

# 面向全球 全方位服务客户

## ——金融危机后海外券商发展路径（高盛篇）

专题研究小组成员：张继袖、任宪功

2017 年 04 月 05 日

### 专题研究小组

张继袖

SACNO: S1150514040002

022-28451845

zhjxnk@126.com

任宪功

SACNO: S1150511010012

010-68784237

renxg@bhqz.com

### 子行业评级

证券	看好
多元金融	看好
保险	看好

### 投资要点：

#### ● 公司业绩回顾

- 2007 至 2015 年，高盛营业收入经历 2008 年的大幅回落、2009 年的大幅上涨之后，2010、2011 年呈下降趋势，在 2012 年上升 18.58%，此后直至 2015 年总体保持平稳，波动不大。
- 2007 至 2011 年，高盛的净利润变化趋势与收入变化趋势方向基本一致，但波动幅度更大，2012-2014 年，净利润保持连续上涨，但 2015 年又出现较大幅度回落（主要因为 2015 年有一笔大额减值准备）。

#### ● 高盛各业务板块业绩变动原因分析

- 高盛业务划分为四大业务板块：投资银行（Investment banking）、机构客户服务（Institutional Client Services）、投资与借贷（Investing & Lending）、投资管理（Investment management）。不考虑受金融危机影响的 2008 年特殊情况，高盛四大业务板块中：2009-2015 年，投资银行板块利润总额占比总体上呈逐步提高趋势；机构客户服务板块利润总额占比大幅下降；投资与借贷板块利润总额占比波动较大，但是在其盈利的年度，均占比较高；投资管理板块利润总额占比相对稳定但总体也呈提高趋势。

#### ➤ 投资银行板块：

- ✓ 自 2009 至 2015 年，高盛投资银行板块中财务顾问业务、债券承销业务基本没有出现大幅下滑，且财务顾问业务、债券承销业务、股权承销业务在近几年收入规模明显上了一个新的台阶，不过其中的股权承销业务收入波动性较大。
- ✓ 投资银行板块近几年业绩快速增长的原因：（1）投行项目规模快速增长；（2）出众的投行业务能力；（3）注重投行业务与其他业务间的协调配合。

#### ➤ 机构客户服务板块：

- ✓ 自 2009 至 2015 年，高盛机构客户服务板块中 FICC 做市业务、股权业务收入规模呈不断下降趋势，且其中 FICC 做市业务收入占比较大下降。
- ✓ 机构客户服务板块业绩下降的原因：机构客户服务板块，受宏观经济的波动影响较大，具有较强的周期性特征。因此，在 2008 年之后，全球经济复苏乏力、政治经济不确定性因素不断出现，导致公司机构客户服务板块业务收入自 2009 年以来，总体呈下降的趋势。

## ➤ 投资与借贷板块:

- ✓ 自 2009 至 2015 年, 高盛的投资与借贷板块波动性较大, 但 7 年中只有 2 年亏损, 盈利年度占比较高, 并且在盈利的 5 年中 (2010、2012-2015 年), 投资与借贷板块的利润总额, 在高盛四大板块中的排名均在前两位之内, 具有较高的盈利水平。
- ✓ **投资与借贷板块业绩变动的原因:** 一方面, 投资与借贷板块由于其投资属性, 业绩具有较强的波动性; 另一方面, 投资与借贷板块在盈利年度, 其盈利水平较高, 具体原因为: (1) 采用长期视角评价投资业绩; (2) 良好的客户基础; (3) 注重规避风险。

## ➤ 投资管理板块:

- ✓ 自 2009 至 2015 年, 高盛投资管理板块中由于占收入 80% 左右的管理及其他费用总体上保持了逐步提升趋势, 公司投资管理板块收入稳健增长。
- ✓ **投资管理板块业绩稳健增长的原因:** (1) 资产管理规模稳健增长; (2) 提供全球化、全方位服务; (3) 发行有吸引力的新产品以及积极并购带来资产管理规模的增长。

## 目录

1、高盛业绩回顾 .....	6
1.1 公司业绩规模及增速 .....	6
1.2 各板块业绩规模、增速及占比 .....	7
2、高盛各业务板块业绩变动原因分析 .....	12
2.1 投资银行板块 .....	12
2.2 机构客户服务板块 .....	17
2.3 投资与借贷板块 .....	22
2.4 投资管理板块 .....	26

## 图 目 录

图 1: 高盛营业收入规模及增速 (单位: 百万美元)	6
图 2: 高盛净利润规模及增速 (单位: 百万美元)	7
图 3: 目前高盛四大业务板块及其构成	8
图 4: 投资银行板块收入规模及增速 (百万美元)	12
图 5: 投资银行板块利润总额及增速 (百万美元)	12
图 6: 投资顾问收入变化趋势	13
图 7: 股权承销收入变化趋势	13
图 8: 债券承销收入变化趋势	13
图 9: 机构客户服务板块收入规模及增速 (百万美元)	17
图 10: 机构客户服务板块利润总额及增速 (百万美元)	17
图 11: FICC 做市收入变化趋势 (百万美元)	18
图 12: 股权业务收入变化趋势 (百万美元)	18
图 13: 投资与借贷板块收入规模及增速 (百万美元)	22
图 14: 投资与借贷板块利润总额规模及增速 (百万美元)	22
图 15: 股权投资收入变化趋势	23
图 16: 债券投资与借贷收入变化趋势	23
图 17: 其他业务收入变化趋势	23
图 18: 投资管理板块收入规模及增速 (百万美元)	27
图 19: 投资管理板块利润总额及增速 (百万美元)	27
图 20: 管理及其他费用收入变化趋势	28
图 21: 业绩报酬收入变化趋势	28
图 22: 交易收入变化趋势	28

## 表 目 录

表 1: 高盛各业务板块收入规模及增速 (单位: 百万美元) .....	8
表 2: 高盛各业务板块利润总额及增速 (单位: 百万美元) .....	9
表 3: 高盛各业务板块营业收入占比 .....	10
表 4: 高盛各业务板块利润总额占比 .....	11
表 5: 高盛各板块: 利润总额/营业收入 .....	11
表 6: 高盛投行板块各细分业务收入规模及增速 (单位: 百万美元) .....	13
表 7: 高盛投行板块各细分业务收入占比 .....	14
表 8: 高盛投行板块各细分业务项目规模 (金额单位: 10 亿美元) .....	15
表 9: 高盛投行板块各细分业务收入变动原因 .....	15
表 10: 高盛机构客户服务板块各细分业务收入规模及增速 (单位: 百万美元) .....	18
表 11: 高盛机构客户服务板块各细分业务收入占比 .....	19
表 12: 高盛机构客户服务板块各细分业务收入变动原因 .....	19
表 13: 高盛投资与借贷板块各细分业务收入规模及增速 (单位: 百万美元) .....	23
表 14: 高盛投资与借贷板块各细分业务收入占比 .....	24
表 15: 高盛投资与借贷板块各细分业务收入变动原因 .....	25
表 16: 高盛投资管理板块各细分业务收入规模及增速 (单位: 百万美元) .....	27
表 17: 高盛投资管理板块各细分业务收入结构 .....	28
表 18: 高盛投资管理板块资产管理规模 (单位: 10 亿美元) ——按管理属性划分 .....	29
表 19: 高盛投资管理板块资产管理规模 (单位: 10 亿美元) ——按资产类别划分 .....	29
表 20: 高盛投资管理板块各业务收入变动原因 .....	30

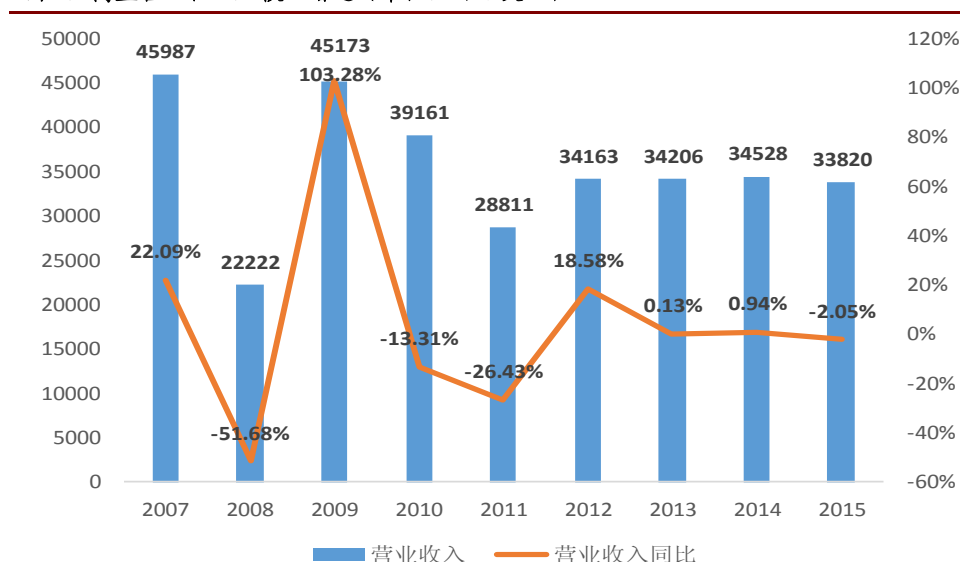
# 1、高盛业绩回顾

## 1.1 公司业绩规模及增速

### 公司营业收入规模及增速：

从 2007 年至 2015 年，高盛营业收入经历 2008 年的大幅回落、2009 年的大幅上涨之后，2010、2011 年呈下降趋势，在 2012 年上升 18.58%，此后直至 2015 年总体保持平稳，波动不大。

图 1：高盛营业收入规模及增速（单位：百万美元）



资料来源：公司年报，渤海证券

注：2007、2008 财年，起止日期是上年 11 月最后一周至本年 11 月最后一周，下同。

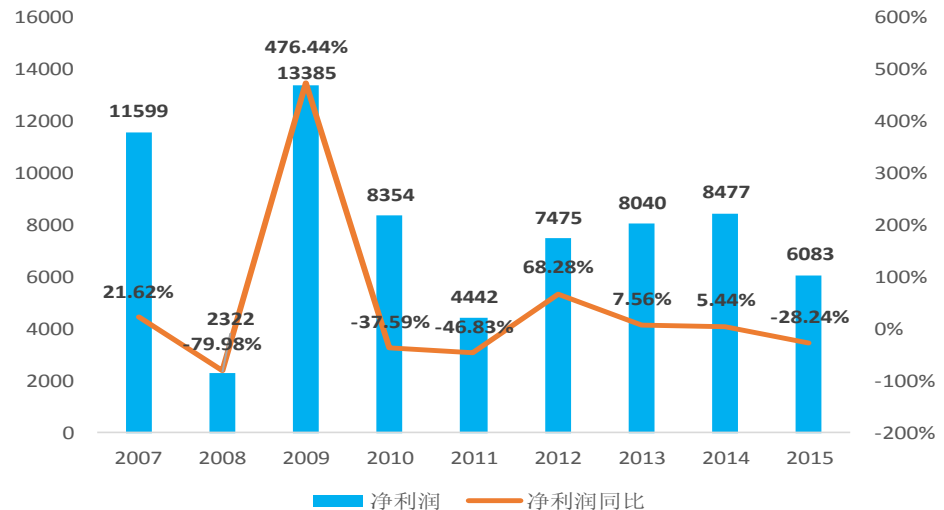
### 公司净利润规模及增速：

2007-2011 年，高盛的净利润变化趋势与收入变化趋势方向基本一致，但波动幅度更大，2012-2014 年，净利润保持连续上涨，但 2015 年又出现较大幅度回落。

其中，2015 年公司净利润的大幅回落，一方面是市场担忧美国近年来的首次加息可能对中国的造成冲击，带来全球经济增长下降，大宗商品价格也开始出现下跌（尤其是石油价格）。另一方面，根据 2015 年达成的与公司 2005-2007 年 RMBS 产品设计、承销和销售相关的法律诉讼和解协议，2015 年公司需要计提 33.70 亿美元（税后 29.90 亿美元）的大额减值准备。若不考虑这一减值准备影响，公

司 2015 年净利润增长 7.03%。

图 2：高盛净利润规模及增速（单位：百万美元）



资料来源：公司年报，渤海证券

## 1.2 各板块业绩规模、增速及占比

### (1) 各板块收入及利润总额的规模、增速

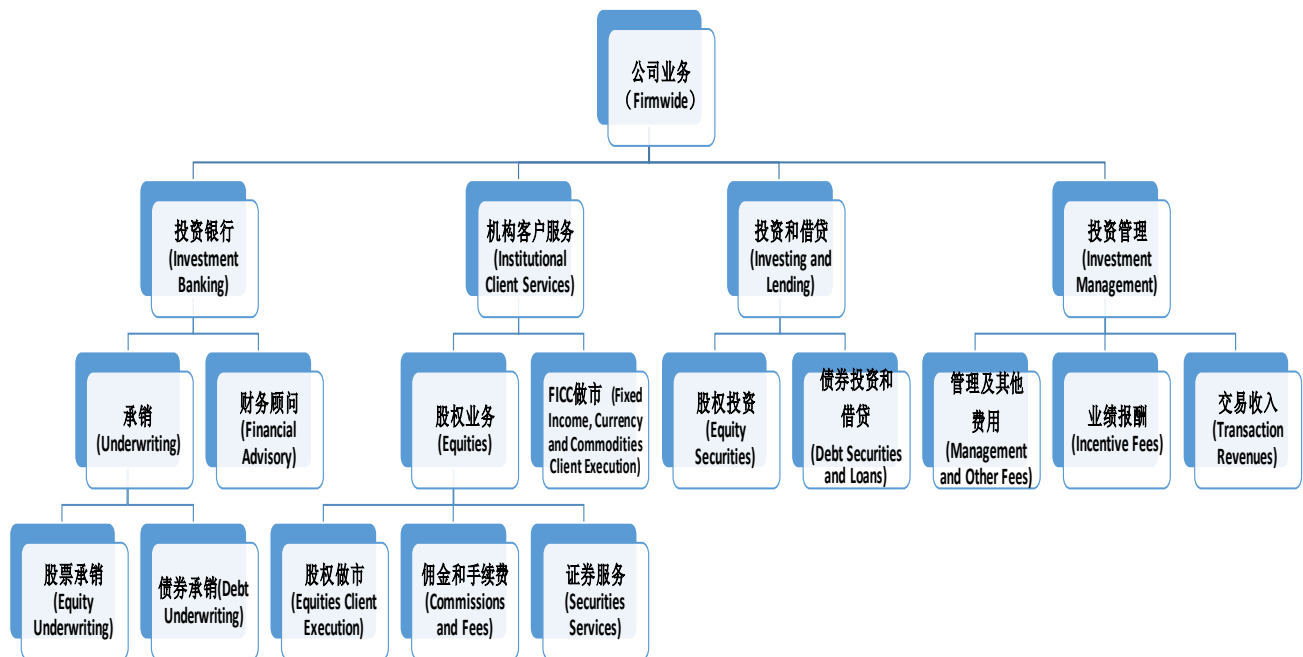
2009（含）年之前，高盛业务划分为三大业务板块：投资银行（Investment banking）、交易与直接投资（Trading and Principal Investments）、资产管理和证券服务（Asset Management and Securities Services）。

2010-2015 年，高盛业务划分为四大业务板块：投资银行（Investment banking）、机构客户服务（Institutional Client Services）、投资与借贷（Investing & Lending）、投资管理（Investment management）。公司 2010 年年报中分部报告部分对 2008、2009 年业务划分进行了追溯调整，因此后文分析时，2008-2015 年均采用四大业务板块的口径整理数据。

四大业务板块的收入规模及增速、利润规模及增速，详见表 1、表 2。



图 3：目前高盛四大业务板块及其构成



资料来源：公司年报，渤海证券

表 1：高盛各业务板块收入规模及增速（单位：百万美元）

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
营业收入	45,987	22,222	45,173	39,161	28,811	34,163	34,206	34,528	33,820
yoy	22.09%	-51.68%	103.28%	-13.31%	-26.43%	18.58%	0.13%	0.94%	-2.05%
其中：									
机构客户服务		22,345	32,719	21,796	17,280	18,124	15,721	15,197	15,151
yoy			46.43%	-33.38%	-20.72%	4.88%	-13.26%	-3.33%	-0.30%
投资银行	7,555	5,453	4,894	4,810	4,355	4,926	6,004	6,464	7,027
yoy	34.22%	-27.82%	-8.60%	-1.72%	-9.46%	13.11%	21.88%	7.66%	8.71%
投资管理		5,245	4,607	5,014	5,034	5,222	5,463	6,042	6,206
yoy			-12.16%	8.83%	0.40%	3.73%	4.62%	10.60%	2.71%
投资与借贷		-10,821	2,863	7,541	2,142	5,891	7,018	6,825	5,436
yoy			126.46%	163.40%	-71.60%	175.02%	19.13%	-2.75%	-20.35%
交易与直接投资	31,226								
yoy	22.16%								
资产管理和证券服务	7,206								
yoy	11.31%								

资料来源：公司年报，渤海证券

注：1、此表中 2007 年高盛业务板块分类口径与之后年度不一致，主要是因为根据财报数据无法追溯调整。下同。

2、此表中，投资与借贷板块 2008 年的收入为负数，2009 年收入为正数，此表中 2009 年所列示的该板块收入增长率是根据两年实际收入数据计算得出的增长率再取绝对值，仅供参考。为保证图表数据的连续性，后文中此类情况均采用此类处理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

8 of 34



方式，并在表中该数据下划线标出。

3、2015 年投资与借贷板块收入下降 20.35%，主要是因为该板块中“债券投资与借贷”业务收入下降 23.56%，具体原因是：2015 年下半年由于市场对全球经济增长前景的担忧，全球股权资产价格的下滑、高收益债信用利差的扩大带来负面冲击，公司债券投资收益大幅下降。

表 2：高盛各业务板块利润总额及增速（单位：百万美元）

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
利润总额	17,604	2,336	19,829	12,892	6,169	11,207	11,737	12,357	8,778
yoy	20.91%	-86.73%	748.84%	-34.98%	-52.15%	81.67%	4.73%	5.28%	-28.96%
其中：									
投资银行	2,570	2,184	1,502	1,351	1,360	1,596	2,525	2,776	3,314
yoy	64.01%	-15.02%	-31.23%	-10.05%	0.67%	17.35%	58.21%	9.94%	19.38%
投资与借贷		-13,540	-660	4,180	-531	3,225	4,332	4,006	3,034
yoy			95.13%	733.33%	-112.70%	707.34%	34.33%	-7.53%	-24.26%
投资管理		1,717	934	932	1,014	928	1,106	1,395	1,365
yoy			-45.60%	-0.21%	8.80%	-8.48%	19.18%	26.13%	-2.15%
机构客户服务		12,051	19,028	6,802	4,443	5,644	3,929	4,317	1,213
yoy			57.90%	-64.25%	-34.68%	27.03%	-30.39%	9.88%	-71.90%
交易与直接投资	13,228								
yoy	24.79%								
资产管理和证券服务	1,843								
yoy	-24.41%								

资料来源：公司年报，渤海证券

注：2015 年机构客户服务板块利润总额大幅下降 71.90%的原因：根据 2015 年达成的与公司 2005-2007 年 RMBS 产品设计、承销和销售相关的法律诉讼和解协议，需要在 2015 年计提 33.70 亿美元（税后 29.90 亿美元）的大额减值准备。这一减值准备列支在机构客户服务板块的营业支出项下。

## （2）各业务板块营业收入占比

不考虑受金融危机影响的 2008 年特殊情况，高盛四大业务板块中：

2009-2015 年，机构客户服务板块收入占比始终排在首位，但是总体上处于逐步减小的趋势，2009 年的占比为 72.43%，至 2015 年占比降为 44.80%，2013-2015 年基本保持在 44-45%左右；

2015 年收入占比排在第二位的是投资银行板块，占比为 20.78%，2009 年的占比为 11.03%，此后占比总体上不断提高；

2015 年收入占比排在第三位的是投资管理板块，占比为 18.35%，2009 年的占比为 10.20%，此后占比虽有波动，但总体也呈不断提高趋势；

2015 年收入占比排在最后的是投资与借贷板块，占比为 16.07%，2009 年的占比为 6.34%，此后略有波动，2012-2014 年占比一直排在第二位，在 17-20% 左右之间波动，2015 年占比下降了 3.70 个百分点。

表 3：高盛各业务板块营业收入占比

板块	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
机构客户服务	100.55%	72.43%	55.66%	59.98%	53.05%	45.96%	44.01%	44.80%
投资银行	24.54%	11.03%	12.28%	15.12%	14.42%	17.55%	18.72%	20.78%
投资管理	23.60%	10.20%	12.80%	17.47%	15.29%	15.97%	17.50%	18.35%
投资与借贷	-48.69%	6.34%	19.26%	7.43%	17.24%	20.52%	19.77%	16.07%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司年报，渤海证券

### （3）各业务板块利润总额占比

不考虑受金融危机影响的 2008 年特殊情况，高盛四大业务板块中：

2015 年，利润总额占比最高的是投资银行板块，占比为 37.13%，自 2009 年以来，除 2012 年占比出现 7.63 个百分点的下滑外，其他年度总体上稳步提升，尤其是 2015 年，较上年大幅提高了 14.91 个百分点；

2015 年，利润总额占比排在第二位的是投资与借贷板块，占比为 33.99%，2011 年之前占比波动幅度较大，2012-2015 年总体上保持了较高占比，占比在 28-36% 左右之间波动，这 4 年始终排在前两位之内；

2015 年，利润总额占比排在第三位的是投资管理板块，占比为 15.29%，从 2009 年以来，除 2012 年占比出现 7.98 个百分点的下滑外，其他年度占比总体上小幅稳步提升；

2015 年，利润总额占比排在第四位的是机构客户服务板块，占比为 13.59%。从 2009-2015 年，该板块利润总额占比呈明显的大幅下降的趋势，2009 年占比高达 91.46%，2009-2014 年除 2013 年占比略低于投资与借贷并排在第二位之外，其余年度均为当年占比最高的板块，但到了 2015 年，其占比快速下滑至最后一位。此外，从前文分析可知，机构客户服务板块收入的占比始终排在首位，但是总体上也处于逐步减小的趋势。

表 4：高盛各业务板块利润总额占比

板块	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
投资银行	90.55%	7.22%	10.18%	21.64%	14.01%	21.23%	22.22%	37.13%
投资与借贷	-561.36%	-3.17%	31.51%	-8.45%	28.31%	36.43%	32.06%	33.99%
投资管理	71.19%	4.49%	7.03%	16.13%	8.15%	9.30%	11.17%	15.29%
机构客户服务	499.63%	91.46%	51.28%	70.68%	49.54%	33.04%	34.55%	13.59%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司年报，渤海证券

#### （4）各业务板块盈利能力比较

高盛四大业务板块中，投资与借贷板块在 2010 年、2012-2015 年均是盈利能力最高的板块，其 2015 年利润总额/营业收入高达 55.81%，但该业务板块也是盈利能力波动最大的板块，2008、2009、2011 年均出现亏损；

自 2009 至 2015 年，投资银行板块盈利能力总体上呈现稳步提高的趋势，是 2012-2015 年盈利能力排在第二位的业务板块；

自 2009 至 2015 年，投资管理板块盈利能力相对稳定；

从 2009 年以来机构客户服务板块盈利能力总体上呈大幅回落趋势，利润总额/营业收入从 2009 年的 58.16%降至 2014 年的 28.41%，2015 年更大幅下降至 8.01%，从 2009 年盈利能力最强的业务板块，至 2015 年成为盈利能力最差的业务板块。

表 5：高盛各板块：利润总额/营业收入

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
投资与借贷	—	-23.05%	55.43%	-24.79%	54.74%	61.73%	58.70%	55.81%
投资银行	40.05%	30.14%	28.09%	31.23%	32.40%	42.06%	42.95%	47.16%
投资管理	32.74%	20.27%	18.59%	20.14%	17.77%	20.25%	23.09%	21.99%
机构客户服务	53.93%	58.16%	31.21%	25.71%	31.14%	24.99%	28.41%	8.01%

资料来源：公司年报，渤海证券

注：1、2008 年投资与借贷收入及利润总额均为负数。

2、2011 年投资与借贷板块利润总额为-5.31 亿美元。亏损原因为：（1）2011 年股权投资业务收入 6.03 亿美元，大幅下降 82.47%。其中 5.17 亿美元亏损源于在 2006 年对中国工行的原始股投资；（2）2011 年公司债券投资与借贷业务收入合计为 9600 万美元，大幅下降 96.30%。主要因为 2011 年有大约 10 亿美元与关系型借贷（relationship lending activities）相关的未实现损失对应的公允价值变动。具体详见表 15 中，公司 2011 年投资与借贷业务经营环境和各细分业务收入变动原因。

## 2、高盛各业务板块业绩变动原因分析

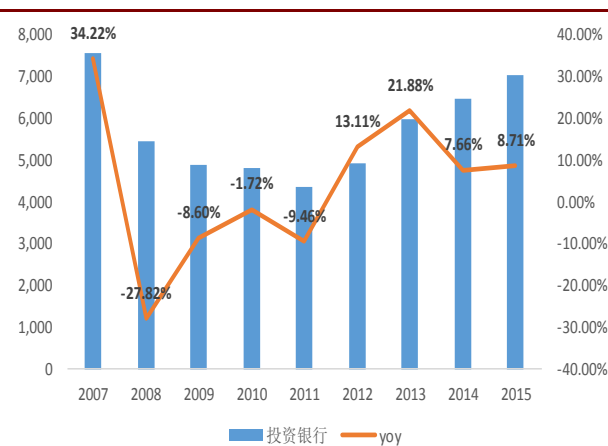
### 2.1 投资银行板块

不考虑受金融危机影响的 2008 年特殊情况:

2009-2015 年, 投资银行板块收入规模在 2011 年(含)之前逐步下降, 从 2012 年起稳步回升。

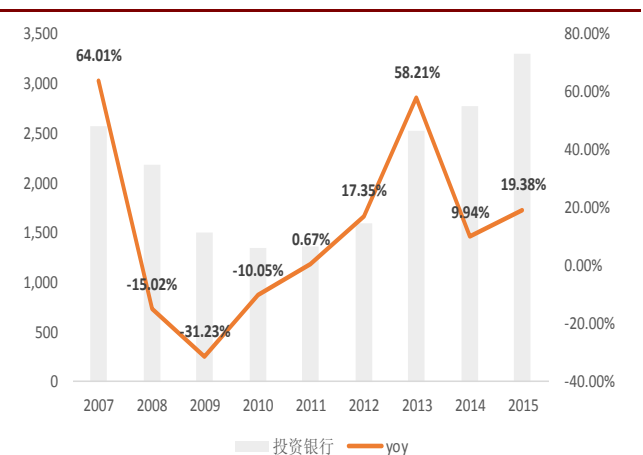
2009-2015 年, 投资银行板块利润总额在 2010 年(含)之前逐步下降, 从 2011 年起稳步回升, 2015 年增速达到 19.38%;

图 4: 投资银行板块收入规模及增速 (百万美元)



资料来源: 公司年报, 渤海证券

图 5: 投资银行板块利润总额及增速 (百万美元)



资料来源: 公司年报, 渤海证券

高盛投资银行板块主要包括: 财务顾问 (Financial Advisory) 和承销 (Underwriting), 其中后者又由股权承销 (Equity underwriting) 和债券承销 (Debt underwriting) 构成。

从高盛投行板块的细分收入构成来看, 除股权承销业务收入在 2010-2012 年、2015 年出现较大幅度下滑外, 财务顾问业务和债券承销业务总体上收入规模没有出现大幅的回落 (只在 2015 年债券承销收入下降略超过 10%)。其中, 财务顾问业务在 2014-2015 年、股权承销业务在 2013-2015 年、债券承销业务在 2012-2015 年, 其营收规模相较之前几年而言, 均大幅提高至一个新的台阶。

从投行板块内部各业务收入占比来看, 自 2009 至 2015 年, 财务顾问业务占比提高了 11.32 个百分点, 债券承销业务提高了 2.74 个百分点, 股权承销业务下降了

14.05 个百分点。

总体来看，自 2009 至 2015 年，高盛投行板块中财务顾问业务、债券承销业务基本没有出现大幅下滑，且财务顾问业务、债券承销业务、股权承销业务在近几年收入规模明显升至一个新的台阶，不过其中的股权承销业务波动性较大。

表 6：高盛投行板块各细分业务收入规模及增速（单位：百万美元）

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
投资银行板块	5,453	4,984	4,810	4,355	4,926	6,004	6,464	7,027
yoy		-8.60%	-3.49%	-9.46%	13.11%	21.88%	7.66%	8.71%
其中：								
投资顾问	2,663	1,897	2,062	1,987	1,975	1,978	2,474	3,470
yoy		-28.76%	8.70%	-3.64%	-0.60%	0.15%	25.08%	40.26%
承销	2,790	3,087	2,748	2,368	2,951	4,026	3,990	3,557
yoy		10.65%	-10.98%	-13.83%	24.62%	36.43%	-0.89%	-10.85%
其中：股权承销	1,415	1,797	1,462	1,085	987	1,659	1,750	1,546
yoy		27.00%	-18.64%	-25.79%	-9.03%	68.09%	5.49%	-11.66%
债券承销	1,375	1,290	1,286	1,283	1,964	2,367	2,240	2,011
yoy		-6.18%	-0.31%	-0.23%	53.08%	20.52%	-5.37%	-10.22%

资料来源：公司年报，渤海证券

图 6：投资顾问收入变化趋势

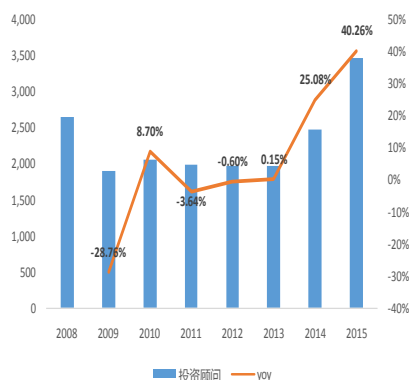


图 7：股权承销收入变化趋势

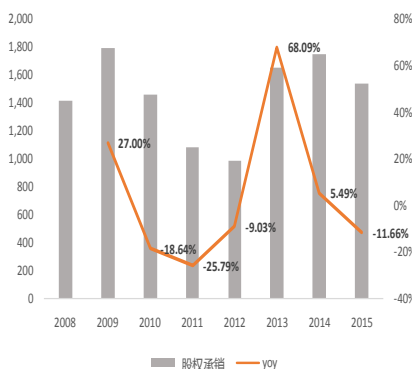
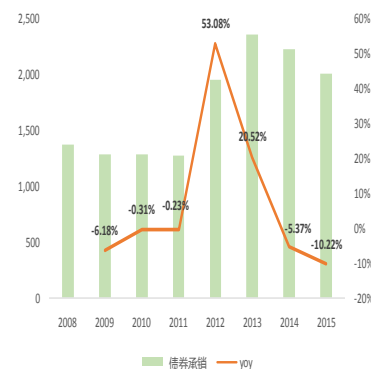


图 8：债券承销收入变化趋势



资料来源：公司公告，渤海证券

单位：百万美元

表 7：高盛投行板块各细分业务收入占比

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
财务顾问	48.84%	38.06%	42.87%	45.63%	40.09%	32.94%	38.27%	49.38%
承销	51.16%	61.94%	57.13%	54.37%	59.91%	67.06%	61.73%	50.62%
其中：								
股权承销	25.95%	36.06%	30.40%	24.91%	20.04%	27.63%	27.07%	22.00%
债券承销	25.22%	25.88%	26.74%	29.46%	39.87%	39.42%	34.65%	28.62%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司年报,渤海证券

### 高盛投行板块近几年业绩快速增长的原因分析：

#### （1）投行项目规模快速增长

从前文数据可知，财务顾问业务在 2014-2015 年、股权承销业务在 2013-2015 年、债券承销业务在 2012-2015 年，其营收规模相较之前几年而言，均大幅提高至一个新的台阶。

与之对应，已宣布与已完成的兼并重组项目规模合计数在 2014、2015 年均大幅增长，这两年同比分别增长 32.20%、75.28%；2013-2015 年与股权相关的承销项目规模也较之前三年明显增加；债券承销项目规模在 2012 年起也开始明显增加。

从后文表 9 中公司各年度投资银行业板块经营环境以及各细分业务收入变动原因的分析，可以看出，全球经济增长前景、利率水平、信用利差等宏观因素，均对公司投行业务业务所涉及的兼并重组、股权融资、债券融资等经济活动构成重要影响。

#### （2）出众的业务能力

出众的业务能力，是公司获取投行市场份额的重要保障。作为一家国际领先的投资银行，公司拥有大量的多行业客户，包括私营公司、金融企业、政府机构以及个人。高盛的所有运作都建立于紧密一体的全球化基础上，由优秀的专家为客户提供服务，向全球提供广泛的财务顾问等投行服务。高盛同时拥有丰富的地区市场知识和国际运作能力。因此，公司在投行业务上具有极强的竞争实力。如高盛 2015 年已完成的兼并重组项目规模、2015 年与股权相关的承销项目规模均排在全球首位。



### (3) 注重与其他业务间的协调配合

高盛较为注重投行业务与公司其他业务的协同配合。公司认为，投行业务不仅能够提供财务顾问和承销服务，同样能够为公司的其他部门提供重要的业务资源，形成产业链上的协同作业。比如和投行客户合作的过程中获知客户需要某种套期保值的方案，或者通过财务顾问部门创造一个资管客户投资的机会等，如公司曾利用其投行部门与 Facebook 和 Uber 之间的业务关系，为公司私人财富管理客户带来了投资 Facebook 和 Uber 的机会。注重与公司其他业务之间的协调配合，不仅可以为公司整体带来更多的盈利机会，也可以在为客户提供更多综合服务的同时，增强投行自身客户的粘性。

表 8：高盛投行板块各细分业务项目规模（金额单位：10 亿美元）

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
已宣布的兼并重组项目	914	533	500	634	707	602	973	1,774
yoy		-41.68%	-6.19%	26.80%	11.51%	-14.85%	61.63%	82.32%
已完成的兼并重组项目	874	591	441	652	574	634	661	1,090
yoy		-32.38%	-25.38%	47.85%	-11.96%	10.45%	4.26%	64.90%
与股权相关的承销项目	64	83	67	55	57	90	78	72
yoy		29.69%	-19.28%	-17.91%	3.64%	57.89%	-13.33%	-7.69%
债券承销项目	165	256	234	206	236	281	270	251
yoy		55.15%	-8.59%	-11.97%	14.56%	19.07%	-3.91%	-7.04%

资料来源：公司年报，渤海证券

表 9：高盛投行板块各细分业务收入变动原因

年度	投行板块经营环境	公司投行各细分业务收入变动原因	
2010 年	(年报中未就该板块经营环境进行描述)	财务顾问业务	2010 年财务顾问业务收入 20.62 亿美元，增长 8.70%，主要源于客户业务需求的增长。
		股权承销业务	2010 年股权承销业务收入 14.62 亿美元，大幅下降 18.64%，主要是源于相对于 2009 年，客户股权承销业务需求的大幅下降（2009 年，金融机构进行了大规模的融资活动带来业务较大规模增长）。
		债券承销业务	2010 年债券承销业务收入 12.86 亿美元，微幅下降 0.31%。（注：年报中未具体说明变动原因）
2011 年	2011 年，投行的经营环境表现为在整个下半年各行业承销业务和兼并重组活动的大幅下降。这种情况的出现主要是源于对全球经济继续恶化的担忧，包括欧洲主权债务危机的加剧，进而导致 2011 年下半年信用利	财务顾问业务	2011 年财务顾问业务收入 19.87 亿美元，下降 3.64%。（注：年报中未具体说明变动原因）
		股权承销业务	2011 年股权承销业务收入 10.85 亿美元，大幅下降 25.79%，主要是源于各行业经济活动的活跃度下降。
		债券承销业务	2011 年债券承销业务收入 12.83 亿美元，微幅下降 0.23%。（注：年报中未具体说明变动原因）



	差的急剧扩大、资产价格波动率水平的大幅攀升以及全球股权市场的大幅回落。		
2012 年	2012 年, 投行的经营环境充斥着对全球范围内经济增长的担忧以及对政治不确定性的焦虑, 这给兼并重组以及股权承销业务 (尤其是 IPO 业务) 带来了负面影响, 但伴随信用利差的收窄和利率的持续低迷, 债券承销业务相对于 2011 年的表现有所好转。	财务顾问业务	2012 年财务顾问业务收入 19.75 亿美元, 微幅下降 0.61%。 (注: 年报中未具体说明变动原因)
		股权承销业务	2012 年股权承销业务收入 9.87 亿美元, 下降 9.03%, 主要是源于各行业 IPO 承销业务的下降。
		债券承销业务	2012 年债券承销业务收入 19.64 亿美元, 大幅提高 53.08%, 收入增长主要来源于投资级债券的承销业务以及债务融资业务的增长。
2013 年	2013 年, 投行业务的经营环境特征是: 由于全球股权资产价格的大幅上涨, 各行业股权承销业务呈增长态势, 尤其是 IPO 业务。除此之外, 由于利率水平保持低位, 各行业债券承销业务增长也较为强劲, 债务融资业务活跃。但出于对宏观经济走势的担忧, 使各行业的兼并重组活动较上年出现下降。	财务顾问业务	2013 年财务顾问业务收入 19.78 亿美元, 微幅增长 0.15%。 (注: 年报中未具体说明变动原因)
		股权承销业务	2013 年股权承销业务收入 16.59 亿美元, 大幅提高 68.09%, 主要是源于股票承销项目大幅增长, 尤其是 IPO 承销收入的大幅增加。
		债券承销业务	2013 年债券承销业务收入 23.67 亿美元, 大幅提高 20.52%, 主要是来源于债务融资活动的增加。
2014 年	2014 年, 投行业务的经营环境特征是各行业股权和债券承销均很活跃, 相对于 2013 年而言, 各行业已完成的兼并重组活动呈增长态势。	财务顾问业务	2014 年财务顾问业务收入 24.14 亿美元, 大幅增长 25.08%, 主要受益于当年以美国境内为主的各行业已完成的兼并重组活动的增加。
		股权承销业务	2014 年股权承销业务收入 17.50 亿美元, 小幅提高 5.49%, 主要是源于 IPO 承销收入的增加。
		债券承销业务	2014 年债券承销业务收入 22.40 亿美元, 小幅下降 5.37%, 主要是来源于商业抵押业务的收入下降。
2015 年	2015 年, 投行业务的经营环境特征是各行业兼并重组活动十分活跃, 但是债券和股权承销项目则相对于 2014 年出现下降。	财务顾问业务	2015 年财务顾问业务收入 34.70 亿美元, 大幅增长 40.26%, 主要源于以美国境内为主的客户并购行为活跃, 带来了强劲的业务需求。相较上年, 各行业已完成的兼并重组活动大幅攀升。
		股权承销业务	2015 年股权承销业务收入 15.46 亿美元, 下降 11.66%, 主要是源于 IPO 和可转债项目承销收入的下降, 不过再融资项目收入的增长, 相当程度上抵销了 IPO 和可转债项目收入下降的影响。
		债券承销业务	2015 年债券承销业务收入 20.11 亿美元, 下降 10.22%, 主要是来源于较低水平的债务融资活动。

资料来源: 公司年报, 渤海证券

注: 2008、2009 年公司业务板块划分口径与之后年度不同, 故此处只整理 2010-2015 年的收入变动原因, 下同。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

16 of 34

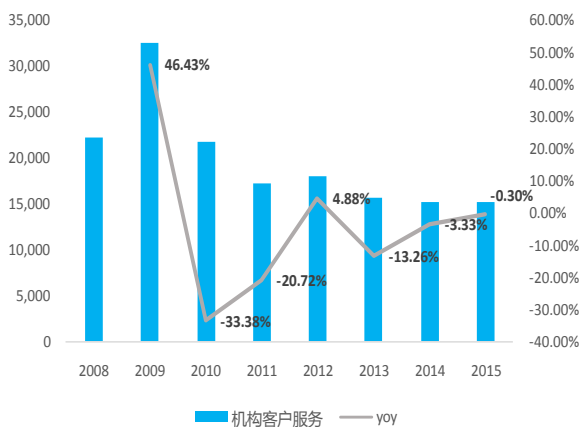
## 2.2 机构客户服务板块

不考虑受金融危机影响的 2008 年特殊情况:

2009-2015 年, 机构客户服务板块收入规模总体上呈逐步下降趋势, 从 2009 年的 327.19 亿美元, 降至 2015 年的 151.51 亿美元。

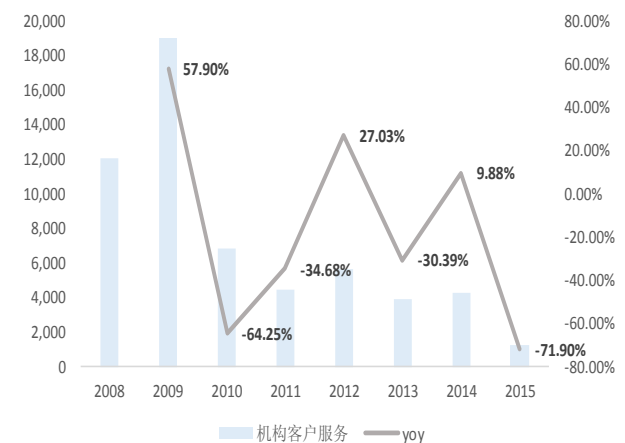
2009-2015 年, 机构客户服务板块利润总额规模总体上大幅下降, 从 2009 年的 190.28 亿美元, 下降至 2015 年的 12.13 亿美元, 其中 2015 年大幅下降 71.90%<sup>1</sup>。

图 9: 机构客户服务板块收入规模及增速 (百万美元)



资料来源: 公司年报, 渤海证券

图 10: 机构客户服务板块利润总额及增速 (百万美元)



资料来源: 公司年报, 渤海证券

高盛机构客户服务板块主要包括: FICC 做市 (Fixed Income, Currency and Commodities Client Execution) 和股权业务 (Equities), 其中后者又由股权做市 (Equities client execution)、佣金和手续费 (Commissions and fees)、证券服务 (Securities services) 构成。

从高盛机构客户服务板块的细分收入构成来看, FICC 做市收入从 2009 年以来总体上呈逐步下降趋势, 股权业务除 2015 年实现 16.24%<sup>2</sup> 的较大幅度增长外, 2009-2014 年总体上也呈逐步下降趋势。

从机构客户服务板块内部各业务收入占比来看, 自 2009 至 2015 年, FICC 做市业务占比下降了 18.55 个百分点, 而股权业务中的股权做市、佣金和手续费、

<sup>1</sup> 2015 年机构客户服务板块利润大幅下降 71.90% 的原因: 2015 年达成的与公司 2005-2007 年 RMBS 产品设计、承销和销售相关的法律诉讼和解协议, 需要在 2015 年计提 33.70 亿美元 (税后 29.90 亿美元) 的大额减值准备。这一减值准备列支在机构客户服务板块的营业支出项下。

<sup>2</sup> 2015 年, 股权业务收入同比增长 16.24%, 主要是源于公司在全球主要地区的股权客户做市业务收入大幅增长 45.65% (主要得益于衍生品和现金产品业务的大幅增长, 以及在证券服务业务方面收入的较快增长 9.38% (主要得益于客户平均融券余额的增长和融券利差的提高))。

证券服务分别上升了 3.98、9.58、4.99 个百分点。

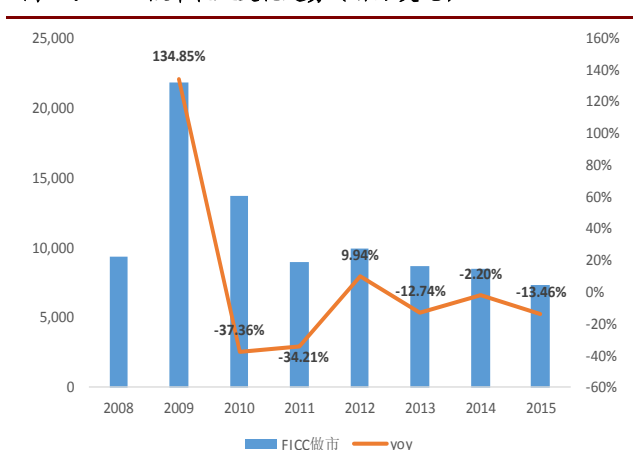
总体来看，自 2009 至 2015 年，高盛机构客户服务板块中 FICC 做市业务、股权业务收入规模呈不断下降趋势，且其中 FICC 做市业务收入占比较大程度下降。

表 10: 高盛机构客户服务板块各细分业务收入规模及增速 (单位: 百万美元)

	2,008	2,009	2,010	2,011	2,012	2,013	2,014	2,015
结构客户服务板块	22,345	32,719	21,796	17,280	18,124	15,721	15,197	15,151
yoy		46.43%	-33.38%	-20.72%	4.88%	-13.26%	-3.33%	-0.30%
其中:								
FICC 做市	9,318	21,883	13,707	9,018	9,914	8,651	8,461	7,322
yoy		134.85%	-37.36%	-34.21%	9.94%	-12.74%	-2.20%	-13.46%
股权业务	13,027	10,836	8,089	8,262	8,210	7,070	6,736	7,829
yoy		-16.82%	-25.35%	2.14%	-0.63%	-13.89%	-4.72%	16.24%
其中: 股权做市	4,950	5,237	3,231	3,031	3,171	2,594	2,079	3,028
yoy		5.80%	-38.30%	-6.19%	4.62%	-18.20%	-19.85%	45.65%
佣金和手续费	4,826	3,680	3,426	3,633	3,053	3,103	3,153	3,156
yoy		-23.75%	-6.90%	6.04%	-15.96%	1.64%	1.61%	0.10%
证券服务	3,251	1,919	1,432	1,598	1,986	1,373	1,504	1,645
yoy		-40.97%	-25.38%	11.59%	24.28%	-30.87%	9.54%	9.38%

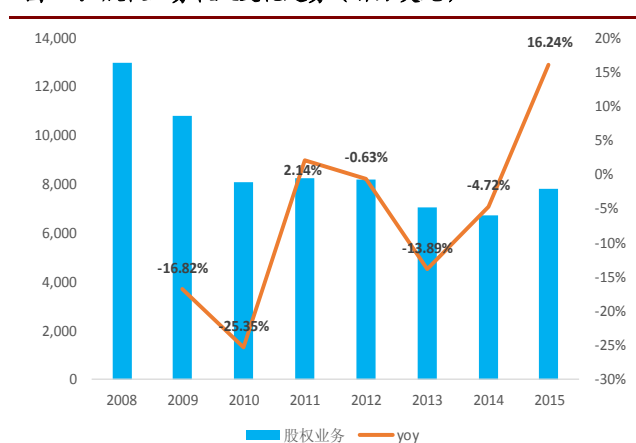
资料来源: 公司年报, 渤海证券

图 11: FICC 做市收入变化趋势 (百万美元)



资料来源: 公司年报, 渤海证券

图 12: 股权业务收入变化趋势 (百万美元)



资料来源: 公司年报, 渤海证券

表 11: 高盛机构客户服务板块各细分业务收入占比

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
FICC 做市	41.70%	66.88%	62.89%	52.19%	54.70%	55.03%	55.68%	48.33%
股权业务	58.30%	33.12%	37.11%	47.81%	45.30%	44.97%	44.32%	51.67%
其中:								
股权做市	22.15%	16.01%	14.82%	17.54%	17.50%	16.50%	13.68%	19.99%
佣金和手续费	21.60%	11.25%	15.72%	21.02%	16.85%	19.74%	20.75%	20.83%
证券服务	14.55%	5.87%	6.57%	9.25%	10.96%	8.73%	9.90%	10.86%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源: 公司年报, 渤海证券

### 高盛机构客户服务板块业绩下降的原因分析:

机构客户服务板块受宏观经济的周期波动影响较大。机构客户服务板块收入在 2010、2011、2013 年出现较大下滑, 并且 FICC 做市与股权业务基本同方向变化。从表 12 中公司各年度机构客户服务业务面临的经营环境以及各细分业务收入变动的因素, 可以看出, 收入出现大幅下滑的几年, 往往是政治和经济前景不确定性较高、市场担忧情绪浓重的期间, 也往往导致全球资产价格下降、信用利差扩大等, 并进而导致客户活跃度明显下降, 因此, 可以说, 机构客户服务板块, 受宏观经济的周期性波动影响较大, 具有较强的周期性特征。因此, 在 2008 年之后, 全球经济复苏乏力、政治经济不确定性因素不断出现, 导致公司机构客户服务板块业务收入自 2009 年以来, 总体上呈下降的趋势。

表 12: 高盛机构客户服务板块各细分业务收入变动原因

年度	机构客户服务板块经营环境	公司机构客户服务板块各细分业务收入变动原因	
2010 年	2010 年二季度开始出现对机构客户服务业务不利的经营条件, 使得客户活跃度出现下降。这些不利条件包括对于市场的广泛担忧情绪: 涉及欧洲主权债务危机、金融监管政策的不确定性、股权价格大幅的波动、全球股权价格走低以及公司信用利差的扩大等。此外, 竞争的加剧也使买卖价差缩窄。在 2010 年下半年, 部分以上因素发生反转, 如股权价格波动率下降、全球股权价格回升、公司信用利差缩窄, 不过较低的客户活跃水平仍继续对公司业务构成负面影响 (主要源于市场对欧洲主权债务危机、金融监管政策的不确定性的持续担忧)。	FICC 做市业务	2010 年 FICC 做市业务收入 137.07 亿美元, 大幅下降 37.36% (2009 年的基数较高, 为 218.83 亿美元)。2010 年公司 FICC 做市业务面临的经营环境具有一定的挑战性, 主要是客户活跃度较低 (主要由于市场对欧洲主权债务危机和监管制度改革的不确定性的担忧情绪, 以及较小的买卖价差)。相较 2009 年, 2010 年较低的 FICC 做市业务收入的下降主要源于利率产品业务、信用产品业务、大宗商品业务收入的大幅下降, 以及货币业务的小幅下降。不过抵押贷款业务收入实现了增长, 这主要是因为 2009 年抵押贷款业务有一笔约 10 亿美元的亏损。
		股权业务	2010 年, 股权业务收入 89.89 亿美元, 同比大幅下降 25.35%, 主要是源于股权客户做市业务 (equities client execution) 收入的大幅下降 (主要是在衍生品和股票业务方面的大幅下降)。佣金和手续费 (Commissions and Fees) 收入较上年也出现下降, 主要是因为客户活跃度下降。此外, 证券服务业务 (securities services) 收入大幅低于 2009 年, 主要由于融券利差的缩窄 (主要是受客户融券余额



			的结构变化带来的负面影响,不过这一负面影响也被客户平均融券余额规模的提高在一定程度上抵消)。在 2010 年,虽然上半年股权市场大幅波动,但是下半年股权资产价格总体上走高并且波动率出现了下降。
2011 年	2011 年机构客户服务业务处于这样的经营环境之中:市场处于对全球经济走弱不断升温的担忧情绪之中,这种担忧还涉及欧洲主权债务危机的加剧以及由此带来对欧洲银行和全球金融机构的负面冲击。这种情况也对美国经济复苏前景的预期构成冲击,而股权及债券市场对此也予以广泛反映。此外,美国政府、联邦机构以及众多的金融机构在 2011 年下半年被下调评级,也进一步加剧了市场的不确定性。以上各种担忧情绪,加之还有其他对市场的各类担忧(如金融监管政策的改革等),导致 2011 年公司机构客户服务业务受到较大的负面冲击。	FICC 做市业务	2011 年, FICC 做市业务收入 90.18 亿美元,大幅下降 34.21%。虽然 2011 年客户的交易活跃度与上年基本持平,而且 2011 年第一季度收入还算平稳,但是后三个季度,由于各类市场处于被担忧情绪和不确定性主导的状态之中,导致市场剧烈波动和信用利差的急剧扩大,进而使得公司做市条件变得艰难,并导致公司及客户风险偏好降低。在这样的市场条件下, FICC 所有做市业务的收入均出现下降,尤其是抵押贷款业务和信用产品业务收入出现大幅下降。
		股权业务	2011 年, 股权业务收入 82.62 亿美元, 同比增长 2.14%。2011 年,尤其是在第三季度,欧洲和亚洲资产价格的平均波动率水平提高,股权价格大幅下降。股权业务收入实现增长主要是因为交易量的提升,导致佣金和手续费(Commissions and Fees)的增长(尤其是在第三季度)。此外,证券服务业务(securities services)实现增长,主要源于客户平均两融余额的增长。股权客户做市业务(equities client execution)收入下降,主要因为客户股票投资收入的大幅下降。
2012 年	2012 年,机构客户服务业务处于这样一种经营环境之中:虽然也有积极的因素使得市场环境有所改善,但市场始终处于一种持续的担忧情绪和各种不确定性当中。使得市场环境有所改善的因素包括:欧洲部分央行采取更为灵活的货币政策来处理欧洲的金融机构债务危机,以及美国经济走势趋稳,经济数据改善(包括就业和房屋销售数据的改善)。以上经济环境的改善使得信用利差缩窄,全球股权价格上涨以及较低的波动率。但是,对全球经济未来前景的担忧情绪和持续的政治不确定性(尤其是美国围绕财政悬崖的政治分歧),导致客户规避风险情绪抬升和不活跃的交易活动。与此同时,关于金融监管政策改革的不确定性也始终存在。	FICC 做市业务	2012 年, FICC 做市业务收入 99.14 亿美元, 增长 9.94%, 主要源于抵押贷款业务收入的大幅增长,此外,信用产品业务和利率产品业务也实现了稳步增长。不过大宗商品业务收入大幅下降,货币业务收入出现小幅下降。虽然 2012 市场上担忧的情绪一直存在,但相较于上年,公司 FICC 做市业务处于一个相对改善的环境:信用利差缩窄以及更加有利的做市条件。
		股权业务	2012 年, 股权业务收入 82.10 亿美元, 同比下降 0.63%。其中, 2012 年证券服务业务(securities services)大幅增长,主要是由于对外出售了公司对冲基金管理业务,证券服务业务获得约 5 亿美元的收入。除此之外, 股权客户做市业务(equities client execution)收入也实现增长,主要得益于客户活跃度的提升,使得现货股票业务收入增长。不过由于市场交易量的下降,佣金和手续费(Commissions and Fees)出现了下降。2012 年公司股权业务处于全球股权资产价格上涨以及较低波动率的经营环境之中。
2013 年	2013 年,机构客户服务板块面临着颇具挑战性的经营环境,需要持续的对全球经济增长前景进行重新评估,包括美联储何时会逐步退出其资产收购计划,以及持续的全球政治风险和不确定性,期	FICC 做市业务	2013 年, FICC 做市业务收入 86.51 亿美元, 下降 12.74%, 主要是源于利率产品业务、抵押贷款业务收入的大幅下滑。利率产品业务、抵押贷款业务下滑主要是因为业务环境较上年更加不利以及客户活跃度的下降。此外, 货币业务的收入出现微幅下降,而信用产品业务和大宗商品业务与上年相比,基本保持一致。

	<p>间还伴随着美国经济状况的改善。因此，在 2013 年，公司客户的风险偏好和活跃程度处于波动之中。相较于上年，公司客户的活跃程度总体上较低，全球股权价格出现大幅上涨，信用利差缩窄。</p>	<p>股权业务</p>	<p>2013 年，股权业务收入 70.70 亿美元，同比下降 13.89%，主要是因为 2013 年 1 月份将在美国境内的再保险业务股权出售、2012 年将公司对冲基金管理业务出售。扣除在美国境内的再保险业务之后，股权客户做市业务（equities client execution）收入较上年实现增长，主要由于现金产品业务收入的大幅增长，但这一增长一定程度上被衍生品业务收入的大幅下降所抵消。佣金和手续费（Commissions and Fees）业务小幅增长，增长来源主要是在亚洲和欧洲，不过这一增长也一定程度上被美国境内的业务下降所抵消。相较上年，2013 年亚洲和欧洲的日均交易量较高，美国境内则较低，在挂牌交易的现货股票市场同样如此。证券服务业务（securities services）较上年大幅下降，主要是因为 2012 年将公司对冲基金管理业务出售。2013 年，股权相关业务面临的运营环境是：全球股权价格的大幅上涨，尤其是在日本和美国，以及总体上较低的波动率水平。</p>
2014 年	<p>2014 年，机构客户服务板块的经营环境具有较大的挑战性，因为经济增长的不确定性，导致公司的客户降低风险偏好，尤其是在信用产品、利率产品和抵押贷款领域。除此之外，虽然在接近年底的期间，某些业务领域的波动率抬升，资产价格波动水平总体保持在低位。下半年，债券市场受到高收益债信用利差的扩大和石油价格下跌的冲击，流动性水平走低，尤其是在信用债领域。不过，股权市场全年总体上呈上涨态势。</p>	<p>FICC 做市业务</p>	<p>2014 年，FICC 做市业务收入 84.61 亿美元，下降 2.20%，一方面，主要源于信用产品业务收入较大幅度的下降以及利率产品业务和抵押贷款业务的微幅下降。其中，信用产品业务收入下降，主要是因为做市条件的不利（尤其是在 2014 年的下半年），以及客户活跃度总体上处于较低水平。另一方面，大宗商品业务收入大幅增长、货币业务收入实现增长。其中，大宗商品业务的增长，主要是在特定能源产品领域里更为有利的做市条件（尤其是 2014 年第一季度）；货币业务的增长，主要是在接近年底期间，客户活跃度的提高和资产价格波动率的提升。</p>
		<p>股权业务</p>	<p>2014 年，股权业务收入 67.36 亿美元，同比下降 4.72%，主要是源于衍生品业务收入的下降，而证券服务业务（securities services）、佣金和手续费（Commissions and Fees）业务收入略有增长。其中，证券服务业务（securities services）的增长，主要是因为客户平均两融余额的增长；佣金和手续费（Commissions and Fees）业务增长主要是在欧洲和美国国内客户活跃度的提升，同时在这些地区挂牌交易的现货股票市场的规模也呈现增长态势。</p>
2015 年	<p>2015 年，机构客户服务板块的经营环境为：在第一季度，受美国 and 欧洲央行货币政策的分歧影响，资产价格波动率水平提升，客户在货币、利率产品和股权产品领域活跃度大幅提高，做市环境也得以改善。但是，在后三个季度，对全球经济增长和美联储利率政策不确定性的担忧，以及随之而来的全球股市的走低、高收益债信用利差的扩大、商品价格的走低，导致客户活跃度下降，尤其是在抵押贷款和信用产品领域，并加大做市业务难度。</p>	<p>FICC 做市业务</p>	<p>2015 年，FICC 做市业务收入 73.22 亿美元，下降 13.46%，一方面，主要源于在抵押贷款、信用产品和大宗商品业务收入的大幅下降。其中，抵押贷款、信用产品业务的减少是因为 2015 年在做市业务面临较大挑战以及较低水平规模的交易活动，大宗商品业务收入的下降主要是相对 2014 年而言，处于更为不利的做市环境。另一方面，由于客户活跃度的提升提高了波动水平（尤其是在 2015 年第一季度），利率产品业务和货币业务收入规模较上年增长。</p>
		<p>股权业务</p>	<p>2015 年，股权业务收入 78.29 亿美元，同比增长 16.24%，主要是源于在全球主要地区股权客户做市业务（equities client execution）收入的大幅增长 45.65%（主要得益于衍生品和现金产品业务的大幅增长），以及在证券服务业务（securities services）方面收入的较快增长 9.38%（主要得益于客户平均融券余额的增长和融券利差的提高）。而佣金和手续费（Commissions and Fees）业务在 2015 年仅仅略微增长了 0.10%。</p>

资料来源：公司年报，渤海证券

请务必阅读正文之后的免责条款部分

21 of 34

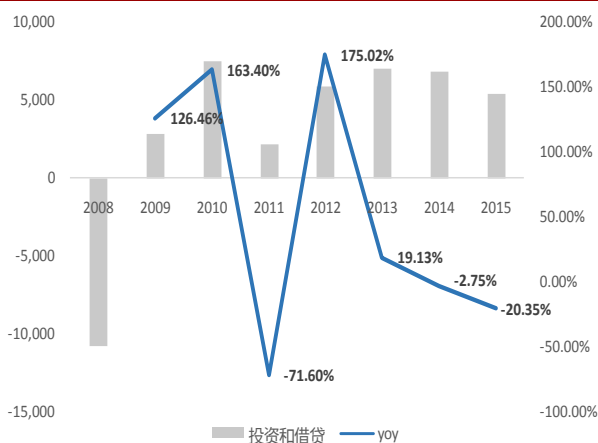
## 2.3 投资与借贷板块

不考虑受金融危机影响的 2008 年特殊情况:

2009-2015 年, 投资与借贷板块收入增速大幅波动, 其中 2011-2015 年收入规模先增后减。

2009-2015 年, 投资与借贷板块利润总额增速大幅波动, 其中 2014、2015 年利润总额规模不断下滑, 分别下降-7.53%、-24.26%<sup>3</sup>。

图 13: 投资与借贷板块收入规模及增速 (百万美元)



资料来源: 公司年报, 渤海证券

图 14: 投资与借贷板块利润总额规模及增速 (百万美元)



资料来源: 公司年报, 渤海证券

注: 以上两图中, 投资与借贷板块 2008 年的收入为负数, 2008、2009、2011 年利润总额为负数, 据此计算的下一年度增长率是根据两年实际数据计算得出的增长率再取绝对值, 为保证图表数据的连续性, 此种情况均采用此类处理方式, 仅供参考。下同。

高盛投资与借贷板块主要包括: 股权投资 (Equity securities) 业务、债券投资与借贷 (Debt securities and loans) 业务, 在 2014 (含) 之前还有一个其他 (Other) 业务 (注: 此“其他”业务主要指对联营企业的投资)。

2008 年金融危机之后, 除 2009、2011 年外, 公司股权投资业务、债券投资与借贷业务虽有波动, 但是总体实现了较大规模的营业收入。

在投资与借贷板块内部, 从 2011 年至 2015 年, 公司股权投资业务收入占比逐步

<sup>3</sup> 2015 年利润总额下降 24.26% 的原因: 2015 年投资与借贷板块收入下降了 20.35%, 主要是因为该板块中“债券投资与借贷”业务收入下降 23.56%, 具体原因是: 2015 年下半年由于市场对全球经济增长前景的担忧, 全球股权资产价格的下滑、高收益债信用利差的扩大带来负面冲击, 公司债券投资收益大幅下降。

请务必阅读正文之后的免责条款部分



增大，从 2011 年的 28.15% 提升至 2015 年的 69.55%；2012 年至 2015 年债券投资业务收入占比保持在 30% 左右波动；其他业务收入从 2011 年起占比逐年减小，2015 年“其他”业务项目下对应的收入（3.91 亿美元）被重新调整进入“股权投资”和“债券投资与借贷”业务之中（详见表 13 的附注）。

总体来看，自 2009 至 2015 年，高盛的投资与借贷板块波动性较大，但 7 年中只有 2 年亏损，盈利年度占比较高，并且从前文分析可知，在其盈利的 5 年中（2010、2012-2015 年），投资与借贷板块的利润总额，在高盛四大板块中的排名均在前两位之内，具有较高的盈利水平。

表 13：高盛投资与借贷板块各细分业务收入规模及增速（单位：百万美元）

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
投资与借贷板块	-10,821	2,863	7,541	2,142	5,891	7,018	6,825	5,436
yoy		-126.46%	163.40%	-71.60%	175.02%	19.13%	-2.75%	-20.35%
其中：								
股权投资	-6,399	986	3,439	603	2,800	3,930	3,813	3,781
yoy		115.41%	248.78%	-82.47%	364.34%	40.36%	-2.98%	-0.84%
债券投资与借贷	-6,325	1,045	2,597	96	1,850	1,947	2,165	1,655
yoy		116.52%	148.52%	-96.30%	1827.08%	5.24%	11.20%	-23.56%
其他	1,903	832	1,505	1,443	1,241	1,141	847	—
yoy		-56.28%	80.89%	-4.12%	-14.00%	-8.06%	-25.77%	—

资料来源：公司年报，渤海证券

注：

1. 2008 年投资与借贷板块、以及细分业务股权投资业务、债券投资与借贷业务的收入为负数，据此计算的下一年度增长率是根据两年实际收入数据计算得出的增长率再取绝对值，仅供参考，以下划线标出。
2. 2015 年，投资与借贷板块下无“其他”业务。根据公司财报，由于 2014 年 4 季度公司将合营投资企业麦德龙的股份售出，2015 年“其他”业务项目下对应的收入（2015 年为 3.91 亿美元）被调整分配至“股权投资”和“债券投资与借贷”业务之中。

图 15：股权投资收入变化趋势

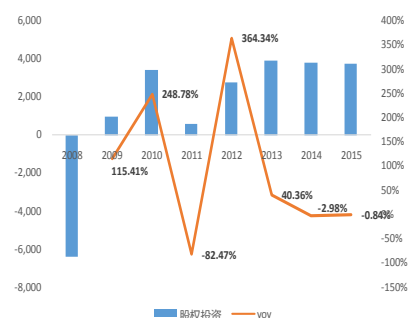


图 16：债券投资与借贷收入变化趋势

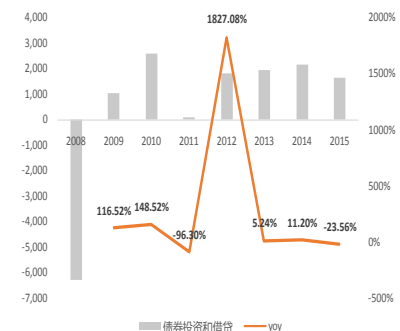
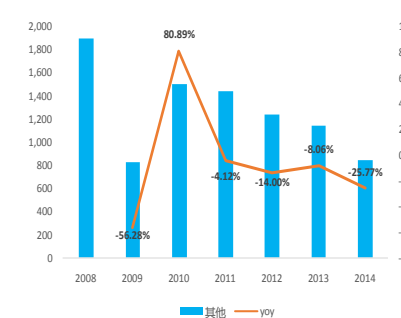


图 17：其他业务收入变化趋势



资料来源：公司公告，渤海证券

单位：百万美元

请务必阅读正文之后的免责条款部分

23 of 34

表 14：高盛投资与借贷板块各细分业务收入占比

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
股权投资	59.14%	34.44%	45.60%	28.15%	47.53%	56.00%	55.87%	69.55%
债券投资与借贷	58.45%	36.50%	34.44%	4.48%	31.40%	27.74%	31.72%	30.45%
其他	-17.59%	29.06%	19.96%	67.37%	21.07%	16.26%	12.41%	—
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源：公司年报，渤海证券

### 高盛机构投资与借贷板块业绩变动原因分析：

一方面，投资与借贷板块业绩具有较强的波动性。通过分析公司各年度投资与借贷板块的经营环境和细分业务收入变动原因，可以看出，投资业务的自身属性，决定了其受全球经济形势、利率走势、股权及债券市场价格波动影响较大，因此该板块的业绩波动较大，如 2009、2011 年出现亏损。与此同时，受个别投资规模较大的公司股权价格变动影响也较大，如 2011 年 5.17 亿美元亏损源于在 2006 年对中国工行的原始股投资。

另一方面，投资与借贷板块在盈利年度，其盈利水平较高，具体原因如下：

#### （1）采用长期视角评价投资业绩

高盛对于投资与借贷板块的评价倾向于采用长期视角。因为投资收益易受监管政策、资产价格变动的影响，且在每个季度都处于波动之中，高盛评价投资与借贷板块主要是通过长期表现来判断。在 2012-2015 年里，投资与借贷板块对公司的营收和利润总体上做出了较大的贡献。

#### （2）良好的客户基础

投资业务能够充分利用其他业务部门带来的机会，具有良好的客户基础。比如股权投资的机会经常是来自于高盛的投行业务客户，再如公司投资基金中的绝大部分资金都来自于公司的已有客户。

#### （3）注重规避风险

为规避投资风险，高盛投资与借贷板块业务十分注重合理配置投资组合。就贷款组合来说，自 2012 年以来，公司的借贷规模由于私人财富管理部门和公司客户的增长而随之大幅增长，但公司的贷款组合中没有一个超过组合规模的四分之一。

公司的股权投资组合被分为了 8 个工业种类，每一个工业种类占比不超过 25%。

公司的私募股权投资组合同样反应了多样性——包含了超过 800 个全球范围内跨越不同行业领域的投资标的。

表 15：高盛投资与借贷板块各细分业务收入变动原因

年度	投资与借贷板块经营环境	投资和借款板块细分业务收入变动原因	
2010 年	2010 年公司投资与借贷业务经营环境较为有利，主要表现为全球股权市场价格上涨，以及信用利差缩窄。	股权投资业务	2010 年股权投资业务收入 34.39 亿美元，大幅增长 248.78%，其中 7.47 亿美元来自在 2006 年对中国工行的原始股投资，26.90 亿元来自其他股权投资。（注：二者合计略小于 34.39 亿美元，主要是保留小数位数导致的）
		债券投资与借贷	2010 年公司债券投资与借贷业务收入合计为 25.97 亿美元，大幅增长 148.52%。（年报中无原因分析）
		其他	其他收入 15.05 亿美元，主要来自以投资为目标的合营投资企业（consolidated entities），较上年大幅增长 80.89%。（年报中无原因分析）
2011 年	2011 年，公司投资与借贷业务的经营环境为：欧洲和亚洲的股权市场大幅下滑，市场对全球经济前景和欧洲主权债务危机加重的担忧，对信用市场构成负面冲击。	股权投资业务	2011 年股权投资业务收入 6.03 亿美元，大幅下降 82.47%，其中 5.17 亿美元亏损源于在 2006 年对中国工行的原始股投资，11.20 亿美元收入来自除中国工行之外股权投资（其中大部分来自私募股权投资业务，不过在二级市场上收入则出现了一定下降）。
		债券投资与借贷	2011 年公司债券投资与借贷业务收入合计为 9600 万美元，大幅下降 96.30%。主要因为 2011 年有大约 10 亿美元与关系型借贷（relationship lending activities）相关的未实现损失（已考虑了对冲措施的影响）对应的公允价值变动，除此之外的债券投资与借贷业务则实现了一定净利息和净收益。
		其他	其他收入 14.43 亿美元，主要来自以投资为目标的合营投资企业，较上年下降 4.12%。（年报中无原因分析）
2012 年	2012 年公司的投资与借贷板块一方面受制于信贷紧缩，另一方面受益于全球股权资产价格的上涨。	股权投资业务	2012 年股权投资业务收入 28.00 亿美元，大幅上涨 364.34%，2012 年股权投资业务收入中 4.08 亿美元收入来自在 2006 年对中国工行的原始股投资，23.90 亿美元来自除中国工行之外股权投资（其中大部分来自私募股权投资业务）。（注：二者合计略小于 28.00 亿美元，主要是保留小数位数导致的）
		债券投资与借贷	2012 年公司之债券投资与借贷业务的净收益和净利息收入合计为 18.50 亿美元，大幅增长 1827.08%（主要由于上年基数较小）。
		其他	其他收入 12.41 亿美元，主要来自合营投资企业，较上年下降 14.00%。（年报中无原因分析）
2013 年	（年报中未就该板块经营环境进行描述）	股权投资业务	2013 年股权投资业务收入 39.30 亿美元，大幅上涨 40.36%，主要受益于持有公司的良好业绩变现、正面事件

			驱动以及全球股权资产价格的上涨。
		债券投资与借贷	2013 年公司之债券投资与借贷业务的净收益和净利息收入合计为 19.47 亿美元，小幅上涨 5.24%。（年报中无原因分析）
		其他	其他收入 11.41 亿美元，主要指合营投资业务，较上年下降 8.06%。（年报中无原因分析）
2014 年	2014 年公司投资与借贷板块主要受益于 IOP 以及公司债务融资业务，以及所投资公司的良好业绩表现和特定投资项目的出售。不过对全球经济增长前景的担忧、金融监管政策改革的不确定性仍然对全球市场产生了重大负面影响。	股权投资业务	2014 年股权投资业务收入 38.13 亿美元，小幅下降 2.98%。其中，全球公开市场股权资产价格的不利变动带来较大负面影响，但是在私募股权投资的良好表现（由公司正面事件驱动）起到了很好的对冲作用。
		债券投资与借贷	2014 年公司债券投资与借贷业务收入合计为 21.65 亿美元，上涨 11.20%。收入增长主要受益于对外借款规模的增加推动利息收入大幅增长。此外，债券投资收益也有小幅度的上涨，主要得益于对所投资债券的售出。
		其他	其他收入 8.47 亿美元，主要指合营投资业务，较上年大幅下降 25.77%，主要是因为与大宗商品相关的合营投资业务大幅下降。
2015 年	2015 年公司投资与借贷板块虽然受益于公司股权出售、IOP 以及公司债务融资业务，但是下半年由于市场对全球经济增长前景的担忧，全球股权资产价格的下滑、高收益债信用利差的扩大则带来负面冲击。	股权投资业务	2015 年股权投资业务收入 37.81 亿美元，小幅下降 0.84%。主要是源于股权投资收入减少，而股权投资收入减少最主要是由于公司于 2014 年第四季度卖出了麦德龙（Metro）的股份。此外，由于所投公司 2015 年业绩表现不佳导致私募股权投资的收益也有所减少。
		债券投资与借贷	2015 年公司债券投资与借贷业务收入合计为 16.55 亿美元，下降 23.56%。主要因为债券投资收益明显下降。

资料来源：公司年报，渤海证券

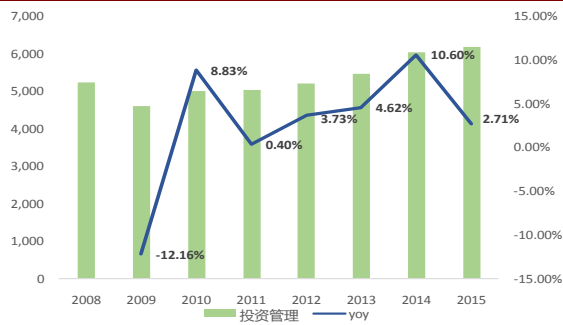
## 2.4 投资管理板块

不考虑受金融危机影响的 2008 年特殊情况：

2009-2015 年，投资管理板块收入规模总体上逐年增加。

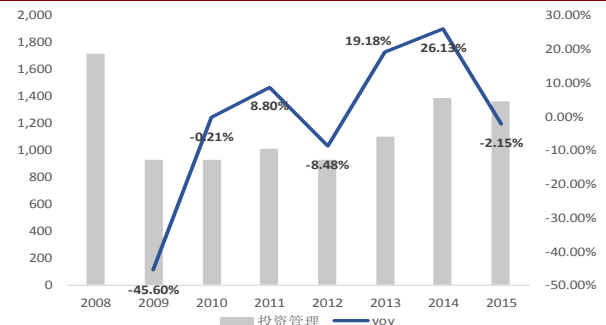
2009-2015 年，投资管理板块利润总额规模总体呈上升趋势，其中 2008、2015 年分别回落 8.48%、2.15%。

图 18: 投资管理板块收入规模及增速 (百万美元)



资料来源: 公司年报, 渤海证券

图 19: 投资管理板块利润总额及增速 (百万美元)



资料来源: 公司年报, 渤海证券

高盛投资管理板块主要包括: 管理及其他费用 (Management and other fees)、业绩报酬 (Incentive fees)、交易收入 (Transaction revenues)。

2008 年金融危机之后, 管理及其他费用、业绩报酬总体上呈逐步提升趋势。交易收入在 2013 年之前持续下滑, 2014-2015 年逐步回升。

在投资管理板块内部, 从 2009 年至 2015 年, 管理及其他费用占比始终在 80% 左右波动, 是投资管理板块的主要收入来源。近 2012-2015 年业绩报酬占比在 12-13% 左右波动, 交易收入占比在 7-8% 左右波动。

总体来看, 自 2009 至 2015 年, 高盛投资管理板块中由于占收入 80% 左右的管理及其他费用总体上保持了逐步提升趋势, 公司投资管理板块收入稳健增长。

表 16: 高盛投资管理板块各细分业务收入规模及增速 (单位: 百万美元)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
投资管理板块	5245	4607	5014	5034	5222	5463	6042	6206
		-12.16%	8.83%	0.40%	3.73%	4.62%	10.60%	2.71%
其中:								
管理费	4346	3860	3956	4188	4105	4386	4800	4887
yoy		-11.18%	2.49%	5.86%	-1.98%	6.85%	9.44%	1.81%
业绩报酬	301	180	527	323	701	662	776	780
yoy		-40.20%	192.78%	-38.71%	117.03%	-5.56%	17.22%	0.52%
交易收入	598	567	531	523	416	415	466	539
yoy		-5.18%	-6.35%	-1.51%	-20.46%	-0.24%	12.29%	15.67%

资料来源: 公司年报, 渤海证券

图 20: 管理及其他费用收入变化趋势

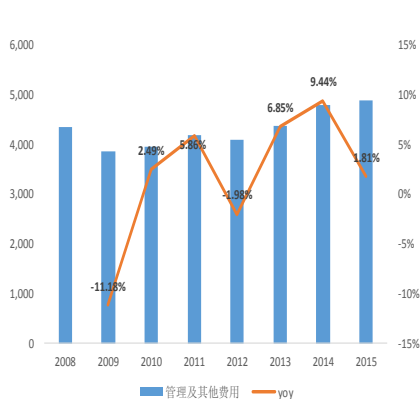


图 21: 业绩报酬收入变化趋势

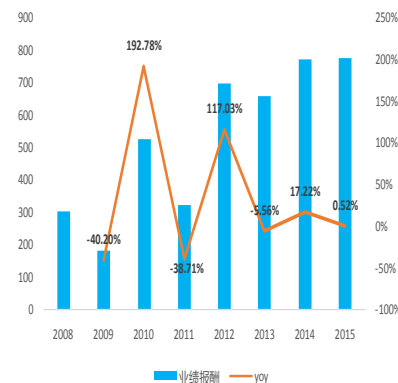
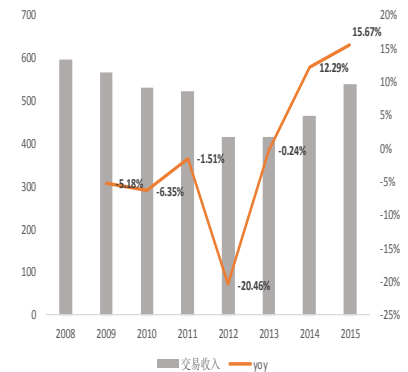


图 22: 交易收入变化趋势



资料来源: 公司公告、渤海证券 单位: 百万美元

表 17: 高盛投资管理板块各细分业务收入结构

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
管理及其他费用	82.86%	83.79%	78.90%	83.19%	78.61%	80.29%	79.44%	78.75%
业绩报酬	5.74%	3.91%	10.51%	6.42%	13.42%	12.12%	12.84%	12.57%
交易收入	11.40%	12.31%	10.59%	10.39%	7.97%	7.60%	7.71%	8.69%
合计	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%

资料来源: 公司年报, 渤海证券

### 高盛机构投资管理板块收入稳健增长的原因分析:

#### (1) 资产管理规模稳健增长

2015 年公司管理的资产规模为 10,780 亿美元(此处未计入公司没有投资决定权、由第三方负责投资管理决策、公司仅提供咨询等服务的资产 1,740 亿美元), 较 2008 年增加 2990 亿美元, 自 2008 年以来复合增速为 4.75%, 除 2010、2011 年小幅回落外, 总体保持了稳健的增长。

#### (2) 提供全球化、全方位服务

高盛是全球少数几家能够为客户提供跨产品、跨地域、全方位服务的投资管理业务的公司之一。公司能够为所有类型的客户提供服务, 如退休基金, 将企业出售的企业主、需要协助其资产配置的年金管理机构等。基于满足各地各类客户所需服务的理念, 公司致力于将投资管理业务打造成全球化、具有相当深度和广度、能为客户带来长期持续回报的业务。

#### (3) 发行有新引力的新产品、积极并购



高盛投资管理板块稳健的稳健增长，还源于一些有吸引力新产品的发行和几次战略性的并购活动。

2012-2015 年，公司发行的一些新产品，带来了超过 500 亿美元的资产管理规模增长。如发行的“高贝塔、灵活策略、盈利导向固定收益基金”（Active Beta, Unconstrained Fixed Income and Income Oriented Strategies funds），为公司的客户提供了引人注目的资管产品，增加了公司管理资产的规模。

从 2012 年初至 2015 年，公司有 8 起并购活动，这些并购活动带来了超过 700 亿美元管理资产的流入。这些并购项目增强了公司资产管理能力、填补了公司资产管理业务产品的空白，并且扩大了公司资产管理的业务规模。如 2015 年，公司并购了 Imprint Capital Advisors（一家专注于环境、社会和政府领域的咨询公司），增强了公司帮助其客户在这些领域内的投资管理能力。

表 18：高盛投资管理板块资产管理规模（单位：10 亿美元）——按管理属性划分

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
公司管理资产规模	779	871	840	828	854	919	1027	1078
yoy		11.81%	-3.56%	-1.43%	3.14%	7.61%	11.75%	4.97%
其他客户资产规模			77	67	111	123	151	174
yoy				-12.99%	65.67%	10.81%	22.76%	15.23%
合计	779	871	917	895	965	1042	1178	1252
yoy		11.81%	5.28%	-2.40%	7.82%	7.98%	13.05%	6.28%

资料来源：公司年报，渤海证券 注：表中“其他客户资产”，是指公司没有投资决定权，由第三方负责投资管理决策，公司仅提供咨询等服务的资产。

表 19：高盛投资管理板块资产管理规模（单位：10 亿美元）——按资产类别划分

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
长期资产管理规模 (Long-term AUS)	506	607	632	648	715	796	895	946
yoy		19.96%	4.12%	2.53%	10.34%	11.33%	12.44%	5.70%
其中：								
另类投资资产	146	146	148	148	151	142	143	148
yoy		0.00%	1.37%	0.00%	2.03%	-5.96%	0.70%	3.50%
股权	112	146	144	147	153	208	236	252
yoy		30.36%	-1.37%	2.08%	4.08%	35.95%	13.46%	6.78%
固定收益	248	315	340	353	411	446	516	546
yoy		27.02%	7.94%	3.82%	16.43%	8.52%	15.70%	5.81%
流动性资管产品规模 (Liquidity products)	273	264	208	247	250	246	283	306
yoy		-3.30%	-21.21%	18.75%	1.21%	-1.60%	15.04%	8.13%
合计	779	871	840	895	965	1042	1178	1252

资料来源：公司年报，渤海证券 注：1、AUS 指 assets under supervision 2、表中 2008-2010 年的合计数，与上表合计数不一致，与上表“公司管理资产规模”一致，因为在此期间，公司财报中未将“其他客户资产规模”按资产类别划分进行披露。2011-2015 年，该表中的合计数与上表一致。



表 20: 高盛投资管理板块各业务收入变动原因

年份	投资管理板块经营环境	投资管理板块细分业务收入变动原因
2010 年	2010 年, 投资管理业务的经营环境仍然延续着 2009 年出现的行业发展趋势——金融市场开始稳定、资产价格上涨、投资者开始将其资产从货币市场转向高风险高收益的资产类别。这种投资风格的趋势转变导致公司资产管理规模的上涨和客户资产的升值。	2010 年公司投资管理收入为 50.14 亿美元, 较 2009 年上涨 8.83%, 主要体现了公司从各种另类投资产品中获得的业绩报酬。管理费和其他费用收入也有所上涨, 主要是由于资产投资类别的转换以及客户资产净值的升值。2010 年, 公司资产管理规模下降了 3.56% 至 8400 亿美元 (不含其他客户资产规模), 主要反映了资产从货币市场的净流出 (这一点与行业内的发展趋势一致)。
2011 年	在 2011 年上半年, 资产价格上涨, 投资者们的资产也从货币市场转向了高风险高回报的资产类别。然而在 2011 年下半年, 资产价格下降, 尤其是股票价格下跌 (部分原因是由于全球经济前景的不确定性)。资产价格的下降和全球经济前景的不确定性导致投资者们将其资产从高风险高回报的资产类别转回到了低风险低回报的资产类别。	2011 年公司投资管理收入为 50.34 亿美元, 同比上涨 0.40%。主要是由于管理费和其他费用的增长基本上被下降的业绩报酬收入所抵消。2011 年, 公司管理资产规模下降了 120 亿美元至 8280 亿美元 (不含其他客户资产规模), 其中包括了净流出 170 亿美元, 以及资产净值规模升值的 50 亿美元。尽管货币资产规模有净流入, 但被固收和股票资产大规模的流出所抵消。
2012 年	2012 年投资管理业务主要面临着资产价格上涨的经营环境, 导致客户资产升值。然而, 相较 2011 年, 公司平均管理资产组合由管理费率较高的另类投资和股票资产向固收和货币产品轻微倾斜。	2012 年公司投资管理收入 52.22 亿美元, 比 2011 年上涨 3.73%, 主要是由于业绩报酬收入的大幅上涨。但 2011 年管理费和交易收入出现下降。2012 年公司资产管理规模上涨了 700 亿美元至 9650 亿美元 (含其他客户资产规模)。管理的长期资产上涨 670 亿美元, 包括了 180 亿美元的资产净流入 (净流入主要是由于固收资产规模的上涨, 并抵消掉了小规模股票资产流出带来的影响) 以及资产公允价值在 2012 年上升了 490 亿元 (主要是源于固收和股权资产)。此外, 流动性资管产品规模上涨 30 亿美元。
2013 年	2013 年投资管理业务主要面临着资产价格上涨的经营环境, 尤其是股票价格的上涨, 导致客户资产升值。此外, 相较 2012 年, 平均管理资产组合从流动性资产向长期资产倾斜 (主要因为固收和股权资产规模的增长)。	2013 年公司投资管理收入是 54.63 亿美元, 较 2012 年上涨 4.62%, 主要是由于资产管理规模上涨导致的管理费用及其他费用收入的上涨。2013 年公司管理资产规模上涨 770 亿美元至 1.04 万亿美元 (含其他客户资产规模)。管理的长期资产规模上涨 810 亿美元, 包括了抵消掉另类投资规模净流出后的来自股票和固收产品 410 亿美元规模的净流入。资产公允价值上升了 400 亿美元, 主要是由于股票资产的上涨。2013 年流动性资管产品规模减少了 40 亿美元。
2014 年	2014 年投资管理业务面临资产价格上涨的经营环境, 主要是股票和固收的资产价格上涨, 客户资产因此升值。此外, 公司管理的平均资产组合相较 2013 年由流动性资产向长期资产轻微倾斜 (主要因为固收和股权资产规模的增长)。	2014 年公司投资收入是 60.42 亿美元, 比 2013 年上涨 10.60%, 主要是由于上涨的资产管理规模带来的收入上涨 (管理费及其他费用收入、业绩报酬以及交易收入都较 2013 年有所上涨)。2014 年, 公司管理资产管理规模上涨了 1360 亿美元至 1.18 万亿美元 (含其他客户资产规模)。管理的长期资产上涨了 990 亿美元, 其中包括 740 亿美元的资产净流入 (这里面包括了和 Deutsche Asset and Wealth Mgmtz 合并而带来的 190 亿美元的固收资产的流入) 以及资产公允价值规模上涨的 250 亿元。此外, 公司的流动性资管产品规模上涨了 370 亿美元 (这里面包括了 60 亿美元来自和 RBS Asset Mgmt 合并之后带来的货币市场资产)。

2015 年	<p>2015 年公司投资管理客户资产净流入规模强劲,完全抵消掉了由股票和固收产品资产价格减值带来的规模净值下降之负面影响。相较于 2014 年,公司管理的平均资产组合从长期资产小幅地向流动性资产倾斜。</p>	<p>2015 年公司在投资管理板块收入是 62.06 亿美元,较 2014 年上涨 2.71%,主要是由于小幅上涨的管理费及其他费用收入(主要源于上涨的资产管理规模),以及较高的交易收入。在 2015 年,公司管理资产总规模涨了 740 亿美元,达到 1.25 万亿美元(含其他客户资产规模)。管理的长期资产规模上涨了 510 亿美元,包括 710 亿美元的资产净流入(这里包括了由于和 Pacific Global Advisors' Solutions 合并之后带来的 180 亿美元的资产流入)以及 200 亿的资产减值,资产净流入和减值都主要与固收和股票资产有关。此外,流动性资管产品规模上涨了 230 亿美元。</p>
--------	---	---

资料来源: 公司年报, 渤海证券

### 投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

**重要声明：**本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

32 of 34

## 渤海证券股份有限公司研究所

## 副所长（金融行业研究与研究所主持工作）

张继袖

+86 22 2845 1845

## 副所长

谢富华

+86 22 2845 1985

## 汽车行业研究小组

郑连声

+86 22 2845 1904

张冬明

+86 22 2845 1857

## 计算机行业研究小组

王洪磊

+86 22 2845 1975

朱晟君

+86 22 2386 1673

## 环保行业研究小组

林徐明

+86 10 6878 4238

刘蕾

+86 10 6878 4250

## 电力设备与新能源行业研究

伊晓奕

+86 22 2845 1632

## 医药行业研究小组

任宪功（部门经理）

+86 10 6878 4237

王斌

+86 22 2386 1355

赵波

+86 10 6878 4256

## 通信 &amp; 电子行业研究小组

徐勇

+86 10 6878 4235

高峰

+86 10 6878 4251

宋敬祎

杨青海

+86 10 6878 4239

## 家用电器行业研究

安伟娜

+86 22 2845 1131

## 传媒行业研究

姚磊

+86 22 2386 1319

## 机械行业研究

李骥

+86 10 6878 4263

## 新材料行业研究

张敬华

+86 10 6878 4257

## 食品饮料、交通运输行业研究

齐艳莉

+86 22 2845 1625

## 休闲服务行业研究

刘瑀

+86 22 2386 1670

## 证券行业研究

任宪功（部门经理）

+86 10 6878 4237

洪程程

+86 10 6878 4260

## 金融工程研究与部门经理

崔健

+86 22 2845 1618

## 权益类量化研究

潘炳红

+86 22 2845 1684

李莘泰

## 衍生品类研究

祝涛

+86 22 2845 1653

李元玮

## CTA策略研究

郝倜

+86 22 2386 1600

## 基金研究

刘洋

+86 22 2386 1563

## 债券研究

王琛皞

+86 22 2845 1802

## 流动性、战略研究与部门经理

周喜

+86 22 2845 1972

## 策略研究

宋亦威

+86 22 2386 1608

杜乃璇

+86 22 2845 1945

## 博士后工作站

冯振 债券·经纪业务创新发展研究

+86 22 2845 1605

朱林宁 量化·套期保值模型研究

## 综合质控 &amp; 部门经理

郭靖

+86 22 2845 1879

## 机构销售·投资顾问

朱艳君

+86 22 2845 1995

## 行政综合

白骐玮

+86 22 2845 1659

## 渤海证券研究所

天津

天津市南开区宾水西道 8 号

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区阜外大街 22 号 外经贸大厦 11 层

邮政编码: 100037

电话: (010) 68784253

传真: (010) 68784236

渤海证券研究所网址: [www.ewww.com.cn](http://www.ewww.com.cn)

请务必阅读正文之后的免责条款部分

34 of 34