



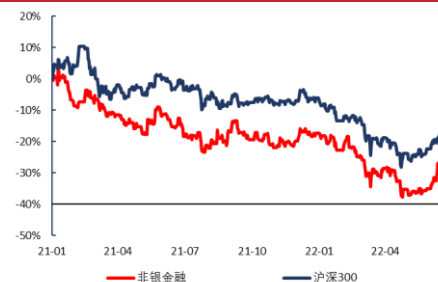
评级

无

报告作者

作者姓名 倪华
资格证书 S1710522020001
电子邮箱 nih835@easec.com.cn

相对指数



相关研究

《深耕无锡的精品券商，基金投顾的“小巨人”——国联证券(601456.SH)首次覆盖报告》2022.5.25
《艰难困苦，玉汝于成——非银行业一季报简评》2022.5.5
《东方财富一季报点评：经纪市占率持续提升，基金代销业务承压》2022.4.23
《东亚前海非银周报：关注东方财富等成长型券商的投资机会》2022.4.18
《乘财富管理东风，造金融平台航母——东方财富首次覆盖报告》2022.4.15
《重资产业务夯实基础，轻资产业务驱动增长——证券行业研究框架》2022.03.18
《东亚前海非银周报：券商配置时点已到，寿险负债端仍持续承压》2022.3.20
《银保渠道补位个险，增额终身寿险或爆发——保险行业研究框架》2022.3.21
《东亚前海非银周报：静待市场走出底部区间》2022.3.26
《东亚前海非银周报：板块数次大涨，成长型券商从未缺席》2022.4.4

券商行情“三缺一”，政策或为引爆板块关键

核心观点

未来行情需要什么？

自2010年以来，券商一共有四轮行情：

第一轮行情(2012.1-2013.6)：主要驱动因素是资金面宽松，2012年央行执行了2次降息、3次降准，政策面鼓励融资融券发展，成交量提升带动券商股价上行；

第二轮行情(2014.10-2015.4)：主要驱动因素是资金面宽松，2014至2015年央行执行了2次降息、5次降LPR、2次降准。两融业务快速发展，楼市资金进入权益市场，带来权益市场牛市；

第三轮行情(2018.10-2019.3)：2018年7月至2019年1月，央行执行了4次降准。陆股通开放加速外资流入、2018年11月习近平主席宣布设立科创板并试点注册制、股票质押风险逐步解除、中美贸易战权益市场亟待复苏等因素带动券商板块上行；

第四轮行情(2020.6-2020.7)：资本改革市场加速，疫情爆发后资金面偏松：2019年8月至2020年7月，央行共执行了5次降LPR、3次降MLF利率、3次降准。经济环境向好预期带动板块上行。部分券商存在合并预期，以及银证混业预期；

我们重新梳理了四轮行情，发现券商行情发展是四大因素共同作用的成果：

- 1) 经济、权益市场情况：经济或权益市场走弱，后续有**回暖预期**；
- 2) 货币政策：**一定是在宽松的货币环境**；
- 3) 行业政策：**一般有重大市场改革的政策出台**；
- 4) 行业估值：除了2014年行情，PB估值分位数均在历史的10%以下。

当下：经济层面，上半年疫情后经济有回暖预期；权益市场一季度、二季度初大幅调整后情绪已持续回暖；国内货币政策层面宽松；行业估值仍处于历史低点，截止至2022年6月21日，十年PB估值的分位数约为8.5%。但除了4月份推出“公募新16条”以及5月份推出的科创板做市制度，行业并无重大政策出台。目前，券商板块一定程度上已经具备行情发动的三大条件（经济及权益市场情况预期回暖、宽货币、行业低估值），后续即将推出的养老金政策、全面注册制政策或为引爆板块行情关键。

应该关注哪些券商？——从2021年经营排名挖掘券商中的“中而美”的标的。

我们从以下指标对券商业务进行排名分析：净资产、营业收入、净利润、净资产收益率、信息技术投入、证券经纪业务、代理买卖业务收入（含交易单元席位租赁）、代销金融产品收入、投资银行业务收入、资产管理业务收入、基于柜台与机构客户对手方交易业务收入、融资融券业务收入，并列举出每个指标排名提升TOP10。

国联证券在6项指标中的行业排名有明显提升：净资产、营业收入、代销金融产品收入、投行业务收入、基于柜台与机构客户对手方交易业

务收入、融资融券业务；

华安证券在 5 项指标中的行业排名有明显提升：净资产、信息技术投入、代理买卖业务收入（含交易单元席位租赁）、代销金融产品收入、资产管理业务收入。

这里我们单独观察，上一年不在排名中（业务规模较小），今年排名迅速提升的：**国联证券**资产管理业务 2021 年提升至 33 名；**长城证券**资产管理业务 2021 年提升至 37 名；**兴业证券、天风证券、平安证券**进入基于柜台与机构客户对手方交易业务收入 TOP20。

投资建议

建议关注：各项业务及指标在 2021 年排名明显增长，各项业务经营稳健，处于扩表周期，拥有管理层溢价的**国联证券**；受益于未来养老金入市，权益市场回暖的弹性标的**东方财富**。

相关标的：配股靴子落地，财富管理业务占比高，充分受益于养老金入市的**东方证券**。

风险提示

新冠疫情恶化：疫情恶化将影响资本市场表现，进而影响券商业务开展及投资业绩；

中国经济压力增大：经济表现低迷将影响资本市场表现，进而影响券商业务开展及投资业绩。

图表1. 券商四轮行情背景

		第一轮 2012.1-2013.6	第二轮 2014.10-2015.4	第三轮 2018.10-2019.3	第四轮 2020.6-2020.7
经济、权益市场情况		2012年初有需求减弱、成本上升等诸多因素，社零及工业增加值均同比下滑，后在稳增长政策刺激下企稳回升。	经济减速，2015年GDP同比增长低于7%，但调结构初见成效。	2018年全球资产均走弱，全球PMI在2018年12月跌入低谷，中美贸易战市场亟待复苏。	疫情过后，整体经济恢复预期。
货币政策	存贷款基准利率	降2次 2012.06.08，存贷款下降25bp。 2012.07.06，存贷款下降25bp。	降2次 2014.11.22，存款利率下降25bp， 贷款利率下降15bp。 2015.3.1，存贷款下降25bp	/	/
	LPR	/	降5次 2014.6.16，一年期LPR从5.77降至5.76 2014.11.24，一年期LPR从5.76降至5.56 2014.11.27，一年期LPR降至5.52 2014.11.28，一年期LPR降至5.51 2015.3.2，一年期LPR降至5.3	/	降5次 2019.8.20，一年期LPR从4.31降至4.25 2019.9.20，一年期LPR从4.25降至4.20 2019.11.20，一年期LPR从4.20降至4.15， 五年期降至4.8 2020.2.20，一年期LPR从4.15降至4.05， 五年期降至4.75 2020.4.20，年期LPR从4.05降至3.85， 五年期降至4.65
	MLF	/	/	/	降3次 2019.11.30一年期MLF由3.3降至3.25 2020.2.29一年期MLF由3.25降至3.15 2020.4.40一年期MLF由3.15降至2.95
	存款准备金率	降准：3次 2011.12.05，大中小型银行下降50bp 2012.02.24，大中小型银行下降50bp 2012.05.18，大中小型银行下降50bp	降2次 2015.02.05，大中小型银行下降50bp 2015.04.20，大中小型银行下降100bp	降4次 2018.07.05，大中小型银行下降50bp 2018.10.15，大中小型银行下降100bp 2019.01.15，大中小型银行下降50bp 2019.01.25，大中小型银行下降50bp	降3次 2020.04.15，中小银行下降50bp 2020.05.15，中小银行下降50bp 2020.07.15，大中小型银行下降50bp
行业政策		2011年11月25日，《上海证券交易所融资融券交易实施细则》正式发布，融资融券业务正式常态化。	《证券发行与承销管理办法》修订，取消市值配售预缴款，小盘股自主定价。	2018年8月27日，国务院金融稳定发展委员会召开，股票质押风险逐步解除。 2018年11月5日，科创板开设并试点注册制。	2020年6月，证监会曾就向商业银行发放券商牌照进行过一次回复，强调了发展高质量投资银行的重要性，但如何推进尚在讨论中； 2020年6月12日，证监会发布了《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》等制度。
行情前PB估值百分位		0.68% (2011年12月31日)	18.56% (2014年9月30日)	1.23% (2018年9月30日)	9.30% (2020年5月31日)

资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表2. 2021年券商业务排名提升TOP10

		TOP1	TOP2	TOP3	TOP4	TOP5	TOP6	TOP7	TOP8	TOP9	TOP10
净资产	公司	红塔证券	国联证券	天风证券	开源证券	华安证券	摩根大通	财信证券	财达证券	东海证券	东方财富
	排名变化	11	10	9	8	7	7	5	5	5	4
	同比增速	62.17%	53.85%	48.51%	47.28%	33.93%	255.98%	34.47%	25.05%	18.02%	31.18%
营业收入	公司	中原证券	万和证券	摩根大通	国联证券	华福证券	华鑫证券	华宝证券	财信证券	甬兴证券	高盛高华
	排名变化	15	13	12	12	11	9	8	8	7	7
	同比增速	56.81%	89.34%	197.48%	48.25%	34.17%	28.58%	34.96%	37.48%	391.80%	71.74%
净利润	公司	北京高华	新时代证券	太平洋证券	万和证券	中原证券	国盛证券	金元证券	国融证券	摩根大通	甬兴证券
	排名变化	32	30	20	19	18	18	15	14	14	12
	同比增速	/	/	/	359.36%	392.05%	360.65%	317.75%	214.05%	/	/
净资产收益率	公司	华福证券	东方证券	华创证券	国泰君安	中信证券	渤海证券	信达证券	光大证券	中泰证券	国金证券
	排名变化	30	21	18	16	16	15	12	7	7	6
	同比增速	10.17%	3.87%	3.40%	2.47%	3.14%	3.09%	1.87%	1.65%	1.75%	1.25%
信息技术投入	公司	华林证券	开源证券	北京高华	华鑫证券	民生证券	德邦证券	恒泰证券	东亚前海	华安证券	万和证券
	排名变化	43	22	16	11	11	10	6	6	5	5
	同比增速	293.99%	87.93%	63.24%	116.56%	63.17%	52.92%	43.66%	44.24%	33.10%	35.06%
证券经纪业务	公司	摩根大通	开源证券	瑞银证券	华创证券	华鑫证券	华林证券	德邦证券	东方财富	天风证券	广发证券
	排名变化	17	15	10	7	6	6	5	3	3	2
	同比增速	14786.02%	109.75%	57.58%	37.09%	41.65%	33.00%	65.46%	52.07%	33.07%	21.16%
代理买卖业务收入（含交易单元席位租赁）	公司	中原证券	东莞证券	财达证券	东海证券	湘财证券	南京证券	华福证券	财通证券	华安证券	财信证券
	排名变化	45	43	41	30	25	25	24	23	23	18
	同比增速	63109.71%	10824.02%	24164.41%	16893.69%	6458.70%	12288.83%	4116.24%	3519.92%	3199.65%	3641.90%
代销金融产品收入	公司	东吴证券	国联证券	西南证券	华安证券	英大证券	北京高华	南京证券	国盛证券	申万宏源	中泰证券
	排名变化	13	11	8	8	8	7	6	5	4	4
	同比增速	194.33%	132.52%	124.91%	86.80%	273.17%	295.56%	100.79%	91.89%	104.21%	133.32%
投资银行业务收入	公司	中原证券	高盛高华	国联证券	华林证券	华鑫证券	东北证券	南京证券	万联证券	国元证券	财信证券
	排名变化	35	29	20	13	11	10	10	10	9	9
	同比增速	214.16%	1653.96%	82.91%	61.57%	454.28%	34.09%	34.31%	44.36%	54.18%	30.36%
资产管理业务收入	公司	中航证券	兴业证券	东北证券	五矿证券	财通证券	中金公司	中泰证券	华安证券	招商证券	天风证券
	排名变化	7	5	4	3	3	3	3	3	2	2
	同比增速	30.05%	42.26%	38.81%	25.60%	16.96%	18.72%	31.16%	28.63%	11.08%	15.43%
基于柜台与机构客户对手方交易业务收入	公司	国联证券	银河证券	申万宏源	国泰君安						
	排名变化	9	3	1	1						
	同比增速	5802.73%	1947.78%	83.29%	74.80%						
融资融券业务	公司	渤海证券	华宝证券	国联证券	第一创业	万和证券	东方财富	国都证券	平安证券	浙商证券	国金证券
	排名变化	10	9	5	5	5	4	4	3	3	3
	同比增速	47.79%	91.14%	42.03%	33.67%	52.89%	68.40%	30.24%	47.87%	35.96%	43.22%

出现6次

出现5次

出现4次（部分）

资料来源：证券业协会，东亚前海证券研究所

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，东亚前海证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

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

分析师介绍

倪华，北京大学金融学、香港中文大学经济学双硕士，武汉大学理学学士。2014年-2016年新财富，批发零售行业前四（团队成员）；2017年水晶球公募榜单，批发零售行业第二；2017年金翼奖，商业贸易行业第三；2019年金麒麟新锐分析师，零售行业第一。专注消费领域研究，发布多篇广为流传的深度报告。

投资评级说明

东亚前海证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐： 未来6—12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。

中性： 未来6—12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。

回避： 未来6—12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

东亚前海证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。

推荐： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%—20%。该评级由分析师给出。

中性： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%—5%。该评级由分析师给出。

回避： 未来6—12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深300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。

免责声明

东亚前海证券有限责任公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由东亚前海证券有限责任公司（以下简称东亚前海证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

东亚前海证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给东亚前海证券客户的，属于机密材料，只有东亚前海证券客户才能参考或使用，如接收人并非东亚前海证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。东亚前海证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

东亚前海证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。东亚前海证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是东亚前海证券在发表本报告当日的判断，东亚前海证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但东亚前海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。东亚前海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，对于可能涉及的东亚前海证券网站以外的地址或超级链接，东亚前海证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

东亚前海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。东亚前海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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于东亚前海证券。未经东亚前海证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为东亚前海证券的商标、服务标识及标记。

东亚前海证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

地区	联系人	联系电话	邮箱
北京地区	林泽娜	15622207263	linzn716@easec.com.cn
上海地区	朱虹	15201727233	zhuh731@easec.com.cn
广深地区	刘海华	13710051355	liuhh717@easec.com.cn

联系我们

东亚前海证券有限责任公司 研究所

北京地区：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦A座二层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号27楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区中心四路1号嘉里建设广场第一座第23层

邮编：518046

公司网址：<http://www.easec.com.cn/>