



Research and
Development Center

曙光乍现，后市可期

非银金融

2023年02月06日

证券研究报告

行业研究

行业专题研究（普通）

非银金融

投资评级 看好

上次评级 看好

王舫朝 非金融行业首席分析师

执业编号：S1500519120002

联系电话：010-83326877

邮箱：wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编：100031

曙光乍现，后市可期

2023年02月06日

本期内容提要：

- 截至1月末，券商板块走出明显上涨行情。券商指数报8733.25点，较年初涨幅9.71%，跑赢沪深300 2.34个百分点。截至1月31日，券商板块估值1.39X，位于三年来历史估值的20%分位。
- 从历史复盘来看，我们认为驱动券商估值修复行情的主要原因有二：一是经济因素，包含市场流动性和经济修复过程；二是行业监管政策支持。
 - 1) 经济因素方面，一是剩余流动性走高回落驱动股债收益差的从高到低缩窄，在此过程中，往往伴随股票市场走牛，券商在历次行情中都能实现超额收益。其超额收益主要源自股债收益差回归中位数期间的估值修复阶段，而此后券商能否实现超额收益取决于盈利是否兑现。二是经济修复与股票市场关联紧密，其逻辑或在于企业盈利提升，催化EPS上行，进一步吸引流动性向股市转移。券商经纪、信用、自营等业务收入与市场交投活跃度，指数表现等相关性较强，使券商可以直接受益于市场回暖，提升相关业务收入，从而提升券商EPS。
 - 2) 政策因素方面，政策端对券商行业的影响在于业务前景的改善，其直接影响为板块估值。行业积极政策可从业务多元化、盈利预期、盈利质量等多方面抬升券商业绩预期，提高板块估值。
- 我们认为当前市场仍放大了券商板块不利因素的影响，忽视了政策对行业业绩的驱动作用。当前行业估值积极驱动因素仍存，若行业政策兑现、行业基本面出现明显改善或将对未来阶段券商行情产生积极影响，助推行业实现超额收益。
 - 1) 流动性方面，2022年10月份以来的行情中，股债收益差高位下滑驱动的估值修复行情或将结束，而券商板块估值修复过程中并未走出明显超额收益，其中或包含了市场对行业估值中枢下滑的隐忧。经济修复方面，当前来看，尽管当前经济修复过程仍具复杂性，但总的来说，防疫政策优化调整后，我们预计经济修复成为2023年的大概率事件。我们预计宽信用进程后续将加速推进，利好企业资产端盈利质量，带动下一轮市场和券商行情。
 - 2) 政策方面，我们认为当前的政策环境较好，利好券商的盈利能力提升，有望驱动估值补涨。在经纪业务佣金率企稳，投行规模和费率有望进一步改善，用表业务有望扩容从而推动券商杠杆率水平加速提升的预期下，未来券商盈利能力有望得到改善。
- 未来股票市场的吸引力或在于宽信用下，企业盈利能力修复带来的企业利润和EPS提升，券商亦如此。结合我们对券商2023年前景的判断，从盈利能力提升角度，我们认为在2022年低基数下，2023年行业业绩增速有望反转。经济修复进展和良好的政策环境下的业绩兑现或成为未

来影响券商行情的重要因素。

- 风险因素：经济回暖不及预期，市场竞争风险加剧、注册制落地进展不及预期、券商杠杆率提升进程不及预期。

目 录

券商行情的驱动因素？.....	5
如何看待当前的市场、政策因素对券商板块的影响？.....	9

表 目 录

表 1：股债收益差下降过程与券商行情	6
表 2：全面注册制落地后投行业务对券商 IPO 收入贡献	11
表 3：现行股票发行注册制下保荐及跟投安排	12
表 4：券商 2023 年盈利预测	14

图 目 录

图 1：“剩余流动性”与银行间市场利率	5
图 2：“剩余流动性”与万得全 A 股债收益差	5
图 3：股债收益差与券商指数	6
图 4：股债收益差与券商 PB	6
图 5：PMI 与指数表现	7
图 6：2020 年 PMI 回升驱动工业企业利润同比增速回暖	7
图 7：券商收入结构	7
图 8：券商业务收入与市场表现	7
图 9：政策端驱动券商行业估值	7
图 10：2008 年至 2010 年 M2 同比变化	8
图 11：2008 年至 2010 年存款准备金率	8
图 12：券商资产结构 2012 年后出现明显变化	8
图 13：券商收入结构变化	8
图 14：上市券商股票质押表内规模（亿元）	9
图 15：上市券商信用减值损失	9
图 16：未来收入信心指数、更多储蓄占比、经营景气指数	9
图 17：新增企事业单位中长期人民币贷款及增速	9
图 18：2019 年以来各板块上市项目数	10
图 19：2019 年以来各板块募资金额	10
图 20：承销保荐收入继上市项目费率	11
图 21：2019-2022 年注册制板块费率	11
图 22：2019 年以来各板块上市募资额占比	12
图 23：政策端驱动券商行业估值	13
图 24：场外衍生品新增名义本金	13
图 25：场外衍生品月末存续规模及增速	13

券商行情的驱动因素？

通过历史复盘，我们认为过往驱动券商估值修复行情的主要原因有二：一是经济因素，包含市场流动性和经济修复过程；二是行业监管政策支持。

1、经济因素：市场流动性和经济修复

“剩余流动性”由高走低驱动股债收益差收窄。依据 DDM 模型，理论上来看，宏观流动性宽松情况下，资产市场分子分母端均可得到改善，市场有望实现指数级上涨。其具体路径一是由宽货币向宽信用传导，帮助企业扩大投资提升盈利水平；二是宽货币政策下“钱更便宜”，推动市场无风险利率下行，从分母端改善权益资产估值。我们以“M2 同比增速-社融存量同比增速”来衡量除实体部门流动性需求之外的“剩余流动性”边际变化，从历史来看，剩余流动性在传导过程中首先向银行间市场溢出，形成金融机构负债，投资端表现出股债收益差扩大，呈现为“债强股弱”。后续若剩余流动性走阔放缓或转向，股债收益差将得到明显修复，我们预计股票市场有望获得短期驱动走牛，其背后逻辑或在于股票资产吸引力增强，流动性转向股市，提升市场估值。对比 2005 年以来“剩余流动性”与股债收益差的关系发现，除 2015 年股市牛市外，其余时间内剩余流动性对股债收益差表现均有明显指引。2021 年 4 月以来，“剩余流动性”持续走阔，截至 2022 年 12 月，已达 2005 年以来的 94% 分位。

图 1：“剩余流动性”与银行间市场利率

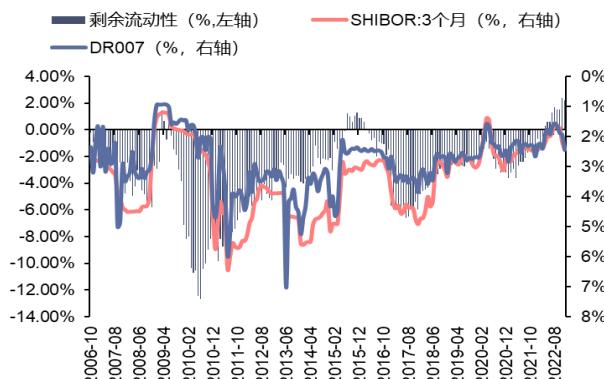


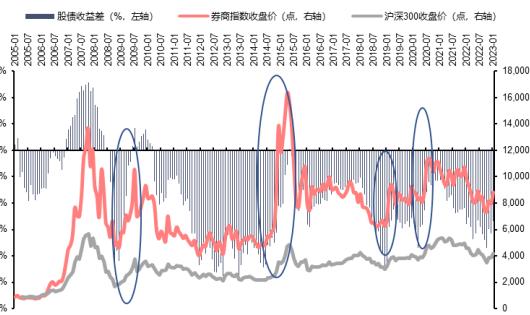
图 2：“剩余流动性”与万得全 A 股债收益差



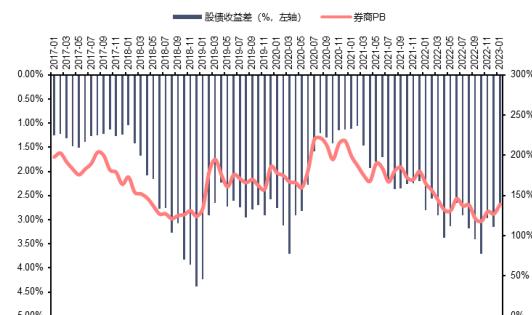
资料来源：万得，信达证券研发中心

历史上，股债收益差收窄过程中，券商均能跑赢市场。回溯券商的几次大级别行情，均与股债收益差的快速下降相关，历史上股债收益差大幅下降的阶段，券商均能大幅上涨并跑赢市场。

2008 年 12 月到 2009 年 7 月，股债收益差从 4.18% 大幅回落至 -0.84%，券商指数从 4621 点迅速提升至 10540 点，涨幅 128%，跑赢沪深 300 23 个百分点；2014 年 4 月至 2015 年 5 月，股债收益差从 4.28% 降至 -0.04%，券商指数从 4858 点涨至 15535 点，涨幅 220%，跑赢沪深 300 96 个百分点；2018 年 12 月至 2019 年 4 月，股债收益差从 4.38% 降至 2.24%，券商指数从 6239 点涨至 8791 点，涨幅 41%，跑赢沪深 300 11 个百分点；2020 年 3 月至 8 月，股债收益差从 3.70% 降至 1.22%，券商指数从 8233 点涨至 11382 点，涨幅 38%，跑赢沪深 300 8 个百分点。我们认为超额收益的主要原因是券商可以从牛市本身中获利，因此提升了估值和 EPS。

图 3：股债收益差与券商指数


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 4：股债收益差与券商 PB


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

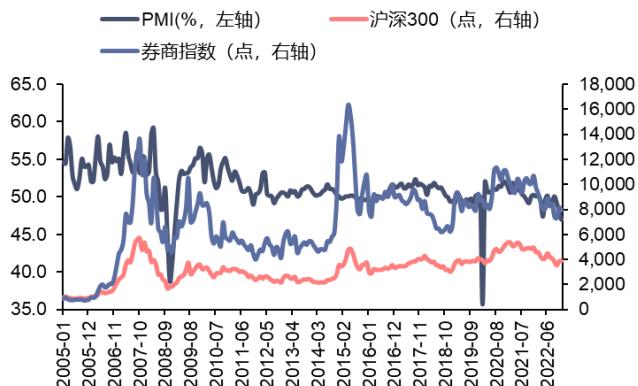
此外，在股债收益差缩窄至中位数过程中，若券商板块明显低估，则更易实现超额上涨，表现出估值修复，后续是否有超额收益将主要看 EPS 是否有明显改善。我们选取 2005 年至今股债收益差中位数为界，以表示股票市场“合理的风险溢价”，计算得到约为 1.7%。通过回测得到三条结论，一是股债收益差从 1.7%上方回落至中位时，若板块处于历史估值较低分位，在回测的三次券商行情中，券商指数均实现了超额上涨，表现出估值修复；二是若券商估值不处于历史低位，则在股债收益差回归中位时不一定有超额上涨；三是股债收益差归回中位数后续是否有超额上涨以及超额上涨幅度在本次行情中是否足够大取决于 EPS 是否有改善。

表 1：股债收益差下降过程与券商行情

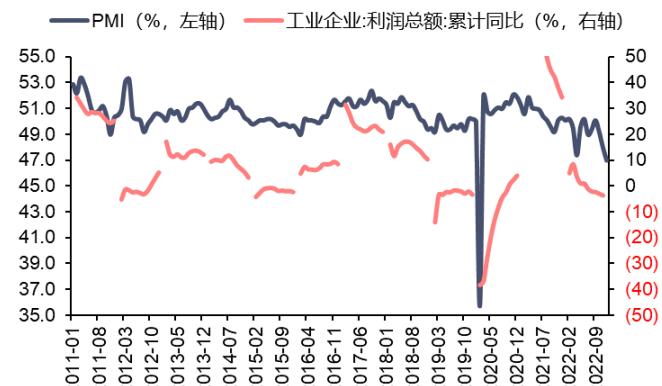
时间区间	时间	股债收益差	券商指数	期间涨幅	沪深 300	期间涨幅	券商跑赢沪深 300	股债收益差低于中位数后，券商跑赢市场	滚动 EPS 期间增幅	Pb 历史分位 (三年)
2008.12-2009.07	2008-12	4.18%	4,621.11		1,817.72					3%
	2009-03	1.71%	7,069.73	53%	2,507.79	38%	15%	8%	-43%	26%
	2009-07	-0.84%	10,539.79	128%	3,734.62	105%	23%		-43%	58%
2014.04-2015.05	2014-04	4.28%	4,853.45		2,158.66	0%				10%
	2015-02	2.02%	12,958.02	167%	3,572.84	66%	101%	-6%	69%	96%
	2015-05	-0.04%	15,534.67	220%	4,840.83	124%	96%		137%	94%
2018.12-2019.04	2018-12	4.38%	6,238.94		3,010.65	0%				5%
	2019-04	2.24%	8,790.63	41%	3,913.21	30%	11%	0%	0%	40%
	未达中位数	-								
2020.03-2020.08	2020-03	3.70%	8,233.16		3,686.16					49%
	2020-06	2.27%	9,065.68	10%	4,163.96	13%	-3%	10%	-4%	85%
	2020-08	1.22%	11,381.52	38%	4,816.22	31%	8%		17%	最高
2022.10-2023.01	2022-10	3.71%	7,326.07		3,508.70					最低
	2023-01	2.70%	8,811.65	20%	4,201.35	20%	1%	0%	0%	23%

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

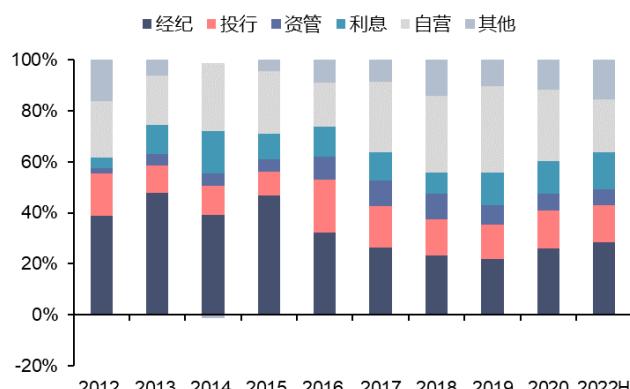
从经济修复角度来看，在宽信用过程中，经济修复与股票市场关联紧密，其逻辑或在于企业盈利提升，催化 EPS 上行，进一步吸引流动性向股市转移。券商经纪、信用、自营等业务收入与市场交投活跃度，指数表现等相关性较强，直接受益于市场回暖，提升相关业务收入，从而提升券商 EPS。

图 5: PMI 与指数表现


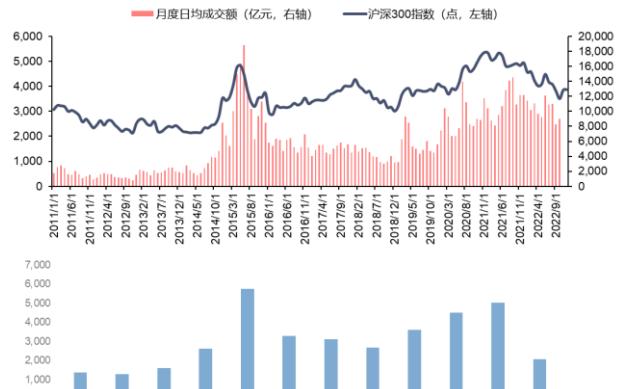
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 6: 2020 年 PMI 回升驱动工业企业利润同比增速回暖


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 7: 券商收入结构


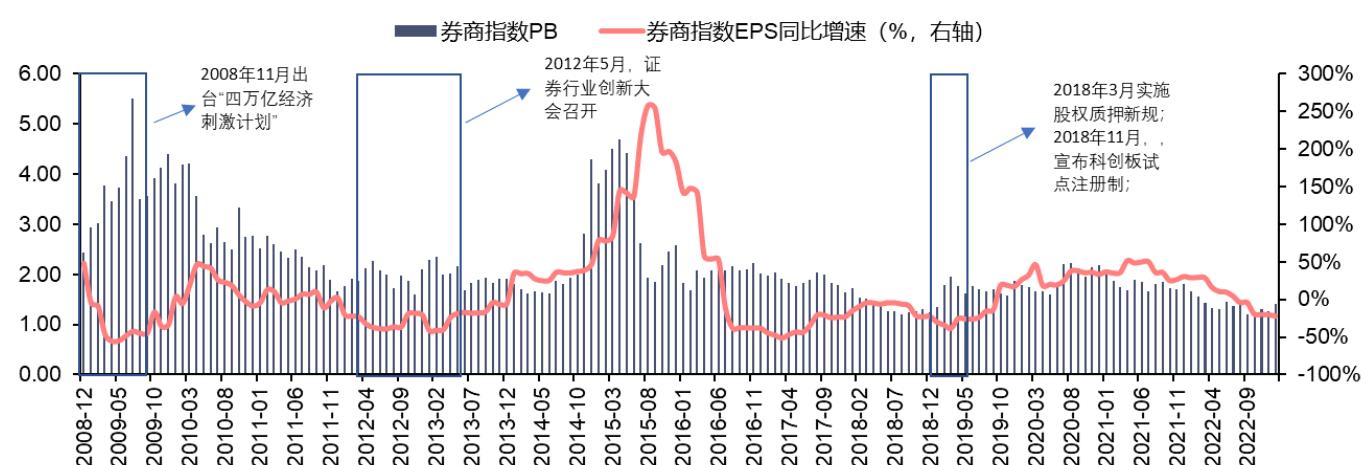
资料来源: 证券业协会, 信达证券研发中心

图 8: 券商业务收入与市场表现


资料来源: 万得, 证券业协会, 信达证券研发中心

2、政策因素: 业务放开与政策支持

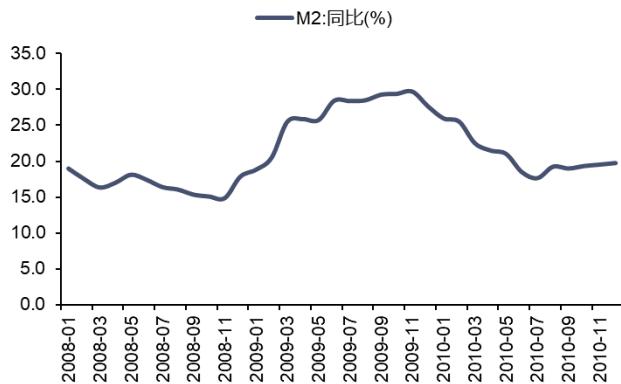
政策端对券商行业的影响在于业务前景的改善, 其直接影响为板块估值。回测券商板块估值与 EPS 同比增速发现, 2009 年、2012 年、2019 年, 券商行业 EPS 增速与行业估值产生了明显背离。究其原因在于政策端利好推动了行业盈利预期改善, 从而推升了估值, 形成了政策驱动的行情。

图 9: 政策端驱动券商行业估值


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

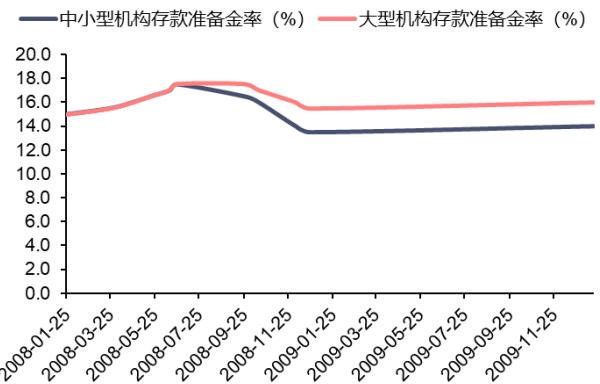
2009年，在此前金融危机影响下，我国四季度出口增速和PPI出现断崖式下滑，随后积极财政政策落地，推升金融企业盈利预期。2008年11月5日，央行宣布实施适度宽松货币政策和积极财政政策；11月10日，“四万亿”经济刺激计划正式推出；11月12日，国务院常务会议出台扩大内需、促进增长的四项实施措施；9月份以后，四次下调存款准备金率，五次下调存贷款基准利率。在强劲的政策驱动下，截至2009年4月，券商EPS同比-56%，但券商行业PB持续走高至7月的5.54XPB。

图 10：2008年至2010年M2同比变化



资料来源：万得，信达证券研发中心

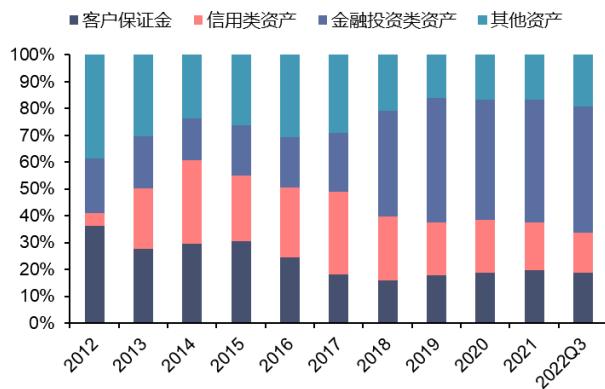
图 11：2008年至2010年存款准备金率



资料来源：万得，信达证券研发中心

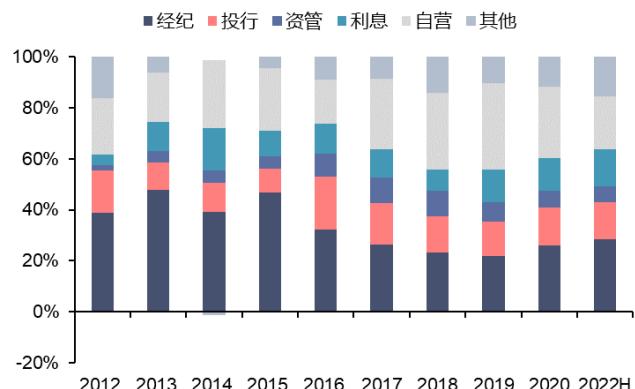
2012年5月，在行业面临盈利模式及转型的压力巨大的背景下，由中证协、沪深交易所、中国证监会主办的券商行业创新大会召开，推进了券商业务多元化，提升了盈利预期。此次创新大会落地11条政策支持券商创新业务的开展，其中包括提高证券公司理财产品创新能力、加快新产品新业务创新进程、放宽业务范围和投资方式限制、扩大证券公司代销金融产品范围等，极大的推进了券商业务多元化进程，引导券业传统通道业务占比下降，提升创新业务收入。截至2012年10月，行业EPS同比-19%，但2012年全年PB由年初的1.66X走高至2.1X。

图 12：券商资产结构 2012年后出现明显变化



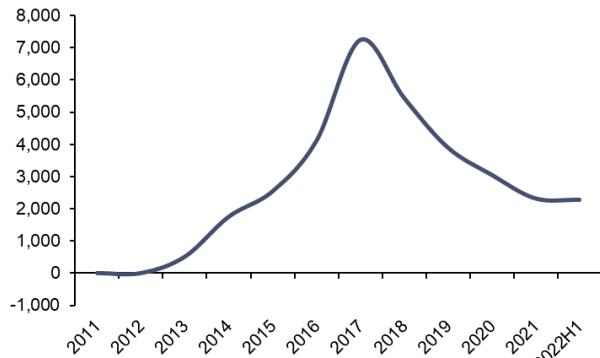
资料来源：证券业协会，信达证券研发中心

图 13：券商收入结构变化

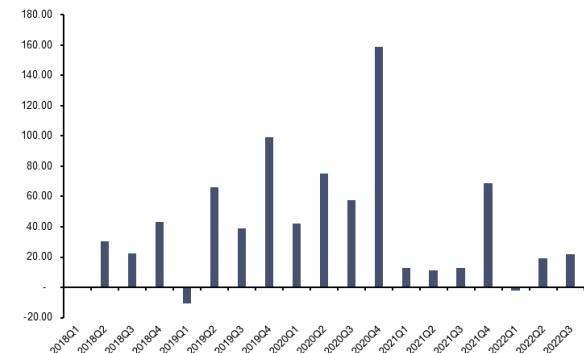


资料来源：证券业协会，信达证券研发中心

2019年，在股票质押新规落地，科创板注册制推出背景下，券商盈利质量提升预期和投行业务收入增速提升预期加速了券商板块估值修复。一方面，股票质押新规后，券商表内股票质押规模加速下滑，券商信用减值幅度逐步提升，风险疏解下，券商盈利质量改善预期增强；另一方面，科创板注册制的落地提升了券商投行业务的业绩成长预期。截至2019年10月，券商EPS同比+18%，但估值从年初的1.24XPB增长至1.86XPB。

图 14: 上市券商股票质押表内规模 (亿元)


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 15: 上市券商信用减值损失


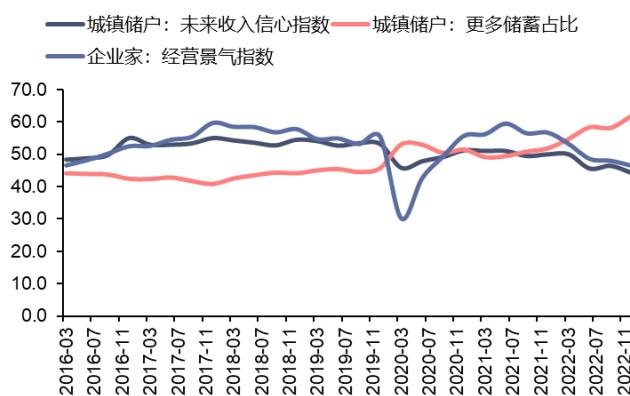
资料来源: 万得, 信达证券研发中心

如何看待当前的市场、政策因素对券商板块的影响?

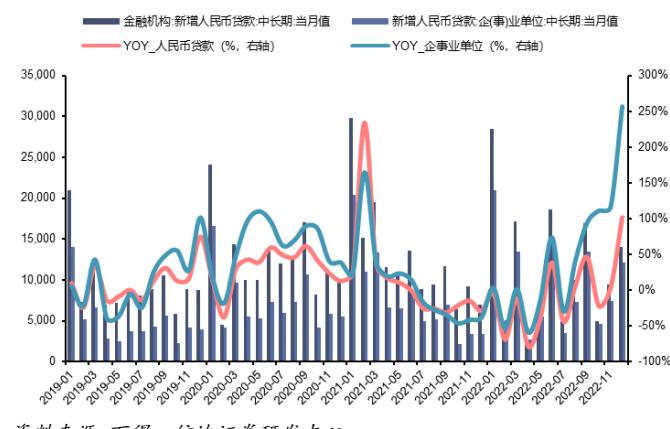
我们认为当前市场仍放大了对券商板块不利因素的影响，忽视了政策对行业业绩的驱动作用。当前行业估值积极驱动因素仍存，若行业政策兑现、行业基本面出现明显改善或将对未来阶段券商行情产生积极影响，助推行业实现超额收益。

流动性方面，股债收益差高位下滑驱动的估值修复行情或将结束，而券商板块估值修复过程中并未走出明显超额收益，其中或包含了市场对行业盈利水平下降、估值中枢下滑的隐忧。短期来看，一方面，剩余流动性处于历史高位，我们判断未来将大概率不会继续走阔，流动性或将进入股市从而推动市场反弹，利好券商板块。但另一方面，10月份以来，股债收益差已明显修复，股票市场相对吸引力水平已渐近历史中位，而在此期间券商指数并未走出明显超额收益，1月末行业估值 1.39XPB 仍处于历史较低水平（三年 PB 估值的 20% 分位），其中或包含了市场对行业盈利水平下降、估值中枢下滑的隐忧。

经济修复方面，当前来看，尽管当前经济修复过程仍具复杂性，但总的来说，防疫政策优化调整后，我们预计经济修复将成为 2023 年的概率事件。虽然社融同比增速仍处于持续下滑趋势下，居民端收入信心下滑、储蓄意愿增强、企业家经营景气指数下滑为宽信用和经济修复带来不确定性。但是政策托底下，企事业单位长期贷款已见数月连续增长；春节期间居民消费需求明显抬升；地产、互联网行业政策反转逐步推进。预计宽信用进程后续将加速推进，利好企业资产端盈利质量，带动下一轮市场和券商行情。

图 16: 未来收入信心指数、更多储蓄占比、经营景气指数


资料来源: 央行, 万得, 信达证券研发中心

图 17: 新增企事业单位中长期人民币贷款及增速


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

政策方面，我们认为当前的政策环境较好，利好券商的盈利能力提升，有望驱动估值补涨。在经纪业务佣金率企稳，投行规模和费率有望进一步改善，用表业务有望扩容从而推动券商杠杆率水平加速提升的预期下，未来券商盈利能力有望得到改善。

1) 经纪业务佣金率企稳：

1月13日出台的《证券经纪业务管理办法》中提到“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；使用“零佣”、“免费”等用语进行宣传。”

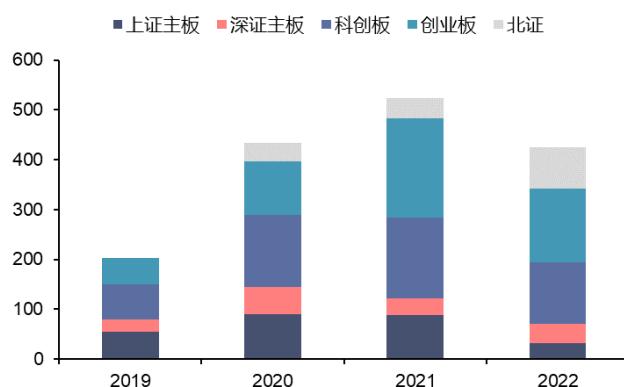
当前股票交易主要的交易费用包括证券卖出时按成交金额千分之一计的印花税、向买卖双向收取成交金额万分之0.1的过户费、向买卖双方收取万分之0.687的交易规费、券商收取的万分之2.43左右的净佣金，行业佣金率在多年充分市场竞争下已见企稳。相关条款的提出对行业佣金率企稳明显利好，有望打消此前监管提出降低制度性交易成本下，市场对于证券业务再打佣金战的顾虑，稳定经纪业务的盈利水平。

2) 投行 ipo 规模有望改善：

一是全面注册制落地在即：2月1日，证监会就全面实行股票发行注册制主要制度规则向社会公开征求意见，经历了四年试点，继科创板、创业板、北交所注册制试点实施注册制后，主板将迎来注册制改革。

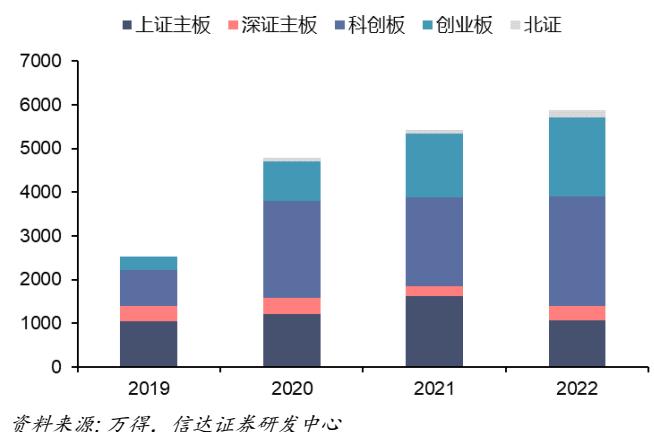
从过往经验来看，注册制对 IPO 上市项目规模影响明显。注册制试点实施后，企业通过注册制板块上市规模增量明显，注册制试点后，IPO 数量与规模都处于高位。2019 至 2022 年，A 股 IPO 上市项目数分别为 203/437/524/428 家，募资规模分别为 2521、4793、5426、5869 亿元。

图 18：2019 年以来各板块上市项目数



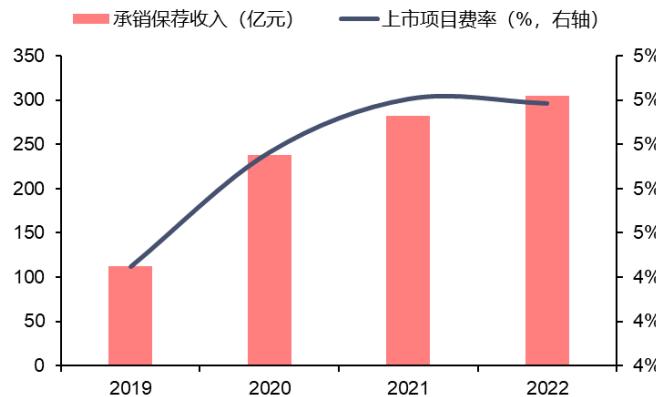
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 19：2019 年以来各板块募资金额

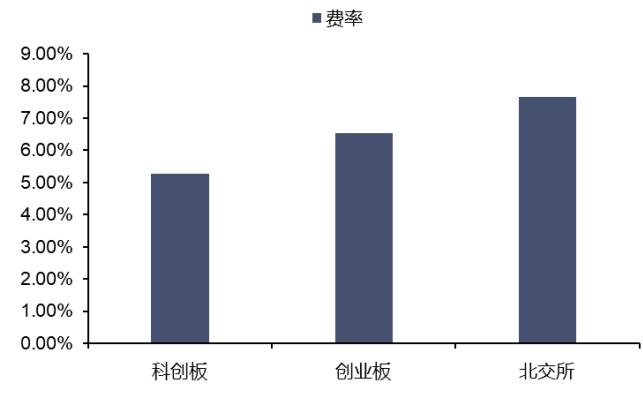


资料来源：万得，信达证券研发中心

预期 ipo 项目的承销保荐费率将提升。注册制在信息披露机制、新股发行定价、中介责任机制方面，对投行业务的销售组织能力、研究定价能力等专业服务能力做出了更高要求，注册制下，投行需要对上市主体资质做出实质性判断，因此我们预计投行将从过往的发行通道回归定价和销售本源，有望带动承销保荐费率提升。

图 20：承销保荐收入继上市项目费率


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

图 21：2019-2022 年注册制板块费率


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

对 2023 年券商收入的弹性贡献约 1%。我们假设全面注册制落地对券商 IPO 业务费率产生积极影响，尤其改善主板承销费率，中性情况下假设上证主板/深证主板/科创板/创业板/北交所承销保荐费率从当前的 2.03%/6.78%/5.29%/6.42%/7.64% 增长至 2.70%/7.0%/5.30%/7.0%/8.0%；预计 2023 年，IPO 收入为 333 亿元，同比 +28.7 亿元，参考前期我们给予行业 2022 年的营收预测，我们判断中性情况下，全面注册制落地对券商行业的营收影响约为 1%，乐观情况下，影响约为 4%。

表 2：全面注册制落地后投行业务对券商 IPO 收入贡献

	2019	2020	2021	2022	2023 悲观	2023 中性	2023 乐观
募集金额							
上证主板	1050.84	1208.18	1625.22	1068.46	1376.44	1920.73	2545.09
深证主板	344.67	372.26	222.08	318.81	353.44	488.16	641.42
科创板	824.27	2226.22	2029.04	2520.44	1901.36	2512.14	3177.09
创业板	301.21	892.95	1475.11	1796.36	1082.02	1519.90	2024.73
北证	0	93.3	74.97	164.77	158.75	209.62	264.96
合计	2520.99	4792.91	5426.42	5868.84	4872.02	6650.55	8653.29
费率							
上证主板	2.93%	3.47%	2.99%	2.03%	2.2%	2.70%	3.2%
深证主板	3.69%	7.16%	6.66%	6.78%	6.6%	7%	7.0%
科创板	5.76%	5.00%	5.27%	5.29%	5.1%	5.30%	5.5%
创业板	7.00%	5.82%	7.26%	6.42%	6.3%	7%	6.7%
北证		6.52%	6.79%	7.64%	7.5%	8%	7.9%
合计	4.45%	4.97%	5.21%	5.19%	4.73%	5.01%	5.29%
承销保荐收入							
上证主板	30.8	41.97	48.56	21.65	30.28	51.86	81.44
深证主板	12.71	26.66	14.78	21.6	23.33	33.19	44.90
科创板	47.51	111.32	106.99	133.28	96.97	133.14	174.74
创业板	21.09	51.95	107.11	115.28	68.17	98.79	135.66
北证		6.08	5.09	12.59	11.91	16.14	20.93
IPO 收入贡献	112.11	237.98	282.53	304.4	230.65	333.13	457.67

资料来源: 万得, 信达证券研发中心

二是央国企证券化率有望提升：推进国有资产资本化证券化，是深化国有企业改革的重要环节。

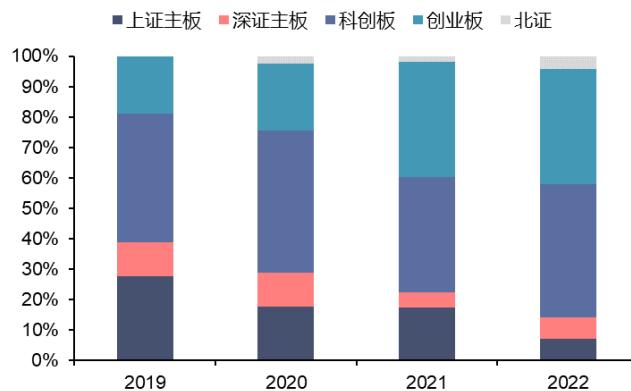
2022 年 5 月，国资委发布《提高央企控股上市公司质量工作方案》，重点强调了推动上市平台布局优化和功能发挥，包括分类推进上市平台建设，推动优质资源向上市公司汇聚、充分发挥上市平台功能，支持主业发展等；11 月，证监会提出“中国特色估值体系”，指出要把握好不同类型上市公司的估值逻辑，促进市场资源配置功能更好发挥。12 月，上交所制定新一轮《推动提高沪市上市公司质量三年行动计划》和《中央企业综合服务三年行动计划》。文中明确提

到：服务推动央企估值回归合理水平。同时深交所制定发布《落实<推动提高上市公司质量三年行动方案（2022-2025）>工作方案》，明确了未来三年的工作重点。文中明确提及支持深化国资国企改革，促进提高国有控股企业竞争力。在一系列政策的指导下，央企及地方国企的证券化率有望提升，我们预计在全面注册制的推动下，更多优质企业有望上市，对投行业务形成增量。

三是企业融资阶段前移，专精特新企业上市预计带来新增量：专精特新企业是地方经济发展的重要抓手，对地方经济的发展有着较强的带动作用。这些企业往往处于产业链的中间位置，有着较大的发展潜力，之前受制于资金、人才等方面的限制，未能实现规模上的突破，在享受政策配套服务之后，有望进入快速增长期，这对地方的税收、就业都会起到促进作用。

近期政策明显加大了对专精特新企业上市融资的支持力度。1月11日召开的全国工业和信息化工作会议提出，力争到2023年年底，全国专精特新中小企业超过8万家、“小巨人”企业超过1万家。同日，工信部亦印发《助力中小微企业稳增长调结构强能力若干措施的通知》，提出“支持专精特新中小企业上市融资，北京证券交易所实行‘专人对接、即报即审’机制，加快专精特新中小企业上市进程”。2022年北交所贡献投行业务收入12.59亿元，同比增长147%，在ipo项目承销保荐费用收入中占比从1.8%提升至4.1%。当前北交所为引导券商参与北交所IPO项目，放开券商“保荐+直投”，专精特新企业加速上市预计将为券商投行及私募、直/跟投业务带来明显业绩增量。

图 22：2019 年以来各板块 IPO 承销收入占比



资料来源: wind, 信达证券研发中心

表 3：现行股票发行注册制下保荐及跟投安排

	北交所	科创板	创业板
相关政策	《监管规则适用指引-机构类1号》	《科创板股票发行与承销业务指引》	《深圳证券交易所创业板首次公开发行证券发行与承销业务实施细则（2021年修订）》
保荐及投资	允许“保荐+直投”、“直投+保荐”	试行“跟投机制”，制定四档跟投标准	差异化跟投，“除未盈利企业、特殊股权结构企业、红筹企业和高发行价企业，对一般企业不要求跟投”
联合保荐	不适用“持股7%需联合保荐”限制	保荐机构及其控股股东、实际控制人、重要关联方持有发行人股份合计超过7%，或者发行人持有、控制保荐机构股份超过7%的，保荐机构在推荐发行人证券发行上市时，应联合1家无关联保荐机构共同履行保荐职责，且该无关联保荐机构为第一保荐机构	同科创板

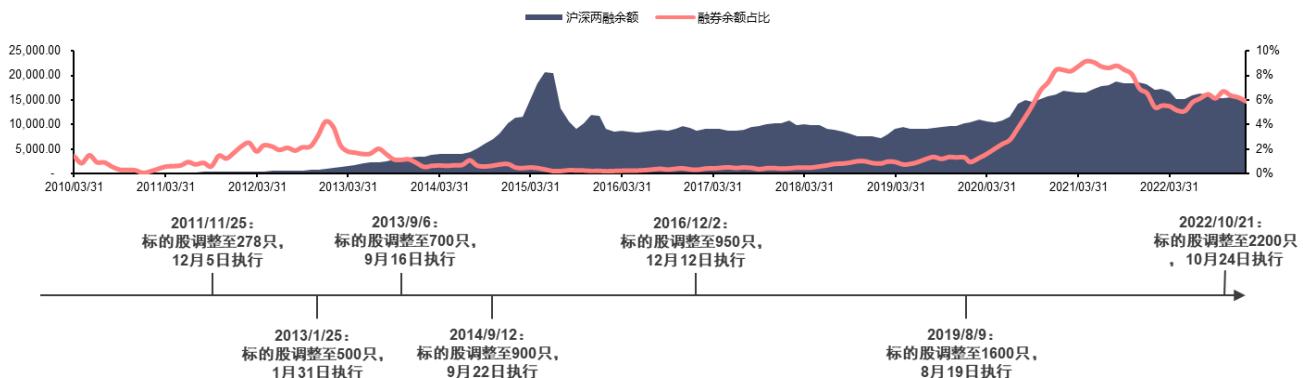
资料来源: 证监会, 上交所, 深交所, 信达证券研发中心

3) 用表业务有望扩容，推动券商杠杆率水平和盈利能力加速提升：

一是两融标的已扩容至 2200 只，若市场风险偏好提升或将提升两融规模，带动券商盈利。

2022年以来，两融规模处于高位，截至2023M1行业两融规模1.54万亿，占A股流通市值2.16%，自2020年10月以来已连续28个月处于1.5万亿规模以上。自2022年10月以来，两融标的扩容，转融资利率下调利好下，两融规模有望向上，两融渗透率有望持续提升。

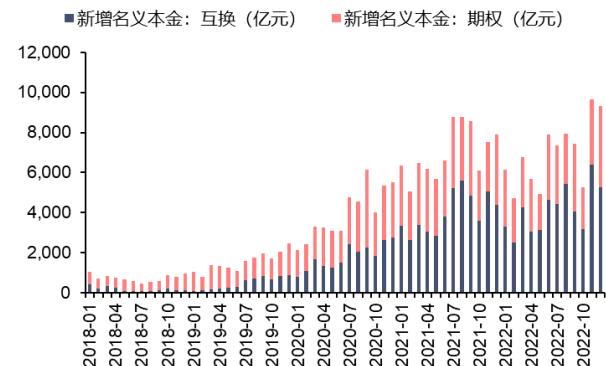
图23：政策端驱动券商行业估值



资料来源：万得，信达证券研发中心

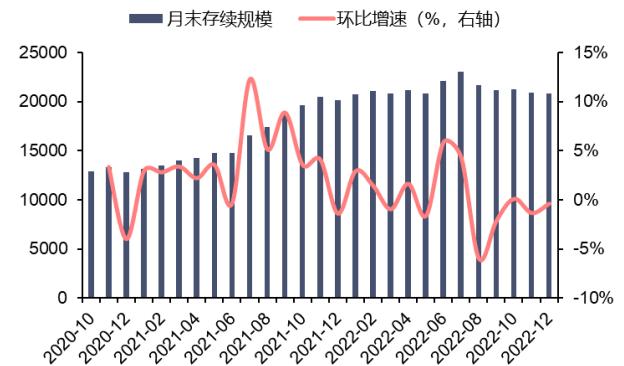
二是场外衍生品业务扩容。2019年以来场外衍生品规模高速增长，尽管受2022年市场行情影响，场外衍生品规模仍维持高位。截至22年12月，收益互换+场外期权存量规模达到20868.21亿元，同比+3.5%，月度新增名义本金达9299亿元，处于单月新增规模高位。区别于传统受行情驱动业务，场外衍生品业务主要利用券商自营持仓服务于机构客户的风险管理需求，获得稳定收益，受益于金融机构资产管理规模扩张。同时，场外衍生品业务交易中介、撮合对冲的业务属性，交易对手方越多、风险工具越丰富、业务规模越大，风险可控性越强。

图24：场外衍生品新增名义本金



资料来源：中证报价公司，信达证券研发中心

图25：场外衍生品月末存续规模及增速



资料来源：万得，信达证券研发中心

三是ETF期权扩容丰富资本市场风控工具，利好券商场内期权交易和做市。年内深交所创业板ETF期权、中证500ETF期权（期权标的为嘉实中证500ETF、易方达创业板ETF）和上交所中证500ETF期权（期权标的为南方中证500ETF）于2022年9月19日上市，中金所也上市中证1000股指期货和期权交易，我国场内期权市场再次迎来扩容。

股票期权是重要的机构投资者风险管理工具。ETF期权品种扩容有望满足公募、社保基金、保险资管等机构投资者大量入市资金的对冲需求，降低投资组合的市场风险敞口，提升持股意愿与持股比例，同时有利于引导增量长期资金入市。

券商把持场内期权主导地位，扮演重要做市商角色。自上证50ETF期权推出以来，券商一直

占据主导地位，至 2021 年末，券商占据场内股票期权成交量的市场份额高达 75.6%，其中经纪成交量 39.1%，自营成交量 36.6%。对券商而言，股票期权业务在增厚业绩的同时也将有效平滑资产负债表与券商的业绩波动，提高券商业绩的稳定性与持续成长性。

结合我们对券商 2023 年前景的判断，从盈利能力提升角度来看，我们认为在 2022 年低基数下，2023 年行业业绩增速有望反转。2022 年全年日均股基成交额、再融资规模、债券融资规模、两融余额等较上年均有同比下滑，叠加自营业务拖累，我们预计全年业绩下滑幅度约 30%，考虑到 2023 年经济预期修复以及全面注册制预计落地，券商投行、自营、经纪、两融等业务条线均有望实现深蹲起跳，今年盈利增长有望超 25%，EPS 或将得到修复。

未来股票市场的吸引力或在于宽信用下，企业盈利能力修复带来的企业利润和 EPS 提升（基本面改善），券商亦如此。经济修复进展和良好的政策环境下的业绩兑现或成为未来影响券商行情的重要因素。

表 4：券商 2023 年盈利预测

	2017	2018	2019	2020	2021	2022E 悲观	2022E 中性	2022E 乐观	2023E 悲观	2023E 中性	2023E 乐观
投行收入（亿元）	510	370	483	672	700	644	654	664	664	743	901
YoY (%)	-27.40%	30.46%	39%	4%	-8%	-7%	-5%	2%	14%	38%	
IPO 规模（亿元）	2,296	1,378	2,521	4793	5426	5869	5869	5869	6105	6651	8160
YoY (%)	-39.99%	82.93%	90.12%	13.22%	8%	8%	8%	4%	13%	34%	
再融资规模（亿元）	14,728	10,731	12,903	11,984	12,754	10996	10996	10996	11326	11876	12536
YoY (%)	-27.14%	20.25%	-7.12%	6.42%	-14%	-14%	-14%	3%	8%	14%	
债券融资规模（亿元）	43944	56314	73146	101036	113907	100031	100031	100031	100031	105033	110035
YoY (%)	28.15%	29.89%	38.13%	12.74%	-12%	-12%	-12%	0%	5%	10%	
经纪收入（亿元）	821	623	788	1161	1337	1169	1169	1169	1127	1235	1288
YoY (%)	-22%	-24%	26%	47%	15%	-13%	-13%	1%	-4%	6%	10%
日均股基成交额（亿元）	4,586	3,912	5,427	9,072	11,370	10234	10234	10234	10500	11500	12000
费率 (%)	0.0367%	0.0327%	0.0297%	0.026%	0.024%	0.023%	0.023%	0.023%	0.022%	0.022%	0.022%
利息净收入（亿元）	348	215	464	594	644.09	539	539	539	602	669	743
YoY (%)	-9%	-38%	116%	28%	8%	-16%	-16%	-16%	12%	24%	38%
两融日均余额（亿元）	9364	9,131.02	9,116.45	12,956.03	17,684.49	16,184.56	16,184.56	16,184.56	16200	18000	20000
自营（亿元）	861	800	1222	1404	1419	653	766	922	804	958	1034
YoY (%)	51%	-7%	53%	15%	1%	-54%	-46%	-35%	5%	25%	35%
资管（亿元）	344	307	313	348	372	354	361	380	379	390	397
YoY (%)	-0.82%	-11%	2%	11%	7%	-5%	-3%	2%	5%	8%	10%
五大业务小计（亿元）	2884	2315	3269	4179	4472	3359	3490	3675	3577	3994	4364
其他收入（亿元）	230	348	336	306	552	269	279	294	364	406	434
其他收入占比 (%)	7%	13%	9%	7%	11%	8%	8%	8%	10%	10%	10%
总营收	3113	2663	3605	4485	5024	3651	3794	3994	3974	4438	4849
YoY (%)	-5%	-14%	35%	28%	7%	-27%	-24%	-20%	5%	17%	28%
净利润（亿元）	1130	666	1231	1575	1911	1278	1366	1518	1510	1731	1939
YoY (%)	-5%	-41%	85%	28%	21%	-33%	-29%	-4%	11%	27%	42%
利润率 (%)	36.29%	25.02%	34.15%	35.13%	38.04%	35.00%	36.00%	38.00%	38.00%	39.00%	40.00%
行业净资产（亿元）	18500	18900	20200	23100	25700	26728	26728	26728	27797	27797	27797
YoY (%)	12.80%	2.16%	6.88%	14.36%	11.26%	4%	4%	4%	4%	4%	4%
ROE (%)	6.11%	3.52%	6.09%	6.82%	7.44%	4.78%	5.11%	5.68%	5.43%	6.23%	6.98%

资料来源: wind, 信达证券研发中心

研究团队简介

王舫朝，非银&中小盘首席分析师，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

冉兆邦，硕士，山东大学经济学学士，法国昂热高等商学院经济学硕士，三年非银金融行业研究经验，曾任天风证券研究员，2022年8月加入信达证券，从事非银金融行业研究工作。

张凯烽，硕士，武汉大学经济学学士，波士顿大学精算科学硕士，四年保险精算行业经验，2022年6月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	韩秋月	13911026534	hanqiyue@cindasc.com
华北区销售总监	陈明真	15601850398	chenmingzhen@cindasc.com
华北区销售副总监	阙嘉程	18506960410	quejiacheng@cindasc.com
华北区销售	祁丽媛	13051504933	qiliyuan@cindasc.com
华北区销售	陆禹舟	17687659919	luyuzhou@cindasc.com
华北区销售	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华北区销售	樊荣	15501091225	fanrong@cindasc.com
华北区销售	秘侨	18513322185	miqiao@cindasc.com
华北区销售	李佳	13552992413	lijia1@cindasc.com
华东区销售总监	杨兴	13718803208	yangxing@cindasc.com
华东区销售副总监	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东区销售	国鹏程	15618358383	guopengcheng@cindasc.com
华东区销售	李若琳	13122616887	liruolin@cindasc.com
华东区销售	朱尧	18702173656	zhuyao@cindasc.com
华东区销售	戴剑箫	13524484975	daijianxiao@cindasc.com
华东区销售	方威	18721118359	fangwei@cindasc.com
华东区销售	俞晓	18717938223	yuxiao@cindasc.com
华东区销售	李贤哲	15026867872	lixianzhe@cindasc.com
华东区销售	孙僮	18610826885	suntong@cindasc.com
华东区销售	贾力	15957705777	jiali@cindasc.com
华东区销售	石明杰	15261855608	shimingjie@cindasc.com
华东区销售	曹亦兴	13337798928	caoyixing@cindasc.com
华南区销售总监	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南区销售副总监	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com
华南区销售副总监	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南区销售	刘韵	13620005606	liyun@cindasc.com
华南区销售	胡洁颖	13794480158	hujieying@cindasc.com
华南区销售	郑庆庆	13570594204	zhengqingqing@cindasc.com
华南区销售	刘莹	15152283256	liuying1@cindasc.com
华南区销售	蔡静	18300030194	caijing1@cindasc.com
华南区销售	聂振坤	15521067883	niezhenkun@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，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。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，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。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	买入： 股价相对强于基准 20% 以上； 增持： 股价相对强于基准 5%~20%； 持有： 股价相对基准波动在±5% 之间； 卖出： 股价相对弱于基准 5% 以下。	看涨： 行业指数超越基准； 中性： 行业指数与基准基本持平； 看淡： 行业指数弱于基准。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。