

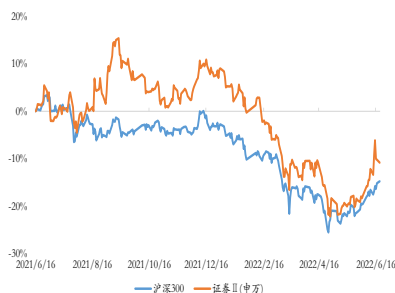
# 市场活跃度逐步改善，券商仍具估值修复空间

## 相关研究：

- 1.《公募基金行业稳步发展，把握券商板块布局机会》 2022.5.24
- 2.《市场成交额企稳回升，关注券商板块配置价值》 2022.6.6

## 行业评级：增持

### 近十二个月行业表现



| %    | 1 个月 | 3 个月 | 12 个月 |
|------|------|------|-------|
| 相对收益 | 3    | 0    | 3     |
| 绝对收益 | 9    | 1    | -12   |

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：张智琬

证书编号：S0500521120002

Tel: 021-50295363

Email: zzl6599@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号  
中国人寿金融中心10楼

## 核心要点：

### □ 市场回顾：近两周券商指数上涨 9.2%，跑赢沪深 300 指数 3.8pct

近两周（6.6-6.17）上证指数上涨 3.8%，深证成指上涨 6%，沪深 300 指数上涨 5.4%，创业板指上涨 8.1%。非银金融(申万)上涨 8.4%，涨跌幅排名 3/31，跑赢沪深 300 指数 3pct；其中，券商指数上涨 9.2%，跑赢沪深 300 指数 3.8pct。

涨幅前五的券商分别为：光大证券（+47.5%）、红塔证券（+29%）、中信建投（+22.7%）、长城证券（+18.4%）、中银证券（+16.6%）。

涨幅后五的券商分别为：申万宏源（+6.4%）、山西证券（+6.3%）、东北证券（+6.1%）、中信证券（+5.8%）、国泰君安（+4.7%）。

### □ 行业周数据：沪深两市成交额连续回升至万亿水平

经纪业务：上周（6.13-6.17），沪深两市日均股基成交额 12421 亿元，环比上涨 7.4%。市场活跃度连续两周显著回升，成交额再次回到万亿水平。

投行业务：上周（6.13-6.17），股权融资规模 126 亿元（环比-48%）；其中 IPO 融资规模 52 亿元（环比-55%）；再融资规模 74 亿元（环比-42%）。债券发行方面，1-6 月（截至 6.17）企业债和公司债发行规模分别为 1933 亿、13780 亿，较去年 1-6 月分别下降 12%和 17%；国债和地方政府债 1-6 月发行规模分别同比增加 14%和 26%。

资本中介业务：截至上周五（6.17），沪深两市融资融券余额 15600 亿元，环比上升 1.7%；两融余额占 A 股总流通市值比例为 2.36%，环比下降 0.01pct。股票质押股数 4149 亿股，占总股本比例 5.48%，环比持平；股票质押市值 3.53 万亿元，质押规模稳步回升。

### □ 行业要闻：基金行业薪酬指引出台，2021 年证券行业集中度持续提升

（1）6 月 10 日，基金业协会发布了《基金管理公司绩效考核与薪酬管理指引》，对公募基金公司的薪酬结构、薪酬支付、绩效考核、薪酬内控管理等方面提出了具体要求，加快推进公募基金行业高质量发展。

（2）证券业协会公布 2021 年证券公司经营业绩排名，从行业集中度看，2021 年 140 家券商共实现营业收入 5024 亿元，前 10 家券商营收规模占比达 47.7%，提升 2.2pct；2021 年实现净利润规模 1911 亿元，前 10 家占比达 67.2%，提升 4.3pct，行业向头部集中的趋势仍在继续。

### □ 投资建议

市场预期及信心在稳增长政策支持下逐步修复，市场成交额持续回升并重回万亿水平。券商板块在 6 月以来保持活跃，估值小幅回升。但目前券商板块 PB 估值 1.36x，依旧处于近 10 年 PB 的 10%分位以下，板块安全边际较高，估值仍有向上修复空间。建议关注财富管理转型领先的头部券商投资机会，维持行业“增持”评级。

### □ 风险提示

宏观经济下行风险；二级市场大幅下跌风险；行业竞争加剧风险等。

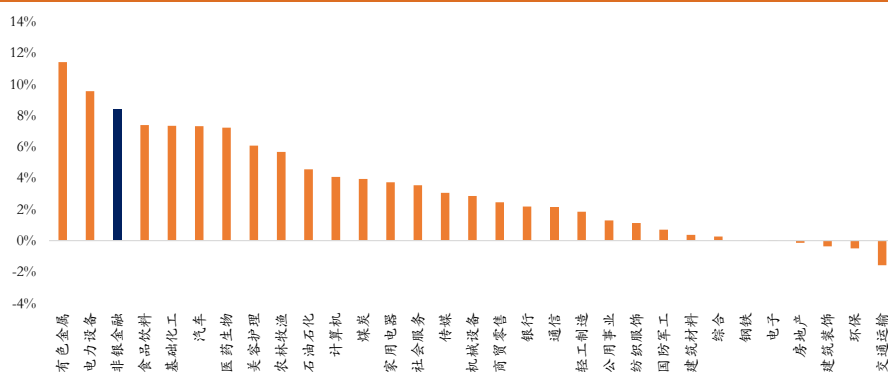
## 1 市场回顾

近两周（6.6-6.17）上证指数上涨 3.8%，深证成指上涨 6%，沪深 300 指数上涨 5.4%，创业板指上涨 8.1%。非银金融(申万)上涨 8.4%，涨跌幅排名 3/31，跑赢沪深 300 指数 3pct；其中，券商指数上涨 9.2%，跑赢沪深 300 指数 3.8pct。

涨幅前五的券商分别为：光大证券（+47.5%）、红塔证券（+29%）、中信建投（+22.7%）、长城证券（+18.4%）、中银证券（+16.6%）。

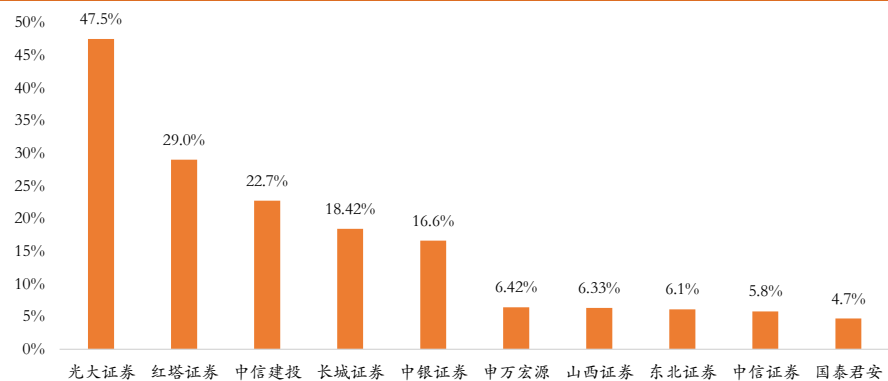
涨幅后五的券商分别为：申万宏源（+6.4%）、山西证券（+6.3%）、东北证券（+6.1%）、中信证券（+5.8%）、国泰君安（+4.7%）。

图 1 31 个申万一级行业涨跌幅（6 月 6 日-6 月 17 日）



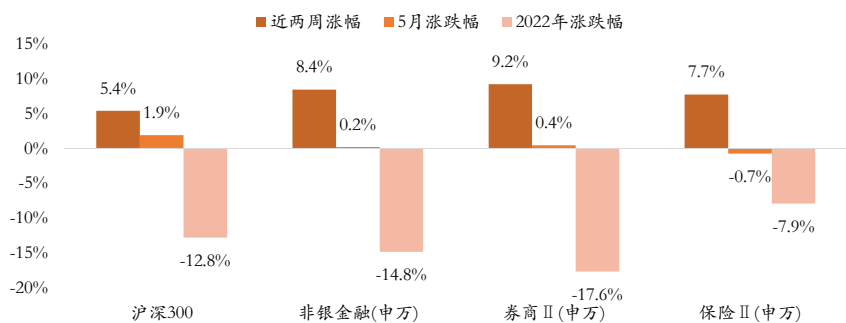
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 2 近两周涨幅前五和后五的券商（6 月 6 日-6 月 17 日）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 3 非银板块各细分行业涨跌幅



资料来源：Wind，湘财证券研究所（数据截至 2022 年 6 月 17 日）

图 4 券商指数近 10 年市净率区间



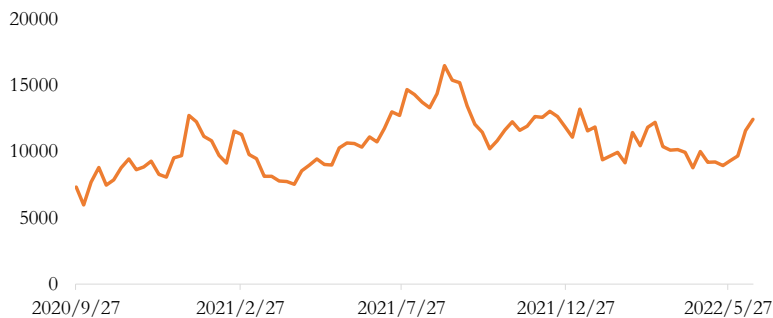
资料来源：Wind，湘财证券研究所（数据截至 2022 年 6 月 17 日）

## 2 行业周数据

### 2.1 经纪业务

上周(6.13-6.17), 沪深两市日均股基成交额 12421 亿元, 环比上涨 7.4%。市场活跃度连续两周显著回升, 成交额再次回到万亿水平。

图 5 沪深两市每周日均股基成交额（亿元）

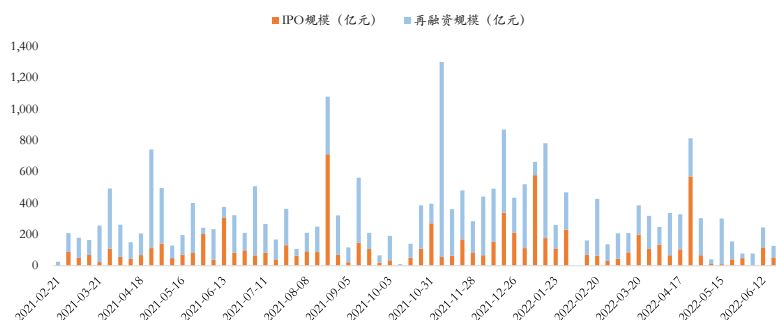


资料来源：Wind，湘财证券研究所（数据截至 2022 年 6 月 17 日）

## 2.2 投行业务

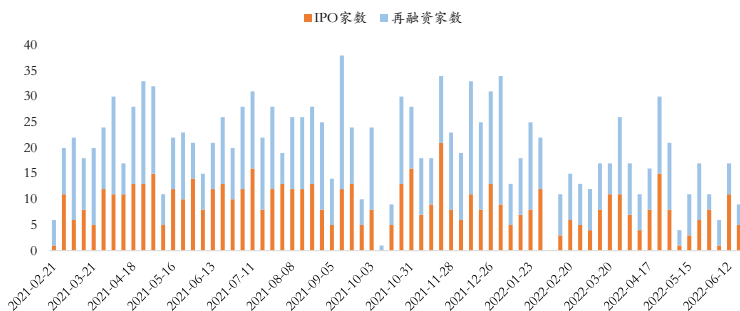
上周 (6.13-6.17)，股权融资规模 126 亿元 (环比-48%)；其中 IPO 融资规模 52 亿元 (环比-55%)；再融资规模 74 亿元 (环比-42%)。债券发行方面，截至 6 月 17 日，今年企业债和公司债发行规模分别为 1933 亿、13780 亿，较去年 1-6 月分别下降 12%和 17%；国债和地方政府债 1-6 月发行规模分别同比增加 14%和 26%。

图 6 股权融资规模 (再融资包含可转债、可交换债)



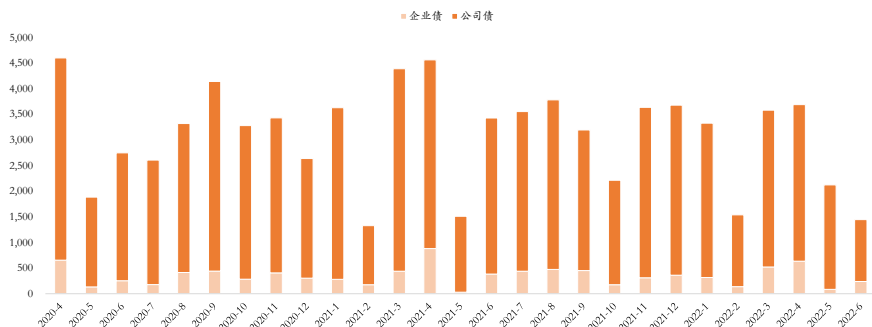
资料来源：Wind，湘财证券研究所 (数据截至 2022 年 6 月 17 日)

图 7 股权融资家数 (再融资包含可转债、可交换债)



资料来源：Wind，湘财证券研究所 (数据截至 2022 年 6 月 17 日)

图 8 企业债、公司债发行规模 (亿元)

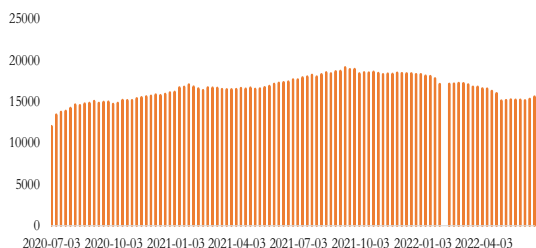


资料来源：Wind，湘财证券研究所 (数据截至 2022 年 6 月 17 日)

## 2.3 资本中介业务

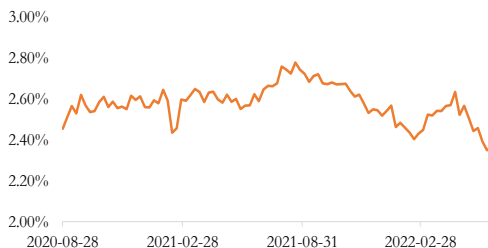
截至上周五(6.17),沪深两市融资融券余额 15600 亿元,环比上升 1.7%;两融余额占 A 股总流通市值比例为 2.36%,环比下降 0.01pct。股票质押股数 4149 亿股,占总股本比例 5.48%,环比持平;股票质押市值 3.53 万亿元,质押规模稳步回升。

图 9 沪深两市融资融券余额 (亿元)



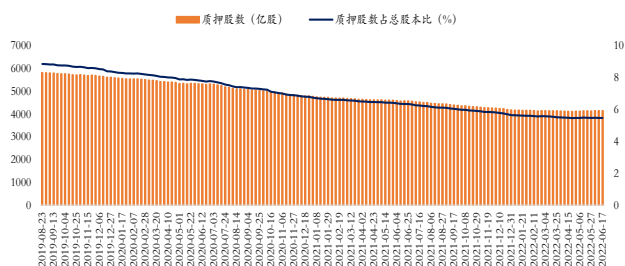
资料来源: Wind, 湘财证券研究所 (2022 年 6 月 17 日)

图 10 两融余额占 A 股总流通市值比例



资料来源: Wind, 湘财证券研究所 (2022 年 6 月 17 日)

图 11 股票质押股数 (亿股)



资料来源: Wind, 湘财证券研究所 (2022 年 6 月 17 日)

图 12 股票质押市值 (亿元)



资料来源: Wind, 湘财证券研究所 (2022 年 6 月 17 日)

## 3 行业要闻

### (1) 基金业协会发布《基金管理公司绩效考核与薪酬管理指引》

6 月 10 日,基金业协会发布了《基金管理公司绩效考核与薪酬管理指引》,对公募基金公司的薪酬结构、薪酬支付、绩效考核、薪酬内控管理等方面提出了具体要求。《指引》提出,基金管理公司绩效考核与薪酬管理应当遵循四大基本原则:一是以基金份额持有人利益优先和公司长期可持续发展为导向。二是既能有效激励从业人员,建立高质量人才队伍,又有利于防范风险和合规水平。三是平衡员工、经理层、股东及其他利益相关者的利益,有利

于公司履行社会责任、提升服务实体经济和国家战略能力。**四是**符合我国国情、政策导向和基金业发展实际。

总体来看,《指引》推进完善长效激励机制,提升团队人员稳定性,绩效考核更加重视长期业绩。同时,从制度上绑定公司管理层、基金经理与持有人的相关利益,进一步保护持有人的利益。随着基金管理行业长效激励约束机制不断完善,客户财富管理需求也将更好地得到满足,加快推进公募基金行业高质量发展。

**表 1 《基金管理公司绩效考核与薪酬管理指引》主要内容**

| 核心要点 | 主要内容                                                                                                                                                                                                                                                                                                            |
|------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 薪酬结构 | 基本薪酬与绩效薪酬应当保持适当构成;鼓励基金管理公司采用 <b>股权、期权、限制性股权、分红权等与公司长期发展、持有人长期利益相绑定的多样化激励约束措施,建立长效激励约束机制。</b>                                                                                                                                                                                                                    |
| 薪酬支付 | 1、绩效薪酬的递延支付期限、递延支付额度应当与基金份额持有人长期利益、业务风险情况保持一致, <b>递延支付期限不少于 3 年,递延支付速度应当不慢于等分比例。</b> 绩效薪酬递延支付制度适用人员范围包括但不限于董事长、高级管理人员、主要业务部门负责人、分支机构负责人和核心业务人员。其中,高级管理人员、基金经理等关键岗位人员递延支付的金额原则上不少于 40%。<br>2、高级管理人员、主要业务部门负责人应当将不少于当年绩效薪酬的 20%购买本公司管理的公募基金,其中购买权益类基金不得低于 50%。基金经理应当将不少于当年绩效薪酬的 30%购买本公司管理的公募基金,并应当优先购买本人管理的公募基金。 |
| 绩效考核 | 董事会对经理层的考核,公司对投研、销售等关键岗位的考核,应当结合长期投资业绩、投资者长期投资收益、合规与风险管理、职业道德水平等情况, <b>不得将规模排名、管理费收入、短期业绩等作为薪酬考核的主要依据。长期投资业绩是指最近 3 年或以上的投资收益情况。</b>                                                                                                                                                                             |

资料来源:《基金管理公司绩效考核与薪酬管理指引》,湘财证券研究所

## (2) 基金业协会发布《基金管理公司声誉风险管理指引(试行)》的通知》

6 月 17 日,为完善基金管理公司风险管理制度体系,推动建立行业声誉约束机制,维护行业形象和市场稳定,协会根据相关法律法规及自律规则,借鉴境内外监管实践经验,并结合我国基金行业实际,制定了《基金管理公司声誉风险管理指引(试行)》。

指引的拟定遵循以下三点原则:**一是**借鉴其他金融业经验,充分考虑行业实践。在比较分析银行、保险、证券等行业声誉风险相关监管规定及自律规则的基础上,结合基金行业发展实际情况,完善声誉风险管理制度、机制体系;**二是**提高及时性、有效性,落实各级组织责任。明确协会职责,强化基金管理公司各级组织及其工作人员的声誉风险管理职责和义务,督促其及时有效落实指引要求;**三是**坚持问题导向,健全工作机制。根据近年来基金管理公司在声誉风险管理方面的问题、困难以及行业自律经验,完善声誉风险监测、评估、应对处置等机制,明确行业协作及自律管理措施。

### (3) 沪深交易所发布可转债交易新规

6月17日晚，沪深交易所发布《可转换公司债券交易实施细则（征求意见稿）》（以下简称《交易细则》）并向市场公开征求意见。同时，还发布《关于可转换公司债券适当性管理相关事项的通知》（以下简称《适当性通知》），自6月18日起实施，进一步强化可转债投资者适当性管理。具体来看，《交易细则》拟对向不特定对象发行的可转债上市次日起设置20%涨跌幅价格限制，并结合涨跌幅调整，增设了可转债交易异常波动、严重异常波动标准，明确了异常波动、严重异常波动情况下上市公司的核查及信息披露义务。《适当性通知》明确，向不特定对象发行的可转债适当性要求，对新参与的个人投资者增设“2年交易经验+10万元资产量”的准入要求，并设置新老划断安排，确保存量投资者继续参与不受影响。

### (4) 证券业协会发布《证券公司首次公开发行股票并上市保荐业务工作底稿目录细则》等三项自律规则

6月17日，为贯彻落实《关于加强注册制下中介机构廉洁从业监管的意见》《保荐人尽职调查工作准则》《证券发行上市保荐业务工作底稿指引》等相关规定和适应注册制改革发展需要，进一步健全保荐机构执业专业标准，促进提升专业能力和执业质量，中国证券业协会正式发布《证券公司首次公开发行股票并上市保荐业务工作底稿目录细则》（以下简称《底稿目录细则》）和《注册制下保荐协议（示范文本）》（以下简称《保荐协议》）《证券业务示范实践第3号-保荐人尽职调查》（以下简称《尽职调查示范实践》）等三项自律规则。其中，《保荐协议》《尽职调查示范实践》自发布之日起施行，《底稿目录细则》安排过渡期后施行。

《底稿目录细则》是根据《证券发行上市保荐业务工作底稿指引》具体授权，以自律规则形式明确首次公开发行股票并上市保荐业务工作底稿具体目录内容，有利于增强底稿目录适用的适应性，促进保荐业务工作及底稿管理的规范化。

《保荐协议》通过示范文本的方式引导规范合同主体的签约履约行为，进一步明确保荐业务中各方主体的权利义务和责任范围，保障各方的合法权益，明确落实反垄断、反不正当竞争和廉洁执业要求。

《尽职调查示范实践》按照保荐业务执行流程，覆盖了辅导、推荐和持续督导阶段保荐人所需履行的主要职责和尽调过程中需要关注的事项以及可以采取的核查方法，为保荐机构开展尽职调查工作树立勤勉尽责的示范标准，促进提升规则的适应性、可操作性，充分体现了自律规则的示范性、倡导性。

### (5) 证券业协会发布 2021 年证券公司经营业绩排名

证券业协会公布 2021 年证券公司经营业绩排名, 从行业集中度看, 2021 年 140 家券商共实现营业收入 5024 亿元, 前 10 名券商营收规模占比达 47.7%, 提升 2.2pct; 2021 年实现净利润规模为 1911 亿元, 前 10 名占比达 67.2%, 提升 4.3pct, 行业向头部集中的趋势仍在继续。

此外, 代销金融产品业务占经纪业务收入比重持续提升, 代销规模前 10 的券商中提升最快的是银河、广发、中信建投。以场外衍生品业务(基于柜台与机构客户对手方交易业务收入)为代表的机构业务也实现快速增长, 且以头部券商占据主导。

表 2 2021 年证券公司营业收入及净利润(单位: 亿元)

| 排名及变化   | 公司   | 营收规模            | 排名及变化   | 公司   | 净利润规模           |
|---------|------|-----------------|---------|------|-----------------|
| 1 (-)   | 中信证券 | 417.5           | 1 (-)   | 中信证券 | 231.0           |
| 2 (-)   | 国泰君安 | 281.9           | 2 (-)   | 国泰君安 | 150.1           |
| 3 (-)   | 华泰证券 | 254.7           | 3 (+1)  | 华泰证券 | 133.5           |
| 4 (+1)  | 招商证券 | 226.9           | 4 (-1)  | 海通证券 | 128.3           |
| 5 (+1)  | 海通证券 | 221.9           | 5 (+2)  | 招商证券 | 116.5           |
| 6 (-2)  | 中信建投 | 207.0           | 6 (-1)  | 广发证券 | 108.5           |
| 7 (-)   | 广发证券 | 202.6           | 7 (+3)  | 中金公司 | 107.8           |
| 8 (+2)  | 中金公司 | 199.5           | 8 (+1)  | 银河证券 | 104.3           |
| 9 (-)   | 国信证券 | 193.2           | 9 (-3)  | 中信建投 | 102.4           |
| 10 (-2) | 申万宏源 | 192.4           | 10 (+1) | 国信证券 | 101.1           |
| 行业合计    | -    | 5024.1          | -       | -    | 1911.2          |
| CR5     | -    | 27.9% (+1.5pct) | -       | -    | 39.7% (+3.1pct) |
| CR10    | -    | 47.7% (+2.2pct) | -       | -    | 67.2% (+4.3pct) |

资料来源: 证券业协会, 湘财证券研究所

表 3 2021 年代销金融产品收入规模 TOP10(单位: 亿元)

| 序号 | 公司   | 代销金融产品收入 | 经纪业务收入 | 2021 年代销占比 | 2020 年代销占比 |
|----|------|----------|--------|------------|------------|
| 1  | 中信证券 | 26.8     | 109.6  | 24.4%      | 22.8%      |
| 2  | 广发证券 | 11.7     | 72.9   | 16.1%      | 10.4%      |
| 3  | 中金公司 | 10.7     | 55.3   | 19.4%      | 18.3%      |

|    |      |     |      |       |       |
|----|------|-----|------|-------|-------|
| 4  | 中信建投 | 9.7 | 55.1 | 17.6% | 12.8% |
| 5  | 国信证券 | 9.5 | 67.0 | 14.2% | 11.6% |
| 6  | 国泰君安 | 9.4 | 83.5 | 11.3% | 12.1% |
| 7  | 银河证券 | 9.2 | 67.0 | 13.7% | 7.2%  |
| 8  | 招商证券 | 8.0 | 72.1 | 11.1% | 9.4%  |
| 9  | 华泰证券 | 7.8 | 70.0 | 11.2% | 8.3%  |
| 10 | 兴业证券 | 7.6 | 33.1 | 23.1% | 20.4% |

资料来源：证券业协会，湘财证券研究所

表 4 2021 年证券公司基于柜台与机构客户对手方交易业务收入 TO10（单位：万元）

| 序号 | 公司   | 基于柜台与机构客户对手方<br>交易业务收入 | YoY     |
|----|------|------------------------|---------|
| 1  | 中信证券 | 194,161                | 27.9%   |
| 2  | 申万宏源 | 189,096                | 83.3%   |
| 3  | 华泰证券 | 147,359                | 25.5%   |
| 4  | 中金公司 | 121,856                | 50.0%   |
| 5  | 海通证券 | 113,025                | 63.9%   |
| 6  | 中信建投 | 87,593                 | 46.3%   |
| 7  | 国泰君安 | 60,594                 | 74.8%   |
| 8  | 招商证券 | 49,432                 | -16.3%  |
| 9  | 银河证券 | 37,802                 | 1947.8% |
| 10 | 国联证券 | 28,097                 | 5802.7% |

资料来源：证券业协会，湘财证券研究所

注：基于柜台与机构客户对手方交易业务收入=经公允价值调整的场外期权业务收入-对冲成本

## 4 公司重要公告

表 5 上市券商重要公告

| 公司名称 | 公告日期       | 公告类型 | 公告内容                                                                                                                                                              |
|------|------------|------|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 中金公司 | 2022-06-14 | 股东减持 | 公司持股 5%以上股东海尔金盈持有公司 398,500,000 股 A 股股份，占公司总股本的 8.26%。海尔金盈基于自身发展需要，计划自本公告披露之日起 3 个交易日结束后的 6 个月内，通过大宗交易方式减持不超过 135,163,192 股公司 A 股股份，占不超过公司总股本的 2.8%，减持价格根据市场价格确定。 |
| 国盛金控 | 2022-06-16 | 停牌进展 | 为保证公平信息披露，维护投资者利益，避免造成公司股价异常波动，本公司股票将于 2022 年 6 月 16 日（星期四）上午开市起继续停牌。                                                                                             |
| 华创阳安 | 2022-06-16 | 股权成交 | 华创证券收到法院出具的《成交确认书》，后续华创证券将依据法院出具的《成交确认书》推动太平洋证券主要股东资格申报及股权过户等相关事宜。                                                                                                |

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

## 5 投资建议

市场预期及信心在稳增长政策支持下逐步修复，市场成交额持续回升并重回万亿水平。券商板块在 6 月以来保持活跃，估值小幅回升。但目前券商板块 PB 估值 1.36x，依旧处于近 10 年 PB 的 10%分位以下，板块安全边际较高，估值仍有向上修复空间。建议关注财富管理转型领先的头部券商投资机会，维持行业“增持”评级。

## 6 风险提示

宏观经济下行风险；二级市场大幅下跌风险；行业竞争加剧风险；政策实施不及预期风险。

## 分析师声明

本人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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

**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%以上；

**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。

## 重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，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，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。