



中信证券研究部



田良
金融产业首席分析师
S1010513110005



陆昊
非银行金融业分析师
S1010519070001



邵子钦
非银行金融业首席
分析师
S1010513110004



童成墩
非银行金融业联席
首席分析师
S1010513110006



薛姣
非银行金融业分析师
S1010518110002

核心观点

股票市场是实体经济的晴雨表，券商股是股票市场的晴雨表。在实体经济复苏，资本市场投融资活跃度持续的预期下，预计年内证券行业盈利增长 30%-35%。随着全面注册制改革的落地，资本市场改革有望转向二级市场，在证券公司估值破净和股权融资受阻的情况下，对优质券商适度放松净资本管制既有利于提升其经营效率，也有利于提升其为资本市场服务的能力。我们认为综合业务能力出色、风控能力较强的公司有望在行业改革与发展中受益。

经济复苏助力行业基本面改善

2023Q1 业绩大幅修复，全年 ROE 有望达 6.5%。总量层面，2023 年以来，随着国民经济的持续复苏，证券行业利润出现显著回升。上市券商在 2023Q1 实现净利润 482.22 亿元，同比增长 87%，环比增长 75%。2023 年 2 季度以来，随着市场交易额的扩容和资本市场的持续上行，2023Q2 业绩有望持续实现环比改善。基于中性假设，我们预计 2023 年证券行业收入可达 5045 亿元，同比增长 27.7%；证券行业净利润可达 1867 亿元，同比增长 31.2%。在证券行业净资产年内增长 3% 的假设下，证券行业摊薄 ROE 可达 6.5%，同比增长 27.4%。推动行业 ROE 达到近十年估值中枢水平以上。

经纪及投资业务带来业绩弹性，高质量发展持续推进。经纪业务，2022Q2 以来市场成交额呈加速放量趋势，显著提升券商业绩弹性。财富管理领域出现了深化以自有投顾与资产配置能力为核心的转型趋势。投行业务，2023 年 2 月 A 股市场全面注册制改革正式落地，进一步推动投行业务从承销保荐的单一模式，向围绕企业生命周期全链条模式转变。我们预计投资银行业务将进一步向头部券商集中。资管业务，2023 年以来公募基金管理规模提升至 26.47 万亿，2023 年以来增长 2.80%。随着银行理财收益率的下行，在居民财富转移配置趋势下，资产管理仍将是未来 5-10 年的重要蓝海业务。投资交易业务，2023Q1 上市券商投资收益+公允价值变动损益为 567.87 亿元，同比增长 592.17 亿元，成为行业业绩修复的主要支撑。市场需求的扩容和产品体系的完善有望支撑证券公司投资交易业务持续高速增长。

资本市场改革推动行业政策面转暖

金融监管机构改革落地，提升资本市场定位。3 月，国务院公布党和国家机构改革方案，此次改革将证监会由国务院直属事业单位调整为国务院直属机构，提升资本市场监管定位，强化资本市场监管职责。同时规定由证监会统一负责公司（企业）债券发行审核工作，将股债直接融资一同纳入证监会体系管辖，未来国民经济直接融资占比的提升将以证监会体系和资本市场为核心。对于证券行业而言，此次改革明确了证券行业和资本市场隶属证监会体系管辖，未来证券行业将受益于整体资本市场定位的提升。

探索杠杆扩容之路，全面提升股东回报。证券行业资本类业务发展催生券商扩表需求，但国内严格的净资本指标体系限制其杠杆运用能力，券商存在持续股权融资需求，进而使得行业 ROE 承压和估值中枢下移，券商扩表需求与股东回报难以兼顾。长期来看，杠杆率提升有望带动 ROE 和估值水平的提升，进而推动券商再融资结构趋于合理，使证券行业发展进入良性循环。当前头部券商资本杠杆率和净稳定资金率压力较大。未来风控指标体系的优化可能围绕着总量层面预警线调整和基于巴塞尔协议和国内银行业净资本监管办法实践经验的具体指标计算方式修订展开。



张文峰
 非银行金融业分析师
 S1010522030001

土地财政走向股权财政，推动证券行业估值重构。土地财政在政府财政收入中的地位出现下滑。根据财政部数据，2020-2022 年，国有土地使用权出让收入占比从 44.3% 下滑至 36.6%。展望未来，政府需要从其他领域寻求增量以填补土地财政的缺口，央国企股权财政成为重要抓手。而国有资产转让收入和国企利润分红是股权财政的重要组成部分，因此国企估值提升和经营效率改善对财政收支新模式的建立具有重要意义。未来金融企业可通过优化资本结构，调整业务布局，推动经营效率和盈利能力的提升；围绕“一利五率”的央企考核新体系，将经营重心从规模转移至经营效率，推动企业长期发展与估值回暖。

风险因素：A 股成交额下滑；财富管理业务发展低于预期；投资业务亏损；信用业务风险暴露；行业过度再融资。

投资策略：2022 年 11 月以来，随着经济复苏、稳增长政策发力以及资本市场改革持续推进，估值有望进入上行周期。当前证券行业 PB 估值为 1.22 倍，位于 2016 年以来 16% 分位数，较中枢水平仍有 31% 的空间。基本面修复和政策面回暖有望成为估值修复的核心依托。我们预计证券行业 2023 年净利润可达 1867 亿元，同比增长 31.2%；行业摊薄 ROE 可达 6.5%。政策层面，随着全面注册制改革的落地，资本市场改革有望转向二级，对优质券商适度放松净资本管制既有利于提升其经营效率，也有利于提升其为资本市场服务的能力，长期推动股东回报改善，进而推动行业估值进一步提升。我们认为综合业务能力出色、风控能力较强的国内券商有望在行业发展与改革中受益，推荐中金公司(H)和华泰证券。

重点公司盈利预测及投资评级

简称	代码	收盘价	EPS (人民币元)				PE (倍)				评级
			22	23E	24E	25E	22	23E	24E	25E	
中金公司	03908.HK	港币 14.32 元	1.57	1.64	1.91	2.20	9	9	8	7	买入
华泰证券	601688.SH	人民币 13.76 元	1.22	1.39	1.52	1.63	12	10	9	9	增持

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2023 年 6 月 9 日收盘价，港元兑人民币

汇率 0.9094

目录

经济复苏助力行业基本面持续改善	5
总量情况：23Q1 业绩大幅修复，全年 ROE 有望达 6.5%.....	5
业务情况：经纪及投资业务带来业绩弹性，高质量发展持续推进.....	7
资本市场改革推动行业政策面转暖	10
金融监管机构改革落地，提升资本市场定位	10
探索杠杆扩容之路，全面提升股东回报	11
风险因素	14
投资策略：低估值下，“基本面+政策面”利好有望持续显现	15
重点公司介绍	16

插图目录

图 1：中国 GDP、沪深股票总市值和证券行业营业收入	6
图 2：上市券商单季度归母净利润总规模	6
图 3：证券行业 ROE 水平	6
图 4：证券行业收入结构	8
图 5：单季度日均沪深股票成交额	8
图 6：2022 年十大券商代销产品净收入及占比	8
图 7：日均沪深股票成交额与 IPO 融资规模	9
图 8：代表性券商投行净收入市占率	9
图 9：场外期权与收益互换总规模	9
图 10：公募基金分类规模及占比	9
图 11：国内十大公募基金公司香港公募产品数量	9
图 12：金融监管机构改革历程	10
图 13：证券行业收入结构	11
图 14：2022 年十大券商风险控制指标情况对比	11
图 15：国内外券商杠杆率对比	12
图 16：国内外券商 ROE 对比	12
图 17：国有土地使用权出让收入及占地方政府财政收入的比例	13
图 18：证券行业 PB 估值及分位数	15

表格目录

表 1：2023 证券行业收入利润预测	6
表 2：金融监管机构改革前后职责归属变更	10
表 3：央企考核指标体系变化	13
表 4：中国特色社会主义估值体系重要表述	13
表 5：中金公司（601995.SH/03908.HK）盈利预测及估值	17
表 6：华泰证券（601688.SH/06886.HK）盈利预测及估值	18

■ 经济复苏助力行业基本面持续改善

股票市场是实体经济的晴雨表，券商股是股票市场的晴雨表。从实证数据看，2011-2022 年股票市场市值 CAGR 约为名义 GDP 增速的 1.5 倍，证券行业收入 CAGR 约等于股票市场增长速度。在实体经济复苏，资本市场投融资活跃度持续的预期下，我们预计年内证券行业盈利增长 30%-35%。

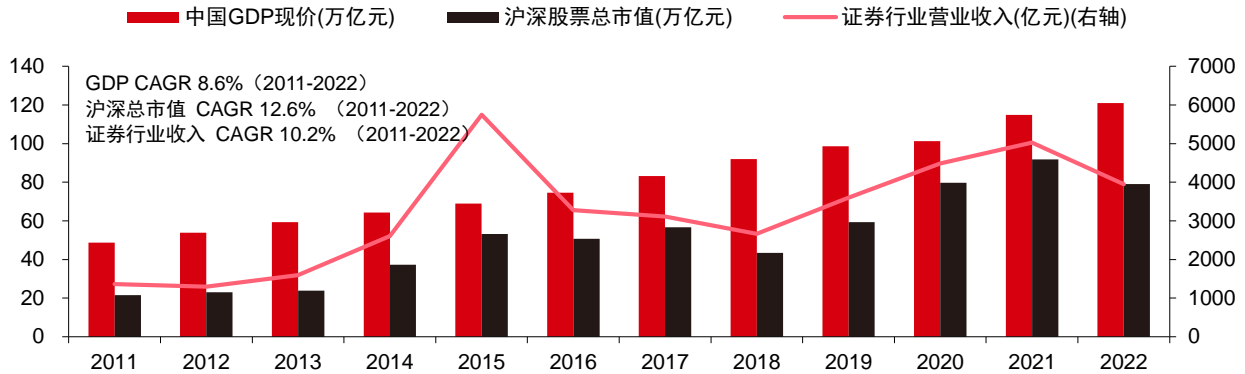
总量情况：23Q1 业绩大幅修复，全年 ROE 有望达 6.5%

经济复苏带动行业利润回暖，上市券商 2023Q1 业绩同比提升 87%。2023 年以来，随着国民经济的持续复苏，证券行业股价和利润出现显著回升。2023 年 1 季度，国内生产总值为 28.5 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，比环比增长 2.2%。作为实体经济晴雨表，券商指数在 2023Q1 从 7961 点上升至 8310 点，上涨 4.38%。证券行业上市券商在 2023Q1 实现净利润 482.22 亿元，同比增长 87%，环比增长 75%，投资收益的回暖成为业绩修复的主要驱动因素。2023 年 2 季度以来，随着市场交易额的扩容和资本市场的持续上行，证券行业经纪业务和投资交易业务收入有望持续提升，推动 2023Q2 业绩实现环比改善，助力全年业绩增长。

我们预计 2023 证券行业净利润增长 30%-35%，行业 ROE 有望达 6.5%。证券行业业绩与 GDP 增速和股票市场市值高度相关。2011-2022 年，名义 GDP 年均增速为 8.6%，沪深总市值年均增速为 12.6%，沪深市值增速约为 GDP 名义增速的 1.5 倍。而证券行业收入在 2011-2022 年间，从 1295 亿元上升至 3949 亿元，年均增速为 10.66%。剔除 2022 年短期波动影响后，证券行业收入增速和沪深市值增速基本相当。在实体经济复苏，资本市场投融资活跃度持续的预期下，证券行业 2023 年收入有望回归长期发展轨道。

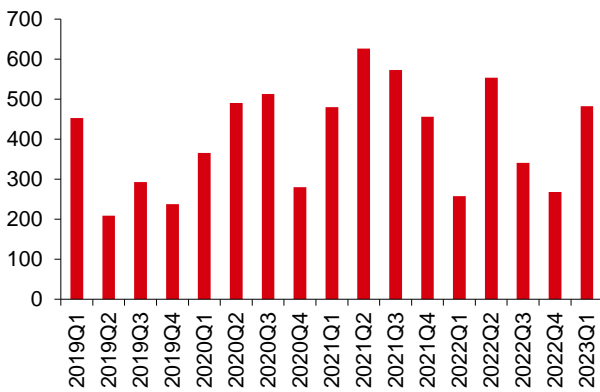
给予证券行业悲观、中性和乐观三类假设。在中性假设下，2023 年 A 股市场日均成交额达 10000 亿元，年内 IPO 规模达 6000 亿元，中证基金指数年内增长 10%，公募基金管理规模达 28 万亿元。在此条件下，预计 2023 年证券行业收入可达 5045 亿元，同比增长 27.7%；证券行业净利润可达 1867 亿元，同比增长 31.2%。在证券行业净资产年内增长 3%的假设下，证券行业摊薄 ROE 可达 6.5%，同比增长 27.4%。推动行业 ROE 达到近十年估值中枢水平以上。

图 1：中国 GDP、沪深股票总市值和证券行业营业收入



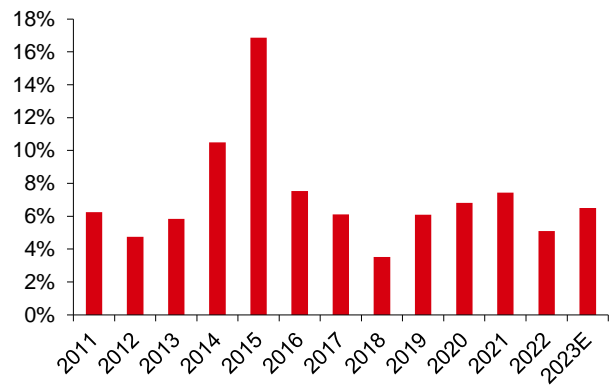
资料来源：Wind，中国证券业协会，中信证券研究部

图 2：上市券商单季度归母净利润总规模（亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部

图 3：证券行业 ROE 水平



资料来源：中国证券业协会，中信证券研究部预测

表 1：2023 证券行业收入利润预测

亿元（除特殊说明）	总收入	经纪	投行	投资	资管	其他	净利润	净利率	ROE
2018	2662	675	370	829	275	514	666	25%	3.52%
2019	3603	844	483	1292	275	709	1233	34%	6.10%
2020	4485	1299	632	1327	278	948	1575	35%	6.82%
2021	5024	1545	700	1381	318	1080	1911	38%	7.44%
2022	3950	1286	670	608	276	1109	1423	36%	5.10%
2023E（悲观）	4533	1251	616	1208	279	1179	1677	37%	5.84%
2023E（中性）	5045	1390	685	1358	301	1312	1867	37%	6.50%
2023E（乐观）	5558	1529	753	1508	322	1445	2056	37%	7.16%

证券行业收入利润预测主要假设

	日均交易额 (亿元)	IPO 发行规 模 (亿元)	中证基金 指数变动	公募基金规 模 (万亿元)	其他业务 收入占比	净资产 (亿元)
2023E（悲观）	9000	5400	8%	26	26%	28737
2023E（中性）	10000	6000	10%	28	26%	28737
2023E（乐观）	11000	6600	12%	30	26%	28737
2022	9251	5868	-10%	26	28%	27900

资料来源：Wind，中国证券业协会，中信证券研究部预测

业务情况：经纪及投资业务带来业绩弹性，高质量发展持续推进

经纪业务：交易额扩容推动业绩环比改善，财富管理买方投顾转型趋势逐步显现。2023 年以来，随着资本市场市场的回暖，市场交易额稳步提升。2023 年内（截至 20230517）日均成交额达 9485 亿元，同比 2022 年全年日均成交额提升 2.53%。2022Q2 以来，市场成交额呈加速放量趋势，2023Q2 内日均成交额达 10903 亿元，助力行业业绩环比持续改善。近五年，经纪业务的行业收入占比为 29%，是证券公司最重要的收入来源之一，成交额放量有望显著提升券商业绩弹性。

财富管理业务发展相对平稳，买方投顾转型趋势逐步显现。2023Q1，Top 100 机构非货基保有量环比增长 3.0%，结束连续两个季度的环比下跌；其中权益类基金（股票+混合）环比增长 2.5%。但券商在 TOP100 的市占率环比下降 0.3 个百分点至 17.7%。在商业模式领域，行业出现深化以自有投顾与资产配置能力为核心的财富管理业务转型趋势，以买方投顾业务见长的证券公司在代销金融收入层面展现出较强的抗波动能力。以中金公司为例，依托以“中国 50”为代表的买方投顾业务，中金 2022 年代销金融产品收入逆势增长 7%；对经纪业务收入贡献提升至 23.8%，位居十大券商首位。

投行业务：全面注册制落地，行业有望持续走向头部集中。2023 年 2 月，A 股市场全面注册制改革正式落地。注册制的本质是市场化，监管不对新股发行做行政性安排，融资额交由市场供需自行调节。注册制试点以来，新股的供和求达到了有效的均衡：预计新股市场将平稳过渡，根据 Wind 数据 2019-2022 年，“年度新股融资额”与“年度日均交易额”的比值区间为 49%-63%。在全年日均万亿元交易额的假设下，预计年度股票融资规模约 5500 亿-6000 亿元。根据 Wind 数据 2023 年年内（截至 20230517）IPO 募资规模已达 1614 亿元，随着市场交易额的扩容，后续 IPO 发行节奏有望提升。

全面注册制实行将加速投行业务向头部券商集中。注册制让 IPO 业务从公权模式回归市场模式，在提高上市制度包容性的同时，也对投行的“项目发掘”和“资产定价”能力提出更高要求。为了更好地把控项目质量，与优质企业深度绑定，投行业务正在从承销保荐的单一模式，向围绕企业生命周期全链条模式转变。在承销保荐轻资本业务的基础上，向上游延伸至私募股权投资和首发跟投，向下游延伸至流动性做市和股东质押融资等重资本业务，我们预计投资银行业务将进一步向头部券商集中。2022 年，共有 65 家券商参与了 A 股 IPO 项目承销保荐，其中 Top3 合计份额为 45.1%。

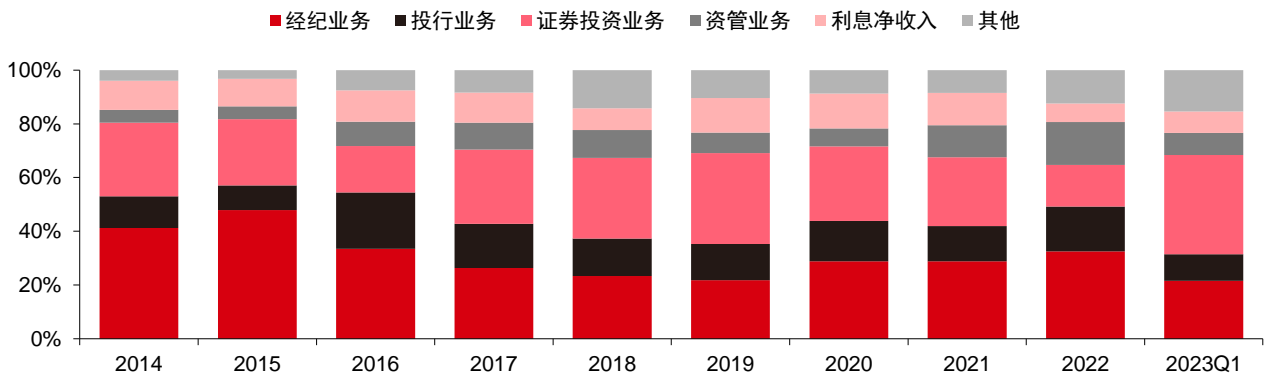
资管业务：市场规模稳步扩容，关注公募基金出海趋势。2022 年末，全市场公募基金管理规模达 25.75 万亿元，同比增长 1.17%，在波动的市场环境中实现稳定增长。2023 年以来，公募基金管理规模进一步提升至 26.47 万亿元（截至 20230517），年内增长 2.80%。其中，股票+偏股类公募基金规模达 5.27 万亿元，年内增长 3.65%。随着银行理财收益率的下行，在居民财富转移配置趋势下，资产管理仍将是未来 5-10 年的重要蓝海业务。

全球布局层面，2022 年证监会发布《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》，明确支持符合条件的基金管理公司“走出去”，依法设立境外子公司，提升服务境外投资者及全球资产配置的能力。2023 年以来，已有睿远基金香港子公司开业、汇添富新加坡子公司获批。相较于投行和投资交易业务，资管业务仍为中资机构国际业务短板。在全球

布局的过程中，各公募机构能否以外国投资者投资 A 股为业务突破口扩展市场份额，积极吸收国外资管机构先进经验完善自身产品体系，将是决定资管业务高质量发展水平的关键。

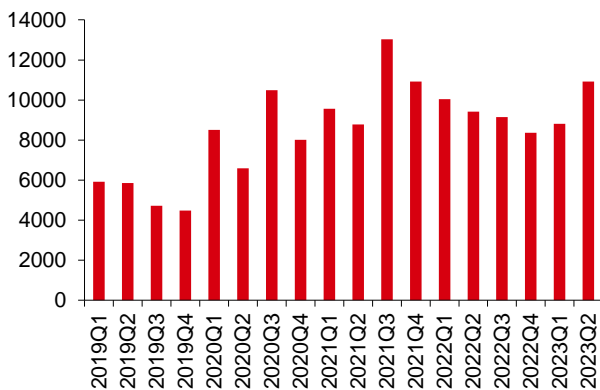
投资交易业务：2023Q1 业绩修复主要支撑，长期发展空间仍值得期待。资本市场回暖和中资美元债风险的缓释有效的促进了证券公司投资交易业务收入的复苏。2023 年 1 季度，上市券商投资收益+公允价值变动损益为 567.87 亿元，同比增长 592.17 亿元，成为行业业绩修复的主要支撑。市场需求的扩容和产品体系的完善有望支撑证券公司投资交易业务持续高速增长。以场外衍生品市场为例，2022 年年末场外期权和收益互换分别达 8953 亿元和 11915 亿元，近五年年化复合增长率分别达 44%和 40%；2023 年以来，气囊、弹簧有望成为继雪球后新的爆款产品。长期来看，随着证券公司去方向性客需业务逐渐成熟，投资收益有望实现长效稳健增长，推动行业走向高质量发展道路。

图 4：证券行业收入结构



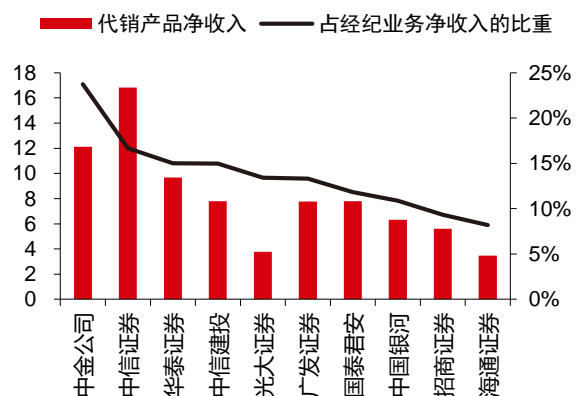
资料来源：中国证券业协会，中信证券研究部

图 5：单季度日均沪深股票成交额（亿元）



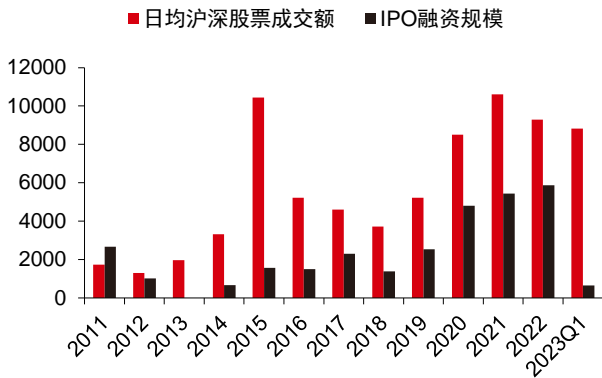
资料来源：Wind，中信证券研究部 注：2023Q2 为 2023 年 4 月 1 日至 5 月 19 日数据

图 6：2022 年十大券商代销产品净收入及占比（亿元）



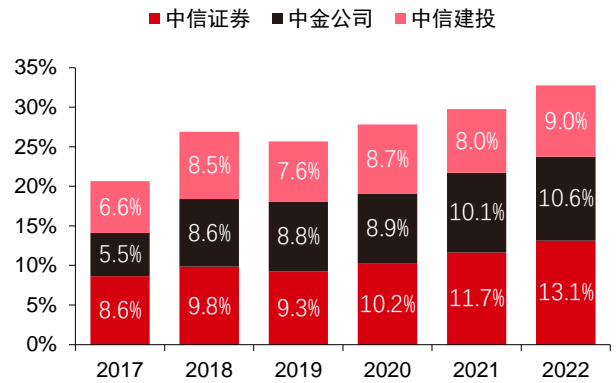
资料来源：各公司财报

图 7：日均沪深股票成交额与 IPO 融资规模（亿元）



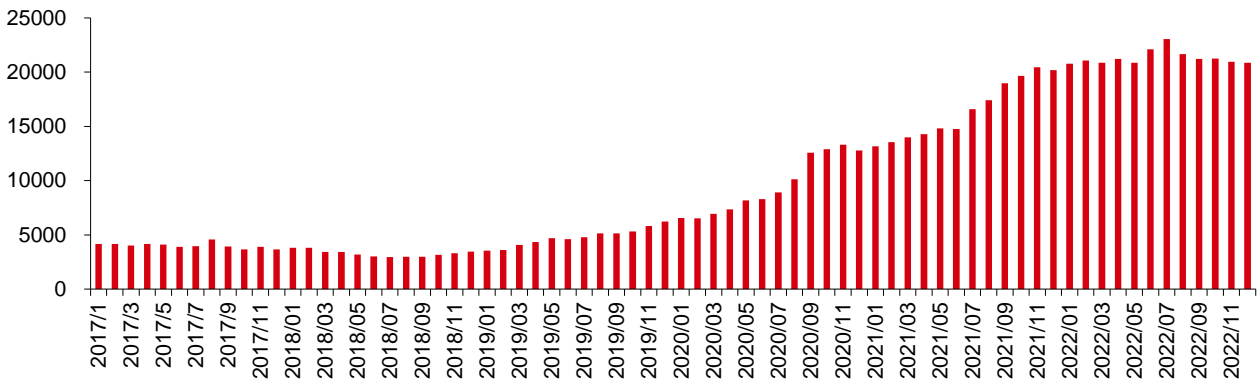
资料来源：Wind，中信证券研究部

图 8：代表性券商投行净收入市占率



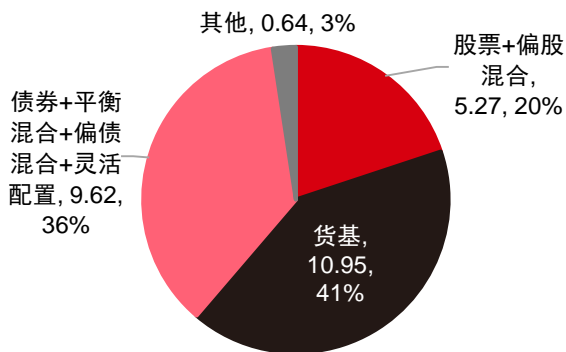
资料来源：各公司财报

图 9：场外期权与收益互换总规模（亿元）



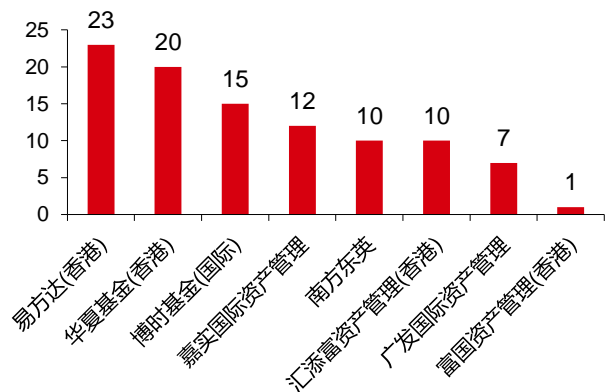
资料来源：Wind，中证报价（中证机构间报价系统股份有限公司），中信证券研究部

图 10：公募基金分类规模及占比（万亿元）



资料来源：Wind，中信证券研究部（截至 20230517）

图 11：国内十大公募基金公司香港公募产品数量



资料来源：香港联交所官网，中信证券研究部（截至 20230518）

■ 资本市场改革推动行业政策面转暖

金融监管机构改革落地，提升资本市场定位

2023 年 3 月 16 日，国务院公布党和国家机构改革方案，此次改革及影响主要包括两方面：1) 提升资本市场定位，股债双行提升直接融资占比。改革将证监会由国务院直属事业单位调整为国务院直属机构，提升资本市场监管定位，强化资本市场监管职责。同时规定由证监会统一负责公司（企业）债券发行审核工作，将股债直接融资一同纳入证监会体系管辖，未来国民经济直接融资占比的提升将以证监会体系和资本市场为核心。对于证券行业而言，此次改革明确了证券行业和资本市场隶属证监会体系管辖，未来证券行业将受益于整体资本市场定位的提升。

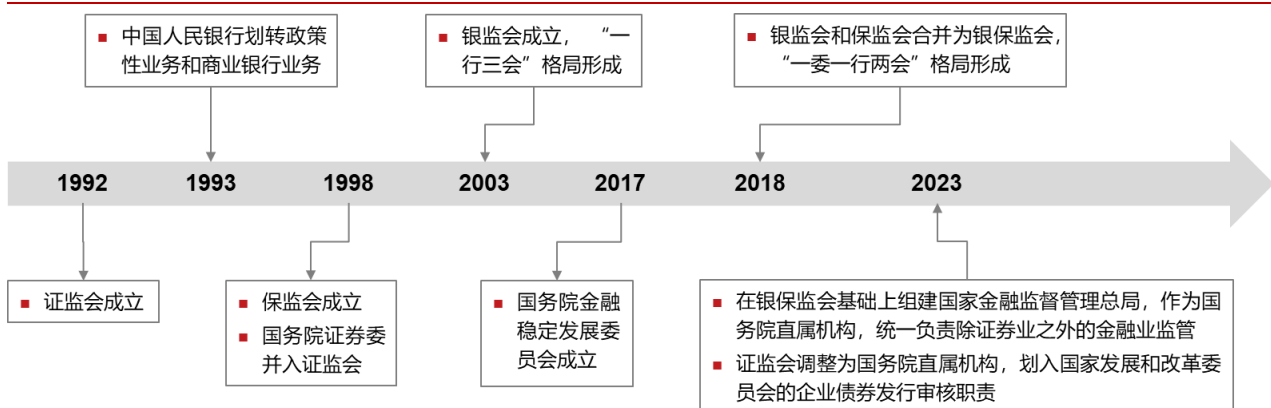
2) 打通监管边界，推动资本市场规范化运作。此次改革在银保监会的基础上组建国家金融监督管理总局作为国务院直属机构，统一负责除证券业之外的金融业监管，强化机构监管、行为监管、功能监管、穿透式监管、持续监管。人民银行对金控公司的日常监管职责以及证监会投资者保护职责均划入金融监管总局。金融监管总局此次统筹金控体系内的风险防控与投资者保护工作，有望在金融创新持续推进、业务交叉型产品不断丰富市场中建立并完善协调统一的监管体系，提升资本市场规范化水平。对于证券行业而言，风控能力出色，商业模式稳健的证券公司有望在长期发展中受益。

表 2：金融监管机构改革前后职责归属变更

职责内容	改革前职责归属机构	改革后职责归属机构
对金控公司的日常监管职责	中国人民银行	金融监管总局
投资者保护职责	证监会	
企业债发行审核职责	发改委	证监会

资料来源：中国政府网，中信证券研究部

图 12：金融监管机构改革历程



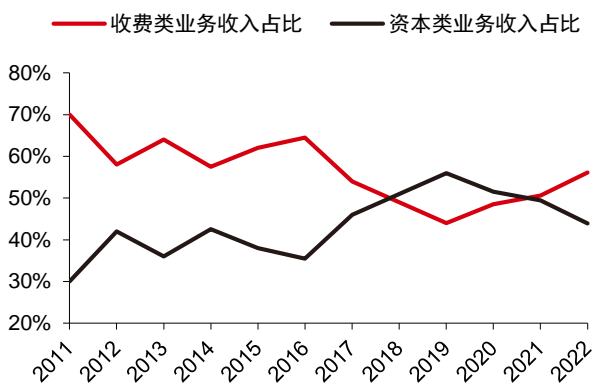
资料来源：中国政府网，中国证监会，中信证券研究部绘制

探索杠杆扩容之路，全面提升股东回报

杠杆限制下，业务发展与股东回报难兼顾。根据中国证券业协会数据，2011-2022 年，证券资本类业务收入占比行业总收入的比例从 30%提升至 44%，峰值达 56%。证券行业资本类业务发展催生券商扩表需求，但国内严格的净资本指标体系限制其杠杆运用能力，券商存在持续股权融资需求，进而使得行业 ROE 承压和估值中枢下移，券商扩表需求与股东回报难以兼顾。对标海外投行，高盛、摩根士丹利通过 11 倍左右杠杆的实现了 15% 左右的 ROE，国内头部券商杠杆水平多在 4-5 倍左右，ROE 在 10% 左右。长期来看，杠杆率提升有望带动 ROE 和估值水平的提升，进而推动券商再融资结构趋于合理，使证券行业发展进入良性循环。

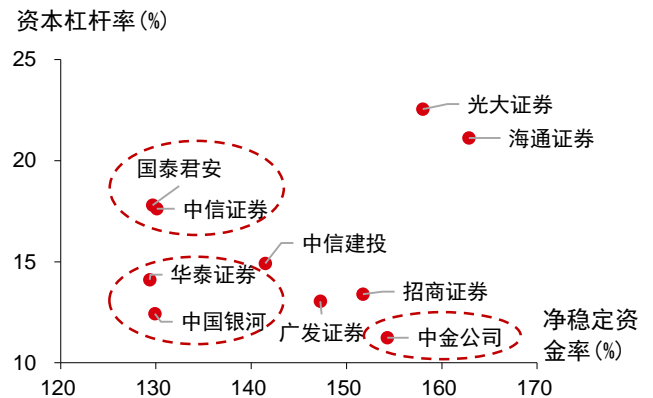
短期调整资产配置结构，长期放宽杠杆指标限制。2016 年修订的《证券公司风险控制指标管理办法》是现行风控指标体系的核心，当前风险控制主要指标分为流动性指标和净资本指标两类，2022 年末十大券商整体相对紧张的指标为净稳定资金率和资本杠杆率。短期内证券公司可通过调整资产配置结构和增加长期负债以缓解指标压力；但长期来看，放宽杠杆限制以提升 ROE 才是实现高质量发展的必由之路。在总量层面，风控指标预警线具有一定优化空间。细分层面，基于巴塞尔协议和国内银行业净资本监管办法的实践，合理优化指标计算方式具备可能性。

图 13：证券行业收入结构



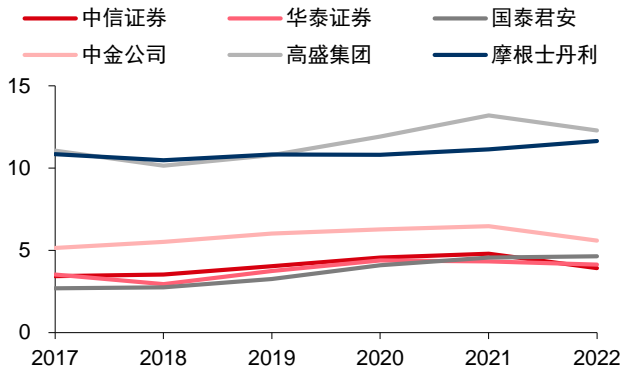
资料来源：中国证券业协会，中信证券研究部

图 14：2022 年十大券商风险控制指标情况对比



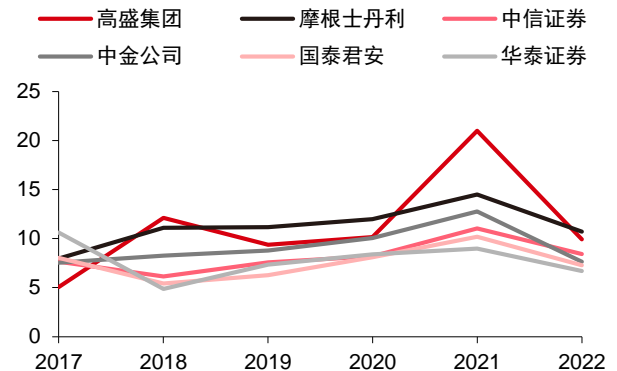
资料来源：各公司财报

图 15: 国内外券商杠杆率对比 (倍)



资料来源: 各公司财报

图 16: 国内外券商 ROE 对比 (%)



资料来源: 各公司财报

土地财政走向股权财政，推动证券行业估值重构

土地财政模式遇困境，央国企股权财政重要性凸显。根据财政部数据，过去十年国有土地使用权出让收入占地方政府财政收入的三分之一左右，依赖程度较高。2012-2022 年，国有土地使用权出让收入占地方政府性基金预算本级收入及地方一般公共预算本级收入中的比例的均值为 35.6%，2020 年达到峰值 44.3%。但随着人口红利的消退和“房住不炒”政策的坚定落实，房地产行业在需求和供给两端均持续疲软，土地财政在政府财政收入中的地位出现下滑。根据财政部数据，2020-2022 年，国有土地使用权出让收入占比从 44.3% 下滑至 36.6%。展望未来，土地财政的核心地位或将被逐步取代，政府需要从其他领域寻求增量以填补土地财政的缺口，央国企股权财政成为重要抓手。

我国财政收支包括全国一般公共预算收支、政府性基金预算收支、国有资本经营预算收支三部分。从国有资本经营预算收入的角度来看，随着国有企业改革的持续推进，过去五年我国中央及地方国有资本经营预算收入高速增长。根据财政部数据，2017-2022 年，中央国有资本经营预算收入从 1244 亿元增长至 2343 亿元，CAGR 为 13.5%；地方国有资本经营预算收入从 1335 亿元增长至 3346 亿元，CAGR 为 20.2%。国有资产转让收入和国企利润分红是资本经营预算收入的重要组成部分，因此国企估值提升和经营效率改善对财政收支新模式的建立具有重要意义。

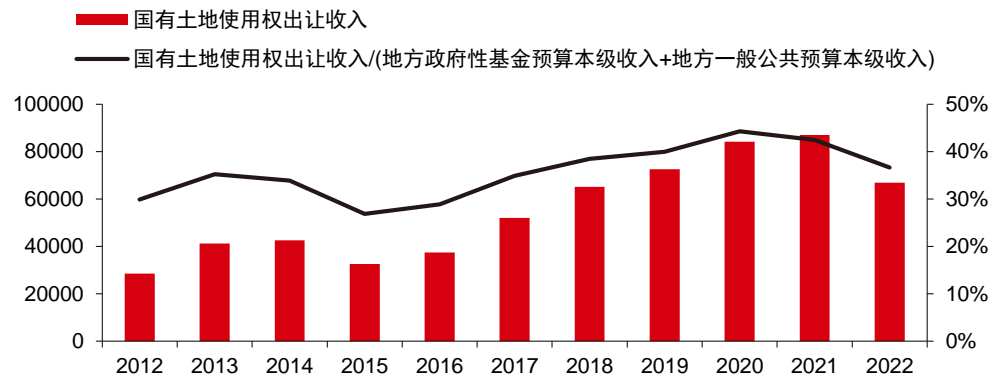
深化国企改革并提升国有资本回报率是实现估值重构的核心依托。2022 年 11 月，中国证监会易会满主席提出“中国特色估值体系”理念，倡导国有上市公司，一方面要加强专业化战略性整合，提升核心竞争力；另一方面要强化公众公司意识，主动加强投资者关系管理，让市场更好认识企业内在价值。上交所在 2023 年 5 月也召开沪市金融业专题座谈会，探索在“服务中国式现代化中促金融业估值提升和高质量发展”的方式。长期来看，金融企业可通过优化资本结构，调整业务布局，推动经营效率和盈利能力的提升；围绕“一利五率”的央企考核新体系，将经营重心从规模转移至经营效率，推动企业长期发展。依托经营效率和盈利能力的改善，金融企业估值有望实现回暖。

表 3：央企考核指标体系变化

制定时间	2019	2020	2021	2023
央企考核指标	净利润	净利润	净利润	净资产收益率
	利润总额	利润总额	利润总额	利润总额
	资产负债率	资产负债率	资产负债率	资产负债率
		营业收入利润率	营业收入利润率	营业现金比率
		研发经费投入强度	研发经费投入强度	研发经费投入强度
			全员劳动生产率	全员劳动生产率

资料来源：国务院国资委官网，中信证券研究部

图 17：国有土地使用权出让收入及占地方政府财政收入的比例（亿元）



资料来源：财政部，中信证券研究部

表 4：中国特色社会主义估值体系重要表述

日期	政策/会议	机构	主要内容
2022/5	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	国资委	聚焦影响央企控股上市公司高质量发展的短板弱项，在 3 年内分类施策、精准发力，推动上市公司内强质地、外塑形象，争做资本市场主业突出、优强发展、治理完善、诚信经营的表率，让投资者走得近、听得懂、看得清、有信心，打造一批核心竞争力强、市场影响力大的旗舰型龙头上市公司，培育一批专业优势明显、质量品牌突出的专业化领航上市公司，为提升中央企业可持续发展能力和整体实力，做强做优做大国有资本和国有企业，助力建设规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，服务构建新发展格局，促进经济高质量发展作出新的更大贡献。
2022/11	2022 金融街论坛年会	中国证监会主席易会满	需要对中国特色现代资本市场的基本内涵、实现路径、重点任务深入系统思考。要把握好不同类型上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系，促进市场资源配置功能更好发挥。上市公司尤其是国有上市公司，一方面要“练好内功”，加强专业化战略性整合，提升核心竞争力；另一方面，要进一步强化公众公司意识，主动加强投资者关系管理，让市场更好认识企业内在价值。
2023/1	《优化中央企业经营指标体系，推动加快实现高质量发展》	国资委	国资委将中央企业 2023 年主要经营指标由原来的“两利四率”调整为“一利五率”：一是用净资产收益率替换净利润指标；二是用营业现金比率替换营业收入利润率指标；三是继续保留资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率指标。 2023 年中央企业“一利五率”指标总体目标定为“一增一稳四提升”。“一增”是指利润总额增速要高于国民经济增速。“一稳”是指资产负债率稳定在 65%左右。“四提升”是指净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率要实现进一步提升。
2023/2	“权威部门话开局”系列主题新闻发布会	国新办	将以提高国有企业核心竞争力和增强核心功能为重点，乘势而上深入实施新一轮国企改革深化提升行动。未来改革重点将放在三大领域：一是加快优化国有经济布局结构，增强服务国家战略的功能作用；二是加快完善中国特色国有企业现代公司治理，真正按市场化机制运营；三是加快健全有利于国企科技创新的体制机制。

日期	政策/会议	机构	主要内容
2023/3	《国企改革三年行动的经验总结与未来展望》	国资委	国资国企将全面贯彻党的二十大精神和中央经济工作会议部署,以提高企业核心竞争力和增强核心功能为重点,深入实施新一轮国企改革深化提升行动,坚定不移推动国有资本和国有企业做强做优做大,在建设现代化产业体系、构建新发展格局中发挥更大作用。具体包括:一是围绕增强产业引领力深化改革,更好推动现代化产业体系建设;二是围绕提升科技创新力深化改革,有效发挥在新型举国体制中的重要作用;三是围绕提高安全支撑力深化改革,着力提升安全发展能力水平;四是围绕打造现代新国企深化改革,加快完善中国特色国有企业现代公司治理;五是围绕营造公平竞争市场环境深化改革,更大力度促进各类所有制企业共同发展。
2023/5	“发现央企投资价值,促进央企估值回归”交流会	上交所	旨为进一步探索建立中国特色估值体系,引导央企投资价值发现,推动央企估值回归合理水平。
2023/5	沪市金融业专题座谈会	上交所	此次座谈会讨论的重要内容为“在服务中国式现代化中促进金融业估值提升和高质量发展”,“金特估”概念正式登场。

资料来源:中国政府网,中国证监会、国务院国资委、国新办、上交所官网,中信证券研究部

■ 风险因素

A 股市场成交额下滑的风险: 经纪业务是证券行业的重要收入来源,2022 年经纪业务收入占比为 32.55%。A 股市场成交额下滑将直接降低其代理买卖手续费收入,并为席位租赁和代销金融产品收入增长带来压力。

财富管理市场发展低于预期的风险: 财富管理业务是证券行业业绩的潜在增长点。财富管理市场遇冷可能造成基金代销规模下滑,基金投顾规模萎缩,降低证券行业发展潜力,负面影响行业估值区间。

投资业务亏损的风险: 投资业务是证券行业的重要收入来源,2022 年投资业务收入占比为 15.40%,收入规模同比下滑 55%。2023 年,资本市场波动风险仍存,券商投资收益和公允价值变动损益可能变动较大,会给行业整体业绩带来不利影响。

信用业务风险暴露的风险: 信用业务是证券公司减值计提的主要来源。截至 2023 年 5 月 16 日,市场两融维持担保比例为 272.10%,整体处于较高水平。但 2023 年资本市场波动风险仍存,个体交易违约风险仍值得关注。

行业过度再融资的风险: 2022 年以来,多家证券公司相继推出配股及定增计划,再融资占证券行业净资产增长额的比重由 2021 年的 22%提升至 2022 年的 38%。在 2022 年证券行业利润下滑的情况下,较大规模的再融资不利于提升证券行业整体 ROE 回报,可能会导致 2023 年行业整体估值继续承压。

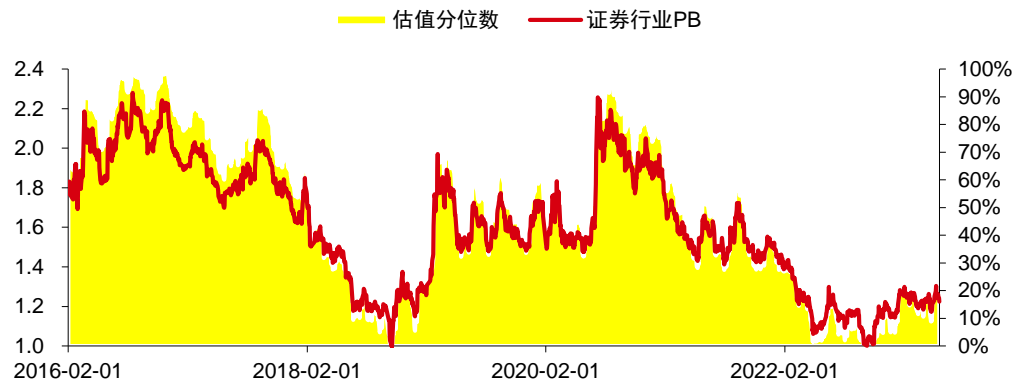
投资策略：低估值下，“基本面+政策面”利好有望持续显现

行业估值具有周期性，当前估值位于 2016 年以来 16%分位数。2016 年以来，证券行业估值周期性较为明显，行业 PB 估值以 1.5-2 年为周期在 1.0 倍至 2.2 倍间波动。2022 年 11 月以来，随着经济复苏、稳增长政策发力以及资本市场改革持续推进，估值有望进入上行周期。当前证券行业 PB 估值为 1.22 倍，较 2016 年以来中枢水平 1.60 倍仍有 31% 的空间。

基本面修复和政策面回暖有望成为估值修复的核心依托。基本面层面，在 2023 年 A 股市场日均成交额达 10000 亿元，年内 IPO 规模达 6000 亿元，中证基金指数年内增长 10%，公募基金管理规模达 28 万亿元的假设下，我们预测证券行业 2023 净利润可达 1867 亿元，同比增长 31.2%；行业摊薄 ROE 可达 6.5%，同比增长 27.4%。基本面的回暖将成为估值修复的重要支撑。

政策面层面，随着金融监管架构改革的落地提升了资本市场定位，资本市场改革有望持续推进。随着全面注册制改革的落地，资本市场改革有望转向二级，在证券公司估值破净和股权融资受阻的情况下，对优质券商适度放松净资本管制既有利于提升其经营效率，也有利于提升其为资本市场服务的能力。如净资本监管体系实现优化，优质券商的杠杆率空间有望打开，长期推动股东回报改善，有望驱动行业估值进一步提升。

图 18：证券行业 PB 估值及分位数



资料来源：Wind，中信证券研究部

重点公司介绍

中金公司

2022 年归母净利润符合预期，同比下降 29.51%。受市场成交额下滑和股债市场波动影响，2022 年，中金公司实现营业收入 260.87 亿元，同比-13.42%，优于行业整体表现；实现归母净利润 75.98 亿元，同比-29.51%，与行业同比变化基本持平；当期基本 EPS 为 1.46 元/股，同比-32.41%；加权平均 ROE 为 8.88%，同比-5.77ppts。2023 年一季度，公司实现营业收入 62.09 亿元，同比+22.44%；实现归母净利润 22.57 亿元，同比+35.95%；加权平均 ROE 为 2.50%，同比+0.49ppts。

股票业务：打造一站式股票业务平台，推动业务高质量发展。中金公司覆盖境内外机构投资者 9000 余家，为境内外机构投资者提供“投研、销售、交易、产品、跨境”等一站式股票业务平台金融服务。市场份额层面，2022 年，国内外市场大幅波动下，机构客户交易市占率再创新高；QFII 客户市占率连续 19 年排名市场首位。产品创新层面，境内业务创设中金战略硬科技指数（CSHT.WI）等金融创新产品；境外业务不断丰富产品及客户结构，综合优势在境外中资券商中名列前茅。

跨境联动方面，中金（香港）跨境业务持续领先，互联互通交易份额保持市场前列；中金（新加坡）已成功落地产品业务，不断拓展东南亚影响力；中金（美国）在当地市场进一步确立中资机构领导地位；中金（英国）获批成为全球首家及独家完成沪、深交易所对德国、英国、瑞士三国备案的互联互通 GDR 跨境转换机构，并成为首家获批加入卢森堡证券交易所的中资上市和交易会员。同时，股票业务继续拓展中东、东南亚、日韩等其他国际市场，扩大海外客户服务广度和深度。

固定收益业务：搭建全球化销售网络，积极拓展业务范围。渠道布局层面，中金公司不断加强国际化客户覆盖和交易服务能力，以中国大陆和香港为双中心，搭建纽约、伦敦、新加坡、东京等地的全球化销售网络，跨境结算量持续增加。产品创新层面，中金公司持续布局公募 REITs、碳交易、绿色金融等市场机会，加强境内外产品创新；持续发展跨境衍生品业务，拓展利率和外汇业务范围，大宗商品做市重点品种排名市场前列。

风险因素：A 股成交额大幅下降；公司信用业务风险暴露；公司投资交易业务表现不及预期；公司海外业务发展受限；公司财富管理业务发展不及预期。

盈利预测、估值与评级：考虑到市场交投现况、全面注册制落地等多重因素的影响，我们维持中金公司 2023/2024/2025 EPS 预测 1.64/1.91/2.20 元，BVPS 预测 19.00/20.71/22.70 元。中金公司业务特质契合资本市场改革方向，长期受益于股权衍生品、全面注册制推行会带来的发行费率改善和财富管理业务发展，受益于 A 股市场机构化和国际化。此外，中金公司当前杠杆率较高，风控指标相对紧张；若公司杠杆运用限制得以放宽，中金公司将明显受益。给予公司 A/H 股 2023 年 2.3/1.0 倍 PB，对应目标价 43.70 元/21.72 港元，维持 A 股“持有”/H 股“买入”评级。

表 5：中金公司（601995.SH/03908.HK）盈利预测及估值

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	30,131.05	26,087.37	30,621.39	33,811.78	37,247.82
增长率 YoY（%）	27%	-13%	17%	10%	10%
净利润（百万元）	10,777.90	7,597.62	10,317.06	12,000.21	13,815.85
增长率 YoY（%）	50%	-30%	36%	16%	15%
EPS（元）	2.23	1.57	1.64	1.91	2.20
BVPS（元）	15.73	17.15	19.00	20.71	22.70
ROE（%）	13%	8%	8%	8%	9%
PB（A 股）	2.72	2.49	2.25	2.06	1.88
PB（港股）	0.93	0.86	0.77	0.71	0.65

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2023 年 5 月 25 日收盘价

华泰证券

2022 年营收和净利润同比表现均优于行业，2023Q1 业绩同比显著改善。2022 年，华泰证券营收和净利润同比表现均优于行业整体表现；实现营业收入 320.32 亿元，同比-15.50%；实现归母净利润 110.53 亿元，同比-17.18%。当期基本 EPS 为 1.18 元/股，同比-19.73%；加权平均 ROE 为 7.49%，同比-2.35ppts。2023 年一季度，公司实现营业收入 89.93 亿元，同比+24.14%；实现归母净利润 32.45 亿元，同比+46.49%；加权平均 ROE 为 1.86%，同比+0.45ppt。

投资交易业务：推进客需交易导向转型，优化全方位产品体系。权益方面，华泰证券贯彻去方向化战略，优化以大数据交易、宏观基本面和创新投资为核心的投资体系；作为首批获准开展科创板做市的券商之一，华泰证券持续迭代做市策略，业务开展平稳有序。FICC 方面，固收自营采用去方向化的对冲基金组合管理模式；做市业务积极推进与大交易平台的双向赋能，做市规模、报价质量、做市效率等维度实现全方位提升；大宗商品和外汇业务持续创新，落地首单经常项下 H 股“全流通”结售汇交易；业务平台推进数字化转型，优化 HEADS 大象平台业务功能模块，提升投资交易和风险管理能力。

场外衍生品交易业务方面，华泰证券以交易为驱动力，不断提升业务创新能力和交易定价能力，为客户提供全方位的衍生品交易服务。此外，公司充分发挥金融科技优势，积极打造集主要资产品种与交易类型的一体化账户，全面赋能业务发展。根据 SAC 协议数据口径，2022 年末，华泰证券收益互换业务存续合约笔数 6576 笔，存续规模 1113.19 亿元；场外期权业务存续合约笔数 1489 笔，存续规模 1260.07 亿元；2022 年公司通过中证机构间报价系统和柜台市场发行私募产品 3310 只，合计规模 295.42 亿元。

资本中介业务：依托平台生态和金融科技禀赋，增强业务竞争力。华泰证券一方面不断丰富与持牌金融机构的合作模式，积极挖掘机构客户的出借潜力，拓展券池规模；另一方面通过平台建设引领数字化转型，全新发布的“融券通 4.0”能高效联通券源的供给方和需求方，持续优化证券借贷数字化运营模式。截至 2022 年末，华泰证券母公司两融业务余额为 1123.47 亿元，市场份额达 7.29%，其中融券余额为 172.41 亿元，市场份额达 17.98%，两项规模排名均稳居行业第二。两融维持担保比例为 255.98%，表内股票质押履约保障比例为 252.62%，整体风险可控。

风险因素：A 股成交额大幅下降；公司财富管理市场发展低于预期；公司信用业务风险暴露；公司投资业务亏损风险；汇率波动风险。

盈利预测、估值与评级：考虑到市场交投现况、全面注册制落地等多重因素的影响，我们维持华泰公司 2023/2024/2025 年 EPS 预测 1.39/1.52/1.63 元，BVPS 预测 17.01/18.08/19.20 元。公司配股融资受阻，若杠杆放松则有利于公司通过债务融资实现扩表。公司客需业务能力较强，信用业务充分运用科技禀赋以推进数字化转型。如杠杆限制得以放宽，华泰证券将明显受益。给予 A/H 股 2023 年 1.0 倍/0.6 倍 PB，对应 A/H 股目标价 17.01 元/11.64 港元。维持公司 A/H 股“增持”评级。

表 6：华泰证券（601688.SH/06886.HK）盈利预测及估值

项目/年度	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	37,905.14	32,031.57	38,206.31	40,833.26	43,293.38
增长率 YoY（%）	21%	-15%	19%	7%	6%
净利润（百万元）	13,345.46	11,052.72	12,579.76	13,767.86	14,763.87
增长率 YoY（%）	23%	-17%	14%	9%	7%
EPS（元）	1.47	1.22	1.39	1.52	1.63
BVPS（元）	15.25	16.07	17.01	18.08	19.20
ROE（%）	8.99%	6.70%	7.25%	7.51%	7.63%
PB（A 股）	0.95	0.91	0.86	0.81	0.76
PB（港股）	0.61	0.58	0.55	0.51	0.48

资料来源：Wind，中信证券研究部预测 注：股价为 2023 年 5 月 25 日收盘价

■ 相关研究

- 证券行业资本杠杆专题研究—探索杠杆扩容之路，助力行业高质量发展 (2023-05-08)
- 非银行金融行业寿险转型专题报告—优秀企业的最好机遇 (2023-04-20)
- 非银行金融行业《证券公司监督管理条例》修订点评—深化规范管理主线，预留长线发展空间 (2023-04-03)
- 非银行金融行业民生证券股权转让事项点评—控股权溢价及并购稀缺性推高成交估值 (2023-03-16)
- 保险行业重大事项点评—宏观政策助力寿险实现中长期修复 (2023-03-05)
- 《政府工作报告》金融产业点评—推动风险化解，加速市场改革 (2023-03-05)
- 非银行金融行业证券公司财富管理模式展望—多渠道扩大客群基础，多业务促进价值实现 (2023-02-27)
- 非银行金融行业全球支付行业专题报告—传统与科技结合重塑金融生态 (2023-02-20)
- 财富管理行业基金保有量点评—债市疲弱拖累非货基保有量，券商市占率提升 (2023-02-17)
- 金融科技行业投资观察—ChatGPT 影响金融科技的几个猜想 (2023-02-13)
- 非银行金融行业证券行业估值及政策空间展望—估值步入上行周期，政策空间值得期待 (2023-01-28)
- 非银行金融行业保险行业专题报告—正困境反转，未来三年走向健康发展 (2023-01-09)
- 非银行金融行业蚂蚁集团跟踪点评—实控人变更，IPO 尚需等待 1 年以上 (2023-01-09)
- 非银行金融行业中央经济工作会议影响点评—金融科技和港交所均将受益于监管新周期 (2022-12-17)
- 2023 年财富管理产业投资策略—唯有持续精进，才能陪伴客户穿越周期 (2022-11-30)
- 非银行金融行业证券业 2023 年投资策略—在市场变局中把握不变发展逻辑 (2022-11-22)
- 非银行金融行业蚂蚁集团 3Q22 跟踪点评—公允价值变动和业务承压是业绩下滑主因 (2022-11-21)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（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。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citicsinfo.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所述任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI (P) 085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所载任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。