

证券 II 行业点评报告

2022 年 05 月 02 日

自营拖累业绩，估值逼近历史底部

增持（维持）

证券分析师 胡翔

执业证书：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证书：S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

证券分析师 葛玉翔

执业证书：S0600522040002

geyx@dwzq.com.cn

研究助理 方一宇

执业证书：S0600121060043

fangyy@dwzq.com.cn

投资要点

■ **市场大幅下挫，自营交易拖累券商业绩：**1) 2022 年一季度市场波动，上市券商整体表现低于预期：2021 年及 2022Q1，全行业共计 42 家上市证券公司合计实现营业收入分别为 6487 亿元（同比+23%）/995 亿元（同比-29%），实现归母净利润分别为 1,984 亿元（同比+32%）/251 亿元（同比-43%），年化 ROE 分别为 9.8%/4.6%。相比于 2021 年业绩的稳中有进，2022Q1 因市场波动，上市券商业绩表现整体承压。2) 市场行情不佳，自营业务拖累券商整体业绩：42 家上市券商 2022Q1 经纪收入/投行收入/资管收入/利息净收入/自营收入分别为 326/139/112/533/-1913 亿元，同比增速分别为 -4%/+15%/-2%/+5%/-106%。3) 股票市场大幅波动，上市券商自营业务普遍承压：42 家上市券商中，六家上市券商因自营收入大幅下滑致使 2022Q1 归母净利润转负，另仅六家券商自营业务收入同比正增长。

■ **财富管理短暂承压，头部券商投行亮眼：**1) 市场交易额同比增长，市场下行拖累代销业务及资管业务：2022Q1 全市场股基成交额达 632,713 亿元，环比有所下降（-12%），同比涨幅仍然稳定增长（+7%）。2022 开年以来二级市场表现低迷，基金净值大幅下跌，投资者风险偏好降低，权益类基金连续遭遇净赎回，拖累券商 2022Q1 经纪业务承压，42 家券商中仅有 15 家经纪业务收入增速为正。受权益市场低景气度影响，券商资管业务受冲击较大，41 家券商总体资管业务收入同比下降 2.3%，头部券商同比降幅普遍在 20% 以上。2) 投行业务头部集中趋势明显，全年注册制有望进一步推进：2022Q1，证券行业 IPO 募资总额同比+136%至 1,798 亿元，证券公司承销债券规模同比+7%至 24,514 亿元。2022Q1，IPO 规模 CR5 为 63%，自 2018 年以来，行业集中度（IPO 募资额集中度）保持高集中度，均处于 50% 以上。随着全面注册制的推进，未来市场活跃度有望进一步提升，券商作为资本市场直接融资中的重要一环，将更考验其定价能力，渠道能力，研究实力及综合实力，头部券商将更受益于行业政策红利。

■ **行业估值逼近历史底部，建议左侧布局：**我们预计 2022 年证券行业净利润将同比下滑 7.55%，投行业务贡献增量，财富管理、自营业务预计仍将明显承压。1) 市场调整影响经纪业务，权益向好资管业务相对稳健：我们预计 2022 年行业经纪业务净收入将同比-13.8%至 1333 亿元，行业资管业务收入将同比+4.7%至 333 亿元。2) 受益于资本市场改革持续深化，投行业务将稳健发展：我们预计 2022 年行业投行业务收入将同比+14.3%至 768 亿元。3) 融券市场快速发展推动资本中介业务稳健提升，但指数表现不佳影响投资交易略有波动：我们预计 2022 年行业利息净收入将同比+10.6%至 790 亿元，行业证券投资收益（含公允价值变动）将同比-50.0%至 673 亿元。4) 我们预计 2022 年券商净利润将同比减少 7.6%至 1767 亿元，2022 年行业净利润率将小幅提升，较 2021 年增长 2.0pct 至 40.0%。5) 政策催化行业估值提升，当前板块估值逼近历史底部，具有显著的配置价值。当前券商板块估值处于历史低位，宏观环境及资本市场改革推动券商行业 ROE 中枢稳固抬升，券商估值将迎来修复，具有显著长期投资价值。我们重点推荐【东方财富】、【中信证券】和【中金公司】（港股）。

■ **风险提示：**1) 市场活跃度下滑；2) 宏观经济不及预期；3) 证券行业创新政策不及预期；4) 外围局势紧张影响行业。

行业走势



相关研究

《证券行业：2021 年报点评及 2022 一季报前瞻：财富管理转型加速，看好龙头券商韧性》

2022-04-05

《α 与 β 共振，积极关注券商板块》

2020-03-15

《风险如期改善，券商反弹 2.0 延续》

2018-11-20

重点公司估值（截至 2022 年 4 月 29 日）

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS (单位：元)			PE			投资评级
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
300059	东方财富	3,010.19	22.78	0.65	0.77	0.98	35.19	29.66	23.13	买入
600030	中信证券	2,918.17	19.69	1.56	1.73	2.09	12.63	11.38	9.41	买入
03908	中金公司	768.50	15.92	2.23	2.35	2.53	6.01	5.72	5.31	买入

数据来源：Wind，东吴证券研究所（2022E-2023E PE 估值来自东吴研究所）

内容目录

1. 市场大幅下挫，自营交易拖累券商业绩	4
1.1. 上市券商整体表现低于预期，仅 5 家公司同比正增长.....	4
1.2. 股票市场大幅波动，拖累券商自营业务收入.....	6
2. 财富管理短暂承压，头部券商投行亮眼	7
2.1. 市场交易额同比增长，市场下行拖累代销业务及资管业务.....	7
2.2. 投行业务头部集中趋势明显，全年注册制有望进一步推进.....	10
3. 行业估值逼近历史底部，建议左侧布局	12
4. 风险提示	14

图表目录

图 1:	2021、2022Q1 营业收入及增速.....	5
图 2:	42 上市券商业务增速（2022Q1）.....	5
图 3:	主要指数涨跌幅.....	6
图 4:	中债国债总全价指数涨跌幅.....	6
图 5:	全市场股基成交额及增速.....	8
图 6:	2022 年以来基金申购赎回比情况.....	8
图 7:	2022Q1 全市场 IPO 募资总额及增速	10
图 8:	2022Q1 行业 IPO 规模 CR5.....	10
图 9:	SW 证券II历史估值水平（市净率整体法）	13
表 1:	42 家上市券商重要指标（总市值对应 2022 年 4 月 29 日，营收及归母净利润单位为亿元）	5
表 2:	42 家上市券商自营情况（单位：百万元）	7
表 3:	41 家上市券商资管业务收入情况.....	9
表 4:	41 家上市券商投行业务收入情况（单位：亿元）	11
表 5:	证券行业 2022 年盈利预测.....	13

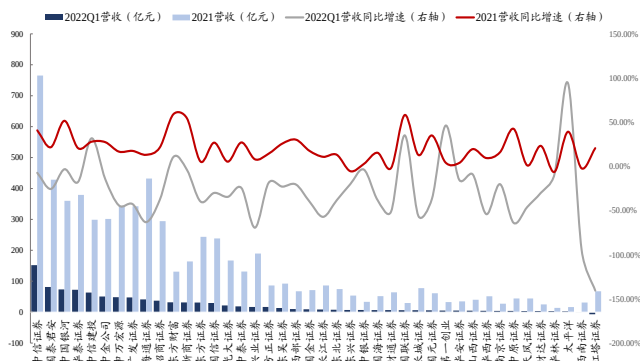
1. 市场大幅下挫，自营交易拖累券商业绩

1.1. 上市券商整体表现低于预期，仅 5 家公司同比正增长

2022 年一季度市场波动，上市券商整体表现低于预期。2021 年及 2022Q1，全行业共计 42 家上市证券公司合计实现营业收入分别为 6487 亿元（同比+22.6%）/995 亿元（同比-29.0%），实现归母净利润分别为 1984 亿元（同比+31.50%）/251 亿元（同比-43.4%），年化 ROE 分别为 9.8%/4.6%。相比于 2021 年业绩的稳中有进，2022Q1 因市场波动，上市券商业绩表现整体承压，42 家上市券商中仅东方财富、中信建投、国联证券、第一创业和太平洋五家券商营收增速为正，分别为+11%/+32%/+35%/+46%/+94%；仅东方财富、中信证券、国联证券、第一创业和太平洋五家券商净利润增速为正，分别为+14%/+1%/+20%/+422%/+98%。1）中信建投营收增速表现亮眼，大幅领先行业体现龙头韧性：主要系公司投行业务增速亮眼、经纪及利息收入稳健增长，三项业务分别同比+95%/14%/+5%至 15.9/15.7/3.4 亿元；2）东方财富整体业绩表现符合预期：主要系公司证券经纪业务市占率持续提升带动公司证券手续费及佣金净收入同比+29%至 13.5 亿元，及两融业务市占率稳定提升至 2.37%推动公司利息净收入同比+37%至 6.1 亿元；3）中信证券减值损失转回致归母净利润增速（+1.2%）优于营收增速（-7.2%）；4）国联证券在中型券商中营收及净利润增速表现亮眼：主要系公司经纪、资管、投行业务分别同比+8%/75%/92%至 1.38/0.35/1.63 亿元，三项业务稳健增长；5）太平洋证券、第一创业由于 2021Q1 基数低、整体业务规模较小等因素，2022Q1 营收取得正增长。

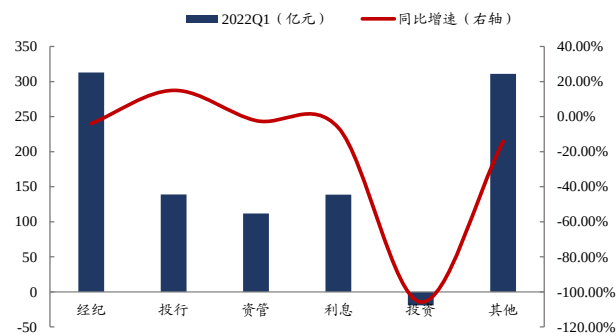
市场行情不佳，自营业务拖累券商整体业绩。分业务来看，42 家上市券商 2022Q1 经纪收入/投行收入/资管收入/利息净收入/自营收入分别为 326/139/112/533/-1913 亿元，同比增速分别为-4%/+15%/-2%/+5%/-106%。截至 2022 年 3 月 31 日，上证指数下跌 11%（2021 年同期为-1%），创业板指下跌 20%（2021 年同期为-7%），沪深 300 下跌 15%（2021 年同期为-3%），大盘指数表现不佳影响券商自营业务（投资交易）收入下滑严重甚至亏损，拖累整体营业收入。券商经纪业务主要受到基金新发规模下降、佣金率下降等因素影响，代销收入承压，整体经纪业务收入有所波动；受益于资本市场改革持续深化，投行业务稳健发展，整体收入符合预期；券商资管业务收入及利息净收入整体符合预期。

图1: 2021、2022Q1 营业收入及增速



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图2: 42 上市券商业务增速 (2022Q1)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表1: 42 家上市券商重要指标 (总市值对应 2022 年 4 月 29 日, 营收及归母净利润单位为亿元)

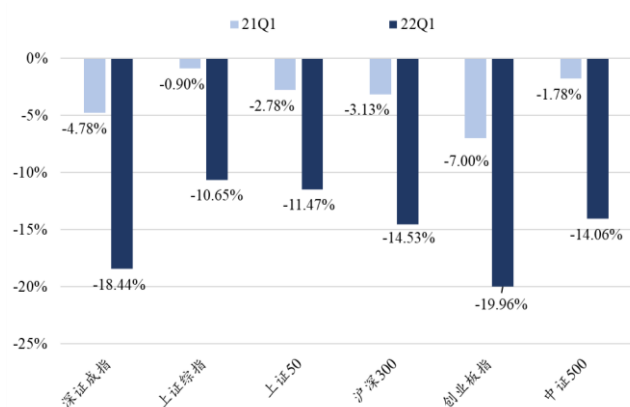
单位: 百万元	上市公司	总市值 (亿元)	2022Q1 营收	2022Q1 营收 增速	2022Q1 归 母净利润	2022Q1 归 母净利润增速	ROE (年化)	年初至今涨幅	对应 PB
1	东方财富	3,010	3,196	11%	2,171	14%	17%	-26%	5.05
2	中信证券	2,918	15,216	-7%	5,229	1%	9%	-21%	1.19
3	中金公司	1,809	5,071	-15%	1,660	-11%	8%	-24%	2.02
4	中信建投	1,674	6,332	32%	1,542	-10%	7%	-26%	1.96
5	国泰君安	1,300	8,150	-26%	2,519	-43%	7%	-18%	0.87
6	广发证券	1,225	4,774	-43%	1,303	-49%	5%	-35%	1.14
7	华泰证券	1,212	7,244	-18%	2,214	-33%	6%	-25%	0.79
8	海通证券	1,182	4,131	-63%	1,500	-59%	4%	-26%	0.72
9	招商证券	1,111	3,696	-38%	1,490	-43%	5%	-28%	1.02
10	中万宏源	1,024	4,830	-44%	1,071	-56%	4%	-20%	1.07
11	中国银河	941	7,337	-3%	1,555	-22%	6%	-17%	0.93
12	国信证券	932	2,976	-30%	767	-54%	3%	-16%	0.95
13	东方证券	805	3,126	-40%	228	-81%	1%	-37%	1.23
14	光大证券	525	2,181	-34%	666	-4%	4%	-24%	0.83
15	华泰证券	505	1,852	-24%	220	-67%	2%	-27%	1.42
16	方正证券	504	1,668	-19%	477	-46%	5%	-22%	1.20
17	兴业证券	436	1,688	-69%	156	-87%	2%	-34%	1.06
18	红塔证券	426	-673	-141%	(718)	-407%	-13%	-24%	1.89
19	华林证券	374	329	-9%	148	-19%	9%	1%	5.85
20	浙商证券	357	3,133	-4%	323	-23%	5%	-30%	1.48
21	中银证券	348	700	-4%	240	-8%	6%	-7%	2.18
22	东吴证券	340	1,338	-23%	114	-73%	1%	-23%	0.91
23	财通证券	331	651	-51%	157	-65%	2%	-33%	1.30
24	长江证券	307	843	-57%	47	-93%	1%	-26%	0.99
25	西部证券	279	998	-20%	(17)	-106%	0%	-23%	1.03
26	南京证券	275	393	-20%	125	-29%	3%	-25%	1.66
27	东兴证券	266	708	-20%	30	-88%	0%	-29%	1.00
28	国联证券	265	636	35%	189	20%	5%	-33%	1.60
29	国元证券	264	583	-37%	(120)	-136%	-1%	-22%	0.83
30	天风证券	260	365	-46%	(84)	-125%	-1%	-26%	1.05
31	长城证券	257	624	-56%	(78)	-126%	-2%	-36%	1.32
32	国金证券	250	912	-40%	124	-74%	2%	-27%	1.02
33	西南证券	248	39	-95%	(128)	-152%	-2%	-29%	0.98
34	财达证券	242	350	-30%	77	-63%	3%	-41%	2.16
35	第一创业	233	532	46%	72	422%	2%	-24%	1.61
37	太平洋	184	247	94%	9	98%	0%	-18%	1.89
38	中原证券	184	388	-64%	18	-85%	1%	-19%	1.34
39	华西证券	183	439	-54%	(170)	-153%	-3%	-29%	0.83
40	国海证券	183	663	-38%	52	-70%	1%	-18%	0.98
41	山西证券	180	474	-9%	65	-52%	2%	-24%	1.04
42	东北证券	154	799	-38%	(259)	-177%	-6%	-25%	0.86
合计42家		27,707	99,464	-29%	25,092	-43%	5%	-19%	1.25

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 (对应 PB 截止日期为 2022 年 4 月 29 日)

1.2. 股票市场大幅波动，拖累券商自营业务收入

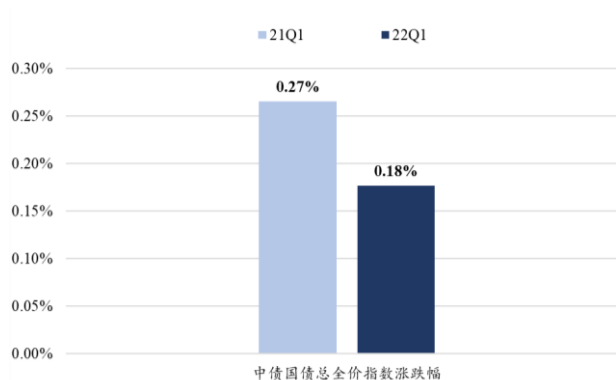
2022 年一季度，在全球经济政策不确定性与通胀预期升温等因素影响下，A 股市场大幅波动。与 2021 年一季度对比，市场主要指数表现大幅下行：沪深两市代表指数深证成指、上证综指、沪深 300 指数、中证 500 指数收益率分别为-18.44%、-10.65%、-14.53%与-14.06%（2021 年同期分别为-4.78%、-0.90%、-3.13%与-1.78%）；2022 年一季度中债国债总全价指数收益率为 0.18%（2021 年同期为 0.27%）。

图3：主要指数涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图4：中债国债总全价指数涨跌幅



数据来源：Wind，东吴证券研究所

股票市场大幅波动，上市券商自营业务普遍承压。与 2021 年同期相比，42 家上市券商自营收入平均下降 106%，自营收入合计亏损 1,913 亿元。上市券商中，六家券商因自营收入大幅下滑致使 2022 年一季度归母净利润转负，仅六家券商自营业务收入同比正增长：中银证券（+81%）与东方财富（+15%）主要得益于投资规模的大幅度提升，国联证券（+26%）主要得益于公允价值变动，太平洋证券（+378%）、第一创业（+82%）、光大证券（+43%）主要得益于 2021 年同期基数较低。收益率方面，上市券商自营业务平均收益率为-0.05%，逾半券商收益率为负。与 2021 年同期相比，上市券商交易性金融资产规模平均增长 23.21%，东方财富（135.57%）增长率排名第一，长江证券（-34.61%）、太平洋证券（-40.26%）、国海证券（-38.56%）同比收缩幅度靠前。

表2: 42家上市券商自营情况(单位:百万元)

2022Q1 自营收入排名	上市公司	2022Q1自营收入	2022Q1自营投资收益率	2022Q1自营增速
1	中信证券	3,351	0.62%	-14%
2	华泰证券	1,837	0.51%	-48%
3	中金公司	1,488	0.51%	-46%
4	申万宏源	772	0.28%	-66%
5	中信建投	631	0.40%	-48%
6	中国银河	566	0.41%	-58%
7	国联证券	213	0.69%	26%
8	东方财富	189	0.43%	15%
9	招商证券	176	0.07%	-91%
10	山西证券	173	0.56%	-34%
11	国泰君安	169	0.06%	-96%
12	国信证券	123	0.08%	-86%
13	太平洋	72	1.15%	-378%
14	中原证券	64	0.25%	-94%
15	天风证券	63	0.18%	-76%
16	财达证券	54	0.27%	-71%
17	方正证券	45	0.17%	-81%
18	西部证券	31	0.06%	-91%
19	中银证券	30	0.20%	81%
20	华林证券	19	1.05%	-80%
21	华安证券	-17	-0.06%	-119%
22	浙商证券	-19	-0.04%	-106%
23	南京证券	-22	-0.32%	-389%
24	第一创业	-26	-0.14%	-82%
25	光大证券	-85	-0.13%	-43%
26	国海证券	-157	-0.73%	-151%
27	东吴证券	-182	-0.44%	-147%
28	国金证券	-263	-0.88%	-172%
29	东兴证券	-366	-1.71%	-355%
30	西南证券	-383	-1.26%	-233%
31	华西证券	-411	-1.71%	-661%
32	东北证券	-435	-1.41%	-241%
33	财通证券	-451	-1.43%	-657%
34	长城证券	-491	-1.39%	-476%
35	东方证券	-642	-0.76%	-276%
36	中泰证券	-692	-1.34%	-323%
37	长江证券	-714	-2.73%	-364%
38	国元证券	-717	-4.72%	-8987%
39	红塔证券	-911	-3.23%	-291%
40	广发证券	-1,137	-0.81%	-167%
41	兴业证券	-1,229	-1.98%	-224%
42	海通证券	-2,629	-1.21%	-191%
合计		-1,913	-0.05%	-106%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

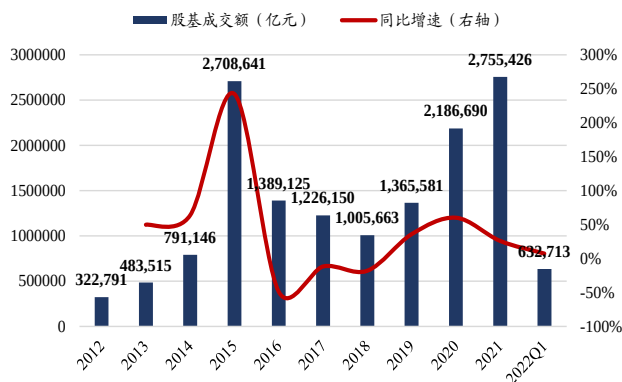
2. 财富管理短暂承压, 头部券商投行亮眼

2.1. 市场交易额同比增长, 市场下行拖累代销业务及资管业务

资本市场长期向好趋势不改, 市场波动下券商经纪业务出现分化。2022Q1 全市场股基成交额达 632713 亿元, 环比有所下降 (-12.15%), 但短期波动不改长期趋势, 整体来看, 全市场股基成交额依旧稳定向上, 同比涨幅达 7.29%。市场股基成交额环比下滑

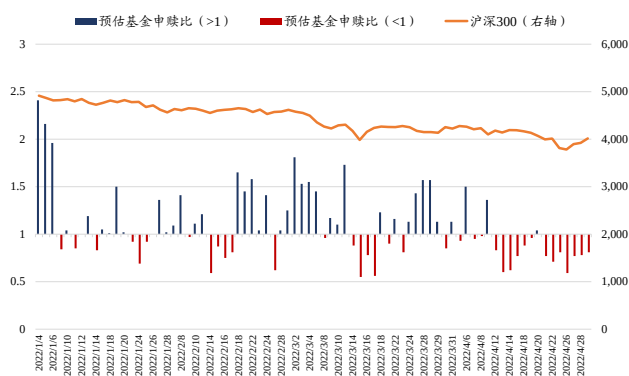
主要系 2022 开年以来二级市场表现低迷，基金净值大幅下跌，投资者风险偏好降低，权益类基金连续遭遇净赎回，资金观望情绪浓厚。受此拖累，券商一季度表现不佳，经纪业务整体承压。2022Q1，42 家券商中仅有 15 家经纪业务收入增速为正，其余 27 家均为负增长。从市值来看，头部券商经纪业务收入同比普遍下滑，中信/中金/招商/国泰/广发经纪业务收入同比分别减少 9.55%/11.16%/11.57%/7.22%/9.75%；部分中小券商表现优于头部券商，华安/浙商/天风/华林/国联经纪业务收入同比分别增加 9.37%/20.96%/9.04%/12.61%/7.89%。预计主要系头部券商代销基金保有量基数较高，受市场波动影响更加强烈，同时投资者认购热度不高，基金新发规模下降；中小券商转型财富管理，发力特色化业务，依托地域优势，整体经纪业务也逐渐取得增量。

图5：全市场股基成交额及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图6：2022 年以来基金申购赎回比情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

权益市场景气度下滑，直接冲击券商资管业务。受权益市场低景气度影响，券商资管业务受冲击较大，41 家券商总体资管业务收入同比下降 2.30%，头部券商同比降幅普遍在 20% 以上，其中中信建投/招商/国泰/海通/兴业同比分别下滑 24.99%/21.65%/39.05%/37.18%/29.67%，预计主要系券商资管规模下滑所致；头部券商之中，中金、中信表现较为坚挺，受影响较小，同比分别+2.22%/-0.43%；而华泰表现最好，同比+39.74%。值得注意的是，西部证券、东北证券 2022Q1 资管业务收入同比分别+273.85%/225.79%，增速排名分别在第一、二位，主要系其 2021 年 Q1 资管业务收入基数较低，2022 年以来管理规模同比增长所致。

表3: 41家上市券商资管业务收入情况

序号	上市公司	2022Q1资管收入(亿元)	2022Q1资管收入增速
1	中信证券	27.76	0%
2	中金公司	3.48	2%
3	中信建投	1.66	-25%
4	招商证券	2.07	-22%
5	国泰君安	3.09	-39%
6	海通证券	5.40	-37%
7	华泰证券	9.79	40%
8	申万宏源	3.52	11%
9	广发证券	23.40	-1%
11	中国银河	1.22	-4%
12	方正证券	0.83	21%
13	中泰证券	1.44	62%
14	光大证券	3.26	72%
15	兴业证券	0.35	-30%
16	东方证券	7.58	-26%
17	财达证券	0.10	-3%
18	浙商证券	1.17	65%
19	红塔证券	0.14	-59%
20	中银证券	1.95	10%
21	天风证券	0.94	-31%
22	长江证券	0.52	-22%
23	国金证券	0.31	2%
24	财通证券	3.51	4%
25	西部证券	0.10	274%
26	南京证券	0.05	-28%
27	国元证券	0.23	57%
28	西南证券	0.05	-54%
29	华林证券	0.07	-11%
30	东吴证券	0.28	-38%
31	长城证券	0.23	28%
32	东兴证券	0.32	-16%
33	第一创业	2.47	22%
34	国联证券	0.35	70%
35	华安证券	1.08	46%
36	华西证券	0.18	2%
37	山西证券	0.43	7%
38	太平洋	0.14	-3%
39	国海证券	0.46	-17%
40	东北证券	1.23	226%
41	中原证券	0.08	-3%
合计		112	-2%

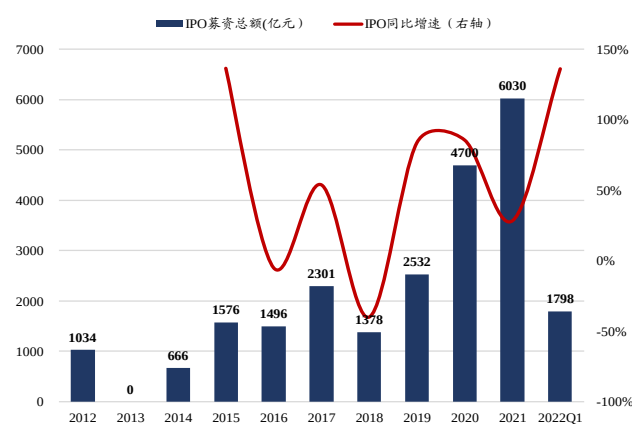
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.2. 投行业务头部集中趋势明显，全年注册制有望进一步推进

2022Q1，IPO 承销规模大幅上涨，债券募资总额稳定增长，投行业务收益于注册制改革。证券行业积极践行新发展理念，行业注册制进一步深化，2022 年以来证券行业大力支持实体经济发展。2022Q1，证券行业 IPO 募资总额同比+136.2%至 1798 亿元，证券公司承销债券规模同比+7.4%至 24514 亿元。未来，随着全面注册制的推进，市场活跃度有望进一步提升，券商作为资本市场直接融资中的重要一环，将更考验其定价能力，渠道能力，研究实力及综合实力，头部券商将更受益于行业政策红利。

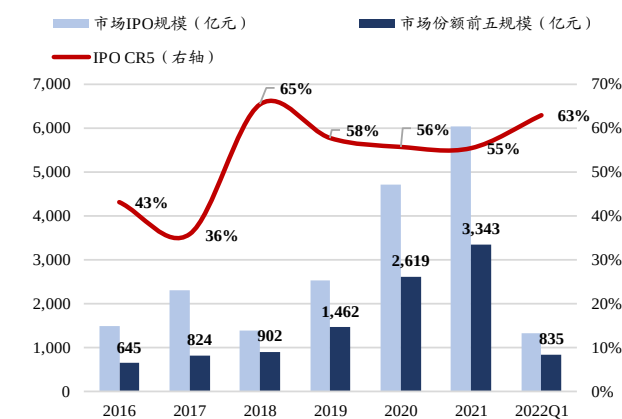
行业保持高集中度，龙头券商优势明显。2022Q1，IPO 规模 CR5 为 63%，自 2018 年以来，行业集中度（IPO 募资额集中度）保持高集中度，均处于 50%以上。投行业务头部券商龙头优势明显，2022Q1，中信，海通，中信建投，中金，国泰君安投行业务收入位居前五，五家券商合计投行业务收入为 77 亿元，占 41 家上市券商（除东财外）投行业务收入的 55%。五家券商投行业务收入较 2021 年同期均增加，同比增速均超过 10%，分别为 15%，38%，95%，59%，47%。投行业务作为券商重要的客户入口，头部券商优势突出，以其出色的投行业务能力占据大部分市场份额，获取大部分业务收入，行业龙头地位稳固。

图7：2022Q1 全市场 IPO 募资总额及增速



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图8：2022Q1 行业 IPO 规模 CR5



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表4: 41家上市券商投行业务收入情况(单位: 亿元)

2022Q1投行净收入排名	上市公司	2022Q1投行收入	2022Q1投行收入增速
1	中信证券	18.3	15%
2	海通证券	17.8	38%
3	中信建投	15.9	95%
4	中金公司	15.2	59%
5	国泰君安	10.0	47%
6	华泰证券	9.1	-3%
7	招商证券	4.5	9%
8	东兴证券	4.2	220%
9	申万宏源	4.0	12%
10	东方证券	3.8	18%
11	国金证券	3.5	0%
12	兴业证券	3.2	34%
13	光大证券	3.2	-46%
14	天风证券	2.4	32%
15	东吴证券	2.2	28%
16	长城证券	2.1	51%
17	国信证券	2.0	-55%
18	国联证券	1.6	91%
19	中泰证券	1.6	-34%
20	广发证券	1.5	27%
21	方正证券	1.4	50%
22	国元证券	1.3	3%
23	浙商证券	1.2	-68%
24	中国银河	1.2	19%
25	中原证券	1.1	-48%
26	山西证券	0.9	56%
27	第一创业	0.8	42%
28	财通证券	0.8	-61%
29	财达证券	0.6	43%
30	西南证券	0.6	6%
31	华林证券	0.5	42%
32	南京证券	0.5	-5%
33	长江证券	0.4	-82%
34	国海证券	0.4	6%
35	西部证券	0.4	-11%
36	华西证券	0.4	-71%
37	中银证券	0.3	-17%
38	东北证券	0.2	-83%
39	华安证券	0.1	-76%
40	太平洋	0.1	-16%
41	红塔证券	0.0	-82%
合计		139.0	15%

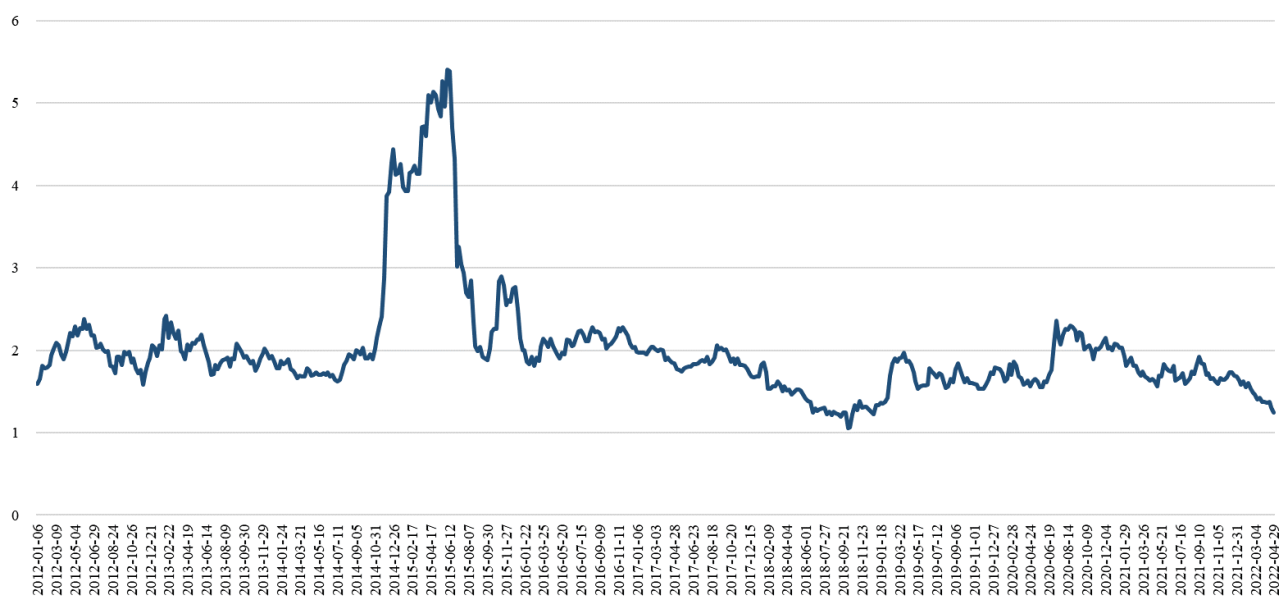
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

3. 行业估值逼近历史底部，建议左侧布局

我们预计 2022 年证券行业净利润将同比下滑 7.55%，投行业务贡献增量，财富管理、自营业务预计仍将明显承压。1) 市场调整影响经纪业务，权益向好资管业务相对稳健：市场调整新发基金规模下降，叠加佣金率下滑趋势，券商代销收入承压，券商经纪业务收入面临一定的下行压力，我们预计 2022 年行业经纪业务净收入将同比-13.8%至 1333 亿元。权益市场长期向好趋势不改，资管业务发展相对稳健，我们预计 2022 年行业资管业务收入将同比+4.7%至 333 亿元。2) 受益于资本市场改革持续深化，投行业务将稳健发展：我们预计 2022 年行业投行业务收入将同比+14.3%至 768 亿元。3) 融券市场快速发展推动资本中介业务稳健提升，但指数表现不佳影响投资交易略有波动：受益于两融市场持续扩张（融券快速发展），股票质押持续压降，行业资本中介业务将稳定发展，我们预计 2022 年行业利息净收入将同比+10.6%至 790 亿元；但因市场大盘指数表现不佳，我们预计 2022 年行业证券投资收益（含公允价值变动）将同比-50.0%至 673 亿元。4) 基于以上分析和假设，我们预计 2022 年券商净利润将同比减少 7.6%至 1767 亿元，2022 年行业净利润率将小幅提升，较 2021 年增长 2.0pct 至 40.0%。

政策催化行业估值提升，当前板块估值逼近历史底部，具有显著的配置价值。当前券商板块估值处于历史低位（2022 年 4 月 30 日 1.25 倍 PB，十年平均 2.01 倍 PB）。长期来看，宏观环境及资本市场改革推动券商行业 ROE 中枢稳固抬升，券商估值将迎来修复，具有显著长期投资价值。1) 市场大幅波动下，【东方财富】各项业绩仍实现稳健增长，证券经纪、两融收入实现双向上；看好公司在财富管理领域展现高流量、低成本、优质服务三大天然核心优势，未来在基金产品创设、投资顾问、客户资产配置方面将有大幅提升。2) 龙头券商当前估值较低且长期阿尔法优势显著，重点推荐【中信证券】和【中金公司】（港股）。3) 权益市场黄金发展下，基金公司保持高增长，“含基量”较高的券商拥有较高的业绩弹性，建议关注【广发证券】、【东方证券】。4) 财富管理业务展现出特色优势，中小券商容易实现弯道超车，建议关注互联网特色明显的【华林证券】及投顾业务处于从零到一的阶段的【国联证券】。我们预测【东方财富】、【中信证券】、【中金公司】（港股）2022 归母净利润分别为 101.5/256.4/113.4 亿元，2022E 估值分别为 29.66 倍 PE/1.23 倍 PB/0.66 倍 PB。

图9: SW 证券Ⅱ历史估值水平(市净率整体法)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

表5: 证券行业 2022 年盈利预测

单位: 亿元	2020A	2021A	2022E (悲观)	2022E (中性)	2022E (乐观)
日均股票+基金成交额	5,597	9,036	9,300	9,600	9,900
经纪业务净收入	842	1,295	1,290	1,333	1,375
IPO 募资总额	2,532	4,700	6,241	6,783	7,055
定增募资总额	6,932	8,854	10,534	11,970	12,449
券商债券承销金额	76,121	100,490	125,015	132,971	142,063
投资银行业务净收入	370	482	700	768	825
资产管理规模	108,309	105,100	110,976	113,152	115,328
资产管理业务净收入	275	300	326	333	370
融资融券余额	10,193	15,500	18,322	18,500	19,000
利息净收入	229	630	737	790	801
证券投资收益 (含公允价值变动)	1,222	1,283	404	673	943
营业收入	3,605	4,485	3,985	4,417	4,820
净利润	1,231	1,538	1,594	1,767	1,928
净利率	34.10%	35.00%	40.00%	40.00%	40.00%
净利润增速	84.80%	27.98%	-16.59%	-7.55%	0.89%
净资产	20,200	21,623	27,156	27,260	27,357
ROE	6.30%	7.36%	6.03%	6.67%	7.27%

数据来源: Wind, 东吴证券研究所(2022E 相关数据由东吴证券研究所预测)

4. 风险提示

- 1) 市场活跃度下滑：影响券商经纪、两融业务；
- 2) 宏观经济不及预期：影响市场波动，从而影响券商自营业务；
- 3) 证券行业创新政策不及预期：注册制推进不及预期，影响券商投行业务；
- 4) 外围局势紧张影响行业：行业竞争加剧。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>