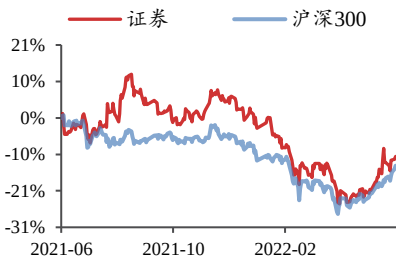


证券

2022 年 06 月 29 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《证券行业 2022 年度投资策略-行业景气度延续，大财富管理业务线保持成长性》-2021.11.21

《证券行业 2022 年度投资策略-行业景气度延续，大财富管理业务线保持成长性》-2021.11.18

《上市券商 2021 三季报综述-证券行业景气度延续，持续看好大财富管理主线》-2021.11.8

Beta 弱化 Alpha 强化，看好长逻辑和成长型标的

——券商板块深度复盘暨 2022 年中期投资策略

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

卢崑（联系人）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790122030100

● 2022 年中期策略：宏观环境利好券商，基本面环比改善，看好成长型标的

多重因素导致 2022 年上半年股市下跌，券商板块中景气度较好的标的相对跌幅较小。当下板块估值处于历史低位，截止 2022 年 6 月 17 日，券商板块和头部 6 家券商 PB 估值位于 2017 年以来的 13%/5%分位，估值与 2018 年低点接近，而行业资产质量、盈利能力、竞争格局和行业前景均优于 2018 年。当下宏观流动性、经济和估值三要素已具备，预计 2 季度归母净利润环比+71%，看好券商板块性行情机会，关注全面注册制及配套政策、基金净申购修复等行业主线催化，维持行业“看好”评级。三条主线选择受益标的：（1）大财富管理主线推荐东方财富，广发证券和东方证券；（2）有独立成长逻辑的中小券商：推荐国联证券和互联网券商指南针，受益标的华林证券。（3）综合优势突出且明显受益于全面注册制的头部券商：推荐中信证券，受益标的中信建投和中金公司。

● 复盘：四要素驱动板块行情，Beta 弱化，Alpha 强化

我们深度复盘 2014 年以来券商股的五轮超额收益行情。（1）四要素驱动券商板块性行情：流动性，宏观经济，估值和行业自身独立逻辑；流动性宽松往往会带来券商股阶段性超额收益，M2、货币政策可作为前瞻指标；（2）趋势上看，Beta 行情级别持续减弱，Alpha 逻辑持续强化，行情高度和持续性与估值水平、行业自身长逻辑、基本面有关；同时个股性机会更加突出，市场更加关注行业自身长逻辑。其背后原因是：（1）基本面 beta 弱化：佣金率持续下降导致经纪收入占比下降，业务结构多元化弱化业绩 Beta；（2）ROE 中枢降轨：竞争加剧带来手续费收入占比下降，杠杆率提升相对较慢；（3）估值承压：ROE 弹性下降、业务结构重资本化和机构偏好改变共同造成板块估值中枢下移。

● 展望：行业 ROE 提升长逻辑仍在，聚焦成长型标的

直接融资扩容带来的行业长逻辑仍在：（1）财富管理长逻辑：政策方向与产业趋势未变，居民财富向净值型、权益类产品迁移趋势延续，我们预计 2022-2026 年非货公募基金复合增速 19%，大财富管理线条的持续扩张利于券商 ROE 提升；（2）机构业务：直接融资扩容与机构化趋势带来券商机构经纪、投行、衍生品和做市业务需求，利于券商杠杆率提升；（3）行业格局持续优化带来集中度提升：TOP13 净利润集中度逐渐提高，头部公司综合业务实力强，财富管理、机构业务、投行业务优势逐步凸显，三中一华投行业务市占率持续提高；券商板块内部估值分化带来融资能力分化，多家券商实施股权激励/员工持股计划有助于降低人力成本。我们预计上市券商 ROE 有望持续提升，2025 年整体 ROE 有望超过 10%，部分成长性突出、综合优势突出的券商 ROE 提升幅度或更加明显，同时，券商股估值分化或将更加明显。成长型券商往往在三类业务上具有较强优势，分别是互联网经纪、大财富管理（含公募资管）、投行和衍生品为核心的机构业务，上述三类业务将成为券商成长性和估值溢价的加分项。

● 风险提示：股市波动对券商盈利带来不确定性影响；公募基金等资管行业规模扩容不及预期；证券行业监管政策带来的不确定性。

目 录

1、 券商板块历史复盘：四要素驱动行情，成长逻辑逐步强化.....	4
1.1、 复盘结论一：四大要素驱动券商板块超额收益.....	7
1.2、 复盘结论二：Beta 行情级别持续减弱，Alpha 逻辑持续强化.....	8
1.3、 原因分析：业绩 beta 下降，ROE 与估值中枢下移	9
1.3.1、 经纪收入占比下降与业务结构多元化弱化业绩 beta	9
1.3.2、 行业竞争加剧，行业 ROE 中枢降轨.....	10
1.3.3、 估值中枢下降：重资本化趋势，市场投资偏好改变.....	12
2、 展望：行业 ROE 提升长逻辑仍在，聚焦成长型标的.....	13
2.1、 行业长逻辑：直接融资扩容提升行业 ROE，龙头公司优势强化.....	13
2.1.1、 财富管理长逻辑仍在	13
2.1.2、 资本市场扩容带来机构业务新机会.....	14
2.1.3、 行业集中度有望持续提升，竞争格局逐步优化.....	16
2.1.4、 行业 ROE 有望稳步提升，成长型券商有望享受估值溢价	19
3、 2022 中期策略：宏观环境利好券商，聚焦成长型标的.....	20
3.1、 中期复盘：景气度较好的标的相对跌幅较小.....	20
3.2、 2 季度业绩改善可期，三要素向好看好板块机会.....	22
4、 风险提示	24

图表目录

图 1： 券商股五轮行情均与流动性宽松密不可分.....	7
图 2： 板块行情级别变小、持续时间变短	8
图 3： 行业佣金率持续下降	9
图 4： 2014-2021 年经纪业务收入占比有所下降	9
图 5： 股市债市年度收益率周期不同步	10
图 6： 40 家上市券商信用减值计提与股市行情周期不同步.....	10
图 7： 2013-2021 年手续费业务收入占比有所下降	11
图 8： 40 家上市券商杠杆率提升相对缓慢，净利差受股市影响波动较大.....	11
图 9： ROE 中枢有所下降	12
图 10： 证券行业与 TOP6 券商平均 PB 估值持续下行	12
图 11： 个人持有偏股基金份额 2019 年迎来快速增长.....	14
图 12： 2019 年起上市券商投行业务收入同比增长.....	14
图 13： 注册制背景下 IPO 承销规模扩大	14
图 14： 2021 年再融资规模同比增长	15
图 15： 债券承销金额稳步增长	15
图 16： 场外衍生品规模大幅扩张	15
图 17： 2019 年起场内衍生品交易活跃度有所提升.....	16
图 18： 2022 年 1 月场外期权业务中股指类占比 56.3%.....	16
图 19： 2022 年 1 月收益互换业务中其他类占 56.1%.....	16
图 20： 上市券商 CR6 集中度较为稳定	17
图 21： 上市券商净利润 CR13 自 2013 年 72%提升至 2021 年 78%.....	17
图 22： 2021 年以来头部券商投行业务优势越发凸显.....	17
图 23： 2022 年行业破净券商占比提升，破净券商再融资能力降低.....	18

图 24: 预计 2025 年上市券商整体 ROE 达到 10%	19
图 25: 2022 年以来多种因素导致股市下跌.....	21
图 26: 当前板块 PB 处于历史低位.....	23
图 27: 当前板块 PE 处于估值底部.....	23
表 1: 宏观环境和行业自身逻辑成为券商股行情的重要催化.....	5
表 2: 券商每轮行情领涨标的的差异较大, 次新股贯穿始终.....	6
表 3: 板块内部分化加大, 财富管理主线表现优异.....	9
表 4: 预计 2022-2026 年非货公募基金复合增速 19%.....	13
表 5: 多家券商试点股权激励或员工持股	18
表 6: 中性假设下, 预计上市券商 2022 年净利润同比-20.1%.....	19
表 7: 2022 上半年景气度相对较好的标的收益率相对较好.....	21
表 8: 2022 年 2 季度股市债市区间涨跌幅有明显改善.....	22
表 9: 受益标的估值表	24

1、券商板块历史复盘：四要素驱动行情，成长逻辑逐步强化

我们对 2014 年以来券商板块具有超额收益的五轮行情复盘梳理：

- **2014-2015 年：**经济下行压力加大，央行多次降准降息，流动性大幅宽松，催生牛市，券商经纪业务高增长，同时融资融券等创新业务快速增长驱动 ROE 大幅提升。本轮行情中，券商板块最大超额收益率为 98%，互联网券商、经纪业务收入占比较高的中小券商领涨。**西部证券、光大证券、国信证券**等经纪业务收入高增长带动盈利水平提高，期间最大涨幅分别+462%、+243%、+400%；**国金证券、东方财富、华泰证券**等依托互联网券商优势领涨，期间最大涨幅分别为+272%、+771%、+234%。
- **2019 年 1 季度：**社会融资规模触底回升，经济企稳，流动性相对宽松；证券行业股票质押风险改善，同时科创板试点注册制拉开全面注册制改革序幕，券商股迎来破净后的困境反转行情，券商指数最大超额收益率约+35%。**海通证券、东吴证券**股票质押风险改善，期间实现最大涨幅+87%、+104%；**天风证券、中信建投**等次新股实现最大涨幅+116%、+277%。
- **2019 年 11 月-2020 年 1 月：**社会融资相对平稳，宏观经济稳定；同时 2019 年 9 月至 11 月多轮降息降准带来流动性宽松；行业方面，证监会六举措打造航母级证券公司+科创板落地+融资松绑（征求意见稿）+场内股指期货推出等利好政策出台，龙头券商充分受益，券商指数最大超额收益率约+8%。**中泰证券、中银证券、国联证券、南京证券**等次新股表现优异。
- **2020 年 6-7 月：**疫情后经济持续修复，流动性从边际宽松向逐步收紧转变，利率随经济复苏逐步抬升。行业层面，2020 年 6 月创业板注册制正式方案落地，拉开存量注册制改革序幕，交易量持续放大，券商股呈上涨趋势；2020 年 7 月，受益于银行持牌、券商同业并购预期催化，券商股实现板块超额行情。**中信建投、中信证券、国金证券**领涨与并购预期相关，最大涨幅分别为+274%、+71%、+137%；招商证券、光大证券等受益于金融混业逻辑，期间实现最大涨幅+110%、+207%。
- **2021 年 5 月-12 月：**经济触底回升，流动性持续宽松，券商板块财富管理主线标的上涨明显。2021 年 5 月上海出台政策支持公募基金挂牌上市，大财富管理赛道盈利高增长且贡献大幅提升。2021 年**东方财富、广发证券、东方证券**等财富管理主题标的凭借盈利高增与估值溢价分别实现最大涨幅+79%、+95%、+137%。**华林证券、财达证券**等次新股表现优异，实现最大涨幅+74%、+317%。

表1：宏观环境和行业自身逻辑成为券商股行情的重要催化

时间	期间券商指数最大涨幅	期间券商指数最大超额收益率	宏观环境	流动性环境	证券行业政策环境和基本面主线	投资主线逻辑
2014 年 11 月至 2015 年	181%	98%	经济下行压力加大，政策对冲加码，流动性大幅宽松	多次降准降息	经纪业务高增长带来盈利弹性；两融等创新业务发展驱动券商 ROE 大幅提升	互联网券商；经纪业务收入高占比的小券商
2018 年 12 月 -2019 年 3 月	64%	35%	社融触底回升，经济改善	流动性相对宽松	股票质押风险改善；全面注册制试点	股票质押风险带来的破净券商；次新股
2019 年 11 月 -2020 年 1 月	19%	8%	社融相对平稳，宏观经济稳定	流动性宽松加码，2019 年 9 月至 11 月降息+降准	2019 年 11 月末证监会六举措打造航母级证券公司；科创板落地，11 月再融资松绑(征求意见稿)，场内股指期货推出，改革政策全面铺开	龙头券商：中信建投、东方财富、中信证券、华泰证券和广发证券；次新股
2020 年 6 月-7 月	46%	25%	疫情后经济复苏趋势逐渐明朗	流动性相对平稳，疫情后利率有所上行	2020 年 5 月交易所表示将研究科创板单次 T+0；6 月创业板注册制改革正式稿落地；6 月开始交易量持续改善，券商估值处于低位，2 季度券商相对滞涨；6 月-7 月券商并购及银行持牌预期发酵	同业并购和银行持牌题材
2021 年 5 月-12 月	24%	12%	社融先回落后触底回升	7 月、12 月两次全面降准，流动性相对充裕	2021 年 5 月上海出台政策支持公募基金挂牌上市；大财富管理赛道盈利高增长且贡献大幅提升	大财富管理线条盈利贡献高的券商

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：券商每轮行情领涨标的的差异较大，次新股贯穿始终

阶段	龙头股	特点	期间最大涨幅	驱动逻辑
2014 年 11 月-2015 年	西部证券	经纪高+市值小+高送转	462%	经纪业务弹性
	国信证券	经纪高+底部反转	400%	(互联网券商)
	光大证券	经纪高+底部反转	243%	(互联网券商)
	华泰证券	互联网券商+经纪弹性	234%	财富管理
	国金证券	互联网券商+经纪弹性	272%	经纪业务弹性
	东方财富	财富管理，盈利高增+估值溢价	771%	(互联网券商)
2016-2018 年 1 月	中信证券	头部券商+衍生品	79%	头部券商集中度高
	华泰证券	头部券商+互联网券商	94%	
	广发证券	头部券商+资管高增长	74%	
2018 年 11 月-2019 年 4 月	中信建投	次新+投行优势（注册制）	277%	股票质押改善，破净反转，次新
	天风证券	次新	116%	
	东吴证券	股票质押+破净（最低 PB 0.76）	104%	
	海通证券	股票质押+破净（最低 PB 0.78）	87%	
2019 年-2020 年	中信建投	次新+投行龙头+合并预期	274%	并购主题+次新
	中信证券	龙头+合并预期	71%	
	国金证券	投行龙头+合并预期	137%	
	招商证券	银行持牌	110%	
	光大证券	银行持牌+底部反转	207%	
	中泰证券	次新	339%	
	中银证券	次新	522%	
	国联证券	次新	276%	
	南京证券	次新	188%	
2021 年 1-12 月	东方财富	财富管理，盈利高增+估值溢价	79%	大财富管理+次新
	东方证券	公募基金利润高贡献，大财富管理主线龙头	137%	
	广发证券	公募基金利润高贡献，大财富管理主线龙头	95%	
	长城证券	公募基金利润高贡献，大财富管理主线龙头	64%	
	兴业证券	公募基金利润高贡献，大财富管理主线龙头	55%	
	财达证券	次新	317%	
	华林证券	次新	74%	

资料来源：Wind、开源证券研究所

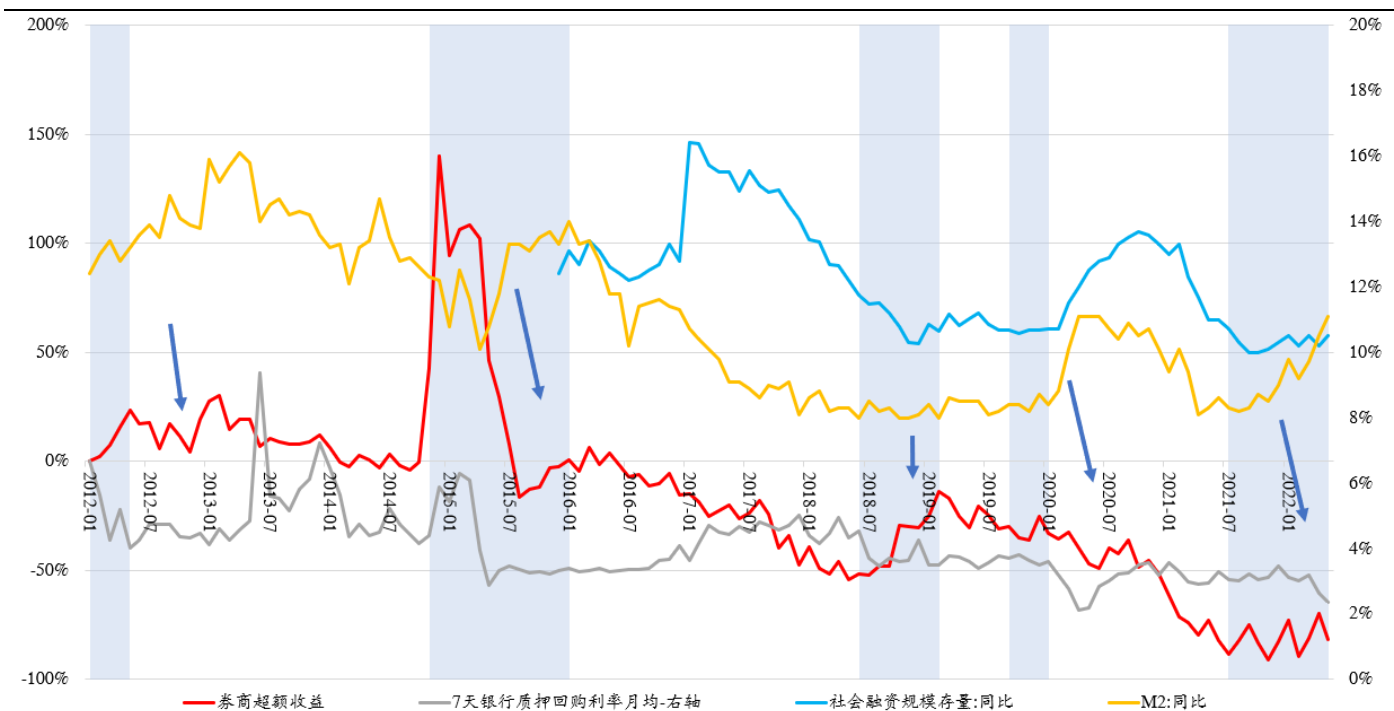
注：国金证券 2014 年计算的行情最大涨跌幅选取的区间为 2014 年 6 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日

1.1、复盘结论一：四大要素驱动券商板块超额收益

我们对 2014-2021 年期间券商 5 轮超额收益行情复盘后发现,每轮行情基本具备四大要素:

- (1) **流动性：出现拐点或相对充裕。**流动性宽松从分母端利好固收和权益资产定价，一定程度上利好债市和股市，利于股市交易量和两融规模扩张，利于券商负债成本下降。5 轮券商板块行情均与流动性宽松关系密切。
- (2) **宏观经济：企稳回升或预期宽信用见效。**经济企稳复苏从分子端利好权益资产收益率，利好券商经纪和自营等资金型业务。2019 年 1 季度，2020 年 6 月-7 月券商股行情分别对应社融企稳回升和疫情后经济复苏。
- (3) **估值：券商板块估值位于低位。**2018 年券商板块 PB 估值处于 1 倍历史低位，使得该轮行情超额收益明显超过后续几轮板块行情。
- (4) **证券行业自身主线逻辑：政策利好或基本面主线催化。**券商板块历史行情与行业自身主线逻辑密不可分，每轮主线催化均不相同。2019 年 1 季度券商股票质押风险改善，叠加全面注册制试点利好；2019 年 11 月-2020 年 1 月证监会出台六举措打造航母级证券公司，政策催化龙头券商受益；2020 年 6 月-7 月创业板实行注册制，证券行业存在金融混业、同业并购等主题催化；2021 年 5 月-12 月，上海出台政策支持公募基金挂牌上市，大财富管理赛道盈利高增长且贡献大幅提升。

图1：券商股五轮行情均与流动性宽松密不可分



数据来源：Wind、开源证券研究所

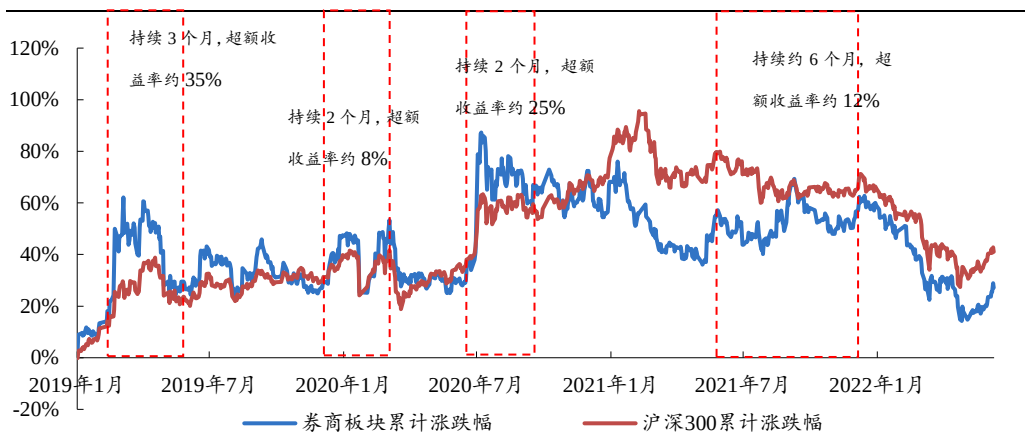
宏观和流动性影响择时，板块行情空间、持续性以及主线受估值和行业自身主线逻辑因素影响。四个要素中，流动性与宏观经济主要通过影响股市和债市，间接影响券商盈利，对券商板块择时具有较强指引作用。而板块超额收益空间、行情持续时间和选股逻辑更多受板块估值和行业自身主线逻辑影响。

M2 同比增速指标具有较强前瞻作用。(1) 流动性指标包括宏观流动性 (M2、利率指标、降息降准等政策) 和资本市场流动性 (杠杆资金趋势、基金净申购、北上资金、交易量和两融指标)。(2) 从历史复盘看, M2 同比增速具有一定的领先作用, 大概领先券商板块超额行情一个季度, 基本对应降准降息周期的后半段, M2 同比增速见顶后 1-2 个月, 券商超额收益开始收敛。

1.2、复盘结论二: Beta 行情级别持续减弱, Alpha 逻辑持续强化

券商板块 beta 行情的级别逐步减弱, 持续时间较短。2019 年一季度、2019 年 11 月至 2020 年 1 月、2020 年 6 月至 7 月三轮行情持续时间不足 3 个月, 期间券商板块超额收益率分别为 35%、8%、25%, 对比 2014 年-2015 年, 板块行情级别和持续时间均有所弱化, 板块行情受宏观经济与流动性的影响明显减弱。

图2: 板块行情级别变小、持续时间变短



数据来源: Wind、开源证券研究所

行业 Alpha 逻辑逐步强化, 板块内分化加大, 个股超额收益凸显。2019 年至 2021 年 3 年慢牛行情中, 券商板块上涨 60%, 万得全 A 同期上涨 82%, 券商板块并未体现出超额收益。而板块内个股分化明显, 部分券商具有明显超额收益。我们以 2019 年前上市的 35 家券商进行测算, 2019-2021 年收益率中位数为 45%, 东方财富领跑行业, 相对券商板块实现超额收益率+373%, 大财富管理线条广发证券、东方证券表现较好, 相对券商板块超额收益率分别为+48%/+35%; 头部券商中, 中信建投跑赢万得全 A 和 35 家上市券商中位数。

表3：板块内部分化加大，财富管理主线表现优异

公司名称		2019/1/1-2021/12/31 累计涨跌幅 (%)	相对 Wind 全 A 超 额收益率 (%)	相对券商板块超额 收益率 (%)
大财富管理线	东方财富	432.37	349.95	372.77
	广发证券	107.44	25.01	47.83
	东方证券	94.64	12.22	35.04
头部券商	中信建投	245.50	163.08	185.90
	中信证券	72.99	-9.44	13.38
	招商证券	67.99	-14.44	8.38
	海通证券	47.05	-35.37	-12.55
	申万宏源	31.80	-50.62	-27.80
	国泰君安	25.24	-57.18	-34.36
券商指数		59.60		
万得全 A		82.42		
券商收益率中位数		45.13		

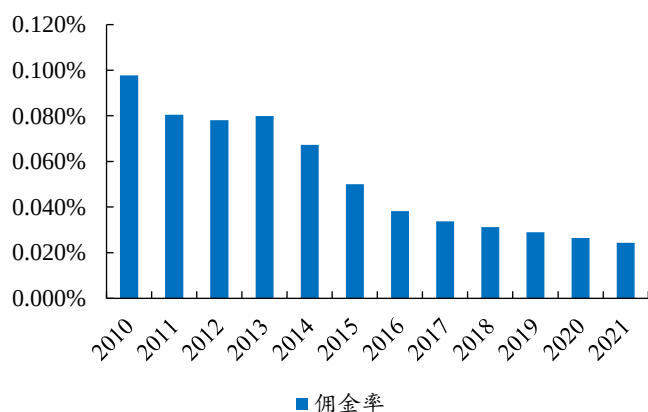
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、原因分析：业绩 beta 下降，ROE 与估值中枢下移

1.3.1、经纪收入占比下降与业务结构多元化弱化业绩 beta

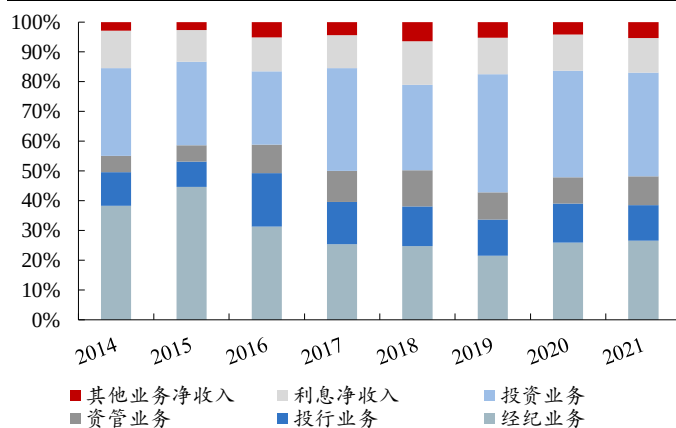
证券行业佣金率持续下降，经纪业务收入占比下滑。券商经纪业务牌照红利消失，行业竞争加剧致使经纪业务佣金率持续下滑，自 2010 年 0.098% 下降 0.074pcts 至 2021 年 0.024%。证券行业经纪业务收入占比持续下降，自 2014 年 38.3% 下降至 2021 年 26.6%。经纪业务是券商的优质 beta 业务，向上有弹性，向下有盈利保护，经纪业务收入占比下降使得券商盈利弹性弱化。

图3：行业佣金率持续下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

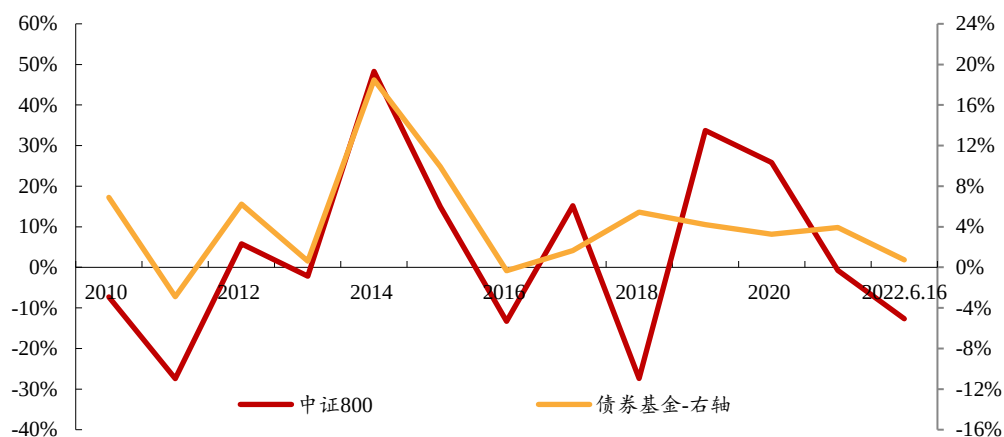
图4：2014-2021 年经纪业务收入占比有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

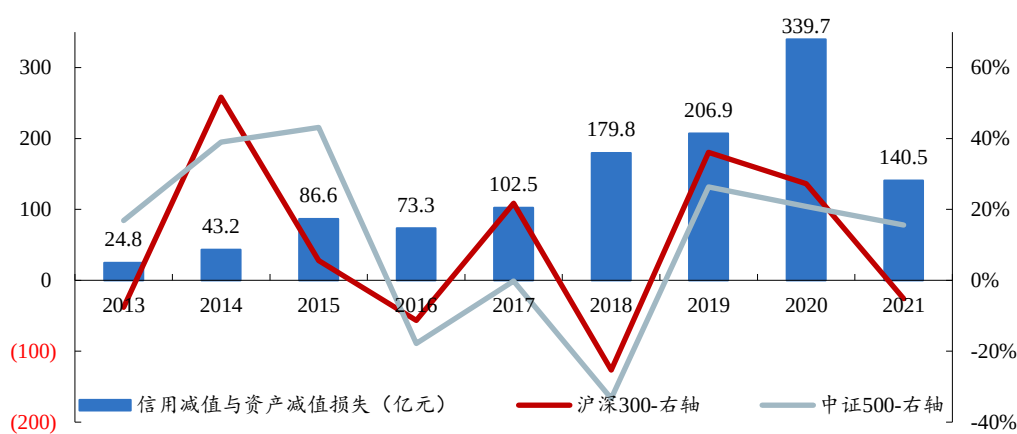
券商业务结构逐渐多元化，行业盈利与股市周期同步性减弱，减值计提增加影响牛市弹性释放。(1) 证券公司投资收益占收入比重持续提高，自 2016 年 24.64% 提升至 2021 年 34.81%，已成为证券公司最大业务收入来源。投资收益背后对应债券自营和客需、股票自营、直投跟投股权收益和衍生品业务，债市和股市波动对投资收益影响明显，2017 年后股市和债市同步性降低，降低了对券商投资收益的股市 beta 属性。(2) 2018 年开始上市券商逐年增加信用减值计提幅度，信用减值计提加大一定程度上影响了券商牛市盈利弹性的释放。

图5：股市债市年度收益率周期不同步



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：40家上市券商信用减值计提与股市行情周期不同步



数据来源：Wind、开源证券研究所

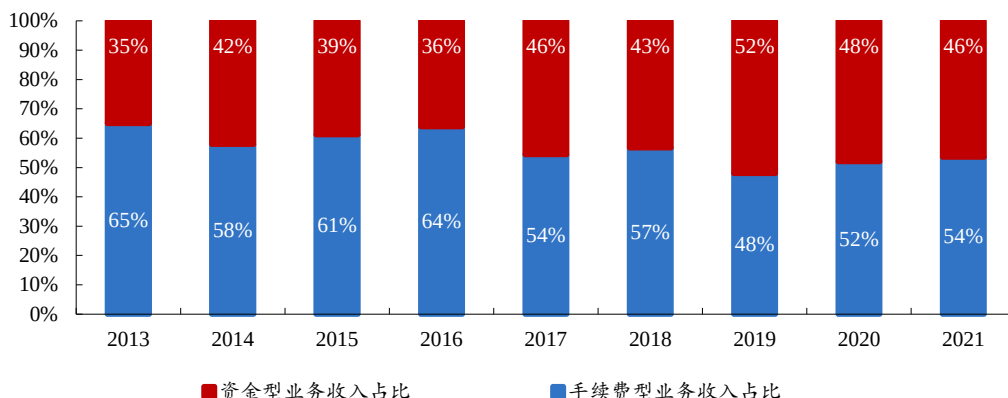
注：40家上市券商下文均指2020年前（含2020年）上市的纯券商标的

1.3.2、行业竞争加剧，行业 ROE 中枢降轨

手续费型业务价格竞争加剧，降低行业 ROE 中枢。行业竞争持续加剧，经纪业务佣金率持续下降，债券承销费率的竞争也相对激烈，行业牌照红利逐渐消失。经纪业务收入占比大幅下降，使得券商手续费型业务收入占比自 2013 年的 65% 下降至 2021 年的 54%。

资金型业务受业务和监管环境影响，杠杆提升相对较慢，净利差受股市影响较大。截止 2021 年末，40 家上市券商权益乘数（扣除客户保证金）为 4.0 倍，2014 年以来杠杆率提升相对缓慢，同时净利差受权益市场波动影响较大。从监管环境看，我国券商风控指标要求较为严格，流动性管控在一定程度上限制了券商杠杆率的提升；从业务环境看，我国资本市场仍处于发展初期，做市、衍生品等业务种类相对较少，且无法自由使用客户保证金，稳定高利差的资金型业务相对较少，一定程度上限制了资产投放，同时利差也体现出一定的波动性。

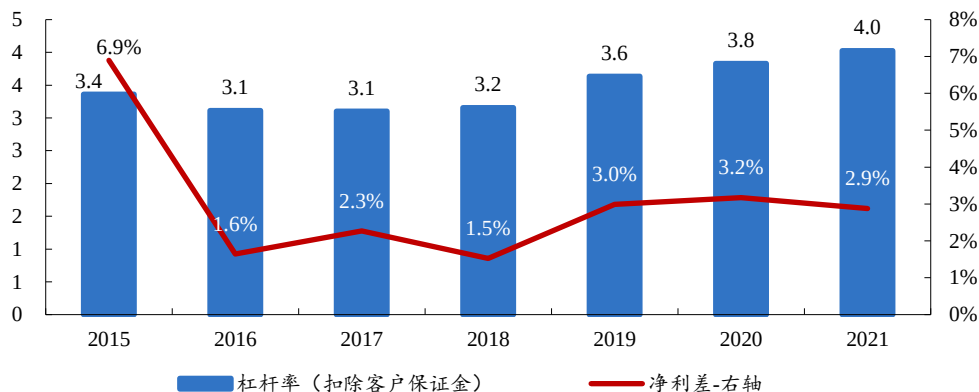
图7：2013-2021 年手续费业务收入占比有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：手续费业务收入包括：经纪、投行、资管、其他业务净收入；资金型业务包括：投资收益（含公允价值变动损益）、利息净收入。

图8：40 家上市券商杠杆率提升相对缓慢，净利差受股市影响波动较大

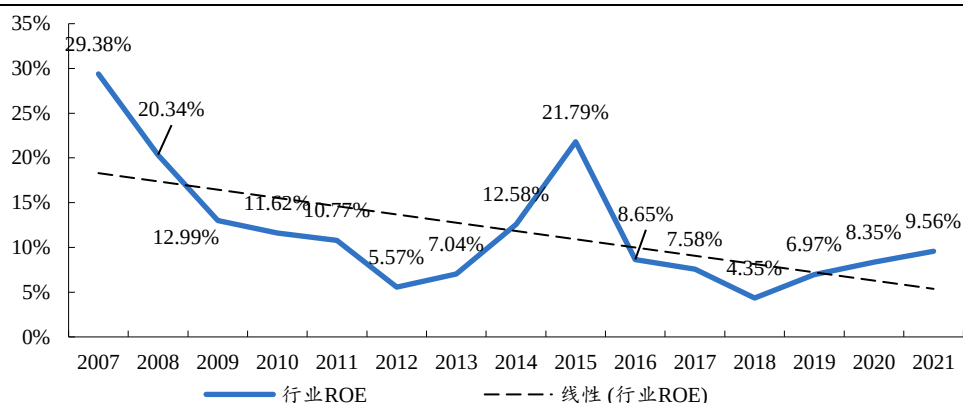


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：杠杆率=（总资产-代理买卖证券款）/所有者权益；净利差=核心生息资产收益率-付息债务成本率

综合来看，行业 ROE 较此前牛市整体降档。手续费收入占比下降、资金型业务发展不及预期，使得行业 ROE 中枢降轨，2019-2021 年慢牛行情下，券商 ROE 提升相对缓慢，ROE 绝对值低于此前两轮牛市。

图9：ROE 中枢有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

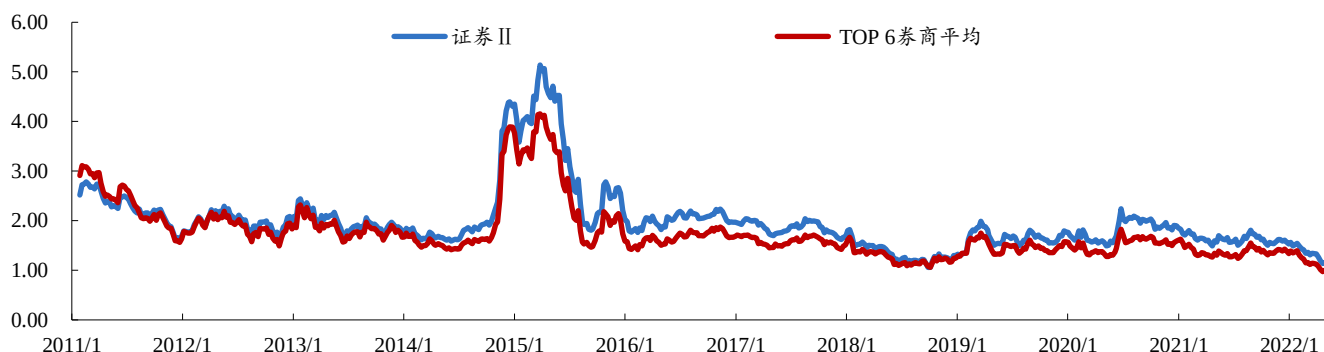
注：2005-2011 年（含 2011 年）行业 ROE 数据取自 2006 年以前上市的 9 家券商 ROE 平均值，2012 年以后取自上市 40 家券商 ROE 平均值

1.3.3、估值中枢下降：重资本化趋势，市场投资偏好改变

多方面因素造成板块估值承压：ROE 中枢下移、重资本化趋势和市场投资偏好改变。

- PB-ROE 估值体系下，券商整体 ROE 中枢下移且板块 beta 属性减弱，使得证券行业估值承压。
- 券商业务结构不断向重资本迁移，资金业务存在高杠杆、高波动特征，投资收益和减值计提的不确定性较高，且需要股权再融资来满足风控指标要求，这些因素也使得行业估值下降。
- 投资者机构化趋势明显，机构投资者尤其是头部机构更加偏好成长型、确定型资产，券商股 2019 年以来的上涨具有明显的波动，机构持股体验变差。

图10：证券行业与 TOP6 券商平均 PB 估值持续下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：TOP6 券商下文均指净资产规模前六的上市券商，分别为中信证券、海通证券、华泰证券、国泰君安、招商证券、广发证券

2、展望：行业 ROE 提升长逻辑仍在，聚焦成长型标的

2.1、行业长逻辑：直接融资扩容提升行业 ROE，龙头公司优势强化

2.1.1、财富管理长逻辑仍在

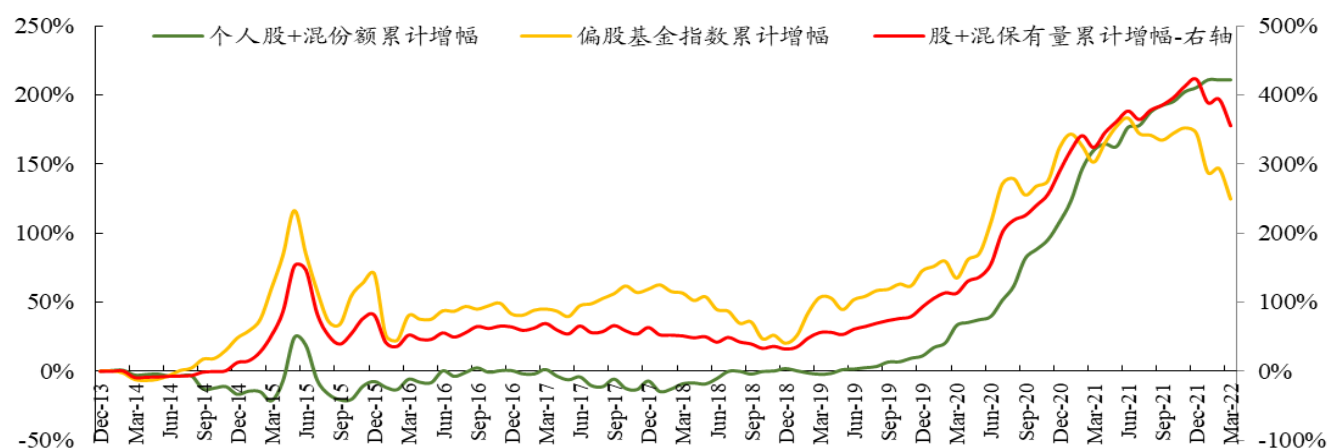
政策方向与产业趋势未变，居民财富向净值型、权益类产品迁移趋势延续。(1) 2022 年顶层政策方向延续：《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》进入正式期，理财市场进入全面净值化时代；全面注册制改革有望稳步推进；“房住不炒”政策基调延续；个人养老金顶层方案落地。(2) 产业趋势：无风险利率长期下行，居民对权益型资产配置需求提升；银行、券商和信托面对牌照红利下降的大背景，财富管理成为重要转型方向。(3) 居民资产配置结构发生变化：从储蓄、货基、信托和银行理财等资产向非货公募基金和股票迁移。2014-2021 年居民资产规模/居民金融资产/非货公募基金（个人）复合增速分别达 12%/13%/25%，我们假设 2022-2026 年居民资产规模/居民金融资产 CAGR 8.5%/10.2%，居民金融资产占比每年提升 0.7%，房地产资产占比每年降低 0.7%，非货基占居民金融资产比重 2024 年至 2026 年每年提升 0.5%，预计 2022-2026 年非货公募基金复合增速 19%。

表4：预计 2022-2026 年非货公募基金复合增速 19%

单位：万亿元	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
居民资产规模	313.3	340.6	373.9	419.1	470.7	518.5	555.7	607.5	662.2	718.5	779.5
YOY/较年初	14.3%	8.7%	9.8%	12.1%	12.3%	10.1%	7.5%	9.0%	9.0%	8.5%	8.5%
居民金融资产(总理财+储蓄+股票)	136.1	150.7	148.3	169.1	198.3	226.8	247.7	274.2	303.5	334.4	368.2
YOY/较年初	14.6%	10.7%	-1.5%	14.0%	17.2%	14.4%	9.2%	10.7%	10.7%	10.2%	10.1%
居民金融资产占总资产比重	43.4%	44.2%	39.7%	40.4%	42.1%	43.7%	44.4%	45.1%	45.8%	46.5%	47.2%
提升比例	0.1%	0.8%	-4.6%	0.7%	1.8%	1.6%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
房地产资产规模	164	175	210	232	253	271					
房地产资产占比	52.4%	51.5%	56.1%	55.5%	53.8%	52.3%	51.6%	50.9%	50.2%	49.5%	48.8%
房地产资产占比变化	0.1%	-0.8%	4.6%	-0.6%	-1.7%	-1.5%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.7%	-0.7%
非货公募基金（个人）	2.2	2.1	2.1	2.9	5.6	8.0	8.1	10.1	12.7	15.6	19.0
YOY/较年初	9%	-5%	1%	39%	93%	43%	1%	24%	26%	23%	22%
非货基占居民金融资产占比	1.6%	1.4%	1.4%	1.7%	2.8%	3.5%	3.3%	3.7%	4.2%	4.7%	5.2%
提升比例	-0.1%	-0.2%	0.0%	0.3%	1.1%	0.7%	-0.25%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
居民储蓄+货基+信托	69.6	78.8	86	96.4	108.7	119.7					
居民储蓄+货基+信托占比	51.2%	52.3%	58.0%	57.0%	54.8%	52.8%	53.3%	52.5%	51.5%	50.5%	49.5%
变化比例	-1.2%	1.1%	5.7%	-1.0%	-2.2%	-2.0%	0.5%	-0.8%	-1.0%	-1.0%	-1.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：居民资产规模、居民金融资产规模（总理财+储蓄+股票）、非货公募基金（个人）预计 2022-2026 年 CAGR 为 8.5%、10.2%、19%。

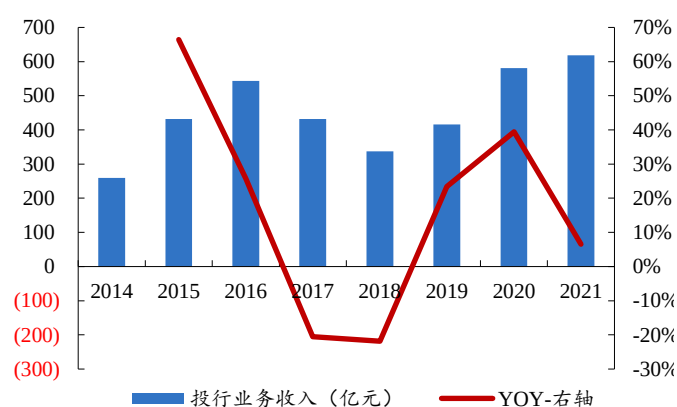
图11：个人持有偏股基金份额 2019 年迎来快速增长


数据来源：Wind、开源证券研究所

大财富管理线条持续扩张利于券商 ROE 提升。财富管理目前已经成为海外金融机构重要的盈利稳定器，随着国内券商财富管理和资产管理业务的持续扩容，券商手续费型收入占比有望稳步提升，从而拉动 ROE 上行，部分大财富管理线条利润贡献较高且优势突出的券商 ROE 有望保持相对优势。

2.1.2、资本市场扩容带来机构业务新机会

注册制背景下，IPO 承销规模大幅扩张，上市券商投行业务收入稳步增长。2019 年和 2020 年 IPO 规模保持 80% 以上增速，2021 年 IPO 规模达到 5427 亿，再创历史新高。

图12：2019 年起上市券商投行业务收入同比增长


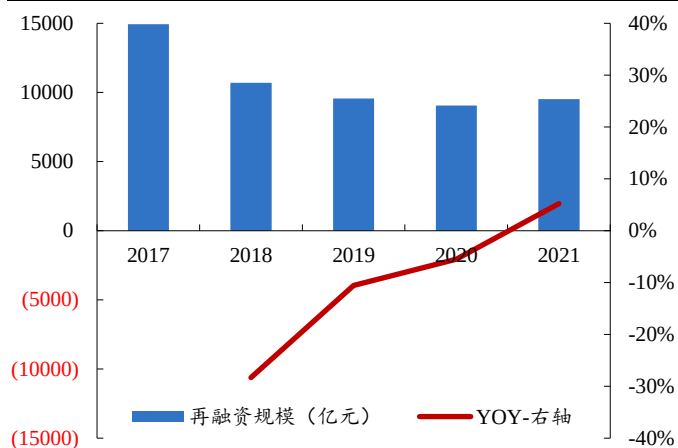
数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：注册制背景下 IPO 承销规模扩大


数据来源：Wind、开源证券研究所

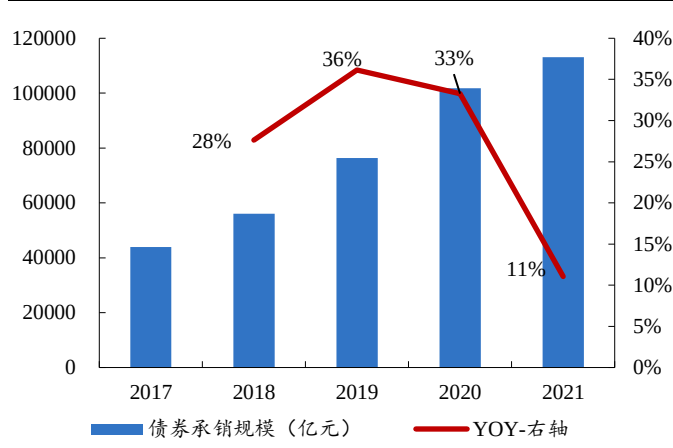
再融资和债券承销规模保持扩张。2020 年以来，再融资新规出台，新证券法降低公开发债标准并简化流程，2020/2021 年全市场债券承销规模分别同比+33%/+11%，2021 年再融资规模同比+5%。

图14：2021年再融资规模同比增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

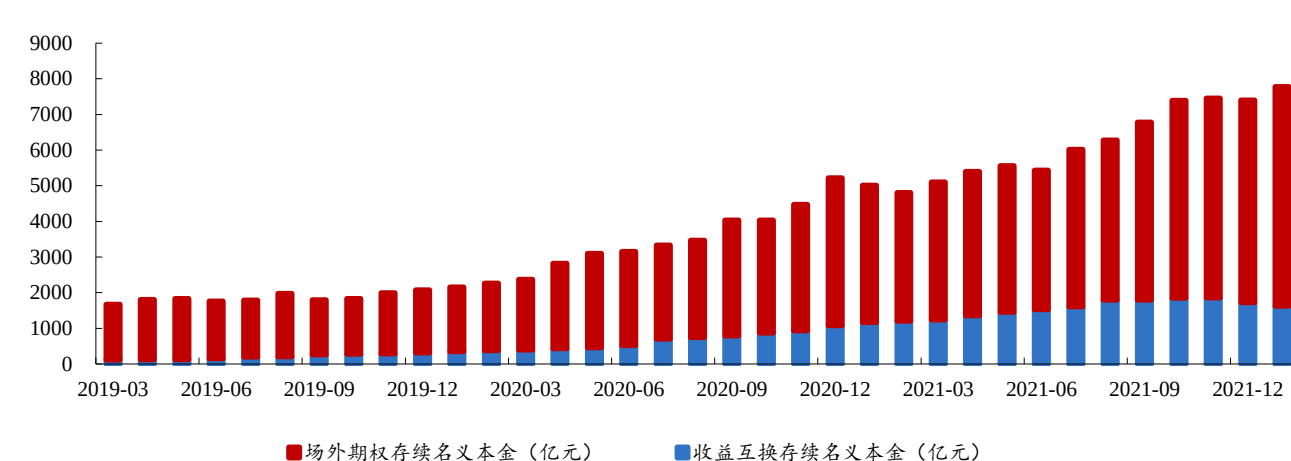
图15：债券承销金额稳步增长



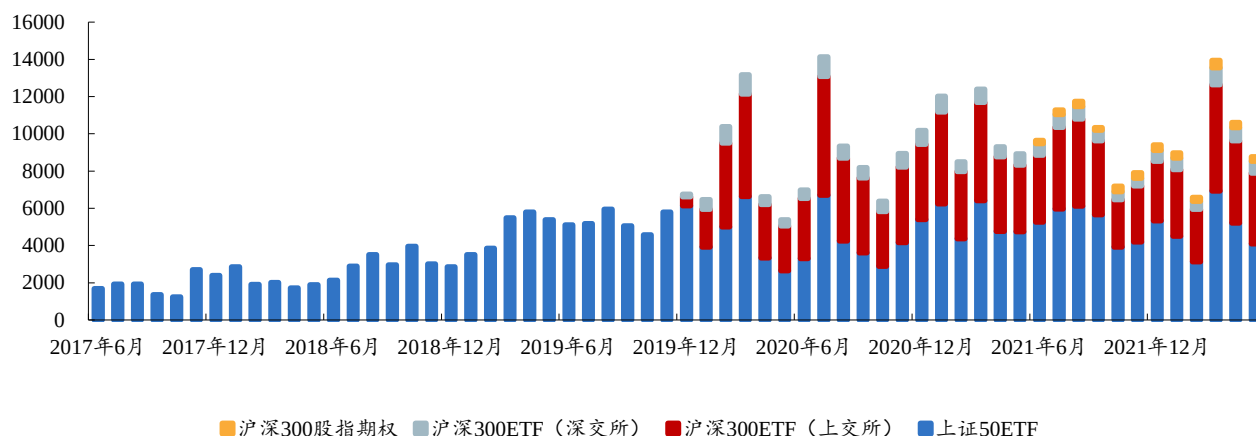
数据来源：Wind、开源证券研究所

衍生品业务种类和业务规模持续增长。(1) 场内衍生品业务：2019年12月交易所新增沪深300股指期货（中金所）、沪深300ETF（上交所）与沪深300ETF（深交所），场内衍生品交易活跃度持续提升。(2) 场外衍生品业务：收益互换和场外期权业务规模持续扩容。截至2022年1月末，场外期权和收益互换本金规模分别为10917/9840亿元，当月新增名义本金3294/6340亿元，新增交易笔数11413/6340笔。

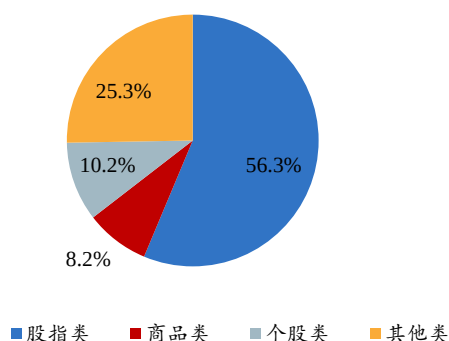
图16：场外衍生品规模大幅扩张



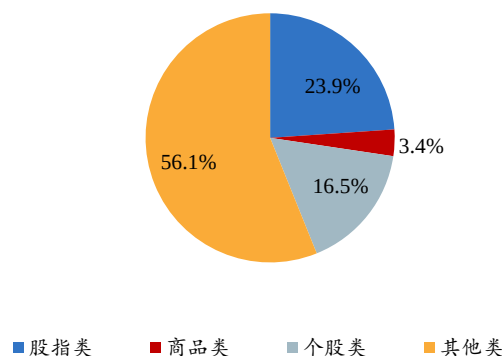
数据来源：Wind、中证协、开源证券研究所

图17：2019年起场内衍生品交易活跃度有所提升


数据来源：Wind、中证协、开源证券研究所

图18：2022年1月场外期权业务中股指类占比56.3%


数据来源：Wind、中证协、开源证券研究所

图19：2022年1月收益互换业务中其他类占56.1%


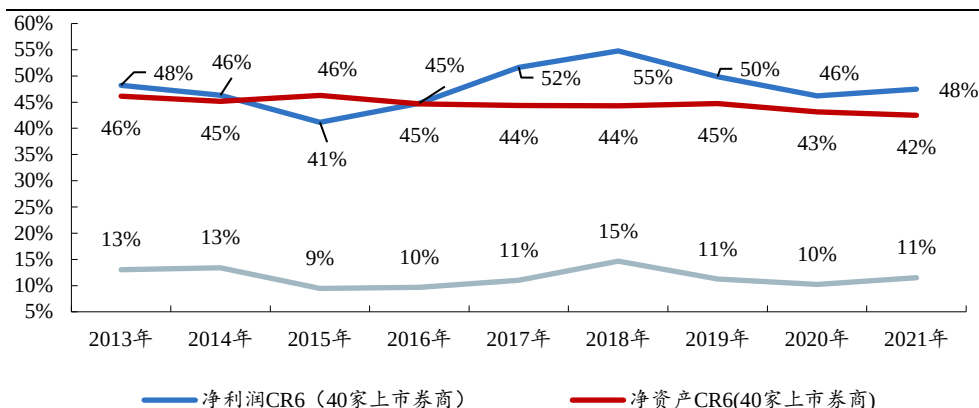
数据来源：Wind、中证协、开源证券研究所

投行和衍生品等机构业务具有较好成长性，利于券商提升ROE。（1）全面注册制直接利好券商大投行业务，与投行业务联动的直投和跟投业务也将受益于全面注册制改革，大投行业务整体具有较高的ROE水平。（2）场外衍生品、场内衍生品做市和科创板做市业务属于客需型资本中介业务，本质上比拼的是券商产品创设、交易对冲、风险控制、渠道销售和资金管理能力，业务规模的扩大利于券商提升杠杆率、稳定净利差。

2.1.3、行业集中度有望持续提升，竞争格局逐步优化

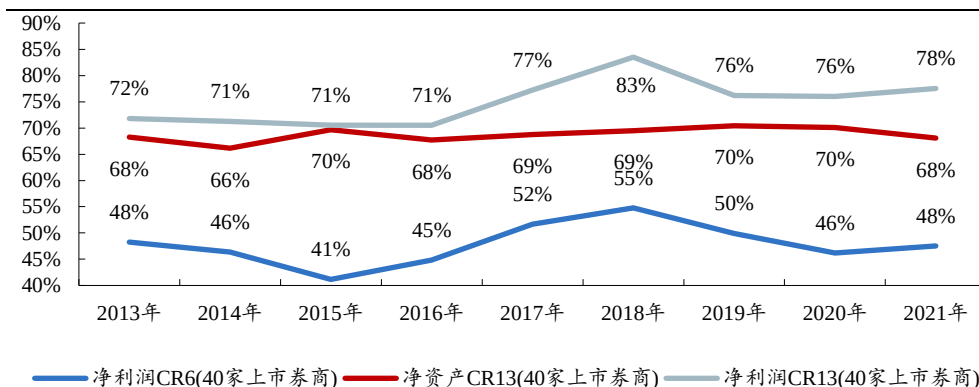
头部公司优势逐步凸显，集中度有望持续提升。上市券商TOP6集中度较为稳定，2021年净利润CR6集中度为48%，与2013年保持一致；净利润CR13集中度自2013年72%提升至2021年78%。我们认为随着行业转型深化，券商业务对综合竞争优势和业务部门间协同的要求提高，财富管理、机构业务和投行等业务均需要部门间大量的协同，头部券商综合优势逐步凸显。

图20：上市券商 CR6 集中度较为稳定



数据来源：Wind、2013-2021 年上市券商公司年报、开源证券研究所

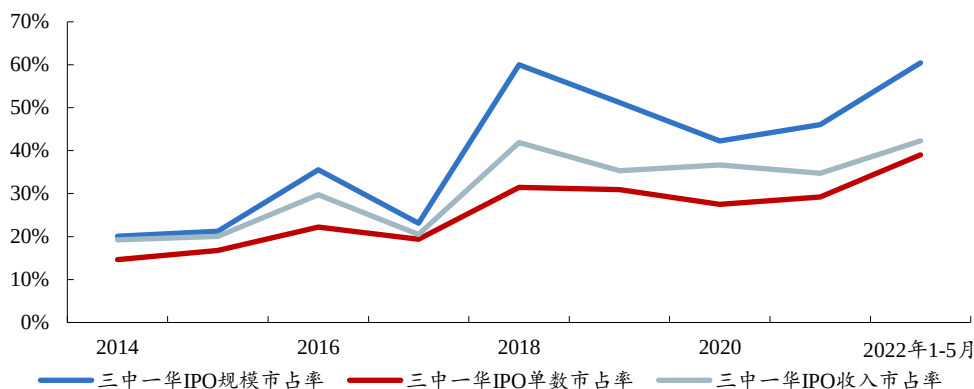
图21：上市券商净利润 CR13 自 2013 年 72%提升至 2021 年 78%



数据来源：Wind、2013-2021 年上市券商公司年报、开源证券研究所

头部券商投行业务市占率持续提高。中信证券、中信建投、中金公司、华泰证券四家券商合计 IPO 规模、IPO 单数、IPO 业务收入三项市占率逐步提升，自 2014 年的 20.1%、14.6%、19.2%提升至 2021 年的 46.1%、29.2%、34.7%。

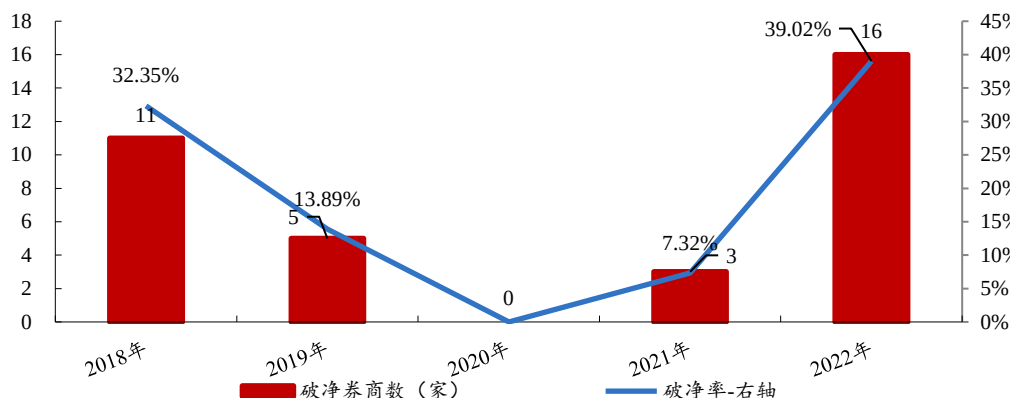
图22：2021 年以来头部券商投行业务优势越发凸显



数据来源：Wind、开源证券研究所

券商估值分化或造成融资能力分化。券商板块估值分化趋势明显，破净券商逐渐增多，高估值券商在融资方案选择、融资额度等方面具有更强优势，融资能力差异加大或进一步促进行业集中度提升。截止 2022 年 6 月 16 日，上市券商破净数量达 16 家，在 41 家上市券商中占比 39.02%，较 2018 年的 11 家券商提升明显。

图23：2022 年行业破净券商占比提升，破净券商再融资能力降低



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：券商破净率=破净券商数/上市券商数；2022 年破净率统计截止 2022 年 6 月 16 日

41 家上市券商包括截止 2022 年 6 月 16 日前上市的纯券商标的

券商纷纷试点股权激励等长期激励举措，利于完善中长期激励举措，降低短期费用成本。自 2017 年以来，有华泰证券、东方证券、招商证券、中信证券、兴业证券、国元证券实施了股权激励或员工持股计划；国联证券计划针对董监高、核心骨干成员以配股、增发、可转债方式发行股票合计金额不超过 7200 万元，不超过公司总股本 1%。

表5：多家券商试点股权激励或员工持股

董事会预案时间/ 授予日	公司	方式
2022 年 4 月 30 日	国联证券	针对截至 2022 年 3 月 31 日与公司或下属控股子公司签订正式劳动合同的董事、监事、高级管理人员、VP 及以上职级人员以及其他核心骨干成员，以配股、增发、可转债方式发行合计金额不超过 7200 万元，不超过公司总股本 1%，存续期 5 年。
2021 年 3 月 29 日	华泰证券	以股权激励方式授予 810 人合计 4548.8 万 A 股限制性股票，通过公司从二级市场回购 A 股普通股。
2020 年 6 月 18 日	东方证券	通过“东方证券员工持股计划 1 号单一资产管理计划”及“东方证券员工持股计划 2 号单一资产管理计划”在二级市场累计买入公司 H 股股票 6590 万股，占公司总股本的比例为 0.942%，占公司 H 股股本的比例为 6.417%，成交金额合计为人民币 3.0 亿元，剩余资金用于流动性管理，存续期 5 年。
2019 年 10 月 16 日	招商证券	针对公司或下属全资子公司签订劳动合同的公司董事、监事、高级管理人员、D 层级及以上层级人员以及其他核心骨干员工，回购公司 4002 万股股票，占公司总股本 0.5974%，总金额 6.6 亿元，存续期 10 年，构建资产管理计划“招商资管-招证 1 号员工持股

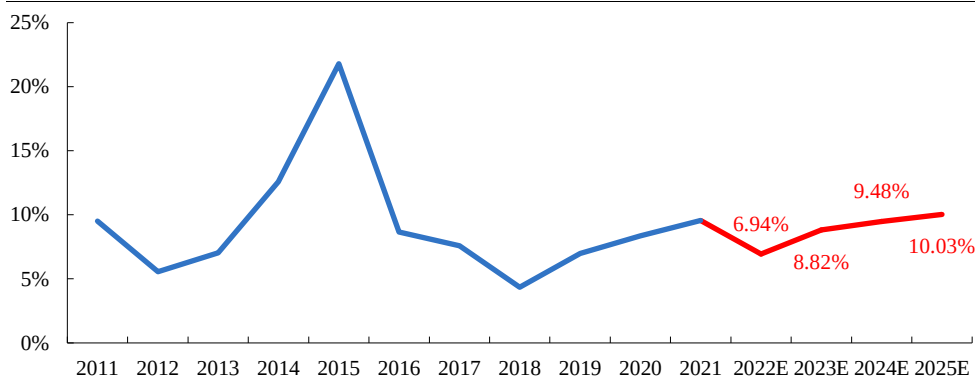
董事会预案时间/ 授予日	公司	方式
		计划单一资产管理计划”。
2019年3月5日	中信证券	针对公司董监高、关键员工、总经理等 1000-1500 人，以信托管理机构在二级市场购买公司 AH 股方式，合计持股不超过 10%，
2017年6月6日	兴业证券	以 6.54 万/股，分别回购 477 万股/203 万股公司股票，占公司股本 0.712%、0.304%，存续期 2017 年 8 月 17 日至 2022 年 8 月 17 日。存续期 10 年。
2015年9月10日	国元证券	针对公司级下属子公司全体员工，通过回购公司股票 2956 万股，构建资产管理计划，占公司总股本不超过 1.5051%，存续期 6 年。

资料来源：Wind、开源证券研究所

2.1.4、行业 ROE 有望稳步提升，成长型券商有望享受估值溢价

综上，在大财富管理、投行和机构业务驱动下，券商 ROE 有望持续提升，上市券商 ROE 仍在上行通道。中性假设下，我们预测 2025 年 40 家上市券商平均 ROE 有望达到 10%。部分成长性突出、综合优势突出的券商 ROE 提升幅度或更加明显，同时，券商股估值分化或将更加明显。

图24：预计 2025 年上市券商整体 ROE 达到 10%



数据来源：Wind、开源证券研究所

表6：中性假设下，预计上市券商 2022 年净利润同比-20.1%

40 家券商整体（单位：亿元）	2020	2021	2022H1E	2022E	2023E	2024E	2025E
经纪业务收入	1140	1373	572	1176	1316	1473	1635
YOY	53.7%	20.4%	-6.9%	-14.3%	11.9%	11.9%	11.0%
日均股基成交额	9,042	11,340	10,462	10,319	11,661	13,060	14,366
YOY	62.0%	25.4%	7.0%	-9.0%	13.0%	12.0%	10.0%
投行业务收入	580	618	279	670	781	919	1056
YOY	39.4%	6.5%	5.7%	8.4%	16.6%	17.6%	14.9%
资产管理收入	389	499	222	457	512	673	860
YOY	24%	28%	-4%	-8%	12%	31%	28%
大投资业务收入	1578	1797	308	1081	2073	2416	2700

40 家券商整体（单位：亿元）	2020	2021	2022H1E	2022E	2023E	2024E	2025E
YOY	15%	14%	-67%	-40%	92%	17%	12%
自营投资收益率	5.06%	4.67%	1.37%	2.36%	3.98%	4.02%	3.97%
利息净收入	534	600	239	546	518	558	657
YOY	27%	12%	-20%	-9%	-5%	8%	18%
营业收入（调整后）	4,404	5,163	1,766	4,223	5,523	6,399	7,312
YOY	28%	17%	-29%	-18%	31%	16%	14%
管理费	2,103	2,530	910	2,175	2,651	3,007	3,364
信用减值及其他减值损失	340	140	62	106	110	128	146
归母净利润	1,456	1,891	618	1,512	2,099	2,482	2,892
YOY	34.0%	29.9%	-36.8%	-20.1%	38.9%	18.2%	16.5%
净利率（调整后）	33%	37%	35%	36%	38%	39%	40%
归母股东权益	18,663	20,918	21,549	22,642	24,938	27,440	30,237
YOY	15.2%	12.1%	10.2%	8.2%	10.1%	10.0%	10.2%
股权融资合计	950	500	500	700	500	500	500
ROE	8.35%	9.56%	5.82%	6.94%	8.82%	9.48%	10.03%
权益乘数（扣除客户保证金）	3.83	4.02	3.97	4.01	4.14	4.24	4.30

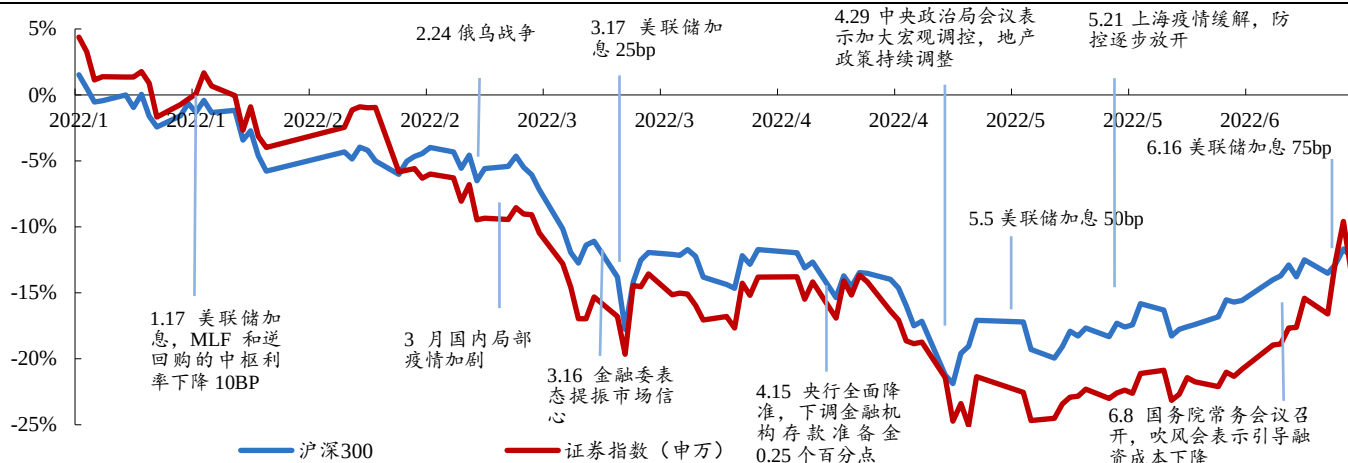
数据来源：Wind、开源证券研究所

我们认为成长型券商往往在三类业务上具有较强优势，分别是互联网经纪、大财富管理（含公募资管）、投行和衍生品为核心的机构业务，上述三类业务将成为券商成长性和估值溢价的加分项。

3、2022 中期策略：宏观环境利好券商，聚焦成长型标的

3.1、中期复盘：景气度较好的标的相对跌幅较小

多重冲击下，股市和公募基金市场大幅下跌，券商财富管理、传统经纪、自营等业务冲击明显。短期国内经济承压、疫情加剧，海外各经济体通胀、美联储加息、俄乌战争等不确定因素导致股市下跌，从 2022 年初至 2022 年 6 月 8 日，上证指数下跌 10.4%，沪深 300 下跌 14.6%。

图25：2022年以来多种因素导致股市下跌


数据来源：Wind、开源证券研究所

大财富管理主线标的市场表现不佳，一季度盈利情况较好的上市券商表现较强。(1) 2022年年初至2月末，头部券商和有独立成长逻辑的中小券商业绩水平相对稳定，财富管理线条标的市场表现不佳。中信证券、国泰君安、海通证券等头部券商跌幅-10%以内；国联证券、中原证券、华林证券等中小券商表现较好，涨跌幅分别为+5.44%、-2.6%、+1.76%；广发证券、东方财富等财富线标的受基金市场预冷影响，跌幅-24.32%、+27.94%。(2) 3月初至4月26日海通证券、中信证券等头部券商开始下跌，海通证券、中信证券和国联证券3月1日至4月26日股价分别-21.43%/-20.64%/-38.49%，财富线条延续跌势，东方财富表现稳定。(3) 4月27日至6月8日，广发证券，国联证券，东方财富，中信证券等长逻辑较好的成长型标的领涨，在4月28日至6月8日期间，分别上涨+21.72%、+23.4%、+15.42%、+11.07%。

表7：2022上半年景气度相对较好的标的收益率相对较好

公司	2022/1/1-2022/6/16 涨跌幅 (%)	2022/1/1-2022/2/28 涨跌幅 (%)	2022/3/1-2022/4/26 涨跌幅 (%)	2022/4/28-2022/6/16 涨跌幅 (%)
光大证券	33.49	-10.78	-19.44	20.78
华林证券	23.78	1.76	0.72	11.24
中信建投	-3.52	-12.14	-18.21	12.27
国海证券	-5.98	-4.87	-17.9	10.95
国联证券	-8.3	5.44	-38.49	23.4
山西证券	-9.09	-10.61	-18.31	14.73
中金公司	-10.32	-13.64	-14.19	10.93
国元证券	-10.87	-8.05	-12.01	-0.11
国泰君安	-12.41	-6.71	-14.56	3.72
招商证券	-12.92	-10.25	-22.29	11.13
长城证券	-16.09	-17.3	-24.37	11.63
中信证券	-16.38	-6.3	-21.43	11.07
华泰证券	-16.55	-10.81	-18.18	6.25
海通证券	-17.7	-8.32	-20.64	6.73
东方财富	-17.94	-27.94	-6.59	15.42

公司	2022/1/1-2022/6/16 涨跌幅 (%)	2022/1/1-2022/2/28 涨跌幅 (%)	2022/3/1-2022/4/26 涨跌幅 (%)	2022/4/28-2022/6/16 涨跌幅 (%)
广发证券	-18.67	-24.32	-20.58	21.72
兴业证券	-20.65	-17.21	-23.84	5.78
财达证券	-22.02	-12.85	-33.18	13.73
东方证券	-27.08	-16.82	-24.8	7.18

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：国金证券 2014 年计算的行情最大涨跌幅选取的区间为 2014 年 6 月 1 日至 2015 年 12 月 31 日。

3.2、2 季度业绩改善可期，三要素向好看好板块机会

预计上市券商 2 季度业绩环比+71%。截止 6 月 28 日，2022 年 2 季度股市和债市收益率均环比明显改善，预计券商 2 季度自营投资业务有望环比大幅改善，我们预计 40 家上市券商 2 季度净利润环比+71%，中报 YOY-36.8%，预计 2022 全年净利润同比-20.1%，2022 年 ROE 或降至 6.94%。

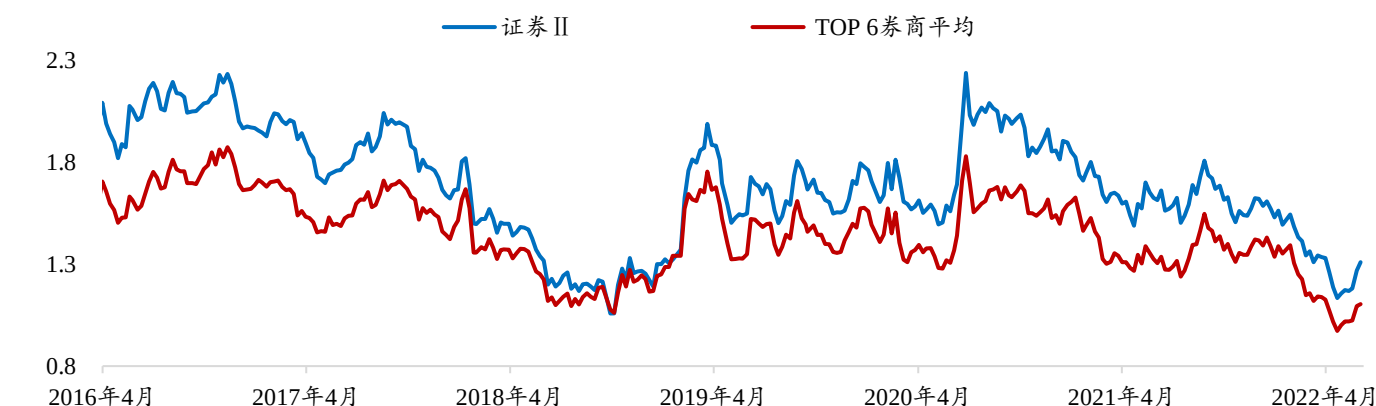
表8：2022 年 2 季度股市债市区间涨跌幅有明显改善

	2022/1/1-2022/3/31	2022/4/1-2022/6/28
日均股票成交量（亿元）	10076	9354
环比		-7.2%
中证全债	0.87%	0.85%
中债-综合全价指数	0.09%	0.25%
债券基金	-0.27%	1.24%
偏股基金	-17.46%	9.30%
沪深 300	-14.53%	6.34%
中证 800	-14.42%	5.48%
创业板指	-19.96%	6.80%

数据来源：Wind、开源证券研究所

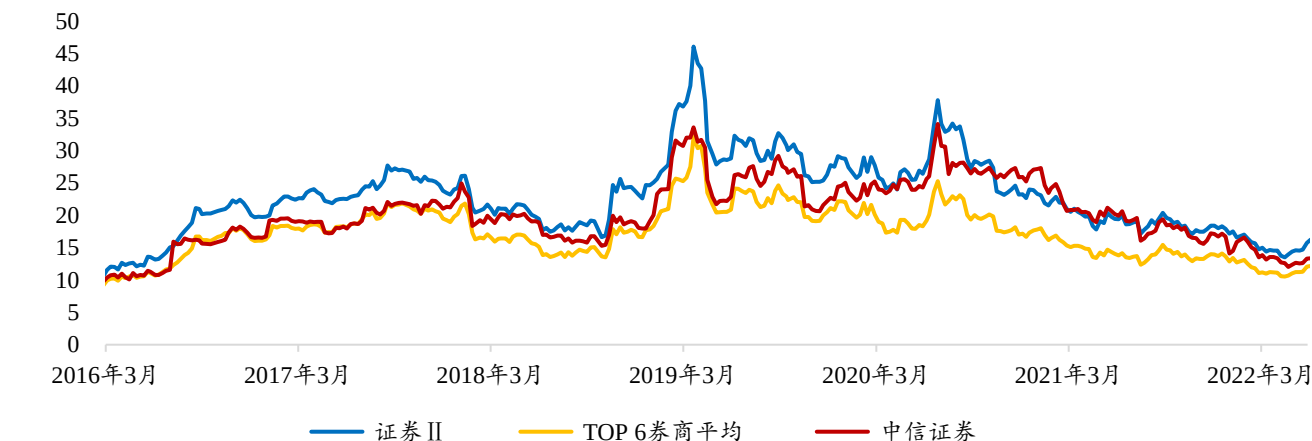
当下券商板块估值位于历史低点，资产质量、盈利能力、竞争格局和行业前景均优于 2018 年，具有长期配置价值。截止 2022 年 6 月 17 日，券商板块和头部 6 家券商 PB 估值位于 2017 年以来的分位数为 13%/5%，估值分别为 1.31/1.10 倍与 2018 年低点相近，而我们认为证券行业的资产质量、盈利能力、行业格局和发展前景以及资产质量均优于 2018 年。2018 年以来券商股票质押风险经历了 4 年的清理和消化，资产风险明显下降；多数券商完成大集合资管计划整改，同时 2019 年上市券商使用 I9 新会计准则，资产透明度提升。

图26：当前板块 PB 处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：当前板块 PE 处于估值底部



数据来源：Wind、开源证券研究所

当下流动性、宏观经济和估值三要素具备，业绩环比改善可期，看好券商板块性机会，关注行业政策和自身基本面催化，维持行业“看好”评级。（1）2022 年以来，稳增长政策持续发力，疫情影响逐步减弱，经济改善预期较强，同时流动性保持充裕水平，M2 同比增速从 2021 年 11 月的 8.5% 提升至 2022 年 5 月的 11.1%，2021 年 12 月和 2022 年 4 月央行两次全面降准。（2）券商自身主线逻辑的强弱将直接影响券商本轮行情的高度和持续时间，关注后续行业政策面和基本面催化，我们认为全面注册制及配套政策、经济修复超预期和基金净申购改善将成为后续催化，看好成长型券商标的。

三条主线选择受益标的：

- （1）大财富管理主线：推荐东方财富、广发证券和东方证券。
- （2）有独立成长逻辑的中小券商：推荐国联证券和互联网券商指南针，受益标的华林证券。
- （3）综合优势突出且受益于全面注册制的头部券商：推荐中信证券，受益标的中信建投和中金公司。

表9：受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格		EPS			P/E		评级
		2022/6/29	2021	2022E	2023E	2020A	2021A	2022E	
300059.SZ	东方财富	24.86	0.83	0.84	1.06	42.95	29.95	29.60	买入
000776.SZ	广发证券	18.44	1.42	1.33	1.74	13.97	12.99	13.86	买入
600958.SH	东方证券	10.13	0.73	0.59	0.77	26.66	13.88	17.17	买入
300803.SZ	指南针	58.77	0.44	0.86	1.28	267.14	133.57	68.34	买入
600030.SH	中信证券	21.41	1.77	1.54	1.97	18.46	12.10	13.90	买入
601456.SH	国联证券	11.69	0.36	0.39	0.52	41.75	32.47	30.16	买入
3908.HK	中金公司	16.70	2.16	2.33	2.75	10.44	7.73	7.16	未评级
002945.SZ	华林证券	15.08	0.18	-	-	50.27	83.78	15.08	未评级
601066.SH	中信建投	28.27	1.25	1.36	1.58	23.56	22.62	20.86	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：（1）中金公司、华林证券、中信建投 EPS 数据取自 Wind 一致性预期。华林证券 2022、2023E 的 EPS 无市场一致预期
（2）中金公司相关数据单位为港元，其余数据单位为人民币。

4、风险提示

- 股市波动对券商盈利带来不确定性影响；
- 公募等资管行业政策带来的不确定性；
- 证券行业监管政策带来的不确定性。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn