

行业研究

莫道春意晚，暖风正当时

——证券行业 2022 年投资策略

要点

资本市场的三条主线：持续扩容、多层次建设与监管强化。在经济转型和改革期资本市场可以发挥更重要的作用，我们预计在新经济动能的驱动下，我国资本市场体量和活跃度持续提升，以北交所快速落地为代表，权益市场扩容与多层次资本市场建设将成为未来几年重要的长期趋势性变化，预计我国证券化率将提升。**从政策面来看，促进直接融资发展，资本市场改革的利好政策频出。**22 年是资本市场深化改革的大年，券商将直接受益于注册制改革、多层次资本市场建设、主体融资渠道拓宽等方面，政策利好行业健康持续发展。此外，监管对于证券行业资本金要求、业务功能管理及 IPO 审核趋严，资本实力更强的上市公司将更加受益。资本市场的政策红利一方面将催化板块估值修复，另一方面利于行业健康发展尤其是龙头公司市场份额的提升。同时证监会扶优限劣引导行业合规经营，在监管的引导下行业格局分化可能进一步加剧。

寻找证券行业的 α 收益：ROE 趋稳且分化、头部优势凸显、财富管理赛道价值重估和金融科技投入加快是现阶段值得重点关注的四个核心变量。一是行业 ROE 由历史高波动正走向稳步上升的通道。得益于净利润率的持续上升，券商 ROE 也呈现上升趋势，由 2018 年的 3.56% 上升至 2021 上半年的 7.82%（年化数据）。其中上市公司表现更优，头部券商 ROE 平均在 10% 以上，稳居前列；展望未来资本市场活跃度提升，证券行业业绩有望维持高增。二是市场龙头优势进一步凸显。从中报来看市场排名前五的头部券商净利润和营收占比提升，且在传统经纪业务、投行业务和跟投或者衍生品业务等领域，头部券商的市场份额有望持续；三是财富管理业务具有高成长性，是券商长期布局赛道。受益于权益市场表现，以东方证券为代表的券商资管业务业绩贡献显著。展望未来基金销售继续维持较高增速，财富管理业务的高业绩贡献有望持续；四是券商数字化转型加速，金融科技投入不断加速，有助于提高业务拓展尤其是零售端业务的快速发展。

从基本面来看，预计 22 年行业业绩将保持稳健增长。分业务来看，2021 上半年上市券商资管、投行、经纪、资本中介、自营业务收入同比增幅分别为 28.1%/25.8%/24.1%/20.8%/11.3%，我们预计在资本市场持续扩张的背景下，22 年将延续保持较快增速。此外，行业杠杆和资本实力提升，受资本市场良好表现推动，预计两融和金融投资资产是主要配置方向。两融业务的发展也提升了上市券商杠杆率，同时利润的增长和再融资的驱动增强了证券行业资本实力，行业的资本实力有望进一步提升。

投资建议：在资本市场改革红利、行业发展空间提升等因素催化下，部分券商有望实现 α 收益。在当前低估值、高业绩增速的行业背景下，我们认为券商行业财富管理、投资业务和机构业务等仍然有较大发展空间，券商板块有较高的配置性价比，我们认为 22 年证券行业可能有超额收益的表现，给予证券行业“增持”评级。从公司层面来看，“分化”是 22 年行业演绎的关键词，在“分化”过程中头部券商和部分有差异化竞争力的券商将有望获得超额收益。建议关注主线：1) 受益于市场份额提升的龙头券商，业务壁垒进一步加强，盈利确定性更高。2) 赛道空间广阔以及可以贡献超额收益的财富管理业务，有望打开证券行业估值上限空间。综合而言我们推荐广发证券和中金公司，建议关注东方财富、华泰证券和兴业证券。

风险分析：资本市场改革推进较预期滞后；金融市场的信用风险；二级市场大幅调整风险。

非银金融—证券
增持（首次）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

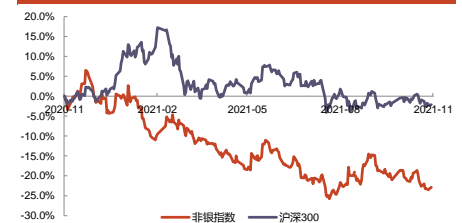
wangyf@ebsecn.com

分析师：王思敏

执业证书编号：S0930521040003

wangsm@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

匹配创新型中小企业融资，资本市场扩容加速——《北交所股票上市等规则（征求意见稿）》点评（2021-09-03）

目 录

1、资本市场的三条主线：加速扩容、多层次建设与强监管	5
1.1、2022 年资本市场持续扩容，权益市场重要性提升	5
1.2、北交所设立，新三板迎来改革年	6
1.2.1、匹配中小企业融资，鼓励创新发展	6
1.2.2、更加市场化的交易规则，退市制度更加灵活	8
1.2.3、科技属性，需要更灵活的机制与更专业的投研定价	8
1.3、监管推动头部集中化趋势延续，资本市场多项利好政策可期	10
2、四个重要变量展望，寻找行业的 α 收益	12
2.1、行业 ROE：由波动走向上升通道，上市公司表现更优	12
2.2、龙头集中趋势强化，头部券商市场份额提升	12
2.3、财富管理：市场价值重估，是券商布局的长期赛道	13
2.3.1、经纪业务为切入点，加码财富管理业务	13
2.3.2、全流程参与资本市场，发挥综合服务优势	13
2.4、金融科技：加快数字化转型，零售业务是重要方向	15
2.4.1、加强金融科技投资是全球性趋势	15
2.4.2、券商加快数字化转型，零售客户领域成重要方向	16
3、预计 2022 年业绩维持双位数增速，竞争格局强者恒强	17
3.1、经纪业务：财富管理转型加速，市场交易持续活跃	17
3.2、投行业务：头部优势在“注册制”下强化，“投资+投行”贡献超额收益	18
3.3、资管业务：市场集中度上升，监管影响边际趋缓	19
3.4、自营业务：规模持续提升，“去方向化”是重要趋势	19
3.5、信用中介业务：扩两融压股质，信用风险出清	20
3.6、22 年行业业绩展望：业绩稳增，ROE 稳步向上	21
4、投资建议：给予行业“增持”评级	21
4.1、行业估值：处于中等偏下位置，估值有回升空间	21
4.2、投资建议：被市场低估的成长价值，寻找个股的 α 收益	22
5、重点标的：关注财富管理主线的 α 收益	23
5.1、广发证券：投行业务风险出清，公募基金业务表现亮眼	23
5.2、中金公司：资本实力增强，各项业务快速推进	25
6、风险提示	27

图目录

图 1: 我国直接融资占比仍有提升空间	5
图 2: 中国证券化率相对较低 (%)	5
图 3: 2019 年居民金融资产增长率快于总资产	6
图 4: 美国 20 世纪 90 年代居民金融资产占比迅速提升.....	6
图 5: 新三板上市公司行业数量分布: 以工业、信息技术和生活消费品为主	8
图 6: 科技投资的情绪周期.....	9
图 7: 证券行业净资产收益率回升至近三年新高.....	12
图 8: 16 年开始证券行业杠杆倍数不断走高.....	12
图 9: 证券行业营收呈现向头部集中趋势.....	13
图 10: 证券行业净利呈现向头部集中趋势.....	13
图 11: 行业佣金率呈现下滑趋势	13
图 12: 券商收入来源多元, 经纪业务占比下降	13
图 13: 财富管理市场参与主体与券商优势.....	14
图 14: 资管行业以银行理财和基金为主 (万亿)	14
图 15: 券商资管占比略有下降.....	14
图 16: 国际头部金融机构对外投资笔数: 资本市场关注度最高 (2010-2020)	15
图 17: 综合金融科技和底层技术合计占总投入的比重近 50%	16
图 18: 头部券商经纪收入占比下降, 代销收入占比提升.....	18
图 19: 21 年上半年股债规模承销同比上升	18
图 20: 投行业务收入集中度 CR5 整体呈上升趋势	18
图 21: 资管配置: 股票配置占比不断提升.....	19
图 22: 受去通道影响券商资管规模不断下降 (万亿)	19
图 23: 上市公司自营规模和自营收益率变化情况.....	20
图 24: 上市券商信用减值损失增速大幅下降.....	21
图 25: 21 年以来非银行业表现落后于沪深 300 表现.....	22

表目录

表 1: 北交所设立的主要原则	7
表 2: 重点关注行业企业类型划分标准	7
表 3: 2021 资本市场政策一览	11
表 4: 互联网公司金融科技领域布局: 支付领域受关注度较高	16
表 5: 广发证券关键数据预测表	24
表 6: 可比公司盈利预测与估值表	25
表 7: 广发证券盈利预测与估值简表	25
表 8: 中金公司关键数据预测表	26
表 9: 可比公司盈利预测与估值表	27
表 10: 中金公司盈利预测与估值简表	27

1、资本市场的三条主线：加速扩容、多层次建设与强监管

1.1、2022 年资本市场持续扩容，权益市场重要性提升

金融系统在提升高质量发展能力方面发挥着重要作用，资本市场肩负着“促进经济高质量发展和结构转型”的历史重任。2020 年以来资本市场快速扩容，市场体量和成交量持续提升，我们预计权益市场扩容将成为未来几年重要的长期趋势性变化，主要原因有：

1、经济发展驱动力的转型，资本市场尤其是权益市场重要性提升。过去我国经济发展以地产基建为主，对应的是我国融资体系以间接融资为主，经济高速增长所需的资金主要是由商业银行直接或间接提供。随着整个国家经济体系在寻找科技、新能源等新发展动力，资本市场以提高权益融资占比为主线将发挥更大的作用，同时会积极引导发展证券等非银机构，进一步强化中介职责和资本市场投融资、定价功能等。

2、我国证券化率和直接融资规模与世界发达国家相比仍有提升空间。我国证券化率相对较低，直接融资占比仍有较大提高空间。疫情以来各国证券化率（世界银行口径：市值/GDP）持续提升，与世界主要国家相比我国证券化率仍然相对较低。以 20 年为例我国证券化率为 82%，美国和欧洲主要国家的证券化率均在 150% 以上，与经济体量相比，我国资本市场仍偏小，预计 2022 年资产证券化率将提升至 100% 以上（每年提升 10pct）。从融资结构来看，根据世界银行 2019 年数据，美国股票和债券类负债占比合计达到 71.6%，我国仅为 33.9%，我国直接融资仍有较大的发展空间。

3、权益市场的快速扩容是全球性现象。各国疫情后均放松权益市场监管，全球主要资本市场普遍出现量价齐升的现象。得益于疫情后流动性宽松下风险偏好提升，以及各主要国家加快股票的上市与审批，试图通过激活资本市场对冲经济下滑风险。具体到中国，上市公司数量的提升是资本市场扩容的关键一步，预计在北交所成立、注册制推进等各项政策红利的催化下，2022 年权益市场将得到快速增长。

图 1：我国直接融资占比仍有提升空间

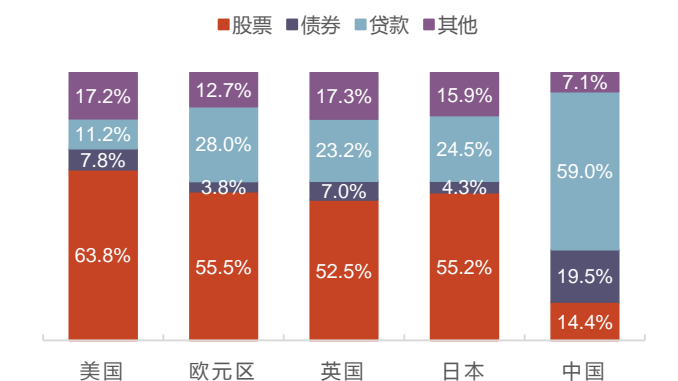
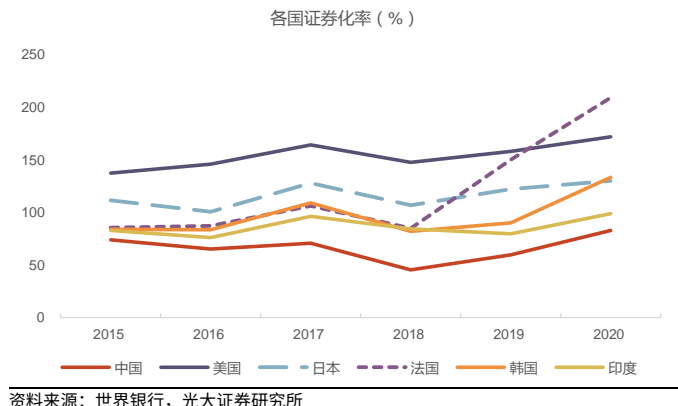


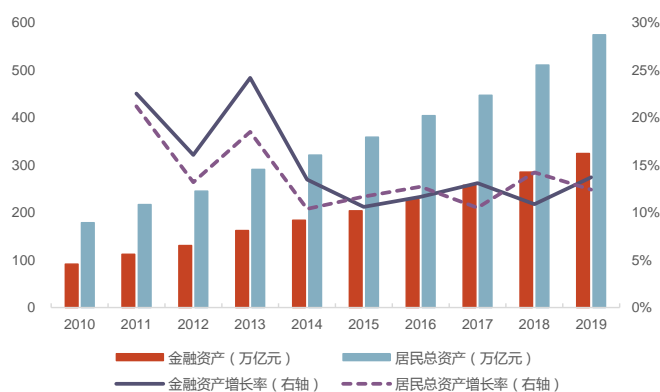
图 2：中国证券化率相对较低（%）



从需求端来看，居民权益资产配置需求提升。金融资产具有流动性强、底层资产配置类型多样的优点，居民金融资产占比持续提升。根据社科院公布的《中国国家资产负债表 2020》报告，居民资产表现出资产配置转向金融资产的倾向。以美国 20 世纪 90 年代为参考，在鼓励金融创新的背景下，居民资产的配置中金融资产占比上升明显，到 20 世纪末占比已达到 69%，发达国家成熟的资本市场为个人持有金融资产提供了便利条件。金融资产本身具有涉及领域多样、种类丰富和流动性强等特点，更符合多类型配置资产的理念，财富管理需求有望迎来快速提升期。

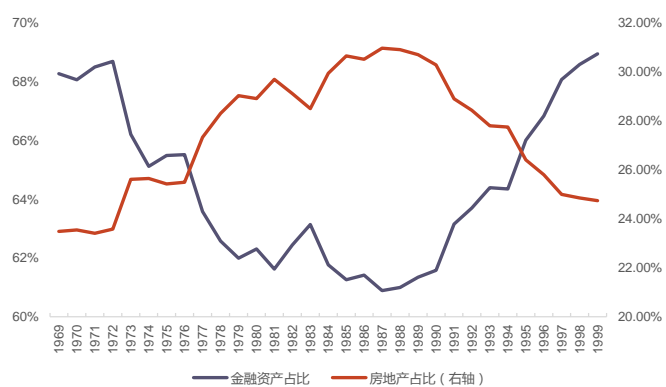
此外，资产配置中权益类资产吸引力强，预计成重点配置方向。借鉴美国 20 世纪末以来的资产配置偏好，权益类资产在居民有关金融资产需求方面具有较强吸引力。当前国内也表现出相似特征，2009-2019 年我国居民资产配置中证券投资基金份额总体呈上升趋势，权益类资产管理规模也逐步扩大。权益类资产更受青睐，一是由于权益类资产配置种类更多，二是由于收益率相对更高。随着资本市场深化改革和产品的丰富，居民对基金、股票等产品的认可度进一步提高，A 股机构投资者数量也不断增加，权益类资产或可成为我国财富管理行业资产配置的重要方向。

图 3：2019 年居民金融资产增长率快于总资产



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 4：美国 20 世纪 90 年代居民金融资产占比迅速提升



资料来源：Wind，光大证券研究所

1.2、北交所设立，新三板迎来改革年

1.2.1、匹配中小企业融资，鼓励创新发展

匹配企业在不同生命周期风险偏好的市场建设，有助于提升资本市场融资的层次性和丰富性。从目前我国资本市场建设层次来看，从 VC/PE 机构到主板上市之间中小企业公开市场股权融资困难，北京证券交易所的成立正是为了满足中小企业的公开市场融资需求。北交所聚焦创新型中小企业，服务对象“更早、更小、更新”，通过构建新三板基础层、创新层到北京证券交易所层层递进的市场结构，强化各市场板块之间的功能互补，不断扩大资本市场覆盖面，提高直接融资比重。北交所目前的定位关键词包括：中小企业、创新和重点支持行业。

完善多层次资本市场体系，北京证券交易所坚持差异化的制度安排，与沪深交易所是错位发展和互联互通的关系。在制度安排方面，北京证券交易所构建契合中小企业特点的基础制度，坚持上市公司从符合条件的创新层企业中产生。市场联接方面，在新三板创新层、基础层培育壮大的企业，鼓励继续在北京证券交易所上市，同时坚持转板机制，培育成熟的北京证券交易所上市公司可以选择到沪深交易所继续发展。

表 1: 北交所设立的主要原则

原则	具体内容
一个定位	坚持服务创新型中小企业的市场定位。尊重创新型中小企业发展规律和成长阶段，提升制度包容性和精准性。
关系维度	1) 北京证券交易所与沪深交易所、区域性股权市场坚持错位发展与互联互通，发挥好转板上市功能。
	2) 北京证券交易所与新三板现有创新层、基础层坚持统筹协调与制度联动，维护市场结构平衡。
	3) 畅通北京证券交易所在多层次资本市场的纽带作用，形成相互补充、相互促进的中小企业直接融资成长路径。
	4) 培育一批专精特新中小企业，形成创新创业热情高涨、合格投资者踊跃参与、中介机构归位尽责的良性市场生态。

资料来源：证监会官网，光大证券研究所

中小企业：根据《关于印发中小企业划型标准规定的通知》（工信部联企业〔2011〕300号），按照行业门类、大类、中类和组合类别，依据从业人员、营业收入、资产总额等指标或替代指标，将企业划分为大型、中型、小型、微型等四种类型，我们预计具体上市条件包括对于中小企业的认定标准会根据现实情况调整。我们认为中小企业的定位符合我国多层次资本市场的现状，有利于中小企业更快地获得资本市场融资，同时推动中小企业更早熟悉、更早进入资本市场，增强信息披露和规范经营意识。针对中小企业还会设置特殊化规则，比如对现金分红比例不作硬性要求；对股权激励允许合理设置低于股票市价的期权行权价格，以增强激励功效。

表 2: 重点关注行业企业类型划分标准

行业名称	指标名称	计量单位	大型	中型	小型	微型
农、林、牧、渔业	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 20000$	$500 \leq Y < 20000$	$50 \leq Y < 500$	$Y < 50$
工业	从业人员(X)	人	$X \geq 1000$	$300 \leq X < 1000$	$20 \leq X < 300$	$X < 20$
批发业	从业人员(X)	人	$X \geq 200$	$20 \leq X < 200$	$5 \leq X < 20$	$X < 5$
	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 40000$	$5000 \leq Y < 40000$	$1000 \leq Y < 5000$	$Y < 1000$
零售业	从业人员(X)	人	$X \geq 300$	$50 \leq X < 300$	$10 \leq X < 50$	$X < 10$
仓储业	从业人员(X)	人	$X \geq 200$	$100 \leq X < 200$	$20 \leq X < 100$	$X < 20$
	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 30000$	$1000 \leq Y < 30000$	$100 \leq Y < 1000$	$Y < 100$
邮政业	从业人员(X)	人	$X \geq 1000$	$300 \leq X < 1000$	$20 \leq X < 300$	$X < 20$
餐饮业	从业人员(X)	人	$X \geq 300$	$100 \leq X < 300$	$10 \leq X < 100$	$X < 10$
	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 10000$	$2000 \leq Y < 10000$	$100 \leq Y < 2000$	$Y < 100$
信息传输业	从业人员(X)	人	$X \geq 2000$	$100 \leq X < 2000$	$10 \leq X < 100$	$X < 10$
	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 100000$	$1000 \leq Y < 100000$	$100 \leq Y < 1000$	$Y < 100$
软件和信息技术服务业	从业人员(X)	人	$X \geq 300$	$100 \leq X < 300$	$10 \leq X < 100$	$X < 10$
物业管理	从业人员(X)	人	$X \geq 1000$	$300 \leq X < 1000$	$100 \leq X < 300$	$X < 100$
	营业收入(Y)	万元	$Y \geq 5000$	$1000 \leq Y < 5000$	$500 \leq Y < 1000$	$Y < 500$
租赁和商务服务业	从业人员(X)	人	$X \geq 300$	$100 \leq X < 300$	$10 \leq X < 100$	$X < 10$
	资产总额(Z)	万元	$Z \geq 120000$	$8000 \leq Z < 120000$	$100 \leq Z < 8000$	$Z < 100$
其他未列明行业	从业人员(X)	人	$X \geq 300$	$100 \leq X < 300$	$10 \leq X < 100$	$X < 10$

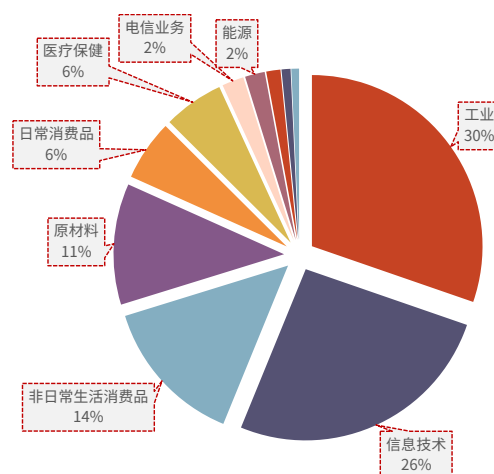
资料来源：《关于印发中小企业划型标准规定的通知》（工信部联企业〔2011〕300号），光大证券研究所整理

科技创新：科技行业普遍具有技术创新、发展前景不明确、投入和收益存在时滞等特征，资本市场能够提供一个管理风险的新机制。一方面资本市场可以分散科技投资风险，将投资风险进行转移、缓释或者化解。另一方面资本市场本身就是风险管理机制的有机组成，降低企业管理风险和不对称风险。创新型中小企业应具有以下特点：一是在某些行业和某些业务领域具有创新性贡献；二是其产品或服务在行业或细分市场占一定规模；三是研发投入占比较高。我们认为对于创新的量化认定，主要在于研发支出的投入。

重点行业：目前看重点行业包括先进制造业、新材料行业和现代服务业等。证监会曾明确提出把“努力提升服务专精特新中小企业的能力和水平”列为下半年要扎实做好的重点工作之一，截至目前工业和信息化部公布的专精特新“小巨人”企业已达 4762 家。北交所主要服务创新型中小企业，重点支持先进制造业和现代服务业等领域的企业，目前精选层企业主要包括的行业有新材料、电子

和软件、制药和生物科技等。从全部新三板上市公司来看，目前分布的主要行业是工业、信息技术、消费品、原材料和医疗保健等。

图 5：新三板上市公司行业数量分布：以工业、信息技术和生活消费品为主



资料来源：wind，光大证券研究所整理（截至日期：2021 年 10 月 30 日）

1.2.2、更加市场化的交易规则，退市制度更加灵活

北交所所有更加灵活和市场化的交易规则。一方面由于中小企业需求多元，需要丰富市场融资工具，提供直接定价、询价、竞价等多种定价方式；另一方面，北京证券交易所主要服务创新型中小企业，这些企业在具备较强创新能力和较大发展潜力的同时，也具有业绩波动大、经营风险较高等特点，容易受到外部环境冲击，灵活的交易规则有助于匹配各类资金风险偏好，更好地为中小企业融资服务。从目前交易规则来看预计更加灵活，比如新股上市首日不设涨跌幅限制，自次日起涨跌幅限制为 30%，增加市场弹性。

自然人投资人门槛或降低。根据目前新三板交易规则，对于自然人投资者在申请权限开通前 10 个交易日，精选层、创新层、基础层分别要求本人名下证券账户和资金账户内的资产日均不得低于 100 万元、150 万元、200 万元。北交所自然人投资人的投资门槛下降到开户前 20 个交易日日均 50 万元标准，在确保投资者合格的基础上进一步提升市场流动性。

退市制度预计更加多元，维护市场公平与流动性。维持“有进有出”、“能进能出”的市场生态，北交所将构建多元化的退市指标体系，完善定期退市和即时退市制度，进一步强化市场出清功能。与主板不同，北交所将建立差异化退出安排，北交所退市公司符合条件的可退至创新层或基础层继续交易。《上市规则》明确了主动退市与强制退市安排。其中，强制退市分为交易类、财务类、规范类和重大违法类等四类情形。交易类情形包含股票价格、股东人数、市值等指标，考察期均为连续 60 个交易日；财务类情形包含净利润为负值且营业收入低于 5000 万元、净资产为负、审计报告被出具无法表示意见或否定意见等指标。

1.2.3、科技属性，需要更灵活的机制与更专业的投研定价

根据柯布-道格拉斯生产函数，经济总产出最终由资本 (K)、劳动力 (L)、资源 (R) 和综合技术 (A) 决定，科学技术在经济发展中发挥着提升发展质量的重要作用。北交所明确提出支持科技创新，与传统行业相比，科技行业也有周期性的波动特征。主要原因有三：一是受经济周期、金融周期影响，科技型公司的发展离不开经济环境和金融发展；二是科技存在技术迭代，不同技术发展路径存在周期；三是市场投资情绪会放大科技股的波动。比如 1994 年到 1999 年期间美国资本市场情绪高涨，以互联网为代表的科技公司估值大幅提升；2000 年

以纳斯达克互联网公司为代表的科技股的泡沫破裂才重新归入沉寂,但这个阶段纳斯达克指数下滑 60%以上,科技股的估值又面临着折价的问题。

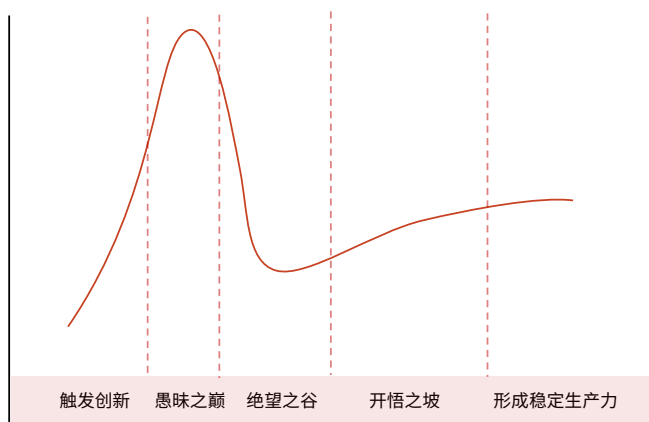
科技行业的周期与自然规律不同,不是简单地周而复始地重复,更多地在于主导科技和产品的变化,在科技发展史中每一个阶段的主导技术和产品都有所区别。以费城半导体指数为例,半导体行业穿越了整个现代 IT 行业的变迁,其指数变化体现科技行业的三个周期:90 年代-2000 年,互联网及电脑的大发展;2002 年-2008 年手机为主导的发展;2009 年至今的移动互联网时代,智能手机和 4G 的发展;从 2019 年开始 5G 时代的来临,将拉动信息产业链、半导体等电子行业进入快速成长周期,为半导体行业和电子行业带来新一轮增长。

■ 科技行业和公司的投资周期

从投资的角度看,我们借鉴知名信息技术咨询公司 Gartner 制定的投资周期的几个阶段:

1. 触发创新:开始于潜在的技术突破。在这一时期,早期的科技概念和媒体的宣传引发了大家关注。也就是说当公开演示、产品发布或其他事件引起媒体和行业对技术创新的兴趣时,炒作周期就开始了。但这一时期通常没有正式可用的产品存在,商业可行性未经证实。
2. 愚昧之巅:早期的宣传塑造了许多成功的故事,但通常也伴随着大量的失败。在这一时期经常出现对创新的期望超过其实际能力的情况,且可能导致投资泡沫的形成。
3. 绝望之谷:这一时期伴随着创新实验的失败,以及在业绩、商业化进程和投资回报等方面不达预期的情况,使最初的兴奋被预期落空的幻灭感代替。与之对应的是早期的生产者通常面临退出和失败的两难选择。只有当幸存的科技供应商改进产品达到客户的要求时,新的投资才会继续发生。
4. 开悟之坡:这一时期出现越来越多的技术造福企业的例子,并使得技术逐渐被广泛理解和具体化。供应商通过技术升级和产品迭代丰富了认知,创新逐渐体现出商业化价值。
5. 形成稳定生产力:这一时期创新所带来的优势得到充分展现和认可,且与创新相伴的风险水平大大降低,对技术的评估指标也逐渐明晰。主流技术的发展进入腾飞期,使用率急速上升。且由于投资回报率逐渐提升,渗透率也呈现上升趋势。

图 6: 科技投资的情绪周期



资料来源: www.gartner.com/technology/research/methodologies/hype-cycle.jsp, 《Understanding Gartner's Hype Cycles》, 光大证券研究所整理

■ 科技行业的“三高”: 高成长、高估值和高风险

北交所定位于创新型中小企业，其特征是高收益与高风险并存，对于券商的产业研究和投资定价能力有更高要求。根据熊彼特的创新理论，所谓创新就是建立一种新的生产函数，把一种从未有过的关于生产要素和生产条件的新组合引入生产体系。在熊彼特看来，企业家的职能就是实现创新，引进新组合。科技公司作为技术创新的重要组织形式，一个显著的发展特点就是高成长性。根据 HowMuch.net 统计，过去 100 年间美国市值最大的十大公司，从 1917 年以石油、钢铁重工业公司为主，发展到 1967 年以汽车、零售、化工为主，直到 2017 年以像 Facebook、亚马逊、谷歌、微软和苹果这样的互联网科技巨头为主。市值最大的十大公司的变迁，一定程度上体现了科技公司相对于传统行业的高成长性。从科学技术与资本市场连接的角度来看，科技类公司一般受着较高的估值溢价，高估值隐含着高成长性预期。

高科技公司在享受高成长、高溢价的同时有着高风险特点。一方面由于科技行业技术更迭速度不断提升，市场持续发生快速变化，使高科技公司面临的外部环境不确定性较传统环境更高。另一方面公司自身的选择也有一定的时滞性。在产品、技术更迭频繁的情况下，企业前期的大量投入会由于技术发展或创新上没有及时调整而被淘汰，导致高科技公司的生存率和成功率低于传统行业。此外高科技公司在投资决策和管理上较大的不确定性，增加了市场的风险性。

■ 支持科技行业，需要更灵活的机制建设和专业的定价能力

从市场特征来看，我们认为在完善市场机制的前提下，定位于创新型中小企业的北交所，将体现上市家数快速增长、平均市值小、上市和退市更加便利的特征，未来可能会有相较于中小板和创业板更多的上市家数。参考美国纳斯达克市场有 3500 余家上市公司，占美国上市家数的 59%，为上市家数最多的交易所。我们认为具体上市家数有待审批流程和进度安排，但北交所上市公司数量有更大的潜力。

从行业来看，资本市场参与热情将进一步激活，除了券商投行业务，未来市场交易、跟投等各项业务都有望跟进，整体利好券商基本面。此外，中小企业是我国经济体系中最具活力的一部分，我们认为随着北交所的成立，转板和挂牌创新层的企业数量有望快速扩容，有助于资本市场在服务中小企业、引领科技创新中发挥更大作用。除了传统龙头券商，我们认为新三板储备丰富或有客户先发优势、以及新三板上市企业来源丰富的本地券商有可能受益，截止 11 月末新三板挂牌来源区域主要是广东（14%）、北京（13%）和江苏（12%）。

1.3、 监管推动头部集中化趋势延续，资本市场多项利好政策可期

以提升权益融资占比为主线，深化资本市场改革不断稳步推进。有效的资本市场具有多层次性、流动性和挖掘价值三个特点，可以匹配不同类型企业在不同生命周期的融资需求。资本市场肩负着促进经济转型和引领创新的历史责任。以北京证券交易所为例，通过构建新三板基础层、创新层到北京证券交易所层层递进的市场结构，强化各市场板块之间的功能互补，可以有效扩大资本市场对于中小企业的服务能力。在以提高直接融资占比为目的的改革主线牵引下，我们认为未来资本市场改革和开放的政策将会不断推进，证券行业作为最直接的参与者将会直接受益。

此外，证券行业的监管开始“扶优限劣”，监管引导下行业内部公司分化有可能进一步加剧。以“白名单”为例，证监会公布首批证券公司“白名单”，扶优限劣，引导券商合规文化。证监会通过白名单管理证券公司主体，实现对于“白名单”券商的业务鼓励，引导券商行业重视合规经营。“白名单”政策有以下四方面内容：

- 1) “减少”审批流程，对纳入白名单的证券公司，取消发行永续次级债和为境外子公司发债提供担保承诺、为境外子公司增资或提供融资的监管意见书要求。
- 2) 简化部分监管意见书出具流程。首发、增发、配股、发行可转债、短期融资券、金融债券等申请，不再按既往程序征求派出机构、沪深交易所意见，确认符合法定条件后直接出具监管意见书。
- 3) **创新试点业务的公司须从白名单中产生，不受理未纳入白名单公司的创新试点类业务申请。**纳入白名单的公司继续按照现有规则及流程申请创新业务监管意见书。
- 4) 未纳入白名单的证券公司不适用监管意见书减免或简化程序，继续按现有流程申请各类监管意见。

表 3：2021 资本市场政策一览

序号	时间	主题	主要内容
1	20210118	证监会发布《关于加强私募投资基金监管的若干规定》	<ol style="list-style-type: none"> 1) 规范私募基金管理人名称、经营范围，并实行新老划断。 2) 优化对集团化私募基金管理人监管，实现扶优限劣。 3) 重申私募基金应当向合格投资者非公开募集。 4) 明确私募基金财产投资要求。 5) 强化私募基金管理人及从业人员等主体规范要求，规范开展关联交易。
2	20210226	证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》	<ol style="list-style-type: none"> 1) 落实公开发行公司债券注册制，明确公开发行公司债券的发行条件、注册程序以及对证券交易场所审核工作的监督机制； 2) 涉及《证券法》的适应性修订，包括证券服务机构备案、受托管理人相关规定、募集资金用途、重大事件界定、公开承诺的披露义务、信息披露渠道、区分专业投资者和普通投资者等事项； 3) 加强事中事后监管，压实发行人及其控股股东、实际控制人，以及承销机构和证券服务机构责任，严禁逃废债等损害债券持有人权益的行为，并根据监管实践增加限制结构化发债的条款； 4) 结合债券市场监管做出的其他相关修订，调整公司债券交易场所，取消公开发行公司债券信用评级的强制性规定，明确非公开发行公司债券的监管机制，强调发行公司债券应当符合地方政府性债务管理的相关规定。
3	20210226	证监会发布《证券市场资信评级业务管理办法》	<ol style="list-style-type: none"> 1) 取消证券评级业务行政许可，改为备案管理； 2) 鼓励优质机构开展证券评级业务； 3) 在相关规章取消公开发行公司债券强制评级，降低第三方评级依赖的基础上，完善证券评级业务规则，规范评级执业行为。
4	20210416	证监会修订《科创属性评价指引（试行）》	<ol style="list-style-type: none"> 1) 新增研发人员占比超过 10%的常规指标，以充分体现科技人才在创新中的核心作用。修改后将形成“4+5”的科创属性评价指标。 2) 按照支持类、限制类、禁止类分类界定科创板行业领域，建立负面清单制度。 3) 在咨询委工作规则中，完善专家库和征求意见制度，形成监管合力。 4) 交易所在发行上市审核中，按照实质重于形式的原则，重点关注发行人的自我评估是否客观，保荐机构对科创属性的核查把关是否充分，并做出综合判断。
5	20210522	坚持稳中求进 优化发展生态 推动证券行业高质量发展新进步——易会满主席在中国证券业协会第七次会员大会上的讲话	<ol style="list-style-type: none"> 1、证券行业高质量发展取得良好进展：1) 服务实体经济和投资者能力不断增强；2) 合规和风险管理体系逐步健全；3) 行业履行社会责任成效显著；4) 行业文化建设付诸实践。 2、准确把握行业高质量发展的本质内涵：1) 必须坚定贯彻落实新发展理念；2) 必须聚焦实体经济提升服务能力；3) 必须坚持走专业化发展之路；4) 必须持续强化风控能力和合规意识；5) 必须切实提升公司治理的有效性；6) 必须守正笃实推进证券业文化建设。 3、正确处理好行业高质量发展的若干关系：1) 放松管制和加强监管的关系；2) 稳健经营与创新发展的关系；3) 压实责任与明确责任边界的关系；4) 行政监管与自律管理的关系。
6	20210528	证监会发布《关于完善全国中小企业股份转让系统终止挂牌制度的指导意见》	<ol style="list-style-type: none"> 1) 对主动终止挂牌制度作出了要求，在尊重市场主体自治的基础上，要求挂牌公司应当充分听取中小股东意见，制定合理的异议股东保护措施，及时披露相关信息，全国股转公司从保护中小投资者合法权益角度出发，履行审查职责。 2) 对强制终止挂牌作出了要求，明确由全国股转公司制定细则，从财务真实性、信息披露和公司治理合法合规性、持续经营能力等方面明确强制终止挂牌情形，承担对强制终止挂牌的审查责任，严肃市场纪律、推动市场出清。 3) 明确了终止挂牌公司的后续监管安排。明确 200 人终止挂牌公司属于非上市公众公司，终止挂牌后进入全国股转公司设立的专区转让，全国股转公司对公司的股份转让、信息披露等事项进行自律管理。
7	20210618	证监会发布《证券市场禁入规定》	<ol style="list-style-type: none"> 1) 进一步明确市场禁入类型。根据新《证券法》第 221 条，将证券市场禁入措施分为“不得从事证券业务、证券服务业务，不得担任证券发行人的董事、监事、高级管理人员”以及“不得在证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所交易证券”两类，执法单位可以结合实际，选择单独适用或者合并适用相匹配的禁入类型。 2) 进一步明确交易类禁入适用规则。明确交易类禁入是指禁止直接或者间接在证券交易场所交易上市或者挂牌的全部证券（含证券投资基金份额）的活动，禁止交易的持续时间最长不超过 5 年。同时，做好政策衔接和风险防范，对 7 类情形作出了除外规定，避免不同政策叠加碰头和引发执法次生风险。 3) 进一步明确市场禁入对象和适用情形。明确将信息披露严重违法造成恶劣影响的情况列入终身禁入市场情形，同时，明确交易类禁入适用于严重扰乱证券交易秩序或者交易公平的违法行为。

资料来源：证监会官网、光大证券研究所整理

2、四个重要变量展望，寻找行业的 α 收益

2.1、行业 ROE：由波动走向上升通道，上市公司表现更优

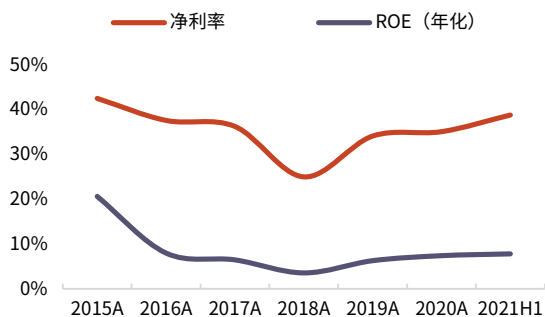
2021 年上半年证券行业业绩稳健增长，ROE 进一步提升。得益于净利润率的持续上升，券商 ROE 也呈现上升趋势，由 2018 年的 3.56% 上升至 2021 上半年的 7.82%（年化数据）。我们认为券商的 ROE 出现了新的边际变化，即从历史高度波动逐步走稳，并且正走向稳步上升的通道。主要原因有：

1、资本市场改革推进和权益市场重要性的提升，券商作为最直接的受益者，业务整体呈现“以量补价”的趋势。经纪、投行和资管等传统业务量快速增长，并且整体看来经纪业务交易手续费、债券承销费、资管业务托管费等虽然受到市场竞争或者监管的影响近年来连续下滑，但随着市场格局的稳固下降幅度略有缓和。

2、收入结构多元化，结构趋稳。传统主要收入来源经纪业务占比从 15 年的 40% 下降到 21 年上半年的 25%，各项业务占比趋向均衡。21 年上半年，自营和经纪业务收入占比合计在 50% 左右。

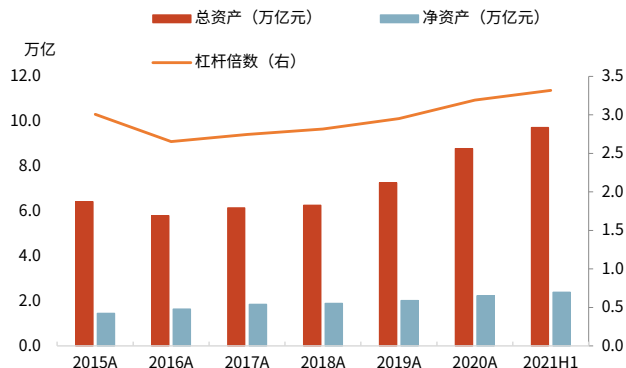
3、杠杆倍数逐渐提升。受业务快速扩张的影响，券商行业杠杆倍数稳步提升，由 16 年不到 3 倍提升至 21 年上半年末的 3.5 倍左右，目前杠杆倍数离监管要求的上限仍有一定差距，杠杆倍数仍有提升空间。

图 7：证券行业净资产收益率回升至近三年新高



资料来源：wind，光大证券研究所

图 8：16 年开始证券行业杠杆倍数不断走高



资料来源：wind，光大证券研究所

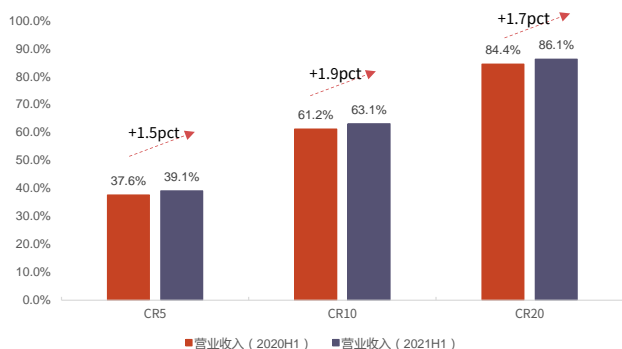
上市公司 ROE 表现更优，头部券商 ROE 稳居前列。从上市公司 2021 中报来看，相较于 2020 年 70% 的上市券商 ROE 水平均有不同程度提高。从排名来看，头部券商在 ROE 排名中位居前列，且 ROE 相较于 2020 年普遍上升。我们认为随着市场占有率的进一步提升，头部券商的 ROE 预计将有更佳表现。

2.2、龙头集中趋势强化，头部券商市场份额提升

从业绩来看，头部券商（市场排名前五）表现优异，营收和净利润占比提升。头部券商凭借政策、资本、资源、成本、品牌和人才优势，形成强大的竞争力，不管在总体指标还是细分业务领域，CR5 都有提升趋势。21 年上半年前五家券商营收/净利在上市券商中占比达到 39%/43%，前十名营收/净利占比达到 63%/68%，较去年同期均有不同程度的提升。此外，在传统经纪业务、投行业务和跟投或者衍生品业务等领域，头部券商的市场占有率都有进一步的提升。我

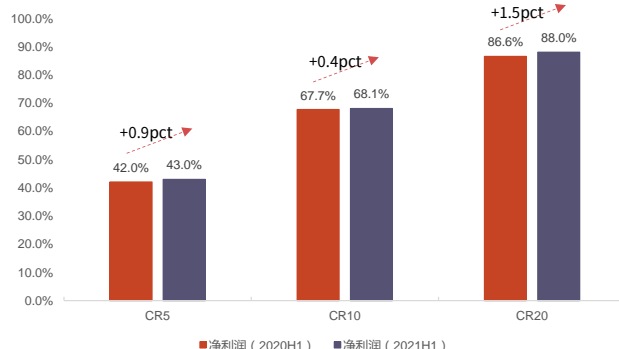
们认为在建设高质量投资银行、支持优质券商创新提质、监管“扶优限劣”、打造航母级证券公司等政策红利下，头部券商中长期优势明显。

图 9：证券行业营收呈现向头部集中趋势



资料来源：wind，光大证券研究所

图 10：证券行业净利呈现向头部集中趋势



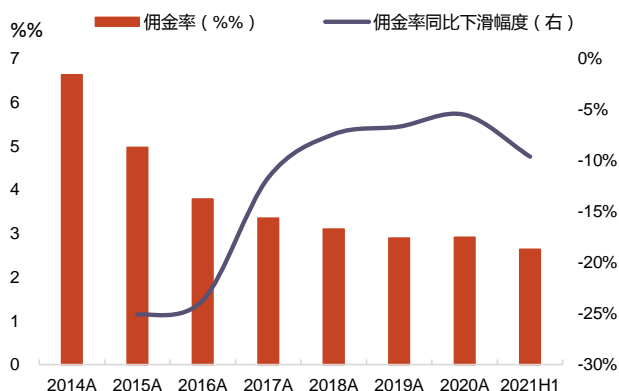
资料来源：wind，光大证券研究所

2.3、财富管理：市场价值重估，是券商布局的长期赛道

2.3.1、经纪业务为切入点，加码财富管理业务

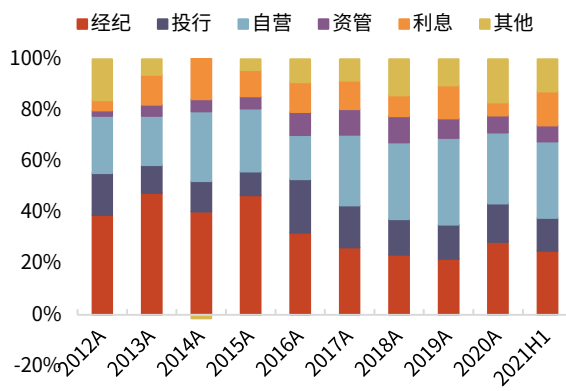
传统券商以经纪业务收入为主，佣金下滑倒逼行业转型。一方面经纪业务佣金率不断下滑对经纪业务收入冲击明显，近五年来证券行业平均佣金率从万分之五下降至万分之二点五一。另一方面随着客户需求的多样化与可投资资产的多样，券商除了提供传统的证券交易服务，还需要提供跨市场交易、融资业务、投资咨询等各项产品和服务，以经纪业务为切入点，券商一直在加码财富管理业务。

图 11：行业佣金率呈现下滑趋势



资料来源：Wind，光大证券研究所

图 12：券商收入来源多元，经纪业务占比下降



资料来源：Wind，光大证券研究所

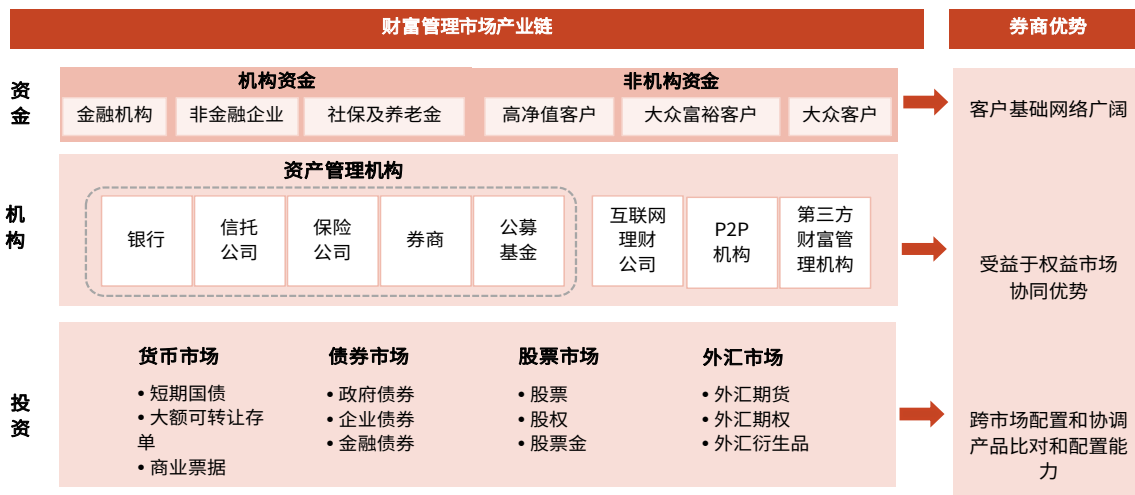
2.3.2、全流程参与资本市场，发挥综合服务优势

银行、保险、券商、资管机构和第三方机构是财富管理市场的主要参与者。目前财富管理市场仍然以银行和基金公司为主，以资管数据为例，截至 20 年末银行理财子和基金公司合计资管规模占比在 50%左右。券商作为后起之秀发展空间广阔，主要原因在于券商可以发挥投资、投行与财富管理联动等综合金融服务优势，并且拥有独特的牌照以及投研能力、产品开发和投资管理等能力。

服务端来看，券商可以提供全流程综合金融服务。财富管理不是简单的资产业务或者是通常意义上的混业业务，而应把个人的资产、负债、收入和家庭作为一个整体来研究。财富管理所涵盖的领域，不仅包括零售银行、二级市场、保险、

基金、个人信用服务、信托等金融产品，还包括客户的医疗以及子女教育等。因此具有多金融产品协同的金融机构，在财富管理的赛道上更具有优势。

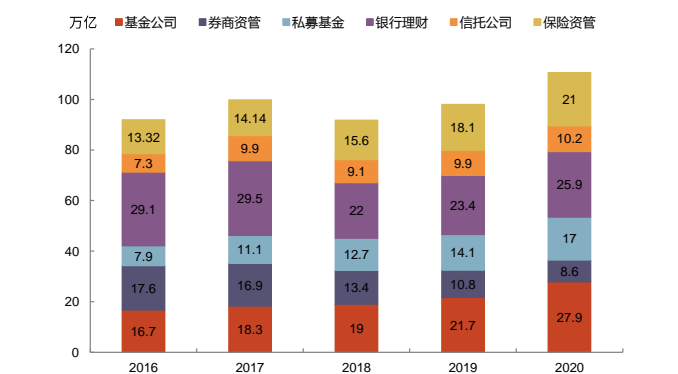
图 13：财富管理市场参与主体与券商优势



资料来源：易观千帆，光大证券研究所整理

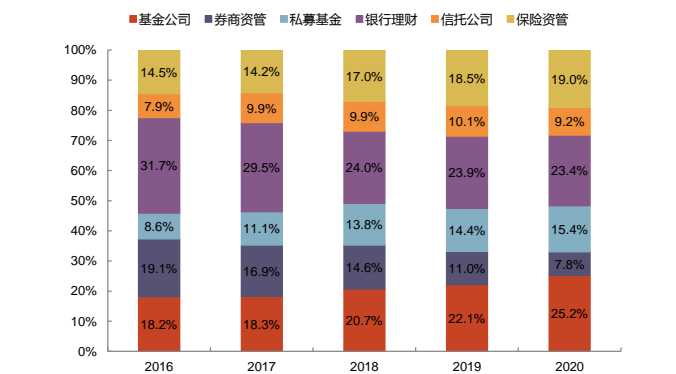
投资端来看，财富管理为投资机构的标准化产品，各家机构开始同台竞争。基金公司发行规模逐年提升，并且指数型基金获得青睐。银行理财子公司加快转型，配置以固定收益为主。信托回归代客理财的本源，加快产品从非标向标准化转型。券商资管新规后培育主动管理能力，依靠券商在投研/衍生品方面的优势发展资产管理业务。

图 14：资管行业以银行理财和基金为主（万亿）



资料来源：wind，光大证券研究所

图 15：券商资管占比略有下降



资料来源：wind，光大证券研究所

随着资本市场改革的持续推进，权益融资占比持续提升，资本市场在优化资源配置方面发挥着更大的作用，并在推动经济增长方式转变上发挥着重要功能。居民财富呈现从不动产向金融资产转移、金融资产中权益资产配置占比提升和需求多元化三个明显趋势，我们认为券商将显著受益于财富管理赛道的成长，具体来看有三个业务层面：

- 1) 在基金代销层面，银行和第三方互联网代销优势显著，但券商受益于权益产品代销市场空间广阔。
- 2) 在产品创新层面，得益于与资本市场的深度绑定和全流程参与，券商有出色的产品创设能力，能够匹配客户差异化风险收益偏好特征，并且头部券商有更为明显的客户优势和品牌优势。
- 3) 在投资层面，券商的投资能力体现为包括自营和子公司投资、投资顾问等方面的利润贡献。2021 年公募基金市场保持快速增长，受益于控股或参股的基金子公司的业绩增长，证券行业的整体业绩弹性提升。以 2021 年上半年为例，东方证券、兴业证券和广发证券等资管子公司（基金子、资管子和直投公司等）的利润贡献占比在 20% 以上。

2.4、金融科技：加快数字化转型，零售业务是重要方向

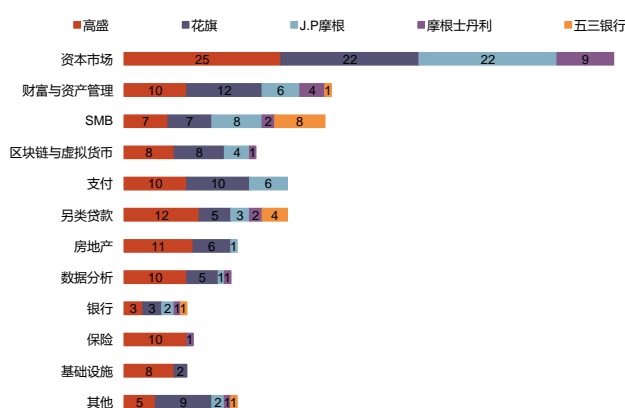
2.4.1、加强金融科技投资是全球性趋势

■ 大型金融机构加快金融科技的布局

近年来国际金融机构对金融科技领域重视程度日渐提高，对金融科技领域的投资也较为积极。按照其投资动机可分为两类，一类是基于战略协同方面的考量，带动了投资活动较为频繁的资本市场和财富管理两大风口。如摩根士丹利在财富管理业务上的腾飞，与该业务中金融科技的运用密不可分；另一类是金融机构看好金融科技行业，选择初创企业进行投资，以期获得投资回报和新兴子行业的布局。

热点领域变动，业务协同受重视。随着细分领域新技术的涌现以及消费者关注点的演变，金融科技行业的热点领域发生变动。2015 年受到高水平投资者追捧的已经降温，综合 2010-2020 国际头部投行投资领域，当前最受欢迎的是资本市场、财富和资产管理以及中小企业服务（SMB）。资本市场类别包括证券发行、交易、清算和运营等；中小企业服务领域有财务定制计划、线上平台和数字支付等；财富和资产管理包括个人财务管理、财富管理和分析的工具和平台。这一转变也体现出相比于技术升级，金融机构更关注商业模式的优化以及与业务的匹配程度，协同效应进一步被强化，金融科技与业务的融合性要求有所提高。

图 16：国际头部金融机构对外投资笔数：资本市场关注度最高（2010-2020）



资料来源：CB insights，光大证券研究所

■ 互联网公司的布局：海量用户为优势，进军金融科技

金融科技领域争夺流量特征较明显。以 FAGA（脸书、苹果、谷歌、亚马逊）为例，从主要关注领域来看，FAGA 集中在支付、电子商务和银行类业务三大领域。其中脸书成立金融部门“Facebook Financial”（F2），负责公司所有的

支付项目；谷歌旗下也有负责风险投资的部门 GV (Google Venture)，是金融科技领域最活跃的投资机构，在 2016-2021 年上半年参与了 45 起金融科技领域投资。综合来看 2020 年 FAGA 均有在支付领域的进一步布局，具体包括在更多应用程序中嵌入自有支付渠道、便捷用户使用支付服务时的体验、扩展支付应用场景、启动跨境支付、瞄准海外支付市场等。结合其大力发展电子商务领域的举措，可看出打造从消费到支付的业务生态闭环，从而实现流量的吸引和留存仍为互联网公司发展金融科技类业务的目标。

表 4：互联网公司金融科技领域布局：支付领域受关注度较高

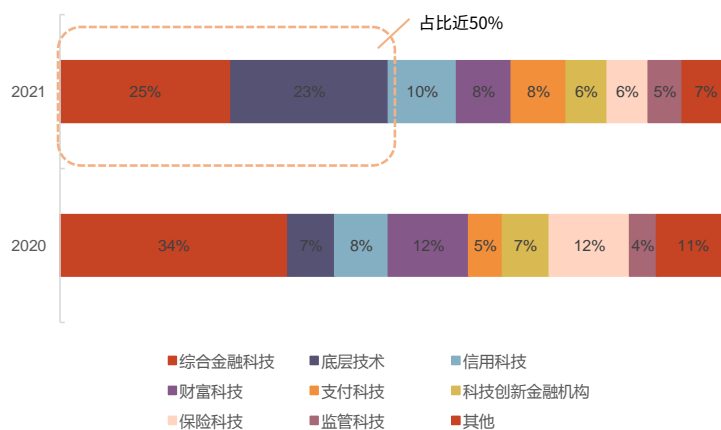
公司	产品与服务	合作与并购
Facebook	1) 在巴西与印度推出 P2P 转账系统，提升其在新兴市场中数字支付领域的市场份额。 2) 在 Facebook 与 Instagram 推出商店功能，进一步扩大其电商产品的供应。	与 Slivergate Capital 合作并宣布 Slivergate Capital 作为已更名的加密货币“Diem 美元稳定币”的独家发行人。
苹果	1) 推与 Amazon Prime 类似的订阅服务 Apple one, 提供苹果公司所有的数字相关服务，标志苹果公司从硬件服务向软件服务转变。 2) 推出苹果全家卡帮助家庭通过一个 app 来管理其共享财富。	收购新兴网络支付公司 Mobeewave，苹果手机向非接触式移动支付的终端转变。
谷歌	更新“Google Pay”，并推出了与“Google Pay”整合在一起的手机银行账户“Google Plex”。	1) 与 Shopify 合作，使其 1700 万商家可以在 Google Search 上接触消费者，强化 Google Search 作为用户购物起点的地位。 2) 与“Western Union”合作，计划在印度与新加坡推出国际转账服务。
亚马逊	与高盛旗下的线上借贷平台 Marcus 合作，进一步扩大向亚马逊平台上美国销售者的贷款提供范围。	收购印度的金融科技公司 Perpule，该公司为线下零售商店提供自助结账、队列管理以及支付服务。

资料来源：CB insights, 光大证券研究所

2.4.2、券商加快数字化转型，零售客户领域成重要方向

业务模式以填补业务空白和发掘新领域为主，在券商投行领域，智能投顾和在线平台两大赛道当前热度较高。由于智能投顾业务的重心有转向与投资人的关系管理的趋势，因此诸如财务规划、投资组合的选择等技术性服务将成为专业金融科技服务商可填补的方向。与此同时投资者特征的变化也为金融科技公司发展提供了新领域。随着年轻投资者的进入，更便捷灵活的数字化财富管理平台受到青睐。

图 17：综合金融科技和底层技术合计占总投入的比重近 50%



资料来源：中国互联网金融协会《2021 中国金融科技企业首席洞察报告》，光大证券研究所

■ 券商的数字化转型

券商可采取搭建相关平台和集成系统的形式，归集与资产和客户相关的各类信息，尽可能提供覆盖多个领域的综合服务，逐步实现数字化转型。通过金融科技，可以科学合理的将业务分级并简化流程，实现信息汇总等常规业务由人工转移至平台完成，有效降低运营风险，提高效率的同时优化用户体验。例如摩根士丹利的 NBA 系统，即通过将信息处理等业务分流至平台，提高了财务顾问与客户间的沟通效率，且通过将有助于业务发展的其他系统集成至 NBA 系统中，实现 NBA 系统的不断迭代升级，强化其作为财富管理业务核心平台的功能。

■ 智能投顾实现定制化服务

通过大数据、人工智能和机器决策，可以利用各种数据增加股票投资分析的维度，提供决策依据。另一方面量化交易本身就需要大量的算力和算法的支持。随着客户对金融服务需求质量的提高，根据不同客户偏好提供定制化服务的能力越来越受到重视。基于大数据和人工智能分析的智能投顾，可实现对来自新闻、金融市场等多种来源的复杂信息的抓取和分析，并通过对不同市场变化事件下客户反应的持续跟踪，把握客户的投资偏好，提高投资顾问所获信息的数量和质量，优化投资顾问对市场未来形势的判断，使其能够快速响应多个客户投资需求的变化，并提供有针对性的定制化服务。

■ 互联网获客降低成本，券商可实现快速拓客

当前网民数量的增加以及互联网使用频率的提高，使互联网成为触达用户的重要途径。从互联网用户的使用习惯来看，无论是更简便快捷的操作环境，还是更专业资讯的提供，都可实现对用户的吸引。券商可利用金融科技建立多层次的渠道，发展新的电子渠道来实现为客户更好的服务，不断升级电子渠道的便利性和界面的友好性，在保障安全性和便利性的前提下使客户以最便捷的方式获得最需要的金融服务。

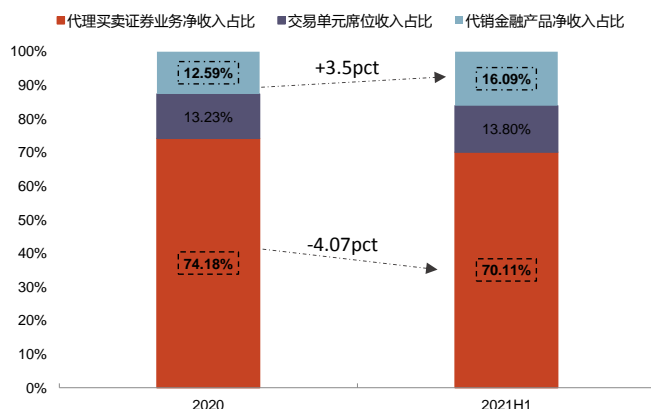
3、预计 2022 年业绩维持双位数增速，竞争格局强者恒强

3.1、经纪业务：财富管理转型加速，市场交易持续活跃

我们预计随着佣金率的下滑，传统经纪业务板块将积极向财富管理业务转型，经纪业务逐渐向金融产品代销、咨询服务、资本中介业务拓展，金融产品代销和资本中介收入占比提升。在代销收入较高的券商中，2021 年上半年，除中信证券代销收入占比略有下降外，广发、国泰、华泰、招商的代销收入占证券经纪业务的比重分别为 15.8%/11.8%/12.7%/12.1%，较去年全年 +5.9pct/+5.7pct/+4.1pct/+2.7pct。

我们预计市场将保持活跃，佣金率下滑趋势将有所减缓。我们预计随着资本市场的扩容，市场交易将保持活跃。21 年 3 季度股票市场日均成交额 1.2 万亿元左右，较上半年日均成交额提升 30%。从融资融券余额看，两融余额创 2016 年以来历史新高，市场交投气氛活跃，预计 21 年全年将保持约 20% 的增长。从新增开户数来看，2021 年以来，月度新增投资者开户数保持在 12% 左右。下半年证券市场成交量上升，我们认为经纪业务将继续“以量补价”。

图 18：头部券商经纪收入占比下降，代销收入占比提升



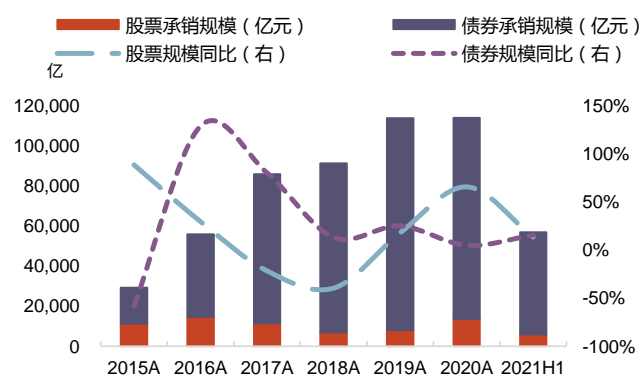
资料来源：wind，光大证券研究所

3.2、投行业务：头部优势在“注册制”下强化，“投资+投行”贡献超额收益

直接融资比重提升，投行收入持续增长。根据发达国家的经验，直接融资比重与资本市场发展程度一般呈同向变化，随着我国资本市场不断深化发展，我国直接融资市场发展空间巨大。并且与海外可比口径相比（2019年），我国股票融资额仍有较大提升空间。21年上半年证券业实现证券承销与保荐业务净收入267.81亿元，同比+21.13%；IPO主承销金额1925.16亿元，同比+34.04%；再融资主承销金额5083.09亿元，同比+5.41%；债券主承销金额5.1万亿元，同比+15.22%。

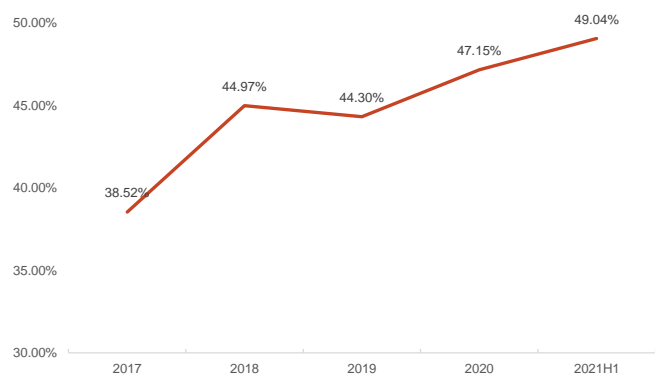
投行业务稳定发展，集中度进一步提高。尽管证监会对券商投行项目实行从严监管，在压实券商责任等方面提出更高要求，但并未改变券商投行业务稳步发展的局面。从投行业务收入来看，2021上半年有28家券商实现投行业务的同比增长。从投行业务市场格局来看，与2020年相比，排名前五的公司仍保持领先地位，仅相对排名小幅变动，且投行业务集中度进一步提高，2021上半年CR5达到49%，连续五年提升，我们预计22年随着监管的引导和头部效应的加强，投行业务集中度可能进一步提升。

图 19：21 年上半年股债规模承销同比上升



资料来源：wind，光大证券研究所

图 20：投行业务收入集中度 CR5 整体呈上升趋势



资料来源：wind，光大证券研究所

科创板试点注册制的落地，给券商发展直投等重资产业务提供新契机，资本中介业务占比将提升。科创板实行“保荐+跟投”制度，明确了保荐机构通过另类投资子公司以自有资金、按发行价格进行认购，通过资本约束的方式消除发行人和中介机构之间的利益捆绑，推动中介机构谨慎定价。“投行+投资”是非常好的商业模式，可以提前切入项目周期，从前端开始扩大储备项目，弥补投行太早期介入不划算，太晚介入抢不到的矛盾。同时也能为企业提供全生命周期的服务，扩展了服务半径。

3.3、资管业务：市场集中度上升，监管影响边际趋缓

规模扩张驱动资管业务收入上行，收入表现分化。2020 年和 2021 年上半年上市券商资管业务收入分别为 389/230 亿元，同比分别+23.8%/+28.1%，行业资管收入保持增长。同时，资管收入集中度呈现明显上升趋势，2021 年上半年资管收入 CR5 占比为 67.8%，较上年同期+9.4pct，较 2020 年+7.6pct。从上市公司来看，2021 年上半年主动管理收入排名前 5 的上市券商为中信证券、广发证券、东方证券、海通证券、华泰证券，其资管收入分别是 56/48/19/18/15 亿，同比+69.4%/+69.1% /+68.3% /+11.8% /-6.7%，而受去通道的监管政策影响仍有 24 家券商资管收入同比下降，占全部上市券商的 60%左右。

虽然目前资管规模仍未出现向上拐点，但整体规模趋稳。自 2017 年资管新规出台后，券商资管行业作为银行和保险等金融机构的通道业务规模缩减，证券资管总规模从 2017 年一季度的近 18 万亿高点下降至 2021 年二季度的 8.5 万亿低点，随着大集合产品的公募化改造加速进行，我们认为行业将进入更加规范运行的状态，在优秀的主动投资业绩支撑下也不乏“爆款”产品，且在股债二级市场行情中长期向好前提下，券商资管规模也有望逐渐企稳。从结构上看，债券类产品仍是资管配置的主要产品，2021 上半年在资管配置中占比超过 60%且有上升趋势。股票类产品配置规模比重大幅提升，从 2018 年的 2.28% 上升至 2021 上半年的 15.44%。

图 21：资管配置：股票配置占比不断提升

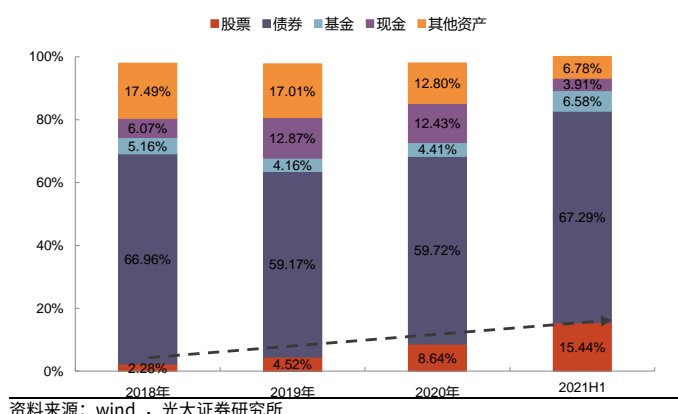
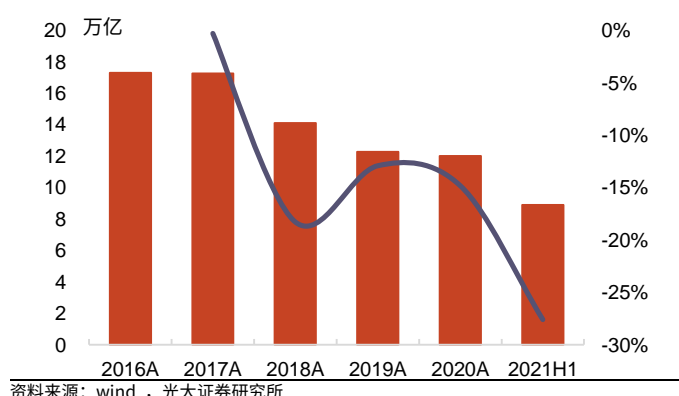


图 22：受去通道影响券商资管规模不断下降（万亿）



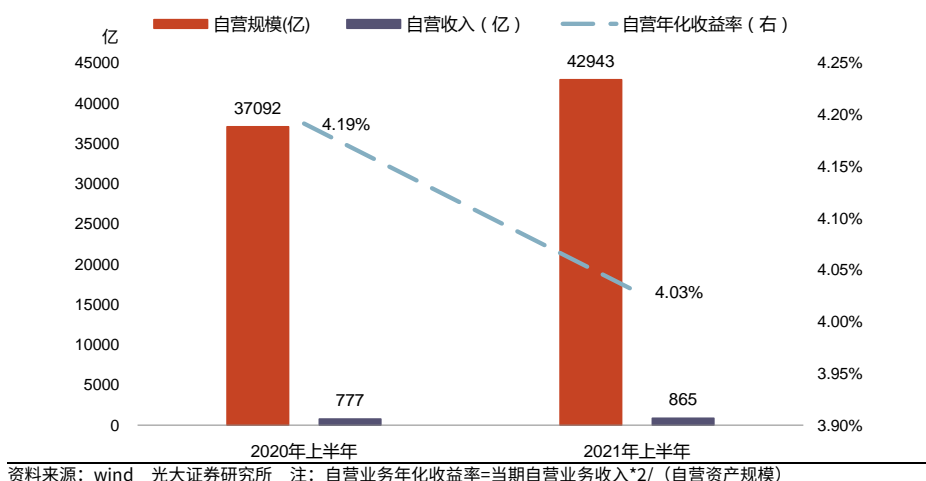
3.4、自营业务：规模持续提升，“去方向化”是重要趋势

我们预计 2022 年自营资产持续扩张，收益率小幅下降。自营投资是券商募集资金的重要用途，我们预计受券商再融资的影响，自营规模将保持 10% 以上的增速。以 2021 上半年为例，上市券商自营收入总计 865 亿，同比上升 11.3%，

占总收入比重 28%，较去年+0.28 个百分点。自营规模的提升还有一部分原因在于代客交易业务的兴起，比如场外期权和收益互换等业务。

从收益率来看，**自营业务去方向化，降低市场波动风险**。与美国证券行业“交易和投资收益”中大部分是做市交易带来的价差收入，且通过对冲锁定风险，风险和波动相对较低不同，我国证券行业的自营风险敞口相对较大，虽然固收类（包括基金）占比约在八成以上，但各品种投资收益率波动均较大。自营业务给券商业绩带来的不确定性很大。预计后续整个行业，通过对冲手段控制风险敞口、拓展低风险资金使用渠道是重要趋势。

图 23：上市公司自营规模和自营收益率变化情况



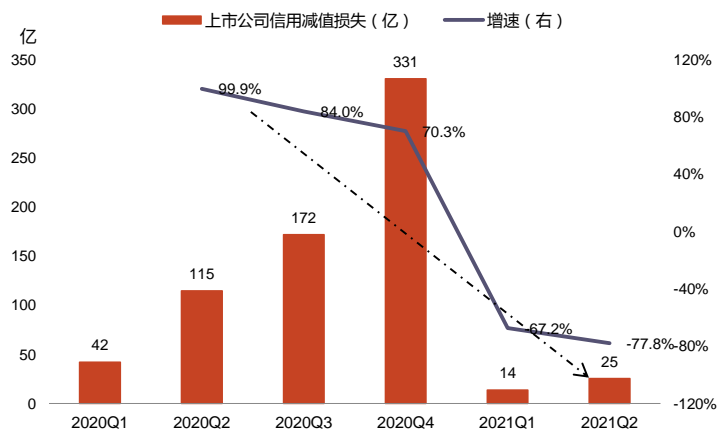
资料来源：wind 光大证券研究所 注：自营业务年化收益率=当期自营业务收入*2/（自营资产规模）

3.5、信用中介业务：扩两融压股质，信用风险出清

受益于资本市场的发展，我们预计两融业务将持续扩张。2021 年上半年上市券商实现信用业务收入同比增长 20.8%，主要受益于两融业务规模的持续扩张。从上市公司来看头部券商中信证券（同比+187%）、华泰证券（同比+87%）和海通证券（同比+52%）增速大于行业平均增速。沪深交易量和流通市值是影响两融最为重要和基础的因素，两融规模和市场行情有很强的相关性，同时两融标的扩容和相关政策的放松也对两融市场有提振作用，上半年两市日均融资融券余额 1.69 万亿元，同比+56.16%。

在资管新规影响银行资金回流、市场波动防范风险考虑、股票质押新规趋严、项目检查严格等因素影响下，股票质押市场方面仍然延续近两年的收缩态势，截至 2021 年 6 月底市场质押股数 4623 亿股，同比下降 16%，市场质押市值 4.22 万亿元，同比下降 5%，预计后续伴随注册制下直接融资渠道更加通畅，疫情后经济下行压力较大、市场对股票质押风险仍然谨慎、股票质押项目标准提高等因素，股票质押规模仍有可能继续下降。同时券商信用减值计提大幅下降，股票质押风险持续缓释。

图 24：上市券商信用减值损失增速大幅下降



资料来源：wind，光大证券研究所

3.6、22 年行业业绩展望：业绩稳增，ROE 稳步向上

我们预计 22 年证券行业收入稳健增长，自营和经纪仍是证券行业前两大收入来源。整体看 2022 年在“量”上向好，在“价”上小幅承压，监管趋严的边际影响减弱，但行业竞争格局将进一步分化。中性假设下，我们预测 2022 年证券行业营业收入和净利润将实现 8%-12% 的正增长，行业 ROE 预计在 7.9% 以上。

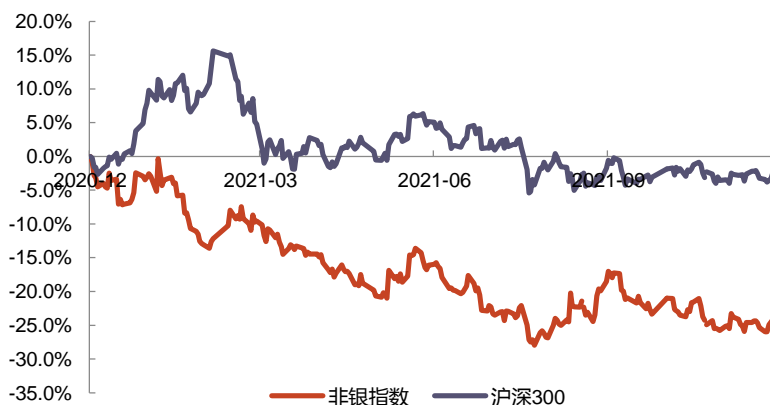
4、投资建议：给予行业“增持”评级

4.1、行业估值：处于中等偏下位置，估值有回升空间

2012 年以来的近十年数据显示，A 股上市券商 PB (LF) 算术平均估值在 1.9X 左右。截至 11 月 30 日行业 1.7XPB 的估值位于历史分位数 20% 左右，处于中枢偏下位置。20 年四季度开始证券板块连续调整，目前已经从最高点的 2.1XPB 估值调整了大约 20%，估值已经反映了部分市场悲观预期，存在一定修复需求。从上市公司层面看，部分头部券商的 PB 估值回落到 1 倍-1.2 倍，有更大的估值修复空间。

短期看主动性基金持续减持券商股与部分券商的再融资减持是行业估值回落的主要原因。但从长期来看，一方面直接融资规模和权益市场保持上升趋势，带动券商相关收入提升；另一方面各大券商积极布局财富管理业务，券商财管业务的转型有望带动行业 ROE 上升。因此，总体上看当前券商行业估值下跌是由于行业转型及各方面短期因素叠加的结果，长期上来看估值有较大回升空间。

图 25：21 年以来非银行业表现落后于沪深 300 表现



资料来源：wind (截至 21 年 12 月 10 日)

4.2、投资建议:被市场低估的成长价值，寻找个股的 α 收益

券商仍然表现出高 β 属性：虽然券商近年来经纪收入占比越来越低，业务收入越发多元、创新业务占比提升，但业务对市场量价的依赖度依旧很高，2020 年行业自营收入与经纪业务在收入中占比超过 50%，因此仍然呈现高 β 属性。从券商的历史表现和市场风格来看，券商大部分时间在牛市或反弹市的初期获取超额收益。

券商在特殊时期也表现出一定的 α 属性，背后的主要因素是资本市场改革和行业转型。例如在 2012-2013 的券商创新大会召开后，行业业务创新提速，正式向多元化和重资产转型，市场对券商业务创新反应积极，业务创新和转型下券商盈利能力的提升。目前在监管“扶强限劣”、资本市场改革红利等因素催化下，部分券商有望实现 α 收益。

在资本市场深改积极的大背景下，我们仍看好资本市场表现，同时考虑业务转型等方面有积极因素，我们认为证券行业盈利水平将回升，目前估值位于低位有配置价值，给予行业“增持”投资评级。

目前在资本市场改革红利、行业发展空间提升等因素催化下，部分券商有望实现 α 收益。站在当前低估值、高业绩增速的行业背景下，我们认为券商行业财富管理、投资业务和机构业务等仍然有较大发展空间，近期风险偏好回升，券商板块有较高的配置性价比。从公司层面来看，“分化”是 22 年行业演绎的关键词，在“分化”过程中头部券商和具有差异化竞争力的区域券商将有望获得超额收益。建议关注主线：1) 受益于市场份额提升的龙头券商，业务壁垒进一步加强，盈利确定性更高。2) 赛道空间广阔以及可以贡献超额收益的财富管理业务，有望打开证券行业估值上限空间。综合而言我们推荐广发证券和中金公司，建议关注东方财富、华泰证券和兴业证券。

5、重点标的：关注财富管理主线的 α 收益

5.1、广发证券：投行业务风险出清，公募基金业务表现亮眼

A+H 股上市券商，股权结构多元均衡。广发证券最早为 1991 年 4 月成立的广东发展银行（现称广发银行股份有限公司）证券业务部，1996 年改制为有限责任公司并更名为广发证券有限责任公司，2001 年改制为股份有限公司并更名为广发证券股份有限公司。2010 年公司通过反向收购在深交所上市，2015 年 4 月，公司在香港联交所主板挂牌并开始上市交易。从股权结构来看，公司没有控股股东和实际控制人。公司股东吉林敖东、辽宁成大和中山公用多年来一直位居公司前三大股东之列（不包括香港结算代理人），形成较为稳定、均衡且多元化的股权结构，为公司形成良好的治理结构提供坚实保障。

财富管理业务稳健增长，投资业务略有下滑。20 年公司实现经纪业务收入 65.7 亿元，同比增长 26.6%，主要受益于市场活跃度提升的影响，其中代销金融产品收入 5.9 亿元，同比高增 222.8%；同时两融业务表现亮眼，期末余额 843.1 亿元，同比增长 68.6%，市占率 5.2%，财富管理转型步伐逐渐加快。21 年前三季度公司经纪业务收入 60.1 亿元，同比增长 19.9%，占营收的比例为 20%。公司日均股基成交额 1.1 万亿元，同比增长 21.9%。投资业务方面，公司 2020 年方向性仓位控制得当，实现投资业务收入 68.08 亿元，同比增长 2%。21 年前三季度公司投资业务实现收入 62.7 亿元，同比下降 19%，主要由于投资收益下降和股市下跌的影响。公司金融产品投资规模 2098 亿元，较 2020 年初下降 4%，其中债券投资和其他债权投资较 2021 年初下降 15%。2021 年前三季度公司年化投资收益率 3.2%，市场波动下较去年同期小幅下降 1.2 个百分点。

资管业务收入增长较快，公募基金管理业务行业领先。20 年公司实现资管业务收入 66 亿元，同比增长 69%，主要受益于广发基金规模迅速扩张的影响（同比增长 52%），受托资管规模 3040 亿元，同比增长 2.3%，行业排名第 9，主动管理规模排名第 6。2021 年前三季度公司资管业务实现收入 73.5 亿元，同比增长 56%，预计主要为广发基金和广发资管贡献。受益于公募基金行业景气度的提升，2020 年控股子公司广发基金管理的公募基金规模 7634 亿元，同比增长 52%，2021 年上半年公募基金规模合计 10651 亿元，较 2020 年末上升 39.5%，三季度末剔除货币市场型基金后的规模合计 6073 亿元，环比增长 0.5%，较 2021 年初上升 24%。2020 年参股公司易方达基金管理的公募基金规模合计 12252 亿元，同比增长 68%，2021 年上半年公募基金规模合计 15599 亿元，较 2020 年末上升 27.3%，三季度末剔除货币市场型基金后的规模合计 10830 亿元，环比增长 4.9%，较 2021 年初上升 39%。随着投资者结构的转变，机构投资者比重的不断提升，公募基金发展前景乐观，公司资产管理业务将迎来发展机会。

基金代销规模快速增长，财富管理用户基础扩大。20 年公司加快提升代销金融产品能力，不断丰富代销产品类型，代销金融产品保有规模同比增长 47.5%。截至 2021 年 6 月末，公司代销金融产品保有规模同比增长 44.84%，代销的非货币市场公募基金保有规模在券商中位列第三。21 年上半年，公司股票基金成交金额 8.84 万亿元（双边统计），同比增长 16.71%；代理买卖证券业务方面，公司代理买卖证券业务交易额达到 25.05 万亿元，同比增长 31.8%；市场份额达到 4.42%，较去年同期增加 0.3pct。同时财富管理业务的用户基础也进一步扩大，截至 2021 年 6 月末，公司手机证券用户数超过 3490 万，较上年末增长约 9%；微信平台的关注用户数达 322 万，较上年末增长 3.5%；报告期易淘金电商平台的金融产品销售和转让金额达 1722 亿元。

管理费用大幅增长影响净利润，投行业务风险逐步出清。 21 年前三季度，公司营业收入同比增长 25.5%，但归母净利润同比增长 6.2%，远低于营业收入增长。主要原因为管理费用增长较快，2021 年前三季度业务及管理费达到 123.8 亿元，同比增长 31%。投行业务方面，公司 20 年 7 月受到广东证监局的处罚，暂停公司保荐机构资格 6 个月、暂不受理公司债券承销业务有关文件 12 个月。受监管处罚的影响，公司 20 年投行业务实现收入 6.6 亿元，同比大幅下降 54.3%，其中股权承销金额 43.9 亿元（同比下降 83.5%），债券承销金额 734.9 亿元（同比下降 45.9%）。2021 年前三季度公司无完成的股权融资项目；再融资、核心债券融资金额分别为 2.5 亿元、128.4 亿元，市占率分别为 0.06%、0.24%；投行业务手续费净收入 3.4 亿元，同比下降 42.2%。2021 年公司分类评级重回 AA 评级，考虑到公司整体业务资质较好，未来公司新业务、新产品试点范围和推广顺序均有望获得倾斜，预计受到监管处罚的利空影响将逐步出清。

关键假设及盈利预测：（1）我们预计未来二级市场将保持相对活跃的交易，预计公司 21-23 年经纪业务收入增速分别为 35%/19%/19%。（2）21 年下半年开始公司投行业务恢复业务资格，公司前期积累的业务有望集中贡献收入，公司有望进一步发挥投行业务领域优势，22 年投行业务有望恢复正常，预计 21-23 年投行业务净收入增速分别为 34%/78%/10%。（3）资管业务管理效能提升效果逐渐凸显，市占率显著提升，预计 21-23 年资产管理业务净收入增速分别为 33%/10%/10%。（4）21 年公司自营公允价值变动较大，预计 21-23 年自营投资业务收益增速分别为 13%/10%/3%。（5）受益于两融规模的增长，预计 21-23 年利息净收入同比增 31%/30%/15%。（6）其它业务主要为财政补助以及大宗商品业务里的贸易业务往来，21 年为投入阶段我们预计收入增幅保持小幅增长 2%。加大客户积累的基础上，我们预计 22-23 年业务量将保持 15%-20%左右的增速，我们预计 21-23 年收益增速分别为 2%/18%/18%。

表 5：广发证券关键数据预测表

分项收入预测（百万元）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
1、经纪业务净收入	4198	6572	8856	10574	12537
同比增速		57%	35%	19%	19%
2、投行业务净收入	1438	649	867	1547	1703
同比增速		-55%	34%	78%	10%
3、资管业务净收入	3911	6630	8788	9667	10633
同比增速		70%	33%	10%	10%
4、自营业务净收入	7134	7813	8834	9682	9950
同比增速		10%	13%	10%	3%
5、利息净收入	3170	4250	5588	7247	8363
同比增速		34%	31%	30%	15%
6、其它	2960	3240	3319	3911	4607
同比增速		9%	2%	18%	18%
合计	22810	29153	36253	42629	47794

数据来源：wind，光大证券研究所预测

基于上述假设，预计 2021-23 年营业收入分别为 362.53 亿（YoY +24%）、426.29 亿（YoY +18%）、477.94 亿（YoY +12%），对应归母净利润为 112.43 亿（YoY +12%）、128.05 亿元（YoY +14%）、148.02 亿元（YoY +16%），预测 2021-23 年 EPS 分别为 1.48、1.68 和 1.94 元/股。

盈利预测、估值与评级：我们采用相对估值法，由于广发证券也是龙头券商，我们在 21 年上半年净利润排名前七的公司中，选取上市时间较长的五家公司作为可比公司。可比公司 2021E 年平均 PB 为 1.27 倍，而广发 21 年预测 PB 估值为 1.69 倍，高于可比公司平均水平。考虑到公司业务处于快速增长期且受益于基金子公司的财富管理业务的优质赛道，首次覆盖给予 A 股“增持”评级。

表 6：可比公司盈利预测与估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)		
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
600030.SH	中信证券	26.44	1.16	1.63	2.05	22.79	16.23	12.91	1.77	1.73	1.60
601211.SH	国泰君安	17.46	1.20	1.62	1.86	14.55	10.76	9.37	1.17	1.07	1.00
600837.SH	海通证券	12.20	0.90	1.13	1.29	13.56	10.78	9.43	0.98	0.96	0.88
601688.SH	华泰证券	16.96	1.20	1.52	1.73	14.13	11.18	9.78	1.16	1.10	1.00
600999.SH	招商证券	17.95	1.06	1.34	1.56	16.93	13.44	11.51	1.65	1.48	1.37
可比公司平均						16.39	12.48	10.60	1.35	1.27	1.17
000776.SZ	广发证券	24.67	1.32	1.48	1.68	18.73	16.72	14.68	1.72	1.69	1.57

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，其中广发证券为光大证券研究所预测，可比公司采用 wind 一致预期，股价时间为 2021-12-10。

风险提示：财富管理转型低于预期，投行业务恢复情况低于预期；市场大幅震荡影响股价表现。

表 7：广发证券盈利预测与估值简表

指标	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	22810	29153	36253	42629	47794
营业收入增长率	49%	28%	24%	18%	12%
归母净利润 (百万元)	7539	10038	11243	12805	14802
归母净利润增长率	75%	33%	12%	14%	16%
EPS (元)	0.99	1.32	1.48	1.68	1.94
ROE (归属母公司) (加权)	8.55%	10.60%	11.04%	11.49%	11.99%
P/E (A)	24.94	18.73	16.72	14.68	12.70
P/B (A)	1.81	1.72	1.69	1.57	1.46

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-12-10。

5.2、中金公司：资本实力增强，各项业务快速推进

A+H 股上市，国内首家中外合资投资银行。中国国际金融有限公司成立于 1995 年 7 月 31 日，是中国首家中外合资投资银行。公司于 2015 年在香港联交所上市，2020 年在上海证券交易所上市，成为 A+H 股上市公司。近年来，中金公司在跨境投融资、资产管理、居民财富管理等领域加大业务布局力度，打造均衡发展的主营业务结构，做大做强步伐明显加快，朝着业务全面、结构合理、并具有全球影响力的世界级金融机构迈进。

充分发挥投行业务优势，市场领先优势明显。公司投行业绩表现亮眼，20 年实现投行业务净收入 59.6 亿元，同比增长 40.2%，占营收的比例为 25.2%。公司境内外投行承销实力强劲，20 年 A 股/港股/中资美股 IPO 主承销规模分别为 624.2 亿元/40.1 亿美元/13 亿美元，市场排名分别为第 2/第 1/第 5 位；债券方面 20 年累计完成固收项目 821 个，同比增长 52%，其中境内/境外债承项目分别为 696 个/125 个，承销规模 6541.1 亿元/69.9 亿美元，市场排名分别为第 4/第 2 位。21 年前三季度实现投行业务净收入 41.3 亿元，同比增长 22.6%。其中股权融资方面，前三季度完成 A 股 IPO 规模 594.6 亿元，同比增长 28.8%，再融资项目方面表现出色，前三季度公司再融资承销规模同比 985.3 亿元，同比高增 110.5%，市占率 14.2%，较去年同期提升 3 个百分点，行业排名由第五提升至第二；债券融资方面，2021 前三季度公司债券融资规模 5487.6 亿元，同比增长 40.1%，市占率 6.7%，较第一季度提升 3 个百分点。2021 年上半年公司在基础设施公募 REITs 发行规模、做市、战略投资与研究覆盖等领域均列行业第一；财务顾问方面，2021 年上半年公司在中国并购市场总排名第一，市场份额约为 17.9%。整体来看，公司在投行业务领域结构丰富，业务实力较强，领先优势明显。

以主动管理产品为主，资产管理效能提升。公司 20 年和 21 年前三季度资管业务分别实现收入 11.4 亿元、9.5 亿元，同比增速分别为 52%、65.5%，公司持续强化与资产管理相关的投研能力建设以及对客户需求的深挖，延伸服务的深度与广度，提高资产管理业务质量。同时公司注重资产管理业务的数字化建设，加速金融科技对资产管理业务的推动，增强客户粘性，助力业务发展。2021 年上半年公司券商资管规模 9394 亿元，同比增长 83.1%，较 20 年末（资管规模 5129.3 亿元）上升 83.1%。产品类别方面，集合资管计划和单一资管计划管理规模（含社保、企业年金、养老金及职业年金）分别为人民币 4428 亿元和人民币 4966 亿元，较 20 年末分别上升 167.7%、42.9%。管理产品数量由 2020 年末的 598 只增至 660 只，绝大部分为主动管理产品，产品布局不断优化。公司于 2021 年 3 月宣布拟设立全资资管子公司，长期成长性可期，未来公司资管规模与收入有望实现持续增长。

财富管理业绩高增，场外衍生品业务持续发力。20 年和 21 年前三季度公司分别实现经纪业务手续费收入 46.1 亿元、45.2 亿元，同比增速分别为 55%、30.7%。公司专注于向买方投顾模式的转型，继“中金 50”后，在券商行业首创低门槛配置产品“微 50”，2021 年上半年产品保有量突破 2000 亿，同比增长 91%。截至 2021 年上半年，公司财富管理买方收费资产规模达 500 亿元，交易业务市场份额进一步提升至 2.33%。公司收购中投后补全零售客群短板，截至 2021 年上半年，财富管理业务客户数量达 411 万户，较 2020 年末（369.4 万户）增加 11.3%，客户账户资产总值达人民币 2.8 万亿元，较 2020 年末（2.6 万亿元）增长 7.7%。其中高净值客户数量近 3 万户，高净值客户账户资产总值达人民币 7284 亿元，资产占比达 26.12%。自营业务方面，21 年前三季度公司实现投资净收益 115.7 亿元，同比增长 19%，占营收的比例为 53.4%，主要受益于衍生品业务的高速发展，截至 2021 年 9 月，公司衍生金融资产规模达 169 亿元，较 2020 年末上升 37.3%。

关键假设及盈利预测：（1）财富管理业务买方投顾模式进一步完善优化，公司市占率明显提升，产品体系的丰富助力公司提高在差异化客群中的影响力，预计 21-23 年经纪业务净收入增速分别为 50%/23%/22%。（2）随着注册制改革的稳步推进，资本市场融资环境的持续优化，公司有望进一步发挥投行业务领域优势，国企和港股上市优势地位明显，预计 21-23 年投行业务净收入增速分别为 5%/11%/13%。（3）资管业务管理效能提升效果逐渐凸显，预计 21-23 年资产管理业务净收入增速分别为 11%/13%/13%。（4）公司自营投资规模有望保持增长，预计 21-23 年自营投资业务收益增速分别为 15%/20%/19%。

表 8：中金公司关键数据预测表

分项收入预测（百万元）	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
1、经纪业务净收入	2979	4610	6898	8511	10416
同比增速		55%	50%	23%	22%
2、投行业务净收入	4248	5956	6262	6979	7859
同比增速		40%	5%	11%	13%
3、资管业务净收入	754	1027	1137	1287	1458
同比增速		36%	11%	13%	13%
4、自营业务净收入	7019	13126	15147	18176	21590
同比增速		87%	15%	20%	19%
5、其它	756	-1060	223	375	515
同比增速				68%	37%
合计	15755	23660	29667	35328	41838

数据来源：wind，光大证券研究所预测

基于上述假设，预计 2021-23 年营业收入分别为 296.67 亿（YoY +25%）、353.28 亿（YoY +19%）、418.38 亿（YoY +18%），对应归母净利润为 89.27

亿 (YoY +24%)、106.11 亿元 (YoY +19%)、129.68 亿元 (YoY +22%)，预测 2021-23 年 EPS 分别为 1.85、2.20 和 2.69 元/股。

盈利预测、估值与评级：我们采用相对估值法，由于中金公司对标龙头券商，我们在 21 年上半年净利润排名前七的公司中，选取上市时间较长的五家公司作为可比公司。选取排名靠前的公司作为可比公司，可比公司 2021E 年平均 PB 为 1.27 倍。公司 21 年预测 PB 估值为 3.55 倍，高于可比公司平均水平。考虑到公司资本实力增强业绩快速增长，我们认为公司具有较强成长潜力，首次覆盖给予 A 股“增持”评级。

表 9：可比公司盈利预测与估值表

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	EPS (元)			PE (倍)			PB (倍)		
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
600030.SH	中信证券	26.44	1.16	1.63	2.05	22.79	16.23	12.91	1.77	1.73	1.60
601211.SH	国泰君安	17.46	1.20	1.62	1.86	14.55	10.76	9.37	1.17	1.07	1.00
600837.SH	海通证券	12.20	0.90	1.13	1.29	13.56	10.78	9.43	0.98	0.96	0.88
601688.SH	华泰证券	16.96	1.20	1.52	1.73	14.13	11.18	9.78	1.16	1.10	1.00
600999.SH	招商证券	17.95	1.06	1.34	1.56	16.93	13.44	11.51	1.65	1.48	1.37
可比公司平均						16.39	12.48	10.60	1.35	1.27	1.17
601995.SH	中金公司	51.77	1.49	1.85	2.20	34.67	28.00	23.55	3.60	3.55	3.30

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，其中中金公司为光大证券研究所预测，可比公司采用 wind 一致预期，股价时间为 2021-12-10。

风险提示：规模的快速扩张造成经营效率的阶段性下降；市场大幅震荡影响股价表现。

表 10：中金公司盈利预测与估值简表

指标	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	15755	23660	29667	35328	41838
营业收入增长率	22%	50%	25%	19%	18%
归母净利润 (百万元)	4239	7207	8927	10611	12968
归母净利润增长率	21%	70%	24%	19%	22%
EPS (元)	0.97	1.49	1.85	2.20	2.69
ROE (加权)	9.37%	12.02%	12.23%	13.50%	14.73%
P/E (A)	51.43	34.67	28.00	23.55	19.27
P/B (A)	3.65	3.60	3.55	3.30	3.06

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021-12-10。注：2019 年末总股本为 43.69 亿股，2020 年之后为 48.27 亿股

6、风险提示

1. 资本市场改革推进较预期滞后。注册制等资本市场改革是项系统工程，需要不断地验证与实践，虽然改革整体利好券商发展，但改革进度和节奏可能低于预期。
2. 金融市场的信用风险。若发生部分行业、部分地区的信用风险，可能造成金融市场动荡，证券公司作为金融市场的重要参与者，风险暴露可能加剧。
3. 二级市场大幅调整风险。证券公司业绩与股市表现息息相关，若二级市场出现大幅调整，会影响证券公司股价表现。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

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。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司

香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited

64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE