

证券 II

2023 年 12 月 14 日

证券行业并购进程或加速，看好并购主题机会

——行业深度报告

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

卢崑（联系人）

唐关勇（联系人）

gaochao1@kysec.cn

lukun@kysec.cn

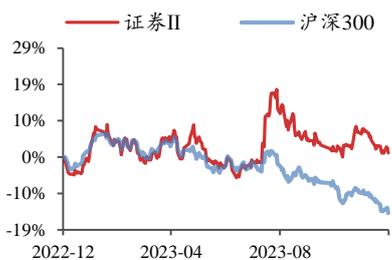
tanguanyong@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790122030100

证书编号：S0790123070030

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《浙商证券发力同业并购，关注券商板块并购主题机会——行业收购事件点评》-2023.12.10

《佣金调降影响券商营收有限，限制非研究分佣超预期——公募基金交易佣金率调降点评》-2023.12.9

《资金流入 ETF 趋势延续，券商市占率高增——2023Q3 基金销售渠道和基金市场数据点评》-2023.11.13

● 证券行业并购进程或加速，关注并购主题机会

10 月 30 日中央金融工作会议首次提出“培育一流投行”，11 月 3 日证监会表示鼓励券商并购重组。同业并购面临股东方意愿、整合难度和价格竞争等现实挑战而进程较缓慢，但我们预计当前视察并购进程有望提速。**监管导向：**监管政策限制再融资，引导证券行业集约式发展、扶优限劣、鼓励并购。**市场和业务环境：**市场竞争加剧下头部机构投行和机构业务、规模效应、金融科技支持优势持续凸显，盈利分化持续拉大。我们复盘过去 5 年同业并购每年至少一起，历史 3 次证监会鼓励并购发言后，当年和次年并购案例均有增多，2024 年或是重要窗口期，关注现有并购案例进程推进、新并购案例发生、监管再度鼓励并购等催化剂。

● 被并购方投资胜率高，并购方需关注估值及资产质量、定价水平、整合预期

我们根据理论推演和历史并购案例复盘得出以下结论：**(1) 投资被收购方胜率更高，受益稀缺溢价、困境反转、市值弹性。**被收购方享受稀缺溢价，股权存在高价收购预期，如 2014 年申银万国收购宏源证券；收购方控股被收购方后，新股东入主有望带来被收购方的困境反转。**(2) 投资收购方需要关注并购公告前的股价涨幅和估值水平，以及收购资产的质量、定价合理性、整合预期。**收购方在收购前若估值合理或较低，且被收购资产质量较好，与收购方形成较好业务互补，同时收购价格具备性价比，则收购方有望受益并购预期实现一定超额收益。如 2019 年初中信证券收购广州证券，2023 年国联证券收购民生证券。收购方在收购公告前股价有较明显超额收益或估值已处高位，同时被收购资产互补性较弱、收购价格偏高情形下，市场预期整合效果一般，短期可能有一定超额收益，但中长期难以持续上涨。

● 四种类型券商具备并购概率较大，关注券商并购主题投资机会

我们认为以下类型标的并购概率较大，具备并购主题投资机会：**(1) 公司公开披露且获证监会核准，已明确存在整合预期标的；**(2) 发达经济区域龙头券商受益政策支持，通过收购扩大业务版图和实现融资具有较强动力，且股东背景和资金实力较强。**(3) 考虑同业并购的股东意愿、整合难度和价格竞争问题，同一控制人且注册地在同一区域的标的整合难度较小，但需面对属地业务重合度高、牌照缩减的问题。**(4) 民营控股或股权分散无实控人。监管政策引导（集约式发展+扶优限劣+鼓励并购）和行业盈利分化加大的背景下，行业并购整合有望进入加速期，看好券商板块并购主题机会。从投资角度看，对于收购方，低估值、未明显抢跑、收购价格合理且整合效果预期较好的案例更值得参与，被收购方因享受稀缺溢价、困境反转等逻辑往往有更大胜率。受益标的：方正证券、财通证券、中国银河、浙商证券、国联证券、东吴证券。

● **风险提示：**政策落地及影响不及预期；股市波动对券商盈利带来不确定性；收购事项具有不确定性。

目 录

1、 证券行业并购进程或加速，关注并购主题机会.....	3
1.1、 中央金融工作会议首提“一流投行”，证监会鼓励券商并购重组.....	3
1.2、 监管鼓励集约式发展、扶优限劣、鼓励并购，行业马太效应凸显.....	4
1.3、 市场化并购整合进程或提速，2024年或是重要窗口期.....	6
2、 从复盘角度看，如何投资并购主题机会.....	7
2.1、 被收购方具困境反转预期和市值弹性，投资胜率更高.....	7
2.2、 收购方关注收购资产质量、定价合理性和整合预期.....	8
3、 投资建议：关注并购主题投资机会.....	10
4、 风险提示.....	10

图表目录

图 1： 2023 年以来上市券商再融资受监管限制，定向增发和配股规模明显萎缩.....	4
图 2： 券商净利润集中度相对稳定.....	5
图 3： 券商净资产集中度未明显提升，CR5 下降.....	5
图 4： 上市券商 ROE 排名有一定波动，部分头部券商排名保持领先地位.....	5
图 5： 2023 年前 3 季度净资产前 15 的券商年化加权 ROE 平均值为 6.9%，其余券商 ROE 平均为 4.3%.....	6
图 6： 中国平安收购方正证券公告后，短期实现明显超额收益，2023 年 9 月后再度实现明显超额收益.....	8
图 7： 2014 年 7 月中银万国与宏源证券换股合并，被收购方基于收盘价溢价 20%收购.....	8
图 8： 2019 年初中信证券收购广州证券，中信证券 1 年期超额收益明显.....	9
图 9： 2023 年 3 月国联证券收购泛海控股旗下民生证券，短期超额收益不明显但中长期表现较好.....	9
表 1： 11 月中央金融工作会议首提“打造一流投行”，证监会表示鼓励并购重组.....	3
表 2： 证监会三次表态鼓励并购，当年和次年并购案例均较多.....	3
表 3： 监管多次引导证券公司集约式发展模式.....	4
表 4： 早期三轮行业并购以监管驱动为主，头部券商借机做大家底.....	6
表 5： 近 10 年的行业并购更多是出资市场化原则，9 笔完成案例 PB 估值中位数 1.65 倍.....	7
表 6： 受益标的估值表.....	10

1、证券行业并购进程或加速，关注并购主题机会

1.1、中央金融工作会议首提“一流投行”，证监会鼓励券商并购重组

监管引导券商同业并购，支持头部券商做大做强。2023年10月30日，中央金融工作会议首次提及“培育一流投资银行和投资机构”，同时支持国有大型金融机构做优做强。11月3日证监会发言表示“鼓励通过业务创新、集团化经营、并购重组方式打造一流投行”，同时在风控指标计算标准规定上明确为“拓展优质证券公司资本空间”。

表1：11月中央金融工作会议首提“打造一流投行”，证监会表示鼓励并购重组

时间	概述	具体内容
2023/10/30	中央金融工作会议	着力做好当前金融领域重点工作，加大政策实施和工作推进力度，保持流动性合理充裕、融资成本持续下降，活跃资本市场，更好支持扩大内需，促进稳外贸稳外资，加强对新科技、新赛道、新市场的金融支持，加快培育新动能新优势。 优化融资结构，更好发挥资本市场枢纽功能，推动股票发行注册制走深走实，发展多元化股权融资，大力提高上市公司质量， 培育一流投资银行和投资机构 。促进债券市场高质量发展。 完善机构定位， 支持国有大型金融机构做优做强 ，当好服务实体经济的主力军和维护金融稳定的压舱石，严格中小金融机构准入标准和监管要求，立足当地开展特色化经营，强化政策性金融机构职能定位，发挥保险业的经济减震器和社会稳定器功能。
2023/11/3	证监会研究推动若干重要新举措	(1) 鼓励通过 业务创新、集团化经营、并购重组方式打造一流投行 ；引导中小机构结合股东背景、区域优势等资源禀赋和专业能力做精做细，实现特色化、差异化发展。 (2) 将出台《资本市场投资端改革行动方案》，推动社保、养老保险基金、年金、险资等中长期资金与资本市场良性互动。
2023/11/3	证监会就《证券公司风险控制指标计算标准规定（修订稿）》公开征求意见	(1) 促进功能发挥，突出服务实体经济主责主业。修订风控指标引导证券公司优化业务结构和资产配置，对证券公司开展做市、资产管理、参与公募REITs等业务的风险控制指标计算标准予以优化，进一步引导证券公司在投资端、融资端、交易端发力。 (2) 强化分类监管， 拓展优质证券公司资本空间 。对连续三年分类评价居前的证券公司的风险资本准备调整系数和表内外资产总额折算系数进行下调，推动试点内部模型法等风险计量高级方法，支持合规稳健的优质证券公司适度拓展资本空间。 (3) 突出风险管理，切实提升风控指标的有效性。细化不同期限资产的所需稳定资金，对场外衍生品等适当提高计量标准，加强监管力度。

资料来源：证监会、新华社、中国证券报、开源证券研究所

监管三次表态鼓励并购后，市场并购案例多发。近几年行业并购案例偶发，同业并购面临股东方意愿、整合难度和价格竞争等现实挑战。证监会分别在2012年5月、2019年11月、2023年11月提及鼓励并购，三次表态后，当年和次年并购案例相对多发，行业并购进程或加速。

表2：证监会三次表态鼓励并购，当年和次年并购案例均较多

时间	关键词	内容	事件
2012.5	证券行业创新大会	证监会发布《关于推进证券公司改革开放、创新发	2013年8月方正证券收购民族证券；

		展的思路与措施(征求意见稿)》提出了推进证券行业 改革创新的 11 条举措,内容包括:鼓励证券公司发行 上市和并购重组等内容。	2014 年 7 月中银万国收购宏源证券
2019.11	航母级证券公司	证监会在答复政协十三届全国委员会第二次会议提 案时表示,为打造“航母级证券公司”,证监会积极 开展了一系列工作,其中提到:“多渠道充实证券公 司资本,鼓励市场化并购重组,支持行业做优做强”。	2018 年底中信证券收购广州证券 2019 年 5 月天风证券收购恒泰证券 2019 年 11 月华创云信(原华创阳安)拟收购 太平洋证券,2020 年 6 月停滞,2022 年 5 月 通过司法拍卖继续收购
2023.11	监管鼓励并购重组	中央金融工作会议首提打造一流投行,证监会表态, 鼓励通过业务创新、集团化经营、并购重组方式打 造一流投行	2020 年 10 月国联发展集团拟收购国金证券 2023 年 3 月国联发展集团收购民生证券 2023 年 12 月浙商证券拟受让国都证券

资料来源:证监会、中国证券报、各公司公告、第一财经、新浪财经等、开源证券研究所

1.2、监管鼓励集约式发展、扶优限劣、鼓励并购，行业马太效应凸显

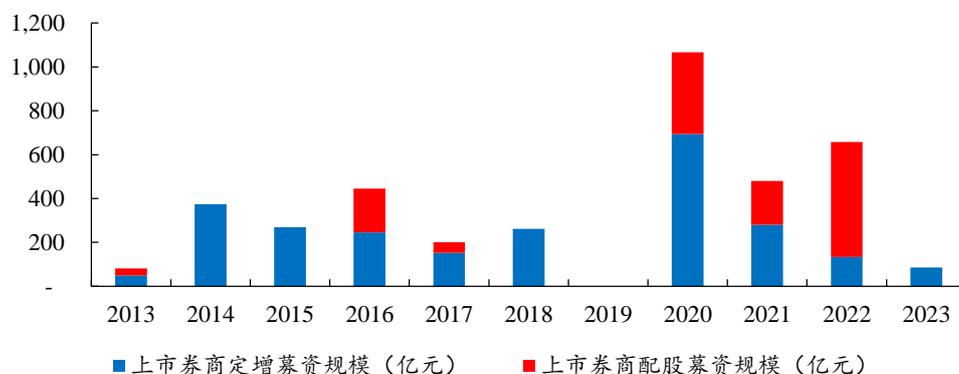
监管政策引导集约式发展、扶优限劣、鼓励并购，行业并购整合有望进入加速期。2023 年 1 月 3 日证监会对于上市券商再融资行为做出评价，提及“资本节约型、高质量发展新路”。2023 年证券公司再融资受限，截至 12 月 12 日仅国海证券一家公司增发 85 亿；此外，《证券公司监督管理条例》和活跃资本市场政策部署均提及集约经营模式。11 月鼓励并购重组和支持“拓展优质证券公司资本空间”。

表3: 监管多次引导证券公司集约式发展模式

时间	关键词	主要内容
2023 年 1 月	证监会回应“上市证券公司再融资行为”	倡导证券公司自身必须聚焦主责主业，树牢合规风控意识，坚持稳健经营，走资本节约型、高质量发展的新路，发挥好资本市场“看门人”作用。
2023 年 3 月	《证券公司监督管理条例（修订草案征求意见稿）》	提及引导行业回归本源、集约经营，走高质量发展之路
2023 年 8 月	活跃资本市场政策举措部署	坚持集约化、差异化、功能化、国际化发展方向，建设高质量投资银行

资料来源:证监会、新华网、第一财经、开源证券研究所

图1: 2023 年以来上市券商再融资受监管限制，定向增发和配股规模明显萎缩

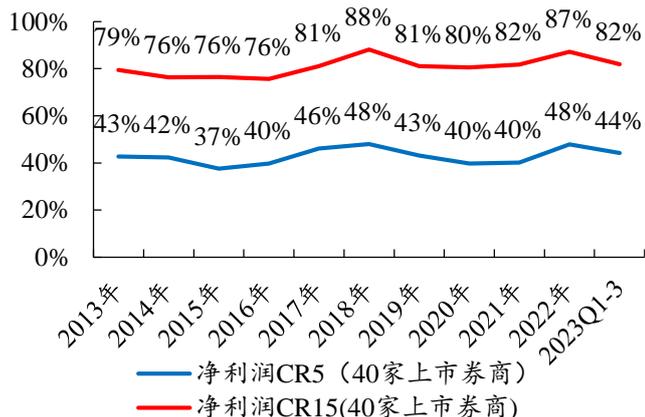


数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 2023 年数据统计截止于 12 月 12 日

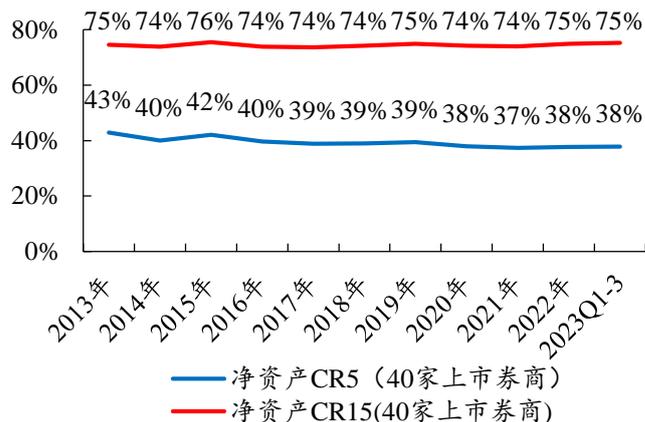
行业集中化趋势显现，头部券商盈利能力与中小券商差距拉大。从净利润集中度看，2023年前3季度CR5和CR15分别为44%/82%(占40家上市券商)，较2013年的43%/79%微幅提升，净利润集中度提升与中小券商IPO和再融资带来净资产快速扩张有关，CR5头部券商净资产从2013年的43%降至2023年3季度末的38%，中小券商外延融资使得净利润集中度有所下降。2018年以来前15家券商加权ROE的算术平均值较其余券商的差距逐渐加大。2023年前3季度净资产前15的券商年化加权ROE平均值为6.9%，其余券商ROE平均为4.3%。

图2：券商净利润集中度相对稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：券商净资产集中度未明显提升，CR5下降

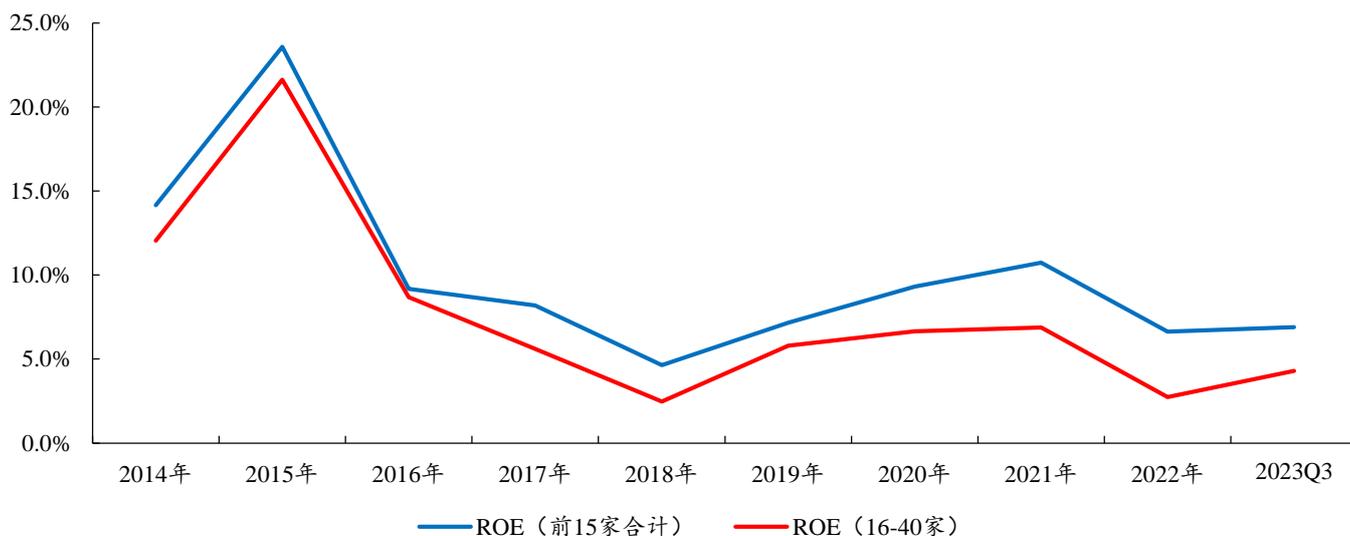


数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：上市券商ROE排名有一定波动，部分头部券商排名保持领先地位

40家上市券商ROE排名							
证券代码	证券简称	2021年 ROE	2021排名	2022年 ROE	2022排名	2023Q1-3 ROE	2023Q3 排名
601788.SH	光大证券	6.3%	28	5.2%	15	8.9%	1
600030.SH	中信证券	11.8%	4	9.2%	1	8.5%	2
601066.SH	中信建投	13.9%	1	8.7%	2	8.0%	3
601881.SH	中国银河	11.6%	5	7.7%	4	7.9%	4
601688.SH	华泰证券	9.6%	14	7.1%	8	7.6%	5
600999.SH	招商证券	10.7%	7	7.1%	7	7.3%	6
601211.SH	国泰君安	10.6%	9	7.6%	5	7.1%	7
601878.SH	浙商证券	10.2%	12	6.6%	10	6.7%	8
600918.SH	中泰证券	9.3%	17	1.6%	32	6.5%	9
601696.SH	中银证券	6.3%	29	5.0%	18	6.4%	10
600909.SH	华安证券	8.4%	19	6.0%	12	6.3%	11
000776.SZ	广发证券	10.6%	8	7.0%	9	6.1%	12
601995.SH	中金公司	13.8%	2	8.3%	3	6.1%	13
002736.SZ	国信证券	11.4%	6	6.0%	11	6.0%	14
601555.SH	东吴证券	7.4%	25	4.6%	21	6.0%	15
601108.SH	财通证券	10.5%	10	5.2%	16	6.0%	16
000166.SZ	申万宏源	10.2%	11	2.9%	28	6.0%	17
601901.SH	方正证券	4.5%	35	5.1%	17	5.9%	18
002939.SZ	长城证券	9.4%	15	3.8%	26	5.8%	19
000728.SZ	国元证券	6.0%	31	5.3%	14	5.7%	20

数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2023年前3季度净资产前15的券商年化加权ROE平均值为6.9%，其余券商ROE平均为4.3%


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、市场化并购整合进程或提速，2024年或是重要窗口期

监管再次鼓励并购+新并购案例发生证实市场化并购整合进程加速。(1) 复盘历史证监会鼓励并购发言后，当年和次年并购进程均加速。2013年和2019年分别出现2笔、3笔，2023年监管再次提及鼓励并购，我们预计2024年是个观察窗口期。(2) 2019年至2023年五年出现6笔同业并购案例，平均每年至少发生一起并购案例。监管引导+行业盈利分化加速下，市场化并购有望加速，未来3-5年预计出现的案例数或明显增加。(3) 我们认为市场化并购进程加速主要催化剂在于：现有并购案例的持续推进，如证监会核准进程；新并购案例的发生，如12月9日浙商证券拟受让国都证券；监管政策再次提及鼓励并购等。

表4：早期三轮行业并购以监管驱动为主，头部券商借机做大家底

时间	原因	典型案例
第一次并购浪潮（1995年-2000年）	分业经营：银行和信托剥离证券营业部，券商通过并购增资扩股	广发证券：先后收购银行、信托和保险公司分离出来的87个证券营业部。 中国银河：合并重组华融、长城、东方、信达和人保等五大信托公司所属证券业务部。
第二次并购浪潮（2004年-2007年）	综合治理：行业低谷，挪用客户保证金等违规行为频发	广发证券：先后托管武汉证券、河北证券、第一证券、珠海国投、长财证券5家券商，进一步实现全国扩张。 中信证券：收购金通和万通证券，奠定浙江和山东两省优势。 重组华夏证券（中信建投）。 华泰证券：收购亚洲证券和联合证券。 光大证券：托管昆仑证券和天一证券。 信达证券：收购汉唐证券和辽宁证券。
第三次并购浪潮（2008年-2009年）	一参一控：为解决一参一控问题，多家券商合并。	新时代证券收购远东证券，由明天系控股； 恒泰证券收购长财证券，由明天系参股。

资料来源：各公司官网、新浪财经、网易财经、财联社、开源证券研究所

表5：近 10 年的行业并购更多是出资市场化原则，9 笔完成案例 PB 估值中位数 1.65 倍

	出让人与收购人关系	公布时间	收购方	被收购方	出让方	收购股权	收购金额 (亿元)	PB	PE	并购方式
第四次并购浪潮 (2014-2016年)	独立第三方	2013年8月	方正证券	民族证券	北京政泉等	100.0%	132.02	1.93	123.03	换股合并
	同一控股股东	2014年7月	国泰君安	上海证券	上海国际集团	51.0%	35.71	1.65	82.38	现金合并
	同一控股股东	2014年7月	申银万国	宏源证券	中央汇金	60.0%	237.45	2.67	23.14	换股合并
	同一控股股东	2016年11月	中金公司	中投证券	中央汇金	100.0%	167.00	1.13	8.55	换股合并
第五次并购浪潮 (2018年至 今)	独立第三方	2018年12月	中信证券	广州证券	广州越秀金控	100.0%	121.96	1.20	-19.64	换股合并
	独立第三方	2019年5月	天风证券	恒泰证券	北京庆云洲际科技等	30.0%	45.01	1.57	-19.36	现金收购
	独立第三方	2020年9月	国联证券	国金证券	长沙涌金	7.8%				吸收合并
	独立第三方	2020年12月	中国平安	方正证券	方正集团	28.7%	240.00	2.17	82.77	协议转让
	独立第三方	2022年5月	华创云信	太平洋证券	北京嘉裕	10.9%	17.26	1.63	130.64	现金收购
	独立第三方	2023年3月	国联发展集团	民生证券	泛海控股	30.3%	91.05	1.98	142.41	现金收购
中位数								1.65	82.38	

资料来源：各公司公告、腾讯新闻、第一财经、中华网、新浪财经等、开源证券研究所

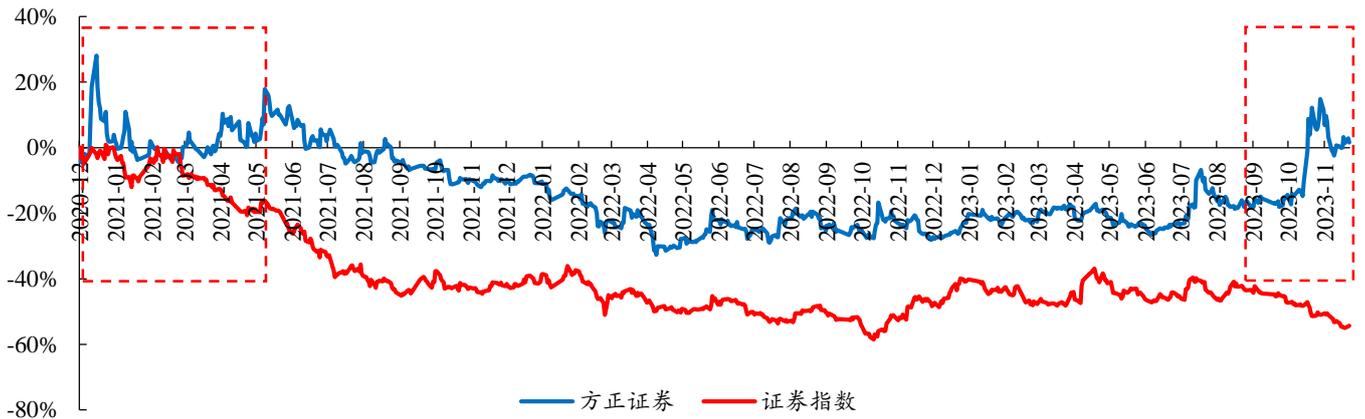
2、从复盘角度看，如何投资并购主题机会

我们根据理论推演和历史并购案例复盘得出以下结论：（1）被收购方超额收益往往更明显；（2）投资收购方需要关注并购方案公告前的股价涨幅和估值水平，以及收购资产的质量、定价合理性及整合预期。

2.1、被收购方具困境反转预期和市值弹性，投资胜率更高

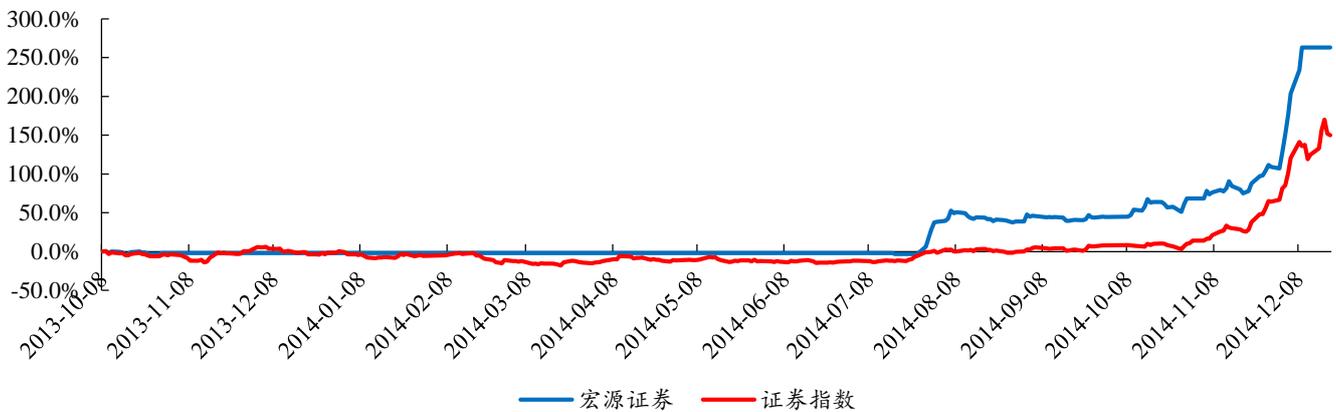
被收购方超额收益往往更明显。（1）上市的被收购方股权具有稀缺性，溢价收购概率较高（如申银万国收购宏源证券）。（2）收购方控股被收购方后，新股东入主有望带来被收购方的困境反转；（3）被收购方通常市值更小，股价弹性更大。

2022年末中国平安收购方正证券，被收购方具有明显超额收益。2022年12月20日方正证券发布方正集团重整计划，新方正集团持有方正证券28.71%股份，中国平安拟通过控股子公司平安人寿设立SPV持股平台，持有新方正集团，方正证券实际控制人变更为中国平安。公告披露后方正证券短期跑赢指数后跟随大盘下跌，2023年9月开始或受益活跃资本市场和鼓励并购政策影响，再度实现超额收益。

图6：中国平安收购方正证券公告后，短期实现明显超额收益，2023年9月后再度实现明显超额收益


数据来源：Wind、开源证券研究所

2014年7月申银万国与宏源证券换股合并，被收购方基于收盘价溢价20%收购。2014年7月25日申银万国和宏源证券召开发布会公布合并方案，决定通过换股合并方式，宏源证券与申银万国换股比例1:2.049，宏源证券的换股价格以定价基准日前20个交易日宏源证券的A股股票交易均价，即8.30元/股+溢价20%=9.96元/股，申银万国按4.86元/股发行81.4股，合计396亿元。7月25日公告发布后，宏源证券持续跑赢行业指数。

图7：2014年7月申银万国与宏源证券换股合并，被收购方基于收盘价溢价20%收购


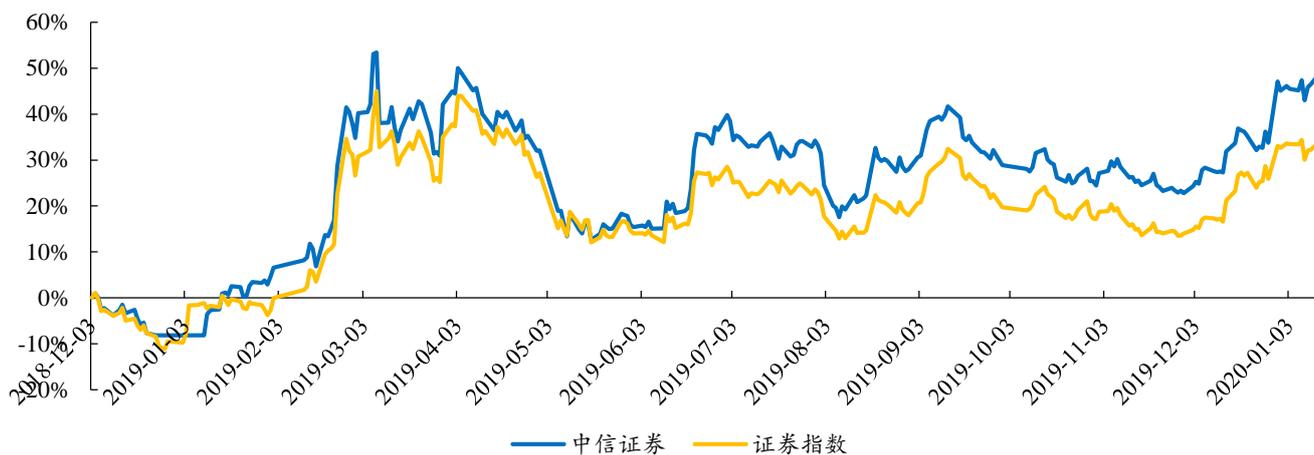
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、收购方关注收购资产质量、定价合理性和整合预期

投资收购方需要关注收购公告前股价涨幅和估值，以及收购资产质量、定价合理性、整合预期。(1) 收购方在收购前若估值合理或较低，且被收购资产质量较好，与收购方形成较好业务互补，同时收购价格具备性价比，则收购方有望受益并购预期实现一定超额收益。如中信证券收购广州证券，国联证券收购民生证券。(2) 收购方在收购公告前股价有较明显超额收益或估值已处高位，同时被收购资产互补性较弱且收购价格偏高情形下，市场预期整合效果一般，短期可能有一定超额收益，但中长期难以持续上涨。

2019年初中信证券收购广州证券，自身估值合理+整合预期较好下涨幅优表现较好。2018年12月14日中信证券公告称拟发行股份收购广州证券100%股权，2018年12月25日至2019年1月9日停牌筹划发行股份购买资产，9月正式发布合并收购评估报告。短期看，2019年初中信证券超额收益不明显，2019年6月后超额收益逐步明显，1年期累计涨幅59%。我们认为主因中信证券在收购时点自身估值合理，收购广州证券有望补齐中信证券在广东省的业务版图，整合预期效果较好。

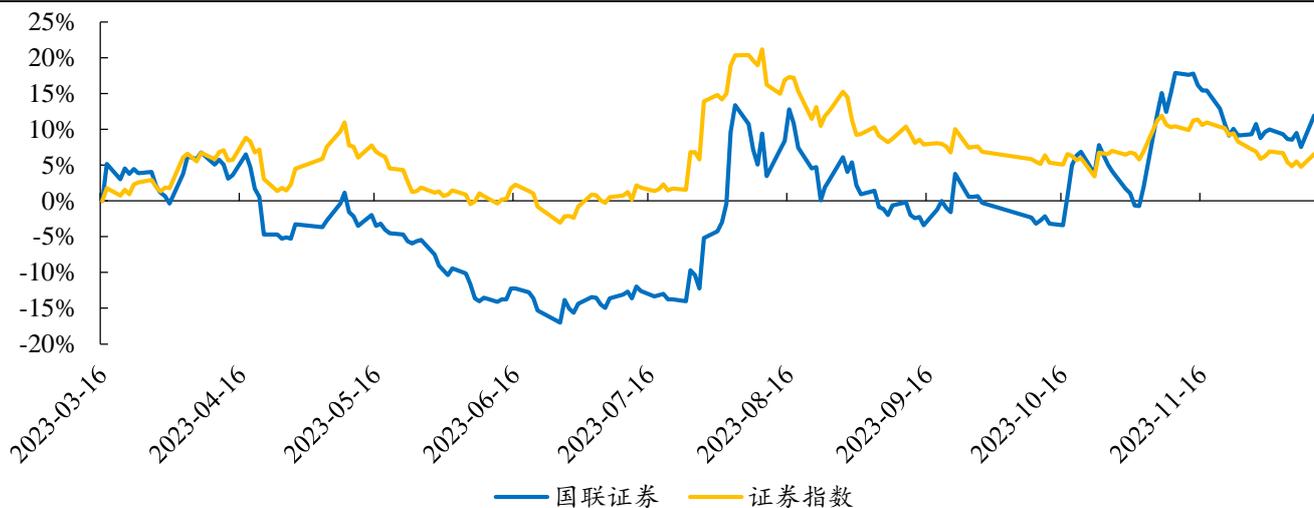
图8：2019年初中信证券收购广州证券，中信证券1年期超额收益明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

2023年3月国联证券股东收购民生证券，中长期超额收益较明显。2023年3月15日国联证券股东国联发展集团以91.05亿元成交价拍卖收购民生证券34.71亿股股份，占公司总股本约30%。公告披露近一个月，截至4月17日国联证券上涨6%涨幅不明显，截至12月12日上涨12%。我们认为民生证券投行业务优势突出，若合并后国联证券投行业务排名有望快速提升。

图9：2023年3月国联证券收购泛海控股旗下民生证券，短期超额收益不明显但中长期表现较好



数据来源：Wind、开源证券研究所

3、投资建议：关注并购主题投资机会

综上，我们归纳梳理历史上多轮并购案例的收购方与被收购标的的统一特征，认为以下类型标的具备并购主题投资机会：

- (1) **已明确存在整合预期标的。**公司作为收购方或被收购方明确发布并购公告，已获得证监会核准。为遵守监管“一参一控”要求，后续有望实现实质合并。根据前文复盘分析，被收购标的胜率更高，收购标的需关注当前时点估值水平，考虑收购资产质量、定价合理性和整合预期。
- (2) **发达经济区域龙头券商有较强的收购动力和能力。**集约式发展背景下券商再融资受限，龙头券商或通过整合同业标的以扩大业务版图的同时间接实现融资。此外，龙头券商具备较强的股东背景优势和资金优势，监管支持其通过业务创新、集团化经营和并购重组等方式做大做强。
- (3) **同一控制人且注册地在同一区域的标的整合难度较小，但需面对属地业务重合度高、牌照缩减的问题。**
- (4) **民营控股或股权分散无实控人。**

监管政策引导（集约式发展+扶优限劣+鼓励并购）和行业盈利分化加大的背景下，行业并购整合有望进入加速期，看好券商板块并购主题机会。从投资角度看，对于收购方，低估值、未明显抢跑、收购价格合理且整合效果预期较好的案例更值得参与，被收购方因享受稀缺溢价、困境反转等逻辑往往有更大胜率。受益标的：方正证券、财通证券、中国银河、浙商证券、国联证券、东吴证券。

表6：受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格		EPS		P/E		评级
		2023/12/13	2022	2023E	2024E	2022	2023E	
601901.SH	方正证券	8.77	0.24	0.31	0.36	36.65	28.71	未评级
601108.SH	财通证券	8.19	0.36	0.49	0.61	22.46	16.71	买入
601881.SH	中国银河	12.41	1.06	0.83	0.96	11.74	14.94	未评级
601878.SH	浙商证券	11.34	0.47	0.47	0.56	24.11	24.05	未评级
601456.SH	国联证券	11.94	0.27	0.39	0.52	44.22	30.62	买入
601555.SH	东吴证券	7.74	0.36	0.47	0.53	21.62	16.40	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：中国银河、方正证券、浙商证券、东吴证券 EPS 和 PE 数据取自 Wind 一致预期

4、风险提示

- 政策落地及影响不及预期
- 股市波动对券商盈利带来不确定性
- 收购事项具有不确定性

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R3（中风险），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C3、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C3、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，属于商业秘密材料，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

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
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

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