

分析师：张洋
登记编码：S0730516040002
Zhangyangyjs@ccnew.com 021-50586627

短期业绩波动难撼长期向好趋势

——证券行业 2022 年中期投资策略

证券研究报告-行业半年度策略

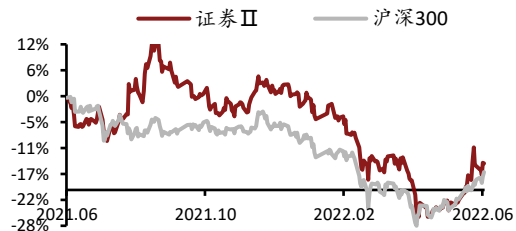
同步大市(维持)

发布日期：2022 年 06 月 27 日

盈利预测和投资评级

公司简称	22BVPS	23BVPS	22P/B	评级
中信证券	16.03	16.92	1.35	增持
华泰证券	15.91	16.75	0.91	增持
国海证券	3.44	3.49	1.07	未评级
东吴证券	7.62	7.82	0.90	增持

证券 II 相对沪深 300 指数表现



资料来源：中原证券

相关报告

《证券 II 行业周报：2022.5.23-2022.5.29》

2022-05-30

《证券 II 行业月报：券商板块 2022 年 4 月回顾及 5 月展望》 2022-05-27

《证券 II 行业周报：2022.5.16-2022.5.22》

2022-05-23

联系人：马钦琦

电话：021-50586973

地址：上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编：200122

投资要点：

- **顶层政策呵护资本市场的基调未变。**2022 年上半年，资本市场出现明显波动。为维护资本市场稳定，提振市场信心，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，强调共同维护资本市场的稳定发展。自 2018 年年底中央经济工作会议将资本市场在整个经济、金融运行中的地位和作用空前提高至“牵一发而动全身”以来，顶层对资本市场服务实体经济高质量发展的肯定及呵护的基调从未发生过改变，全面深化资本市场改革处于持续快速推进的过程中。此外，在我国国民经济延续恢复态势，主要宏观经济指标运行在合理区间，各方面稳增长政策持续发力，上市公司业绩表现稳中向好的背景下，资本市场平稳运行具有坚实基础，市场短期波动没有也不会改变长期健康发展趋势。随着一系列维护资本市场平稳运行政策“组合拳”的陆续推出，资本市场的整体运行状态大为改观，证券行业的整体经营环境大为改善，各项业务重回良性发展的正轨。
- **2022 年一季度证券行业经营业绩同比出现回落。**受资本市场出现明显波动的影响，41 家纯证券业务上市券商共实现营业收入 962.68 亿元，同比下滑 29.88%；共实现归母净利 229.21 亿元，同比下滑 45.99%。
- **证券行业各分业务 2022 年全年前瞻。**经纪：代理买卖证券业务仍有望保持较高的景气度；代理销售金融产品业务预计将出现一定幅度的回落，全年经纪业务净收入即使出现下滑，预计幅度也将较为有限。自营：自营业务的不确定性依然较强，全年证券投资收益（含公允价值变动）下滑的幅度较一季度能够收窄已属不易。投行：全年投行业务有望延续一季度净收入实现持续增长的良好态势，但增速不宜期望过高。资管：全年行业资管业务净收入整体有望保持相对平稳。利息：信用业务所贡献的利息收入同比将出现小幅下滑，固收自营债券持有期所产生的利息收入持续增长的难度较大，全年利息净收入出现下滑的概率偏大。
- **投资策略。**整体看，在经营业绩实现连续三年的回升后，2022 年证券行业进一步向上修复盈利的动能有所缺失，但出现较大幅度回落的概率也偏低。在“十四五”期间证券行业确定性已处于新一轮上升周期的背景下，短暂修整更有利于未来向上拓展空间。维持证券行业“同步大市”的投资评级。在 2022 年证券行业整体经营业绩将出现一定幅度回落的预期下，券商板块较难出现整体趋势性上涨的行情，预计券商板块将延续近两年来结构性行情的特征。关注板块内的低估值品种；头部券商仍是中长期稳健配置的首选，应积极关注弹性券商的波段投资机会。重点推荐公司：中信证券、华泰证券、国海证券、东吴证券。

风险提示：1. 权益及固收市场环境转弱导致行业整体经营业绩出现下滑；2. 市场波动风险；3. 全面深化资本市场改革的进度及力度不及预期

内容目录

1. 顶层政策呵护资本市场的基调未变	5
1.1. 证监会多策并举维护资本市场稳定	6
1.2. 健全公募基金行业长效激励约束机制	6
1.3. 科创板做市商制度落地，头部券商再获政策加持	8
2. 2022 年一季度证券行业经营业绩同比出现回落	9
2.1. 证券行业资本实力增速有所回落	9
2.2. 证券行业经营业绩在经历连续三年的改善后出现回落	10
2.3. 经纪业务净收入占比重回榜首，周期属性仍较显著	10
3. 证券行业各分业务回顾及 2022 年全年前瞻	11
3.1. 经纪业务回顾及 2022 年全年前瞻	11
3.1.1. 经纪业务回顾	11
3.1.2. 经纪业务全年前瞻	15
3.2. 自营业务回顾及 2022 年全年前瞻	15
3.2.1. 自营业务回顾	15
3.2.2. 自营业务全年前瞻	17
3.3. 投行业务回顾及 2022 年全年前瞻	18
3.3.1. 投行业务回顾	18
3.3.2. 投行业务全年前瞻	21
3.4. 资管业务回顾及 2022 年全年前瞻	22
3.4.1. 资管业务回顾	22
3.4.2. 资管业务全年前瞻	25
3.5. 信用业务回顾及 2022 年全年前瞻	25
3.5.1. 信用业务回顾	25
3.5.2. 信用业务全年前瞻	28
4. 投资策略	29
4.1. 2022 年以来券商指数出现明显下跌，跑输沪深 300 指数	29
4.2. 券商板块呈现普跌，部分代表性头部券商相对抗跌	29
4.3. 券商板块估值处于 2016 年以来的相对低位	30
4.4. 投资建议	30
4.4.1. 预计 2022 年证券行业整体经营业绩将出现一定幅度的回落	30
4.4.2. 券商板块将延续结构性行情的特征	31
4.4.3. 关注板块内的低估值品种	31
4.4.4. 头部券商仍是中长期稳健配置的首选	32
4.4.5. 应积极关注弹性券商的波段投资机会	32
4.4.6. 重点推荐公司	32
5. 风险提示	33

图表目录

图 1: 近年来公募基金规模（万亿元）快速扩张	8
图 2: 股票+混合公募基金规模（万亿元）波幅较大	8
图 3: 证券行业总资产（万亿元）续创历史新高	10
图 4: 证券行业净资产（万亿元）续创历史新高	10
图 5: 2021 年行业营收（亿元）进一步改善	10
图 6: 2021 年行业归母净利（亿元）进一步改善	10

图 7: 2012-2021 年证券行业收入结构	11
图 8: 日均股票成交量 (亿元) 小幅萎缩	12
图 9: 股票成交总量 (亿元) 同比仍有增长	12
图 10: 北向资金成交占比在 10% 附近震荡	12
图 11: 2021 年行业平均净佣金率续创新低且降幅再度有所扩大	13
图 12: 代销金融产品净收入 (亿元) 大幅增长	13
图 13: 2022 年以来新发基金份额 (份) 短期承压	13
图 14: 2021 年代理买卖净收入 (亿元) 进一步回升	14
图 15: 2021 年经纪业务净收入占比达到近年来最高	14
图 16: 权益明显波动 (截至 6 月 24 日收盘)	16
图 17: 固收冲高震荡 (截至 6 月 24 日收盘)	16
图 18: 2021 年自营业务收入 (亿元) 持续回升	16
图 19: 2021 年自营业务收入占比小幅回落	16
图 20: 2022 年第一季度 41 家纯证券业务上市券商投资净收益 (含公允价值变动, 亿元) 一 览	17
图 21: IPO 规模 (亿元) 呈现放量	18
图 22: IPO 单家融资规模 (亿元) 大幅增加	18
图 23: 再融资规模 (亿元) 明显缩量	19
图 24: 可转债发行规模 (亿元) 持续放量	19
图 25: 股权融资规模 (亿元) 暂未放量	20
图 26: 股权融资承销金额集中度 (前 10 位) 保持稳定	20
图 27: 债权融资规模 (万亿元, 按上市日) 小幅增长	20
图 28: 各类债券承销金额集中度续创历史新高	20
图 29: 2021 年投行业务净收入 (亿元) 创历史新高	21
图 30: 2021 年投行业务净收入占比被动回落	21
图 31: 2021 年行业受托管理资金本金 (亿元) 止稳回升	23
图 32: 单一资管规模 (万亿元) 显著下降	23
图 33: 单一资管规模占比快速下降	23
图 34: 2021 年资管业务净收入 (亿元) 小幅增长	25
图 35: 2021 年资管业务净收入占比持续下降	25
图 36: 两融余额 (亿元) 出现小幅回落	26
图 37: 两融年度月均余额 (亿元) 小幅减少	26
图 38: 融券余额的波动性更为显著	27
图 39: 2021 年利息净收入 (亿元) 增速明显回落	28
图 40: 利息净收入占比保持相对稳定	28
图 41: 截至 2022 年 6 月 24 日收盘, 中信二级行业指数证券 II 年内涨跌幅为 -16.33%	29
图 42: 截至 2022 年 6 月 24 日收盘, 41 家纯证券业务上市券商仅 3 家实现上涨, 共 38 家出 现下跌	30
图 43: 截至 2022 年 6 月 24 日收盘, 券商板块 P/B (倍) 处于 2016 年以来的相对低位	30
表 1: 3 月下旬以来证监会维护资本市场平稳运行的主要政策措施述汇总	6
表 1: 《基金管理公司绩效考核与薪酬管理指引》的主要内容	7
表 3: 《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》的主要内容	8
表 4: 截至 2022Q1 股票+混合公募基金销售保有规模 (亿元) 排名前 20 位证券公司及较 2021 年底变化情况	14

表 5: 截至 2022 年 6 月 21 日 IPO 项目储备排名前 10 公司（包括联合保荐、北京证券交易所，不包括辅导备案企业）	21
表 6: 2022Q1 私募资管月均规模（亿元）排名前 10 位公司、与 2021Q4 环比增幅	24
表 7: 2021 年上市券商及其控股或参股基金公司净利润（亿元），业绩贡献（不考虑并表因素，按业绩贡献度排序）	24
表 8: 截至 2021 年底股票质押规模（亿元）排名行业前 10 位公司及同比增减	27
表 9: 截至 2022 年 6 月 24 日收盘 41 家纯证券业务上市券商 P/B 估值	32
表 10: 重点公司估值表	33

1. 顶层政策呵护资本市场的基调未变

2022 年上半年，资本市场出现明显波动。为维护资本市场稳定，提振市场信心，2022 年 3 月 16 日，国务院金融稳定发展委员会召开专题会议，研究当前经济形势和资本市场问题。会议指出，在当前的复杂形势下，最关键的是坚持发展是党执政兴国的第一要务，坚持以经济建设为中心，坚持深化改革、扩大开放，坚持市场化、法治化原则，坚持“两个毫不动摇”，切实保护产权，全力落实中央经济工作会议精神和全国“两会”部署，统筹疫情防控和经济社会发展，保持经济运行在合理区间，保持资本市场平稳运行。会议研究了关于宏观经济运行、房地产企业、中概股、平台经济治理、香港金融市场稳定的问题。

会议强调，有关部门要切实承担起自身职责，积极出台对市场有利的政策，慎重出台收缩性政策。对市场关注的热点问题要及时回应。凡是对资本市场产生重大影响的政策，应事先与金融管理部门协调，保持政策预期的稳定和一致性。国务院金融委将根据党中央、国务院的要求，加大协调和沟通力度，必要时进行问责。金融机构必须从大局出发，坚定支持实体经济发展。欢迎长期机构投资者增加持股比例。各方面必须深刻认识“两个确立”的重大意义，坚决做到“两个维护”，保持中国经济健康发展的长期态势，共同维护资本市场的稳定发展。

2022 年 3 月 16 日，在国务院金融委专题会议召开后，证监会党委迅速召开扩大会议传达学习会议精神，就抓好贯彻落实进行研究部署。证监会将在国务院金融委统一指挥协调下，认真落实中央经济工作会议和全国“两会”部署，坚持深化改革、扩大开放，坚持市场化、法治化原则，主动加强与宏观经济管理部门、行业主管部门等方面的沟通协调，保持政策预期的稳定和一致性，助力稳定宏观经济大盘和金融运行。落实政府工作报告各项任务，扎实推进全面实行股票发行注册制改革，完善民营企业债券融资支持机制，促进创业投资发展。发挥市场内生稳定机制作用，大力推动上市公司提高质量，鼓励上市公司加大增持回购力度，引导基金公司自购份额。完善有利于长期机构投资者参与资本市场的制度机制，加大对公募基金等各类机构投资者的培育，鼓励长期投资、价值投资。进一步推动高水平对外开放，加强内地与香港资本市场的务实合作，共同维护香港市场健康稳定发展。继续加强与美方监管机构的沟通，争取尽快就中美审计监管合作达成协议。抓紧推动企业境外上市监管新规落地，支持各类符合条件的企业到境外上市，保持境外上市渠道畅通。继续支持实体经济合理融资，积极配合相关部门有力有效化解房地产企业风险，促进平台经济规范健康发展、提高国际竞争力。

自 2018 年年底中央经济工作会议将资本市场在整个经济、金融运行中的地位和作用空前提高至“牵一发而动全身”以来，顶层对资本市场服务实体经济高质量发展的肯定及呵护的基调从未发生过改变，全面深化资本市场改革处于持续快速推进的过程中。此外，在我国国民经济延续恢复态势，主要宏观经济指标运行在合理区间，各方面稳增长政策持续发力，上市公司业绩表现稳中向好的背景下，资本市场平稳运行具有坚实基础，市场短期波动没有也不会改变长期健康发展趋势。

1.1. 证监会多策并举维护资本市场稳定

3月下旬以来，证监会为落实金融委会议精神，陆续出台了一系列维护资本市场平稳运行的政策措施。

表 1：3月下旬以来证监会维护资本市场平稳运行的主要政策措施述汇总

3月27日，证监会拟推出一系列政策措施，进一步拓宽民营企业债券融资渠道，增强服务民营经济发展质效。

4月21日，为贯彻落实党中央、国务院关于提高直接融资比重，引入中长期资金有关要求和国务院金融委工作部署，证监会主席易会满召开全国社保基金和部分大型银行保险机构主要负责人座谈会。会议分析了当前国内外经济金融形势，围绕推进资本市场高质量发展、引导更多中长期资金入市听取意见建议。

4月22日，证监会召开党委扩大会议，传达学习4月22日上午国务院金融委专题会议关于贯彻近日党中央做好当前经济社会发展重要会议精神的部署，分析了当前市场关注的重点敏感问题，研究了应对措施和政策储备，对近期国务院金融委有关安排进行再落实、再推动。会议强调，要及时回应市场关切，引导市场预期，激发市场活力、潜力，进一步提升市场韧性，促进资本市场平稳健康运行。

4月26日，证监会发布《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》，总的原则是，坚持以投资者利益为核心，切实提高公募基金行业服务资本市场改革发展、服务居民财富管理需求、服务实体经济与国家战略的能力，正确处理好规模与质量、发展与稳定、效率与公平、高增长与可持续的关系，切实做到行业发展与投资者利益同提升、共进步。

4月28日，为深入贯彻落实国务院金融委专题会议精神，促进资本市场平稳健康运行，进一步通过降低投资者成本激发市场活力、加大对实体经济的支持力度，中国证券登记结算有限责任公司决定，自2022年4月29日起，将股票交易过户费总体下调50%，即股票交易过户费由现行沪深市场A股按照成交金额0.02%、北京市场A股和挂牌公司股份按照成交金额0.025%双向收取，统一下调为按照成交金额0.01%双向收取。

5月4日，证监会召开专题会议，认真传达学习中央政治局会议和习近平总书记在中央政治局第三十八次集体学习时的重要讲话精神，研究深化资本市场改革、保持资本市场平稳运行、助力宏观经济大盘稳定相关工作措施。

5月11日，证监会副主席王建军围绕当前宏观经济和市场形势、应变克难的政策考虑和举措成效接受中央媒体采访。王建军副主席就维护资本市场稳定运行、资本市场外资进出情况、支持上市公司发展、支持中长期资金提高权益配置比例等重点热点问题回答记者提问，解读释疑，回应关切。

5月20日，为加快推进公募基金行业高质量发展，进一步提高公募基金行业服务资本市场改革发展、服务居民财富管理、服务实体经济与国家战略的能力，推动构建多元开放、竞争充分、优胜劣汰、进退有序的行业生态，切实保护基金份额持有人合法权益，证监会正式发布《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》及其配套规则。

5月27日，证监会就《关于交易型开放式基金纳入互联互通相关安排的公告》公开征求意见。《公告》共5条，一是明确内地与香港股票市场交易互联互通机制拓展至交易型开放式基金，二是明确相关制度安排参照股票互联互通，三是明确投资者识别码安排，四是明确证券公司、公募基金管理人相关要求，五是明确业务实施细则相关安排。

资料来源：中国证监会、中原证券

随着一系列维护资本市场平稳运行政策“组合拳”的陆续推出，资本市场的整体运行状态大为改观。特别是在近期国际市场出现大幅下跌时，我国资本市场的韧性显著增强，证券行业的整体经营环境大为改善，各项业务重回良性发展的正轨。

1.2. 健全公募基金行业长效激励约束机制

2022年6月10日，为规范基金管理公司绩效考核与薪酬管理行为，健全公募基金行业长效激励约束机制，促进基金管理公司稳健经营和可持续发展，中国证券投资基金业协会根据相关法律法规，借鉴境内外监管经验，结合我国基金行业发展实际，制定并发布了《基金管理公司绩效考核与薪酬管理指引》。

表 2:《基金管理公司绩效考核与薪酬管理指引》的主要内容

主要内容	
薪酬支付	基金管理公司应当建立实施绩效薪酬递延支付制度,明确适用人员范围、期限和比例等。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,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。
	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%。
绩效考核	基金管理公司应当建立严格的问责机制增强薪酬管理的约束力,包括但不限于薪酬止付、追索与扣回等。基金管理公司的高级管理人员、主要业务部门负责人、基金经理应当将一定比例的绩效薪酬购买本公司或者本人管理的公募基金。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。
	基金管理公司应当采取定量与定性相结合的方式确定绩效考核指标。绩效考核指标应当包括经济效益指标、合规风控指标和社会责任指标。经济效益指标应当体现 3 年以上长周期考核情况、投资者实际盈利情况、投资研究等专业能力建设情况;合规风控指标应当包括合规及风险管理机制建设情况、合规事件或重大风险发生情况、信息系统安全运行情况、员工廉洁从业情况;社会责任指标应当包括道德标准、企业价值、客户满意度等。
	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,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。

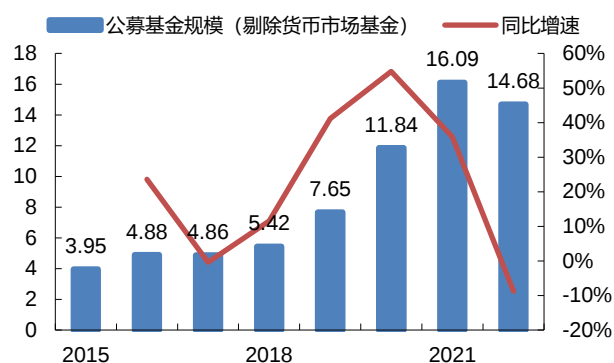
资料来源:中国证券投资基金业协会、中原证券

基金业协会本次发布的《基金管理公司绩效考核与薪酬管理指引》在薪酬支付方面做出了绩效薪酬递延、绩效薪酬购买本公司或本人管理的公募基金比例等规定和限制,落实了长效考核机制,将基金公司、管理人利益与普通投资者利益高度捆绑,强化了对普通基金份额持有人的保护力度;有助于引导公募基金以长期业绩作为投资目标,在一定程度上避免了因过度追求短期投资回报而造成资本市场短期大幅波动;有助于维护投研团队稳定,确保在管产品投资风格能够延续,并能够贯彻长期投资目标。

作为当前财富管理最重要的产品供给之一,近年来公募基金的规模出现了快速扩张。根据中国证券投资基金业协会的统计,截至 2021 年底,剔除货币市场基金后的公募基金规模(包括封闭式和开放式基金)达到 16.09 万亿元,较 2015 年的 3.95 万亿元增长 4.07 倍,年复合增长率达到 26.37%。其中,股票+混合公募基金规模达到 8.63 万亿元,较 2015 年的 2.99 万亿元增长 2.89 倍,年复合增长率达到 19.32%。

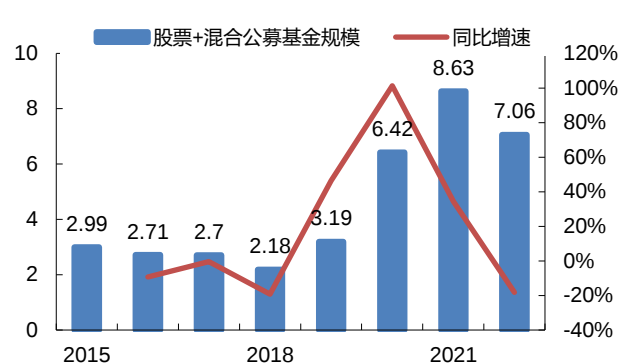
截至 2022 年 4 月底,剔除货币市场基金后的公募基金规模、股票+混合公募基金规模分别为 14.68 万亿、7.06 万亿,较 2021 年底分别减少 8.76%、18.19%。在资本市场出现明显波动的背景下,公募基金规模显现出一定的周期性特征,并且权益类公募基金的波动幅度明显大于剔除货币市场基金后的公募基金整体波幅。

图 1：近年来公募基金规模（万亿元）快速扩张



资料来源：中国证券投资基金业协会、中原证券

图 2：股票+混合公募基金规模（万亿元）波幅较大



资料来源：中国证券投资基金业协会、中原证券

在居民财富快速增长、居民金融资产配置存在较大优化空间、居民储蓄向投资转化的空间较大、逐步提高养老金入市比例等多重因素的共同作用下，叠加加快推进公募基金行业高质量发展细则的持续推出，公募基金行业服务资本市场改革发展、服务居民财富管理、服务实体经济与国家战略的能力必将不断增强，公募基金作为资本市场中流砥柱的地位将逐步稳固，未来发展的空间依然广阔。

1.3. 科创板做市商制度落地，头部券商再获政策加持

《证券法》以及《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》提出，在条件成熟时引入做市商机制是推进科创板建设的重要举措之一；通过试点方式在科创板引入做市商机制有利于积累经验，稳步推进。在此背景下，2022 年 5 月 12 日，证监会公布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》，自公布之日起施行。同日，上交所推出配套细则征求意见稿，明确了做市资金和股票来源及相关风控指标，并向社会公开征求意见。

表 3：《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》的主要内容

主要内容	
准入条件	按照“稳妥起步、风险可控”的原则，初期参与试点证券公司除具备完善的业务方案、专业人员、技术系统等条件外，还需满足资本实力、合规风控能力方面的两项条件：一是最近 12 个月净资本持续不低于 100 亿元；二是最近三年分类评级在 A 类 A 级（含）以上。
准入程序	符合条件的证券公司可向中国证监会提交相关做市交易业务申请材料。鉴于做市交易业务专业性强，对证券公司技术系统要求较高，《做市规定》明确由上海证券交易所对证券公司技术系统是否具备开展业务条件进行评估测试。通过评估测试的向中国证监会提出申请，由中国证监会核准业务资格。经中国证监会核准取得业务资格的，可以在其他交易所按照规定开展证券做市交易业务。
内部管控要求	为防范做市交易业务与经纪、自营、资产管理等业务的潜在利益冲突，《做市规定》对试点证券公司提出了严格要求。一是完善业务隔离制度，防止敏感信息不当流动，严防利益冲突；二是建立健全做市交易业务内部控制、决策流程、制衡机制，确保业务规范有序开展；三是加强做市交易业务管理，健全廉洁从业风险防控和反洗钱要求，防止利益输送、内幕交易、市场操纵等违法违规行为。
风险监测监控要求	为推动做市交易试点规范、稳妥起步，发挥提升市场流动性、增强市场韧性的积极作用，《做市规定》要求试点证券公司：一是将做市交易业务纳入全面风险管理体系、完善风险监测指标，做好业务风险防控；二是建立健全异常交易监控机制，报备专用账户、接受上海证券交易所全方位监控，防止对市场稳定造成

监管执法

影响；三是参照自营持有股票标准计算和填报风控指标，原则上科创板做市持股不超过 5%，由上海证券交易所在具体业务规则中明确；四是处理好突发事件，履行信息报送义务。

《做市规定》明确，证券公司在做市交易中违反有关法律法规及中国证监会规定的，中国证监会及其派出机构可依法采取监管措施和行政处罚，并授权上海证券交易所制定业务规则，依法对做市交易业务实施自律管理。

资料来源：中国证监会、中原证券

根据 Wind 的统计，截至 2022 年 6 月 24 日，科创板已上市公司合计 430 家，总市值占全部 A 股的比例为 6.24%，成交金额占全部 A 股的比例为 5.25%，流动性略显不足。在不改变现有竞价交易机制的基础上引入做市商机制，做市商将通过持续双边报价创造流动性，能够进一步提升市场定价效率、提高市场活跃度，更好满足市场交易需求。

由于证监会《做市规定》中准入条件要求参与试点证券公司最近 12 个月净资本不低于 100 亿元，最近三年分类评级在 A 类 A 级（含）以上，以及上交所在科创板做市细则征求意见稿中明确规定了做市商应当使用自有资金开展做市交易业务，科创板做市商制度的落地利好资本实力、内控能力较强以及信息系统完备的头部券商，头部券商再获政策加持，喜迎新的重资产业务蓝海。科创板做市业务将为试点公司带来价差收益，有助于试点公司降低业绩波动，扩大收入来源。

根据统计，截至 2021 年底连续三年分类评级在 A 类 A 级（含）以上，净资本不低于 100 亿元的证券公司共 26 家，但预计初期试点要求的净资本门槛会更高。其中，净资本超过 300 亿元的证券公司分别为中信证券、华泰证券、国泰君安、申万宏源、中国银河、国信证券、招商证券、中信建投、中金公司、光大证券、东方证券、平安证券，第一批试点资格大概率将在上述公司中产生。

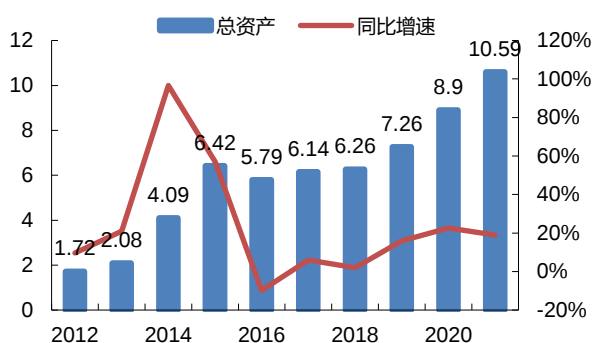
2. 2022 年一季度证券行业经营业绩同比出现回落

2.1. 证券行业资本实力增速有所回落

根据中国证券业协会的统计，截至 2021 年底，共有 140 家证券公司，总资产为 10.59 万亿元，净资产为 2.57 万亿元，净资本为 2.00 万亿元，分别较 2020 年底的 8.90 万亿元、2.31 万亿元、1.82 万亿元增长 18.99%、11.26%、9.89%；2020 年相较 2019 年行业总资产、净资产、净资本的增速分别为 22.59%、14.36%、12.35%。

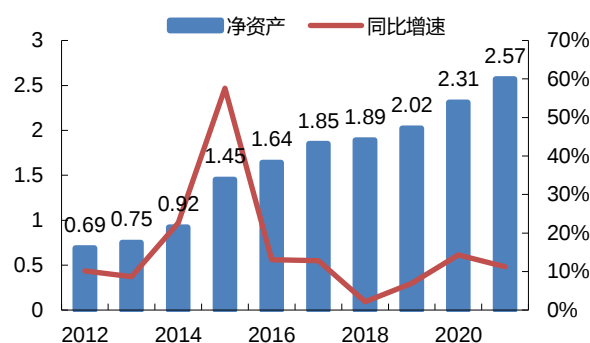
2021 年以来，行业内各公司通过股权、债权等多种渠道提升自身的资本实力，截至 2021 年底证券行业资本实力增速虽然有所回落，但绝对额续创历史新高；总资产增幅继续高于净资产增幅，行业整体负债率进一步提高，杠杆率进一步回升。

图 3：证券行业总资产（万亿元）续创历史新高



资料来源：中国证券业协会、中原证券

图 4：证券行业净资产（万亿元）续创历史新高



资料来源：中国证券业协会、中原证券

2.2. 证券行业经营业绩在经历连续三年的改善后出现回落

根据中国证券业协会的统计，2021 年证券行业共实现营业总收入为 5024.10 亿元，同比回升 12.03%；共实现净利润总额为 1911.19 亿元，同比回升 21.32%，出现连续三年的改善，但营收、净利同比增幅有所回落。2021 年证券行业营业总收入、净利润总额分别约为 2015 年历史峰值 5751.55 亿元、2447.63 亿元的 87%、78%，行业经营业绩存在进一步改善的空间。

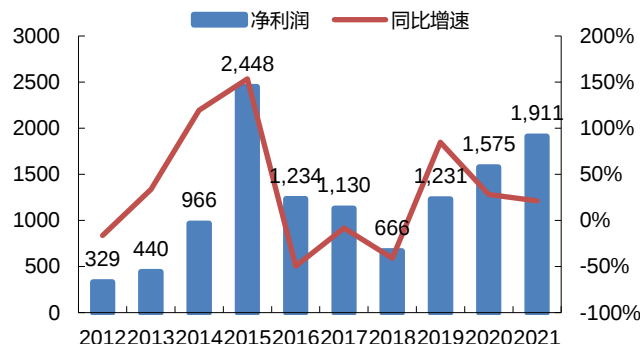
受资本市场出现明显波动的影响，2022 年第一季度证券行业整体经营环境转弱，41 家纯证券业务上市券商共实现营业收入 962.68 亿元，同比下滑 29.88%；共实现归母净利 229.21 亿元，同比下滑 45.99%。

图 5：2021 年行业营收（亿元）进一步改善



资料来源：中国证券业协会、中原证券

图 6：2021 年行业归母净利（亿元）进一步改善



资料来源：中国证券业协会、中原证券

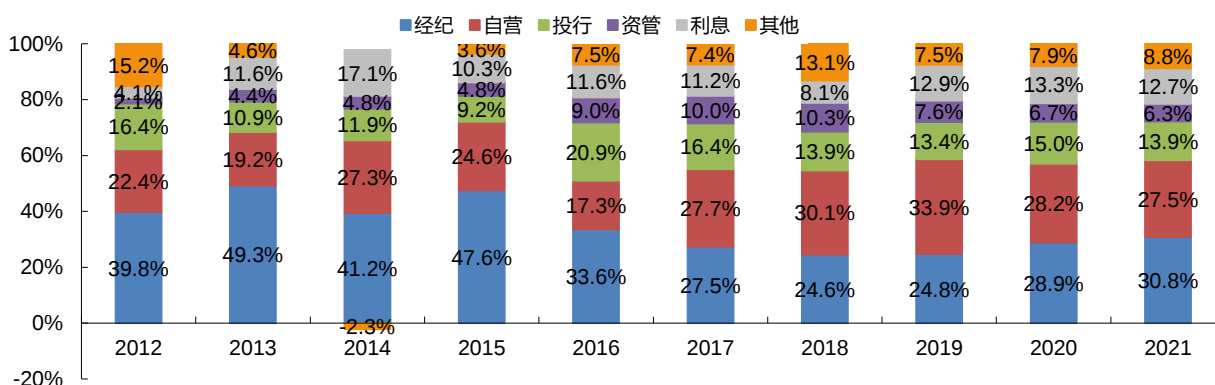
2.3. 经纪业务净收入占比重回榜首，周期属性仍较显著

2021 年行业经纪、自营、投行、资管、利息、其他业务净收入占比分别为 30.8%、27.5%、13.9%、6.3%、12.7%、8.8%。2020 年行业经纪、自营、投行、资管、信用、其他业务净收入占比分别为 28.9%、28.2%、15.0%、6.7%、13.3%、7.9%。

从收入结构的变化中可以看出,2021 年经纪业务净收入占比出现进一步提高并达到近五年来最高;自营业务净收入占比虽然持续小幅回落但仍为行业前两大业务之一;投行业务净收入同比小幅增长但收入占比被动下降;资管业务净收入占比延续回落态势,但幅度持续收敛;利息净收入占比小幅回落但近三年来保持相对稳定;其他业务收入占比持续小幅提高。

2021 年行业经纪、自营、利息三个与二级市场行情高度正相关的业务净收入合计占比为 71.0%,同比基本持平,虽然明显低于 2015 年高于 80%的水平,但仍持续处于 2015 年以来的高位,证券行业的周期属性尚未出现显著减弱的迹象。

图 7: 2012-2021 年证券行业收入结构



资料来源:中国证券业协会、中原证券

注:经纪=代理买卖证券业务净收入(含席位租赁)+投资咨询业务净收入;投行=证券承销与保荐业务+财务顾问业务净收入

3. 证券行业各分业务回顾及 2022 年全年前瞻

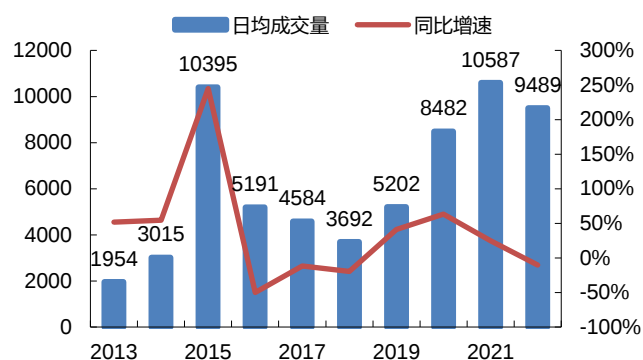
3.1. 经纪业务回顾及 2022 年全年前瞻

3.1.1. 经纪业务回顾

日均股票成交量有所萎缩。2021 年沪深两市日均股票成交量为 10587 亿元,同比增长 24.82%,实现年度三连增,增速同比有所回落,绝对额创历史新高。2021 年股票成交总量为 257.25 万亿元,同比增长 24.81%,同样实现年度三连增并创历史新高。日均股票成交量、成交总量同步创历史新高为 2021 年证券行业整体经营业绩的持续改善奠定了坚实的基础。

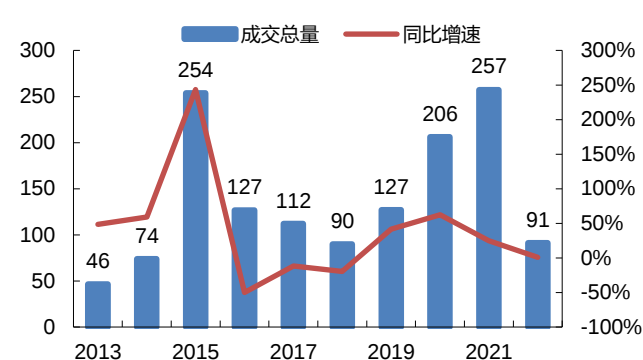
2022 年 1-5 月沪深两市日均股票成交量为 9489 亿元,较 2021 年小幅萎缩 10.37%;股票成交总量为 91.10 万亿元,同比增长 5.40%,达到 2021 年全年水平的 35.40%。虽然日均股票成交量有所萎缩,但成交总量同比仍有增长,行业代理买卖证券业务受资本市场明显波动的影响相对较小。

图 8：日均股票成交量（亿元）小幅萎缩



资料来源：Wind、中原证券

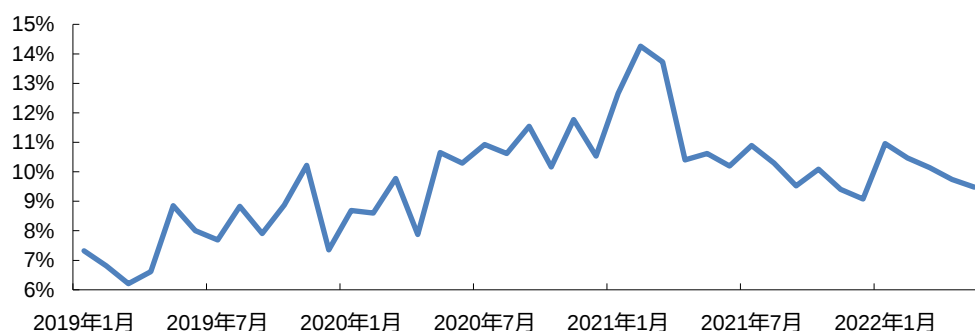
图 9：股票成交总量（亿元）同比仍有增长



资料来源：Wind、中原证券

北向资金成交占比在 10%附近震荡。随着 A 股国际化的稳步推进，北向资金参与 A 股交易进入常态化时期。2021 年 2 月，北向资金成交占比曾达到 14.26%的历史峰值，随后快速回落至 10%左右。2022 年以来北向资金成交占比在 1 月最高达到近 11%，随后在 10%附近震荡。

图 10：北向资金成交占比在 10%附近震荡

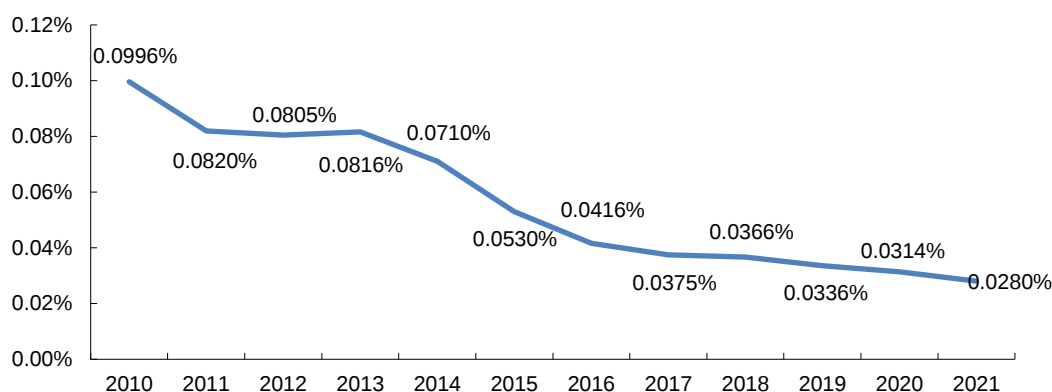


资料来源：Wind、中原证券

2021 年行业平均净佣金率（含席位租赁）续创新低且降幅再度有所扩大。2013-2017 年行业平均净佣金率（含席位租赁）年均降幅超过 10%，2018 年降幅收窄至 2.19%，2019 年降幅扩大至 9.08%，2020 年降幅再度收窄至 6.55%。

将北向资金成交占比按照 2021 年月度加权平均值 10.74%的比例剔除后，2021 年行业平均净佣金率为 0.280%（万分之 2.80），较 2020 年的平均净佣金率下滑约 10.83%，续创历史新低，且降幅再度有所扩大。

图 11：2021 年行业平均净佣金率续创新低且降幅再度有所扩大（按 10.74%剔除北向资金）

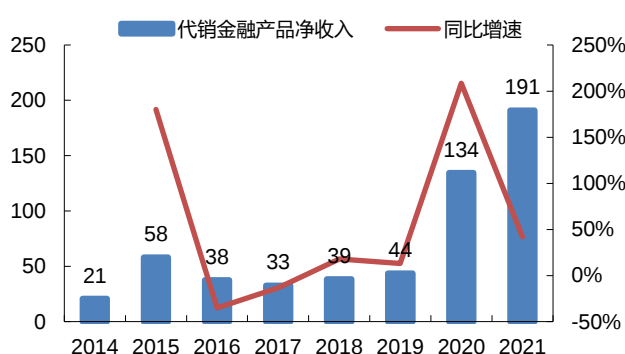


资料来源：Wind、中国证券业协会、中原证券

代销金融产品业务在经历大幅增长后短期有所承压。2020 年以来，传统经纪业务加快向财富管理转型。根据中国证券业协会的统计，2020 年行业共实现代销金融产品业务净收入 134.38 亿元，同比增逾 2 倍。2021 年，伴随着公募基金的蓬勃发展，行业向财富管理转型持续发力，当年实现代销金融产品业务净收入 190.75 亿元，同比进一步增长 41.95%。

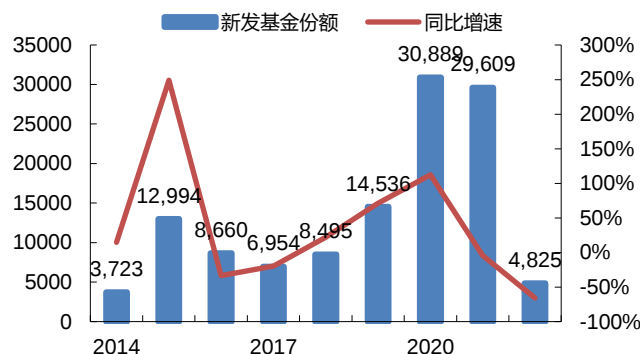
进入 2022 年，受资本市场出现明显波动的影响，以公募基金为代表的权益类金融产品收益率表现不佳，居民借道公募基金进入权益类市场的步伐受到短期抑制。2022 年 1-5 月，新发基金份额为 4825 亿份，同比大幅下滑 65.90%，行业代销金融产品业务净收入在经历 2020 年、2021 年连续 2 年的快速、大幅增长后，短期有所承压。

图 12：代销金融产品净收入（亿元）大幅增长



资料来源：Wind、中原证券

图 13：2022 年以来新发基金份额（份）短期承压



资料来源：Wind、中原证券

截至 2022Q1 证券公司股票+混合公募基金保有规模普遍增长。相较代销金融产品的一次性收入，保有金融产品所带来的佣金分仓收入、席位租赁收入更加稳定，行业内大部分公司在代销金融产品业务方面的考核早已由销售额转为保有量或者销售保有并重。根据中国证券投资基金业协会公布的数据，截至 2022Q1，华泰证券股票+混合公募基金保有量为 1230 亿元，总排名第 12 位，证券公司中位列第一位；证券公司排名 2-10 位的分别为中信证券、广发证券、招商证券、中信建投、中国银河、平安证券、国泰君安、国信证券、兴业证券，头部券商在客户储备方面的优势凸显无疑，整体财富管理能力强跑行业，个别中小券商表现较为优异。

从基金业协会公布的 2022 年一季度公募基金保有数据看，绝大多数排名前 20 位的证券公司股票+混合公募基金保有规模较 2021 年底出现增加，增幅前 5 位分别为中银证券（294%）、平安证券（61%）、光大证券（50%）、华泰证券（45%）、海通证券（34%）。但需要指出的是，2022 年 4 月资本市场波动明显，预计 2022 年二季度末该数据的增幅将会收窄。

表 4：截至 2022Q1 股票+混合公募基金销售保有规模（亿元）排名前 20 位证券公司及较 2021 年底变化情况

	2022Q1	2021 年底	增减		2022Q1	2021 年底	增减
华泰证券	1230	850	45%	东方证券	400	424	-6%
中信证券	1163	1048	11%	海通证券	365	273	34%
广发证券	770	702	10%	光大证券	304	203	50%
招商证券	612	498	23%	长江证券	275	232	19%
中信建投	578	567	2%	中金财富	265	211	26%
中国银河	552	481	15%	申万宏源	244	314	-22%
平安证券	490	305	61%	安信证券	239	190	26%
国泰君安	471	404	17%	方正证券	235	233	1%
国信证券	445	400	11%	中泰证券	234	178	31%
兴业证券	400	399	0%	中银证券	205	52	294%

资料来源：中国证券投资基金业协会、中原证券

2022Q1 代理买卖证券业务净收入同比小幅下滑。根据中国证券业协会的统计，2021 年行业共实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）1285.12 亿元，同比进一步回升 10.68%，绝对额达到 2015 年历史峰值（2691 亿）的 47.76%。收入占比由 2015 年的 47.6%快速下滑至 2018 年的 24.6%，2021 年回升至 30.8%，并达到 2016 年以来最高。

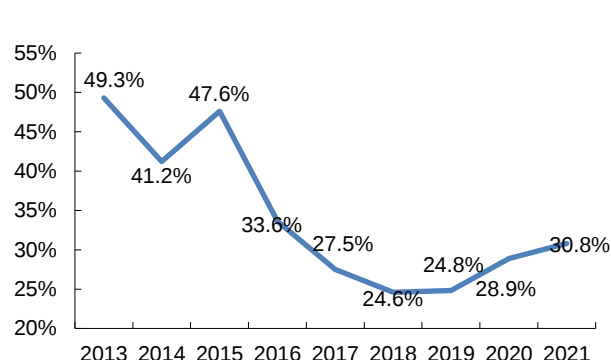
根据 Wind 的统计，2022 年第一季度 41 家纯证券业务上市券商共实现代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）299.40 亿元，同比下滑 5.06%；绝对额达到 2021 年全年水平的 21.68%。

图 14：2021 年代理买卖净收入（亿元）进一步回升



资料来源：中国证券业协会、中原证券

图 15：2021 年经纪业务净收入占比达到近年来最高



资料来源：中国证券业协会、中原证券

北向资金常态化参与 A 股以及行业平均净佣金率的显著下滑对代理买卖证券业务净收入的侵蚀作用较为显著。虽然 2021 年日均成交量创历史新高，但行业代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）较 2015 年的历史峰值水平仍相距甚远，我们认为主要有以下两个原因。一是，北向资金成交占比由 2015 年的 0.58% 上升至 2021 年月加权平均的 10.74%，若剔除北向资金

的影响，2021 年日均股票成交量实际低于 2015 年的水平；二是，2021 年行业平均净佣金率较 2015 年累计下滑 47.14%，两者对行业代理买卖证券业务净收入的侵蚀作用较为显著。

3.1.2. 经纪业务全年前瞻

全年日均成交量有望保持在万亿水平。首先，2022 年 1-5 月，在资本市场出现明显波动，并在低位出现了明显缩量的背景下，沪深两市日均股票成交量为 9489 亿元，仅较 2021 年日均成交量水平小幅下滑 10.37%。其次，在后疫情时代经济复苏基础尚不牢固、全球及国内经济形势依然复杂严峻、我国货币政策空间依然较大的背景下，全年流动性有望保持充裕，市场的增量资金仍有保障。第三，虽然存在美联储加息等不确定因素，但在我国经济持续向好、全面深化资本市场改革持续快速推进的背景下，北向资金将常态化参与 A 股，持续出现大幅净流出的概率偏低。维持 2022 年日均股票成交量有望保持较高水平的预期不变，随着二级市场重回结构性牛市，下半年市场成交有望逐步放量，全年有望保持在万亿水平。

行业平均净佣金率的降幅有望趋缓。随着经纪业务向财富管理转型的不断深入，证券公司的获客目的已逐步从赚取交易通道费向代销金融产品以及基金投顾等财富管理业务收入、中高端客户的两融利息收入以及衍生品交易相关收入转变，各公司通过低佣金策略争夺客户资源的动力依然较强，行业平均净佣金率仍将保持下行趋势。但由于目前行业平均净佣金率的绝对值已经较低，在经历近年来的最大降幅后，全年行业平均净佣金率的降幅有望趋于收敛。

市场波动更加考验证券公司财富管理的深度。与证券公司传统的中高风险偏好客户不同，近年来借道公募基金参与权益类二级市场客户的风险偏好与证券公司传统客户储备存在一定的差异，该类客户需要时间适应市场出现短期明显波动、持有基金出现短期亏损的现象，新增客户进入市场的步伐明显放缓。这就要求证券公司持续加强财富管理能力建设，在兼顾短期代销业绩的同时，逐步转向以客户为中心的买方投顾模式，充分利用自身专业化的投顾能力，向客户灌输正确的权益类资产投资理念，正确的公募基金投资方式，帮助客户克服人性弱点，度过艰难回撤，通过长期持有获取合理的超额回报。不重视投顾能力建设，不能有效拓展财富管理深度的证券公司，在跟随近两年来公募基金行业快速成长的时代浪潮并初尝短期财富管理转型的成果后，将面临客户与资产双重流失的窘境。可以预见，在经历连续 2 年的繁荣后，未来一段时期行业内各公司传统经纪业务向财富管理转型将面临分化。

全年经纪业务下滑的幅度预计较为有限。基于我们对全年日均成交量以及行业平均净佣金率的预测，2022 年代理买卖证券业务仍有望保持较高的景气度；代理销售金融产品业务在经历连续 2 年的大幅增长后，预计将出现一定幅度的回落。全年经纪业务净收入即使出现下滑，预计幅度也将较为有限。

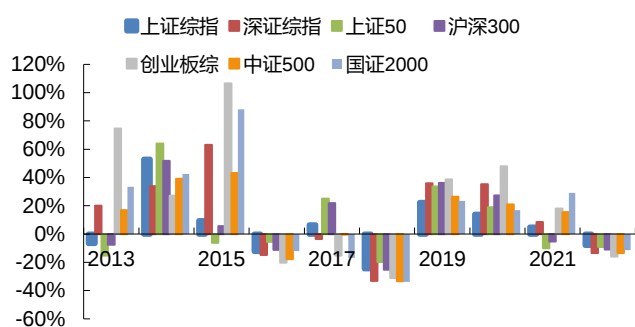
3.2. 自营业务回顾及 2022 年全年前瞻

3.2.1. 自营业务回顾

权益明显波动、固收冲高震荡。2022 年上半年，权益类二级市场同步出现明显波动。进入 1 月各权益类指数即同步出现下跌，4 月跌幅一度明显扩大；4 月下旬以来各权益类指数同步出现持续反弹，5 月、6 月至今基本将 4 月跌幅回补。截至 2022 年 6 月 24 日，上证指数下跌 7.97%、深证综指下跌 13.34%、上证 50 指数下跌 9.15%、沪深 300 指数下跌 11.04%、创业板综指下跌 15.94%、中证 500 指数下跌 13.47%、国证 2000 指数下跌 11.52%。从各权益类指数的年内表现可以看出，虽然 5 月以来市场已经出现持续反弹，但年内各权益类指数的跌幅依然较为明显，赛道类、价值类、中小市值类品种出现集体下跌，且机构抱团的赛道类品种的跌幅尤为显著，行业权益类自营业务的经营环境坠入冰点。

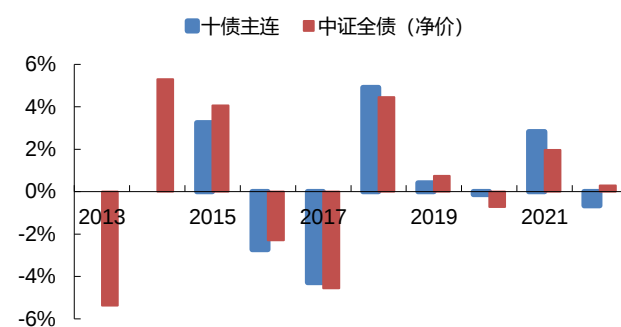
2022 年上半年，固定收益类二级市场整体呈现冲高震荡。1 月各固定收益类指数延续了 2021 年的强势表现，再创反弹新高；2 月跟随权益类指数出现明显下跌，随后至今保持区间震荡盘整。截至 2022 年 6 月 24 日，代表利率债的十年期国债期货指数下跌 0.66%；中证全债（净价）指数上涨 0.29%，年内行业固定收益类自营业务的经营环境相对较为平静。

图 16：权益明显波动（截至 6 月 24 日收盘）



资料来源：Wind、中原证券

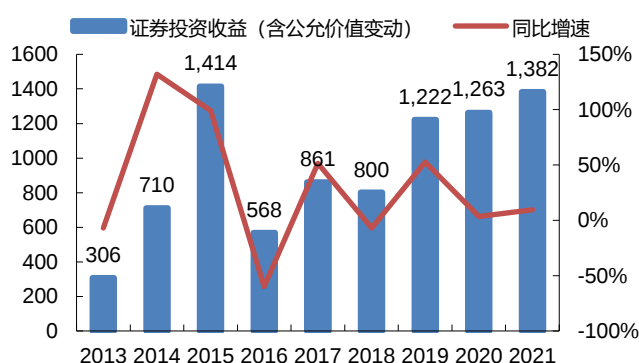
图 17：固收冲高震荡（截至 6 月 24 日收盘）



资料来源：Wind、中原证券

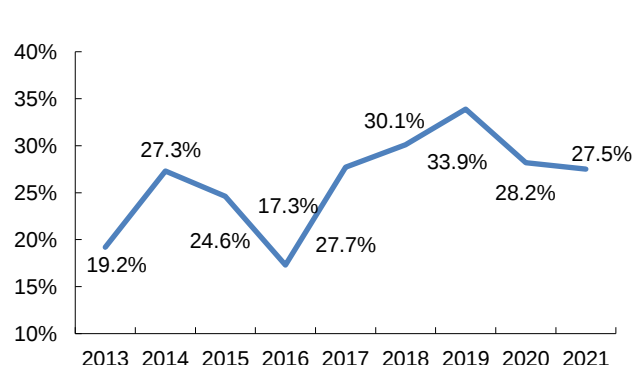
2021 年行业自营业务收入低增速持续回升。根据中国证券业协会的统计，2021 年行业共实现证券投资收益（含公允价值变动）约 1382 亿元，同比进一步回升 9.43%；绝对额达到 2015 年历史峰值（1414 亿）的 97.94%。收入占比 2020 年为 28.2%，回归相对合理水平；2021 年进一步小幅回落至 27.5%。

图 18：2021 年自营业务收入（亿元）持续回升



资料来源：中国证券业协会、中原证券

图 19：2021 年自营业务收入占比小幅回落



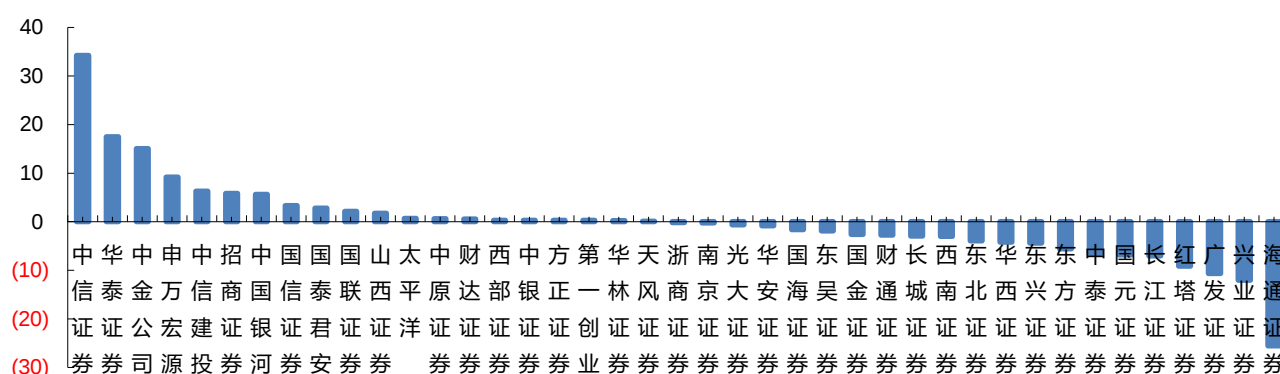
资料来源：中国证券业协会、中原证券

2022Q1 自营业务成为拖累上市券商经营业绩的主因。根据 Wind 的统计，2022 年第一季度 41 家纯证券业务上市券商共实现投资净收益（含公允价值变动）-5.41 亿元，去年同期为 353.73 亿元。包括证券投资收益在内的投资净收益（含公允价值变动）同比由盈转亏且绝对额较大，成为 2022Q1 拖累上市券商经营业绩的主要因素。

其中，共 20 家公司实现正收益，投资净收益（含公允价值变动）绝对额排名前 5 位的公司分别为中信证券（34.24 亿）、华泰证券（17.47 亿）、中金公司（15.03 亿）、申万宏源（9.18 亿）、中信建投（6.31 亿）；共 21 家公司出现投资净亏损，净亏损绝对额较大的分别为海通证券（-25.54 亿）、兴业证券（-12.05 亿）、广发证券（-10.62 亿）、红塔证券（-9.11 亿）、长江证券（-7.01 亿）。

整体看，头部券商在近年来大力发展非方向性业务后，2022Q1 自营业务的表现相对较为稳健，但同比也均出现不同幅度的下滑，部分头部券商同比下滑的幅度较为明显；中小券商的自营业务则受资本市场明显波动的影响较大，出现亏损的比例显著高于头部券商。其中，中小券商 2022Q1 投资净收益（含公允价值变动）绝对额较高的分别为国联证券（2.13 亿）、山西证券（1.73 亿）、太平洋（0.66 亿）、中原证券（0.63 亿）、财达证券（0.54 亿）。

图 20：2022 年第一季度 41 家纯证券业务上市券商投资净收益（含公允价值变动，亿元）一览



资料来源：Wind、中原证券

3.2.2. 自营业务全年前瞻

短期波动难撼 A 股长期向好。首先，我国经济韧性强、发展潜力依然十分巨大以及全面深化资本市场改革持续快速推进，资本市场基础制度持续完善，为资本市场长期牛市奠定了坚实的经济及政策基础。其次，随着我国经济产业结构调整的不断深化，代表新经济、硬科技、专精特新的优质企业不断涌现并陆续登陆资本市场；叠加多层次资本市场体系不断完善，退市制度加速优胜劣汰，A 股上市公司的质量将得到持续提升。此外，虽然居民入市步伐短期有所放缓，但在财富管理浪潮以及相关政策的引导下，各类国内机构、居民的长期资金持续流入市场、北向资金常态化参与 A 股的趋势不会发生逆转。未来较长一段时期我国资本市场将持续处于繁荣上升期，短期波动难撼 A 股长期向好，行业权益类自营业务的外部经营环境长期看好。

中小券商放弃方向性业务的时机并不成熟。首先，近年来证券行业面临同质化竞争下行业

分化加剧、全面开放加速、传统展业模式难以为继等新挑战，中小券商转型压力逐年增大，亟需通过差异化竞争推动自身实现高质量发展。作为差异化程度较高的业务，自营业务是中小券商探索自身差异化竞争道路、实现做大做强的重要路径之一。其次，自营业务是中小券商除经纪、信用业务外最重要的收入来源，且受制于资本实力的限制，中小券商的自营业务规模无法达到头部券商的水平。在业务规模普遍偏小的前提下，放弃方向性业务并不利于中小券商在经营环境向好时释放业绩弹性，不应因资本市场短期波动对权益类自营业务产生冲击而全面否定方向性业务。

全年自营业务仍存不确定性。上半年权益类自营业务面临在市场明显波动时期是否执行风控措施，在市场出现回暖迹象后能否及时补回仓位的决策困境，各公司的实际情况尚待中报观察。对于固定收益类自营业务而言，国际经济形势、海外地缘政治、中美货币政策差异、国内宽信用的力度均会对固定收益类自营业务产生扰动。整体看，2022 年行业自营业务的不确定性依然较强，全年证券投资收益（含公允价值变动）下滑的幅度较一季度能够收窄已属不易。能否对阶段性市场行情进行较为准确的预判并把握结构性机会，能否善于利用各类投资策略以及各种对冲工具规避市场波动风险，是行业内各公司扭转或者改善一季度不利局面的关键。

3.3. 投行业务回顾及 2022 年全年前瞻

3.3.1. 投行业务回顾

IPO 规模呈现放量、单家融资规模大幅增加。根据 Wind 的统计，2021 年共完成 524 家 IPO，首发募资规模 5427 亿元，同比分别增长 12.92%、19.91%，增速出现明显回落但总额创历史新高；2021 年证监会、交易所共审核 IPO 申请 503 次，通过 443 次，审核通过率为 88.07%，同比小幅回落；2021 年 IPO 单家融资规模为 10.36 亿元，同比小幅下降 5.82%。

截至 2022 年 6 月 21 日，年内共完成 165 家 IPO，首发募资规模 3015 亿元，分别达到 2021 年全年的 31.49%、55.56%，首发规模呈现放量；期间证监会、交易所共审核 IPO 申请 258 次，通过 220 次，审核通过率为 85.27%，出现小幅回落；期间 IPO 单家融资规模为 18.27 亿，较 2021 年的平均水平出现大幅增加，并创历史新高。

图 21: IPO 规模（亿元）呈现放量

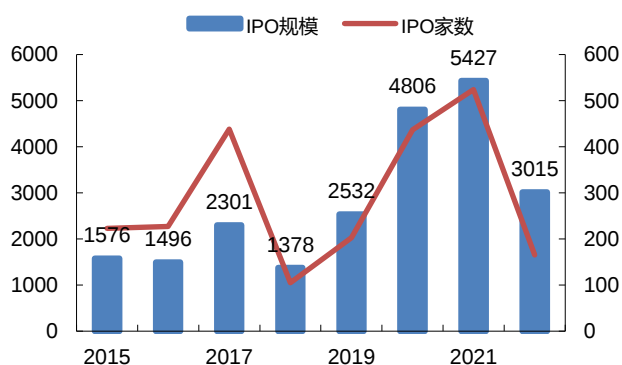
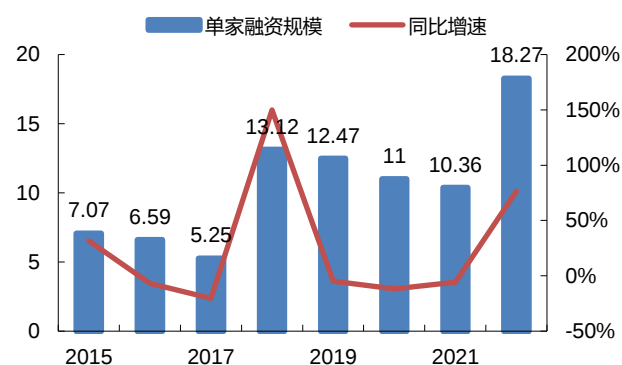


图 22: IPO 单家融资规模（亿元）大幅增加



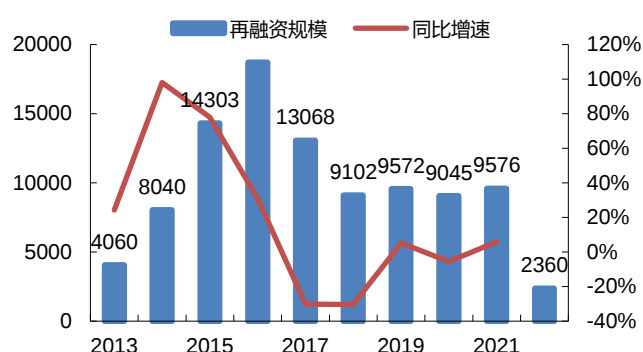
资料来源：Wind、中原证券

资料来源：Wind、中原证券

再融资规模明显缩量、可转债发行规模持续放量。根据 Wind 的统计，2021 年再融资（增发、配股、优先股）规模为 9576 亿元，同比小幅增长 5.87%；可转债发行家数、规模分别为 127 家、2744 亿，发行家数同比明显减少但发行规模再创历史新高。

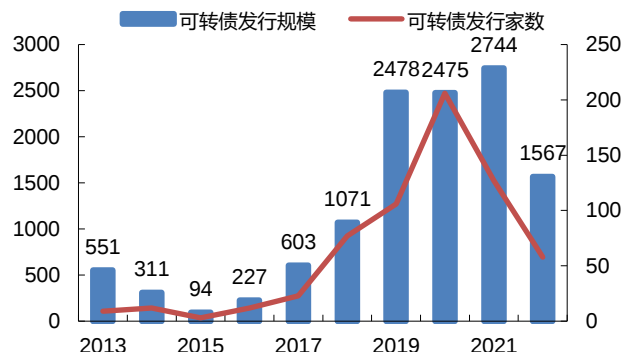
截至 2022 年 6 月 21 日，年内再融资（增发、配股、优先股）规模为 2360 亿元，达到 2021 年全年的 24.65%，呈现明显缩量。期间可转债发行家数、规模分别为 58 家、1567 亿元，分别达到 2021 年全年的 45.67%、57.11%，发行规模持续出现放量。

图 23：再融资规模（亿元）明显缩量



资料来源：Wind、中原证券

图 24：可转债发行规模（亿元）持续放量

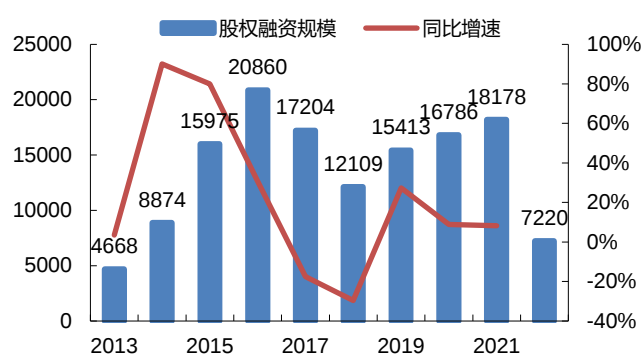


资料来源：Wind、中原证券

股权融资规模暂未放量、集中度保持相对稳定。根据 Wind 的统计，2021 年行业股权融资总规模为 18179 亿元，创历史新高；同比增长 8.29%，增幅同比基本持平。规模增长的同时，股权融资承销金额排名前 5（CR5）的合计市场份额为 60.06%，较 2020 年的 55.42%再度出现明显集中；前 10（CR10）公司的合计市场份额为 72.11%，较 2020 年的 71.38%出现小幅增加。股权融资承销金额排名前 10 的公司分别是中信证券、中金公司、中信建投、华泰联合、国泰君安、海通证券、招商证券、东方证券、申万宏源、国信证券；其中，中信证券、中金公司股权承销规模的优势尤为显著。

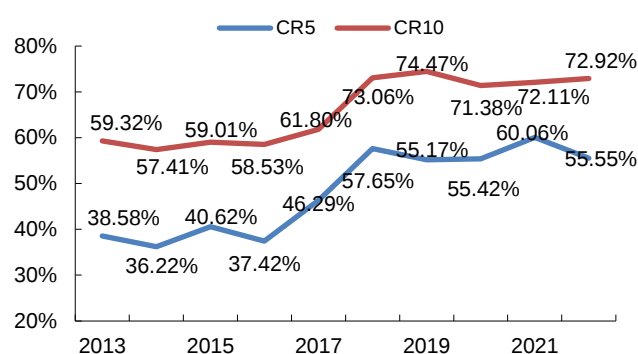
截至 2022 年 6 月 21 日，年内股权融资总规模为 7220 亿元，达到 2021 年全年水平的 39.72%，暂未放量；股权融资承销金额排名前 5（CR5）、前 10（CR10）公司的合计市场份额分别为 55.55%、72.92%，与 2021 年相比保持相对稳定。期间股权融资承销金额排名前 10 的公司分别是中信证券、中信建投、中金公司、华泰联合、国泰君安、海通证券、招商证券、安信证券、光大证券、申万宏源；其中，中信证券、中信建投股权承销规模的优势尤为显著。

图 25：股权融资规模（亿元）暂未放量



资料来源：Wind、中原证券

图 26：股权融资承销金额集中度（前 10 位）保持稳定

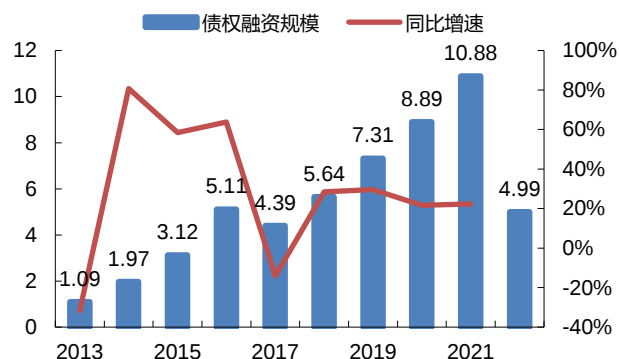


资料来源：Wind、中原证券

债权融资规模小幅增长、集中度续创历史新高。根据 Wind 的统计，2021 年行业各类债券承销金额为 10.88 万亿元（按上市日），同比增长 22.38%，实现年度四连增。2021 年各类债券承销金额排名前 5（CR5）、前 10（CR10）公司的合计市场份额分别为 46.12%、64.32%，较 2020 年的 42.43%、60.97% 出现进一步提高，集中度同步股权再创历史新高。各类债券承销金额排名前 10 的公司分别是中信证券、中信建投、国泰君安、中金公司、华泰证券、海通证券、招商证券、平安证券、光大证券、华泰联合；其中，中信证券、中信建投各类债券承销规模的优势更为显著。

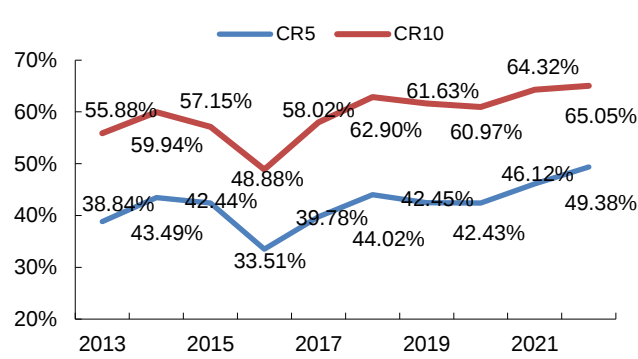
截至 2022 年 6 月 21 日，年内行业各类债券承销金额为 4.67 万亿元（按上市日），达到 2021 年全年的 42.92%，同比增长 6.30%（同比统计区间为 2021 年 1 月 1 日-2021 年 6 月 21 日），增速较 2021 年明显放缓；各类债券承销金额排名前 5（CR5）、前 10（CR10）公司的合计市场份额分别为 49.38%、65.05%，较 2021 年出现进一步提高，并续创历史新高。期间各类债券承销金额排名前 10 的公司分别是中信证券、中信建投、中金公司、国泰君安、华泰证券、光大证券、海通证券、中国银河、国开证券、招商证券；其中，中信证券、中信建投各类债券承销规模的优势更为显著。

图 27：债权融资规模（万亿元，按上市日）小幅增长



资料来源：Wind、中原证券

图 28：各类债券承销金额集中度续创历史新高



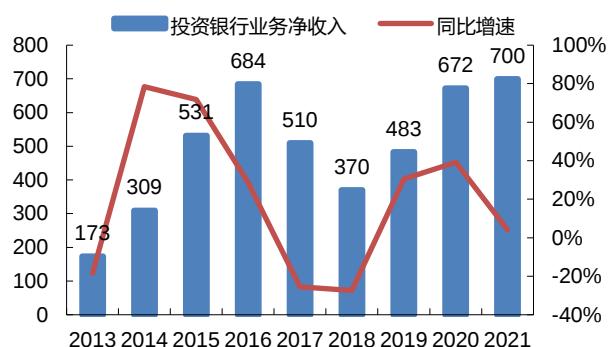
资料来源：Wind、中原证券

2022Q1 投行业务成为唯一实现增长的业务领域。根据中国证券业协会的统计，2021 年行业共实现投资银行业务净收入 699.52 亿元，同比增长 4.08%，创历史新高。收入占比 2020

年提高至 15.0%，2021 年被动回落至 13.9%。

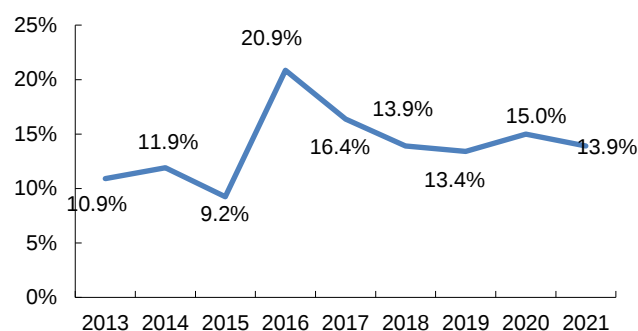
根据 Wind 的统计，2022 年第一季度 41 家纯证券业务上市券商共实现投资银行业务手续费净收入 139.04 亿元，同比进一步增长 14.95%，成为上市券商 2022 年一季度唯一实现增长的业务领域。

图 29：2021 年投行业务净收入（亿元）创历史新高



资料来源：中国证券业协会、中原证券

图 30：2021 年投行业务净收入占比被动回落



资料来源：中国证券业协会、中原证券

3.3.2. 投行业务全年前瞻

关注全面注册制能否于下半年落地。2020 年下半年以来，顶层已通过多种方式及渠道向市场传达全面实行股票发行注册制的声音。虽然上半年资本市场出现明显波动，但市场对于全面注册制于年内落地的预期依然存在。随着注册发行制度向全市场推广，IPO 由重审核、轻发行向严审核、重发行转变，IPO 将进入全面市场化时代。此外，在持续完善多层次资本市场体系、推动直接融资比重不断提升的政策导向下，IPO 通过率有望维持相对高位。IPO 项目储备的数量、质量以及梯次是行业内各公司把握全面注册制改革的政策红利，推动投行业务持续增长，并有效带动另类投资、私募基金、财富管理、资产管理等多项业务协同发展，积极探索证券公司特色化、差异化发展的关键。

表 5：截至 2022 年 6 月 21 日 IPO 项目储备排名前 10 公司（包括联合保荐、北京证券交易所，不包括辅导备案企业）

排名	公司	IPO 项目储备	排名	公司	IPO 项目储备
1	中信证券	86	6	中金公司	43
2	中信建投	71	6	华泰联合	43
3	国泰君安	50	8	国金证券	33
4	海通证券	47	9	申万宏源	29
5	民生证券	45	10	国信证券	27

资料来源：Wind、中原证券

全年行业股权融资业务将维持高位运行，但再度明显放量的概率较低。随着注册制向存量市场稳步推广，并购重组及再融资制度的不断优化，设立北京证券交易所以及转板上市机制的有效运行，多层次资本市场有机联系将切实加强，多层次资本市场优势互补、错位发展的格局将正式确立，行业股权融资业务已迈入全新的高质量发展阶段。但由于上半年资本市场出现明

显波动，新股上市首日出现阶段性大面积破发的现象，叠加监管层在不同场合向市场传达了将充分考虑投融资的动态平衡，科学保持新股发行节奏与二级市场承受能力相适应的政策基调，预计全年行业股权融资业务仍将维持在景气度的历史高位水平，但同比出现持续明显放量的概率偏低。

全年行业债权融资规模增速将出现进一步收敛。行业各类债券承销金额已连续 4 年出现增长，2021 年的承销规模较 2017 年已翻倍有余，基数已经较大。今年截至 6 月 21 日行业各类债券承销金额同比增速已经出现较为明显的回落。结合我们对于下半年固定收益类市场仍存不确定性的展望，预计 2022 年行业债权融资规模增速大概率将出现进一步收敛，全年增速将回落至 10% 以内。

投行业务的分化现象将持续存在。由于投行业务集中度处于持续提高的趋势中，预计全年头部券商与中小券商在投行业务领域的分化现象将持续存在。虽然头部券商几乎垄断了大型以及优质科创板 IPO 项目，但创业板、北交所都为中小券商的投行业务提供了较为广阔的舞台。如果下半年全面注册制能够正式落地，中小券商在股权融资业务领域的发挥空间将得到进一步拓展。

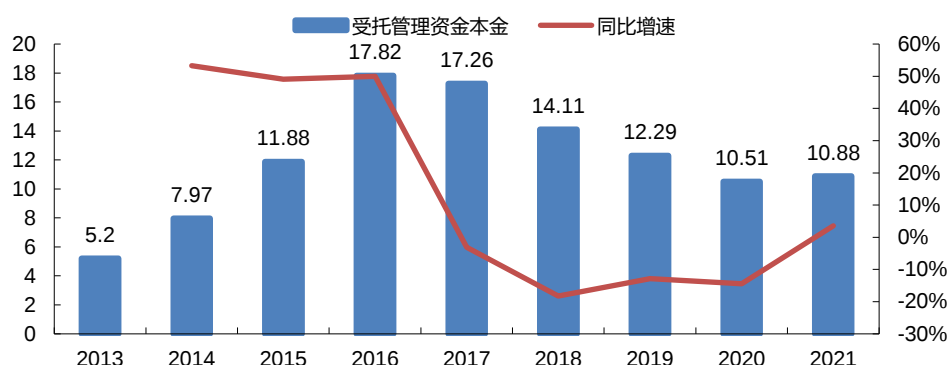
全年投行业务净收入有望实现正增长。基于我们对于行业股权、债权融资业务的前瞻，全年投行业务有望延续一季度净收入实现持续增长的良好态势，但增速不宜期望过高。全年投行业务有望在资本市场出现明显波动的背景下，在一定程度上平抑上市券商整体经营业绩的波动。

3.4. 资管业务回顾及 2022 年全年前瞻

3.4.1. 资管业务回顾

受托管理资金本金止稳回升。2017 年以来，在回归本源、去通道化的政策导向下，行业资产管理总规模出现持续回落。根据中国证券业协会的统计，2020 年底行业受托管理资金本金为 10.51 万亿元，同比回落 14.49%，降幅再度有所扩大。截至 2021 年底行业受托管理资金本金为 10.88 万亿元，在经历连续 4 年的大幅回落后出现止稳回升。

图 31：2021 年行业受托管理资金本金（亿元）止稳回升

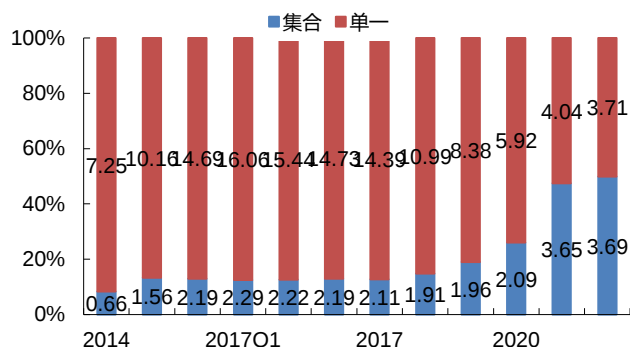


资料来源：中国证券业协会、中原证券

私募资管业务结构显著优化。根据中国证券投资基金业协会的统计，截至 2021 年底，行业单一资管规模约为 4.04 万亿元，较 2017Q1 峰值的 16.06 万亿元减少超过 7 成，占私募资管总规模的比例约为 52.53%，较 2017Q1 大幅减少 21.38 个百分点；2022 年 4 月底，单一资管规模继续下降至 3.71 万亿元，占私募资管总规模的比例继续下降至 50.15%。

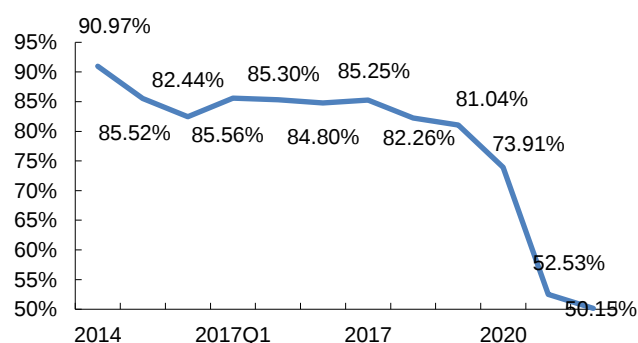
截至 2021 年底，集合资管规模为 3.65 万亿元，同比大幅增长 74.64%；2022 年 4 月底，集合资管规模微增至 3.69 万亿元。行业私募资管业务结构在资管新规过渡期结束后出现显著优化。

图 32：单一资管规模（万亿元）显著下降



资料来源：中国证券投资基金业协会、中原证券

图 33：单一资管规模占比快速下降



资料来源：中国证券投资基金业协会、中原证券

部分头部券商资管业务结构的调整已走在行业前列。随着资管新规对行业资管业务的影响逐渐消退，部分主动管理能力强，品牌及渠道优势明显的头部券商已经率先完成历史存量业务的整改，并实现业务规模、收入的回升。根据中国证券投资基金业协会的统计，截至 2022Q1，头部券商基本占据行业私募资产管理月均规模排名前 10 位。其中，2022Q1 月均规模环比去年四季度实现增长的分别为中信证券、中金公司、中银证券、广发证券、光大证券。整体看，部分头部券商资管业务结构的调整已走在行业前列。

表 6：2022Q1 私募资管月均规模（亿元）排名前 10 位公司、与 2021Q4 环比增幅

排名	公司	2022Q1 规模	环比增幅	排名	公司	2022Q1 规模	环比增幅
1	中信证券	11697	13.99%	6	光大证券	3594	81.92%
2	中金公司	7046	163.87%	7	中信建投	2954	-24.31%
3	中银证券	6686	63.62%	8	国泰君安	2563	-49.94%
4	广发证券	4294	45.39%	9	华泰证券	2434	-49.80%
5	招商证券	3742	-27.32%	10	申万宏源	2173	-40.25%

资料来源：中国证券投资基金业协会、中原证券

控股或参股基金公司增厚了上市券商的经营业绩。当前 41 家纯证券业务上市券商中，绝大多数公司控股或参股 1-2 家基金公司。受益于 2020 年以来财富管理业务的蓬勃发展，基金公司的经营业绩快速增长，进而对上市券商经营业绩产生了积极的促进作用。从 2021 年年报的情况看，按照持股比例计算持有基金公司所产生的收益，在不考虑并表因素的情况下，共 9 家公司参、控股基金公司所带来的业绩贡献度超过 10%，分别为长城证券（43.30%）、第一创业（42.73%）、西南证券（39.17%）、兴业证券（28.23%）、广发证券（22.57%）、东方证券（22.05%）、国海证券（17.80%）、东北证券（14.31%）、招商证券（13.68%）。

表 7：2021 年上市券商及其控股或参股基金公司净利润（亿元），业绩贡献（不考虑并表因素，按业绩贡献度排序）

券商	基金公司	持股比例	基金公司净利润	券商归母净利	业绩贡献度
长城证券	长城基金	47.1%	1.65	17.66	43.30%
	景顺长城基金	49.0%	14.02		
第一创业	创金合信基金	51.1%	1.52	7.45	42.73%
	银华基金	26.1%	9.22		
西南证券	银华基金	44.1%	9.22	10.38	39.17%
兴业证券	兴证全球基金	51.0%	22.35	47.43	28.23%
	南方基金	9.2%	21.63		
广发证券	广发基金	54.5%	26.07	108.54	22.57%
	易方达基金	22.7%	45.35		
东方证券	汇添富基金	35.4%	32.63	53.72	22.05%
	长城基金	17.7%	1.65		
国海证券	国海富兰克林	51.0%	2.67	7.65	17.80%
东北证券	东方基金	57.6%	1.01	16.24	14.31%
	银华基金	18.9%	9.22		
招商证券	博时基金	49.0%	17.79	116.45	13.68%
	招商基金	45.0%	16.03		
申万宏源	申万菱信基金	67.0%	1.25	93.98	8.48%
	富国基金	27.8%	25.64		
华泰证券	华泰柏瑞基金	49.0%	4.13	133.46	8.19%
	南方基金	41.2%	21.63		
海通证券	海富通基金	51.0%	5.30	128.27	7.66%
	富国基金	27.8%	25.64		
中信证券	华夏基金	62.20%	23.12	231.00	6.23%
国信证券	鹏华基金	50.00%	10.08	101.15	4.98%
中泰证券	万家基金	49.00%	3.06	32.00	4.69%
长江证券	长信基金	44.60%	1.99	24.10	3.68%

国泰君安

华安基金

48.0%

10.06

150.13

3.22%

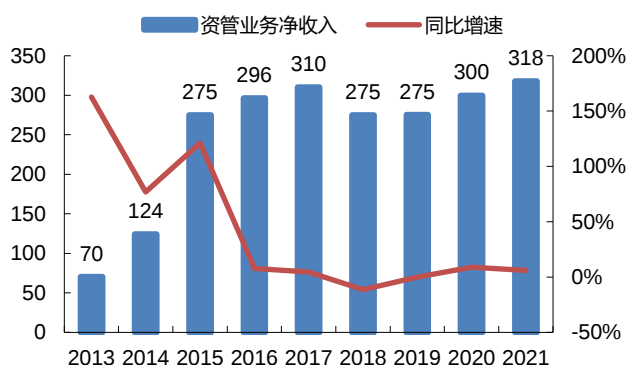
资料来源：Wind、各公司 2021 年年报、中原证券

注：仅列示业绩贡献度占比达到 3% 以上的上市券商

2022Q1 资管业务净收入微幅回落。根据中国证券业协会的统计，2021 年行业共实现资产管理业务净收入 317.86 亿元，同比增长 6.09%，实现连续三年的小幅增长。收入占比 2020 年回落至 6.7%，2021 年继续被动下降至 6.3%。

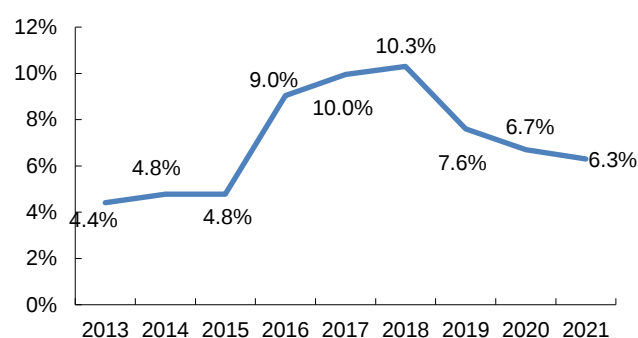
根据 Wind 的统计，2022 年第一季度 41 家纯证券业务上市券商共实现受托客户资产管理业务净收入 111.98 亿元，同比微幅回落 2.30%。

图 34：2021 年资管业务净收入（亿元）小幅增长



资料来源：中国证券业协会、中原证券

图 35：2021 年资管业务净收入占比持续下降



资料来源：中国证券业协会、中原证券

3.4.2. 资管业务全年前瞻

扩大主动管理规模持续处于战略机遇期。资产管理业务是券商自有金融产品的主要供给来源，对于券商资管而言，苦练内功、大力提升主动管理能力，为市场提供更多优质的金融产品，能够切实增强证券公司财富管理的综合竞争力。虽然今年上半年资本市场出现明显波动，权益类产品的销售短期预冷，但在财富管理的时代浪潮下，优质金融产品、特别是优质权益类产品的稀缺为行业资产管理业务向主动管理转型、扩大主动管理规模提供了重大机遇，资管业务将持续处于战略机遇期。

全年资管业务净收入有望保持相对平稳。部分品牌优势明显、主动管理能力强的头部券商 2021 年资管业务的经营成果较为优异，2022 年第一季度的表现相对较为平稳。但在资本市场出现明显波动的背景下，权益类产品的景气度难免会受到一定程度的负面影响，综合管理费将有所下滑。在头部券商资管业务保持稳定的背景下，预计全年行业资管业务净收入即使出现一定幅度的下滑，下滑幅度大概率将在相对较小的范围内，整体有望保持相对平稳。

3.5. 信用业务回顾及 2022 年全年前瞻

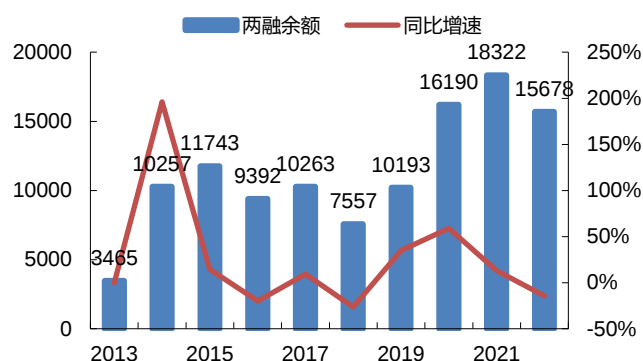
3.5.1. 信用业务回顾

两融余额出现小幅回落。根据 Wind 的统计，截至 2021 年底沪、深两市两融余额为 18322

亿元，创 2015 年 6 月以来新高，同比回升 13.17%，实现年度三连增，但增速出现明显回落；2021 年两融月均余额为 17683 亿元，同比大幅增长 36.08%，并超越 2015 年两融月均余额 13717 亿元，创历史新高。

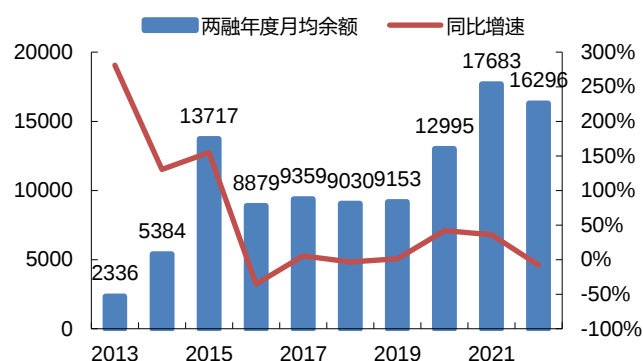
受资本市场出现明显波动的影响，截至 2022 年 6 月 21 日，两融余额回落至 15678 亿元，较 2021 年底小幅减少 14.43%。2022 年 1-5 月两融月均余额为 16296 亿元，较 2021 年两融月均余额 17683 亿元小幅减少 7.84%。两融业务对行业整体经营业绩的边际贡献由正转负。

图 36：两融余额（亿元）出现小幅回落



资料来源：Wind、中原证券

图 37：两融年度月均余额（亿元）小幅减少

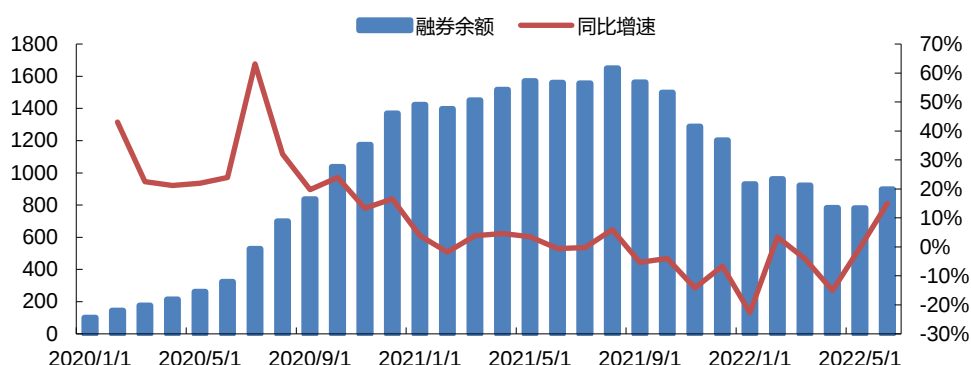


资料来源：Wind、中原证券

两融余额占流通市值比持续处于合理区间。2021 年两融余额占流通市值比在 2.50%-2.70% 的窄幅区间内波动，均值为 2.57%，较 2020 年提高 9.26%。2022 年 1-5 月，两融余额占流通市值比的波动区间下移至 2.3%-2.5%，均值为 2.44%，较 2021 年下降 5.06%，持续处于较为合理、风险可控的区间内。

融券业务的波动性显著高于融资业务。在两融标的扩容、注册制下股票上市首日即可融券、放宽转融通业务保证金提取比例限制、多方面扩大券源供给的多重政策推动下，2020 年以来融券业务呈现出快速发展的态势，2021 年 8 月底融券余额曾达到 1649 亿元的历史峰值。进入 2022 年，伴随着资本市场的明显波动，融券规模也同步出现较为明显的下降。截至 5 月底，融券规模下降至 781 亿元，较去年 8 月的峰值水平已回落过半，较去年年底也回落超过 35%。6 月以来市场出现持续反弹，融券规模又快速回升至接近 900 亿元，波动性显著高于融资业务，显示参与融券交易投资者的交易态度更为积极，交易手段更为灵活，对于市场波动的把握相对更加精准。

图 38：融券余额的波动性更为显著



资料来源：Wind、中原证券

上市券商主动压降股票质押规模的趋势仍在延续。鉴于股票质押业务风险收益不成正比以及其他重资产业务持续快速发展等因素，从 2018-2021 年定期财务报告披露的信息看，上市券商普遍持续压降了股票质押业务规模。截至 2021 年底，上市券商主动压降股票质押规模的趋势仍在延续，部分头部券商，如华泰证券（64 亿）、国信证券（53 亿）、中信建投（44 亿）期末股票质押存量规模甚至未进入行业前 10 位。

表 8：截至 2021 年底股票质押规模（亿元）排名行业前 10 位公司及同比增减

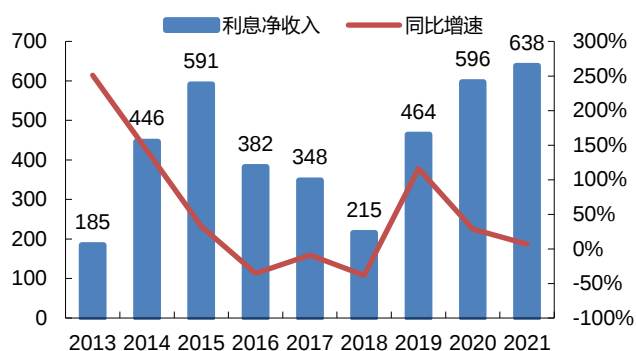
券商	21 年底规模	20 年底规模	同比增减	券商	21 年底规模	20 年底规模	同比增减
海通证券	317	339	-6.43%	广发证券	129	125	3.34%
国泰君安	246	272	-9.49%	东方证券	127	163	-22.57%
中信证券	220	317	-30.55%	申万宏源	85	160	-47.11%
中国银河	190	233	-18.54%	中泰证券	78	71	10.11%
招商证券	144	201	-28.29%	国金证券	75	56	33.01%

资料来源：Wind、中原证券

2022Q1 利息净收入小幅下滑。根据中国证券业协会的统计，2021 年行业共实现利息净收入约 638.06 亿元，同比进一步增长 6.97%，增幅出现明显回落。收入占比 2020 年回升至 13.3%，2021 年为 12.7%，保持相对稳定。

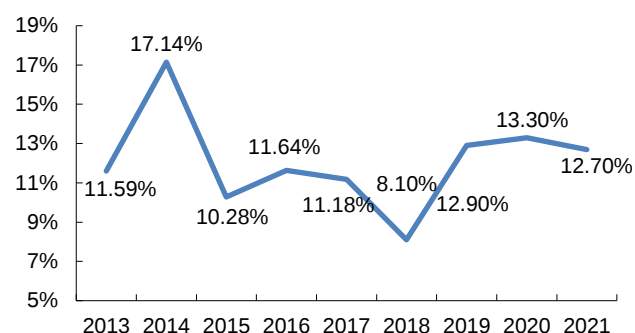
根据 Wind 的统计，2021 年第一季度 41 家纯证券业务上市券商共实现利息净收入 132.81 亿元，同比下滑 7.72%。

图 39：2021 年利息净收入（亿元）增速明显回落



资料来源：中国证券业协会、中原证券

图 40：利息净收入占比保持相对稳定



资料来源：中国证券业协会、中原证券

3.5.2. 信用业务全年前瞻

两融业务同比将保持相对平稳。两融余额的增减与权益类二级市场的行情密切相关。结合我们对于经纪、自营业务的展望，预计 2022 年两融余额占流通市值比将围绕 2.5% 上下波动，同比将出现微幅下降。在经历上半年资本市场的明显波动，以及两融余额出现一定幅度的回落，两融余额在年内超越去年 8 月高点的概率偏低。预计 2022 年两融月均余额大概率将出现回落，但回落的幅度将在较小的范围内。从两融月均余额的角度看，2022 年两融业务同比将保持相对平稳，对行业整体经营业绩的边际贡献将趋于收敛。

关注全面注册制落地后两融标的能否全面放开。首先需要关注全面注册制能否于下半年落地。在全面注册制落地后，则需要关注两融标的的范围能否进一步放开。除风险警示类以及特殊规定的股票外，如果全面放开两融标的，能够有效地促进两融业务的发展，两融余额将重回震荡攀升的趋势。此外，限制融券业务发展的主要障碍在于券源供给不足，科创板、创业板虽然能够提供稳定的融券业务供给增量，但增量相对有限。全面放开两融标的的有助于扩大券源供给，并促进行业两融业务结构持续优化。

股票质押规模回升的概率较低。随着全面注册制渐行渐近，退市逐步进入常态化，股票质押标的的选择将更为严苛。未来股票质押业务将作为包括财富管理在内的其他业务的有效补充，再次单独作为重点拓展业务的概率较低。目前行业股票质押规模相较前两年已出现显著回落，但仍存压降的空间，预计部分券商仍存股票质押的历史包袱尚待计提；而个别券商在近两年充分计提信用减值损失后有望部分冲回进而反哺 2022 年经营业绩。

全年利息净收入预计将出现小幅下滑。基于我们对于自营以及信用业务的全年前瞻，预计信用业务所贡献的利息收入同比将出现小幅下滑；固定收益类自营业务在面临不确定性以及利率持续下行的背景下，债券持有期所产生的利息收入持续增长的难度较大。全年行业利息净收入在经历连续三年的增长后，出现下滑的概率偏大，但幅度预计将相对有限。

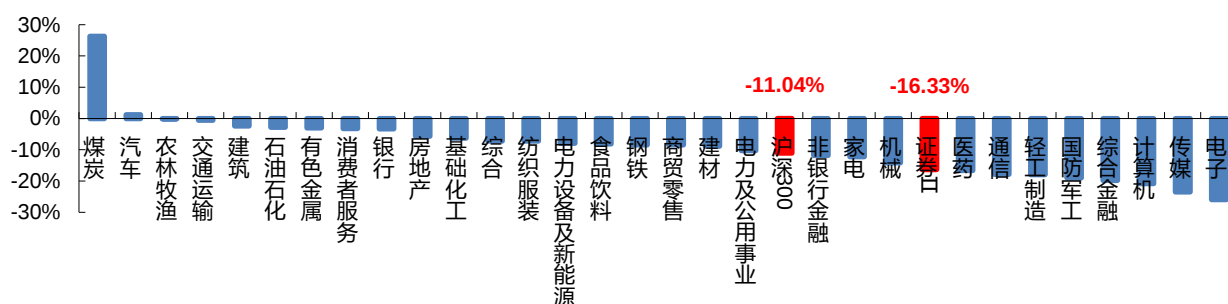
4. 投资策略

4.1. 2022 年以来券商指数出现明显下跌，跑输沪深 300 指数

2022 年以来中信二级行业指数证券 II 同步各权益类指数出现较为明显的下跌。进入 2022 年后证券 II 指数即出现单边持续下跌；3 月一度有所企稳并尝试向上反弹，但反弹失败后于 4 月再度出现快速且幅度较大的下跌；在经历 5 月的低位震荡整理后，6 月出现力度较强的反弹，并成为市场关注的焦点。

截至 2022 年 6 月 24 日收盘，证券 II 年内最大涨幅为 0.94%，最大跌幅为-28.39%，振幅为 29.32%。按 6 月 24 日收盘价计算，证券 II 年内涨跌幅为-16.33%，跑输沪深 300 指数 5.29 个百分点；与 30 个中信一级行业指数相比，排名第 21 位，整体表现弱于各权益类指数。

图 41：截至 2022 年 6 月 24 日收盘，中信二级行业指数证券 II 年内涨跌幅为-16.33%



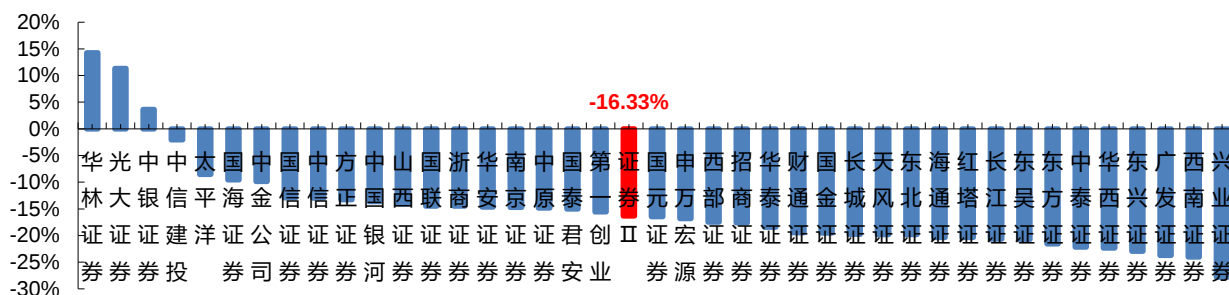
资料来源：Wind、中原证券

4.2. 券商板块呈现普跌，部分代表性头部券商相对抗跌

截至 2022 年 6 月 24 日收盘，41 家纯证券业务上市券商仅 3 家实现上涨，共 38 家出现下跌。其中，实现上涨的分别为华林证券（14.25%）、光大证券（11.32%）、中银证券（3.64%）；跌幅前 5 位分别为兴业证券（-27.83%）、西南证券（-24.01%）、广发证券（-23.75%）、东兴证券（-22.96%）、华西证券（-22.34%）。

整体看，2022 年以来券商板块出现普跌，部分代表性头部券商跌幅相对较小，进而在一定程度上平抑了券商指数的跌幅；中小及弹性券商整体跌幅较为靠前，个别品种逆势实现上涨。在表现较为弱势的背景下，券商板块仍保有微弱的结构性行情。

图 42：截至 2022 年 6 月 24 日收盘，41 家纯证券业务上市券商仅 3 家实现上涨，共 38 家出现下跌

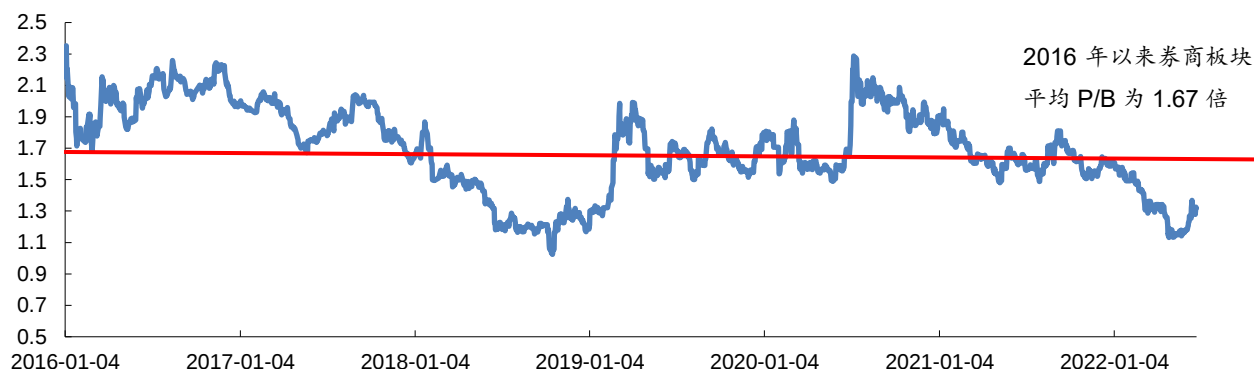


资料来源：Wind、中原证券

4.3. 券商板块估值处于 2016 年以来的相对低位

截至 2022 年 6 月 24 日，年内券商板块平均 P/B 最高为 1.61 倍，最低为 1.13 倍，最低 P/B 已接近 2018 年底估值低位。截至 2022 年 6 月 24 日收盘，券商板块平均 P/B 为 1.32 倍，低于 2016 年以来券商板块平均 P/B 的 1.67 倍（图中红线），处于 2016 年以来的相对低位。

图 43：截至 2022 年 6 月 24 日收盘，券商板块 P/B（倍）处于 2016 年以来的相对低位



资料来源：Wind、中原证券

4.4. 投资建议

4.4.1. 预计 2022 年证券行业整体经营业绩将出现一定幅度的回落

虽然上半年资本市场一度出现明显波动，但资本市场平稳运行具有坚实基础，市场短期波动没有也不会改变长期健康发展趋势。随着一系列维护维护资本市场平稳运行政策“组合拳”的陆续推出，资本市场的整体运行状态大为改观，证券行业的整体经营环境大为改善，各项业务重回良性发展的正轨。

基于我们对于证券行业各分业务的全年前瞻，

经纪：代理买卖证券业务仍有望保持较高的景气度，代理销售金融产品业务预计将出现一定幅度的回落，全年经纪业务净收入即使出现下滑，预计幅度也将较为有限；

自营：自营业务的不确定性依然较强，全年证券投资收益（含公允价值变动）下滑的幅度较一季度能够收窄已属不易；

投行：全年投行业务有望延续一季度净收入实现持续增长的良好态势，但增速不宜期望过高；

资管：全年行业资管业务净收入整体有望保持相对平稳；

信用：全年行业利息净收入在经历连续三年的增长后，出现下滑的概率偏大。

整体看，在经营业绩实现连续三年的回升后，2022 年证券行业进一步向上修复盈利的动能有所缺失，但出现较大幅度回落的概率也偏低。在“十四五”期间证券行业确定性已处于新一轮上升周期的背景下，短暂修整更有利于未来向上拓展空间。维持证券行业“同步大市”的投资评级。

4.4.2. 券商板块将延续结构性行情的特征

回顾 2020 年以来券商板块的走势，结构性行情的特征较为显著。2021 年券商板块整体处于区间震荡盘整的走势中，结构性行情的特征更加凸显，每隔一段时间就有个股走出短期脱离板块的独立上涨行情。在 2022 年证券行业整体经营业绩将出现一定幅度回落的预期下，券商板块较难出现整体趋势性上涨的行情，预计券商板块将延续近两年来结构性行情的特征。

4.4.3. 关注板块内的低估值品种

回顾 2020 年以来券商板块结构性行情的领涨个股可以发现，无论是 2020 年的商业银行背景还是 2021 年具备财富管理、资产管理比较竞争优势的公司，上涨行情启动时的 P/B 估值水平平均处于券商板块尾部。在板块整体估值处于 2016 年以来低位水平的背景下，选择低估值个股兼具防守与进攻。如果行业基本面继续向下，则低估值品种的预期下跌空间将相对较小；如果行业基本面环比改善，则低估值品种至少也能获取平均收益。建议特别关注估值水平大幅低于行业均值，且公司行业地位突出，各项业务领先的头部券商，以及具备特色化、差异化竞争优势的中小券商。

表 9：截至 2022 年 6 月 24 日收盘 41 家纯证券业务上市券商 P/B 估值

公司	P/B	公司	P/B	公司	P/B
华林证券	6.56	中信证券	1.39	长江证券	1.10
中信建投	3.36	广发证券	1.34	西部证券	1.10
中金公司	2.76	方正证券	1.34	东兴证券	1.09
财达证券	2.63	行业均值	1.32	国海证券	1.08
中银证券	2.43	招商证券	1.28	西南证券	1.06
太平洋	2.11	东方证券	1.22	国泰君安	0.98
国联证券	2.04	国信证券	1.18	华泰证券	0.94
红塔证券	1.97	山西证券	1.18	东吴证券	0.93
南京证券	1.88	兴业证券	1.16	东北证券	0.92
浙商证券	1.81	财通证券	1.15	华西证券	0.91
第一创业	1.79	中国银河	1.14	国元证券	0.84
长城证券	1.63	天风证券	1.13	海通证券	0.78
中泰证券	1.52	国金证券	1.12		
光大证券	1.43	华安证券	1.11		
中原证券	1.42	申万宏源	1.11		

资料来源：Wind、中原证券

4.4.4. 头部券商仍是中长期稳健配置的首选

在全面深化资本市场改革持续快速推进，打造航母级券商的政策导向下，头部券商的整体受益程度将高于中小券商。2022 年头部券商经营业绩持续领跑行业的确切性较强，在估值水平合理甚至偏低的情况下，仍然是中长期稳健配置券商板块的首选。

4.4.5. 应积极关注弹性券商的波段投资机会

在证券行业处于新一轮上升周期，差异化、特色化发展路径不断增多的背景下，中小券商的业绩弹性更大，更易在市场情绪升温时受到活跃资金的关注，是短期捕捉弹性的较佳选择，但要注意把握买卖时机并合理规划持股周期。

4.4.6. 重点推荐公司

中信证券。作为打造“航母级”券商标杆的行业龙头，中信证券的业绩稳定性、抗周期能力以及各项业务开展的广度及深度持续领跑行业，“十四五”期间将持续享受全面深化资本市场改革快速推进所释放的政策红利。今年 3 月完成配股净募资约 272 亿元将进一步增强公司的资本实力，巩固龙头地位。

华泰证券。作为代表性头部券商之一，公司深化科技赋能，具备开放的数字化财富管理平台，体系化服务客户的一流投行业务，兼具规模优势与创新优势的综合性资产管理平台，同时加速全球化布局和打造跨境生态。此外，多元化的股东背景结构，坚定打造市场化的体制机制是公司持续转型超越的重要推动力。

国海证券。广西作为我国面向东盟的前沿和桥头堡，具有与东盟国家陆海相连的独特优势，是国家“一带一路”的重要门户。公司地处广西，树立了较强的品牌效应，具备较强的区域优

势。公司在金融债承销方面行业领先，具备差异化的竞争优势。2021 年公司控股子公司国海富兰克林基金实现净利润 2.67 亿元，同比增长 69%，对公司的业绩贡献度达到 17.80%。

东吴证券。公司扎根苏州、深耕长三角，积极融入长三角一体化发展国家战略，在中小券商中具备较为显著的区位优势以及特色化、差异化的竞争优势。2021 年底公司完成配股净募资约 80 亿元，资本实力得到进一步增强，综合业务实力有望实现进一步提升。

表 10：重点公司估值表

公司简称	总股本/ 亿股	流通股 /亿股	股价 (元, 6.24)	每股净资产 (元)			EPS (22A Q1)	P/B(倍)			投资 评级
				2021A	2022E	2023E		2021A	2022E	2023E	
中信证券	148.21	113.67	21.63	15.35	16.03	16.92	0.36	1.77	1.35	1.28	增持
华泰证券	90.77	73.12	14.48	15.25	15.91	16.75	0.24	1.18	0.91	0.86	增持
国海证券	54.45	54.45	3.69	3.41	3.44	3.49	0.01	1.21	1.07	1.06	未评级
东吴证券	50.08	50.08	6.89	7.41	7.62	7.82	0.02	1.54	0.90	0.88	增持

资料来源：Wind，中原证券

5. 风险提示

1. 权益及固收市场环境转弱导致行业整体经营业绩出现下滑；
2. 市场波动风险；
3. 全面深化资本市场改革的力度和进度不及预期。

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。