

非银金融

2022年01月18日

降息落地，看多券商

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

吕晨雨（联系人）

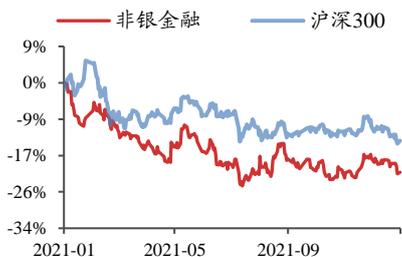
gaochao1@kysec.cn

lvchenyu@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790120100011

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《行业周报-客观看待基金新发，关注财富管理盈利稳定性》-2022.1.16

《行业周报-科创板做市利于券商用表，基金新发数据仍待观察》-2022.1.9

《行业周报-大财富管理是长期主线，亦是当下券商 beta 核心》-2022.1.3

事件：1月17日央行开展7000亿中期借贷便利(MLF)和1000亿公开市场7天逆回购操作，MLF和逆回购的中标利率均下降10BP，分别为2.85%和2.10%。

点评：

● **降息落地利于风险偏好提升，首推大财富管理赛道，看好低估值头部券商**

(1) 两个政策利率下调的时点和幅度略超市场预期，降息落地释放了明确的稳增长信号，有利于权益市场风险偏好提升，宽流动性到宽信用阶段，券商股受益明显，2019年1月1日-4月19日宽信用阶段券商指数上涨52%，超额收益达15%（较沪深300指数）。(2) 开年以来新发基金略低于预期，市场担心新发遇冷影响财富管理赛道，我们认为新发对保有规模和龙头标的盈利影响较小，在存量滚存、固收产品替代和市占率提升下，龙头公司保有规模和盈利增长有较强支撑，业绩稳定性和成长性有望逐步验证。(3) 2021年12月以来券商板块内部标的收益率的差异更多来自交易层面，从偏成长向偏价值切换，目前券商大财富管理赛道标的估值回到安全位置，宽信用见效有望助推盈利预期和估值上修，首推券商大财富管理龙头标的，同时看好攻防兼备的低估值头部券商。推荐东方财富，广发证券，东方证券，华泰证券；受益标的中信证券，中金公司(H股)，兴业证券和长城证券。推荐受益宽信用且市场预期差较大的江苏租赁。

● **新发基金对保有规模影响有限，渠道端龙头东方财富估值具有安全边际**

(1) 1月前两周9个交易日新成立股+混基金31只，规模243亿，单只基金平均规模7.8亿，单只基金平均规模与2021Q4持平，未现明显改善。我们认为，股市波动对偏股基金短期新发影响的敏感度较高，而老基金申购和赎回相对“钝化”，连续两年新发高速增长带来的存量市场基础良好，净申购延续仍将驱动行业保有稳健增长；在全年新发-30%、赎回率85%（赎回率=赎回份额/认申购份额，2021年预计为79%）、偏股基金净值零涨幅的中性假设下，预计2022年偏股和非货保有规模分别+14%/+18%，日均非货保有增速或超过20%，仍将支撑头部公司盈利稳定增长。(2) 考虑转债转股影响（股本扩张6.5%），东方财富目前总市值3621亿，当前股价对应2021/2022年PE分别为43/33倍，未来5年归母净利润CAGR预计可达30%，估值具安全边际，公司非货保有增长有望超预期，关注短期转债转股进度和业绩数据。

● **大财富管理龙头依然是券商 beta 核心，低估值头部券商攻防兼备**

(1) 宽信用确认后市场风险偏好有望明显提升，大财富管理赛道的成长属性提升了beta弹性，目前估值具有安全边际，龙头公司当前市值在扣除非大财富管理业务净资产后，大财富管理线条利润对应的PE估值2021/2022年分别为19/15倍，盈利成长性确认后带来估值上修。(2) 头部券商中信证券配股接近完成，再融资靴子落地，2021年归母净利润同比+54.2%，ROE12.0%，再融资有望优化公司资产结构；全面注册制改革利好头部券商，衍生品、融券和做市等资本中介业务空间广阔，手续费型业务成长性向好，头部券商ROE有望进一步上行。目前头部券商估值位于近3年低点，看好头部券商估值修复。

● **风险提示：**股市大幅波动造成券商盈利不确定性；公募保有规模扩容不及预期。

表1: 受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			P/E		评级
		2022/1/18	2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	
300059.SZ	东方财富	33.08	0.58	0.87	1.11	57.15	38.02	买入
000776.SZ	广发证券	22.08	1.32	1.63	2.00	16.73	13.55	买入
600958.SH	东方证券	13.31	0.38	0.78	0.97	35.03	17.06	买入
600901.SH	江苏租赁	5.17	0.63	0.73	0.89	8.21	7.08	买入
601688.SH	华泰证券	17.15	1.20	1.56	1.83	14.29	11.59	买入
601377.SH	兴业证券	9.18	0.60	0.74	0.89	15.36	12.49	未评级
3908.HK	中金公司	21.30	1.60	2.13	2.59	13.33	10.01	未评级
002939.SZ	长城证券	12.00	0.48	0.50	0.56	25.00	24.00	未评级
600030.SH	中信证券	25.70	1.16	1.77	2.00	22.16	14.52	未评级

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 除东方财富、广发证券、东方证券、华泰证券、江苏租赁外, 上述公司 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5% ~ 20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 - 5% ~ + 5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn