证券行业 2023 年度策略

资本市场顺势而上，“共振”行情未来可期

投资要点

- **证券行业 2022 年回顾：证券行业跑输沪深 300，估值接近历史低位。**2022 年初以来权益市场震荡下行，作为贝塔属性较强的板块，券商板块跑输沪深 300 5.33 个百分点。估值下行明显，接近历史最低水平，截至 2022 年 12 月 17 日，证券板块 PE（TTM）估值为 19.11 倍，位于近五年 22.75%分位数水平，PB 估值为 1.2 倍，位于近 10.59%分位数水平。**三季度业绩承压，板块整体盈利能力下滑。**2022Q1-3 41 家上市券商（剔除金控和东方财富）实现营收同比-21.03%，净利同比-28.81%，加权平均 ROE(年化)为 6.1%，同比下降 3.8 个百分点。

- **证券行业市场环境回顾：**经纪业务方面，股基成交额持续低迷，新发基金遇冷。投行业务方面，IPO 规模同比增长，债权承销规模维持稳定。资管业务方面，券商资管规模费用率双降，高集中度延续。投资业务方面，市场波动下行影响投资收益率，券商投资分化延续。资本中介业务方面，两融、股押规模下降，市场下跌未冲击券商资产质量。

- **资本市场改革不断深化，证券业务发展面临新机遇：围绕资本市场服务实体经济，大投行及大财富业务能力领先的券商有望收获高速成长。**1）券商投行业务在注册制改革深化背景下实现快速增长，并带动综合业务能力提升、实现竞争格局优化。2）居民资产配置拐点背景下，财富管理及资产管理机构迎来重要机遇与变局。**资本市场呈现高质量、国际化、严监管的发展趋势，资本实力雄厚、人才项目资源丰富、合规风控能力更强的龙头券商，具备更强的长期竞争力和增长动能。**1）当前 A 股市场机构投资者交易占比已提升至近 40%，头部券商综合机构业务能力更强。2）高水平、制度型开放持续推进下，国际业务正成为行业领先机构的新增长引擎，头部综合型券商正处于打造国际一流投行的海外战略投入期。3）证监会按照“分类监管、放管结合”的思路，头部券商资本补充和业务创新方面具备优势，更容易取得业务创新试点资格。

- **投资策略：估值处于历史低位，看好投行业务与泛财富管理业务成长性。**2022 年券商业绩承压，22Q1-3 经纪、投行、资管、利息、投资净收入同比增速分别为-16%/5%/-4%/-6%/-52%，投行和资管是表现较好的两个业务条线，主要是受益于注册制改革及资管行业蓬勃发展，且仍是券商未来的发展重心。从目前估值来看，券商板块 PB 估值为 1.2 倍，为近五年 10%分位数水平，仍然处于历史较低位置。

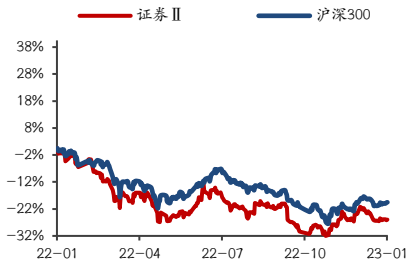
- **“共振”行情未来可期，维持“强于大市”评级。**券商板块行情影响因素主要包括流动性、风险偏好（政策）、盈利能力，板块的行情往往是三种因素共振的结果。流动性方面，目前防疫政策有所优化，2023 年或有相关政策做出更多调整，促进经济发展，看好宏观经济复苏。基于全球经济或面临“滞胀”困境，叠加国内需求偏弱预期，依据央行“稳增长”的第一导向，我们判断 2023 年的结构性宽松有望持续。政策方面，预计资本市场将迎来新一轮松绑周期。同时随着市场回暖，券商基本面会加速修复。目前从券商板块配置的胜率、赔率来看，板块具备配置价值，维持行业“强于大市”评级。建议关注投行业务及财富管理业务领域具有优势的券商，如东方财富、中信证券。

风险提示：宏观经济下行；政策落地不及预期；新冠疫情反复。

投资评级 强于大市

维持评级

行业表现



	1M	3M	12M
绝对收益	-2.7%	6.6%	-27.2%
相对收益	-3.3%	4.3%	-6.4%

资料来源：恒生聚源，万和证券研究所

作者

刘紫祥 分析师

资格证书：S0380521060001

联系邮箱：liuzx@wanhesec.com

联系电话：(0755)82830333-119

相关报告

《行业专题-三季度业绩承压，景气改善带来配置机遇》 2022-11-15

《行业月报-估值接近历史低点，左侧布局时点又至》 2022-10-13

《行业专题-业绩环比改善，内部分化加剧》 2022-09-15

正文目录

一、证券行业行情回顾 3
二、上市券商整体经营情况 4
三、证券行业市场环境回顾 6
（一） 经纪业务：股基成交额持续低迷，新发基金遇冷 6
（二） 投行业务：IPO 规模同比增长，债权承销规模维持稳定 7
（三） 资管业务：券商资管规模费用率双降，高集中度延续 8
（四） 投资业务：市场波动下行影响投资收益率，券商投资分化延续 8
（五） 资本中介业务：两融、股押规模下降，市场下跌未冲击券商资产质量 8
四、资本市场改革不断深化，证券业务发展面临新机遇 9
（一） 资本市场服务经济高质量发展的方向进一步明确 9
（二） 资本市场呈现高质量、国际化、严监管的发展趋势 10
（三） 服务实体经济的功能不断强化，证券业务发展面临新机遇 13
五、投资策略 13
六、风险提示 14

图表目录

图 1 2022 年证券行业跑输沪深 300 3
图 2 证券板块 PE 估值位于机会值（分位数 20%）附近 3
图 3 证券板块 PB 估值接近历史低位 3
图 4 上市券商营业收入及同比增速 4
图 5 上市券商净利润及同比增速 4
图 6 上市券商 2022Q1-3 分部收入及同比增速 5
图 7 上市券商 2022Q1-3 收入结构 5
图 8 股基成交额基环比增速 6
图 9 日均换手率（%） 6
图 10 新成立基金平均发行份额及环比增速 7
图 11 公募基金规模及同比增速 7
图 12 股权融资总额及环比 7
图 13 月 IPO 发行规模及再融资规模 7
图 14 债券总承销金额及环比 7
图 15 债券承销分项数据 7
图 16 券商资管规模费用率双降 8
图 17 2022Q3 前 20 券商资管规模及较年初变动 8
图 18 2022Q1-3 上市券商投资业务净收入及同比增速 8
图 19 月末两融余额及环比增速 9
图 20 市场质押股数及占总股本比 9
图 21 月末两融担保比例 9
图 22 信用减值与资产减值损失及同比 9
图 23 我国直接融资占比（万亿，%） 10
图 24 我国股权融资规模统计 11
图 25 我国债权融资规模统计 11
图 26 交易所债券发行规模统计 11
图 27 创业板上市公司行业分布（截至 2022 年 10 月） 11
图 28 科创板上市公司行业分布（截至 2022 年 10 月） 12
图 29 退市股票统计（截至 2022 年 10 月） 12
图 30 证券行业处罚统计（截至 2022 年 6 月） 13

表 1 上市券商股价表现（截至 2022 年 12 月 17 日） 3
表 2 上市券商业绩表现（亿元，%） 5
表 3 十九大报告及二十大报告有关金融和资本市场的表述 9
表 4 金融服务实体经济功能不断强化 10
表 5 对外开放事件时间线梳理 12

一、证券行业行情回顾

权益市场震荡下行，证券行业跑输沪深 300。2022 年初以来权益市场震荡下行，券商作为贝塔属性较强的板块，表现弱于大盘，截至 2022 年 12 月 16 日，申万券商指数较年初下跌 24.92 个百分点，沪深 300 指数较年初下跌 19.59 个百分点，券商板块跑输沪深 300 指数 5.33 个百分点。

图 1　2022 年证券行业跑输沪深 300



资料来源：Wind，万和证券研究所

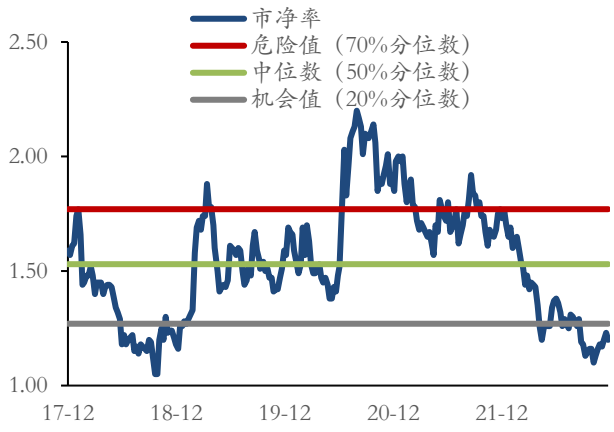
估值下行明显，接近历史最低水平。市场景气度走弱导致成交量、两融规模、投资收益均表现不佳，券商业绩承压，板块估值受到压制。截至 2022 年 12 月 17 日，证券板块 PE（TTM）估值为 19.11 倍，位于近五年 22.75%分位数水平，PB 估值为 1.2 倍，位于近五年 10.59%分位数水平。

图 2　证券板块 PE 估值位于机会值（分位数 20%）附近



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 3　证券板块 PB 估值接近历史低位



资料来源：Wind，万和证券研究所

财富管理标的回调幅度较大，少数中小市值券商跑赢行业。回调较多的主要是 2021 年涨幅较高的财富管理类券商，如广发证券、兴业证券、东方证券、东方财富。实现股价正增长标的仅有两只，分别为个人投资者占比较高的光大证券以及流通盘较小、进行互联网战略转型的华林证券。业绩景气较强且机构配置和估值较低的品种回调幅度较小，如光大证券、华安证券、国元证券、中国银河、中信建投。

表 1　上市券商股价表现（截至 2022 年 12 月 17 日）

代码	简称	年初至今涨跌幅（%）	PB（LF,倍）	PB 近五年分位数（%）	PE（TTM，倍）	PE 近五年分位数（%）
601788.SH	光大证券	5.87	1.31	63.10	19.73	21.66
002945.SZ	华林证券	2.92	6.05	34.58	86.00	56.68
601881.SH	中国银河	-9.17	1.14	14.66	10.51	14.74
000728.SZ	国元证券	-9.93	0.89	7.99	16.82	7.58

600909.SH	华安证券	-10.68	1.14	6.92	15.72	10.71
601066.SH	中信建投	-13.57	2.84	24.25	20.53	20.59
000712.SZ	锦龙股份	-14.04	3.99	67.01	-30.75	0.00
002500.SZ	山西证券	-14.41	1.15	7.66	35.18	25.21
601456.SH	国联证券	-15.26	1.99	25.78	37.95	28.20
600621.SH	华鑫股份	-15.63	1.67	18.70	48.60	66.64
600030.SH	中信证券	-15.77	1.29	13.26	13.74	14.66
000750.SZ	国海证券	-15.80	1.00	5.72	65.25	82.71
002926.SZ	华西证券	-16.50	0.96	11.10	37.72	97.03
002736.SZ	国信证券	-16.51	1.16	6.43	12.37	21.50
601990.SH	南京证券	-16.77	1.80	6.38	47.65	35.73
002670.SZ	国盛金控	-17.29	1.37	3.71	-57.87	0.00
601696.SH	中银证券	-17.36	1.88	5.04	39.23	31.65
601211.SH	国泰君安	-17.38	0.91	3.29	10.64	16.39
601901.SH	方正证券	-17.48	1.23	7.58	28.85	2.72
000166.SZ	申万宏源	-17.89	1.06	6.01	16.38	34.68
601099.SH	太平洋	-18.60	1.89	25.21	-64.35	0.00
600095.SH	湘财股份	-19.02	1.90	15.24	-1278.52	0.00
600864.SH	哈投股份	-19.51	0.83	21.50	-16.72	0.00
600109.SH	国金证券	-19.73	1.09	14.74	20.97	45.14
002797.SZ	第一创业	-19.83	1.68	6.10	53.18	43.78
002673.SZ	西部证券	-19.98	1.05	6.43	30.95	24.92
600999.SH	招商证券	-20.16	1.19	14.50	12.50	16.31
601878.SH	浙商证券	-20.39	1.65	7.50	22.69	18.37
601995.SH	中金公司	-20.46	2.29	10.23	20.03	28.96
000686.SZ	东北证券	-20.97	0.88	5.27	23.37	55.85
601555.SH	东吴证券	-21.83	0.90	6.55	19.66	28.21
000783.SZ	长江证券	-22.85	1.02	4.61	26.17	50.08
601375.SH	中原证券	-23.65	1.26	2.55	145.81	91.33
601688.SH	华泰证券	-23.69	0.83	4.16	11.73	20.80
600837.SH	海通证券	-24.12	0.72	4.94	16.64	57.25
600369.SH	西南证券	-24.33	1.04	9.47	72.24	91.85
601162.SH	天风证券	-27.18	1.02	4.05	7238.68	97.53
601108.SH	财通证券	-28.46	1.07	5.72	16.75	30.27
601198.SH	东兴证券	-28.77	0.98	3.83	25.47	60.75
600155.SH	华创阳安	-29.62	0.82	9.72	25.11	25.04
601236.SH	红塔证券	-32.00	1.65	8.58	69.23	68.95
600906.SH	财达证券	-32.26	2.47	34.01	54.47	53.81
600918.SH	中泰证券	-32.42	1.31	3.56	29.39	54.05
002939.SZ	长城证券	-32.62	1.27	3.92	35.31	53.28
000776.SZ	广发证券	-33.77	1.13	15.24	16.19	65.16
600958.SH	东方证券	-35.51	1.07	9.31	25.24	45.55
601377.SH	兴业证券	-36.03	0.98	9.60	17.44	35.87
300059.SZ	东方财富	-36.42	4.08	6.71	29.06	4.20

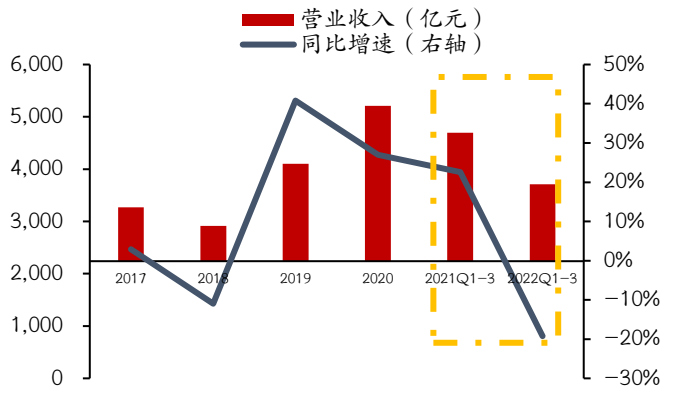
资料来源：Wind，万和证券研究所

二、上市券商整体经营情况

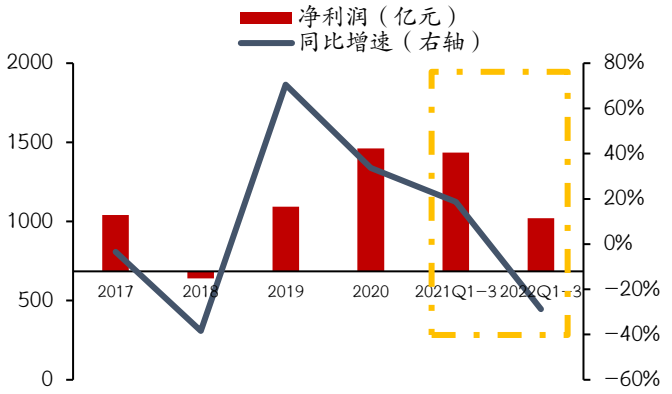
三季度业绩承压，板块整体盈利能力下滑。2022Q1-3 41 家上市券商（剔除金控和东方财富）合计实现营业收入 3710.38 亿元，同比-21.03%，实现净利润 1021.35 亿元，同比-28.81%，加权平均 ROE 为 6.1%，同比下降 3.8 个百分点；2022Q3 41 家上市券商合计实现营业收入 1235.08 亿元，同比-24.40%，环比-18.35%，实现净利润 307.52 亿元，同比-38.74%，环比-36.53%。

图 4　上市券商营业收入及同比增速

图 5　上市券商净利润及同比增速



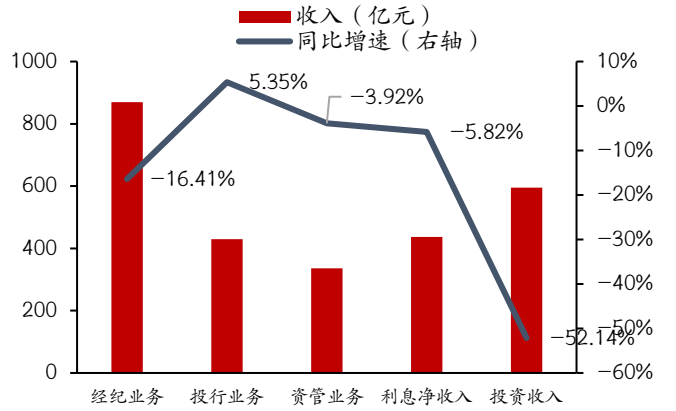
资料来源：Wind，万和证券研究所



资料来源：Wind，万和证券研究所

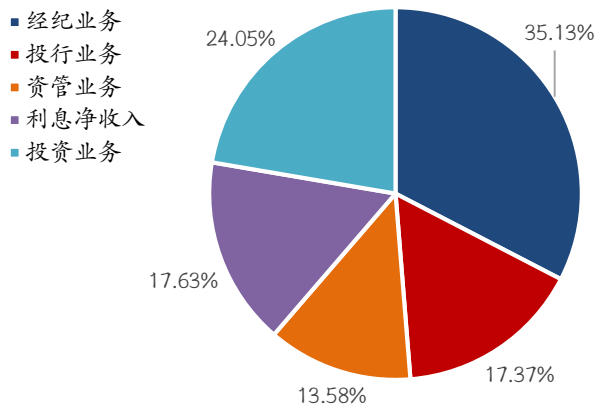
经纪业务收入降幅扩大，投行收入增速由负转正。业务收入增速方面，自营业务仍为拖累业绩的主要因素。2022Q1-3 经纪业务、投行业务、资管业务、利息净收入、投资收入分别为 869.57、429.98、336.10、436.35、595.28 亿元，同比增速-16.41%、5.35%、-3.92%、-5.82%、-52.14%，业务占比方面，经纪业务、投行业务、资管业务、利息净收入、投资收入占比分别为 35.13%、17.37%、13.58%、17.63%、24.05%，同比分别+1.3、+2.9、+1.6、+1.9、-10.4 个百分点，投资净收入的占比下滑较大。

图 6　上市券商 2022Q1-3 分部收入及同比增速



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 7　上市券商 2022Q1-3 收入结构



资料来源：Wind，万和证券研究所

业绩分化加剧，头部集中度进一步提升。头部券商 ROE 与杠杆倍数均高于上市券商平均值，2022Q1-3 净利润排名前 5 的券商加权平均 ROE（年化）为 8.8%（均值为 4.86%），杠杆倍数为 4.4 倍（均值为 3.56 倍）。2022Q1-3 归母净利润 CR5 同比上升 7.7 个百分点至 44.7%，CR10 同比上升 5.7 个百分点至 72.5%。

表 2　上市券商业绩表现（亿元，%）

简称	2022Q1-3 营业收入	同比	2022Q3 单季营业收入	环比	同比	2022Q1-3 净利润	同比	2022Q3 单季净利润	环比	同比	2022Q1-3 加权 ROE	较半年度提升
中信证券	498.21	-13.82	196.69	29.26	-25.66	165.68	-6.11	53.71	-9.99	-1.39	9.1	-0.21
国泰君安	267.15	-16.27	114.04	39.94	-28.31	84.28	-27.57	20.55	-46.67	-43.26	7.7	-1.05
中国银河	272.78	4.50	108.73	48.20	-17.29	64.40	-12.97	21.14	-23.70	-32.79	8.3	-0.09
华泰证券	236.18	-12.22	89.22	23.15	-14.09	78.21	-29.21	24.46	-22.62	-25.39	7.1	-0.25
中信建投	227.03	10.15	80.90	27.76	-0.05	64.37	-11.32	20.61	-27.26	-24.46	11.6	-0.37
申万宏源	180.57	-27.46	79.89	65.39	-40.56	42.79	-42.25	9.17	-59.96	-68.25	5.9	-1.03
广发证券	175.15	-34.82	79.31	66.14	-45.72	52.34	-39.42	10.36	-64.21	-62.35	6.4	-1.37
中金公司	193.93	-10.57	70.60	39.23	0.51	60.12	-19.34	21.71	-0.49	-11.29	9.5	0.30
海通证券	189.38	-45.64	79.73	93.01	-39.88	60.75	-48.63	13.18	-59.55	-63.96	4.9	-0.83
招商证券	152.98	-29.77	69.24	87.33	-37.14	62.80	-26.12	19.92	-28.81	-27.71	7.8	-0.13
国信证券	133.04	-21.72	53.30	79.10	-25.13	47.62	-38.95	15.55	-36.25	-48.34	6.9	-0.15
浙商证券	115.84	-4.09	43.30	38.22	-16.75	11.56	-27.20	4.29	6.12	-39.60	6.2	0.18
东方证券	120.26	-36.17	41.70	33.39	-14.97	20.02	-53.66	13.55	223.24	-16.39	3.7	2.00
光大证券	89.23	-27.48	31.92	46.34	-17.56	34.06	4.57	12.98	-9.93	30.50	7.8	0.54
中泰证券	74.17	-17.62	31.62	70.74	-25.88	9.28	-63.52	0.17	-97.60	-98.03	3.5	-1.61
兴业证券	72.21	-47.99	32.58	93.04	-39.07	17.81	-49.46	4.07	-66.61	-62.48	5.5	-1.08

东吴证券	87.18	36.40	29.63	121.35	90.40	12.36	-35.15	4.18	-40.64	-26.52	4.4	0.04
方正证券	59.05	-8.57	24.08	44.41	-23.09	19.41	0.64	5.19	-45.01	-17.28	6.1	-0.63
长江证券	41.12	-38.15	20.03	137.42	-46.88	9.56	-56.54	1.58	-78.92	-79.57	4.3	-1.03
西部证券	43.65	-8.92	17.43	74.57	3.10	4.97	-49.78	1.38	-63.29	-49.81	2.4	-0.19
国金证券	40.74	-17.18	15.90	74.29	-14.45	8.23	-46.52	2.80	-33.16	-46.51	3.9	-0.16
国元证券	38.64	4.20	18.62	219.20	-1.02	11.60	-12.55	4.11	-52.63	-14.27	4.7	0.13
东北证券	39.67	-21.90	16.03	100.67	-27.35	2.75	-77.34	0.69	-85.26	-86.59	2.0	-0.25
财通证券	35.45	-23.07	15.75	141.84	-7.17	10.79	-32.30	4.47	-6.07	-18.59	4.8	0.23
长城证券	27.19	-53.77	14.66	135.02	-71.71	5.67	-58.14	1.33	-73.97	-74.43	3.7	-0.71
山西证券	30.40	4.99	14.83	212.85	-8.59	3.77	-38.83	0.70	-70.97	-63.51	2.9	-0.63
东兴证券	28.03	-26.71	10.75	51.90	-18.04	5.47	-53.65	2.74	12.60	-39.11	2.7	0.69
华西证券	25.36	-36.06	13.10	198.24	-46.10	3.60	-74.80	0.68	-85.27	-86.31	2.1	-0.45
国海证券	28.02	-28.88	10.21	53.96	-14.16	3.01	-61.36	0.60	-68.29	-81.27	2.2	-0.42
华安证券	24.01	6.12	11.25	115.03	-1.31	9.57	-1.12	2.34	-62.16	-34.03	6.5	-0.85
中银证券	22.55	-14.26	7.48	6.89	-21.10	7.66	-18.76	2.47	-11.31	-24.60	6.4	-0.15
第一创业	19.12	-20.90	7.97	49.89	-38.97	3.41	-45.53	0.53	-75.25	-80.51	3.1	-0.82
国联证券	20.55	0.04	6.38	0.27	-15.45	6.44	-2.03	2.06	-16.94	-25.77	5.2	-0.09
天风证券	18.27	-37.39	7.65	109.34	-46.02	0.52	-91.83	0.00	-99.88	-99.94	0.3	-0.14
南京证券	15.30	-27.47	5.66	43.91	-9.49	5.36	-39.35	1.76	-25.18	-15.75	4.3	-0.01
财达证券	14.35	-26.93	5.98	71.08	-34.28	3.74	-31.46	1.26	-26.49	9.09	4.4	0.04
红塔证券	6.87	-87.47	15.62	转正	-115.46	0.25	-97.60	-3.01	-128.82	-197.64	0.0	-2.84
西南证券	11.95	-53.36	8.44	2069.40	-48.36	2.27	-74.93	0.32	-90.14	-85.38	1.2	-0.34
中原证券	14.48	-58.33	3.99	2.76	-41.99	1.02	-	2.28	-258.30	-14.95	1.0	2.84
太平洋	10.01	-21.59	4.93	99.58	-56.81	-0.64	-118.74	0.14	-116.29	-92.99	-0.9	0.74
华林证券	10.27	-3.45	3.47	5.58	22.99	4.37	-9.12	1.50	8.40	119.46	9.3	0.30

资料来源：Wind，万和证券研究所

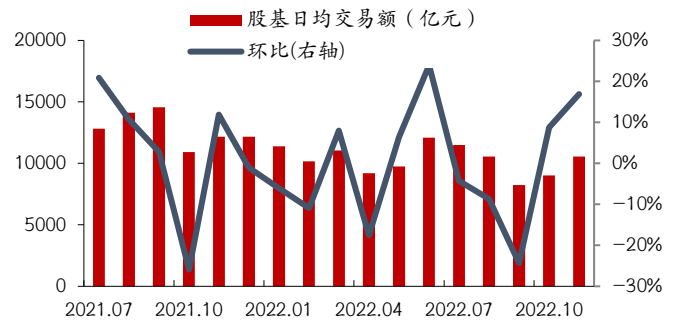
三、证券行业市场环境回顾

（一）经纪业务：股基成交额持续低迷，新发基金遇冷

市场活跃度下降，股基成交额持续低迷。2022 年前 10 个月市场的日均股基成交额为 10,331 亿元，同比下降 7%。其中，6 月份以来成交额持续走低，9 月单月同比降幅扩大至 44%，日均成交额萎缩至 8,224 亿元。

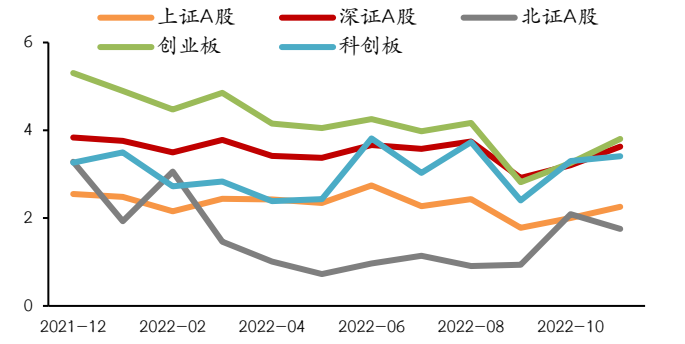
2022 年交易情绪低迷，新发基金遇冷。2 月份新发基金份额跌至 338 亿份的谷底，随后市场开始有所回暖，6 月达到阶段性高点 2,358 亿份，7 月起新发份额继续逐月下滑。截至 2022 年 11 月末，市场公募基金规模达 26.6 万亿元，较 2021 年末增长 5%，实现稳步增长。

图 8　股基成交额基环比增速



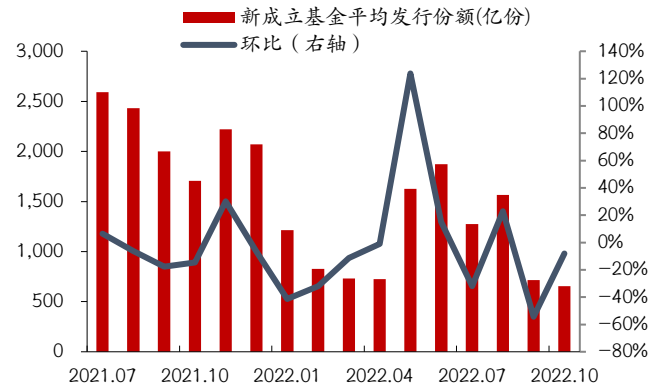
资料来源：Wind，万和证券研究所

图 9　日均换手率（%）



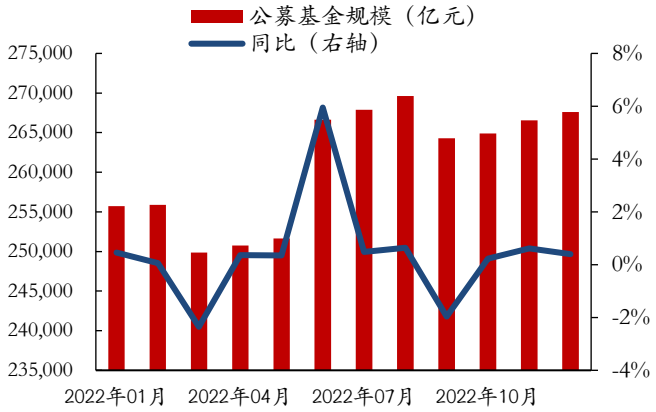
资料来源：Wind，万和证券研究所

图 10　新成立基金平均发行份额及环比增速



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 11　公募基金规模及同比增速

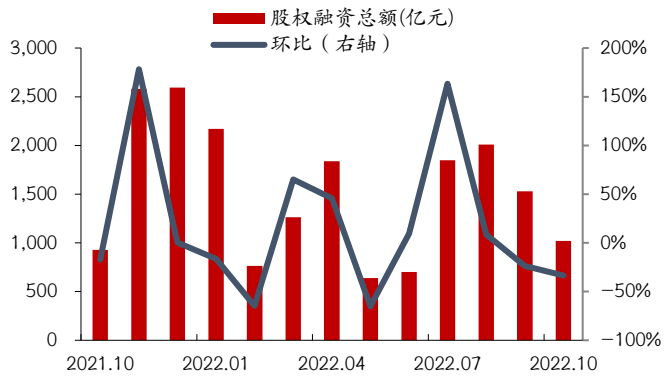


资料来源：Wind，万和证券研究所

（二）投行业务：IPO 规模同比增长，债权承销规模维持稳定

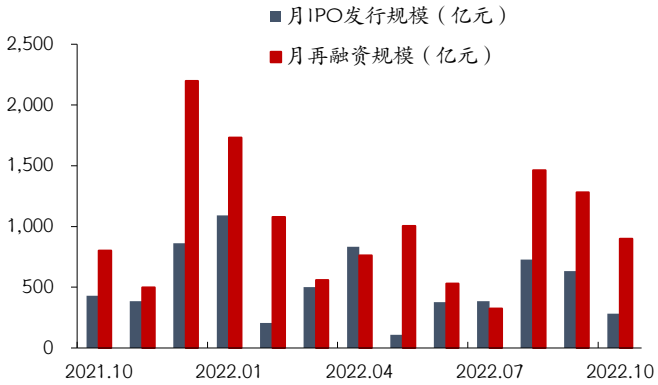
一级市场景气度尚佳，股权方面 2022Q1-3 行业股权承销规模 11,552 亿元，同比减少 4%。其中，IPO 规模同比增长 15%至 4,364 亿元。债权方面，2022Q1-3 行业债券承销规模 80,358 亿元，与上一年同期持平。

图 12　股权融资总额及环比



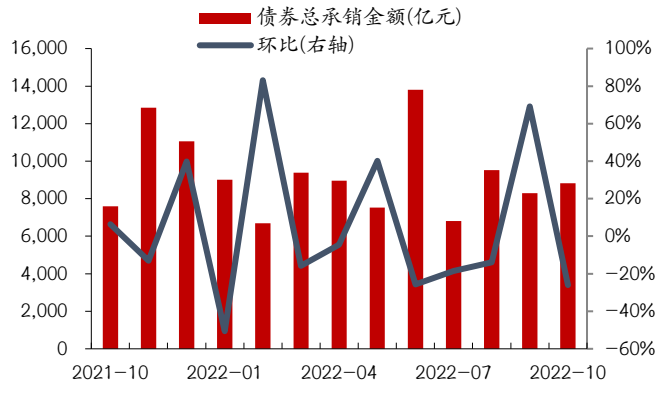
资料来源：Wind，万和证券研究所

图 13　月 IPO 发行规模及再融资规模



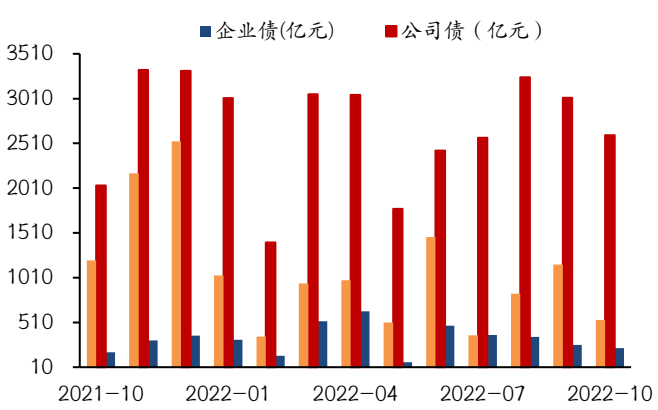
资料来源：Wind，万和证券研究所

图 14　债券总承销金额及环比



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 15　债券承销分项数据

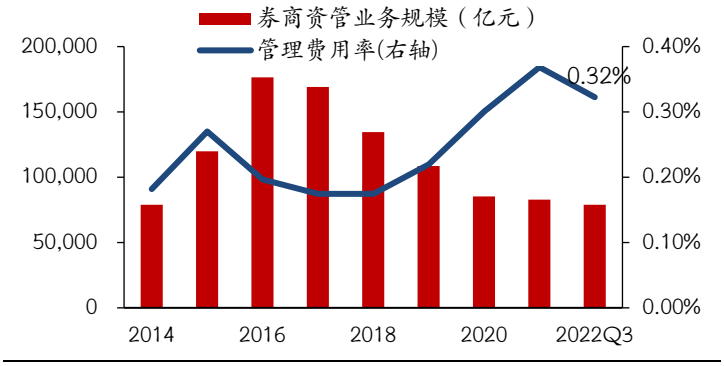


资料来源：Wind，万和证券研究所

（三）资管业务：券商资管规模费用率双降，高集中度延续

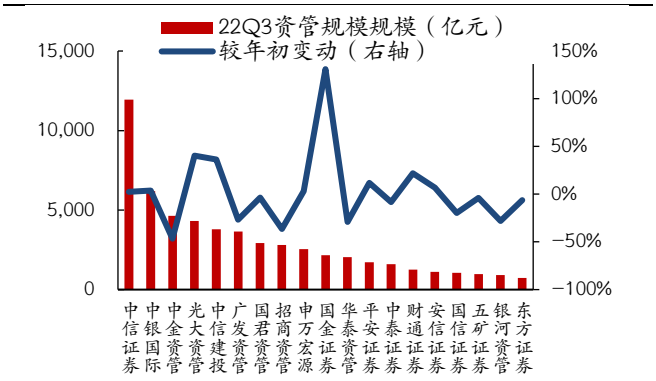
券商资管规模费用率双降，行业分化加剧。截至 2022Q3 末，券商私募资管规模为 7.32 万亿元，较年初下滑 4.6%，资管业务管理费用率由 2021 年的 0.37%降至 0.32%。前 20 的券商资管私募资管规模合计为 5.73 万亿元，较年初下滑 6.9%。其中不同券商的管理规模变动差异较大，增速较高的有国金证券、光大资管、中信建投证券，分别增长 131%、40%、36%。

图 16　券商资管规模费用率双降



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 17　2022Q3 前 20 券商资管规模及较年初变动

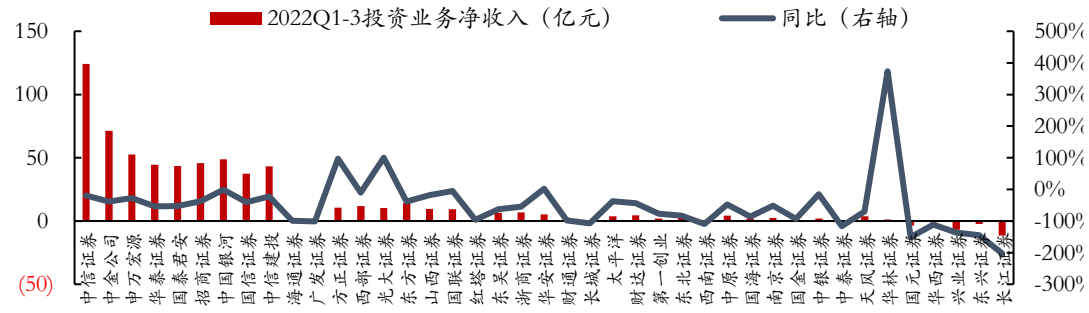


资料来源：Wind，万和证券研究所

（四）投资业务：市场波动下行影响投资收益率，券商投资分化延续

22Q1-3 上市券商投资净收入合计 595 亿元，同比-52%，降幅较 22H1 有所扩大；三季度权益市场波动下行，Q3 单季度投资净收入环比-71%。2022Q1-3 自营收入 CR10 集中度同比提升 24.2pct 至 88.2%，券商之间分化延续，中信证券、中金公司投资净收入始终保持行业前二。

图 18　2022Q1-3 上市券商投资业务净收入及同比增速

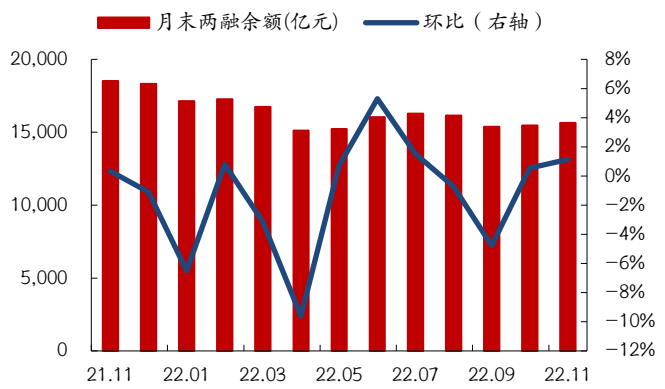


资料来源：Wind，万和证券研究所

（五）资本中介业务：两融、股押规模下降，市场下跌未冲击券商资产质量

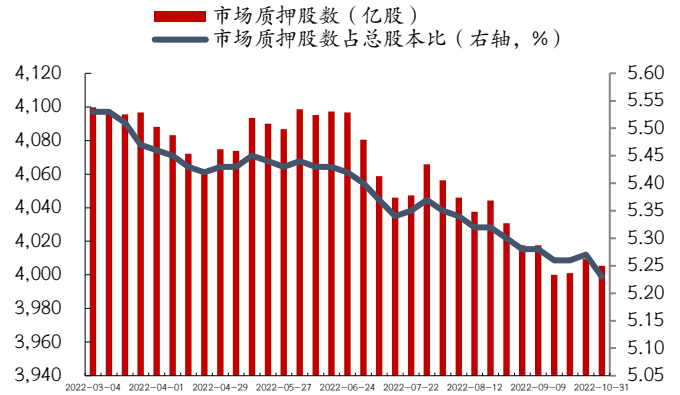
两融、股押规模进一步收缩。截至 2022Q3 末，全市场两融余额、股票质押规模参考市值分别 1.5 万亿元、3.1 万亿元，较年初分别下降 16.0%、26.2%。截至 2022Q3 上市券商信用减值损失与资产减值损合计为 38.82 亿元，同比+0.42%。

图 19　月末两融余额及环比增速



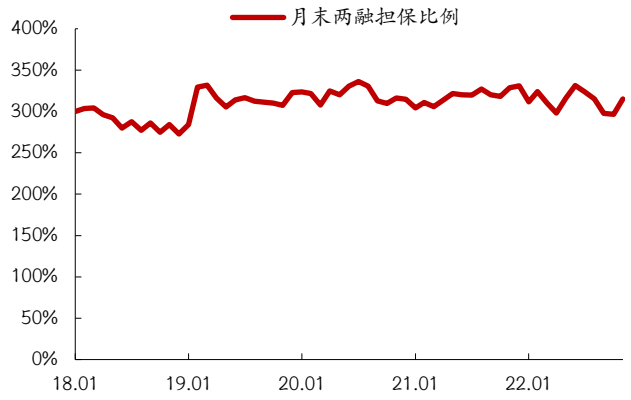
资料来源：Wind，万和证券研究所

图 20　市场质押股数及占总股本比



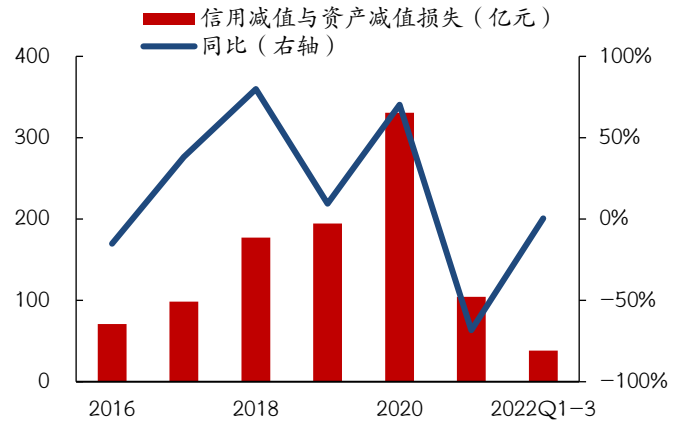
资料来源：Wind，万和证券研究所

图 21　月末两融担保比例



资料来源：Wind，万和证券研究所

图 22　信用减值与资产减值损失及同比



资料来源：Wind，万和证券研究所

四、资本市场改革不断深化，证券业务发展面临新机遇

（一）资本市场服务经济高质量发展的方向进一步明确

金融服务实体经济功能不断强化，资本市场地位持续提高。2022 年 10 月 16 日，中共第二十次全国代表大会开幕，习近平总书记作二十大报告。报告指出（1）深化金融体制改革，提高直接融资比重。（2）健全资本市场功能。（3）建设现代中央银行制度。（4）推动绿色发展，加快发展方式绿色转型，发展绿色低碳产业，积极稳妥推进碳达峰碳中和。（5）加强反垄断和反不正当竞争，破除地方保护和行政性垄断，依法规范和引导资本健康发展。

表 3　十九大报告及二十大报告有关金融和资本市场的表述

十九大	二十大
深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重。	深化金融体制改革，提高直接融资比重。
促进多层次资本市场健康发展。	健全资本市场功能。
深化利率和汇率市场化改革。	-
健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架。	建设现代中央银行制度。
健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线。	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。
–	加强反垄断和反不正当竞争，破除地方保护和行政性垄断，依法规范和引导资本健康发展。

资料来源：《十九大报告》,《二十大报告》，万和证券研究所

表 4　金融服务实体经济功能不断强化

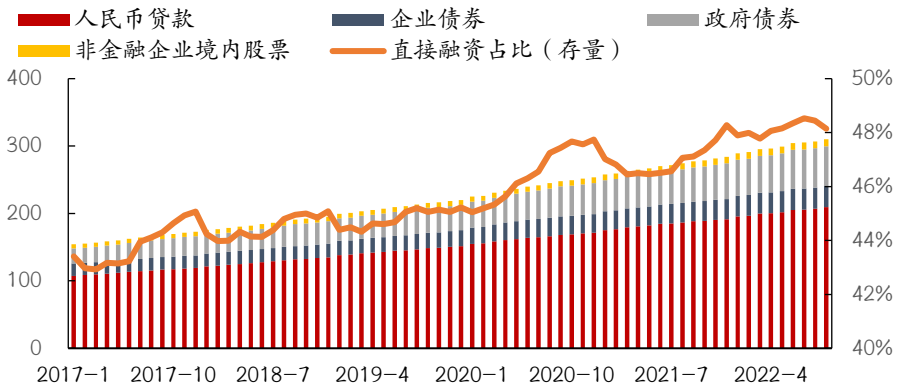
时间	单位/文件	内容/表述
2022/03	国务院	强调坚持金融服务实体经济，防止脱实向虚。
2022/03	证监会	拟推出一系列政策措施，增强服务民营经济发展质效。
2022/03	国务院办公厅	强调要以坚实的信用基础促进金融服务实体经济。
2022/04	人民银行、银保监会	提出要用好用足各项金融政策，主动靠前服务实体经济。
2022/06	人民银行	强调将提升金融体系与实体经济的适应性，优化直接融资和间接融资。
2022/08	国务院	部署推动降低企业融资成本措施，加大金融支持实体经济力度。
2022/09	人民银行	提出要践行政治性、人民性，提升专业性，走中国特色金融发展之路，坚守金融工作的人民性，要以服务实体经济为根本目标。
2022/10	党的二十大报告	强调要坚持把发展经济的着力点放在实体经济上
2022/10	党的二十大中央金融系统代表团	表示未来金融工作将坚持金融服务实体经济的宗旨
2022/10	证监会	表示将坚持金融服务实体经济的宗旨，全面深化改革，完善多层次市场体系，健全资本市场功能，提高直接融资比重。

资料来源：国务院、人民银行、证监会等，万和证券研究所

（二）资本市场呈现高质量、国际化、严监管的发展趋势

随着资本市场改革逐步深入，国内直接融资占比趋势性提升。截至 2022 年 6 月，社会融资规模存量中的直接融资（债券+股票）占比提升至 48%，随着资本市场改革逐步深入，国内直接融资占比逐渐提升，间接融资为主的融资结构体系正逐步改善；但相较美国 90%的直接融资占比，我国直接融资比例潜在提升的空间仍很大。

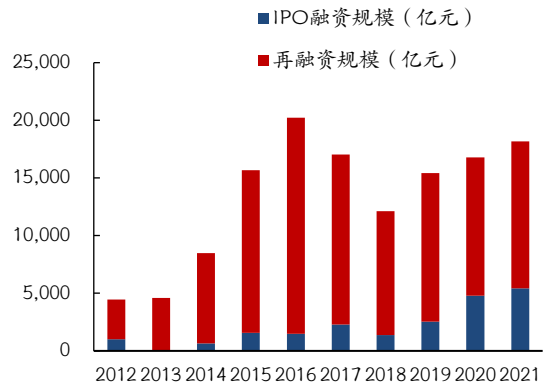
图 23　我国直接融资占比（万亿，%）



资料来源：Wind，万和证券研究所，根据社融存量口径统计

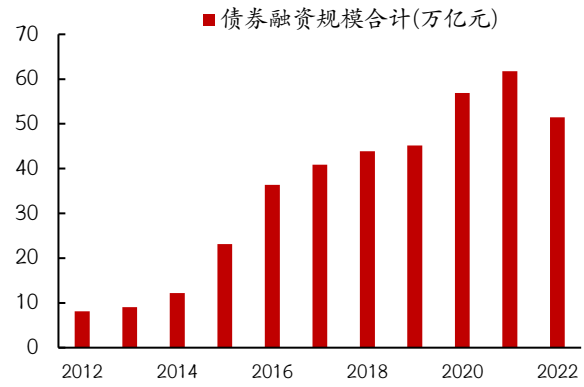
股债融资稳步增长。2017 年至 2021 年，首次公开发行股票（IPO）和再融资金额合计 5.2 万亿元，交易所债券市场发行 33.9 万亿元。2021 年 IPO 和再融资金额合计约 1.5 万亿元，股票和交易所债券市场融资合计超 10 万亿元,均创历史新高。2022Q1-3 行业股权承销规模 11,552 亿元，同比减少 4%。其中，IPO 规模同比增长 15%至 4,364 亿元。债权方面，2022Q1-3 行业债券承销规模 80,358 亿元，与上一年同期持平。

图 24　我国股权融资规模统计



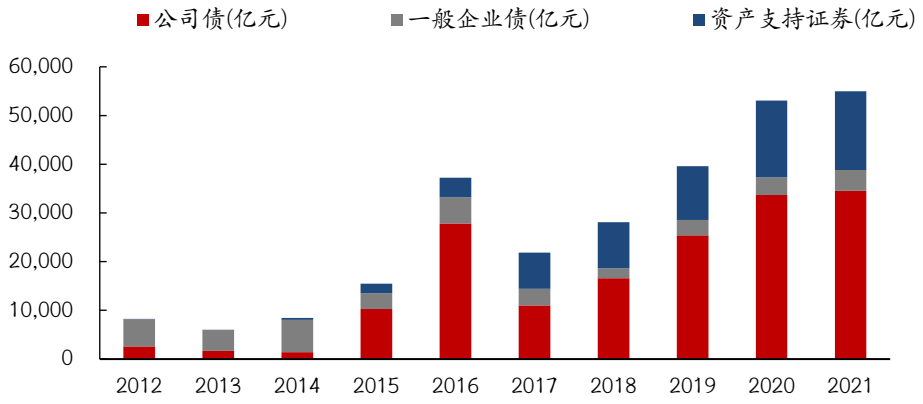
资料来源：Wind，万和证券研究所

图 25　我国债权融资规模统计



资料来源：Wind，万和证券研究所

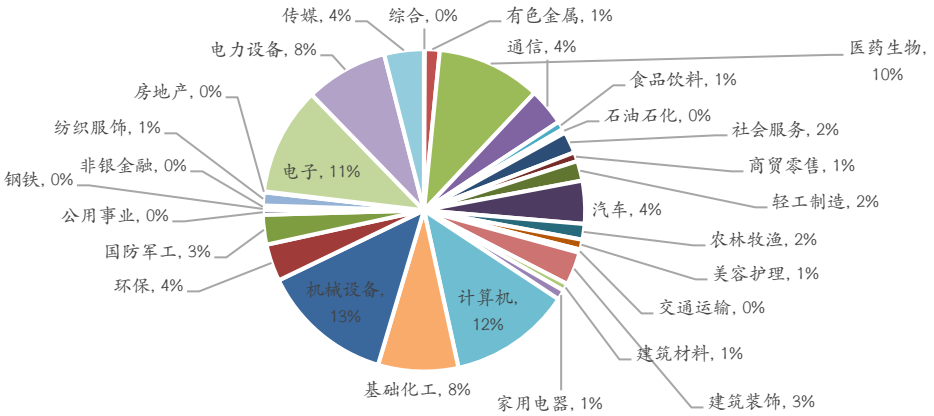
图 26　交易所债券发行规模统计



资料来源：Wind，万和证券研究所

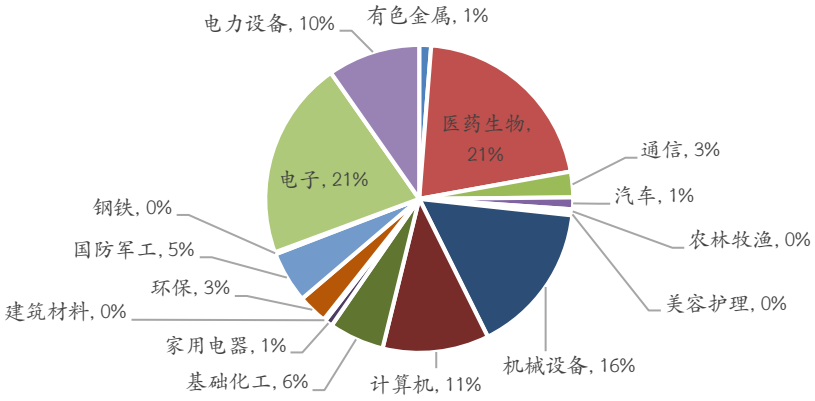
多层次市场体系不断健全，市场结构明显优化，科创类企业获得更多支持。科创板、创业板试点注册制相继成功落地，大大提升了资本市场对优质企业的吸引力。深化新三板改革、设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地迈出关键一步。截至 2022 年 6 月末，A 股战略性新兴行业上市公司超过 2200 家，新一代信息技术、生物医药等高科技行业市值占比由 2017 年初的约 20%增长至约 37%，上市公司研发投入占全国企业研发支出的一半以上，上市公司作为实体经济“基本盘”、转型发展“领跑者”的角色更加凸显。投资者结构逐步改善，境内专业机构投资者和外资持仓占流通市值比重由 2017 年初的 15.8%提升至 23.5%。

图 27　创业板上市公司行业分布（截至 2022 年 10 月）



资料来源：Wind，万和证券研究所

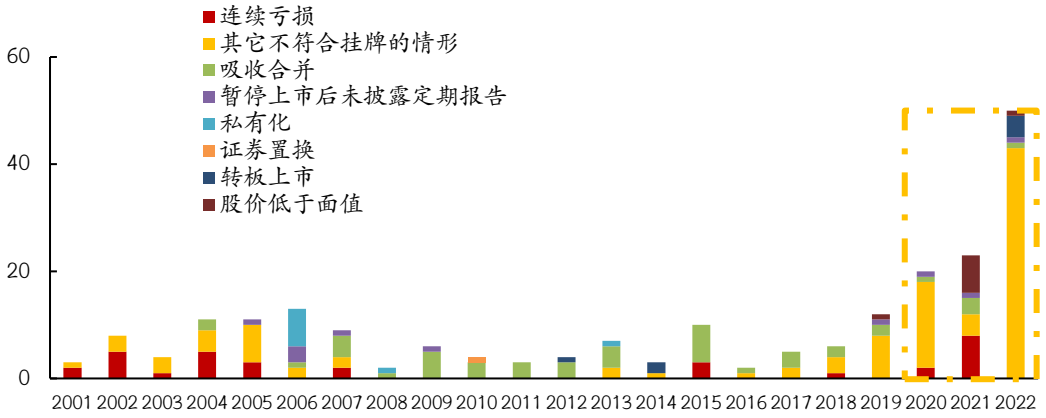
图 28　科创板上市公司行业分布（截至 2022 年 10 月）



资料来源：Wind，万和证券研究所

资本市场优化资源配置的功能将进一步发挥。资本市场基础制度的适应性包容性明显提升，市场化的激励约束机制不断完善。资本市场并购重组主渠道作用不断强化，近 5 年并购重组交易金额约 10 万亿元。退市制度进一步健全，截至 2022 年 10 月末，已有 42 家公司强制退市，进退有序、优胜劣汰的市场生态正加速形成。

图 29　退市股票统计（截至 2022 年 10 月）



资料来源：Wind，万和证券研究所

高水平制度型开放将继续稳步推进。统筹开放和安全，推动市场、产品和机构全方位开放。证券基金期货行业外资股比限制全面放开。互联互通不断深化，沪深港通制度安排持续优化，交易型开放式基金（ETF）纳入沪深港通标的落地实施，沪伦通机制对内拓展到深交所，对外拓展至德国、瑞士。A 股纳入国际知名指数并不断提升比重，在香港推出 A 股指数期货。外资连续多年保持净流入，我国资本市场的国际吸引力和竞争力明显增强。

表 5　对外开放事件时间线梳理

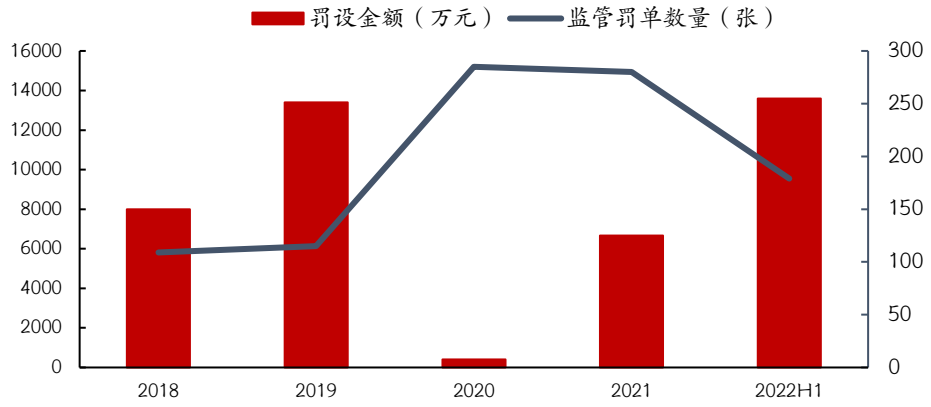
时间	事件
2007 年 6 月	合格境内机构投资者（QDII）制度开始实施
2011 年 12 月	推出人民币合格境外机构投资者（RQFII）管理制度
2014 年和 2016 年	沪港通和深港通相继开通
2018 年 6 月	A 股被纳入 MSCI 新兴市场指数
2018 年 9 月	富时罗素宣布将 A 股纳入其全球指数体系
2019 年 6 月	沪伦通启动仪式在伦敦证券交易所举行
2019 年 9 月	标普道琼斯正式将 A 股以 25%因子首次纳入其全球宽基指数

2020 年	QFII、RQFII 全面取消额度限制
2022 年 7 月	交易型开放式基金(ETF)正式纳入内地与香港股票市场交易互联互通机制

资料来源：Wind，万和证券研究所

金融监管体系不断加强与完善。随着新《证券法》的修改、期货法的立法、上市公司监管条例的上线等已经全面展开，“强监管、零容忍”将继续成为 2022 年证券行业监管的主旋律。据不完全统计，2022 年上半年已有 64 家券商收到罚单共计 179 张，合计罚款金额 1.36 亿元。

图 30　证券行业处罚统计（截至 2022 年 6 月）



资料来源：华锐金融，万和证券研究所

（三）服务实体经济的功能不断强化，证券业务发展面临新机遇

二十大指引未来发展方向，对经济的规模增长弱化，更加强调质的提升。对证券行业发展影响体现在以下几个方面：

围绕资本市场服务实体经济，大投行及大财富业务能力领先的券商有望收获高速成长。1）券商投行业务在注册制改革深化背景下实现快速增长、2018-2022 年 A 股 IPO 融资额 CAGR 超过 40%，并带动综合业务能力提升、实现竞争格局优化；同时，境内市场更便利的退出渠道带动私募股权及跟投等泛投行业务的发展。全面注册制推进有望为泛投行业务竞争力突出及收入贡献较高的券商及创投机构提供更强估值催化。2）居民资产配置拐点背景下，财富管理及资产管理机构迎来重要机遇与变局，资产端权益占比将显著提升、资金端居民增配资管品贡献重要增量。

资本市场呈现高质量、国际化、严监管的发展趋势，资本实力雄厚、人才项目资源丰富、合规风控能力更强的龙头券商，具备更强的长期竞争力和增长动能。1）当前 A 股市场机构投资者交易占比已提升至近 40%，头部券商以交易/投研/融资/托管/衍生品为代表的综合机构业务能力更强。2）高水平、制度型开放持续推进下，国际业务正成为资本市场行业中领先机构的新增长引擎，头部综合型券商目前正处于打造国际一流投行的海外战略投入期。3）证监会按照“分类监管、放管结合”的思路，定期公布证券公司“白名单”。进入“白名单”的证券公司在资本补充和业务创新方面具备优势，头部券商相较于中小券商而言更容易取得业务创新试点资格。

五、投资策略

估值处于历史低位，看好投行业务与泛财富管理业务成长性。2022 年券商业绩承压，22Q1-3 经纪、投行、资管、利息、投资净收入同比增速分别为-16%/5%/-4%/-6%/-52%，投行和资管是表现较好的两个业务条线，主要是受益于注册制改革及资管行业蓬勃发展，且仍是券商未来的发展重心。从目前估值来看，券商板块 PB 估值为 1.2 倍，为近五年 10%分位数水平，仍然处于历史较低位置。

“共振”行情未来可期，维持“强于大市”评级。券商板块行情影响因素主要包括流动性、风险偏好（政策）、盈利能力，板块的行情往往是三种因素共振的结果。流动性方面，目前防疫政策有所优化，2023 年或有相关政策做出更多调整，促进经济发展，看好宏观经济复苏。基于全球经济或面临“滞胀”困境，叠加国内需求偏弱预期，依据央行“稳增长”的第一导向，我们判断 2023 年的结构性宽松有望持续。政策方面，预计资本市场将迎来新一轮松绑周期。同时随着市场回暖，券商基本面会加速修复。目前从券商板块配置的胜率、赔率来看，板块具备配置价值，维持行业“强于大市”评级。建议关注投行业务及财富管理业务领域具有优势的券商，如东方财富、中信证券。

六、风险提示

宏观经济下行；政策落地不及预期；新冠疫情反复。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

分析师声明：本研究报告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，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。本研究报告作者与本文所涉及的上市公司不存在利益冲突，且作者配偶、子女、父母未担任上市公司董监高等职务。

投资评级标准：

行业投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

同步大市：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

股票投资评级：自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

回避：相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

免责声明：本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作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。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

市场有风险，投资需谨慎。

万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333　传真：0755-25170093

邮编：518040　公司网址：http://www.vanho.cn