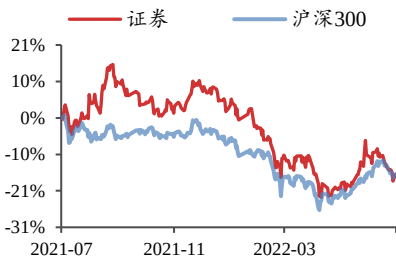


证券

2022 年 07 月 19 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《券商板块深度复盘暨 2022 年中期投资策略-Beta 弱化 Alpha 强化，看好长逻辑和成长型标的》-2022.6.29

《证券行业 2022 年度投资策略-行业景气度延续，大财富管理业务线保持成长性》-2021.11.21

《证券行业 2022 年度投资策略-行业景气度延续，大财富管理业务线保持成长性》-2021.11.18

环比改善同比承压，关注基金净申购和全面注册制

——上市券商 2022 中报业绩前瞻

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

卢崑（联系人）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790122030100

● 环比改善同比承压，关注基金净申购和全面注册制

(1) 截至 7 月 15 日，10 家上市券商披露业绩预告，2022Q2 归母净利润环比改善明显，10 家上市券商 1 季度净利润合计亏损 12 亿，2 季度净利润合计盈利 35-38 亿。整体看，投资收益是券商 2 季度业绩环比改善核心，股市反弹驱动投资收益环比大幅改善，股票自营和一级股权投资占比较高的券商环比盈利弹性较大。上市券商同比增速有望逐季修复，4 季度同比增速有望转正。我们预计 2022Q2 单季度上市券商归母净利润环比+75%，预计上市券商 2022H1/2022 年归母净利润分别同比-36%/-18%，年化 ROE 分别为 5.9%/7.2%。核心券商中报预期：预计东方财富/中信证券/华泰证券/广发证券/国联证券 2022 年中报归母净利润同比分别为 +19%/-6%/-36%/-30%/+28%，2 季度归母净利润环比 +5%/+19%/+24%/+117%/+57%。(2) 当前券商板块估值具有安全边际，下半年行业自身主线催化或支撑板块行情，基金净申购改善和全面注册制有望成为券商板块 3 季度重要催化，看好具有长期成长性的券商。推荐大财富管理主线龙头东方财富、广发证券和东方证券；推荐盈利景气度和成长性较好的国联证券，推荐综合优势突出、兼具景气度的中信证券。

● 投资收益有望明显改善，关注券商 2 季度业绩弹性

(1) 经纪：2022H1 市场日均股基成交额同比+8.7%，驱动证券经纪业务同比增长。2022H1 偏股基金新发同比-83%，券商代销金融产品收入同比承压。(2) 投行：2022H1 全行业 IPO 规模/单数分别同比+46%/-28%，疫情或对投行业务有一定影响。(3) 资管：集合资管 AUM 持续增长。(4) 两融：日均两融余额同比微降，券商负债端成本下降利于利差扩张。(5) 投资收益：Q2 股市明显反弹，投资收益或明显改善，金融资产中股票自营和一级股权投资占比高的券商 2 季度投资收益环比弹性较大。(6) 公募基金：预计 2022H1 偏股/非货基金日均保有规模分别同比+13%/+24%，公募基金利润贡献仍是券商业绩有力支撑。

● 全面注册制和基金净申购是下半年重要催化

(1) 大财富管理长逻辑不变，基金净申购改善将催化赛道行情。2022 年 4、5 月偏股基金出现净赎回，我们对标 2019 年 1 季度的反弹行情，2019 年 1-3 月偏股基金单月反弹 +3.8%/+11.3%/+5.7%，偏股基金份额环比分别 -1.6%/-1.6%/-0.3%，如果以 3 个月净赎回作为中性假设，预计 2022 年三季度有望重归净申购。股票型 ETF 和偏股基金新发数据边际改善，预计 2022Q2 末偏股保有同比或迎来拐点，有望驱动大财富线条盈利和市场估值上修，赛道有望迎来戴维斯双击。(2) 以全面注册制为核心的一揽子政策利好券商各项业务。我们预计全面注册制年内落地概率较高，主板注册制落地，直接利好投行业务。从资产端、资金端全面铺开的资本市场改革政策将全面利好券商各项业务，头部券商或更受益。此外，全面注册制或将配套引入长期资金，未来有望启动长牛、慢牛行情，利于吸引居民财富向权益类金融资产迁移，利好财富管理线条。

● 风险提示：股市波动对券商投资收益带来不确定影响；券商财富管理和资产管理利润增长不及预期；证券行业监管政策带来的不确定性。

目 录

1、 券商中报前瞻：投资收益环比或明显改善，2 季度业绩可期.....	3
1.1、 投资收益是券商 2 季度归母净利润改善核心.....	3
1.2、 预计上市券商 2022H1/2022 归母净利润分别同比-36%/-18%	7
2、 未来催化因素：基金净申购改善和全面注册制.....	8
3、 投资结论	12
4、 风险提示	13

图表目录

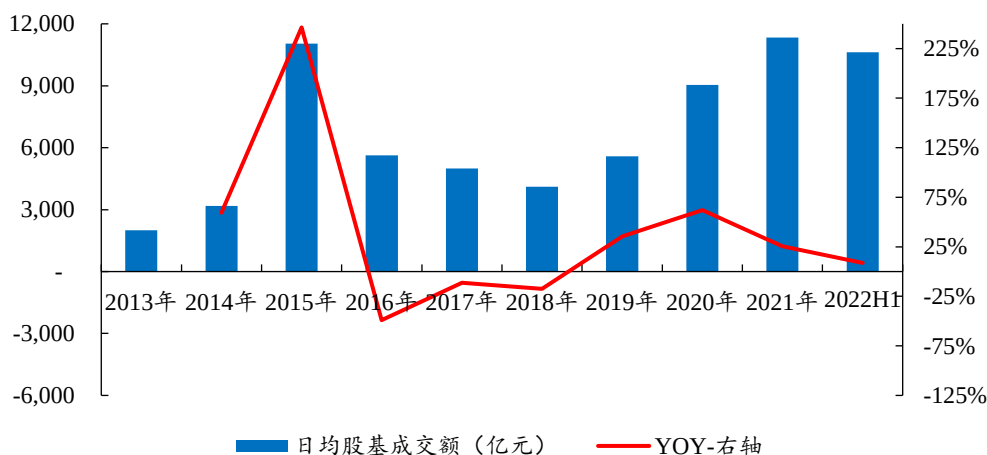
图 1： 2022H1 市场日均股基成交额同比+8.7%.....	3
图 2： 2022H1 IPO 承销规模同比+46%.....	3
图 3： 2022H1 IPO 单数同比-28%	3
图 4： 2022H1 债承规模同比+9%.....	4
图 5： 2022H1 再融资规模同比-39%.....	4
图 6： 2022Q1 末集合资管规模同比+54.5%	4
图 7： 2022H1 两融日均规模同比-2%.....	5
图 8： 2022H1 证券公司负债端成本有所下降.....	5
图 9： 2022Q2 股市债市上涨，沪深 300/万得全 A/中证综合债单季度上涨 6.2%/5.1%/1.0%.....	5
图 10： 2022 年 5 月偏股/非货基金保有规模同比-4.5%/+14.3%	6
图 11： 2022 年 4、5 月偏股基金份额环比-0.5%/-1.5%	6
图 12： 2022 年 4、5 月非货基金份额环比+0.3%/+1.3%	6
图 13： 预计 2022Q2 上市券商归母净利润环比+75%	8
图 14： 2019 年 1 季度市场反弹阶段基民呈现净赎回特征.....	9
图 15： 2022 年 6 月底股票型 ETF 净申购有所改善	9
图 16： 2022 年 6 月底偏股基金新发数据有所改善.....	10
图 17： 银行理财净值型产品比例持续提升.....	10
图 18： 2021 年起无风险利率呈下行趋势	10
图 19： 券商板块/头部券商 PB 估值处于低位.....	13
表 1： 预计 2022Q2 偏股/非货基金日均保有规模分别同比+13%/+24%.....	6
表 2： 预计上市券商 2022H1/2022 年归母净利润分别同比-35.7%/-17.6%	7
表 3： 重点标的中报前瞻	8
表 4： 已披露业绩预告的 10 家证券公司 2 季度归母净利润改善明显.....	8
表 5： 预计偏股基金 2022Q2、Q3、Q4 保有分别为 7.93/8.31/8.57 万亿，同比分别为+0.7%/+3.7%/-0.7%	10
表 6： 全面注册制有望在 2022 年内出台	11
表 7： 受益标的估值表	13

1、券商中报前瞻：投资收益环比或明显改善，2 季度业绩可期

1.1、投资收益是券商 2 季度归母净利润改善核心

经纪：2022 上半年全市场日均股基成交额同比+8.7%。2022H1 市场日均股基成交额 1.06 万亿元，同比+8.7%。2022Q2 单季度日均股基成交额 1.04 万亿，季度环比-5.1%，同比+10.1%。受市场下跌影响，2022Q2 市场交投活跃度季度环比有所下降，同比仍保持增长，驱动券商经纪、两融业务收入同比有所增长。上半年新发偏股基金 2084 亿份，同比-84%，券商代销金融产品收入同比承压。

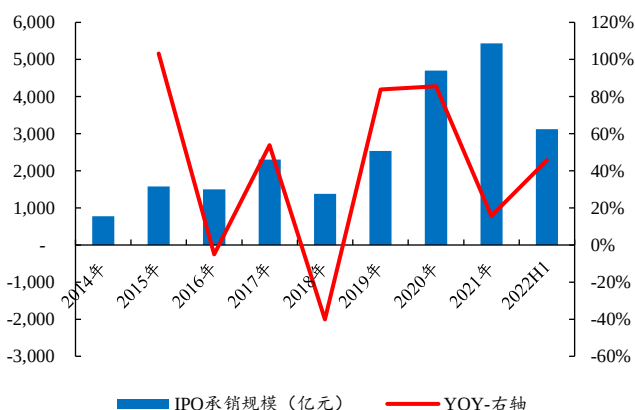
图1：2022H1 市场日均股基成交额同比+8.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

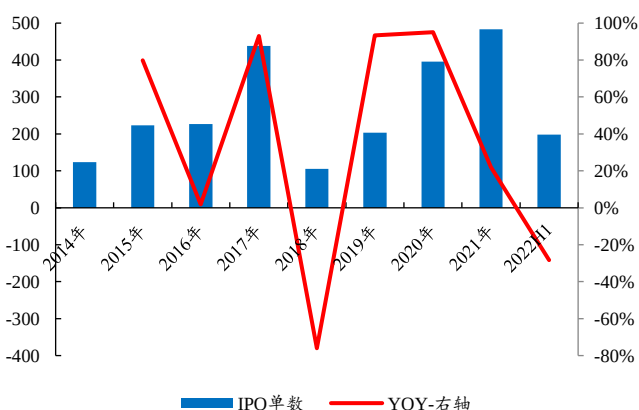
投行：2022H1 IPO 和债券承销规模同比上升，再融资规模同比下降。2022H1 IPO/再融资/债券承销规模分别为 3120 亿元/2380 亿元/55406 亿元，同比+46%/-39%/+9%。2022 上半年 IPO 项目数共 198 单，同比-28%，IPO 单数或受疫情影响同比下降。2022Q2 单季度 IPO/再融资/债券承销规模分别为 1321/919/29875 亿元，季度环比分别为-27%/-37%/+17%。2022 年 2 季度券商投行业务收入环比承压，同比增长。

图2：2022H1 IPO 承销规模同比+46%



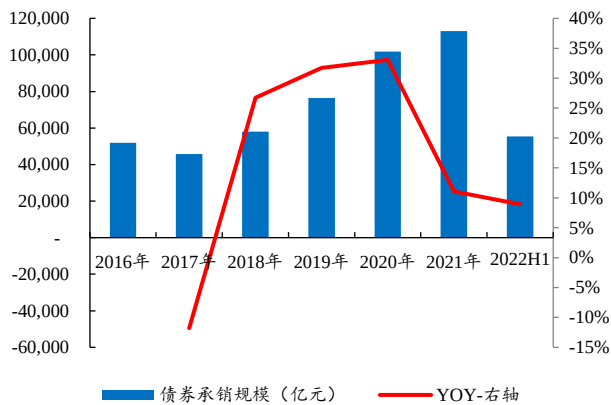
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2022H1 IPO 单数同比-28%



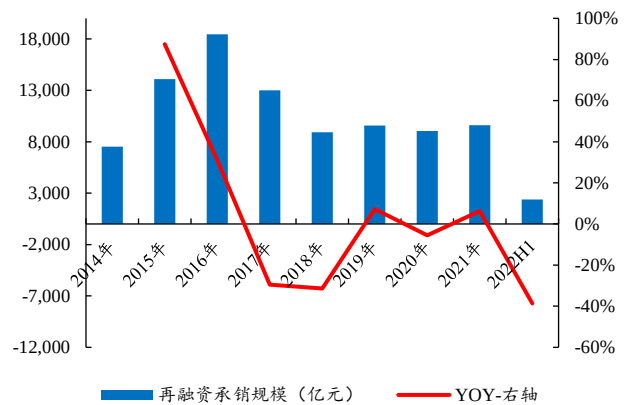
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2022H1 债承规模同比+9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2022H1 再融资规模同比-39%

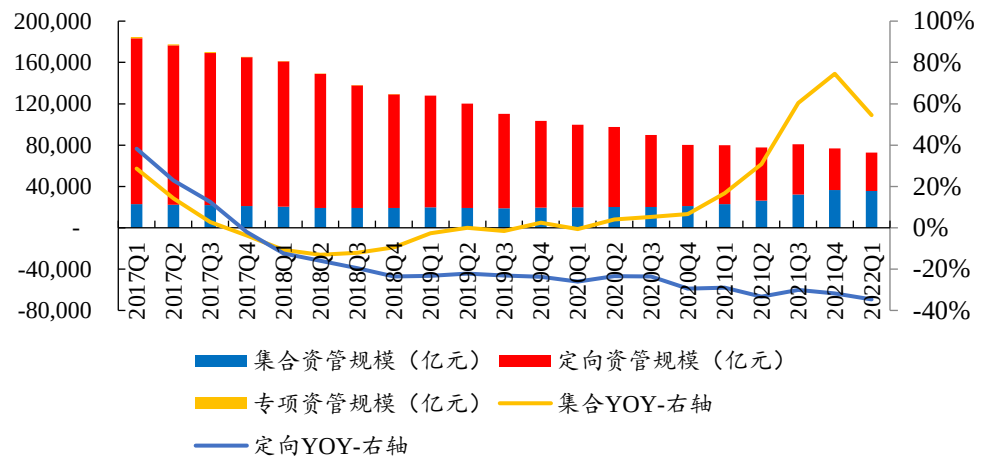


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：再融资承销规模包括增发（投行为主承销商）、增发（投行为财务顾问）、配股、优先股

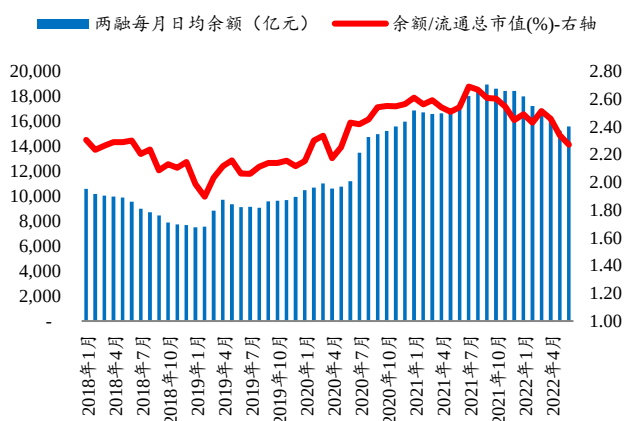
资管：2022Q1 末集合资管规模同比增长。2022Q1 末集合资产管理规模 3.56 万亿元，同比+54.5%。集合规模占比持续提升，2022Q1 末达 49%，较 2021Q4 末增加 1.5pct。

图6：2022Q1 末集合资管规模同比+54.5%

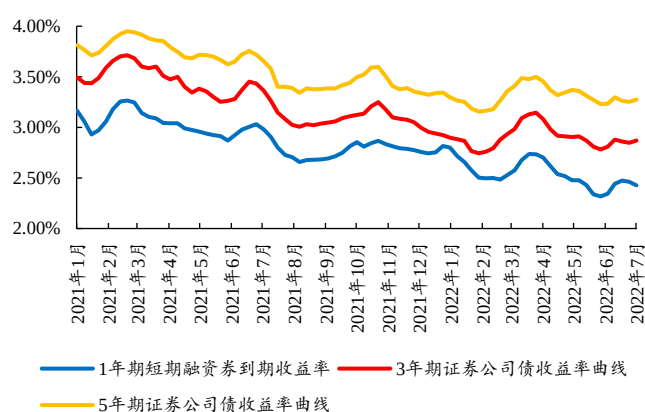


数据来源：中基协、开源证券研究所

两融：日均两融余额同比微降，券商负债端成本下降利于利差扩张。（1）2022 上半年市场日均两融余额 1.65 万亿元，同比-2%。2022Q2 单季度日均两融余额 1.57 万亿，季度环比-10%。（2）券商负债端成本整体呈下行趋势，利于利差扩张。2022Q2 末短期融资券利率较 2022 年初下降 0.37pct，3 年/5 年期证券公司债券利率较年初下降 0.03pct/0.02pct。券商 2022Q2 末负债端成本较 2022Q1 末下降明显，短期融资券/3 年期证券公司债/5 年期证券公司债利率分别下降 0.27/0.21/0.18pct。

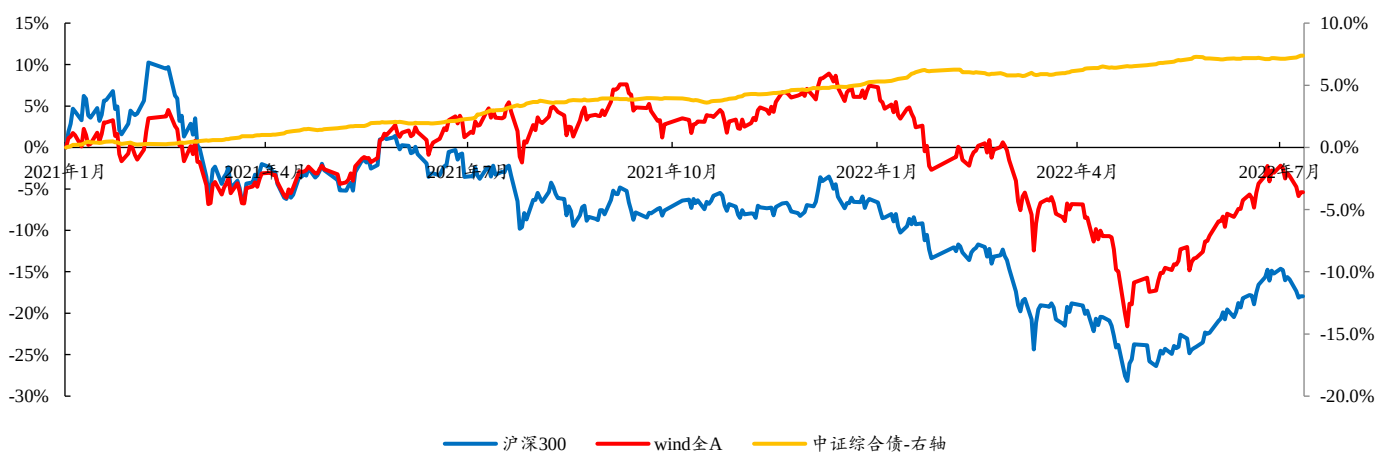
图7：2022H1 两融日均规模同比-2%


数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2022H1 证券公司负债端成本有所下降


数据来源：Wind、开源证券研究所

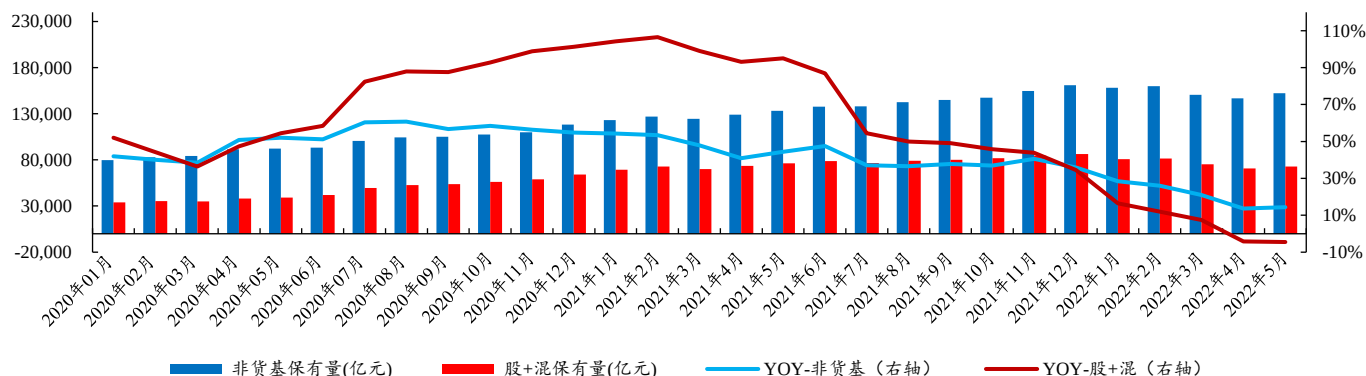
投资型业务：股市明显反弹，债市有所上涨，2 季度投资收益或明显改善。2022Q2 股市有所反弹，沪深 300/万得全 A/中证综合债 2022Q2 单季度分别+6.2%/+5.1%/+1.0%（2022Q1 分别-14.5%/-13.9%/+0.8%），2022H1 沪深 300/万得全 A/中证综合债分别-9.2%/-9.5%/+1.8%（2021H1 分别为+0.2%/+5.5%/+2.2%）。2022Q2 股市明显反弹，金融资产中股票自营和一级股权投资占比高的券商 2 季度环比弹性较大。

图9：2022Q2 股市债市上涨，沪深 300/万得全 A/中证综合债单季度上涨 6.2%/5.1%/1.0%


数据来源：Wind、开源证券研究所

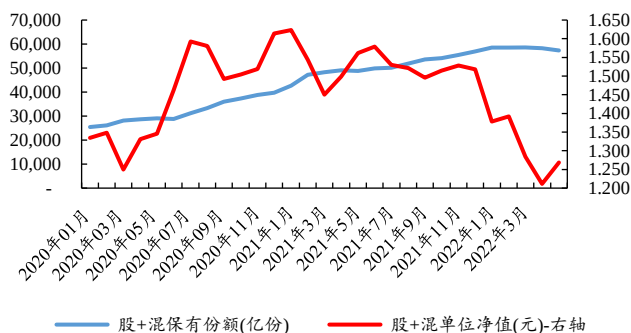
公募基金：预计 2022H1 偏股/非货基金日均保有规模分别同比+13%/+24%。（1）2022 年 5 月末偏股/非货基金保有规模分别为 7.28/15.22 万亿，环比分别+3.1%/+3.6%，同比分别-4.5%/+14.3%。从份额来看，2022 年 5 月末全市场偏股/非货基金份额 5.74/12.95 万亿，环比分别为-1.5%/+1.3%。本轮反弹阶段净赎回幅度符合预期，符合历史基民反弹净赎回规律。（2）2022Q2 偏股基金指数上涨 9%，我们假设赎回比例 139%（赎回份额/认申购份额），预计 2022H1 偏股/非货基金日均保有规模分别同比+13%/+24%，公募基金利润贡献仍是券商业绩有力支撑。

图10：2022年5月偏股/非货基金保有规模同比-4.5%/+14.3%



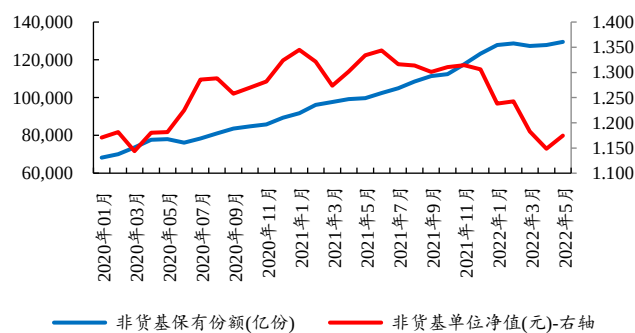
数据来源：中基协、开源证券研究所

图11：2022年4、5月偏股基金份额环比-0.5%/-1.5%



数据来源：中基协、开源证券研究所

图12：2022年4、5月非货基金份额环比+0.3%/+1.3%



数据来源：中基协、开源证券研究所

表1：预计 2022Q2 偏股/非货基金日均保有规模分别同比+13%/+24%

单位：亿元	2019	2020	2021	2022H1E
认申购额（年度累计）	28,432	84,589	105,830	2,085
YOY		198%	25%	-84%
赎回比率 （赎回份额/认申购份额）	88%	71%	78%	139%
偏股基金指数涨跌	43.70%	51.50%	4.05%	9.02%
股+混基金保有规模	31,886	64,209	86,328	79,291
YOY	46%	101%	34%	1%
较 2022Q1 环比				5.4%
股+混季（年）度日均 AUM	26,947	45,425	75,884	80,274
YOY		69%	67%	13%
股+混占比	41.70%	54.20%	53.60%	49.00%
非货基金保有规模	76,502	118,393	160,947	161,819
YOY	41%	55%	36%	18%
较 2022Q1 环比				7.4%
非货基金季（年）度日均 AUM	64,065	95,514	137,262	157,825
YOY		49%	44%	24%

数据来源：Wind、中基协、开源证券研究所

1.2、预计上市券商 2022H1/2022 归母净利润分别同比-36%/-18%

预计上市券商 2022H1/2022 年归母净利润分别同比-36%/-18%。截至 7 月 15 日，10 家上市券商披露业绩预告，10 家券商 Q2 归母净利润季度环比改善明显，10 家上市券商 1 季度净利润合计亏损 12 亿，2 季度扭亏为盈，合计盈利 35-38 亿。整体看，股市反弹驱动投资收益环比改善，券商 2 季度归母净利润环比将有所增长，我们预计 2022Q2 单季度上市券商归母净利润环比+75%，小幅上修 2022 年全年市场成交量和自营投资收益率假设，预计上市券商 2022H1/2022 年归母净利润分别同比-35.7%/-17.6%，年化 ROE 分别为 5.9%/7.2%。

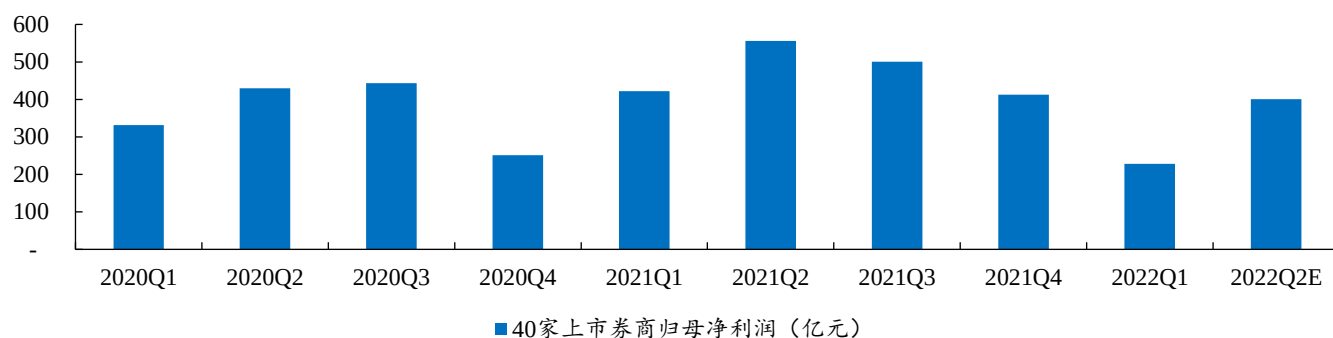
核心券商中报预期：预计东方财富/中信证券/华泰证券/广发证券/国联证券 2022 年中报归母净利润同比分别为 +19%/-6%/-36%/-30%/+28%，2 季度归母净利润环比 +5%/+19%/+24%/+117%/+57%。

表2：预计上市券商 2022H1/2022 年归母净利润分别同比-35.7%/-17.6%

40 家上市券商整体						
(单位：亿元)	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年	2022H1E	2022 年 E
经纪业务收入	621	742	1,140	1,373	580	1,212
YOY	-19.7%	19.4%	53.7%	20.4%	-5.5%	-11.8%
日均股基成交额	4,117	5,580	9,042	11,340	10,630	10,660
投行业务收入	337	416	580	618	271	620
YOY	-21.8%	23.4%	39.4%	6.5%	2.3%	0.3%
资产管理收入	305	314	389	499	221	457
YOY	-4.3%	3.0%	23.8%	28.1%	-3.7%	-8.4%
大投资业务收入	723	1,367	1,578	1,797	314	1,217
YOY	-31.3%	89.1%	15.4%	13.9%	-66.7%	-32.3%
自营投资收益率	3.0%	5.2%	5.1%	4.7%	1.4%	2.7%
利息净收入	366	422	534	600	244	556
YOY	8.7%	15.1%	26.7%	12.3%	-18.1%	-7.3%
营业收入（调整后）	2,516	3,440	4,404	5,163	1,777	4,355
YOY	-17.4%	36.8%	28.0%	17.2%	-28.6%	-15.7%
管理费	1,470	1,763	2,103	2,530	906	2,243
信用减值及其他资产减值损失	180	207	340	140	62	109
归母净利润	640	1,087	1,456	1,891	629	1,559
YOY	-38.3%	69.8%	34.0%	29.9%	-35.7%	-17.6%
净利率（调整后）	25.4%	31.6%	33.1%	36.6%	35.4%	35.8%
归母股东权益	14,973	16,196	18,663	20,918	21,559	22,689
YOY	3.4%	8.2%	15.2%	12.1%	10.2%	8.5%
股权融资合计	495	261	950	500	500	700
ROE（年化）	4.4%	7.0%	8.4%	9.6%	5.9%	7.2%
权益乘数（扣除客户保证金）	3.44	3.63	3.83	4.02	3.98	4.01

数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：预计 2022Q2 上市券商归母净利润环比+75%



数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：重点标的中报前瞻

归母净利润 (百万元)	2021A	YOY	2022H1E	YOY	2022Q2E	QOQ	YOY
东方财富	8,553	79%	4,451	19.4%	2,280	5.0%	25.5%
中信证券	23,100	55%	11,451	-6%	6,222	19%	-12%
华泰证券	13,346	23%	4,968	-36%	2,754	24%	-38%
广发证券	10,854	8%	4,130	-30%	2,828	117%	-15.5%
国联证券	889	51%	485	28%	296	57%	33.7%

数据来源：各公司公告、开源证券研究所

表4：已披露业绩预告的 10 家证券公司 2 季度归母净利润改善明显

单位：亿元	2022Q1 归母 净利润	2022H1 归母净利润		同比		2022Q2 季度归母净利润		Q2 季度环比	
		下限	上限	下限	上限	下限	上限	下限	上限
东方证券	2.28	5.5	6.6	-80%	-76%	3.2	4.3	41%	89%
红塔证券	-7.18	3.26	3.26	-56%	-56%	10.4	10.4	扭亏转盈	
东兴证券	0.30	2.73	2.73	-63%	-63%	2.4	2.4	707%	707%
中原证券	0.18	-1.25	-1.25	由盈转亏		-1.4	-1.4	由盈转亏	
太平洋	0.09	-1.0	-0.6	由盈转亏		-1.1	-0.7	由盈转亏	
华西证券	-1.70	2.7	3.1	-71%	-67%	4.4	4.8	扭亏转盈	
国元证券	-1.20	7.49	7.49	-11%	-11%	8.7	8.7	扭亏转盈	
天风证券	-0.84	0.46	0.56	-86%	-83%	1.3	1.4	扭亏转盈	
西南证券	-1.28	1.37	2.4	-80%	-65%	2.7	3.7	扭亏转盈	
东北证券	-2.59	2.07	2.07	-71%	-71%	4.7	4.7	扭亏转盈	
合计	-11.94	23.34	26.37	-71%	-67%	35.3	38.3	扭亏转盈	

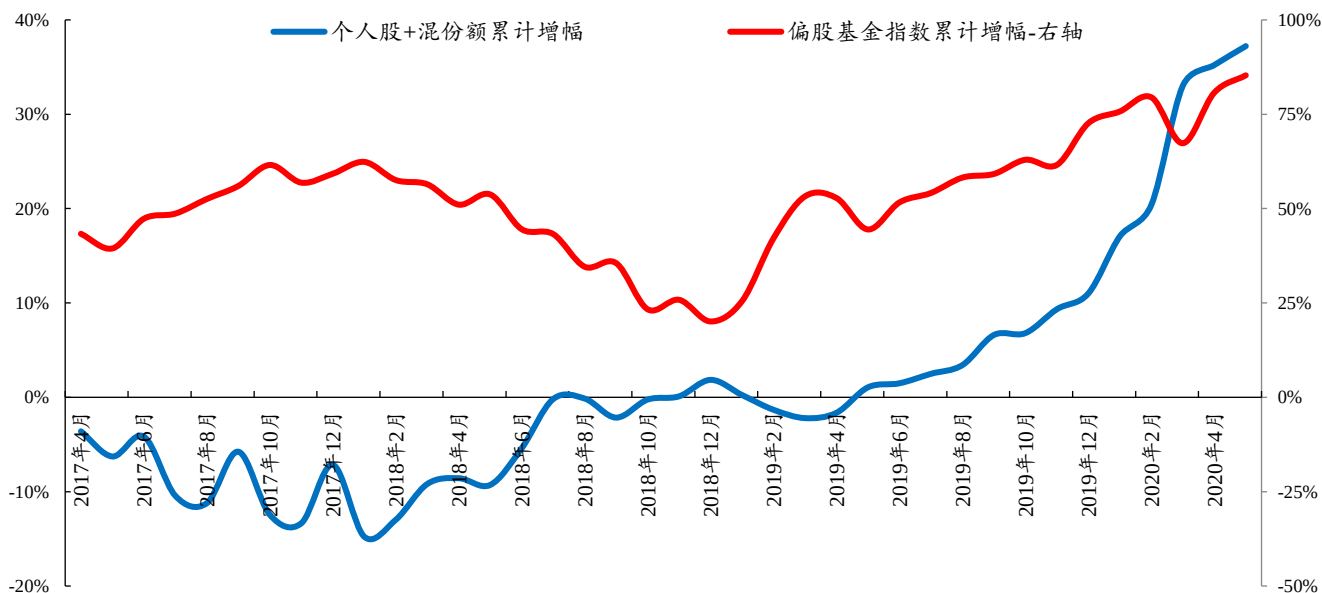
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、未来催化因素：基金净申购改善和全面注册制

大财富管理长逻辑不变，基金净申购改善将催化赛道行情。大财富管理仍是券商板块重要的长期主线，2 季度基金小幅净赎回对赛道弹性带来压制，随着基金净值的明显回升和经济前景预期的修复，预计居民净申购的力量有望明显修复，带动券商大财富管理业务线条盈利增速和估值的抬升。

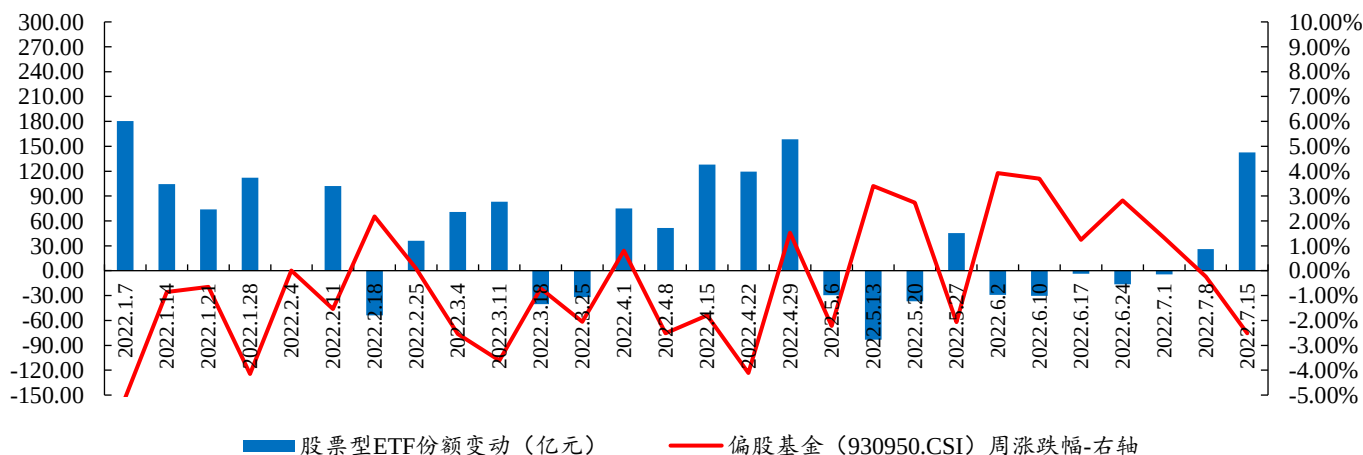
我们预计 2022 年 6 月净赎回减弱，三季度有望重回净申购。(1) 我们将 2022 年 4 月 27 日至今的反弹行情与 2019 年 1 季度的反弹行情对标，2019 年 1-3 月偏股基金单月反弹+3.8%/+11.3%/+5.7%，对应偏股基金份额环比分别-1.6%/-1.6%/-0.3%，如果以 3 个月净赎回作为中性假设，那么我们预计 2022 年三季度有望重归净申购（2019 年 4、5 月单月偏股基金指数-0.3%/-4.7%，对应偏股基金份额+0.6%/+2.7%，下跌未影响市场净申购热情）。(2) 股票型 ETF 份额周度数据来看，净申赎已有所改善。同时，我们看到新发偏股基金周度数据有所改善，虽然新发占存量申购的比重较小，但具有明显的信号意义，反映了基民的行为变化。(3) 当前与 2019 年 1 季度相比，房住不炒深入人心，同时资管新规进入正式期，银行理财、信托全面进入净值化时代，净值波动明显增加，无风险利率持续下降，权益型、净值型产品的长期吸引力在提升，反弹 3 个月后净赎回转为净申购的概率更高。我们预计 2022 年 6 月净赎回力度减弱，三季度有望重回净申购。

图14：2019 年 1 季度市场反弹阶段基民呈现净赎回特征



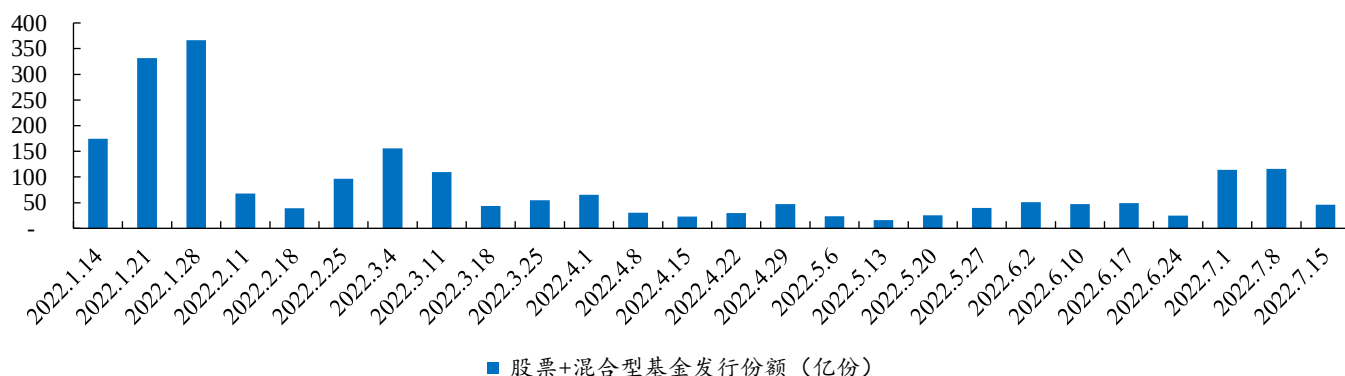
数据来源：中基协、Wind、开源证券研究所

图15：2022 年 6 月底股票型 ETF 净申赎有所改善



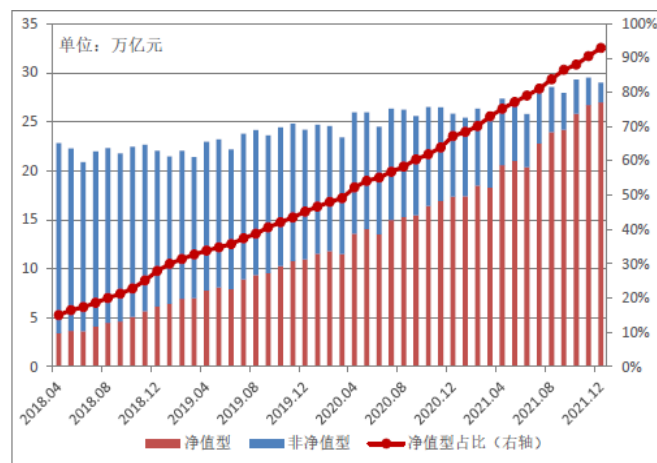
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：2022年6月底偏股基金新发数据有所改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：银行理财净值型产品比例持续提升



资料来源：银行业理财登记托管中心

图18：2021年起无风险利率呈下行趋势



数据来源：中基协、开源证券研究所

2022Q2 末偏股保有同比或迎来拐点，有望驱动大财富线条盈利上修。2022 年 6 月偏股基金指数+10.7%，净值超预期回升。我们预计 2022Q3 将出现净申购，在全年赎回比率（赎回金额/认申购金额）95%，偏股基金下跌-5%的假设下，预计偏股基金 2022Q2、Q3、Q4 保有规模分别为 7.93/8.31/8.57 万亿，季度环比分别+5.4%/+4.8%/+3.2%，同比分别为+0.7%/+3.7%/-0.7%。

表5：预计偏股基金 2022Q2、Q3、Q4 保有分别为 7.93/8.31/8.57 万亿，同比分别为+0.7%/+3.7%/-0.7%

股票+混合基金（亿元）	2022Q1	2022Q2E	2022Q3E	2022Q4E
认购额（单季）	1,563	522	1,500	1,800
YOY	-83%			
认申购额（单季）	16,355	7,996	12,500	13,846
YOY	-54%	-57%	-59%	-34%
环比		-51%	56%	11%
赎回金额（单季）	14,001	10,399	11,625	12,323
赎回比率（赎回份额/认申购份额）	86%	139%	93%	89%
净申赎（单季）		-2,403	875	1,523
净值波动（单季）	-13,480	6,492	2,936	1,123

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

股票+混合基金（亿元）	2022Q1	2022Q2E	2022Q3E	2022Q4E
偏股基金指数当季涨跌幅(930950)	-17.46%	9.02%	4.0%	1.5%
期末偏股基金保有量	75,203	79,291	83,103	85,749
QOQ	-12.9%	5.4%	4.8%	3.2%
YOY	7.4%	0.7%	3.7%	-0.7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

以全面注册制为核心的一揽子政策利好券商各项业务。2021 年中央经济工作会议、2022 年两会政府工作报告对全面注册制均有所提及，我们预计全面注册制于年内落地。随着未来主板注册制落地，IPO 效率进一步提高，大投行产业链迎来长足发展。同时，从资产端、资金端全面铺开的资本市场改革政策将全面利好券商经纪、两融、自营、资管等业务，催化券商板块盈利提升，头部券商或更受益。此外，注册制将配套引入机构的长期资金，未来有望启动长牛、慢牛行情，利于吸引居民财富向权益类金融资产迁移，利好财富管理线条。

表6：全面注册制有望在 2022 年内出台

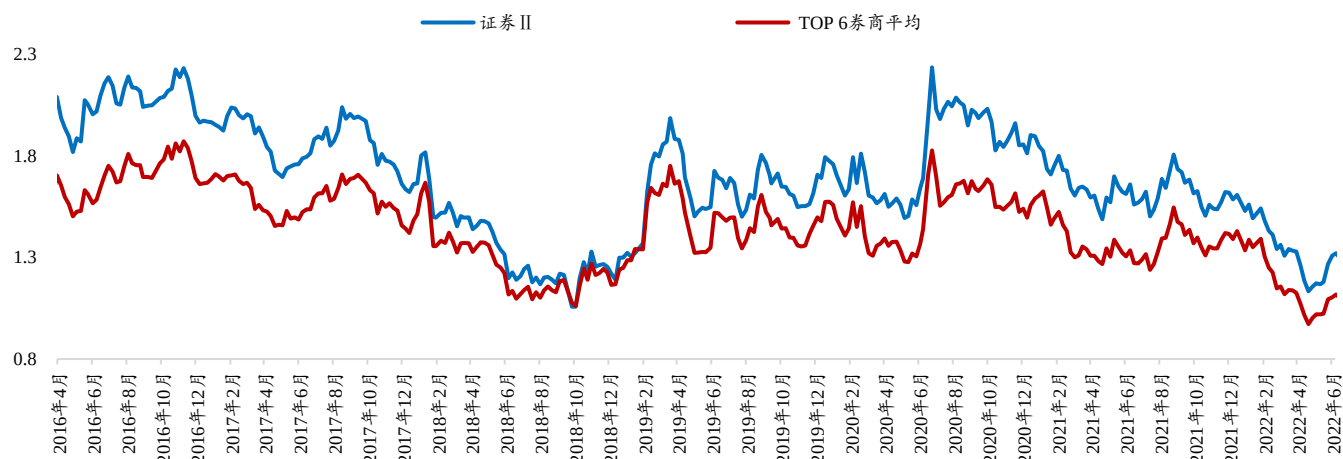
时间	主体	全面注册制落地信号梳理	具体内容
2021.12.10	中央经济工作会议	中央经济工作会议提到“要抓好要素市场化配置综合改革试点，全面实行股票发行注册制。”	中央经济工作会议中提到“要抓好要素市场化配置综合改革试点，全面实行股票发行注册制。”首次将“全面实行股票发行注册制”写入中央经济工作会议对下一年经济工作安排中。
2022.1.6	易会满	证监会主席易会满表示“注册制试点已经达到了预期目标，全面实行注册制的条件已逐步具备”	人民日报、新华社、中央广电总台、经济日报围绕贯彻中央经济工作会议精神对易会满主席进行了采访，易会满表示：“目前来看注册制试点已经达到了预期目标，全面实行注册制的条件已逐步具备。证监会正抓紧制定全市场注册制改革方案，确保这项重大改革平稳落地。”
2022.1.17	证监会	证监会 2022 年系统工作会议提出“全面注册制”条件逐渐具备	会议认为，全面深化资本市场改革向纵深推进，全面实行股票发行注册制条件逐渐具备。会议强调，以全面实行股票发行注册制为主线，深入推进资本市场改革。
2022.1.28	证监会	证监会制定 2022 年度立法工作计划，要求落实中央经济工作会议关于全面实行股票发行注册制的决策部署	2022 年证监会立法工作三方面主要内容之一：落实中央经济工作会议关于全面实行股票发行注册制的决策部署，制定《首次公开发行股票注册管理办法》《上市公司证券发行注册管理办法》等规章。
2022.2.18	证监会	证监会在两会代表委员建议提案的回复中提到“深入总结试点经验，积极为稳步推进全市场注册制改革创造条件”	证监会在对 2021 年全国两会代表委员建议提案《关于废除新股配售完善注册制配套制度的提案》中回复，证监会将认真贯彻党中央、国务院决策部署，在国务院金融委的统一指挥协调下，深入总结试点经验，积极为稳步推进全市场注册制改革创造条件，努力打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。
2022.3.5	李克强	李克强在《2022 政府工作报告》的 2022 年政府工作报告中提及“完善民营企业债券融资支持机制，全面实行股票发行注册制，促进资本市场平稳健康发展。”	李克强总理在《政府工作报告》第三部分“2022 年政府工作任务”的第（三）点“坚定不移深化改革，更大激发市场活力和发展内生动力”中提到“完善民营企业债券融资支持机制，全面实行股票发行注册制，促进资本市场平稳健康发展”。参考 2021 年政府工作报告中提到“稳步推进注册制改革”，同年 9 月北交所设立，11 月开市实行注册制，我们认为全面注册制或于 2022 年内落地。
2022.4.9	易会满	易会满在中国上市公司协会第三届会员代表大会表示证监会将扎实推进全面实	易会满在上市公司协会第三届会员代表大会上表示“证监会将扎实推进全面实行股票发行注册制改革平稳落地，以注册制改革为

时间	主体	全面注册制落地信号梳理	具体内容
		行股票发行注册制改革平稳落地	牵引，统筹推进资本市场基础制度建设、法治体系完善、监管转型与能力提升等重点改革任务落地见效，进一步增强基础制度的适应性包容性，持续优化市场结构和生态，更好发挥资本形成和资源配置功能。”
2022.5.31	上交所	上交所“十四五”发展规划提及“坚持注册制改革‘三原则’，稳步推进全市场注册制改革”	上交所编制《上海证券交易所“十四五”发展规划》以有效对接国家“十四五”规划主要目标和重点任务。《规划》在规划举措方面提出 11 项重点任务，提到“坚持注册制改革“三原则”，稳步推进全市场注册制改革；优化股票发行审核机制，明确交易所审核职能定位，履行好审核把关职责；完善新股发行承销机制。”
2022.6.25	国家金融与发展实验室与中国社会科学院金融研究所	国家金融与发展实验室与中国社会科学院金融研究所联合召开全面注册制改革研讨会	国家金融与发展实验室与中国社会科学院金融研究所联合召开全面注册制改革研讨会，邀请有关专家学者和市场机构负责人共同总结前期股票发行注册制改革试点经验，为即将到来的全面注册制改革建言献策。

资料来源：中国证监会、Wind、开源证券研究所

3、投资结论

环比改善同比承压，关注基金净申购和全面注册制。（1）截至 7 月 15 日，10 家上市券商披露业绩预告，2022Q2 归母净利润环比改善明显，10 家上市券商 1 季度净利润合计亏损 12 亿，2 季度净利润合计盈利 35-38 亿。整体看，投资收益是券商 2 季度业绩环比改善核心，股市反弹驱动投资收益环比大幅改善，股票自营和一级股权投资占比较高的券商环比盈利弹性较大。上市券商同比增速有望逐季修复，4 季度同比增速有望转正。我们预计 2022Q2 单季度上市券商归母净利润环比+75%，预计上市券商 2022H1/2022 年归母净利润分别同比-36%/-18%，年化 ROE 分别为 5.9%/7.2%。核心券商中报预期：预计东方财富/中信证券/华泰证券/广发证券/国联证券 2022 年中报归母净利润同比分别为+19%/-6%/-36%/-30%/+28%，2 季度归母净利润环比+5%/+19%/+24%/+117%/+57%。（2）当前券商板块估值具有安全边际，下半年行业自身主线催化或支撑板块行情，基金净申购改善和全面注册制有望成为券商板块 3 季度重要催化，看好具有长期成长性的券商。推荐大财富管理主线龙头东方财富、广发证券和东方证券；推荐盈利景气度和成长性较好的国联证券，推荐综合优势突出、兼具景气度的中信证券。

图19：券商板块/头部券商 PB 估值处于低位


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：TOP6 券商分别为中信证券、海通证券、华泰证券、招商证券、广发证券、国泰君安

表7：受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格		EPS		P/E		评级
		2022/7/18	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	
300059.SZ	东方财富	23.25	0.83	0.85	1.04	28.01	27.35	买入
000776.SZ	广发证券	16.65	1.42	1.33	1.74	11.73	12.52	买入
600958.SH	东方财富	8.88	0.73	0.59	0.77	12.16	15.05	买入
601688.SH	华泰证券	13.33	1.47	1.42	1.68	9.07	9.39	买入
600030.SH	中信证券	19.87	1.77	1.54	1.97	11.23	12.90	买入
601456.SH	国联证券	11.25	0.36	0.39	0.52	31.25	29.02	买入
3908.HK	中金公司	14.88	2.16	2.33	2.75	6.89	6.38	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述中金公司 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期

中金公司相关数据单位为港元

4、风险提示

- 股市波动对券商投资收益带来不确定影响；
- 券商财富管理和资产管理利润增长不及预期；
- 证券行业监管政策带来的不确定性。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn