

招商证券(600999.SH/06099.HK)

基础扎实，改革推进，综合实力提升可期

核心观点：

- **三大看点：具备深厚股东资源的大型综合性券商、兼备强大资本实力与盈利能力的综合金融服务平台、行业创新业务的先发者。**招商证券为综合性的大型央企招商局集团旗下重要金融子公司，整体发展基础稳固，连续 11 年蝉联证券公司分类评价最高评级 A 类“AA”级，此外在行业分类监管中属于创新试点券商，近年来获得多项创新业务的首批试点资格。新发展战略颁布，国企改革稳步推进。
- **公司业绩兼备稳定性和成长性。**公司营收及净利润规模在常年位居行业第 6-8 名，与资产规模体量排名相当，业绩稳定性优于行业。经纪与财富管理业务分部营收占比约为 50%。剔除大宗商品交易后，近年以资本中介、自营投资等构成的重资产业务营收占比显著提升。
- **业务亮点：发挥传统经纪业务优势，发力财富管理转型。**公司在传统经纪交易业务优势明显，公司客户以个人客户为主，具备转化基数且客户粘性较好，可挖掘性强，财富管理转型步伐稳健。**传统投行优势及资本化进行时。**公司投行业务总收入保持在行业前十，其中在传统债券承销及创新固定收益类产品发行上具备强优势。旗下另类投资与私募股权子公司运作成熟，有望受益退出通道顺畅。**国际业务优势明显，**在香港市场股票承销及港股通成交市场份额排名行业前列。
- **公司兼具传统业务韧性与新业务增长的空间。**暂不考虑配股影响，预计公司 2019-2020 年每股净资产为 12.6、13.2 元/股，对应 2019-2020 年末 PB 为 1.39、1.33 倍。近三年公司 A 股估值 PB 中枢处于 1.4-1.8 倍，H 股估值 PB 中枢处于 0.7-1.0 倍。考虑到市场活跃及行业发展向好，给予公司 A 股 2020 年 1.6xPB 估值，对应合理价值 21.04 元/股；给予 H 股 2020 年 0.8xPB，对应合理价值 11.69 港元/股。维持公司 A/H 股“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济环境恶化、公司配股及员工持股计划推进停滞等。

盈利预测：

币种：人民币	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	13353	11322	18029	20151	21918
增长率(%)	14.17%	-15.21%	59.24%	11.77%	8.77%
归母净利润(百万元)	5786	4425	7267	7812	8168
增长率(%)	7.08%	-23.52%	63.89%	7.48%	4.55%
EPS（元/股）	0.86	0.66	1.08	1.17	1.22
市盈率（P/E）	20.52	22.75	16.07	14.95	14.30
市净率（P/B）	1.50	1.25	1.39	1.33	1.27

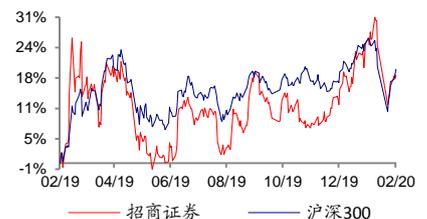
数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心（注：EPS 计算采用期末股本摊薄）

公司评级	买入-A/买入-H
当前价格	17.43 元/9.38 港元
合理价值	21.04 元/11.69 港元
前次评级	买入/买入
报告日期	2020-02-14

基本数据

	600999.SH	06099.HK
股票代码	600999.SH	06099.HK
总股本（百万股）	6699.41	6699.41
流通股本（百万股）	5719.01	980.40
总市值（百万）	119,249 元	63,175 港元
一年内最高/低价	19.62-15.08 元	13.06-8.20 港元
30 日日均成交量（百万股）	25.12	0.72
30 日日均成交额（百万）	459 元	7 港元
近 3 个月涨跌幅（%）	9.27	6.55

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：

陈韵杨



SAC 执证号：S0260519080002

SFC CE No. BOX139



0755-82984511



chenyunyang@gf.com.cn

相关研究：

招商证券 2019-10-30

(600999.SH/06099.HK):兼具

传统业务韧性及新业务增长

空间

目录索引

一、具备深厚股东资源的大型综合性券商	5
(一) 股东背景实力雄厚, 筑建产业+金融+投资大平台	5
(二) 资本实力、盈利能力稳居前列	6
(三) 行业创新业务的先发者	7
(四) 新发展战略颁布, 国企改革进行时	7
二、主营业务稳健发展	8
(一) 经营历史及现状	8
(二) 营收贡献与资产配置	9
(三) 重资产业务驱动属性增强	10
三、优势业务分析	11
(一) 发挥传统经纪业务优势, 发力财富管理转型	11
(二) 传统投行优势及资本化进行时	13
(三) 国际业务优势较为明显	16
(四) 创新业务	18
四、风险管理	19
五、盈利预测	19
六、投资建议: 基础扎实, 改革推进, 综合实力提升可期	21
七、风险提示	22

图表索引

图 1: 招商局集团总资产及净利润 (亿元)	6
图 2: 招商局集团核心产业布局	6
图 3: 招商证券股权结构 (截至 2019 年半年报)	6
图 4: 可比上市券商杠杆率与加权 ROE	9
图 5: 招商证券收入结构变化	10
图 6: 招商证券轻重资产收入贡献变化	10
图 7: 两融与股票质押市占率	11
图 8: 自营固定收益类及权益类证券	11
图 9: 公司股基交易市占率及排名	12
图 10: 代理买卖证券业务净收入 (亿元)	12
图 11: 个人客户与机构客户占比	12
图 12: 公司平均佣金率	12
图 13: 招商证券财富顾问人数 (人)	13
图 14: 招商证券财富管理客户数量 (万户)	13
图 15: 证券公司私募主动管理资产月均规模前十名券商 (亿元)	13
图 16: 招商证券投行业务收入及增速 (亿元)	14
图 17: 招商证券股债承销市占率	14
图 18: 股票承销费率对比	15
图 19: 单家承销规模 (亿元)	15
图 20: 券商主承销科创板项目统计 (家)	15
图 21: 招商致远资本资产管理规模 (亿元)	16
图 22: 招商致远资本总资产及营收 (亿元)	16
图 23: 招证国际总资产及营收 (亿元)	17
图 24: 招证香港 IPO 项目数及融资额 (亿美元)	17
图 25: 招商证券港股通成交额及市占率	18
图 26: 招商证券 A 股 PB-Band	22
图 27: 招商证券 H 股 PB-Band	22
表 1: A+H 上市券商一览:	5
表 2: 招商证券资产规模排名	7
表 3: 招商证券部分创新业务资格列示	7
表 4: 公司近期改革进程	8
表 5: 招商证券营业收入及净利润规模行业排名	8
表 6: 招商证券分部情况	9
表 7: 配股募集资金用途 (2019 年 11 月 5 日公告修订稿)	11
表 8: 招商证券投行业务各项行业排名	14
表 9: 招商证券在 ABS 发行优势明显	14
表 10: 招商致远资本概况	16

表 11: 招证国际在香港股票承销市场优势明显	17
表 12: 近年公司场外证券业务开展排名情况	18
表 13: 近年公司创新业务资格一览	18
表 14: 母公司的净资本及风险控制指标	19
表 15: 主要市场数据假设 (亿元)	20

一、具备深厚股东资源的大型综合性券商

（一）股东背景实力雄厚，筑建产业+金融+投资大平台

招商证券的前身是1991年成立的招商银行证券业务部，于2001年完成股份制改革，2009年11月在上海证券交易所完成A股上市，2016年10月于香港联交所完成H股上市，为行业内第七家A+H上市券商。

表 1: A+H 上市券商一览:

证券简称	A 股代码	上市日期	H 股代码	上市日期↓
中信证券	600030.SH	2003/1	06030.HK	2011/10
海通证券	600837.SH	1994/2	06837.HK	2012/4
中国银河	601881.SH	2017/1	06881.HK	2013/5
中原证券	601375.SH	2017/1	01375.HK	2014/6
广发证券	000776.SZ	1997/6	01776.HK	2015/4
华泰证券	601688.SH	2010/2	06886.HK	2015/6
东方证券	600958.SH	2015/3	03958.HK	2016/7
光大证券	601788.SH	2009/8	06178.HK	2016/8
招商证券	600999.SH	2009/11	06099.HK	2016/10
中信建投	601066.SH	2018/6	06066.HK	2016/12
国泰君安	601211.SH	2015/6	02611.HK	2017/4
申万宏源	000166.SZ	2015/1	06806.HK	2019/4

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

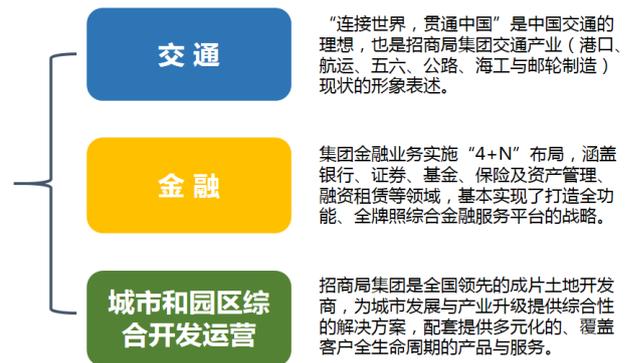
背靠招商局集团，股东综合实力强，产业资源丰富。招商证券为招商局集团旗下重要金融子公司。招商局集团为综合性的大型央企，2018年末集团总资产规模达8万亿元，实现净利润1070亿元，资本实力与盈利能力连续多年位居央企前列。集团旗下产业丰富，涵盖实业经营、金融服务、投资与资本运营三大平台，旗下控股及参股境内外上市子公司超过30家。

招商局集团的金融业务以银行、证券、基金、保险为四大基础，涵盖资产管理、融资租赁、不良资产管理等多元金融牌照，基本实现全牌照全功能平台打造。

图1: 招商局集团总资产及净利润(亿元)



图2: 招商局集团核心产业布局



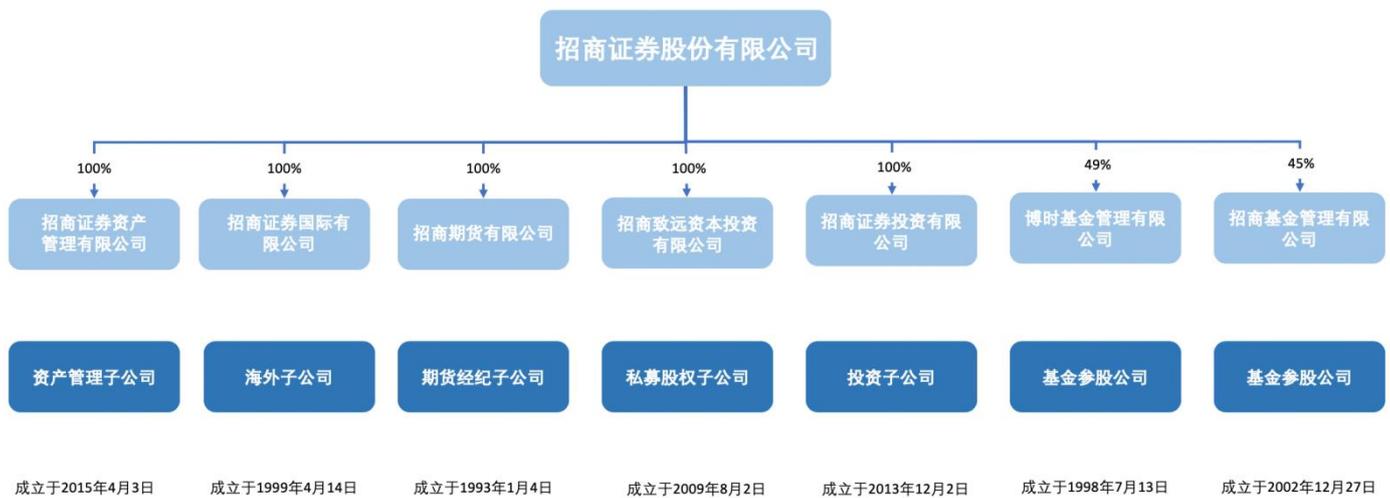
数据来源: 集团官网, 广发证券发展研究中心

数据来源: 集团官网, 广发证券发展研究中心

(二) 资本实力、盈利能力稳居前列

大型综合性券商，打造多元全产业链综合金融服务平台。经过近30年的发展，公司业务链条完整，业务范围覆盖证券经纪和财富管理、投资银行、投资管理、投资交易（包括权益类投资业务、FICC、OTC产品销售和交易等）、海外业务。旗下拥有5家全资控股子公司，另持股博时基金49%的股份和招商基金45%的股份。

图3: 招商证券股权结构(截至2019年半年报)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

兼备强资本实力与强盈利能力。公司净资本实力排名行业前列，2009与2016年公司分别在沪港两地上市，募资金额分别为108.83亿元人民币与89.47亿元港币。截止2018年年末，公司总资产规模3049亿元，排名行业第7位；净资产规模807亿元，排名行业第6位。公司坚持持续稳健经营的理念，整体发展基础稳固，连续11年蝉联证监会证券公司分类评价最高评级A类“AA”级。

表 2: 招商证券资产规模排名

年份	总资产规模(亿元)/排名	净资产规模(亿元)/排名	杠杆率	行业监管评级
2012	755.37/6	257.66/6	1.89	AA
2013	831.57/6	271.59/6	2.23	AA
2014	1934.08/6	415.37/6	3.51	AA
2015	2916.56/8	483.51/9	4.53	AA
2016	2430.58/7	598.26/6	3.22	AA
2017	2856.44/6	792.3/6	3.07	AA
2018	3049.31/7	807.23/6	3.28	AA

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心(注: 杠杆率按(期末总资产-客户资金存款)/期末净资产计算)

(三) 行业创新业务的先发者

行业创新业务的先发者。招商证券在行业分类监管中属于创新试点券商, 近年来获得多项创新业务的首批试点资格。此外, 作为行业头部券商, 招商证券在服务实体经济, 协助缓解市场风险等方面发挥着重要系统性作用。在2018年信用风险集中暴露期间, 招商证券成为首批交易所市场首批信用风险缓释工具创设机构, 并于2019年获央行选任担当流动性桥梁券商角色。

表3: 招商证券部分创新业务资格列示

业务类型	细分业务	概况
经纪	托管	2012年10月, 公司首家获批开展私募综合托管服务, 成为了首个获得开展综合托管服务资格的券商。 2014年1月, 证券投资基金托管资格正式获批, 成为首批可以开展证券投资基金托管业务的证券公司之一。
	经纪交易	2014年10月, 首批获准开通港股通业务交易权限。
资本中介	融资融券	2012年8月, 成为首批转融通试点券商 2019年8月, 成为首批科创板转融通试点券商
投行		2015年6月, 由招商证券独家主承销的招元2015年第二期信贷资产支持证券(ABS)在银行间债券市场成功设立。为央推动资产证券化注册制以来发行的首单银行信贷资产证券化产品。
衍生品	期权	2015年, 成为受批获得股票期权做市业务资格的券商。 2017年12月, 招商证券获得郑州商品交易所白糖期权做市资格, 成为国内唯一具有所有期权品种做市资格的场内期权做市商。
	期货	2011年8月, 中国证监会核准了招商期货的期货投资咨询业务资格, 公司成为首批取得期货投资咨询业务资格的期货公司之一。 2019年, 成为首批股指期货做市商及首批8家国债期货做市商之一
资管		2015年11月, 招商资管获得QDIE首批券商类试点资格。
其他	不良资产	2017年3月招商平安资产成立, 为深圳市首家具有金融企业不良资产批量收购处置业务资质的地方资产管理公司

数据来源: 公司官网、广发证券发展研究中心

(四) 新发展战略颁布, 国企改革进行时

2018年8月, 公司公告被国资委纳入国企改革“双百行动”企业名单, 正积极

推进股权多元化和混合所有制改革的措施。同年入选券商名单还包括华泰证券。至2019年11月末，公司已公告多项举措，落实推进改革措施。

同年，公司颁布《关于公司中长期发展战略暨 2019-2023 年发展规划的议案》，提出“实现综合竞争力进入行业前五”的战略目标，确认“以投行业务为价值牵引、打造机构客户业务特色优势、打造财富管理业务特色优势、拓展多渠道多产品综合化经营模式、强化跨境服务一体化”等五项核心策略。新战略涉及投行、机构及财富管理、国际业务，及综合化经营四大方面，明确打造差异化竞争优势。新战略指导+国企改革提效双重，公司发展有望迎来新上升期。

表4：公司近期改革进程

	公司计划要点	内容及进展
1	实施公司总裁全球公开招聘和高级管理层副职竞争上岗的市场化人才机制改革	2019年11月23日公告，聘任熊剑涛先生担任公司总裁；2019年2月15日，聘任谢继军先生任公司副总裁
2	从有利于促进协同、转换思维模式和构建复合能力出发，对领导班子分工进行较大调整	公司独立董事在公司董事会战略委员会、风险管理委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会中均有任职。
3	按照“一事一办”原则调整组织架构，开展职能整合与机构合并	部门数量减少了7个，优化了资源配置、促进了业务协同，提升了组织效益和服务效率
4	启动以混合所有制改革为主线的再融资和员工激励	配股： 按照每10股配售3股的比例向全体A股股东和全体合格H股股东配售。本次可配售股份数量总计约20.1亿股，募资总额不超过150亿元人民币。目前已获证监会反馈意见。 员工持股计划： 本计划的参与对象为与公司或下属全资子公司签订劳动合同的公司董事、监事、高级管理人员、D层级及以上层级人员以及其他核心骨干员工，总人数不超过1157人，认购员工持股计划份额的金额合计不超过8.08亿元。2019年12月26日公告宣布完成回购4002万股，使用资金总额约6.64亿元。

数据来源：公司公告；员工持股计划（2020.01.06）、配股公开发行证券预案（2019.11.15）、广发证券发展研究中心

二、主营业务稳健发展

（一）经营历史及现状

从历史经营数据看，招商证券营业收入及净利润规模在常年位居行业6-8名，与资产规模体量排名相当。业绩稳定性也优于行业。

表5：招商证券营业收入及净利润规模行业排名

年份	营业收入（亿元）	营业收入排名	净利润（亿元）	净利润排名
2012	43.18	8	16.70	5
2013	53.63	9	20.48	6

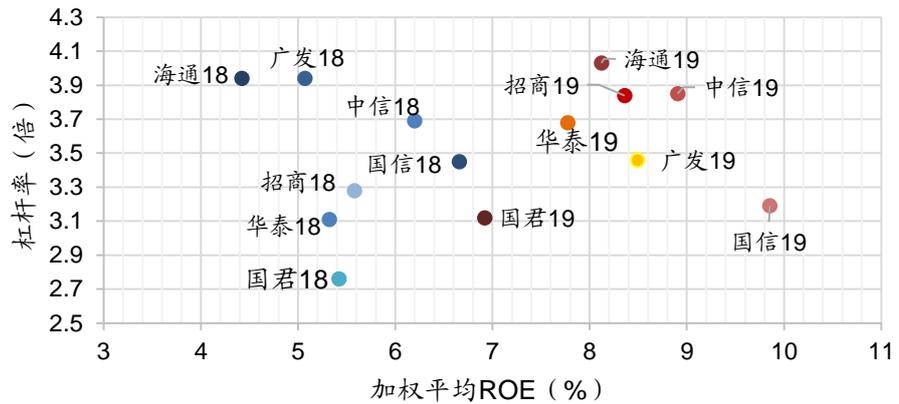
2014	101.26	7	37.43	7
2015	231.84	8	101.53	6
2016	116.95	10	52.30	8
2017	133.53	6	50.24	6
2018	113.22	8	42.28	6

数据来源：证券业协会、广发证券发展研究中心

公司具备强盈利能力与业绩稳定性。从公司近年ROE与行业平均水平比较，受宏观经济下行及弱市环境影响，行业整体ROE水平呈下行。公司作为行业头部券商，反映强于行业平均的盈利能力及业绩稳定性，2016-2019前三季度公司加权平均ROE分别为10.58%、8.39%、5.58%与6.27%，行业当期数据为7.98%、6.48%、3.56%、4.80%。

此外，我们列出可比上市券商与招商证券的杠杆率与加权ROE，对比2018年及2019年加权平均ROE（2019年加权ROE为2019年前三季度ROE年化所得）及杠杆率（扣除客户资金存款后计算），招商证券的杠杆率与ROE均处七家可比券商的中位水平。对比2018与2019数据，公司杠杆率与ROE呈正向，且弹性较大，表明一定程度上ROE提升由重资产业务驱动。

图4：可比上市券商杠杆率与加权ROE



数据来源：Wind、广发证券发展研究中心（注：2019年ROE为前三季度加权ROE年化）

（二）营收贡献与资产配置

我们具体来拆分公司业务部门资产配置及营收贡献：

公司业务部门划分为经纪与财富管理、投资银行、投资管理及投资交易分部。从营业利润贡献看，经纪与财富管理业务分部营收占比约为50%，近年有所下降，投资管理部门营收贡献占比有所提升。

表6：招商证券分部情况

分部	营业利润占比					
	2014	2015	2016	2017	2018	2019H

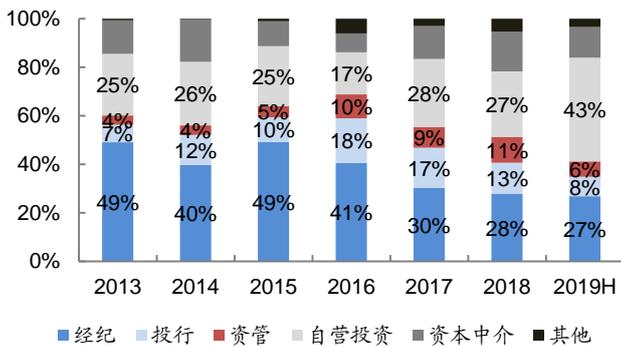
经纪和财富管理	经纪业务、信用中介、代销及其他财富管理	71.7%	78.8%	56.7%	47.7%	48.6%	42.0%
投资银行	股债承销及财务顾问	16.2%	11.0%	20.9%	15.1%	7.4%	7.2%
投资管理	资产管理、股权投资、另类投资	12.4%	4.1%	12.8%	18.2%	16.5%	20.0%
投资及交易	做市及其他金融产品交易服务	18.8%	18.6%	5.2%	7.2%	12.5%	29.1%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

（三）重资产业务驱动属性增强

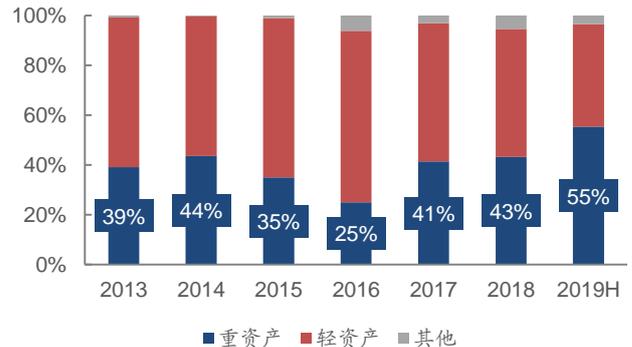
重资产业务在营收中贡献占比提升。剔除大宗商品交易（其对公司整体营业收入和营业成本影响大，但利润贡献小）影响，把经纪（经纪业务手续费净收入）、资管（资管业务手续费净收入）、投行业务（投行业务手续费净收入）划分为轻资产业务，把资本中介（利息净收入）、自营及另类投资（投资收益+公允价值变动）等作为重资产业务，观察近年公司收入结构变化，重资产业务在公司整体收入中占比提升明显。2019年前三季度，轻资产业务占比43%，重资产业务占比53%，其中经纪、资管、投行、自营、资本中介的收入占比分别为27%、6%、10%、41%、13%。

图5：招商证券收入结构变化



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图6：招商证券轻重资产收入贡献变化



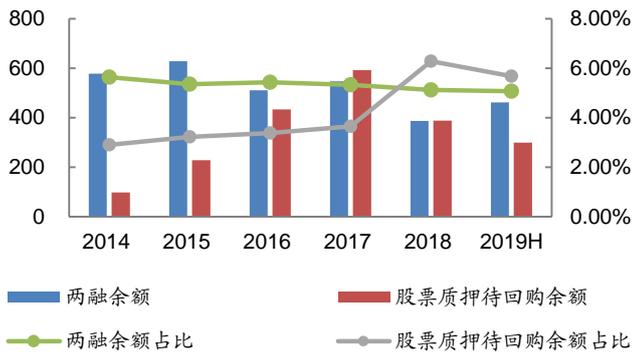
数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

资本中介与自营投资业务经营稳健。

根据证券业协会统计，近年公司融资类业务收入稳定在行业排名第7-8名。其中两融业务余额市占率稳定在5%以上，股票质押待回购余额自2018年起随行业趋势呈整体压降。截至2019上半年，公司两融余额回升至461.4亿元，股票质押待回购余额299.1亿元。

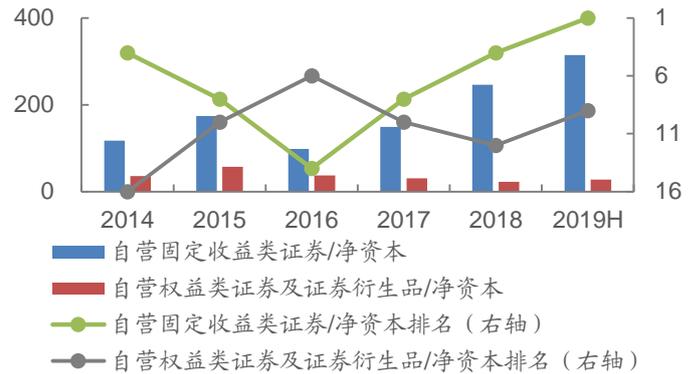
自营投资以固收为重。近年自营杠杆提升主要在固收类业务，权益类证券及证券衍生品/净资本比例自2016年起持续下降。截至2019上半年末，招商证券自营固定收益类证券/净资本比例达344%，位当期上市券商首位；权益类及证券衍生品/净资本维持在30%以下的相对低位。

图7：两融与股票质押市占率



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

图8：自营固定收益类及权益类证券



数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心（注：排名为上市券商）

2019年，公司公告拟通过配股募资不超过150亿元，其中拟利用不超过105亿元用于子公司增资，大力发展另类投资、拓展国际业务、及积极考虑和择机实施外延收购。40亿元分别用于投向资本中介业务及资本投资业务。重资产业务有望进一步成为提升公司整体盈利水平的发动机。

表7：配股募集资金用途（2019年11月5日公告修订稿）

募集资金投向	具体金额
1 子公司增资及多元化布局	不超过 105 亿元
2 资本中介业务	不超过 20 亿元
3 资本投资业务	不超过 20 亿元
4 补充营运资金	不超过 5 亿元

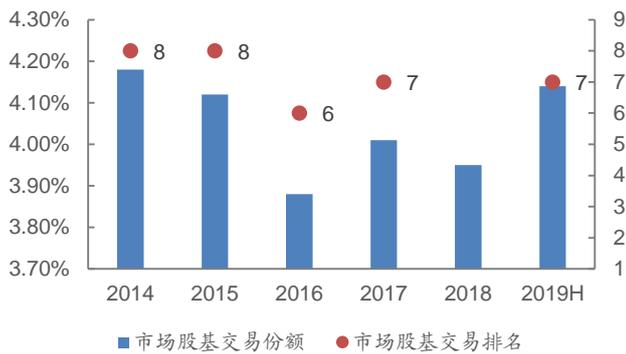
数据来源：公司公告：配股公开发行证券预案（2019.11.15）、广发证券发展研究中心

三、优势业务分析

（一）发挥传统经纪业务优势，发力财富管理转型

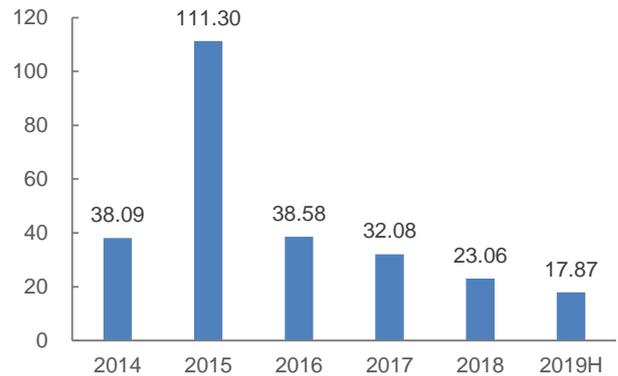
公司成立时间较早，营业部数量多（截至2019年上半年末共258家），在传统经纪交易业务优势明显。股基交易市场份额在4%，稳定排名在行业6-8名。但受弱市及行业整体佣金费率下滑影响，公司代理买卖证券业务净收入近年有下滑态势。近年公司加快推进传统经纪业务向财富管理转型，提升客户价值转化。

图9: 公司股基交易市占率及排名



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

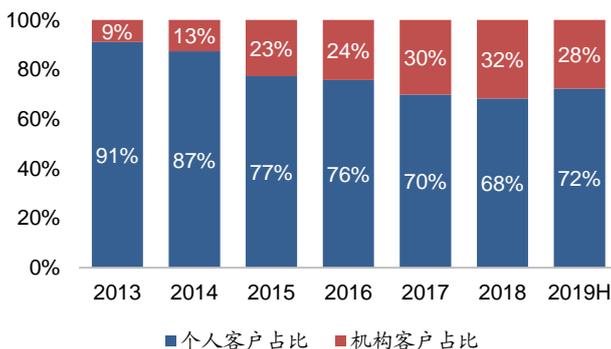
图10: 代理买卖证券业务净收入 (亿元)



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

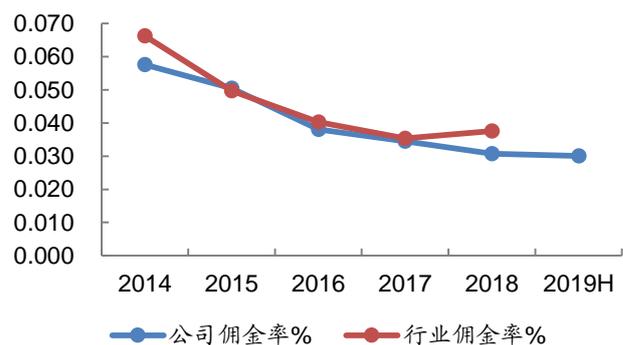
公司转型财富管理有优势: 一是公司客户以个人客户为主, 具备转化基数; 二是公司系老牌券商, 且较早提供跨境金融服务, 在经营过程中, 沉淀了较大规模的高净值客户。

图11: 个人客户与机构客户占比



数据来源: 公司年报, 广发证券发展研究中心

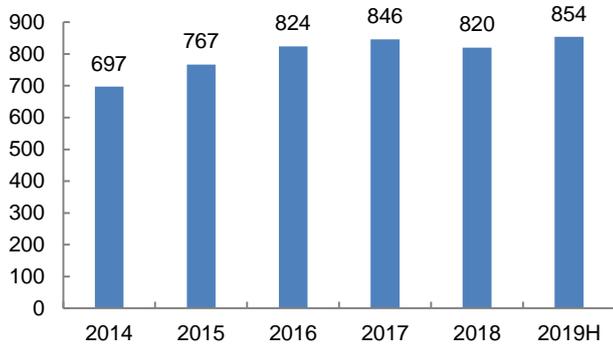
图12: 公司平均佣金率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

公司的财富管理转型步伐稳健: (1) 投顾队伍数量稳定增长。根据公司2019年半年报披露, 截至2019年上半年招商证券财富顾问人数达854人, 队伍拓展同时强调投顾队伍专业能力。(2) 加入财富管理计划客户数量稳步增长。根据公司2019年半年报披露, 截至2019年上半年公司加入财富管理计划客户人数达267万户, 公司向财富管理计划客户提供专业投顾及个性化理财产品推荐, 将客户需求从单纯交易属性转化为理财属性, 既抵抗传统市场波动影响佣金收入大幅波动, 亦能获取相对纯交易性服务更高的佣金费率。(3) 良好产品开发与销售。财富管理的重点之一在于向客户提供风险匹配且具有吸引力的产品。从经纪业务手续费佣金收入构成看, 公司代理买卖证券及交易单位席位租赁收入贡献占比从2016年98.2%降至2018年末95.9%, 代销金融产品等非交易佣金类收入占比有所提升。(4) IT技术系统平台搭建, 加强数据分析、产品画像等对投顾服务提供技术支持。

图13: 招商证券财富顾问人数(人)



数据来源: 公司年报, Wind

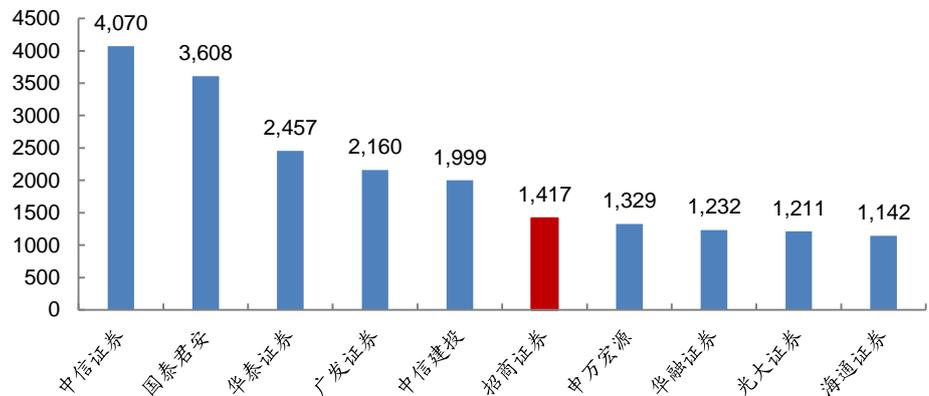
图14: 招商证券财富管理客户数量(万户)



数据来源: 公司年报, Wind, 广发证券发展研究中心

资管存续大体量为大集合公募化改造提供基础。全资子公司招商资管为公司资产管理业务子公司, 受托资产规模及主动管理规模均稳居行业前十。根据基金业协会数据, 截至2019年上半年末, 招商资管月均管理规模约5732亿元, 主动管理资产月均规模1417亿元, 均排名行业第六。大体量为券商资管集合化改造提供高起点。

图15: 证券公司私募主动管理资产月均规模前十名券商(亿元)



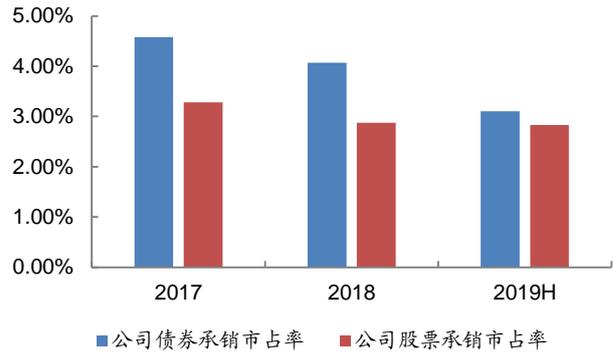
数据来源: 基金业协会、广发证券发展研究中心(注: 数据截至2019年二季度末)

(二) 传统投行优势及资本化进行时

受2016年以来市场承销发行及并购重组规模萎缩影响, 证券行业投行业务收入下滑。从行业收入排名来看, 招商证券投行业务总收入保持在行业前十, 呈现一定韧性, 2014-2018年公司投行收入行业排名分别为第8、第4、第10、第8、第7名。公司在传统债券承销业务上优势显著。公司的债券承销金额和家数自2016年开始一直保持行业前四。

图16: 招商证券投行业务收入及增速 (亿元)


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图17: 招商证券股债承销市占率


数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心 (市场债券发行口径为信用债发行总规模; 股票承销规模口径为A股市场股权融资总规模 (不含发行股票购买资产类增发))

表8: 招商证券投行业务各项行业排名

年份	投行业务收入	股票主承销金额	股票主承销家数	IPO 承销金额	债券主承销金额	债券主承销家数	并购交易金额
2019H	-	8	9	5	3	-	7
2018	7	8	9	5	3	-	7
2017	8	7	8	7	2	3	6
2016	10	12	11	4	4	3	6
2015	4	7	4	5	3	12	9
2014	8	12	9	2	22	48	16

数据来源: 公司年报、证券业协会、广发证券发展研究中心

除传统承销优势外,公司在固定收益类产品发行上具备较强创新能力,公司在资产支持债券 (ABS) 领先行业。2015年至2019年上半年间,ABS承销金额市场份额均高于13.5%,保持行业前二。另外,招商证券持续积极响应国家提出的共建“一带一路”倡议,强化业务创新并推动境内债券市场进一步对外开放,2018年至2019年上半年间成功发行多个具有市场代表性的产品,包括发行首批“一带一路”熊猫公司债、首单长租公寓抵押贷款资产证券化产品、境内首单通过债券通 (北向通) 引入境外投资人的住房抵押贷款资产支持证券 (RMBS) 项目等。

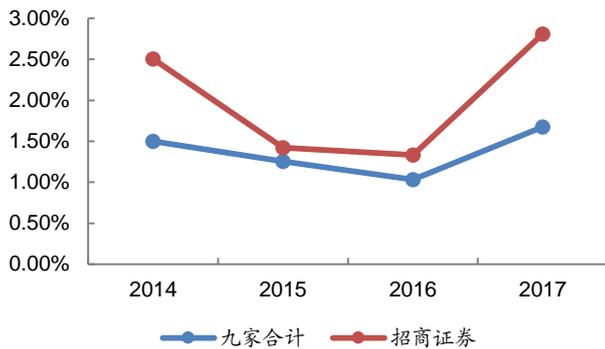
表9: 招商证券在ABS发行优势明显

年份	ABS 总承销金额 (亿元)	排名	市场份额
2015	826.6	1	14.1%
2016	1042.3	1	13.6%
2017	2085.4	2	14.9%
2018	2327.8	2	13.6%
2019H	1021.1	1	14.0%

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

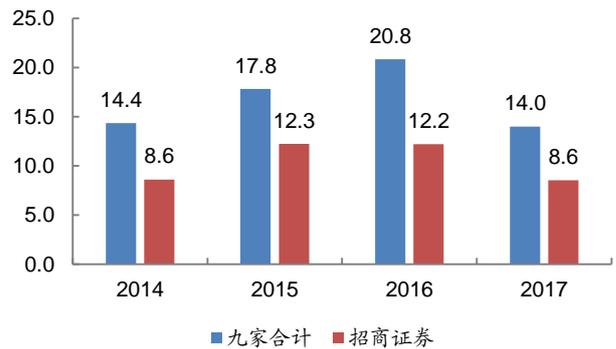
股票承销佣金费率面临下行压力。根据证券业协会披露数据，选取2014-2017年（2018年数据披露不完整）投行业务收入排名前列的九家券商（中信、国君、中信建投、广发、国信、中金、招商、华泰、海通），统计九家券商合计股票承销佣金收入、股票承销家数及股票承销金额（注：部分年份之间口径或因协会统计差异导致不完全统计），比较招商证券与九家券商整体的股票承销佣金费率与单家承销规模。从数据看，招商证券承销佣金费率高于整体，而单家承销规模低于整体，判断公司股票承销客户体量偏中小型，竞争压力明显。

图18: 股票承销费率对比



数据来源：证券业协会、广发证券发展研究中心

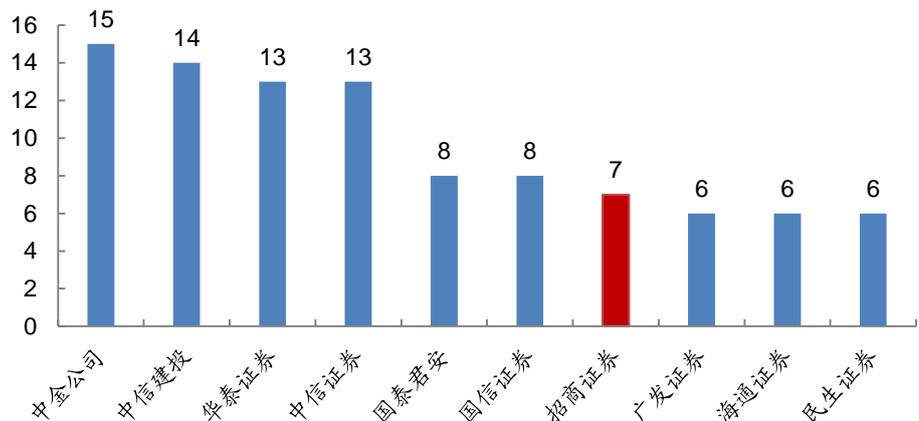
图19: 单家承销规模 (亿元)



数据来源：证券业协会、广发证券发展研究中心

科创开局表现不俗，投行资本化进行时。2019年科创板顺利推出，截至2019年11月末，已过会企业66家，其中招商证券担任主承销商为3家。已申报仍在审核过程的项目中，招商证券担任主承销商为7家，位列第7位。

图20: 券商主承销科创板项目统计 (家)

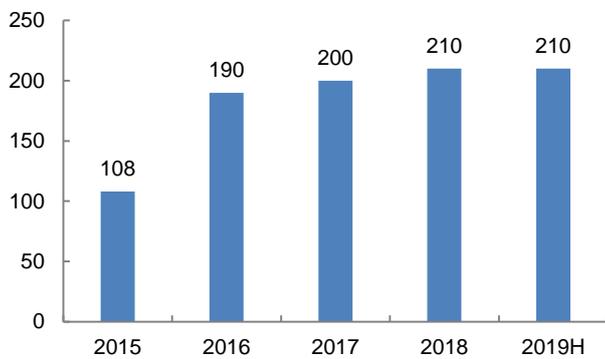


数据来源：上交所、广发证券发展研究中心（统计口径为截至2019年11月末非终止审查、终止注册的已申报项目）

旗下另类投资与私募股权子公司运作成熟，有望受益退出通道顺畅。公司通过子公司招商致远资本和招商投资分别开展私募股权基金管理及另类投资业务，分别成立于2008年和2013年，成立时间早。

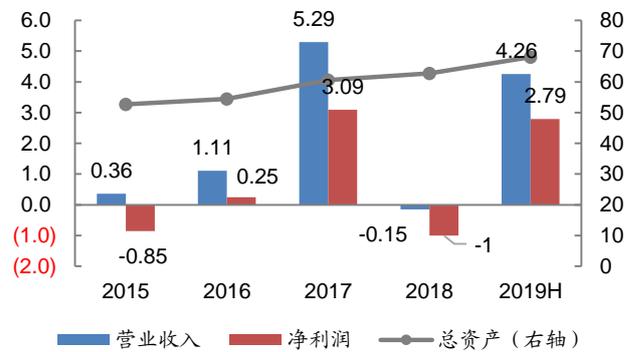
招商致远资本为公司私募股权基金管理业务平台，以收取管理费和约定/根据业绩情况获得的业绩报酬作为主要的收入来源。截至2019年6月末，招商致远资本累计管理规模210亿元，累计投资规模超过100亿元，基金数量23只，规模、数量均在行业中排名前列。其中基金涵盖Pre-IPO、产业并购基金、创投基金、孵化器母基金等，谱系完整；产业以交通、金融、地产为核心，涵盖高端制造、生物科技等领域。近年获评“金牛券商直投机构”、“清科-中国券商直投10强”、“清科-中国私募股权投资机构50强”等众多奖项。

图21: 招商致远资本资产管理规模 (亿元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

图22: 招商致远资本总资产及营收 (亿元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

表10: 招商致远资本概况

时间	项目
2016	公司完成了4支基金的募集,包括中安招商股权基金,规模30.5亿元;高新招商致远基金二期,规模6.9亿元;国蕴致远新三板夹层基金,规模3.02亿元;高新致远智慧城市基金一期,规模4亿元。累计资产管理规模达190亿元,累计投资规模65亿元。
2017	公司创新基金模式,积极筹备设立多支基金,完成设立安徽交控产业投资基金,筹备设立大创母基金、并购基金、文化产业基金、物流产业基金并取得实质性进展;持续加强投资者开拓和管理能力建设,积极开拓银行、保险、母基金、地方政府及投资平台、上市公司、第三方财富管理机构等潜在投资人,与招商公路、海尔电器集团、陕西文投等机构签订全面战略合作协议。累计资产管理规模超过200亿元。
2018	公司积极探索大健康产业基金、TMT基金、创投基金等基金新设机会,部分基金已经完成募集意向。投资行业布局广泛,涉及金融科技、教育、文化、高端制造、人工智能等,投资了德必文化、今日投资等多个细分领域行业领先企业。累计资产管理规模超过210亿元,累计投资规模超过100亿元。
2019H	公司积极推动深港基金、科创板基金、物流基金、TMT基金等新基金的设立工作,部分基金已经完成募集意向,同时充分利用券商私募的优势,发掘了高端制造、生物科技、大消费等行业的投资机会。累计资产管理规模超过210亿元,累计投资规模超过100亿元。

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(三) 国际业务优势较为明显

公司以子公司招商证券国际为平台,积极拓展海外业务。招证国际成立于1999年,为较早设立及开展境外业务的证券子公司。旗下子公司以香港为中心,在英国、韩国、新加坡等地设立据点,涵盖经纪、保荐、投资、资产管理、市场研究等业务。

其中招商证券（香港）在香港市场股票承销优势明显，能与高盛、瑞银等国际大行相匹敌。2019上半年，公司港股 IPO 融资规模排名上升至第4名。从项目特征看，多为国内新经济领域企业到境外上市融资。

图23: 招证国际总资产及营收 (亿元)

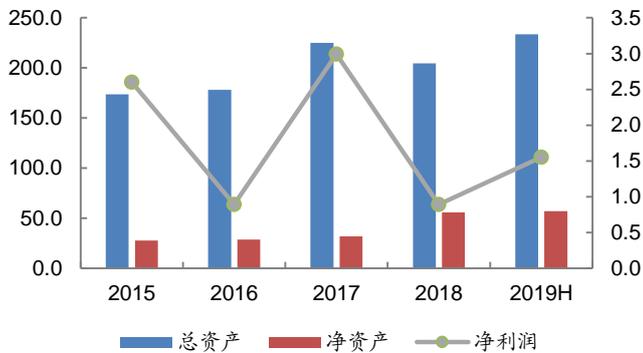
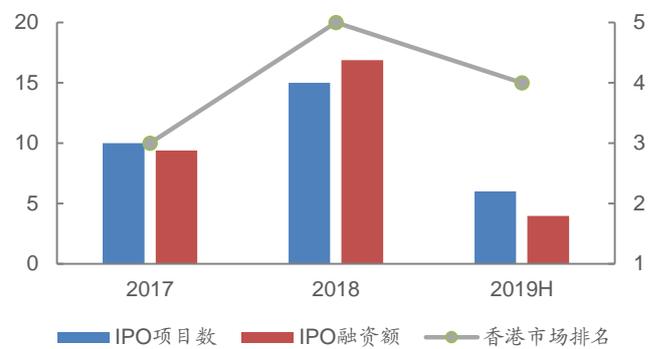


图24: 招证香港IPO项目数及融资额 (亿美元)



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

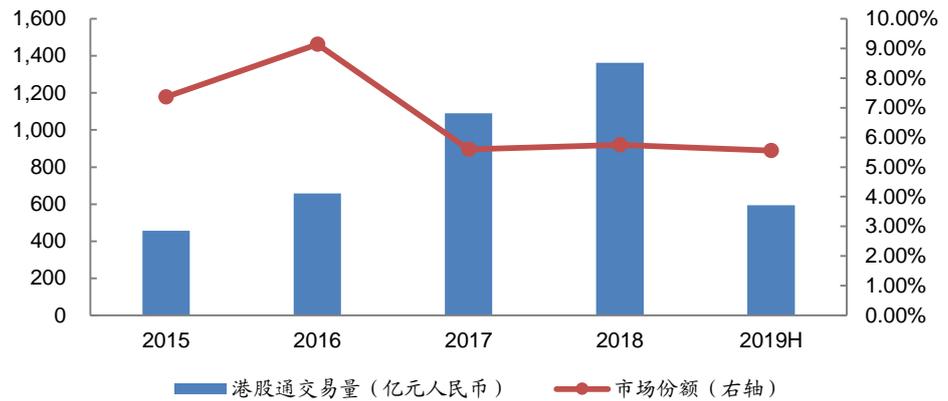
表11: 招证国际在香港股票承销市场优势明显

排行	2018年中国香港市场股票承销金额前10名				2018年中国香港市场IPO承销金额前10名			
	承销商	金额(百万美元)	发行数	排行榜份额(%)	承销商	金额(百万美元)	发行数	排行榜份额(%)
1	摩根士丹利	7,323.83	26	12.27%	招商银行	2,146.70	23	5.82%
2	花旗集团	4,344.83	15	7.28%	农业银行	1,985.99	33	5.38%
3	美国银行美林	4,329.33	4	7.25%	建设银行	1,936.34	27	5.25%
4	高盛公司	4,071.94	19	6.82%	高盛公司	1,910.34	12	5.18%
5	瑞士银行	3,529.56	23	5.91%	招商证券	1,881.34	16	5.10%
6	招商银行	2,779.27	26	4.66%	摩根士丹利	1,858.69	14	5.04%
7	中金公司	2,200.68	20	3.69%	工商银行	1,767.94	16	4.79%
8	建设银行	2,049.04	30	3.43%	瑞士银行	1,631.89	10	4.42%
9	农业银行	2,047.14	34	3.43%	中金公司	1,608.81	16	4.36%
10	招商证券	2,014.78	17	3.38%	海通证券	1,588.10	37	4.30%

数据来源: 彭博、广发证券发展研究中心

此外，公司跨境业务优势还体现在港股通交易中，公司港股通成交市场份额稳定在5.5%水平，成交额排名行业前列。

图25: 招商证券港股通成交额及市占率



数据来源: 公司年报、广发证券发展研究中心

(四) 创新业务

公司具备良好创新业务发展基础，一方面各类期权、期货、信用工具、债券、跨境业务等多项资格基本具备，业务资格齐全，且多为首批获得创新业务资格的成员之一。近年券商场外衍生品业务发展较快，公司在期权衍生品交易及收益凭证发行排名行业前列。

表12: 近年公司场外证券业务开展排名情况

时间	场外证券业务开展排名
2019上半年	上半年场外衍生品(含互换与期权)新增名义本金规模排名第5; 证券公司担任非公开发行公司债主承销商募集金额排名第7
2018	全年场外期权新增名义本金规模排名第9; 证券公司担任非公开发行公司债主承销商募集金额排名第5; 全年收益凭证发行规模排名第10
2017	- (无公布统计数据)
2016	全年券商柜台收益凭证发行规模排名第4; 全年场外期权新增名义本金规模排名第4; 全年场外衍生品(含互换与期权)新增名义本金规模排名第8

数据来源: 证券业协会、广发证券发展研究中心

另一方面，公司主经纪商业为行业领先，拓展衍生品业务具备良好的客户资源与开发潜力。根据2019上半年数据，公司私募基金托管产品数量、托管外包WFOE产品数量、服务WFOE管理人数量、公募基金托管数量均排名券商行业第一。

表13: 近年公司创新业务资格一览

年份	创新业务获批资格
2019	股指期权做市商、国债期货做市商、上市基金主做市商、信用

	保护合约业务资格
2018	信用衍生品业务资格、场外期权业务交易商、债券通“北向通”做市商资格、试点开展跨境业务、原油期货做市业务资格
2017	信用联结票据创设资格、信用风险缓释凭证创设资格、信用风险缓释工具核心交易商资格

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

四、风险管理

公司自成立以来，一直十分注重风险控制机制的建设，规范经营、稳健发展，资产质量优良，各项财务及业务风险监管指标符合中国证监会《证券公司风险控制指标管理办法》的有关规定。按照《证券公司风险控制指标管理办法》的要求，公司已建立了动态风险控制指标的监控系统，实现了风险控制指标的动态监控和自动预警。

表14：母公司的净资本及风险控制指标

项目	2019H	2018
净资本（亿元）	482	528
净资产（亿元）	762	755
各项风险资本准备之和（亿元）	191	171
风险覆盖率（%）	252.39	309.04
资本杠杆率（%）	14.78	15.52
流动性覆盖率（%）	203.27	277.30
净稳定资金率（%）	158.03	159.64
净资本/净资产（%）	63.23	69.64
净资本/负债（%）	25.06	31.77
净资产/负债（%）	39.64	45.42
自营权益类证券及其衍生品/净资本（%）	31.78	33.23
自营非权益类证券及其衍生品/净资本（%）	172.5	124.35

注：母公司各项业务风险控制指标均符合中国证监会《证券公司风险控制指标管理办法》的有关规定

数据来源：公司 2019 年半年报、广发证券发展研究中心

五、盈利预测

2019 前三季度，公司实现营业收入 129.0 亿元。同比增长 66%；实现归母净利润 48.2 亿元，同比增长 57%，加权平均净资产收益率 6.27%，同比增加 2.47 个百分点。其中受益证券自营业务业绩增长，实现投资收益及公允价值变动合计 47.91 亿元，同比增加 205%。

按照招商证券的收入结构，我们按照手续费佣金收入（经纪、投行和资管）、利息收入和投资收益五大业务板块对招商证券的收入水平进行预测。由于证券公司

盈利能力和市场环境高度相关，我们收入预测的核心假设包括：

1.经纪：2018年沪深两市日均成交金额3716亿元，同比2017年的4623亿元下降了19.6%。在稳健货币政策及政策环境回暖背景下，2019年沪深两市日均成交金额5223亿元，同比回升40.6%。展望2020年，在保持流动性合理充裕下，市场换手率及场内客户保证金规模有望持稳，预计全年两市股票成交金额同比提升8%。

2.投行：2019年以来IPO审批过会恢复正常，根据万德数据，2019年市场股权融资规模1.53万亿元，同比增长27%。证监会已颁布关于修改《上市公司重大资产重组管理办法》的决定，降低实行重组事宜的门槛，有望激活再融资需求。在创业板改革推进，科创板有序推行、支持新经济的方向指导下，股权融资需求预计回暖，供给仍受减持新规、定价规则限制，再融资规模预计继续下滑；受益于利率继续下行，债市承销规模预计稳中有升。展望招商证券有望保持股权类承销项目优势，预计2020年公司投行业务净收入同比正向增长。

3.资产管理：资管新规下大资管行业仍处于控规模调结构的转型期。根据基金业协会披露数据，2019年末券商存续资管规模11.0万亿元，较年初下滑17.7%，整体仍呈现收缩态势。受资管新规转型影响及集合公募化推进，招商资管较高占比的传统通道业务仍将压降，预计2020年招商资管受托资产规模仍呈下降。

4.自营：IFRS9新规影响下，券商对权益投资规模预计保持谨慎。考虑到流动性相对宽松与市场交易活跃的背景下，公司维持风险可控的自营权益敞口及较强的固收投资能力，预计公司2020年自营资产同比增加15%。

5.融资融券和股权质押：两融业务规模主要取决于市场需求，预计两融余额与成交金额同向波动；股票质押业务整体处于控规模、调结构阶段，预计整体规模将进一步回落。在当前流动性保持合理充裕，及政策支持证券公司发行短融及金融债实现融资的背景下，公司短期融资成本将有所下滑，利息支出降低。

表15：主要市场数据假设（亿元）

分业务关键假设	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E
沪深日均成交金额	5,191	4,584	3,692	5,224	5,641	5,924
yoy	-50%	-12%	-19%	41%	8.0%	5.0%
沪深 300	3,310	4,031	3,011	4,097	4,424	4,690
当年收益率	-11%	22%	-23%	36%	8.0%	6.0%
中证全债	176	175	190.48	200	210	220
当年收益率	2%	-0.30%	6.6%	5%	5.0%	5.0%
股权融资规模	19,672	17,224	12,107	15,324	18,388	21,147
yoy	28%	-12%	-29.7%	27%	20.0%	15.0%
信用债融资规模	114,415	94,325	105,952	121,845	134,029	147,433
yoy	59%	-18%	12%	15.0%	10.0%	10.0%
券商集合资管规模	21,938	21,125	19,137	18,180	19,089	20,044
yoy	41%	-4%	-9%	-5.0%	5.0%	5.0%
融资融券余额	9,392	10,263	7,557	10,194	11,214	11,775
yoy	-20%	9%	-26%	35%	10%	5%
股权质押回购余额	12,840	16,200	11,160	9,280	9,744	10,231

yoy	81%	26.20%	-28%	-20.0%	5.0%	5.0%
-----	-----	--------	------	--------	------	------

数据来源: wind、广发证券发展研究中心

2020年1月4日,公司披露业绩快报,预计2019年度归母净利润达70.80-75.22亿元,同比增长60%-70%。我们预计招商证券2019-2021年分别实现总收入180.3、201.5、219.2亿元,分别同比变动59.2%、11.8%、8.8%,分别实现归母净利润72.7、78.1、81.7亿元,分别同比变动63.9%、7.5%、4.6%;对应ROE水平分别为8.6%、8.9%、8.9%。

六、投资建议:基础扎实,改革推进,综合实力提升可期

行业层面,券商板块的核心催化剂是流动性和监管政策,流动性改善的 β 和监管周期切换的 α 有望催化证券板块系统性机会。当前流动性合理充裕,政策鼓励行业创新,尤其是壮大直接融资市场和资本市场开放背景下的科创板和衍生品,是行业提升ROE的重要推力,亦有利于公司释放业绩弹性。

公司层面,公司股东实力强,自身经营稳健,改革推进有望进一步释放公司活力。公司作为招商局集团金融板块的核心经营主体之一,业务拓展既受益于集团内部资源整合,亦具备外部辐射强能力。此外,公司经营稳健,综合实力稳定排名行业6-8位,在传统经纪、资管、投行等轻资产业务基础扎实,近年重资产业务收入占比提升,财富管理转型加快推进,国际投行业务表现亮眼,业务转型积极有为。2018年公司入选“双百行动”名单,又新发布战略发展计划,拟定综合实力进入行业前五的目标,在制度改革、员工激励、再融资强化资本实力、业务协同等全面发力,有望进一步激发公司活力,提升整体盈利能力。

参考近三年公司动态PB估值,复盘回顾显示,公司A股动态PB波动区间为1.05-2.20倍,估值中枢处于1.4-1.8倍,港股动态PB估值中枢处于0.7-1.0倍。暂不考虑配股影响,预计公司2019-2020年每股净资产为12.6、13.2元/股,对应2019-2020年末PB为1.39、1.33倍。近三年公司A股估值PB中枢处于1.4-1.8倍,H股估值PB中枢处于0.7-1.0倍。考虑到市场活跃及行业发展向好,给予公司A股2020年1.6xPB估值,对应合理价值21.04元/股;给予H股2020年0.8xPB,对应合理价值11.69港元/股。维持公司A/H股“买入”评级。

图26: 招商证券A股PB-Band



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图27: 招商证券H股PB-Band



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

七、风险提示

1. 资本市场大幅波动, 导致公司各项业务受到干扰和冲击;
2. 科创板挂牌进度低于预期, 导致投行业务或直投业务业绩贡献不达预期;
3. 权益市场调整导致公司投资类业务收益不达预期及减值损失增加;
4. 公司改革推行进度低于预期, 配股及员工持股计划推行进度不及预期等。

资产负债表

单位: 百万元人民币

利润表

单位: 百万元人民币

至 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E	至 12 月 31 日	2017	2018	2019E	2020E	2021E
资产总额	285644	304931	332305	366635	395406	营业收入	13353	11322	18029	20151	21918
货币资金	52657	47434	51228	53790	56479	手续费及佣金净收入	7937	6448	7510	8045	8420
结算备付金	14010	13796	14900	15645	16427	经纪佣金	3657	2805	4185	4576	4745
交易性金融资产	73070	100125	115143	132415	145656	资管收入	1145	1202	1061	899	908
长期股权投资	7489	8288	8951	9399	9868	投资收益(含公允价值变动)	3722	3038	7301	7815	7907
固定资产	647	1547	1547	1547	1547	利息净收入	1796	1846	1852	1834	1905
无形资产	22	0	0	0	0	营业收入	48	65	1365	2457	3686
商誉	10	10	10	10	10	营业支出	-6249	-5881	-9116	-10572	-11904
其他资产	137738	133732	140525	153830	165418	管理费用	-6112	-5665	-8113	-8262	-8438
负债总额	206310	224138	248032	278442	303254	其他支出	0	-3	-1229	-2211	-3317
代理买卖证券款	51095	54036	58694	70433	84520	营业利润	7104	5441	8913	9579	10013
其他负债	155215	170103	189338	208009	218734	营业外收入与支出	2	7	15	17	18
权益总额	79334	80792	84273	88193	92152	利润总额	7107	5447	8928	9596	10032
归母所有者权益	79230	80723	84200	88117	92073	所得税	-1302	-1001	-1641	-1764	-1844
少数股东权益	104	70	73	76	79	净利润	5805	4446	7287	7832	8188

主要财务比率

至 12 月 31 日	2017	2018E	2019E	2020E	2021E
成长能力					
营业收入增长	14%	-15%	59%	12%	9%
归母净利润增长	7%	-24%	65%	7%	5%
获利能力					
净利率	32%	31%	32%	31%	30%
ROA	2.0%	1.5%	2.2%	2.1%	2.1%
ROE	7.3%	5.5%	8.6%	8.9%	8.9%
资产与杠杆					
总资产 YoY	18%	7%	9%	10%	8%
杠杆 (A/E)	3.60	3.77	3.94	4.16	4.29
每股指标 (元)					
每股收益	0.86	0.66	1.08	1.17	1.22
每股净资产	11.83	12.05	12.57	13.15	13.75
估值比率					
P/E	20.52	22.75	16.07	14.95	14.30
P/B	1.50	1.25	1.39	1.33	1.27

广发非银行金融行业研究小组

- 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，带领团队荣获2019年新财富非银行金融行业第三名。
- 鲍 淼：资深分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 文 京 雄：资深分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 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。

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	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16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	gfyf@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。

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)广发证券在过去12个月内与建设银行(601939)公司有投资银行业务关系。
- (2)广发证券在过去12个月内与工商银行(601398)公司有投资银行业务关系。
- (3)广发证券在过去12个月内与建设银行(00939)公司有投资银行业务关系。

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。