

财富管理方兴未艾，直接融资如火如荼

证券 II

行业评级：推荐

事件概述：

优化疫情防控 20 条将助推市场需求恢复和畅通经济循环，地产纾困及融资支持也有望提振经济信心。美联储加息担忧阶段性缓解，中美利差边际改善，进而人民币汇率企稳、外资重新流入，叠加个人养老金业务细则出台，第三支柱养老保险蓄势待发，A 股再获多项微观资金流入驱动。

分析与判断：

▶ 直接融资功能实现的重要中介：全面注册制稳步推进，IPO 节奏稳定。

资管新规三年多的过渡期结束，此前难以穿透底层资产的融资渠道逐渐减少，企业融资从多层嵌套的银行表外转向直接融资。

二十大报告第四章第一节“构建高水平社会主义市场经济体制”提出“健全资本市场功能，提高直接融资比重”。新形势下，提高直接融资比重是证券行业服务实体经济的重要抓手，也是政策鼓励的方向。全面注册制稳步推进，IPO 节奏相对稳定，投行业务净收入成为受市场波动影响相对较小的业绩“稳定器”。

债券发行：2022 年以来发行企业债 435 只，募集 3446 亿元（占比 0.64%）；公司债 3274 只，募集 2.76 万亿元（占 5.13%）；资产支持证券 3739 只，募集 1.67 万亿元（占 3.11%）；可转债 124 只，募集 1920 亿元。

股权融资：2022 年以来 IPO353 家（月均 33 家）、IPO 募集资金 5319 亿元（为 2021 年的 98%）；定增 285 家、定增募集 5601 亿元；配股 7 家、配股募集 567 亿元。自 2012 年以来，IPO 首发 2777 家，首发募集 2.65 万亿元；股权融资 8921 项，募集资金 14.73 万亿元。

▶ 个人养老金蓄势待发、资产配置边际变化，都将成为财富管理的增量资金。财富管理方兴未艾，基金管理+销售渠道等多环节增厚券商利润。

11 月 3 日，财政部、国家税务总局联合发布《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》，明确自 2022 年 1 月 1 日起，对个人养老金实施递延纳税优惠政策。11 月 4 日，人力资源社会保障部、财政部、国家税务总局、银保监会、证监会五部委联合印发了《个人养老金实施办法》。11 月 4 日，银保监会发布《商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法（征求意见稿）》。11 月 4 日，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》。

11 月 11 日，多家头部基金公司发布公告称，公司旗下的养老目标基金将针对个人养老金投资基金单独设立 Y 类基金份额，并对新增的 Y 类基金份额实施一定的管理费率、托管费率优惠。

财富管理业务再迎增量资金，产品（投资管理）-销售渠道-买方投顾-机构服务四大环节多角度增厚券商利润。叠加经济复苏的预期走强，居民金融资产中存款比例下降及股票基金比例提升，财富管理的市场空间有望再度扩大。

▶ 8 次历史行情的共同点，6 大要素趋于满足。

我们在 6 月的《券商股投资择时篇：券商行情启动的六大条件》报告中，归纳此前 8 次券商行情启动的共同要素：1) 宏观经济处于衰退后期或复苏前期；2) 流动性宽松或趋向于宽松；3) 国家重视资本市场；4) 改革推动机构微观流动性改善（指外资、险资等增量资金）；5) 券商估值处于较低的位置（不是行情启动的充分条件，但提升赔率）；6) 外围条件稳定（中美利差）。

目前，券商行情启动的 2) 3) 5) 条件已经具备，且 1) 4) 和 6) 出现积极变化。

投资建议：

券商板块整体市净率 1.19 倍，在过去 10 年市净率分位数 3.11%。板块估值和业绩成长的错配带来左侧配置机会。券商板块围绕投行和财富管理双主线布局——1) 中信证券有望受益于投行和财富管理集中度提升，中金公司、中信建投和国金证券是注册制试点推进的受益标的。2) 产品端“含基量”高的广发证券和东方证券将是居民权益资产配置比例提升的受益标的。财富管理市场销售端成长性最好的东方财富、兼具管理层优势与区位优势逻辑的国联证券值得关注。在增量资金有限，存量资金博弈的阶段，部分流通市值小的券商有望实现较大弹性。

对于关注券商板块右侧布局信号的投资者，可以关注 1) 沪深两市成交额放大，2) 券商板块 (801193.SI) 的日成交额占两市成交额比例超过 5%，3) 上市券商融券规模快速收缩等指标。后续我们可以期待国内流动性宽松的持续性、股票发行稳步推进全面注册制、成熟板块的交易制度改革试点、证券公司综合账户优化对资产配置的底层架构支持。

风险提示

人民币兑美元汇率大幅波动风险、中美利差大幅变动及流动性影响；国内流动性宽松进程不及预期；A 股成交活跃度下降、上市公司经营的合规风险和证券公司股东资质风险；证券行业各项服务费率或佣金率的超预期下降风险；关注股东减持信息、利率超预期波动风险。

盈利预测与估值

重点公司											
股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E			
				2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
300803.SZ	指南针	52.13	买入	0.44	0.98	1.4	2.03	118.48	53.19	37.24	25.68
300059.SZ	东方财富	19.06	买入	0.65	0.75	0.96	1.12	29.32	25.41	19.85	17.02
000776.SZ	广发证券	16.05	买入	1.42	1.15	1.49	1.85	11.30	13.96	10.77	8.68
601456.SH	国联证券	11.26	增持	0.31	0.36	0.47	0.56	36.32	31.28	23.96	20.11
601878.SH	浙商证券	11.17	增持	0.57	0.51	0.67	0.81	19.60	21.90	16.67	13.79
600109.SH	国金证券	9.18	增持	0.68	0.75	0.85	0.85	13.50	12.24	10.80	10.80
002797.SZ	第一创业	6.05	增持	0.18	0.16	0.2	0.23	33.61	37.81	30.25	26.30
000728.SZ	国元证券	7.1	增持	0.44	0.4	0.64	0.73	16.14	17.75	11.09	9.73
601688.SH	华泰证券	13.14	买入	1.47	1.69	1.81	1.95	8.94	7.78	7.26	6.74
601377.SH	兴业证券	6.13	买入	0.71	0.84	0.97	1.09	8.63	7.30	6.32	5.62

资料来源：wind，华西证券研究所

*指南针为华西非银和计算机联合覆盖标的

分析师：罗惠洲

邮箱：luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

分析师：魏涛

邮箱：weitao@hx168.com.cn

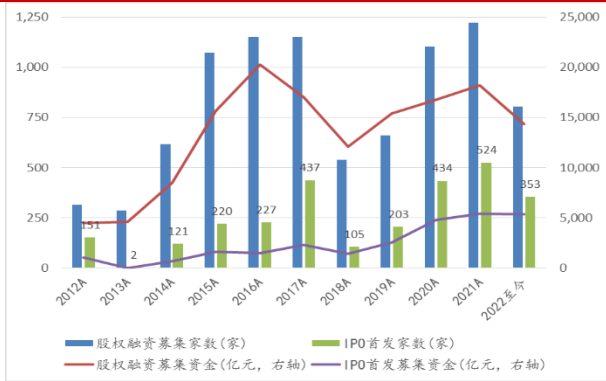
SAC NO: S1120519070003

分析师：吕秀华

邮箱：lvxh@hx168.com.cn

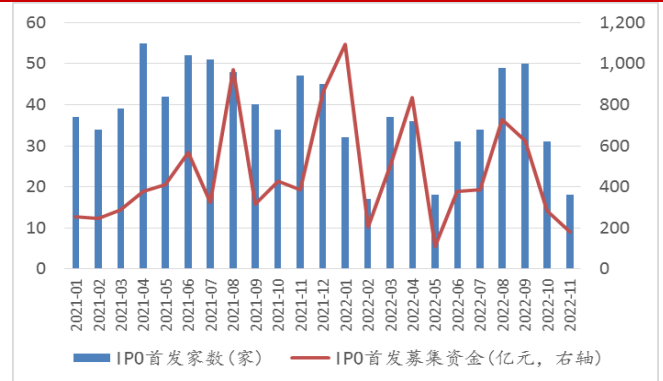
SAC NO: S1120520040001

图 1 2012 年以来 IPO 首发及股权融资的情况



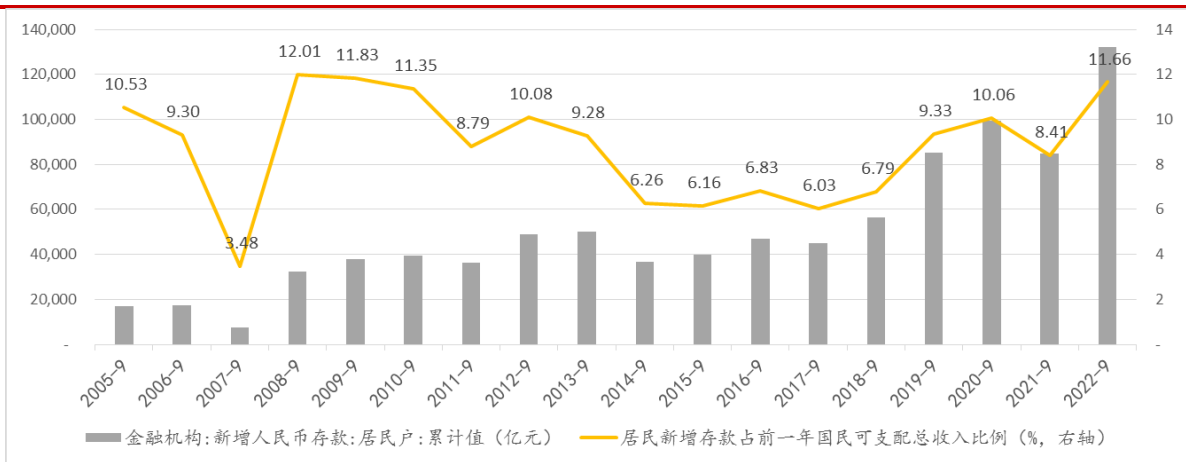
资料来源：wind，华西证券研究所

图 2 2021 年以来 IPO 及首发募集的月度数据



资料来源：wind，华西证券研究所

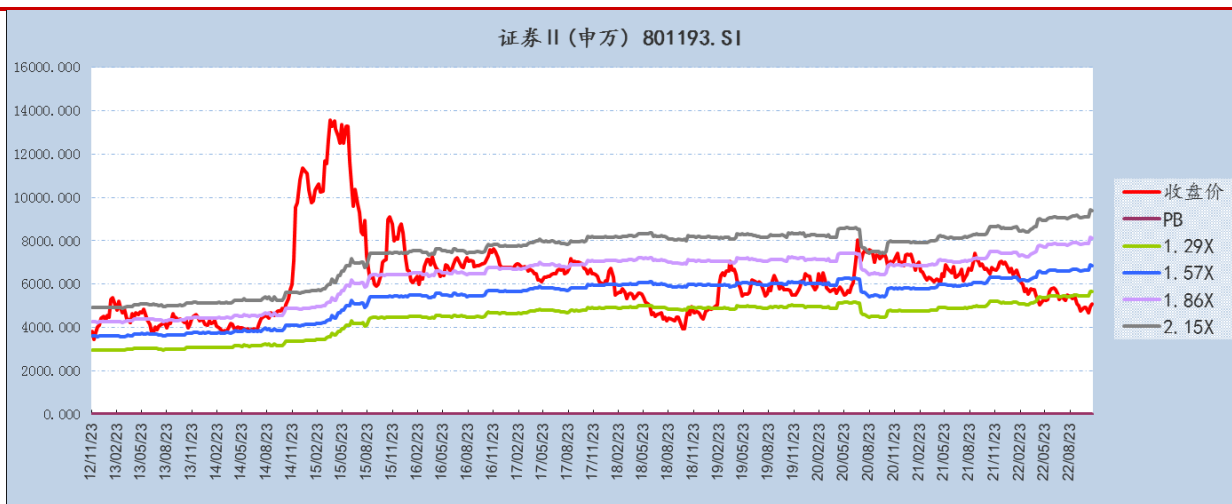
图 3 2005 年以来居民新增存款及新增存款占前一年国民可支配总收入比例



资料来源：中国人民银行、国家统计局、Wind、华西证券研究所

*为剔除存款的季节性影响，我们选取每年的 9 月累计新增存款数据，即当前央行披露的最新数据月份

图 4 证券 II 指数市净率估值处在过去十年的底部



资料来源：Wind、华西证券研究所

分析师与研究助理简介

罗惠洲：美国克莱蒙研究大学金融工程硕士，浙江大学工学学士，8年证券研究经验。曾任职太平洋证券研究院、中银国际证券研究所。致力于深耕券商、互联网金融和多元金融领域。2015年水晶球奖、新财富第一名团队成员；证券时报2019年第二届中国证券分析师“金翼奖”第二名。

魏涛：华西证券总裁助理兼研究所所长，北京大学博士，CPA，多年证券研究经验，曾任太平洋证券研究院院长、中银国际证券研究所所长。2015年包揽水晶球和新财富最佳分析师非银组第一名。

吕秀华：北京大学金融学博士，7年证券研究经验。曾任职中银国际证券战略规划部、方正证券研究所。研究基础扎实，熟悉券商财务数据背后业务、管理、科技及风险方面的布局思路，熟悉海外投行与经纪业商业模式。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持最新状态。同时，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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。