

资本市场生态变革 把握财富管理、机构业务优质赛道

核心观点

- **证券板块估值处于历史低位, 财富管理、机构业务优势券商更易获得估值溢价** 居民资产配置结构变化, 权益资产配置需求增加。投资者机构化, 专业机构投资者快速壮大, 市场的定价权逐步转向机构投资者。权益化、机构化环境下, 券商财富管理、资产管理、衍生品、融券等业务收入空间广阔, 大财富管理、机构化业务领域优势券商将具备核心竞争力。券商财富管理业务以及机构业务条线成长空间打开, 财富管理以及机构业务优势券商更易获得估值溢价。
- **资本市场深化改革延续, 机构化趋势明显** 在我国经济高质量发展、解决供给侧矛盾问题、提高直接融资比重条件下, 资本市场作为推动科技创新和实体经济转型升级的枢纽功能将进一步增强, 证券行业将持续受益资本市场深改制度红利, 监管政策宽松延续。多层次资本市场体系建设日益完善, 深市主板、中小板合并。新三板改革深化, 北交所设立, 打造服务创新型中小企业主阵地, 券商 IPO 业务空间扩容。随着海外资金、国内社保基金、养老金、企业年金、银行理财、保险资管等的持续入市以及居民理财资金投资权益市场带来的基金规模快速扩容, 我国资本市场投资者机构化趋势将进一步加快, 服务专业机构投资者是未来发展的必然选择。
- **大财富管理赛道优质, 成为获得超额收益沃土** 居民财富快速增长, 可投资金融资产规模提升, 为财富管理提供广阔的发展空间。“房住不炒”、银行理财去刚兑、净值化转型推动居民加配权益资产。财富管理转型成效显著, 券商代销金融产品收入增长显著。券商代销金融产品收入占证券经纪业务净收入比重提升, 2021H1 光大、东方、浙商、中信、中金、兴业代销金融产品收入占比超过 20%。随着主动转型深化, 财富管理市场扩容, 券商资产管理规模有望回升。中信、广发、东方、海通、华泰证券资产管理业务收入位居行业前列。居民理财资金借道公募基金投资权益市场, 规模、收入扩容, 参控股证券公司受益显著。兴业、东方、广发、招商证券参控股公募基金业绩贡献度居行业前列。
- **资本市场机构化趋势下, 机构业务成长空间广阔** 衍生品市场扩容, 积极布局创新业务支撑头部券商获得更高 ROE。业务规范化、交易商增加、标的扩容以及资本市场波动带来的机构投资者套保、风险对冲需求增长驱动场外衍生品业务快速发展。扩表布局衍生类业务成为头部券商提质增效的重要着力点。融券业务发展提速, 成为券商必争蓝海。监管允许险资参与证券出借, 丰富券源, 助力业务发展。机构化趋势下, 对于专业机构客户进行高质量服务是券商的核心竞争力, 券商尤其头部券商将信用业务作为机构客户服务的重要抓手, 挖掘融券策略交易需求, 拓展券源供给, 增强机构客户服务能力, 未来融券业务领域争夺将更加激烈。
- **投资建议** 随着居民资产配置结构变化、权益资产配置需求增加, 权益市场大发展时代来临。投资者机构化, 专业机构投资者快速壮大, 市场的定价权逐步转向机构投资者。券商财富管理业务以及机构业务条线成长空间打开, 财富管理以及机构业务优势券商更易获得估值溢价。综合考虑证券行业经营环境, 在悲观、中性、乐观假设下, 我们测算证券行业 2022 年净利润同比增速分别为 -3.29%/9.76%/20.44%。当前板块 1.62X PB, 处于 2010 年以来 19.3%分位数, 维持“推荐”评级。个股方面, 推荐财富管理、机构业务领域优势明显的券商东方财富 (300059.SZ)、东方证券 (600958.SH) 以及中金公司 (601995.SH)、华泰证券 (601688.SH)。
- **风险提示** 业绩受市场波动影响大的风险。

证券行业

推荐 (维持评级)

分析师

武平平

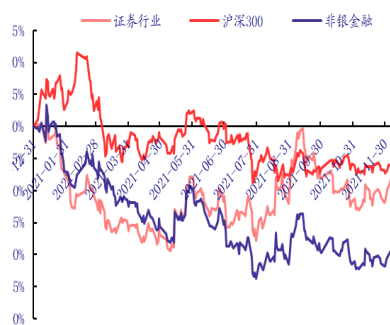
☎: 010-80927619

✉: wupingping@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130516020001

行业数据

2021.12



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

投资概要:

驱动因素、关键假设及主要预测:

在我国经济高质量发展、解决供给侧矛盾问题、提高直接融资比重条件下，资本市场作为推动科技创新和实体经济转型升级的枢纽地位进一步增强，证券行业将持续受益资本市场深改制度红利，监管政策宽松延续。监管将持续引导行业实现高质量发展，提升服务实体融资（尤其科技企业融资）以及居民财富管理能力，坚持走专业化发展道路。权益化、机构化趋势下，券商财富管理、资产管理、衍生品、融券等业务收入空间广阔，财富管理以及机构业务优势券商更易获得估值溢价。权益市场大发展时代来临，券商财富管理业务发展空间广阔，轻资本业务加速财富管理转型，代销金融产品收入占比有望进一步提升，基金规模扩容，参控股公募基金券商收益显著。随着主动转型深化，财富管理市场扩容，券商资产管理规模有望回升。资本市场机构化趋势下，机构业务成长空间广阔。衍生品市场扩容，积极布局创新业务支撑头部券商获得更高 ROE。融券业务发展提速，成为券商服务机构客户、提升综合服务能力的重要抓手，未来竞争更加激烈。综合考虑证券行业经营环境，在悲观、中性、乐观假设下，我们测算证券行业 2022 年净利润同比增速分别为-3.29%/9.76%/20.44%。

我们与市场不同的观点:

证券板块周期属性明显，业绩波动大，机构持仓偏好低，业绩与估值背离。随着资本市场改革红利持续释放、居民理财资金投资权益市场、投资者机构化，券商财富管理业务条线、机构业务条线成长空间打开，业绩增长确定性强，有助驱动估值提升，实现业绩与估值收敛。

投资建议:

随着居民资产配置结构变化、权益资产配置需求增加，权益市场大发展时代来临。投资者机构化，专业机构投资者快速壮大，市场的定价权逐步转向机构投资者。券商财富管理业务以及机构业务条线成长空间打开，财富管理以及机构业务优势券商更易获得估值溢价。综合考虑证券行业经营环境，在悲观、中性、乐观假设下，我们测算证券行业 2022 年净利润同比增速分别为-3.29%/9.76%/20.44%。当前板块 1.62X PB，处于 2010 年以来 19.3%分位数，维持“推荐”评级。个股方面，推荐财富管理、机构业务领域优势明显的券商东方财富（300059.SZ）、东方证券（600958.SH）以及中金公司（601995.SH）、华泰证券（601688.SH）。

股价表现的催化剂:

政策红利持续释放，全面注册制落地；财富管理、机构业务发展成效显著，驱动 ROE 高增。

主要风险因素:

监管政策收紧的风险；市场波动对业务影响大的风险。

目录

一、板块表现弱于大盘，估值处于低位	4
(一) 证券板块在资本市场中的表现	4
1. 证券板块总市值位居市场前列，板块市值占比下降	4
2. 板块股价表现弱于沪深 300 指数，二级行业指数排名居后	4
(二) 2020 年下半年以来板块上涨行情复盘	5
(三) 证券板块估值处于历史低位，财富管理、机构业务优势券商更易获得估值溢价	8
二、资本市场深化改革延续，机构化趋势明显	9
(一) 多层次资本市场体系建设日益完善，深市主板、中小板合并	9
(二) 新三板改革深化，北交所设立	11
(三) 监管引导高质量发展，创新与合规并重	12
(四) 资本市场生态重塑，机构化趋势明显	12
三、行业基本面向好趋势不变，上市券商业绩好于行业平均水平	13
四、大财富管理赛道优质，成为获得超额收益沃土	16
(一) 权益市场大发展时代来临，券商财富管理业务发展空间广阔	16
(二) 财富管理转型成效显著，券商代销金融产品收入增长显著	19
(三) 受益财富管理蓝海，未来券商资产管理业务发展提速	22
(四) 公募基金黄金时代来临，参控股证券公司深度受益	23
五、资本市场机构化趋势下，机构业务成长空间广阔	25
(一) 衍生品市场扩容，布局创新业务支撑头部券商获得更高 ROE	25
1. 政策红利持续释放助力衍生品市场快速发展，收益互换业务新规发布	25
2. 衍生品业务规模加速扩容，集中度下降	25
3. 扩表布局衍生类业务成为头部券商提质增效的重要着力点	29
(二) 融券业务发展提速，成为券商必争蓝海	30
1. 投资者需求增长，融券规模提升	30
2. 政策红利释放，融券业务增量可观	30
3. 头部券商积极布局融券业务，增厚收入空间	31
六、投资建议	31
七、风险提示	32
插图目录	33
表格目录	34

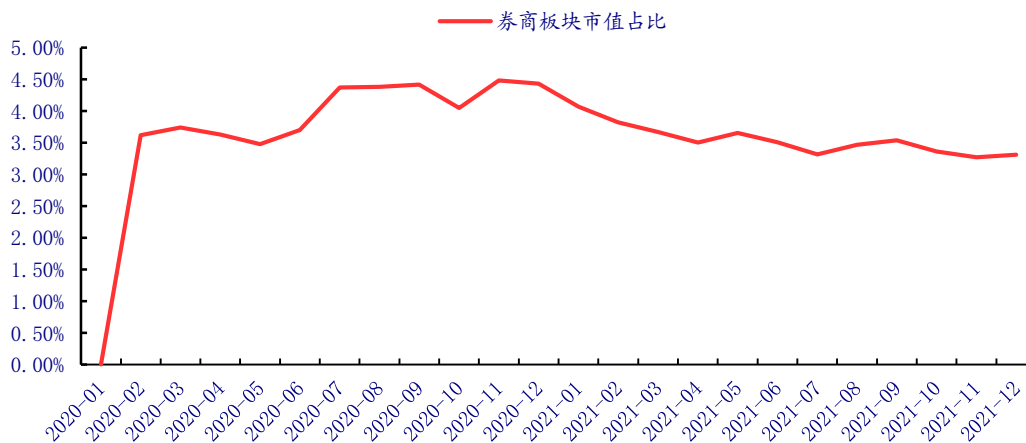
一、板块表现弱于大盘，估值处于低位

(一) 证券板块在资本市场中的表现

1. 证券板块总市值位居市场前列，板块市值占比下降

依据二级行业分类，截至 2021 年 12 月 10 日，证券板块累计市值 3.37 万亿元，在所有二级行业中排名第 5。证券板块 A 股市值占比下降，截至 2021 年 12 月 10 日，证券板块市值占比 3.34%，较上年末下降 1.09 个百分点。

图 1：2020 年以来证券板块市值占比变化

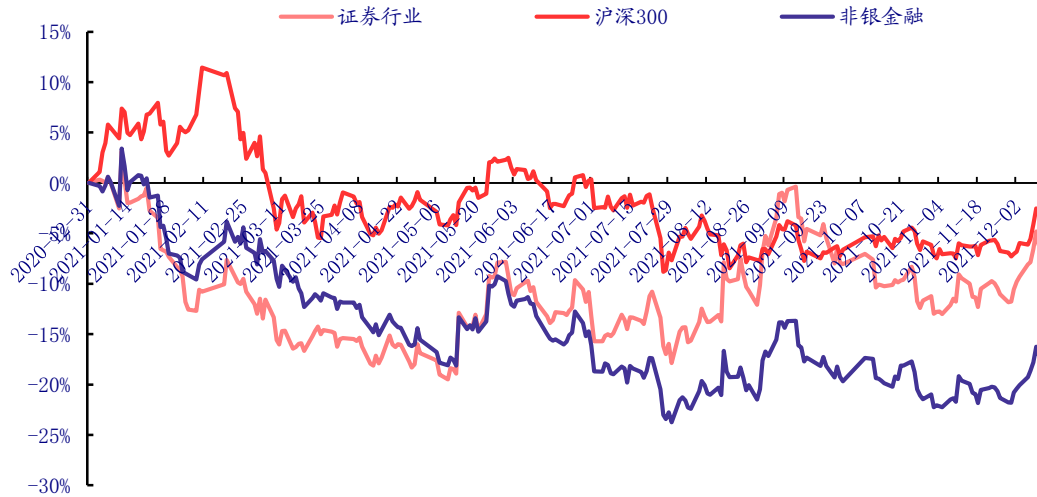


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2. 板块股价表现弱于沪深 300 指数，二级行业指数排名居后

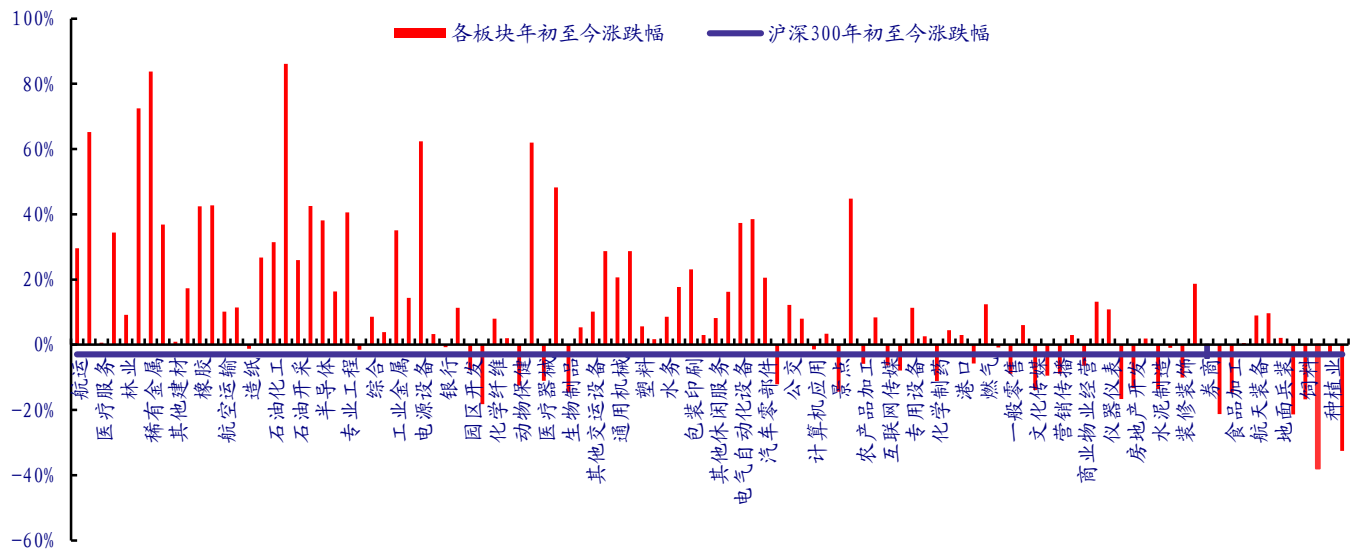
证券板块表现弱于沪深 300 指数，在二级行业指数中排名居后。2021 年初至今(截至 12 月 10 日)，证券板块下跌 6.19%，跑输沪深 300 指数 3.19 个百分点，在 104 个二级行业指数中排名第 77 位。

图 2: 证券板块及沪深 300 指数年初至今涨跌幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 3: 各二级行业板块涨跌幅

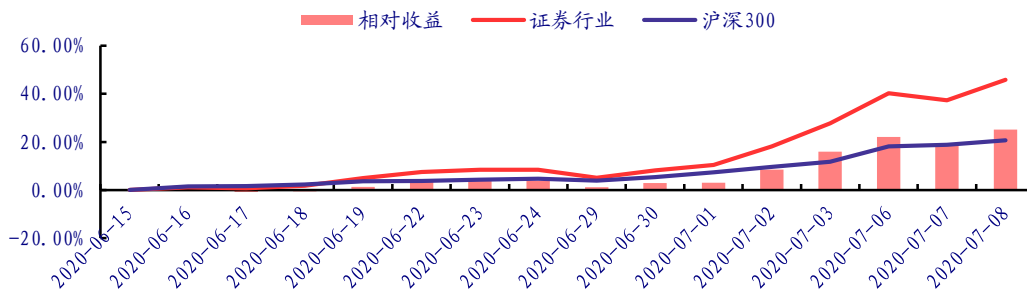


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 2020 年下半年以来板块上涨行情复盘

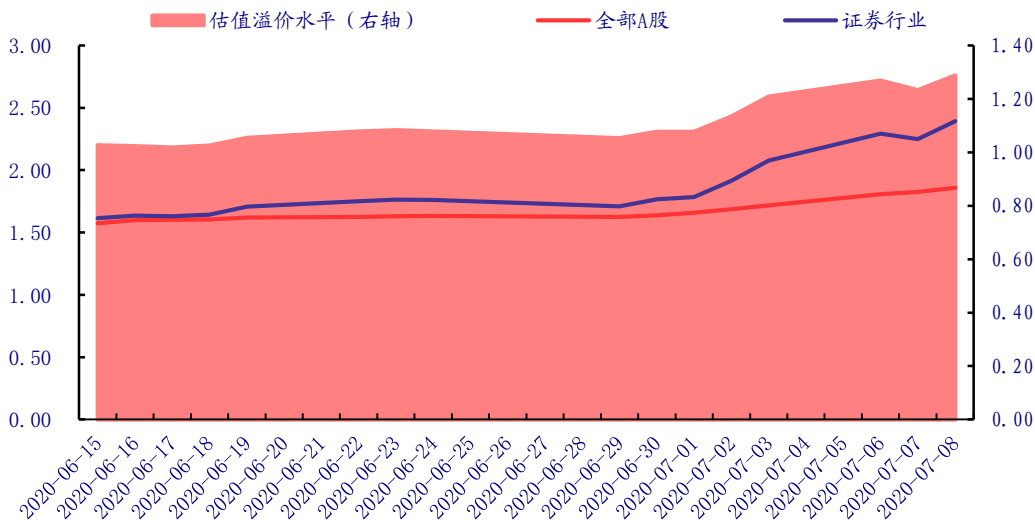
2020 年 6 月下旬至 7 月上旬: 市场交投活跃叠加并购重组预期提升, 提振板块股价表现。金融业开放进入新阶段, 外资券商进入加快, 为了增强内资券商竞争力, 打造航母级券商, 市场传言银行试点券商牌照, 并购重组预期提升。与此同时, 龙头券商中信证券与中信建投证券合并传闻发酵, 连续涨停, 引爆市场情绪。7 月, 沪深两市日均股基交易额高达 13923.9 亿元, 同比增长 222.1%; 两融余额快速攀升, 风险偏好显著提升。6 月 15 日至 7 月 8 日, 证券板块区间收益达 45.88%, 跑赢沪深 300 指数 25.18 个百分点, 板块市净率由 1.61 倍回升至 2.39 倍, 相对全部 A 股溢价水平由 1.03 倍提升至 1.29 倍。

图 4：2020 年 6 月中旬-7 月上旬证券板块与沪深 300 累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

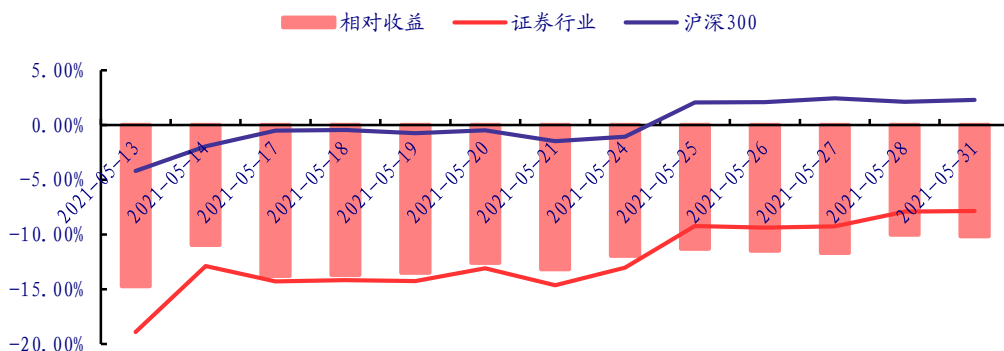
图 5：2020 年 6 月中旬-7 月上旬证券板块与全部 A 股估值对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

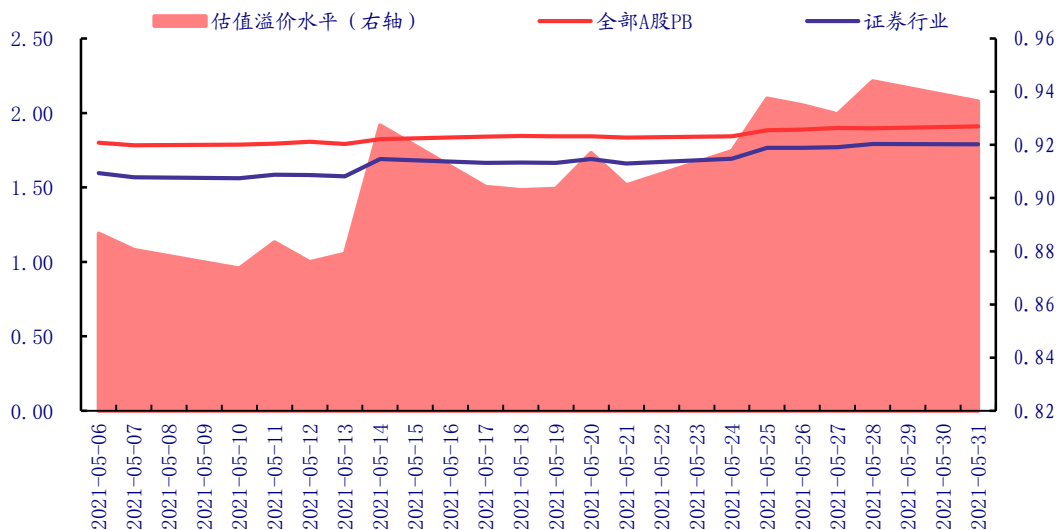
2021 年 5 月：财富管理风起，驱动板块估值提升。居民借道公募基金进行权益资产配置，券商代销金融产品收入大幅增长，财富管理大发展，驱动板块估值提升。流动性收紧预期改善叠加人民币升值外资大幅流入推动板块估值上行。国内经济复苏不均衡，基础不稳固，宏观政策不急转弯，流动性收紧预期改善。5 月份以来，十年期国债收益率跌破 3.1%，市场利率一度低于政策利率。美元指数下跌，人民币汇率走强，海外资金加速流入。4 月份以来美元指数呈现下行态势，5 月 25 日一度下行至 89.5 附近，人民币被动走强，在岸、离岸人民币汇率创近三年新高，外资大幅流入，北向资金单日净流入 217.23 亿元，超越 2019 年 11 月 26 日（214.3 亿元）高位水平。

图 6: 2021 年 5 月证券板块与沪深 300 累计涨跌幅



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

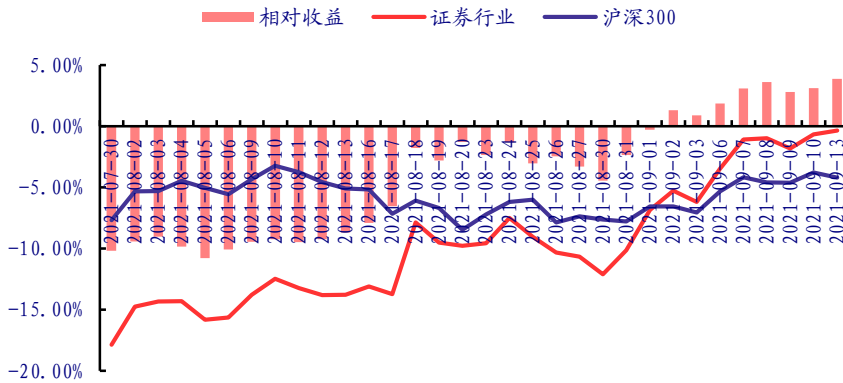
图 7: 2021 年 5 月证券板块与全部 A 股估值对比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

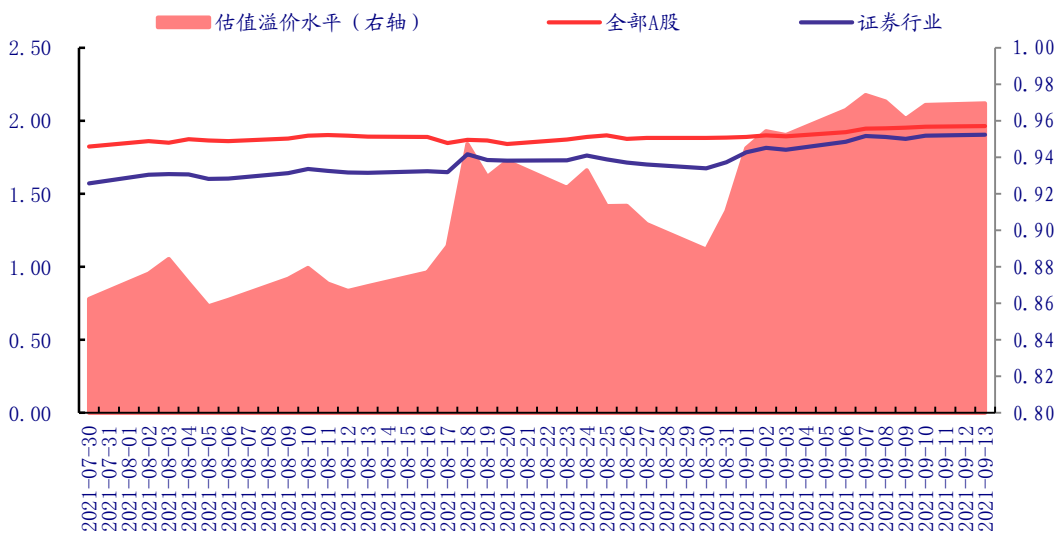
2021 年 8 月初至 9 月上旬, 货币政策边际宽松、北交所设立政策红利持续释放驱动板块估值修复。7 月央行全面降准, 释放长期资金, 增强市场对货币政策边际宽松预期。市场风险偏好提升, 交投活跃度提升。8 月市场日均股基成交额达 14113 亿元, 达年内高点。9 月 2 日, 习主席宣布设立北京证券交易所, 深化新三板改革, 打造服务创新型中小企业主阵地。资本市场深化改革延续, 政策红利释放推动板块股价上行。

图 8：2021 年 8 月初至 9 月上旬以来证券板块与沪深 300 累计涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 9：2021 年 8 月初至 9 月上旬以来证券板块与全部 A 股估值对比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

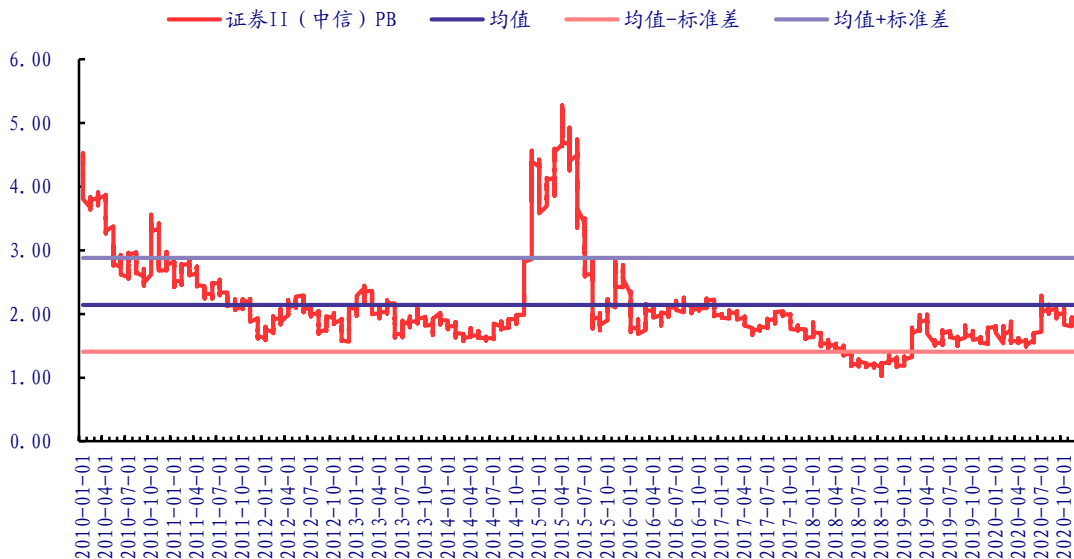
(三) 证券板块估值处于历史低位, 财富管理、机构业务优势券商更易获得估值溢价

当前板块估值处于历史低位, 安全边际高。证券板块 PB 估值由 2020 年 7 月初的阶段高位 2.29X 下降到当前的 1.62X, 下降 29.01%。历史估值水平来看, 2010 年至今证券行业 PB 均值为 2.1X, 中位数为 1.9X, 均值±标准差区间为 [1.38X, 2.82X], 目前估值处于考察期低位, 处于 19.3%分位数, 防御与反弹攻守兼备。

随着居民资产配置结构变化, 权益资产配置需求增加, 专业机构投资者快速壮大, 市场的定价权逐步转向机构投资者。权益化、机构化环境下, 券商财富管理、资产管理、衍生品、融

券等业务收入空间广阔，大财富管理、机构化业务领域优势券商将具备核心竞争力。券商财富管理业务以及机构业务条线成长空间打开，财富管理以及机构业务优势券商更易获得估值溢价。

图 10: 证券板块历史估值



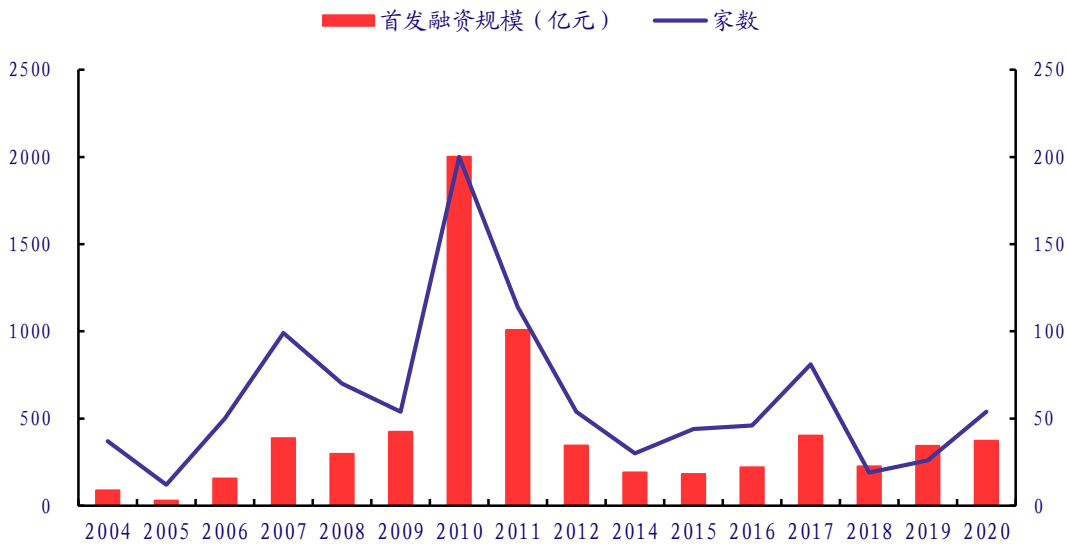
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、资本市场深化改革延续，机构化趋势明显

(一) 多层次资本市场体系建设日益完善，深市主板、中小板合并

中小板制度设计与主板差别不大，深市主板、中小板合并。为向创业板过渡、防控风险，中小板于 2004 年成立，宗旨是为主业突出、具有成长性和科技含量的中小企业提供直接融资平台。中小板虽定位于服务中小企业融资，但是与深市主板的制度设计并无根本差异，且在主板框架下运行，承接主板融资功能。截止 2021 年 3 月 31 日，中小板成立以来上市家数 998 家，占 A 股上市家数的 23.57%，首发融资规模合计 6720 亿元，占 A 股首发融资规模 17.95%。2010、2011 年上市速度加快，上市家数分别为 200、114 家，首发融资规模分别为 2000.55、1008.93 亿元。在此背景下，2021 年 3 月 31 日，深交所宣布 4 月 6 日合并深市主板与中小板。

图 11: 中小板上市以来融资规模及家数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

深市主板、中小板 TOP10 市值中, 中小板占 4 家。截止 2021 年 3 月 31 日, 深市主板、中小板中市值排名 TOP10 的上市公司中, 中小板占 4 家, 其中海康威视市值超过 5000 亿元, 排名第三, 比亚迪市值超过 4000 亿元, 排名第五, 牧原股份、顺丰控股市值超过 3000 亿元, 排名分别为第 7、第 8。

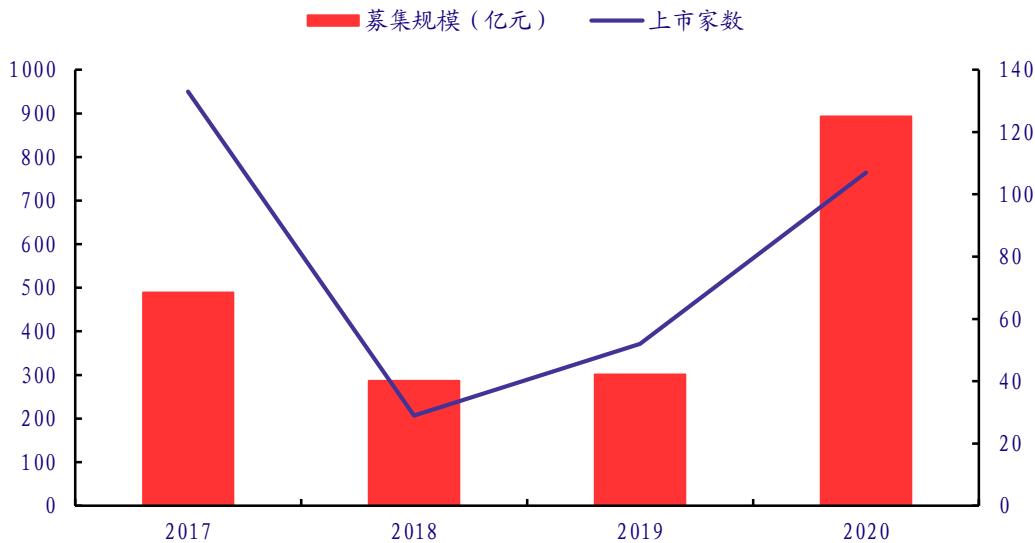
表 1: 深市主板、中小板市值 TOP10 标的

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	上市板块
000858.SZ	五粮液	10,401.93	深主板
000333.SZ	美的集团	5,790.17	深主板
002415.SZ	海康威视	5,222.97	中小企业板
000001.SZ	平安银行	4,271.24	深主板
002594.SZ	比亚迪	4,258.04	中小企业板
000651.SZ	格力电器	3,771.86	深主板
002714.SZ	牧原股份	3,760.46	中小企业板
002352.SZ	顺丰控股	3,691.63	中小企业板
000002.SZ	万科 A	3,404.57	深主板
000568.SZ	泸州老窖	3,295.99	深主板

资料来源: wind, 中国银河证券研究院

创业板对中小企业融资功能增强, 为中小板退出提供条件。创业板注册制落地, 包容性增强, IPO 发行数量以及规模增长显著, 融资效率提升, 对中小企业融资功能得到进一步发挥, 中小板退出水到渠成, 顺应市场发展规律。2020 年, 创业板 IPO 上市家数 107 家, 相较 2019 年增长 105.77%; 融资规模 892.95 亿元, 相较 2019 年增长 196.45%。深市主板、中小板合并后, 深市现存主板、创业板, 各板块功能定位更加明晰, 错位发展, 多层次资本市场服务实体经济投融资需求更加高效。

图 12: 创业板 IPO 融资规模及家数

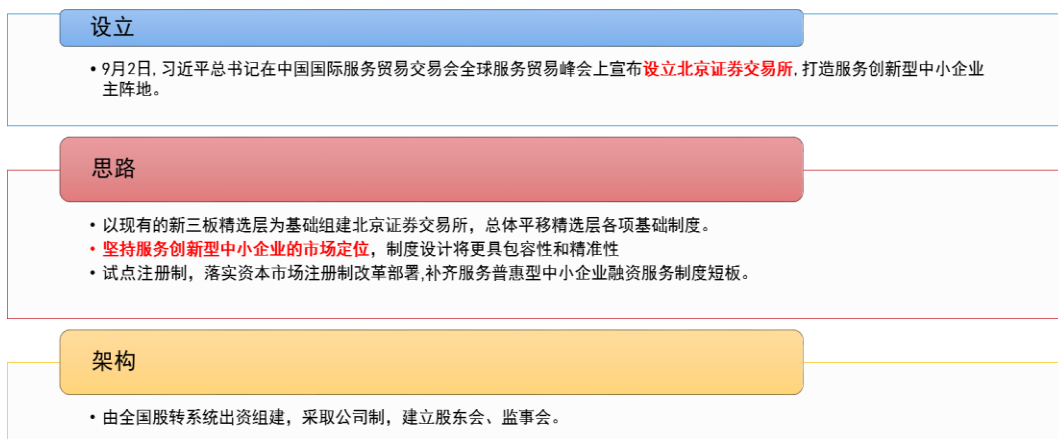


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 新三板改革深化, 北交所设立

北交所宣布成立, 打造服务创新型中小企业主阵地。2021 年 9 月 2 日, 习近平总书记在 中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会上宣布设立北京证券交易所, 打造服务创新型中小企业主阵地。北交所由全国股转系统出资组建, 采取公司制, 建立股东会、监事会, 治理架构高效、透明。北交所以现有的新三板精选层为基础组建, 总体平移精选层各项基础制度, 坚持服务创新型中小企业的市场定位, 制度设计将更具包容性和精准性。上市发行制度方面, 试点注册制, 落实资本市场注册制改革部署, 补齐服务普惠型中小企业融资服务制度短板。

图 13: 北交所设立、思路、架构



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

重点培育“专精特新”中小企业。科创板、创业板以及北交所作为纵贯京沪深的多层次资

本市场重要组成部分，在服务企业融资时定位存在差异。科创板服务于符合国家战略、突破核心技术、市场认可度高的科创企业，重点支持高新技术产业和战略性新兴产业；创业板为创新型、创业型、成长型中小微企业服务；北交所为专精特新中小企业融资服务提供政策支持。专精特新中小企业指具有专业化、精细化、特色化以及新颖化的中小企业，一般专注产业链某个环节，具有话语权，在细分市场具有比较优势。当前我国经济发展进入新阶段，经济增速换挡、结构调整、政策转向稳增长、外部环境复杂严峻，许多关键技术卡脖子问题亟待解决，经济发展动能转换，科技创新成为支持经济发展的重要动能，拥有关键技术的专精特新中小企业成为经济增长的重要推动力。专精特新企业一般集中在工业、信息技术、原材料以及生物医药领域，科技研发投入占营业收入比重高，具有较高的业绩成长性。该类企业面临融资难、融资贵难题，制约其创新发展，亟需资本市场提供融资支持。北交所设立后，会构建一套适合创新型中小企业发展的涵盖发行上市、交易、退市、投资者适当性等基础制度，解决新三板市场服务中小企业融资的短板，为中小企业尤其是专精特新中小企业发展创造良好的环境。

北交所设立有助平衡区域资本市场服务功能，提升服务首都经济高质量发展能力。北京证券交易所成立之前，北京本地缺少大型证券交易所，聚集优势不明显，营商环境有待持续优化。北京辖区资本市场服务主体数量、规模、对 GDP 收入贡献落后上海、深圳，北京本地中小企业和非上市企业获得融资支持力度依旧不足，多层次资本市场服务体系和效率仍待完善。截至 2020 年 7 月 14 日，北京市本地企业中中小板企业数量和总市值落后于深圳、江苏、浙江和广东等地，区域股权交易所挂牌数量并无优势。北京证券交易所设立后，北京具有并肩沪深的全国第三大证券交易所，资金、人才、企业、项目聚集效应增强，北京资本市场服务首都经济能力提升，区域资本市场平衡发展。京、沪、深三大交易所错位发展、互联互通，辐射范围提升，多层次资本市场服务实体经济能力增强。

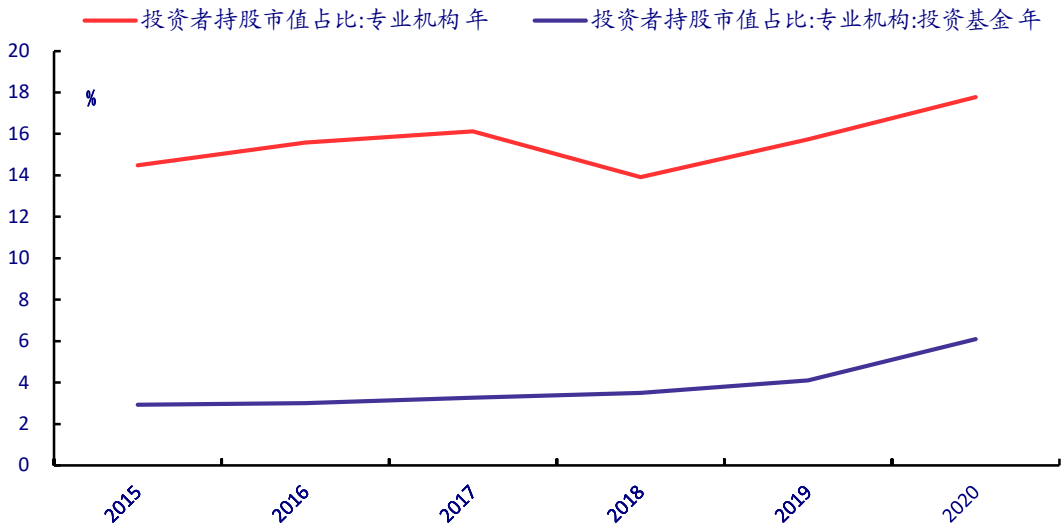
（三）监管引导高质量发展，创新与合规并重

监管定调行业高质量发展方向，提升服务实体以及居民财富管理的能力，坚持走专业化发展道路。在 2021 年 5 月 22 日的中国证券业协会第七次全员大会上，证监会主席易会满指出，证券公司是资本市场最重要的中介机构，为了更好的发挥投资银行价值发现的作用，行业机构要进一步突出专业能力的核心地位，提高专业水平，适应注册制要求，加快从通道化、被动管理向专业化、主动管理转型，提升细分领域的专业能力，走出一条精品化、专业化的发展道路，形成差异化、特色化发展的行业格局。在坚持“稳”的前提下，坚持创新发展与合规并重，坚持分类监管、差异化监管，扶优限劣，为优质证券公司创新发展打开空间。同时，要求聚焦满足居民日益增长的财富管理需求，丰富投资产品，改善账户服务体验，提升服务居民财富管理需求能力。

（四）资本市场生态重塑，机构化趋势明显

A 股投资者结构优化，专业机构投资者规模占比提升。上海证券交易所发布数据来看，从 2015 年到 2020 年，专业机构投资者持股市值占比从 14.49% 上升到 17.77%，上升 3.28 个百分点；其中投资基金持股市值占比从 2.93% 上升到 6.1%，上升 3.17 个百分点，市场的定价权逐步转向机构投资者。随着海外资金、国内社保基金、养老金、企业年金、银行理财、保险资管等的持续入市以及居民理财资金投资权益市场带来的基金规模快速扩容，我国资本市场投资者机构化趋势将进一步加快，服务专业机构投资者是未来发展的必然选择。

图 14: 投资者持股市值占比

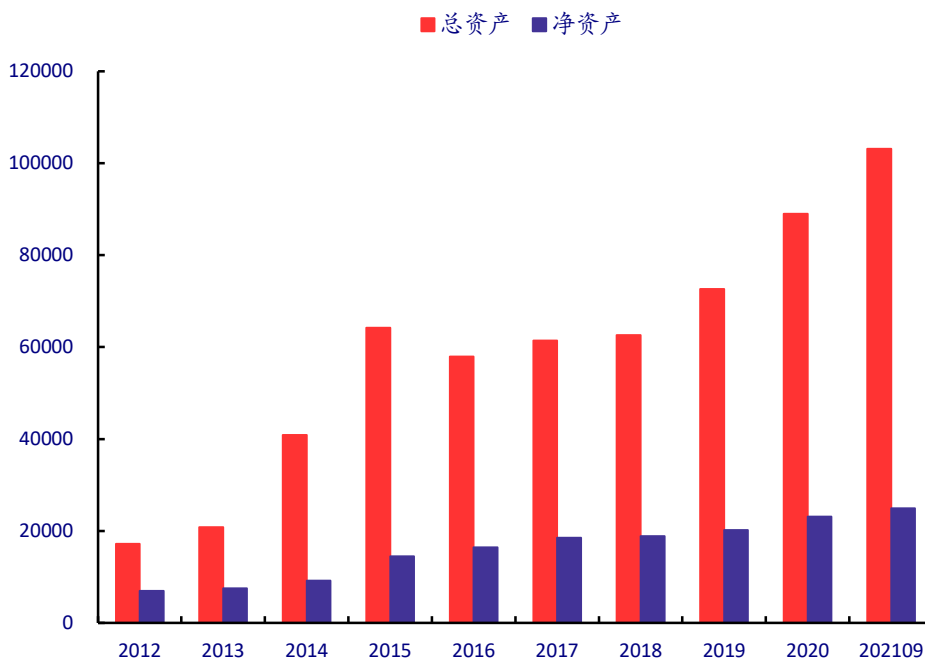


资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

三、行业基本面向好趋势不变，上市券商业绩好于行业平均水平

证券行业资产规模突破 10 万亿大关。2016 年以来证券行业资产规模持续增长，当前突破 10 万亿元。截至 2021 年 9 月末，证券行业总资产规模达 10.31 万亿元，相较上年末增长 15.84%；净资产规模达 2.49 万亿元，相较上年末增长 7.79%。

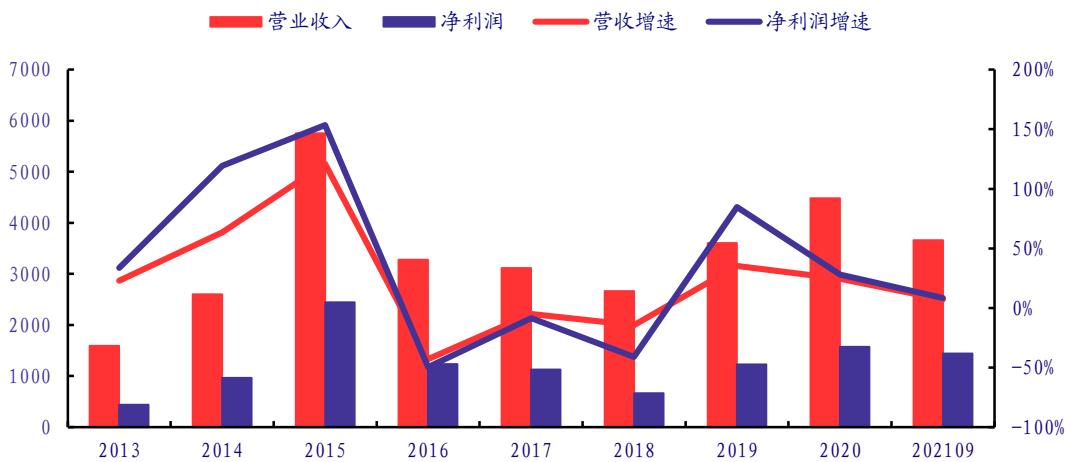
图 15: 证券行业资产规模情况



资料来源: wind, 中国证券业协会, 中国银河证券研究院整理

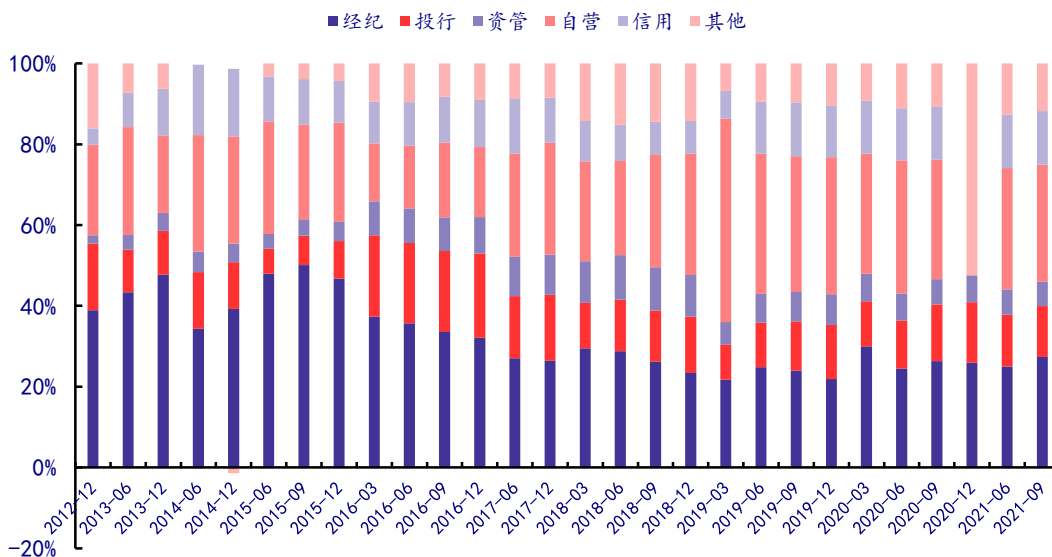
证券行业业绩持续向好。2018 年低点以来，证券行业营收、净利持续增长。依据证券业协会披露数据，2021 年前三季度证券行业实现营收 3663.57 亿元，同比增长 7%；实现净利润 1439.79 亿元，同比增长 8.51%。自营业务收入占比居首。2021 年前三季度证券行业实现代理买卖证券业务收入/投行业务/资管业务/自营业务/利息净收入分别为 1000.79/463.12/219.62/1064.04/483.07 亿元，同比分别增长 11.19%/-3.96%/3.28%/4.97%/8.41%，营收占比分别为 27.32%/12.64%/5.99%/29.04%/13.19%，同比分别提升 1.03/-1.44/-0.22/-0.56/0.17 个百分点。

图 16: 证券行业业绩表现



资料来源: wind, 中国证券业协会, 中国银河证券研究院整理

图 17: 证券行业收入结构情况

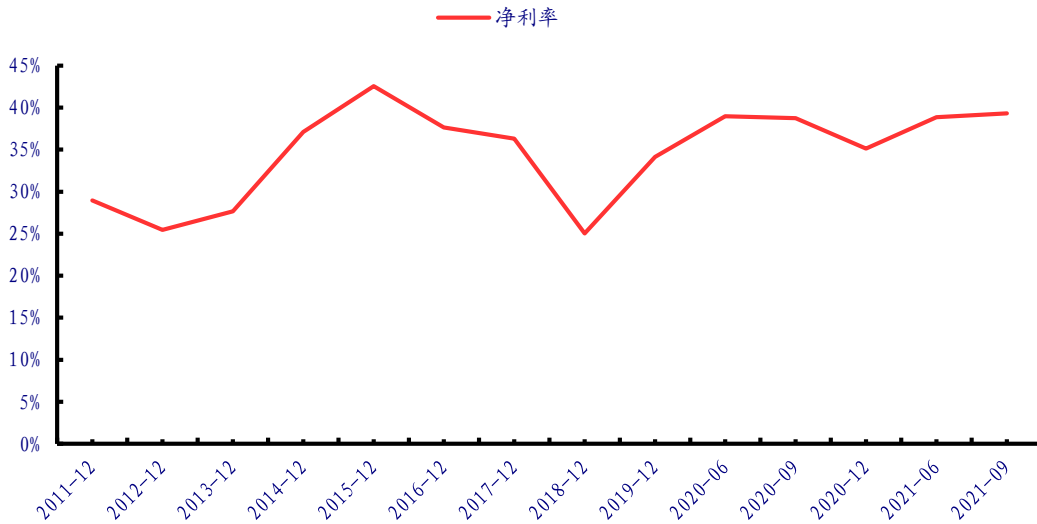


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

证券行业盈利能力提升，净利润率、杠杆、ROE 均有提升。2021 年前三季度证券行业净利润率达到了 39.3%，相较 2020 年提升 4.17 个百分点；行业杠杆率达到了 3.36 倍，相较 2020 年提高

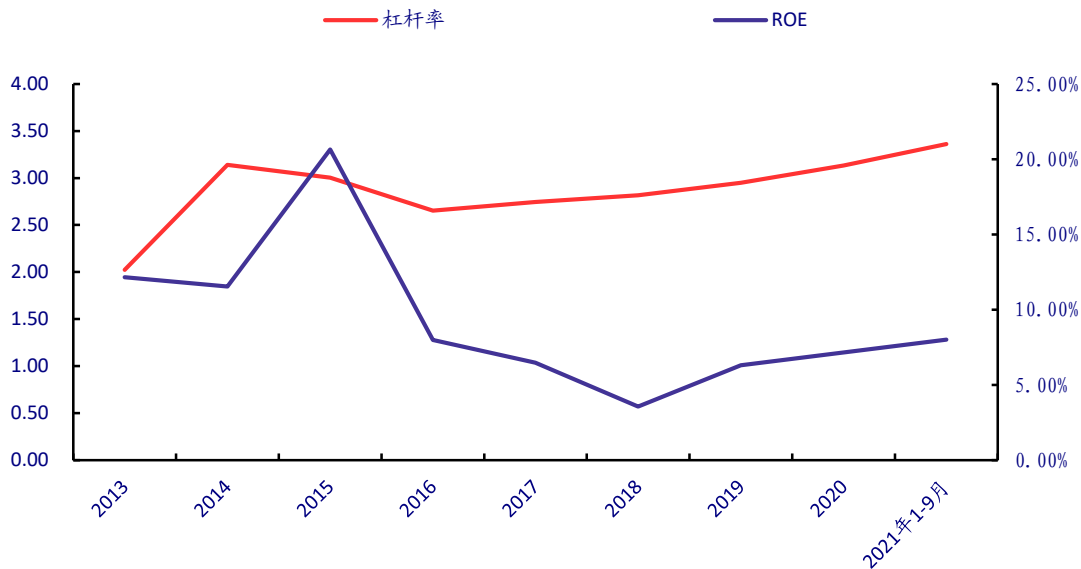
7.25%；行业年化 ROE 达 8%，相较 2020 年提升 0.84 个百分点。

图 18: 证券行业净利润率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 19: 证券行业杠杆率及 ROE



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

上市券商业绩好于行业平均水平。依据财报数据披露,2021 年前三季度 42 家上市券商实现营业收入 4738.98¹亿元,同比增长 22.86%;实现归母净利润 1546.75 亿元,同比增长 24.51%;ROE(平均)达 7.45%,同比提升 0.47 个百分点,盈利能力进一步增强。2021 年前三季度中信、

¹ 统计口径包含东方财富。

海通、国泰君安、华泰、广发、招商、国信、中金公司、申万宏源以及中国银河净利润排名位居行业 TOP10，其中国信证券业绩排名进入前 10（2020 年排名：第 11），中金公司排名进步 2 名至第 8 名（2020 年排名：第 10）。

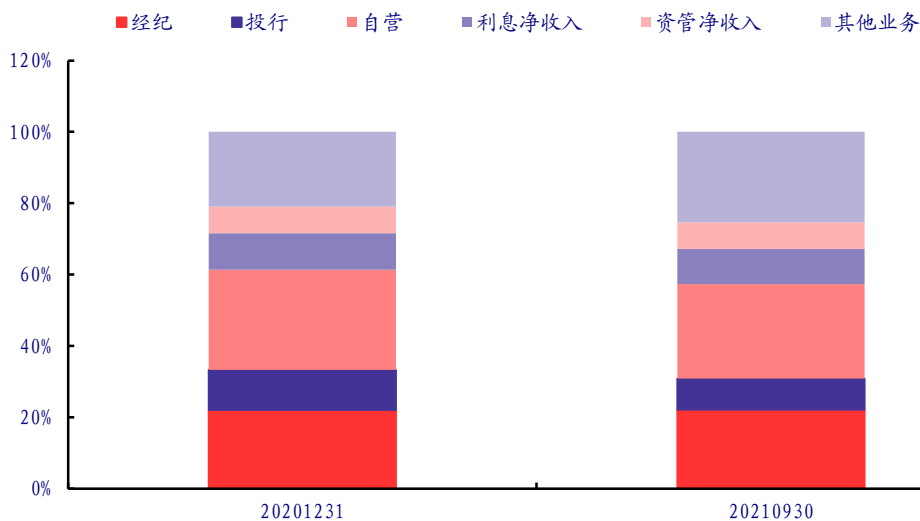
表 2：2021 年前三季度业绩排名 TOP10 券商

20210930	公司简称	营业收入	归母净利润
600030.SH	中信证券	578.12	176.45
600837.SH	海通证券	348.39	118.26
601211.SH	国泰君安	319.07	116.35
601688.SH	华泰证券	269.07	110.49
000776.SZ	广发证券	268.71	86.41
600999.SH	招商证券	217.82	85.01
002736.SZ	国信证券	169.96	78.00
601995.SH	中金公司	216.86	74.54
000166.SZ	申万宏源	248.91	74.09
601881.SH	中国银河	261.03	74.01

资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

自营业务收入贡献居首，其他业务收入占比提升明显。2020 年前三季度，上市券商经纪、投行、自营、利息净收入、资管以及其他业务收入占比分别为 22.14%/8.69%/26.47%/9.86%/7.44%/25.39%，相较 2020 年变化 0.10/-2.51// -1.62/-0.41/-0.03/4.47 个百分点。其他业务收入占比提升显著，主要来自大宗商品贸易收入增长。

图 20：上市券商整体收入结构



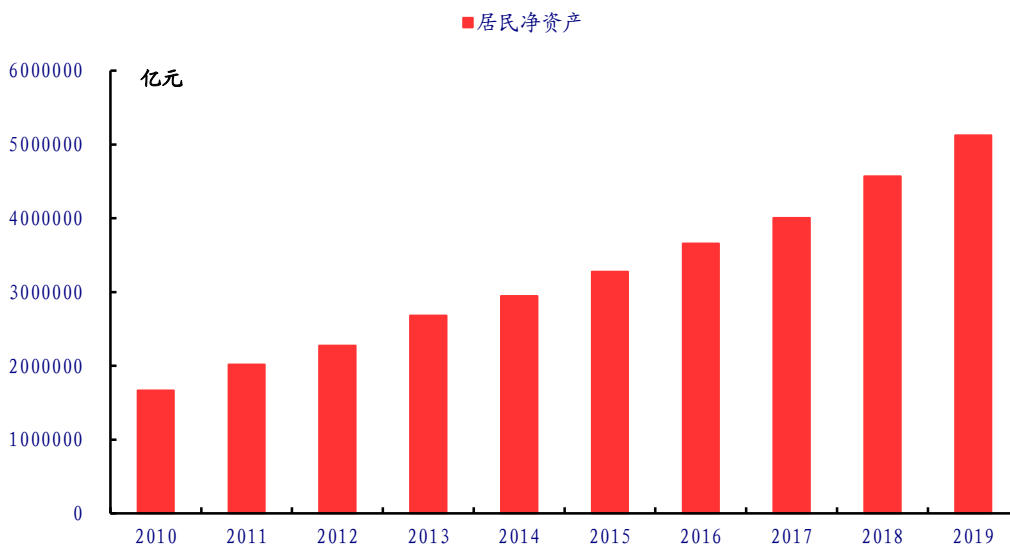
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

四、大财富管理赛道优质，成为获得超额收益沃土

（一）权益市场大发展时代来临，券商财富管理业务发展空间广阔

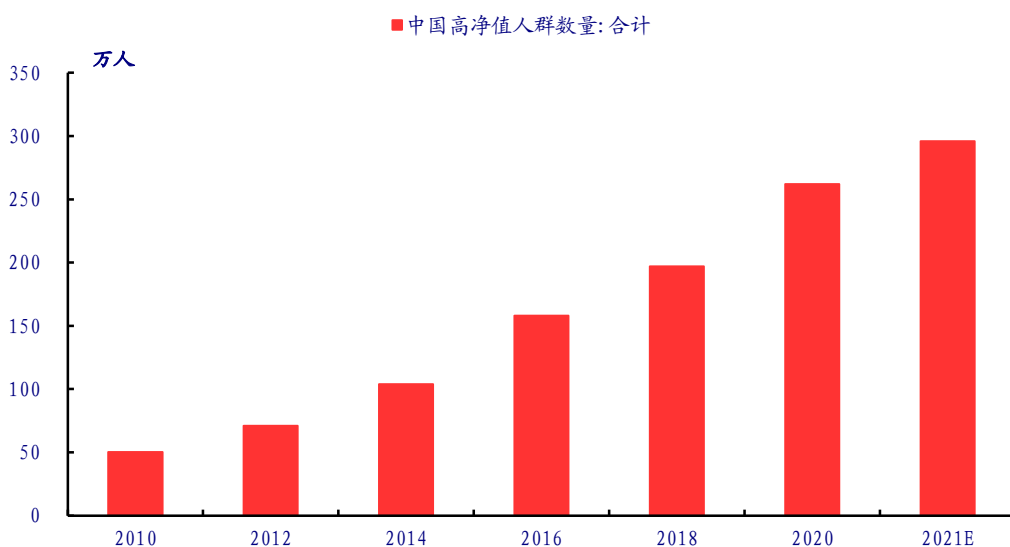
居民财富快速增长，可支配收入增加，可投资金融资产规模提升，为财富管理提供了广阔的发展空间。依据中国社科院发布的《中国国家资产负债表 2020》，2010-2019 年，我国居民部门财富总额由 166.5 万亿元增长到 512.6 万亿元，年均复合增速达 13.31%。招商银行、贝恩公司发布的《2021 中国私人财富报告》显示，2020 年中国个人可投资资产总规模达 241 万亿元，可投资资产超过 1000 万的高净值人群数量为 262 万人，2010 年以来年均复合增长率分别为 14.54%/17.94%。预计到 2021 年，我国高净值人员数量将达到约 300 万人。

图 21: 居民部门财富总额



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 22: 中国高净值人员数量



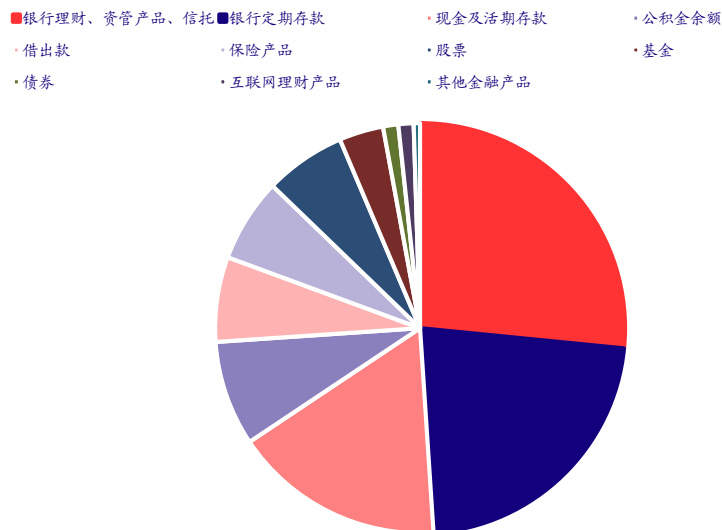
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

“房住不炒”、银行理财去刚兑、净值化转型推动居民加配权益资产。依据央行《2019

年中国城镇居民家庭资产负债情况调查报告》数据显示，我国城镇居民家庭资产以实物资产为主，主要配置房地产，实物资产占比 79.6%，住房资产占比 59.1%。在国家“房住不炒”政策引导下，房地产投资热度下行，居民资产配置有望向非住房资产转移。资管新规落地，银行理财打破刚兑、加速净值化转型，收益率下降，竞品竞争力提升。当前资本市场基础制度改革深化改革延续，赚钱效应增强，居民借道公募基金加配权益类资产，权益类资产配置比重上升是大趋势。

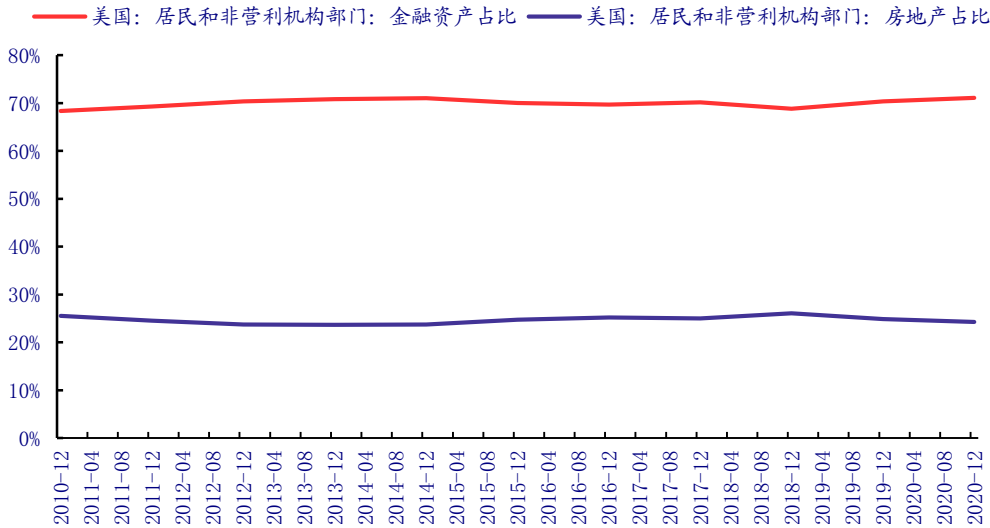
与海外发达国家相比，我国居民金融资产、股基配置比例均处低位，空间广阔。依据央行《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查报告》数据显示，我国城镇居民金融资产占总资产比重仅为 20.4%，权益资产（股票+基金）占金融资产比重仅为 9.9%。2019 年，美国居民金融资产占比 70.35%，高于我国 49.95 个百分点，权益资产（股票+基金）占金融资产比重 34.97%，高于我国 25.07 个百分点，其中股票占比高于我国 15.64 个百分点，基金占比高于我国 9.43 个百分点。

图 23: 中国城镇居民家庭金融资产配置结构



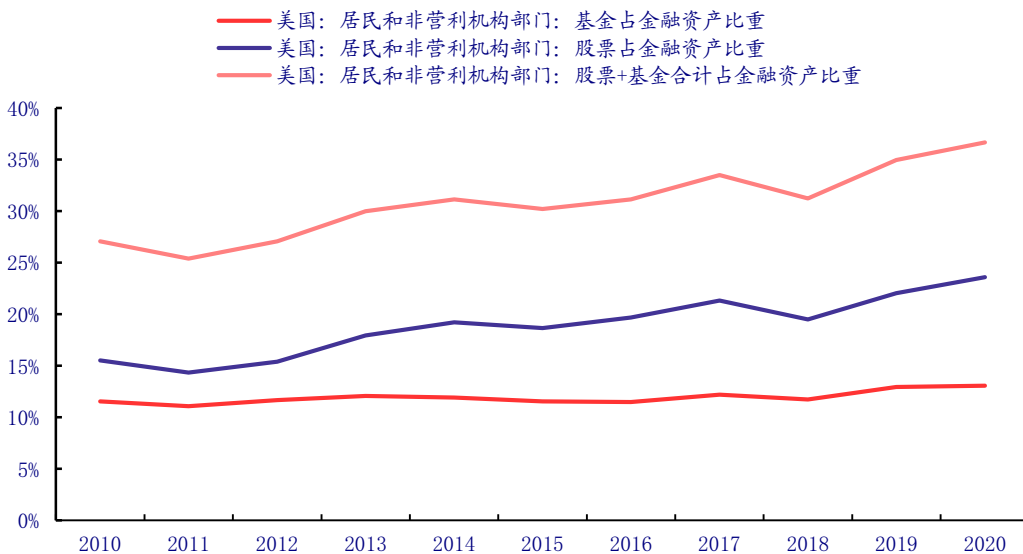
资料来源：央行，中国银河证券研究院整理

图 24: 美国居民、非营利机构部门金融资产、房地产占比



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 25: 美国居民、非营利机构部门股票、基金占金融资产比重



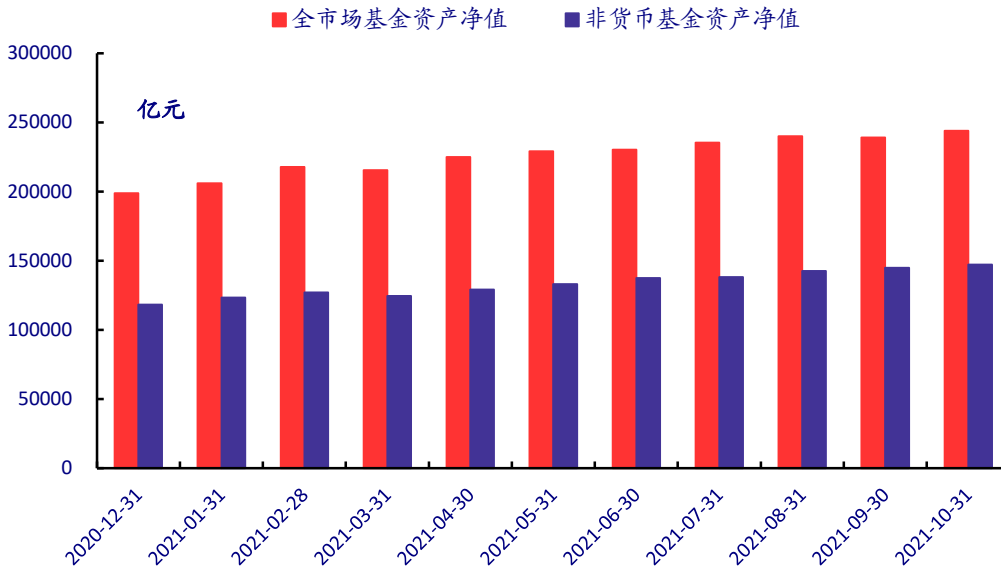
资料来源: wind, 美国经济分析局, 中国银河证券研究院整理

(二) 财富管理转型成效显著, 券商代销金融产品收入增长显著

未来十年权益市场大发展, 居民储蓄资金流向权益市场, 基金业务规模扩容。截至 2021 年 10 月 31 日, 全市场基金资产净值 24.4 万亿元, 相较上年末提高 22.7%; 其中非货币基金资产净值 14.7 万亿元, 相较上年末提高 24.41%。基金公司管理的公募基金管理规模达 23.9 万亿元, 相较去年同期增长 34.24%, 相较上年末增长 20.16%; 管理的私募基金管理规模达 19.65 万亿元, 相较去年同期增长 24.23%, 相较上年末增长 15.89%; 管理的专户业务规模达 7.52 万亿元, 相较去年同期增长-7.5%, 相较上年末增长-6.67%; 管理的养老金规模达 3.73 万亿元, 相较去年同期增长 23.33%, 相较上年末增长 10.87%。随着居民权益资产配置需求增长, 未来

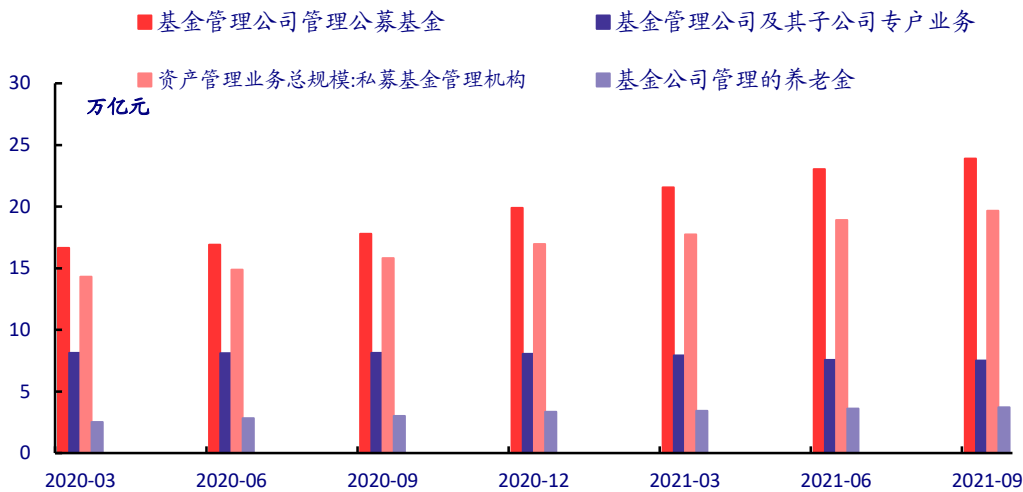
基金规模将进一步扩容。

图 26: 基金资产规模



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

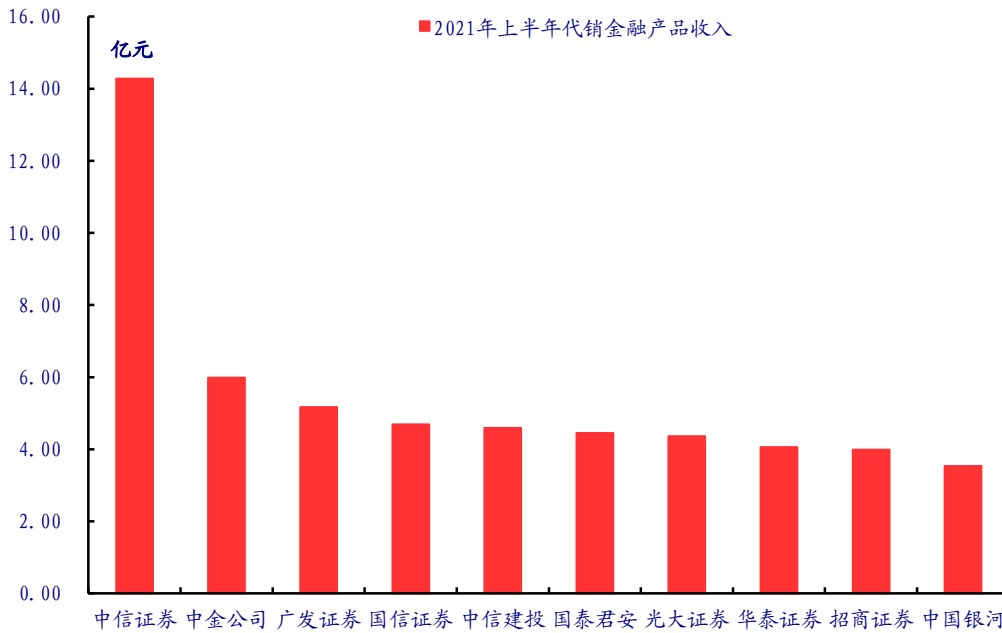
图 27: 基金管理公司管理的不同类型基金资产规模



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

中信、中金、广发证券代销金融产品收入超过 5 亿元。2021H1 中信证券、中金公司、广发证券、国信证券、中信建投、国泰君安、光大证券、华泰证券、招商证券以及中国银河代销金融产品收入位居行业 TOP10, 分别为 14.28、5.99、5.17、4.7、4.59、4.45、4.36、4.06、3.99、3.54 亿元, 同比分别增长 104.23%、119.22%、190.92%、95.18%、191.92%、480.83%、61.52、119%、111.47%、172.72%。

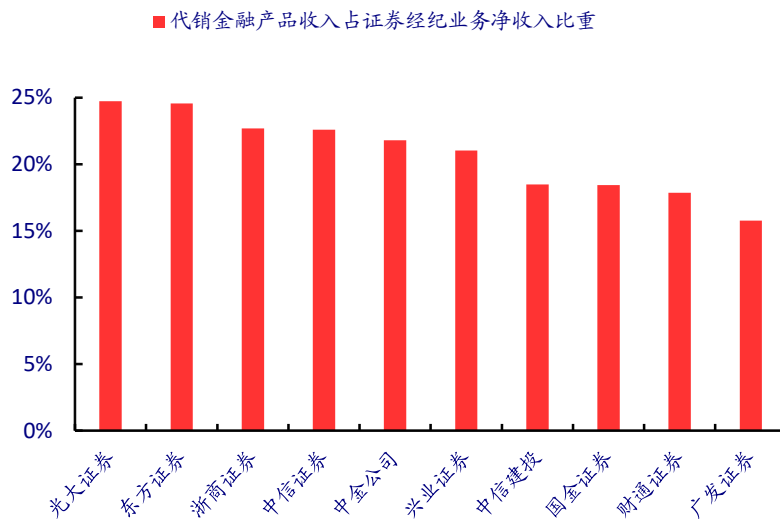
图 28: 2021 年上半年券商代销金融产品收入规模 TOP10 情况



资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

光大、东方、浙商代销金融产品收入占证券经纪业务净收入比重位居行业前三甲。2021H1 光大证券、东方证券、浙商证券、中信证券、中金证券、兴业证券代销金融产品收入占比超过 20%，分别为 24.74%、24.57%、22.69%、22.59%、21.80%、21.03%，相较去年同期增长 6.37、16.64、11.56、8.13、7.94、7.71 个百分点；中信建投、国金证券、财通证券、广发证券代销金融产品收入占比超过 15%，分别为 18.48%、18.43%、17.86%、15.78%，相较去年同期增长 10.60、9.76、10.59、9.55 个百分点。

图 29: 代销金融产品收入占比 TOP10 券商

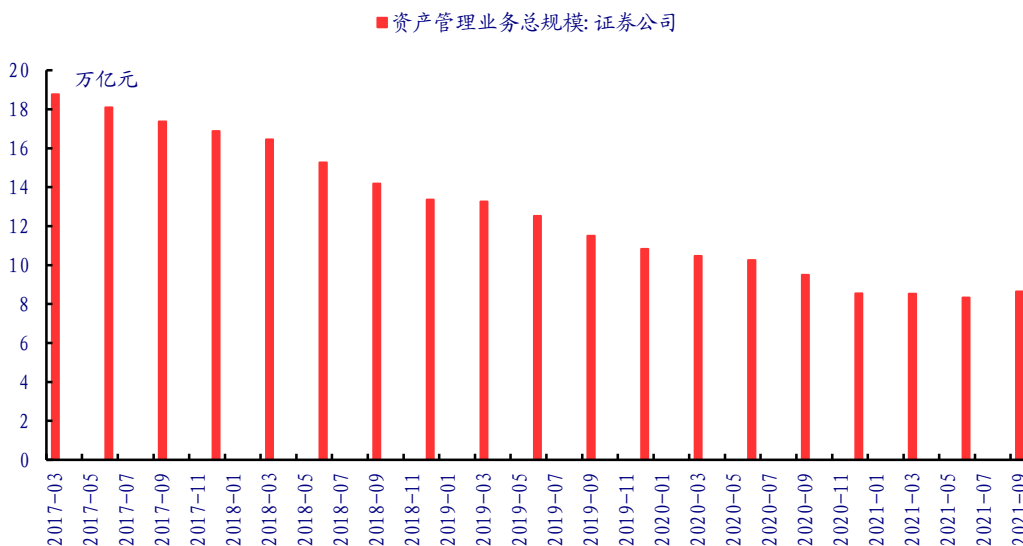


资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

(三) 受益财富管理蓝海, 未来券商资产管理业务发展提速

券商资产管理规模企稳回升。受资管新规“去通道、去杠杆、去刚兑”影响, 券商资产管理规模于 2017Q1 达到峰值 (18.77 万亿元) 之后, 持续压缩, 当前规模呈现企稳回升态势。2021 年三季度末券商资产管理规模 8.64 万亿元, 相较年初增长 1.06%。未来随着主动转型深化, 财富管理市场扩容, 券商资产管理规模有望持续回升。

图 30: 券商资产管理规模

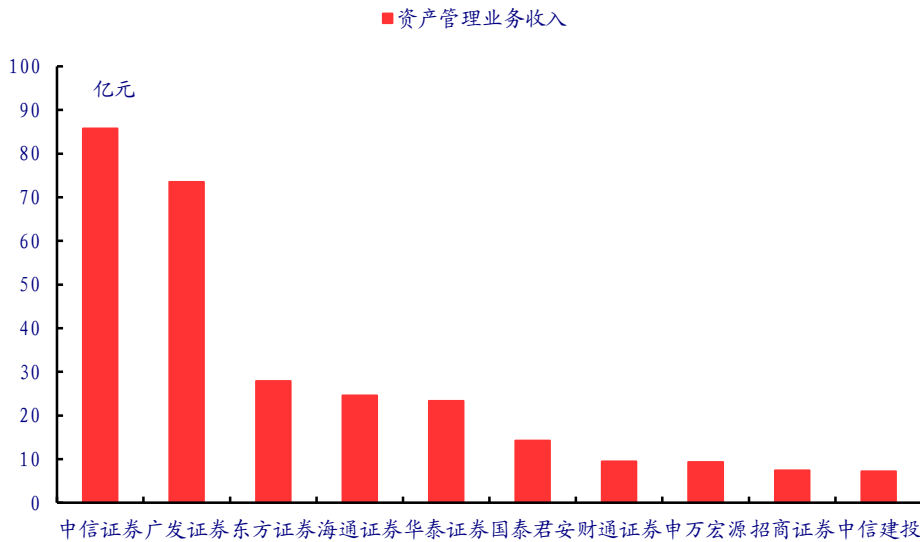


资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

中信证券、广发证券、东方证券、海通证券、华泰证券资产管理业务收入位居行业前列。2021 年前三季度中信证券、广发证券、东方证券、海通证券、华泰证券资产管理业务收入分别为 85.79、73.51、27.88、24.63、23.35 亿元, 营收占比分别为 14.84%、27.36%、14.8%、

7.07%、8.68%。

图 31: 资产管理规模业务收入 TOP10 券商



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

(四) 公募基金黄金时代来临, 参控股证券公司深度受益

居民理财资金借道公募基金投资权益市场, 规模、收入扩容, 参控股证券公司受益显著。我们对行业参控股公募基金券商进行整理发现, 行业中证券公司通过设立子公司或者联营企业形式布局公募基金业务。中信证券持股华夏基金比例为 62.2%, 招商证券对招商基金、博时基金持股比例分别为 45%、49%, 兴业证券持股兴证全球基金、南方基金比例分别为 51%、9.15%, 申万宏源持股富国基金、申万菱信基金比例分别为 27.78%、67%, 华泰证券持股南方基金、华泰柏瑞基金比例分别为 41.16%、49%, 广发证券对广发基金、易方达基金持股比例分别为 54.53%、22.65%、东方证券对汇添富基金持股比例为 35.41%。财富管理大发展时代, 大型公募基金凭借品牌、专业实力, 规模加速扩容, 收入将会明显增厚, 参控股该类公募基金的证券公司受益显著。

表 3: 券商参控股公募基金情况

证券代码	证券简称	旗下基金公司	控股比例	营收 (万元)	净利润 (万元)	参控关系
600030.SH	中信证券	华夏基金管理有限公司	62.20%	365195	104871	子公司
601066.SH	中信建投	中信建投基金管理有限公司	75.00%	-7014	-9940	子公司
600918.SH	中泰证券	万家基金管理有限公司	49.00%	79400	16782	联营企业
600999.SH	招商证券	招商基金管理有限公司	45.00%	227815	78386	联营企业
		博时基金管理有限公司	49.00%	275396	80524	联营企业
601377.SH	兴业证券	兴证全球基金管理有限公司	51.00%	391600	137600	子公司
		南方基金管理股份有限公司	9.15%	346100	87600	联营企业
000166.SZ	申万宏源	富国基金管理有限公司	27.78%	399834	124194	联营企业
		申万菱信基金管理有限公司	67.00%	32660	7251	子公司
601688.SH	华泰证券	南方基金管理股份有限公司	41.16%	346059	87640	联营企业

600837.SH	海通证券	华泰柏瑞基金管理有限公司	49.00%	70820	20278	子公司
		富国基金管理有限公司	27.78%	399800	124200	联营企业
		海富通基金管理有限公司	51.00%	63700	17200	子公司
		海富产业投资基金管理有限公 司	67.00%	5800	1800	子公司
002736.SZ	国信证券	鹏华基金管理有限公司	50.00%	224052	61428	联营企业
601211.SH	国泰君安	华安基金管理有限公司	28.00%	172600	45000	联营企业
600109.SH	国金证券	国金基金管理有限公司	49.00%	8086	180	联营企业
000776.SZ	广发证券	广发基金管理有限公司	54.53%	447501	127235	子公司
		易方达基金管理有限公司	22.65%	677334	184060	联营企业
601788.SH	光大证券	大成基金管理有限公司	25.00%	77312	17700	联营企业
		光大保德信基金管理有限公司	55.00%	33012	8600	子公司
601198.SH	东兴证券	东兴基金管理有限公司	100.00%	644	-41	子公司
600958.SH	东方证券	汇添富基金管理股份有限公司	35.41%	460700	157000	联营企业
000783.SZ	长江证券	长信基金管理有限责任公司	44.55%	41211	10268	联营企业

资料来源:wind, 中国银河证券研究院整理

兴业证券、东方证券、广发证券、招商证券参控股公募基金业绩贡献度居于行业前列。公募基金规模、收入提升为参控股证券公司贡献业绩增量,未来随着公募基金市场发展,收入贡献将更为可观。2021H1 兴业证券、东方证券、广发证券、招商证券参控股公募基金业绩贡献度超过 10%, 分别为 32.05%、20.59%、18.86%、13.01%。

表 4: 券商参控股公募基金净利润贡献度

证券代码	证券简称	参控股公募基金净利润贡献度
601377.SH	兴业证券	32.05%
600958.SH	东方证券	20.59%
000776.SZ	广发证券	18.86%
600999.SH	招商证券	13.01%
000166.SZ	申万宏源	8.70%
002736.SZ	国信证券	6.41%
601688.SH	华泰证券	5.92%
600837.SH	海通证券	5.44%
600030.SH	中信证券	5.35%
600918.SH	中泰证券	4.83%
601788.SH	光大证券	4.05%
000783.SZ	长江证券	3.21%
601211.SH	国泰君安	1.57%
600109.SH	国金证券	0.09%

资料来源:wind, 中国银河证券研究院整理

备注: 净利润贡献度=参控股公募基金 2021H1 净利润*持股比例/券商 2021H1 归母净利润。

五、资本市场机构化趋势下，机构业务成长空间广阔

(一) 衍生品市场扩容，布局创新业务支撑头部券商获得更高 ROE

1. 政策红利持续释放助力衍生品市场快速发展，收益互换业务新规发布

随着我国多层次资本市场发展完善，金融衍生品种类逐渐丰富，监管环境不断放松，业务需求提升，衍生品市场发展空间广阔。券商作为对手方，为客户提供做市交易服务，满足客户风险对冲和资产配置策略构建需求，赚取中介服务收入，丰厚券商盈利空间。

为促进衍生品市场发展，政策红利持续释放。监管逐步丰富衍生工具品种，优化相关交易机制，引导衍生品市场健康稳定发展。股指期货松绑力度大，期权品种扩容，衍生品市场发展迅速。2019年4月19日，中金所公告调整股指期货交易安排，自2019年4月22日结算时起，中证500股指期货交易保证金标准统一调整为12%；将沪深300、上证50、中证500股指期货各合约平今仓交易手续费标准调整为成交金额的万分之三点四五，交易成本降低有助于提升市场交易活跃度，股指期货成交额扩大。2019年12月23日，沪深300三大期权上市，上交所、深交所上市沪深300ETF期权，中金所上市沪深300股指期货期权。期权品种扩容将丰富投资者风险管理工具，也为市场长期稳定发展发挥积极作用。

场外衍生品市场规范化运作，市场规模回升，未来空间广阔。2018年4月，监管暂停券商与私募基金开展场外期权业务，不得新增业务规模，存量到期自动终止，场外衍生品市场规模有所回落；2018年5月，证券业协会发布《关于进一步加强证券公司场外期权业务监管的通知》，将证券公司分为场外期权业务一级交易商和二级交易商，一级交易商可直接开展对冲交易；二级交易商通过与一级交易商开展衍生品交易进行个股风险对冲，引导券商场外期权业务规范化运作。2018年8月，证券业协会公布《场外期权交易商名单》及《场外期权业务挂钩个股名单》，中信证券、中金证券、国泰君安等7家证券公司获得场一级交易商资格，同时还有9家券商成为场外期权业务二级交易商。2020年9月25日，证券业协会发布《证券公司场外期权业务管理办法》，规定最近一年分类评级在A类AA级以上的，经中国证监会认可，可以成为一级交易商。最近一年分类评级在A类A级以上或B类BBB级以上，持续规范经营且专业人员、技术系统、风险管理等符合对应条件的证券公司，经协会备案，可以成为二级交易商；展业一年情况良好、未有重大风险事件的，可向证监会申请成为一级交易商。

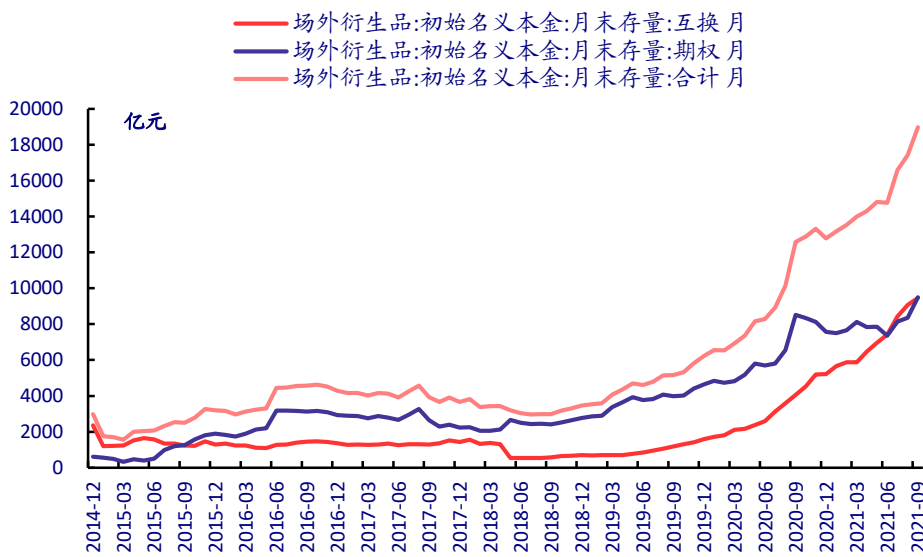
证券公司收益互换业务新规发布，促进业务规范健康发展，头部券商优势显著。12月3日，中国证券业协会发布《证券公司收益互换业务管理办法》，从交易商管理、投资者适当性、交易标的及合约、保证金管理以及风控等方面规范业务运作。新规要求获得交易商资质的证券公司可以开展收益互换业务，未获得交易商资质的证券公司不得与客户开展收益互换业务，不得挂钩私募产品、场外衍生品，纳入证券公司全面风险管理体系。头部券商凭借业务资质、资本实力、客户资源以及风控能力，深度受益。

2. 衍生品业务规模加速扩容，集中度下降

2021年下半年以来，券商场外衍生品业务规模快速扩大。证券公司经营的场外衍生品业务主要包括场外期权和收益互换。截至2021年9月末，场外衍生品名义本金达18970.6亿元，同比增长50.86%。其中，期权名义本金达9501.3亿元，同比增长11.49%；互换名义本金达

9469.3 亿元, 同比增长 133.64%。上市券商衍生金融资产规模 780.42 亿元, 同比增长 76.1%, 相较年初增长 51.56%。其中, 中信证券、中金公司、华泰证券、申万宏源以及国泰君安衍生品金融资产规模位居行业前五甲, 资产规模分别为 285.45/168.97/142.82/35.09/34.45 亿元, 同比分别增长 50.54%/65.47%/331.08%/163.70%/35.43%, 占比分别为 36.58%/21.65%/18.30%/4.50%/4.41%, 合计占比 85.44%。2021 年 1 月中万宏源发布公告获得场外期权业务一级交易商资质, 一级交易商可以与客户直接展开场内个股对冲操作, 促进业务快速增长。

图 32: 场外衍生品存量情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 5: TOP5 券商衍生品金融资产规模及占比

公司简称	衍生金融资产规模	同比增速	较年初增长	占比
中信证券	285.45	50.54%	41.60%	36.58%
中金公司	168.97	65.47%	37.25%	21.65%
华泰证券	142.82	331.08%	95.76%	18.30%
申万宏源	35.09	163.70%	112.61%	4.50%
国泰君安	34.45	35.43%	55.59%	4.41%

资料来源: wind, 公司公告, 中国银河证券研究院整理

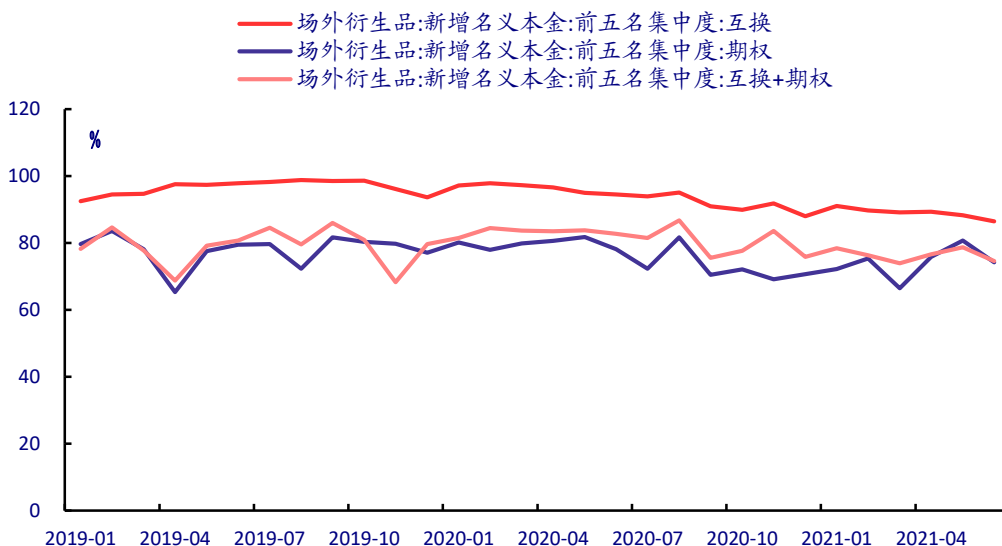
券商场外期权业务交易商扩容, 竞争加剧, 集中度下降。《证券公司场外期权业务管理办法》发布之后, 参与场外期权业务的券商数量增加, 一级交易商增加申万宏源证券扩容至 8 家, 二级交易商数量增加至 32 家。交易商扩容, 二级交易商数量猛增, 部分中小券商抢占市场份额, 场外期权业务集中度下降明显。根据证券业协会统计, 截至 2021 年 6 月, 新增名义本金 TOP5 券商在互换、场外期权集中度分别为 86.39%和 74.19%, 同比分别下降 8.04/3.89 个百分点; 在整个场外衍生品业务中集中度 74.57%, 同比下降 8.12 个百分点。

表 6: 场外期权业务交易商名单

批次	日期	一级交易商名单	二级交易商名单
第一批	2018年8月1日	广发证券、国泰君安证券、华泰证券、招商证券、中国国际金融、中信建投证券、中信证券、申万宏源【2021年1月由二级交易商转为一级交易商】	财通证券、东方证券、东吴证券、国信证券、海通证券、平安证券、浙商证券、中国银河证券
第二批	2018年9月25日		长城证券、方正证券、国金证券、华安证券、兴业证券
第三批	2018年12月6日		东兴证券、光大证券、国联证券、华福证券、华西证券、南京证券、山西证券
第四批	2019年4月4日		安信证券、东莞证券、天风证券
第五批	2019年11月18日		信达证券、中泰证券、中银国际证券
第六批	2020年10月29日		东北证券、东方财富证券
第七批	2020年11月11日		瑞银证券
第八批	2020年12月21日		华鑫证券
第九批	2021年1月29日		华宝证券
第十批	2021年3月17日		长江证券
合计		8	32

资料来源: 中国证券业协会, 公司公告, 中国银河证券研究院整理

图 33: TOP5 券商场外衍生品集中度

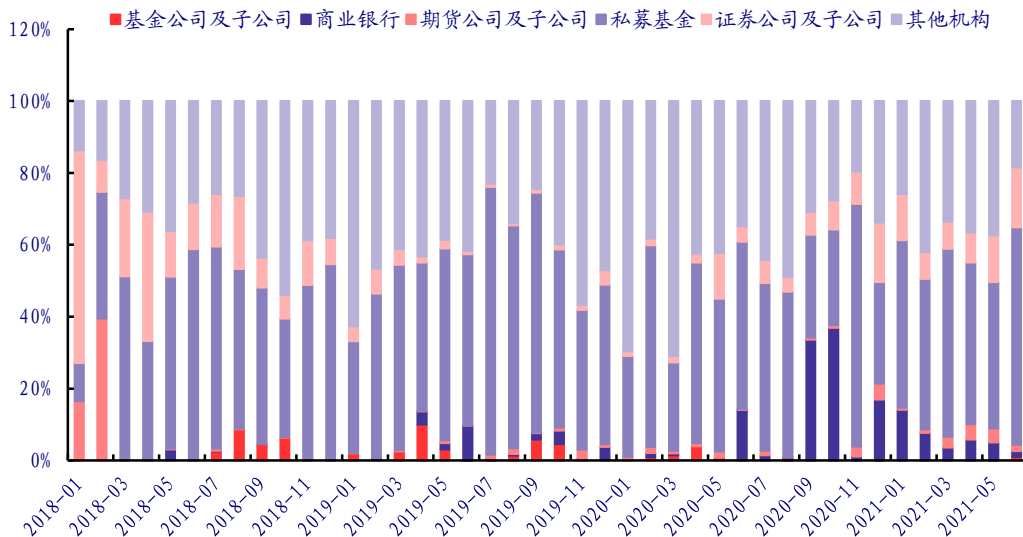


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

业务规范化、交易商增加、标的扩容以及资本市场波动带来的机构投资者套保、风险对冲需求增长是场外衍生品业务发展的重要驱动因素。私募基金、证券公司及子公司是互换业

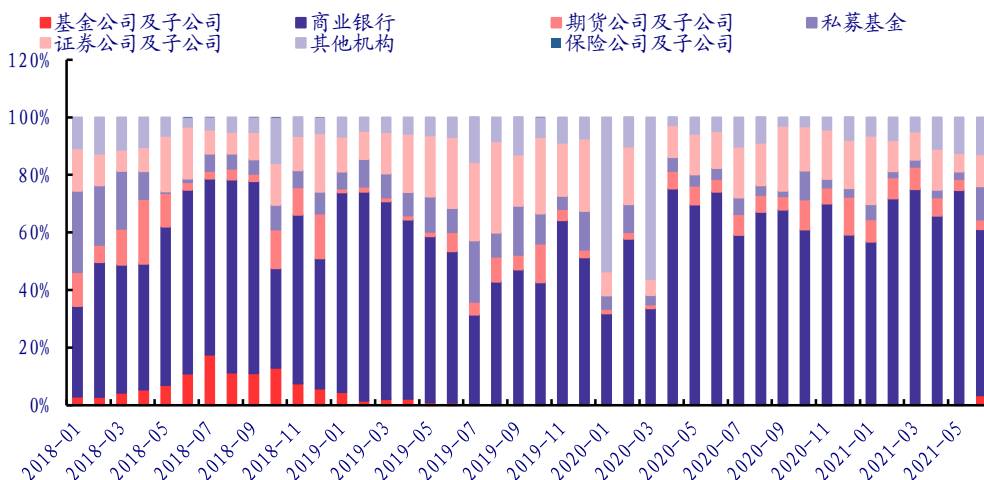
务主要交易对手方，商业银行、私募基金、证券公司及子公司是场外期权业务主要交易对手方。2021年6月新增互换名义本金交易中，私募基金、证券公司及子公司占比分别为60.48%、16.63%；在新增期权名义本金交易中，商业银行、私募基金、证券公司及其子公司占比分别为57.66%、11.58%以及11.17%。收益互换合约标的主要涉及A股个股、境外标的以及A股股指；期权合约标的主要覆盖A股股指、A股个股和黄金期现货。2021年6月新增互换名义本金占比中，A股个股、境外标的以及A股股指占比分别为38.6%、25.4%以及10.93%；在新增期权名义本金占比中，A股股指、A股个股和黄金期现货占比分别为63.84%、11.41%以及11.4%。场外衍生品是满足机构投资者个性化投资策略构建以及风险对冲需要的有力工具，同时对于企业风险管理以及财务安排具有灵活、高效等便利，发展空间广阔。

图 34：互换业务新增名义本金交易对手占比情况



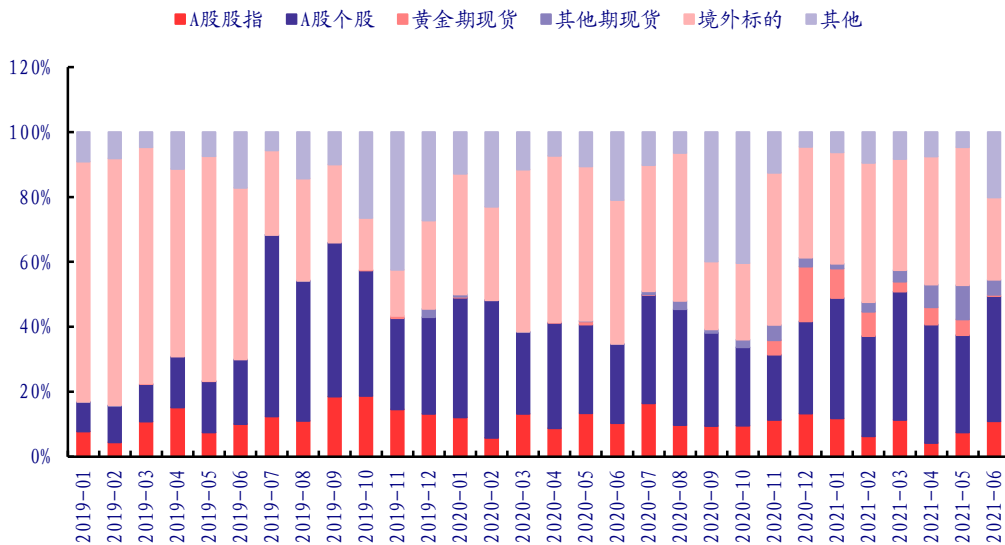
资料来源：Wind，中国证券业协会，中国银河证券研究院整理

图 35：场外期权业务新增名义本金交易对手占比情况



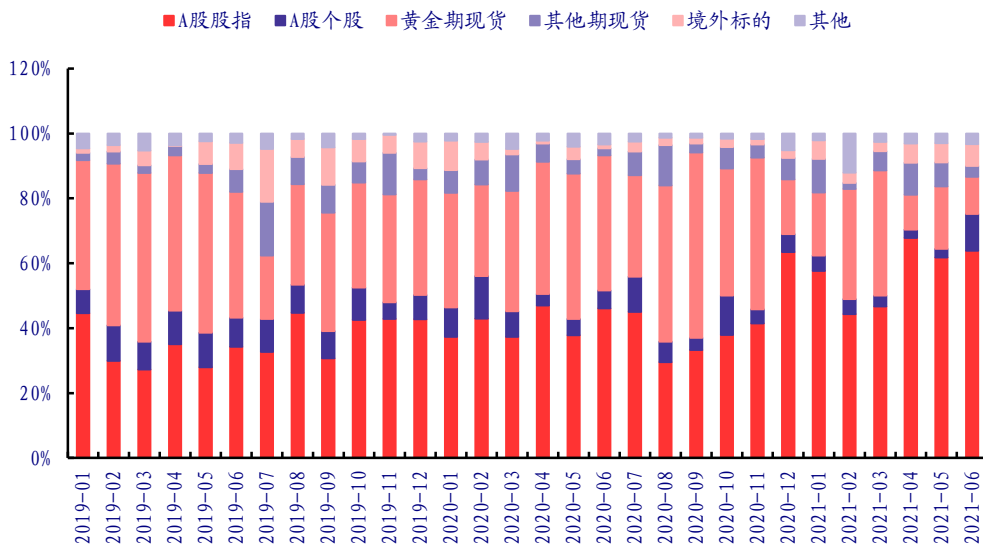
资料来源：Wind，中国证券业协会，中国银河证券研究院整理

图 36: 互换业务新增名义本金合约标的的占比情况



资料来源: Wind, 中国证券业协会, 中国银河证券研究院整理

图 37: 场外期权业务新增名义本金合约标的的占比情况



资料来源: Wind, 中国证券业协会, 中国银河证券研究院整理

3、扩表布局衍生类业务成为头部券商提质增效的重要着力点

我国证券行业业务发展同质化依然严重，抗周期能力弱，ROE 持续增长需要大力拓展用资类业务布局，场外业务大发展是券商扩杠杆、增收益、促转型、提升客户服务的内在发展需要。市场机构化程度提升的背景下，衍生品发展空间广阔，对改善券商收入结构、打破同质化竞争局面、提升盈利能力具有重要价值。参考国外领先投行发展经验，场外销售交易业务是服务机构客户的重要发力点，将显著增厚券商收入空间。2019 年以来，中信、中金、华泰等头部券商纷纷扩大资产负债表，布局创新业务。

中金公司依托股票期权、指数期权、股票挂钩票据和基金衍生品等多种金融衍生产品以及

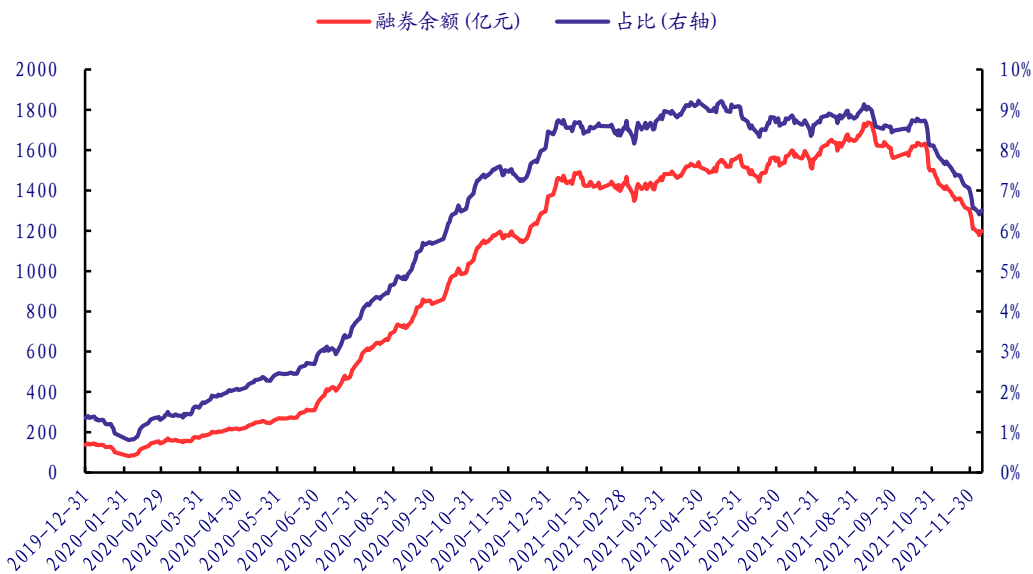
做市商服务,为不同投资者提供多样化的资产管理工具和流动性支持,帮助投资者提升投资业绩表现和风险管理水平。公司目前在金融衍生品领域处于市场领先地位。公司是首批获准从事OTC衍生品业务的中资证券公司之一,并于2018年8月获得首批场外期权一级交易商资格,场外衍生品业务维持快速增长。公司的场外衍生品在管理股票投资风险敞口中承担重要作用。公司股票投资以场外衍生品交易对冲持仓为主,持有与客户签署的场外衍生品协议项下的标的资产,对冲该业务合约的市场风险敞口。公司运用资产负债表为客户提供高端金融服务,借助资产负债表扩张支撑其高于行业的ROE水平,持续为股东创造价值。

(二) 融券业务发展提速,成为券商必争蓝海

1、投资者需求增长,融券规模提升

融券业务作为一种做空机制,具有价值发现、提升流动性、丰富投资策略等功能。随着机构投资者发展壮大,套期保值、风险对冲以及利用融券打新策略需求增长,融券业务快速发展。2019年底融券规模为137.28亿元,在融资融券余额中占比为1.35%。2020年下半年以来,融券规模和占比快速提升。2021年9月10日融券余额达到考察期高点1737.44亿元,占比9.07%。当前规模和占比虽有下滑,但仍然超越千亿元。2021年12月9日融券规模为1197.95亿元,占比达6.5%。

图 38: 融券余额以及占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2、政策红利释放,融券业务增量可观

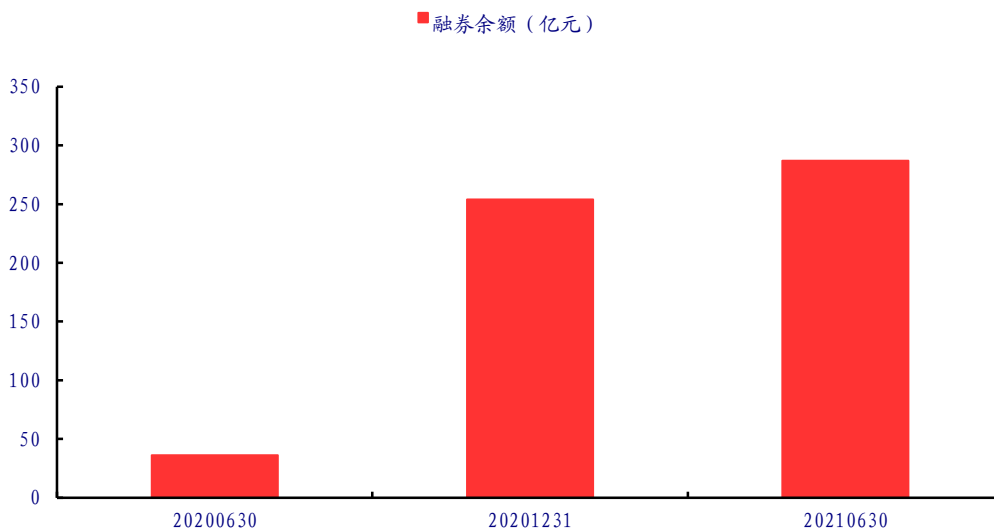
监管允许险资参与证券出借,丰富券源,助力业务发展。券源缺失、融券成本高成为制约融券业务发展的掣肘。12月3日,银保监会发布《关于保险资金参与证券出借业务有关事项的通知》,放开险资参与证券出借资格。保险资金作为资本市场重要参与主体,证券资产规模大、持有期限长,参与证券出借可以丰富券源供给、优化资本市场供需结构,提升市场流动性,推动融券业务发展。

3、头部券商积极布局融券业务，增厚收入空间

融券业务发展提速，头部券商纷纷加大资源投入力度，推进融券业务发展，扩大市场份额。华泰证券发布全市场首个开放式、线上证券借贷交易平台“融券通”，开启证券借贷行业数字化运营新模式，高效联通券源供给方和需求方，致力于为平台参与者提供全方位的一站式服务。通过持续推进“融券通”平台迭代更新，构建境内外、场内外一体化券池，积极打造开放、高效的证券借贷行业生态，不断增强融券优势。截至2020年12月31日，华泰证券融券余额达254.1亿元，同比增长高达984.97%，市场份额达18.55%；截至2021年6月30日，华泰证券融券余额287.04亿元，同比增长694.66%，市场份额达18.39%。融券业务是服务机构客户需求的重要方面，融券通的构建对于提升专业投资者服务能力，扩大品牌影响力，满足机构客户综合性融资服务需求意义深远。

融券业务增量空间可观、对于服务机构客户需求至关重要，未来券商争夺将更加激烈。相比融资业务（截至2021年12月09日，融资余额达到17225.26亿元，占比93.50%），融券业务规模与占比仍较低，未来发展空间广阔。机构化趋势下，对于专业机构客户进行高质量服务是券商的核心竞争力，券商尤其头部券商将信用业务作为机构客户服务的重要抓手，挖掘融券交易策略需求，拓展券源供给，增强机构客户服务能力，未来融券业务领域争夺将更加激烈。

图 39：华泰证券融券余额



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

六、投资建议

随着居民资产配置结构变化、权益资产配置需求增加，权益市场大发展时代来临。投资者机构化，专业机构投资者快速壮大，市场的定价权逐步转向机构投资者。券商财富管理业务以及机构业务条线成长空间打开，财富管理以及机构业务优势券商更易获得估值溢价。综合考虑证券行业经营环境，在悲观、中性、乐观假设下，我们测算证券行业2022年净利润同比增速分别为-3.29%/9.76%/20.44%。当前板块1.62X PB，处于2010年以来19.3%分位数，维持“推荐”评级。个股方面，推荐财富管理、机构业务领域优势明显的券商东方财富（300059.SZ）、东方证券（600958.SH）以及中金公司（601995.SH）、华泰证券（601688.SH）。

七、风险提示

监管政策收紧的风险；业绩受市场波动影响大的风险。

插图目录

图 1: 2020 年以来证券板块市值占比变化	4
图 2: 证券板块及沪深 300 指数年初至今涨跌幅	5
图 3: 各二级行业板块涨跌幅	5
图 4: 2020 年 6 月中旬-7 月上旬证券板块与沪深 300 累计涨跌幅	6
图 5: 2020 年 6 月中旬-7 月上旬证券板块与全部 A 股估值对比	6
图 6: 2021 年 5 月证券板块与沪深 300 累计涨跌幅	7
图 7: 2021 年 5 月证券板块与全部 A 股估值对比	7
图 8: 2021 年 8 月初至 9 月上旬以来证券板块与沪深 300 累计涨跌幅	8
图 9: 2021 年 8 月初至 9 月上旬以来证券板块与全部 A 股估值对比	8
图 10: 证券板块历史估值	9
图 11: 中小板上市以来融资规模及家数	10
图 12: 创业板 IPO 融资规模及家数	11
图 13: 北交所设立、思路、架构	11
图 14: 投资者持股市值占比	13
图 15: 证券行业资产规模情况	13
图 16: 证券行业业绩表现	14
图 17: 证券行业收入结构情况	14
图 18: 证券行业净利润率	15
图 19: 证券行业杠杆率及 ROE	15
图 20: 上市券商整体收入结构	16
图 21: 居民部门财富总额	17
图 22: 中国高净值人员数量	17
图 23: 中国城镇居民家庭金融资产配置结构	18
图 24: 美国居民、非营利机构部门金融资产、房地产占比	19
图 25: 美国居民、非营利机构部门股票、基金占金融资产比重	19
图 26: 基金资产规模	20
图 27: 基金管理公司管理的不同类型基金资产规模	20
图 28: 2021 年上半年券商代销金融产品收入规模 TOP10 情况	21
图 29: 代销金融产品收入占比 TOP10 券商	22
图 30: 券商资产管理规模	22
图 31: 资产管理规模业务收入 TOP10 券商	23
图 32: 场外衍生品存量情况	26
图 33: TOP5 券商场外衍生品集中度	27
图 34: 互换业务新增名义本金交易对手占比情况	28
图 35: 场外期权业务新增名义本金交易对手占比情况	28
图 36: 互换业务新增名义本金合约标的占比情况	29
图 37: 场外期权业务新增名义本金合约标的占比情况	29
图 38: 融券余额以及占比	30

图 39: 华泰证券融券余额 31

表格目录

表 1: 深市主板、中小板市值 TOP10 标的 10

表 2: 2021 年前三季度业绩排名 TOP10 券商 16

表 3: 券商参控股公募基金情况 23

表 4: 券商参控股公募基金净利润贡献度 24

表 5: TOP5 券商衍生品金融资产规模及占比 26

表 6: 场外期权业务交易商名单 27

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

武平平：金融行业分析师，中国人民大学经济学博士。2015年加入中国银河证券研究院，从事行业研究工作，证券从业6年。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险、应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦15层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling-bj@chinastock.com.cn