

积极布局海外 加速国际化进程

——券商海外布局专题系列报告之一

专题研究小组成员：张继袖、任宪功

2017年02月07日

专题研究小组

张继袖

SACNO: S1150514040002

022-28451845

zhjxnk@126.com

任宪功

SACNO: S1150511010012

010-68784237

renxg@bhzq.com

子行业评级

证券	看好
多元金融	看好
保险	看好

重点品种推荐

中信证券	增持
海通证券	增持
国泰君安	增持

投资要点：

● 我国券商海外布局面临良好的发展机遇

随着人民币纳入 SDR，QFII 和 RQFII 持续扩容、境内外股市进一步互联互通，预计我国资本市场双向开放力度将不断加大；目前我国企业和居民资产海外配置方兴未艾，同时监管层政策支持证券经营机构积极“走出去”。券商海外扩张面临良好的发展机遇。

● 目前券商海外布局的发展路径

当前券商主要通过三个路径进行海外布局：1、H 股上市；2、海外并购；3、在境外设立分支机构。

● 海外布局加速券商国际化进程

布局海外，有利于券商补充资本金；有利于拓展境外业务和市场、加速国际化进程；有利于拓展收入来源，完善收入结构；但是提高券商收入稳定性方面的作用目前尚不明显。

● 国内券商海外布局的未来发展趋势

参考境外成熟市场经验，我国券商海外布局具有很大的发展空间；未来券商海外布局仍将遵循之前的发展路径：以金融市场发展较为成熟、并且具有与我国相类似的社会文化背景的香港、新加坡为出发点。除香港上市外，先设立海外办事处再成立当地公司、并购当地金融机构仍将为我国券商海外布局的两种重要方式；布局海外除了利用海外企业经营业务改善自身营收结构，还将促进我国券商加大创新的步伐，提高业务创新能力；未来随着我国一带一路发展战略进一步的贯彻实施，券商海外布局将会迎来广阔的发展舞台，并在一带一路战略执行过程中，发挥重要的促进作用；我国券商的海外扩张将是一个渐进的过程，它需要人民币国际地位的不断提升、我国资本市场的不断开放、金融产品创新设计能力以及券商专业能力的不断加强、跨境资本流通的不断深入等。

● 重点个股推荐

建议关注中信证券、海通证券以及国泰君安。从海外业务布局的逻辑来看，这三家券商的海外业务发展时间较长，已经从最初单纯的走出去，发展到现在能够顺应境外当地资本市场环境、具备全球化业务能力的阶段，其境外业务收入对营收的贡献率也在整体上呈现上升的态势，改善了公司的业务结构。这三家券商作为行业龙头，IPO、并购业务、主动资产管理无论是从业务储备、规模还是从专业能力来看，都位居行业前列。与此同时，估值较低，性价比较高，且兼具安全边际与向上空间。

风险提示：海外业务发展低于预期。

目 录

1、券商海外布局的背景与机遇分析.....	4
1.1 资本市场进一步双向开放前景可期.....	4
1.2 企业和居民资产海外配置方兴未艾.....	5
1.3 政策支持.....	7
2、目前券商海外布局的发展情况.....	7
2.1 券商海外布局路径.....	7
2.2 布局海外对券商带来的影响.....	12
2.3 券商布局海外案例.....	17
3、国内券商海外布局的未来发展趋势.....	23
3.1 券商海外布局发展空间广阔.....	23
3.2 券商海外布局大部分将遵循相似的路径.....	24
3.3 海外扩张预计将有力促进我国券商创新步伐.....	25
3.4 一带一路给我国券商海外布局提供广阔舞台.....	25
3.5 券商海外扩张将是一个渐进的过程.....	26
4、重点个股推荐.....	26

图 目 录

图 1: 代表性上市券商境外收入规模-变化趋势 (单位: 亿元)	14
图 2: 主要上市券商境外收入占比-变化趋势.....	15
图 3: 代表性上市券商境外收入增速-变化趋势.....	16
图 4: 代表性上市券商总收入增速变化趋势.....	16
图 5: 中信证券境外业务收入占比.....	19
图 6: 海通证券境外业务收入及利润总额占比.....	20
图 7: 国泰君安境外业务收入占比.....	21
图 8: 2015 年国泰君安国际收入构成.....	22
图 9: 2016 年上半年国泰君安国际收入构成.....	22
图 10: 2006-2015 高盛海外营收占比.....	24

表 目 录

表 1: 近 10 年来我国非金融类对外投资及海外并购情况.....	6
表 2: 截至 2017 年 1 月 23 日 A+H 股上市券商市值及估值.....	8
表 3: 截至 2017 年 1 月 23 日单独在 H 股上市的内资证券公司.....	8
表 4: 截至 2017 年 1 月 23 日在 H 股上市的内资券商控股的公司.....	9
表 5: 近年来券商并购境外金融机构重要案例.....	10
表 6: 券商主要境外分支机构.....	11
表 7: 代表性上市券商境外收入规模 (单位: 亿元)	13
表 8: 代表性上市券商境外收入占比.....	14
表 9: 代表性上市券商境外收入增速.....	15
表 10: 国泰君安国际主要收入构成 (单位: 千港元)	22

1、券商海外布局的背景与机遇分析

1.1 资本市场进一步双向开放前景可期

人民币纳入 SDR

2016年10月1日，人民币纳入特别提款权（SDR）新货币篮子，这反映了人民币在国际货币体系中不断上升的地位，有利于建立一个更强劲的国际货币金融体系。新的 SDR 货币篮子包含美元、欧元、人民币、日元和英镑 5 种货币，权重分别为 41.73%、30.93%、10.92%、8.33%和 8.09%。人民币纳入 SDR 是人民币国际化的里程碑，有助于增强 SDR 的代表性、稳定性和吸引力，也有利于国际货币体系改革向前推进。预计我国将以人民币入篮为契机，进一步深化金融改革，扩大金融开放。

QFII 和 RQFII 持续扩容

截至 2016 年年末，QFII 总额度已扩至 872.75 亿美元，而 2007 年时只有约 300 亿美元。2016 年 6 月，中国人民银行同意将人民币合格境外机构投资者（RQFII）试点地区扩大到美国，投资额度为 2500 亿元人民币。截至 2016 年底，已有 18 个国家和地区获得 RQFII 试点资格，总投资额度已达到 1.51 万亿元（2011 年起步金额仅为 200 亿元人民币）。RQFII 的开放对人民币国际化具有指向性意义。RQFII 将带动境外人民币回流境内，给境外人民币提供使用和投资渠道，这也将反过来促进离岸人民币资金池的扩大。

QFII、RQFII 的大幅扩容意味着国内资本市场开放程度的提升。从长期来看，它是资本项目管制逐步放松的步骤，并将最终促进人民币国际化的进程以及货币和利率等一系列相关的金融改革。

与境外股市互联互通

2014 年 11 月 17 日沪港通开通，2016 年 12 月 5 日深港通开通。与此同时，沪伦通也在酝酿之中，2016 年 11 月，英国财政大臣宣布沪伦通准备工作将进入下一阶段，两国交易所将共同开展研究工作并着手准备具体的实施安排。“沪伦通”的交易制度下，人民币输出到伦敦离岸市场，让伦敦的人民币回流到上海，而载体则是沪股、伦股。其相对于“沪港通”，“沪伦通”的体量更大，想象空间也更大。内地资本市场对外放开将再进一步，也必将推动券商国际业务的发展。

2017年1月20日，中金所、上交所、深交所、中巴投资有限责任公司、巴基斯坦哈比银行组成的联合体收购巴基斯坦证券交易所40%股权，其中中国三家交易所合计持股30%。巴基斯坦证券交易所成立于2016年1月，是卡拉奇证券交易所、拉合尔证券交易所以及伊斯兰堡证券交易所合并而来。截至2017年1月20日，巴基斯坦证券交易所所有558家上市公司，总市值约972.02亿美元。此次收购巴基斯坦证券交易所，不仅能够推动巴基斯坦证券交易所的发展、帮助我国券商走出去，更能够使我国与境外股市互联互通的力度加大。

展望未来，我国资本市场双向开放力度将不断加大

根据2016年6月中国人民银行发布的《2015年年报》：中国将继续坚持深化金融改革，扩大债券市场、股票市场等金融市场的对外开放程度，支持离岸人民币市场健康发展，进一步提高人民币可兑换、可自由使用程度，有序实现人民币资本项目可兑换。未来一段时期的重点任务包括：一是推动境内外个人投资更加便利化，适时推出合格境内个人投资者境外投资制度（QDII2）试点，进一步提高国内居民投资海外金融市场以及外国投资者投资中国金融市场的自由程度和便利程度。二是进一步推进资本市场双向开放。允许符合条件的优质外国公司在境内发行股票，可考虑推出可转换股票存托凭证（CDR）；进一步扩大债券市场开放程度。三是修订、清理相关规章制度，将资本项目可兑换纳入法制框架。建立与国际金融市场相适应的会计准则、监管规则和法律规章，提升金融市场国际化水平。四是研究建立全方位、多层次的跨境资金流动管理政策框架，推动建立本外币一体化的账户体系，加强对本外币跨境资金流动的统计监测和分析，健全有效的风险预警和防控体系。

1.2 企业和居民资产海外配置方兴未艾

企业资产海外配置：

中国企业海外并购交易金额近年来大幅增长。商务部数据显示，2016年我国非金融类对外直接投资约1.129万亿元人民币（折合1701.10亿美元，同比增长44.10%）。2007-2016年中国对外投资复合增速达到28.64%（以美元口径计算）。

2016年对中国的企业来说，可以说是一个“并购之年”，中国企业海外并购的数量和金额，都达到了历史最高值。据商务部数据显示，2016年，我国企业共实施海外投资并购项目742起，实际交易金额1072亿美元，涉及73个国家和地区，涉及18个行业大类。

2016 年我国企业实施的海外并购中，对制造业，信息传输、软件和信息技术服务业分别实施并购项目 197 起和 109 起，占我国境外并购总数的 26.6%和 14.7%。对美国实施并购交易金额达 301 亿美元，位居国家(地区)首位。其中，海尔 55.8 亿美元全资收购美国通用电器公司家电业务等一批代表性的并购项目，对推动我国产业升级、全球价值链布局起到积极促进作用。

表 1: 近 10 年来我国非金融类对外直接投资及海外并购情况

年度	对外直接投资		海外并购		
	非金融类(亿美元)	同比	项目数量(起)	实际交易金额(亿美元)	交易金额同比
2007	248.40	40.90%		63.00	-23.64%
2008	418.60	68.52%		302.00	379.37%
2009	478.00	14.19%		192.00	-36.42%
2010	601.80	25.90%		297.00	54.69%
2011	685.80	13.96%		272.00	-8.42%
2012	777.30	13.34%	457	434.00	59.56%
2013	927.40	19.31%	424	529.00	21.89%
2014	1,072.00	15.59%	595	569.00	7.56%
2015	1,214.20	13.26%	579	544.40	-4.32%
2016	1,701.10	40.10%	742	1072.00	96.91%

资料来源: 商务部: 2007-2015 中国对外直接投资统计公报, 2016 年我国对外非金融类直接投资简明统计, 渤海证券

注: 2007-2011 商务部未发布海外并购项目数量。

中国企业在海外进行并购有助于获得设计、研发、营销、服务这些高端的生产要素，来提高中国企业在全球价值链、产业链、物流链中的地位。跨境并购，是追赶、并缩小与这些国家技术差距的捷径之一，从而实现产业转型升级，实现从“中国制造”到“中国智造”。因此，跨境并购是提升我国产业在全球价值链地位的最前沿方式。

居民资产海外配置:

我国居民财富不断积累，保值增值意愿不断加强，中国私人财富市场持续释放着可观的增长潜力和巨大的市场价值。(1)根据招商银行与贝恩公司联合发布《2015 中国私人财富报告》，综合各项宏观因素对中国私人财富市场的影响，估计 2015 年全国个人可投资资产总体规模可达到 129 万亿元，其中可投资资产大于 1000 万的高净值人群将达到 126 万人左右，高净值人群持有财富将达 37 万亿人民币，占总体规模的比例达到 28.68%。(2)根据瑞信研究院发布的《2015 年度财富报告》，按拥有 5 万至 50 万美元的财富标准（按 2015 年年中的价格计算）来界定中产阶层成年人，全球中产阶层的财富达到 80.7 万亿美元，占全球财富的 32%。其中，中国中产阶层 2015 年的财富为 7.34 万亿美元，仅次于美国与日

本。中国的中产阶级数量虽然仅占全国成年人口的 11%，但按绝对值计算却是全球最多，达 1.09 亿人。中国百万富翁（按美元衡量）与超高净值人士的数量增长也很快。报告指出，截至 2015 年，中国的百万富翁数量超 133 万人，近万中国人资产净值超 5000 万美元，增幅近 24%，人数位居世界第二。其中，全球超高净值人群（资产在 5000 万美元及以上）中的 8% 来自于中国。瑞信预测，未来 5 年中国百万富翁人数将增长至 230 万人左右。

但是目前我国居民资产海外配置比例并不高。发达国家家庭海外资产配置目前约为 15% 左右，而我国家庭的海外资产配置目前仅为 4% 至 5% 左右。

居民资产海外配置具有较大的增长空间。参考兴业银行与波士顿咨询公司发布的《中国私人银行 2016：逆势增长、全球配置》：目前我国个人境外资产配置比例远低于其他国家，但随着私人财富全球化进程的深化，估计到 2020 年中国个人境外资产配置比例将从目前的 4.8% 上升到 9.4% 左右，新增市场规模将达到 13 万亿元人民币。

1.3 政策支持

证监会《关于进一步推进证券经营机构创新发展的意见》提出：发展跨境业务。支持证券经营机构为境内企业跨境上市、发行债券、并购重组提供财务顾问、承销、托管、结算等中介服务。支持证券经营机构“走出去”，在港、澳、台和其他境外市场通过新设、并购重组等方式设置子公司。支持证券经营机构为符合条件的境外企业在境内发行人民币债券提供相关服务，积极参与沪港股票市场交易互联互通机制试点，并依托上海自贸区等经济金融改革试验区机制和政策，为境内外个人和机构提供投融资服务。

预期未来我国将不断出台支持证券公司在境外设立、收购或者参股证券经营机构的相关政策。

2、目前券商海外布局的发展情况

2.1 券商海外布局路径

当前券商主要通过三个路径进行海外布局：1、H 股上市；2、海外并购 3、在境外设立分支机构。

(1) H股上市

截至2017年1月23日，A+H股上市的券商共有10家，其中A股、H股总市值排名前三的是中信证券、海通证券以及广发证券。

表2：截至2017年1月23日A+H股上市券商市值及估值

A股+H股上市券商	A股（亿人民币）				H股（亿港元）			
	总市值	流通市值	市盈率（TTM）-倍	市净率（MRQ）-倍	总市值	流通市值	市盈率（TTM）-倍	市净率（MRQ）-倍
中信证券	1937	1614	19.2	1.4	2191	361	14.1	1.2
海通证券	1761	1340	17.1	1.8	1993	477	12.4	1.3
广发证券	1275	1025	14.7	1.7	1443	283	12.1	1.4
申万宏源	1254	450	16.5	2.5	27	27	24.7	1.3
华泰证券	1231	1002	19.2	1.6	1392	259	13.5	1.1
招商证券	1064	791	18.6	2.3	1203	117	11.4	1.4
中国银河	994	59	15.4	1.8	732	266	9.7	1.1
东方证券	861	477	28.8	2.3	974	78	12.4	1.0
光大证券	704	625	18.3	1.6	796	89	12.5	1.1
中原证券	263	57	45.7	4.0	298	52	19.8	1.8

资料来源：WIND，渤海证券

除了公司整体在A股、H股上市之外，部分券商目前只在H股上市融资，如中金公司、中信建投、国联证券。

表3：截至2017年1月23日单独在H股上市的内资证券公司

单独在H股上市的内资券商	H股（亿港元）			
	总市值	流通市值	市盈率（TTM）-倍	市净率（MRQ）-倍
中信建投	476	83	5.9	1.2
中金公司	251	165	16.0	1.3
国联证券	80	19	8.0	0.9

资料来源：WIND，渤海证券

同时，部分证券公司将在香港的控股公司在H股单独上市，比如兴业证券控股的兴证国际、海通证券控股的海通国际以及国泰君安证券控股的国泰君安国际。

表 4: 截至 2017 年 1 月 23 日在 H 股上市的内资券商控股的公司

在 H 股上市内 资券商控股的 公司	H 股 (亿港元)				业务内容
	总市值	流通市值	市盈率 (TTM)-倍	市净率 (MRQ)-倍	
海通国际	227	227	19.0	1.7	主要从事证券及期货合约经纪及买卖; 提供孖展及其它财务信贷; 提供企业咨询、配售及包销等服务; 基金管理; 提供代理人及保管服务; 提供储蓄计划的经纪及代理服务。除传统证券业务外, 还涵盖租赁、其他金融服务等。
国泰君安国际	173	173	18.2	1.1	主要从事证券、期货及杠杆式外汇交易买卖及经纪服务; 企业融资; 资产管理; 固定收益及借贷融资业务。
兴证国际	51	51	50.8	10.1	主要从事经纪、贷款及融资、投资银行及资产管理服务。

资料来源: WIND, 渤海证券

此外, 近期平安证券、长江证券、国泰君安也都公布了拟赴港上市的计划。

(2) 海外并购

海外并购也是券商布局海外的重要路径之一, 具体如近期几起重要的海外并购:

- 光大证券 2015 年 2 月收购 70% 股权的新鸿基金融是香港老牌券商, 有利于光大证券开展境外业务和提高客户服务能力, 加速公司国际化进程;
- 中信证券 2015 年 5 月收购 59.04% 股权的知名外汇经纪商昆仑国际, 将为中信证券全球外汇交易业务提供国际性平台, 并为跨境拓展业务和客户资源提供支持;
- 海通证券 2015 年 9 月收购 100% 股权的葡萄牙圣灵投资银行 (BESI), 为一家在葡萄牙成立的私人公司, 在若干国家拥有多间控股核心子公司的全面持牌银行, 其以欧洲为其本土市场, 并在伦敦、纽约和香港设立分支机构, 对于海通证券的国际化布局将起到重要推动作用;
- 华泰证券 2016 年 10 月收购 100% 股权的 AssetMark 是美国一家全方位服务统包资产管理项目平台 (TAMP), 在过去 20 年里为美国投资顾问企业提供投资和咨询方面的解决方案。华泰证券可依托 AssetMark 的投资能力、投资组合专长以及理念, 增强其投资管理服务的能力, 借助 AssetMark 平台进入美国资产管理市场, 并为 AssetMark 提供进入中国市场的渠道, 使双方业务均得到进一步发展。

表 5: 近年来券商并购境外金融机构重要案例

券商	并购时间	并购标的	并购标的主营业务
中信证券	2015 年 5 月	收购昆仑国际 59.04% 股权	外汇交易以及高端金融投资产品。
	2013 年 8 月	收购法国里昂证券 100% 股权	主要在亚太区从事经纪、投行及投资业务。
华泰证券	2016 年 10 月	收购美国 Assetmark 100% 股权	作为统包资产管理项目平台 (TAMP)，主要为投资顾问提供投资方案。
光大证券	2015 年 2 月	收购新鸿基金融 70% 股权	在香港地区证券、资管以及投资业务。
西南证券	2015 年 1 月	收购敦沛金融 100% 股权	主要从事证券以及期货合约交易、就证券提供意见、就机构融资提供意见、资产管理业务。
广发证券	2013 年 7 月	收购英国 NCM 期货 100% 股权	主要从事基础金属、贵金属、农产品和能源产品的大宗商品及其衍生工具的经纪业务。
国金证券	2015 年 3 月	收购粤海证券 99.99% 股权	主要从事证券交易、期货合约交易、证券投资咨询、企业融资、资产管理等业务。
	2015 年 3 月	收购粤海融资 99.99% 股权	主要从事放贷业务。
海通证券	2015 年 9 月	收购葡萄牙圣灵投资银行 100% 股权	主要在葡萄牙及国际上多个区域提供不同金融产品与服务，例如企业融资、资本市场、项目融资、私募股权及资产管理等。
	2014 年 10 月	收购日本证券研究机构 Japaninvest 100% 股权	主要从事独立的亚洲股票研究。
	2014 年 1 月	收购恒信金融集团 100% 股权	主要从事融资租赁业务。
	2010 年 1 月	收购大福证券 60.48% 股权	主要从事资产及财富管理业务、企业融资、企业管理及咨询顾问服务、投资服务以及其他金融服务。

资料来源: 公司公告, 渤海证券

(3) 设立境外分支机构

许多券商都选择在文化、制度相近、金融市场发达的香港设立分支机构, 部分券商也积极在境外设立代表处以拓展海外业务。

除了香港, 一些券商也会选择新加坡、英国等金融市场较为成熟、开放的国家作为落脚点, 成立子公司, 然后以此为中心, 向其他地区逐步拓展。如招商证券、

东吴证券等，除了已经在香港成立子公司之外，招商证券、东吴证券也分别于2015年在英国、新加坡成立子公司。招商证券于2015年10月在英国设立子公司招证国际，用于开展大宗商品交易业务。东吴证券于2015年9月在新加坡设立资管子公司，开展资管业务。

表 6: 券商主要境外分支机构 (单位: 亿元)

券商	主要境外分支机构	2016年6月末		2016年上半年		主营业务
		总资产	净资产	营业收入	净利润	
中信证券	中信证券国际	799.68	69.10	17.56	-2.41	公司主要从事控股、投资，通过其下设的子公司可从事投资银行、证券经纪、期货经纪、资产管理、自营业务、直接投资等业务。
招商证券	招证国际	170.90 (港元)	26.09 (港元)			通过设立不同子公司分别经营证券及期货合约经纪、代理人服务、上市保荐、财务顾问、企业融资、投资管理、资产管理、市场研究等业务，以及香港证券监管规则允许的其他业务。
广发证券	广发控股香港	125.80	52.07	1.90	0.72	投资控股，通过下属专业公司从事投行、股票销售及交易、资产管理、境外股权投资以及香港证监会批准从事的其他业务。
海通证券	海通国际	1096.10 (港元)	212.00 (港元)			主要从事证券及期货合约经纪及买卖；孖展及其它财务信贷；企业管理咨询、配售及包销；基金管理；代理人及保管服务；以及提供储蓄计划之经纪及代理服务。
	海通银行	47.12 (欧元)	4.90 (欧元)	0.63 亿 (欧元)	-0.20 (欧元)	主要在葡萄牙及国际上多个区域提供不同金融产品及服务，例如企业融资、资本市场、项目融资、私募股权及资产管理等。
申万宏源	申万宏源国际	76.06 (港元)	24.57 (港元)	2.04 (港元)	4.81 (港元)	投资控股
兴业证券	兴证(香港)金控	77.80	25.16	0.99	0.11	公司通过下设子公司，业务范围包括证券交易、期货合约交易、就证券提供意见、就期货合约提供意见、就机构融资提供意见、提供证券保证金融资、提供资产管理等。

东兴证券	东兴香港	3.60 (港元)	2.96 (港元)	0.12 (港元)	-0.09 (港元)	主营业务包括投资管理、证券交易、就机构融资提供意见、香港放债人牌照、经济信息咨询、实业项目投资咨询、市场营销策划。
方正证券	方正香港	1.19	0.60	0.008	-0.14	主要从事证券交易、买卖业务。
光大证券	光证金控 (香港)	232.31	1.39		-0.97	主要从事证券、资管以及投资业务
西南证券	西证国际投资	25.07	7.31	-0.37	-0.88	主要从事证券以及期货合约交易、就证券提供意见、就机构融资提供意见、资产管理业务。
国金证券	国金香港	8.63	2.35	0.17	-0.21	主要从事证券交易、期货合约交易、就证券提供意见、就机构融资提供意见、提供资产管理、放债业务。
国元证券	国元证券香港	42.91	11.30	0.66	0.24	主要从事证券交易和咨询；期货交易和咨询；资产管理；发放贷款；证券投资；就机构融资提供意见业务。
华泰证券	华泰金融控股	53.37	7.50	0.10	-1.52	主要从事投资银行业务（股票承销、债券承销、私募配售、财务顾问、并购、结构融资及投资）、销售及交易业务（为股票、固定收益产品、信用、期货合约及结构产品等各类证券及期货产品提供交易及做市服务；为客户设计满足其需求的金融产品及市场进入方案；为代理业务项下的证券提供融资服务）和资产管理业务。
国泰君安	国泰君安金融控股	410.17	76.60	7.93	4.28	主要通过其控股的国泰君安国际及其子公司在香港从事包括经纪、企业融资、资产管理、融资融券及贷款、投资与做市业务等经有权机关批准的证券相关业务

资料来源：公司公告，渤海证券

注：1、除特别标注外，币种为人民币；2、表中空白处数据未发布。

2.2 布局海外对券商带来的影响

(1) 补充资本金

目前证券行业正处于由通道经纪商向资本中介、信用中介转型期，此外监管趋严，

券商对资本金需求非常旺盛，赴港上市成为较快速增加资本金的重要方式。

(2) 拓展业务和市场、加速国际化进程

除募资外，伴随沪港通、深港通的不断深入，H股上市有助于内资券商进一步拓展香港及境外市场。

由于证券等金融业务多为牌照类，并购境外金融机构能够直接获取相关业务牌照，降低券商运营成本，降低交易费用，减少投资风险，同时能够利用境外公司较为成熟的业务布局来抢占当地市场，实现跨境业务的快速发展和境内外资源的共享。

通过境外设立分支机构，同样也有助于境内券商的国际化步伐。

(3) 拓展收入来源

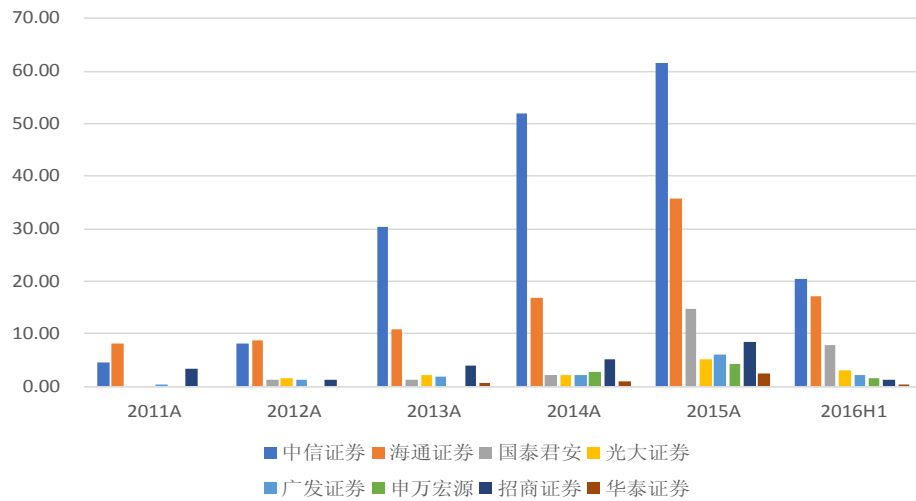
布局海外的境内券商，其境外收入规模不断扩大。以我们选取的8家代表性上市券商为例，近年来境外业务收入规模总体上呈不断提升的趋势。其中中信证券、海通证券、国泰君安近年来境外业务收入规模相对较大，如2015年中信证券、海通证券、国泰君安的境外业务收入规模分别达到61.55亿元、35.80亿元、14.84亿元，2016年上半年中信证券、海通证券、国泰君安的境外业务收入规模分别达到20.37亿元、17.22亿元、7.93亿元。

表7：代表性上市券商境外收入规模（单位：亿元）

	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016H1
中信证券	4.60	7.98	30.36	52.03	61.55	20.37
海通证券	8.09	8.75	10.87	16.67	35.80	17.22
国泰君安		1.27	1.09	2.08	14.84	7.93
光大证券		1.67	2.22	2.11	5.23	3.02
广发证券	0.32	1.17	1.71	2.08	5.97	2.23
申万宏源				2.85	4.24	1.45
招商证券	3.40	1.26	4.01	5.21	8.36	1.08
华泰证券			0.60	0.99	2.27	0.10

资料来源：公司公告，渤海证券 注：根据公告，此表中招商证券和华泰证券的数据为香港地区数据。

图 1: 代表性上市券商境外收入规模-变化趋势 (单位: 亿元)



资料来源: 公司公告, 渤海证券 注: 根据公告, 此表中招商证券和华泰证券的数据为香港地区数据。

(4) 境外收入占比提高, 有利于完善收入结构

布局海外的境内券商, 其境外收入占比在近年来虽不断波动, 但是总体上呈不断提升的趋势, 尤其是在 2016 年体现更为明显。以我们选取的 8 家代表性上市券商为例, 2015 年共有 4 家境外业务收入占比提高, 2016 年上半年则增加至 6 家。

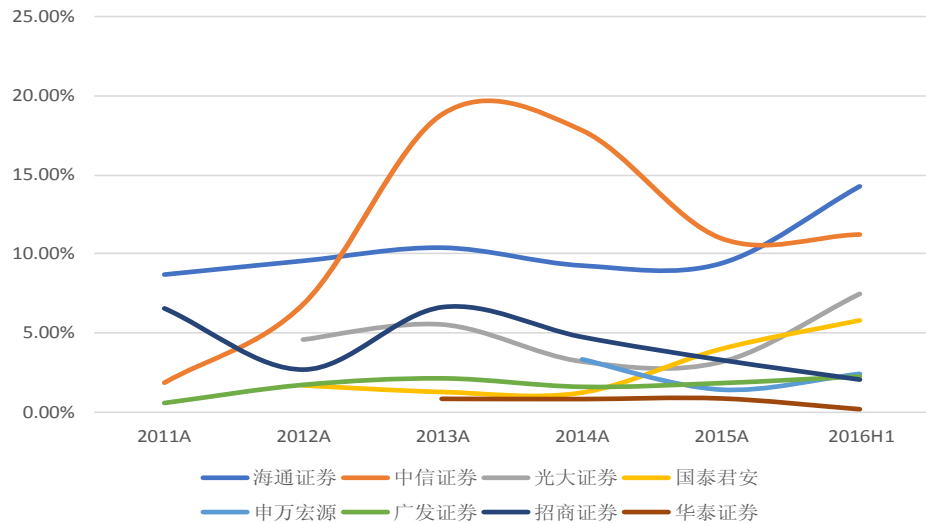
有两家上市券商 2016 年上半年境外收入占比超过了 10%。其中, 境外业务收入占比最高的是海通证券, 占比为 14.26%, 比 2015 年全年提高了 4.86 个百分点; 其次是中信证券, 2016 年上半年境外业务收入占比也达到了 11.22%。

表 8: 代表性上市券商境外收入占比

证券简称	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016H1
海通证券	8.71%	9.57%	10.40%	9.27%	9.40%	14.26%
中信证券	1.84%	6.82%	18.84%	17.82%	10.99%	11.22%
光大证券		4.57%	5.52%	3.20%	3.16%	7.45%
国泰君安		1.63%	1.21%	1.16%	3.95%	5.79%
申万宏源				3.29%	1.39%	2.38%
广发证券	0.54%	1.68%	2.08%	1.55%	1.78%	2.20%
招商证券	6.51%	2.70%	6.59%	4.74%	3.31%	2.08%
华泰证券			0.84%	0.82%	0.86%	0.14%

资料来源: 公司公告, 渤海证券 注: 根据公告, 此表中招商证券和华泰证券的数据为香港地区数据。

图 2: 主要上市券商境外收入占比-变化趋势



资料来源: 公司公告, 渤海证券 注: 根据公告, 此表中招商证券和华泰证券的数据为香港地区数据。

(5) 提高券商收入稳定性方面的作用目前尚不明显

目前来看, 境外收入增速仍具有较大的波动性。以上市券商为例, 近年来境外收入增速的波动性还是比较大, 从我们选取的代表性的 8 家券商来看, 总体上, 2013 年和 2015 年券商境外收入增速较快, 而 2014 年和 2016 年上半年券商境外收入增速较低, 尤其是 2016 年上半年, 在我们选取的 8 家上市券商中, 除广发证券、光大证券之外, 其余 6 家 2016 年上半年收入全部是负增长, 且收入规模下降幅度普遍较大。

表 9: 代表性上市券商境外收入增速

证券简称	2012A	2013A	2014A	2015A	2016H1
光大证券		32.93%	-4.95%	147.87%	49.00%
广发证券	265.63%	46.15%	21.64%	187.02%	46.58%
国泰君安		-14.17%	90.83%	613.46%	-15.10%
海通证券	8.16%	24.23%	53.36%	114.76%	-34.53%
申万宏源				48.77%	-43.67%
中信证券	73.48%	280.45%	71.38%	18.30%	-47.50%
招商证券	-62.94%	218.25%	29.93%	60.46%	-83.43%
华泰证券			65.00%	129.29%	-96.36%

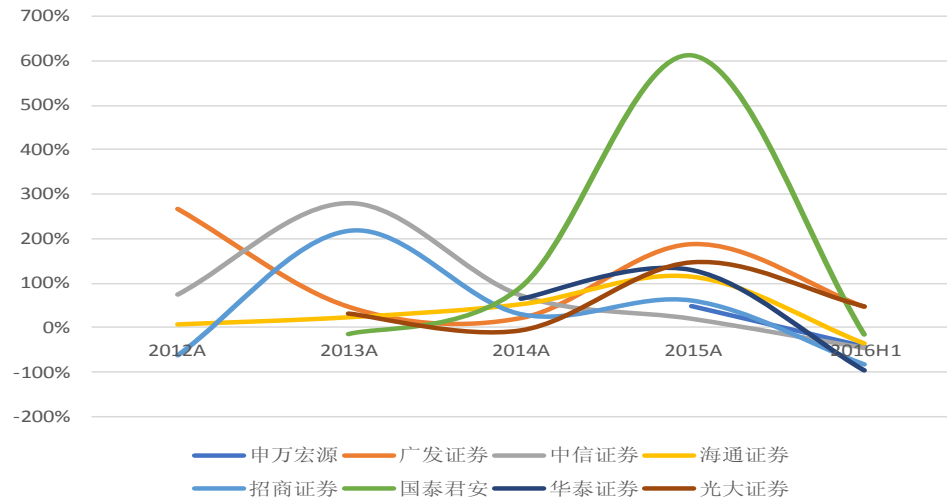
资料来源: 公司公告, 渤海证券

注: 1、根据公告, 此表中招商证券和华泰证券的数据为香港地区数据。

2、2016 年上半年国际恐慌情绪蔓延, 人民币汇率震荡, 香港又经历了一轮海外做空的袭击, 恒指及国指在年初快速走低, 更在 2 月 12 日创下了 2012 年以来的新低。16 年初恒指及国指跌幅最高达到 16.4% 及 22.3%, 国企指数自 2015 年 6 月更是下跌

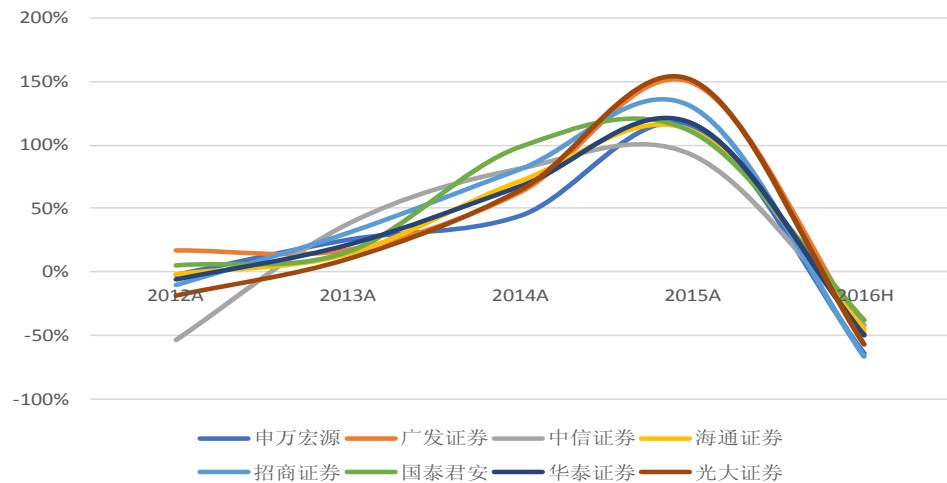
超过 50%。香港市场上半年日均交易量为 675 亿港元，比去年大幅下跌 36%。投资者兴趣大幅下降。以上原因导致部分券商香港地区业务收入同比大幅下降。

图 3：代表性上市券商境外收入增速-变化趋势



资料来源：公司公告,渤海证券 注：根据公告，此表中招商证券和华泰证券的数据为香港地区数据。

图 4：代表性上市券商总收入增速变化趋势



资料来源：公司公告,渤海证券

对比代表性券商近年来总收入与境外收入的增速变化趋势，我们可以看出，二者仍具有一定的同步性，尤其是在 2015 年的大牛市、2016 年上半年的熊市体现比较明显。因此，券商布局海外业务，至少在目前，对提高券商收入稳定性方面作用尚不明显。

究其原因，是因为目前我国券商境外业务处在双向开放的发展初期。上市券商公布的年报显示，大部分从事海外业务的香港控股公司的经纪业务都以面对境内高净值人群为发展目标，投行业务也都是以国内企业在境外上市、国内企业股票、债券向海外发行为主要业务内容，其服务对象仍旧是国内企业，对境外当地企业的服务内容相对较少。也就是说，目前券商海外布局大部分尚处于海外扩张发展的初期阶段，这个阶段境外业务收入与境内业务收入难免仍具有一定的同步性。

2.3 券商布局海外案例

此处我们选取中信证券、海通证券、国泰君安来介绍券商布局海外业务的具体情况。

(1) 中信证券：

中信证券未来十年乃至二十年发展愿景是“成为全球客户最为信赖的国内领先、国际一流的中国投资银行”。公司发展战略中明确提出：公司坚持国际化发展。公司要充分发挥国际、国内两个市场的协同效应，提升全球范围内服务客户的能力，为中国企业“走出去”、境外企业“引进来”提供服务。

中信证券目前海外业务的经营主体主要包括中信证券国际及其全资子公司中信里昂证券等。

① 投资银行业务

A. 股权融资业务

2015 年，中信证券国际将境外投资银行业务及资源与中信里昂证券进行了整合，以“中信证券国际资本市场”品牌运营，整合后公司境外投资银行业务员工超百人，公司在亚太地区的业务协同效应进一步凸显，股票、债券融资业务均取得了长足发展。2015 年，中信证券国际（含中信里昂证券）在香港市场共参与了 15 单 IPO 项目、24 单再融资项目、19 单离岸人民币债与美元债券项目。2015 年，公司在亚洲（除中国大陆及日本市场）多个区域的股票承销金额排名第一，超越了众多国际投行，公司境外业务水平得到进一步提升。

2016 年 1-6 月，中信证券国际与中信里昂证券在亚太区资本市场（日本以外）保持领先的市场地位。其中，股票市场承销簿记人排名第一，债券市场及并购板块的市场份额名列行业前三。2016 年上半年，中信证券境外投资银行完成多项标

志性项目，包括香港上半年规模最大的 IPO（浙商银行，2016 年 3 月 30 日上市，募集总额 150.282 亿元人民币）、菲律宾资本市场近年规模最大的并购交易等项目。

截至 2016 年 6 月底，自 2015 年中信证券国际将境外投资银行业务与中信里昂证券进行整合，以“中信证券国际资本市场”品牌运营 14 个月以来，已执行了价值 250 亿美元的 IPO 及配售项目、价值 85 亿美元的债券项目及 30 亿美元的并购咨询项目，凸显合并后的协同效应。

未来，在股权融资业务方面，中信证券国际计划将继续建设和强化在“一带一路”沿途国家的业务能力，并进一步完善内部及跨境协同机制。

B. 债券及结构化融资业务

2015 年完成包括在蒙古共和国发行三年期主权人民币债券在内的多项境内外重大股权及债权承销项目。

未来，在债券及结构化融资业务方面，随着国内债券市场进一步对外开放，境外企业境内债券融资需求逐渐增强；随着国内企业“走出去”战略的实施、人民币国际化的推进等，境内企业也有境外债务融资的需求。公司计划将进一步整合境内境外客户资源，拓展跨境业务机会，提升对客户的境内外多元化全产品覆盖能力。

C. 财务顾问业务

2015 年，公司完成了多单市场影响力大、创新性突出的复杂并购重组交易。在彭博公布的涉及中国企业参与的全球并购交易排名中，公司以交易金额 700 亿美元和交易单数 58 单，位居全球财务顾问前三位。

未来，在跨境并购市场方面，公司计划利用境内资本市场的丰富资源以及雄厚的资本实力，抓住大量中国企业“走出去”的机遇，完成一些具有市场影响力的跨境收购项目，并力争做到境内外一体化联动。同时，深度挖掘能够结合境内优势的项目机会，借助海外网络的持续构建与不断拓展、抓住“一带一路”机遇，更加广泛、深入地参与到具有国际影响力的跨境并购交易中，打造公司在涉及中国企业参与的跨境并购交易市场中的领先品牌和主导地位。

② 经纪业务

截至 2015 年末，中信证券 QFII 客户 139 家，RQFII 客户 48 家，QFII 与 RQFII 总客户数量和交易量均排名市场前列。

境外经纪业务（含中信证券国际、中信里昂证券、中信国际证券美国子公司的经纪业务）方面，中信证券国际在零售经纪、机构经纪上都取得了大幅增长。美国经纪业务也成功完成业务线拓展，并取得重大突破。中信证券国际经纪业务（包括国际期货及美国经纪业务）市场份额稳步上升，市场排名由 2014 年的 48 位上升至 2015 年的 44 位。

③交易业务

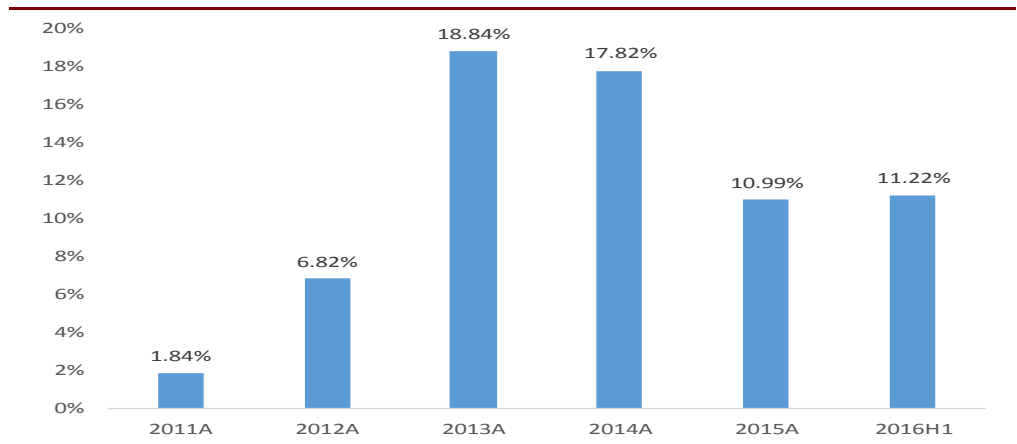
资本中介型业务: 2015 年，在海外固定收益业务方面，公司充分利用中信里昂证券英国分支机构与网络，首次实现将销售平台拓展至英国市场并覆盖欧洲客户。全年海外固定收益平台年化收益率为 11.05%；人民币债券做市业务在香港市场名列三甲，在美元债市场上，位于中资证券公司首位。

④研究业务

2015 年以来，公司研究业务积极推进与中信里昂证券合作的深度和广度，加强海外研究服务，以加快研究的国际化进程，提高公司研究业务的海外品牌和影响力。

未来，公司研究业务计划力争于未来 3 至 5 年成为亚洲最有影响力的研究团队，继续推进与中信里昂证券的协同与合作，提升海外研究服务与排名以加强对公司其他业务线的支持。

图 5：中信证券境外业务收入占比



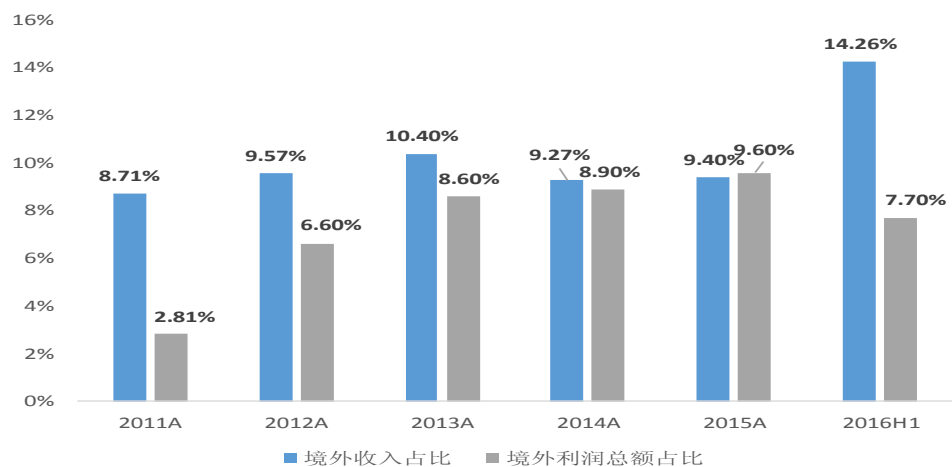
资料来源：公司公告, 渤海证券

(2) 海通证券:

海通证券目前海外业务的经营主体主要包括海通国际证券和海通银行。海通国际证券以企业融资、经纪及孖展融资、投资管理、固定收益、外汇及商品、结构性投融资、现金股票及股票衍生产品等业务板块为核心，服务全球及本地企业客户、机构客户和零售客户三大客户群。海通银行（即 2015 年 9 月收购的葡萄牙圣灵投资银行更名后的公司）拥有超过 25 年历史，为全球企业及机构客户提供广泛的投资银行服务。海通银行的主要业务地点覆盖葡萄牙、巴西、印度、墨西哥、波兰、西班牙、英国和美国，在证券、研究、资本市场、兼并收购、财务咨询和项目融资等方面具有专长。此外，海通证券对海通银行跨境业务的支持也将丰富其跨境网络，带来更多业务发展机会。

业内领先的全方位的国际业务平台有利于公司把握日益增长的跨境业务机会，满足客户的跨境业务需求，提升公司的国际影响力。2015 年，海通国际证券各项财务指标位居在港中资券商前列，完成股权融资项目 53 个，排名在港投行第二，2016 年上半年海通国际证券 IPO 发行承销数量和融资金额均排名在港投行第一，股权融资家数和融资金额分列在港投行第二和第三；公司以人民币产品为核心，打造具有中资特色的 FICC 销售交易平台，成为香港市场最大的债券做市商之一。海通银行是葡萄牙语及西班牙语地区领先的投资银行，业务覆盖欧洲、美洲、南美洲和南亚等共 11 个国家和地区，2015 年按并购项目数和交易金额计均为葡萄牙排名第一。此外，海通证券自贸区分公司是首批加入自贸区 FTU（自由贸易账户）体系的证券机构，成功实施了国内券商首单 FT 项下跨境融资项目。

图 6: 海通证券境外业务收入及利润总额占比



资料来源: 公司公告, 渤海证券

(3) 国泰君安:

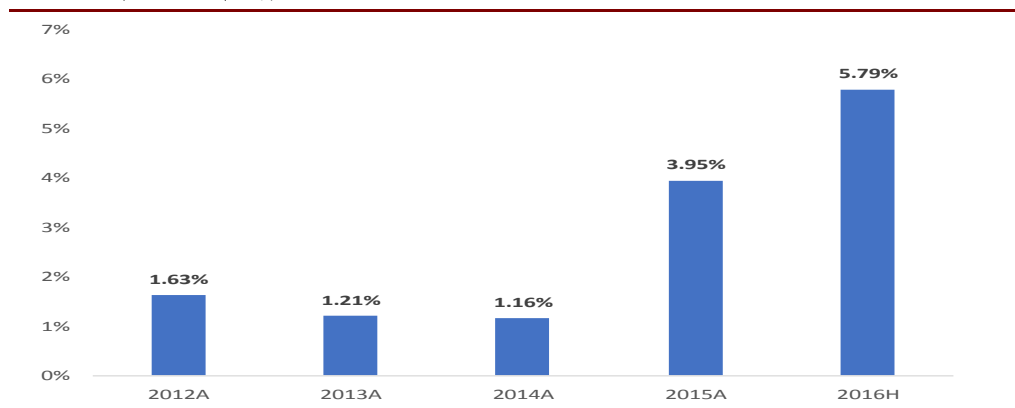
国泰君安的中长期战略愿景是发展为“根植本土、覆盖全球、有重要影响力的综合金融服务商”。公司计划在建立并保持本土市场领先优势的基础上，以服务中国经济、满足客户需求为导向，致力于发展全面业务，打造覆盖全球的业务体系、以及与之相适应的全球服务能力，为客户提供长周期、一揽子综合金融服务。

国泰君安主要通过全资子公司国泰君安金融控股所控股的国泰君安国际及其子公司开展国际业务。

公司目前拥有较为成熟的国际业务平台。公司国际业务范围涵盖经纪、企业融资、资产管理、融资融券及贷款、投资与做市等业务领域。经过多年的发展，国泰君安国际已成为在港中资券商中业务品种最全、综合实力最强、经营业绩最好的公司之一，有力推动了国泰君安国际化发展。2010年7月，国泰君安国际在香港联合交易所挂牌上市，成为首家在香港通过IPO方式上市的在港中资券商。2011年3月，国泰君安国际成为恒生综合指数金融成份股；2015年9月，国泰君安国际成为恒生综合大中型股指数成份股并成为港股通标的股票；2015年7月，国泰君安国际在新加坡设立了子公司国泰君安国际(新加坡)控股有限公司，并于2015年10月正式开展资产管理业务。

2016年上半年，公司设立了国际业务发展协调委员会，搭建了香港金控平台基础功能架构，大力拓展跨境协同业务，在覆盖跨境高端客户、协同实现跨境业务等方面取得成效。2016年1月，于新加坡发行首只私募基金“国泰君安一带一路亚洲基金”，2016年3月开始在新加坡提供财务顾问服务。2016年上半年，在美国的业务开展也取得突破。

图 7: 国泰君安境外业务收入占比

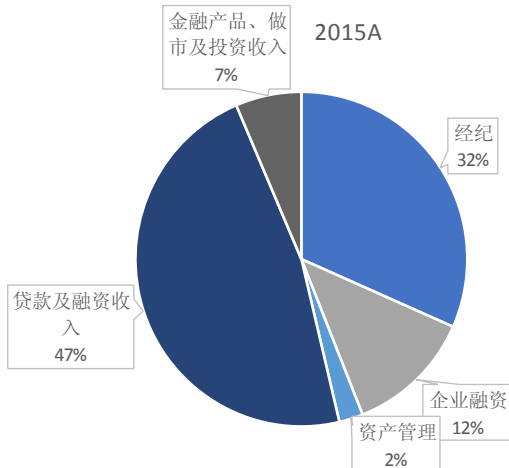


资料来源: 公司公告, 渤海证券

国泰君安国际收入构成情况:

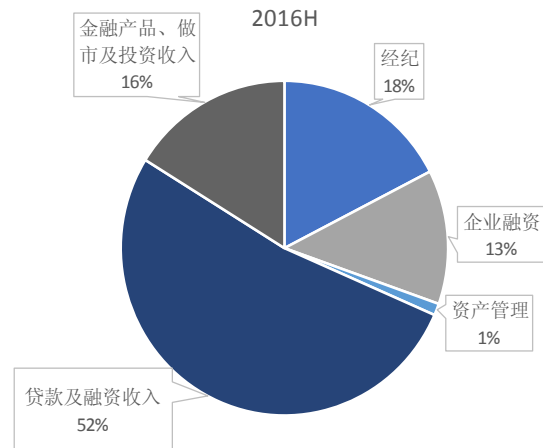
国泰君安国际收入结构中, 贷款及融资收入占比最高, 其次为经纪业务收入。

图 8: 2015 年国泰君安国际收入构成



资料来源: 公司年报, 渤海证券

图 9: 2016 年上半年国泰君安国际收入构成



资料来源: 公司年报, 渤海证券

表 10: 国泰君安国际主要收入构成 (单位: 千港元)

	2016H	2015A	2015H	2014A
费用及佣金收入	381,993	1,054,484	600,729	835,858
yoy	-36.41%	26.16%		
经纪	211,132	719,945	436,421	501,646
yoy	-51.62%	43.52%		
企业融资	157,105	281,447	129,724	287,825
yoy	21.11%	-2.22%		
资产管理	13,756	53,092	34,584	46,387
yoy	-60.22%	14.45%		
贷款及融资收入	633,137	1,076,018	512,819	722,470
yoy	23.46%	48.94%		
金融产品、做市及投资收入	195,771	146,106	102,761	98,254
yoy	90.51%	48.70%		
总收益	1,210,901	2,276,608	1,216,609	1,656,582
yoy	-0.47%	37.43%		

资料来源: 公司年报, 渤海证券

贷款及融资业务是国泰君安国际的主营业务之一。2016 年上半年, 平均贷款余额同比上升 22.4%至 130 亿港元, 贷款收入同比上升 26.4%至 5.54 亿港元。而定期贷款业务收入也上升 58.9%至 0.27 亿港元。

就企业融资业务来看, 2016 年上半年国泰君安国际企业融资业务收入上升 21.1%

至 1.57 亿港元。其中，债券承销发行表现亮眼。2016 年上半年公司共参与 16 次债券发行，协助企业筹资 177 亿港元，并为国泰君安带来 0.66 亿港元的收入，同比上涨 93%。此外，国泰君安国际以财务顾问身份参与 12 个融资咨询项目，顾问及融资咨询服务收入同比上升 28.2%至 0.47 亿港元。企业融资业务收入对公司应收的贡献率也相对增长了 1 个百分点。

国泰君安国际紧跟市场变化及顾客需求，推出个性化金融产品，2016 年上半年金融产品业务收入大幅增加 974.8%至 0.62 亿港元，做市业务也同比大幅增长 234.5%至 1.07 亿港元。金融产品、做市及投资收入贡献率由 15 年末的 7%上涨至 16%。

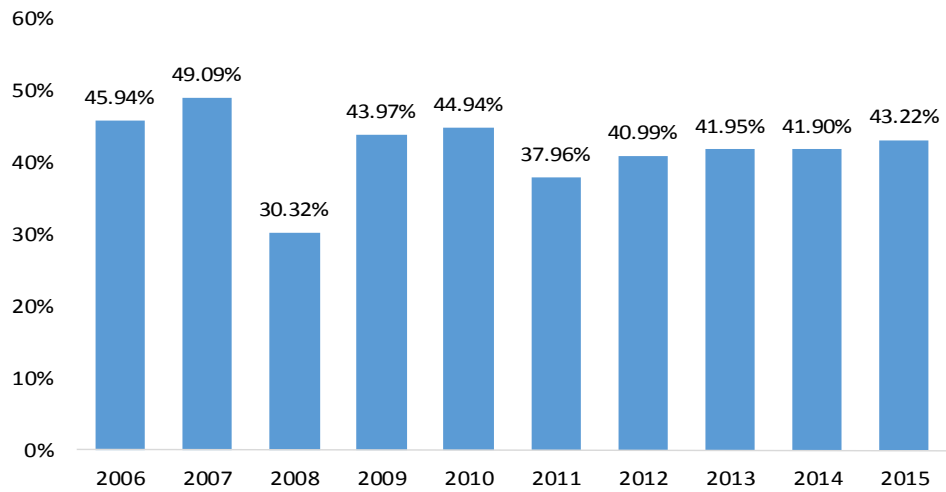
此外，2016 年上半年由于市场交易萎缩，国泰君安国际的经纪及资产管理业务收入大受影响，同比分别下跌 51.6%及 60.2%，对营收的贡献率也分别下降 14 个百分点、1 个百分点。

3、国内券商海外布局的未来发展趋势

3.1 券商海外布局发展空间广阔

参考境外成熟市场经验，高盛作为美国甚至全球领先的投资银行，于二战后 70 年代开始逐步扩张，其海外营收(除美洲收入)截至 2015 年占到总营收的 43.22%，其中来自 EMEA(欧洲、中东、非洲)地区收入占 26.56%，亚洲地区收入占 16.67%。对比我国海外业务占比最高的海通证券、中信证券来看，2016 年上半年，海通证券、中信证券海外营收占总营收的比重分别为 14.26%、11.22%。对比来看，我国券商海外布局仍有很大的提升空间。当前我国券商出海主要始于香港，部分券商涉足欧洲等地，海外营收也多来自香港地区，部分来自欧洲，多为发达国家及地区。但伴随未来我国经济结构的成功升级、资本市场的双向开放加大、对外直接投资力度加大、离岸人民币市场的不断发展，券商海外布局地域将更为广阔，营收空间也将随之上升。

图 10: 2006-2015 高盛海外营收占比



资料来源: 公司年报, 渤海证券

3.2 券商海外布局大部分将遵循相似的路径

以香港、新加坡为出发点仍将是我国券商海外布局的重要路径。美国投行初始海外扩张多以英国等欧洲国家为出发点，日本的野村证券则是从亚洲的香港开始其大规模的海外扩张，作为全球布局的重要起点，而我国当前券商海外扩张多以香港、新加坡为出发点，这几个出发点的共同之处在于都是当时阶段金融市场发展较为成熟的地域，并且具有与本国相类似的社会文化背景。

这类扩张路径，能够让证券公司快速熟悉当地政经背景环境，拿到金融行业经营牌照、减少运营成本。

除香港上市外，先设立海外办事处再成立当地公司、并购当地金融机构仍将为我国券商海外布局的两种重要方式。美国大投行的国际化步伐大都是从海外设立办事处开始，然后再根据当地政策设立独资或合资公司。从设立办事处开始探索市场，再到适应当地政策成立符合当地政策法规的公司，这一逐渐深入的过程能够使投行在深入了解当地市场之后，做出最符合自身利益的选择。金融行业牌照管制较为严格，海外并购扩张直接取得当地经营牌照是最直接也是最减少运营费用的手段。我国证券行业当前处在发展期，如果通过收购海外企业，拓宽业务内容，实现公司业务内容的多元化，则有利于公司整体业务结构的优化，在当前行业盈利模式转型阶段发挥重要作用。

3.3 海外扩张预计将有力促进我国券商创新步伐

参考成熟市场经验，在美国投行发展历史上，从业务扩张路径来看，高盛最初进入欧洲市场凭借的是在大宗商品以及并购业务方面的优势，摩根士丹利的承销业务、美林证券的财富管理业务作为其在本国业务内容的重头戏，也成为了其海外业务内容的侧重点。但从我国券商当前的经营状况来看，由于监管对于金融产品的限制，我国券商仍旧从事一些较为简单的金融产品和业务，专业优势并不十分突出，创新步伐进展缓慢。因此，拓宽海外市场，对于我国券商来说，除了利用海外企业经营业务改善自身营收结构，还将促进我国券商加大创新的步伐，提高业务创新能力。

3.4 一带一路给我国券商海外布局提供广阔舞台

一带一路倡议自 2015 年提出以来，根据 2015 年地方政府工作报告，总共有 114 项一带一路基础设施投资项目，项目的投资规模达到 1.04 万亿人民币。

国内券商也积极响应一带一路发展战略，积极布局。如：

- 根据公司发展愿景，中信证券提出在跨境并购市场方面，将借助海外网络的持续构建与不断拓展、抓住“一带一路”机遇，更加广泛、深入地参与到具有国际影响力的跨境并购交易中。未来，中信证券国际将继续建设和强化在“一带一路”沿途国家的业务能力，完善内部及跨境协同机制，重新评核业务/产品的绩效管理，做好准备以配合未来发展机遇。
- 2016 年 6 月，海通证券与中东欧地区最大的证券交易所——波兰华沙证券交易所签署了合作协议。波兰作为一带一路上的重要一环，积极响应中国提出的一带一路号召，而海通国际与波兰华沙证券交易所签订的合作框架，则为下一步在该地区大规模开展业务打下了基础，也为以后我国企业走出去的融资提供了便利的条件。
- 2016 年 1 月，国泰君安于新加坡发行首只私募基金“国泰君安一带一路亚洲基金”，2016 年 3 月开始在新加坡提供财务顾问服务。

参考海外成熟市场的经验，伴随金融全球化的不断发展、布雷顿森林体系瓦解之后对贸易全球化以及货币自由化的促进，一方面，对海外某一地区投资规模的扩大，也会相应的促使投行业务进入到相应地区，其券商境外收入随之提高。另一方面，投行作为资产管理者，有发现具有投资价值地区的能力，伴随其相应地区海外收入的不断提升，也将促使境内投资者更为积极的向投行发现的具有投资价

值地区的增加投资规模。

3.5 券商海外扩张将是一个渐进的过程

资本市场制度不完善的发展中国家开放资本市场之后，由于制度不完善，将受到一定程度的冲击，比如当时东南亚危机时的泰国。而二战及其后的美国，由于资本市场发展历史较为悠远，资本市场的根基较为牢固，其无论是对外扩张还是引入国外资本，对其国内的证券市场的冲击较小。

虽然当前我国资本市场的开放程度在不断加深，但相对其他发达国家，开放程度依旧较低。从历史教训上来看，选择逐渐开放资本市场是正确的，但这也从一定程度上影响了我国券商海外布局的步伐。

我国证券行业起步较晚，近 30 年的发展历程并不足以夯实我国证券行业的基础。我国券商当前正处于盈利模式转型阶段，行业重新洗牌必不可免，行业排名靠前的券商依靠规模实力、资本实力和专业实力在行业中保持有利的竞争地位，其他大部分券商则将面临激烈的竞争。如果在当下海外扩张的时候，国内资本市场由于开放遭受冲击，则难免导致积极实施走出去战略的券商面临发展困境。因此，当前监管层加大行政监管力度、《证券法》的二次修订也都在为券商的海外扩张奠定政策基础。

我国券商的海外扩张将是一个渐进的过程，它需要人民币国际地位的不断提升、我国资本市场的不断开放、金融产品创新设计能力以及券商专业能力的不断加强、跨境资本流通的不断深入，而这些都需要时间。伴随我国一带一路的逐步发展、对外投资规模的不断扩大、资本市场法律法规体系建设的不断完善、资本市场的逐步放开，券商海外扩张将迎来新的发展格局。

4、重点个股推荐

建议关注中信证券、海通证券以及国泰君安。从海外业务布局的逻辑来看，这三家券商的海外业务发展时间较长，已经从最初单纯的走出去，发展到现在能够顺应境外当地资本市场环境、具备全球化业务能力的阶段，其境外业务收入对营收的贡献率也在整体上呈现上升的态势，改善了公司的业务结构。从 2017 年行业的发展趋势来看，2017 年投行业务中的 IPO、并购业务收入将迎来较为确定的上升趋势，主动资产管理规模上升带来收入上升，而这三家券商作为行业龙头，IPO、并购业务、主动资产管理无论是从业务储备、规模还是从专业能力来看，

都位居行业前列。就估值来看，截至 2017 年 1 月 24 日，中信证券、海通证券、国泰君安市盈率 (TTM) 分别为 19.14 倍、16.81 倍、12.74 倍 (行业均值为 29.25 倍)，市净率 (MRQ) 分别为 1.42 倍、1.73 倍、1.49 倍 (行业均值为 2.63 倍)，性价比较高，且兼具安全边际与向上空间。

风险提示：海外业务发展低于预期。

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

重要声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

渤海证券股份有限公司研究所

副所长 (金融行业研究 & 研究所主持工作)

张继袖
+86 22 2845 1845

副所长

谢富华
+86 22 2845 1985

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
张冬明
+86 22 2845 1857

计算机行业研究小组

王洪磊
+86 22 2845 1975
朱晟君
+86 22 2386 1673

环保行业研究小组

林徐明
+86 10 6878 4238
刘蕾
+86 10 6878 4250

电力设备与新能源行业研究

伊晓奕
+86 22 2845 1632

医药行业研究小组

任宪功 (部门经理)
+86 10 6878 4237
王斌
+86 22 2386 1355
赵波
+86 10 6878 4256

通信 & 电子行业研究小组

徐勇
+86 10 6878 4235
高峰
+86 10 6878 4251
宋敬祎
杨青海
+86 10 6878 4239

家用电器行业研究

安伟娜
+86 22 2845 1131

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2386 1319

机械行业研究

李骥
+86 10 6878 4263

新材料行业研究

张敬华
+86 10 6878 4257

食品饮料、交通运输行业研究

齐艳莉
+86 22 2845 1625

休闲服务行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

证券行业研究

任宪功 (部门经理)
+86 10 6878 4237
洪程程
+86 10 6878 4260

金融工程研究 & 部门经理

崔健
+86 22 2845 1618

权益类量化研究

潘炳红
+86 22 2845 1684
李莘泰

衍生品类研究

祝涛
+86 22 2845 1653
李元玮

CTA策略研究

郝俊
+86 22 2386 1600

基金研究

刘洋
+86 22 2386 1563

债券研究

王琛皞
+86 22 2845 1802

流动性、战略研究 & 部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
杜乃璇
+86 22 2845 1945

博士后工作站

冯振 债券·经纪业务创新发展研究
+86 22 2845 1605
朱林宁 量化·套期保值模型研究

综合质控 & 部门经理

郭靖
+86 22 2845 1879

机构销售·投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995

行政综合

白骐玮
+86 22 2845 1659

渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn