

# 强于大市

## 证券行业 2021 年三季度报综述

### 财富业务驱动成长，自营资管主导分化

前三季度上市券商归母净利润高基数下同比增长 25%，财富业务驱动成长，自营和资管主导分化。我们认为居民财富向资本市场转移背景下财富业务成长动能尚未完全释放，有望继续驱动增长，坚持推荐成长与稳健兼具的头部和财管特色券商：中信证券、华泰证券、东方证券、兴业证券、东方财富。

- **上市券商业绩持续强劲增长。**2021 年前三季度，上市券商营业收入合计 4795 亿元，同比增长 23%，归母净利润 1547 亿元，同比增长 25%，已超过去年全年水平。1) 收入端驱动净利润增长，财管相关业务资管、经纪、利息收入增速最高，分别为 25%、19%、15%，合计收入增量占总收入增量的 33%，为业绩的主要驱动力。2) 成本端信用减值损失计提金额由 175 亿元大幅减少至 36 亿元，对业绩拖累显著缓解。此外经营成本控制水平也有效提升，业务及管理费占总营收比例下降 150BP。3) 上市券商通过股债多渠道融资，总资产合计 10.3 万亿元，较年初增长 15%。杠杆倍数稳定提升至 3.84 倍，与利润增长共同驱动 ROE 上升，年化 ROE 同比提高 80BP 至 10.3%。
- **财富业务驱动增长，机构业务高基数下增幅收窄。**1) 财富业务：股基成交活跃驱动经纪业务净收入增长 19%，代销业务互联网平台优势显著保有份额大幅提升。行业资管规模已呈现止降回升趋势，主动管理占比加速提升，带动资管净收入强势增长 4.6%，单季收入持续提升。两融余额持续攀升，带动利息净收入稳健增长 15.1%。2) 机构业务：投行 IPO、可转债与债权承销规模增长，再融资家数增长而金额下滑，上年同期收入高基数拖累了投行业务净收入增速，前三季度仅增长 0.6%。3) 在股债市场行情波动背景下，自营业务净收入增长 10.0%，金融投资规模显著扩张，较年初增长 14.8%。
- **行业分化下大券商凸显成长与稳健兼具的特点，集中度略升。**前三季度行业分化持续，42 家上市券商中 32 家归母净利润正增长，23 家年化 ROE 提升。大券商表现更亮眼，凸显出成长性与稳健性兼具的特点：1) 在驱动成长的财富业务方面，券商资管规部分大中型券商率先呈现显著增长趋势，头部券商和资管特色券商资管净收入规模居前且增幅较中小券商高 25 个百分点。2) 在投行业务方面，头部券商维持较高集中度，收入增速较中小券商高 3 个百分点。3) 在自营业务方面，大券商收入增幅较中小券商高 30 个百分点。前 11 家大券商归母净利润占 42 家上市券商比例为 69%，同比提升 1 个百分点。

#### 投资建议

- **看好券商行业成长性，继续推荐重点受益的龙头券商和财富特色券商。**我们坚持看好资本市场供给侧持续改革叠加居民财富管理需求提升背景下券商板块的成长性，在和市场区间震荡的结构性行情中具备较高投资价值。当前券商市净率 1.66 倍，仅处于历史 30%-40%分位数区间，低估值与高景气度产生背离。未来财富管理预计仍然是券商业绩增长的主要动力，继续推荐财富管理驱动高增的财富特色券商和在业绩分化背景下稳健性与成长性兼具的龙头券商。**重点推荐中信证券、华泰证券、东方证券、兴业证券、东方财富。**

#### 风险提示

- 市场波动、政策出台与国际环境对行业的影响超预期。

#### 相关研究报告

《2021Q3 非银板块公募重仓数据点评：券商板块持续获增持，财富题材个股热度骤升》

20211102

《证券行业周点评：持续看好券商行业高景气度下的成长性》 20211017

《证券行业周点评：短期市场存在扰动，关注高确定性的券商板块》 20210926

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

#### 非银金融

证券分析师：林媛媛

0755-82560524

yuanyuan.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521060001

联系人：张天愉

(8610)66229087

tianyu.zhang@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300119080020

## 目录

1 业绩持续增长，分化下大券商集中度略升.....	5
2 财富业务驱动增长，机构业务高基数下增幅收窄 .....	11
3 盈利预测与投资建议.....	25
4 风险提示 .....	28

## 图表目录

图表 1. 上市券商营收及归母净利润变化.....	5
图表 2. 上市券商收入构成.....	5
图表 3. 前三季度上市券商各项业务收入及增速.....	5
图表 4. 上市券商各项业务收入增长贡献.....	6
图表 5. 上市券商净利润率变化.....	6
图表 6. 上市券商主要收支指标变化.....	7
图表 7. 2021 年 1-9 月券商融资情况.....	7
图表 8. 上市券商资产规模和杠杆倍数变化.....	7
图表 9. 上市券商 ROE 变化.....	8
图表 10. 上市券商 2021 年各季度财务指标变化.....	8
图表 11. Q3 单季上市券商各项收入金额.....	9
图表 12. Q3 单季上市券商各项收入变化.....	9
图表 13. 42 家上市券商业绩集中度变化.....	9
图表 14. 前三季度大券商 vs 中小券商各项业务同比增速.....	9
图表 15. 2021 年前三季度上市券商业绩排名（合并口径）.....	10
图表 16. 上市券商 2021 年前三季度经纪业务净收入.....	11
图表 17. 上市券商 2021Q3 单季经纪业务净收入.....	11
图表 18. 上市券商合计经纪业务净收入.....	12
图表 19. 全市场股票、基金成交金额.....	12
图表 20. 2021Q3 各类机构股票+混合型公募基金代销数据.....	12
图表 21. 2021Q3 上市券商股票+混合型公募基金代销数据.....	13
图表 22. 前三季度股权承销规模.....	13
图表 23. 前三季度债权承销规模.....	13
图表 24. 上市券商合计投行业务净收入.....	14
图表 25. 上市券商 2021 年前三季度投行业务净收入.....	14
图表 26. 上市券商 2021Q3 投行业务净收入.....	15
图表 27. 2021 年前三季度上市券商股权承销排名（合并口径）.....	16
图表 28. 2021 年前三季度上市券商债权承销排名（合并口径）.....	17
图表 29. 上市券商合计投行业务净收入.....	18
图表 30. 上市券商合计投行业务净收入（单季）.....	18
图表 31. 上市券商 2020 年资管业务净收入.....	18
图表 32. 上市券商 2021Q3 资管业务净收入.....	19
图表 33. 2017Q1-2021Q1 券商资管规模和主动管理占比变化.....	19

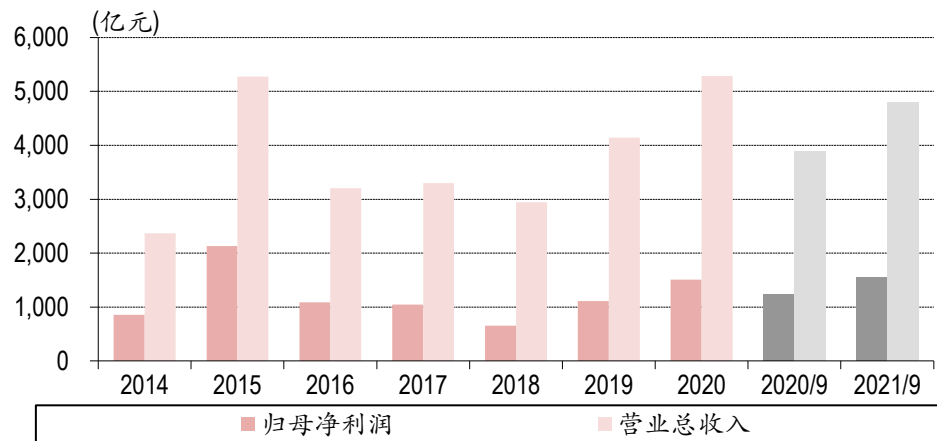
图表 34. 券商月均资管规模及环比增速（按 2021Q3 规模排名） .....	20
图表 35. 券商月均主动管理规模及增速（按 2021Q3 规模排名） .....	20
图表 36. 部分券商资管主动管理占比 .....	21
图表 37. 全市场两融余额变化.....	21
图表 38. 上市券商 2020 年利息净收入 .....	22
图表 39. 上市券商 2021Q1 利息净收入.....	22
图表 40. 自营业务净收入变化.....	22
图表 41. 股债市场主要指数累计涨跌幅 .....	22
图表 42. 上市券商 2021 年前三季度自营业务净收入 .....	23
图表 43. 上市券商 2021Q3 自营业务净收入 .....	23
图表 44. 上市券商自营规模变化 .....	24
图表 45. 2021 年证券行业业绩弹性测算 .....	26
图表 46. 上市券商市净率变化.....	27

## 1 业绩持续增长，分化下大券商集中度略升

### 1.1 上市券商业绩保持强劲增势，财富管理业务是主要驱动力

业绩保持强劲增势，前三季度归母净利润已超去年全年。42家上市券商合并口径合计实现营业收入4795亿元，同比增长23%。全年来看，历史上上市券商全年营收高点分别为2020年的5290亿元和2015年的5278亿元，2021年全年有望创下历史新高。2021年前三季度，上市券商归母净利润合计1547亿元，同比增长25%，已经超过去年全年的1462亿元。

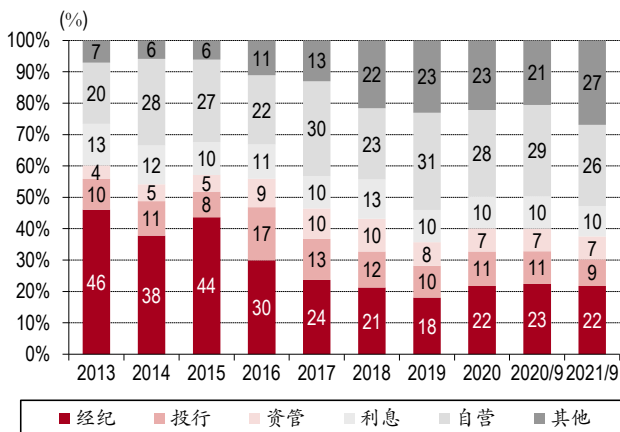
图表 1. 上市券商营收及归母净利润变化



资料来源：万得，中银证券

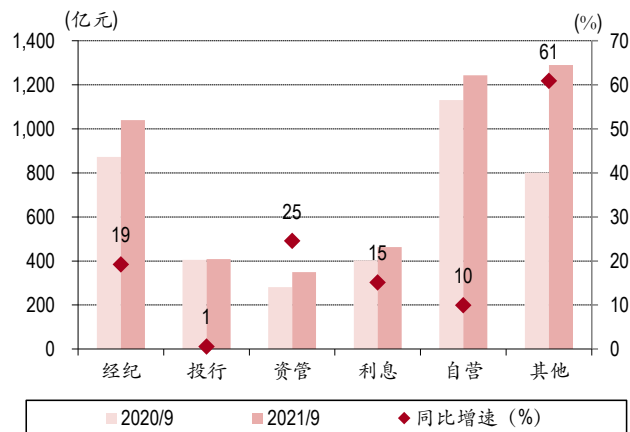
主营业务收入全线增长，自营业务收入占比下滑。经纪、投行、资管、利息、自营业务净收入同比增速分别为19%、1%、25%、12%、10%，受益于公募基金销售火热和券商资管产品改革的深化，资管净收入增幅最大。经纪、投行、资管、利息、自营业务净收入占比分别为20%、9%、9%、10%、28%，其中自营业务收入占比同比下滑3个百分点。

图表 2. 上市券商收入构成



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 前三季度上市券商各项业务收入及增速

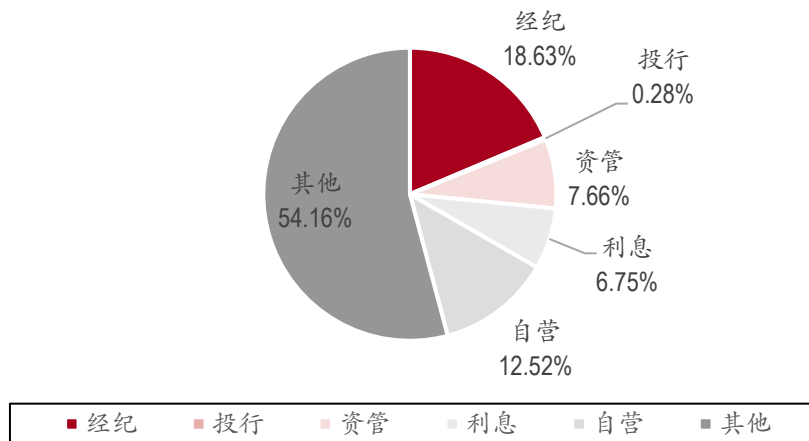


资料来源：万得，中银证券

财富管理是利润增长的主要驱动力。财富管理相关业务（经纪、资管、利息）收入合计1853亿元，占总营收比例高达39%，同比增幅为19%（298亿元）。将单项业务收入增长贡献定义为单项业务收入增量占总营收增量的比例，三项业务收入增长贡献合计33%。

大宗商品交易业务收入贡献高但利润贡献有限。五大主营业务以外的其他收入合计 1290 亿元，增长 61%，收入占比从 21% 大幅提升到了 27%，收入增长贡献高达 54%，一是由于其他收入中以大宗商品贸易业务收入为主，上半年大宗商品市场价格大幅上涨，导致券商前三季度整体大宗商品销售额大幅增长；二是不同于其他业务以净收入口径计入营业收入，大宗商品贸易业务的收入计入营业收入中的“其他业务收入”项，而其支出计入营业成本中的“其他业务支出”项。大宗商品业务毛利率较低，据各券商中报附注披露的数据，2021 上半年上市券商该业务毛利率平均仅为 3.72%，因此对净利润贡献较小。

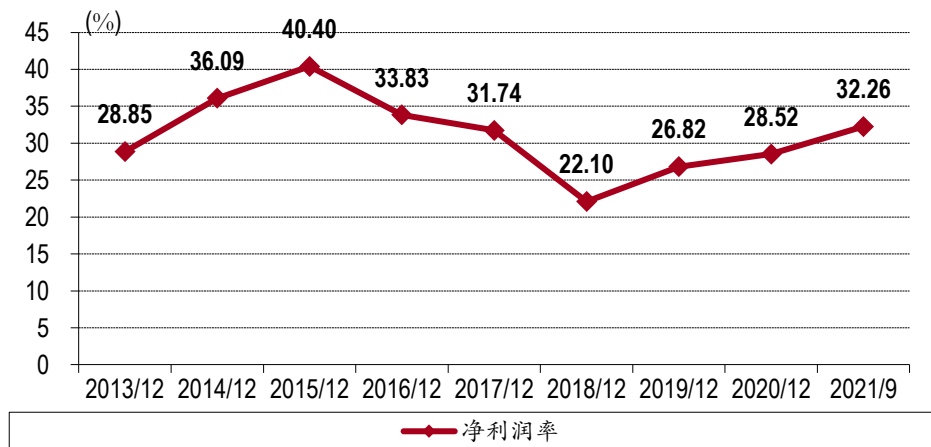
图表 4. 上市券商各项业务收入增长贡献



资料来源：万得，中银证券

归母净利润率略升 35BP，主要源于信用减值损失计提金额减少。上市券商整体成本控制水平提升，归母净利润率为 32%，同比略提升 35BP。一方面是由于上市券商成本控制水平提升。尽管业务及管理费金额增长了 18.5% 至 1822 亿元，但其占总营收的比例同比大幅下降 150BP 至 38.0%，业务及管理费成本减少 71 亿元 (=150BP x 2021 年前三季度总营收 4795 亿元)。更重要的原因是信用减值损失计提金额大幅减少，对净利润的拖累显著缓解。前三季度上市券商合计计提信用减值损失 36 亿元，较上年同期 175 亿元减少 80% (减少 139 亿元)。42 家上市券商中，35 家公司减少了信用减值损失计提金额或冲回计提。根据各公司三季报，信用减值计提减少主要是融资类业务的风险敞口降低。

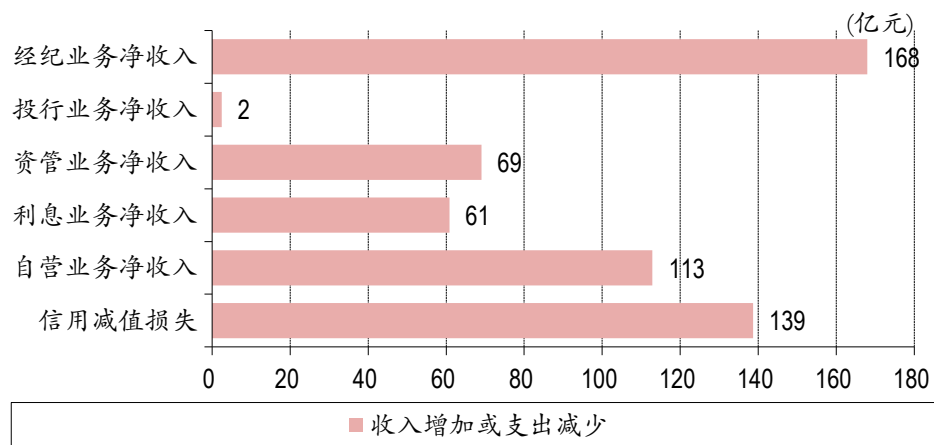
图表 5. 上市券商净利润率变化



资料来源：万得，中银证券



图表 6. 上市券商主要收支指标变化



资料来源：万得，中银证券

## 1.2 杠杆倍数稳健提高，与业绩增长共同驱动 ROE 上升

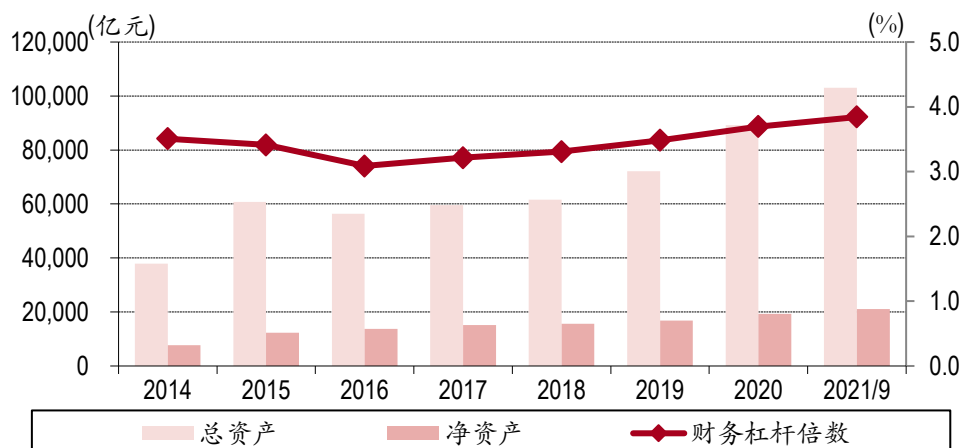
资产规模保持较高增速，杠杆倍数稳定提升。据万得公布数据统计，2021 年 1-9 月 42 家上市券商通过股权、债权融资方式分别募资 480 亿元和 6570 亿元。上市券商总资产合计 10.31 万亿元，净资产 2.10 万亿元，分别较 2020 年末增长 15% 和 9%。上市券商整体财务杠杆倍数为 3.84 倍，近五年来呈稳定提升趋势。

图表 7. 2021 年 1-9 月券商融资情况

融资方式	公司名称	募资金额 (亿元)
IPO	财达证券	18
	西部证券	75
增发	天风证券	82
	浙商证券	28
配股	红塔证券	79
	华安证券	40
可转债	东方财富	158
股权融资规模合计		480
债券发行规模合计		6,570

资料来源：万得，中银证券；债券发行规模包括公司债、次级债、永续债、资产支持证券、标准化票据等，不含短期融资券

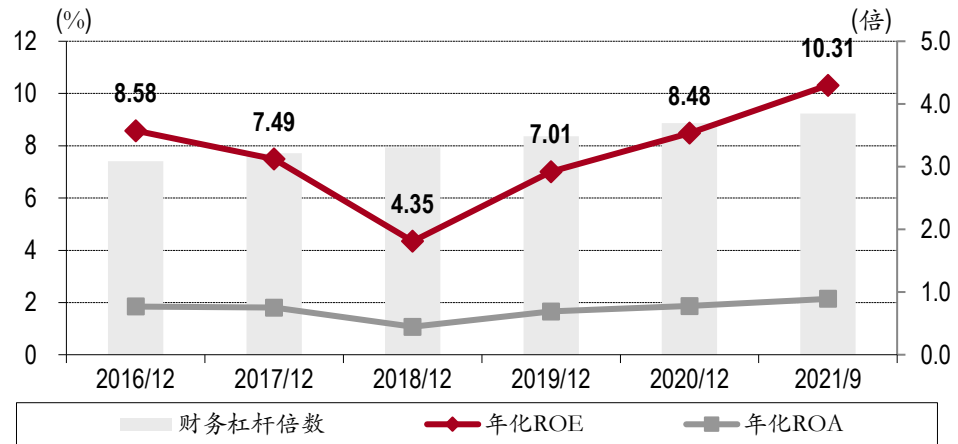
图表 8. 上市券商资产规模和杠杆倍数变化



资料来源：万得，中银证券；财务杠杆倍数剔除了代理买卖证券款和代理承销证券款

杠杆率和 ROA 共同驱动 ROE 提升。ROE 由上年同期的 9.5% 提高到 10.3%，一方面是在归母净利润持续增长的驱动下 ROA 提升，另一方面也是受到了杠杆倍数稳定提升的带动。

图表 9. 上市券商 ROE 变化



资料来源：万得，中银证券；财务杠杆倍数剔除了代理买卖证券款和代理承销证券款

### 1.3 单季经纪业务环、同比均大幅增长

Q3 单季业绩同比保持增长，环比小幅下滑。2021Q3 单季，上市券商合计收入 1672 亿元，同比增长 15%，环比微降 3%；归母净利润合计 527 亿元，同比增长 14%，环比下滑 9%。归母净资产和总资产规模较上季度末增长。

图表 10. 上市券商 2021 年各季度财务指标变化

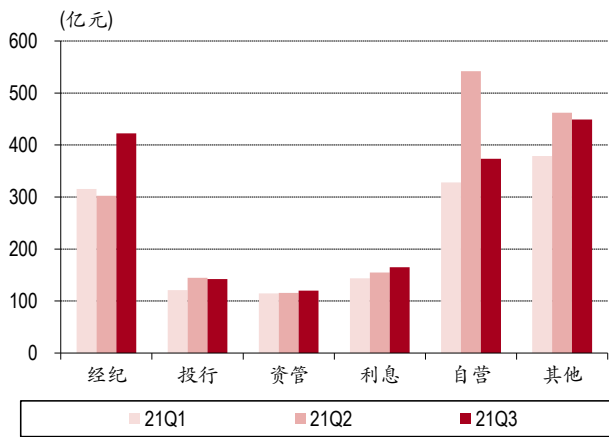
财务指标		21Q1	21Q2	21Q3
归母净利润	数值 (亿元)	444	576	527
	同比 (%)	+29	+31	+14
营业总收入	数值 (亿元)	1,402	1,721	1,672
	同比 (%)	+29	+28	+15
年化 ROE	数值 (%)	9.19	11.64	10.29
	同比 (BP)	+87BP	+118BP	-8BP
归母净资产	数值 (亿元)	19,534	20,055	20,904
总资产	数值 (亿元)	93,771	98,318	103,081
财务杠杆倍数	数值 (倍)	3.78	3.87	3.84

资料来源：万得，中银证券

单季经纪业务环、同比均大幅增长，自营环比基数高是业绩环比下滑的主因。Q3 单季，受益于股票成交持续活跃，经纪业务净收入同比、环比分别实现 13% 和 40% 的增长，成为 Q3 收入最大的主营业务，资管、利息净收入也实现同比、环比增长。投行业务单季同比高基数下滑 27%，环比基本持平。自营业务同比增长 7%，环比受高基数影响下滑 31%，由于自营业务净收入占总营收比例较高，因此自营业务 Q2 净收入较高是 Q3 业绩下滑的主要原因。

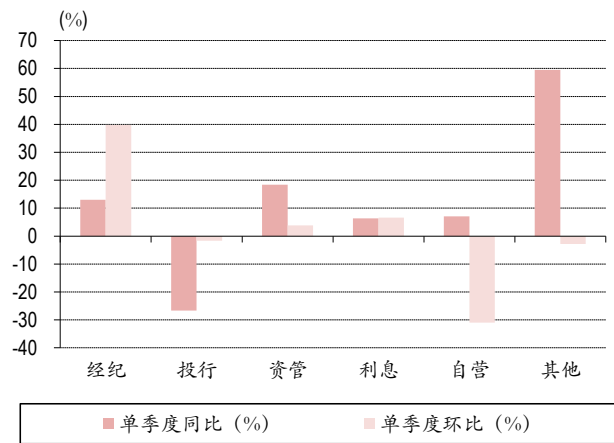


图表 11. Q3 单季上市券商各项收入金额



资料来源：万得，中银证券

图表 12. Q3 单季上市券商各项收入变化



资料来源：万得，中银证券

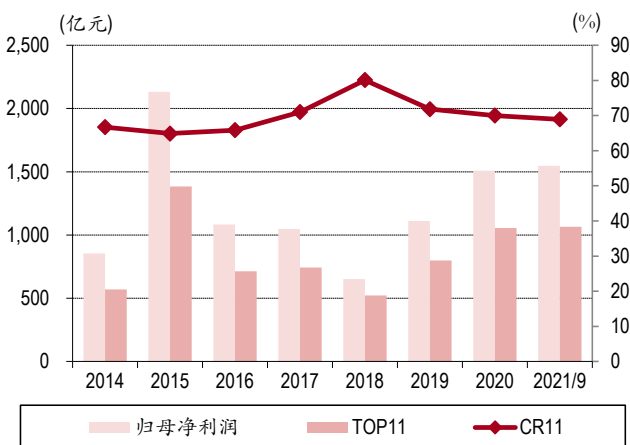
## 1.4 大券商成长性与稳健性兼具，行业集中度同比提升

行业分化持续背景下，大券商业绩表现更加亮眼。2021 年前三季度，42 家上市券商中 32 家实现归母净利润正增长，仅 23 家年化 ROE 提升。行业持续分化下，大券商业绩表现更加亮眼，前 11 家大券商归母净利润占 42 家上市券商比例维持 69% 的较高水平，同比提高 1 个百分点，大券商整体业绩同比增长 26.32%，较其他上市券商增幅高近 6 个百分点。大券商平均年化 ROE 达到 11.35%，较其他券商均值高近 3 个百分点，前 11 大券商均位列行业第一梯队。

大券商资管和自营业务增幅显著更高，凸显出成长性与稳健性兼具的特点。2021 年前三季度，大券商投行、资管、信用、自营、其他业务收入同比增幅均高于中小券商，增速差距分别为 3pct、25pct、8pct、30pct 和 9pct，经纪业务收入增速与中小券商持平。2021 年财富管理业务驱动业绩增长，投行业务也在注册制等资本市场供给侧改革催化下迎来新发展，而 Q1 和 Q3 市场波动导致自营业务成为业绩分化主因，大券商在资管、投行和自营业务方面增幅显著较高，凸显出成长性与稳健性兼备的特点。

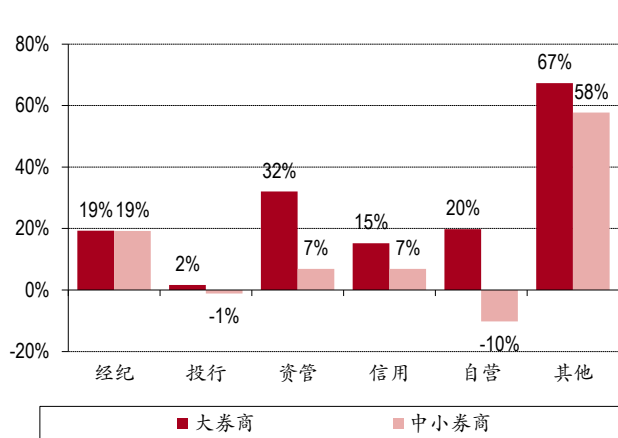
行业集中度与业绩同时提升。2021 年前三季度，前 11 家大券商归母净利润占 42 家上市券商合计值的 69%，同比提高 1 个百分点。此前，由于中小券商业绩弹性更高，大券商稳健性更强，当行业业绩增长时集中度通常出现下降，而行业业绩下滑时集中度提升，2021 年前三季度，行业业绩与集中度同时提升，体现在行业业绩分化的背景下，大券商成长性与稳健性兼备所带来的优势。

图表 13. 42 家上市券商业绩集中度变化



资料来源：万得，中银证券

图表 14. 前三季度大券商 vs 中小券商各项业务同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 15. 2021 年前三季度上市券商业绩排名 (合并口径)

排名	券商名称	归母净利润 (百万元)	同比增速(%)	营业总收入 (百万元)	同比增速(%)	年化 ROE(%)	同比变化百分点
1	中信证券	17,645	39.37	57,812	37.66	12.20	2.86
2	海通证券	11,826	39.10	34,839	23.31	9.99	2.63
3	国泰君安	11,635	29.97	31,907	23.97	11.04	2.28
4	华泰证券	11,049	25.00	26,907	10.57	10.98	1.54
5	广发证券	8,641	6.15	26,871	25.49	11.39	(0.19)
6	招商证券	8,501	16.92	21,782	21.67	10.53	1.40
7	国信证券	7,800	42.48	16,996	21.40	11.85	1.09
8	中金公司	7,454	52.39	21,686	29.08	13.00	0.56
9	申万宏源	7,409	13.48	24,891	15.88	10.56	0.35
10	银河证券	7,401	30.97	26,103	44.37	11.12	0.75
11	中信建投	7,258	(3.11)	20,611	29.96	13.39	(3.50)
12	东方财富	6,234	83.48	9,636	62.07	22.41	5.32
13	东方证券	4,321	41.62	18,840	17.37	9.33	2.22
14	兴业证券	3,523	16.31	13,884	2.87	12.09	0.76
15	光大证券	3,257	(1.60)	12,305	15.32	7.89	(0.94)
16	中泰证券	2,544	10.88	9,003	19.58	9.92	0.77
17	长江证券	2,199	13.85	6,648	12.66	9.85	0.79
18	方正证券	1,928	30.08	6,459	12.82	6.35	1.31
19	东吴证券	1,905	27.71	6,391	19.86	8.97	0.78
20	财通证券	1,594	5.30	4,608	(0.98)	8.99	(0.26)
21	浙商证券	1,588	54.61	12,079	70.32	9.95	1.79
22	国金证券	1,538	(1.72)	4,919	4.04	8.89	(0.86)
23	华西证券	1,427	(6.08)	3,966	16.04	8.69	(1.29)
24	长城证券	1,355	17.26	5,882	21.49	9.70	0.82
25	国元证券	1,326	22.74	3,708	4.96	5.63	(0.13)
26	东北证券	1,215	24.97	5,080	0.05	9.44	1.31
27	东兴证券	1,180	(7.26)	3,825	(7.03)	7.32	(0.91)
28	红塔证券	1,055	14.15	5,486	62.74	7.56	(1.46)
29	西部证券	990	6.94	4,793	30.93	5.01	(1.84)
30	华安证券	968	(3.40)	2,262	(11.17)	7.69	(2.01)
31	中银证券	943	11.21	2,630	0.92	8.20	0.03
32	西南证券	904	20.17	2,562	9.33	4.78	0.26
33	南京证券	883	23.47	2,110	11.15	7.33	(1.15)
34	国海证券	780	(15.10)	3,940	8.09	5.61	(1.88)
35	国联证券	657	43.07	2,054	50.44	6.57	(0.03)
36	天风证券	635	(9.61)	2,918	(15.00)	3.88	(2.32)
37	第一创业	625	11.65	2,417	16.53	5.90	(0.67)
38	山西证券	616	(13.97)	2,895	7.12	4.84	(1.65)
39	财达证券	546	52.07	1,963	24.41	7.30	(3.75)
40	中原证券	497	472.61	3,474	57.30	4.88	3.88
41	华林证券	481	(27.20)	1,064	(7.67)	10.44	(5.33)
42	太平洋	340	243.21	1,277	59.92	4.65	3.38
	<b>上市券商</b>	<b>154,675</b>	<b>24.51</b>	<b>479,483</b>	<b>23.15</b>	<b>10.31</b>	<b>0.82</b>

资料来源: 万得, 中银证券

## 2 财富业务驱动增长，机构业务高基数下增幅收窄

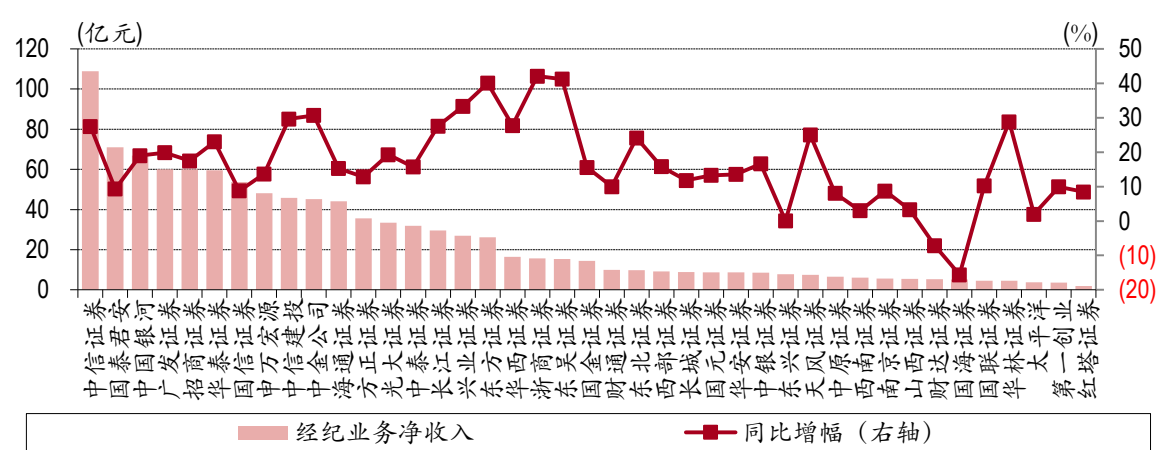
### 2.1 经纪：Q3 股基交投显著活跃驱动收入增长，互联网代销保有量强势增长

经纪业务保持增长，中信证券经纪收入规模大幅领跑行业。

**前三季度：**42 家上市券商经纪业务净收入合计增长 19% 至 1040 亿元，中信证券以 109 亿元的净收入金额领跑行业，国泰君安和中国银河分别以 71 亿元和 67 亿元居二、三名。前三季度增幅最高为浙商证券 (+42%)、东吴证券 (+41%) 和东方证券 (+40%)。

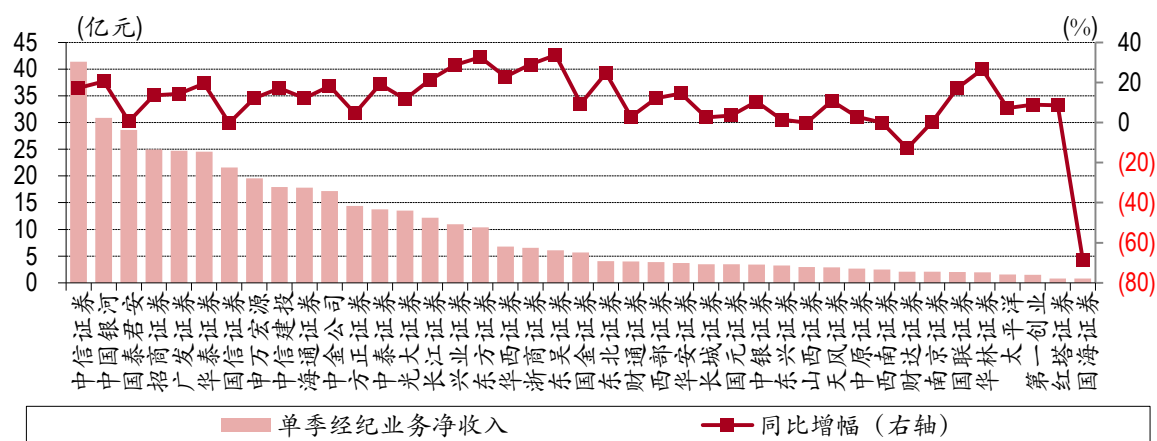
**Q3 单季：**42 家上市券商同比增长 13%，单季环比增长 40%。中信证券 (41 亿元)、中国银河 (31 亿元)、国泰君安 (29 亿元) 继续包揽收入规模前三名，东吴证券 (+34%)、东方证券 (+33%)、浙商证券 (+29%) 同比增速最高，申万宏源 (+19%)、华安证券 (+18%)、东吴证券 (+18%) 环比增速更强。

图表 16. 上市券商 2021 年前三季度经纪业务净收入



资料来源：万得，中银证券；东方财富因会计科目不同未包含在内

图表 17. 上市券商 2021Q3 单季经纪业务净收入

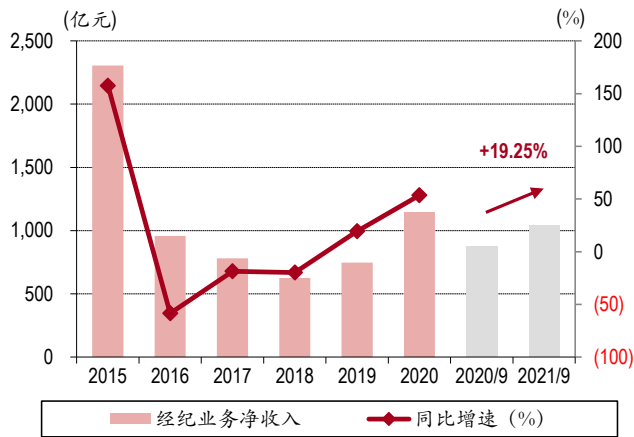


资料来源：万得，中银证券；东方财富因会计科目不同未包含在内

**股基成交活跃度持续提高，经纪业务净收入增幅低于成交额增速。**2021 年前三季度，全市场股基日均成交额 1.14 万亿元，同比增长 24%，其中 Q3 单季市场成交持续活跃，股基日均交易额达到 1.38 万亿元，在上年同期的高基数上增长 24%。市场持续活跃带动前三季度经纪业务净收入增长 19% 至 1040 亿元，其中单季同比增长 13%，环比增长 40%。无论是前三季度合计还是 Q3 单季，上市券商经纪业务净收入增速不及成交额增速，可能主要由于行业平均经纪净佣金率持续下滑，拖累经纪业务收入弹性。

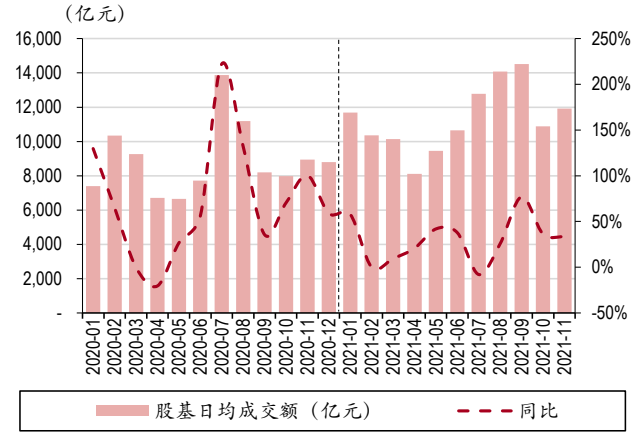
Q4 日均成交额仍高于万亿元，代买业务同比增势有望延续。进入 Q4 以来，尽管交投活跃度有所回落，但截至 11 月 16 日，日均成交额仍在万亿元水平线以上，较 2020 年 Q4 日均成交额（8635 亿元）有 31% 的增幅，Q4 和全年都有望延续代理买卖证券业务的增长趋势。

图表 18. 上市券商合计经纪业务净收入



资料来源：万得，中银证券；东方财富因会计科目不同未包含在内

图表 19. 全市场股票、基金成交金额



资料来源：万得，中银证券；2021 年 11 月数据截至 2021 年 11 月 16 日

东方财富旗下天天基金 Q3 代销保有量市场份额提升最多，传统券商整体份额下滑。金融产品代销业务方面，第三方基金销售机构股票与混合基金保有金额在前三个季度内保持增长，截至 Q3，保有量在百强机构中的份额较 Q2 末提升 90BP 至 25.1%，其中蚂蚁基金代销保有量较上季末增长 3.4%，份额提升 40BP 至 11.1%，百强中位居第二名，东方财富旗下的天天基金保有量排名第四，保有量环比增长 9.6%，份额提升 70BP 至 7.9%，在百强中提升幅度最大。传统券商保有金额下滑 11%，代销百强中市场份额由 21Q2 的 17.1% 下滑至 21Q3 的 15.3%，中信建投和中金财富保有量在百强中份额增长较多，分别为 +8BP 和 +4BP，中信证券、华泰证券、广发证券仍然位列代销保有规模前三名。

图表 20. 2021Q3 各类机构股票+混合型公募基金代销数据

	Q3 保有量规模 (亿元)	较 Q2 变化 (%)	在百强中的份额 (%)	较 Q2 变化 (BP)
银行	36,405	-0.49	59.13	-28
第三方	15,472	+8.30	25.13	+193
券商	9,426	-10.64	15.31	-182
保险	269	+61.08	0.44	+17
百强合计	61,572	-0.02	100	-

资料来源：万得，中银证券；所有数据均为股票与混合型公募基金的代销数据

图表 21. 2021Q3 上市券商股票+混合型公募基金代销数据

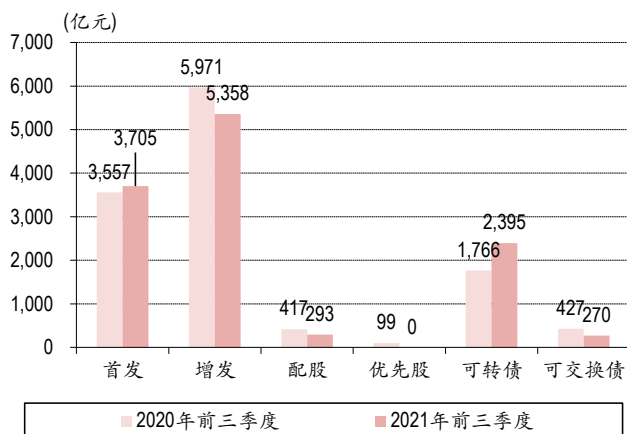
	Q3 保有量规模 (亿元)	较 Q2 变化(%)	在百强中的份额(%)	较 Q2 变化(BP)	在百强中名次	较 Q2 变化
中信证券	1,095	-7.52	1.78	-0.14	14	降 1
华泰证券	823	-23.73	1.34	-0.42	18	降 3
广发证券	736	-6.24	1.20	-0.08	19	降 1
中信建投	594	9.39	0.96	0.08	21	-
招商证券	466	-5.67	0.76	-0.05	23	降 1
东方证券	452	-8.50	0.73	-0.07	25	降 3
兴业证券	442	-5.76	0.72	-0.04	27	降 1
中国银河	432	-9.05	0.70	-0.07	28	降 3
国信证券	394	-19.92	0.64	-0.16	29	降 5
海通证券	361	-2.96	0.59	-0.02	30	-
国泰君安	349	-23.30	0.57	-0.17	31	降 4
申万宏源	272	-4.23	0.44	-0.02	37	降 4
平安证券	268	1.13	0.44	0.00	38	降 3
方正证券	228	-13.64	0.37	-0.06	41	降 5
长江证券	200	-6.54	0.32	-0.02	45	降 4
安信证券	198	2.59	0.32	0.01	46	降 2
中金财富	190	13.10	0.31	0.04	47	升 1
光大证券	184	-13.21	0.30	-0.05	48	降 6
中泰证券	173	5.49	0.28	0.01	50	-
国金证券	156	-4.29	0.25	-0.01	51	-

资料来源：万得，中银证券；所有数据均为股票与混合型公募基金的代销数据

## 2.2 投行：受高基数影响增幅收窄，头部效应依然显著

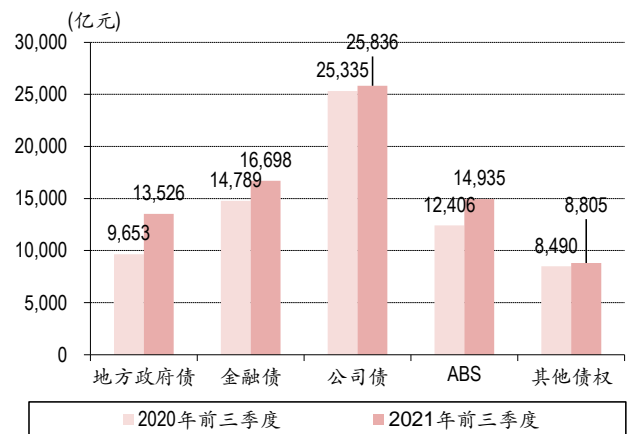
全市场 IPO、可转债与债权融资规模增长，再融资规模下滑。随着注册制试点的持续推进，前三季度券商 IPO 承销合计家数增加 17% 至 441 家，金额 3705 亿元，同比增长 19%；定增新规发布助长公司定增热情，增发家数大增 65%，但融资规模下滑 10% 至 5358 亿元；可转债家数减少 32%，但融资规模增长 36% 至 2395 亿元。券商各类债券承销规模均呈扩大趋势，其中地方政府债和资产支持证券的增长金额和幅度均为最大，分别为增长 3873 亿元 (+40.1%) 和增长 2528 亿元 (+20.4%)。券商债权承销规模整体增长 12.9% 至 79801 亿元。

图表 22. 前三季度股权承销规模



资料来源：万得，中银证券

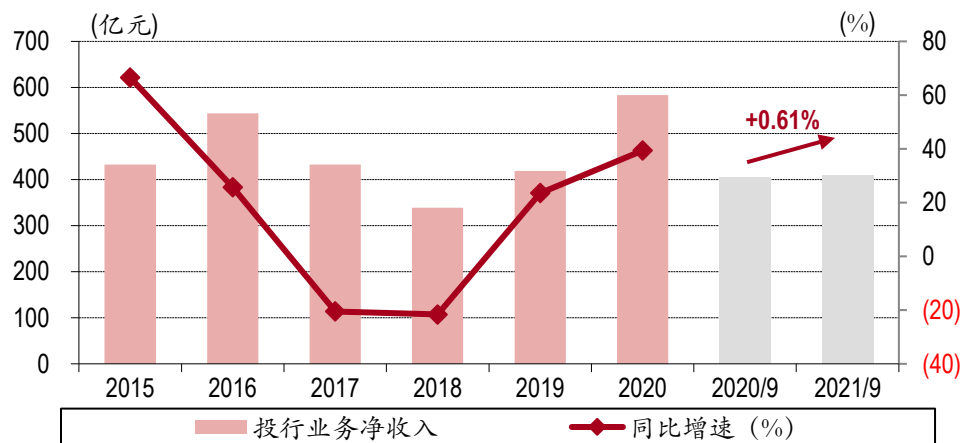
图表 23. 前三季度债权承销规模



资料来源：万得，中银证券

上年同期高基数拖累投行业务净收入增速。2021 年前三季度，上市券商投行业务净收入合计 408 亿元，同比仅增长 0.6%，其中 Q1 和 Q2 投行业务净收入分别为 90 亿元和 121 亿元，同比保持稳定增长，但由于 20Q3 净收入高达 194 亿元，高基数导致 21Q3 净收入（142 亿元）同比下滑 27%。

图表 24. 上市券商合计投行业务净收入



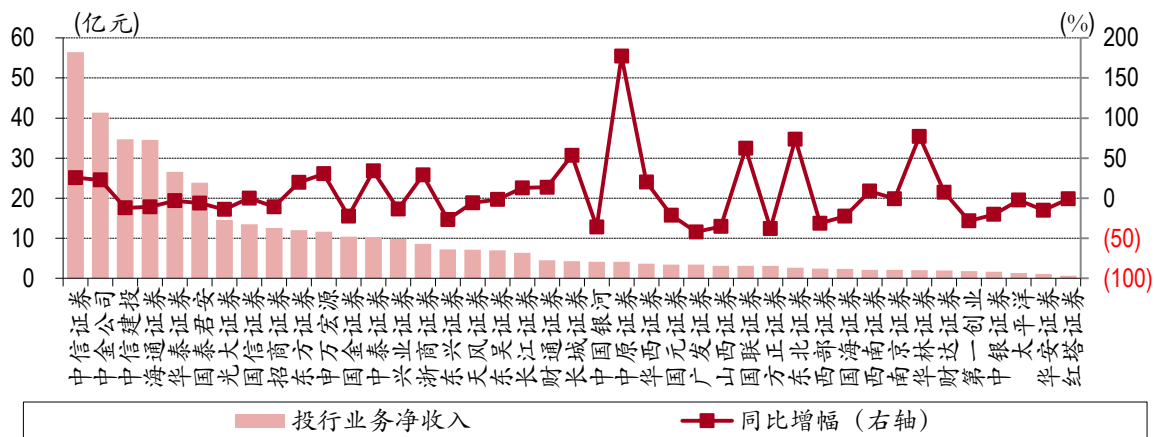
资料来源：万得，中银证券；东方财富因会计科目不同未包含在内

高基数影响下，上市券商投行业务严重分化。41家上市券商中（东方财富因会计科目不同未包含在内），仅10家券商Q3单季投行业务正增长，17家券商前三季度投行业务收入正增长。

前三季度：中信证券（56亿元）、中金公司（41亿元）、中信建投（35亿元）投行业务净收入最高，同比增速前三名为中原证券（+177%）、华林证券（+77%）、东北证券（+73%）。

Q3单季：中信证券（23亿元）、中信建投（15亿元）、中金公司（14亿元）单季投行业务净收入最高，同比增速前三名为东北证券（+273%）、中原证券（+192%）、国联证券（+70%），环比增速前三名为中原证券（+134%）、东北证券（+128%）、中国银河（+117%）。

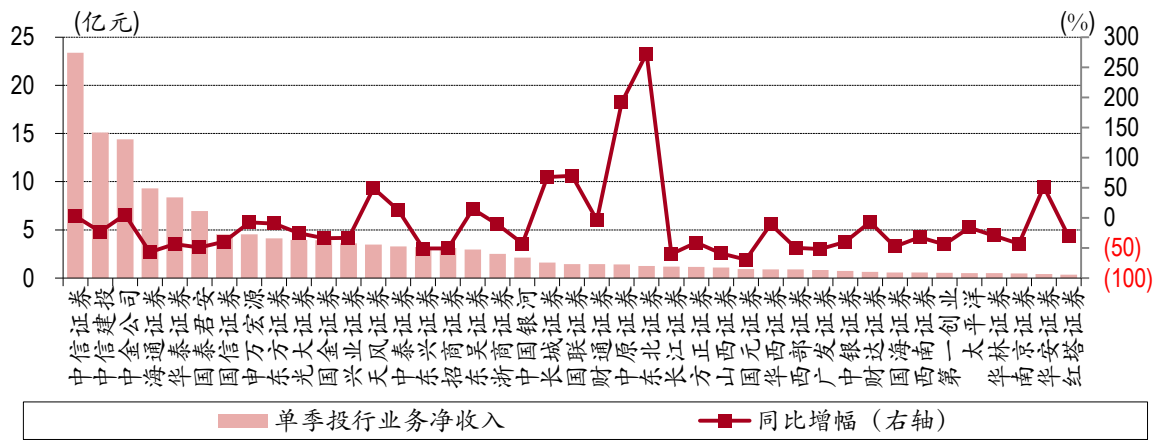
图表 25. 上市券商 2021 年前三季度投行业务净收入



资料来源：万得，中银证券；东方财富因会计科目不同未包含在内



图表 26. 上市券商 2021Q3 投行业务净收入



资料来源：万得，中银证券；东方财富因会计科目不同未包含在内

**投行业务头部效应仍然显著。**2021 年前三季度，投行业务收入和股债承销规模的头部效应依然显著，中信证券、中信建投、中金公司、海通证券、华泰证券、国泰君安 6 家公司在承销规模和投行净收入方面均稳居前六名（不同项目排名不同）。投行业务净收入 CR6 为 53%，股权承销规模 CR6 为 61%，与上年同期基本一致，而债权承销规模集中度出现较大提升，CR6 为 52%，同比增加 4 个百分点。投行业务的开展依托于券商的渠道资源、客户关系、人才团队、自有资金的充足度以及市场地位，而头部券商在这些方面均具备比较优势。科创板、创业板、债券承销注册制的落实以及新退市制度的出台，更加突出了投行“二级市场看门人”的职责，对券商投行的定价与销售能力提出了更高的要求，头部券商投行业务综合实力强劲的优势得到了较大的发挥。

图表 27. 2021 年前三季度上市券商股权承销排名（合并口径）

排名	上市券商	20 年 1-9 月 市场份额(%)	21 年 1-9 月 市场份额(%)	股权承销合计 (亿元)	IPO (亿元)	增发 (亿元)	配股 (亿元)	可转债 (亿元)
1	中信证券	18.47	16.69	2,007	621	1,025	12	307
2	中金公司	7.70	13.05	1,569	601	630	0	338
3	中信建投	14.29	9.65	1,160	337	528	15	272
4	国泰君安	6.80	9.09	1,093	189	285	0	605
5	华泰证券	8.42	8.85	1,063	190	472	91	310
6	海通证券	6.62	3.69	444	235	144	0	64
7	中泰证券	0.76	3.13	377	74	226	40	8
8	国信证券	1.52	2.72	327	71	200	12	28
9	东方证券	1.00	2.44	293	125	158	0	0
10	招商证券	2.94	2.15	259	91	88	18	63
11	申万宏源	2.42	1.87	225	70	104	0	51
12	国金证券	1.59	1.45	174	73	89	0	12
13	兴业证券	1.45	1.21	146	88	41	0	17
14	长江证券	0.57	1.15	138	66	51	0	21
15	光大证券	1.42	0.94	113	86	16	0	12
16	天风证券	0.63	0.87	105	6	90	0	9
17	西南证券	0.05	0.85	102	2	38	0	2
18	东吴证券	0.64	0.82	99	27	22	40	10
19	中原证券	0.88	0.77	93	54	35	0	4
20	浙商证券	0.62	0.75	90	27	19	0	44
21	山西证券	0.79	0.71	85	5	68	0	12
22	国元证券	0.63	0.70	84	22	60	0	0
23	东兴证券	1.21	0.62	74	36	27	0	12
24	中银证券	0.28	0.57	69	13	4	52	0
25	财通证券	0.31	0.44	53	38	0	0	15
26	华西证券	1.47	0.41	49	12	23	15	0
27	西部证券	0.28	0.39	47	16	28	0	3
28	长城证券	0.14	0.36	44	27	17	0	0
29	华林证券	0.27	0.28	34	26	5	0	4
30	东北证券	0.52	0.28	33	23	0	0	10
31	国海证券	0.09	0.23	27	7	21	0	0
32	方正证券	0.14	0.19	23	0	23	0	0
33	第一创业	0.44	0.17	21	15	6	0	0
34	红塔证券	0.27	0.12	14	2	0	0	0
35	南京证券	0.61	0.10	12	8	4	0	0
36	太平洋	0.03	0.10	12	9	3	0	0
37	华安证券	0.12	0.07	9	0	9	0	0
38	广发证券	0.39	0.02	2	0	2	0	0
39	银河证券	0.00	0.00	0	0	0	0	0
40	东方财富	0.00	0.00	0	0	0	0	0
41	国联证券	0.00	0.00	0	0	0	0	0
42	财达证券	0.00	0.00	0	0	0	0	0
	<b>上市券商</b>	<b>86.79</b>	<b>87.91</b>	<b>10,568</b>	<b>3,289</b>	<b>4,563</b>	<b>293</b>	<b>2,231</b>
	<b>行业合计</b>	<b>100.00</b>	<b>100.00</b>	<b>12,022</b>	<b>3,705</b>	<b>5,358</b>	<b>293</b>	<b>2,395</b>
	<b>CR3(%)</b>	<b>41.18</b>	<b>39.39</b>	<b>39.39</b>	<b>42.09</b>	<b>40.76</b>	<b>62.36</b>	<b>52.33</b>
	<b>CR6(%)</b>	<b>62.28</b>	<b>61.02</b>	<b>61.02</b>	<b>58.66</b>	<b>59.12</b>	<b>86.99</b>	<b>79.19</b>

资料来源：万得，中银证券

图表 28. 2021 年前三季度上市券商债权承销排名（合并口径）

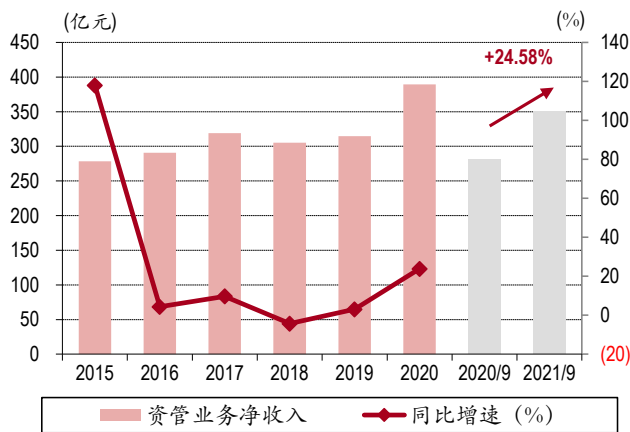
排名	上市券商	20 年 1-9 月 市场份额(%)	21 年 1-9 月 市场份额(%)	债权承销合计 (亿元)	地方政府债 (亿元)	金融债 (亿元)	公司债 (亿元)	资产支持 证券(亿元)
1	中信证券	12.62	13.45	10,734	2,497	2,507	2,388	2,315
2	中信建投	11.76	11.69	9,326	1,971	1,531	2,858	1,254
3	国泰君安	6.52	7.55	6,023	1,105	1,677	1,681	982
4	华泰证券	5.37	7.51	5,993	2,165	1,184	1,204	906
5	中金公司	6.45	6.45	5,150	751	1,463	1,143	1,347
6	海通证券	5.15	4.98	3,977	784	873	1,131	502
7	招商证券	3.38	4.01	3,199	0	1,504	366	1,034
8	光大证券	4.21	3.78	3,013	682	612	666	641
9	东方证券	2.14	2.74	2,183	1,190	274	315	113
10	申万宏源	2.06	2.69	2,150	174	943	711	219
11	国信证券	1.88	2.55	2,033	40	527	586	238
12	中泰证券	1.63	2.07	1,650	421	169	776	254
13	中银证券	2.81	1.47	1,169	0	778	201	191
14	兴业证券	1.28	1.30	1,039	0	123	442	368
15	浙商证券	0.99	1.27	1,013	0	0	954	0
16	东吴证券	0.96	1.13	904	0	266	518	83
17	天风证券	1.42	1.13	902	0	92	523	91
18	国金证券	1.04	0.83	660	0	0	557	65
19	东兴证券	0.77	0.73	579	0	53	234	284
20	财通证券	0.57	0.62	498	0	20	374	0
21	财达证券	0.46	0.60	478	225	39	193	0
22	长城证券	0.60	0.49	390	85	38	159	79
23	方正证券	0.84	0.43	344	0	0	283	7
24	国联证券	0.20	0.35	283	0	10	155	117
25	长江证券	0.63	0.34	273	0	0	136	11
26	华西证券	0.62	0.32	257	1	0	212	24
27	山西证券	0.61	0.31	246	166	36	42	0
28	广发证券	1.36	0.28	226	85	13	11	44
29	南京证券	0.13	0.21	171	0	77	36	14
30	华林证券	0.13	0.21	166	166	0	0	0
31	华安证券	0.10	0.20	161	0	44	107	5
32	西南证券	0.23	0.20	157	0	30	114	0
33	国海证券	0.39	0.18	141	0	0	119	16
34	太平洋	0.17	0.11	89	0	8	44	20
35	国元证券	0.28	0.11	85	0	0	73	0
36	西部证券	0.13	0.09	74	0	5	36	17
37	红塔证券	0.02	0.08	66	0	36	12	0
38	第一创业	0.25	0.08	61	14	0	36	6
39	中原证券	0.13	0.06	47	0	0	41	0
40	东北证券	0.24	0.05	37	0	0	37	0
41	东方财富	0.02	0.04	30	0	0	30	0
42	银河证券	0.00	0.00	0	0	0	0	0
	上市券商	80.56	82.68	65,976	12,520	14,932	19,502	11,246
	行业合计	100.00	100.00	79,796	13,526	16,698	25,836	14,930
	CR3(%)	30.91	32.69	32.69	49.04	34.22	26.81	35.75
	CR6(%)	47.87	51.64	51.64	71.80	59.09	40.27	58.09

资料来源：万得，中银证券

### 2.3 资管：部分券商资管规模呈现止降回升势头，主动管理占比持续提升

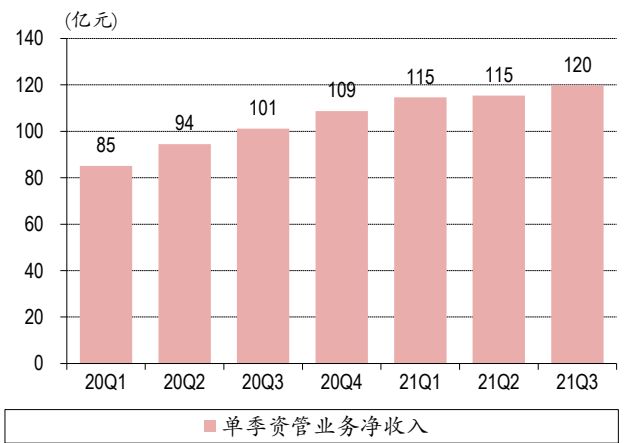
单季资管净收入持续提升。2021 年前三季度，上市券商合计实现资管业务净收入 350 亿元，同比增长 24.6%，其中 Q3 单季实现 120 亿元资管净收入，不仅同比增长 18.4%，环比也实现持续增长。

图表 29. 上市券商合计投行业务净收入



资料来源：万得，中银证券；东方财富因会计科目不同未包含在内

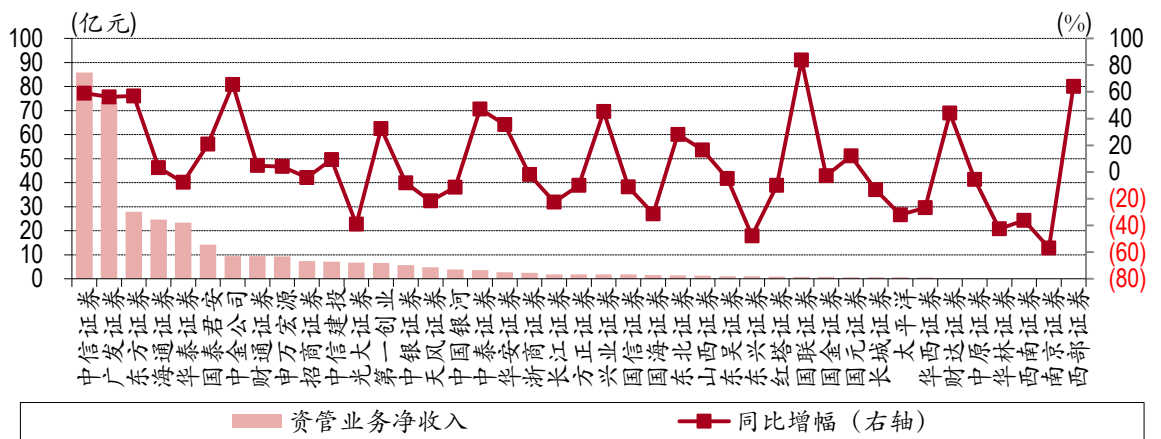
图表 30. 上市券商合计投行业务净收入（单季）



资料来源：万得，中银证券；东方财富因会计科目不同未包含在内

头部券商和资管特色券商收入规模居前且增长强势。前三季度，中信证券（86 亿元）、广发证券（74 亿元）资管业务净收入与其他券商间仍存断层，东方证券（25 亿元）位列第三。三家券商不仅资管净收入处于头部，收入增速也紧随国联证券（+84%）、中金公司（+65%）、西部证券（+64%）之后，展现出在财富管理赛道上的成长性。Q3 单季，中信证券（30 亿元）、广发证券（25 亿元）、东方证券（9 亿元）为收入规模前三，同比增速最高为国联证券（+265%）、太平洋（+232%）、中泰证券（+166%），环比增速最高为中泰证券（1257%）、太平洋（+172%）、西南证券（+85%）。

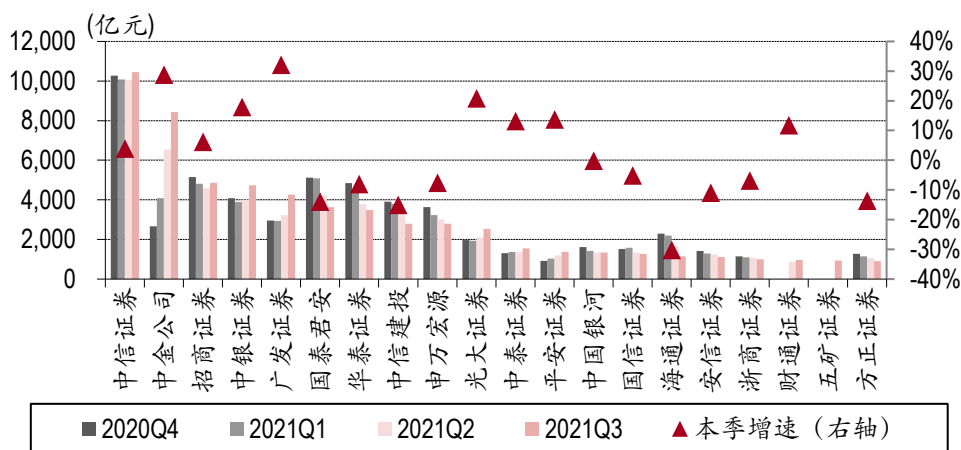
图表 31. 上市券商 2020 年资管业务净收入



资料来源：万得，中银证券；东方财富因会计科目不同未包含在内



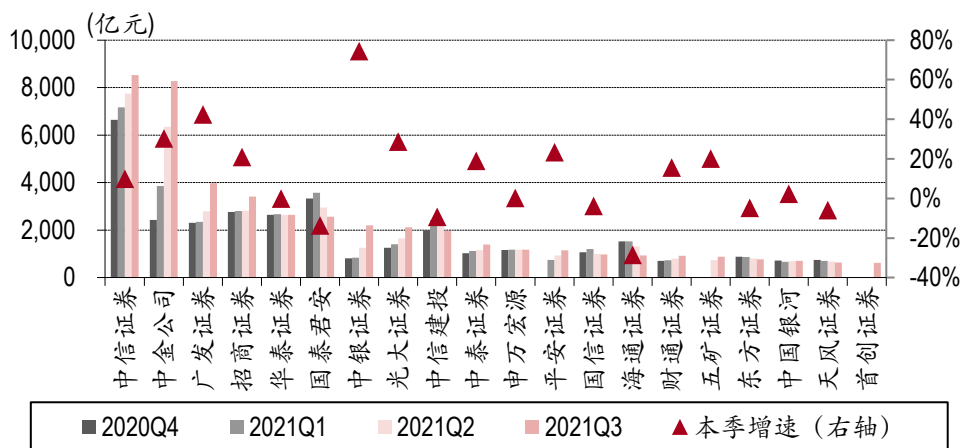
图表 34. 券商月均资管规模及环比增速（按 2021Q3 规模排名）



资料来源：中基协，中银证券

券商主动管理占比进一步提升。1) 从主动管理资管规模来看，2021Q3 月均资管规模排名前 20 的券商中，中信证券主动管理资管规模 8528 亿元，位居第一，中金公司、广发证券月均主动管理资管规模分别为 8277 亿元、3976 亿元，不仅规模分列二、三名，单季增速也跻身前三。2) 从主动管理占比来看，中基协披露数据的上市券商主动管理占比进一步提升，中银证券主动管理占比提升 15 个百分点，9 家券商主动管理占比超过 80%，最高为中金公司的 98.3%。

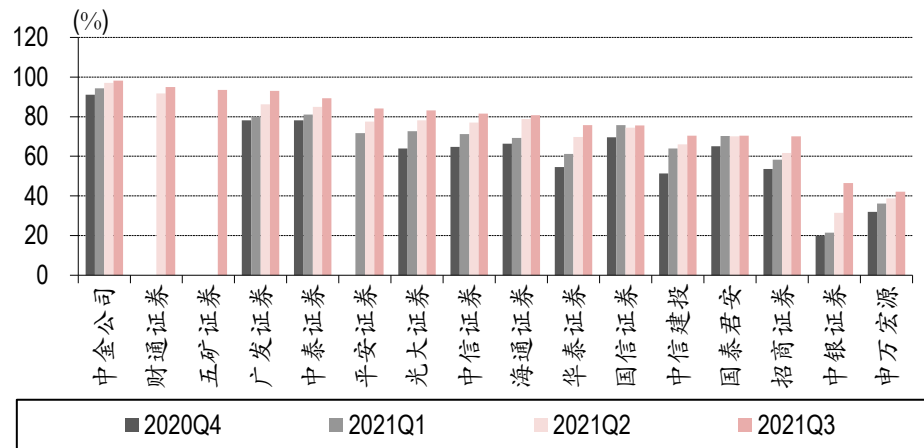
图表 35. 券商月均主动管理规模及增速（按 2021Q3 规模排名）



资料来源：中基协，中银证券



图表 36.部分券商资管主动管理占比

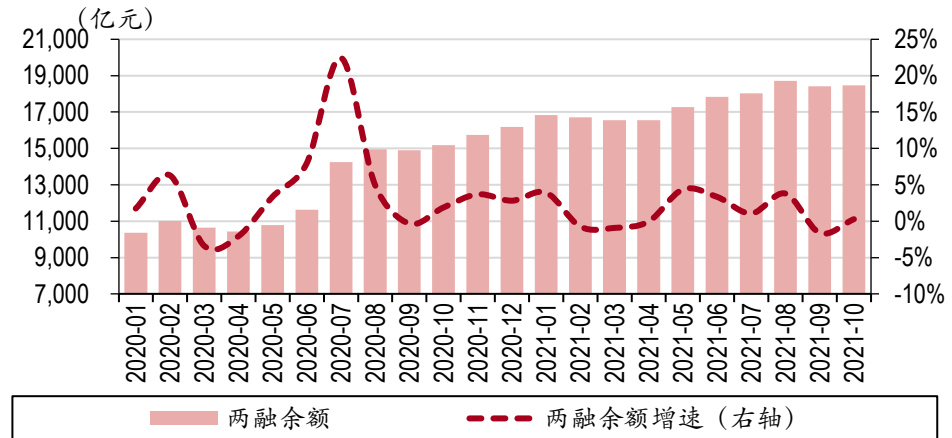


资料来源：中基协，中银证券

## 2.4 信用：前三季度两融规模继续攀升驱动利息净收入稳健增长

两融余额持续攀升，带动上市券商利息净收入稳健增长。2019年起多重利好政策激活两融市场，近两年全市场两融余额持续趋势性攀升，由年初的1.62万亿元提升至9月末的1.84万亿元，累计增加14.1%。两融市场持续繁荣下上市券商合计利息净收入前三季度同比增长15%，单季同比增长6%，环比增长7%。

图表 37.全市场两融余额变化



资料来源：万得，中银证券

**前三季度：**上市券商利息净收入排名前三的分别为海通证券（51亿元）、中信证券（44亿元）、国泰君安（44亿元），收入增速前三的券商为中信证券（+139%）、天风证券（+88%）、东方证券（+87%）。

**Q3单季：**中信证券（21亿元）、海通证券（17亿元）、中国银河（15亿元）排名前三，太平洋（+364%）、天风证券（+216%）、中信证券（+102%）位列同比增幅榜前三名，国海证券（+306%）、东北证券（+169%）、第一创业（+123%）位列环比增幅前三名。



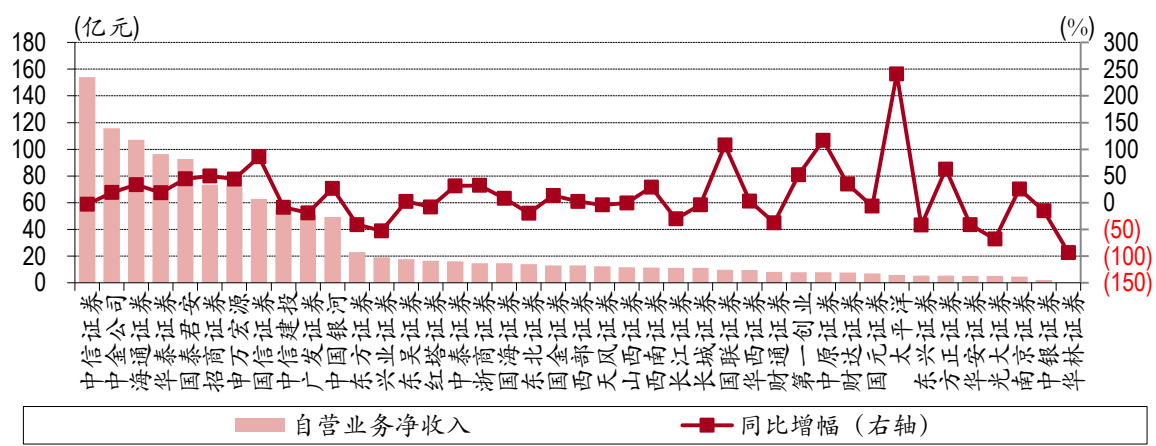
市场行情波动导致自营业务分化态势延续。2021前三季度上证指数累计涨幅1.9%，深证成指累计跌幅3.5%；债市指数整体呈现上升趋势，累计上涨1.6%，但三季度单季出现了大幅度先升后降的变化。在市场呈现结构性行情为主的震荡波动态势下，券商自营业务分化延续，41家上市券商中仅有23家实现前三季度自营业务净收入正增长，Q3单季增长的为22家，分化态势延续。

前三季度，中信证券、中金公司、海通证券位列自营业务净收入前三，分别实现154亿元、116亿元、107亿元，太平洋(+241%)、中原证券(+117%)、国联证券(+108%)同比增速排名前三。

Q3单季，中信证券(40亿元)、海通证券(40亿元)、中金公司(34亿元)自营业务净收入前三，第一创业(+1180%)、浙商证券(+722%)、太平洋(+310%)同比增速排名前三，中银证券(+188%)、国联证券(+41%)、浙商证券(+34%)环比增速排名前三。

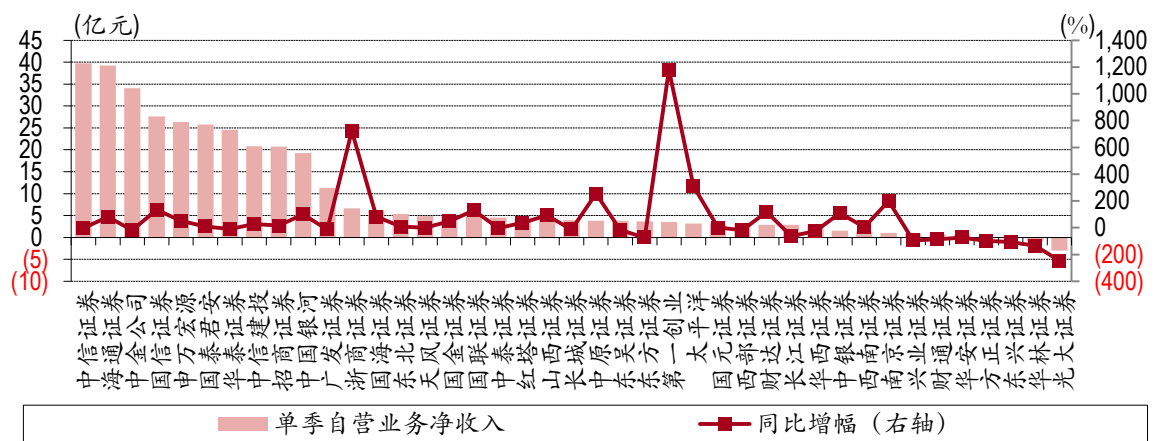
大券商自营业务稳健性显著更强。11家大券商中，前三季度8家自营业务净收入正增长，下滑的三家中也有2家降幅在10%以内，另1家在20%以内，展现出较高的业务稳健性。这主要源于大券商普遍在投研力量、资金量、风险控制方面更具优势，且深耕去方向性投资、客需交易模式，从而降低市场大幅波动对业绩带来的冲击。

图表 42. 上市券商 2021 年前三季度自营业务净收入



资料来源：万得，中银证券；东方财富因会计科目不同未包含在内

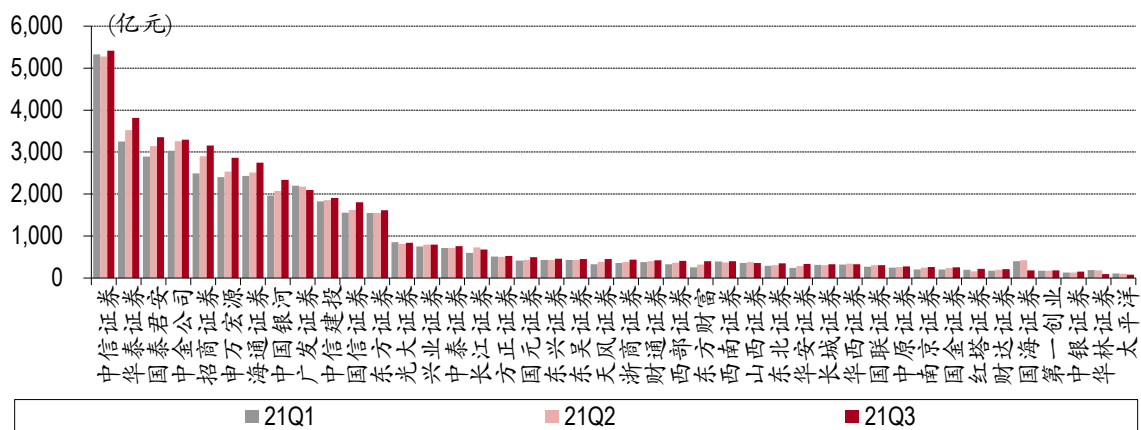
图表 43. 上市券商 2021Q3 自营业务净收入



资料来源：万得，中银证券；东方财富因会计科目不同未包含在内

券商自营投资规模不断扩大。随着通道业务价值不断降低，券商迈入了轻资本业务模式改革、重资本业务加大投资的新发展阶段，2020年以来券商募集资金主要投向了自营业务与资本中介业务，上市券商自营规模显著扩大，截至2021年Q3末合计4.57万亿元，较2020年末增加14.8%，较Q2末增加5.3%。

图表 44.上市券商自营规模变化



资料来源：万得，中银证券

## 3 盈利预测与投资建议

### 3.1 盈利预测

**基于行业高景气度，预计全年业绩实现双位数增长。**证券行业基于发展高价值创新业务的自身需求，并受到资本市场改革与行业监管重质的政策推动，处于高景气转型阶段。居民财富管理需求提升下基金代销、投资顾问、公募基金管理和私募资管都是未来主要的成长驱动业务；资本市场持续而有力的供给侧改革下对大投行业务也将带来持续的增量收入。我们预计 2021 年全年中性情境下，证券行业实现营业总收入 4743 亿元，净利润 1755 亿元，同比分别增长 12% 和 15%（基于中证协数据口径测算）。

**经纪业务：**万亿成交额已成为沪深交易所新常态，并且北交所新市场交易热度较高，预计全市场股票成交额有望持续提升，财富管理转型下金融产品销售收入继续大幅增长。

**投行业务：**国内稳增长政策持续推动金融支持专精特新中小企业的融资需求，资本市场供给侧改革举措持续驱动，北交所开市有望带来增量业务，存量市场上头部投行仍然储备丰富，预计 IPO 业务有望带动投行业务净收入增长。

**资管业务：**证券行业私募资管业务规模已现企稳回升态势，同时主动管理能力继续增强；结构性行情为主的市场波动环境下，公募基金管理业务持续迎来业务增量，大资管收入增长有望提速。

**自营业务：**结构性行情为主的市场波动环境下，自营业务预计持续分化态势，头部券商客需交易模式更加稳健，且在场外衍生品业务方面占据主导地位，收入波动性更低。

**信用业务：**两融余额继续攀升，边际增幅出现收窄。

图表 45. 2021 年证券行业业绩弹性测算

证券行业业绩测算		2019	2020	2021E		
单位: 亿元		实际	实际	悲观	中性	乐观
经纪业务	市场日均成交额	5,580	9,039	9,259	10,288	11,317
	净佣金率(%)	0.029	0.0265	0.0245	0.0252	0.0255
	代理买卖证券净收入	788	1,161	1,103	1,260	1,403
	代销金融产品净收入	54	134	242	269	296
	经纪业务净收入	842	1,295	1,344	1,529	1,698
	YOY(%)	26.34	47.42	3.78	18.02	31.09
投行业务	IPO 募资规模	2,533	4,700	4,864	5,405	5,945
	再融资规模	6,939	8,856	10,834	12,746	14,021
	债权承销规模	70,616	95,862	94,903	105,448	115,993
	承销保荐收入	377	668	579	649	714
	财务顾问收入	105	88	80	90	100
	投行业务净收入	483	672	659	739	814
	YOY(%)	30.46	39.25	(1.87)	9.94	21.08
资管业务	券商资管平均规模	120,363	114,000	104,028	106,151	111,459
	资管综合费率(%)	0.23	0.26	0.28	0.30	0.33
	资管业务净收入	275	300	305	330	372
	YOY(%)	0.06	8.88	1.75	10.08	24.00
自营业务	净资本规模	16,200	18,200	19,500	20,000	20,500
	平均权益类自营规模/净资本(%)	19	22	20	20	20
	平均固收类自营规模/净资本(%)	185	184	180	180	180
	自营业务规模	33,067	37,484	39,000	40,000	41,000
	自营综合收益率(%)	3.7	3.6	3.4	3.5	3.7
	自营业务净收入	1,222	1,263	1,300	1,356	1,452
	YOY(%)	52.65	3.38	2.95	7.36	14.96
信用业务	两融平均规模	9,153	13,010	17,000	18,000	19,000
	股票质押融出资金规模	8,499	8,184	7,800	8,300	8,800
	净利率(%)	2.63	2.82	2.82	2.82	2.82
	总利息净收入	464	597	669	670	766
	YOY(%)	115.81	28.74	12.06	12.17	28.31
其它业务净收入		319	114	115	120	125
营业总收入		3,605	4,241	4,393	4,743	5,227
YOY(%)		35.37	17.65	3.59	11.85	23.24
净利润率(%)		34	36	36	37	37
净利润		1,231	1,527	1,582	1,755	1,934
YOY(%)		84.77	24.03	3.57	14.94	26.65

资料来源: 万得, 中银证券预测; 基于中证协 139 家证券公司数据口径

### 3.2 投资建议

看好券商行业成长性, 继续推荐重点受益的龙头券商和财富特色券商。我们坚持看好资本市场供给侧持续改革叠加居民财富管理需求提升背景下券商板块的成长性, 在和市场区间震荡的结构性行情中具备较高投资价值。当前券商市净率 1.66 倍, 仅处于历史 30%-40%分位数区间, 低估值与高景气度产生背离。继续推荐财富管理驱动高增的财富特色券商和在业绩分化背景下稳健性与成长性兼具的龙头券商。重点推荐中信证券、华泰证券、东方证券、兴业证券、东方财富。



图表 46.上市券商市净率变化



资料来源：万得，中银证券

## 4 风险提示

- 1) 利率变化导致市场资金成本变化，对信用业务的融资成本产生影响，同时市场连续下跌引发信用业务风险；
- 2) 证券行业目前同质化竞争较为激烈，各公司提供的服务差距较小，随着外资逐渐进入国内资本市场，其强大的主动管理能力与运营经验，或将抢占部分资管业务与创新业务市场份额；
- 3) 证券公司海外布局加速，承担相应的海外市场风险和投资风险；
- 4) 海外疫情等国际环境对宏观经济带来的影响超预期。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371