华龙证券 CHINA DRAGON SECURITIES

证券研究报告

证券行业研究报告

报告日期：2022 年 7 月 1 日

改革深化，行业估值有望回升

———证券行业 2022 年中期策略报告

华龙证券研究所

投资评级

行业评级：推荐（维持）

行业走势图

研究员

姓名：杨晓天
执业证书编号：S0230521030002
邮　箱：hlzqyxt@163.com

姓名：陈　霖
执业证书编号：S0230521030003
邮　箱：hlzqytcj@hlzq.com

相关报告

请认真阅读文后免责条款

摘要（核心观点）：

- **二级市场表现回顾。**2022 年初至 6 月 17 日，证券 II 累计下跌 17.65%，跑输沪深 300 指数 4.87%，PB 估值处于历史低位。两融余额稳步增长势头被打破，截至 2022 年 6 月 17 日，较 2022 年初下滑 15%至 1.56 万亿元，日均两融余额 1.64 万亿元与 2021 年同期 1.68 万亿相比基本持平。券商业绩在 2022 年一季度出现整体下滑的情况，2022Q1 上市券商营收及净利润分别同比减少 30%/46%。
- **政策影响预期加强。**2022 年资本市场改革和相关政策将持续深化，2022 年围绕全面注册制改革，资本市场基础制度体系将不断完善。积极引导公募基金等机构投资者投资价值化、长期化。预计金融衍生品、跨境产品和绿色金融产品将成为创新的重点。在加速构建新发展格局的背景下，资本市场将持续推进双向开放。
- **行业内在驱动分析。**杜邦分析来看，下半年随着市场利率下行以及市场成交预期向好、注册制下投行业绩预期增厚，证券行业净利润和营业收入有望迎来双增。2022 年在市场利率下行和券商加大融资力度配合下，资产周转率有望维持。未来在流动性宽松和政策开放的推动下，券商杠杆有望进一步向国际靠拢。
- **2022 下半年投资策略。**我们对证券行业 2022 年下半年估值回升持乐观态度，并给予证券行业推荐评级。建议关注受益成本端改善较大的中信证券、华泰证券，受益于财富管理优势的广发证券、长城证券、东方财富、受益于互联网和信息技术创新的中小券商如指南针、华林证券。
- **风险提示：**市场交投下降风险、监管趋严风险、疫情影响下经济下行风险等。

目录

1、市场表现与业绩回顾.....2
1.1 权益市场表现.....2
1.2 两融余额持续回落.....3
1.3 2022 年一季度券商业绩整体下滑.....4
2、券商板块 2021 年复盘.....5
3、政策影响因素.....5
3.1 注册制全面转型.....5
3.2 科创板做市商制度正式发布.....6
3.3 资本市场改革持续深化.....7
4、行业内在驱动分析.....8
4.1 证券行业 ROE 分析.....8
4.2 估值位于相对低位.....10
4.3 政策催化是估值修复核心.....11
5、2022 年下半年投资策略.....13
6、风险提示.....14

1、市场表现与业绩回顾

1.1 权益市场表现

2022 年初至 2022 年 6 月 17 日，证券Ⅱ累计下跌 17.65%，跑输沪深 300 指数 4.87%，PB 估值处于历史低位。2022 年初权益市场持续下行，券商板块受市场整体风险偏好下行等综合因素的影响，上半年整体表现低迷。截至 2022 年 6 月 17 日，券商板块 PB、PE（TTM）估值分别为 1.37、17.63 倍，位于 10 年估值 8.3%、15%分位，位于历史低位区间。

图 1：申万一级行业涨跌幅排名（%）

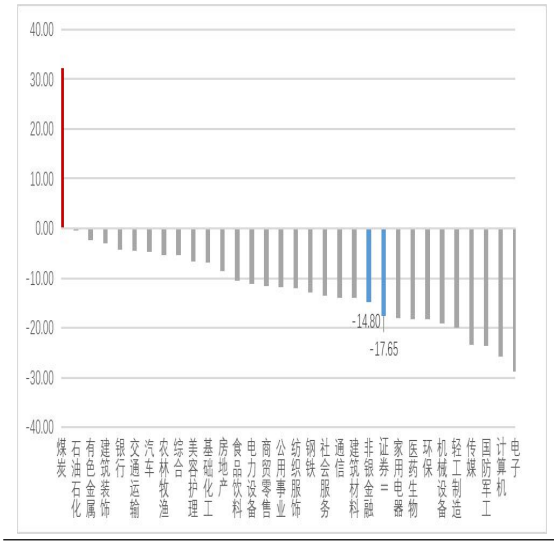
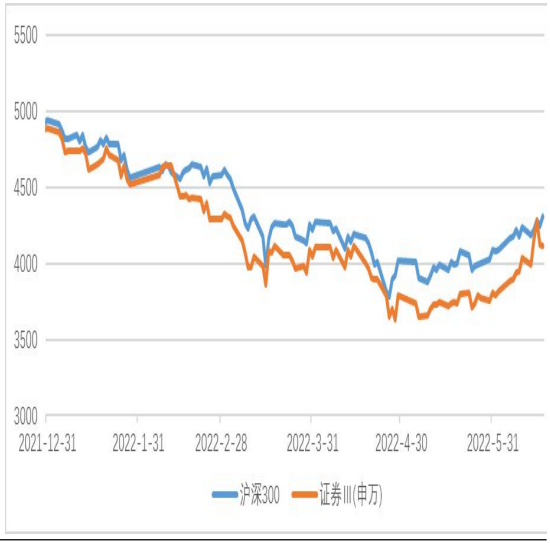


图 2：证券行业（申万）与沪深 300 指数涨跌幅（%）



数据来源 ：Wind，华龙证券研究所

图 3：证券行业估值表现

数据来源：Wind,华龙证券研究所

1.2 两融余额持续回落

2021 年两融日均余额为 1.77 万亿元，同比增长 36%，受市场情绪影响，两融余额稳步增长势头被打破，截至 2022 年 6 月 17 日，两融余额较 2021 年底下滑 15%至 1.56 万亿元，日均两融余额 1.64 万亿元，与 2021 年同期 1.68 万亿相比基本持平。新增信用账户数呈下滑趋势，从 2021 年 12 月的 4.5 万户下降至 2022 年 5 月的 2.2 万户，2022 年 2 月一度低至 2.1 万，而 2021 年新增信用账户月均维持在 4.4 万。

图 4：融资余额

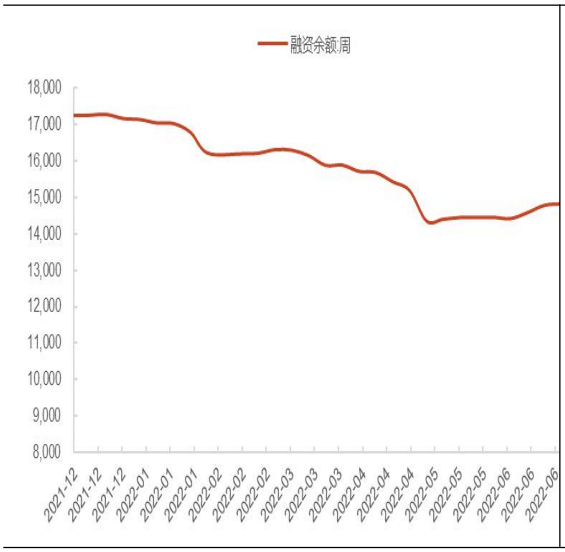
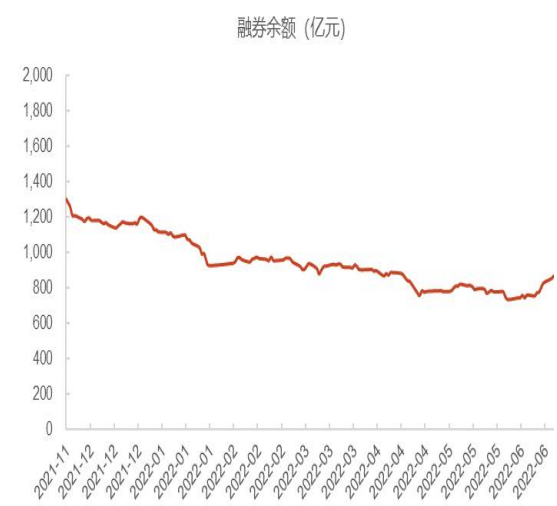


图 5：融券余额



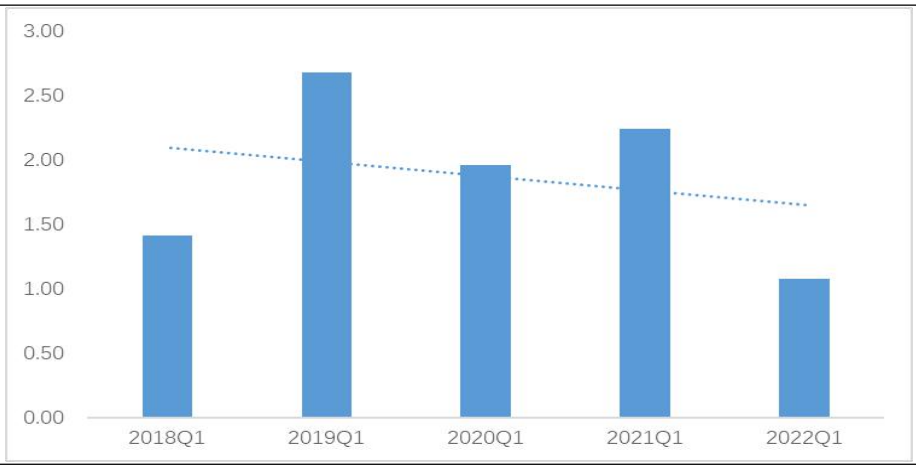
数据来源 ：Wind，华龙证券研究所

1.3 2022 年一季度券商业绩整体下滑

券商业绩在 2022 年一季度出现整体下滑的情况，2022Q1 上市券商营收及净利润分别同比减少 30%/46%；在高基数叠加资本市场动荡的情况下，2022Q1 上市券商合计实现营业总收入 983 亿元，合计实现归母净利润 244 亿元；2022Q1 上市券商平均 ROE 为 1.08%，在逆市中同比下降 1.16%，短期业绩下滑拖累券商股价表现。

2022 年一季度因地缘政治和疫情超预期，上市券商投资业务受到影响较大，合计亏损-21.03 亿元，是影响一季度业绩的主要因素。经纪、资管、利息小幅下跌，分别为-5.06%、-2.30%、-7.72%，投行成为唯一正增长业务，增长幅度为 14.95%。

图 6：2022 年一季度券商业绩整体下滑（%）



数据来源：Wind,华龙证券研究所

2、券商板块 2021 年复盘

2021 年券商板块整体下行，板块下跌 3.67%。涨幅靠前的主要为财富管理类别的券商。涨幅前五券商为：广发证券+52.6%、东方财富+43.6%、东方证券+29.4%、兴业证券+15.7%、国泰君安+5.3%。

2021 年券商板块整体表现分化严重，财富管理优势券商表现明显强于其他券商，主要由于财富管理在 2021 年属于券商基本面增长的主要驱动力，机构业务与财富管理业务形成趋势协同。券商上涨逻辑主要在于财富管理带来的增量收益和业务协同性，导致财富管理业务发力较早的券商实现较多的 Alpha 收益。2021 年券商板块整体仍然具有 beta 收益，但市场整体表现以及经济下行影响，beta 表现较小。

3、政策影响因素

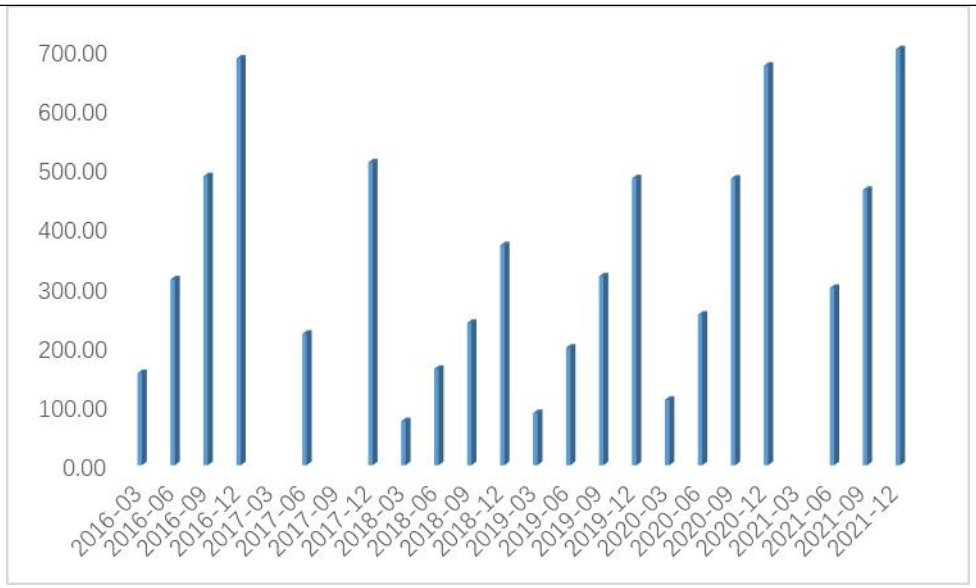
3.1 注册制全面转型

自 2018 年以来，科创板与创业板注册制改革为券商投行

业务收入增量明显。稳步推行全面注册制在多次重要会议中被提及，预计 2022 年下半年将实现实质性进展，助力券商投行业务稳健增长。

全面注册制不仅是发行制度的改变，其意义还在于进一步发挥资本市场的要素配置效能。全面注册制有利于提高发行效率，提升直接融资占比，为券商投行业务带来业绩增量。注册制改革对券商的承销能力、定价能力、销售能力提出了更高的要求，项目经验丰富、人才储备充足的头部券商更加受益。

图 7：上市券商承销收入



数据来源：Wind,华龙证券研究所

3.2 科创板做市商制度正式发布

2022 年 5 月 13 日证监会正式发布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》，主要包括做市商准入条件与程序、内部管控、风险监测监控、监管执法等内容。规则发布后，符合条件的证券公司可按照要求，向证监会申请科创板股票做市交易业务试点资格。在竞价交易的基础上引入做市商机制，有助于增加市场订单深度，一定程度上降低大单交易对市场的冲

击，提升市场稳定性，减小市场买卖价差，降低投资者交易成本。

根据规定，最近 12 个月净资本持续不低于 100 亿元以及最近 3 年分类评级在 A 类 A 级（含）以上是券商申请试点资格需满足的重要条件。资本金实力雄厚、科创板券源丰富、风控系统完备的券商更具备发展做市业务的优势。

表 1：科创板做市商资格名单

科创板做市商资格				
中信证券	国泰君安	申万宏源	华泰证券	中国银河
国信证券	招商证券	中信建投	中金公司	光大证券
东方证券	平安证券	东方财富	中泰证券	东吴证券
兴业证券	方正证券	东兴证券	浙商证券	国金证券
华西证券	财通证券	国开证券	中银证券	华创证券

数据来源：Wind,华龙证券研究所

3.3 资本市场改革持续深化

2022 年资本市场改革和相关政策将持续深化，中央经济工作会议明确在 2022 年将全面实行股票发行注册制，为进一步消除不同板块之间的发行制度差异，2022 年围绕全面注册制改革，资本市场基础制度体系将不断完善。完善个人养老保险体系，加快推动养老金入市将提上日程，同时将积极引导公募基金等机构投资者投资价值化、长期化。金融衍生品为资本市场参与者提供对冲套利机会，提升资本市场的价值发现功能，预计金融衍生品、跨境产品和绿色金融产品将成为创新的重点。在加速构建新发展格局的背景下，资本市场将持续推进双向开放。在互联互通方面，境内资本市场与境外市场的交易渠道将进一步多元化，交易规模有望持续增长。

表 2：2022 年证券行业相关政策整理

日期	标题	内容
2022/3/8	中证协近日向机构下发《证券公司2021年度经营情况分析》	截至2021年末，证券行业自营投资规模达到4.81万亿元，同比增加26%。其中，股票投资、基金投资、债券投资规模分别为3768.76亿元、5883.97亿元、3.08万亿元，同比分别增加13.67%、59.83%、24.2%。
2022/3/17	央行颁发首批两张金融控股公司牌照，分别花落中信集团和北京金控。	下一步将稳妥有序推动其他符合条件的企业申设金融控股公司。
2022/3/20	证监会公布3月证券公司“白名单”，共有27家券商入围。	与上次公布的名单相比，有3家消失在榜单之中，分别是华宝证券、西部证券以及浙商证券。这是“白名单”制度实施以来，首次有券商被踢出。国开证券则是“白名单”制度实施以来的唯一一家新增券商。
2022/4/7	《证券公司文化建设实践评估办法（试行）（草案）》拟提交中证协理事会审议并表决。	表决通过后，中证协将履行相关程序后发布。根据草案，行业文化建设评估指标包含基础指标、加分指标及扣分指标。基础指标包括11个方面共计50项指标；加分指标包括践行行业文化建设核心价值观、文化建设保障措施及成效两方面内容共计8项指标；扣分指标包括薪酬激励过于激进，未能体现建立长期激励机制和稳健薪酬制度要求等。
2022/4/8	证监会明确2022年法治政府建设工作安排：	将持续深入推进资本市场法治政府建设；持续深化以全面实行股票发行注册制为主线的资本市场改革，进一步加强资本市场基础制度建设；突出放管结合，认真履行监管职责，引导、鼓励市场产品创新；严格落实《关于依法从严打击证券违法活动的意见》，健全证券执法司法体制机制，严厉打击资本市场违法行为。
2022/5/12	券商重大资产重组执业质量评价办法即将出炉。	据券商人事透露，中证协近日下发《证券公司重大资产重组财务顾问业务执业质量评价办法（审议稿）》，其中评价范围明确为“重大资产重组项目”，纳入不涉及发行股份的其他重大资产重组项目。撤否项目均纳入评价。对于当年未承做重大资产重组项目的证券公司，从直接评为C类改为不参与评价。为突出强调项目质量重要性，此次修订将业务规模的权重从30分降至20分，项目质量的权重从30分提升至50分。

数据来源：Wind,华龙证券研究所

4、行业内在驱动分析

4.1 证券行业 ROE 分析

我们采用杜邦分析法，将证券行业 ROE 进行拆解分析。ROE=ROA×权益乘数=（净利润/营业收入）×（营业收入/总资产）×（总资产/净资产）。

券商营业成本的构成主要为管理费用，即人员成本为主。近年来券商营业利率持续位于低位，主要受人力成本的增加和股票质押风险暴露导致的信用减值计提规模增加所致，尤其是 2018 年质押风险扩大导致券商营业利润率下滑明显，近几年随着质押减值损失数额减少，券商营业利润率逐步回升。2022 年下半年随着市场利率下行以及市场成交预期向好、注册制下投行业绩预期增厚，证券行业净利润和营业收入有望迎来双增，营业利润率或将维持在 25%附近。

图 8：ROE 历年变化

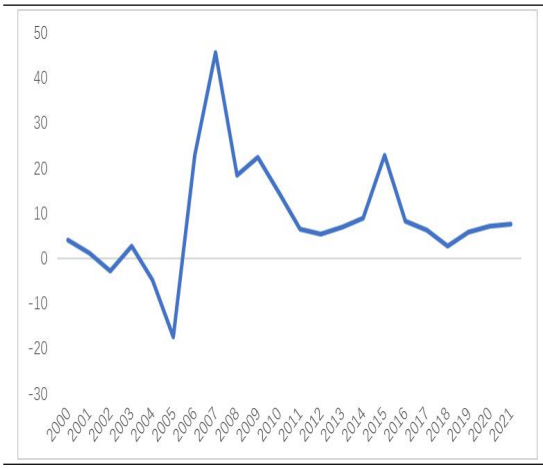
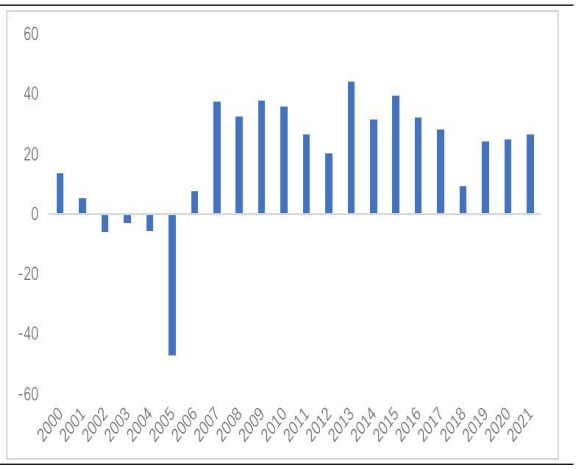


图 9：营业利润率历年对比



数据来源 ：Wind，华龙证券研究所

资产周转率是营业收入与总资产的比值，其本质反映了券商资产结构即轻资产业务和重资产业务的占比。证券行业近年来向信用业务和自营业务等重资产业务转型，导致行业整体 ROE 下行。2022 年在市场利率下行和券商加大融资力度配合下，资产周转率有望维持。

权益乘数即券商杠杆倍数，是总资产与净资产的比值。权益乘数对券商盈利的放大作用显著高于传统行业，提高财务杠杆倍数，可以获得较高的边际 ROE。目前上市券商仍与国际金融机构相比有较大差距。2019 年，国际主要券商杠杆均在 10 倍以上，而 2021 年国内券商行业平均仅 4.21 倍。较低的杠杆倍数导致券商 ROE 长期徘徊在 6%-7%左右，未来在流动性宽松和政策开放的推动下，券商杠杆有望进一步向国际靠拢。

图 10：资产周转率下行

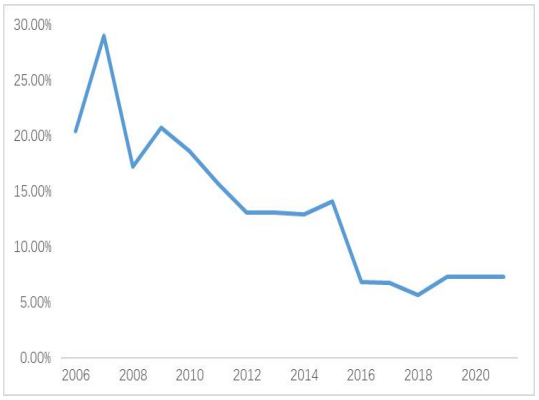
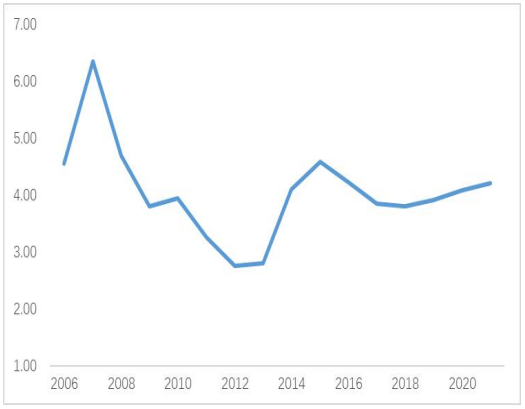


图 11：券商整体杠杆率



数据来源 ：Wind，华龙证券研究所

4.2 估值位于相对低位

当前券商 PB 估值（PB-LF）处于 3 年来的低点，凸显配置价值。从历史上来看，券商 PB 中枢长期位于 2 倍附近，目前券商板块 PB 估值为 1.3 倍，位于 10 年估值 8.3%分位，为历史低位区间。

2022 年一季度行业整体估值显著回落，但部分大型券商盈利能力仍然较高，这主要是由于券商金融资产从方向型自营向非方向型资产配置转变，减少方向性波动的超额收益而追求稳健收益，同时通过衍生品工具出借业务扩展资产获利方式。在 2022 年下半年直接融资比重和财富管理等发展机遇下，业绩表现对券商板块的扰动或有所减缓，在政策引导下估值有望出现回升。

图 12：券商估值位于历史低位

数据来源：Wind，华龙证券研究所

4.3 政策催化是估值修复核心

证券行业监管层面经历了三轮周期。2003-2004 年为强监管阶段，主要针对客户保证金的挪用和账户非法委托等问题，部分抗风险能力较弱的券商倒闭、被接管，2005-2007 年为放松周期，标志性的事件是股权分置改革基本完成、创设权证、融资融券试点启动，券商指数由 2005 年 12 月的 754 上涨至 2007 年 12 月的 11041 点；2008-2010 年为第二次强监管阶段，重点打击内幕交易、操纵股价等违法违规行为，2012-2015 年为鼓励创新周期，标志性事件是 2012 年 8 月举行的券商创新大会，泛资管业务、信用业务迎来发展空间，券商指数自 2012 年 8 月的 3673 点上涨至 2015 年初的 11358 点；2015 年中至 2018 年四季度是第三次强监管阶段，金融去杠杆、再融资新规、减持新规、规范场外期权等，中央金融工作会议以及十九大都将防范金融风险放在重点位置。2019 年迄今进入第三次鼓励创新阶段。

监管周期会对券商的经营业绩及股价表现产生显著的影

响。监管收紧周期，往往伴随着行业盈利能力的下降，而在监管放松周期，行业盈利会有所提升。监管放松周期往往对应着业务创新周期，可以增加证券公司创新业务的收入水平，或提升证券公司杠杆水平。

疫情冲击下宏观经济明显承压，政策利好落地预期加强。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。

表 3：2022 年货币政策整理

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%	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%	促进中长期贷款企稳回升

数据来源：Wind，华龙证券研究所

我们对 2022 年行业业绩进行预测，假设日均股基交易额为 11000 亿元，日均两融余额 1.67 亿元，IPO 规模 5800 亿元同比上升近 5%，以一季度上市券商财务数据进行静态预测，全年上市券商归母净利下滑 15%左右。中性预测下预计经纪业务收入同比-4%，投行业务同比+10%，资本中介业务收入同比持平，资管同比+5%，自营同比-50%。

表 4：行业盈利预测（单位：亿元）

关键假设	2020	2021	2022E
经纪业务	1295	1545	1480
日均交易额	9072	11370	11000
佣金率	2.7%	2.5%	2.4%
投行业务	583	621	660
承销保荐	329	351	380
财务顾问	116	116	116
资管业务	300	318	330
资本中介业务	816	966	966
自营业务	1405	1475	1046
营业收入	4485	5024	4482
净利润	1575	1911	1577
增速	28%	21%	-17.4%

数据来源：Wind，华龙证券研究所

5、2022 年下半年投资策略

综合来看，2022 年下半年证券行业面临流动性宽松，市场利率下行，改革政策多层次推进和行业全年盈利承压等多因素叠加的状况。从历史来看，证券行业受政策催化推动的周期特征较为明显，而近年来监管处于推动行业改革和鼓励业务创新的阶段，全面注册制的推进、科创板做市商制度的推出、财富管理业务稳步发展以及衍生品业务标的范围和交易规定的逐步宽松，为券商带来多业务线条的收益贡献，这将有效缓解传统业务如经纪业务和自营业务受市场表现和成交的影响。

随着 2022 年下半年市场利率的下行，券商重资产业务将在成本端得到改善，进而有效增加券商资本业务的盈利空间。而在国内经济回暖和信贷宽松政策的有效实施下，资产质量和融资需求也将逐步提升，这对于券商改善资产质量和提升资产收益率也将起到正面拉动的作用。

鉴于以上观点，我们仍然对证券行业2022年下半年的估值回升持乐观态度，建议关注受益成本端改善较大的中信证券、华泰证券，受益于财富管理优势的广发证券、长城证券、东方财富、受益于互联网和信息技术创新的中小券商如指南针、华林证券。

6、风险提示

1. 市场交投下降风险，导致券商自营等业务收入波动增加；

2. 疫情影响下经济下行压力增大，导致证券市场业绩承压；

3. 行业监管趋严，创新业务发展低于预期。

图表目录

图 1：申万一级行业涨跌幅排名（%）.....2
图 2：证券行业（申万）与沪深 300 指数涨跌幅（%）.....2
图 3：证券行业估值表现.....3
图 4：融资余额.....4
图 5：融券余额.....4
图 6：2022 年一季度券商业绩整体下滑（%）.....5
图 7：上市券商承销收入.....6
图 8：ROE 历年变化.....9
图 9：营业利润率历年对比.....9
图 10：资产周转率下行.....10
图 11：券商整体杠杆率.....10
图 12：券商估值位于历史低位.....11

表 1：科创板做市商资格名单.....7
表 2：2022 年证券行业相关政策整理.....8
表 3：2022 年货币政策整理.....12
表 4：行业盈利预测.....13

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人士、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

公司声明：

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。编制及撰写本报告的所有分析师或研究人员在此保证，本研究报告中任何关于宏观经济、产业行业、上市公司投资价值等研究对象的观点均如实反映研究分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的价格的建议或询价。我公司及分析研究人员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失及其他影响概不负责。

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。引用本报告必须注明出处“华龙证券”，且不能对本报告作出有悖本意的删除或修改。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的6-12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
		卖出	股价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
	行业评级	推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

兰州	北京	上海
地址：兰州市城关区东岗西路638号甘肃文化大厦21楼	地址：北京市西城区金融大街33号通泰大厦B座6层	地址：上海市普陀区大渡河路168弄31号703室
邮编：730030	邮编：100033	邮编：200000
电话：0931-4635761		
邮箱：hlzqyjs2021@163.com		