证券经纪业务新规发布，持续增持证券板块

证券行业

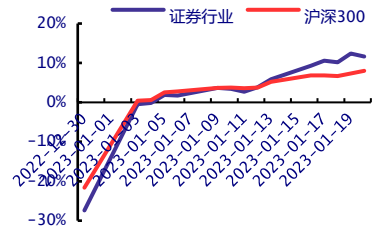
推荐 维持评级

核心观点

- **2023 年行业景气修复，低基数下 Q1 业绩有望实现高增** 展望 2023 年，证券行业经营环境向好，景气修复，业绩重回上行通道。稳增长政策优化、宏观经济复苏、流动性合理充裕环境下，市场风险偏好提升，风险资产表现有望改善，对证券行业业绩增长提供支撑。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”、“健全资本市场功能，提高直接融资比重。”健全资本市场功能的核心在于融资能力的提升，直接融资领域支持政策延续，全面注册制落地在即。综合考虑证券行业经营环境，我们预计 2023 年证券行业业绩复苏，景气回升，低基数效应下，Q1 业绩有望实现高增。
- **股基成交额位于低位，经纪业务收入承压** 截至 2022 年 12 月末，市场累计股基成交额 247.67 万亿元，日均股基交易额 10234 亿元，同比下降 9.99%。12 月单月市场日均股基成交额 9047.55 亿元，同比下降 25.64%，位居全年低位。依据证券业协会披露数据，2022 年前三季度，证券行业实现代理买卖证券业务净收入 877.11 亿元，同比下降 12.36%。
- **受去年同期高基数以及春节放假因素影响，IPO 融资规模下滑明显** 依据 wind 统计数据，2023 年 1 月（截至 1 月 30 日），全市场股权融资规模 1140.27 亿元，同比下降 47.48%；IPO 融资规模 69.22 亿元，同比下降 93.66%。依据证券业协会披露数据，2022 年前三季度，证券行业实现投行业务净收入 492.25 亿元，同比增长 6.29%。直接融资领域支持政策延续，全面注册制落地在即，投行业务收入及占比有望持续抬升。
- **低基数下 2023 年自营业务收入有望显著修复** 回顾 2022 年，自营业务大幅下滑，成为拖累行业业绩表现的主要因素。展望 2023 年，市场回暖预期叠加低基数效应，自营投资业务会有明显修复。依据证券业协会披露数据，2022 年前三季度，证券行业实现自营业务收入 560.49 亿元，同比下降 47.32%。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。
- **《证券经纪业务管理办法》发布，引导行业避免价格战，缓解前期降费预期对板块压制** 证监会发布《证券经纪业务管理办法》，从经纪业务内涵、客户行为管理、具体业务流程、客户权益保护、内控合规管控、行政监管问责六个方面作出规定。《新规》强调经纪业务属于证券公司专属业务，要求证券经纪业务持牌经营，规范开展营销活动，与前期跨境互联网券商监管思路一致，有助于引导行业合规经营。《新规》限定佣金率收费下限，避免价格战，缓解前期国办 30 号文降费预期对板块估值压制，政策预期纠偏，助推板块估值提升。
- **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，2023 年证券行业业绩复苏，景气回升，低基数效应下，Q1 业绩有望实现高增。当前板块 PB1.37X，处于 2010 年以来 12%分位数，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：** 监管政策收紧的风险；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

证券板块表现 2023.1



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

目 录

一、券商：资本市场重要参与主体，承担投融资服务职能.....3
二、2023 年行业景气修复，低基数下 Q1 业绩有望实现高增.....3
（一）行业经营环境向好，Q1 业绩高增.....3
（二）股基成交额位于低位，经纪业务收入承压.....4
（三）受高基数以及春节放假因素影响，IPO 融资规模下滑明显.....5
（四）两融业务规模下滑.....6
（五）低基数下 2023 年自营业务收入修复显著.....7
三、《证券经纪业务管理办法》发布，降费预期压制缓解.....8
四、证券板块在资本市场中的表现.....8
（一）板块市值占比有所上升.....8
（二）板块股价表现优于沪深 300 指数，估值处于历史低位.....9
五、投资建议.....10
六、风险提示.....10
插 图 目 录.....11

一、券商：资本市场重要参与主体，承担投融资服务职能

国内经济发展动能转换，资本市场地位提升，成为推动科技创新和实体经济转型升级枢纽。当前，我国经济由高速发展转向高质量发展，生产体系内部循环不畅和供求脱节现象显现，经济发展动能转向创新驱动，科技创新成为经济持续增长的重要支撑。《十四五规划和2035年远景目标纲要》要求，“坚持创新在我国现代化建设全局中的核心地位，把科技自立自强作为国家发展的战略支撑，加快建设科技强国”、“以创新驱动、高质量供给引领和创造新需求，提升供给体系的韧性和对国内需求的适配性”。增强创新能力，解决核心领域“卡脖子”技术难题，需要优化金融体系建设，以匹配经济结构升级需要。我国融资结构失衡，以银行间接融资为主导的融资体系难以从根本上解决民营、中小创企业融资难题。承载直接融资功能的资本市场必然要发挥重要作用。资本市场地位空前提升，有助于促进经济转型和产业升级，有利于要素资源向科创等高效率、高活力领域聚集。国务院副总理刘鹤在《必须实现高质量发展》一文中指出要深化金融供给侧结构性改革，加强治理结构改革，提高金融体系服务实体经济的能力和水平，促进实体经济与金融协调发展，实现“科技—产业—金融”的高水平循环。资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，要打造规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，使之成为推动科技创新和实体经济转型升级的枢纽。

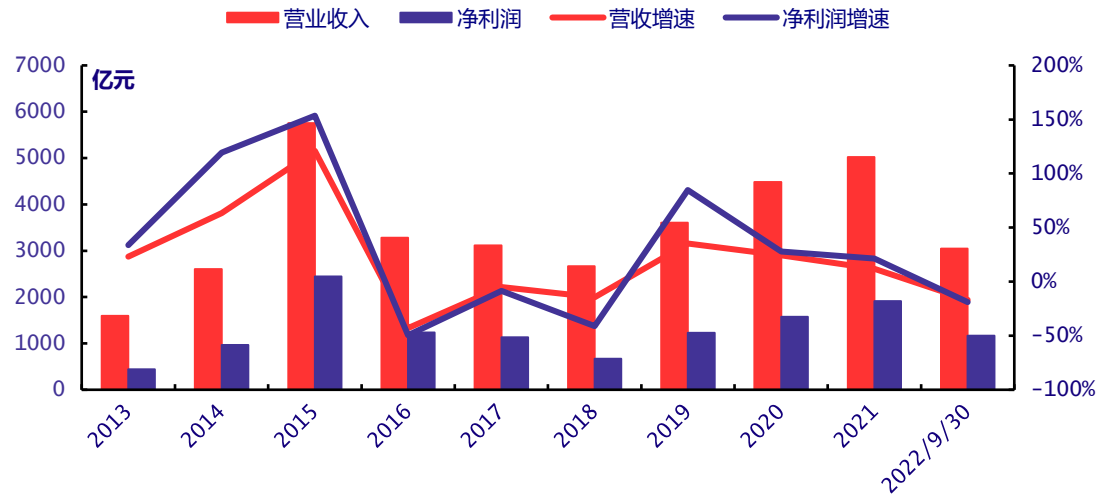
监管定调证券行业高质量发展方向，坚持走专业化发展道路，提升服务实体以及居民财富管理能力。在2021年5月22日的中国证券业协会第七次全员大会上，证监会主席易会满指出，证券公司是资本市场最重要的中介机构，证券行业与资本市场共同发展壮大，已成为我国金融体系的重要组成部分，发挥着越来越重要的作用。行业肩负优化融资结构、激发经济活力、培育创新动能的历史使命。服务实体经济是证券行业高质量发展的宗旨本质，也是发展资本市场的初心使命。资本市场基础制度深化改革，注册制全面推进，券商作为实体经济直接融资需求服务主体，需要进一步增强专业能力，提高专业水平，适应注册制要求，加快建设现代化投行。同时，证券行业需要持续推进“以客户为中心”建设，聚焦满足居民日益增长的财富管理需求，丰富投资产品，改善账户服务体验，提升服务居民财富管理需求能力，实现客户资产的保值增值。

二、2023年行业景气修复，低基数下Q1业绩有望实现高增

（一）行业经营环境向好，Q1业绩高增

展望2023年，证券行业经营环境向好，景气修复，业绩重回上行通道。稳增长政策优化、宏观经济复苏、流动性合理充裕环境下，市场风险偏好提升，风险资产表现有望改善，对证券行业业绩增长提供支撑。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”、“健全资本市场功能，提高直接融资比重。”健全资本市场功能的核心在于融资能力的提升，直接融资领域支持政策延续，全面注册制落地在即。综合考虑证券行业经营环境，我们预计2023年证券行业业绩复苏，景气回升，低基数效应下，Q1业绩有望实现高增。

图 1：证券行业业绩表现

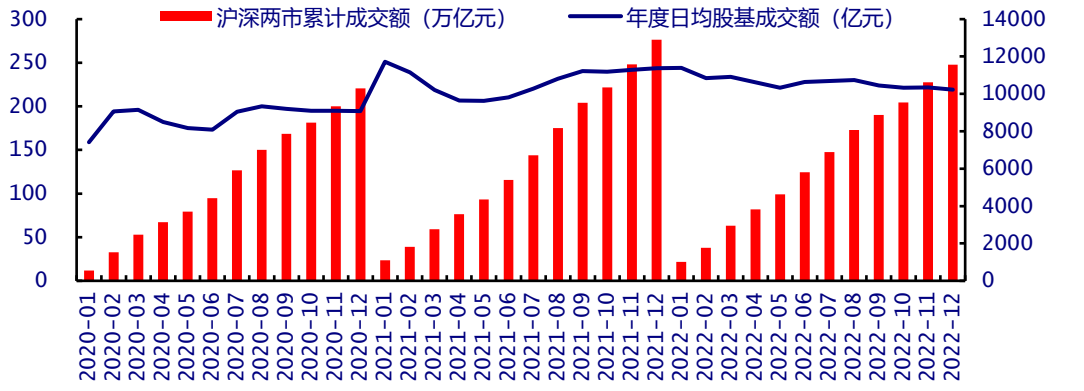


资料来源：Wind、中国证券业协会，中国银河证券研究院整理

（二）股基成交额位于低位，经纪业务收入承压

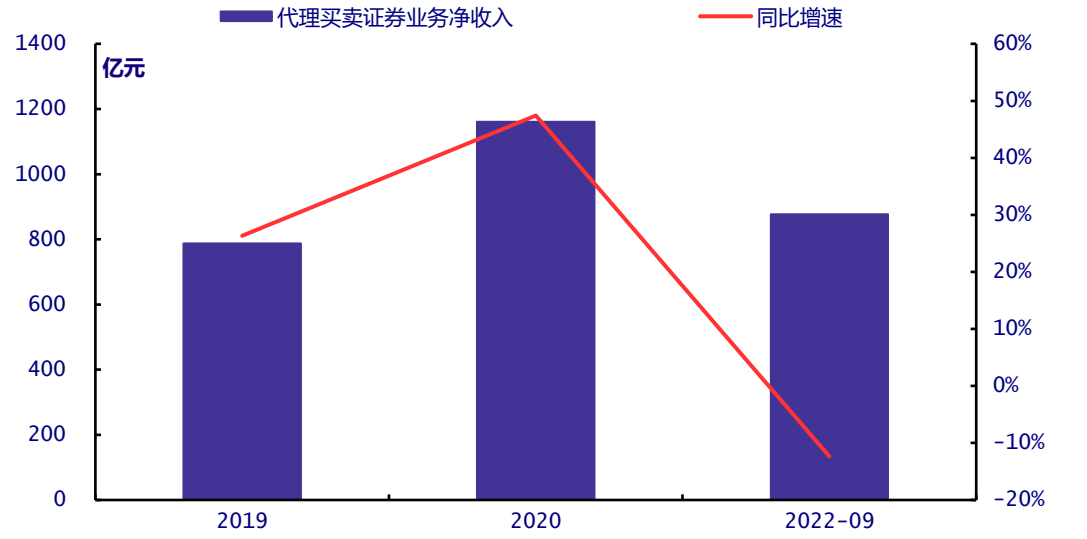
市场交投低迷，成交额下滑。截至 2022 年 12 月末，市场累计股基成交额 247.67 万亿元，日均股基交易额 10234 亿元，同比下降 9.99%。12 月单月市场日均股基成交额 9047.55 亿元，同比下降 25.64%，位居全年低位。依据证券业协会披露数据，2022 年前三季度，证券行业实现代理买卖证券业务净收入 877.11 亿元，同比下降 12.36%。

图 2：行业股基成交额情况



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 3：代理买卖证券业务净收入及同比增速

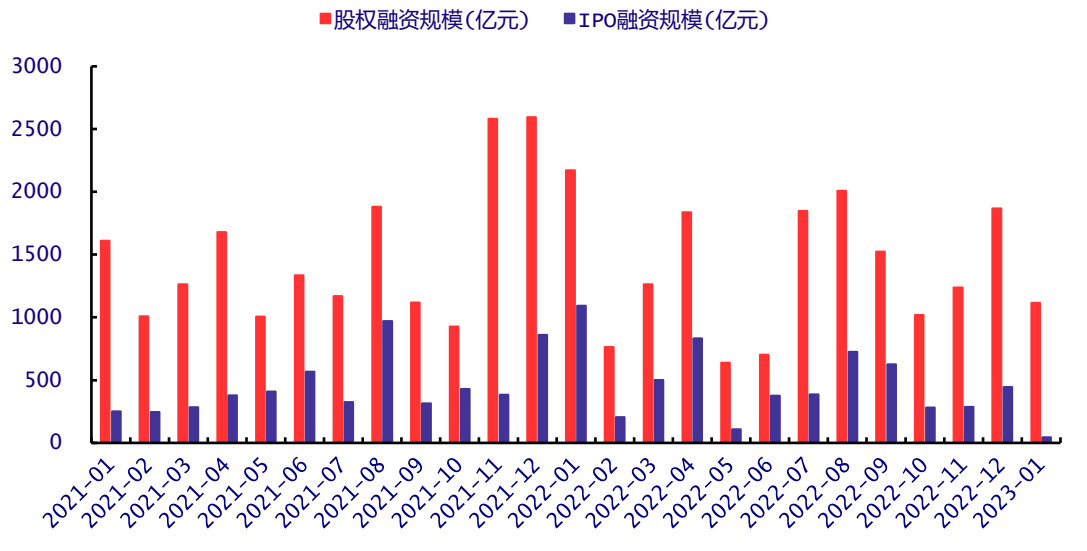


资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

（三）受高基数以及春节放假因素影响，IPO 融资规模下滑明显

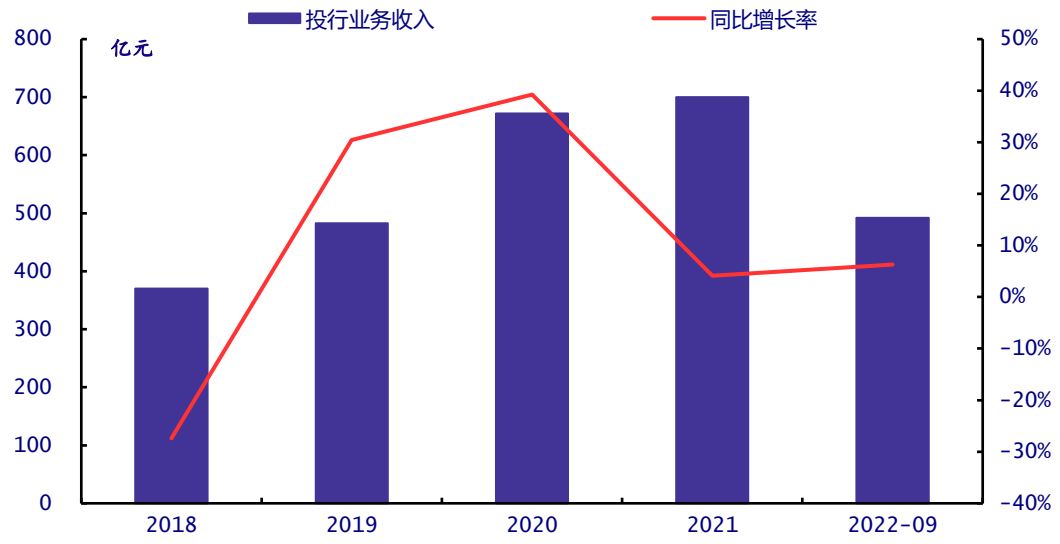
受去年同期高基数以及春节放假因素影响，IPO 融资规模下滑明显。依据 wind 统计数据，2023 年 1 月（截至 1 月 30 日），全市场股权融资规模 1140.27 亿元，同比下降 47.48%；IPO 融资规模 69.22 亿元，同比下降 93.66%。依据证券业协会披露数据，2022 年前三季度，证券行业实现投行业务净收入 492.25 亿元，同比增长 6.29%。注册制下投行业务生态重塑，对券商资本实力、投资管理能力、协同提出更高要求，倒逼券商强化综合服务能力。机构客户优势明显、综合服务能力领先的大型综合券商以及精耕细分领域的中小券商有望深度受益。

图 4：股权、IPO 融资规模



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 5：投行业务净收入及同比增速

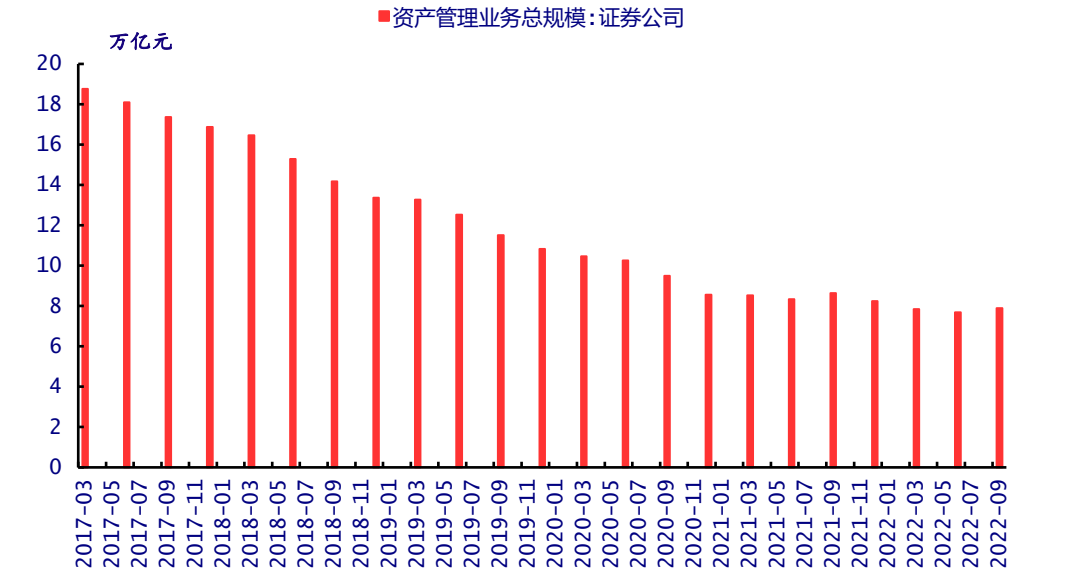


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（四）两融业务规模下滑

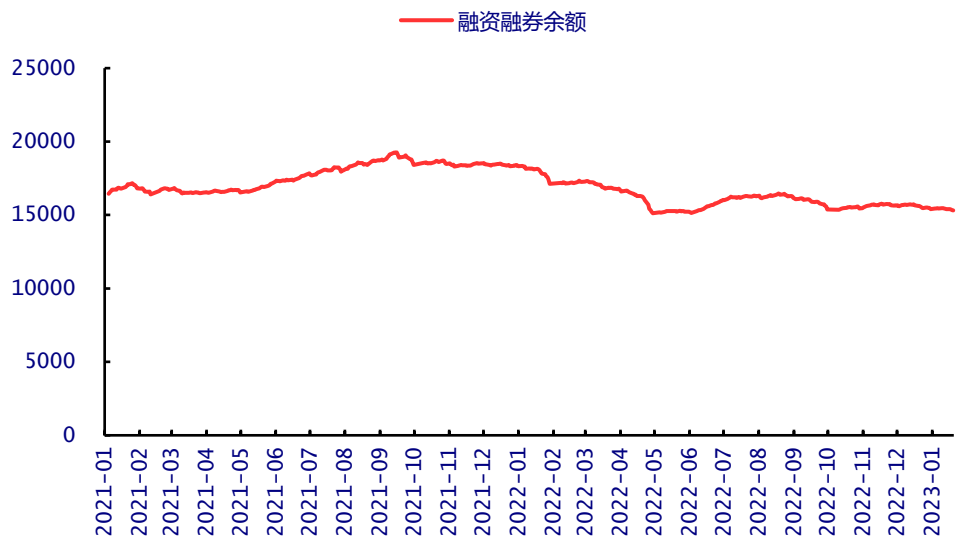
证券行业资产管理、两融业务规模、收入均下滑。依据证券业协会披露数据，2022 年前三季度，证券行业实现资管业务净收入 201.95 亿元，同比下降 8.05%；实现利息净收入 473.35 亿元，同比下降 2.01%。截至 2022 年 9 月末，券商资产管理规模达 7.9 万亿元，相较上年末下降 4.09%。截至 1 月 20 日，全市场两融余额 15113.82 亿元，相较上年末下降 1.88%。其中，融资余额 14187.91 亿元，占比 93.87%，融券余额 925.9 亿元，占比 6.13%。

图 6：券商资产管理规模



资料来源：wind，中国银河证券研究院整理

图 7：融资融券余额

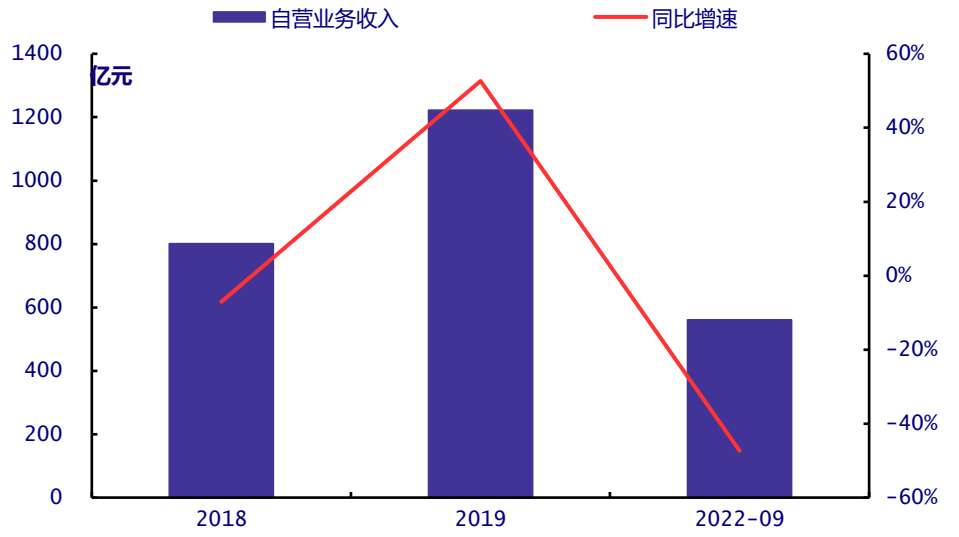


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（五）低基数下 2023 年自营业务收入修复显著

受低基数影响,2023 年自营业务收入预计修复显著。回顾 2022 年，自营业务大幅下滑，成为拖累行业业绩表现的主要因素。依据证券业协会披露数据，2022 年前三季度，证券行业实现自营业务收入 560.49 亿元，同比下降 47.32%。展望 2023 年，市场回暖预期下，自营投资业务会有明显修复。

图 8：证券行业自营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

备注：2020、2021 年数据未披露。

三、《证券经纪业务管理办法》发布，降费预期压制缓解

《证券经纪业务管理办法》发布，要求持牌经营，佣金不得明显低于服务成本。证监会发布《证券经纪业务管理办法》，从经纪业务内涵、客户行为管理、具体业务流程、客户权益保护、内控合规管控、行政监管问责六个方面作出规定。《办法》明确经纪业务内涵。将证券经纪业务定义为“开展证券交易营销，接受投资者委托开立账户、处理交易指令、办理清算交收等经营性活动”，从事上述部分或全部业务环节，均属于开展证券经纪业务；强调经纪业务属于证券公司专属业务，未经证监会核准持牌展业构成违规。加强对非法跨境经纪业务的日常监管，对相关违法违规行为，按照“有效遏制增量，有序化解存量”的思路，稳步推进整改规范工作。证券公司向投资者收取证券交易佣金，不得收取的佣金明显低于证券经纪业务服务成本；不得使用“零佣”、“免费”等用语进行宣传。

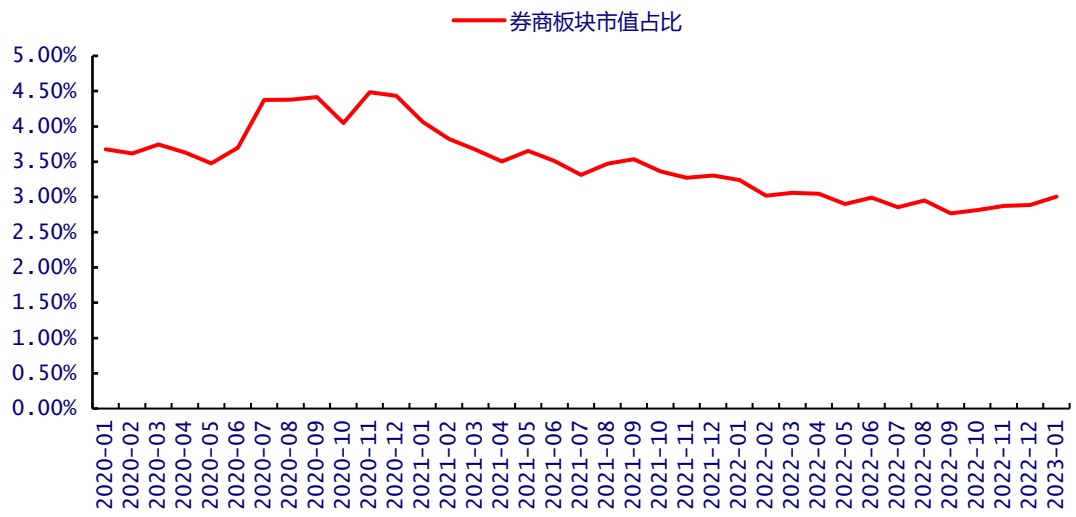
证券经纪业务新规引导行业避免价格战，缓解前期降费预期对板块压制。《新规》强调经纪业务属于证券公司专属业务，要求证券经纪业务持牌经营，规范开展营销活动，与前期跨境互联网券商监管思路一致，引导行业合规经营。《新规》限定佣金率收费下限，避免价格战，缓解前期国办 30 号文降费预期对板块估值压制，政策预期纠偏，助推板块估值提升。

四、证券板块在资本市场中的表现

（一）板块市值占比有所上升

依据二级行业指数分类，截至 2023 年 1 月 28 日，证券板块累计市值 2.81 万亿元，在所有二级行业中排名第 3。证券板块 A 股市值占比上升，截至 2023 年 1 月 28 日，证券板块市值占比 3.01%，较上年末上升 0.12 个百分点。

图 9：2020 年以来券商板块市值占比变化

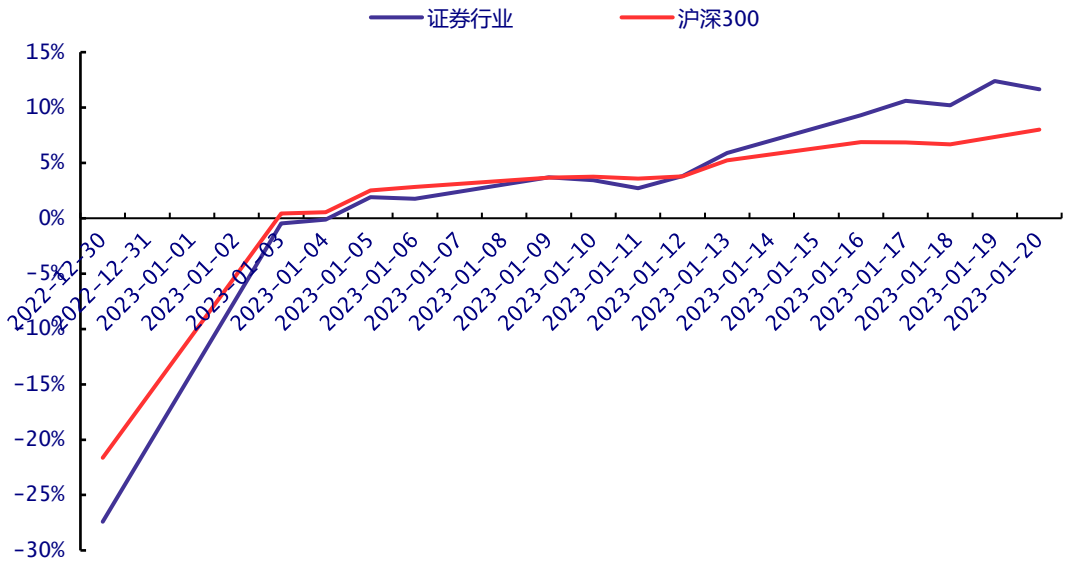


资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

（二）板块股价表现优于沪深 300 指数，估值处于历史低位

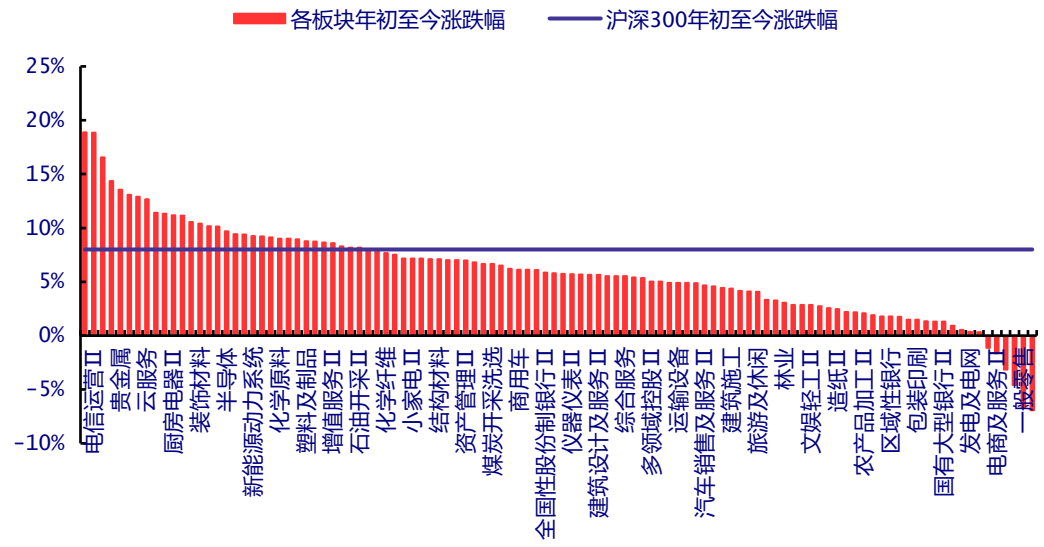
证券板块股价表现优于沪深 300 指数，在二级行业指数中排名领先。2023 年初至今（截至 1 月 20 日），证券板块上涨 11.64%，跑赢沪深 300 指数 3.64 个百分点，在 108 个二级行业指数中排名第 9 位。当前板块 PB1.37X，处于 2010 年以来 11%分位数，估值处于历史低位，安全边际高，防御与反弹攻守兼备。

图 10：证券板块及沪深 300 指数年初至今涨跌幅



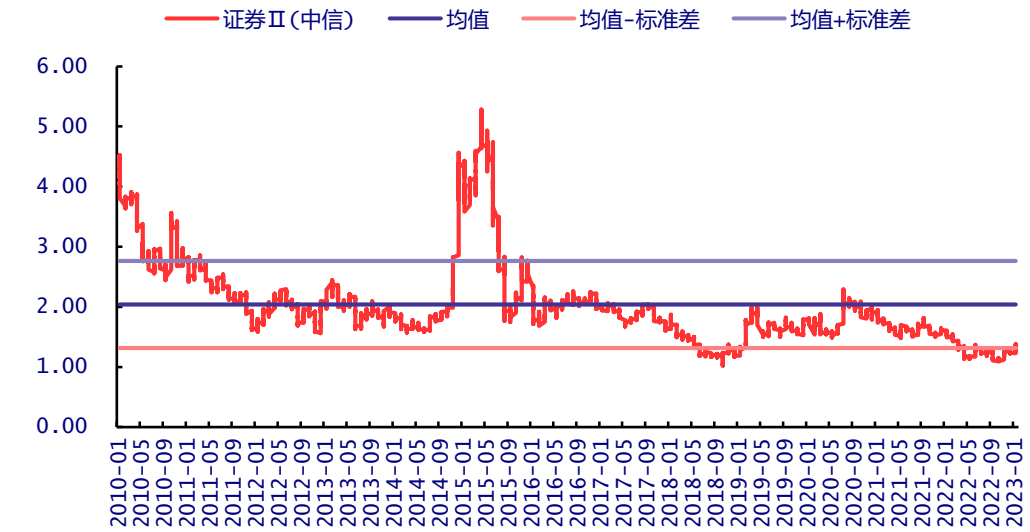
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 11：各二级行业板块涨跌幅



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 12：证券板块估值情况



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

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，2023 年证券行业业绩复苏，景气回升，低基数效应下，Q1 业绩有望实现高增。当前板块 PB1.37X，处于 2010 年以来 12%分位数，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

业绩受市场波动影响大的风险；注册制推进不及预期的风险。

插 图 目 录

图 1：证券行业业绩表现 4
图 2：行业股基成交额情况 4
图 3：代理买卖证券业务净收入及同比增速 5
图 4：股权、IPO 融资规模 5
图 5：投行业务净收入及同比增速 6
图 6：券商资产管理规模 6
图 7：融资融券余额 7
图 8：证券行业自营业务收入及同比增速 7
图 9：2020 年以来券商板块市值占比变化 8
图 10：证券板块及沪深 300 指数年初至今涨跌幅 9
图 11：各二级行业板块涨跌幅 9
图 12：证券板块估值情况 10

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 suyiyun_yj@chinastock.com.cn

程 曦 0755-83471683 chengxi_yj@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 tangmanling_bj@chinastock.com.cn