Securities II Industry Research

Securities companies' valuations approach historical low - time to accumulate

Outperform (Maintain)

4 July 2022

Research Analyst
Shirui Ouyang
(852) 3892 3120
ouyangshirui@dwzq.com.hk

Investment Thesis

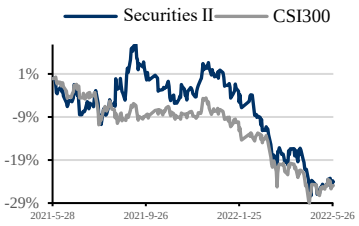
- **Boom-bust cycle keeps repeating itself. We reviewed six bull rallies of the securities industry.** 1) The securities industry focus has gradually changed from asset-light businesses such as brokerage to asset-heavy businesses such as investments. The total net assets of securities industry expanded from 0.36 trillion to 2.57 trillion rmb in 2008-2021 (CARG is 16.32%). The percentage of brokerage revenue to the total dropped from 71% to 31% during 2008-2021 because of commission rate decline, while the percentage of capital-heavy business such as investment to the total increased from 22% to 48% in the same period. 2) The securities sector outperformed the broader market as bellwether in six securities bull rallies, and its valuation advancement often preceded earnings improvements. Historical similarities at the beginning of 6 securities bull rallies: ① 2 to 4 times RRR cuts (range between 1% to 4%) and interest rate cuts (range between 50 to 200 bps) boosted liquidity in the capital market. ② The link relative ratio of equity fund trading volume turns positive, and YoY newly issued fund scale maintains stable growth. ③ The securities industry is more likely to reverse when its PB historical quantile falls below 10%.

- **Favorable policy expectations and undervaluation decides securities sector's prominent allocation value.** 1) Market liquidity and policies will perk up: The economy is under pressure due to the pandemic shock, and thus favorable policy expectations have strengthened. RRR and interest rate cuts will improve market liquidity, while favorable policies may broaden the business scope of securities companies. 2) Capital market sentiment is rebounding: The link relative ratio of equity fund trading volume has turned positive, investors' sentiment has improved, and margin transactions have increased. 3) The fundamentals of the securities sector are stable and improving: The leverage ratio of listed securities companies has increased from 1.23 to 3.98 during 2008Q3~2022Q1, and the ROE core has steadily risen to nearly 10% in recent years. With the promotion of wealth management and innovative businesses, the ROE core will continue to rise. 4) Improving fundamentals and undervaluation lead to a significant allocation value for the securities sector: Since the beginning of 2022, the securities sector has underperformed the CSI 300 Index, and its valuation has fallen to the bottom of the past two decades. The performance of securities sector missed expectations due to the market downturn in 2022Q1, but the risk of stock pledge also declined sharply. We suggest investors to accumulate the securities sector due to its undervaluation and better fundamentals compared to that in 2018.

- **Stock watchlist:** 1) Internet retail wealth management leader: **Eastmoney(300059)**. With the growing wealth management business, Internet retail securities leader will benefit from the Matthew effect. 2) Comprehensive securities leaders: **Citics(600030), CICC(601995)**. The comprehensive securities leaders have significant advantages in capital utilization efficiency with current undervaluation and obvious long-term alpha. 3) Securities companies with equities of public offering of funds: **GF(000776), DFZQ(600958)**. The securities companies with equities of public offering of funds have strong performance elasticity during the golden period of equity market development. 4) Growth securities companies with special features: Internet brokerage, **Chinalin(002945)**; Securities company with rapid growing investment advisory business, **Guolian(601456)**.

- **Risks:** Macroeconomic downturn; the market trading activity declines; the recurrent pandemic; innovative policies in securities industry are lower than expected.

Industry Performance



Related reports

《Market cycle downturn impact the public offering of funds, while Tiantian Fund has significant advantages》

2022-05-08

《 Self-operation dragged down performance, and valuations approached the bottom of history》

2022-05-02

《Securities industry: 2021 annual report review and 2022 first quarter report preview: with accelerating wealth management transformation, we are optimistic about the resilience of leading securities companies》

2022-04-05

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by Soochow Research Institute, and in particular its employees ***Xiang Hu(胡翔)***, ***Jieyu Zhu(朱洁羽)***, ***Yuxiang Ge(葛玉翔)***, *and* ***Yiyu Fang(方一宇)***.

券商估值逼近历史底部，建议左侧布局

2022 年 07 月 04 日

增持（维持）

证券分析师
欧阳诗睿
(852) 3892 3120
ouyangshirui@dwzq.com.hk

投资要点

- **荣枯自有时：六次券商板块牛市复盘。1）行业逐步重资产化，业绩支撑由经纪业务等轻资本逐步向投资交易等重资本业务转变。**行业资产规模逐步扩大（2008~2021 年，证券行业净资产由 0.36 万亿增长至 2.57 万亿，年化复合增速 16.32%）；佣金率下滑致经纪业务收入占比持续下降（2008~2021 年，经纪业务收入占比由 71%下降至 31%）；重资本业务逐渐成为券商最大的收入来源（2008~2021 年，投资业务及利息净收入等重资本业务合计占比由 22%提升至 48%）。**2）券商板块跑赢大盘，多轮牛市行情领涨，估值提升往往先于业绩提升。**复盘六段证券板块领涨历史，均为政策利好叠加监管边际宽松（流动性释放）驱动市场景气度提升（股基交易额/新发基金数据回暖），投资者情绪高涨，进而带动证券板块估值修复，提升券商股业绩。**总结六段券商股行情开启历史相似点：**①分别降准及降息 2~4 次（降准幅度 1%~4%，降息幅度 50~200bps）推动市场流动性提升。②股基交易额环比由负转为正，新发权益基金同比趋于稳定。③PB 历史分位数跌破 10%更易筑底回升。
- **从容皆自得：政策利好预期+板块再探底，配置价值显著。1）市场流动性及政策向好：**疫情冲击下宏观经济明显承压，政策利好落地预期加强。降准降息刺激市场流动性提升；政策向好+监管呵护优化市场环境、拓宽券商业务范围。**2）市场情绪回暖：**股基交易额环比现增量，市场景气度提升；投资者情绪向好，两融余额提升；新发权益基金份额同比增速趋于稳定。**3）证券板块基本面稳中向好：**2006Q1~2021，2008Q3~2022Q1 上市券商杠杆率由 1.23 提升至 3.98，**ROE 中枢近年来稳中抬升至接近 10%的水平**（2006Q1/2021 上市券商 ROE 中枢分别为 2.63%/8.23%）。**随着行业财富管理业务及创新业务的推动，预计 ROE 中枢将逐步抬升。4)板块估值再探底+基本面好转，配置价值显著：**2022 年初以来券商板块跑输沪深 300 指数，估值下探至二十年底部；市场下行致 2022Q1 业绩大幅低于预期，但券商股票质押风险大幅下降。当前板块估值探底，基本面优于 2018 年，建议左侧布局和配置证券板块。
- **投资建议：关注高成长性券商及行业龙头。1）零售财富管理龙头【东方财富】：**财富管理驱动业绩高增，互联网零售龙头强者愈强。**2）行业集中度不断提升，龙头优势显著，关注【中信证券】和【中金公司】(港股)。**头部券商综合能力及资金运用效率均具有显著优势，当前估值较低且长期阿尔法优势明显，建议关注中信证券和中金公司（港股）。**3）财富管理业务占比突出的券商：**权益市场发展黄金时期，“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】。**4）具有特色的成长性券商：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的【华林证券】及投顾业务快速发展的【国联证券】。**
- **风险提示：**1）宏观经济下行；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。

行业走势

相关研究

《市场周期因素影响公募基金行业短期承压，天天基金相对优势显著》

2022-05-08

《自营拖累业绩，估值逼近历史底部》

2022-05-02

《证券行业：2021 年报点评及 2022 一季报前瞻：财富管理转型加速，看好龙头券商韧性》

2022-04-05

特此致谢东吴证券研究所对本报告专业研究和分析的支持，尤其感谢*胡翔，朱洁羽，葛玉翔*和*方一宇*的指导。

内容目录

1. 荣枯自有时：六次券商板块牛市复盘 6
1.1. 2006 年 3 月-2007 年 12 月：经济繁荣及市场改革驱动板块上涨 7
1.2. 2008 年 11 月-2009 年 9 月：流动性充裕及政策利好驱动板块上涨 11
1.3. 2012 年 12 月-2013 年 2 月：政策宽松与创新改革驱动板块上涨 14
1.4. 2014 年 7 月-2015 年 6 月：流动性全面宽松叠加政策利好驱动板块上涨 17
1.5. 2018 年 10 月-2019 年 3 月：股权质押风险缓解驱动板块估值修复 21
1.6. 2020 年 6 月-2020 年 7 月：行业整合预期+基本面支撑驱动板块上涨 24
2. 从容皆自得：政策利好预期+板块再探底，配置价值显著 26
2.1. 市场流动性及政策向好+市场情绪回暖+低估值共同驱动板块上涨 26
1.1. 疫情冲击+经济承压，政策利好落地预期加强 29
1.2. 板块估值再探底+基本面好转，配置价值显著 32
3. 投资建议：关注高成长性券商及行业龙头 34
3.1. 首推零售财富管理龙头——东方财富 35
3.2. 推荐综合能力和资金运用效率较高的头部券商——中信、中金 35
3.3. 建议关注财富管理业务占比突出的券商——广发、东方、兴业 37
3.4. 建议关注具有特色的成长性券商——华林、国联 37
4. 风险提示 38

图表目录

图 1: 证券行业收入结构逐步重资产化 6
图 2: 证券 II 历史走势 7
图 3: 2006-2007 年 GDP 增长迅速 8
图 4: 2006-2007 年 PMI 稳定在 50%以上 8
图 5: 2006 年 08 月起新增股票开户数攀升 9
图 6: 2007 年股基日均交易额陡升 9
图 7: 2006-2007 新发基金（权益/非货币）情况 9
图 8: 2006-2007 基金保有量（权益/非货币）变化情况 9
图 9: 此轮行情前券商板块 PB 分位数处于低位 10
图 10: 2006-2007 年领涨券商对经纪业务依赖高 10
图 11: 2006 年 3 月-2007 年 12 月证券 II 历史走势 10
图 12: 2009 年 Q1 出现 GDP 同比拐点 11
图 13: 2008 年末 M1 与 M2 的同比增长出现拐点 11
图 14: 本轮行情新增股票账户数呈增长趋势 13
图 15: 2009 年股基日均交易额回升 13
图 16: 2008-2009 年新发基金（权益/非货币）情况 13
图 17: 2008-2009 年基金保有量（权益/非货币）情况 13
图 18: 2008 年 11 月-2009 年 9 月证券 II 历史走势 14
图 19: 股基日均交易额 16
图 20: 市场两融余额 16
图 21: 2012-2013 年新发基金（权益/非货币）规模 16
图 22: 2012-2013 年基金（权益/非货币）保有量 16
图 23: 2012-2013 年证券IIPB 走势 17
图 24: 2012-2013 年领涨个股走势（单位：元） 17
图 25: 2012 年 12 月-2013 年 2 月证券 II 历史走势 17
图 26: 股基日均交易情况 19
图 27: 市场两融余额 19
图 28: 2014-2015 年新发基金（权益/非货币）份额情况 19
图 29: 2014-2015 年基金保有量（权益/非货币）情况 19
图 30: 2014~2015 证券IIPB 估值走势 20
图 31: 2014/06~2015/12 领涨券商股价走势（单位：元） 20
图 32: 2014 年 7 月-2015 年 6 月证券 II 历史走势 20
图 33: 股基日均交易额（亿元） 22
图 34: 市场两融余额（亿元） 22
图 35: 2018/01-2018/11 非货币/权益新发基金份额 23
图 36: 2018/01-2018/11 非货币/权益基金累计份额 23
图 37: 2018 年 10 月-2019 年 4 月证券 II 历史走势 23
图 38: 股基日均交易情况 25
图 39: 两融余额走势 25
图 40: 2020 年新发基金（权益+非货币）份额 25
图 41: 2020 年基金保有量（权益+非货币）情况 25
图 42: 2020/02~09 证券IIPB 估值 26

图 43: 2020/04~2020/10 领涨个股价格走势（单位：元）.....26
图 44: 2020 年 6 月-2020 年 7 月证券 II 历史走势.....26
图 45: 股基成交额走势.....31
图 46: 融资融券余额走势.....31
图 47: 2022/01~04 权益及非货币新发基金.....31
图 48: 基金保有量（非货币月权益基金）同比增速放缓.....31
图 49: 券商板块行情不佳.....32
图 50: 当前券商板块估值处于历史低位.....32
图 51: 证券IIPB-Band.....32
图 52: 代表上市券商减值准备计提充分，风险下降（买入返售金融资产减值准备/股票质押式回购账面余额）.....33
图 53: 42 家上市券商一览表（PB 及 2018/10/15 最低点 PB 情况）.....34
图 54: 西藏地区市占率持续提升（整体可参考此趋势）.....35
图 55: 2021Q1-2022Q1 招商银行/蚂蚁基金/天天基金权益基金保有量及市占率.....35
图 56: 2022Q1 投行业务 CR5 保持在高位.....36
图 57: 2020/08~2021/12 场外衍生品 CR5 集中度.....36
图 58: 龙头券商 ROE 水平显著高于行业平均.....36
图 59: 龙头券商杠杆率显著高于行业平均水平（找数据可证明和作图即可）.....36
图 60: 公募基金/资管对上市券商贡献度.....37
图 61: 华林证券研发投入占比营收显著高于其他券商.....38
图 62: 国联证券投资咨询业务收入增速远超龙头券商.....38

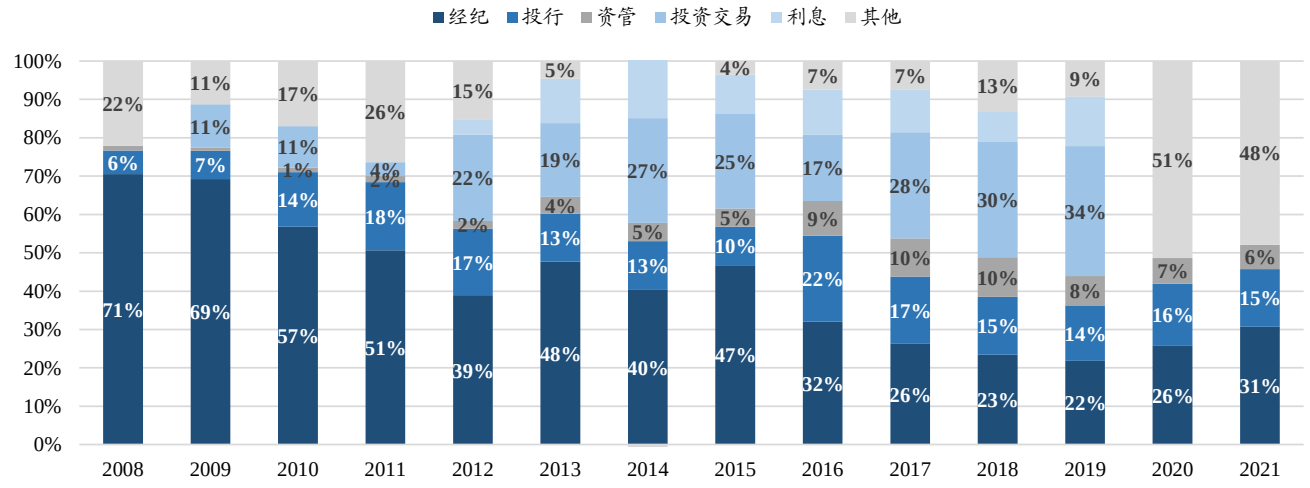
表 1: 2005-2007 年重要政策/事件梳理.....8
表 2: 2008-2009 年重要政策/事件梳理.....11
表 3: 2008-2009 年重要政策/事件梳理.....12
表 4: 2012-2013 年重要政策/事件梳理.....15
表 5: 2012-2013 年重要政策/事件梳理.....18
表 6: 2014-2015 年重要政策/事件梳理.....18
表 7: 2018 年货币政策/事件梳理.....21
表 8: 2018-2019 年重要政策/事件梳理.....21
表 9: 2020 年重要政策/事件梳理.....24
表 10: 历年复盘.....28
表 11: 市场情绪指标.....28
表 12: 行业基本面.....29
表 13: 2022 年货币政策梳理（截至 2022 年 5 月 24 日）.....30
表 14: 2022 年券商重要政策梳理.....30

1. 荣枯自有时：六次券商板块牛市复盘

第一家上市券商中信证券于 2003 年上市，板块第一次较大行情于 2006 年开启，我们选取 2006 年-2021 年券商板块(SW 证券Ⅱ)跑出明显超额收益的区间进行复盘分析。

行业逐步重资产化，业绩支撑由经纪业务等轻资本逐步向投资交易等重资本业务转变。1）行业资产规模逐步扩大。由于监管的净资本约束及业务发展需要，证券行业净资产不断扩张，从 2008 年的 0.36 万亿增长至 2021 年 2.57 万亿，年化复合增速达+16.32%，行业盈利逐渐依赖于资产规模扩张和资金运用能力。**2）佣金率下滑致经纪业务收入占比持续下降。**佣金自由化、网点和人力的竞争以及“互联网+一人多户”的交易模式，导致券商经纪业务佣金率稳步下降，经纪业务收入占比由 2008 年的 71%(此前占比更高)下降至 2021 年的 31%。**3）重资本业务逐渐成为券商最大的收入来源。**投资业务及利息净收入等重资本业务合计占比由 2008 年的 22%提升至 2021 年 48%。随着行业竞争激烈，轻资产业务费率下滑，行业发展逐步转向通过资本金扩张的重资本业务上，如自营、资本中介业务，头部券商在资本实力、牌照、投资能力及资金运用效率上的优势明显突出，同时兼具更强的风险抵御能力，传统中小券商仍依赖于纯方向性投资，头部券商业绩稳定性更明显。

图1：证券行业收入结构逐步重资产化



数据来源：证券业协会，东吴证券研究所（协会数据从 2008 年起开始披露）

券商板块跑赢大盘，多轮牛市行情领涨，估值提升往往先于业绩提升。从 2006 年至 2021 年末，15 年内券商板块累计上涨 203%，同期上证综指上涨 167%，券商板块相对收益 36%，明显上涨行情共 6 轮，均跑赢大盘。券商收入与市场活跃度息息相关，尤其在 2015 年以前，券商主要收入来自经纪业务，增量资金通过券商进入市场，业绩上

涨预期常先于市场上涨出现，故多次领涨大盘。2015 年后，随业务逐渐重资产化，行业整体估值中枢缓慢下移，上涨行情启动前，券商估值（PB）多处于下行区间，市场情绪低迷，行情启动多为流动性宽松、政策及业绩上涨预期共同驱动。

图2：证券 II 历史走势

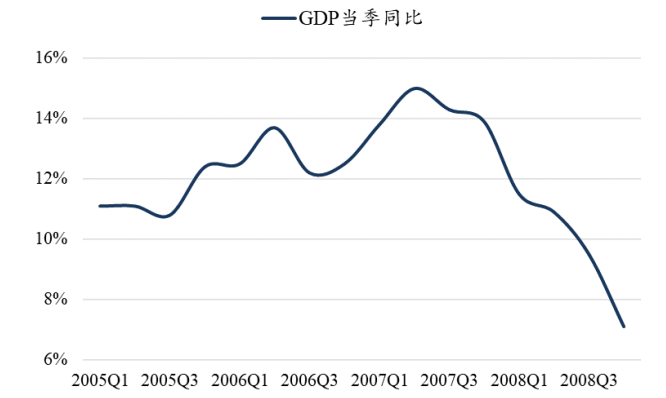
数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.1. 2006 年 3 月-2007 年 12 月：经济繁荣及市场改革驱动板块上涨

经济增长强劲，央行多次采取货币紧缩政策防止经济过热。2006 年至 2007 年，宏观经济运行态势良好，GDP 当季同比增长始终在 12%以上，PMI 指数维持在 50%以上，且自 2005 年 Q3 以来有上行趋势，表明制造业经济处于扩张状态，繁荣的宏观经济是证券业发展的坚实后盾。为抑制经济过热和通胀压力，央行采用紧缩货币政策，两年间多次加准加息，两年间贷款基准利率共上调 189bps，由 5.58%上调至 7.47%，14 次上调金融机构存款准备金率，由 7.5%上调至 14.5%。

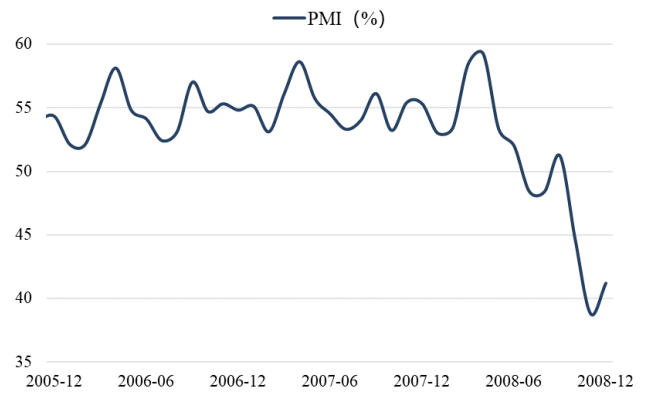
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图3：2006-2007 年 GDP 增长迅速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：2006-2007 年 PMI 稳定在 50%以上



数据来源：Wind，东吴证券研究所

监管推进股权分置改革，规范市场环境。2005 年 09 月，证监会颁布《上市公司股权分置改革管理办法》,正式启动股权分置进程，解决了原有非流通股股东和流通股股东间的利益平衡问题，促进上市公司治理结构的改善。2006 年 01 月 01 日起开始实施的新修订的《公司法》、《证券法》，对原有公司法律制度、证券法律制度作了较大的调整、补充和修改，除此以外 2006 年实施的《首次公开发行股票并上市管理办法》、《证券发行与承销管理办法》等也对推动资本市场平稳健康发展有重大影响。

表1：2005-2007 年重要政策/事件梳理

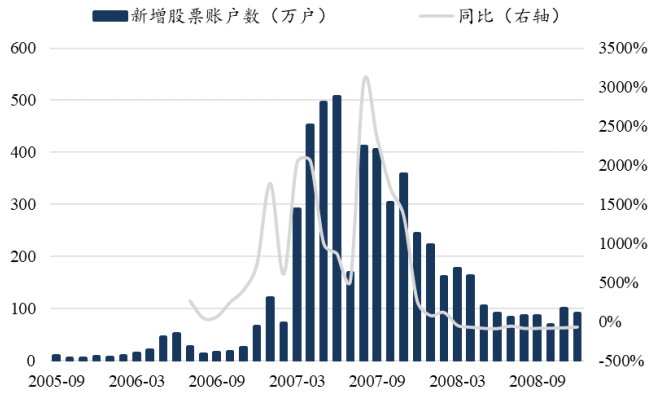
时间	发布单位	政策/事件	影响
2005/09/05	证监会	《上市公司股权分置改革管理办法》	协调上市公司股权分置改革
2005/10/25	全国人大	新修订《公司法》《证券法》	进一步完善社会主义市场经济法律体系
2006/05/06	证监会	《上市公司证券发行管理办法》	规范上市公司证券发行行为
2006/05/17	证监会	《首次公开发行股票并上市管理办法》	规范首次公开发行股票并上市的行为
2006/09/17	证监会	《证券发行与承销管理办法》	使新股发行更加市场化、透明化、公平化
2007/06/18	证监会	《合格境内机构投资者境外证券投资管理试行办法》	允许境内证券经营机构开展境外证券投资业务
2007/08/14	证监会	《公司债券发行试点办法》	规范公司债券的发行行为，公司债的发行正式启动
2007/11/29	证监会	《基金管理公司特定客户资产管理业务试点办法》	规范基金管理公司面向特定客户的资产管理业务

数据来源：证监会，全国人大，中国政府网，东吴证券研究所

市场景气度提升，投资者情绪高涨。1）个人投资者加速入市，股基交易活跃度旺盛。2006 年 08 月起每月新增股票账户数进入高增长状态，投资者纷纷涌入市场， 2007

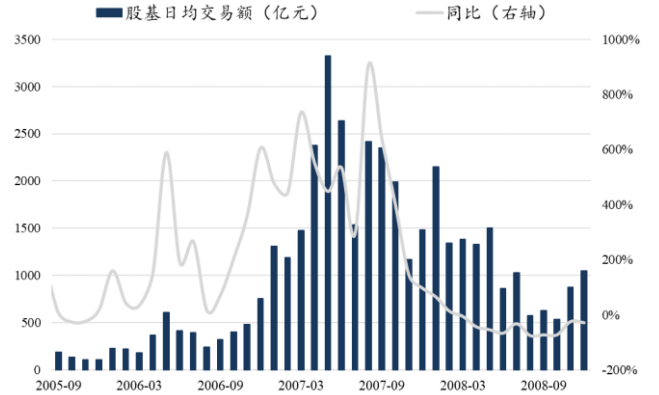
年 06 月新增开户人数达此轮行情峰值（同比+874%至 506 万户）。2006 年 08 月起股基日均交易额上升趋势明显，当月股基日均交易额环比+32.92%至 319 亿元， 2007 年 05 月股基日均交易额达本轮行情最高值 3,322 亿元，同比+448%。**2）新发基金带来增量资金，权益基金保有量在份额和净值双重作用下快速提升。**2006Q2 新发权益基金同比+1511%月环比+812%至 909 亿份，份额提升及净值上涨导致权益基金和非货币基金保有量快速提升，2007 年末权益基金和非货币基金分别为 19,450 亿元和 21,221 亿元，2006-2007 年均增速高达 164%。

图5：2006 年 08 月起新增股票开户数攀升



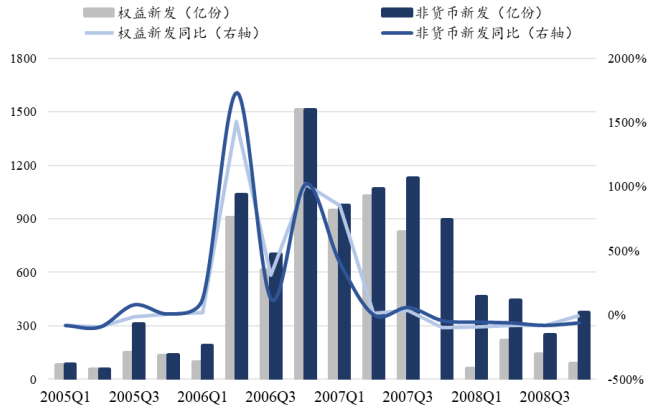
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2007 年股基日均交易额陡升



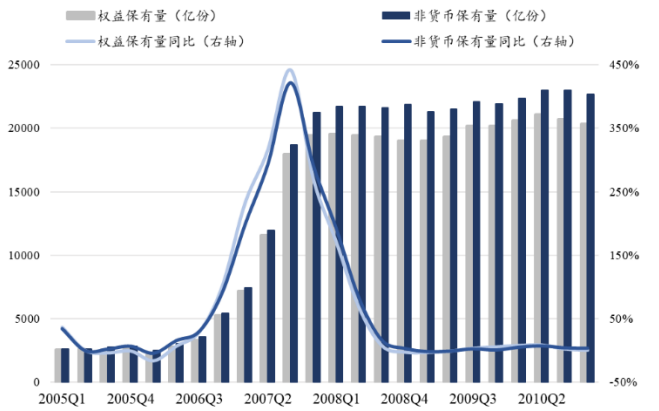
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图7：2006-2007 新发基金（权益/非货币）情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2006-2007 基金保有量（权益/非货币）变化情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

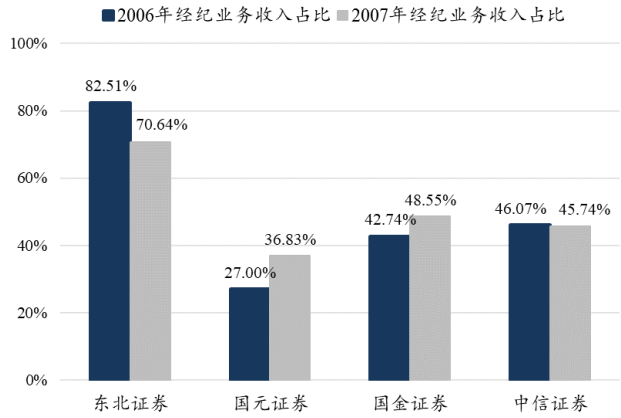
此轮行情中券商板块估值提升迅速，领涨个股为经纪业务占比高的券商。1）PB 估值增长迅速，达历史最高值。2005 年末，券商板块（SW 证券Ⅱ）PB 估值为 2.52 倍，处于历史分位数的 9.01%，处于历史底部位置。此轮行情中券商板块 PB 估值快速提升，2006 年 3 月至 2007 年 12 月的 PB 均值为 8.46x，期间达到历史最高 17.66x。**2）券商板**

块业绩井喷。此轮行情中券商板块指数增长 1,108%，涨幅远超沪深 300 指数（+407%）。2005 年券商板块 14 家上市公司营业收入总额为 187 亿元，同口径下 2007 年营业收入总额增长至 602 亿元，年均增长 79.42%。**3）领涨个股经纪业务收入占营业收入比重高。**至 2007 年末券商板块共有 15 家上市公司（其中太平洋新上市）。2006 年 3 月至 2007 年 12 月涨幅前五分别是东北证券、国金证券、中信证券、国元证券和锦龙股份，涨幅分别为 2,324%、2,527%、1,312%、1,260%和 1,233%，券商业务结构较为单一，经纪业务收入占比高的公司体现出更突出的弹性。

图9：此轮行情前券商板块 PB 分位数处于低位

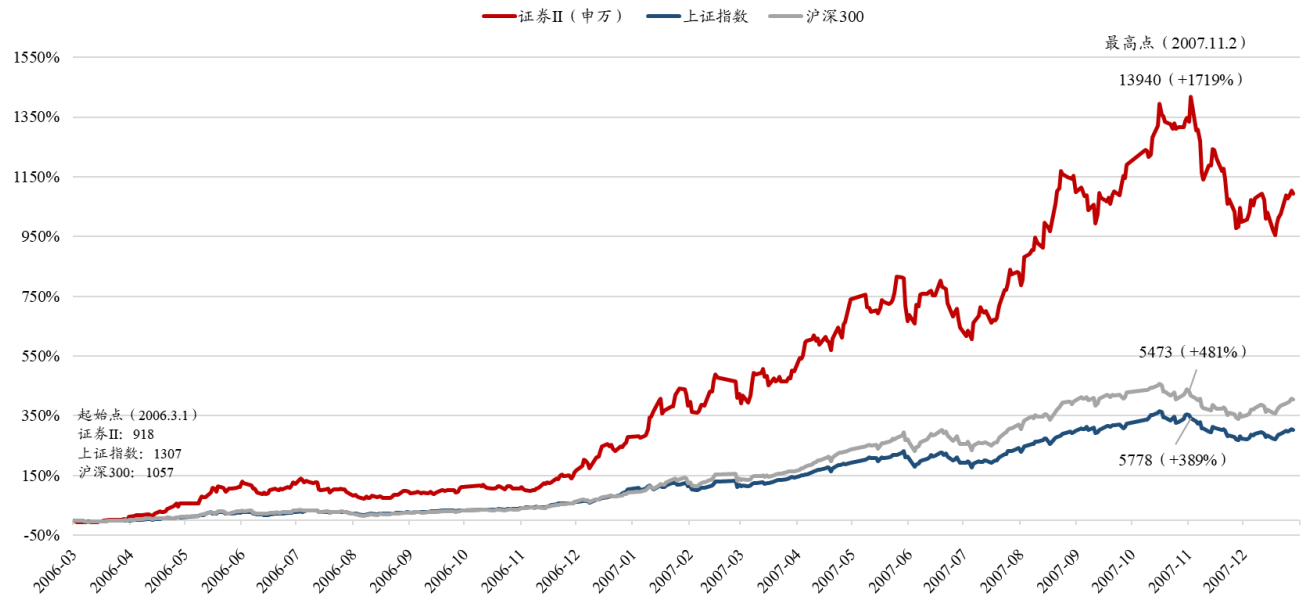
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图10：2006-2007 年领涨券商对经纪业务依赖高



数据来源：Wind，公司年报，东吴证券研究所

图11：2006 年 3 月-2007 年 12 月证券 II 历史走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

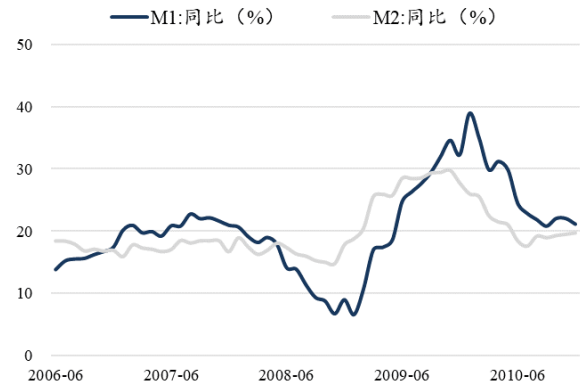
1.2. 2008 年 11 月-2009 年 9 月：流动性充裕及政策利好驱动板块上涨

金融危机影响下，财政、货币政策双管齐下，市场流动性充裕。1）“四万亿计划”入市刺激内需。2008 年 11 月，国家发改委出台了扩大内需促进经济增长的十项措施，两年内在重点领域投资四万亿元以提振经济。**2）多次降准降息充足流动性。**2008 年下半年央行进行 5 次降息和 4 次降准，并宽松商业个人住房贷款房政策。**3）经济状况好转，当季 GDP 同比增长出现拐点。**受金融危机影响，2007Q2 起当季 GDP 同比增速放缓，2009Q1 后当季 GDP 的同比增速扭转下跌趋势，逐步抬升，至 2009Q4 当季 GDP 同比+11.90%。**4）M1、M2 同比增速触底反弹。**央行宽松的货币政策下，广义货币（M1+M2）实现快速增长，释放流动性，一定程度上有利于增强投资者情绪和刺激股市上涨。

图12：2009 年 Q1 出现 GDP 同比拐点

数据来源：Wind，东吴证券研究所

图13：2008 年末 M1 与 M2 的同比增长出现拐点



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表2：2008-2009 年重要政策/事件梳理

时间	货币政策	力度
2008/09/16	非对称降息	下调一年期金融机构人民币贷款基准利率 0.27%个百分点，其他期限档次贷款基准利率按照短期多调、长期少调的原则作相应调整；存款基准利率保持不变。
2008/10/09	对称降息	下调一年期人民币存贷款基准利率各 0.27 个百分点，其他期限档次存贷款基准利率作相应调整。
2008/10/15	全面降准	下调存款类金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2008/10/22	非对称降息	扩大商业性个人住房贷款利率下浮幅度，调整最低首付款比例。商业性个人住房贷款利率的下限扩大为贷款基准利率的 0.7 倍；最低首款比例调整为 20%。
2008/10/29	对称降息	下调一年期存款基准备利率 0.27 个百分点，下调一年期贷款基准利率 0.27 个百分点，其他各档次存、贷款基准利率相应调整。个人住房公积金贷款利率保持不变。
2008/11/27	非对称降息	下调金融机构一年期贷款利率 1.08 个百分点，下调活期存款利率 0.36 个百分点，其他各档次存款利率相应调整。下调金融机构一年期贷款利率 1.08 个百分点，其他各档次贷款利率相应调整。
2008/12/05	全面降准	下调工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、邮政储蓄银行等大

		型存款类金融机构人民币存款准备金率 1 个百分点，下调中小型存款类金融机构人民币存款准备金率 2 个百分点。

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

监管营造健康稳健市场环境，下调印花税+推动创业板上市激活市场。1）规范证券和基金的交易、信息披露等领域。2008 年，我国先后颁布一系列规范加强对证券市场的监管，如《关于整治非法证券活动有关问题的通知》、《证券公司监督管理条例》和《基金信息披露 XBRL 模板第 1 号<季度报告>》等，打击股价操纵与内幕交易，营造了良好的投资环境。**2）多措并举完善金融市场，为市场创造活力。**2008 年 04 月、09 月税务局两次调整证券（股票）交易印花税征收方式，降低税率并且改为单边征税；2008 年 9 月国资委宣布支持中央企业增持或回购上市公司股份，对当时低迷的股市起到支持作用；2009 年 10 月创业板上市，进一步丰富了多层次资本市场结构。

表3：2008-2009 年重要政策/事件梳理

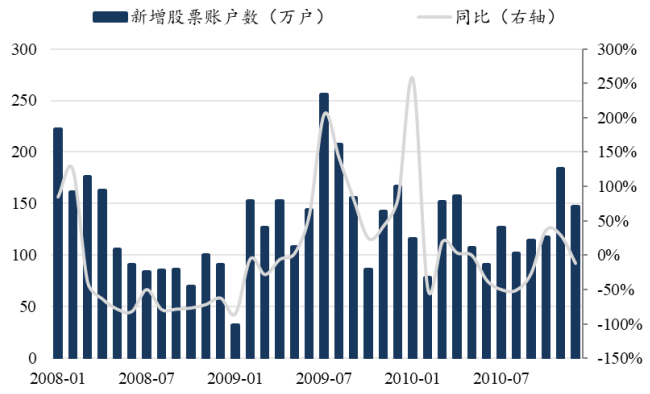
时间	发布单位	政策/事件	影响
2008/01/07	最高人民法院、最高人民检察院、公安部、证监会	《关于整治非法证券活动有关问题的通知》	加强对市场的监管力度，打击非法证券活动
2008/03/24	证监会	《基金公司公平交易制度指导意见》	加强对市场的监管力度，严禁利益输送
2008/04/24	财政部、税务局	调整证券（股票）交易印花税税率	印花税由 3‰调整为 1‰
2008/08/31	证监会	《基金信息披露 XBRL 标引规范》等	规范基金信息的披露
2008/09/18	国资委	宣布支持中央企业增持或回购上市公司股份	中央汇金公司出手买入工中建三行股票，支持股市平稳运行
2008/09/19	财政部、税务局	调整证券（股票）交易印花税征收方式	征收方式由双边转为单边
2008/11/05	国务院	确定了进一步扩大内需、促进经济增长的十项措施	扩大国民内需，助力经济恢复
2009/05/22	证监会	就《关于进一步改革和完善新股发行体制的指导意见（征求意见稿）》向社会公开征求意见	实行新股发行制度改革
2009/10/30	证监会	创业板上市	丰富资本市场层次

数据来源：证监会，中国政府网，东吴证券研究所

股基交易额与新发基金份额抬升，彰显投资者信心。1）市场情绪回暖，交易情况向好。政策利好刺激下，每月新增股票账户数增速回暖，投资者热情提升，2009 年 7 月新增 256 万户股票账户，同比+205%/环比+77.78%。股基日均交易额呈波动上升趋势，同比增速于 2009 年 02 月由负转正，2009 年 07 月股基日均交易额同比+204%/环比+46.6%至 3,131 亿元。**2）新发基金份额增长明显，基金保有量稳中有升。**2009Q1 新发权益基

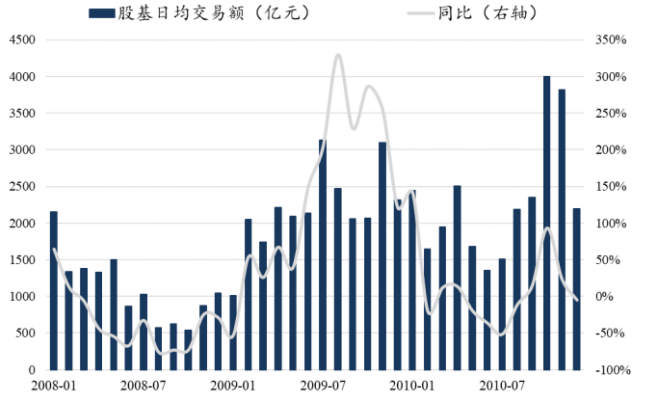
金发力，当月新发权益基金同比+363%/环比+214%至 288 亿份，2009 Q3 新发权益基金份额同比+2513%至 1194 亿份。本轮行情中权益基金与非货币基金保有量保持缓慢上升趋势，2009Q3 权益基金保有量环比+4.23%至 20,154 亿份，非货币基金保有量环比+2.84%至 22,103 亿份。

图14：本轮行情新增股票账户数呈增长趋势



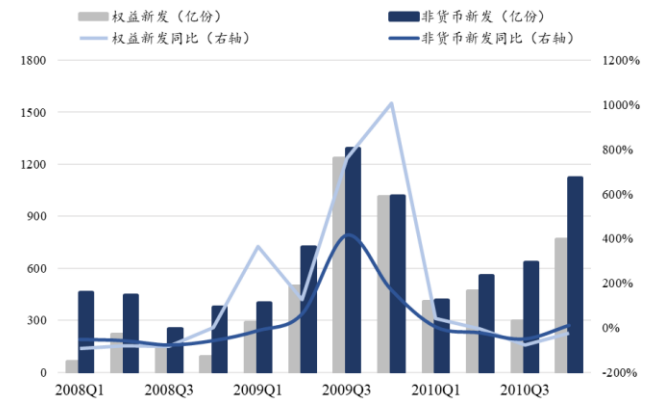
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图15：2009 年股基日均交易额回升



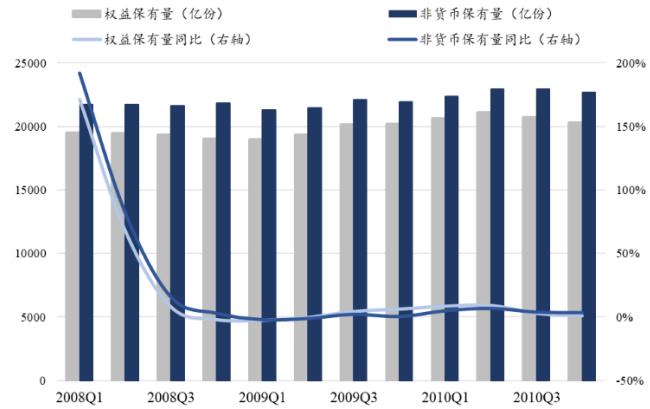
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图16：2008-2009 年新发基金（权益/非货币）情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图17：2008-2009 年基金保有量（权益/非货币）情况

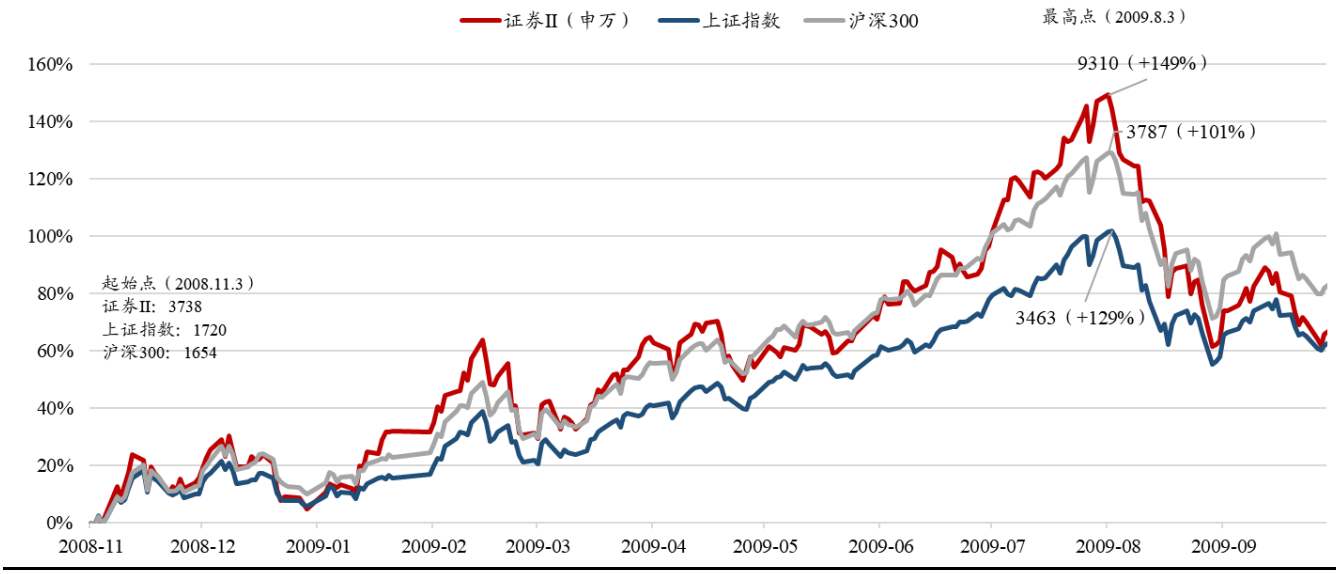


数据来源：Wind，东吴证券研究所

券商板块估值增长乏力，行业在经纪业务驱动下业绩喜人。1）此轮行情中券商 PB 估值缓慢抬升，但依旧处于历史低位。受金融危机影响，2008 年初起券商板块 PB 估值开始下滑，2008 年 10 月末 PB 估值处于历史估值分位数 8.11%。2008 年 11 月至 2009 年 07 月的 PB 均值为 3.3 倍，处于历史估值分位数 13.72%，券商板块估值抬升缓慢。**2）券商板块业绩突出。**2009 年上市券商实现净利润 933 亿元，同比+84%，ROE 为 22.1%，较上一年提升 8.4pct，盈利能力好转。**3）经纪业务仍为券商业务主线。**此轮行情拥有 16 家上市公司的券商板块（SW 证券Ⅱ）涨幅为 54.47%，前五名是东北证券、锦龙股份、西南证券、哈投股份、湘财股份，涨幅分别达 204%、192%、161%、123%、114%。这

一阶段券商仍依靠牛市行情下交易量增加获利，经纪业务弹性好、占比大，以东北证券为例，2009 年东北证券经纪业务收入为 16.17 亿元，同比增长 72.15%，经纪业务收入占总营业收入的 81.13%。

图18：2008 年 11 月-2009 年 9 月证券 II 历史走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 2012 年 12 月-2013 年 2 月：政策宽松与创新改革驱动板块上涨

经济增速减缓，货币政策宽松。1）经济运行呈低增长、低通胀态势。2011Q1 至 2012Q3，我国 GDP 当季同比持续回落，由 10.2%降至 7.5%，物价水平震荡下落，2011 年 9 月至 2012 年 12 月，CPI 指数当月同比由 6.07%下降至 1.7%，经济增长处于低位。**2）央行释放大量流动性。**2012 年内央行 2 次降准，2 次降息，释放万亿流动性；截至 2012 年 12 月 25 日，公开市场 2012 年累计实现资金净投放 12800 亿元，有效保障了资金面全年的平稳运行；截至 2012 年底，央行逆回购规模达 58800 亿元，流动性监管稳中有松。

行业处于创新改革期，资本市场利好政策打开向上发展空间。2012 年 5 月，证监会于证券公司创新大会上下发《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施（征求意见稿）》，从十一大方面、配套六条措施支持行业创新，推进证券公司改革开放与创新发展。此外，监管着力推进建设多层次资本市场体系，“新三板”试点全国扩容，扩大券商自营资金投资范围，开启私募债券承销业务试点方案，拓宽券商融资渠道。2013 年 1 月 1 日，证监会六项新政红利集中释放，提振投资者信心。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表4：2012-2013 年重要政策/事件梳理

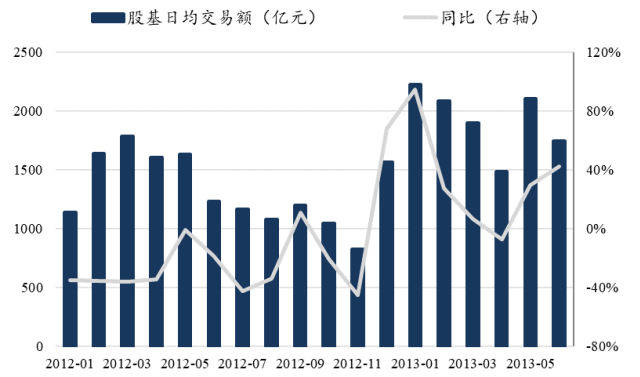
时间	发布单位	政策/事件	影响
2012/04/13	中国证监会	《关于修改〈关于证券公司风险资本准备计算标准的规定〉的决定》	下调风险资本计算标准，为优势券商增加杠杆创造条件
2012/05/07	中国证监会	《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施（征求意见稿）》	从 11 个方面支持行业创新，配套出台 6 大措施，在监管机制松绑力度、创新政策涉及面宽度、后续政策的跟进强度、证券公司发展支持程度等四方面超预期
2012/05/23	中国证券业协会	《证券公司开展中小企业私募债券承销业务试点办法》	允许证券公司开展中小企业私募债券承销业务，服务实体经济，促进中小微企业发展
2012/08/03	国务院	“新三板”扩容获国务院批准	为成长性、创新性中小企业发展提供支持，为建设多层次资本市场奠基
2012/11/16	中国证监会	《关于修改〈关于证券公司证券自营业务投资范围及有关事项的规定〉的决定》	扩大证券自营投资品种范围，为券商投资创新业务品种创造条件
2012/12/14	国务院	《关于全国中小企业股份转让系统有关问题的决定》	进一步完善多层次资本市场建设，市场在资源配置中起到真正的决定性作用
2013/01/01	中国证监会	《非上市公众公司监督管理办法》等 6 项红利政策	股息红利差异化征税、基金审核制度趋松等政策红利集中释放，提振投资者信心

数据来源：证监会，全国人大、中国政府网，东吴证券研究所整理

市场整体交易情绪高涨，政策利好下两融业务快速扩张。1）市场交易额快速提升。沪深两市股基日均交易额在 2012 年 12 月前呈连续下降趋势，2013 年 1 月行情启动，市场股基日均交易额实现快速提升，同比+94.8%/环比+42.0%股至 2,223 亿元。 **2）融资融券业务作为创新业务代表快速发展。**2012 年受政策支持，沪深两融余额从 768 亿迅速攀升至 1394 亿，规模实现翻番。截至 2013 年 2 月 20 日，两融余额 1339 亿元，较 2012 年末上涨 49.5%。**3）新发基金相对低迷，基金保有量整体保持稳定。**2012 年 12 月至 2013 年 2 月，非货币基金新发份额分别为 380 亿份/237 亿份/518 亿份，同比分别+86.3%/+51.2%/-33.1%；权益基金新发份额为 96.26 亿份/50.99 亿份/164.84 亿份，同比-24.8%/-35.9%/-73.0%。2012 年 12 月至 2013 年 2 月，非货币基金保有量分别为 24,484 亿元、24,489 亿元、24,738 亿元，同比分别+3.92%、+3.71%、+4.65%，涨幅并不明显；这一时期权益基金保有量每月同比-2%左右，小幅下降。

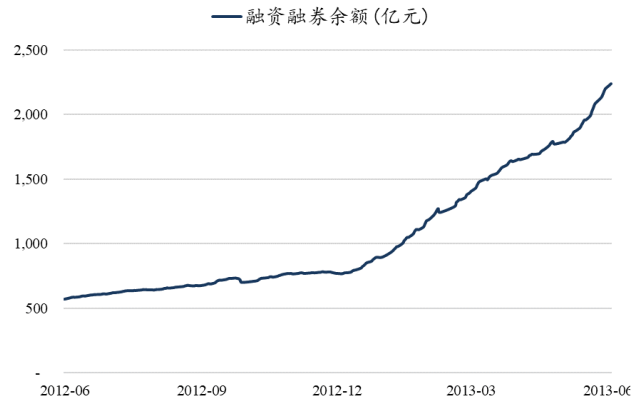
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图19：股基日均交易额



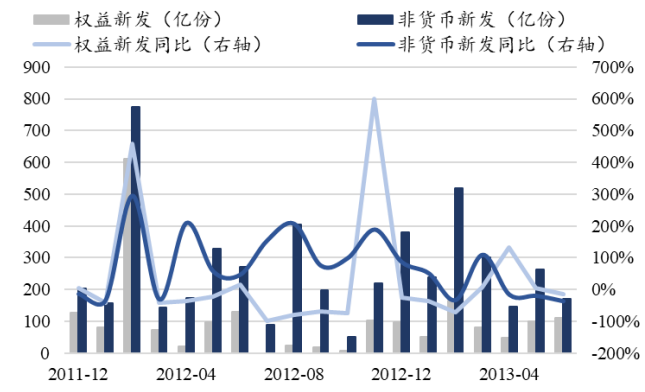
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图20：市场两融余额



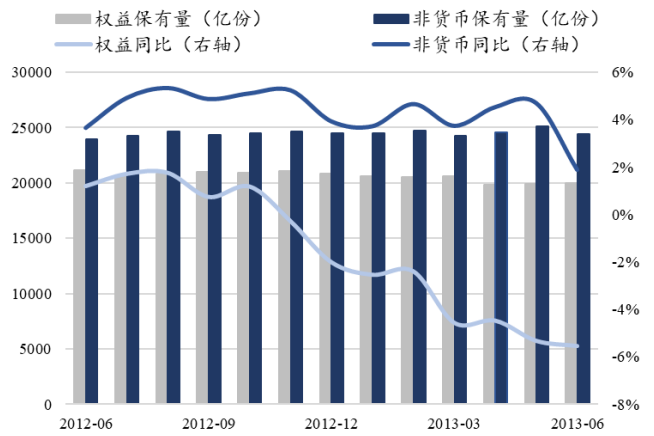
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图21：2012-2013 年新发基金（权益/非货币）规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图22：2012-2013 年基金（权益/非货币）保有量

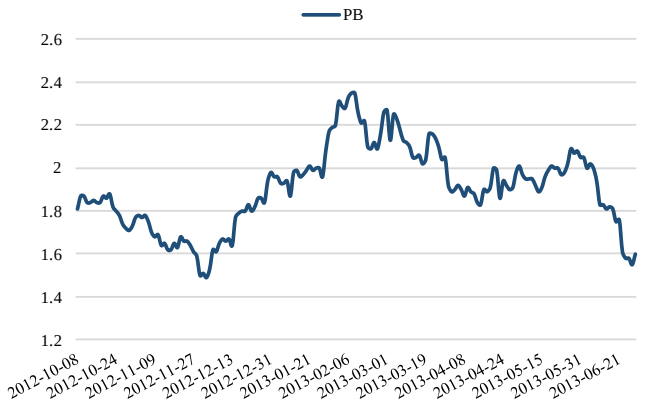


数据来源：Wind，东吴证券研究所

行情启动前行业估值处于历史底部，创新业务和流动性驱动中小券商领涨行业。1）2012 年 10-11 月，证券行业 PB 由 1.81x 下行至 1.51x，PB 估值分位数为 3.61%（2003 年以来），处于历史底部。2012 年 12 月至 2013 年 2 月，证券行业 PB 迅速拉升至 2.26x，涨幅达 51.7%。**2）创新业务发展是支持此轮上涨的重要驱动力之一。**2012 年全年，融资融券利息收入占比达证券行业净收入的 4%，2013 年占比继续升至 11.6%。另一方面，中小券商相对流通盘面小，股价弹性较大，流动性强，在反弹行情中更受到资金青睐，国海证券、方正证券、海通证券、招商证券、山西证券领涨行业，分别上涨 235%、57.2%、59.1%、35.3%。**3）券商业绩表现亮眼。**受益于市场回暖，2013Q1 上市券商实现营收同比+38.4%至 222 亿元，净利润同比+41.3%至 78 亿元。

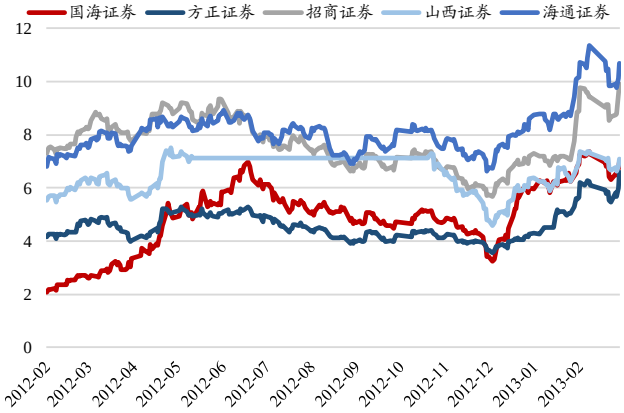
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图23：2012-2013 年证券Ⅱ PB 走势



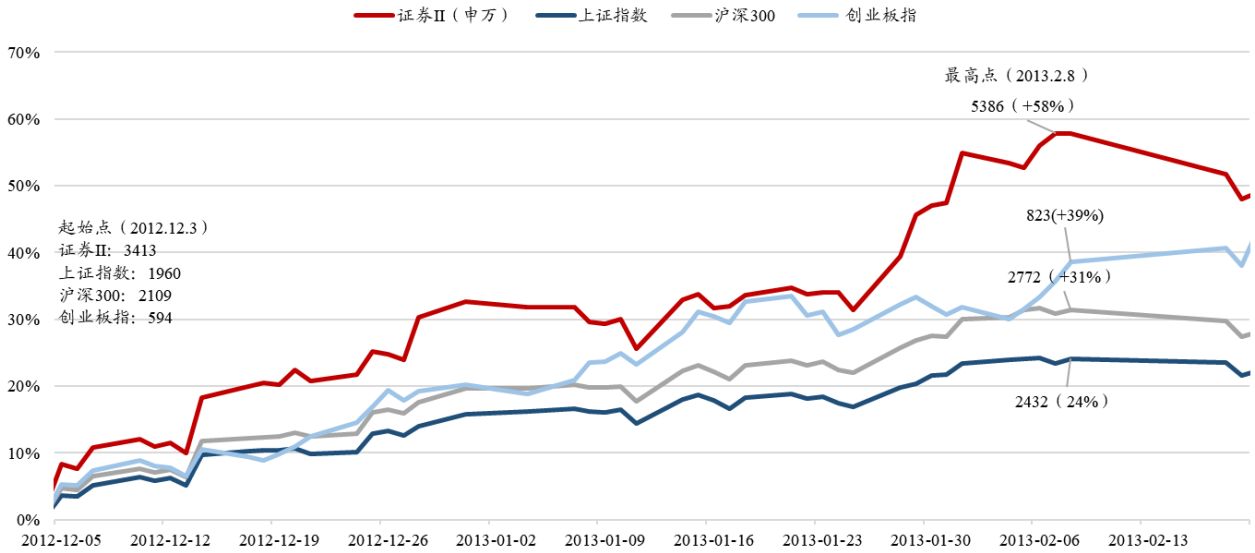
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图24：2012-2013 年领涨个股走势（单位：元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图25：2012 年 12 月-2013 年 2 月证券 II 历史走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.4. 2014 年 7 月-2015 年 6 月：流动性全面宽松叠加政策利好驱动板块上涨

货币政策从定向宽松走向全面宽松，流动性不断改善。2014-2015 年，国内经济面临“低通胀、低增长”的局面，稳增长政策的边际效应在减弱，经济增速破底压力增大，需要通过全面降低融资成本、增加流动性和社会融资规模托底。2014 年底召开的中央经济工作会议上，“努力保持经济稳定增长”为 2015 年经济工作任务的首要目标。为缓解输入性通缩和“定向宽松”货币政策的传导阻滞问题，缓解社会融资成本的上升，政策出现全面宽松的方向调整。2 年内央行 7 次降准，6 次降息，全面释放流动性。

表5：2012-2013 年重要政策/事件梳理

时间	降准/降息	力度
2014/04/25	定向降准	下调县域农村商业银行人民币存款准备金率 2 个百分点，下调县域农村合作银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2014/06/16	定向降准	对符合审慎经营要求且“三农”和小微企业贷款达到一定比例的商业银行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，对财务公司、金融租赁公司和汽车金融公司下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点
2014/11/22	非对称降息	金融机构一年期贷款基准利率下调 0.4 个百分点至 5.6%；一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.75%；将金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.1 倍调整为 1.2 倍
2015/02/04	全面降准/定向降准	下调金融机构人民币存款准备金率 0.5 个百分点；对小微企业贷款占比达到定向降准标准的城市商业银行、非县域农村商业银行额外降低 0.5 个百分点，对中国农业发展银行额外降低 4 个百分点
2015/03/01	全面降准	金融机构一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.35%;一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.5%
2015/04/20	全面降准/定向降准	全面降准 1 个百分点；对农信社、村镇银行等农村金融机构额外定向降准 1 个百分点
2015/05/11	对称降息	金融机构人民币一年期贷款基准利率下调 0.25 个百分点至 5.1%;一年期存款基准利率下调 0.25 个百分点至 2.25%，金融机构存款利率浮动区间的上限由存款基准利率的 1.3 倍调整为 1.5 倍
2015/06/28	定向降准/全面降息	降准 0.5 个百分点，降息 0.25 个百分点
2015/08/26	全面降准/对称降息	降准 0.25 个百分点，降息 0.25 个百分点
2015/10/24	全面降准/对称降息	降准 0.5 个百分点，降息 0.25 个百分点

数据来源：证监会，全国人大，中国政府网，东吴证券研究所

资本市场改革亟待完善，监管层面利好明显。2015 年的牛市中利好券商的政策频出，“新国九条”发布，两融交易规则放松，证监会重启上市公司 IPO，沪港通正式启动，注册制改革加速，不断提升投资者的风险偏好。

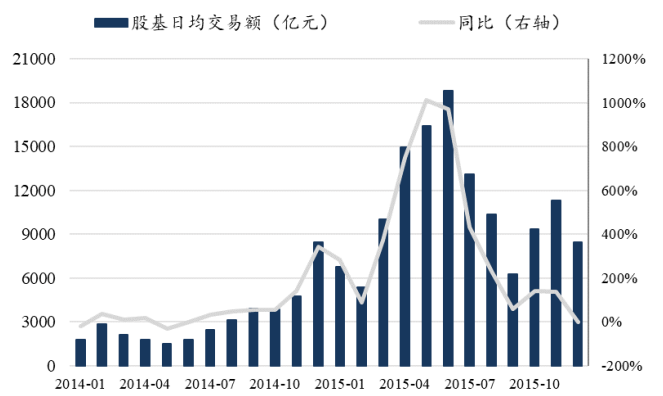
表6：2014-2015 年重要政策/事件梳理

时间	发布单位	政策/事件	影响
2014/05/09	国务院	《关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	促进直接融资与间接融资协调发展，提高直接融资比重，提升资本市场在国民经济中的地位
2014/11/17	中国证监会、香港证监会	《沪港通项目下中国证监会与香港证监会加强监管执法合作备忘录》	正式启动沪港股票交易互联互通机制试点
2014/11/19	国务院	国务院常务会议再提IPO注册制改革加速	将抓紧出台改革方案
2015/07/01	上交所、深交所	《融资融券交易实施细则（2015年修订征求意见稿）》	放宽对融资融券合约期限限制

数据来源：证监会，全国人大，中国政府网，东吴证券研究所

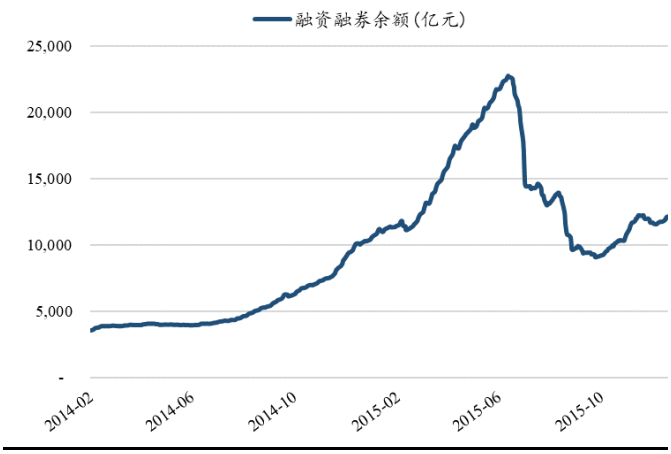
市场成交量高弹性上涨，政策催化“杠杆牛”。1）股基交易额同比增速提升，带动交易额上涨。2014 年 7 月市场活跃度明显提升，当月股基日均交易额环比+31.9%至 2,454 亿元。行情持续，截至 2015 年 6 月，股基日均交易额为同比+972%/环比+14.68%达 18,806 亿元，触达历史最大交易额；2）**两融余额陡增，市场人气旺盛。**2014 年 12 月，两融余额首次破万亿，2015 年 5 月进一步突破 2 亿元大关，截至 2015 年 6 月 24 日，两融余额为 22,127 亿元，同比+446%。3）**新发基金份额、基金保有量增加滞后于行情启动。**新发基金份额自 2015 年 1 月起发力，截至 2015 年 3 月达到顶峰，新发权益基金、非货币基金份额分别同比+2093%/+1793%至 2,958 亿份/2,973 亿份。份额叠加净值增加推动基金保有量自 2015 年 4 月起进入迅速增长阶段，截至 2014 年 7 月，权益基金、非货币基金保有量分别同比+100.5%/+88.1%至 35,053 亿份/39,340 亿份。

图26：股基日均交易情况



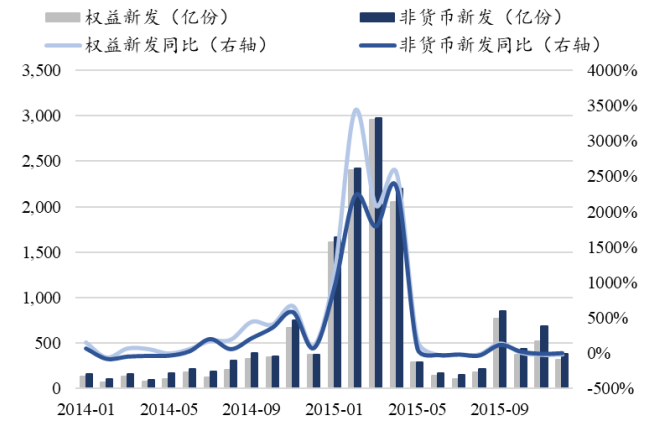
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图27：市场两融余额



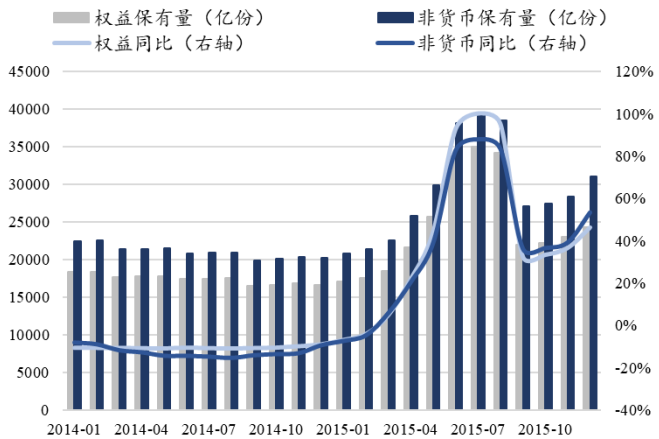
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图28：2014-2015 年新发基金（权益/非货币）份额情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

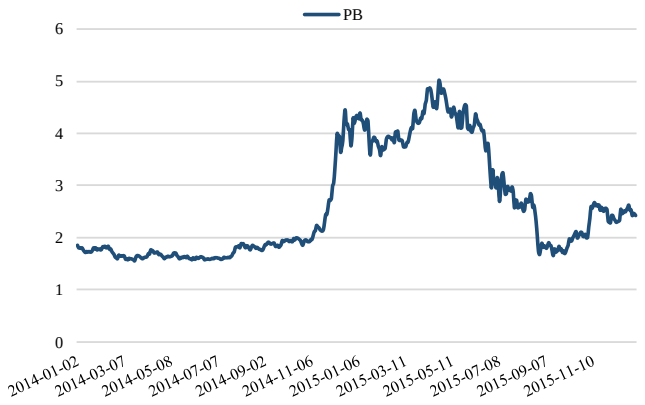
图29：2014-2015 年基金保有量（权益/非货币）情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

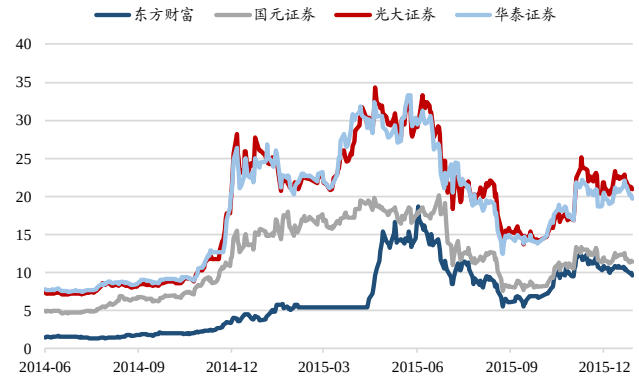
行业估值探底反弹，兼具 α 和 β 的券商领涨板块。1）2014 年上半年，券商行业 PB 估值在 1.5-1.7x，低于过去 5 年 PB 估值均值 2.48x，处于 2003 年以来历史 3.43%分位，再探市场底部。在此轮行情中，前期券商板块跟涨，直到 10 月底板块行情正式启动，11 月叠加降息、沪港通等因素，券商板块实现了巨大的超额收益，远远领先于其他行业，但 2015 年后，由于前期涨幅透支业绩增长，走势相对较弱。从 2014 年 7 月至 2015 年 6 月市场见顶，券商板块累计涨幅 240%，同期上证涨幅 152%，超额收益 88%，PB 估值从 1.59x 提升至 4.05x。**2）券商业绩在牛市推动下实现大幅增长。**2015 年上市券商实现营业收入 3300 亿元/净利润 1472 亿元，同比分别+121%/+149%；**2）领涨券商业绩表现亮眼，其中东方财富兼具 α 和 β，超额收益明显。**东方财富、国元证券、光大证券、华泰证券领涨行业，分别涨幅 765%、126%、167%、123%、138%。领涨券商中，东方财富代销基金具有先发优势和较大弹性，2014 年基金代销收入同比+460%。

图30：2014~2015 证券Ⅱ PB 估值走势



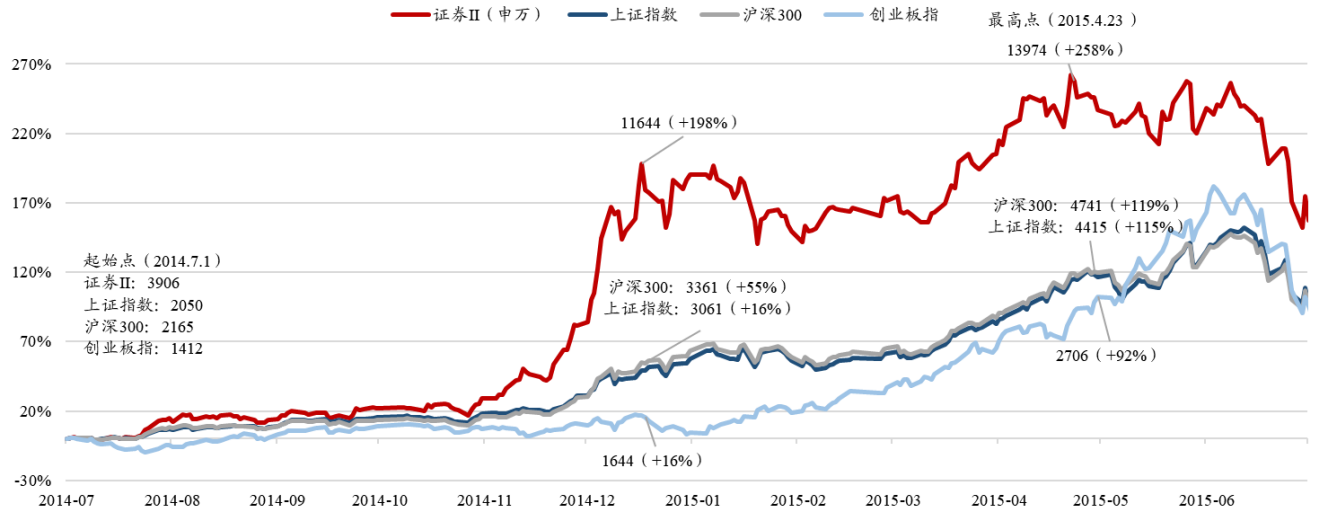
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图31：2014/06~2015/12 领涨券商股价走势（单位：元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图32：2014 年 7 月-2015 年 6 月证券 II 历史走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

1.5. 2018 年 10 月-2019 年 3 月：股权质押风险缓解驱动板块估值修复

宏观经济下行压力显著，流动性边际改善：1）2018 年上半年，全球经济起伏跌宕，金融市场剧烈波动，全球投资大幅下滑，全球贸易保护主义及单边主义盛行；中美经贸摩擦持续升级，我国经济增速回落至历史新低，金融市场动荡，市场投资活动低迷，整体流动性较差。**2）2018 年下半年，**央行分别于四月、六月、十月三次降准，我国宏观调控政策由去杠杆转为稳杠杆，金融监管边际改善，流动性实现边际宽松。

表7：2018 年货币政策/事件梳理

时间	货币政策	力度
2018 年 4 月 17 日	全面降准	下调国有大型商业银行、股份制商业银行、邮政储蓄银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 0.5 个百分点。
2018 年 6 月 24 日	定向降准	定向降准支持市场化法治化“债转股”和小微企业融资。
2018 年 10 月 7 日	全面降准	下调大型商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、非县域农村商业银行、外资银行人民币存款准备金率 1 个百分点。

数据来源：银保监会，东吴证券研究所

股权质押风险缓解+监管边际宽松，基本面逐步好转： 2018 上半年券商各线监管调控趋严，自 10 月份起金融监管边际宽松、政策利好频现：①资管新规落地，资管行业承压，表外增量融资渠道受到约束，2018 年 7 月下旬起有所缓和，但仍难放量。②2018 年券商股权质押业务“雷声不断”，造成券商资产大幅减值；自 2018 年三季度起，监管层出台多项政策（设立用于缓解股权质押风险的专项资金等），股权质押风险逐步化解，市场流动性压力得到改善。③信托、券商资管、基金专户等传统通道路径监管收紧。④从 2018 年 10 月份起，为推动资本市场健康发展，监管层适度给予政策红利（并购重组监管放松，放宽市场交易限制）。

表8：2018-2019 年重要政策/事件梳理

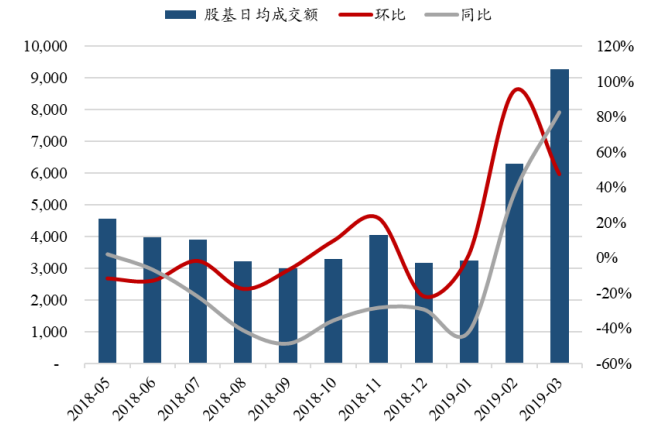
时间	发布单位	政策/事件	影响
2018/4/27	央行	发布资管新规细则	统一规制、净值化管理、禁止非标期限错配、信息透明，限制嵌套。 规范非金融企业投资金融机构行为，强化对非金融企业投资金融机构的监管。
2018/6/1	央行	中国人民银行决定适当扩大中期借贷便利（MLF）担保品范围	扩大商业银行质押品供给，释放流动性。
2018/6/24	央行	下调部分金融机构存款准备金率的通知	定向降准支持市场化法治化“债转股”和小微企业融资，降准效果接近普降。
2018/10/07	央行	中国人民银行决定下调部分金融机构存款准备金率置换中期借贷便利	2018.10.15 起下调部分商业银行存款准备金率 1 个百分点→优化流动性结构，增强

			金融服务实体经济能力。
2018/10/22	证监会	1）证券期货经营机构私募资产管理业务管理办法 2）证券期货经营机构私募资产管理计划运作管理规定	资管新规细化→打破券商垫资的资管产品模式。
2018/11/30	证监会	证券公司大集合资产管理业务适用《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》操作指引	券商大集合资管发展监管细化。
2018/12/01	基金业协会	-	规模为 100 亿元的上海上市公司纾困基金正式开始投入运作。
2019/01/12	证监会	-	方星海表示可能取消新股 44%涨停板限制，采取活跃交易措施。
2019/02/21	证券业协会	-	多家证券公司收到证券业协会下发《关于就资本市场减税降费措施征集意见的通知》，或可能是 A 股市场减税降费前奏。
2019/04/16	上交所	-	上交所发布相关指引明确公募基金可以参与科创板股票 IPO 的战略配售，为基金投资科创板扫清障碍。

数据来源：央行、证监会、银保监会、上交所等，东吴证券研究所

市场交易活跃度出现拐点：1）股基成交额拐点来临：2018 年 10 月市场股基日均成交额为 3299 亿元，同比-35.38/环比+9.76%，同比数据回暖，环比数据出现增量拐点；**2）两融数据未见拐点，仍呈下滑态势：**截至 2018 年 10 月 15 日，沪深两融余额为 7952 亿元，较 2017 年同期-20.10%。**3）权益及非货币基金新发份额、累积份额均出现增量（环比正增长），同比虽仍为下滑但趋于稳定：**据 Wind 数据，2018 年 10 月权益基金发行份额为 159 亿份（同比-63%/环比+158%），非货币基金发行份额为 503 亿份（同比-15%/环比+56%）；截至 2018 年 10 月底，权益基金累积份额为 146 亿份（同比-55%/环比+268%），非货币基金份额为 437 亿份（同比-12%/+119%）。

图33：股基日均交易额（亿元）

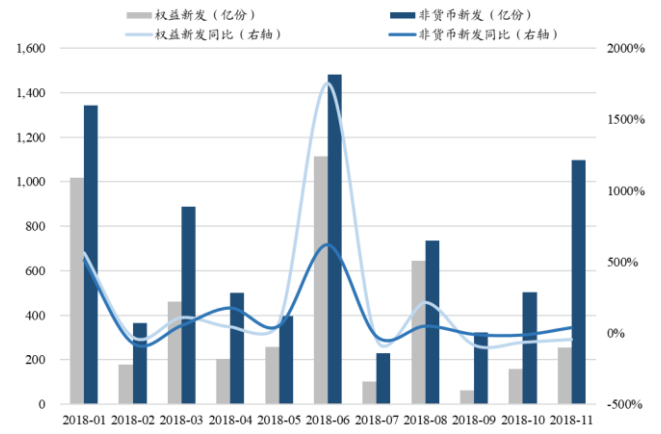


数据来源：Wind，东吴证券研究所

图34：市场两融余额（亿元）

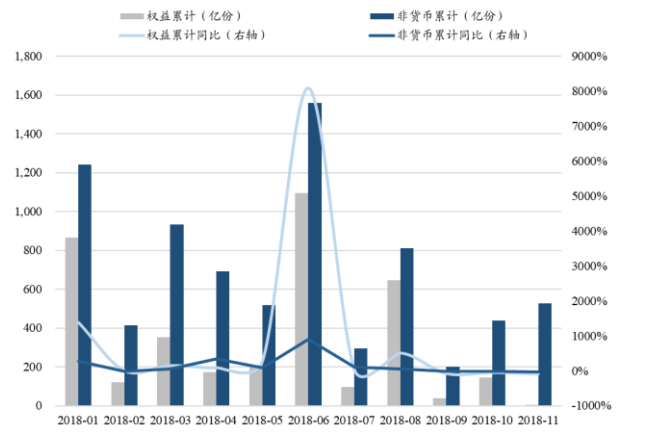
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图35：2018/01-2018/11 非货币/权益新发基金份额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

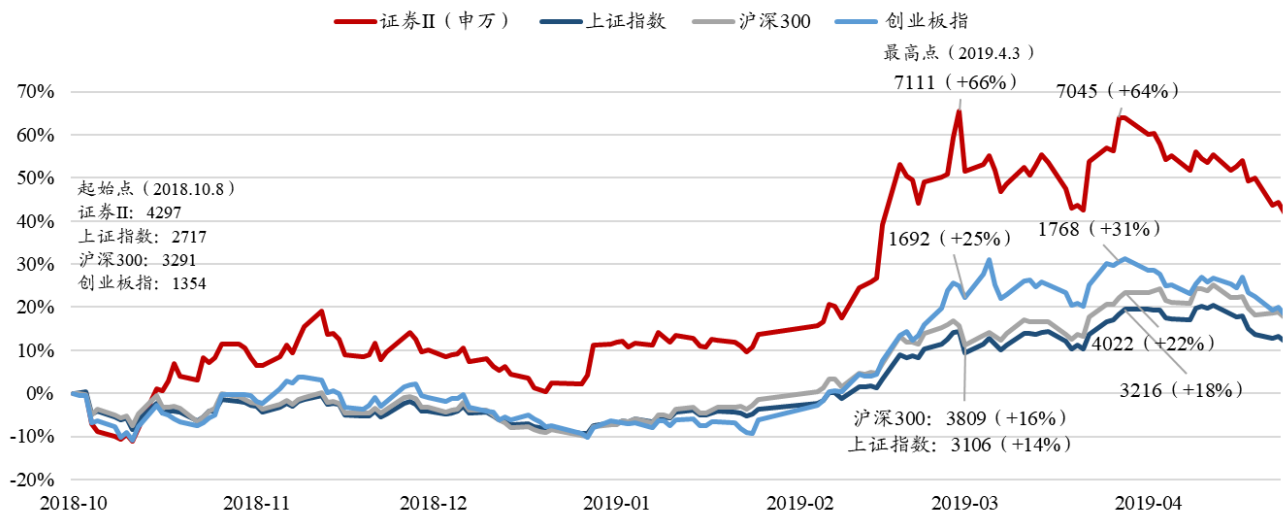
图36：2018/01-2018/11 非货币/权益基金累计份额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

板块估值触底反弹，券商基本面改善迎来拐点：1）证券板块估值落至谷底：2018 年 10 月 15 日证券板块估值为 1.03 倍 PB，已回落至历史最低水平（PB 估值区间为 2013 年 1 月-2022 年 5 月）。**2）2018Q4 年上市券商业绩出现拐点：**市场对资产减值的担忧造成多余减值，影响上市券商营业收入；但随着监管环境持续优化，券商基本面得到改善，行业盈利趋势向好。2018Q4 上市券商营收同比增速出现拐点，2018Q2/Q3/Q4 上市券商单季度营收同比增速分别为-14%/-17%/-13%。 **3）股票质押风险缓解，个股涨幅回暖：**2018 年 10 月至 2019 年 3 月证券板块涨幅排名前五的个股分别为天风证券/中信建投/华林证券/太平洋证券/东方财富，涨幅分别为 274%/185%/180%/86%/86%，其中天风证券/太平洋证券/东方财富领涨。中信建投（2018/06/20）、天风证券（2018/10/08 上市）和华林证券（2019/01/17 上市）因新股上市有所溢价，太平洋因股票质押风险有所释放带来业绩拐点预期，东方财富兼具α和β而获得市场青睐。

图37：2018 年 10 月-2019 年 4 月证券 II 历史走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.6. 2020 年 6 月-2020 年 7 月：行业整合预期+基本面支撑驱动板块上涨

疫情致经济下滑严重，全球货币政策着重稳经济。国内层面，2020 年 1-5 月，央行 3 次降准，释放流动性 17500 亿元；多次应用 MLR 进行公开市场操作，LPR 改革取得初步成效；全球层面，美联储为应对疫情重启量化宽松，欧洲央行、日本央行维持超宽松货币政策，全球货币流动性偏松。

疫情高峰期过亟待复苏，市场及行业监管趋松。2020 年初，新冠疫情爆发导致经济出现次贷危机以来最大幅度下滑，监管层面系列新政实施，市场监管趋松，为促进资本市场发展蓄力。2020 年 3 月，新证券法实施，证监会取消证券公司外资股比限制，2020 年 6 月 12 日，创业板全面试行注册制，《QFII、RQFII 办法》落地实施，系列措施为券商主营业务，尤其是投行业务的发展提供支撑。

表9：2020 年重要政策/事件梳理

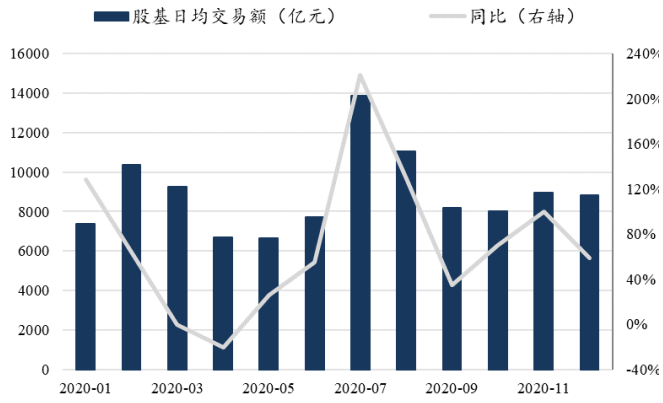
时间	发布单位	政策名称/事件	影响
2020/03/01	全国人民代表大会	《证券法》	进一步完善证券市场基础制度
2020/04/01	中国证监会	全面取消证券公司外资股比限制	资本市场在机构层面、市场层面、产品层面的开放程度进一步加深
2020/06/12	中国证监会	《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》	创业板全面试行注册制
2020/06/27	财新社	向商业银行发放券商牌照	证监会计划向商业银行发放券商牌照，或将从几大商业银行中选取至少两家试点设立券商业务
2020/10/09	国务院	《关于进一步提高上市公司质量的意见》	加强资本市场基础制度建设，大力提高上市公司质量

数据来源：证监会，全国人大，中国政府网，东吴证券研究所

资本市场利好政策叠加券商 2020 年中期业绩表现超预期，市场情绪稳中有升。1）市场活跃度快速提升。2020 年 6 月与 7 月，股基日均交易额分别同比+55.0%/221.1%至 7,722 亿元/13,881 亿元。**2）两融余额提升明显，市场风险偏好提升。**两融余额由 6 月初的 10,889 亿增加至 14246 亿，区间增幅达 30.8%；**3）**2020 年 6 月至 7 月，权益基金保有量由 30,302 亿份增加至 33,500 亿份，增加 10.6%，非货币基金保有量由 76,247 亿份增加至 81,768 亿份，增加%，2020 年 7 月新发权益基金 1,779 亿份，同比-2.6%，新发非货币基金 2,430 亿份，同比+21.6%。

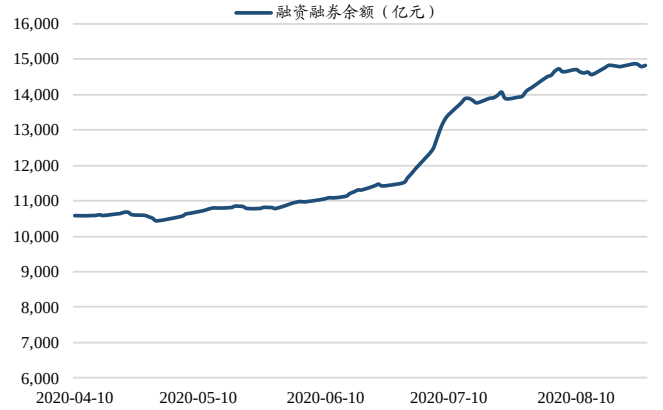
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图38：股基日均交易情况



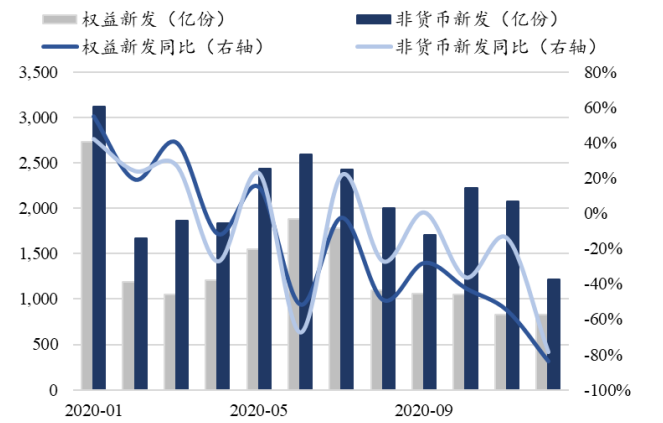
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图39：两融余额走势



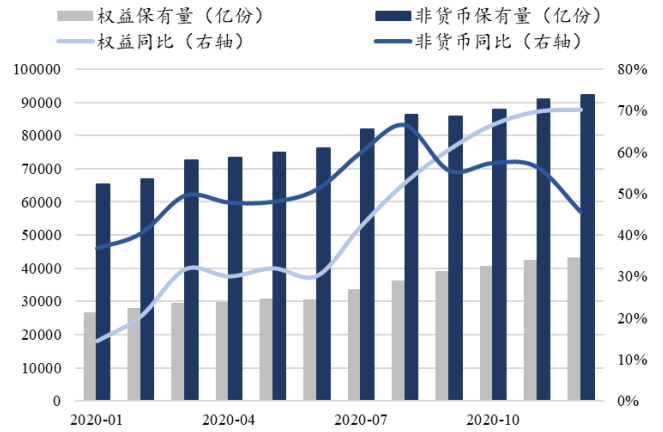
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图40：2020 年新发基金（权益+非货币）份额



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图41：2020 年基金保有量（权益+非货币）情况

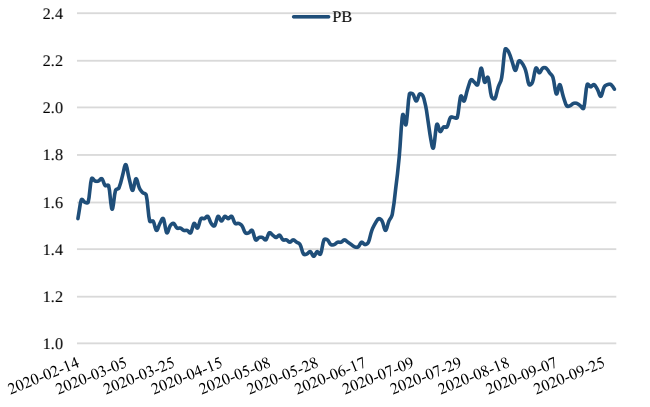


数据来源：Wind，东吴证券研究所

估值处于历史底部，政策预期及基本面驱动个股上涨。1）2020 年 5 月，证券行业 PB 估值为 1.38x，处于 2003 年以来历史的 2.52%分位水平，过去五年历史平均估值为 1.75x；此轮行情中，行业 PB 估值由 1.44x 上升至 2.08x，至 2003 年以来的 6.37%分位水平。**2）市场整体上行，券商业绩向好。**2020 年，上市券商实现营业收入 5434 亿元，净利润 4247 亿元，同比分别增加 27.9%、36.4%。市场券商板块区间涨跌幅为 34.54%，跑赢沪深 300 指数 13.13pct。3）**领涨个股受益于银证混业经营预期，市场预期提升。**此轮行情中，光大证券、东方财富、浙商证券等领涨行业，2020 年 6-7 月期间分别上涨 102%、84.2%、80.5%、71.8%、65.2%。领涨个股中，光大证券、浙商证券实控人旗下拥有光大银行、浙商银行等银行业公司，上涨受益于银行、证券混业经营、牌照互通、共同发展的预期。此轮行情领涨的个股中，东方财富业绩持续超预期，受到市场关注，2020 年实现营业收入 82.39 亿元，归母净利润 47.78 亿元，同比分别增加 94.7%、161%。

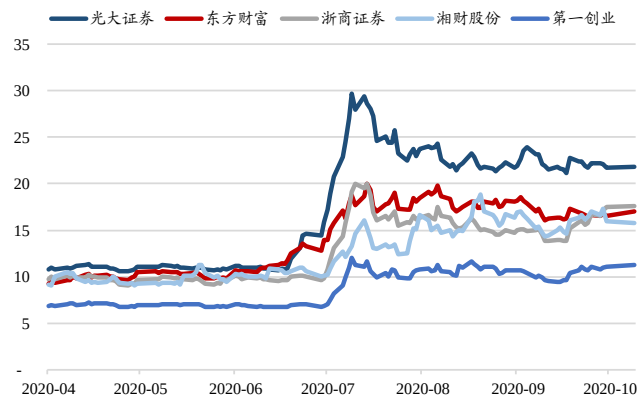
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图42：2020/02~09 证券Ⅱ PB 估值



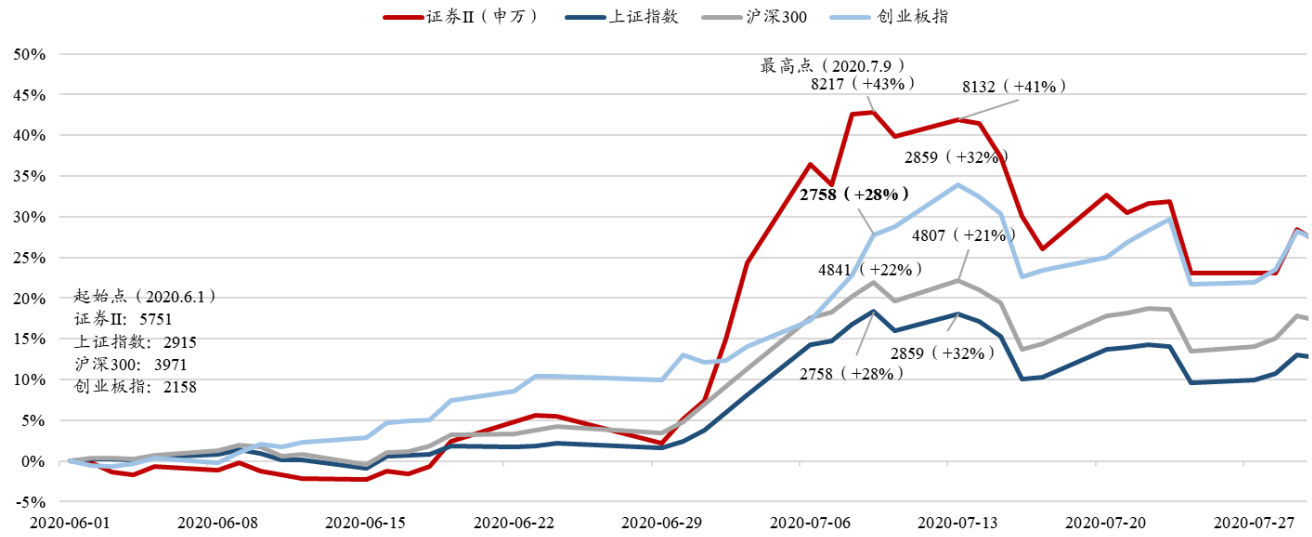
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图43：2020/04~2020/10 领涨个股价格走势（单位：元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图44：2020 年 6 月-2020 年 7 月证券 II 历史走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 从容皆自得：政策利好预期+板块再探底，配置价值显著

2.1. 市场流动性及政策向好+市场情绪回暖+低估值共同驱动板块上涨

市场流动性及政策向好：1）降准降息刺激市场流动性提升：行情启动前往往伴随着宽松的货币政策，央行通过降准降息为市场注入投资资金、提升市场流动性。**2）政策向好+监管呵护优化市场环境、拓宽券商业务范围：**监管部门通过发布相关政策促使券商进行业务层面创新、拓宽券商业务范围，并适当改善金融监管边际、优化市场环境，对券商股价起正向作用。

市场情绪回暖：1）股基交易额环比现增量，市场景气度提升：投资者交易信心提

升带动股票及基金月交易量提升，股基交易额环比由负转为正，市场景气度提升推动行情开启。**2）投资者情绪向好，两融余额提升：**投资者情绪回暖带动市场买入股票与偿还融资差额提升，推动市场两融余额增加。**3）新发权益基金份额同比增速趋于稳定：**新发权益基金份额趋于稳态带动投资者情绪升温，利于券商板块股价提升。

证券板块基本面稳中向好：复盘六段行情启动时点，从 2006 年至 2022 年一季度，投资、利息等重资产业务收入占比总营收逐步提升（由 2006Q1 的 2.17%提升至 **2021 的 58.73%**），上市券商经纪业务收入占比营收逐步降低（由 2008Q3 的 52.01%下降至 2021 的 21.28%）。但因 2022Q1 大盘指数表现不佳、市场震荡，上市券商投资、利息等重资产业务收入受到影响，重资产业务收入占比下降（2022Q1 的重资产业务收入占比营收分别为 51.71%），经纪业务占比营收有所回升（2022Q1 经纪业务收入分别为 30.10%）。上市券商杠杆率稳定提升（由 2008Q3 的 1.23 提升至 **2022Q1 的 3.98**），ROE 中枢近年来逐步抬升至接近 10%的水平（2006Q1/2021 年上市券商 ROE 中枢分别为 2.63%/8.23%）。**随着券商经纪业务盈利能力减弱、商业模式逐步转向重资产化，行业 ROE 弹性下降，在一定程度上限制了证券板块估值弹性。**

估值处于底部区间，业绩往往滞后于估值反弹：PB 历史分位数跌破 10%更易筑底回升。PB 历史分位数下跌低于 10%后，证券板块估值更易出现反弹回升，估值见底促使市场信心修复，行业业绩有望由低点筑底回升，常常在市场回暖后有所体现，常滞后于板块行情启动；当前（2022/04-05）券商行业估值已降至除 2018 年 10 月外的最低位，估值水平有较大的修复空间。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表10：历年复盘

时间	升/降准	升/降息（参照一年期贷款基准利率）	政策
2006/03~2007/09	上调 13 次：由 7.5%调至 14.5%	上调 8 次：由 5.58%调至 7.47%（调高 189bps）	推进股权分置改革；实施新修订的《公司法》、《证券法》
2008/11~2009/09	下调 3 次：由 17.5%调至 13.5%	下调 5 次：由 7.47%调至 5.31%（调低 243bps）	出台一系列法律规范证券和基金的交易、信息披露等活动；两次调整证券（股票）交易税税；支持中央企业增持或回购上市公司股份
2012/02~2013/02	下调 2 次：由 19%调至 18%	下调 2 次，由 6.56%调至 6%（调低 56bps）	下发《关于推进证券公司改革开放、创新发展的思路与措施（征求意见稿）》，配套六条措施支持行业创新；“新三板”试点全国扩容；开启私募债券承销业务试点方案
2014/07~2015/06	下调 2 次：由 18%调至 16.5%	下调 3 次：由 6%调至 5.1%（调低 90bps）	“新国九条”发布；两融交易规则放松；证监会重启上市公司 IPO；沪港通正式启动；注册制改革加速
2018/10~2019/03	下调 4 次：由 15%调至 11.5%	2015/10/24 调整贷款基准利率为 4.35%	资管新规落地；监管层出台多项政策（设立用于缓解股权质押风险的专项资金等）；信托、券商资管、基金专户等传统通道路径监管收紧
2020/06~2020/07	下调 2 次：由 11%调至 9.5%	4.35%（2015 年 10 月 24 日）	新证券法实施，证监会取消证券公司外资股比限制；创业板全面试行注册制；《QFII、RQFII 办法》落地实施
当前 2022/04~05	下调 2 次：由 9.5%调至 8.25%	4.35%（2015 年 10 月 24 日）	全面推进注册制；深交所主板和中小板合并；基金投顾试点推广；北交所开市；科创板做市商制度落地

数据来源：Wind，央行，证监会，银保监会，东吴证券研究所

表11：市场情绪指标

时间	股基交易额	两融余额	月度权益新发基金（同比）	PB 历史分位数 均值/最低点
2006/03~2007/09	177 亿元，同比+34%/环比-19%（2006/03）	-	2006/03：114 亿份（+707%）	45.09%/9.68%(2006/03/07)
2008/11~2009/09	876 亿元，同比-25/环比+40%（2008/11）	-	2008/12 权益：84 亿份 2007/10~12 无权益新发）	14.37 %/6.49%(2008/11/04)
2012/02~2013/02	1566 亿元，同比+68%/环比+89%（2012/12）	799 亿元，同比+112%（2012/12/14）	2012/12：96 亿份（-25%）	5.19%/2.82%（2012/12/03）
2014/07~2015/06	2454 亿元，同比+32/环比+40%（2014/07）	4259 亿元，同比+88%（2014/07/15）	2014/07：118 亿份（+178%）	12.95 %/3.37%(2014/07/09)

2018/10~2019/03	3299 亿元，同比-35/环比+10%（2018/10）	7,952 亿元，同比-20%（2018/10/15）	2018/10：159 亿份（-63%）	1.89 %/0.00%(2018/10/16)
2020/06~2020/07	7722 亿元，同比+55%/环比+16%（2020/06）	11123 亿元，同比+22%（2020/06/15）	2020/06：1883 亿份（-52%）	4.16%/2.34 %（2020/6/12）
当前 2022/04~05	9670 亿元，同比+19%/环比+11%（2022/04）	15235 亿元，同比-10%（2022/05/20）	2022/05：63 亿份（-94%）	1.80%/1.08%（2022/05/06）

数据来源：Wind，东吴证券研究所

表12：行业基本面

时间	数据时点	杠杆率	年化ROE	当季度业绩增速	经纪业务收入占比	投资/利息等重资产业务收入占比
2006/03~2007/09	2006/3/31	2.96	7.07%	+94%	3.27%	2.17%
2008/11~2009/09	2008/9/30	1.23	8.47%	-32%	52.01%	12.49%
2012/02~2013/02	2012/9/30	1.41	4.91%	+19%	36.46%	20.16%
2014/07~2015/06	2014/9/30	2.78	10.26%	+66%	33.94%	30.54%
2018/10~2019/03	2018/9/30	3.37	4.79%	-10%	23.82%	62.11%
2020/06~2020/07	2020/6/31	3.77	9.31%	+22%	20.44%	65.50%
2020/12~2021/12	2021.12.31	3.99	9.78%	+23%	21.28%	58.73%
当前 2022/04~05	2022/3/31	3.98	4.59%	-29%	30.10%	51.71%

数据来源：Wind，东吴证券研究所（杠杆率剔除客户保证金）

1.1. 疫情冲击+经济承压，政策利好落地预期加强

疫情冲击下宏观经济明显承压，政策利好落地预期加强。1）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 增长速度接近，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，前四个月城镇调查失业率为 5.3%、5.5%、5.8%、6.1%，呈现上升趋势，经济运行具有不确定性。**2）财政、货币等手段让利实体经济等政策预期加强。**今年财政部将实施更大力度的减税降费措施，出台惠企政策；央行 04 月 25 日下调存款准备金率 0.25 个百分点，释放长期资金约 5300 亿元；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。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表13：2022 年货币政策梳理（截至 2022 年 5 月 24 日）

时间	货币政策	影响
2022/1/17	1 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	5 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

资本市场改革持续深化。1）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。**2）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。

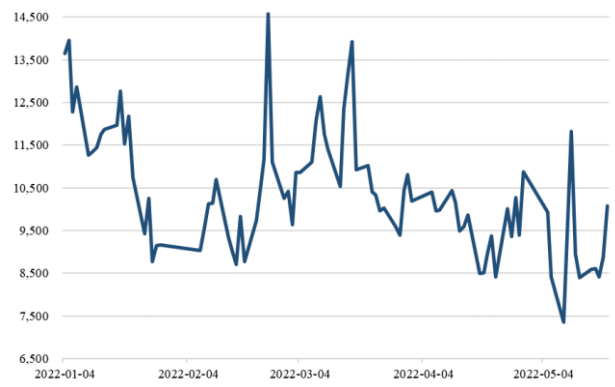
表14：2022 年券商重要政策梳理

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

数据来源：证监会，深交所，中证协，东吴证券研究所

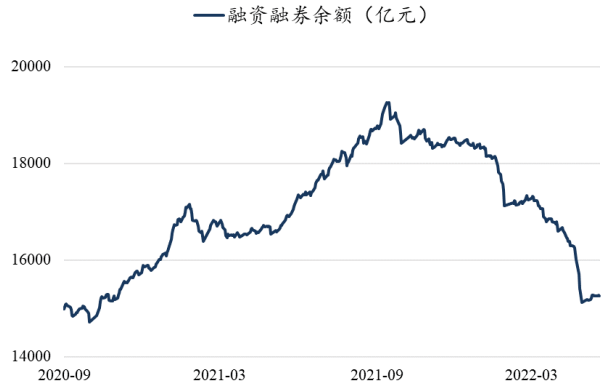
市场情绪低迷，新发基金遇冷，基金保有量增速放缓。1）市场交易活跃度下滑。2022 年以来股基成交额呈下滑趋势，但同比数据已逐渐回暖。2022 年 1 月/2 月/3 月/4 月日均股基成交额分别为 11390/10164/11030/9670 亿元，同比分别-2.56%/-1.87%/+26.46%/+19.25%，环比分别-6.10%/-10.76%/8.52%/-12.33%。**2）风险偏好明显降低。**自 2021 年 09 月以来，融资融券余额呈下落趋势，截至 2022 年 05 月 19 日，融资融券余额为 15261 亿元，较年初-16.83%，且 2021 年最高点为 2022 年 1 月 4 日（年初），投资者风险偏好明显降低。**3）2022 年以来，新发基金遇“冰点”，权益基金保有量在净值下滑下明显下降。**据 Wind 数据，截至 2022 年 4 月，权益/非货币新发基金份额分别同比-93.98%/-68.76%至 63/582 亿份（环比-52.86%/-10.76%），新发权益及非货币基金同比及环比均降至低点，新发规模连续下滑；据协会数据，截至 2022 年 03 月，权益基金/非货币基金保有量同比+7.41%/21.04%至 75,203 亿元/150,707 亿元，同比增速较去年年末放缓 27.04pct 和 14.9pct。

图45：股基成交额走势



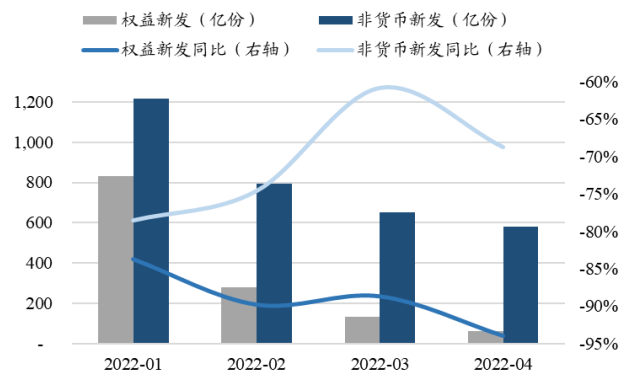
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图46：融资融券余额走势



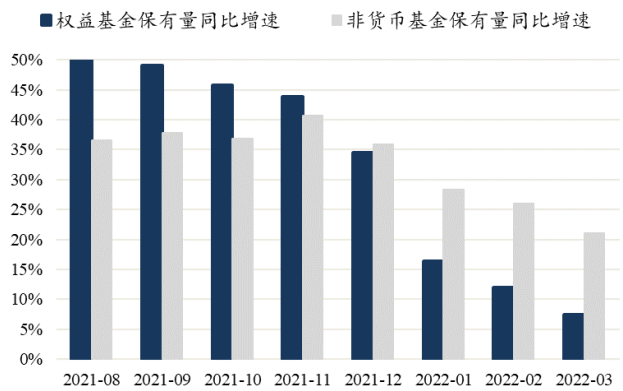
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图47：2022/01~04 权益及非货币新发基金



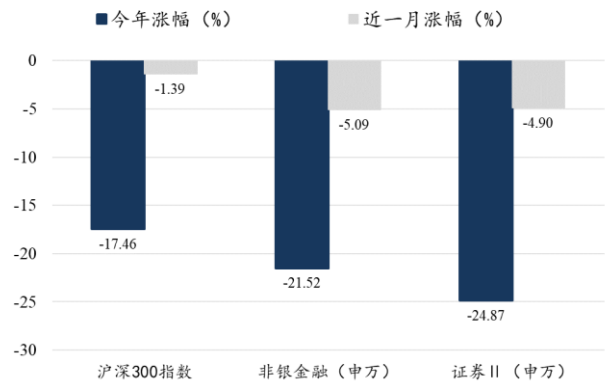
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图48：基金保有量（非货币月权益基金）同比增速放缓



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图49：券商板块行情不佳



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图50：当前券商板块估值处于历史低位

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2. 板块估值再探底+基本面好转，配置价值显著

年初以来券商板块跑输沪深 300 指数，估值下探至十年底部。截至 2022 年 05 月 18 日，券商板块今年以下跌 24.87%，沪深 300 指数下跌 17.46%，跑输大盘 7.41pct，PB 估值自年初 1.75 倍下降至 1.25 倍，当前处于历史估值 1.38%分位数，估值再探二十年底部。

图51：证券Ⅱ PB-Band

数据来源：Wind，东吴证券研究所

市场下行致 2022Q1 业绩大幅低于预期，券商股票质押风险大幅下降。1）2022 年一季度市场波动，上市券商整体表现整体承压。2022Q1，全行业共计 42 家上市证券公司合计实现营业收入 995 亿元（同比-29.0%），实现归母净利润 251 亿元（同比-43.4%），年化 ROE 分别为 9.8%/4.6%。**2）市场行情不佳，自营业务拖累券商整体业绩。**截至 2022 年 3 月 31 日，上证指数/创业板指/沪深 300 分别下跌 11%/20%/15%（2021 年同期分别为-1%/-7%/-3%），大盘指数表现不佳影响券商自营业务（投资收益），下滑严重甚至亏损（2022Q1 42 家上市券商自营业务收入同比-106%至-1913 亿元），拖累整体营业收入。**3）头部券商减值计提充分，整体对风险更审慎，资产质量稳步提升。**从 2017 年到 2021 年，头部券商不断加大减值计提比例，股票质押减值准备占比稳定提升，夯实公司资产质量，上市券商整体对风险更加审慎。中信证券股票质押减值准备占比余额由 2017 年的 0.7%提升至 2021 年的 31.1%，东方证券由 0.6%提升至 42.5%；其余头部券商股票质押减值准备占比余额较 2017 年均有一定程度的提升。上市券商整体资产质量稳定提升，对股票质押等风险有较充分的准备。

图52：代表上市券商减值准备计提充分，风险下降（买入返售金融资产减值准备/股票质押式回购账面余额）

证券公司	2017	2018	2019	2020	2021
中信证券	0.7%	5.1%	7.5%	25.3%	31.1%
中金公司	0.1%	0.7%	0.4%	3.3%	0.9%
广发证券	0.4%	1.0%	1.3%	1.8%	6.3%
东方证券	0.6%	3.5%	8.8%	30.8%	42.5%
兴业证券	0.3%	3.3%	12.6%	16.0%	1.0%
华林证券	0.0%	-3.2%	2.5%	0.8%	1.2%
国联证券	0.3%	3.2%	6.3%	9.3%	6.6%

数据来源：Wind，东吴证券研究所

当前板块估值探底，基本面优于 2018 年，建议左侧布局和配置板块。当前券商板块估值已探底(2022 年 5 月 26 日 1.27 倍 PB，处于历史分位数 1.50%)，但当前上市券商整体资产质量更高，基本面优于 2018 年估值底部（2018 年 10 月 16 日 1.02 倍 PB，处于历史分位数 0.00%），建议左侧布局证券板块。

3. 投资建议：关注高成长性券商及行业龙头

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。当前券商板块估值基本处于历史底部（2022 年 5 月 26 日 1.27 倍 PB，处于历史分位数 1.50%）。长期来看，宏观环境及资本市场改革推动券商行业 ROE 中枢稳步抬升，券商估值将迎来修复，具有显著长期投资价值。

图53：42 家上市券商一览表（PB 及 2018/10/15 最低点 PB 情况）

序号	上市公司	总市值（亿元）	2022Q1营收（百万元）	2022Q1营收增速	2022Q1归母净利润（百万元）	2022Q1归母净利润增速	2022Q1归母净资产（亿元）	ROE（年化）	年初至今涨幅	对应PB	对应PB（2018/10/15）
1	东方财富	2,930	3,196	11%	2,171	14%	596	17%	-28%	4.91	3.58
2	中信证券	2,906	15,216	-7%	5,229	1%	2,443	9%	-21%	1.19	1.21
3	中金公司	1,786	5,071	-15%	1,660	-11%	897	8%	-25%	1.99	-
4	中信建投	1,728	6,332	32%	1,542	-10%	855	7%	-24%	2.02	1.03
5	国泰君安	1,285	8,150	-26%	2,519	-43%	1,493	7%	-19%	0.86	0.97
6	广发证券	1,293	4,774	-43%	1,303	-49%	1,076	5%	-31%	1.20	1.12
7	华泰证券	1,200	7,244	-18%	2,214	-33%	1,532	6%	-26%	0.78	1.29
8	海通证券	1,189	4,131	-63%	1,500	-59%	1,641	4%	-26%	0.72	0.76
9	招商证券	1,121	3,696	-38%	1,490	-43%	1,089	5%	-27%	1.03	0.98
10	申万宏源	1,012	4,830	-44%	1,071	-56%	961	4%	-21%	1.05	1.31
11	中国银河	896	7,337	-3%	1,555	-22%	1,015	6%	-21%	0.88	0.91
12	国信证券	880	2,976	-30%	767	-54%	977	3%	-20%	0.90	1.12
13	东方证券	778	3,126	-40%	228	-81%	652	1%	-37%	1.19	1.07
14	光大证券	526	2,181	-34%	666	-4%	630	4%	-24%	0.83	0.74
15	中泰证券	498	1,852	-24%	220	-67%	356	2%	-28%	1.40	-
16	方正证券	514	1,668	-19%	477	-46%	418	5%	-20%	1.23	0.98
17	兴业证券	417	1,688	-69%	156	-87%	413	2%	-37%	1.01	0.79
18	红塔证券	372	-673	-141%	(718)	-407%	226	-13%	-34%	1.65	-
19	华林证券	375	329	-9%	148	-19%	64	9%	2%	5.86	-
20	浙商证券	363	3,133	-4%	323	-23%	242	5%	-29%	1.50	1.48
21	中银证券	330	700	-4%	240	-8%	159	6%	-12%	2.07	-
22	东吴证券	323	1,338	-23%	114	-73%	373	1%	-27%	0.87	0.76
23	财通证券	332	651	-51%	157	-65%	254	2%	-33%	1.31	1.26
24	长江证券	312	843	-57%	47	-93%	309	1%	-25%	1.01	0.87
25	西部证券	274	998	-20%	(17)	-106%	271	0%	-24%	1.01	1.40
26	南京证券	278	393	-20%	125	-29%	166	3%	-24%	1.68	1.85
27	东兴证券	262	708	-20%	30	-88%	266	0%	-30%	0.98	1.19
28	国联证券	289	636	35%	189	20%	166	5%	-27%	1.74	-
29	国元证券	252	583	-37%	(120)	-136%	319	-1%	-23%	0.79	0.77
30	天风证券	260	365	-46%	(84)	-195%	248	-1%	-26%	1.05	-
31	长城证券	266	624	-56%	(78)	-126%	195	-2%	-32%	1.37	-
32	国金证券	303	912	-40%	124	-74%	245	2%	-28%	1.23	0.93
33	西南证券	245	39	-95%	(128)	-152%	252	-2%	-30%	0.97	0.88
34	财达证券	263	350	-30%	77	-63%	112	3%	-37%	2.34	-
35	第一创业	235	532	46%	72	422%	145	2%	-23%	1.62	1.74
37	太平洋	194	247	94%	9	98%	97	0%	-13%	1.99	1.17
38	中原证券	181	388	-64%	18	-85%	137	1%	-21%	1.32	1.37
39	华西证券	184	439	-54%	(170)	-153%	221	-8%	-29%	0.83	1.06
40	国海证券	185	663	-38%	52	-70%	186	1%	-17%	0.99	0.86
41	山西证券	183	474	-9%	65	-52%	173	2%	-23%	1.06	1.16
42	东北证券	151	799	-38%	(259)	-177%	178	-6%	-25%	0.85	0.80
合计42家		27,568	99,464	-29%	25,092	-43%	22,244	5%	-19%	1.24	1.08

数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2022 年 5 月 28 日，PB 对应当前市值和 2022Q1 净资产）

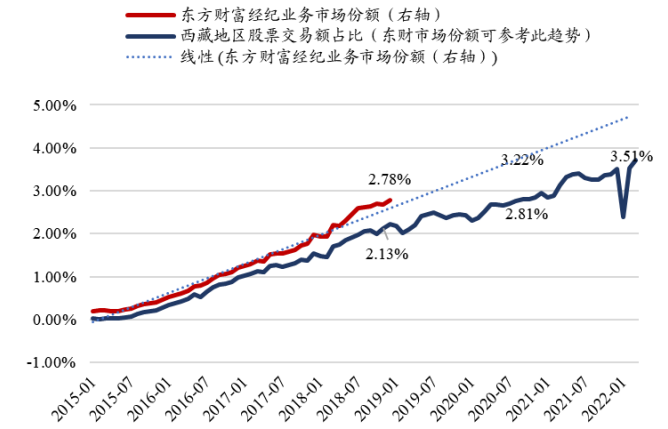
请务必阅读正文之后的免责声明部分

3.1. 建议关注零售财富管理龙头——东方财富

财富管理驱动业绩高增，互联网零售龙头强者愈强，建议关注东方财富。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、两融市占率提升带动收入提升；公司围绕高粘性用户打造财富管理生态圈，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，且公司零售证券和基金代销业务持续演绎高成长性，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。

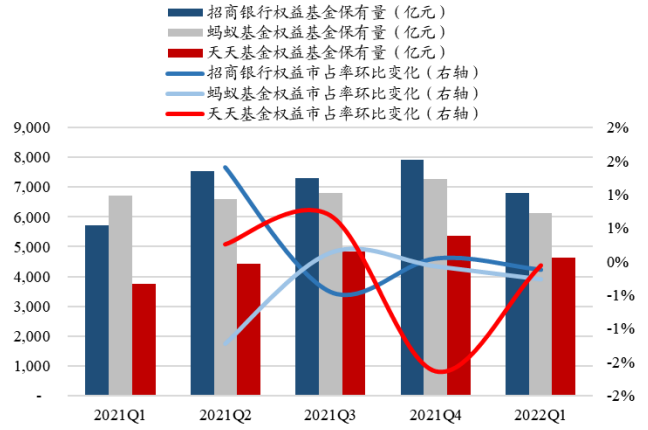
风险提示：1）市场活跃度下滑；2）疫情控制不及预期；3）宏观经济下滑。

图54：西藏地区市占率持续提升（整体可参考此趋势）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图55：2021Q1-2022Q1 招商银行/蚂蚁基金/天天基金权益基金保有量及市占率



数据来源：基金业协会，东吴证券研究所

3.2. 建议关注综合能力和资金运用效率较高的头部券商——中信、中金

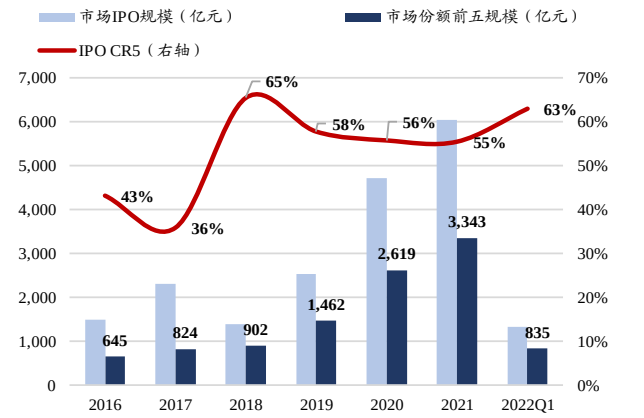
行业集中度不断提升，龙头优势显著，建议关注中信证券和中金公司。头部券商综合能力及资金运用效率均具有显著优势，当前估值较低且长期阿尔法优势明显，建议关注中信证券和中金公司（港股）。

头部券商具有较强的综合能力：1）财富管理转型加速，头部券商高净值客户优势显著：证券行业大力推动财富管理转型，证券市场用户数量持续增长，中信证券、中金公司等头部券商高净值用户数量增长较快。经纪业务仍为券商主要收入来源，头部券商（中信证券、中金公司）资管业务面对权益市场景气度下滑表现相对坚挺。**2）全面注册制稳步推进， 投行业务集中度保持较高水平，龙头券商优势明显：**2022Q1，IPO 规模 CR5 为 63%，自 2018 年以来，行业集中度（IPO 募资额集中度）保持高集中度，均处于 50%以上。投行业务作为券商重要的客户入口，头部券商优势突出，以其出色的投行业务能力占据大部分市场份额，获取大部分业务收入，行业龙头地位稳固，且头部券商 IPO 由专业化迈入综合化，综合服务能力越来越强。

头部券商资金运用效率高且风险抵御能力更强：1）两融市场持续扩容，股票质押风险继续压降：我们判断随着市场扩容，两融中枢也将逐步上移，其中头部券商风控能力及资本实力均更佳，具有更突出的优势；我们预计随着疫情逐步得到控制与经济形势的改善，券商的资产质量将进一步得到夯实。**2）场外衍生品快速发展，龙头券商深度受益：**场外衍生品业务的市场集中度较高。头部券商在资金和平台实力上更有优势，纷纷加大衍生金融工具投资，以灵活对冲风险，平滑整体收益。衍生品天然的高杠杆属性及其避险属性，有助于稳定证券公司 ROE，龙头券商 ROE 及杆杆率显著高于行业平均。

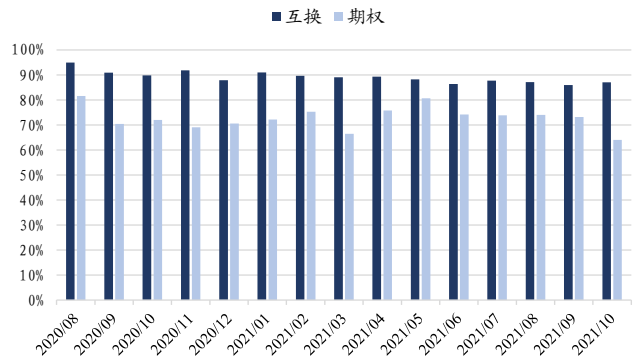
风险提示：1）市场成交活跃度下降；2）股市波动冲击自营投资收益。3）监管趋严抑制创新业务发展。

图56：2022Q1 投行业务 CR5 保持在高位



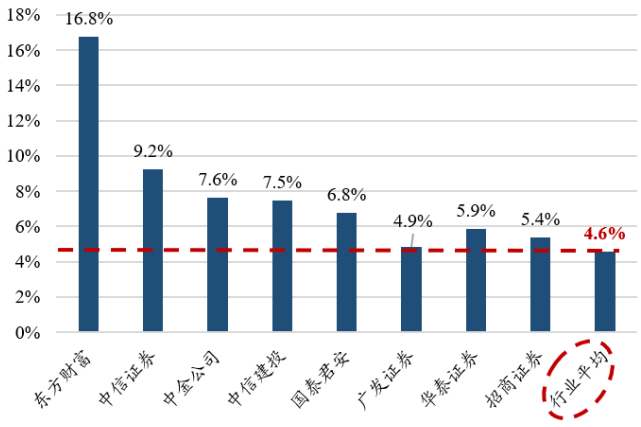
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图57：2020/08~2021/12 场外衍生品 CR5 集中度



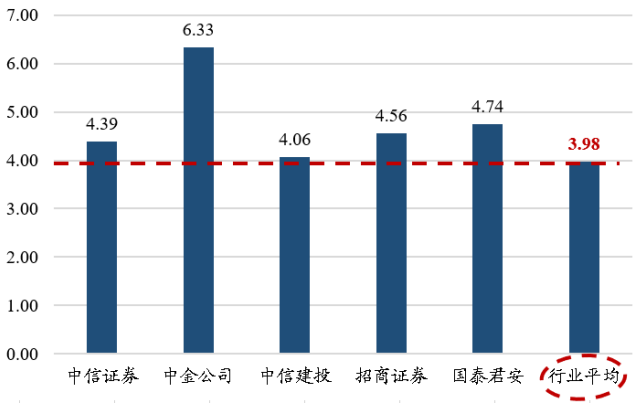
数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

图58：龙头券商 ROE 水平显著高于行业平均



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图59：龙头券商杠杆率显著高于行业平均水平（找数据可证明和作图即可）



数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

3.3. 建议关注财富管理业务占比突出的券商——广发、东方、兴业

权益市场发展黄金时期，“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。2021 年权益市场迎来黄金时期，各大公募基金公司管理规模、营收及净利润均实现较大增长（超过 40%）。**1）广发证券：**通过参股易方达基金（持股比例 23%），以及控股子公司广发基金（持股比例 55%）开展公募基金管理业务。易方达和广发基金均为公募行业龙头，与广发证券自身优势互补。易方达基金 2021 年营业收入实现大幅增长，同比+58%至 146 亿元，净利润同比+65%至 45 亿元；广发基金营收及净利分别增长至 93 亿元/26 亿元（分别同比+49.5%/+42.9%），二者按各自比例合计贡献给广发证券归母净利润贡献度达 23%，截至 2022 年 5 月 26 日，广发证券的 PB 估值为 1.08，达历史底部，配置价值显著。**2）东方证券/兴业证券：**东方证券参股汇添富基金（持股比例 35%）、长城基金（持股比例 18%），及控股东证资管（持股比例 100%），兴业证券参股兴证全球基金及南方基金（分别持股 51%/9%）开展公募基金管理业务。2021 年东方证券及兴业证券归母净利润中分别有 49%/28%来自于参控股基金公司，截至 2022 年 5 月 26 日，东方证券、兴业证券 PB 估值分别为 1.12/1.01，均达到历史底部区间。

图60：公募基金/资管对上市券商贡献度

代码	证券公司	旗下资管公司（基金）	Wind基金资产净值合计(亿元，截至2021.12.31)	Wind权益基金资产净值合计(亿元，截至2021.12.31)	权益资产占比	参持股比例	基金净利润(亿元，2021年报)	A：参持股比例*基金净利润(亿元，2021年报)	B：证券公司归母净利润(亿元，2021年报)	A/B	归母净利润贡献度合计	2021PB
600958	东方证券	汇添富基金	9,249	3,894	42%	35%	32.63	11.42	54	21.26%	48.58%	1.12
		长城基金	2,069	452	22%	18%	1.65	0.30		0.55%		
		东证资管	2,697	2,016	75%	100%	14.38	14.38		26.77%		
002939	长城证券	长城基金	2,069	452	22%	47%	1.65	0.78	18	4.40%	43.31%	1.36
		景顺长城基金	5,450	2,595	48%	49%	14.02	6.87		38.91%		
002797	第一创业	银华基金	5,156	1,609	31%	26%	9.22	2.40	7	32.17%	42.54%	1.63
		创金合信基金	791	300	38%	51%	1.52	0.77		10.37%		
600369	西南证券	银华基金	5,156	1,609	31%	44%	9.22	4.06	10	39.09%	39.09%	0.97
601377	兴业证券	兴证全球基金	5,901	2,252	38%	51%	22.35	11.40	47	24.03%	28.14%	1.01
		南方基金	10,358	3,419	33%	9%	21.63	1.95		4.10%		
000776	广发证券	广发基金	11,072	4,603	42%	55%	26.07	14.34	109	13.21%	22.82%	1.08
		易方达基金	16,675	6,488	39%	23%	45.35	10.43		9.61%		
601108	财通证券	财通基金	548	143	26%	40%	1.63	0.65	26	2.54%	20.32%	1.32
		财通资管	1,123	206	18%	100%	4.56	4.56		17.78%		
601688	华泰证券	华泰柏瑞基金	2,406	1,435	60%	49%	4.13	2.02	133	1.52%	17.92%	0.76
		南方基金	10,358	3,419	33%	41%	21.63	8.87		6.64%		
		华泰资管	737	23	3%	100%	13.02	13.02		9.76%		
000750	国海证券	国海富兰克林基金	718	401	56%	51%	2.67	1.36	8	17.79%	17.79%	0.99
000686	东北证券	银华基金	5,156	1,609	31%	19%	9.22	1.75	16	10.79%	14.38%	0.84
		东方基金	713	354	50%	58%	1.01	0.58		3.59%		
600999	招商证券	博时基金	9,896	1,857	19%	49%	17.79	8.72	116	7.48%	13.68%	0.93
		招商基金	7,428	2,789	38%	45%	16.03	7.21		6.19%		
000783	长江证券	长信基金	1,145	245	21%	45%	1.99	0.90	24	0.67%	11.79%	1.01
		长江资管	157	19	12%	100%	2.68	2.68		11.12%		
000166	申万宏源	富国基金	8,880	3,818	43%	28%	25.64	7.18	94	7.64%	8.53%	0.99
		申万菱信基金	785	355	45%	67%	1.25	0.84		0.89%		
600918	中泰证券	万家基金	2,653	721	27%	49%	3.06	1.50	32	4.68%	6.83%	1.39
		中泰资管	175	71	41%	100%	0.69	0.69		2.15%		
600030	中信证券	华夏基金	9,934	4,776	48%	62%	23.12	14.33	231	6.21%	6.21%	1.32
601211	国泰君安	华安基金	5,870	2,279	39%	28%	10.06	2.82	150	1.88%	5.97%	0.82
		国泰君安资管	212	128	60%	100%	6.14	6.14		4.09%		
601788	光大证券	光大保德信基金	979	293	30%	55%	1.63	0.90	35	0.89%	3.68%	0.82
		大成基金	2,325	884	38%	25%	3.89	0.97		2.79%		
601990	南京证券	富安达基金	111	24	22%	49%	0.29	0.14	10	1.48%	1.48%	1.69

数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.4. 建议关注具有特色的成长性券商——华林、国联

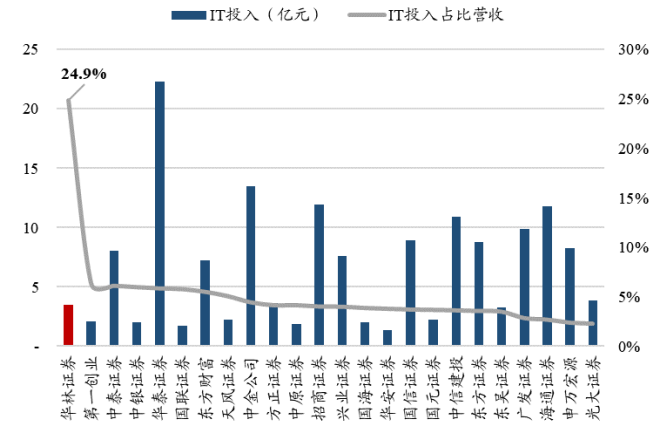
财富管理业务展现出特色优势，中小券商容易实现弯道超车，建议关注互联网特色的华林证券及投顾业务快速发展的国联证券。1）华林证券：IT 研发投入占比高，互联

请务必阅读正文之后的免责声明部分

网券商正高歌猛进。华林证券与字节达成独家合作，独享流量入口、火山云计算能力等独特资源；公司海豚 APP 已正式上线（下载次数已经超过 7000 万），且公司近期与同花顺达成战略合作协议。我们预计华林证券由于为次新股且处于高速成长阶段，业绩弹性大，截至 2022 年 5 月 26 日，华林证券 PB 估值为 5.99。

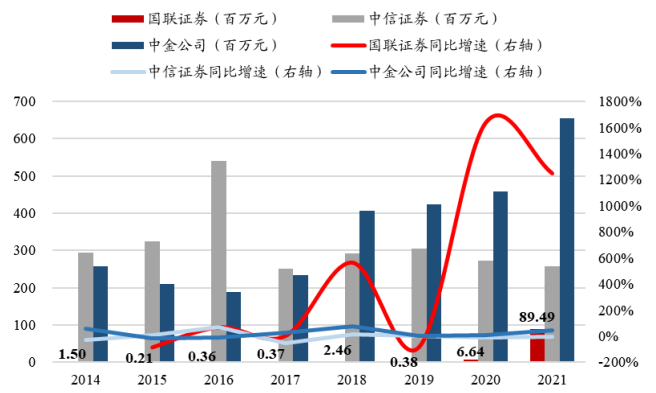
2）国联证券：紧握基金投顾抓手，财富管理业务各项齐进。国联证券财富管理业务在 2021 年迎来快速发展期，2021 年公司证券经纪业务净收入 6.09 亿元（同比+15.75%），以投顾业务为代表的投资咨询业务收入 0.89 亿元（同比+1248%），而头部券商中信/中金 2021 年投资咨询业务收入分别为 2.57/6.54 亿元（同比-6%/+43%），国联证券增速远超头部券商。国联证券是唯一一家首批获得基金投顾业务资格的中小型券商，公司围绕“小 B 大 C”体系，为财富管理业务提供有力支撑。截至 2022 年 5 月 26 日，国联证券的 PB 估值为 1.58，处于相对低位。

图61：华林证券研发投入占比营收显著高于其他券商



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图62：国联证券投资咨询业务收入增速远超龙头券商



数据来源：Wind，东吴证券研究所

4. 风险提示

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。

分析师声明:

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项:

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究／分析／涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究／分析／涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的 1%或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的 12 个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示)，于法律及／或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通

知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及／或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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;

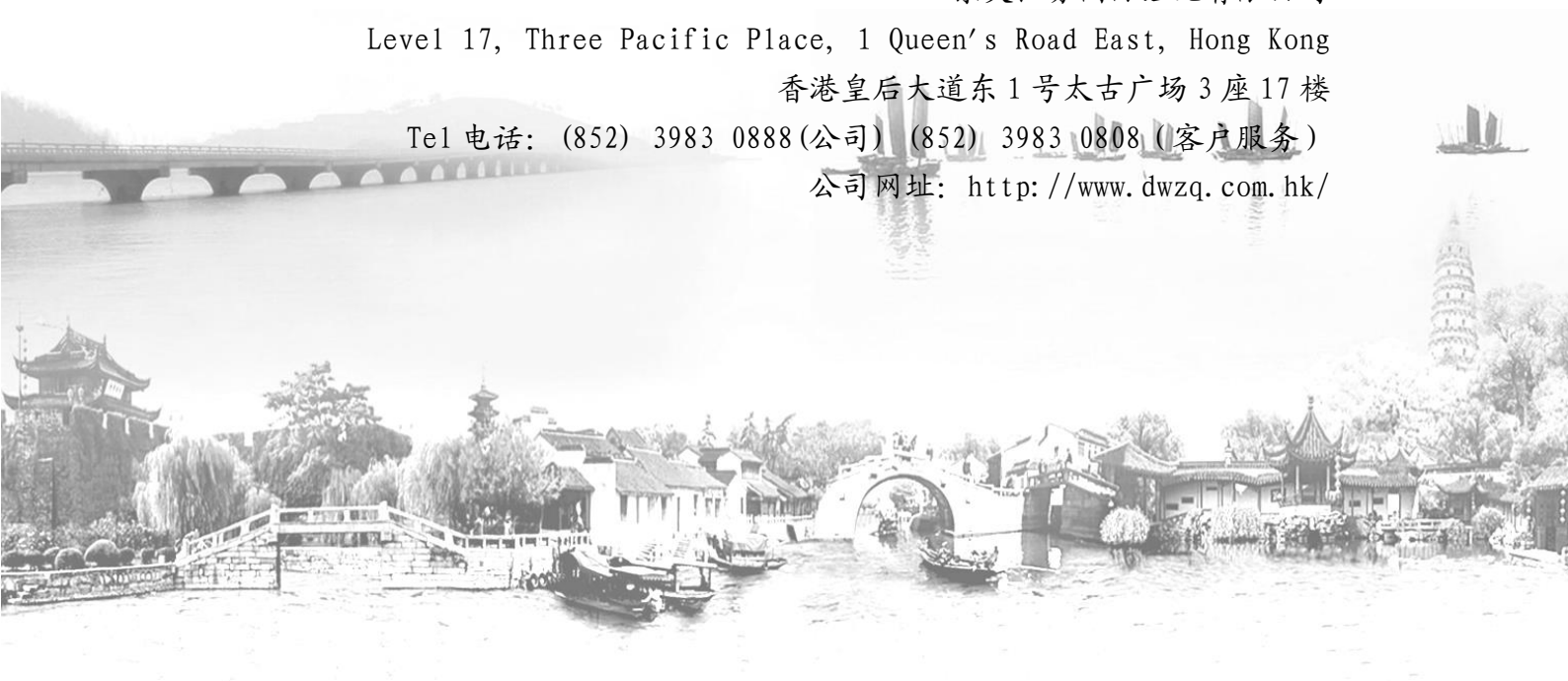
中性: 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持: 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话: (852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808(客户服务)

公司网址: http://www.dwzq.com.hk/