

强于大市

证券行业 2022 年三季报综述

市场波动冲击业绩下滑，市场预期改善催化行情

2022 年前三季度，券商业绩受市场波动冲击同比下滑 31%，营收占比较高的自营、经纪业务收入普遍下滑。弱市背景下，头部券商深耕去方向化转型自营业务韧性显著，IPO 业务竞争力突出，部分中小券商资管业务增速迅猛。财富管理和投行业务空间的趋势性增长有望减缓市场周期带来的波动，重资本业务新赛道有助于平滑利润波动，增强增长确定性。近期市场预期改善，建议布局超跌品种，重点推荐中信证券、东方财富，建议关注中金公司。

- **市场下行拖累券商业绩。**前三季度，内外部利空因素持续扰动下股市行情下行，资金情绪低迷。市场冲击和高基数背景下，41 家上市券商合计归母净利润 1021 亿元，同比下滑 31%，降幅较中报扩大近 4 个百分点。资产规模稳健增长，总资产、归母净资产分别较年初增加 4%和 8%，为发展资本中介及投资交易业务，资本补充保持较快节奏。
- **营收占比较高的自营、经纪业务为业绩下滑的主要原因。**1）上市券商自营收入同比减少 52%，仅 4 家正增长。金融投资规模增长 7%，金融衍生资产增长 82%，或体现弱市环境下券商投资策略变化。2）券商经纪和两融业务普遍受资金情绪周期性下滑影响，上市券商经纪业务净收入同比减少 16%，融出资金规模收缩 15%。尽管市场存在波动，公募基金存量规模和两融客户数保持增长，券商代销保有量市占率上行，两项业务具备长期成长能力。3）由于证券市值下降及资金避险情绪上升，资管管理规模预计较年初下降，较 6 月末略有收窄。资管业务净收入合计略减 4%，较中报降幅收窄。4）IPO、再融资家数同比减少，受益于多单超大型 IPO 项目，IPO 承销金额同比增加 30%，推动投行业务收入略增 5%。
- **大券商弱市环境中整体韧性更强，中小券商资管增速亮眼。**41 家上市券商前五名集中度同比提高 4 个百分点至 45%，11 家大券商合计占比 78%，同比提升 5 个百分点。1）头部券商受益于长期去方向化转型和衍生品业务牌照、资金实力壁垒，自营业务能够更好地对冲风险，收入韧性较强。2）弱市环境下 IPO 业务量收缩加剧行业竞争，头部投行凭借更强的综合服务能力在大型项目承揽中占据优势地位。3）部分中小券商在资管业务中展现亮眼增势，资管规模连续四个季度保持较高增速。

投资建议

- **市场预期改善，建议布局低估值券商。**由于内外部压力导致 A 股市场行情震荡，交易活跃度下滑，券商行业业绩短期承压，券商板块估值低于近 10 年 5%分位点。**市场扰动的不确定性不改券商成长逻辑的确定性。**1）衍生品和做市业务创新预计加快重资本业务低波动转型，有望增厚收益并平滑自营业务利润波动。2）财富管理和投行业务业务量的趋势性增长有助于对冲市场周期的波动。**市场预期改善，估值面临的情绪面压力有望缓解。**央行降准落地和美国放缓加息的预期增强，内外部压力缓解有助于提振 A 股市场资金情绪，改善市场环境，催化券商板块基本面与估值共同回升。**建议布局受益于重资本业务转型、财富管理及投行业务空间扩容，以及估值修复的高成长性超跌个股。重点推荐中信证券、东方财富，建议关注中金公司。**

风险提示

- 政策出台、国际环境、疫情发展以及市场波动对行业的影响超预期。

相关研究报告

《证券行业政策点评：科创板做市整装待发，完善机构投资者退出制度》20221017

《证券行业周点评：中报发布过半，业绩显著边际改善》20220829

《证券行业周点评：业绩边际改善与流动性宽裕助推板块估值修复》20220821

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

非银金融

证券分析师：张天愉
(8610)66229087
tianyu.zhang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521100002

证券分析师：林媛媛
(86755)82560524
yuanyuan.lin@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300521060001

1 市场下行冲击券商业绩，降幅较中报扩大

1.1 股市震荡下行，资金交易疲软

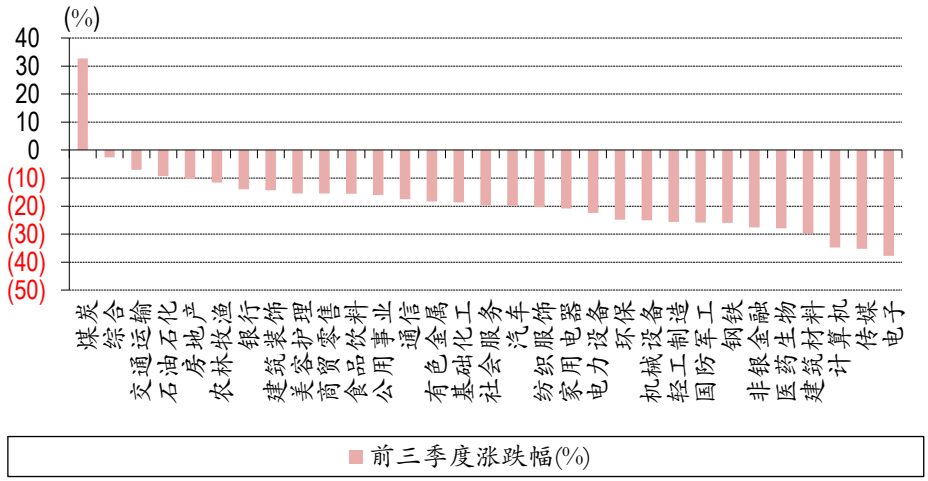
A 股市场宽幅震荡走低，中证全指前三季度累计跌幅 22.41%。2022 年全球通胀高企，美联储连续加息，地缘冲突加剧，一系列利空因素持续扰动 A 股预期。疫情反复背景下我国经济面临下行压力，内外部因素共同导致 A 股市场在一季度和三季度大幅回调，前三季度上证指数、深证成指、创业板指累计跌幅分别为 16.91%、27.45%、31.11%。除煤炭行业外，30 个申万一级行业指数均收跌，近半数跌幅超过 20%。

图表 1. A 股主要指数走势



资料来源：万得，中银证券；定基比指数以 2012 年 1 月 1 日收盘价为基准

图表 2. 申万一级行业指数涨跌幅

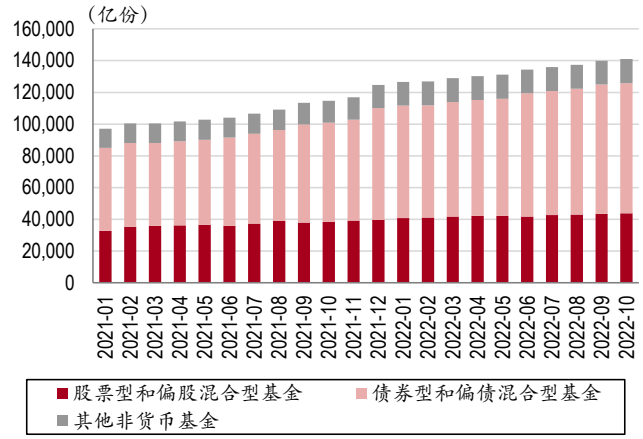


资料来源：万得，中银证券

公募基金资金保持净流入，增速较上年放缓。居民财富向资本市场转移的大趋势下，非货币型公募基金存量份额保持增长趋势，2022 年三季度末，全部非货币型基金存量份额较年初增长 12.10%，较上年同期增幅收窄 11 个百分点。权益类（股票型和偏股混合型基金）和固收类（债券型和偏债混合型基金）份额分别增长 9.28%和 15.83%。

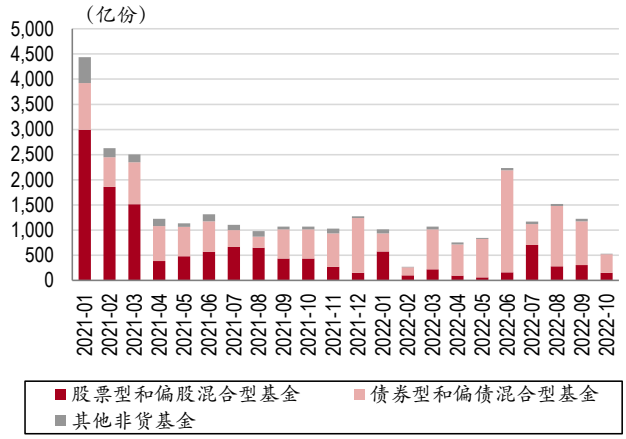
公募基金发行整体缩量，资金风险偏好降低。受 A 股大跌影响，前三季度非货币型公募基金发行量同比缩量 38.41%，权益类基金发行份额同比减少 73.82%，固收类基金发行份额同比增加 34.02%。

图表 3. 公募基金存量份额



资料来源：万得，中银证券

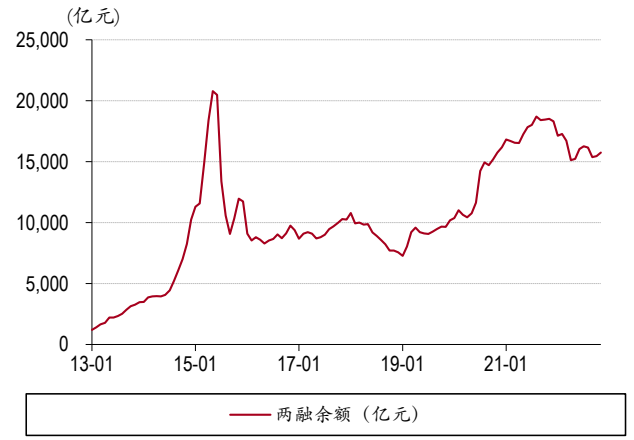
图表 4. 公募基金新成立基金发行份额



资料来源：万得，中银证券

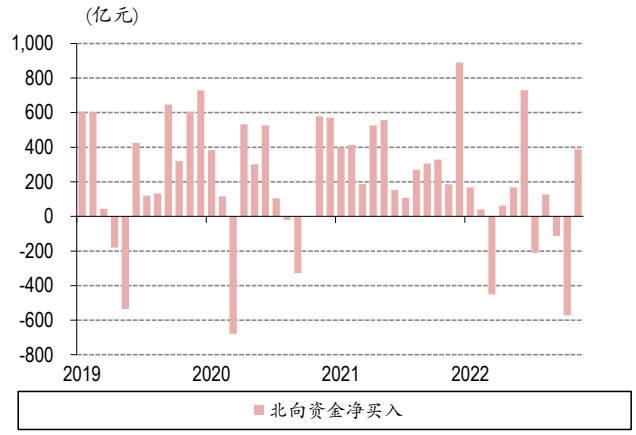
两融资金净流出，外资交易波动增大。截至三季度末，市场融资余额 14412 亿元，融券余额 1032 亿元，较年初分别下降 15.68%和 21.19%。受海外加息政策及全球市场变动影响，外资方向及金额波动较大，前三季度北向资金合计净流入 522.12 亿元。

图表 5. 两融余额月度变化



资料来源：万得，中银证券

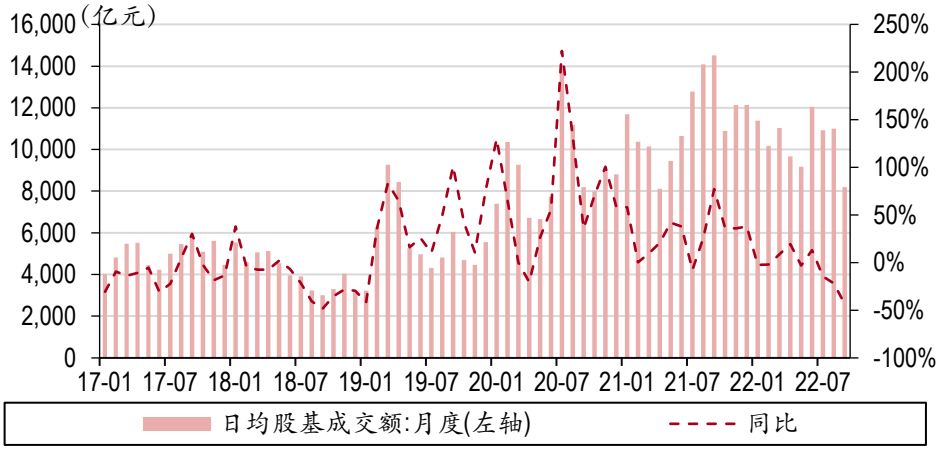
图表 6. 北向资金月度净买入金额



资料来源：万得，中银证券

弱市交易疲软，股基成交额缩量 8.22%。股基成交额自 2022 年 6 月冲高后回落，9 月接近 2021 年以来低点。上年三季度高基数下，2022 年第三季度日均成交额同比减少 27%。前三季度日均 10429 亿元，合计缩量 8.22%。

图表 7. 日均股基成交额月度变化



资料来源：万得，中银证券

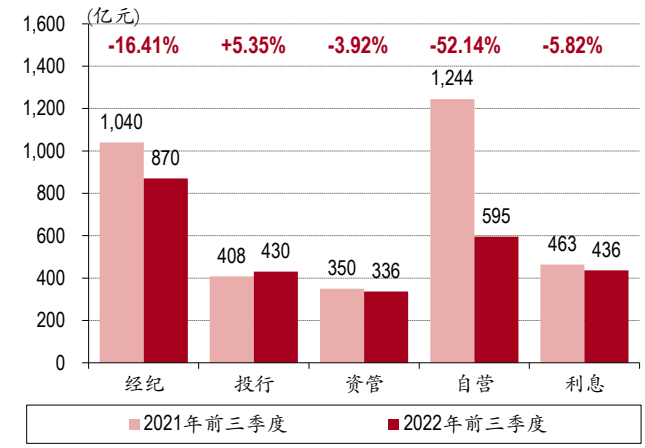
1.2 市场下行冲击券商业绩

上市券商业绩降幅较中报扩大，3 家公司实现正增长。2022 年前三季度，上市券商和参股券商的上市公司共计 48 家公司中，东方财富、光大证券、方正证券 3 家公司归母净利润实现同比正增长，增幅分别为 5.77%、4.57%、0.64%。41 家上市券商合计实现营业总收入 3710.38 亿元，归母净利润 1021.25 亿元，同比分别下滑 21.03%和 31.20%，较中报降幅分别扩大 1.80 个百分点和 3.85 个百分点。

高基数及市场波动下，自营、经纪业务净收入下滑拖累业绩。弱市行情叠加 2021 年前三季度业绩高基数影响下，上市券商营收占比较高的自营业务、经纪业务净收入分别下滑 52.14%和 16.41%，为拖累业绩表现的主要因素。41 家上市券商中，国海证券（26.63%）、天风证券（+2.80%）经纪业务净收入实现正增长，华林证券（+373.54%）、光大证券（+100.19%）、方正证券（+97.42%）、华安证券（+1.64%）自营业务净收入实现正增长。

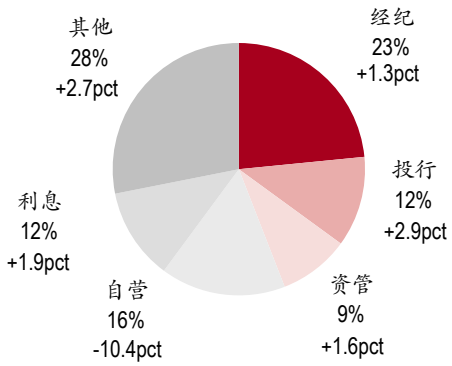
2022 年前三季度，经纪、自营、利息、投行、资管净收入分别占比 23.44%、16.04%、11.76%、11.59%、9.06%，自营业务净收入下滑 10.4 个百分点。

图表 8. 41 家上市券商主营业务收入及同比变化



资料来源：万得，中银证券

图表 9. 41 家上市券商主营业务收入占比



资料来源：万得，中银证券

图表 10.41 家上市券商前三季度业绩表现（按归母净利润金额排序）

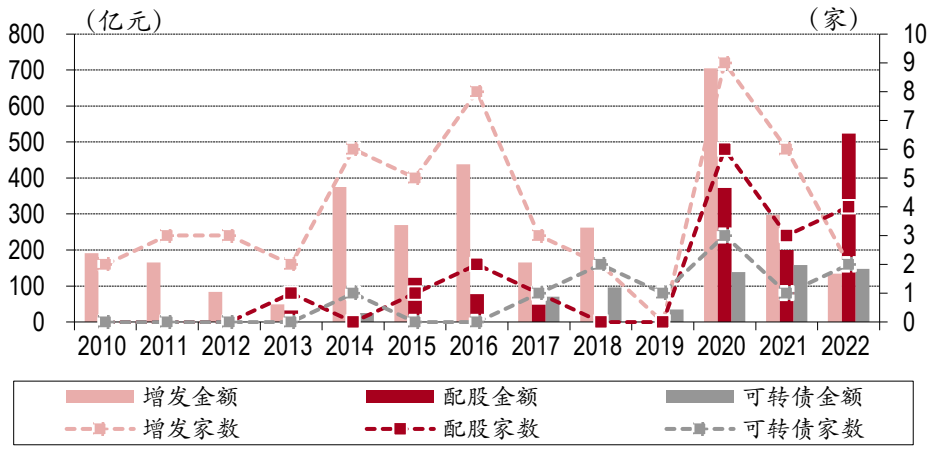
公司简称	总营收(亿元)	同比(%)	归母净利润(亿元)	同比(%)	总资产(亿元)	较年初(%)	归母净资产(亿元)	较年初(%)	年化加权ROE(%)
中信证券	498	-13.82	166	-6.11	13,353	4.43	2,488	18.94	6.80
国泰君安	267	-16.27	84	-27.57	8,253	4.30	1,547	5.13	5.80
华泰证券	236	-12.22	78	-29.21	8,618	6.84	1,585	6.80	5.35
中国银河	273	4.50	64	-12.97	6,223	11.10	1,032	4.24	6.23
中信建投	227	10.15	64	-11.32	4,699	3.79	929	16.45	8.71
招商证券	153	-29.77	63	-26.12	5,826	-2.45	1,136	1.00	5.87
海通证券	189	-45.64	61	-48.63	7,420	-0.39	1,642	0.68	3.70
中金公司	194	-10.57	60	-19.34	6,474	-0.37	940	11.38	7.11
广发证券	175	-34.82	52	-39.42	5,903	10.15	1,181	10.78	4.82
国信证券	133	-21.72	48	-38.95	3,869	6.80	1,056	8.97	5.18
申万宏源	181	-27.46	43	-42.25	6,172	2.69	969	1.78	4.43
光大证券	89	-27.48	34	4.57	2,500	4.56	643	11.14	5.82
东方证券	120	-36.17	20	-53.66	3,666	12.25	773	20.55	2.79
方正证券	59	-8.57	19	0.64	1,715	-0.66	429	3.83	4.60
兴业证券	72	-47.99	18	-49.46	2,536	16.62	533	29.33	4.11
东吴证券	87	36.40	12	-35.15	1,232	-0.86	377	1.55	3.30
国元证券	39	4.20	12	-12.55	1,339	16.81	330	2.11	3.56
浙商证券	116	-4.09	12	-27.20	1,320	5.40	256	7.55	4.65
财通证券	35	-23.07	11	-32.30	1,103	-0.14	326	29.34	3.61
华安证券	24	6.12	10	-1.12	716	-2.72	199	2.28	4.85
长江证券	41	-38.15	10	-56.54	1,682	5.33	309	0.13	3.19
中泰证券	74	-17.62	9	-63.52	2,045	-0.10	357	-0.37	2.59
国金证券	41	-17.18	8	-46.52	914	3.48	308	26.01	2.94
中银证券	23	-14.26	8	-18.76	657	4.89	164	4.24	4.78
国联证券	21	0.04	6	-2.03	688	4.35	167	1.84	3.88
长城证券	27	-53.77	6	-58.14	932	0.56	272	39.00	2.77
东兴证券	28	-26.71	5	-53.65	941	-4.90	265	-0.59	2.05
南京证券	15	-27.47	5	-39.35	510	-1.44	166	1.19	3.23
西部证券	44	-8.92	5	-49.78	959	12.64	271	-0.06	1.83
华林证券	10	-3.45	4	-9.12	293	42.09	62	-0.24	6.99
山西证券	30	4.99	4	-38.83	912	19.46	172	0.04	2.18
财达证券	14	-26.93	4	-31.46	447	-1.32	112	0.45	3.33
华西证券	25	-36.06	4	-74.80	898	-6.24	223	-0.50	1.61
第一创业	19	-20.90	3	-45.53	468	8.54	146	1.04	2.34
国海证券	28	-28.88	3	-61.36	812	7.03	187	0.51	1.62
东北证券	40	-21.90	3	-77.34	838	4.58	181	0.23	1.52
西南证券	12	-53.36	2	-74.93	827	0.59	250	-1.31	0.90
中原证券	14	-58.33	1	-79.40	481	-10.54	137	0.47	0.75
天风证券	18	-37.39	1	-91.83	954	-1.16	249	-0.69	0.21
红塔证券	7	-87.47	0	-97.60	477	7.94	229	-1.80	-0.03
太平洋	10	-21.59	-1	-118.74	159	-20.78	96	-0.83	-0.66

资料来源：万得，中银证券

资产规模保持稳健增长，资产结构较稳定。41 家上市券商总资产较年初增加 4.32%至 10.53 万亿元，归母净资产较年初增加 7.92%至 2.10 万亿元，10 家上市券商归母净资产较年初增幅超过 10%。资产结构较稳定，截至三季度末，金融投资、融出资金、客户资金存款占总资产比例分别为 47.05%、11.25%、15.61%。上市券商财务杠杆倍数均值 3.81 倍，较期初微降。

长期重资本化转型趋势推动上市券商积极通过增发、配股方式充实资本。近年来券商业务向重资本化转型，自 2020 年起上市券商资本补充节奏显著较 2020 年以前加快，融资方式日趋丰富。2022 年 1-11 月，8 家上市券商通过增发、配股、可转债方式合计募集资金 806 亿元，家数同比略减 2 家，金额同比增加 23%。中信证券、东方证券、兴业证券募资金额分别为 224 亿元、127 亿元、101 亿元，位居前三。此外另有 4 家上市券商已启动股权融资。据公告，券商募集资金用途主要集中于信用业务、投资交易业务。

图表 11. 上市券商资本募集金额变化



资料来源：万得，中银证券

图表 12. 2022 年上市券商资本补充统计

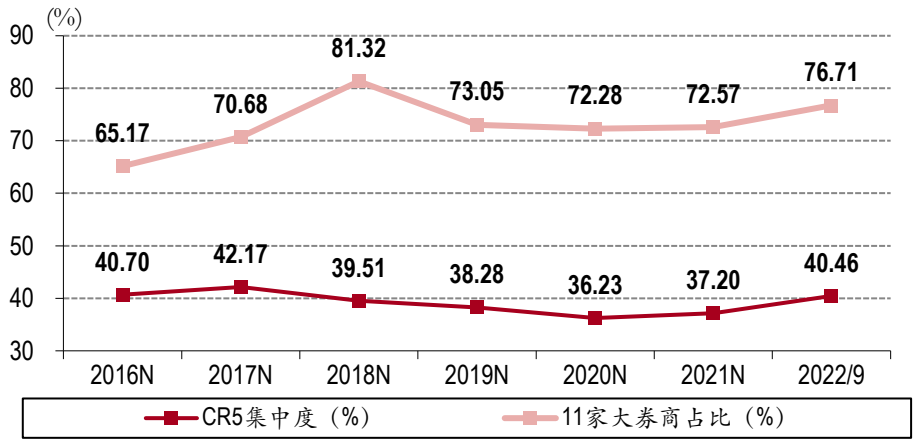
公司名称	融资方式	进度	募资金额（亿元）
国金证券	增发	完成	58.17
长城证券	增发	完成	76.16
中信证券	配股	完成	223.96
东方证券	配股	完成	127.15
兴业证券	配股	完成	100.84
财通证券	配股	完成	71.72
浙商证券	可转债	完成	70.00
中国银河	可转债	完成	78.00
国海证券	增发	证监会通过	拟募资不超过85亿元
中原证券	增发	股东大会通过	拟募资不超过70亿元
国联证券	增发	股东大会通过	拟募资不超过70亿元
中金公司	配股	股东大会通过	拟募资不超过270亿元

资料来源：万得，中银证券

2 自营、投行业务集中度提升，中小券商资管收入亮眼

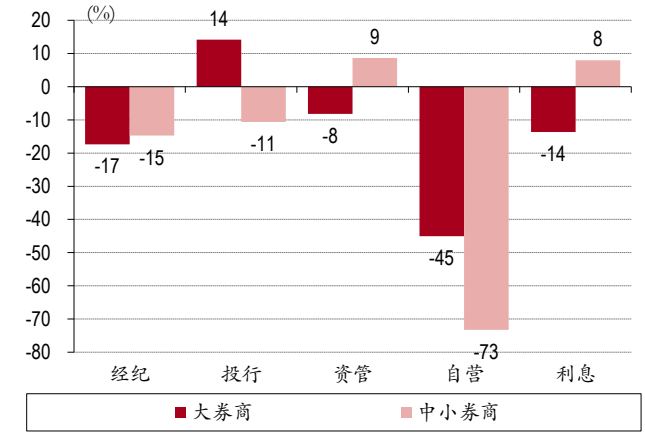
大券商弱市环境中整体韧性更强，业绩集中度进一步提升。前三季度 41 家上市券商归母净利润前五名集中度 44.74%，同比提高近 4 个百分点，11 家大券商合计占比 78.16%，同比提升近 5 个百分点。从主营业务收入来看，头部券商整体自营业务展现较强韧性，大券商收入占比同比进一步提升至 86%。大券商投行业务净收入逆市抬升，收入占比提升至 70%。中小券商利润增长主力业务为资管业务，部分中小券商凭借固收+、FOF、ABS、REITs 等产品创新实现管理规模扩张，带动资管收入提升，导致资管业务净收入集中度同比下降。

图表 13. 归母净利润集中度



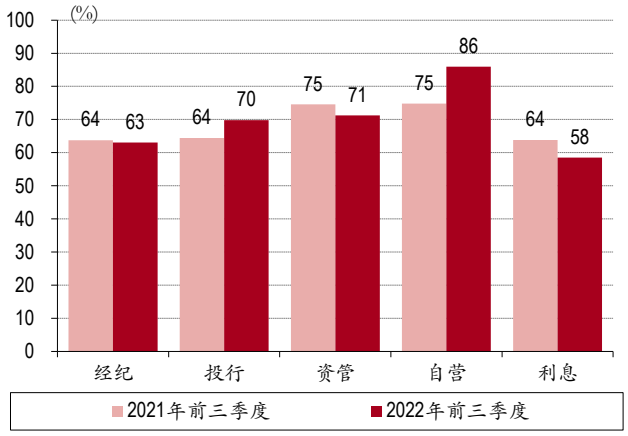
资料来源：万得，中银证券

图表 14. 主营业务收入增幅对比



资料来源：万得，中银证券

图表 15. 主营业务收入大券商占比变化



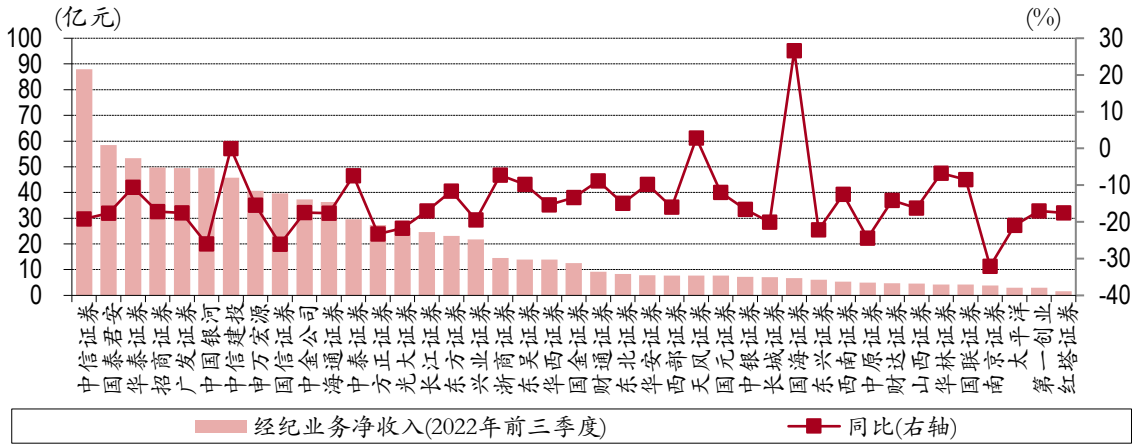
资料来源：万得，中银证券

2.1 经纪业务受市场低迷与高基数影响，代销与投顾业务是财富管理转型重要抓手

前三季度上市券商经纪业务净收入减少，预计受代买及代销业务共同影响。41 家上市券商经纪业务净收入合计 870 亿元，同比减少 16.41%。1）成交低迷和高基数背景下，代买业务增长乏力。前三季度市场股基成交金额合计 1.04 万亿元，上年同期高基数下同比缩量 8.22%，代理买卖业务占经纪业务收入比重较高，市场成交活跃度下滑拖累经纪业务收入表现。2）公募基金发行受市场行情压制，前三季度全部非货型基金发行份额同比减少 38.41%，其中股票及偏股混合型发行份额同比大幅减少 73.82%，券商代销业务受市场波动冲击。

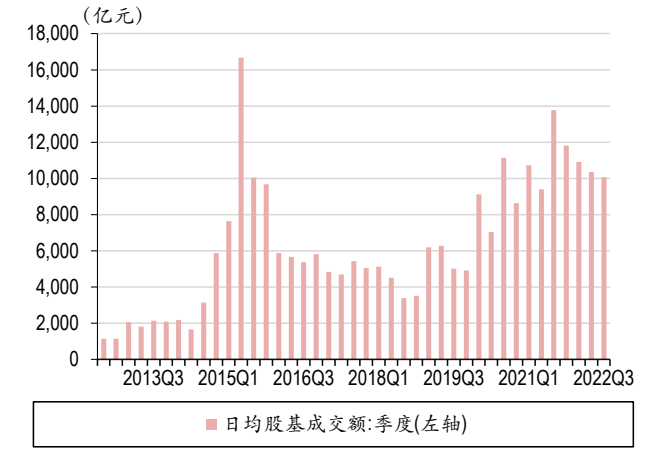
上市券商经纪业务收入普遍收缩。41 家上市券商中仅国海证券（+26.63%）、天风证券（+2.80%）经纪业务净收入同比正增长。中信证券（88 亿元）、国泰君安（58 亿元）稳居收入前二，华泰证券（53 亿元）升至第三。

图表 16. 41 家上市券商经纪业务净收入及同比增幅



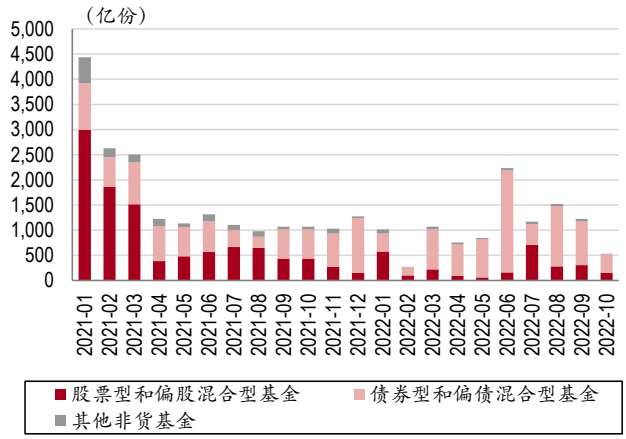
资料来源：万得，中银证券

图表 17. 单季度日均股基成交额变化



资料来源：万得，中银证券

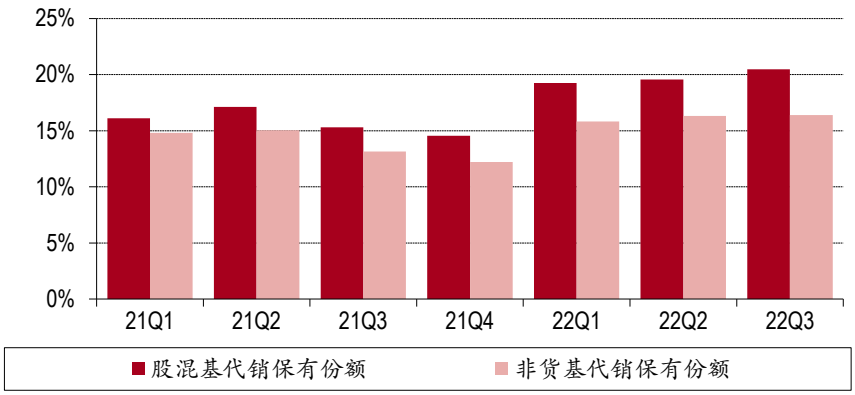
图表 18. 公募基金发行规模变化



资料来源：万得，中银证券

券商财富管理转型持续取得进展，代销和投顾业务仍是财富管理转型重要抓手。代销保有规模占百强机构的份额持续提升，行业投顾人数持续壮大，截至三季度末为 7.27 万人，较年初增长 6.37%。个人养老金制度逐渐完善，有望进一步赋能券商代销和买方投顾业务加速发展。

图表 19. 公募基金代销百强机构中券商保有量占比



资料来源：万得，中银证券

2.2 IPO 业务推动投行收入增长，马太效应愈发显著

全市场股权承销数量同比减少，IPO 承销金额同比增加。2022 年前三季度，券商承销 IPO、再融资家数同比均下滑超 20%，一定程度上受到二级市场行情冲击影响。而 IPO 承销金额由 3751 亿元增长至 4868 亿元，同比增长 29.79%，主要由于中国移动（募资 520 亿元）、中海油（募资 323 亿元）、联影医疗（募资 110 亿元）等大型、超大型项目较多，IPO 平均单笔发行规模较大。疫情反复及我国经济复苏压力下，债权承销数量同比增长 14.33%，总承销规模略减 0.35%。

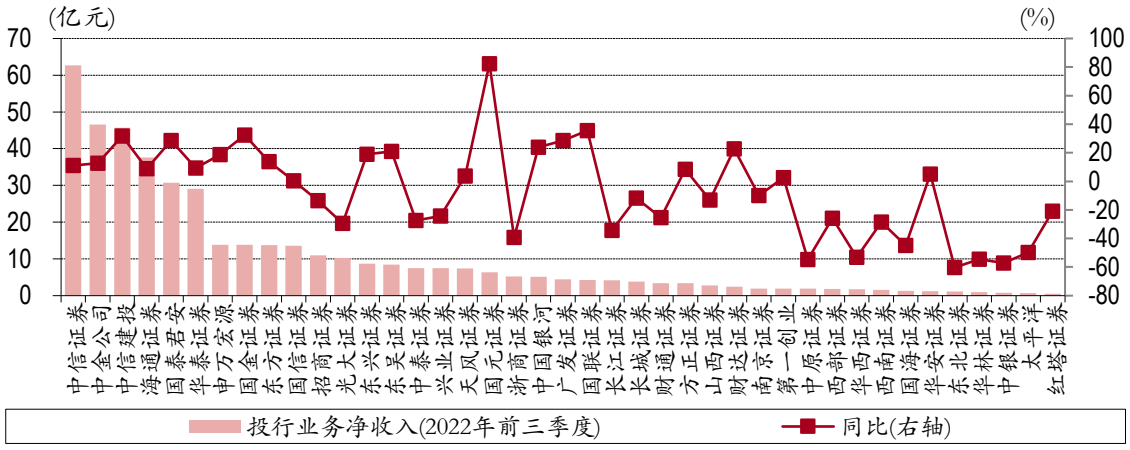
图表 20. 2022 年前三季度券商承销规模及数量合计

	承销金额（亿元）			承销数量（个）		
	2022年前三季度	2021年前三季度	同比(%)	2022年前三季度	2021年前三季度	同比(%)
股权承销	11,453	11,555	-0.88%	818	1,041	-21.47%
IPO	4,868	3,751	29.79%	347	441	-21.32%
再融资	6,585	7,804	-15.62%	471	600	-21.58%
债权承销	79,933	80,217	-0.35%	21,673	18,957	14.33%

资料来源：万得，中银证券

受益于 IPO 承销规模增加，41 家上市券商投行业务净收入合计 430 亿元，同比略增 5.35%。中信证券（63 亿元）、中金公司（47 亿元）、中信建投（46 亿元）投行业务净收入稳居前三，国元证券（+82.23%）、国联证券（+35.55%）、国金证券（+32.40%）位列增幅前三。

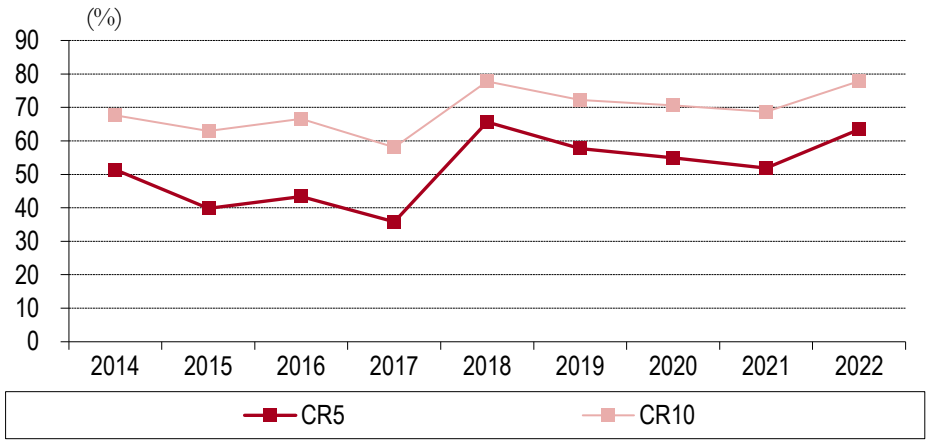
图表 21. 41 家上市券商投行业务净收入及同比增幅



资料来源：万得，中银证券

IPO 业务马太效应愈发明显。前三季度 IPO 承销规模前五名券商占比同比提高 12 个百分点至 63.45%，前十名占比提高 9 个百分点至 77.83%。集中度提升一方面由于弱市环境下 IPO 业务量收缩，加剧行业竞争，另一方面由于投行业务对券商定价、销售等能力提出更高要求，尤其在大型、超大型项目承揽中，大券商更易凭借更强的综合能力和丰富的服务经验等优势脱颖而出。2022 年前三季度募资金额前五名的 IPO 项目中，主承销商及保荐机构均主要由头部投行构成。

图表 22. IPO 承销规模集中度



资料来源：万得，中银证券

图表 23. 2022 年前三季度 IPO 项目募资规模前五名

公司名称	募资金额(亿元)	承销及保荐费(亿元)	主承销商	保荐机构
中国移动	519.81	5.41	招商证券，华泰联合证券，中银证券，中信证券，中金公司，中信建投	中金公司，中信证券
中国海油	322.92	0.90	中信证券，中金公司，中银证券	中信证券
联影医疗	109.88	2.07	中信证券，中金公司，海通证券	中信证券，中金公司
海光信息	108.00	1.88	中信证券	中信证券
晶科能源	100.00	2.30	中信建投，中信证券	中信建投

资料来源：万得，中银证券

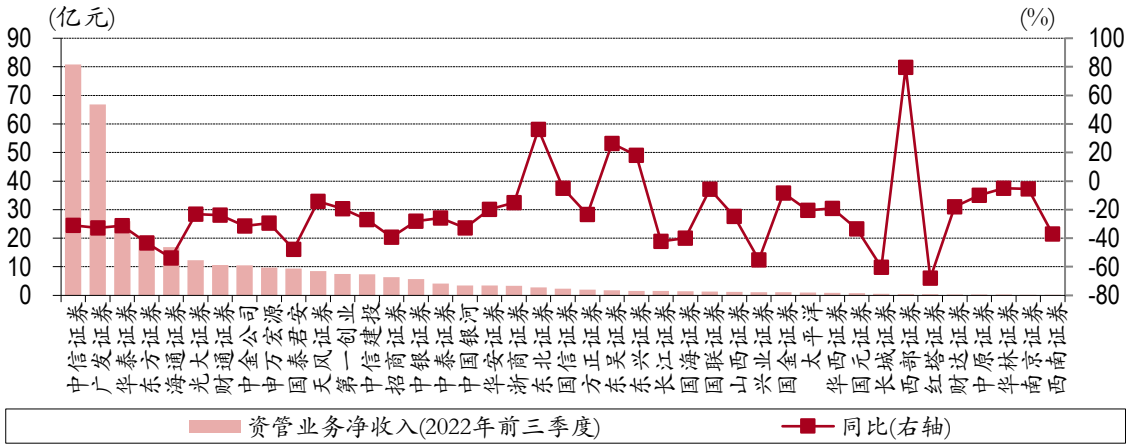
2.3 资管规模环比回升，部分中小券商增速亮眼

资管业务收入同比略减，降幅较中报略收窄。前三季度，41 家上市券商资管净收入合计 336 亿元，同比略减 3.92%，或主要由于证券市值下降及资金避险情绪导致资管管理规模较年初下降。据中基协，截至三季度末，券商资管月均规模前 20 名合计 5.73 万亿元，较上年末减少 6.86%。前 20 名资管规模合计较二季度末略增 1.21%，带动资管收入降幅较中报（-4.38%）略有收窄。

资管业务收入头部集中度较其他主营业务更高。中信证券（81 亿元）、广发证券（67 亿元）以较大优势稳居资管业务收入前二，合计占全部上市券商收入的 44%，华泰证券（26 亿元）由第四名升至第三名。

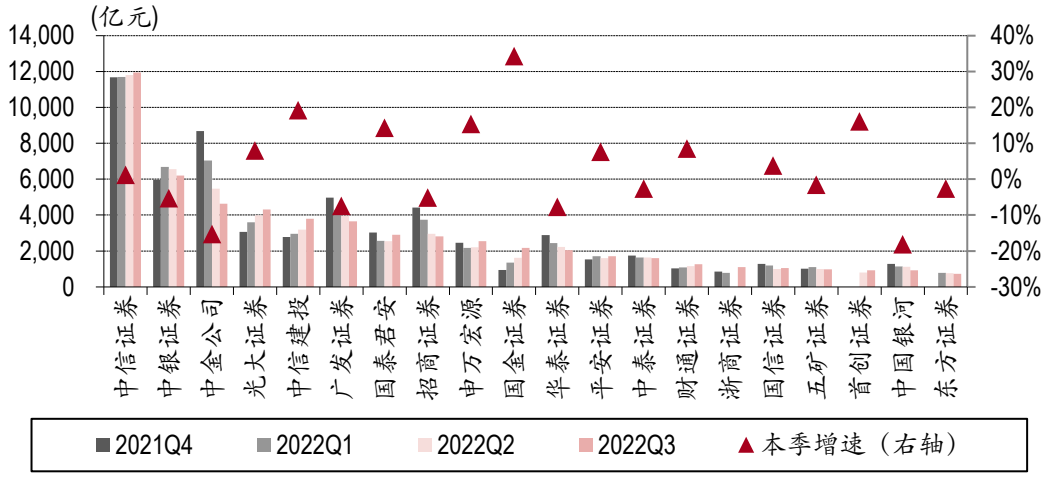
部分中小券商增势亮眼。中小券商收入增速亮眼，西部证券（+163.68%）、东北证券（+90.54%）、光大证券（+81.17%）、天风证券（+75.98%）、东吴证券（+63.08%）、国联证券（62.97%）增幅均超过 50%。光大证券、国金证券月均资管规模近四个季度保持较高增速。

图表 24. 41 家上市券商资管业务净收入及同比增幅



资料来源：万得，中银证券

图表 25. 券商资管月均规模前 20 家（按 2022 年三季度末排名）



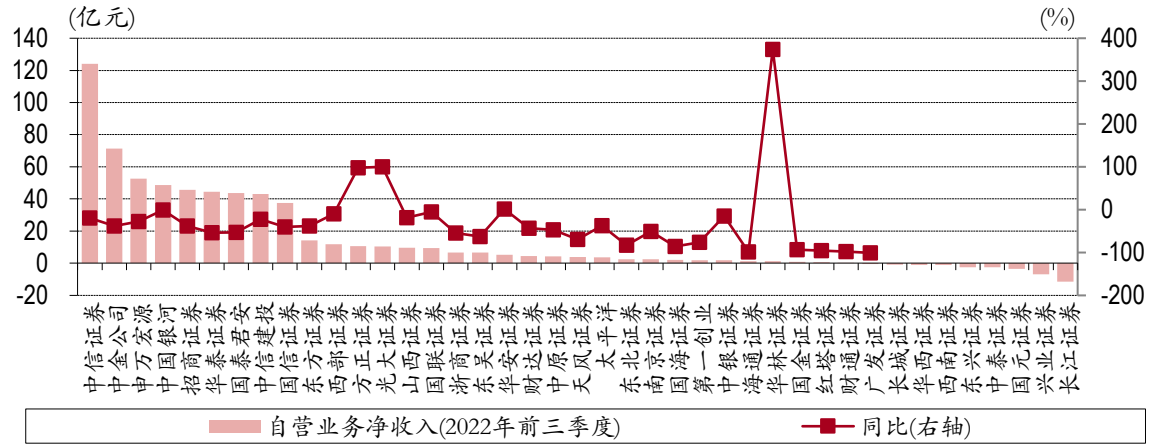
资料来源：万得，中银证券

2.4 自营业务为业绩分水岭，头部券商去方向化转型韧性显著

市场行情冲击自营业务，上市券商收入普遍下滑。受市场行情冲击，41 家上市券商自营业务净收入合计 595 亿元，同比减少 52.14%。41 家上市券商中，仅华林证券（+373.54%）、光大证券（+100.19%）、方正证券（+97.42%）、华安证券（+1.64%）4 家券商自营业务实现正增长。41 家上市券商金融投资规模增长 7.11%至 5.17 万亿元，金融衍生资产增加 82.23%至 1479 亿元，或体现弱市环境下券商投资策略变化。

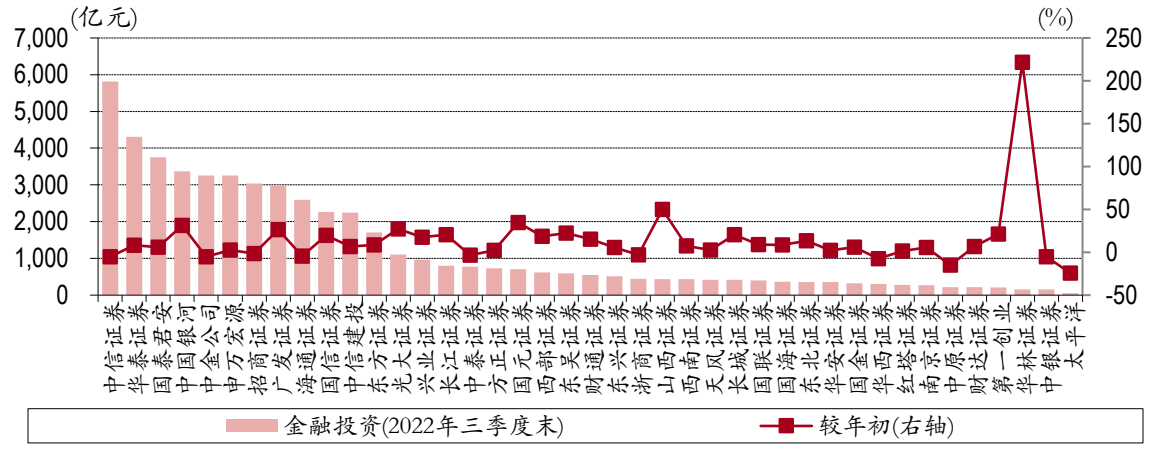
头部券商长期推进自营业务去方向化转型，自营净收入降幅较低。中信证券（124 亿元）、中金公司（154 亿元）、申万宏源（53 亿元）净收入位居前三，并且降幅相对行业均值较低，分别下降 19.45%、38.36%和 27.68%。头部券商长期推进去方向化转型，自营净收入整体降幅较低。基于风险中性策略的衍生品业务风险敞口较小，且市场波动中投资者对冲需求增长，有利于平滑弱市利润波动，而头部券商受益于资本雄厚和一级交易商牌照壁垒，有望更充分对冲风险。

图表 26. 41 家上市券商自营业务净收入及同比增幅



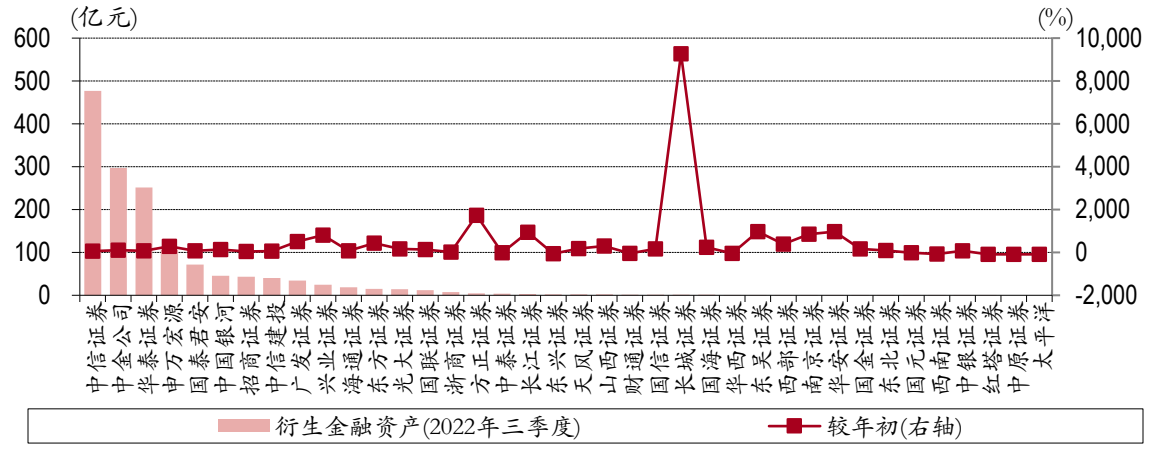
资料来源：万得，中银证券

图表 27. 41 家上市券商金融投资规模



资料来源：万得，中银证券

图表 28. 41 家上市券商金融衍生资产规模

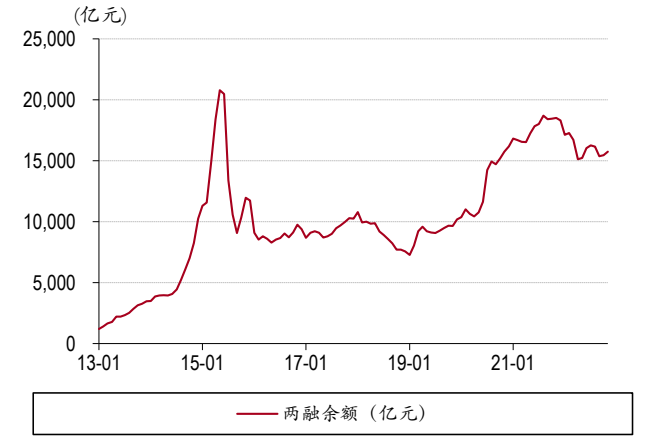


资料来源：万得，中银证券

2.5 两融业务规模受市场周期影响下滑

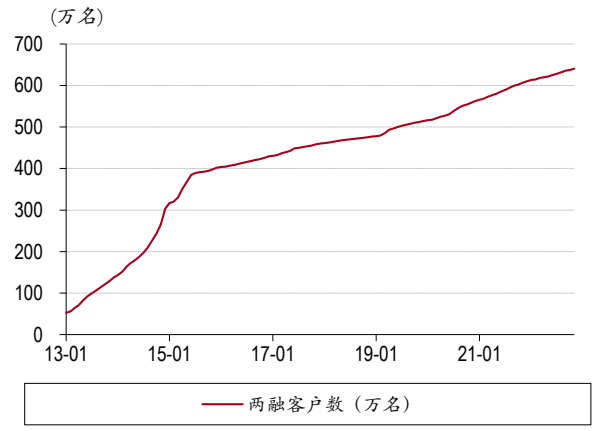
两融业务主要受市场周期影响，两融客户数维持增速。受市场行情及资金情绪面影响，2022 年两融规模整体下行，截至三季度末两融余额 1.54 万亿元，较上年末减少 16.04%，其中融资余额和融券余额分别减少 15.68%和 21.19%。市场周期影响下，券商前三季度两融业务利息收入预计同比减少。截至三季度末，两融客户数 640 万名，较年初增加 4.90%，长期增长趋势不变。

图表 29. 市场两融余额



资料来源：万得，中银证券

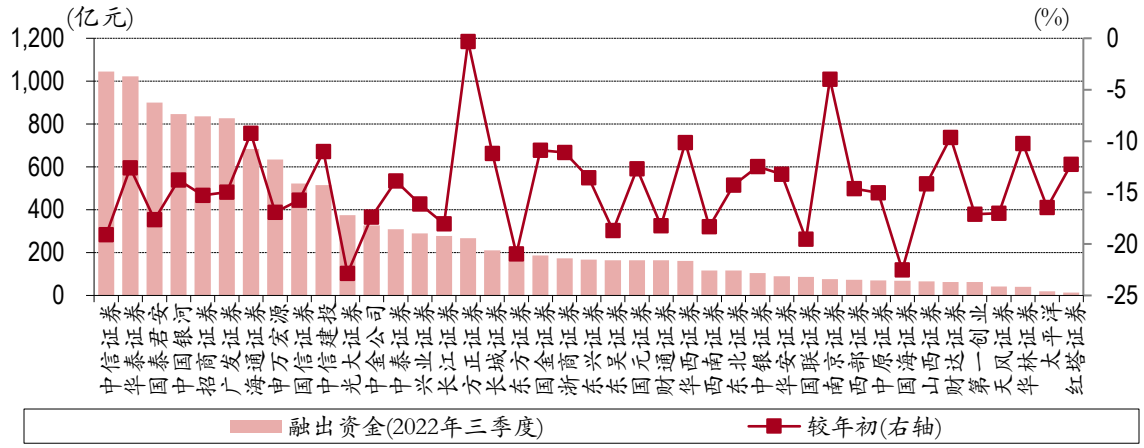
图表 30. 市场两融客户数



资料来源：万得，中银证券

上市券商融出资金规模均较年初下滑。上市券商融出资金规模合计 1.24 万亿元，较年初减少 15.00%，41 家上市券商融出资金金额均下滑，方正证券（-0.32%）、南京证券（-3.97%）、海通证券（-9.24%）降幅较小。中信证券（1045 亿元）、华泰证券（1022 亿元）、国泰君安（900 亿元）融出资金规模位列前三，排名与上年末一致。

图表 31. 41 家上市券商融出资金及较年初增幅



资料来源：万得，中银证券

3 投资建议：估值压力逐步缓解有望催化行情，建议低点布局

券商板块估值降至近十年低点。今年以来券商指数下行，板块市净率低于近十年估值 5%分位点，主要由于国内经济复苏压力和美联储持续加息预期导致 A 股市场行情震荡，交易活跃度下滑，券商行业业绩短期承压，压制板块行情。

市场扰动不改基本面长期增长逻辑。

1）衍生品和做市业务创新预计加快重资本业务低波动转型。场内股票期权新品种上市，场外期权二级交易商有序扩容，科创板做市商制度落地，衍生品及做市业务如火如荼创新，券商积极补充资本投入新赛道有助于增厚收益并平滑利润波动。

2）财富管理方兴未艾，全产业链布局增厚券商利润。居民资产向资本市场转移的长期趋势不变，个人养老金制度有助于加快向财富管理机构转移进程。券商依托“资产管理-产品销售-买方投顾-机构服务”全产业链布局，将重点受益于财富管理需求规模扩张，实现利润长效增长。

3）供给侧改革有望推动 IPO 业务量趋势性扩张。二十大继续强调提高直接融资比重，投行业务是证券行业服务实体经济的重要抓手。自开启注册制试点以来，IPO 融资规模趋势性增长，有利于成为券商业绩压舱石。IPO 发行节奏平稳，监管持续针对注册制下“抱团压价”等问题进一步加强整顿，为全面注册制改革的加快到来营造有利环境。

市场预期改善，估值面临的情绪面压力有望缓解。央行降准支持经济回稳上行，保持流动性合理充裕，稳定市场预期，增强投资者信心。10 月通胀超预期回落，美联储 11 月 2 日议息会议为放缓加息做铺垫，致使美国放缓加息预期增强。内外部压力缓解，有助于提振 A 股市场资金情绪，改善市场环境，催化券商板块基本面与估值共同回升。

建议布局受益于重资本业务转型、财富管理及投行业务空间扩容，以及估值修复的高成长性超跌个股。重点推荐中信证券、东方财富，建议关注中金公司。

图表 32. 券商板块指数市净率



资料来源：万得，中银证券

4 风险提示

1） 海外疫情等国际环境对宏观经济带来的影响超预期。

2） 利率变化导致市场资金成本变化，对信用业务的融资成本产生影响；

3） 资本市场改革及证券行业相关业务监管政策发布超预期；

4） 证券公司海外布局加速，承担相应的海外市场风险和投资风险。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371