

强于大市

证券行业 2022 年度策略

成长性奠定投资价值，流动性催化行情

我们认为居民财富向资本市场转移、资本市场供给侧改革背景下，财富管理、投行、场外衍生品业务支持券商成长确定性，长期估值中枢提升，为券商带来较高投资价值。2022 年流动性较充裕、北交所政策利好行情。坚持推荐财富管理特色成长型券商和成长与稳健兼具的头部券商：东方证券、兴业证券、东方财富、中信证券、华泰证券。

- **2021 年下半年多因素共振孕育行情，财管投资主线明确。**自 5 月起，受益于持续的市场流动性边际宽松预期、基本面落实高增速、监管层强化券商财富管理功能定位，券商板块震荡回升，5 月以来累计涨幅 7.5%，跑赢沪深 300 指数 12.6 个百分点。5 月以来，41 家上市券商（次新股除外）中东方证券与广发证券两家财富管理特色券商涨幅超 60%，深度参股公募基金的其他券商及代销业务领跑的东方财富涨幅也明显较高。财富管理投资主线突出源于财管转型的业绩成效得到兑现，前三季度财富管理业务对收入增长贡献合计 33%。
- **券商成长确定性将持续释放。**1) 国家“共同富裕”、“房住不炒”政策叠加货基收益率下行持续提升居民财富管理需求。基金投顾将是券商财富管理转型下一发力点，带动代销、资管和整条财富产业链协同增长、以基于 AUM 的收费模式提升抗周期能力。2) 北交所的成立和监管明确资本市场“推动科技创新和实体经济转型升级的枢纽”定位不仅为投行带来业务增量，也将促进投行围绕科技创新中小企业需求进行业务线的融合协同，从发展早期挖掘、投资、培育企业，并持续提供融资、债承、并购等服务，以陪伴企业成长助力国家经济结构转型。3) 自营业务波动性造成 2021 年业绩分化，场外期权业务具备较高的风险收益比、市场机构化趋势下带来需求提升、标的供给扩容，为券商带来客需型转型渠道和成长蓝海。
- **成长性奠定投资价值+流动性催化，共同推升券商 2022 年估值表现。**在以财富管理业务为主的三大业务板块构筑的高成长前景下，券商将实现由成长性驱动长期估值中枢抬升，而不仅仅是由交易量和市场行情驱动估值周期性变化，有助于提高券商股的长期投资价值。此外，我们预计市场存在多重催化剂同样利好券商行情，2022 年货币政策稳健偏松，居民财富持续流入资本市场，北交所成立后增强资金与企业吸引力，助力激活股票市场流动性持续充裕。

相关研究报告

《证券行业 2021 年三季报综述：财富业务驱动成长，自营资管主导分化》 20211124

《2021Q3 非银板块公募重仓数据点评：券商板块持续获增持，财富题材个股热度骤升》 20211102

《证券行业周点评：持续看好券商行业高景气下的成长性》 20211017

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融: 证券

证券分析师: 林媛媛

0755-82560524

yuanyuan.lin@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300521060001

联系人: 张天愉

(8610)66229087

tianyu.zhang@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300119080020

投资建议

- 我们认为居民财富向资本市场转移、资本市场供给侧改革背景下，财富管理、投行、场外衍生品业务支持券商成长确定性，长期估值中枢提升，为券商带来较高投资价值。2022 年流动性较充裕、北交所政策利好行情。坚持推荐财富管理特色成长型券商和成长与稳健兼具的头部券商：东方证券、兴业证券、东方财富、中信证券、华泰证券。

风险提示

- 市场波动、债市暴雷、政策出台与国际环境对行业的影响超预期。

目录

1 ALPHA 与 BETA 共振催化行情，财管投资主线明确	4
2 券商成长确定性高，具备较高投资价值	8
3 市场流动性较充裕，情绪面利好券商行情	16
4 投资建议	17
4 风险提示	18

图表目录

图表 1. 2021 年券商板块价格走势.....	4
图表 2. 全市场日均股基成交持续活跃催化行情.....	5
图表 3. 上市券商 2021 年单季持续同比增长.....	5
图表 4. 上市券商 2021 年累计涨跌幅.....	5
图表 5. 2021 上半年券商参控股公募基金对券商净利润贡献率.....	6
图表 6. 公募基金重仓持股比例.....	6
图表 7. 经纪、资管、利息业务收入占比高达 39%.....	7
图表 8. 经纪、资管、利息业务收入增速最高.....	7
图表 9. 2021 年券商两次大行情中涨幅前 10 名.....	7
图表 10. 开放式公募基金市场结构.....	8
图表 11. 中美公募基金规模占上市公司总市值比例.....	8
图表 12. 上市券商代销金融产品业务净收入.....	9
图表 13. 各类金融机构代销保有量份额.....	9
图表 14. 全市场 IPO 融资规模和家数.....	10
图表 15. 全市场 IPO 单家募资金额.....	10
图表 16. 上市券商 2021 年前三季度自营业务净收入.....	10
图表 17. 场外期权每月新增名义本金规模.....	11
图表 18. 场外期权月末存量规模.....	11
图表 19. 新增场外期权交易前五名集中度.....	12
图表 20. 券商场外衍生品交易商资格获取时间.....	12
图表 21. 2021 年证券公司分类结果（仅列举了上市券商）.....	13
图表 22. 上市券商信用减值损失合计值.....	13
图表 23. 上市券商单季度信用减值损失.....	13
图表 24. 上市公司信用减值计提结构.....	14
图表 25. 持续压降买入返售金融资产规模.....	14
图表 26. 券商地产债发行规模及占债承总规模比例.....	14
图表 27. 股票市场新增投资者人数.....	16
图表 28. 新发基金份额趋势性增加.....	16
图表 29. 北交所与新三板挂牌股票日均成交额.....	16
图表 30. 新三板做市成交金额.....	16
图表 31. 上市券商市净率变化.....	17

1 ALPHA 与 BETA 共振催化行情，财管投资主线明确

1.1 5月起多因素共振催化行情

受上半年拖累全年跑输大盘，下半年震荡上升趋势明显。截至 2021 年 11 月 26 日，券商板块累计下跌 9.35%，跑输沪深 300 指数 2.61 个百分点。进入 5 月之前，在美债长端利率持续上行、国内社融增速不及预期、货币政策收紧预期下，板块大幅调整，对全年行情表现造成拖累。自 5 月起，券商板块呈现显著的震荡回升趋势，5 月 10 日低点以来板块累计涨幅 11%，跑赢沪深 300 指数 14 个百分点。

图表 1. 2021 年券商板块价格走势



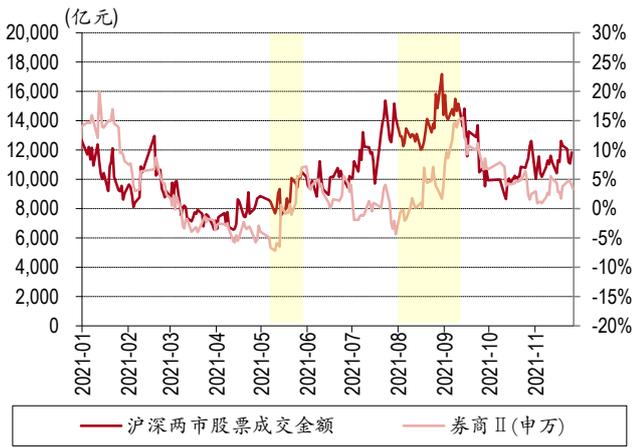
资料来源：万得，中银证券

2021 年券商两段大行情均基于 Alpha 与 Beta 利好因素的共同催化：

1) 5 月 14 日-5 月 31 日：Beta 层面利率和大宗商品价格下行，市场流动性充裕，成交表现活跃。Alpha 层面中基协于 5 月 13 日首度公布公募基金销售保有规模排名，重视财富管理发展态度明确。5 月 22 日证监会主席易会满在中证协第七次会员大会上发表讲话，将“服务居民财富管理需求”和“服务实体经济”进行并列表述，强化了券商的财富管理功能定位。

2) 8 月 2 日-9 月 13 日：Beta 层面，730 政治局会议删除货币政策“不急转弯”的表述，延续“保持流动性合理充裕”的表述，流动性边际宽松预期增强，7-8 月保持高成交活跃度。Alpha 层面，财富管理驱动中报业绩在 2020H1 高基数下实现高增速，上市券商同比增长 28%；8 月 17 日中央财经委员会第十次会议，研究扎实促进共同富裕问题，研究防范化解重大金融风险、做好金融稳定发展工作问题，共同富裕的目标的实现有利于财富管理行业的发展。

图表 2. 全市场日均股基成交持续活跃催化行情



资料来源：万得，中银证券

图表 3. 上市券商 2021 年单季持续同比增长

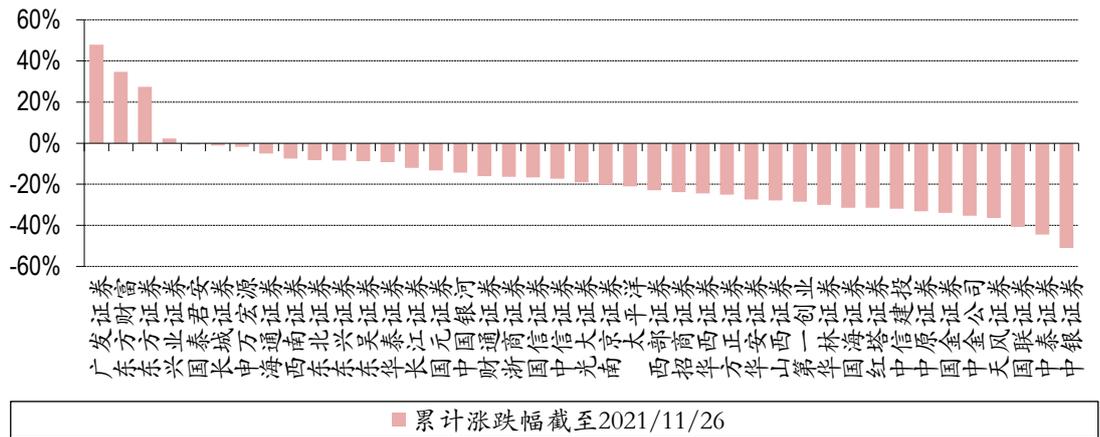


资料来源：万得，中银证券

1.2 财富管理增长贡献得到兑现，高“含基量”个股涨幅突出

财富管理题材个股全年领跑行业。全年来看，剔除今年上市的 1 只个股后，41 家上市券商中共 4 家券商实现正收益，均为财富管理题材券商，其中前三名广发证券、东方财富、东方证券显著领跑，而位居第四的兴业证券受到配股事件影响，发布配股预案公告后价格大幅下挫，拖累全年涨幅；共 8 家券商相对沪深 300 存在超额收益；13 家券商相对券商申万指数存在超额收益。

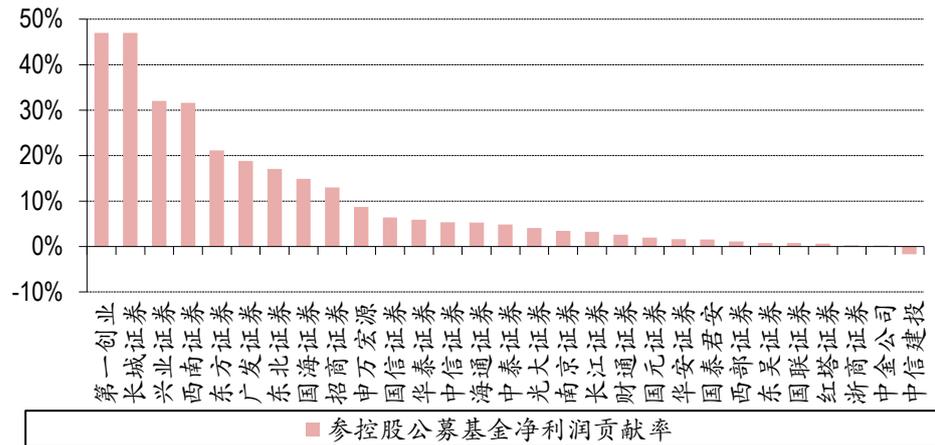
图表 4. 上市券商 2021 年累计涨跌幅



资料来源：万得，中银证券

财富管理主线突出，参控股公募基金净利润贡献度高的券商涨幅显著较高。2021 年涨跌幅前 10 名的上市券商中，广发证券、东方证券、兴业证券、长城证券、申万宏源、西南证券、东北证券共 7 家券商参控股公募基金对券商净利润贡献率排名行业前列。此外，涨跌幅排名第 2 位的东方财富旗下天天基金平台代销股票+混合公募基金保有量的市场份额持续提升至 7% 以上，并且排名全部代销机构第 4 名，代销业务优势地位与持续成长性突出。

图表 5. 2021 上半年券商参控股公募基金对券商净利润贡献率



资料来源：万得，中银证券

财富题材个股获得公募基金重仓加仓。从一季度末至三季度末，东方财富公募重仓持股比例提高 83BP，广发证券、东方证券、兴业证券重仓比例也分别提升 9BP、6BP、2BP，截止三季度末重仓持股比例排名行业前六名。

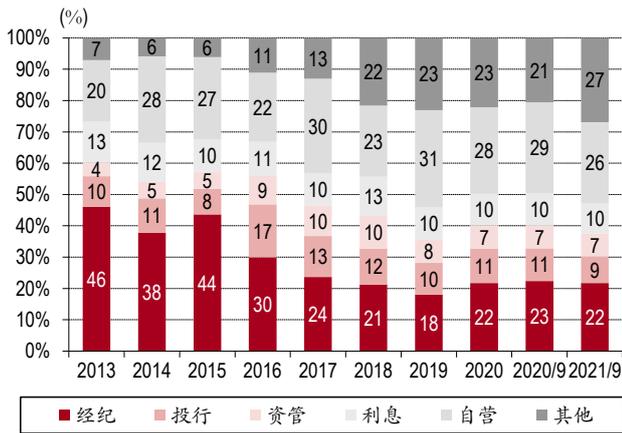
图表 6. 公募基金重仓持股比例

单位：%	公司简称	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3
1	东方财富	0.657	0.362	0.833	1.189
2	中信证券	0.126	0.032	0.044	0.101
3	广发证券	0.008	0.003	0.003	0.093
4	华泰证券	0.038	0.050	0.020	0.082
5	东方证券	0.008	-	0.000	0.059
6	兴业证券	0.003	0.004	0.004	0.023
7	中信建投	0.004	0.002	-	0.008
8	申万宏源	0.000	-	-	0.008
9	中金公司	0.003	0.000	0.003	0.006
10	中国银河	-	-	-	0.006
11	海通证券	0.001	0.001	0.001	0.004
12	国泰君安	0.016	0.002	0.006	0.004
13	浙商证券	0.002	0.001	0.003	0.004
14	招商证券	0.010	0.007	0.002	0.004
15	财通证券	-	0.001	0.001	0.002
16	国信证券	0.001	0.002	-	0.001
17	长城证券	0.000	-	-	0.001
18	国元证券	0.002	-	-	0.001
19	长江证券	0.002	0.001	0.000	0.001
20	西南证券	-	-	-	0.000
21	东吴证券	-	-	-	0.000
22	山西证券	-	-	-	0.000

资料来源：中基协，中银证券

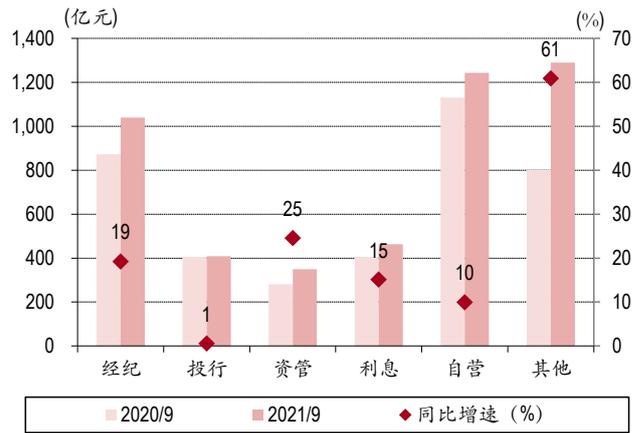
财富投资主线的行情源于财富管理业务的增长贡献在业绩披露中得到兑现。受益于股票市场和基金市场投资热度的提升，2021 年前三季度，经纪、资管、利息净收入同比增幅在主营业务中最高，合计收入占比也高达 39%，是 2021 年业绩增长的主要驱动力。将单项业务收入增长贡献定义为单项业务净收入增量占总营收增量的比例，三项业务收入增长贡献合计 33%。财富管理业务的增长贡献在业绩披露中得到兑现，使得下半年的行情中，财富管理题材个股受关注程度更高，在单次行情涨幅前 10 名中所占比例更大。

图表 7. 经纪、资管、利息业务收入占比高达 39%



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 经纪、资管、利息业务收入增速最高



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 2021 年券商两次大行情中涨幅前 10 名

5月14日-5月31日			8月2日-9月13日		
排名	公司名称	涨跌幅(%)	排名	公司名称	涨跌幅(%)
1	中金公司	47.7	1	东方证券	62.6
2	兴业证券	38.3	2	广发证券	62.2
3	东方财富	25.3	3	申万宏源	52.7
4	中信建投	25.0	4	长城证券	43.0
5	东方证券	20.0	5	华泰证券	36.3
6	浙商证券	19.2	6	兴业证券	30.1
7	国金证券	17.4	7	东吴证券	29.6
8	中国银河	16.7	8	第一创业	25.2
9	方正证券	15.5	9	中信证券	22.3
10	光大证券	15.3	10	中信建投	22.3

资料来源：万得，中银证券

2 券商成长确定性高，具备较高投资价值

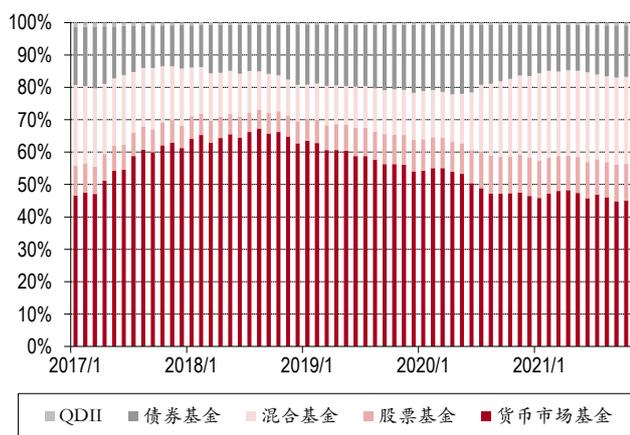
2.1 券商成长确定性高，带来较高长期配置价值

2.1.1 需求扩张+模式转型，财富业务增长动能尚未完全释放

从需求端来看，居民理财需求将长期提升。在国家“共同富裕”、“房住不炒”方针之下，居民富裕程度提高、居民资产向资本市场转移将是长期不变的趋势。而且国内流动性维稳，随着货币基金收益率下行、理财产品净值化吸引力降低，将推动居民资产持续向回报率更高的权益和混合类基金产品、权益市场转移。

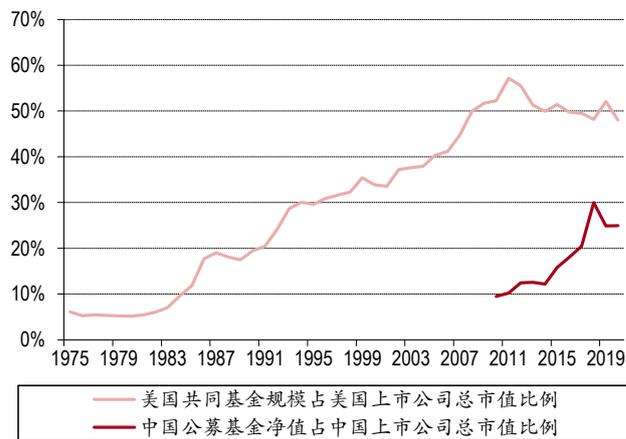
从供给端来看，公募基金市场存在巨大成长空间。截至2020年末，我国公募基金市场净值占我国上交所与深交所股票市值比例为28%，与1986年美国共同基金规模占上市公司总市值比例相同，距离2020年美国共同基金规模占比48%仍有很大成长空间。

图表 10. 开放式公募基金市场结构



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 中美公募基金规模占上市公司总市值比例



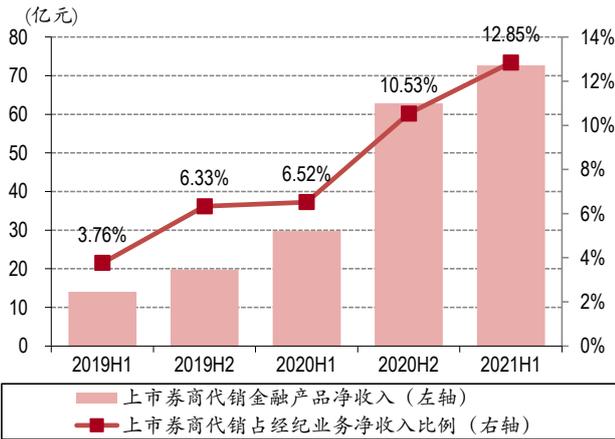
资料来源：万得，中银证券

初期抓手代销与资管业务已初具规模，对增长与抗周期贡献将持续放大。2021年，券商持续大力发展代销金融产品业务，2021H1 代销金融产品业务净收入同、环比均显著增长，占经纪业务总收入比例已经提升到接近13%。此外，由于2020年一参一控限制的放松，券商积极申请牌照、增持旗下公募子公司、扩大已有业务规模，未来券商系资管的户数、管理规模及收入贡献仍将不断提升。代销业务和资管业务收入均主要来自于按AUM收取的费用，因此券商财富管理转型将不仅持续扩大收入，长远来看抗周期能力也将提升。

2022年，基金投顾是券商财富管理转型下一个群雄逐鹿之地。2021年6-7月，第二批券商基金投顾试点资格大规模下发，成为券商财富管理转型下一个群雄逐鹿之地。基金投顾根据客户需求选择投资策略，且按照管理资产规模向客户收取费用，将券商与客户利益绑定，去通道化、强调附加价值的业务模式对增强客户粘性、抑制收入波动大有帮助。此外，投顾服务对基金管理、基金代销、经纪业务都有一定的带动，有助于实现财富管理业务链收入的协同并进。

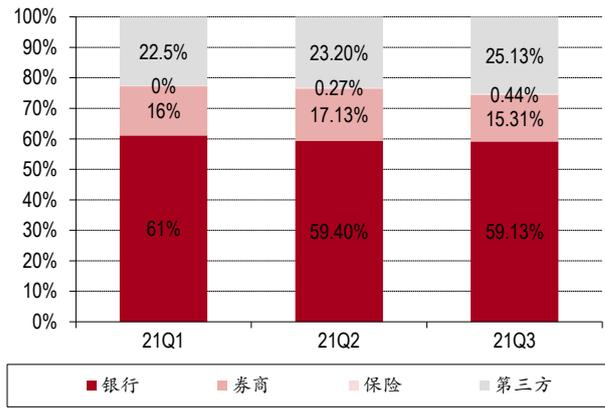
下一步的重要抓手是“投”、“顾”并重。首先，代销市场竞争激烈，银行的客户覆盖面广，第三方机构尤其是互联网代销商凭借便捷服务和低成本正快速提高市场份额，主动管理能力是券商财富管理业务差异化竞争的基石。拥有较强的投资策略制定能力、产品创设能力，再辅销售第三方产品，正是长久发展之计。其次，以客户为中心的理念，要求券商通过科技赋能和扩大投顾人员规模，建立并持续优化定制化的客户分层服务体系、高效的客户管理系统、树立长期投资理念的投资者教育沟通渠道。

图表 12. 上市券商代销金融产品业务净收入



资料来源：万得，中银证券

图表 13. 各类金融机构代销保有量份额



资料来源：中基协，中银证券

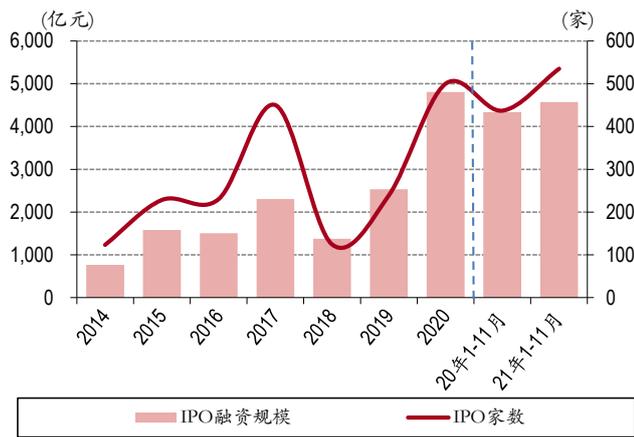
2.1.2 资本市场供给侧改革构筑投行业务持续成长点

政策明确资本市场新定位，服务科技创新是重中之重。11月24日，刘鹤副总理在《人民日报》发表文章《必须实现高质量发展》，明确指出“资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，要坚持‘建制度、不干预、零容忍’的方针，打造规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，使之成为推动科技创新和实体经济转型升级的枢纽。”资本市场新定位“推动科技创新和实体经济转型升级的枢纽”将北交所提升到了更重要的战略地位。

北交所成立补齐资本市场结构短板，将推动券商投行业务增长。据中新网披露数据，中小企业是我国经济重要生力军，贡献了50%以上的税收，60%以上的GDP，70%以上的技术创新，80%以上的城镇居民就业，90%以上的企业数量。而我国资本市场供给侧结构存在短板，中小企业上市渠道不畅通，新三板准入门槛高、市场流动性差。近年来的精选层设立、转板上市通道等新三板改革均对中小企业融资难题有所改善，但北交所的成立彻底补齐了资本市场短板。北交所被打造为服务创新型中小企业的主阵地，将迎接大量科技产业小巨人企业的融资需求，带动券商投行业务增长。

IPO发行家数显著增加，为后续再融资、债承带来更多客户储备。2021年，券商IPO规模和家数持续增加，截至11月末，IPO规模和家数分别增长5%和22%至4573亿元和535家。随着支持科技创新、中小企业融资的政策推进，2018年以来券商承销项目呈现出单家融资规模降低，家数增幅高于规模增幅的趋势。未来在供给侧改革的大趋势下，券商IPO将迎来更大业务增量，家数的显著增加为后续再融资、债承与并购重组业务都带来了更多客户储备，对跟投业务而言也有助于分散风险。此外，考虑到注册制压实了投行的资本市场“看门人”责任，对资产定价与承销能力提出更高要求，且单家募资金额下降，未来IPO业务承销费率大概率将提升。

图表 14. 全市场 IPO 融资规模和家数



资料来源：万得，中银证券

图表 15. 全市场 IPO 单家募资金额



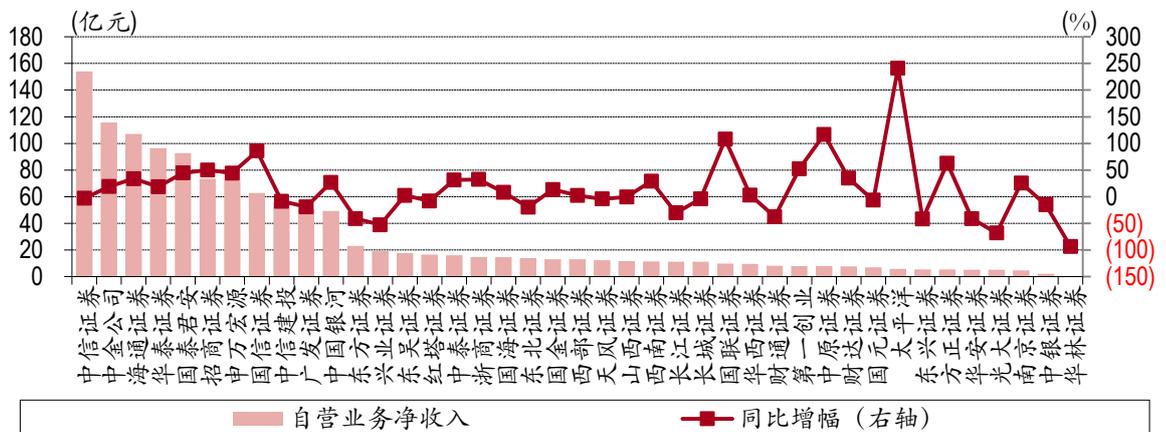
资料来源：万得，中银证券

促进大投行融合，形成覆盖企业全生命周期的“陪伴模式”业务链。北交所服务于创新性中小企业，并且与新三板存在明确的“层层递进”结构，因此相较于其他市场，投行会挖掘处于生命周期更早期的潜在客户企业。一方面，投行将能够参与到企业生命周期中更多的融资环节，各环节协同服务，陪伴企业成长，与客户关系更为紧密，带动整条投行业务链增收；另一方面，通过出资多轮早期股权融资，投行获得企业经营发展更多的话语权，基于对行业长久的研究、投资、服务提供发展建议，主导有利于企业成长的并购等项目，通过对企业的培育更好地支持企业成长，提高企业质量和投行的投资收益、降低投资风险。

2.1.3 衍生品业务为自营波动困扰破局

自营收益波动造成行业分化，大券商表现更稳健。券商自营业务波动性较大，受到 2021 年结构性行情影响，行业分化严重，41 家上市券商中仅有 23 家实现前三季度自营业净收入正增长。大券商表现相较出色，11 家大券商中，前三季度 8 家自营业净收入正增长，下滑的 3 家中也有 2 家降幅在 10% 以内，另 1 家在 20% 以内，展现出较高的业务稳健性。这不仅源于大券商普遍在投研力量、资金量、风险控制方面更具优势，且大券商深耕去方向性投资、客需交易模式，从而能够降低市场大幅波动对业绩带来的冲击。

图表 16. 上市券商 2021 年前三季度自营业净收入



资料来源：万得，中银证券；东方财富因会计科目不同未包含在内

未来券商投资交易业务转型为大势所趋，场外期权业务为券商自营投资业务带来转型渠道和成长蓝海。

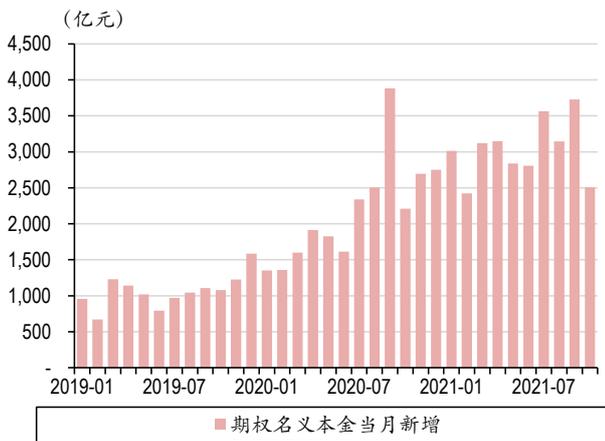
一是场外期权业务有较高的风险收益比。1) 场外期权业务主要面向机构客户，向需要进行风险管理、资产配置的客户出售期权，并在交易所市场进行对冲，收益即为出售期权的费用与对冲成本之差。由于风险通过场内市场对冲，场外期权的收入模式相较方向性自营投资波动性更低。2) 场外期权业务牌照与其他业务存在协同可能，例如券商可利用对冲后的闲置股票开展融券业务或互换业务，提升资产负债的盈利能力。3) 随着券商场外业务规模扩大、客户需求增加，出售的衍生品带来的风险敞口有望通过出售产品之间的对冲得到部分化解，同时降低了风险并减少对冲成本。

二是资本市场处于机构化趋势中，拥有套保需求的资金将不断增加。随着我国对外开放政策的推出，未来将迎来更多海外机构资金入场，财富管理业务的发展也会推进资本市场机构化，机构资金尤其是外资对通过场外期权进行投资和保值需求更高，并且外资占比的趋势性提升有助于带动内地机构的衍生品投资习惯养成。

三是衍生品股票标的数量不断增加，更好地满足投资机构需求，进一步促进市场需求的持续提升。根据 2020 年发布的《管理办法》，证券公司开展场外期权业务个股标的范围不得超出融资融券标的的当期名单。从注册制试点推行以来，以注册制发行的股票自动成为可进行融资融券的标的。未来注册制的全面推行有助于标的的持续增加。叠加外资和海外头部投行进军内地证券行业，有利于我国衍生品种类和投资策略的创新，能够更好地满足机构客户投资和风险管理需求，进一步刺激机构的参与。

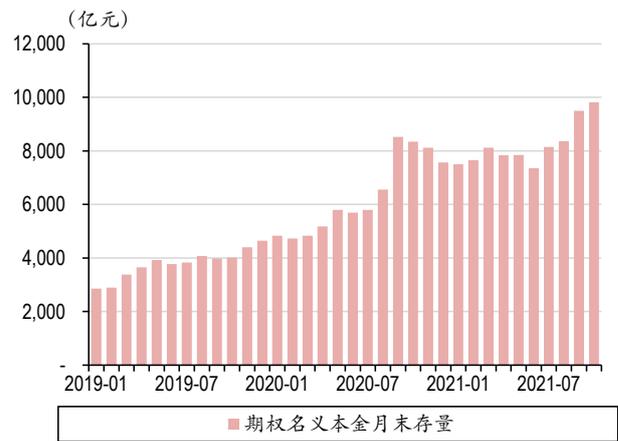
场外期权市场正快速扩张。截至 2020 年 10 月，场外期权名义本金月末存量规模接近万亿元，自 2019 年（2858 亿元）以来持续快速增长，每月新增规模趋势性提升，2021 年前 1-10 月，每月新增规模基本维持在 2500 亿元以上。

图表 17. 场外期权每月新增名义本金规模



资料来源：万得，中银证券

图表 18. 场外期权月末存量规模



资料来源：万得，中银证券

场外期权业务资格分层监管，当前头部券商作为一级交易商占据市场主导地位。根据 2018 年发布的《关于进一步加强证券公司场外期权业务自律管理的通知》，场外期权业务分为一、二级交易商管理，一级交易商可以在沪深证券交易所开立场内个股对冲交易专用账户，直接开展对冲交易，二级交易商仅能与一级交易商进行个股对冲交易，不得自行或与一级交易商之外的交易对手开展场内个股对冲交易，未能成为交易商的证券公司不得与客户开展场外期权业务。当前共有 8 家一级交易商（均为头部券商）、32 家二级交易商，中信证券、申万宏源、华泰证券等头部券商作为一级交易商掌握更多业务机会，占据市场主导地位，新增期权业务 CR5 达到 70%。

图表 19. 新增场外期权交易前五名集中度



资料来源：万得，中银证券；2021Q4 数据截至 12 月 5 日

一、二级交易商有望持续扩容。根据《关于进一步加强证券公司场外期权业务自律管理的通知》，最近一年分类评级在 A 类 AA 级以上的证券公司，经证监会认可，可以成为一级交易商；最近一年分类评级在 A 类 A 级以上的证券公司，经中国证券业协会备案，可以成为二级交易商。自《通知》发布以来，券商场外期权交易商不断扩容，2018 年 8 月 1 日确定了 7 家一级交易商和 8 家二级交易商后，二级交易商累计增加 25 家，而申万宏源（2018 年 8 月 1 日确定的二级交易商）于 2021 年 1 月公告收到证监会对其申请一级交易商资质无异议函，成为第 8 家一级交易商。按照《通知》规定，2021 年跻身 A 类 AA 级别的券商中，东方证券、光大证券、国信证券、申万宏源、兴业证券、中国银河等尚未获得一级交易商资格，A 类 A 级券商中也不乏券商有待获取二级交易商资格开展业务。

图表 20. 券商场外衍生品交易商资格获取时间

一级交易商					
公司名称	获批日期	公司名称	获批日期	公司名称	获批日期
广发证券	2018 年 8 月 1 日	招商证券	2018 年 8 月 1 日	中信证券	2018 年 8 月 1 日
国泰君安	2018 年 8 月 1 日	中金公司	2018 年 8 月 1 日	申万宏源	2021 年 1 月 4 日
华泰证券	2018 年 8 月 1 日	中信建投	2018 年 8 月 1 日		
二级交易商					
公司名称	获批日期	公司名称	获批日期	公司名称	获批日期
财通证券	2018 年 8 月 1 日	兴业证券	2018 年 9 月 25 日	中银证券	2019 年 11 月 18 日
东方证券	2018 年 8 月 1 日	东兴证券	2018 年 12 月 6 日	东北证券	2020 年 10 月 29 日
东吴证券	2018 年 8 月 1 日	光大证券	2018 年 12 月 6 日	东方财富	2020 年 10 月 29 日
国信证券	2018 年 8 月 1 日	国联证券	2018 年 12 月 6 日	瑞银证券	2020 年 11 月 11 日
海通证券	2018 年 8 月 1 日	华福证券	2018 年 12 月 6 日	华鑫证券	2020 年 12 月 21 日
平安证券	2018 年 8 月 1 日	华西证券	2018 年 12 月 6 日	华宝证券	2021 年 1 月 29 日
申万宏源	2018 年 8 月 1 日	南京证券	2018 年 12 月 6 日	长江证券	2021 年 3 月 17 日
浙商证券	2018 年 8 月 1 日	山西证券	2018 年 12 月 6 日		
中国银河	2018 年 8 月 1 日	安信证券	2019 年 4 月 4 日		
长城证券	2018 年 9 月 25 日	东莞证券	2019 年 4 月 4 日		
方正证券	2018 年 9 月 25 日	天风证券	2019 年 4 月 4 日		
国金证券	2018 年 9 月 25 日	信达证券	2019 年 11 月 18 日		
华安证券	2018 年 9 月 25 日	中泰证券	2019 年 11 月 18 日		

资料来源：中证协，中银证券

图表 21. 2021 年证券公司分类结果（仅列举了上市券商）

上市券商	2021 年级别	2020 年级别	级别变化	上市券商	2021 年级别	2020 年级别	级别变化
东方证券	AA	A	↑ 1	华安证券	A	BBB	↑ 1
光大证券	AA	AA	-	华林证券	A	B	↑ 3
广发证券	AA	BBB	↑ 2	华西证券	A	A	-
国泰君安	AA	AA	-	南京证券	A	BBB	↑ 1
国信证券	AA	AA	-	山西证券	A	A	-
华泰证券	AA	AA	-	天风证券	A	A	-
申万宏源	AA	AA	-	西部证券	A	A	-
兴业证券	AA	A	↑ 1	西南证券	A	BBB	↑ 1
招商证券	AA	AA	-	长城证券	A	B	↑ 3
中国银河	AA	AA	-	长江证券	A	A	-
中金公司	AA	AA	-	浙商证券	A	A	-
中信建投	AA	AA	-	中泰证券	A	AA	↓ 1
中信证券	AA	AA	-	中银证券	A	A	-
财达证券	A	BBB	↑ 1	东北证券	BBB	A	↓ 1
财通证券	A	A	-	国海证券	BBB	BB	↑ 1
东方财富	A	A	-	海通证券	BBB	AA	↓ 2
东吴证券	A	A	-	中原证券	BBB	A	↓ 1
东兴证券	A	A	-	第一创业	BB	A	↓ 2
方正证券	A	A	-	国联证券	BB	A	↓ 2
国金证券	A	AA	↓ 1	红塔证券	BB	BBB	↓ 1
国元证券	A	BBB	↑ 1	太平洋	CCC	CCC	-

资料来源：证监会，中银证券

2.2 信用风险缓释，金融风险管控力度加强

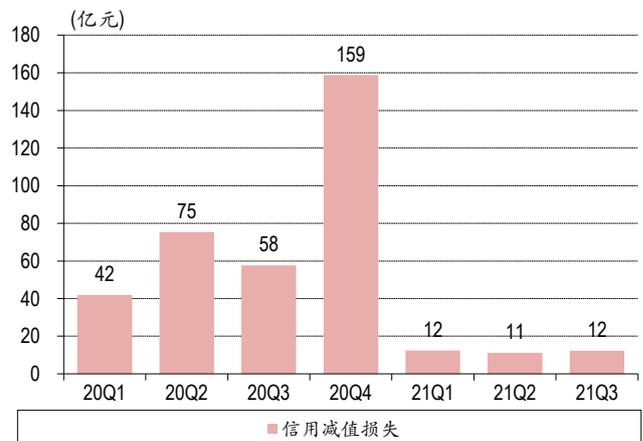
信用减值计提金额大幅降低，2021 年前三个季度维持低位。2021 年，券商计提信用减值损失金额大幅降低，前三季度合计计提金额从上年同期的 175 亿元减少至 36 亿元，减少幅度高达 80%。2021 年的三个季度计提金额较为平均，均在 11 亿元-13 亿元区间，单季度金额均大幅低于上年同期。

图表 22. 上市券商信用减值损失合计值



资料来源：万得，中银证券

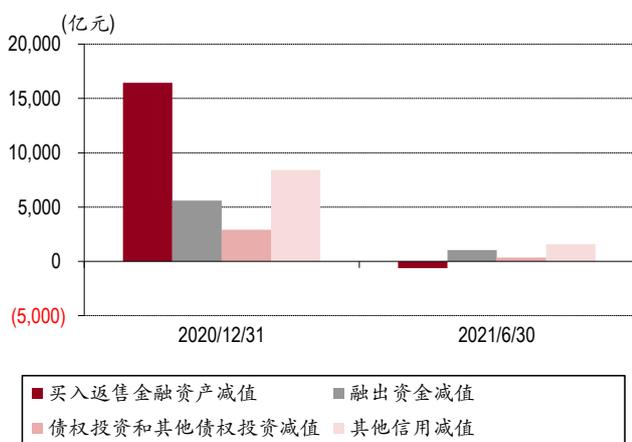
图表 23. 上市券商单季度信用减值损失



资料来源：万得，中银证券

此前信用减值高企中主要受股票质押业务拖累，股质持续缩规模下，2021年计提金额大幅减少或转回。由于2018年股票质押业务频繁暴雷，2019-2020年，券商买入返售金融资产减值计提金额高企，占信用减值损失的比例近半。随着券商近年来主动压降股票质押业务规模，减少高比例质押项目，存量风险得以出清、增量减值压力缓释，2021年上半年，各上市券商大幅减少或转回买入返售金融资产减值金额，42家合计转回610亿元，预计2022年券商股票质押规模低位稳降，2019-2020年信用减值对基本面显著拖累的情况得到改善。

图表 24. 上市公司信用减值计提结构



资料来源：万得，中银证券

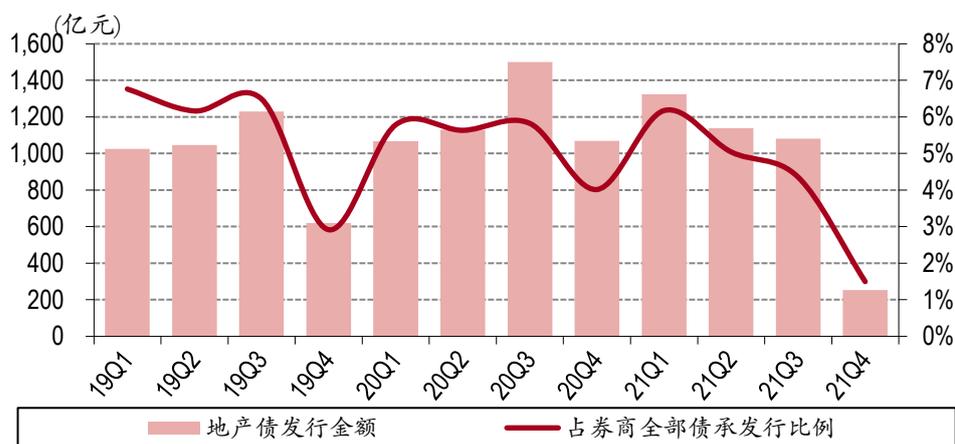
图表 25. 持续压降买入返售金融资产规模



资料来源：万得，中银证券

券商地产债业务缩规模，房地产、基建政策有望边际缓和，有望缓解投资者对券商风险的担忧。今年以来，房地产行业融资趋紧，房地产企业销售端回款与债务偿付面临压力，导致风险事件不断，引发市场对券商在内的大金融板块信用风险存在担忧。2022年预计担忧可以得到部分缓解：1) 券商自二季度持续缩减投行地产债承销业务规模，Q4（截至12月5日）规模降至253亿元，占券商全部债承比例降至1.5%，相较于上年同期839亿元与4.4%显著降低，环比也呈现持续收缩态势，券商地产债暴雷风险有限。2) 人民银行、银保监会于今年9月底召开房地产金融工作座谈会，指导主要银行准确把握和执行好房地产金融审慎管理制度，保持房地产信贷平稳有序投放，维护房地产市场平稳健康发展。今年年底前监管部门仍将稳步妥善为陷入流动性危机中的房企进行融资纾困。房地产、基建行业政策或逐步边际改善，有助于缓解投资者对债市风险拖累券商的担忧。

图表 26. 券商地产债发行规模及占债承总规模比例



资料来源：万得，中银证券；2021Q4 数据截至12月5日

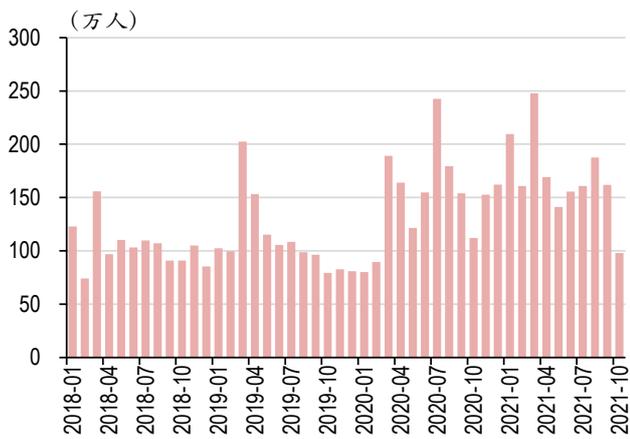
防范金融风险提高至国家安全重要地位，行业控风险力度更强。中共中央政治局 11 月 18 日召开会议，审议《国家安全战略（2021—2025 年）》，会议强调，必须坚持把政治安全放在首要位置，统筹做好政治安全、经济安全、社会安全、科技安全、新型领域安全等重点领域、重点地区、重点方向国家安全工作。会议还提出，要增强产业韧性和抗冲击能力，筑牢防范系统性金融风险安全底线。防范金融风险目标提高到国家安全层面，预计 2022 年政策发力稳固金融市场，并引导、监督各类金融机构做好金融风险防控。

证监会将对证券公司实施全面风险管理现场检查全覆盖，助力提升风险管控水平。证监会近日对 16 家证券公司实施综合风险管理进行了现场检查，特别关注券商信用业务、自营债券交易、境外子公司控制等风险案件频发的领域。证监会表示，被检查公司大多数积极落实相关管理办法要求，不断完善风险管理组织结构，初步建立了适合公司业务发展的综合风险管理体系；针对检查中发现问题，将及时对整改情况进行回顾专项检查；下一步将对尚未进行全面风险管理检查的证券公司进行全覆盖现场检查。监管对券商风控实现全行业检查、全方位指导，有助于券商提升全面风险管控水平。

3 市场流动性较充裕，情绪面利好券商行情

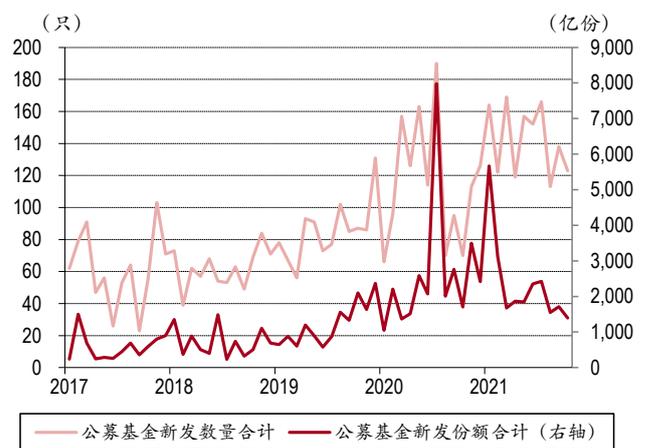
2022 年货币政策稳健偏松，股票市场、基金市场流动性较充裕。2022 年我国经济下行压力较大，政策呵护下预计货币政策仍然稳健偏宽松，场外流动性较为充沛。受“房住不炒”方针和货币基金收益率较低的持续影响，公募市场新发基金份额已由 2018 年的 8581 亿份增长至 2020 年的 31155 亿份，2021 年 1-9 月新发份额仍保持高位；股票市场新增投资者人数和新增开户数逐年增长，21H1 还保持 35% 的高增幅。场外资金流入市场外加量化资金参与，导致 2021 年市场活跃度大幅提升，21H2，日均万亿元成交额已成新常态。预计 2022 年居民财富将继续流向资本市场，保持股市流动性和成交活跃度。

图表 27. 股票市场新增投资者人数



资料来源：万得，中银证券

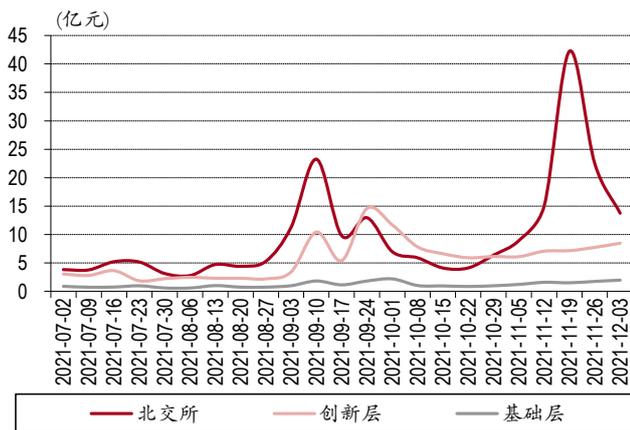
图表 28. 新发基金份额趋势性增加



资料来源：万得，中银证券

北交所的成立激活资金流入。从企业角度来看，打通新三板挂牌公司非上市公众公司身份到上市公司身份转变的便捷通道，提高对企业的吸引力。从投资者角度来看，专精特新是国家战略扶持的产业，北交所的改革让原新三板企业上市更便捷，企业价值在流动性和估值上能够得到更加充分的体现，投资者准入门槛大降，有助于刺激投资者开通权限参与到北交所的投资中，也会有更多的创投资金挖掘新三板创新层和基础层中具备投资价值的标的，反过来进一步提升对优质企业的吸引力，在良性循环下推升北交所资金流入。北交所开市以来，北交所日均成交额提升到两位数以上，创新层、基础层挂牌股票日均成交额分别提升到 7 亿元和 1 亿元附近，同时，新三板基础层、创新层股票做市成交金额 10 月以来持续提升。

图表 29. 北交所与新三板挂牌股票日均成交额



资料来源：万得，中银证券

图表 30. 新三板做市成交金额



资料来源：万得，中银证券

4 投资建议

看好券商行业成长性带来的价值投资逻辑。我们坚持看好未来资本市场持续的供给侧改革以及“共同富裕”“房住不炒”政策推动居民财富管理需求提升背景下券商板块的成长性。2022年，财富管理业务仍是券商基本面增长的主要驱动力，投行业务、机构业务也将迎来成长和转型机遇，并有望与财富业务板块形成协同，相互“引流”共生，带动券商持续性成长。其次，券商财富管理业务转型与自营客需业务转型均有利于降低收入波动，提升业绩确定性，ROE的稳健增长有利于长期估值中枢的提升。再次，近年来对券商造成大量减值计提的股票质押业务规模已降至低位，存量风险出清，增量减值压力较小，对券商业绩的拖累大幅缓解。券商成长确定性强，抗周期性趋势性提升，为行业带来更强的价值投资逻辑。

行业仍处低估区间，具备较大上升空间。当前券商市净率1.68倍，仅处于历史30%-40%分位数区间，使得低估值与高景气度产生背离，估值上升空间大。

市场催化利好行情。2022年货币预计政策稳健偏松，股票市场、基金市场流动性较充裕，券商行业利好创新政策频发，有望催化板块行情。

继续推荐重点受益与行业转型发展的财富特色券商和龙头券商。1) 未来几年内，财富管理都将是券商成长的主要驱动力，基金投顾是重要发力点，因此继续推荐高成长性的财富管理特色券商。2) 龙头券商综合能力强劲，资本实力雄厚，更易发挥综合型券商财管、投行、投资等业务间的协同效应。此外，自营业务收入占比高，自营稳健性对整体业绩稳健性影响大，业务转型为大势所趋。场外期权是衍生品业务发展蓝海，而龙头券商掌握一级交易商资格，在场外期权业务上占据主导地位，将重点受益于资本市场机构化趋势下衍生品业务需求扩张。**重点推荐标的：东方证券、兴业证券、东方财富、中信证券、华泰证券。**

图表 31.上市券商市净率变化



资料来源：万得，中银证券

4 风险提示

- 1) 利率变化导致市场资金成本变化，对信用业务的融资成本产生影响，同时房地产行业风险事件不断，债券市场暴雷或对券商影响超预期；
- 2) 证券行业目前同质化竞争较为激烈，各公司提供的服务差距较小，随着外资逐渐进入国内资本市场，其强大的主动管理能力与运营经验，或将抢占部分资管业务与创新业务市场份额；
- 3) 证券公司海外布局加速，承担相应的海外市场风险和投资风险；
- 4) 海外疫情等国际环境对宏观经济带来的影响超预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371