

证券公司资产配置专题暨 2024 年报综述

固收为基，发力权益：券商自营的资产轮动攻略

优于大市

核心观点

年报概述：2024 年全年，上市券商实现营收 3,623.88 亿元，同比+7.7%；实现归母净利润 1,383.87 亿元，同比+16.3%。2024Q4 单季度营收 1,136.25 亿元，同比+47.2%、环比+24.6%；单季度归母净利润 400.31 亿元，同比+93.1%、环比+3.8%。股票市场热度提升，经纪及两融弹性释放推动业绩增长。

资产配置概览：金融投资资产成为证券公司的主要扩表方向。截至 2024 年末，上市券商金融投资资产约 5.5 万亿元，占总资产比重超 50%、占净资产比重近 250%。重要变化：OC1 权益投资、固收资产投资占比提升。截至 2024 年末，OC1 权益资产占投资资产比重 7.0%，固收资产占比 62.9%。

资产配置差异：金融投资资产规模越大的券商，投资资产杠杆越高、权益资产配置占比越高、投资收益率稳定性越好。一是大券商资本更充足，对权益资产价值波动的吸收能力更强，增加权益资产配置有望提高预期收益率；二是大券商业务条线更广泛，配置权益资产是打通条线桎梏、实现协同发展的重要一环，比如开展场外衍生品业务时即需要权益持仓做对冲。具体来看，增加 OC1 权益投资、增加非方向性投资、基于股债收益率负相关性构建股债平衡配置组合等是近年券商投资收益降波的主要方式。

资产配置方向：债务融资成本下降、监管引导和市场环境变化将共同影响证券公司未来的资产配置方向，优质权益资产配置、做市业务、另类资产及多资产配置将是重点方向。证券公司扩表模式更倾向于资产驱动负债，好资产、好模式是推动其扩表的重要原因。2020-2024 年，证券公司发债规模每年约 1 万亿元，票面利率从约 3% 持续下降至约 2%，发行债券期限约为 3 年。证券公司股权融资近年来受监管、市场影响而大幅下降。因此，债务融资成为证券公司最主要的融资方式。融资成本下降有助于减轻证券公司投资时的资金成本压力，有助于证券公司扩大可投资产范围，以便更好地平衡收益和风险。同时，监管优化券商风控指标体系和引导中长期资金入市的背景下，优质权益资产、做市业务、多资产配置或是下一阶段券商扩表方向。

资管产品配置：截至 2024 年末，证券私募资管规模约 5.5 万亿元、公募资管规模约 1.1 万亿元。证券私募资管产品资金来源以银行自有资金和银行理财资金为主，二者合计占比超 60%。受委托机构投资风格及风险偏好影响，证券私募资管产品资产配置以固收类为主，配置占比超 70%。公募资管以货币基金及主动股基、主动债基为主，被动产品发展相对滞后。

投资建议：维持行业“优于大市”评级。重点推荐：一是资金使用效率高、业务条线全面的券商，如中信证券、华泰证券；二是并购整合落地后推进券商，如国联民生；三是流量充足、变现牌照充足的互联网券商，如东方财富。

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；政策风险等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2025E	2026E	2025E	2026E
600030.SH	中信证券	优于大市	25.00	370,514	1.54	1.65	16.26	15.16
601688.SH	华泰证券	优于大市	15.88	143,354	1.77	1.93	9.00	8.21
601456.SH	国联证券	优于大市	9.52	54,079	0.17	0.19	55.64	49.07
300059.SZ	东方财富	优于大市	20.48	323,288	0.67	0.74	30.57	27.68

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

行业研究·行业专题

非银金融·证券 II

优于大市·维持

证券分析师：孔祥

021-60375452

kongxiang@guosen.com.cn

S0980523060004

证券分析师：王德坤

021-61761035

wangdekun@guosen.com.cn

S0980524070008

证券分析师：陈莉

0755-81981575

chenli@guosen.com.cn

S0980522080004

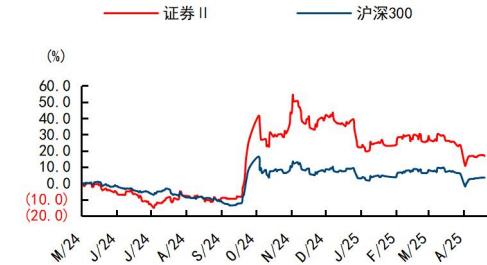
证券分析师：林珊珊

0755-81981576

linss@guosen.com.cn

S0980518070001

市场走势



相关研究报告

- 《证券行业 2025 年 4 月报-股债均衡下券商板块体现防御性》 —— 2025-04-08
- 《证券行业 2025 年 3 月报-DeepSeek 激活券商朱格拉周期》 —— 2025-03-06
- 《证券行业 2025 年 1 月报-指数行动方案下的新打法》 —— 2025-02-05
- 《证券行业 2024 年 12 月报-被动基金扩容后的新打法》 —— 2025-01-04
- 《证券行业 2024 年 11 月报-并购交易活跃，投行模式创新》 —— 2024-12-03

内容目录

一、年报概览：营收、净利润延续增长趋势	5
(一) 利润表表现：股票市场热度提升，经纪及两融弹性释放	5
(二) 资产负债表：客户保证金及融出资金占比明显提升	6
二、资产配置：增加优质权益及多资产配置	8
(一) 行业整体配置结构：固收占比提升，权益保持稳定	8
(二) 各券商配置差异：大券商重权益，中小券商重固收	10
(三) 投资收益率比较：大券商投资收益率稳定性更好	12
(四) 资产驱动负债：投资关键在于寻找好资产或者好模式	16
三、资管配置：私募重固收，公募重主动管理	19
(一) 证券私募资管：银行资金委外，重点配置固收	19
(二) 证券公募资管：债基、货基领先，主动管理为主	20
四、其他业务：受益于股票市场景气度提升	21
五、投资建议	22
风险提示	24

图表目录

图1: 上市券商营收规模及同比增速 (单位: 亿元)	5
图2: 上市券商归母净利润规模及同比增速 (单位: 亿元)	5
图3: 上市券商单季度营收规模及环比增速 (单位: 亿元)	5
图4: 上市券商单季度归母净利润规模及环比增速 (单位: 亿元)	5
图5: 上市券商营收结构变化	6
图6: 上市券商客户保证金规模 (单位: 亿元)	6
图7: 上市券商资产结构	6
图8: 上市券商代理买卖证券款规模 (单位: 亿元)	7
图9: 上市券商负债结构	7
图10: 上市券商金融投资资产及占比 (单位: 亿元)	8
图11: 上市券商金融投资资产结构	8
图12: 上市券商权益、固收、基金及其他资产占比	9
图13: 部分上市券商自营权益类证券及证券衍生品/净资本 (单位: %)	10
图14: 部分上市券商自营固定收益类证券及证券衍生品/净资本 (单位: %)	11
图15: 投资资产规模与权益资产 (以 TPL 股票+OCI 权益计算) 占比 (单位: 亿元)	11
图16: 投资资产规模与固收资产 (以 TPL 债券+OCI 债权+AC 债权计算) 占比 (单位: 亿元)	12
图17: 投资资产规模与单季度投资收益率变异系数 (单位: 亿元)	12
图18: 中信证券 OCI 权益资产规模及占比 (单位: 亿元)	13
图19: 申万宏源 OCI 权益资产规模及占比 (单位: 亿元)	13
图20: 申万宏源 OCI 权益投资股利收入及测算股息率 (单位: 亿元)	13
图21: 中金公司金融投资资产配置结构	14
图22: 中金公司衍生品对冲持仓股票及占比 (单位: 亿元)	14
图23: 上市券商 FVTPL 资产配置结构	15
图24: 我国股债相关性转负	15
图25: 证券公司分类别债券配置规模 (单位: 亿元)	15
图26: 证券公司信用债及利率债配置占比	15
图27: 中信证券拟合债券投资杠杆	16
图28: 上市券商融资类负债以短融券、拆入资金及应付债券为主	17
图29: 证券公司发行债券规模及票面利率 (单位: 亿元)	17
图30: 证券公司发行债券期限 (单位: 年)	17
图31: 证券公司股权融资募资总额及募资次数 (单位: 亿元、次)	18
图32: 证券公司私募资管备案数量及设立规模 (单位: 只、亿元)	19
图33: 证券公司私募资管存续数量及存续规模 (单位: 只、亿元)	19
图34: 证券公司私募资管产品债类资产配置占比	20
图35: A 股日均成交额及同比增速 (单位: 亿元)	21
图36: IPO 募资金额及同比增速 (单位: 亿元)	22
图37: 再融资募资金额及同比增速 (单位: 亿元)	22

图38: A股两融余额及占比	22
图39: 中证证券全指PB估值变化趋势	23

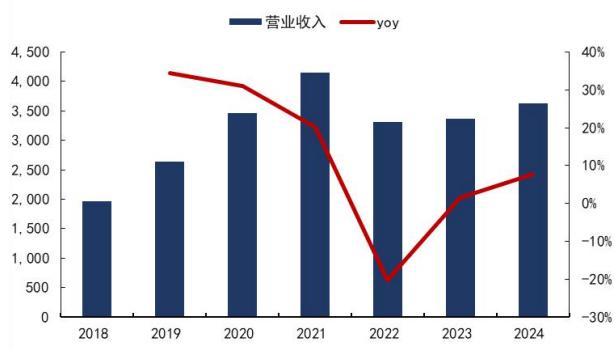
表1: 上市券商有效杠杆率统计	7
表2: 上市券商 2024 年全年及 Q4 营收及归母净利润排名 (单位: 亿元)	8
表3: 部分券商债务穿透-存量债券规模、票面利率及久期	17
表4: 证券公司私募资管产品资金来源分类占比 (单位: %)	19
表5: 证券公司私募资管产品资产配置分类占比 (单位: %)	19
表6: 证券公司公募资管产品份额及资产净值-截至 2025Q1 末	20

一、年报概览：营收、净利润延续增长趋势

（一）利润表表现：股票市场热度提升，经纪及两融弹性释放

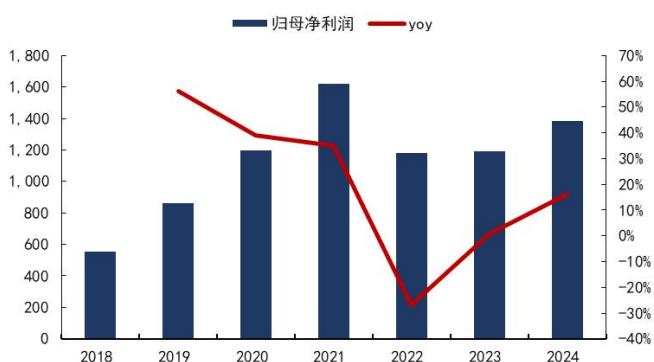
上市券商¹营业收入、归母净利润延续增长趋势。2024年全年，上市券商实现营收3,623.88亿元，同比+7.7%；实现归母净利润1,383.87亿元，同比+16.3%。

图1：上市券商营收规模及同比增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图2：上市券商归母净利润规模及同比增速（单位：亿元）

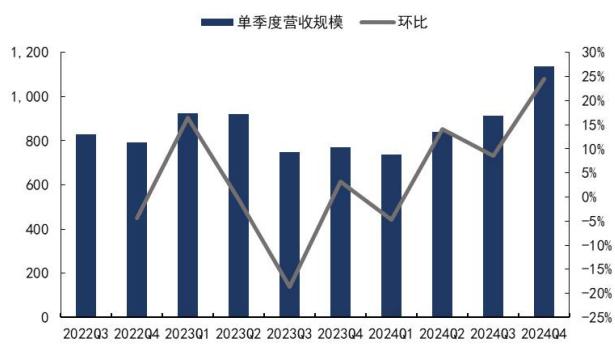


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

单季度来看，受益于2024Q4市场回暖，上市券商单季度营收及归母净利润均实现环比正增长。2024Q4单季度营收1,136.25亿元，同比+47.2%、环比+24.6%；单季度归母净利润400.31亿元，同比+93.1%、环比+3.8%。

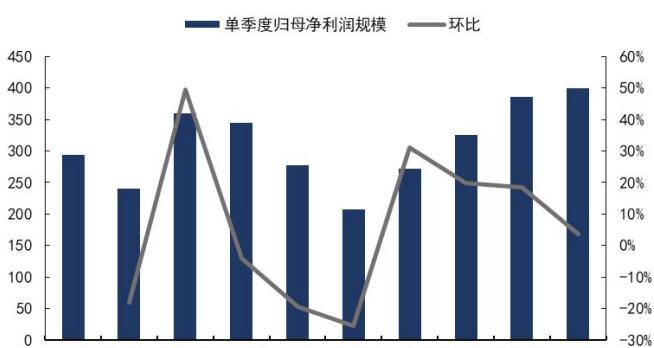
股票市场交易热度提升背景之下，成交额、客户保证金、两融规模显著扩大，证券公司经纪收入、利息收入占比迅速提升，投资收入占比有所下降，与我们此前的判断一致。2024Q4各分项业务同比增速：经纪+82.9%、投行+5.6%、资管+6.9%、利息+33.7%、投资+22.7%，环比增速：经纪+111.0%、投行+49.6%、资管+10.8%、利息+136.5%、投资-27.5%，单季度收入占比：经纪30.4%、投行7.5%、资管9.1%、利息11.1%、投资32.0%。

图3：上市券商单季度营收规模及环比增速（单位：亿元）



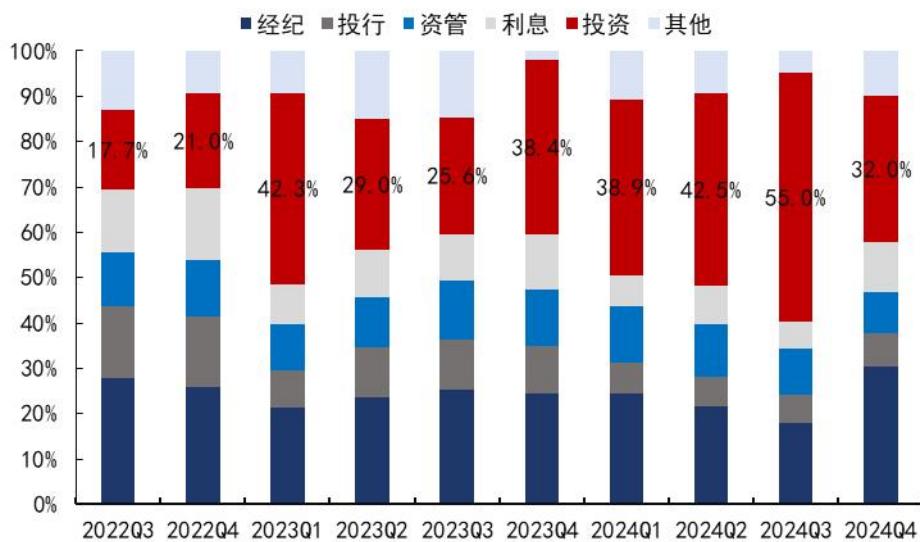
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图4：上市券商单季度归母净利润规模及环比增速（单位：亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

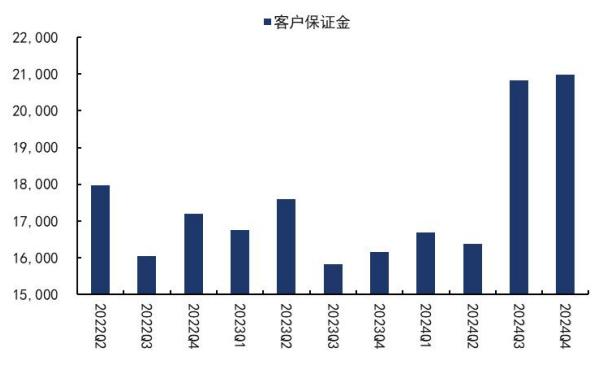
¹ 已经披露年报数据的21家上市券商。

图5: 上市券商营收结构变化


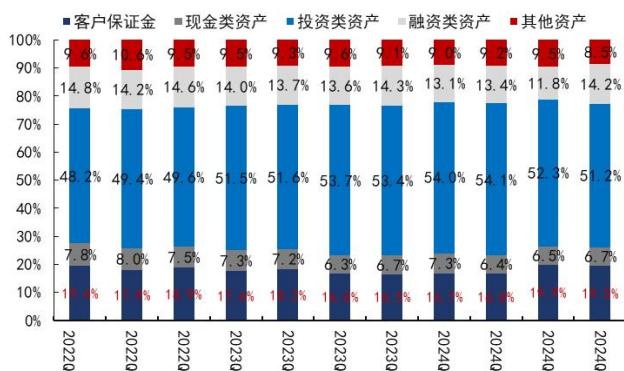
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

(二) 资产负债表: 客户保证金及融出资金占比明显提升

资产角度, 证券公司各项资产科目均保持同比、环比正增长, 客户保证金资产、融出资金、融出证券等资产占比提升, 与股票市场交易热度提升对应。2024Q4 各分项资产同比增速: 客户保证金+29.7%、现金类资产+9.5%、投资类资产+5.6%、融资类资产+9.8%, 环比增速: 客户保证金+0.7%、现金类资产+4.7%、投资类资产+0.7%、融资类资产+24.4%, 占比: 客户保证金 19.5%、现金类资产 6.7%、投资类资产 51.2%、融资类资产 14.2%。

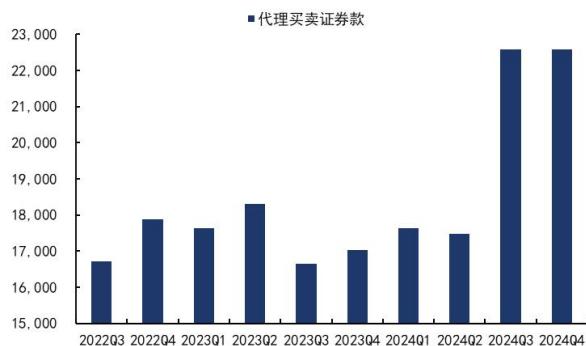
图6: 上市券商客户保证金规模 (单位: 亿元)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

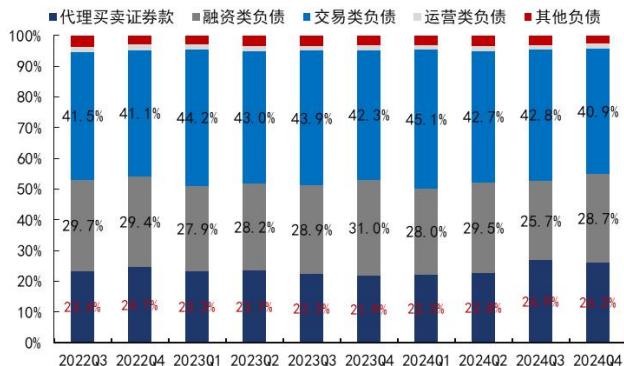
图7: 上市券商资产结构


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

负债角度, 证券公司各项负债科目保持同比正增长, 其中代理买卖证券款实现大幅增长。2024Q4 各分项负债同比增速: 代理买卖证券款+32.7%、融资类负债+2.6%、交易类负债+7.2%、运营类负债+9.6%, 环比增速: 代理买卖证券款+0.1%、融资类负债+14.4%、交易类负债-1.8%、运营类负债+12.8%, 占比: 代理买卖证券款 26.2%、融资类负债 28.7%、交易类负债 40.9%、运营类负债 1.5%。其中, 融资类负债以应付短融券、拆入资金、应付债券为主, 交易类负债以卖出回购金融资产款为主。

图8: 上市券商代理买卖证券款规模 (单位: 亿元)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 上市券商负债结构


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

杠杆角度, 整体来看, 杠杆率²环比略有提升。

表1: 上市券商有效杠杆率统计

代码	简称	2023/6/30	2023/9/30	2023/12/31	2024/3/31	2024/6/30	2024/9/30	2024/12/31
600030.SH	中信证券	4.50	4.45	4.52	4.69	4.51	4.98	4.76
601211.SH	国泰海通	4.64	4.46	4.69	4.46	4.43	4.45	4.95
601688.SH	华泰证券	4.41	4.29	4.29	4.03	3.88	3.58	3.36
000776.SZ	广发证券	4.08	4.05	4.11	4.54	3.99	4.33	4.02
601881.SH	中国银河	4.88	4.74	4.22	4.55	4.41	4.30	4.15
000166.SZ	申万宏源	5.55	5.39	5.49	5.35	5.21	5.16	5.59
600999.SH	招商证券	4.36	4.32	4.75	4.43	4.41	4.20	4.39
601995.SH	中金公司	5.48	5.31	5.25	5.06	4.97	5.18	5.05
601066.SH	中信建投	4.62	4.35	4.40	4.23	4.25	4.35	4.17
002736.SZ	国信证券	3.07	3.17	3.60	3.56	3.49	3.34	3.36
600958.SH	东方证券	3.33	3.37	3.45	3.23	3.38	3.42	4.01
300059.SZ	东方财富	3.39	3.26	3.33	3.50	3.51	4.24	3.80
601788.SH	光大证券	3.12	2.91	3.16	2.85	2.77	3.12	3.34
601901.SH	方正证券	3.43	3.53	3.88	3.94	3.94	3.81	4.06
600918.SH	中泰证券	3.65	3.73	3.60	3.76	3.40	3.46	3.65
000728.SZ	国元证券	3.24	3.22	3.09	3.20	3.50	3.56	3.77
601878.SH	浙商证券	3.99	4.07	4.04	3.86	3.80	3.83	3.23
601456.SH	国联民生	4.32	4.56	4.43	4.69	4.60	4.89	4.46
601198.SH	东兴证券	3.18	3.12	3.21	3.16	3.15	3.00	3.09
600909.SH	华安证券	3.06	3.02	3.04	3.10	3.13	3.19	3.53
601059.SH	信达证券	3.15	3.19	3.51	3.37	3.32	3.42	3.55
000750.SZ	国海证券	3.43	2.79	2.60	2.87	2.27	2.15	1.89
601990.SH	南京证券	2.62	2.63	2.74	2.18	2.68	2.38	2.98
601236.SH	红塔证券	1.94	1.61	1.89	1.99	2.06	2.00	2.20
601375.SH	中原证券	3.14	2.97	2.89	2.65	2.93	2.50	2.51
601136.SH	首创证券	3.10	3.14	3.10	3.14	3.18	3.18	2.99
002945.SZ	华林证券	2.61	1.52	1.77	2.66	1.85	2.18	1.89
简单平均值		3.71	3.60	3.67	3.67	3.59	3.64	3.66

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

排名角度, 中信证券全年营收、归母净利润, Q4 营收、归母净利润均排名第一。东方财富 Q4 归母净利润排名第 2, 股票市场交易热度提升、公司经纪及两融市占

² 杠杆率= (总资产-客户资金存款-客户备付金) / 归母净资产。

率提升背景下，公司业绩弹性较为显著。

表2：上市券商 2024 年全年及 Q4 营收及归母净利润排名（单位：亿元）

排名	简称	全年营业收入	排名	简称	全年归母净利润	排名	简称	Q4 营收	排名	简称	Q4归母净利润
1	中信证券	637.89	1	中信证券	217.04	1	中信证券	176.48	1	中信证券	49.05
2	国泰海通	433.97	2	华泰证券	153.51	2	国泰海通	143.96	2	东方财富	35.68
3	华泰证券	414.66	3	国泰海通	130.24	3	华泰证券	100.42	3	国泰海通	35.01
4	中国银河	354.71	4	招商证券	103.86	4	中国银河	83.85	4	国信证券	33.38
5	广发证券	271.99	5	中国银河	100.31	5	广发证券	80.62	5	招商证券	32.36
6	申万宏源	247.35	6	广发证券	96.37	6	国信证券	78.96	6	中国银河	30.67
7	中金公司	213.33	7	东方财富	96.10	7	中金公司	78.84	7	中信建投	29.26
8	中信建投	211.29	8	国信证券	82.17	8	申万宏源	72.79	8	广发证券	28.72
9	招商证券	208.91	9	中信建投	72.23	9	中信建投	68.14	9	中金公司	28.36
10	国信证券	201.67	10	中金公司	56.94	10	招商证券	66.12	10	华泰证券	28.30
11	东方财富	191.90	11	申万宏源	52.11	11	东方财富	51.11	11	申万宏源	13.61
12	浙商证券	158.16	12	东方证券	33.50	12	东方财富	43.01	12	光大证券	10.68
13	东方财富	116.04	13	光大证券	30.58	13	浙商证券	39.20	13	国元证券	6.74
14	中泰证券	108.91	14	国元证券	22.44	14	中泰证券	34.67	14	浙商证券	6.67
15	光大证券	95.98	15	方正证券	22.07	15	光大证券	31.92	15	东兴证券	6.01
16	东兴证券	93.70	16	浙商证券	19.32	16	国元证券	27.93	16	信达证券	4.79
17	国元证券	78.48	17	东兴证券	15.44	17	方正证券	22.86	17	中泰证券	4.35
18	方正证券	77.18	18	华安证券	14.86	18	华安证券	13.66	18	华安证券	3.42
19	华安证券	45.43	19	信达证券	13.65	19	东兴证券	13.03	19	方正证券	2.42
20	信达证券	32.92	20	中泰证券	9.37	20	信达证券	9.41	20	东方证券	0.48
21	国联民生	26.83	21	国联民生	3.97	21	国联民生	6.78	21	国联民生	0.02

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

二、资产配置：增加优质权益及多资产配置

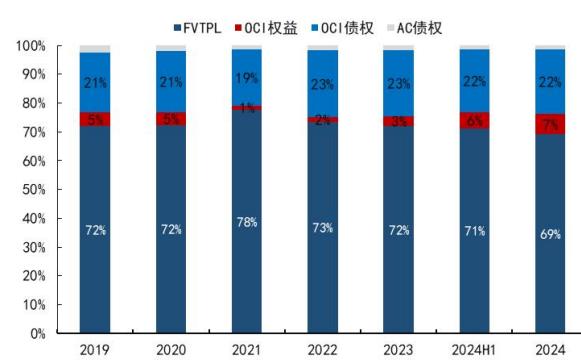
（一）行业整体配置结构：固收占比提升，权益保持稳定

金融投资资产成为证券公司的主要扩表方向。截至 2024 年末，上市券商金融投资资产占总资产比重超 50%、占净资产比重近 250%，已经成为证券公司规模最大、收入贡献最大的一类资产。

图10：上市券商金融投资资产及占比（单位：亿元）



图11：上市券商金融投资资产结构



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

券商的资产主要包括客户保证金、现金类资产、金融投资资产和融资类资产。其中，客户保证金主要满足客户交易和备付需求，主要贡献保证金利息收入；现金类资产以

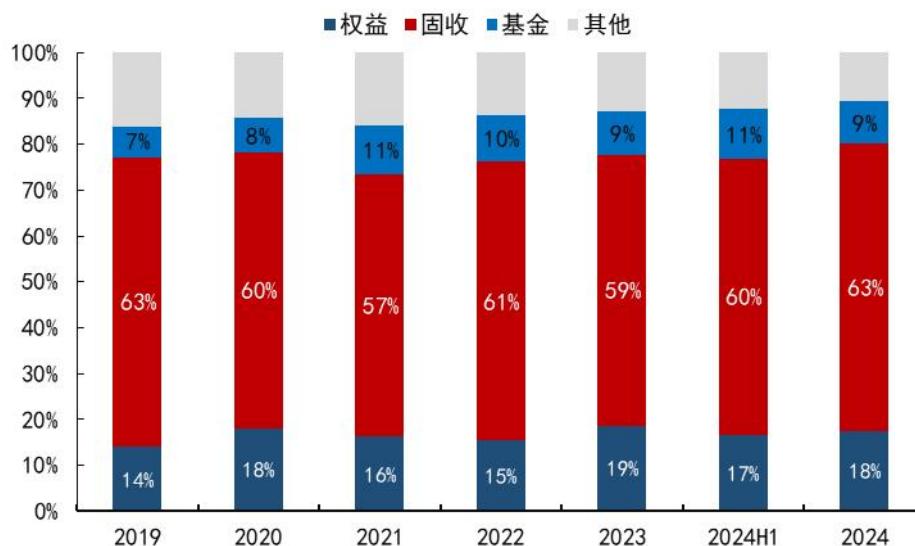
货币资金为主，主要满足证券公司自身的流动性需求，主要贡献银行利息收入；金融投资资产以证券公司投资的股票、债券、公募基金及其他金融产品为主，主要贡献投资收入；融资类资产主要为融出资金，主要贡献融资利息收入。

金融资产投资更考验证券公司主动经营能力。客户保证金与融资类资产与股票市场景气度相关性最高，证券公司缺乏主动布局相关业务的能力，更多被动受股票市场影响。金融投资资产则涉及多个投资领域，成为近年来证券公司持续探索业务布局的领域，并收获一定成果，最直观的即为近年来证券公司营收结构中，投资收入占比持续提升。

OCI 权益投资占比提升是证券公司金融资产投资的重要变化。根据上市券商的划分口径，金融资产一般分为交易性金融资产（FVTPL）、其他权益工具投资（OCI 权益）、其他债权投资（OCI 债权）和债权投资（AC 债权）。可以看出，自 2023 年开始，FVTPL 资产占比下降、OCI 权益工具迅速提升、OCI 债权占比基本稳定，AC 债权规模较小（多数券商已经不将固定收益投资分类至此账户）。

权益资产配置占比基本稳定、固收资产配置占比提升是证券公司资产配置类别方面的重要变化。我们根据上市券商披露的金融投资资产明细，将金融投资资产重新分为权益投资（包括 TPL 股票+OCI 权益）、固收投资（包括 TPL 债券+OCI 债权+AC 债权）、基金（包括 TPL 基金）及其他资产。可以看出，2023 年以来，证券公司对固收资产增配趋势较为明显，权益资产（OCI 权益增长抵消了 TPL 股票的下降）、基金投资占比则保持平稳。

图12: 上市券商权益、固收、基金及其他资产占比



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

(二) 各券商配置差异：大券商重权益，中小券商重固收

金融投资资产规模越大的券商，投资资产杠杆越高。我们以自营权益类证券及证券衍生品/净资本衡量权益资产投资杠杆、以自营固定收益类证券及证券衍生品/净资本衡量固收资产投资杠杆。可以发现，投资规模越大的券商，无论权益资产投资杠杆还是固收资产投资杠杆均处于相对更高的水平。

金融投资资产规模越大的券商，权益资产配置占比越高。我们以各个证券公司2024年年报³的数据为基础，发现金融投资资产规模越大的券商，往往呈现权益资产配置占比越高、固收资产配置占比越低的规律。我们认为主要原因有二，一是大券商资本更充足，对权益资产价值波动的吸收能力更强，增加权益资产配置有望提高预期收益率；二是大券商业务条线更广泛，配置权益资产可能是打通条线桎梏、实现协同发展的重要一环，比如开展场外衍生品业务时即需要权益持仓做对冲。

图13: 部分上市券商自营权益类证券及证券衍生品/净资本 (单位: %)

代码	简称	2018	2019H1	2019	2020H1	2020	2021H1	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1	2024
600030.SH	中信证券	28.91	34.34	48.40	51.93	78.54	44.05	41.37	32.08	35.90	31.12	51.42	29.83	25.81
601688.SH	华泰证券	30.10	36.75	58.07	51.05	49.91	43.39	49.80	49.91	45.73	31.92	28.58	22.43	26.98
601211.SH	国泰海通	27.45	45.48	41.75	29.33	40.29	37.10	41.76	37.92	35.52	37.08	33.19	30.28	40.13
000776.SZ	广发证券	29.35	25.11	27.59	26.44	35.33	37.28	49.57	54.93	47.87	50.78	31.10	37.87	31.55
601881.SH	中国银河	20.89	20.91	18.39	22.14	28.00	14.24	16.45	25.59	36.69	44.70	28.22	22.09	27.14
600999.SH	招商证券	22.27	27.49	32.50	31.35	31.69	21.73	22.15	16.47	28.11	23.82	32.78	39.85	28.08
002736.SZ	国信证券	38.86	33.22	30.30	39.07	27.83	23.08	20.38	23.89	20.58	26.60	50.73	48.90	50.88
601995.SH	中金公司	20.62	32.78	44.94	41.08	45.62	46.31	58.01	43.24	57.48	53.83	61.95	42.08	49.71
601066.SH	中信建投	9.27	11.08	16.41	19.69	19.64	11.94	12.97	10.16	9.73	14.97	13.98	8.60	24.22
000166.SZ	申万宏源	20.28	25.61	29.67	30.75	52.90	54.38	44.99	53.90	49.13	38.49	32.60	41.56	29.20
600958.SH	东方证券	22.18	25.34	30.03	37.14	33.23	27.42	24.07	18.04	12.83	12.69	13.97	20.75	24.80
601788.SH	光大证券	23.83	25.32	21.64	25.97	25.27	15.21	8.22	7.25	9.07	8.86	6.70	4.15	3.74
601901.SH	方正证券	33.83	39.37	32.41	36.94	32.96	20.54	20.54	31.42	37.92	34.24	35.53	35.64	46.25
600918.SH	中泰证券	46.17	38.93	31.68	30.06	34.29	24.45	23.22	20.90	14.43	12.80	9.58	7.57	8.78
000728.SZ	国元证券	3.44	2.79	4.59	11.12	10.04	13.06	14.72	14.70	5.86	8.09	3.11	11.06	11.96
601878.SH	浙商证券	3.87	3.31	12.34	4.74	6.58	6.08	11.12	6.91	12.85	10.86	12.08	13.94	14.37
002673.SZ	西部证券	2.48	4.72	5.90	8.59	7.26	7.49	6.28	4.41	1.86	6.49	10.46	5.93	1.97
601198.SH	东兴证券	25.08	22.74	30.76	28.73	26.84	27.87	19.22	16.96	21.49	10.25	7.36	9.07	12.22
601236.SH	红塔证券	2.06	4.28	7.38	9.40	15.41	2.93	23.81	25.05	4.66	15.61	20.50	24.73	29.25
600909.SH	华安证券	8.25	7.80	8.52	8.27	8.09	9.09	10.73	16.59	14.14	17.69	14.87	25.79	20.10
000750.SZ	国海证券	1.15	2.27	6.88	7.30	13.30	12.11	13.12	10.51	3.78	5.18	2.23	1.50	2.22
601456.SH	国联民生	10.74	6.61	8.41	6.75	18.55	45.25	35.33	28.87	48.76	48.57	52.91	41.73	44.82
601990.SH	南京证券	4.44	3.99	5.66	5.34	3.26	4.71	3.64	5.02	4.09	8.11	3.72	2.79	6.78
601375.SH	中原证券	14.40	4.83	11.00	4.28	3.82	5.56	6.77	4.29	4.06	6.34	7.57	7.38	4.57
002945.SZ	华林证券	2.08	1.39	2.83	8.92	13.11	21.14	13.62	8.84	26.65	14.85	23.02	27.35	33.19

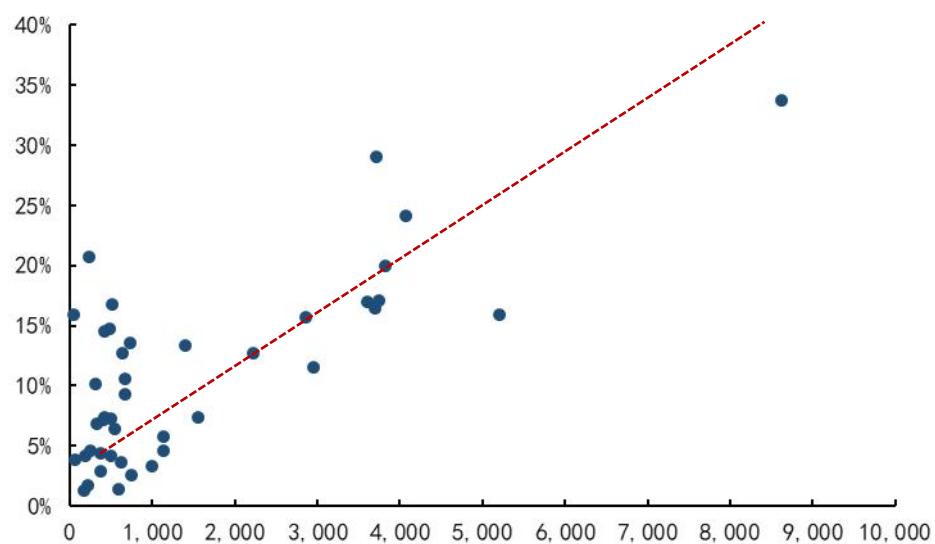
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

³ 为便于计算，尚未披露年报的证券公司，各项资产数值以2024年中报数值*110%计算。

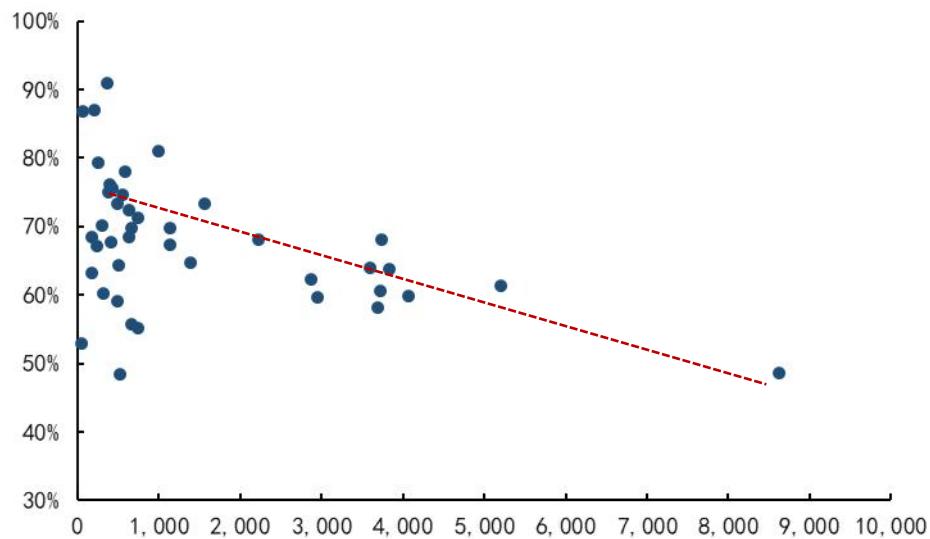
图14: 部分上市券商自营固定收益类证券及证券衍生品/净资产 (单位: %)

代码	简称	2018	2019H1	2019	2020H1	2020	2021H1	2021	2022H1	2022	2023H1	2023	2024H1	2024
600030.SH	中信证券	230.75	230.78	289.59	398.86	293.17	336.50	319.26	276.48	269.17	300.95	292.66	341.64	348.53
601688.SH	华泰证券	139.03	229.73	276.67	283.68	296.70	298.25	291.29	366.60	316.82	357.77	366.74	330.61	254.96
601211.SH	国泰海通	133.40	189.78	194.63	241.41	263.91	298.13	303.80	327.64	342.28	310.88	343.14	318.00	351.11
000776.SZ	广发证券	240.67	233.81	250.55	231.66	243.89	302.12	290.54	366.07	311.13	309.14	294.25	296.35	296.51
601881.SH	中国银河	110.94	125.62	138.40	189.11	204.67	234.82	269.17	359.53	347.37	338.42	273.87	306.28	289.09
600999.SH	招商证券	246.47	314.44	329.96	365.96	319.68	356.73	318.59	343.38	361.22	361.02	357.81	362.51	357.15
002736.SZ	国信证券	175.97	181.78	166.00	221.20	186.69	188.73	213.22	251.77	254.32	258.80	300.74	292.87	326.08
601995.SH	中金公司	347.50	318.80	290.10	361.94	278.46	320.37	306.44	347.00	339.50	316.00	348.48	348.46	333.34
601066.SH	中信建投	182.35	188.22	196.19	227.78	236.63	254.97	258.72	266.72	326.83	341.61	350.13	353.93	306.33
000166.SZ	申万宏源	172.09	173.40	277.43	257.93	312.33	268.74	271.01	298.65	334.51	337.28	321.59	316.05	347.70
600958.SH	东方证券	254.41	256.41	291.38	322.28	327.05	342.05	348.25	293.13	312.27	358.26	318.58	327.44	365.23
601788.SH	光大证券	167.99	152.92	194.86	173.70	166.95	151.64	149.17	164.14	176.27	188.74	174.82	198.24	248.35
601901.SH	方正证券	258.44	250.06	175.42	123.77	104.03	163.19	244.45	253.14	268.21	305.89	341.50	365.95	321.75
600918.SH	中泰证券	194.02	200.62	207.22	177.05	214.43	203.20	232.90	241.69	191.15	194.73	183.68	187.75	186.61
000728.SZ	国元证券	117.18	146.90	165.53	166.45	137.54	157.55	220.95	282.91	277.46	311.27	290.16	324.79	315.52
601878.SH	浙商证券	146.43	163.89	157.24	201.82	125.06	146.85	173.61	152.80	195.22	196.05	219.17	200.80	169.19
002673.SZ	西部证券	181.69	152.37	149.94	155.01	109.69	140.12	198.04	254.37	244.29	248.56	220.64	230.70	199.19
601198.SH	东兴证券	175.72	226.25	176.72	176.86	203.48	213.87	195.91	230.68	264.17	241.82	250.74	250.29	228.30
601236.SH	红塔证券	114.06	149.24	158.99	164.42	121.96	94.24	88.38	140.01	121.97	142.20	139.75	156.67	166.34
600909.SH	华安证券	166.49	151.72	162.83	184.12	185.81	179.18	225.79	227.57	249.65	261.17	252.76	286.61	260.33
000750.SZ	国海证券	223.88	289.07	302.97	155.15	217.73	280.43	196.89	264.74	202.59	236.88	158.24	138.86	86.52
601456.SH	国联民生	9.38	14.54	87.13	160.55	159.88	261.98	188.87	261.18	232.66	256.62	264.15	254.04	244.41
601990.SH	南京证券	94.18	121.01	145.18	179.60	119.40	155.09	164.39	178.13	161.25	188.38	202.08	201.19	227.66
601375.SH	中原证券	200.75	222.83	255.03	263.67	226.07	270.10	253.05	295.44	275.13	335.51	290.44	273.35	197.73
002945.SZ	华林证券	92.51	137.78	228.81	386.45	221.30	346.83	79.76	323.39	117.76	229.43	47.57	56.65	68.52

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图15: 投资产规模与权益资产 (以 TPL 股票+OCI 权益计算) 占比 (单位: 亿元)


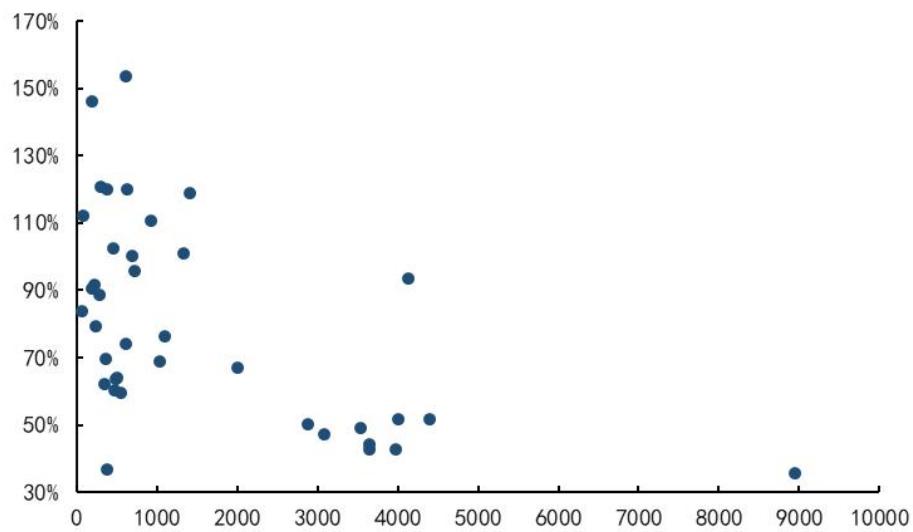
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 横轴为投资资产规模, 纵轴为占比

图16: 投资资产规模与固收资产（以 TPL 债券+OCL 债权+AC 债权计算）占比（单位: 亿元）


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 横轴为投资资产规模, 纵轴为占比

(三) 投资收益率比较: 大券商投资收益率稳定性更好

金融投资资产规模越大的券商, 投资收益率的稳定性更好。我们统计了上市券商 2019 年一季度以来的单季度投资收益率, 并计算其简单平均值和标准差, 得到变异系数。可以发现, 投资资产规模越大的证券公司, 变异系数往往也越低, 意即投资收益率的波动程度更低。

图17: 投资资产规模与单季度投资收益率变异系数⁴ (单位: 亿元)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 横轴为投资资产规模, 纵轴为变异系数

⁴ 变异系数=投资收益率的标准差/简单平均值。

大券商降低投资收益率波动性的举措，主要包括：(1) 增加 OCI 权益资产的配置；(2) 增加非方向性投资；(3) 利用股票、债券收益率负相关性，构建股债平衡配置组合。

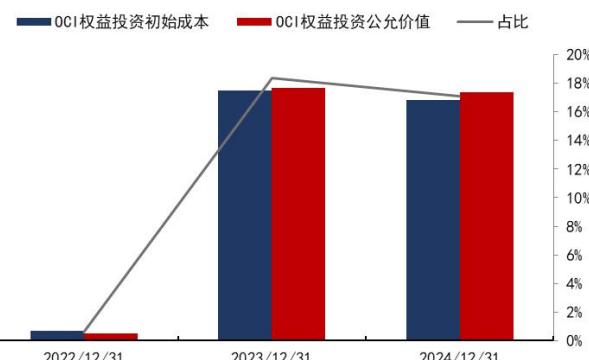
一是增加 OCI 权益投资，大型券商的布局较快。以中信证券为例，其 2024 年 OCI 权益投资规模大幅增长，年末持仓 906.68 亿元，同比增长 853.00%，占投资资产比重为 10.5%。持仓增加节奏：Q1 增 556.71 亿元、Q2 增 18.24 亿元、Q3 增 2.47 亿元、Q4 增 234.12 亿元。同样地，以申万宏源为例，其 2023 年开始大幅增加了 OCI 权益工具配置，截至 2024 年末，OCI 权益资产占投资资产比重达到 17.1%。OCI 权益资产配置也带来了相应的回报，以申万宏源为例，其 2023 年、2024 年收到的其他权益工具投资的股利收入分别为 15.57 亿元、27.21 亿元，据此测算得到其 OCI 权益资产投资的股息率分别为 4.3%、4.0%，这已经高于众多券商整体投资收益率。

图18: 中信证券 OCI 权益资产规模及占比（单位: 亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图19: 申万宏源 OCI 权益资产规模及占比（单位: 亿元）



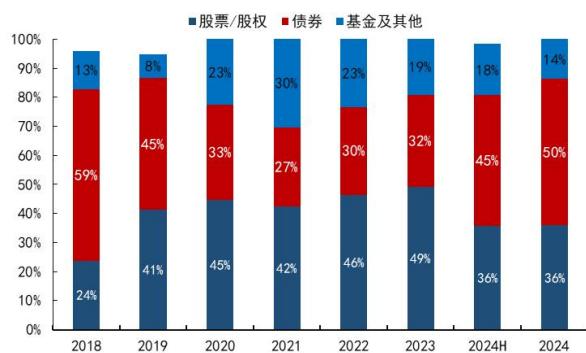
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图20: 申万宏源 OCI 权益投资股利收入及测算股息率（单位: 亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

二是基于投资资产开展非方向性业务，少数大券商在这方面布局更为突出。根据《中国证券业发展报告 2024》，截至 2023 年末，在非方向性策略投资方面，25 家证券公司参与雪球投资，3 家公司参与多空收益互换 (DMA) 投资，12 家公司参与定增对冲投资，70 家对以上三类策略均未参与。在权益市场回撤和波动加大的情形下，非方向策略也越来越受到证券公司的青睐。诚然，因衍生品投资等相关政策限制，证券公司非方向性投资策略也相应受限，但非方向性投资业务开展对券商探索如何运用资产负债表仍有深刻意义。以中金公司为例，截至 2024 年末，其持有 TPL 权益资产 1,001.47 亿元，占 TPL 资产比重达到 35.9%，显著高于其他券商。其中衍生品对冲持仓 854.79 亿元，占权益资产比重 85.4%，意即绝大部分的权益资产被用于衍生品对冲持仓。非方向性投资策略之下，券商面临更加确定的投资收益率，投资收益的扩展重点，由原本对投资收益率的角逐转变为对资本实力扩张的需求，证券行业提升杠杆—扩大资产规模—提升投资收益的发展思路似乎有迹可循。当前，我国资本市场衍生品工具并不丰富，加之私募基金等券商场外衍生品业务主要合作方面面临更严格的投资限制，证券公司非方向性策略的拓展面临较大压力。

图21：中金公司金融投资资产配置结构


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

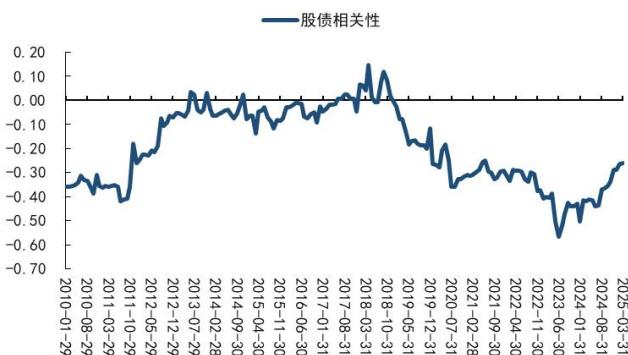
图22：中金公司衍生品对冲持仓股票及占比（单位：亿元）


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

三是基于股、债收益率的负相关性，构建股债平衡配置组合。自 2018 年末以来，我国股票和债券资产收益率的相关性转负，并且负相关程度持续加深。同时，证券行业近年来加大了债券资产的配置，因此在股票收益率欠佳的背景下，证券公司仍然取得了可观的投资收益。在债券投资方面，证券公司总体呈现利率债配置占比提升、信用债配置占比下降、同业存单配置保持稳定的投资趋势。根据中债登、上清所、中证登等登记结算机构统计的数据，截至 2025 年 2 月末。证券公司自营账户持有债券 4.4 万亿元，其中利率债 2.1 万亿元、信用债 1.9 万亿元、同业存单约 3,000 亿元、其他债权约 900 亿元。证券公司债券投资的杠杆优势、利率债市场牛市背景、信用债利差收窄是影响证券公司债券配置结构的关键。我们以中信证券为例测算了证券公司债券投资的杠杆，可以发现，自 2023 年以来，证券公司债券投资杠杆整体呈现上升趋势。但是，考虑到中信证券资本实力更强、资产规模更大，杠杆水平或高于行业平均。

图23: 上市券商 FVTPL 资产配置结构

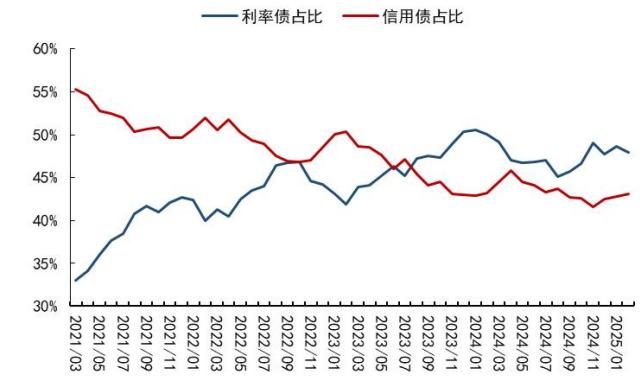

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图24: 我国股债相关性转负


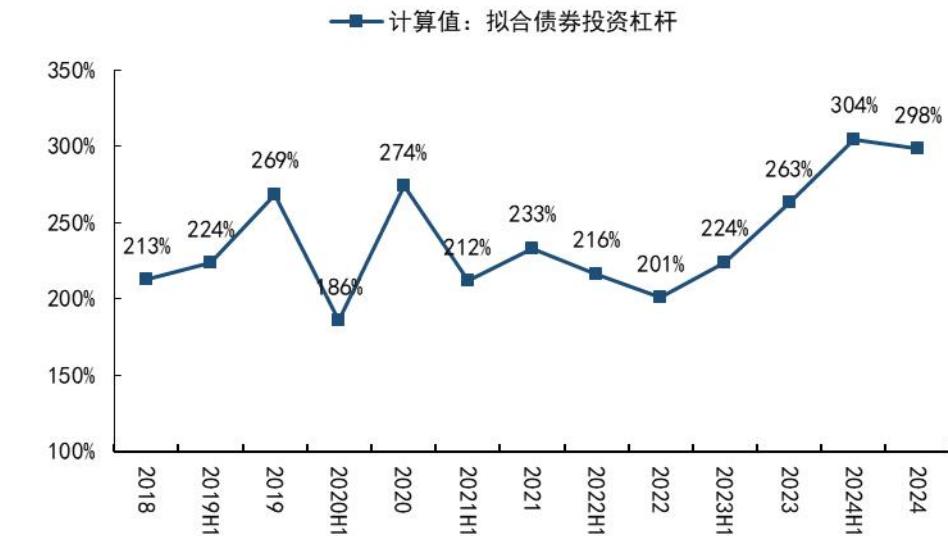
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 以沪深 300 指数代表股票, 以中债财富总指代表债券

图25: 证券公司分类别债券配置规模 (单位: 亿元)


资料来源: Wind, 中债登, 上清所, 上交所, 深交所, 国信证券经济研究所整理

图26: 证券公司信用债及利率债配置占比


资料来源: Wind, 中债登, 上清所, 上交所, 深交所, 国信证券经济研究所整理

图27: 中信证券拟合债券投资杠杆


资料来源: Wind, 公司公告, 国信证券经济研究所整理

(四) 资产驱动负债: 投资关键在于寻找好资产或者好模式

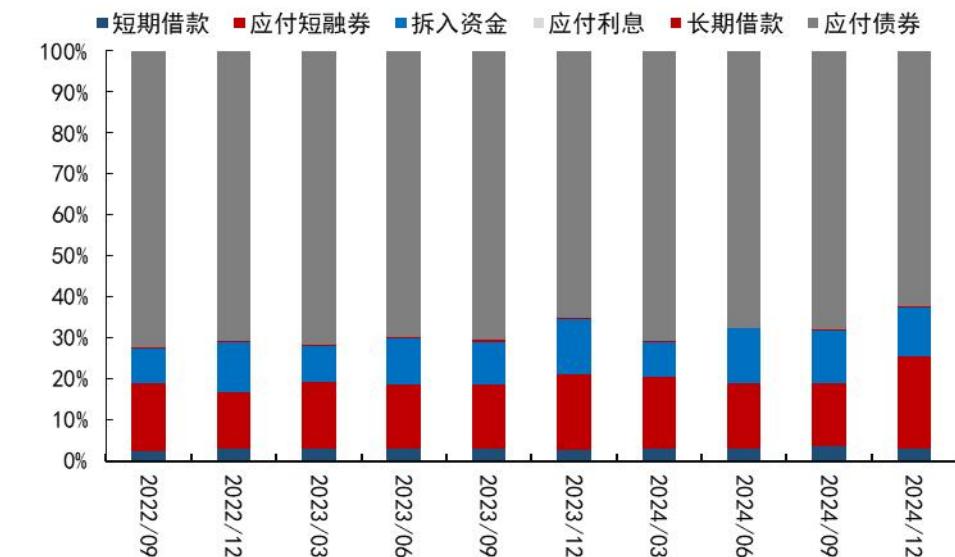
在金融行业中, 证券公司的融资形式与银行、保险等金融机构的融资形式存在显著差异。简而言之, 银行、保险以吸收负债进行融资为主, 其中银行负债以存款为主、保险负债以准备金为主, 二者经营负债本身即是开展业务的一部分, 不只是为投资提供资金需求。并且很大一部分负债来源于个人, 负债来源广泛。证券公司融资的不同点在于, 负债融资更多是通过发行债务凭证或是银行间质押业务筹集资金, 负债需要更多为投资服务, 负债行为也更多会受到资产端各类资产价格表现的影响。此外, 证券公司股权融资近年来受监管、市场影响而大幅下降。因此, 发债融资成为证券公司最主要的融资方式。

上市券商融资负债以短融券、拆入资金和应付债券为主。前文已述证券公司负债主要包括代理买卖证券款、融资类负债、交易类负债和运营类负债, 代理买卖证券款和运营类负债不能用于金融资产投资, 交易类负债以卖出回购金融资产款为主, 主要用于银行间债券投资加杠杆。因此, 融资类负债对于证券公司投资资金运用规模的影响较为关键。截至 2024 年末, 上市券商融资类负债中, 短期借款占比 2.9%、应付短融券占比 22.5%、拆入资金占比 12.1%、长期借款占比 0.3%、应付债券占比 62.2%, 应付短融券、应付债券等公开发行的债务为最主要的融资类负债形式。

存量债券角度, 大型券商存量债券票面利率水平接近 3%, 剩余平均久期略低于 2 年。债券发行角度, 证券公司债券发行规模保持在较高水平, 发行票面利率显著降低, 发行债券平均期限基本稳定。2020-2024 年, 证券公司发债规模分别为 8,743 亿元、10,962 亿元、7,110 亿元、10,467 亿元、8,381 亿元。票面利率从约 3%持续下降至约 2%。发行债券期限大约为 3 年。前文已述, 在过去几年中, 增加 OCF 权益工具投资、非方向性投资、固定收益投资成为券商保持业绩稳定性的重要原因, 对应的是高分红资产表现出彩、非方向性投资用资收益率可观、固定收益资产牛市, 市场上存在好的资产或证券公司开发了好的业务模式, 证券公司的投资资金

方有用武之地。

图28: 上市券商融资类负债以短融券、拆入资金及应付债券为主



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

表3: 部分券商债务穿透-存量债券规模、票面利率及久期

	中信	国君	华泰	广发	银河	招商	申万	中金	国信	建投	简单平均
境内债务 (亿元)	1,598	2,410	1,495	1,584	1,623	1,420	254	862	1,441	1,653	—
平均票面利率 (%)	2.90%	2.76%	3.02%	2.71%	2.81%	2.72%	3.18%	3.14%	2.81%	2.71%	2.88%
债券平均久期 (年)	2.26	1.69	1.65	1.72	1.61	1.29	3.33	2.3	1.43	2.26	1.95

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理。注: 数据截至 2025. 4. 22

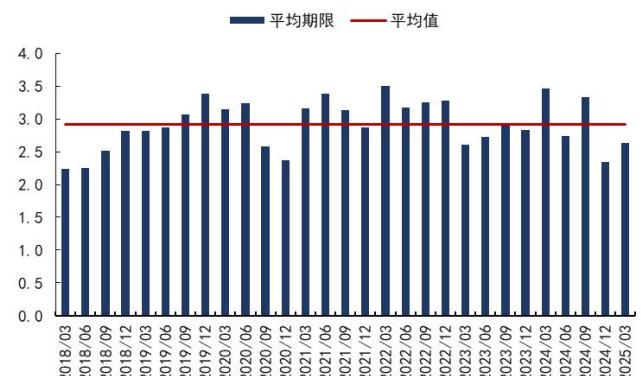
股权融资角度, 自 2023 年开始, 证券公司股权融资规模及次数均大幅下降。2023 年融资 59 亿元、2024 年融资 295 亿元、2025 年至今融资 120 亿元。和债务融资相比, 证券公司股权融资规模明显较小。

图29: 证券公司发行债券规模及票面利率 (单位: 亿元)

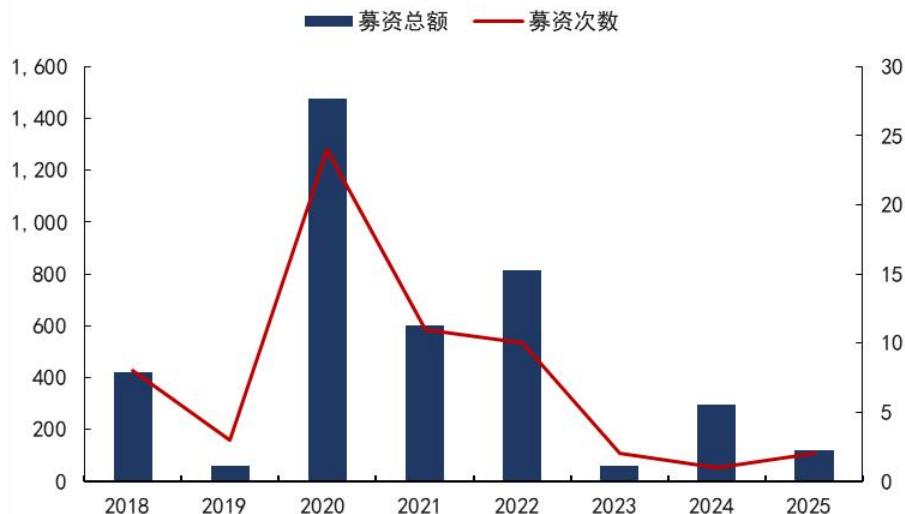


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图30: 证券公司发行债券期限 (单位: 年)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图31：证券公司股权融资募资总额及募资次数（单位：亿元、次）


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

债务融资成本下降、监管引导和市场环境变化将共同影响证券公司未来的资产配置方向，优质权益资产配置、做市业务、另类资产及多资产配置将是重点方向。

首先，融资成本下降有助于减轻证券公司投资时的资金成本压力，有助于证券公司扩大可投资产范围，以便更好地平衡收益和风险。

其次，监管引导主要基于 2024 年 9 月发布的《证券公司风险控制指标计算标准规定》（以下简称“《规定》”）。要点包括：（1）鼓励券商布局优质权益资产，减少权益资产的风险资本占用、提高权益资产的流动性折算率。在市场风险资本准备计算表中新增中证 500 指数成分股，中证 500 成分股计算标准有所下调；上证 180、深证 100、沪深 300 成份股计算标准由 10% 下调至 8%，一般上市股票计算标准由 30% 下调至 25%。在流动性覆盖率计算表中新增中证 500 指数成份股及指数 ETF，并将上证 180、深证 100、沪深 300 指数成分股及指数 ETF 的折算率由 40% 上调至 50%；（2）鼓励券商开展做市业务，减少做市业务风险资本占用。新增“证券公司开展中国证监会认可的做市业务，在做市账户中持有的金融资产及衍生品的市场风险资本准备按照对应类别标准的 90% 计算”；（3）风控指标体系更加全面，引导券商更加规范地参与公募 REITs 等业务。除《规定》以外，互换便利也是监管引导证券公司增加权益资产配置的重要工具。

另外，市场环境主要体现在股票市场景气度较之前几年有所提升、监管引导中长期资金入市和中央汇金等机构积极维稳市场，权益市场预期已有一定程度改善。

三、资管配置：私募重固收，公募重主动管理

(一) 证券私募资管：银行资金委外，重点配置固收

证券私募资管产品备案数量及设立规模、存续数量及规模稳中有升。2024年全年，证券私募资管产品备案数量6,052只，设立规模3,625亿元。截至2024年末，证券私募资管产品存续数量20,122只，存续规模54,657亿元。

图32：证券公司私募资管备案数量及设立规模（单位：只、亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图33：证券公司私募资管存续数量及存续规模（单位：只、亿元）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

证券私募资管产品资金来源以银行自有资金和银行理财资金为主。根据中基协发布的《中国证券投资基金业年报（2024）》，券商私募资管产品资金来源以机构投资者为主。2023年末，银行自有资金占比21.05%、银行理财资金占比41.17%、非金融企业占比10.04%，银行为最主要的资金来源方。居民占比仅为13.22%。

表4：证券公司私募资管产品资金来源分类占比（单位：%）

类型	2019	2020	2021	2022	2023
银行理财	36.14	34.78	52.61	48.79	41.17
银行自有	35.15	32.04	19.21	20.45	21.05
居民	12.17	14.19	11.55	11.05	13.22
其他企业	6.43	8.21	6.73	8.52	10.04
信托计划	3.5	3.18	2.86	4.39	5.64
证券公司	1.64	2.52	3.59	3.27	4.62
保险公司	0.55	0.77	1.17	1.46	1.77
私募资管产品	3.01	2.85	1.29	1.17	1.55
私募基金	0.75	0.97	0.65	0.54	0.62
信托公司	0.53	0.37	0.19	0.15	0.12
保险资管	0.09	0.07	0.1	0.12	0.12
其他	0.03	0.04	0.06	0.09	0.08

资料来源：中基协，国信证券经济研究所整理

受委托机构投资风格及风险偏好影响，证券私募资管产品资产配置以固收类为主。2023年末，债券类（含同业存单）占比达71.57%，其中绝大部分为信用债。由于券商私募资管资金来源方以银行自有资金和银行理财资金为主，风险偏好均较低，故其资产配置也偏保守，股票/股权类资产占比仅为6.89%。

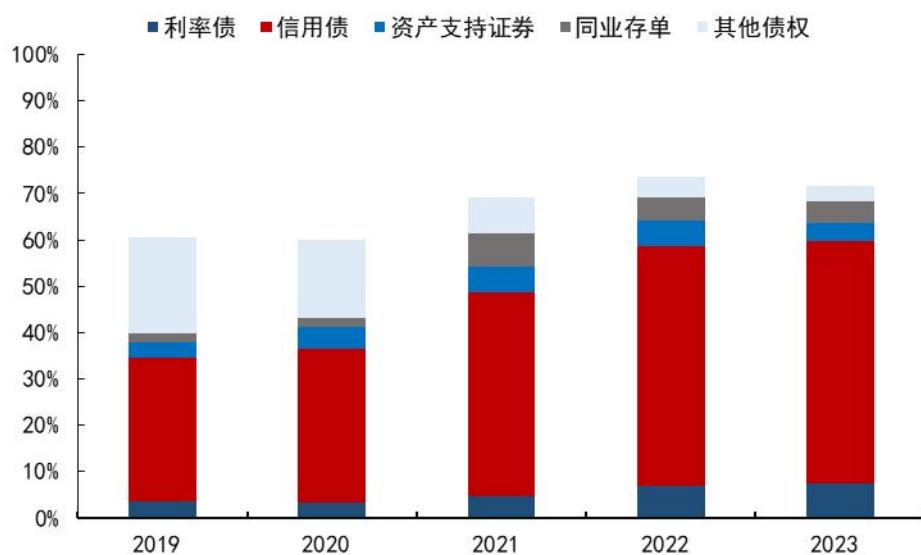
表5：证券公司私募资管产品资产配置分类占比（单位：%）

类型	2019	2020	2021	2022	2023
债类	60.62	59.95	69.27	73.59	71.57

各类产品	10.52	11.18	6.99	5.85	6.94
股类	6.22	9.14	7.94	7.65	6.89
收益权类	15.39	10.89	6.59	5.48	5.3
现金类	3.3	3.9	4.02	3.06	3.6
公募基金	1.75	2.97	3.81	2.67	3.26
其他	2.2	1.96	1.38	1.7	2.43

资料来源：中基协，国信证券经济研究所整理

图34：证券公司私募资管产品债类资产配置占比



资料来源：中基协，国信证券经济研究所整理

（二）证券公募资管：债基、货基领先，主动管理为主

以产品类型分，券商公募资管产品以货币型为主，中长债基次之。截至 2025 年 Q1 末，券商公募资管产品主要品种分类规模：货币型超 5,500 亿元、中长债基 2,793 亿元、短期债基 612 亿元、偏股混合基金 785 亿元、混合一级债基 424 亿元券商公募资管产品类型与公募基金行业几无差异，但产品结构差异较大。

股票型券商公募资管产品以主动管理为主。与公募基金相比，券商被动股票型产品发展略显不足。我们认为主要原因包括：一是券商被动股票资管产品以场外产品为主，交易便捷性远不及场内的 ETF、LOF 等产品，产品吸引力不强。二是其产品数量较少，覆盖的宽基指数、行业主题指数种类较少，难以完全满足不同投资者的需要。三是爆款产品缺乏，使得产品知名度不足，投资者关注度不高。

债券型券商公募产品以纯债类型为主，混合型次之。

表6：证券公司公募资管产品份额及资产净值-截至 2025Q1 末

基金类型	份额（亿份）	资产净值（亿元）
货币市场型基金	5,553.06	5,553.06
中长期纯债型基金	2,639.55	2,793.38
短期纯债型基金	553.13	612.98
可转换债券型基金	1.84	2.78

被动指数型债券基金	148.57	151.80
偏债混合型基金	119.76	148.34
偏股混合型基金	722.85	785.44
平衡混合型基金	0.93	1.55
混合债券型一级基金	374.48	424.76
混合债券型二级基金	168.01	188.86
普通股票型基金	32.64	27.84
灵活配置型基金	228.12	429.15
增强指数型基金	89.74	93.69
被动指数型基金	57.32	72.52
混合型FOF基金	72.17	77.74
债券型FOF基金	2.33	2.53
国际(QDII)混合型基金	6.76	2.75
国际(QDII)股票型基金	1.76	1.91
国际(QDII)债券型基金	1.12	0.71
股票多空	1.09	1.18
REITs	35.00	137.66
总计	10,810.24	11,510.63

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

四、其他业务：受益于股票市场景气度提升

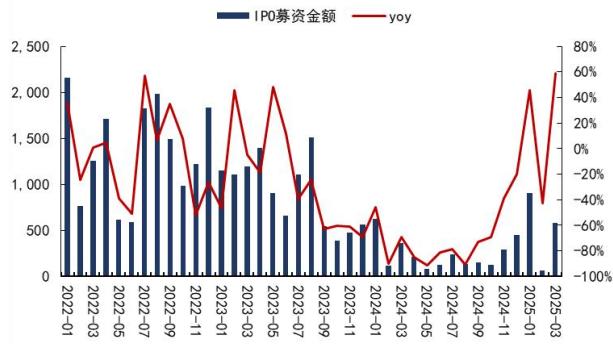
经纪业务方面，日均成交额大幅提升推动收入增长。2024年全年，A股日均成交额10,633亿元，同比+21.2%，其中2024Q4日均成交额18,529亿元，同比+122.5%，环比+173.5%。2025年Q1，A股日均成交额15,246亿元，同比+70.3%，环比-17.7%。

图35: A股日均成交额及同比增速(单位:亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

股权承销有所回暖。2025年Q1，A股IPO募资金额1,548亿元，同比+40.9%，环比+79.2%；再融资金额1,383亿元，同比+60.4%，环比+106.7%。

图36: IPO 募资金额及同比增速 (单位: 亿元)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图37: 再融资募资金额及同比增速 (单位: 亿元)


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

两融余额处于相对高位。截至 2025 年 Q1 末, A 股两融余额 19,186.70 亿元, 占 A 股流通市值比例 2.43%。

图38: A 股两融余额及占比


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

五、投资建议

当前, 中证证券全指 PB 估值为 1.38 倍, 低于近 5 年均值, 我们维持行业“优于大市”评级。维持行业“优于大市”评级。重点推荐: 一是资金使用效率高、业务条线全面的券商, 如中信证券、华泰证券; 二是并购整合落地后推进券商, 如国联民生; 三是流量充足、变现牌照充足的互联网券商, 如东方财富。

图39: 中证证券全指 PB 估值变化趋势



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

风险提示

二级市场大幅波动风险；资本市场全面深化基础性制度改革推进不及预期的风险；金融监管趋严的风险；创新业务推进不及预期的风险等。

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

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数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提供。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