证券研究报告

行业报告 | 行业投资策略

2022年07月05日

非银金融

证券行业2022年度中期策略：把握政策窗口期，沿注册制+财富管理双主线进行布局

作者：

分析师 夏昌盛 SAC执业证书编号：S1110518110003

分析师 周颖婕 SAC执业证书编号：S1110521060002

分析师 胡江 SAC执业证书编号：S1110521080007

天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：强于大市（维持评级）

上次评级：强于大市

请务必阅读正文之后的信息披露和免责申明

摘要

一、22Q1投资端拖累业绩，头部券商业绩韧性更强，这一韧性体现在财富管理与机构业务上

1）22Q1上市券商业绩受市场低迷压制，归母净利229亿元，同比-46%，其中自营收入净亏21亿元（去年同期为净赚328亿元），投资端是拖累券商业绩的主因。

2）头部券商展现出更强的业绩韧性，这一韧性体现在财富管理与机构业务上。一方面，2022年以来非货基及权益基金份额稳中有升，长期增长趋势不改，部分头部券商控参头部公募，财富管理业绩有望增速更快。另一方面，客需型机构业务的盈利稳定性要明显强于传统投资业务，机构业务占优的头部券商投资收益更趋稳健。

3）4月底以来市场开启反弹，预计券商Q2业绩环比大幅改善。我们预计行业22H1，2022E净利润增速分别为-22%、+2%。

二、注册制政策红利+流动性宽松的alpha+beta共振是券商行情的核心驱动力

展望下半年的投资机会，券商当前正处于alpha+beta共振的时间窗口。我们认为，随着全面深化资本市场改革的有序推进，预期全市场注册制即将落地，这将为券商带来投行、投资、经纪的alpha增量，在分子端推动券商行情的产生；另一方面，当前宏观环境整体处于宽松区间，疫情影响犹在，我们预期宏观宽松的环境仍将持续，将为券商板块带来分母端的beta投资逻辑。

三、投资建议：紧抓注册制+财富管理两条主线布局

我们认为注册制催化+财富管理是下半年券商板块投资的两条核心主线：

1）**注册制主线：**随着全面深化资本市场改革的持续推进，我们预期全市场注册制落地在即。推荐在投行业务中具有明显优势的头部券商，推荐**中信证券**，建议关注**中信建投/中金公司H**。

2）**财富管理主线：**随着二季度市场行情的全面回暖，基金保有规模和新发规模也正在处于景气度向上区间。截至5月末，全市场股票+混合型基金保有规模7.3万亿，环比+3.1%；非货基金保有规模15.2万亿，环比+3.6%；6月新发权益型基金规模302亿元，环比+121%。我们推荐控参头部公募的**广发证券**，建议关注旗下公募子高利润贡献度的东方证券以及头部的基金代销平台**东方财富**。

风险提示：市场极端波动；资本市场改革迟滞；衍生品发展不及预期；机构化进程不及预期。

目录

CONTENT

2022

一、22Q1投资端拖累业绩，头部券商业绩韧性体现在财富管理与机构业务

二、注册制政策红利+流动性宽松的alpha+beta共振是券商行情的核心驱动力

三、投资建议：紧抓注册制+财富管理两条主线布局

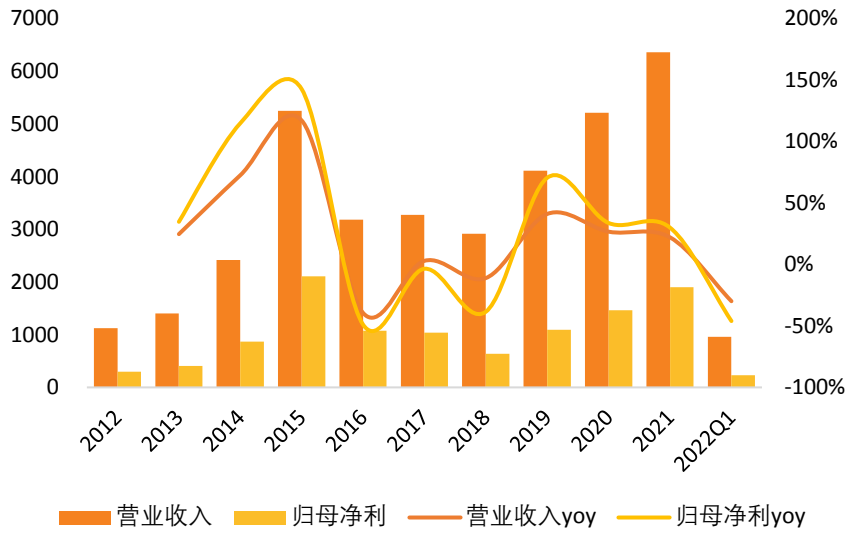
01

22Q1投资端拖累业绩，头部券商业绩韧性体现在财富管理与机构业务

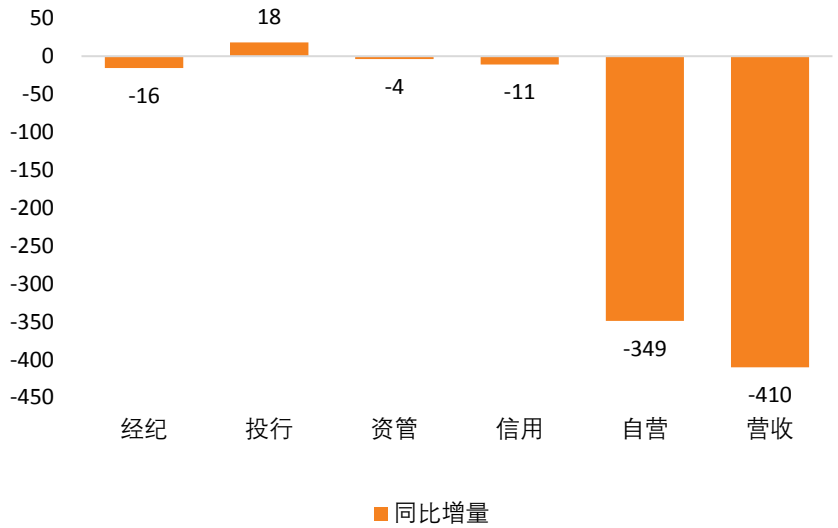
1.1 22Q1业绩不及预期，投资端为主要拖累

- **22Q1券商行业整体业绩不及预期。**22Q1上市券商业绩受市场低迷压制，41家上市券商合计实现营收963亿元、归母净利229亿元，同比分别-30%、-46%。
- **投资端是主要拖累。**各业务中仅投行取得正增长，同比+15%，经纪、资管、信用、自营同比分别-5%、-3.4%、-7.7%和-106.4%。投资端是主要拖累因素，受Q1极端行情所致（沪深300、创业板指等主要指数均创15年股市波动后的最大单季跌幅），合计自营收入出现净亏21亿元（去年同期为净赚328亿元），拖累营收85%业绩降幅。

图：上市券商22Q1净利润下滑46%　单位：亿元



图：22Q1各业务收入较21Q1增量表现　单位：亿元

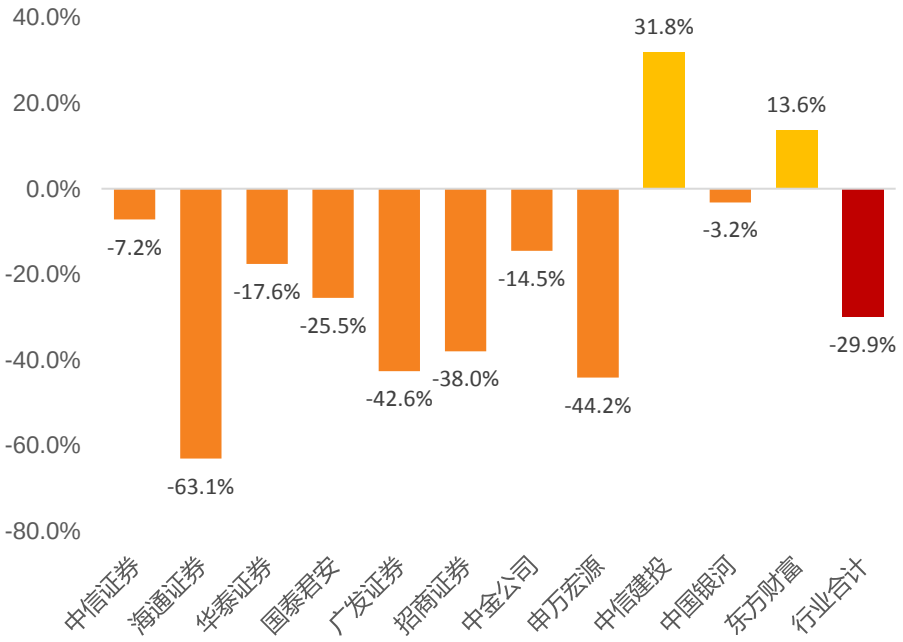


资料来源：wind，天风证券研究所

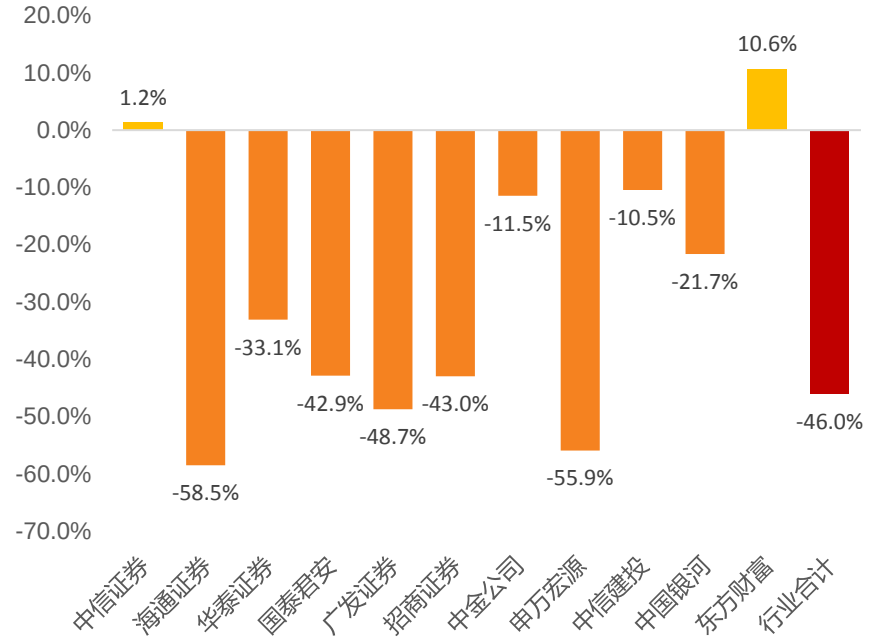
1.2 头部券商业绩韧性更强，这一韧性体现在财富管理与机构业务上

- **头部券商的韧性更强。**22Q1，总资产排名前十券商+东方财富整体营收同比-23.5%，归母净利润同比-29.5%，同期上市券商整体营收同比-29.9%，归母净利润同比-46.0%，龙头券商的业绩韧性更强。
- **这一韧性主要体现在财富管理和机构业务上。**一方面，财富管理业务改变券商的盈利模式，从挣“流量”的交易收入进化到挣“存量”的保有收入，财富管理型券商业绩更显韧性（东方财富）。另一方面，客需型机构业务的盈利稳定性要明显强于传统投资业务（中信、华泰、中金等客需型业务具有优势的券商业绩表现显著好于行业）。

图：2022Q1总资产前十券商+东财与行业的营收增速对比



图：2022Q1总资产前十券商+东财与行业的净利润增速对比



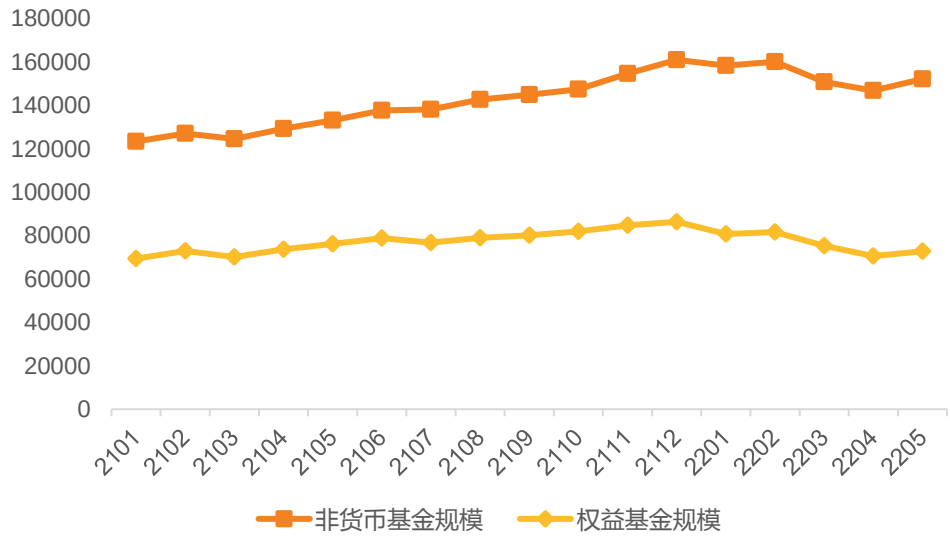
资料来源：wind，天风证券研究所

1.2.1 财富管理业务提升券商业绩韧性，净值虽短期下滑但份额保持稳健增长

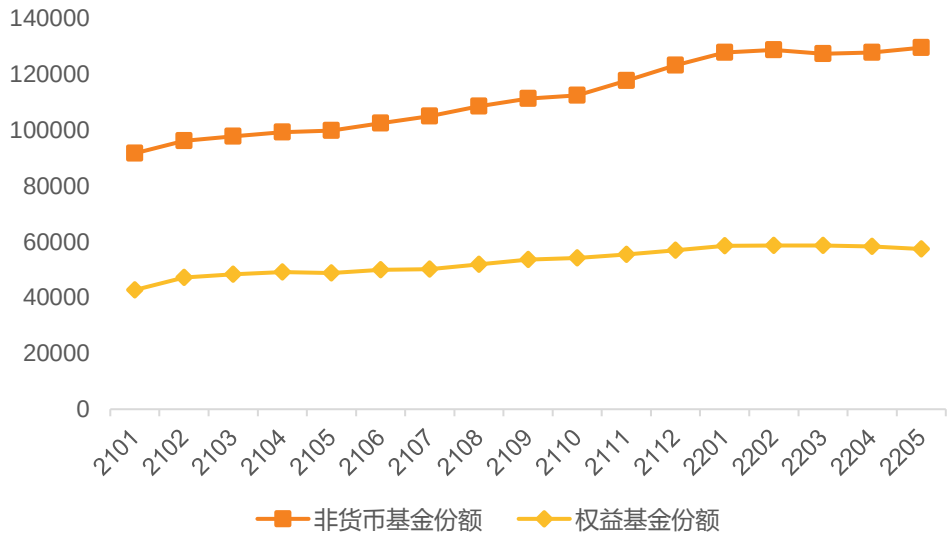
➢2022年以来非货基及权益基金整体规模下降系短期市场波动带来的净值下跌所致，份额稳中有升，长期增长趋势不改。

1）截至2022年5月，非货币基金规模为15.2万亿元，较年初-5.5%，但基金份额逆势+5.1%；
2）截至2022年5月，权益基金规模为7.3万亿元，较年初-15.7%，但基金份额逆势+0.9%，市场剧烈波动下仍保持稳定。

图：非货基及权益基金净值规模（亿元）



图：非货基及权益基金份额（亿份）

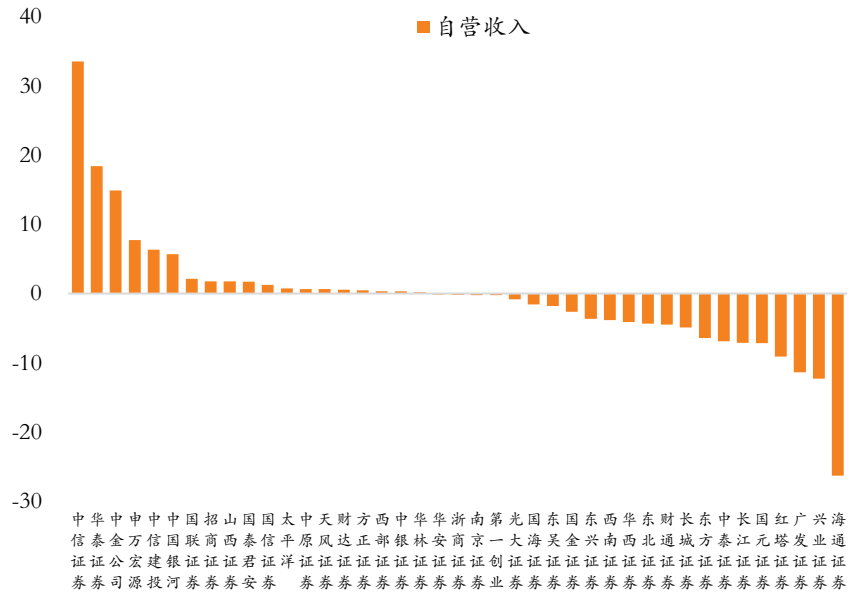


资料来源：wind，天风证券研究所

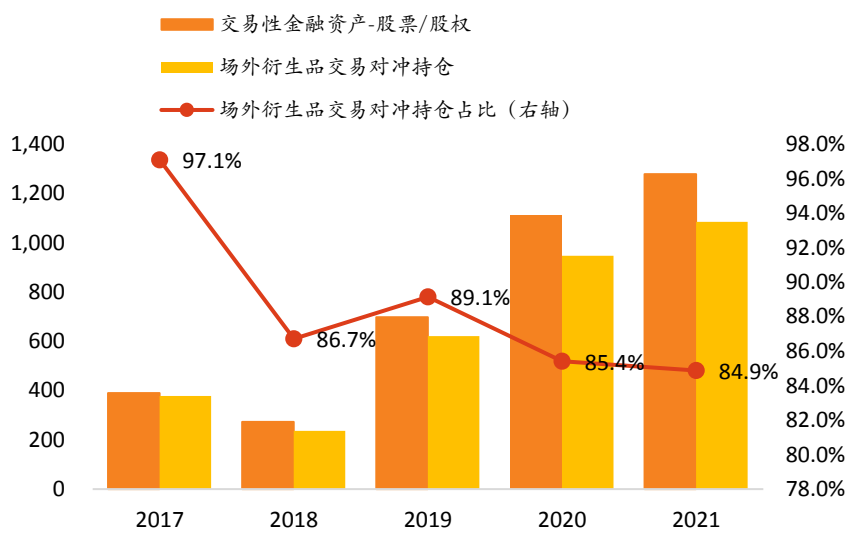
1.2.2 机构业务提升券商业绩韧性，客需型投资业务降低业绩不确定性

➢ **客需型机构业务占优的头部券商业绩韧性更高。**以场外衍生品业务为代表的客需型机构业务以满足机构的风险对冲、交易策略需求为主，头部券商投资业务从赚“方向”的钱转变为赚“波动”的钱。以中金公司为例，2021年，公司85%的股票/股权类交易性金融资产（高达1084亿元）是场外衍生品交易对冲持仓权益投资，这部分资产的公允价值变动主要由公司机构客户承担，对公司损益无重大影响。机构业务占优的头部券商投资收益更趋稳健，中信证券、华泰证券和中金公司22Q1自营收入排名行业前三。

图：22Q1资产排名前十券商中八家自营取得正收益
单位：亿元



图：中金公司交易性金融资产中股票资产对冲持仓及占比
单位：亿元



资料来源：wind，天风证券研究所

1.3 行业数据追踪：预计Q2业绩环比大幅改善

- **4月底以来市场开启反弹，预计在投资业务带动下，券商Q2业绩环比大幅改善。**4月27日至6月末，沪深300指数+18.52%，年内跌幅收窄至-9.22%，22Q2沪深300涨幅环比22Q1提高20.74PCT。

- **收费类业务合计收入预计同比变动较小。**从交投活跃度指标和权益基金月均规模看，22H1经纪、利息收入、资管收入预计同比变化不大，代销收入预计大幅下降，投行业务预计有望延续一季度增势。

表：核心业务高频数据季度表现

	财富管理			资产管理	
	日均股基成交额	日均两融余额	新发权益型基金份额	权益基金规模（月均）	非货基金规模（月均）
22Q1同比	7.04%	3.97%	-83.20%	12.83%	24.57%
22Q2环比	-5.18%	-9.96%	-66.62%	-10.01%	-3.42%
22H1同比	**8.38%**	**-2.12%**	**-83.67%**	**4.88%**	**20.07%**
	投行业务			投资业务	
	IPO	再融资	债券融资	沪深300涨跌幅	中债全价指数涨跌幅
22Q1同比	129.58%	-22.64%	9.39%	-11.40PCT	-0.08PCT
22Q2环比	-26.58%	-22.53%	22.02%	20.74PCT	0.29PCT
22H1同比	**45.77%**	**-26.15%**	**9.45%**	**-9.46PCT**	**-0.53PCT**

资料来源：wind，天风证券研究所

1.3业绩展望：预计行业22H1，2022E净利润增速分别为-22%和+2%

表：证券行业盈利预测（单位：亿元）

	2019	2020	2021	2022H1	2022E
经纪业务	787.63	1,161.10	1,338.28	574.44	1,294.25
投行业务	482.65	672.11	699.83	308.47	886.51
资管业务	275.16	299.60	317.86	139.99	305.15
利息净收入	463.66	575.00	626.82	293.11	647.30
投资收益	1,221.60	1,244.54	1,365.12	446.64	1,213.45
其他收入	374.13	532.44	676.19	255.55	676.00
营业收入	3,604.83	4,484.79	5,024.10	2,018.20	5,022.64
营收增速	35%	24%	12%	-13%	0%
净利润	1,230.95	1,575.34	1,911.19	706.37	1,958.83
净利增速	85%	28%	21%	-22%	2%
净资产	20,200	23,100	25,700	26,471	28,270
ROE	6.3%	7.3%	7.8%	2.7%	7.3%

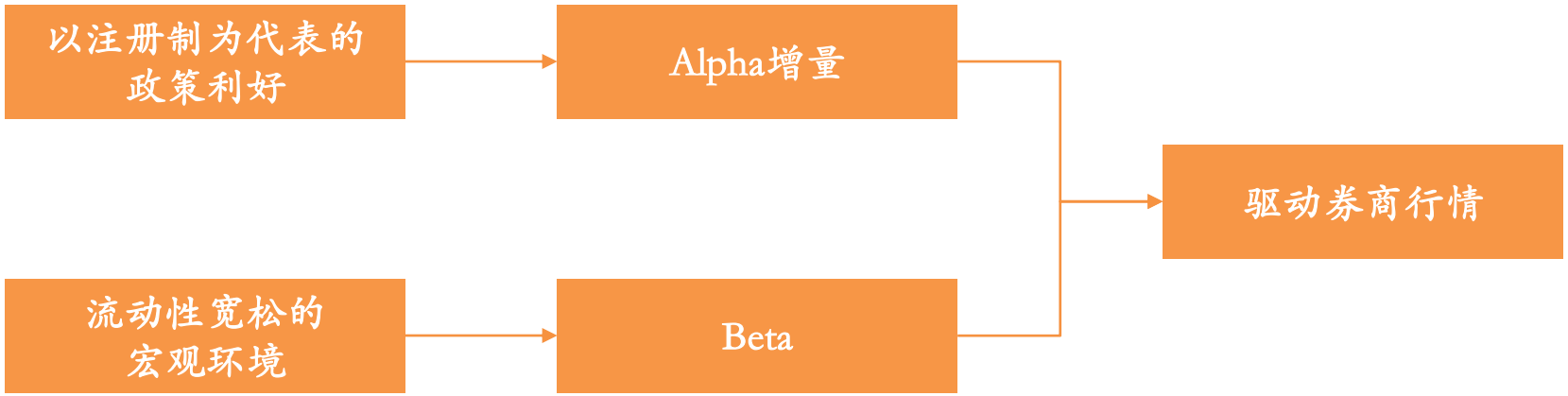
资料来源：wind，天风证券研究所

02

注册制政策红利+流动性宽松的alpha+beta共振是券商行情的核心驱动力

2 券商板块政策alpha+流动性beta共振是券商下半年的核心投资逻辑

➢ **展望下半年的投资机会，券商当前正处于alpha+beta共振的时间窗口：**我们认为，随着全面深化资本市场改革的有序推进，预期全市场注册制即将落地，这将为券商带来投行、投资、经纪的alpha增量，在分子端推动券商行情的产生；另一方面，当前宏观环境整体处于宽松区间，疫情影响犹在，我们预期宏观宽松的环境有望持续，将为券商板块带来分母端的beta投资逻辑。



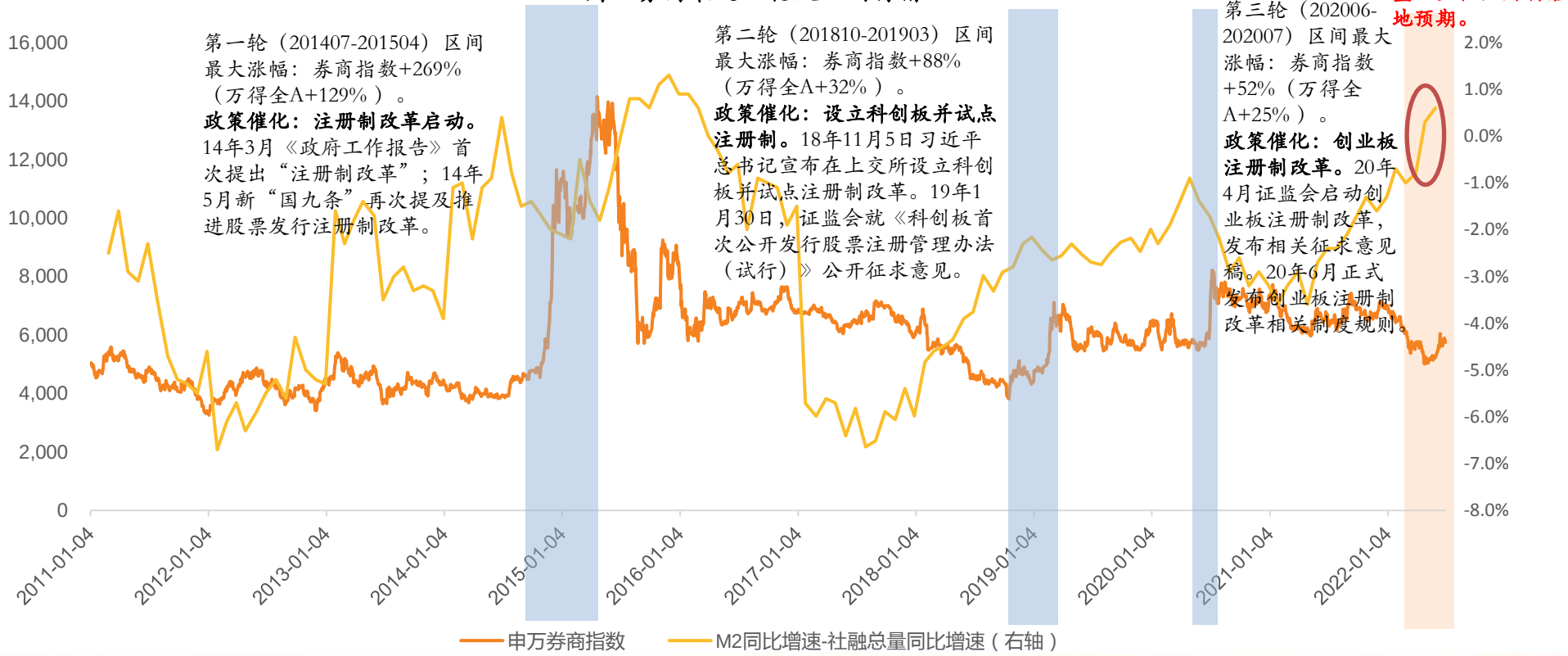
资料来源：wind，天风证券研究所

2.1历史复盘：三次注册制政策利好叠加流动性宽松诞生三次券商大级别行情

- **从历史复盘来看，券商板块最近三轮大级别行情均有注册制改革和流动性宽松背景。**上涨背后逻辑是深化资本市场改革的政策利好带来的α行情，和流动性宽松改善市场环境驱动的的β行情的二者共振。
- **我们以“M2增速-社融增速”刻画剩余流动性：**可以发现，当这一数值>-1%时表征剩余流动性即将产生，有望酝酿出券商板块的大级别行情，且剩余流动性指标的变化领先券商行情的产生。

当前时点：M2增速-社融增速转正，剩余流动性产生。叠加主板注册制落地预期。

图：券商最近三轮大级别行情



资料来源：wind，人民网，全景网，中国政府网，证监会官网，天风证券研究所

2.2 分子端alpha：资本市场利好政策不断，全面注册制落地预期是核心催化

- **资本市场利好政策不断。**4月以来，资本市场的政策红利持续释放，如个人养老金制度落地在即，推动长线资金入市；中国结算下调股票交易过户费，降低市场交易成本；科创板做市开闸，进一步提升板块流动性；ETF纳入陆港互联互通，资本市场对外开放程度不断提升；国务院明确提出“科学合理把握IPO和再融资常态化”，提高资本市场融资效率等；中金所发布关于中证1000股指期货和股指期权合约相关规则征求意见稿，利好券商场外衍生品等风险管理需求业务。

- **随着市场逐步企稳，全面注册制或落地在即。**21年底中央经济工作会议提出“全面实行股票发行注册制”，从高层的持续表态来看，年内全面注册制落地的可能性极大。我们认为，随着大盘的逐步企稳，全面注册制的落地有望加速，市场这一预期正在形成。

表：4月至今资本市场利好政策梳理

时间	具体政策
4月21日	《国务院办公厅关于推动个人养老金发展的意见》，养老金第三支柱建设正式启航
4月28日	中国结算发布《关于降低股票交易过户费收费标准的通知》，将股票交易过户费下调50%
5月13日	证监会发布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》，科创板做市开闸
5月27日	证监会：明确内地与香港股票市场交易互联互通机制拓展至交易型开放式基金
5月31日	国务院印发《扎实稳住经济的一揽子政策措施》，提出科学合理把握IPO和再融资常态化
6月22日	中金所发布关于中证1000股指期货和股指期权合约相关规则征求意见稿

资料来源：中国政府网，证监会官网，中国结算官网，中金所官网，天风证券研究所

2.3 对标创业板，注册制将为券商业务带来投行、交易和投资业务增量

➢ **以注册制为核心的全面深改重塑资本市场投融资生态，利好券业长期发展。**融资端，助力经济转型，拓宽新兴行业融资渠道，提升直融比重和退市效率，激浊扬清，为资本市场源源不断注入活水；投资端，完善法治建设和投资者保护制度，改善交易机制和市场多空平衡机制，提升市场定价能力，筑巢引凤，让长钱来得了留得住。

➢ **对标创业板，注册制全面落地有望持续提振券商投行、经纪、两融、私募股权投资等业务条线业绩。**

(由于2020年8月创业板开始实行注册制，我们以上市日期作为统计口径，以2019年对应情况vs2021年对应情况形式作对比，展示对券商业务端带来的增量)

①投行业务（注册制下融资效率提升，券商承担更多保荐责任，由通道中介转向定价中介）

- 融资效率：1年9个月 VS 1年（从受理至上市快9个月）
- IPO数量/规模：52家 VS 199家，+283%；301亿元 VS 1475亿元，+390%。

②经纪&两融 (受益涨跌幅限制放宽，券源放宽，转融券更灵活等，未来或有做市收入)

- 换手率： 4.32% VS 6.26%，+194BP
- 日均A股成交额：946亿元 VS 2229亿元，+136%
- 日均两融余额： 融资593亿元 VS 1768亿元，+198%；融券3亿元VS135亿元，+42倍。

③股权投资：（定价机制更市场化，发行抑价率降低，权益投资收益向一级市场倾斜，券商直投退出收益大幅提升）

- 平均发行市盈率：22倍pe （行业平均33倍pe）VS 30倍pe （行业平均38倍pe）

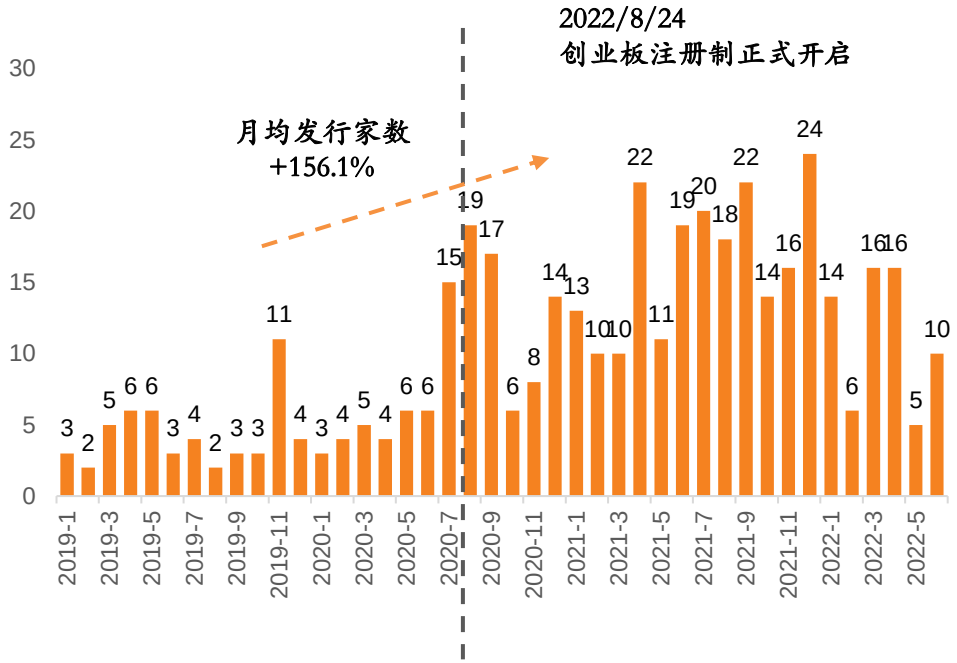
资料来源：wind，天风证券研究所

2.3.1 投行业务：注册制落地后发行节奏明显加快

➢ **创业板实行注册制后，整体发行上市节奏明显加快。**2020年8月24日，创业板注册制首批共18家公司正式上市，开启创业板注册制的起点，后续月度发行节奏明显加快，对比自2019年起的创业板前后的月均发行家数，注册制后有156%的增量。

➢ **注册制发行节奏加快后，创业板投行业务龙头更为受益。**龙头券商由于丰富的项目储备和高壁垒的品牌优势，增长速率领先同业，截至2022年6月，中信证券、中信建投、民生证券、华泰证券月均发行家数分列市场前四，发行速率同注册制前相比增量明显。

图：创业板注册制后月度发行家数提升（单位：家数）



表：创业板注册制下龙头券商发行节奏更为受益

	月均发行家数（个）		月均发行规模（亿元）	
	注册制前	注册制后	注册制前	注册制后
中信证券	0.2	1.2	0.6	12.2
中信建投	0.5	1.1	5.7	17.6
民生证券	0.4	0.9	2.3	4.9
华泰证券	0.2	0.8	1.5	8.7
国信证券	0.3	0.7	1.3	6.1
海通证券	0.3	0.7	1.5	4.6
国泰君安	0.1	0.7	0.8	7.0
国金证券	0.4	0.7	1.8	5.3
招商证券	0.1	0.6	1.1	4.8
中金公司	0.4	0.5	3.1	8.4
东方证券	0.2	0.4	1.0	5.8

资料来源：Wind，天风证券研究所

2.3.1投行业务：注册制的落地显著降低IPO排队时长

➢ **注册制的落地显著降低IPO排队时长。**统计近5年（2017-2022H1）所有创业板上市企业从受理至上市所需时长，实行注册制之后，创业板IPO排队（受理至上会）时长由平均15个月降至5.7个月，上市总时长（受理至上市）由平均17.7个月降至11.4个月。

表：2017-2022H1上市企业受理至上市平均所需时长（月份数）

上市日期	受理至上会（月份数）	过会至上市（月份数）	全部上市时长（月份数）
2017年	15.3	1.9	17.2
2018年	10.6	3.1	13.7
2019年	18.2	2.6	20.7
2020年	6.2	3.5	9.7
2021年	5.8	6.5	12.2
2022年	9.4	6.9	16.3
实行注册制前	**15.0**	**2.7**	**17.7**
实行注册制后	**5.7**	**5.8**	**11.4**

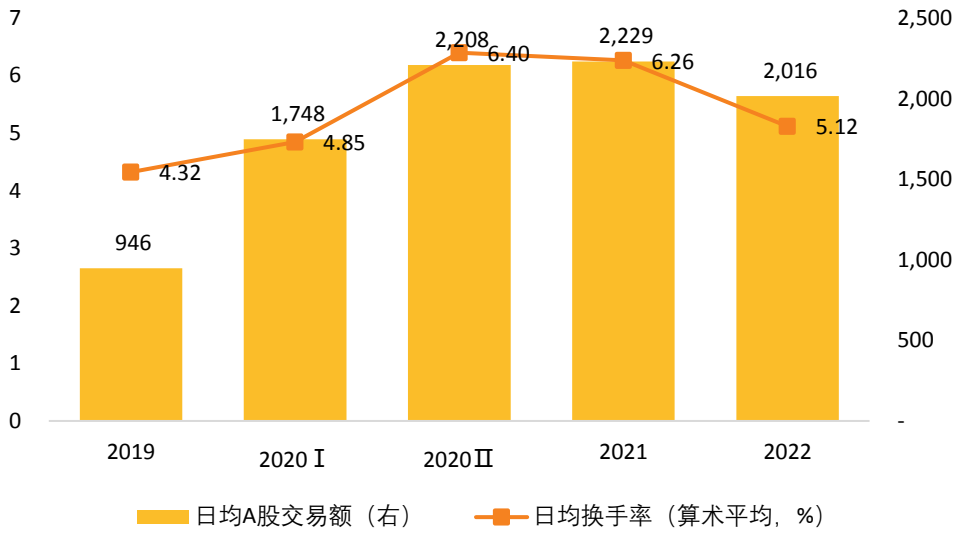
图：创业板注册制上市企业各环节平均所需时长（月份数）

注：首批以注册制上市日期为2020年8月24日

2.3.2 交易业务：注册制落地伴随交易、两融制度改革，大幅提升市场交投活跃度

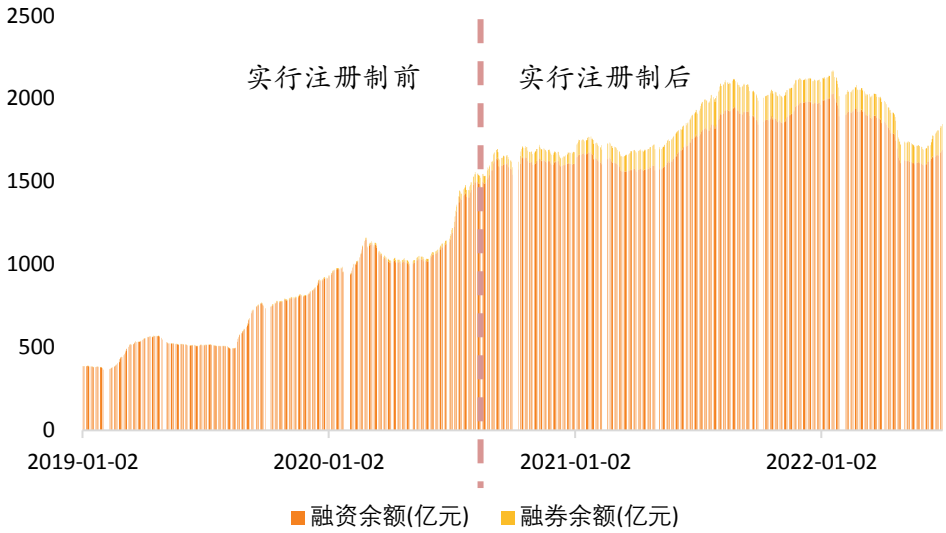
- **注册制的落地提升市场交投活跃度，并进一步丰富券源，带来券商交易业务增量。**伴随涨跌幅限制的放松，融资标的扩容，融券券源供给放宽，大幅提升了市场交投活跃度，对比2019年和2021年，创业板换手率由4.32%提升至6.26%，日均创业板A股成交额由946亿元提高至2229亿元，日均两融余额由596亿元提高至1902亿元。

图：创业板历年日均A股成交额（亿元）和换手率



注：2020Ⅰ：20200101-20200823；2020Ⅱ：20200824-20201231

图：创业板融资融券余额走势

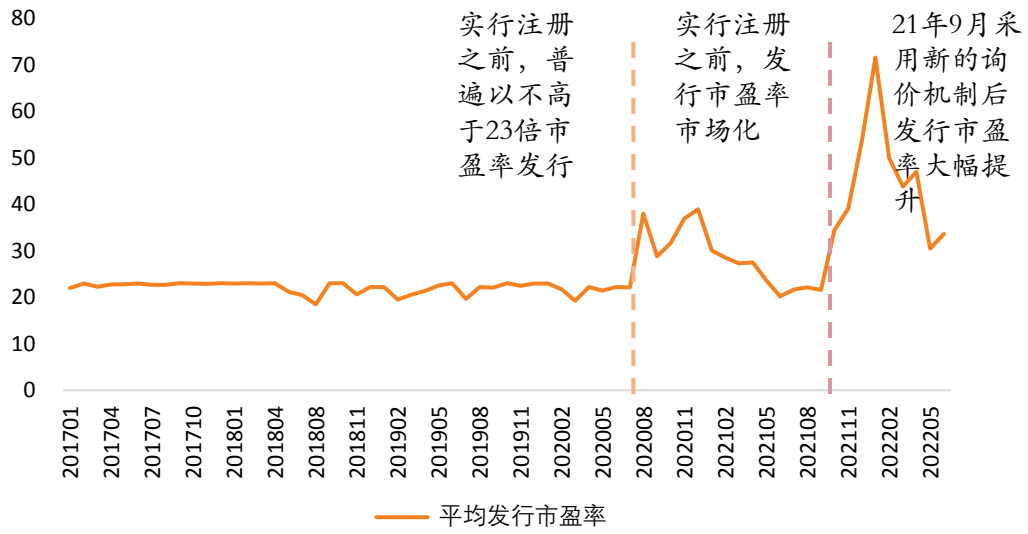


资料来源：wind，天风证券研究所

2.3.3 投资业务：注册制发行价更市场化，考验券商优质资产获取和定价能力

- **注册制机制下，IPO发行价格更加市场化。**创业板实行注册制之前IPO企业普遍以不高于23倍市盈率发行，实行注册制后，券商投行角色从通道发行回归定价销售本源，凭借自身投研能力为拟发行企业出具投价报告和给定合理定价区间。2021、2022年（截至6月末）创业板上市企业平均市盈率分别达到30倍和48倍。
- **注册制更加考验券商对发行标的“物色”能力，PE+投行实力和协同能力更强的券商更有能力获得优质资产。**注册制下，不同资质企业发行市盈率将出现分化，对于券商而言，PE+投行实力和协同能力更强的券商更有能力获得优质企业，而市场化发行下优质企业具有更高发行市盈率，一方面能够提高优质企业发行规模进而提高保荐券商承销保荐收入，另一方面，由于发行抑价降低和退出周期的缩短，pe+投行保荐项目的退出收益也得到大幅提升。

图：创业板IPO企业各月平均发行市盈率

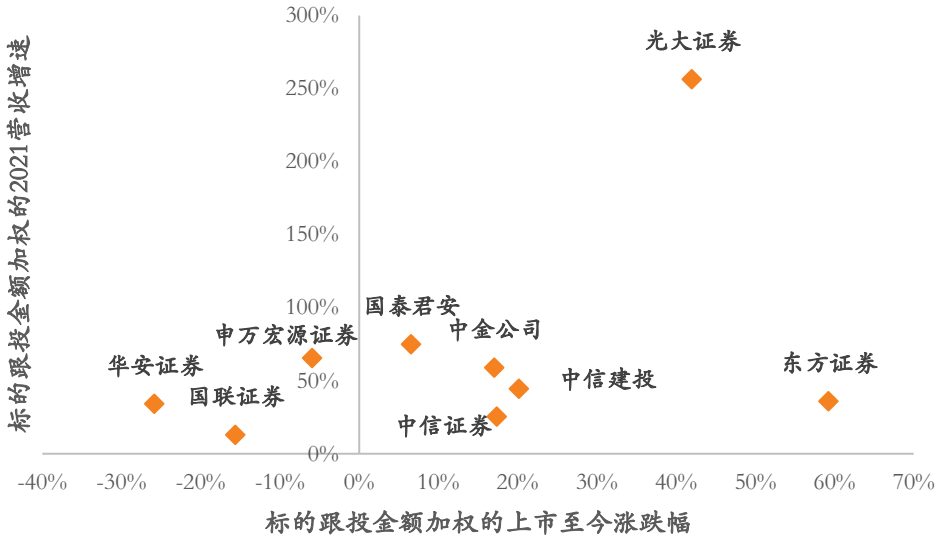


资料来源：wind，天风证券研究所

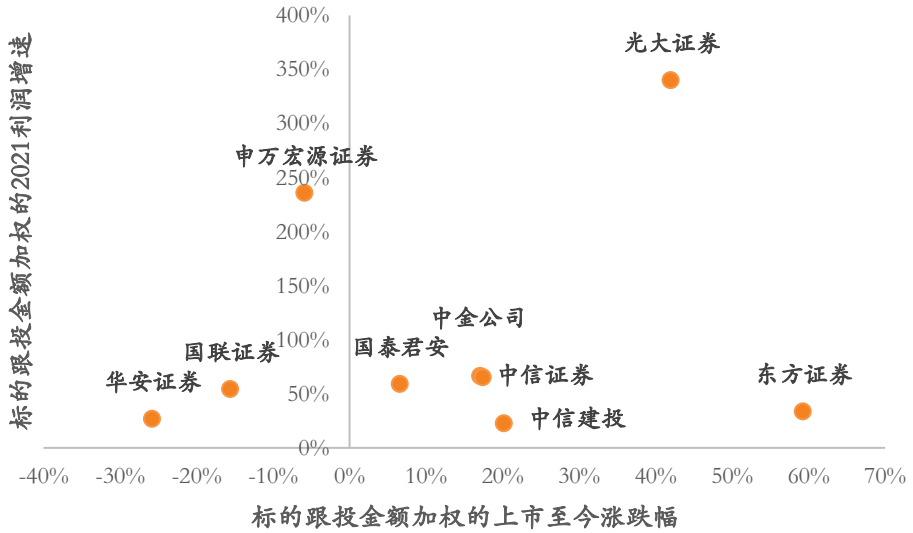
2.3.3 投资业务：项目质量成为后续跟投投资收益的保障

- **优质的跟投项目质量是各券商跟投收益的重要保障。**注册制对券商承销一部分上市项目有跟投要求，而跟投项目的后续股价表现对券商跟投收益有较大影响。
- **我们用保荐公司的营收/净利润增速刻画项目质量，龙头券商在项目质量及跟投投资收益上更具优势。**

图：2022年各券商跟投项目营收增速和对应涨跌幅分布



图：2022年各券商跟投项目净利润增速和对应涨跌幅分布

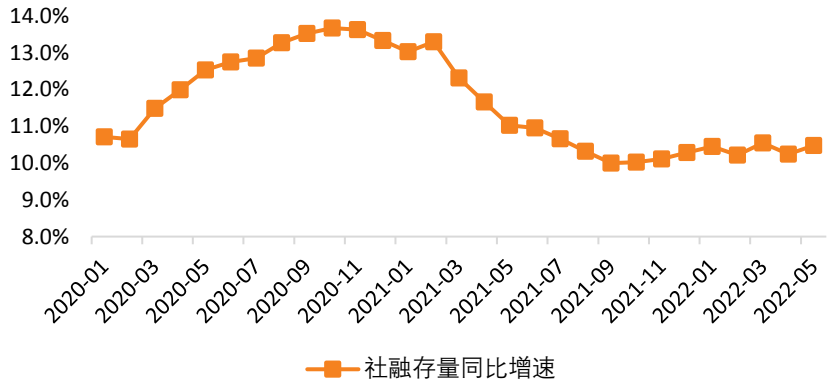


资料来源：wind，天风证券研究所

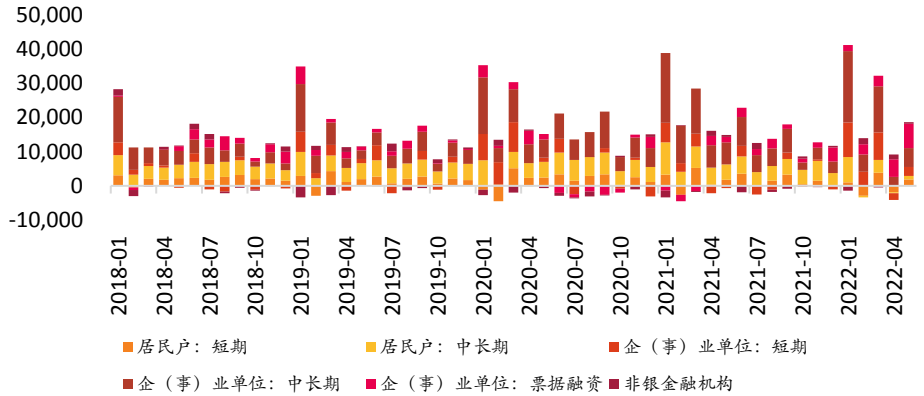
2.4 分母端beta：社融总量复苏但结构仍差，宽松环境预计持续将推动beta行情

➢**5月社融、信贷结构仍差，预计宽信用的政策环境仍将持续。**继4月社融腰斩后，5月社融、信贷同比大增，存量规模同比+10.5%，较上月提高0.3pct，但融资结构仍差，依然为票据和短贷冲量，中长期融资需求较弱，其中居民户新增中长期贷款同比少增3379亿元，连续6月同比少增，表明地产景气度仍差，企（事）业单位新增中长期贷款同比少增977亿元，连续两月同比少增，表明实体融资需求较弱。从社融结构看，今年稳增长压力仍大，我们预计**宽信用的政策环境仍将持续。**

图：社融存量同比增速



图：新增人民币贷款结构（亿元）



➢**流动性宽松的宏观环境下，市场风险偏好提升有望助推交易端和大财富端业绩大幅改善。**

流动性宽松 → 无风险利率下行，市场风险偏好提升 → 交投活跃度提高 → 利好经纪、两融

无风险利率下行，市场风险偏好提升 → 权益产品发行改善 → 利好资管、金融产品代销

资料来源：wind，天风证券研究所

03

投资建议：紧抓注册制+财富管理两条主线布局

3.1 投资策略：围绕注册制催化+财富管理两主线进行持续布局

➢ **注册制催化+财富管理是下半年券商板块投资的两条核心主线：**

✓ **注册制主线：**随着全面深化资本市场改革的持续推进，我们预期全市场注册制落地在即。推荐在投行业务中具有明显优势的头部券商，推荐中信证券，建议关注中信建投/中金公司H。。

✓ **财富管理主线：**随着二季度市场行情的全面回暖，基金保有规模和新发规模也正在处于景气度向上区间。截至5月末，全市场股票+混合型基金保有规模7.3万亿，环比+3.1%；非货基金保有规模15.2万亿，环比+3.6%；6月新发权益型基金规模302亿元，环比+121%。我们推荐控参头部公募的广发证券，建议关注旗下公募子高利润贡献度的东方证券以及头部的基金代销平台东方财富。

➢ **板块估值仍处历史低位，看好头部券商估值修复**

表：推荐券商估值仍处历史低位（20220701）

	中信证券	中金H	华泰证券	广发证券	东方证券	海通证券
PB	1.4	0.9	0.9	1.3	1.2	0.8
历史分位(%)	14.3	2.9	1.4	30.9	10.0	1.7

资料来源：中基协，wind，天风证券研究所

3.2 注册制主线：投行业务整体来看，中信、中金、中信建投稳居行业前列

➢ **对2019年至今的IPO发行规模进行统计，中信、中金、中信建投稳居行业前列：**从整体统计区间上看，中信证券、中金公司、中信建投、海通证券以及华泰证券分列前五位；券商IPO业务的头部市场格局较稳定，排位变动不大。

表：2019年来各券商IPO承销规模排名

	2019		2020		2021		2022至今		合计	
券商名称	规模（亿）	排名	规模（亿）	排名	规模（亿）	排名	规模（亿）	排名	规模（亿）	排名
中信证券	442.1	2	445.4	4	849.6	1	871.9	1	2609.0	**1**
中金公司	601.5	1	489.0	3	761.2	2	443.5	2	2295.2	**2**
中信建投	175.7	3	852.7	1	524.5	3	360.0	3	1912.9	**3**
海通证券	34.8	15	607.8	2	315.5	5	231.7	4	1189.8	**4**
华泰证券	67.2	10	240.3	5	363.6	4	147.1	6	818.1	**5**
国泰君安	74.6	7	216.9	6	263.0	6	209.6	5	764.0	**6**
招商证券	142.0	4	143.9	8	197.1	7	90.9	7	573.8	**7**
民生证券	46.3	11	120.6	9	181.3	8	54.5	10	402.7	**8**
国金证券	28.8	19	164.3	7	129.5	11	28.0	14	350.6	**9**
国信证券	84.1	6	102.8	11	134.9	9	15.7	21	337.4	**10**
光大证券	21.6	21	108.7	10	116.5	13	75.7	8	322.4	**11**
东兴证券	67.4	9	94.5	12	57.1	23	72.8	9	291.8	**12**
东方证券	13.4	32	93.3	13	134.1	10	42.7	12	283.5	**13**
安信证券	35.0	14	51.4	20	120.0	12	48.8	11	255.2	**14**
申万宏源	31.3	16	72.7	15	112.9	14	36.0	13	252.9	**15**
合计	**2470.0**	/	**4788.6**	/	**5396.0**	/	**3024.2**	/	**15678.8**	/

资料来源：wind，天风证券研究所

3.2 注册制主线：注册制视角下，中信、中金、中信建投优势明显

➢ **从2019年至今的科创板、创业板注册制的上市项目上看，中信、中金、中信建投优势明显。**头部券商市场份额仍然稳居前列，整体上看仍是头部主导的市场格局，中信、中金、建投、海通市占率均在10%以上。

表：2019年至今注册制下各券商投行业务相关数据一览

	承销规模（亿元）	排名	市占率	项目数量	承销保荐费用	承销保荐费率
中信证券	1305.9	1	14.6%	97	61.7	4.7%
中金公司	1063.0	2	11.9%	45	44.4	4.2%
中信建投	1002.2	3	11.2%	46	48.6	4.9%
海通证券	1001.5	4	11.2%	40	45.1	4.5%
华泰联合证券	631.8	5	7.1%	40	40.1	6.4%
国泰君安	583.8	6	6.5%	36	34.2	5.9%
招商证券	271.1	7	3.0%	16	19.8	7.3%
民生证券	258.6	8	2.9%	25	23.3	9.0%
国信证券	223.1	9	2.5%	13	14.5	6.5%
国金证券	191.9	10	2.1%	10	16.6	8.6%
东方证券	184.4	11	2.1%	7	9.1	4.9%
东兴证券	184.0	12	2.1%	7	12.8	7.0%
光大证券	170.8	13	1.9%	12	10.3	6.1%
安信证券	161.2	14	1.8%	12	11.7	7.3%
兴业证券	148.2	15	1.7%	9	9.3	6.3%

资料来源：wind，天风证券研究所

3.2 注册制主线：主板承销格局中，头部投行更具优势

➢ **从2019年至今的主板的上市项目上看，整体市场集中度CR3达59%，主板承销集中度更高。**其中中信、中金、建投依次排列前三，市占率分别为23%、21%、14%。

表：2019年至今主板下各券商投行业务相关数据一览

	承销规模（亿元）	排名	市占率	项目数量	承销保荐费用	承销保荐费率
中信证券	1287.3	1	23.48%	59	30.4	2.36%
中金公司	1169.4	2	21.33%	24	19.2	1.64%
中信建投	768.9	3	14.03%	40	15.6	2.04%
招商证券	277.7	4	5.07%	25	13.0	4.67%
国泰君安	163.6	5	2.98%	18	6.4	3.91%
海通证券	156.9	6	2.86%	17	8.2	5.24%
华泰联合证券	154.2	7	2.81%	11	5.4	3.51%
国金证券	122.4	8	2.23%	13	5.6	4.60%
光大证券	110.0	9	2.01%	14	5.3	4.79%
中银证券	98.3	10	1.79%	6	1.7	1.75%
申万宏源证券	96.4	11	1.76%	8	3.3	3.39%
民生证券	94.3	12	1.72%	16	6.8	7.22%
财通证券	77.3	13	1.41%	8	3.1	4.04%
国信证券	71.8	14	1.31%	10	4.9	6.77%
国元证券	70.3	15	1.28%	11	5.3	7.57%

资料来源：wind，天风证券研究所

3.2 注册制主线：推荐中信证券、建议关注中信建投/中金公司H

➢ **综合各板块IPO业务格局，我们沿着全面注册制改革催化券商投行业务的主线逻辑，推荐中信证券、建议关注中信建投/中金公司H。**

✓ **中信证券**：公司在主板以及现有注册制业务下，保持了较稳固的领先地位，各板块承销规模常年保持市场头名，人力和项目资源丰富，且投行业务头部效应明显，预计主板注册制改革后市占率将进一步扩大，巩固公司在投行业务上的领先地位。公司2022年整体承销规模和收入位居行业第1。

✓ **中信建投**：公司IPO承销业务保持较高增速，近两年市占率稳步提升，2022年至今公司在注册制下承销总规模和保荐费用收入位列行业第1，且注册制保荐费率相较于中信和中金具有明显优势。

✓ **中金公司H**：公司作为项目质量较高的高端投行，投行业务发展水平高且对对公司利润贡献较大，2022年至今公司IPO承销规模位列行业第2，承销保荐费用位列行业第4。

表：头部券商2022年至今全市场IPO承销数据

单位：亿元	2022至今										
券商名称	规模	市占率	排名	承销保荐费用	排名	整体费率	注册制总规模	排名	注册制保荐费用	排名	注册制保荐费率
中信证券	871.9	28.83%	1	18.9	1	2.16%	318.8	2	12.1	4	3.8%
中金公司	443.5	14.66%	2	12.8	4	2.90%	154.7	5	8.3	5	5.4%
中信建投	360.0	11.90%	3	16.0	2	4.44%	326.6	1	15.1	1	4.6%

资料来源：wind，天风证券研究所

3.3 财富管理是另一条布局主线，行业景气度正在持续回升

➢22Q1财富管理业务具有特色的券商展现出业绩韧性，随着二季度权益市场的回暖，基金销售和新发也将同步回暖：

✓ 截至5月末，全市场股票+混合型基金保有规模7.3万亿，环比+3.1%；非货基金保有规模15.2万亿，环比+3.6%，市场总规模回暖明显。6月新发权益型基金规模302亿元，环比+121%，新发基金回暖明显。

✓ 我们推荐控参头部公募的广发证券，建议关注旗下公募子高利润贡献度的东方证券以及头部的基金代销平台东方财富。

表：券商系公募利润贡献度（仅展示旗下公募贡献度超10%的证券公司）

证券公司	2021年净利润（亿元）	旗下控、参股公募基金公司业绩情况				利润贡献（亿元）	利润贡献度	合计贡献度↓
		控参股公募基金	持股比例	2021年净利润（亿元）	利润增速			
东方证券	53.71	汇添富基金	35.41%	32.63	27%	11.55	22%	49%
		东证资管	100.00%	14.38	78%	14.38	27%	
		长城基金	17.65%	1.65	4%	0.29	1%	
长城证券	17.66	景顺长城基金	49.00%	14.02	71%	6.87	39%	43%
		长城基金	47.06%	1.65	4%	0.78	4%	
第一创业	7.45	银华基金	26.10%	9.22	11%	2.41	32%	43%
		创金合信基金	51.07%	1.52	60%	0.77	10%	
西南证券	10.38	银华基金	44.10%	9.22	11%	4.07	39%	39%
兴业证券	47.43	兴证全球基金	51.00%	22.35	40%	11.40	24%	28%
		南方基金	9.15%	21.63	46%	1.98	4%	
广发证券	108.54	易方达基金	22.65%	45.35	65%	10.27	9%	23%
		广发基金	54.53%	26.07	43%	14.22	13%	
国海证券	7.65	国海富兰克林基金	51.00%	2.67	69%	1.36	18%	18%
东北证券	16.24	银华基金	18.90%	9.22	11%	1.74	11%	14%
		东方基金	57.60%	1.01	69%	0.58	4%	
招商证券	116.45	博时基金	49.00%	17.79	43%	8.72	7%	14%
		招商基金	45.00%	16.03	77%	7.21	6%	

资料来源：wind，天风证券研究所

3.4 板块估值：估值仍处历史低位，头部券商更具竞争优势

- **注册制改革和机构化重塑行业生态，头部券商更具竞争优势。**我们认为券商从低阶竞争上升为转为比拼扎根产业研究深度、机构客户和高净值客户覆盖广度、有效客户转化率和留存率、产品保有量等高阶竞争，从方向性投资博取弹性的高风险经营转为提升投资稳定性和可持续性的稳健经营。这一过程中，头部券商依托资本实力、品牌优势和人才队伍，具备显著优势，业务机会和客户资源或将继续向头部集中，财富管理和机构业务卓越的头部券商有望获得更高估值溢价。
- **当前板块估值处于历史后10%区间。**截止22.07.01，券商指数（申万）估值1.36xPB，处于13年以来10%分位以下。头部券商普遍估值低位，中信证券1.37xPB,历史14%分位；广发证券1.32xPB，历史31%分位；东方证券1.17xPB，历史10%分位；海通证券0.77xPB，历史2%分位；中金H0.89xPB，历史3%分位；华泰证券0.91xPB，历史1%分位。

图：申万（券商）指数PB走势

资料来源：wind，天风证券研究所

风险提示

市场极端波动风险

市场极端波动对券商自营业务有较大影响，且信用类业务可能面临保证金不足以及平仓不及时等风险。

资本市场改革迟滞

若全面注册制改革继续延迟，券商业绩预期将下修。

衍生品发展不及预期

场外衍生品市场的发展受政策和机构化进程影响较大。

机构化进程不及预期

机构化进程减缓对券商融券、场外衍生品等机构业务有较大影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下