

证券行业2022年中期策略

——政策暖风频吹，低位券商当超配

证券分析师：胡翔

执业证书编号：S0600516110001

联系邮箱：hux@dwzq.com.cn

证券分析师：朱洁羽

执业证书编号：S0600520090004

联系邮箱：zhujieyu@dwzq.com.cn

二零二二年七月一日



■ 1. 稳增长预期下利好政策频出，资本市场持续深化改革

■ 2. 上市券商一季度表现不佳，下半年行业有望边际改善

■ 3. 经纪、投行、资管业务头部优势明显，自营业务普遍承压

■ 4. 展望：经济复苏下券商有望迎来新增长点

■ 5. 盈利预测：2022年证券行业净利润预计小幅下滑

■ 6. 风险提示

回顾：

2022Q1上市券商整体表现低于预期，自营业务拖累券商整体业绩。2022Q1全行业共计42家上市证券公司合计分别实现营业收入/归母净利润995/251亿元（分别同比-29%/-43%）。**分业务来看：1) 经纪业务：市场波动下券商经纪业务分化，中小券商表现优于头部。**受到基金新发规模下降、佣金率下降等因素影响，整体经纪业务收入有所波动，半数以上券商经纪业务收入负增长，部分中小券商转型财富管理、发力特色化业务，表现优于头部券商；**2) 投行业务：行业保持高集中度，龙头券商优势明显。**受益于资本市场改革持续深化，投行业务稳健发展，2022Q1证券行业IPO募资总额同比+136.2%至1,798亿元，证券公司承销债券规模同比+7.4%至24,514亿元，投行业务中头部效应显著，收入居前五的上市券商合计投行业务收入占上市券商投行业务总收入55%；**3) 资管&两融业务：权益市场景气度下滑冲击券商资管业务，两融业务整体较稳定，头部优势突出；4) 自营业务：股票市场大幅波动，上市券商自营业务普遍承压。**42家上市券商自营收入平均同比下降106%，自营收入合计亏损1,913亿元，拖累整体营业收入。

当前：

1) 市场交易活跃度回暖。2022年以来股基成交额呈下滑趋势，但6月数据出现拐点。2022年6月日均股基成交额达12,047亿元，环比+30.55%，同比+13.17%，表明市场升温，投资者情绪好转。**2) 债承规模呈同比增长趋势，IPO、再融资规模同比下降。**2022年5月，IPO/再融资/债券承销规模分别为109/290/8,089亿元，同比分别为-73%/-29%/+75%，未来随着我国多层次资本市场的有机联系强化，资本市场融资效率有望进一步提高。**3) 两融余额较去年同期减少，但开年以来的下落趋势有所遏制。**截至2022年6月29日，两融余额同比-10.30%至15,961亿元；其中融资余额同比-7.35%至15,052亿元，融券余额同比-41.27%至909亿元，相较月初两融余额/融资余额/融券余额分别+5.06%/+4.22%/+21.25%，是市场情绪暂时升温的表现。**4) 新发基金份额缩减，基金保有量相对稳定但增速放缓。**2022年以来，新发权益/非货币基金同比增速始终为负，2022年5月新发权益/非货币基金同比-98.15%、-88.45%。公募基金保有量较去年同期维持增长但增速放缓，2022年5月权益/非货币基金保有量同比-4.49%、+14.32%。**5) 大盘指数5月份起有所回升。**2022年1月-4月，主要指数行情呈下落趋势，5月开始有回升迹象。截至2022年6月30日，上证指数/创业板指/沪深300分别较年初-23%/+5%/-9%（2021年同期分别为-1%/+7%/+6%）。

展望：

1) 国内经济增速边际向上，利好政策下券商迎来增长机遇。政策将持续发力，国内经济增速有望边际向上，随着积极有利的因素逐渐增多，我国经济边际向上的趋势较为确定。利好政策频出，券商多项业务迎来增长机遇。①注册制改革稳步推进，推动资本市场健康发展，利好券商投行业务。②香港互联互通机制不断深化，促进两地资本市场共同发展，利好券商长期发展。**2) 行业龙头及细分领域龙头优势显著，新兴业务扩大券商成长领域。**细分领域龙头及综合服务龙头优势显著；券商财富管理及衍生品业务快速发展有望驱动券商业绩增长。

- **宏观经济下行承压，稳增长预期下政策频出，资本市场持续深化改革。**当前我国经济处于稳定恢复状态，为实现全年经济增长5.5%左右的目标，财政政策、货币政策轮番发力让利实体经济，节约企业融资成本，释放流动性以促进经济平稳运行，多项政策的颁布有利于改善券商经营环境，全面推进注册制仍为资本市场改革的主线，利于券商投行业务发展；香港互联互通机制持续推进，促进两地资本市场共同发展，利好券商长期发展。
- **2022年证券行业业绩敏感性分析：**在悲观/中性/乐观假设下，我们预计2022年证券行业将分别实现营业收入3,985/4,417/4,820亿元，实现净利润1,594/1,767/1,928亿元，增速分别为-16.59%/-7.55%/+0.89%。
- **盈利预测行业和重点个股：**我们预计2022年券商净利润将同比减少7.6%至1,767亿元，2022年行业净利润率将小幅提升，较2021年增长2.0pct至40.0%。投行业务贡献增量，财富管理、自营业务预计仍将明显承压，预计2022年行业经纪业务净收入将同比-13.8%至1,333亿元，资管业务收入将同比+4.7%至333亿元，投行业务收入将同比+14.3%至768亿元，利息净收入将同比+10.6%至790亿元，证券投资收益（含公允价值变动）将同比-50.0%至673亿元。截至2022年6月30日，预测【东方财富】、【中信证券】、【中金公司】（港股）、【国联证券】2022归母净利润分别为101.7/256.4/113.4/11.1亿元，2022E估值分别为32.99倍PE/1.35倍PB/0.69倍PB/2.02倍PB。
- **当前板块估值逼近历史底部，未来有望修复。**券商板块处于超跌状态，PB估值已跌到过去十年历史分位10%以下，随着稳增长政策逐步叠加，券商板块有望迎来反弹行情。截至2022年6月30日，关注个股中，东财/中信/中金/国联估值处于历史低位，分别为12.73%/9.70%/2.91%/11.80%，未来看好估值提升。
- **风险提示：**1) 宏观经济不及预期；2) 市场交投活跃度下降；3) 疫情控制不及预期；4) 证券行业创新政策不及预期。

1.1. 疫情冲击下宏观经济明显承压，政策利好落地预期加强

- **经济平稳运行下的不利因素尚未消退。**当前我国经济恢复态势趋于稳定，一季度GDP同比增长4.8%，与2021年Q3、Q4同比增速接近，今年前四个月进出口总额较去年同期增长7.88%，但受疫情反复、地缘冲突加剧等影响，1~5月城镇调查失业率为5.3%、5.5%、5.8%、6.1%、5.9%，呈现上升趋势，经济运行具有不确定性。
- **财政、货币等手段让利实体经济等政策预期加强。**今年4月政治局会议明确实现全年经济增长5.5%左右的目标，在“稳增长、稳就业”预期下，长期内财政政策和货币政策逐渐发力。今年财政部将实施更大力度地减税降费措施，出台惠企政策；中央实施助企纾困的一揽子财政政策，统筹实施税收减免、创业担保贷款及贴息、社会保险补贴等措施；央行多次下调借贷利率，实施降准操作，以节约企业融资成本、释放流动性；证监会开展民营企业债券融资专项支持计划，支持民营经济健康发展。

图表：2022年宏观（货币）政策

时间	政策	影响
2022/1/17	一年期中期借贷便利（MLF）和 7 天期公开市场操作中标利率均下降 10 个基点至 2.85%和 2.10%	有利于提振市场信心，降低综合融资成本，推动实体经济融资成本下行
2022/4/15	全面降准 0.25 个百分点	投放长期流动性约 5300 亿元
2022/4/25	全面下调金融机构人民币存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5%存款准备金率的金融机构）	支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降
2022/5/20	五年期LPR降低15bp，调整后1年期、5年期LPR分别为3.7%和 4.45%	有助于促进中长期贷款企稳回升

数据来源：央行，东吴证券研究所

1.2. 资本市场改革持续深化，预计注册制全面推行将拓宽券商业务范围

- **2021年有效落地多项政策优化市场环境。**2021年资本市场改革包括深交所主板和中小板合并、基金投顾试点推广、北交所开市、出台收益互换新规等，券商经营环境得到改善。
- **2022年将持续深化改革，预计将全面推进注册制。**以科创板做市商制度正式落地为例，《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》试点进行注册制改革，符合条件的证券公司可以按照要求向证监会申请科创板股票做市交易业务试点资格，改善科创板的流动性，一定程度上拓宽券商的业务范围。

图表：2022年资本市场政策

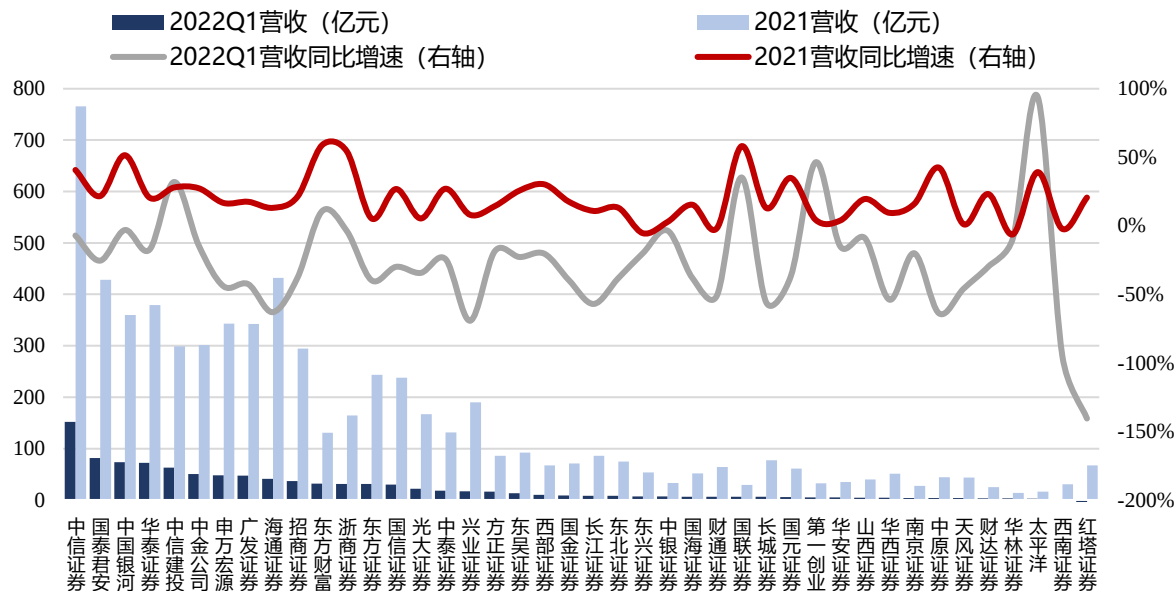
时间	发布单位	政策/事件	影响
2022/01/07	证监会	《关于北京证券交易所上市公司转板的指导意见》	调整北交所转板规则，深化新三板改革
2022/01/28	证监会	《关于注册制下提高招股说明书信息披露质量的指导意见》	打击信息披露违规违法行为，加大投资者保护力度
2022/02/18	证监会	《境内外证券交易所互联互通存托凭证业务监管规定》	便利跨境投融资活动，推进资本市场制度型开放
2022/04/22	深交所	《公司债券发行上市审核规则》、 《公司债券上市规则(2022年修订)》、 《非公开发行公司债券挂牌规则(2022年修订)》、 《债券市场投资者适当性管理办法(2022年修订)》	引导债券发行向市场化、法治化发展，推进公司债券发行注册制改革任务
2022/05/13	证监会	《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》	完善科创板交易制度，提升科创板股票流动性，增强市场韧性
2022/05/13	中证协	《证券公司建立稳健薪酬制度指引》	指导证券公司建立稳健的薪酬制度，健全薪酬激励约束机制
2022/05/27	证监会	《关于交易型开放式基金纳入互联互通相关安排的公告》	进一步深化内地与香港股票市场交易互联互通机制，促进两地资本市场共同发展

数据来源：证监会，深交所，中证协，东吴证券研究所

2. 回顾：2022一季度 ——市场行情不佳，自营业务拖累券商整体业绩

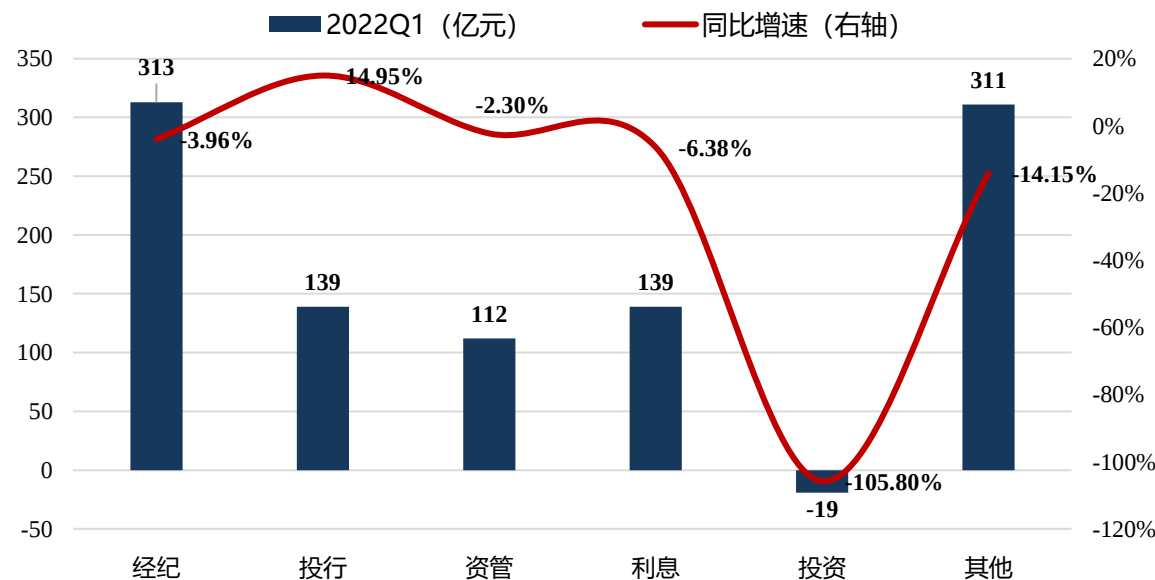
- **2022Q1市场波动，上市券商整体表现低于预期。**2021年及2022Q1，全行业共计42家上市证券公司合计实现营业收入6,487亿元（同比+22.6%）/995亿元（同比-29.0%），实现归母净利润分别为1,984亿元（同比+31.50%）/251亿元（同比-43.4%），年化ROE分别为9.8%/4.6%，2022Q1上市券商未能延续2021年年末的增长趋势，整体表现欠佳。
- **分业务来看，经纪业务收入波动，投行业务、资管&两融业务符合预期，自营业务收入下滑严重甚至亏损。**42家上市券商2022Q1经纪收入/投行收入/资管收入/利息净收入/自营收入分别为313/139/112/139/-19亿元，同比增速分别为-4%/+15%/-2%/-6%/-106%。券商经纪业务主要受基金新发规模下降、佣金率下降等因素影响，代销收入承压的情况下收入有所波动；投行业务受益于资本市场改革持续深化，业务稳健发展，整体收入符合预期；自营业务收入因大盘表现不佳出现严重下滑，拖累整体营业收入。

图表：2021、2022Q1营业收入及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图表：42家上市券商业务增速（2022Q1）

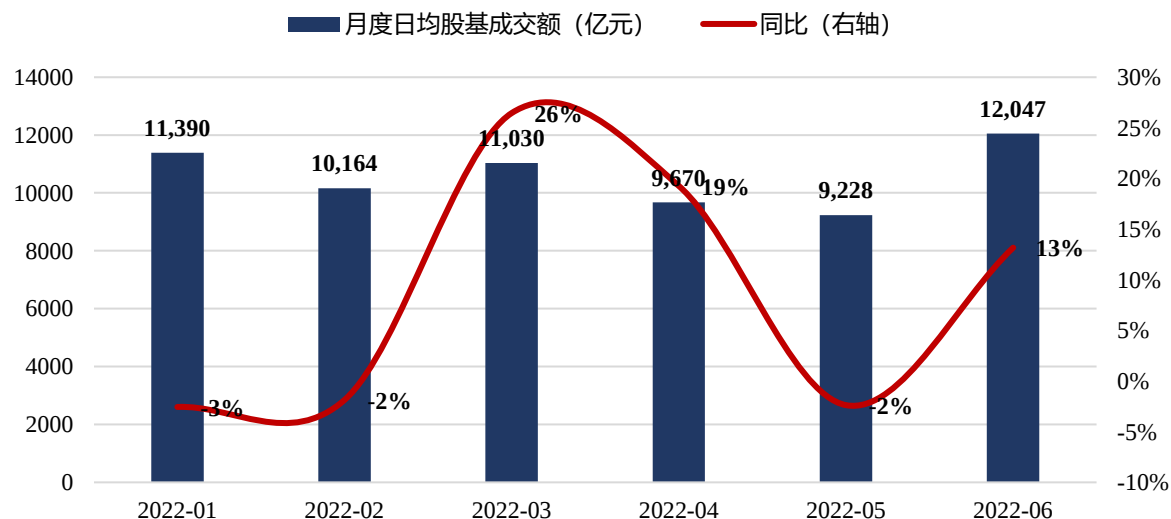


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.1. 券商-经纪业务：中小券商表现优于头部

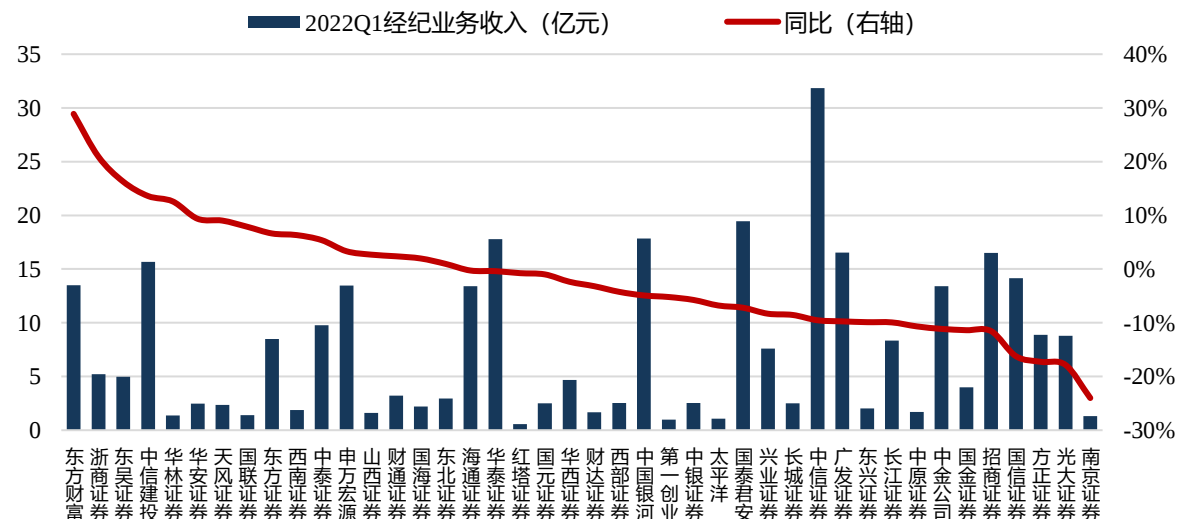
- **资本市场出现短期波动，但长期向好趋势不改。**2022Q1全市场股基成交额达6.33万亿元，环比有所下降（-12.15%），但短期波动不改长期趋势，整体来看，全市场股基成交额依旧稳定向上，同比涨幅达7.29%。市场股基成交额环比下滑主要系2022开年以来二级市场表现低迷，基金净值大幅下跌，投资者风险偏好降低，权益类基金连续遭遇净赎回，资金观望情绪浓厚，经纪业务承压。
- **市场波动下券商经纪业务分化，中小券商表现优于头部。**2022Q1，42家券商中仅有15家经纪业务收入增速为正，其余27家均为负增长。从市值来看，头部券商因基金保有量基数较高，受市场波动影响更加强烈，经纪业务收入同比普遍下滑（中信/中金/招商/国泰/广发经纪业务收入同比分别减少9.55%/11.16%/11.57%/7.22%/9.75%），部分中小券商转型财富管理，发力特色化业务，表现优于头部券商（华安/浙商/天风/华林/国联经纪业务收入同比分别增加9.37%/20.96%/9.04%/12.61%/7.89%）。
- **当前市场交易活跃度回暖。**2022Q2日均股基成交额较2022Q1下降6至10,294亿元，2022年以来股基成交额呈下滑趋势，但6月数据出现拐点。2022年6月日均股基成交额达12,047亿元，环比+30.55%，同比+13.17%，表明市场升温，投资者情绪好转。

图表：2022年01~06月日均股基成交额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图表：2022Q1证券行业经纪业务收入

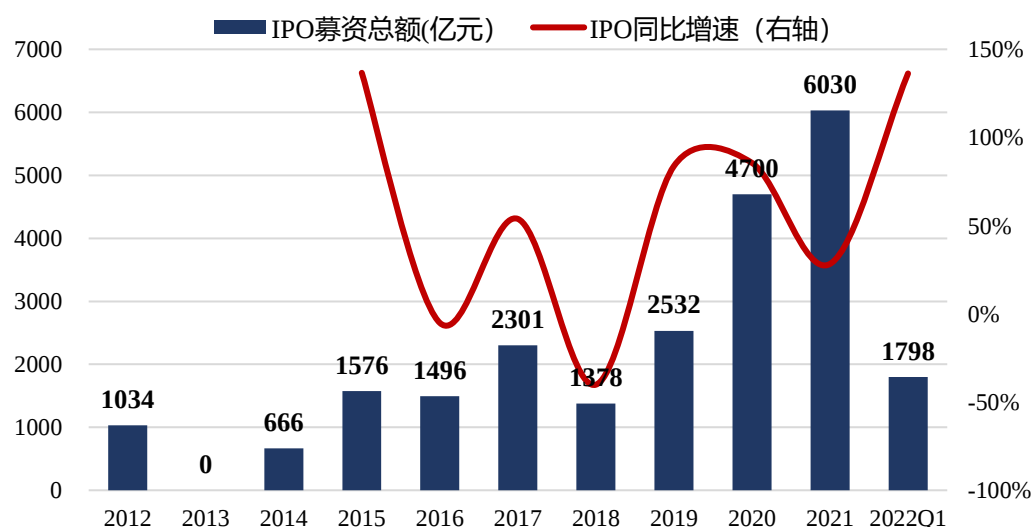


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2. 券商-投行业务：行业保持高集中度，龙头券商优势明显

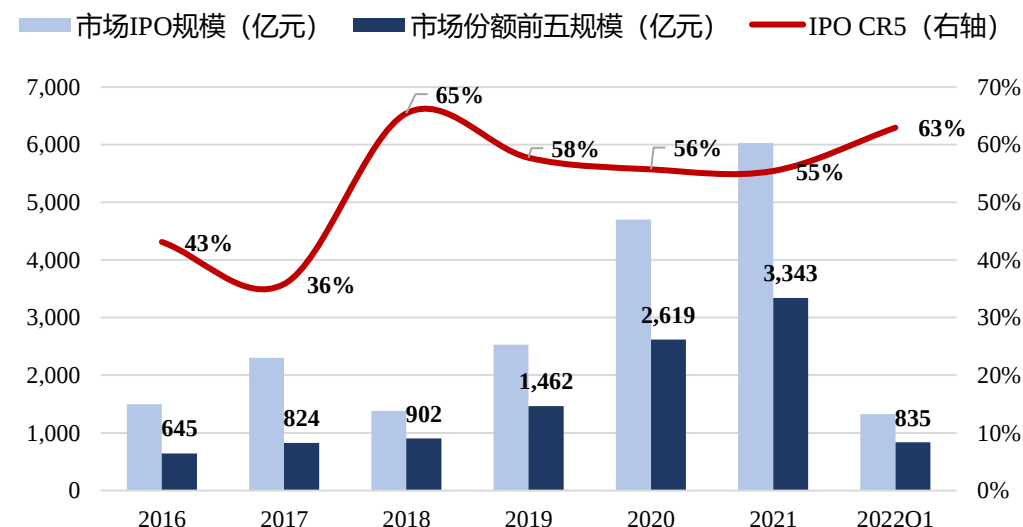
- **2022Q1，IPO承销规模大幅上涨，债券募资总额稳定增长，投行业务收益于注册制改革。** 证券行业积极践行新发展理念，行业注册制进一步深化。2022Q1，证券行业IPO募资总额同比+136.2%至1,798亿元，证券公司承销债券规模同比+7.4%至24,514亿元。未来，随着全面注册制的推进，市场活跃度有望进一步提升。
- **头部券商投行业务优势突出（占据大部分市场份额）且地位稳固。** 2022Q1，IPO规模CR5为63%，自2018年以来，行业集中度（IPO募资额集中度）保持高水平，均处于50%以上。投行业务头部券商龙头优势明显，2022Q1，中信、海通、中信建投、中金、国泰君安投行业务收入位居前五，合计投行业务收入为77亿元，占41家上市券商（除东财外）投行业务收入的55%。五家券商投行业务收入较2021年同期均增加，同比增速均超过10%，分别为+15%、+38%、+95%、+59%、+47%。
- **当前债承规模呈同比增长趋势，IPO、再融资规模同比下降。** 2022年5月，IPO/再融资/债券承销规模分别为109/290/8,089亿元，同比分别为-73%/-29%/+75%，未来随着我国多层次资本市场的有机联系强化，资本市场融资效率有望进一步提高。

图表：2022Q1全市场IPO募资总额及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图表：2022Q1行业IPO规模CR5

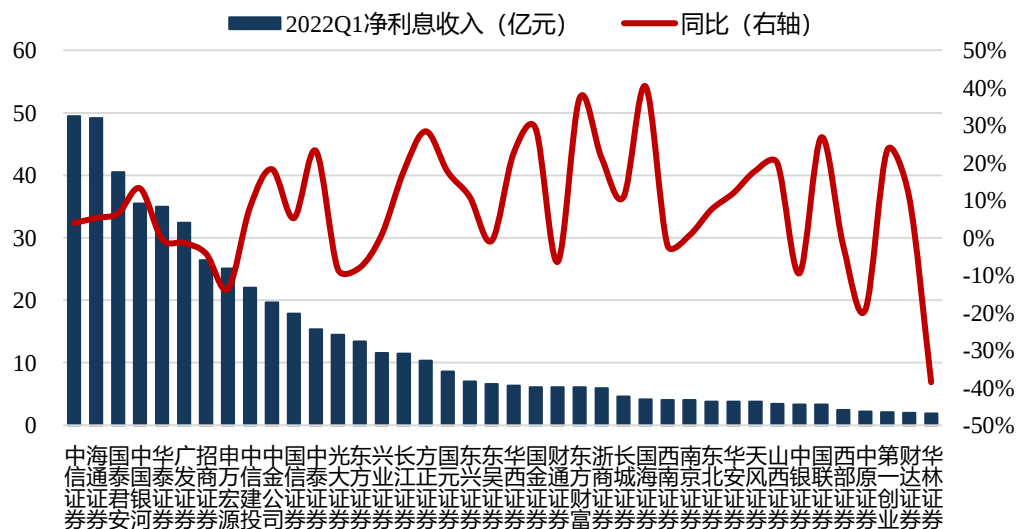


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.3. 券商-两融业务：行业整体较稳定，头部优势突出

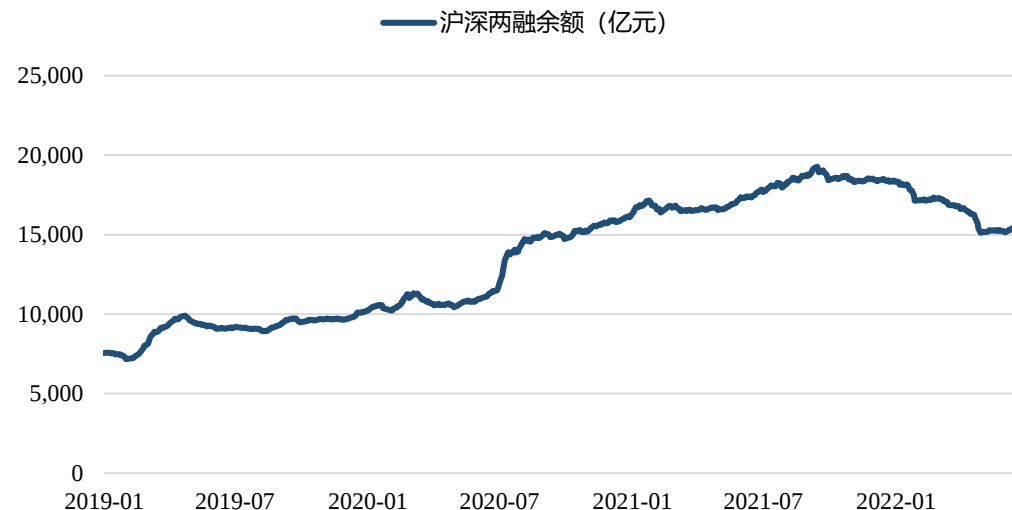
- **市场风险偏好下滑，净利息收入小幅增长。**2022Q1，全行业共计42家上市证券公司合计实现净利息收入533亿元（同比+4.81%），2022Q1上市券商净利息收入增速缓于2021年年末，同比小幅增长。
- **半数以上券商净利息收入同比增长，头部券商市占率保持领先。**2022Q1，全行业42家上市证券公司共有27家的净利息收入实现同比增长，其中头部券商优势明显，中信、海通、国君、银河、华泰的净利息收入位居前五，合计为210亿元，占42家上市券商净利息收入的39%。
- **当前两融余额较去年同期减少，但开年以来的下落趋势有所遏制。**截至2022年6月29日，两融余额同比-10.30%至15,961亿元，其中融资余额同比-7.35%至15,052亿元，融券余额同比-41.27%至909亿元，相较月初两融余额/融资余额/融券余额分别+5.06%/+4.22%/+21.25%，体现了市场情绪逐渐升温。

图表：2022Q1上市券商净利息收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图表：2019-2022年沪深两融余额

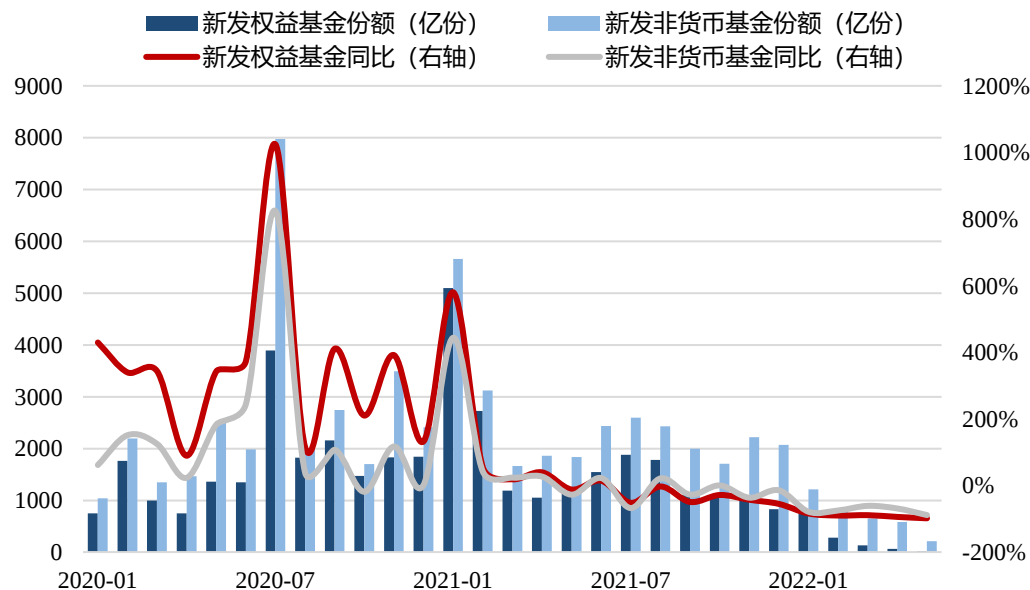


数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至2022年6月29日）

3.4. 券商-资管业务：权益市场景气度下滑，直接冲击券商资管业务

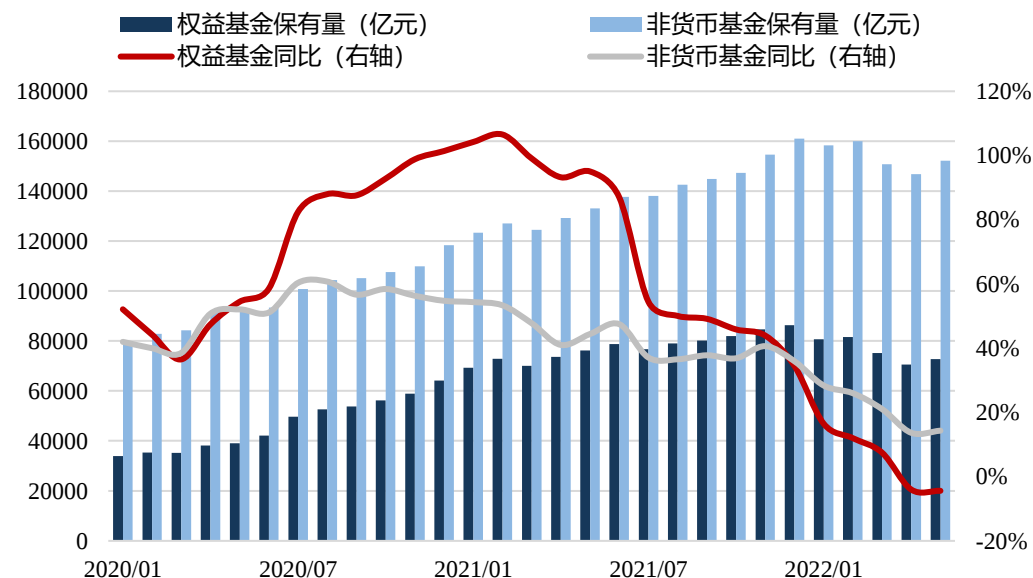
- **受权益市场低景气度影响，券商资管业务受冲击较大。**2022Q1，41家券商（东方财富未披露）总体资管业务收入同比下降2.30%，头部券商同比降幅普遍在20%以上，其中中信建投/招商/国泰/海通/兴业同比分别是-24.99%/-21.65%/-39.05%/-37.18%/-29.67%，预计主要系券商资管规模下滑所致；头部券商之中，中金、中信表现较为坚挺，受影响较小，同比分别+2.22%/-0.43%。值得注意的是，西部证券、东北证券2022Q1资管业务收入同比分别+273.85%/+225.79%，增速排名分别在第一、二位，主要系其2021年Q1资管业务收入基数较低，2022年以来管理规模同比增长所致。
- **新发基金份额缩减，基金保有量相对稳定但增速放缓。**2022年以来，新发权益/非货币基金同比增速始终为负，且下滑趋势逐渐拉大，据Wind数据，2022年5月新发权益/非货币基金同比-98.15%、-88.45%。公募基金保有量较去年同期总体维持增长状态但增速放缓，据中基协数据，2022年5月权益/非货币基金保有量同比-4.49%、+14.32%。

2020-2022年新发基金份额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图表：2020-2022年公募基金保有量

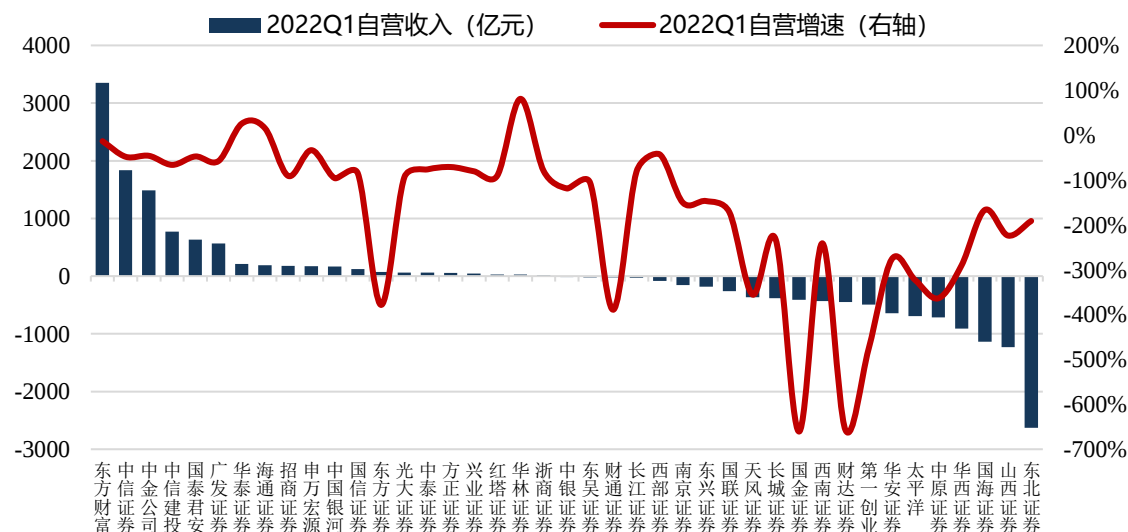


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.5. 券商-自营业务：股票市场大幅波动，上市券商自营业务普遍承压

- **上市券商自营业务普遍承压，过半券商自营收入同比减少、收益率为负。**与2021年同期相比，42家上市券商自营收入平均下降106%，自营收入合计亏损1,913亿元。2022Q1上市券商中仅六家自营业务收入同比正增长：中银证券（+81%）与东方财富（+15%）主要得益于投资规模的大幅提升，国联证券（+26%）主要得益于公允价值变动，太平洋证券（+378%）、第一创业（+82%）、光大证券（+43%）主要得益于2021年同期基数较低。收益率方面，上市券商自营业务平均收益率为-0.05%，逾半券商收益率为负，与2021年同期相比，上市券商交易性金融资产规模平均增长23.21%。
- **年初市场大幅波动，大盘指数5月份起有所回升。**2022年1月-4月，主要指数行情呈下落趋势，5月开始有回升迹象。截至2022年6月30日，上证指数/创业板指/沪深300分别较年初-23%/+5%/-9%（2021年同期分别为-1%/+7%/+6%），大盘指数变动较去年同期更为剧烈。

图表：2022Q1上市券商自营收入



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图表：2020-2022年大盘指数行情走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所（数据截至2022年6月30日）

4.1. 展望：2022下半年 ——国内经济增速边际向上，利好政策下券商迎来增长机遇

- **政策将持续发力，国内经济增速有望边际向上。**国内疫情加大了经济触底的速度及深度，使得未来经济在较低的基数上反弹。随着积极有利的因素逐渐增多，且2022下半年一篮子稳增长政策将充分释放出效果，我国经济边际向上的趋势较为确定。
- **利好政策频出，券商多项业务迎来增长机遇。**1) **注册制改革稳步推进，推动资本市场健康发展，利好券商投行业务。**2022年，证监会持续深化股票发行注册制为主线的资本市场改革；证监会为深入推进设立科创板并试点注册制改革、完善科创板交易制度，2022年5月颁布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》。自2018年底以来，科创板设立并试点注册制、创业板注册制改革、北交所设立并试点注册制等事件加速注册制改革进程，为市场募集规模以及券商投行业务收入提供增量资金，促推券商提高自身的承销、定价和销售能力，利于投行业务稳健增长。2) **香港互联互通机制不断深化，促进两地资本市场共同发展，利好券商长期发展。**2022年5月证监会就《关于交易型开放式基金纳入互联互通相关安排的公告》征求意见，目前两地监管机构宣布互联互通下的ETF交易将于2022年7月4日开始。互通互联机制的进一步完善有助于扩大两地市场投资群体，促进两地资金流动，从而有望修复券商板块的估值，长期利好券商成长，尤其是券商投顾业务/财富管理业务。

图表：2022年宏观/资本市场政策

时间	政策	影响
2022/1/7	《关于北京证券交易所上市公司转板的指导意见》	调整北交所转板规则，深化新三板改革
2022/1/17	一年期中期借贷便利（MLF）和 7 天期公开市场操作中利率均下降 10 个基点分别至 2.85%和2.10%	有利于提振市场信心，降低综合融资成本，推动实体经济融资成本下行
2022/1/28	《关于注册制下提高招股说明书信息披露质量的指导意见》	打击信息披露违法违规行为，加大投资者保护力度
2022/2/18	《境内外证券交易所互联互通存托凭证业务监管规定》	便利跨境投融资活动，推进资本市场制度型开放
2022/4/15	全面降准 0.25 个百分点	投放长期流动性约 5300 亿元
2022/4/22	《公司债券发行上市审核规则》 《公司债券上市规则(2022年修订)》 《非公开发行公司债券挂牌规则(2022年修订)》 《债券市场投资者适当性管理办法(2022年修订)》	引导债券发行向市场化、法治化发展，推进公司债券发行注册制改革任务
2022/4/25	全面下调金融机构人民币存款准备金率 0.25 个百分点（不含已执行 5%存款准备金率的金融机构）	支持实体经济发展，促进综合融资成本稳中有降
2022/5/13	《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》	完善科创板交易制度，提升科创板股票流动性，增强市场韧性
2022/5/20	五年期LPR降低15bp，调整后1年期、5年期LPR分别为3.7%和4.45%	有助于促进中长期贷款企稳回升
2022/5/31	《关于加强注册制下中介机构廉洁从业监管的意见》	建立健全立体化廉政风险防范机制，促进注册制改革顺利推进
2022/6/24	《上海证券交易所沪港通业务实施办法（2022修订）》	进一步丰富互联互通交易品种，持续优化完善互联互通机制。
2022/6/28	中国证监会、香港证监会发布联合公告，决定批准两地交易所正式将符合条件的ETF纳入内地与香港股票市场交易互联互通机制	提供多元投资工具，有助于两地市场共同发展

4.2. 展望：2022下半年

——行业龙头及细分领域龙头优势显著，新业务有望驱动券商业绩增长

- **细分领域龙头及综合服务龙头优势显著。**从业绩角度来看，头部券商营收及净利润占比有所提升；分业务来看，投行、资管及自营业务集中度不断提升，且专业化驱动券商业务不断创新。我们预计未来证券行业集中度将进一步提升，且具有综合服务能力的券商（中信证券、中金公司）及零售领域龙头（东方财富）优势显著。
- **券商新业务展望：财富管理及衍生品业务发展有望驱动券商业绩增长。**
1) 财富管理业务：我国居民资产配置的需求随着可投资资产的增长而提高，国内投资者数量稳定提升（截至2022年5月，国内新增投资者120万人，期末投资者合计2.05亿人，同比+10%/环比+1%），且当前房地产投资属性弱化、银行理财产品收益率下行推动居民财富向权益市场转移。随着券商投顾团队不断扩大、投顾产品日益丰富，财富管理加速发展已是大势所趋。
2) 衍生品业务：衍生品快速发展，产品不断推陈出新，2022年6月22日，中金所制定《中证1000股指期货合约》、《中证1000股指期权合约》等并征求意见，意味着两大权益类衍生品距离正式上市更近一步。由于衍生品产品具备避险属性，衍生品业务规模扩大将有助于带动市场活跃性，利好券商的长期发展。
- **我们对2022年行业业绩进行敏感性分析：**在悲观/中性/乐观假设下，我们预计2022年证券行业将分别实现营业收入3,985/4,417/4,820亿元，实现净利润1,594/1,767/1,928亿元。

图表：2022年证券行业业绩敏感性分析

单位：亿元	2022E（悲观）	2022E（中性）	2022E（乐观）
经纪业务净收入	1290	1333	1375
投资银行业务净收入	700	768	825
资产管理业务净收入	326	333	370
利息净收入	737	790	801
证券投资收益（含公允价值变动）	404	673	943
营业收入	3985	4417	4820
净利润	1594	1767	1928
净利润增速	-16.59%	-7.55%	0.89%
ROE	6.03%	6.67%	7.27%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.1. 盈利预测-行业

- **我们预计2022年证券行业净利润将同比下滑7.55%，投行业务贡献增量，财富管理、自营业务预计仍将明显承压。**
- **市场调整影响经纪业务，权益向好资管业务相对稳健：**市场调整新发基金规模下降，叠加佣金率下滑趋势，券商代销收入承压，券商经纪业务收入面临一定的下行压力，我们预计2022年行业经纪业务净收入将同比-13.8%至1,333亿元。权益市场长期向好趋势不改，资管业务发展相对稳健，我们预计2022年行业资管业务收入将同比+4.7%至333亿元。
- **受益于资本市场改革持续深化，投行业务将稳健发展：**我们预计2022年行业投行业务收入将同比+14.3%至768亿元。
- **融券市场快速发展推动资本中介业务稳健提升，但指数表现不佳影响投资交易略有波动：**受益于两融市场持续扩张（融券快速发展），股票质押持续压降，行业资本中介业务将稳定发展，我们预计2022年行业利息净收入将同比+10.6%至790亿元；但因市场大盘指数表现不佳，我们预计2022年行业证券投资收益（含公允价值变动）将同比-50.0%至673亿元。
- **基于以上分析和假设，我们预计2022年券商净利润将同比-7.6%至1767亿元，2022年行业净利润率将小幅提升，较2021年+2.0pct至40.0%。**

图表：2022年证券行业盈利预测

单位：亿元	2020A	2021A	2022E
经纪业务净收入	1295	1545	1333
投资银行业务净收入	482	672	768
资产管理业务净收入	300	318	333
利息净收入	630	715	790
证券投资收益（含公允价值变动）	1283	1347	673
营业收入	4485	5024	4417
净利润	1538	1911	1767
净利润增速	27.98%	21.32%	-7.55%
ROE	7.36%	7.83%	6.67%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

5.2. 盈利预测-重点个股

- 市场大幅波动下，【东方财富】各项业绩仍实现稳健增长，证券经纪、两融收入实现双向上；看好公司在财富管理领域展现高流量、低成本、优质服务三大天然核心优势，未来在基金产品创设、投资顾问、客户资产配置方面将有大幅提升。
- 龙头券商当前估值较低且长期阿尔法优势显著，重点推荐【中信证券】和【中金公司】（港股）。
- 权益市场黄金发展下，基金公司保持高增长，“含基量”较高的券商拥有较高的业绩弹性，建议关注【广发证券】、【东方证券】。财富管理业务展现出特色优势，中小券商容易实现弯道超车，建议关注互联网特色明显的【华林证券】及投顾业务处于从零到一的阶段的【国联证券】。我们预测【东方财富】、【中信证券】、【中金公司】（港股）、【国联证券】2022归母净利润分别为101.7/256.4/113.4/11.1亿元，对应估值分别为32.99倍PE/1.35倍PB/0.69倍PB/2.02倍PB。

图表：2022年重点个股盈利预测表

代码	公司	营业收入（亿元）				归母净利润（亿元）				归母净利润增速				PE/PB			
		2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300059.SZ	东方财富	131	144	180	223	86	102	131	165	79%	19%	29%	26%	39.24	32.99	25.65	20.35
600030.SH	中信证券	765	800	938	1100	231	256	310	371	55%	11%	21%	20%	1.53	1.35	1.27	1.21
3908.HK	中金公司	410	441	495	556	108	113	122	136	50%	5%	8%	11%	0.81	0.69	0.60	0.53
601456.SH	国联证券	30	33	39	47	9	11	14	17	51%	25%	22%	22%	2.12	2.02	1.90	1.78

数据来源：Wind，东吴证券研究所

注：东方财富使用PE估值，中信证券、中金公司H、国联证券采用PB估值（数据截至2022年6月30日）

5.3. 估值-证券板块：板块估值接近历史底部，具有显著配置价值

- **政策催化行业估值提升，当前板块估值逼近历史底部，具有显著的配置价值。**当前流动性良好，市场情绪高涨，股基交易额已连续一周破万亿，券商估值逼近板块二十年的底部（截至2022年6月30日，证券板块PB估值为1.38，处于历史分位数2.16%；2018年10月证券板块PB为1.02，处于历史分位数底部），且基本面情况好于2018年，板块在估值底部布局通常能获得绝对收益，往下空间有限，我们认为进入到不错的配置时点。

图表：券商板块2003-2022年PB估值图



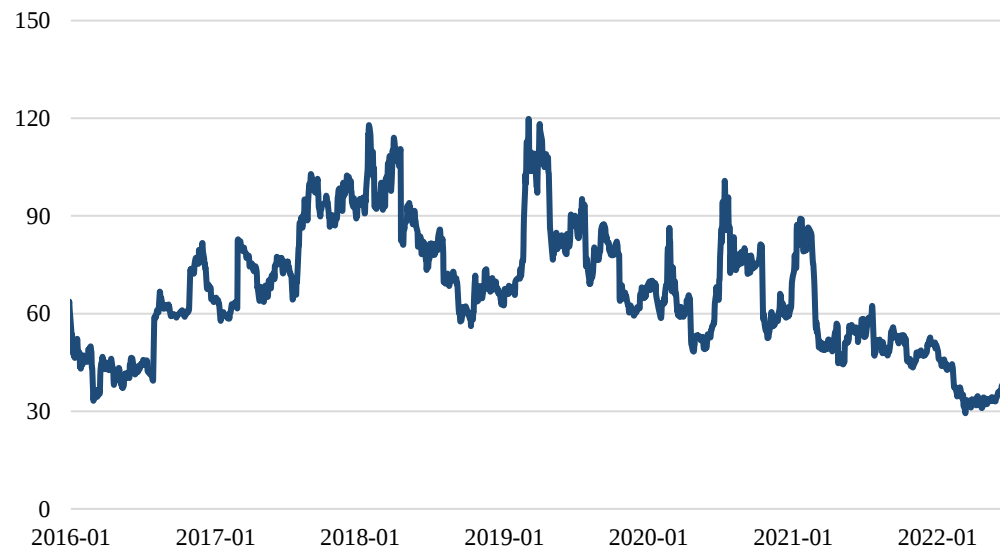
数据来源：Wind，东吴证券研究所（数据截至2022年6月30日）

5.4. 估值-重点个股

➤ **重点个股估值处于历史低位，投资价值凸显。**截至2022年6月30日，除华林证券外，东财/中信/中金/国联均处于历史低位，在充分消化监管风险和经营风险的前提下，重点个股中长期投资价值凸显，未来有较大修复空间。重点个股估值如下：

【东方财富】2022PE为38.08，处于历史估值分位数12.73%；
【中信证券】2022PB为1.39，处于历史估值分位数9.70%；
【中金公司】(H)2022PB为0.88，处于历史估值分位数2.91%；
【华林证券】2022PB为6.59，处于历史估值分位数43.91%；
【国联证券】2022PB为2.09，处于历史估值分位数11.80%。

图表：东方财富2016-2022年PE估值



数据来源：Wind，东吴证券研究所（数据截至2022年6月30日）

图表：中信/中金/华林/国联2016-2022年PB估值



数据来源：Wind，东吴证券研究所（数据截至2022年6月30日）

- 1) **宏观经济不及预期：**股市是经济的晴雨表，宏观经济不及预期将企业盈利，造成市场下跌，从而影响券商自营等业务业绩。
- 2) **市场交投活跃度下降：**券商业绩与市场交易活跃度息息相关，活跃度下降将直接影响券商的经纪业务、资本中介业务等。
- 3) **疫情控制不及预期：**疫情影响业务开展，若防疫不及预期将影响券商财富管理、投行等业务。
- 4) **证券行业创新政策不及预期：**创新业务驱动券商发展，监管趋严将影响券商业务结构优化和升级。

免责声明



东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园