

推荐 (维持)

探寻非头部券商投行突围之路

2019年12月19日

重点公司

重点公司	2019E	2020E	评级
华泰证券	0.85	0.94	审慎增持
中信证券	0.96	0.91	审慎增持
中信建投	0.54	0.64	审慎增持
国泰君安	1.11	1.19	审慎增持

相关报告

《证券业 2020 年策略报告：变革驶入快车道，业务模式正重塑》2019-11-12

《证券业 2019 年中报综述：行业景气度修复，贝塔属性驱动业绩高增长》2019-09-04

《证券业 2019 年中期策略报告：暖风忽至，春意渐浓》2019-06-05

分析师：

许盈盈

xuyingying@xyzq.com.cn

S0190519070001

团队成员：

傅慧芳、陈绍兴、许盈盈、王尘、李英

以注册制为试点的科创板全面推出背景下，国内投行业务正面临考验，集中度提升趋势似乎势不可挡。本文对国内投行业务集中度提升的具体动因进行拆分解析；参照美国近年来投行领域竞争格局变化，对比国内，演绎投行业务未来发展可能性；并从美国投行发展经验为非头部券商突围提供借鉴意义。

● 国内投行集中度提升动因解析

证券行业投资银行业务净收入 CR10 从 2016 年的 42.16% 提升至 2018 年的 46.37%。将投行业务集中度拆分，近几年股权融资集中度的大幅提升是投行收入集中度提升的主要原因。股权融资中 IPO 集中度提升显著，其集中度的提升对未来股权再融资业务集中度提升将起到一定程度的推动影响。除了在原有核准制体制下的 IPO 集中度提升，在注册制背景下 IPO 提升的趋势更加明显。

● 对比美国，看国内投行竞争路径

股权融资市场：从美国市场来看，市场竞争格局稳定且集中度较高，头部投行具备较为明显的规模效应，定价权大，非头部券商在该领域并未看到突围机会。对于国内市场而言，竞争格局尚未稳定，头部券商展示一定的竞争力，但定价权并不高。当前国内股权融资市场集中度有提升趋势，也有提升空间，未来头部券商将展开角逐，而非头部券商在这一领域的业务空间将承受进一步挤压。

债权融资市场：承销商需要丰富的客户基础、较强的分销能力，此外如有雄厚的资本实力充当对手方，则更容易承接到更多项目，这是银行相对于券商的优势所在，也是券商内部头部券商相对于非头部券商的优势所在。因此非头部券商投行在债权融资领域较难出现持续超车的机遇。

并购市场：从美国市场的发展经验来看，并购重组市场将会有较大发展空间，有望同股权及债权融资共同成为投行业务的主要收入来源。并购重组中需要的金融服务专业程度较高，项目间差异化较大，并不具备规模效应，因此专注于部分领域的精品投行能够在该细分市场中与传统全能投行同台竞争。且其完全轻资产化、重人力资产的经营模式也同样适用于非头部券商。当前国内并购市场仍处于初始发展阶段，竞争格局尚不稳定，有望成为未来非头部券商投行业务突围的重点。

● 国内外精品投行成功之路

Evercore：美国精品投行成功的典范。Evercore 的成功之处我们认为可以归因于以下三点：1) 轻资本的独立运营模式；2) 善于利用人力资本；3) 以研究为先导带动业务发展。

华兴资本：从国内市场来看，以精品投行定位自身发展的，华兴资本是一个成功的案例。从业务结构上看，投资银行、投资管理、华菁证券是华兴资本的三大业务。我们认为华兴资本的成功之处在于：1) 眼光独到深耕行业，踏上中国十年新经济高速发展列车；2) 管理层实力雄厚，薪酬体系高于行业。

● 非头部券商转型精品投行的可行性分析

国内券商牌照管制未来会有所放松，但并不会陷入无序竞争，券商牌照仍然是稀缺资源。国内非头部券商拥有投行牌照，已获得精品投行业务先发的护城河。除此以外国内非头部券商已具备人力资源基础，考核激励体制相对灵活，在转型精品投行业务上，也具备人力和制度的优势。当前国内产业集群效应越来越显著，为非头部券商投行深耕所在优势区域产业提供了可能。

风险提示：投行领域竞争持续加剧、注册制推进不达预期、并购重组市场低迷



目 录

一、国内投行集中度提升动因解析	4 -
1.1 国内投行市场低迷，集中度明显提升	4 -
1.2 IPO 是驱动投行分化的主因，提升趋势仍将延续	5 -
二、对比美国，看国内投行竞争路径	10 -
2.1 股权融资市场（ECM）：头部投行具备规模效应，定价权大	10 -
2.2 债权融资市场（DCM）：银行市场占比大，券商投行难突围	13 -
2.3 并购市场（M&A）：美国精品投行成黑马，国内仍处于萌芽时期	16 -
三、国内外精品投行成功之路	21 -
3.1 Evercore：美国精品投行范本，治理有道持续增长	21 -
3.2 华兴资本：国内精品投行领跑者，深耕行业精耕客户	24 -
四、非头部券商转型精品投行的可行性分析	28 -
五、风险提示	29 -

图 1：2014-2018 年度国内证券公司投资银行业务净收入规模及集中度	4 -
图 2：2014-2018 年度国内投行市场收入来源（单位：亿元）	5 -
图 3：2014-2018 年度国内投行市场收入占比	5 -
图 4：2014-2018 年度国内投行细分业务收入 CR10 变动	6 -
图 5：2014-2019H1 国内 IPO 收入及承销规模 CR10	6 -
图 6：全球投行股权融资收入排名前 10（按 2017 年排序，百万美元）	10 -
图 7：国内投行股权融资收入排名前 10（按 2018 年排序，亿元）	11 -
图 8：全球及国内投行股权融资收入 CR10	11 -
图 9：中美 IPO 收入集中度对比	12 -
图 10：中美 IPO 承销规模集中度对比	12 -
图 11：中美 IPO 发行费率对比	13 -
图 12：全球投行债权融资收入排名前 10（按 2017 年排序，百万美元）	14 -
图 13：国内投行债权融资规模排名前 10（按 2018 年排序，亿元）	14 -
图 14：国内债权融资市场银行与券商市占率	15 -
图 15：国内债权融资市场券商 CR10	15 -
图 16：全球投行收入构成（百万美元）	17 -
图 17：全球投行财务顾问收入排名前 10（按 2017 年排序，百万美元）	17 -
图 18：全球投行并购业务收入 CR10	18 -
图 19：精品投行在并购领域收入占比逐年攀升	18 -
图 20：精品投行财务顾问项目数量稳步增长	19 -
图 21：国内并购市场不足 50 亿元（单位：亿元）	20 -
图 22：Evercore 企业价值核心	22 -
图 23：Evercore 咨询业务市场份额	23 -
图 24：Evercore Wealth Management 资产管理规模(十亿美元)	24 -
图 25：华兴资本发展历程	24 -
图 26：华兴资本业务模式	25 -
图 27：98 家证券公司控股股东背景	29 -

表 1、券商保荐科创板首批 25 家上市公司情况.....	- 7 -
表 2、科创板保荐机构分档跟投机制	- 8 -
表 3、保荐机构跟投浮盈情况（截止 2019 年 12 月 13 日）	- 8 -
表 4、2014-2018 年美国 IPO 业务排名.....	- 12 -
表 5、国内债权融资市场券商排名	- 16 -
表 6、国内财务顾问业务收入及前 10 排名	- 20 -
表 7、Evercore 主要财务数据(百万美元).....	- 21 -
表 8、华兴资本收入结构数据（单位：千美元）.....	- 26 -
表 9、华兴资本超过 1 亿美金已公布的私募融资交易.....	- 26 -
表 10、华兴资本披露的重大并购交易概要	- 27 -
表 11、华兴资本薪酬占比	- 27 -

报告正文

在以注册制为试点的科创板全面推出背景下，国内投行业务正面临考验，集中度提升趋势似乎势不可挡。本文对国内投行业务集中度提升的具体动因进行拆分解析；参照美国近年来投行领域竞争格局变化，对比国内，演绎投行业务未来发展可能性；并从美国投行发展经验为非头部券商投行业务突围提供借鉴意义。

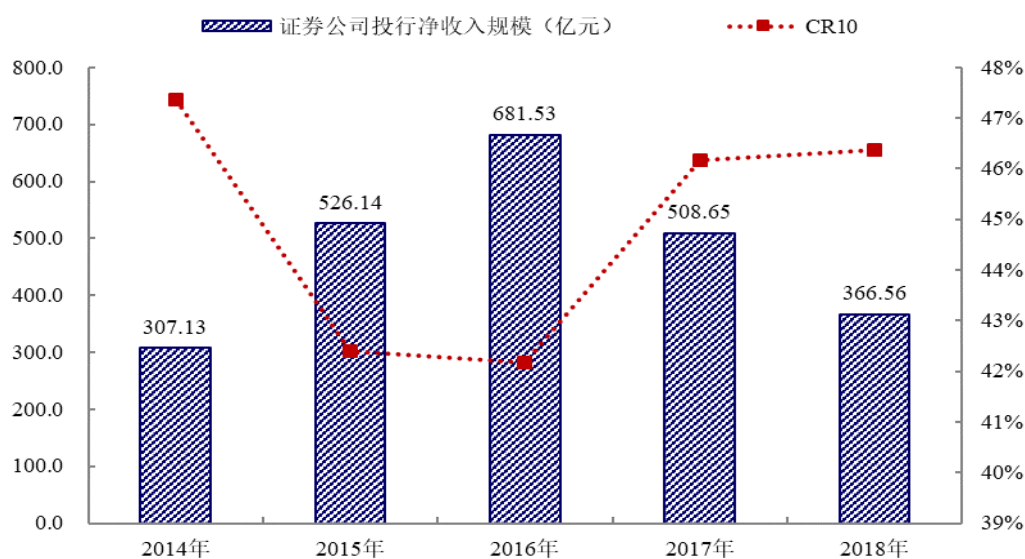
一、国内投行集中度提升动因解析

1.1 国内投行市场低迷，集中度明显提升

2016 年以来证券行业投资银行业务净收入出现明显下滑，2018 年全行业净收入仅 366.56 亿元。根据证券业协会公布的近 5 年证券公司经营业绩指标排名情况，2016 年以来证券行业投资银行业务净收入出现明显下滑。2018 年全行业投资银行业务净收入仅 366.56 亿元，与 2016 年相比接近腰斩，略高于 2014 年低点（IPO 第 7 次重启）。

行业投资银行净收入较差的年份集中度提升较为明显，CR10 从 2016 年的 42.16% 提升至 2018 年的 46.37%。从集中度来看，行业投资银行净收入较差的年份集中度提升较为明显，2014 年 CR10 达到 47.37%。2016 年以来，行业净收入集中度又呈现明显提升态势，CR10 从 2016 年的 42.16% 提升至 2018 年的 46.37%。那么，这种集中度提升的趋势未来是否会持续？

图 1：2014-2018 年度国内证券公司投资银行业务净收入规模及集中度

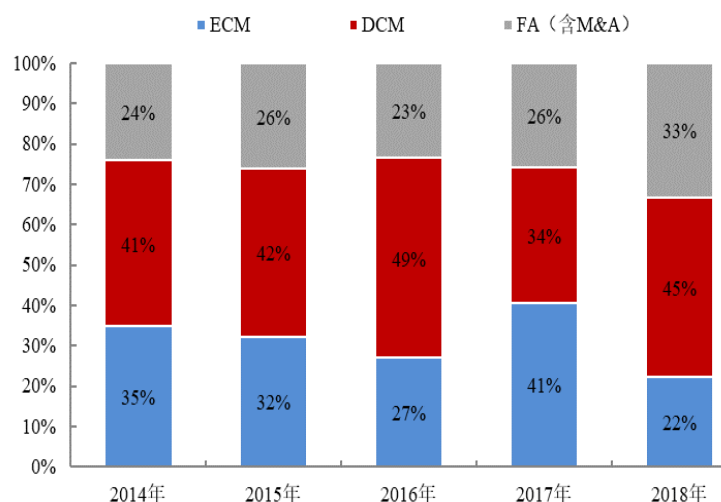
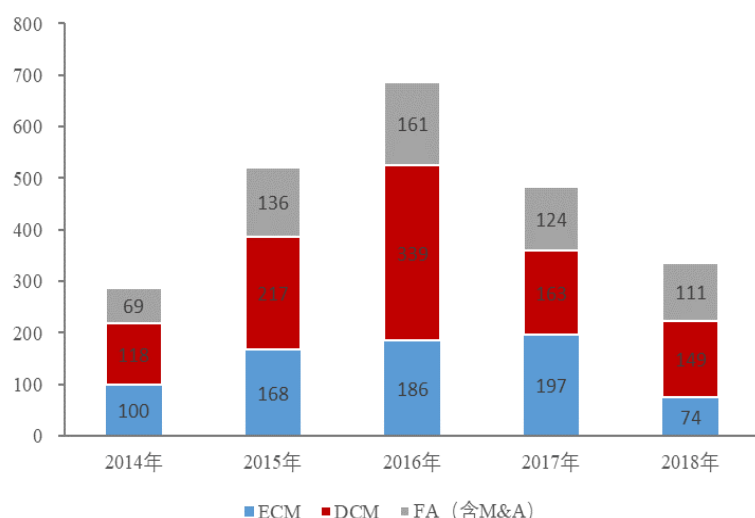


数据来源：证券业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

1.2 IPO 是驱动投行分化的主因，提升趋势仍将延续

投行收入中，股权和债权融资收入占比分别在 30%、45% 左右，收入规模波动较大，财务顾问在 25% 左右，波动较小。从目前情况来看，答案应该是肯定的。券商系投行部门主要业务包括股权融资（IPO、增发、配股、可转债/可交换债、优先股）、债券融资（企业债、公司债、金融债、中期票据、短期融资券、ABS 等）、财务顾问（含并购重组）。从收入组成来看，股权融资占比在 30% 左右，债权融资在 45% 左右，财务顾问在 25% 左右。从收入规模来看，股权融资和债权融资收入还是看天吃饭，收入体量波动较大，财务顾问业务收入相对比较稳定，收入体量波动较小。

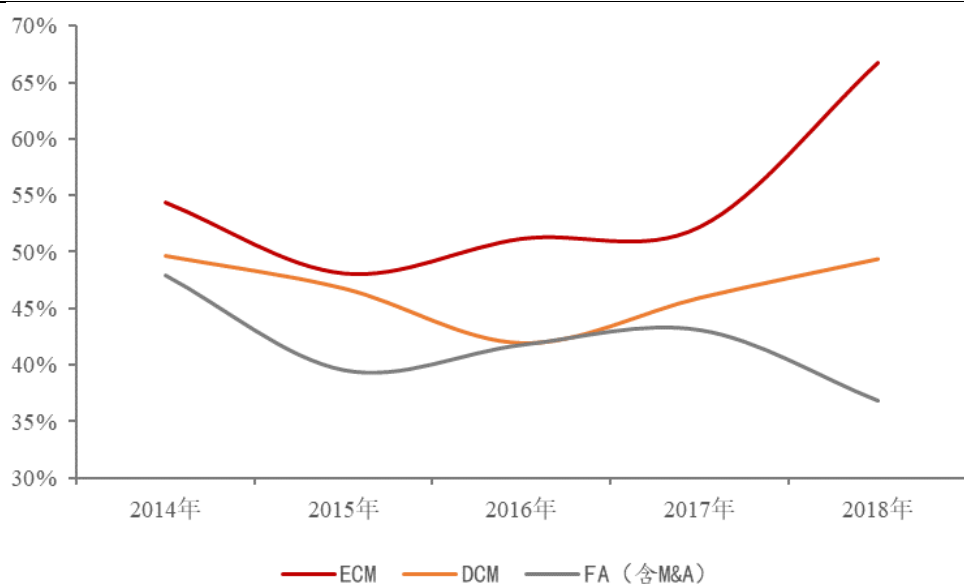
图 2：2014-2018 年度国内投行市场收入来源（单位：亿元） 图 3：2014-2018 年度国内投行市场收入占比



数据来源：证券业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

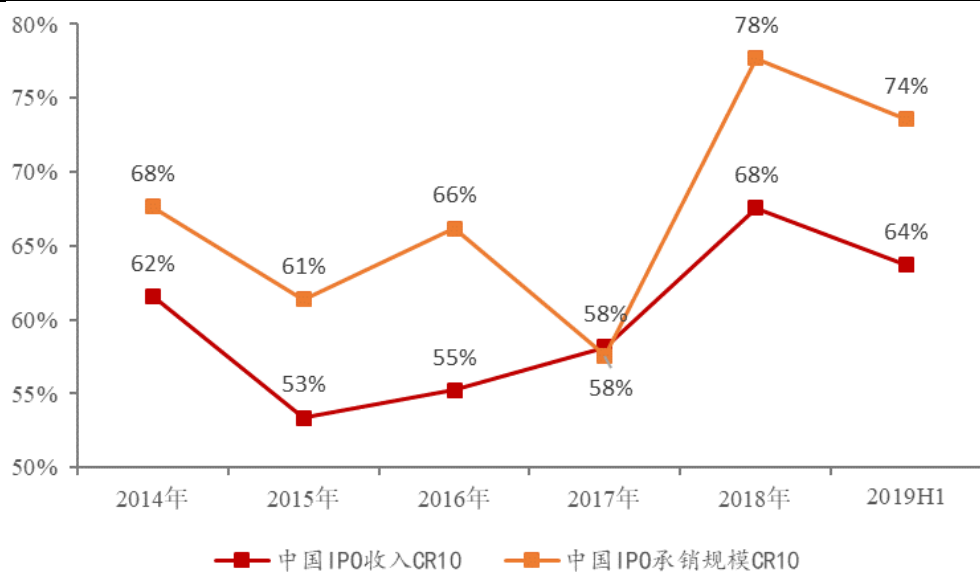
数据来源：证券业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

近几年股权融资集中度大幅提升，带动行业投行收入集中度提升。从细分投行业务集中度来看，近 5 年，股权融资 CR10 提升明显，从 2014 年的 54% 提升至 2018 年 67%；债权融资略有提升，至 2018 年达 49%；财务顾问则反而有所下滑，至 2018 年仅为 37%。由此可见近几年股权融资集中度的大幅提升是投行收入集中度提升的主要原因。

图 4：2014-2018 年度国内投行细分业务收入 CR10 变动

数据来源：证券业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

股权融资中 IPO 集中度提升显著，其集中度的提升对未来股权再融资业务集中度提升将起到一定程度的推动影响。值得注意的是，近几年股权融资中 IPO 集中度提升显著，国内 IPO 收入 CR10 至 2018 年提升至 67.58%，IPO 承销规模 CR10 至 2018 年提升至 77.67%。IPO 业务不仅是股权融资收入的主要来源之一，且其在上市前端介入，也为证券公司未来的股权再融资业务积累机构客户资源，其集中度的提升对未来股权再融资业务集中度提升将起到一定程度的推动影响。

图 5：2014-2019H1 国内 IPO 收入及承销规模 CR10

数据来源：wind，兴业证券经济与金融研究院整理

除了在原有核准制体制下的 IPO 集中度提升，在注册制背景下 IPO 提升的趋势更加明显。2019 年 7 月 22 日科创板正式挂牌交易，共 25 家公司首批上市。从首批上市的 25 家科创板公司保荐机构来看，头部效应明显，建投、华泰、中信、中金、海通、国信分别保荐了 5.5 家、3.5 家、3 家、2 家、2 家、2 家，25 个名额中占据 18 个。截止 2019 年 11 月末，58 家已上市科创板公司中，共有 25 家保荐券商，其中建投、中信、华泰包揽前 3，分别为 6.5 家、6 家、5.5 家。

表 1、券商保荐科创板首批 25 家上市公司情况

保荐机构	代码	名称	承销及保荐 费(万元)	承销及保 荐费率	跟投数量 (万股)	跟投比例	跟投规模 (万元)
中信建投	688028.SH	沃尔德	4058	7.61%	100	5.00%	2668
中信建投	688011.SH	新光光电	7618	8.00%	105	4.20%	4000
中信建投	688122.SH	西部超导	4841	7.30%	221	5.00%	3315
中信建投	688333.SH	铂力特	5280	8.00%	100	5.00%	3300
中信建投	688033.SH	天宜上佳	8774	9.00%	196	4.10%	4000
中信建投	688088.SH	虹软科技	5300	3.99%	184	4.00%	5314
华泰联合	688001.SH	华兴源创	7217	7.42%	165	4.11%	4000
华泰联合	688007.SH	光峰科技	9578	8.05%	455	6.69%	7960
华泰联合	688020.SH	方邦股份	7777	7.22%	80	4.00%	4310
中信证券	688002.SH	睿创微纳	5660	4.72%	240	4.00%	4800
中信证券	688005.SH	容百科技	8005	6.68%	180	4.00%	4792
中信证券	688008.SH	澜起科技	3560	1.27%	339	3.00%	8406
中金公司	688009.SH	中国通号	14901	1.42%	3600	2.00%	21060
中金公司	688015.SH	交控科技	5190	8.02%	200	5.00%	3236
海通证券	688003.SH	天准科技	8150	6.60%	194	4.00%	4937
海通证券	688012.SH	中微公司	8783	5.66%	207	3.87%	6000
国信证券	688006.SH	杭可科技	7899	7.02%	164	4.00%	4499
国信证券	688066.SH	航天宏图	6024	8.41%	208	5.00%	3579
国泰君安	688016.SH	心脉医疗	8734	10.50%	87	4.81%	4000
华菁证券	688018.SH	乐鑫科技	10794	8.62%	80	4.00%	5008
招商证券	688010.SH	福光股份	4637	4.74%	159	4.09%	4000
申万宏源	688019.SH	安集科技	3829	7.36%	66	5.00%	2602
安信证券	688022.SH	瀚川智能	6159	8.85%	135	5.00%	3482
东兴证券	688388.SH	嘉元科技	11387	6.97%	212	3.67%	6000
南京证券	688029.SH	南微医学	14059	8.04%	114	3.43%	6000

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

跟投机制下，资本金雄厚，融资渠道较多的上市头部券商有明显优势。在注册制背景下，监管层要求保荐机构强制跟投，参与跟投的主体为保荐机构旗下的另类

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

投资子公司，且必须使用自有资金，承诺认购发行人首次公开发行股票数量 2% -5% 的股票，跟投股份设定 24 个月限售期，介于战略投资者（12 个月）和实际控制人（36 个月）之间。在当前跟投机制下，一方面券商必须以自有资金出资，且锁定期长达 2 年，对于资本金规模较小的券商、融资渠道受限的非上市券商以及负债率较高的券商都有一定限制，另外对于项目较多的券商短期内也有一定的资本金压力，在此背景下资本金较为雄厚，融资渠道较多的上市头部券商会有较为明显的优势。

表 2、科创板保荐机构分档跟投机制

四种情形	发行规模	跟投比例
1	不足 10 亿元	5%，但总额不超过人民币 4000 万元
2	10 亿元以上、不足 20 亿元	4%，但总额不超过人民币 6000 万元
3	20 亿元以上、不足 50 亿元	3%，但总额不超过人民币 1 亿元
4	50 亿元以上	2%，但总额不超过人民币 10 亿元

数据来源：上交所，兴业证券经济与金融研究院整理

投行项目识别和定价能力有望促集中度进一步提升。科创板首批上市 25 家公司贡献承销保荐费合计 18.82 亿元，平均费率为 5.08%（若剔除中国通号，平均费率为 6.54%）。目前科创板单个项目券商的承销费率普遍在 6%—8% 左右，部分甚至在 9-10%，高于主板及创业板。科创板高承销费率实际变相征收了风险溢价，以覆盖一部分跟投费用。未来随着科创板的逐步成熟和券商投行能力的提升，承销费率仍有下降空间。项目识别和定价能力较强的头部券商有望获得较强竞争力，IPO 集中度有望进一步提升。

从保荐机构当前跟投规模来看，中金合计 4.23 亿元，位居第 1，其次为中信 3.42 亿元、建投 2.66 亿元、华泰 2.55 亿元。科创板上市公司上市后表现与券商收益深度绑定，截止 12 月 13 日收盘，券商当前跟投浮盈排名前三的分别为中金、中信和国君，浮盈规模分别为 3.31 亿元、2.95 亿元、1.85 亿元。此外也有部分券商跟投部分出现暂时亏损。

表 3、保荐机构跟投浮盈情况（截止 2019 年 12 月 13 日）

保荐机构	跟投规模（万元）	2019/12/13
		当前浮盈(万元)
中金公司	42347	33147.60
中信证券	34182	29477.12
国泰君安	19109	18520.62
华泰联合	25490	17715.81
中信建投	26596	14807.56
南京证券	6000	12644.04
海通证券	10937	11615.64
安信证券	10185	9746.55

国信证券	12234	8756.11
华菁证券	4000	7687.65
招商证券	11008	7664.43
民生证券	6606	6896.90
申万宏源	2602	5820.02
广发证券	12739	5383.83
东兴证券	9965	4660.30
兴业证券	4000	2674.07
天风证券	3639	2390.75
中德证券	6291	2022.88
华安证券	4000	962.80
东方花旗	3124	788.75
东莞证券	2932	534.11
长江证券	6000	295.73
瑞银证券	6000	-69.26
国金证券	4042	-433.60
英大证券	5152	-451.20

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

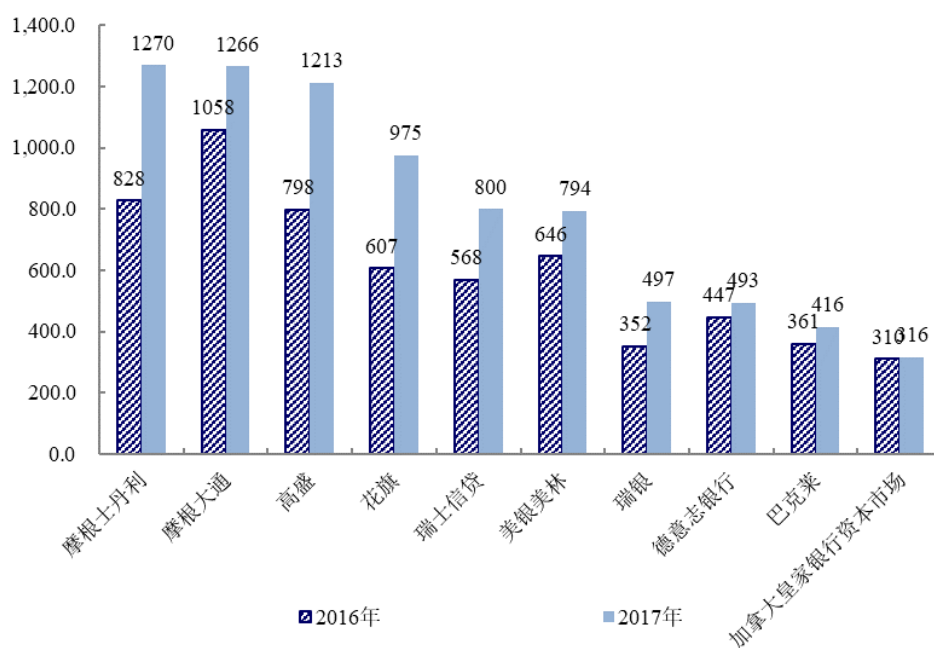
二、对比美国，看国内投行竞争路径

在国内投行集中度越来越高的背景下，非头部券商投行业务发展空间进一步受到挤压，优质项目稀缺、竞争力不足、资本金受限是普遍问题，未来在投行市场哪些细分领域非头部券商有机会突围？美国作为全球最大的资本市场，投行领域主要分为股权融资市场（Equity Capital Markets）、债权融资市场（Debt Capital Markets）以及兼并收购市场（Mergers and Acquisitions），从这三个领域看美国投行领域差异化竞争为国内中小投行发展带来的启示。

2.1 股权融资市场（ECM）：头部投行具备规模效应，定价权大

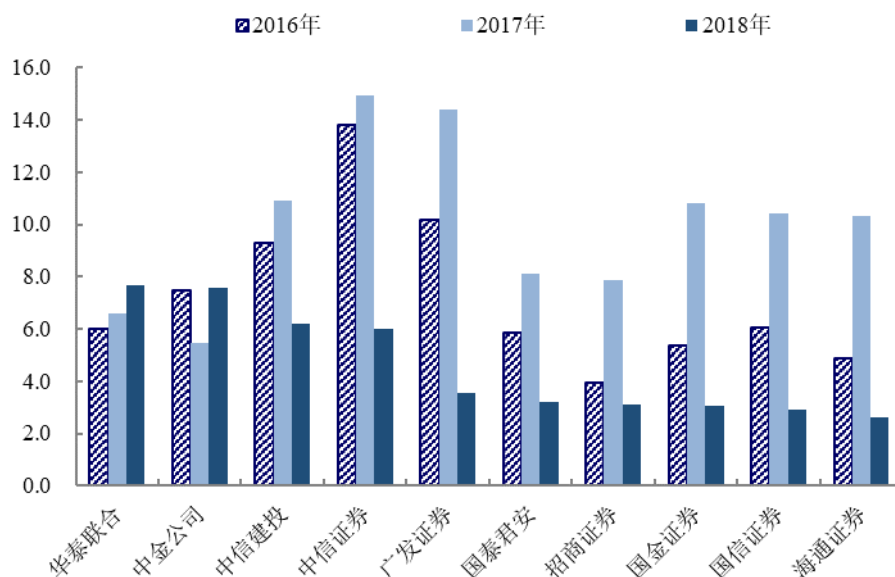
在美国股权融资市场，头部机构竞争格局稳定，且具备比较明显的规模效应。从华尔街来看，股权融资收入排名前十的机构名单较为稳定，摩根士丹利、摩根大通、高盛、花旗、美林、瑞士信贷、瑞银等知名国际大投行常年稳居全球股权融资收入排名前列。从收入规模来看，根据 2016、2017 年股权融资收入排名，排名前 10 的投行收入均超过 300 亿美元。对比国内市场，即使在最好年份 2017 年，排名第一的中信证券股权融资规模也仅 15 亿元，与华尔街排名前十投行 300 亿美元的规模还有非常明显的差距。由此可见，在美国股权融资市场，头部机构竞争格局稳定，且具备比较明显的规模效应。

图 6：全球投行股权融资收入排名前 10（按 2017 年排序，百万美元）



数据来源：Dealogic，兴业证券经济与金融研究院整理

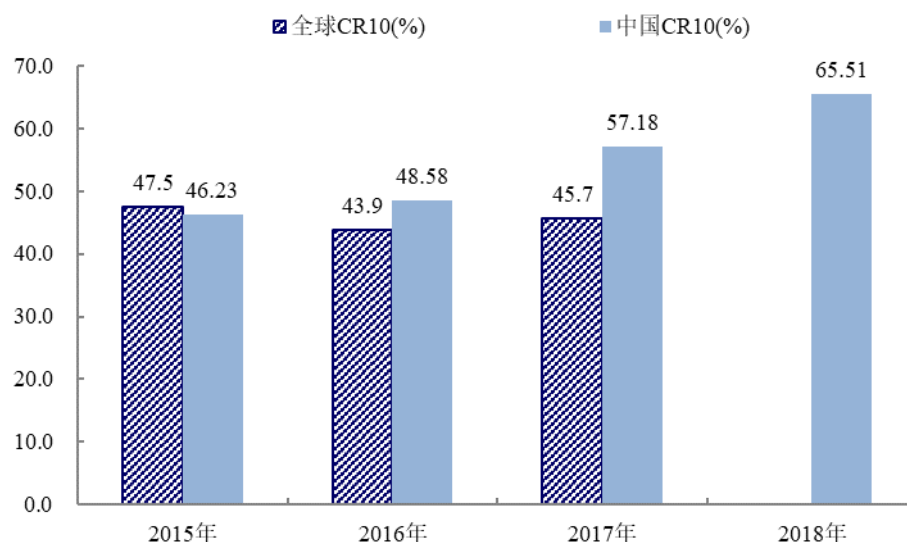
图 7：国内投行股权融资收入排名前 10（按 2018 年排序，亿元）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

全球股权融资市场 CR10 基本达到稳态，保持在 45%。从全球股权融资市场的集中度来看，CR10 已经基本达到稳态，保持在 45%。而中国作为全球市场中仍处于成长阶段的新兴市场，市场集中度近几年仍有逐步提升态势，2018 年 CR10 达到 65.51%。

图 8：全球及国内投行股权融资收入 CR10



注：2018 年全球投行股权融资收入 CR10 未找到公开资料

数据来源：Dealogic、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

处于第一梯队的国际投行 IPO 排名较为稳定，其全球布局能够一定程度上平滑

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

IPO 的周期性。IPO 业务存在一定的周期性，但从美国市场 IPO 业务来看，处于第一梯队的国际投行虽然每年排名会有所变动，但基本保持在行业前 10，这主要得益于这些投行项目储备多，且已完成全球业务布局，能够一定程度上平滑 IPO 的周期性。

表 4、2014-2018 年美国 IPO 业务排名

排名	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
1	摩根士丹利	德意志银行	花旗	摩根大通	美林
2	高盛	美林	摩根大通	瑞士信贷	高盛
3	花旗	花旗	高盛	高盛	摩根士丹利
4	德意志银行	高盛	瑞士信贷	花旗	摩根大通
5	摩根大通	摩根士丹利	德意志银行	摩根士丹利	瑞士信贷
6	巴克莱	巴克莱	美林	德意志银行	花旗
7	美林	摩根大通	摩根士丹利	巴克莱	德意志银行
8	富国银行	瑞士信贷	巴克莱	美林	巴克莱
9	瑞士信贷	杰富瑞	富国银行	加拿大皇家银行 行资本市场	杰富瑞
10	加拿大皇家银行 行资本市场	加拿大皇家银行 行资本市场	加拿大皇家银行 行资本市场	富国银行	加拿大皇家银行 行资本市场

数据来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

美国 IPO 市场集中度高，CR10 在 70% 左右。从美国市场 IPO 业务集中度来看，收入端及承销规模 CR10 均在 70% 左右，而国内收入端在 55% 左右，承销规模端在 60% 左右，2018 年国内投行领域业务萎缩，才迫使集中度有明显上升。整体来看，美国 IPO 市场集中度高于国内。

图 9：中美 IPO 收入集中度对比

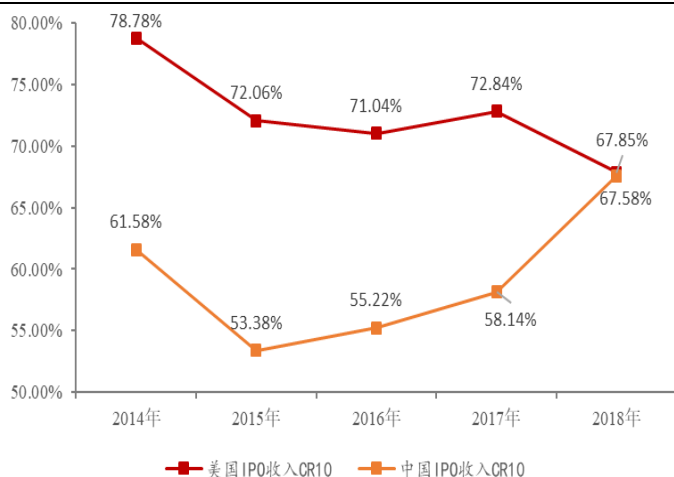
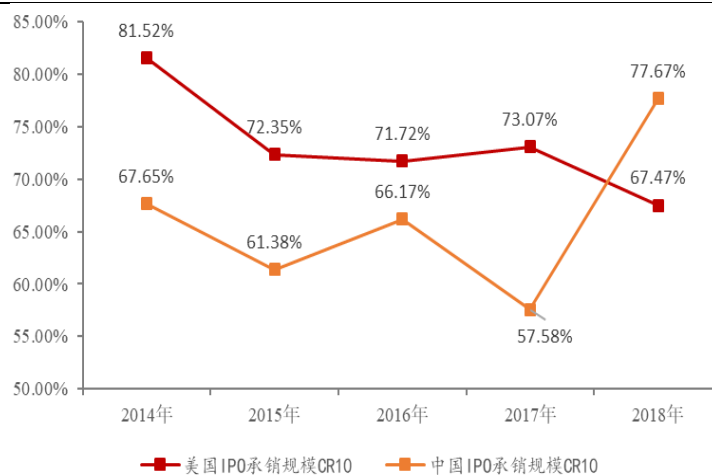


图 10：中美 IPO 承销规模集中度对比



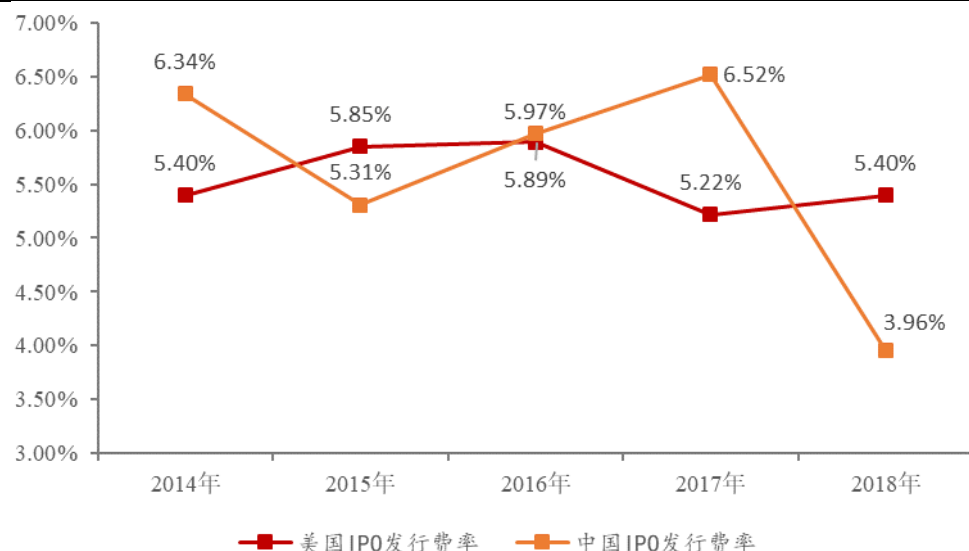
数据来源：Bloomberg、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

数据来源：Bloomberg、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

美国 IPO 发行费率较为稳定，基本保持在 5-6% 之间。从美国 IPO 发行费率来看，基本保持在 5-6% 之间。而国内发行费率波动较大，原有核准制下正常费率在 5-7% 之间，在 2018 年市场低迷时，全年平均费率降至 3.96%；而当前科创板项目费率

较高，在 6-8% 之间，个别单项费率甚至高达 10% 以上。美国作为成熟市场，其 IPO 发行费率具备较强的稳定性和合理性，未来随着国内 IPO 市场的逐步成熟以及头部投行能力的增强，费率仍有下降和稳定的空间。

图 11：中美 IPO 发行费率对比



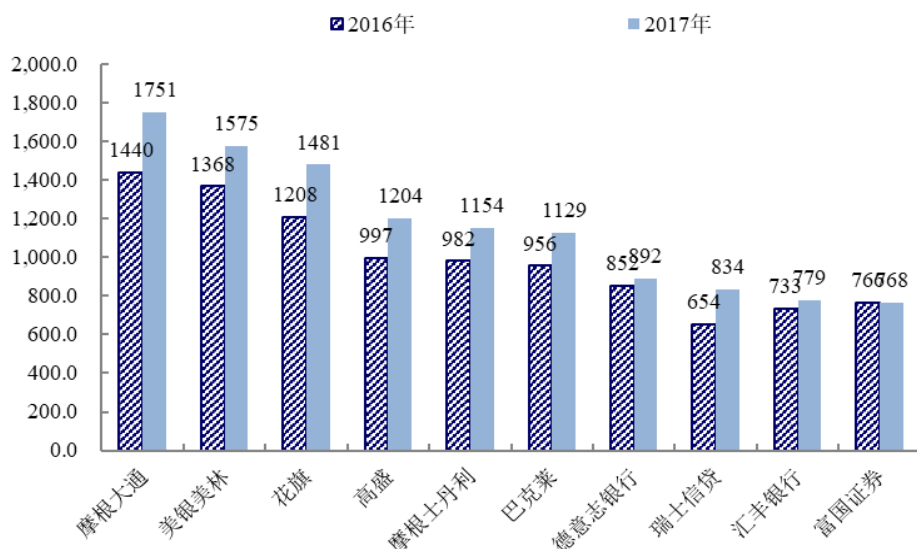
数据来源：Bloomberg、Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

从美国市场来看，股权融资市场竞争格局稳定，且集中度较高，头部投行具备较为明显的规模效应，定价权大，非头部券商在该领域并未看到突围机会。对于国内市场而言，竞争格局尚未稳定，头部券商展示一定的竞争力，但定价权并不高。当前国内股权融资市场集中度有提升趋势，也有提升空间，未来头部券商将展开角逐，而非头部券商在这一领域的业务空间将承受进一步挤压。

2.2 债权融资市场（DCM）：银行市场占比大，券商投行难突围

从美国债权融资市场来看，银行和投行实力不相上下，竞争格局稳定。在债权融资市场，银行和投行同台竞技，从美国市场来看，排名前 10 的席位中，商业银行背景的有摩根大通、花旗、巴克莱、德意志银行、瑞士信贷和汇丰银行，传统投行背景的有美银美林、高盛、摩根士丹利、富国证券，总体来看实力不相上下。从 2016、2017 年披露的排名情况来看，债权融资市场竞争格局稳定，排名波动不大。

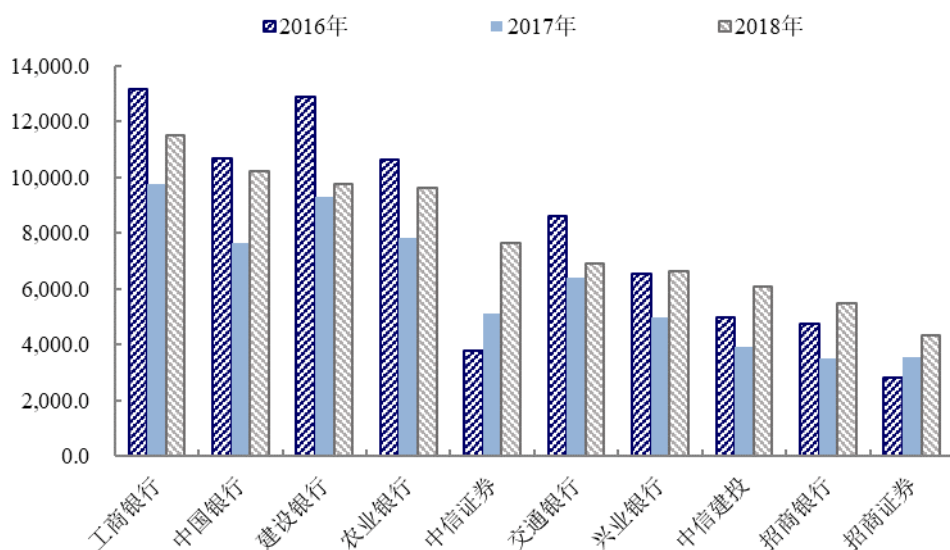
图 12：全球投行债权融资收入排名前 10（按 2017 年排序，百万美元）



数据来源：Dealogic，兴业证券经济与金融研究院整理

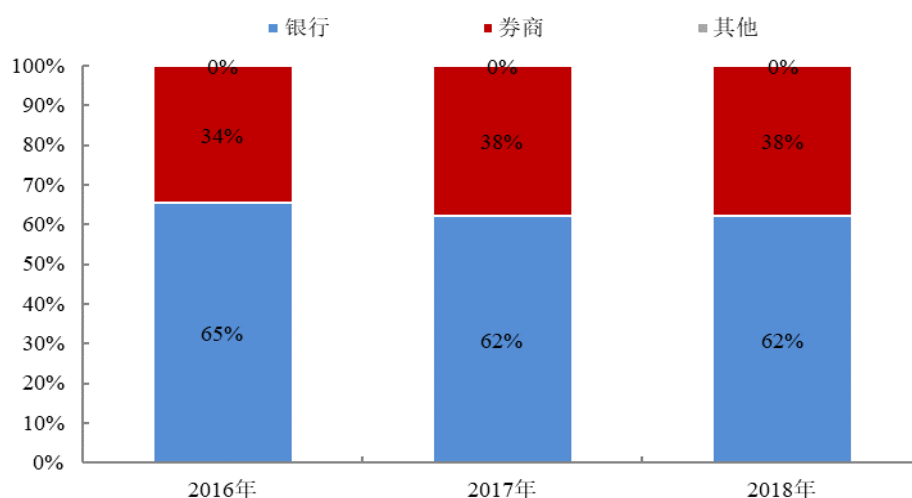
在国内债权融资市场，银行既可以做承销方又可以做购买方，话语权大，市场份额高。从国内债权融资市场来看，发行规模前 10 中银行占据多数席位，且前 4 席位被中农工建四大行牢牢占据。从整体市场份额来看，银行占比在 62%，券商占比在 38%，银行份额较高。从具体细分业务来看，银行在地方政府债、短期融资券、中期票据发行领域具有明显优势，而券商的优势领域在公司债及 ABS。银行所在领域当前发行需求体量较大，且银行既可以做承销方又可以做购买方，因此银行在债券市场话语权较大。

图 13：国内投行债权融资规模排名前 10（按 2018 年排序，亿元）



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 14：国内债权融资市场银行与券商市占率

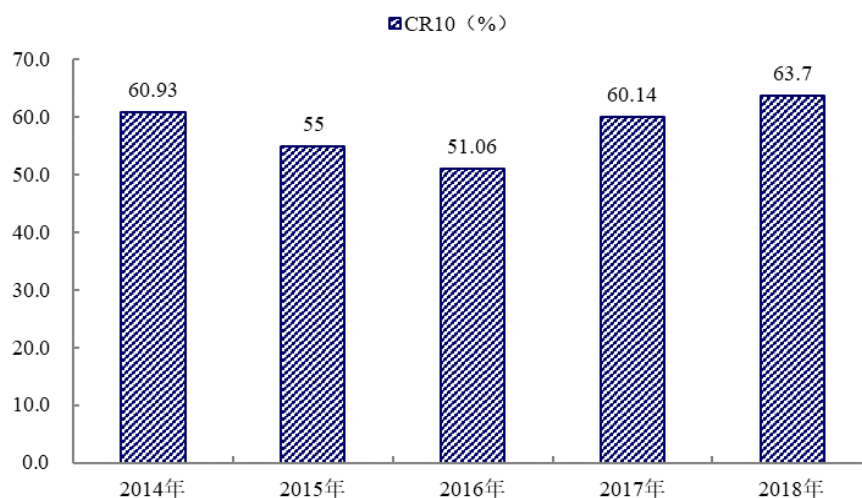


数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

券商债权融资市场集中度有所提升，达 60%，排名梯队正逐步稳固。仅从券商内部来看，债权融资排名前 10 的集中度近两年逐步提高，高达 60%。中信、建投近四年稳占第一第二席位，头部地位逐步巩固。排名前 10 的，如招商、中金、国君、海通等头部券商名次虽时有变动，但始终保持第一梯队。

在债权融资市场，承销商需要丰富的客户基础，较强的分销能力，此外如有雄厚的资本实力充当对手方，则更容易承接到更多项目，这是银行相对于券商的优势所在，也是券商内部头部券商相对于非头部券商的优势所在。因此非头部券商投行在债权融资领域较难出现持续超车的机遇。

图 15：国内债权融资市场券商 CR10



数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

表 5、国内债权融资市场券商排名

排名	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
1	中信证券	中信证券	中信建投	中信证券	中信证券
2	国开证券	中信建投	中信证券	中信建投	中信建投
3	中金公司	国泰君安	国泰君安	招商证券	招商证券
4	中信建投	招商证券	招商证券	德邦证券	中金公司
5	国泰君安	中金公司	海通证券	国泰君安	光大证券
6	招商证券	国开证券	中金公司	中金公司	国泰君安
7	广发证券	海通证券	广发证券	光大证券	海通证券
8	中国银河	光大证券	华泰证券	海通证券	华泰证券
9	国信证券	申万宏源	光大证券	华泰证券	中银国际
10	海通证券	中国银河	平安证券	广发证券	平安证券

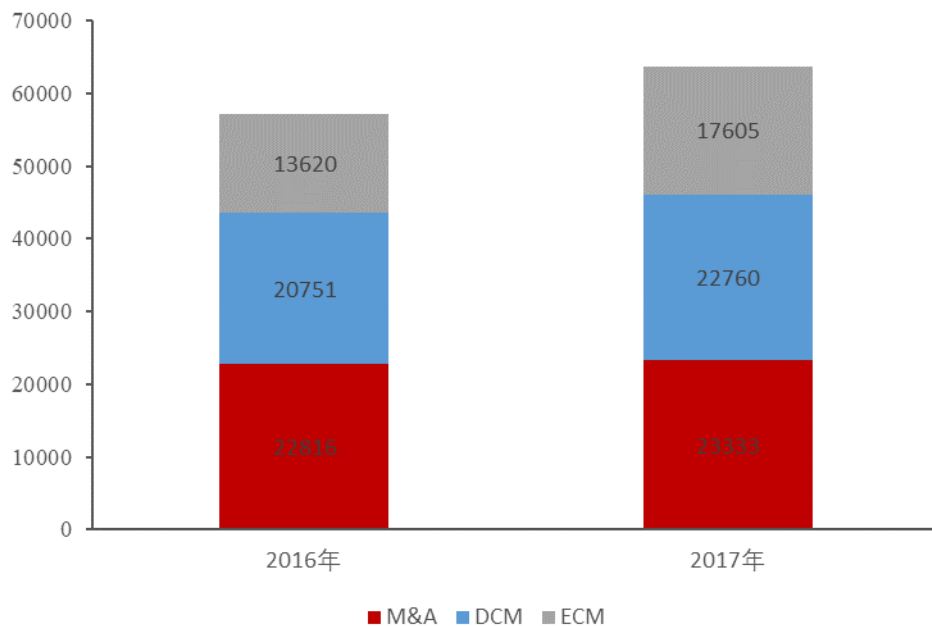
数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

2.3 并购市场 (M&A)：美国精品投行成黑马，国内仍处于萌芽时期

并购与重组间的互补关系在一定程度上平滑了经济周期的冲击，使得并购市场规模相较于股权和债权融资市场更为稳定。并购市场相较于股权和债权融资市场更为稳定，主要源于收购兼并与债务重组两项业务间的互补关系在一定程度上平滑了经济周期的冲击。以金融危机期间为例，2009 年收购兼并交易额从 2008 年的 28650 亿美元下降到 17100 亿美元，同比减少了 36%，但同期穆迪统计的违约债券总值从 2008 年的 50 亿美元猛增到 2390 亿美元。由于重组市场的平滑，2009 年 Lazard 公司虽然收购兼并业务的收入从 2008 年的 8.15 亿美元下降到 5.26 亿美元，但重组业务的收入却从上年的 1.19 亿美元增加到 3.77 亿美元，从而使总收入的降幅不到 20%。

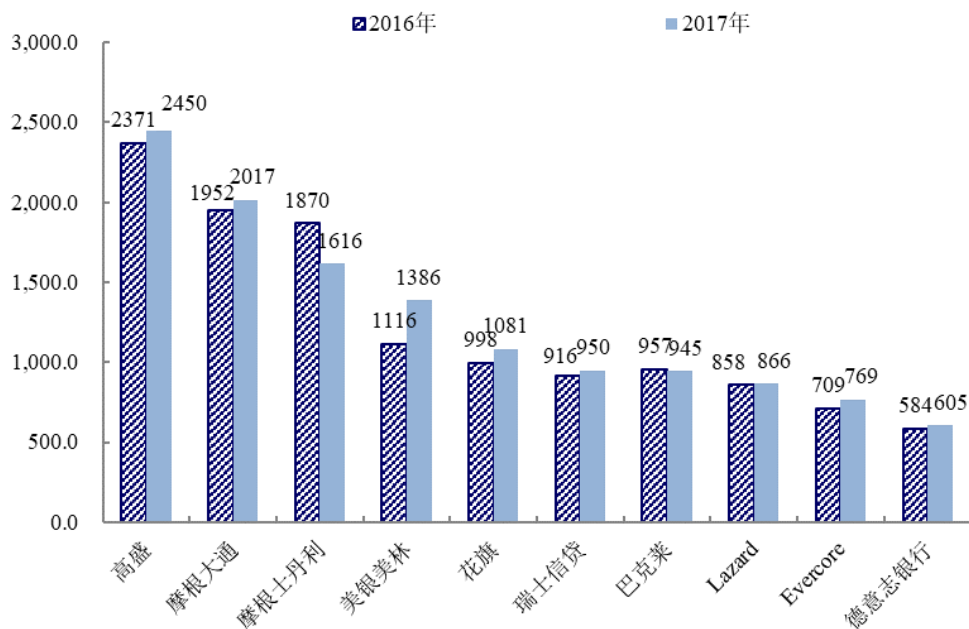
并购市场收入已成为华尔街投行第一大收入来源，其中精品投行跻身行业 top10。除了其业务规模较为稳定的特性，美国市场的并购重组活动也非常频繁，从华尔街投行的收入结构来看，并购市场收入规模已超过股权融资和债权融资市场，成为其第一大收入来源，整体收入规模已超过 200 亿美元。从市场排名来看，高盛、摩根士丹利、摩根大通仍稳居前三，但我们也发现，在排名前 10 的投行中，除了这几个耳熟能详的全能型大投行，也出现了 Lazard、Evercore 这些精品投行的身影。

图 16: 全球投行收入构成 (百万美元)



数据来源: Dealogic, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 17: 全球投行财务顾问收入排名前 10 (按 2017 年排序, 百万美元)

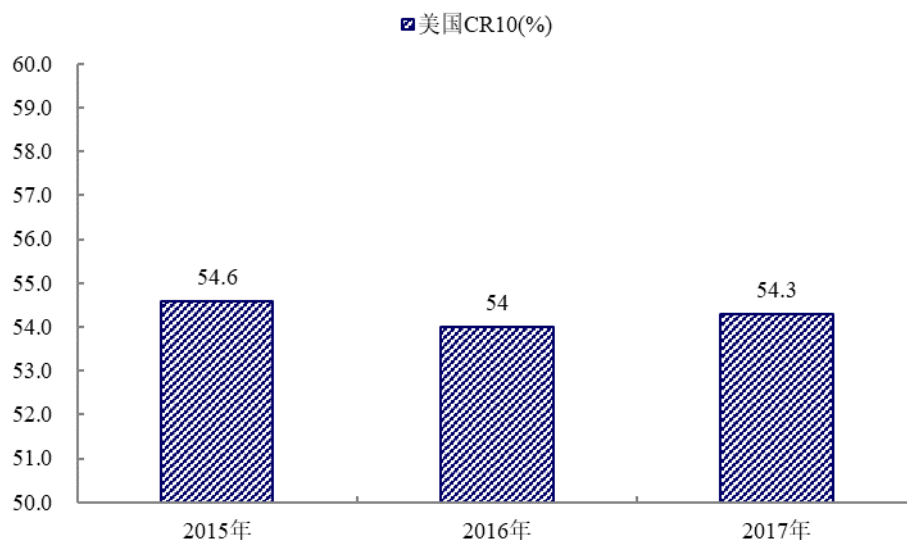


数据来源: Dealogic, 兴业证券经济与金融研究院整理

近 10 年多来, 精品投行在并购领域收入市占率逐年攀升, 在 2018 年已超过 40%。从美国并购市场集中度来看, 排名前 10 的投行收入市占率在 54% 左右。值得注意的是, 根据 Dealogic 统计, 近 10 年多来, 精品投行在并购领域收入市占率逐年

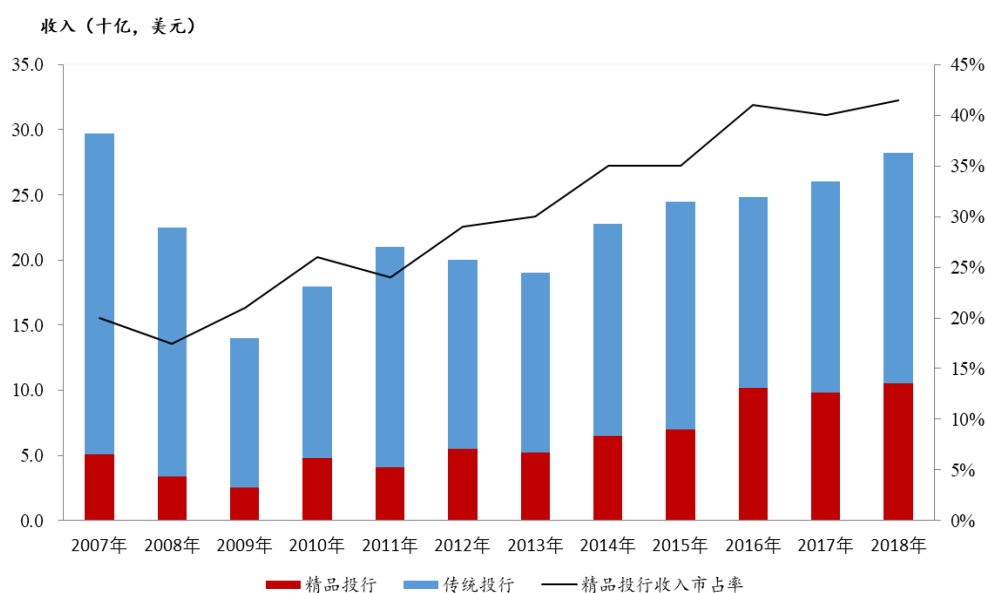
攀升，在 2018 年已超过 40%。2008 年金融危机后，不少传统顶级投行受风险传导影响面临危机，雷曼兄弟申请破产，美林证券被美国银行收购，高盛和摩根斯坦利获准向银行控股公司转型。在此背景下，以并购、重组顾问业务为主，不做自营和销售交易业务的精品投行安全度过危机，且吸收了原本顶级投行的人才团队，开始逐步发展壮大。

图 18: 全球投行并购业务收入 CR10



数据来源: Dealogic, 兴业证券经济与金融研究院整理

图 19: 精品投行在并购领域收入占比逐年攀升

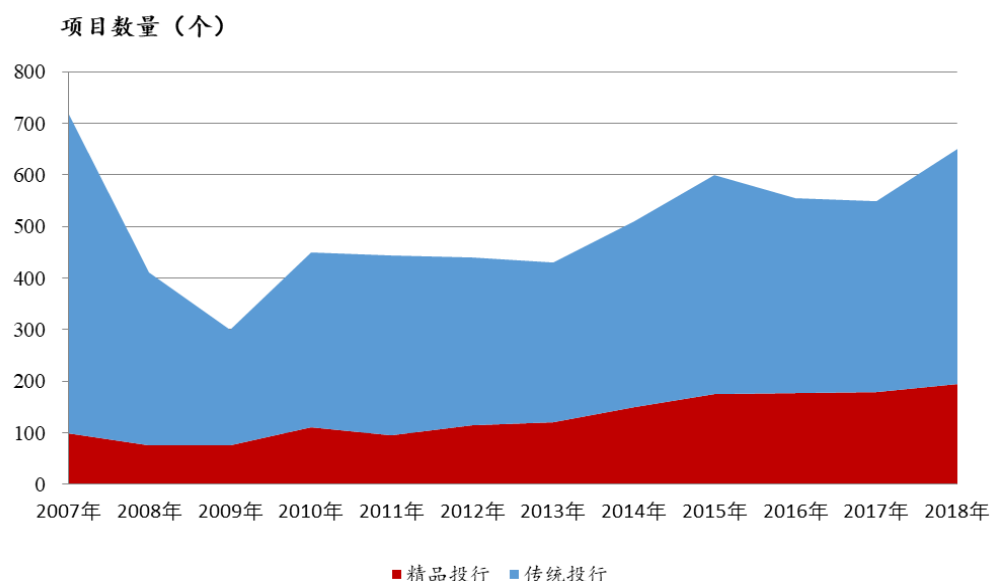


数据来源: Dealogic, 兴业证券经济与金融研究院整理

精品投行不依靠规模效应，凭借完全轻资本的营业模式获取了较高的回报。华尔

街的精品投行通常专注于一个或几个行业领域，提供对应高度专业化的金融服务，以打造投行领域的“精品店”。从统计数据来看，精品投行的收入占比已达到并购市场的 40%，但其实际承接的项目数量其实远低于传统投行，2018 年精品投行项目数量不到 200 个，而传统投行则近 500 个。由此可见精品投行并不依靠规模效应，其凭借完全轻资本的营业模式获取了较高的回报。

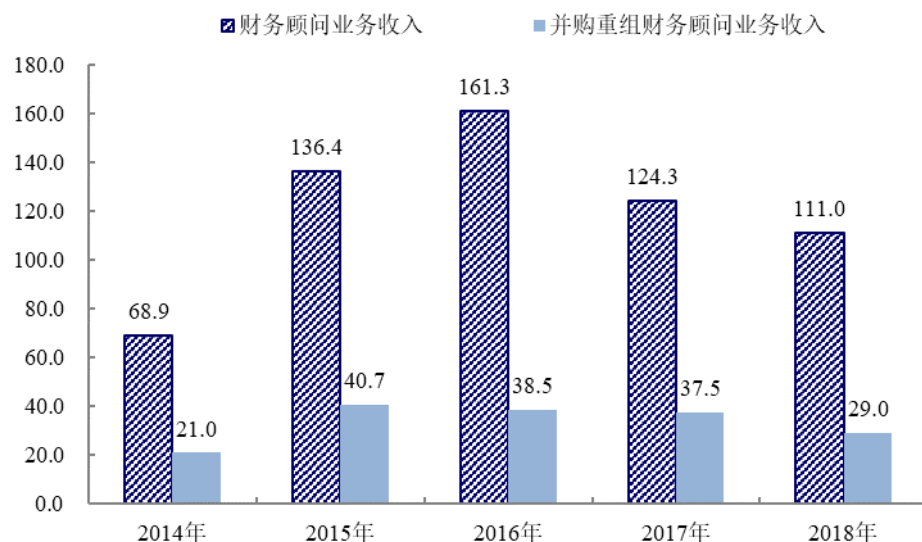
图 20：精品投行财务顾问项目数量稳步增长



数据来源：Dealogic，兴业证券经济与金融研究院整理

国内并购市场远小于美国市场体量，集中度低，竞争格局尚未达到稳态。从国内市场来看，当前财务顾问业务收入体量刚稳定在百亿大关，其中并购市场规模还不足 50 亿元，远小于美国 200 亿美元的市场体量，这主要源于国内的企业融资发展程度不高以及并购重组管制较严。而从财务顾问业务收入集中度来看，2018 年 CR10 仅 36.9%，集中度低；从排名前 10 的证券公司来看，单家之间差距非常小，且格局并未达到稳态，当前业务覆盖较全面的头部券商相对席位较多，但是诸如西南、华融、安信、天风、中泰等中小型券商也曾挤进前 10 榜单。

图 21：国内并购市场不足 50 亿元（单位：亿元）



数据来源：证券业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

表 6、国内财务顾问业务收入及前 10 排名

序号	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
1	中信证券 10.3	中信证券 7.3	中信证券 13.9	中信证券 8.7	中信证券 6.4
2	华泰证券 4.3	广发证券 6.9	广发证券 11.2	中信建投 8.6	中信建投 6.3
3	申万宏源 2.8	西南证券 6.1	中信建投 6.3	华泰证券 8.3	华泰证券 5.6
4	广发证券 2.6	中信建投 5.6	中金公司 6.0	广发证券 5.7	中金公司 4.3
5	西南证券 2.4	华泰证券 5.4	华泰证券 5.9	中金公司 5.0	海通证券 3.7
6	华融证券 2.4	中金公司 4.8	安信证券 5.4	招商证券 4.1	国泰君安 3.4
7	国信证券 2.2	申万宏源 4.8	申万宏源 5.0	国泰君安 3.5	西南证券 3.1
8	海通证券 2.1	华融证券 4.6	国泰君安 4.7	华融证券 3.4	招商证券 3.1
9	中信建投 2.0	安信证券 4.4	西南证券 4.6	中泰证券 3.2	天风证券 2.6
10	国泰君安 1.9	国泰君安 4.0	华融证券 4.3	安信证券 3.0	广发证券 2.3
CR10	47.9%	39.5%	41.8%	43.1%	36.9%

数据来源：证券业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

从美国市场的发展经验来看，随着资本市场和上市企业的逐步成熟，并购重组市场将会有较大发展空间，有望同股权及债权融资共同成为投行业务的主要收入来源。并购重组中需要的金融服务专业程度较高，项目间差异化较大，并不具备规模效应，因此专注于部分领域的精品投行能够在该细分市场中与传统全能投行同台竞争。且其完全轻资产化、重人力资产的经营模式也同样适用于非头部券商。当前国内并购市场仍处于初始发展阶段，竞争格局尚不稳定，有望成为未来非头部券商投行业务突围的重点。

三、国内外精品投行成功之路

3.1 Evercore: 美国精品投行范本，治理有道持续增长

Evercore 是美国精品投行成功的典范。从海外来看，不少精品投行专注于美国庞大的并购市场，他们不从事传统投行看重的自营交易和信用业务，只出售咨询意见。在此单一模式下，精品投行成功占领了一席之地，Evercore 就是其中成功的典范。Evercore 创立于 1995 年，总部位于美国纽约，在 20 多年发展时间里，Evercore 已成长为一家人拥有 1700 名员工，年净收入 21 亿美元，净利润 4.5 亿美元的大型精品投行，被《财富》杂志评选为 100 家增长最快的公司。

表 7、Evercore 主要财务数据(百万美元)

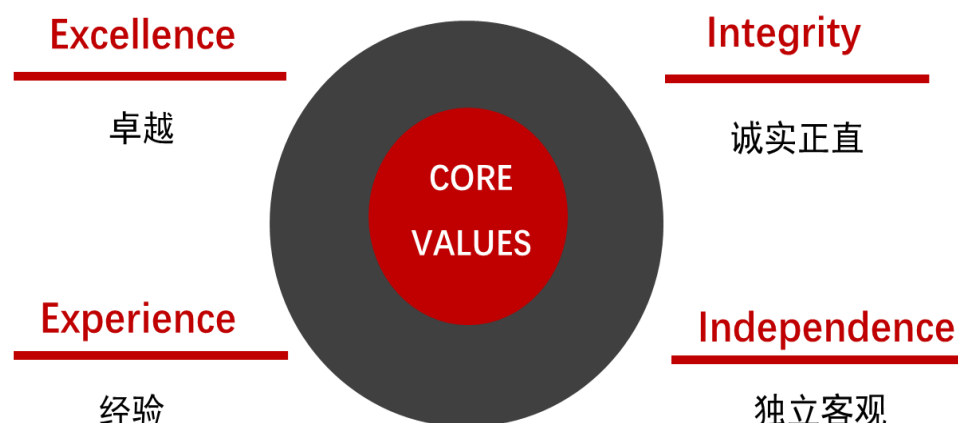
	2016 年	2017 年	2018 年
收入			
投行业务			
咨询业务	1,098	1,325	1,744
证券承销	36	46	72
机构经纪	231	206	200
资产管理	69	68	57
其他	22	10	10
净收入	1,457	1,654	2,083
营运收入	379	426	591
归属于母公司净利润	223	276	454

数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

Evercore 的成功之处我们认为可以归于以下三点：

轻资本的独立运营模式。Evercore 有两个业务部门：投资银行（Investment Banking）和投资管理（Investment Management）。前者主要提供并购咨询、证券承销等有关债务和股票证券的资本市场建议服务、以机构为基础的股票买卖服务和股票研究委任服务，同时，该部门也筹集资金，给在融资过渡期的公司、债权人、股东和潜在性并购者提供再重组建议服务。后者则为机构投资者及高净值个人客户管理金融资产。由于其简单的轻资本业务结构，使得 Evercore 在主业开展上没有太多为其他分支业务协同的需求，而是作为完全独立顾问为客户建议适合其特定情况的融资方案。同时 Evercore 也使得客户坚信其相对于传统投行的业务独立性能为企业提供更好的服务。

图 22: Evercore 企业价值核心



数据来源：公司官网，兴业证券经济与金融研究院整理

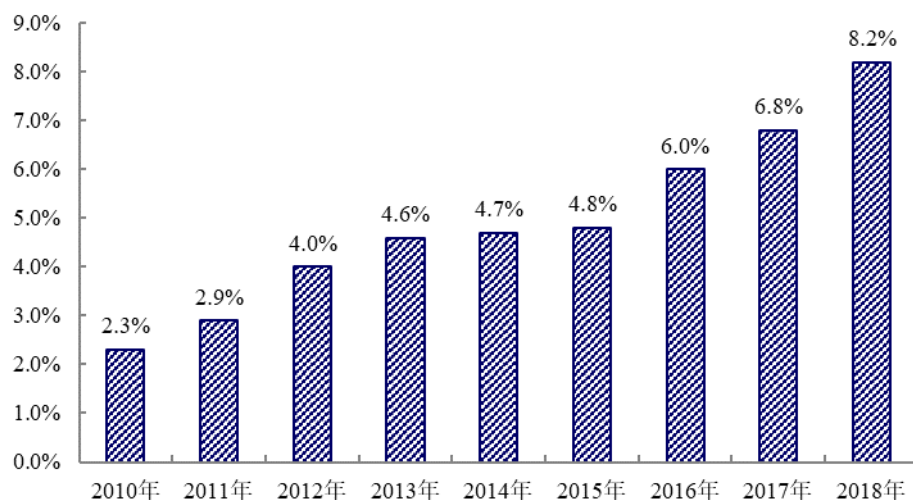
并购重组业务本身具备一定的抗周期性，加之 Evercore 完全轻资本的运营模式也避免了传统投行自营和销售交易带来的风险。2008-2009 年金融危机期间，Evercore 并未受到影响，反而吸收了不少从传统投行出走的优秀团队和个人，自身实力得以壮大。2009 年 Evercore 参与的交易包括：当年最大的并购交易——美国惠氏公司（Wyeth）以 650 亿美元出售给辉瑞公司（Pfizer）的交易，在其中向惠氏公司提供咨询；领导了最大的重组交易——价值 800 亿美元的通用汽车（GM）救援方案；价值最高的杠杆收购交易——私人股权投资 TPG 以 52 亿美元收购 IMS Health 的交易，在其中代表前者。

善于利用人力资本。所有的成功都并非偶然，Evercore 的成功不得不提其创始人罗杰·奥特曼以及现任 CEO 拉尔夫·施洛斯泰因的个人实力和影响力，前者曾任雷曼兄弟和百仕通合伙人，供职过卡特政府和克林顿政府，后者曾任卡特总统顾问，共同创建贝莱德公司并担任总裁 20 年。

除了管理层有过人的实力外，Evercore 也善于从顶级公司聘用优秀的资深员工并给予丰厚的报酬。美国精品投行的平均薪酬高于传统投行，这也是其具备人才吸引力的主要原因之一。2014 年，Evercore 被 Wall Street Oasis 评为“最高薪酬的投行之一”，仅次于黑石，领先于高盛、摩根大通、摩根士丹利、花旗和巴克莱；公司氛围排名排名第三，员工工作/生活平衡比例满意度排名第 2。由此可见，Evercore 不论是员工薪酬还是文化氛围方面，均居于前列，相对于传统投行激励制度更为优越灵活和人性化。

以研究为先导带动业务发展。Evercore 的咨询业务从原本的医疗保健、房地产、交通运输、金融等个别优势领域逐步扩大覆盖，进军消费零售、TMT、能源和工业领域。公司咨询收入市占率从 2010 年的 2.3% 提升至 2018 年的 8.2%，在华尔街投行中排名第四。

图 23: Evercore 咨询业务市场份额

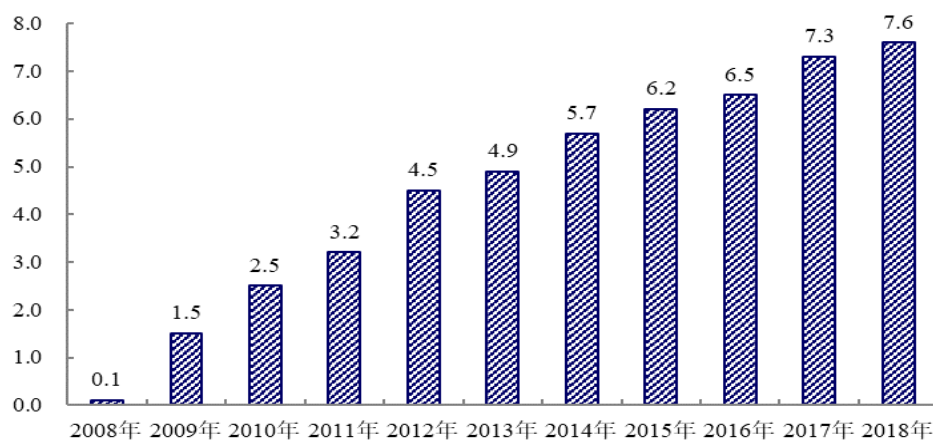


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

Evercore 于 2014 年收购了专注于权益研究的 International Strategy and Investment group (ISI)。ISI 在历年的机构投资者全美研究调查中排名前列，2016 年 ISI 在机构评选中排名第 2，且在投资并购活跃的行业领域拿到 12 个第一。收购完 ISI，Evercore 成功加强了与机构投资者的联系互动，一方面在公司擅长的投并购行业领域，如生物技术、医疗、能源和 TMT，为机构经纪业务带来行业信息，另一方面也为投并购业务增加了潜在买方客户交流的渠道。

除此以外，领先的研究能力也为公司资产管理带来了坚实的业务基础。截至 2018 年底，公司资产管理规模达到 91 亿美元，其中 Evercore Wealth Management 管理的资产增至 76 亿美元。Evercore 资产管理业务发展立足于公司对各行业扎实的研究实力，是投资银行业务产业链的延伸，在此基础上进一步扩大了客户关系网络。

图 24: Evercore Wealth Management 资产管理规模(十亿美元)

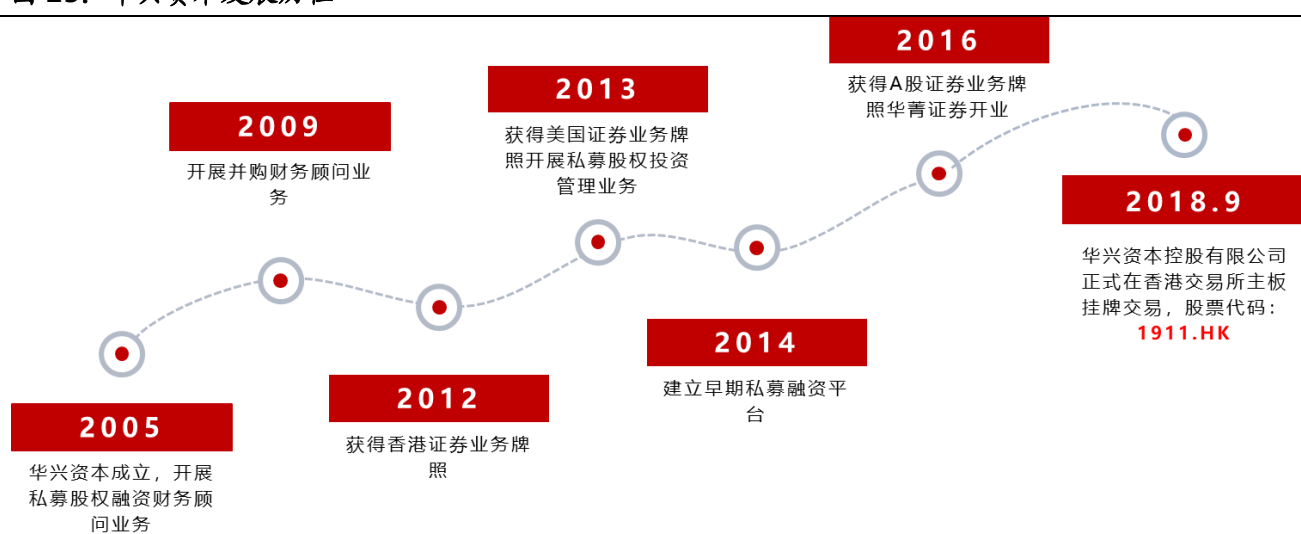


数据来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

3.2 华兴资本：国内精品投行领跑者，深耕行业精耕客户

从国内市场来看，以精品投行定位自身发展的，华兴资本是一个成功的案例。2005年华兴资本创立，是国内成立时间最早的民营 FA 机构之一。华兴资本早期最先开展私募股权融资财务顾问业务，2009 年开始开展并购财务顾问业务，2012、2013 年陆续拿到香港、美国证券业务牌照，完成投资银行的基本构架。2016 年华兴资本通过持有华菁证券，正式获得 A 股证券业务牌照，才奠定了其中国精品投行的定位。

图 25: 华兴资本发展历程



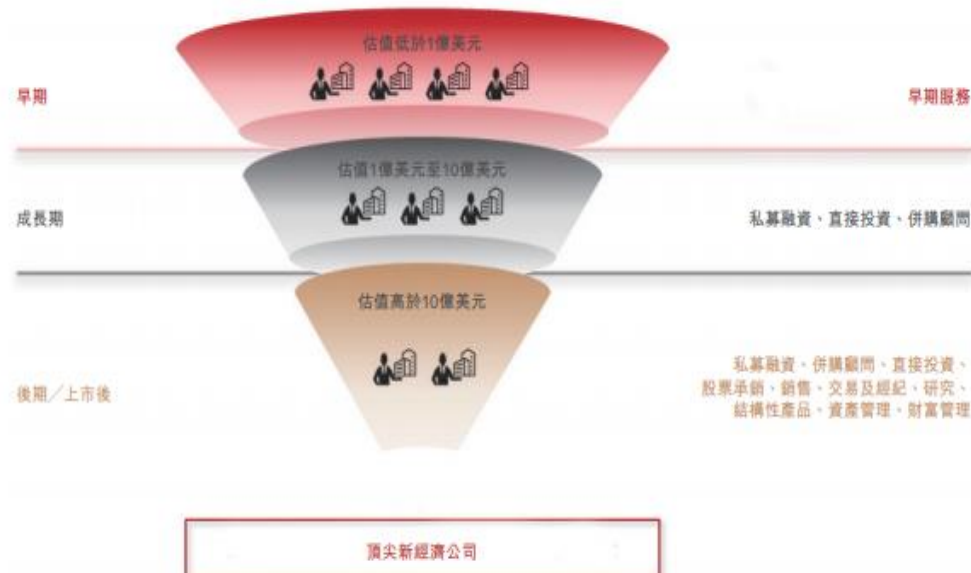
数据来源：华兴资本官网，兴业证券经济与金融研究院整理

从华兴资本的业务模式来看，其致力于为企业提供全生命周期的融资咨询服务。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

华兴资本将客户覆盖模式概况为“漏斗模式”，其特点是早发现、早介入，与企业共同成长。华兴资本从企业初创时期就开始介入，与他们建立起紧密的联系，例如早在 2011 年，华兴就为京东私募融资充当顾问，2014 年撮合京东与腾讯战略合作，在京东 IPO 及增发股票时，华兴即成为其“联席账簿管理人”，为京东金融、京东物流分拆充当财务顾问。

图 26：华兴资本业务模式



数据来源：华兴资本招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

从业务结构上看，投资银行、投资管理、华菁证券是华兴资本的三大业务：

- 1) 投资银行业务是华兴资本的主营业务，收入占比达到 70%，主要为企业提供早期服务、融资及并购咨询服务、股票承销，同时也为机构投资者提供销售、交易、经纪及研究服务。华兴投资银行业务收入中约 75% 来自顾问服务。
- 2) 投资管理业务主要包括旗下华兴新经济基金目前管理的三支人民币主基金、三支美元主基金，重点关注成长期及成熟期的优秀新经济公司，此外华兴医疗产业基金主要专注在医疗健康成长及成熟期投资，持续专注于投资医疗仪器、医药及医疗保健服务等广泛医疗赛道。2018 年华兴私募股权基金认缴资本和资产管理规模（AUM）分别为 32 亿美元及 41 亿美元，较 2017 年同比增长 19% 及 26%。
- 3) 华菁证券主要业务包括股票承销、资产管理、经纪、财富管理等，目前华兴资本从华菁证券主要取得交易、顾问费和利息收入。通过聚焦多券商业务牌照的华菁证券，华兴资本希望在顾问、股票及资产支持证券承销、结构化融资、资产管理及证券投资等多条业务线取得突破。

表 8、华兴资本收入结构数据（单位：千美元）

	2017 年	2018 年	变动
分部收入			
投资银行			
——顾问服务	85,854	111,688	30.1%
——股票承销	7,606	26,982	254.7%
——销售、交易及经纪	5,404	9,042	67.3%
投资管理			
——管理费	28,349	47,328	66.9%
华菁			
——交易及顾问费	7,906	4,719	-40.3%
——利息收入	4,295	11,104	158.5%
总收入	139,414	210,863	51.2%

数据来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

我们认为华兴资本的成功之处在于：

眼光独到深耕行业，踏上中国十年新经济高速发展列车。华兴资本成立的 2005 年，中国互联网经济在经历 2000 年互联网泡沫之殇后刚刚开始重新起步。华兴资本从为互联网初创企业提供融资服务起步，到如今发展成为在香港、美国和内地持有三地业务牌照的领先投行机构，这和国内互联网经济的蓬勃发展关系密不可分。华兴资本在招股书中披露，截至 2017 年 12 月 31 日，中国新经济企业市值或估值最大的 20 家企业中，华兴的客户有 15 家，独角兽公司客户占中国独角兽公司总市值的 56%；截止 2018 年 3 月 31 日，已为约 700 项交易（逾 1000 亿美元）提供顾问服务。在过去 14 年对新经济行业的积淀中，华兴资本在 TMT、医疗保健和消费品领域积累了丰富的客户基础和项目资源，以科创板为例，公司旗下的华菁证券同国泰君安联合保荐了心脉医疗。

表 9、华兴资本超过 1 亿美金已公布的私募融资交易

日期	公司名称	融资规模
2015 年 7 月	滴滴出行	20 亿美元
2016 年 1 月	美团点评	33 亿美元
2016 年 6 月	滴滴出行	45 亿美元
2017 年 2 月	摩拜单车	3 亿美元
2017 年 3 月	快手	3.5 亿美元
2017 年 6 月	摩拜单车	6 亿美元
2018 年 1 月	自如	40 亿美元

数据来源：华兴资本招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

表 10、华兴资本披露的重大并购交易概要

年份	策略并购	意义
2014 年	京东与腾讯战略合作	重塑电子商务业的发展
2015 年	滴滴出行与快的打车合并	成为中国最大的共享出行平台
2015 年	赶集网与 58 同城战略合作	成为新的市场领导者，减少营销开支
2015 年	美团与大众点评战略合作	成为新的市场领导者
2016 年	猫眼拆分及战略重组	打造综合互联网舆论平台
2017 年	猫眼与微影合并	打破三足鼎立局势，成为最大的互联网娱乐平台
2018 年	美团点评收购摩拜单车	进军共享出行市场

数据来源：华兴资本招股说明书，兴业证券经济与金融研究院整理

管理层实力雄厚，薪酬体系高于行业。华兴资本从高管到核心员工均具备多年金融从业背景，其中不乏在国内外知名投行的核心人员。华兴资本创始人包凡曾先后服务于摩根士丹利和瑞士信贷，曾主导了中国联通 56 亿美元的海外上市，这是迄今为止中国最大的 IPO 项目之一；除此以外还担任过国内领先的 IT 服务和软件公司亚信集团股份有限公司的首席战略官，负责投资、并购及战略合作业务。正是看中中国本土高速成长的高科技创业公司对投行融资咨询的需求，才促使其创立了华兴资本。

投资银行作为典型的轻资产行业，人力资本是公司业务开展的核心竞争力。华兴资本薪酬及福利费用近几年一直保持着快速增长，2015 年-2018 年薪酬及福利费用分别为 4357 万美元，6473 万美元、1.01 亿美元、1.31 亿美元，分别占期间总收入的 36.3%、48.5%、72.7%，62.2%。若以 2018 年的薪酬福利费用来计算，人均薪酬年薪达到了 23.60 万美元，折合人民币年薪在 165 万元，月薪达 14 万人民币（税前）。高于行业水平的薪酬体系，不仅对自身员工有正向激励，同时也保持了对优质人才的吸引力。

表 11、华兴资本薪酬占比

	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
薪酬及福利费用（万美元）	4,357	6,473	10,137	13,120
薪酬及福利费用占总收入	36.3%	48.5%	72.7%	62.2%
员工总数				556
人均薪酬（万美元）				23.60

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

四、非头部券商转型精品投行的可行性分析

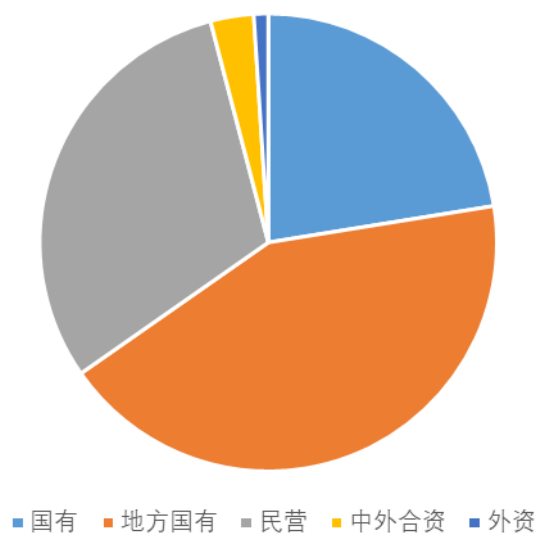
券商牌照管制未来会有所放松，但仍是稀缺资源。当前国内券商牌照仍然实行管制，2019年7月20日证监会发布的《证券公司股权管理规定》及《关于实施<证券公司股权管理规定>有关问题的规定》对券商控股股东做了明确要求，实施证券公司分类管理，支持差异化发展，同时重启内资证券公司设立审批。这也是自2007年内资券商批设暂停后监管层首次重启券商牌照审批。除此以外，7月20日国务院金融稳定发展委员会办公室发布金融开放11条，其中涉及证券行业的一条即是证券公司、基金管理公司以及期货公司等机构的外资股比例限制时间点的进一步松绑，并从原来2021年提前到2020年。尽管券商牌照管制未来会有所放松，但并不会陷入无序竞争，券商牌照仍然是稀缺资源。

国内非头部券商拥有投行牌照，已获得精品投行业务先发的护城河。美国市场券商牌照管制较松，新进入者鳞次栉比，投行业务竞争激烈。而国内券商牌照被严格管制，华兴资本直至2016年控股华菁证券才真正完成国内投行业务的基本架构。国内非头部券商作为已进入者，已经具备业务先发的护城河，与精品投行相关业务的开展并不存在监管壁垒。

国内非头部券商已具备人力资源基础，考核激励体制相对灵活。在人力资源方面，国内多数非头部券商已具备一定的投行团队，有项目承揽承做经验。加之多数以轻资本业务为主，考核激励体制较为灵活。因此非头部券商在转型精品投行业务上，也具备人力和制度的优势。

国内产业集群效应越来越显著，为非头部券商投行深耕所在优势区域产业提供了可能。从当前98家证券公司控股股东背景来看，地方国有比例达43%，且多数为非头部券商。这类非头部券商具备较为明显的地域优势，在控股股东所在省份有丰富的地域业务和项目资源。当前国内产业集群效应越来越显著，各类产业园区、特色产业小镇纷纷涌现，不少地域或省份都逐步打上各自的产业标签。非头部券商投行是否能够深耕所在地域的产业条线，发挥其价值发现功能，为当地企业提供投融资服务，未来或存在可能。

图 27：98 家证券公司控股股东背景



数据来源：证券业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

五、风险提示

投行领域竞争持续加剧、注册制推进不达预期、并购重组市场低迷

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级(另有说明的除外)。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。本报告中的信息、意见等仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦15层	地址：北京西城区锦什坊街35号北楼601-605	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2座52楼
邮编：200135	邮编：100033	邮编：518035
邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn	邮箱：research@xyzq.com.cn