

中信证券（600030.SH）

机构业务发力，打造全能投行

买入

核心观点

份额与资本占先，综合实力远超同行。中信证券是综合性的行业龙头券商，自成立以来，依托自身的发展战略和业务优势确立了行业龙头地位，资产规模稳步提升，规模优势显著，综合实力和行业龙头地位进一步加强，目前是国内首家也是唯一一家资产规模突破万亿的证券公司。公司主要财务指标多年保持行业第一，在国内市场积累了广泛的声誉和强大的品牌优势。

资本领航，强者更强。从市场整体情况来看，近二十年来，证券行业由通道手续费业务（如经纪、承销费）转向资本中介（信用做市交易）和资本投资（直投业务）业务，券商经营对资本的要求持续提升，行业呈现强者更强的竞争格局，中信证券作为行业头部券商，在资源、人才、技术、规模等方面领先同业，竞争优势明显。

夯实传统手续费业务，蓄势发力机构业务。财富管理业务方面，公司利用“一个中信”理念发挥综合服务优势，强化投资顾问及核心财富配置能力，持续做大客户规模；投资业务方面，公司积极拓展代客，压降风险敞口，做市业务持续排名市场前列，衍生品业务交易能力突出、收益稳定；投行业务方面，公司持续扩大客户市场开拓，提高股权项目储备数量，巩固提升市场份额，并通过“投行+投资”模式实现收益增厚。

探索高盛机构业务模式：“挖掘利差—扩充杠杆—提升ROE”三部曲。高盛自上世纪80年代以来，把握市场机构投资者占比提高趋势，调整公司业务和组织架构，实现业务多元化均衡发展，最终成长为一家顶级的投资银行。高盛持续聚焦利润率最高的机构业务，在资产端积极布局FICC，使之成为公司主要的收入来源，并在财务端合理运用杠杆，充分发挥资本的效用，持续提高提升ROE；同时高盛在客户端构建了一个完善的机构生态，为客户提供有竞争力的金融产品，满足客户多元化的投资需求，同时还提供标准化流程和完善的风险管理机制，提升客户服务水平。

给予“买入”评级。我们预计公司2023-2025年每股收益为1.72/2.01/2.29元，净利润增速分别为19.47%/17.10%/13.94%，未来一年合理估值区间22.06-25.73元/股，相对目前股价有8.98%-27.15%的溢价空间，在全面注册制和财富管理的大背景下，我们此次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：盈利预测偏差较大的风险；二级市场大幅波动风险；资产管理业务面临监管政策变动风险；资本市场全面深化基础性制度改革推进不及预期的风险；投资收益的大幅波动风险；境外监管风险。

盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	76,524	65,109	77,848	91,216	103,980
(+/-%)	40.7%	-14.9%	19.6%	17.2%	14.0%
净利润(百万元)	24,005	22,169	26,485	31,015	35,340
(+/-%)	54.7%	-7.6%	19.5%	17.1%	13.9%
摊薄每股收益(元)	1.8	1.4	1.7	2.0	2.3
净资产收益率(ROE)	11.8%	9.2%	9.7%	10.5%	11.0%
市盈率(PE)	12.4	15.4	12.7	10.9	9.5
市净率(PB)	1.4	1.3	1.2	1.1	1.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·深度报告

非银金融·证券 II

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：戴丹苗

0755-81982379

daidanniao@guosen.com.cn

S0980520040003

证券分析师：陈莉

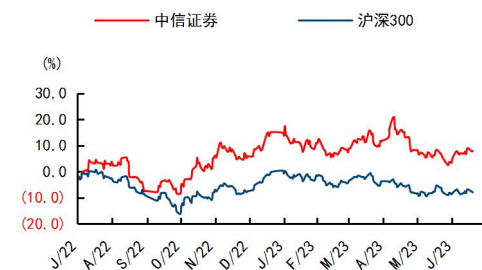
chenli@guosen.com.cn

S0980522080004

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	22.00 - 26.00 元
收盘价	20.29 元
总市值/流通市值	300709/283791 百万元
52 周最高价/最低价	23.91/17.04 元
近 3 个月日均成交额	1682.32 百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《中信证券（600030.SH）-业绩稳中向好，自营表现亮眼》——2023-04-28
- 《中信证券（600030.SH）2022 年年报点评-机构业务引领行业》——2023-03-31
- 《中信证券（600030.SH）-市场波动冲击业绩，投行优势持续领先》——2022-10-30
- 《中信证券（600030.SH）-投行优势显著，综合服务能力领先》——2022-08-30
- 《中信证券（600030.SH）-2022 年一季度点评-营收小幅下滑，龙头地位稳固》——2022-04-29

内容目录

公司概况	5
历史沿革：并购融资扩大资本实力	5
公司治理：股权结构稳定 管理层经验丰富	6
公司积极实施股权激励	7
股价复盘	8
战略规划：打造国际一流投行	8
行业分析	9
行业格局：资本领航，强者更强	9
行业地位：份额与资本占先，综合实力远超同行	9
发展趋势：全面注册制下龙头地位进一步巩固	11
对标海外投行经验，发力机构业务	12
高盛：资产实力雄厚的全能型投行	12
高盛成功之道：把握时代脉搏，立足机构服务	15
高盛实践：“挖掘利差—扩充杠杆—提升 ROE”三部曲	15
公司业务布局	18
财富管理：客户细分，资源协同	18
投行业务：注册制改革下发挥龙头效应	21
资管业务：中信资管、华夏基金差异化发展	24
自营业务：去敞口，拓代客	26
信用业务：两融规模快速增长	27
国际业务：首家开展国际业务的中资券商	28
盈利预测	30
核心假设	30
未来 3 年盈利预测	31
盈利预测的敏感性分析	31
风险提示	33
附表：财务预测与估值	34

图表目录

图1: 中信证券的历史沿革	5
图2: 中信证券历年总资产 (亿元)	6
图3: 中信证券历年净资产 (亿元)	6
图4: 中信证券的近十年的股价复盘	8
图5: 重点券商历年总资产情况 (亿元)	9
图6: 重点券商历年净资产情况 (亿元)	9
图7: 重点券商历年营业收入情况 (亿元)	10
图8: 重点券商历年净利润情况 (亿元)	10
图9: 中信证券历年营收构成 (亿元)	10
图10: 中信证券历年营收占比情况 (%)	10
图11: 重点券商历年资产负债率情况 (%)	11
图12: 重点券商历年 ROE (加权) 情况 (%)	11
图13: 综合能力对比	11
图14: 高盛重组业务板块	12
图15: 高盛利用创新重构投行业务模式	14
图16: 高盛各个业务板块净营收占比	15
图17: 高盛和中信证券总资产 (亿元)	16
图18: 高盛和中信证券净资产 (亿元)	16
图19: 高盛和中信证券净资产差额及倍数 (亿元)	16
图20: 高盛和中信证券历年营业收入 (亿元)	17
图21: 高盛和中信证券历年归母净利润 (亿元)	17
图22: 高盛和中信证券 ROE (摊薄) (%)	18
图23: 中信证券主要产品线	19
图24: 中信证券 2022 年营业网点 (个)	19
图25: 中信证券历年经纪业务收入 (亿元)	19
图26: 中信证券经纪业务历年占比情况	20
图27: 中信证券代理买卖证券业务收入及其占比	20
图28: 中信证券代销金融产品业务收入及其占比	21
图29: 中信证券交易单元席位租赁收入及其占比	21
图30: 中信证券投行业务收入及其在占比	22
图31: 中信证券 2022 年股权收入构成承销家数排名行业第一 (家)	22
图32: 中信证券等历年股权承销金额 (亿元) 及市场占有率	22
图33: 中信证券 2022 年股权承销家数 (家) 及市场占有率	22
图34: 中信证券等重点券商历年债券承销金额 (亿元)	23
图35: 中信证券等重点券商历年债券承销家数 (家)	23
图36: 中信证券投资历年营业收入及净利润 (亿元)	23
图37: 金石头投资历年营业收入及净利润 (亿元)	23

图 38: 中信证券受托管理资产总规模 (亿元) 及构成	24
图 39: 华夏基金历年营业收入及净利润	25
图 40: 华夏基金历年资产管理规模	25
图 41: 中信证券自营收入及在营收中的占比	27
图 42: 中信证券自营权益类及非权益类及其衍生品/净资本 (%)	27
图 43: 中信证券融资融券利息收入及同比增长	27
图 44: 中信证券融出资金及融出证券	27
图 45: 中信证券机构客户、个人客户融出资金	28
图 46: 中信证券国际历年总资产及同比增长	28
图 47: 中信证券国际历年净资产及同比增长	28
图 48: 中信证券国际业务在总营收中的占比	29
图 49: 中信证券国际业务净利润在净利润中的占比	29
表 1: 中信证券再融资历程	5
表 2: 中信证券前十大股东	6
表 3: 中信证券主要控股参股公司	7
表 4: 公司高管背景与工作经历	7
表 5: 中信股权激励情况	8
表 6: 中信证券 2022 年发行家数 (家)	21
表 7: 证券公司私募资产管理月均规模 (20 家)	25
表 8: 中信证券国际业务的发展进程	29
表 9: 高盛国际化业务策略	30
表 10: 营业收入预测 (单位: 亿元)	31
表 11: 归属母公司净利润增速及 ROE 对 A 股市场成交额增速的敏感性分析	31
表 12: 归属母公司净利润增速及 ROE 对投资收益率的敏感性分析	32
表 13: 中信证券可比公司估值表 (PB)	32

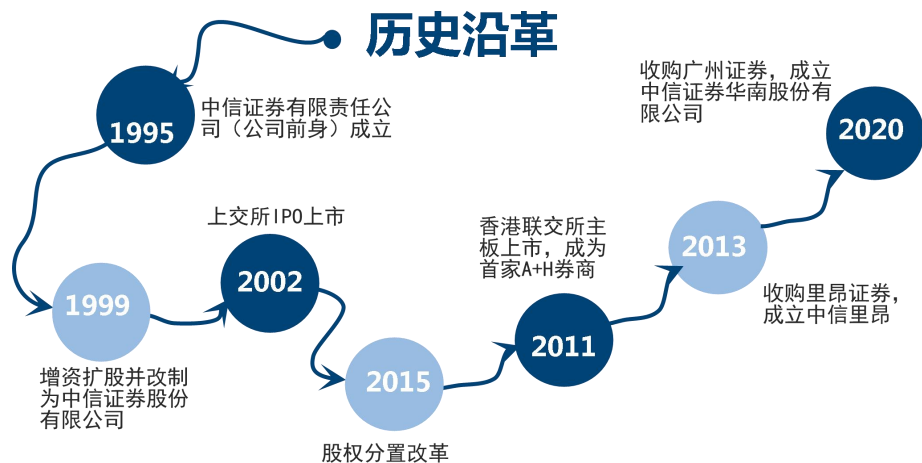
公司概况

历史沿革：并购融资扩大资本实力

中信证券股份有限公司前身是成立于 1995 年 10 月的中信证券有限责任公司，是证监会核准的第一批综合类证券公司之一。2003 年在上海证券交易所挂牌上市交易，2011 年在香港联合交易所挂牌上市交易，是中国第一家 A+H 股上市的证券公司投资银行，主要从事投资银行、证券经纪、投资顾问、资产管理、自营投资等业务。

中信证券以客户为中心，为客户提供优质、高效可靠的金融服务，具有丰富的产品体系，能够满足市场上各类客户的需求，设有大量的服务中心，覆盖国内各个地区，便于客户办理各类金融服务，公司在海外市场也有较大的影响力，为客户提供全球化的金融服务。

图1：中信证券的历史沿革



资料来源：公司 2022 年年报，国信证券经济研究所整理

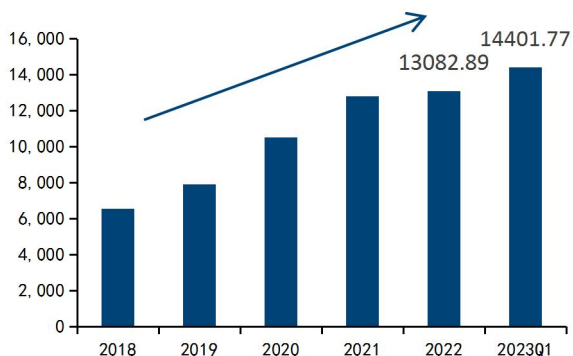
持续再融资扩充资本实力。中信证券的再融资历程始于 2006 年，当时中信证券向中国人寿保险（集团）公司，中国人寿保险股份有限公司非公开发行股份，实现首次再融资。后续，通过多次定向增发和配售等方式，资产和利润规模实现双重增长，成为市场上资产规模过万亿，业务实现全覆盖的一家综合性头部券商。

表1：中信证券再融资历程

时间	方式
2006 年	定向增发
2007 年	定向增发
2015 年	H 股配售
2020 年	定向增发
2022 年	A+H 配售

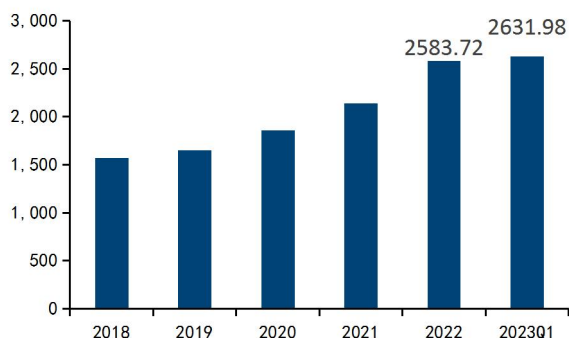
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图2: 中信证券历年总资产(亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 中信证券历年净资产(亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

多次并购实现跨越式发展。中信证券并购之路始于 2003 年,先后收购了万通证券、金通证券、广州证券等券商,其中万通证券的前身就是青岛证券,金通证券则是浙江本地券商。中信证券通过并购的方式,显著提升了公司在山东、浙江、广东的网点布局和客户资源,实现跨越式发展。2015 年,中信证券成功收购里昂证券,成为首家分支机构遍及全球的中国证券公司。此次收购拓展了中信国际的业务,提升了国际业务的开拓能力。

公司治理: 股权结构稳定 管理层经验丰富

公司股权结构稳定, 第一大股东为中信集团, 有助于公司稳健发展。截至 2022 年, 公司前十名股东为香港中央结算(代理人)有限公司、中国中信有限公司, 广州越秀金控、香港中央结算有限公司等, 其中香港中央结算(代理人)有限公司为公司 H 股非登记股东所持股份的名义持有人; 中信有限的一致行动人中信股份持有公司 434, 311, 604 股 H 股, 中信有限及其一致行动人合计持有公司股份 2, 733, 961, 712 股, 占比 18. 45%, 为公司第一大股东。第一大股东中信集团的持股数与 2021 年保持一致。

表2: 中信证券前十大股东

排名	股东名称	持股数量(股)	占总股本比例(%)
1	香港中央结算(代理人)有限公司	2, 618, 886, 796	17. 67
2	中国中信有限公司	2, 299, 650, 108	15. 52
3	广州越秀金融控股集团有限公司	626, 191, 828	4. 23
4	香港中央结算有限公司	546, 047, 846	3. 68
5	广州越秀资本控股集团股份有限公司	305, 155, 945	2. 06
6	中央汇金资产管理有限责任公司	205, 146, 964	1. 38
7	中国建设银行股份有限公司-国泰中证全指证券公司交易型开放式指数证券投资基金	200, 799, 033	1. 35
8	大成中证金融资产管理计划	176, 785, 150	1. 19
9	华夏中证金融资产管理计划	166, 143, 027	1. 12
10	中欧中证金融资产管理计划	161, 205, 735	1. 09

备注 1: 香港中央结算(代理人)有限公司为公司 H 股非登记股东所持股份的名义持有人

备注 2: 截至 2022 年 12 月 31 日, 中信有限的一致行动人中信股份持有公司 434, 311, 604 股 H 股, 中信有限及其一致行动人合计持有公司股份 2, 733, 961, 712 股, 占比 18. 45%

资料来源: 公司 2022 年年报, 国信证券经济研究所整理

公司全资子公司。截止 2022 年, 公司拥有主要全资子公司 6 家, 中信证券(山东)、中信证券国际、金石投资、中信证券投资、中信期货、中信证券(华南); 拥有

主要控股子公司 1 家，即华夏基金，主要参股公司 1 家，即中信产业基金。

表3: 中信证券主要控股参股公司

名称	公司持股比例	设立日期	注册资本
中信证券（山东）	100%	1988. 6. 2	人民币 249,380 万元
中信证券国际	100%	1998. 4. 9	实收资本 651,605 万港元
金石投资	100%	2007. 10. 11	人民币 300,000 万元
中信证券投资	100%	2012. 4. 1	人民币 1,700,000 万元
中信期货	100%	1993. 3. 30	人民币 760,000 万元
中信证券华南	100%	1988. 3. 26	人民币 5,091,137,318 元
华夏基金	62.20%	1998. 4. 9	人民币 23,800 万元
中信产业基金	35%	2008. 6. 6	人民币 180,000 万元

资料来源：公司 2022 年年报、国信证券经济研究所整理

公司高级管理人员经验丰富，公司董事长张佑军先生和总经理杨明辉先生，从 1995 年公司成立时即加入，从业近 30 年，拥有丰富的行业经验。当前，张佑君先生正致力于对标国际同业最高水平，以高水平创新实现快速赶超；利用国际国内市场优势，精心构建护城河，推动企业做优做强；建立现代化企业制度，以规范治理能力确保企业行稳致远。

表4: 公司高管背景与工作经历

姓名	职务	出生年份	从业经历
张佑君	董事长	1965 年	1995 年公司成立时即加入，从业近 30 年，参与了公司的筹建、收购扩张、发行上市和经营管理工作，经验丰富。于 2016 年 1 月 19 日获委任为公司执行董事、董事长。张先生亦兼任中信集团、中信股份及中信有限总经理助理，中信金控董事，金石投资、中信证券投资董事长。张先生曾于 1995 年起任公司交易部总经理、襄理、副总经理，1999 年 9 月至 2012 年 6 月获委任公司董事，1998 年至 2001 年期间任长盛基金管理有限公司总经理，2002 年 5 月至 2005 年 10 月任公司总经理。在 2005 年至 2011 年期间先后任中信建投证券股份有限公司总经理、董事长，参与对华夏证券的重组工作，期间将中信建投证券打造成一家稳健经营的特色券商。2011 年 12 月至 2015 年 12 月任中信集团董事会办公室主任，2020 年 4 月至 12 月期间任中证国际有限公司董事，2016 年 1 月至 2022 年 9 月期间先后任中信证券国际、中信里昂（即 CLSA B.V. 及其子公司）董事长，中信里昂证券、赛领资本管理有限公司董事等。
杨明辉	总经理	1964 年	现任本公司党委副书记、执行董事、总经理、执行委员会委员。杨先生于公司 1995 年成立时加入公司，并于 2016 年 1 月 19 日获委任为公司董事。杨先生亦兼任华夏基金董事长。杨先生曾任公司董事、襄理、副总经理；于 2002 年 5 月至 2005 年 8 月担任中信控股董事、常务副总裁，中信信托董事；于 2005 年 7 月至 2007 年 1 月任信诚基金管理有限公司董事长；于 2005 年 8 月至 2011 年 10 月任中国建银投资证券有限责任公司执行董事、总裁。

资料来源：公司年报，国信证券经济研究所整理

公司积极实施股权激励

2006 年 9 月 6 日，中信证券实行首次股权激励方案。根据 2006 年 9 月 6 日发布的《中信证券股份有限公司第三届董事会第五次会议决议公告》，其主要内容如下：

“1、暂存于中信集团股票帐户（中国证券登记结算有限责任公司帐号：B880864822）下的总量为 3000 万股首次股权激励，暂存股中的 22,163,116 股将成为公司首次股权激励计划第一步实施方案的来源股，该部分股票将在公司董事会通过《关于审议公司首次股权激励计划第一步实施方案的议案》后，由中信集团帐户内过户至激励对象名下，即，转至个人股东帐户，该部分股份在完成过户后，性质为有限售条件的流通股，限售期：过户之日起 60 个月。

2、3000 万股首次股权激励。暂存股中的其余的 7,836,884 股，系中央及地方国资委管理的国有企业同比例出让的股份，将在取得国资委批复后，将相关实施方案报董事会审议。国资委批复前，此 7,836,884 股将继续暂存于中信集团

帐户内。”

中信证券在 2006 年推行的股权激励政策，是所有证券公司中最早实行股权激励的公司。时隔 13 年，中信证券在 2019 年 3 月 5 日又一次推出了员工持股计划。简单来讲，由信托机构直接在二级市场购买公司 A 股或 H 股股票，使用公司应付员工的合法薪酬作为资金来源，对公司符合要求的员工分年实行持股计划。希望打造所有者与劳动者利益共享的机制以及更加稳定的利益分配机制。

表5: 中信股权激励情况

	公告日期	背景	限售期	股票来源	规模
股权激励	2006-9-6	股权分置改革	过户之日起 60 个月	非流通股股东提供	3000 万股，约占当时总股本的 1.21%
员工持股	2019-3-5	国企混合所有制改革、注册制改革	不低于 24 个月	由信托机构直接在二级市场购买公司 A 股或 H 股股票	累计不超过公司股份总数的 10%，其中员工持股计划所持的 A 股股票总数和 H 股股票总数分别不超过各自类别股份总数的 10%。单个员工所持股份权益对应的股票数量，累计不超过公司股份总数的 0.5%。

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

股价复盘

证券行业具有典型的周期性，证券行业的业绩与 A 股市场的涨跌息息相关。从过去 10 年的股价变化来看，公司股价的变化与上证指数变化有着很强的正相关性。

图4: 中信证券的近十年的股价复盘



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

战略规划：打造国际一流投行

致力打造国际一流的中国投资银行。公司期望通过市场化、多元化、国际化的经营策略，把公司打造“成为全球客户最为信赖的国内领先、国际一流的中国投资银行”，力争全面增强境内业务竞争力，扩大市场份额，牢牢守住境内领先地位。公司全面对标国际一流投行，建立起能够满足全球客户需求的综合金融服务能力。进一步完善制度规则，提升内控体系的全面性、有效性和及时性。适应国际运行规则，促进经营管理体制全方位升级。

行业分析

行业格局：资本领航，强者更强

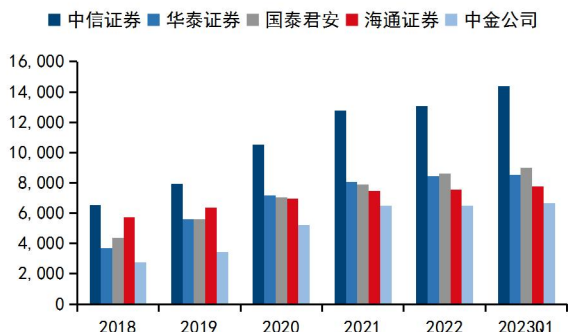
从市场整体情况来看，近二十年来，证券行业由通道手续费业务（如经纪、承销费）转向资本中介（信用做市交易）和资本投资（直投业务）业务，券商经营对资本的要求持续提升。以中信证券为代表的“综合性头部券商”，在资源、人才、技术、信息方面资源丰富，规模优势明显，行业竞争优势明显；而中小型券商也积极寻找差异化、特色化的发展路线，当前已形成“综合性头部券商领先”“中小券商差异化发展”的行业竞争格局。

行业地位：份额与资本占先，综合实力远超同行

资产规模超万亿的券商。中信证券依托自身的业务侧重和发展战略确立了行业龙头地位，资产规模稳步提升，规模优势显著，综合实力和行业龙头地位进一步加强，是国内首家也是唯一一家资产规模突破万亿的证券公司。各项业务保持市场领先地位，主要财务指标多年保持行业第一，在国内市场积累了广泛的声誉和品牌优势。

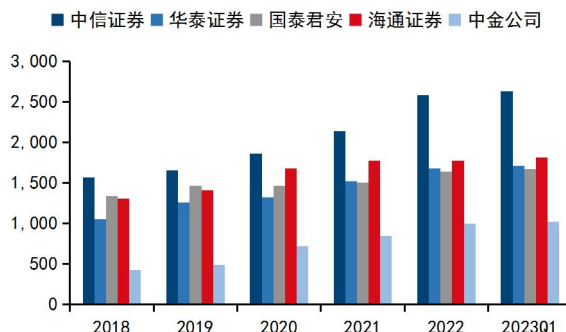
资产规模和营业收入排名行业第一。2022 年中信证券总资产规模 13082.89 亿元，净资产 2583.72 亿元，在券商中排名第一，远超同行，是国内首家也是唯一一家资产规模突破万亿的证券公司。

图5: 重点券商历年总资产情况（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

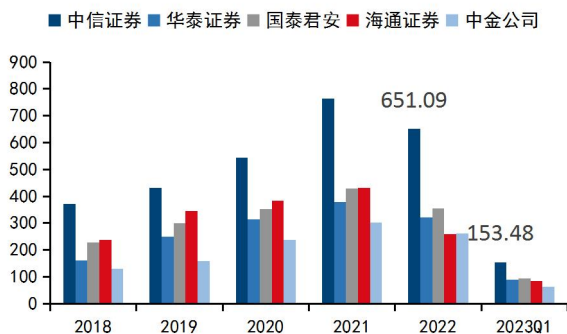
图6: 重点券商历年净资产情况（亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

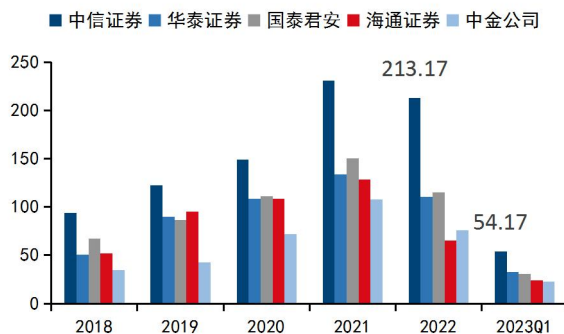
营业收入、净利润虽不同程度下滑，但仍位居行业第一，下滑幅度小于行业平均水平。2022 年年报数据显示，营业收入 651.09 亿元，排名行业第一；归母净利润 213.17 亿元，排名行业第一，也是市场中唯一一家归母净利润超 200 亿的券商。公司 2023 年一季度实现营业收入 153.48 亿元，同比增长 0.87%；实现归母净利润 54.17 亿元，同比增长 3.60%。2018 年到 2022 年营业收入和归母净利润均位居行业第一，保持绝对领先地位。

图7: 重点券商历年营业收入情况 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 重点券商历年净利润情况 (亿元)

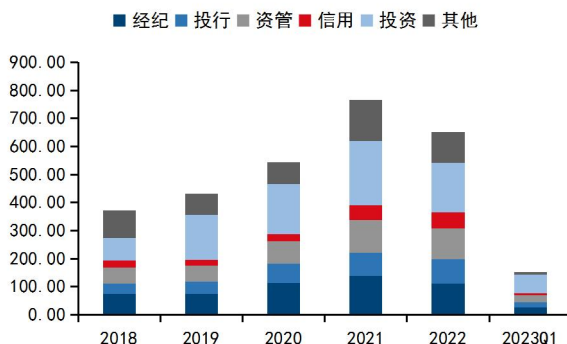


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从公司历年的营收构成来看, 2018-2021 年营收快速增长, 经纪业务、自营业务、投资管理业务均衡发展, 成为公司营收的重要来源。2022 年实现营业总收入 651.09 亿元, 同比下降 14.92%, 实现归母净利润 213.17 亿元, 同比下降 7.72%。在营业收入构成中: 投资业务占比 27.09%, 经纪业务占比 17.15%, 投行业务占比 13.29%, 资管业务占比 16.80%, 信用业务占比 8.92%, 其他业务占比 16.75%。2022 年, 受 A 股景气度下降影响, 营收和净利润同比均小幅下滑, 但下降幅度小于行业平均。

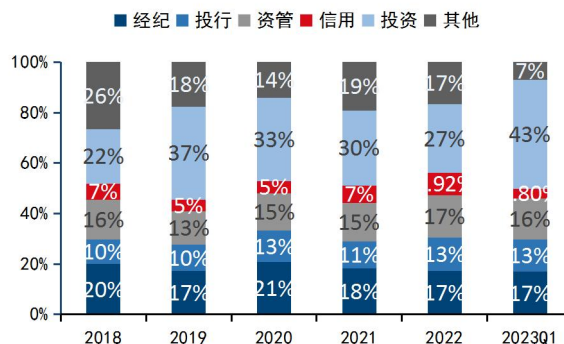
2023 年一季度, 公司实现投资业务收入 66.13 亿元, 同比增长 97.33%; 受益于全面注册制改革, 公司实现投行业务收入 19.80 亿元, 同比增长 8.36%; 公司实现经纪业务收入 25.92 亿元, 同比下降 18.65%; 公司实现信用业务收入 5.83 亿元, 同比下降 42.06%。

图9: 中信证券历年营收构成 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

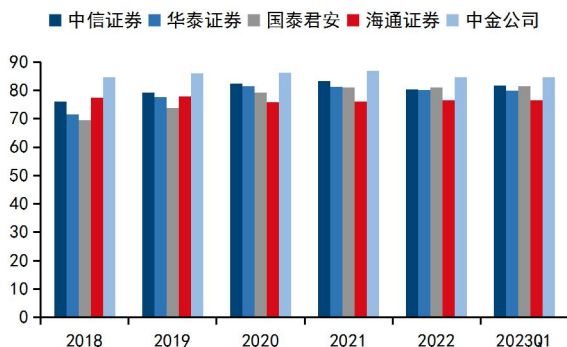
图10: 中信证券历年营收占比情况 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

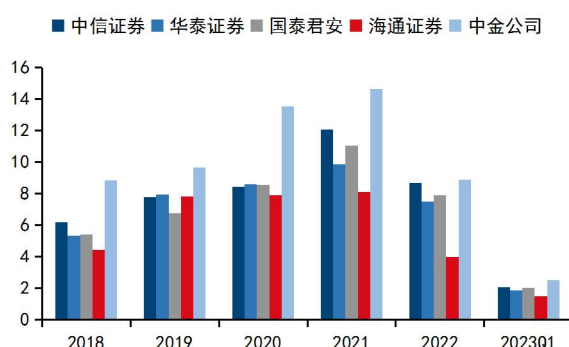
ROE 行业排名第一。2022 年, 公司 ROE 为 8.67%, 位居行业前列, 这主要得益于公司各项业务均衡发展, 净利润相对平稳, 使得其 ROE 长期位居行业前列。

图11: 重点券商历年资产负债率情况 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

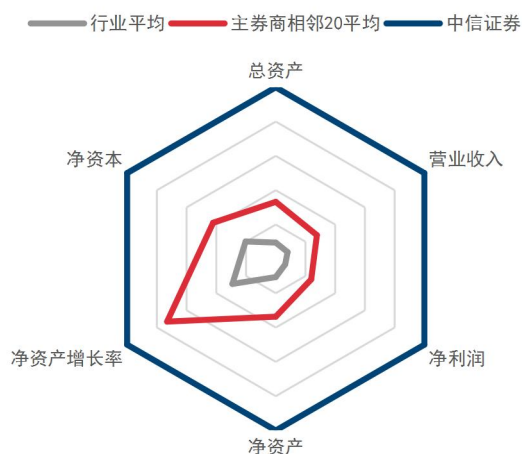
图12: 重点券商历年 ROE (加权) 情况 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

综合实力排名首位，拥有证券全牌照运营资格的龙头券商。中信证券业务范围涵盖证券、基金、期货、外汇等多个领域，实现证券全牌照综合经营，拥有完善的资本市场服务体系、全方位的金融服务能力、全面的风险管理体系和客户服务体系，在分类评级中获评 AA 级，在国内证券市场中占据领先地位，总资产、营业收入、净利润、净资产、净资产增长率、净资产等指标远超行业平均，综合实力位列行业第一。

图13: 综合能力对比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

发展趋势：全面注册制下龙头地位进一步巩固

证券行业迎来战略性发展机遇。随着以全面注册制为代表的一系列改革落地，全过程监管不断加强，中介责任全面压实，对证券公司的执业能力、投研能力、协同能力、内控水平提出了更高的要求。公司作为行业龙头券商，综合实力强劲，IPO 项目的执业质量高，估值定价和发行销售能力强，在项目储备和人才储备上更为丰富，拥有更大的竞争力。在此背景下，公司龙头地位有望进一步巩固。

对标海外投行经验，发力机构业务

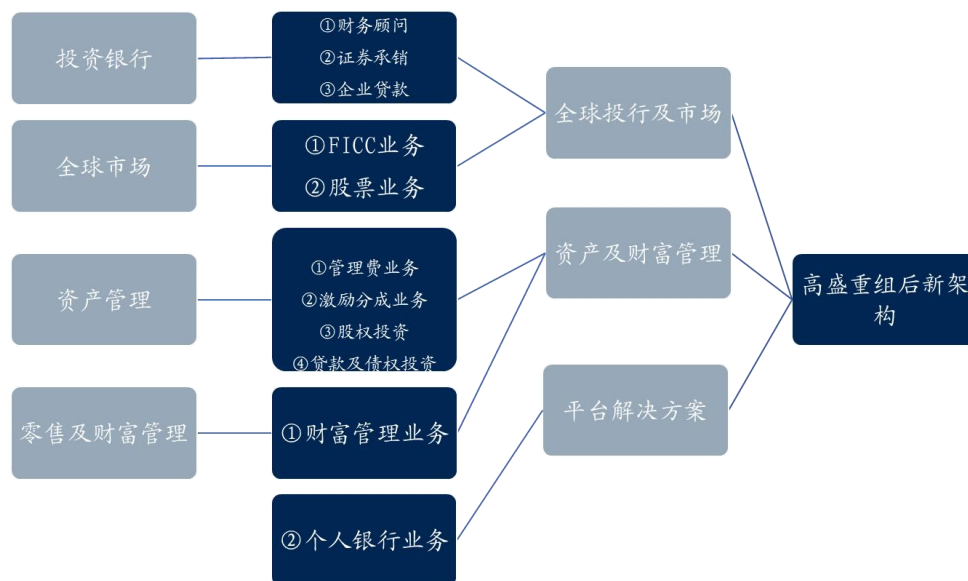
金融机构成长为世界级的巨头，背后必然是宏观经济的繁荣和金融业的高度发展。比如高盛的崛起伴随着美国经济和金融业的腾飞，而中信证券伴随着改革开放的春风，成长为国内领先的投资银行，但同高盛等国际一流投行相比较，仍有许多需要完善的地方，因此对高盛的发展历程和组织架构进行分析研究具有重要的借鉴意义。

高盛：资产实力雄厚的全能型投行

高盛集团成立于 1869 年，是全世界历史最悠久、规模最大的投资银行之一，向全球客户提供广泛的投资、咨询和金融服务，客户覆盖面广，包括私营公司、金融企业、政府机构以及个人，总部位于纽约，在东京、伦敦和香港设有分部，在全球 23 个国家拥有 40 多个办事处。在 19 世纪 90 年代到第一次世界大战期间，高盛投资银行的业务开始形成，但与商业银行没有进行区分。高盛公司在此阶段从事商业票据交易，逐渐增加贷款、外汇兑换及新兴股票包销业务，最终成长为覆盖投行业务、证券交易、投资咨询等业务的全球领先投资银行。2008 年次贷危机中，为解决流动性危机，高盛向美联储申请转型为银行控股公司，从独立的投行转型成为银行控股公司，这标志着高盛正式成为一家半商行半投行的银行控股公司。

高盛组织结构与业务板块转变。高盛集团在上市之前的主要运作模式是家族式经营、合伙人制度和轻资本运作模式。在上市之后，补充了资本金，实现了多元化的发展路径，并取得了卓越的业绩。在 2008 年全球性金融危机之后，高盛转型成银行控股公司，降低了自营投资的杠杆率，但专注投行业务和全球化运营的核心战略并没有发生改变，同时通过增加自身投入和外延兼并收购的方式，进行国际化布局并提升金融科技的能力。

图14: 高盛重组业务板块



资料来源：公司财报，国信证券经济研究所整理

高盛成为世界一流投行，离不开其快速适应外部环境变化和积极变革投行业务模式。在 20 世纪七八十年代，华尔街投行经历了一轮佣金率下降以及客户结构变化所导致的投行业务结构的调整，面对这一情况，高盛利用创新和重构投行业务的模式，由二流投行快速跃居成为国际一流投行，其采取的调整措施如下：

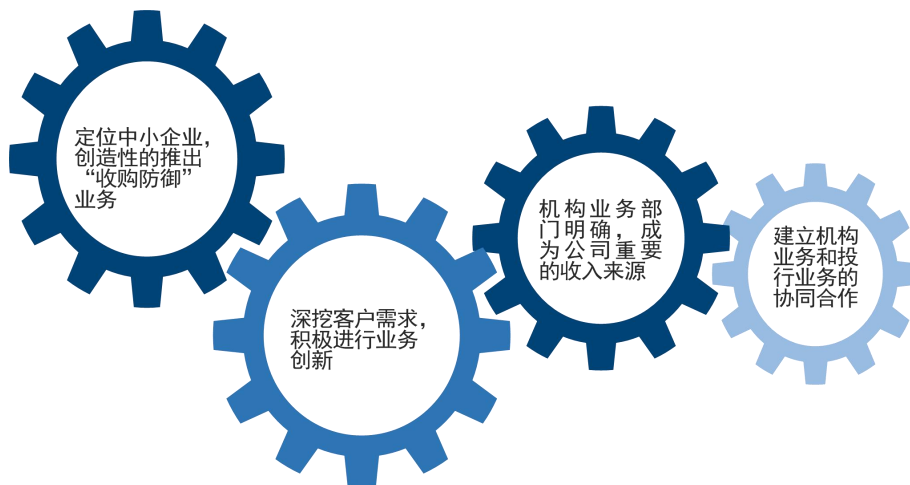
担当“白衣骑士”，创造性的推出“收购防御”业务。20 世纪 70 年代，纳斯达克全美交易系统开始运作，中小企业对投行业务需求呈现井喷式增长，同时期并购政策宽松，美国大型企业中小企业并购浪潮兴起，高盛顺势建立起华尔街第一个兼并收购部门。同时，中小企业非常容易遭到恶意收购，面临市场竞争的加剧，高盛反其道而行之，定位服务 500 强以外的中小企业，率先推出“收购防御”业务，为中小企业提供抵御恶意收购的咨询服务，避开与其他投行在大企业客户上的直接竞争。在这一时期，高盛凭借在中小企业间树立的良好形象获得了大量业务，奠定了公司并购咨询王牌业务的根基。

深挖客户需求，积极进行业务创新。例如，传统的投行以发行人为主导进行承销，占用资金量较多。高盛利用积累的巨量机构投资者，可以快速将机构投资者和发行人进行对接，使发行承销无缝对接，有效消除承销风险，其降低承销费用。其次，将大宗交易推广到一级市场，向有意向的机构投资者兜售，可以有效降低客户的发行融资成本。

机构业务部门明确，成为公司重要的收入来源。高盛机构业务板块主要包括权益和 FICC 两大类，其中权益业务包括经纪业务、融资融券、股票及衍生品做市、PB 业务等，FICC 业务包括利率、汇率、信用、大宗商品等的做市和交易。收入来源主要为利息、价差以及少量的交易费和管理费。高盛凭借其丰富的产品类型、领先的服务能力、高效的资本利用能力和强大的风险管理能力，经历了 2008 年金融危机后的降杠杆，机构业务表现依然亮眼，具备一定的规模效应、利润率水平保持稳健。

建立机构业务和投行业务的协同合作。一方面，投行业务能为商业票据、贷款等业务引流。例如，在企业开展杠杆收入的过程中，高盛受聘为企业并购的财务顾问，并承诺交易完成后为其提供过桥贷款；收购完成后，高盛担任其发债承销商为其并购交易提供融资服务，发行成功后，高盛使用募集资金置换过桥贷款，高盛通过多业务部门的协同联动，从中可以获取包括顾问费、贷款利息、承销费用等多项收入。另一方面，机构业务的发展，为投行业务奠定坚实的客户基础。由于机构业务的开展积累大量的机构投资者，高盛通过强大的分销网络为交易提供流动性，能确保承销使二级市场流动性充足，并有效降低发行成本。

图15: 高盛利用创新重构投行业务模式



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

高盛作为投行的杰出代表, 具有独特的业务模式和高效的组织管理架构, 同时具备高水准的全球一体化运营模式。从高盛的组织架构变迁来看, 1999 年 5 月在纽交所主板上市至今, 历经了 5 次组织架构的调整。

一是 1999-2001 年, 设置全球资本市场 (Global Capital)、资产管理与证券服务 (Asset Management and Securities Services) 两大板块, 其中全球资本市场部包含投资银行和交易自营板块。

二是 2002-2009 年, 为了适应新一轮业务创新的需要, 高盛撤销全球资本市场部, 将其包含的投资银行和交易自营板块提升为一级部门。

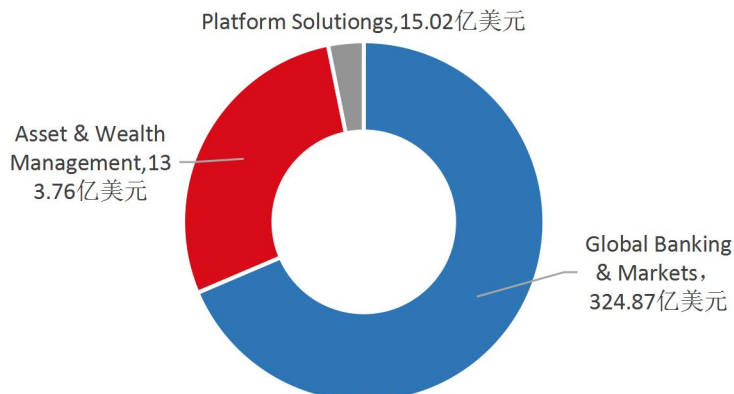
三是 2010-2018 年, 将自营投资业务进行剥离, 按照客户群体和客户需求进行梳理, 设立投资银行、机构客户服务、交易与投资管理、投资及借贷等部门。自营业务的剥离, 主要是由于其在 2008 年的次贷危机中, 自营业务出现大幅亏损, 为解决流动性危机, 高盛向美联储申请转型为银行控股公司。2010 年美国颁布《多德-弗兰克法案》, 禁止银行控股公司利用自有资金进行高风险的自营投资, 高盛依据该法案, 将自营投资业务进行剥离。

四是 2019-2022 年 10 月, 在机构业务收入不断下滑的背景下, 高盛通过 Marcus 网上银行服务平台, 发力零售业务。随着零售业务的发展, 高盛于 2019 年新设立零售及财富管理部门, 并将机构服务重新命名为全球市场, 将投资及借贷、投资管理板块合并为资产管理。

五是 2022 年 10 月至今, 高盛三季度报显示, 高盛计划将投资银行和交易业务合并为一个部门 Global Banking & Markets, 将资产管理和财富管理业务合并为 Asset & Wealth Management, 同时在 Platform Solutions 整合交易银行业务、银行技术平台。

高盛财报显示, 2022 年, 全年营业收入为 473.65 亿美元, 同比下降 20.18%; 归属于普通股净利润为 107.64 亿美元, 同比下降 49.11%。其中, 投资银行业务净营收 73.6 亿美元, 同比下降 48%; FICC 业务净营收 146.8 亿美元, 同比上升 38%; 资产与财富管理业务净营收 133.76 亿美元, 同比下降 39%; 平台解决方案业务净营收 15 亿美元, 同比上升 153%; 净利息收入 76.78 亿美元, 同比上升 19%。其中, FICC 业务表现良好, 在高盛业务板块中, 占据十分重要的地位。

图16: 高盛各个业务板块净营收占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

高盛成功之道：把握时代脉搏，立足机构服务

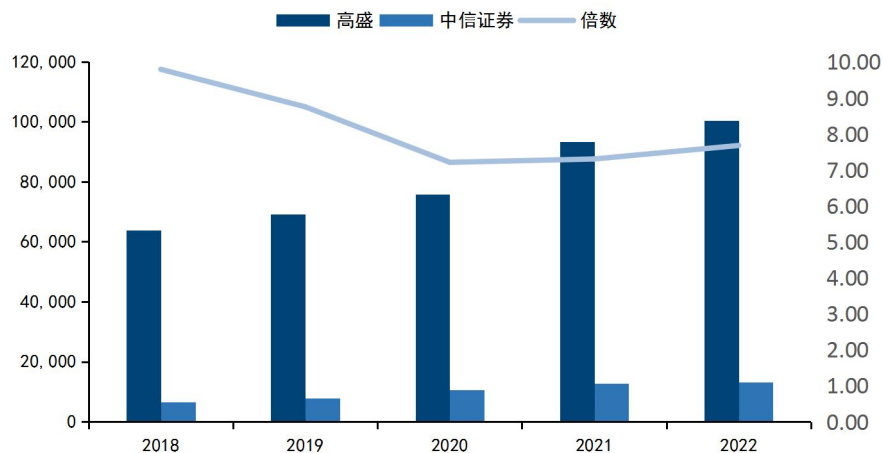
虽然美国金融业混业经营的环境和国内（分业监管）的政策环境不同，金融机构间的竞争环境也有差距，但高盛的发展轨迹对国内券商，特别是头部券商还是具有十分重要的借鉴意义。

探索高盛集团成功之道：高盛在公司发展期，深刻把握美国机构投资者占比提高的趋势，调整公司业务和组织架构，实现业务多元化均衡发展，最终成长为一家顶级的投资银行。第一，持续聚焦利润率最高的机构业务，在资产端积极布局 FICC，使之成为公司主要的收入来源；第二，在财务端合理运用杠杆，充分发挥资本的效用，以较低的成本提高提升 ROE；第三，在客户端构建了一个完善的机构生态，为客户提供具有竞争力的金融产品，满足客户多元化的投资需求，同时通过提供标准化流程和完善的风险管理机制，提升客户服务水平；第四，调整公司组织结构，引入股份制，以合伙人制度经营和运作逾百年后，于 1999 年在纽约证券交易所上市。伴随上市带来的资本金增加，自营投资和资产管理两大业务获得快速发展，主要业务之间变得更加均衡。

高盛实践：“挖掘利差—扩充杠杆—提升 ROE”三部曲

从总资产来看，2022 年的中信证券的总资产为 13082.89 亿元，资产规模持续上涨。2022 年高盛证券的总资产为 100,415.53 亿元，资产规模为中信证券的 7.68 倍。

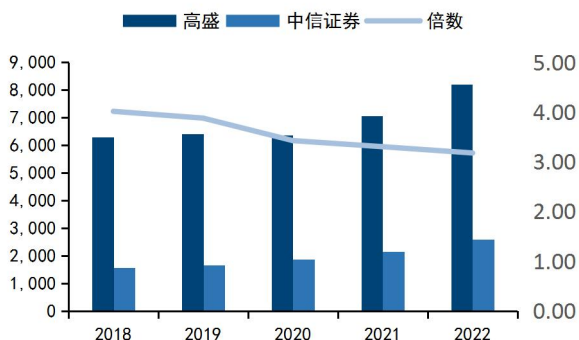
图17: 高盛和中信证券总资产（亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

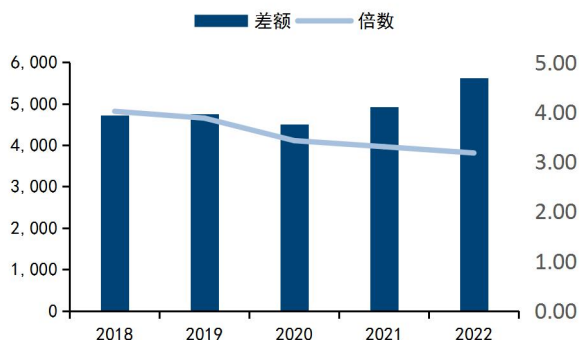
2022 年，中信证券的净资产为 2,583.72 亿元，高盛的净资本为 8,206.95 亿元，净资产规模是中信证券的 3.18 倍。从 2018 年的数据来看，高盛和中信证券之间的差额在不断加大，但是倍数逐渐缩小。

图18: 高盛和中信证券净资产（亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

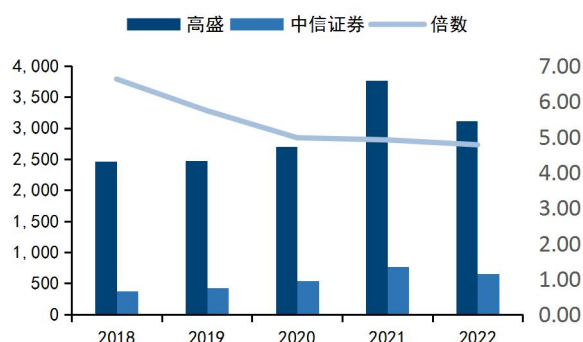
图19: 高盛和中信证券净资产差额及倍数（亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

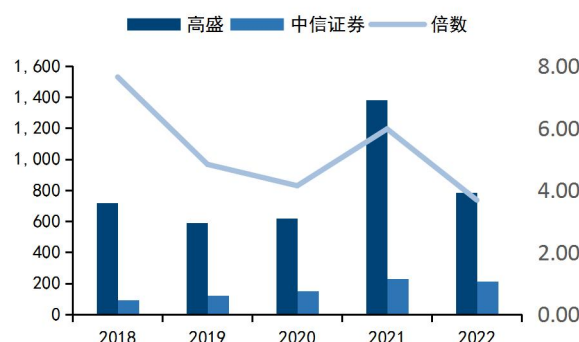
从营业收入的角度来看，中信证券 2022 年营业收入为 651.09，高盛的营收则为 3,109.69，是中信证券的 4.78 倍。从归母净利润来看，中信证券的归母净利润为 213.17 亿元，高盛的净利润为 784.28，是中信证券的 3.68 倍。数据显示，中信证券同国际一流投行相比还存在差距。

图20: 高盛和中信证券历年营业收入（亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图21: 高盛和中信证券历年归母净利润（亿元）



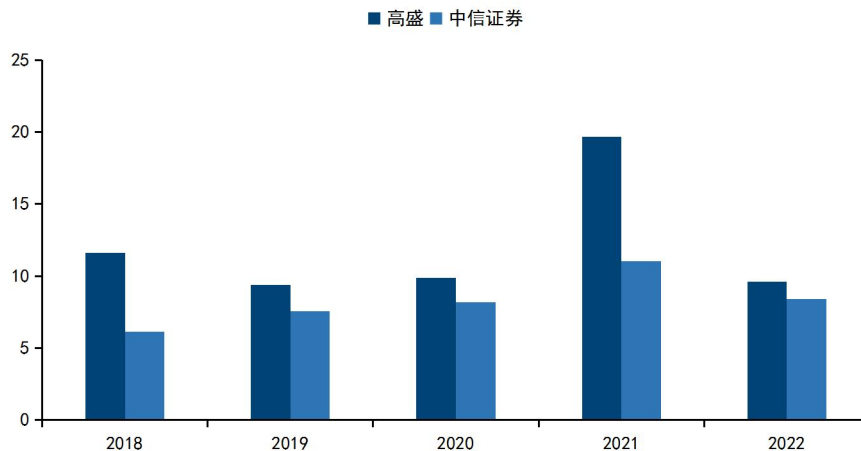
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从ROE来看，2022年数据显示，高盛ROE为9.61%，中信证券为8.42%，从2018年至今，高盛的ROE均高于中信证券，这主要得益于高盛在财务端合理运用杠杆来提升资产收益率。

高盛的高ROE主要来源于其高杠杆。次贷危机前其杠杆率基本维持在15以上，即使在次贷危机后美国监管加强，高盛的杠杆率仍维持在11或12左右，截至2022年末，高盛总资产1.44万亿美元，杠杆率达12.30。能够维持这样的高杠杆主要原因有两点：**一是负债端**。融资渠道多元化，包括发行债券、存款、回购协议、融资融券等，有效降低融资风险，且其中回购协议、融资融券等渠道负债成本很低，有利于其维持较高杠杆。**二是资产端**。业务多元化，轻重资产业务并举，有效分散收入来源的风险，中介型业务占比高，通过为市场提供流动性赚取价差，这部分收入稳定可观，使得高盛具备维持高杠杆的条件。

中信证券提升ROE需要在资产和负债两端同时发力。**一是在负债端降成本**。可以通过转公司债为成本更低的金融债，这样可以扩大负债规模，进而推动其扩大业务规模。**二是在资产进行业务和产品创新**。在监管要求范围内拓展衍生品市场、股权投资等业务，提升资产利用率。

图22: 高盛和中信证券 ROE（摊薄）（%）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

公司业务布局

中信证券以客户为中心，为客户提供优质、高效可靠的金融服务，具有丰富的产品体系，能够满足市场上各类客户的需求，设有大量的服务中心，覆盖国内各个地区，便于客户办理各类金融服务，在海外市场有较大的影响力，为客户提供全球化的金融服务。

财富管理：客户细分，资源协同

2022 年，公司重点推出企业家办公室整体解决方案，从现金服务拓展到股份服务、资产服务和风险管理服务。强化投资顾问及核心财富配置能力。

强化投资顾问及核心财富配置能力。公司的经纪业务围绕客户综合金融需求开展深层次的合作，其专业的投资理财服务已在全国多个城市覆盖，截止 2022 年，公司营业网点 317 个，客户数量累计近 1,300 万户、托管客户资产规模保持十万亿级，其中人民币 200 万元以上资产的财富客户数量近 16 万户。

公司面向高净值客户配置的各类私募产品保有规模约人民币 1,800 亿元；非货币市场公募基金保有规模人民币 1,733 亿元，排名行业第一；公募基金投顾业务累计签约客户近 14 万户、累计签约资产超百亿元。保险代理销售业务正式上线，成为业内首家且唯一获批保险兼业代理业务“法人持证、网点登记”创新试点公司。个人养老金投资基金业务正式启航，成为业内首批销售机构。

客群多样和产品丰富。作为一家全方位的金融服务机构，中信证券业务为客户提供涵盖证券、基金、期货、股权等等多个领域的投资理财服务，主要目标客户群有：

个人客户：中信证券为广大个人客户提供股票、基金、期货等多种投资渠道和理财服务，帮助客户实现财富管理和增值；

企业客户：中信证券主要面向企业客户提供金融行业内的全方位一站式服务的投融资，帮助企业客户实现资金融通，助力企业发展壮大。

中信证券基于客户需求提供的服务分为三大类：基础服务、高端服务。其中，基础服务包括资产配置咨询、投资组合设计、专业投资咨询、财务计划服务等；高端服务包括参与投资基金、参与私募股权和创业投资、参与国际投资等。

中信证券的产品线覆盖股票、基金、期权、理财、另类投资等，除此之外，中信证券也在经纪业务、投行业务、资产管理、自营业务等多个领域取得长足发展。

图23：中信证券主要产品线

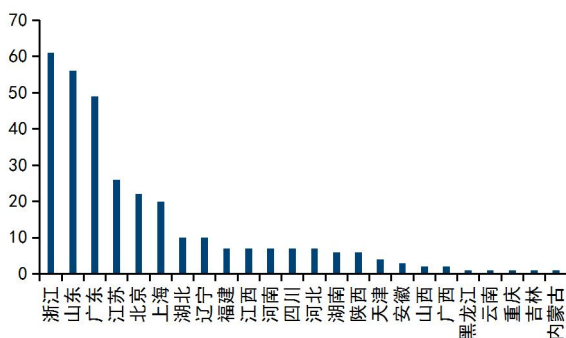


资料来源：中信证券官网，国信证券经济研究所整理

中信证券财富管理还拥有高效的板块间协同能力，客户可以利用板块间的协同作用，将资金投入多个投资领域，从而获得更加丰厚的投资回报，有效降低投资风险。

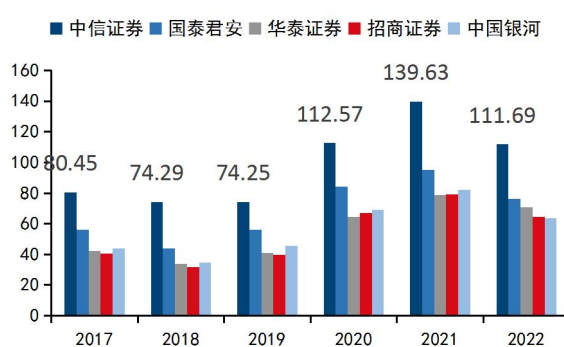
证券经纪业务排名行业第一。据Wind数据显示，中信证券2018到2022年，经纪业务长期保持行业领先地位，在营收中占比长期保持在20%左右，是中信证券重要的收入来源之一。

图24：中信证券2022年营业网点（个）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图25：中信证券历年经纪业务收入（亿元）

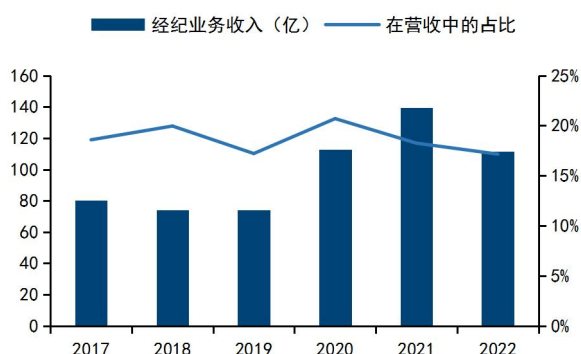


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

境外机构股票经纪业务亚太地区继续保持第一。2022 年，公司境外机构股票经纪业务市场份额在亚太地区继续保持领先。公司进一步布局全球业务，打通境内外业态差异，搭建一体化的全球股票机构经纪业务平台。从现金服务拓展至资产服务，从单一业务驱动转型为多方协同驱动，为全球客户提供差异化专业化的综合金融服务。

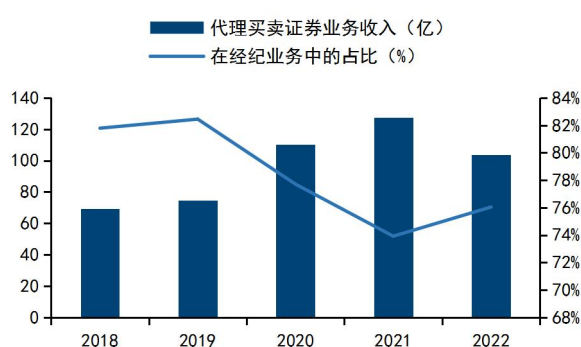
中信证券持续深化财富管理，非佣金类收入占比提升。中信证券依托其强大的综合竞争力，积极向财富管理转型，非佣金类收入占比持续提升，结构优化显著。其中，公司代理买卖证券业务收入由 2018 年的 69.11 亿元持续增长到 2022 年的 103.56 亿元，但在证券经纪业务（统计口径：手续费及佣金收入）中的占比由 81.78% 下降至 2022 年的 76.04%。

图26: 中信证券经纪业务历年占比情况



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图27: 中信证券代理买卖证券业务收入及其占比

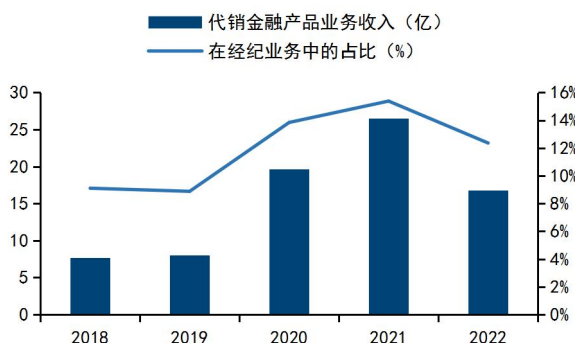


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

代销金融产品快速增长，在经纪业务中的占比大幅提升。代销行业金融产品业务收入从 2018 年的 7.69 亿元增长到 2022 年的 16.83 亿元，行业排名第一。在证券经纪业务（统计口径：手续费及佣金收入）中占比 9.10% 快速提升到 12.36%。

交易单元席位租赁收入稳步增长，在经纪业务中的占比提升。交易单元席位租赁收入从 2018 年的 7.71 亿元增长至 2022 年的 15.80 亿元，在证券经纪业务（统计口径：手续费及佣金收入）中占比 9.12% 提升至 11.60%。数据表明中信证券持续深化财富管理的发展路径，实现业务多元化发展，非佣金类业务占比提升，佣金类收入占比下降有助于平滑市场波动对财富管理的影响。

图28: 中信证券代销金融产品业务收入及其占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图29: 中信证券交易单元席位租赁收入及其占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

随着市场整体经纪费率的下调, 中信在交易端增加了一系列交易辅助工具来加强用户粘性, 同时注重投顾业务等交易增值服务的营销。中信拥有在证券研究方面的系统优势, 加上投顾人才储备优势, 在遍布全国的营业网点中配备了超过 2000 名专业投资顾问, 搭建了包括策略、资产配置、组合、资讯、沙龙等一系列产品服务在内的全面的投研产品服务体系, 总体来讲客户对投顾付费的接受程度相比其他券商要高。

投行业务: 注册制改革下发挥龙头效应

中信证券投行业务覆盖金融、能源、基础设施与房地产、装备制造、信息传媒、医疗健康及消费行业的龙头企业, 2010 年以来累计为超过 3, 500 家客户提供股权、债券、资产证券化及并购等各类投资银行服务, 涵盖大型国有企业、世界 500 强、上市公司及重要地方客户。目前正在为超过 1600 家的境内外客户提供投资银行服务。2022 年, 中信证券在工业、信息技术、医疗保健等发行数量分别为 43、37 和 19 家, 超过中信建投和中金公司; 从各行业分类来看, 中信证券远超行业平均。

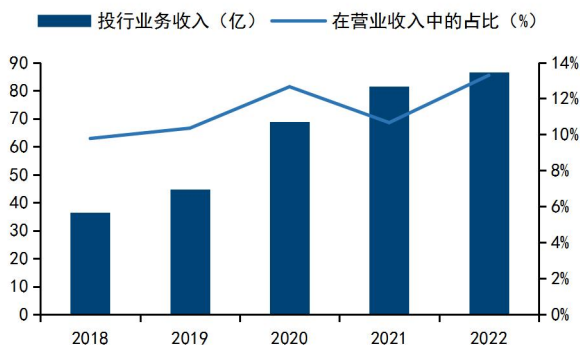
表6: 中信证券 2022 年发行家数 (家)

行业分类	中信证券	中信建投	中金公司	行业平均
信息技术	37	31	22	2.82
日常消费	5	5	2	0.43
房地产	—	—	—	—
能源	2	3	2	0.17
医疗保健	19	5	14	1.23
金融	9	10	6	0.76
材料	30	14	11	2.1
可选消费	10.00	11.00	4	0.92
工业	43.00	22.00	18	2.83
公用事业	9.00	4.00	6	0.5
电信服务	1.00	2.00	1	0.07
合计	165.00	107.00	86	11.82

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

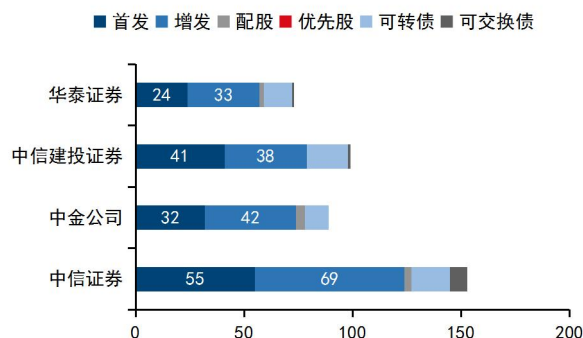
投行业务发展迅猛, 已成为金融服务业发展的重要力量。在境内股权融资方面, 公司已完成晶科能源、华大智造等 IPO 项目, 也成功完成用友网络、牧原股份等包括定增在内的多项业务。从投行业务收入来看, 2022 年收入 86.54 亿元, 稳居行业第一。从营收占比来看, 2022 年在营收中的占比为 13.29%。

图30: 中信证券投行业务收入及其在占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

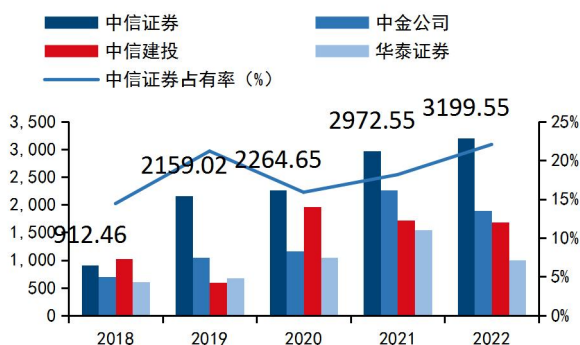
图31: 中信证券 2022 年股权收入构成承销家数排名行业第一 (家)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

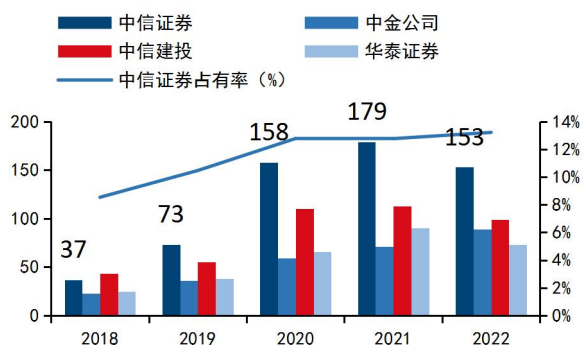
股权承销业务长期处于行业领先地位。2022 年, 公司股权承销募集资金 3,199.55 亿元, 市场份额 22.03%, 排名行业第一; 承销 153 家, 市场份额 13.19%, 排名行业第一。

图32: 中信证券等历年股权承销金额 (亿元) 及市场占有率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图33: 中信证券 2022 年股权承销家数 (家) 及市场占有率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

IPO、定增项目行业排名第一。中信证券是 2022 年唯一一家 IPO 募集资金超千亿元的券商, 募集资金为 1,259.58 亿元, 市场份额 24.12%, 远超同行; IPO 承销家数 55 家, 市场份额 11.93%, 排名行业第一, 龙头效应显著。增发募集资金 1,345.61 亿元, 市场份额 15.47%; 承销家数 69 家, 市场份额 15.47%, 排名行业第一。

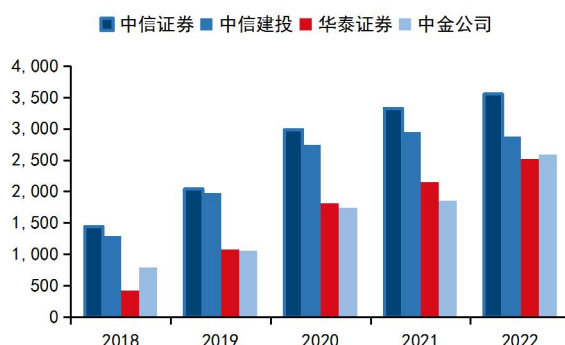
债务承销业务, 排名同业第一。2022 年, 债券承销 3,555 只, 承销金额 15,756.98 亿元, 排名同业第一。从历年数据显示来看, 中信证券债券承销金额呈现逐渐增长的模式, 长期位列同行业第一。

图34: 中信证券等重点券商历年债券承销金额 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图35: 中信证券等重点券商历年债券承销家数 (家)



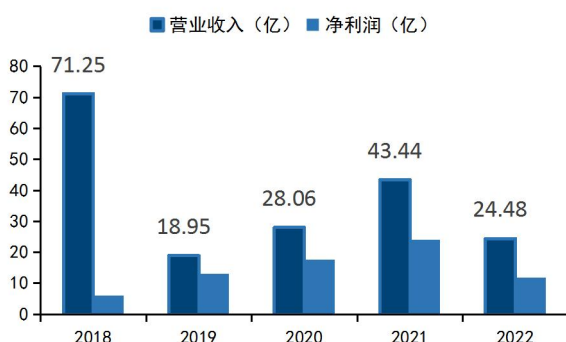
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

另类投资业务由中信证券全资子公司中信证券投资开展。中信证券投资作为中信证券的另类投资全资子公司，实收资本人民币 170 亿元，主要是自有资金投资平台。截至 2022 年，中信证券投资总资产人民币 273.98 亿元，净资产人民币 232.00 亿元；实现营业收入 24.48 亿元，利润总额人民币 15.04 万元，净利润人民币 11.83 亿元。2022 年，中信证券投资新增投资主要投向新能源、半导体、新材料、先进智造、信息技术、创新医药和新型器械等领域。

金石投资开展私募股权投资业务。金石投资注册资本 30 亿，作为中信证券的全资子公司，是负责募集并管理私募股权投资基金的平台。截至 2022 年末，金石投资总资产人民币 216.94 亿元，净资产人民币 101.30 亿元；实现营业收入人民币 13.39 亿元，利润总额人民币 8.34 亿元，净利润人民币 6.14 亿元。

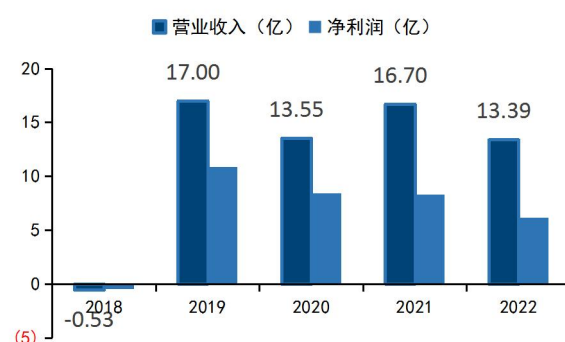
作为公司募集并管理私募股权投资基金的平台，2022 年，金石投资发起设立基金规模合计超百亿元人民币，金石投资作为基金管理人，通过股权投资方式支持符合国家战略新兴产业布局、具有核心竞争力的企业发展。在投资方面，金石投资 2022 年对外投资近百亿元人民币，涉及新材料、新能源、新一代信息技术、医疗健康等多个领域。截至报告期末，金石投资在管私募股权投资基金超过 20 只。

图36: 中信证券投资历年营业收入及净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图37: 金石投资历年营业收入及净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

金石投资全资子公司中信金石基金自 2014 年设立中国境内首只类 REITs 不动产基金，至报告期末，累计设立不动产私募基金共计约人民币 309.82 亿元，累计管理

规模在国内不动产基金排名前列。截至 2022 年末，中信金石基金及下属子公司存量基金管理规模约人民币 77.37 亿元。

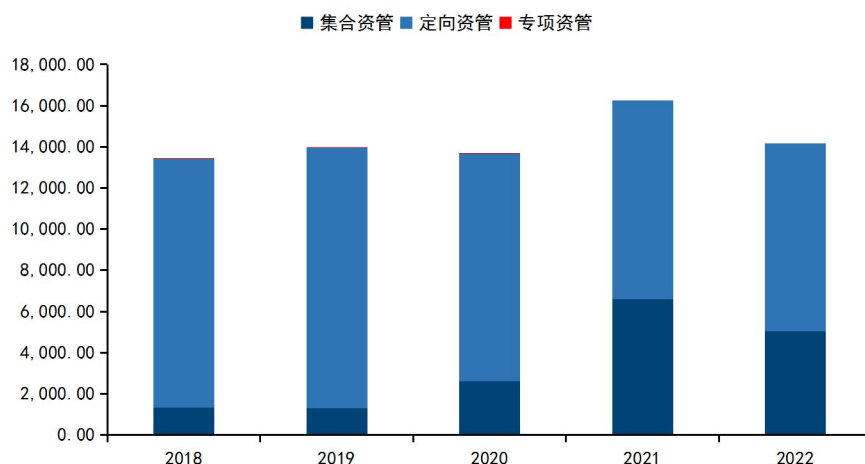
投行业务优势延续。2023 年一季度，公司实现投行业务收入 19.80 亿元，同比增长 8.36%。2023 年一季度，受益于全面注册制改革的落地实施，公司主承销金额达 881.55 亿元，其中首发募集资金 242.33 亿元，市场份额 25.29%，市场排名第一。截止到 2023 年 5 月 10 日，公司 IPO 储备项目为 94 个，储备项目位居第一。随着全面注册制的落地实施，IPO 进入常态化发展阶段，投行业务市场份额向头部券商集中趋势将越来越明显。

资管业务：中信资管、华夏基金差异化发展

中信证券资产管理业务处于行业霸主地位，相关业务由**中信资管**和**华夏基金**开展。**中信资管**立足机构、做大零售，提升主动管理规模和权益类产品规模，积极发展社保和企业养老金等业务，为机构客户和高净值客户提供定制化服务，做好银行业务转型。且中信资管作为市场上最早发展 FOF 业务的团队之一，FOF 业务经验丰富，取得了显著的成绩。截至目前，中信证券资管的 FOF 业务规模在 350 亿元左右；**华夏基金**主要服务于个人客户，近年来重点发展指数类和特色主题投资，零售优势强劲。

公司资产管理业务中养老第一支柱规模保持平稳，第二支柱规模稳中有升。2022 年，公司资产管理规模合计人民币 14,177.92 亿元，包括集合资产管理计划、单一资产管理计划，规模分别为人民币 5,033.07 亿元、9,144.85 亿元，资管新规下公司私募资产管理业务（不包括养老业务、公募大集合产品以及资产证券化产品）市场份额约 16.13%，排名行业第一。

图38：中信证券受托管理资产总规模（亿元）及构成



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

据中国证券投资基金业协会数据显示，2022 年四季度证券公司私募资产管理月均规模排名显示，20 家券商或券商资管所管理的私募资管总规模达 52,992.06 亿元。中信证券 2022 年四季度月均私募资管规模为 10,917.06 亿元，稳居行业首位，也是证券行业唯一一家私募资管规模超过万亿元的券商。

表7: 证券公司私募资产管理月均规模(20 家)

序号	公司名称	月均规模(亿元)
1	中信证券股份有限公司	10,917.06
2	中银国际证券股份有限公司	5,342.99
3	中国国际金融股份有限公司	4,088.02
4	上海光大证券资产管理有限公司	3,934.19
5	中信建投证券股份有限公司	3,763.76
6	上海国泰君安证券资产管理有限公司	3,049.16
7	广发证券资产管理(广东)有限公司	2,991.21
8	申万宏源证券有限公司	2,585.77
9	招商证券资产管理有限公司	2,284.57
10	国金证券股份有限公司	2,000.06
11	平安证券股份有限公司	1,964.93
12	华泰证券(上海)资产管理有限公司	1,872.92
13	中泰证券(上海)资产管理有限公司	1,614.77
14	财通证券资产管理有限公司	1,211.19
15	安信证券资产管理有限公司	1,184.15
16	首创证券股份有限公司	929.42
17	国信证券股份有限公司	923.01
18	五矿证券有限公司	826.66
19	银河金汇证券资产管理有限公司	823.50
20	上海东方证券资产管理有限公司	684.72

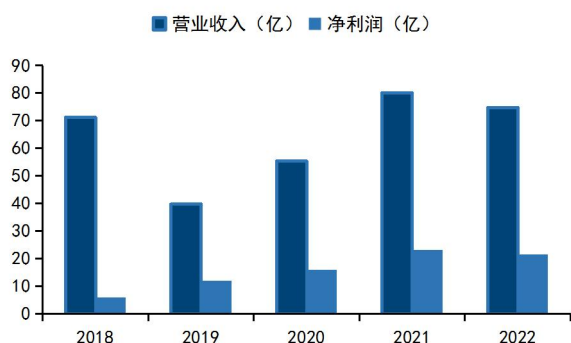
备注: 季度月均规模指当季各月末证券公司私募资产管理规模的算术平均, 不含证券公司管理的养老金。

资料来源: 中国证券投资基金业协会官网, 国信证券经济研究所整理

华夏基金是中信证券控股的公募基金公司。2022 年, 华夏基金总资产人民币 176.50 亿元, 净资产人民币 123.89 亿元; 2022 年, 实现营业收入人民币 74.75 亿元, 利润总额人民币 28.60 亿元, 净利润人民币 21.63 亿元。

华夏基金资产管理规模稳步增长。2022 年, 华夏基金本部管理资产规模人民币 17,216.26 亿元。其中, 公募基金管理规模人民币 11,374.77 亿元; 机构及国际业务资产管理规模人民币 5,841.45 亿元。2018 年到 2022 年数据显示, 华夏基金资产管理规模稳步增长, 且公募基金的管理规模增速快于机构及国际业务资产管理规模的增长速度。

图39: 华夏基金历年营业收入及净利润



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图40: 华夏基金历年资产管理规模



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

中信资管子公司设立。2022 年, 资管新规正式实施, 资产管理行业全面进入净值化管理的阶段。2022 年 12 月 30 日, 中信证券资产管理有限公司(以下简称“中信证券资管”)获批设立, 从事证券资产管理业务, 业务范围为证券资产管理业

务（不含养老金业务），并核准中信证券资管作为合格境内机构投资者，从事境外证券投资管理业务。中信证券也积极布局资产管理，持续加强产品创新和产品布局。未来，中信证券将依托中信证券资管，把申请公募基金牌照作为战略重点之一，并积极向主动管理转型。

2023年3月1日，中信证券资产管理有限公司工商登记手续已办理完成并领取了营业执照。中信证券资管营业执照显示，其法定代表人为杨冰，注册资本为10亿元，注册地为北京市。从中信证券2022年年报获悉，杨冰先生为公司执委会委员、资管业务行政负责人，于1999年加入公司，曾任公司交易部助理交易员、固定收益部交易员、资管业务投资经理、资管业务投资主管，任华夏基金董事。杨先生于1993年获南昌大学精细化工专业学士学位，于1999年获南京大学国民经济学硕士学位。

自营业务：去敞口，拓代客

公司FICC业务为机构客户提供完整的资产解决方案，可以满足客户不同的金融需求。该服务的核心在于提供多样化的金融产品，可以让客户从中选择适合自己的解决方案，如外汇、贵金属交易、债券投资、金融衍生品等。此外，中信证券FICC业务还为客户提供定制化的资产解决方案，可以灵活应对客户的特殊需求。

通过与世界各地的金融市场合作，中信证券FICC业务可以给客户带来更多的机遇和收益，有效拓展客户的投资范围。该业务还提供专业的风险管理和投资咨询服务，以及全面的投资咨询服务，助力客户投资顺利实现。总之，中信证券FICC业务为机构客户提供完善的资产解决方案，可以满足客户不同的金融市场需求，有效地提升客户投资绩效。

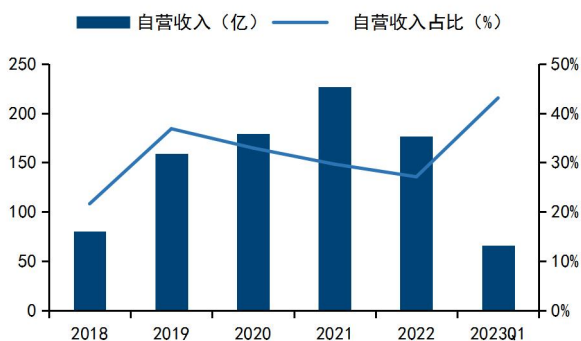
中信证券股票自营业务坚持聚焦上市公司基本面，加大了对新兴科技行业的投资力度，同时注重整合公司资源优势，以产业链研究为切入点，加强跨行业比较研究，整体保持了稳健的业绩。在量化分析和多元策略的探索和实践上稳步推进，增强了对市场风格与行业轮动的适应和调整能力。

自营收入同比下降22.25%。2022年，公司实现投资业务收入176.36亿元，同比下降22.25%，主要原因是由于证券市场波动导致金融工具公允价值为-136.60亿元。公司自营业务在营业收入中占比为27.09%，自营收入在营收中的占比长期保持为20%以上，是中信证券重要的收入来源之一。虽然此次自营收入大幅下降，仍位居行业第一。

2023年一季度，自营业务接近翻番。2023年一季度，公司实现投资业务收入66.13亿元，同比增长97.33%。公司自营业务坚持去方向化，受益于业务规模和收益水平提升，截至一季度末，公司交易性金融资产为6312.31亿元，同比增长17.74%；其他债权投资为699.27亿元，同比增长10.59%。

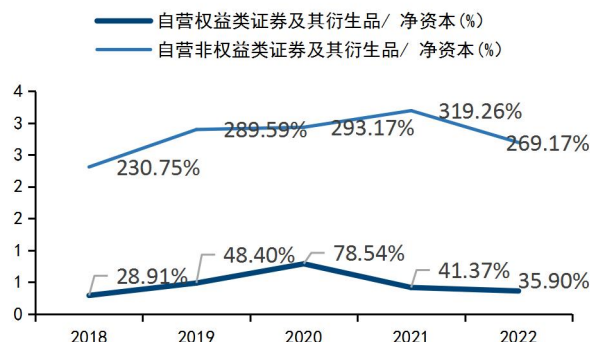
自营投资强调去方向化。2022年，中信证券自营非权益类证券及其衍生品占净资产比重为269.17%，自营权益类证券及其衍生品占净资产比重为35.90%，较去年减少。中信证券自营业务通过经营层面加杠杆，布局股指衍生品、运用量化投资等手段，由方向性投资向非方向性转变，以期降低市场波动自营收入的波动性。

图41: 中信证券自营收入及在营收中的占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图42: 中信证券自营权益类及非权益类及其衍生品/净资本 (%)



资料来源: 中信证券历年年报, 国信证券经济研究所整理

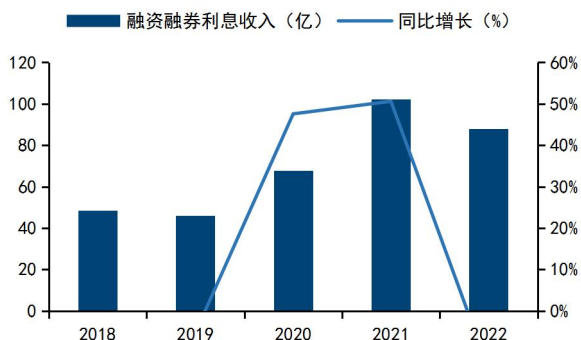
信用业务：两融规模快速增长

2022 年，公司信用业务收入同比增长 8.77%，主要是由于配股完成缓解了利息支出压力。

两融业务发展快速。2022 年，融资融券利息收入 87.98 亿元，融出资金 1069.76 亿元，融出证券 246.51 亿元；融资融券业务存量负债客户平均维持担保比例为 279%。

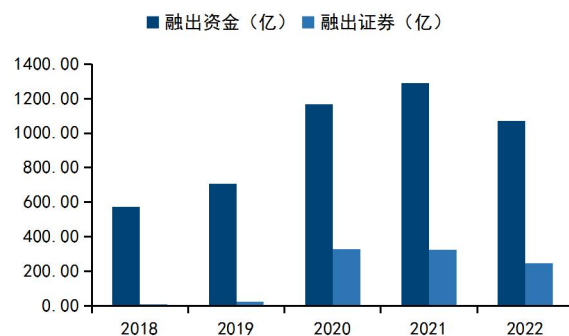
本集团融资融券业务存量负债客户平均维持担保比例为 279%；本集团约定购回式证券交易客户无负债；本集团自有资金出资的股票质押式回购业务规模为人民币 277.92 亿元，平均维持担保比例 277%，本集团管理的资管产品股票质押式回购业务规模为人民币 119.92 亿元。

图43: 中信证券融资融券利息收入及同比增长



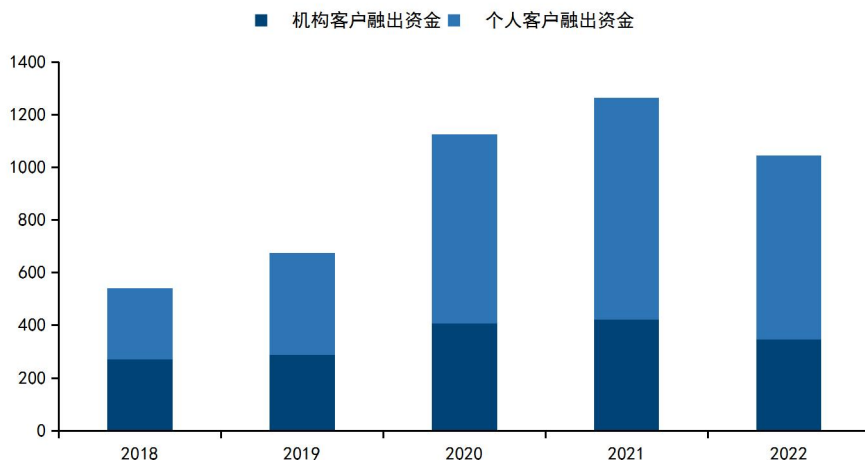
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图44: 中信证券融出资金及融出证券



资料来源: 中信证券历年年报, 国信证券经济研究所整理

图45: 中信证券机构客户、个人客户融出资金

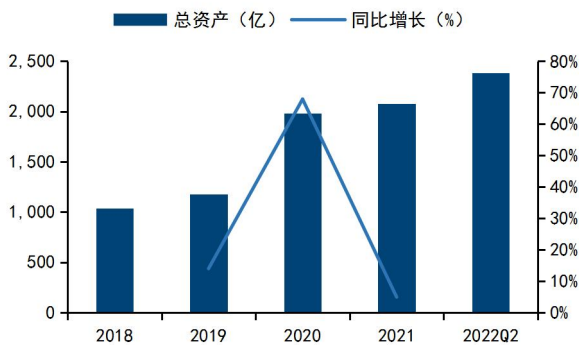


资料来源: 中信证券历年年报, 国信证券经济研究所整理

国际业务: 首家开展国际业务的中资券商

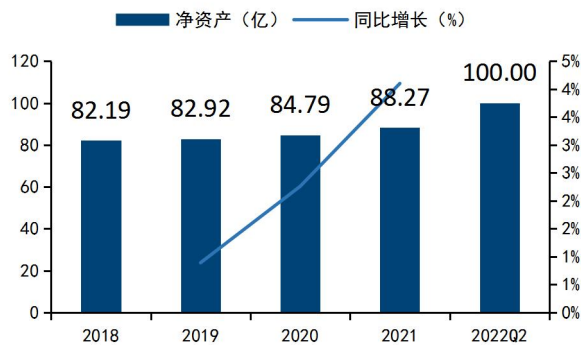
作为国际业务的主要平台, 中信证券国际实收资本 65.16 亿港元, 为公司的全资子公司, 在香港拥有 5 家分行。2022 年, 香港财务报告准则下, 中信证券国际总资产 309.40 亿美元, 净资产 15.11 亿美元; 2022 年, 实现营业收入 14.14 亿美元, 利润总额 1.72 亿美元, 净利润 1.25 亿美元。

图46: 中信证券国际历年总资产及同比增长



资料来源: 中信证券历年年报, 国信证券经济研究所整理

图47: 中信证券国际历年净资产及同比增长



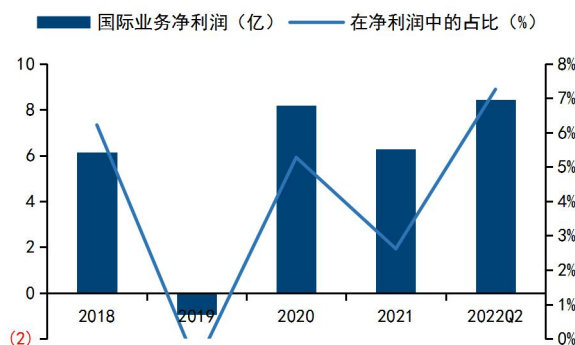
资料来源: 中信证券历年年报, 国信证券经济研究所整理

图48: 中信证券国际业务在总营收中的占比



资料来源: 中信证券历年年报, 国信证券经济研究所整理

图49: 中信证券国际业务净利润在净利润中的占比



资料来源: 中信证券历年年报, 国信证券经济研究所整理

作为中国境内证券行业的领头券商, 中信证券是第一家开展国际业务的中资券商, 积累了丰富的海外运营经验。中信证券的国际化战略大体可以分为三大阶段:

2007-2010 年, 中信证券立足香港市场, 并在东亚市场进行业务扩张。与此同时, 也在国际市场寻求战略合作。2007 年与美国公司贝尔斯登进行相互投资, 并意图收购贝尔斯登, 最终因美联储否决而失败; 2010 年, 与法国东方汇理银行签署合作协议。

2011-2016 年, 中信证券通过收购继续拓展国际市场。2013 年, 中信证券收购收购里昂证券, 极大提高了境外投行、经纪、研究业务的能力, 成功打入欧洲、美国等老牌市场及拉丁美洲、东南亚等新兴市场; 2015 年, 收购昆仑国际以及英国罗素投资, 进入全球外汇交易市场; 2016 年, 中信证券将中信证券国际和里昂证券合并为中信里昂证券, 通过融合, 中信里昂证券将在泛太平洋、欧洲和美洲的 25 个城市开展业务。

2017 年至今, 中信证券借助中信里昂证券继续拓展国际市场。公司在投资深度和广度上不断发展, 并实行了境内外一体化管理制度, 加强了境内外业务信息的协调联动。2020 年, 中信证券对中信里昂证券增资 15 亿美元用于中信里昂证券的业务发展; 2020 年, 中信证券实行了境内外一体化管理制度, 把母公司中信证券审慎的风险管控延伸到了境外子公司, 取得了垂直管理、全球一体化管理的优势效果。

表8: 中信证券国际业务的发展进程

业务名称	发展进程
投行业务	2022 年, 境外股权融资方面, 中信证券完成 43 单境外股权项目, 承销规模合计 23.83 亿美元。其中, 香港市场 IPO 项目 16 单, 承销规模 6.98 亿美元; 再融资项目 9 单, 承销规模 5.72 亿美元, 香港市场股权融资业务排名中资证券公司第二; 在欧洲市场完成 GDR 项目 8 单, 承销规模 7.95 亿美元, 排名中资证券公司第一; 在东南亚、印度和澳大利亚等其他海外市场完成股权融资项目 10 单, 承销规模 3.18 亿美元。境外中资离岸债券业务方面, 中信证券共完成 141 单债券发行, 合计承销规模 38.33 亿美元, 市场份额 3.92%, 排名中资证券公司第二。
经纪业务	公司研究业务拥有丰富的产品体系, 全年发布报告 10,112 篇, 并向欧洲、美国、亚太等市场提供国际化报告, 在国际市场打造全球视野、扎根本土的中信研究品牌。公司研究领域全面, 共设置 12 个总量和产业研究团队, 覆盖上市公司超 1,600 家, 并与各领域优秀企业建立研究关系和业务联系。公司全年举办了 19 场线下论坛活动, 并在“服贸会”、“世界人工智能大会”等重点国际性活动中举办论坛活动, 研究能力和产业号召力获市场认可; 加大网络会议和线上服务力度, 在线上成功举办了 50 余场大中型产业论坛及“聚力加速度”半年度、“聚力突围”年度策略会, 提升了公司的社会声誉度和市场影响力。
资管业务	公司完成涉及中国企业全球并购交易规模 419.33 亿美元, 排名中资证券公司第二; 公司持续加强全球并购业务开拓, 协助赤峰黄金通过协议收购方式, 对金星资源进行境外三地私有化并完成其控制权收购; 协助中矿资源跨境并购津巴布韦锂矿资源项目, 助力企业海外发展建设。推

进资管子公司开业。依托香港平台，实现境外资管规模快速增长。

自营业务 到 2022 年中信证券并表境外子公司资产总值为 2316.09 亿元，占总资产比例为 17.7%。从数据上看，在境外业务方面，中信证券较行业 2022 年的震荡而言，保持了稳健发展。

资料来源：中信证券股份有限公司年报，国信证券经济研究所整理

作为成功发展国际化业务的榜样，高盛则是把发展阶段分成了三步：本土业务海外化、海外业务本土化以及业务全球化。有节奏地业务扩张使高盛在维持公司在本国市场地位的同时，也拓展了国际市场，增加国际业务收入。

表9：高盛国际化业务策略

发展阶段	业务策略	实施目的
本土业务海外化	追随本国客户需求	增强为本地客户的服务能力，维持公司在本国的市场地位
	设立海外分支机构	寻求海外业务机会
	为小部分海外客户提供基于境内资本市场的相应投资银行服务	拓展海外市场分销网络
海外业务本土化	去“属地化”	增强本公司产品、服务的国际通用性
	将海外分支机构的经营理念、分销网络、人力资源融入东道国	获取东道国市场份额及业务影响力
	借助自身比较优势，发展国际业务	增加国际业务收入
业务全球化	从发达市场转向新兴市场	拓展国际市场，占领新兴市场
	实施覆盖全球主要市场的业务版图	通过业务协同和金融创新获得垄断利润

资料来源：中国证券投资基金业协会官网，国信证券经济研究所整理

盈利预测

核心假设

我们对公司 2023–2025 年盈利预测做出如下假设：

(1) 经纪业务手续费净收入：股基成交额、市场占有率和佣金率是影响公司经纪业务收入的关键因素。1) 假设 2023–2025 年 A 股市场股基金交易金额分别为万亿 201.50 元/217.62 万亿元/228.51 万亿元。2) 经纪业务市占率稳定在 16% 左右，经纪业务市占率分别为 16.22%/16.26%/16.29%。3) 佣金率下滑幅度较小，假设 2023–2025 年佣金率分别为 0.028%、0.026%、0.023%。

(2) 投行业务手续费净收入：1) 假设 2023–2025 年股票融资额分别为 17428.33 亿元、20565.42 亿元、23650.24 亿元；2) 考虑到中信证券在全面注册制改革下、投行协同能力和执业能力强劲，市场占有率将持续提升。因此，我们假设未来三年公司股权承销金额市占率分为 22.53%/23.28%/24.03%。3) 当前中信证券储备项目位居行业第一，投行业务有望实现稳健增长，因此，我们假设未来三年公司承销费率分别为 2.17%/2.10%/2.04%。

(3) 资管业务手续费净收入：资产管理规模和管理费率是影响资产管理业务的关键因素。我们假设 2023–2025 年公司资产管理规模分别为 13324.23 亿元/13770.59 亿元/14201.96 亿元，管理费率分别为 0.780%/0.800%/0.830%。

(4) 利息净收入：市场融资融券余额，市占率和融资融券利率是影响利息净收入的三个关键因素。1) 考虑到融资融券业务发展空间较大，我们假设未来三年市场融资融券余额分别为 16020.08 亿元/17141.48 亿元/17827.14 亿元。2) 我们假设未来三年公司融资融券业务市占率分别为 6.98%/7.18%/7.39%。3) 我们假设未来三年公司融资融券利率分别为 5.45%/5.35%/5.25%。

(5) 投资收益：自营规模和投资收益率是影响投资收益的两个关键因素。公司主

动管理能力持续提升，我们假设未来三年公司金融资产规模分别为 6901.99 亿元/7937.29 亿元/8731.02 亿元，投资收益率分别为 4.34%/4.91%/5.58%。

未来 3 年盈利预测

根据上述假设，我们预计 2023-2025 年公司营业收入为 778.48 亿元、912.16 亿元、1,039.80 亿元，同比增速分别为 19.6%、17.2%、14.0%；归母净利润分别为 254.68 亿元、298.24 亿元、339.83 亿元，同比增速分别为 19.5%、17.1%、13.9%。

表10：营业收入预测（单位：亿元）

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	543.83	765.24	651.09	778.48	912.16	1,039.80
	26%	41%	-15%	19.6%	17.2%	14.0%
手续费及佣金收入	267.64	345.54	319.43	315.60	349.35	381.62
YOY	49%	29%	-8%	-1.2%	10.7%	9.2%
其中：经纪业务收入费净收入	112.57	139.63	111.69	100.52	108.56	113.99
YOY	52%	24%	-20%	-10%	8.0%	5.0%
投资银行业务手续费净收入	68.82	81.56	86.54	103.85	122.54	140.92
YOY	54%	19%	6%	20%	18%	15%
资产管理业务手续费净收入	80.06	117.02	109.40	103.93	110.16	117.88
YOY	40%	46%	-7%	-5.0%	6.0%	7.0%
利息净收入	25.87	53.37	58.06	60.96	65.84	69.13
YOY	27%	106%	9%	5.0%	8.0%	5.0%
投资收益	179.07	226.83	176.36	299.82	389.76	487.20
YOY	13%	27%	-22%	70%	30%	25%
其他业务收入	71.25	139.49	97.24	102.10	107.20	101.84
YOY	-1%	96%	-30%	5.0%	5.0%	-5.0%

资料来源：国信证券经济研究所预测

盈利预测的敏感性分析

经纪业务手续费净收入和投资收益是公司营业收入的重要组成部分，我们认为 A 股市场成交额增速和投资收益率的变动会对公司经营业绩产生较大影响。因此，我们以 2023 年-2025 年 A 股市场成交额年复合增长率以及公司自营业务的年复合投资收益率作为敏感性因子对盈利预测进行敏感性分析。

表11：归属母公司净利润增速及 ROE 对 A 股市场成交额增速的敏感性分析

	归母净利润同比			ROE		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
年复合增长 5%	18.39%	16.15%	13.17%	9.15%	9.93%	10.43%
年复合增长-10%（基准）	19.47%	17.10%	13.94%	9.69%	10.51%	11.05%
年复合增长 5%	22.72%	19.95%	16.27%	11.31%	12.27%	12.89%

资料来源：国信证券经济研究所整理和预测

表12: 归属母公司净利润增速及 ROE 对投资收益率的敏感性分析

	归母净利润同比			ROE		
	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E
年复合投资收益率 3%	19.22%	16.88%	13.77%	9.57%	10.38%	10.90%
年复合投资收益率 4.43%(基准)	19.47%	17.10%	13.94%	9.69%	10.51%	11.05%
年复合投资收益率 6%	19.78%	17.37%	14.17%	9.85%	10.68%	11.22%

资料来源：国信证券经济研究所整理和预测

随着资本市场基础性制度改革的全面深化和居民多元财富管理需求的持续释放，证券公司未来具备较强的盈利增长潜力。因此，我们选取市盈率作为参考指标，采用相对估值法对公司进行估值。我们进一步选取中金公司、中信建投、广发证券、招商证券、海通证券、华泰证券等 A+H 两地上市的企业作为可比公司。截止 2023 年 7 月 12 日，从市场一致预期来看，上述可比公司的 PB（2023E）估值均值为 1.36XPB。

根据营业收入的上述假设，我们预计 2023-2025 年公司营业收入为 778.48 亿元、912.16 亿元、1,039.80 亿元，同比增速分别为 19.6%、17.2%、14.0%；归母净利润分别为 254.68 亿元、298.24 亿元、339.83 亿元，同比增速分别为 19.5%、17.1%、13.9%。结合中信证券近 3 年的历史估值中枢 1.25-1.60XPB，给予公司 1.2-1.4XPB 估值，对应目标价为 22.06-25.73 元/股，当前还有 8.98%-27.15% 的增长空间。

表13: 中信证券可比公司估值表（PB）

证券简称	证券代码	2021	2022	2023E	2024E	2025E
中信建投	601066.SH	3.67	2.71	2.50	2.20	2.00
广发证券	000776.SZ	1.82	1.10	0.96	0.88	0.81
招商证券	600999.SH	1.62	1.17	1.07	0.98	0.89
中金公司	601995.SH	3.25	2.25	2.14	2.03	1.87
海通证券	600837.SH	0.99	0.69	0.70	0.67	0.63
华泰证券	601688.SH	1.18	0.81	0.80	0.80	0.60
平均值		2.09	1.46	1.36	1.26	1.13

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理和预测

投资建议

综合上述分析，我们认为公司股票合理估值区间在 22.06-25.73 元之间。较当前还有 8.98%-27.15% 的增长空间。本次覆盖对公司投资评级为“买入”。

风险提示

盈利预测偏差较大的风险

盈利预测依赖于诸多假设，前提假设的细微变动便会对预测结果产生较大影响。考虑到证券行业未来发展空间、宏观调控政策调整以及公司的头部地位，我们对公司的增长预期寄予了偏乐观的判断，即对各项业务线条给予了较为乐观的增速假设。而未来的市场环境存在较大不确定性，不利事件的发生可能会对公司盈利增长产生较大影响，导致盈利预测与未来的实际盈利出现较大偏差。

二级市场大幅波动风险

我国资本市场尚属于发展中阶段，整体波动较为剧烈，证券交易市场作为资本市场的重要组成部分，存在超预期波动风险。二级市场超预期的周期性波动会引起公司经纪业务收入较大波动，因此不能排除公司业绩增长不达预期的可能性。

资产管理业务面临监管政策变动风险

我国资产管理行业的监管政策尚处于发展完善阶段，因此存在较大变动的可能性。公司资产管理业务的开展严格受到监管政策的框架约束，未来如果监管政策发生重大调整，公司资管产品存在不再符合监管要求的风险，这会对公司资产管理业务产生重大不利影响。

资本市场全面深化基础性制度改革推进不及预期的风险

资本市场改革进展受到市场经济环境、宏观政策调控以及法律制度建设等诸多因素约束，存在基础性制度改革推进不及预期的风险，从而对公司经营业绩产生较为不利的政策影响。以注册制改革为例，若全面注册制改革推进不及预期，公司投资银行业务的营业收入和营业利润增速将会受到不利影响。

投资收益的大幅波动风险

长期股权投资、交易性金融资产和衍生金融工具是公司投资收益的主要来源，易受到投资标的盈利情况和宏观经济环境的影响。若投资标的盈利出现不利波动或者宏观经济环境面临较大扰动，均会对公司投资收益造成不利影响，进而影响公司的营收及利润水平。

境外监管风险

因经济体制、历史文化、法律体系等方面的不同，境外的交易习惯和监管政策与我国存在较大差异，公司开展境外业务面临较大合规风险。若因对当地的文化和法律了解不够充分，触碰监管红线，公司会面临高额罚款甚至失去开展业务的资格，对拓展国际市场产生较大不利影响，导致公司成长不及预期。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
资产总计	1278665	1308289	1504533	1654986	1820485	营业收入	76524	65109	77848	91216	103980
货币资金	279551	316234	347858	382643	420908	手续费及佣金净收入	34554	31943	31560	34935	38162
融出资金	129119	106976	117674	129441	142385	经纪业务净收入	13963	11169	10052	10856	11399
交易性金融资产	545334	530923	637107	732673	842574	投行业务净收入	8156	8654	10385	12254	14092
买入返售金融资产	46393	31483	34631	38095	41904	资管业务净收入	11702	10940	10393	11016	11788
可供出售金融资产	0	0	0	0	0	利息净收入	5337	5806	6096	6584	6913
负债合计	1064857	1049917	1226326	1353710	1493173	投资收益	22683	17636	29982	38976	48720
卖出回购金融资产款	235286	214283	252533	252633	252733	其他收入	13949	9724	10210	10720	10184
代理买卖证券款	251164	279402	307342	338077	371884	营业支出	44098	36298	43401	50853	57969
应付债券	181403	127328	140061	161070	185231	营业外收支	(532)	140	140	140	140
所有者权益合计	213808	258372	278207	301276	327312	利润总额	31894	28950	34587	40502	46150
其他综合收益	(753)	192	192	192	192	所得税费用	7889	6781	8102	9487	10810
少数股东权益	4636	5254	5779	6357	6993	少数股东损益	905	851	1017	1191	1357
归属于母公司所有者权益合计	209171	253118	272427	294919	320319	归属于母公司净利润	23100	21317	25468	29824	33983
每股净资产(元)	16.18	17.08	18.38	19.90	21.61						
总股本(亿股)	129.27	148.21	148.21	148.21	148.21						
关键财务与估值指标											
每股收益	1.77	1.42	1.72	2.01	2.29						
每股红利											
每股净资产	16.18	17.08	18.38	19.90	21.61						
ROIC											
ROE	11.82%	9.22%	9.69%	10.51%	11.05%						
收入增长	40.71%	-14.92%	19.57%	17.17%	13.99%						
净利润增长率	55.01%	-7.72%	19.47%	17.10%	13.94%						
资产负债率	83.28%	80.25%	81.51%	81.80%	82.02%						
P/E	12.37	15.42	12.74	10.88	9.55						
P/B	1.35	1.28	1.19	1.10	1.01						
EV/EBITDA											

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证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理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032