

## 强于大市

## 证券行业 2024 年度策略

## 经济复苏与多重利好政策有望驱动估值修复

当前券商板块估值和基本面拐点主要有待资本市场需求侧改善。我们预计2024年，经济复苏预期、活跃资本市场政策、包含公募降费改革在内的投资端改革是推动增量资金入市、活跃资本市场，进而带动券商基本面与估值提升的三大驱动力。当前券商板块估值触底，市净率低于2012年以来5%分位数，板块估值和基本面均存在改善预期，适宜左侧布局以待拐点。

## 要点

- 资本市场利好政策有望密集出台，政策有望支持和引导券商成长。2023年，中央政策及会议多次对金融领域做出指示，10月中央金融工作会议以“金融是国民经济的血脉”、“金融要为推动经济社会发展、推进强国建设和民族复兴提供高质量服务”等表述强调了金融的战略地位，资本市场战略地位得到进一步凸显。围绕会议对下阶段金融工作的方向性部署，覆盖融资端、投资端和交易端的资本市场各项政策有望在2024年加速落地，有助于引入增量资金、激活权益市场。根据会议指示，政策有望进一步支持投行和投资机构成长，并引导不同规模、不同类型的券商形成差异化发展格局。
- 监管支持或将推动券商并购进程加速，行业格局进一步向集中化演变。2023年10月末中央金融工作会议首提“培育一流投资银行和投资机构”，并且指出“支持国有大型金融机构做优做强”后，据中国证券报11月3日报道，证监会表明“证监会将支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强。”2012年、2018年监管两次鼓励市场化并购重组后，均形成了券商并购热潮。当前鼓励券商集约化发展、再融资发行受限背景下，预计本次监管提出“培育一流投资银行”后，有望催化券商并购进程加速，为券商行业带来结构性行情，并带动券商行业格局向更为集中化演变。
- 经济复苏预期和改革政策有助于推动券商基本面改善。当前券商基本面修复的核心因素在资本市场需求侧，经济复苏预期、活跃资本市场政策、包含公募降费改革在内的投资端改革是推动增量资金入市、活跃资本市场的三大驱动力。2024年，资本市场需求侧有望持续改善，权益市场活跃度提升，将直接推动财富管理和机构业务需求修复，有望实现“以量补价”。此外，资金面活跃也有助于推动IPO、再融资、融券业务等阶段性限制政策松绑，促进投行和融券业务释放业绩。

## 相关研究报告

《证券行业政策点评》20230828

《证券交易经手费降费点评》20230820

《证券行业点评》20230817

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：张天愉

(8610)66229087

tianyu.zhang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521100002

证券分析师：林媛媛

(86755)82560524

yuanyuan.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300521060001

## 投资建议

- 经济复苏、资本市场和行业政策有望助推行业估值边际修复。展望2024年，政策加码和美元走弱有望助力释放我国经济活力，活跃资本市场政策着力降低投资者成本，为提振投资者信心、激活资本市场奠定基础，有望带动财富管理业务放量突破，加速机构业务扩张，缓解市场需求侧低迷对券商行业带来的估值压力，并有望推动融资端监管松绑。中央金融会议后资本市场改革政策有望接续落地，券商作为资本市场中介机构服务国家战略、服务实体经济和居民财富管理的重要性进一步提升。监管推动头部券商通过并购等途径做优做强，或为行业结构性行情带来一定弹性。

## 评级面临的主要风险

- 政策出台、国际环境以及市场波动对行业的影响超预期。

## 目录

<b>1 资本市场与行业政策导向</b> .....	<b>4</b>
1.1 资本市场改革政策：资本市场战略地位得到进一步凸显.....	4
1.2 证券行业政策：引导集约化发展，再度鼓励市场化并购重组.....	5
<b>2 券商业务发展展望</b> .....	<b>8</b>
2.1 财富管理和机构业务：改革政策有望带来需求侧增量资金.....	8
2.2 投行业务：承销业务压力有望边际缓解，并购重组市场化改革持续推进.....	8
2.3 资金类业务：优化业务结构，发挥服务资本市场功能.....	9
<b>3 投资建议</b> .....	<b>10</b>
<b>4 风险提示</b> .....	<b>11</b>

## 图表目录

图表 1. 2023 年有关金融方面的中央会议及政策.....	4
图表 2. 2010-2023 年上市券商资本补充统计 .....	5
图表 3. 2023 年《证券公司风险控制指标计算标准规定》主要修改内容 .....	6
图表 4. 2012 年证券行业创新大会以来的市场化券商并购 .....	6
图表 5. 2022-2023 年月度 IPO 承销规模.....	9
图表 6. 2022-2023 年月度再融资承销规模 .....	9
图表 7. 2018-2023 年月度市场融资余额.....	9
图表 8. 2018-2023 年月度市场融券余额.....	9

## 1 资本市场与行业政策导向

### 1.1 资本市场改革政策：资本市场战略地位得到进一步凸显

**2023年3月的国务院机构改革中包含多项有关金融机构的调整优化方案。**涉及金融机构的调整包括在党中央机构改革方面，组建中央金融委员会、中央金融工作委员会，在国务院机构改革方面，组建国家金融监督管理总局、深化地方金融监管体制改革、证监会升格为国务院直属机构等。中央层面委员会的成立体现出党中央对金融工作的高度重视。

**政治局会议再次对资本市场提出重要指导。**2023年7月政治局会议，为继2022年4月后会议再度提及资本市场，并且较少见地采用了“活跃资本市场，提振投资者信心”的积极表述。会议召开后，各监管机构、交易所等主要市场参与者积极响应会议精神，从投资端、融资端等多维度制定并出台了多项促进资本市场活跃的政策方案。

**中央经济工作会议亦对金融有直接提及。**12月11日至12日的中央经济工作会议对2024年经济工作提出了细化安排，直接提及金融领域的表述包括：第一，“发挥好货币政策工具总量和结构双重功能，盘活存量、提升效能，引导金融机构加大对科技创新、绿色转型、普惠小微、数字经济等方面的支持力度。促进社会综合融资成本稳中有降。”第二，深化重点领域改革方面，“要谋划新一轮财税体制改革，落实金融体制改革。”第三，持续有效防范化解重点领域风险方面，“要统筹化解房地产、地方债务、中小金融机构等风险，严厉打击非法金融活动，坚决守住不发生系统性风险的底线。”除了上述提及外，本次会议强调以科技创新引领现代化产业体系建设、着力扩大内需、扩大高水平对外开放等部署，资本市场在其中亦起到重要支持作用。

图表1. 2023年有关金融方面的中央会议及政策

2023年3月	《党和国家机构改革方案》颁布，组建中央金融委员会、中央金融工作委员会，组建国家金融监督管理总局，深化地方金融监管体制改革，将证监会上调为国务院直属机构等。
2023年7月	政治局会议继续提出“活跃资本市场，提振投资者信心。”
2023年10月	召开中央金融工作会议，系统并详细部署了下阶段金融工作。
2023年12月	召开中央经济工作会议，细化工作安排中对于金融有所提及。

资料来源：新华网、人民网、央广网、中银证券

**中央金融工作会议强调了金融的战略定位。**10月30日至31日的中央金融工作会议上，习总书记明确指出，“金融是国民经济的血脉，是国家核心竞争力的重要组成部分”，会议还将高质量发展定为全面建设社会主义现代化国家的首要任务，强调金融要为推动经济社会发展、推进强国建设和民族复兴提供高质量服务，进一步强调了金融的战略地位。

**会议对下阶段金融工作做出较为详尽方向性部署，通过“三个着力”为资本市场下一步改革指明方向。**一是着力营造良好的货币金融环境，切实加强重大战略、重点领域和薄弱环节的优质金融服务，优化资金供给结构，提升资金使用效率。二是着力打造现代金融机构和市场体系，疏通资金进入实体经济的渠道，优化融资结构，更好发挥资本市场枢纽功能。三是着力推进金融高水平开放，确保国家金融和经济安全。

**2024年，围绕中央金融工作会议和后续证监会等机构发布的具体安排部署，预计相关资本市场政策将接续出台。**

**一是进一步深化供给侧改革的相关政策。**会议再度提出“推动股票发行注册制走深走实”，详细列举未来规划，包括“进一步提高股票发行的审核注册效率，完善股票发行制度与退市制度，强化市场行为监管、强化对控股股东、高管等‘关键少数’的监管，建立健全监督制约机制。”预计将通过持续深化注册制改革、发展多元化股权融资等，继续推动直接融资比例提升。同时，会议强调“大力提高上市公司质量”，要求中介机构持续把好入口关，资本市场持续发挥优胜劣汰功能。

**二是加大力度推进交易和投资端改革的相关政策。**会议提及“活跃资本市场”，一定程度上延续了7月政治局会议提振资本市场需求侧的要求。同时，会议提及“促进长期资本形成”，后续证监会发文表示响应会议要求，更具体地提出“加大投资端改革力度，吸引更多的中长期资金，活跃资本市场”的安排，表明投资端相关改革大概率将持续大力推进。

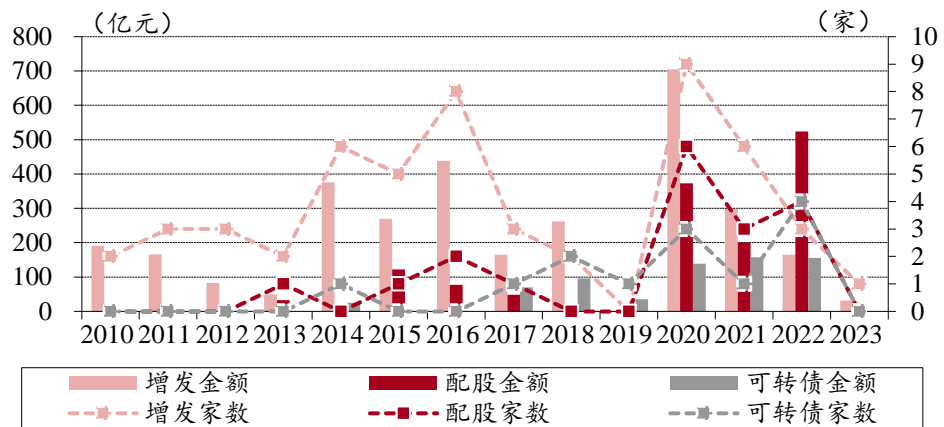
三是出台各类金融机构的支持和引导政策。会议首次提出“培育一流投资银行和投资机构”，预计未来政策将助推投行和投资机构在实现资本规模增长的同时，着力引导金融机构进一步提高定价能力、资本实力等综合能力。会议对于不同规模类型的金融机构采用不同表述。对于大型金融机构，会议提出“完善机构定位，支持国有大型金融机构做优做强，做实体经济的主力军和维护金融稳定的压舱石”，对中小金融机构提出“支持中小金融机构立足当地开展特色化经营”。预计在政策引导下，金融机构竞争格局将进一步向差异化竞争路径演变。

## 1.2 证券行业政策：引导集约化发展，再度鼓励市场化并购重组

**2020-2023年券商加大资本补充力度。**2019年11月，监管层明确提出推动打造航母级头部证券公司的具体安排计划，“鼓励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”。2020至2022年，证券行业通过多渠道加大资本补充力度，上市券商（申万二级行业券商行业指数成分股）进行股权融资39笔，合计募资2717亿元。

**2023年监管鼓励券商集约化发展。**2023年，监管定调鼓励券商集约化发展，提高现有资本使用效率，重申鼓励券商以并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行。1月，证监会在答记者问中表示，倡导证券公司聚焦主责主业，走资本节约型、高质量发展的新路。上市券商响应监管号召，两家头部券商百亿级配股计划1家终止计划、1家到期自动失效；4家券商修订定增预案，对融资规模或资金投向进行调整，其中3家公司下调了重资本业务拟投入金额。年内仅一笔券商增发项目完成发行，募资32亿元。

图表2. 2010-2023年上市券商资本补充统计



资料来源：万得、中银证券；统计口径为申万二级行业券商行业指数成分股

**优质券商风险管理约束降低，提升现有资金的利用效率。**2023年11月，证监会就修订《证券公司风险控制指标计算标准规定》公开征求意见。意见稿支持合规稳健的优质证券公司适度拓展资本空间，提升资本使用效率，做优做强。鼓励券商开展投行、做市、资产管理等业务，进一步引导券商在投资端、融资端与交易端发力，加大服务于实体经济和居民财富管理的力度。较2020年1月版本，核心变化如图表3所示。征求意见稿调降了连续三年分类评级在A类A级和AA级及以上券商风险资本准备调整系数和表内外资产总额折算系数，符合条件券商资本运用将更加灵活。

图表3. 2023年《证券公司风险控制指标计算标准规定》主要修改内容

- (一) 促进功能发挥，突出服务实体经济主责主业**  
 进一步发挥风险控制指标的导向作用，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，充分发挥长期价值投资、服务实体经济融资、服务居民财富管理、活跃资本市场等作用，为经济社会发展提供高质量金融服务。
- (二) 强化分类监管，拓展优质证券公司资本空间**  
 适当调整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，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，提升资本使用效率，更好为实体经济提供综合金融服务。
- 1、风险资本准备调整系数：**连续三年A类AA级以上（含）系数由0.5降至0.4，连续三年A类系数由0.7降至0.6，其他系数不变。
- 2、表内外资产总额折算系数：**新增分类调整规则，连续三年A类AA级以上（含）系数为0.7，连续三年A类系数为0.9，其余为1。
- (三) 突出风险管理，切实提升风控指标的有效性**  
 根据业务风险特征和期限匹配性，合理完善计算标准，细化不同期限资产的所需稳定资金，进一步提高风险控制指标的科学性。对场外衍生品等适当提高计量标准，加强监管力度，提高监管有效性，维护市场稳健运行。

资料来源：证监会、中银证券

**媒体报道证监会明确表明鼓励券商并购。**2023年10月末中央金融工作会议首提“培育一流投资银行和投资机构”，并且指出“支持国有大型金融机构做优做强”后，据中国证券报11月3日报道，证监会表明“证监会将支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用；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。”

**回顾历史上券商并购案例，2012年以来券商行业两段市场化并购热潮均在监管部门推动下形成。**2012年证券行业创新大会后，证监会11条举措中包括了“鼓励证券公司发行上市和并购重组”，此后的2013年至2016年，证券业并购案例4起。第二段并购热潮开启于2018年，证监会为鼓励支持上市公司并购重组，修订了《公开发行证券的公司信息披露内容与格式准则第26号——上市公司重大资产重组》。2019年，证监会提出“打造航母级证券公司”，明确指出“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年以来证券业并购案例7起。预计本次监管提出“培育一流投资银行”后，有望催化券商并购加速，有望为券商行业带来结构性行情，此外或将带动券商行业格局演变。

图表4. 2012年证券行业创新大会以来的市场化券商并购

阶段	并购计划公开时间	收购方	被收购方
第一次 市场化并购热潮	2013年9月	方正证券	民族证券
	2013年11月	中银万国	宏源证券
	2014年6月	国泰君安	上海证券
	2016年11月	中金公司	中投证券
	2018年12月	中信证券	广州证券
第二次 市场化并购热潮	2019年5月	天风证券	恒泰证券
	2020年9月	国联证券	国金证券
	2021年1月	中国平安	方正证券
	2022年5月	华创云信	太平洋证券
	2023年3月	国联集团	民生证券
	2023年12月	浙商证券	国都证券

资料来源：表内公司公告、中银证券；国联证券并购国金证券已终止

**当前监管明确鼓励券商集约式发展，并购途径重要性更加凸显。**2023年1月，证监会倡导证券公司聚焦主责主业，坚持稳健经营，走资本节约型、高质量发展的新路。3月发布《证券公司监督管理条例（修订草案征求意见稿）》，再度强调这一要求。券商再融资暂时受限，唯有通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，市场化并购对于券商快速提升市场地位和竞争力的重要性更加凸显。

**综合竞争力提升是并购的核心目标。**“培育一流投资银行”的政策指导不仅对券商做大做强予以政策性支持,更对券商提升综合能力提出更高要求。一项成功的并购案例其核心标志是实现“1+1>2”,合并后如何补足短板、扩大优势,以及公司文化、治理结构的融合都是重要的考量因素。

**预计三种并购情形概率更高。**一是收购方基于长期战略布局规划,寻求业务范围或区域范围方面的优势强化或补足,多表现为中大型券商并购较小规模的券商的形式。二是优势区域为同一地区的券商强强联合,能够更好地将优势区域的资源整合,巩固市场地位。三是从控股股东角度出发,整合同一控股股东旗下的不同券商。

## 2 券商业务发展展望

### 2.1 财富管理和机构业务：改革政策有望带来需求侧增量资金

#### 2.1.1 公募基金费率改革有序推进，券商收入有待以量补价

**公募基金费率改革开启。**2023年7月，公募基金费率改革开启，据央视网，证监会发布的基金费率改革工作方案，主要包括坚持以固定费率产品为主，推出更多浮动费率产品；降低主动权益类基金费率水平；降低公募基金证券交易佣金费率；规范公募基金销售环节收费；完善公募基金行业费率披露机制等内容。第一阶段以调整收费为主，存量主动权益类基金的管理费率、托管费率将统一降至不超过1.2%、0.2%，新注册产品管理费率、托管费率分别不超过1.2%、0.2%。

**交易管理规定征求意见稿标志费改进入第二阶段，中性假设下佣金降幅28.92%（以2022年数据测算）。**12月8日，证监会发布《关于加强公开募集证券投资基金证券交易管理的规定（征求意见稿）》，标志着费改进入第二阶段。征求意见稿规定“被动型股票基金的交易佣金费率原则上不得超过市场平均股票交易佣金费率，其他类型基金通过交易佣金支付研究服务费用的，股票交易佣金费率原则上不得超过市场平均股票交易佣金费率的两倍”，并且严禁交易佣金与代销、“软佣”挂钩。以2022年全年公募基金及全市场交易金额和佣金数据测算，中性假设下佣金将下降28.92%，以2023年上半年公募基金及全市场交易金额和佣金数据测算，中性假设下佣金将下降37.39%。

**相关收入短期承压，中长期以待量价互补。**公募降费背景下，预计短期内券商交易佣金、代销尾佣收入、公募基金子公司利润贡献减少。长期来看，降费改革旨在降低投资者成本，为提振投资者信心、活跃资本市场奠定基础。

#### 2.1.2 大力推动投资端改革，促进增量机构资金入市

**资本市场改革重心已从融资端转向了投资端，市场有望迎来增量机构资金。**自4月全面注册制落地以来，我国资本市场改革的重心正逐步从“以注册制为支点的融资端改革”过渡到“以优化居民资产配置结构、壮大机构投资者队伍、形成市场稳定的长期资金来源为主要目标的投资端改革”。监管大力促进机构资金入市，将推动权益市场机构化进程提速，有利于券商发挥多元化业务协同优势，面向机构客户的机构经纪、产品销售、资产管理、托管、研究、融券、衍生品客需交易业务迎来增量需求空间。

#### 2.1.3 财富管理转型持续深化，投顾业务仍为重要抓手

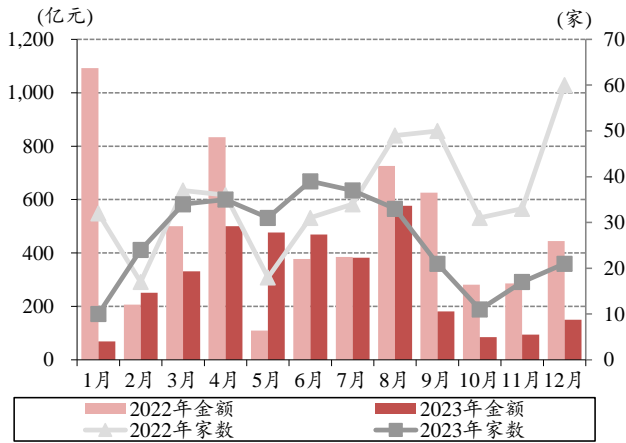
**基金投顾试点有望转常规，投顾业务市场供需两端扩容可期。**券商经纪业务向财富管理转型的长期趋势未发生变化。从业务模式上看，国内财富管理正由“以产品销售为导向”向“以资产配置为导向”的更高层次形态发展，仍然存在较大发展空间，仍是券商面临的长期增长机遇。2023年6月，证监会对《公开募集证券投资基金投资顾问业务管理规定》征求意见。征求意见稿指出，基金投顾业务试点已基本具备转常规条件，并从加强对投资环节的规范、强化对“顾问”服务的监管、补齐新问题监管短板等三大维度推动基金投顾业务转向常规化发展。2024年《规定》正式稿有望落地，推动基金投顾试点转常规，《规定》规范投顾展业行为，促进投顾服务更多地从“买方”视角出发，保障投资者权益，有助于引导投资者行为、提升投资体验、提振参与热情，预计将进一步从供需两端共同推动投顾业务市场的扩张，助力财富管理转型。

### 2.2 投行业务：承销业务压力有望边际缓解，并购重组市场化改革持续推进

**随着资本市场需求侧回暖，承销业务有望边际改善。**8月18日证监会答记者问中提出，阶段性收紧IPO、再融资节奏。9月以来，股权承销显著缩量，9-12月较1-8月，IPO、再融资月均承销金额分别减少67%和50%，发行家数分别减少42%和19%。对比2022年，9-12月股权承销总额同比减少63%，而1-8月为同比减少17%。预计短期内投行业务收入承压，但此举旨在促进市场投融资动态平衡，随着资本市场需求侧回暖，2024年存在政策松绑可能，中期承销保荐业务收入有望边际改善。此外，监管持续推动并购重组市场化改革，有望激活重组业务。

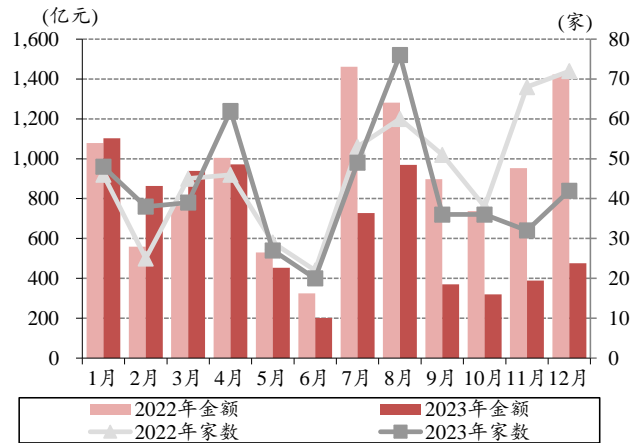


图表5. 2022-2023 年月度 IPO 承销规模



资料来源：万得，中银证券；2023 年数据截至 2023 年 12 月 28 日

图表6. 2022-2023 年月度再融资承销规模



资料来源：万得，中银证券；2023 年数据截至 2023 年 12 月 28 日

### 2.3 资金类业务：优化业务结构，发挥服务资本市场功能

**预计重资本类业务将更加着重发挥服务资本市场功能。**2024 年国内经济复苏预期下，资本市场有望在积极的交易端和投资端政策促进下恢复活跃、迎来增量资金，券商客需交易业务迎来需求修复，投资收益也有望进一步改善。根据《证券公司风险控制指标计算标准规定》修订征求意见稿的主要调整内容，征求意见稿重点对券商做市、资产管理、参与公募 REITs 的风控指标计算标准进行优化完善，体现监管对于券商通过资金类业务更好服务于实体经济和居民财富管理的引导，预计未来券商资金类业务或向做市、资管、跟投等业务倾斜，向投行重资本化进一步发展。

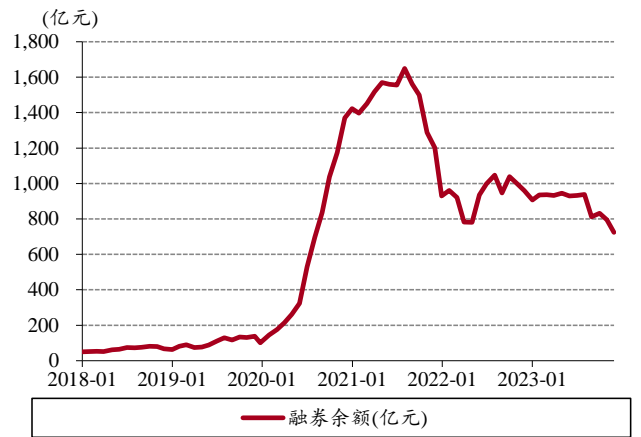
**融资业务稳健增长，融券业务阶段性收紧。**2023 年 8 月，经证监会批准，上交所、深交所、北交所发布通知，修订《融资融券交易实施细则》，将投资者融资买入证券时的融资保证金最低比例由 100% 降低至 80%，自 2023 年 9 月 8 日收市后实施。在一揽子活跃资本市场政策促进下，融资余额稳步提升，11 月末融资余额 1.59 万亿元，为 2022 年 3 月以来月度融资余额最高值。另一方面，融券业务阶段性收紧，有助于提振投资者信心。证监会于 10 月 14 日宣布阶段性收紧融券业务和战略投资者配售股份出借，融券端将融券保证金比例由不得低于 50% 上调至 80%，对私募证券投资基金参与融券的保证金比例上调至 100%，发挥制度的逆周期调节作用；同时加大对不当套利行为监管。上交所、深交所、北交所后续相继发布《关于优化融券交易及转融通证券出借交易相关安排的通知》。

图表7. 2018-2023 年月度市场融资余额



资料来源：万得，中银证券；2023 年数据截至 2023 年 12 月 28 日

图表8. 2018-2023 年月度市场融券余额



资料来源：万得，中银证券；2023 年数据截至 2023 年 12 月 28 日

### 3 投资建议

经济复苏、资本市场和行业政策有望助推行业估值边际修复。2024年，政策加码和美元走弱有望助力释放我国经济活力，活跃资本市场政策着力降低投资者成本，为提振投资者信心、激活资本市场奠定基础，有望带动财富管理业务放量突破，加速机构业务扩张，缓解市场需求侧低迷对券商行业带来的估值压力，并有望推动融资端监管松绑。中央金融会议后资本市场改革政策有望接续落地，券商作为资本市场中介机构服务国家战略、服务实体经济和居民财富管理的重要性进一步提升。监管推动头部券商通过并购等途径做优做强，或为行业结构性行情带来一定弹性。

**综合当前的政策导向、以及并购等热点因素。建议关注头部券商和差异化中小券商。**

1) 当前监管鼓励集约型经营模式，券商再融资受限，头部券商资本实力与规模效应更加稳固，在资本密集型业务中占据优势。同时，中央金融会议在完善机构定位方面提出“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”。此外，部分头部券商在同业并购、业务融合方面有一定经验，资本实力较强，或通过并购途径进一步夯实地位。

2) 中央金融工作会议在完善机构定位方面提出“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”，预计将引导券商形成差异化竞争格局。中小券商可通过树立差异化、特色化标签实现弯道超车。

## 4 风险提示

- 1) 宏观经济和市场流动性复苏节奏不及预期，将导致增量资金和存量资金交易持续疲弱，不利于财富管理相关业务增长；
- 2) 证券市场大幅波动，或对券商自营投资业务造成冲击，自营业务收益占总营收比例较高，业务收益大幅缩水将拖累整体业绩表现；
- 3) 利率市场大幅波动，将影响券商资金成本和融资规模；
- 4) 随着资本市场双向开放加速，证券公司海外布局有望迎来加速，承担相应的海外市场周期和国际环境变化带来的风险，并且外资机构布局国内资本市场或将抢占部分创新业务市场份额；
- 5) 目前同质化竞争较为激烈，或引发价格战蚕食券商盈利。

## 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。

本报告期内含保密信息，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，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。所有本报告期内使用的商标、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