

景气修复，把握投行扩容、大财富管理产业链修复两大主线
非银行金融行业
推荐 (维持评级)

核心观点

- 板块估值处于历史8%分位数以下，业绩相对景气券商获得超额收益** 2010年至今证券行业PB均值为2.04X，中位数为1.87X，均值±标准差区间为[1.32X, 2.77X]。当前板块PB1.27X，估值处于2010年以来8%分位数以下，防御与反弹攻守兼备。自营投资业务受冲击小、业绩表现较好的券商涨幅靠前。光大证券(+10.09%)、华林证券(+4.1%)、国元证券(-6.85%)、华安证券(-6.9%)以及中国银河(-8.25%)股价表现较好。财富管理概念个股跌幅靠前。东方财富、东方证券、兴业证券以及广发证券分别下跌-39.99%、-36.50%、-35.82%以及-32.98%。
- 行业经营环境向好，业绩重回上行通道** 防疫政策放松，收入预期改善，房地产支持政策出台，多渠道融资纾困，宏观经济复苏。美国经济先行指标和同步指标回落，海外经济从通胀到衰退，发达经济体加息周期接近尾声。海外经济增速回落、外需放缓环境下，预期2023年稳增长仍然是货币政策的首要目标，央行宽货币宽信用延续，国内流动性合理充裕。多重积极因素显现，提升市场风险偏好，风险资产表现有望改善，对证券行业业绩修复提供支撑。全面注册制落地在即，政策红利持续释放。综合考虑证券行业经营环境，中性假设下，我们预计2023年证券行业实现净利润1811亿元，同比增长13%，业绩重回上行通道。
- 投行业务景气上行延续，增长确定性强** 注册制重塑投行生态，融资规模快速增长。2021年，证券行业股票融资规模1.82万亿元，三年年均复合增速14.51%；其中IPO融资规模5426.43亿元，三年年均复合增速57.91%。2022年1-11月，IPO融资规模5424.28亿元，同比进一步增长18.83%。科创板、创业板项目是助推IPO规模大增的主要驱动力，两者IPO融资规模合计占比73.98%。未来，随着主板推进注册制改革，投行业务增长空间将得到进一步释放。投行业务集中度持续提升，强者恒强。中信证券、中信建投、海通证券、民生证券、国泰君安、华泰联合、国金证券、中金公司、招商证券、国信证券IPO储备项目位居行业前10位，随着储备项目释放，持续贡献利润增量。
- 大财富管理赛道有望迎来修复** 市场企稳回暖预期提升，基金资产规模、新成立基金发行份额有望抬升，推动代销金融产品收入增长。2022H1中信、中金、华泰、中信建投、国泰君安、中国银河、广发、国信、招商、光大证券代销金融产品净收入位居行业TOP10。“一参一控一牌”新规落地，券商纷纷成立资管子公司，加快申请公募牌照步伐，资管公募化转型提速。公募基金行业发展前景广阔，券商资管发力公募业务，有助开拓增量、提振收入。券商资管具有独特的资源禀赋，凭借客户、投研、产品、渠道等优势，公募业务开展具备比较优势。个人养老金账户制探索，为市场带来千亿增量空间，助力资本市场健康发展。未来随着个人养老金渗透率提高，进入权益市场的个人养老金资金规模可观，头部基金公司资产管理规模、净利润以及ROE有望抬升，参控股该类公募基金的证券公司受益显著。
- 投资建议** 受益流动性、政策、业绩、估值共振，证券板块布局正当时。流动性宽松为板块估值修复提供基础，全面注册制落地在即，政策友好。综合考虑证券行业经营环境，在中性假设下，我们测算证券行业2023年净利润1811亿元，同比增长13%，业绩重回上行通道。当前板块PB1.27X，处于2010年以来8%分位数以下，防御与反弹攻守兼备，维持“推荐”评级。个股方面，把握两条主线，投行扩容受益标的中金公司、华泰证券、国金证券，大财富管理产业链修复受益标的东方财富、东方证券以及广发证券。
- 风险提示** 市场波动对业务影响大的风险；注册制推进不及预期的风险。

分析师
武平平

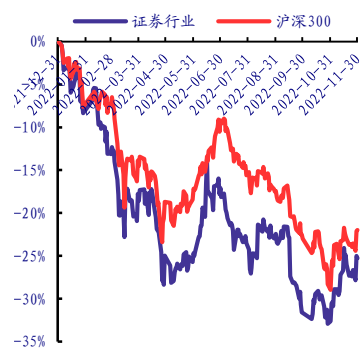
☎: 010-80927621

✉: wupingping@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130516020001

行业数据

2022.12



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

目 录

一、复盘：板块表现弱于大盘，估值处于历史低位	3
（一）证券板块在资本市场中的表现	3
1. 证券板块总市值位居市场前列，板块市值占比下降	3
2. 板块股价表现弱于沪深 300 指数，二级行业指数排名居后	3
（二）板块估值低位，处于 2010 年以来 8%分位数以下	4
二、回顾：景气度下行，重资本业务承压	6
（一）行业资产规模扩张，业绩下滑	6
（二）自营投资业务成为影响行业业绩表现的核心变量	9
三、2023 年展望：景气向上，业绩修复	10
四、把握投行扩容、大财富管理产业链修复机遇	12
（一）投行业务：景气上行延续，增长确定性强	12
1. 注册制重塑投行生态，IPO 规模显著增长	12
2. 投行业务集中度提升，强者恒强	14
3. 注册制下综合服务能力强的头部券商以及精耕细分领域的中小券商充分获益	14
（二）大财富管理赛道有望迎来修复	15
1. 市场回暖预期提升，代销金融产品业务收入有望增长	15
2. 公募牌照扩容，券商资管业务空间拓展	16
3. 个人养老金制度落地，参控股公募基金券商受益	18
五、投资建议	21
六、风险提示	21
插图目录	22
表格目录	22

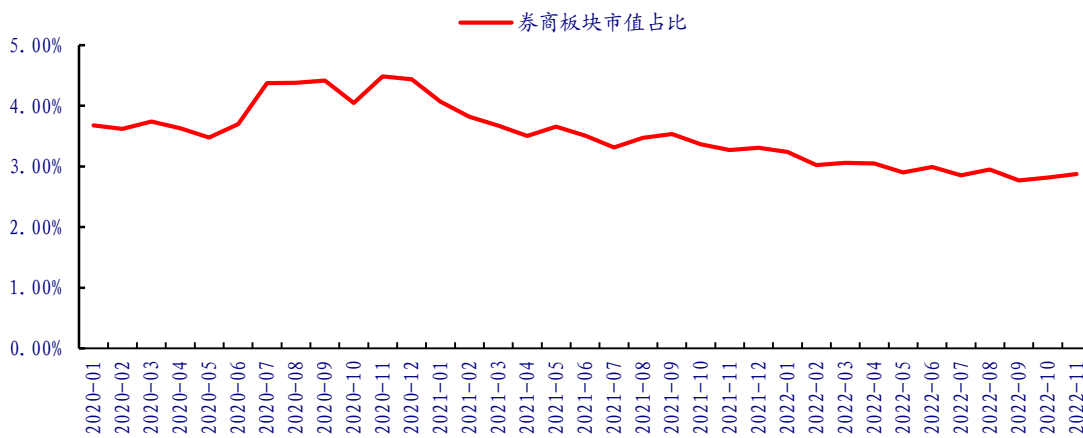
一、复盘：板块表现弱于大盘，估值处于历史低位

(一) 证券板块在资本市场中的表现

1. 证券板块总市值位居市场前列，板块市值占比下降

依据二级行业分类，截至 2022 年 11 月 30 日，证券板块累计市值 2.56 万亿元，在所有二级行业中排名第 3。证券板块 A 股市值占比下降，截至 2022 年 11 月 30 日，证券板块市值占比 2.87%，较上年末下降 0.43 个百分点。

图 1：2020 年以来券商板块市值占比变化

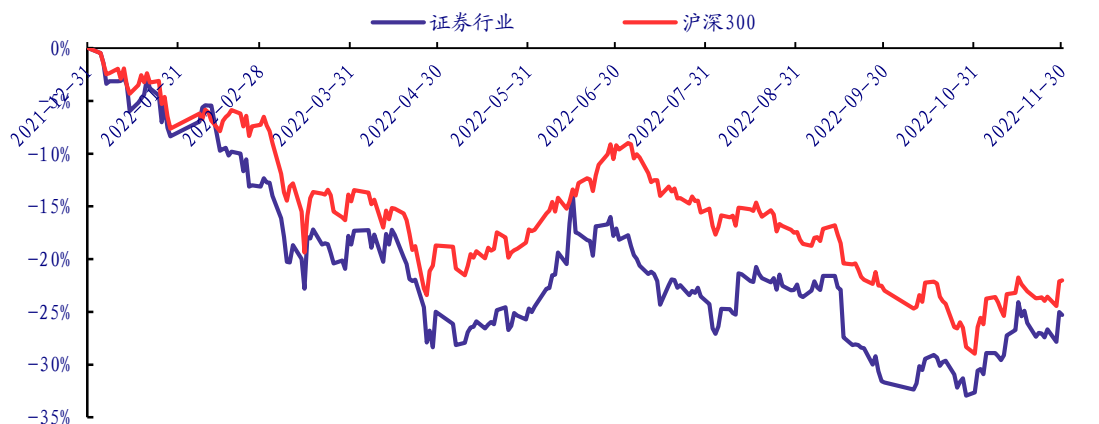


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

2. 板块股价表现弱于沪深 300 指数，二级行业指数排名居后

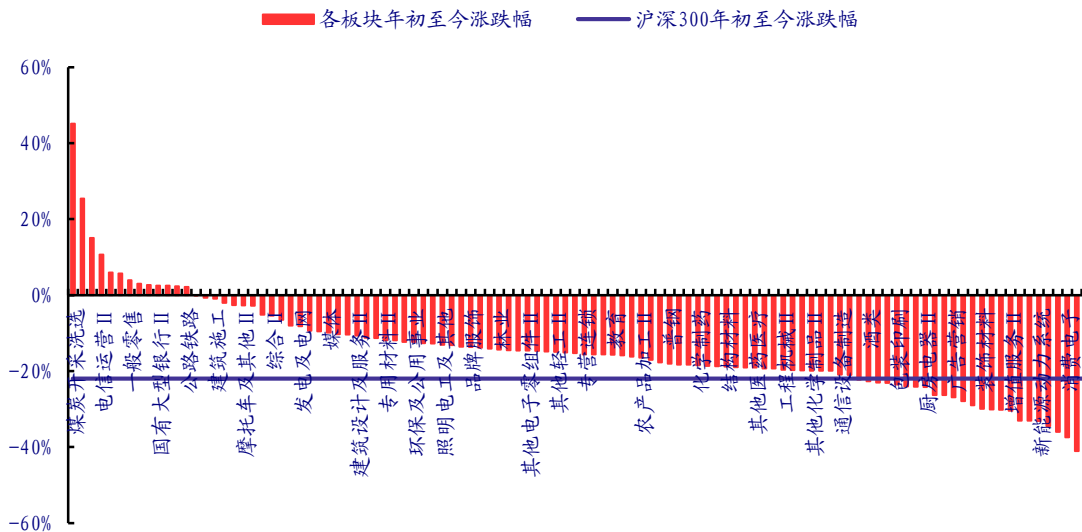
证券板块股价表现弱于沪深 300 指数，在二级行业指数中排名居后。2022 年初至今(截至 11 月 30 日)，证券板块下跌 25.29%，跑输沪深 300 指数 3.28 个百分点，在 108 个二级行业指数中排名第 80 位。

图 2：证券板块及沪深 300 指数年初至今涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3: 各二级行业指数涨跌幅

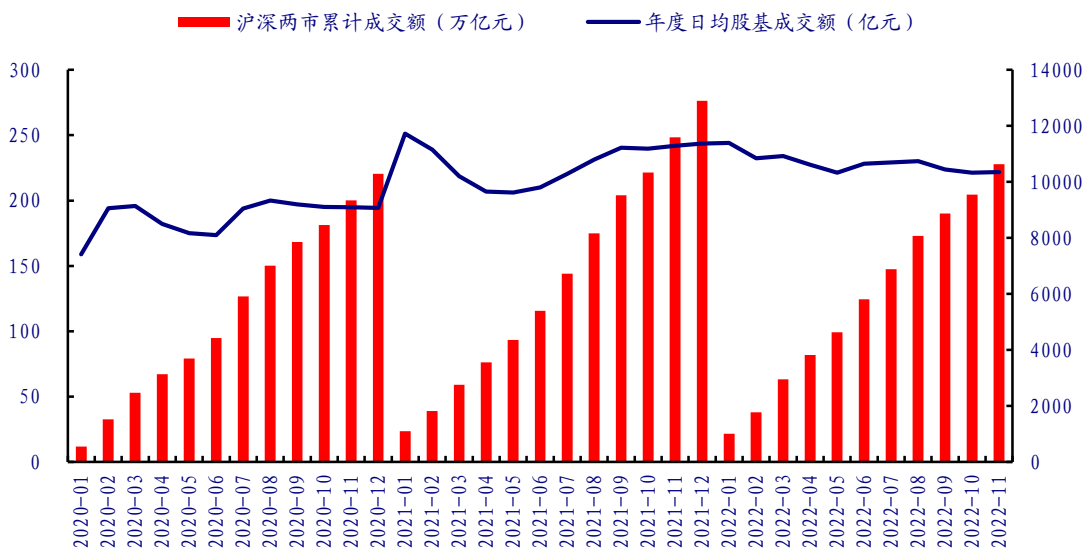


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

(二) 板块估值低位, 处于 2010 年以来 8%分位数以下

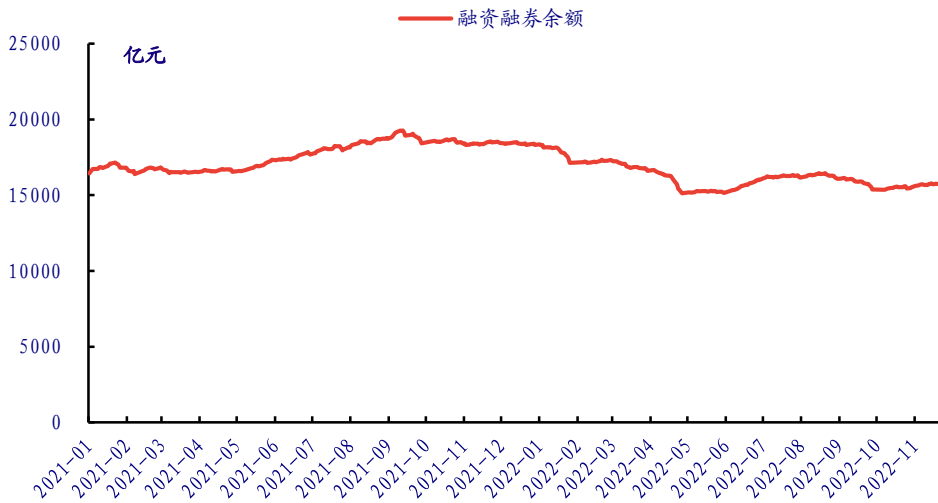
2022 年以来, 受国内疫情反复、经济增长压力大、美联储加息缩表、俄乌冲突升级等多重因素影响, 资本市场避险情绪升温, 证券板块表现疲软。2022 年 1-11 月, 市场累计股基成交额 227.77 万亿元, 日均股基交易额 1.04 万亿元, 同比降低 8.27%, 相较上年下降 8.95%。截止 11 月 30 日, 市场两融余额 1.56 万亿元, 相较上年末下降 14.62%, 风险偏好下降。

图 4: 沪深两市股基成交额



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

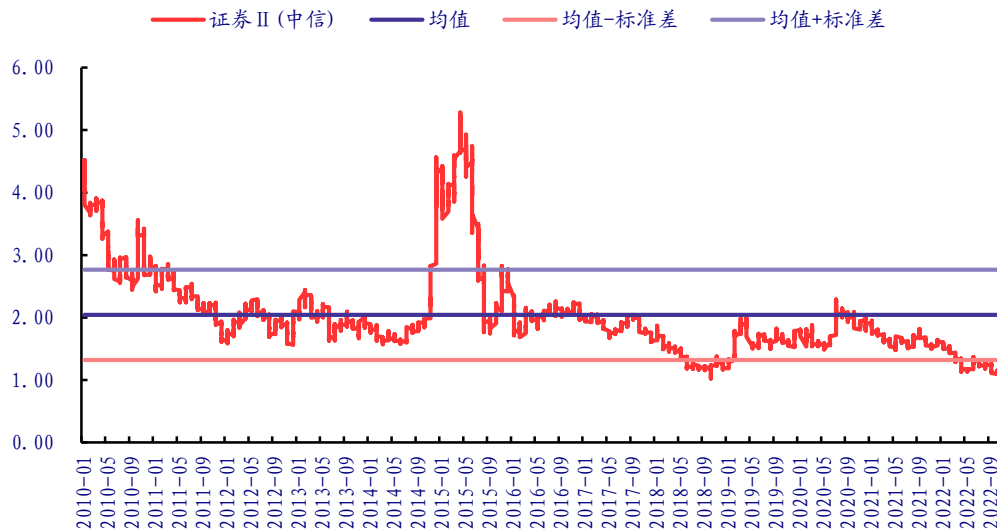
图 5: 市场两融余额



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

板块估值处于历史低位,安全边际高。2010 年至今证券行业 PB 均值为 2.04X, 中位数为 1.87X, 均值±标准差区间为 [1.32X, 2.77X]。当前板块 PB1.27X, 估值处于 2010 年以来 8%分位数以下, 防御与反弹攻守兼备。

图 6: 板块估值情况

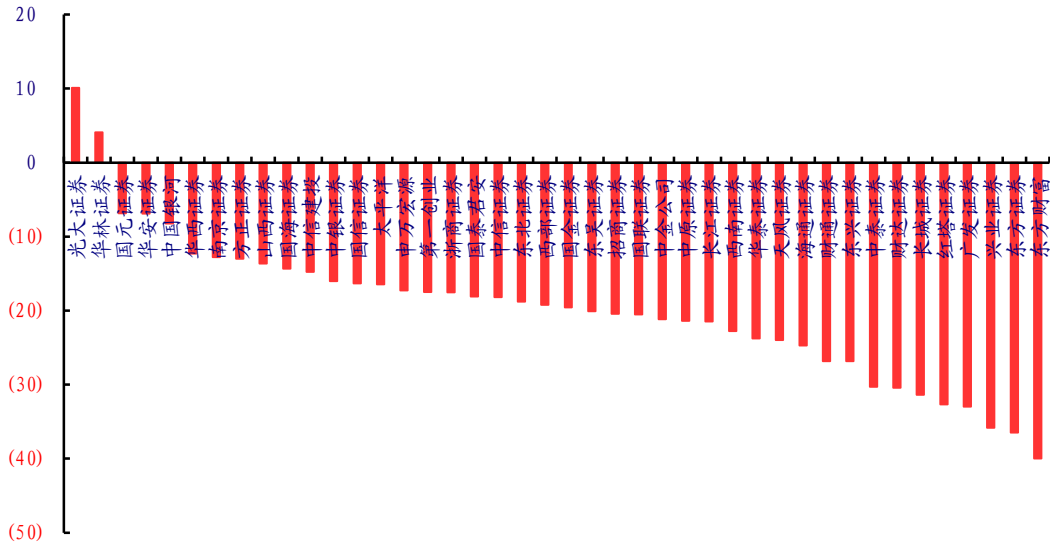


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

板块股价表现各异,业绩具有较好表现的券商获得相对收益。年初至今(截至 11 月 30 日),除光大证券(+10.09%)、华林证券(+4.1%)股价正增长外,板块其它个股均出现不同程度下跌。光大证券前三季度业绩正增长、大股东光大集团平台优势显著;华林证券收购海豚 APP,持续推进科技金融发展战略。此外,自营投资业务受冲击小、业绩表现较好的国元证券、华安证券以及中国银河证券股价表现相对较好,跌幅小于 10%。

财富管理概念个股跌幅靠前。新成立基金发行份额缩水以及国办 30 号文着力规范金融服务收费引发市场对财富管理产业链业绩增长担忧,东方财富、东方证券、兴业证券以及广发证券分别下跌-39.99%、-36.50%、-35.82%以及-32.98%。

图 7: 年初至今(截至 11 月 30 日)板块个股涨跌幅



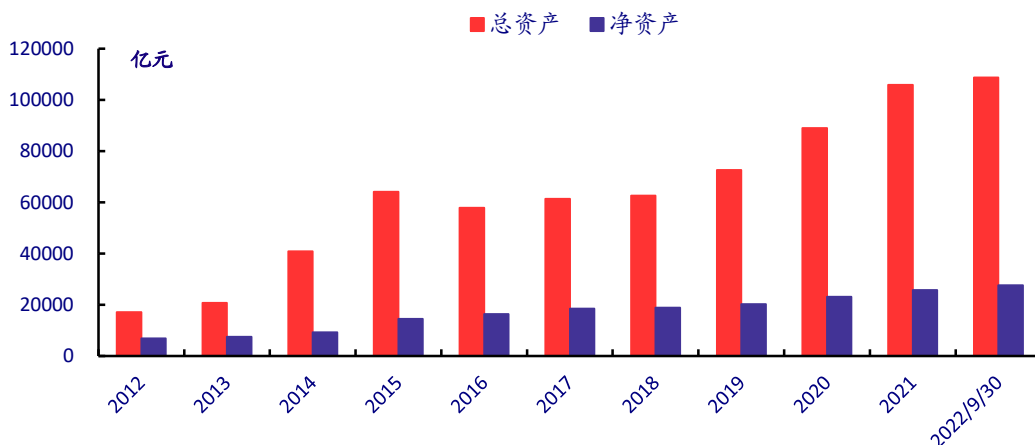
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

二、回顾: 景气度下行, 重资本业务承压

(一) 行业资产规模扩张, 业绩下滑

证券行业资产规模扩张, 扩表延续。依据证券业协会披露数据,截至 2022 年 9 月 30 日, 140 家证券公司总资产规模达 10.88 万亿元, 相较于上年末增长 2.74%; 净资产规模达 2.76 万亿元, 相较于上年末增长 7.39%。券商通过 IPO、定增、配股、可转债等多种融资方式, 提升资本实力, 发展客需型业务。

图 8: 证券行业资产规模



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

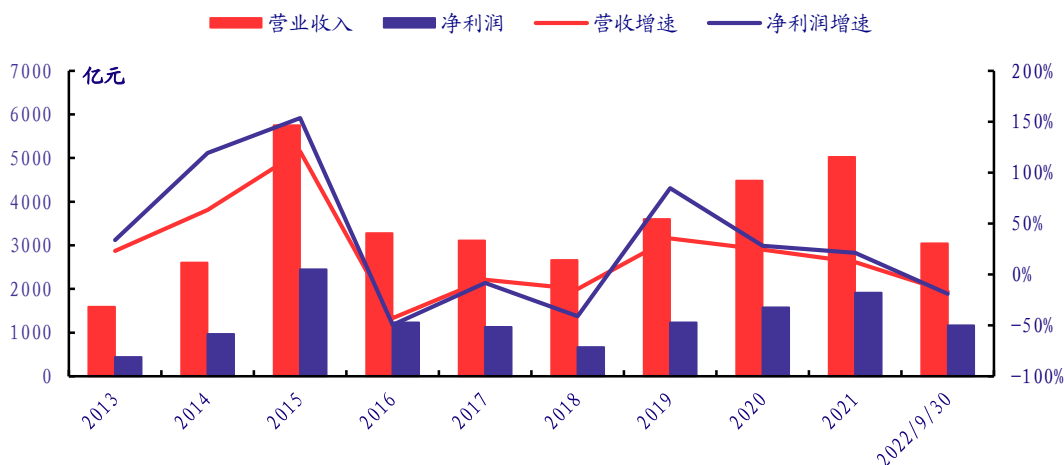
表 1: 2022 年以来证券公司融资情况一览

融资方式	公司名称	发行日期	拟募金额 (亿元)	实际募资总额 (亿元)
配股	中信证券	2022-2-15	280	223.96
	财通证券	2022-4-25	80	71.72
	东方证券	2022-5-13	168	127.15
	兴业证券	2022-9-2	140	100.84
	中金公司	发布配股预案	270	--
定增	国金证券	2022-4-18	60	58.17
	长城证券	2022-7-14	84.64	76.16
	华创阳安	2022-10-27	80	30.27
	国联证券	发布定增预案	70	--
	国海证券	发布定增预案	85	--
	中原证券	发布定增预案	70	--
可转债	中国银河	2022-3-24	78	--
	浙商证券	2022-6-14	70	--
IPO	首创证券	2022-12-13	19.32	19.32

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

备注: 中信证券、东方证券配股发行日期、募集金额均指 A 股, 未考虑 H 股。

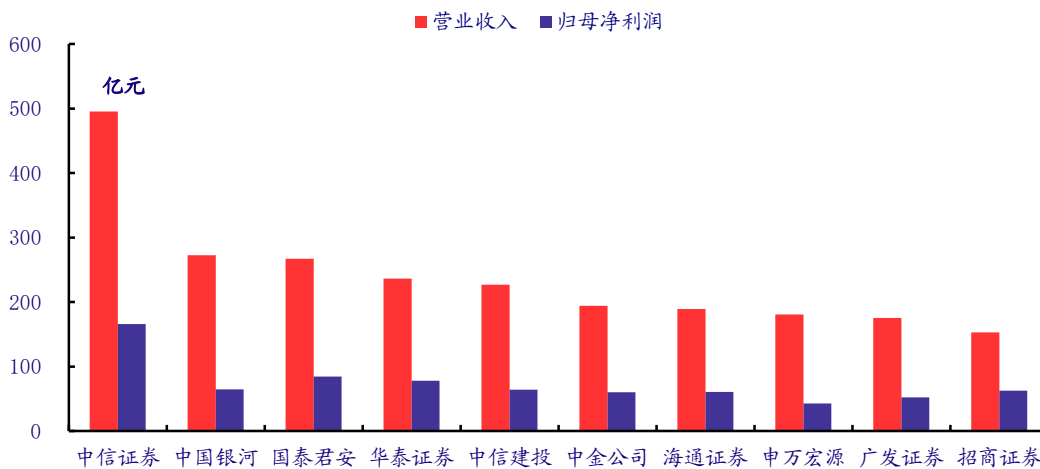
证券行业营收、净利下滑, 景气下行。依据证券业协会披露数据, 2022 年前三季度, 证券行业实现营业收入 3042.42 亿元, 同比下降 16.95%; 实现净利润 1167.63 亿元, 同比下降 18.9%。依据三季报披露数据, 2022 年 1-9 月, 42 家上市券商实现营收 3805.99 亿元, 同比下降 20.62%; 实现归母净利润 1087.19 亿元, 同比下降 29.71%。Q3 单季 42 家上市券商实现营收 1267.62 亿元, 环比下降 17.89%, 同比下降 24.2%, 降幅扩大 13.91pct; 实现归母净利润 329.03 亿元, 环比下降 35.13%, 同比下降 37.58%, 降幅扩大 25.62pct。

图 9: 证券行业业绩表现


资料来源: Wind, 中国证券业协会, 中国银河证券研究院整理

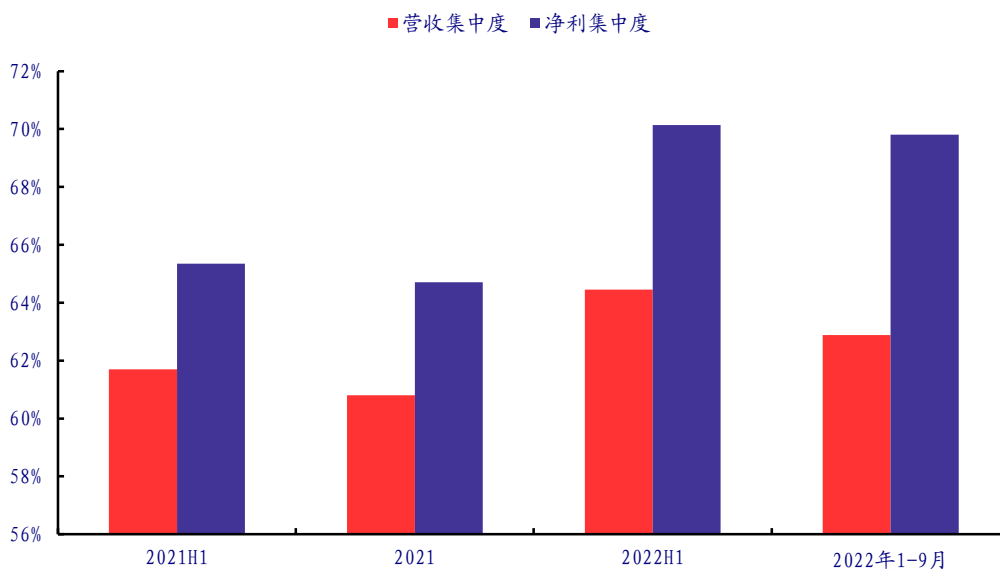
头部券商业绩表现优于行业整体水平。2022年前三季度中信证券、中国银河、国泰君安、华泰证券、中信建投、中金公司、海通证券、申万宏源、广发证券以及招商证券营收排名位居行业前10位；中信证券、国泰君安、华泰证券、东方财富、中国银河、中信建投、招商证券、海通证券、中金公司、广发证券净利排名位居行业前10位。TOP10券商合计实现营业收入2393.38亿元，同比下降18.43%，降幅低于行业2.19个百分点；合计实现归母净利润758.90亿元，同比下降22.28%，降幅低于行业7.43个百分点。券商营收、净利CR10分别为62.88%、69.80%，相较2021年提升2.08pct、5.1pct。

图 10: 营收 TOP10 券商业绩情况



资料来源: Wind、中国银河证券研究院整理

图 11: TOP10 券商营收、净利润集中度

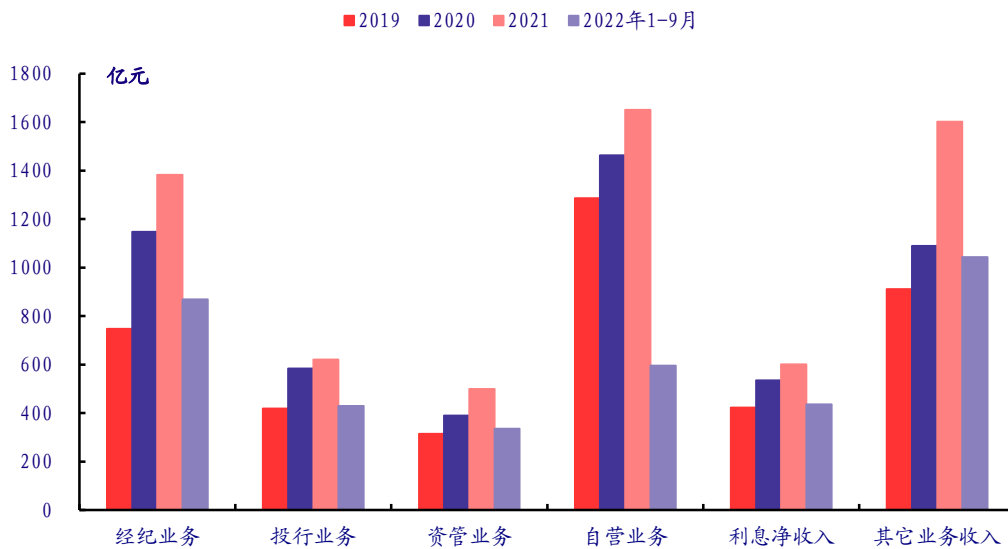


资料来源: Wind、中国银河证券研究院整理

（二）自营投资业务成为影响行业业绩表现的核心变量

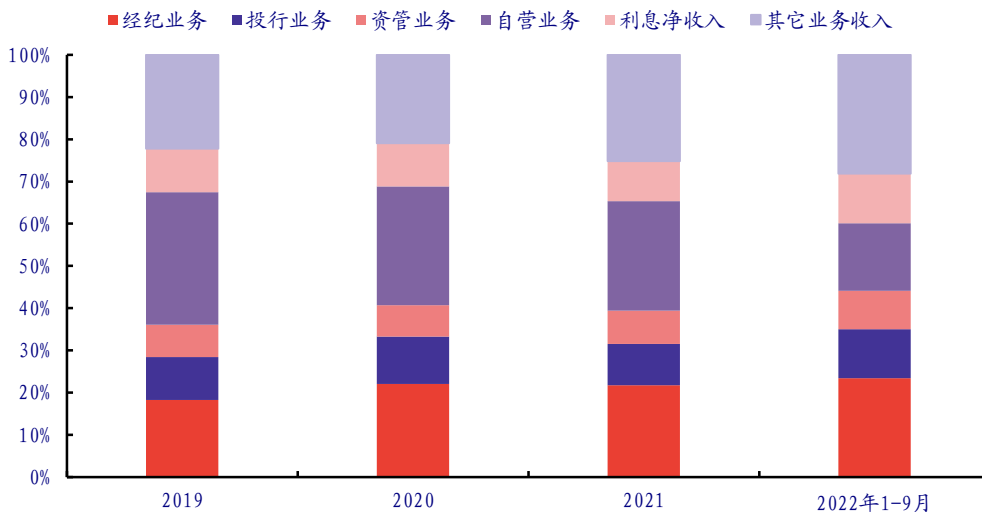
投行业务成为唯一正增长业务条线，经纪业务营收占比居首。2022年1-9月上市券商实现经纪业务/投行业务/资管业务/自营业务/利息净收入分别为 869.58/429.98/ 336.1/595.28/436.35 亿元，同比分别变化 -16.41%/+5.35%/-3.92%/-52.14%/-5.82%；营收占比分别为 23.44%/11.59%/9.06%/16.04%/11.76%，同比变化+1.30pct/+2.9pct/+1.61pct/-10.43pct/+1.9pct。

图 12：行业各业务条线收入情况



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

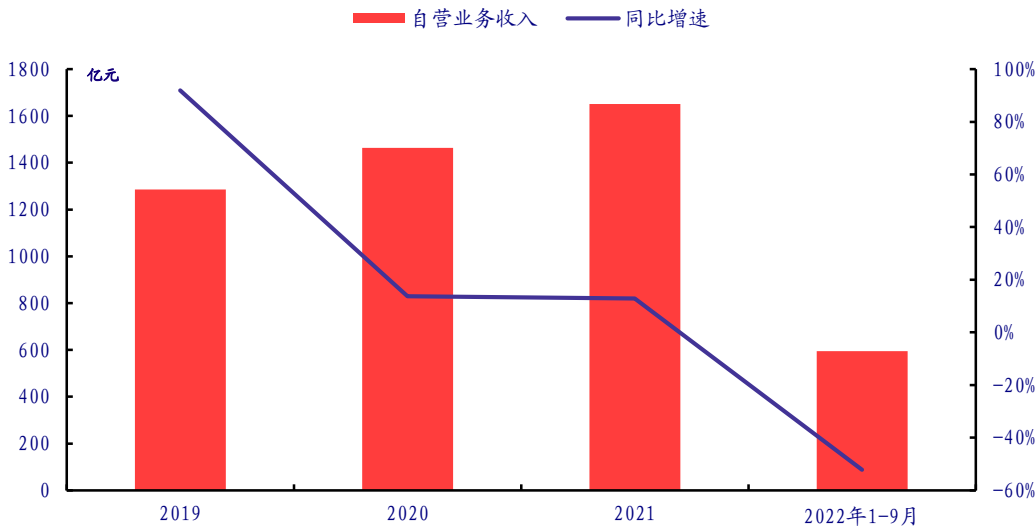
图 13：行业收入结构



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

自营业务收入承压，成为拖累行业业绩表现的主要因素。2022 年前三季度，上市券商实现自营业务收入 595.28 亿元，同比下降 52.14%；营收占比 16.04%，同比下降 10.43 个百分点。近年来，头部券商投资业务加大非方向性转型，纷纷发力布局客需型业务，提升业绩稳定性，增强抗周期波动能力。

图 14：证券行业自营业务收入及增速



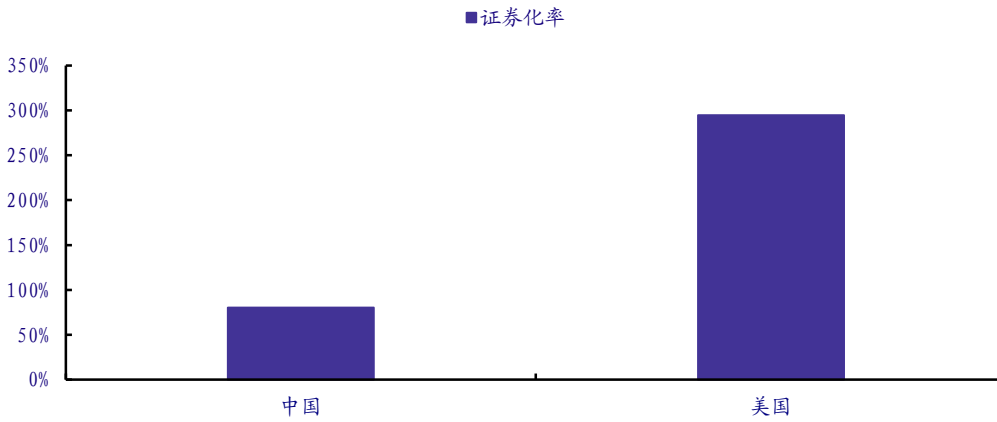
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

三、2023 年展望：景气向上，业绩修复

多重积极因素显现，行业经营环境向好。稳增长政策优化，宏观经济复苏。防疫政策放松，收入预期改善，房地产支持政策出台，多渠道融资纾困，银河宏观团队预测 2023 年中国 GDP 增长 5.8%。美国经济先行指标和同步指标回落，海外经济从通胀到衰退，发达经济体加息周期接近尾声，全球流动性改善。海外经济增速回落、外需放缓环境下，预期 2023 年稳增长仍然是货币政策的首要目标，央行宽货币宽信用延续，国内流动性合理充裕。多重积极因素显现，提升市场风险偏好，风险资产表现有望改善，对证券行业业绩修复提供支撑。

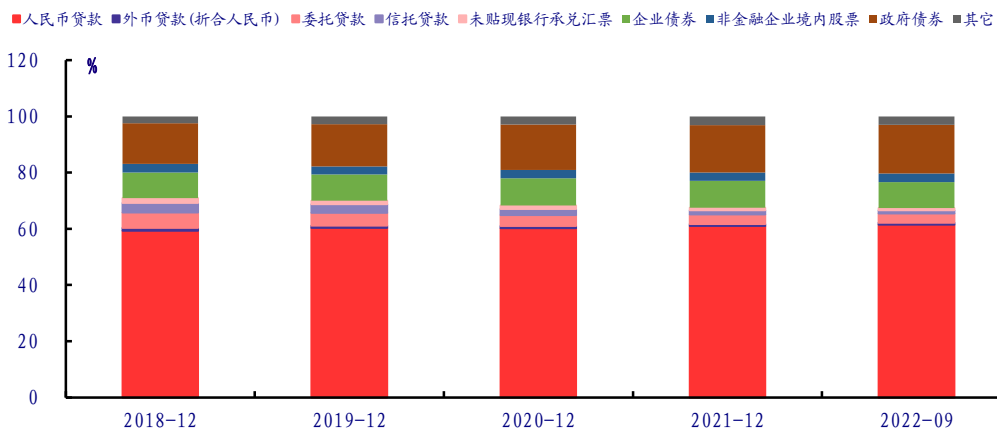
直接融资领域支持政策延续。二十大明确要求“坚持把发展经济的着力点放在实体经济上”、“深化金融体制改革，建设现代中央银行制度，加强和完善现代金融监管，强化金融稳定保障体系，依法将各类金融活动全部纳入监管，守住不发生系统性风险底线。健全资本市场功能，提高直接融资比重。”中国资本市场融资功能不足，直接融资比重亟待提升。中国的证券化率远低于美国（2021 年：中国 80.34%VS 美国 294.53%），中国 GDP 增速高于美国（5 年 CAGR：中国 8.91%VS 美国 4.52%），中国股票市值增速低于美国（5 年 CAGR：中国 12.6%VS 美国 15.34%）。从社会融资结构看，我国目前融资方式主要是银行贷款，股权融资和债权融资规模、占比均不高，直接融资（企业债权+非金融企业境内股票）占比 12.28%。2021 年中国 IPO 融资规模占新增人民币贷款比重仅为 2.72%，占同期美国 IPO 融资规模的 23%。未来，中国资本市场功能将进一步健全，直接融资领域支持政策延续，融资能力将会持续提升。

图 15: 中美证券化率



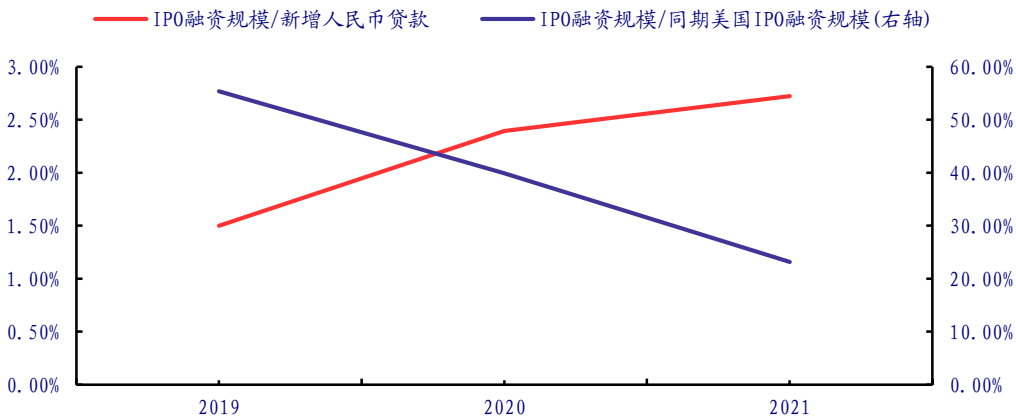
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 16: 社会融资结构



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 17: 资本市场融资功能不足



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

全面注册制落地在即，政策红利持续释放。易会满主席在《求是》上发表文章，指出经过近三年的试点探索，以信息披露为核心的注册制架构初步经受住了市场考验，全面实行股票发行注册制的条件已基本具备；在金融街论坛上表示，从注册制试点情况看，市场各方总体上是认可的，获得感也是强的。随着主板注册制推进，投行业务利润空间将得到进一步释放，直投、经纪、两融业务等均将受益。

综合考虑证券行业经营环境，在中性假设下，我们预计 2023 年证券行业实现净利润 1811 亿元，同比增长 13%，业绩重回上行通道。

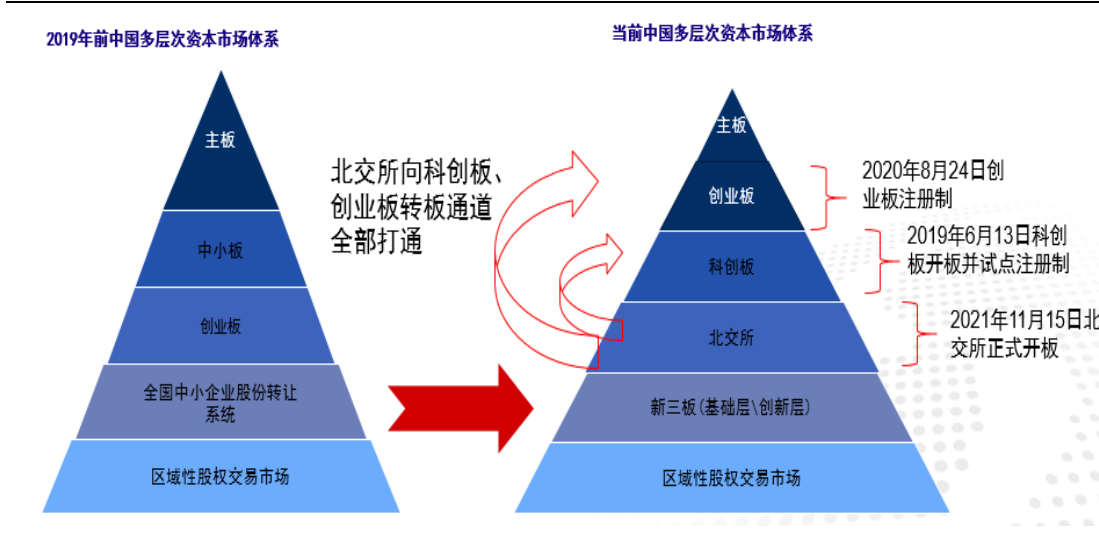
四、把握投行扩容、大财富管理产业链修复机遇

（一）投行业务：景气上行延续，增长确定性强

1. 注册制重塑投行生态，IPO 规模显著增长

多层次资本市场体系建设完善，服务实体经济质效提升。我国多层次资本市场体系建设逐渐完善，2019 年科创板开板并试点注册制，2021 年北交所正式开板，各层次市场错位发展，服务于不同投融资主体需求，为国家重点产业的发展建设提供支撑，满足实体经济发展需求。

图 18：中国多层次资本市场体系

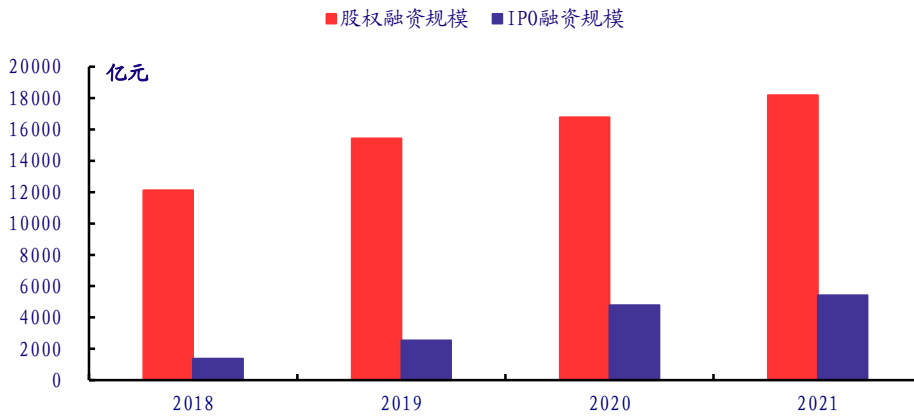


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

注册制重塑投行生态，融资规模快速增长，投行收入显著提升。科创板、创业板注册制落地以来，显著撬动 IPO 规模增长。2021 年，证券行业股票融资规模 1.82 万亿元，三年年均复合增速 14.51%；其中 IPO 融资规模 5426.43 亿元，三年年均复合增速 57.91%。2022 年 1-11 月，IPO 融资规模 5424.28 亿元，同比进一步增长 18.83%。科创板、创业板项目是助推 IPO 规模大增的主要驱动力。2022 年¹，科创板、创业板 IPO 融资规模合计占比 73.98%。受益规模驱动，投行业务收入显著增长。2021 年，证券行业实现投行业务净收入 699.83 亿元，三年年均复合增速 23.67%。2022 年前三季度证券行业实现投行业务净收入 492.25 亿元，同比进一步增长 6.29%。未来，随着主板推进注册制改革，投行业务利润空间将得到进一步释放。

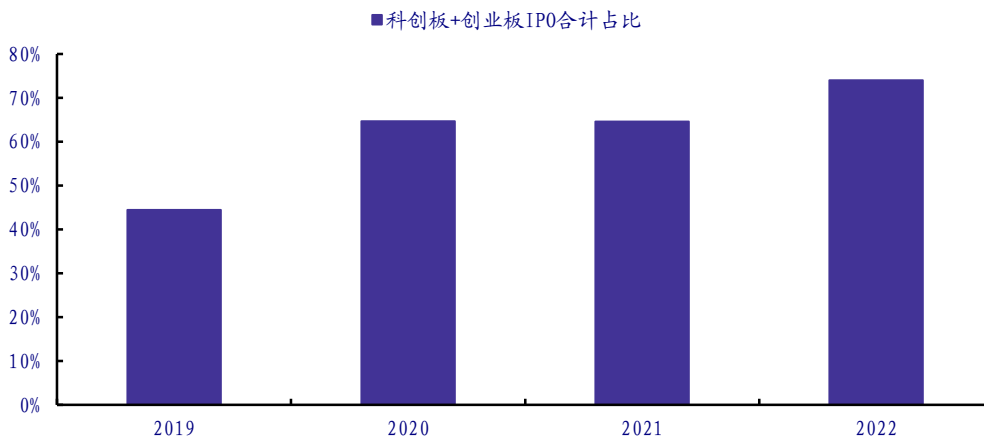
¹ 数据统计截至 12 月 6 日。

图 19: 证券行业股权、IPO 融资规模



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

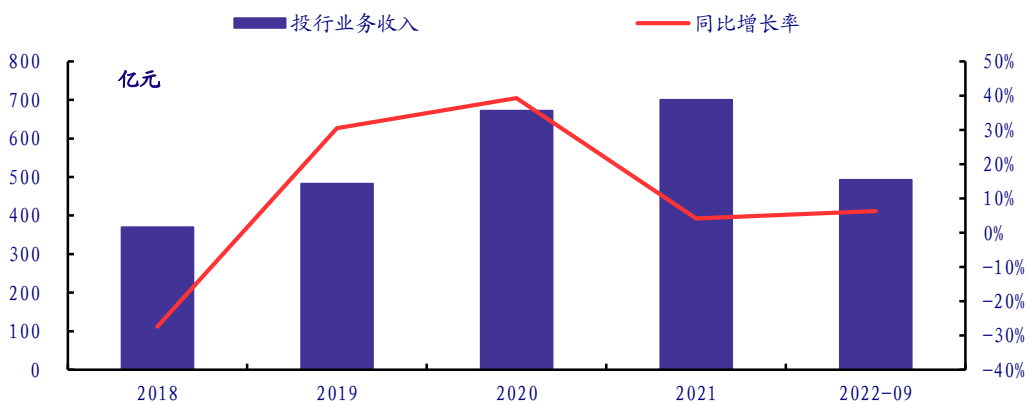
图 20: 科创板、创业板 IPO 融资规模合计占比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

备注: 2022 年数据统计截至 12 月 6 日。

图 21: 投行业务收入及同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

2. 投行业务集中度提升，强者恒强

投行业务集中度持续提升。2022年1-11月，中信证券/中金公司/中信建投/华泰证券/国泰君安/海通证券/招商证券/安信证券/申万宏源/国信证券股权融资规模位居行业前10位，市占率分别为20.29%/12.9%/12.43%/6.11%/5.2%/4.21%/3.09%/2.38%/2.28%/1.95%。中信证券/中信建投/中金公司/海通证券/华泰证券/国泰君安/民生证券/申万宏源/招商证券/东兴证券IPO融资规模位居行业前10位，市占率分别为25.07%/10.37%/9.6%/7.97%/6.34%/5.6%/2.68%/2.5%/2.06%/2.05%。投行CR3、CR5、CR10分别为45.04%、59.35%、74.24%，相较2020年分别提升4.51pct、4.38pct以及3.53pct。

表 2: 投行业务 CR3、CR5 以及 CR10

	2020	2021	2022
CR3	40.53	43.42	45.04
CR5	54.97	55.44	59.35
CR10	70.71	71.70	74.24

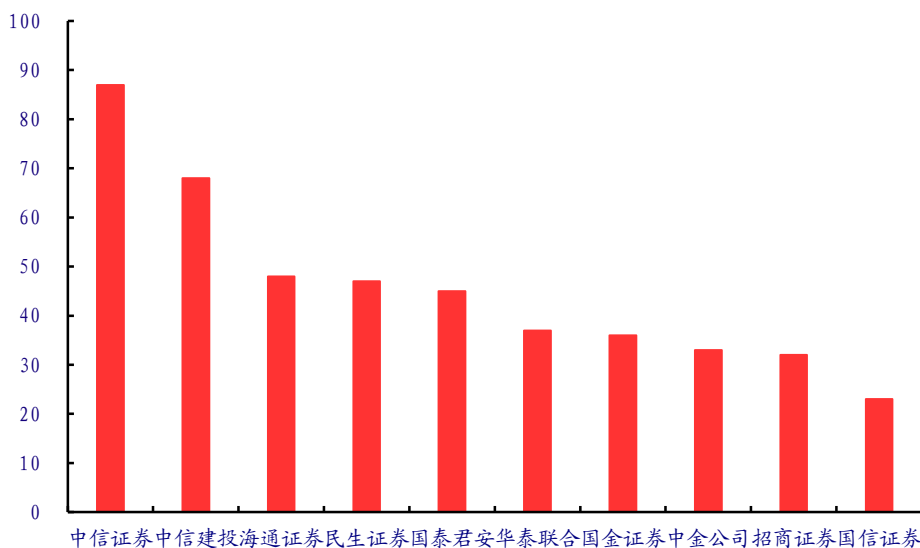
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3. 注册制下综合服务能力强头部券商以及精耕细分领域的中小券商充分获益

注册制发行背景下，定价能力和综合服务能力面临更高考验。在定价环节，传统定价模式被打破，市场化定价，估值定价能力成为投行的核心竞争力。投行定价的专业性对项目发行、费率、跟投收益都有一定影响，是决定投行服务质效和打造券商品牌形象的基石。此外，科创板和创业板成功引入跟投制度，对券商资本实力、投资管理能力、协同也提出了更高要求，倒逼券商强化综合服务能力。项目储备丰富、机构客户优势明显、综合服务能力强的大型综合券商以及精耕细分领域的中小券商有望深度受益。

中信证券、中信建投、海通证券、民生证券、国泰君安、华泰联合、国金证券、中金公司、招商证券、国信证券IPO储备项目位居行业前10位²。未来随着储备项目释放，持续贡献利润增量。

图 22: IPO 储备项目 TOP10 券商



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

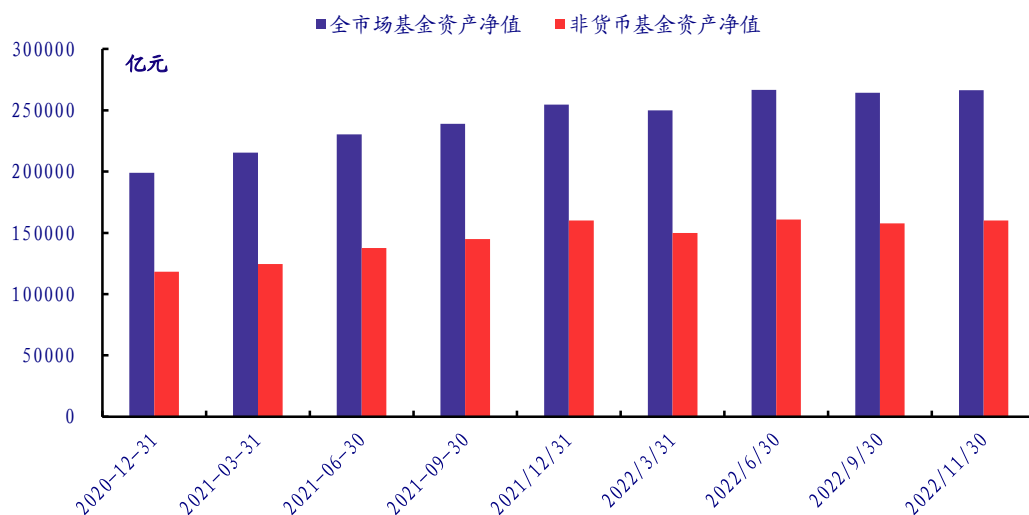
² 截至 2022 年 11 月 30 日。

(二) 大财富管理赛道有望迎来修复

1. 市场回暖预期提升，代销金融产品业务收入有望增长

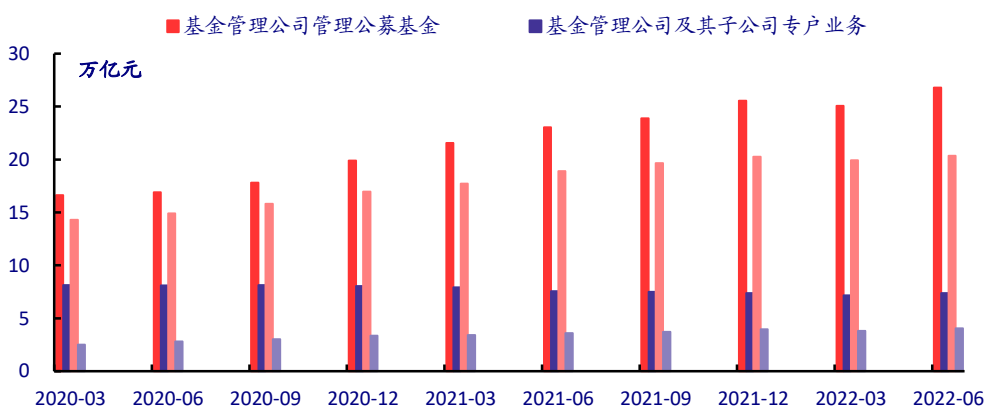
市场回暖预期提升，基金资产规模、新成立基金发行份额有望抬升。截至 2022 年 11 月 30 日，全市场基金资产净值 26.65 万亿元，相较上年末提高 4.72%；其中非货币基金资产净值 16 万亿元，与上年末基本持平。截至 2022 年 6 月 30 日，基金公司管理的公募基金规模 26.79 万亿元，相较去年同期增长 16.3%，相较上年末增长 4.79%；私募基金管理规模 20.35 万亿元，相较去年同期增长 7.67%，相较上年末增长 0.39%；专户业务规模 7.38 万亿元，相较去年同期增长 -2.51%，相较上年末增长 -0.16%；养老金规模 4.06 万亿元，相较去年同期增长 12.65%，相较上年末增长 2.58%。2022 年 1-11 月，新成立基金发行份额 1.33 万亿份，同比下降 51.4%。未来随着市场回暖，基金资产规模有望持续扩张，新成立基金发行份额回升。

图 23: 基金资产规模



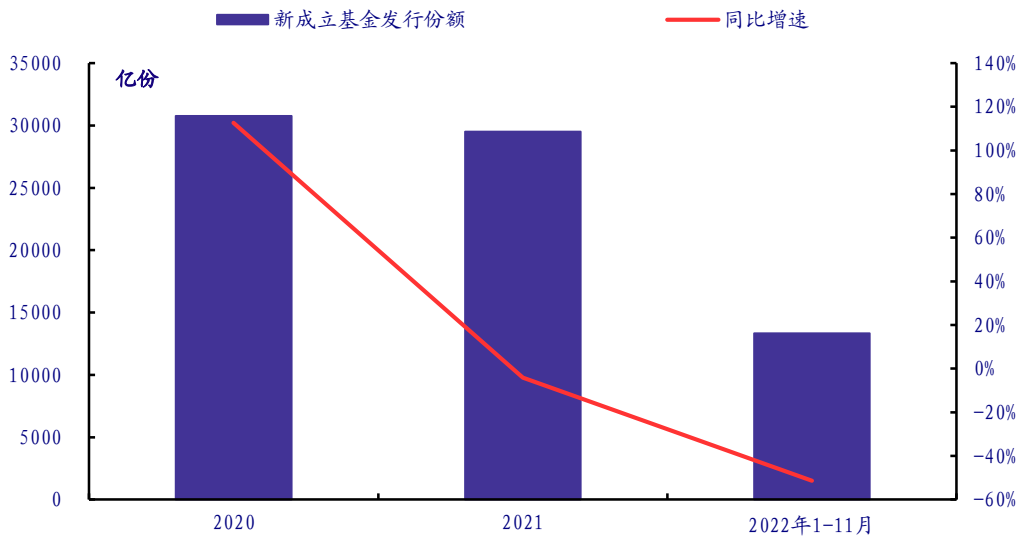
资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

图 24: 基金管理公司管理的不同类型基金资产规模



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

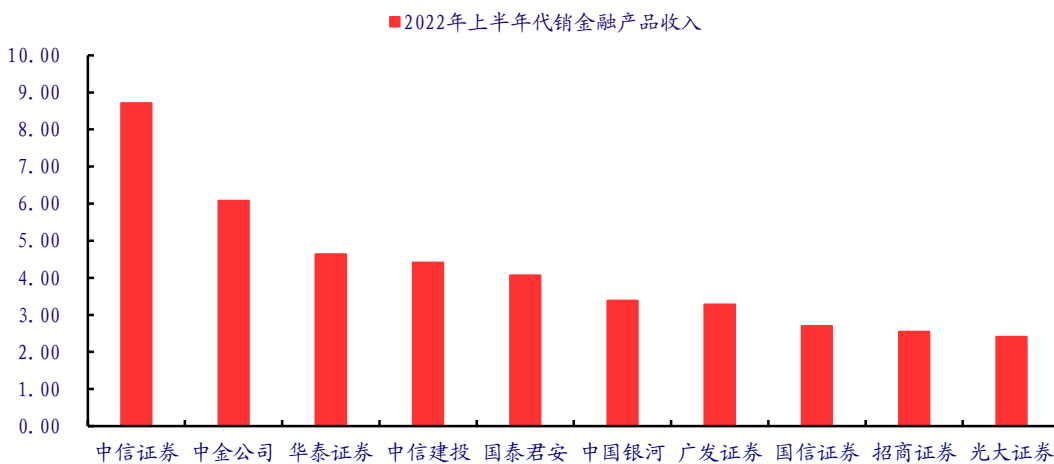
图 25: 新成立基金发行份额及增速



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

中信、中金、华泰证券代销金融产品业务收入位居行业前列。2022H1 中信、中金、华泰、中信建投、国泰君安、中国银河、广发、国信、招商、光大证券代销金融产品净收入位居行业 TOP10, 分别为 8.71/6.08/4.63/4.41/4.07/3.39/3.28 /2.70/2.55/2.41 亿元, 同比分别变化 -39.03%/+1.53%/+14.07%/-4.02%/-8.68%/-4.22%/-36.58%/-42.51%/-36.09%/-44.74%。券商代销金融产品净收入 TOP10 合计 42.22 亿元, 同比下降 23.42%。

图 26: 代销金融产品净收入 TOP10 券商



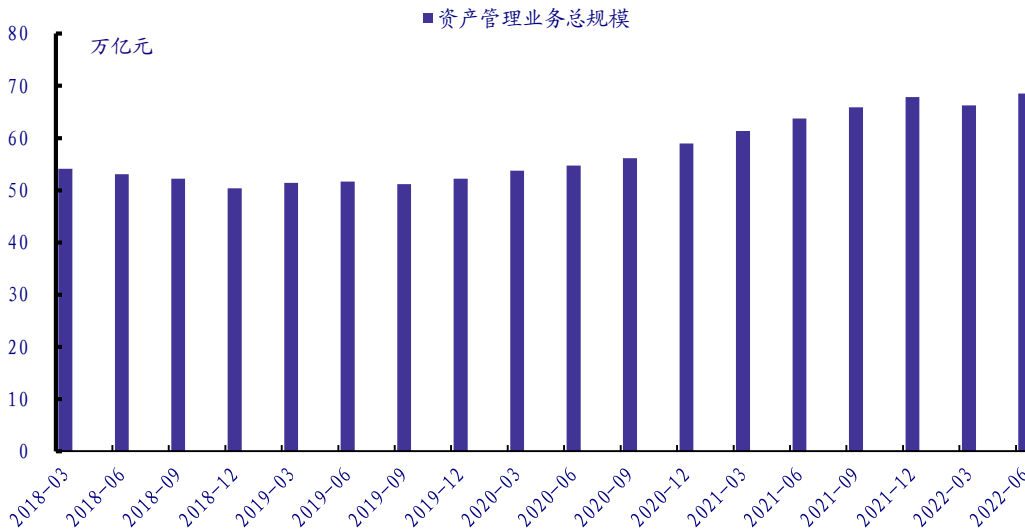
资料来源: 公司公告, 中国银河证券研究院整理

2. 公募牌照扩容, 券商资管业务空间拓展

美国是全球最大的资产管理市场, 中国发展潜力大。当前全球资产管理规模突破万亿美元大关, 地域分布上北美地区占据约全球半壁江山。美国贡献北美地区 90% 以上规模, 稳居全球第一大市场。新兴市场中, 中国资产管理规模保持较快增长, 发展潜力大。截止 2021 年

末，中国资产管理规模突破 67 万亿元，同比增长 15.05%，高于全球整体增速。截止 2022 年 6 月末，中国资产管理规模进一步增长到 68.51 万亿元，同比增长 7.5%。未来，随着居民权益资产配置需求进一步提升，中国资产管理市场规模将进一步扩容。

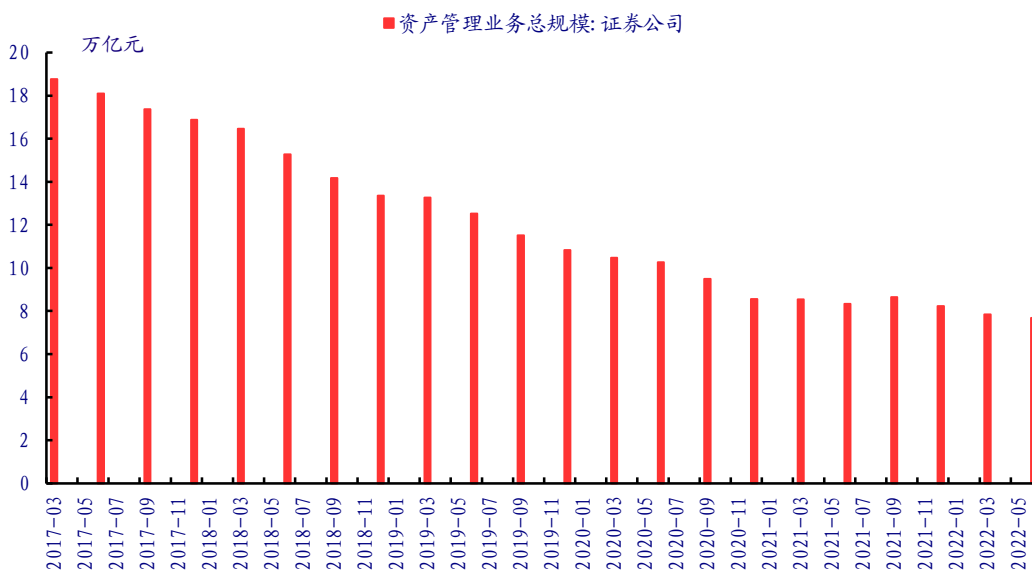
图 27: 中国资产管理规模



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

受资本市场波动下行影响，券商资产管理规模下滑。2022 年前三季度上市券商实现资管业务收入 336.10 亿元，同比下降 3.92%；营收占比 9.06%，同比提升 1.61 个百分点。2022 年上半年末，券商资产管理规模 7.68 万亿元，相较上年末下降 6.74%。随着市场企稳反弹，券商资产管理规模有望回升。

图 28: 券商资产管理规模



资料来源: wind, 中国银河证券研究院整理

公募牌照扩容，券商资管业务空间拓展。中国证监会发布《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》，优化公募基金管理人牌照准入制度，壮大公募基金管理人队伍。适度放宽同一主体持有公募牌照数量限制，允许同一集团下证券资管子公司、保险资管公司、银行理财子公司等专业资管机构申请公募牌照。“一参一控一牌”新规落地，券商纷纷成立资管子公司，加快申请公募牌照步伐，资管公募化转型提速。公募基金行业发展前景广阔，券商资管发力公募业务，有助开拓增量、提振收入。国泰君安受让华安基金 51% 股权，华安基金成为其控股子公司。券商资管具有独特的资源禀赋，凭借客户、投研、产品、渠道等优势，公募业务开展具备比较优势。

3. 个人养老金制度落地，参控股公募基金券商受益

个人养老金账户制探索，为市场带来千亿增量空间。《个人养老金实施办法》及各项配套细则落地，个人养老金制度正式启动实施，在 36 个城市率先试点。个人养老金实行个人账户制，参加个人养老金业务需要开立个人养老金账户以及个人养老金资金账户。个人养老金资金账户里的资金，可以自主选择购买符合规定的理财产品、储蓄存款、商业养老保险和公募基金等个人养老金产品。个人养老金实施税收优惠政策。缴费环节，每年不超过缴费上限 12000 元的部分，在个人所得税综合所得或经营所得中据实扣除；投资环节，计入个人养老金资金账户的投资收益暂不征收个人所得税；领取环节，个人领取的个人养老金，不并入综合所得，单独按照 3% 的税率计算缴纳个人所得税。个人养老金制度加快落地，有助于健全多层次、多支柱养老保险体系建设，缓解第一、二支柱压力，更好地满足人民群众多样化养老保险需求。个人养老金制度红利，将为资本市场带来长线增量资金，助力资本市场健康发展。我们在悲观/中性/乐观情景下测算，每年个人养老金增量资金规模有望达到 1560 亿元/2340 亿元/3120 亿元。

表 3: 个人养老金政策梳理

日期	事件	主要内容
2022/04/11	国务院办公厅发布《关于推动个人养老金发展的意见》	个人养老金实行个人账户制度，缴费完全由参加人个人承担，实行完全积累。参加人通过个人养老金信息管理服务平台，建立个人养老金账户。个人养老金账户是参加个人养老金制度、享受税收优惠政策的基础。参加人可以用缴纳的个人养老金在符合规定的金融机构或者其依法合规委托的销售渠道购买金融产品，并承担相应的风险。参加人应当指定或者开立一个本人唯一的个人养老金资金账户，用于个人养老金缴费、归集收益、支付和缴纳个人所得税。个人养老金资金账户可以由参加人在符合规定的商业银行指定或者开立，也可以通过其他符合规定的金融产品销售机构指定。个人养老金资金账户实行封闭运行，其权益归参加人所有，除另有规定外不得提前支取。参加人每年缴纳个人养老金的上限 12000 元。人力资源社会保障部、财政部根据经济社会发展水平和多层次、多支柱养老保险体系发展情况等适时调整缴费上限。国家制定税收优惠政策，鼓励符合条件的人员参加个人养老金制度并依规领取个人养老金。
2022/11/03	财政部、税务总局发布《关于个人养老金有关个人所得税政策的公告》	自 2022 年 1 月 1 日起，对个人养老金实施递延纳税优惠政策。在缴费环节，个人向个人养老金资金账户的缴费，按照 12000 元/年的限额标准，在综合所得或经营所得中据实扣除；在投资环节，计入个人养老金资金账户的投资收益暂不征收个人所得税；在领取环节，个人领取的个人养老金，不并入综合所得，单独按照 3% 的税率计算缴纳个人所得税，其缴纳的税款计入“工资、薪金所得”项目。个人缴费享受税前扣除优惠时，以个人养老金信息管理服务平台出具的扣除凭证为扣税凭证。个人按规定领取个人养老金时，由开立个人养老金资金账户所在市的商业银行机构代扣代缴其应缴的个人所得税。

2022/11/04	人力资源社会保障部等五部门联合发布《个人养老金实施办法》	《实施办法》规定，参加个人养老金业务需要开立个人养老金账户以及个人养老金资金账户。个人养老金账户可以通过全国统一线上服务入口或者商业银行渠道在信息平台开立，个人养老金资金账户可以选择一家符合规定的商业银行开立或者指定。《实施办法》明确，参加人每年缴纳个人养老金额度上限为 12000 元，可以按月、分次或者按年度缴纳。个人养老金资金账户里的资金，可以自主选择购买符合规定的理财产品、储蓄存款、商业养老保险和公募基金等个人养老金产品。个人养老金实施税收优惠政策。缴费环节，每年不超过缴费上限 12000 元的部分，在个人所得税综合所得或经营所得中据实扣除；投资环节，计入个人养老金资金账户的投资收益暂不征收个人所得税；领取环节，个人领取的个人养老金，不并入综合所得，单独按照 3% 的税率计算缴纳个人所得税。
2022/11/18	中国银保监会发布《关于印发商业银行和理财公司个人养老金业务管理暂行办法的通知》	明确了制定目的、个人养老金业务的相关定义、行业平台功能和监管主体。明确了个人养老金业务范围等，对个人养老金资金账户、个人养老金产品提出具体要求。规定了个人养老金理财产品的类型，以及理财公司等参与该业务的机构应满足的要求。对商业银行、理财公司向行业平台报送信息和向监管部门报告情况等提出要求。对商业银行、理财公司及理财产品等实施名单制管理和动态监管。
2022/11/22	中国银保监会发布《关于保险公司开展个人养老金业务有关事项的通知》	《通知》共 15 条，主要五方面内容：一是明确保险公司开展个人养老金业务的基本要求，主要选择资本实力较强、经营较为规范的公司参与；二是明确保险公司可向个人养老金制度参加人提供符合要求的年金保险和两全保险等；三是规范个人养老金业务的资金管理、合同管理、销售管理、客户服务等；四是明确对保险公司业务经营的监管要求；五是对银保信公司建设维护银行业信息平台等提出要求。
2022/11/25	人力资源社会保障部办公厅、财政部办公厅、国家税务总局办公厅《关于公布个人养老金先行城市（地区）的通知》	《通知》公布了 36 个先行城市（地区）名单，个人养老金制度开始在先行城市（地区）实施。《通知》明确，先行城市（地区）符合条件的群众可自愿参加个人养老金。按照个人养老金制度规定，参加人需要开立个人养老金账户和个人养老金资金账户，根据个人意愿购买相关金融产品。群众可以在国家社会保险公共服务平台和相关金融行业平台查询参与个人养老金的金融机构及金融产品名单。目前，银保监会公布的首批可以开办个人养老金业务的 23 家商业银行中，完成对接测试的商业银行名单已公布在国家社会保险公共服务平台，群众可通过该平台 and 电子社保卡等渠道查询。人力资源社会保障部将实时更新相关名单。

资料来源：人力资源社会保障部、中国银保监会、证监会、中国银河证券研究院整理

表 4：个人养老金增量资金测算

假设	纳税人口	参与比例	年度缴纳金额	增量资金规模
悲观	6500	20.00%	12000	1560
中性	6500	30.00%	12000	2340
乐观	6500	40.00%	12000	3120

资料来源：中国银河证券研究院整理

受益个人养老金制度红利，参控股公募基金券商盈利有望增厚。未来随着个人养老金渗透率提高，进入权益市场的个人养老金资金规模可观，头部基金公司资产管理规模、净利润以及 ROE 有望抬升，参控股该类公募基金的证券公司受益显著。我们对行业参控股公募基金券商进行整理发现，行业中证券公司通过设立子公司或者联营企业形式布局公募基金业务。中信证券持股华夏基金比例为 62.2%，招商证券对招商基金、博时基金持股比例分别为 45%、49%，兴业

证券持股兴证全球基金、南方基金比例分别为 51%、9.15%，申万宏源持股富国基金、申万菱信基金比例分别为 27.78%、67%，华泰证券持股南方基金、华泰柏瑞基金比例分别为 41.16%、49%，广发证券对广发基金、易方达基金持股比例分别为 54.53%、22.65%，东方证券对汇添富基金持股比例为 35.41%。

表 5: 券商参控股公募基金情况

证券代码	证券简称	旗下基金公司	控股比例	营收 (万元)	净利润 (万元)	参控关系
600030.SH	中信证券	华夏基金管理有限公司	62.20%	363287	105774	子公司
601066.SH	中信建投	中信建投基金管理有限公司	100.00%	14135	2816	子公司
600918.SH	中泰证券	万家基金管理有限公司	49.00%	76611	19614	联营企业
600999.SH	招商证券	招商基金管理有限公司	45.00%	288539	95410	联营企业
		博时基金管理有限公司	49.00%	274904	87316	联营企业
601377.SH	兴业证券	兴证全球基金管理有限公司	51.00%	235584	92026	子公司
		南方基金管理股份有限公司	9.15%	327345	88641	联营企业
000166.SZ	申万宏源	富国基金管理有限公司	27.78%	377256	112221	联营企业
		申万菱信基金管理有限公司	67.00%	31546	7796	子公司
601688.SH	华泰证券	南方基金管理股份有限公司	41.16%	327345	88641	联营企业
		华泰柏瑞基金管理有限公司	49.00%	68095	19599	子公司
600837.SH	海通证券	富国基金管理有限公司	27.78%	377256	112221	联营企业
		海富通基金管理有限公司	51.00%	66800	20900	子公司
		海富产业投资基金管理有限公司	67.00%	--	--	子公司
002736.SZ	国信证券	鹏华基金管理有限公司	50.00%	220014	54285	联营企业
601211.SH	国泰君安	华安基金管理有限公司	51.00%	181575	51017	子公司
600109.SH	国金证券	国金基金管理有限公司	49.00%	6843	71	联营企业
000776.SZ	广发证券	广发基金管理有限公司	54.53%	393240	100197	子公司
		易方达基金管理有限公司	22.65%	683062	172602	联营企业
601788.SH	光大证券	大成基金管理有限公司	25.00%	96240	27131	联营企业
		光大保德信基金管理有限公司	55.00%	28505	7358	子公司
601198.SH	东兴证券	东兴基金管理有限公司	100.00%	4698	204	子公司
600958.SH	东方证券	汇添富基金管理股份有限公司	35.41%	320047	100862	联营企业
000783.SZ	长江证券	长信基金管理有限责任公司	44.55%	30318	9220	联营企业

资料来源:wind, 中国银河证券研究院整理

东方证券、兴业证券、广发证券参控股公募基金业绩贡献度居于行业前列。2022H1 东方证券、兴业证券、广发证券参控股公募基金业绩贡献度超过 20%，分别为 55.17%、40.06%以及 22.33%。随着公募基金行业规模、收入扩容，相关参控股券商受益显著。

表 6: 券商参控股公募基金净利润贡献度

证券代码	证券简称	参控股公募基金净利润贡献度
600958.SH	东方证券	55.17%
601377.SH	兴业证券	40.06%
000776.SZ	广发证券	22.33%

600999.SH	招商证券	19.99%
000166.SZ	申万宏源	10.82%
600918.SH	中泰证券	10.54%
600837.SH	海通证券	8.79%
601688.SH	华泰证券	8.57%
002736.SZ	国信证券	8.46%
600030.SH	中信证券	5.88%
000783.SZ	长江证券	5.15%
601788.SH	光大证券	5.14%
601211.SH	国泰君安	3.44%
601198.SH	东兴证券	0.75%
601066.SH	中信建投	0.64%
600109.SH	国金证券	0.06%

资料来源:wind, 中国银河证券研究院整理

备注: 净利润贡献度=参控股公募基金 2022H1 净利润*持股比例/券商 2022H1 归母净利润。

五、投资建议

受益流动性、政策、业绩、估值共振, 证券板块布局正当时。流动性宽松为板块估值修复提供基础, 全面注册制落地在即, 政策友好。综合考虑证券行业经营环境, 在中性假设下, 我们测算证券行业 2023 年净利润 1811 亿元, 同比增长 13%, 业绩重回上行通道。当前板块 PB1.27X, 处于 2010 年以来 8%分位数以下, 防御与反弹攻守兼备, 维持“推荐”评级。个股方面, 把握两条主线, 投行扩容受益标的中金公司、华泰证券、国金证券, 大财富管理产业链修复受益标的东方财富、东方证券以及广发证券。

六、风险提示

市场波动对业务影响大的风险, 注册制推进不及预期的风险。

插图目录

图 1: 2020 年以来券商板块市值占比变化	3
图 2: 证券板块及沪深 300 指数年初至今涨跌幅	3
图 3: 各二级行业指数涨跌幅	4
图 4: 沪深两市股基成交额	4
图 5: 市场两融余额	5
图 6: 板块估值情况	5
图 7: 年初至今 (截至 11 月 30 日) 板块个股涨跌幅	6
图 8: 证券行业资产规模	6
图 9: 证券行业业绩表现	7
图 10: 营收 TOP10 券商业绩情况	8
图 11: TOP10 券商营收、净利润集中度	8
图 12: 行业各业务条线收入情况	9
图 13: 行业收入结构	9
图 14: 证券行业自营业务收入及增速	10
图 15: 中美证券化率	11
图 16: 社会融资结构	11
图 17: 资本市场融资功能不足	11
图 18: 中国多层次资本市场体系	12
图 19: 证券行业股权、IPO 融资规模	13
图 20: 科创板、创业板 IPO 融资规模合计占比	13
图 21: 投行业务收入及同比增速	13
图 22: IPO 储备项目 TOP10 券商	14
图 23: 基金资产规模	15
图 24: 基金管理公司管理的不同类型基金资产规模	15
图 25: 新成立基金发行份额及增速	16
图 26: 代销金融产品净收入 TOP10 券商	16
图 27: 中国资产管理规模	17
图 28: 券商资产管理规模	17

表格目录

表 1: 2022 年以来证券公司融资情况一览	7
表 2: 投行业务 CR3、CR5 以及 CR10	14
表 3: 个人养老金政策梳理	18

表 4: 个人养老金增量资金测算.....	19
表 5: 券商参控股公募基金情况.....	20
表 6: 券商参控股公募基金净利润贡献度.....	20

分析师承诺及简介

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

武平平：非银行金融行业分析师，中国人民大学经济学博士。2015年加入中国银河证券研究院，从事行业研究工作，证券从业7年。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其客户提供。银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告资料来源是可靠的，所载内容及观点客观公正，但不担保其准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。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。

银河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。银河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。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

本报告版权归银河证券所有并保留最终解释权。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：苏一耘 0755-83479312 suivyun_yj@chinastock.com.cn

崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

陆韵如 021-60387901 luyunru_yj@chinastock.com.cn

北京地区：唐嫚羚 010-80927722 tanganling_bj@chinastock.com.cn