

证券行业：研究方法 with 盈利预测

2023年12月

证券分析师: 朱定豪

SAC执业资格证书编码: S0020521120002

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

- 证券行业净收入趋势向上，净利润稳定性上升。2013-2022年行业10年净收入/净利润复合增速分别为12.45%/9.51%。根据协会口径截止2022年，行业营业收入3949.73亿元，净利润1423.01亿元，净利率近年来保持在36%附近。
- 轻资产和重资产业务齐头并进，从传统佣金模式向多元结构转型。证券公司的主要业务包括经纪、资管、投行、资本中介、证券投资等。除本部外，证券类子公司、基金子公司、期货子公司等贡献利润较多。证券本部业务中，轻资本业务以赚取手续费为主，重资本业务以赚取息差为主。2012年之前券商以轻资本通道业务为主，近年来重心转向重资本交易业务和综合财富管理，机构业务价值凸显。
- 轻资本业务高质量发展，重资本业务持续发力：传统经纪代买业务费率长周期下滑，财富管理转型，代销收入趋势上升，基金投顾具有较大市场空间；投行稳健发展，内部协同提升，全面注册制带来新机遇，跟投更考验挑选项目的的能力；资管业务结构调整，通道业务继续压缩，主动管理能力凸显，公募资管和参控股公募基金贡献较多利润；资本中介业务占比上升，股质规模压降风险降低，融资融券余额持续增加；投资业务去方向性，衍生品业务扩大，权益多头规模压缩，固收、另类等规模提升，收入波动性下降。后续证券公司有望从头部开始提高杠杆率，有助于高评级头部券商提升ROE，进而提升估值。
- 从强盈利周期行业向稳健增长行业转变，行业Beta属性下降Alpha属性上升。业务净收入增速和大盘涨幅的关联性从2015年的20余倍，大幅回落至1倍附近，即行业收入增速大致和当年大盘指数涨跌幅接近。证券行业短期看市场情绪、中期看政策催化、长期看盈利能力。
- 金融供给侧改革深化，证券公司并购迎新机遇。政策鼓励券商间并购重组，做优做强，打造一流的投资银行。具有并购价值的券商可能有以下几个思考方向：一是民营资本；二是区域型券商；三是特色业务的券商，尤其是轻资本投行、资管业务具有特色的券商；四是杠杆率较低、经营较为稳健的券商。
- 流动性修复有望和政策催化共振，市场底部回暖可能带来券商戴维斯双击。投资建议关注三大主线：a) 综合优势突出，创新业务领先的头部券商，如中信、中金、华泰；b) 泛财富管理业务具有优势的券商，如东方证券、财通证券、兴业证券；c) 具有并购预期的跨越式成长券商，如国联证券

1

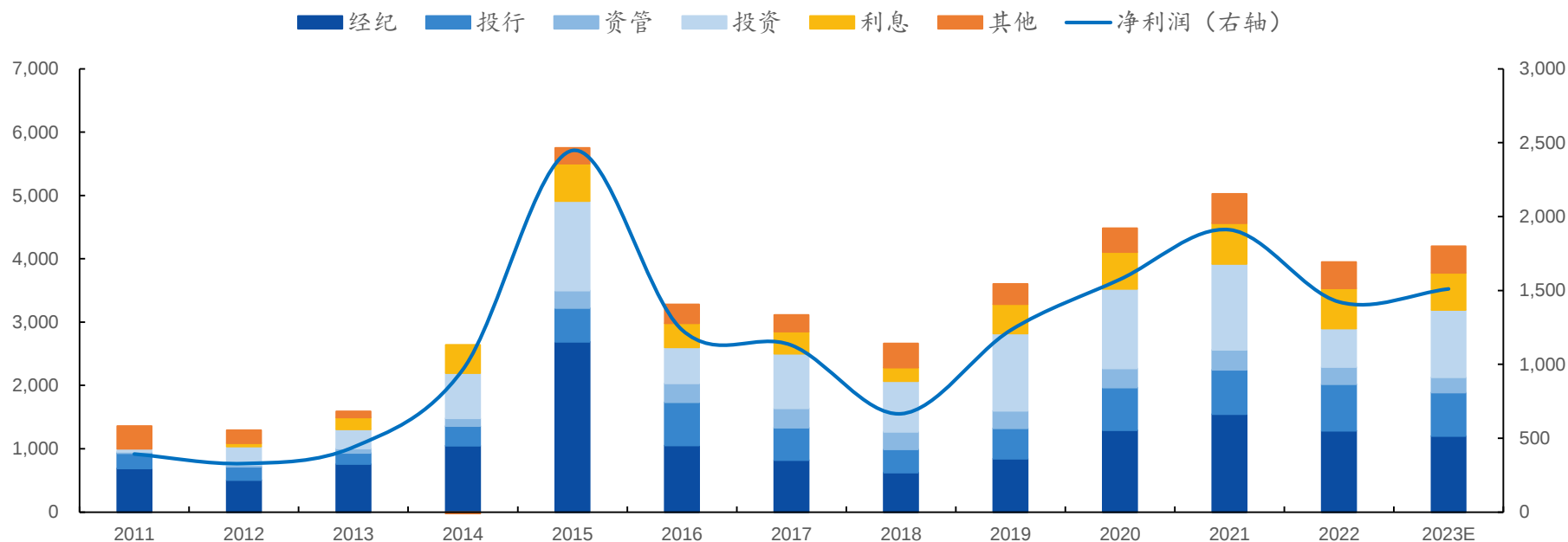
证券行业趋势特征



1.1 行业净收入趋势向上，净利润稳定性上升

- 截止**2023Q3**，市场**141**家证券公司，其中上市证券公司**43**家。通过融资扩表加杠杆等方式，截至2023上半年，行业净资本稳步提升至2.13万亿元，总资产达到11.65万亿元。预计2023全年行业净利润同比小幅上扬。
- 近年来证券公司行业净收入趋势向上，2013-2022年10年净收入/净利润复合增速分别为12.45%/9.51%。根据协会口径截止2022年，行业营业收入3949.73亿元，净利润1423.01亿元，净利率近年来保持在36%附近。
- 近年来业务收入结构优化，实现高质量发展。对单一传统经纪业务的依赖逐步下降，占比从2015年的46.79%下降到2022年的32.56%。自营权益去方向性、资管从通道转向主动管理、压缩股权质押等风险业务、注册制下投行项目提速、机构业务发力、衍生品大发展，证券行业的盈利周期属性下降，抗风险能力大幅提升。

图1-1：证券公司分部业务净收入稳步提升(单位：亿元)



数据来源：证券业协会，
备注：协会数据为专项合并口径



1.2 盈利周期性弱化，Beta属性下降Alpha属性上升

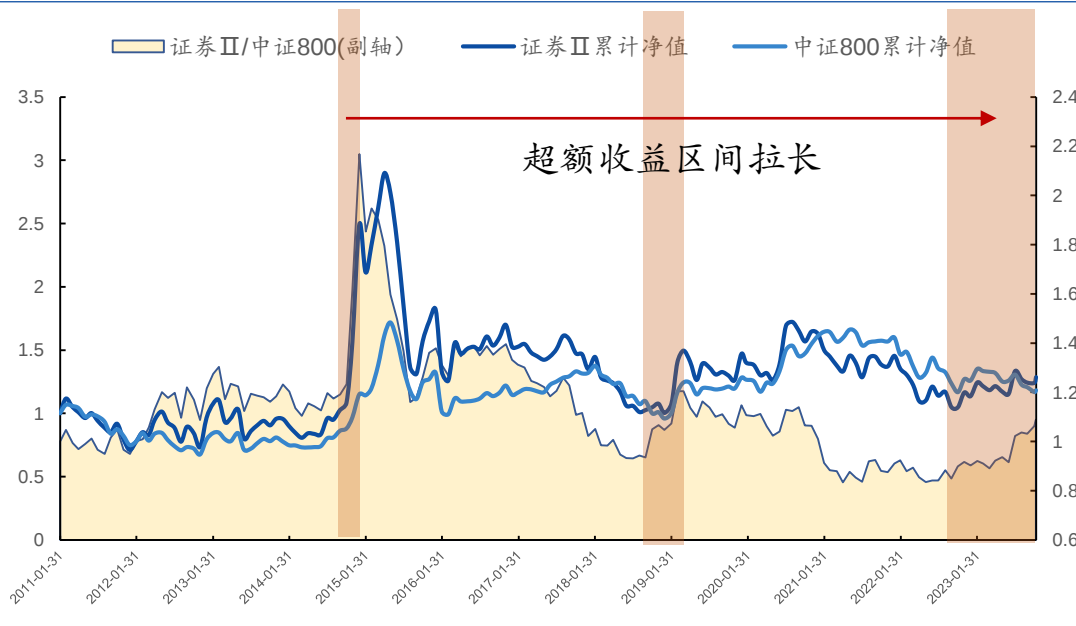
- 券商中自营权益投资、经纪等业务和大盘走势的相关度较高。传统上券商是“牛市先锋”，在牛市初期往往有亮眼表现，享受戴维斯双击。
- 随着近年来重资产业务崛起、投资去方向性、投行资管等轻资产业务快速发展，券商的盈利周期弱化。股价相对中证800的超额收益从以前短期集中兑现，转变为长期缓慢释放。
- 从强盈利周期行业向稳健增长行业转变，公司的Beta属性下降Alpha属性上升。业务净收入增速和大盘涨幅的关联性从2015年的20余倍，大幅回落至1倍附近，即行业收入增速大致和当年大盘指数涨跌幅接近。

表1-2-1：券商分部收入增速/大盘涨幅

	经纪	投行	资管	投资	两融	其他	总收入	沪深300
2012	-3.55	-1.56	3.53	63.94		-5.55	-0.63	7.6
2013	-6.62	2.43	-21.28	-0.69	-32.82	6.83	-3.01	-7.6
2014	0.74	1.52	1.49	2.56	2.74	-2.65	1.23	51.7
2015	28.01	12.86	21.68	17.73	5.82	-139.03	21.67	5.6
2016	5.40	-2.55	-0.70	5.30	3.14	-1.66	3.81	-11.3
2017	-1.01	-1.17	0.21	2.36	-0.41	-0.51	-0.23	21.8
2018	0.95	1.08	0.45	0.28	1.51	-1.74	0.57	-25.3
2019	0.97	0.84	0.00	1.46	3.21	-0.43	0.98	36.1
2020	1.98	1.44	0.33	0.10	0.95	0.67	0.90	27.2
2021	-3.71	-0.79	-1.17	-1.54	-1.90	-4.33	-2.31	-5.2
2022	0.78	-0.22	0.69	2.55	0.05	0.46	0.99	-21.6

数据来源：证券业协会，国元证券研究所

图1-2-2：券商的Beta属性下降，Alpha属性上升



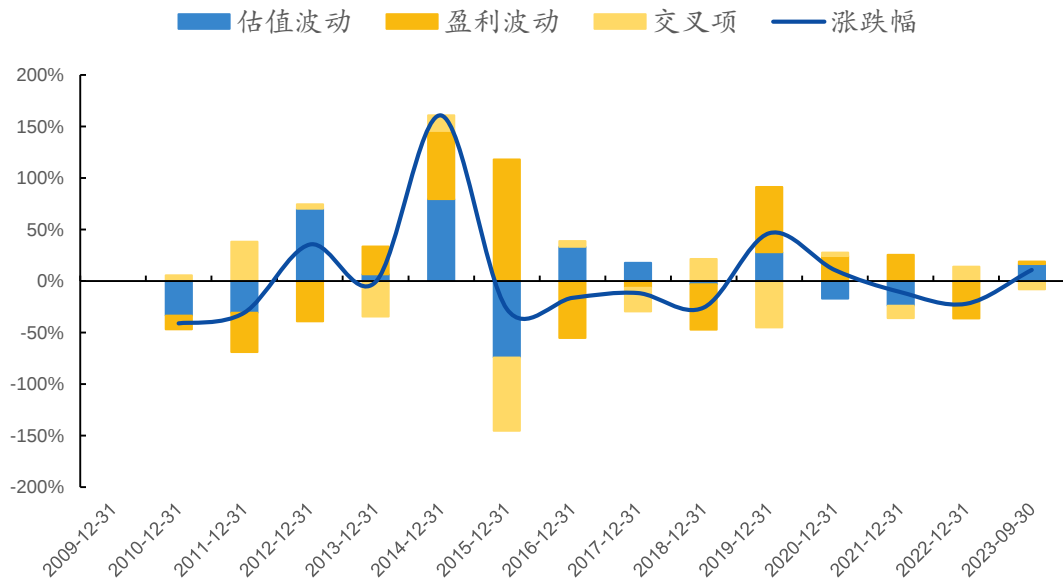
数据来源：国元证券研究所



1.3 短期价格主要受到估值影响，长期价格由盈利支撑

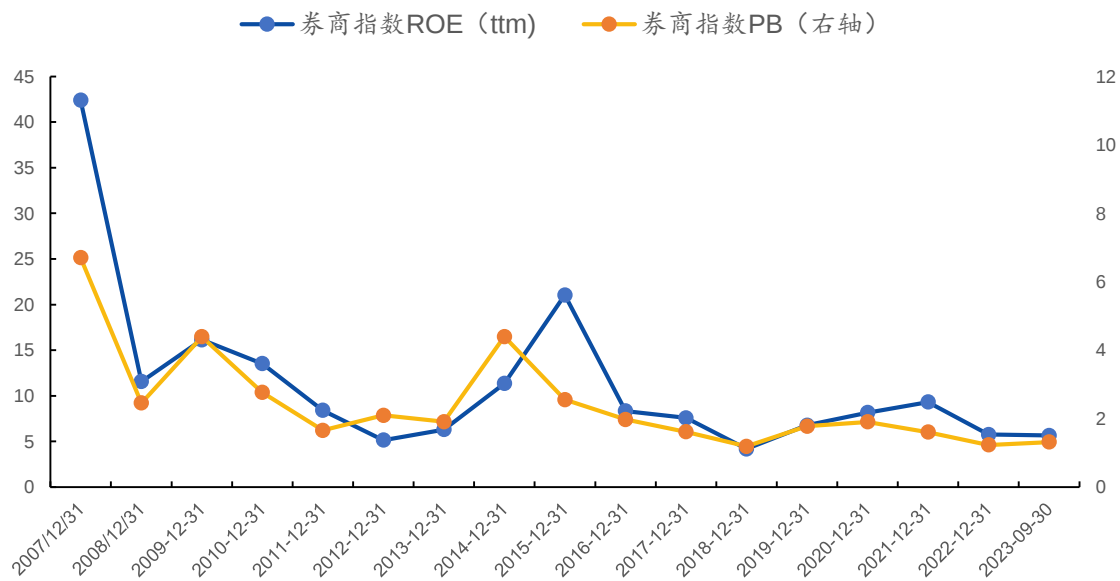
- 按盈利估值拆分， $P=PE*EPS$ ，股价涨幅=PE变动+EPS变动+交叉项
- 长期看估值解释了证券行业约75%的价格波动，盈利解释约25%，价格略微领先盈利变动
- 以中信二级券商指数（CI005165.WI）为例，2010年底至2022底券商指数涨幅10.79%；PE估值由25.27回落到18.19，下跌-28.04%；归母净利润从346亿上升至1414亿元，涨幅308%，行业平均净利润增速12.4%
- ROE是券商估值之锚，券商PB估值基本和ROE同步变动，“价格战”导致传统轻资产业务费率下滑、拉低ROE进而影响估值是主因；证券行业短期看市场情绪、中期看政策催化、长期看盈利能力

图1-3-1：股价波动主要由估值贡献，近年来估值波动降低



数据来源： ，国元证券研究所

图1-3-2：券商的估值在2015年后回落，ROE是估值之锚



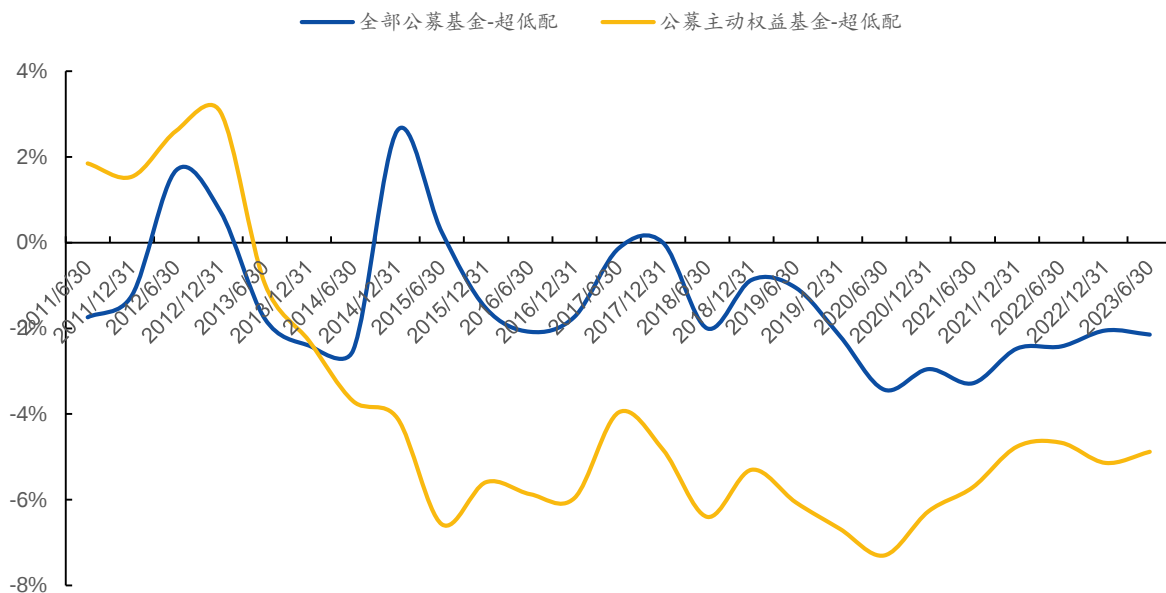
数据来源： ，国元证券研究所



1.4 机构配置比例近期大幅提升

- 公募主动权益基金非银配置仓位较低，非银指数产品相对多。2023上半年，使用中信一级行业分类，在全部公募基金/主动权益基金维度，非银行业配置比例分别为3.58%/0.84%（指数产品行业配置9.7%），环比-0.33pct/-0.03pct，相对中证全指低配2.14pct/4.88pct。
- **23Q3非银关注度显著提升，加杠杆和牛市预期打开价格上升空间。**在全部公募基金/主动权益基金维度，非银行业重仓持股市值占基金股票投资市值比分别为4.63%/1.44%，较23Q2分别上升0.91pct/0.77pct，其中，全部公募基金中非银环比增幅在全行业排名前三，剔除涨跌主动加仓第一。2023价值风格占优，预期政策放松杠杆约束、牛市预期、情绪等催化因素下迎来反弹，相对大盘跑出超额收益。

图1-4-1：全部公募基金/主动权益基金相对中证全指超低配情况



数据来源： ，国元证券研究所

图1-4-2： 23Q3基金行业配置占比环比增幅情况

行业	全部基金环比增幅 (%)	主动权益基金环比增幅 (%)
食品饮料	1.09%	0.71%
医药	1.03%	1.43%
非银行金融	0.91%	0.77%
电子	0.83%	0.81%
银行	0.50%	0.33%
石油石化	0.39%	0.43%
煤炭	0.25%	0.61%
汽车	0.24%	0.81%
有色金属	0.23%	-0.17%

数据来源： ，国元证券研究所

1.5 业务赚钱逻辑

- 证券公司赚周期的钱、赚认知和能力的钱、赚资源和牌照的钱
- 券商股特点：牛市旗手、估值和ROE高度相关、马太效应
- 龙头优势：资金成本低、盈利能力强、业务协同赋能、牌照优势、创新业务领先、风险抵御能力强
- 小券商优势：特色业务突出、增长弹性大、业务转型快、估值弹性较大、区域认可度高
- 市场关注概念：泛财富管理、互联网券商、龙头优质、次新、并购重组

图1-5：证券II指数相对大盘的表现



数据来源：，国元证券研究所

2

解读财务报表

2.1 业务分部：多核驱动下盈利稳定性提升

- 证券公司的主营业务包括经纪、资管、投行、资本中介、证券投资等。除本部外，证券类子公司、基金子公司、期货子公司等贡献利润较多。证券本部业务中，轻资本业务以赚取手续费为主，重资本业务以赚取息差为主
 - 2012年之前券商以轻资本通道业务为主，近年来重心转向重资本交易业务和综合财富管理，机构业务价值凸显
 - 目前证券公司的盈利模式多核驱动，逐步摆脱早年依赖单一经纪业务，赚取代买卖佣金的商业模式
-
- 轻资本-经纪（主要包括代买，代销，分仓），成交额*费率
 - 轻资本-资管（主要包括基金，非基金主动，通道），管理规模*费率
 - 轻资本-投行（主要包括IPO，定增，债承），项目规模*费率
 - 重资本-资本中介（主要包括两融，股票质押），本金*杠杆*息差
 - 重资本-自营（主要包括固收，权益，量化，衍生），本金*杠杆*息差（收益率-负债成本）



2.1 业务分部：看分部报告与三大报表

- 分部盈利可以参考证券公司年报中的分部报告，一般分为经纪（财富管理）、资产管理、证券投资（自营）、证券承销（投行）、资本中介（信用）、海外子公司、管理本部、其他等
- 不同公司的分部报告口径不同，较难公允地进行横向比较，纵向比较具有较强的参考价值；横向比较综合业务分部和三大报表的标准化科目，轻资本业务看利润表，重资本业务结合资产负债表；根据〔2013〕41号证券公司年度报告内容与格式准则，2013年前后会计准则有一定变动

图2-1-1：中信证券分部报告

十五、其他重要事项(续)

2. 分部报告

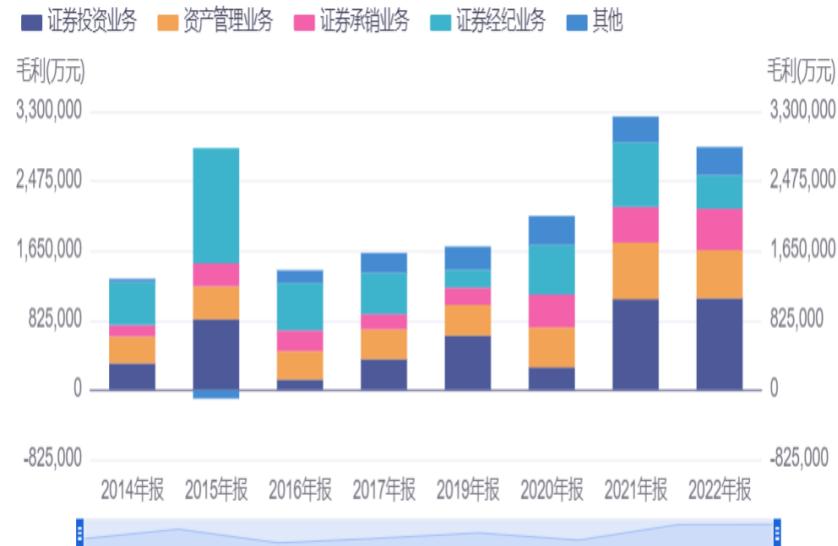
本集团管理层出于管理目的，根据业务种类划分成业务单元。本集团的报告分部为：经纪业务、资产管理业务、证券投资业务、证券承销业务及其他业务。

2022 年度	经纪业务	资产管理业务	证券投资业务	证券承销业务	其他	合计
一、营业收入	16,488,305,414.36	12,184,803,617.08	15,771,905,696.50	8,510,900,610.10	12,152,592,661.17	65,108,507,999.21
手续费及佣金净收入	11,017,491,902.32	11,486,980,688.47	196,018,755.73	8,505,619,628.15	736,699,033.30	31,942,810,007.97
利息净收入	4,214,543,049.18	123,403,154.19	1,248,157,922.23	521,523.73	219,162,198.25	5,805,787,847.58
其中：利息收入	6,014,564,531.21	197,901,089.42	14,183,194,612.47	521,523.73	627,628,357.75	21,023,810,114.58
利息支出	1,800,021,482.03	74,497,935.23	12,935,036,690.24	-	408,466,159.50	15,218,022,267.00
对联营及合营企业的投资收益	-	-	-	-	673,389,919.60	673,389,919.60
其他净收入	1,256,270,462.86	574,419,774.42	14,327,729,018.54	4,759,458.22	10,523,341,510.02	26,686,520,224.06
二、营业支出	12,531,561,440.93	6,479,403,749.04	4,897,285,501.75	3,598,873,359.12	8,791,271,312.16	36,298,395,363.00
其中：其他资产减值损失	-	2,934,167.88	-	-	511,237,483.19	514,171,651.07
信用减值损失/(转回)	7,588,617.59	(10,019,061.25)	(728,142,253.66)	(675,712.81)	33,064,735.74	(698,183,674.39)
三、营业利润	3,956,743,973.43	5,705,399,868.04	10,874,620,194.75	4,912,027,250.98	3,361,321,349.01	28,810,112,636.21
四、所得税费用						6,781,417,187.34
五、资产总额	353,082,888,164.44	36,041,146,635.16	842,727,931,696.72	15,617,516,258.28	60,819,798,951.32	1,308,289,281,705.92
其中：对联营及合营公司的投资	-	-	-	-	9,648,717,804.57	9,648,717,804.57
固定资产和在建工程	597,273,980.09	322,802,121.76	229,088,585.53	85,818,930.50	7,047,331,929.05	8,282,315,546.93
六、负债总额	290,286,975,945.09	19,341,424,705.84	684,763,939,013.32	18,592,575,603.20	36,932,327,975.91	1,049,917,243,243.36

数据来源：中信证券年报，国元证券研究所

图2-1-2：中信证券分部利润占比

历年毛利



数据来源：中信证券年报，国元证券研究所

2.2 轻资本-经纪业务-利润表

- 收入核心是手续费及佣金净收入，体现在：
 - 利润表-手续费及佣金净收入-经纪业务手续费净收入
 - 资产负债表-资产-货币基金-客户资金存款
 - 资产-结算备付金-客户备付金
 - 负债-代理买卖证券款
- 其他是客户保证金利差收入等，体现在利润表-利息净收入的部分
- 利润表-手续费及佣金净收入-经纪业务手续费净收入是经纪业务的重要组成部分，合并口径下又主要分为证券经纪和期货经纪，但不包括全部构成，可能小于分部收入下面的经纪业务分部。

图2-2-1：中信证券合并利润表

合并利润表			
2022年度			
(除另有注明外，金额单位均为人民币元)			
	附注六	2022 年度	2021 年度
一、营业收入		65,108,507,999.21	76,523,716,526.93
手续费及佣金净收入	46	31,942,810,007.97	34,554,169,864.84
其中：经纪业务手续费净收入		11,168,877,536.10	13,962,545,242.06
投资银行业务手续费净收入		8,653,871,899.68	8,155,822,760.26
资产管理业务手续费净收入		10,939,895,251.68	11,702,041,416.98
利息净收入(支出以负号列示)	47	5,805,787,847.58	5,337,491,785.16
其中：利息收入		21,023,810,114.58	20,574,930,713.22
利息支出		(15,218,022,267.00)	(15,237,438,928.06)
投资收益	48	31,969,568,614.67	18,265,665,970.71

图2-2-2：中信证合并利润表附录

六、 合并财务报表主要项目附注(续)			
46. 手续费及佣金净收入			
项目	2022 年度	2021 年度	
证券经纪业务净收入	10,101,602,001.88	13,021,408,354.87	
证券经纪业务收入	13,619,388,793.75	17,263,339,835.44	
其中：代理买卖证券业务	10,355,678,875.26	12,760,035,738.94	
交易单元席位租赁	1,579,836,780.23	1,846,365,972.87	
代销金融产品业务	1,683,066,132.20	2,654,628,588.44	
证券经纪业务支出	3,517,786,791.87	4,241,931,480.57	
其中：代理买卖证券业务	3,224,832,920.31	4,166,835,449.81	
交易单元席位租赁	291,176,306.77	74,176,675.90	
期货经纪业务净收入	1,067,275,534.22	941,136,887.19	
期货经纪业务收入	2,806,107,982.75	2,377,143,867.79	
期货经纪业务支出	1,738,832,448.53	1,436,006,980.60	

数据来源：中信证券年报，国元证券研究所

数据来源：中信证券年报，国元证券研究所

2.2轻资本-经纪业务-资产负债表

- 客户资金存款和客户备付金是体现在证券公司的资产负债表上的，证券公司不得挪用，因此在计算证券公司的杠杆率时需要剔除这两项
- 通过观察代理买卖证券款可以观察一家证券公司经纪业务的客户结构，例如中信证券的经纪业务中，机构占比较高

图2-2-3：中信证券合并资产负债表-资产

合并资产负债表			
2022年12月31日			
(除另有注明外，金额单位均为人民币元)			
		本集团	
	附注六	2022年 12月31日	2021年 12月31日
资产			
货币资金	1	316,234,196,407.98	279,551,391,020.43
其中：客户资金存款		218,283,647,437.39	194,559,711,115.02
结算备付金	2	41,891,038,748.50	40,518,221,872.94
其中：客户备付金		27,439,623,989.24	27,899,198,554.73
融出资金	3	106,976,333,285.12	129,119,054,428.68
衍生金融资产	4	36,388,726,601.68	31,000,576,285.16
买入返售金融资产	5	31,483,058,571.34	46,393,304,084.07

数据来源：中信证券年报，国元证券研究所

图2-2-5：中信证合并资产负债表-负债

合并资产负债表(续)			
2022年12月31日			
(除另有注明外，金额单位均为人民币元)			
		本集团	
	附注六	2022年 12月31日	2021年 12月31日
负债			
短期借款	22	9,801,009,030.70	7,261,986,937.35
应付短期融资款	23	11,859,811,150.47	14,630,461,113.32
拆入资金	24	29,580,862,731.58	50,683,601,222.25
交易性金融负债	25	91,115,595,437.92	75,643,595,527.14
衍生金融负债	4	28,122,498,106.75	34,117,765,867.20
卖出回购金融资产款	26	214,283,094,912.92	235,266,476,021.13
代理买卖证券款	27	279,402,254,030.26	251,164,465,946.21
代理承销证券款	28	15,253,774,089.37	711,227,237.17
应付职工薪酬	29	19,819,854,927.61	18,944,849,905.48

数据来源：中信证券年报，国元证券研究所

图2-2-4：中信证合并资产负债表附录

2. 结算备付金			
(1) 按类别列示			
		2022年 12月31日	2021年 12月31日
客户备付金		27,439,623,989.24	27,899,198,554.73
公司备付金		14,451,414,759.26	12,619,023,318.21
合计		41,891,038,748.50	40,518,221,872.94

数据来源：中信证券年报，国元证券研究所

图2-2-6：中信证合并资产负债表附录

27. 代理买卖证券款			
项目		2022年 12月31日	2021年 12月31日
境内：			
普通经纪业务		233,572,112,078.42	205,005,333,564.75
个人		75,393,209,939.09	82,304,603,035.26
机构		158,178,902,139.33	122,700,730,529.49
信用业务		19,436,681,937.39	21,934,409,756.42
个人		8,577,753,222.92	8,528,213,810.20
机构		10,858,928,714.47	13,406,195,946.22
小计		253,008,794,015.81	226,939,743,321.17
境外：			
合计		26,393,460,014.45	24,224,722,625.04
		279,402,254,030.26	251,164,465,946.21

数据来源：中信证券年报，国元证券研究所

2.3轻资本-资产管理-利润表

- 收入核心是手续费，体现在：
 - 利润表-手续费及佣金净收入-资产管理业务手续费净收入
 - 一般不体现在资产负债表
- 附录部分又可能细分为资产管理和基金业务
- 利润表-手续费及佣金净收入-资产管理业务手续费净收入是资产管理业务主要组成部分
- 头部基金子公司贡献较多利润，控股的会并表体现在营业收入-资产管理业务手续费收入下面，没有控股的会体现在投资收益-对联营和合营企业投资收益（长期股权投资）下面，从参股到控股合并报表可能导致当期收入大幅增加
- 《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》出台，“一参一控一牌”放开，券商资管公募业务提速。

图2-3-3：中信证合并利润表附录

图2-3-1：中信证券合并利润表

合并利润表 2022年度 (除另有注明外，金额单位均为人民币元)			
	附注六	2022 年度	2021 年度
一、营业收入		65,108,507,999.21	76,523,716,526.93
手续费及佣金净收入	46	31,942,810,007.97	34,554,169,864.84
其中：经纪业务手续费净收入		11,168,877,536.10	13,962,545,242.06
投资银行业务手续费净收入		8,653,871,899.68	8,155,822,760.26
资产管理业务手续费净收入		10,939,895,251.68	11,702,041,416.98
利息净收入(支出以负号列示)	47	5,805,787,847.58	5,337,491,785.16
其中：利息收入		21,023,810,114.58	20,574,930,713.22
利息支出		(15,218,022,267.00)	(15,237,438,928.06)
投资收益	48	31,969,568,614.67	18,265,665,970.71
其中：对联营企业和合营企业的投资收益		673,389,919.60	889,723,898.89
公允价值变动收益(损失以负号列示)	49	(13,659,870,646.09)	5,306,729,885.74
汇兑收益		883,524,229.44	(138,198,767.78)

图2-3-2：中信证合并利润表附录

六、 合并财务报表主要项目附注(续)			
46. 手续费及佣金净收入			
项目	2022 年度	2021 年度	
资产管理业务净收入	3,100,744,002.54	3,604,288,434.71	
资产管理业务收入	3,102,751,276.88	3,604,478,448.65	
资产管理业务支出	2,007,274.34	190,013.94	
基金管理业务净收入	7,839,151,249.14	8,097,752,982.27	
基金管理业务收入	7,892,020,998.30	8,146,762,738.84	
基金管理业务支出	52,869,749.16	49,009,756.57	
投资咨询业务净收入	508,469,527.25	256,650,299.21	
投资咨询业务收入	508,469,527.25	256,666,303.33	
投资咨询业务支出	-	16,004.12	

九、 在其他主体中的权益(续)				
1. 在子公司中的权益(续)				
存在重要少数股东权益的子公司如下：				
2022 年度	少数股东持股比例	归属少数股东损益	向少数股东支付股利	年末累计少数股东权益
华夏基金管理有限公司	37.80%	817,734,578.36	433,180,178.82	4,683,063,520.78
2021 年度	少数股东持股比例	归属少数股东损益	向少数股东支付股利	年末累计少数股东权益
华夏基金管理有限公司	37.80%	873,955,363.12	380,080,078.28	4,266,622,939.21
下表列示了华夏基金管理有限公司主要财务信息。这些信息为本集团内各企业之间相互抵消前的金额：				
	2022 年度	2021 年度		
资产	17,649,509,694.96	16,294,608,964.84		
负债	5,260,452,761.67	5,007,246,691.80		
营业收入	7,474,588,699.12	8,014,725,839.80		
净利润	2,163,318,990.37	2,312,051,225.18		
综合收益合计	2,247,673,969.29	2,286,540,212.05		
经营活动产生的现金流量净额	1,114,255,131.14	1,226,917,699.41		

数据来源：中信证券年报，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

数据来源：中信证券年报，国元证券研究所

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

数据来源：中信证券年报，国元证券研究所

2.3轻资本-资产管理-管理规模

- 以国泰君安为例，泛资管业务分为国泰君安资管、国泰君安创投私募股权、控股公司华安基金三部分
- 从行业变化来看，随着通道业务压缩、财富管理转型、居民理财需求的爆发，公募尤其是非货规模自2020年起快速增长，可能是未来几年的发力方向。
- “一参一控一牌”政策放开，多家券商增持基金公司股份。基金丰富的产品线能帮券商扩充产品种类，同时券商渠道也能赋能基金公司产品销售。公募基金业务主要收取资产管理费，盈利模式相对稳定成熟，为母公司提供稳定的营收来源，降低了券商牛熊市业绩波动幅度。

图2-3-5：华安基金管理规模

2022 年末华安基金管理资产规模（单位：亿元）

	本报告期末	上年度末
管理资产规模	6,225.65	6,504.26
公募基金管理规模	5,522.95	5,968.62
非货币公募基金管理规模	3,327.96	3,822.93
非公募基金管理规模	702.70	535.64

数据来源：公司业务数据。

数据来源：国泰君安年报，国元证券研究所

图2-3-4：国泰君安资管管理规模

2022 年末国泰君安资管管理资产规模（单位：亿元）

业务类别	本报告期末	上年度末
定向资产管理业务规模	1,244.31	1,431.77
集合资产管理业务规模	1,546.32	1,068.10
专项资产管理业务规模	1,098.88	1,101.20
公募基金管理业务规模	444.14	241.18

注：集合资产管理业务规模以管理资产净值计算。

数据来源：国泰君安年报，国元证券研究所

图2-3-6：国泰君安私募股权管理规模

2022 年末国泰君安创投私募股权基金业务情况

	本报告期末	上年度末
管理基金数量（只）	37	40
管理基金累计承诺出资额（亿元）	573.34	429.02
管理基金累计实际出资额（亿元）	399.85	388.35

数据来源：公司业务数据。

数据来源：国泰君安年报，国元证券研究所

2.3轻资本-资产管理-参控股公募基金

- 头部证券公司下一般都有一家或者多家参控股公募基金公司，表中多家资管子公司正在申请公募牌照

表2-3-1：2023H1上市券商营收Top20参控股公募基金公司情况

排名	证券公司	持有公募牌照公司				排名	证券公司	持有公募牌照公司			
		控股	股权比例	参股	股权比例			控股	股权比例	参股	股权比例
1	中信证券	华夏基金	62.20%	无	无	11	浙商证券	浙商资管	100.00%	浙商基金	25.00%
2	华泰证券	华泰资管	100.00%	华泰柏瑞	49.00%	12	国信证券	鹏华基金	50.00%	无	无
				南方基金	41.16%						
3	国泰君安	国君资管	100.00%	无	无	13	兴业证券	兴证全球基金	51.00%	南方基金	9.15%
		华安基金	51.00%								
4	海通证券	海富通基金	51.00%	富国基金	27.78%	14	中泰证券	中泰资管	60.00%	无	无
								万家基金	60.00%		
5	中信建投	中信建投基金	100.00%	无	无	15	光大证券	光大保德信	55.00%	大成基金	25.00%
6	广发证券	广发基金	54.53%	易方达基金	22.65%	16	东吴证券	东吴基金	70.00%	无	无
7	中金公司	中金基金	100.00%	无	无	17	方正证券	方正富邦基金	66.70%	无	无
8	申万宏源	申万菱信基金	67.00%	富国基金	27.78%	18	西部证券	西部利得基金	51.00%	无	无
9	招商证券	无	无	博时基金	49.00%	19	长江证券	长江资管	100.00%	长信基金	44.55%
				招商基金	45.00%						
10	东方证券	东证资管	100.00%	汇添富基金	35.41%	20	东北证券	东方基金	57.60%	银华基金	18.90%
				长城基金	17.65%						

数据来源：iFind，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

更多免费行业报告

并购家

www.ipoipo.cn

2.3轻资本-资产管理-基金公司并表案例

- 举例：2022年11月，国泰君安受让上海工业投资（集团）有限公司持有的华安基金8%股权，持有华安基金的股权比例由43%上升至51%，成为华安基金的控股股东。并表前，华安基金对国泰君安的贡献体现在合并利润表-营业总收入-投资收益-其中：对联营企业和合营企业的投资收益下，以权益法确认投资损益
- 根据2021年报，华安基金净利润10.06亿元，以权益法确认归属国泰君安净利润2.56亿元（期间持有华安基金股权从20%→28%），占国泰君安证券归母净利润比例为1.70%。

图2-3-7：国泰君安证券2021年报合并利润表

合并利润表
2021年1—12月

单位：元 币种：人民币

项目	附注	2021 年度	2020 年度
一、营业总收入		42,817,138,705	35,200,282,406
手续费及佣金净收入	七、46	15,949,646,700	14,139,169,665
其中：经纪业务手续费净收入		9,505,097,153	8,432,761,842
投资银行业务手续费净收入		4,062,092,823	3,734,887,305
资产管理业务手续费净收入		1,791,789,996	1,545,172,427
利息净收入	七、47	5,590,552,810	5,691,028,197
其中：利息收入		15,752,963,321	14,495,681,745
利息支出		10,162,410,511	8,804,653,548
投资收益	七、48	11,619,127,882	8,799,245,119
其中：对联营企业和合营企业的投资收益		538,723,380	155,524,147
公允价值变动收益	七、49	358,568,383	433,285,935
汇兑收益（损失以“-”号填列）		-71,624,507	61,555,622
资产处置收益		28,601,766	22,010,269
其他收益	七、50	595,398,091	606,811,271
其他业务收入	七、51	8,746,867,580	5,447,176,328

图2-3-8：国泰君安证券2021年报资产负债表附录

11、长期股权投资

√适用 □不适用

单位：元 币种：人民币

被投资单位	期初余额	本期增减变动					期末余额	减值准备期末余额
		追加投资	减少投资	权益法下确认的投资损益	其他综合收益调整	宣告发放现金股利或利润		
合伙)								
深圳国泰君安力鼎一期创业投资基金(有限合伙)	12,192,301	-	-	-	-12,192,301	-	-	-
上海科创中心股权投资基金管理有限公司	15,589,122	-	-	1,906,884	-	-1,677,000	15,819,006	-
华安基金管理有限公司(以下简称“华安基金”)	1,008,163,398	687,408,000	-	255,826,149	-731,153	-60,000,000	1,890,666,394	-
深圳联合产权交易所股份有限公司	128,098,966	-	-	13,752,282	-	-4,000,000	137,851,248	-
上海集擎咨询管理有限公司	-	750,000	-	-	-	-	750,000	-
上海城市更新引导私募基金合伙企业(有限合伙)	-	1,000,000	-	-	-	-	1,000,000	-
上海证券有限责任公司(以下简称“上海证券”)(注)	-	5,129,329,799	-	164,327,475	72,580,825	-	5,366,238,099	-
小计	1,169,765,061	5,818,487,799	-	452,483,846	59,657,371	-65,677,000	7,434,717,077	-
合计	4,014,543,183	8,226,954,789	126,723,996	538,723,380	339,721,224	-65,677,000	12,927,541,580	-

2.3轻资本-资产管理-基金公司并表案例

- 并表后，华安基金对国泰君安证券的资产管理业务收入贡献体现在：
 - 合并利润表-手续费及佣金净收入-资产管理业务手续费净收入-附录 基金管理业务净收入
 - 2022年11-12月，华安基金对国泰君安证券的收入贡献总额体现在“华安基金-营业收入”，共计5.92亿元（为国泰君安控股华安基金以来，即2022年11月4日起至2022年底，华安基金的营业收入），占国泰君安证券2022年归母净利润比例为5.15%。

图2-3-10：国泰君安证券2022年报合并利润表附录

(1) 手续费及佣金净收入情况

单位：元 币种：人民币

项目	本期发生额	上期发生额
资产管理业务净收入	726,935,591	1,649,881,895
资产管理业务收入	726,935,591	1,649,881,895
资产管理业务支出	-	-
基金管理业务净收入	921,423,040	141,908,101
基金管理业务收入	923,710,862	143,696,713
基金管理业务支出	2,287,822	1,788,612

数据来源：国泰君安年报，国元证券研究所

图2-3-11：国泰君安证券2022年报附录

(3) 重要非全资子公司的主要财务信息

单位：千元 币种：人民币

子公司名称	期末余额		期初余额	
	资产合计	负债合计	资产合计	负债合计
华安基金	7,007,071	2,005,548	不适用	不适用
国泰君安国际	84,372,895	71,031,839	86,901,145	74,279,904

子公司名称	本期发生额			上期发生额		
	营业收入	净利润	综合收益总额	营业收入	净利润	综合收益总额
华安基金	592,194	186,915	184,502	不适用	不适用	不适用
国泰君安国际	1,192,547	71,359	29,085	2,242,951	916,024	955,040

图2-3-9：国泰君安证券2022年报合并利润表

合并利润表

2022年1—12月

单位：元 币种：人民币

项目	附注	2022年度	2021年度
一、营业总收入		35,471,284,791	42,817,138,705
手续费及佣金净收入	七、48	14,199,760,247	15,949,646,700
其中：经纪业务手续费净收入		7,643,019,535	9,505,097,153
投资银行业务手续费净收入		4,310,926,699	4,062,092,823
资产管理业务手续费净收入		1,648,358,631	1,791,789,996
利息净收入	七、49	4,764,575,078	5,590,552,810
其中：利息收入		15,586,673,957	15,752,963,321
利息支出		10,822,098,879	10,162,410,511
投资收益	七、50	7,266,131,443	11,619,127,882
其中：对联营企业和合营企业的投资收益		752,580,473	538,723,380

数据来源：国泰君安年报，国元证券研究所

2.3轻资本-资产管理-基金公司并表案例

- 拆分2022年报来看，并表前，2022年1-10月，华安基金对国泰君安证券的资产管理业务收入贡献体现在：
 - 合并利润表：营业收入-投资净收益-其中：对联营企业和合营企业的投资收益
 - 该科目数据包含华安基金当期净利润×当期国泰君安持有华安基金的股权比例
 - 2022年Q1-Q3，该科目数据呈现单季度环比递增，然而，由于2022年11月国泰君安成为华安基金控股股东，该科目22Q4单季环比显著下降，降幅达80.96%。

图2-3-12：国泰君安证券2022年报合并利润表

报告期	2023-06-30	2023-03-31	2022-12-31	2022-09-30	2022-06-30	2022-03-31	2021-12-31
报表类型	中报	一季报	年报	三季报	中报	一季报	年报
营业收入	18,333,687,876.00	9,288,045,652.00	35,471,284,791.00	26,714,745,008.00	19,553,945,174.00	8,149,548,182.00	42,817,138,705.00
手续费及佣金净收入	7,376,348,291.00	3,433,292,327.00	14,199,760,247.00	10,252,425,805.00	6,855,288,923.00	3,393,090,045.00	15,949,646,700.00
经纪业务手续费净收入	3,502,795,122.00	1,607,283,891.00	7,643,019,535.00	5,849,724,115.00	3,904,737,857.00	1,946,820,561.00	9,505,097,153.00
投资银行业务手续费净收入	1,548,432,911.00	659,396,848.00	4,310,926,699.00	3,072,957,997.00	2,073,838,069.00	999,220,070.00	4,062,092,823.00
资产管理业务手续费净收入	2,089,247,622.00	1,059,098,243.00	1,648,358,631.00	935,526,309.00	587,087,263.00	309,287,551.00	1,791,789,996.00
利息净收入	1,539,157,662.00	692,777,050.00	4,764,575,078.00	3,650,531,241.00	2,522,636,869.00	1,249,141,468.00	5,590,552,810.00
利息收入	7,856,402,109.00	3,811,879,494.00	15,586,673,957.00	11,708,839,825.00	7,862,272,072.00	4,048,269,325.00	15,752,963,321.00
减：利息支出	6,317,244,447.00	3,119,102,444.00	10,822,098,879.00	8,058,308,584.00	5,339,635,203.00	2,799,127,857.00	10,162,410,511.00
投资净收益	1,973,840,626.00	2,324,962,992.00	7,266,131,443.00	3,112,946,919.00	1,764,362,830.00	-681,974,170.00	11,619,127,882.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	194,618,268.00	76,025,731.00	752,580,473.00	693,987,900.00	386,285,404.00	109,883,472.00	538,723,380.00
净敞口套期收益							
公允价值变动净收益	3,418,140,950.00	930,533,362.00	512,649,229.00	1,937,431,133.00	2,203,624,850.00	960,366,191.00	358,568,383.00
汇兑净收益	134,643,624.00	-68,036,405.00	118,030,681.00	-15,741,594.00	58,391,638.00	19,251,889.00	-71,624,507.00
其他收益	523,176,482.00	382,754,486.00	744,821,930.00	710,259,236.00	716,688,827.00	653,240,316.00	595,398,091.00
其他业务收入	3,368,505,856.00	1,591,211,174.00	7,866,293,153.00	7,067,194,046.00	5,433,135,714.00	2,556,207,310.00	8,746,867,580.00
资产处置收益	-125,615.00	550,666.00	-976,970.00	-301,778.00	-184,477.00	225,133.00	28,601,766.00
营业支出	10,752,370,920.00	5,280,069,036.00	21,188,242,442.00	16,073,632,722.00	11,417,417,909.00	4,920,631,810.00	23,537,324,054.00
税金及附加	94,180,536.00	45,454,195.00	214,789,085.00	165,872,028.00	119,036,684.00	52,262,649.00	190,677,793.00
管理费用	7,249,900,210.00	3,641,158,979.00	13,639,636,943.00	9,124,086,583.00	6,155,737,868.00	2,675,707,839.00	14,339,518,592.00

并表后，2022年11-12月，华安基金对国泰君安证券的资产管理业务收入贡献体现在：

- 合并利润表：营业收入-资产管理业务手续费净收入
- 该科目数据包含华安基金自被收购起至年底的营业收入
- 2022Q2/Q3该科目单季环比增幅分别为-11.33%/25.43%，然而，该科目2022Q4单季环比增幅为104.58%，大幅上升。

- 根据2022年报，国泰君安证券单季度归母净利润基本保持稳定，主要原因系：
 - 并表将大幅增长“少数股东损益”科目数据：22年前三季度，该科目数据总和为0.44亿元，而22Q4单季数据显著上升至0.70亿元，全年1.14亿元。

[illegible]

请务必阅读正文之后的免责条款部分

2.3轻资本-资产管理-基金公司并表案例

- 并表后，2023年上半年，国泰君安证券资管业务手续费净收入为20.89亿元，同比增加15.02亿元，增幅255.87%，主要原因系：
 - 22H1(并表前)，华安基金对国泰君安的贡献体现在“投资收益”科目，而23H1(并表后)，变更至“资产管理业务手续费净收入”科目；
 - 22H1(并表前)，华安基金为国泰君安贡献的收入金额为其当期净利润×当期国泰君安持有华安基金的股权比例，而23H1(并表后)，贡献收入金额为其营业收入，同步增加费用和少数股东权益。

图2-3-14：国泰君安证券2023年中报合并利润表

合并利润表				
2023 年 1—6 月				
单位：元 币种：人民币				
项目	附注	2023 年半年度	2022 年半年度	
一、营业总收入		18,333,687,876	19,553,945,174	
手续费及佣金净收入	七、48	7,376,348,291	6,855,288,923	
其中：经纪业务手续费净收入		3,502,795,122	3,904,737,857	
投资银行业务手续费净收入		1,548,432,911	2,073,838,069	
资产管理业务手续费净收入		2,089,247,622	587,087,263	
利息净收入	七、49	1,539,157,662	2,522,636,869	

数据来源：国泰君安年报，国元证券研究所

图2-3-15：国泰君安证券2023年报附录

(3) 重要非全资子公司的主要财务信息

下表列示了重要非全资子公司的主要财务信息，这些子公司的主要财务信息是集团内部交易抵销前的金额，但是经过了合并日公允价值以及统一会计政策的调整：

单位：千元 币种：人民币

子公司名称	期末余额		期初余额	
	资产合计	负债合计	资产合计	负债合计
国泰君安国际	94,774,737	80,968,327	84,373,895	71,031,839
华安基金	7,790,300	2,726,002	7,007,011	2,005,548

子公司名称	本期发生额			上期发生额		
	营业收入	净利润	综合收益总额	营业收入	净利润	综合收益总额
国泰君安国际	641,945	110,457	118,432	580,564	135,537	100,029
华安基金	1,838,257	509,464	509,464	不适用	不适用	不适用

2022 年 11 月 4 日，华安基金已根据中国证监会《关于核准华安基金管理有限公司变更实际控制人的批复》（证监许可[2022] 2382 号）批复要求及有关国资管理规定完成了国有产权变更登记、修订章程等必要手续，本公司持有华安基金

2.4轻资本-投资银行-利润表

- 手续费净收入是投行业务的主要组成部分，体现在：
 - 利润表-手续费及佣金净收入-投资银行业务手续费净收入
 - 合并利润表附录中，投资银行业务收入分为证券承销业务收入、证券保荐业务收入、财务顾问业务收入。其中主要收入是承销业务，保荐和财务顾问占比不足20%。
 - 资产负债表-负债-代理承销证券款
 - 代理承销证券款分为股票和债券

图2-4-1：中信证券合并利润表

	附注六	2022 年度	2021 年度
一、营业收入		65,108,507,999.21	76,523,716,526.93
手续费及佣金净收入	46	31,942,810,007.97	34,554,169,864.84
其中：经纪业务手续费净收入		11,168,877,536.10	13,962,545,242.06
投资银行业务手续费净收入		8,653,871,899.68	8,155,822,760.26
资产管理业务手续费净收入		10,939,895,251.68	11,702,041,416.98
利息净收入(支出以负号列示)	47	5,805,787,847.58	5,337,491,785.16
其中：利息收入		21,023,810,114.58	20,574,930,713.22
利息支出		(15,218,022,267.00)	(15,237,438,928.06)
投资收益	48	31,969,568,614.67	18,265,665,970.71
其中：对联营企业和合营企业的投资收益		673,389,919.60	889,723,898.89
公允价值变动收益(损失以负号列示)	49	(13,659,870,646.09)	5,306,729,885.74

图2-4-2：中信证合并利润表附录

六、 合并财务报表主要项目附注(续)		
46. 手续费及佣金净收入		
项目	2022 年度	2021 年度
期货经纪业务净收入	1,067,275,534.22	941,136,887.19
期货经纪业务收入	2,806,107,982.75	2,377,143,867.79
期货经纪业务支出	1,738,832,448.53	1,436,006,980.60
投资银行业务净收入	8,653,871,899.68	8,155,822,760.26
投资银行业务收入	9,061,934,391.72	8,518,588,135.89
其中：证券承销业务	7,503,863,072.93	7,376,245,174.33
证券保荐业务	667,980,590.33	291,579,106.57
财务顾问业务	890,090,728.46	850,763,854.99
投资银行业务支出	408,062,492.04	362,765,375.63
其中：证券承销业务	389,101,267.74	335,825,906.69
财务顾问业务	18,961,224.30	26,939,468.94

图2-4-3：中信证合并利润表附录

六、 合并财务报表主要项目附注(续)	
46. 手续费及佣金净收入(续)	
(1) 财务顾问业务净收入	
项目	2022 年度
并购重组财务顾问业务净收入-境内上市公司	233,549,056.60
并购重组财务顾问业务净收入-其他	79,596,821.14
其他财务顾问业务净收入	557,983,626.42
合计	871,129,504.16

数据来源：中信证券年报，国元证券研究所

数据来源：中信证券年报，国元证券研究所

数据来源：中信证券年报，国元证券研究所

2.4轻资本-投资银行-资产负债表

- 中信证券2022年股权融资业务3763亿，其中IPO项目58单，规模1498亿，再融资2265亿；债券融资1.58万亿
- 期末未结算代理承销款增加体现在资产负债表的负债端，附录分为股票和债券，主要是股票150亿。

图2-4-4：中信证券-股权融资业务

项目	2022 年		2021 年	
	主承销规模 (人民币百万元)	发行数量	主承销规模 (人民币百万元)	发行数量
首次公开发行	149,832	58	85,922	68
再融资发行	226,485	108	245,995	126
合计	376,317	166	331,917	194

资料来源：万得资讯、公司内部统计

数据来源：中信证券年报，国元证券研究所

图2-4-6：中信证券合并资产负债表-负债

合并资产负债表(续)
2022年12月31日
(除另有注明外，金额单位均为人民币元)

附注六	本集团	
	2022 年 12 月 31 日	2021 年 12 月 31 日
负债		
短期借款	22 9,801,009,030.70	7,261,986,937.35
应付短期融资款	23 11,859,811,150.47	14,630,461,113.32
拆入资金	24 29,580,862,731.58	50,683,601,222.25
交易性金融负债	25 91,115,595,437.92	75,643,595,527.14
衍生金融负债	4 28,122,498,106.75	34,117,765,867.20
卖出回购金融资产款	26 214,283,094,912.92	235,286,476,021.13
代理买卖证券款	27 279,402,254,030.26	251,164,465,946.21
代理承销证券款	28 15,253,774,089.37	711,227,237.17
应付职工薪酬	29 19,819,854,927.61	18,944,849,905.48

数据来源：中信证券年报，国元证券研究所

图2-4-5：中信证券-债券融资业务

项目	2022 年		2021 年	
	主承销规模 (人民币百万元)	发行只数	主承销规模 (人民币百万元)	发行只数
企业债	39,033	45	44,218	59
公司债	354,186	722	336,374	663
金融债	390,774	247	374,538	231
中期票据	83,123	140	62,694	98
短期融资券	18,785	50	23,009	57
定向工具	10,092	33	15,661	49
项目收益票据	-	-	65	1
资产支持证券	229,811	836	316,267	942
可转债 / 可交换债	53,974	26	40,279	25
地方政府债	398,802	1,456	350,949	1,193
合计	1,578,581	3,555	1,564,054	3,318

资料来源：万得资讯、公司内部统计

数据来源：中信证券年报，国元证券研究所

图2-4-7：中信证券合并资产负债表附录

28. 代理承销证券款

项目	2022 年 12 月 31 日	2021 年 12 月 31 日
股票	15,035,864,494.35	203,525,893.80
债券	217,909,595.02	507,701,343.37
其中：金融债	27,154,403.92	46,522,066.17
企业债及其他	190,755,191.10	461,179,277.20
合计	15,253,774,089.37	711,227,237.17

数据来源：中信证券年报，国元证券研究所

2.4轻资本-投资银行-资产负债表

- 一般投行业务不影响资产负债表，少量因投行项目而产生的股票跟投会影响资产负债表，例如中信证券2022年跟投参与科创板战略投资 22 单，投资规模达 17 亿元，会体现在报表上：
 - 合并资产负债表-资产-金融投资：交易性金融资产
 - 合并资产负债表附录-公允价值-股票、债券
- 跟投收益计入合并利润表-营业收入-公允价值变动收益

图2-4-8：中信证券合并资产利润表

图2-4-9：中信证合并资产负债表附录

合并资产负债表 2022 年 12 月 31 日 (除另有注明外，金额单位均为人民币元)			
附注六	本集团		
	2022 年 12 月 31 日	2021 年 12 月 31 日	
资产			
货币资金	1	316,234,196,407.98	279,551,391,020.43
其中：客户资金存款		218,283,647,437.39	194,559,711,115.02
结算备付金	2	41,891,038,748.50	40,518,221,872.94
其中：客户备付金		27,439,623,989.24	27,899,198,554.73
融出资金	3	106,976,333,285.12	129,119,054,428.68
衍生金融资产	4	36,388,726,601.68	31,000,576,285.16
买入返售金融资产	5	31,483,058,571.34	46,393,304,084.07
应收款项	6	57,522,769,957.68	34,693,841,418.98
存出保证金	7	69,158,114,878.44	55,183,603,624.27
金融投资：			
交易性金融资产	8	530,922,692,149.83	545,333,759,581.27
其他债权投资	9	70,115,173,525.66	69,091,927,800.12
其他权益工具投资	10	162,540,493.14	164,813,439.95
长期股权投资	12	9,648,717,804.57	9,127,983,944.45

8. 金融投资：交易性金融资产								
(1) 按类别列示								
2022 年 12 月 31 日								
项目	公允价值			初始投资成本				
	为交易目的而持 有的金融资产	指定以公允价值 计量且变动计入当 期损益的金融资产	公允价值合计	为交易目的而持 有的金融资产	指定以公允价值 计量且变动计入当 期损益的金融资产	初始投资成本合计		
债券	172,931,279,711.96	210,751,714.39	173,142,031,426.35	176,838,878,369.25	210,698,072.56	177,049,576,441.81		
公募基金	45,805,263,321.66	457,702,295.26	46,262,965,616.92	46,463,084,789.40	453,371,262.49	46,916,456,051.89		
股票	180,341,361,960.51	8,003,107,720.10	188,344,469,680.61	189,749,935,955.69	918,199,636.86	190,668,135,592.55		
银行理财	1,468,268,006.70	-	1,468,268,006.70	1,468,087,407.92	-	1,468,087,407.92		
券商资管	9,074,833,852.32	-	9,074,833,852.32	9,375,900,952.37	-	9,375,900,952.37		
信托计划	968,262,487.23	-	968,262,487.23	1,027,090,085.78	-	1,027,090,085.78		
其他	109,278,383,688.50	2,383,477,391.20	111,661,861,079.70	114,054,324,242.43	2,849,056,718.08	116,903,380,960.51		
合计	519,867,653,028.88	11,055,039,120.95	530,922,692,149.83	538,977,301,802.84	4,431,325,689.99	543,408,627,492.83		

于 2022 年 12 月 31 日，交易性金融资产中有承诺条件的金融资产，包括含在卖出回购金融资产款、转融通业务和债券借贷业务中作为担保物的金融资产，其公允价值为人民币 212,800,063,118.19 元(2021 年 12 月 31 日：人民币 189,905,532,786.65 元)。

截至 2022 年 12 月 31 日，存在限售期限的交易性金融资产其公允价值为人民币 11,134,108,139.28 元，限售解禁日范围为 2023 年 1 月 7 日至 2027 年 10 月 27 日。

数据来源：中信证券年报，国元证券研究所

数据来源：中信证券年报，国元证券研究所

2.5重资本业务-信用/证投-负债端

- 券商重资本业务的资金来源主要是卖出回购、发行长短期公司债、次级债、收益凭证、银行贷款等，负债工具较为多样，具体体现在资产负债表的多项科目中(部分)，杠杆上限受到风控指标约束，跟踪样本上市券商2023H1杠杆倍数（剔除客户保证金）平均为3.42倍。
- 资产负债表-负债-卖出回购金融资产款
- 负债-应付短期融资款
- 负债-应付债券
- 负债-短期借款
- 负债-交易性金融负债
- 负债-衍生金融负债

图2-5-1：中信证券合并资产负债表-负债

合并资产负债表(续)			
2022年12月31日			
(除另有注明外，金额单位均为人民币元)			
		本集团	
	附注六	2022年 12月31日	2021年 12月31日
负债			
短期借款	22	9,801,009,030.70	7,261,986,937.35
应付短期融资款	23	11,859,811,150.47	14,630,461,113.32
拆入资金	24	29,580,862,731.58	50,683,601,222.25
交易性金融负债	25	91,115,595,437.92	75,643,595,527.14
衍生金融负债	4	28,122,498,106.75	34,117,765,867.20
卖出回购金融资产款	26	214,283,094,912.92	235,286,476,021.13
代理买卖证券款	27	279,402,254,030.26	251,164,465,946.21
代理承销证券款	28	15,253,774,089.37	711,227,237.17
应付职工薪酬	29	19,819,854,927.61	18,944,849,905.48
应交税费	30	5,576,161,365.06	5,066,550,758.81
应付款项	31	205,286,794,713.94	175,904,691,716.03
预计负债	32	949,069,628.26	954,228,059.23
长期借款	33	387,746,599.89	457,865,655.70
应付债券	34	127,328,111,234.80	181,402,982,140.03
递延所得税负债	18	3,176,625,188.23	3,188,307,789.02
合同负债		24,952,161.68	172,928,729.49
租赁负债	35	1,971,782,351.31	1,884,935,122.30
其他负债	36	5,977,245,582.61	7,380,069,167.18
负债合计		1,049,917,243,243.36	1,064,856,988,915.04

2.5重资本-信用业务-利润表

- 信用业务是重资本业务，主要为融资融券和股权质押回购业务
- 资本中介业务的收入核心是赚取息差，体现在利润表：
 - 利润表-利息净收入-融资融券利息收入
 - 利润表-利息净收入-买入返售利息收入-股权质押回购利息收入
 - 利润表-信用减值损失

图2-5-2：中信证券合并利润表

合并利润表 2022年度 (除另有注明外，金额单位均为人民币元)			
	附注六	2022 年度	2021 年度
一、营业收入			
手续费及佣金净收入	46	65,108,507,999.21	76,523,716,526.93
其中：经纪业务手续费净收入		31,942,810,007.97	34,554,169,864.84
投资银行业务手续费净收入		11,168,877,536.10	13,962,545,242.06
资产管理业务手续费净收入		8,653,871,899.68	8,155,822,760.26
利息净收入(支出以负号列示)	47	10,939,895,251.68	11,702,041,416.98
其中：利息收入		5,805,787,847.58	5,337,491,785.16
利息支出		21,023,810,114.58	20,574,930,713.22
投资收益	48	(15,218,022,267.00)	(15,237,438,928.06)
其中：对联营企业和合营企业的投资收益		31,969,568,614.67	18,265,665,970.71
公允价值变动收益(损失以负号列示)	49	673,389,919.60	889,723,898.89
汇兑收益		(13,659,870,646.09)	5,306,729,885.74
资产处置收益(损失以负号列示)		883,524,229.44	(138,198,767.78)
其他收益		(7,143.31)	38,375,544.18
其他业务收入	50	344,571,081.58	227,485,585.30
二、营业支出		7,822,124,007.37	12,931,996,658.78
税金及附加	51	36,298,395,363.00	44,098,226,916.57
业务及管理费	52	375,476,255.78	423,169,276.18
信用减值损失	53	28,655,152,932.24	28,128,885,863.18
其他资产减值损失	54	(698,183,674.39)	899,083,696.99
		514,171,651.07	2,604,632,315.52

数据来源：中信证券年报，国元证券研究所

图2-5-3：中信证券合并利润表附录

47. 利息净收入		
项目	2022 年度	2021 年度
利息收入		
融资融券利息收入	8,798,320,066.81	10,231,407,282.79
货币资金及结算备付金利息收入	8,987,521,395.70	6,705,221,812.43
买入返售利息收入	1,529,281,857.32	1,545,408,529.53
其中：股权质押回购利息收入	1,195,933,503.18	1,315,334,796.39
其他债权投资利息收入	1,491,049,649.23	1,831,221,668.08
拆出资金利息收入	511,111.11	11,681,063.31
其他	217,126,034.41	249,990,357.08
利息收入小计	21,023,810,114.58	20,574,930,713.22
53. 信用减值损失		
项目	2022 年度	2021 年度
融出资金减值损失/(转回)	(822,254,670.69)	1,788,429,497.44
应收款项和其他应收款减值损失/(转回)	(32,892,644.57)	109,762,604.22
其他债权投资减值损失/(转回)	475,711,800.22	(27,446,068.22)
买入返售金融资产减值损失/(转回)	(262,150,050.65)	(1,194,380,539.06)
其他	(56,598,108.70)	222,718,202.61
合计	(698,183,674.39)	899,083,696.99

数据来源：中信证券年报，国元证券研究所

2.5重资本-信用业务-资产负债表

- 信用业务是重资本业务，主要为融资融券利息收入，买入返售利息收入-股权质押回购利息收入
- 资本中介业务的收入核心是息差，体现在资产负债表：
 - 资产负债表-资产-货币资金-客户资金存款
 - 资产-融出资金
 - 资产-买入返售金融资产
 - 资产-其他债权投资

图2-5-4：中信证券合并资产负债表-资产

合并资产负债表 2022年12月31日 (除另有注明外，金额单位均为人民币元)			
		本集团	
	附注六	2022年 12月31日	2021年 12月31日
资产			
货币资金	1	316,234,196,407.98	279,551,391,020.43
其中：客户资金存款		218,283,647,437.39	194,559,711,115.02
结算备付金	2	41,891,038,748.50	40,518,221,872.94
其中：客户备付金		27,439,623,989.24	27,899,198,554.73
融出资金	3	106,976,333,285.12	129,119,054,428.68
衍生金融资产	4	36,388,726,601.68	31,000,576,285.16
买入返售金融资产	5	31,483,058,571.34	46,393,304,084.07
应收款项	6	57,522,769,957.68	34,693,841,418.98
存出保证金	7	69,158,114,878.44	55,183,603,624.27
金融投资：			
交易性金融资产	8	530,922,692,149.83	545,333,759,581.27
其他债权投资	9	70,115,173,525.66	69,091,927,800.12
其他权益工具投资	10	162,540,493.14	164,813,439.95

数据来源：中信证券年报，国元证券研究所

2.6重资本-自营（证券投资）

- 证券投资一般可分为权益、固收、量化、衍生、其他（私募股权等），核心是规模和投资收益率，体现在：
 - 利润表-投资收益
 - 利润表-公允价值变动收益
- 可以估算：
- 证投业务规模=交易性金融资产+其他债权投资+其他权益工具投资+衍生金融资产；
- 固收类投资规模=交易性金融资产中债券余额+债权投资+其他债权投资；
- 权益类投资规模=交易性金融资产中股票余额+其他权益工具投资

图2-6-1：中信证券合并利润表

附注六	本集团	
	2022 年度	2021 年度
一、营业收入	65,108,507,999.21	76,523,716,526.93
手续费及佣金净收入	46 31,942,810,007.97	34,554,169,864.84
其中：经纪业务手续费净收入	11,168,877,536.10	13,962,545,242.06
投资银行业务手续费净收入	8,653,871,899.68	8,155,822,760.26
资产管理业务手续费净收入	10,939,895,251.68	11,702,041,416.98
利息净收入(支出以负号列示)	47 5,805,787,847.58	5,337,491,785.16
其中：利息收入	21,023,810,114.58	20,574,930,713.22
利息支出	(15,218,022,267.00)	(15,237,438,928.06)
投资收益	48 31,969,568,614.67	18,265,665,970.71
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	673,389,919.60	889,723,898.89
公允价值变动收益(损失以负号列示)	49 (13,659,870,646.09)	5,306,729,885.74
汇兑收益	883,524,229.44	(138,198,767.78)
资产处置收益(损失以负号列示)	(7,143.31)	38,375,544.18
其他收益	344,571,081.58	227,485,585.30
其他业务收入	50 7,822,124,007.37	12,931,996,658.78

数据来源：中信证券年报，国元证券研究所

图2-6-2：中信证券利润表附录

48. 投资收益			49. 公允价值变动收益	
(1) 投资收益明细情况			项目	2022年度
项目	2022 年度	2021年度		
权益法确认的收益	673,389,919.60	889,723,898.89	交易性金融资产	(28,078,742,110.45)
处置长期股权投资产生的投资收益	20,786,099.37	54,726.17	其中：指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	(2,381,039,728.71)
金融工具投资收益	31,235,427,595.70	17,375,887,345.65	交易性金融负债	2,785,784,333.57
其中：持有期间取得的收益	23,583,724,401.41	12,105,586,899.53	其中：指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	3,292,966,695.06
—交易性金融工具	23,583,724,401.41	11,121,097,979.25	衍生金融工具	11,633,087,130.79
—其他权益工具投资	-	970,070,287.17	合计	(13,659,870,646.09)
—衍生金融工具	-	14,418,633.11		
处置金融工具取得的收益	7,651,703,194.29	5,270,300,446.12		
—交易性金融工具	(22,661,893,842.78)	22,641,871,733.11		
—其他债权投资	256,582,035.22	44,073,812.93		
—衍生金融工具	30,057,015,001.85	(17,415,645,099.92)		
其他	39,965,000.00	-		
合计	31,969,568,614.67	18,265,665,970.71		

于 2022 年 12 月 31 日，投资收益较上年末增长人民币 13,703,902,643.96 元，增长比例为 75.03%，主要是由于金融工具投资收益增加所致。

于 2022 年度，公允价值变动收益较上年度减少人民币 18,966,600, 为 357.41%，主要是由于本年度金融工具公允价值变动所致。

数据来源：中信证券年报，国元证券研究所

2.6重资本-自营（证券投资）

- 证券投资一般可分为权益、固收、量化、衍生、其他（私募股权等），核心是规模和投资收益率，体现在：
 - 资产负债表-资产-金融投资-交易性金融资产；
 - 资产负债表-资产-金融投资-债权投资；
 - 资产负债表-资产-金融投资-其他债权投资；
 - 资产负债表-资产-金融投资-其他权益工具投资；
 - 资产负债表-资产-衍生金融资产
- 可以如下估算：
- 证投业务收入=投资净收益+公允价值变动损益-对联营和合营企业的投资收益

图2-6-3：中信证券合并利润表

附注六	本集团	
	2022 年度	2021 年度
一、营业收入	65,108,507,999.21	76,523,716,526.93
手续费及佣金净收入	31,942,810,007.97	34,554,169,864.84
其中：经纪业务手续费净收入	11,168,877,536.10	13,962,545,242.06
投资银行业务手续费净收入	8,653,871,899.68	8,155,822,760.26
资产管理业务手续费净收入	10,939,895,251.68	11,702,041,416.98
利息净收入(支出以负号列示)	5,805,787,847.58	5,337,491,785.16
其中：利息收入	21,023,810,114.58	20,574,930,713.22
利息支出	(15,218,022,267.00)	(15,237,438,928.06)
投资收益	31,969,568,614.67	18,265,665,970.71
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	673,389,919.60	889,723,898.89
公允价值变动收益(损失以负号列示)	(13,659,870,646.09)	5,306,729,885.74
汇兑收益	883,524,229.44	(138,198,767.78)
资产处置收益(损失以负号列示)	(7,143.31)	38,375,544.18
其他收益	344,571,081.58	227,485,585.30
其他业务收入	7,822,124,007.37	12,931,996,658.78

图2-6-4：中信证券合并资产负债表-资产

附注六	本集团	
	2022 年 12 月 31 日	2021 年 12 月 31 日
资产		
货币资金	316,234,196,407.98	279,551,391,020.43
其中：客户资金存款	218,283,647,437.39	194,559,711,115.02
结算备付金	41,891,038,748.50	40,518,221,872.94
其中：客户备付金	27,439,623,989.24	27,899,198,554.73
融出资金	106,976,333,285.12	129,119,054,428.68
衍生金融资产	36,388,726,601.68	31,000,576,285.16
买入返售金融资产	31,483,058,571.34	46,393,304,084.07
应收款项	57,522,769,957.68	34,693,841,418.98
存出保证金	69,158,114,878.44	55,183,603,624.27
金融投资：		
交易性金融资产	530,922,692,149.83	545,333,759,581.27
其他债权投资	70,115,173,525.66	69,091,927,800.12
其他权益工具投资	162,540,493.14	164,813,439.95
长期股权投资	9,648,717,804.57	9,127,983,944.45

数据来源：中信证券年报，国元证券研究所

数据来源：中信证券年报，国元证券研究所

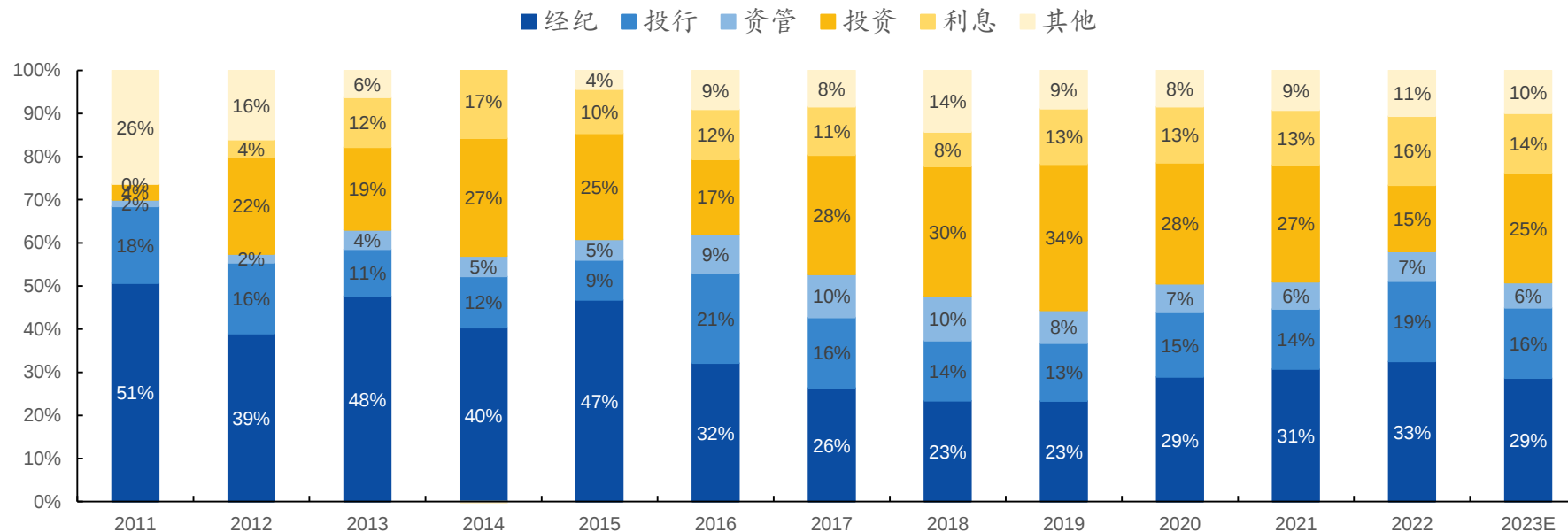
3

行业整体营收构成

3.1 整体趋势-轻资产和重资产业务齐头并进，从传统佣金模式向多元结构转型

- 轻资本业务高质量发展
 - 传统经纪代买业务费率长周期下滑，财富管理转型，代销收入趋势上升，基金投顾具有较大市场空间
 - 投行稳健发展，内部协同提升，全面注册制带来新机遇，跟投更考验挑选项目的能力
 - 资管业务结构调整，通道业务继续压缩，主动管理能力凸显，资管基金和参控股基金公司贡献较多利润
- 重资本业务持续发力
 - 资本中介业务占比上升，股质规模压降风险降低，融资融券余额持续增加
 - 投资业务去方向性，衍生品业务扩大，权益多头规模压缩，固收、另类等规模提升，收入波动性下降
 - 后续证券公司有望从头部开始提高杠杆率，重资本业务尤其是非方向性证券投资业务将进一步发力

图3-1：自营业务2022年占比下滑，其余业务贡献占比有所提升



3.2 经纪业务-代买仍是支柱，代销是第二增长曲线

- 上市券商经纪业务净收入小幅下滑。受市场成交规模收紧、佣金率下滑、行业竞争加剧等因素影响，选取的43家上市券商23H1经纪业务手续费佣金净收入526亿元，同比下降9.95%；其中，仅浙商/首创/天风证券（28.60%/6.95%/6.34%）实现净增长。23H1经纪业务对上市券商总营收贡献21.15%，同比下降6.06%。
- 代买仍是支柱，费率长期边际下滑，代销是经纪业务的第二增长曲线。拆解23H1归母净利润前十大券商经纪业务净收入结构，代买/代销/席位租赁/其他净收入分别占比65.02%/10.55%/15.43%/8.82%，各细分业务净收入同比下降13.2%/12.33%/3.97%/9.59%，影响整体经纪业务手续费净收入下降8.58%/1.30%/0.61%/0.85%，代买收入下滑为经纪业务净收入下降的主要因素。

图3-2-1：2023H1上市券商经纪业务净收入规模、对总营收贡献情况

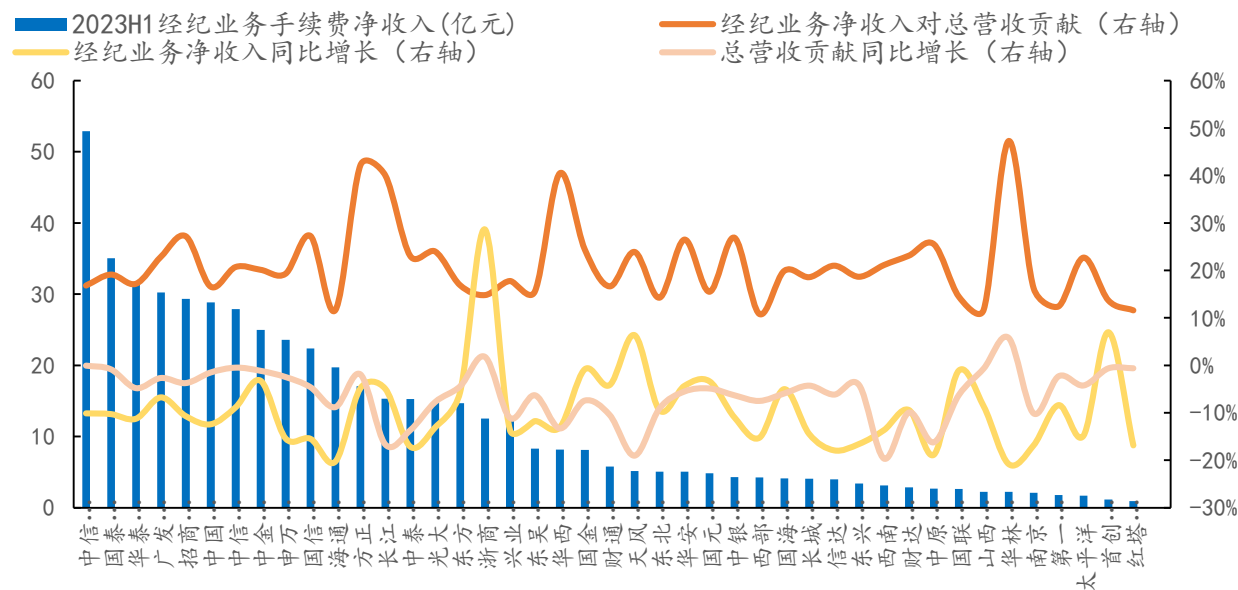
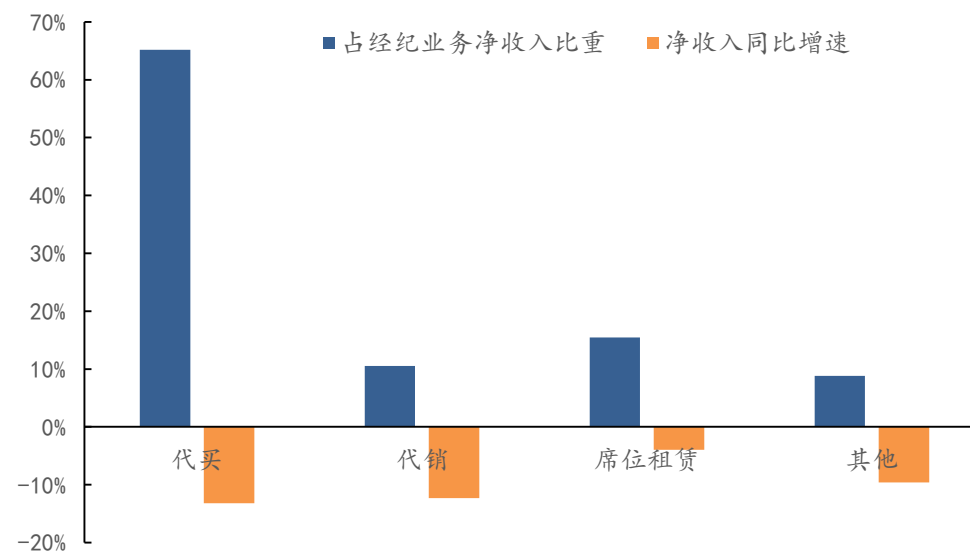


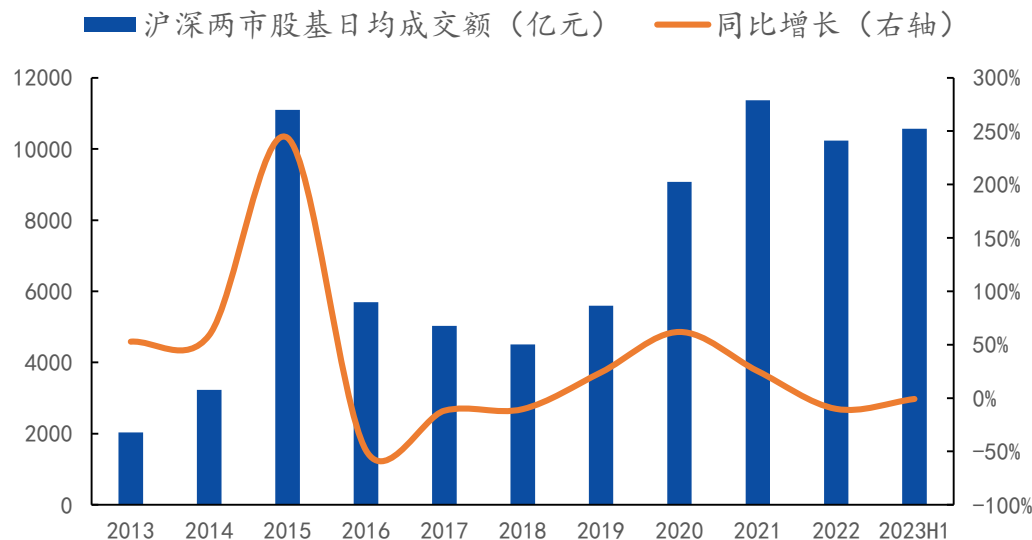
图3-2-2：2023H1归母净利润前十大券商经纪业务结构收入情况



3.2 经纪业务-代买卖

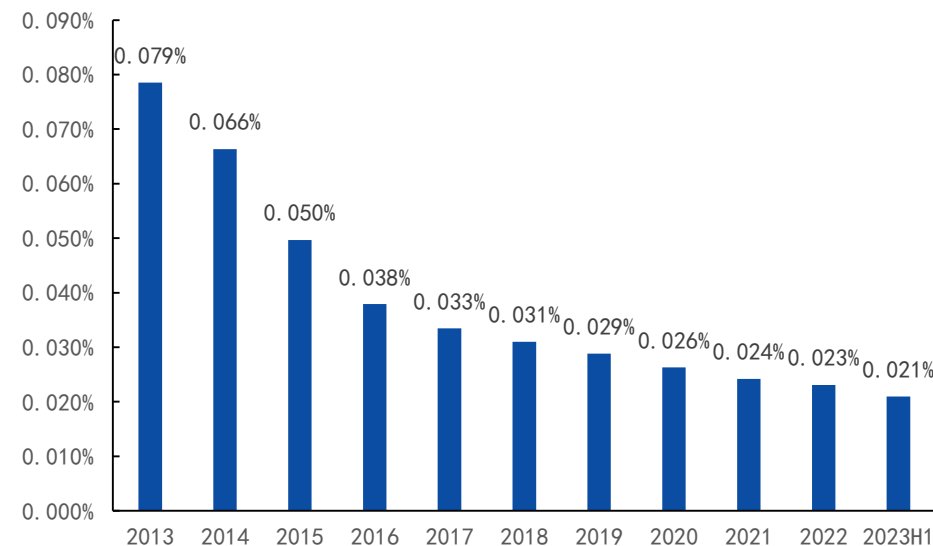
- 市场交易量持平叠加佣金率下降，券商代理买卖证券净收入普遍承压。受二级市场全年弱势影响，市场交易活跃度偏弱，22年末/23H1沪深两市股基日均成交额为10234/10568亿元，同比下降9.99%/0.74%，市场交易情绪低迷致使代买业务增长乏力。
- 经纪业务佣金率延续长周期下滑态势。据证券业协会公布行业上半年经营数据测算，近年行业经纪业务平均佣金率持续下跌，23H1平均佣金率为0.021%（万分之2.1），在22年0.023%（万分之2.3）基础上进一步下滑，分析其中原因有两点：1）行业竞争不断加剧，叠加近期市场交易情绪低迷，降费率成为各券商拉动经纪业务的主要手段；2）个人客户减少，机构客户增多，交易主体结构变化导致平均综合费率下降。

图3-2-3：沪深两市股基日均成交额及同比增长情况



数据来源：iFind，国元证券研究所

图3-2-4：券商经纪业务平均佣金率情况

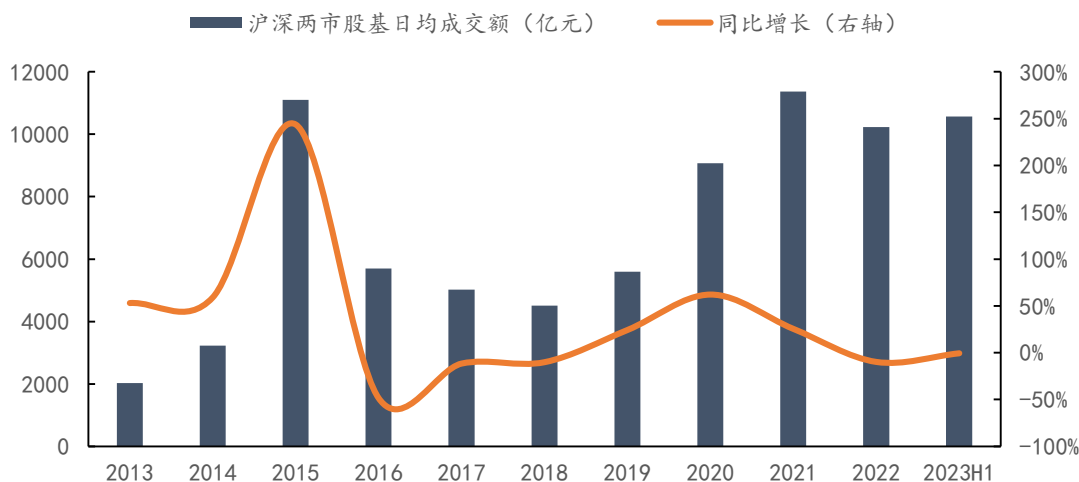


数据来源：iFind，中国证券业协会，国元证券研究所

3.2 经纪业务-代销

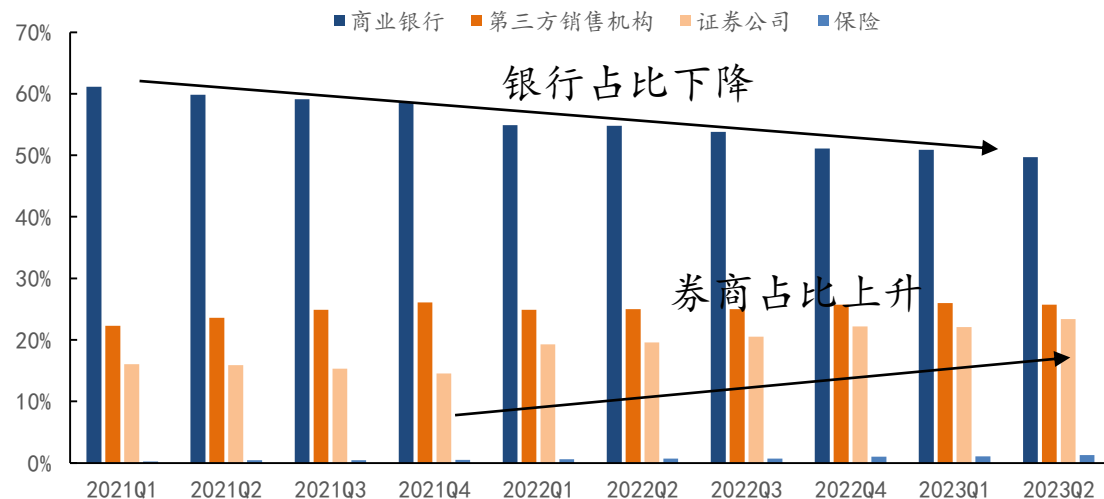
- 权益类基金发行遇冷，致使券商代销业务收入增速低迷。23H1归母净利润前十券商中，除广发(+18.6%)代销净收入实现同比正增长，其余券商均呈现不同程度下滑，其中华泰/海通/中国银河(-25.7%/-24.3%/-24.1%)同比降幅较大。由于券商代销基金产品主要为权益型公募基金，受权益市场波动影响较大，23H1股票+混合型基金新发行份额1708亿，相较去年同期2085亿下降18.1%，权益型基金发行遇冷使得券商代销业务收入承压。
- 券商权益类基金销售保有规模稳中微增，投顾业务发展推动财富管理转型。据基金业协会披露数据，2023二季度股票+混合型公募基金保有规模前100名机构中，银行/第三方销售机构（49.7%/25.7%）依旧保持较高市占率，其中券商保有规模占比23.4%，相较去年同期19.6%增长3.8%，分析原因主要是市场波动情境下ETF等被动型基金需求增大。历经三年试点推行，基金投顾业务转常规促进券商代销向买方投顾转型，弱化基金代销的周期属性，依靠投顾业务加速向财富管理转型。

图3-2-5：股票+混合型基金新发行份额及同比增长情况



数据来源：iFind，国元证券研究所

图3-2-6：股票+混合型基金保有规模前100名各类机构占比情况



数据来源：中国证券投资基金业协会，国元证券研究所

3.2 经纪业务拆分-席位

- 交易单元席位租赁收入主要是券商为机构客户提供投研服务而取得的收入，是考核券商研究水平的重要指标之一。
- 交易单元席位租赁收入快速提升，行业格局较稳定。根据 数据，全行业公募产品交易单元席位租赁总收入近年来呈长期上升趋势，20/21/22全年收入为139/223/189亿元。全行业交易单元席位租赁总收入，23H1较年初上升1.62pct至16.29%。主要原因系大资管和财富管理行业蓬勃发展。
- 行业集中度较低，竞争激烈。2023H1的CR10合计市场份额占比约42.56%，体现行业竞争较为激烈。分机构来看，占比维度，23H1天风/国海/长江证券的交易单元席位租赁收入占经纪业务收入比排名前三，分别为53.83%/30.95%/30.68%；绝对规模维度，中信证券深耕机构业务，23H1交易单元席位租赁收入为6.77亿元，近十年稳居第一。

图3-2-7：全行业交易单元席位租赁收入情况

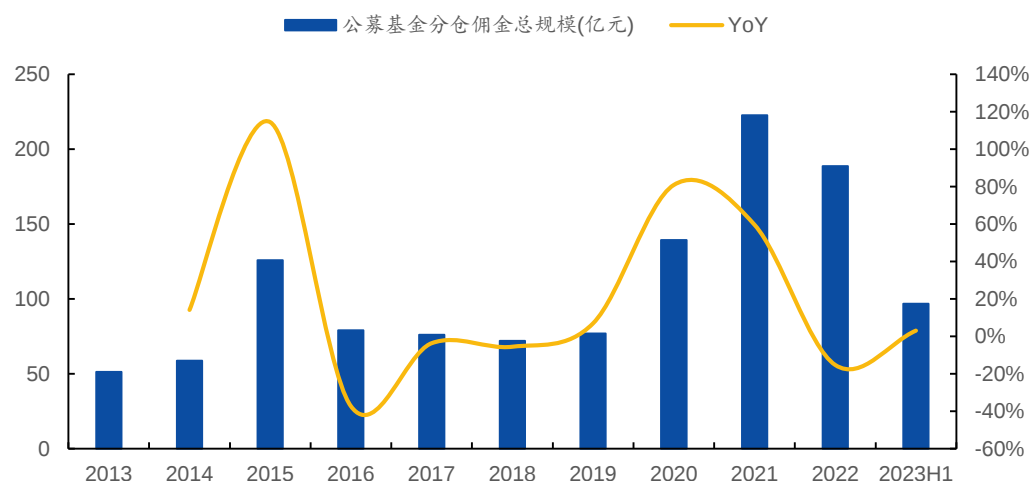
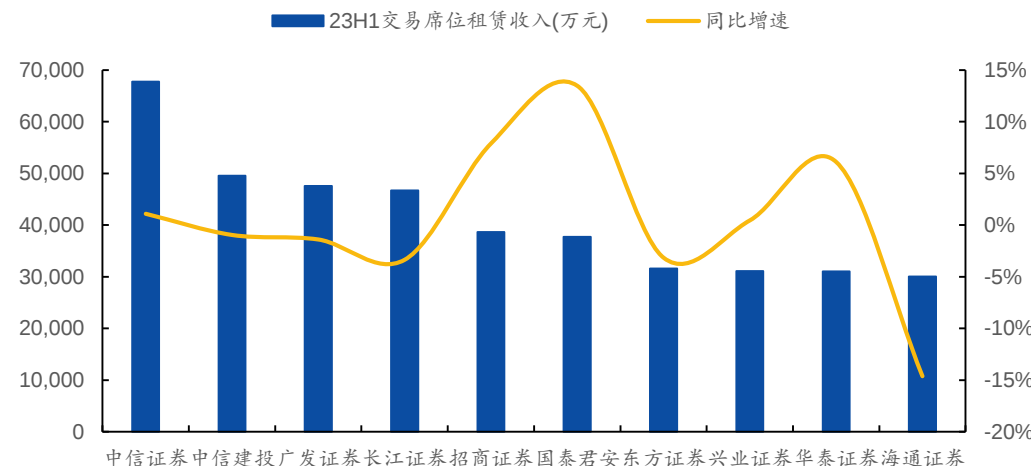


图3-2-8：23H1券商交易单元席位租赁收入top10情况



数据来源：，国元证券研究所

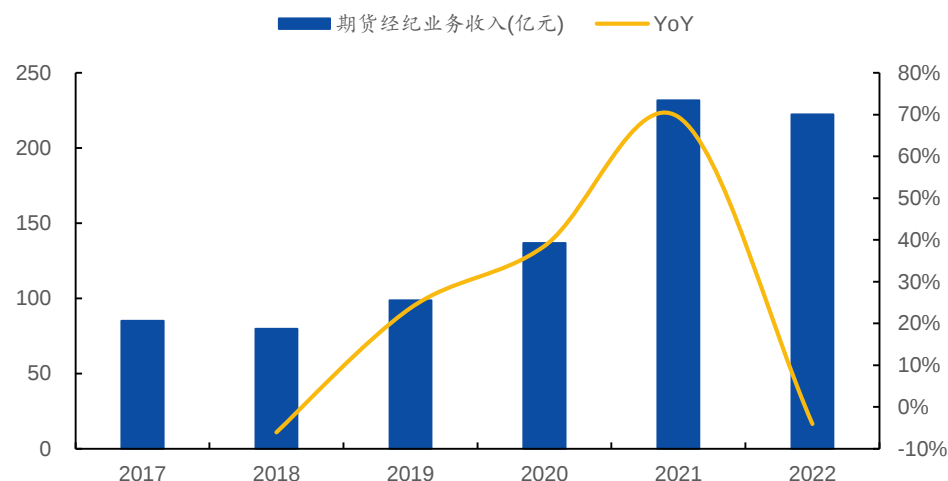
请务必阅读正文之后的免责条款部分

数据来源：，国元证券研究所

3.2 经纪业务-期货子

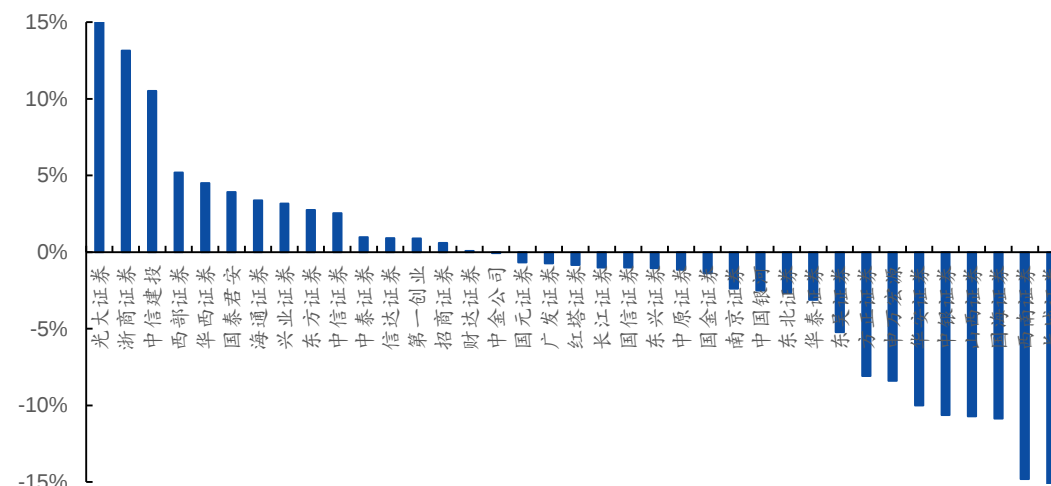
- 期货经纪业务收入呈下降趋势。23H1上市券商期货经纪业务收入99.96亿元，同比下降8.71%，延续22年经纪业务收入下滑的趋势。主要原因系19-21年期货经纪业务收入持续大幅上涨，年化增长率为43.89%，因此21年收入基数较大。同时，22年与23H1传统经济业务走弱，市场预期降低，投交意愿降低，投资者对风险对冲的意愿也随之降低。展望未来，随着活跃资本市场政策推动、机构入市步伐加快、量化交易占比减少，下半年市场交投活跃度趋于稳定，带动期货经纪业务向好。
- 各券商期货经纪业务收入占经纪业务收入比同比增速分化明显。光大/浙商/中信建投证券期货经纪业务收入占比排名前三，分别同比上升15.06%/13.15%/10.52%，其中光大和浙商期货23H1净利均超1亿元。但整体来看，23H1期货业表现出“增产不增收”，交易量提升但营收不如预期的现状，体现了行业手续费竞争激烈，各类业务含创新业务需更长时间发力。

图3-2-9：上市券商期货经纪业务收入趋势



数据来源：，国元证券研究所

图3-2-10：23H1上市券商期货经纪业务收入占经纪业务收入比同比增速情况

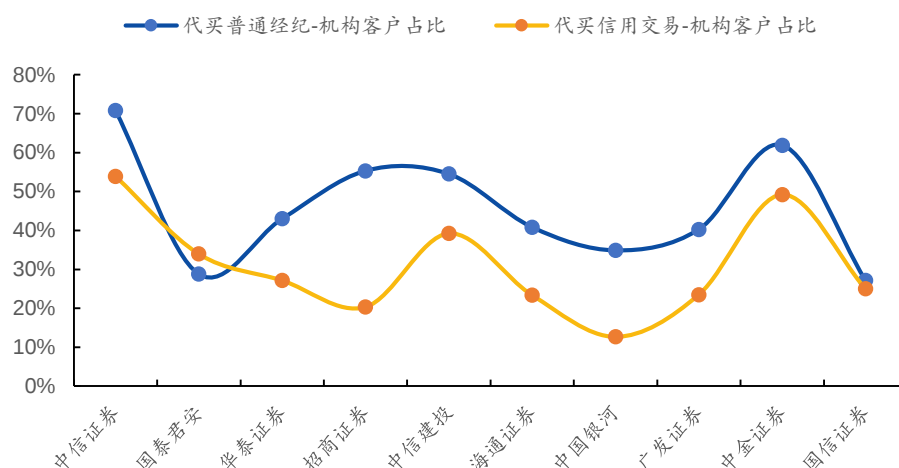


数据来源：，国元证券研究所

3.2 经纪业务拆分-综合

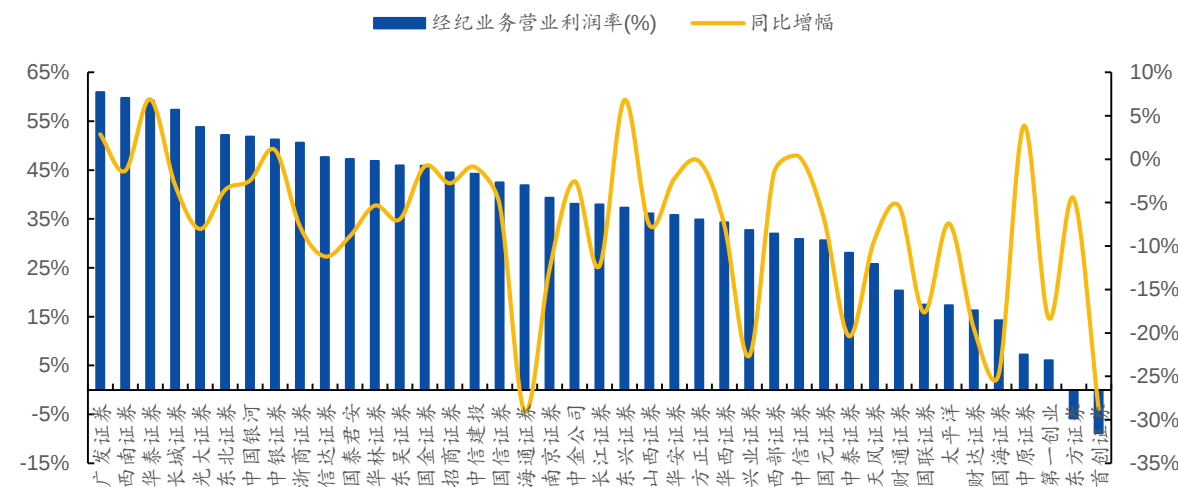
- 券商经纪业务的核心盈利模式为，投资者在券商开立股票账户完成交易，券商赚取手续费佣金收入。经纪业务净收入=股基交易额×交易佣金率，佣金率因“一人多户”与互联网金融蓬勃发展而逐渐下降，交易额为主要驱动力。
- 机构客户占比提升。**根据证券业协会数据，22年券商代理客户证券交易额733.25万亿元，其中代理机构客户证券交易额占比31.81%，近年来持续提升。23H1经纪业务收入前十大券商中，代理买卖普通经纪业务中机构约占一半。其中无论是普通经纪还是信用交易，中信、中金的机构客户占比较高，中信建投也位居前列。
- 23H1上市券商经纪业务营业利润率呈下滑趋势。**23H1，上市券商经纪业务营业利润率均值为35.65%，同比下滑7.50%；其中，广发/西南/华泰证券的营业利润率排名前三，分别为60.94%/59.80%/59.19%。主要原因系，在A股市场成交量同比小幅缩减背景下，经纪业务收入呈下滑趋势，经纪业务成本基本保持稳定，同比上升4.92%。

图3-2-11：23H1经纪业务收入前十大券商代理买卖证券款中机构客户占比情况



数据来源：，国元证券研究所

图3-2-12：23H1上市券商经纪业务营业利润率情况



数据来源：，国元证券研究所



3.2 经纪业务拆分-盈利预测

- **业务拆分：**经纪业务中包含了证券经纪业务(代理买卖证券业务、交易单元席位租赁、代销金融产品业务)、期货经纪业务。2013年起，行业佣金战愈演愈烈，由于“一人多户”和互联网金融的发展，全行业佣金率呈下滑趋势，经纪业务的主要驱动力为成交规模。此外，机构客户占比更高的券商，佣金率更高。
- **关键假设：**
- **佣金率维度，**假设23-25年代买卖佣金费率都与23H1相同，席位佣金费率2024年可能降为万分之4-5%
 - 23年7月，深圳证监局发布了《深圳证监局关于传达公募基金行业费率改革工作相关要求的通知》，规定被动股票型基金产品不得通过证券交易佣金支付研究咨询服务等费用，且交易佣金不得超过市场平均佣金费率水平；其他类型基金产品可通过证券交易佣金支付一定比例的研究咨询服务等费用，但交易佣金费率不得超过市场平均佣金费率水平的两倍。根据测算，2024/2025年，证券行业代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）佣金率将为0.0192%/0.0193%。
- **股基交易额维度，**假设23年下半年的代买卖与席位股交易额环比增速均与23H1一致，且24/25年代买卖股交易额同比增速均为25%，席位股交易额同比增速为30%。

表3-2-1：券商代买卖及席位佣金率情况

年份	代买卖股基交易额(亿元)	代买卖佣金率(%)	席位股基交易额(亿元)	席位佣金率(%)
2019	1318866.167	0.0269%	47366.4929	0.0813%
2020	2115859.819	0.0241%	88631.31112	0.0786%
2021	2621317.873	0.0213%	141650.2968	0.0786%
2022	2352218.282	0.0204%	124491.4683	0.0758%
2023E	2377492.773	0.0180%	132618.6268	0.0742%
2024E	2971865.966	0.0180%	172404.2148	0.0400%
2025E	3714832.458	0.0180%	224125.4793	0.0400%

3.2 经纪业务拆分-盈利预测

- 关键假设：23年下半年代销金融产品经纪业务收入环比增速与23H1一致，24/25年的代销业务同比增速均为40%；代买费率。

表3-2-2：券商经纪业务盈利预测

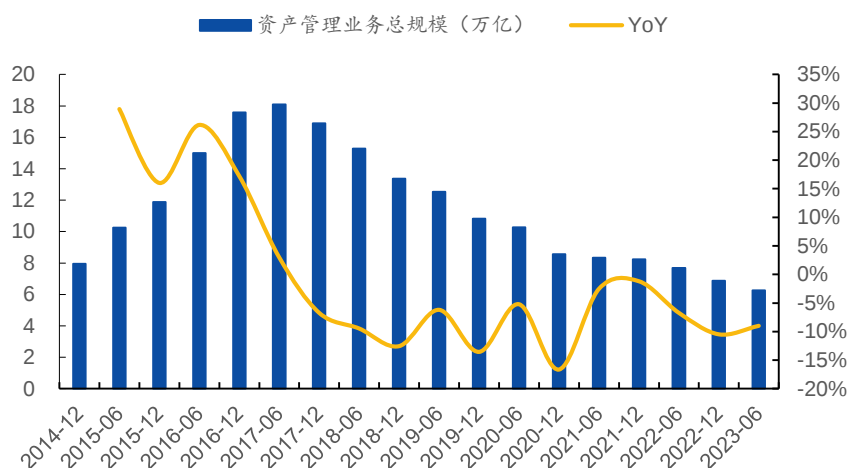
年份	代买卖业务净收入(亿元)	代销业务净收入(亿元)	席位租赁业务净收入(亿元)	经纪业务收入(亿元)
2019	710.60	54.02	77.03	841.65
2020	1021.72	134.38	139.38	1295.48
2021	1115.73	206.90	222.55	1545.18
2022	960.52	136.74	188.74	1286.00
2023E	857.57	147.49	196.85	1201.91
2024E	1071.96	206.48	137.92	1416.36
2025E	1179.16	289.07	179.30	1647.53

数据来源：中国证券业协会，，国元证券研究所

3.3 资管业务-产品结构持续优化，公募业务潜力巨大

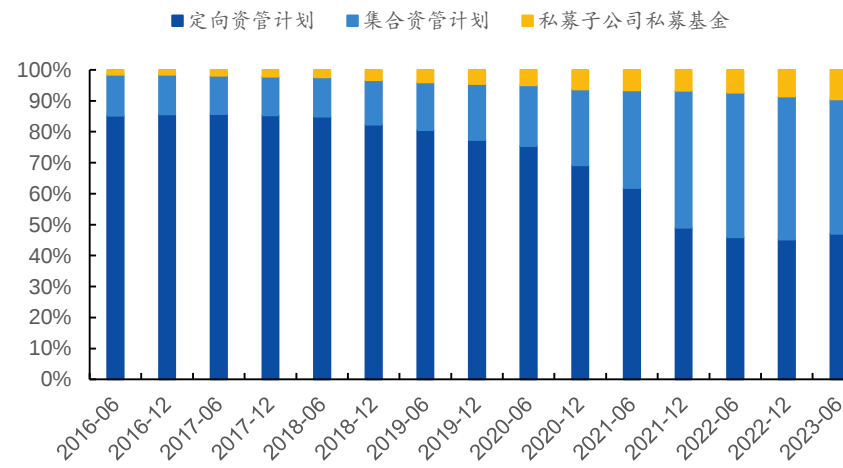
- 资管负责代客理财并收取管理费，业务主要包含券商本部资管和参控股公募子公司。核心关注的指标为政策变化趋势、规模指标、主动管理能力。
- 券商资管业务演变：过去的业务重心为银证合作通道，以定向资管计划为主。18年后，资管新规出台，重心逐渐移向公募化改造，通道业务规模持续下降。22年公募新规出台，券商牌照申请数量放宽，本部资管周期性减弱。
- 资管新规全面落地实施，券商资管产品结构持续优化。根据wind统计，23H1券商私募资管总规模(含券商私募子公司管理规模)规模缩减，同比下降18.56%至6.25万亿元，其中集合AUM/定向AUM分别同比下降24.48%/16.48%，私募子公司私募基金同比上升6.21%。体现了规模受资管新规影响有所下降，未来通道规模将持续压缩，集合AUM大幅下降系市场波动和大集合产品整改。然而，上市券商合计资管净收入向好，根据wind数据，23H1同比增加2.88%至230.28亿元，结构优化效果显著，压降多的通道类产品费率较低，费率较高的主动管理类产品规模上升。

图3-3-1：券商私募资管业务总规模情况



数据来源：，国元证券研究所

图3-3-2：券商私募资产管理业务总规模与增速



数据来源：，国元证券研究所

3.3 资管业务-监管政策加强主动管理

- 资管监管改善，加强主动管理，行业新格局逐步形成，公募基金业务成为后资管新规时代券商资管主要发力点。

表3-3-1：资管业务监管政策整理

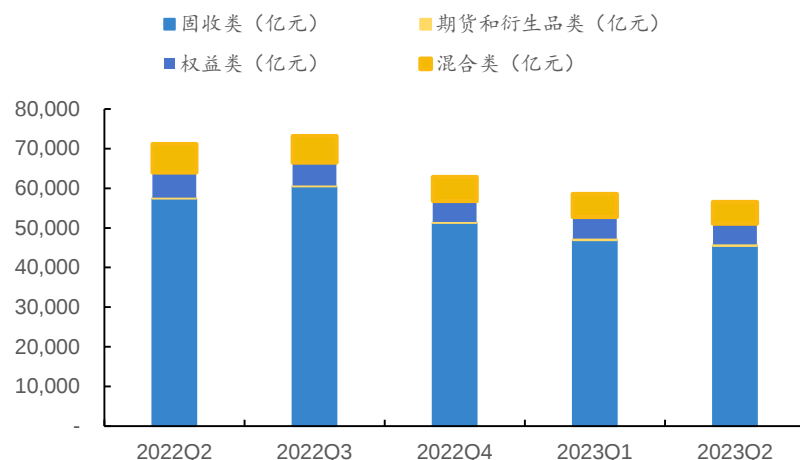
日期	政策名称	政策内容
2018/4/27	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》 (资管新规)	·综合监管：金稳会、政策协同、规避监管套利 ·功能监管：跨市场监管、统一分类、规范标准 ·打破刚兑：净值化管理、明确“刚兑”、分类处罚 ·规范资金池：三单管理、集合计划、流动性风险、期限匹配 ·基础设施：产品统计制度、穿透监管、违规处罚 2021年是该政策过渡期的最后一年，在从严监管的同时，资产管理业务制度建设持续完善。中国证监会及其派出机构全年共向12家证券公司出具了与资产管理业务相关的监管函。
2021/1/29	《公开募集基础设施证券投资基金网下投资者管理细则》	由中国证券业协会发布， ·明确基础设施基金网下投资者注册要求 ·规范基础设施基金网下投资者行为 ·压实基金管理人及其财务顾问责任 ·明确违规行为的自律处罚措施
2021/1/29	《公开募集基础设施证券投资基金（REITs）业务办法（试行）》《公开募集基础设施证券投资基金（REITs）规则使用指引第1号——审核关注事项（试行）》《公开募集基础设施证券投资基金（REITs）规则使用指引第2号——发售业务（试行）》3项公募REITs配套业务规则	由沪、深证券交易所发布。截至2021年底，共有2批11只公募REITs基金发行上市，2021年基础设施REITs的落地为证券公司资产管理业务提供了更多机会。
2022/5/20	《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》	作为公募基金发展政策性规范与指导的新规，由证监会于2022年5月20日发布，自2022年6月20日起施行。及其配套规则《管理人办法》及其配套规则从“准入-内控-经营-治理-退出-监管”全链条完善了公募基金管理人监管要求，突出放管结合。在继续坚持基金管理公司“一参一控”政策前提下，适度放宽同一主体持有公募牌照数量限制。

数据来源：中国证券业协会，中国证监会，国元证券研究所

3.3 资管业务-高质量发展

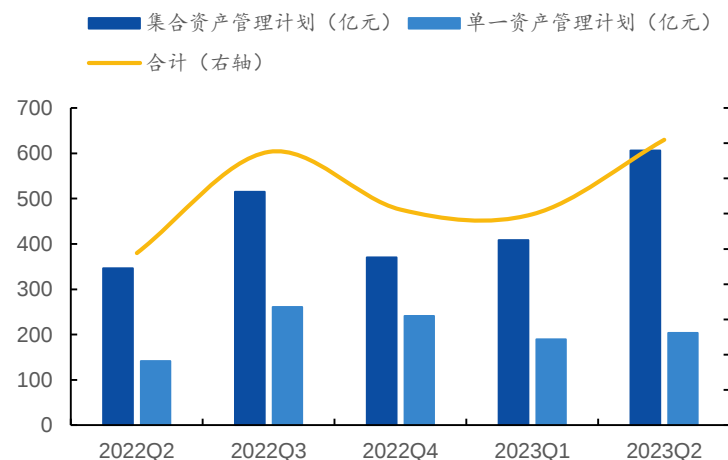
- 券商资管内部产品较为分化，固收类产品为基础：根据wind数据，23H1仅衍生品类产品存量规模持续增长，同比上升7.93%至361.10亿元，体现出券商在场外衍生品布局进一步深化；权益类/混合类/固收类产品分别同比下跌4.23%/4.78%/3.17%，其中权益类与混合类规模差逐渐缩减，固收类规模虽在22Q3后因债市波动而缩减，但降幅逐步下降。未来市场回暖后，券商资管仍将以固收类产品为主，深度布局衍生品类/权益类/混合类产品。
- 券商资管产品设立规模显著增长，主动管理能力持续提升。23Q2证券公司资管产品设立规模为810亿元，环比上升35.34%。其中，集合资管计划环比上升48.29%，“资管新规”后新增产品去通道化，集合资管业务规模呈上升趋势，主动管理能力提升显著。产品类别维度，固收类产品设立规模占比最高，环比上升40.07%至612.44亿元；权益类增速最高，环比上升78.14%至30.07亿元；衍生品类大幅下跌，环比下降23.31%至36.82亿元。

图3-3-3：券商资管存量产品规模略有下滑



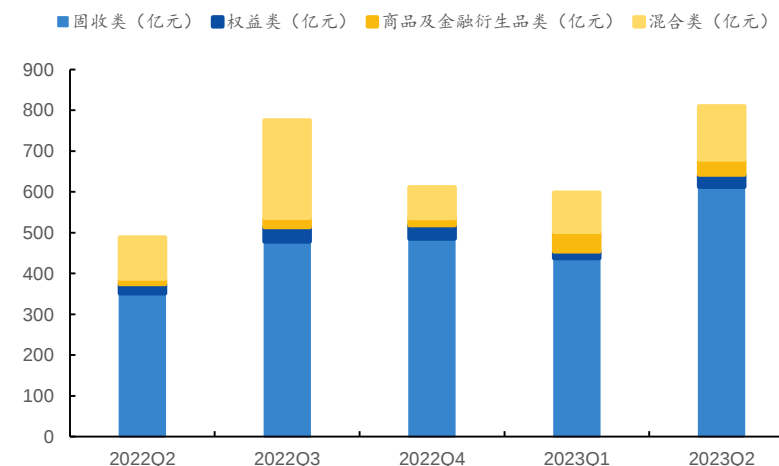
数据来源：，国元证券研究所
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图3-3-4：券商资管按产品类型分产品设立规模情况



数据来源：，国元证券研究所

图3-3-5：券商资管按投资类型分产品设立规模情况

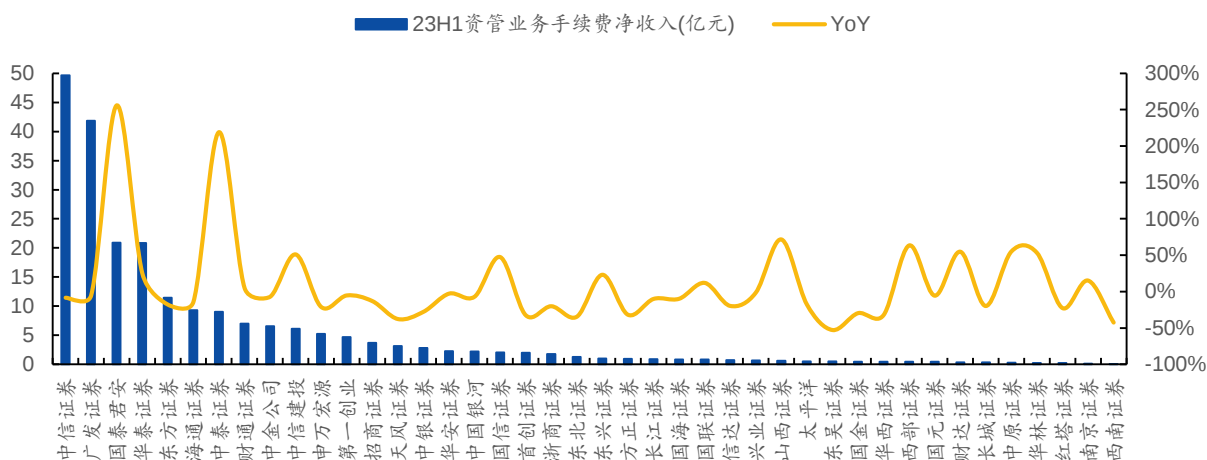


数据来源：，国元证券研究所

3.3 资管业务-高质量发展

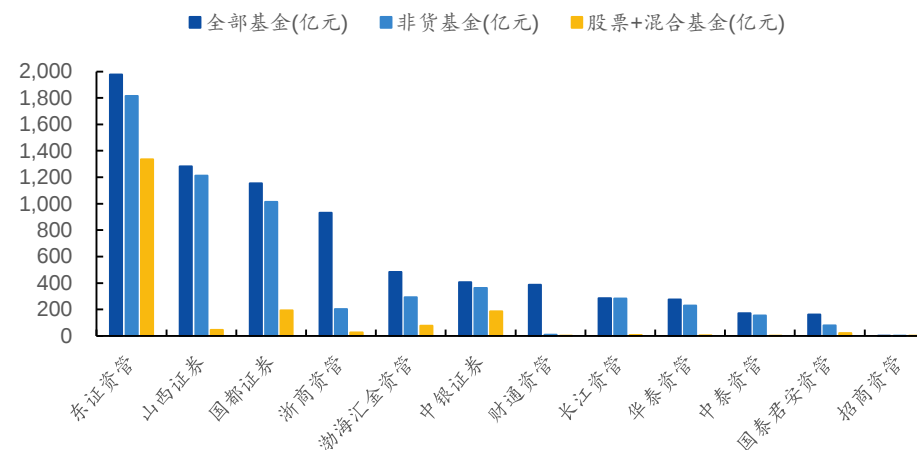
- 23H1各券商资管净收入分化明显。根据iFind数据，23H1上市券商资管业务手续费净收入排名前三(中信证券/广发证券/国泰君安)合计占比约50%，集中效应进一步凸显。同时，其收入增速均值为9.41%，排名前二的公司为国泰君安和中泰证券，增速分别为256%/219%，主要原因系本期他们分别将华安基金/万家基金作为子公司纳入合并范围；此外，头部券商中，华泰、中信建投证券也表现亮眼。然而，因资本市场波动和资金端赎回等因素，部分大型券商资管业务规模与收入承压。
- 大集合资管产品公募化改造仍为券商资管重要方向，持公募牌照券商或助力资管子公司持续扩容。截止23Q3末，已有13家券商或资管子公司获批持有公募牌照。根据wind数据，所有展业公司中，持牌券商或资管子公司公募规模向好，较年初上升3.43%至7500亿元；非货基金规模增加，较年初上升5.42%至0.57万亿元；股票+混合基金规模缩减，较年初下降3.29%至1900亿元。

图3-3-6：2023H1上市券商资管手续费净收入情况



数据来源：iFind，国元证券研究所

图3-3-7：23H1持公募牌照券商或资管子公司公募基金管理规模及较年初增速

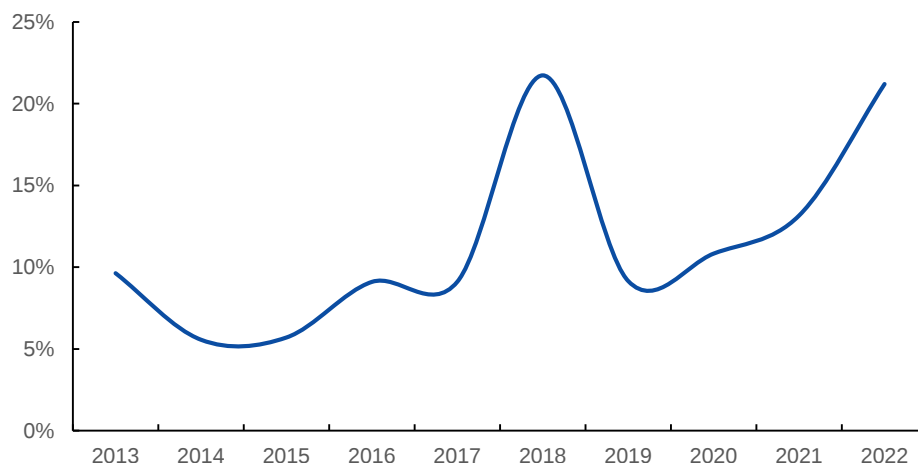


数据来源：iFind，国元证券研究所

3.3 资管业务-基金子公司

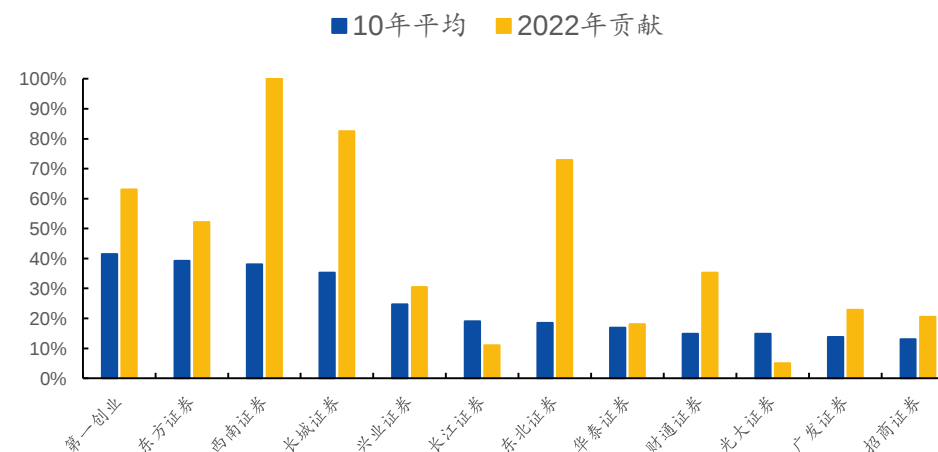
- 参控股公募基金公司对券商净利润贡献度上升。根据iFind数据统计，截至22年末，31家样本券商旗下参控股公募基金净利润贡献度均值较21年上升8.04pct至21.20%，主要原因系22年市场大幅回调，业绩韧性较强的参控股公募基金利润贡献度显著提升。然而，23H1贡献度均值走弱，同比下降9.61pct至11.78%，主要原因系23H1市场企稳下券商业绩大幅改善，而公募基金业绩下滑。公募基金费率改革短期内虽对公募基金公司收入利润造成一定影响，但长期来看有利于降低投资者持有成本，有利于公募基金行业高质量发展，参控股公募基金仍为券商重要的利润来源。
- 贡献度分化明显，整体震荡上升。13-22年，一创/东方/西南/长城/兴业证券的基金业务对净利润贡献度均值较高，分别为41.45%/39.21%/38.09%/35.25%/24.69%。以东方证券为例，权益法口径，东证资管、汇添富撑起东方证券的“半边天”，2021和2022分别为公司贡献了48%和52%的净利润。未来券商参控股公募基金公司和资管子公司有望成为券商业绩的重要驱动力。

图3-3-8：参控股公募基金对券商净利润贡献度均值情况



数据来源：iFind，国元证券研究所

图3-3-9：代表券商旗下公募业务（基金公司+公募资管）对公司净利润贡献



数据来源：，国元证券研究所

3.3 资管业务-盈利预测

- **业务拆分：**按协会专项合并报表口径进行预测，资管业务中包含了私募资管(集合、定向、专项)和公募资管。
- **关键假设：**资管行业有望持续高质量发展。预计23年下半年资管业务收入将实现135亿元，与22年下半年基本持平；预计24/25年的同比增幅均为10%。

表3-3-2：资管业务盈利预测

日期	资管业务收入(亿元)	YoY
2019	275.16	0.06%
2020	299.60	8.88%
2021	317.86	6.09%
2022	270.61	-14.86%
2023E	244.63	-9.60%
2024E	269.09	10.00%
2025E	296.00	10.00%

数据来源：中国证券业协会，国元证券研究所

3.4 投行业务-整体

- 23H1投行业务收入整体下滑。23H1，43家上市券商共实现投行业务手续费净收入237.64亿元，同比下降8.69%，延续22年下降趋势。18-21年投行业务收入呈上升趋势，年化增速为22.92%。22年市场情绪降温，23年上半年股票市场行情整体震荡调整，股权融资规模减少，导致券商投行业务收入减少。
- 投行业务市场集中度仍显著，部分中型券商收入翻倍。分机构来看，23H1投行业务收入排名前5券商(中信/中信建投/中金/海通/华泰证券)合计收入占比超50%。主要原因系，全面注册制背景下，项目储备丰富、品牌优势显著的头部券商有更强竞争优势，且政策端收紧IPO、再融资，项目供给收缩背景下，头部券商的集中趋势或将继续保持。同时，23H1上市券商中仅有16家实现投行业务收入同比上升，部分区域型券商增幅突出。其中，东北/西部证券收入翻倍，同比上升167.25%/102.81%。主要原因系，部分区域型券商充分调动属地资源，实现投行业务规模高增。

图3-4-1：近年上市券商投行业务收入情况

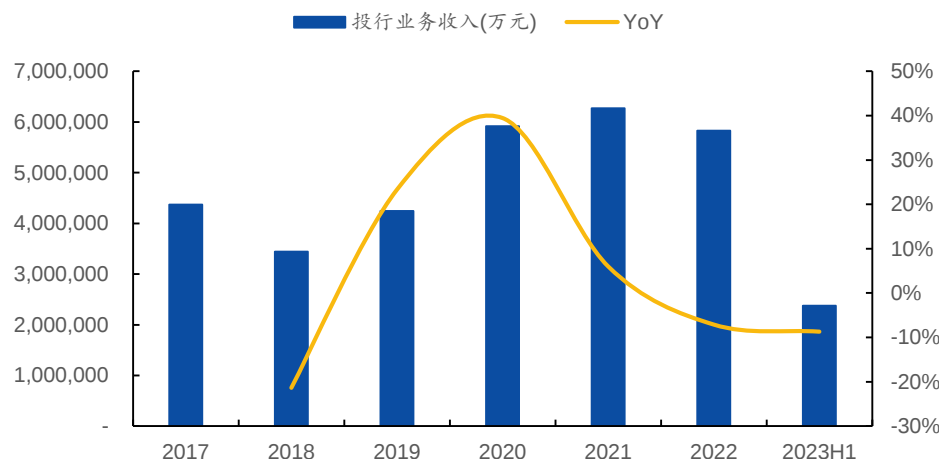
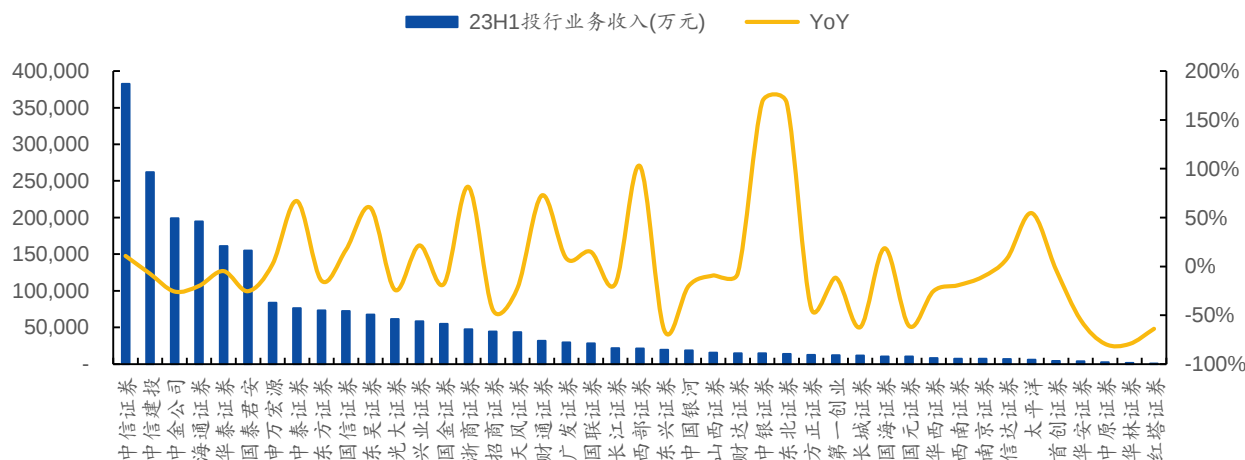


图3-4-2：23H1上市券商投行业务净收入及同比增速



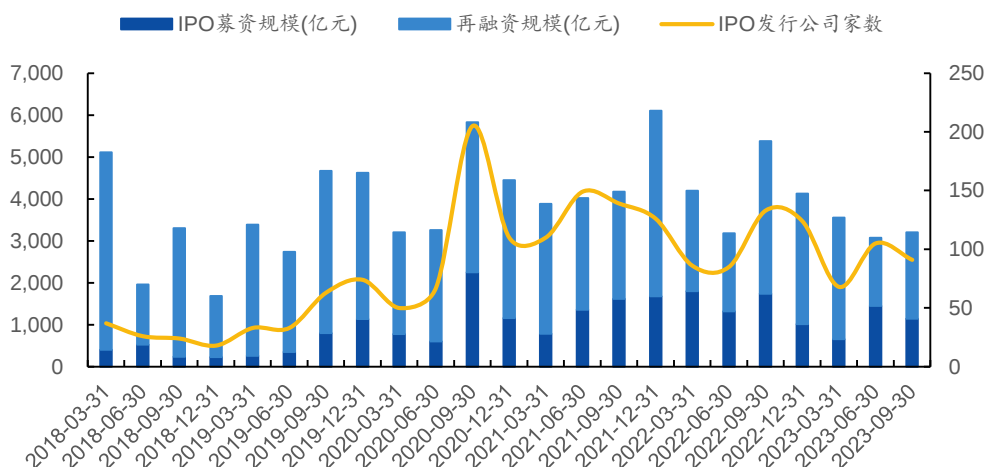
数据来源：国元证券研究所

数据来源：国元证券研究所

3.4 投行业务-整体

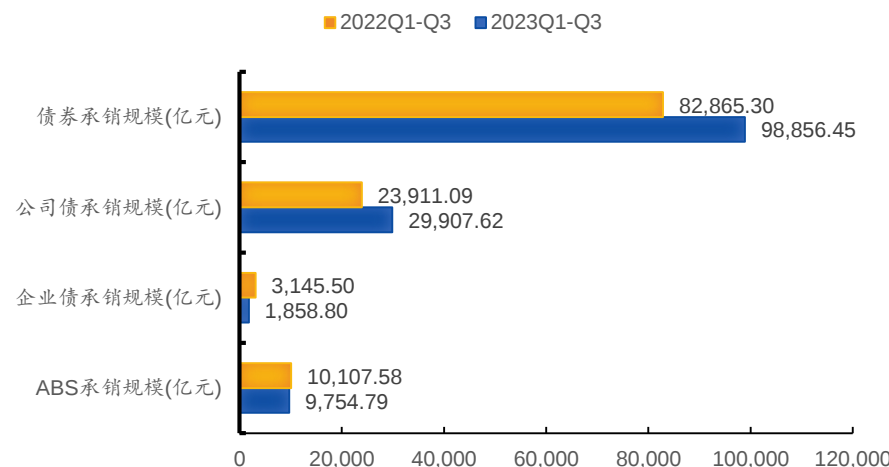
- 股权融资整体规模下滑，IPO募资规模降幅显著。截至23Q3，A股股权融资规模(含可转债、可交债)同比下降22.92%至9,832.05亿元。具体来看，IPO发行公司家数和募资规模均下降。截至23Q3，共发行264家IPO，同比下降13.16%，募资规模同比下降33.36%至3,236.43亿元，主要原因系23年单个IPO公司募资规模相比去年同期较小。再融资市场结构调整明显，配股规模下滑，定增较稳定。截至23Q3，再融资规模同比下降16.51%至6595.63亿元。其中，配股/可转债募集资金显著下滑，分别同比下降76.65%/37.62%至132.45/1,259.16亿元，而增发募集资金同比下降1.79%至4,872.88亿元，保持稳定，主要原因系23年2月全面注册制正式实施，定增市场较为活跃。
- 债券融资规模显著上升。根据 数据，23年前三季度，债券承销规模较去年同期上升19.30%至98,856.45亿元。其中，公司债/企业债/ABS承销规模分别为29,907.62/1,858.8/9,754.79亿元，同比+25.08%/-40.91%/-3.49%。主要原因系，23年低利率市场环境中资金成本相对较低，增强了企业的发债意愿，从而推动发债规模和数量上升。

图3-4-3：18-23年A股股权融资规模情况



数据来源：，国元证券研究所

图3-4-4：22-23年债券融资规模情况

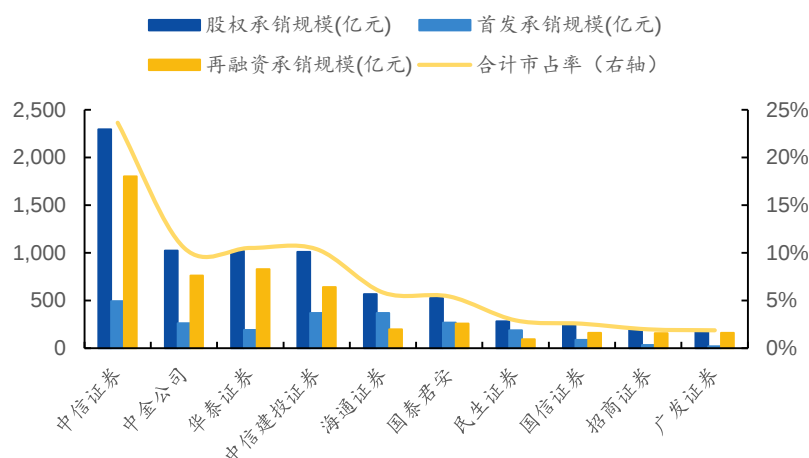


数据来源：，国元证券研究所

3.4 投行业务-承销

- 全面注册制下，承销业务格局集中度进一步上升。根据 数据，截至23Q3，股权承销规模前十券商的市场份额总和为75.67%，较去年同期增长3.36%。其中，股权承销规模前三为中信/中金/华泰证券，其市场份额分别为23.66%/10.53%/10.52%。截至23Q3，债券承销规模前十券商的市场份额共65.53%，较去年同期下降1.24%，保持稳定。其中，中信/中信建投/华泰证券的市场份额排名前三，分别为14.06%/11.02%/9.10%。主要原因系全面注册制背景下，业务能力更强的头部券商拥有明显竞争优势。
- 政策端收紧IPO、再融资，承销规模和收入规模面临挑战。23年8月27日，证监会统筹一二级市场平衡的相关监管安排，强调了阶段性收紧IPO节奏、引导上市公司合理确定再融资规模等条例。IPO首发家数维度，23年上半年在全面注册制影响下IPO首发家数呈上升趋势，但23Q3降幅显著，未来承销规模和收入规模面临挑战。

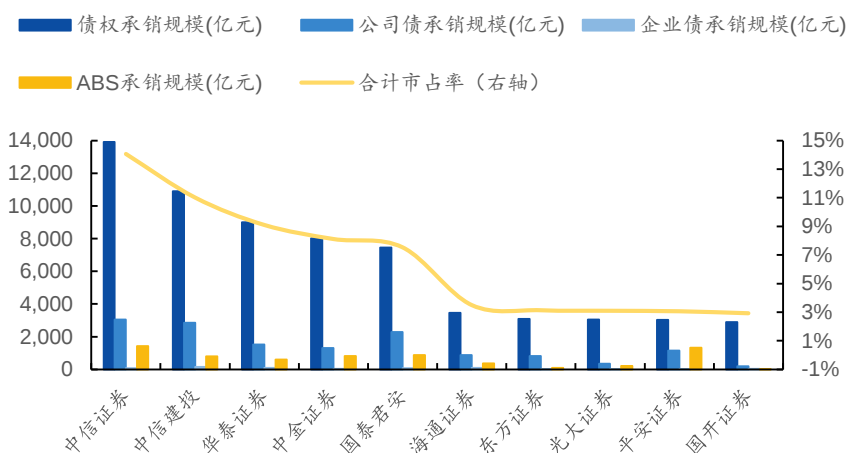
图3-4-5：23年前三季度股权承销规模前十券商情况



数据来源：，国元证券研究所

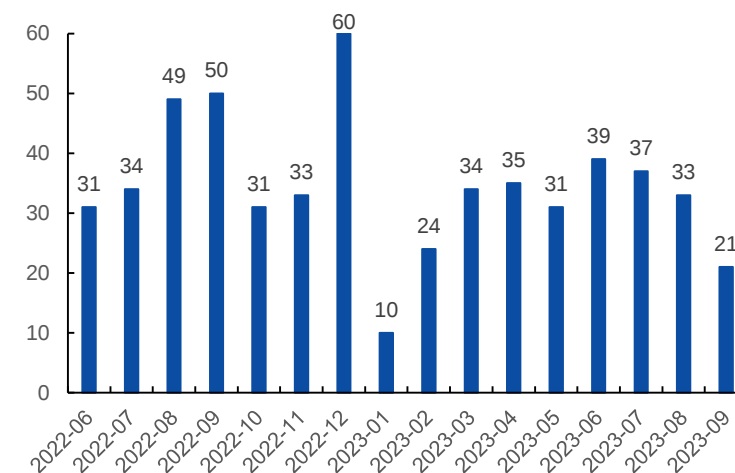
请务必阅读正文之后的免责条款部分

图3-4-6：23年前三季度债券承销规模前十券商情况



数据来源：，国元证券研究所

图3-4-7：22年6月-23年9月IPO首发家数情况

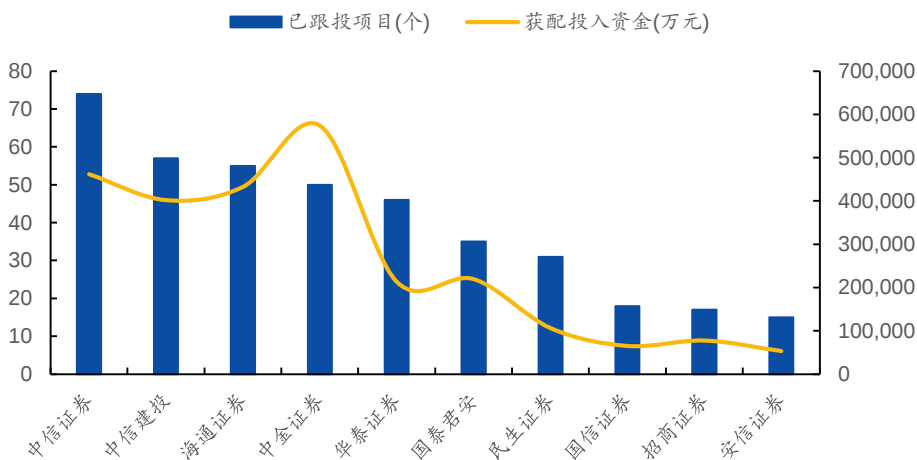


数据来源：，国元证券研究所

3.4 投行业务-跟投测算

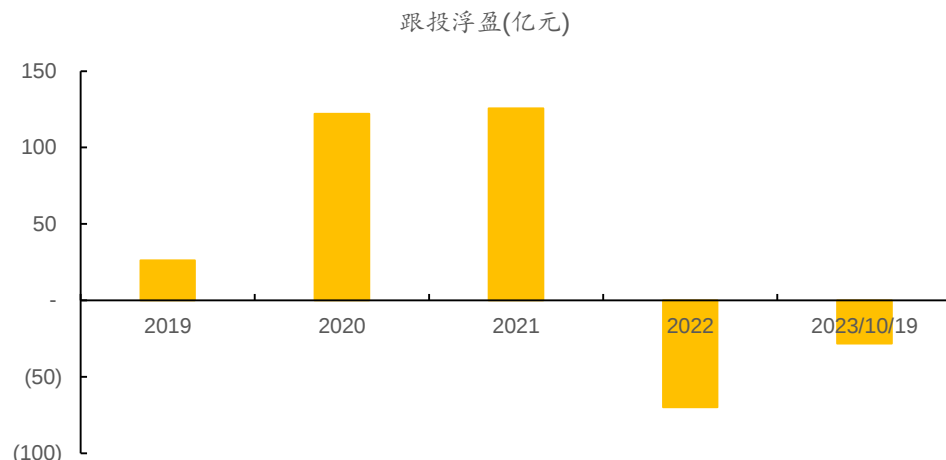
- 跟投机制促使投行提升项目把关能力，头部券商跟投项目数量更多。19年起科创板实施强制性券商跟投机制，要求保荐机构通过另类投资子公司，以自有资金对保荐科创板股票进行跟投，跟投比例为2%-5%，锁定期为24个月。自实施以来，截至2023年9月30日，中信/中信建投/海通证券科创板跟投项目数量排名前三，分别已跟投74/57/55个项目。同时，假设解禁即卖出，拥有更多跟投项目数量的头部券商项目收益更高。主要原因系，头部券商于科创板IPO项目优势明显，带动了参与跟投次数靠前。
- 合计跟投浮盈呈下滑趋势。科创板跟投机制规定，保荐机构需以自有资金参与发行人IPO战略配售，并锁定24个月。19-21年该机制为券商带来增量投资收益，但22年起为券商带来了业务挑战。整体来看，22年起新股跟投收益下滑显著，22年上市新股合计实现浮盈16.20亿元，仅为21年的17.80%。同时，22年起，保荐机构跟投锁定期未满的股票处于整体浮亏状态。主要原因系新股破发频发，市场情绪低迷，且22年以来科创板市场行情表现较弱。

图3-4-8：19-23Q3头部券商跟投项目数量及获配投入资金情况



数据来源：，国元证券研究所

图3-4-9：19年-23/10/19券商合计跟投浮盈情况(以解禁即卖出口径计算)



数据来源：，国元证券研究所

3.4 投行业务-盈利预测

- **业务拆分：**投行业务中包含了证券承销业务、证券保荐业务和财务顾问业务。其中，证券承销业务分为股权融资业务（主要含首次公开发行股票并上市（IPO）、上市公司再融资、上市公司并购重组财务顾问业务等），和债权融资业务（主要含公司债、金融债、地方债、企业债、短融中票、可转债、定向工具、ABS等）。
- **关键假设：**2023年注册制落地，未来股权融资业务向好。证券承销与保荐业务净收入维度，预计23年下半年将实现360亿元，与22年下半年基本持平；预计24/25年的同比增幅均为20%。财务顾问业务净收入维度，预计23/24/25年将与近两年数据基本持平。

表3-4-1：券商投行业务盈利预测

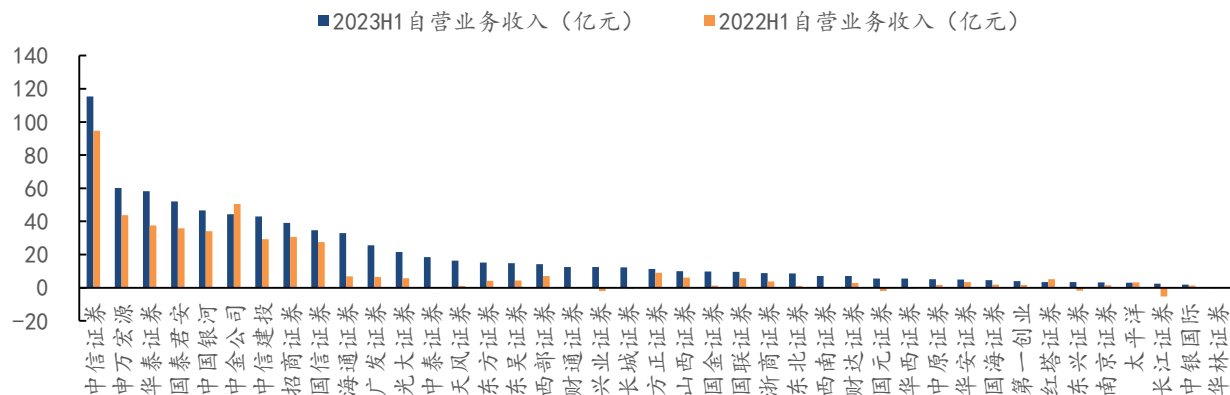
日期	承销及保荐净收入(亿元)	YoY	财务顾问净收入(亿元)	YoY	投行业务净收入	YoY
2019	377.44	46.03%	105.21	-5.64%	482.65	30.46%
2020	590.88	56.55%	81.23	-22.79%	672.11	39.25%
2021	627.13	6.13%	72.70	-10.50%	699.83	4.12%
2022	665.70	6.15%	68.10	-6.33%	733.80	4.85%
2023E	615.37	-7.56%	69.00	1.32%	684.37	-6.74%
2024E	676.91	10.00%	70.00	1.45%	746.91	9.14%
2025E	744.60	10.00%	70.00	0.00%	814.60	9.06%

数据来源：中国证券业协会，国元证券研究所

3.5 证券投资业务-综合

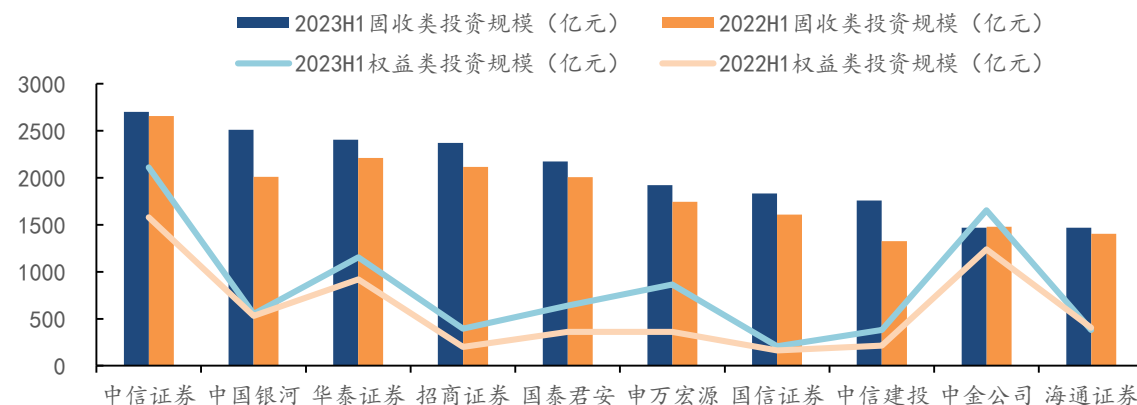
- **证券投资业务增势强劲，拉动行业业绩回升。**2023H1券商证券投资收入大幅回弹，选取的41家上市券商2023H1实现投资收入共计808.48亿元，较去年同期457.15亿元，增长了76.85%；其中，仅有10家券商投资收入同比负增长，其余均呈现不同程度业绩回升，主要系去年同期低基数的影响。分机构来看，大型券商投资收入绝对规模仍处于行业领先地位，中信/申万/华泰2023H1投资收入115.39亿元/60.12亿元/58.18亿元，同比增长21.95%/37.23%/54.98%，稳居行业前三。
- **权益类投资规模快速扩张，固收类投资绝对规模较大。**通过测算2023H1自营投资收入Top10券商的权益/固收类投资规模，可得10家券商2023H1权益类持仓规模共计8343.06亿元，同比增长39.69%；固收类投资规模共计20610.54亿元，同比增长10.99%，可见目前券商自营资产配置仍以固收类为主，但权益类投资规模增势强劲。其中，中信权益/固收类投资规模（2111.73/2700.46亿元）双居第一，处于行业领跑地位；中金权益类投资规模超过固收类，分别为1653.86/1468.81亿元，系其着力发展代客、场外权益衍生品等机构业务。

图3-5-1：2022H1-2023H1上市券商自营业务收入（测算）情况



注：自营业务收入=投资收益+公允价值变动损益-对联营合营企业投资收益
数据来源：iFind，国元证券研究所

图3-5-2：自营收入Top10券商2022H1-2023H1固收、权益类投资规模（测算）情况

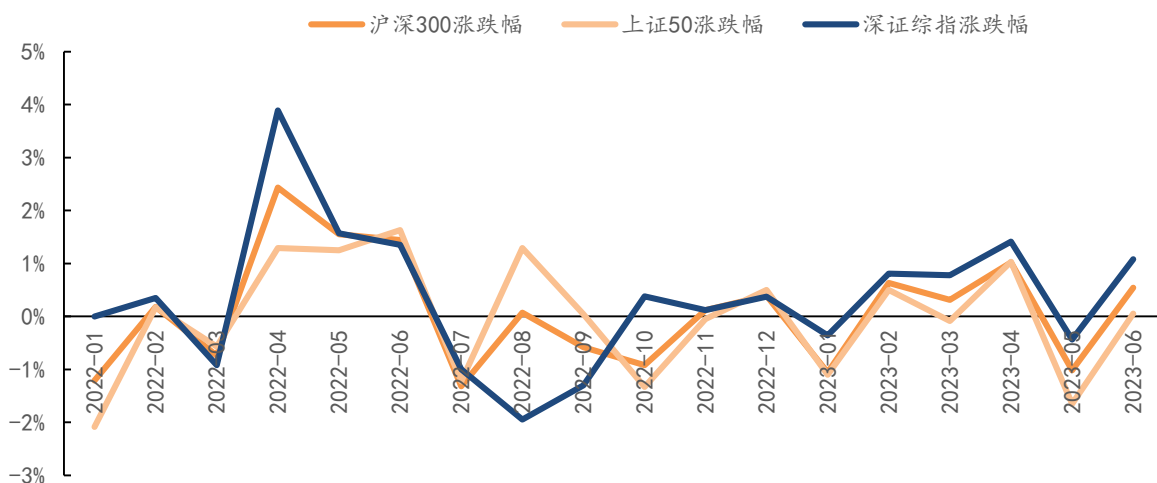


注：固收类投资规模=交易性金融资产中债券余额+债权投资+其他债权投资
权益类投资规模=交易性金融资产中股票余额+其他权益工具投资
数据来源：iFind，国元证券研究所

3.5 证券投资业务-收益率测算

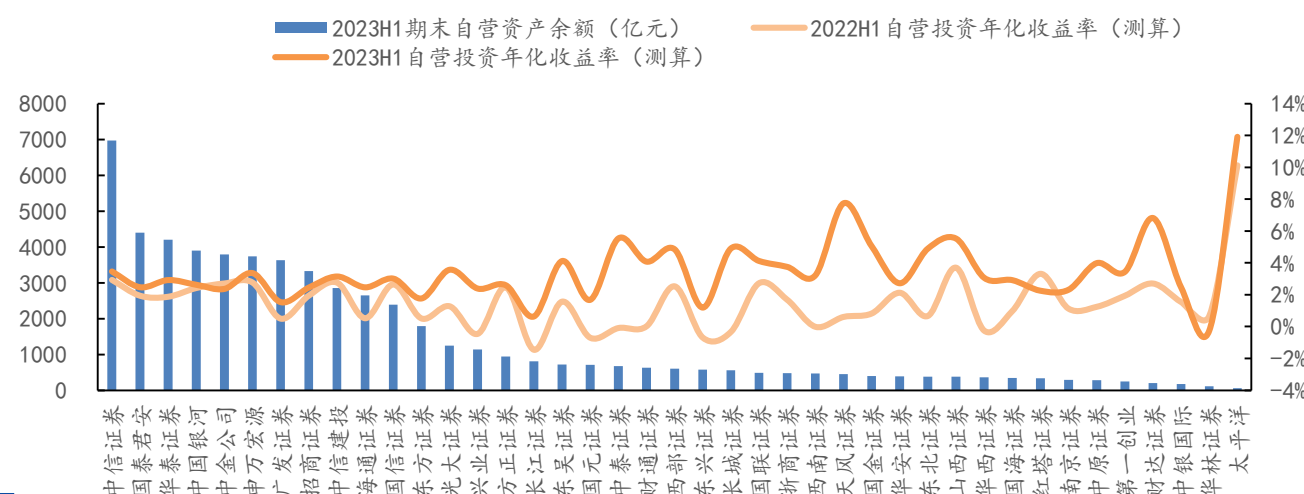
- 2023H1权益市场各指数同比回暖，在区间内小幅震荡。2023H1权益市场指数较去年同期大幅反弹，截至2023年6月30日，沪深300/上证50/创业板指/上证指数/深证综指较年初涨跌幅分别为-7.56%/-11.25%/-14.18%/-1.65%/-4.36%，较2022H1同比增长7.60%/2.46%/5.15%/6.45%/8.32%，目前呈现区间窄幅震荡态势。
- 券商投资规模扩增，投资收益率受市场波动影响较大。选取的41家上市券商2023H1自营金融资产余额共计58091.10亿元，同比增长12.45%；其中，中信/国泰君安/华泰自营资产规模排名前三，分别占比12.00%/7.57%/7.23%。受今年权益市场回暖影响，41家上市券商2023H1自营投资平均收益率（年化）从2022H1的1.55%提升至3.48%，同比增长1.93%；分机构来看，多数券商投资收益率同步提升，太平洋/天风/财达/中泰（11.91%/7.73%/6.81%/5.53%）投资收益率居高位；大型头部券商收益率较为稳健，中信建设/国信/中国银河实现收益率3.14%/3.01%/2.62%，同比增长0.37%/0.35%/0.19%。

图3-5-3：权益市场指数涨跌幅情况



数据来源：iFind，国元证券研究所

图3-5-4：上市券商自营投资年化收益率及自营资产规模情况

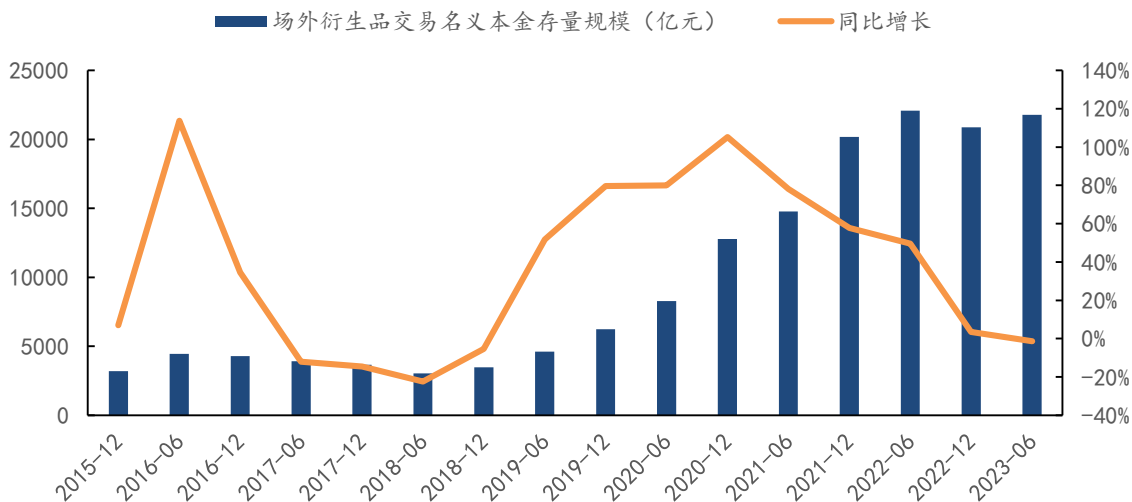


数据来源：iFind，国元证券研究所

3.5 证券投资业务-衍生品

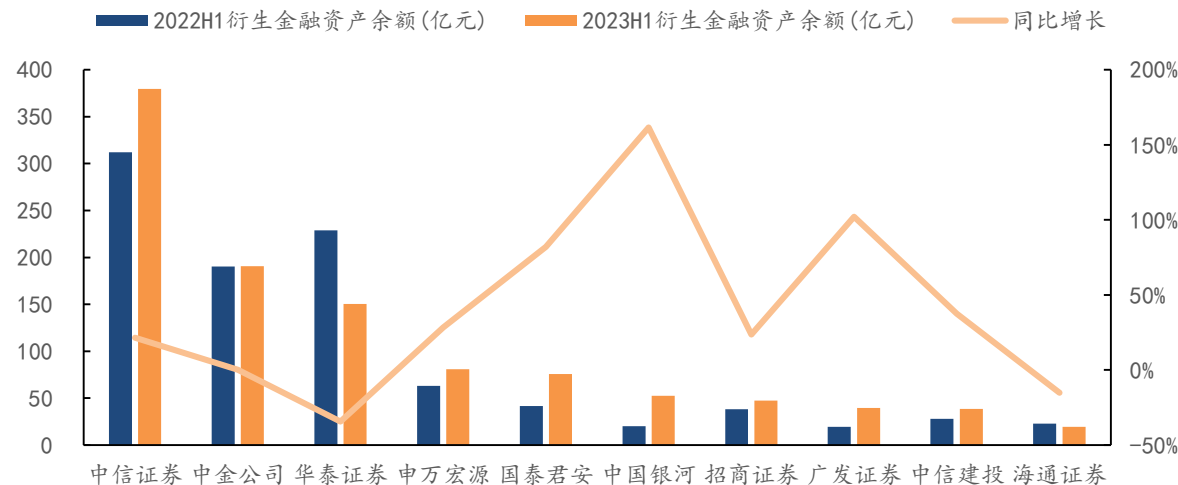
- **2023H1场外衍生品存量规模增速放缓，绝对规模维持高位。**据iFind数据统计，截至2023年6月30日，场外衍生品名义本金存量规模为21774.31亿元，较2022年末的20868.2亿元，环比增长4.34%，同比下降1.41%。受期货持续升水、中证500波动率持续处于低位、产品报价下降等因素影响，业务收益有所下滑，场外衍生品增速略有放缓。
- **衍生品业务头部集中度高，头部券商自营去方向化效果显著。**区别于传统方向性自营投资，衍生金融产品投资方向敞口较小，头部券商利用规模优势和一级交易商的牌照优势积极开拓衍生金融资产交易，中信/中金/华泰2023H1衍生金融资产规模分别为379.49亿元/190.55亿元/150.40亿元，绝对规模占41家上市券商衍生金融资产总规模的62.18%，呈现极高的头部集中度。头部券商拓展场外衍生品，加大了自营投资收益的确定性，投资收益率较为稳健，自营去方向化取得积极成效。

图3-5-5：场外衍生品交易存量规模（名义本金）及同比增长情况



数据来源：iFind，国元证券研究所

图3-5-6：Top10券商衍生金融资产余额及同比增长情况



数据来源：iFind，国元证券研究所

3.5 证券投资业务-盈利预测

- **业务拆分：**券商证券投资标的可细分为固收类、权益类及金融衍生品。其中，固收类资产包含债券、债券投资及其他债权投资；权益类资产包含股票、其他权益工具投资；
- **核心假设：**1) 杠杆率上限打开，券商证投资资产规模呈现平稳上升态势，假设下半年证投平均资产规模在23H1回暖基础上继续扩大10%，24/25同比增幅均为10%；2) 2023上半年权益市场相比2022年回暖，但下半年受国外地缘政治冲突影响，海外环境仍持续承压，市场景气指标预期走弱，预计市场将持续低迷态势，故2023E投资年化收益率预期将下降为2.30%；24/25年市场修复回暖，投资收益率为3.5%。

表3-5-1：券商证券投资业务盈利预测

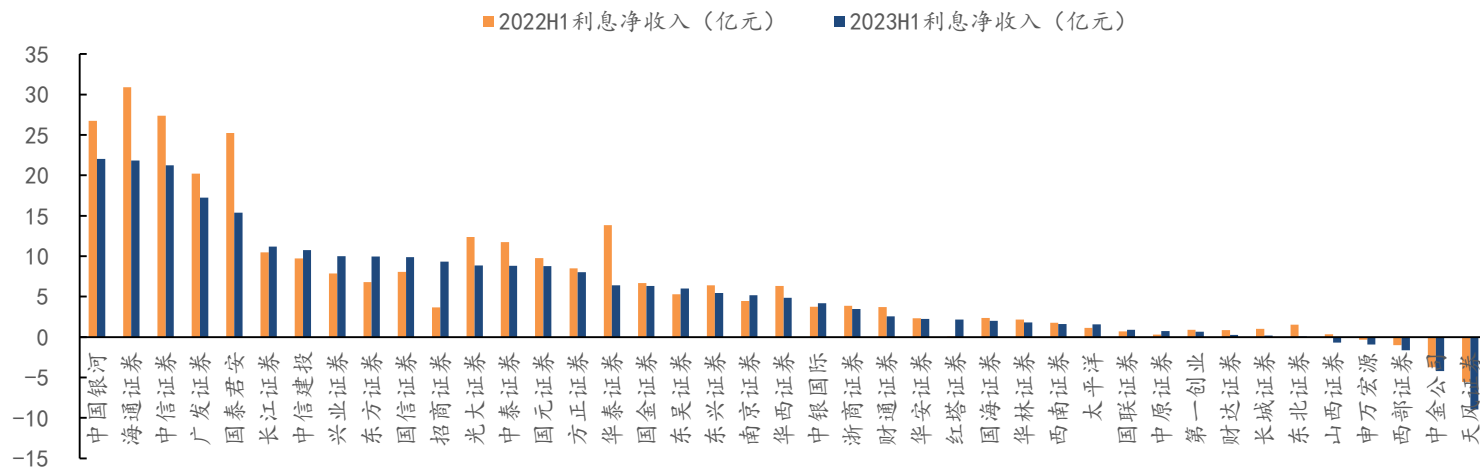
日期	平均证投资资产规模（亿元）	YoY	投资收益率（年化）	证投业务收入（亿元）
2019	36629.71	56.90%	3.33%	1221.60
2020	29946.30	-18.25%	4.19%	1255.74
2021	35764.09	19.43%	3.79%	1356.51
2022	40131.23	12.21%	1.52%	608.26
2023H1	51350.03	27.96%	1.46%	748.17
2023E	46150.91	15.00%	2.30%	1061.47
2024E	50766.00	10.00%	3.50%	1776.81
2025E	55842.60	10.00%	3.50%	1954.49

数据来源：中国证券业协会，iFind，国元证券研究所

3.6 资本中介-综合

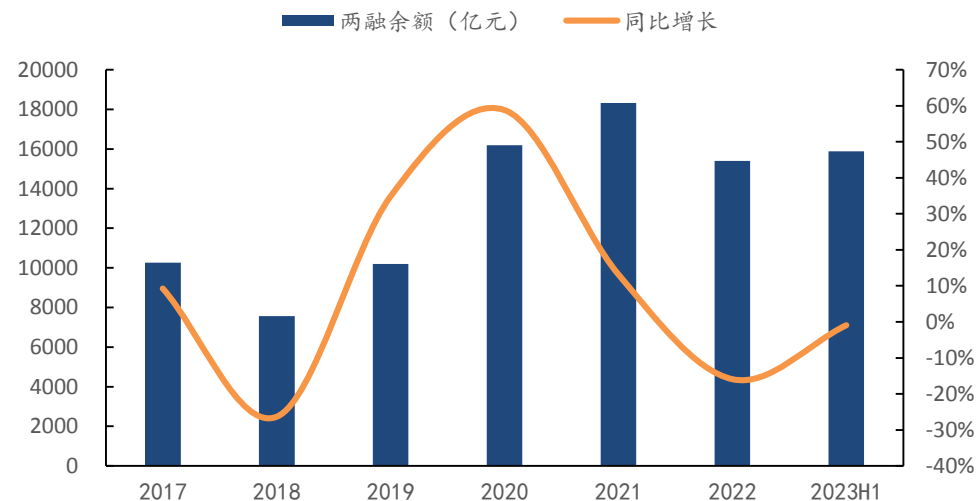
- 2023H1上市券商利息净收入同比下滑。41家上市券商2023H1合计利息净收入235.60亿元，相较2022H1利息净收入278.55亿元，同比下降15.42%；其中，多数券商利息净收入较去年同期减少，仅红塔/招商/中原/东方/太平洋（3610.52%/155.74%/130.52%/46.47%/40.25%）实现较大幅度增长，主要系其他债券投资利息收入增加、货币资金及结算备付金利息收入增加、次级债务利息支出减少等非信用业务综合变动引起。
- 两融余额延续下降态势，股票质押规模压降，资本中介业务整体收入承压。受二级市场交易情绪低迷影响，沪深两市融资融券规模同比收缩，2023H1两融余额15883亿元，同比下降0.94%；券商审慎开展股票质押业务，主动压降业务规模，截至23年6月底，市场质押股数/质押总市值分别为3740.89亿股/30590.98亿元，同比下降4.80%/13.67%。

图3-6-1：2023H1上市券商利息净收入情况



数据来源：iFind，国元证券研究所

图3-6-2：沪深两市融资融券余额及同比增长情况

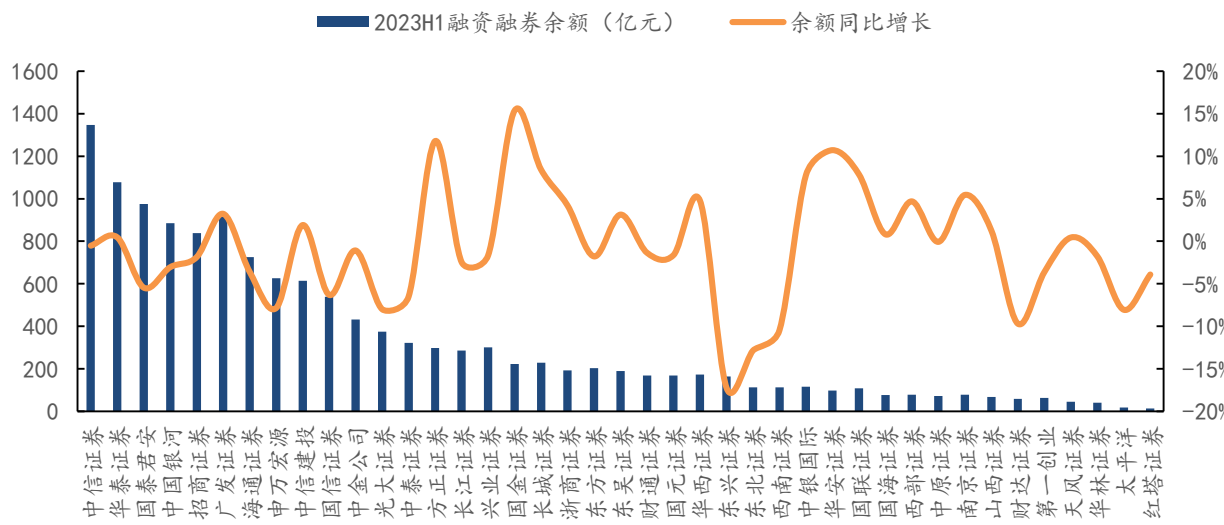


数据来源：iFind，国元证券研究所

3.6 资本中介-两融

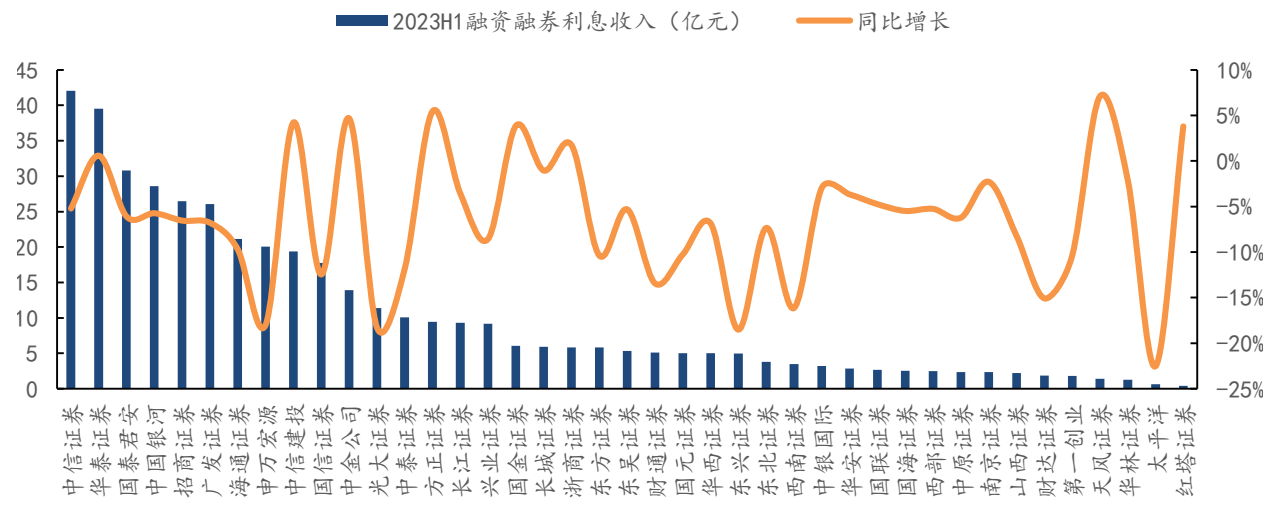
- 23H1上市券商两融业务增长乏力，头部集中效应显著。截至23年6月30日，41家上市券商两融业务余额13431.64亿元，较去年同期13630.55亿元下降1.46%；多数券商两融余额均呈现不同程度下滑，头部券商中，仅广发/中信建设/华泰（3.23%/1.91%/0.46%）实现正同比增长。从绝对规模来看，中信/华泰/国泰君安/广发（1347亿元/1077亿元/976亿元/923亿元）等头部券商两融余额大幅领先，反映券商信用业务呈现较明显的头部集中效应。
- 上市券商两融利息收入同比回落。41家上市券商2023H1融资融券利息收入共计419.74亿元，较22H1的444.45亿元，同比下降5.56%；其中，仅天风/方正（7.07%/5.43%）两融利息收入实现较大幅度正同比增长，头部券商中唯中金/中信建设/华泰（4.68%/4.21%/0.57%）两融利息收入同比增加。券商两融利息收入下滑主要受市场交易情绪低迷导致融资融券余额下降，以及行业竞争加剧致使券商压低两融费率双重因素的共同影响。

图3-6-3：2023H1上市券商两融业务余额及同比增长情况



数据来源：iFind，国元证券研究所

图3-6-4：2023H1上市券商两融业务利息收入及同比增长情况

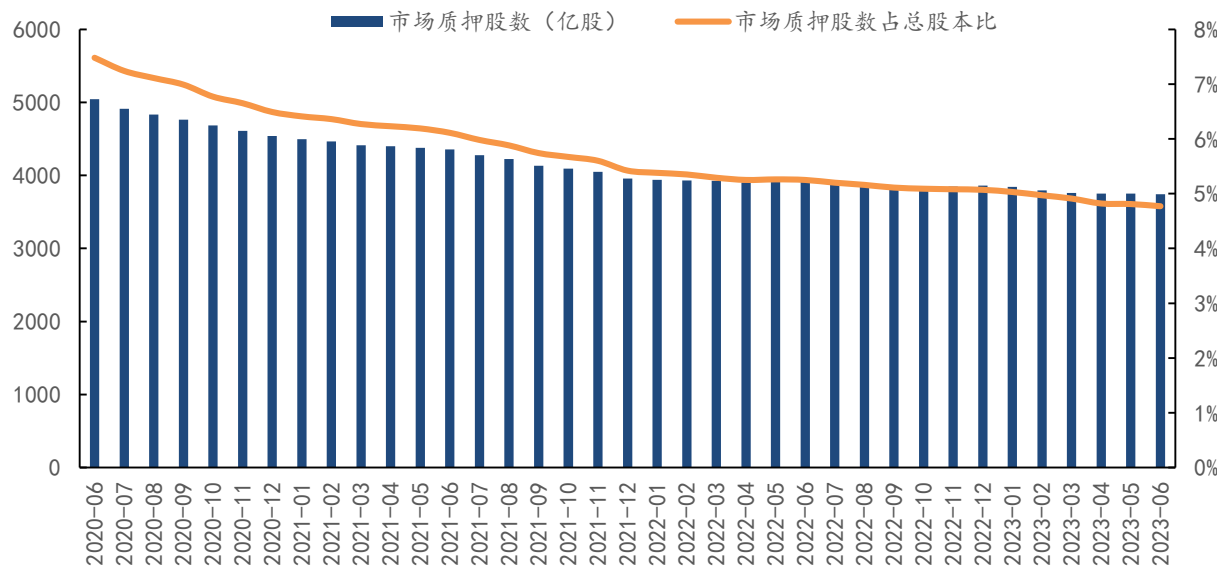


数据来源：iFind，国元证券研究所

3.6 资本中介-股票质押

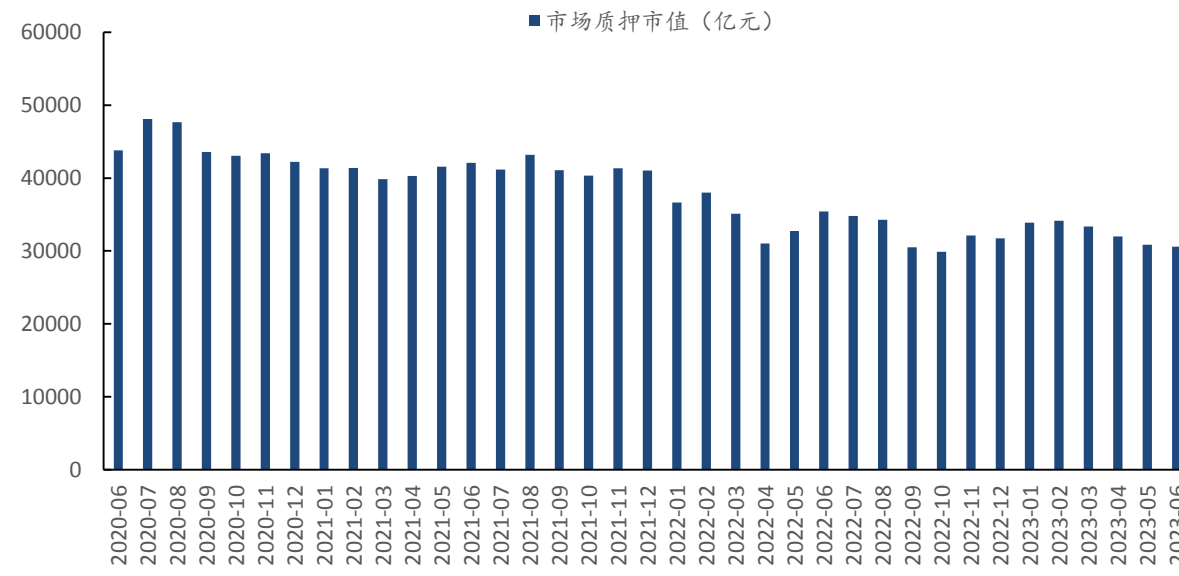
- 券商审慎开展股票质押业务，股票质押规模持续压降。近年来，受二级权益市场波动影响，质押减值多有发生，多数券商对股票质押业务持较为审慎的态度，主动压降其业务规模。据 统计的中登数据显示，截至2023H1末，市场质押总股数为3740.89亿股，较去年同期的3929.62亿股，同比下降4.80%；占总股比4.77%，较去年同期的5.25%，同比减少0.48%；市场质押市值30590.98亿元，较2022H1的35435.29亿元，同比下降13.67%，股票质押业务整体规模仍维持下降态势。分机构来看，2023H1中信/国泰君安/海通股票质押总额绝对规模排名前三，分别为254.27亿元/223.26亿元/222.22亿元，同比下降33.87%/6.71%/17.17%，反映券商压主动降股票质押业务至较小规模，预计未来业务规模可能会进一步收缩。

图3-6-5：2021H1-2023H1市场质押股数及占总股比情况



数据来源： ， 国元证券研究所

图3-6-6：2021H1-2023H1市场质押市值情况



数据来源： ， 国元证券研究所

3.6 资本中介-盈利预测

- **业务拆分：**券商资本中介业务由两融及股票质押两部分构成，由于融资/融券/股票质押业务费率存在差异，故对资本中介业务收入进行预测时，需分别估计三者规模。
- **核心假设：**1) 自9月11日融资保证金比例由100%下调至80%正式实施后，市场融资业务规模显著扩大。截至9月30日，沪深两市日均融资余额为15023.61亿元，环比增长2.21%；预计未来将延续增长态势，假设23年底日均融资业务余额持续环比上升2%至15324.08亿元，24/25年同比增幅均为15%；2) 自10月16日起，融券保证金比例由50%上调至80%，短期内融券业务规模将呈下降态势，故预计年底日均融券余额将环比下降5%至827.53亿元；由于该举措仅为短期调节手段，对未来融券业务规模影响较小，故24/25年日均融券余额预测同比上升15%；3) 股票质押规模将持续压降，23年底降幅与22年基本持平，24/25年均同比下降10%。

表3-6-1：券商资本中介业务盈利预测

日期	日均融资规模（亿元）	日均融券规模（亿元）	日均两融规模（亿元）	股票质押规模（亿元）	资本中介业务净收入（亿元）
2019	8772.43	102.52	8874.94	3863.53	463.66
2020	12437.64	753.82	13191.46	2682.96	583.02
2021	15970.38	1285.62	17256.00	2395.78	640.57
2022	15782.81	1080.11	16862.91	2270.47	633.14
2023H1	14699.00	944.39	15643.39	2206.42	280.87
2023E	15324.08	827.53	16151.61	1867.89	586.71
2024E	17622.70	951.66	18574.36	1681.10	665.38
2025E	20266.10	1094.41	21360.51	1512.99	756.78

数据来源：中国证券业协会，iFind，国元证券研究所

4.1 杠杆与融资-监管

- 监管有望适度放宽行业融资约束，券商提杠杆势头强劲。2006年7月20日，证监会发布《证券公司风险控制指标管理办法》，对券商风控体系做出了明确的指标要求，后经2008/2016/2020三次修订，目前仍沿用2016版风控指标（2020年末涉及对风控指标的修订）；其中要求券商资本杠杆率（核心净资本/表内外资产总额×100%）下限为8%，预警线即为9.6%，券商财务杠杆倍数限制在6倍左右，一般较难达到监管上限。今年上半年以来，为规范券商募集资金投向、树立健全合规风控意识，行业再融资监管趋严，券商资本金扩充节奏被迫放缓，叠加场外衍生品业务机遇涌现，券商扩表提杠杆需求强烈。8月18日，证监会在“就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问”一会上提出：“优化证券公司风控指标计算标准，适当放宽对优质证券公司的资本约束，提升资本使用效率”，预计未来监管指标有望进一步优化，融资约束适当放宽，券商杠杆倍数上升空间将有所提升。

表4-1：券商风控指标标准监管政策变动整理

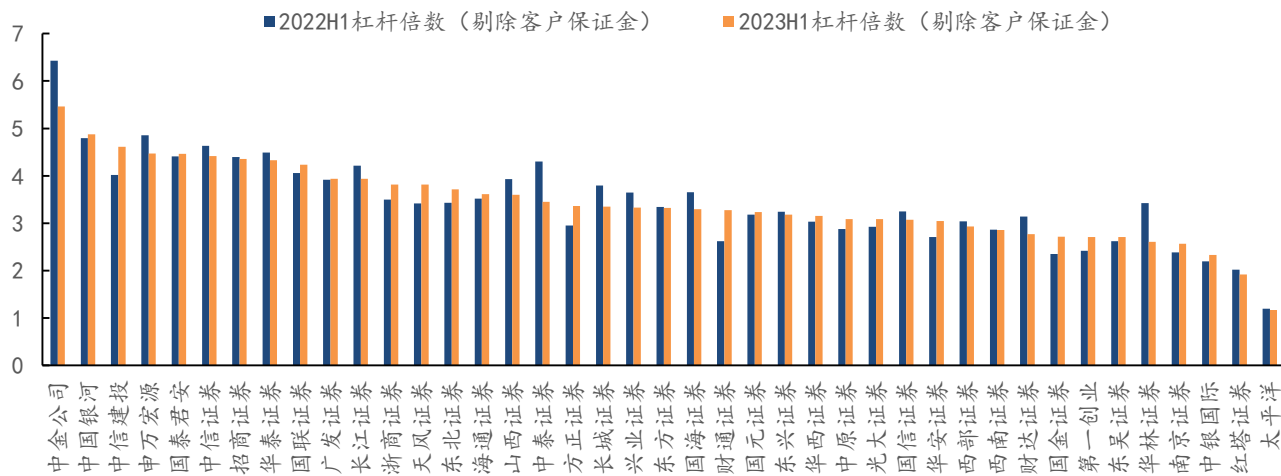
日期	政策名称	风险控制指标标准
2006/7/20	《证券公司风险控制指标管理办法》	(一) 净资本与各项风险准备之和的比例不得低于100%； (二) 净资本与净资产的比例不得低于40%； (三) 净资本与负债的比例不得低于8%； (四) 净资产与负债的比例不得低于20%； (五) 流动资产与流动负债的比例不得低于100%
2008/6/24	《关于修改〈证券公司风险控制指标管理办法〉的决定》	(一) 净资本与各项风险资本准备之和的比例不得低于 100%； (二) 净资本与净资产的比例不得低于 40%； (三) 净资本与负债的比例不得低于 8%； (四) 净资产与负债的比例不得低于 20%。
2016/6/16	关于修改《证券公司风险控制指标管理办法》的决定	(一) 风险覆盖率不得低于 100%； (二) 资本杠杆率不得低于 8%； (三) 流动性覆盖率不得低于 100%； (四) 净稳定资金率不得低于 100%；

数据来源：中国证监会，国元证券研究所

4.2 杠杆与融资-倍数与渠道

- 2023H1券商杠杆倍数同比小幅下降，头部券商杠杆倍数显著高于行业平均水平。选取的41家上市券商2023H1杠杆倍数（剔除客户保证金）平均为3.42倍，较2022H1的3.44倍，小幅下降0.02倍；其中，大型头部券商杠杆倍数显著高于中小型，中金/中国银河/中信建设杠杆倍数分别为5.47/4.88/4.61倍，位居行业前三。头部券商杠杆倍数变动显著分化，杠杆倍数排名Top10的券商中，实现正/负同比增长各占50%，其中中信建设/国联杠杆倍数较去年同期增加0.60倍/0.17倍，而中金/申万较去年同期下降0.96倍/0.38倍。目前券商杠杆倍数离监管上限还有一定差距，随着资本约束的放宽，预计杠杆倍数将进一步上涨。
- 券商再融资仍以定增为主。据iFind数据统计，2013年初至2023年6月30日，券商共计划进行81次融资活动；其中，以增发/配股/可转债的方式融资占比分别为59.49%/29.11%/11.39%，定向增发仍是券商进行再融资的主要方式。

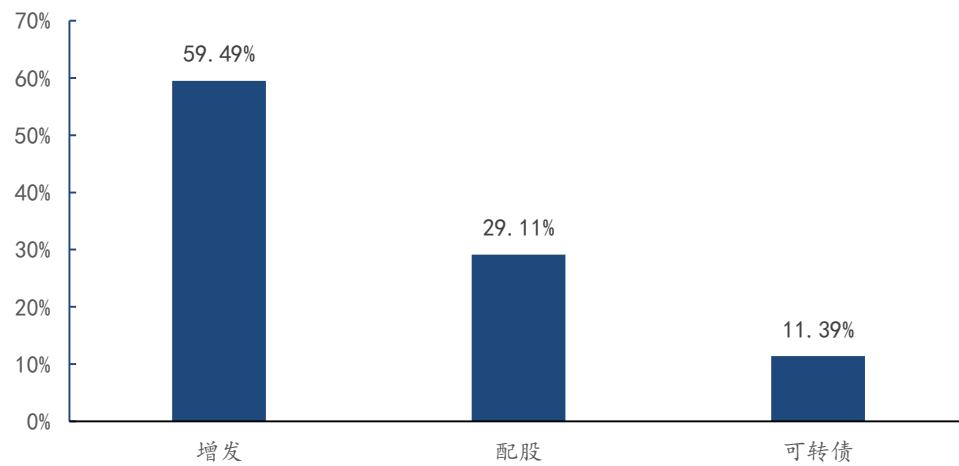
图4-2-1：2023H1上市券商杠杆倍数（剔除客户保证金）情况



注：杠杆倍数（剔除客户保证金）=（总资产-客户存款-客户备付金）/净资产

数据来源：iFind，国元证券研究所

图4-2-2：2013-2023年券商再融资渠道选择占比情况



数据来源：iFind，国元证券研究所

4.3 杠杆的放开将有助于高评级头部券商提升ROE，进而提升估值

- 中证协最新数据显示，上半年券商持续夯实资本实力，行业风险管控能力不断增强。截至上半年末，行业净资本为2.13万亿元，较上年末增长2.09%。行业平均风险覆盖率为254.9%（标准100%，预警120%），平均资本杠杆率为18.84%（标准8%，预警9.6%），平均流动性风险覆盖率为231.44%（标准100%，预警120%），平均净稳定资金率为150.11%（标准100%，预警120%），141家券商风控指标均优于监管标准，合规风控水平健康稳定。（证券日报）
- 11月3日，证监会对《证券公司风险控制指标计算标准规定》进行了修订并向社会公开征求意见，进一步发挥风险控制指标的“指挥棒”作用。该修订是8月份证监会提出的“优化证券公司风控指标计算标准，适当放宽对优质证券公司的资本约束，提升资本使用效率”的进一步深化落地措施。
- 放松杠杆的可能路径包括，适当调整分类评级居前的证券公司的风险资本准备调整系数和表内外资产总额折算系数，推动试点内部模型法等风险计量高级方法，支持合规稳健的优质证券公司适当拓展资本空间，提升资本使用效率。
- 从头部券商来看，净稳定资金率、资本杠杆是主要瓶颈。2023H1为例，多家头部券商的净稳定资金率在130%附近（中信127、中信建投132、华泰132），资本杠杆率部分较高（中金11.7、银河10.8、申万宏源10.9）。如果修订方案落地，指标接近预警线的高评级头部券商，更有望受益，具体标的包括中信证券、华泰证券、国联证券、中国银河等。
- 如果头部证券公司的杠杆指标适当松绑，带来杠杆率的提升，预计有望带动ROE提升1.0-4.0pct。参考中信证券，在谨慎/中性/乐观情况下，杠杆率提升0.5x/1x/2x，对应权益乘数从5.28提到5.78/6.28/7.28。按2%的ROA测算，对应ROE（净利润）提升1/2/4pct。

图4-3：2023H1部分上市券商风险控制指标

证券代码	证券名称	风险覆盖率% (≥ 100, 预警120)	资本杠杆率% (≥ 8, 预警9.6)	流动性覆盖率% (≥ 100, 预警120)	净稳定资金率% (≥ 100, 预警120)	市值 (亿)
600030.SH	中信证券	193.15	16.31	134.61	126.85	3,130.5
601066.SH	中信建投	221.42	13.82	249.7	131.78	1,785.6
601688.SH	华泰证券	246.5	14.24	196.93	131.64	1,369.0
601995.SH	中金公司	183.46	11.7	247.67	134.44	1,367.7
601211.SH	国泰君安	202.11	16.6	331.57	130.51	1,251.2
600999.SH	招商证券	264.15	13.26	155.46	135.13	1,136.4
600837.SH	海通证券	235.37	21.6	352.58	161.68	1,110.5
000166.SZ	申万宏源	265.18	10.92	169.26	128.77	1,050.4
000776.SZ	广发证券	203.9	12.14	265.09	161.58	1,039.8
601881.SH	中国银河	259.59	10.82	265.26	130.35	1,030.2
002736.SZ	国信证券	379.23	15.75	231.06	165.52	944.9
601901.SH	方正证券	273.72	17.66	138	133.99	766.4
600958.SH	东方证券	230.12	13.45	219.78	134.37	705.0
601788.SH	光大证券	309.42	22.15	215.18	145.24	701.7
601136.SH	首创证券	236.92	24.51	650.3	165.94	621.6
601059.SH	信达证券	213.99	27.67	180.1	151.97	612.0
601377.SH	兴业证券	209.35	14.49	225.96	131.86	553.6
600918.SH	中泰证券	217.59	15.27	237.46	149.44	514.3
601555.SH	东吴证券	270.13	25.53	285.93	159.73	398.6
601878.SH	浙商证券	270.66	19.03	335.24	148.26	397.9
601108.SH	财通证券	224.21	16.38	251.48	146.09	378.9
002945.SZ	华林证券	282.2	23.61	225.29	149.59	376.4
601236.SH	红塔证券	422.36	45.04	1703.84	279.09	373.6
600109.SH	国金证券	387.83	29.41	262.32	147.39	349.7
002939.SZ	长城证券	183.14	21.09	325.97	141.23	341.7
000783.SZ	长江证券	244.02	15.06	201.57	158.86	318.0
000728.SZ	国元证券	215.43	20.1	347.18	161.77	308.1
601696.SH	中银证券	348.83	40.82	294.93	292.73	307.5
601456.SH	国联证券	167.54	15.51	183.15	126.69	307.0

4.4 杠杆率普遍不足国际一流投行的一半，仍有加杠杆的空间

- 与国际一流投行和多元银行比较，我国证券公司的杠杆比率更较低，仍有较大的空间。
- 近年来通过再融资等方式扩充资本金，2022 年末我国证券业净资本已达到 2.13 万亿元，但较美国仍有较大差距。以国内净资产规模最大的中信证券为例，2022年中信证券净资产共计 2583 亿元，而同年高盛集团、摩根士丹利、摩根大通净资产都是中信证券净资产规模的三倍以上。同时杠杆倍数明显较低，不足高盛、摩根大通杠杆倍数的一半，因此拉低了 ROE，随着监管放松，未来高评级头部券商有望进一步提高杠杆率。由于混业经营，美国投行的整体估值与我国接近或略低，但是市值体量远大。截止2023/09/30摩根大通市值约3.0万亿元，中信证券市值3024 亿元，存在约 10 倍的市值差距。

图4-4：国际投行&多元银行财务指标对比

代码	证券简称	所属行业	市值（亿元）	ROE (ttm)	ROA (ttm)	PB估值 (mrq)	权益乘数	归母净利润 (ttm)	净利润 (ttm)
JPM.N	摩根大通	多元化银行	30,258.6	15.6	15.6	1.5	12.3	3,553.0	3,679.9
BAC.N	美国银行	多元化银行	15,621.2	10.1	10.1	0.9	11.0	2,077.3	2,190.1
MS.N	摩根士丹利	投资银行业与经纪业	9,716.0	9.3	9.3	1.5	11.7	664.8	714.7
GS.N	高盛集团	投资银行业与经纪业	7,658.8	6.2	6.2	1.0	13.4	518.7	562.5
SCHW.N	嘉信理财	投资银行业与经纪业	6,977.7	14.7	14.7	3.5	12.6	398.0	430.1
C.N	花旗集团	多元化银行	5,686.7	5.9	5.9	0.4	11.3	883.0	985.3
WFC.N	富国银行	多元化银行	5,348.2	9.6	9.6	0.5	10.5	1,249.8	1,302.9
600030.SH	中信证券	投资银行业与经纪业	3,024.4	7.9	7.9	1.3	5.3	206.7	220.4
300059.SZ	东方财富	投资银行业与经纪业	2,410.3	11.5	11.5	3.5	3.3	81.2	81.2
601066.SH	中信建投	投资银行业与经纪业	1,690.3	6.1	6.1	2.7	5.4	59.1	67.7
RJF.N	瑞杰金融	投资银行业与经纪业	1,505.9	17.4	17.4	2.1	7.8	125.4	126.0
TW.O	TRADEWEB MARKETS	投资银行业与经纪业	1,351.2	6.9	6.9	3.6	1.1	26.2	29.8
601995.SH	中金公司	投资银行业与经纪业	1,346.0	5.5	5.5	2.1	6.0	56.4	62.0
601688.SH	华泰证券	投资银行业与经纪业	1,320.7	7.2	7.2	1.0	5.0	123.8	130.9

数据来源： ，国元证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

更多免费行业报告

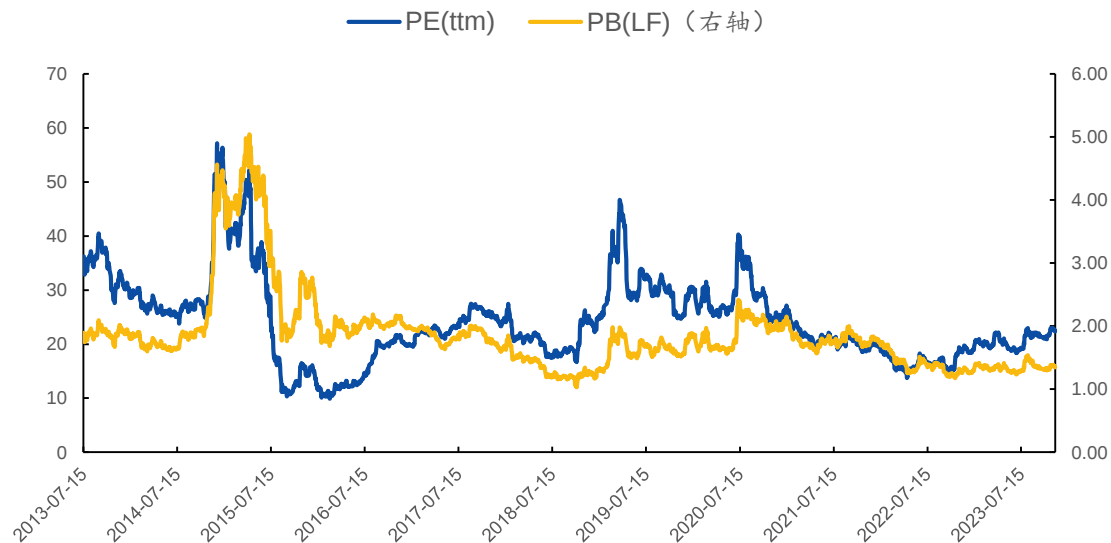
并购家

www.ipoipo.cn

5.1 估值水平当前极具吸引力

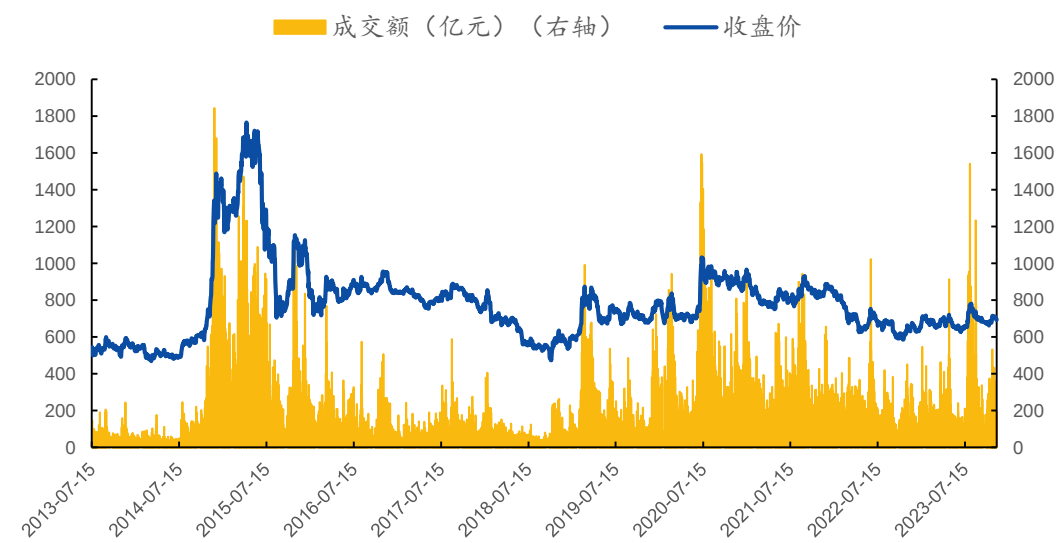
- 证券公司的盈利和大盘指数高度相关，牛市中业绩和估值同时拉升，大盘表现和牛市预期是股价最重要的催化因素之一。
- 截止2023/11/24，上证指数收于3040.97，指数具有较大的上行空间，大盘行情可期。
- 截止2023/11/24，证券公司指数（399975.SZ）收盘价691.8，PB估值1.35，处于近十年的10%分位。无论从行业比较还是历史水平来看，估值水平都较低，当前时点具备投资价值。

图5-1-1：证券公司（399975.SZ）PE和PB历史水平



数据来源： ， 国元证券研究所

图5-1-2：证券公司（399975.SZ）的收盘价和成交额



数据来源： ， 国元证券研究所

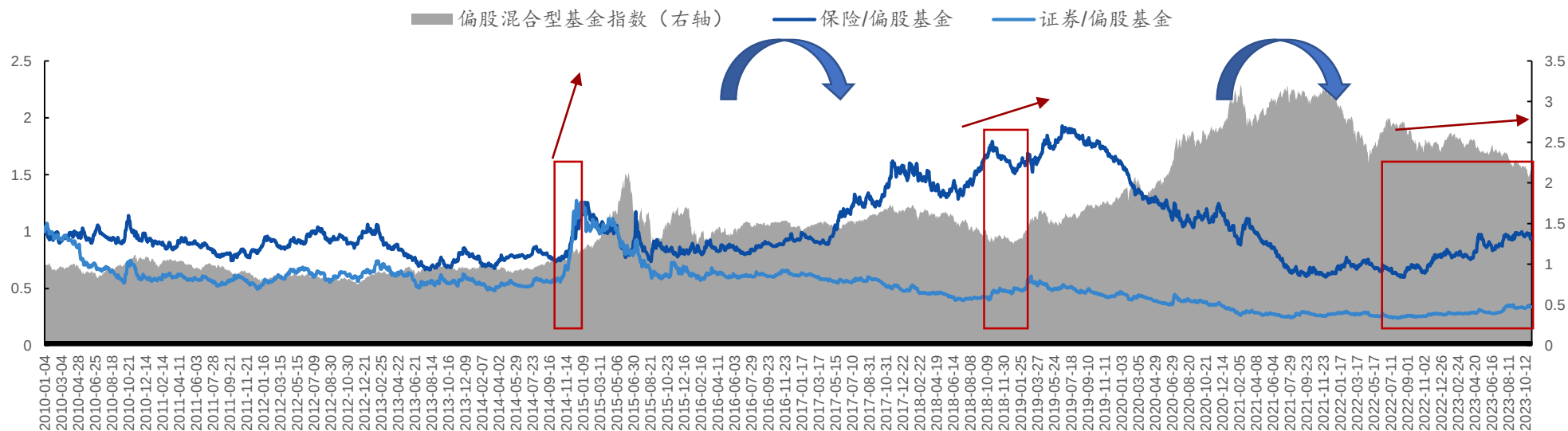
5.2 相对国际投行，国内券商市值仍具上升空间

- 纵览美国证券行业发展历程，整合与分化是发展主旋律。在相应监管制度与市场变化的影响下，美国证券公司先后历经模式探索、多元化发展等多个阶段。1999 年美国通过《金融服务现代化法》，在此法律背景下，金融业并购加快，银行间并购、银行并购金融公司或被金融公司并购、银行并购信托和投行业等事件频繁上演。券商通过横向和纵向并购实现混业经营，加剧了券商整合分化，逐步形成了多种模式。美国券业在不断整合的同时，逐渐分化为大型全能投行、精品投行、财富管理机构、特色券商、交易做市商五大主要类型。
- 国际投行也经历了从轻资产向重资产模式的转变过程，通过多轮并购重组做大做强，国内券商市值仍具备上升空间。1975年美国开始实施佣金自由化，此前美国券商的模式也以轻资产模式为主，例如1975年美国证券行业收入结构中经纪业务占比46%。佣金自由化相当于存量业务利润变薄，而之后美国金融市场开启的创新浪潮则为重资产化提供了行业环境。重资产模式之下，ROE主要由杠杆驱动。重资产业务是推升杠杆的核心，2022年高盛的做市业务收入186亿美元，占总收入的39.3%。权益乘数先升后降，其中2008年可作为一个分水岭，1975-2007年，行业平均ROE达到20%，权益乘数最高为2007年的38倍；2008年金融危机之后，美国政府出台《多德-弗兰克法案》（Dodd-Frank Act）限制衍生品市场并禁止商业银行开展自营业务，推动美国投行被动降杠杆，ROE出现显著下滑趋势，2022年行业平均杠杆为12倍，ROE为9%。
- 国内券商市值仍具上升空间。近年来通过再融资等方式扩充资本金，2022 年末我国证券业净资本已达到2.13万亿元，但较美国仍有较大差距。以国内净资产规模最大的中信证券为例，2022年中信证券净资产共计 2583 亿元，而同年高盛集团、摩根士丹利、摩根大通净资产都是中信证券净资产规模的三倍以上。同时杠杆倍数明显较低，不足高盛、摩根大通杠杆倍数的一半，因此拉低了 ROE，随着监管放松，未来高评级头部券商有望进一步提高杠杆率。由于混业经营，美国投行的整体估值比我国证券略低，但是市值体量远大。摩根大通市值约3.0万亿元，中信证券市值 3024 亿元，存在约 10 倍的市值差距。

5.3 证券公司交易价值突出，超额收益持续时间不断拉长

- 证券公司交易价值突出。从历史来看，近年来证券股对基金净值的正向贡献主要集中于3段时间，一是2014年末的“水牛”初期，二是2018年底到2019年初，“机构牛”初期，三是2023年至今。行情持续时间不断拉长。
- 本轮行情一方面受益于价值风格+中特估，另一方面证券股周期属性弱化，长期配置价值得以体现，市场底部交易牛市预期。未来仍要关注证券公司的交易属性，尤其是目前指数处于低位，赔率较高。
- 证券公司的指数产品尤其受到市场欢迎，目前指数产品中非银行业占比达到9%，远高于主动权益的配置。2014年受益于分级基金，强Beta+杠杆吸引大量投资者，近年来行业ETF接棒，脉冲式行情更适合开发指数产品，证券ETF替代了一部分个股投资需求，受到市场投资者的认可。

图5-2-1：非银行业主要包含证券和保险，证券近年来有3波行情对偏股基金净值有正向贡献



数据来源： ， 国元证券研究所

5.4 券商未来的发展方向

- 适当增加杠杆。近年来券商通过股权融资不断补充净资本发展重资产业务，而随着监管与市场环境的变化，未来提高杠杆率有望成为新的驱动力。随着对优质证券公司的资本约束逐渐放开，龙头券商将首先受益，重资本业务将继续加码，进一步扩大证投业务的规模，通过杠杆提振整体的ROE水平。
- 聚焦高毛利业务，如发力机构业务，加强内部协同。2012年以来中信证券依托自营、信用、场外衍生品业务实现三轮扩表加杠杆。2023年3季度末中信衍生金融资产359亿元，近4年复合增长率达到60%。
- 进一步挖掘高净值客户，提供了全方位的买方投顾服务。数据显示，截至2023年9月份，中金财富买方投顾规模突破813亿元，产品保有量突破3600亿元，均实现连续四年正增长。发展投顾服务、ESOP、家族办公室等等模式，加强财富管理业务转型。
- 去方向性投资，平滑业绩波动。券商从早期的自营大量权益投资，到如今头部券商大力发展非方向性投资，因此业绩的稳定性也有所提升，更有利于通过加杠杆的方式提升ROE。2022年虽为熊市，券商整体盈利依然可观，整体利润下滑显著低于历史值，因此近年来券商的Beta属性减弱，Alpha属性上升。
- 参与设立券商系母基金，抢抓产业发展机遇，沿着产业链进行延伸，拓宽业务渠道，形成券商内部各业务板块的联动，提升整体竞争力和盈利能力，为券商贡献更多盈利来源。
- 增资控股公募基金子公司，独立资管子公司申请公募牌照，可形成“一参一控一牌”。进一步发挥主动管理优势，回归资管主业，双向赋能。公募资管业务更有利于平滑券商盈利，穿越牛熊周期，未来空间较大。

5.5 金融供给侧改革深化，证券公司并购迎新机遇

- 今年 7 月政治局会议明确“要活跃资本市场、提振投资者信心”，10 月底中央金融工作会议对于资本市场改革发展提出了明确要求，其中首次提出“培育一流投资银行和投资机构”。11 月围绕上述任务目标，证监会表示，将支持头部证券公司通过业务创新、集团化经营、并购重组等方式做优做强，打造一流的投资银行，发挥服务实体经济主力军和维护金融稳定压舱石的重要作用；引导中小机构结合股东背景、区域优势等资源禀赋和专业能力做精做细，实现特色化、差异化发展；推动证券公司投行、投资、投研协同联动，不断提升服务实体经济、服务注册制改革能力。
- 自上世纪 90 年代以来，证券业经历了四轮并购浪潮，每一轮都涌现出新的证券巨头。中信证券是其中的典型代表，通过重组华夏证券，先后并购万通证券（前身为青岛证券）、金通证券、华夏基金、法国里昂证券、广州证券，最终成为了行业的领军企业。这些并购浪潮对于我国证券行业的发展起到了重要的推动作用，促进了行业的整合与壮大。
- 站在当下，具有并购价值的券商可能有以下几个思考方向：**一是民营资本**，政策对于金融控股公司监管的加强，使得部分民营资本有意愿退出；**二是区域型券商**，在经济富裕、具有产业优势的区域，通过并购可以进一步整合属地机构资源，其中深耕长三角、珠三角的券商价值量最高，如中信证券通过并购广州证券拓展在珠三角的影响力；**三是特色业务的券商**，尤其是轻资本投行、资管业务具有特色的券商，有利于进一步整合放大资源，参考华泰证券吸收联合证券设立专门的投行子公司华泰联合证券；**四是杠杆率较低、经营较为稳健的券商**，大券商可吸收整合重资产业务，通过抬升杠杆率提升整体 ROE。

5.6 机构关注度大幅提升，投资建议关注三大主线

业绩持续增长，机构关注度大幅提升

- 2013-2022年行业10年净收入/净利润复合增速分别为12.45%/9.51%。预计证券行业 2023 年净利润 1511 亿，同比增长 6%。流动性修复有望和政策催化共振，市场底部回暖可能在2024年带来戴维斯双击。
- 23Q3非银关注度显著提升，加杠杆和牛市预期打开价格上升空间。在全部公募基金/主动权益基金维度，非银行业重仓持股市值占基金股票投资市值比分别为4.63%/1.44%，较23Q2分别上升0.91pct/0.77pct，其中，全部公募基金中非银环比增幅在全行业排名前三，剔除涨跌主动加仓第一。2023价值风格占优，预期政策放松杠杆约束、牛市预期、情绪等催化因素下迎来反弹，相对大盘跑出超额收益。

投资建议关注三大主线

- a) 综合优势突出，创新业务领先的头部券商，如中信、中金、华泰
- b) 泛财富管理业务具有优势的券商东方证券、财通证券、兴业证券
- c) 具有并购预期的跨越式成长券商国联证券

- 监管政策进一步变化，超预期收紧
- 行业竞争加剧
- 并购重组进展缓慢
- 流动性改善不及预期
- 市场下跌影响券商业绩和估值修复



(1) 公司评级定义

买入	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%之间
卖出	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%以上

(2) 行业评级定义

推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现劣于市场指数 10%以上

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人承诺报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业操守和专业能力，本报告清晰准确地反映了本人的研究观点并通过合理判断得出结论，结论不受任何第三方的授意、影响。

证券投资咨询业务的说明

根据中国证监会颁发的《经营证券业务许可证》(Z23834000),国元证券股份有限公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



一般性声明

国元证券股份有限公司（以下简称“本公司”）在中华人民共和国境内（香港、澳门、台湾除外）发布，仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。若国元证券以外的金融机构或任何第三方机构发送本报告，则由该金融机构或第三方机构独自为此发送行为负责。本报告不构成国元证券向发送本报告的金融机构或第三方机构之客户提供的投资建议，国元证券及其员工亦不为上述金融机构或第三方机构之客户因使用本报告或报告载述的内容引起的直接或连带损失承担任何责任。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的信息、资料、分析工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的投资建议或要约邀请。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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取投资银行业务服务或其他服务。



免责声明：

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究所联系。网址: www.gyzq.com.cn

国元证券研究所

合肥	上海
地址：安徽省合肥市梅山路 18 号安徽国际金融中心 A 座国元证券	地址：上海市浦东新区民生路 1199 号证大五道口广场 16 楼国元证券
邮编：230000	邮编：200135
传真：(0551) 62207952	传真：(021) 68869125
	电话：(021) 51097188