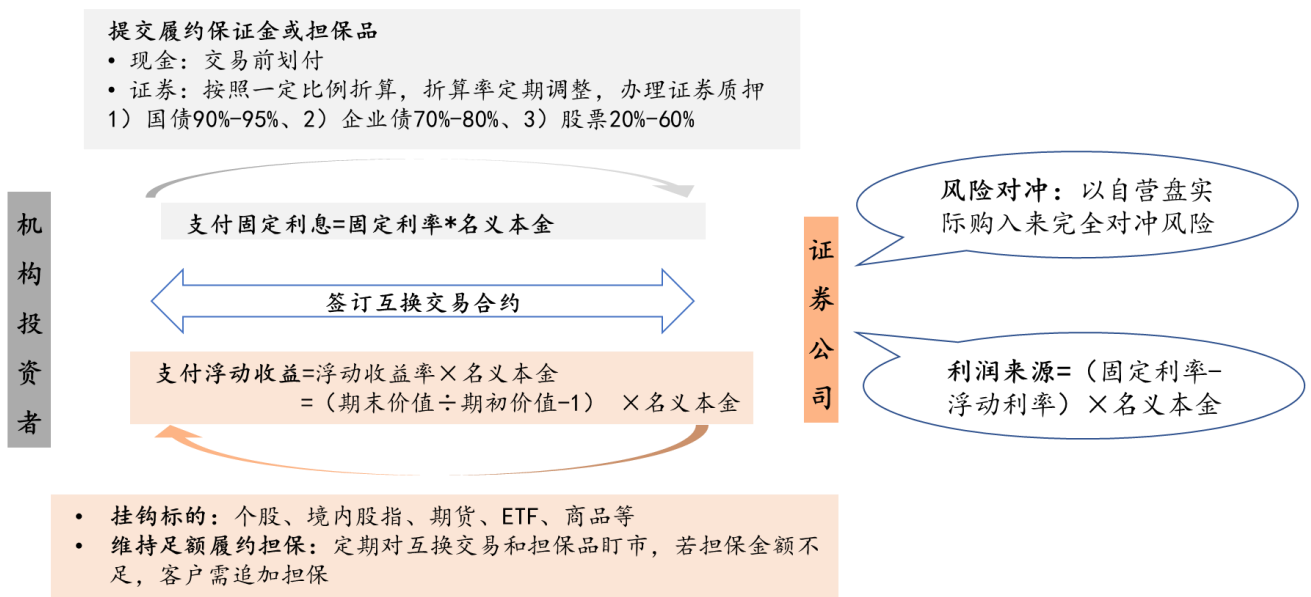
1) 融资类互换业务：客户与券商约定提交一定数额预付金，券商用预付金和自有资金购买标的股票，交易结束后，券商扣除固定利息，并向客户结算投资损益及返还预付金。融资类互换业务为客户实现了融资做多，获得杠杆收益的功能，且杠杆显著高于场内融资，2015 年 11 月遭监管层全面喊停。

2) 场外融券收益互换（含跨境收益互换）：保证金交易，与两融相比，交易方式更灵活、杠杆比例更宽松。收益互换业务与融资买券类似，实际是基于保证金的交易方式来提供杠杆交易功能——客户需要提供自身信用或其他权益类品种作为担保品，但不同于场内融券，收益互换场外交易、交易要素灵活、只需与证券公司进行现金流交换（也即向券商支付固定资金利息来换取股票收益）而不强制进行股票等实物交割，具有一定杠杆效果。

该类业务模式下，券商主要与量化管理人合作，为其通过融券收益互换、对冲收益互换等方式增强收益并提供风险对冲，满足客户对特殊交易标的与打新底仓的需求。两融业务对证券公司资质、交易对手门槛、标的范围、投资额度均有明确的要求和限制性规定，股票收益互换业务保证金比例仅 20%（VS 融券 50%）、杠杆更高，标的更广（可挂钩境外股票，实现跨境资产配置），对交易所两融业务在场外有一定的补充作用——私募基金等机构与券商签订跨境收益互换协议后，每年向券商支付固定成本，按照协议约定就特定境外股票的收益表现与固定利率进行收益交换，实现跨境股票配置。

盈利模式：利差+佣金。以投资者的固定收益交换浮动收益为例，证券公司一般按照借出资金的年化利率 8%左右向交易对手方收取固定利息，通过收取的固定收益和付给交易对手方的浮动收益之间的利差获利。挂钩的标的资产包括指数、基金、股票等，券商可以在签订协议时锁定产品使用指定券商的经纪业务、赚取佣金。

图表7 收益互换业务模式（以投资者的固定收益交换浮动收益为例）



资料来源：平安证券研究所

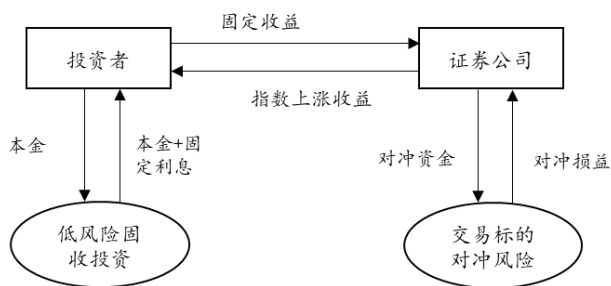
2.1.2 案例分析

收益互换的互换方向和挂钩标的等均没有严格规定，完全按照客户需求设计。近年来，合约类型不断丰富，融券收益互换、跨境收益互换和对冲收益互换是目前市场较为主流的几类收益互换合约。具体来看：

1) 通过收益互换满足客户的保本投资需求。这类收益互换合约通常与特定股票或指数表现挂钩，以挂钩沪深 300 指数为例，假设投资者互换交易的名义本金为 1000 万元、固定利率为 8%，假设期间沪深 300 涨幅 12%，合约到期后，投资者将 80 万元利息支付给券商、券商向投资者支付与沪深 300 指数挂钩的上涨收益 120 万元，最终投资者净收益 40 万元、券商收入 80 万元。

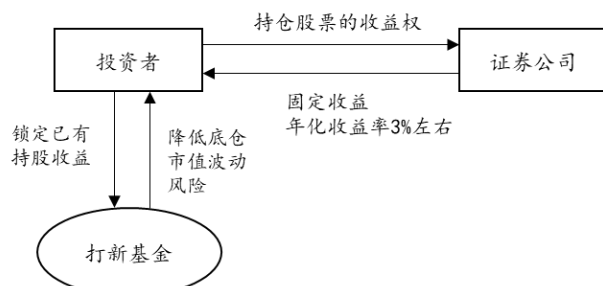
2) 通过收益互换对冲风险。这类收益互换合约下，投资者持有股票现货头寸，为实现风险对冲而与券商进行股票现货收益对固定收益的互换。投资者可以锁定已有的持股收益，将持仓股票未来股价损益全部支付给券商、换取固定收益。以打新基金为例，由于不愿承担太多底仓市值波动风险，就将持仓股票的收益权进行打包，与券商机构签订协议，以类固定收益产品的形式卖给券商，合约到期后，券商按照 3%左右的年化收益率向基金公司支付固定收益，基金公司在打新收益的基础上获取类固收的稳健收益；券商则以类固收的利息成本，承担波动风险、获得一定期内的股票市值变动损益。

图表8 保本投资的收益互换（固定收益交换浮动收益）



资料来源：道客巴巴，平安证券研究所

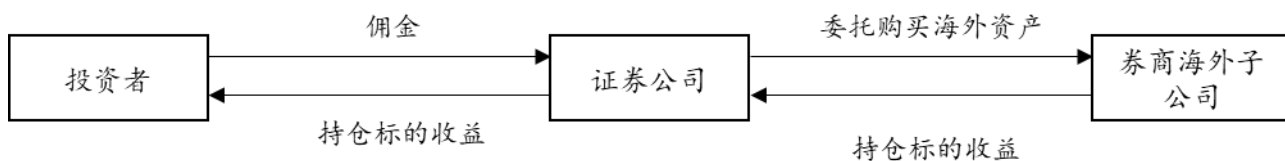
图表9 对冲风险的收益互换（浮动收益交换固定收益）



资料来源：中国基金报，平安证券研究所

3) 跨境收益互换。这类收益互换合约下，由券商与客户签订收益互换协议，券商海外子公司在境外购买相应海外资产，适合于有意愿跨市场投资境外股票、股指、大宗商品等资产但投资渠道受限的投资者，如私募基金等。

图表10 跨境收益互换



资料来源：平安证券研究所

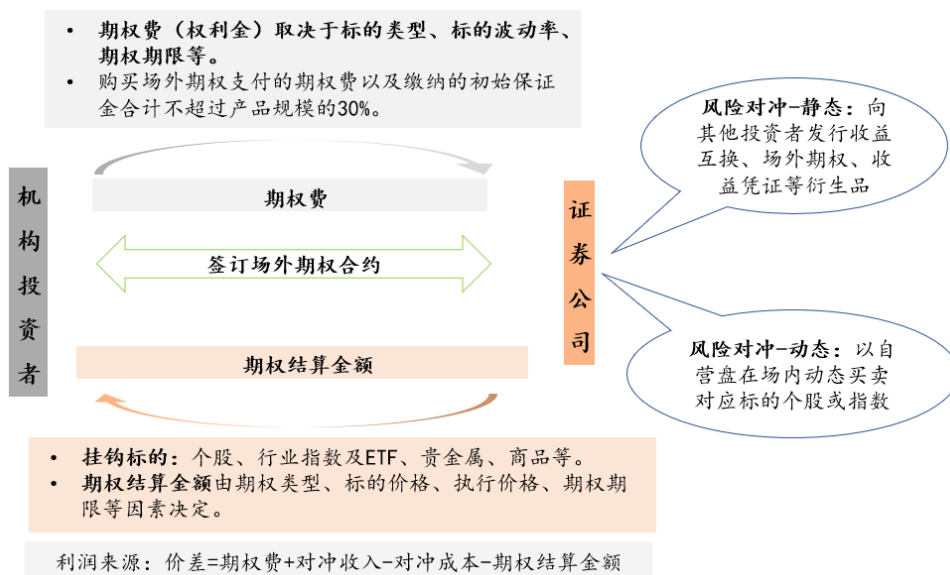
2.2 场外期权：约定时间买卖标的资产，券商赚取价差

2.2.1 业务模式分析

场外期权一般由交易双方协商约定合约条款，约定在未来特定时间以特定价格买入或卖出一定数量的标的资产，由买方向卖方缴纳期权费、卖方进行风险对冲，到期时买卖双方按照交易要素的约定进行结算。场外期权的业务空间主要源于机构投资者对风险对冲的需求。

盈利模式：价差=期权费+对冲收入-对冲成本-期权结算金额。期权卖方（主要为券商）一般根据挂钩标的的价格波动、合约期限长短等定价因素向买方收取一定期权费，波动率越大、期权费率越高。以股指期货为例，由于场内对冲工具更丰富、规模更大，对冲成本相对较低，股指期货的期权费也相对更便宜。而券商会在场外期权交易的同时，在场内交易对应个股或指数以来对冲风险，因此，期权费、结算金额、对冲成本直接影响券商场外期权业务的盈利能力。由于我国场内金融衍生品市场缺乏个股期权对冲工具，券商通常采用现货或股指期货对冲、实现 Delta 中性；但这仅能规避标的价格波动风险，而无法规避 Gamma、Vega 等高阶波动率风险。因此，对冲成本最终体现在对 Gamma、Vega 等风险的控制上。

图表11 场外期权业务模式



资料来源：平安证券研究所

头部券商具备场外期权牌照优势，在定价能力、风控能力、客户储备、资本实力等方面均占据显著优势，规模效应助增稳定盈利。除了主动进行风险控制之外，衍生品业务也存在规模效应——随着业务规模的增加和产品种类的丰富，不同期权或可形成自然对冲，降低交易成本、降低资产价格波动风险（如可将个股期权合成为股指期货，波动率小于个股），形成稳定盈利。

2.2.2 案例分析

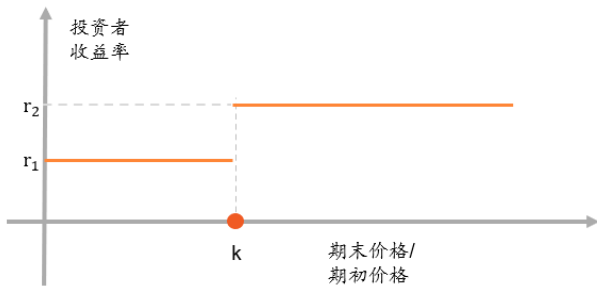
场外期权标的广、期权结构多，主要用于风险对冲。除了传统香草结构外，奇异期权更为灵活，主流期权结构主要包括二元结构、鲨鱼鳍结构和雪球结构等几类，通常被嵌入结构化产品中。其中，二元期权和鲨鱼鳍期权通常被嵌入银行的结构化理财产品中，用以增强产品收益；雪球结构挂钩标的通常为股票或股指合约，常以券商收益凭证的形式发行，近年来市场关注度较高。

图表12 场外期权标的及期权结构

标的	个股标的	白名单中个股
	金融期货	沪深300、上证50、中证500等
	行业指数及ETF	中证银行指数、创业板ETF等
	贵金属	黄金、白银
	大宗商品	原油、PTA、有色金属、黑色金属、玉米、豆粕等
期权结构	香草期权	欧式期权、美式期权
	二元期权	二元看涨、二元看跌、二元凸式、二元凹式、美式二元看涨、美式二元看跌
	组合期权	价差期权（自动赎回看涨价差结构、看涨型跨价结构、触碰式跨价结构）、蝶式期权、鹰式期权、跨式期权
	障碍期权	欧式单向鲨鱼鳍、欧式双向鲨鱼鳍、美式单向鲨鱼鳍、美式双向鲨鱼鳍
	自动敲出赎回类期权	自动敲出赎回、自动敲出赎回转看涨、雪球、凤凰等
	多标的期权	比例价差欧式看涨鲨鱼鳍、比例价差欧式看跌等
	其他奇异期权	亚式期权、回望式期权等、多层阶梯看涨、多层累积看涨、安全气囊结构等

资料来源：平安证券研究所

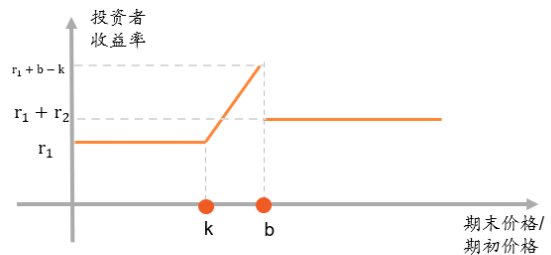
图表13 二元看涨期权示意图



- ✓ 某银行发行与黄金挂钩的理财产品，固定收益率为 r_1 ，额外期权挂钩收益率为 r_2 ，行权价格/期初价格为 k
- ✓ 1) 如果到期日黄金价格高于行权价格，那么理财产品的投资者收益率为 $r_1 + r_2$ ；
- ✓ 2) 如果黄金的价格不高于行权价格，投资者获固定收益率 r_1 。

资料来源：平安证券研究所

图表14 鲨鱼鳍看涨期权示意图

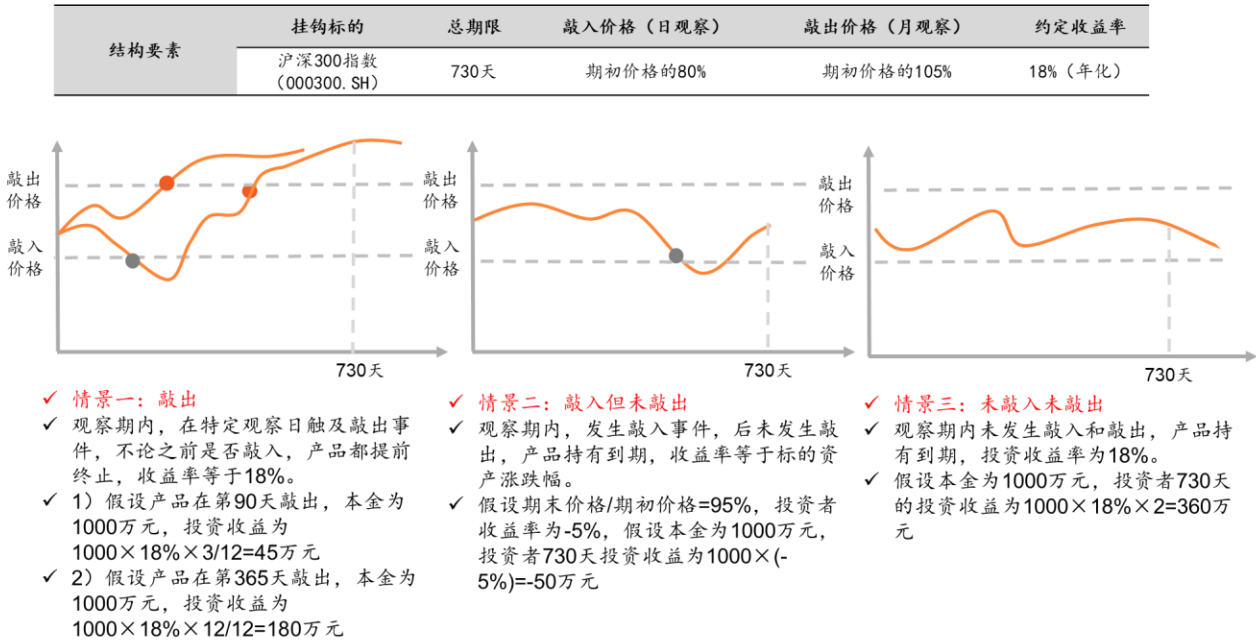


- ✓ 某产品包括固定收益产品和看涨鲨鱼鳍期权，固定收益产品收益率 r_1 ，鲨鱼鳍期权敲出收益率 r_2 ，行权价格/期初价格为 k ，敲出价格/期初价格为 b ，期初价格为 s_0 ， t 是标的资产价格为 s_t
- ✓ 1) 如果标的资产价格未向上触及障碍，投资者收益为固定资产收益和欧式看涨期权到期收益，即 $r_1 + \max(\frac{s_t}{s_0} - k)$
- ✓ 2) 如果期间标的资产价格敲出，期权作废，投资者只获得固定资产收益和敲出收益，即 $r_1 + r_2$

资料来源：平安证券研究所

雪球结构的产品适合在震荡行情中看好后市的投资者、用以增强收益。雪球结构实质上是一个具有敲入和敲出条款的看跌期权，雪球结构的买方相当于看跌期权卖方，通过雪球结构做空挂钩标的的波动率，只要标的资产没有出现大幅下跌，投资者持有期限越长、获利越高。

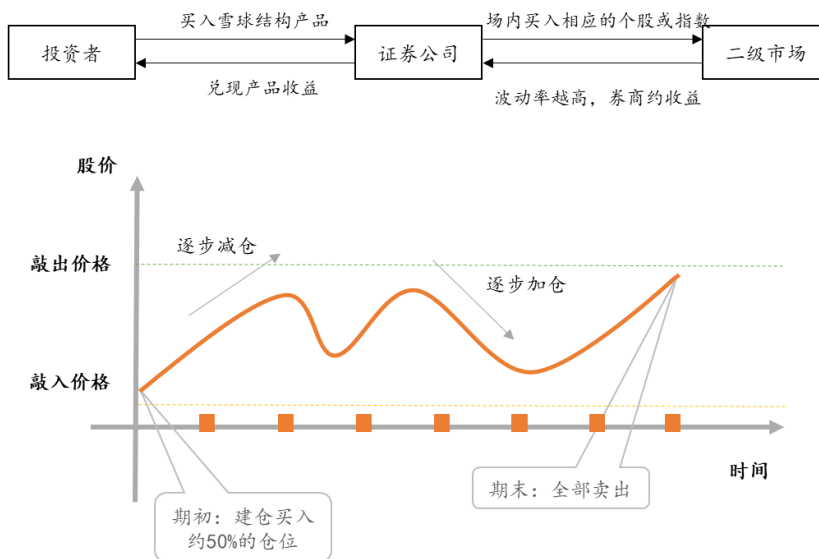
图表15 雪球结构示意图



资料来源：平安证券研究所

而雪球结构的对手方券商相当于买入看跌期权，对冲标的多头头寸在下跌时的尾部风险，同时在标的资产价格波动时进行波段交易，高抛低吸获取利润。一般来说，券商在期初建仓时不会全仓买入，在产品存续期间进行高抛低吸的波段性操作，产品到期后全部卖出，向投资者兑付收益。2021年8月，证监会要求各券商强化“雪球产品”场外期权的风险控制，9月单月券商场外期权新增名义本金3727亿元（YoY-4.0%）。监管细化影响短期业务规模，但长期有益于业务健康有序发展。

图表16 券商在雪球结构中的具体运作模式



资料来源：平安证券研究所

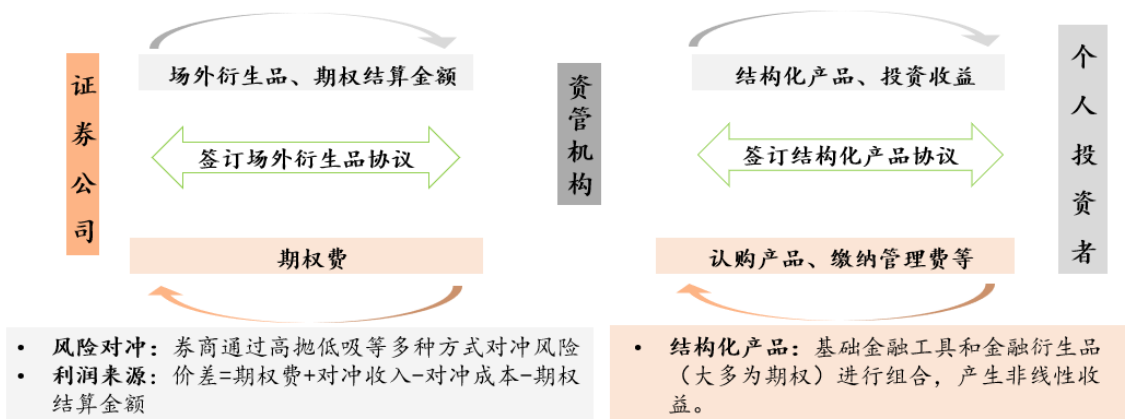
三、 结构化产品：个人参与场外衍生品市场的重要渠道

3.1 产品形态：大多与场外期权组合，券商赚取息差

理财净值化管理、高净值客户个性化需求增长，激发个人对场外衍生品配置的需求。资管新规落地后，理财产品向净值化管理转型，个人投资者缺乏保本型理财产品；而随着财富管理业务的转型，高净值客户对个性化组合投资、境外投资的需求快速增长，需要风险敞口可控、产品形态灵活可定制的金融工具。场外衍生品是补足产品缺口、实现产品定制化所应用的关键金融工具。

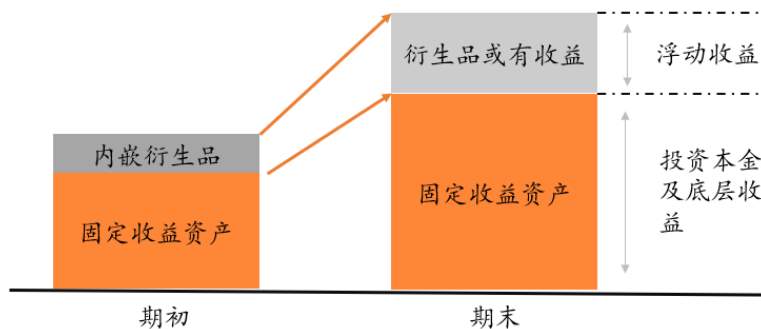
根据中期协关于场外衍生品业务的规定，个人无法直接购买场外衍生品，主要通过结构化产品间接参与场外衍生品市场。结构化产品是指证券挂钩的浮动收益产品，是基础资产与衍生品（一般内嵌场外期权）的组合，产生非线性投资收益。结构化产品通常将大部分资金投资于银行存款、债券、票据等固定收益类基础资产上，将小部分资金或固定收益资产得到的利息投资于期货、期权等衍生品，产生的投资损益即为获取的浮动收益。券商主要从中赚取息差（盈利模式分析见“3.2 收益凭证”）。

图表17 结构化产品业务模式



资料来源：平安证券研究所

图表18 结构化产品收益构成



资料来源：平安证券研究所

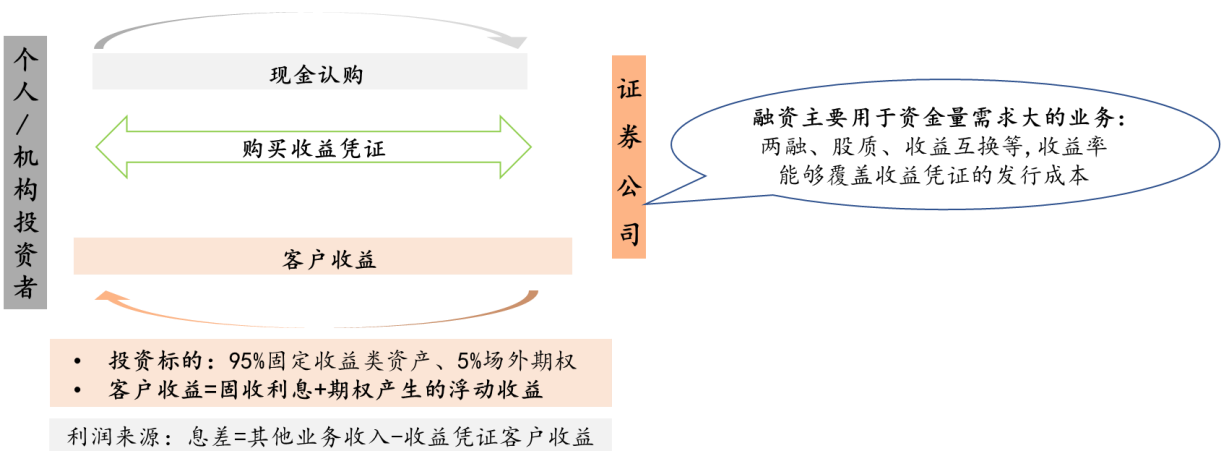
3.2 收益凭证：内嵌衍生工具的券商短融工具，赚取息差

收益凭证是指证券公司依法在柜台市场和机构间私募产品报价与服务系统私募发行的，约定本金和收益的偿付与货币利率，基础商品、证券价格或指数等特定标的相关联的有价证券。收益凭证期限通常在 1 个月到 3 年不等，根据本金是否承担特

定标的价格波动的市场风险，收益凭证分为本金保障型和非本金保障型。根据收益结构，收益凭证分为固定收益型、浮动收益型、固定+浮动收益型和二元结构收益型等几类，截至2021年9月底，未兑付的收益凭证中固定收益型占比66.2%、浮动收益型占比20.0%、固定+浮动收益型占比12.9%、二元结构收益型占比0.9%。后三类收益凭证将基础资产与场外期权结合，具备衍生品性质，但仍为券商向合格投资者发行的新型融资工具。

盈利来源：融资后开展其他业务的收入与收益凭证客户收益的差额，本质上属于息差。2019年4月，证券业协会发布《关于规范证券公司收益凭证业务的通知》，要求未获得场外期权交易商资质的证券公司不得发行内嵌期权的非本金保障型收益凭证，新增发行的非本金保障型收益凭证应对投资者适当性进行管理。利率下行，券商偏好短期融资，短融券成本低、但发行门槛高，近年来随着重资产化的转型、两融业务的扩张，券商对资金需求更为旺盛。发行收益凭证融资后，转而开展两融、股质、收益互换等对资金需求量较大的业务，实际从中赚取息差。

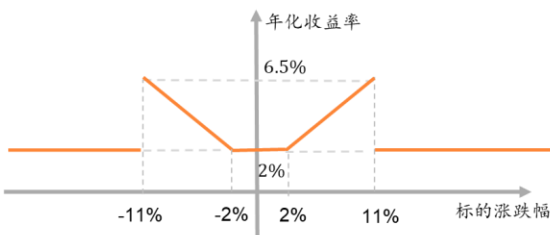
图表19 收益凭证业务模式（以固定+浮动收益型收益凭证为例）



资料来源：平安证券研究所

图表20 保本型、固定+浮动收益型收益凭证示意图

产品名称	挂钩标的	期限	低障碍价	高障碍价	观察日	参与率	固定收益	浮动收益
广发收益宝3号——沪深300指数 双边障碍结构	沪深300指数 (000300.SH)	33天	-8%	11%	每日观察	50%	2%	0-4.5%



- ✓ 情景二：未敲出，且标的价格下跌
- ✓ 观察期内，收益率与期末标的价格跌幅s相关，年化收益率为 $2\% + 0.5 \times \max(-2\% - s, 0)$
- ✓ 假设期标的价格跌幅s=-10%，本金为1000万元，年化收益率为 $2\% + 0.5 \times \max(-2\% - (-10\%), 0) = 6\%$ ，投资收益为 $1000 \times 6\% \times 1/12 = 5$ 万元
- ✓ 假设标的价格跌幅s=-1.5%，年化投资收益率为 $2\% + 0.5 \times \max(-2\% - (-1.5\%), 0) = 2\%$ ，投资收益为 $1000 \times 2\% \times 1/12 = 1.67$ 万元
- ✓ 当跌幅s为-11%时，年化收益率达最大值6.5%

- ✓ 情景一：敲出，即标的涨跌幅>11%或<-11%
- ✓ 观察期内，在观察日触及敲出事件，双向鲨鱼鳍期权失效，年化收益率等于固定收益2%
- ✓ 假设本金为1000万元，投资收益为 $1000 \times 2\% \times 1/12 = 1.67$ 万元

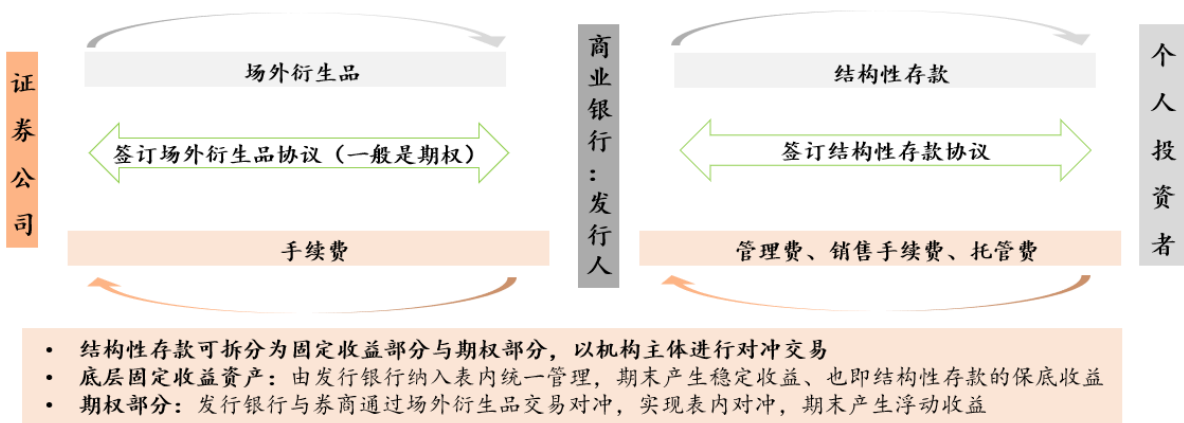
- ✓ 情景三：未敲出，且标的价格上涨
- ✓ 观察期内，收益率与期末标的价格涨幅s相关，年化收益率为 $2\% + 0.5 \times \max(s - 2\%, 0)$
- ✓ 假设期标的价格涨幅s=10%，本金为1000万元，年化收益率为 $2\% + 0.5 \times \max(10\% - 2\%, 0) = 6\%$ ，投资收益为 $1000 \times 6\% \times 1/12 = 5$ 万元
- ✓ 假设标的价格涨幅s=1.5%，年化投资收益率为 $2\% + 0.5 \times \max(1.5\% - 2\%, 0) = 2\%$ ，投资收益为 $1000 \times 2\% \times 1/12 = 1.67$ 万元
- ✓ 当涨幅s为11%时，年化收益率达最大值6.5%

资料来源：桔子财经，平安证券研究所

3.3 结构性存款：内嵌金融衍生品的表内理财产品，赚取息差

结构性存款是指商业银行吸收的嵌入金融衍生品的存款，通过与是商品（包括商品指数）、股票（包括股票指数）、利率、外汇、信用产品和投资组合产品等挂钩，使存款人在承担一定风险的基础上获得相应的增强收益。银行是主要面向个人投资者发行结构化理财产品的最主要、最活跃的发行人之一，与收益凭证类似，券商亦从中赚取价差。

图表21 结构化存款业务模式



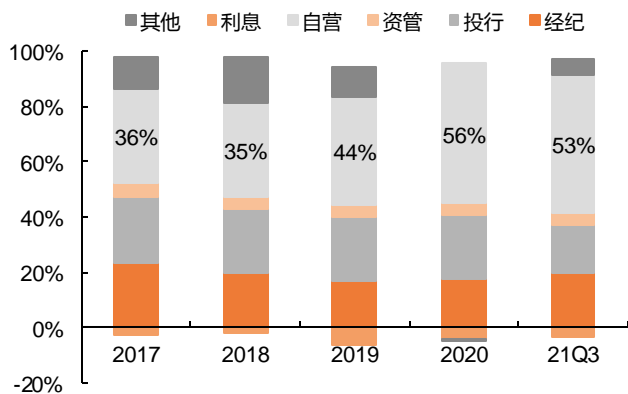
资料来源：平安证券研究所

四、高 ROE 的背后：杠杆水平+专业能力+综合服务

4.1 中金经验借鉴：衍生品业务是资产负债表管理的关键

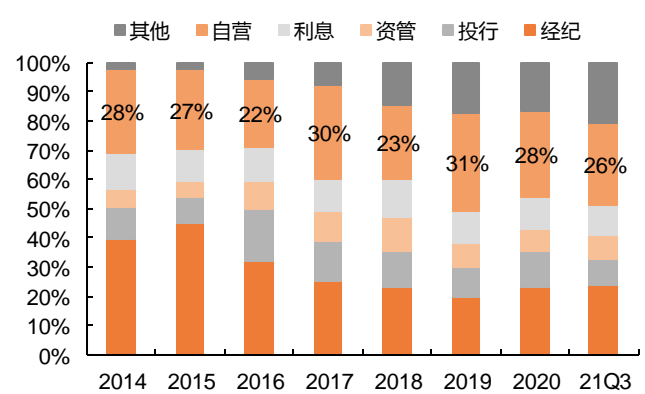
自营业务净收入一般按照“投资收益-对联营企业和合营企业投资收益+公允价值变动收益”的口径计算。其中，“投资收益”和“公允价值变动收益”来源于券商投资资产产生的收益。具体来看，券商自营业务用于投资的资产中，一部分为公司主动进行方向性投资；另一部分为“代客业务”，也即通过结构化产品、大宗商品和利率衍生工具等用于服务客户，并通过自营盘进行对冲，从中赚取利差、手续费、佣金等。以中金公司为例，截至 21Q3，中金自营业务净收入 116 亿元，营收占比 53%、高于行业一倍以上，业绩亮眼。总体来看，主要由于自营规模增长、杠杆水平较高。

图表22 中金营收结构



资料来源：Wind，平安证券研究所

图表23 证券行业营收结构

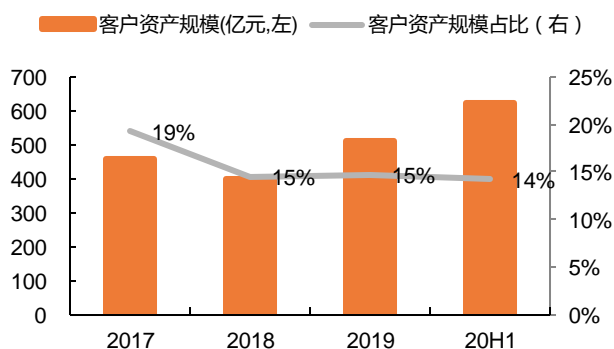


资料来源：Wind，平安证券研究所

1) 自营规模增长: 头部券商 2018 年以来主动扩大资产负债表, 中金自营方向性投资和代客业务对冲持仓的战略调整得当, 自有资产较快增长。券商资产主要包括客户资产和自有资产构成, 其中, 客户资产包括客户交易资金、客户结算备付金、衍生品业务的客户保证金等, 自有资产包括投资资产、融出资金和表内股票质押融资等。券商共经历三轮扩表, 后两轮呈现出明显地向重资产业务转型之势; 2012 年证券业创新大会召开后, 融资融券和股票质押等重资产业务崛起。

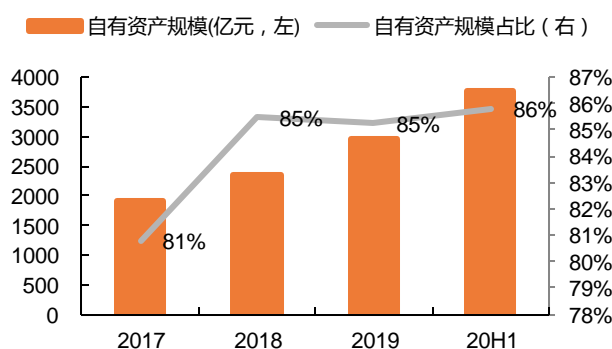
2018 年以来资本中介业务扩张, 中金主动扩表、自有资产持续增长。截至 20H1, 中金自有资产 3759 亿元, 较上年末增长 28%, 主要由于中金一方面根据市场行情或有加大自营方向性投资, 另一方面客户场外衍生品业务需求增长带来相应的对冲持仓规模大幅增加, 最终体现为交易性金融资产规模增长。

图表24 中金客户资产变动情况



资料来源: 中金招股说明书, 平安证券研究所

图表25 中金自有资产变动情况

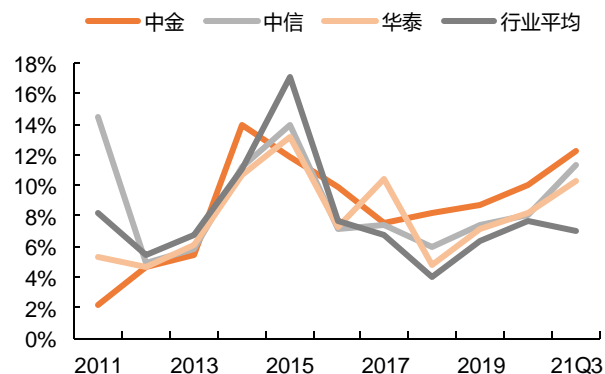


资料来源: 中金招股说明书, 平安证券研究所

2) 杠杆水平较高: 中金 ROE 稳定提升并长期领先于其他头部券商, 主要由于杠杆水平行业最高且持续提升。截至 21Q3, 中金年化 ROE 达 12.2%, 高于中信 (11.3%)、华泰 (10.3%), 远高于行业平均 (7.1%)。

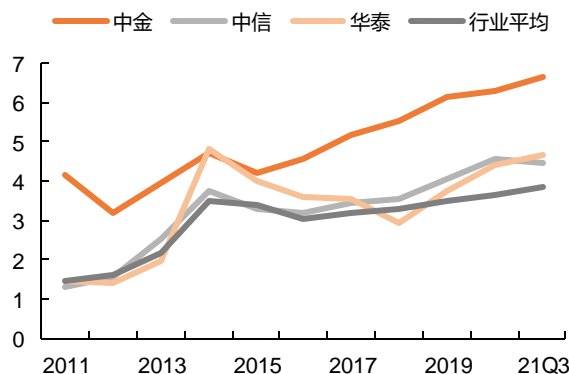
根据杜邦分析, 中金公司净利润率基本处于行业平均水平、资产周转率低于行业平均, 并无比较优势, ROE 较高主要由于杠杆水平行业最高且持续提升。

图表26 中金 ROE 高于同业



资料来源: Wind, 平安证券研究所

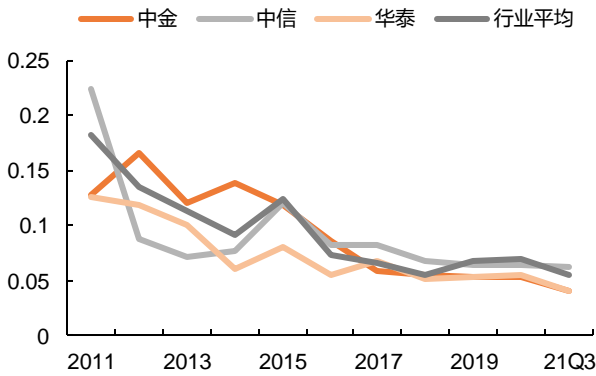
图表27 中金杠杆水平远高于同业



资料来源: Wind, 平安证券研究所

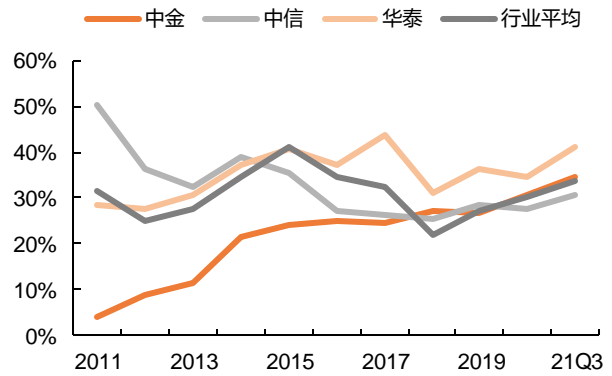
注: 数据取自 50 家上市券商; 杠杆率=(总资产-代理买卖证券款)/净资产; ROE=净利润/净资产。

图表28 中金资产周转率低于行业平均水平



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表29 中金净利润率处于行业平均水平

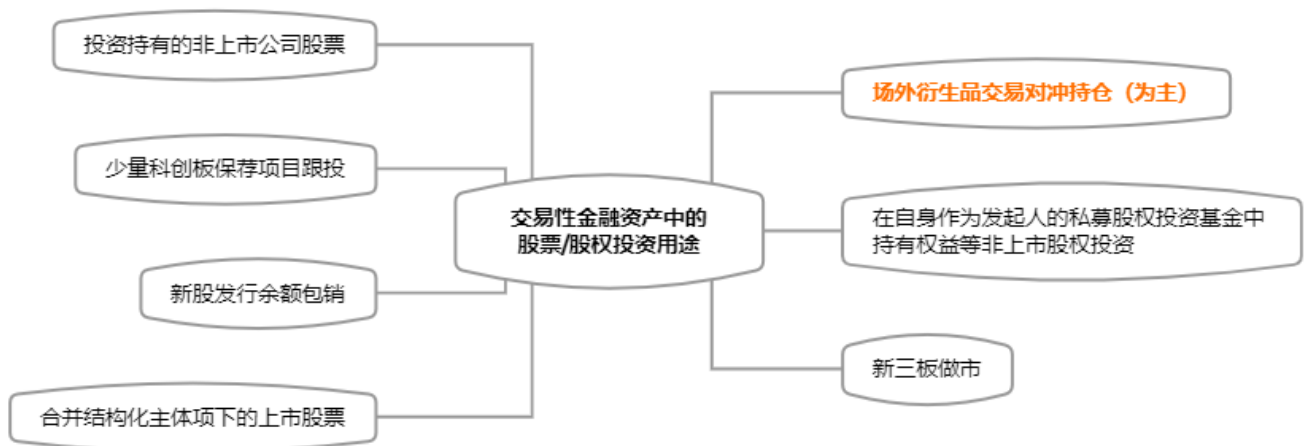


资料来源: Wind, 平安证券研究所

中金交易性金融资产中的股票/股权投资规模及其占比迅速增长，主要以场外衍生品业务交易对冲持仓为主。根据新会计准则分为交易性金融资产、债权投资、其它债权投资和其他权益工具。按照业务类别，交易性金融资产可细分为股票投资、债券投资、基金投资和其他金融产品。截至 21H1，中金交易性金融资产中股票/股权规模高达 1206 亿元 (YoY+8%)、占比 42% (YoY+2pct)。根据中金招股说明书，公司交易金融资产中的股票/股权投资主要用于场外衍生品交易对冲持仓¹等与其他业务协同的投资，风险高、波动大的方向性自营资产规模很少，20H1 用于对冲持仓股票投资的账面价值为 829 亿元，在股票/股权投资中占比 89%。

场外衍生品业务的发展伴随着第三轮扩表，券商业务重资产化转型加速。这其中，对券商风险管理水平、专业能力、综合服务、产品创设能力、投资能力等方面提出更高要求，从而满足客户更多元、更复杂的业务需求。中金超高的资产负债表运用能力主要体现在权益类场外衍生品业务的发展上，伴随着该类业务的扩容及其带来的高杠杆，中金 ROE 持续稳定提升、为自营业务贡献稳定的收入。

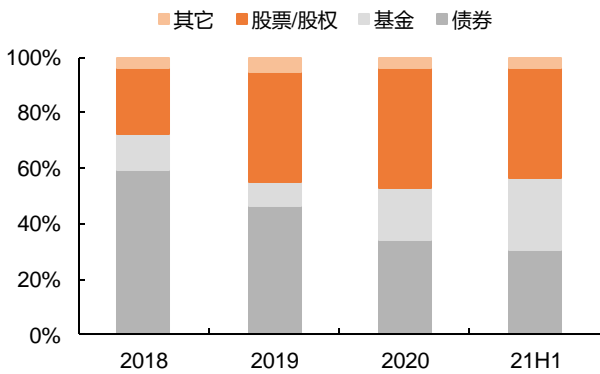
图表30 中金股票交易性金融资产



资料来源: 中金公司招股说明书, 平安证券研究所

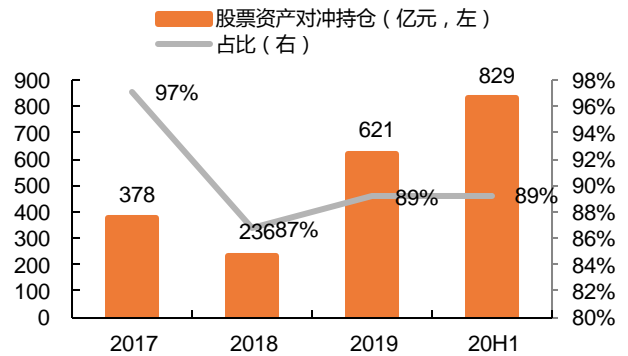
¹ 场外衍生品交易对冲持仓: 也即通过自有资金持有与客户签署的收益互换等场外衍生品协议项下的标的资产, 以对冲该业务合约的市场风险敞口, 该类股票投资的公允价值变动对公司损益并无重大影响。

图表31 中金交易性金融资产构成



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表32 中金交易性金融资产中股票对冲持仓情况



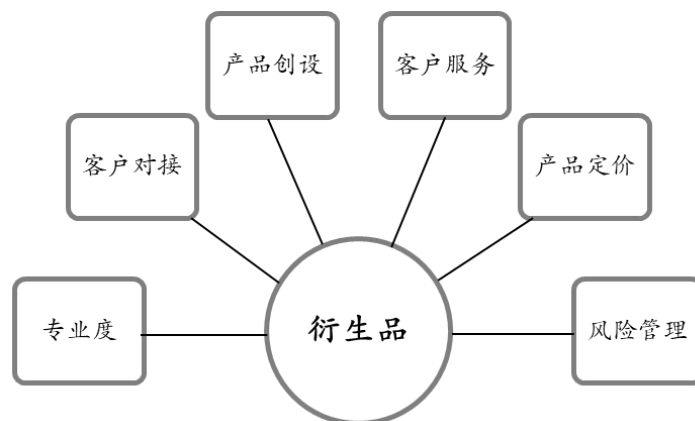
资料来源: 中金公司招股说明书, 平安证券研究所

4.2 头部券商：综合服务和专业能力是衍生品业务的重要壁垒

随着资本市场改革的不断深入，衍生品业务的发展进入全新局面，已成为券商差异化竞争的重要一环。衍生品业务规模效应明显，通过自然对冲来实现套利需要客户数量足够多、产品规模足够大，因此客户、业务和专业人才的积累自然成为业务发展的壁垒。以中金公司、中信证券为代表的头部券商凭借自身雄厚的资本实力以及强大的专业能力、客户触达及服务能力、产品创设及定价能力等优势，大力发展金融衍生品业务，拓宽收入来源、对冲市场风险、降低利润波动。具体来看：

- 1) 专业度：业绩优秀、产品丰富、综合服务水平高；
- 2) 客户触达：不断获取高质量的客户并满足其投资需求，为衍生品业务的开展奠定基础；
- 3) 产品创设：根据客户多样化的财富管理需求，提供多种金融衍生工具，进一步丰富投资策略；
- 4) 客户服务：全方位、多领域地为客户提供一站式综合性解决方案；
- 5) 产品定价：定价策略具有竞争力，产品交易便捷化；
- 6) 风险管理：建立完善的风险对冲机制，有效应对市场风险和信用风险。

图表33 影响衍生品业务发展的主要因素



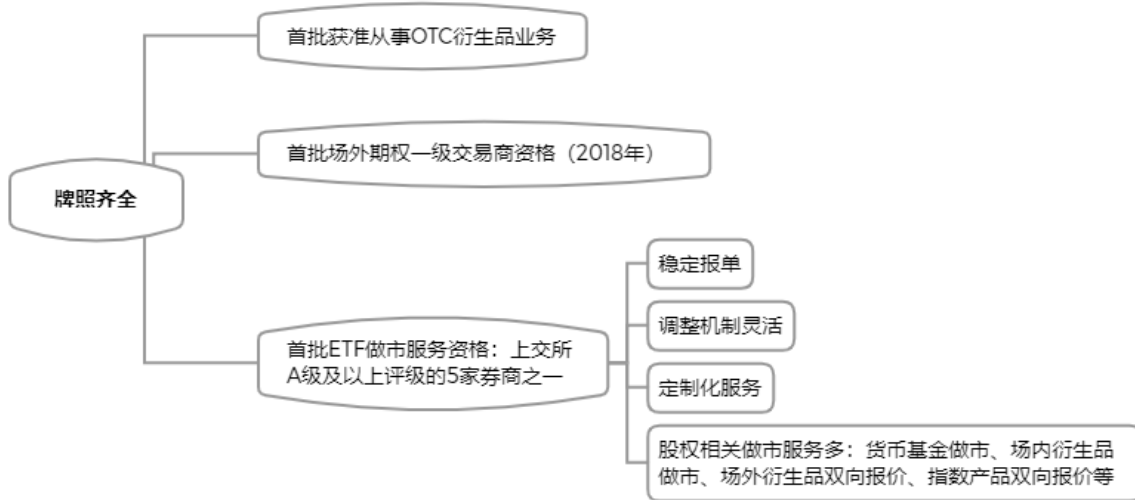
资料来源: 平安证券研究所

4.2.1 中金：客户+专业+牌照，先发优势明显

1) 牌照齐全，具备展业优势。作为首批获准从事 OTC 衍生品业务的中资证券公司之一，中金在 2018 年 8 月获得首批场外期权一级交易商资格，先发优势明显；除此之外，中金也是首批拥有提供 ETF 做市服务资格的证券公司，以优秀的业绩和个性化服务广受业界好评，获得上交所 A 级评级。

2) 分层经营，客户触达和服务能力强。2017 年，中金公司收购原中投证券后，整合两家券商财富管理业务资源、成立财富管理品牌“中金财富”，但财富管理业务仍保持双线并行的状态；2021 年 7 月，中金公告拟从事境内财富管理业务的 20 家营业部（包括其资产和负债）划转至中金财富，并将其他与境内财富管理业务相关的客户、业务及合同转移至中金财富，进一步实现业务整合。凭借原有客户积累，中金针对不同客户的差异化资产配置需求，提供多种金融衍生工具；不断挖掘高净值客户和富裕客户的需求，并根据客户的投资回报预期以及风险偏好来为投资者提供多样化的资产管理工具，以强大的专业水准帮助投资者提升投资业绩和风险管理水平，以衍生品领域的产品品类和定价优势在金融衍生品市场处于领先地位。

图表34 中金衍生品业务牌照齐全



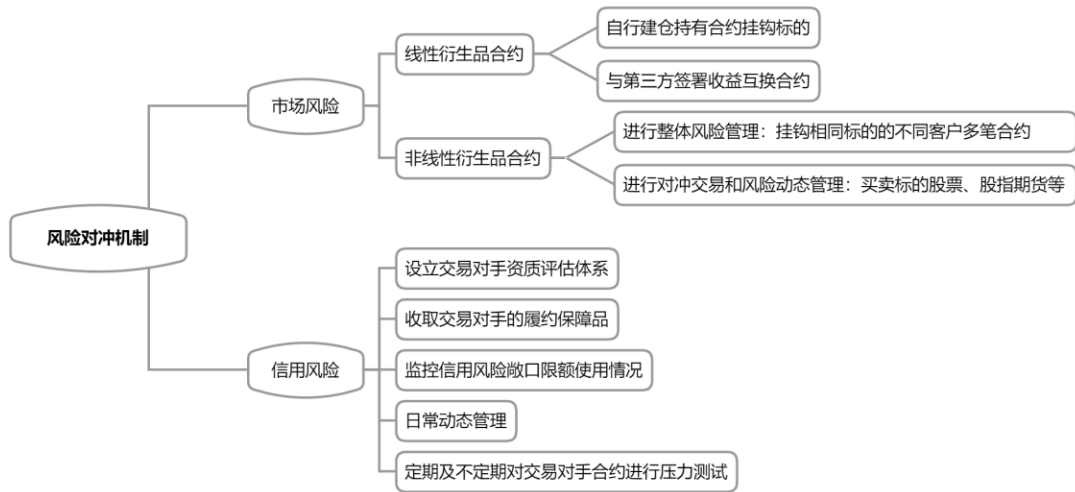
资料来源：中金公司招股说明书，平安证券研究所

3) 完善市场风险²和信用风险³对冲机制，掌握定价优势。中金衍生品业务的风险管理体系健全，重点关注交易对手的信用风险和市场风险。以场外期权为例，期权费和风险溢价决定定价水平。证券公司作为场外期权发行方，在收取期权费的同时，需要通过对冲 Delta、Gamma 和 Vega 等风险等来控制市场风险。Delta 风险一般用现货或股指期货对冲，Gamma 和 Vega 风险则需要通过不同的期权进行对冲。而我国场内金融衍生品市场缺乏个股期权对冲工具，因此主要对 Gamma 和 Vega 风险设置限额，超过限额才进行动态调整，使得衍生品面临一定风险敞口。

² 市场风险是指衍生品交易因市场价格（如利率、汇率、商品价格和股票价格等）的变动导致损失的可能性。以场外期权为例，是指因场外期权挂钩的标的价格变动而导致损失的风险。

³ 信用风险是指在衍生品交易和结算过程中，因交易对手不能或不愿履行合同承诺而导致损失的可能性。以场外期权为例，是指与公司发生场外期权交易的对手违约导致公司发生损失的风险以及虽未发生实质的违约，但出现了明显会导致公司遭受实质资产损失或合同项下重要权利无法实现的重大风险事件。具体违约情形包括：交易对手未按照协议约定提交担保品、违约延迟支付、交割或未能全额支付、交割应支付或交割的标的物 and 款项的风险。

图表35 中金风险对冲机制



资料来源：中金公司招股说明书，平安证券研究所

4.2.2 中信：行业内最早单独设立股权衍生品业务线，布局早、产品全

1) 客户服务、产品创新和交易管理等能力强，为全球客户提供全方位的服务。衍生品业务服务对象包括金融机构、私募基金、一般企业股东和高净值客户等。针对不同客户在资产配置、流动性、风险对冲以及财富管理等方面多样化需求，并提供交易执行、交易做市、策略开发、资产配置、风险管理、财富管理等综合性解决方案，基于客群差异提供对应的产品和服务。

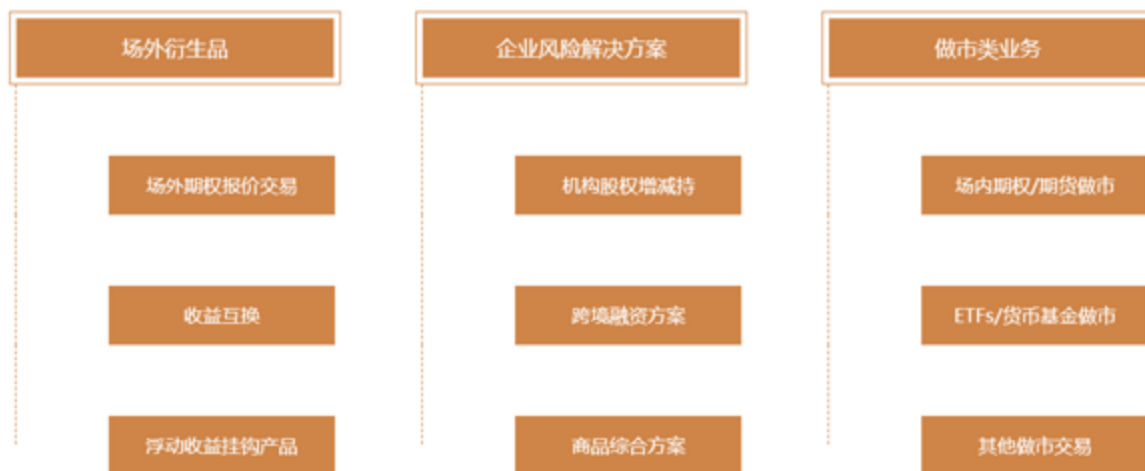
图表36 中信证券全方位客户服务



资料来源：中信证券官网，平安证券研究所

2) 产品创设能力强，产品丰富。中信衍生品业务覆盖场外衍生品、做市类业务等，匹配全球客户的资产配置要求。

图表37 中信证券股权及商品衍生品业务布局



资料来源：中信证券官网，平安证券研究所

以场外衍生品为例：

- ①场外期权报价交易：服务私募基金、金融机构等客户，交易要素可以灵活定制，并提供交易策略定制、热点题材策略定制等产品服务，定价具备竞争力、满足客户的风险对冲和交易策略需求。
- ②浮动收益挂钩产品：结构丰富标的广、投资通道多元化。中信主要面向金融机构、一般企业、零售客户等发行浮动收益型的收益凭证，收益挂钩境内外主流市场股票、指数、商品、公募基金等资产，多市场投资机会、本金不承担汇率风险，满足客户多样的财富管理和资产配置需求。
- ③跨境收益互换：交易指令多样、策略丰富、无需承担外汇风险，标的覆盖全球市场。在资金不出境的前提下，客户可以获得全球主流市场的指数、期货、个股、商品以及公募基金的收益表现。

图表38 中信场外期权交易



资料来源：平安证券研究所

4.3 其他大中型券商战略重心：一二级交易商牌照差异大，肩部券商强化衍生品业务布局

华泰证券：围绕券源业务，实现全业务链协作。除中金公司和中信证券外，华泰证券的衍生品业务也取得较大发展，设立金融创新部专做权益类场内外衍生品。通过“融券通”平台，华泰实现连接券源供需两方，使得交易效率提升；在券源供给上，通过增持代销、做市、开发机构出借人等方式形成内部多方位券源供给，为上下游提供一站式服务。此外，华泰调动投行、经纪等多渠道大力开拓高净值客群，并不断丰富交易策略、提升产品设计能力。通过将设计、验证、风险模型、交易策略执行等全链条平台化来打造竞争优势。

一二级场外期权交易商牌照业务范围差异大，一级交易商衍生金融资产和衍生金融负债在净资产所占比例显著高于二级交易商，部分二级交易商正争取一级牌照。

图表39 一级场外期权交易商和 TOP8 二级场外期权交易商的衍生金融资产和衍生金融负债在净资产占比情况

衍生金融资产在券商净资产占比								
一级交易商	中金公司	中信证券	华泰证券	中信建投	国泰君安	申万宏源	招商证券	广发证券
2018	13.05%	7.26%	1.85%	2.59%	0.49%	0.64%	1.42%	19.79%
2019	9.28%	4.44%	1.48%	1.68%	0.38%	0.57%	2.12%	0.08%
2020	17.14%	10.84%	5.51%	2.40%	1.51%	1.83%	1.63%	0.20%
2021H1	18.53%	10.66%	9.09%	3.35%	3.12%	2.87%	1.62%	0.32%
二级交易商	国联证券	浙商证券	东兴证券	中国银河	平安证券	华宝证券	安信证券	财通证券
2018	0.00%	0.03%	0.41%	0.12%	0.00%	0.00%	0.17%	0.60%
2019	0.00%	0.04%	0.04%	0.29%	0.31%	0.00%	0.10%	0.17%
2020	0.73%	2.72%	0.72%	1.06%	0.45%	0.06%	0.84%	0.27%
2021H1	3.86%	2.93%	1.39%	1.33%	0.95%	0.93%	0.90%	0.83%
衍生金融负债在券商净资产占比								
一级交易商	中金公司	中信证券	华泰证券	中信建投	国泰君安	申万宏源	招商证券	广发证券
2018	7.98%	5.94%	0.74%	0.37%	0.19%	0.64%	1.62%	22.43%
2019	13.11%	8.46%	1.02%	1.34%	0.93%	0.72%	2.56%	0.21%
2020	34.37%	25.22%	10.13%	3.56%	3.78%	2.47%	2.90%	0.21%
2021H1	25.25%	18.10%	9.70%	4.67%	5.29%	5.20%	2.98%	0.79%
二级交易商	国联证券	浙商证券	东兴证券	中国银河	平安证券	华宝证券	安信证券	财通证券
2018	0.01%	0.03%	0.47%	0.32%	0.27%	0.00%	0.05%	0.05%
2019	0.00%	0.04%	0.59%	0.65%	0.52%	0.00%	0.16%	0.07%
2020	1.10%	2.57%	0.66%	2.41%	0.14%	0.06%	0.40%	0.39%
2021H1	3.49%	2.14%	1.44%	3.10%	0.47%	0.79%	0.66%	0.22%

资料来源：Wind，平安证券研究所

注：衍生金融资产包括通过 1) 为应对已发长债利率波动风险的利率互换合约和 2) 股票和固收业务相关的场外衍生品交易所产生的衍生工具，以权益衍生工具为主；衍生金融负债是指股票和固收业务相关的场外衍生品交易所产生的合约浮亏。衍生金融资产和衍生金融负债的规模主要受场外衍生品合约规模和价格波动的影响。

肩部券商：强化衍生品业务布局、丰富综合金融服务手段、提高公司资金配置效率，提升投资收益和 ROE。申万宏源、光大证券、东方证券等公司的衍生品业务亦有所发展，但仍待多效并举补短板。具体来看：

1) **国泰君安**：多角度布局，重点聚焦权益类场外期权及收益互换、跨境场外衍生品服务等，注重与银行合作、建设自身销售能力，加强总分联动、补齐系统短板，并强化境外一体化运作。主要通过交易投资业务线的证券衍生品投资部（一级部门）开展权益类场外衍生品业务；并在香港设置全资投资子公司，负责境外标的的跨境交易客需平盘交易，发展互换、期权等场

外衍生品业务。

2) **光大证券**：设立金融创新业务总部作为一级部门，以衍生品、做市商、量化策略等为主要业务形式；争取一级交易商资质，聚焦场内期权做市业务、加大资金配置力度，培育和提升交易对冲能力；

3) **申万宏源**：将衍生品业务团队从传统自营投资部门剥离，成立金融创新总部，以场内外衍生金融工具为抓手、以类资本中介业务为核心。一级交易商资质获批后，围绕场外期权及收益互换、建立全球化、多产品体系，加速提升资金配置效率、扩张资金配置规模、丰富风险对冲手段，多效并举提升 ROE。

五、 投资建议及风险提示

5.1 投资建议

政策规范业务发展并不断松绑，多因素催生衍生品业务需求，券商衍生品业务空间广阔，建议关注具备机构客户和高净值客户基础、资本实力雄厚、产品创设能力强、人才队伍建设完善的龙头券商，如中金公司、中信证券、华泰证券。1) 场外衍生品市场的买方是机构投资者，理财、私募、资管等机构是衍生品最大的需求方，机构客户基础好的龙头公司将率先抢占市场份额；2) 衍生品业务属于重资本业务，业务规模扩张的前提是资本充足；3) 场外衍生品自身设计和风险定价的复杂性对券商人才素质提出更高要求。

5.2 风险提示

- 1) 部分市场主体无序扩张，监管收紧；
- 2) 市场交投活跃度下滑；
- 3) 宏观经济修复不及预期，投资需求回落；
- 4) 衍生品自带杠杆，业务风险较高；同时，政策变动对衍生品的业务范围影响较大、业务创新不确定性强，影响场外衍生品市场发展。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033