

业绩承压、业务转型迫切，
建议重点关注优质头部券商及并购重组主线

证券行业 2023 及 2024Q1 业绩点评

2024 年 06 月 03 日

评级 同步大市
评级变动： 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
证券 II	-4.92	-9.73	-8.33
沪深 300	-0.43	1.44	-7.07

刘敏 分析师
执业证书编号:S0530520010001
liumin83@hncshasing.com

相关报告

- 1 证券行业 2024 年 5 月月报：新“国九条”重视行业功能发挥，政策再提支持头部做强做优 2024-05-08
- 2 证券行业 2024 年 4 月月报：监管注重市场生态建设，IPO 监管再度加码 2024-04-08
- 3 证券行业 2024 年 3 月月报：市场交投活跃度显著提升，关注两会会议积极信号 2024-03-07

重点股票	2023A		2024E		2025E		评级
	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	EPS (元)	PE (倍)	
中信证券	1.33	13.85	1.50	12.27	1.68	10.99	增持
华泰证券	1.35	9.70	1.46	8.95	1.65	7.94	买入
国联证券	0.24	44.88	0.30	36.36	0.35	30.91	增持
浙商证券	0.46	23.78	0.46	23.78	0.50	21.89	增持

资料来源：wind，财信证券

投资要点：

- **业绩概述：**2023 年上市券商业绩整体与 2022 年基本持平，整体盈利能力持续下滑，同期高基数下，2024 年一季度上市券商业绩承压。2023 年 44 家上市券商营业收入、归母净利润分别为 5081.70 亿元、1367.83 亿元，同比分别为+1.04%、+0.76%。2024Q1 44 家上市券商实现营收、归母净利润分别为 1082.84 亿元、313.05 亿元，同比分别为-21.36%、-30.43%。2024Q1 上市券商自营/经纪/投行/资管/利息净收入同比增速分别为-31.62%/-8.83%/-35.89%/-2.15%/-34.20%。2023 年上市券商 ROE 为 5.56%，低于 2022 年的 5.96%。2024Q1 上市券商年化 ROE 仅为 4.88%，去年同期达 7.47%。聚焦主责主业、资本节约型导向下，2023 年、2024Q1 上市券商资本扩充步伐放缓。2023 年上市券商杠杆率 3.85 倍，较 2022 年末提升 0.11 倍，券商卖出回购资产、应付短期融资券增幅明显。2023 年上市券商风控指标在监管标准内，头部券商承受相对更大的风控压力。风控指标即将迎来修订，将放宽对优质券商的监管标准，风险管理能力较优的头部券商资产负债表运用能力强，预计将受益于风控指标优化的政策红利，有助于其进一步扩张资产负债表，从而有助于提升提振 ROE。
- **分业务点评：**① 经纪：行业竞争加剧、公募降费影响下业绩承压，券商财富管理转型迫切。在行业竞争加剧、公募降费等影响下，2023 年上市券商代理买卖证券业务净收入、代销金融产品收入及席位租赁收入同比变动分别为-11.28%、-10.16%、-13.46%。② 投行：IPO 逆周期调控叠加监管强化下，项目质控以及合规重要性凸显。③ 资管：资管结构继续优化，公募布局加速。公募基金费改下，2023 年券商参控股公募业绩下滑 10.61%。预计 2024 年混合型公募基金管理费和托管费率均将同比下滑 9%左右，对参控股公募的券商业绩不利，中长期看降费有利于财富管理空间的打开。公募基金行业头部集中趋势可能进一步强化，长期利好参控股头部公募基金公司的券商。④ 自营：场外衍生品业务监管强化，鼓励做市业务，关注风控指标的修订。自营业务投资净收益率取决于自营杠杆水平和权益及衍生品投资弹性，头部券商中自营杠杆率较高的券商，投资净收益率较高。
- **投资建议：**维持行业“同步大市”评级。建议关注优质头部券商、金融科技赋能以及并购重组三条主线。标的方面，建议关注头部券商中信证券(600030.SH)、科技赋能转型行业开拓者华泰证券(601688.SH)、以及并购重组中小券商国联证券(601456.SH)和浙商证券(601878.SH)。
- **风险提示：**市场交投活跃度低迷；市场大幅波动；证券公司业务开展不及预期；基金降费影响超预期；金融监管政策加强。

内容目录

1 2023 年年报及 2024 年一季报业绩综述	4
1.1 经营业绩概述.....	4
1.2 资产负债分析.....	5
1.3 风控指标分析.....	7
2 分业务点评	8
2.1 经纪：行业竞争加剧、公募降费影响下业绩承压，券商财富管理转型迫切.....	9
2.2 投行：IPO 逆周期调控叠加监管强化下，项目质控以及合规重要性凸显.....	10
2.3 资管：资管结构继续优化，公募布局加速.....	12
2.4 自营：场外衍生品业务监管强化，鼓励做市业务，关注风控指标的修订.....	16
2.5 资本中介业务：融资融券利息收入下滑，股票质押业务持续收缩.....	18
3 投资建议	19
4 风险提示	20

图表目录

图 1：上市券商营业收入及同比增速.....	5
图 2：上市券商归母净利润及同比增速.....	5
图 3：上市券商 ROE 走势图.....	5
图 4：上市券商收入结构变化.....	5
图 5：上市券商总资产及同比增速.....	6
图 6：上市券商杠杆率.....	6
图 7：上市券商负债结构变化.....	6
图 8：上市券商资产结构变化.....	6
图 9：上市券商经纪业务手续费净收入及同比增速.....	10
图 10：上市券商经纪业务手续费净收入构成.....	10
图 11：权益类公募基金规模及同比增速.....	10
图 12：市场日均股基成交额及测算平均佣金率.....	10
图 13：上市券商代销金融产品收入及同比增速.....	10
图 14：上市券商佣金分仓收入及同比增速.....	10
图 15：上市券商投行业务手续费净收入及同比增速.....	11
图 16：上市券商 IPO 承销规模及同比增速.....	11
图 17：上市券商再融资承销规模及同比增速.....	11
图 18：上市券商债券承销规模及同比增速.....	11
图 19：上市券商资管业务手续费净收入及同比增速.....	13
图 20：券商资管产品分类占比统计.....	13
图 21：券商资管规模及结构变化趋势.....	14
图 22：上市券商自营业务收入及同比增速.....	17
图 23：上市券商金融投资资产规模及同比增速.....	17
图 24：上市券商自营投资收益率测算及同比增速.....	17
图 25：场外衍生品存续规模及环比增速.....	17

图 26: 头部券商自营杠杆率及结构构成对比.....	18
图 27: 上市券商利息净收入及同比增速.....	19
图 28: 上市券商融资融券业务利息收入及同比增速.....	19
图 29: 上市券商测算融资融券平均费率变化.....	19
图 30: 市场股票质押规模变化.....	19
表 1: 2023 年上市券商风控指标分类别统计.....	8
表 2: 大集合公募改造存量产品数量及规模.....	14
表 3: 大集合公募改造存量产品分类统计.....	14
表 4: 上市券商公募业务及资管子公司布局情况.....	14
表 5: 参控股公募及资管子公司贡献利润较高的上市券商基本情况.....	15
表 6: 头部券商测算自营投资净收益率及自营杠杆率基本情况.....	17

1 2023 年年报及 2024 年一季度业绩综述

1.1 经营业绩概述

2023 年上市券商业绩整体与 2022 年基本持平，整体盈利能力持续下滑。上市券商 2023 年年报及一季报公布完毕。据 wind 数据统计，2023 年 44 家上市券商营业收入、归母净利润分别为 5081.70 亿元、1367.83 亿元，同比分别为+1.04%、+0.76%，且 2023 年不少中小券商在 2022 年自营业绩低基数下实现了高增长。2023 年归母净利润增速在 100% 以上、50%~100%、20%~50%、0~10% 的券商分别有 5 家、5 家、5 家、4 家，而对应的 2022 年归母净利润平均增速均为负数且依次下降，依次为-78.02%、-67.51%、-40.11%、-13.97%。2023 年归母净利润增速在 100% 以上的券商为红塔证券(+710.57%)、中泰证券(+204.94%)、东北证券(+189.44%)、西部证券(+172.32%)、财达证券(+100.29%)，这些券商 2022 年归母净利润增速分别为-97.56%、-81.56%、-85.78%、-69.64%、-55.55%，说明这些券商 2023 年业绩高增长券商是建立在 2022 年业绩基数低的基础上的。2023 年上市券商整体盈利能力继续下降，2023 年上市券商 ROE（整体法）为 5.56%，低于 2022 年的水平 5.96%。2023 年全行业盈利能力降幅相对更大，据中证协母公司口径、未经审计的数据，2022 年、2023 年全行业平均 ROE 分别为 5.31%、4.80%。

自营业务为 2023 年上市券商业绩主要支撑。2023 年上市券商业绩主要依靠自营业务支撑，低基数下自营业务同比大幅增长，增幅达 71.80%，其他各项业务除资管业务基本持平外，均呈下滑态势。各项业务来看，44 家上市券商 2023 年经纪/投行/资管/自营/利息净收入分别实现收入 1048.68 亿元/455.89 亿元/461.71 亿元/1355.32 亿元/459.58 亿元，同比变动幅度分别为-11.51%/-21.76%/-0.55%/71.80%/-23.88%。

2023 年同期高基数下，2024 年一季度上市券商业绩承压。2024Q1 44 家上市券商实现营收、归母净利润分别为 1082.84 亿元、313.05 亿元，同比分别为-21.36%、-30.43%。2024Q1 业绩同比下滑受到 2023 年同期高基数影响，2023 年 Q1-Q4 行业归母净利润逐季下降，2023Q1 为全年业绩高点。各项业务来看，2024 年一季度权益类市场以及衍生品市场波动下，券商各项业务收入均同比下滑，经纪、资管业务收入呈个位数下滑，自营、投行、利息净收入下滑幅度超过 30%。经纪、投行、资管收入分别为 240.49 亿元、67.44 亿元、108.81 亿元，同比分别为-8.83%、-35.89%、-2.15%，自营、利息净收入分别为 341.91 亿元、75.85 亿元，同比分别为-31.62%、-34.20%。2024Q1 上市券商盈利能力同比下滑，年化 ROE 仅为 4.88%，而去年同期年化 ROE 达 7.47%。

2023 年自营业务收入占比较 2022 年大幅提升，2024Q1 自营业务收入占比继续提升，投行、资本中介业务占比降低。业务结构来看，2023 年自营、经纪占比分别为 32.26%、24.96%，投行、资管、利息净收入分别占比 10.85%、10.99%、10.94%，期货经纪、联合营企业投资收益、汇兑收益等其他类型业务收入占比 9.99%。为剔除期货基差贸易收入获利能力低的影响，我们计算收入占比过程中对分母营业收入指标做了相关调整，将其其他业务净收入（利润表中“其他业务收入”减去“其他业务支出”）计入营业收入作为分

母。相对 2022 年收入结构，自营业务占比提升了 12.97 个百分点，经纪、投行业务分别降低 4.01 个百分点、3.39 个百分点。2024Q1 自营业务收入占比继续提升，投行、资本中介业务占比降低，自营/经纪/投行/资管/资本中介业务占比分别为 37.21%/26.18%/7.34%/11.84%/8.26%。未来业务结构来看，预计 IPO 逆周期调节下，2024 年投行业务收入占比将压缩，从而自营、经纪、资管等业务收入占比预计将提升。

图 1：上市券商营业收入及同比增速



资料来源：wind、财信证券

图 2：上市券商归母净利润及同比增速



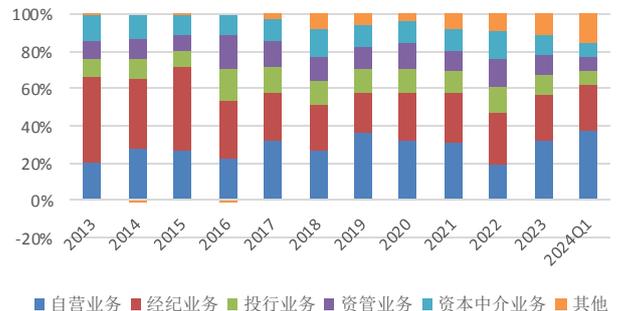
资料来源：wind、财信证券

图 3：上市券商 ROE 走势图



资料来源：wind、财信证券

图 4：上市券商收入结构变化



资料来源：wind、财信证券

1.2 资产负债分析

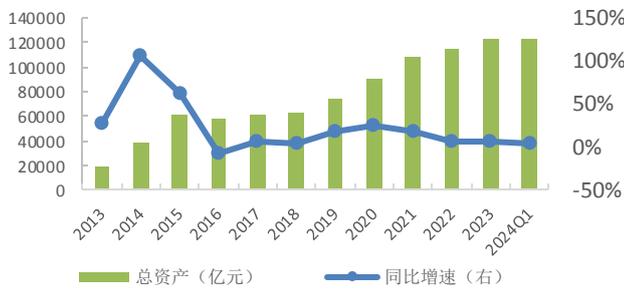
2023 年上市券商总资产、净资产规模分别提升 6.70%、6.60%，行业资本扩充步伐放缓。2023 年末，44 家上市券商总资产合计 12.21 万亿元，同比提升 6.70%，净资产合计 2.61 万亿元，同比提升 6.60%。杠杆率（剔除代理买卖证券款，下同）为 3.85 倍，较 2022 年末提升 0.11 倍。2023 年年初证监会表示倡导证券公司自身必须聚焦主责主业，坚持稳健经营，走资本节约型、高质量发展的新路，2023 年 7 月政治局会议后，监管提出对金融上市企业再融资施行预沟通机制，引导上市公司合理确定再融资规模。以上监管导向下，2023 年以来行业资本扩充步伐放缓，2023 年全年 44 家上市公司中仅国海证券再融资获证监会批复并实施，募资金额 31.92 亿元。

2023年上市券商卖出回购资产、应付短期融资券增幅明显。2023年，券商主要通过卖出回购金融资产、发行短期融资券扩杠杆，2023年上市券商卖出回购金融资产款、应付短期融资券规模分别增长15.42%、45.15%，应付款项、应付债券同比分别增长6.52%、5.25%，较净资产规模增长低。负债结构来看，2023年上市券商负债中卖出回购金融资产款、代理买卖证券款、应付债券、应付款项、应付短期融资券占比分别为25.21%、22.33%、21.53%、8.61%、6.09%。

2023年上市券商客户保证金规模下滑6.50%，客户保证金占总资产比重略下滑，金融投资资产占总资产比重约52%。券商资产端结构来看，资产运用主要在金融投资资产和信用类资产。2023年上市券商金融投资资产、信用类资产、客户保证金占总资产比重分别为51.59%、15.08%、17.06%。

2024Q1上市券商资本扩张步伐继续放缓。2024年一季度末，上市券商总资产合计12.35万亿元，较2023年末提升1.14%，净资产2.66万亿元，较2023年末提升1.93%，杠杆率为3.81倍，较2023年末下降0.04倍。一季度末来看，上市券商资本扩张仍较缓慢，在短期融资券存量规模较2023年末减少情况下，上市券商继续加大卖出回购金融资产款来维持杠杆水平。一季度末卖出回购金融资产款占负债比重提升至27.21%，应付短期融资券占负债比重略降低至5.01%。资产运用方面，信用类资产占总资产比重降低至13.92%，金融投资资产占总资产比重降低至49.04%。

图 5：上市券商总资产及同比增速



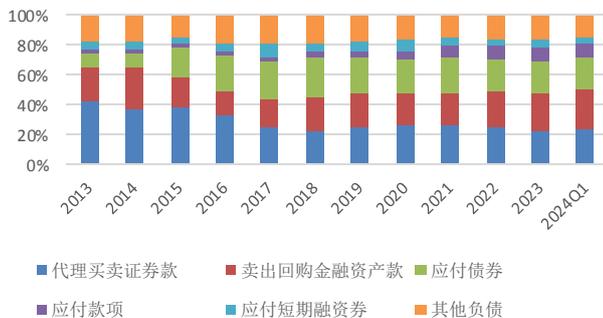
资料来源：wind、财信证券

图 6：上市券商杠杆率



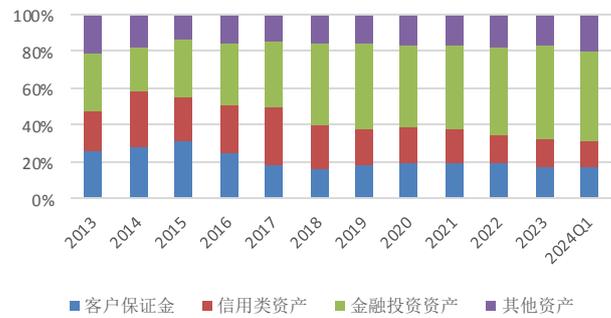
资料来源：wind、财信证券

图 7：上市券商负债结构变化



资料来源：wind、财信证券

图 8：上市券商资产结构变化



资料来源：wind、财信证券

1.3 风控指标分析

2023 年上市券商风控指标处于监管标准内，头部券商承受更大的风控压力。风控指标来看，2023 年上市券商各项风险指标仍处于监管标准要求的合理区间内。其中，上市券商风险覆盖率平均值为 263.27%，为监管标准的 2.63 倍，较 2022 年提升 1.02 个百分点，资本杠杆率平均值为 20.96%，为监管标准的 2.62 倍，较 2022 年降低 1.46 个百分点。流动性相关指标方面，上市券商流动性覆盖率平均值为 307.18%，为监管标准的 3.07 倍，较 2022 年下降 42.21 个百分点，净稳定资金率平均值为 161.18%，为监管标准的 1.61 倍，较 2022 年降低 3.75%。按券商规模分类统计来看，综合各项风控指标的分布情况，头部、中大型、中小型券商的风控指标的压力程度依次递减，头部券商的风控指标情况显示其承受更大的风险管理压力，而中大型券商、中小型券商风险管理指标压力较小。一方面，头部券商从净资产到净资本折算过程中，由于其子公司布局更为广泛、发展衍生品对净资产消耗大等原因，其折扣力度更大，头部、中大型、中小型券商净资本/净资产平均值分别为 67.47%、69.56%、74.68%，为依次递增。在以净资本为核心的风控指标体系下，头部券商将承受更大的风控压力。2023 年头部券商净稳定资金率指标平均值为 133.75%，离预警阈值 120% 相差 13.75 个百分点，而中大型和中小型券商的净稳定资金率平均值分别为 147.06%、163.68%。此外，我们关注到头部券商其余关键指标如风险覆盖率、资本杠杆率、流动性覆盖率指标的风险缓冲空间均小于中大型和中小型券商，但与预警标准相比，仍存在较大的风险缓冲空间。

风控指标即将迎来修订，拓宽优质券商的资本空间。2023 年 11 月，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。2024 年 4 月，人民代表大会常务委员会第九次会议上相关报告再次提到要研究修订证券公司风险控制指标计算标准规定，拓展优质证券公司资本空间。

从征求意见稿的修订导向来看，提高了风险控制指标的科学性、有效性和导向性。风控核心指标来看，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调整，强化分类监管，拓宽优质券商资本空间。拟调降优质券商风险资本计算系数，连续三年 AA 级以上（含）券商、A 级券商折算系数分别由从 0.5、0.7 降至 0.4、0.6，分别对应风险覆盖率指标提升约 25%、16.67%，此外，经证监会认可后，可以试点采取内部模型法等风险计量高级方法计算风险资本准备。对于连续 3 年 AA 评级券商、A 评级级券商分母“表内外资产总额”折算系数由 1 分别调整为 0.7、0.9，分别对应资本杠杆率提升 42.85%、11.11%。调整净稳定资金率调低分母“所需稳定资金”的计算标准，连续三年 AA 级以上（含）的“白名单”券商，经证监会认可后，可以试点采取内部模型法等风险计量高级方法计算风险资本准备。以上核心风控指标针对优质券商的标准放宽，将有助于优质券商打开资本空间，提升资本使用效率与投资银行服务能力，进而提高券商服务实体经济和居民财富管理的空间能级，有利于维护金融市场的稳定和发展。

业务导向方面，征求意见稿体现了对重点业务加强资本约束、从严监管的导向，确

保不发生系统性风险，对场外衍生品等适当提高计量标准，鼓励券商发挥财富管理功能及提供流动性功能、活跃资本市场，对券商开展做市、资产管理、参与公募 REITs 等业务的风险控制指标计算标准进行优化完善。做市业务相关风控指标方面，在做市账户中持有的金融资产及衍生品的市场风险资本准备按各项计算标准的 90% 计算。资管业务相关风控指标方面，对于投资标准化资产的单一资管计划及集合资管计划的特定风险资本准备从 0.3%、0.5% 同步调整为 0.1%。有利于促进券商做市业务的发展，提升证券市场交易活跃度；主动管理类型的券商资管折算系数的下调，有助于推进券商资管主动管理进程，提升财富管理功能的发挥。

风险管理能力较优的头部券商资产负债表运用能力强，预计将受益于风控指标优化的政策红利，有助于其进一步扩张资产负债表，从而有助于提升提振 ROE，并凭借更强的产品专业化能力更好把握资本市场投资端的改革机遇。据 2023 年数据测算，假设头部券商杠杆水平提升 1 个单位，则 ROE 水平有望提升约 1.6%。

表 1：2023 年上市券商风控指标分类别统计

指标		头部券商	中大型券商	中小型券商	预警标准	监管标准
净资本（亿元）	平均值	882.25	397.93	171.13	\	\
	中位数	920.51	313.96	153.64		
风险覆盖率（%）	平均值	214.37	282.36	266.07	≥120%	≥100%
	中位数	199.63	271.56	249.73		
资本杠杆率（%）	平均值	13.80	15.69	23.73	≥9.6%	≥8%
	中位数	13.55	14.66	22.62		
流动性覆盖率（%）	平均值	205.42	240.36	343.25	≥120%	≥100%
	中位数	204.88	227.95	303.35		
净稳定资金率（%）	平均值	133.75	147.06	163.68	≥120%	≥100%
	中位数	130.66	145.93	164.62		
净资本/净资产（%）	平均值	67.47	69.56	74.68	≥24%	≥20%
	中位数	67.84	69.39	77.00		
净资本/负债（%）	平均值	22.90	29.06	57.05	≥9.6%	≥8%
	中位数	22.18	29.06	38.02		
净资产/负债（%）	平均值	34.49	41.68	73.83	≥12%	≥10%
	中位数	32.76	39.70	50.80		
自营权益类证券及其衍生品/净资本（%）	平均值	33.07	20.45	12.88	≤80%	≤100%
	中位数	31.85	14.92	8.58		
自营非权益类证券/净资本（%）	平均值	317.79	275.55	200.97	≤400%	≤500%
	中位数	332.37	302.42	217.18		

资料来源：wind、公司年报、证监会、财信证券

2 分业务点评

2.1 经纪：行业竞争加剧、公募降费影响下业绩承压，券商财富管理转型迫切

2023 年上市券商代买收、代销业务、公募基金分仓业务收入均下滑。44 家上市券商 2023 年、2024Q1 经纪业务手续费净收入分别为 1048.68 亿元、240.49 亿元，同比变动分别为-11.51%、-8.83%。在行业竞争加剧、公募降费等影响下，2023 年上市券商代理买卖证券业务净收入、代销金融产品收入及席位租赁收入同比变动分别为-11.28%、-10.16%、-13.46%。

传统零售经纪业务方面，行业竞争加剧、佣金率下滑下，代理买卖证券业务净收入呈下滑态势。2023 年上市券商代理买卖证券业务净收入 772.40 亿元，下滑 11.28%，其中测算零售对应的股票成交额下滑 5.37%，测算零售经纪对应的佣金率下滑 6.25%。传统经纪业务在佣金率持续下滑下面临一定的压力，券商发挥财富管理功能、助力客户资产保值增值的价值将愈发凸显。

近年来，随着公募基金规模的快速增长，特别是权益类公募基金 2019 年以来高速扩张，公募基金股票总成交额占市场总成交额比重提升至 5% 以上。据 wind 数据统计，2023 年该比重达到 5.44%，这部分成交额贡献的基金分仓收入达 168.35 亿元，而上市券商席位租赁收入合计 157.41 亿元，占经纪业务手续费净收入比重提升至 15.01%。2023 年基金分仓收入下滑 10.80%，主要是因为市场竞争激烈叠加权益类市场大幅波动下，公募基金分仓平均佣金率、股票总成交额分别下滑 3.74%、7.33%。未来，随着公募基金交易费率改革 2024 年 7 月正式实施，据 2023 年静态数据测算，预计 2024 年分仓平均佣金率将进一步下滑 18.80%，2025 年分仓平均佣金率较 2023 年水平下滑 37.61%，预计公募降费将影响 2024 年经纪业务手续费净收入 2.82%。未来，预计回归投资本源、重视研究能力与体系建设、注重投资者长期回报的券商或将受益。

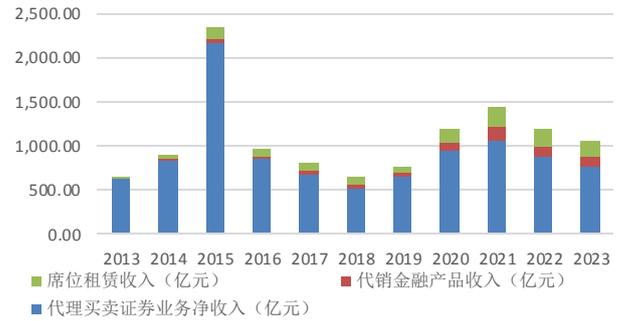
代销金融产品收入方面，经历了 2020 年、2021 年的代销金融产品收入高速增长后，2022 年、2023 年在权益类市场大幅波动、新发基金遇冷的环境下，代销金融产品收入收缩，2023 年上市券商代销金融产品收入合计 111.67 亿元，同比下滑 10.16%。根据公募费率改革“三步”走的方案，第三阶段将以基金销售环节降费为核心，预计短期对券商代销费用形成一定的压制作用。2023 年在公募基金管理费、托管费降费下，全行业基金管理费为 1355.79 亿元，同比下滑 6.97%。管理费下调下客户维护费为 388.54 亿元，同比下滑 5.95%，客户维护费提取比例为 28.66%，基本维持 2022 年水平。2023 年货币类基金规模同比增长 7.9%，基金销售服务费同比增长 18.54%。基金销售环节的降费将进一步让利投资者，提升公募基金的吸引力，从而有利于公募基金的规模扩张，促进公募基金行业健康可持续发展。对券商的影响来看，在销售环节降费的趋势下，传统基金代销的盈利空间缩窄，同时在基金投顾试点转常规背景下，券商的资产配置、个性化的投顾服务等专业能力重要性凸显，有望推动券商向“以客户为中心”的买方投顾转型。

图 9：上市券商经纪业务手续费净收入及同比增速



资料来源：wind、财信证券

图 10：上市券商经纪业务手续费净收入构成



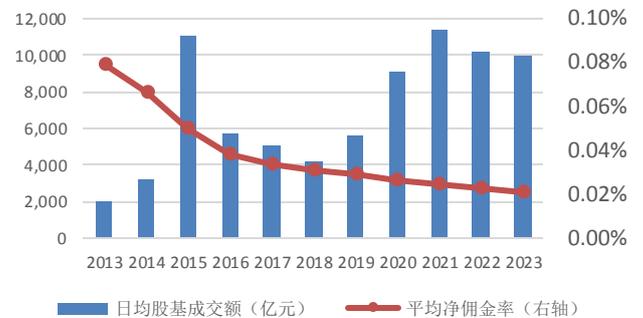
资料来源：wind、财信证券

图 11：权益类公募基金规模及同比增速



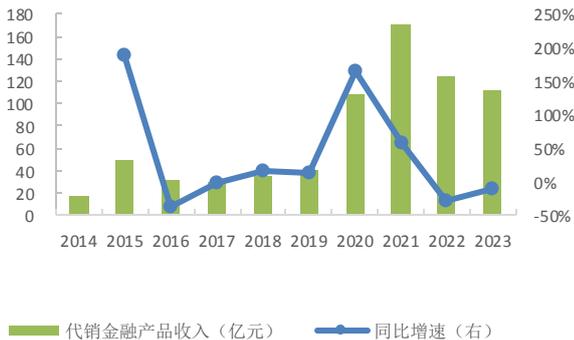
资料来源：wind、中国证券投资基金业协会、财信证券

图 12：市场日均股基成交额及测算平均佣金率



资料来源：wind、中国证券业协会、财信证券

图 13：上市券商代销金融产品收入及同比增速



资料来源：wind、财信证券

图 14：上市券商佣金分仓收入及同比增速



资料来源：wind、财信证券

2.2 投行：IPO 逆周期调控叠加监管强化下，项目质控以及合规重要性凸显

IPO 逆周期调控下，2023 及 2024Q1 投行股权承销业务均下滑。2023 年市场 IPO 受到双重不利因素影响，一方面，投行业务上半年受到全面注册制改革项目平移影响，另一方面，下半年受到 IPO 阶段性收紧及再融资优化安排等影响，全年来看，股权承销规

模呈现大幅下滑。据 wind 数据统计，2023 年市场 IPO 承销规模 3565.39 亿元，同比下滑 39.25%，再融资规模 7779 亿元，同比下滑 29.38%。自 2023 年 8 月阶段性收紧 IPO 并优化再融资政策以来，行业股权承销规模持续下降，2024Q1 股权融资家数及规模均大幅下滑。据 wind 数据统计，2024Q1 市场 IPO 融资家数 30 家、规模仅 236 亿元，分别同比下滑 55.88%、63.71%，再融资家数及规模分别为 74 家、870 亿元，分别同比下滑 40.80%、70.03%。债券承销业务方面，2023 年债券承销业务规模呈逾 25% 的增长，2024Q1 债券承销规模基本与去年同期持平。2023 年债券承销规模有较大幅度提升，行业债券承销家数、规模分别为 4371 家、13.51 万亿元，分别同比增长 26.53%、26.12%。2024Q1 债券承销规模 2.77 万亿元，同比增长 1.98%。

IPO 逆周期调控叠加监管强化下预计 2024 年投行业务仍承压。中央金融工作会议精神强调全面注册制改革将继续深化，对中介机构责任压实工作将继续强化。新“国九条”释放了进一步压实发行人第一责任和中介机构“看门人”责任，严查欺诈发行等违法违规问题，整治高价超募、抱团压价等市场乱象的政策信号，有利于在发行上市环节形成更加有效的市场约束。IPO 业务逆周期调控，叠加上市门槛的提高及进一步压实中介机构“看门人”责任下，2024 年投行业务预计仍承压，项目质量的把控以及合规风控的重要性将进一步凸显。

图 15：上市券商投行业务手续费净收入及同比增速



资料来源：wind、财信证券

图 16：上市券商 IPO 承销规模及同比增速



资料来源：wind、财信证券

图 17：上市券商再融资承销规模及同比增速



资料来源：wind、财信证券

图 18：上市券商债券承销规模及同比增速



资料来源：wind、财信证券

2.3 资管：资管结构继续优化，公募布局加速

券商资管结构继续优化，公募布局加速。2023 年上市券商资管业务手续费净收入 461.71 亿元，同比下滑 8.01%，2024Q1 上市券商资管业务手续费净收入 108.81 亿元，同比下滑 2.15%。2023 年受权益类市场低迷影响，叠加资产管理向主动管理转型加速，整体来看，私募资管新发规模不景气，券商资管规模继续结构调整，券商公募布局加速。2023 年券商私募资管规模继续压降。中国证券投资基金业协会数据显示，截至 2023 年末，券商私募资管管理规模 5.93 万亿元，同比下降 13.80%，其中以通道业务为主的定向资管规模继续压缩，而集合资管规模在市场不利因素影响下下滑，定向、集合资管规模较 2022 年末分别下滑 12.66%、18.46%，降至 2.71 万亿元、2.59 万亿元。截至 2024 一季度末，券商私募资管规模略提升 0.90% 至 5.98 万亿元，其中，集合资管规模 2.69 万亿元，较 2023 年末提升 3.63%。资管新规以来，券商私募资管结构得到明显优化，自 2021 年以来，代表主动管理的集合资管规模占比提升至 40% 以上，截至 2024 年一季度末，集合资管规模占比为 44.94%，略高于定向资管规模的 44.62%，专项资管规模占比达 10.44%。资管产品类别来看，固收类资管产品为主流产品，据 2024 年一季度末中国证券投资基金业协会数据，定向资管和集合资管产品中，固收类资管产品规模占比达 80.42%。权益类（含混合类）产品规模占比 18.92%。

大集合公募改造存量规模约 3300 亿元左右，以货币及债券型基金为主。2023 年是资管新规正式实施的第二年，券商资管大集合公募改造存量规模维持在 3300 亿元左右。Wind 显示，截至 2023 年末，43 家券商及其资管子公司管理大集合公募改造大集合产品规模约 3331 亿元，且以货币及债券型基金为主，合计占比 90.81%。据公募改造大集合成立年份统计，2022 年公募改造成立公募大集合产品 128 只，规模达 2227.96 亿元。

券商公募化布局加速。“一参一控一牌”政策实施以来，券商通过增持公募基金公司股权、新设资管子公司、申请公募资格等方式加速布局公募基金业务，券商公募化布局加速。2023 年以来，证券公司并购或增持公募基金公司股权事件频发。国联证券收购中融基金 75.5% 股权并更名为“国联基金”，中泰证券收购万家基金 11% 股权持股比例达到 60%，中邮证券收购中邮基金 28.61% 股权，国泰君安拟收购安联集团所持有的国联安基金 49% 的股权。同时，业内多家证券公司表示未来有设立资管子公司申请公募牌照的愿景。2023 年资管子公司先后有长城证券、华安证券、国联证券、国信证券、华福证券等 5 家券商获批设立资管子公司，券商资管子公司数量增至 30 家。此外，正在排队申请设立资管子公司的券商包括有中金公司、中信建投、华创证券、东兴证券、国海证券、信达证券、华鑫证券等。2023 年以来，券商资管子公司招商资管、兴证资管获批公募牌照，公募持牌券商（含资管子公司）扩容至 14 家。此外，广发资管、光证资管、国金证券资管等公司已递交公募基金管理人申报材料。从目前情况来看，44 家上市券商中实现控股 1 家公募基金或证券公司（含资管子公司，下同）具备公募牌照的有 30 家券商，控股 1 家公募且证券公司具备公募牌照的有中泰证券、国泰君安、兴业证券 3 家券商，其中实现了“一参一控一牌”的券商有兴业证券。券商积极布局公募业务、谋求公募业务牌照，

为未来公募大集合产品的存续和增量公募业务的开展提供了发展方向。

公募基金费改下，2023年券商参控股公募业绩下滑10.61%。2023年公募基金规模逆势增长，主要得益于债券型基金与货币型基金的增长。上市证券公司参控股的41家公募基金公司业绩情况来看，2023年合计规模1.48万亿元，同比增长5.55%。41家参控股的公募基金公司营收合计900.86亿元，同比下滑7.08%，净利润265.33亿元，同比下滑10.61%。据wind数据统计，2023年公募基金基金管理费同比下滑6.97%、托管费下滑6.27%，主要受2023年7月公募基金费改启动，降低主动权益类基金费率水平的影响，2023年基金管理费、托管费下降。据wind数据统计，2023年混合型、股票型公募基金规模分别下降21.97%、提升13.97%，基金管理费同比变化分别为-19.90%、0.77%，基金托管费同比变化分别为-20.81%、+1.59%。降费主要影响混合型基金的管理费率和托管费率，据wind数据测算，混合型基金规模加权管理费率由此前的1.35%降至2023年的1.11%，混合型基金规模加权托管费率由此前的0.23%降至2023年的0.19%。我们预计2024年混合型公募基金管理费和托管费率均将同比下滑9%左右，对参控股公募基金公司的券商来说，预计公募基金公司对应业绩仍有小幅下滑的压力，但中长期来看，费率调降有利于推动基金公司改进产品及服务的质量水平，满足投资者需求，促进财富管理空间的打开。

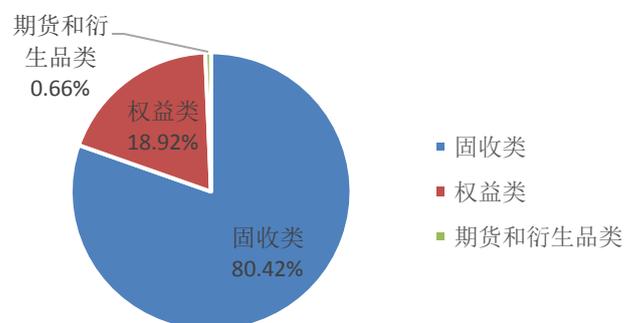
竞争格局方面，降费影响下公募基金行业头部集中趋势可能进一步强化，长期利好参控股头部公募基金公司的券商。目前规模前列的基金公司基本被头部证券公司所参控股。广发证券参股规模排名第1的易方达基金、控股第3的广发基金，中信证券控股规模位列第2的华夏基金，华泰证券、兴业证券均参股规模第5的南方基金，招商证券参股规模第6的博时基金以及第9的招商基金，海通证券、申万宏源均参股规模第7的富国基金，东方证券参股规模第10的汇添富基金。据2023年数据用持股比例简单测算利润贡献，参控股公募基金公司及资管子公司贡献净利润占比较高的证券公司由第一创业、长城证券、西南证券、兴业证券、东方证券、东北证券、国海证券、中泰证券、财通证券、广发证券及招商证券，建议持续关注这些公司资管业务的长期发展。

图 19：上市券商资管业务手续费净收入及同比增速



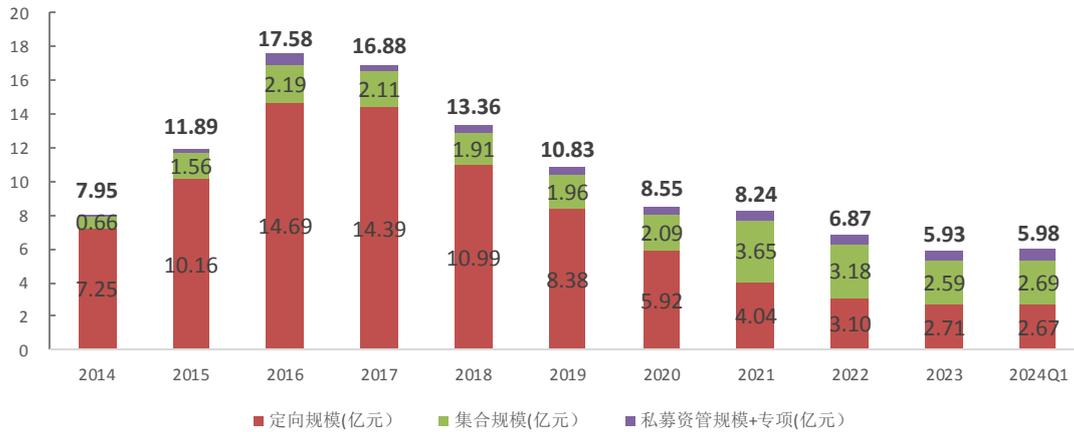
资料来源：wind、财信证券

图 20：券商资管产品分类占比统计



资料来源：wind、中国证券投资基金业协会、财信证券

图 21: 券商资管规模及结构变化趋势



资料来源: 中国证券投资基金业协会、财信证券

表 2: 大集合公募改造存量产品数量及规模

年份	产品数量 (只)	产品规模 (亿元)
2019	9	71.69
2020	71	269.75
2021	148	744.03
2022	128	2,227.96
2023	13	17.56
合计	369	3,330.99

资料来源: wind、财信证券

表 3: 大集合公募改造存量产品分类统计

投资类型	产品数量 (只)	产品规模 (亿元)
货币市场型基金	35	2,114.29
债券型基金	187	910.73
混合型基金	115	250.50
股票型基金	11	33.62
FOF 基金	11	16.60
国际(QDII)基金	7	3.46
另类投资基金	3	1.80
合计	369	3,330.99

资料来源: wind、财信证券

表 4: 上市券商公募业务及资管子公司布局情况

序号	简称	公募基金公司及持股比例	旗下资管子公司	公司或资管子公司是否具备公募牌照
1	东兴证券	东兴基金 100%	\	否
2	东方财富	西藏东财基金 100%	\	否
3	中金公司	中金基金 100%	\	否
4	中信建投	中信建投基金 100%	\	否
5	华西证券	华西基金 76%	\	否
6	国联证券	国联基金 75.50%、中海基金 33.41%	国联资管	否

7	东吴证券	东吴基金 70%	\	否
8	申万宏源	申万菱信基金 67.00%、富国基金 27.78%	申万宏源资管	否
9	方正证券	方正富邦基金 66.70%	\	否
10	中信证券	华夏基金 62.20%	中信资管	否
11	中泰证券	万家基金 60%	中泰资管	是
12	红塔证券	红塔红土基金 59.27%	\	否
13	东北证券	东方基金 57.60%、银华基金 18.90%	东证融汇资管	否
14	光大证券	光大保德信基金 55.00%、大成基金 25.00%	光大资管	否
15	广发证券	广发基金 54.53%、易方达基金 22.65%	广发资管	否
16	第一创业	创金合信基金 51.07%、银华基金 26.10%	\	否
17	国海证券	国海富兰克林基金 51%	\	否
18	国金证券	国金基金 51%	国金资管	否
19	国泰君安	华安基金 51%	国泰君安资管	是
20	海通证券	海富通基金 51.00%、富国基金 27.78%	海通资管	否
21	西部证券	西部利得基金 51%	\	否
22	兴业证券	兴证全球基金 51.00%、南方基金 9.15%	兴证资管	是
23	国信证券	鹏华基金 50%	国信资管	否
24	长城证券	景顺长城基金 49.00%、长城基金 47.06%	长城资管	否
25	华安证券	华富基金 49%	华安资管	否
26	南京证券	富安达基金 49%	\	否
27	招商证券	博时基金 49.00%、招商基金 45.00%	招商资管	是
28	长江证券	长信基金 44.55%	长江资管	是
29	西南证券	银华基金 44.10%	\	否
30	华泰证券	南方基金 41.16%、华泰柏瑞基金 49.00%	华泰资管	是
31	国元证券	长盛基金 41%	\	否
32	财通证券	财通基金 40%	财通资管	是
33	东方证券	汇添富基金 35.41%、长城基金 17.65%	东证资管	是
34	浙商证券	浙商基金 25%	浙商资管	是
35	山西证券	\	山证资管	是
36	中银证券	\	\	是
37	天风证券	\	天风资管	否
38	中国银河	\	银河金汇资管	否

资料来源：wind、公司年报、财信证券

表 5：参控股公募及资管子公司贡献利润较高的上市券商基本情况

简称	公募资管规模合计	私募资管规模	2023 年贡献净利润	贡献净利润占比
第一创业	6201	612	2.20	66.52%
长城证券	8218	193	6.94	48.27%
西南证券	5012	127	2.81	46.60%
兴业证券	16298	844	8.84	45.02%
东方证券	13168	524	10.33	37.50%
东北证券	5923	801	2.44	36.47%
国海证券	748	654	0.90	27.40%
中泰证券	4330	830	4.39	24.37%
财通证券	1906	1397	5.32	23.61%

广发证券	29015	2047	16.33	23.40%
招商证券	18295	2949	17.94	20.46%

资料来源：wind、公司公告、财信证券

2.4 自营：场外衍生品业务监管强化，鼓励做市业务，关注风控指标的修订

2023 年自营业务低基数下反弹，2024Q1 自营业务同比下滑逾 30%。44 家上市券商自营业务收入 1355.32 亿元，同比增长 71.80%，其中金融投资规模 6.32 万亿元，同比增长 15.15%，测算投资收益率 2.30%，同比增长 52.49%。2024Q1 在去年同期较高基数情况下，自营业务收入为 341.90 亿元，同比下滑 31.62%，金融投资资产 6.45 万亿元，同比增长 8.34%，较 2023 年末增长 2.01%，测算年化投资收益率 2.21%，同比下滑 32.32%，测算去年一季度自营年化投资收益率为 3.26%。

自营业务投资净收益率取决于自营经营杠杆水平（简称“自营杠杆率”）和权益及衍生品投资弹性。券商自营业务收入作为第一大收入来源，其自营净收益率的高低对券商 ROE 形成较大影响，一方面，券商自营部门获得配置资金后，通过卖出回购、发行结构化票据主动加杠杆，并且场外衍生品业务本身自带杠杆，通过加杠杆提高投资净收益率。另一方面，券商权益类投资成为投资净收益的弹性因素。2019 年至 2021 年行情较好的情况下，券商科创板跟投、直投业务等股票投资业务获得较好的回报，而 2022 年以来随着权益类市场的大幅波动，券商方向性投资收益率承压。市场因素对自营净收益率形成较大影响。此外，近年来衍生品业务的高速发展，根据中证机构间报价系统数据，截止 2023 年 7 月（公布的最新数据），场外衍生品名义本金规模达到 2.31 万亿元，为 2019 年底规模的 3.7 倍，期间具备场外期权一级交易商的头部券商通过衍生品业务取得较高且较为稳定的投资收益率。

头部券商中自营杠杆率较高的券商，投资净收益率较高。我们测算了总资产、净资产规模排名前列的 10 家头部券商 2019-2023 年的自营投资净收益率及自营业务自营杠杆率情况，中信证券、国泰君安自营杠杆率较高，其余券商自营杠杆率均在 2-3 倍之间，中信证券、国泰君安 2023 年自营杠杆率分别为 3.36x、4.13x，投资净收益率也处于行业较高水平，2023 年中信证券自营投资净收益率为 8.71%，国泰君安为 6.42%。比较来看，中信证券、国泰君安交易性金融负债、衍生品保证金净额相对较高，测算中信证券、国泰君安交易性金融负债占投资净规模的比重达 45.28%、71.09%，测算中信证券、国泰君安衍生品保证金净额占投资净规模比重达 65.95%、55.09%。此外，测算中信证券、国泰君安卖出回购金融资产占投资净规模比重分别为 126.90%、185.01%，由此可见，中信证券、国泰君安的高杠杆在于卖出回购、发行结构化凭证以及衍生品做市规模较大，加杠杆力度较大。

场外衍生品业务面临的监管强化，建议关注风控指标的修订。2023 年下半年以来，证监会对 DMA、雪球等场外衍生品业务的监管强化，预计券商衍生品业务在经历了数年的持续增长后，在当前新的监管环境下业务规模将受到不利影响。而风控指标修订征求意见稿中对做市账户持有的金融资产及衍生品的市场风险资本准备给予 90% 的折扣，有

利于做市业务的发展。在集中力量打造金融业“国家队”、“打造一流投资银行”监管导向下，监管提出适当放宽对优质证券公司的资本约束，建议关注证券公司风险控制指标计算标准规定的修订进展，预计将有利于提升优质证券公司自营业务投资净收益率，提升资本使用效率。

图 22：上市券商自营业务收入及同比增速



图 23：上市券商金融投资资产规模及同比增速



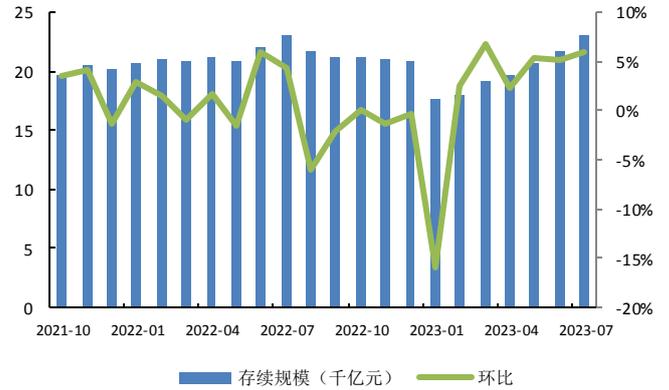
资料来源：wind、财信证券

资料来源：wind、财信证券

图 24：上市券商自营投资收益率测算及同比增速



图 25：场外衍生品存续规模及环比增速



资料来源：wind、财信证券

资料来源：中证机构间报价系统、财信证券

表 6：头部券商测算自营投资净收益率及自营杠杆率基本情况

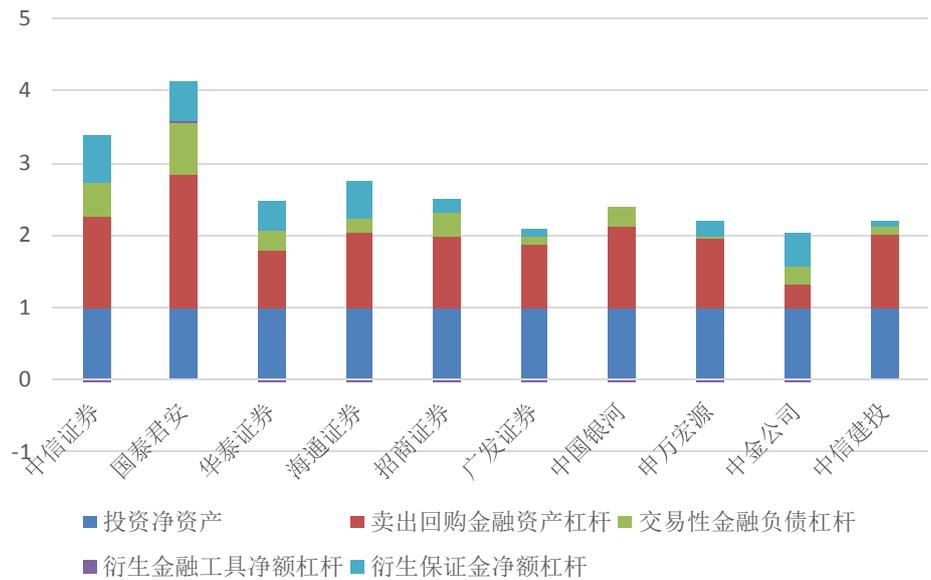
公司名称	测算投资净收益率					测算自营杠杆率				
	2019	2020	2021	2022	2023	2019	2020	2021	2022	2023
中信证券	11.33%	11.86%	13.09%	8.25%	8.71%	2.87	3.46	3.52	3.37	3.36
国泰君安	9.67%	8.39%	9.48%	4.35%	6.42%	2.66	2.89	3.06	3.72	4.13
华泰证券	8.34%	6.74%	6.24%	4.63%	5.30%	2.28	2.50	2.39	2.59	2.45
海通证券	7.41%	6.37%	6.65%	-1.15%	-0.32%	1.66	1.63	1.76	2.17	2.76
招商证券	7.35%	7.49%	7.68%	3.51%	4.18%	2.12	2.49	2.46	2.45	2.50
广发证券	8.54%	8.41%	5.89%	1.42%	2.39%	2.00	2.03	1.84	1.83	2.08
中国银河	7.69%	6.48%	7.72%	5.24%	5.41%	1.68	2.04	2.35	2.48	2.38
申万宏源	10.69%	6.97%	7.31%	2.10%	5.18%	3.17	2.05	1.98	2.14	2.18

中金公司	8.25%	10.51%	8.90%	6.20%	6.39%	2.02	1.87	1.85	1.90	2.01
中信建投	7.09%	9.68%	7.33%	4.10%	5.21%	1.70	1.80	1.92	2.17	2.22

资料来源：wind、财信证券

注：自营投资净收益率不同于此前测算自营投资收益率方式，自营投资收益率为粗略测算，公式为自营投资收益率=（剔除股权投资收入的投资收益+公允价值变动）/金融投资资产规模，而自营投资净收益率=自营投资收入（含债券利息收入，减去卖出回购利息支出）/自营投资净规模。自营投资净规模测算方式如下：自营净规模=金融投资资产-卖出回购金融资产-交易性金融负债-衍生金融工具净额-衍生保证金净额。其中公式中各项资产、负债的规模均采用年初、年末的算术平均值。

图 26：头部券商自营杠杆率及结构构成对比



资料来源：wind、公司年报、财信证券

注：卖出回购金融资产杠杆、交易性金融负债杠杆等均为相应负债与投资净资产实际值的比率。而投资净资产与其本身比率为1。

2.5 资本中介业务：融资融券利息收入下滑，股票质押业务持续收缩

2023 年融资融券利息收入同比下滑 4.63%。2023 年，上市券商利息净收入合计 459.58 亿元，同比下滑 23.88%，预计一方面与融资融券利息收入减少有关，主要还是与券商加大杠杆资金利息支出增加有关。上市券商合计实现融资融券利息收入 772.39 亿元，同比下滑 4.63%，测算平均息费率为 5.78%，同比下滑 0.40%。2024 年一季度末，行业日均两融余额为 1.55 万亿元，同比略下滑 1.59%，预计券商一季度融资融券利息收入有所下降。

股票质押业务规模持续收缩。截止 2024 年 4 月末，市场质押股份数量为 3536 亿股，较 2022 年末减少 11.81%，较 2023 年末略增 0.08%；质押股份数量占总股本比例为 4.42%，较 2022 年末减少 15.33%，较 2023 年末略减 0.67%；质押股份期末参考市值 26392 亿元，较 2022 年末减少 17.58%，较 2023 年末略减 4.35%。

图 27：上市券商利息净收入及同比增速



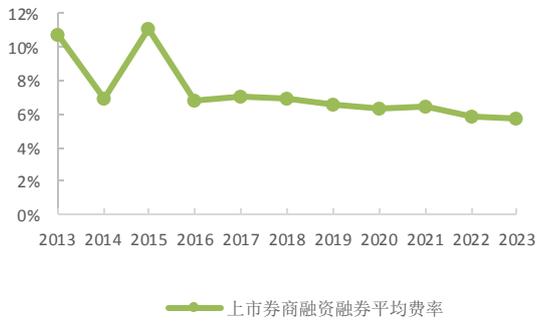
资料来源：wind、财信证券

图 28：上市券商融资融券业务利息收入及同比增速



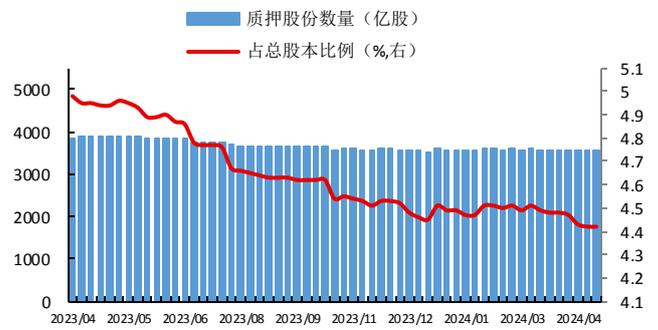
资料来源：wind、财信证券

图 29：上市券商测算融资融券平均费率变化



资料来源：wind、财信证券

图 30：市场股票质押规模变化



资料来源：wind、财信证券

3 投资建议

整体来看，2023 年上市券商业绩与 2022 年基本持平，盈利能力持续下滑。而同期高基数下，2024 年一季度上市券商业绩承压。行业竞争加剧、公募降费影响经纪、资管业务收入，财富管理转型、资管业务公募化、向主动管理转型日益迫切，IPO 逆周期调控下投行业务 2024 年仍承压，监管强化下项目质控以及合规重要性凸显，自营业务在场外衍生品业务面临严监管、鼓励做市业务及优质券商风控指标即将得到优化背景下，建议关注头部券商自营杠杆变化趋势及做市业务进展。一季度券商业绩同比大幅下滑，但对未来业绩建议不要过度悲观，预计在权益类市场企稳条件下以及下半年业绩基数下降影响下，券商业绩有望逐步改善。

国务院出台的新“国九条”充分体现了党中央、国务院对资本市场的高度重视，强调了资本市场工作的政治性、人民性，新“国九条”更加重视发挥证券基金机构服务实体经济、居民财富增值、防范化解风险等社会性功能，围绕强监管、防风险、促高质量发展的主线，证监会加快推进资本市场“1+N”政策体系形成和落地实施，推动金融强国

建设。对证券公司 IPO 和再融资行为的规定,指出要严格规范资金用途,聚焦主责主业,审慎开展高资本消耗型业务,提升资金使用效率,预计券商资本扩张步伐仍将缓慢。在“打造一流投资银行”以及金融强国等政策支持下,预计头部机构有望通过并购重组、组织创新等方式进一步做大做强,建议积极关注头部证券公司及并购重组投资主线。

维持行业“同步大市”评级。根据中央金融工作会议精神,2024年将进一步推动股票发行注册制走深走实,加强基础制度和机制建设,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,更好发挥资本市场枢纽功能。新“国九条”政策支持下,预计将持续推进市场生态建设,有利于提高上市公司质量,为证券行业发展提供良好的市场环境,促进证券机构高质量发展。投资主线上,我们建议关注优质头部券商、金融科技赋能以及并购重组三条主线。投资主线一:关注经营稳健、资本实力强以及政策优势明显的头部券商。建议关注综合实力行业第一、创新业务布局领先、业绩韧性较强的龙头券商中信证券(600030.SH)。投资主线二:关注金融科技赋能方向的券商。建议关注资本实力雄厚、科技赋能转型行业开拓者华泰证券(601688.SH)。投资主线三:建议关注并购重组方向的券商。建议关注“培育一流投资银行和投资机构”及打造航母级头部券商的政策支持受益标的中信证券(600030.SH)以及国有中小券商中有并购动向的成长型券商国联证券(601456.SH)、浙商证券(601878.SH)。

4 风险提示

市场交投活跃度低迷;市场大幅波动;证券公司业务开展不及预期;基金降费影响超预期;金融监管政策加强。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438