

华西证券2022年高端闭门投资峰会——非银金融专题策略报告

财富管理孕育重大机遇

非银金融行业分析师：罗惠洲

SAC NO: S1120520070004

2021年12月7日

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

目录

□ 市场表现

- 行情复盘
- 估值分析

□ 券商

- 仍在政策红利
- 财富管理4个环节
- 流动性和风险偏好
- 融券规模的变化

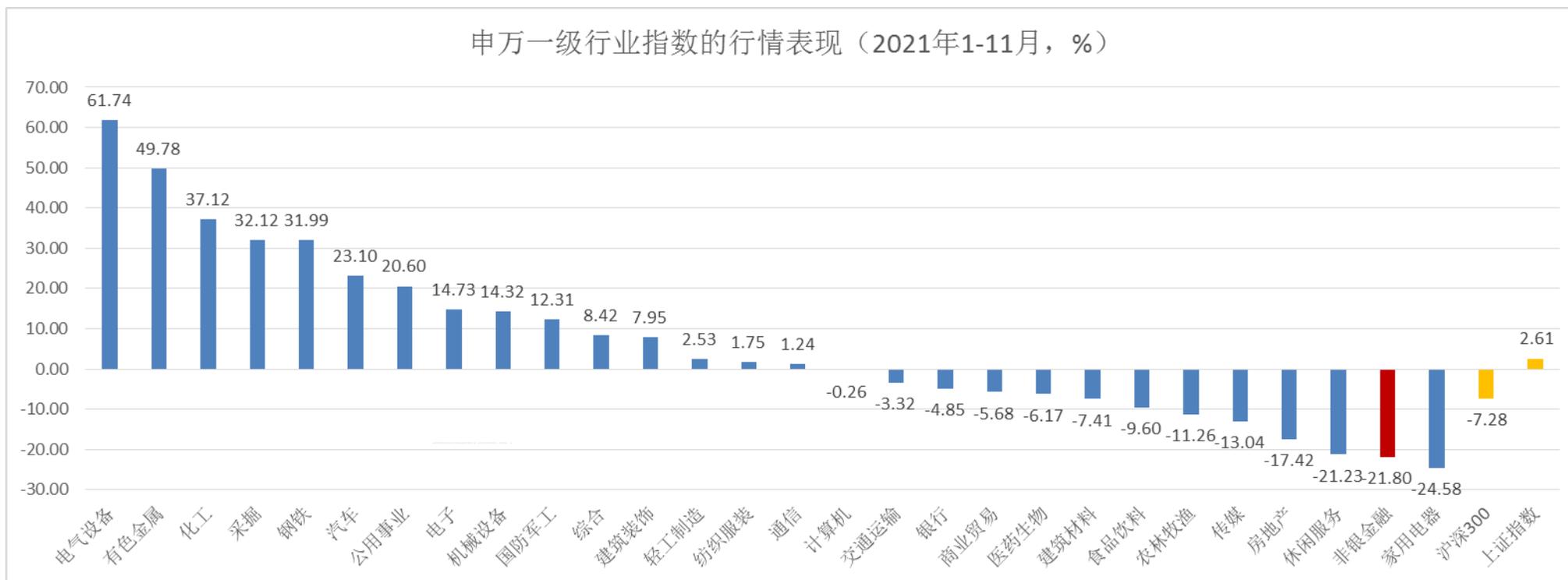
□ 保险与多元金融

- 静待负债端拐点
- 创投和机会
- 过渡期之后的资管新规

□ 风险提示

1.1. 市场表现回顾：2021年1-11月非银-22%，二级行业保险（-41%）垫底

- 2021年1-11月，在28个申万一级行业指数中，非银金融以21.80%的跌幅位列涨幅榜第27名，跑输沪深300（跌幅7.28%）和上证指数（+2.61%）。
- 在104个申万二级行业中，多元金融（+0.44%）、券商（-10.01%）、保险（-41.19%）的2021年以来涨幅分别位列62、83、104名。保险板块负债端迟迟没有起色、资产端因地产相关投资而受到一定影响。
- 互联网金融指数（884136.WI）和金融科技（930986.CSI）的2021年1-11月涨幅分别为+11.45%和+3.73%，前者等权重的指数设计使其在中小票风格时间段表现较好。



数据来源：wind，华西证券研究所整理

1.1. 市场表现回顾：绚烂至极归于平淡，行情等风来

- 自2018年10月18日，券商经历两次快速拉升（2018-10-19至2018-11-19，2019-1-31至2019-3-7），随后回落并区间震荡，2020年年中快速突破（2020-6-18至2020-7-9），随后震荡下行且于今年2月底破位下行，于今年9月初试图向上突破但终因成交量不足而止步前期筹码区底部。



数据来源: wind, 华西证券研究所整理

1.1. 市场表现回顾：板块试探性行情的催化剂（基金销售、持股公募、北交所）

- 2021年年初以来的223个交易日，券商指数较沪深300的超额涨幅在4%以上有3个（2021-1-12涨7.14%“两会之后全面推行注册制”的预期、2021-5-14涨7.62%基金业协会披露Q1各销售渠道基金保有规模、2021-8-18涨6.81%共同富裕+收入三次分配引发财富管理普惠性质的讨论），但第二个交易日均出现下跌；超额涨幅在2-4%以上的有6个交易日，其中8-31至9-13财富管理+深耕新三板接替领涨。



数据来源: wind, 华西证券研究所整理

1.2. 券商板块估值：当前市净率1.68倍

- 2021年年初以来的券商平均PB为1.75倍；2020年为1.78倍。2015年PB峰值约为5倍。当前，券商指数市净率为1.68倍。当前券商市净率估值与2014年7月、2019年3月水平相当。
- 市盈率方面，2021年以来的平均PE为24.94倍；2020年为34.73倍。当前板块PE24.02倍。
- 公募基金持股和基金销售业务的成长性好，受行情波动影响较小，这部分业务可以享受更高的估值。
- 2018年10月中旬，行情启动前的板块估值极低。PE21.01倍，PB1.02倍。



数据来源：wind，华西证券研究所整理

1.3. 券商个股估值

- ❑ 券商板块整体市净率（LF）1.68倍，等权重50家上市券商平均市净率MRQ约1.92倍；
- ❑ 整体市盈率（TTM）约24.02倍，等权重47家上市券商平均市盈率（TTM，剔除负值）28.90倍；
- ❑ 盈利方面，47家上市券商的ROE平均值约为7.39%（剔除负值）。
- ❑ 在50家上市券商当中，2021年前三季度归母净利润超过100亿元的有4家券商，80-100亿的有2家券商，也即我们一般作为估值锚定的六家大型综合类券商，平均市净率为**1.39倍**；该指标2018-10-16为**0.95倍**。总市值超过1000亿的11家券商，平均市净率2.48倍，去掉一个最大值之后的平均市净率为1.81倍。

数据来源：wind，华西证券研究所整理

证券代码	证券简称	总市值 亿元	市净率PB MRQ	净资产收益率 % TTM	市盈率PE TTM
300059.SZ	东方财富	3,604	9.25	18.56	47.33
600030.SH	中信证券	3,005	1.66	9.75	16.11
601066.SH	中信建投	1,955	3.60	12.07	24.02
601995.SH	中金公司	1,779	3.31	12.01	24.66
000776.SZ	广发证券	1,680	1.85	10.12	18.08
600999.SH	招商证券	1,425	1.61	9.78	14.18
601211.SH	国泰君安	1,404	1.14	9.60	11.00
601688.SH	华泰证券	1,378	1.09	9.36	11.44
600837.SH	海通证券	1,347	0.97	8.76	11.03
000166.SZ	申万宏源	1,196	1.38	8.77	14.86
002736.SZ	国信证券	1,085	1.46	9.46	12.14
600958.SH	东方证券	982	1.86	6.31	27.11
601881.SH	中国银河	820	1.33	9.35	11.98
600918.SH	中泰证券	721	2.05	7.90	25.97
601901.SH	方正证券	647	1.56	3.73	41.95
601788.SH	光大证券	615	1.30	3.96	30.03
601377.SH	兴业证券	609	1.52	11.25	13.55
601236.SH	红塔证券	537	2.36	6.78	34.80
600061.SH	国投资本	529	1.17	9.33	11.67
601878.SH	浙商证券	504	2.17	9.42	23.04
600517.SH	国网英大	422	2.34	6.67	35.13
000783.SZ	长江证券	406	1.37	7.72	17.25
600906.SH	财达证券	401	3.64	6.52	55.75
002939.SZ	长城证券	400	2.09	8.88	23.52
601198.SH	东兴证券	393	1.80	6.62	27.14
601108.SH	财通证券	380	1.63	9.96	16.02
601696.SH	中银证券	380	2.42	6.24	38.85
601990.SH	南京证券	355	2.18	5.99	36.36
002673.SZ	西部证券	353	1.32	4.43	29.85
601555.SH	东吴证券	350	1.22	7.38	16.49
601162.SH	天风证券	344	1.32	1.48	88.80
600369.SH	西南证券	330	1.30	4.92	26.51
000728.SZ	国元证券	329	1.03	5.05	20.36
600109.SH	国金证券	327	1.38	7.76	17.81
601456.SH	国联证券	319	2.25	4.89	45.92
002797.SZ	第一创业	300	2.09	6.13	34.13
002945.SZ	华林证券	298	4.76	10.10	47.14
600095.SH	湘财股份	290	2.32	3.12	74.45
002926.SZ	华西证券	248	1.10	8.05	13.72
600909.SH	华安证券	243	1.30	6.48	19.68
002500.SZ	山西证券	231	1.35	3.81	35.47
601099.SH	太平洋	217	2.19	-5.23	-41.87
000750.SZ	国海证券	216	1.16	3.16	36.84
000686.SZ	东北证券	213	1.21	8.93	13.54
002670.SZ	国盛金控	189	1.64	-0.78	-211.23
601375.SH	中原证券	177	1.60	3.73	42.79
600155.SH	华创阳安	170	1.07	4.59	23.31
600621.SH	华鑫股份	145	2.01	7.20	27.89
000712.SZ	锦龙股份	139	4.02	-2.94	-136.65
600864.SH	哈投股份	121	0.91	1.33	68.40

2. 券商机会：长期逻辑+短期催化

- 政策面：仍在红利期，科创板、创业板注册制、北交所……全面注册制
- 基本面：盈利改善、业务拓展：深度参与财富管理全产业链
- 资金和风险偏好：流动性预期、跨年行情
- 多空势力：上市券商的融券规模快速萎缩
- 投资主线——财富管理的关键环节：
 - 销售环节：东方财富、浙商证券为受益标的
 - 产品环节：“含基量”高的广发证券、兴业证券将受益于基金行业发展
 - 小而美：受益标的为湘财股份、国联证券、中泰证券



2.1. 政策面：仍在红利期，利好落地催化行情启动

- 券商作为资本市场重要中介，在股权融资、股权类投资方向具有一定的稀缺性和经验优势。在直接融资比例提升、服务中小企业融资；居民大类资产配置向权益转移的大背景下，仍处所在政策红利期。
- 北交所开辟注册制新战场，IPO业务扩容3.0（继科创板、创业板注册制），标准化合规化的项目池对并购重组业务影响深远。
- 券商行情与资本市场重大政策利好提出、具体细则发布之间的关系，结合当时市场情绪和板块估值，尽管“刻舟求剑”但仍能观察出一些规律。
- 值得注意的是，前几次政策红利推动的券商行情，其催化剂与领涨个股主题并不一定相同。比如2014-2015年，资本市场对外开放持续催化行情，领涨的是互联网券商；2020年中期，新三板精选层转板制度和金融委定调资本市场催化行情，领涨的是有同业并购预期的标的。

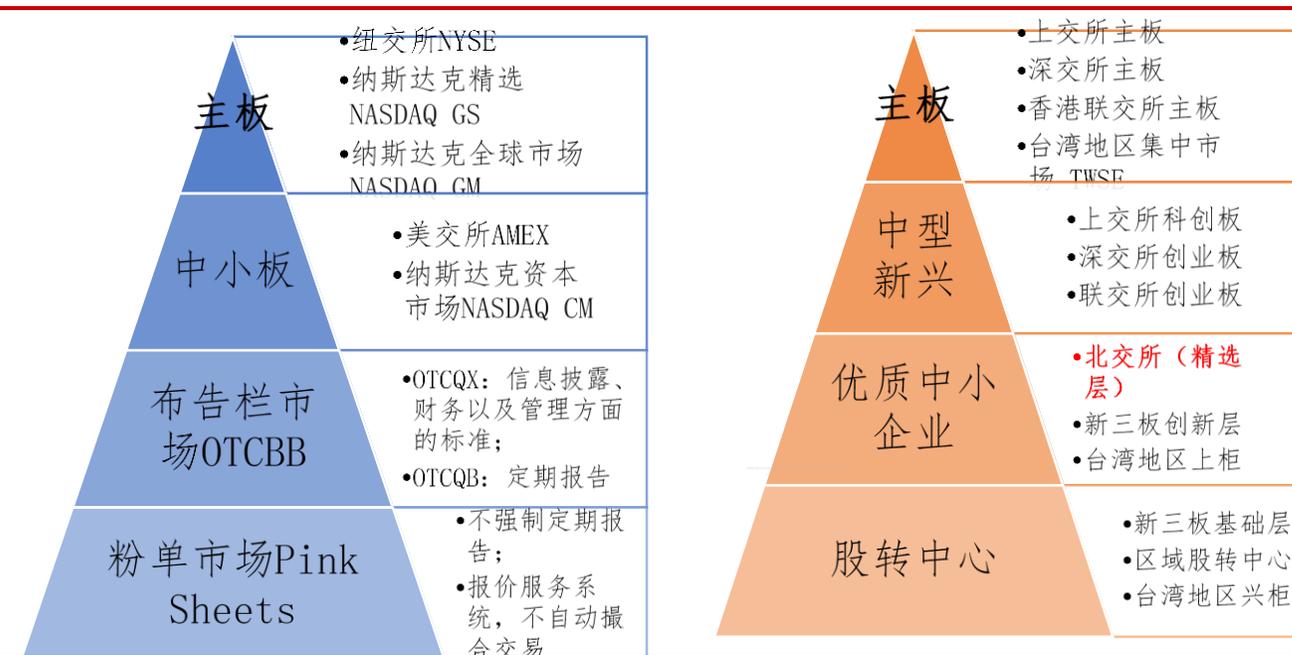
表 券商行情与资本市场政策利好

政策利好	细则落实	券商行情	沪深 300 行情
2013 年 12 月 27 日新“国九条”；2013 年 12 月国务院将股转试点扩大全国	2014 年 4 月证监会批复沪港通	2014-10-28 至 2015-1-7，券商（申万）涨幅 154.70%	53.82%
2018 年 11 月 5 日，高规格官宣科创板	2019 年 1 月 30 日证监会和上交所发布多份科创板细则（含征求意见稿）	2019-1-30 至 2019-3-7，券商（申万）涨幅 49.26%	19.25%
2020 年 4 月新三板精选层转板制度；2020-4-7 金融委会议再度定调资本市场枢纽作用并将提升市场活跃度	2020-5-18 发布《中共中央 国务院关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》	2020-6-18 至 2020-7-9，券商（申万）涨幅 45.11%	20.49%
2021 年 9 月 2 日，高规格官宣北交所			

2.1. 政策面：北交所补齐我国资本市场关键一环

- 对内，北交所将盘活新三板市场，有望带动第二轮“挂牌潮”。
- 对外，北交所一方面通过转板机制与科创板、创业板互联互通，另一方面形成标准化规范化的并购项目池。转板机制提升了投资者的潜在收益和交易热情，并购池推动产业核心企业向供应链纵深扩展。
- 从板块定位的角度，上交所的主板和科创板、深交所的主板和创业板，以及北交所，强调差异化和错位发展，面向产业类别不同、上市标准不同、投资者适当性不同，形成相互补充。
- 多个交易所在优质企业上市目的地、资金、投资者等方面存在良性竞争。在这样的竞争过程中，交易所及不同板块的优势来自于1) 市场深度：规模大、产品丰富，2) 融资能力：估值偏好、二级市场活跃度，3) 监管制度灵活程度，4) 综合金融服务：债权融资、再融资、转板、产业并购重组服务等。

图 中美多层次资本市场



资料来源：美国 SEC 官网，纳斯达克公司官网，华西证券研究所整理

表 境内交易所和板块的上市公司情况（截至2021-11-11）

交易所	上市板	公 司 数	总 市 值 万 亿元	平 均 市 值 亿元	市 中 数 值 位 亿	代表企业
上交所	主板	1646	48.38	294	72	茅台、银行*4、中国平安、中石油
	科创板	352	5.31	150	68	中芯国际、天合光能、大全能源、金山办公、传音控股
深交所	主板	1478	24.76	168	57	五粮液、比亚迪、海康威视、美的、平安银行
	创业板	1054	13.60	129	47	宁德时代、迈瑞医疗、东方财富、金龙鱼、爱尔眼科
北交所	精选层	71	0.28	39	17	凯腾精工、贝特瑞、连城数控、吉林碳谷、长虹能源、颖泰生物

资料来源：wind数据，华西证券研究所整理

2.1. 政策面：深耕新三板业务的券商

- 深度布局新三板挂牌和做市业务的券商有望受益，如中信建投、开源证券、申万宏源、安信证券、国元证券和东吴证券。
- 2017年-2021年上半年，多家大型综合类券商的业务重心转移，新三板的挂牌业务一度集中到开源证券、国融证券、安信证券、东吴证券、中泰证券，前五家的市占率27.24%。从这个角度来看，北交所有望成为中型券商“弯道超车”的新赛场。
- 并购重组因为技术难度较大，财务顾问的市场集中度较高。首次公告日在2020年的并购交易中，中信证券和中金公司作为财务顾问的占比52.31%，排名前五位（中信、中金、中信建投、华泰、招商）的市占率合计69.29%。

表 券商在做市、持续督导、精选层项目的竞争格局（截至 2021-11-11）

主办券商	2017年以来的挂牌家数	督导券商	持续督导家数	主办券商	精选层保荐数
开源证券	301	开源证券	606	中信建投	12
国融证券	183	申万宏源	551	安信证券	7
安信证券	150	东吴证券	290	申万宏源	6
东吴证券	133	国融证券	283	开源证券	5
中泰证券	108	中泰证券	266	国元证券	5
申万宏源	103	长江证券	260	中信证券	4
长江证券	100	安信证券	256	东北证券	4
东莞证券	100	东北证券	206	长江证券	3
中信建投	93	兴业证券	178	中泰证券	3
兴业证券	88	财通证券	169	中国银河	2
西南证券	84	西南证券	157	招商证券	2
恒投证券	80	西部证券	154	天风证券	2

资料来源：Wind 数据，华西证券研究所

2.2. 基本面：2021Q1-3

- ▶ 资管涨幅居前的：国联证券（yoy+84%、小基数、资管+财管联动FOF模式），中金公司（+65%、中金资管+100%中金基金），西部证券（yoy+64%、51%西部利得基金），中信证券（yoy+59%、中信证券资管+62%华夏基金），东方证券（+57%、东证资管+记联营投资的35%汇添富+18%长城基金），广发证券（+56%、广证资管+55%广发基金+记联营投资的23%易方达基金）。
- ▶ 投资类增幅靠前的，除太平洋、国联证券、中原证券的小基数因素之外，多家有投资联营基金公司因素——国信证券（yoy+82%、记投资联营的50%鹏华基金），招商证券（+53%、记投资收益的49%博时基金），国泰君安（+49%、记投资收益的20%华安基金），申万宏源（+45%、记投资收益的28%富国基金+并表的67%申万菱信基金）。
- ▶ 代理买卖证券业务净收入（含席位租赁和代销金融产品）增幅靠前的，中金公司、东方证券、兴业证券、东吴证券、浙商证券在大财管的机构服务和金融产品销售有明显优势。

证券代码	证券简称	净利润 2021Q1-3 亿元	净利润增 速	营收增速	代理买卖证 券业务净收 入增速	证券承销 业务净收 入 增速	资管净收 入 增速	利息净收 入 增速	自营净收 益 增速
600030.SH	中信证券	176.45	39%	38%	27%	26%	59%	139%	-1%
600837.SH	海通证券	118.26	39%	23%	15%	-11%	3%	43%	39%
601211.SH	国泰君安	116.35	30%	24%	9%	-6%	21%	-3%	49%
601688.SH	华泰证券	110.49	25%	11%	23%	-3%	-8%	67%	1%
000776.SZ	广发证券	86.41	6%	25%	20%	-42%	56%	21%	-10%
600999.SH	招商证券	85.01	17%	22%	17%	-11%	-4%	-33%	53%
002736.SZ	国信证券	78.00	42%	21%	9%	0%	-11%	-33%	82%
601995.SH	中金公司	74.54	52%	29%	31%	23%	65%	-4%	20%
000166.SZ	申万宏源	74.09	13%	16%	14%	31%	4%	-61%	45%
601881.SH	中国银河	74.01	31%	44%	19%	-36%	-11%	31%	26%
601066.SH	中信建投	72.58	-3%	30%	30%	-12%	9%	34%	-9%
600958.SH	东方证券	43.21	42%	17%	40%	20%	57%	87%	-27%
601377.SH	兴业证券	35.23	16%	3%	33%	-14%	45%	60%	-52%
601788.SH	光大证券	32.57	-2%	15%	19%	-14%	-39%	41%	-65%
600918.SH	中泰证券	25.44	11%	20%	16%	34%	47%	-19%	34%
000783.SZ	长江证券	21.99	14%	13%	28%	13%	-22%	29%	-25%
601901.SH	方正证券	19.28	30%	13%	13%	-38%	-10%	42%	9%
601555.SH	东吴证券	19.05	28%	20%	41%	-2%	-5%	13%	5%
601108.SH	财通证券	15.94	5%	-1%	10%	14%	5%	1%	-17%
601878.SH	浙商证券	15.88	55%	70%	42%	29%	-2%	2%	33%
600109.SH	国金证券	15.38	-2%	4%	16%	-22%	-3%	27%	12%
002926.SZ	华西证券	14.27	-6%	16%	28%	20%	-27%	6%	9%
002939.SZ	长城证券	13.55	17%	21%	12%	53%	-13%	-16%	13%
000728.SZ	国元证券	13.26	23%	5%	13%	-21%	12%	17%	-6%
000686.SZ	东北证券	12.15	25%	0%	24%	74%	28%	47%	-16%
601198.SH	东兴证券	11.80	-7%	-7%	0%	-27%	-48%	8%	-42%
601236.SH	红塔证券	10.55	14%	63%	8%	-1%	-10%	-99%	-8%
002673.SZ	西部证券	9.90	7%	31%	16%	-31%	64%	-10%	3%
600909.SH	华安证券	9.68	-3%	-11%	14%	-15%	36%	-21%	-46%
601696.SH	中银证券	9.43	11%	1%	17%	-20%	-8%	0%	-15%
600369.SH	西南证券	9.04	20%	9%	3%	9%	-36%	-5%	21%
601990.SH	南京证券	8.83	23%	11%	9%	-1%	-57%	10%	24%
000750.SZ	国海证券	7.80	-15%	8%	-16%	-23%	-31%	-97%	9%
601456.SH	国联证券	6.57	43%	50%	10%	62%	84%	-32%	115%
601162.SH	天风证券	6.35	-10%	-15%	25%	-6%	-22%	88%	-9%
002797.SZ	第一创业	6.25	12%	17%	10%	-28%	33%	35%	41%
002500.SZ	山西证券	6.16	-14%	7%	3%	-35%	17%	-271%	0%
600906.SH	财达证券	5.46	52%	24%	-7%	8%	44%	-49%	35%
601375.SH	中原证券	4.97	473%	57%	8%	177%	-6%	85%	105%
002945.SZ	华林证券	4.81	-27%	-8%	29%	77%	-43%	27%	-93%
601099.SH	太平洋	3.40	243%	60%	2%	-2%	-32%	-1216%	215%

数据来源：wind，华西证券研究所整理

2.2. 基本面：2022年预测

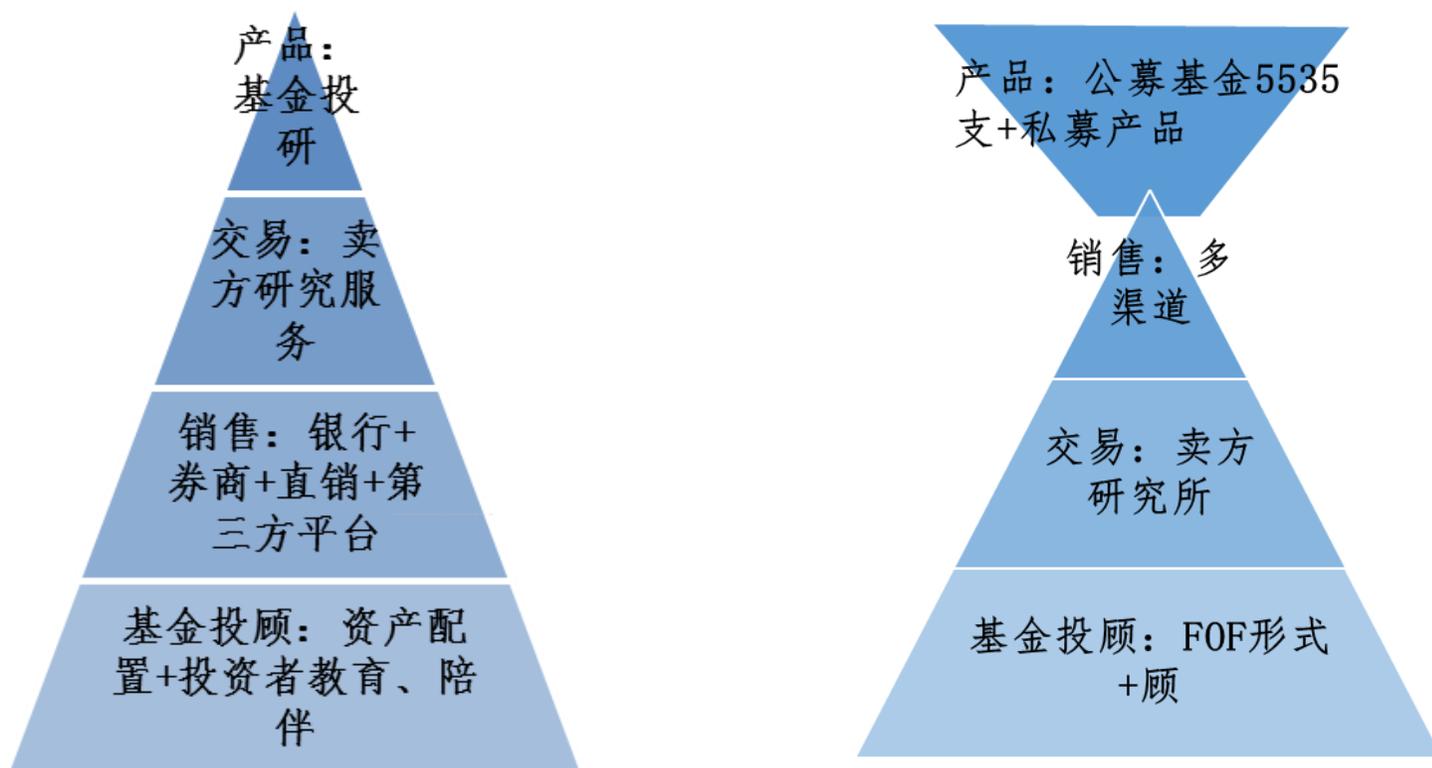
- 根据证券业协会统计口径，我们预计证券行业2021/2022年实现营收4943/5368亿元，增幅为10.2%/8.6%。2021/2022年实现净利润1874/2051亿元，增速为19%/9.4%。
- 零售经纪、两融、自营“随行就市”；
- 投行股权融资需要考虑项目质量，注册制≠“冒进”；债券承销需要顾虑一旦违约的中介责任，银河AMC传达了证券行业不良资产出表需求。
- 证券公司资管直接参与财富管理竞争；代销金融产品、席位租赁、研究所佣金等围绕财富管理+机构服务的业务成长性可以期待。

收入增速及利润率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入增速	35.4%	24.4%	10.2%	8.6%	7.6%
--经纪业务	26.3%	47.4%	9.7%	0.6%	0.0%
--自营业务	52.6%	3.4%	15.6%	11.5%	10.2%
--利息收入	115.8%	28.7%	8.9%	15.4%	-2.4%
--投行业务	30.5%	39.3%	11.8%	13.8%	14.5%
--资管业务	2.1%	11.1%	4.6%	13.0%	32.5%
净利润增速	84.8%	28.0%	19.0%	9.4%	9.1%
	2019/12/31	2020/12/31	2021/12/31	2022/12/31	2023/12/31
关键假设	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经纪业务					
日均交易额	5,599	9,072	10,475	10,972	11,427
佣金率	2.88	2.63	2.50	2.40	2.31
投行业务					
IPO	2,532	4,700	4,888	5,254	5,649
增发	6,888	8,341	9,176	10,418	11,830
配股	134	513	564	748	991
核心债券	56,205	69,281	82,748	98,936	119,180
资管业务					
集合资管规模日均	19,367	20,250	24,863	30,073	36,088
定向资管规模日均	96,884	71,516	50,501	40,418	42,439
专项资管规模日均	16	0	0	0	0
私募子公司	4,884	5,154	5,535	5,852	6,138
资本中介业务					
日均融资融券规模	9,116	13,191	16,845	17,849	19,109
日均股权质押规模	5,197	3,660	2,829	2,649	2,649
日均客户资金	11,189	14,800	17,718	19,828	21,851
自营业务					
平均投资资产	36,539	44,434	51,372	57,256	63,114
投资收益率	3.3%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%

数据来源：wind，华西证券研究所

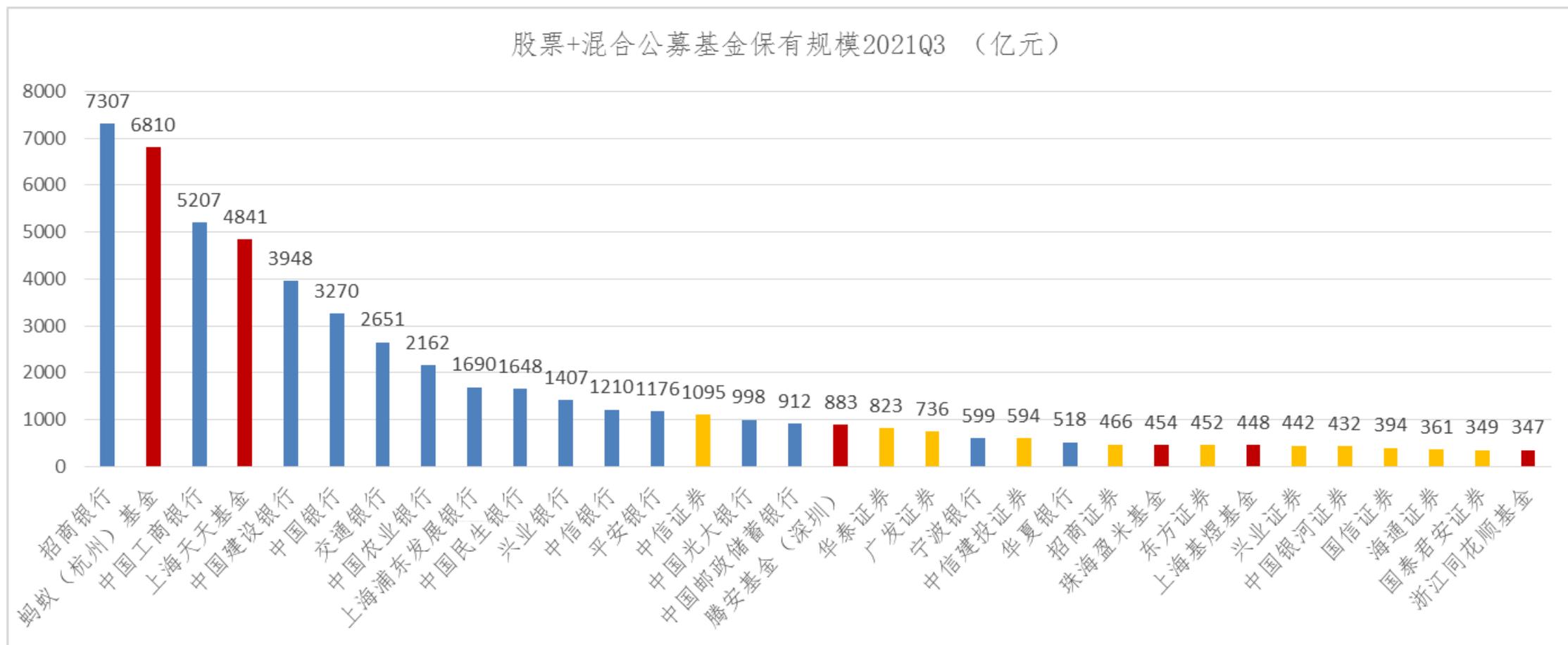
2.2. 基本面：财富管理的4个环节

- 产品、销售渠道、交易、投顾是目前财富管理的四个环节。其中，产品端由公募基金、券商资管、私募基金等机构设计提供；销售渠道包括基金公司直销、银行、券商网点和第三方基金销售平台；交易环节指的是基金产品换仓产生的交易佣金，对应券商研究所的机构佣金收入，并非基民买卖基金产品的交易；投顾即指导基民进行大类资产配置和基金投资顾问的“买方投顾”模式，已有2批共53家机构（银行、券商、基金公司、第三方基金销售平台）获得基金投顾试点资格。
- 从声量和影响力的角度，财富管理价值链中的产品端声量最大，其次是投顾端，但产品端和投顾端的竞争较激烈，基民偏好较市场风格更不易把握，因此确定性不强。从业务体量空间来看，基金投顾端因基数低而具备更大的增长空间，但值得注意的是，基民选择买方投顾之前，可能更倾向于自己选择、亲友推荐、大V组合，预计在一轮牛熊之后，投资者对基金投顾的认可度将大幅度提升。



2.2. 基本面：基金代销的竞争格局

- 旺盛的基金产品供给，迷茫的个人投资者群体，让“人才密集”的产品环节需要依赖强大的渠道来与投资者建立联系——打造明星基金经理、鲜明风格的产品、简洁易懂的标签、持续与投资者沟通以期形成投资理念认可。
- 从目前受益大小而言，销售渠道的商业价值和成长确定性优于产品端、交易和投顾。



数据来源：基金业协会，华西证券研究所

2.2. 基本面：基金代销的竞争格局

- 基金业协会披露各销售渠道股票+混合公募基金保有量：2016-2019年间，基金公司直销的市占率从66%下降至57%；第三方平台市占率从2.24%提升至11.03%；银行和券商没有明显趋势，市占率分别为24%和7.6%水平。
- 截至2021年三季度末，股票+混合基金保有规模前100名中，证券公司占48席——中信证券1095亿元、华泰证券823亿元、广发证券736亿元、中信建投594亿元、招商证券466亿元、东方证券452亿元、兴业证券442亿元、中国银河432亿元、国信证券394亿元、海通证券361亿元。
- 东方财富-天天基金网的股票+混合基金保有规模排名从一季度末的第5提升至二季度末、三季度末的第4，保有规模相应地从3750亿元增加至4841亿元。

年度	商业银行 (%)	证券公司 (%)	基金公司直销 (%)	独立基金销售机构 (%)	其他 (%)
2015年	25.22	10.01	61.9	2.14	0.73
2016年	23.43	8.23	65.62	2.24	0.48
2017年	24.41	6.05	65.38	3.84	0.32
2018年	24.14	6.41	61.26	7.76	0.42
2019年	23.59	7.59	57.29	11.03	0.49

数据来源：基金业协会，华西证券研究所

排名	机构名称	股票+混合 公募基金 保有规模	股票+混合 公募基金 保有规模	股票+混合 公募基金 保有规模
		21Q3	21Q2	21Q1
1	招商银行	7307	7535	6711
2	蚂蚁（杭州）基金	6810	6584	5719
3	中国工商银行	5207	5471	4992
4	上海天天基金	4841	4415	3750
5	中国建设银行	3948	4113	3794
6	中国银行	3270	3334	3048
7	交通银行	2651	2435	2381
8	中国农业银行	2162	2467	2268
9	上海浦东发展银行	1690	1738	1656
10	中国民生银行	1648	1630	1512
11	兴业银行	1407	1396	1380
12	中信银行	1210	1195	1030
13	平安银行	1176	1100	910
14	中信证券	1095	1184	1298
15	中国光大银行	998	953	793
16	中国邮政储蓄银行	912	785	703
17	腾安基金（深圳）	883	800	633
18	华泰证券	823	1079	545
19	广发证券	736	785	741
20	宁波银行	599	602	562
21	中信建投证券	594	543	380
22	华夏银行	518	449	301
23	招商证券	466	494	496
24	珠海盈米基金	454	409	357
25	东方证券	452	494	348
26	上海基煜基金	448	311	283
27	兴业证券	442	469	441
28	中国银河证券	432	475	361
29	国信证券	394	492	515
30	海通证券	361	372	236
31	国泰君安证券	349	455	271
32	浙江同花顺基金	347	336	272

2.2. 基本面：人才密集/过度竞争的产品端

- 产品端由公募基金、券商资管、私募基金等机构设计提供。
- 从声量和影响力的角度，财富管理价值链中的产品端声量最大，其次是投顾端，但产品端和投顾端的竞争较激烈，基民偏好较市场风格更不易把握。
- 基金营收受市场波动影响较小，可以享受较高市盈率，但未有A股标的。
- 寻找券商系、银行系公募基金背后的受益标的，我们梳理了上市券商对规模以上基金公司的持股比例如下。其中，东方证券、西南证券、第一创业、长城证券、兴业证券、广发证券、东北证券均持有较大比例优质基金公司，且前4家的参控股基金公司2020年对券商的净利润贡献超30%。考虑到母公司的净利润体量，和持股基金公司的净利润贡献比例，以及管理规模排名靠前的基金公司，广发、兴业受益于财富管理的產品端。

数据来源：wind，华西证券研究所

图、参控股基金公司基金净利润（按持股比例）/券商净利润：未加券商资管

单位：亿元	参控股基金管理公司	参控股比例	基金营业收入	基金净利润	参控股比例*基金净利润	券商归母净利润	基金净利润/券商净利润	排名
东方证券	汇添富基金	35%	66.4	25.7	9.1	27.2	33%	1
	长城基金	18%	8.9	1.6	0.3	27.2	1%	1
西南证券	银华基金	44%	32.6	8.3	3.7	10.9	33%	2
第一创业	银华基金	26%	32.6	8.3	2.2	8.1	27%	3
	创金合信基金	51%	5.1	0.9	0.5	8.1	6%	3
长城证券	景顺长城基金	49%	26.6	8.2	4.0	15.0	27%	4
	长城基金	47%	8.9	1.6	0.7	15.0	5%	4
兴业证券	兴证全球基金	51%	47.8	16.0	8.1	40.0	20%	5
	南方基金	9%	56.3	14.8	1.4	40.0	3%	5
广发证券	广发基金	55%	62.5	18.2	9.9	100.4	10%	6
	易方达基金	23%	92.1	27.5	6.2	100.4	6%	6
东北证券	银华基金	19%	32.6	8.3	1.6	13.3	12%	7
	东方基金	58%	4.6	0.6	0.3	13.3	3%	7
国海证券	国海富兰克林基金	51%	4.8	1.6	0.8	7.3	11%	8
招商证券	博时基金	49%	42.3	12.5	6.1	94.9	6%	9
	招商基金	45%	32.4	9.0	4.1	94.9	4%	9
光大证券	光大保德信基金	55%	6.2	1.6	0.9	23.3	4%	10
	大成基金	25%	14.0	3.3	0.8	23.3	3%	10
华泰证券	华泰柏瑞基金	49%	11.2	2.7	1.3	108.2	1%	11
	南方基金	41%	56.3	14.8	6.1	108.2	6%	11
申万宏源	富国基金	28%	53.2	16.5	4.6	77.7	6%	12
	申万菱信基金	67%	5.4	1.0	0.7	77.7	1%	12
中信证券	华夏基金	62%	55.4	16.0	9.9	149.0	7%	13
海通证券	富国基金	28%	53.2	16.5	4.6	108.8	4%	14
	海富通基金	51%	13.3	3.8	1.9	108.8	2%	14
南京证券	富安达基金	49%	2.6	1.0	0.5	8.1	6%	15
国信证券	鹏华基金	50%	30.6	5.9	2.9	66.2	4%	16
中泰证券	万家基金	49%	11.8	2.2	1.1	25.3	4%	17
红塔证券	红塔红土基金	59%	2.4	1.0	0.6	14.1	4%	18
长江证券	长信基金	45%	6.8	1.8	0.8	20.9	4%	19
国元证券	长盛基金	41%	4.0	0.8	0.3	13.7	2%	20
财通证券	财通基金	40%	4.9	1.3	0.5	22.9	2%	21
华安证券	华富基金	49%	3.1	0.5	0.2	12.7	2%	22
西部证券	西部利得基金	51%	2.8	0.3	0.2	11.2	1%	23
国泰君安	华安基金	20%	26.7	7.1	1.4	111.2	1%	24
国金证券	国金基金	49%	1.7	0.1	0.1	18.6	0%	25
国金证券	中邮基金	0%	6.2	1.5	0.0	18.6	0%	25
中信建投	中信建投基金	55%	3.0	0.5	0.3	95.1	0%	26
天风证券	中邮基金	0%	6.2	1.5	0.0	4.5	0%	27
东吴证券	东吴基金	70%	1.6	0.0	0.0	17.1	0%	28
东兴证券	东兴基金	100%			-	15.4	0%	29
浙商证券	浙商基金	25%	1.5	-0.0	-0.0	16.3	0%	37
国联证券	中海基金	33%	1.5	-0.0	-0.0	5.9	0%	38
方正证券	方正富邦基金	67%	1.3	-0.2	-0.1	11.0	-1%	39

2.2. 基本面：研究佣金

- 证券公司积极打造研究所，“新势力”招兵买马，3-5年“中生代”卡位激烈。
- 佣金排名第15-30名，竞争激烈。
- 债券交易佣金率低。

排名	席位名称	股票交易 总金额 (亿元)	股票席位 占比(%)	债券交易 总金额 (亿元)	债券席位 占比(%)	总佣金 (万元)	同比增长 率(%)	佣金席位 占比(%)
1	中信证券	9,679.93	7.98	735.23	5.45	6.61	55.09	6.94
2	广发证券	6,901.06	5.69	678.22	5.03	5.06	88.23	5.32
3	长江证券	6,094.27	5.02	495.83	3.67	4.99	67.02	5.24
4	中信建投证券	5,898.04	4.86	583.28	4.32	4.34	45.88	4.56
5	招商证券	4,645.51	3.83	590.33	4.37	3.76	40.73	3.95
6	兴业证券	4,526.50	3.73	832.52	6.17	3.65	59.38	3.83
7	海通证券	4,487.93	3.70	577.16	4.28	3.60	66.00	3.79
8	中泰证券	3,991.69	3.29	309.10	2.29	3.31	30.41	3.48
9	国泰君安证券	3,951.76	3.26	519.58	3.85	3.27	35.85	3.43
10	东方证券	3,877.40	3.19	870.28	6.45	3.22	64.82	3.38
11	中国国际金融	3,777.62	3.11	285.20	2.11	3.02	160.08	3.17
12	方正证券	3,928.50	3.24	220.81	1.64	2.91	75.50	3.06
13	华泰证券	4,165.80	3.43	502.75	3.73	2.86	55.13	3.00
14	光大证券	3,597.38	2.96	308.15	2.28	2.74	41.31	2.88
15	国信证券	3,268.85	2.69	615.86	4.56	2.69	99.94	2.82
16	申万宏源集团	3,181.99	2.62	409.48	3.03	2.48	42.42	2.60
17	东吴证券	2,888.34	2.38	89.60	0.66	2.30	125.71	2.42
18	安信证券	2,802.58	2.31	388.08	2.88	2.20	59.62	2.32
19	国盛证券	2,751.14	2.27	271.83	2.01	2.20	49.28	2.31
20	天风证券	2,678.95	2.21	219.34	1.63	2.20	45.12	2.31
21	中国银河证券	2,522.11	2.08	320.90	2.38	1.92	34.17	2.02
22	华西证券	2,159.62	1.78	89.44	0.66	1.78	147.59	1.87
23	华创证券	2,123.74	1.75	217.67	1.61	1.71	52.65	1.79
24	东方财富证券	2,075.62	1.71	60.64	0.45	1.57	108.65	1.65
25	浙商证券	1,866.23	1.54	70.43	0.52	1.54	421.39	1.62
26	东北证券	1,967.07	1.62	248.15	1.84	1.51	84.43	1.59
27	西部证券	1,625.72	1.34	61.56	0.46	1.26	89.60	1.32
28	国金证券	1,391.62	1.15	135.96	1.01	1.13	26.99	1.18
29	开源证券	1,268.72	1.05	81.86	0.61	0.99	1,206.04	1.04
30	申万宏源证券	984.30	0.81	253.75	1.88	0.82	53.29	0.86

数据来源: wind, 华西证券研究所

2.2. 基本面：基金投顾的远景

- 公募基金投资顾问业务，主要是指拥有相关资质的基金投资顾问机构，接受客户委托，在客户授权的范围内，按照协议约定为客户进行投资基金具体品种、数量和买卖时机的选择，并代替客户开展基金产品的申购、赎回、转换等交易申请的业务。
- 2019年10月以来，证监会下发59张公募基金产品投顾试点牌照。
- 投——资产配置或投资咨询服务。
- 顾——特殊时期的投资者情绪管理、投资者教育等服务。
- 将扭转“产品赚钱，投资者不赚钱”的行业困境。改变基金销售的传统模式，即基金公司、代销机构通过管理费、申购费赚取收入，一味追求销售业绩和基金规模的现状；同时减少频繁申赎基金、追涨跌杀等缺乏专业性的投资者操作。
- 开展投顾业务后，基金投顾可以按照协议约定向客户提供基金投资组合策略建议，以获取投顾费用。引导投资者理性、长期投资。
- 两年两批次总计3家银行、3家独立销售机构、23家基金公司、27家证券公司获得基金投顾试点（56家）。

试点批次（时间）	机构类型	机构名称
第一批（2019.10）	基金公司5家	易方达、南方、华夏、嘉实、中欧
第一批（2019.12）	独立销售机构3家	腾安基金、盈米基金、蚂蚁基金
	银行3家	工商银行、招商银行、平安银行
第一批（2020.3）	证券7家	国泰君安、华泰证券、申万宏源、中信建投、银河证券、中金公司、国联证券
	基金公司10家	广发基金、汇添富、交银施罗德、兴证全球、工银瑞信、博时基金、华安基金、招商基金、银华基金、鹏华基金
第二批（2021.7）	基金公司8家	华泰柏瑞、万家、景顺长城、富国、民生加银、申万菱信、国泰基金、建信基金
第二批（2021.6-7）	证券20家	中信证券、国信证券、东方证券、兴业证券、安信证券、招商证券、浙商证券、平安证券、光大证券、中泰证券、国金证券、中银证券、山西证券、东兴证券、南京证券、华安证券、东方财富证券、财通证券、华西证券、华宝证券

数据来源：证监会，华西证券研究所

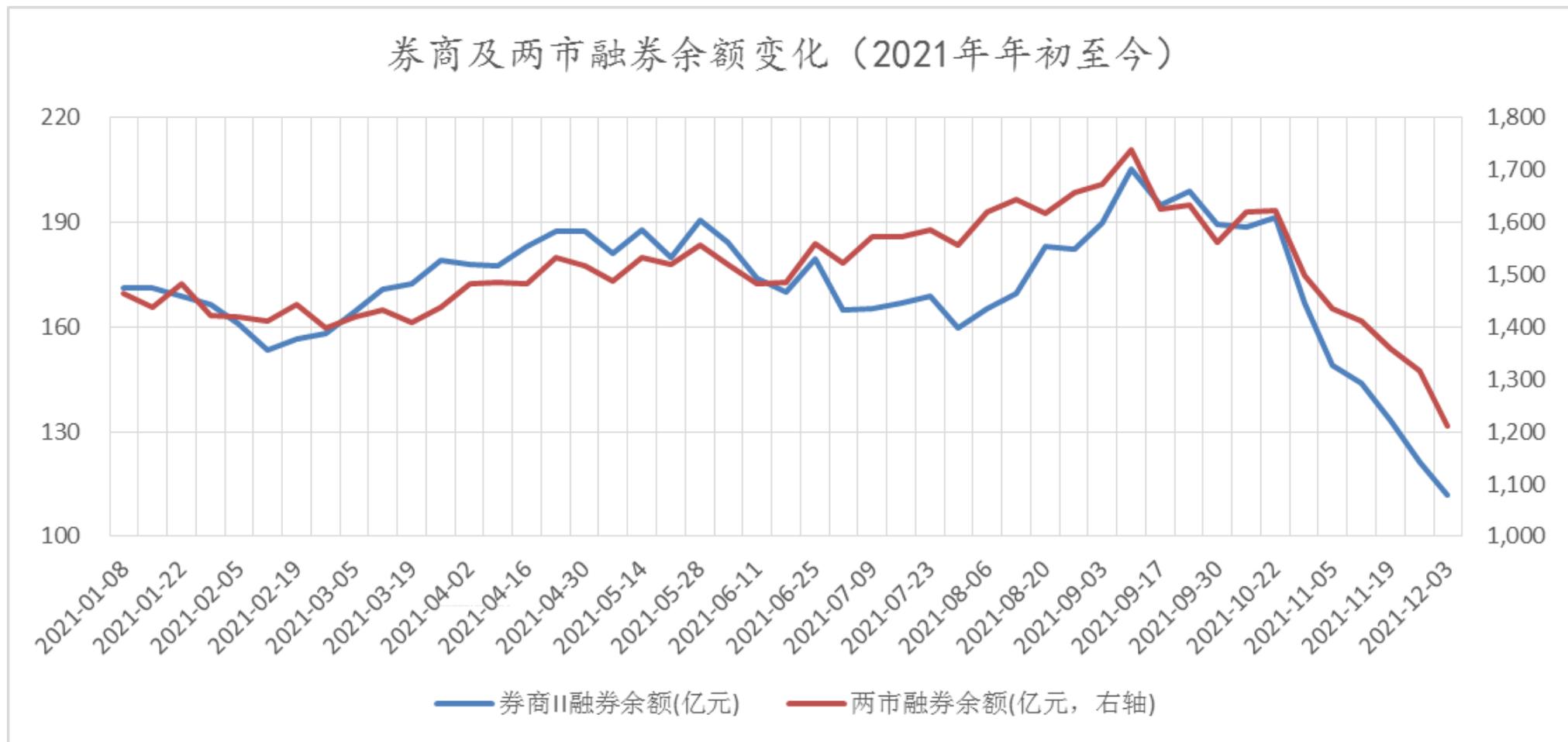
2.3. 资金和风险偏好：2022年流动性环境

- 2021年12月3日，国务院总理李克强提出，将围绕市场主体需求制定政策，适时降准，加大对实体经济特别是中小微企业的支持力度，确保经济平稳健康运行。
- 12月6日，央行官网披露，为支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降，央行决定于2021年12月15日下调金融机构存款准备金率0.5个百分点（不含已执行5%存款准备金率的金融机构）。本次下调后，金融机构加权平均存款准备金率为8.4%。此次降准共计释放长期资金约1.2万亿元。
- 这是央行年内第二次实施全面降准，两次降准共计释放资金2.2万亿元。
- 7月15日降准时，释放的一部分资金也被金融机构用于归还到期的MLF。从当月来看，7月15日有4000亿元MLF到期，央行在当日进行了1000亿元的缩量续作。央行12月6日宣布将于12月15日进行全面降准，释放长期资金约1.2万亿元。释放的一部分资金将被金融机构用于归还到期的MLF，还有一部分被金融机构用于补充长期资金。

- 从A股、券商板块的几个关注点：
 - 1、降准传导到实体经济，需要观察银行间利率和放贷意愿。
 - 2、年末实体经济开工生产仍受能耗“双控”指标限制，货币政策传导受其他因素影响较大。
 - 3、2022年国内宽松的货币政策，是否能够对冲美联储加速Taper、加息带来的新兴市场资金外流。
 - 以上问题将影响跨年行情的时长和成色。

2.4. 多空势力：上市券商的融券规模快速萎缩

- 根据融券余额的周频数据，2021年年初以来，券商和两市的融券峰值出现在2021-9-10一周。
- 当前融券规模较峰值下降幅度：两市融券规模收缩30%至1211亿元、券商板块融券规模收缩46%至112亿元。



数据来源: Wind, 华西证券研究所

2.4. 多空势力：融券规模变化

- 我们梳理了2021-9-10融券余额超过0.9亿元的上市券商，观察其融券规模变化。同时，我们增补了2021-12-3融券余额规模超过0.9亿元（但不在前述范围）的上市券商。
- 尽管融券并不一定构成与行情的因果关系，但杠杆资金的风险管理和敏锐性使其成为比较好的先导/即时指标。
- 2021-9-10，融券余额超5亿元的上市券商12家，除东方财富和国联证券之外，10家券商的融券规模降幅超过30%。
- 2021-12-3，融券余额超5亿元的上市券商7家，除东兴证券为新进，其他标的的融券规模均较9月10日有所下降。

证券代码	证券简称	融券余额 亿元 2021-12-3	融券余额 亿元 2021-9-10	区间涨跌幅 %	区间融券变化 %
000728.SZ	国元证券	10.12	21.91	-7.80	-53.82
000166.SZ	申万宏源	4.63	21.49	-16.59	-78.44
600837.SH	海通证券	7.29	18.31	-4.23	-60.21
601211.SH	国泰君安	8.18	16.44	-7.74	-50.23
300059.SZ	东方财富	9.37	12.74	-1.11	-26.48
002736.SZ	国信证券	6.64	12.07	-7.84	-44.96
601878.SH	浙商证券	0.90	10.91	-1.87	-91.78
000783.SZ	长江证券	3.89	8.52	-7.56	-54.33
601162.SH	天风证券	1.63	6.75	-16.42	-75.92
600958.SH	东方证券	2.70	6.62	-15.92	-59.16
601456.SH	国联证券	5.91	6.28	-12.92	-5.84
000776.SZ	广发证券	3.25	5.72	4.65	-43.22
601688.SH	华泰证券	1.59	4.84	-10.41	-67.07
600030.SH	中信证券	1.65	4.37	-7.30	-62.31
002926.SZ	华西证券	4.24	4.25	-6.53	-0.28
002797.SZ	第一创业	1.62	3.36	-9.17	-51.78
601198.SH	东兴证券	12.33	1.55	0.25	693.04
002500.SZ	山西证券	1.04	1.43	-7.88	-27.54
601901.SH	方正证券	0.45	1.41	-11.09	-68.25
601990.SH	南京证券	0.15	1.28	-8.88	-88.10
601377.SH	兴业证券	0.39	1.04	-19.04	-62.65
601375.SH	中原证券	0.87	0.98	-8.81	-10.74
000750.SZ	国海证券	0.71	0.94	-9.98	-23.88
600918.SH	中泰证券	2.12	0.50	-5.57	321.94
600109.SH	国金证券	2.06	0.81	-9.99	152.99
601881.SH	中国银河	1.80	0.23	-6.59	685.03
601108.SH	财通证券	1.64	0.80	-10.18	103.87
600909.SH	华安证券	1.29	0.50	-10.55	157.73
000686.SZ	东北证券	0.99	0.52	-	88.17

数据来源：Wind，华西证券研究所

2. 券商机会：长期逻辑+短期催化

- 政策面：仍在红利期，科创板、创业板注册制、北交所……全面注册制
- 基本面：盈利改善、业务拓展：深度参与财富管理全产业链
- 资金和风险偏好：流动性预期、跨年行情
- 多空势力：上市券商的融券规模快速萎缩
- 投资主线——财富管理的关键环节：
 - 销售环节：东方财富、浙商证券为受益标的
 - 产品环节：“含基量”高的广发证券、兴业证券将受益于基金行业发展
 - 小而美：受益标的为湘财股份、国联证券、中泰证券



3. 保险+多元金融

- 保险负债端：仍需等待拐点
- 保险资产端：长端利率下行再配置面临挑战、地产边际改善纾缓保险压力
 - 创投：辨明赛道、退出渠道拓宽
 - 信托：关注年底资管新规过渡期期限
 - AMC：经济复苏之初弹性最大
- 受益标的：海德股份、华西股份、四川双马、中国太保、中国平安
 - 需要注意的是，创投、AMC和信托具有所投项目信息披露、难以跟踪的特点。



风险提示

- 人民币对美元大幅贬值风险；美股波动对A股估值和流动性的影响；通胀预期可能引发流动性收紧的风险；全球经济摇摆对沿海地区进出口贸易的冲击。
- A股成交活跃度下降，经纪业务收入不达预期的风险；IPO审核趋严，发行速度不达预期，保荐机构在信披的操作、合规和道德风险；债券承销的项目出现违约需要赔付或大额计提的风险；证券公司股东资质风险；A股快速下跌引发股票质押业务融出资金回收问题及融资融券强平难度加大；股市、债市波动及信用债违约风险对自营业务的影响。

免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。