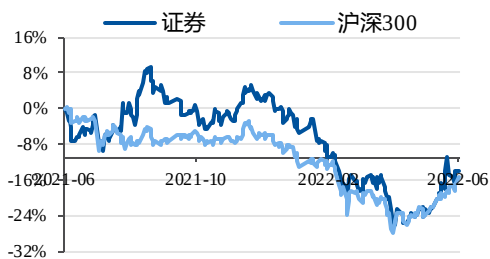


行业深度
证券
市场环境边际向好，重视券商股的 α 属性挖掘

2022 年 06 月 27 日

评级 **同步大市**

评级变动： 维持

行业涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
证券	11.65	5.36	-13.96
沪深 300	11.07	6.46	-15.19

刘敏 **分析师**

执业证书编号：S0530520010001
liumin83@hncasing.com

相关报告

- 1 《证券：证券行业 2022 年 6 月月报：5 月迎两大改革制度落地，中长期利好券商转型》 2022-06-06
- 2 《证券：证券行业点评：公募管理人监管新规落地，利好券商发力资管业务》 2022-05-24
- 3 《证券：证券行业点评：DVP 改革落地在即，关注资本市场深化改革进程》 2022-05-24

重点股票	2021A		2022E		2023E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
中信证券	1.56	13.97	1.79	12.18	2.05	10.63	增持
东方财富	0.65	39.40	0.71	36.07	0.88	29.10	买入
东方证券	0.73	14.25	0.63	16.51	0.77	13.51	买入

资料来源：wind、财信证券

投资要点：

- **行情回顾：**年初以来，受美国加息预期、俄乌冲突、国内疫情反复等因素的影响，权益类市场大幅下行。4 月底沪深 300 指数跌幅达 23.40%，申万证券行业指数下跌 28.62%，随后指数震荡企稳回升，截至 2022 年 6 月 23 日，申万证券行业指数下跌 17%，跑输沪深 300 指数 4.92 个百分点。行业估值来看，截至 2022 年 6 月 23 日，申万证券行业指数 PB、PE (TTM) 估值分别为 1.38x、17.77x，板块估值仍处于历史较低位。
- **市场环境边际向好，券商板块有望获得资本市场改革催化。**下半年宏观经济有望逐步企稳回升，流动性将保持合理充裕状态，且我国下半年货币政策空间充足，为证券行业发展提供了较好的环境。随着资本市场改革进一步深化，科创板做市业务有望加速落地，全面注册制实施的预期加强，券商板块有望获得资本市场改革利好的催化。
- **下半年投资方向及选股建议：**券商估值与券商盈利能力息息相关。近年来，随着券商传统经纪业务盈利能力下降，商业模式逐步转向重资产化，行业 ROE 弹性在下降，一定程度上限制了估值弹性， β 属性仍具备但已减弱，我们认为券商板块的投资应该更加关注券商股的 α 属性挖掘。目前情况来看，投行业务、资管业务、财富管理业务更能体现券商差异化发展，我们将重点放在这三个方向上的挖掘上。投行业务方向上，我们认为注册制下投行头部集中趋势或将加强，下半年我们建议重点关注中信建投 (601066.SH) 和中金公司 (601995.SH)，资产管理方向上，我们建议重点关注东方证券 (600958.SH)、长城证券 (002939.SZ)，建议关注中泰证券 (600918.SH)，财富管理方向上，我们建议重点关注互联网财富管理转型的东方财富 (300059.SZ)。
- **风险提示：**宏观经济下行及利率波动风险；市场交投活跃度低迷风险；二级市场大幅波动风险；信用违约风险；资本市场改革进度低于预期；行业监管趋严风险；行业竞争加剧风险。

内容目录

1 上市券商业绩回顾及行业趋势展望	4
1.1 券商板块行情回顾	4
1.2 证券行业业绩概览	4
1.3 各项业务业绩情况及趋势分析	5
1.4 证券公司盈利能力呈分化格局	7
1.5 头部券商业绩稳定性强于中小券商	9
2 影响券商业绩的宏观及政策变量分析	10
2.1 5月以来，宏观经济边际向好	10
2.2 上半年降准、降息进一步释放流动性，下半年货币政策空间充足	10
2.3 资本市场改革等相关政策回顾及展望	11
3 分化背景下券商各业务竞争力比较分析	12
3.1 经纪业务竞争力比较分析	12
3.2 投行业务竞争力比较分析	19
3.3 资管业务竞争力比较分析	22
3.4 自营业务竞争力比较分析	28
3.5 资本中介业务竞争力比较分析	34
4 下半年投资方向及选股建议	36
5 风险提示	38

图表目录

图 1: 2022 年以来申万证券行业指数涨跌幅	4
图 2: 2022 年以来申万证券行业指数 PB 估值	4
图 3: 2021 年及 2022Q1 上市券商各项业务收入及增速	5
图 4: 2021 年及 2022Q1 上市券商收入结构变化	5
图 5: 券商 2021 年及 2022Q1 加权 ROE	8
图 6: 上市券商 2021 年加权 ROE 与净资产散点图	8
图 7: 上市券商 2021 年杠杆率（剔除客户资产）与净资产散点图	8
图 8: 中美两国利率调整情况	11
图 9: 2021 年上市券商经纪业务手续费净收入占营业收入比重排名	15
图 10: 2021 年上市券商经纪业务手续费净收入同比增速排名	16
图 11: 2022Q1 上市券商经纪业务手续费净收入同比增速排名	16
图 12: 2021 年上市券商代销金融产品收入占经纪业务手续费净收入比重排名	16
图 13: 2021 年上市券商代销金融产品收入同比增速排名	17
图 14: 2021 年上市券商席位租赁费占代理买卖证券业务手续费净收入（含席位租赁）比重排名	17
图 15: 2021 年上市券商席位租赁费同比增速排名	17
图 16: 2021 年上市券商代理机构客户买卖证券交易额占代理全部客户买卖证券交易额比重排名	18
图 17: 2021 年上市券商投行业务手续费净收入占营业收入比重排名	21
图 18: 2021 年上市券商投行业务手续费净收入同比增速排名	21
图 19: 2022Q1 上市券商投行业务手续费净收入同比增速排名	21
图 20: 2021 年上市券商资管业务（含基金公司参控股收益）贡献利润占归母净利润比重排名	21

名（比重 10%以上券商）	26
图 21：2021 年上市券商受托资产管理业务净收入（含基金管理净收入）同比增速排名	26
图 22：2022Q1 上市券商受托资产管理业务净收入（含基金管理净收入）同比增速排名	26
图 23：2021 年券商私募资管主动管理规模占比排名（私募资管规模排名前列券商）..	27
图 24：2021 年上市券商自营业务收入占营业收入比重排名	31
图 25：2021 年上市券商自营业务收入同比增速排名	32
图 26：2022Q1 上市券商自营业务收入同比增速排名	32
图 27：2021 年上市券商自营业务测算投资收益率排名	32
图 28：2022Q1 上市券商自营业务测算投资收益率排名	33
图 29：2021 年披露风险价值(VaR 值)的上市券商组合风险价值与金融投资规模比值排名	33
图 30：2021 年披露利率风险敏感性分析的上市券商利率变化 25 个基点影响利润总额比重排名	34
图 31：2021 年上市券商融出资金利息收入同比增速排名	35
图 32：2021 年末上市券商融出资金同比增速排名	35
图 33：2022Q1 上市券商融出资金同比增速排名	36
图 34：2021 年末上市券商股票质押规模同比增速排名	36
表 1：不同净资产规模券商的盈利能力及杠杆率比较	9
表 2：获批基金投顾业务资格的券商名单	18
表 3：基金投顾已展业券商基本情况一览表	18
表 4：资管利润贡献占比 10%以上券商资产管理规模及参控股公募基金公司资产管理规模相关情况（截止 2021 年末，亿元）	27

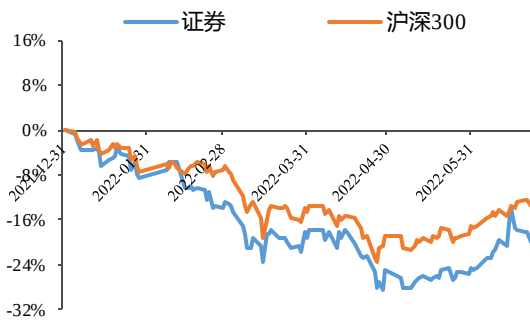
1 上市券商业绩回顾及行业趋势展望

1.1 券商板块行情回顾

年初以来，受美国加息预期、俄乌冲突、国内疫情反复对经济造成冲击等因素的影响，权益类市场大幅下行。4月底沪深300指数跌幅达23.40%，申万证券行业指数下跌28.62%，随后指数震荡企稳回升，截至2022年6月23日，申万证券行业指数下跌17%，跑输沪深300指数4.92个百分点。

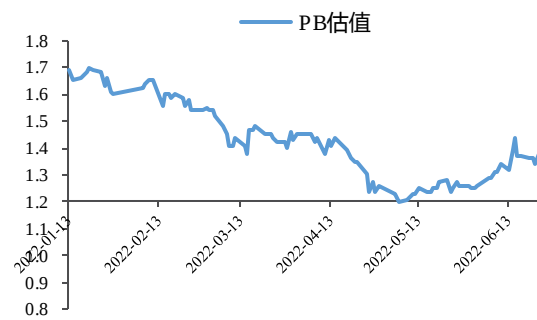
行业估值来看，申万证券行业指数PB从年初的1.76x一路下行至1.20x，随后5月小幅波动上行至1.25x，6月以来上行至目前的1.38x。截至2022年6月23日，申万证券行业指数PB、PE（TTM）估值分别为1.38x、17.77x，板块估值仍处于历史低位。

图 1：2022 年以来申万证券行业指数涨跌幅



资料来源：wind、财信证券

图 2：2022 年以来申万证券行业指数 PB 估值



资料来源：wind、财信证券

1.2 证券行业业绩概览

2021 年，在股基成交活跃、公募基金规模持续增长、融资融券余额维持高位的市场环境下，上市券商业绩稳健增长。2021 年 42 家上市券商实现营业收入 6487.22 亿元（合并报表口径），同比增长 22.63%，归母净利润 1983.57 亿元，同比增长 31.47%。公司业绩增长主要是因为市场环境较好情况下各项业务均维持增长态势，自营业务稳健增长，经纪、资管业务增速较高。具体来看，经纪（代理买卖证券业务）、投行、资管、自营、资本中介业务收入及同比变动幅度分别为 1430.32 亿元/+21.10%、621.43 亿元/+6.54%、498.74 亿元/+28.02%、1649.66 亿元/+13.00%、629.61 亿元/+14.86%。上市券商整体杠杆水平（剔除代理买卖证券款）约为 3.90 倍，较 2020 年提升 5.55%。盈利能力略提升，上市券商加权 ROE 平均水平为 8.62%，较 2020 年的 7.85%提升 0.77 个百分点。

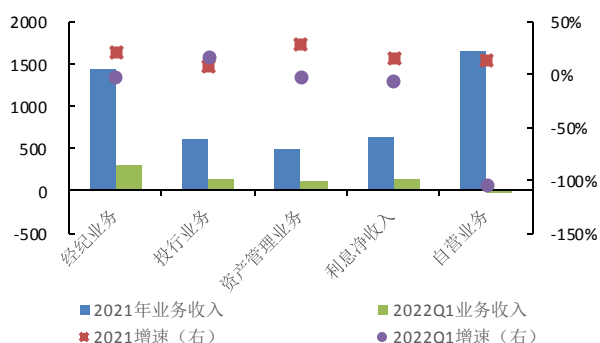
2022 年一季度，券商业绩受到市场不利因素影响，证券行业整体业绩承压。据 wind

数据统计，42 家上市券商一季度实现营业收入 994.64 亿元，同比下滑 29.05%，归母净利润为 250.92 亿元，同比下滑 43.43%。一季度仅太平洋(+94.04%)、第一创业(+46.16%)、国联证券(+35.15%)、中信建投(+31.83)、东方财富(10.61%) 5 家券商营业收入取得正增长，仅第一创业(+421.77%)、太平洋(+97.73%)、国联证券(+20.05%)、东方财富(+13.63%)、中信证券(+1.24%) 5 家公司实现净利润同比正增长，长城证券、东北证券、国元证券、红塔证券、华西证券、天风证券、西部证券、西南证券等 8 家上市券商一季度为亏损状态。

一季度业绩下滑主要是因为自营业务受市场影响转为亏损，各项业务收入仅投行业务为同比正增长，其他业务均同比下滑，具体来看，经纪（代理买卖证券业务）、投行、资管、自营、资本中介业务收入及同比变动幅度分别为 312.91 亿元/-3.96%、139.04 亿元/+14.95%、111.98 亿元/-2.30%、-19.13 亿元/-105.80%、138.87 亿元/-6.38%。

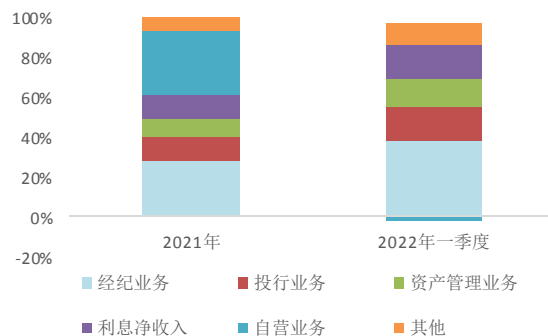
从收入结构来看，上市券商 2021 年自营/经纪/投行/资管/利息净收入占比分别为 31.92%/27.67%/12.02%/9.65%/12.18%，2022Q1 由于自营业务整体亏损，上市券商各项业务结构占比发生较大变化，自营/经纪/投行/资管/利息净收入占比分别为 -2.47%/40.32%/17.92%/14.43%/17.89%。

图 3：2021 年及 2022Q1 上市券商各项业务收入及增速



资料来源：wind、财信证券

图 4：2021 年及 2022Q1 上市券商收入结构变化



资料来源：wind、财信证券

1.3 各项业务业绩情况及趋势分析

经纪业务：财富管理转型持续深化，短期波动不改长期趋势。上市券商经纪业务 2021 年及 2022Q1 的收入/增速分别为 1430.32 亿元/+21.10%、312.91 亿元/-3.96%，2021 年及 2022Q1 市场日均股基成交额同比增速分别为+25.33%、+7.04%，2022Q1 经纪业务收入同比小幅负增长，我们预计与基金代销遇冷相关。2022Q1 新发基金遇冷，新发基金数量和份额分别同比下滑 33%和 77%，在短期拉低代销金融产品收入。我们认为，短期波动不改长期财富管理转型的趋势。代销收入占比不断提高，体现出券商经纪业务向财富管理转型持续深化。2021 年行业代销金融产品净收入 206.90 亿元，同比增长 53.96%，占经纪业务手续费净收入比重达 13.39%，2020 年该比重为 10.37%。

投行业务：一季度唯一同比正增长业务，全面注册制改革预期下前景向好。2022Q1

投行业务是唯一实现收入正增长的业务，主要得益于 IPO 规模同比翻倍。2021 年上市券商实现投行业务净收入 621.25 亿元，同比增长 6.51%。据 wind 数据统计，2021 年行业股权承销规模 1.82 万亿元，同比增长 8.31%，其中 IPO 规模同比增长 13.06%至 5427 亿元；债权承销规模 11.36 万亿，同比增长 13.10%。2022Q1 上市券商实现投行业务净收入 139.04 亿元，同比增长 14.95%，是表现最亮眼的业务。据 wind 数据统计，2022Q1 行业股权承销规模 4198 亿元，同比增长 8.06%，主要由 IPO 大增 130%至 1799 亿元驱动；债券承销规模 25043 亿元，同比增长 9.34%。

自 2018 年 11 月宣布设立科创板并试点注册制以来，试点注册制作为全面深化资本市场改革的头号工程有序平稳推进，随着科创板、创业板、北交所试点注册制成功落地，支持科技创新的示范效应初步显现。注册制下，IPO 发行将实现常态化，市场将成为项目筛选和资源配置的主体，新股发行节奏对市场的影响将削弱，股票注册审核的时间也将缩短，从而提升股票发行效率。科创板设立并试点注册制、创业板注册制改革为全市场募集资金规模及券商投行业务收入贡献显著增量。科创板推出后，2019、2020、2021 年分别募集资金 824/2226/2029 亿元，占全市场募集资金的 33%/47%/37%。创业板注册制改革后，2020、2021 年分别募集资金 893/1475 亿元，远超 2019 年的 301 亿元，2019-2021 年募资占全市场比重为 12%/19%/27%。2019、2020、2021 年证券行业投行业务收入分别为 482.65/672.11/699.83 亿元，同比增速为+30%/+39%/+4%，2019 和 2020 年科创板和创业板注册制实施效果明显，投行业务业绩增量显著。基于主板市场的上市公司规模较大，全面注册制的实施对将来主板市场的扩容效果预计将会比较显著。

资管业务：向主动管理转型是趋势，参控股基金公司有望持续贡献业绩。2021 年及 2022 年一季度，42 家上市券商资产管理业务手续费净收入合计分别为 498.69 亿元、11.20 亿元，同比增速分别+28.01%、+2.30%。自 2018 年资管新规实施以来，券商资管行业经历阵痛，整体规模持续下滑，从 2017 年末的 16.88 万亿下降至 2021 年末的 8.24 万亿。资管新规过渡期已结束，资管业务去通道化的影响削弱，且券商资管主动化管理转型取得一定成效，净值化改造的集合资管计划规模加速扩张，2021 年末多家券商集合资管规模继续提升，定向资管规模持续压缩，结构进一步优化，截至 2022 年一季度末，集合资管规模 3.56 万亿元，占比为 45%。未来，在居民财富向权益类资产转移的趋势下，资管迈入高质量发展阶段，预计券商资管业务规模未来将企稳回升。

此外，今年启动的养老金制度改革有望带来增量资金，助力公募基金市场扩容，“一参一控一牌”政策下，证券公司有望通过参控股公募基金，分享公募基金市场扩容带来的红利。2022 年初以来权益类市场受不利因素影响下行幅度较大，新发基金遇冷，2022Q1 末公募基金管理规模较年初微降 1.9%至 2.51 万亿。而过去公募基金规模呈加速增长态势，近 10 年复合增速达 28%，2020、2021 年增速分别为 35%、29%。我们认为短期波动不改公募基金规模市场扩容趋势，且养老金制度改革将为市场带来增量资金，有助于公募基金市场扩容。

自营业务：头部券商去方向化转型领先，业绩稳定性高于中小券商。2021 年及 2022Q1，42 家上市券商自营收入合计分别为 1649.66 亿元、-19.13 亿元，同比增速分别为+13.00%、

-105.80%。年初至今受俄乌局势、美国加息、疫情反复等事件影响，权益市场表现低迷，券商投资净收入同比大幅下跌，22 家券商自营业务出现亏损，自营业务收入分化明显。整体来看中信证券、中金公司、华泰证券等头部券商投资收入较为稳健，与头部券商去方向化转型走在行业前列密不可分，我们认为去方向化转型领先的公司未来也将展现更稳定的投资表现。此外，科创板大幅下跌，对券商跟投持仓的收益形成负面影响。

资本中介业务：两融余额下滑影响利息净收入。2021 年及 2022Q1，42 家上市券商利息净收入合计分别为 629.61 亿元、138.87 亿元，同比增速分别为+14.86%、-6.38%。2021 年日均两融余额为 1.77 万亿元，同比增长 36%。2022Q1 上市券商利息净收入同比下降，主要是因为年初至今市场情绪低迷、投资者风险偏好下降，两融规模呈现下滑的趋势，至 5 月市场企稳，情绪有所修复，两融余额也逐步企稳回升，截至 2022 年 6 月 23 日，两融余额为 1.57 万亿元。股票质押业务规模仍呈持续压缩态势，2020 年券商大额计提股票质押风险准备金以来，股票质押风险逐步释放。

1.4 证券公司盈利能力呈分化格局

2021 年数据来看，上市券商加权 ROE 平均水平为 8.62%，行业趋势来看，证券公司盈利能力分化加剧。2021 年，上市券商中 ROE 最高的为互联网券商东方财富，ROE 为 22.11%，其次为以投行业务为特色的中信建投，ROE 为 15.80%，ROE 排第三位的是中金公司，ROE 为 14.64%。ROE 超过 12%的还有国信证券(12.71%)、中国银河(12.29%)、中信证券(12.07%)、兴业证券(12.04%)，ROE 在 10%-12%之间的有招商证券(11.52%)、国泰君安(11.05%)、财通证券(10.68%)、广发证券(10.67%)、申万宏源(10.26%)。ROE 在 8%-10%之间的券商有 12 家，位于 6%-8%的有 9 家，位于 6%以下的有 9 家。ROE 最高的东方财富高出平均值 13.49 个百分点，而太平洋 ROE 最低，仅为 1.26%个百分点。

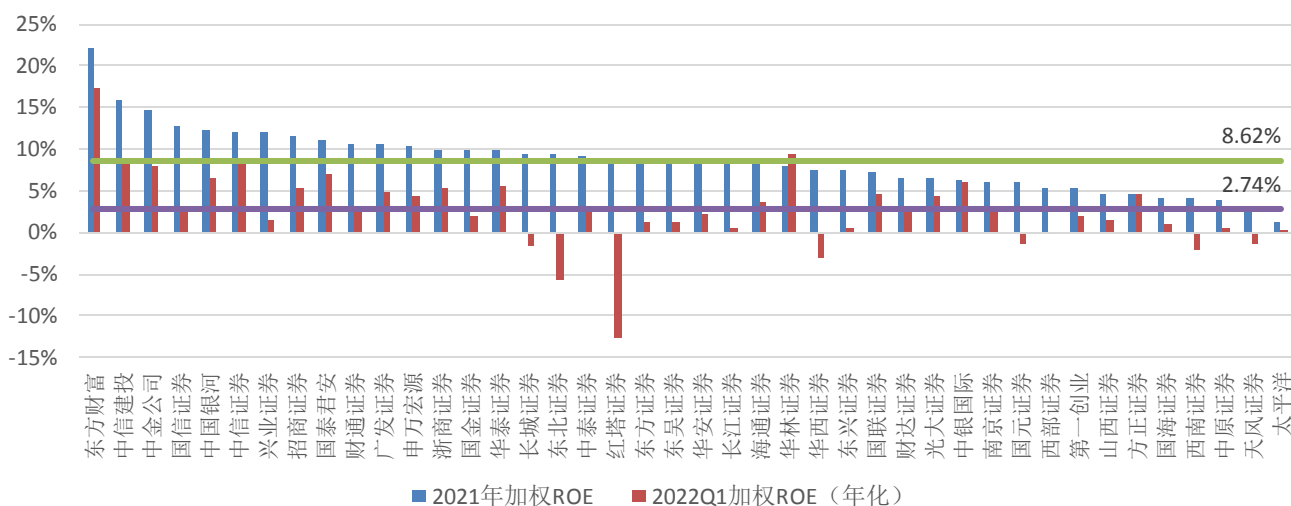
今年一季度以来，受到权益类市场大幅波动影响，券商自营业务分化加剧，从而 ROE 两极分化现象加剧，42 家券商中有 8 家为亏损，ROE 为负数，年化 ROE 最高的仍为东方财富，一季度年化 ROE 为 17.32%，传统券商中年化 ROE 超过 8%的仅有华林证券 9.36%、中信证券 9.04%、中信建投 8.40%、中金公司 8.04%，位于 6%-8%的券商有国泰君安 7%、中国银河 6.56%、中银国际 6.08%，其余 26 家券商年化 ROE 在 0-6%之间。在弱市格局下头部券商的抗风险能力明显好于中小型券商。我们根据总资产及净资产规模，将 42 家券商划分为头部券商(10 家)、中型券商(8 家)及中小型券商(24 家)，头部券商的营收和净利润同比变动幅度分别为-24.60%/-32.31%，好于中大型券商(-40.81%/-64.01%)和中小型券商(-32.33%/-43.43%)。

券商盈利能力出现明显分化现象，且呈现头部券商明显好于小券商的格局。券商净资产规模与券商的盈利能力有一定程度的成正比关系，我们用加权 ROE 来代表券商的盈利能力，2021 年加权 ROE 较高的券商均为净资产规模排名靠前的券商。证券行业在净资产为核心的风控指标体系下，净资本规模是决定证券公司竞争地位、盈利能力、抗风险能力与发展潜力的关键因素。在重资产趋势下，券商盈利能力高低与杠杆水平有较大关

系。我们可以看到，杠杆倍数（剔除客户资产）在 4.0x 以上的券商，除了中泰证券、浙商证券外，其余均为净资产排名靠前的券商。

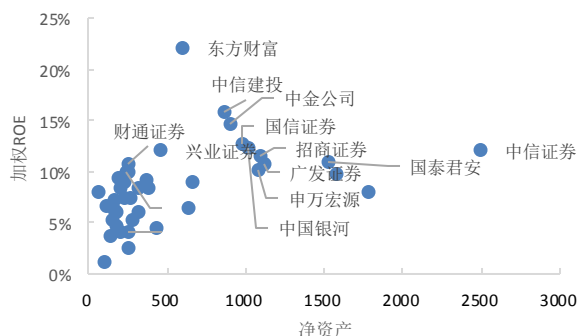
券商 2021 年净资产排名前 10 的大型券商平均 ROE 为 11.31%，杠杆倍数（剔除客户资产）平均值为 4.37x；净资产排名 11-18 位的中型券商平均 ROE 为 10.95%，杠杆倍数（剔除客户资产）平均值为 3.45x；净资产排名 19-42 位的中小型券商平均 ROE 为 6.74%，杠杆倍数（剔除客户资产）平均值为 2.90x，其中净资产排名后 5 的券商平均 ROE 为 4.96%，杠杆倍数为 2.29x。净资产排名前 10 的券商 2022Q1 ROE（年化值）平均值为 5.76%；净资产排名 11-18 位的券商 2022Q1 ROE（年化值）平均值为 5.15%；净资产排名 19-42 位的券商 2022Q1 ROE（年化值）平均值为 0.68%。头部券商的盈利能力、用表能力明显更优，且抗周期性更强，低迷的市场环境中头部和尾部的券商基本面差距扩大，行业马太效应有望继续加强。

图 5：券商 2021 年及 2022Q1 加权 ROE



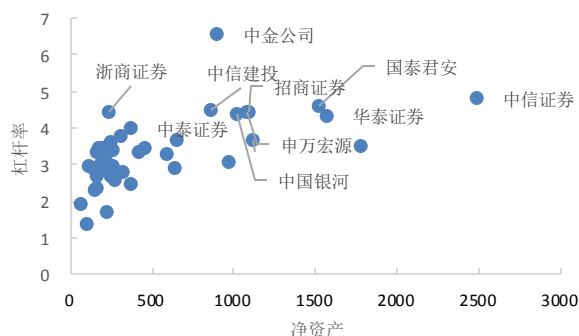
资料来源：wind、财信证券

图 6：上市券商 2021 年加权 ROE 与净资产散点图



资料来源：wind、财信证券

图 7：上市券商 2021 年杠杆率（剔除客户资产）与净资产散点图



资料来源：wind、财信证券

表 1：不同净资产规模券商的盈利能力及杠杆率比较

分类	家数	净资产平均值(亿元)	2021 年加权 ROE 平均值	2021 年杠杆倍数 平均值	2021Q1 加权 ROE 平均值
头部	10 家	1354.89	11.31%	4.37	5.76%
中型	8 家	546.39	10.95%	3.45	5.15%
中小型	24 家	203.32	6.74%	2.90	0.68%

资料来源：wind、财信证券

注：杠杆倍数为剔除客户资产的杠杆倍数。

1.5 头部券商业绩稳定性强于中小券商

2022 年一季度，市场显著下行、基金发行遇冷等不利因素犹如对上市券商进行了一场压力测试，尽管券商转型仍在进行，一季度的业绩情况体现了券商的业绩与资本市场表现仍然高度相关。上市券商业绩下滑主要受自营收入由正转负、经纪业务收入小幅下降的影响。上一节中我们也发现头部券商业绩稳定性明显好于中小券商，我们认为主要得益于：（1）头部券商自营业务去方向化转型及抗风险能力较强，自营业务稳定性好于中小券商；（2）投行业务进一步向头部集中，头部券商投行业务收入增速高于行业增速。头部券商业务收入合计 97 亿元（同比+34.2%），高于行业增速。

头部券商自营业务合计收入 52.23 亿元，为盈利状态，同比下滑 79.65%，而中大型券商和中小型券商自营业务合计亏损分别为 33.76 亿元、37.61 亿元，均为由盈转亏，变动幅度分别为-203.16%、-192.92%。投行业务收入集中度继续上升，头部券商投行业务收入占比达 70.05%，高于去年一季度的 59.98%。且一季度仅头部券商投行业务收入实现正增长，合计实现投行业务收入 97.40 亿元，同比增长 34.23%，而中大型券商和中小型券商投行业务收入变动幅度分别为-23.85%、-4.66%。

利息净收入、资管业务与经纪业务代买收中小券商增速高于头部和中大型券商，头部/中大型/中小型券商利息净收入增速分别为-16.42%/+3.13%/+13.55%，头部/中大型/中小型券商代理买卖证券业务净收入增速分别为-4.98%/-8.27%/4.29%，头部/中大型/中小型券商资管业务净收入增速分别为-4.19%/-6.38%/14.23%。

一季度业绩整体情况来看，头部券商凭借转型走在前列的优势，业绩抗压能力要好于中大型和中小型券商。目前，证券行业仍处于深刻的变革阶段，自营业务面临去方向化转型，财富管理需求日益增长情况下，资管业务面临回归本源、向主动管理转型，投行业务注册制及投行跟投机制的实施，对券商的市场化定价能力及资源整合能力提出更高要求，基金投顾试点推进下，财富管理转型将提速，各业务协同重要性日益凸显。我们预计部分头部券商及中大型券商凭借资本实力、更强的业务能力及合规风控水平，在行业转型变革中更具优势，未来行业马太效应可能更加凸显。

2 影响券商业绩的宏观及政策变量分析

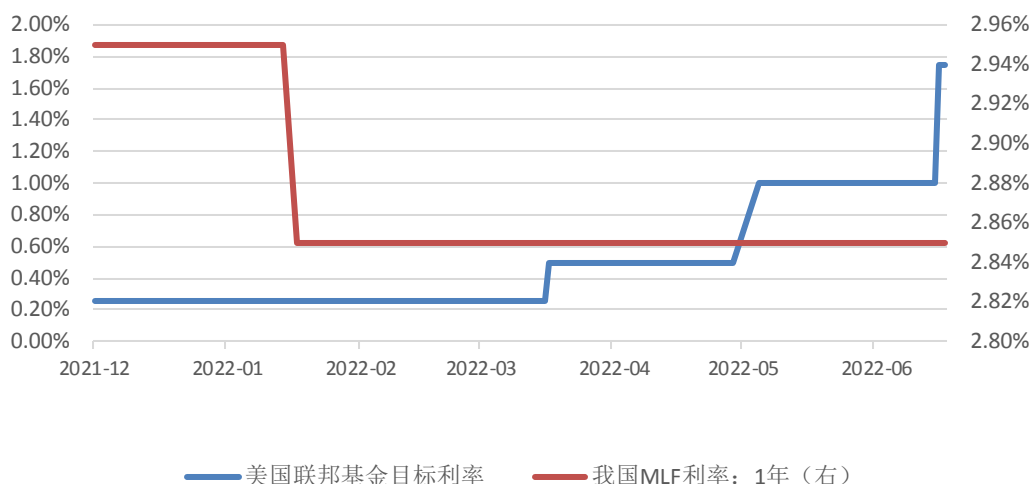
2.1 5 月以来，宏观经济边际向好

今年以来，面对复杂严峻的国际环境和国内疫情带来的严重冲击，党中央、国务院及各地区部门出台了一系列稳增长、促消费政策，着力稳定宏观经济大盘，国内疫情防控形势总体向好，生产需求逐步恢复，就业物价总体稳定，主要指标边际改善，经济形势持续好转，经济复苏势头渐显。5 月份，全国规模以上工业增加值同比增长 0.7%（4 月份为下降 2.9%），环比增长 5.61%，其中装备制造业增加值同比增长 1.1%，4 月份为下降 8.1%。5 月社融数据超预期，5 月新增社融 2.79 万亿元，较去年同期多增 8399 亿元，较 4 月多增 1.88 万亿元，高于市场预期。但 5 月金融数据整体呈现出了总量回升，结构有待进一步改善的特点。出口方面也在好转，出口数据也超出市场预期。M2-M1 剪刀差连续三月走阔。5 月 M2 同比增长 11.1%，较上月上升 0.6 个百分点；M1 同比增长 4.6%，较上月回落 0.5 个百分点；M0 同比增长 13.5%，较上月上升 2.1 个百分点。M2-M1 剪刀差仍未修复，显示出实体企业经营活动仍然偏弱，主要原因在于居民储蓄意愿大于投资意愿，导致居民存款持续高增长，而实体融资需求回升较慢。我们认为，当前围绕“稳增长”的政策铺垫充分，全面复工复产后，需求端改善值得期待，政策落地的效果预计将逐步体现，我们对未来社融结构改善前景偏乐观。经济环境边际向好对权益市场构成利好。

2.2 上半年降准、降息进一步释放流动性，下半年货币政策空间充足

货币政策方面，我国货币政策与美联储货币政策相向而行。2022 年以来，为抑制通胀，多国央行纷纷开启或加速加息进程。美联储分别于 3 月、5 月、6 月加息 25 个基点、50 个基点、75 个基点。而我国经济下行压力下，流动性走向边际宽松。继 2021 年 12 月 15 日全面降准 0.5 个百分点、12 月 20 日 1 年期 LPR 下调 0.05 个百分点后，2022 年货币政策边际放松、通过降准降息进一步释放流动性。2022 年 4 月 25 日，央行降准 0.25 个百分点，释放长期流动性 5300 亿元。1 月、5 月分别对 LPR 利率非对称性下调。1 月 20 日，1 年期 LPR 下调 10 个基点，5 年期 LPR 下调 5 个基点。5 月 20 日，5 年期 LPR 下调 15 个基点，1 年期 LPR 保持不变。今年下半年情况来看，美联储加息周期的外溢效应预计将边际减弱，国内物价有望保持温和走势，稳增长的总体基调下，我国货币政策调控空间仍然充足，施策重点仍将聚焦稳增长，保持流动性合理充裕，加大对实体经济的支持力度。

图 8：中美两国利率调整情况



资料来源：wind、财信证券

2.3 资本市场改革等相关政策回顾及展望

2021 年 12 月召开的中央经济工作会议定调 2022 年全面实施注册制。注册制下，IPO 发行将实现常态化，市场将成为项目筛选和资源配置的主体，新股发行节奏对市场的影响将削弱，股票注册审核的时间也将缩短，从而提升股票发行效率。基于主板市场的上市公司规模较大，全面注册制的实施对将来主板市场的扩容效果预计将会比较显著。

制度建设方面，一是 5 月证监会发布了《中华人民共和国期货和衍生品法》，填补了资本市场法治建设的空白，场外衍生品有了上位法依据，有利于我国场外衍生品市场发展壮大。二是投资端改革方面，国务院办公厅正式印发《关于推动个人养老金发展的意见》，意见的发布有利于我国第三支柱养老保险的发展，对于资本市场来说，进行投资端的改革有利于长期资金的引入，有利于资本市场健康稳定发展，对券商资产管理及财富管理的长期发展利好。三是推出科创板做市业务方面，自 1 月证监会宣布拟引入科创板做市业务，5 月证监会正式发布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》，且上交所也同步发布配套业务细则和指南公开征求意见，目前，多家券商已股东大会通过申请科创板做市业务的方案，科创板做市业务有望年加速地。科创板试行做市商制度，将促进交易机制的改革，在制度上与国际进一步接轨，做市制度有利于提升市场流动性、促进价格发现及稳定市场，有利于提升市场效率，做市业务也将给券商带来新的业务增量。四是公募管理人监管新规落地，5 月 20 日，证监会正式发布了《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，有利于壮大机构投资者队伍、引入长期资金、推进财富管理转型进一步深化均有积极意义。《管理人办法》放宽公募牌照数量限制，坚持“一参一控”政策，允许同一集团下证券资管子公司、保险资管公司、银行理财子公司等专业资管机构申请公募牌照，有利于券商资管申请公募牌照，有利于券商加大对公募基金管理人的布局，将为券商带来新的业务增量。五是货银对付（简称 DVP）改革方面，1 月证监会正式启动货银对付改革，5 月 20 日，证监会正式发布《证券登记结算管

理办法》，同时，中国结算发布两项配套措施，标志着 DVP 改革将在中国资本市场正式落地实施。6 月 20 日起货银对付改革将进入模拟运行期，DVP 改革落地在即，对我国资本市场主要产生两方面的影响。一方面，将有利于防范和化解结算风险，保护投资者合法权益，有利于进一步推进我国资本市场对外开放，从制度上增强和保障了我国结算体系安全性；另一方面，差异化最低结算备付金比例的实施将有利于提高市场资金的使用效率。此外，上半年证监会、交易所和协会等自律机构主要围绕境内外证券交易所互联互通制度、证券承销业务制度、退市工作相关制度、公司债发行注册制改革、沪深交易所北交所上市公司转板规则、全国股转公司分层管理制度、文化建设、从业人员管理细则、稳健薪酬指引等方面进行了制度建设。

下半年，在监管政策导向下，股票发行注册制改革预计将稳步推进，资本市场 IPO 和再融资常态化发行预计仍将继续，科创板做市交易业务有望加速落地，期货期权等市场风险管理工具品种预计将更加丰富，境内外市场互联互通改革有望加速，资本市场投资端改革步伐预计将进一步加快。资本市场制度型开放预计将进一步推进，拓展境内外市场互联互通范围，深化内地与香港资本市场的合作，推进境内企业境外上市监管制度落地。未来，随着行业财富管理趋势、机构化趋势、全面注册制等改革继续深化，预计行业仍将处于深刻的变革阶段。

3 分化背景下券商各业务竞争力比较分析

3.1 经纪业务竞争力比较分析

2021 年，市场日均股基成交额 11370 亿元，同比增长 25.33%，代买收净佣金率为 0.242%，较 2020 年的 0.263% 继续下滑，下滑幅度 8.02%。2022 年一季度，市场日均股基成交额 10920 亿元，同比增长 7.04%，环比减少 9.72%。

从 2021 年及 2022 年一季度经纪业务手续费净收入增速来看，互联网经纪券商东方财富展现了其流量变现的优势，2021 年及 2022Q1 经纪业务手续费净收入同比增速分别为+56.02%、+28.93%，维持上市券商第一位。其次，中小券商浙商证券、东吴证券 2021 年及 2022Q1 经纪业务手续费净收入增速分别维持在上市券商第二、第三位，浙商证券增速+41.91%/+20.96%，东吴证券增速+38.45%/+16.30%，后文我们将会分析其增长的驱动因素。天风证券 2021 年、2022Q1 增速分别为+33%、+9.04%，分别位列上市券商第五、第七，华林证券 2021 年、2022Q1 增速分别为+32.99%、+12.61%，分别位列上市券商第六、第五。中信建投 2021 年、2022Q1 增速分别为+28.95%、+13.62%，分别位列上市券商第九、第四。东方证券 2021 年经纪业务手续费净收入增速+38.02%，位列上市券商第四，但今年一季度同比增速为+6.63%，下滑至上市券商第九。

财富管理转型方面，我们主要关注金融产品代销指标。2021 年行业财富管理转型进一步深化。2021 年行业代销金融产品净收入 206.90 亿元，同比增长 53.96%，占经纪业

务手续费净收入比重达 13.39%，较 2020 年的 10.37% 上升 3.02 个百分点。从代销金融产品占经纪业务手续费净收入的比重来看（东方财富天天基金代销金融产品收入未包含其中），浙商证券 2021 年代销金融产品占比已达 29.34%，位列行业第一，东方证券（21.07%）、中信证券（20.39%）、兴业证券（20%）、山西证券（19.55%）、中金公司（19.27%）等 5 家券商代销金融产品占比均超 20% 或约 20%；此外，还有国金证券（17.51%）、财通证券（16.96%）、中信建投（16.95%）、光大证券（15.02%）、广发证券（14.81%）、国信证券（14.05%）等 6 家券商代销金融产品收入占比超行业水平。代销金融产品收入同比增速来看，2021 年东吴证券（+194.35%）、海通证券（+175.27%）、华西证券（+144.43%）、中泰证券（+133.79%）、国联证券（+132.54%）、西南证券（+124.86%）、中国银河（+120.33%）、国泰君安（+117.33%）、浙商证券（106.63%）、申万宏源（104.49%）等位于行业前十，天风证券（+93.86%）、华安证券（92.68%）、东北证券（+88.68%）、财达证券（+85.44%）、广发证券（+85.28%）等 16 家券商代销金融产品收入在 50% 以上。具体来看，浙商证券（+106.63%）2021 年代销金融产品收入同比增速较快，且 2021 年代销收入占比位于行业第一；东吴证券（+194.35%）、海通证券（175.27%）2021 年代销金融产品收入同比增速位于行业第一、第二，从 2021 年代销收入占比较小，东吴证券（5.83%）、海通证券（6.28%）位于行业较为落后位置，后期潜力值得关注。华西证券（+144.43%）代销金融产品收入增速位于行业第三，代销占比由 2020 年的 5.98% 快速增长至 11.51%，中泰证券（+133.79%）代销金融产品收入增速位于行业第四，代销占比由 2020 年的 4.69% 增至 2021 年的 9.37%，国联证券（+132.54%）代销金融产品收入增速位于行业第五，代销占比由 2020 年的 5.57% 快速增长至 11.20%，西南证券（+124.86%）代销金融产品收入增速位于行业第五，代销占比由 2020 年的 3.86% 增至 2021 年的 8.12%，财富管理转型速度亮眼。

目前来看，金融产品代销业务收入已成为券商经纪业务转型财富管理的重要驱动力。根据海外成熟财富管理市场经验，财富管理发展成熟阶段将以买方投顾模式为主。只有买方投顾模式下，财富管理业务才能回归“代客理财”本源，引导或帮助客户优化资产结构，进行资产配置，追求长期稳定收益的投资理念，为客户实现保值增值的财富管理目标。根据美国共同基金销售数据来看，美国家庭多数通过投资顾问参与公募基金。目前国内投资者主要通过基金代销机构参与公募基金投资，随着投资者投资理念的转变，再加上政策助力，我们认为国内正在进行的基金投顾业务面临巨大的市场空间。

目前我国投资顾问业务发展仍处于起步阶段，基金投顾尚处于试点阶段，2019 年 10 月，中国证监会发布《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，标志着公募基金投资顾问业务试点正式落地。基金投顾业务展业方面，据财联社消息，第二批次 20 家证券公司中已有中信证券、招商证券、国信证券、东方证券、财通证券、中泰证券、山西证券等 12 家展业。从签约资产规模方面，我们建议重点关注国联证券（2021 年末签约资产 102.63 亿元）、华泰证券（2021 年末签约资产 195.11 亿元）、东方证券（截止 2022 年 3 月 25 日，签约资产 100.07 亿元）等的进展情况。

经纪业务转型另外一个值得重点关注的方向是机构化，我们通过交易席位租赁费占代理买卖证券业务手续费净收入（含席位租赁）比重、代理机构客户买卖证券交易额占

代理全部客户买卖证券交易额比重两个维度来观察上市券商机构化进展。席位租赁费占代理买卖证券业务收入比重来看，天风证券（65.67%）、华西证券（42.28%）、东方证券（41.45%）、兴业证券（38.62%）、浙商证券（36.58%）、东吴证券（32.06%）、西部证券（29.13%）、中信建投（25.31%）、中金公司（24.70%）、海通证券（24.12%）、光大证券（22.65%）、东北证券（22.04%）、华西证券（21.22%）比重在 20% 以上。代理机构客户买卖证券交易额占比来看，天风证券（85.67%）、中金公司（81.79%）、东方证券（76.74%）、中信证券（75.62%）、中信建投（73.44%）、兴业证券（72.62%）、第一创业（70.57%）、长江证券（65.77%）、国泰君安（65.77%）、招商证券（64.50%）、申万宏源（64.03%）、中银证券（62.18%）、西部证券（60.49%）等 13 家券商占比超过 60%。从数据来看，机构化进展较快的券商头部、中大型券商更多，中小券商中天风证券、华西证券、浙商证券、东吴证券、第一创业等均值得关注。

综合考虑经纪业务手续费净收入占营业收入比重，及财富管理、客户机构化转型相关情况，我们建议重点关注以下券商经纪业务转型进展：

（1）东方财富：2021 年市场情绪较高，交投活跃情况下，凭借互联网流量变现，经纪业务手续费净收入份额提升较大。2022 年一季度弱市下，公司手续费及佣金净收入（主要是经纪业务手续费净收入）下降 9.10%，与市场股基交易额下降幅度基本相当。公司主要通过旗下天天基金开展基金代销业务，凭借互联网变现优势，代销规模位于行业前列。业务结构上，2021 年公司代销金融产品收入（金融电子商务服务业务）、证券业务收入（主要是经纪、两融业务）占比分别为 39%、59%。公司作为互联网金融服务平台龙头公司，在证券业务及基金代销业务上实现流量变现，具有低成本获客优势，在市场机构化提速、基金发行规模持续扩大的背景下，公司基金代销业务拥有持续增长空间。

（2）浙商证券：传统代理买卖证券业务方面，2021 年浙商证券同比增速为 22.52%，与市场股基交易额上升幅度基本相当。浙商证券财富管理转型进展较快且在行业内突出，2020 年、2021 年代销金融产品净收入占经纪业务手续费净收入比重分别为 19.75%、29.34%，2021 年代销金融产品净收入增速达 106.63%，为公司经纪业务手续费净收入增长贡献较大。公司经纪业务向机构化转型方面，浙商证券 2021 年交易席位租赁费大幅提升 222.89%，提升至 4.21 亿元，占代理买卖证券业务（含席位租赁）收入比重达 36.58%，而 2020 年该比重仅为 13.88%。公司不断提升机构经纪业务比重，从而优化客户结构与收入结构，保持经纪业务品牌竞争力。

（3）东吴证券：财富管理转型方面，2021 年公司代销金融产品收入增速位于上市公司第一位，2021 年代销金融产品收入 1.06 亿元，同比增幅 194.35%，代销金融产品收入占经纪业务手续费净收入比重仍较小，2020、2021 年分别位 2.62%、5.83%，也低于行业水平。机构化转型方面，2021 年公司席位租赁费占代理买卖证券业务收入比重达 32.06%，同比提升 13.21 个百分点。2021 年席位租赁费 2130 万元，同比增长 182.84%。

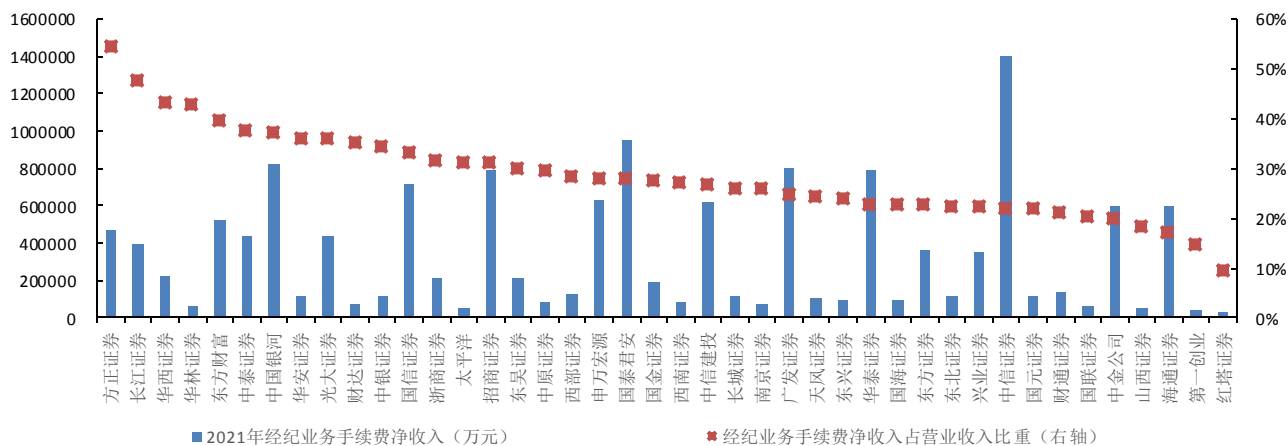
（4）天风证券：机构化转型在行业内特别突出，天风证券客户交易近 90% 为机构客户，根据证券业协会公布数据，公司 2021 年代理机构客户买卖证券交易额占代理全部客

户买卖证券交易额比例 86%。2020 年、2021 年席位租赁费占代理买卖证券业务收入比重分别为 62.37%、65.67%。财富管理转型方面，代销金融产品业务进展较快但仍处于市场落后水平，2021 年代销金融产品收入 3986 亿元，同比增长 93.86%，占代理买卖证券业务（含席位租赁）收入比重为 4.02%，处于上市券商第 36 位。

（5）华西证券：公司财富管理转型进展较快，2021 年公司代销金融产品收入 2.42 亿元，同比增长 144.43%，占经纪业务手续费净收入比重由 2020 年的 5.98%提升至 11.51%，提升了 5.53 个百分点。同时，公司机构经纪业务增速加快，2021 年公司席位租赁费 3.95 亿元，同比增长 116.18%，增速位于上市券商第 5 位，席位租赁费占代理买卖证券业务收入比重由 2020 年的 11.73%提升至 21.22%。

（6）国联证券：公司财富管理转型进展快，基金投顾走在行业前列。国联证券 2021 年实现代销金融产品收入 6822 亿元，同比增长 132.57%；代销金融产品收入占经纪业务手续费收入比重由 2020 年的 5.57%提升至 2021 年的 11.20%，提升了 5.63 个百分点。公司为第一批基金投顾业务试点券商，基金投顾规模持续提升并位于行业前列，业务高速发展。公司 2021 年代理机构客户买卖证券交易额占代理全部客户买卖证券交易额比例为 36.17%，2021 年席位租赁费占代理买卖证券业务收入（含席位）比重提升至 8.69%，提升 3.11 个百分点。

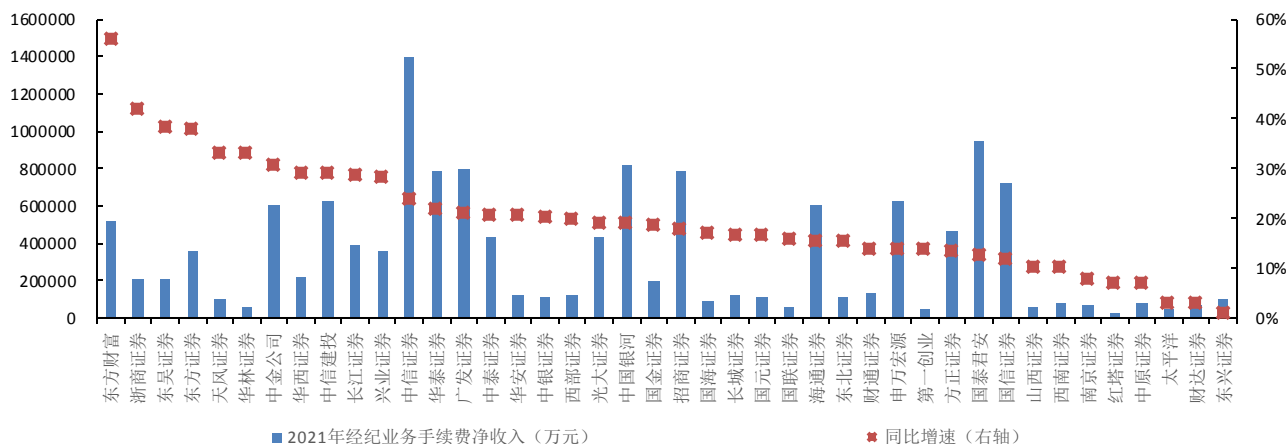
图 9：2021 年上市券商经纪业务手续费净收入占营业收入比重排名



资料来源：wind、财信证券

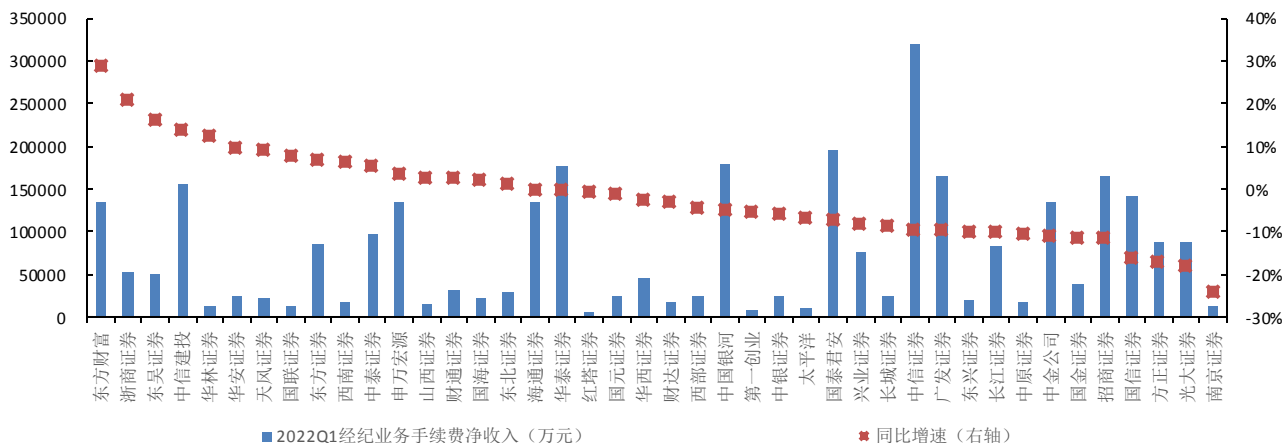
注：因财务报表营业收入含其他业务收入，主要是期货风险子公司大宗商品销售收入，我们计算比重时分母营业收入为剔除其他业务收入后的数据。

图 10：2021 年上市券商经纪业务手续费净收入同比增速排名



资料来源：wind、财信证券

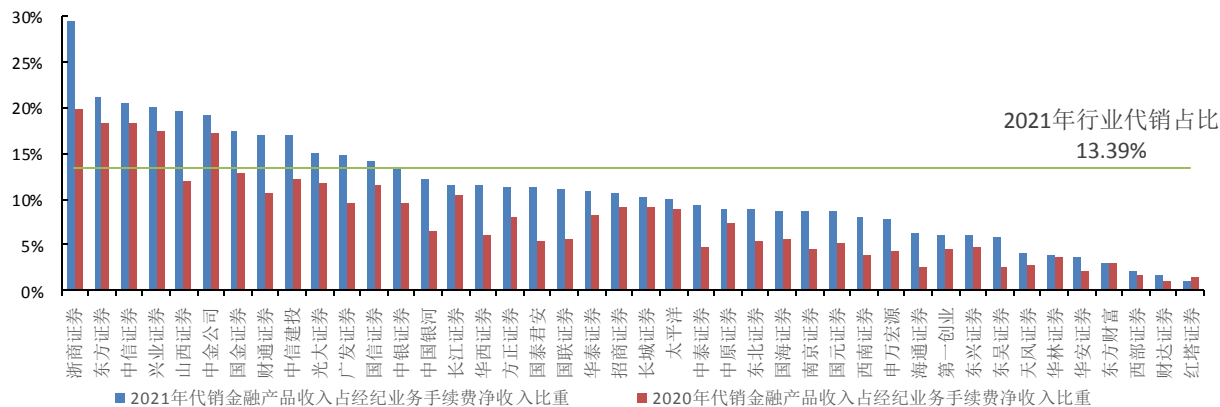
图 11：2022Q1 上市券商经纪业务手续费净收入同比增速排名



资料来源：wind、财信证券

注：因东方财富季报中未披露手续费及佣金净收入各项数据情况，而其手续费及佣金净收入主要由经纪业务手续费净收入组成，我们用手续费及佣金净收入数据代替计算。

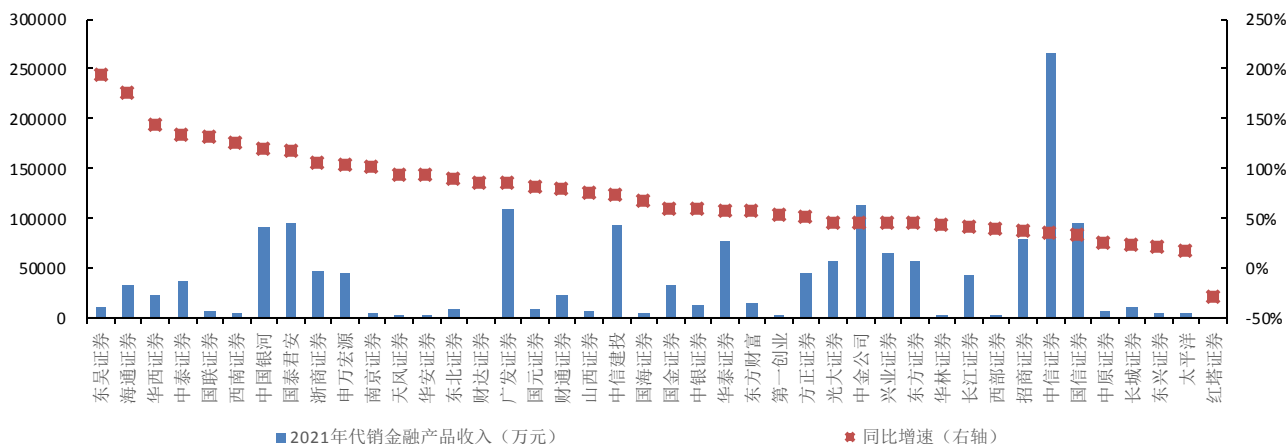
图 12：2021 年上市券商代销金融产品收入占经纪业务手续费净收入比重排名



资料来源：wind、财信证券

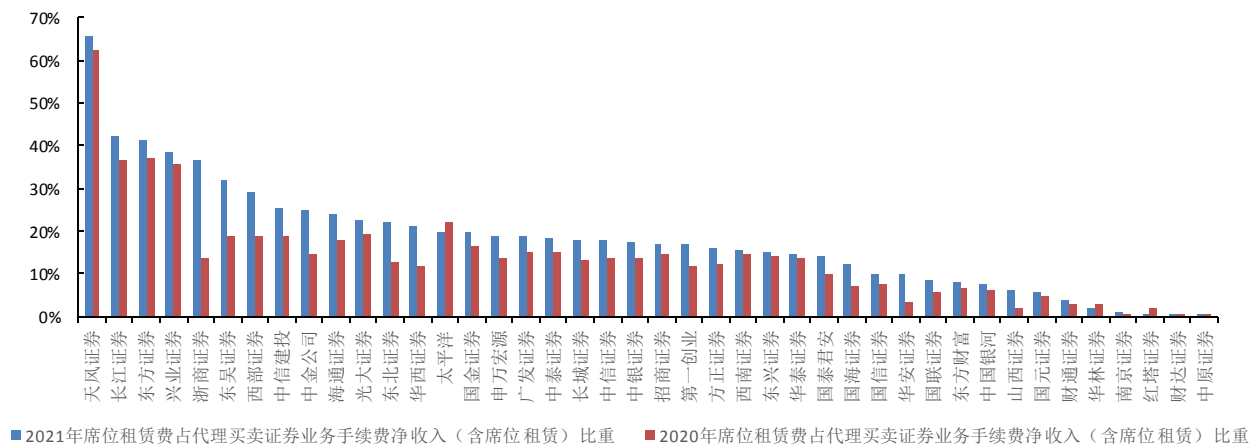
注：计算比重时分母为剔除期货经纪业务手续费净收入后的数据。

图 13：2021 年上市券商代销金融产品收入同比增速排名



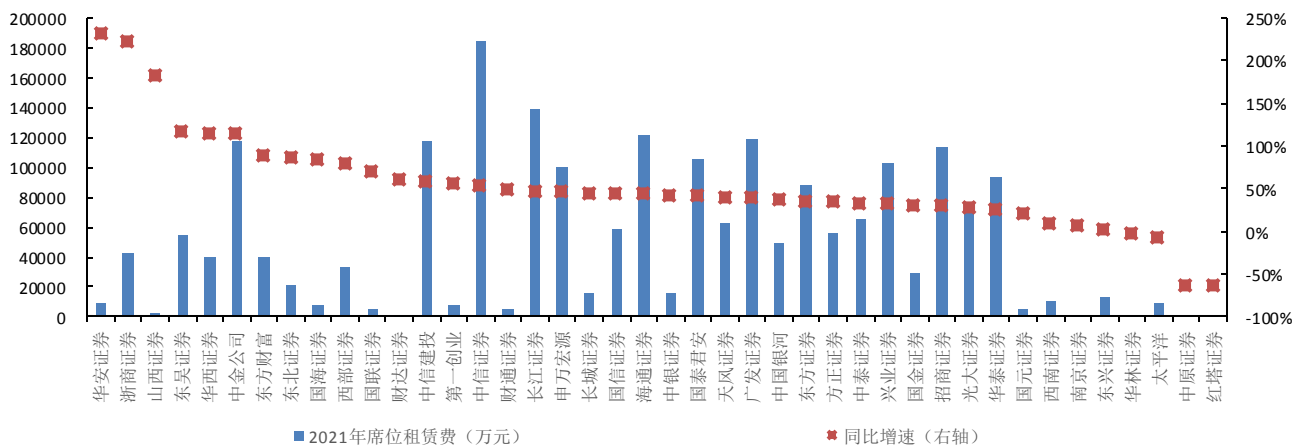
资料来源：wind、财信证券

图 14：2021 年上市券商席位租赁费占代理买卖证券业务手续费净收入（含席位租赁）比重排名



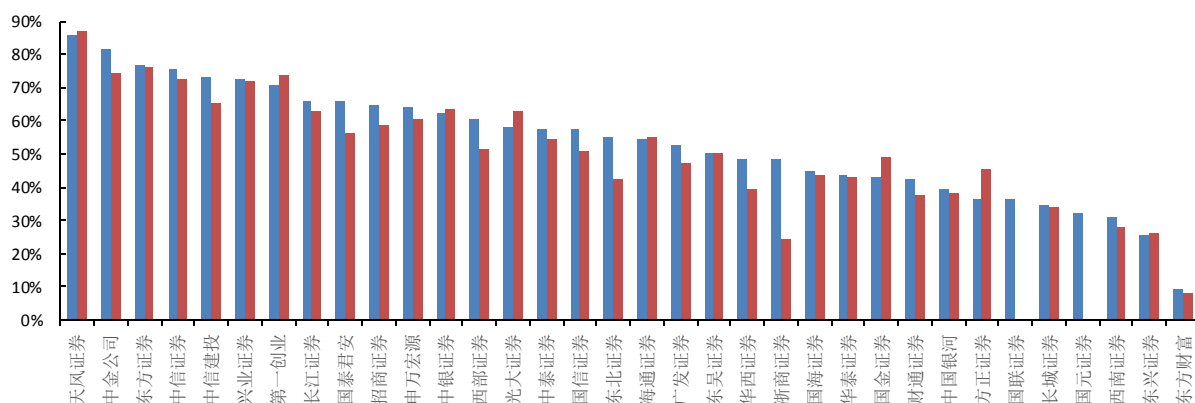
资料来源：wind、财信证券

图 15：2021 年上市券商席位租赁费同比增速排名



资料来源：wind、财信证券

图 16：2021 年上市券商代理机构客户买卖证券交易额占代理全部客户买卖证券交易额比重排名



■ 2021 年代理机构客户买卖证券交易额占代理了全部客户买卖证券交易额比重 ■ 2020 年代理机构客户买卖证券交易额占代理了全部客户买卖证券交易额比重

资料来源：中国证券业协会、财信证券

注：该指标代理机构客户买卖证券交易额占代理全部客户买卖证券交易额的比例=代理机构客户买卖证券交易额/代理全部客户买卖证券交易额；该指标仅公布“代理机构客户买卖证券交易额”位于行业中位数以上的公司的排名。

表 2：获批基金投顾业务资格的券商名单

获批时间	机构
2020 年 2 月	银河证券、中金公司、中信建投、国泰君安、申万宏源、华泰证券、国联证券等 7 家券商
2021 年 7 月	中信证券、国信证券、招商证券、东方证券、兴业证券、安信证券、浙商证券、平安证券、光大证券、中泰证券、国金证券、中银证券、山西证券、东兴证券、南京证券、华安证券、东财证券、财通证券、华西证券和华宝证券等 20 家券商

资料来源：证券时报、公司公告、财信证券

表 3：基金投顾已展业券商基本情况一览表

基金投顾品牌	上线日期	取得成果
第一批次		
国联证券 “大方向”	2020.4	截止 2021 年末，签约客户 15.03 万户，签约资产 102.63 亿元
银河证券 “财富星”	2020.5	截止 2021 年 7 月，服务客户近 6 万人，保有资产超 20 亿元，盈利客户占比近 70%
国泰君安 “君享投”	2020.6	截止 2021 年末，签约客户 15 万户，客户资产规模 83 亿元
中信建投 “蜻蜓管家”	2020.9	截止 2021 年末，累计签约客户近 9.18 万户
中金公司 “A+基金投顾”	2020.9	截止 2021 年 9 月 16 日，签约客户 4.12 万名，签约资产超 43 亿元
申万宏源 “星基汇”	2020.9	截至 2021 年 6 月末，签约客户达 8.1 万户，签约资产 29 亿元
华泰证券 “省心投”	2020.10	截止 2021 年末，签约客户 72.21 万户，签约资产已达 195.11 亿元
第二批次		
中信证券 --	2021.11	截止 2021 年末，签约客户超 9 万户，签约资产超 70 亿元
招商证券 “e 招投”	2021.11	截止 2021 年末，签约资产近 24 亿元
国信证券 “国信智投”	2021.11	--
东方证券 “善于投”、“乐	2021.11	截至 2022 年 3 月 25 日，累计服务客户 12.34 万人，签约资产

	于顾”		100.07 亿元
财通证券	--	2021.12	截止 2021 年末, 签约客户超 5800 户, 签约资产超 9000 万元
中泰证券	“齐富投”	2021.12	--
山西证券	“小富汇投”	2021.11	--

资料来源: 财联社、证券时报、公司定期报告、财信证券整理、公司业绩发布会

3.2 投行业务竞争力比较分析

投行业务手续费净收入占营业收入比重来看, 东兴证券(25.93%)、国金证券(25.40%)、中信建投(24.20%)、中金公司(23.37%)、中原证券(22.20%)等 5 家券商占比在 20% 以上, 天风证券(19.89%)、国元证券(17.66%)、国联证券(17.19%)、浙商证券(16.36%)、华林证券(15.21%)等 5 家券商占比为 15%-20% 间。

投行业务手续费净收入增速来看, 2021 年增速在 50% 以上的有 5 家, 分别为中原证券(+207.56%)、国联证券(+85.22%)、东方财富(+61.80%)、华林证券(+61.57%)、国元证券(+52.77%), 均为中小券商。南京证券(+34.31%)、东北证券(+34.09%)、华安证券(+31.69%)、长城证券(+27.32%)、申万宏源(+26.46%) 增速位列 6-10 位。2022 年一季度情况来看, 东兴证券(+220.45%)、中信建投(+95.44%)、国联证券(+91.42%)、中金公司(+58.84%)、山西证券(+55.92%)、长城证券(+51.43%) 增速达 50% 以上, 方正证券(+49.72%)、国泰君安(+47.11%)、财达证券(+43.23%)、第一创业(+42.30%)、华林证券(+42.26%)、海通证券(+38.02%)、兴业证券(+34.37%)、天风证券(+31.53%) 同比增速在 30%-50% 间。

根据各券商投行业务手续费净收入占营收比重较大, 以及增速情况及增速的驱动因素分析, 我们优选以下具备投行特色券商, 其基本情况如下:

(1) 中信建投: 2021 年公司投行业务手续费净收入占营业收入比重达 24.20%, 在上市券商位列第三位, 2021 年公司投行业务手续费净收入 56.31 亿元, 位于上市券商第三位, 同比下滑 3.85%, 主要是因为公司 IPO 承销规模下滑, 2021 年公司 IPO 承销规模、债券承销规模分别为 547 亿元、14094 亿元, 同比增速分别为 -34.89%、+26.15%, 公司 2021 年 IPO 承销规模、债券承销规模排名分别位列行业第三、第二。2022 年一季度, 公司投行业务手续费净收入 15.87 亿元, 位于上市券商第三位, 同比增长 95.44%, 2022 年一季度, 公司 IPO 承销规模 275.80 亿元 (46 单), 同比增长 358.56%。公司投行业务位于行业领先地位, 随着 IPO 注册制的实施, 投行业务头部集中的特征更加明显, 建议重点关注中信建投。

(2) 中金公司: 2021 年公司投行业务手续费净收入占营业收入比重达 23.37%, 在上市券商位列第四位。2021 年公司投行业务手续费净收入 70.36 亿元, 位于上市券商第二位, 同比增长 18.14%, 主要是因为公司 IPO 承销业务增速较快。2021 年公司 IPO 承销规模、债券承销规模同比增速分别为 +114.97%、+19.90%, 公司 2021 年 IPO 承销规模、

债券承销规模分别为 1075 亿元、8267 亿元，排名分别位列行业第二、第五。2022 年一季度，公司投行业务手续费净收入 15.17 亿元，位于上市券商第四位，同比增长 58.84%，2022 年一季度，公司 IPO 承销规模 107.73 亿元（24 单），同比增长 259.64%。随着 IPO 注册制的实施，投行业务头部集中的特征更加明显，建议重点关注中金公司。

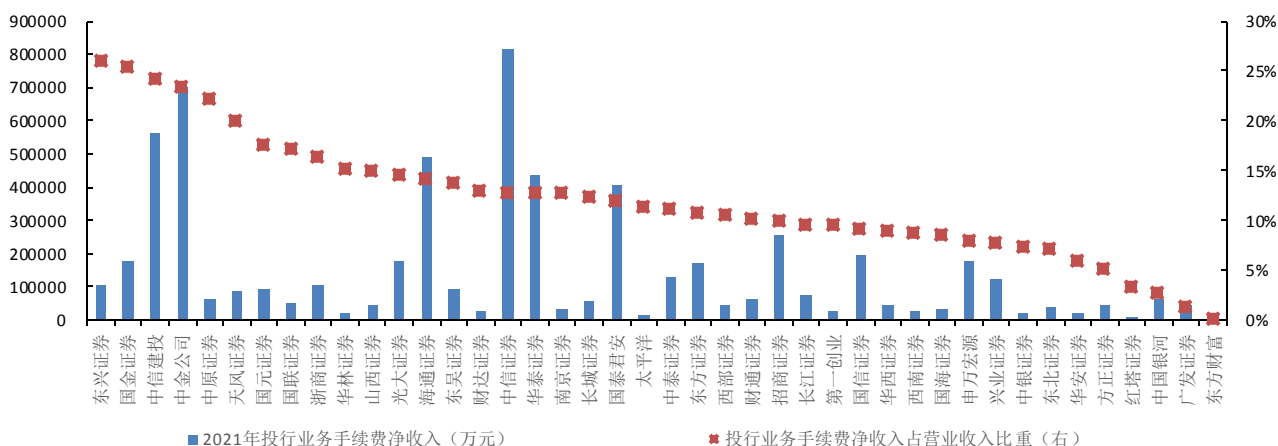
（3）国金证券：2021 年公司投行业务手续费净收入占营业收入比重达 25.40%，在上市券商位列第二位。2021 年公司投行业务手续费净收入 18.10 亿元，位于上市券商第九位，同比增长 8.64%，2021 年公司 IPO 承销规模、债券承销规模同比增速分别为 -17.47%、+3.47%，公司 2021 年 IPO 承销规模、债券承销规模分别为 142 亿元、944 亿元，排名分别位列上市券商第八、第十九。2022 年一季度，公司投行业务手续费净收入 3.49 亿元，位于上市券商第十一位，同比增长 0.33%，2022 年一季度，公司 IPO 承销规模为 0 亿元，低于我们预期，公司以投行业务 IPO 为特色的券商，后期重点关注其进展情况。

（4）国联证券：2021 年公司投行业务手续费净收入占营业收入比重达 17.19%，在上市券商位列第八位。2021 年公司投行业务手续费净收入增长 85.22%，主要是因为债券承销业务增速较快。公司投行业务债强股弱，2021 年公司债券承销规模 428.89 亿元，排名行业第 34 位，同比增长 126.71%。2022 年公司 IPO 承销有望取得较好成绩，2022 年一季度，公司 IPO 承销规模 10.38 亿元（1 单），而去年 IPO 全年才 4 亿元。建议后期关注公司 2022 年 IPO 承销规模增长情况。

（4）国元证券：2021 年公司投行业务手续费净收入占营业收入比重达 17.66%，在上市券商位列第七位。国元证券 2021 年投行业务手续费净收入 9.50 亿元，同比增长 52.77%。主要是公司 IPO 承销业务增速较大，公司 2021 年 IPO 承销家数 14 家，较 2020 年增加 5 家，承销规模 85.24 亿元，同比增长 65.28%。且今年一季度继续保持成长性，一季度 IPO 承销 2 家，承销规模 15.25 亿元，同比增长 63.58%。债券承销规模 2021 年同比减少 49.64%，一季度同比增长 34.98%。建议关注公司后期投行业务情况。

（5）华林证券：2021 年公司投行业务手续费净收入占营业收入比重达 15.21%，在上市券商位列第十位。华林证券投行业务成长性有待观察。2021 年公司投行业务手续费净收入 2.12 亿元，同比增长 61.57%，今年一季度实现投行业务手续费净收入 5289 万元，同比增长 42.26%。2021 年公司 IPO 承销、债券承销规模均实现迅速增长，IPO 承销家数 4 家，承销规模 25.77 亿元，同比增长 102.39%，债券承销规模 192.73 亿元，同比增长 65.44%。今年一季度公司 IPO 承销 1 家，承销规模达 20.75 亿元，同比增长 331.31%。建议关注公司后期投行业务进展情况。

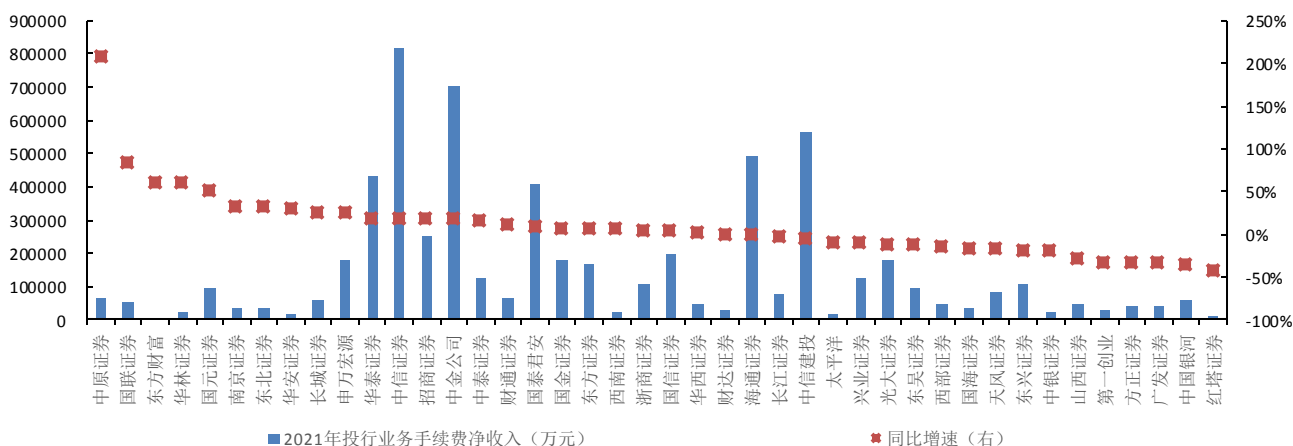
图 17：2021 年上市券商投行业务手续费净收入占营业收入比重排名



资料来源：wind、财信证券

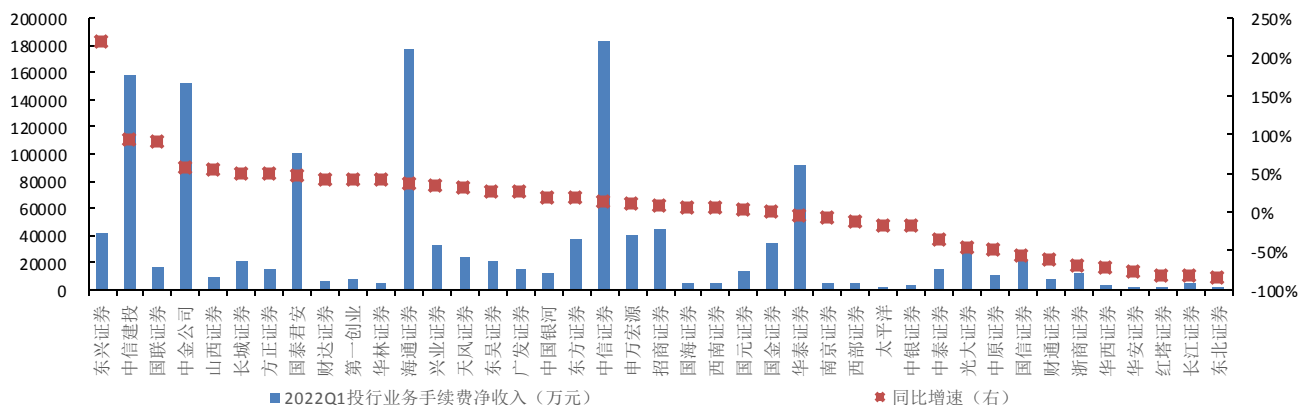
注：因财务报表营业收入含其他业务收入，主要是期货风险子公司大宗商品销售收入，我们计算比重时分母营业收入为剔除其他业务收入后的数据。

图 18：2021 年上市券商投行业务手续费净收入同比增速排名



资料来源：wind、财信证券

图 19：2022Q1 上市券商投行业务手续费净收入同比增速排名



资料来源：wind、财信证券

3.3 资管业务竞争力比较分析

资管业务方面，一方面主动管理转型做的突出的券商占优势，近年来迎来高增长，另一方面，券商通过持有基金公司股权，分享公募基金快速增长的红利。

根据测算的资管业务（含基金公司参控股收益）贡献利润占公司归母净利润比重，2021 年资管业务贡献占比较高的券商有天风证券（69.06%）、东方证券（48.26%）、长城证券（43.33%）、第一创业（42.77%）、西南证券（40.00%）、财通证券（26.25%）、兴业证券（25.59%）、光大证券（24.53%）、广发证券（24.41%）、国海证券（21.12%）等 10 家券商，贡献占比超过 20%。此外，还有招商证券（19.58%）、东北证券（19.52%）、华泰证券（17.51%）、长江证券（17.08%）、中银证券（15.93%）、华安证券（12.50%）、中信证券（12.08%）、申万宏源（11.74%）、海通证券（10.99%）等 9 家券商资管业务贡献占比超过 10%。

2021 年各券商资管业务手续费净收入（含基金管理业务手续费净收入）增速来看，国联证券（+96.39%）、中泰证券（+61.97%）、东北证券（+54.21%）、兴业证券（+50.90%）、广发证券（+50.74%）5 家券商资管业务手续费净收入在 50% 以上，西部证券（+47.06%）、东方证券（+46.91%）、国信证券（+46.22%）、中信证券（+46.16%）、国海证券（+40.23%）、财达证券（+37.43%）、华安证券（+35.56%）、国元证券（+34.72%）、第一创业（+33.88%）、长城证券（+32.91%）、华泰证券（+30.26%）等 11 家券商增速在 30%-50% 间。

2022Q1 各券商资管业务手续费净收入增速来看，增长与下滑的券商各半，正增长的券商有 20 家，西部证券（+273.85%）、东北证券（+225.79%）、光大证券（+71.95%）、国联证券（+70.33%）、浙商证券（+65.25%）、中泰证券（+61.80%）、国元证券（+57.28%）、华安证券（+46.05%）、华泰证券（+39.74%）等 9 家券商资管业务手续费净收入同比增速在 30% 以上。此外，长城证券（+27.67%）、第一创业（+21.71%）、方正证券（+20.70%）、国信证券（+17.54%）、申万宏源（+11.16%）、中银证券（+10.49%）等 6 家券商资管业务手续费净收入增速在 10%-30%。

根据中国证券投资基金业协会公布的 2021 年第四季度券商私募资管规模相关数据来看，券商私募资管规模位于前列的券商主动管理能力转型呈现差异化格局，中金公司（98.78%）、财通证券（97.69%）、五矿证券（97.17%）、中泰证券（96.31%）、广发证券（95.46%）5 家券商私募资管规模中主动管理规模占比在 95% 以上，中信证券（89.61%）、国金证券（88.85%）、平安证券（87.63%）、光大证券（87.18%）、海通证券（86.57%）、中信建投（83.69%）、华泰证券（81.63%）、国信证券（80.15%）主动管理规模占比在 80%-90% 之间。主动管理能力还有待提升的券商分别是招商证券（78.81%）、国泰君安（75.10%）、中银国际（68.79%）、国联证券（62.91%）、申万宏源（55.62%）、银河证券（54.31%）。

对于券商行业而言，公募基金业务已成为证券公司资产管理业务转型的重要发力点之一，业内多家证券公司陆续设立资产管理子公司并积极准备公开募集证券投资基金管理业务资格的申请，公募基金业务将成为行业资产管理业务新的增长点，放宽公募牌照

数量限制，“一参一控一牌”政策，有利于券商资管申请公募牌照，有利于券商加大对公募基金管理人的布局，新规落地有利于加快券商资产管理业务转型，分享公募基金业务发展机遇。目前，正申请设立资管子公司的券商包括中金公司、万联证券、申万宏源、国金证券、中信证券、中信建投、东兴证券、国海证券、华创证券、国联证券、国信证券、华安证券等 12 家券商。也有不少券商在深入布局公募基金行业，国泰君安拟增持华安基金，由 2021 年末的 28%增至 51%持股比例，达到控股的目的，西部证券已增持西部利得基金至 100%控股。

综合以上各方面因素，根据公司定期报告披露相关信息，我们梳理了重点关注的资产管理特色的券商资产管理业务基本情况如下：

(1) 东方证券：2021 年东方证券资产管理贡献净利润测算 25.92 亿元，排名上市公司第三，占归母净利润比重达 48.26%，资产管理业务收入占营收比重达 30.10%。公司旗下资管子公司上海东方证券资产管理有限公司，根据中证协公布的证券公司排名数据，公司资产管理业务收入为 2017 年以来连续 5 年排名证券行业第一。公司持有汇添富基金 35.412%股权、长城基金 17.647%的股权。2021 年公司资产管理业务净收入 36.22 亿元，同比增长 46.91%，2022 年一季度公司资管业务收入 7.58 亿元，同比减少 26.39%。2021 年公司资产管理规模 3659.29 亿元，同比增长 22.57%，其中主要为公募基金，公募基金规模 2696.22 亿元，同比增长 35.06%。2021 年汇添富基金实现营收 93.79 亿元，净利润 32.63 亿元，汇添富基金公募规模 9311.81 亿元（排名第七），同比增长 11.71%，其中非货币公募 6111.83 亿元（排名第五），同比增长 11.09%。2021 年长城基金实现营收 10.38 亿元，净利润 1.65 亿元，长城基金公募基金规模 2068.61 亿元，同比增长 20.02%，其中非货币公募 996.74 亿元，同比增长 17.63%。

(2) 长城证券：2021 年长城证券资产管理贡献净利润测算约为 8.18 亿元，占归母净利润比重达 46.31%，资产管理业务收入占比 19.59%。公司参股景顺长城基金管理有限公司 49%股权，参股长城基金管理有限公司 47.059%股权，2021 年两家基金公司权益法确定的收益达 7.65 亿元，占公司归母净利润比重达 43.33%。2021 年，景顺长城基金实现营收 45.20 亿元，净利润 14.02 亿元，公募基金规模 5454.32 亿元，同比增长 43.94%，非货币基金规模 3718.79 亿元，同比增长 58.07%。2021 年长城基金实现营收 10.38 亿元，净利润 1.65 亿元，长城基金公募基金规模 2068.61 亿元，同比增长 20.02%，其中非货币公募 996.74 亿元，同比增长 17.63%。

(3) 西南证券：2021 年西南证券资产管理业务贡献净利润测算为 4.15 亿元，占公司归母净利润比重达 40%。西南证券持股银华基金管理股份有限公司 44.10%股权，2021 年银华基金权益法计算收益为 4.07 亿元，占公司归母净利润比重 39.18%。2021 年银华基金实现营收 39.86 亿元，净利润 9.22 亿元，公司管理公募基金规模 5166.12 亿元，同比增长 6.29%，其中非货币基金规模 2256.38 亿元，同比增长 9.06%。

(4) 第一创业：2021 年第一创业资产管理业务贡献净利润测算为 2.41 亿元，占公司归母净利润比重达 42.77%，2021 年公司资产管理业务收入占营业收入比重高达 36.20%，

为上市券商中占比最高的。2021 年公司资产管理业务收入 9.20 亿元, 同比增长 33.80%, 2022 年一季度公司实现资产管理业务收入 2.47 亿元, 同比增长 21.71%。第一创业控股创金合信基金管理有限公司(持股比例 51.07%), 2021 年末公司受托管理资金总额 8107.15 亿元, 同比增长 42.69%。此外, 公司持有银华基金管理股份有限公司 26.10% 股权, 2021 年银华基金公募基金管理规模 5166.12 亿元, 同比增长 6.29%, 其中非货币公募规模 2460.70 亿元, 同比增长 9.06%。银华基金权益法计算利润占公司归母净利润比重达 32.30%。证券公司私募资产管理方面, 2021 年末规模为 584.53 亿元, 主要是定向资产管理规模, 占比 82.50%。

(5) 财通证券: 2021 年财通证券资产管理业务贡献净利润测算为 6.73 亿元, 占公司归母净利润比重为 26.25%, 财通资管资产管理业务收入占比高达 21.63%。2021 年公司实现资管业务净收入 13.85 亿元, 同比增长 17.22%, 2022 年一季度公司实现资产管理净收入 3.51 亿元, 同比增长 4.42%。2021 年末公司旗下财通资管主动管理规模达 569.05 亿元, 同比增长 17.92%, 公募基金规模 998.04 亿元, 同比增长 108.13%。根据中基协数据, 公司主动管理规模占比高达 97.69%。

(6) 广发证券: 2021 年广发证券资产管理业务贡献净利润测算为 26.50 亿元, 占公司归母净利润比重为 24.41%, 广发证券资产管理业务收入占比高达 34.11%。公司控股广发基金(持股比例 54.53%), 公司持有易方达基金管理有限公司 22.65% 股权, 2021 年末, 广发基金、易方达基金剔除货币基金后的基金管理规模分别位于行业第 3、第 1。2021 年公司资产管理业务净收入(含基金管理)为 99.45 亿元, 同比增长 50.74%, 其中基金管理业务手续费净收入 89.17 亿元, 同比增长 67.23%。2021 年广发基金 1.11 万亿元, 同比增长 48.05%, 其中非货币公募 6695.18 亿元, 同比增长 36.58%。公司证券私募资管产品规模 4932.44 亿元, 同比增长 62.26%。2021 年末易方达基金公募规模 1.71 万亿元, 同比增长 38.78%, 其中非货币公募 1.19 万亿元, 同比增长 52.24%。

(7) 招商证券: 2021 年招商证券资产管理业务贡献利润测算为 22.80 亿元, 占归母净利润比重达 19.58%。招商证券参股博时基金管理有限公司 49% 股权, 参股招商基金管理有限公司 45% 股权, 2021 年博时、招商基金权益法收益分别为 8.71、7.21 亿元, 合计占归母净利润比重为 13.68%。2021 年资管公司实现 6.88 亿元净利润, 占归母净利润比重 5.91%。2021 年末, 博时基金公募基金规模 10007.89 亿元(排名第六), 同比增长 38.94%, 其中非货币公募基金规模 5235.61 亿元(排名第八), 同比增长 33.95%。2021 年, 招商基金公募基金规模 7428.25 亿元, 同比增长 47.75%, 其中非货币公募基金规模 5502.01 亿元, 同比增长 56.19%。

(8) 兴业证券: 2021 年兴业证券资产管理业务贡献净利润 12.14 亿元, 占公司归母净利润比重达 25.59%, 兴业证券资产管理业务收入占比高达 31.24%。2021 年公司资产管理业务净收入(含基金管理) 49.54 亿元, 同比增长 50.90%, 2022 年一季度公司实现资产管理业务收入(不含基金管理, 未披露) 0.35 亿元, 同比减少 29.67%。公司控股兴证全球基金管理有限公司(持股比例 51%), 2021 年兴证全球基金公募规模 5901.18 亿元, 同比增长 29.79%, 其中非货币公募 3240.10 亿元, 同比增长 26.99%。2021 年兴证全球实

现营收 65.68 亿元，净利润 22.35 亿元。此外公司参股南方基金管理股份有限公司 9.15% 股权，2021 年南方基金公募规模 1.06 万亿，同比增长 32.11%，其中非货币公募 6003.75 亿元，同比增长 40.24%。2021 年南方基金实现营收 76.07 亿元，净利润 21.63 亿元。

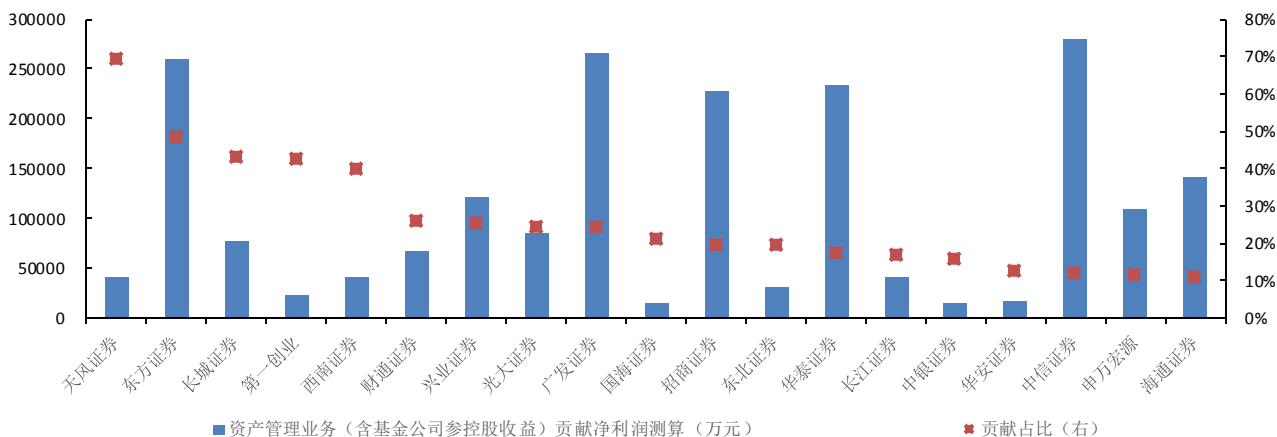
(9) 中银证券：中银证券具备公募基金业务牌照，2021 年公司资产管理业务贡献净利润测算为 1.53 亿元，占公司归母净利润比重为 15.93%，2021 年公司资产管理业务收入占比高达 23.59%。公司资管规模 7551 亿元，同比增长 47.54%，其中公募基金规模 1160 亿元，同比增长 9.02%。

(10) 国海证券：2021 年国海证券资产管理业务收入贡献净利润测算为 1.61 亿元，占归母净利润比重为 21.12%，国海证券资产管理业务收入占比高达 23.27%。国海证券控股国海富兰克林基金管理有限公司 51% 股权。2021 年公司实现资产管理业务净收入（含基金）9.77 亿元，同比增长 40.23%，其中基金管理手续费净收入 7.47 亿元，同比增长 108.84%。公司证券私募资产管理规模 704.29 亿元，同比减少 32.78%。国海富兰克林基金 2021 年营收 8.15 亿元，净利润 2.67 亿元。2021 年底公募基金规模为 718 亿元，同比增长 38.85%，非货币公募规模 593.91 亿元，同比增长 34.80%。

(11) 天风证券：2021 年天风证券资产管理业务贡献利润测算为 4.05 亿元，天风证券资产管理业务收入占比高达 23.26%。2021 年公司实现资产管理业务净收入 10.06 亿元，同比增长 17.66%，2022 年一季度公司资产管理业务净收入 9417.70 亿元，同比减少 30.89%。公司证券私募资产管理规模 1156.57 亿元，其中集合资产管理规模 489.17 亿元，同比减少 13.52%，专项资产管理规模 600.98 亿元，同比减少 8.88%。

(12) 东北证券：2021 年东北证券资产管理业务贡献利润测算为 3.17 亿元，占归母净利润比重达 19.52%。东北证券全资子公司东证融汇资管子公司开展证券资管业务，并控股东方基金管理股份有限公司 57.60%，参股银华基金管理股份有限公司 18.90%。东方基金 2021 年末公募基金规模 713.41 亿元，同比增长 44.90%，其中非货币公募基金规模 649.90 亿元，同比增长 50.12%；银华基金 2021 年末公募基金规模 5166.12 亿元，同比增长 6.29%，其中非货币公募基金规模 2460.70 亿元，同比增长 9.06%。

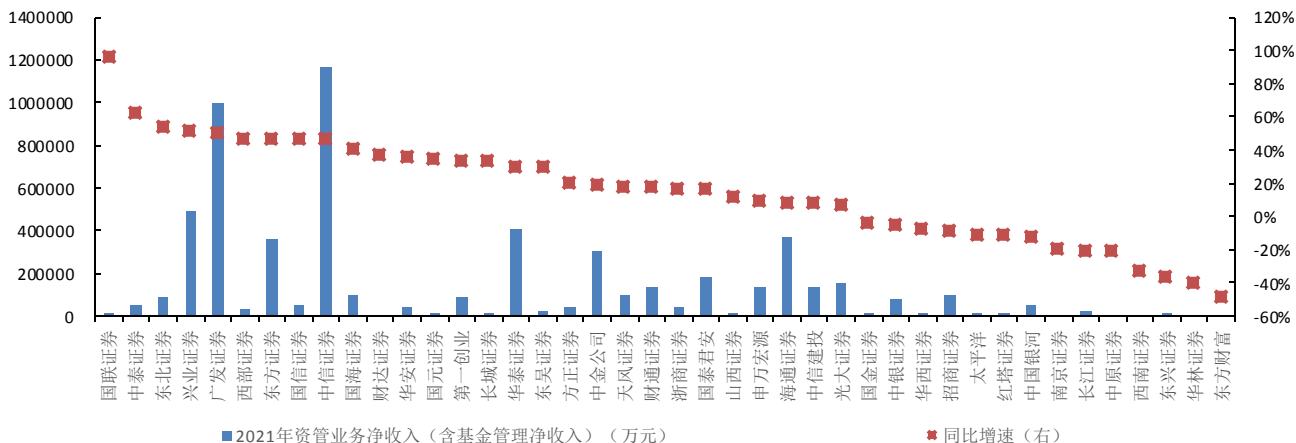
图 20：2021 上市券商资管业务（含基金公司参控股收益）贡献利润占归母净利润比重排名（比重 10% 以上券商）



资料来源：wind、财信证券

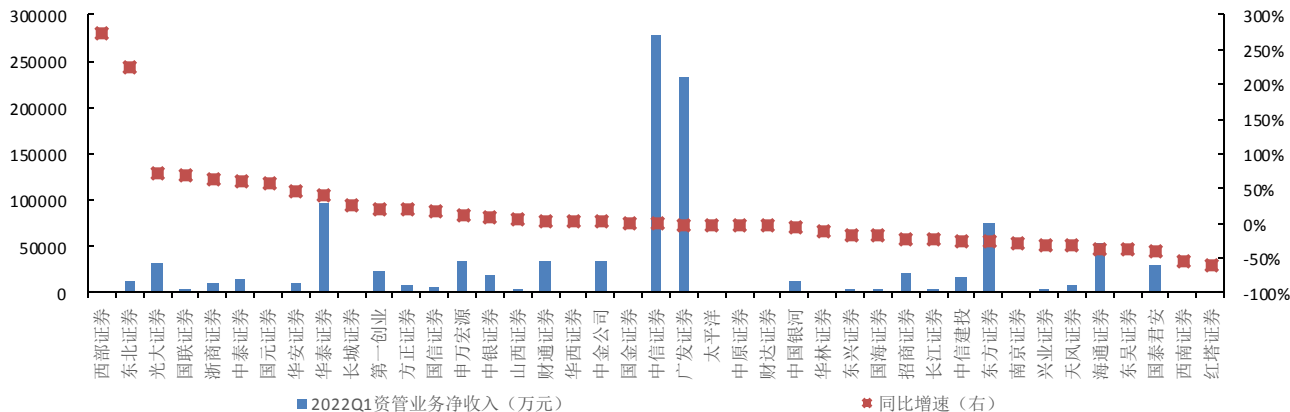
注：若公司设立资管子公司从事证券私募资管业务，贡献利润测算为公司资管子公司净利润*持股比例+基金公司参控股收益（权益法测算），若未成立资管子公司从事证券私募资管业务，贡献利润测算为公司资管业务收入*毛利率*75%+基金公司参控股收益（权益法测算）。

图 21：2021 年上市券商受托资产管理业务净收入（含基金管理净收入）同比增速排名



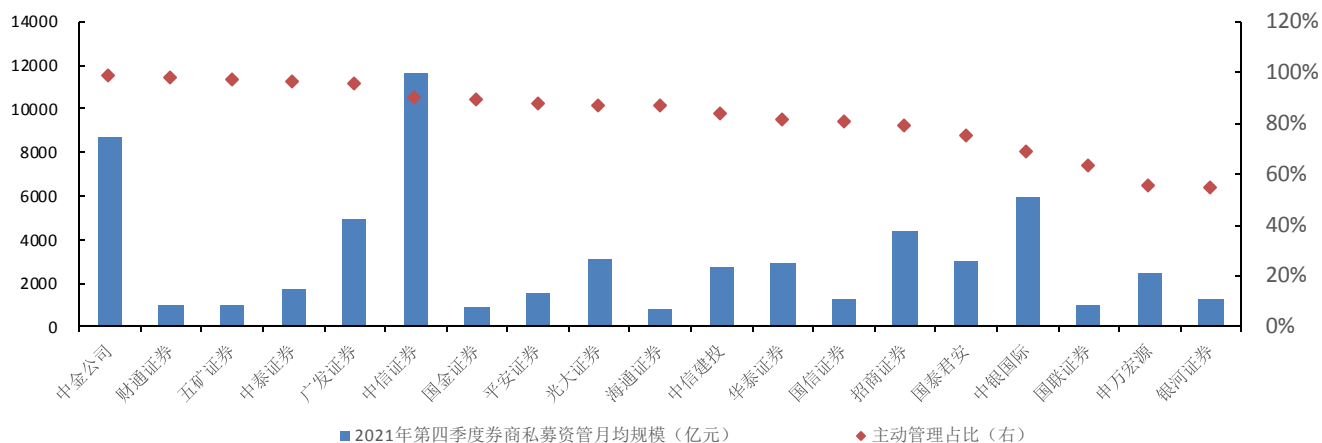
资料来源：wind、财信证券

图 22：2022Q1 上市券商受托资产管理业务净收入（含基金管理净收入）同比增速排名



资料来源：wind、财信证券

图 23：2021 年券商私募资管主动管理规模占比排名（私募资管规模排名前列券商）



资料来源：中国证券投资基金业协会、财信证券

表 4：资管利润贡献占比 10% 以上券商资产管理规模及参控股公募基金资产管理规模相关情况（截止 2021 年末，亿元）

序号	简称	资管子公司	证券公司 AUM	旗下公募基金公司(持股比例)	基金公司 AUM
1	天风证券	天风上海资管	1156.57	无	--
2	东方证券	东证资管，具备公募资格	3659.29	汇添富基金 35.412%，长城基金 17.647%	9311.81/2068.61
3	长城证券	无	772.79	景顺长城基金 49%，长城基金 47.059%	5454.32/2068.61
4	第一创业	无	584.53	银华基金 26.10%，创金合信基金管理 51.07%	5166.12/8107.15
5	西南证券	无	155.12	银华基金 44.10%	5166.12
6	财通证券	财通证券资管，具备公募资格	2038.09	财通基金 40%	548.45
7	兴业证券	兴证证券资管，具备公募资格	599.58	南方基金 9.15%，兴证全球基金 51%	10570.86/5901.18
8	光大证券	光大证券资管	3746.79	光大保德信基金 55%，大成基金 25%	978.96/2330.46
9	广发证券	广发资管	4932.44	易方达基金 22.65%，广发基金 54.53%	17068.19/11071.92
10	国海证券	正申请设立资管子公司	704.29	国海富兰克林基金 51%	718.05
11	招商证券	招商证券资管	4831.53	博时基金 49%，招商基金 45%	10007.89/7428.25
12	东北证券	东证融汇资管	385.56	银华基金 18.90%，东方基金 57.60%	5166.12/713.41
13	华泰证券	华泰资管，具备	5185.73	南方基金 41.16%，华泰柏	10570.86/2443.87

		公募资格	瑞基金 49%		
14	长江证券	长江证券资管，具备公募资格	695.54	长信基金 44.55%	1145.37
15	中银证券	具备公募资格	7551.00	无	--
16	华安证券	公告拟设立资管子公司	588.19	华富基金 49%	763.79
17	中信证券	正申请设立资管子公司	16257.35	华夏基金 62.20%	10388.53
18	申万宏源	正申请设立资管子公司	2463.28	富国基金 27.775%，申万菱信基金 67%	8877.98/785.47
19	海通证券	海通资管	1110.00	富国基金 27.775%，海富通基金 51%	8877.98/1652.95

资料来源：wind、公司定期报告、财信证券

3.4 自营业务竞争力比较分析

2021 年自营业务收入占营业收入比重方面，红塔证券(81.27%)、山西证券(56.25%)、天风证券(49.64%)、中金公司(48.83%)、西部证券(47.31%)、国联证券(47.03%)、财达证券(43.80%)、太平洋(42.03%)、申万宏源(41.30%)、东北证券(40.82%)、国海证券(40.12%)等 11 家券商自营业务收入占比超 40%。国信证券(38.33%)、招商证券(37.34%)、西南证券(37.04%)、东吴证券(36.90%)、中原证券(35.80%)、中信证券(35.67%)、中信建投(34.48%)、国泰君安(33.57%)、华泰证券(32.85%)、中国银河(32.20%)、长城证券(32.06%)、海通证券(30.53%)等 12 家券商自营业务收入占比在 30%-40%之间。光大证券(11.88%)、方正证券(8.48%)、东方财富(7.42%)、华林证券(4.17%)、中银证券(3.15%)等 5 家券商自营业务收入占比不足 15%。

2021 年上市券商自营业务收入增速来看，东方财富(+211.37%)、国联证券(+105.29%)、中原证券(+103.28%) 3 家券商 2021 年自营业务收入增速在 100%以上，太平洋(+94.09%)、国信证券(+86.74%)、申万宏源(+55.12%)、中泰证券(+52.22%)、南京证券(+50.19%)等 5 家券商自营业务收入增速在 50%-100%间，中国银河(+47.71%)、招商证券(+39.39%)、国金证券(+29.63%)、国元证券(+29.30%)、天风证券(+28.71%)、中信证券(+26.67%)、国泰君安(+26.02%)、浙商证券(+24.15%)、财达证券(+23.78%)、山西证券(+20.39%)等 10 家券商 2021 年自营业务收入增速在 20%-50%间。此外，2021 年自营业务收入负增长的券商达 18 家，华林证券 2021 年自营业务收入仅 5820.58 万元，下滑 87.03%，还有华西证券(-20.68%)、兴业证券(-21.42%)、中银证券(-23.68%)、长江证券(-29.26%)、华安证券(-29.88%)、光大证券(-36.14%)、东方证券(-36.21%)、财通证券(-37.63%)、东兴证券(-38.86%)等 9 家券商在自营业务收入同比下滑 20%以上。

2022 年一季度，受权益类市场大幅波动影响，上市券商自营业务收入同比正增长的

仅 3 家，其余 39 家为同比负增长，且自营业务亏损的券商达一半左右。同比正增长的券商分别是中银证券（+80.84%）、国联证券（+25.70%）、东方财富（+15.21%），头部券商 2022Q1 自营业务收入同比增速情况分别为中信证券（-13.51%）、海通证券（-191.42%）、华泰证券（-48.28%）、国泰君安（-95.91%）、招商证券（-90.97%）、广发证券（-166.89%）、申万宏源（-66.32%）、中国银河（-57.65%）、国信证券（-85.66%）、中金公司（-46.12%）。亏损最大的国元证券 2022Q1 自营业务亏损 7.17 亿元，同比盈转亏变动幅度达 8987%，中泰证券（-322.80%）、东兴证券（-355.42%）、长江证券（-363.75%）、太平洋（-378.49%）、南京证券（-389.16%）、长城证券（-476.24%）、财通证券（-656.97%）、华西证券（-660.74%）等 8 家券商变动幅度超过 300%，其中 7 家券商为盈转亏，仅南京证券一季度自营业务为盈利状态。浙商证券（-105.94%）、华安证券（-118.87%）、东吴证券（-146.93%）、国海证券（-150.72%）、广发证券（-166.89%）、国金证券（-171.68%）、海通证券（-191.42%）、兴业证券（-223.85%）、西南证券（-233.14%）、东北证券（-241.07%）、东方证券（-276.29%）、红塔证券（-290.52%）等 12 家券商盈转亏变动幅在 100%-300% 间。以上盈转亏变动幅度（或下滑幅度）超过 100% 的 21 家券商中，头部券商占 2 家（广发、海通），头部券商自营去方向性转型走在行业前列，自营业务稳定性相对较强。

测算自营业务投资收益率可以一定程度上反映券商自营业务盈利能力强弱。从 2021 年券商自营业务投资收益率来看，红塔证券（10.76%）、太平洋（7.91%）、国金证券（7.31%）、东北证券（6.87%）等 4 家券商投资收益率在 6% 以上，处于行业前列。东吴证券（5.77%）、天风证券（5.49%）、第一创业（5.38%）、山西证券（5.15%）、西部证券（5.14%）、国海证券（5.06%）等 6 家券商投资收益率在 5%-6% 之间。投资收益率位于 2%-3% 的有西南证券（2.88%）、东方财富（2.68%）、华安证券（2.63%）、广发证券（2.61%）、南京证券（2.39%）、国元证券（2.34%）、东方证券（2.10%）、长江证券（2.03%）、东兴证券（2.00%）9 家券商。而光大证券（1.71%）、方正证券（1.30%）、中银证券（0.75%）、华林证券（0.46%）4 家券商投资收益率不足 2%。

2022 年一季度测算年化投资收益率来看，排名前 10 的上市券商分别为太平洋（4.34%）、国联证券（2.22%）、山西证券（2.21%）、中信证券（2.21%）、华泰证券（1.82%）、中金公司（1.75%）、东方财富（1.37%）、中信建投（1.23%）、财达证券（1.07%）、申万宏源（0.99%）。其中东方财富金融投资规模由 2021 年末的 476 亿元增至 625 亿元，增幅 31%，山西证券金融投资规模由 2021 年末的 289 亿元增至 337 亿元，增幅达 16%，国联证券、申万宏源金融投资规模增速均为 10% 左右。今年一季度情况来看，华林证券金融投资规模增幅最大，由 47 亿元增至 142 亿元，增幅达 199%，另外东吴证券、红塔证券、国金证券、国信证券、国元证券金融投资规模及增幅分别为 798 亿元/+65%、341 亿元/24%、359 亿元/+20%、2169 亿元/+15%、603 亿元/+15%。

根据以上相关指标分析，可见今年一季度自营业务分化现象明显，今年一季度权益类市场大幅下滑、俄乌冲突、美联储加息预期等影响下，券商自营业务抗风险能力经历了一次市场考验，在极端环境下券商自营业务风险控制能力显得尤为重要。我们通过梳理上市券商披露的价格风险衡量指标（风险价值）以及利率风险敏感性分析数据，对上

市券商风险控制能力进行剖析。

风险价值（简称 VaR 值）衡量的是在一定的时间段内、一定置信度下持仓投资组合由于市场价格变动导致的可能损失。2021 年年报中披露 VaR 值的公司有 21 家，我们用 VaR 值与公司金融投资规模相除得到一个比值，用这个比值衡量公司在一定置信水平下持有 1 天其投资组合的最大日亏损率。数据显示，中信证券（0.057%）、中国银河（0.056%）、招商证券（0.056%）、中金公司（0.052%）VaR 值与金融投资规模比值为行业较小，说明在 95% 置信水平下、持有 1 天其投资组合，受市场价格变动导致的可能损失相对较小。中金公司的风险控制是这 21 家券商中最好的，在 95% 的概率下，中金公司其组合投资日亏损率不超过 0.052%。东方证券（0.094%）、中信建投（0.083%）、国泰君安（0.074%）、华泰证券（0.066%）等 4 家券商 VaR 值与金融投资规模比值在 0.06%-0.1% 之间，国金证券（0.486%）、天风证券（0.214%）、国信证券（0.211%）、西南证券（0.193%）、长江证券（0.174%）、长城证券（0.154%）等 6 家券商 VaR 值与金融投资规模比值在 0.15% 以上，说明其组合价格波动风险较大，在给定的置信区间下，持有 1 天的日亏损率较大，其中国金证券在 5% 概率下其承受的日亏损率超过 0.486%。从今年一季度自营业务收益率情况来看，这 21 家券商情况与组合风险价值占比基本成反比例关系。

券商承受的利率风险同样不可忽视，2021 年年报中披露利率敏感性分析的券商有 29 家，为了便于比较，我们计算简单的换算统一得到利率变化 25 个基点对利润总额的影响。我们得到利率变化 25 个基点，对利润总额影响 5% 以下的券商有 21 家，分别是华林证券（4.84%）、华泰证券（4.38%）、国泰君安（4.31%）、财通证券（4.08%）、招商证券（2.70%）、国元证券（2.43%）、中信建投（2.32%）、东方财富（1.85%）、东吴证券（1.77%）、海通证券（1.76%）、中银证券（1.59%）、中金公司（1.52%）、中信证券（1.24%）、长江证券（1.14%）、中泰证券（1.02%）、国金证券（0.96%）、广发证券（0.96%）、长城证券（0.68%）、南京证券（0.62%）、东兴证券（0.52%）、财达证券（0.00%），影响 5% 以上的券商有 8 家，分别是东北证券（14.50%）、西南证券（13.22%）、天风证券（12.16%）、国海证券（8.17%）、申万宏源（6.79%）、华安证券（6.67%）、国联证券（6.01%）、兴业证券（5.24%）。

综合以上对券商个股的自营业务能力比较分析，我们看好更为稳健的已完成去方向化转型或在去方向化转型路上的头部券商。主要关注以下券商：

（1）中金公司：2021 年公司自营业务占营收比重达 48.83%，在头部券商中位列第一，且中金公司去方向化转型走在行业前列，资产价格变动风险控制水平名列前茅，利率风控做的较好。据中金公司定期报告披露信息，2021 年末，公司直接持有的股票及股权投资 145.02 亿元，占交易性金融资产比重为 4.82%，主要为对私募股权投资基金及科创板股票的投资；公司持有的大部分权益类资产为场外衍生品交易的对冲持仓权益投资，大约有 1084.26 亿元，占交易性金融资产比重为 36.00%，这部分资产的公允价值变动主要由客户承担，对公司净利润无重大影响。2021 年中金公司的风险价值指标来看，在上市券商中应该是最优的，在 95% 的概率下，中金公司其组合投资日亏损率不超过 0.052%。且利率风险来看，公司利率变化 25 个基点对利润总额的影响比率为 1.52%，利率风险业控制得相对较好。2022 年一季度，公司自营业务测算收益率为 1.75%，在上市券商中位

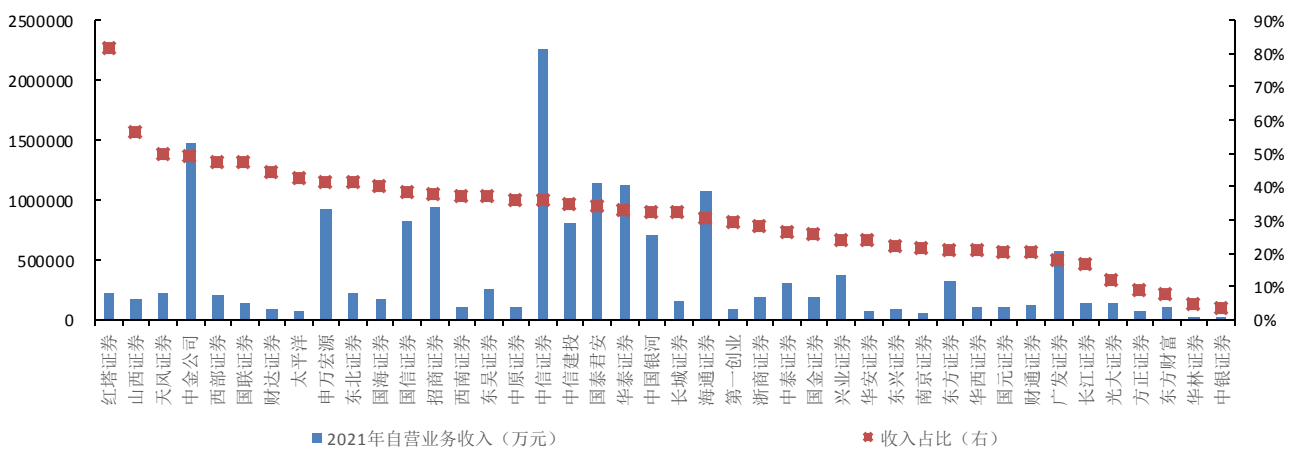
于第五位。

(2) 国联证券：2021 年公司自营业务收入占营收比重达 47.03%，2021、2022Q1 公司自营业务收入及增速分别为 13.94 亿元/+105.29%、2.13 亿元/+25.79%。分季度投资收益率来看，公司 2022Q1、2021Q4、2021Q3、2021Q2、2021Q1 测算的年化投资收益率分别为 2.22%、4.90%、6.30%、4.75%、3.00%，测算收益率来看，相对比较稳健。

(3) 山西证券：2021 年公司自营业务收入占营收比重达 56.25%，2021、2022Q1 公司自营业务收入及增速分别为 17.69 亿元/+20.39%、1.73 亿元/-33.55%。分季度投资收益率来看，公司 2022Q1、2021Q4、2021Q3、2021Q2、2021Q1 测算的年化投资收益率分别为 2.21%、7.40%、4.39%、5.61%、3.48%，测算收益率来看，相对比较稳健。

此外，建议关注今年一季度受自营业务影响相对较小的中银证券（2021 年自营占比 3.15%、2022Q1 自营业务同比增速 80.84%），东方财富（2021 年自营占比 7.42%、2022Q1 自营业务同比增速 15.21%），光大证券（2021 年自营业务占比 11.88%，2022Q1 自营业务收入同比下滑 42.94%）。建议关注 2022Q1 自营相对稳健的中信证券（2021 年自营业务占比 35.67%、2022Q1 自营业务收入同比下滑 13.51%）。

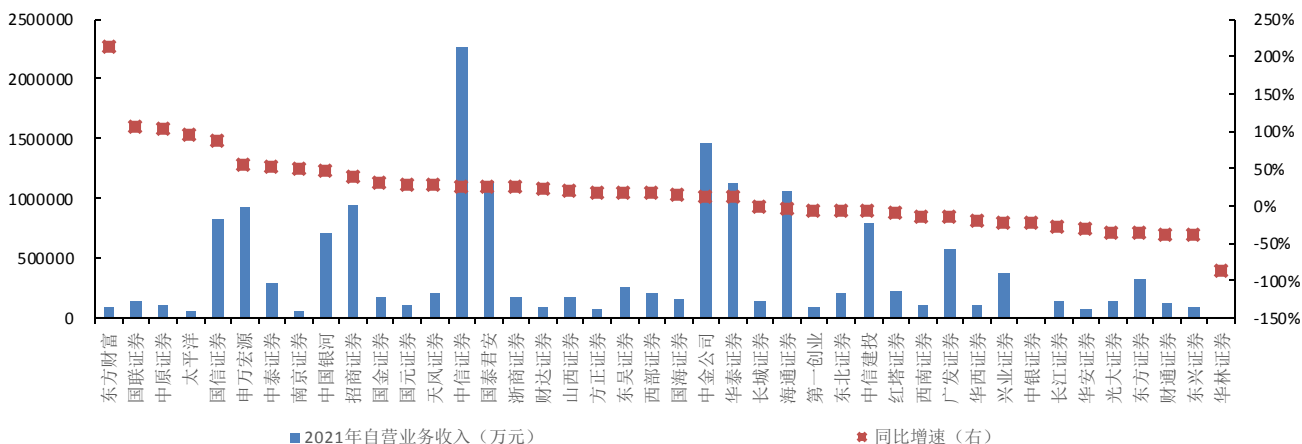
图 24：2021 年上市券商自营业务收入占营业收入比重排名



资料来源：wind、财信证券

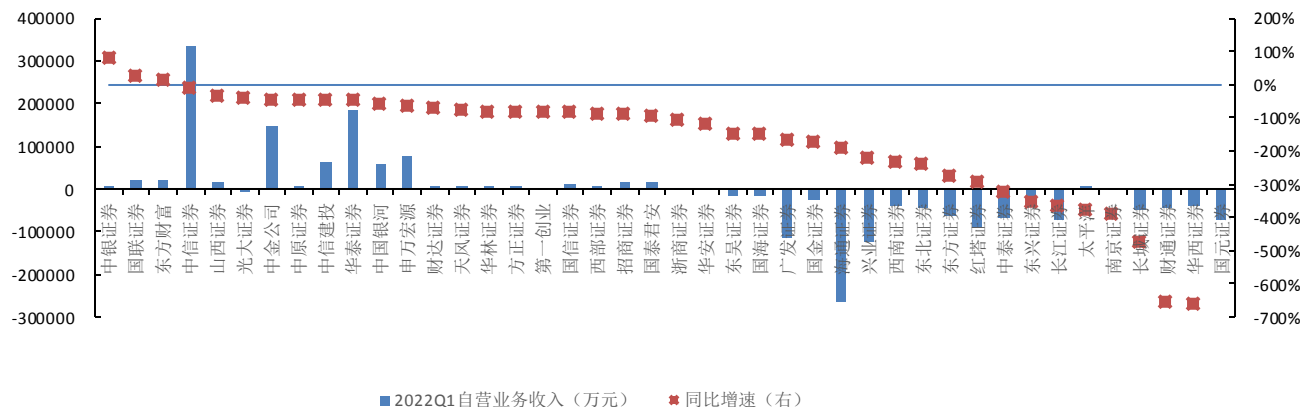
注：因财务报表营业收入含其他业务收入，主要是期货风险子公司大宗商品销售收入，我们计算比重时分母营业收入为剔除其他业务收入后的数据。

图 25：2021 年上市券商自营业务收入同比增速排名



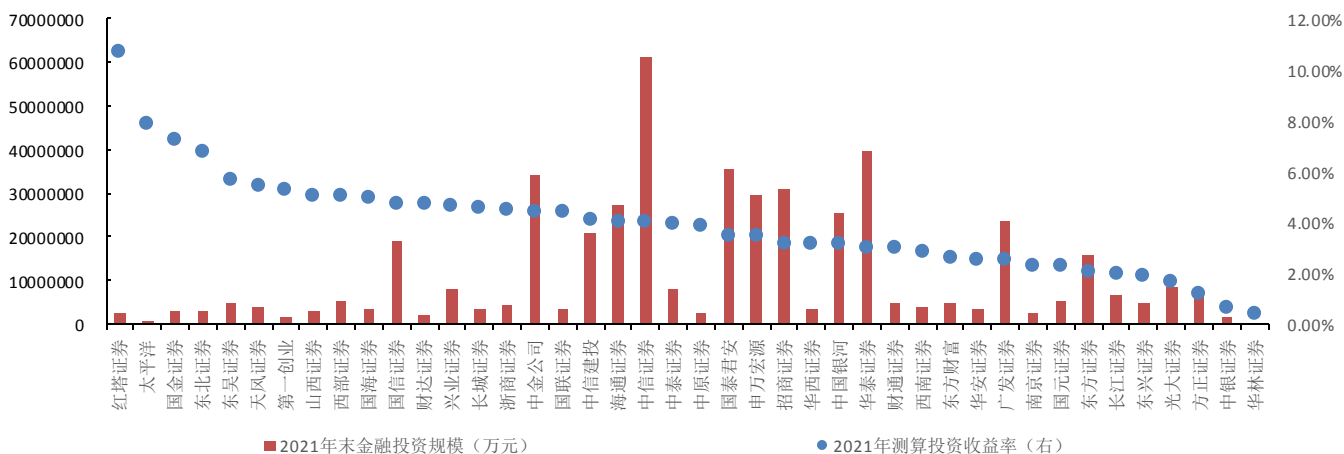
资料来源：wind、财信证券

图 26：2022Q1 上市券商自营业务收入同比增速排名



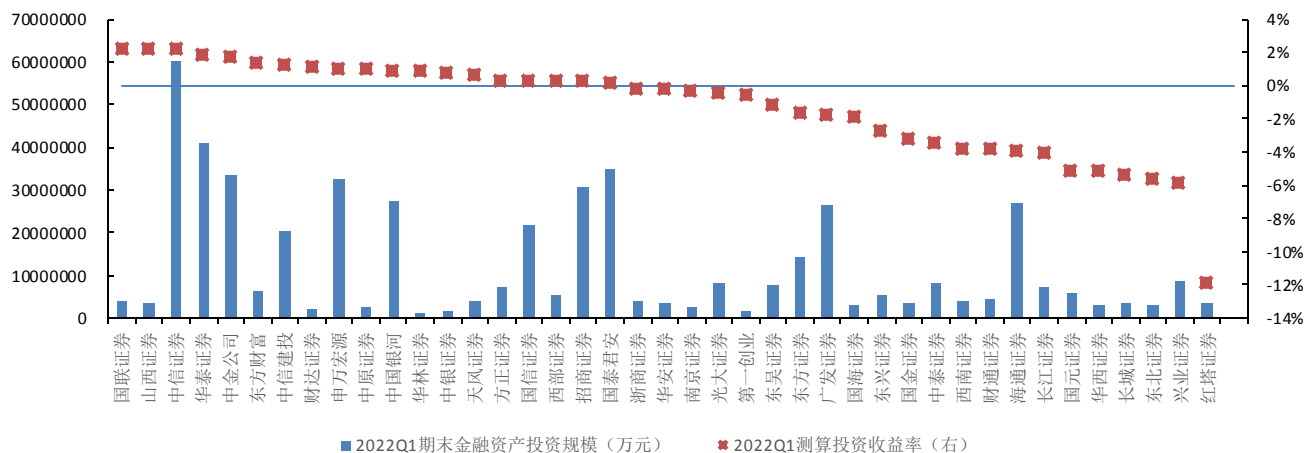
资料来源：wind、财信证券

图 27：2021 年上市券商自营业务测算投资收益率排名



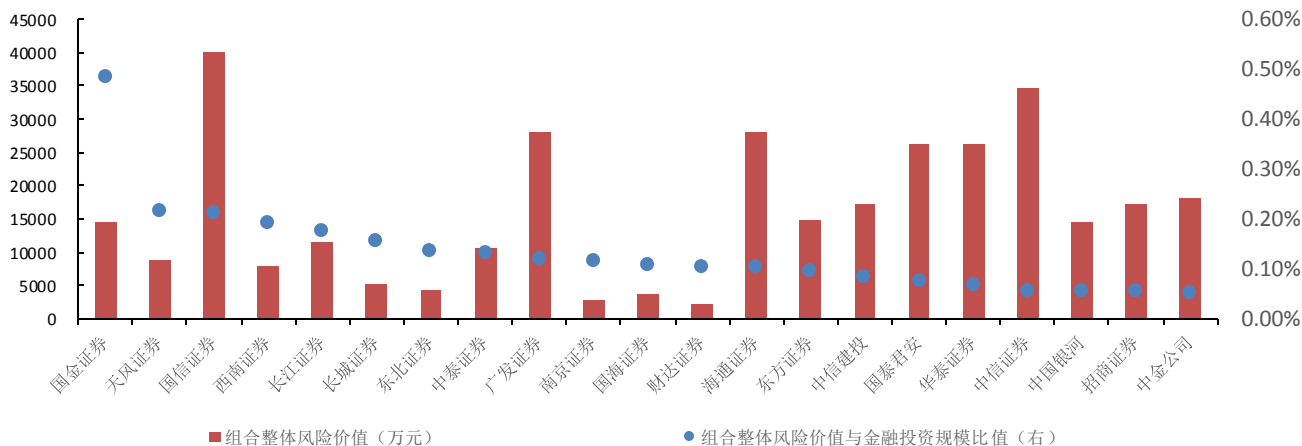
资料来源：wind、财信证券

图 28：2022Q1 上市券商自营业务测算投资收益率排名



资料来源：wind、财信证券

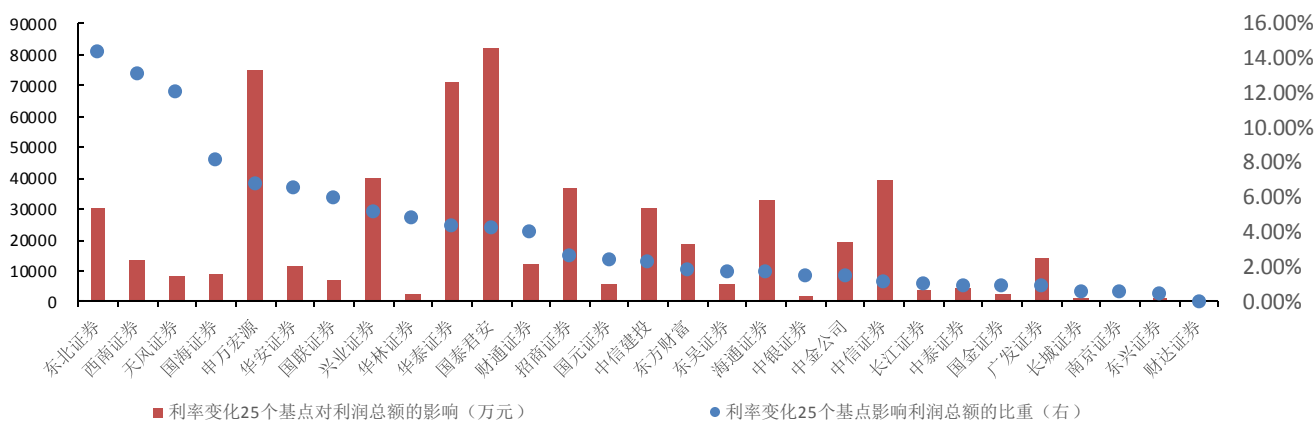
图 29：2021 年披露风险价值(VaR 值)的上市券商组合风险价值与金融投资规模比值排名



资料来源：wind、财信证券

注：大部分券商披露的是 95% 置信水平下、持有期为 1 天的风险价值 (VaR)，中信建投、南京证券为 99% 置信区间、持有期为 1 天的风险价值 (VaR)。对于 VaR 值做如下解释，置信水平 95%、持有期 1 天的情况下，计算得到的 VaR 值为 1000 万元，则表明该投资组合在 1 天中有 95% 的可能性损失不会超过 1000 万元，即 1 天中，有 5% 的可能性损失会超过 1000 万元。

图 30：2021 年披露利率风险敏感性分析的上市券商利率变化 25 个基点影响利润总额比重排名



资料来源：wind、财信证券

注：2021 年披露利率风险敏感性分析的 29 家上市券商情况来看，各家券商披露标准不一致，分别存在披露利率变化 100 个基点、50 个基点、25 个基点对利润的影响，对利润影响方面，存在披露对利润总额的影响，也有披露对净利润的影响。我们进行了简单的比例换算，以及税收 25% 的假设，统一得到利率变化 25 个基点对利润总额的影响，以便于比较。

3.5 资本中介业务竞争力比较分析

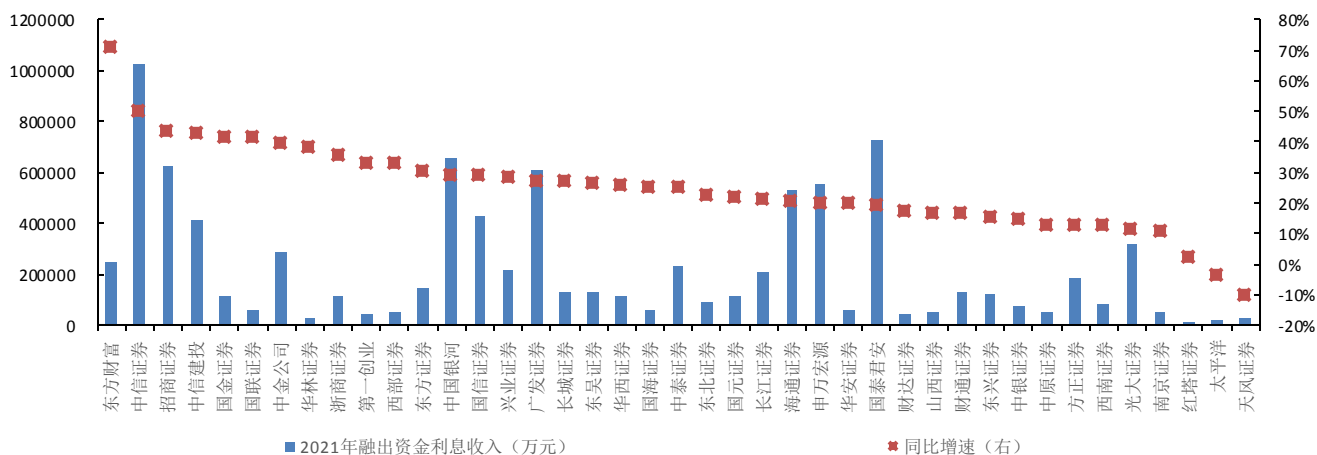
2021 年上市券商融出资金利息收入同比增速来看，13 家券商融出资金利息收入同比增幅 30% 以上，分别为东方财富 (+71.32%)、中信证券 (+50.62%)、华泰证券 (+47.65%)、招商证券 (+43.84%)、中信建投 (+43.36%)、国金证券 (+42.22%)、国联证券 (+42.03%)、中金公司 (+40.17%)、华林证券 (+38.57%)、浙商证券 (+36.29%)、第一创业 (+33.55%)、西部证券 (+33.35%)、东方证券 (+30.68%)，15 家券商融出资金利息收入在 20%-30% 之间。太平洋 (-3.17%)、天风证券 (-10.07%) 两家券商融出资金利息收入呈负增长，红塔证券 2021 年融出资金利息收入仅增长 2.95%。

2021 年上市券商融出资金规模同比增速来看，东方财富 (+44.34%)、国金证券 (+41.47%)、华林证券 (+36.60%)、西部证券 (+31.74%)、第一创业 (+29.83%)、浙商证券 (+29.18%)、国联证券 (+28.27%)、长城证券 (+24.90%)、国信证券 (+24.56%)、中信建投 (+24.28%)、招商证券 (+20.71%)、华安证券 (+20.21%) 等 12 家券商融出资金规模同比增长 20% 以上，中国银河 (+19.72%)、财达证券 (+19.61%)、国海证券 (+19.04%)、西南证券 (+18.92%)、华西证券 (+18.15%)、中金公司 (+16.51%)、国元证券 (+15.23%)、东方证券 (+14.99%)、中泰证券 (+14.79%) 等 17 家券商融出资金规模同比增长 10%-20% 之间，东兴证券 (+9.99%)、国泰君安 (+9.91%)、红塔证券 (+8.99%)、山西证券 (+5.96%)、东北证券 (+4.18%)、光大证券 (+3.48%)、海通证券 (+2.95%)、申万宏源 (+2.81%)、中银证券 (+1.88%) 等 9 家券商融出资金规模呈个位数增长，财通证券 (-0.08%)、南京证券 (-5.82%)、太平洋 (-8.18%)、天风证券 (-12.12%) 4 家券商融出资金规模较 2020 年末下滑。

2022 年一季度融出资金规模同比增速来看，华林证券（+25.43%）、国金证券（+23.49%）、东方财富（+20.73%）、财达证券（+18.70%）、浙商证券（+18.64%）、华西证券（+14.56%）、西部证券（+14.11%）、国联证券（+13.65%）、东兴证券（+12.65%）、第一创业（+12.38%）、中信建投（+11.78%）等 11 家券商融出资金规模呈现同比增长 10% 以上，12 家券商融出资金规模同比负增长，分别为中原证券（-1.13%）、中银证券（-2.37%）、中信证券（-3.15%）、申万宏源（-3.33%）、光大证券（-3.48%）、财通证券（-3.66%）、华泰证券（-3.90%）、东北证券（-4.17%）、南京证券（-10.82%）、海通证券（-10.85%）、天风证券（-11.12%）、太平洋（-15.50%）。环比情况来看，东兴证券（+2.15%）、方正证券（+0.99%）2 家券商环比 2021 年末正增长外，其余 40 家券商融出资金规模均环比下滑。

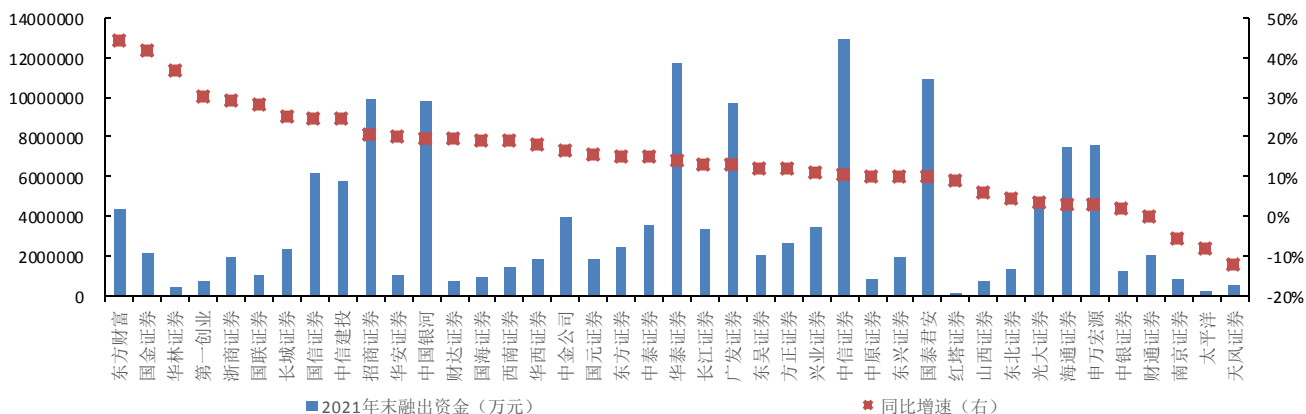
2021 年股票质押规模来看，9 家券商股票质押规模呈现同比增长，分别为华西证券（+45.26%）、长城证券（+40.03%）、国联证券（+34.37%）、国金证券（+33.01%）、山西证券（+25.99%）、中泰证券（+10.10%）、东北证券（+7.84%）、广发证券（+3.34%）、西部证券（+1.62%），其余 33 家券商股票质押规模呈收缩态势。

图 31：2021 年上市券商融出资金利息收入同比增速排名



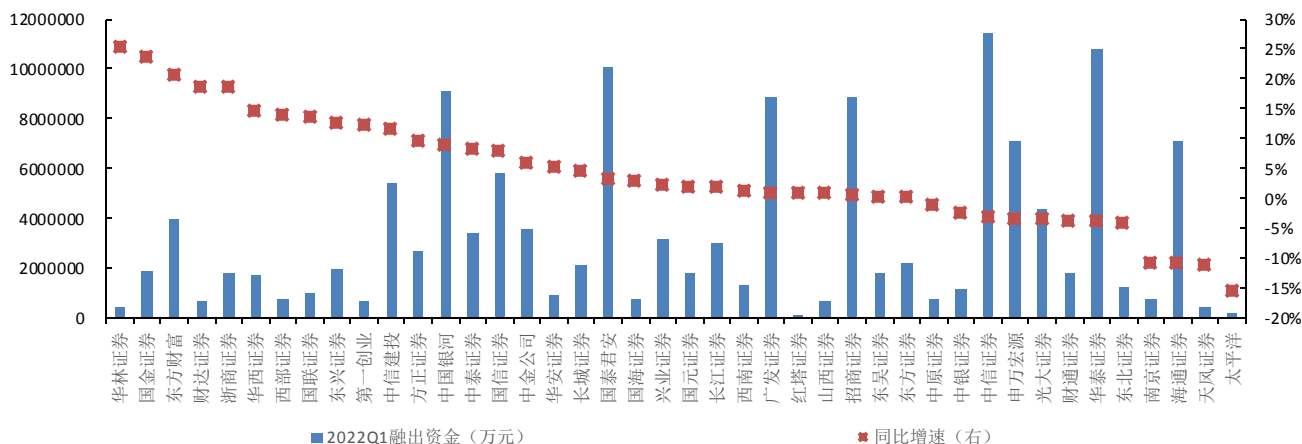
资料来源：wind、财信证券

图 32：2021 年末上市券商融出资金同比增速排名



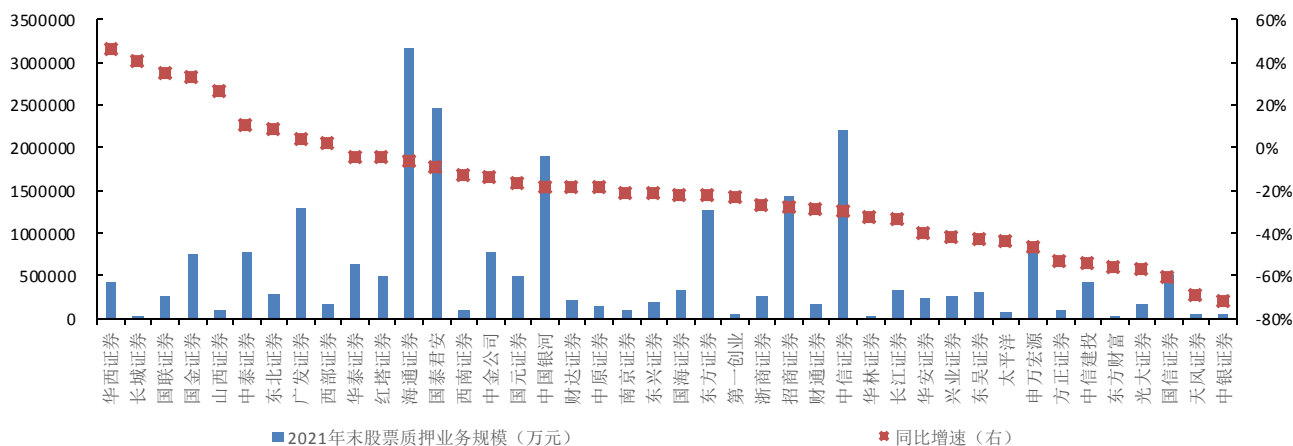
资料来源：wind、财信证券

图 33：2022Q1 上市券商融出资金同比增速排名



资料来源：wind、财信证券

图 34：2021 年末上市券商股票质押规模同比增速排名



资料来源：wind、财信证券

4 下半年投资方向及选股建议

我们认为下半年宏观经济有望逐步企稳回升，流动性将保持合理充裕状态，且我国下半年货币政策空间充足，为证券行业发展提供了较好的环境。随着资本市场改革进一步深化，科创板做市业务有望加速落地，全面注册制实施的预期加强，券商板块有望获得资本市场改革利好的催化。

投资方向上，根据我们今年 3 月底发布的《对券商板块估值的思考》的思路，券商估值与券商盈利能力息息相关。近年来，随着券商传统经纪业务盈利能力下降，商业模式逐步转向重资产化，行业 ROE 弹性在下降，一定程度上限制了估值弹性， β 属性仍存在但已减弱，我们认为券商板块的投资应该更加关注券商个股的 α 属性挖掘。券商盈利能力的高低体现在券商各项业务的差异化发展，轻资产业务中投行、资管业务、财富管理业务 ROE 水平相对较高，且具备一定的成长空间，因而市场给予这类业务的估值也相

对高，我们之前测算投行、资管业务 ROE 一般水平均在 15%-17% 左右，而重资产业务属于资本消耗型业务，介于目前行业杠杆率水平，一般来说 ROE 水平偏低，大约在 4%-6% 左右，而且需要考虑其资产质量，一般采用 PB 估值给予 1x PB 左右。目前情况来看，投行业务、资管业务、财富管理业务更能体现券商差异化发展，我们将重点放在这三个方向上的挖掘上。

投行业务方向上，我们综合第三章投行业务竞争力分析的结果，并综合投行外的其他业务情况，我们认为注册制下投行头部集中趋势或将加强，下半年我们建议重点关注中信建投（601066.SH）和中金公司（601995.SH），主要考虑以下三方面因素：（1）这两家券商的投行业务处于行业领先水平，2021 年中信建投、中金公司投行业务手续费净收入分别为上市券商第三位、第二位，且中信建投投行业务毛利率处于行业较高水平，中信建投、中金公司 2021 年投行业务毛利率分别为 53.2%、39.0%；（2）全面实施注册制预期下，投行业务头部集中趋势有望加强，这两家券商 IPO 业务预计具备较好成长性；（3）业务结构方面，中信建投、中金公司投行业务收入占比分别为 24.20%、23.27%，我们认为这两家券商全面注册制实施预期带来的弹性也相对较大。

资产管理方向上，我们认为在我国宏观经济长期向好、居民理财需求日益增长趋势下，财富管理长期趋势不改。从非货币公募基金发行份额来看，5 月已经迎来环比较大程度的改善，我们预计随着权益类市场逐步转暖，公募基金发行规模拐点或将确立。我们综合第三章资管业务竞争力分析的结果，并综合其他业务情况，我们建议重点关注东方证券（600958.SH）、长城证券（002939.SZ），关注中泰证券（600918.SH），主要基于以下原因：（1）东方证券、长城证券资管业务贡献利润占比处于行业前列，相对来说弹性较大，东方证券、长城证券 2021 年测算资管业务贡献净利润占比分别为 48.26%、46.31%；（2）东方证券资管子公司资管业务为证券行业龙头，且参控股公司汇添富、长城基金具备较好的成长空间。长城证券公司参股景顺长城基金 49% 股权，参股长城基金 47.059% 股权具备较好成长空间。而中泰证券虽目前资管贡献净利润比重不高，2021 年资管业务贡献净利润比重为 6% 左右，但我们看好公司中泰资管未来的成长性，Wind 数据显示，截至今年一季度末，中泰资管公募非货规模达到 268.07 亿元，较去年四季度逆势增长 93.38 亿元。一季度中泰资管非货规模达 268 亿元，较 2021 年末逆势增长 53%，此外公司参股万家基金 49% 股权未来有望持续贡献业绩。

财富管理方向上，我们建议重点关注互联网财富管理转型的东方财富（300059.SZ）。业务结构上，公司代销金融产品收入（金融电子商务服务业务）、证券业务收入占比分别为 39%、59%，且公司作为互联网金融服务平台龙头公司，在证券业务及基金代销业务上实现流量变现，具有低成本客户引流优势，在市场环境向好情况下弹性相对较大。此外，建议关注中小券商浙商证券（601878.SH），公司在传统券商中金融产品代销占比（29.34%）位于行业第一。

除以上单项业务特色突出券商外，我们综合各项业务的结构以及业务转型进展方面，我们建议关注业务结构良好的兴业证券（601377.SH）、招商证券（600999.SH）、天风证券（601162.SH）。2021 年兴业证券资管、经纪业务占营收比重分别为 31%、22%，2021

年招商证券资管业务利润贡献占比约 20%，资管、经纪收入占比分别为 10%、31%。天风证券投行、资管、经纪业务占比分别为 20%、23%、24%，且公司客户机构化水平位于行业前列，2021 年代理机构客户买卖证券交易额占代理全部客户买卖证券交易额比例达到 86%，但需要关注公司成本控制能力，成本控制能力对公司净利润影响较大，2021 年公司管理费用占营收比重高达 81%，为上市券商最高的费用占比水平。

5 风险提示

1、市场风险

宏观经济下行及利率波动风险；市场交投活跃度低迷风险；二级市场大幅波动；存量资管项目爆发风险事件；居民理财资产入市不及预期，资管产品端的规模扩张和盈利能力不及预期；信用违约风险；资本市场改革进度低于预期。

2、行业竞争加剧风险

海外投行巨头加速进入中国，加剧市场竞争风险；业内在蓝海市场公募基金行业、财富管理行业竞争加剧风险。

3、行业监管趋严的政策风险

金融监管政策加强风险；创新业务如新兴产品创设、场外衍生品业务的发展、资管机构的设立与扩张、海外业务发展与行业监管的力度密切相关。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15%以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5%以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5%以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：<https://stock.hnchasing.com>

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438