

估值低位，战略布局

——非银金融行业2022年中期投资策略

研究员 陈铄
投资咨询证书号 S0620520110003
联系方式 025-58519171
邮箱 chenshuo@njzq.com.cn

目 录

一

券商板块行情与基本面回顾

二

券商板块合理估值水平的探讨

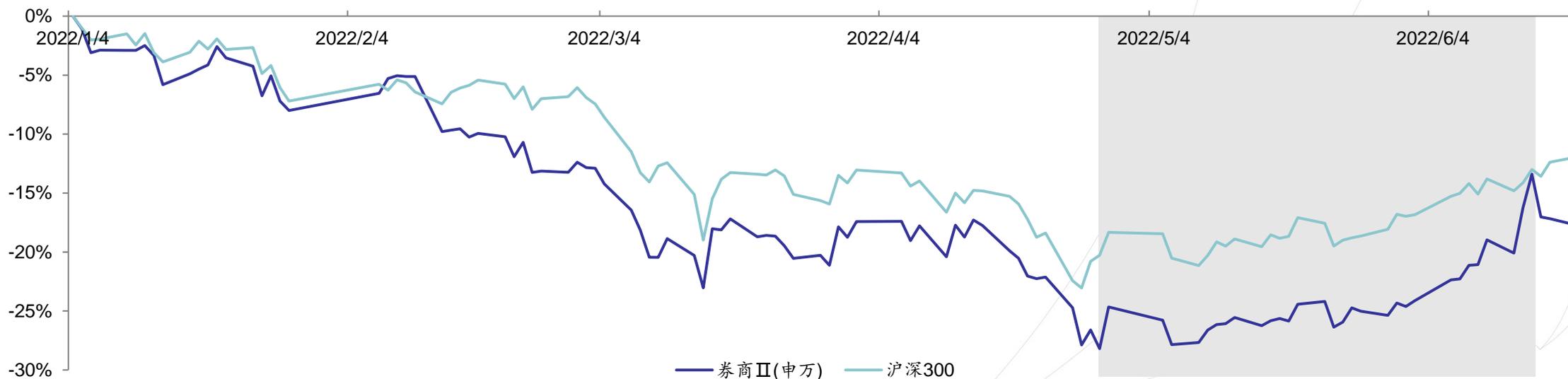
三

券商板块2022年下半年投资策略

年初以来受市场行情影响券商板块出现较大幅度调整，显著跑输指数

- **年初以来券商板块出现较大幅度调整。**截至6月20日，申万券商指数累计下跌18.21%，跑输沪深300指数5.86个百分点，指数表现在125个申万二级行业中位列后25%分位数，整体表现偏弱。今年以来券商板块走势与市场行情高度相关，主要系年初以来受俄乌冲突、美联储加息缩表、疫情反复、经济稳增长压力加大等因素影响，A股市场有所调整，弱势行情下券商板块整体表现也相对偏弱。
- **4月下旬以来券商板块跟随市场迎来反弹。**1-4月券商板块呈现单边下跌行情，板块最大调整幅度达到30.66%。进入5月份以来，随着本轮疫情进入扫尾阶段，各地有序推进复工复产，市场经济复苏预期渐起，赛道股迎来反弹并带动A股市场行情回暖，券商板块也随之反弹，板块最大反弹幅度达到18%。

图1 20220101-20220620券商板块股价表现



个股表现以调整为主，财富管理赛道相关个股出现较大幅度调整

- **多数券商股均出现调整。**48只上市券商股中，仅4只券商股未出现调整，其余44只券商股出现下跌，其中，17只券商股调整幅度均达到20%以上，调整幅度最大的为东方证券、累计跌幅达到31.09%。
- **财富管理赛道相关个股调整幅度更大。**从个股表现来看，东方证券、兴业证券、广发证券、东方财富等2021年积累较大涨幅的财富管理赛道相关个股今年以来调整幅度相对较大，累计跌幅分别达到31.09%、27.23%、24.03%、20.50%。

表1 2022年以来券商股股价表现

序号	证券代码	证券简称	区间涨跌幅 2022.1.1- 2022.6.20	区间自最高价的 最大跌幅 2022.1.1- 2022.6.20	序号	证券代码	证券简称	区间涨跌幅 2022.1.1- 2022.6.20	区间自最高价的 最大跌幅 2022.1.1- 2022.6.20	序号	证券代码	证券简称	区间涨跌幅 2022.1.1- 2022.6.20	区间自最高价的 最大跌幅 2022.1.1- 2022.6.20
1	002945.SZ	华林证券	16.80%	-35.08%	17	600621.SH	华鑫股份	-14.68%	-36.34%	33	000783.SZ	长江证券	-20.29%	-31.95%
2	601788.SH	光大证券	11.45%	-24.76%	18	600155.SH	华创阳安	-14.76%	-29.73%	34	600109.SH	国金证券	-20.30%	-31.98%
3	601696.SH	中银证券	5.06%	-29.09%	19	601375.SH	中原证券	-15.07%	-32.43%	35	300059.SZ	东方财富	-20.50%	-39.32%
4	002670.SZ	国盛金控	0.00%	-30.16%	20	002797.SZ	第一创业	-15.16%	-32.03%	36	000686.SZ	东北证券	-20.62%	-32.03%
5	000712.SZ	锦龙股份	-4.51%	-33.20%	21	000728.SZ	国元证券	-15.43%	-28.75%	37	002939.SZ	长城证券	-20.89%	-42.62%
6	601099.SH	太平洋	-9.45%	-30.21%	22	601211.SH	国泰君安	-16.10%	-26.63%	38	600837.SH	海通证券	-21.04%	-31.41%
7	601066.SH	中信建投	-9.98%	-31.51%	23	000166.SZ	申万宏源	-16.60%	-25.29%	39	600918.SH	中泰证券	-21.26%	-30.61%
8	000750.SZ	国海证券	-10.15%	-24.22%	24	601878.SH	浙商证券	-16.62%	-35.98%	40	600095.SH	湘财股份	-22.14%	-40.86%
9	002736.SZ	国信证券	-12.37%	-25.36%	25	600030.SH	中信证券	-16.79%	-31.18%	41	002926.SZ	华西证券	-22.44%	-33.87%
10	601901.SH	方正证券	-13.01%	-28.13%	26	601456.SH	国联证券	-16.82%	-47.53%	42	601198.SH	东兴证券	-23.73%	-33.02%
11	600909.SH	华安证券	-13.14%	-25.87%	27	600864.SH	哈投股份	-17.02%	-36.95%	43	600369.SH	西南证券	-24.01%	-35.96%
12	002500.SZ	山西证券	-13.79%	-29.02%	28	002673.SZ	西部证券	-17.47%	-26.72%	44	000776.SZ	广发证券	-24.03%	-42.63%
13	601995.SH	中金公司	-13.87%	-29.28%	29	600999.SH	招商证券	-18.47%	-31.98%	45	601108.SH	财通证券	-25.36%	-36.30%
14	601990.SH	南京证券	-13.93%	-28.78%	30	601162.SH	天风证券	-19.75%	-31.14%	46	601377.SH	兴业证券	-27.23%	-39.40%
15	601881.SH	中国银河	-14.03%	-24.38%	31	601555.SH	东吴证券	-19.86%	-30.80%	47	600906.SH	财达证券	-29.15%	-45.78%
16	601236.SH	红塔证券	-14.60%	-38.71%	32	601688.SH	华泰证券	-20.10%	-31.57%	48	600958.SH	东方证券	-31.09%	-43.07%

市场交投活跃度不高，两融余额下降，但6月以来迎来边际改善

- **两市日均成交金额同比微增。**截至6月20日，A股两市日均成交金额为9627亿元，较去年同期微增6.91%，其中2月以及4-5月市场交投活跃度均明显下降，两市成交额降至约8000亿水平。
- **沪深两市两融余额显著下行。**截至6月20日，沪深两市两融余额为1.57万亿，较年初高点下降14.51%，其中4月份伴随市场出现较为剧烈的调整两融余额也快速下行，反映出受市场调整影响，投资者风险偏好也相应下行。
- **但进入6月相关指标显著改善。**伴随着本轮反弹的开启，进入6月份以来市场情绪显著回暖，市场交投活跃度改善、两市日成交金额重回万亿，两融余额也迎来小幅回升。

图2 沪深两市日均成交金额

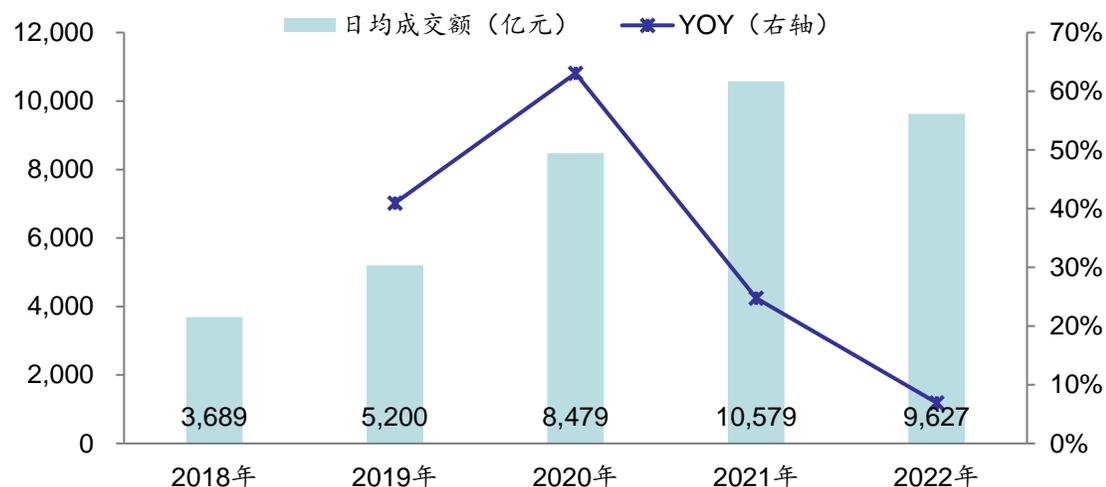
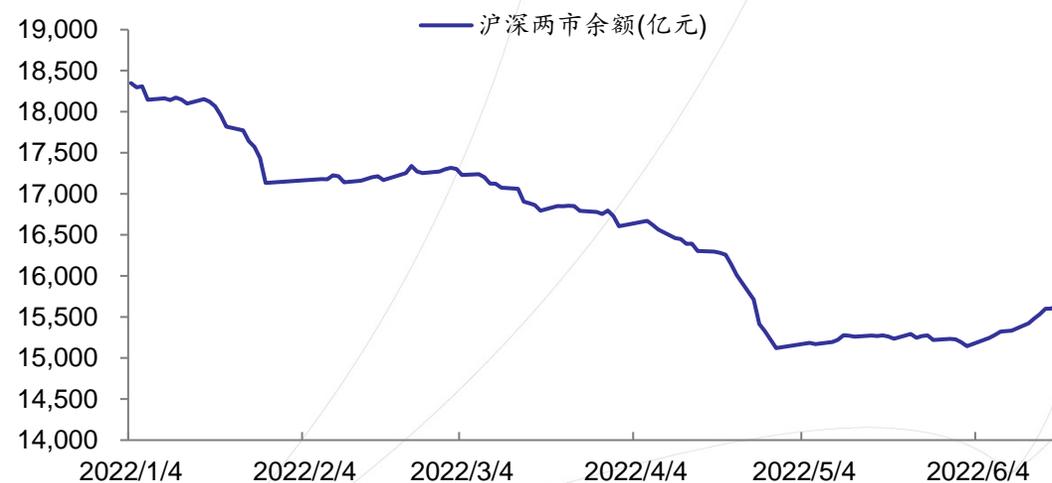


图3 沪深两市两融余额（亿元）



新发基金遇冷，基金保有规模环比下行，但边际改善趋势初步显现

- **年初以来新发基金情况遇冷。**受到市场调整、缺乏赚钱效应等因素的影响，基金发行难度加大，新发基金规模较去年同期大幅下降。1-5月累计新发基金份额仅4825亿份，同比下降65.9%，新发基金遇冷对证券公司代销金融产品收入产生一定冲击。
- **一季度基金保有规模环比下行。**根据基金业协会公布的代销机构保有规模数据，一季度TOP100机构公募基金保有规模环比下行，非货币型基金合计保有规模为7.88万亿，较年初下降5.31%，股票+混合型基金保有规模为5.91万亿，较年初下降8.55%。
- **但进入6月以来边际改善趋势初步显现。**随着市场行情回暖，叠加基金经理通过自购、定投等方式表现信心，基金发行有所回暖，5月份新发基金规模同比降幅收窄至25%，环比大幅增长102%。

图4 2022年1-5月新发基金份额（亿份）

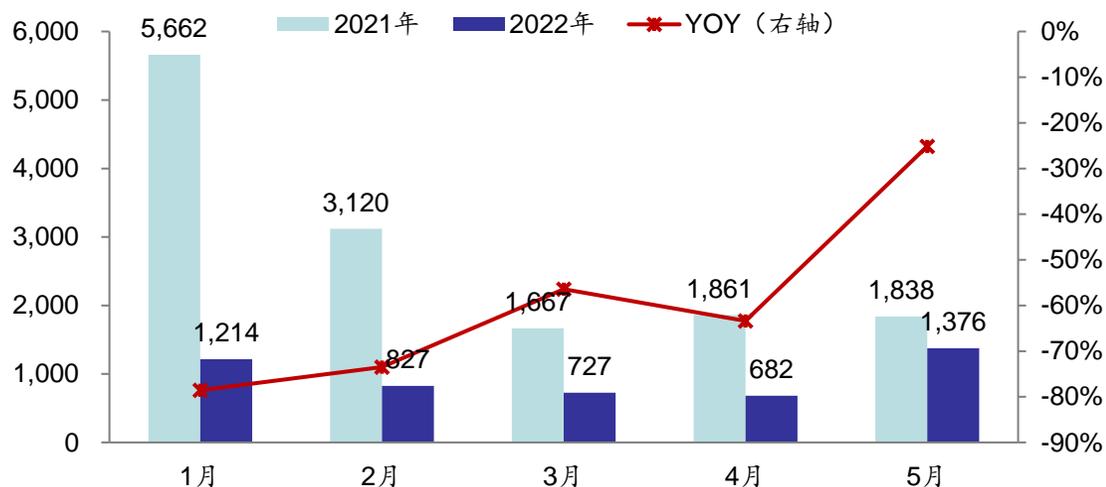
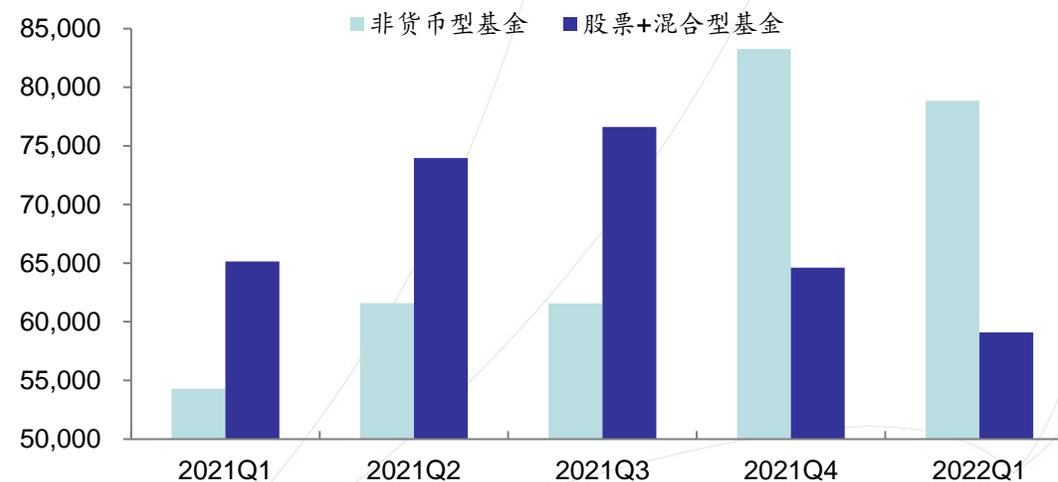


图5 TOP100机构公募基金保有规模（亿元）



主要股票指数均出现较大幅度调整，债券市场结构性机会不断涌现

- **主要股票指数均出现深度调整。**年初以来受俄乌冲突、美联储加息缩表、疫情反复、经济稳增长压力加大等因素影响，A股市场出现一定幅度调整，上证指数累计跌幅为8.91%，深证成指、创业板指、沪深300指数累计调整幅度均达到10%以上，表现均显著弱于去年同期。
- **债券市场结构性机会不断涌现。**长债利率持续低位窄幅震荡，上半年10年期国债收益率围绕2.65-2.85%区间震荡；资金面宽松驱动短债利率下行，1年期国债收益率累计下降25bp；资产荒背景下信用债结构性行情不断涌现，以城投债和银行二级资本债为代表的信用利差降至历史低点，但地产债违约规模仍在持续增长。

图6 2022年A股主要股票指数表现

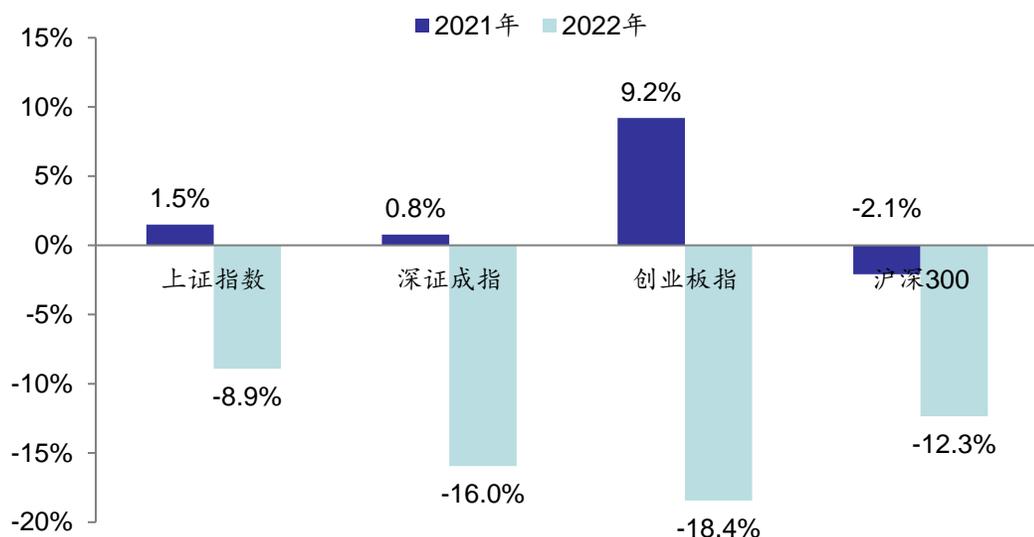
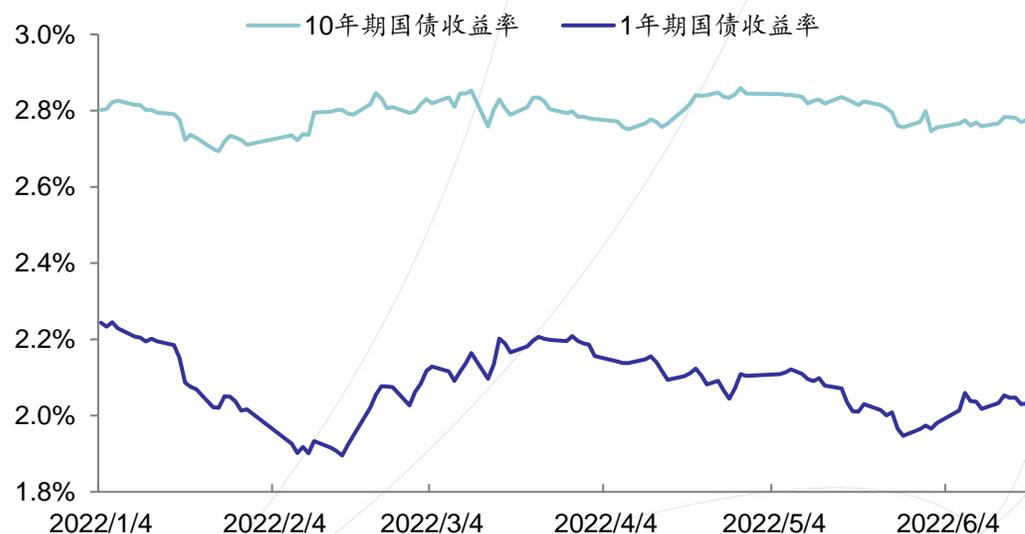


图7 2022年10年期与1年期国债利率走势



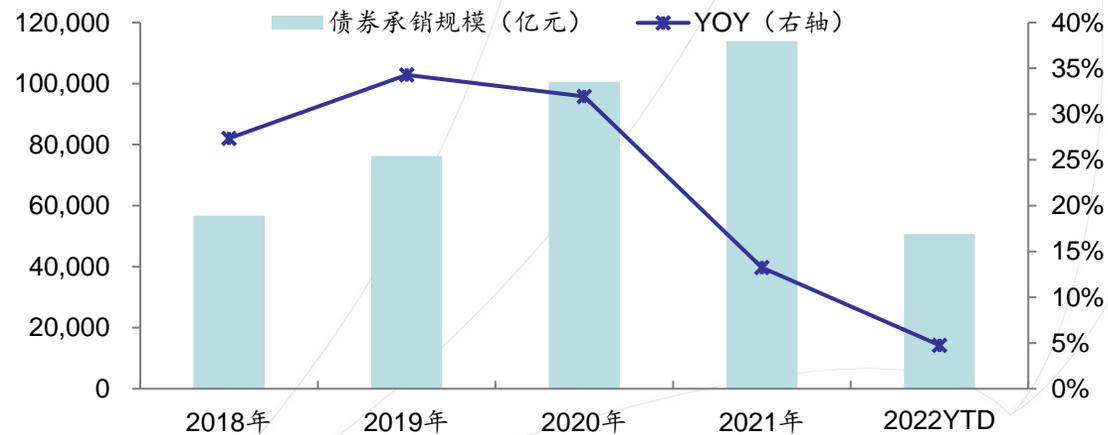
IPO募集资金规模大增，再融资规模缩水，债券承销规模同比微增

- **IPO募集资金规模大幅增长。**1-5月累计完成140单IPO，数量较去年同期的207单有所下降，但由于多个大项目的存在，单个IPO项目募集资金规模显著增长，IPO整体融资规模较去年同期显著增长。1-5月IPO累计融资规模达到2742亿元，同比增长74.3%。
- **再融资募集资金规模缩水。**1-5月再融资募集资金规模微2254亿元，同比下降32.3%。从结构上来看，增发募集资金规模为1788亿元，同比下降43.6%，配股募集资金规模466亿元，同比增长191.9%，预计主要受到上半年A股市场调整影响，再融资难度有所加大。
- **债券承销规模持续位于高位。**截至2022年6月20日，券商累计债券承销金额达到5.07万亿，同比微增4.76%，其中，地方债、金融债、短融、中票、可交债承销金额均大幅增长，同比增速分别达到74.6%、14.1%、37.2%、51.3%、24.9%，企业债承销金额与去年同期基本持平，公司债、资产支持证券、可转债承销金额分别同比下降10.2%、48.1%和21.9%。

图8 2022年1-5月股权融资规模（亿元）



图9 2022年债券融资规模（亿元）



受市场行情影响，行业基本面处于承压状态，一季度业绩同比下滑

- **受市场调整影响，一季度券商板块业绩同比下滑。**一季度上市券商合计实现营业收入963亿元，同比下降29.9%，实现归母净利润229亿元，同比下降46%。上市券商整体ROE（年化）为2.39%，较2021年出现较大幅度下滑。
- **投资业务是拖累上市券商一季度业绩的主要因素。**从业绩归因分析来看，一季度上市券商收费类业务收入表现相对稳定，业绩下滑主要拖累因素为投资业务。一季度上市券商投资业务整体出现行业性亏损，预计主要系一季度市场行情不佳，权益方向性投资、PE直投、科创板跟投等均受到较大影响。相对而言，头部券商表现出了更强的业绩韧性，业绩降幅相对较小，而中小券商业绩压力相对较大，一季度共有8家上市券商出现亏损，均为中小券商。

图10 上市券商营业收入及同比增速

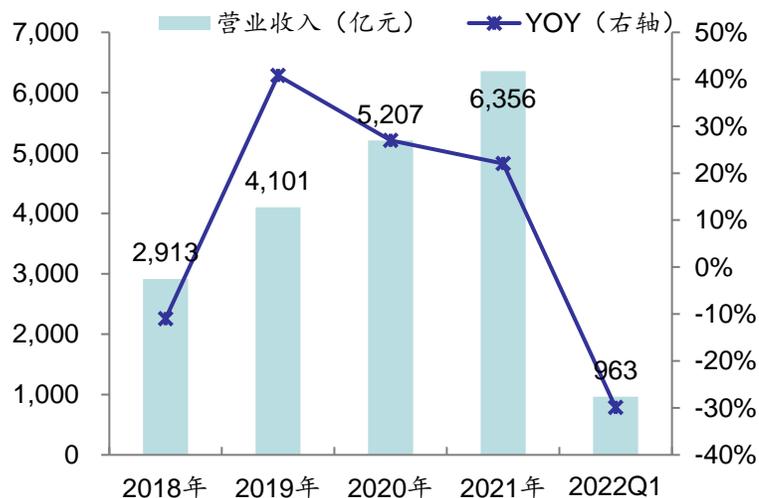


图11 上市券商净利润及同比增速

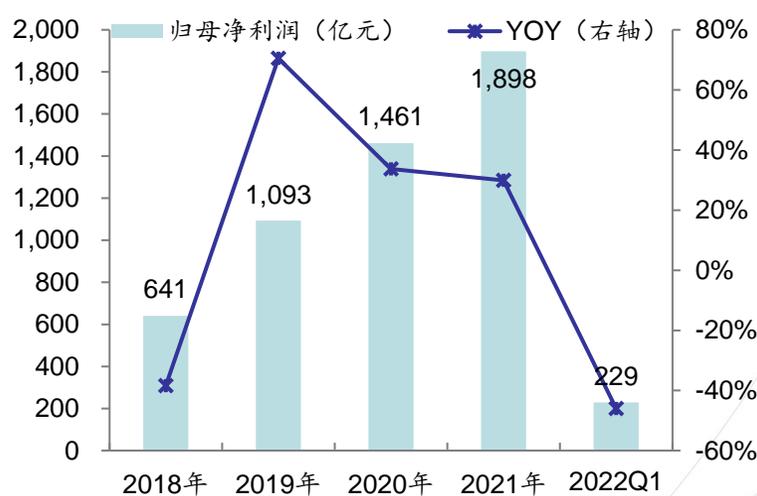


表2 上市券商一季度细分业务收入变动

	2022Q1	2021Q1	YOY
营业收入 (亿元)	962.68	1372.92	-29.9%
经纪业务	299.40	315.35	-5.1%
投行业务	139.04	120.96	15.0%
资管业务	111.98	114.62	-2.3%
利息净收入	132.81	143.93	-7.7%
投资业务	-21.03	328.19	-106.4%
其他业务收入	218.55	264.35	-17.3%
其他收入	81.91	85.53	-4.2%

目 录

一

券商板块基本面与行情回顾

二

券商板块合理估值水平的探讨

三

券商板块2022年下半年投资策略

2016年以来券商板块估值中枢保持稳定，但板块beta系数降低，弹性有所减弱

- **2016年以来券商板块估值中枢基本保持稳定。**从历史复盘来看，近十年来券商板块估值中枢为1.77倍PB，剔除2015年牛市扰动后估值中枢为1.74倍PB。分阶段来看，以2015年牛市为划分界限，2012-牛市启动之前券商板块估值中枢为1.80倍PB，2015年牛市结束至今券商板块估值中枢为1.71倍PB，并维持在相对稳定的水平。
- **券商板块beta系数降低，股价弹性显著减弱。**复盘近十年券商板块beta系数来看，板块beta系数呈现出明显的下行趋势，特别是2020年以来板块beta系数快速下行，2021年、2022年板块beta系数均降至1以下，相较2012-2019年beta系数均值1.4大幅下降，券商股过往高beta、高弹性、强周期性的特征出现显著弱化。

图12 2012年以来券商板块估值变化情况

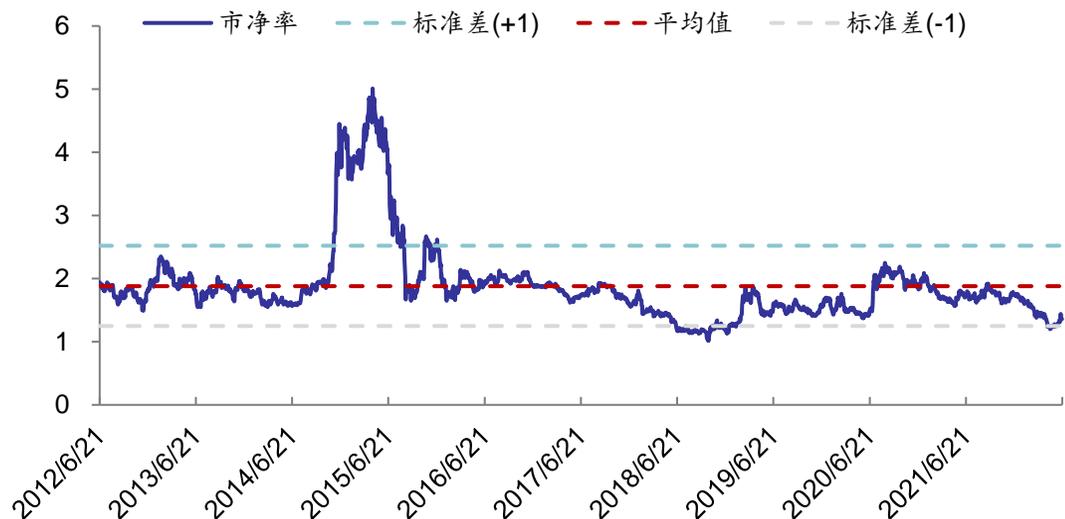
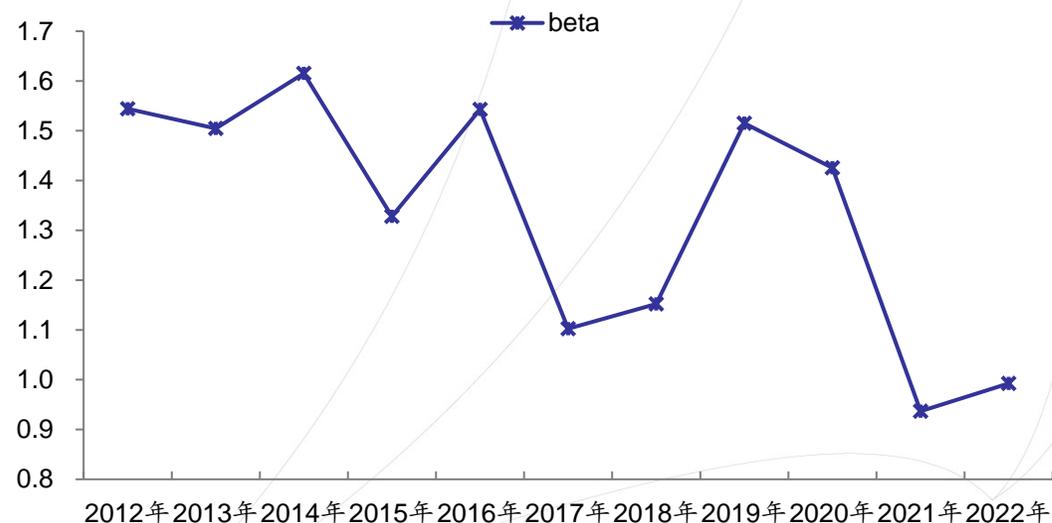


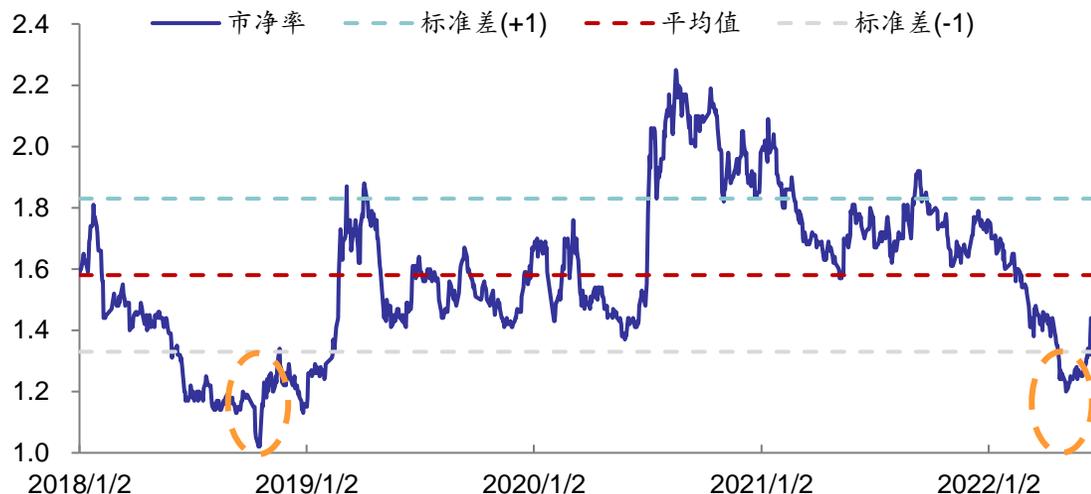
图13 2012年以来券商指数相对沪深300贝塔



当前券商板块估值位于历史低位，个股大面积破净，板块性价比较高

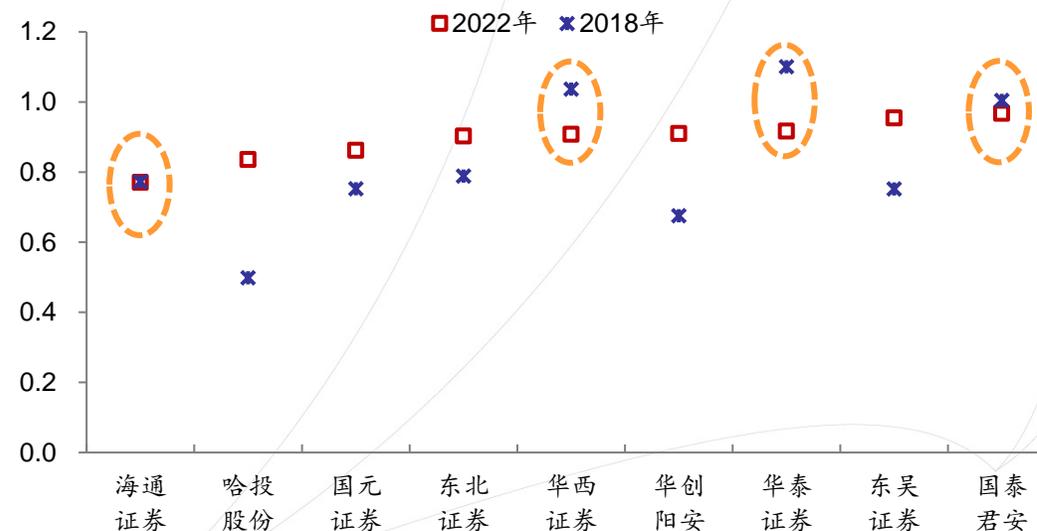
- **当前券商板块估值位于历史低位。**2020年下半年以来券商板块估值持续下行，板块最低估值降至1.2倍PB，逼近2018年三季度历史低点。截至6月20日，券商板块整体估值降至1.36倍PB，对应近十年历史估值分位数为8.55%，处于低估水平。
- **多只龙头券商股出现破净，估值创下历史新低。**从个股表现来看，今年以来共有19只券商股曾破净。截至6月20日，共有9只券商股处于破净状态，其中不乏国泰君安、华泰证券、海通证券等头部券商，且目前上述龙头券商股估值均已跌破2018年三季度的历史底部。
- **估值体系重构or配置机会？**年初以来市场出现调整，必须承认券商基本面确实承压。但与此同时我们更需要反思，板块估值逼近2018年历史低点到底是行业基本面及业务模式变化引发的估值体系重构，还是板块低估背景下的战略配置机会，这值得我们深入探讨。

图14 2018年以来券商板块估值变化情况



数据来源: Wind, 南京证券研究所

图15 破净券商股2022年最低估值与2018年最低估值对比

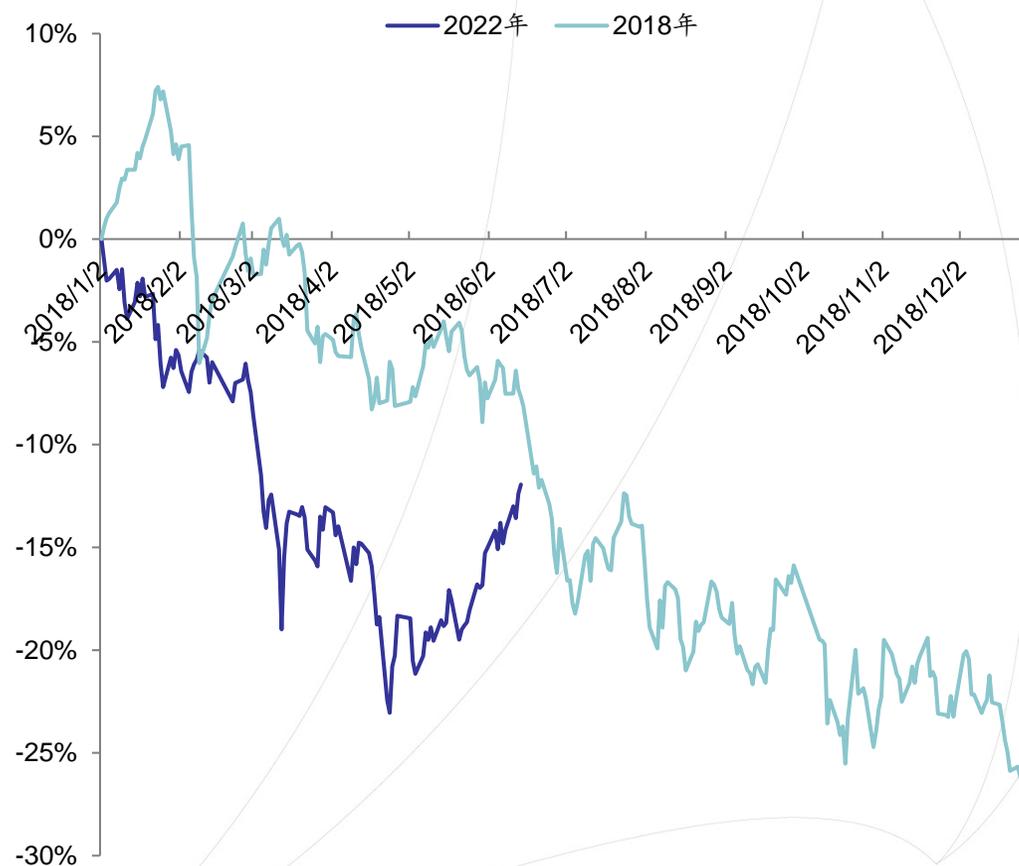


2022年vs2018年，行业基本面韧性更强、风险相对可控，压力峰值已过

■ 市场环境

- 2018年A股市场在中美贸易争端、国内金融去杠杆等多重因素的扰动下，呈现出单边下跌行情，主要宽基指数全年累计跌幅均在20%以上，上证综指、深证成指、沪深300指数全年累计跌幅分别达到24.59%、34.42%、25.31%。
- 2022年受俄乌冲突、美联储加息缩表、疫情反复、经济稳增长压力加大等因素影响，A股市场整体表现也相对偏弱，上半年主要宽基指数最大跌幅也均达到20%以上。随着国内疫情进入扫尾阶段、俄乌冲突常态化，A股市场迎来反弹，主要宽基指数跌幅收窄至约10%。
- 中美贸易摩擦、金融去杠杆两项负面因素均贯穿2018年全年，对投资者风险偏好持续形成扰动，导致市场单边下跌；而当前市场对于各项负面扰动因素已经反映较为充分，从宏观经济指标、市场交易特征指标来看，4月市场底部特征较为明显，预计下半年在悲观预期充分反映、经济延续复苏趋势、流动性相对宽松的宏观环境下，指数大概率震荡上行，但上行空间和节奏要受制于国内经济复苏斜率和国外流动性收紧等因素。对于证券行业而言，这也意味着市场环境已经迎来边际改善，预计全年经营压力最大的阶段已经过去。

图16 2018年与2022年沪深300指数走势对比



2022年vs2018年，行业基本面韧性更强、风险相对可控，压力峰值已过

■ 行业基本面

- 2018年受单边下跌行情影响券商业绩大幅下滑，证券行业合计实现营业收入2663亿元，同比下降14.5%，合计实现归母净利润666亿元，同比下降41.0%，全行业约20%的券商处于亏损状态，行业整体盈利状态降至2014年水平。从各项细分业务来看，除利息净收入同比微增外，经纪、投行、资管、自营业务收入同比均出现大幅下滑。
- 金融去杠杆引发信用收缩，民企债券违约危机持续发酵，叠加A股市场持续调整触发股票质押违约风险，这也进一步引发市场对券商资产质量真实性产生担忧。受此影响，共计12只券商股破净，占全部上市券商股总数的35%，估值最低的为东吴证券0.75倍PB。

图17 2014-2018年证券行业营业收入及同比增速

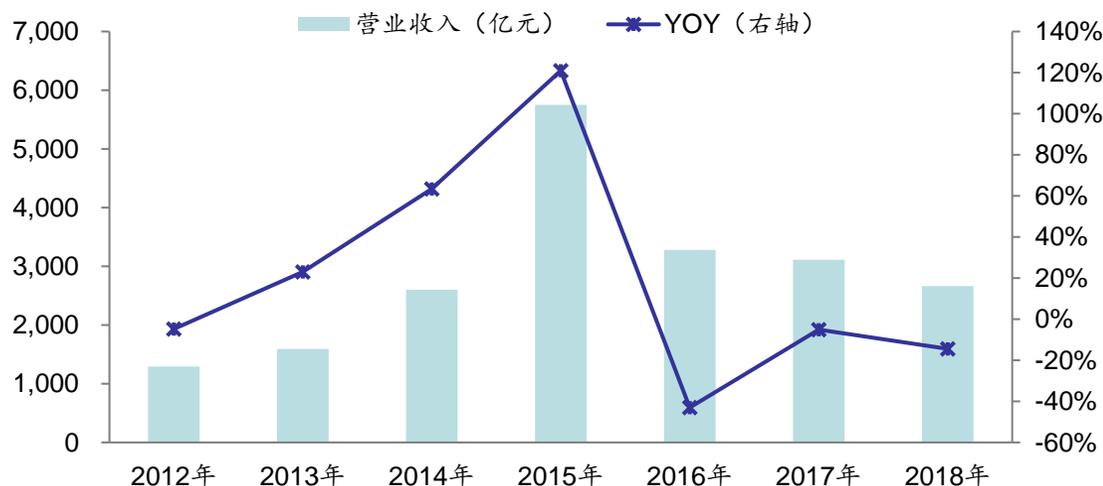
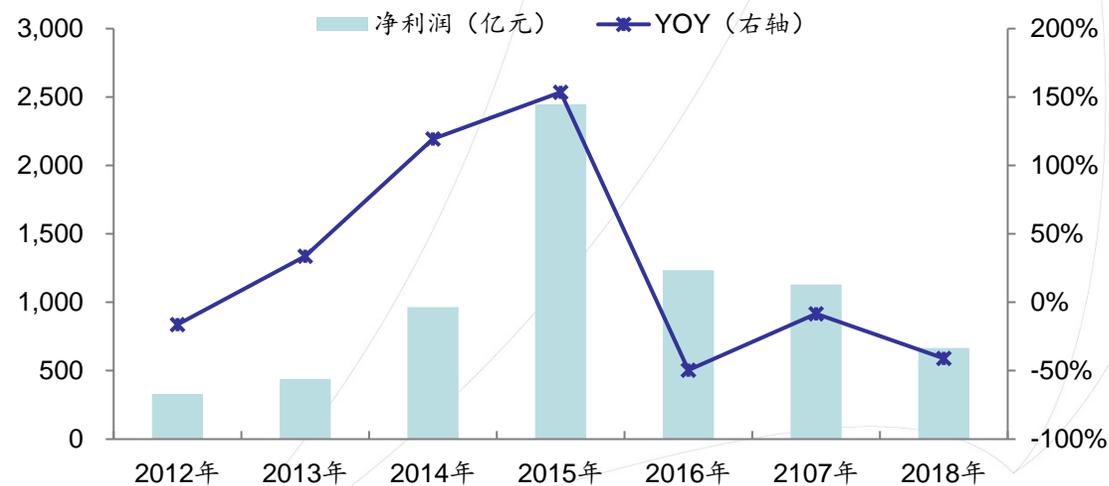


图18 2014-2018年证券行业净利润及同比增速



2022年vs2018年，行业基本面韧性更强、风险相对可控，压力峰值已过

■ 行业基本面

- 受债务违约和股票质押风险影响，证券行业在2018-2020年间大幅计提减值。上市券商2018-2020年累计计提减值损失709亿元，呈逐年递增态势，占净利润比重分别达28%、18%和23%。
- 但与此同时，券商积极调整业务结构，持续压降股票质押业务规模，严控业务风险。从股票质押业务规模来看，上市券商买入返售金融资产规模从2017年高点9271亿元降至2021年末的4365亿元，降幅达到52.9%，在总资产中的占比从2017年末的15.6%降至2021年末的4.1%，累计下降11.4个百分点。目前行业信用风险已经基本出清，资产质量不断夯实，资产质量真实性大幅提升。

图19 上市券商减值损失计提规模

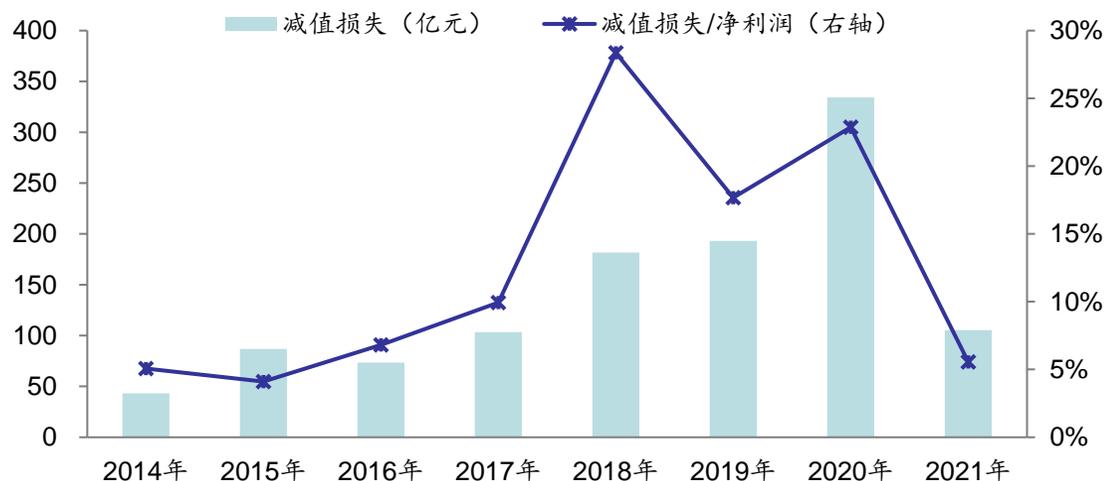
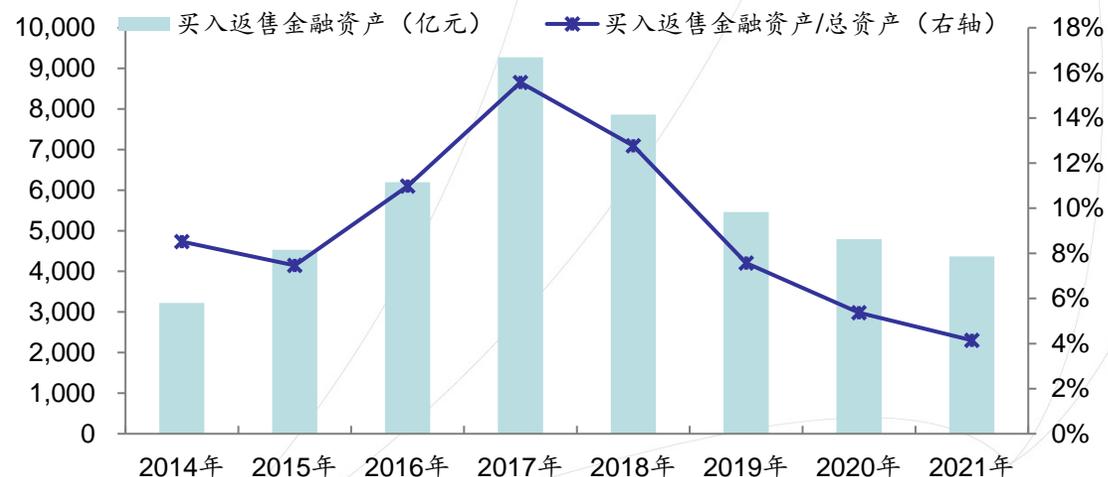


图20 上市券商买入返售金融资产规模



2022年vs2018年，行业基本面韧性更强、风险相对可控，压力峰值已过

■ 行业基本面

- 预计2022年一季度是全年业绩压力最大的时间点，进入二季度开始券商业绩有望迎来边际改善，行业基本面韧性远强于2018年。
- 经纪业务：市场热度回升，两市成交额重回万亿，日均成交金额同比仍保持正增长；基金发行回暖，新发基金规模降幅收窄，偏股+混合型基金规模自4月以来迎来企稳回升；佣金率预计仍延续下行趋势，但降幅持续趋缓。预计经纪业务收入同比微降。
- 投行业务：IPO融资规模同比增长，业务集中度显著提升；再融资规模同比下降；债券融资规模持续位于高位。预计投行业务收入有望实现同比正增长。
- 资管业务：资管新规过渡期结束，主动管理规模占比上升至较高水平，预计券商资管规模有望保持平稳；一季度受市场调整影响，券商资管业绩报酬计提减少，对资管业务收入形成拖累；预计伴随着本轮市场反弹，资管业务收入有望迎来边际改善。
- 信用业务：两融余额企稳回升，股票质押业务结构仍在持续优化，业务整体信用风险可控。
- 自营业务：权益市场自4月底以来大幅反弹，预计进入二季度开始券商投资业绩迎来边际改善；展望下半年，在悲观预期充分反映、经济延续复苏趋势、流动性相对宽松的宏观环境下，指数大概率震荡上行，权益投资表现仍有边际改善空间。
- 整体来看，从基本面角度来看，当前券商行业基本面韧性强于2018年，行业整体信用风险可控，进入二季度开始行业经营业绩压力迎来边际改善，压力峰值阶段已经结束。

证券行业业务结构持续优化，业绩确定性进一步上升，助力板块估值提升

- 近年来证券行业业务结构重资本化趋势明显，以信用和自营业务为代表的重资本业务收入占比从2011年的4%上升至2020年的48%，业务结构重资本化程度的提升对行业ROE形成一定拖累，同时行业面临的信用风险也有所上升，不可否认会对行业估值形成拖累。
- 但在大力发展重资本业务的同时，各家券商也在积极推动业务规模扩张，行业财务杠杆水平持续抬升。行业整体财务杠杆倍数从2011年的1.41倍升至2020年的3.86倍，杠杆水平的提升对行业ROE起到正向推动作用，并对业务重资本化对ROE的拖累形成对冲。
- 在此背景下，2018年以来证券行业整体盈利能力实现稳步提升，ROE从2018年的3.56%提升至2020年的7.28%。由此来看，行业大力发展重资本业务，随之带动财务杠杆水平提升，并进一步推动ROE水平提升，这对于券商板块估值提升应起到正向促进作用。

图21 证券行业2011-2020年收入结构

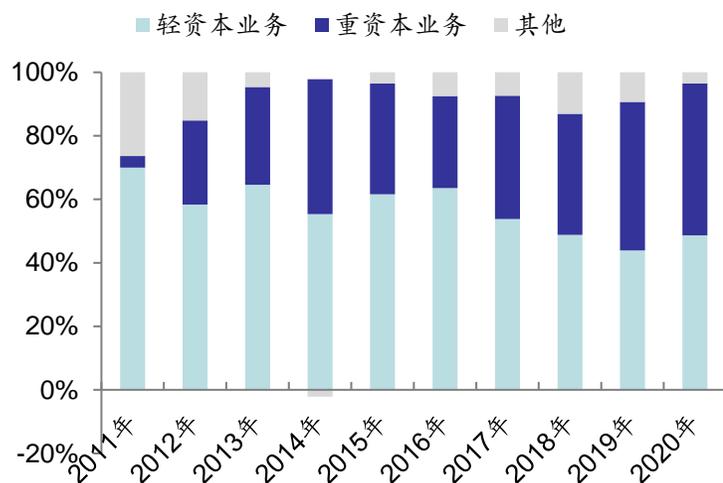


图22 证券行业2009-2020年杠杆倍数

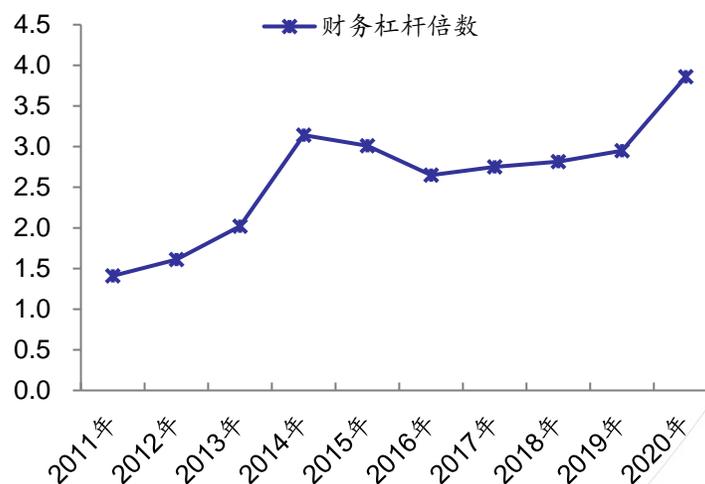
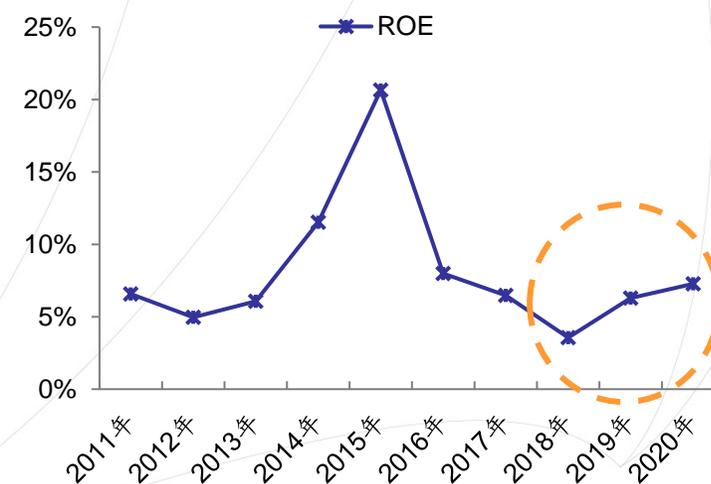


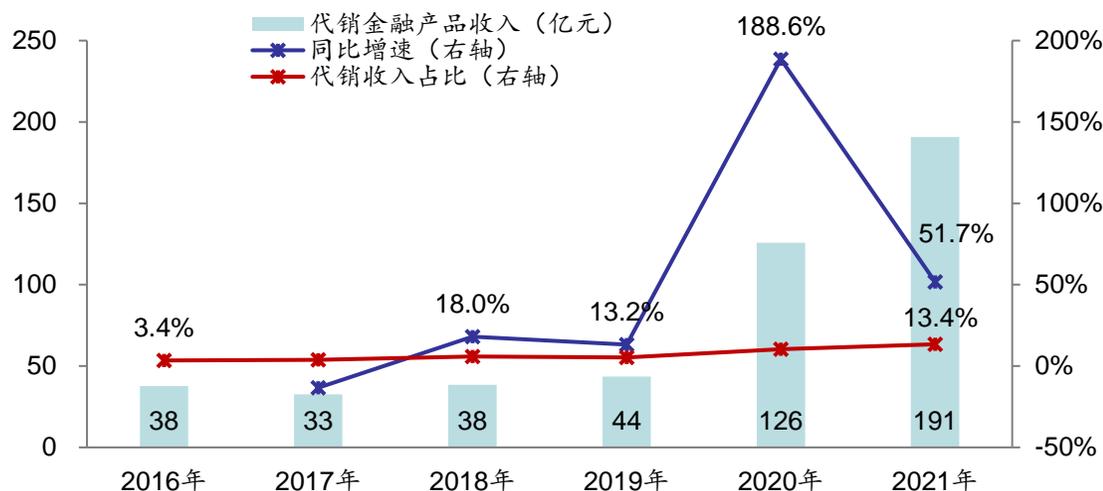
图23 证券行业2009-2020年ROE



证券行业业务结构持续优化，业绩确定性进一步上升，助力板块估值提升

- 从业务模式来看，近年来行业也正发生着积极的变化，皆旨在**减弱证券行业的周期性、降低证券行业业绩波动性**。对于此类取得良好转型成效的券商而言，业绩确定性的提升理应有助于券商股估值的锚定与估值中枢的抬升。
- **一是经纪业务加快推动财富管理转型**，主要表现为代销金融产品收入在财富管理业务收入中的占比大幅提升。未来，随着行业财富管理转型的持续推进，行业AUM进入稳步增长阶段，行业对于佣金收入的依赖度将进一步降低，行业业绩波动性也将减弱。
- **二是自营投资业务加速向资本中介业务转型**，主要体现为以场外期权、收益互换为代表的场外衍生品业务快速发展，传统方向性权益自营投资向客需型业务转型，自营投资盈利模式从赚取投资收益转为期权费与利差，与行情的相关性减弱，业绩确定性进一步提升。

图24 代销金融产品收入及同比增速



数据来源：证券业协会，南京证券研究所

图25 场外衍生品业务名义本金规模

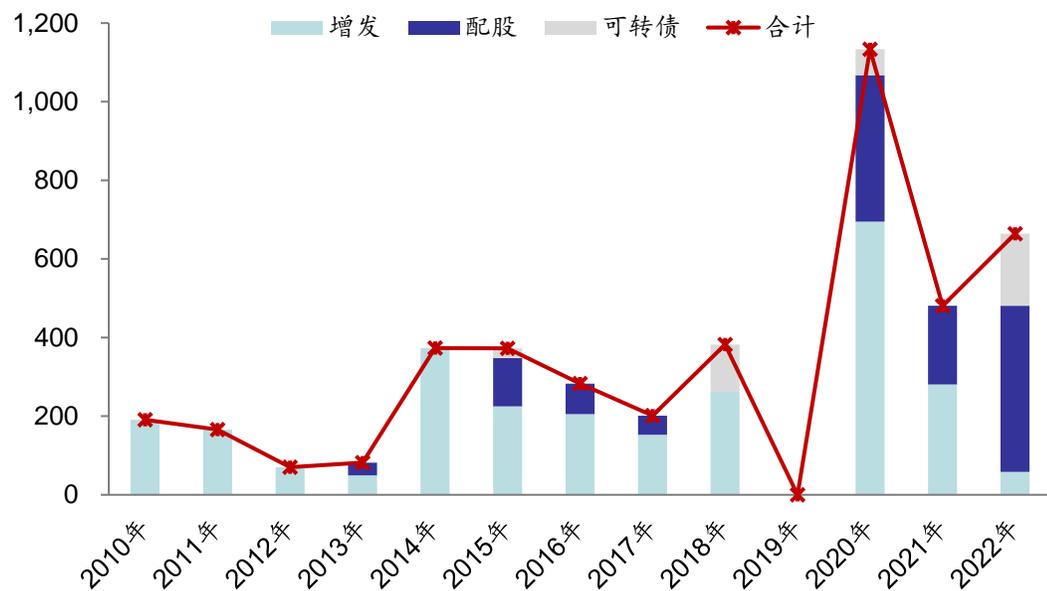


重资本化转型背景下，上市券商频繁再融资，或为压制板块估值的主因

- 伴随着资本消耗类业务快速发展，券商对资本金的消耗也明显加快，在此背景下，**2020年以来上市券商频繁通过增发、配股、可转债等再融资手段补充净资本**。近三年上市券商再融资金额分别达到1133亿元、481亿元、664亿元，合计金额远超过2010-2019年间累计再融资金额。此外，还有长城证券、兴业证券、国海证券、中原证券再融资项目仍在持续推进，大规模持续性再融资对板块估值形成压制。
- 但**从上市券商风控指标来看，目前仍有多家券商风控指标接近底线，后续或仍需通过增发、配股、可转债等再融资手段补充资本金**。

图26 2010-2022年上市券商再融资金额（亿元）

表3 2021年上市券商主要风控指标



序号	证券简称	风险覆盖率	资本杠杆率	流动性覆盖率	净稳定资金率	序号	证券简称	风险覆盖率	资本杠杆率	流动性覆盖率	净稳定资金率
1	申万宏源	207%	13.11%	209%	131%	22	天风证券	178%	14.91%	316%	122%
2	东北证券	206%	18.52%	273%	155%	23	东兴证券	317%	27.09%	345%	163%
3	国元证券	284%	23.91%	317%	153%	24	国泰君安	190%	20.09%	248%	131%
4	国海证券	263%	21.44%	153%	149%	25	中原证券	252%	18.48%	170%	141%
5	广发证券	198%	16.03%	239%	163%	26	兴业证券	196%	14.71%	317%	130%
6	长江证券	205%	17.47%	166%	156%	27	东吴证券	328%	27.69%	314%	164%
7	山西证券	227%	15.59%	147%	178%	28	华泰证券	246%	15.99%	170%	127%
8	西部证券	319%	33.84%	312%	151%	29	光大证券	284%	26.29%	244%	156%
9	国信证券	438%	19.66%	318%	179%	30	浙商证券	322%	20.41%	391%	137%
10	第一创业	296%	28.47%	235%	179%	31	中国银河	219%	15.75%	279%	138%
11	华西证券	283%	24.56%	388%	191%	32	方正证券	307%	20.05%	151%	135%
12	中信证券	175%	14.22%	141%	126%	33	南京证券	460%	34.52%	609%	233%
13	国金证券	334%	28.44%	258%	139%	34	长城证券	209%	21.11%	312%	143%
14	西南证券	358%	22.65%	176%	152%	35	华林证券	391%	37.57%	181%	177%
15	海通证券	200%	22.28%	259%	158%	36	红塔证券	360%	49.72%	1623%	219%
16	华安证券	249%	24.04%	334%	178%	37	中银证券	296%	38.00%	322%	288%
17	东方证券	237%	11.77%	272%	132%	38	中泰证券	212%	15.09%	283%	142%
18	招商证券	266%	15.24%	295%	139%	39	国联证券	207%	25.27%	219%	158%
19	中信建投	282%	15.85%	229%	137%	40	中金公司	152%	12.81%	317%	136%
20	太平洋	315%	55.75%	414%	195%	41	财达证券	385%	30.15%	1378%	175%
21	财通证券	217%	13.81%	242%	143%						

相较银行、保险等大金融子板块，券商的业务模式应享受更高的估值溢价

- 大金融各细分板块中，银行板块长期处于破净状态，保险板块自2021年以来估值持续下行、目前也临近破净状态，背后的主要原因在于市场对其资产质量及信用风险的担忧，叠加经济增长中枢下行、保险消费需求不足，也均对板块估值形成拖累。
- 但相比之下，券商板块杠杆水平、资产质量、信用风险均远优于银行及保险板块，且从业务结构来看券商轻资本业务占比远高于银行及保险板块，此外，从长期视角来看证券行业仍处于发展的上行周期，因此，我们认为**券商板块相对其他金融细分子行业应享受一定的估值溢价，长期来看其估值不会向银行、保险等大金融细分板块趋同，1倍PB对于券商板块而言具有较高安全边际。**

图27 近十年券商、银行、保险板块市净率



美国券商股业绩趋稳削弱beta属性，财富管理业务贡献显著的估值溢价

- 美国投资银行业的发展历程可分为三个阶段：**一是1975-1990年**，随着固定佣金制的取消，美国经纪业务竞争激烈程度快速上升，行业ROE出现短暂下滑，但随后美国投资银行加大创新力度，垃圾债券和杠杆收购业务大力发展，行业ROE快速提升，1980年行业ROE达到峰值49.2%；**二是1990年-金融危机之前**，交易业务成为驱动美国投资银行业发展的主要因素，衍生品相关创新不断涌现，为适应重资产业务开展需求，行业杠杆水平快速提升，头部公司ROE也保持在较高水平；**三是金融危机之后**，新的监管框架对资本约束提出了严格的要求，美国投行缩减自营交易和做市交易规模，行业杠杆率显著下行，但财富管理业务快速发展，并带动行业ROE稳步回升。

图28 美国证券行业ROE及杠杆水平

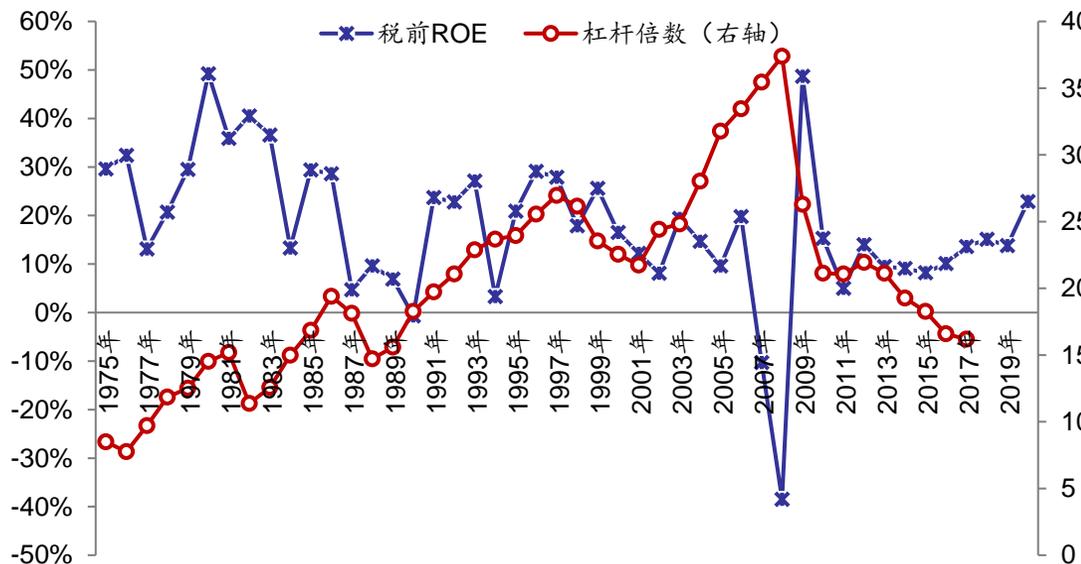
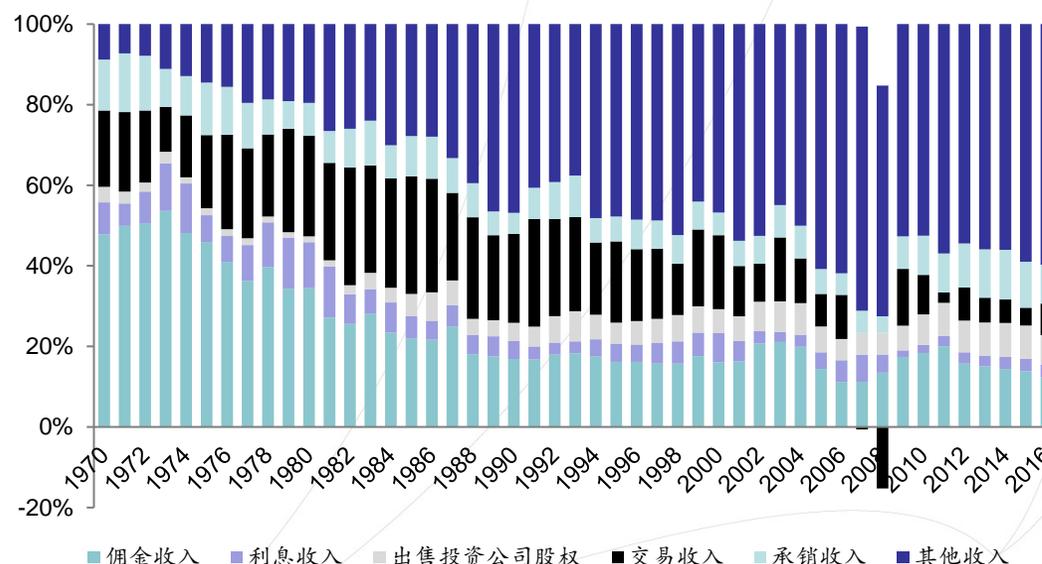


图29 美国证券行业收入结构



美国券商股业绩趋稳削弱beta属性，财富管理业务贡献显著的估值溢价

- 伴随着美国证券行业经历从轻资本通道业务-重资本交易业务-财富管理业务三个发展阶段，券商股也表现出了明显的阶段性特征：**一是行业beta属性减弱**，伴随着业绩稳定性的提升，行业高beta属性这一特征也有所削弱，beta系数从2000年的1.6降至2021年的1.1，券商股股价弹性也相应减弱；**二是估值中枢下移**，金融危机之后行业杠杆水平下降，行业整体ROE水平降低，估值水平也相应下降，如高盛集团估值中枢从危机前的约2.6倍PB降至危机后的约1倍PB；**三是财富管理转型为券商股贡献估值溢价**，嘉信理财作为代表性财富管理券商，2006年以来估值中枢为3.6倍PB，远高于高盛1.2倍PB和摩根士丹利的1.1倍PB估值中枢，此外，2008年以来摩根士丹利大力发展财富管理业务并取得显著成效，公司相对高盛集团也表现出明显的估值溢价，二者最新估值分别为1.38倍PB和0.95倍PB。

图30 美国券商股beta系数

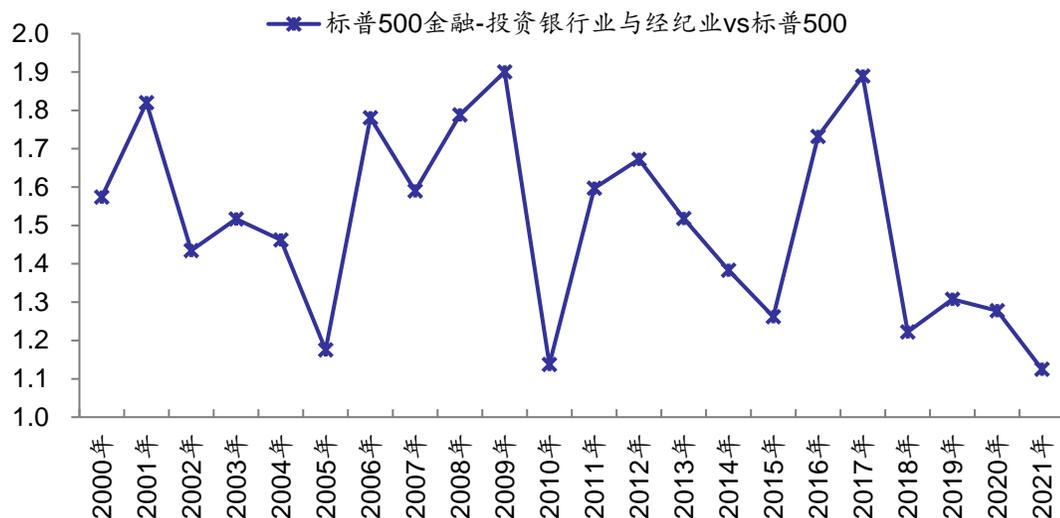
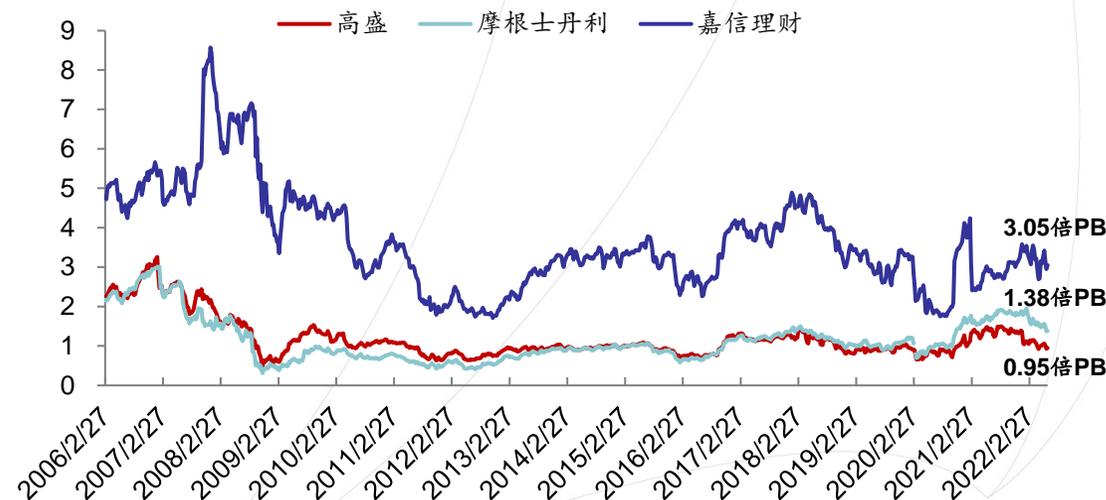


图31 美国头部券商市净率



中国头部券商盈利能力弱于美国，但成长性更高、成长空间更广阔

- **从盈利能力来看，目前中国头部券商盈利能力弱于美国。**除2015年牛市之外，绝大多数年份中国头部券商ROE水平均低于美国头部券商，主要系我国证券行业杠杆水平远低于美国。
- **但从成长性来看，中国资本市场成长性远高于美国。**2010-2020年间中国上市公司总市值年均复合增速为11.7%，高于美国上市公司总市值年均复合增速8.9%。未来，随着全面注册制的推进，中国资本市场的发展有望进一步提速，头部券商业务规模及业绩增速也有望保持在较高水平。从这一维度来看，中国券商股相较美国券商股应享受一定的估值溢价。

图32 中美头部券商平均ROE对比

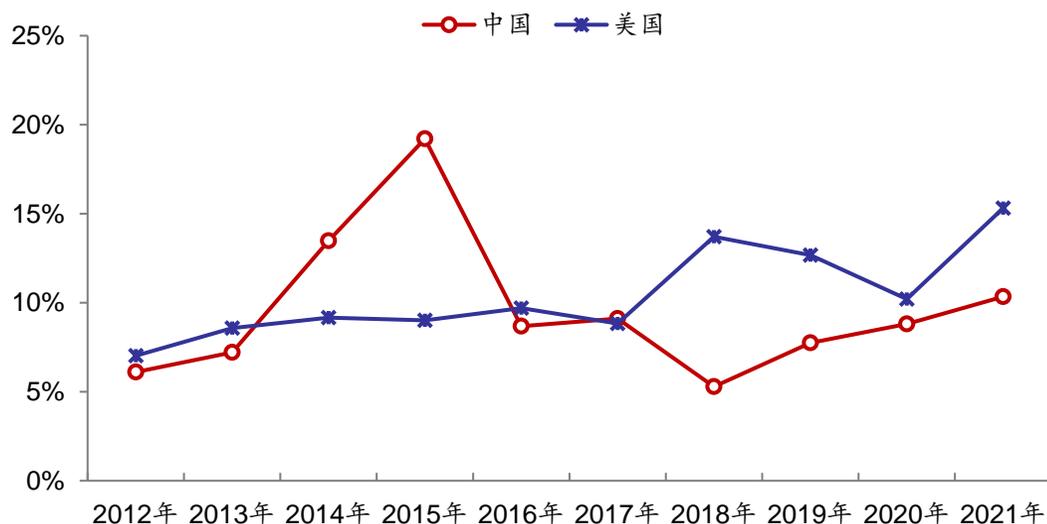
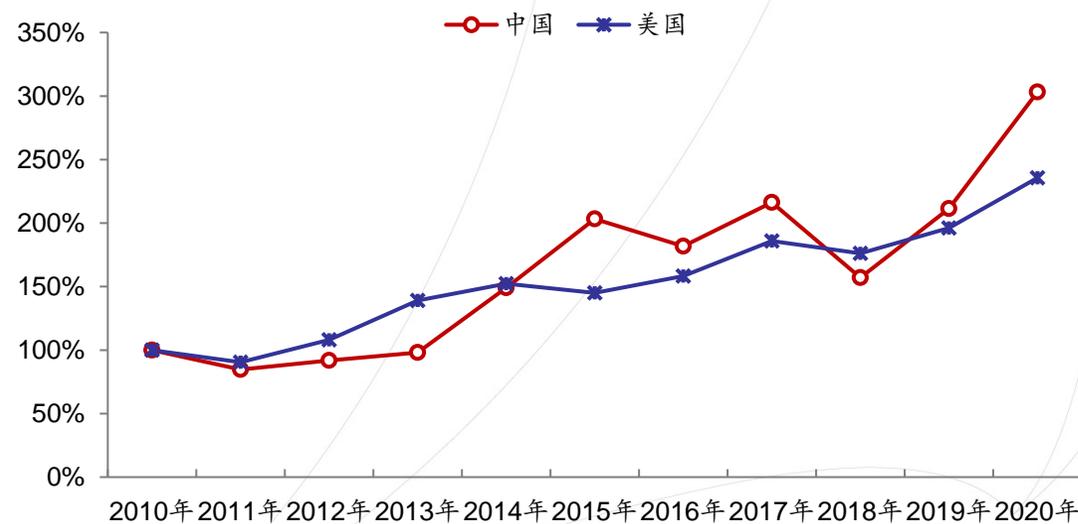


图33 中美上市公司总市值增速对比



综合来看，当前券商板块处于低估状态，板块具备较高战略配置价值

- 1、当前证券行业行业基本面韧性强于2018年，行业整体信用风险可控，二季度以来各项市场指标边际改善趋势明显，预计全年经营压力峰值已过，公司业绩有望迎来边际改善。因此从基本面维度来看，与2018年相比当前行业基本面不支持板块估值降至这一水平。
- 2、从业务模式来看，重资本化趋势对板块估值形成拖累，但与此同时行业规模扩张、财务杠杆倍数上行驱动行业ROE稳步提升，此外，近年来行业业务结构的优化带动业绩确定性上升，也有助于板块估值提升。
- 3、频繁再融资或为压制板块估值的主因，预计这一进程仍将持续，或仍将压制板块估值。但在当前估值水平下进一步向下空间不大。
- 4、业务模式及行业成长空间的差异决定了券商板块相对其他金融细分子行业应享受一定的估值溢价，长期来看其估值不会向银行、保险板块趋同，1倍PB对于券商板块具有较高的安全边际。
- 5、参照美国券商股表现，伴随着业务模式的优化驱动行业业绩确定性上升，券商股beta属性将减弱，券商股价弹性减弱或为大势所趋。
- 6、杠杆水平的提升以及财富管理能力的提升均有助于券商股估值水平抬升，未来，券商股个股估值分化将呈现出分化局面，财富管理能力强和具备加杠杆能力的券商将具有明显的估值溢价。
- 7、受制于较低的杠杆水平，目前我国证券行业ROE水平低于美国。但中长期来看，受益于资本市场高速发展，证券行业长期发展空间广阔，相较美国券商股应享有一定的成长性溢价。
- 9、综合来看，当前券商板块估值水平向下空间不大、向上弹性较高，具备较高战略配置价值。

目 录

一

券商板块基本面与行情回顾

二

券商板块合理估值水平的探讨

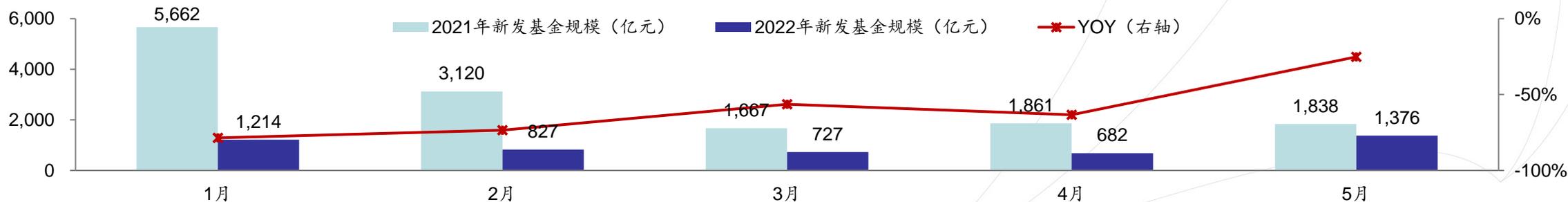
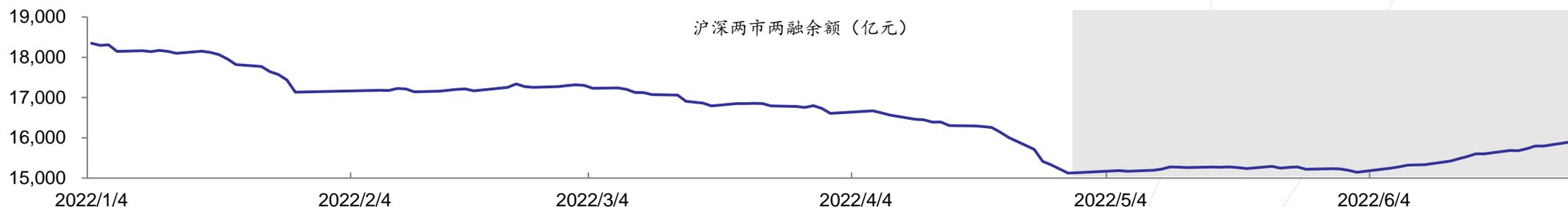
三

券商板块2022年下半年投资策略

资本市场发展仍处于高速发展阶段，相关政策持续出台，助推行业高质量发展

序号	日期	事件	影响
1	2022/3/16	中国结算下调证券公司结算备付金比例2pct至16%	备付金比例整体下降有助于减少全市场资金占用，释放流动资金。
2	2022/4/21	国务院办公厅关于推动个人养老金发展的意见	推动我国养老三大支柱体系的持续完善，为资本市场引入长线资金
3	2022/4/26	证监会发布《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》	从基金自身与市场两方面进行改革.从基金管理人的角度来看，要提高产品差异化发展、治理水平、投研能力等方面。从市场角度来看，一是要求健全监督机制、提高监管效率，二是要求从机构与个人养老金制度两方面出发，提高权益性投资占比，提高中长资金的占比
4	2022/4/28	中国结算下调股票交易过户费	自2022年4月29日起，将股票交易过户费总体下调50%，利于促进成交额上升
5	2022/5/13	证监会发布《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》	对做市商准入条件与程序、内部管控、风险监测监控、监管执法等进行明确，有助于推动国内证券行业商业模式转型，加速头部券商从通道型投行向交易型投行转变
6	2022/6/24	证监会发布《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定（征求意见稿）》	明确基金管理人、基金销售机构开展个人养老金投资基金业务的基本要求，明确可投资的基金产品标准要求以及基金销售机构的展业条件要求，有助于推进多层次、多支柱养老保险体系建设
7	2022/6/24	证监会发布《关于交易型开放式基金纳入互联互通相关安排的公告》	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，有助于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

反弹行情下市场成交额、两融余额、新发基金规模等各项指标均显著改善

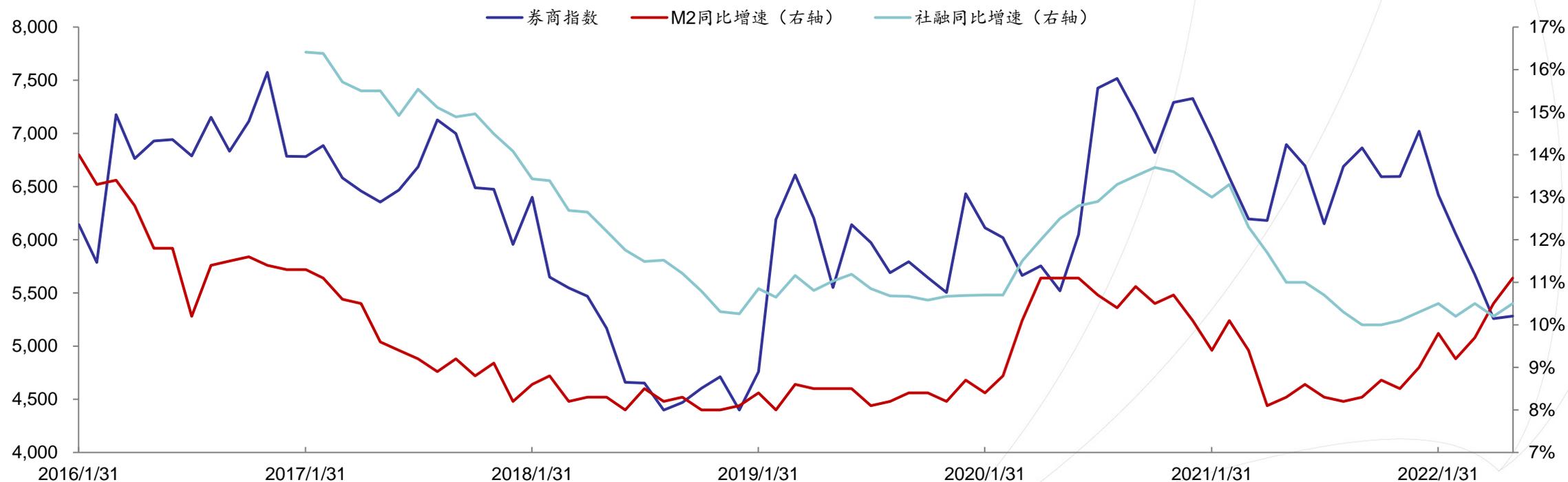


板块估值逼近十年历史估值底部，当前位置向下有安全边际、向上有弹性空间



市场流动性改善背景下，券商股更易获得超额收益，板块有望迎来拉升

- **建议把握两条主线：**一是财富管理业务实力强劲的券商，推荐东方财富、广发证券、东方证券、兴业证券；二是综合实力强劲、有望长期表现出超额收益的头部券商，推荐中信证券、中金公司、华泰证券。
- **风险提示：**A股市场大幅调整，引发券商投资收益大幅波动；国内疫情反复拖累经济复苏节奏，并进一步导致行业信用风险上升；行业监管政策趋严，导致业务创新受限。



免责声明

- 本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。
- 本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。
- 本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
- 本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司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头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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。
- 本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

投资评级说明

南京证券行业投资评级标准：

推荐：预计6个月内该行业超越整体市场表现；

中性：预计6个月内该行业与整体市场表现基本持平；

回避：预计6个月内该行业弱于整体市场表现。

南京证券上市公司投资评级标准：

强烈推荐：预计6个月内绝对涨幅大于20%；

推 荐：预计6个月内绝对涨幅为10%-20%之间；

中 性：预计6个月内绝对涨幅为-10%-10%之间；

回 避：预计6个月内绝对涨幅为-10%及以下。