

印尼资本市场发展回顾与启示

华泰研究

2024 年 3 月 18 日 | 中国内地

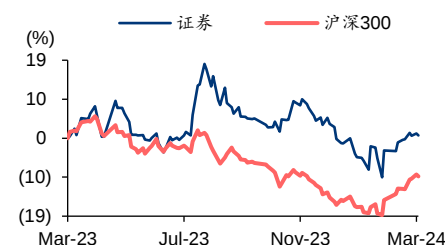
专题研究

证券

增持 (维持)

研究员	沈娟
SAC No. S0570514040002	shenjuan@htsc.com
SFC No. BPN843	+(86) 755 2395 2763
研究员	汪煜
SAC No. S0570523010003	wangyu017005@htsc.com
SFC No. BRZ146	+(86) 21 2897 2228
联系人	孙亦欣
SAC No. S0570123070041	sunyixin@htsc.com
	+(86) 755 8249 2388

行业走势图



资料来源: , 华泰研究

核心观点

印尼 GDP 体量较大, 2023 年排名东南亚第 1、世界第 16。1949 年摆脱长期殖民统治后, 印尼不断推动产业结构调整和政策变革, 经济稳步增长。伴随着经济发展, 资本市场监管渐趋完善, 形成相对成熟的体系。截至 2022 年末, 印尼股票市场总市值为 9494 万亿印尼盾(折合人民币约 4.21 万亿元), 证券化率为 46%, 相对较低, 但 IPO 市场持续活跃。印尼证券行业尚处于发展初期阶段, 券商以经纪和利息业务为主, 行业集中度较高, 本土券商 Mandiri 证券实力领先, 外资券商深度参与, 中资券商如银河-联昌、中信证券等排名靠前。

经济发展: 以变革促发展, 经济实力崛起

印尼 2023 年 GDP 排名东南亚第 1、世界第 16, 自 1980 年以来, 除 1998 年亚洲金融危机和 2020 年新冠疫情影响外, 实际 GDP 均实现正增长。1949 年印尼走向独立后发展引导型经济, 但通胀加剧, 未实现快速发展。1967 年苏哈托担任总统后实施开放性经济政策, 利用外资力量与发展民族经济相结合, 改善出口结构。1997 年金融危机影响下, 印尼货币大幅贬值、通胀提升, 政府积极采取措施应对危机, 各项指标逐渐修复后制定长期发展计划并寻求国际合作。2014 年佐科任职总统后大力吸引外资、发展基建、推动工业化发展。当前印尼 GDP 结构中制造业占比最高, 2023 年为 18.67%。

资本市场: 波动驱动改革, 监管逐步完善

印尼资本市场早期发展较为缓慢, 1987 年之后发展逐步加快, 1997 年末上市公司数量 291 家, 同年亚洲金融危机驱动印尼政府进行改革。2007 年雅加达证券交易所和泗水证券交易所合并, 并更名为印尼证券交易所 (IDX), 成为唯一一家证券交易所。2012 年印尼金融服务管理局 (OJK) 成立, 资本市场迈入统一监管。2013 年以来, 印尼证券交易所持续完善交易规则, 放宽两融交易限制, 引入 T+2 规则并推出多个指数, 市场发展趋于成熟。2023 年, OJK 发布《印尼资本市场发展路线 2023-2027》为资本市场发展提供框架, 将建立稳定和可持续发展的资本市场, 推动印尼国民经济发展。

市场现状: 四大上市板块, IPO 市场活跃

印尼证券化率水平较低, 2022 年末为 46%。印尼证券交易所 (IDX) 分为四大上市板块, 针对不同类型企业提供融资平台。截至 2024 年 2 月末主板、新经济板、发展板、加速板市值分别为 9886、159、1257、13 万亿印尼盾(折合人民币约 4.54、0.07、0.6、0.006 万亿元)。分行业来看, 金融、基础设施、基础材料行业市值占比较高, 2023 年末分别为 32%、16%、15%。股票交易换手率相对较高, 2023 年平均月度换手率为 21.47%; IPO 活动在东盟国家中最为活跃, 近年 IPO 规模高增, 2023 年达 54.14 万亿印尼盾(折合人民币约 245 亿元), 同比+63%。

证券行业: 经纪业务为主, 外资深度参与

印尼证券行业尚处于发展早期, 大部分券商以经纪业务收入为主, 仅有少部分券商参与资管和投资业务。经纪和投行业务集中度均较高, 且外资券商参与度高, 2023 年股票成交额 TOP5 券商共有 4 家为外资背景, 股票承销金额中外资占比达 63%。Mandiri 证券为领先的本土券商, 是印尼资产规模最大的银行 Mandiri 银行的证券子公司, 经纪和投行业务优势突出, 股票交易额和股权承销规模处行业前列。中资券商在印尼市场参与度也较高, 银河-联昌 2023 年股票成交额排名第 4, 中信证券投行业务多个年份跻身前 5。

风险提示: 印尼市场表现不及预期, 印尼与国内市场政策存在差异。

并购家 免费行业报告网

IPOIPO.CN 每日更新 不用注册会员 无广告 永久免费

正文目录

引言	5
经济发展：危机中寻求变革，东南亚经济巨擘	6
引导型经济时期（1959-1965 年）：殖民走向独立，贫困通胀加剧	6
新秩序时期（1965-1997 年）：适当对外开放，出口结构调整	6
金融危机时期（1997-1998 年）：经济遭受重创，货币大幅贬值	8
重建与改革时期（1999-2014 年）：经济复苏强劲，寻合作促发展	9
稳步发展时期（2014 年至今）：经济增速亮眼，东南亚最大经济体	11
资本市场：多次波动助推改革，市场制度逐步完善	14
发展历程：危机后求索，改革中向前	15
重建恢复时期（1977-1987 年）：交易所重新开放，市场发展缓慢	15
改革发展时期（1987-1997 年）：改革接连推出，外资交易占比高	15
金融危机时期（1997-1998 年）：市场动荡加剧，股市受挫严重	15
整合统一时期（1999-2012 年）：IDX 整合成立，迈入统一监管	16
发展完善时期（2013 年至今）：规则持续完善，未来蓝图明晰	17
发展现状：多层次资本市场，IPO 市场活跃	18
证券行业：以经纪业务为核心，内外资券商共并进	23
行业概况：经纪业务为主，外资参与度高	23
业务解析：经纪竞争激烈，投行高度集中	24
Mandiri 证券：本土券商龙头，线上转化率高	28
风险提示	30

图表目录

图表 1：全文逻辑图	5
图表 2：1960-2022 年印尼通胀率（按消费者价格指数衡量）	6
图表 3：1970-2022 年印尼外国直接投资净流入占 GDP 的比重	7
图表 4：1975-1999 年印尼出口额	8
图表 5：1975-1999 年印尼出口结构	8
图表 6：1960-2023 年原油价格	8
图表 7：1994 年 1 月-1998 年 6 月美元兑印尼卢比中间价	9
图表 8：1996-2000 年印尼外债总额	9
图表 9：1970-2022 年印尼外债存量占 GNI 比重	9
图表 10：2001-2023 年印尼各类产品出口额	10
图表 11：1991-2005 年印尼贷款利率	10
图表 12：1980-2022 年印尼 FDI 存量	11
图表 13：2014-2022 年印尼 FDI 流入量（按来源国）	11
图表 14：2000-2021 年印尼港口集装箱吞吐量	12
图表 15：1984-2022 年印尼基尼系数	12

图表 16: 2010-2023 年印尼 GDP 构成	12
图表 17: 2022 年东盟国家 GDP	13
图表 18: 2022 年东盟国家人均 GDP	13
图表 19: 1980-2023 年印尼实际 GDP 增长率	13
图表 20: 印尼资本市场发展脉络	14
图表 21: 1980-1997 年印尼上市公司数量	15
图表 22: 1992-1997 年 JSE 股票成交额结构 (按国内外投资者)	15
图表 23: 1996-1998 年印尼日均股票成交额	16
图表 24: 1996-1998 年印尼日均股票外资净买入额	16
图表 25: 1996-1998 年雅加达综合指数	16
图表 26: 1999-2012 年印尼日均股票交易额	17
图表 27: 1999-2012 年雅加达综合指数	17
图表 28: 2013 年以来印尼证券交易所发展历程	17
图表 29: 印尼资本市场发展路线 2023-2027	18
图表 30: 亚太地区资本市场对比	18
图表 31: 印尼证券交易所 (IDX) 四大上市板块介绍	19
图表 32: 2020-2023 年印尼总市值	20
图表 33: 2023 年末印尼市值结构	20
图表 34: 2023 年末东盟主要国家总市值	20
图表 35: 2003-2022 年东盟主要国家证券化率水平	20
图表 36: 2020-2024.01 印尼日均股票成交额	20
图表 37: 2020-2023 年印尼月度股票换手率	20
图表 38: 2015-2022 年印尼股票市场个人投资者和资本市场活跃个人投资者数量	21
图表 39: 2022-2024.01 日均股票成交额结构 (按国内外投资者)	21
图表 40: 2023-2024.01 日均股票成交额结构 (按投资者类型)	21
图表 41: 2016-2023 东南亚主要国家 IPO 数量对比	22
图表 42: 2016-2023 东南亚主要国家 IPO 规模对比	22
图表 43: 2000-2023 年印尼 IPO 数量及规模	22
图表 44: 2021-2023 年印尼不同板块的 IPO 数量	22
图表 45: 2017-2022 年 IDX 营业收入及同比	22
图表 46: 2017-2022 年 IDX 归母净利润及同比	22
图表 47: 2022 年印尼部分经纪业务领先券商营收结构	23
图表 48: 2023 年股票交易额排名前十的券商概况	23
图表 49: 2022 年印尼主流券商营业收入	24
图表 50: 2022 年印尼主流券商净利润	24
图表 51: 2023 年股票成交额 TOP20 经纪商	24
图表 52: 2022-2023 年印尼外国投资者占股票成交额比例	25
图表 53: 2018-2023 年印尼日均股票成交额	25
图表 54: 2018-2023 年印尼月度股票换手率	25
图表 55: 2018-2023 年印尼股票成交额 TOP5	25

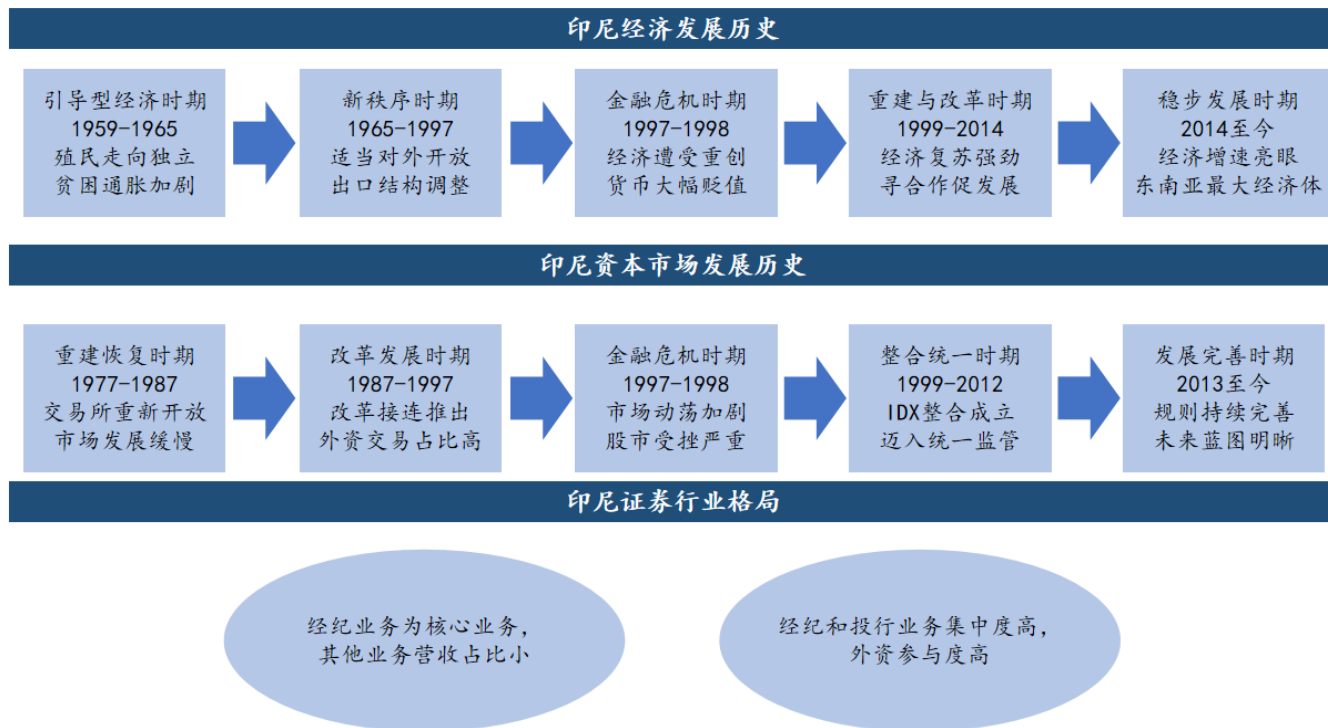
图表 56: 2018-2022 年印尼部分经纪业务领先券商佣金率 (测算值)	26
图表 57: 2010-2023 年印尼股票承销金额集中度	26
图表 58: 2010-2023 年印尼股票承销金额外资与本土券商占比	27
图表 59: 2016-2023 年印尼股票承销金额 TOP5	27
图表 60: 2020-2022 年 Mandiri 证券投行部门营业收入及占比	27
图表 61: Mandiri 证券主营业务架构	28
图表 62: 2017-2022 年 Mandiri 证券营业收入及同比变动	28
图表 63: 2017-2022 年 Mandiri 证券净利润及同比变动	28
图表 64: 2017-2022 年 Mandiri 证券营收结构	29
图表 65: 2017-2022 年 Mandiri 证券股权承销规模	29
图表 66: 2017-2022 年 Mandiri 证券债券承销规模	29
图表 67: 2017-2022 年 Mandiri 证券投行收入及同比变动	29
图表 68: 2017-2022 年 Mandiri 证券股票成交额及同比变动	30
图表 69: 2017-2022 年 Mandiri 证券零售客户数量及线上客户比例	30
图表 70: 报告提及公司信息	30

引言

印尼是东南亚 GDP 规模最大的经济体，自 1980 年以来，除 1998 年亚洲金融危机和 2020 年新冠疫情影响外，实际 GDP 均实现正增长。截至 2023 年末，印尼 GDP 总量在全球排名第 16 位，位居东南亚之首。印尼资本市场早期发展较为缓慢，1987 年印尼政府推出一揽子政策和资本市场法，资本市场发展逐步加快。1997 年 7 月亚洲金融危机蔓延至印尼，股市受挫下跌，股票成交额快速下滑。经历危机后，印尼政府颁布多项政策进行改革。2007 年雅加达证券交易所和泗水证券交易所合并，并更名为印尼证券交易所（IDX），成为唯一一家证券交易所。2013 年以来，印尼证券交易所持续完善交易规则，放宽两融交易限制，引入 T+2 规则并接连推出多个指数，市场发展趋于成熟。2023 年 5 月，印尼金管局发布《印尼资本市场发展路线 2023-2027》为资本市场发展提供框架，将建立稳定和可持续发展的资本市场，推动印尼国民经济发展。

印尼证券交易所（IDX）分为四大上市板块，为不同类型企业提供融资平台。截至 2024 年 2 月末主板、新经济板、发展板、加速板市值分别为 9886、159、1257、13 万亿印尼盾（折合人民币约 4.54、0.07、0.6、0.006 万亿元）。印尼股票交易换手率相对较高，2023 年平均月度换手率为 21.47%；证券化率水平较低，2022 年末为 46%。但印尼 IPO 活动在东盟国家中最为活跃，近年规模高增，2023 年达 54.14 万亿印尼盾（折合人民币约 245 亿元），同比+63%。印尼证券行业尚处于发展早期，大部分券商以经纪业务收入为主，仅有少部分券商参与资管和投资业务。经纪和投行业务集中度均较高，且外资券商参与度高，2023 年股票成交额 TOP5 券商共有 4 家为外资背景，股票承销金额中外资占比达 63%。Mandiri 证券为领先的本土券商，是印尼资产规模最大的银行 Mandiri 银行的证券子公司，经纪和投行业务优势突出，股票交易额和股权承销规模处行业前列。中资券商在印尼市场参与度也较高，银河-联昌 2023 年股票成交额排名第 4，中信证券投行业务多个年份跻身前 5。

图表1：全文逻辑图



资料来源：华泰研究

经济发展：危机中寻求变革，东南亚经济巨擘

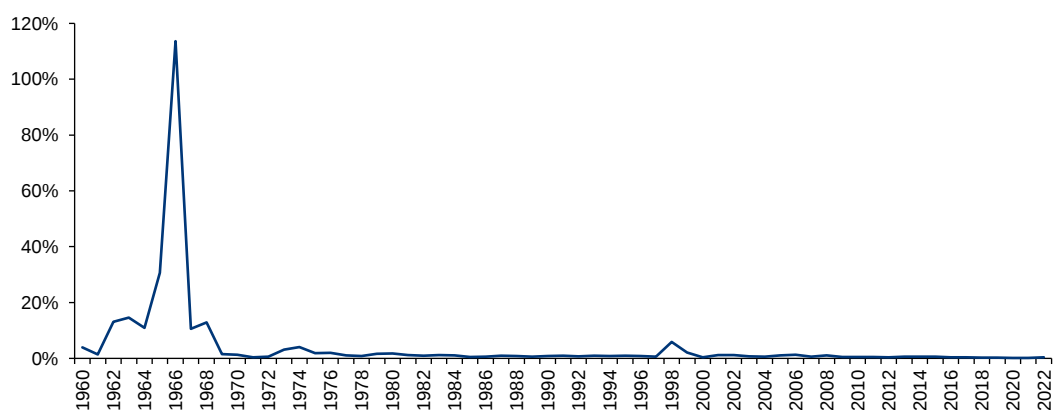
引导型经济时期（1959-1965 年）：殖民走向独立，贫困通胀加剧

荷兰与日本先后殖民占领，经济亟待发展。印尼早期曾被荷兰殖民 300 多年，荷兰殖民政府在自身利益驱动下大力推动印尼的橡胶和石油等品种的种植和开采业务，印尼成为殖民垄断资本的原料供应地、商品倾销市场和廉价劳动力供应市场。荷兰殖民统治下印尼经济存在问题：经济结构单一，以种植业为主；农业生产技术落后，落后的封建生产关系仍占统治地位；民族资本脆弱，战前，印尼民族资本仅占国家总体资本的 5%。二战时期，日本占据印尼 3 年，严格的贸易控制政策和其他剥削、限制政策进一步打击了印尼经济。1945 年，日本宣布投降后，开国元首苏佳诺发表独立宣言，印荷战争后于 1949 年正式独立。长期的殖民统治和战争斗争对经济、社会各方面产生深远影响，印尼经济基础薄弱，迫切需要解决人均收入水平较低、部分企业和劳动力受荷兰人控制等遗留问题，同时各方政权斗争日益激烈。

制定明晰计划，发展国有经济。1956-1960 年印度尼西亚开展第一个五年计划，主要目的在于将国家命脉控制在自己手中，并于 1957 年末宣布将一些外资企业实行国有化。1959 年开启引导型经济（The Guided Economy），同年制定了整体发展八年计划，八年计划大致目标为前三年实现食物、衣物和其他基本必需品方面的自给自足，后五年发展进入“自我持续增长”的阶段。

通胀率大幅上升，抵制对外开放。由于一方面政府在实施宏观经济政策方面缺乏经验，另一方面政府实行收复西伊里安和对抗马来西亚的军事行动，军事支出激增，叠加国内腐败现象不断滋生，政府入不敷出，赤字严重，财政状态严峻。为此，印尼政府大规模印发货币，通货膨胀率飙升，由 1961 年的 1.37% 升至 1965 年的 30.68%，1966 年的通胀率甚至达到了 113.63%。同时，政府执行封闭保守的抵制性经济政策，排斥西方国家的资金和技术，印尼经济发展面临困难；国内外投资下降，企业因资金和技术问题而开工不足，开工率仅为 20%。国家经济发展一度陷入停滞，出口量大幅缩减，贫困和饥荒加剧。

图表2：1960-2022 年印尼通胀率（按消费者价格指数衡量）



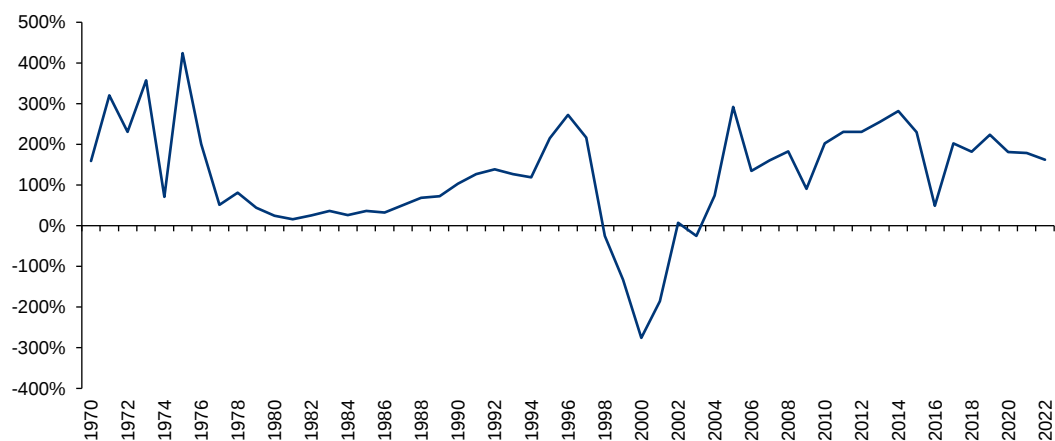
资料来源：世界银行，华泰研究

新秩序时期（1965-1997 年）：适当对外开放，出口结构调整

内外部因素驱使，融入外部经济。1965 年，印尼发生 930 政变，政局动荡；1967 年，苏哈托正式上台。面对国内经济发展所需资金和技术不足、整体经济发展水平有待提升，同时国际经济交往进一步密切、各国间贸易和各方面交流增加的局势，苏哈托政府主动融入外部经济环境，利用外资力量推动经济发展。缓和与外资的紧张局面，改变原来将外资国有化的政策，不得国有化现有的外资企业，并将接管的外资企业归还原主。

开放型经济政策，利用外资力量。政府采取多种措施促进外资在印尼投资，1967 年政府颁布给予外资很多优惠待遇的《外国资本投资法令》，通过石油“产品分享制”与外资合营开采印尼的石油资源；成立资本投资协调机构（Capital Investment Coordinating Body）和区域资本投资协调机构协助外资投资政策，批准和许可投资，监督批准投资的实施；提供投资争端的国际仲裁。积极争取国外资本，1967-1968 年接受了总值达 5.25 亿美元的美国“紧急援助”，与债权国达成延期偿还到期美元外债的协定，并于 1967 年起每年从“援印尼国际财团”取得长期低息的大量优惠贷款。印度尼西亚政府充分吸收外国资本和外国贷款，获取技术投入，加强制造业能力，创造了更多的就业机会。

图表3：1970-2022 年印尼外国直接投资净流入占 GDP 的比重



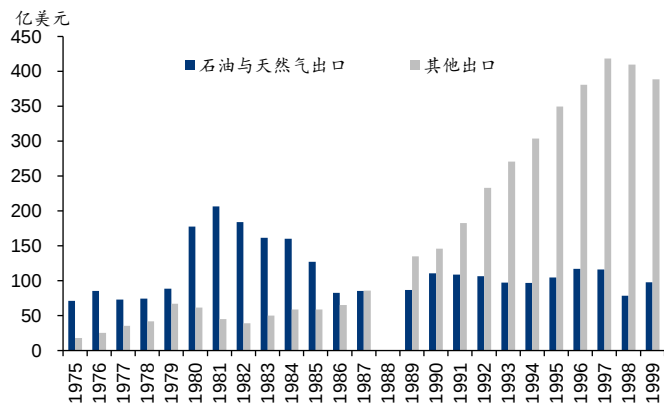
资料来源：世界银行，华泰研究

随着经济的发展，逐渐有意识地发展民族经济并适当约束外资。伴随着对外开放带来的经济的发展，为保护尚处于初期发展阶段的民族资本，建立独立而完整的国民经济体系，政府坚持以建立国家经济新秩序作为吸收利用外资的基础，适当性约束外资，发展民族资本。针对关系到国家经济命脉的企业，政府普遍限制外资进入，70 年代初，政府通过颁布各种法规，规定禁止外资在 39 个轻工业、进出口商业、国产物质销售业、服务业以及铝板、锌板、电视机、造纸、纺织等制造业部门进行新的投资。税收优惠方面有所调整，1984 年前，政府通过提供折旧加速、亏损结转、印花税免税等激励手段鼓励外国投资，1983 年底颁布的新税法取消了大部分激励，但依然保留了一些优惠政策，如免除或降低进口机械设备和外国人员的个人物品等关税。鼓励有助于经济发展的部门优先发展，但经过一定的年限后，逐步地由印度尼西亚民族资本来控股或直接经营，同时 1974 年起规定新外国投资者需要与印尼原住民、合作社或国营企业进行合营，且印尼持股比率需大于或等于 51%。

振兴资本市场，改善民生环境。除了大力发展实体经济，政府还推动资本市场发展与建设。1977 年设立资本市场监管机构 BAPEPAM，证券交易所 (JSE) 在 BAPEPAM 监管下运营，1987 年推出一揽子计划 (PAKDES 87)，逐步解除 IPO 相关限制，证券交易所交易量有所增加，1995 年引入自动交易系统。大量投资在农业、农村、人力资源和基础设施等领域，提高国民生活水平和教育水平。民族经济受到保护和促进，资本市场实施改革，社会环境得以改善，这一时期经济增长。

调整出口产品结构，增强经济应变能力。印尼石油储量较高，70年代，随着世界石油价格高升，印尼石油出口额大幅增长，成为经济的主导部分。1980年，石油和天然气占据了印尼74%的出口，过度依赖石油出口的经济模式使得印尼经济在国际经济变动前显得脆弱。1982年和1985年，石油和初级产品价格两次急剧下降，印尼经济遭受损失，也迫使政府在80年代后期对经济进行调整。政府推动非石油工业的发展，加强贸易、金融和投资的自由化，取得了良好效果，1989年石油和非石油出口占比分别为39%和61%，此后出口保持非石油占比为主。同时，为适应国际上的新产业调整和产业转移，90年代起，实施一系列调整，旨在促进经济增长，加强科技和石油工业的发展，加速改革开放的进程。伴随着改革调整，印尼经济和出口增长的主要推动力由80年代以前的石油和天然气，转变为80年代后半期的制成品如纺织品、服装、鞋类和木制品，以及90年代中期以来的电子工业等高附加值产品，经济结构有所优化，对国际经济波动的应对能力有所强化。

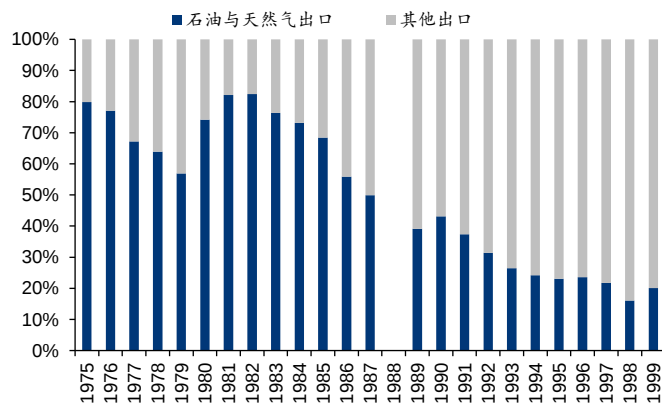
图表4：1975-1999年印尼出口额



注：1988年数据未披露

资料来源：印度尼西亚国家统计局，华泰研究

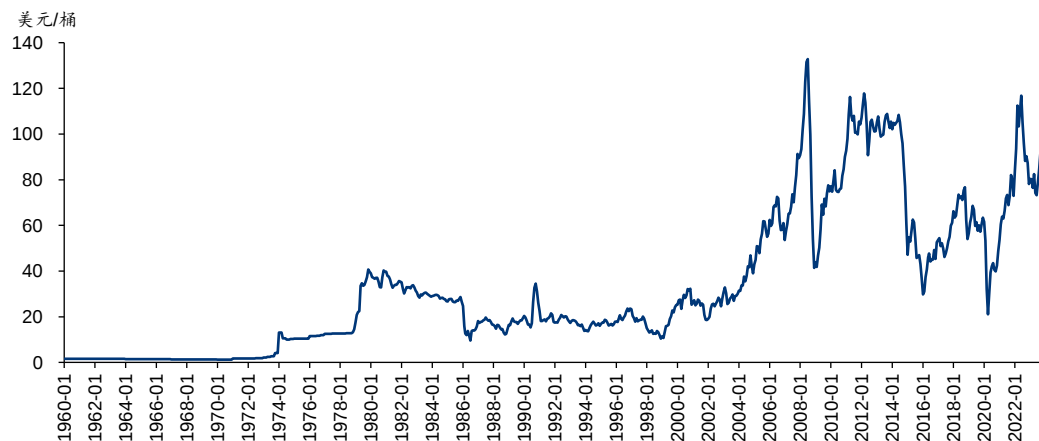
图表5：1975-1999年印尼出口结构



注：1988年数据未披露

资料来源：印度尼西亚国家统计局，华泰研究

图表6：1960-2023年原油价格

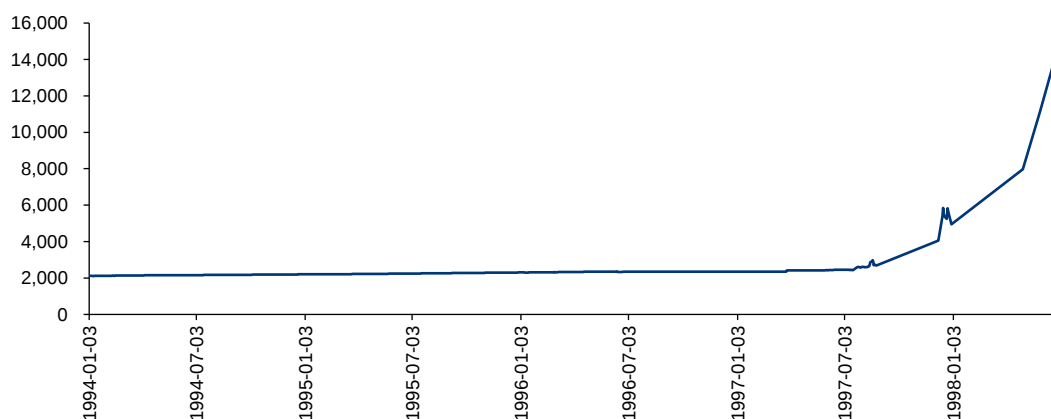


资料来源：，华泰研究

金融危机时期（1997-1998年）：经济遭受重创，货币大幅贬值

金融危机席卷，货币贬值潮起。1997年，泰国宣布启动浮动汇率制度，泰铢兑美元汇率快速下降，引发金融危机，随后蔓延至菲律宾、马来西亚、印度尼西亚、中国香港和韩国等国家或地区，逐步演变成亚洲金融危机。尽管印度尼西亚遭受冲击较晚，但经济损失严重。1997年以前，为了维持汇率的稳定，印度尼西亚采用盯住美元的汇率制度，但迫于亚洲金融危机期间汇率较大的贬值压力，印尼央行于1997年8月宣布实施浮动汇率制度，印尼卢比急剧贬值，美元兑印尼卢比中间价从1997年8月的2690降至1998年6月的14850，贬值近75%，伴随着货币贬值，1998年的通货膨胀率升至58%。

图表7：1994年1月-1998年6月美元兑印尼卢比中间价

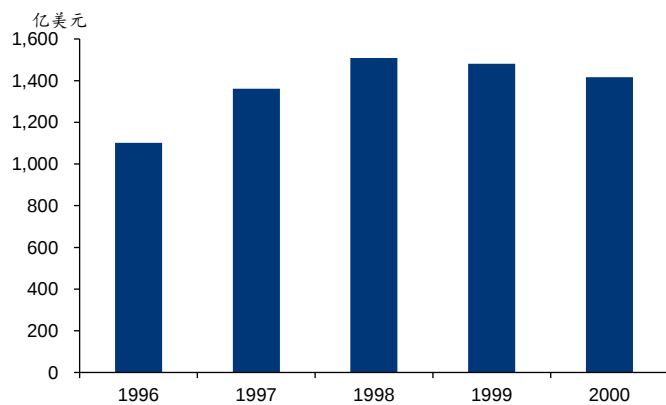


注：1998年7月-2000年12月数据缺失，因此未绘制

资料来源：，华泰研究

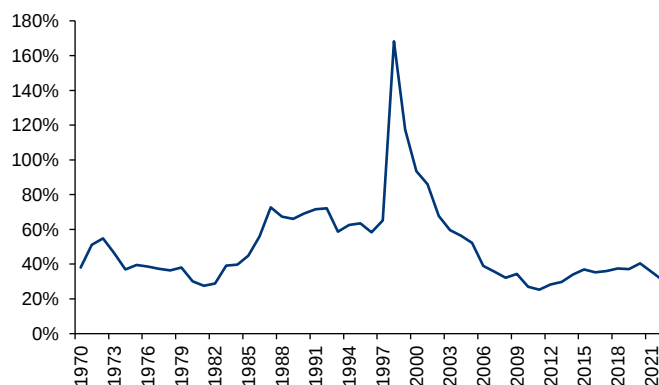
外债压力较大，经济水平倒退。印尼经济高度依赖对外债务，出现部分过热和过量投资，1987-1996年外债占GNI平均比重为66.22%，巨额外债加剧了危机，而在1998年和1999年，外债占GNI比重甚至超过了100%。GDP急剧下降，1998年实际GDP下降3.10%。经济衰退使得工人收入大幅减少，加剧了贫困，据《华盛顿邮报》报道，印尼工人的年平均工资从1997年6月的1000美元下降到1998年年中的260美元，相当于1965年的工资水平；根据世界银行数据，1998年的贫困率达到了69.1%，回到了1990年之前的水平。随着经济和民生的破坏，危机重创的印度尼西亚陷入社会动荡。1998年5月，印尼爆发大规模骚乱，执政30余年的苏哈托宣布辞职，哈比比接任，但仅一年后即卸任，瓦希德成为新总统。

图表8：1996-2000年印尼外债总额



资料来源：，华泰研究

图表9：1970-2022年印尼外债存量占GNI比重



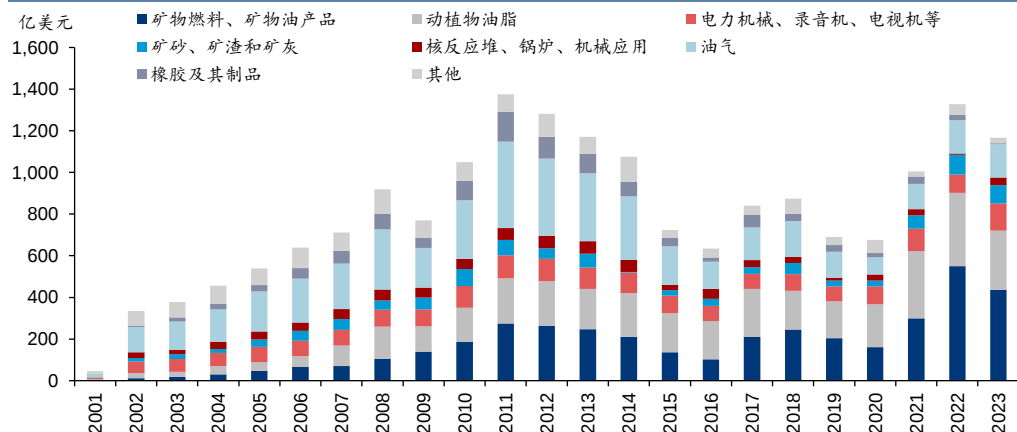
资料来源：，华泰研究

重建与改革时期（1999-2014年）：经济复苏强劲，寻合作促发展

整顿金融秩序，重振银行业市场。亚洲金融危机爆发前，印尼银行业发展快速，共计144家国内商业银行、4150家分支行、44家外资、合资银行，以及1527家政府银行。亚洲金融危机使印尼银行遭受重创，各银行出现大量呆坏账，银行和央行清算出现负值。为整顿金融秩序，重建市场信心，印尼于1998年1月成立印尼银行重整局（IBRA），恢复政府的援助资金、出售银行资产、成功私有化大型国有银行。1999年，政府出台新的银行法并成立国家银行监督机构，同时合并四家银行形成印尼银行业巨头曼迪利银行。印尼银行业逐步摆脱金融危机的影响迈向平稳发展的轨道，截至2006年商业银行数量降至130家。

追求可持续且稳定的经济发展，调整经济目标。1998年1月，印尼财政部调整预算方案，将原定的经济增长目标由“3%-4%”修改为0，通胀率控制在20%，平均汇率维持在5000盾/美元的水平；随后于1998年4月，根据政府与IMF签署的经济改革备忘录再次进行调整，将经济增长率下调至-4%，通货膨胀率降至17%；进一步于1998年6月，在与IMF签署的附加备忘录后，政府再次修改了经济发展目标。政府放弃单纯追求高速增长，根据实际情况设定有利于经济复苏和发展的目标，有效改善了财政赤字的严峻状况。

图表10：2001-2023年印尼各类产品出口额

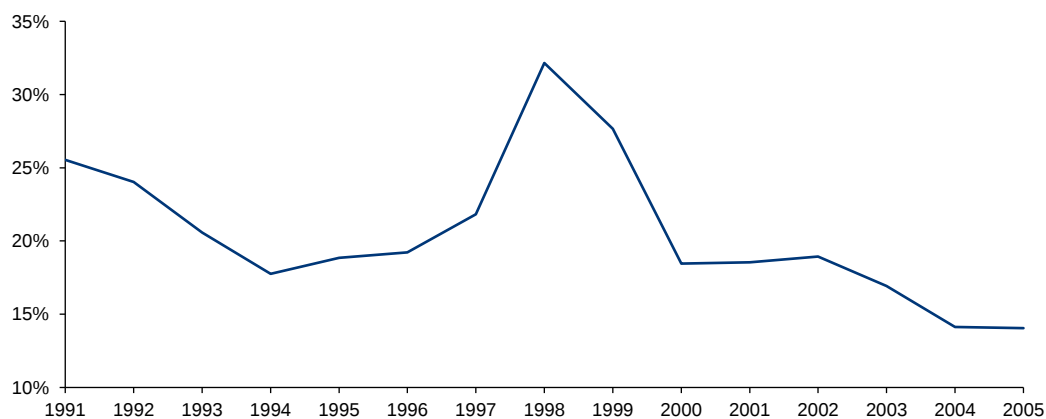


注：其他包含非针织成衣和服饰品、纸和纸板、纸浆制品、针织和钩编成衣和服饰品、木材和木材制品

资料来源：印尼统计局，华泰研究

多方面应对危机，各项指标逐渐恢复。面对亚洲金融危机的负面影响，印尼政府还积极向IMF等机构寻求资金和专业意见的援助；进一步降低具有出口潜力商品的出口税，促进非石油产品的出口，调整出口商品结构，实施多元化战略；出台有关法令和措施管控和监管外债；先后调整利率，为抑制高通胀率实施高利率政策，1996、1997、1998年贷款利率分别为19.2%、21.8%、32.2%，增长近70%，随后通过降低利率，降低企业生产成本、刺激生产；政府还放宽了国内外投资申请规定，实施更宽松的外资政策和优惠条件。随着有针对性措施的实施和外部环境的改善，印尼经济逐渐回温。1999年实际GDP增速为0.8%，恢复经济正增长，2000年实际GDP增速达5%，通胀率下降。尽管印尼卢比在实施浮动汇率制度后贬值，但波动率下降，美元兑印度卢比维持在10000左右。

图表11：1991-2005年印尼贷款利率



资料来源：，华泰研究

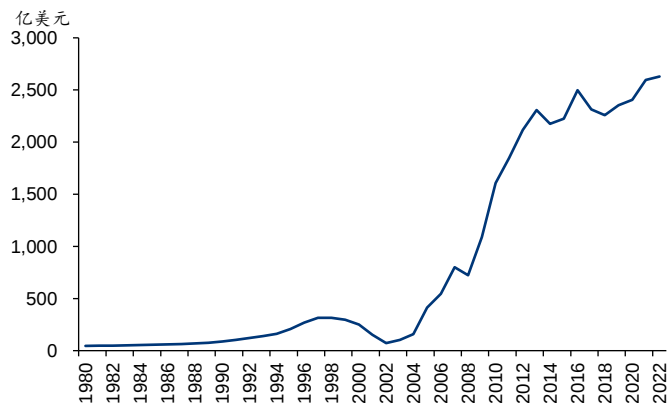
2004年7月苏希洛总统执政，制定中长期发展计划并推动工业发展。2003年底，IMF按计划结束对印尼经济的监管。次年7月，印尼迎来首次总统直选，苏希洛当选（两届任期：2004.7-2014.10）。政府制定各类中长期经济发展计划，2004年《2005-2025年国家长期发展规划》规划了未来20年的发展方向，将工业部门定位为经济结构调整的增长引擎；2008年《国家工业计划》设定2025年成为强大的工业化国家的愿景；2011年《印尼加速和扩张印尼经济发展总体规划》旨在2025年前实现高收入国家的目标，2025和2050年分别成为全球第10、6大经济体。

积极签订贸易和经济伙伴关系协定，开展经济合作。苏希洛总统任职期间还积极与世界各地的伙伴进行贸易和经济伙伴关系谈判。2007年签署了第一个双边贸易协定《印尼-日本经济伙伴关系协定》，取消或降低了90%商品的关税，促进了日本企业在印尼建立服务中心，尤其是电子和IT设备服务中心。此外，这一时期，印尼还与欧洲自由贸易联盟、智利、巴基斯坦、澳大利亚、新西兰、东盟、中国等签署了经济伙伴关系、优惠贸易协定和设定自贸区等，逐步取消或降低双方关税，促进双方进出口贸易发展，并加大了产业投资和转移，有助于印尼汽车、电子等产业的发展。

稳步发展时期（2014年至今）：经济增速亮眼，东南亚最大经济体

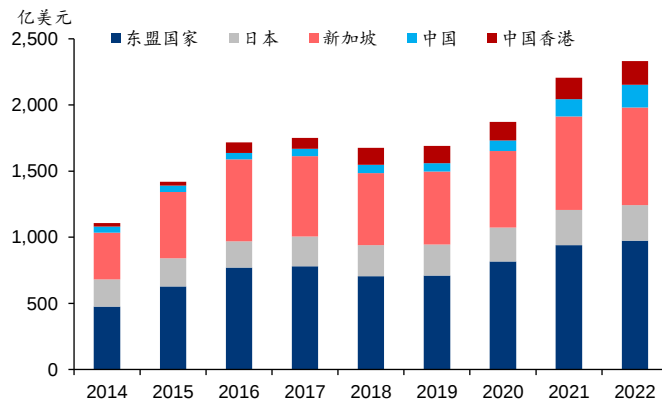
2014年10月佐科就任总统，提出“全球海洋支点”战略，大力吸引外资。佐科就任总统后提出“全球海洋支点”战略，提出经济、文化、国防、外交各方面措施，核心在于重塑印尼的海洋身份，突显海洋经济和国防的重要性。印尼不断克服资本短缺挑战，大力吸引外资，内阁部长分管不同国家进行投资引导，驻外使领馆的宣传活动大幅增加，同时简化程序、放宽限制、提升优惠，通过立法压制极端势力，给外商提供相对安全稳定的营商环境。2022年FDI存量2629亿美元，相比于2014年增长21%，其中东盟国家、新加坡、日本、中国大陆及香港合计FDI流入量/FDI存量约89%。

图表12：1980-2022年印尼 FDI 存量



资料来源：联合国贸易和发展会议，华泰研究

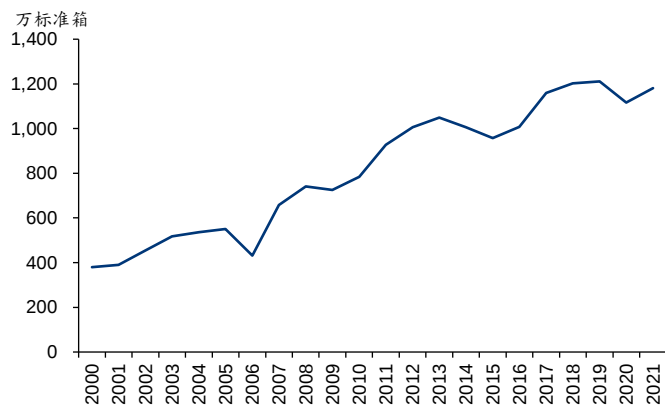
图表13：2014-2022年印尼 FDI 流入量（按来源国）



资料来源：东盟统计局，华泰研究

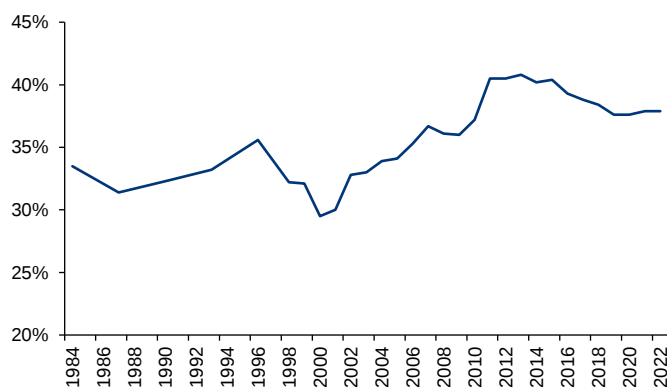
发展基础设施建设，缩小区域间差距。印尼致力于加强基础设施建设，作为群岛国家尤其注重海陆、航空发展，截至2023年10月，印尼拥有约1241个各类港口，其中主要港口33个，2014-2021年平均港口集装箱年吞吐量1105万标准箱；全国已有179个航空港，其中23个达到国际标准；重视电力基础设施建设，电力公司的装机容量从2013年的不足5万兆瓦到2022年已近7万兆瓦，基础设施的发展为经济增长创造了条件。同时，伴随着基础设施的建设完善，政府出台优先政策吸引外商到爪哇岛之外的岛屿进行投资以及佐科推动往届政府设立的经济特区的发展，印尼区域发展不平衡的情况有所改善，基尼系数从40.80%的高值降低至38%以下。

图表14：2000-2021年印尼港口集装箱吞吐量



资料来源：世界银行，华泰研究

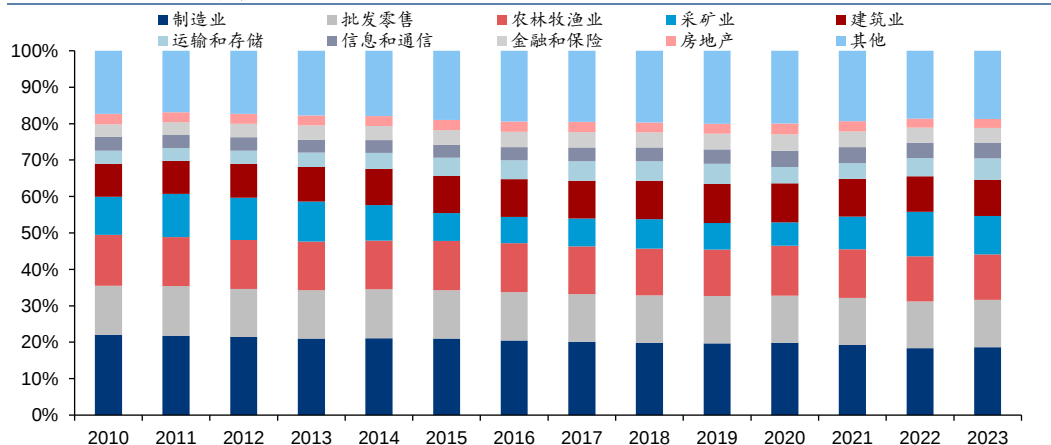
图表15：1984-2022年印尼基尼系数



资料来源：世界银行，华泰研究

寻求产业结构转型，当前制造业 GDP 占比较高。为谋求经济结构转型，印尼在 2018 年推出“印尼工业化 4.0”计划，加大对第一产业紧密相关的食品饮料、汽车、电子、化工和纺织五大第二产业的投资力度，延长价值链。印尼咖啡和可可等食品加工原材料丰富，同时作为全球第 3 大人口大国，食品消费市场广阔；电动车原材料镍和锡储量丰富，且禁止镍矿石出口，推动着深入开发镍矿，并与外资合作积极发展汽车产业；电子支付等功能使得印尼消费电子市场进一步活跃；疫情期间纺织受到影响，但仍具有完善的供应链和纺织制造集群的优势；充分挖掘化石原料价值，发展高附加值的化工产业。2023 年，制造业为印尼 GDP 占比最高的产业，贡献度达 18.67%；其次是批发零售，农林牧渔业，采矿业和建筑业，分别贡献 12.94%、12.53%、10.52%、9.92%；进一步拆分来看，农业、食品饮料制造业、煤开采业 GDP 贡献较高，2023 年分别为 9.25%、6.55%、5.34%。

图表16：2010-2023年印尼 GDP 构成

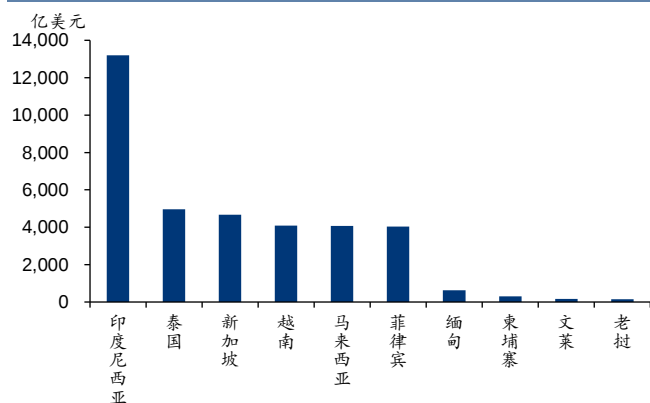


注：批发零售包括批发零售、汽车、摩托车维修

资料来源：世界银行，华泰研究

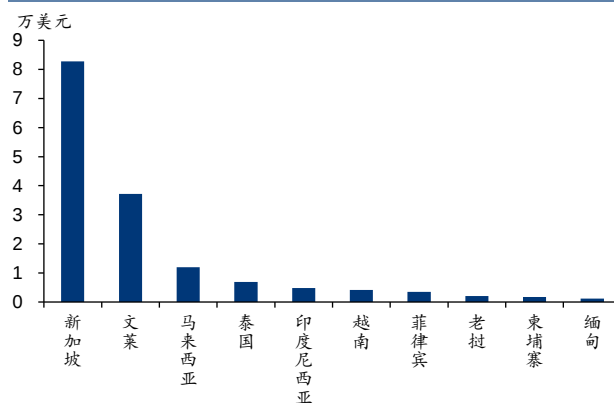
经济增速表现亮眼，东南亚经济巨擘。尽管历经波折与各类挑战，经过长期的改革和发展，印尼经济保持良好的基本面，除 2020 年实际 GDP 为-2.1%外，其余年份均实现了经济增长。根据世界银行的数据，截至 2022 年，印尼的 GDP 达到 13,191 亿美元，在东盟国家中居首位，约为排名第二的泰国 GDP 的两倍，人均 GDP 排名第五。截至 2023 年末，印尼已成为世界第 16 大经济体（按名义 GDP 计算），东南亚最大的经济体。

图表17：2022年东盟国家 GDP



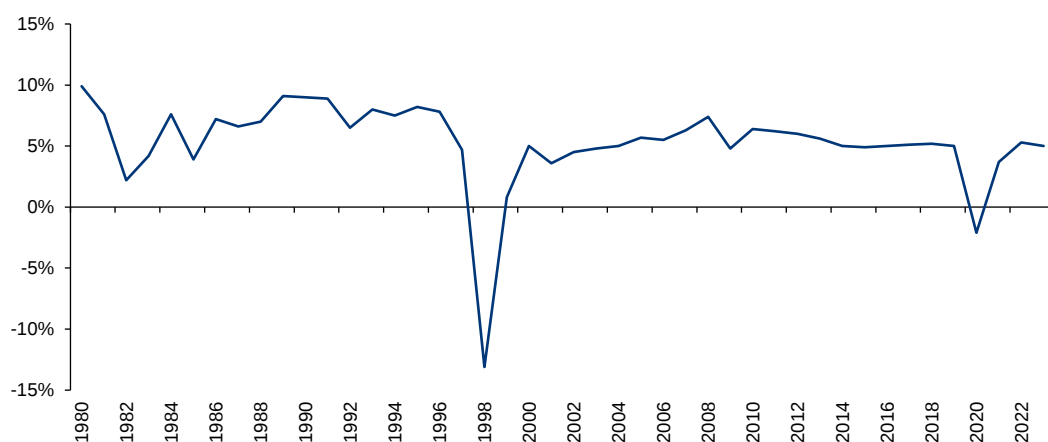
资料来源：世界银行，华泰研究

图表18：2022年东盟国家人均 GDP



资料来源：世界银行，华泰研究

图表19：1980-2023年印尼实际 GDP 增长率



资料来源：IMF，华泰研究

资本市场：多次波动助推改革，市场制度逐步完善

自印尼宣布独立以来，伴随波动和系列改革，印尼资本市场的发展大体可分为五个阶段：

- 1) 重建恢复时期（1977-1987 年）：**交易所重新开放，市场发展缓慢。1977 年 8 月，印尼政府为重振资本市场，重新开放雅加达证券交易所（JSE），当时投资者更愿意投资于银行产品，证券交易所股票交易不活跃，印尼资本市场发展较为缓慢，截至 1987 年末，JSE 仅有 24 家上市股票。
- 2) 改革发展时期（1987-1997 年）：**改革接连推出，外资交易占比高。1987、1988、1995 年，印尼政府相继推出 Pakdes 87、88 一揽子政策和资本市场法，资本市场开启快速发展。截至 1997 年末，印尼上市公司数量上涨至 281 家。外资交易在股票成交额中占据主要地位，同时外资通过与印尼本地经纪商合资建立了许多证券经纪公司。
- 3) 金融危机时期（1997-1998 年）：**市场动荡加剧，股市受挫严重。97 年亚洲金融危机爆发并蔓延至印尼，印尼盾兑美元迅速贬值，由于大量企业具有外汇负债，许多企业接连破产，加剧国内外投资者信任危机。1997 年后，股票成交额快速下滑，印尼股市受挫下跌，1998 年 1 月 9 日雅加达综合指数跌至 342.97 点阶段性低点，较 1997 年 7 月 9 日 740.83 点阶段性高点下跌 54%。
- 4) 整合统一时期（1999-2012 年）：**IDX 整合成立，迈入统一监管。2002 年，雅加达证券交易所的交易规则由 T+4 改为 T+3；2004 年 10 月，雅加达证券交易所扩容金融产品种类，推出股票期权；2007 年雅加达证券交易所与泗水证券交易所合并，并更名为印尼证券交易所（IDX），成为印尼唯一一家证券交易所。2012 年，印尼金融服务管理局（OJK）正式成立，对银行、非银金融和资本市场的活动进行统一监督。
- 5) 发展完善时期（2013 年至今）：**规则持续完善，未来蓝图明晰。印尼证券交易所交易规则持续优化，包括交易时间延长、下调股票申购手数、放宽融资融券交易限制、实行 T+2 规则等。此外，印尼证券交易所举行 Yuk Nabung Saham 活动，鼓励储蓄者定期向账户存钱购买股票。2023 年印尼金管局发布《印尼资本市场发展路线 2023-2027》为资本市场发展提供框架，将建立稳定和可持续发展的资本市场，推动印尼国民经济发展。

图表20：印尼资本市场发展脉络



资料来源：印尼证券交易所，华泰研究

发展历程：危机后求索，改革中向前

重建恢复时期（1977-1987 年）：交易所重新开放，市场发展缓慢

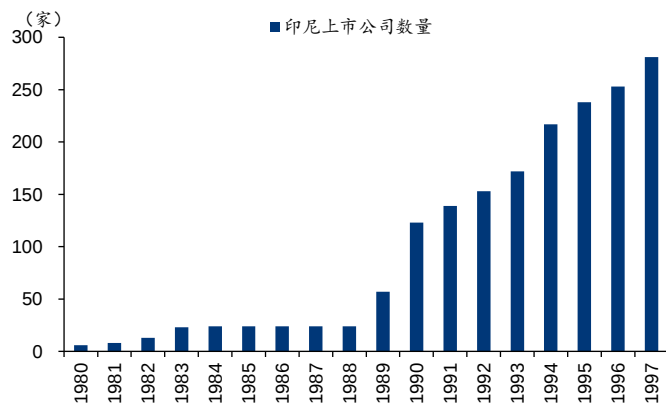
证券交易所重新建立，股票交易活跃度不高。印尼资本市场的出现最早可追溯至 1912 年，荷兰殖民政府建立了证券交易所用于交易在印尼经营的荷兰公司或种植园的股票或债券。之后由于一战、二战、经营不善、印尼独立等多方面因素证券交易所数度暂停。1977 年 8 月，印尼政府为重振资本市场，重新开放雅加达证券交易所（JSE），并在资本市场监管机构 BAPEPAM 下进行运营。当时投资者更愿意投资于银行产品，证券交易所股票交易不活跃，印尼资本市场发展较为缓慢，截至 1987 年末，JSE 仅有 24 家上市股票。

改革发展时期（1987-1997 年）：改革接连推出，外资交易占比高

改革政策接连推出，相关限制逐步解除。1987 年，印尼政府为活跃资本市场推出了 Pakdes 87 一揽子政策，简化了企业 IPO 部分程序、放开了外国投资者在印尼投资的部分限制，允许外国投资者在证券交易所交易股票。1988 年，场外交易市场（BPI）开始运营。同年，印尼政府推出 Pakedes 88 一揽子政策，使企业 IPO 更为简便快捷，同时扩大了雅加达证券交易所（JSE）证券交易范围，并为其他城市成立交易所铺平道路。1989 年泗水证券交易所（SSE）成立，1992 年，雅加达证券交易所（JSE）正式私有化，1996 年场外交易市场（BPI）与泗水证券交易所合并。

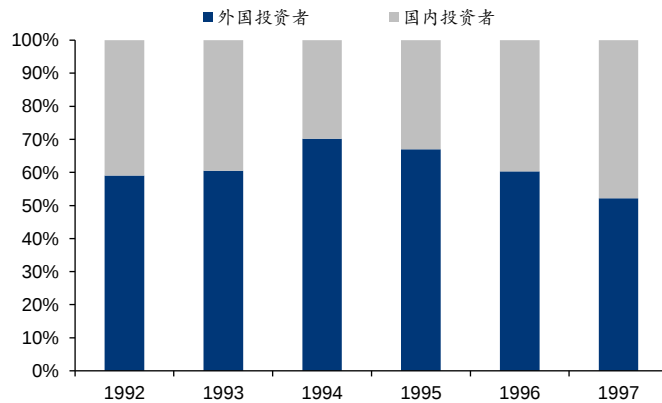
资本市场快速发展，外资股票成交额占比较高。1995 年，印尼政府颁布资本市场法，明确了资本市场以充分披露、自我监管和政府监督为三大基本原则，发行公司和资本市场其他参与方必须透明、公开、诚实地开展业务，充分披露信息；证券交易所及其他配套机构要进行自我监管；政府则要对市场进行监管保证市场正常运行。由于相关限制逐步放松，叠加印尼经济增速等因素，印尼资本市场开启快速发展，截至 1997 年末，印尼上市公司数量上涨至 281 家，较 1987 年末增加 257 家。同时外资在股票交易中占据了主要地位，股票成交额占比约为 55%，并且外资通过与印尼本地经纪商合资建立了许多证券经纪公司。

图表 21：1980-1997 年印尼上市公司数量



资料来源：世界银行，华泰研究

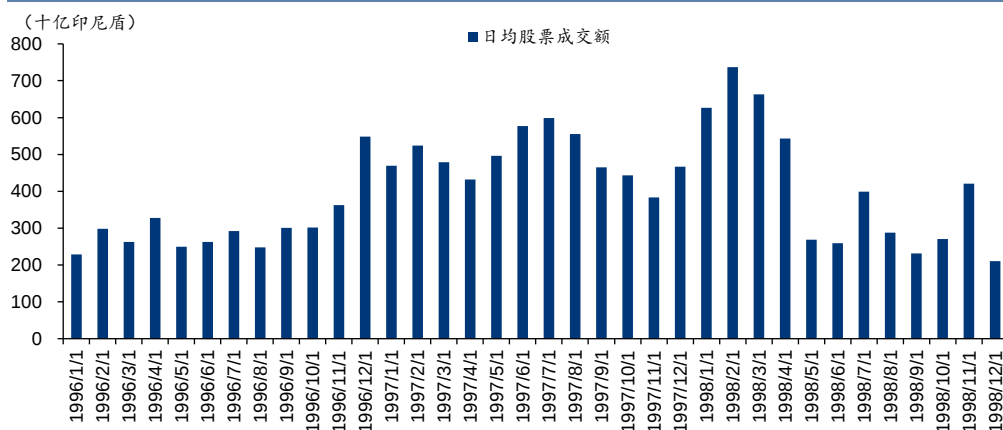
图表 22：1992-1997 年 JSE 股票成交额结构（按国内外投资者）



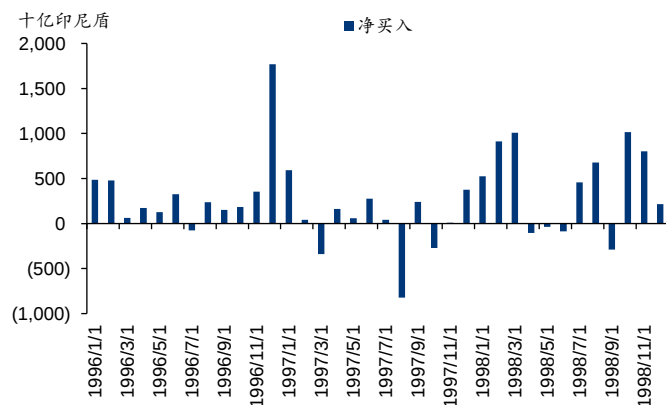
资料来源：印尼资本市场监管局，华泰研究

金融危机时期（1997-1998 年）：市场动荡加剧，股市受挫严重

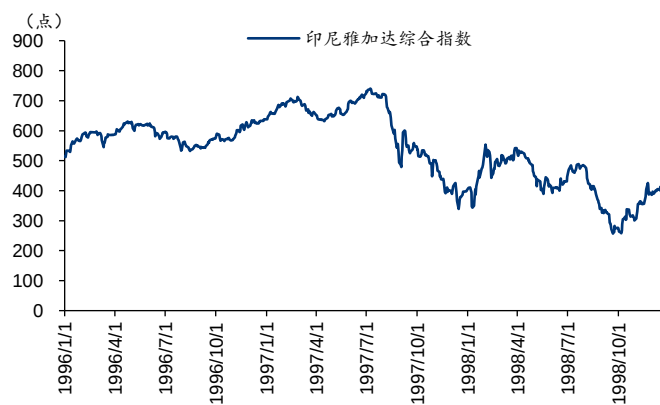
资本市场动荡剧烈，外资相继撤退。1997 年 7 月，亚洲金融危机爆发蔓延至印尼，印尼盾兑美元迅速贬值，由于大量企业具有外汇负债，许多企业接连破产，加剧国内外投资者信任危机。1997 年 8 月，股票成交额出现下滑，外国投资者股票交易净流出额达 8,234 亿印尼盾。在政治冲突、印尼盾贬值、国家预算赤字增大等多因素打击下，印尼股市受挫下跌，1998 年 1 月 9 日雅加达综合指数跌至 342.97 点阶段性低点，较 1997 年 7 月 9 日 740.83 点阶段性高点下跌 54%。

图表23：1996-1998 年印尼日均股票成交额

资料来源：CEIC，华泰研究

图表24：1996-1998 年印尼日均股票外资产净买入额

资料来源：CEIC，华泰研究

图表25：1996-1998 年雅加达综合指数

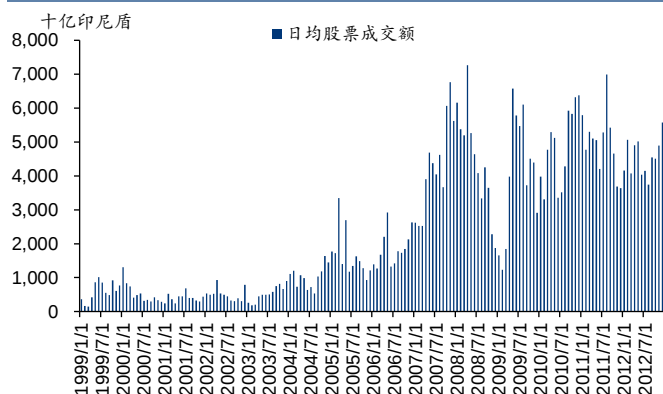
资料来源：印尼证券交易所，华泰研究

整合统一时期（1999-2012 年）：IDX 整合成立，迈入统一监管

证券交易所交易规则不断完善，提升股票交易效率。亚洲金融危机后，雅加达证券交易所不断改善交易规则。2002 年 9 月，雅加达证券交易所的交易规则由 T+4 改为 T+3，次日日均股票成交额增长明显，达 3,880 亿印尼盾，环比增加 26%；2004 年 10 月，雅加达证券交易所推出股票期权，可投资产品种类扩容，吸引增量资金进入市场。同时，印尼股市开启上涨行情，2007 年底雅加达综合指数达 2,746 点，较 1999 年初增长 597%。

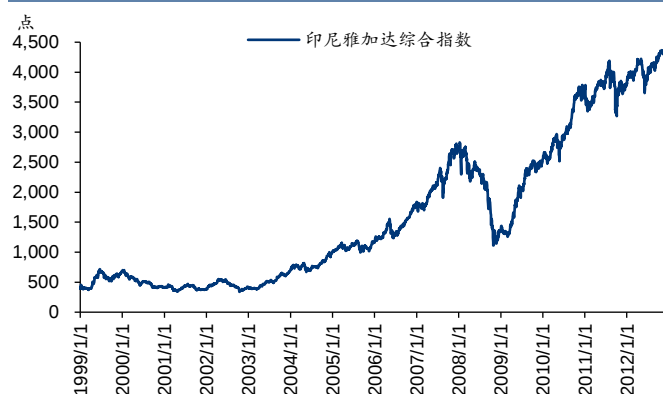
两大证券交易所合并，建立金管局实现统一监管。2007 年雅加达证券交易所与泗水证券交易所合并，并正式更名为印尼证券交易所 (IDX)，成为印尼唯一一家证券交易所；2009 年，印尼证券交易所 (IDX) 取代合并前交易所的交易系统，建立产品系列更广、交易量更大的新自动交易平台 JATS-NextG。在此期间，印尼资本市场监管体系也逐步统一，2012 年，印尼金融服务管理局 (OJK) 正式成立，并接替资本市场监管机构和印尼银行职能，对银行、非银金融和资本市场的活动进行统一监督。经过多轮改革，印尼资本市场相关监管和配套设施逐步完善。

图表26：1999-2012年印尼日均股票交易额



资料来源：CEIC，华泰研究

图表27：1999-2012年雅加达综合指数



资料来源：，华泰研究

发展完善时期（2013年至今）：规则持续完善，未来蓝图明晰

交易规则持续优化，吸引投资者入市，交易市场趋于成熟。2013年，印尼证券交易所（IDX）延长交易时间，以和其他区域的市场同步并方便印尼中东部投资者进行交易；2014年，股票申购手数由500手下调为100手，并对股价的单位变动做出调整；2015年，为增加股票投资者数量，印尼证券交易所举行 Yuk Nabung Saham 活动，鼓励储蓄者定期向账户存钱购买股票，并长期持有来增加财富；2017年，IDX 放宽融资融券交易限制，两融交易股票数量由45只增至200只；2018年11月末，印尼证券交易所开始实行 T+2 规则，次日日均股票成交额达10.04万亿印尼盾（约人民币48亿元），上涨明显，环比+14%；2020年，印尼证券交易所引入电子化公开发行系统；2021年后，多个指数接连发布，印尼股票交易市场发展趋于成熟，交易效率不断提升。

图表28：2013年以来印尼证券交易所发展历程



资料来源：印尼证券交易所，华泰研究

未来发展路径清晰，5大方向建设稳定、可持续资本市场。2023年5月，印尼金管局（OJK）发布《印尼资本市场发展路线 2023-2027》为资本市场发展提供框架，并将通过多方协同合作，以实现稳定和可持续发展的资本市场，推动印尼国民经济发展。未来印尼资本市场发展将重点关注5大方向：1）提供多项高效金融产品和服务加快印尼资本市场发展；2）加快实施可持续金融相关企划；3）加强行业参与者在金融部门中的作用；4）加强投资者保护工作；5）加强数字金融服务，增强金融业公信力。

图表29：印尼资本市场发展路线 2023-2027



资料来源：印尼金融服务管理局，华泰研究

发展现状：多层次资本市场，IPO 市场活跃

印尼作为亚太地区新兴经济体之一，资本市场较为活跃。印尼是东南亚地区 GDP 体量最大的国家，2022 年印尼 GDP 达 13,191 亿美元。2023 年末印尼上市公司数量和上市公司总市值分别为 903 家、7,570 亿美元，2023 年日均股票交易额为 7 亿美元，均处东南亚地区前列，但较中国内地（A 股）、中国香港（H 股）和日本仍有一定差距。同时，印尼 IPO 市场在东南亚国家中最为活跃，2023 年印尼 IPO 数量和规模分别为 79 家和 36 亿美元，IPO 规模高于日本，IPO 数量高于中国香港（H 股）。

图表30：亚太地区资本市场对比

单位：亿美元	印尼	马来西亚	新加坡	泰国	越南	中国内地 (A 股)	中国香港 (H 股)	日本
2022 年 GDP	13,191	4,070	4,668	4,954	4,088	179,632	3,598	42,564
2023 年末上市公司数（家）	903	995	632	840	1,583	5,107	2,609	3,927
2023 年末上市公司总市值	7,578	3,913	6,079	5,200	2,026	109,327	39,737	61,505
2023 年日均股票交易额	7	5	8	15	7	1252	135	302
2022 年末证券化率	46%	94%	133%	122%	42%	64%	1269%	126%
2023 年 IPO 数量（家）	79	32	6	40	3	313	70	97
2023 年 IPO 规模	36	8	0.4	13	0.1	509	59	42

注：年末数据使用年末汇率折算，区间数据使用年末年初汇率均值折算

资料来源：各证券交易所官网，德勤，华泰研究

四大上市板块面向不同类型企业，逐步构建多层次资本市场。印尼证券交易所（IDX）历经合并和多次改革，当前印尼证券交易所分为主板（Main）、新经济板（New Economy）、发展板（Development）和加速板（Acceleration）四大上市板块。其中，主板上市要求最为严格，上市公司数量最多，板块市值最大，主要面向业绩表现优异的大型企业；新经济板于 2021 年设立，上市要求和主板相同，但主要面向具有科技属性/创新性质，或具有社会效益和高增长率的企业，若拟上市公司符合主板上市要求并满足一定特征则可选择于新经济板上市；发展板则承接尚未达到主板上市要求的中小型企业，上市要求相对宽松，故板块上市公司数量较多，但平均市值较小；加速板主要面向达到特定要求的中小型企业。主板和新经济板处于同一层级，其次为发展板、加速板，四大板块间可以相互转板。截至 2024 年 2 月末，主板、新经济板、发展板、加速板上市公司数量分别为 345、3、311、42 家，板块市值分别为 9886、159、1257、13 万亿印尼盾（约人民币 4.54、0.07、0.6、0.006 万亿元）。

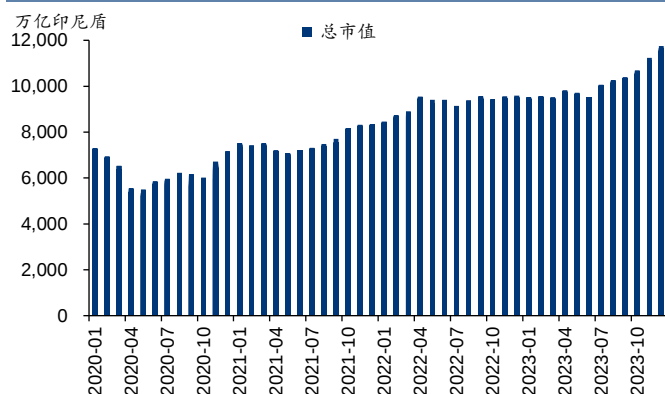
图表31：印尼证券交易所（IDX）四大上市板块介绍

印尼证券交易所（IDX）四大上市板块介绍					
上市板块	主板 (Main)	新经济板 (New Economy)	发展板 (Development)	加速板 (Acceleration)	
2024年2月末上市公司数量（家）	345	3	311	42	
2024年2月末市值（万亿印尼盾）	9886	159	1257	13	
2024年2月末平均市值（万亿印尼盾）	29	53	4	0.3	
财务指标	经营年限	≥36个月		≥12个月	
	营业利润要求	营业利润为正时间>1年		可存在经营亏损，但根据其财务预测，上市第二年末净利润须为正	
	经审计财务报告	≥3年 (至少2年无保留意见)		≥12个月 (至少1年无保留意见)	
	资本要求	净资本>1000亿印尼盾		满足以下要求之一： 1. 净资本>50亿印尼盾 2. 营业利润≥10亿印尼盾且市值≥1000亿印尼盾 3. 营业收入≥400亿印尼盾且市值≥2000亿印尼盾	
发行结构	向公众出售的股份数量	最低3亿股数且：		最低1.5亿股数且：	
		权益价值	占比	权益价值	占比
		<5000亿印尼盾	20%	<5000亿印尼盾	20%
		5000-20000亿印尼盾	15%	5000-20000亿印尼盾	15%
		>20000亿印尼盾	10%	>20000亿印尼盾	10%
	股东数量	≥1000		≥500	
	发行价	≥100印尼盾		≥100印尼盾	
					最低20%
					≥300
					≥50印尼盾

资料来源：IDX 官网，华泰研究

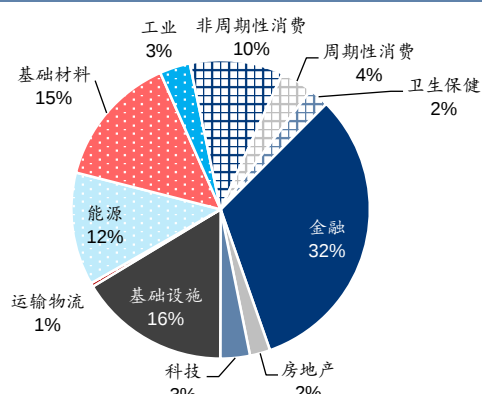
总市值处东盟前列，证券化率水平较低，金融、基础设施、基础材料行业市值占比较高。印尼作为东南亚 GDP 体量最大的经济体，2022 年 GDP 达 13,191 亿美元，总市值在东盟主要国家中处最前列。2020 年初受疫情影响，印尼股市有所下滑，同年 4 月股市总市值达到阶段性低点后开始回升，股市总市值呈现增长趋势。截至 2023 年末，印尼股票市场总市值为 11,666 万亿印尼盾（约为 5.38 万亿人民币），较 2020 年初增长 61%。分行业来看，金融、基础设施、基础材料行业市值占比较高，分别为 32%、16%、15%。但印尼证券化率较低，2003 年-2022 年保持在 30%-50% 低位，未来证券化率水平有较大提升空间。

图表32：2020-2023 年印尼总市值



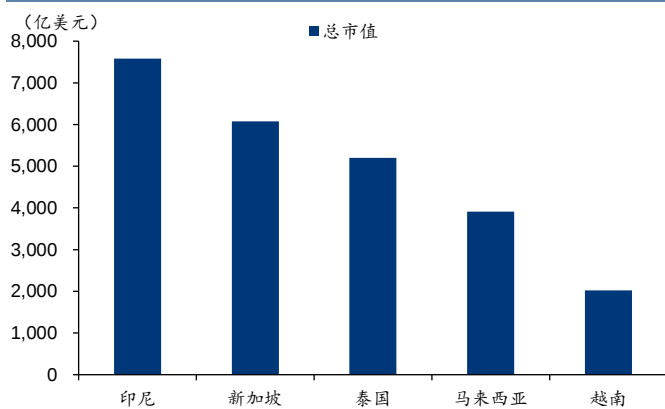
资料来源：CEIC，华泰研究

图表33：2023 年末印尼市值结构



资料来源：印尼证券交易所，华泰研究

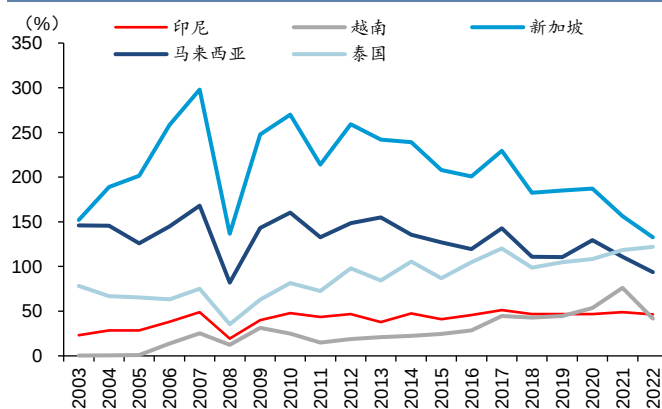
图表34：2023 年末东盟主要国家总市值



注：按照 2023 年末汇率折算

资料来源：各证券交易所官网，华泰研究

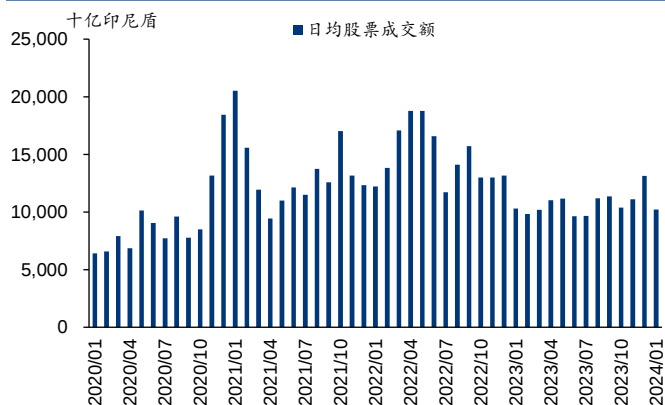
图表35：2003-2022 年东盟主要国家证券化率水平



资料来源：，华泰研究

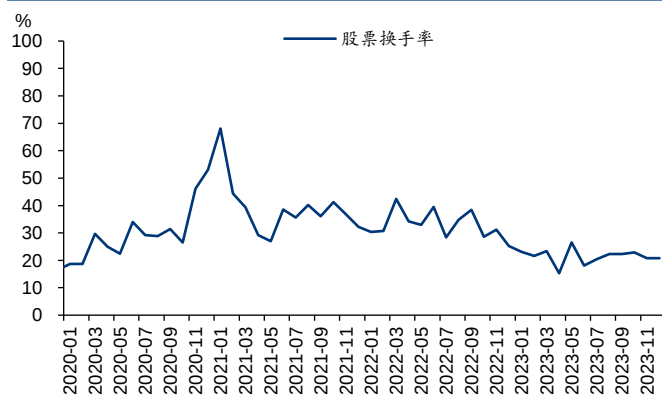
股票成交额波动收敛，换手率维持相对较高水平。2020 年-2022 年印尼日均股票成交额波动较为明显，于 2021 年 1 月和 2022 年 5 月创阶段性高点，分别为 20.51 万亿印尼盾、18.79 万亿印尼盾（约人民币 95、86 亿元）。2023 年后，印尼日均股票成交额趋于稳定、波动收敛，维持在 9-10 万亿印尼盾区间（约人民币 41-45 亿元）。换手率方面，2021 年 1 月印尼股市快速上涨推动月度股票换手率达到 68% 阶段性高点，之后换手率波动下降但仍维持在相对较高水平，2023 年 12 月印尼月度股票换手率为 20.84%（A 股同期换手率为 64.05%）。

图表36：2020-2024.01 印尼日均股票成交额



资料来源：印尼证券交易所，华泰研究

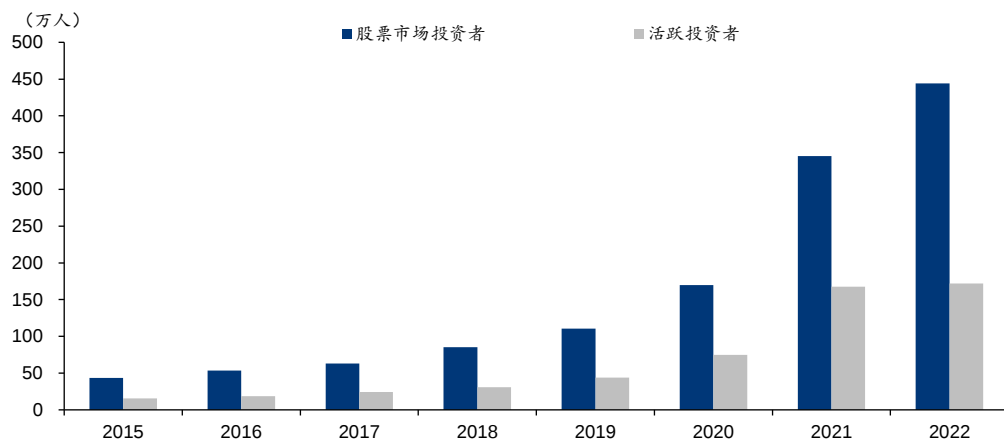
图表37：2020-2023 年印尼月度股票换手率



资料来源：印尼证券交易所，华泰研究

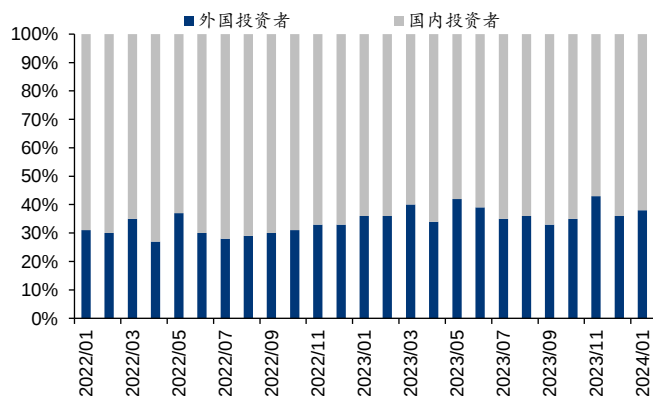
投资者数量稳步增长，仍有提升空间，外国投资者占比稳定，股票交易以零售客户为主。2015年后，由于印尼股市持续上涨，投资者对印尼资本市场的信心不断增强，叠加证券交易所积极开展 Yuk Nabung Saham 等多项吸引投资者入市和投资教育活动，印尼资本市场投资者数量稳步增长。截至2022年末，股票市场个人投资者数量达444万人，约占印尼总人口1.6%，数量同比增长29%，2015年-2022复合增长率高达34%，资本市场活跃投资者数量增加至172万人。中国同期已开立A股账户（自然人）占总人口比例约为15%，印尼投资者数量仍有提升空间。此外，印尼股票市场对外开放政策较为宽松，股票成交额中外国投资者的交易额占据了相对稳定的比例，约30%-40%。按投资者类型来看，印尼股票市场主要以零售客户为主，其次为银行、企业等机构投资者。2024年1月，零售、银行、企业、证券公司&公募基金和其他机构日均股票成交额占比分别为37%、22%、6%、6%和29%。

图表38：2015-2022年印尼股票市场个人投资者和资本市场活跃个人投资者数量



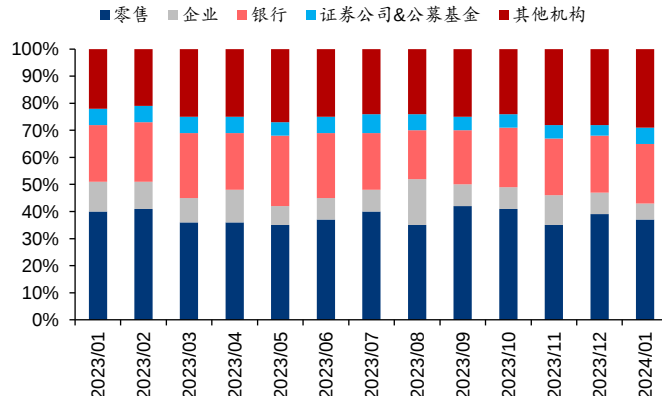
资料来源：印尼证券交易所，华泰研究

图表39：2022-2024.01日均股票成交额结构（按国内外投资者）



资料来源：印尼证券交易所，华泰研究

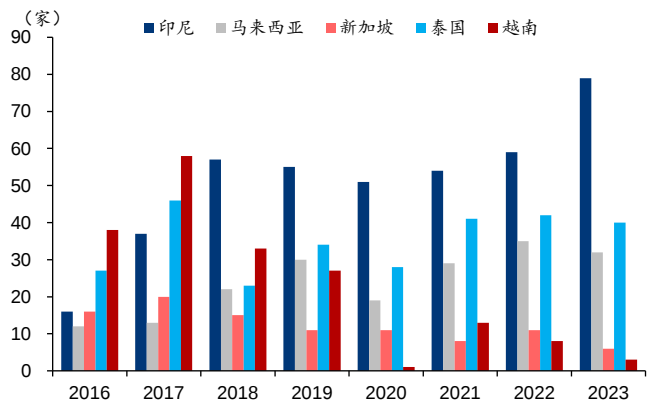
图表40：2023-2024.01日均股票成交额结构（按投资者类型）



资料来源：印尼证券交易所，华泰研究

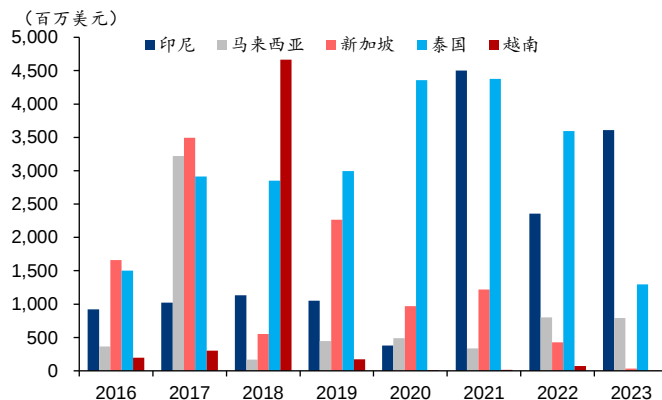
东盟主要国家中，印尼 IPO 活动最为活跃，近年 IPO 规模高增。印尼的 IPO 市场较为活跃，IPO 数量及募资规模在东南亚主要国家中均处于前列。印尼资本市场的持续改革和制度完善为 IPO 市场的繁荣发展奠定了坚实的基础，发展板的设立为中小企业提供了优质的融资平台，自2021年来，发展板 IPO 数量占据主导地位。2023年11月，印尼证券交易所（IDX）与香港交易所（HKEX）达成战略合作，允许印尼上市公司赴港二次上市。截至2023年末，印尼证券交易所已与16家国际交易所建立合作关系，接受成为认可证券交易所（RSE）。2023年，印尼 IPO 数量达到79家，同比+34%，IPO 规模达54.14万亿印尼盾（约人民币245亿元），同比+63%，规模增长明显主要系大额 IPO 项目较多，募资合计约42.09万亿印尼盾（约人民币191亿元），占2023年印尼 IPO 规模78%。

图表41: 2016-2023 东南亚主要国家 IPO 数量对比



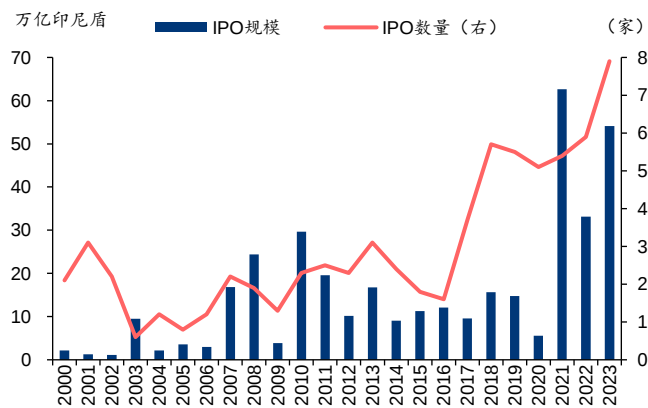
资料来源: 德勤, 华泰研究

图表42: 2016-2023 东南亚主要国家 IPO 规模对比



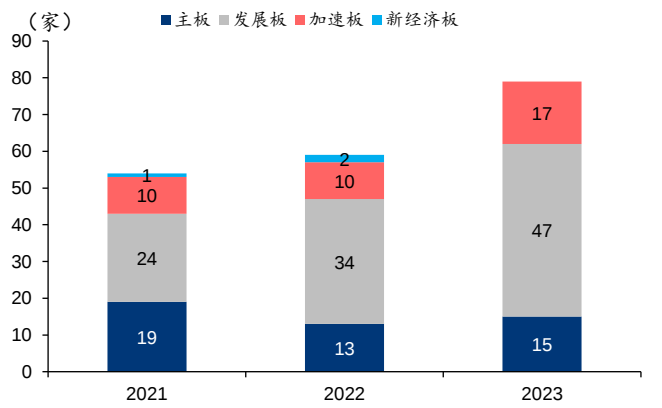
资料来源: 德勤, 华泰研究

图表43: 2000-2023 年印尼 IPO 数量及规模



资料来源: 印尼证券交易所, 华泰研究

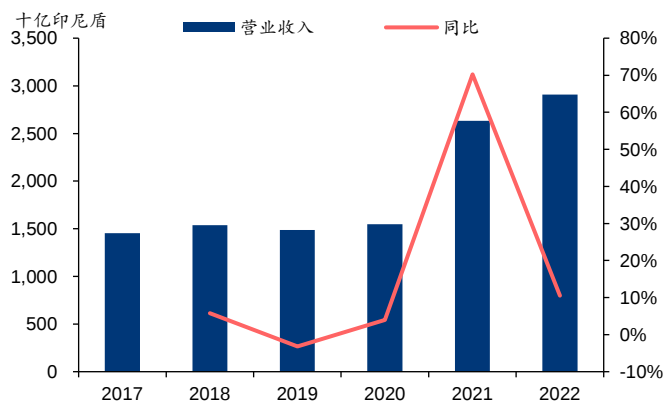
图表44: 2021-2023 年印尼不同板块的 IPO 数量



资料来源: 普华永道, 华泰研究

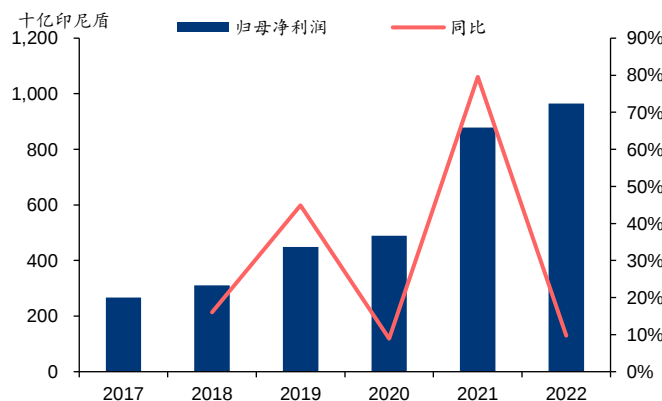
印尼证券交易所作为唯一一家证券交易所, 营收主要来自交易和结算收入。印尼证券交易所 (IDX) 历经多次变革创新, 当前作为印尼唯一一家证券交易所, IDX 可进行股票、债券、基金、衍生品等产品交易。印尼证券交易所股票交易市场分为常规市场 (Regular Market)、现金市场 (Cash Market) 和协议市场 (Negotiated Market)。一般的股票交易在常规市场中进行, 实行 T+2 交易结算机制, 2023 年常规市场股票交易额约占全市场交易额 84%。印尼证券交易所 (IDX) 营业收入主要来自于交易和结算收入, 2021、2022 年, 印尼股票成交额同比分别增长 48%、10%, 印尼证券交易所营收及归母净利润随市增长, 2022 年营业收入为 29,092 亿印尼盾, 同比+11%, 归母净利润为 9,643 亿印尼盾, 同比+10%。

图表45: 2017-2022 年 IDX 营业收入及同比



资料来源: 印尼证券交易所, 华泰研究

图表46: 2017-2022 年 IDX 归母净利润及同比



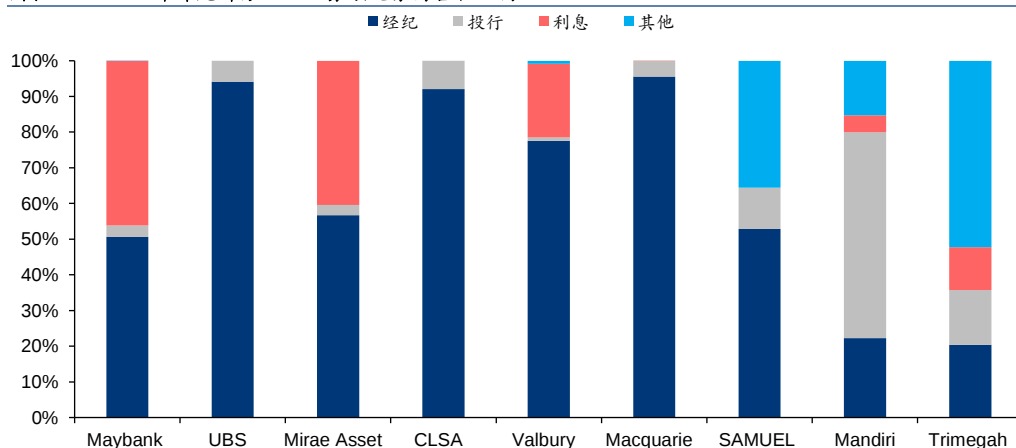
资料来源: 印尼证券交易所, 华泰研究

证券行业：以经纪业务为核心，内外资券商共并进

行业概况：经纪业务为主，外资参与度高

经纪业务为核心业务，占营收比例较大，2022 年多数券商占比约 50% 以上。印尼证券行业尚处于发展早期，大部分券商以经纪业务和利息业务为主，如 Maybank 证券（印尼）的经纪和利息收入占营收比例分别约为 50%、40%，部分外资券商如 UBS 证券（印尼）、CLSA（印尼）、Macquarie（印尼）等经纪占比约 90%。利息业务收入主要包括分红和利息（来自逆回购应收款项、客户应收款项、债券等）。个别券商，如本土特色银行系券商 Mandiri 证券，其投行优势明显，投行营收贡献突出。仅有少部分券商，如 SAMUEL 证券、Trimegah 证券等参与资管和投资业务。

图表47：2022 年印尼部分经纪业务领先券商营收结构



注：其他业务收入包含了资管、投资等业务收入

资料来源：公司官网，华泰研究

外资公司参与度较高，本土券商相对弱势。印尼证券行业中外资参与度高，2023 年股票成交额 TOP5 券商中共有 4 家是外资子公司，且外资排名较为靠前。其中，UBS 证券（印尼）为瑞士 UBS 集团子公司，Maybank 证券（印尼）为马来西亚 Maybank 投行集团子公司，银河-联昌证券（印尼）为中资券商中国银河控股子公司，J.P. Morgan 证券（印尼）为美国摩根大通子公司，仅有 Mandiri 证券为本土券商。Mandiri 证券是印尼资产规模最大的银行 Mandiri 银行的证券子公司，经纪和投行业务优势突出，股票交易额和股权承销规模处行业前列。

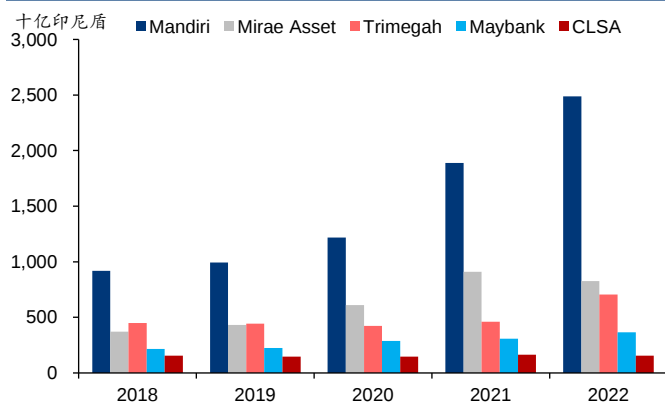
图表48：2023 年股票交易额排名前十的券商概况

证券公司	类型
UBS 证券（印尼）	外资券商，瑞士 UBS 集团子公司
Maybank 证券（印尼）	外资券商，马来西亚 Maybank 投行集团子公司
Mandiri 证券	本土券商，印尼最大银行，Mandiri 银行子公司
银河-联昌证券（印尼）	外资券商，中国银河证券子公司
J.P. Morgan 证券（印尼）	外资券商，美国摩根大通子公司
Mirae Asset 证券（印尼）	外资券商，韩国未来资产环球投资集团子公司
Indo Premier 证券	本土券商，印尼债券交易量最大的证券公司之一
SINARMAS 证券	本土券商，印尼金光集团子公司
CLSA 证券（印尼）	外资券商，中国香港中信里昂集团子公司
Semesta Indovest 证券	本土券商，印尼领先的金融服务公司

资料来源：印尼证券交易所，公司官网，华泰研究

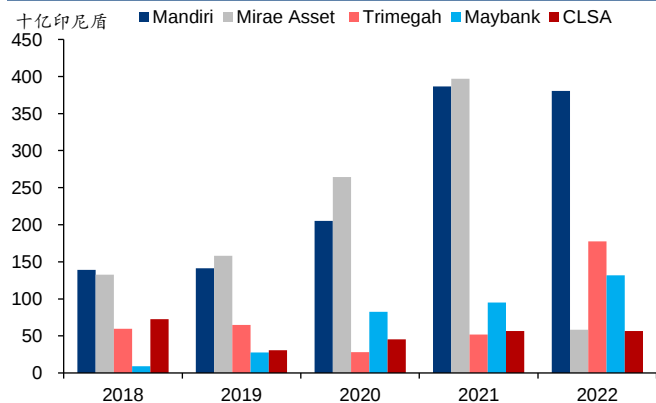
2020年后券商营收普遍增长，Mandiri 证券处前列。2018-2020 年券商营收增长较为平缓，2020 年后，伴随印尼股市高涨，部分券商营收和净利润有所增长。但由于业务结构不同，券商间营收和净利波动差异较大，本土券商 Mandiri 证券业务结构相对均衡，投行业务和经纪业务优势明显，近年营收和净利润规模维持前列，2022 年营业收入和净利润分别达 24,874 亿印尼盾、3,807 亿印尼盾（约人民币 11 亿元、1.7 亿元）。2018-2021 年 Mirae Asset 证券（印尼）净利润规模靠前，但 2022 年因为大量坏账损失，净利润规模收缩同比下跌 85%。Trimegah 证券作为少数参与投资业务的券商，2022 年受益于投行业务和投资业务收入增加，营收和净利润规模同比增长明显。

图表49：2022 年印尼主流券商营业收入



资料来源：公司官网，华泰研究

图表50：2022 年印尼主流券商净利润



资料来源：公司官网，华泰研究

业务解析：经纪竞争激烈，投行高度集中

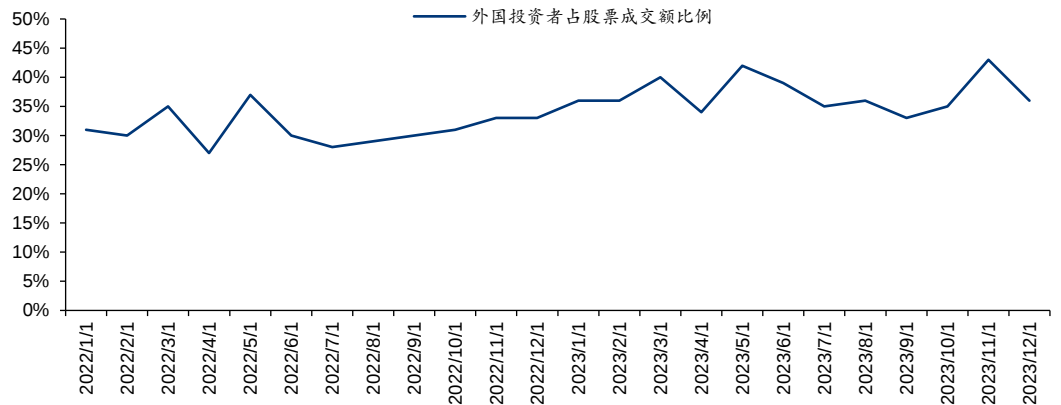
经纪业务集中度较高，外资券商优势突出。印尼证券行业经纪业务集中度较高，截至 2023 年末，印尼共有 121 家证券公司，全年经纪商股票成交金额 CR3、CR5、CR10 分别为 22.49%、35.85%、54.72%。从内外资券商竞争格局来看，外资券商优势突出，在经纪业务中占据较大份额，2023 年股票成交额前十的经纪商中共有六家为外资券商。究其原因，主要是印尼股票市场中外国投资者比例较高，2023 年成交额占比约 37%，外资券商有一定的客源优势。

图表51：2023 年股票成交额 TOP20 经纪商

排名	经纪商	成交量 (百万股)	成交额 (十亿印尼盾)	市占率 (%)
1	UBS 证券 (印尼)	429,711	398,366	7.76
2	Maybank 证券 (印尼)	428,428	378,577	7.37
3	Mandiri 证券	613,502	378,152	7.36
4	银河-联昌 (印尼)	483,717	354,729	6.91
5	J.P. Morgan 证券 (印尼)	293,955	331,147	6.45
6	Mirae Asset 证券 (印尼)	741,002	293,332	5.71
7	Indo Premier 证券	424,057	203,176	3.96
8	SINARMAS 证券	199,003	172,588	3.36
9	CLSA 证券 (印尼)	141,559	151,475	2.95
10	Semesta Indovest 证券	600,048	148,349	2.89
11	Macquarie 证券 (印尼)	59,690	133,589	2.60
12	Valbury 证券 (印尼)	429,402	110,617	2.15
13	Verdhana 证券 (印尼)	70,358	102,107	1.99
14	BRI Danareksa 证券	78,297	98,147	1.91
15	BNI 证券	163,533	94,823	1.85
16	Sucor 证券	213,491	85,949	1.67
17	Trimegah 证券	133,447	85,010	1.66
18	Korea 投资证券 (印尼)	223,316	81,616	1.59
19	BCA 证券	159,775	80,815	1.57
20	Pacific 证券 (印尼)	149,020	77,405	1.51

资料来源：印尼证券交易所，华泰研究

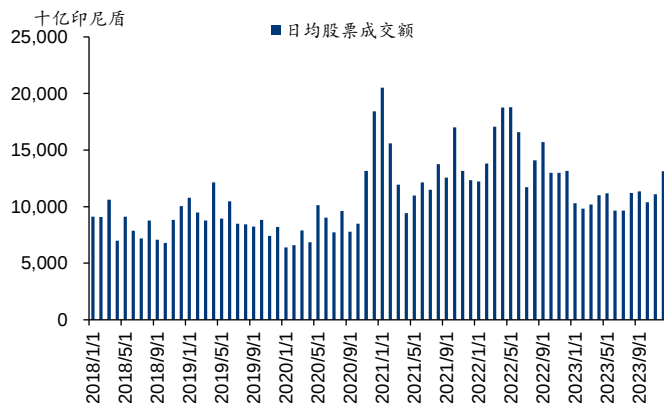
图表52：2022-2023 年印尼外国投资者占股票成交额比例



资料来源：印尼证券交易所，华泰研究

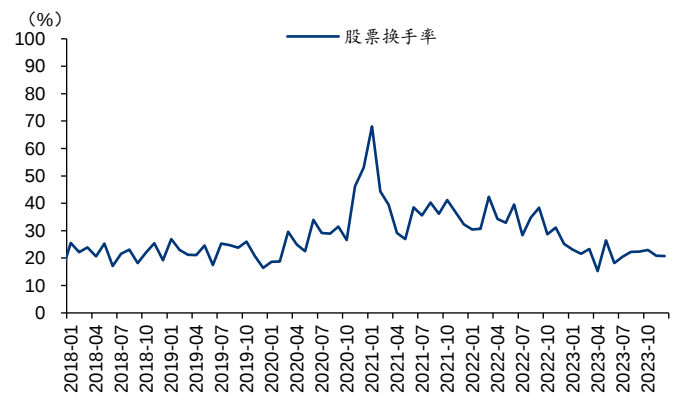
经纪业务竞争激烈，佣金率呈下滑趋势。2018-2022 年，印尼股票成交额和换手率波动较为明显，2023 年以来趋于稳定，日均成交额为 106,154 亿印尼盾（约人民币 48 亿元），平均月度换手率为 21.47%。2018-2023 年印尼股票成交额 TOP5 经纪商变动较大，但 Mandiri 证券、UBS（印尼）始终处于市场前列。2023 年印尼股票成交额 TOP5 分别为 UBS（印尼）、Maybank（印尼）、Mandiri 证券、银河-联昌（印尼）和摩根大通（印尼）。近年印尼各大券商相继完善线上交易平台，实现 100%线上开户流程，并免除最低定金，经纪业务竞争愈发激烈。根据部分经纪业务领先券商的财务报告进行测算，过去几年佣金率整体呈波动下滑趋势，2023 年佣金率维持在 0.08%-0.10%。

图表53：2018-2023 年印尼日均股票成交额



资料来源：印尼证券交易所，华泰研究

图表54：2018-2023 年印尼月度股票换手率



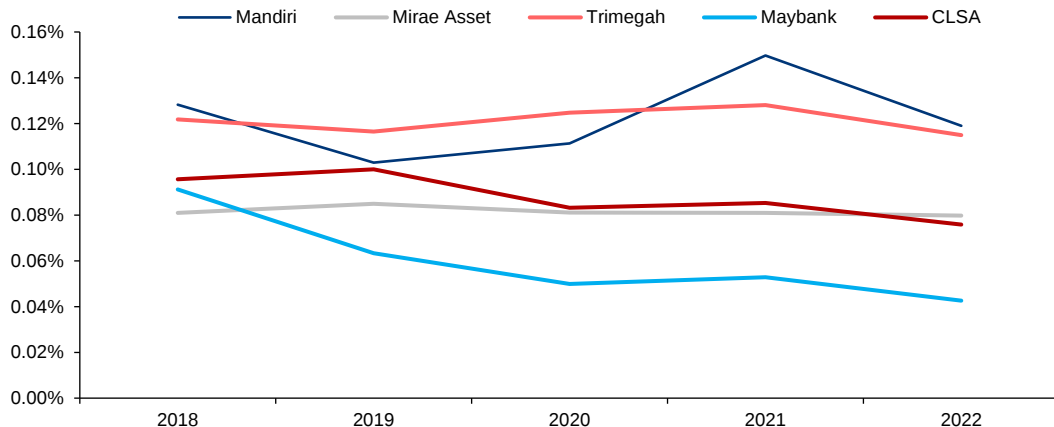
资料来源：印尼证券交易所，华泰研究

图表55：2018-2023 年印尼股票成交额 TOP5

2018	2019	2020	2021	2022	2023
Mandiri 证券	Mandiri 证券	Mirae Asset (印尼)	Mirae Asset (印尼)	Mirae Asset (印尼)	UBS (印尼)
瑞信 (印尼)	Mirae Asset (印尼)	Mandiri 证券	Mandiri 证券	UBS (印尼)	Maybank (印尼)
Mirae Asset (印尼)	银河-联昌 (印尼)	Indo Premier	UBS (印尼)	Mandiri 证券	Mandiri 证券
UBS (印尼)	UBS (印尼)	UBS (印尼)	Indo Premier	Indo Premier	银河-联昌 (印尼)
麦格理 (印尼)	摩根士丹利 (印尼)	银河-联昌 (印尼)	银河-联昌 (印尼)	Maybank (印尼)	摩根大通 (印尼)

资料来源：印尼证券交易所，华泰研究

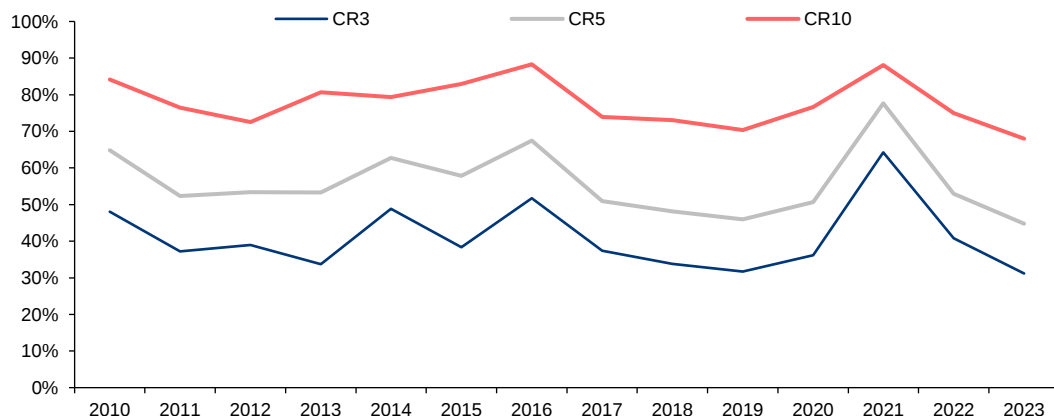
图表56：2018-2022年印尼部分经纪业务领先券商佣金率（测算值）



注：除印尼证券交易所公布的股票成交额外，证券公司还会从事其他交易服务，实际佣金率可能比测算值更小
资料来源：公司官网，印尼证券交易所，华泰研究

投行业务高度集中，近十余年CR10均值近80%。印尼券商投行业务集中度较高，2010-2023年股票承销金额CR3、CR5、CR10均值分别为40.88%、55.92%、77.81%，2023年CR3、CR5、CR10分别是31.18%、44.78%、68.00%，多个年份排名前十的承销商承销金额市占率达到80%以上。集中度整体相对平稳，2016年和2021年集中度增幅较大，前十市占率近90%，随后有所回落，但整体都处于较高的水平。

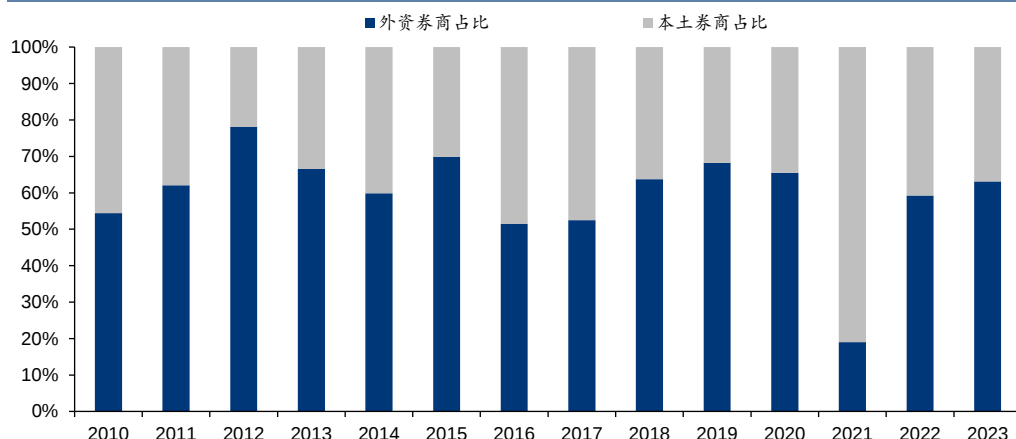
图表57：2010-2023年印尼股票承销金额集中度



资料来源：Bloomberg，华泰研究

外资券商相对领先，承销规模排名靠前。外资券商投行业务较为领先，从承销额排名来看，常年占据前五中三个席位，瑞士信贷等国际化大投行、星展集团等东南亚地区大型金融公司均表现亮眼。从整体市占率来看，2010-2023年外资券商股票承销金额平均市占率为59.56%，2021年处于相对较低水平可能系受个别大单IPO的扰动影响（2021年IPO筹资前五的企业占IPO总筹资额的84.53%）。

图表58：2010-2023 年印尼股票承销金额外资与本土券商占比



资料来源：Bloomberg，华泰研究

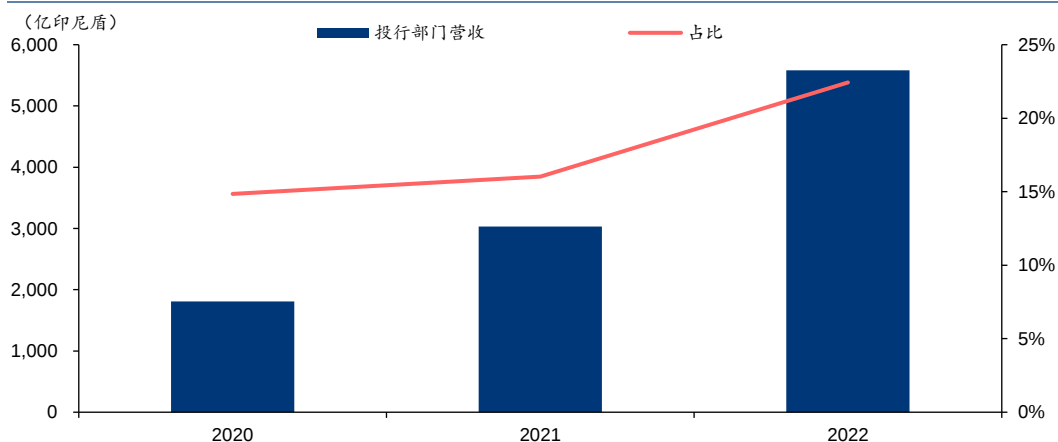
图表59：2016-2023 年印尼股票承销金额 TOP5

排名	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
1	Mandiri	Mandiri	中信	大华继显控股	摩根大通	Mandiri	Trimegah	Mandiri
2	瑞士信贷	中信	法国巴黎银行	摩根士丹利	Trimegah	Buana资本	Indo Premier	印尼国家银行
3	巴哈纳	瑞士信贷	野村控股	Sinarmas	Bell Potter	印尼人民银行	Mandiri	中信
4	瑞士银行	巴哈纳	Indo Premier	Indo Premier	瑞士信贷	Trimegah	瑞士信贷	星展
5	Danareksa	Trimegah	大华继显控股	德意志银行	中信	麦格理	星展	瑞士信贷

资料来源：Bloomberg，华泰研究

本土券商 **Mandiri 证券** 表现亮眼，中资券商或可加强业务布局。尽管整体上外资较为领先，本土 Mandiri 证券、Trimegah、Indo Premier 证券仍多年位居承销前五。Mandiri 证券是本土券商中投行实力强劲的代表，IPO 和债券承销业务表现良好，2021 和 2022 年投行营业收入同比增长 67.40%和 84.16%，增速较快。究其原因，Mandiri 证券是印尼资产规模最大的银行 Mandiri 银行旗下公司，与母行协同通畅且自身经验和业务能力强，并通过在新加坡设立子公司参与全球债券承销市场。中信证券是较早进军的中资券商，近年来多次跻身前五，2018 年市占率达 12.65%排名第一。印尼 IPO 市场活跃，同时头部券商排名变动较快，未来中资券商或可加强对印尼投行领域的布局，进一步提升市占率。

图表60：2020-2022 年 Mandiri 证券投行部门营业收入及占比



资料来源：公司官网，华泰研究

Mandiri 证券：本土券商龙头，线上转化率高

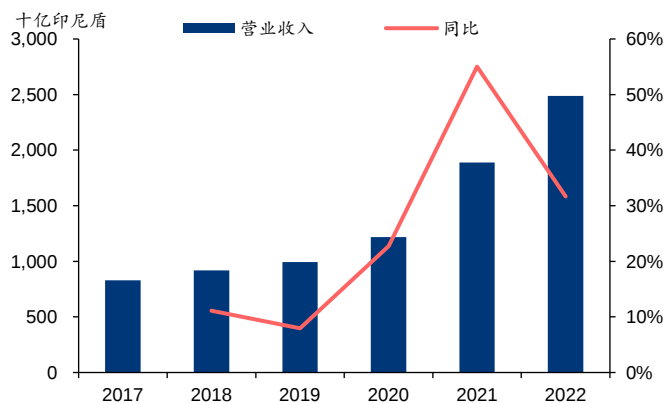
Mandiri 是印尼总资产规模最大银行 Mandiri 银行的子公司，三大业务条线提供全面服务。Mandiri 证券于 2000 年由 Mandiri 银行旗下的多家证券公司（Bumi Daya 证券、Exim 证券和 Merincorp 证券）合并而成。通过不断提高自身服务质量并与母公司进行协同，Mandiri 证券在印尼经纪业务和投行业务中占据一定优势，成为本土券商的代表。当前，Mandiri 证券主要从事证券经纪、承销、投资管理和财务顾问等业务，通过投行、资本市场和零售三大业务线，为顾客提供全面的资本市场服务和系列创新解决方案。同时，Mandiri 证券在新加坡设立了子公司以开拓国际资本市场。2022 年，Mandiri 营收和净利润分别达 24,874 亿印尼盾、3,807 亿印尼盾（约人民币 11 亿元、1.7 亿元），同比分别+32%、-1%，经纪、投行、资管营收占比分别为 22%、58%、15%。

图表61：Mandiri 证券主营业务架构



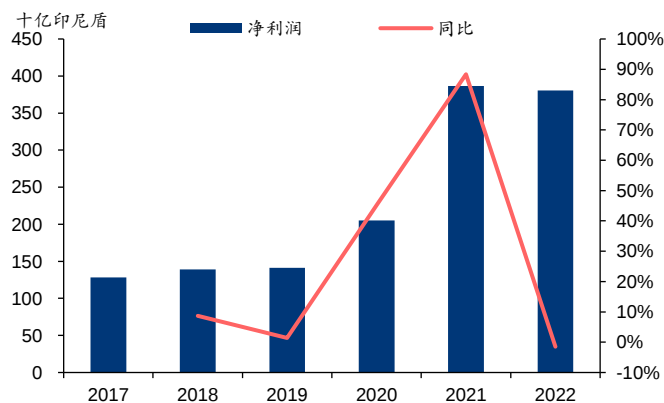
资料来源：公司官网，华泰研究

图表62：2017-2022 年 Mandiri 证券营业收入及同比变动



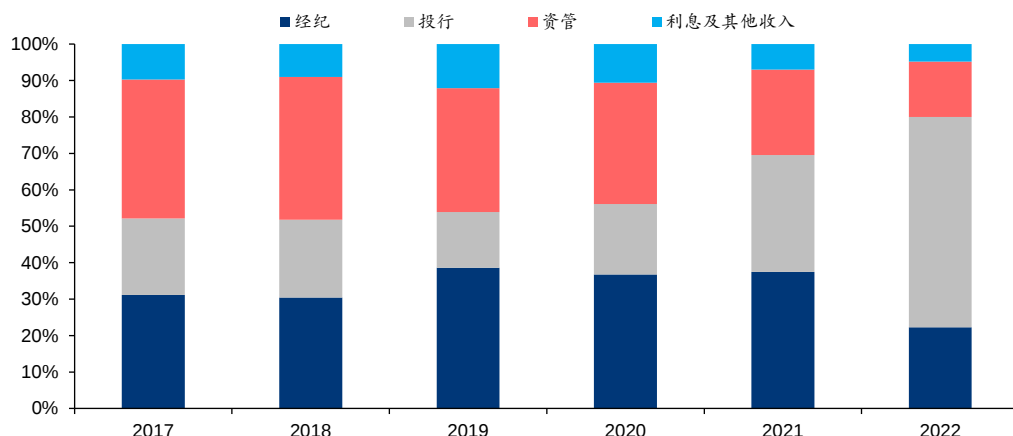
资料来源：公司官网，华泰研究

图表63：2017-2022 年 Mandiri 证券净利润及同比变动



资料来源：公司官网，华泰研究

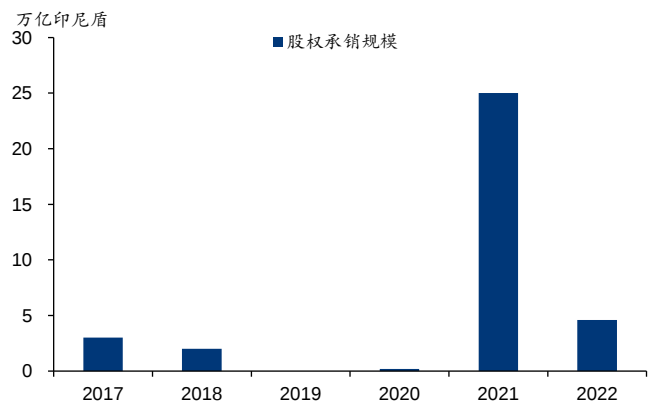
图表64：2017-2022 年 Mandiri 证券营收结构



资料来源：公司官网，华泰研究

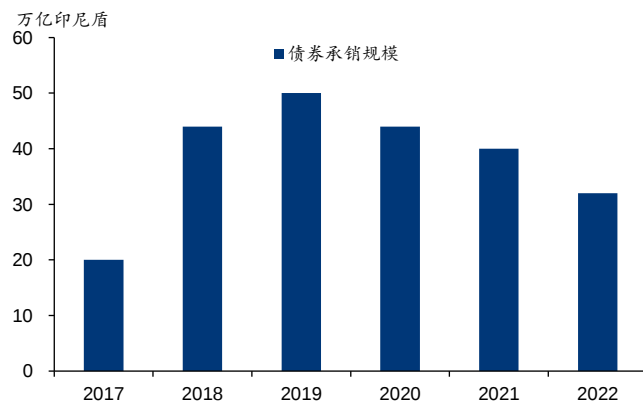
2022 年投行营收贡献突出，财务顾问驱动收入大幅增加。 投行业务方面，2022 年 Mandiri 证券共达成 101 笔交易，分别为 8 笔股票承销及相关交易，48 笔债券承销，25 笔咨询和并购，15 笔全球债务管理和 5 笔中期票据及相关交易，其中包括印尼最大规模的重组项目。2022 年 Mandiri 证券股权承销规模约 5 万亿印尼盾（约人民币 20 亿元），同比-82%，债券承销规模约 20 万亿印尼盾（约人民币 142 亿元），同比-20%，投行业务收入为 14,344 亿印尼盾（约人民币 6 亿元），同比+137%（股权和债券承销规模下降但投行业务收入增加，主要系财务顾问收入大幅增长）。

图表65：2017-2022 年 Mandiri 证券股权承销规模



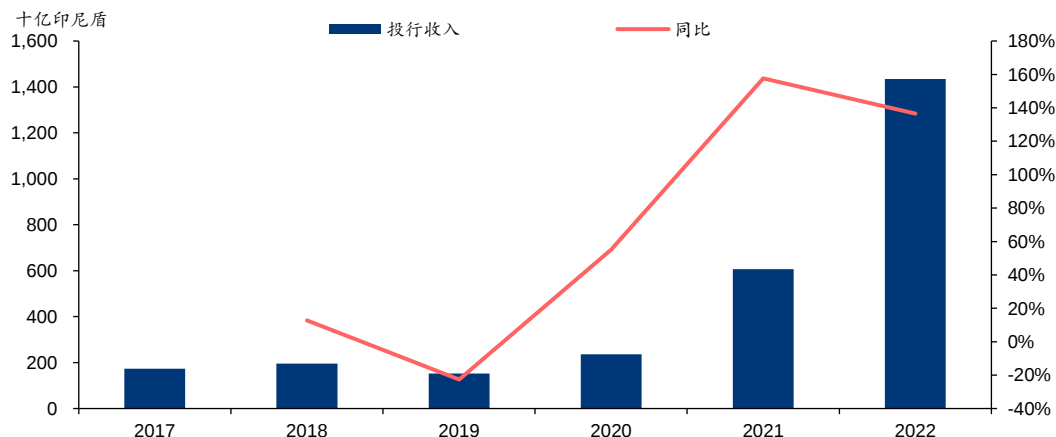
资料来源：公司官网，华泰研究

图表66：2017-2022 年 Mandiri 证券债券承销规模



资料来源：公司官网，华泰研究

图表67：2017-2022 年 Mandiri 证券投行收入及同比变动

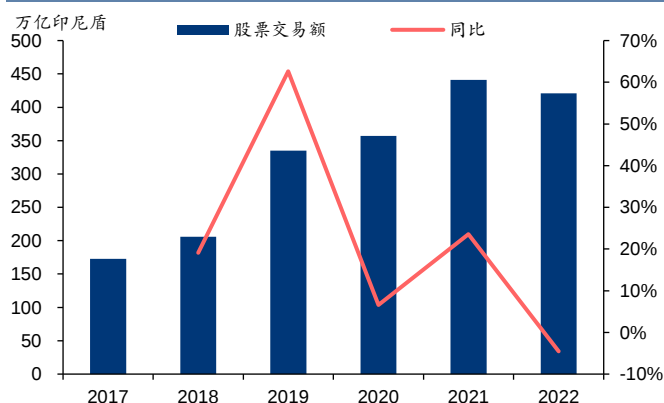


资料来源：公司官网，华泰研究

大力发展 MOST 线上交易平台,吸引个人投资者。MOST(Mandiri Online Securities Trading)是 Mandiri 证券服务客户并吸引零售客户的关键数字战略之一。作为线上交易平台, MOST 为不同专业水平的个人投资者提供了全面的资本市场投资服务,产品覆盖股票、基金、债券和保证金交易工具等,且交易费用更为低廉。客户可在 MOST 平台上实现 24 小时开户和资金提取,并获取专业的投资信息。此外,客户在 MOST 平台的每笔交易均可获得额外积分,以此换取各类奖品。未来, MOST 平台将与 Mandiri 银行实现协同,增加交易平台容量,并在横向上提供更多金融产品,纵向上不断提高服务效率和质量,专注以客户为中心,实现高效发展。

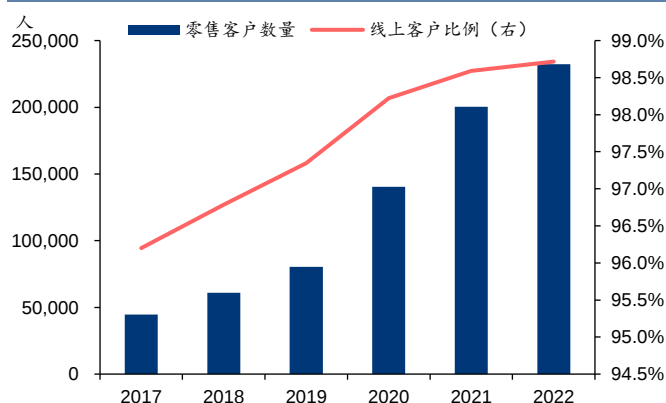
股票成交额处行业前列,个人客户数量增长明显。Mandiri 证券资本市场业务线主要面向机构客户,为其提供一、二级市场债券和股票的交易服务,零售业务线则主要面向投资股票、共同基金、公司债券和政府债券的个人客户。2022 年 Mandiri 证券推出斋月促销、MOST 交易挑战赛等系列活动吸引零售客户。近年来, Mandiri 证券零售客户增长明显,线上客户比例持续提升。截至 2022 年末, Mandiri 证券零售客户数量达 23.23 万人,2017-2022 年复合增长率约为 32%,线上客户比例达 99%。股票成交额方面, Mandiri 证券一直保持行业前列,市占率较高,优势较为明显。2022 年, Mandiri 证券股票成交额小幅下滑至 421 万亿印尼盾(约人民币 0.19 万亿元),同比-5%,市占率达 5.8%,行业排名第三。

图表68: 2017-2022 年 Mandiri 证券股票成交额及同比变动



资料来源:公司官网,华泰研究

图表69: 2017-2022 年 Mandiri 证券零售客户数量及线上客户比例



资料来源:公司官网,华泰研究

图表70: 报告提及公司信息

公司名称	彭博代码	公司名称	彭博代码
Mandiri 银行	BMRI IJ	Maybank	MAY MK
瑞士信贷	CSGN SW	摩根大通	JPM US
Mirae	006800 KS	中国银河	601881 CH
UBS	UBS US	中信证券	600030 CH
麦格理集团	MQG AU	法国巴黎银行	BNP FP
摩根士丹利	MS US	野村控股	8604 JP
德意志银行	DBK GR	星展集团	DBS SP
印尼人民银行	BBRI IJ	印尼国家银行	BBNI IJ

资料来源: Bloomberg, 华泰研究

风险提示

- 1) 印尼市场表现不及预期。印尼证券公司业绩表现与股市环境高度相关,来自股市的波动将会影响公司业绩。
- 2) 印尼与国内市场政策存在差异。印尼证券市场和证券行业政策与国内存在一定差异,历史发展经验不可完全借鉴。对相关印尼证券公司的分析仅为客观信息,不代表投资建议。

免责声明

分析师声明

本人，沈娟、汪煜，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告所载资料是仅供接收人的严格保密资料。本公司及其客户和其关联机构使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司及其关联机构（以下统称为“华泰”）对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。

本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，华泰可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。华泰不保证本报告所含信息保持在最新状态。华泰对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司不是 FINRA 的注册会员，其研究分析师亦没有注册为 FINRA 的研究分析师/不具有 FINRA 分析师的注册资格。

华泰力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华泰及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

华泰及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，华泰可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

华泰的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。华泰的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到华泰及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使华泰违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人（无论整份或部分）等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并需在使用前获取独立的法律意见，以确定该引用、刊发符合当地适用法规的要求，同时注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》及其附属法律规定的机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 有关重要的披露信息，请参华泰金融控股（香港）有限公司的网页 https://www.htsc.com.hk/stock_disclosure 其他信息请参见下方 “美国-重要监管披露”。

美国

在美国本报告由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司根据《1934 年证券交易法》（修订版）第 15a-6 条规定以及美国证券交易委员会人员解释，对本研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

美国-重要监管披露

- 分析师沈娟、汪煜本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。本披露中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数，台湾市场基准为台湾加权指数，日本市场基准为日经 225 指数），具体如下：

行业评级

增持：预计行业股票指数超越基准

中性：预计行业股票指数基本与基准持平

减持：预计行业股票指数明显弱于基准

公司评级

买入：预计股价超越基准 15% 以上

增持：预计股价超越基准 5%~15%

持有：预计股价相对基准波动在-15%~5%之间

卖出：预计股价弱于基准 15% 以上

暂停评级：已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策

无评级：股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

法律实体披露

中国: 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

香港: 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

美国: 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

华泰证券股份有限公司**南京**

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852-3658-6000/传真: +852-2169-0770

电子邮件: research@htsc.com

<http://www.htsc.com.hk>

华泰证券(美国)有限公司

美国纽约公园大道280号21楼东(纽约10017)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

<http://www.htsc-us.com>

©版权所有2024年华泰证券股份有限公司