

证券行业 2020 年中期策略

开放市场下，创新与成长有望加速

推荐（维持）

- 当前我国券商行业将面临外资券商的直接竞争。随着 2020 年 3 月证监会明确取消证券公司外资股比限制出台，自今年 4 月 1 日起外资持有证券公司股份比例限制被取消，已有摩根大通证券、摩根士丹利华鑫证券、瑞信方正证券、瑞银证券、高盛高华证券、野村东方证券等公司的外资股东取得 51% 以上股权，外资券商在业务牌照方面也将享受与内资券商相同的国民待遇，我国证券行业进入了外资与内资同台竞争的时代。
- 日本、韩国、中国台湾地区三地外资券商行业影响力较小，即使外资交易额占比走高，也是利好本地龙头券商。三地外资投行都采取了轻资产运营模式，主要作为集团在当地开展机构业务和对客客户进行境外融资等业务的前端，人员较少，分支机构主要在核心城市，固定成本低，因此 ROE 较本土券商更具弹性。但受限于在当地投入的资本金较小、渠道铺设能力不足、与机构及个人客户之间联系不够紧密等因素影响，外资券商整体营业收入与净利润规模在行业内占比一直较低，对本土龙头券商影响甚小。日本外资券商自 2008 年以后合计净利润占行业比重低于 5%；韩国外资券商业绩不稳定，合计净利润常年占比低于行业 20%；中国台湾地区龙头券商元大证券一家营收规模已超过外资券商整体营收规模。即使在外资占市场交易额逐年上升的情况下，增量业务也是利好机构服务能力强、资源整合优化程度高的本土龙头券商。
- 本土头部券商市占率较高，资本、风控、渠道能力全面占优，短期内外资影响较小。从摩根士丹利入股中金公司开始，外资进入我国券商行业已有 20 多年历史，受限于监管要求，第一批合资券商以投行业务为主，市场占有率较低，表现不温不火；2018 年监管开放外资持股比例到 51% 之后，外资券商在我国布局加速，多家国际投行通过增加持股比例或新建证券公司的形式实现控股。外资券商全面进入国内市场或将推动证券业不断深化改革和业务创新，提高在证券定价销售、衍生品对冲、以及机构一体化服务等业务上的经营效率。但在资本实力、项目储备、渠道建设、资源整合能力、分类评级等方面，外资券商都需要耗费巨大的时间成本来追赶本土头部券商，叠加外汇和资本流动尚未完全放开等因素，预计外资全面进入对国内头部券商影响较为有限。
- 投资建议：创新性与成长性兼具，头部券商有望巩固行业地位。当前行业市净率在 1.66 倍，低于十年中位值 1.93 倍，有一定修复空间。中信证券 PB1.65 倍、华泰证券 PB1.29 倍，估值在较低水平，随着行业集中度不断提升，资本实力强、风控制度严谨、市场化程度高的大券商业绩稳定性和成长性更将凸显。国泰君安新近公布限制性股票激励计划，薪酬体系更加完善；招商证券配股方案已经过会，资本实力预计将进一步加强。从基金投顾业务试点和监管报表合并试点等创新业务来看，预计监管将会在业务资格方面对内控严谨和业务实力领先的高评级大型券商有一定程度的倾斜，从而形成经营上的良性循环，继续开来，头部券商在综合服务能力和研究、销售、定价能力上的优势料将持续加深。我们继续推荐中信证券、中金公司、华泰证券，重点关注中信建投，以及估值较低且预期受益于区域市场改革的国泰君安、海通证券、招商证券。
- 风险提示：金融监管的不确定性，创新业务发展受阻，疫情反复令经济下行压力加大及交易量减少。

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价（元）	EPS（元）			PE（倍）			PB	评级
		2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E		
中信证券	22.61	1.17	1.33	1.58	19.32	17.0	14.31	1.81	推荐
华泰证券	17.82	1.18	1.29	1.5	15.1	13.81	11.88	1.32	推荐
国泰君安	16.25	1.06	1.25	1.44	15.33	13.0	11.28	1.19	推荐
招商证券	16.91	1.12	1.3	1.53	15.1	13.01	11.05	1.62	推荐

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2020 年 06 月 12 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：洪锦屏

电话：0755-82755952
邮箱：hongjinpings@hcyjs.com
执业编号：S0360516110002

证券分析师：徐康

电话：021-20572556
邮箱：xukang@hcyjs.com
执业编号：S0360518060005

联系人：张经纬

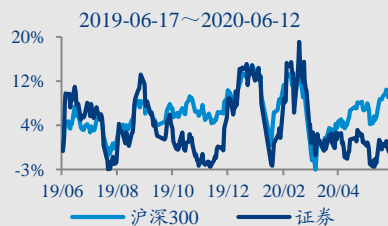
电话：0755-82756802
邮箱：zhangjingwei@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	45	1.16
总市值(亿元)	27,014.44	3.97
流通市值(亿元)	18,061.95	3.62

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-1.76	-4.14	0.29
相对表现	-3.74	-5.01	-9.24



相关研究报告

《证券行业月报（2020 年 3 月）：市场风险偏好下行，3 月券商业绩环比下滑》

2020-04-09

《证券行业月报（2020 年 4 月）：市场风险偏好修复，券商业绩数据亮眼》

2020-05-12

《证券行业月报（2020 年 5 月）：股市震荡拖累业绩环比下滑，利好政策修复发展预期》

2020-06-05

投资主题

报告亮点

本文从日本、韩国、中国台湾地区三地外资券商发展情况、外资交易额占比、和行业营收结构出发，思考外资券商全面进入对当地证券公司的影响。结论为外资券商对本地证券行业影响较小，不足以撼动头部券商的市场地位。主要原因在于外资券商多取用轻资产运营方式，在系统和交易等综合服务能力上较本土头部券商弱，较难与当地证券公司形成全面竞争关系。回顾我国证券行业对外开放的进程，合资券商往往遇到本土化和经营理念转变的难题，过去近 20 年间近半外资股东放弃退出。即使如今监管放开外资持股证券公司比例上限，预计也较难撼动国内本土龙头券商的行业地位。国内 CR10 券商业绩占比逐年走高，已经与其他券商拉开明显距离，外资券商需要付出巨大的时间成本和资金成本来追赶头部。同时，外资券商带来的“鲶鱼效应”或更能推动国内券业进一步整合、强化综合服务能力、提高业务创新水平，行业集中度将有可能持续上升，龙头券商投资价值凸显。

投资逻辑

证券公司是资本市场重要的金融中介服务商，承担着为上市企业进行直接融资、优化企业资产负债结构、减轻运营成本、通过并购重组做大做强的时代使命。近期科创板注册制、创业板注册制、再融资新规、基金投顾试点等利好政策密集出台，行业基本面不断修复，中长期业绩预期将得到有力支撑，推动证券行业进入了新的黄金发展期。同时，外资券商全面进入国内证券行业将带来新的经营理念、丰富的衍生品设计与交易经验、和资产配置优化方向。在外资投资者持股比例日渐增加和外资券商跑步入场的大背景下，预计头部券商将能取其精华，结合本土情况，凭借资本实力、风控能力、和资源整合能力，强化服务能力、提高市场占有率、优化定价销售能力，在维护好原有存量业务的情况下，进一步开拓外资入市带来的增量业务，巩固头部地位。我们继续推荐中信证券、中金公司、华泰证券，重点关注中信建投，以及估值较低且预期受益于区域市场改革的国泰君安、海通证券、招商证券。

目 录

一、日本、韩国、中国台湾地区三地外资券商影响力较小，无法撼动本土龙头位置	6
（一）日本：08 年金融危机后外资券商数量逐年减少，净利润占比日渐萎缩	6
（二）韩国：外资券商数量多但分支机构和员工少，利润情况波动高、不稳定	8
（三）中国台湾地区：行业集中度较高，外资合计营收规模不敌元大证券一家	10
二、券业全面开放外资跑步进场，本土头部券商取长补短持续成长	13
（一）境外券商发展的两个阶段：前期牌照不全和控股权缺失，当前受制于资金和时间成本	14
（二）境外券商带来领先经营理念和模式，助力本土头部券商补全短板有望更进一步	15
三、外资进场下的行业展望与 2020 年行业业绩预测	17
（一）头部券商在外资券商入市、外资投资额增加的情况下受益更多，有望巩固行业地位	17
（二）2020 年券商业绩预测	20
四、风险提示	22

图表目录

图表 1	日本证券市场外资交易额占比接近 60%	6
图表 2	日本证券市场外资投资者占比稳定在 30% 左右	6
图表 3	日本证券行业自营相关收入占比提升, 经纪佣金占比一路走低	7
图表 4	日本外资与本土券商净利润 (单位: 十亿日元)	7
图表 5	日本外资券商数量逐年下降	7
图表 6	日本本土主要券商 ROE 表现较外资券商更为稳定	8
图表 7	韩国证券市场外资投资者占比在 30% 左右	8
图表 8	外资偏爱韩国的高价股	8
图表 9	KOSPI 200 期货市场外资投资者占比超 65%	9
图表 10	韩国证券行业营收以传统佣金收入为主	9
图表 11	韩国主要证券公司员工和分支机构情况一览 (截至 2020 年一季末)	10
图表 12	韩国外资券商净利润占比波动起伏大	10
图表 13	中国台湾地区外资券商数量稳定, 本土券商逐年减少	11
图表 14	外资占中国台湾地区上市公司资本比例在 27%	11
图表 15	外资占中国台湾地区股票交易额呈上升趋势	11
图表 16	中国台湾地区外资券商营收占行业比低于 15%	12
图表 17	中国台湾地区各类证券公司 EPS 情况	12
图表 18	中国台湾地区各类证券公司 ROE 情况	12
图表 19	中国台湾地区各类证券公司 BPS 情况	12
图表 20	从 2012 年起, 元大证券营收规模即超过外资券商合计营收	13
图表 21	境外券商进入证券行业相关政策一览	13
图表 22	前期合资公司现状一览	14
图表 23	当前主要合资券商基本情况一览	15
图表 24	2019 年合资券商经营业绩一览	15
图表 25	摩根士丹利营业收入结构一览	16
图表 26	高盛集团营业收入结构一览	16
图表 27	场外收益互换业务 CR5 占比维持在 80% 以上	17
图表 28	场外期权业务 CR5 占比维持在 70% 以上	17
图表 29	大陆地区证券化水平还有较大上升空间	18
图表 30	国内 CR10 占行业营收逐年走高	18
图表 31	国内 CR10 占行业净利润维持在 50% 以上	18
图表 32	A 股外资交易额占比逐年走高	19
图表 33	2020 年证券行业业绩预测	20

图表 34 重点标的业绩预测（单位：亿元）	21
-----------------------------	----

一、日本、韩国、中国台湾地区三地外资券商影响力较小，无法撼动本土龙头位置

2003-2019 年期间，除 2003、2004、2008 和 2013 年外，外资券商合计净利润分别占日本、韩国、中国台湾地区三地行业净利润比重都在 20% 以内，影响较小。综合三地外资券商经营情况来看，外资投行都采取了轻资产运营模式，在核心城市开设营业部，以投行业务和资产管理业务为主要运营方向，面对客户群体主要是机构客户和超高净值客户。减少当地人力、场租等固定经营成本的轻资本运作体系，能有效避免受当地经济情况波动影响而可能出现的巨额亏损，从而影响集团整体业绩。例如 2003 年、2004、2008 年和 2013 年行业整体业绩不佳，本土券商被高企的固定成本所拖累，而外资券商轻资产运营的成本优势凸显，带动外资净利润占行业比重上升。

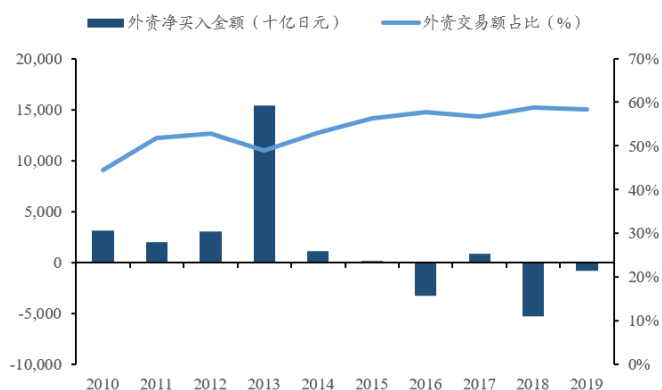
在投行业务方面，三地外资券商主要作为当地企业境外融资及外资投资当地企业的桥梁；机构业务方面，向客户提供全球范围内丰富的衍生品交易服务，具有价格较低、交易量大、品种丰富、当地资本自由流通、外汇自由浮动等优势；资产管理业务方面，聚焦超高净值客户做全球资产配置的需求。总体而言，外资券商在当地业务主要是做为集团业务的延伸，作为触角来提升全球布局能力，可类比国内券商在总部驻地之外的分支机构，是完善环球金融体系的重要一环，但并非其核心业务。因此与本地券商的经营理念 and 经营范围都有一定差异化，并不是全面竞争的关系，甚至在投行、财富管理方面都存在许多合作的空间。比如投行业务，内资和外资券商可以同时作为联席主承销商，分别在境内外业务上形成互补，内资券商发挥本地化优势，拓展外资券商的业务范围；外资券商利用在海外的经验与人脉，协助本地客户拓展海外融资规模和优化定价。在资管业务上，外资券商可以借助内资券商的营业部进行产品代销，拓宽销售渠道；内资券商可借助外资丰富的产品线为客户优化资产配置，提高客户体验。

（一）日本：08 年金融危机后外资券商数量逐年减少，净利润占比日渐萎缩

日本证券行业对外开放始于 1971 年，《外资证券业法》正式准许外资券商在日本开展经纪业务；1984-1985 年间外资券商可以开展有限度的投行业务，如承销非居民发行的欧洲日元债券；1993-1995 年期间，日本证券行业进一步开放，外资可控股合资公司及外汇管制被取消，资本流动效率大大提高，外资全面进入日本证券行业。从公司数量上来看，在日外资券商数量从 2000 年开始逐步减少，2000 年共有 52 家外资券商在日本经营，占行业总数 293 家的 18%，到 2018 年只剩 10 家外资券商，占行业总数 164 家的 4%。主要原因如下，一是全球经济增长速度减缓，各大外资投行业务收缩，减轻成本，保护核心业务；二是日本本地龙头券商市占率逐步提高，业务壁垒加深，外资券商转变为专注承销和衍生品等轻资产、高 ROE 业务，其余业务则与本土券商合作的经营模式。

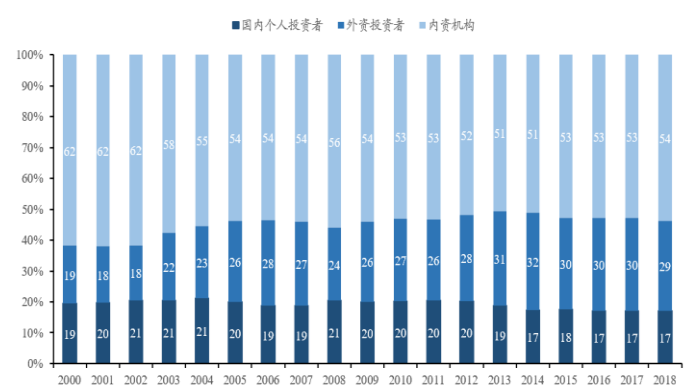
从交易额和持有市值来看，外资对日本证券市场的影响呈上升趋势，外资交易额占股票总交易额从 2010 年的 44% 上升至 2019 年的 58%，而外资持有股票总市值也从 2000 年的 18.8% 上涨至 2019 年的 29.1%。即使外资交易额占比达一半以上，持有股票市值至 30% 左右，外资券商营收规模却没有在日本券商行业中占据相当的比重，正是因为日本龙头券商市占率较高，形成行业壁垒，外资券商较难与之竞争的原因。

图表 1 日本证券市场外资交易额占比接近 60%



资料来源：JAPAN EXCHANGE GROUP，华创证券

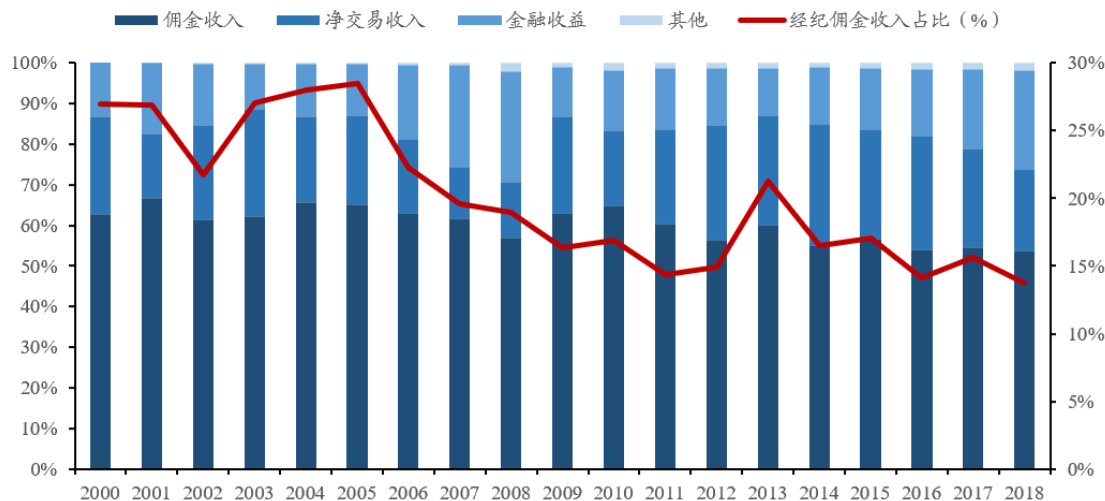
图表 2 日本证券市场外资投资者占比稳定在 30% 左右



资料来源：日本证券业协会，华创证券

从收入结构来看，佣金收入仍是行业收入的主要来源，2000-2013 年期间（除 2008 和 2012 年以外）占比在 60% 以上，2014 年之后占比稍有下滑，维持在 55% 左右。证券业务佣金包括经纪业务收入、投行承销保荐收入、和资产管理业务收入等，其中经纪佣金收入占比呈波动下行趋势，从 2000 年占佣金收入的 43%，下降至 2018 年的 26%，对总收入的贡献也从 2000 年的 27% 下降至 2018 年的 14%。交易及自营业务对整体业绩贡献逐年加大，占比从 2000 年的 37% 增加至 2018 年的 44%。

图表 3 日本证券行业自营相关收入占比提升，经纪佣金占比一路走低



资料来源：日本证券业协会，华创证券

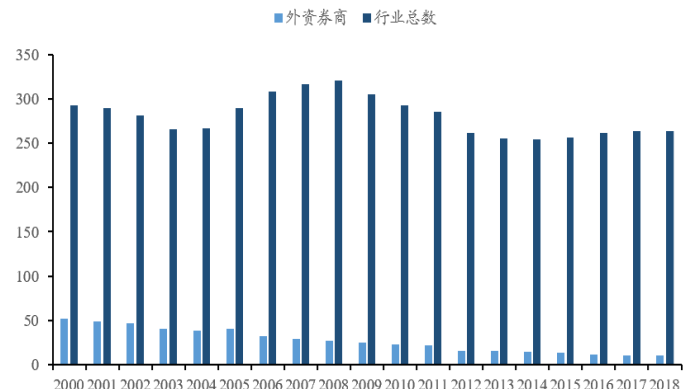
日本券商分为三类，一是本土主要券商，为市值在 1000 亿日元以上的证券公司；二是除主要券商外的其他本土券商；三是外资券商。2000 年以来日本主要券商数量维持在 6 家左右，在行业整体盈利的年份中，头部券商合计净利润占行业净利润比重保持在 40%~60% 左右，其中 2000 年的占比更是高达 87%。头部券商市占率高，抗风险能力强，即使在经济下行、市场风险偏好下降的年份，业绩亏损规模也较行业小。自 2010 年之后，外资券商合计净利润占行业比重不足 5%，影响几乎可以忽略不计。从盈利能力来看，外资券商的 ROE 波动程度较本土券商更大，受市场行情、股权债权融资情况等因素影响更大。日本本土主要券商不但体量大、主要业务市占率高，而且 ROE 表现更为稳定。

图表 4 日本外资与本土券商净利润（单位：十亿日元）



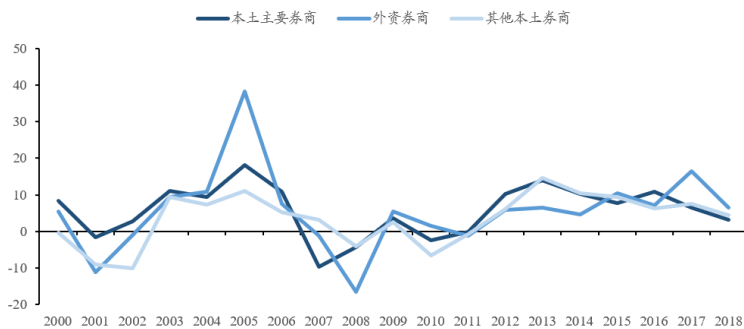
资料来源：日本证券业协会，华创证券

图表 5 日本外资券商数量逐年下降



资料来源：日本证券业协会，华创证券

图表 6 日本本土主要券商 ROE 表现较外资券商更为稳定



资料来源：日本证券业协会，华创证券

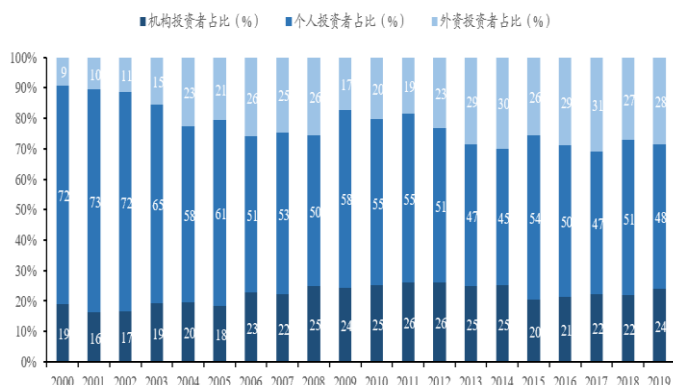
结合市场交易额情况、行业营收结构、和内外资券商盈利情况来看，我们可以得出以下结论：（1）日本券商行业自营交易相关业务占比逐步提升，资本金实力强的本土龙头券商优势凸显；（2）外资交易活跃并不一定带动外资券商经纪佣金业务收入提升，主要源于外资券商采取轻资产模式，在基础业务建设方面不如本土头部券商，因此预计大部分外资交易也是通过本土头部券商进行，系统建设、综合服务能力强的本土龙头券商受益于外国资本流入的程度更高。

（二）韩国：外资券商数量多但分支机构和员工少，利润情况波动高、不稳定

1991 年，韩国证券行业正式允许外资以分公司或成立合资公司的形式进入韩国，可以经营证券经纪、证券自营、和证券承销业务其中的一种、两种或全部；1998 年，根据 OECD 的协议，韩国放开了外资持有证券公司 50% 股份的上限，允许外资在韩国以独资公司的形式开展业务。韩国券商行业发展现状较为稳定，2015 年至 2018 年期间本土券商和外资券商比例基本维持不变。截至 2018 年末，共有 22 家外资券商在韩国经营，而本土券商则有 34 家。

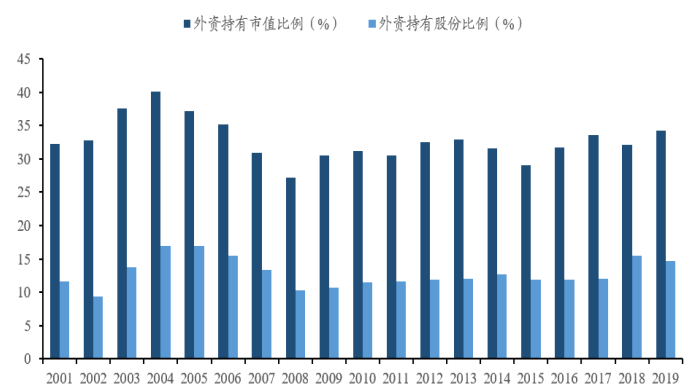
从股票交易额来看，外资投资交易额从 2000 年的 9% 逐步提升至 2013 年的 29%，之后稳定在 30% 左右；而个人投资者参与市场交易程度逐年较低，从 2000 年的 72% 下降至 2019 年的 48%；本土机构产生的交易额占比在 20% 到 25% 左右浮动。从交易标的来看，一是外资偏爱高价股，外资合计持有股票总股本的 10%-15% 之间，但持有股票市值比例维持在 30% 左右；二是外资已经成为 KOSPI 200 期货市场的主要参与者，交易额占比从 2000 年的 9% 直线上涨至 2019 年的 66%。综合来看，外资投资者有通过衍生品加强杠杆效应和进行中长线投资结合的交易偏好。外资参与现货期货市场交易程度高，但并没有依赖外资券商，因此可以看到本土券商在综合服务与定价销售能力上是有优势的。

图表 7 韩国证券市场外资投资者占比在 30% 左右



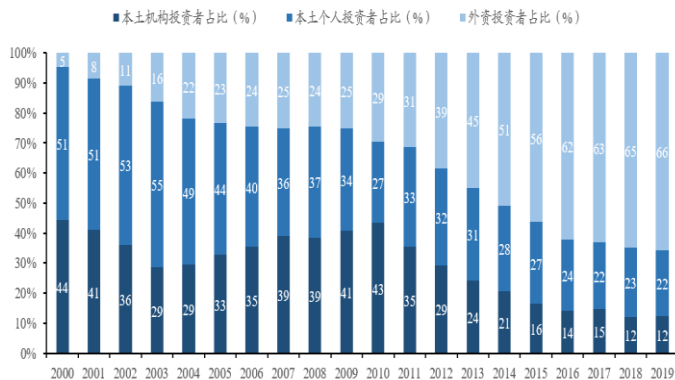
资料来源：KRX，华创证券

图表 8 外资偏爱韩国的高价股



资料来源：KRX，华创证券

图表 9 KOSPI 200 期货市场外资投资者占比超 65%

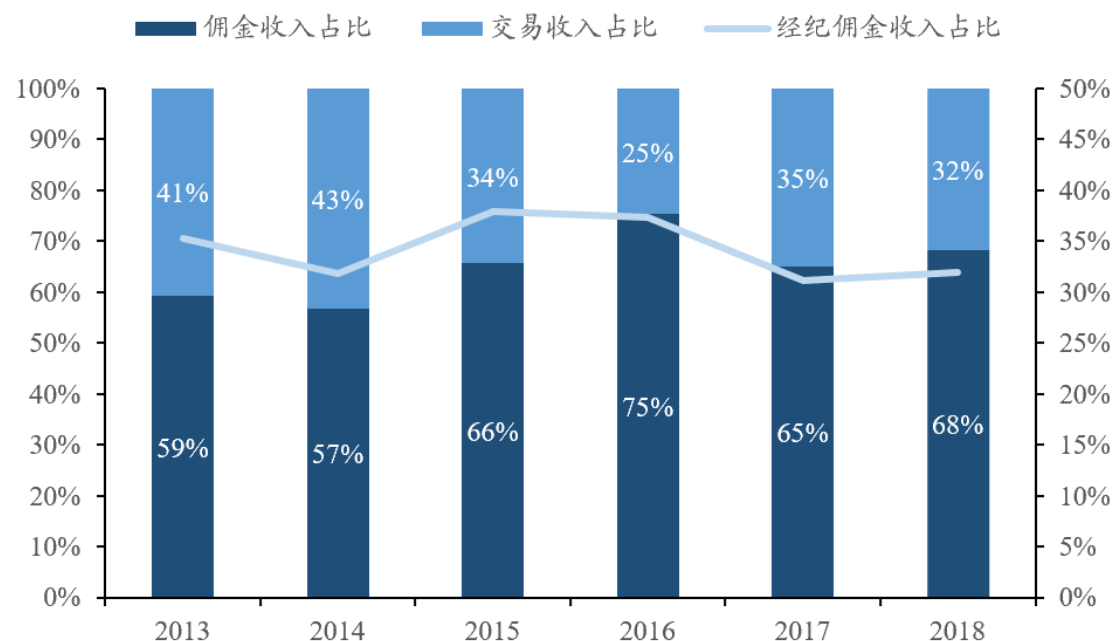


资料来源: KRX, 华创证券

韩国券商收入主要分为两部分，一是经纪、代销、资管等传统业务的佣金收入，近年来占比有提升的趋势，从 2013 年的 59% 进一步上升至 2018 年的 68%；另一方部分是自营交易收入，占比从 2013 年的 41% 下降至 2018 年的 32%。其中通道经纪佣金收入占比在 2013 年至 2018 年期间呈相对稳定的态势，在 31%-38% 之间浮动。外资券商在韩国的布局以轻资产业务为主，各大外资券商都只在首尔设立一个分支机构，员工人数都在 100 人以内。因为人员和场租等固定费用较低，在市场行情不好的年份，外资券商业绩表现较本土券商好，如 2003 年、2004 年、2008 年、2012 年和 2013 年等环球经济表现滑坡的年份，外资券商合计净利润占韩国券商行业净利润比重均超 20%，2003 年更是达 52%。在其余年份，本土券商凭借市占率、资本规模优势、资源整合能力，合计净利润占行业净利润 90% 左右。

与日本证券行业情况类似，韩国外资流入资本市场提高了整体的风险偏好和交投活跃程度，直接利好券商经纪和自营、资管业务，资本实力强、风控优秀、机构服务一体化链条完整的头部券商获益良多，而外资券商在重资本业务中较难与本土头部券商竞争，因此整体业绩表现并不突出，对本土头部券商没有过多威胁。

图表 10 韩国证券行业营收以传统佣金收入为主



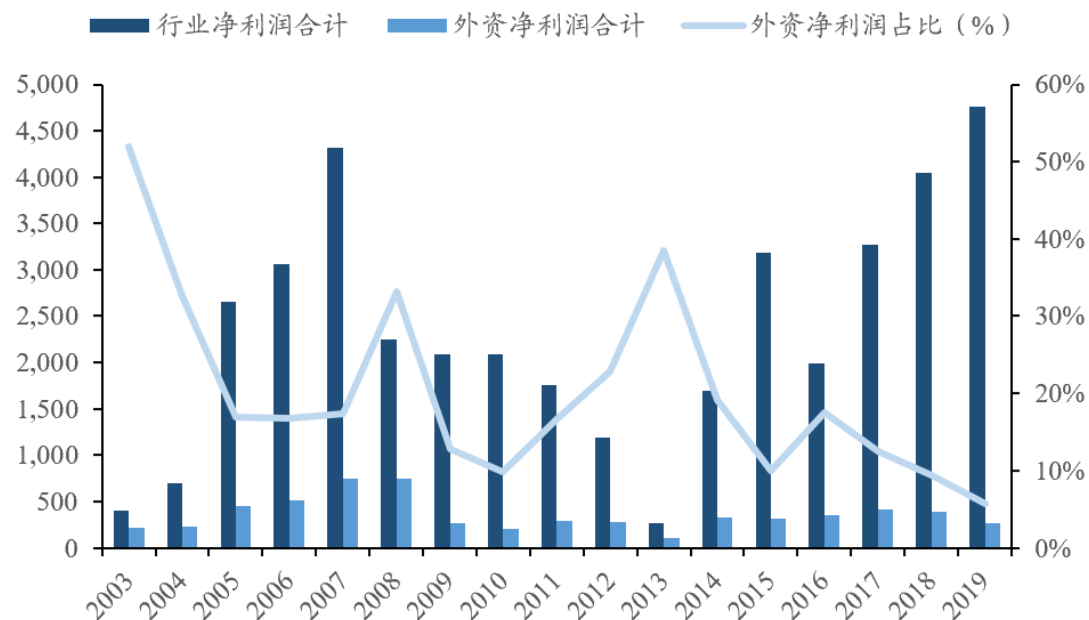
资料来源: FSS, 华创证券

图表 11 韩国主要证券公司员工和分支机构情况一览（截至 2020 年一季末）

券商	员工人数	国内分行数量	国外分行数量
行业合计	36,953	1,001	66
主要本地券商			
MIRAE ASSET DAEWOO	4,166	80	15
NH INV.&SEC	3,019	81	10
KBSC	2,876	108	4
KOREA ISC	2,757	84	10
SAMSUNG SC	2,549	63	5
主要外资券商			
JP MORGAN	104	1	-
GOLDMAN SACHS	97	1	-
MORGAN STANLEY	91	1	-
MERRILL LYNCH	90	1	-
UBS	59	1	-
HSBC	53	1	-
DEUTSCHE BANK	52	1	-

资料来源：FSS，华创证券

图表 12 韩国外资券商净利润占比波动起伏大



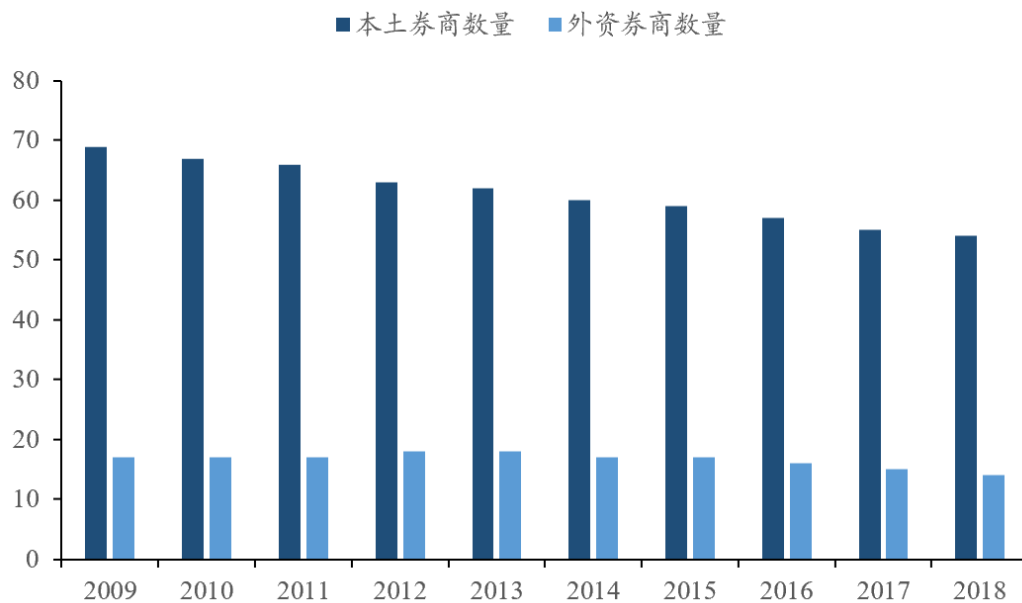
资料来源：FSS，华创证券

（三）中国台湾地区：行业集中度较高，外资合计营收规模不敌元大证券一家

1990 年，中国台湾地区开放证券行业，允许外资券商进入设立经营分支机构；1993 年全面开放外资券商经营范围，对外资券商与内资券商在经营范围上一视同仁。自 2009 年以来，外资券商在台湾地区的数量较为稳定，2018 年末

共有 14 家，而本土券商数量由于并购潮持续和行业集中度上升的原因，则呈现下降的趋势，从 2009 年的 69 家减少至 2018 年末的 54 家。

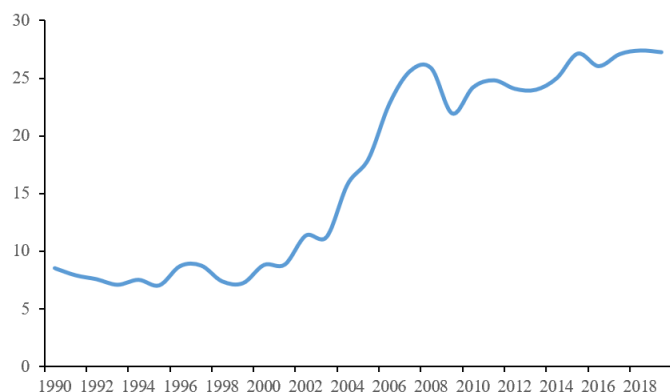
图表 13 中国台湾地区外资券商数量稳定，本土券商逐年减少



资料来源：台湾地区证券业协会，华创证券

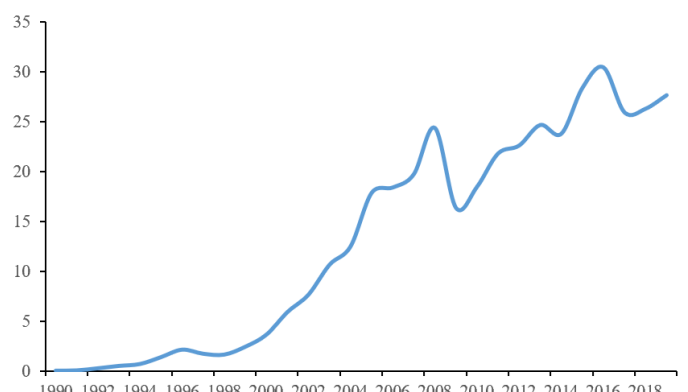
外资进入中国台湾地区资本市场分为三个阶段，第一阶段是从 1990 年至 2001 年，外资占本地上市公司资本比例维持在 8% 左右；第二阶段是从 2002 年至 2007 年，外资投资金额呈上升趋势，占比提升到 25% 左右；第三阶段为 2008 年至 2019 年，外资占上市公司资本金比例维持在 25% 到 27% 左右。从交易额来看，外资股票交易额占本地市场股票交易额比重也从 1990 年的 0.02% 一路抬升至 2019 年的 28%，其中除 2009 年受全球经济危机影响有较大下滑外，大体上呈现逐年上涨的趋势。

图表 14 外资占中国台湾地区上市公司资本比例在 27%



资料来源：TWSE，华创证券

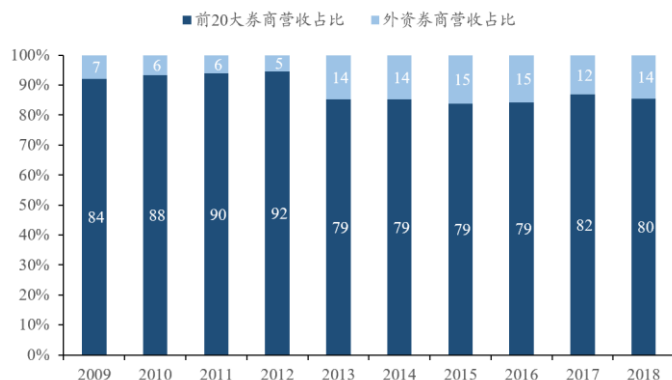
图表 15 外资占中国台湾地区股票交易额呈上升趋势



资料来源：TWSE，华创证券

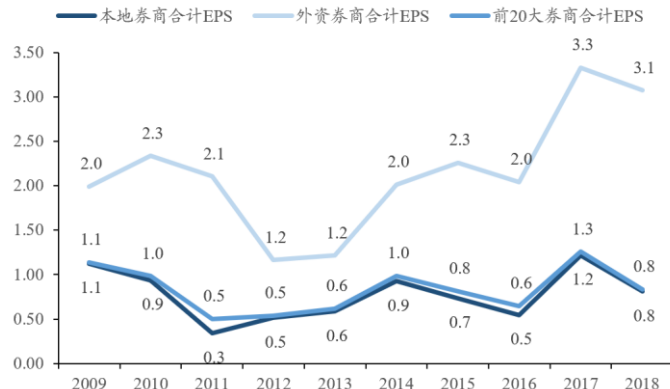
2009 年至 2018 年期间，中国台湾地区前二十位券商营业收入占行业比稳定在 80% 左右，2012 年更是高达 92%。对比来看，外资券商营收占比较低，2018 年为 14%。与在日本和韩国的经营方式类似，外资券商都采取轻资产模式进入中国台湾地区，主要布局于投行和高端财富管理等业务，因此 ROE 较本地券商有较大的优势，其中 2011 年外资券商 ROE 为 10.4%，较本地券商高出 7.5 个百分点。

图表 16 中国台湾地区外资券商营收占比低于 15%



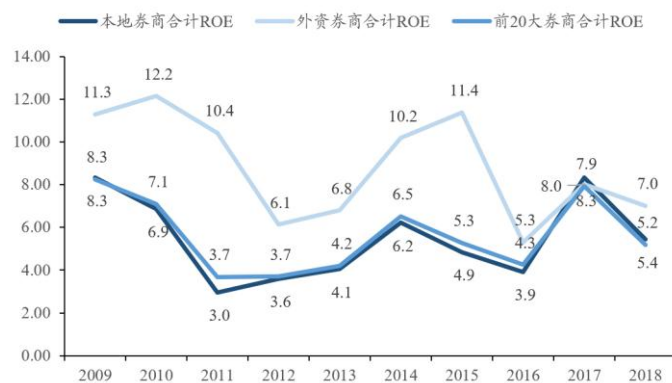
资料来源：台湾地区证券业协会，华创证券

图表 17 中国台湾地区各类证券公司 EPS 情况



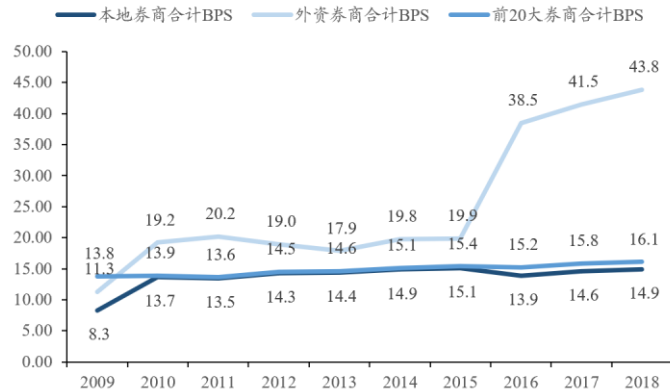
资料来源：台湾地区证券业协会，华创证券

图表 18 中国台湾地区各类证券公司 ROE 情况



资料来源：台湾地区证券业协会，华创证券

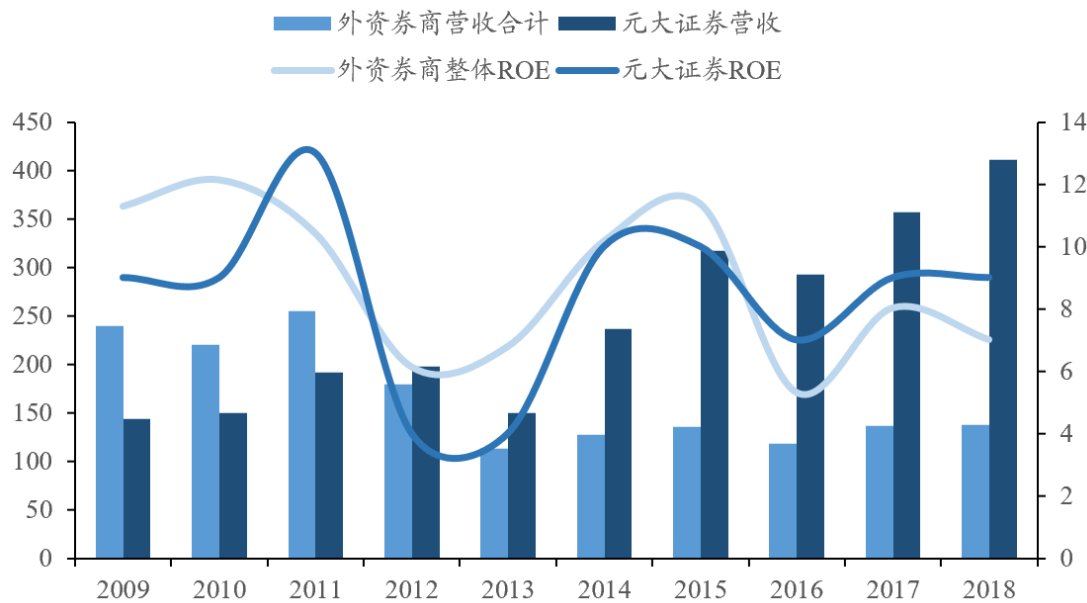
图表 19 中国台湾地区各类证券公司 BPS 情况



资料来源：台湾地区证券业协会，华创证券

中国台湾地区券商行业集中度较高，外资券商影响有限。以中国台湾地区最大的券商元大京华证券为例，在 2012 年合并收购宝来证券和鼎富证券后，当年营收规模已经超过所有外资券商合计数，而且 2016-2018 年度的 ROE 也分别超过外资券商 1.69、0.97、和 1.99 个百分点。2018 年，元大京华证券凭借资本优势、地区覆盖能力、承销能力，在经纪业务（市占率 11.88%）、融资及融券业务（市占率 14.87%/21.65%）、权证和债券承销（市占率 22.18%/19.57%）、财富管理信托（市占率 32.73%）等主要业务都位列行业第一，且各项业务市占率较第二名都有较大优势，龙头地位稳固，外资较难与之竞争。因此，在外资交易额占比逐渐提高的过程中，本土头部券商的经纪和自营业务受益更多，而外资券商受制于资本金规模和系统渠道等建设不足，并不能借此提升市场占有率。

图表 20 从 2012 年起，元大证券营收规模即超过外资券商合计营收



资料来源：台湾地区证券业协会，公司公告，华创证券

二、券业全面开放外资跑步进场，本土头部券商取长补短持续成长

我国证券行业自 2002 年开始正式允许合资券商成立展业，前期合资券商在业务牌照上较为受限，经营范围以证券承销保荐为主，各业务市场占有率都偏低。随着我国资本市场对外逐步开放和金融改革进程加深，《关于建立更紧密经贸关系的安排》（CEPA）、《外商投资证券公司管理办法》、《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》等相关法规制度陆续出台，外资券商（指境外券商，下同）可以实现以控股股东的身份进入我国证券行业，同时在经营范围上也能享受与内资券商一样的国民待遇。

图表 21 境外券商进入证券行业相关政策一览

政策	时间	主要内容
《外资参股证券公司设立规则》	2002.07	1. 合资券商可以经营：证券承销、外资股经纪、债券经纪和自营等业务； 2. 合资券商股东应包含至少一家内资券商，且该券商持股不低于 1/3； 3. 外资持股比例不得高于 1/3。
《关于修改《外资参股证券公司设立规则》的决定》	2008.01	1. 合资券商经营范围增加证券保荐一项业务资格； 2. 单个外资持有上市券商股份不得高于 20%，外资持有上市券商合计不得高于 25%。
《关于修改《外资参股证券公司设立规则》的决定》	2012.10	1. 合资券商外资股东持股比例提高至 49%。
《关于建立更紧密经贸关系的安排》（CEPA）	2013.08	1. 允许中国香港和中国澳门符合条件的金融机构在上海、广东省、深圳市分别设立 1 家合资全牌照券商，持股比例不超过 51%； 2. 在若干改革试验区内，港资、澳资各新设立 1 家合资全牌照券商，中国香港和中国澳门股东持股不高于 49%。
《外商投资证券公司管理办法》	2018.05	1. 外资持有合资公司持股比例提高至 51%，三年后不设限制。
《证监会明确取消证券公司外资股比限制》	2020.03	1. 自 2020 年 4 月 1 日起取消证券公司外资股比限制。

政策	时间	主要内容
《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》	2020.05	1. 扩大证券业开放。支持在粤港澳大湾区内地依法有序设立外资控股的证券公司、基金管理公司、期货公司。依法扩大合资券商业务范围。外汇管理部门会同证券监督管理机构试点证券期货经营机构跨境业务。

资料来源：证监会，证券业协会，华创证券

（一）境外券商发展的两个阶段：前期牌照不全和控股权缺失，当前受制于资金和时间成本

第一阶段是从 1995 年到 2016 年，境外券商主要以参股方式成立合资券商进入国内证券行业，但业务牌照较为受限，前后一共有 12 家证券公司因此诞生。前期十二家合资券商发展各有不同，主要决定因素是境外股东实力和业务发展定位。我国首家合资券商是 1995 年由摩根士丹利参股成立的中金公司，但一直以来公司管理皆由内资股东主导，经营思路努力拓展国际化视野的同时也积极维护开发本土资源，融贯东西所长，稳居国内投行前列。中金公司现在大股东为中央汇金，而摩根士丹利已经退出主要股东行列。财富里昂证券、长江巴黎百富勤证券、海际大和证券、华英证券、第一创业摩根大通证券、东方花旗证券的外资股东都已经退出，并重组成为国内大中型券商的承销保荐子公司或是新的证券公司。而高盛高华证券、瑞银证券、瑞信方正证券、摩根士丹利华鑫证券的外资股东控股比例则提高到 51%，成为第一批外资控股券商。

图表 22 前期合资公司现状一览

券商	成立时间	现状
中金公司	1995/06	主要外资股东摩根士丹利退出，现最大股东为中央汇金，持股比例为 44.32%
财富里昂证券	2003/04	外资股东退出，重组为上海华信证券
长江巴黎百富勤证券	2003/11	外资股东退出，成为长江证券全资子公司，更名为长江证券承销保荐
海际大和证券	2004/09	外资股东退出，重组成为中天国富证券
高盛高华证券	2004/09	外资股东高盛集团增持股份至 51%，成为外资控股券商
瑞银证券	2005/09	外资股东瑞士银行增持股份至 51%，成为外资控股券商
瑞信方正证券	2008/06	外资股东瑞士信贷银行增持股份至 51%，成为外资控股券商
中德证券	2009/07	山西证券为控股股东，持股比例为 66.67%，外资股东德意志银行持股比例为 33.33%
华英证券	2010/11	外资股东苏格兰皇家银行退出，成为国联证券全资子公司
摩根士丹利华鑫证券	2010/12	外资股东摩根士丹利增持股份至 51%，成为外资控股券商
第一创业摩根大通证券	2010/12	外资股东摩根大通退出，成为第一创业全资子公司，更名第一创业承销保荐
东方花旗证券	2012/06	外资股东花旗银行退出，成为东方证券全资子公司，更名东方证券承销保荐

资料来源：公司公告，华创证券

第二阶段是 2016 年至今，境外券商可以获得证券公司控股权，并且业务方面享受国民待遇，但资本金规模偏低，追赶头部时间成本较高。当前国内主要合资或外资控股券商共有 10 家，股东方包括高盛集团、汇丰银行、摩根士丹利、摩根大通、瑞银集团、野村证券等知名国际投行，主要经营范围涵盖证券经纪、证券承销保荐、证券自营、资产管理、和投资咨询等业务，与内资券商并无明显差异。从净资产规模来看，外资券商合计归母净资产 171 亿元，占行业的 0.85%。外资券商当前还属于试水阶段，资本投入程度较低，各家 19 年末净资产普遍在 10 亿左右，其中中港证券和华菁证券经营时间相对较长，净资产规模较其他外资券商高，分别为 41 亿元和 28 亿元。从 2019 年业绩来看，外资券商营业收入合计 31.6 亿元，占行业的 0.88%；净利润合计-1.71 亿元，其中 6 家盈利、4 家亏损，外资券商经营时间较短，暂时未能形成稳定的盈利模式。从分类评级来看，19 年共有 5 家外资券商获得独立评级，都集中在 B 类。历史上曾获得较高评级的有瑞银证券在 2013 至 2015 年度连续获得 A 类 A 级、2016 至 2019 年度连续获得 B 类 BBB 级，以及中港证券在 2017 至 2019 年度连续获得 B 类 BBB 级。可见由于资本实力、业务排名、整体业绩等限

制，外资券商较难在分类评级中连续拔尖。

图表 23 当前主要合资券商基本情况一览

券商	主要境外股东	持股比例	主要业务范围
东亚前海证券	东亚银行	49%	证券经纪；证券承销与保荐；证券自营；资产管理
高盛高华证券	高盛集团	51%	证券承销与保荐；外资股的经纪；债券经纪和自营
华菁证券	华兴金融服务（香港）	48.82%	证券经纪；证券投资咨询；证券承销与保荐；资产管理
汇丰前海证券	汇丰银行	51%	证券经纪；证券投资咨询；证券保荐与承销
摩根大通证券	摩根大通	51%	证券经纪；证券投资咨询；证券保荐与承销；证券自营
摩根士丹利华鑫证券	摩根士丹利	51%	证券保荐与承销；债券自营
瑞信方正证券	瑞士信贷银行	51%	证券保荐与承销；证券经纪（限深圳前海合作区内）
瑞银证券	瑞士银行	51%	全牌照
申港证券	民众证券、茂宸集团	分别持股 12.17%	全牌照
野村东方证券	野村控股株式会社	51%	证券经纪；证券投资咨询；证券自营；资产管理

资料来源：公司公告，华创证券

图表 24 2019 年合资券商经营业绩一览

券商	营业收入（亿元）	归母净利润（亿元）	归母净资产（亿元）	分类评级
东亚前海证券	2.54	0.02	14.05	B
高盛高华证券	5.18	0.65	15.27	-
华菁证券	2.69	0.61	28.09	BB
汇丰前海证券	1.94	-1.78	13.22	B
摩根大通证券	0.02	-0.86	7.14	-
摩根士丹利华鑫证券	1.32	-1.09	5.42	-
瑞信方正证券	1.17	0.42	8.12	-
瑞银证券	8.32	0.11	19.56	BBB
申港证券	7.85	0.75	40.76	BBB
野村东方证券	0.57	-0.54	19.46	-
合计	31.6	-1.71	171.09	
行业	3,604.83	1,230.95	20,218.97	
外资券商占比	0.88%	-0.14%	0.85%	

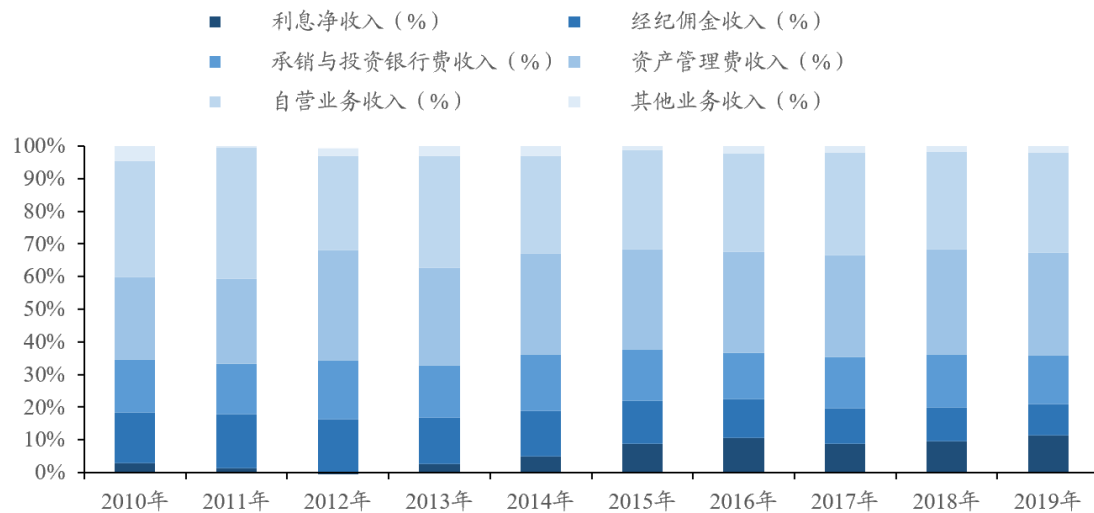
资料来源：公司公告，证券业协会，华创证券

（二）境外券商带来领先经营理念和模式，助力本土头部券商补全短板有望更进一步

境外券商优势在于商业模式清晰，全球布局，风险对冲能力强，对衍生品和 FICC 等高风险业务有深刻的理解和运营经验，以及研究和销售定价经验丰富。以摩根士丹利和高盛为例，两家国际投行都以对机构业务为主。摩根士丹利营收结构主要分为五个部分，分别是承销与投资银行收入，主要来自财务顾问业务和证券承销保荐；自营业务收入，包括做市业务、自营投资、和中间业务等；经纪业务收入，包括收取通道手续费和托管清算费用等；资产管理业务收入，包括收取资产管理费用和超额业绩提成等。其中自营业务和资产管理业务对营收贡献较大，在 2010 年到 2019 年期间，合计营收占比均超过 60%。高盛集团营收结构中自营业务占比最高，2010 年至 2019 年期间占总收入

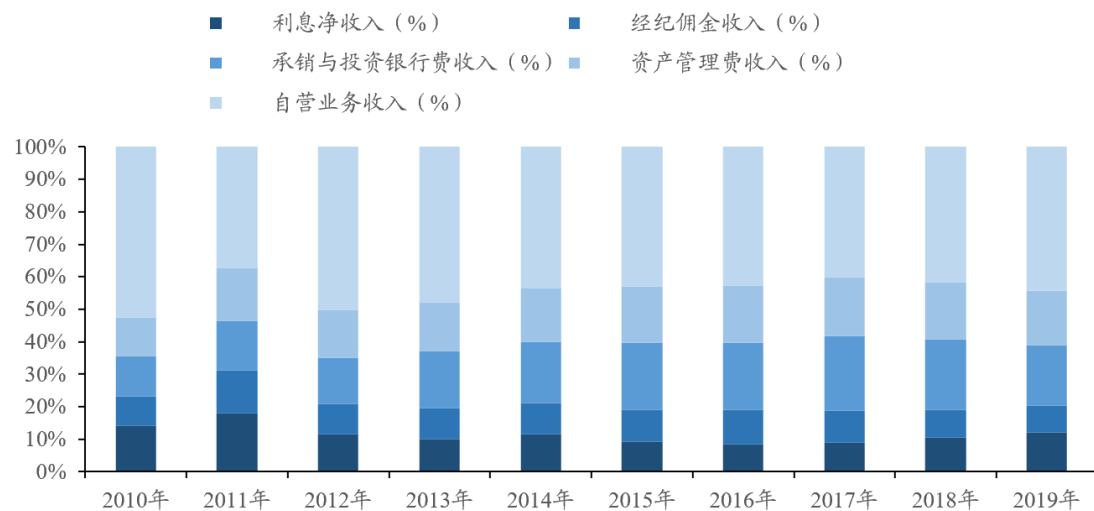
比重都在 40%以上，其中大部分为做市等中间业务收入。另外两家国际投行的经纪佣金收入占比都比较低，而且呈逐年下降的趋势，2019 年高盛和摩根士丹利经纪佣金收入分别只占到营收的 10%左右。

图表 25 摩根士丹利营业收入结构一览



资料来源：公司公告，wind，华创证券

图表 26 高盛集团营业收入结构一览



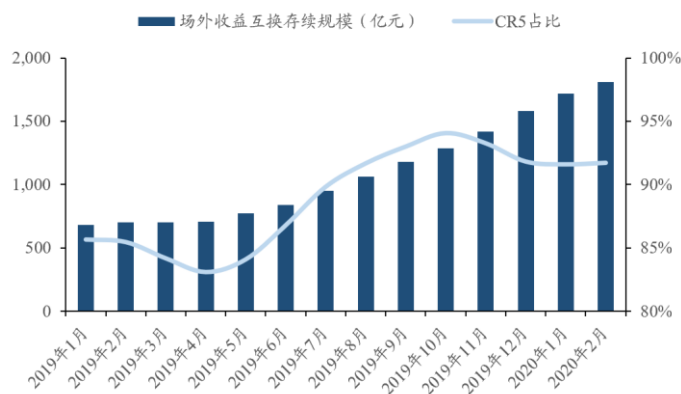
资料来源：公司公告，wind，华创证券

回顾国内资本市场发展历程，预计境外券商较难与国内头部券商形成全面竞争关系，境外券商在国内发展主要受以下几个因素制约：一是国内券商经营布局已久，在资本实力、项目储备、渠道建设、资源整合等各方面已有先发优势，外资券商需要耗费巨大的时间成本来追赶；二是国内外证券行业经营方式不尽相同，外资券商将面临经营决策方针、人员梯队建设、和政策变动理解等本土化难题，可能出现水土不服的情况；三是当前创新业务牌照会优先高评级券商，外资券商需要在分类评级中取得 A 类 A 级甚至 AA 级才能开展如场外期权等衍生品业务。而鉴于现阶段外资券商资本投入偏低，业务尚处于萌芽初发阶段，或较难取得业务排名加分。另外，从日本、韩国、中国台湾地区外资券商的发展情况来看，外资券商擅长先以轻资产的投行业务和资管业务作为切入点，优先关注机构客户和超高净值客户的需求，以及与集团公司进行业务联动。具体来说，一方面是通过开展投行业务，拓展客户来源，协助有意向的国内企业在境外融资；二是开展财富管理业务，为国内超高净值客户做全球资产配置。短期内与国内券

商业业务发展有一定差异性，叠加外汇和资本流动尚未完全放开等因素，预计难以撼动国内大型券商地位。

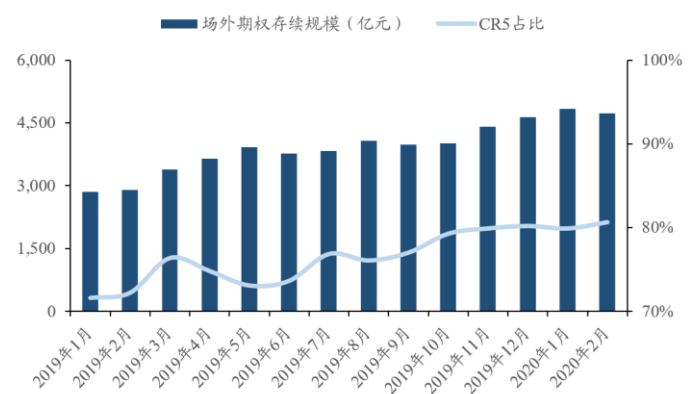
以场外衍生品业务为例，具有准入门槛高而且业务开展集中度高度的特点，外资券商想与本土头部券商竞争并不容易。其中，券商开展场外期权业务需获得一级做市商或二级做市商资格，一级做市商需满足上一年度分类评级达到 A 类 AA 级，二级做市商需满足上一年度分类评级达到 A 类 A 级。一级交易商和二级交易商的主要区别在于一级交易商可直接在场内开立对冲专用账户，用场内标准化品种实现及时对冲风险，具有流动性好、成本较低、时效性较强的特点；而二级交易商不能通过买卖场内标准化品种进行对冲，而需要与一级交易商进行交易用于对冲，成本较高且时效性较低。从业务开展的角度来看，场外期权具有风险高和波动大的特点，主要受众客户群体为风险偏好较高和 risk 承受能力较强的机构客户以及高净值个人客户，而这部分客户群基本集中在研究能力强、交易和托管系统建设较好、渠道铺设广、综合实力领先的头部券商，外资券商想分一杯羹需要投入大量资金和时间从零发展建设，难度较大。

图表 27 场外收益互换业务 CR5 占比维持在 80%以上



资料来源：中证场外衍生品市场，华创证券

图表 28 场外期权业务 CR5 占比维持在 70%以上



资料来源：中证场外衍生品市场，华创证券

总体而言，外资进入或将推动国内证券业不断深化改革和业务创新，提高在证券定价销售、衍生品对冲、和机构一体式服务等业务上的经营效率。当前券商行业发展趋势将进一步从原来依靠通道型经纪业务转型为机构业务和财富管理业务并重的主动管理模式，机构业务和创新业务是未来的发展方向，资本实力、风控能力、和资源整合能力将是发展的关键。一方面是做精做细承销保荐和并购重组等投行业务，配合国家发展战略，加大社会直接融资规模、降低企业融资成本、优化企业资产负债结构、整合上下游产业链、和协助孕育培养高精尖企业，切实执行国家赋予券商作为金融中介服务商助力实体经济转型升级的使命；另一方面是完善投资者适性，协助投资者优化资产配置规划，实现财富增值，让广大人民群众共享企业发展红利。外资券商在定价销售、产品创新、风险转移等机构业务极具经验和优势，而国内券商在这些方面经验较浅，尚处于探索调整的阶段。因此，国内券商或能在“鲶鱼效应”下，进一步优化经营布局、提高创新能力、强化资源整合能力。只有取长补短，做大规模，做精业务，提高业务竞争壁垒，提高各业务市场占有率，才能稳住国内市场份额，在财富管理、企业融资定价权等各方面与外资券商竞争。

三、外资进场下的行业展望与 2020 年行业业绩预测

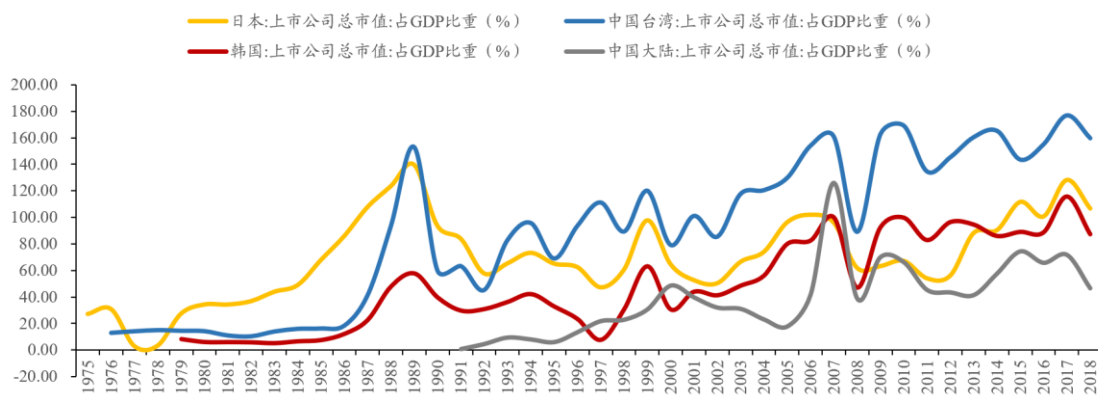
(一) 头部券商在外资券商入市、外资投资额增加的情况下受益更多，有望巩固行业地位

以日本、韩国、中国台湾地区三地证券行业来看，即使在资金自由流通，外汇自由兑换、外资交易额占比高的情况下，外资券商对本土证券公司的影响也是较为有限，反而可能推动本土头部券商持续创新和成长。主要原因在于，本地证券行业全面开放时本土券商已有较强实力，业务集中度较高，在项目和客户资源整合、销售渠道铺设、交易相关系统打造等业务前中后端都经营已久，构造了较高的业务竞争壁垒，外资从零开始追赶不易，时间成本、资金成本、人力成本耗费可能巨大。如日本前六券商都为本土券商，合计净利润占行业整体净利润常年保持在 50% 左右，而中国台湾地区的元大证券更是能做到自身营业收入规模已超过所有在台外资券商的总和。另外国际投行擅长于交

易销售、研究与定价、财富管理等轻资产业务，在本地化客户基础服务和系统平台打造上并未有明显优势，更可能在业务经营本土化进程中遭遇障碍。因此外资券商较难在本地券商业务基础建设完备的情况下与之做全面竞争，更多是作为将本地业务需求引流到集团的桥梁。如韩国主要外资券商在韩经营多年，仍保持轻资产化经营模式，都只开设一个驻点机构，员工数量保持在百人以内。

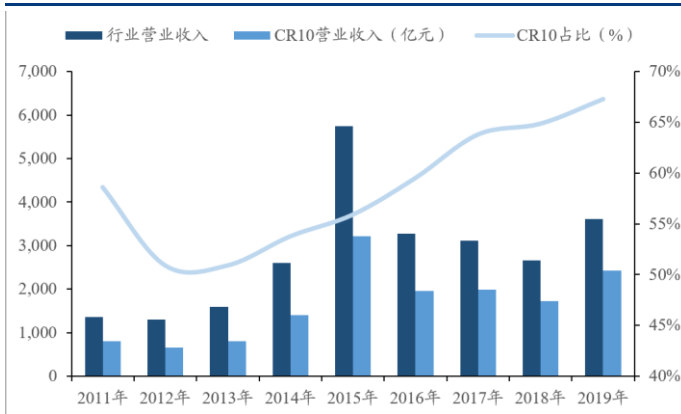
我国当前资本市场发展情况和日本、韩国对外开放券商行业的背景相似，都处于经济发展模式变换节奏、需要大力发展资本市场直接融资规模、衍生品等创新业务萌芽初发的阶段，证券化程度还有较大的提升空间。以银行为主体的间接融资方式具有天然的风险厌恶属性，对新基建、高科技、制药等前期投入巨大且暂未盈利的企业支持较小，因此需要通过资本市场以直接融资的方式，协助企业调整资产负债结构，减轻经营成本，提高经营效率。同时以期权期货、收益互换、融资融券等金融工具优化资本市场的价格发现能力和提高市场活跃程度。在这个大背景下，我国证券行业对外开放正是时宜，因为本土券商经过多年发展，资本实力、风险控制能力、人才建设水平日益提高，各业务线集中度也逐步提升，头部券商通过资本实力、风控能力和人才建设已经构建了相当的护城河，正好可借助开放的机会学习国际投行在证券研究定价、衍生品交易等业务上的丰富经验，提高自身实力，切实做好国家赋予券商金融资本中介的历史使命。

图表 29 大陆地区证券化水平还有较大上升空间



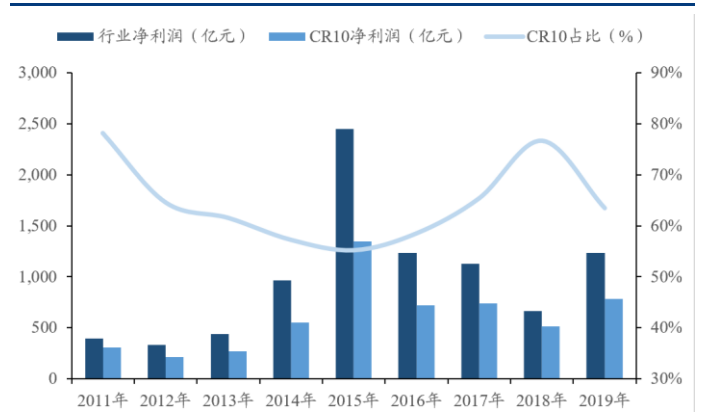
资料来源: wind, 华创证券

图表 30 国内 CR10 占行业营收逐年走高



资料来源: wind, 证券业协会, 华创证券

图表 31 国内 CR10 占行业净利润维持在 50%以上



资料来源: wind, 证券业协会, 华创证券

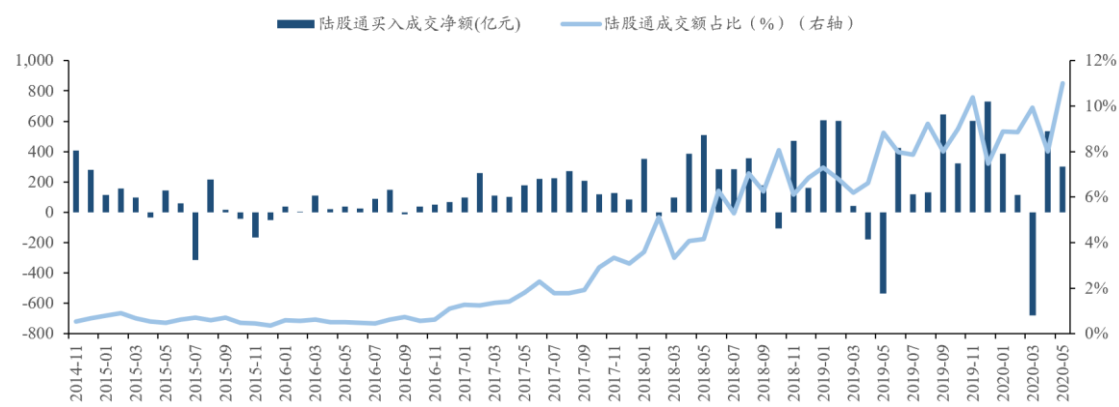
不同于 2015 年券商主要依靠互联网东风对 C 端业务发力，通过移动端平台的个人用户增长做大经纪业务的特点，随着创业板和科创板注册制的逐步落地，当前券商行业的决胜点将转变为以投行业务为核心的机构业务，以点带面，加强交易业务和资管业务，并提高客户粘性，建立特色服务体系，强化业务护城河，这将对券商把控 B 端业务的整合优化能力提出了极高的要求。券商需要同时具备强大的股东资源以提高协同效应、厚实的资本实力来做大自营和

资本中介业务规模、以及分布合理的分支机构用作业务开展的触角。而外资进入我国证券行业正好给了内资券商一个学习如何做好机构业务和创新业务的机会，因此外资投行将有望发挥“鲶鱼效应”，推动投行、资管、交易等业务集中度进一步提高。头部券商有望凭借资本实力、资源整合能力、风险把控能力、调整优化能力，取外资之长补己身之短，提高证券销售和定价能力，实现资管业务和财富管理业务加速转型，巩固行业领先地位。

资本市场开放程度深化在吸引外资券商进入的同时，还将吸引更多外资投资者进入 A 股市场，从 2014 年沪港通、深港通互联互通机制建立以来，外资交易额占比逐年走高，2020 年 5 月占比达 11%，创历史新高。日本、韩国、中国台湾地区三地证券市场外资交易额占比在 30% 左右，与之对比我国外资交易额占比预计还有很大的提升空间。外资交易比例提高，也并不意味着外资券商获益，而是基础设施、经验更丰富的本土头部券商能更好的服务外资的需求。因为本土头部券商具有以下几个外资较难在短时间内追赶上的优势：（1）交易系统基础建设好、升级维护程度频率高；（2）资源整合能力强，与各地区政府、企业、个人高净值客户接触频繁，已建立良好的业务往来关系；（3）分类评级高，业务牌照更全，可以满足外资对创新业务的要求，且交易费率较低、时效性较高；（4）资本实力强，风控能力好，在中间业务等优势凸显；（5）人才梯队建设完善，团队兼具经验与冲劲，不存在水土不服的情况。

总体来看，在外资投资者持股比例日渐增加和外资券商跑步入场的大背景下，预计本土头部券商将更能取长补短、加强业务创新能力、完善机构服务体系链条，发挥资本优势、资源整合能力优势、人员梯队建设优势、和分支机构布局优势，有望在维护好原有存量业务的情况下，进一步开拓外资入市带来的增量业务，从而全面提高各业务线的市场占有率，以稳固头部位置。我们继续推荐中信证券、中金公司、华泰证券，重点关注中信建投，以及估值较低且预期受益于区域市场改革的国泰君安、海通证券、招商证券。

图表 32 A 股外资交易额占比逐年走高



资料来源：wind，华创证券

（二）2020 年券商业绩预测

虽然今年“新冠”疫情在全球范围内持续蔓延，对全球经济环境造成一定影响，但国内疫情影响逐渐消退，各行各业复工复产进度较国外好，叠加流动性较为充裕，券商持续受益于政策预期，两市交投活跃。截至 6 月 5 日，2020 年日均 A 股成交额为 7934 亿元，较 2019 年同期日均 6069 亿元成交额同比上升 30.73%。在中性假设下预计 2020 年全年日均成交额有望突破 7000 亿元。佣金率在低位缓慢下行，2020 年中性预测下佣金率万分之 3.2，较 2019 年平均佣金率下滑 0.29 个 bp，则经纪业务收入同比预增 40%。

随着科创板、创业板注册制和再融资新规的逐步落地，股权融资规模今年将有望明显提高。受益于流动性较为宽裕的政策，债券融资强势增长。预计中性假设下 2020 年全年 IPO 融资规模同比+18.46%，再融资规模同比+12.57%，债承同比+16.31%。展望 2020 年全年，伴随资本市场深化改革，再融资新规逐渐消化，科创板和创业板稳步发展，股权融资规模与债券融资规模有望继续稳健增长，2020 年投行收入预增 16%。

2020 年市场行情震荡，股权质押规模呈下行趋势，预计风险将逐步化解，但规模可能持续收缩。中性假设下，2020 年全年两融余额预计在 1.1 万亿元，较去年同比上升 7.4%。2020 年行业资本中介业务以稳为主，资本中介收入预增 5%。

今年资管新规去通道、限资金池、转型主动管理仍在平稳进行，券商主动管理能力增强，结构性变化下平均费率较以往有所提升，预计将能有效冲减规模下降带来的压力。2020 年还将延续这一趋势，中性假设下资管收入预增 10%。

今年以来自营业务收入较上年表现有所下滑，主要是受市场波动和上年基数较高所影响，但市场深化改革进程有望加速，以及中长期资金或能陆续入市，市场长期向好趋势不变。叠加科创板和创业板引入券商跟投制度，龙头券商的股权投资收益凸显。按照中性增长假设，自营预增 6%。

整体来看，在中性假设下 2020 年证券行业营收预增 15%，乐观情况下+30%，悲观情况下-10%。受市场交投活跃度增加、市场风险偏好修复，预计本年日均交易额较上年将有较大的提高，因此经纪业务占比可能会有一定提升。

图表 33 2020 年证券行业业绩预测

	2019A	2020E 悲观情景	2020E 中性情景	2021E 乐观情景
日均 A 股成交额	5,166	5,500	7,000	8,000
佣金率	0.03%	0.03%	0.03%	0.03%
佣金净收入	788	812	1,102	1,299
增速	26%	3%	40%	65%
股权融资规模	15,413	12,800	17,500	21,000
IPO	2,532	1,800	3,000	4,500
IPO 费率	5.00%	5.00%	5.00%	5.00%
再融资	12,881	11,000	14,500	16,500
再融资费率	0.55%	0.55%	0.55%	0.55%
股权融资收入	197	151	230	316
IPO	127	90	150	225
再融资	71	61	80	91
债券融资规模	73,078	60,000	85,000	95,000
债券融资规模费率	0.25%	0.25%	0.25%	0.25%
债券融资收入	181	148	210	235
财务顾问收入	105	85	120	135

	2019A	2020E 悲观情景	2020E 中性情景	2021E 乐观情景
投行净收入	483	384	560	685
增速	20%	-21%	16%	42%
两融规模	10,242	8,000	11,000	13,000
两融利差	2.00%	2.00%	2.00%	2.00%
两融净收入	205	160	220	260
期末股票质押规模	4,311	3,800	4,000	4,800
股票质押利差	0.85%	0.85%	0.85%	0.85%
股票质押净收入	37	32	34	41
资本中介收入	241	192	254	301
增速	19%	-20%	5%	25%
资管计划规模	122,900	110,000	135,000	150,000
资管计划综合费率	0.22%	0.22%	0.22%	0.22%
资管收入	275	246	302	336
增速	0%	-10%	10%	22%
自营收入	1,222	1,000	1,300	1,400
增速	53%	-18%	6%	15%
其他收入	596	610	628	666
增速	65%	2%	5%	12%
合计	3,605	3,244	4,146	4,686
增速	35%	-10%	15%	30%

资料来源：华创证券预测

图表 34 重点标的业绩预测（单位：亿元）

券商	项目	2019A	2020E	2021E	2022E
中信证券	主营收入	431.40	511.44	569.25	657.36
	增速	15.90%	18.60%	11.30%	15.50%
	归母净利润	122.29	151.7	172.29	203.75
	增速	30.20%	24.10%	13.60%	18.30%
华泰证券	主营收入	248.63	282.62	315.98	365.54
	增速	54.30%	13.70%	11.80%	15.70%
	归母净利润	90.02	107.41	117.3	136.33
	增速	78.90%	19.30%	9.20%	16.20%
国泰君安	主营收入	299.49	339.97	400.06	452.61
	增速	31.80%	13.50%	17.70%	13.10%
	归母净利润	86.37	94.53	111.71	128.68
	增速	28.80%	9.50%	18.20%	15.20%
招商证券	主营收入	187.08	205.14	233.65	271.76
	增速	65.20%	9.60%	13.90%	16.30%

券商	项目	2019A	2020E	2021E	2022E
中金公司	归母净利润	72.82	74.79	86.78	102.33
	增速	64.60%	2.70%	16.00%	17.90%
	主营收入	227.83	265.66	291.29	320.02
	增速	22.89%	16.61%	9.65%	9.86%
	归母净利润	42.39	49.2	51.49	55
	增速	21.38%	16.08%	4.64%	6.82%

资料来源：公司公告，华创证券预测

四、风险提示

金融监管的不确定性，创新业务发展受阻，疫情反复令经济下行压力加大及交易量减少。

非银组团队介绍

组长、首席分析师：洪锦屏

华南理工大学管理学硕士。曾任职于招商证券。2016 年加入华创证券研究所。2010 年获得新财富非银行金融最佳分析师第二名（团队），2015 年金牛奖非银金融第五名，2017 年金牛奖非银金融第四名。

分析师：徐康

英国纽卡斯尔大学经济学硕士。曾任职于平安银行。2016 年加入华创证券研究所。2017 年金牛奖非银金融第四名团队成员。

研究员：张径炜

西南财经大学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：张慧

澳大利亚莫那什大学银行与金融专业硕士。2019 年加入华创证券研究所。

助理研究员：杨一凡

澳大利亚昆士兰大学硕士。2020 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenyings@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
 中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
 回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 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口头承诺均为无效。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500