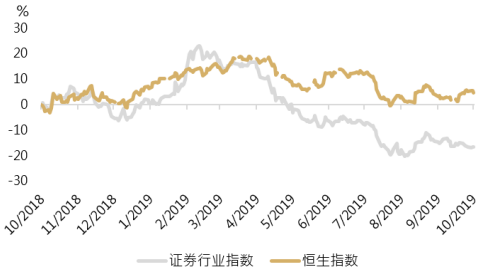
2019 年 10 月 25 日

投资评级 中性

市场表现



券商如何「突出重围」

投资亮点

■ 行业 Beta 属性高，盈利受市况波动影响大

2019 年首三季度，在中美贸易摩擦的大背景下，港股市场呈现明显的阶段性波动。截至九月底，恒生指数收报 26,092 点，较年初升约 0.95%，港股日均成交额约 910 亿港元，较 2018 年同期的约 1,150 亿港元下跌约 21%。2019 年上半年，所有证券交易商及证券保证金融资人的净盈利总额为 138 亿元，较之前六个月下降 20.3%，原因是行业的非证券交易佣金收入(包括管理费用、投资顾问费用、资产管理费用、包销费用及企业融资的收入)下降，同时营运成本增加。从过往收入及净利变化来看，行业的 Beta 属性高，盈利易受股市波动影响而变得不稳定。

■ 券商竞争大，汰弱留强难免

近 10 年以来，行业出现汰弱留强的情况，按联交所参与者分类的三个组别(A 组—按市场成交额计十四大公司；B 组—按市场成交额计第十五至第六十五大公司；及 C 组—市场其他股票经纪)作分析，代表小型券商的 C 组市占率由 10 年前的 12.6%跌至现时的 8.7%。这代表着香港市场排名前 2%的券商(A 组)占据了 50%以上的市场份额，而排名前 10%的券商(AB 组)占据了大约 80%-90%的市场份额。

■ 轻资产及重资产业务同样重要

重资产业务和轻资产业务的分别在于前者依靠资产负债表的扩张获取利润，业务包括股票质押、做市、自营等；后者则依靠券商牌照来实现利润，包括经纪业务、投行业务及资产管理业务。随着在港券商数目增加，轻资产业务竞争愈战竞烈，行业正在经历重资产化的过程。但鉴于各业务环环紧扣，轻资产及重资产业务其实同样重要。事实上，各券商的优势及发展方向都不尽相同。此报告将专注分析港资以及在港中资券商之营运情况。

谭美琪

宝新证券研究部助理经理

电话：(852) 2379 8906

电邮：cynthia.tam@hk1282sec.com

更多：

券商有转型的必要

行业竞争长期激烈，券商转型的关键在于 1) 避免经营模式同质化；2) 同时注重轻资产及重资产业务；3) 财富管理业务的革新；4) 透过集资扩展业务；5) 加强机构业务的发展；6) 积极参与债券市场；7) 拥抱新经济带来的机遇；以及 8) 增加国际化布局。展望未来，特色化及差异化已成为证券公司转型的必经之路。

行业估值及投资策略

当前板块估值在 0.6 倍 PB 左右，处于历史低位，鉴于今年券商中期收入及盈利表现理想，全年业绩增长具备较高确定性，低估值让板块具备安全边际，故现时有一定配置价值。个股方面，建议关注头部券商，海通国际(665.HK：业务布局全面、抗压性强)，以及国泰君安国际(1788.HK：积极开拓东南亚市场)。

风险提示

1) 行业作为高 Beta 属性板块，股价表现会较受市场波动影响，因此中美关系、宏观经济等都会为行业估值修复带来不确定性；2) 宏观环境转变(包括息率变化)会对信用业务的利润空间及信用风险和质量带来影响，同时亦会对自营业务(尤其高收益债券)的投资回报产生影响；3) 行业竞争加剧，或导致利润空间受压。

市场回顾

1.1 股本证券/金融衍生产品/商品市场 4
1.2 债券市场 6
1.3 集资情况 7

行业现况

2.1 行业运营数据 11
2.2 行业各项业务发展 15
2.3 券商之业务收入结构 18
2.4 各券商的收入及盈利 27

券商转型的关键所在

3.1 避免经营模式同质化 32
3.2 轻资产及重资产业务同样重要 34
3.3 财富管理业务的革新 53
3.4 透过集资扩展业务 57
3.5 机构业务对头部券商的重要性不容忽视 60
3.6 积极参与债券市场 62
3.7 拥抱新经济带来的机遇 64
3.8 加强国际化布局 65

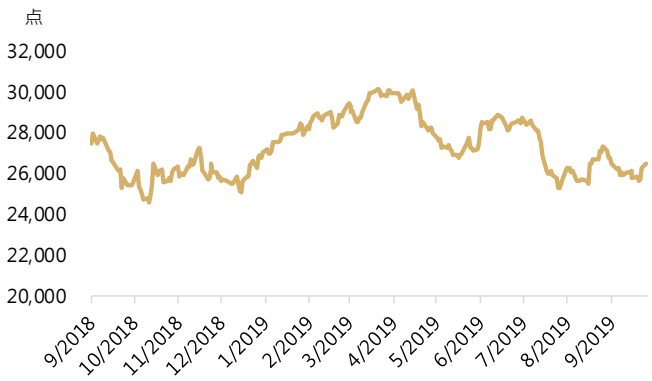
行业估值及投资策略 67

1. 市场回顾

1.1 股本证券/金融衍生产品/商品市场

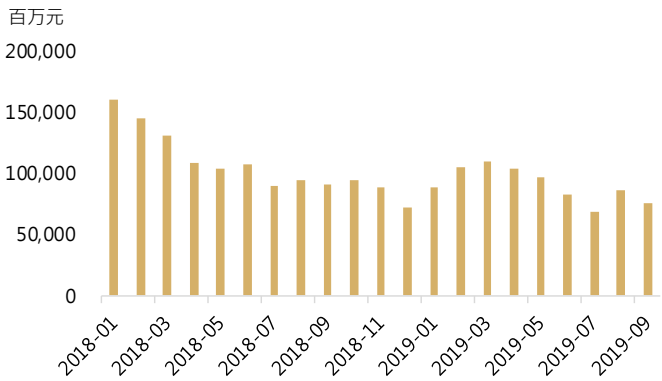
2019 年首三季度，在中美贸易摩擦的大背景下，港股市场呈现明显的阶段性波动。前四个月在国内外利好因素的推动下，恒生指数持续走高。自五月开始，中美贸易争端再度升温，加上全球经济下行压力增加，恒指开始回吐之前涨幅。截至九月底，恒生指数收报 26,092 点，较年初升约 0.95%，港股日均成交额约 910 亿港元，较 2018 年同期的约 1,150 亿港元下跌约 21%。

图 1：港股今年表现



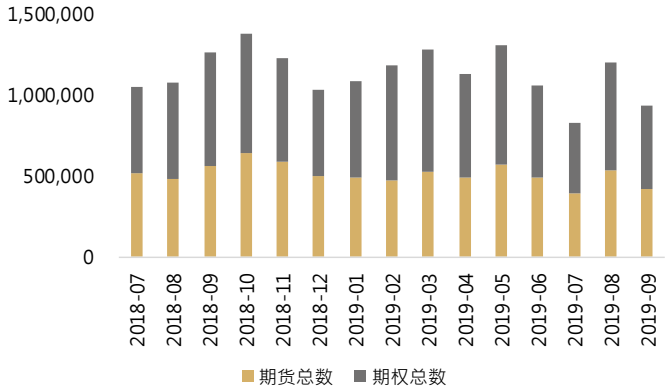
数据源：港交所

图 2：证券市场平均每日成交金额



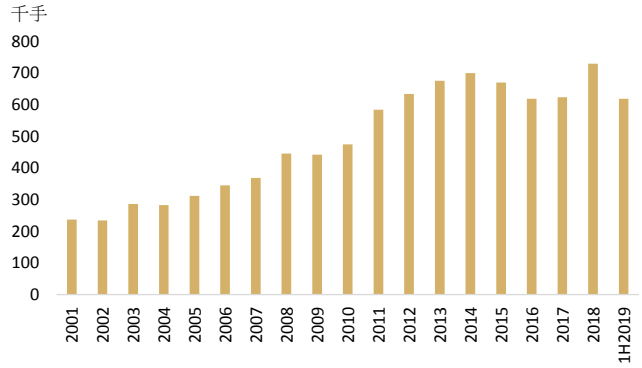
数据源：港交所

图 3：衍生产品市场平均每日成交合约量



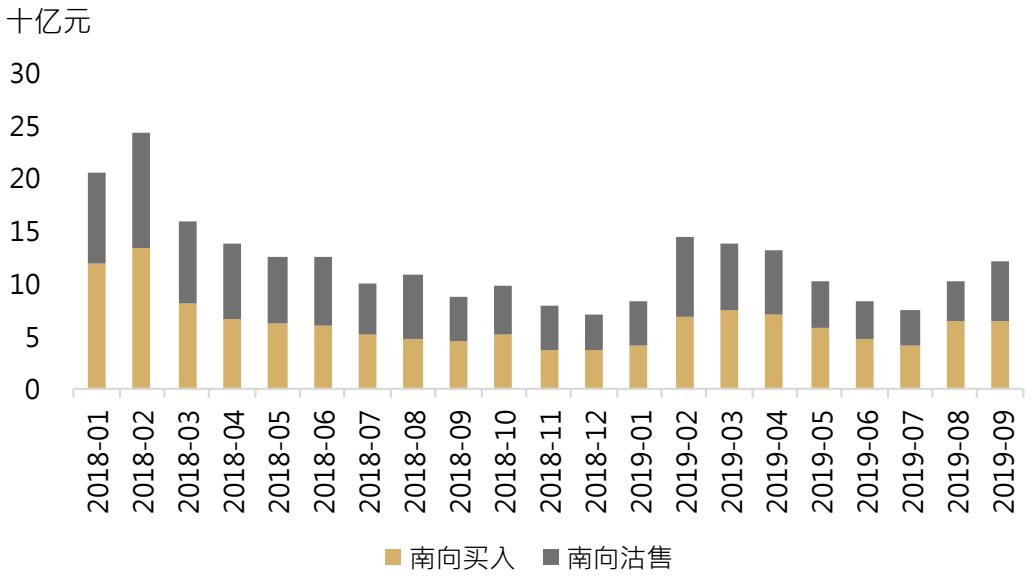
数据源：港交所

图 4：商品平均每日成交合约量



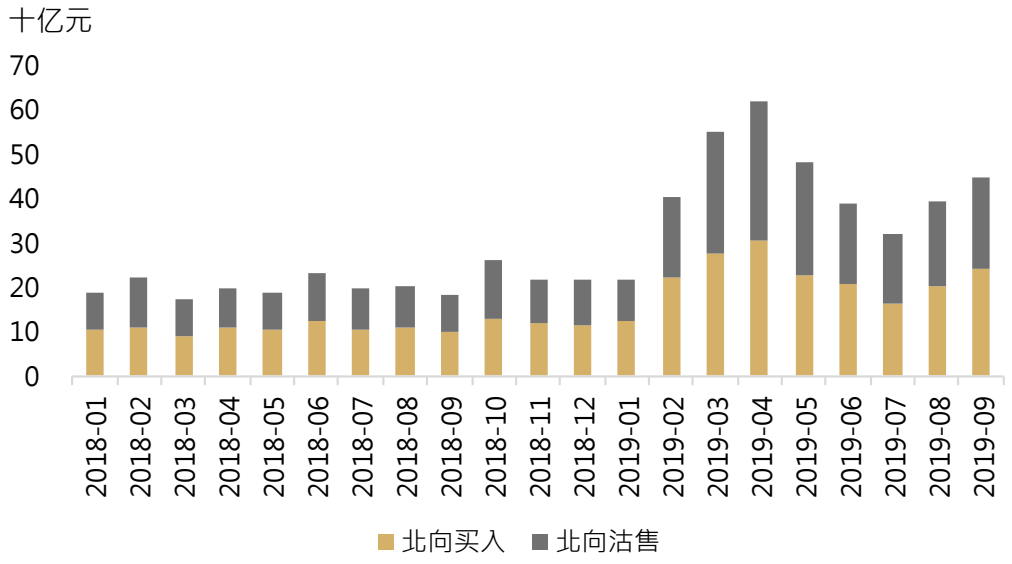
数据源：港交所

图 5：南向交易日均成交金额



数据源：港交所

图 6：北向交易日均成交金额

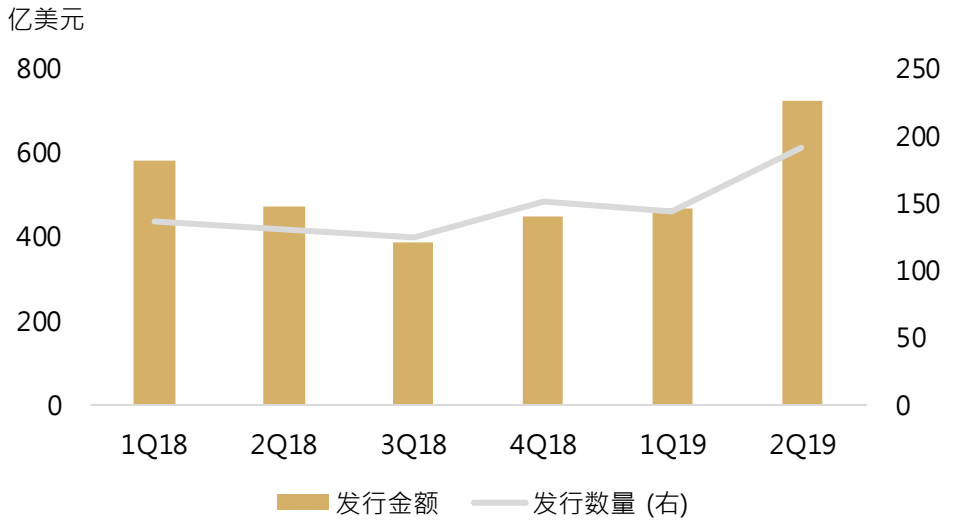


数据源：港交所

1.2 债券市场

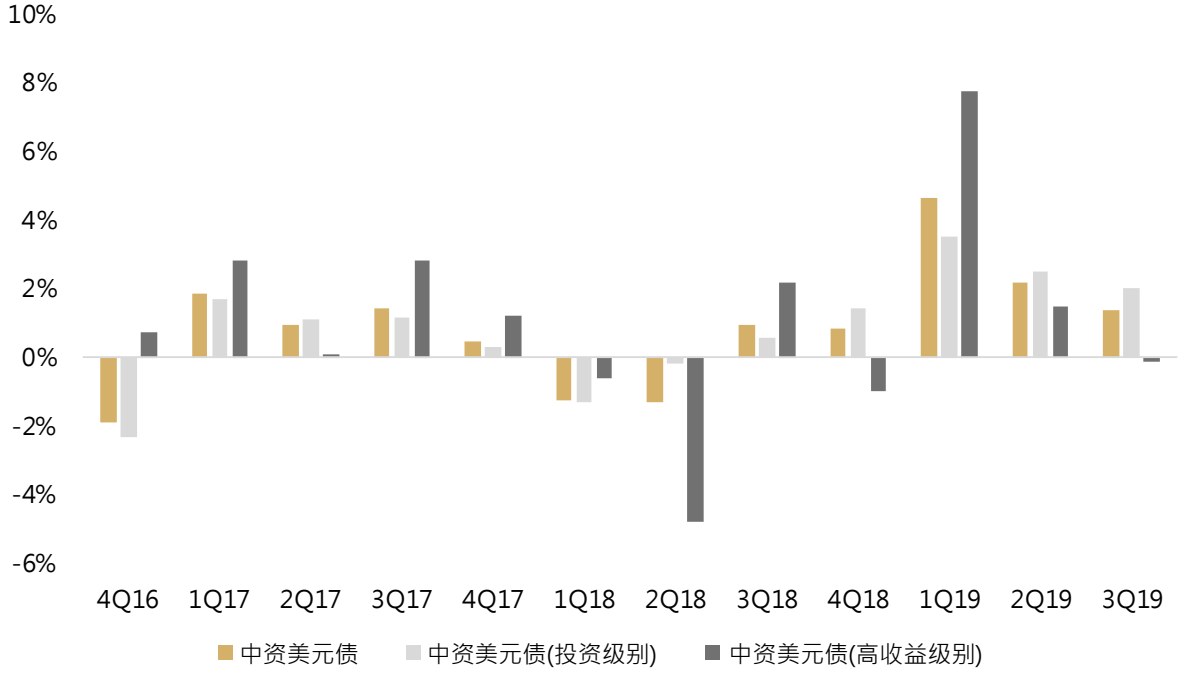
2019 年上半年美联储偏鸽，美债收益率回落，中资美元债发行成本降低，加上中资美元债集中到期潮的来临，其发行量保持了上升的趋势，另外中资美元债发行利率一般较境内债为高，造就了中资美元债今年供需两旺，根据彭博数据，中资美元债上半年发行金额超千亿，创下历史高位。以 iBOXX 中资美元债指数计算，投资级及高收益级别分别于 2019 年第一季录得 3.5%及 7.8%的回报，为 8 年来最高。

图 7：中资美元债发行情况



数据源：彭博

图 8：中资美元债投资回报



数据源：彭博

1.3 集资情况

1.3.1 首三季行情

今年前三季度的募集资金从去年同期的港币 2,427 亿元下降至今年的港币 1,278 亿元 按年大幅回落 47.3%，主要是由于今年大型 IPO 数目减少所致(2018 年有中国铁塔、小米集团、美团点评三大 IPO)。上市宗数方面，主板表现与 2018 年同期相若，为 88 宗，前三季度主板及创业板共有 96 家公司上市。

表 1：香港 IPO 市场概况

	主板			GEM			香港IPO市场	
	募资总额 (10亿港元)	IPO宗数	平均交易规模 (10亿港元)	募资总额 (10亿港元)	IPO宗数	平均交易规模 (10亿港元)	募资总额 (10亿港元)	IPO宗数
2019年前三季度	127.2	88	1.45	0.6	8	0.07	127.8	96
2018年前三季度	238.1	88	2.71	4.6	67	0.07	242.7	155
2018年全年	281.3	130	2.16	5.1	75	0.07	286.4	205
2017年前三季度	83.2	51	1.63	4.3	55	0.08	87.5	106
2016年前三季度	134.0	43	3.12	1.9	25	0.08	135.9	68
2015年前三季度	154.6	49	3.16	1.8	21	0.09	156.4	70

数据源：万得、港交所

表 2：香港前 10 大 IPO 项目 (2019 年首三季)

2019 年前三季度	公司名称	首发募资总额 (10 亿港元)	行业
1	百威亚太	45.08	消费品
2	申万宏源	9.09	金融服务
3	翰森制药	9.04	医疗保健及生命科学
4	中国东方教育	4.96	教育
5	信义能源	3.90	能源及自然资源
6	晋商银行	3.71	金融服务
7	锦欣生殖	3.51	医疗保健及生命科学
8	中梁控股	3.23	基础设施 / 房地产
9	复宏汉霖-B	3.21	医疗保健及生命科学
10	基石药业-B	2.57	医疗保健及生命科学

数据源：万得、港交所

从上图可见，医疗保健及生命科学公司继续为新股市场带来新动力，在香港前 10 大 IPO 项目中占据四席。

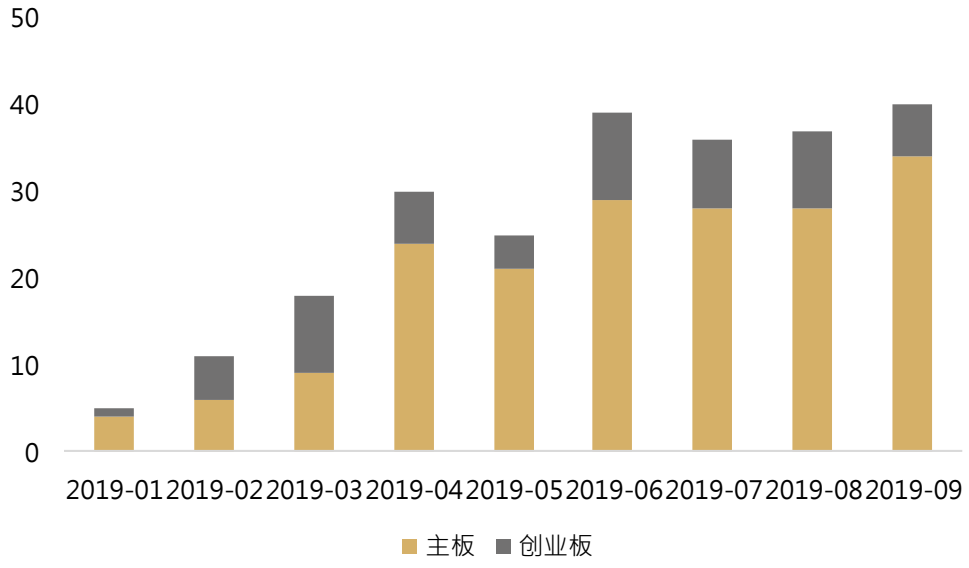
表 3：香港前 10 大 IPO 项目 (2018 年首三季)

2018 年前三季度	公司名称	首发募资总额 (10 亿港元)	行业
1	中国铁塔	58.80	电讯
2	小米集团-W	42.61	信息科技
3	美团点评-W	33.14	信息科技
4	平安好医生	8.77	医疗保健及生命科学
5	江西银行	8.60	金融服务
6	药明康德	8.28	医疗保健及生命科学
7	海底捞	7.56	餐饮
8	百济神州	7.08	医疗保健及生命科学
9	甘肃银行	6.84	金融服务
10	山东黄金	5.25	能源及自然资源

数据源：万得、港交所

虽然现时香港的市场气氛受到一些不确定因素所影响，但香港仍为新股上市的首选地点之一。截至 2019 年 9 月底，香港市场共有超过 200 份有效上市申请，处于历史高位，以及第 3 季新提交的主板上市申请数量逾 80 份，各种迹象显示香港 IPO 市场仍然稳健。

图 9：新上市申请



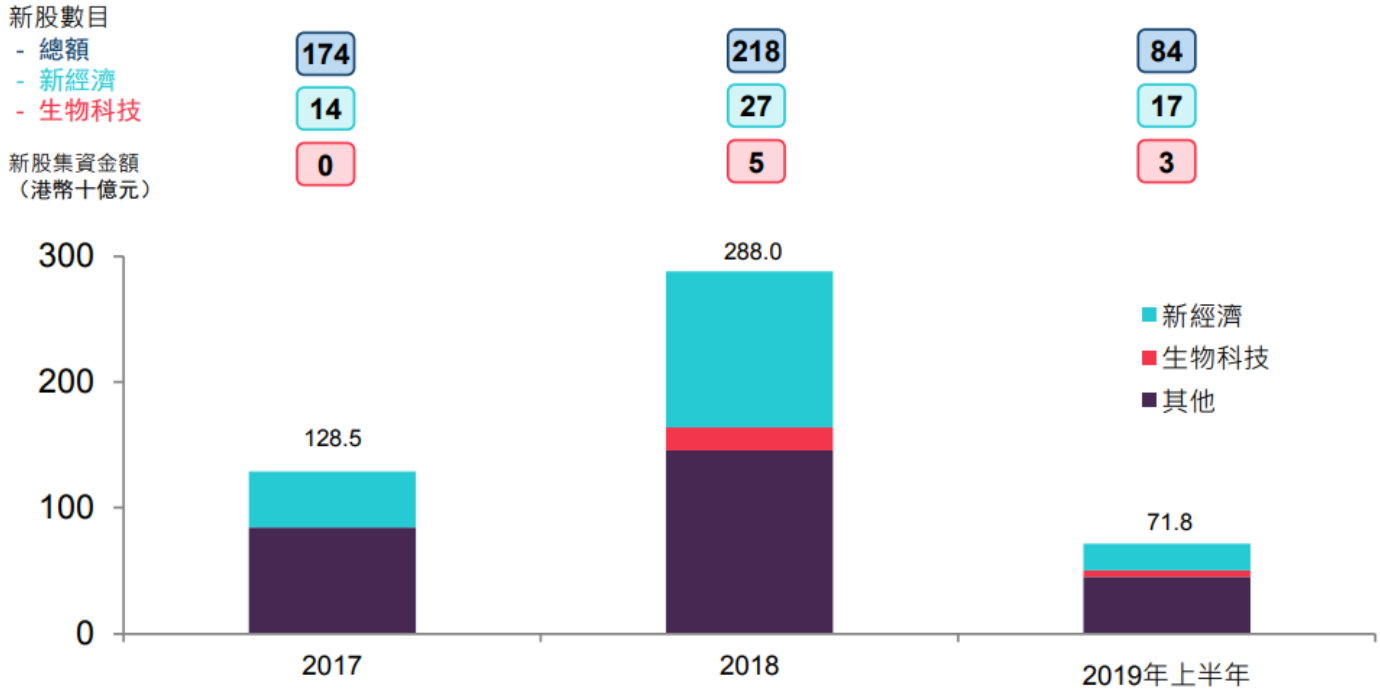
数据源：港交所

1.3.2 新经济及生物科技为新股市场带来新动力

2018 年 4 月，香港联交所就主板上市规则全新推出了第 18A 章「生物科技公司」章节，主要适用于未能通过《上市规则》第 8 章所列相关的「盈利测试」或「市值/收益测试」或「市值/收益/现金流量测试」，但寻求在香港联交所主板上市的生物科技行业公司，以进一步增强香港市场服务新经济企业的能力。这一改革为香港资本市场带来新的活力，亦为香港证券金融机构的企业融资业务带来机遇。

于 2019 年上半年，共有 20 家新经济及生物科技在香港上市，集资 265 亿元，按年上升 73%，目前香港已是全球第二大生物科技公司融资中心。自新章节颁布以来至 2019 年上半年，共有 14 家生物科技公司已在香港联交所主板上市，总计集资 475 亿港元；其中包括 8 家尚未有营业收入的生物科技公司，集资总额约 235 亿港元。此外还有 5 家生物科技公司已经提交 A1 申请表，未来将进一步强化香港在生物科技行业领域的领先资本市场地位。

图 10：新经济及生物科技新股集资



数据源：港交所

表 4：香港联交所依生物科技公司章节的新上市情况 (2019 年首三季)

	股票简称	股票代号	上市日期	主要营运地点
1	歌礼制药-B	01672	01/08/2018	杭州
2	百济神州	06160	08/08/2018	北京
3	华领医药-B	02552	14/09/2018	上海
4	信达生物-B	01801	31/10/2018	苏州
5	君实生物-B	01877	24/12/2018	上海
6	基石药业-B	02616	26/02/2019	上海
7	康希诺生物-B	06185	28/03/2019	天津
8	迈博药业-B	02181	31/05/2019	泰州
9	复宏汉霖 - B	02696	25/09/2019	上海

数据源：港交所

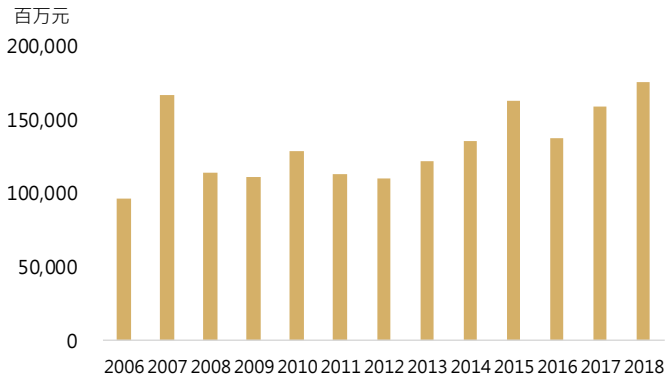
2. 行业现况

2.1 行业运营数据

2019 年上半年，所有证券交易商及证券保证金融资人的净盈利总额为 138 亿元，较之前六个月下降 20.3%，原因是行业的非证券交易佣金收入(包括管理费用、投资顾问费用、资产管理费用、包销费用及企业融资的收入)下降，同时营运成本增加。

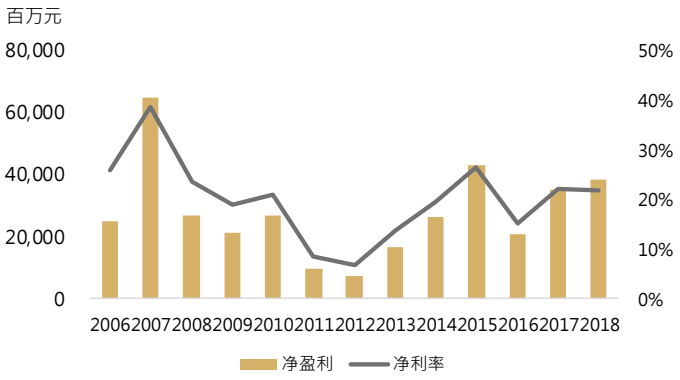
2018 年，所有证券交易商及证券保证金融资人的净盈利总额为 383 亿元，较 2017 年上升 8.9%。升幅主要是由于利息收入总额增加，以及自营交易净盈利和其他收入上升所致。从过往收入及净利变化来看，行业的 Beta 属性高，盈利易受股市波动影响而变得不稳定。

图 11：行业收入



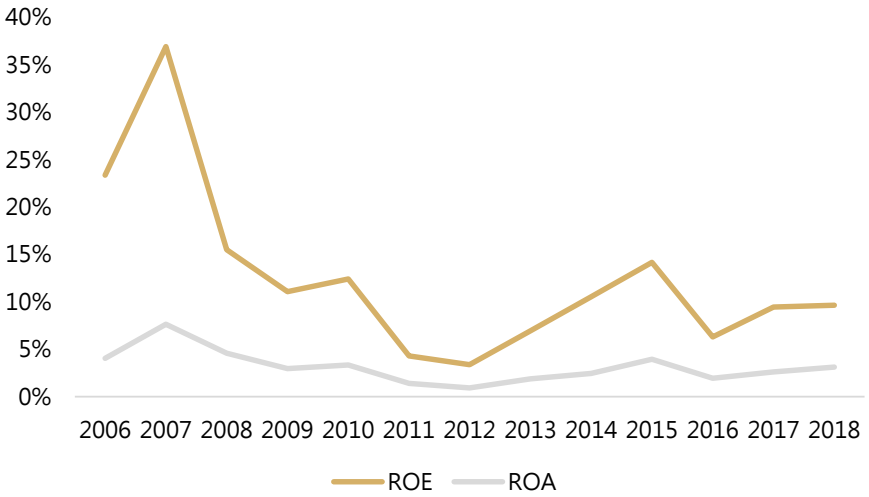
数据源：证监会

图 12：行业净利



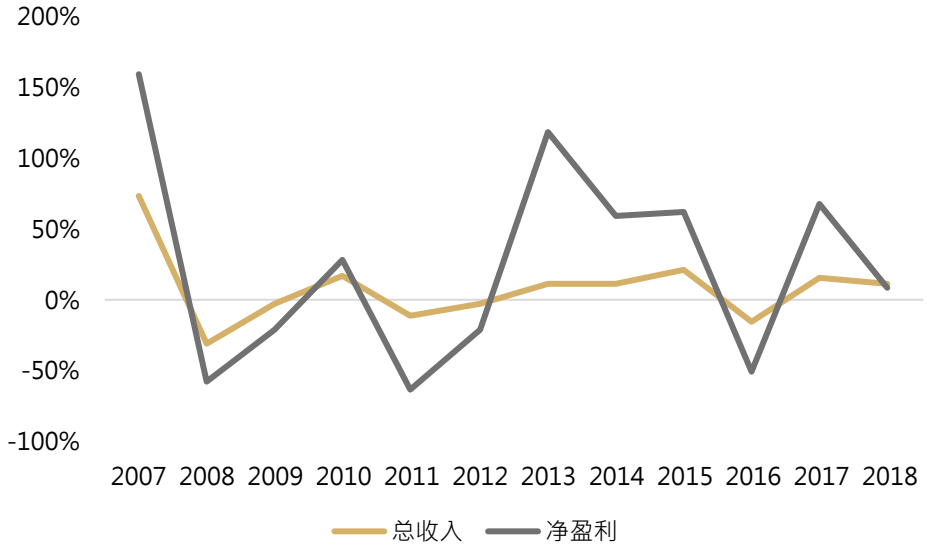
数据源：证监会

图 13：行业 ROE & ROA



数据源：证监会

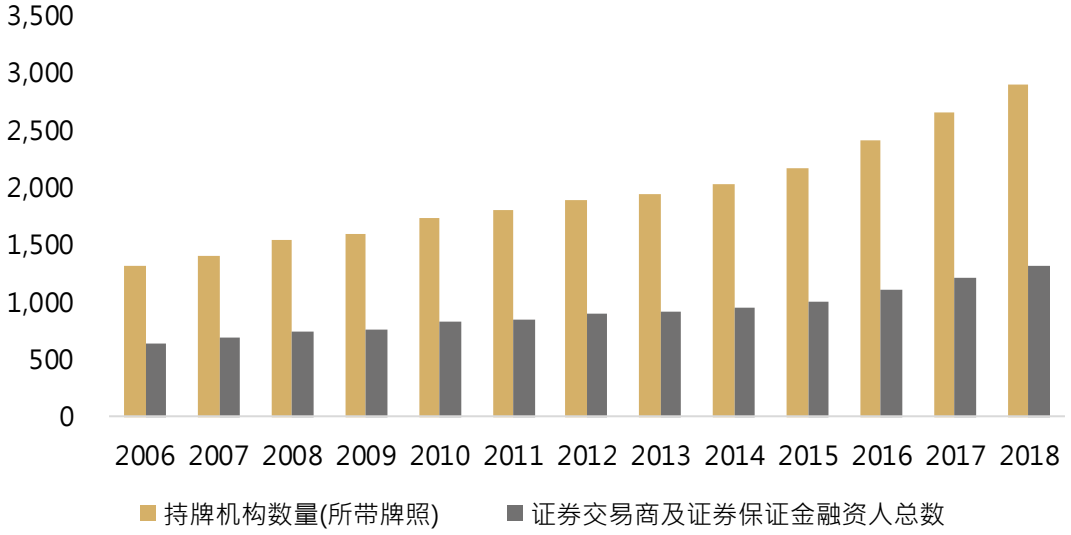
图 14：行业收入及净利增速



数据源：证监会

在过去十年，香港证券行业面对着激烈竞争。持牌机构数量从 2012 年的约 1,900 家，持续增长至 2019 年的 2,960 家；截至 2018 年底，证券交易商及证券保证金融资人总数达 1,312，逐年递增，较 2006 年时增加约 2 倍，但行业总盈利只增加约 1.5 倍，解释了为何行业会出现僧多粥少的情况。

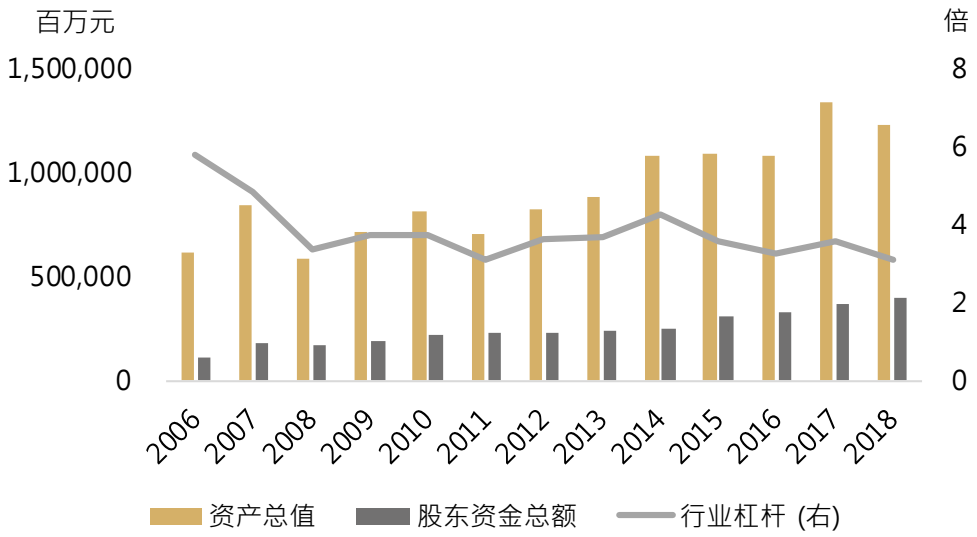
图 15：证券交易商及证券保证金融资人总数



数据源：证监会

行业杠杆维持于 3-5 倍，相比外国市场的逾 10 倍，杠杆明显偏低，加上行业竞争太大，行业 ROE 偏低的情况一直存在。

图 16：行业杠杆



数据源：证监会

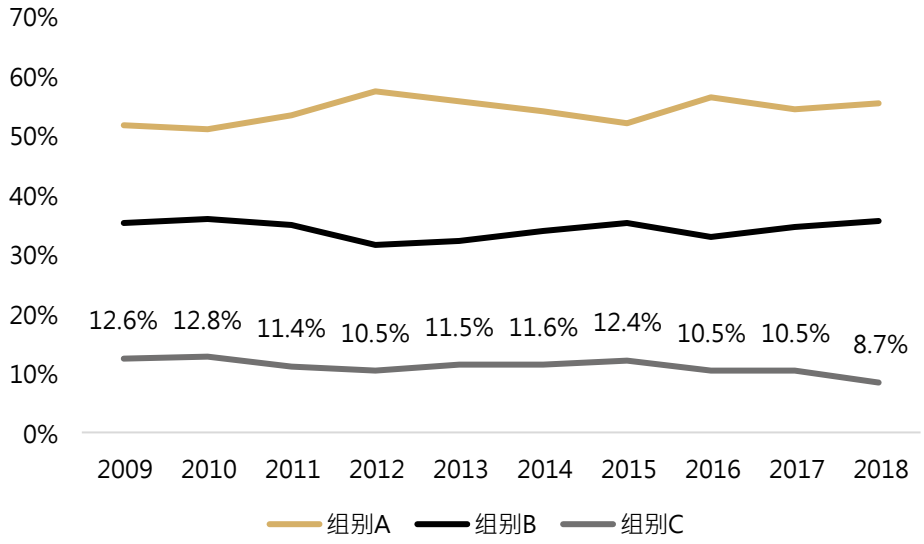
表 5：个别券商的股东资金回报率(ROE)

股票号码	股票名称	2016 年	2017 年	2018 年
665.HK	海通国际	7.5%	11.9%	4.0%
1788.HK	国泰君安国际	9.7%	12.2%	7.5%
3329.HK	交银国际	8.8%	6.3%	6.6%
6058.HK	兴证国际	2.4%	3.5%	3.3%
717.HK	英皇证券	12.4%	12.8%	10.1%
952.HK	中国通海金融	4.1%	0.8%	1.7%
1428.HK	耀才证券金融*	12.4%	19.6%	15.1%
1141.HK	民银资本	NA	9.2%	13.1%

*数据源：公司年报（*分别为 2017、2018、2019 财年数据）*

近 10 年以来，行业出现汰弱留强的情况，按联交所参与者分类的三个组别(A 组—按市场成交额计十四大公司；B 组—按市场成交额计第十五至第六十五大公司；及 C 组—市场其他股票经纪)作分析，代表小型券商的 C 组市占率由 10 年前的 12.6%跌至现时的 8.7%。这意味着香港市场排名前 2%的券商(A 组)占据了 50%以上的市场份额，而排名前 10%的券商(AB 组)占据了大约 80%-90%的市场份额。

图 17：券商市场份额

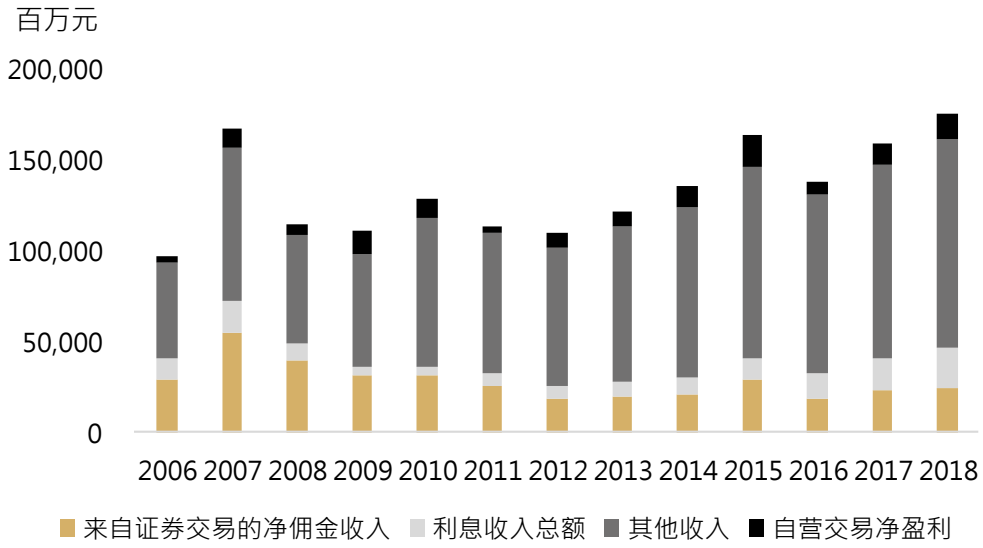


数据源：证监会

这主要是因为自从最低佣金制于 2003 年取消，券商所赚取来自证券交易的净佣金收入变薄，行业价格战令业务性质单一的小型券商难以竞争。C 组公司过去占有本港大部分散户交易业务，惟其后逐步被 A 组的大机构取代，加上 B 组公司较传统经纪拥有更高规模经济效益，AB 组足以提供更全面及精密的服务平台。另一方面，行业整体的来自证券交易的净佣金收入其实相对 10 年前不升反跌，在参与者数目增加的情况下，过度依赖交易佣金收入的券商难免生意淡静。

2.2 行业各项业务发展

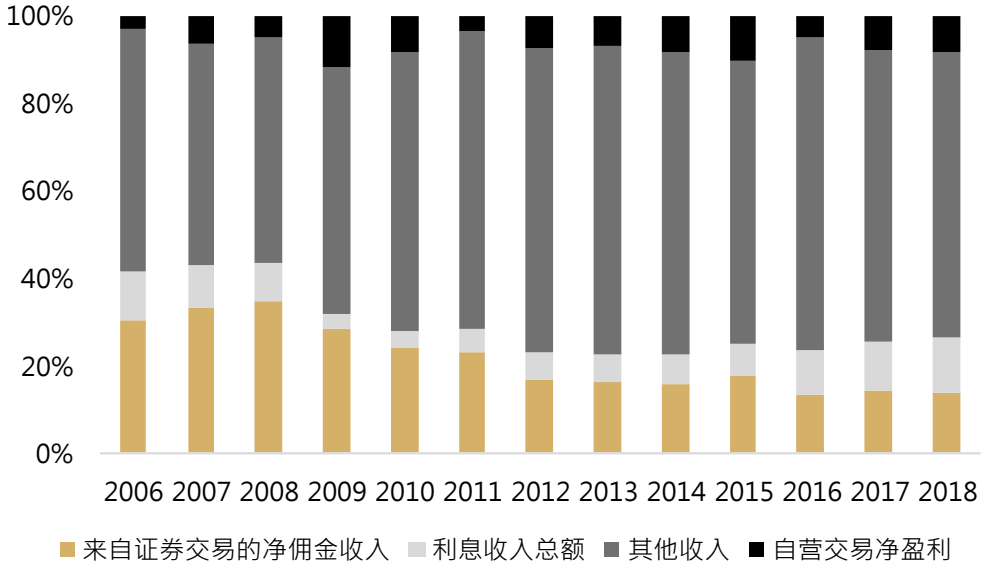
图 18：券商总收入



数据源：证监会

行业收入的带动主要是来自于利息收入、资产管理费用、企业融资业务收入、以及自营业务收入等。若以业务占比划分，来自证券交易的净佣金收入只占 14%，较 10 年前的逾 30%大幅下降，主要是由于大型券商正不断开拓交易佣金以外的收入，增加收入来源，以及局部减少市场波动对业绩带来的影响。

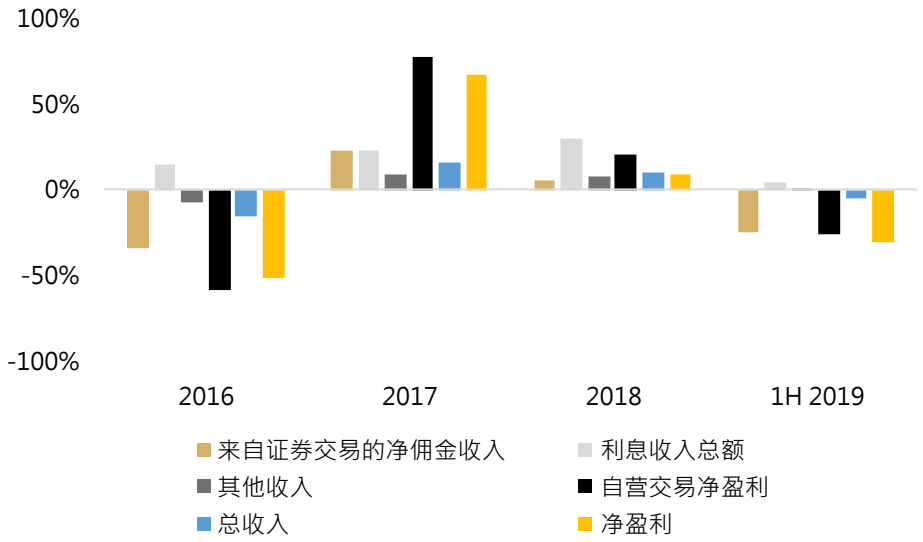
图 19：券商各业务分项的收入占比



数据源：证监会

于 2018 年，行业来自证券交易的净佣金收入仅增长 5%；利息收入总额增长 30%；其它收入包括同集团公司之间的管理费用、投资顾问费用、资产管理费用、包销费用及企业融资的收入则增长 7%；最后，自营交易净盈利增长 20%，但鉴于自营交易回报较取决于投资市场表现，其净盈利波动性较其它业务大。

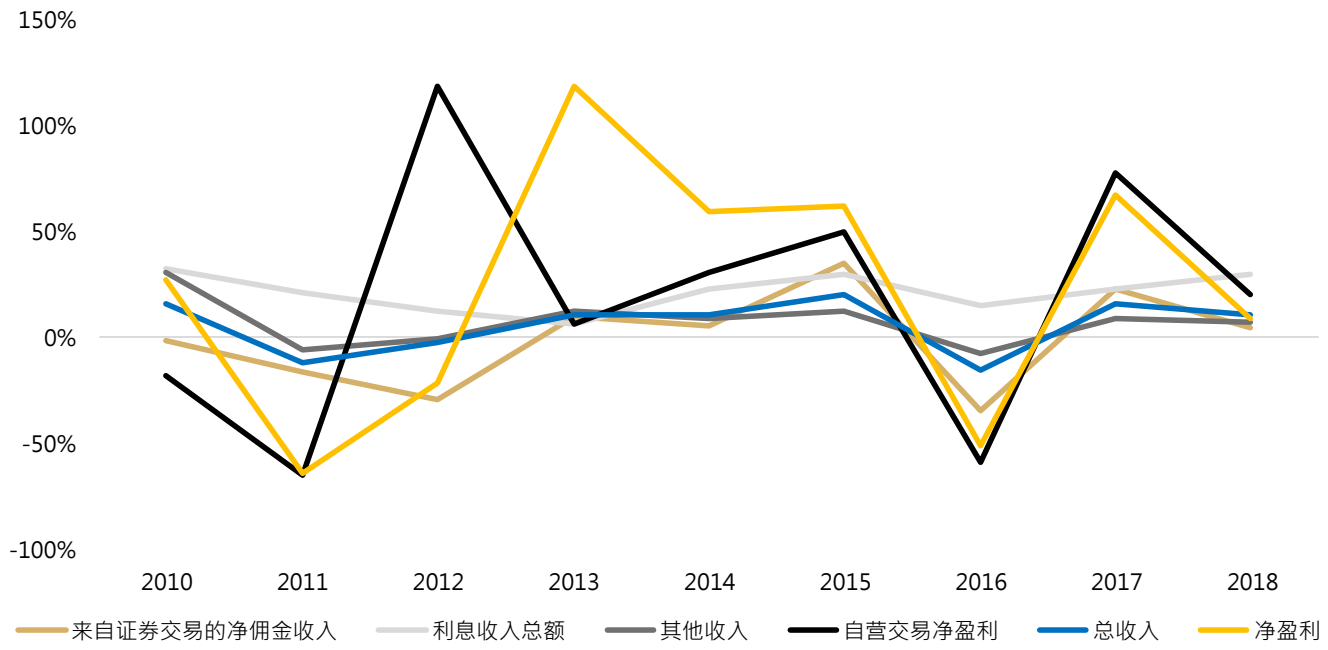
图 20：各分部业务之收入增长



数据源：证监会

从下图可见，行业盈利波动性极大，主要是由于证券交易及自营业务都与市场行情有着高相关性，在行业从轻资产型转型为重资产型的过程下，自营业务的重要性日渐增加，预计对于自营业务收入占比较高的券商，其利润会录得较大波动。

图 21：各分部业务之收入波动性



数据源：证监会

2.3 券商之业务收入结构

目前香港券商的业务主要可以分为五大板块：经纪业务、投行业务、资产管理业务、贷款及融资，和金融产品、做市及投资业务。其中，前三类为传统轻资产业务，后两类为需要消耗资本金的重资产业务。

表 6：轻资产业务及重资产业务的分别

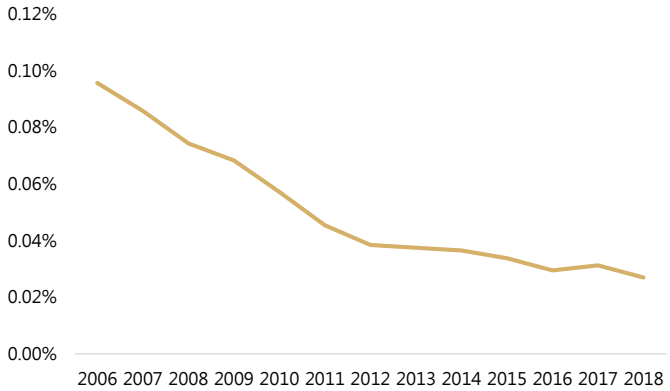
	业务	收入性质	利润获取方式	ROA
轻资产业务	经纪	佣金收入	牌照价值体现	整体较高
	投行	承销费、财务顾问费	牌照价值体现	
	资产管理	管理费、表现费	牌照价值体现	
重资产业务	资本中介	利息收入	资产负债表扩张	整体较低
	做市	价差收入	资产负债表扩张	
	自营	投资收入	资产负债表扩张	

数据源：宝新整理

2.3.1 经纪业务

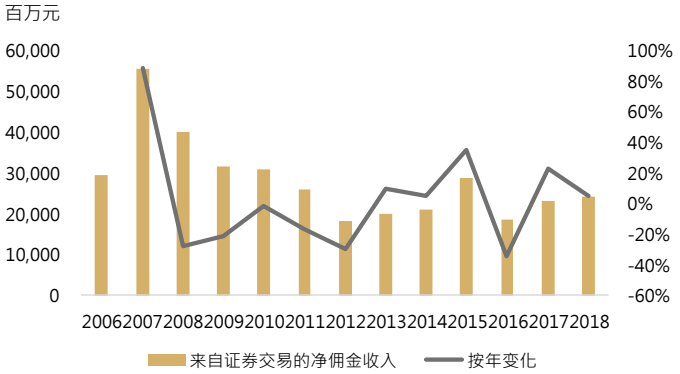
自从最低佣金制于 2003 年取消，加上中资背景券商纷纷进驻香港市场和互联网券商兴起，券商的证券交易业务出现价格战，这是由于券商于该部分的业务边际成本低，降价空间大，鉴于现时平均经纪佣金率低至约 0.03%，各券商已逐步降低对传统经纪业务的依赖，正开拓证券交易以外的业务。

图 22：平均经纪佣金率



数据源：证监会

图 23：行业经纪业务交易佣金收入



数据源：证监会

香港经纪业务交易佣金率可以分为三个梯队，分别是银行系、传统券商系及互联网券商。

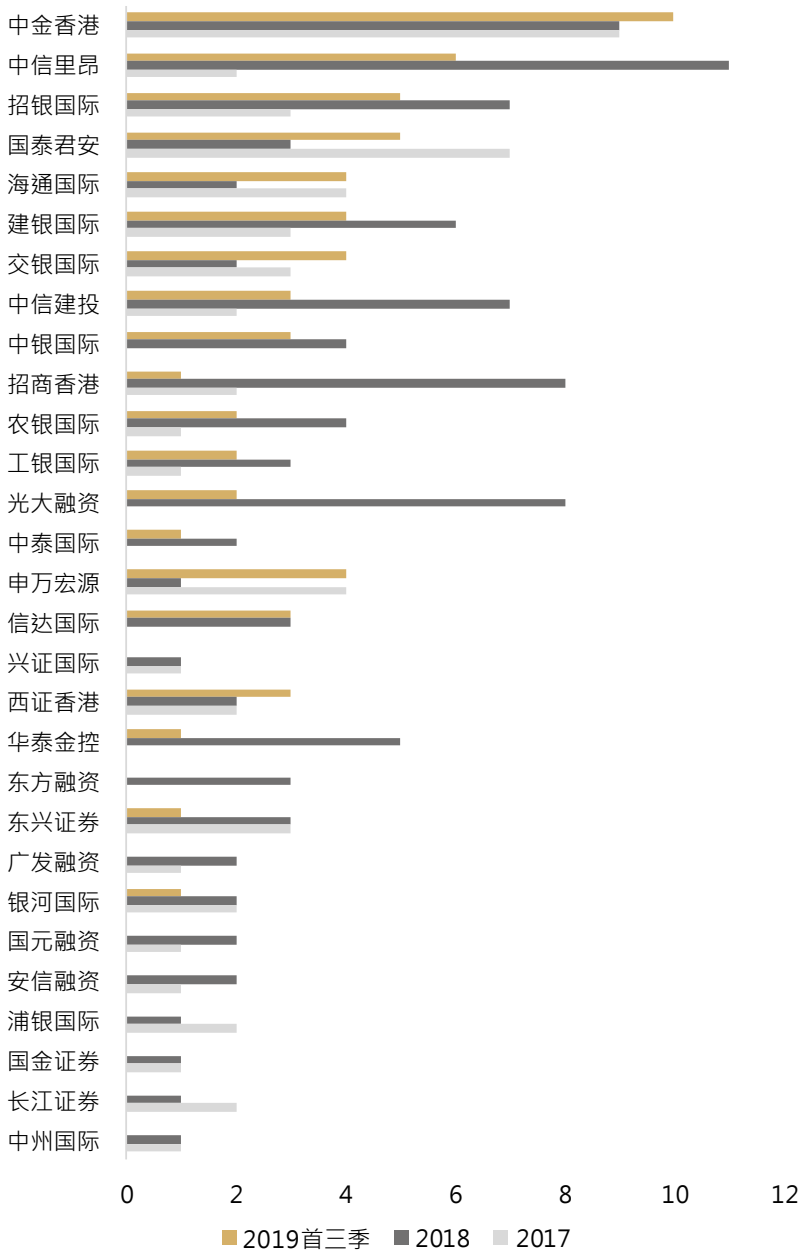
- 银行系列如汇丰银行、渣打银行、恒生银行均收取 0.2%-0.25%的佣金率，同时最低佣金通常为 50-100 港币。
- 传统券商系主要分本土小型券商以及中资国际子公司，由于传统券商较依赖经纪收入，因此佣金率极低，例如耀才证券佣金率为成交金额之 0.0668%，最低佣金为 50 港币，比耀才佣金率更低的非上市券商亦有很多。
- 互联网券商例如富途证券、华盛证券为抢占市场份额，佣金率比银行系及传统券商系都要低，若撇除平台使用费及其它征费，交易佣金约为成交金额的 0.03%，对传统券商的经纪业务起一定威胁。

总括而言，经纪业务市场竞争极大，何谓僧多粥少。

2.3.2 企业融资业务

2019 年首三季，香港 IPO 市场只有一宗大型 IPO 百威亚太，因此募集资金较 2018 年同期为少，若以保荐项目数量计算，中金国际排名第一，共 10 个项目。若以保荐项目募资金额计算，外资券商仍为行业领头羊，百威亚太的保荐人为摩根士丹利及 J.P.Morgan。摩根士丹利保荐项目募资金额达到 560 亿元，比起中金的 169 亿元还有一段距离，而且，前者积极参与新经济及生物科技 IPO 项目，当中，翰森制药、锦欣生殖、基石药业、康希诺生物的保荐人都是摩根士丹利。

图 24：个别券商 2017-2019 年香港市场 IPO 保荐项目数目



数据源：万得、港交所

表 7：个别券商 2019 年首三季在港 IPO 保荐项目募资金额

保荐人	参与保荐项目募资金额(亿港元)	最高募资额项目	募资净额(亿港元)
中金香港	169.3	晋商银行	31.7
中信里昂	58.8	锦欣生殖	28.1
招银国际	98.2	晋商银行	31.7
国泰君安	26.0	中国旭阳集团	15.7
海通国际	49.9	海通恒信	21.6
建银国际	81.1	晋商银行	31.7
交银国际	23.7	开元酒店	10.7
中信建投	7.6	日照港裕廊	5.5
中银国际	20.8	华检医疗	9.3
招商香港	7.3	中烟香港	7.3
农银国际	90.9	申万宏源	88.7
工银国际	96.4	申万宏源	88.7
光大融资	6.2	家乡互动	3.6
中泰国际	5.8	奥园健康	5.8
申万宏源	93.7	申万宏源	88.7
信达国际	4.8	友联租赁	3.5
西证香港	2.6	设计都会	1.1
华泰金控	4.5	万宝盛华	4.5
东兴证券	0.2	连成科技集团	0.2
银河国际	10.7	开元酒店	10.7

数据源：万得、港交所

正如前文所提及，中资美元债今年供需两旺，多家券商都积极参与中资美元债项目。2019 年前三季度，中资美元债发行量为 1,691 亿美元(不含浮息债、可转债)，前 5 大承销商为汇丰、海通国际、瑞银、高盛、瑞信，合计占到 23%市场份额。

表 8：2019 年首三季中资美元债承销商排名

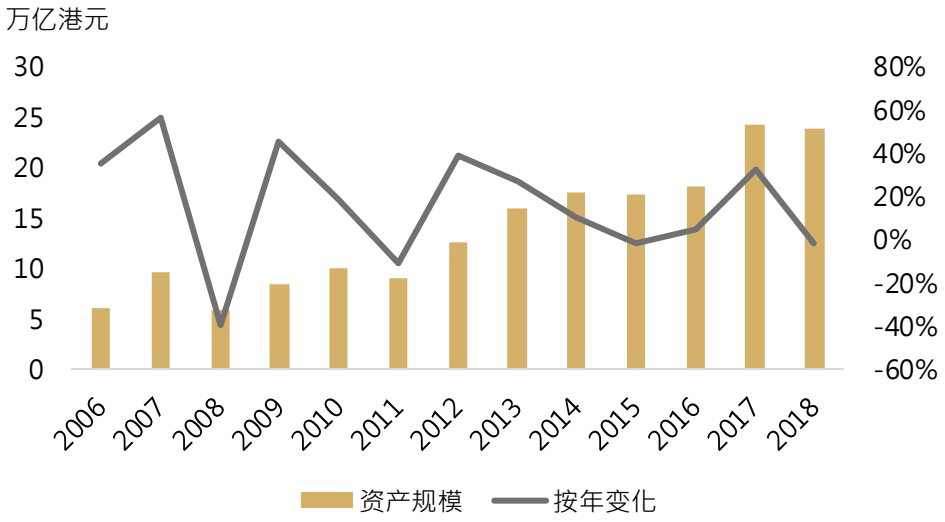
排名	承销商	承销金额(百万)	市场份额占比
1	汇丰	11,161	6.6%
2	海通国际	8,165	4.8%
3	瑞银	6,748	4.0%
4	高盛	6,669	3.9%
5	瑞信	6,209	3.7%
6	摩根士丹利	5,174	3.1%
7	中信国际	5,164	3.1%
8	中国银行	5,021	3.0%
9	渣打	4,974	2.9%
10	国泰君安国际	4,733	2.8%
11	花旗	4,434	2.6%
12	摩根大通	4,210	2.5%
13	星展银行	4,139	2.4%
14	中金	4,122	2.4%
15	德意志	4,116	2.4%
16	瑞穗证券	3,640	2.2%
17	中银国际	3,475	2.1%
18	东方证券	3,281	1.9%
19	美银美林	3,233	1.9%
20	建银国际	3,057	1.8%

数据源：SereS

2.3.3 财富管理业务

截至 2018 年底香港资产及财富管理业务的管理资产达 239,550 亿元，当中获证监会发牌从事资产管理和基金顾问业务的法团占其中的 63%。虽管理资产按年录下跌，但净资金流入在 2018 年仍达到 7,830 亿元。

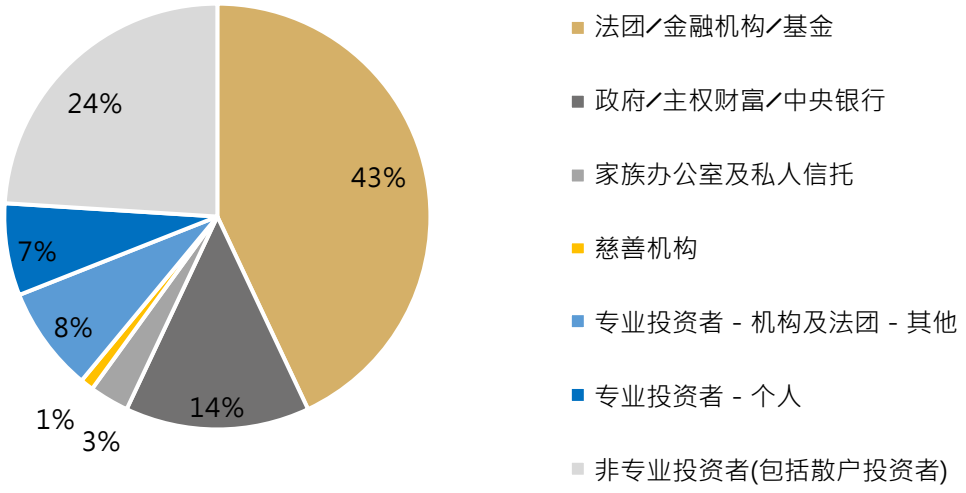
图 25：本港资产及财富管理业务的资产规模*



数据源：证监会

**调查范围由 2017 年开始有所扩大*

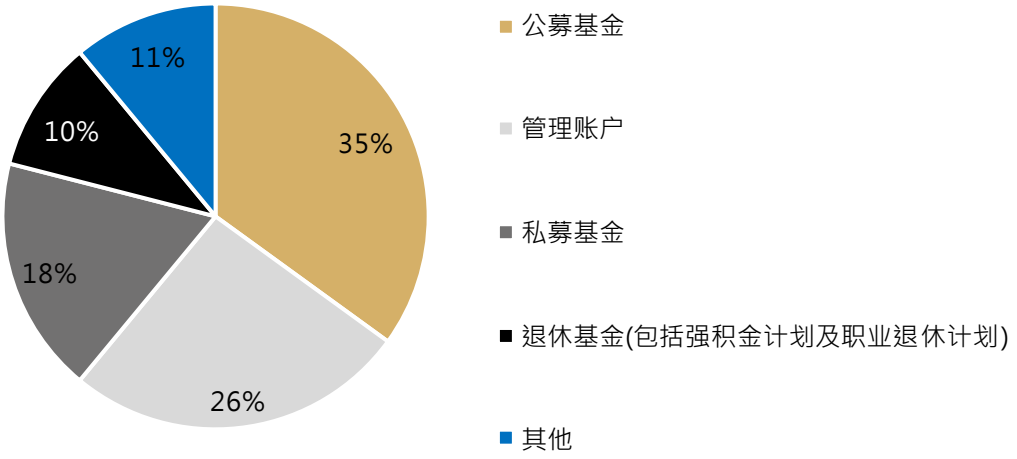
图 26：资产管理及基金顾问业务(161,670 亿元)—按产品类别划分(2018 年)



数据源：证监会

公募基金于 2018 年占香港资产管理及基金顾问业务的 35%，其次是管理账户(26%)及私募基金(18%)。

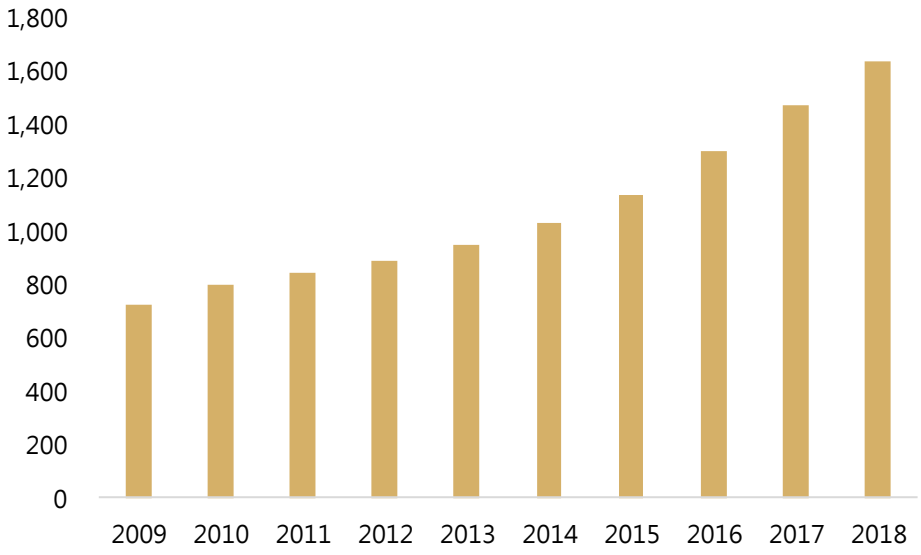
图 27：资产管理及基金顾问业务—按客户类别划分



数据源：证监会

截至 2018 年底，在香港获发牌提供资产管理服务(第 9 类受规管活动)的法团数目由截至 2017 年的 1,477 家增加 11%至 1,643 家。当中，内地相关的持牌法团及注册机构增至 362 家。

图 28：提供资产管理服务的持牌法团数目

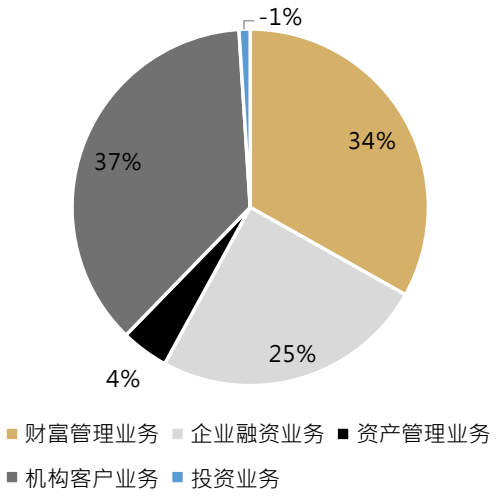


数据源：证监会

继与内地及其他 5 个市场落实基金互认安排后，证监会于 2018 年 10 月、2019 年 1 月及 2019 年 5 月分别将基金互认安排的范围扩大至涵盖英国、卢森堡及荷兰。展望未来，香港作为领先的人民币离岸中心的角色，同时有着多元化及多币种的理财产品，将会持续成为全球高端客户及机构客户的财富管理中心首选之一。惟持牌法团数目见上升趋势，料相关券商需提供更多度身定制的理财解决方案才能把握市场机遇。

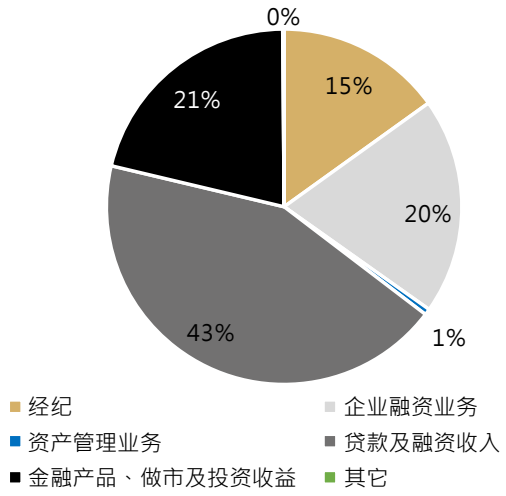
面对重重挑战，以下为个别券商于 2018 年按业务类型划分的收入分布：

图 29：海通国际（665.HK）



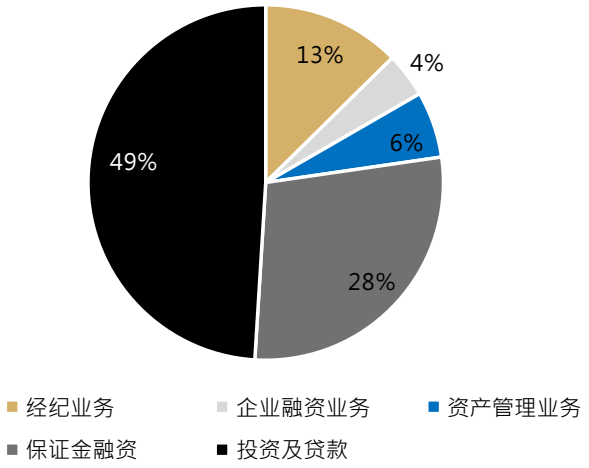
数据源：公司年报

图 30：国泰君安国际（1788.HK）



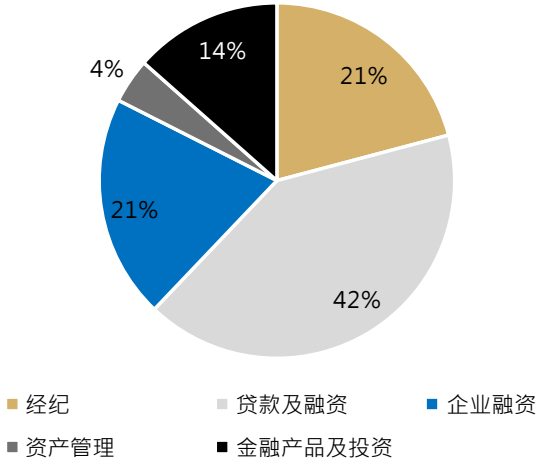
数据源：公司年报

图 31：交银国际（3329.HK）



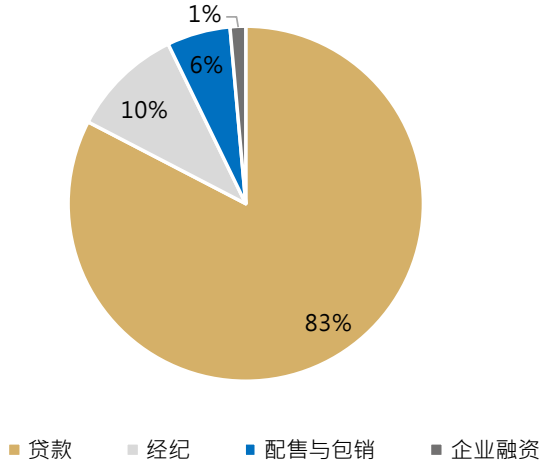
数据源：公司年报

图 32：兴证国际（6058.HK）



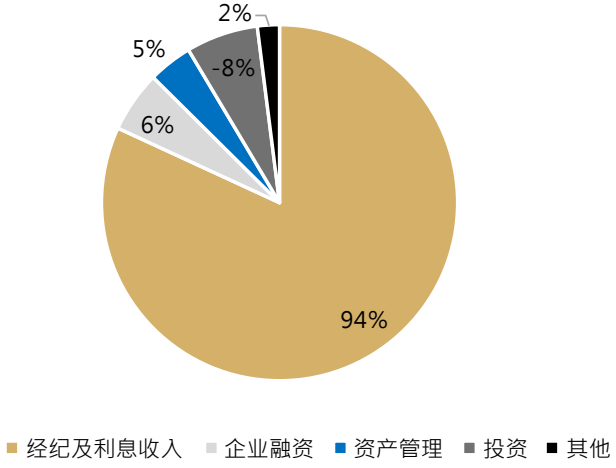
数据源：公司年报

图 33：英皇证券（717.HK）



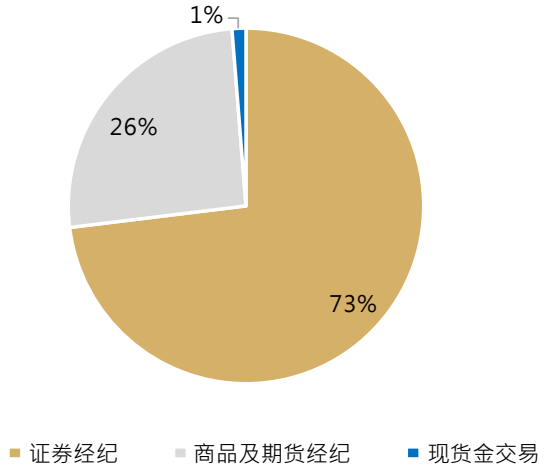
数据源：公司年报

图 34：中国通海金融（952.HK）



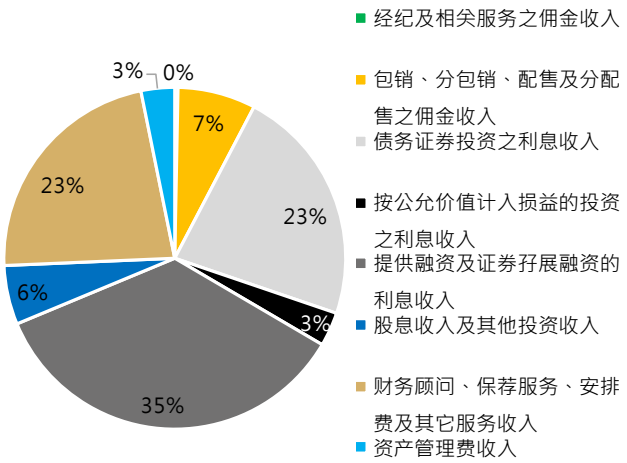
数据源：公司年报

图 35：耀才证券金融（1428.HK)*



数据源：公司年报(*2019 年数据)

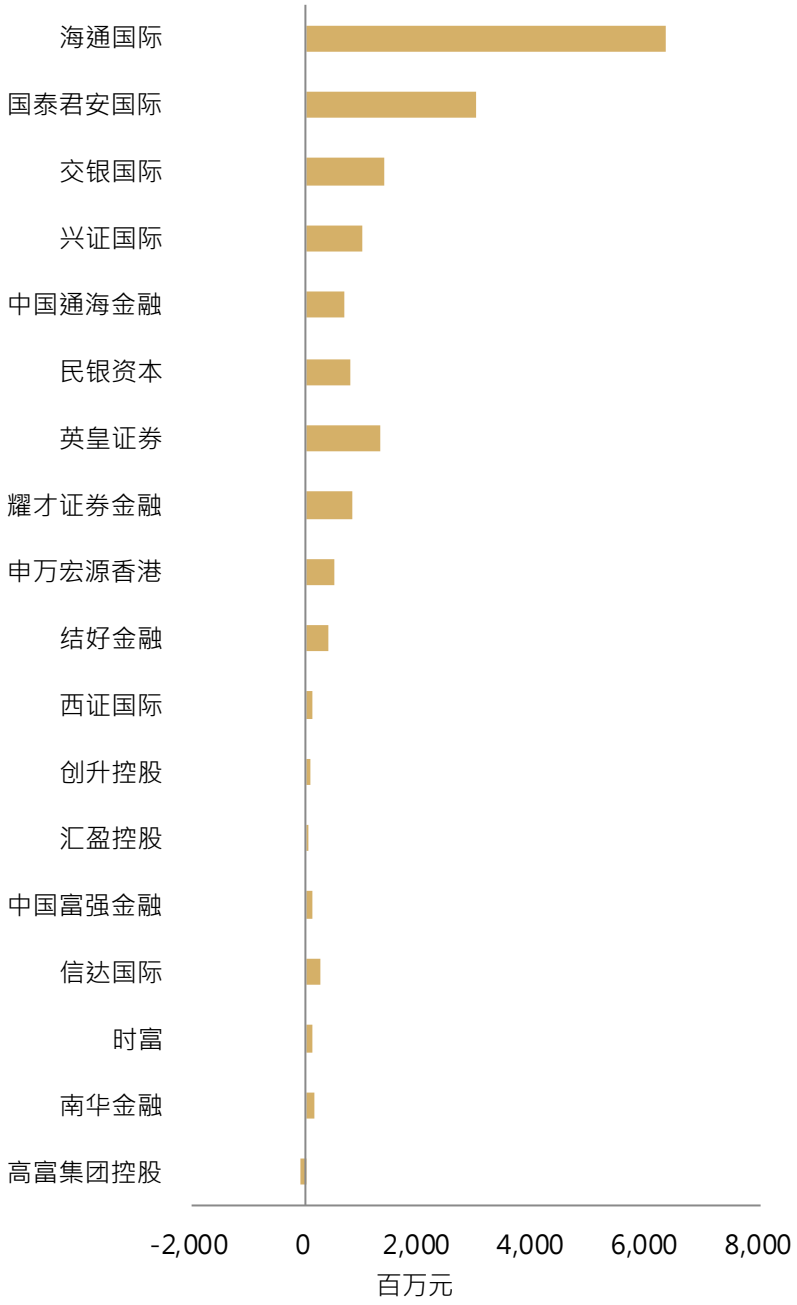
图 36：民银资本（1141.HK）



数据源：公司年报

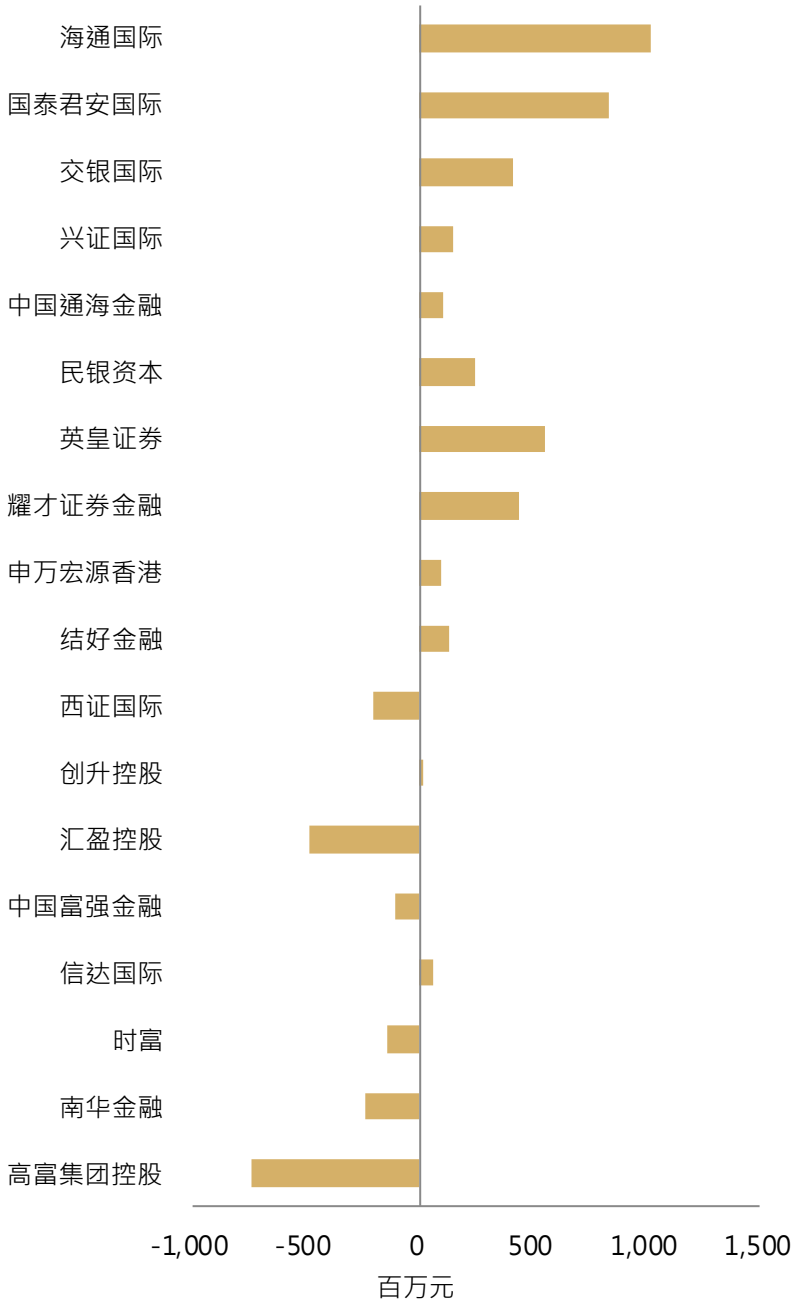
2.4 各券商的收入及盈利

图 37：个别券商最近财年之收入



数据源：公司年报

图 38：个别券商最近财年之净利



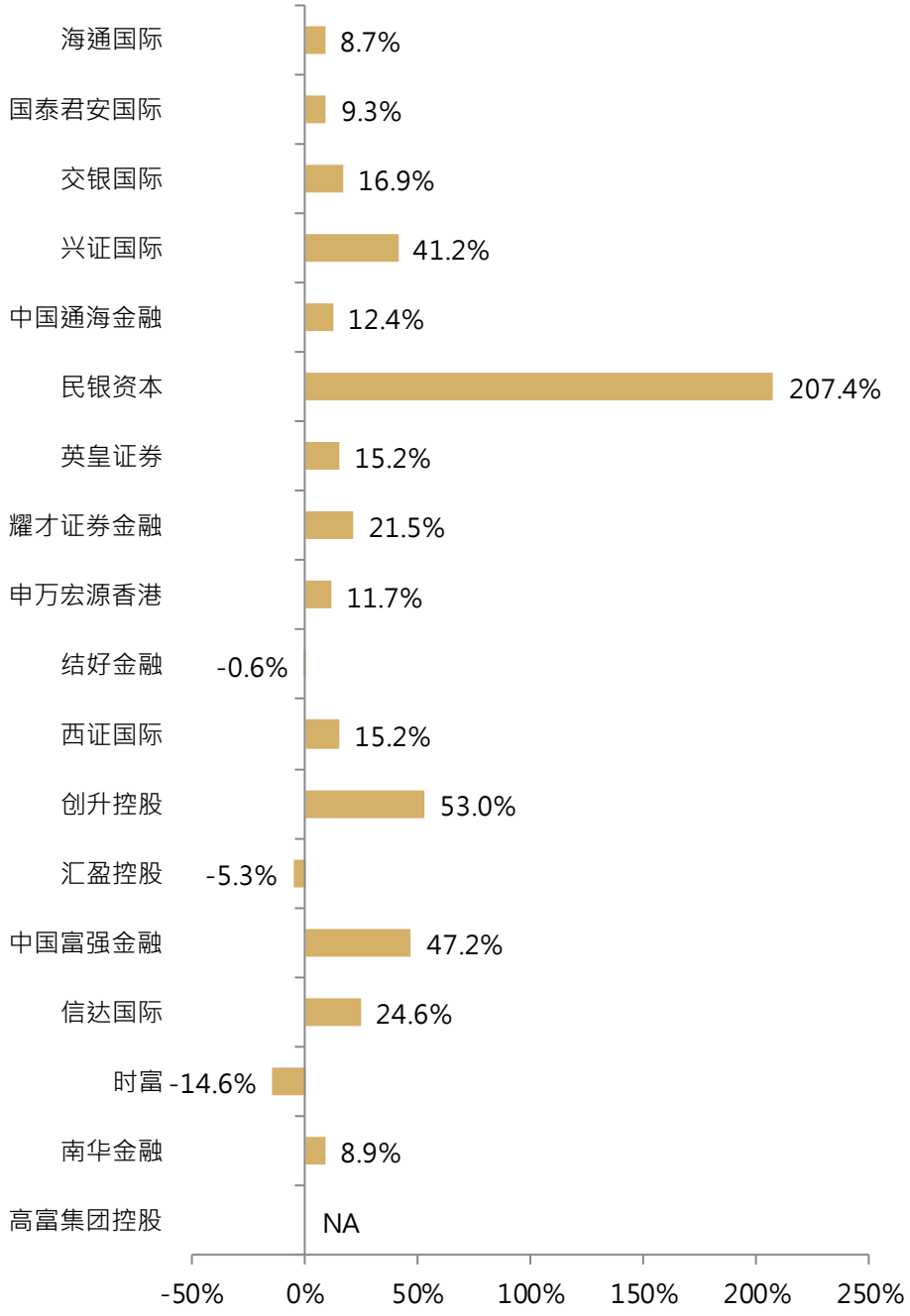
数据源：公司年报

表 9：个别券商最近财年之营运情况

券商名称	收入增长	净利增长	净利率	ROE(%)	ROA(%)
海通国际	-12.0%	-66.2%	16.2%	4.0%	0.7%
国泰君安国际	-3.8%	-37.5%	27.7%	7.5%	0.9%
交银国际	19.0%	1.9%	29.4%	6.6%	2.8%
兴证国际	9.0%	-5.9%	14.2%	3.3%	0.6%
中国通海金融	90.9%*	131.4%*	14.9%	1.7%	1.0%
民银资本	379.0%*	107.3%*	31.0%	13.1%	2.3%
英皇证券	5.9%	-16.7%	41.8%	10.1%	5.1%
耀才证券金融	-12.1%	-14.6%	53.1%	15.1%	5.6%
申万宏源香港	-4.8%	-7.5%	18.5%	4.4%	1.2%
结好金融	-8.8%	-52.0%	33.1%	3.4%	2.5%
西证国际	-49.1%	NA	NA	NA	NA
创升控股	1.0%	-51.8%	14.4%	5.4%	4.4%
汇盈控股	-6.0%	NA	NA	NA	NA
中国富强金融	12.1%	NA	NA	NA	NA
信达国际	27.3%	-16.8%	23.0%	6.8%	3.3%
时富	-7.6%	NA	NA	NA	NA
南华金融	-43.4%	NA	NA	NA	NA
高富集团控股	NA	NA	NA	NA	NA

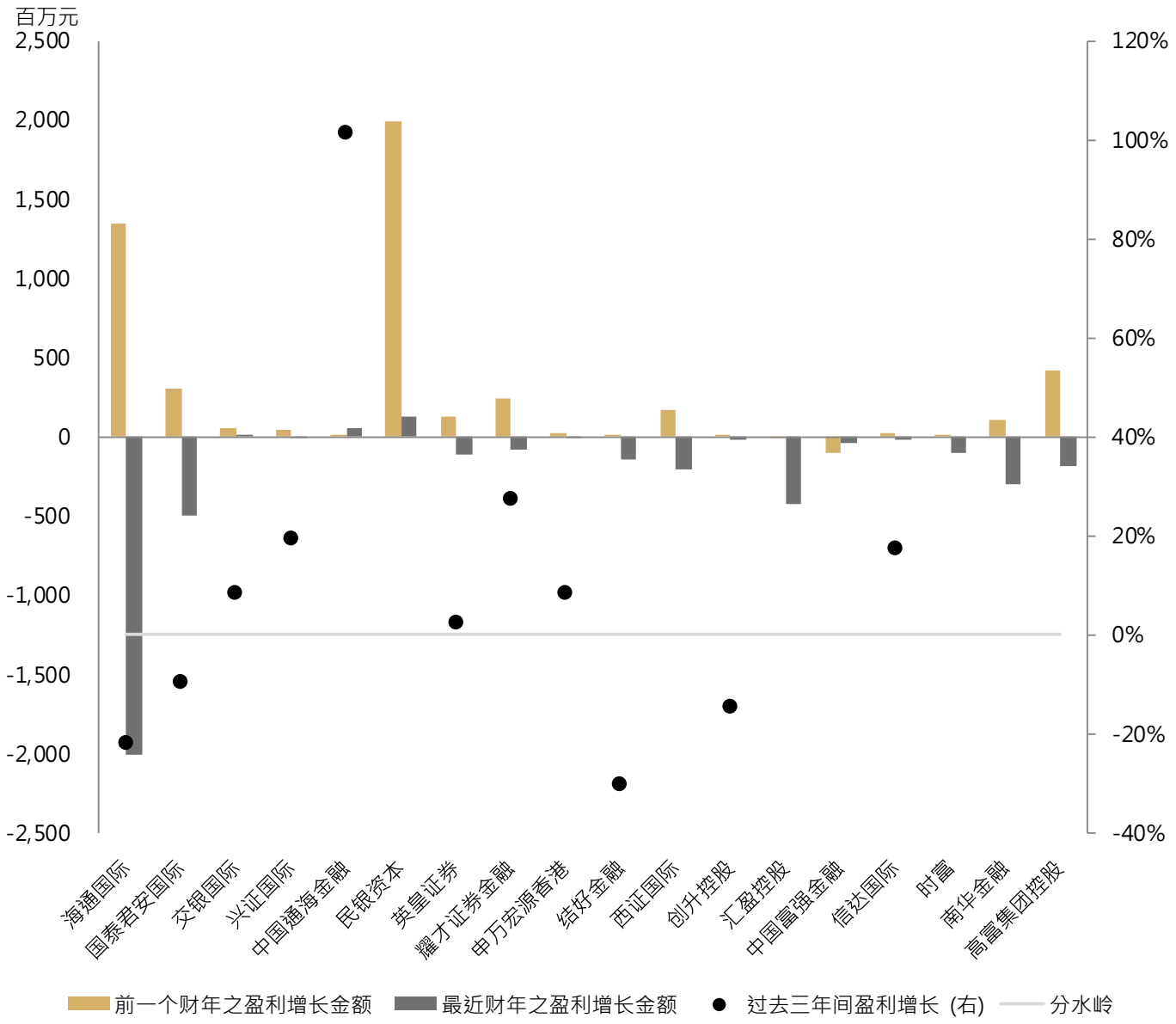
*数据源：公司年报（*2017 年只录 9 个月数据）*

图 39：个别券商过去三年间收入增长



数据源：公司年报

图 40：个别券商过去三年间盈利增长



数据源：公司年报

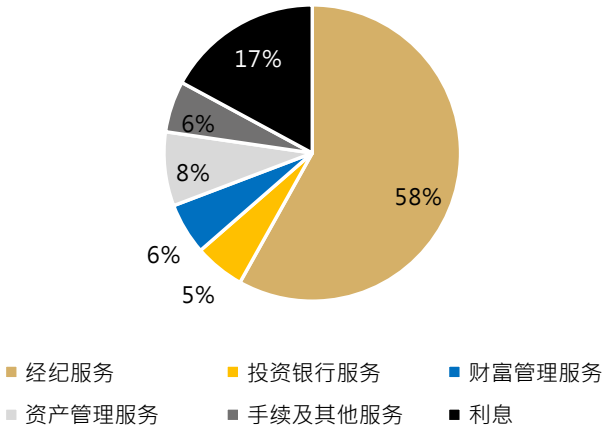
3. 券商转型的关键所在

3.1 避免经营模式同质化

3.1.1 从券商例子分析胜负关键所在

部分本土券商业务偏重于经纪业务，导致中资券商掘起的时候进退失据，以有近 6 成收入源自于经纪服务的时富(510.HK)为例，其收入在过去三年都在下降，而且未能收支平衡。

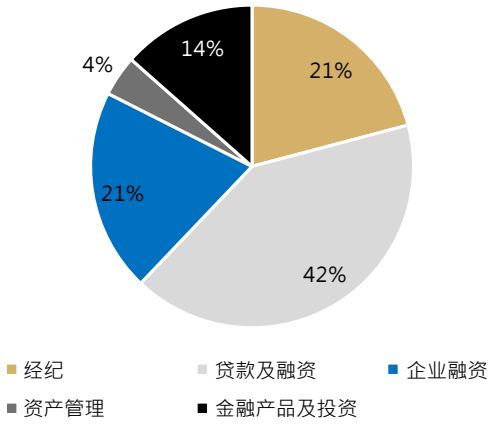
图 41：时富金融业务收入分布



数据源：公司年报

相反，以 2016-2018 年之盈利复合增长录 19.3%的兴证国际(6058.HK)为例，其业务分布明显较多样化。其经纪、贷款及融资、企业融资、资产管理、金融产品及投资之收入贡献分别为 21.4%、42.3%、20.9%、4.2%及 13.8%。

图 42：兴证国际业务收入分布



数据源：公司年报

3.1.2 单靠经纪业务成功的例子不多

众所周知，经纪业务竞争激烈，以当年小米新股认购为例，为吸引新客户，各券商各出其谋，当时英皇证券推 3 免优惠：零息、免入钱、零手续费；另外，致富证券亦推出 3 免：免息、免按金、100%孖展；民众证券更推免入钱、免息、免手续费、暗盘沽出免佣，4 免优惠。

事实证明，只侧重于经纪业务的券商难以在行业中争一席位，甚少例子能像耀才证券金融(1428.HK)那样稳守市场份额，皆因以低佣金的价格竞争并非长远之策，而耀才之所以可从经纪业务客户赚取可观的利息收入及佣金，全靠以下护城河：

- 营业网点较多：截至 2019 年 3 月底，耀才证券连同中环总行及所有分行合共已有 22 间，网络覆盖香港核心区域，当中大部分更实施七天营业，打破业界传统。
- 拓展步伐进取，客户人数持续增长：集团积极进取的拓展步伐，成功令客户户口总数保持稳健增长，2019 财年内新开立户口达 34,601 个(已扣减结束账户之客户)，令客户户口总数增加至 283,181 个，相较于 2018 财年同期增 13.9%。
- 历史悠久，有一定口碑：耀才证券于 1995 年在香港创立，同时开立了全港首创的网上直播平台《耀才财经台》，品牌广受散户熟悉。
- 服务范围广，收费具竞争力：除港股外，耀才还提供美股、台股、新加坡股、日股、澳洲股、英股等买卖服务，服务范围较其它本土券商为广。另外，交易佣金亦具竞争力。

表 10：耀才证券之交易佣金收费

证券行	电子交易佣金 / 手续费
富途证券	成交金额 0.03%；最低 HK$3 + 征费 + 平台使用费每宗交易 HK$15
华盛证券	成交金额 0.03%；最低 HK$3 + 征费 + 平台使用费每宗交易 HK$15
鸿财网	成交金额 0.138%; 最低 HK$88 + 征费
耀才证券	**成交金额 0.0668%；最低 HK$50+ 征费**
辉立证券	成交金额 0.25%；最低 HK$100 + 征费
致富证券	成交金额 0.0675%；最低 HK$40 +征费
一通投资者	佣金 HK$0；交易费成交金额 0.005%；最低 HK$5，最高 HK$200
宝盛证券	成交金额 0.18%；最低 HK$88 + 征费
盈透证券^	成交金额 0.08%；最低 HK$18 + 征费

数据源： MoneyHero

(^盈透证券开户时最低资产值为 HK$78,000 或 10,000 美元等值。最低交易佣金为 HK$78 或 10 美元。)

3.2 轻资产及重资产业务同样重要

重资产业务和轻资产业务的分别在于前者依靠资产负债表的扩张获取利润，业务包括股票质押、做市、自营等；后者则依靠券商牌照来实现利润，包括经纪业务、投行业务及资产管理业务。随着在港券商数目增加，轻资产业务竞争愈战竞烈，行业正在经历重资产化的过程。话虽如此，轻资产及重资产业务其实同样重要，因为轻资产业务的 ROA 一般较重资产业务为高，而且各业务环环紧扣，利息收入需某程度上依赖于经纪业务的发展。

事实上，各券商的优势及发展方向都不尽相同。此报告将专注分析港资以及在港中资券商之营运情况。

海通国际(665.HK)：

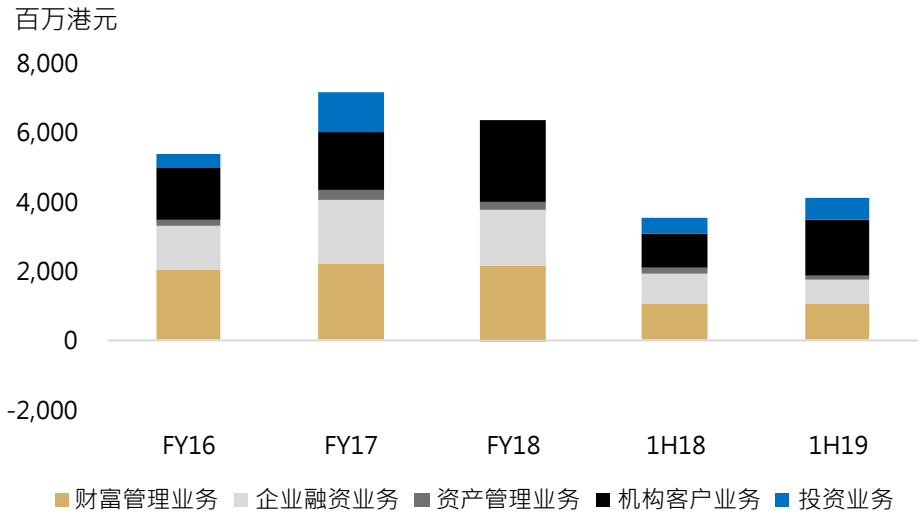
按营运分部划分，集团的财富管理、企业融资、资产管理、机构客户业务及投资业务均对收入及盈利作出了一定贡献。其 2019 年上半年的收入占比分别为 26.1%、16.3%、2.6%、39.8%、及 15.2%。当中，机构客户业务突显出海通国际作为头部券商的地位，目前海通国际和中银国际是唯二在港提供个股衍生品做市的中资机构。

以下为海通国际主要亮点：

- 2019 年上半年期内实现收入 41.09 亿港元，净利润 10.39 亿港元，同比分别增长 15.6%及 21.0%。
- 财富管理分部方面，集团的孖展贷款规模在 2019 年上半年为 144 亿港元。
- 企业融资业务分部方面，承销及配售佣金从 2018 年下半年的 2.71 亿港元增加至 2019 年上半年的 3.34 亿港元。环球股票融资方面，海通国际在香港市场完成了 24 个 IPO 项目，承销数量位列全体投行第一，市场占有率约三分之一；在美国资本市场继续稳步发展，期内完成三个股权融资项目，其中美股 IPO 项目「瑞幸咖啡」，成为今年以来亚洲公司在纳斯达克最大规模的 IPO。环球债券融资方面，公司共完成 125 个债券发行项目，在中国离岸债券发行市场排名中，海通国际按承销数量和承销金额分别名列全球金融机构第二和第三；在亚洲除日本外 G3 高收益债券发行市场排名中，海通国际按承销数量和承销金额均名列全球金融机构第一。环球并购融资方面，海通国际期内完成五个项目，首次涉足中东市场，协助香港上市公司联合能源收购科威特能源的项目。
- 资产管理业务分部方面，海通国际资产管理规模超过 480 亿港元，其海通亚洲高收益债券基金成为香港首只中资券商背景的北上基金。
- 机构客户业务分部方面，海通国际作为纳斯达克的首家中资做市商，美股覆盖目标于期内增加超过五倍；而场内期权做市覆盖的港股目标数量达到 75 只，排名市场第五。海通国际的固定收益、外汇及商品业务上半年收入同比增幅超过 150%；纽约和伦敦两个交易台的业务收入稳步增长，有望成为亚太地区以外新的盈利中心。衍生产品业务上半年共发行窝轮及牛熊证 1,397 只，成交量达到 3,800 亿港元，位列香港市场第二；作为拥有香港交易所界内证发行资格的首家中资券商，为投资者提供更加多元化的上市结构化产品；目前可为六十余种结构化产品提供报价，产品覆盖全球多个市场的票据、场外掉期及场外期权等，并以做市商身份积极参与港交所、新交所、纳斯达克交易所等海外交易所业务。

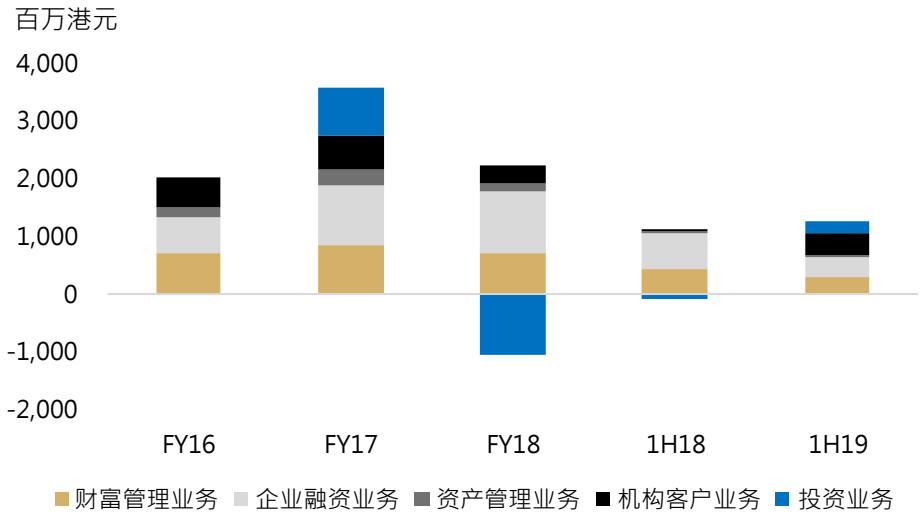
- 投资业务分部方面，该分部收入包括了集团种子基金投资、基金中基金及私募股权投资所产生的投资收益或亏损净额，2019 年上半年投资收益净额录得 18.08 亿港元，相比起 2018 年上半年及下半年大幅上升。一级市场方面，私募股权投资业务团队重点关注大消费、医疗健康、TMT 等「新经济」行业，两年内累计投资 17 个项目，部分项目已从港股和美股退出，并取得了优异回报。

图 43：海通国际收入构成



数据源：公司年报

图 44：海通国际除税前溢利构成



数据源：公司年报

国泰君安国际 (1788.HK)

集团核心业务包括经纪、企业融资、资产管理、贷款及融资、金融产品、做市及投资。由 2016 年开始，集团的金融产品、做市及投资收益对整体收入贡献持续增加，于 2018 年收入占比达 21%，于 2019 年中期更达 44.4%。近年来集团实现业务多元化，并将其重心从传统型经纪业务转向综合财富管理业务，为香港、中国及全球投资者提供优质融资服务及定制化金融产品。

按营业分布分析，其经纪、企业融资、资产管理、贷款及融资、金融产品、做市及投资分部分别占收入 12.3%、19.1%、0.4%、23.6%及 44.4%。集团收入结构均衡及多元化，其中费用及佣金类收入占 34%，利息类收入占 33%，投资类收入占比 33%(交易性收入占总收入 17%，债券票息占总收入 16%)。费率及佣金类收入包括企业融资、经纪、资产管理、部分金融产品手续费，总计约 7.9 亿港元，同比上升 18%。而投资性收入方面，其做市业务配合「债券承销」业务的持仓，以债券为主；其投资则配合「资产管理」及其他业务的长期发展，涵盖债券和股票目标。

于 2019 年中期，集团的债务证券交易收益及利息收入分别达到 4.08 亿元及 3.71 亿元。值得留意的是，集团的债务资本市场(DCM)业务正在扩张，2019 年上半年固定收益证券发行和承销收入同比增长 26%至约 3.2 亿港元(2018 年同期：约 2.6 亿港元)。债券承销团队上半年累计参与 106 项债券发行(2018 年同期：76 项债务发行)，DCM 承销业务稳居行业龙头地位，为公司固定收益、外汇及大宗商品(FICC)做市投资业务的成长奠定坚实的项目基础和客户基础。

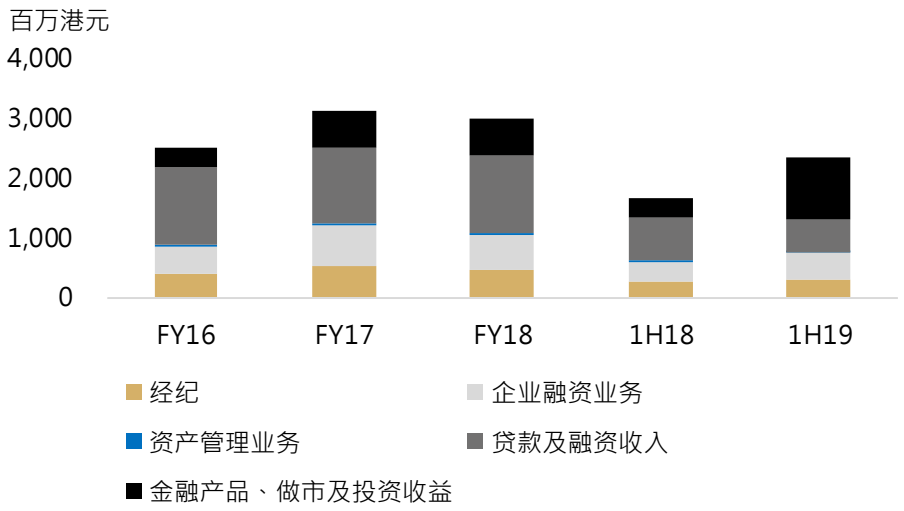
以下为国泰君安国际主要亮点：

- 回顾期内，集团录得总收益约 23.6 亿港元(2018 年同期：16.8 亿港元)，较去年同期大幅上升 41%。其中，集团的金融产品、做市及投资业务和企业融资业务收入保持高速增长，分别按年上升 205%至约 10.5 亿港元及升 35%至约 4.5 亿港元。同时，经纪业务收入于市场成交量下跌的情况下仍然实现稳步增长。
- 从传统型经纪业务转向综合财富管理业务：自财富管理平台于 2018 年底正式推出以来，零售业务高端客户增长迅速，集团整体客户托管资产总量较去年底升约 40%至 2,350 亿港元。期内，集团通过财富管理平台、君弘俱乐部及多元化的产品和服务持续吸引优质客户，专业投资者客户(PI 指可投资资产有 100 万美元以上的客户)数量较 2018 年底稳定上升，其人均账户结余较去年底上升 61%至约 5,201 万港元。
- 企业融资业务保持领先：
  - 债务资本市场方面，集团继续保持于香港债务资本市场的领先地位，业务表现再创新高，所得收入同比增长 26%至约 3.2 亿港元(2018 年同期：约 2.6 亿港元)。债券承销团队上半年累计参与 106 项债券发行(2018 年同期：76 项债务发行)，并成功协助企业通过债券市场筹资近 2,448 亿港元，同比上升 48%。回顾期内，集团于中资美元债发行市场名列前茅，承销笔数与承销金额分别位列亚洲(日本地区除外)G3 货币企业高收益债券承销排行榜第二及第三名。

- 股票资本市场方面，期内集团所得收入大幅攀升，同比增长 55%至约 9,000 万港元(2018 年同期：约 6,000 万港元)。团队完成一、二级股票承销项目共 15 个，按年上升 50%，其中作为保荐人的 IPO 项目共 5 个，并在地产及互联网等重点行业布局，同时集团也是上半年集资规模最大的 IPO 项目申万宏源 H 股(6806.HK)上市的联席账簿管理人及联席牵头经办人。

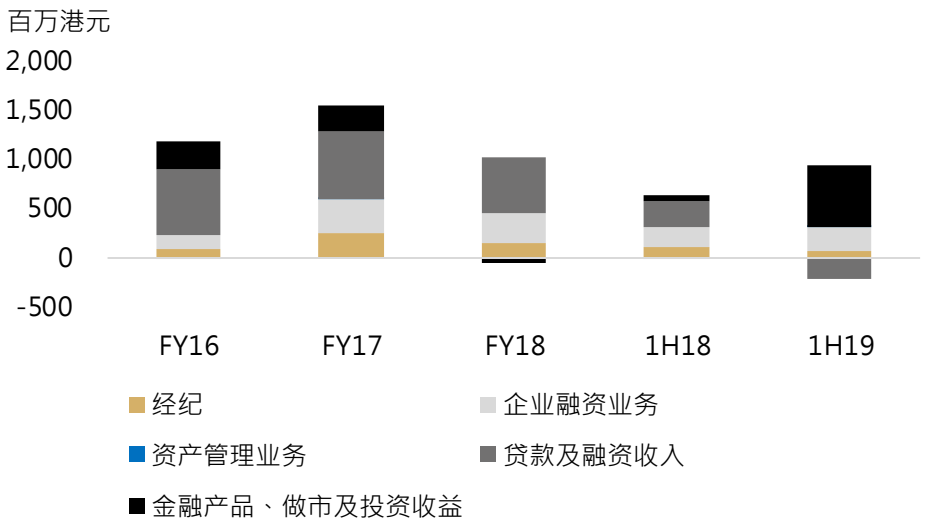
➢ 金融产品、做市及投资分部收益大幅提升：回顾期内，集团金融产品、做市及投资整体收入同比增加 205%至约 10.5 亿港元(2018 年同期：约 3.4 亿港元)。为配合债务资本市场业务发展，集团提供债券做市服务。期内，受惠于中资美元债市场持续回暖，集团做市收益大幅跃升至约 5 亿港元。

图 45：国泰君安国际收入构成



数据源：公司年报

图 46：国泰君安国际除税前溢利构成



数据源：公司年报

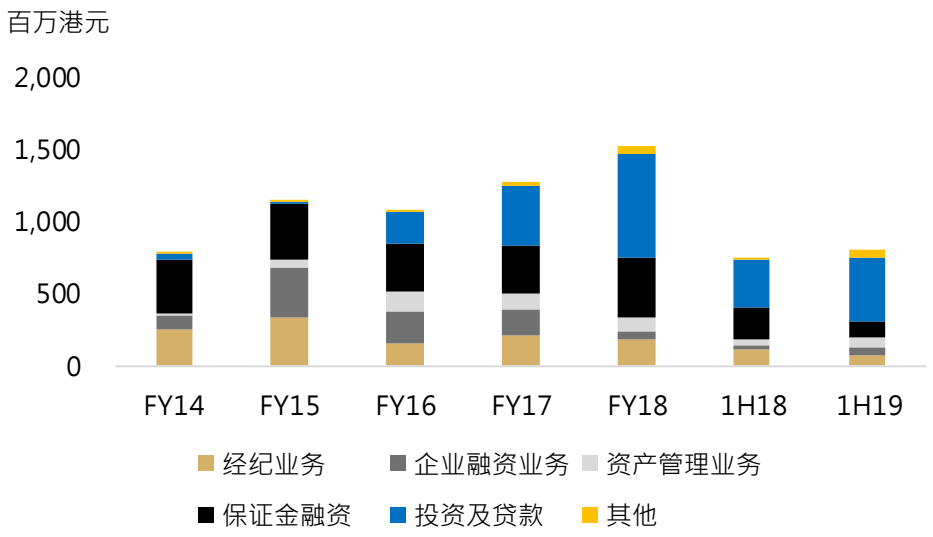
交银国际 (3329.HK)

集团的佣金及手续费收入、利息收入、自营交易收入贡献分别为 24%、24%、44%。若以营运分部计算，其投资及贷款业务为最大收入来源，占整体收入 56.8%。值得留意的是，其投资业务增长理想，表现比其它同业优胜。股权投资方面，集团一般倾向于创新科技公司、生物技术公司及其他新经济领域公司的首次公开发售前投资，该等公司符合资格其后于香港、中国内地或海外的资本市场公开上市。集团投资的部分项目包括获市场广泛认可，于市场活跃，并具有增长潜能及清晰退出计划的独角兽企业。

以下为交银国际其它亮点：

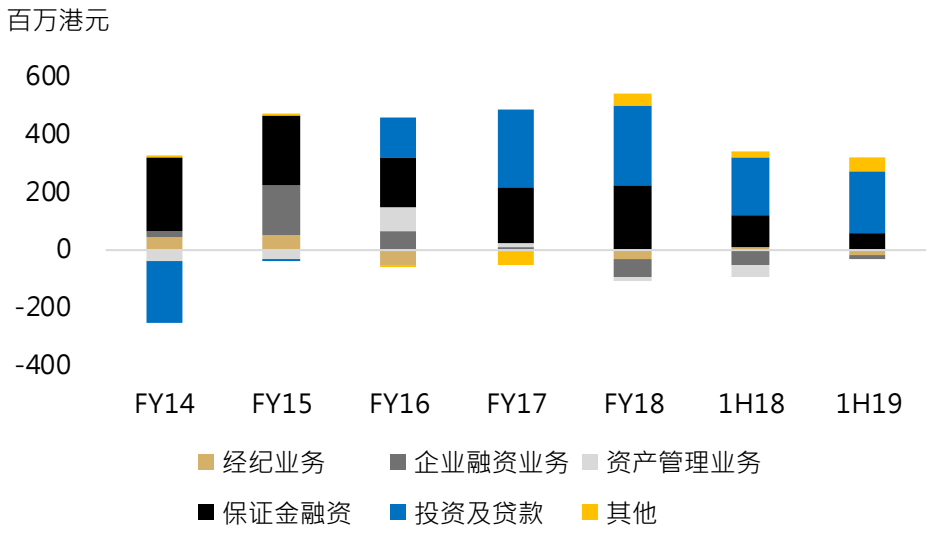
- 回顾期内，集团录得总收益约 7.75 亿港元(2018 年同期：7.34 亿港元)，较去年同期大幅上升 5.6%。利润约 2.54 亿港元(2018 年同期：2.35 亿港元)，较去年同期大幅上升 8.0%。
- 企业融资业务见增长：于报告期内，集团担任 3 个 IPO 项目的保荐人，当中两个项目为独家保荐人，另一个为联席保荐人之一。此外，集团担任 11 个 IPO 项目的全球协调人及/或账簿管理人。债务资本市场方面，集团完成 36 个发债项目，协助企业筹集合共 143.2 亿美元。截至 2019 年 6 月 30 日止六个月，企业融资及承销服务的佣金及手续费收入为 60.7 百万港元，较 2018 年同期的 22.8 百万港元增加 37.9 百万港元或 166.4%。
- 投资业务比同业优胜：集团的自营交易收入于 2018 年为 587.5 百万港元，较 2017 年的 361.1 百万港元大幅上涨约 62.7%; 于 2019 年上半年为 339.1 百万港元，较 2018 年同期的 254.9 百万元增加 84.2 百万港元，增幅达 33.0%。
- 资产管理业务新设立基金涵盖新兴产业：除香港外，集团透过于上海的交银国际及于深圳前海的交银国际于中国内地提供资产管理服务。于集团的深圳资产管理平台下，集团于 2019 年初推出专注于云技术的私募基金。另外，于上海推出的基金投资涵盖云技术、数据库及生物制药行业，该等行业为科创板的支柱行业。多元化的产品让其资产管理业务增加竞争力，于 2019 年 6 月 30 日，集团的资产管理规模约为 263.5 亿元，按年增 6.2%。资产管理及顾问收入按年增长 16.7%至 0.57 亿元。

图 47：交银国际收入分布



数据源：公司年报

图 48：交银国际除税前溢利构成



数据源：公司年报

表 11：交银国际之股权及固定收益投资业务(按资产种类划分)的投资余额

百万港元	2019 年上半年	占比
固定收益证券	6,636.1	70.4%
债券	4,316.9	45.8%
优先股	2,263.8	24.0%
房地产投资信托	55.4	0.6%
股权投资	166.9	1.8%
股权挂钩贷款	438.8	4.6%
基金	2,190.0	23.2%

数据源：公司年报

兴证国际 (6058.HK)

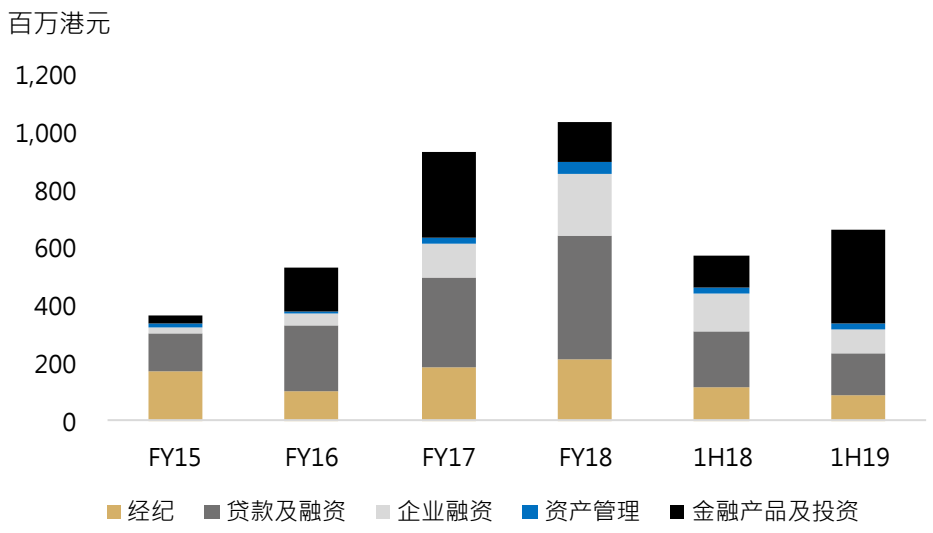
兴证国际于 2019 年上半年录得总收益约 6.52 亿港元(2018 年同期：5.60 亿港元)，较去年同期大幅上升 16.3%。利润约 1.31 亿港元(2018 年同期：0.57 亿港元)，较去年同期大幅上升 132%。

以收入类型计算，于 2019 年上半年，集团客户佣金及手续费收入(经纪服务、企业融资服务、资产管理服务收入)占营业收入总额 28.1%；利息收入占 21.9%；投资收益占营业收入总额 49.9%。于 2018 年，其占比分别为 43.8%；42.8%；13.3%。2019 年上半年投资收益占比上升主要因为以公允价值计量并计入损益的金融资产未变现收益大幅上升，同时，保证金融资利息收入下跌，以及集团受到债务证券市场发行费率下行影响，以致配售、包销及分包销佣金收入下降。

以下为兴证国际主要亮点：

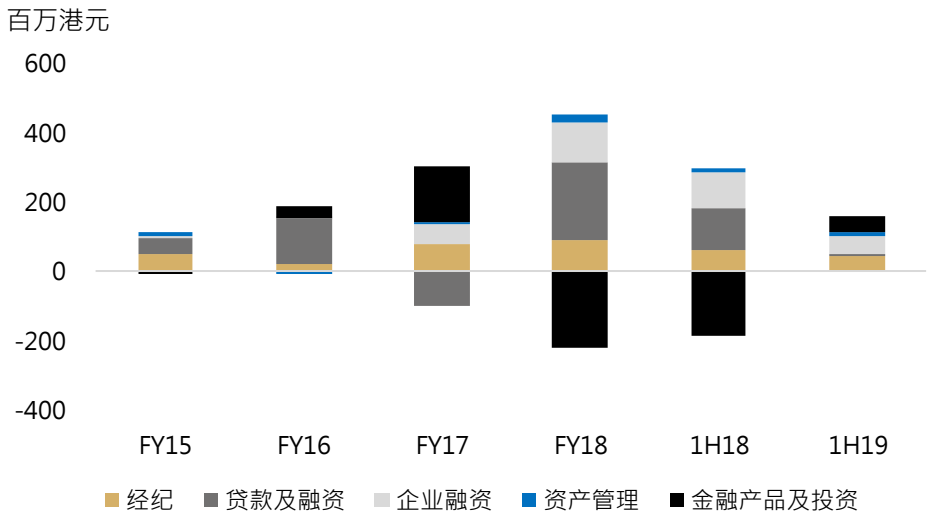
- 2016-2018 年之盈利复合增长录 19.3%，属于行内高增长型券商。
- 集团表明未来将大力推动经纪业务向财富管理转型。
- 其上半年机构业务收入超过 4,000 万港元，按年实现约 80%的增长，未来将多方开拓有海外投融资需求的公募基金、私募基金、上市公司及企业客户。集团通过研究服务及路演服务增强对机构客户的服务黏性，并且以机构销售业务带动企业融资、资产管理等业务发展。
- 股票资本市场方面，集团作为保荐人已递交申请的首次公开募股项目 1 个，新签署的合规/财务/独立财务顾问项目 1 个，完成 9 个首次公开募股承销项目，及 8 个配售项目，协助企业融资 13.49 亿港元。
- 债务资本市场方面，集团 2019 年上半年配售、包销及分包销佣金收入为 35.12 百万港元(2018 年 70.32 百万港元)、参与发行承销的公募及私募债券(含优先股) 26 支，协助企业融资约 14.2 亿美元。而于 2018 年，集团企业融资业务收入录得 211.33 百万港元(2017 年：123.29 百万港元)，同比取得大幅增长 71.4%。集团债务证券的配售、包销及分包销佣金收入为 124.99 百万港元(2017 年：31.87 百万港元)，较 2017 年度取得高达 292.2%的增幅。2018 年全年，集团完成 56 支公募及私募 G3 货币计价债券(含优先股)的发行及承销，协助企业融资约 23.36 亿美元。
- 资产管理业务方面，集团旗下首支「核心资产」概念公募基金获得香港证监会审核通过。
- 金融产品及投资业务方面，集团金融产品及投资收入录得 325.79 百万港元，大幅增长 197.62%。集团金融产品及投资业务主要包括为美元计价债券及其他固定收益产品的投资。

图 49：兴证国际收入分布



数据源：公司年报

图 50：兴证国际除税前溢利

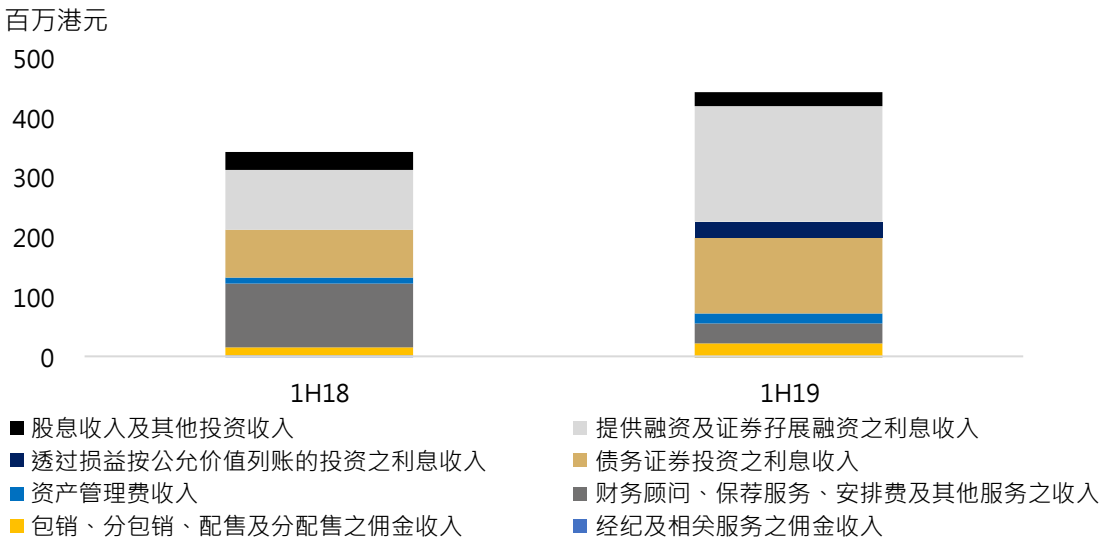


数据源：公司年报

民银资本(1141.HK)：

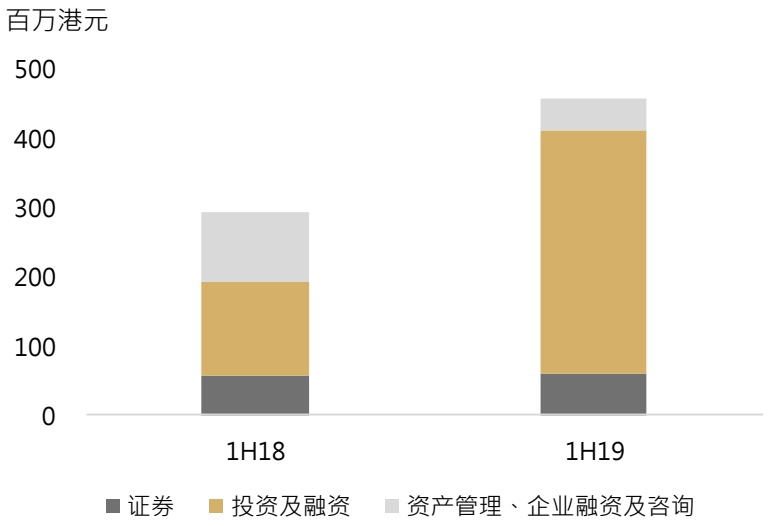
集团 2019 年中期收入增加约 29.9%至约 447 百万元，主要由于报告期内债务证券投资之利息收入由 2018 年同期之 82 百万元升至 128 百万元，以及提供融资及证券孖展融资之利息收入由 2018 年同期之 98 百万元升至 195 百万元。

图 51：民银资本收入分布（按服务类型）



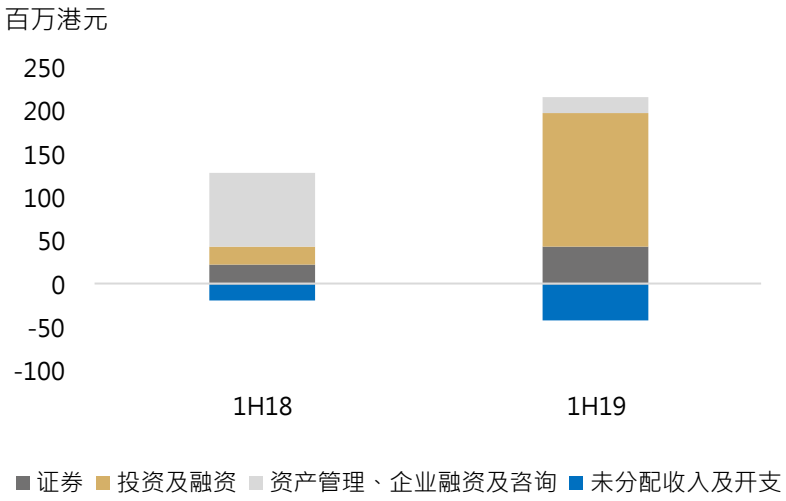
数据源：公司年报

图 52：民银资本收入分布（按分部类型）



数据源：公司年报

图 53：民银资本净利分布（按分部类型）



数据源：公司年报

以下为民银资本主要亮点：

- 2019 年上半年，集团的证券分类的收入及税前溢利贡献分别约为 61.6 百万元及约 42.8 百万元，而上一期间则分别约为 58 百万元及约 22.9 百万港元。分类收入及溢利增加主要由于集团的证券孖展融资利息收入及包销收入增长。
- 投资及融资分类收入包括上市债券、上市股票、非上市基金、非上市可换股票据及债务投资的票息、股息和分配收入，以及贷款的利息收入，约为 339.8 百万元，而上一期间为约 184 百万元。分类溢利由上一期间的约 21.2 百万元增加至报告期间的分类溢利约 156.2 百万元，分类溢利增加乃主要由于市况改善及投资组合规模扩大。
- 于上半年，公司自营投资资产规模约 61 亿港元(2018 年 12 月：41 亿元)，包括债券投资约 51 亿港元(2018 年 12 月：31 亿元)。于报告期间，集团总投资组合增加约 20 亿港元。此乃主要由于上市债券(公允价值计入其他全面收益及公允价值计入损益)及非上市基金的净购买及报告期内确认的公允价值收益。受益于债券市场的向好表现，该部分投资组合在报告期间取得优异表现，并获得重大资本回报及利息收入。期间，投资组合产生收入总额约 179.1 百万元，包括债务证券投资的利息收入约 127.9 百万元、公允价值计入损益投资的利息收入约 26.2 百万元及股息收入和其他投资收入约 25 百万元。

表 12：民银资本之投资组合的分类明细

百万港元	2019 年 6 月底	2018 年 12 月底
上市股票	51.8	4.3
非上市股权	223.5	224.6
上市债券 (公允价值计入其他全面收益)	4,963.6	3,006.1
上市债券 (公允价值计入损益)	99.1	129.4
非上市基金	348.8	193.1
非上市可换股票据	0	23.5
非上市可转换债务投资	421.3	482.0

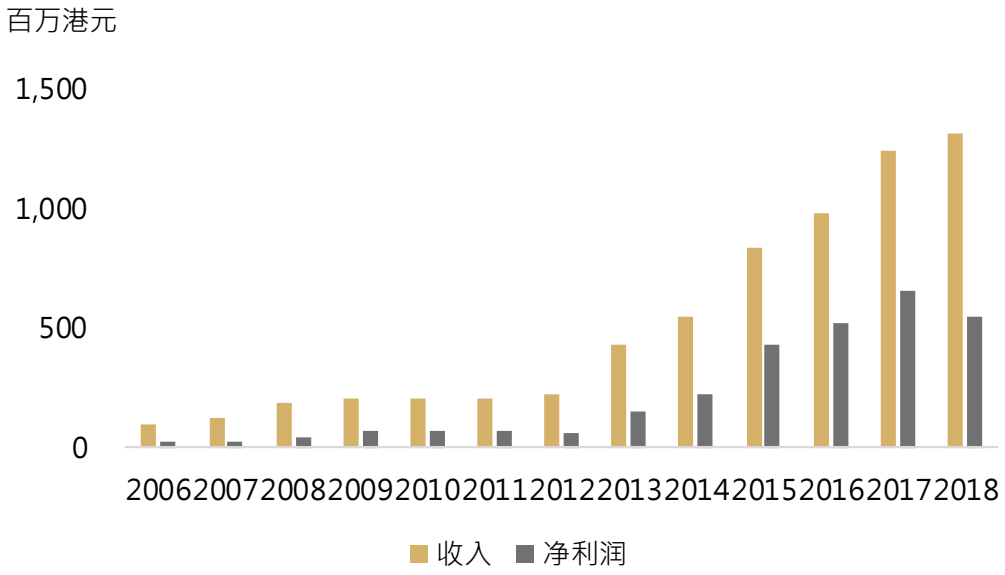
数据源：公司年报

- 集团采取严谨的风险管理策略，在风险管理和收益产出之间作出平衡，分散投资于广泛组合。单支债券持仓不超过总持仓 5%，且分散于广泛行业中营运的不同发行人，因而规避了市场大幅调整的风险。
- 集团的非上市直接投资业务(包括股权、基金及可换股债务投资项目)主要集中于高端科技、大健康及人工智能等热点行业。
- 集团所管理资产规模达到 11.6 亿美元，同时带动管理费收入同比显著增长 58.3%至约 15.3 百万港元。

英皇证券(717.HK)：

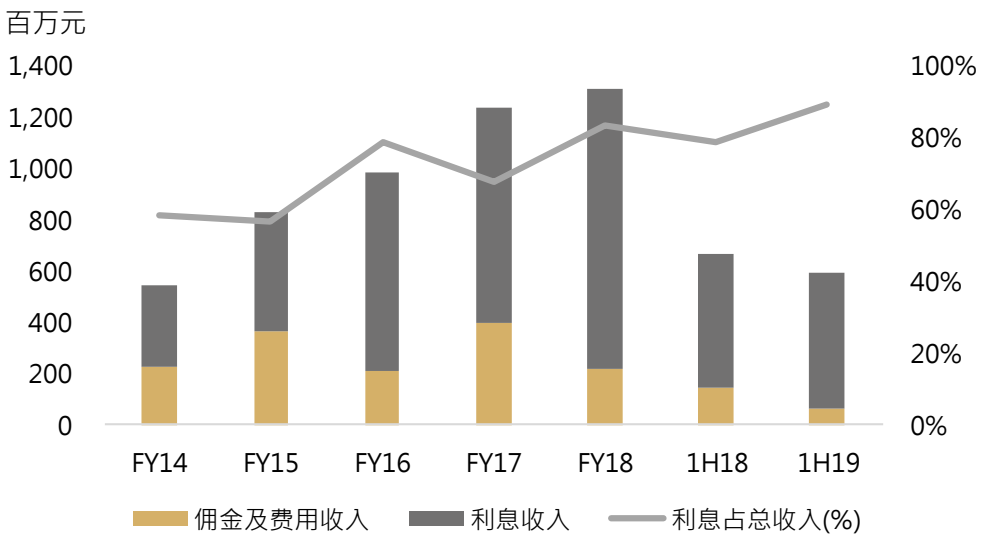
集团过去十年间，成功转型为以利息收入为本的金融机构，于 2018 年贷款收入占整体收入 83%。虽然于 2019 年上半年，集团的收入减少 11.6%至 590.4 百万元(2018 年：668.1 百万元)，溢利因贷款和垫款之减值拨备而减少至 37.6 百万元，但若按年度数据计算，集团收入每年均有所增长，主要是贷款业务所带动，贷款分部包括商业及个人贷款以及孖展及首次公开发售融资之利息收入。授予客户之贷款类别涵盖短期无抵押贷款(如税务贷款、过桥贷款、定期贷款、私人贷款)至长期抵押贷款(如物业按揭)。为迎合不断增长之贷款需求，集团透过资本融资活动增强其财务实力，并显著扩大其放贷能力，以便捕促在贷款市场以及孖展及首次公开招股融资方面的商机。

图 54：英皇证券收入及净利



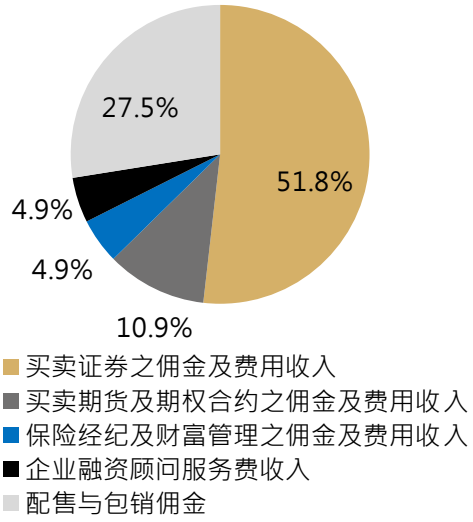
数据源：公司年报

图 55：英皇证券收入结构



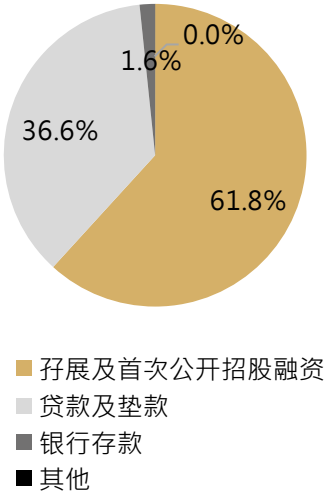
数据源：公司年报

图 56：英皇证券佣金及费用收入分布



数据源：公司年报

图 57：英皇证券利息收入分布



数据源：公司年报

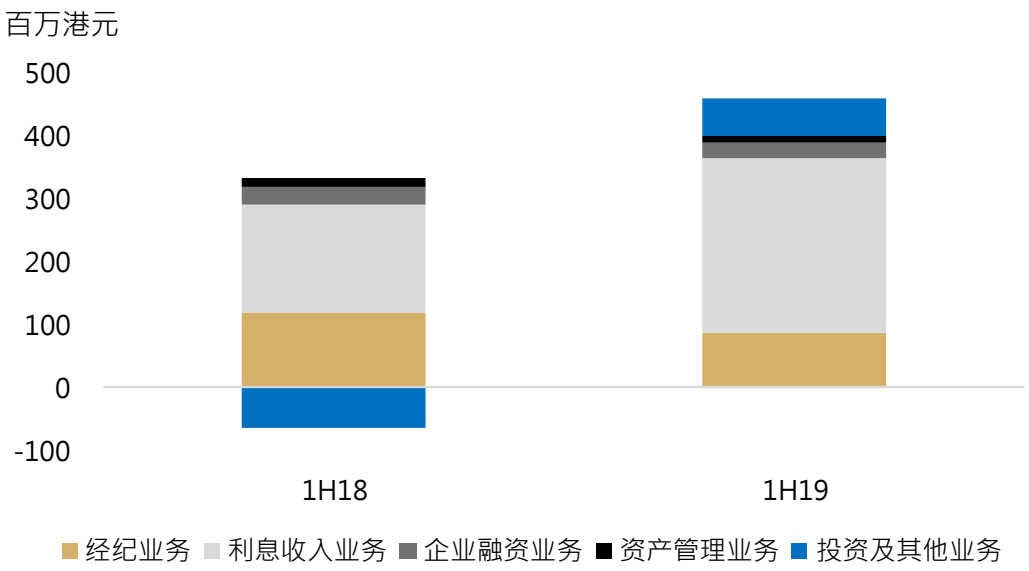
中国通海金融(952.HK)

2019 年上半年集团录得除税后溢利 5,024 万港元(2018 年中期：3,076 万港元)，同比增长约 63%。集团的收入增加约 72%至 2019 年中期的 4.60 亿港元(2018 年中期：2.68 亿港元)。收入大幅增长主要受惠于利息收入业务所带动，该分部收入占比逾 6 成，集团的利息收入业务包括保证金贷款利息收入、结构性贷款业务的利息收入、自营投资业务的利息收入以及财资运作的利息收入。2019 年上半年利息收入业务录得总收入 2.8 亿港元，而 2018 年上半年则为 1.72 亿港元，相当于增长约 61.6%。其中 2019 年上半年向保证金客户贷款之利息收入 1.01 亿港元，对比起 2018 年上半年的 0.75 亿港元大幅增长，另外来自其他贷款的利息收入于 2019 年上半年达 1.23 亿港元。

以下为中国通海金融主要亮点：

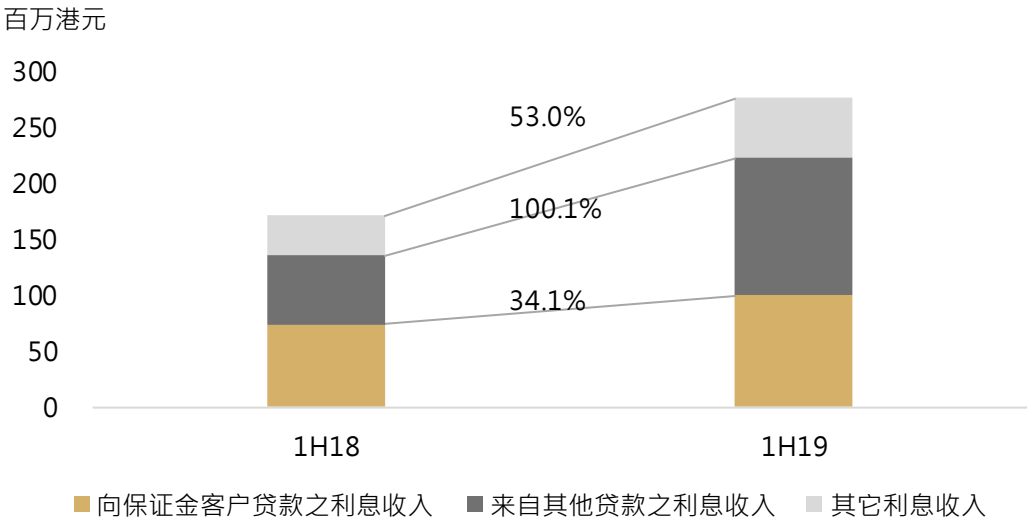
- 于 2019 年上半年集团新签订一项首次公开发售保荐人委聘。集团亦已就财务顾问/独立财务顾问角色签订 4 项新委任书、完成 3 项并购融资的配售/包销委任项目及完成 2 项债务配售/包销项目。
- 管理资产规模录得 3.02 亿美元，较 2018 年中期底增加逾倍，并较 2018 年年底上升超过 20%，主要乃由于集团的新产品所致。管理费收入由 2018 年中期的 859 万港元增加 10%至 2019 年中期的 941 万港元。
- 2019 年中期的利息收入录得 2.78 亿港元，较 2018 年中期的 1.72 亿港元增加约 62%。其中，保证金客户的利息收入由 2018 年中期的 0.75 亿港元增加约 35%至 2019 年中期的 1.01 亿港元，平均给予保证金客户之贷款结余同比增加约 30%。此外，其他贷款的利息收入亦由 2018 年中期的 0.62 亿港元增加约 98%至 2019 年中期的 1.23 亿港元，该利息收入增加主要是未偿还贷款结余同比增加所致。
- 由于集团作为太兴集团控股有限公司(6811.HK)之联席全球协调人，其成功上市使集团于 2019 年中期录得重大配售佣金收入。
- 同时，集团表示将投放更多资源于增加以费用为基础的收入，加强于证券、企业融资及资产管理业务的销售。

图 58：中国通海金融收入结构



数据源：公司年报

图 59：中国通海金融利息收入增长



数据源：公司年报

表 13：中国通海金融之投资组合的分类明细

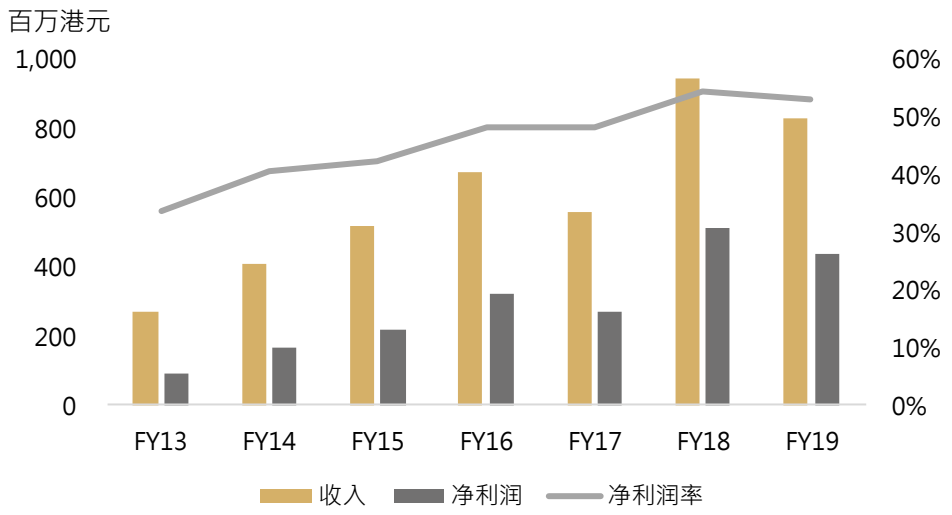
百万港元	2019 年 6 月底	2018 年 12 月底
上市债务证券	7.8	65.2
上市股本证券	488.7	485.3
非上市债务证券	710.6	712.7
非上市股本证券	468.5	469.9
非上市互惠基金	28.2	7.5
私募股权基金	202.9	228.9
共计	1,906.8	1,969.4

数据源：公司年报

耀才证券(1428.HK)

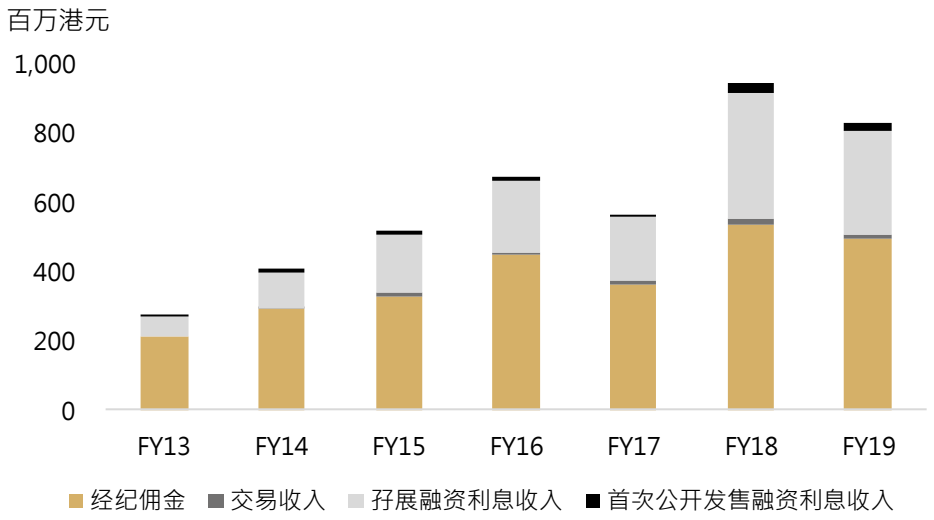
耀才证券是本土罕有地依靠证券经纪业务，而能在竞争激烈的市场内占一席位的港资券商，其收入及盈利增长稳定，依靠的是客户户口总数持续提升，带动孖展融资利息收入的增长。

图 60：耀才证券收入及净利



数据源：公司年报

图 61：耀才证券收入分布

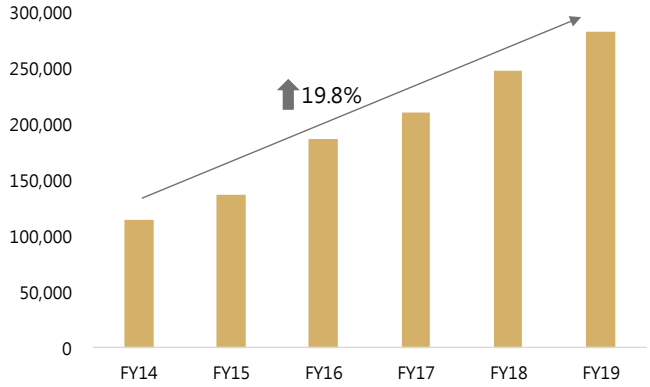


数据源：公司年报

以下为耀才证券主要亮点：

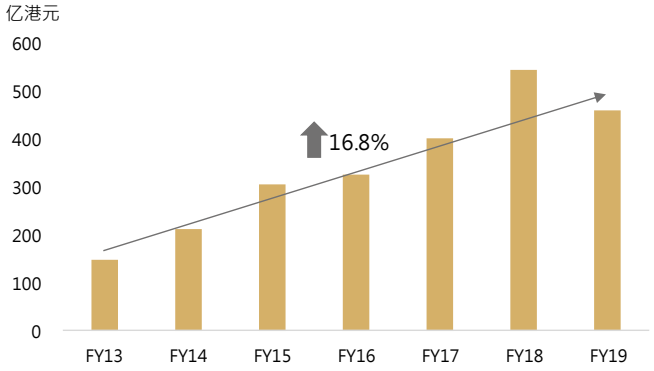
- 2013-2018 年之收入及盈利复合增长分别录 20.3%及 30.0%，属于行内增长型券商。
- 截至 2019 年 3 月底，集团连同中环总行及所有分行合共已有 22 间，网络覆盖香港核心区域，当中大部分更实施七天营业，打破业界传统。
- 集团成功令客户户口总数保持稳健增长，年内新开立户口达 34,601 个(已扣减结束账户之客户)，令客户户口总数增加至 283,181 个，相较于 2018 年的 248,580 个，增幅达 13.9%。
- 于 2019 年 3 月底，客户资产(包括现金、股票及保证金)约 461 亿港元(2018 年：约 547 亿港元)，于 2014 至 2019 年复合增长率为 16.8%。

图 62：耀才证券客户户口总数



数据源：公司年报

图 63：耀才证券客户资产



数据源：公司年报

3.3 财富管理业务的革新

如早前提及，传统经纪业务的竞争相当激烈，有些券商甚至采用零佣金方式去吸引客户，现时部分券商已不再把重点放在散户或简单交易上，而是聚焦综合财富管理。

所谓综合财富管理，就是向零售及高净值客户提供全面的金融服务和投资解决方案，提供的服务包括证券、期货及期权经纪及买卖服务、外汇交易、场外交易产品和风险管理工具销售、投资顾问服务、理财策划服务和投资基金分销服务及托管服务，以及向客户提供证券保证金融资。对于未来的财富战，多家券商都有着自己的构想，以避免业务同质化所带来的价格战。

➢ 例子 1) 海通国际的业务转型

于 2017 年，海通国际将传统经纪业务转型为财富管理业务。海通国际锐意开拓针对高端专业投资者的财富管理业务，于 2017 年 10 月成立了私人财富管理部门，而私人财富管理中心亦于 2018 年 2 月正式投入运作，为高端客户及专业投资者提供投资方案。除了传统产品证券期货产品外，集团提供一系列财富管理产品，包括固定收益、结构产品、基金、杠杆投资、融资方案等。

表 14：海通国际财富管理服务

服务类别	条件
超高资产净值财富管理	专注为可投资资产净值达一千万美元以上的尊贵客户提供全面贴心的财富管理服务。
私人财富管理	专注为资产净值达一百万美元以上的尊贵客户提供全面贴心的财富管理服务。
经纪业务	致力为超过 200,000 环球机构及个人投资者提供创新及多元化的金融产品和投资服务。

数据源：公司网站

➢ 例子 2) 国泰君安国际的财富管理品牌

2017 年，国泰君安国际成功引入母公司「君弘财富管理」品牌，主要为高净值客户提供度身定制的财富管理产品及服务。集团专业投资者客户数目于 2017 年同比跃升超过 2 倍；其人均账户结余较 2018 年底上升 61% 至约 5,201 万港元。财富管理业务的新增客户托管资金量亦在短期内上升至 174 亿港元，为经纪业务收入逆市上升增添了动力。集团进一步提升和强化高净值客户服务，并于 2018 年拓展新址设立全新财富管理中心以专门服务高净值客户。

表 15：国泰君安国际财富管理服务

服务类别	条件
君弘财富管理	成为个人专业投资者(PI)，并且
	a) 拥有资产 2,000 万或以上，可以成为钻石会员，豁免年费。
	b) 资产 800 至 2,000 万会员，年费 1.2 万港币或者用积分 120,000 积分换取壹年会籍。

数据源：公司网站

➢ 例子 3) 富途的智能投顾

面对零售客户，券商未来趋势将会是较多的使用智能投顾，相比起传统的人工投顾，券商可更易控制成本，而且科技应用的便利可增强客户粘性。而值得留意的是，一些客户人数多的券商在智能投顾的应用会更易获得成功，例如富途早前推出了互联网理财服务──「富途基金宝」，为投资者提供基金投资服务。投资者只需下载或升级至最新版富途牛牛 APP，即可在线申购富途基金宝上的所有基金产品。至此富途基金宝涵盖了货币基金、债券基金、股票基金三种基金类型，搭建起更全面的财富管理产品组合，能够为香港投资者提供更为安全、高效、多元化的投资理财服务。富途基金宝的推出，象征着富途证券以股票投资为原点，向财富管理新领域进发。

表 16：富途基金宝基金类型

基金类型	赎回时间	风险评级	收益评级	申请门坎 (HKD/USD)	申请费用	赎回费用
现金宝 (货币基金)	随时赎回 (可立即交易股票)	保守型	对抗通胀	0.01 元起购	0	0
债券基金	确认份额后可赎回	稳健型	平稳增长	100 元起购	0.8%	0
股票基金	确认份额后可赎回	进取型	收益可观	100 元起购	1.2%	0

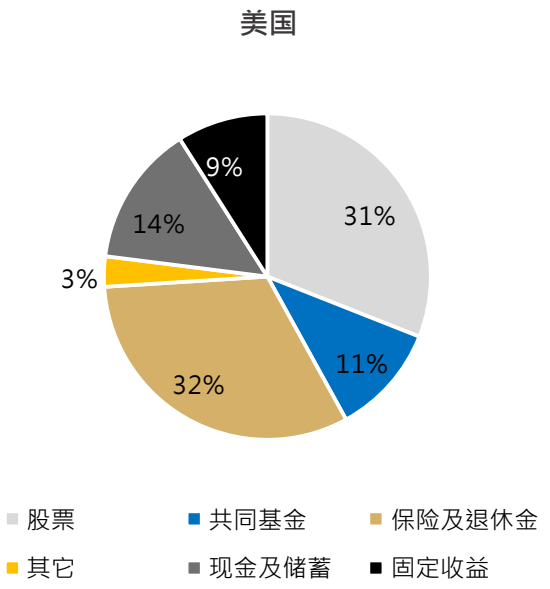
数据源：富途证券

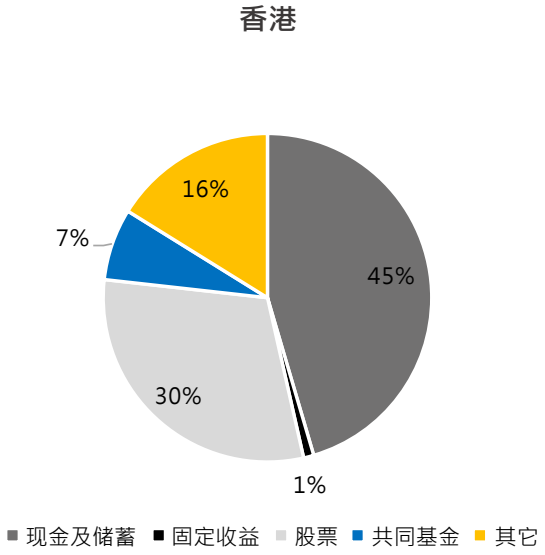
➢ 香港作为全球财富管理中心

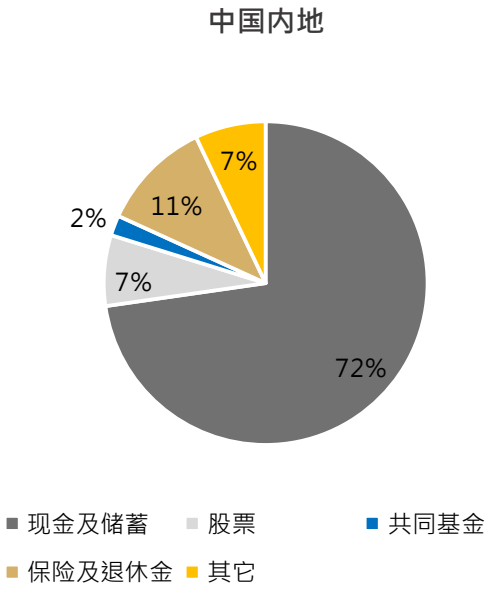
财富管理业务的革新对行业有着重大意义，象征从传统经纪业务的蜕变。展望未来，内地资金仍会是券商财富管理分部的主要资金来源，这是由于随着内地财富的增加，中国的国民不会再过度依赖于银行利息及房地产投资，财富将从房地产投资市场及银行储蓄转移至股票市场，并开始走向海外配置分散投资风险。而香港作为全球财富管理中心，具有多层次、多种类、多币种的优势，迎合风险偏好及收益预期不同的客户需要，提供现金和现金等价物、货币基金、保险、债券和固定收益产品、股票和股票基金、不动产和 REITs、PE 和风险投资、衍生品等不同类型的产品选择，以及多币种产品，将继续成为中国投资者的首选投资平台。

如下图所示，现时内地客户之股票市场资产配置仍然偏低。

图 64：全球各地家庭金融资产配置







数据源：《2017 环球市场纵览》

➢ 外国例子的启示

对于中小客户，券商会依靠科技降低成本，而对于高净值客户，券商会提供定制化服务以赚取高服务费率。这情况就如外国 Fidelity 那样，会根据不同的客户层来收费以提供差异性服务。从下图所示，Fidelity 有五个投资计划，分别为 Fidelity Go (富达的机器人顾问选项)；Fidelity Portfolio Advisory Service (富达投资组合咨询服务)；Fidelity Personalized Portfolios (富达个性化投资组合)；Fidelity Separately Managed Accounts (富达单独管理账户)；Fidelity Wealth Management Advisory (富达财富管理咨询)。

对于投资额最低的客户，Fidelity 会提供全智能投顾(Fidelity Go)；而对投资额多达 200 万的客户，则会提供全人工定制化服务，以达至个人化财务规划。

图 65：Fidelity 投资管理选项的费用结构

Invest with a Digital Advisor	Partner with a Fidelity Investment Professional			
Fidelity Go® A simple, easy way to invest online	Fidelity Portfolio Advisory Service® Designed to help you invest for retirement and other large goals	Fidelity® Personalized Portfolios Focused on tax-sensitive investment management[4] for long-term growth	Fidelity Separately Managed Accounts Invests in specific strategies and segments of equity and fixed income markets	Fidelity Wealth Management Advisory℠ A highly personalized service offered through Private Wealth Management®[6]
Minimum Investment $0[2]	Minimum Investment $50,000	Minimum Investment $200,000	Minimum Investment $200,000–$500,000	Minimum Investment $2 million[8]
Gross Advisory Fee[3] 0.35%	Gross Advisory Fee[4] 0.60%–1.70%	Gross Advisory Fee[4] 0.55%–1.50%	Gross Advisory Fee[4] 0.20%–1.10%	Gross Advisory Fee[4] 0.40%–1.15%[7]

数据源：DoughRoller、Fidelity

➢ 小结

总括而言，券商不会再把焦点放在散户或简单交易上，而是聚焦综合财富管理。充分运用金融科技手段推动业务转型将是证券公司业务发展最为重要的战略选择之一。行业将更加注重利用数字化渠道构筑平台化、体系化的财富管理服务新模式，同时藉助大数据分析挖掘客户需求和匹配业务机会，丰富的数字化实践有利于财富管理行业实现降本增效、客户群延展、升级客户体验和控制风险等效果。强化数据分析可为高净值客户提供更优质的定制化服务，而对于中小客户，则会依靠科技降低成本，智能投顾将愈见普及。至于未有资源全面应用智能投顾的券商，它们会倾向于依赖基金及保险分销，此类经营模式需拥有专业的销售团队以吸引及保留客户。

3.4 透过集资扩展业务

长远而言，资本能力较高的券商会追求业务多元化，部份券商会透过提升杠杆/配股来扩大业务发展，一般而言，规模较小的券商偏向于扩展资本中介(包括融资融券)业务，而头部券商则偏向发展机构服务业务(包括做市业务)。

以下例子为各券商的集资活动以及其集资用途：

例子 1) 海通国际于 2019 年 7 月，发行 7 亿美元于 2024 年到期之利率 3.375%之债券。

例子 2) 国泰君安国际于 2018 年 2 月，按每股 2.85 港元认购价配发及发行 7 亿股普通股，股本增加约 19.9 亿港元。同时，于 2019 年 1 月，公司根据中期票据计划，发行 2 亿美元年利率 4.25%至 2022 年到期之票据。

表 17：国泰君安国际配售所得款项净额之用途

所得款项	用途
1,987 百万元	**一般营运资金**
1,550 百万元	债券造市及投资
437 百万元	给予客户的贷款及垫款

数据源：公司年报

例子 3) 2019 年 7 月英皇证券已完成配售合计本金额上限为 5 亿港元之债券，年利率为 5.25%。于 2018 年度，完成配售总额约为 12 亿港元之债券。公司表明拟将债券配售事项之所得款项净额(经扣除配售佣金及其他相关费用及开支后)用于拓展集团现有业务(尤其是贷款业务)之营运资金。

例子 4) 兴证国际于 2019 年发行了于 2020 年到期之 2 亿美元 5.0%有担保债券以及 2020 年到期之 0.75 亿美元 5.0%有担保债券。

例子 5) 民银资本于 2018 年 7 月根据配售协议以每股 0.363 港元配售约 5.8 亿股新股股份，配售所得款项净额约为 205 百万港元；于 2018 年 10 月根据 2018 年认购协议以每股 0.363 港元配发及发行 13.5 亿股新股份。认购事项所得款项净额约为 490 百万港元。

表 18：民银资本配售所得款项净额之用途

所得款项	用途
60%	扩展集团贷款及融资业务
10%	加强集团之经纪服务能力
10%	扩展集团企业融资顾问业务
10%	用于发展资产管理业务
10%	用作集团之一般营运资金

数据源：公司公告

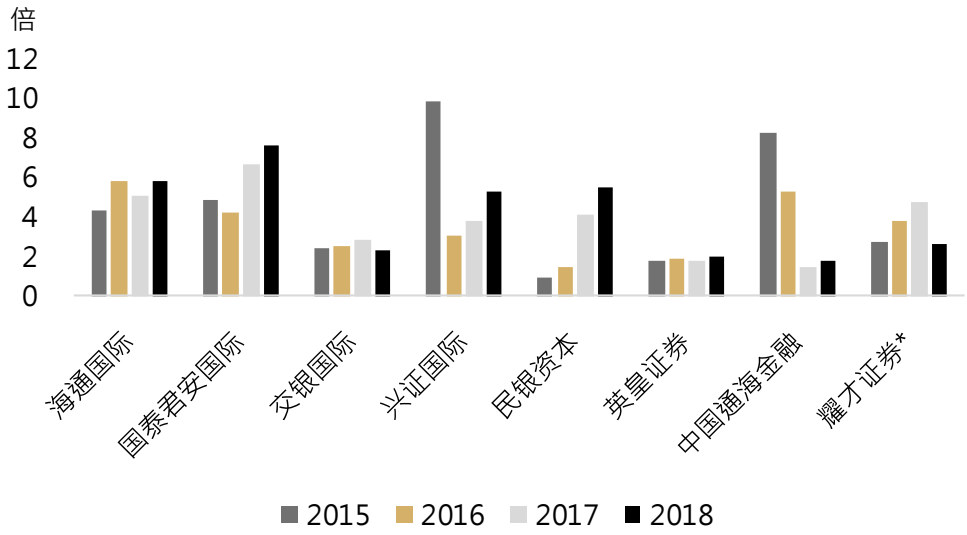
例子 7) 中国通海金融于 2017 年 8 月完成供股，据此，公司按每股供股股份 1.1 港元发行 46.7 亿股供股股份，供股所得款项净额约为 51.3 亿港元。

表 19：中国通海金融配售所得款项净额之用途

所得款项	用途
33%	向证券经纪业务的经营附属公司注资
16%	发展结构性融资业务
16%	发展其债务资本市场业务
9%	用作现有及新增基金的种子资金
6%	用于发展其资产管理业务
20%	用作一般营运资金用途

数据源：公司公告

图 66：个别券商的杠杆比率(总资产/股东权益)



数据源：公司年报

** 分别为 2016、2017、2018、2019 财年数据*

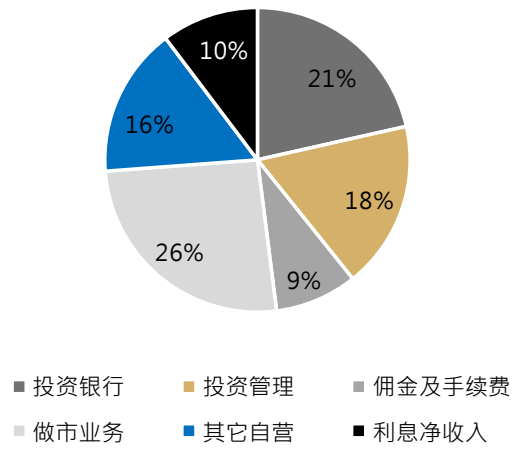
3.5 机构业务对头部券商的重要性不容忽视

机构业务分部包括固定收益产品、货币及商品产品(FICC)、期货及期权、交易所买卖基金及衍生产品等多种金融工具的发行和做市业务。做市业务的其中一个好处是可透过为市场提供流动性赚取价差收入，有机会降低业务的 Beta 属性，以致提升收益的稳定性(但需视乎有关的金融产品种类)。

海通国际于 2018 年内累计发行 1,219 只窝轮和 965 只牛熊证，覆盖目标位列香港市场第三，成交金额位列香港市场第五；成功跻身长期由外资投行垄断的第一梯队发行商行列，于 6 月在港交所发行阿里巴巴集团的认购/认沽证，满足了投资者对美国科技股衍生工具的需求；海通是拥有香港交易所界内证发行资格的首家中资券商。

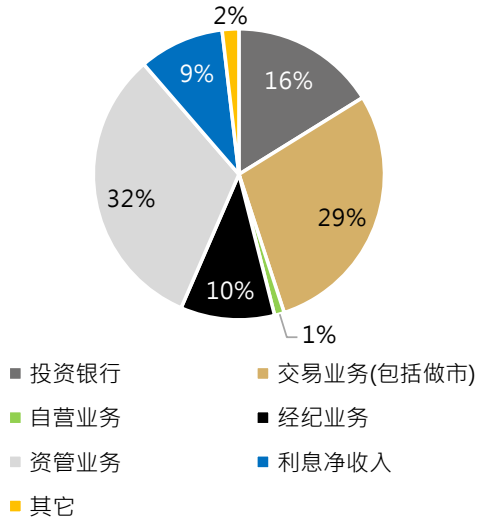
事实上，重资产化为行业的趋势之一，体现于在港券商轻资产业务收入比重的逐步降低。现时，只有海通国际和中银国际是唯二提供个股衍生品做市的中资机构。以外国投行的发展路径作比较，在港中资券商的机构业务还有很大的发展空间。

图 67：高盛的收入来源



数据源：公司年报

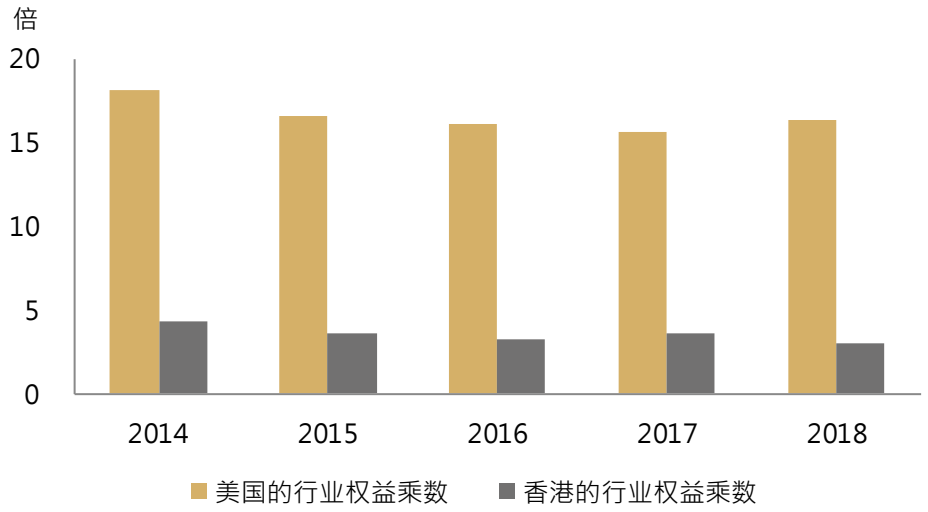
图 68：摩根士丹利的收入来源



数据源：公司年报

如前文所提及，券商可透过扩大资本负债表来发展机构服务业务。若以外国的行业杠杆比率与香港作比较，香港较低的权益乘数显示行业的重资产化仍在初始阶段。

图 69：行业权益乘数



数据源：sifma、证监会

在重资产化的趋势下，相信本港的行业发展会更多的体现外资行的商业模式，不排除将来会有更多的在港中资券商加入个股衍生品做市行列。

3.6 积极参与债券市场

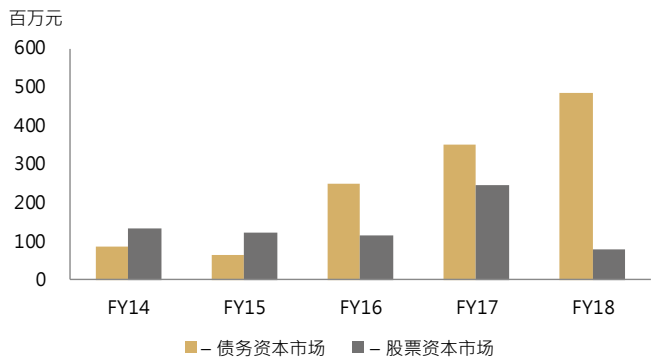
2019 年前三季度，中资美元债发行量为 1,691 亿美元，当中，高收益美元债发行量为 611 亿美元。近年，在港中资券商积极参与债券市场，对投行业务及投资利息收入都起正面作用。

以下为在港中资券商在债券市场体现的投行能力：

海通国际：环球债券融资方面，海通国际于 2019 年上半年共完成 125 个债券发行项目，在中国离岸债券发行市场排名中，海通国际按承销数量和承销金额分别名列全球金融机构第二和第三；在亚洲除日本外 G3 高收益债券发行市场排名中，海通国际按承销数量和承销金额均名列全球金融机构第一。

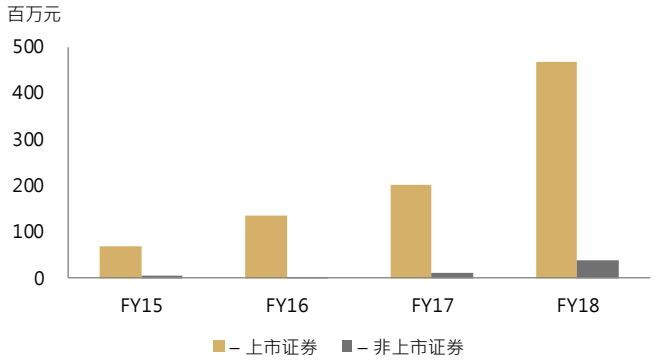
国泰君安国际：2019 年上半年，国泰君安国际在中资美元债券一级市场表现保持行业龙头地位，共完成 106 项债券发行，按年升 39%，并成功协助企业通过债券市场筹资近 2,448 亿港元，同比上升 48%。回顾期内，集团于中资美元债发行市场名列前茅，承销笔数与承销金额分别位列亚洲(除日本地区外)G3 货币企业高收益债券承销排行榜第二及第三名。

图 70：国泰君安国际之配售、承销及分承销佣金



数据源：公司年报

图 71：国泰君安国际之债务证券利息收入



数据源：公司年报

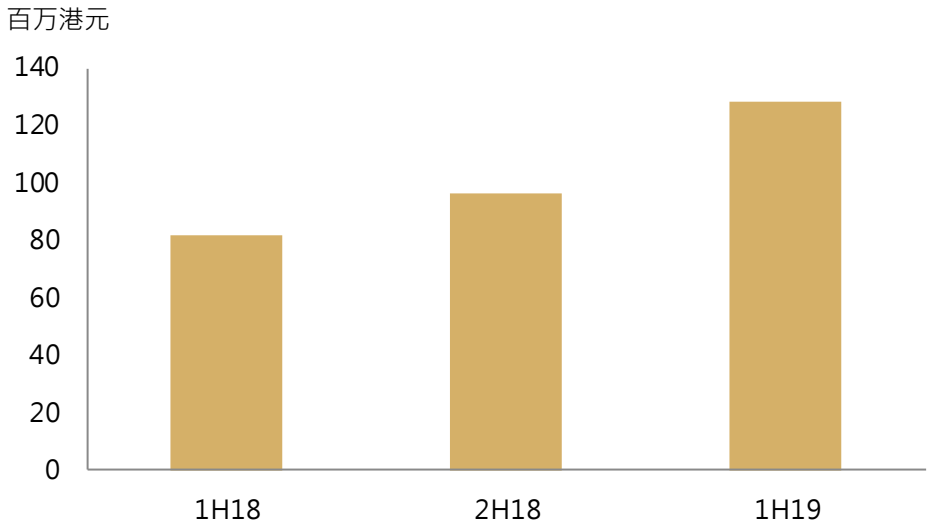
国泰君安国际在配售、承销及分承销佣金方面，来自股票资本市场的收入于 5 年间不升反跌，但来自债务资本市场的收入于 2018 年达 4.83 亿元，比 2014 年时的 0.87 亿元升了逾 5 倍，同时亦大幅高于股票资本市场的 0.78 亿元。另外，国泰君安国际的债务证券利息收入每年录上升。

交银国际：债务资本市场方面，集团于 2019 年上半年完成 36 个发债项目，成功协助企业筹集合共 143.2 亿美元。

兴证国际：集团于 2017 年始开展债券包销业务。于 2018 年集团债务证券的配售、包销及分包销佣金收入为 124.99 百万港元(2017 年：31.87 百万港元)，较上一年度取得高达 292.2%的增幅。2018 年全年，集团完成 56 支公募及私募 G3 货币计价债券(含优先股)的发行及承销，协助企业融资约 23.36 亿美元。(2017 年：26 项公募或私募债券项目)。于 2019 年上半年，集团参与发行承销的公募及私募债券 26 支，协助企业融资约 14.2 亿美 元。

民银资本：2019 年上半年，公司自营投资资产规模约 61 亿港元(2018 年：41 亿港元)，包括债券投资约 51 亿港元(2018 年：31 亿港元)。投资组合产生收入总额约 1.79 亿港元，包括债务证券投资的利息收入约 1.28 亿。

图 72：民银资本之债务证券利息收入



数据源：公司年报

从以上例子可见，债务证券投资为券商带来利息收入增长，同时，债务资本市场为券商的配售、承销及分承销业务带来了新的增长点。截至 2019 年首 3 季，高收益美元债的前 10 大承销商中，中资行和外资行各占 5 席。前 5 大承销商是：海通国际、瑞信、国泰君安国际、汇丰、中信国际，合计占 30.9%市场份额。中资券商在债务资本市场具与外资行分庭抗礼的能力。

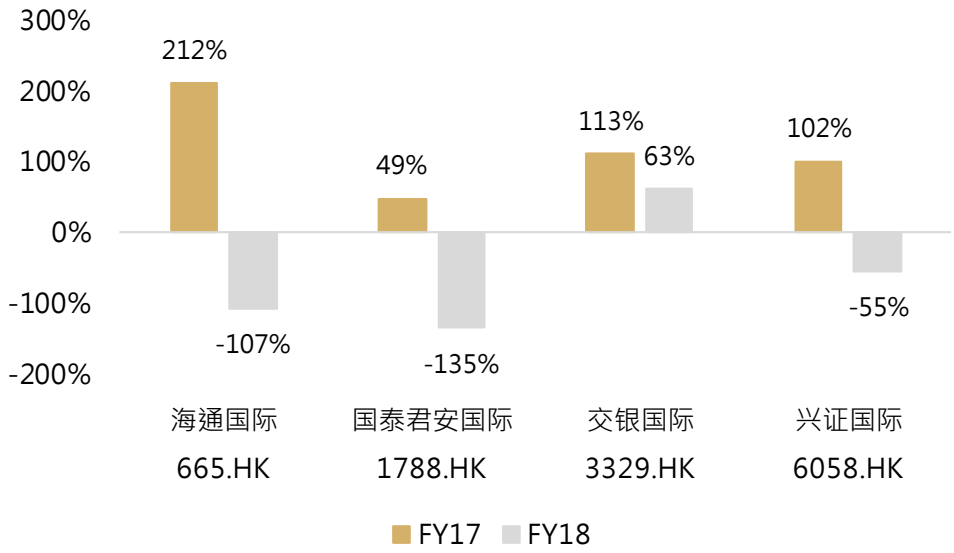
3.7 拥抱新经济带来的机遇

港交所在 2018 年进行了上市机制改革，包括接受「同股不同权」企业上市，允许尚未盈利或者没有收入的生物科技公司来香港上市等。自此，券商在自营业务上积极布局新经济(例如 TMT、医疗医药及生物科技)，并投资于具有增长潜能及具有清晰退出计划的独角兽企业。

以下为在港中资券商在新经济的布局：

- 海通国际：一级市场方面，私募股权投资业务团队重点关注大消费、医疗健康、TMT 等「新经济」行业，两年内累计投资 17 个项目，部分项目已从港股和美股退出。
- 交银国际：股权投资方面，倾向于创新科技公司、生物技术公司及其他新经济领域公司的首次公开发售前投资，该等公司其后于香港、中国内地或海外的资本市场公开上市。
- 民银资本：其非上市直接投资业务(包括股权、基金及可换股债务投资项目)主要集中于高端科技、大健康及人工智能等热点行业，在报告期间所持有的投资项目价值总体上录得稳定的增长。

图 73：个别券商之投资收入



数据源：公司年报

虽然自营业务的回报波动性较大，但该分部的资源投入有助协同其他业务，迎来「投行+投资」带来的长期收益。无论是内地科创板还是香港第十八 A 章，都展示出新经济将在集资市场发挥主导作用，展望未来，券商将投放更多资源建立专注于新经济的执行团队，以把握新时代下涌现的商机。

3.8 加强国际化布局

香港作为世界顶级的国际金融中心，是内地券商国际化的重要起点，在「一带一路」战略和人民币国际化趋势下，越来越多的券商放眼海外，其国际化的布局动作日渐频繁。

海通国际：目前已构建了涵盖香港、新加坡、纽约、伦敦、东京、悉尼及孟买等全球主要资本市场的金融服务网络。母公司海通证券在近年将国际业务平台作为领先行业的重要竞争优势之一，2018 年其境外业务利润占比已经接近 30%左右。

表 20：海通国际全球布局

地点	内容
英国 - 伦敦	主营股票销售，销售及交易，固收市场交易等业务。 2018 年 12 月，成为首批沪伦通全球存托凭证英国跨境转换机构。
美国 - 纽约	主营企业融资及经纪业务。 2018 年 2 月，取得美国纳斯达克会员资格； 2018 年 6 月，协助中国企业于纽交所上市，成功完成其首例美国 IPO 项目； 2018 年 8 月，获美国金融业监管局批准开展投行业务； 2018 年 10 月，成为纳斯达克交易所首家中资背景做市商； 2018 年 12 月，成功协助中国企业于纳斯达克交易所上市。
澳洲 - 悉尼	相关业务开展正在积极筹备中。
日本 - 东京	主营投资顾问业务。 2018 年夺得路透社颁发的「工业最佳股票推荐奖」和「金融最佳股票推荐奖」两大奖项。
新加坡	主营孖展融资、企业融资、买卖资本市场产品、杠杆外汇交易及债券做市。 2018 年 3 月，完成亚洲首个奥特莱斯商场房地产投资信托上市项目，协助砂之船集团于新加坡交易所主板挂牌上市； 2018 年 4 月，完成海通国际新加坡首笔新币债权公募项目，协助 MM2 全亚娱乐影视发行新元 3NC2 优先无担保债券； 2018 年 11 月，作为参与方中唯一的非银机构，协助上海浦东发展银行新加坡分行成功发行首笔中期票据。
印度 - 孟买	主营现金股票及多元化投行业务。 2018 年 11 月，以独家财务顾问角色协助多元化普及金融平台 Aavishkaar Venture Management Services 完成约 3,000 万美元(约 22.5 亿卢比)的股权融资； 同月，以财务顾问角色协助 Aequs Service Holdings Inc.完成 6,000 万美元的信贷安排。

数据源：公司年报

国泰君安国际：国泰君安的新一轮战略规划中，将财富管理、买方生态和国际化作为三大战略引擎。集团积极开拓东南亚市场，收购越南投资证券于 2019 年获批。这是继新加坡 (2015 年 Guotai Junan International Asset Management (Singapore) Pte. Limited 于新加坡开展资产管理业务)之后，集团进一步在东南亚布局加快国际化发展步伐的重要举措。越南投资证券股份公司(IVS)是河内证券交易所的上市公司。收购成功后，集团成为首家进入越南的中资券商，为集团业务增长提供新的发展动力和引擎。

兴证国际：集团之控股股东 — 中国兴业证券股份有限公司于 2018 年制定了未来五年国际化发展战略规划，进一步明确了国际化发展战略的目标、竞争策略和配套措施，并将国际化作为未来五年最重要的发展战略之一。

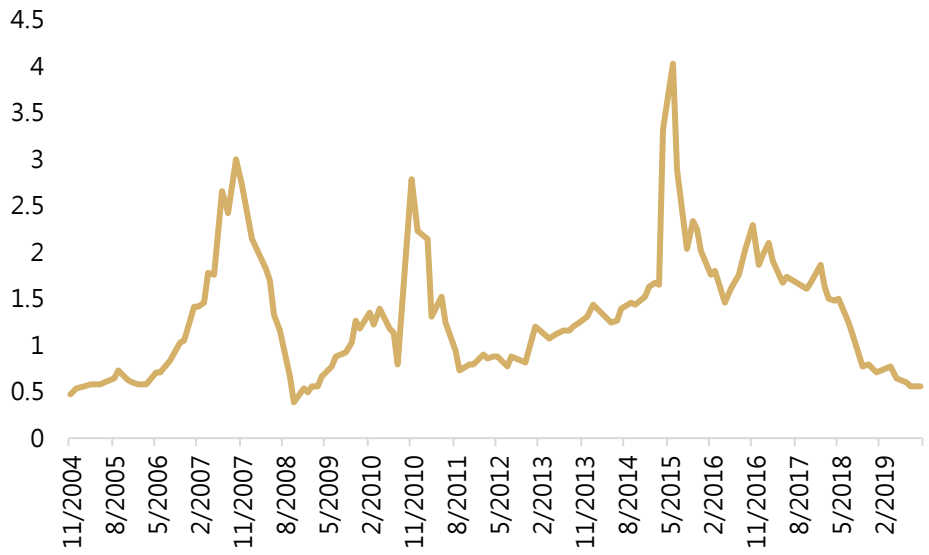
华泰国际：集团于 2016 年完成收购美国 AssetMark 公司。AssetMark 是美国领先的统包资产管理平台，作为第三方金融服务机构，为投资顾问提供投资策略及资产组织者、客户关系管理、资产托管等一系列服务和先进便捷的技术平台。2019 年 AssetMark 于美国分拆上市。另外，于 2018 年 9 月，华泰国际于美国特拉华州注册设立了境外全资下属公司 Huatai Securities (USA), Inc.，其后获得美国经纪交易商牌照，可在美国开展经纪交易商业务，包括证券承销、面向机构投资者的证券经纪、并购财务顾问等业务。

总括而言，国际业务的开展需依靠券商机构的资本实力、公司经营能力、对境外市场业务规则也需要有一定深度的了解和渗透，由于中小券商相对头部券商资源不足，其开拓国际市场的难度较大，因此未来「马太效应」将越发明显，在人才、资本等方面占据优势的头部券商料更具国际竞争能力。

4. 行业估值及投资策略

当前板块估值在 0.6 倍 PB 左右，处于历史低位，鉴于今年券商中期收入及盈利表现理想，全年业绩增长具备较高确定性，低估值让板块具备安全边际，故现时有一定配置价值。

图 74：券商板块之 PB 估值



数据源：彭博

行业竞争长期激烈，抓住财富管理业务转型、加强机构服务业务和提升杠杆都是券商取胜关键，特色化及差异化已成为证券公司转型的必经之路。在行业分化持续加大的趋势下，业务拓展能力较强的龙头券商有着强者恒强的发展优势。个股方面，建议关注头部券商，海通国际(业务布局全面、抗压性强)，以及国泰君安国际(积极开拓东南亚市场)。

■ 海通国际 (665.HK)

投行业务行业领先：环球股票融资方面，海通国际于 2019 年上半年在香港市场完成了 24 个 IPO 项目，承销数量位列全体投行第一，市场占有率约三分之一；在美国资本市场继续稳步发展，期内完成三个股权融资项目，其中美股 IPO 项目「瑞幸咖啡」，成为今年以来亚洲公司在纳斯达克最大规模的 IPO。环球债券融资方面，公司共完成 125 个债券发行项目，在中国离岸债券发行市场排名中，海通国际按承销数量和承销金额分别名列全球金融机构第二和第三；在亚洲除日本外 G3 高收益债券发行市场排名中，海通国际按承销数量和承销金额均名列全球金融机构第一。

机构客户业务突显出头部券商的地位：目前海通国际和中银国际是唯二在港提供个股衍生品做市的中资机构。机构客户业务方面，集团于 2018 年 10 月在美国正式开展做市业务，成为纳斯达克首家中资背景的做市商，建立了一套跨国界、跨市场和跨部门的交易清算体系，美股覆盖目标于期内增加超过五倍；集团为客户提供更多跨资产类别的投资产品及方案；场内期权做市覆盖的港股目标数量达到 75 只，排名市场第五；上半年共发

行窝轮及牛熊证 1,397 只，成交量达到 3,800 亿港元，位列香港市场第二；作为拥有香港交易所界内证发行资格的首家中资券商，为投资者提供多元化的上市结构化产品；目前可为六十余种结构化产品提供报价，产品覆盖全球多个市场的票据、场外掉期及场外期权等，并以做市商身份积极参与港交所、新交所、纳斯达克交易所等海外交易所业务。

盈利预测：预计 2019-2020 年营业收入分别为 76.0 亿元、78.2 亿元；净利润分别为 19.0 亿元、19.6 亿元，EPS0.33 元、0.34 元，对应 PE6.89X、6.69X 以及 PB0.47X、0.46X。

图 75：海通国际之预测 P/E

数据源：彭博

图 76：海通国际之预测 P/B

数据源：彭博

■ 国泰君安国际(1788.HK)

成功转型至综合财富管理业务：自财富管理平台于 2018 年底正式推出以来，零售业务高端客户增长迅速，集团整体客户托管资产总量较去年底升约 40%至 2,350 亿港元。期内，集团通过财富管理平台、君弘俱乐部及多元化的产品和服务持续吸引优质客户，专业投资者客户(PI 指可投资资产有 100 万美元以上的客户)数量较 2018 年底稳定上升，其人均账户结余较去年底上升 61%至约 5,201 万港元。

国际化布局为未来提供新发展动力：集团积极开拓东南亚市场，收购越南投资证券于 2019 年获批。这是继新加坡 (2015 年 Guotai Junan International Asset Management (Singapore) Pte. Limited 于新加坡开展资产管理业务)之后，集团进一步在东南亚布局和加快国际化发展步伐的重要举措。越南投资证券股份公司(IVS)是河内证券交易所的上市公司。收购成功后，集团成为首家进入越南的中资券商，为集团业务增长提供新的发展动力和引擎。

盈利预测：预计 2019-2020 年营业收入分别为 41.5 亿元、41.8 亿元；净利润分别为 11.6 亿元、12.1 亿元，EPS0.15 元、0.16 元，对应 PE8.76X、8.40X 以及 PB0.87X、0.82X。

图 77：国泰君安国际之预测 P/E

数据源：彭博

图 78：国泰君安国际之预测 P/B

数据源：彭博

表 21：上市券商估值表

股票名称	股票号码	市值(亿元)	收市价	股息率	市盈率(LYR)	市账率(LYR)
海通国际	665.HK	130.9	2.26	4.6%	12.4	0.5
国泰君安国际	1788.HK	101.1	1.31	4.7%	12.5	0.9
交银国际	3329.HK	32.0	1.17	6.8%	7.8	0.5
兴证国际	6058.HK	20.0	0.50	4.6%	13.9	0.5
英皇证券	717.HK	15.2	0.23	2.9%	2.8	0.3
耀才证券金融	1428.HK	21.7	1.28	6.1%	4.9	0.7
中国通海金融	952.HK	26.6	0.43	NA	26.7	0.5
民银资本	1141.HK	72.5	0.15	1.3%	28.7	3.9
信达国际控股	111.HK	2.6	0.41	NA	4.7	0.3
新华汇富金融	188.HK	3.9	0.06	8.0%	NA	0.3
申万宏源香港	218.HK	18.6	1.19	1.7%	9.8	0.4
中国民生金融	245.HK	26.9	0.09	NA	18.6	0.4
高富集团控股	263.HK	0.4	0.26	NA	NA	0.3
民众金融科技	279.HK	2.8	0.15	NA	0.1	0.1
中国富强金融	290.HK	4.7	0.05	NA	NA	1.1
时富金融	510.HK	1.8	0.04	NA	NA	0.3
南华金融	619.HK	1.3	0.44	NA	NA	0.1
西证国际证券	812.HK	11.0	0.30	NA	NA	24.6
汇盈控股	821.HK	5.7	0.47	NA	NA	0.6
结好金融	1469.HK	19.5	0.78	9.0%	15.6	0.5
创升控股	2680.HK	7.4	1.86	NA	52.5	3.3
东方汇财证券	8001.HK	1.0	0.23	NA	NA	0.3

数据截至 2019 年 10 月 24 日

数据源：彭博

风险提示

1)行业作为高 Beta 属性板块，股价表现会较受市场波动影响，因此中美关系、宏观经济等都会为行业估值修复带来不确定性；2) 宏观环境转变(包括息率变化)会对信用业务的利润空间及信用风险和质量带来影响，同时亦会对自营业务(尤其高收益债券)的投资回报产生影响；3)行业竞争加剧，或导致利润空间受压。

免责声明

本文件所载之数据仅作参考之用，并未顾及任何获得本文件人士的特定投资目标、财务状况或其特定需要。本文件所载之数据并不构成亦不应被视为任何投资意见、或任何认购、交易或出售任何投资产品或服务之要约或招揽。本文件所载之资料是从本公司认为可靠的数据源获得。此文件所反映之意见乃属宝新证券有限公司(「宝新证券」)之意见，且会在不通知的情况下作出更改。本公司并无就本文件所载之数据之准确性、完整性、正确性或适时性作出任何陈述或保证。另本公司毋须亦不会就任何人士使用本文件或其内容承担任何责任。本文件所引用之过去表现只供参考，并不是未来表现之征示。投资涉及风险。于认购本文件所提及之任何产品前(如有)，阁下应咨询其财务顾问之意见。若阁下决定不作该等咨询，亦应审慎考虑本文件所载任何产品对其是否适合。除非另有书面同意，本公司并非阁下之顾问或以阁下之受信人身份行事。若干投资产品或买卖服务并非适合每一位投资者，投资者宜因应本身之投资经验、投资目标、财政资源及其他相关条件，小心衡量自己是否适合参与此等买卖。

编写本报告的分析员(们)特此声明，本报告中所表达的意見只反映分析员(们)对此公司及其证券的个人意見。分析员(们)进一步确定分析员(们)没有，也不会因本报告所表达的具体建议或意見而得到直接或间接的报酬。宝新证券及其员工、董事随时可能替数据内容所述及的公司提供投资、顾问、融资或其他服务，或买卖(不论是否以委托人身份)拥有资料中所述及公司的证券；而宝新证券的员工、董事亦可能为本文件数据内容所述及公司的董事。此文件由宝新证券所提供，文件并未受证券及期货事务监察委员会审阅。