信达证券 CINDA SECURITIES

Research and Development Center

# 更高格局看待券商的核心增量在哪里

证券行业

2020 年 07 月 27 日

王舫朝　非银金融行业分析师

证券研究报告

行业研究——投资策略

证券行业

| 看好 | 中性 | 看淡 |
|---|---|---|

上次评级：看好，2020.07.06

**王舫朝　　非银金融行业分析师**
执业编号：S1500519120002
联系电话：（010） 83326877
邮　箱：wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

# 更高格局看待券商的核心增量在哪里

2020 年 07 月 27 日

## 本期内容提要

- **历史上券商大行情均由增量业绩催化。**历史上 2005-2006、2014-2015 证券行业两轮较大行情分别由股权分置和两融、资管催化。**而本轮我们坚定看好资本市场改革和国家坚定推动的间接转直接融资体系带给券商的投行增量业绩**，相对于前两次，想象空间更大更确定、市场的增量资金更健康，因此我们应以更高格局来看待，本轮行情较前两次更宏大。

- **中国直接融资正迎来快速发展机遇，投行业绩将持续兑现。**我国现发展环境与美国八九十年代情况类似，均处在“产业结构升级”和避免陷入“中等收入陷阱”关键时期。大力发展直接融资对轻资产、轻信用、轻收益的创新企业具有重大意义。2019 年我国直接融资存量为 3.59 万亿元，在社融中的占比仅 14%，结构上以债券为主要融资方式，股权融资占比仅 5%。在资本市场改革的浪潮中，我国在股债融资方面正加速推进各项政策，直接融资有望迎来大发展时代。相较美国 80 年代直接融资的快速发展（融资占比由 70%提升至 85%）带来证券市场的扩容，美国证券行业收入迎来较快提振，从 1980 年的 160.3 亿美元提升至 2000 年的 2452 亿美元，年复合增速达 14.6%，占 GDP 的比重从 0.56%提升至 2.39%。立足直接融资大发展时点，中国投行业务具备较大的想象空间，未来料将逐渐兑现业绩。

- **对标美国，股债相关政策加速推出料将带来资本市场的扩容。**在监管坚定推动间接转直接融资的过程中，股权方面，注册制的推进、再融资松绑、新三板转板有望带来股市的扩容，为股权融资的发展奠定了扎实的制度基础。债券方面，公司债、企业债实行注册制、未来高收益债侧袋机制的引进，以及资产证券化开拓非标转标的新路径，投行将深度参与资本市场扩容的过程，有望带动券商投行业务业绩高增长。

- **银证混业将为券商股权融资带来增量业务，全能投行有望受益。**对标美国金融分业和混业史，混业对券商最大的利好在于直接融资占比的提升，券商有相比银行在股权融资领域的优势。商业银行大型战略客户资源丰富，能够为券商发展股权融资带来业务机会，券商则有望发挥资本中介作用，整合银行客户资源，提供覆盖初创期到成熟期的全生命周期服务，直接融资有望稳步发展。从竞争格局看，全能银行相比独立投行在直接融资方面更具优势，因其在市场扩容时能提供更强的流动性，主要体现在 1）发行人更愿意与具备丰富客户资源，强大分销能力的承销商合作，以便在二级市场提供充足流动性，2）若同时拥有雄厚的资本实力作为交易对手，也将成为买方选择经纪商的重要指标，助力其在揽获项目方面更具优势。

- **未来十年我国投行业务收入空间约 1.27 万亿元。**我们根据美国 1990-2000 年直接融资大发展的 10 年证券化率的提升幅度，假设未来十年中国证券化率有望达到 140%，债权融资增速按 M2 测算，我们预计未来 10 年投行业务收入空间约 1.27 万亿元，其中股权融资收入将达到 6575 亿元，债权融资收入达 6100 亿元左右。2019 年证券行业投行收入约为 500 亿

元，行业收入为 3600 亿元，具备较大增长空间。

- **投资评级：**目前券商行业估值为 1.92x，处于历史中枢附近，考虑到 2015 年上碰过 4xPB，且部分龙头券商估值仍然较低，我们认为估值仍有较大提升空间。此外，整个市场交易量的提升，带来经纪和自营的自我强化。我们建议关注投行业务领先的中信证券，第一创业，以及银证混业利好全能投行逻辑下的银行系券商光大证券、招商证券。
- **风险因素：**政策出现大幅调整、经济下行压力超预期、海外疫情失控影响复工进度、资本市场改革不及预期等

## 目 录


中国直接融资迎来发展新机遇 ..... 1
股权融资-股市扩容望提速 ..... 5
IPO 注册制 ..... 5
再融资 ..... 6
新三板 ..... 7
债券融资-高收益债及证券化制度完善带来更多可投资品种 ..... 8
公司债、企业债注册制 ..... 8
高收益债 ..... 9
资产证券化 ..... 11
银证混业 ..... 13
未来收入空间测算 ..... 17
投资建议 ..... 18
风险因素 ..... 19


## 表 目 录


表 1: 中国注册制、再融资、新三板等资本市场改革 ..... 7
表 2: 2007 年至今公司债政策一览表 ..... 9
表 3: 我国资产证券化相关法规 ..... 13


## 图 目 录


图 1: 美国直接融资及占比（百万美元） ..... 2
图 2: 美国先进制造业和高端服务业占 GDP 的比重 ..... 2
图 3: 美国 IPO 规模（亿美元） ..... 2
图 4: 美国非金融企业直接融资以股权为主 ..... 2
图 5: 中国直接融资存量及占比 ..... 3
图 6: 中国三大产业占 GDP 比重 ..... 3
图 7: 我国直接融资以债券融资为主 ..... 3
图 8: 中美上市公司总市值/GDP（%） ..... 3
图 9: 美国证券行业收入（百万元）及占 GDP 比重 ..... 4
图 10: 本文框架 ..... 4
图 11: 美国双注册制流程 ..... 5
图 12: 中国注册制流程 ..... 5
图 13: 美国股权发行结构 ..... 10
图 14: 美国高收益债发行量（亿美元） ..... 12
图 15: 美国高收益债发行和占比 ..... 10
图 16: 美国 ABS 发行量 ..... 12
图 17: 美国 MBS 发行量 ..... 12
图 18: 资产证券化发行迅速 ..... 14
图 19: 美国混业经营步伐的放开 ..... 14
图 20: 2008 年后高盛投行业务占比提升 ..... 14
图 21: 中国债券市场总承销金额和市场份额（亿元、%） ..... 15
图 22: 全生命周期服务 ..... 15
图 23: 股权承销市场份额(1999) ..... 16
图 24: 股权承销市场份额（2018） ..... 16
图 25: 高收益债承销市场份额(1999) ..... 16
图 26: 高收益债承销市场份额（2018） ..... 16
图 27: 未来十年投行业务空间测算 ..... 17
图 28: 券商 IIPB vs 日均成交额 ..... 18

## 引言

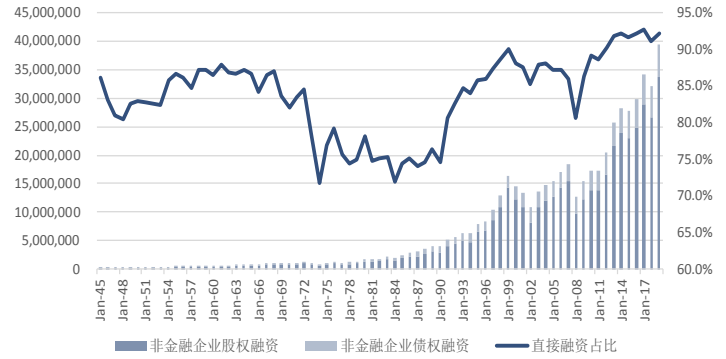
十八大以来，我国经济发展逐渐步入新阶段，我国经济结构也已经发生了实质性的转变，第三产业占比逐年提升，叠加降杠杆的需求以及资管新规下非标转标的迫切需求，间接融资开始逐步让位于直接融资，相关配套制度也随着资本市场改革帷幕的拉开而相继推出，包括科创板和创业板注册制、深改 12 条、再融资松绑、新三板改革、公司债注册制等。本轮资本市场改革立足于发展直接融资来支持实体经济转型升级，这与美国 80-90 年代直接融资发展的大背景（陷入中等收入陷阱和产业结构升级）有着极其相似之处。

本文我们将重点对比美国在转变直接融资，服务科技创新企业的过程中在制度上的推进和创新，探讨中国未来在股权融资和债权融资方面在制度上可以实现的突破点，来阐述直接融资发展的新格局。我们认为，得益于客户资源、渠道、规模以及资本金优势，全能型投行在直接融资发展中将超越独立投行。

## 中国直接融资迎来发展新机遇

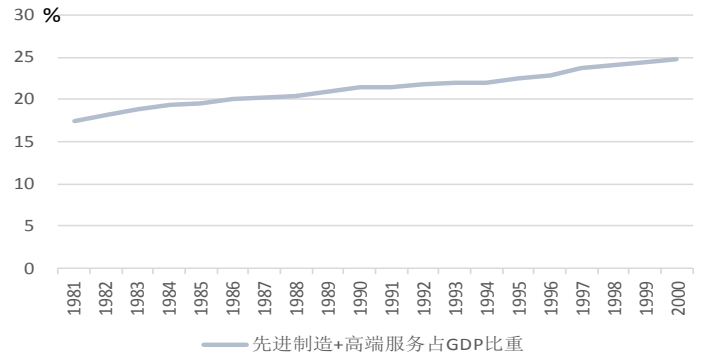
美国以直接融资为主，自上世纪 80 年代开始逐步发展，90 年代初期直接融资比重已经超过 80%，此后一直保持 80-90%区间。其中股权融资对直接融资的发展起到了重要的作用，尤其是 80 年代开始美国经济开始从工业向消费服务和科技行业转型，对股权融资的依赖度大幅提升，其占直接融资的比重由 1980 年的 40%左右升至 2000 年的约 85%。股权融资主要包括股权投资基金融资和二级市场股市融资。得益于科创企业的兴起带来股市的扩容，股权融资增长稳定，1980-2000 年 CAGR 达 13%。债券承销方面，证券化工具在 80 年代开始增长显著，1985-2000 年 CAGR 增长达 41.5%。美国直接融资占比较高主要原因既有政策也有社会因素，1、**金融自由化改革。**上世纪 80 年代的金融自由化改革（利率市场化和汇率自由浮动）使得金融脱媒成为重要趋势，资本市场增速开始超越银行。2）**经济结构的转变，尤其是高科技产业等经济新动能的发展将催生直接融资的需求。**新兴产业初创时具有盈利少、资产轻的特点，不符合传统银行融资的要求，而直接融资体系具备市场化定价、风险共担、利益共享、服务层次更多元化的特性，有利于推动中小企业以及创新企业发展。

图 1：美国直接融资及占比（百万美元）



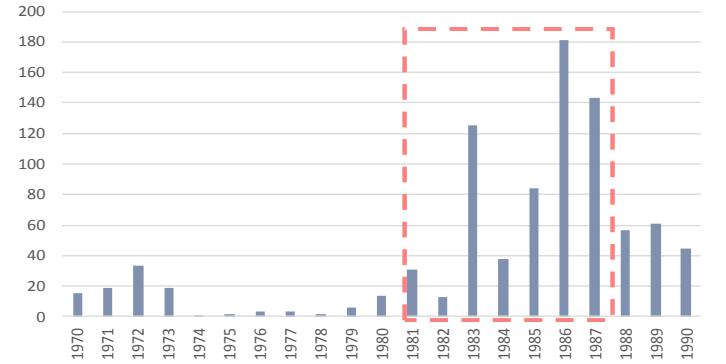

资料来源:Wind，信达证券研发中心

图 2：美国先进制造业和高端服务业占 GDP 的比重



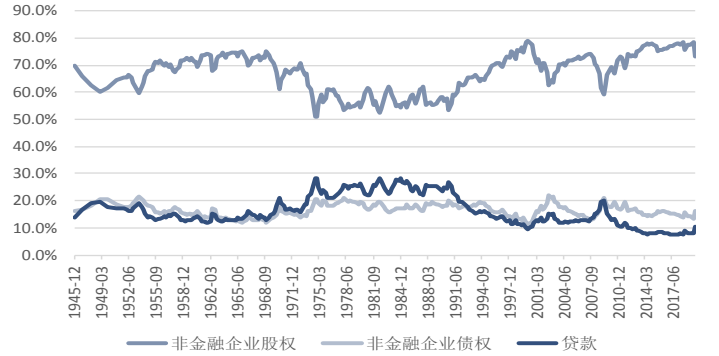

资料来源: Wind，信达证券研发中心

图 3：美国 IPO 规模（亿美元）




资料来源:Wind，信达证券研发中心

图 4：美国非金融企业直接融资以股权为主

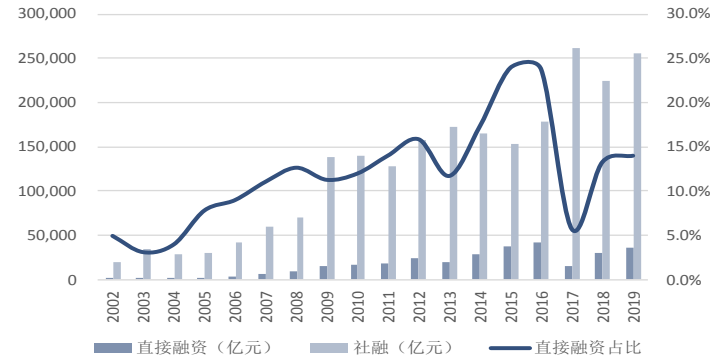



资料来源: Wind，信达证券研发中心

2019 年中国直接融资存量为 3.59 万亿元，在社融中的占比为 14%，远低于发达国家，体现在证券化率上远低于美国（2018 年证券化率：中国 45.52%vs 美国 147.89%）。结构上和美国刚好相反，债券融资占比较高，股票融资占比仅 5%。从非金融企业市值/GDP 来看，我国仅占 50%，远低于美国（远超 100%）。以 80-90 年代同样面临“中等收入陷进”以及产业结构转型升级问题的美国为参考，我国在股债融资方面加速推进各项政策，直接融资有望迎来大发展时代。对标美国，中国在支持新经济股权融资上也涵盖了私募股权融资和股票融资，拥有专注服务于创新小微企业融资和股权转让的新三板、服务高科技企业的科创板以及服务创新型中小企业的创业板。债券融资方面，为支持实体经济，我国也在不断完善公司债注册制；对标

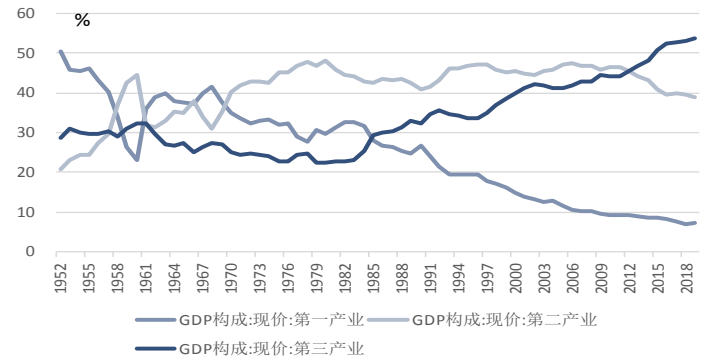
美国 80-90 年代垃圾债盛行、ABS 发行提速，支持中小企业创新的高收益债以及资产证券化制度也在大力发展中。我们认为中国直接融资的快速发展，一方面得益于满足经济转型需要（第三产业占比不断上升）以及资管新规对非标融资的限制，另一方面，重要配套制度的创新（科创板和创业板注册制推出、新三板转板、再融资和并购重组松绑等），叠加后续可能相继推出或放松的制度对发展直接融资将起到关键作用。

**图 5：中国直接融资存量及占比**



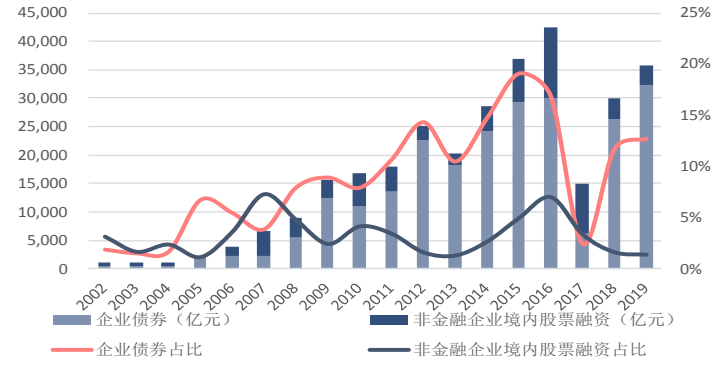

*资料来源:Wind，信达证券研发中心*

**图 6：中国三大产业占 GDP 比重**



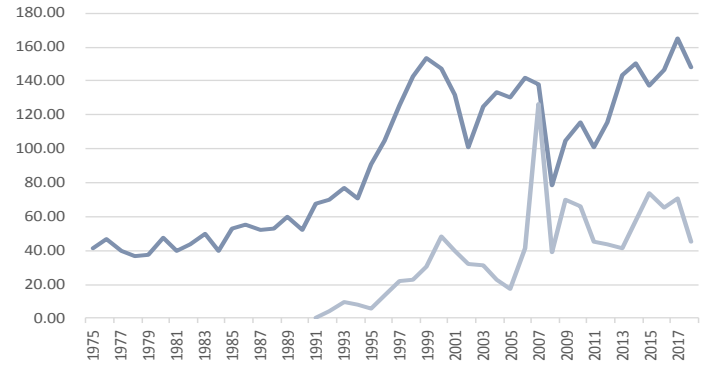

*资料来源: Wind，信达证券研发中心*

**图 7：我国直接融资以债券融资为主**



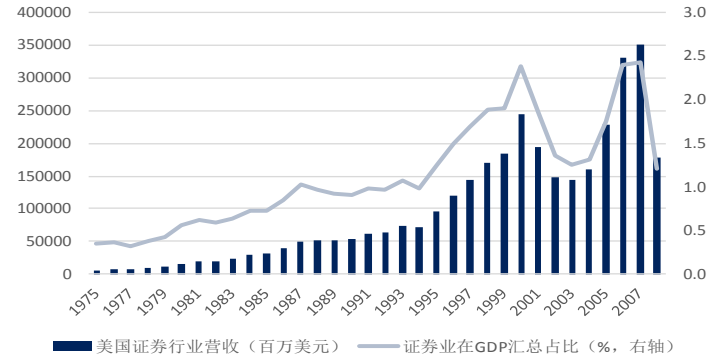

*资料来源:Wind，信达证券研发中心*

**图 8：中美上市公司总市值/GDP（%）**




*资料来源: Wind，信达证券研发中心*

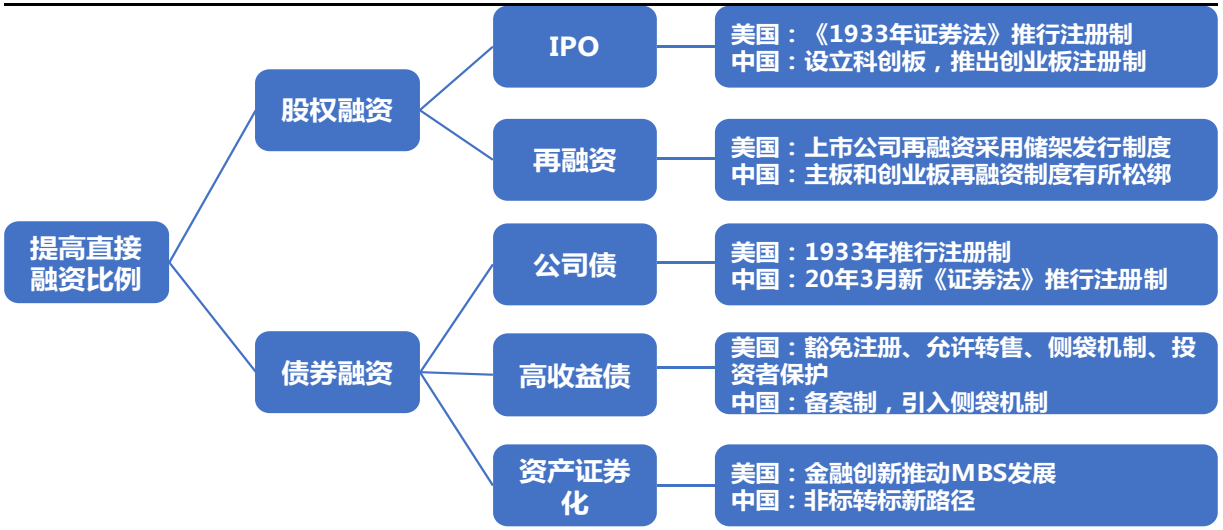
图 9：美国证券行业收入（百万元）及占 GDP 比重




*资料来源: SIFMA，信达证券研发中心*

**相较美国当年，中国投行业务具备较大的想象空间，未来料将逐渐兑现业绩。**80 年代直接融资的快速发展带来证券市场的扩容，美国证券行业收入迎来较快提振。1980-2000 年，证券业务收入从 160.3 亿美元提升至 2452 亿美元，年复合增速达 14.6%，占 GDP 的比重从 0.56%提升至 2.39%。我们认为目前中国直接融资的纵深推进也有望带来资本市场的快速扩容，给中国的投行带来更多业务机会，收入未来料将逐步兑现。

图 10：本文框架




*资料来源:信达证券研发中心*

# 股权融资-股市扩容望提速

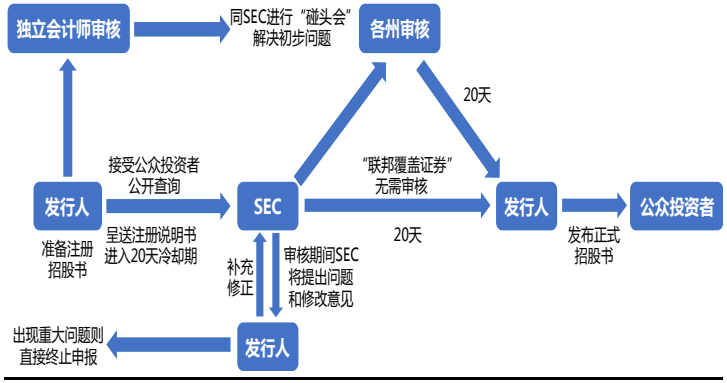
**注册制的推进、再融资松绑、新三板转板有望带来股市的扩容，为股权融资的发展奠定了扎实的制度基础。**

## IPO 注册制

**注册制为股市扩容带来了机会，为股权直接融资的蓬勃发展奠定了制度基础。**

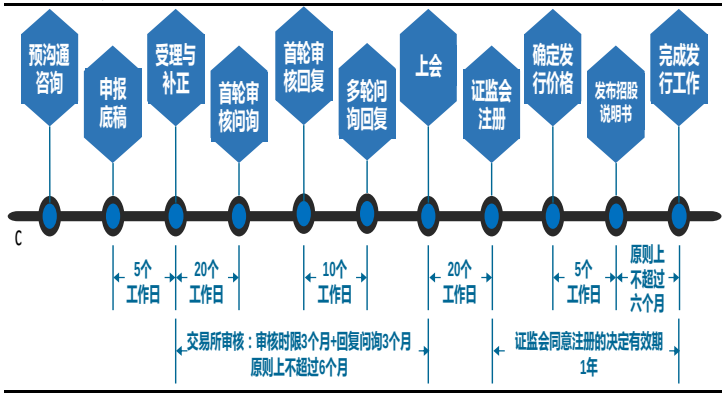
1）**美国历史上长期采用注册发行制度。**从美国经验看，美国注册制起源于《1933 年证券法》。美国实行联邦和州政府协调的“双重注册制”，体现在发行和审核分离，SEC 负责发行审核，以信息披露为核心进行合规性审核，交易所负责上市的实质审核。美国注册制贯彻市场化原则，审查核心在于信息充分披露，发行人和承销商需对材料的真实性负责，而真正的投资决策权交由市场。宽松的入市规则提升了企业上市融资的效率，降低了发行成本，并且通过加大违法惩治力度加大投资者保护。

**图 11：美国双注册制流程**




*资料来源:SEC、信达证券研发中心*

**图 12：中国注册制流程**




*资料来源:证监会、信达证券研发中心*

2）**中国已推出科创板和创业板注册制，未来有望在主板推开。**近年来资本市场改革如火如荼，“深改十二条后”，新《证券法》的修订为注册制的推出打造了顶层设计。科创板注册制的火速推出，为高科技企业提供新的融资渠道，同时为存量板块的改革提供了重要借鉴意义。比起核准制，注册制最大的特点在于遵循市场化机制，在上市标准、定价机制、做空机制、退市制度、涨跌幅等方面都给予了差异化安排，有利于市场价值的合理发现，带来股市的扩容，创业板注册制第一批企业即将上市，未来或将进一步推广至主板。此外，注册制也改变了以往由卖方主导、新股发行供不应求的局面，券商逐步告别发行通道的角色，回归定价和销售本源，对券商的核心能力包括定价能力、承销能力、资本实力（科创板跟投）、销售能力、投资研究能力等方面都提出了较高的要求，头部券商将充分获利。从 2019 年科创板注册制推出以来，截止 2020 年 7

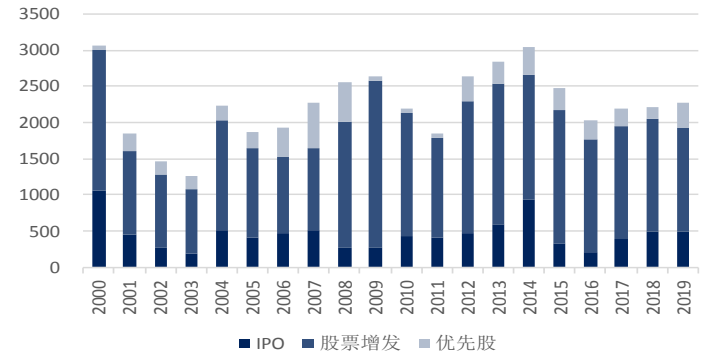
月 20 日总共上市科创板企业 140 家，总市值达到 2.6 万亿元，券商的承销收入亦出现明显的增长，且向头部集中的趋势愈发明显。2019 年科创板贡献券商承销保荐收入 50.7 亿元，占 IPO 承销费用约 45%，贡献投行业务总收入 13.4%。

## 再融资

**再融资发行条件的松绑有助于提升融资效率。**

1）**在美国，上市公司再融资主要采用储架发行制度。**储架发行制度允许发行人在注册生效后在一定时限可以自主选择多次发行证券，简化了审批流程，为再融资提供了便利。SEC 对满足特定条件的上市公司要求较为宽松，只要满足所筹资金合法合规以及投资者有购买意向的要求，拟增发股份的公司不受业绩、时间以及比例的限制，但监管对上市公司发行前的资质审核以及信息披露的准确性和完备性上有着较高的要求。

**图 13：美国股权发行结构**




*资料来源: SIFMA，信达证券研发中心*

2）**中国主板和创业板再融资制度有所松绑，已秉持注册制理念推出科创板再融资制度。**在我国，非公开发行股票是 A 股上市公司最主要的融资手段，但 2016-2017 年再融资新规和减持新规实施以来造成锁定期延长，折价空间受压缩，发行对象数量，发行规模和频率均受到更大限制，制约了上市公司再融资和投资者认购积极性。2018 年因流动性危机开始松绑再融资规则，并于 2020 年初正式出台了《上市公司非公开发行股票实施细则》，对非公开发行股票定价、锁定期限、发行数量、减持要求以及创业板发行条件等均进行了松绑。更进一步，2020 年 7 月 3 日，证监会发布《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》，规定科创板再融资不再将盈利要求作为发行条件，并严格贯彻以信息披露为核心的证券发行注册制理念。再融资制度的不断创新和落地，通过优化注册程序，精简优化发行条件，强化信息披露和违法违规追责力度，此外还引入小额快速融资，最大限度压缩审核注册期限，有望提升上市公司的融资效率，将加速资本对科技创新的服务。预计未来科创板再融资制度或将进一步推广至主板和创业板等存量板块。更进一步，在注册制改革下，我国资本市场

已具备储架发行的基础，且已开展的债券储架发行也为进一步落实非公开发行储架制度给予了本土化的经验。若储架发行制度设立，将提升再融资的活跃度，为信息披露完备的公司以及合规经营的公司提供便利的融资渠道，同时违法违规力度的加大也对上市公司形成了约束机制，助力上市公司高质量发展，有利于促进直接融资的快速发展。

## 新三板

**新三板改革弥补多层次资本市场短板，为中小企业打通上市路径，打开券商投行业务空间。**

**1）美国转板机制较为成熟。**美国 OTCBB 市场股票只要净资产达到 400 万美元，年税后利润超过 75 万美元，或者市值达到 5000 万美元而股东在 300 人以上、股价达到每股 4 美元的，就可直接进入纳斯达克小型资本市场，若净资产达 1000 万美元以上，则可进入到纳斯达克国际市场。从定位来看，不同于中国的三版，美国 OTCBB 市场更多定位是中小企业孵化器，是进入纳斯达克的重要后备力量。

2）**中国新三板改革中首次引入转板机制。**2019 年 9 月在证监会深改 12 条提出加快新三板改革后，去年 10 月证监会正式启动全面深化新三板改革，最重要的变化是**新三板设立精选层，并引入转板上市机制，**即新三板采用公开发行制度，优质创新层其企业可经过主板券商保荐进入精选层，挂牌满一年及可向交易所申请转板至科创板和创业板上市。转板机制的引入将大大缩短优质新三板企业上市的时间，打通企业成长壮大的上市通道，并吸引更多具有发展潜力的中小企业挂牌融资，扶持优质创新创业企业做大做强，支持直接融资的发展。此外，设立精选层也是完善多层次资本市场建设的重要举措，改革后将形成“基础层-创新层-精选层”的三层市场结构，满足不同发展阶段以及不同类型企业的差异化需求。互联互通方面，精选层起着承上启下的作用，是连接着新三板和交易所市场的重要环节，除了向上建立转板机制，建立互联互通渠道，同时还向下和区域市场探索创新路径。截止 2020 年 7 月 15 日，精选层受理企业数量已达到 70 家，32 家已通过核准，进入发行阶段。对券商来说，新三板改革将同样带来资本市场的扩容，为券商带来挂牌精选层保荐和转板上市保荐的业务增量，具备优质定价、销售能力以及研究能力的券商有望获益。

**表 1：中国注册制、再融资、新三板等资本市场改革**

| 日期 | 政策 |
|---|---|
| 2018 年 11 月 5 日 | 习近平提出设立科创板并进行注册制试点 |
| 2019 年 6 月 21 日 | 科创板正式开板 |
| 2019 年 7 月 22 日 | 科创板首批 25 家挂牌上市 |
| 2019 年 10 月 18 日 | 证监会发布《上市公司重大资产重组管理办法》 |
| 2019 年 10 月 20 日 | 证监会副主席李超提出推进创业板改革并试点注册制 |
| 2019 年 10 月 25 日 | 证监会启动全面深化新三板改革 |

| | |
|---|---|
| 2019 年 11 月 8 日 | 证监会就修改《上市公司非公开发行股票实施细则》等再融资规则公开征求意见 |
| 2019 年 11 月 8 日 | 证监会就《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》公开征求意见 |
| 2019 年 12 月 13 日 | 证监会发布《上市公司分拆所属子公司境内上市试点若干规定》 |
| 2020 年 2 月 14 日 | 证监会发布再融资新规 |
| 2020 年 3 月 6 日 | 证监会就《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》公开征求意见 |
| 2020 年 4 月 27 日 | 证监会就创业板改革并试点注册制主要制度规则向社会公开征求意见 |
| 2020 年 4 月 30 日 | 证监会就《非上市公众公司监管指引第 X 号——精选层挂牌公司持续监管指引（试行）》公开征求意见 |
| 2020 年 6 月 3 日 | 证监会发布《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》 |
| 2020 年 6 月 12 日 | 证监会发布创业板改革并试点注册制相关制度规则 |
| 2020 年 7 月 3 日 | 证监会发布《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》 |

*资料来源：证监会，信达证券研发中心*

## 债券融资-高收益债及证券化制度完善带来更多可投资品种

**公司债、企业债实行注册制、高收益债券市场扩容以及资产证券化的监管放松，是券商投行业务的第二推动力。**

### 公司债、企业债注册制

**公司债、企业债注册制的落地，促进直接融资改革纵深推进。**

1）美国债券市场发展较早，制度建设相对较完善，早在 1933 年便出台了《证券法》，实行以注册制度为基础的信息披露制度。

2）2020 年 3 月，我国新《证券法》颁布，公司债和企业债推行注册制，降低了企业的融资难度，提升融资效率。其中最重要的变化之一就是放宽了公司债、企业债的发行条件，例如第一取消了“公司公开发行债券，股份有限公司净资产不低于人民币三千万元，有限责任公司的净资产不低于人民币六千万元”的规定，为轻资产企业、中小微企业、新兴产业企业和科创企业等开辟了新的融资渠道，更好服务于当前的实体经济；二是取消了“累计债券余额不超过公司净资产的百分之四十”的规定，既能避免对不同行业企业因财务杠杆存在显著差异的“一刀切”，也有利于缓解通过财务造假扩大净资产规模的问题；三是不再实施暂停上市制度，一定程度上减少了债券流动性突然消失的风险。公司债和企业债由过去的核准制转为注册制，极大地减少了行政审批阻力。债券注册制的纵深推进，给中小企业带来更多的直接融资机会。目前在“抗疫”实现“六保”

的环境下，解决实体经济融资贵融资难的问题再次提上了日程，本次注册制改革能够在较快的时间内有效提高债券一级市场容量，进一步为实体经济输血。

**表 2：2007 年至今公司债政策一览表**

| 发布日期 | 法律法规名称 | 政策解读 |
|---|---|---|
| 2007 年 8 月 | 《公司债券发行试点办法》 | 拉开公司债发行大幕 |
| 2008 年 1 月 | 《关于推进企业债券市场发展、简化发行核准程序有关事项的通知》 | 发改委简化了审批程序，取消担保硬性规定，也取消 3 年连续盈利的要求 |
| 2008 年 10 月 | 《上市公司股东发行可交换公司债券试行规定》 | 公司债发行主体上的进一步延伸 |
| 2013 年 3 月 | 《公司债券发行管理暂行办法（讨论稿）》 | 公司债券发行管理暂行办法完成征求意见；非开发行包括所有公司制企业法人；取消吓放发审委审核和保荐人保荐制度 |
| 2013 年 10 月 | 《关于商业银行发行公司债券补充资本的指导意见》 | 将证监会的公司债概念和银监会的带有减记条款的二级资本工具结合 |
| 2014 年 6 月 | 《上海证券交易所可交换公司债券业务实施细则》 | 加快了可交换债券的发行，上市公司股东可以通过抵押股票给托管机构来发行公司债券，该债券持有人在未来某个时期，能按照债券发行时间约定的条件将持有的债券换取上市公司的股权，与可转换债券相比，发债主体和偿债主体、可交换股份来源不同。 |
| 2015 年 1 月 | 《公司债券发行与交易管理办法》 | 首先取消发审委审核和保荐人保荐制度；发行主体从“上市公司"扩展至所有公司制法人（不包括地方政府融资平台），但不包括境外注册公司，境内子公司在境外的母公司可以提供妲保；新增非公开发行/面向合格投资者，不超过 200 人；去除关于未偿余额不超过 40%净资产要求，但作为上位法的《证券法》第十六条的约束仍然存在；非公开发行可以低于 1 年；去除一年以上的要求。非公开发行限于'合格投资者'，包括金融机构及其产品，名下金融资产不低于人民币三百万元的个人投资者；理财产品需要穿透 |
| 2015 年 3 月 | 《上海证券交易所公司债券上市规则（2015 修订）（征求意见稿）》、《债券市场投资者适当性管理办法（2015 年修订）（征求意见稿）、《上海证券交易所非公开发行公司债券业务管理暂行办法（征求意见稿）》 | 证监会规范发展债券市场的总体部署，进一步规范公开发行公司债券业务体系，加强投资者适当性管理 。 |
| 2020 年 3 月 | 《关于公开发行公司债券注册制有关事项的通知》、《关于企业债券发行实施注册制有关事项的通知》 | 推动注册制，降低发债门槛，提高债券市场流动性 |

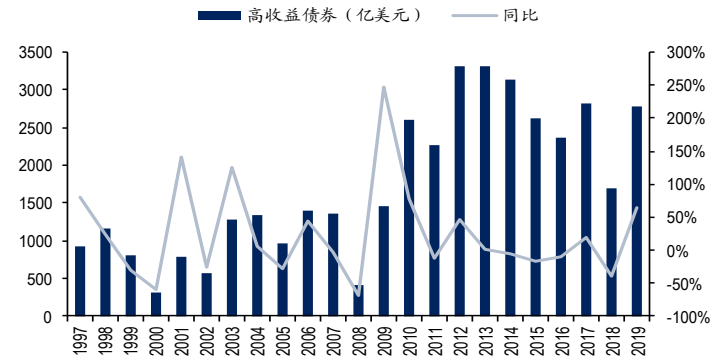
*资料来源:证监会，信达证券*

## 高收益债

中国债券市场高速发展，债券余额规模超过 90 万亿元，排名世界第二。但债券市场存在结构失衡问题，即债券发行人大多为大型企业，评级多为 AA+，AAA，对中小企业融资的包容性不够。同时，由于发行主体资质较好，承销券商议价能力极低。2019 年券商债券承销平均费率为 0.4%-0.5%，与高盛（1%）仍存在一定差距。

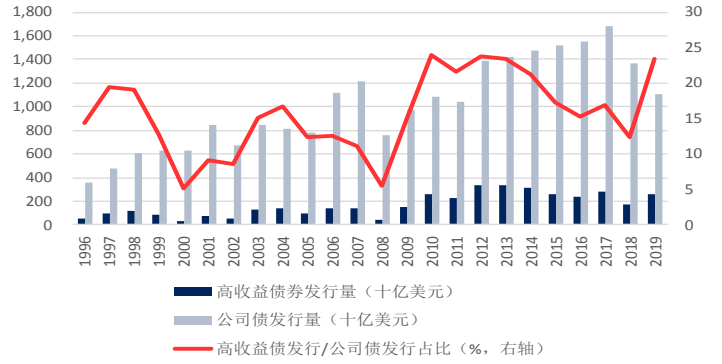
**高收益债市场或有扩容趋势，支持中小企业科技创新。**高收益债是由非金融企业发行的信用评级低于投资等级的债券，标普、惠誉评级 BB+及以下、穆迪评级为 Ba1 以下的债券为高收益债。高收益债起源于美国，上世纪 70 年代，在石油危机、通胀高企的背景下，美国中小企业对融资需求十分迫切，高收益债券应运而生。80 年代，由于利率水平较低，机构投资者开始大量配置高收益债，来寻求更高的资产回报。随着金融监管的放松，高收益债大量应用于杠杆收购中，市场空间快速扩容。例如 1986 年，美国高收益债发行 140 亿美元，占公司债券比例该高达 35%。此后，虽经历了投机导致违约的挫败，但随着市场的成熟，1996-2010 年高收益债占公司债券的占比约 13%，2010 年后平均占比达约 20%。总的来看，美国高收益债的平稳运行，与其完善的信息披露、成熟的投资人群体、完善的企业破产法律体系、以私募发行为主的发行方式等密不可分，对我国高收益债的发展有重要借鉴意义。在我国，高收益债只允许投资等级的债券发行，中小企业由于规模较小，无法获得发行债券的信用评级，因此无法进行债券融资。我们认为，美国高收益债豁免注册、允许转售、以及私募“侧袋机制”、保护债权人等制度若能落地料有效缓解中小企业的融资难题，促进科技创新企业的发展。

**图 14：美国高收益债发行量（亿美元）**




*资料来源：SIFMA，信达证券研发中心*

**图 15：美国高收益债发行和占比**




*资料来源：SIFMA，信达证券研发中心*

**1）豁免注册。**1.美国在 1972 年颁布了 144A 规则，允许承销商将债券出售给合格机构购买者无需注册，为私募高收益债的流通提供了一定便利。在此基础上又衍生出 S 条例，允许债券卖给美国以外的合格投资者。144A 规则的出台有力地促进了私募证券市场的发展，一方面使私募证券享有免于注册的便利性，另外一方面又使其如同公募证券一样享有较强的流动性。2. 我国曾在 2012 年 5 月试水高收益债，沪深交易所发布《中小企业私募债券业务试点办法》，正式推出“中国版高收益债”。我国高收益债采用非公开发行方式，实行核准制，而这一做法与私募在法理上并不相符：私募面向特定的合格投资者，其具有有效解决信息不对称以及信息获取问题的能力，因此在制度上应有所放松。若未来可借鉴美国私募债的相关发行制度同时建立特定投资者制度，包括向合格投资者发行豁免注册，小额发行豁免注册，以及众筹发行豁免注册在内的一系列证券发行豁免制度，则将减轻发行人的成本，便利中小企业融资，提升直接融资的效率。随着高收益债券制度建设的不断完善，以及政府

不断推进直接融资纵向改革，高收益债券市场有望迎来新一轮扩容红利。

**2）允许转售。**1.1990 年，美国证券商协会设立了专门的交易平台——“证券私募发行、再售和交易自动联接系统（PORTAL）”，便捷了合格机构投资者之间进行的 144A 规则项下所发行债券的场外市场交易，进一步提高了高收益债的流通性，同时通过建立专门的私募证券转让市场，使得私募证券的转让与公募证券的转让得到有效的区分，高收益债券得以较快发展，1996 年高收益债券发行规模仅有 514.55 亿美元，到 2011 年末市场发行规模已达 22160 亿美元。2.在我国，2019 年 5 月，沪、深交易所出台《关于为上市期间特定债券提供转让结算服务有关事项的通知》，推出违约债券转让服务，一定程度上增加了我国高收益债券市场的流动性。

**3）引入“侧袋机制”，防范流动性风险。**2020 年 7 月，为提升公募基金风险防控能力，更好地保护投资者合法权益，借鉴境外市场成熟经验，证监会发布《公开募集证券投资基金侧袋机制指引(试行)》，公募基金侧袋机制正式出炉。侧袋机制是将难以合理估值的资产从基金组合资产账户中独立出来、形成侧袋账户进行独立管理，其他基金组合资产存放在主袋账户的机制。侧袋机制在一定程度上为市场提供流动性支持，避免了“丧失流动性-资产价格暴跌”的负反馈循环。我们预计侧袋机制未来或引入私募证券市场，减少信息不对称带来的不正当套利，进一步提升市场流动性。

**4）制度设计保护高收益债债权人，同时夯实中介机构的责任。**依据美国的证券私募制度，无论是发行还是交易环节，核心关键要素在于信息的有效披露，美国 SEC 规则 502(b）对不同发行人情况规定了不同的信息披露的具体要求。此外，尽管非公开发行可以豁免注册，但美国证券法第 17 条明确规定任何关于反欺诈的规定仍然适用，并对欺诈、重大隐瞒行为负刑事责任。以上制度的建立均保证了高收益债投资者的合法权益，这也是高收益在在美国得以发展的重要底层因素。而在我国，由于企业债和公司债采用核准制，具有较高信用等级，企业债还有强制担保，一方面导致投资者识别企业风险，同时监督企业行为的动力减少，一方面也由于强制担保导致违约风险低，导致我国在投资者保护方面没有较好的制度和法律支持。高收益债由于信用等级低，违约风险较高，高度依赖于完善的债权人保护制度，包括强化高收益债信息披露制度，涉及能保护债权人利益的债券契约等。这一方面将为高收益发展奠定制度基础，以便保护好投资者的利益，另一方面通过加大对私募欺诈行为的监管和违规约束，有望夯实中介机构的责任，为私募发行营造健康的环境。

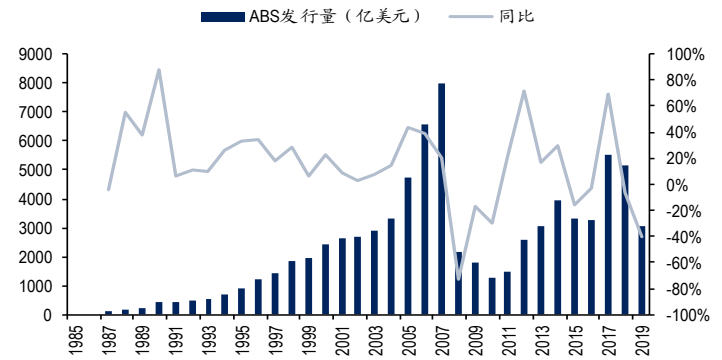
## 资产证券化

**监管环境利好资产证券化进一步发展，促进企业回笼资金、盘活存量资产以及降低融资成本。**

1）资产支持证券是金融创新的产物，产生于美国 20 世纪 70 年代，在改善居住条件、刺激房地产发展的大背景下，“短存长贷”的经营模式使得金融机构资产负债错配。利率市场化改革和政府推动的资产证券化发展，改善了信贷流动性，盘活了存量资产，成为实体经济重要融资工具之一。美国资产证券化领域制度成熟、市场健全，MBS 占绝对优势。资产证券化发端于贷款出售，美国政府通过设立房地美、房利美等机构为住房抵押贷款担保，并主导建立一二级市场来增强流动性。在 08 年之前，美国 MBS 市场爆炸性发展，出现分层和再证券化产品，并带动衍生品市场高速发展。

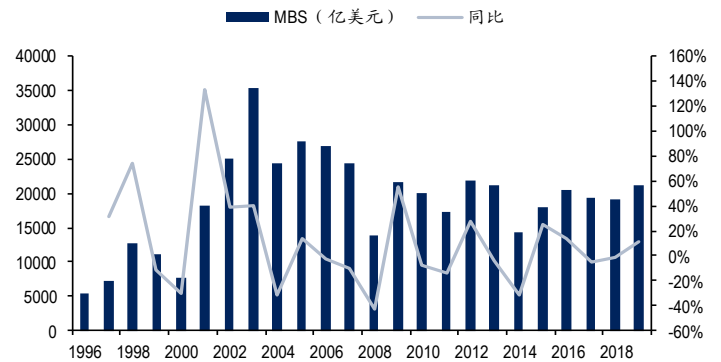
2）中国资产证券化市场仍然处于起步当中。同样，当前中国利率市场化进程中，资产负债期限错配问题较为严峻。庞大的长期信贷存量和日趋严格的资本约束，需要资产证券化来盘活资产。资产证券化可以帮助金融机构减轻资产负债表负担，降低企业的融资成本，使得金融市场可以更好地发挥资产配置功能，从而更有效地服务实体经济。2017 年下半年以来，监管部门陆续出台了“委贷新规”、“资管新规”、“理财新规”等监管文件，支持资产证券化业务的发展。资管新规出台后，短期限理财产品通过资金池投资长久期非标的路被堵死，理财投资非标难度加大，但资产证券化业务被排除在资管新规之外，为非标转标提供了可行的途径，未来发展必将加速。从银行信贷 ABS 来看，监管下资金有回表需求，面临资本金和信贷额度有限的问题，资产证券化可帮助银行腾挪信贷空间。从企业 ABS 角度看，企业通过发行 ABS 让渡存量债权/收益权资产，得以将存量资产变现，获得原有的信贷和债券融资之外的融资渠道。资产证券化进程的不断深化，极大地降低了企业融资门槛，更好地实现金融服务实体经济的目标。

**图 16：美国 ABS 发行量**



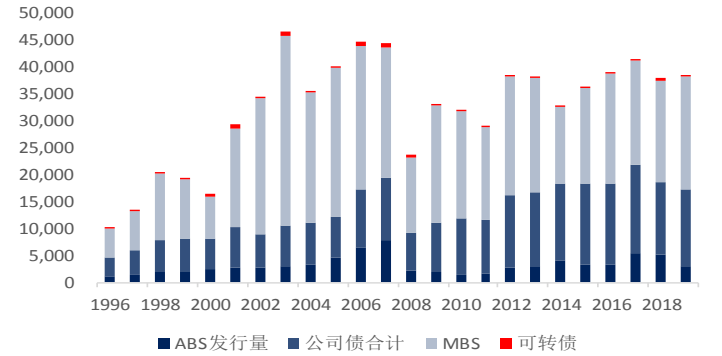

*资料来源：SIFMA，信达证券研发中心*

**图 17：美国 MBS 发行量**




*资料来源：SIFMA，信达证券研发中心*

**图 18：资产证券化发行迅速**




*资料来源:SIFMA，信达证券研发中心*

**表 3：我国资产证券化相关法规**

| 日期 | 政策 | 监管机构 | 主要内容 |
|---|---|---|---|
| 2004 年 10 月 | 《关于证券公司开展资产证券化业务试点有关问题的通知》 | 证监会 | 开启企业资产证券化试点 |
| 2005 年 4 月 | 《信贷资产证券化试点管理办法》 | 证监会 | 开启信贷资产证券化试点 |
| 2005 年 6 月 | 《资产支持证券信息披露规则》 | 央行 | 规范信息披露 |
| 2005 年 11 月 | 《金融机构信贷资产证券化试点监督管理办法》 | 银监会 | 规范信贷资产证券化试点 |
| 2006 年 5 月 | 《关于证券投资基金投资资产支持证券有关事项的通知》 | 证监会 | 允许基金投资资产支持证券 |
| 2007 年 9 月 | 《资产支持证券在全国银行间债券市场进行质押式回购交易的有关事项》 | 央行 | ABS 可用于质押式回购交易 |
| 2007 年 9 月 | 《关于信贷资产证券化基础资产池信息披露有关事项的公告》 | 央行 | ABS 信息披露行为规范化 |
| 2012 年 5 月 | 《关于进一步扩大信贷资产证券化试点有关事项通知》 | 央行、银监会、财政部 | 资产证券化试点重启 |
| 2012 年 8 月 | 《银行间债券市场非金融企业资产支持票据指引》 | 交易商协会 | 开启资产支持票据试点 |
| 2013 年 3 月 | 《证券公司资产证券化业务管理规定》 | 证监会 | 资产证券化业务常态化 |
| 2014 年 8 月 | 《关于进一步做好住房金融服务工作的通知》 | 央行、银监会 | 鼓励 MBS 发展 |
| 2018 年 4 月 | 《关于推进住房租赁资产证券化相关工作的通知》 | 证监会、住建部 | 加速推进住房租赁 ABS |
| 2018 年 9 月 | 《商业银行理财业务监督管理办法》 | 银保监会 | 明确 ABS 属于理财投资范围 |
| 2018 年 10 月 | 《微小企业贷款资产支持证券信息披露指引》 | 交易商协会 | 支持银行发行小微企业 MBS |
| 2019 年 6 月 | 《资产支持计划注册有关事项的通知》 | 银保监会 | 对保险资产管理机构首单资产支持计划之后实行注册制管理 |

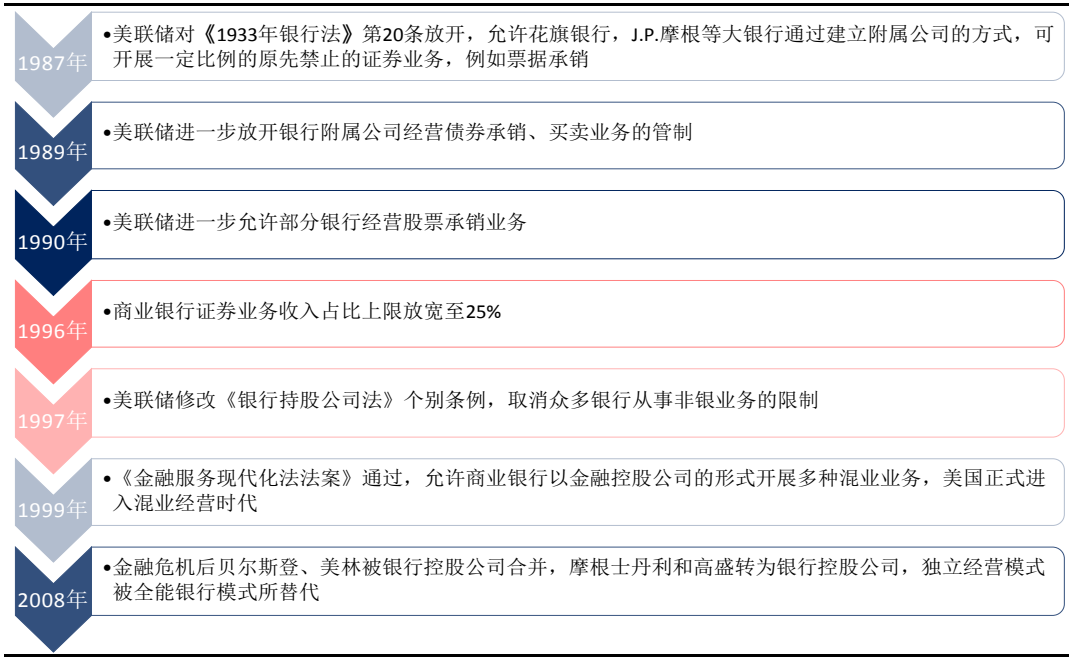
*资料来源:公开资料，信达证券研发中心*

## 银证混业

**银证混业将为券商股权融资带来增量业务，为企业客户提供全生命周期的服务。**

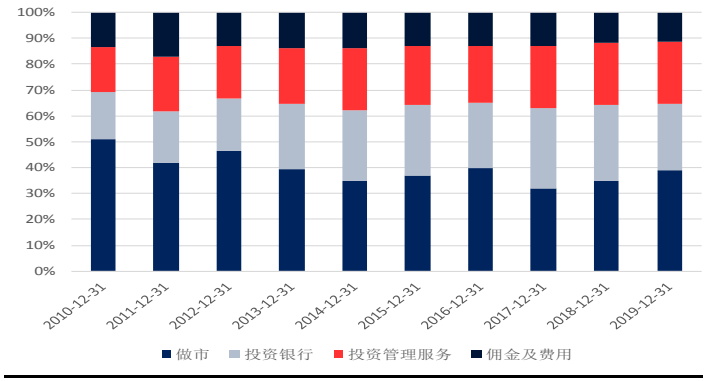
1）从美国的经验看，美国分业模式逐渐被打破始于 80 年代。随着 1987 年对《1933 年银行法》第 20 条的解释的放开，允许银行控股公司在一定范围内经营证券业务，一定程度上放开长达 50 多年来的管制。1999 年《金融服务现代化法》正式放开混业经营，废除了《格拉斯-斯蒂格尔法》对银行和证券业务互涉的限制，允许商业银行以金融控股公司模式混业经营，但很多仍以独立投行形式存在。2008 年金融危机使得美国独立投行模式真正被全能银行取代，例如摩根大通并购贝尔斯登，美国银行并购美林证券，高盛和摩根士丹利转成了银行控股公司。混业的逐步放开带来直接融资的发展，带来证券化率的提升，从 1991 年的 67.6%提升至 1999 年的 153.4%。08 年成为银行控股公司后，高盛投行业务占比从 2008 年的 9.67%提升至 2015 年的 17.92%。

**图 19：美国混业经营步伐的放开**




*资料来源:美联储，信达证券研发中心*

**图 20：2008 年后高盛投行业务占比提升**




*资料来源: Wind，信达证券研发中心*

**2）中国混业是大势所趋。**尽管目前中国金融业实行严格的分业管制，但事实上混业的迹象在不断扩大，部分银行已通过多种形式（银行控股子公司或金融控股公司等）涉足保险、证券等非银领域的业务，出现了光大、中信、平安等金融控股集团，

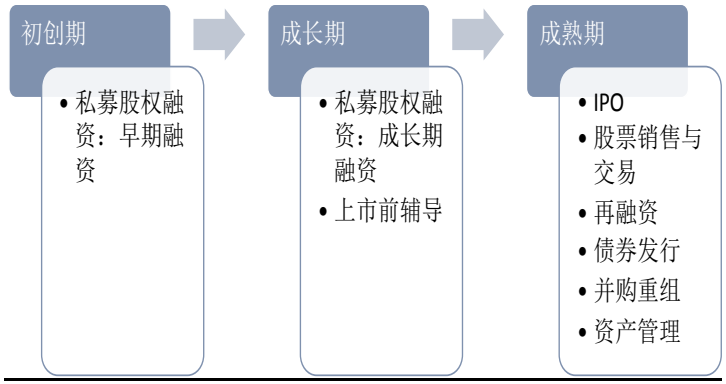
以及境外间接控股设立投资银行的中国银行，银行和证券的壁垒开始模糊。**混业对券商最大的利好在于可以提供更多的对公客户，提升直接融资服务体量。**银行是债券承销尤其是银行间债券承销的第一大主体（银行和券商债承占总承销金额的比重分别为 65%和 35%），而缺乏交易所市场债券承销（包括公司债、企业债）以及股票承销资格。而券商在股权承销领域具有优势，对银行债承将形成有力补充。借鉴美国的经验，在中国经济结构从传统经济转向新经济的过程中，直接融资将弥补银行间接融资的劣势（对抵押物和信用主体要求较高，因此将众多小企业排除在外），发挥资本市场融资能力，支持实体经济。商业银行大型战略客户资源丰富，能够为券商发展股权融资带来业务机会，券商则有望发挥资本中介作用，整合银行客户资源，提供覆盖初创期到成熟期的全生命周期服务，直接融资有望稳步发展。

**图 21：中国债券市场总承销金额和市场份额（亿元、%）**




*资料来源：Wind，信达证券研发中心*

**图 22：全生命周期服务**



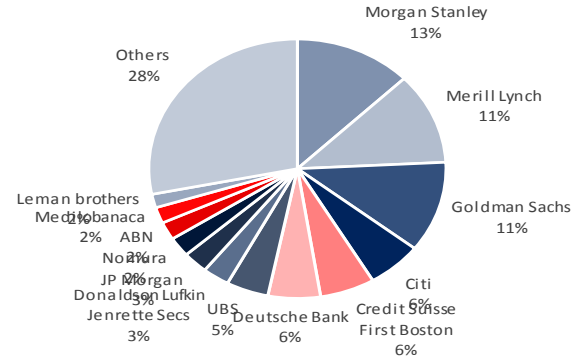

*资料来源：信达证券研发中心*

**混业后，全能银行相比独立投行在直接融资方面更具优势。**2008 年次贷危机宣告了美国独立投行模式的终结。独立投行模式覆灭主要原因有 1）过度金融创新导致金融机构无限制地追利导致非理性扩张，最终自食其果，2）未能在损失准备充足的情况下而进行高杠杆运行，积累了较高的风险敞口，而后随资产价格的破灭而消亡。全能银行相比独立投行优势主要体现在 1）混业模式能更有效地扩大规模并形成规模效应，有助于扩大集团公司整体的业务范围，提升综合竞争能力，2）混业经营使得不同金融机构可以涉足更多业务领域，降低单一业务风险，更好地分散风险，提升抵御风险的能力，3）提升内部协同效应。

**投行会因具备为市场提供流动性的能力而被市场选择。**一方面发行人更愿意与具备丰富客户资源，强大分销能力的承销商合作，以便在二级市场提供充足流动性，另一方面若同时拥有雄厚的资本实力作为交易对手，也将成为买方选择经纪商的重要指标，助力其在揽获项目方面更具优势，而这也是混业后全能银行相对独立投行的优势所在。当年德崇证券正式因为其强大的资本实力作为场外交易的保证和分销能力使其在垃圾债领域享誉盛名。从股权承销竞争格局看，混业后全能银行逐渐取代独立投行。90 年代美国一家独立投行帝杰证券（DLJ）股权承销市占率快速提升，从 1990 年的 20 名提升至 1997 年的第 4 名，而 2000 年被瑞士信贷收购。混业后，股权承销市占率主要集中在国际大行，竞争格局较为稳定且集中度高（因全能银行

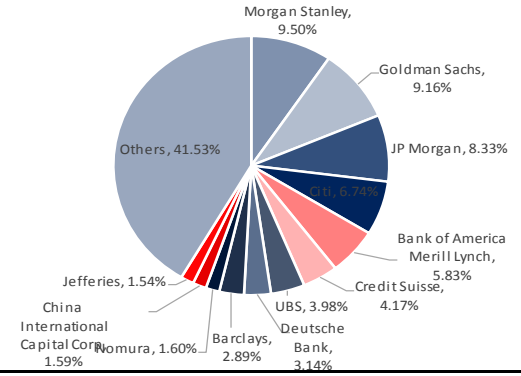
有更多的分销渠道），其中摩根士丹利、高盛、JP 摩根占据前三，市占率分别为 9.5%、9.2%、8.3%。**全能银行优势在高收益债承销方面展现更优。**曾经靠发行高收益债起家的德崇债券 1987 年市占率曾高达 45%，但由于内幕交易被指控使得份额快速下降。除了德崇之外，DLJ 在垃圾债承销占比从 1990 年的第七提升至 1997 年的第一，目前高收益债排名前十的基本都是全能银行。尽管 90 年代后高收益债竞争日益激烈，CR10 从 1990 年的近 99%下滑至 1999 年的 80%，此后进一步下滑至 2018 年 47.7%，但前十大被全能银行包揽，2018 年瑞信、JP 摩根、高盛位列前三，市占率分别为 6.1%、6.01%、5.2%。

**图 23：股权承销市场份额(1999)**



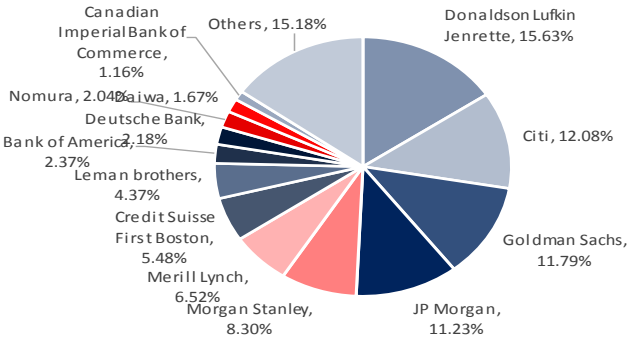

*资料来源: Bloomberg，信达证券研发中心*

**图 24：股权承销市场份额（2018）**



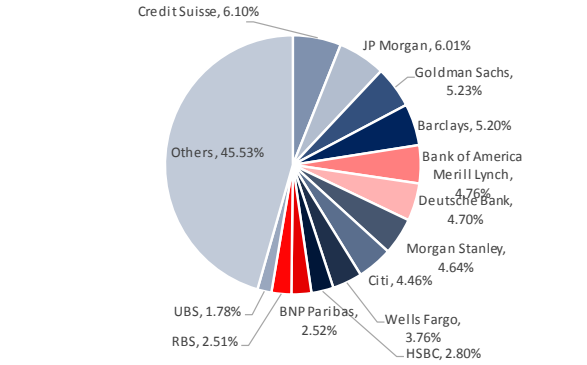

*资料来源:Bloomberg，信达证券研发中心*

**图 25：高收益债承销市场份额(1999)**




*资料来源: Bloomberg，信达证券研发中心*

**图 26：高收益债承销市场份额（2018）**




*资料来源:Bloomberg，信达证券研发中心*

## 未来收入空间测算

**中性假设下我们预计未来十年投行业务收入空间高达 1.27 万亿，年复合增速为 12.7%。**我们认为在政策推动和市场拉力的双重作用下，股权和债权有望扩容，带来承销收入大增，我们坚定看好券商投行业务发展新机遇。

**股权融资**：美国在 1990-2000 年直接融资大发展的 10 年中证券化率从 52%提升至约 130%，鉴于我国目前正处于经济结构转型初期阶段，我们预计未来 10 年我国的证券化率也有望提升 80%至 140%，基于此我们做出以下假设：（1）未来 10 年之后即 2030 年，我国证券化率达到 140%；2）GDP 增速按照 IMF 预测，2023 年后增速每年放缓 0.1%，十年后我国证券市场市值达到 294 万亿左右；（3）证券市场市值扩张中，假设二级市场内生增长体现中国经济增长，与 GDP 增速相当；来自于一级市场外延扩容由 IPO 及再融资构成。2019 年首 IPO 募资占总市值约 13%，而过去五年定增额度约为 IPO 募资额 5 倍，因此来自于一级市场扩容中的规模中，IPO 上市市值与定增的比例=1/13%/5=1.5，即 3 比 2；（4）IPO 保荐承销费率维持 4%，再融资费率维持 0.2%。在上述假定下，未来 10 年股权融资收入高达 6575.4 亿元左右。

**债券融资**：我们将债券融资主要分为公司债以及 ABS 两大块，我们做出一下假设：（1）公司债承销规模和 ABS 承销规模未来增速均与 M2 增速相当；（2）公司债承销费率维持在 0.5%左右，ABS 承销费率维持在 1%左右。在上述假定下，未来十年债券承销收入空间约 6100 亿元左右。

**图 27：未来十年投行业务空间测算**

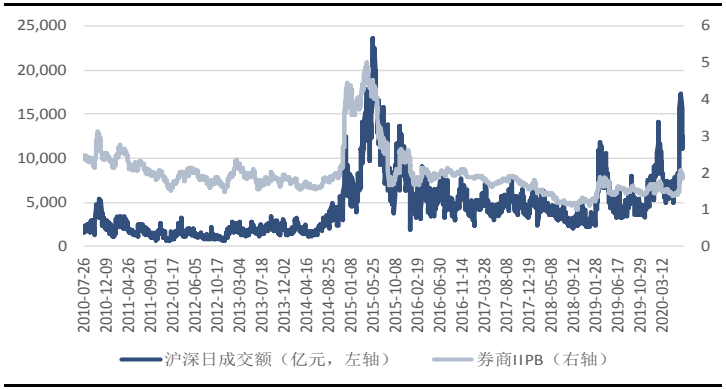
| 单位（亿元） | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 中国GDP | 927,401 | 1,027,097 | 1,115,427 | 1,211,354 | 1,314,319 | 1,424,722 | 1,542,974 | 1,669,497 | 1,804,727 | 1,949,105 | 2,103,084 |
| 实际YoY | 1.0% | 8.2% | 5.7% | 5.6% | 5.5% | 5.4% | 5.3% | 5.2% | 5.1% | 5.0% | 4.9% |
| 社融总额 | 231,850 | 256,774 | 278,857 | 302,838 | 328,580 | 356,180 | 385,743 | 417,374 | 451,182 | 487,276 | 525,771 |
| CPI | 3.1% | 2.6% | 2.9% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% | 3.0% |
| M2 | 11.2% | 9.3% | 9.0% | 8.6% | 8.5% | 8.4% | 8.3% | 8.2% | 8.1% | 8.0% | 7.9% |
| **股权承销规模** | 18,249 | 32,814 | 39,888 | 47,232 | 55,416 | 64,958 | 76,074 | 89,009 | 104,047 | 121,514 | 141,781 |
| 证券化率 | 64% | 69% | 75% | 81% | 88% | 95% | 102% | 111% | 120% | 129% | 140% |
| 证券市场总市值 | 595,256 | 712,716 | 836,789 | 982,460 | 1,152,428 | 1,350,555 | 1,581,284 | 1,849,721 | 2,161,728 | 2,524,027 | 2,944,318 |
| 二级市场内生扩张 | 534,452 | 644,067 | 753,341 | 883,649 | 1,036,495 | 1,214,659 | 1,422,134 | 1,663,510 | 1,944,057 | 2,269,815 | 2,647,705 |
| 一级市场外延扩容 | 60,804 | 68,649 | 83,447 | 98,811 | 115,933 | 135,896 | 159,150 | 186,211 | 217,671 | 254,213 | 296,613 |
| IPO上市 | 36,482 | 41,190 | 50,068 | 59,287 | 69,560 | 81,537 | 95,490 | 111,726 | 130,603 | 152,528 | 177,968 |
| 再融资额 | 24,322 | 27,460 | 33,379 | 39,524 | 46,373 | 54,358 | 63,660 | 74,484 | 87,069 | 101,685 | 118,645 |
| 发行股本占比 | 13% | 13% | 13% | 13% | 13% | 13% | 13% | 13% | 13% | 13% | 13% |
| IPO募资额 | 4,743 | 5,355 | 6,509 | 7,707 | 9,043 | 10,600 | 12,414 | 14,524 | 16,978 | 19,829 | 23,136 |
| IPO费率 | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% | 4% |
| **IPO收入** | 189.71 | 214.19 | 260.36 | 308.29 | 361.71 | 423.99 | 496.55 | 580.98 | 679.14 | 793.14 | 925.43 |
| 再融资费率 | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% | 0.2% |
| **再融资收入** | 48.64 | 54.92 | 66.76 | 79.05 | 92.75 | 108.72 | 127.32 | 148.97 | 174.14 | 203.37 | 237.29 |
| **股权融资收入** | 238.35 | 269.11 | 327.11 | 387.34 | 454.46 | 532.71 | 623.87 | 729.95 | 853.27 | 996.51 | 1162.72 |
| **债券承销规模** | 50,966 | 55,680 | 60,691 | 65,911 | 71,513 | 77,520 | 83,954 | 90,838 | 98,196 | 106,052 | 114,430 |
| 公司债承销规模 | 30,963 | 33,827 | 36,871 | 40,042 | 43,446 | 47,095 | 51,004 | 55,187 | 59,657 | 64,429 | 69,519 |
| 公司债承销规模增速 | 11.2% | 9.3% | 9.0% | 8.6% | 8.5% | 8.4% | 8.3% | 8.2% | 8.1% | 8.0% | 7.9% |
| 公司债承销费率 | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% | 0.5% |
| **公司债承销收入** | 155 | 169 | 184 | 200 | 217 | 235 | 255 | 276 | 298 | 322 | 348 |
| ABS承销规模 | 20,003 | 21,853 | 23,820 | 25,868 | 28,067 | 30,425 | 32,950 | 35,652 | 38,539 | 41,623 | 44,911 |
| ABS承销规模增速 | 11.21% | 9.25% | 9.00% | 8.60% | 8.50% | 8.40% | 8.30% | 8.20% | 8.10% | 8.00% | 7.90% |
| ABS承销费率 | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% | 1.0% |
| **ABS承销收入** | 200 | 219 | 238 | 259 | 281 | 304 | 329 | 357 | 385 | 416 | 449 |
| **债券承销收入** | 355 | 388 | 423 | 459 | 498 | 540 | 585 | 632 | 684 | 738 | 797 |
| **投行业务收入** | 593 | 657 | 750 | 846 | 952 | 1,072 | 1,208 | 1,362 | 1,537 | 1,735 | 1,959 |

*资料来源: Wind，信达证券研发中心*

## 投资建议

历史上 2005-2006、2014-2015 证券行业两轮较大行情分别由股权分置和两融、资管催化业绩，而本轮资本市场改革带给券商的增量业绩更确定、市场的增量资金更健康，我们应以更高格局来看待，行情较前两次更宏大。目前券商行业估值为 1.92x，处于历史中枢附近，考虑到 2015 年上碰过 4xPB，且部分龙头券商估值仍然较低，我们认为估值仍有较大提升空间。此外，整个市场交易量的提升，带来经纪和自营的自我强化。我们建议关注投行业务领先的中信证券，第一创业，以及银证混业利好全能投行逻辑下的银行系券商光大证券、招商证券。

**图 28：券商 IIPB vs 日均成交额**




*资料来源: Wind，信达证券研发中心*

## 风险因素

政策出现大幅调整、市场行情下跌、海外疫情失控影响复工进度，。

## 研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019 年 11 月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于 2020 年 4 月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019 年加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

## 机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|
| 华北 | 袁　泉 | 13671072405 | yuanq@cindasc.com |
| 华北 | 张　华 | 13691304086 | zhanghuac@cindasc.com |
| 华北 | 唐　蕾 | 18610350427 | tanglei@cindasc.com |
| 华北 | 魏　冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华东 | 王莉本 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com |
| 华东 | 文襄琳 | 13681810356 | wenxianglin@cindasc.com |
| 华东 | 张思莹 | 13052269623 | zhangsiying@cindasc.com |
| 华东 | 吴　国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东 | 孙斯雅 | 18516562656 | sunsiya@cindasc.com |
| 华东 | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华东 | 袁晓信 | 13636578577 | yuanxiaoxin@cindasc.com |
| 华南 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南 | 杨诗茗 | 13822166842 | yangshiming@cindasc.com |
| 华南 | 陈　晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |

## 分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

## 免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

## 评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
| --- | --- | --- |
| 本报告采用的基准指数 ：沪深 300 指数（以下简称基准）;<br>时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | **买入：** 股价相对强于基准 20％以上； | **看好：** 行业指数超越基准； |
| | **增持：** 股价相对强于基准 5％～20％； | **中性：** 行业指数与基准基本持平； |
| | **持有：** 股价相对基准波动在±5% 之间； | **看淡：** 行业指数弱于基准。 |
| | **卖出：** 股价相对弱于基准 5％以下。 | |

## 风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者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、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。