

证券 II 行业

混业化、商行化、零售化：海外投行新趋势

分析师： 陈福



SAC 执业证号：S0260517050001



SFC CE.no: BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

核心观点：

- **次贷危机后美国投行呈现“大行混业、中小行独立”格局。**世界范围内的投资银行可按组织形态分为综合银行和独立投行。次贷危机发生后，银行业遭受巨大冲击，美国前五大独立投行被迫破产、被收购或转型为银行控股公司，走向混业经营，调整并限制投行杠杆以规避风险，同时不断扩大规模、抢占市场份额。与此同时，众多中小投行仍维持专业化优势，保持独立投行的结构。
- **综合银行与独立投行均愈加重视零售业务。**次贷危机后，美国监管限制了投行依靠重资产、高杠杆的高速扩张，迫使投行调整业务模式。受益于美国 2015-2019 年初的加息周期，全美银行业均开始向零售业务扩张，获取丰厚利息收入。其中，综合银行开展零售银行业务已久，客户基础相对牢靠，坐享庞大业务版图优势，逐步向中低端客户财富管理业务延伸，以获取更加稳定的收入来源；独立投行也逐步开始业务转型，回归零售客户本源，通过一系列大额并购争抢客户资源和资产管理规模，与综合银行竞争。从华尔街六大行财务表现来看，2010-2019 年综合银行总资产、净资产、营业收入和净利润全面领先独立投行，主要是由于独立投行客户基础相对薄弱，所擅长的交易类、投行类业务周期性强、波动性大。
- **独立投行踏上转型之路，重视客户并调整资产结构。**近年来，多家独立投行调整组织架构，以打造以客户为中心的服务模式。例如，摩根士丹利通过研究进行辅助，将投资管理与财富管理业务全面服务于有不同需求的客户；高盛则于 2019 年大调组织架构，新设财富管理板块，为私人客户提供财富管理和零售银行业务。资产结构方面，逐渐向轻资产转移，减少自有资金投入，尤其是资本市场交易板块，向贷款类服务的转型成为趋势，有助于获取稳定利息收入。FICC 方面，国际投行通过拓展贷款产品种类覆盖更多客户；权益方面，信贷类服务重要性逐年提升；投行方面，贷款也成为为客户提供整套定制化的融资流程的必然需求，有利于最大化业务价值。
- **投资建议。**我们看好资本市场深化改革支撑券商业绩提升带来的 α 收益和市场流动性宽松带来的券商 β 收益共振。建议关注龙头企业：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、中金公司（03908.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK）、国泰君安（601211.SH）/（02611.HK）、海通证券（600837.SH）/（06837.HK）、东方财富（300059.SZ）、招商证券（600999.SH）/（06099.HK）等。
- **市场风险**包括经济增速放缓、利率波动、行业竞争加剧等；爆发重大风险及违约事件等。

相关研究：

证券 II 行业：从投资能力看券商经营差异

证券行业 2020 年中报总结：受益市场深化改革，券商业绩迎 α 与 β 共振

2020-09-03

证券 II 行业：再论投行资本化：头部券商新盛宴

2020-08-28

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
			收盘价	报告日期		(元/股)	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
海通证券	600837.SH	CNY	14.61	20200830	买入	16.57	0.88	1.16	16.60	12.59	1.23	1.15	7.70%	9.40%
华泰证券	601688.SH	CNY	21.17	20200827	买入	22.80	1.48	1.61	14.30	13.15	1.49	1.40	10.60%	10.90%
中信证券	600030.SH	CNY	30.90	20200825	买入	34.66	1.21	1.50	25.54	20.60	2.14	2.01	9.00%	10.10%
国泰君安	601211.SH	CNY	18.80	20200430	买入	24.90	1.20	1.45	15.67	12.97	1.22	1.13	7.50%	8.60%
东方财富	300059.SZ	CNY	25.00	20200812	增持	28.91	0.48	0.53	52.08	47.17	6.05	5.52	11.67%	11.64%
招商证券	600999.SH	CNY	21.95	20200830	买入	25.72	1.09	1.15	20.14	19.09	2.14	2.03	9.30%	9.40%
海通证券	06837.HK	HKD	6.89	20200830	买入	10.69	0.88	1.16	7.83	5.94	0.53	0.49	7.70%	9.40%
HTSC	06886.HK	HKD	12.74	20200827	买入	20.35	1.48	1.61	8.61	7.91	0.82	0.77	10.60%	10.90%
中信证券	06030.HK	HKD	17.30	20200825	买入	23.1	1.21	1.50	14.30	11.53	1.09	1.03	9.00%	10.10%
国泰君安	02611.HK	HKD	11.36	20200430	买入	16.57	1.20	1.45	9.47	7.83	0.67	0.63	7.50%	8.60%
中金公司	03908.HK	HKD	18.12	20200331	买入	19.09	1.15	1.37	15.76	13.23	1.56	1.44	10.30%	11.30%
招商证券	06099.HK	HKD	9.87	20200830	买入	11.69	1.09	1.15	9.06	8.58	0.77	0.73	9.30%	9.40%
中国光大控股	00165.HK	HKD	11.36	20200329	买入	14.84	1.42	1.63	8.00	6.97	0.44	0.42	5.63%	6.12%
中银航空租赁	02588.HK	HKD	58.75	20200821	增持	65.25	0.88	0.99	8.61	7.66	1.04	0.95	12.70%	12.90%

注：A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：收盘价及表中估值指标按最新收盘价计算

目录索引

一、海外投行新格局：混业态势不断加强	6
（一）“大行混业经营、中小行维持独立”格局成因	6
（二）近期格局：华尔街大行发力迅猛，独立投行转战商业银行业务	8
二、海外投行发展趋势：加大力度开发零售客户	14
（一）综合银行坐享庞大零售业务版图优势，延申客户服务深度	14
（二）独立投行：关注财富管理及大众客户，回归零售客户本源	17
三、海外独立投行的发展趋势：调架构、降杠杆、转信贷、稳业绩	21
（一）多家投行近年来开始调整组织架构，打造以客户为中心的服务模式	21
（二）业务开始由重资产向轻资产客需及服务转移，减少自有资金投入	24
（三）资产配置开始向信贷类转移，机构板块由交易转向信贷	24
（四）传统投行业务领域：关注企业客户价值链延伸，采用交易银行服务、贷款等方式提升客户覆盖，降低收入波动性	25
四、投资建议	26
五、风险提示	26

图表索引

图 1: 当前世界上主要投资银行（亦称商人银行、证券公司）主要组织形态	6
图 2: 2000-2017 年大型投行杠杆率（单位：倍）	8
图 3: 2019 年华尔街六大行营业收入及利润（亿美元）体量对比	9
图 4: 2010-2019 年华尔街综合银行/投行营业收入（亿美元）	9
图 5: 2010-2019 年华尔街综合银行/投行净利润（亿美元）	9
图 6: 2010-2019 年华尔街综合银行/投行总资产（亿美元）	10
图 7: 2010-2019 年华尔街综合银行/投行净资产（亿美元）	10
图 8: 2010-2019 年华尔街六大行 ROE 变化趋势	10
图 9: 2010-2020 年华尔街六大行总市值变化比较（截至 2020.6.4, 单位：亿美元）	11
图 10: 摩根士丹利转型之路开启较早，自 2001 年即开始布局财富管理业务	12
图 11: 摩根士丹利的业务结构变化	12
图 12: 摩根士丹利财富管理业务净收入（亿美元）及占比	13
图 13: 摩根士丹利财富管理业务利润率	13
图 14: 高盛 2019 年营业收入与净利润结构（亿美元）	13
图 15: 高盛 2016 年开始效仿华尔街其他大行开展业务转型	13
图 16: 摩根大通业务板块划分（2019 年）	14
图 17: 摩根大通各业务板块收入（亿美元）	14
图 18: 摩根大通各业务板块 ROE	14
图 19: 摩根大通各业务板块财务数据（亿美元）	15
图 20: 摩根大通 AWM 板块财务数据（亿美元）	15
图 21: 美国银行业务板块（2019 年）	16
图 22: 美国银行各业务板块收入（亿美元）	16
图 23: 美国银行全球财富与投资管理板块财务数据（亿美元）	17
图 24: 大摩财富管理业务净收入（亿美元）	18
图 25: 大摩财富管理客户资产数量（亿美元）	18
图 26: E*Trade 近五年财务数据（亿美元）	18
图 27: 大摩财富管理业务近五年财务数据（亿美元）	18
图 28: Solium 近五年财务数据（百万美元）	19
图 29: 高盛净收入结构以及 2019 年的大调整（亿美元）	21
图 30: 摩根士丹利业务板块和业务线	21
图 31: 高盛调整前业务板块（单位：亿美元）	22
图 32: 高盛调整后业务板块（单位：亿美元）	23
图 33: 高盛调整后业务板块（单位：亿美元）	24
图 34: 独立投行股票交易业务收入结构	24
图 35: 大摩交易业务收入（亿美元）	25
图 36: 高盛做市业务收入（亿美元）	25

表 1: 巴塞尔协议 III 资本充足率要求	7
表 2: 华尔街五大投行巨变	8
表 3: 传统银行信用卡 vs Marcus	20

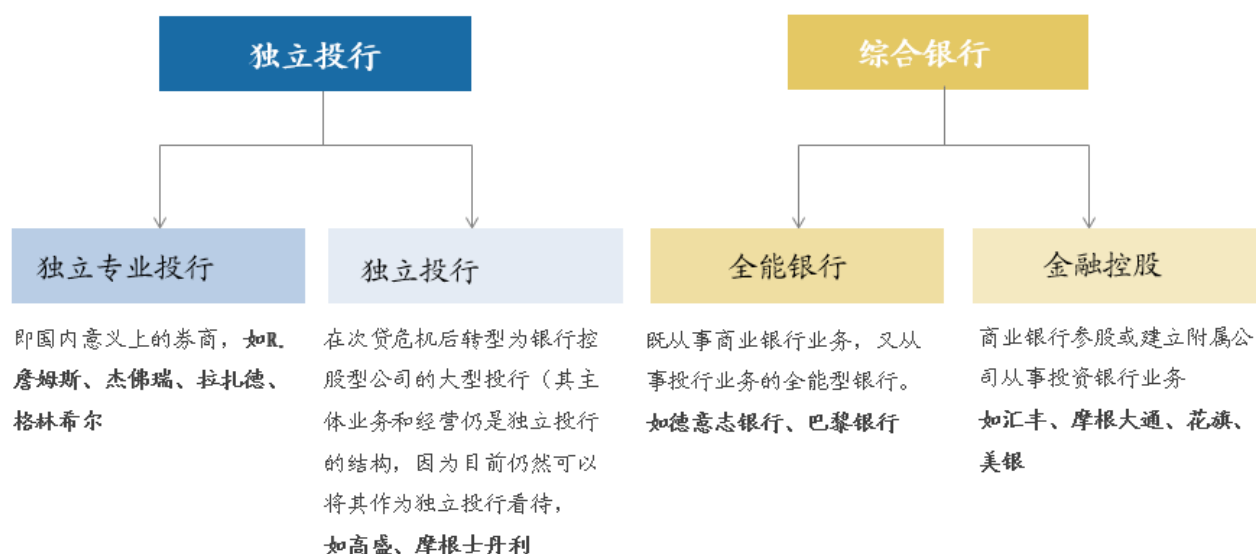
一、海外投行新格局：混业态势不断加强

自1999年《金融服务现代化法案》出台之后，美国金融业从分业回到混业模式；日本紧随其后完成从分业到混业的经营变革。自21世纪开始，世界上除中国大陆外的主要金融市场（美洲、欧洲、日本、中国台湾）均采取混业经营模式。在这种经营模式下，当前世界范围内的投资银行按照组织形态主要可以划分为两大类四小类：

第一类为独立投行：其中包含：①独立的专业化投行（即国内意义上的券商，如R.詹姆斯、杰佛瑞、拉扎德、格林希尔）；②在次贷危机后转型为银行控股型公司的大型投行（其主体业务和经营仍是独立投行的结构，因此目前仍然可以将其作为独立投行看待，如美国高盛集团、摩根士丹利）；

第二类为综合银行：其中包含：①既从事商业银行业务，又从事投行业务的全能型银行（这类如德意志银行、巴黎银行）；②商业银行参股或建立附属公司从事投资银行业务（代表公司为汇丰、摩根大通、花旗、美银）。

图1：当前世界上主要投资银行（亦称商人银行、证券公司）主要组织形态



数据来源：SEC、广发证券发展研究中心

目前，世界范围内投行的混业经营成为趋势，综合银行和商业银行踏足投行业务，独立投行也开始向信贷类商业银行业务伸出触手。其变化一方面源于次贷危机出于风险规避对于投行杠杆的调整与限制，另一方面源于当前海外综合投行及独立

然需求。

（一）“大行混业经营、中小行维持独立”格局成因

次贷危机后，大型投行纷纷转型混业经营，中小投行仍坚守独立投行经营体制。

次贷危机前，虽然已经没有了分业经营限制，但是美国投行并未加入混业经营的潮流且呈现良好发展态势；但次贷危机后，美国前五大独立投行被迫破产、被收购或进行转型为银行控股公司，走向混业经营。其中：美林证券被美国银行收购；贝尔斯登被摩根大通收购；雷曼兄弟破产；高盛和摩根士丹利转型银行控股公司。（银行控股公司简称BHC，为美国金融体制之一，指掌控一家或两家以上银行或其他银行控股公司的企业。高盛和大摩被美联储批准转型银行控股公司，意味着它们获得了向美联储获取紧急贷款的永久资格，并获得了从事储蓄业务的资格，同时其也将受到美联储更加严厉的监管。）

2008年次贷危机结束后美国监管机构进行了系统的反思，2010年7月21日，奥巴马政府颁布《多德-弗兰克法案》（Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act），对金融监管体系做出进一步完善。根据纽约大学论文，《多德-弗兰克法案》主要包含以下几部分内容：

（1）防范系统性风险：建立识别和监管“系统重要性金融机构”的委员会，并在财政部下设办公室，收集分析相关信息，以应对未来的金融危机；（2）解决“大而不倒”问题：要求金融机构设立“生前预嘱”，为破产时有计划地清算做好准备，减少危机发生时需要政府救助的可能性；（3）扩大美联储的监管的范围和权力；（4）限制政府对非银金融机构的救助；（5）《沃克规则》：限制银行持股公司进行自营交易；（6）规范衍生品交易：提高衍生品交易透明度，要求标准化合约进行中央对手方清算，结构复杂的衍生品合约需在政府监管下在场外市场交易。

《多德-弗兰克法案》中的《沃克规则》限制了大型投行（独立大型投行在次贷危机中被银行收购或自主转为银行控股公司）自营业务规模，对现券和衍生品市场做市业务产生负面影响，投行做市持仓持续收缩，其中公司债一级交易商持仓规模从2007年末的2.55万亿美元降至2012年日均674亿美元，全球衍生品交易商持仓名义规模占比由2006年末44.2%降至2007年末15.4%。

《多德-弗兰克法案》规范了场外衍生品市场，增加场外交易的透明度，对投行交易利润产生较大侵蚀。次贷危机前，大型投行处于场外市场的核心地位，做市收益丰厚，通过信息优势赚取超额收益。衍生品合约标准化后在中央对手方交易所进行交易清算，交易信息相对透明，大型投行净值优势削弱，超额利润减少。

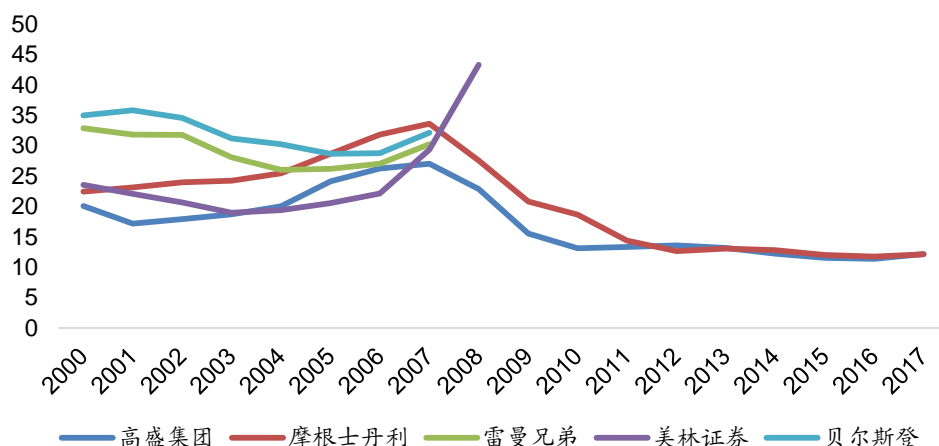
2010年9月在瑞士召开的巴塞尔银行监管委员会管理层会议上，27个成员国的中央银行代表就加强银行业监管的《巴塞尔协议III》达成一致，《巴塞尔协议III》提高了资本充足率要求，对投行的流动性风险管理也做出相应的规范，其中核心资本充足率由《巴塞尔协议II》的4%上调到6%，同时计提2.5%的防护缓冲资本和不高于2.5%的反周期准备资本。资本充足率要求的提高迫使大型投行降低杠杆，退出自营和部分做市交易。

表 1：巴塞尔协议 III 资本充足率要求

资本类型	2013	2019
最低资本充足率（普通股）	3.5%的风险加权资产	4.5%的风险加权资产
一级资本充足率（普通股+其他资本工具）	4.5%的风险加权资产	6.0%的风险加权资产
最低资本要求+留存超额资本	8.0%的风险加权资产	10.5%的风险加权资产

数据来源：《巴塞尔协议 III》、广发证券发展研究中心

图2：2000-2017年大型投行杠杆率（单位：倍）



数据来源：彭博、广发证券发展研究中心

因此，在银行控股架构下，华尔街传统大行开始探索混业经营模式，通过信贷类业务和财富管理业务提升业绩稳定性和盈利水平。

与此同时，众多中小投资银行仍选择凭借原有的投行专业化优势，保持投行独立经营体制，如R.詹姆斯、杰佛瑞、拉扎德、格林希尔等。这样的变化最终形成了大型投行混业经营，中小投行仍保持独立投行的结构。（注：高盛和大摩虽然申请转型成为了银行控股公司，但其业务主体仍然是原投行业务，并未发生实质性变化，因此，从次贷危机后至今，仍可以将其看作是作为独立投行来进行经营）

表 2：华尔街五大投行巨变

券商	时间	次贷危机中的巨变
贝尔斯登		
美林	2008 年 9 月 15 日	被美国银行收购
雷曼兄弟	2008 年 9 月 15 日	破产
高盛	2008 年 9 月 21 日	转为银行控股公司
摩根士丹利	2008 年 9 月 21 日	转为银行控股公司

数据来源：SEC、bloomberg、广发证券发展研究中心

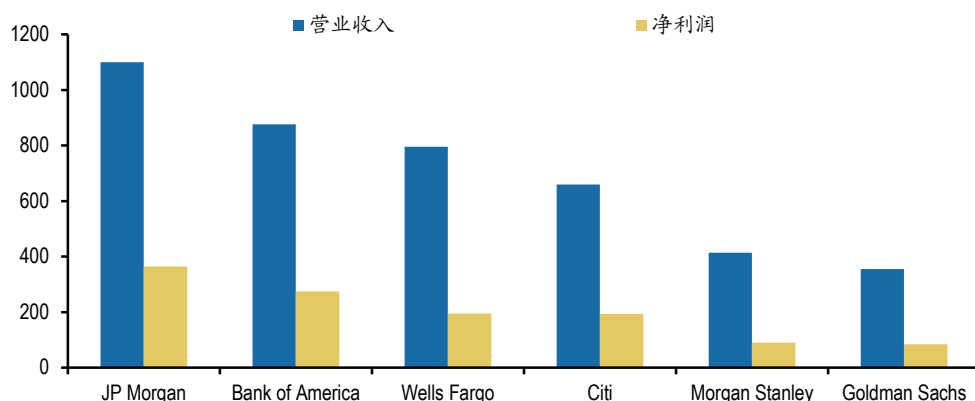
（二）近期格局：华尔街大行发力迅猛，独立投行转战商业银行业务

独立投行在近年来的经营中开始受限，开始像商业银行业务领域（信贷息差盈利模式）伸出触角。

利润体量均远超独立投行

华尔街大行（总部在美国的六大银行）近年来发展迅猛。大型综合银行（JP Morgan, Bank of America, Wells Fargo, Citi,）的营业收入及利润体量已远超独立投行（Morgan Stanley和Goldman Sachs）。2019年收入水平排序分别为JP Morgan, Bank of America, Wells Fargo, Citi, Morgan Stanley和Goldman Sachs。

图3：2019年华尔街六大行营业收入及利润（亿美元）体量对比



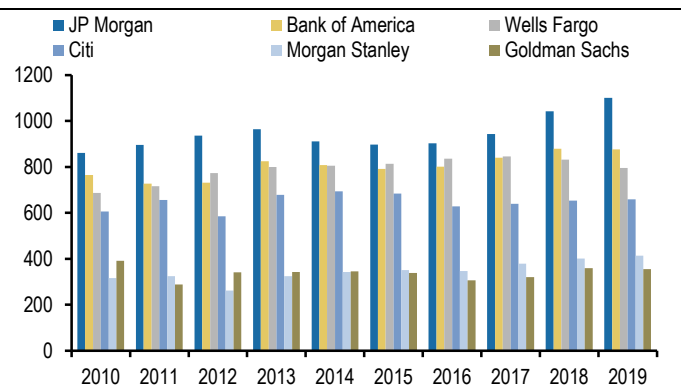
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

从业绩的成长性和波动性来看，综合性银行受益于商业银行板块表现显著优于独立投行。

自2015年末美国进入加息周期以来，美国银行业的收入来源越发倾向于稳定的零售银行业务。而容易产生波动的资本市场交易类、投行类业务收入贡献逐年减少。加息周期（2015-2019年）中，综合性银行依靠遍布全球的商业银行网点，短时间内实现对零售客户的广泛覆盖，形成规模效应。在该业务领域，净利息收入的贡献最为显著：据Wall Street Journal统计，2017至2019年，全美银行业80%的收入增长来自于净利息收入；而净利息收入增幅的80%与存贷息差变宽相关，仅20%与信贷规模增长有关。

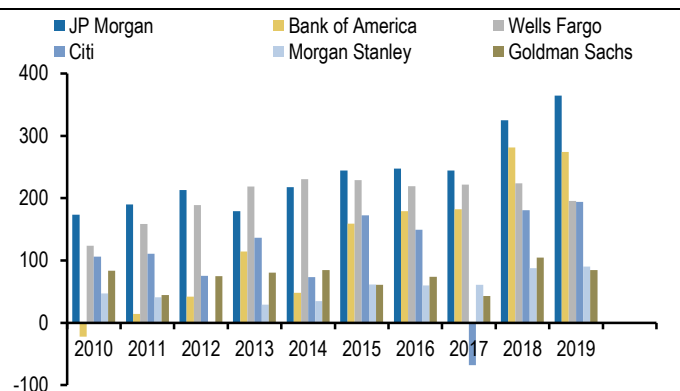
而独立投行零售客户基础相对薄弱，所擅长的资本市场交易类、投行类业务周期性较强、波动性大，总体表现弱于综合性银行。

图4：2010-2019年华尔街综合银行/投行营业收入（亿美元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图5：2010-2019年华尔街综合银行/投行净利润（亿美元）

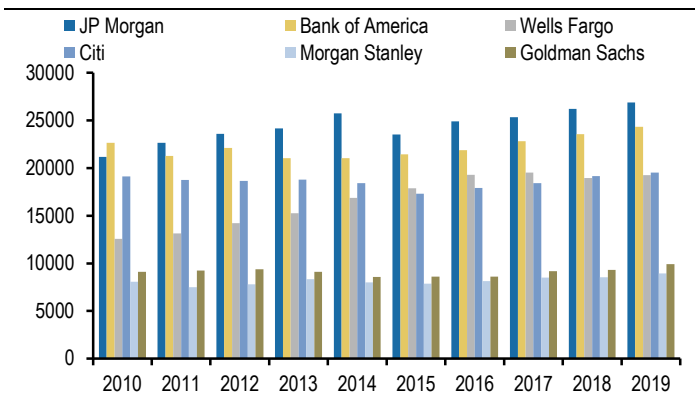


数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

从资产规模来看，综合银行总资产、净资产大幅领先独立投行。2019年摩根大通、美国银行、富国银行和花旗银行平均总资产达到22500亿美元，平均净资产达到2266亿美元，而同期摩根士丹利和高盛的平均总资产为9442亿美元，平均净资产为859亿美元，均不到综合银行的二分之一。雄厚的资本实力为综合银行带来

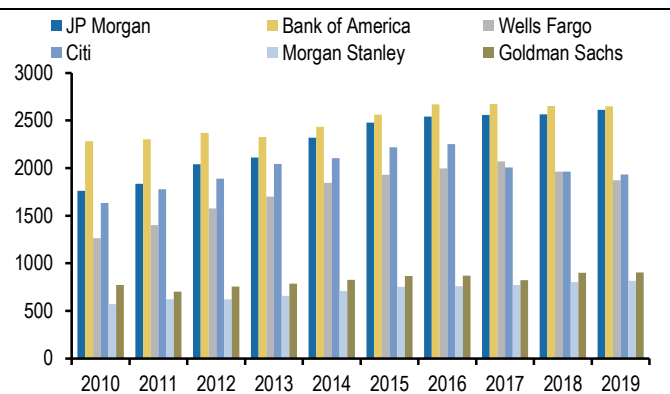
更强的业务扩张能力和获客能力，便于同时开展多类业务；独立投行则受制于相对较弱的资本实力和相对单一且高度顺周期的业务结构，较难实现稳定收入。

图6：2010-2019年华尔街综合银行/投行总资产（亿美元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

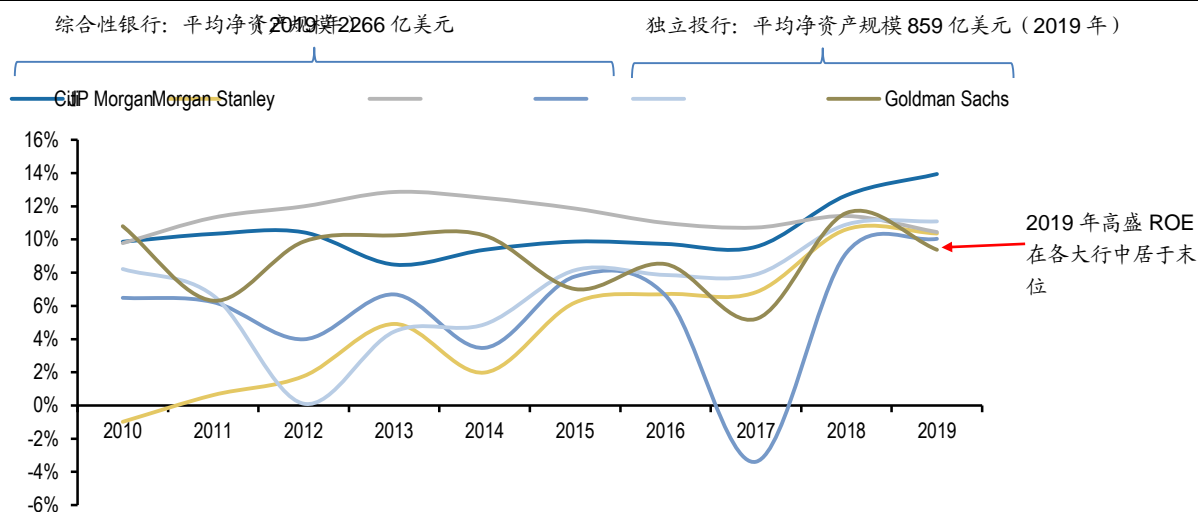
图7：2010-2019年华尔街综合银行/投行净资产（亿美元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

从ROE来看，除花旗银行2017年出现异常外，综合银行近十年ROE较为稳定且呈上升趋势，独立投行则呈现更强的波动性。2019年华尔街六大行中摩根大通ROE最高为13.94%，高盛ROE为9.38%，居于末位。

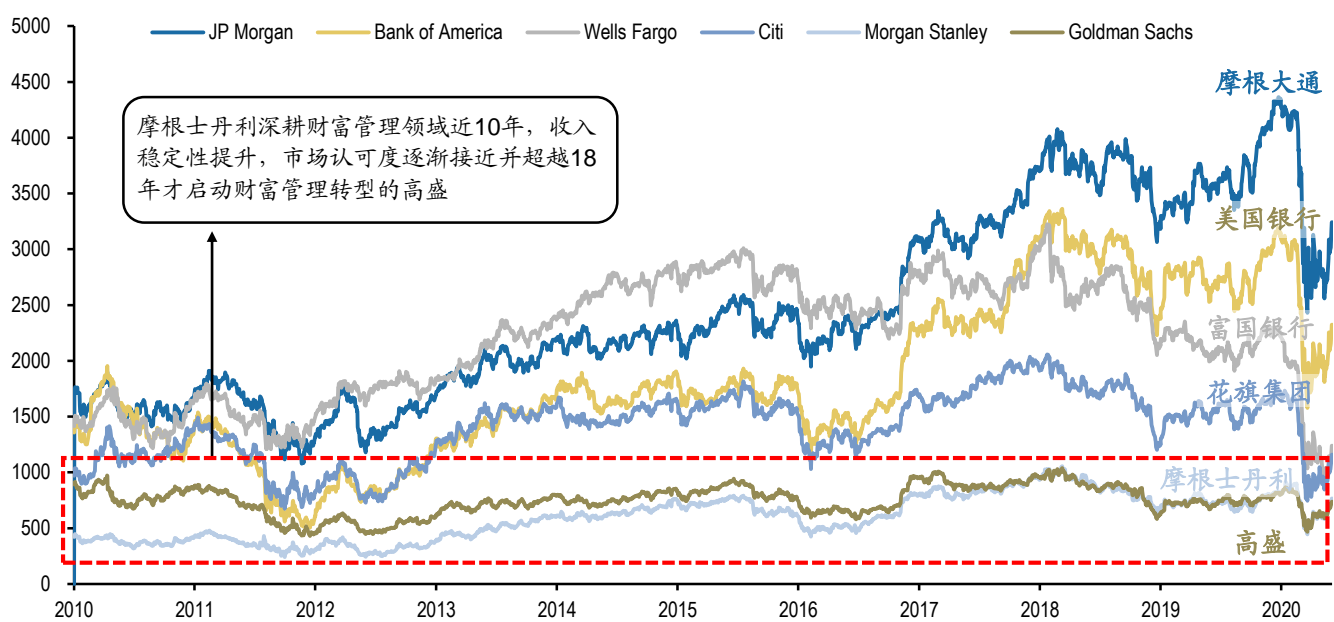
图8：2010-2019年华尔街六大行ROE变化趋势



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

从市值来看，综合银行近十年市值全面领跑独立投行。2019年末，摩根大通、美国银行、富国银行和花旗银行市值分别为4299、3112、2224和1689亿美元，摩根士丹利和高盛市值分别为815和799亿美元。从两家独立投行来看，摩根士丹利凭借数十年的财富管理领域经验与较早的转型，逐渐获市场青睐，已2018年赶超业务转型相对滞后的高盛。

图9：2010-2020年华尔街六大行总市值变化比较（截至2020.6.4，单位：亿美元）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

2. 国际独立投行试水零售业务板块，开始逐渐商行化

为了平缓市场周期对业绩影响的波动性，以及应对传统投行业务板块的盈利属性下滑，独立投行转向相对保守的业务模式，试水商业银行板块。

通过对大型独立投行近年来年报分析发现，其已经不在固守原投行业务板块。为了应对周期性波动，在商业银行领域的领先优势，大摩、高盛这类已具备银行控股型企业资质的独立投行已从战略层面对业务模式进行调整，开始

零售领域和信贷以及息差领域伸出触角。

（1）摩根士丹利

： 摩根士丹利转型较早

2001年，大摩即调整组织架构，将原隶属于证券部的私人客户集团分离出来作为一个单独的部门；意味着私人客户资产管理服务在公司的战略地位开始有提升。

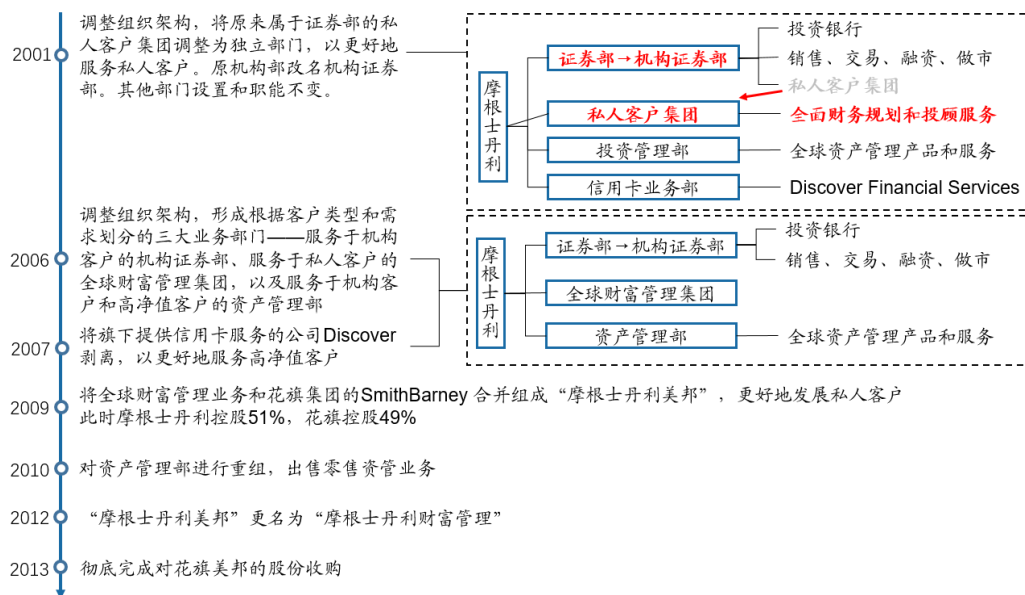
2006年，将私人客户服务集团正式更名为全球财富管理集团。

2009年，摩根士丹利将全球财富管理业务和花旗集团的Smith Barney 合并组成“摩根士丹利美邦”（Morgan Stanley Smith Barney）；当时摩根士丹利控股51%，花旗控股49%。成立初期，公司拥有近20400位经纪业务人员和近1.7万亿美元客户资产。

“摩根士丹利财富管理”。

2013年，摩根士丹利彻底完成对花旗所持股份的收购。

图10: 摩根士丹利转型之路开启较早, 自2001年即开始布局财富管理业务

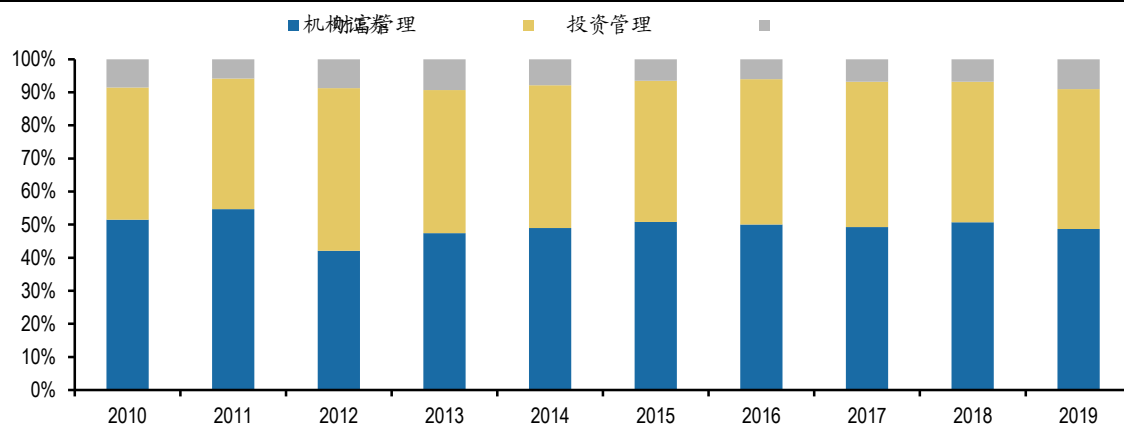


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

自转型开始以来, 摩根士丹利全球财富管理业务板块年贡献营收利润不断增加, 到2019年, 贡献净收入177亿美元, 占总体业务净收入的42%。当前财富管理业务已经成为摩根士丹利最重要的三大业务之一, 也被誉为公司皇冠上的明珠。

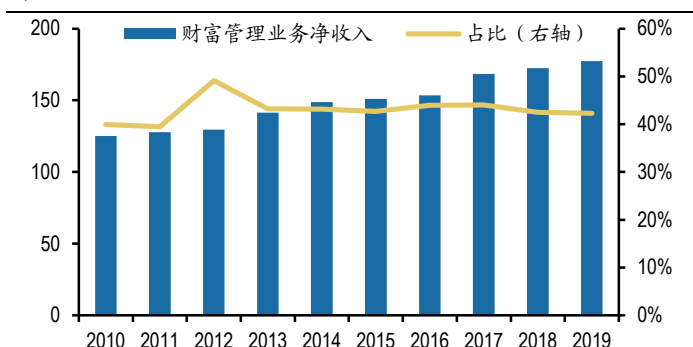
与此同时, 财富管理的利润率从2010年的18.5%提高到了2019年的21.02%

图11: 摩根士丹利的业务结构变化



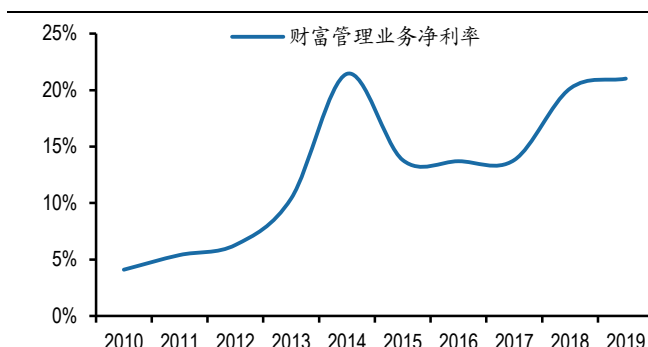
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图12: 摩根士丹利财富管理业务净收入(亿美元)及占比



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图13: 摩根士丹利财富管理业务利润率

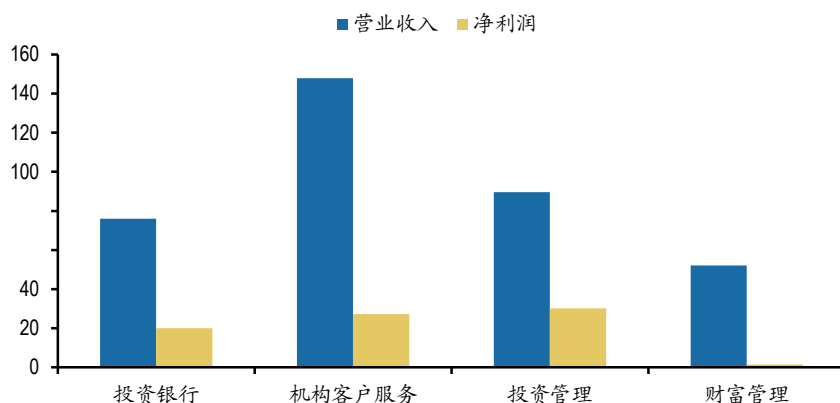


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(2) 高盛

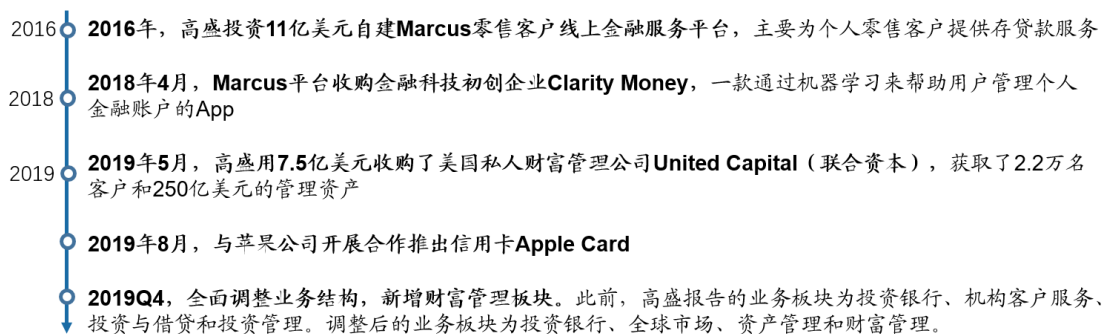
相较之下，高盛未能发展出相对稳定的收入来源，过分依赖于传统投行业务模式，收入与市场表现高度相关。直至2018年新任CEO David Solomon上台，高盛才决定效仿JP摩根商行与投行并重的模式，开始试水商业银行板块。由于高盛战略转型滞后，无论是业绩的稳定性还是市场认可度均弱于其他大行。

图14: 高盛2019年营业收入与净利润结构(亿美元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图15: 高盛2016年开始效仿华尔街其他大行开展业务转型



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

二、海外投行发展趋势：加大力度开发零售客户

无论综合银行还是独立投行，均开始越来越重视零售客户的开发。次贷危机后，美国监管政策限制了大型投行依靠重资产、高杠杆的高速扩张。独立投行已从战略层面对业务模式进行调整，开始愈发重视零售客户的开发。

（一）综合银行坐享庞大零售业务版图优势，延申客户服务深度

1. 摩根大通：深耕零售银行业务，延申财富管理

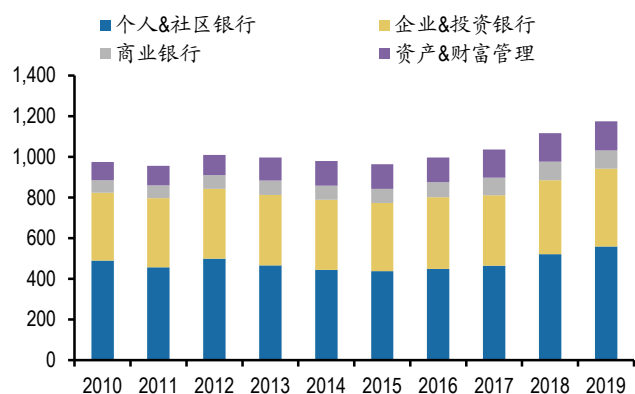
摩根大通的业务主要分为4个板块：个人&社区银行（即零售业务板块）、企业&投资银行、商业银行和资产&财富管理板块。

图16：摩根大通业务板块划分（2019年）

摩根大通						
零售业务			机构业务			
消费者&社区银行			企业&投资银行		商业银行	资产&财富管理
银行业务	房屋贷款	卡片、商户与汽车	投资银行	市场与证券业务		
个人： 存款 理财产品 小企业： 存款 贷款 现金管理 支付方案	住房抵押贷款 住宅权益贷款	信用卡 商户结算 汽车贷款 汽车租赁	股权融资 债权融资 战略咨询 结构咨询 贷款 辛迪加	固定收益 股权市场 机构服务 风险管理 大宗经纪 研究	中间市场银行 企业客户银行 商业房地产银行	资产管理 财富管理

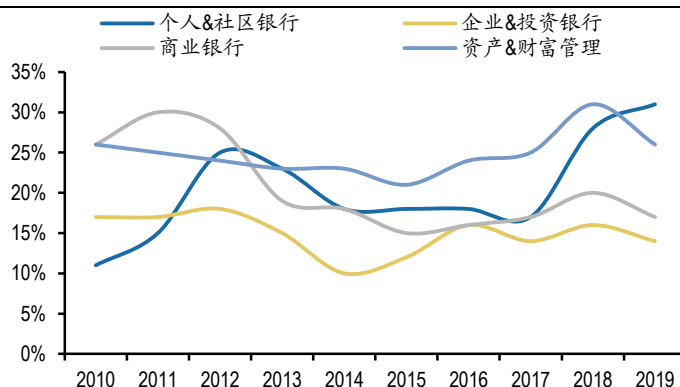
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图17：摩根大通各业务板块收入（亿美元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

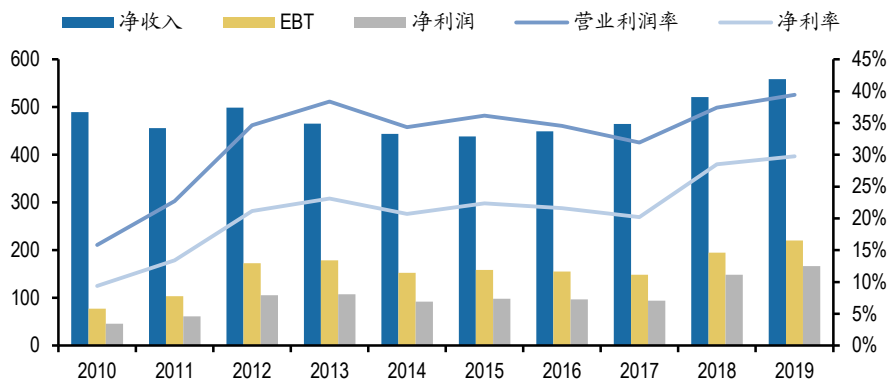
图18：摩根大通各业务板块ROE



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

摩根大通深耕零售银行业务，银行网点遍布全球。其个人&社区银行板块净收入稳稳占据全业务净收入的一半，2019年实现净收入558.83亿美元，同比增长7.3%，占全业务净收入比47.6%；年末客户存款将近7200亿美元，同比增长5.8%；放贷贷款超过4500亿美元，与去年基本持平。摩根大通在全世界拥有接近5000个营业网点，活跃线上客户接近5200万人。此外，2019年该板块净利率接近30%，ROE为31%，超过其他业务板块和全公司水平。

图19：摩根大通个人&社区银行板块财务数据（亿美元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

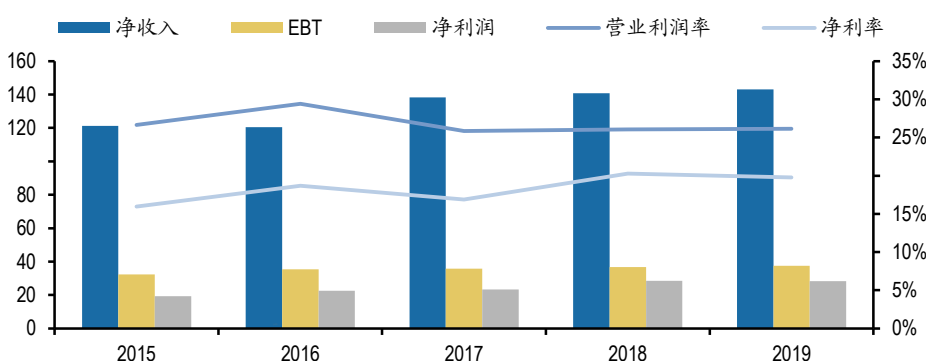
摩根大通于2014年开始推出财富管理业务，隶属资产管理板块。2016年起，资产管理板块更名为资产&财富管理板块（Asset & Wealth Management, AWM）。2019年，该板块实现净收入143.16亿美元，占全业务净收入的12.2%，净利率为20%；管理客户资产超过3.2万亿美元。其中：

AM（资产管理）提供全面的全球投资服务，包括资产管理、养老金分析、资产负债管理和积极的风险预算策略，2019年贡献收入73亿美元。

WM（财富管理）提供投资建议和财富管理服务，包括投资管理、资本市场和风险管理、税务和房地产规划、银行、投资和另类财富咨询服务。2019年贡献收入71亿美元。

2019年对财富管理板块进行了业务重组，将把面向富裕客户的美国财富管理业务与其分行网络的财务咨询业务合并起来，加上摩根大通新的You Invest在线经纪业务，共同构成摩根大通的新的财富管理体系。

图20：摩根大通AWM板块财务数据（亿美元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

2. 美国银行：零售为主，各项业务均衡发展

美国银行业务板块分类如下：消费者银行板块、全球财富与投资管理板块、全球银行板块、全球市场板块和其他板块。

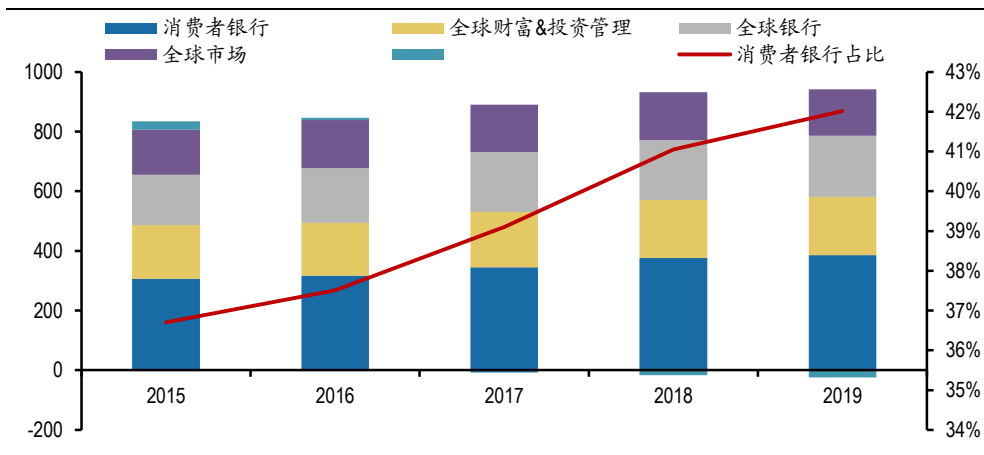
图21：美国银行业务板块（2019年）

美国银行				
消费者银行	全球财富&投资管理	全球银行	全球市场	其他
存款 <ul style="list-style-type: none"> • 客户存款 • Merrill Edge • 小企业客户管理 客户借贷 <ul style="list-style-type: none"> • 个人和小企业客户信用卡 • 借记卡 • 核心客户房屋贷款 • 客户汽车借贷 	美林全球财富管理 美国银行私人银行	全球投资银行 全球企业客户银行 全球商业银行	FICC 股权市场	责任资产管理 非核心客户房屋贷款 抵押服务权估价 股权投资 企业活动 会计重新分类与核销

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

2019年美国银行消费者银行板块实现净收入385.9亿美元，其中存款业务219.2亿美元，贷款业务166.7亿美元；全球财富与投资管理板块195.4亿美元；全球银行板块204.8亿美元；全球市场板块156.1亿美元。近年来消费者银行板块收入占比2015年的37%上升到2019年的52%。

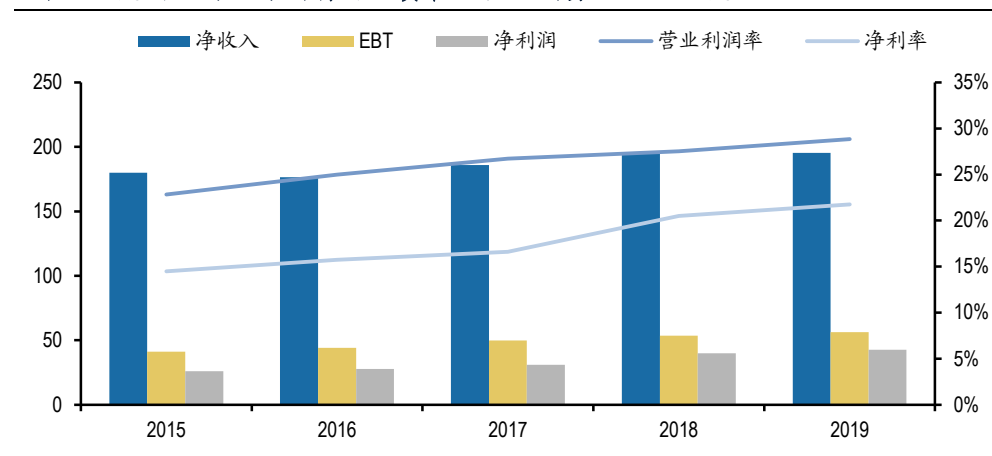
图22：美国银行各业务板块收入（亿美元）



财富管理方面，美国银行全球财富与投资管理板块2019年实现净收入195.4亿美元，占全业务净收入比21.3%，净利率为22%；管理客户资产超过3万亿美元。美国银行的财富管理业务分为美林全球财富管理和美国银行私人银行两部分。前者主要通过完善的财务顾问体系，为个人可投资资产高于25万美元的人提供投资管

理、经纪、银行和退休产品等个性化服务；后者主要服务于超高端客户，提供各类财富管理业务和个人信托业务等。

图23：美国银行全球财富与投资管理板块财务数据（亿美元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

（二）独立投行：关注财富管理及大众客户，回归零售客户本源

1. 摩根士丹利：并购扩大客群，利用线上模式从高净值客户转向大众客户

（1）摩根士丹利财富管理转型发展历程

摩根士丹利业务转型较早。金融危机后，摩根士丹利旗下财富管理业务与花旗集团旗下美邦、英国圭尔特、澳大利亚美邦的零售部门合并成为摩根士丹利美邦。自2010年James Gorman出任CEO以来，即着手推动业务模式变革，将资产更多配置于轻资产、持久性的财富管理业务，减少传统投行和交易类业务投入，提升收入的稳定性和可持续性。

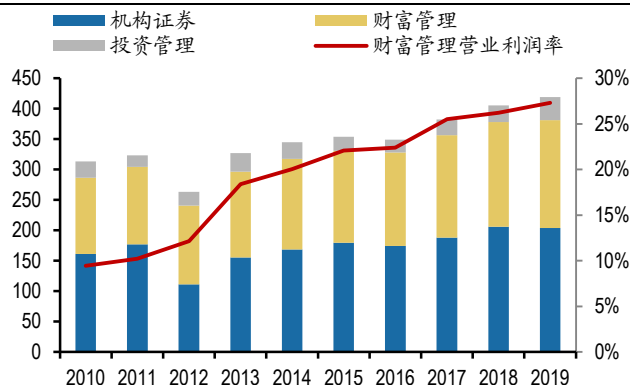
2009年，摩根士丹利将全球财富管理业务和花旗集团的Smith Barney 合并组成“摩根士丹利美邦”（Morgan Stanley Smith Barney）；当时摩根士丹利控股51%，花旗控股49%。据公司官网介绍，成立初期，公司拥有近20400位经纪业务人员和近1.7万亿美元客户资产。

2012年，“摩根士丹利美邦”更名为“摩根士丹利财富管理”。2013年，摩根士丹利彻底完成对花旗股份的收购。

（2）当前大摩财富管理转型开始向大众客户延伸

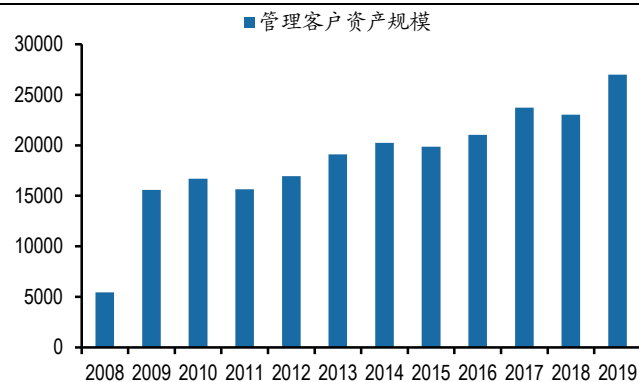
财富管理转型的路径选择上，摩根士丹利主要采用并购的方式扩大获客渠道，增加资产规模，从高净值客户向大众客户延伸。这样的布局已经初见成效，2019年，摩根士丹利财富管理业务净收入177.37亿美元，较2010年上升40.37%；财富管理部门掌管客户资产由2008年的5,460亿美元增长至2019年的27,000亿美元，规模增长超过两万亿。

图24: 大摩财富管理业务净收入 (亿美元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图25: 大摩财富管理客户资产数量 (亿美元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

在向大众客户延申的过程中，摩根士丹利通过一系列巨额并购尽快使核心业务领域实现规模效应，提升整体盈利能力。

(1) 摩根士丹利拟收购美国线上折扣经纪商E*Trade (亿创理财) 的收购。

美国时间2020年2月20日，摩根士丹利在投资者会议上披露将以130亿美元收购线上经纪商E*Trade。首席执行官James Gorman称，这笔收购将是“公司财富管理业务的一次飞跃，将延续摩根士丹利十年来向轻资产业务组合的过渡，强调更持久稳定的收入来源”。

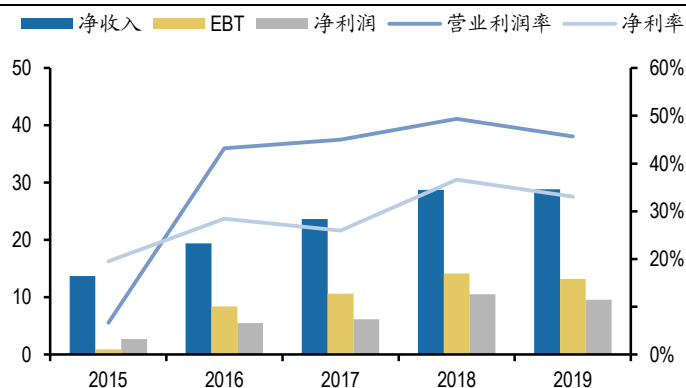
从业务结构看，通过收购，来自E*Trade的520万个零售账户（其中绝大多数为年轻、资产较小的大众客户）、将近200万个机构账户和超过6800亿美元客户资产，将与摩根士丹利现有财富管理业务的300多万客户和27000多亿美元客户资产合并，形成跨越多个财富水平的客户结构。通过将全面化、定制化的客户服务模式

E*Trade直接化、数字化的模式相结合，摩根士丹利能够进一步为高净值客户提

供定制化的产品，并将服务范围拓展至更多资产相对较小的大众客户。

2019年，即使在零佣金的情况下，E*Trade营业利润率达到45%，将很大程度上带动摩根士丹利财富管理板块营业利润率为25-28%)。

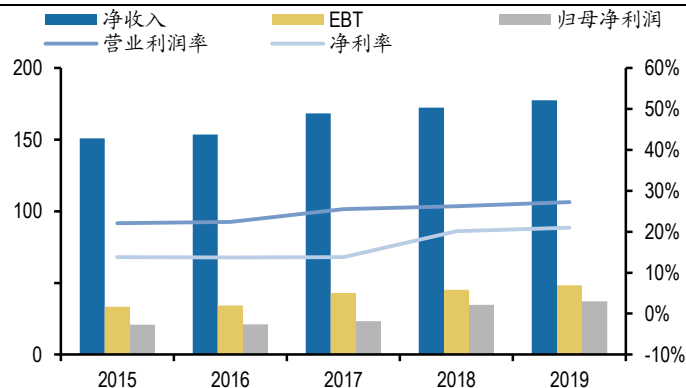
图26: E*Trade近五年财务数据 (亿美元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

注: 2015年E*Trade营业利润<净利润是所得税收入所致

图27: 大摩财富管理业务近五年财务数据 (亿美元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

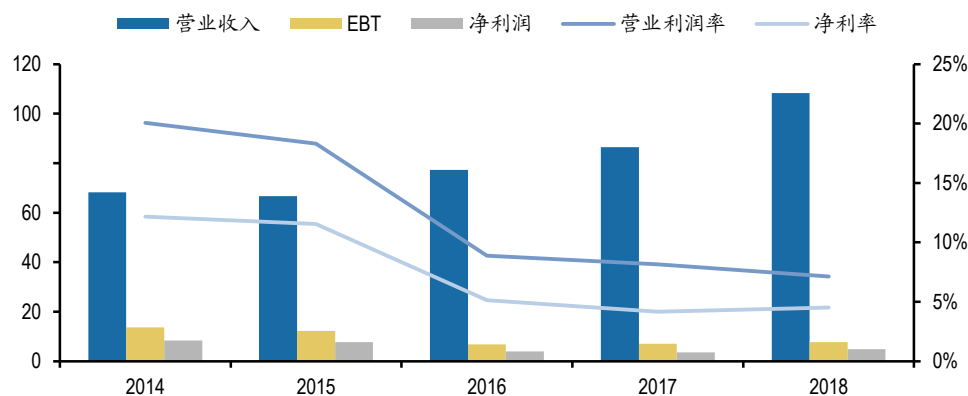
美国时间2020年4月16日，摩根士丹利CFO兼执行副总裁Jonathan Pruzan在2020Q1财报电话会议上表示，“收购项目进展良好，摩根士丹利将很快向相关部门提交代理声明和招股说明文件；E*Trade将于今年夏季举行股东投票，我们有望在第四季度完成交易”。目前，摩根士丹利和E*Trade已于5月向美国证监会递交并购重组预案。

（2）2019年5月1日，以9亿美元收购美国股票计划管理服务Solium。

Solium是全球领先的股票计划管理、财务报告与合规业务的软件即服务（SaaS）供应商，具有先进的智能投顾技术，客户群体多为富裕的IT公司员工。截至收购日，Solium拥有3000多个股票管理计划企业客户，计划参与人数达100万人，通过收购，这些客户将与摩根士丹利现有的320个股票管理计划企业客户和150万参与者合并。摩根士丹利将整合股票计划管理平台和财富管理业务，成为办公室财富管理方案领域的行业领袖。

摩根士丹利致力于构建数字化平台，拓展办公室财富管理市场。早在2016年，Solium已与摩根士丹利合作，为摩根士丹利的企业客户及其员工管理股权薪酬计划。Solium拥有一支优秀的企业销售团队和业内领先的云服务平台，可帮助摩根士丹利扩充和增强业务实力。首席执行官James Gorman表示：“收购Solium有助于摩根士丹利拓宽企业客户基础，直接服务于企业的员工；也为公司带来了与年轻群体建立业务联系的更好的机会，为他们提供在财富积累初期所需的服务。”

图28: Solium近五年财务数据（百万美元）



数据来源：Barchart、广发证券发展研究中心

2. 高盛：2016启动，2019发力零售客户财富管理业务

高盛前期转型滞后，财富管理前期聚焦私人高净值领域，业务体量并未做大。

2003年，高盛收购美国私人财富咨询公司Ayco，意图扩张私人财富管理业务客户。财富管理业务一直聚焦于高净值客户，客均

资产通常高于5000万美元，为避免对品牌造成稀释，几乎不对中低端客户提供服务。

直至2016年，高盛才效仿华尔街其他大行开展业务转型。其整体思路是通过自建系统、战略合作的方式弥补零售网点缺失的劣势。高盛投资11亿美元自建Marcus零售客户线上金融服务平台，与苹果、谷歌等科技公司合作引流，通过存

款、信用卡、交易、支付等基础服务提升客户粘性、累积客户数据，进而为增量零售客户提供线上财富管理服务。

2016年，高盛投资11亿美元自建Marcus零售客户线上金融服务平台，主要为个人零售客户提供存贷款服务。平台发布会上，高盛将Marcus与传统银行信用卡进行如下对比，与传统商业银行竞争的意图明显。

表 3：传统银行信用卡 vs Marcus

传统银行信用卡	Marcus
存在隐藏收费项目	无隐藏收费
贷款利率浮动	固定贷款利率
每月还款日不可更改、还款方式单一	允许客户自定还款日并选择合适的方式
客户只能面对 ATM 机	存贷款业务专家，真人服务

数据来源：高盛官网、广发证券发展研究中心

2018年4月，Marcus平台收购金融科技初创企业Clarity Money，一款通过机器学习来帮助用户管理个人金融账户的App。通过这笔收购，高盛将获取Clarity Money 100多万客户，并能够结合自身优势进行互联网金融转型。

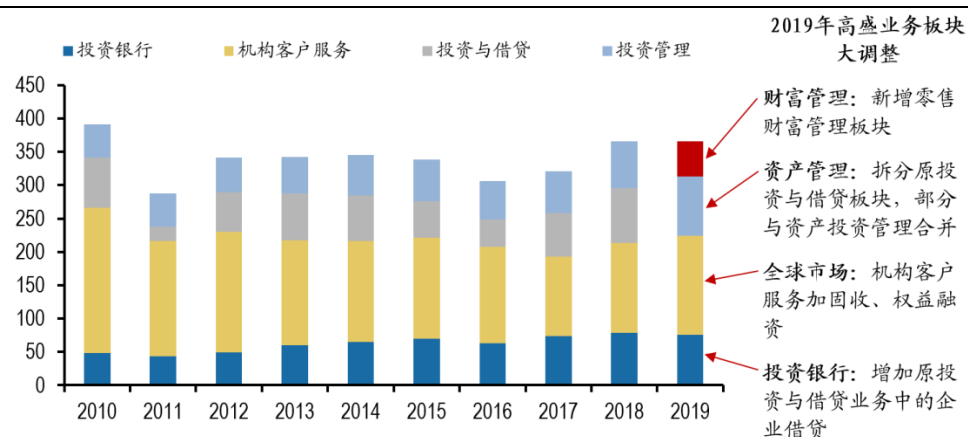
2019年5月，高盛用7.5亿美元收购了美国私人财富管理公司United Capital（联合资本），获取了2.2万名客户和250亿美元的管理资产。高盛管理层称，收购主要是为了扩大私人财富管理业务，将United Capital的客户资产与高盛现有5000亿美元的客户资产相结合，也能获取更多中低端客户，拓宽服务范围。Marcus计划与United Capital形成联动，力争为零售客户提供全方位服务。Marcus接下来的推进计划为：于2021年推出支票账户，未来5年实现1250亿美元存款，并为零售客户提供线上财富管理服务。

2019年8月，与苹果公司开展合作推出信用卡Apple Card，依托Apple Pay发

展线上零售银行业务。全球现有Apple Pay用户3.83亿，为高盛的信用卡服务提供Apple Card具有零门槛、每日消费返现和与移动支付完美融合等特点。

2019年Q4，高盛全面调整业务结构，新增财富管理板块。定位为面向各种财富水平的客户提供定制化的收入与负债管理、薪酬管理、税收管理、个人信托基金的设立、房地产管理和资产保护等一系列服务。在收入中将原来投资管理里面的一部分管理费和业绩提成，以及投资板块下借贷部分的私人借贷纳入到财富管理、业务板块范畴，同时新设的消费者银行板块（从原从投资板块的借贷分入一部分）。可见高盛开始重点发展财富管理业务。

图29: 高盛净收入结构以及2019年的大调整 (亿美元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

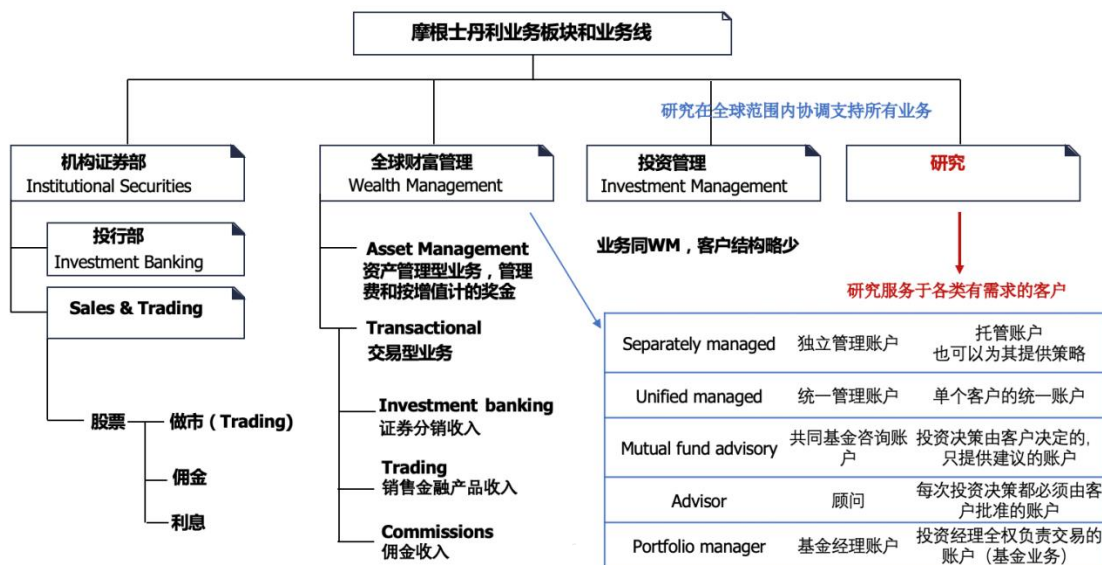
三、海外独立投行的发展趋势: 调架构、降杠杆、转信贷、稳业绩

(一) 多家投行近年来开始调整组织架构, 打造以客户为中心的服务模式

1. 摩根士丹利: 其组织架构自2000年之后开始形成以客户为中心的服务模式, 分为机构证券部、全球财富管理部、投资管理部和研究部。机构证券

部负责投资银行和股票做市业务等; 全球财富管理和投资管理部以客户为中心, 根据客户类型有针对性地提供不同服务, 并通过研究进行辅助。

图30: 摩根士丹利业务板块和业务线



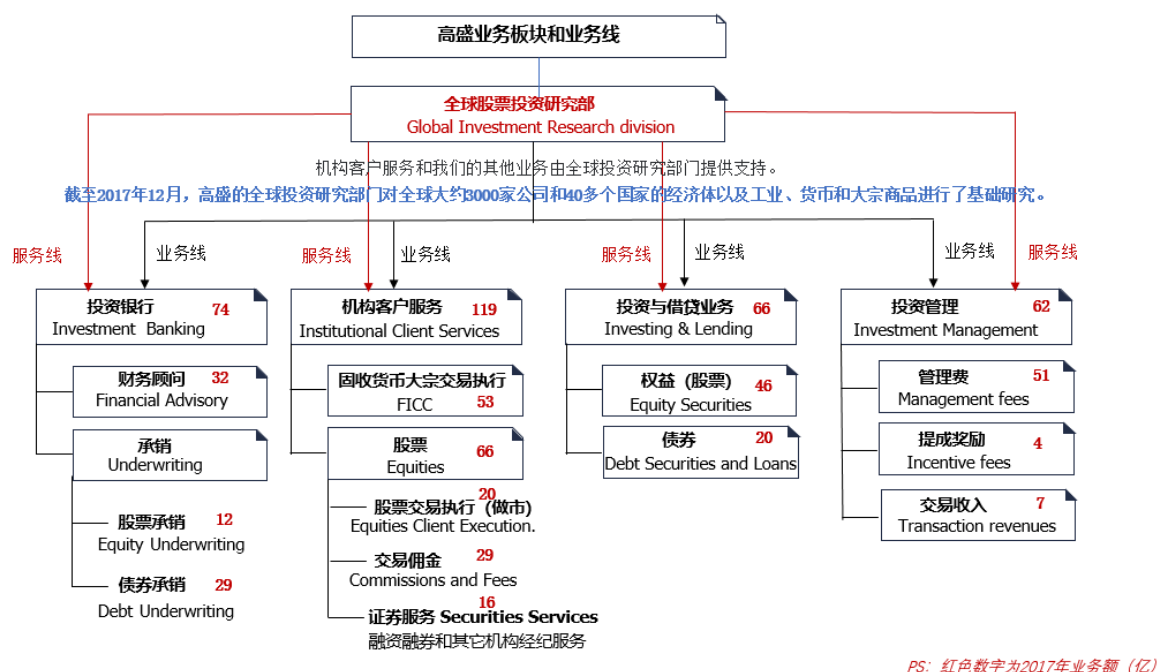
数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

2.高盛：2019年调整组织结构，经营方式转变为以客户为中心

高盛在2019年改变了组织构架，取消了投资与借贷板块，新设了财富管理板块。机构客户板块改名全球市场，进行了业务新化；投资管理板块改名为资产管理板块，进行了业务新化。

同时推出“One Goldman Sach”的计划：以综合的方式加强客户与高盛的互动，简化客户接触点。

图31：高盛调整前业务板块（单位：亿美元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

投资与借贷的取消后业务分解：

- ①原来的企业借贷，计入了投行；
- ②原来的个人借贷，计入了财富管理下面私人银行与借贷，以及消费者银行。
- ③原来的股权投资（主要是另类投资私募股权房地产这些），计入了资产管理。
- ④原来的债券投资，一部分计入了全球市场的FICC，一部分去了资产管理的借贷。

机构客户改外为全球市场板块：

- ①FICC里面增加了一部分债券融资收益。主要来源于原来投资与借贷板块下的债券投资。

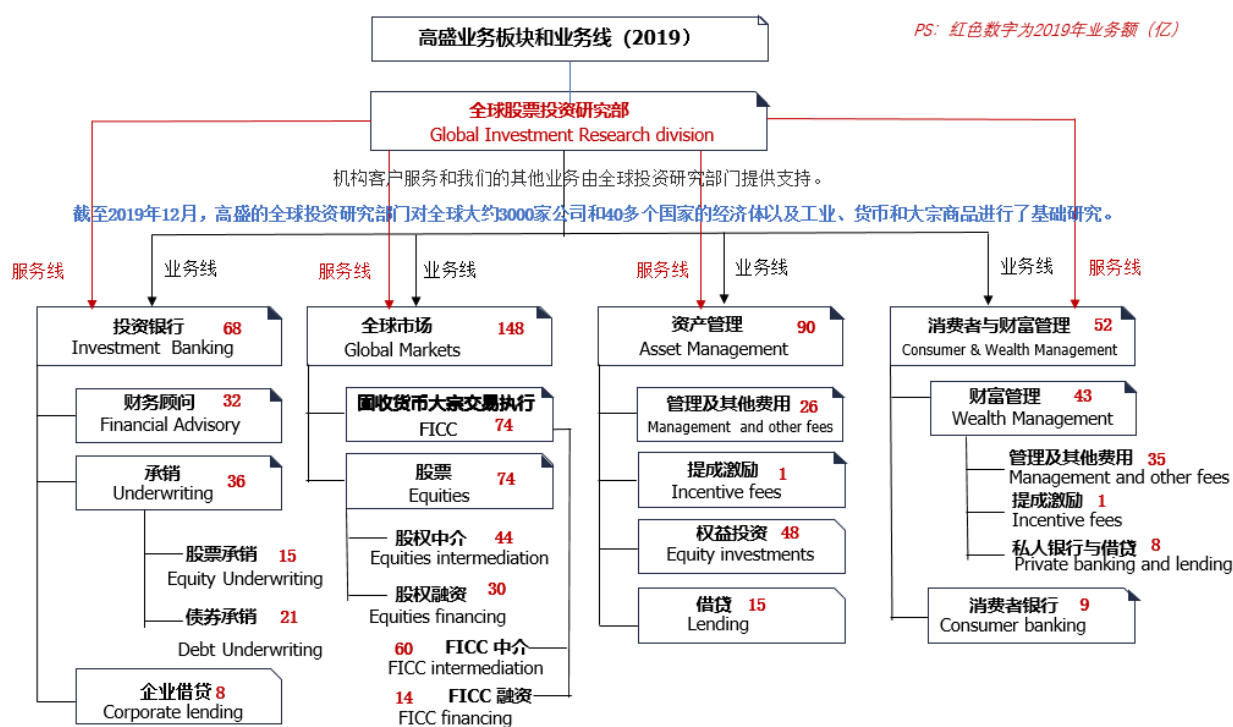
财富管理板块的来源：

- ①原来投资管理里面的一部分管理费和业绩提成。
- ②对应刚才投资板块下借贷部分的私人借贷。
- ③新设的消费者银行板块（从投资板块的借贷分入）

资管管理板块：

- ①分离出去了一大部分管理费，到财富管理板块：
- ②增加了原来投资板块下的股权投资（主要是另类投资）。
- ③增加了借贷部分（提供与资产管理业务相关的融资，并投资于房地产支持的债务证券和贷款。这些活动包括夹层债务、优先债务和不良债务证券的投资。），来自原来的投资与借贷部分的投资里面的债券部分。

图32：高盛调整后业务板块（单位：亿美元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

- (1) 投资银行板块=原投资银行板块+原投资与借贷里面的企业借贷。
- (2) 全球市场=原股票+原FICC+原投资与借贷部分的债券投资收益，作为FICC融资收益。
- (3) 资产管理=原资产管理费-个人部分的管理费+原投资与借贷下面的股权投资（另类）+原投资于借贷下的债券投资（作为资管借贷分项，提供与资产管理业务相关的融资；投资于房地产支持的债务证券和贷款。这些活动包括夹层债务、优先债务和不良债务证券的投资）。
- (4) 财富管理板块=原资产管理中的大部分管理费+原投资与借贷板块中的部

分借贷部分（作为私人银行与借贷+消费者银行）

通过组织结构的调整可以明显看出，高盛的各项业务开始围绕“客需”进行优化，未来将进一步缩减自有资金投资方面的业务，其资本投入和业务开展更多的围绕“客需”开展。

（二）业务开始由重资产向轻资产客需及服务转移，减少自有资金投入

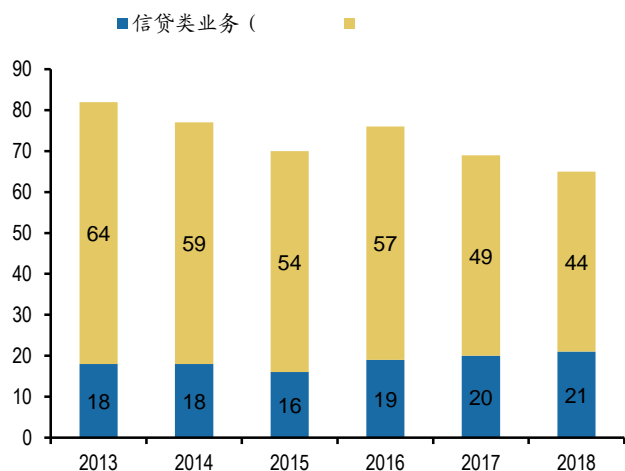
海外投行早期从重资本业务起家。

摩根士丹利自2010年James Gorman出任CEO以来，即着手推动业务模式变革，将资产更多配置于轻资产、持久性的财富管理业务，减少传统投行和交易类业务投入，提升收入的稳定性和可持续性（如高盛自2019年调整组织架构，取消了投资与借贷板块）。

（三）资产配置开始向信贷类转移，机构板块由交易转向信贷

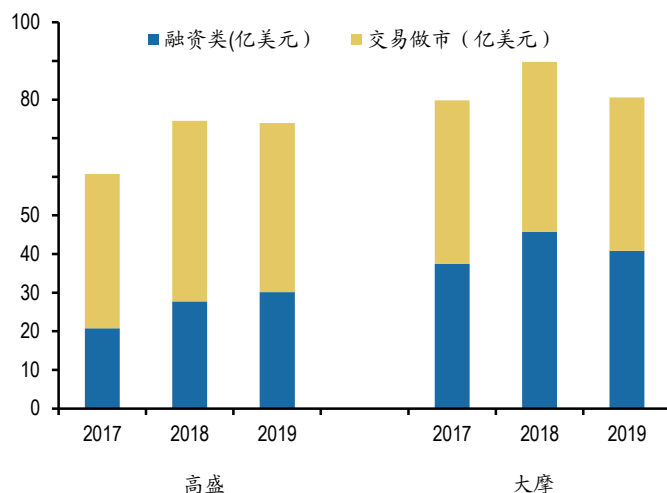
在机构业务板块，国际投行拓展重资产、高杠杆业务受限，谋求低波动率、风险可控的收入来源，资产配置向信贷类资产倾斜。资本市场交易类业务模式随之发生变化，从开展高难度衍生产品设计、满足大型机构客户的复杂交易需求逐渐转向信贷类服务、客户覆盖愈加广泛。2018年，华尔街大行FICC业务中贷款类业务的平均收入贡献达到32%，较5年前提升10%。未来国际投行计划通过提供多样化贷款服务赚取净利息收入，提升收入稳定性与客户覆盖率。

图33：前12大国际投行FICC业务收入（十亿美元）结构



数据来源：Coalition competitor analytics、广发证券发展研究中心

图34：独立投行股票交易业务收入结构



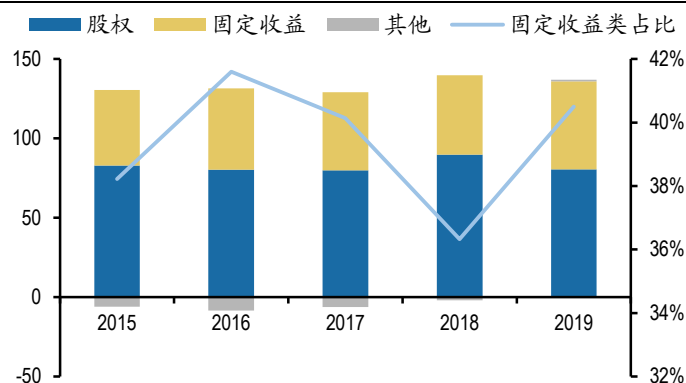
数据来源：高盛、摩根士丹利年报、广发证券发展研究中心

FICC领域，国际投行积极拓展多样化贷款产品，赚取净利息收入。高盛新一轮战略规划明确将FICC中信贷类业务占比（19%）尽快提升至行业平均水平（32%），大力拓展多样化的贷款产品，主力品种包括仓储质押贷款、回购协议、投资级抵押贷款等。

权益方面，信贷类服务重要性逐年提升。高盛融资类业务对股票交易业务收入

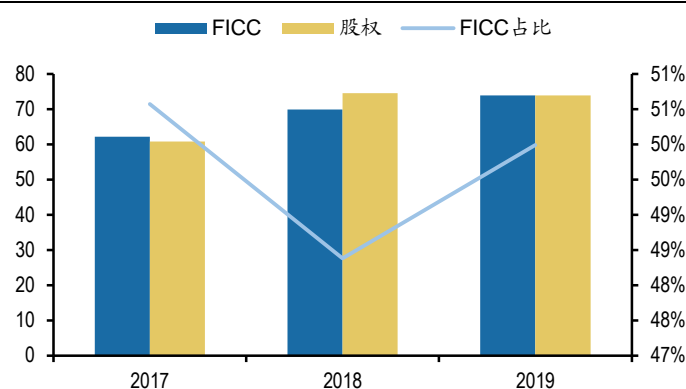
贡献较10年前上涨23%，摩根士丹利已连续两年该项业务创收超过交易做市业务。

图35：大摩交易业务收入（亿美元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图36：高盛做市业务收入（亿美元）



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

另外，信贷类业务高度考验机构包括风险识别、风险计量、风险处置在内的一系列风险经营能力。国际投行风控体系健全完善，能够在极短时间内完成各类风险评估，实现跨条线、跨区域的有效资源调配和结构化产品方案设计，后端亦有完备的激励约束机制予以保障，为信贷类业务的有序开展提供支撑。

（四）传统投行业务领域：关注企业客户价值链延伸，采用交易银行服务、贷款等方式提升客户覆盖，降低收入波动性

投行业务领域，企业贷款服务已成为客户关系管理的重要一环。国际投行内部针对企业客户设有专门的客户关系管理团队，根据不同类型客户的贷款需求，协同公司自营部门，发掘潜在业务机会，实现客户价值最大化。企业贷款类型主要分为三类：（1）贷款给业务结构均衡的大型客户作为日常关系维护，以交易往来增强客户粘性；（2）为促成企业收购较大规模资产提供过桥贷款，采用自有资金或结构化融资的方式，收取高额利息收入（12%-15%），交易完成后帮企业在资本市场募集长期贷款偿还过桥贷款，提升企业融资规模；（3）为成长型企业提供募资需求的成长型企业，培育潜在在投行业务可能，关注风险调整后收益。

投行部门与机构客户服务部门（销售交易做市）有效联动，扩大投行业务总体收入。常规做法是，投行端承揽企业收购较大规模资产的项目，收取财务顾问费用。机构客户服务部门（通常为FICC）在超短时间内完成评估，决定是否向企业提供超短期大额过桥贷款（通常采用自有资金或结构化融资的方式），并赚取高额利息收入（12%-15%）。收购完成后，投行债券融资部门帮助企业在资本市场募集长期贷款，以偿还过桥贷款，收取承销费用，并提升投行债权融资规模。最后，机构客户服务部门的衍生品团队设计风险对冲工具，收取相应费用。

2.传统机构业务板块：从交易转向贷款类服务

贷款类业务波动性小，资本市场交易板块，国际投行计划通过提供多样化贷款服务赚取净利息收入，提升收入稳定性与客户覆盖率。2018年，华尔街大行FICC业务中贷款类业务的平均收入贡献达到32%，较5年前提升10%。传统的资本市场

交易类业务模式倾向于重资本、围绕复杂衍生品而开展交易，服务对象聚焦大型且具有复杂交易需求的机构客户。近年来，华尔街交易板块逐渐转向贷款类服务，其目的在于提升客户覆盖率，增强收入稳定性。以高盛为例，其为客户提供的贷款产品选择多样，主力品种包括仓储质押贷款、回购协议、投资级抵押贷款等。

四、投资建议

资本市场改革正持续推进，我们长期看好创新业务推进与交易量放大所带来的证券板块的投资性机会。关注两个核心催化剂：一是中长期经济下行压力尚存，逆周期政策推出，将通过利率下行、交易量放大、风险偏好提升等链条作用于券商，有望带来贝塔收益。此外制度建设完善及支持股权融资有利于进一步激发市场活力。二是行业监管政策鼓励创新，释放活力，带来新利润增长点，有望带来阿尔法收益。

建议关注龙头企业：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、中金公司（03908.HK）、招商证券（600999.SH）/（06099.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK）、国泰君安（601211.SH）/（02611.HK）、海通证券（600837.SH）/（06837.HK）、东方财富（300059.SZ）等。

五、风险提示

市场风险事件包括经济增速放缓、利率波动影响、行业竞争加剧等；公司经营业绩不达预期，爆发重大风险及违约事件等。

附表1：美股和港股可比公司估值情况

市场	公司	股票代码	股价 (元)	EPS(元)			PE (倍)			PB (倍)		
				2018A					2020E	2018A	2019E	2020E
美股	摩根士丹利	MS.N	50.08	4.81	4.87	5.51	8.30	10.28	9.09	1.17	1.03	1.07
(USD)	高盛集团	GS.N	194.86	25.53	23.11	25.08	8.20	8.43	7.77	0.91	0.88	0.81

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

注：表中估值情况按最新收盘价计算；盈利预测数据来自 Wind 一致预测；美股股价和 EPS 单位为美元。

广发非银金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 韵 杨：资深分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 刘 淇：资深分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 思 宇：研究助理，西安交通大学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经

营业收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。