湘财证券
XIANGCAI SECURITIES

# 两大业务迎新机，配置券商正当时

## ——证券行业2023年度策略

分析师：张智珑
证书编号：S0500521120002
Tel：021-50295363
Email：zzl6599@xcsc.com

2022年12月

# 核心观点

- **注册制改革驱动投行业务较快增长，竞争格局持续改善。**注册制试点以来资本市场快速扩容，IPO规模显著增加，驱动投行及跟投业务收入较快增长。2019-2022Q3投行收入同比增速分别达+30%、+39%、+4%、+6%，科创板跟投为券商贡献浮盈超过百亿元。另一方面，2022年IPO规模CR5达59%，头部券商在项目储备、资本实力及保荐人数量方面具备明显优势，IPO常态化下将增加投行业务收入的确定性。

- **财富管理转型深化，个人养老金有望带来增量资金，专业投顾需求增加。**一方面，虽然基金销售遇冷导致代销业务承压，但公募基金业务成为券商稳定的收入来源。随着监管对券商公募牌照数量的要求放宽，多家券商加快布局公募业务，财富管理转型继续深化。另一方面，个人养老金制度落地有望为资本市场带来长期增量资金，头部公募基金及销售机构具备先发优势。此外，由于个人养老金提供更多自主选择，但居民对养老金融知识储备不足，专业化投顾需求增加。

- **估值底部、政策催化，券商板块配置正当时。**券商板块实现超额收益通常满足货币政策宽松、低估值、行业政策利好催化三个关键条件。我们认为当前行情启动条件已经具备：（1）货币政策维持宽松，经济增长预期改善，市场情绪修复有望持续。（2）估值处于底部，预计随着权益市场回暖，叠加业绩低基数，2023年业绩有望回升，估值具备向上修复空间，而且估值修复往往领先于业绩。（3）资本市场改革稳步推进，利好政策不断落地。

- 评级：维持证券行业“增持”评级。

- 风险提示：经济复苏不及预期；权益市场波动加剧；行业竞争加剧；监管政策收紧。



# 目　录

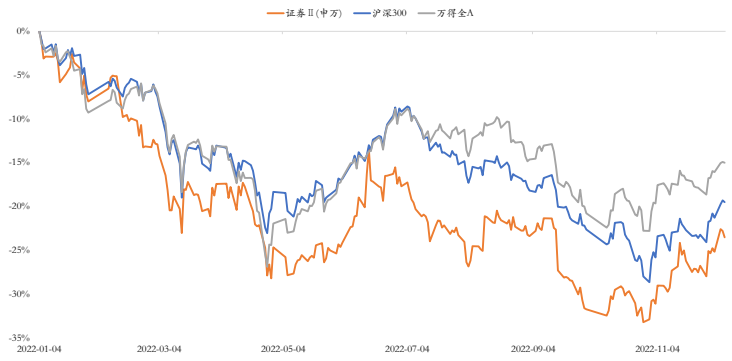
一、2022年回顾：业绩整体承压，龙头优势凸显
二、2023年展望：两大业务迎新机，配置券商正当时
三、投资建议
四、风险提示

# 一、2023年回顾：业绩整体承压，龙头优势凸显

# 1.1 行情复盘：券商板块深度调整，个股行情未现

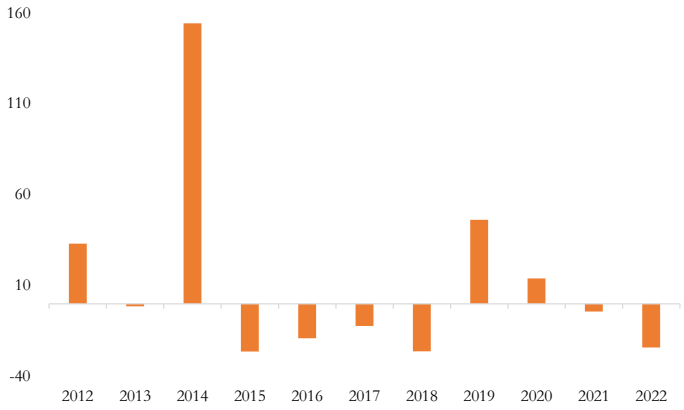
- 2022年初以来，受俄乌冲突、疫情反复、房地产风险暴露、美联储大幅加息等多重因素影响，我国权益市场大幅下跌，券商板块遭遇业绩和估值双杀。截至2022年12月16日，申万券商指数较年初下跌25%。2022年跌幅仅次于2015年和2018年，而且也是自2019年以来经历的首次深度调整。
- PB从年初的1.75x下降至1.2x，处于近十年的5%分位数，而且11月反弹之前PB最低触及1.1x，接近2018年的低点，充分反应了市场的悲观预期。

**图1 券商指数明显跑输大盘**



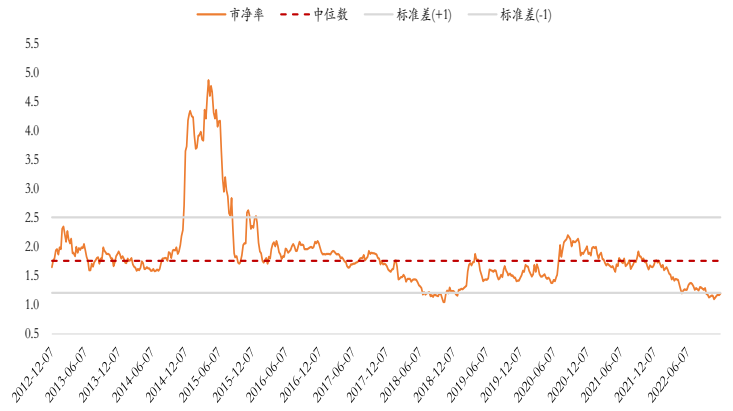

资料来源：Wind，湘财证券研究所

**图2 券商指数年涨跌幅**




资料来源：Wind，湘财证券研究所

**图3 券商指数PB估值区间**




资料来源：Wind，湘财证券研究所

# 1.1 行情复盘：券商板块深度调整，个股行情未现

- 证券行业缺乏较为清晰的投资主线，因此券商股普遍下跌，未出现类似2021年以财富管理为主线的结构性行情。
- 截至2022年12月16日，仅光大证券（+6%）和华林证券（+3%）实现正收益，而去年表现较好的长城证券（-33%）、广发证券（-34%）、财达证券（-32%）、红塔证券（-32%）、东方证券（-36%）、东方财富（-36%）、兴业证券（-36%）回调较多。
- 估值方面，即便11月以来板块迎来反弹，大部分券商PB估值仍处于近十年的10%分位数以下。

图4 上市券商业绩情况（亿元，%）

| 公司 | 涨跌幅 | PB（MRQ） | 近十年PB分位数 | 公司 | 涨跌幅 | PB（MRQ） | 近十年PB分位数 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 光大证券 | 5.9 | 1.3 | 38.0 | 招商证券 | -20.2 | 1.2 | 7.2 |
| 华林证券 | 2.9 | 6.1 | 34.6 | 浙商证券 | -20.4 | 1.6 | 6.8 |
| 中国银河 | -9.2 | 1.1 | 12.4 | 中金公司 | -20.5 | 2.3 | 10.2 |
| 国元证券 | -9.9 | 0.9 | 4.0 | 东北证券 | -21.0 | 0.9 | 2.6 |
| 华安证券 | -10.7 | 1.1 | 5.7 | 东吴证券 | -21.8 | 0.9 | 3.3 |
| 中信建投 | -13.6 | 2.8 | 24.2 | 长江证券 | -22.8 | 1.0 | 2.3 |
| 山西证券 | -14.4 | 1.2 | 3.8 | 中原证券 | -23.7 | 1.3 | 2.1 |
| 国联证券 | -15.3 | 2.0 | 25.8 | 华泰证券 | -23.7 | 0.8 | 2.1 |
| 中信证券 | -15.8 | 1.3 | 8.4 | 海通证券 | -24.1 | 0.7 | 2.5 |
| 国海证券 | -15.8 | 1.0 | 2.9 | 西南证券 | -24.3 | 1.0 | 4.7 |
| 华西证券 | -16.5 | 1.0 | 11.1 | 天风证券 | -27.2 | 1.0 | 4.1 |
| 国信证券 | -16.5 | 1.2 | 4.0 | 财通证券 | -28.5 | 1.1 | 5.5 |
| 南京证券 | -16.8 | 1.8 | 6.4 | 东兴证券 | -28.8 | 1.0 | 2.4 |
| 中银证券 | -17.4 | 1.9 | 5.0 | 红塔证券 | -32.0 | 1.7 | 8.6 |
| 国泰君安 | -17.4 | 0.9 | 2.2 | 财达证券 | -32.3 | 2.5 | 34.0 |
| 方正证券 | -17.5 | 1.2 | 3.8 | 中泰证券 | -32.4 | 1.3 | 3.6 |
| 申万宏源 | -17.9 | 1.1 | 3.8 | 长城证券 | -32.6 | 1.3 | 3.9 |
| 太平洋 | -18.6 | 1.9 | 12.6 | 广发证券 | -33.8 | 1.1 | 7.6 |
| 国金证券 | -19.7 | 1.1 | 7.4 | 东方证券 | -35.5 | 1.1 | 6.0 |
| 第一创业 | -19.8 | 1.7 | 4.6 | 兴业证券 | -36.0 | 1.0 | 4.8 |
| 西部证券 | -20.0 | 1.0 | 3.2 | 东方财富 | -36.4 | 4.1 | 10.2 |

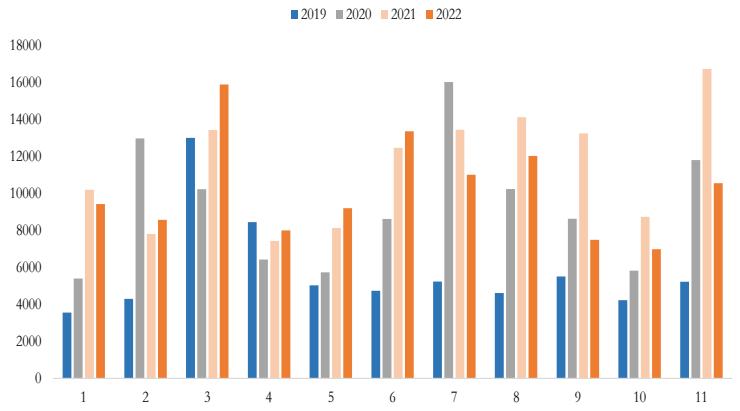
资料来源：Wind，湘财证券研究所

# 1.2 业绩回顾：投行业务正增长，自营投资成拖累

**市场交投活跃度降低，投资者风险偏好下降，新发基金遇冷**

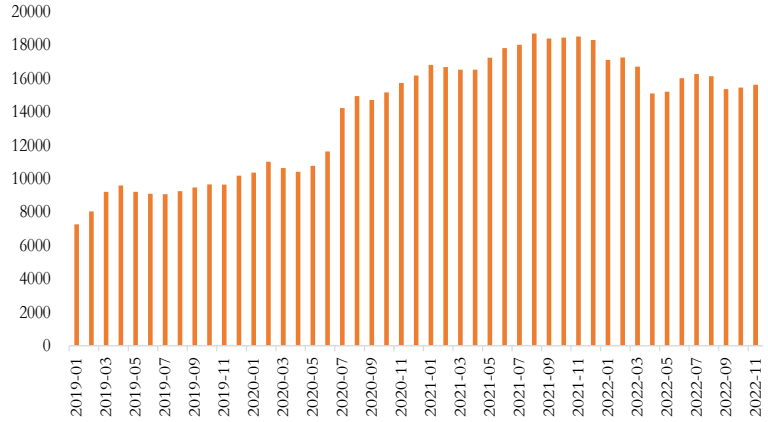
- 2022年1-11月两市日均股基成交额10353亿元（同比-8.3%），其中上半年成交额增长7.6%，展现出一定韧性。7月以来市场再次探底，7-11月日均股基成交额成交额同比大幅下滑，分别为18%、15%、43%、20%、37%。11月末融资融券余额为15643亿元，较2021年末下降15%。
- 1-11月新成立基金份额同比下降50%，股票型、混合型发行份额同比下降60%、83%。

图5 沪深两市每月日均股基成交额（亿元）



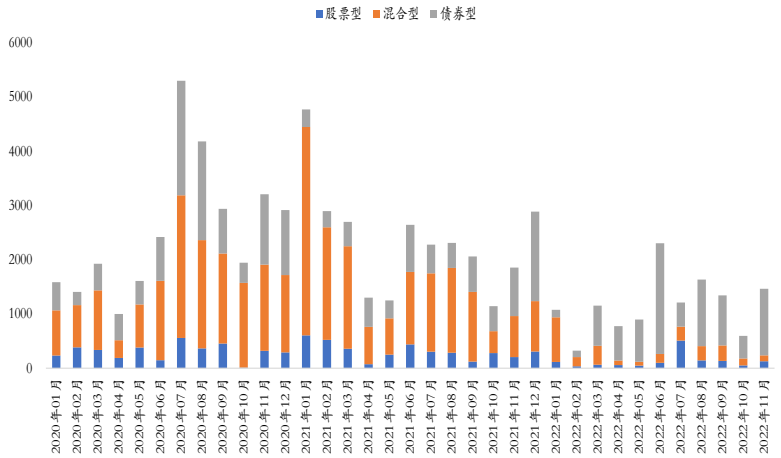

资料来源：Wind，湘财证券研究所

图6 融资融券余额（亿元）




资料来源：Wind，湘财证券研究所

图7 各类型基金新发行份额（亿份）



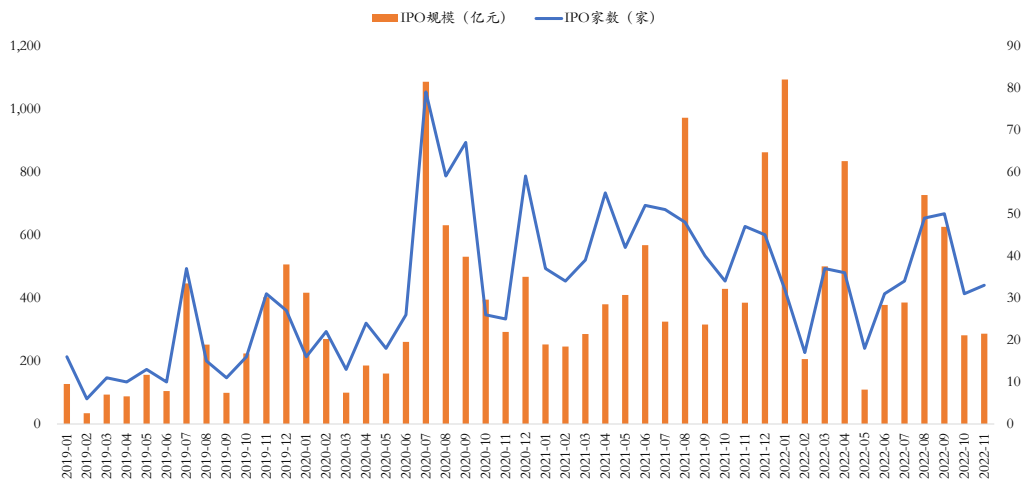

资料来源：Wind，湘财证券研究所

# 1.2 业绩回顾：投行业务正增长，自营投资成拖累

## 注册制红利持续释放，IPO规模实现较快增长

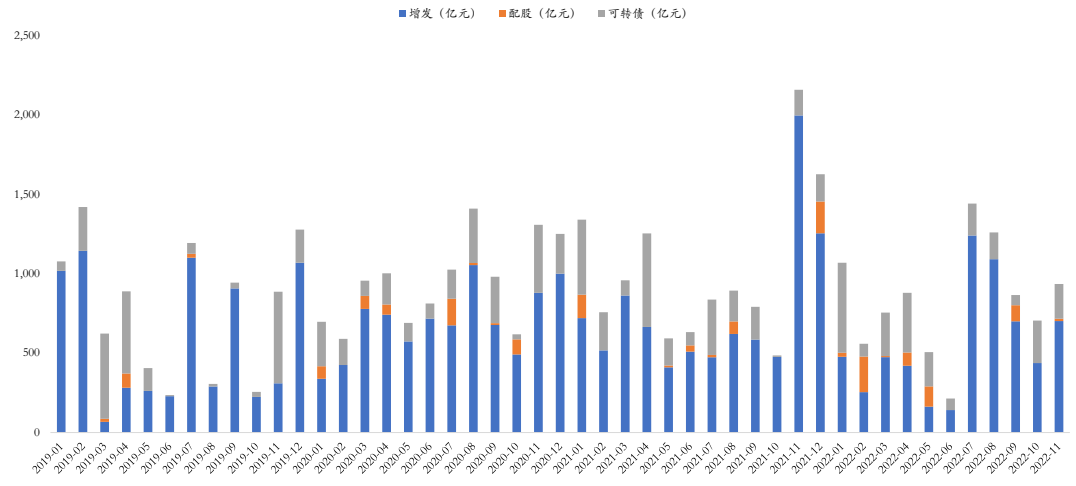
- 1-11月，368家公司进行IPO（去年同期为479家），募资规模共计5424亿元（同比+18.8%）。
- IPO项目规模较大，平均单笔IPO规模达14.74亿元（同比+55%），其中募资规模达100亿及以上的项目共5个，而2021年仅有3家公司IPO规模在百亿以上。

图8 IPO规模及家数




资料来源：Wind，湘财证券研究所

图9 再融资规模及类型




资料来源：Wind，湘财证券研究所

# 1.2 业绩回顾：投行业务正增长，自营投资成拖累

**自营业务大幅下滑，仅投行业务实现正增长**

- 2022年前三季度，41家上市券商实现营收3710亿元（同比-21%），归母净利润1021亿元（同比-31%）。
- 经纪、投行、资管、自营、信用业务占调整后营收比重分别为29%、14%、11%、20%、15%，较2021年末变化分别为+2.6pct、+2.5pct、+1.7pct、-11.8pct、+3.1pct。

表 1 41 家上市券商 2022Q1-Q3 业绩表现（单位：亿元）

| | 22Q1-Q3 收入规模 | 同比 | 业务占比 | 较 2021 年末变化 |
|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **3,710.4** | **-21.0%** | - | |
| 经纪业务 | 869.6 | -16.4% | 29.2% | +2.6pct |
| 投行业务 | 430.0 | +5.4% | 14.5% | +2.5pct |
| 资管业务 | 336.1 | -3.9% | 11.3% | +1.7pct |
| 自营业务 | 595.3 | -52.1% | 20.0% | -11.8pct |
| 信用业务 | 436.4 | -5.8% | 14.7% | +3.1pct |
| **归母净利润** | **1,021.2** | **-31.2%** | - | - |

资料来源：WIND，湘财证券研究所

注：业务占比= 业务收入/（营业收入-其他业务成本）

# 1.2 业绩回顾：投行业务正增长，自营投资成拖累

## 22Q3权益市场下跌中自营业务抗周期能力增强，对业绩拖累下降

- 从单季度看，虽然自营投资收入在Q3市场再次调整的影响下大幅下降，但表现仍然优于Q1。主要因风险偏好降低、金融投资规模增速放缓。其他各项业务收入环比回升，我们预计券商业绩将逐步修复。

表 2 41 家上市券商 2022Q3 业绩表现（单位：亿元）

| | 2022Q1 | 2022Q2 | 2022Q3 | 22Q3 环比 | 22Q3 业务占比 |
|---|---|---|---|---|---|
| **营业收入** | **962.7** | **1,512.6** | **1,235.1** | **-18.3%** | - |
| 经纪业务 | 299.4 | 279.1 | 291.1 | +4.3% | 29.8% |
| 投行业务 | 139.0 | 120.0 | 170.9 | +42.4% | 17.5% |
| 资管业务 | 112.0 | 107.9 | 116.2 | +7.6% | 11.9% |
| 自营业务 | -21.0 | 478.2 | 138.1 | -71.1% | 14.1% |
| 信用业务 | 132.8 | 145.7 | 157.8 | +8.3% | 16.1% |
| **归母净利润** | **229.2** | **484.5** | **307.5** | **-36.5%** | - |

资料来源：WIND，湘财证券研究所

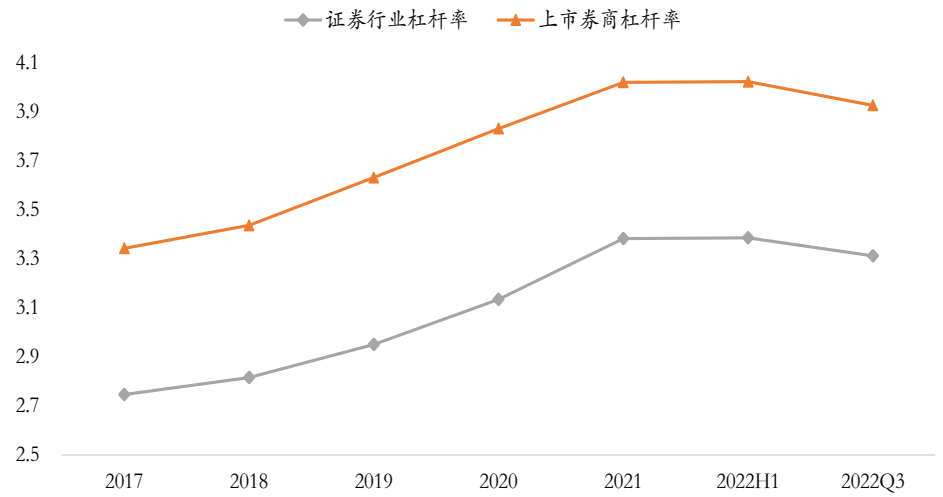
注：业务占比=业务收入/（营业收入-其他业务成本）

# 1.2 业绩回顾：投行业务正增长，自营投资成拖累

## ROE下降，扩表节奏放缓，杠杆率走低

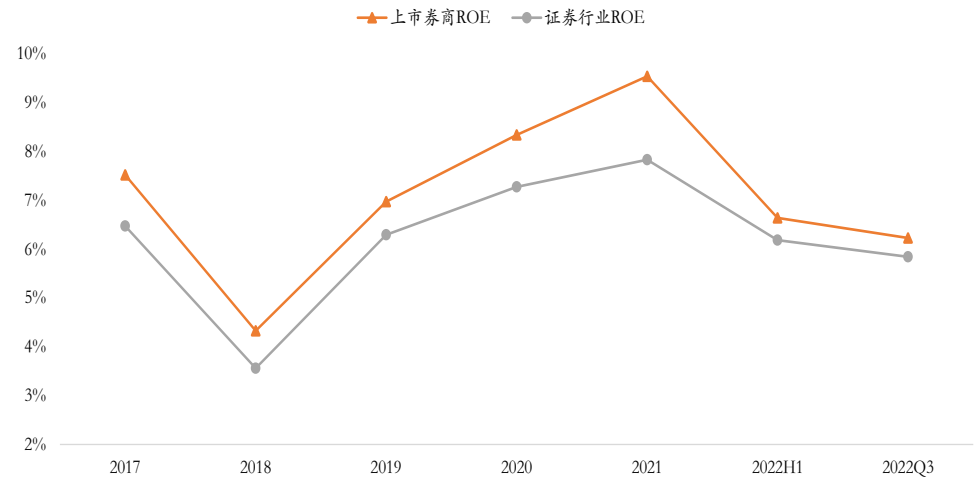
- 2022前三季度上市券商年化ROE仅有6.2%，较2021年的9.5%下降3.3pct，但仍然高于2018年的低点。从杠杆率看，今年以来杠杆率缓慢下行，这也是2017年行业进入新一轮扩表周期以来的首次下降，三季度杠杆率为3.92倍，较2021年末下降0.1。

图10 行业及上市券商实际杠杆率（剔除客户资金）




资料来源：Wind，证券业协会，湘财证券研究所

图11 行业及上市券商ROE（年化）




资料来源：Wind，证券业协会，湘财证券研究所

# 1.2 业绩回顾：投行业务正增长，自营投资成拖累

- 2022Q3上市券商资产和负债规模分别环比下滑1.6%和3%，主要因券商及客户风险偏好下降。
- 资产端：**融资类业务**（融资融券、股票质押）资产规模环比连续下降，以及占资产比重最大的**金融投资规模**环比增速显著放缓。两项业务杠杆率降低，导致整体杠杆率下行。
- 负债端：客户资金环比大幅下降

图12 上市券商资产负债表环比变化

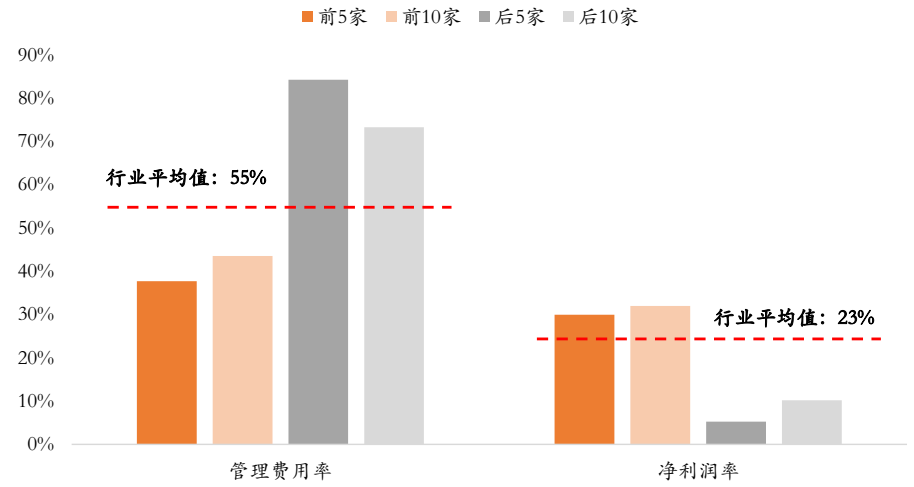
| 环比变化 | 22Q1 | 22H1 | 22Q3 |
|---|---|---|---|
| **总资产** | **3.3%** | **2.6%** | **-1.6%** |
| **客户资金** | | | |
| 客户资金存款 | 3.1% | 10.5% | -13.2% |
| 客户备付金 | -3.5% | -4.8% | 13.8% |
| **融资类业务** | | | |
| 融出资金 | -7.6% | -3.9% | -4.2% |
| 买入返售金融资产 | 4.2% | -3.6% | -7.0% |
| **融资业务杠杆率** | **0.83** | **0.79** | **0.72** |
| **投资类业务** | | | |
| 金融投资 | 2.9% | 3.3% | 0.7% |
| 交易性金融资产 | 1.0% | 2.7% | 0.9% |
| 债权投资 | 0.8% | 7.0% | 6.9% |
| 其他债权投资 | 10.9% | 4.7% | -0.2% |
| 其他权益工具投资 | 3.5% | 12.5% | -1.7% |
| 衍生金融资产 | 24.6% | 0.8% | 45.1% |
| **投资业务杠杆率** | **2.29** | **2.34** | **2.28** |
| **总负债** | **3.5%** | **2.9%** | **-3.0%** |
| 卖出回购金融资产款 | 10.7% | -0.6% | -1.1% |
| 代理买卖证券款 | 4.0% | 8.1% | -11.1% |
| **归母净资产** | **2.9%** | **1.4%** | **3.4%** |

资料来源：Wind，湘财证券研究所

# 1.3 竞争格局：头部券商韧性凸显，马太效应加剧

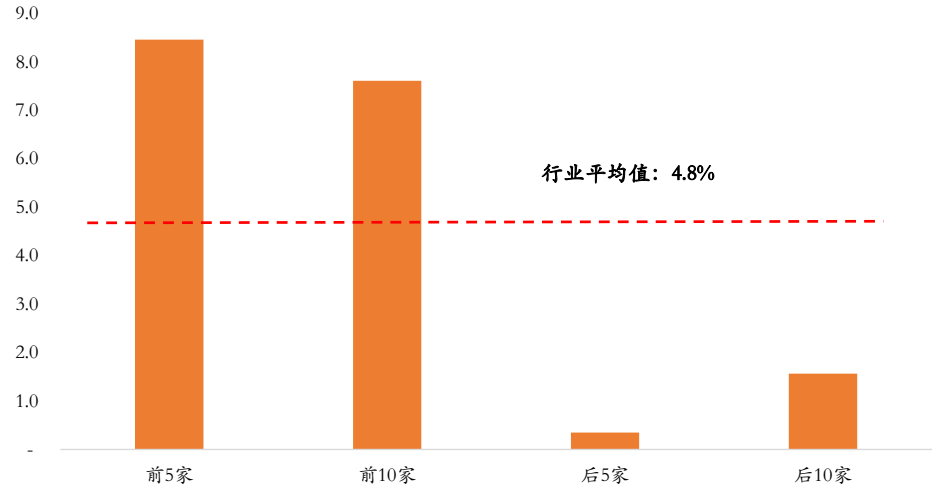
- 券商业绩与资本市场景气度高度正相关，业绩波动性较大，但头部券商具备资本实力、规模效应、业务多元化等优势，在市场低迷期业绩更具稳定性。
- **低管理费用率、高净利润率、高ROE。**2022Q3归母净利润规模排名前5和前10的券商平均管理费率为38%和44%，而排名后5和后10家券商管理费率平均高达84%和73%；前5家券商的平均年化ROE可以高达8.5%，不仅与尾部5家券商的0.4%拉开较大差距，也遥遥领先行业平均的4.8%。

**图13 2022Q3头部和尾部券商费用率、净利润率**




资料来源：Wind，湘财证券研究所

**图14 2022Q3头部和尾部券商ROE（年化）**




资料来源：Wind，湘财证券研究所

# 1.3 竞争格局：头部券商韧性凸显，马太效应加剧

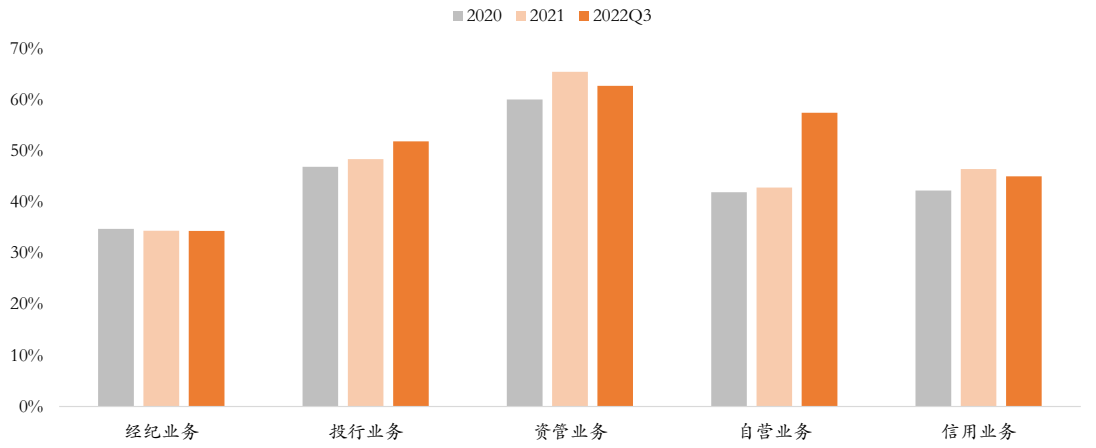
- **2022Q3上市券商归母净利润CR5、CR10分别为45%、73%，较2021年提升7pct、5pct。**头部10家券商除海通证券、广发证券、国信证券外，其余券商2022Q3净利润集中度较2021年均有不同程度提升。
- **头部券商自营投资优势凸显，投行业务集中度稳定提升。**2022Q3业务收入规模CR5最高的三项业务是资管（63%）、自营（58%）、投行（52%），集中度最低的是经纪业务（34%）。

**图15 2022Q3净利润规模前10券商市场份额及行业集中度**

| 公司名称 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022Q1 | 2022H1 | 2022Q3 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 中信证券 | 11.0% | 14.7% | 11.2% | 10.2% | 12.2% | 22.8% | 15.7% | 16.2% |
| 国泰君安 | 9.5% | 10.5% | 7.9% | 7.6% | 7.9% | 11.0% | 8.9% | 8.3% |
| 华泰证券 | 8.9% | 7.9% | 8.2% | 7.4% | 7.0% | 9.7% | 7.5% | 7.7% |
| 中国银河 | 3.8% | 4.5% | 4.8% | 5.0% | 5.5% | 6.8% | 6.1% | 6.3% |
| 中信建投 | 3.9% | 4.8% | 5.0% | 6.5% | 5.4% | 6.7% | 6.1% | 6.3% |
| 招商证券 | 5.6% | 6.9% | 6.7% | 6.5% | 6.1% | 6.5% | 6.0% | 6.1% |
| 海通证券 | 8.3% | 8.1% | 8.7% | 7.4% | 6.8% | 6.5% | 6.7% | 5.9% |
| 中金公司 | 2.7% | 5.4% | 3.9% | 4.9% | 5.7% | 7.2% | 5.4% | 5.9% |
| 广发证券 | 8.3% | 6.7% | 6.9% | 6.9% | 5.7% | 5.7% | 5.9% | 5.1% |
| 国信证券 | 4.4% | 5.3% | 4.5% | 4.5% | 5.3% | 3.3% | 4.5% | 4.7% |
| CR5 | 37.1% | 42.3% | 37.2% | 36.7% | 38.0% | 57.0% | 44.3% | 44.7% |
| CR10 | 66.3% | 74.8% | 67.8% | 67.0% | 67.6% | 86.3% | 72.8% | 72.5% |

资料来源：Wind，湘财证券研究所

**图16 上市券商各项业务收入CR5**




资料来源：Wind，湘财证券研究所

# 1.3 竞争格局：头部券商韧性凸显，马太效应加剧

- 自营投资表现与市场波动相关性强，而头部券商优势体现在较早发力非方向性投资，投资策略丰富，盈利稳定性更高。
- 在场外衍生品业务方面，由于场外期权一级交易商以头部券商为主，其个股期权业务相较于以中小券商居多的二级交易商有显著优势，尤其是前三季度市场剧烈波动，个股风险对冲需求增加，这块业务能够贡献较稳定的收入。
- 头部券商前三季度自营投资收入同比降幅低于行业平均，但一级交易商之间的自营投资表现也出现分化。相比之下，中小券商自营收入同比下滑较大，部分券商出现亏损。

**图17 上市券商自营投资收入及金融投资资产持仓占比**

| 公司名称 | 2021Q3 | 2022Q3 | YoY | 股票占比 | 债券占比 | 场外期权交易商类型 | 公司名称 | 2021Q3 | 2022Q3 | YoY | 股票占比 | 债券占比 | 场外期权交易商类型 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 中信证券 | 15,404 | 12,408 | -19% | 26% | 44% | 一级交易商 | 太平洋 | 590 | 371 | -37% | 11% | 70% | - |
| 中金公司 | 11,573 | 7,133 | -38% | 32% | 42% | 一级交易商 | 东北证券 | 1,397 | 237 | -83% | 9% | 56% | - |
| 申万宏源 | 7,267 | 5,256 | -28% | 10% | 55% | 一级交易商 | 南京证券 | 481 | 235 | -51% | 2% | 89% | 二级交易商 |
| 中国银河 | 4,932 | 4,869 | -1% | 4% | 66% | 二级交易商 | 国海证券 | 1,468 | 204 | -86% | 4% | 84% | - |
| 招商证券 | 7,353 | 4,566 | -38% | 6% | 68% | 一级交易商 | 第一创业 | 808 | 189 | -77% | 4% | 81% | - |
| 华泰证券 | 9,651 | 4,440 | -54% | 21% | 51% | 一级交易商 | 中银证券 | 222 | 188 | -15% | 3% | 74% | 二级交易商 |
| 国泰君安 | 9,267 | 4,356 | -53% | 9% | 54% | 一级交易商 | 海通证券 | 10,710 | 131 | -99% | 13% | 55% | 二级交易商 |
| 中信建投 | 5,561 | 4,315 | -22% | 10% | 64% | 一级交易商 | 华林证券 | 25 | 117 | 374% | 4% | 89% | - |
| 国信证券 | 6,278 | 3,740 | -40% | 2% | 71% | 二级交易商 | 国金证券 | 1,311 | 88 | -93% | 8% | 70% | 二级交易商 |
| 东方证券 | 2,300 | 1,416 | -38% | 5% | 67% | 二级交易商 | 红塔证券 | 1,660 | 66 | -96% | 13% | 73% | - |
| 西部证券 | 1,308 | 1,178 | -10% | 2% | 75% | 二级交易商 | 财通证券 | 811 | 15 | -98% | 3% | 61% | 二级交易商 |
| 方正证券 | 537 | 1,060 | 97% | 3% | 76% | 二级交易商 | 广发证券 | 5,075 | -48 | -101% | 7% | 57% | 一级交易商 |
| 光大证券 | 515 | 1,031 | 100% | 4% | 35% | 二级交易商 | 长城证券 | 1,120 | -87 | -108% | 5% | 62% | 二级交易商 |
| 山西证券 | 1,176 | 956 | -19% | 3% | 64% | 二级交易商 | 华西证券 | 960 | -107 | -111% | 5% | 71% | 二级交易商 |
| 国联证券 | 984 | 931 | -5% | 2% | 57% | 二级交易商 | 西南证券 | 1,140 | -111 | -110% | 3% | 74% | 二级交易商 |
| 浙商证券 | 1,476 | 668 | -55% | 6% | 76% | 二级交易商 | 东兴证券 | 551 | -246 | -145% | 3% | 76% | 二级交易商 |
| 东吴证券 | 1,773 | 658 | -63% | 3% | 70% | 二级交易商 | 中泰证券 | 1,618 | -264 | -116% | 6% | 70% | 二级交易商 |
| 华安证券 | 521 | 530 | 2% | 2% | 71% | 二级交易商 | 国元证券 | 704 | -360 | -151% | 5% | 84% | 二级交易商 |
| 财达证券 | 782 | 440 | -44% | 2% | 86% | - | 兴业证券 | 1,911 | -696 | -136% | 8% | 56% | 二级交易商 |
| 中原证券 | 803 | 424 | -47% | 5% | 70% | - | 长江证券 | 1,120 | -1,146 | -202% | 8% | 74% | 二级交易商 |
| 天风证券 | 1,238 | 378 | -69% | 12% | 44% | 二级交易商 | | | | | | | |

资料来源：Wind，湘财证券研究所

注：股票占比=交易性金融资产中的股票/金融投资资产；债券占比=（交易性金融资产中的债券+债券投资+其他债券投资）/金融投资资产；数据截至2022半年报

# 1.3 竞争格局：头部券商韧性凸显，马太效应加剧

- **投行业务向头部集中，龙头优势明显。**2022Q3上市券商投行业务CR5、CR10相较于注册制试点前的2018年分别提升7.1pct、9.6pct，尤其在2020年之后显著提高，向头部集中的趋势愈加明显。
- **资管业务集中度高，公募基金子公司贡献增量。**前三季度资管收入CR5、CR10分别达到63%、78%，集中度高主要是因券商并表公募基金公司贡献的增量，尤其是旗下拥有头部公募的券商，自2020年公募基金规模快速扩容以来，市场份额提升也较快。

**图18 2022Q3投行业务收入前10上市券商市场份额**

| 公司名称 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022Q3 | 较2018年变化 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 中信证券 | 10.7% | 10.7% | 11.8% | 13.1% | 14.6% | 3.8% |
| 中金公司 | 9.4% | 10.2% | 10.2% | 11.3% | 10.8% | 1.5% |
| 中信建投 | 9.3% | 8.8% | 10.0% | 9.1% | 10.6% | 1.4% |
| 海通证券 | 9.5% | 8.3% | 8.5% | 7.9% | 8.7% | -0.8% |
| 国泰君安 | 5.9% | 6.2% | 6.4% | 6.5% | 7.1% | 1.2% |
| 华泰证券 | 5.8% | 4.7% | 6.2% | 7.0% | 6.8% | 1.0% |
| 申万宏源 | 2.6% | 2.8% | 2.4% | 2.9% | 3.2% | 0.6% |
| 国金证券 | 2.1% | 2.2% | 2.9% | 2.9% | 3.2% | 1.1% |
| 东方证券 | 3.4% | 2.5% | 2.7% | 2.7% | 3.2% | -0.2% |
| 国信证券 | 3.2% | 3.4% | 3.2% | 3.2% | 3.1% | -0.1% |
| CR5 | 44.8% | 44.1% | 46.9% | 48.0% | 51.9% | 7.1% |
| CR10 | 61.8% | 59.6% | 64.4% | 66.7% | 71.4% | 9.6% |

资料来源：Wind，湘财证券研究所

**图19 2022Q3资管业务收入前10上市券商市场份额**

| 公司名称 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021 | 2022Q3 | 较2018年变化 |
|---|---|---|---|---|---|---|
| 中信证券 | 19.1% | 18.1% | 20.6% | 23.4% | 24.1% | 4.9% |
| 广发证券 | 12.3% | 12.4% | 16.9% | 19.9% | 19.9% | 7.6% |
| 华泰证券 | 8.1% | 8.8% | 7.7% | 7.6% | 7.7% | -0.4% |
| 东方证券 | 7.8% | 5.7% | 6.3% | 7.3% | 6.1% | -1.7% |
| 海通证券 | 6.3% | 7.6% | 8.7% | 7.3% | 5.0% | -1.3% |
| 光大证券 | 3.1% | 3.9% | 3.8% | 3.2% | 3.6% | 0.6% |
| 财通证券 | 2.0% | 3.4% | 3.0% | 2.8% | 3.1% | 1.1% |
| 中金公司 | 2.0% | 2.4% | 2.9% | 3.1% | 3.1% | 1.1% |
| 申万宏源 | 3.9% | 4.1% | 3.2% | 2.8% | 2.9% | -1.0% |
| 国泰君安 | 4.9% | 5.3% | 4.0% | 3.6% | 2.8% | -2.1% |
| CR5 | 53.6% | 52.7% | 60.1% | 65.5% | 62.8% | 9.2% |
| CR10 | 69.6% | 71.8% | 77.1% | 80.9% | 78.4% | 8.8% |

资料来源：Wind，湘财证券研究所

# 二、2023年展望：两大业务迎新机，配置券商正当时

# 2.1 全面注册制渐行渐近，投行业务充分受益

## 全面注册制落地已经渐行渐近

- 党的十八届三中全会提出“推进股票发行注册制改革”、设立科创板并试点注册制、新《证券法》明确全面推行注册制、创业板注册制改革、设立北交所并实行注册制。党的二十大报告中明确提出“健全资本市场功能，提高直接融资比重”，实行注册制恰是健全资本市场功能的重要任务。另外，易会满主席在《求是》发表的文章中提到，“全面实行股票发行注册制的条件已基本具备”。

**表3 注册制改制的重要事件**

| 时间 | 主要内容 |
|---|---|
| 2013.11 | 十八届三中全会提出“推进股票发行注册制改革” |
| 2018.11 | 设立科创板并试点注册制 |
| 2019.12 | 十三届全国人大常委会第十五次会议审议通过新《证券法》，明确全面推行注册制 |
| 2020.4 | 中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过《创业板改革并试点注册制总体实施方案》 |
| 2020.8 | 创业板改革并试点注册制平稳落地 |
| 2020.10 | 十九届五中全会提出“全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重” |
| 2021.9 | 设立北京证券交易所并试点注册制 |
| 2021.12 | 中央经济工作会议提出“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” |
| 2022.3 | 政府工作报告首次提出“全面实行股票发行注册制” |
| 2022.8 | 易会满在《求是》发文强调“全面实行股票发行注册制的条件已基本具备，以“绣花”功夫做好规则、业务和技术等各项准备” |
| 2022.11 | 易会满在金融街论坛指出“深入推进股票发行注册制改革” |

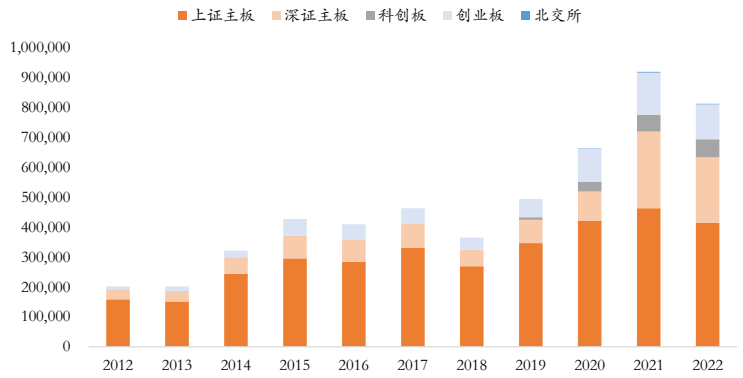
资料来源：中国政府网，证监会官网，湘财证券研究所

# 2.1.1 注册制改革推动资本市场持续扩容，投行业务迎增量

**注册制推行后，IPO发行上市时间大幅缩短，推动资本市场持续扩容，驱动投行业务较快增长**

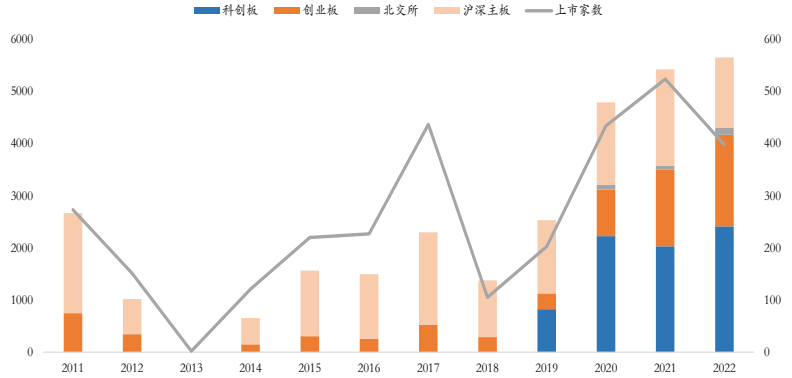
- 科创板和创业板占A股市值比重分别为7.4%、14.4%，较2019年的1.7%、12.4%显著提升。
- 科创板IPO规模占比从2019年的33%提升至2022年的43%，IPO数量占比达29%；创业板IPO规模占比从2019年的12%提升至2022年的31%，IPO数量占比达36%。
- 2022前三季度投行业务收入达492亿元，占收入比重为16%，2019-2022Q3投行收入同比增速分别达+30%、+39%、+4%、+6%。

**图20 A股各板块市值（单位：亿元）**



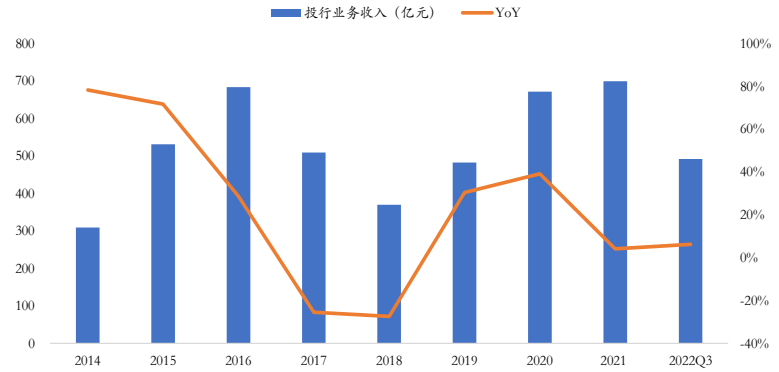

资料来源：Wind，湘财证券研究所

**图21 A股IPO规模及公司数量**




资料来源：Wind，湘财证券研究所

**图22 证券行业投行业务收入**




资料来源：证券业协会，湘财证券研究所

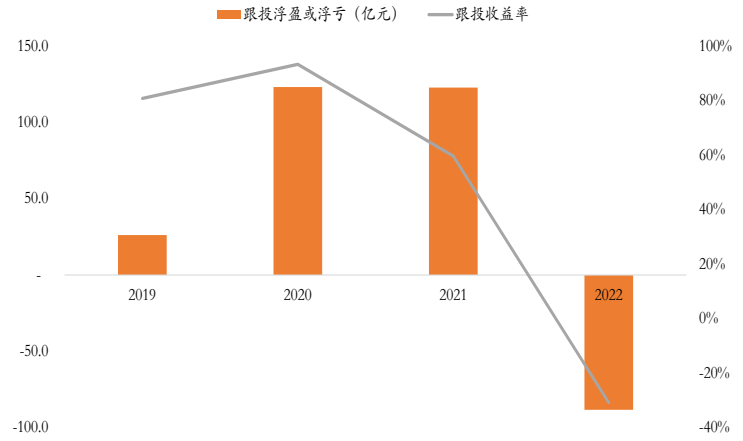
注：投行业务收入包含财务顾问收入

# 2.1.1 注册制改革推动资本市场持续扩容，投行业务迎增量

## 科创板跟投贡献投资收益，但也对保荐机构的项目筛选能力、定价能力、资本实力提出更高要求

- 科创板的保荐机构跟投比例在发行数量的2%-5%，限售期24个月。券商一方面可以享受跟投带来的浮盈，另一方面也对券商的定价能力要求更高，若定价过高将有亏损风险。19-21年券商参与科创板跟投浮盈分别为26.1亿、123.2亿、122.8亿。2022年新股定价偏高，平均发行市盈率显著提高，叠加整体市场环境低迷，首日破发股票增加，导致跟投首次出现浮亏。
- 跟投对券商资本实力要求也较高，19-22年中金、中信、建投的科创板IPO累计跟投金额分别达到51亿、43亿、34亿。

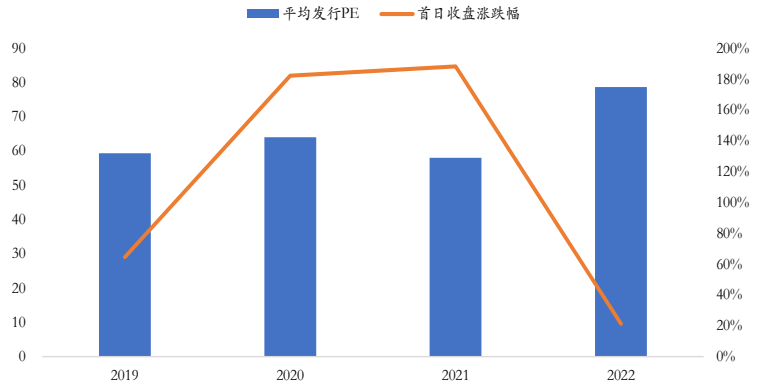
**图23 科创板保荐机构跟投收益及收益率**




资料来源：Wind，湘财证券研究所

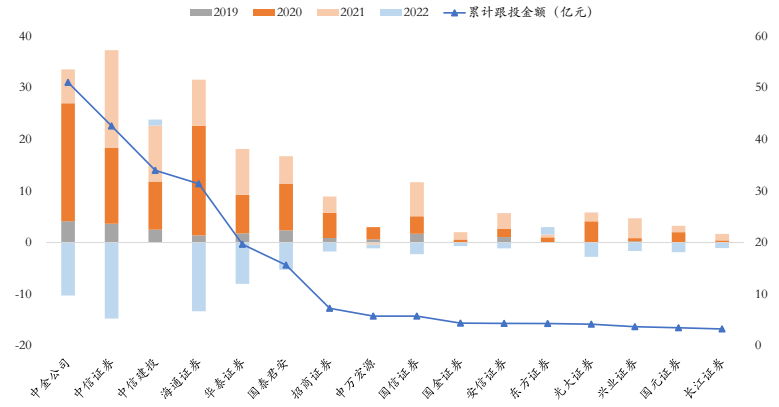
注：跟投收益为当年浮盈或浮亏，收益率=当年浮盈/跟投金额，假设锁定期结束未出售

**图24 科创板公司平均发行PE及首日涨跌幅**




资料来源：Wind，湘财证券研究所

**图25 上市券商科创板跟投浮盈浮亏（亿元）**




资料来源：证券业协会，湘财证券研究所

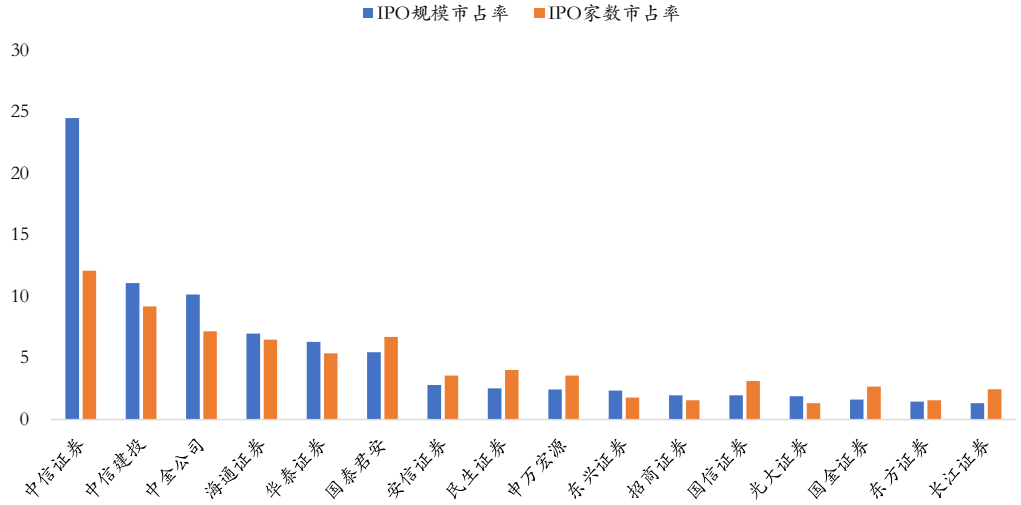
注：投行业务收入包含财务顾问收入

# 2.1.2 项目储备积极，人员投入加大，头部券商优势凸显

## 头部券商的IPO市占率、项目储备具有明显优势

- 2022年初至今，中信证券、中信建投、中金公司、海通证券和华泰证券5家券商的IPO规模市占率共计59%，IPO数量占据40%的份额。头部券商IPO项目储备充足，大幅领先于同行，IPO常态化将为投行业务收入增长带来更大确定性。

图26 2022年IPO规模及家数市占率（截至2022.12.16）




资料来源：Wind，湘财证券研究所

图27 上市券商投行收入占比及IPO储备数量（截至2022.12.16）

| 公司 | 22Q3投行收入占比 | 22Q3投行收入同比 | 2022年IPO数量市占率 | IPO项目储备数量 |
|---|---|---|---|---|
| 中信证券 | 14.5% | 11.1% | 12.1% | 100 |
| 中信建投 | 27.1% | 31.6% | 9.2% | 74 |
| 海通证券 | 22.8% | 8.8% | 6.5% | 56 |
| 国泰君安 | 15.6% | 28.6% | 6.7% | 47 |
| 华泰证券 | 13.9% | 9.4% | 5.4% | 46 |
| 中金公司 | 24.0% | 12.7% | 7.2% | 42 |
| 国金证券 | 33.8% | 32.4% | 2.7% | 39 |
| 招商证券 | 7.8% | -13.5% | 1.6% | 38 |
| 国信证券 | 11.9% | 0.2% | 3.1% | 26 |
| 东吴证券 | 19.8% | 21.0% | 1.8% | 23 |
| 申万宏源 | 10.8% | 18.7% | 3.6% | 23 |
| 长江证券 | 10.8% | -34.4% | 2.5% | 19 |
| 光大证券 | 12.6% | -29.5% | 1.3% | 18 |
| 中泰证券 | 12.6% | -27.5% | 1.8% | 17 |
| 东方证券 | 15.3% | 13.8% | 1.6% | 16 |
| 财通证券 | 9.6% | -25.4% | 0.9% | 15 |
| 广发证券 | 2.7% | 28.6% | 1.1% | 14 |
| 兴业证券 | 11.4% | -24.4% | 1.6% | 13 |
| 东兴证券 | 35.9% | 19.0% | 1.8% | 11 |

资料来源：Wind，湘财证券研究所

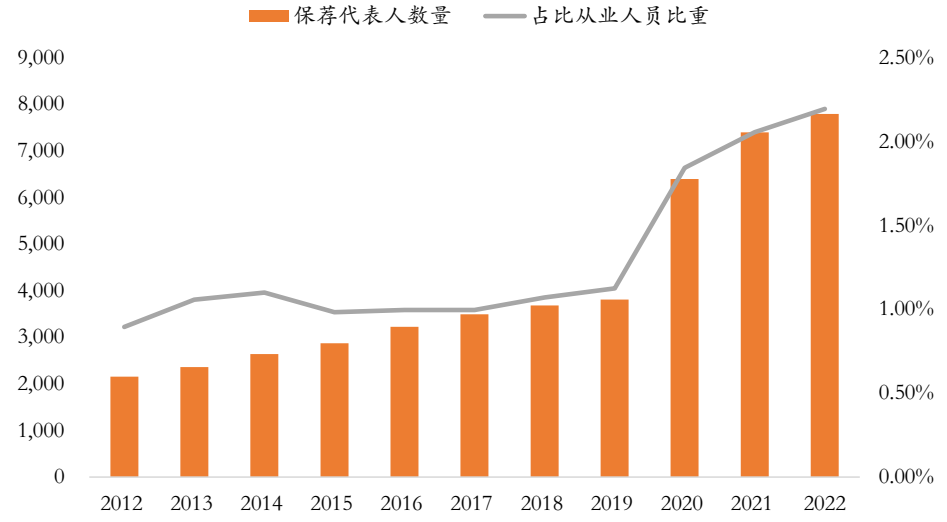
注：投行收入占比=投行收入/（营业收入-其他业务成本）

# 2.1.2 项目储备积极，人员投入加大，头部券商优势凸显

## 注册制背景下保荐人数量持续增长，头部券商夯实竞争优势

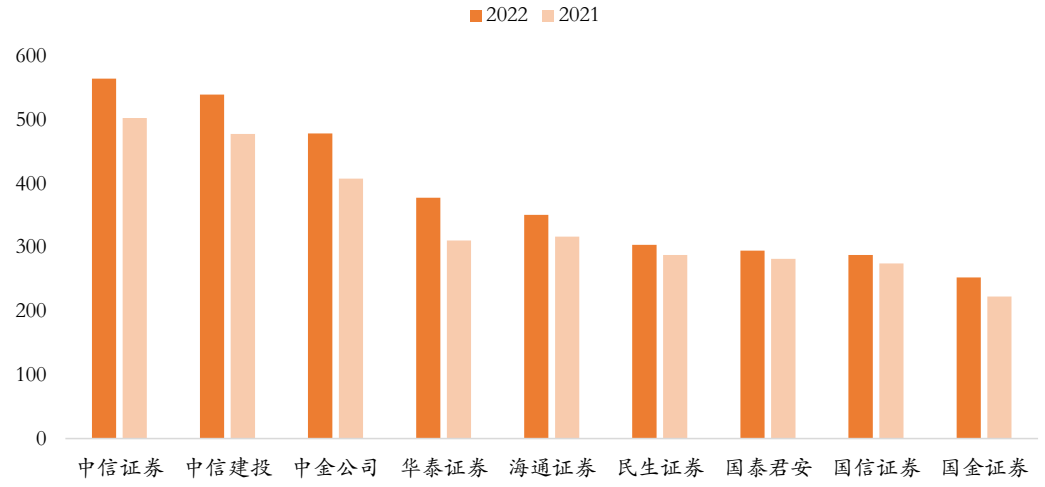
- 注册制试点以来，证券行业保荐代表人数量从2019年的3806人增长至2022年的7790人，占从业人员比重从1.12%提升至2.19%。头部券商保荐人数量也迅速扩张，领先于行业增幅。

图28 保荐代表人数量




资料来源：Wind，证券业协会，湘财证券研究所

图29 头部券商保荐代表人数量




资料来源：Wind，证券业协会，湘财证券研究所

# 2.2 财富管理转型深化，个人养老金蕴育新机

## 市场企稳回升有望驱动基金代销业务持续改善，券商基金销售保有规模份额继续提升

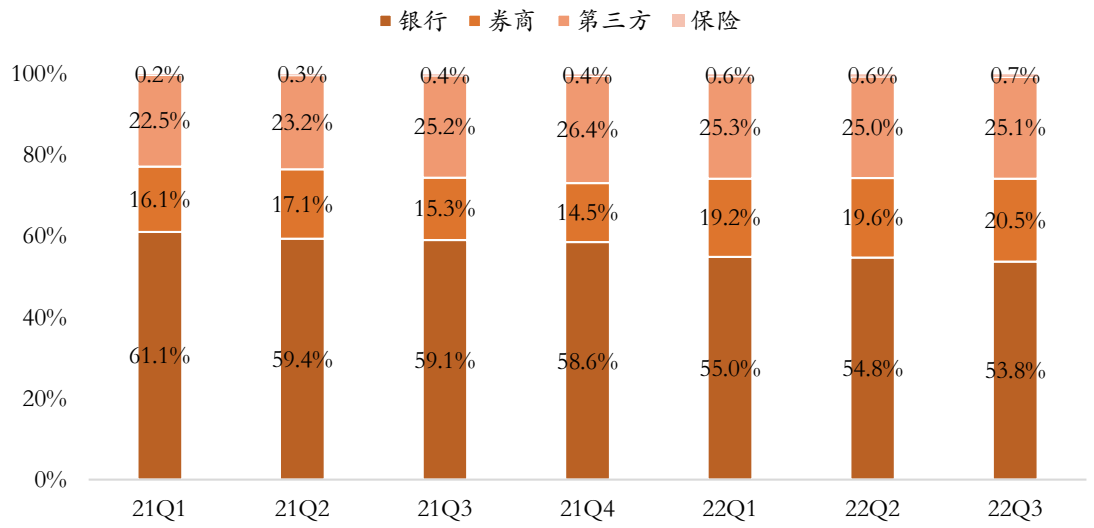
- 代销金融产品仍然是财富管理转型的主要抓手。上市券商22H1代销业务收入同比下降25%，占经纪业务比重较21年末下降2pct至10%。我们认为，随着市场企稳回升，投资者风险偏好也将提升，基金代销有望持续改善。
- 银行、券商、第三方机构股混基金销售保有规模市场份额分别为53.8%（环比-1pct）、20.5%（环比+0.9pct）、25.1%（环比+0.1pct）。券商份额仍在提升，一方面原因是统计口径变化，ETF采用季末时点值统计，二级市场买入的也计算在内，因此ETF实力较强的券商规模及排名大幅提升。另一方面，基金投顾业务稳步发展也一定程度上驱动券商保有规模提升。

图30 上市券商2022H1代销金融产品收入（百万元）

| 公司 | 22H1代销金融产品收入 | YoY | 占经纪业务比重 | 较21年末变化 | 公司 | 22H1代销金融产品收入 | YoY | 占经纪业务比重 | 较21年末变化 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 中信证券 | 870.8 | -39% | 15% | -4% | 中银证券 | 54.6 | -24% | 11% | -1% |
| 中金公司 | 607.8 | 2% | 24% | 5% | 东吴证券 | 47.9 | 10% | 5% | 0% |
| 华泰证券 | 463.4 | 14% | 13% | 3% | 国元证券 | 35.8 | -30% | 7% | 0% |
| 中信建投 | 440.8 | -4% | 14% | -1% | 东北证券 | 29.1 | -20% | 5% | -3% |
| 国泰君安 | 406.6 | -9% | 10% | 0% | 山西证券 | 27.2 | -21% | 11% | -3% |
| 中国银河 | 338.7 | -4% | 10% | -1% | 东兴证券 | 26.8 | 10% | 7% | 1% |
| 广发证券 | 327.9 | -37% | 10% | -4% | 长城证券 | 25.8 | -55% | 5% | -3% |
| 国信证券 | 270.0 | -43% | 10% | -3% | 南京证券 | 25.7 | -8% | 10% | 3% |
| 招商证券 | 255.1 | -36% | 8% | -2% | 国联证券 | 22.0 | -26% | 8% | -3% |
| 兴业证券 | 231.0 | -26% | 16% | -2% | 西南证券 | 19.1 | -19% | 5% | -2% |
| 光大证券 | 194.8 | -30% | 11% | -2% | 太平洋 | 16.8 | -29% | 8% | -2% |
| 海通证券 | 185.7 | 27% | 8% | 2% | 国海证券 | 15.3 | -50% | 4% | -3% |
| 浙商证券 | 168.9 | -19% | 17% | -6% | 华安证券 | 13.2 | -21% | 3% | 0% |
| 东方证券 | 146.5 | -51% | 9% | -6% | 天风证券 | 12.1 | -32% | 2% | -1% |
| 申万宏源 | 132.8 | -35% | 5% | -2% | 中原证券 | 10.9 | -71% | 3% | -4% |
| 中泰证券 | 123.3 | 8% | 7% | -2% | 第一创业 | 8.1 | -34% | 4% | -2% |
| 长江证券 | 110.5 | -52% | 7% | -4% | 华林证券 | 6.8 | -43% | 2% | -2% |
| 财通证券 | 95.7 | -10% | 16% | -1% | 西部证券 | 5.2 | -58% | 1% | -1% |
| 国金证券 | 95.3 | -38% | 12% | -5% | 财达证券 | 1.7 | -72% | 1% | -1% |
| 方正证券 | 88.3 | -62% | 5% | -5% | 红塔证券 | 0.9 | -47% | 1% | 0% |
| 华西证券 | 78.9 | -10% | 8% | -3% | 合计 | 6,037.8 | -25% | 10% | -2% |

资料来源：Wind，湘财证券研究所

图31 TOP100公募基金销售机构：股+混市场份额




资料来源：基金业协会，湘财证券研究所

# 2.2 财富管理转型深化，个人养老金蕴育新机

**公募基金对券商利润贡献增加，多家券商深入布局，加快财富管理转型。**

- 2022年新发基金遇冷，但公募基金规模保持稳定增长，券商参控股的公募基金及具备公募牌照的资管子公司为其贡献了稳定利润。2022H1东方证券、长城证券、第一创业旗下公募及资管子公司贡献利润占比分别达134%、92%、51%，较2021年提升85pct、49pct、9pct。
- “一参一控一牌”对券商公募牌照数量要求放宽，加快券商布局公募业务。目前共有14家券商或券商资管子公司获得公募基金牌照，2022年内已有国金证券、万联证券、申万宏源获批设立资管子公司，另外还有中金公司、中信证券、中信建投等券商在申请设立资管子公司，为拓展公募基金业务做好准备。

图32 上市券商参控股公募基金及资管子公司净利润贡献占比

| 证券公司 | 参控股基金公司及资管子公司 | 持股比例 | 2021净利润 | 22H1净利润 | 22H1公募基金贡献占比 | 占比合计 | 2021公募基金贡献占比 | 占比合计 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 东方证券 | 东证资管 | 100% | 14.4 | 5.0 | 77% | 134% | 27% | 49% |
| | 汇添富 | 35% | 32.6 | 10.1 | 55% | | 22% | |
| | 长城基金 | 18% | 1.7 | 0.6 | 2% | | 1% | |
| 长城证券 | 景顺长城 | 49% | 14.0 | 7.6 | 85% | 92% | 39% | 43% |
| | 长城基金 | 47% | 1.7 | 0.6 | 7% | | 4% | |
| 第一创业 | 创金合信基金 | 51% | 1.5 | 0.8 | 15% | 51% | 10% | 43% |
| | 银华基金 | 26% | 9.2 | 4.0 | 37% | | 32% | |
| 西南证券 | 银华基金 | 44% | 9.2 | 4.0 | 91% | 91% | 39% | 39% |
| 兴业证券 | 兴证全球基金 | 51% | 22.4 | 9.2 | 34% | 40% | 24% | 28% |
| | 南方基金 | 9% | 21.6 | 8.9 | 6% | | 4% | |
| 广发证券 | 广发基金 | 55% | 26.1 | 10.0 | 13% | 22% | 13% | 23% |
| | 易方达基金 | 23% | 45.4 | 17.3 | 9% | | 9% | |
| 国海证券 | 国海富兰克林基金 | 51% | 2.7 | 1.3 | 27% | 27% | 18% | 18% |
| 华泰证券 | 华泰资管 | 100% | 12.7 | 5.6 | 10% | 19% | 10% | 18% |
| | 华泰柏瑞 | 49% | 4.1 | 2.0 | 2% | | 2% | |
| | 南方基金 | 41% | 21.6 | 8.9 | 7% | | 7% | |
| 东北证券 | 东方基金 | 58% | 1.0 | 0.4 | 11% | 48% | 4% | 14% |
| | 银华基金 | 19% | 9.2 | 4.0 | 37% | | 11% | |
| 招商证券 | 博时基金 | 49% | 17.79 | 8.73 | 10% | 20% | 7% | 14% |
| | 招商基金 | 45% | 16.03 | 9.54 | 10% | | 6% | |
| 财通证券 | 财通资管 | 100% | 4.56 | 1.79 | 28% | 36% | 18% | 20% |
| | 财通基金 | 40% | 1.63 | 1.14 | 7% | | 3% | |
| 长江证券 | 长江资管 | 100% | 2.68 | 0.56 | 7% | 12% | 11% | 15% |
| | 长信基金 | 45% | 1.99 | 0.92 | 5% | | 4% | |
| 申万宏源 | 申万菱信 | 67% | 1.25 | 0.78 | 2% | 11% | 1% | 8% |
| | 富国基金 | 28% | 25.64 | 11.22 | 9% | | 8% | |
| 国信证券 | 鹏华基金 | 50% | 10.08 | 5.43 | 8% | 8% | 5% | 5% |
| 国泰君安 | 国泰君安资管 | 100% | 6.14 | 2.29 | 4% | 7% | 4% | 6% |
| | 华安基金 | 51% | 10.06 | 5.10 | 3% | | 2% | |
| 中泰证券 | 中泰资管 | 60% | 0.69 | 0.79 | 5% | 16% | 1% | 6% |
| | 万家基金 | 49% | 3.06 | 1.96 | 11% | | 5% | |
| 中信证券 | 华夏基金 | 62% | 23.12 | 10.58 | 6% | 6% | 6% | 6% |

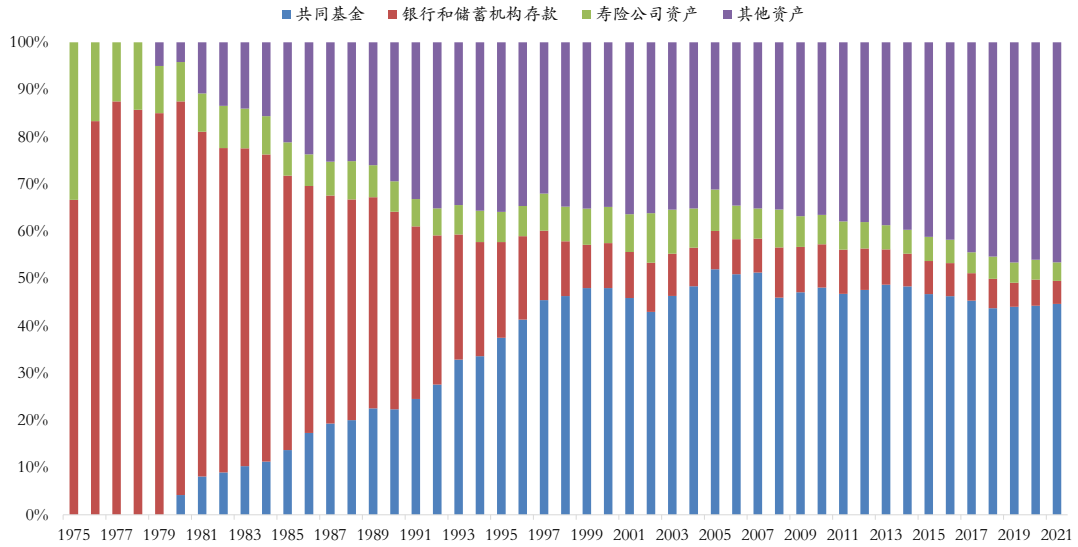
资料来源：Wind，公司年报，湘财证券研究所

注：22H1国泰君安持有华安基金43%股份，21年持有28%

# 个人养老金有望带来增量资金，投顾业务迎新机

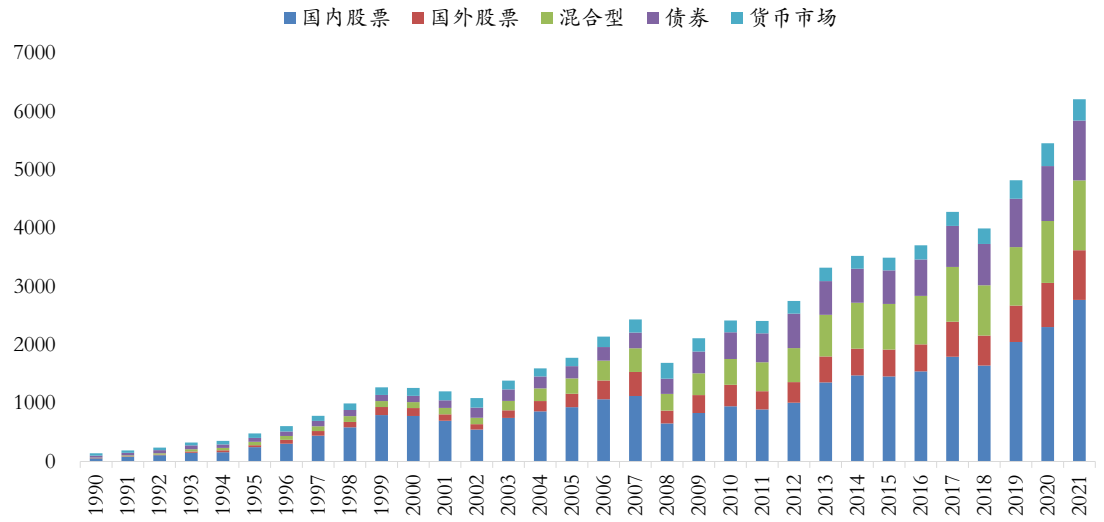
- **美国第二和第三支柱养老金主要投向共同基金，进而推动股市繁荣发展，权益类资产备受青睐。**2021年末，12.6万亿美元的共同基金为DC计划（第二支柱）和IRAs（第三支柱）所持有，占养老金资产、共同基金规模的比重分别为32%、47%。
- **IRA资产配置从存款转向权益类资产，IRA配置的共同基金中权益类基金占比超过50%。**IRA早期主要投资于银行存款，1980年占比高达83%，1990年代后IRA投资共同基金和其他资产的比例持续提升，2000年共同基金占比为48%、其他资产占比35%。就共同基金而言，2021年末IRA持有共同基金规模6.2万亿（占IRA比例45%），其中股票类基金占比58%。根据ICI调研，2021年拥有传统IRA或罗斯IRA的居民家庭中持有共同基金和个股的比例分别高达75%、47%，并有53%的家庭持有权益类共同基金。

**图33 IRA持有资产结构（十亿美元）**




资料来源：ICI，湘财证券研究所

**图34 IRA持有各类共同基金规模（十亿美元）**




资料来源：ICI，湘财证券研究所

注：其他资产包括通过经纪账户持有的股票、债券、ETF等

# 个人养老金有望带来增量资金，投顾业务迎新机

**预计短期内个人养老金规模扩张有限，但长期增长空间可期，5年后规模有望超过1万亿元。**

- 参考美国IRA发展经验，IRA缴费主要由税收优惠驱动，所以我们从纳税人的角度对个人养老金及公募基金规模进行测算主要假设如下：
- （1）假设到2030年个税缴纳人数占城镇就业人员比例为15%不变，城镇就业人员增速为1.5%；
- （2）个人养老金实际参与人数占缴纳个税人数的比例将随着试点推广而提升，5年后参与率达到50%，之后保持在60%；
- （3）人均年缴费上限每年跟随通胀调整，实际人均年缴费金额为额度上限的80%-90%。
- （4）个人养老金持有公募基金规模占比从2023年的10%逐步增长至2030年的35%，该比例低于美国IRA中共同基金的占比45%，主要因目前我国居民金融资产配置中仍以存款为主，风险偏好较低。

图35 个人养老金及公募基金规模测算

| | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E | 2028E | 2029E | 2030E |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 城镇就业人员（万人） | 47475 | 48187 | 48910 | 49643 | 50388 | 51144 | 51911 | 52689 |
| YoY | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 1.5% | 1.5% |
| 个税缴纳人数占比 | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% | 15% |
| 个人养老金潜在受益人数（万人） | 7121 | 7228 | 7336 | 7446 | 7558 | 7672 | 7787 | 7903 |
| 个人养老金实际参与率 | 5% | 10% | 20% | 40% | 50% | 60% | 60% | 60% |
| 个人养老金参与人数（万人） | 356 | 723 | 1467 | 2979 | 3779 | 4603 | 4672 | 4742 |
| 人均年缴费额度（万元） | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.3 | 1.4 | 1.4 | 1.4 | 1.4 |
| YoY | 0% | 3% | 3% | 3% | 3% | 2% | 2% | 2% |
| 人均实际缴费比例 | 80% | 80% | 85% | 85% | 90% | 90% | 90% | 90% |
| 人均实际缴费金额（万元） | 1.0 | 1.0 | 1.1 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 1.3 | 1.3 |
| 个人养老金每年缴费金额（亿元） | 342 | 715 | 1588 | 3320 | 4594 | 5707 | 5908 | 6117 |
| **个人养老金累计规模（亿元）** | **342** | **1057** | **2644** | **5964** | **10558** | **16265** | **22173** | **28290** |
| YoY | | 209% | 150% | 126% | 77% | 54% | 36% | 28% |
| 个人养老金投向公募基金比例 | 10% | 12% | 15% | 20% | 25% | 30% | 35% | 35% |
| **公募基金规模（亿元）** | **34** | **127** | **397** | **1193** | **2639** | **4879** | **7761** | **9902** |
| YoY | | 271% | 213% | 201% | 121% | 85% | 59% | 28% |

资料来源：国家统计局，人社部，ICI，湘财证券研究所

# 个人养老金有望带来增量资金，投顾业务迎新机

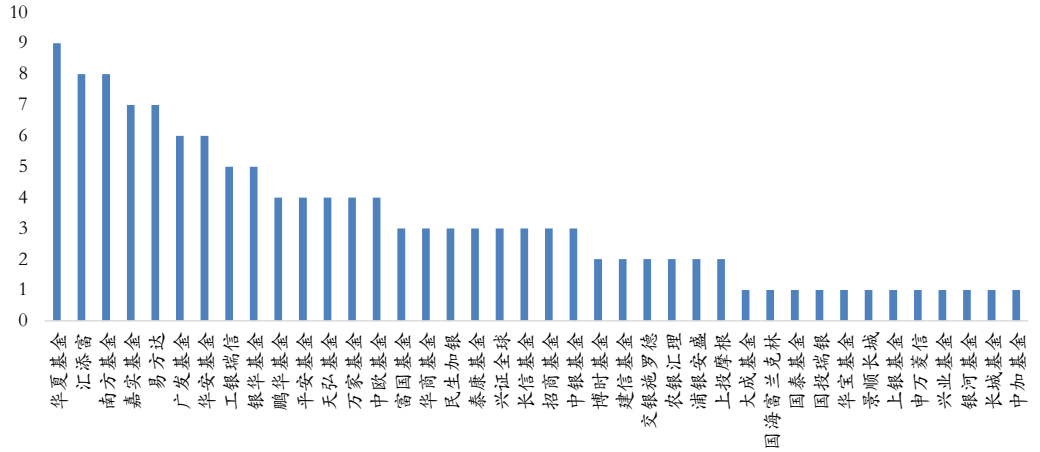
- **共37家代销机构、129只养老目标基金入围，头部基金销售机构及公募基金最先受益。**根据《个人养老金投资公开募集证券投资基金业务管理暂行规定》，基金产品应为“最近4个季度末规模不低于5000万元或者上一季度末规模不低于2亿元的养老目标基金”，销售机构需满足“最近4个季度末股票基金和混合基金保有规模不低于200亿元，其中，个人投资者持有规模不低于 50 亿元”。

**图36 各家基金管理人入围个人养老金基金产品数量**

| 机构名称 | 机构类型 | 22Q3规模（亿元） | 机构名称 | 机构类型 | 22Q3规模（亿元） |
|---|---|---|---|---|---|
| 招商银行 | 银行 | 6291 | 中信建投 | 券商 | 671 |
| 工商银行 | 银行 | 4501 | 招商证券 | 券商 | 666 |
| 建设银行 | 银行 | 3572 | 中国银河 | 券商 | 532 |
| 中国银行 | 银行 | 2692 | 国泰君安 | 券商 | 478 |
| 交通银行 | 银行 | 2212 | 国信证券 | 券商 | 451 |
| 农业银行 | 银行 | 1806 | 东方证券 | 券商 | 391 |
| 民生银行 | 银行 | 1260 | 兴业证券 | 券商 | 382 |
| 兴业银行 | 银行 | 1213 | 海通证券 | 券商 | 348 |
| 浦发银行 | 银行 | 1197 | 申万宏源 | 券商 | 342 |
| 平安银行 | 银行 | 984 | 中金财富 | 券商 | 310 |
| 中信银行 | 银行 | 954 | 长江证券 | 券商 | 270 |
| 邮储银行 | 银行 | 808 | 蚂蚁基金 | 第三方 | 5673 |
| 光大银行 | 银行 | 693 | 天天基金 | 第三方 | 4551 |
| 宁波银行 | 银行 | 419 | 腾安基金 | 第三方 | 886 |
| 广发银行 | 银行 | 260 | 盈米基金 | 第三方 | 527 |
| 北京银行 | 银行 | 250 | 同花顺 | 第三方 | 357 |
| 华泰证券 | 券商 | 1190 | 雪球基金 | 第三方 | 289 |
| 中信证券 | 券商 | 1075 | 肯特瑞基金 | 第三方 | 224 |
| 广发证券 | 券商 | 767 | | | |
| 合计 | 16家银行、14家券商、7家第三方机构 | | | | |

资料来源：证监会，基金业协会，湘财证券研究所

**图37 各家基金管理人入围个人养老金基金产品数量**



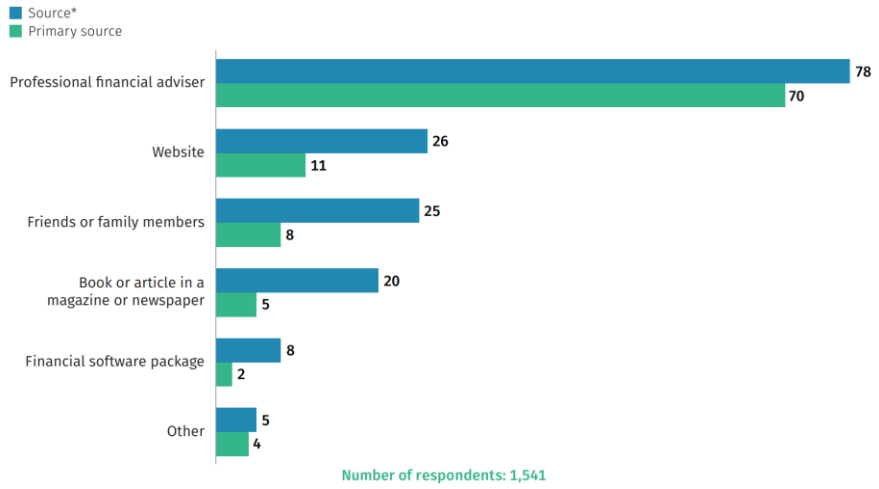

资料来源：证监会，湘财证券研究所

# 个人养老金有望带来增量资金，投顾业务迎新机

## 个人养老金有望增加专业化资产配置需求

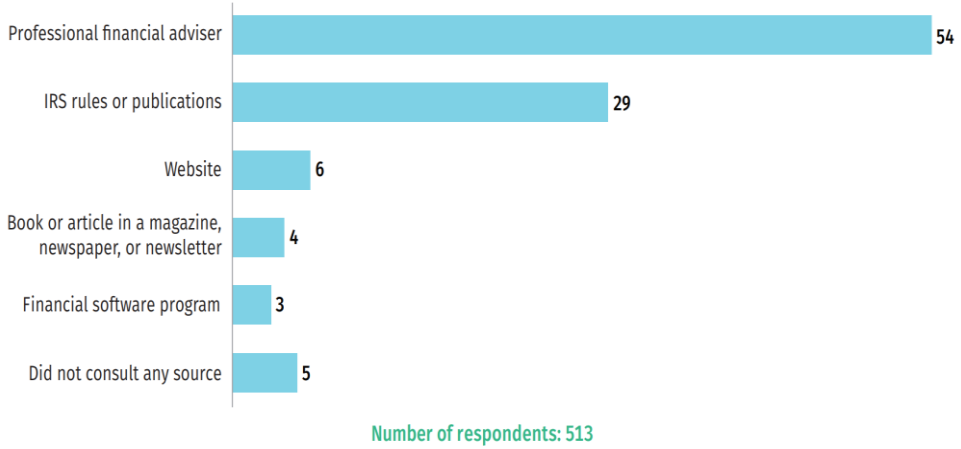
- **就美国而言，大部分IRA持有人通过投资顾问咨询养老金账户相关问题。**在进行咨询时，有滚存的传统IRA持有人中，65%的家庭会针对滚存问题咨询专业投顾。此外，513个受访者中有54%会针对养老金提取金额问题咨询专业投顾。在1541个已有资产管理策略的传统 IRA 持有人中，有78%在制定策略时会咨询专业投顾。

**图38 传统IRA咨询资产管理策略的方式**




资料来源：ICI，湘财证券研究所

**图39 传统IRA咨询养老金提取金额的方式**

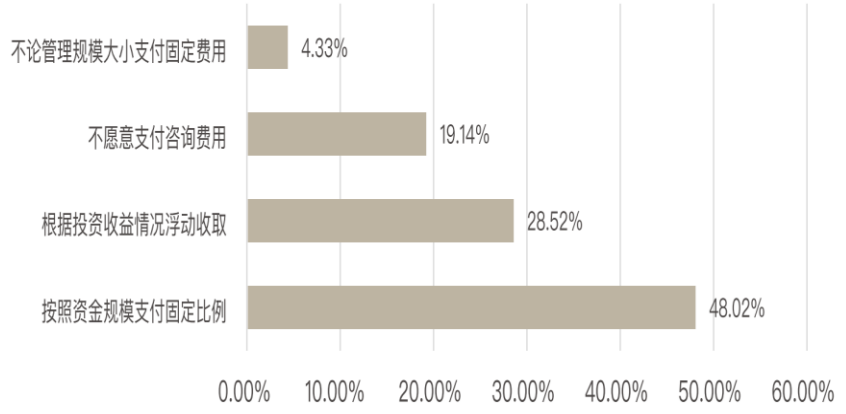



资料来源：ICI，湘财证券研究所

# 个人养老金有望带来增量资金，投顾业务迎新机

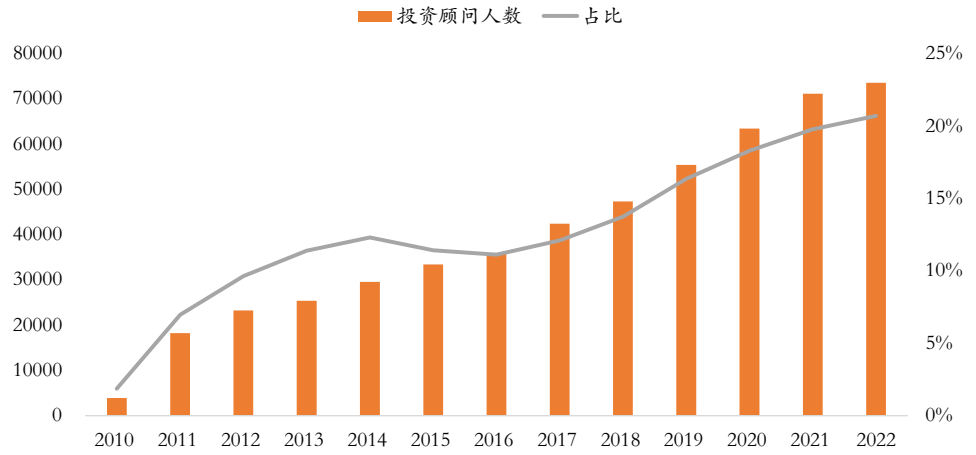
- 就中国而言，个人养老金覆盖人群广，大部分居民对养老金融知识储备不足，但个人养老金投资过程中自主选择性强，包括如何确定缴费频次、投资品种、投资金额、领取方案等，这些都需要专业知识帮助进行选择，需要专业机构投入更多精力进行投资者教育、普及养老金融知识。
- 根据2021年《中国养老金融调查报告》统计，有八成以上受访者愿意为养老金融投资咨询支付相应费用，而且有48%的人倾向于按照资金规模收取固定比例费用。虽然目前暂未允许开展养老基金投顾业务，但在财富管理转型的背景下，专业化投顾需求增加，券商也正在加大投顾人员储备。

**图40 养老金融投资咨询意愿**




资料来源：《中国养老金融调查报告2021》，湘财证券研究所

**图41 传统IRA咨询养老金提取金额的方式**




资料来源：证券业协会，湘财证券研究所

# 2.3 估值底部、政策催化，券商板块配置正当时

- 券商大行情启动的前提是股市交投持续活跃，启动时点往往发生在大盘底部反转初期，但是熊市中的反弹行情持续时间较短，机会较难把握。
- **券商板块实现超额收益通常满足三个关键条件：**货币政策宽松、低估值、行业政策利好催化。同时要注意的是券商板块的估值和业绩弹性在减弱，整体趋势性行情较难出现，应更加关注核心上涨逻辑的演绎。

**图42 券商板块上涨行情特征梳理**

| 行情区间 | 2006.1~2007.11 | 2008.12~2009.8 | 2012.1~2012.6 | 2012.12~2013.2 | 2014.7~2015.4 | 2015.9~2015.11 | 2018.10~2019.3 | 2020.6~2020.7 | 2021.7~2021.9 | 2022.5~2022.6 | 2022.10~2022.12 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 行情天数 | 443 | 143 | 97 | 47 | 185 | 30 | 94 | 14 | 32 | 26 | 27 |
| 券商指数涨幅（%） | 1748.2 | 133.6 | 46.9 | 55.5 | 254 | 53 | 83.1 | 45.1 | 18 | 19.7 | 15.6 |
| 沪深300涨幅（%） | 492.7 | 106.6 | 14.5 | 29.5 | 119.1 | 18.2 | 22.1 | 20.5 | 2.9 | 10.3 | 12.1 |
| 超额收益（%） | 1255.5 | 27.0 | 32.4 | 26.0 | 135 | 34.8 | 61 | 24.6 | 15 | 9.4 | 3.5 |
| 券商指数PB | 2.75升至9.31 | 2.29升至5.25 | 1.51升至2.11 | 1.49升至2.35 | 1.61升至4.95 | 1.73升至2.62 | 1.02升至1.87 | 1.43升至2.06 | 1.62升至1.92 | 1.22升至1.44 | 1.07升至1.23 |
| 起涨日PB近五年分位数 | 15.3% | 2.5% | 0.0% | 0.0% | 6.2% | 18.5% | 0.0% | 18.7% | 43.0% | 8.4% | 0.5% |
| 经济环境 | 2005-2007年工业企业利润、GDP保持快速增长 | 全球金融危机，“四万亿”计划出台 | 2012年经济增速下行，刺激政策出台，下半年逐步企稳 | | 2014年以来经济再次面临下行压力，工业企业利润负增长 | | 经济再次面临下行，中美贸易摩擦、去杠杆导致市场风险偏好降低 | 经济受到疫情严重冲击 | 下半年以来经济下行压力加大 | 疫情反复，防控政策收紧，经济增长预期转弱 | 地产支持政策密集出台，防疫措施优化，经济复苏预期升温 |
| 货币政策 | 经济过热，07年以来连续加息、升准 | 08年开启降息、降准周期，社融高增长 | 12年降息、降准 | | 14-15年连续降息、降准 | | 18年以来多次降准 | 年初以来降息、降准 | 降准，流动性总体保持宽松 | 年初以来连续降息、降准 | |
| 行业政策 | 2005年启动股权分置改革，推动个人和机构资金入市 | 推出创业板 | 12年5月召开券商创新发展研讨会，推出创新“十一条”，监管放松、鼓励创新，业务空间逐步打开 | | 资本市场“新国九条”出台，两融业务快速发展，杠杆资金入市 | | 设立科创板并试点注册制；鼓励多方参与化解股权质押风险 | 新《证券法》实施；创业板注册制改革 | 设立北交所 | 全面注册制稳步推进；下调证券公司结算备付金；下调转融资费率；个人养老金制度落地 | |

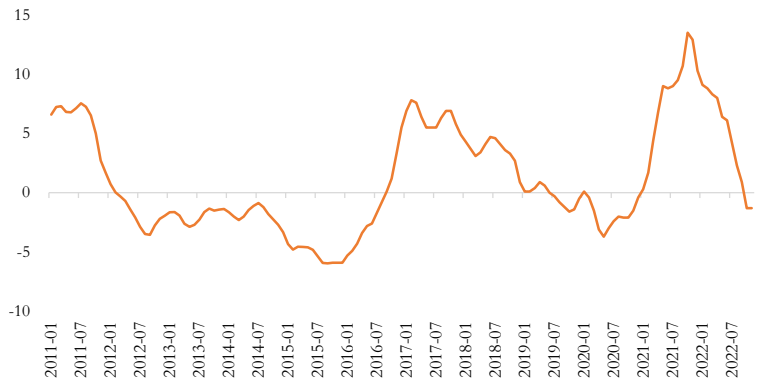
资料来源：Wind，湘财证券研究所

# 2.3 估值底部、政策催化，券商板块配置正当时

**我们认为当前券商板块已经具备行情启动的三个条件：**

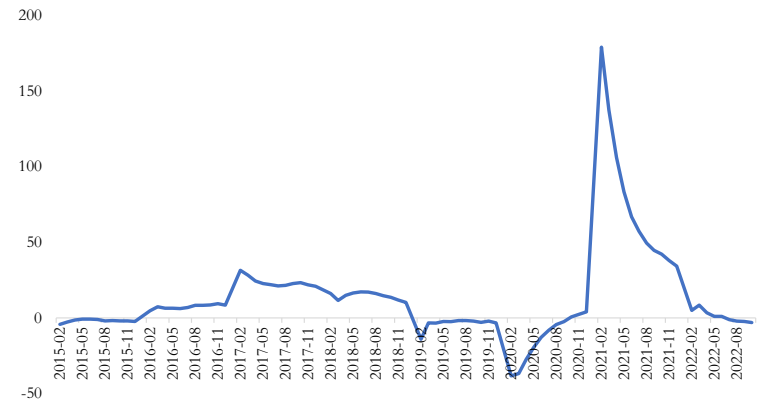
- **第一，货币政策维持宽松，经济增长预期改善，市场情绪修复有望持续。**随着11月以来疫情防控政策持续优化、房地产支持政策出台、美联储加息节奏放缓，压制今年权益市场表现的宏观风险逐渐减弱，同时年内第二次降准落地，货币政策保持宽松，11月大盘也因此迎来一波反弹。此外，12月中央经济工作会议强调“改善社会心理预期、提振发展信心”，提升了市场对2023年国内经济复苏的预期，市场情绪有望持续修复。

**图43 PPI单月同比转负**



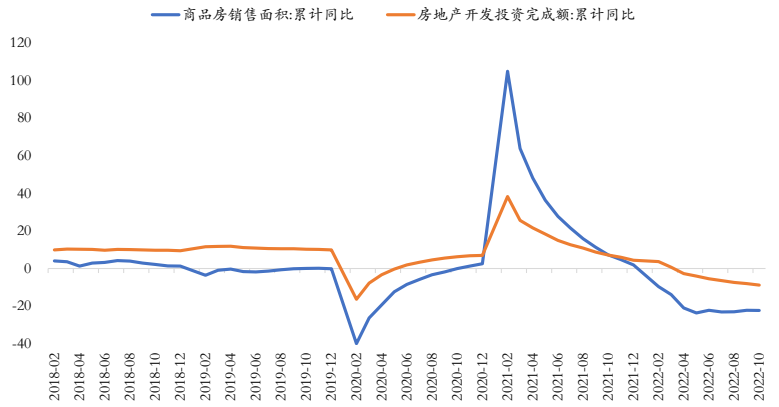

资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

**图44 工业企业利润总额累计同比转负**




资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

**图45 房地产销售面积和投资额持续负增长**

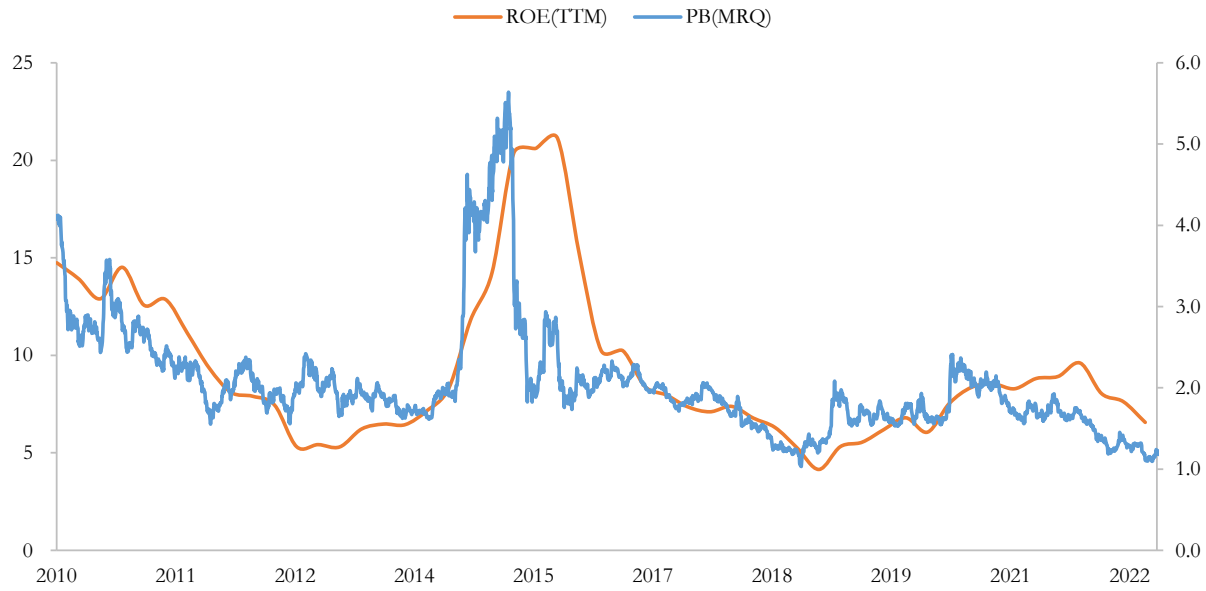



资料来源：国家统计局，湘财证券研究所

## 2.3 估值底部、政策催化，券商板块配置正当时

- **第二，估值处于底部，向上修复空间较大。**券商股PB与ROE正相关，ROE较低是压制券商股估值的重要因素。2022年市场大幅下跌导致券商业绩整体承压，ROE下降，PB估值已经处于历史底部区域。与行业盈利更差、资产负债表风险更大的2018年相比，2022年券商的盈利能力明显更优，但估值水平却逼近18年的低点，所以当前板块具备较大安全边际。我们预计随着22Q4权益市场回暖，叠加今年业绩低基数，2023年业绩有望回升，估值具备向上修复空间。而且从历史看，估值修复往往领先于业绩。

**图46 券商指数PB与ROE走势具有较强的正相关性**




资料来源：Wind，湘财证券研究所

# 2.3 估值底部、政策催化，券商板块配置正当时

- **第三，资本市场改革稳步推进，利好政策不断落地。**2022年资本市场改革继续深化，行业利好政策逐步落地，包括科创板做市业务实施、个人养老金制度正式落地、两融标的扩容、转融资费率下调等都对资本市场发展以及券商业务拓展提供了支持。尽管全面注册制改革尚未在年内落地，但2023年实现全面注册制改革的预期明显升温。

**表4 2022年资本市场重要政策**

| 时间 | 机构 | 政策 | 主要内容 |
|---|---|---|---|
| 2022/1/4 | 证监会 | 《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定(征求意见稿)》 | 采用试点方式在科创板引入做市商机制 |
| 2022/1/14 | 证监会 | 《证券登记结算管理办法(征求意见稿)》 | 改革同步降低结算参与人的结算备付金最低缴纳比例，有利于减少全市场资金占用，提高资金使用效率。 |
| 2022/2/11 | 证监会 | 《境内外证券交易所互联互通存托凭证业务监管规定》 | 一是拓展适用范围;二是允许境外基础证券发行人融资，并采用市场化询价机制定价;三是优化持续监管安排。 |
| 2022/2/11 | 人代会 | 《政府工作报告》 | **全面实行股票发行注册制，促进资本市场平稳健康发展** |
| 2022/4/21 | 国务院办公厅 | 《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** |
| 2022/4/26 | 证监会 | 《关于加快推进公募基金行业高质量发展的意见》 | 支持差异化发展、强化长效激励约束机制等 |
| 2022/5/13 | 证监会 | 《证券公司科创板股票做市交易业务试点规定》 | **科创板做市交易业务正式出台** |
| 2022/5/20 | 证监会 | 《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》及其配套规则 | 从“准入-内控-经营-治理-退出-监管”全链条完善了公募基金管理人监管要求，实出放管结合。 |
| 2022/6/10 | 基金业协会 | 《基金管理公司绩效考核与薪酬管理指引》 | 基金管理公司应当建立实施绩效薪酬递延支付制度，明确适用人员范围、期限和比例等。绩效考核指标应当包括经济效益指标、合规风控指标和社会责任指标。 |
| 2022/6/24 | 证监会 | 《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；明确相关制度安排参照股票互联互通 |
| 2022/7/15 | 上交所 | 《上海证券交易所科创板股票做市交易业务实施细则》 | 规定了科创板做市交易业务的相关要求 |
| 2022/7/18 | 证监会 | - | 批准中国金融期货交易所开展中证 1000 股指期货和期权交易。 |
| 2022/9/15 | 国务院办公厅 | 《关于进一步优化营商环境降低市场主体制度性交易成本的意见》 | 着力规范金融服务收费。鼓励证券、基金、担保等机构进一步降低服务收费，推动金融基础设施合理降低交易、托管、登记、清算等费用。 |
| 2022/10/20 | 中证金 | - | 中证金融决定整体下调转融资费率 40BP |
| 2022/10/21 | 沪深交易所 | - | 扩大两融标的范围 |
| 2022/10/28 | 中证金融等 | 《科创板做市借券业务细则》 | 通过为做市商提供券源支持，降低做市交易成本，有效发挥做市商机制作用，提升股票流动性和定价效率，降低投资者交易成本。 |
| 2022/11/4 | 证监会 | 《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》 | 对参与个人养老金投资公募基金业务的各类市场机构及其展业行为予以明确规范 |
| 2022/11/25 | 人社部 | 《关于公布个人养老金先行城市（地区）的通知》 | **个人养老金制度启动实施，首批 36 个试点城市公布** |
| 2022/11/28 | 证监会 | 支持房地产市场平稳健康发展 | 恢复上市房企和涉房上市公司再融资等 |
| 2022/12/9 | 证监会 | - | 同意中国金融期货交易所开展上证 50 股指期权交易 |

资料来源：证监会，基金业协会，上交所，中证金融，湘财证券研究所

# 三、投资建议

# 投资建议

- 年初以来券商业绩和估值遭遇双杀，PB降至历史低位，但行业政策依然保持积极，注册制改革稳步推进，资本市场持续扩容。此外，11月以来一系列宏观政策利好提振明年经济增长信心，市场情绪明显修复，券商估值修复行情有望持续，当前板块具备较高配置价值。建议关注财富管理和投行业务两条主线。
- **维持证券行业“增持”评级。**

# 四、风险提示

# 风险提示

- 经济复苏不及预期
- 权益市场波动加剧
- 行业竞争加剧
- 监管政策收紧

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深300 指数）

**买入：** 未来6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；

**增持：** 未来6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；

**中性：** 未来6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；

**减持：** 未来6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数5%以上；

**卖出：** 未来6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上。

## 重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。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“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。