

2021 Wrap-up and 2022Q1 Outlook

Leading brokers are expected to be resilient as wealth management industry transformation accelerates

13 April 2022

Outperform (Maintain)

Investment Thesis

■ **2021 Brokerage Sector Wrap-up: The sector saw steady progress as capital market reform deepened:** ① Steadily growing earnings and enhanced capital strength: in FY21, all 140 brokers achieved net profit RMB191.1bn (+21.3%YOY), net assets RMB2.57trn (+11.3% YOY), ROE 7.83%(+0.56pct YOY). ② Increasing financing capacity and market activity: market's direct financing capacity has been strengthened due to establishment of Beijing Stock Exchange(BSE), promotion of registration system reform, and improvement of multi-level capital market system. In 2021, stock trading volume at SSE and SZSE was RMB276trn (+26.0% YOY), with new individual investors 22.31mn (+24.1% YOY) and new institutional investors 52,300 (+41% YOY). ③ Main source of income was Investment and brokerage business and wealth management industry transformation had paid off: In 2021, income from light-asset (51%) and heavy-asset business (49%) were well proportioned. Brokerage income from light-asset business was RMB154.5bn, up by 33.1% YOY. ④ Leading brokers saw stable income sources and faster wealth management transformation than peers.

■ **Leading brokers showed accelerated transformation in wealth management business and robust investment returns.** ① In 2021, CITIC, CICC and GTJA achieved operating income RMB76.5/41/42.8bn, net profits RMB23.1/10.8/15bn, ROE 11.8%/13.8%/10.6%, and leverage ratios 4.91/6.59/4.72 respectively. ② Leading companies showed obvious competitive edges in wealth management transformation and active investment. Net income from asset management business of CITIC and CICC grew substantially by 45.7% and 34.9% YOY. ③ Leading companies had obvious competitive advantages due to high industry concentration of IB business. TOP5 brokers ranked by IB business achieved market share 53%, 45%, 59% in terms of the combination of IPO, bond financing and refinancing scale. ④ Leading companies largely benefited from rapid development of OTC derivatives: OTC derivatives market tends to be relatively highly concentrated. CR5 for swap and option stayed above 85% and 60%.

■ **2022Q1 outlook of listed brokerage company: Leading brokers are expected to be resilient as market fluctuates.** ① Wealth management transformation may see a continuous acceleration as more residents' assets are transferred to financial assets. We expect that net income from brokerage and asset management business will be RMB37.3/16.3bn, up by 18.9%/42.6%YoY. ② With capital market reform deepening, net income from IB business is expected to grow to RMB17.3bn(+43.5% YOY). ③ Capital intermediary business may benefit from rapidly growing brokerage lending; however, investment income may be affected by poor index performance. 2022Q1 Net interest income and investment income are expected to be RMB14.8/25.8bn, up by 2.9%/down by 15.0%YOY. ④ Net profit estimate is RMB46.6bn, up by 10.4%YOY. We recommend East Money Information, CITIC and CICC (H-share).

■ **Risks:** Market activity wanes; Macro economy worse than expected; Innovation policy of industry lower than expected; 4) External tensions affect the industry.

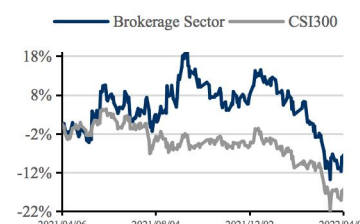
Valuation of key companies

stock code	company	Market Cap (RMB bn)	Closing price (RMB)	EPS			PE			Rating
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
300059	East Money Information	287.30	26.09	0.83	1	1.27	31.43	26.09	20.54	Outperform
600030	CITIC	313.01	21.12	1.77	2.09	2.50	11.93	10.11	8.45	Outperform
03908	CICC	86.70	17.96	2.16	2.50	2.95	8.31	7.18	6.09	Outperform

Data source: Soochow Securities (HK)

Research Analyst
Hanyue Li
 (852) 3983 0823
 kellyli@dwzq.com.hk

Industry performance



Related reports

1、《风险如期改善，券商反弹 2.0 延续》2018-11-20

Soochow Securities International Brokerage Limited would like to acknowledge the contribution and support provided by **Xiang Hu (胡翔)** and **Jieyu Zhu (朱洁羽)**, employee of Soochow Research Institute.

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

增持（维持）

2022 年 04 月 13 日

证券分析师
李晗玥

(852) 3983 0823

kellyli@dwzq.com.hk

投资要点

■ **证券行业 2021 年总结：资本市场改革深化，整体稳中有进：1) 证券行业业绩稳步增长，资本实力不断增强：**2021 年全年行业共计 140 家证券公司实现营业收入 5,024 亿元(同比+12.0%)，实现净利润 1,911 亿元(同比+21.3%)。截至 2021 年末，证券行业总资产 10.59 万亿元(同比+19.1%)，净资产 2.57 万亿元(同比+11.3%)，证券行业 ROE 抬升至 7.83% (较去年+0.56pct)，行业杠杆率为 3.38 (2020 年为 3.13)。2) **市场融资能力强化+市场活跃度提升：**北交所成立、注册制改革稳步推进、多层次资本市场体系完善推动市场直接融资能力不断强化；2021 年沪深股票成交金额 276 万亿元(同比+26.0%)，市场新增个人投资者 2,231 万人(同比+24.1%)，新增机构投资者 5.23 万户(同比+41%)。3) **行业收入结构持续均衡优化，投资、经纪为主要来源，财富管理转型已现成效：**2021 年证券行业轻重资产业务收入占比均衡(轻资产 51%，重资产业务 49%)，轻资产业务中经纪业务收入同比+33.1%至 1545 亿元。4) **头部券商收入来源趋于稳健，财富管理转型速度明显快于行业。**我们选取净资产排名靠前的 9 家头部券商作为代表公司分析，收入占比最高的是自营投资(占比 27%/同比+10%)及经纪(24%/同比+22%)，而资管及利息净收入同比增速更快(分别为+34%/+28%)。

■ **2021 年头部券商财富管理转型加速，投资交易趋于稳健：1) 2021 年中信、中金、国君、华泰、广发五家头部券商营业收入分别为 765/410/428/379/343 亿元、归母净利润分别为 231/108/150/133/109 亿元、ROE 分别为 11.8%/13.8%/10.6%/9.6%/10.6%、杠杆率分别为 4.91/6.59/4.72/4.44/3.84；2) 大财富管理条线：头部公司转型优势明显，如中金公司产品保有量同比+90%至 3000 亿元，财富管理买方收费资产同比+180%至 800 亿元。头部券商主动管理转型迅速，2021 年东方、广发的集合资管规模占比分别为 69%/71%，而中金、中金的集合资管规模占比也超过了 40%；3) 投行业务：行业集中度提高，龙头券商优势明显。**2021 年中信、中金、中信建投、海通、华泰投行业务收入位居前五。这五家头部券商在 2021 年 IPO 募资规模，债券募资规模，再融资募资规模的合计市占率分别为 53%、45%、59%；4) **投资交易：场外衍生品快速发展，龙头券商深度受益。**衍生品天然的高杠杆属性及其避险属性，有助于稳定证券公司 ROE。场外衍生品业务市场集中度往往较高(互换 CR5 保持在 85%以上，期权 CR5 保持在 60%以上)。

■ **上市券商一季报前瞻：市场波动震荡，看好龙头券商韧性。1) 居民财富逐步迁移至金融市场，财富管理业务转型持续加速：**我们预计 2022Q1 行业经纪业务净收入将同比+18.9%至 373 亿元，行业资管业务收入将同比+42.6%至 163 亿元。2) **资本市场改革持续深化，投行业务将稳健发展：**我们预计 2022Q1 行业投行业务收入将同比+43.5%至 173 亿元。3) **融券快速发展推动资本中介业务提升，但指数表现不佳影响投资交易波动：**我们预计 2022Q1 行业利息净收入将同比+2.9%至 148 亿元，2022Q1 行业证券投资收益(含公允价值变动)将同比-15.0%至 258 亿元。4) **我们预计 2022Q1 券商净利润将同比+10.4%至 466 亿元，财富管理、投行及资管业务仍具有显著优势。**我们重点推荐【东方财富】、【中信证券】和【中金公司】(港股)。

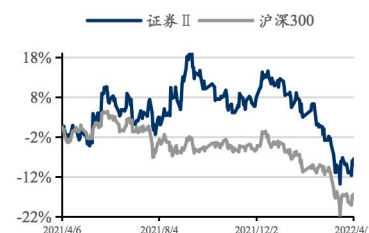
■ **风险提示：**1) 市场活跃度下滑；2) 宏观经济不及预期；3) 证券行业创新政策不及预期；4) 外围局势紧张影响行业。

重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
300059	东方财富	2,872.98	26.09	0.83	1	1.27	31.43	26.09	20.54	买入
600030	中信证券	3,130.10	21.12	1.77	2.09	2.50	11.93	10.11	8.45	买入
03908	中金公司	866.98	17.96	2.16	2.50	2.95	8.31	7.18	6.09	买入

数据来源：东吴证券（香港）

行业走势



相关研究

《风险如期改善，券商反弹 2.0 延续》

2018-11-20

东吴证券研究所的胡翔和朱洁羽对本文有较大贡献，特此致谢。

内容目录

1. 资本市场改革深化，证券行业 2021 年整体稳中有进.....	6
1.1. 行业资本实力进一步增强，业绩保持稳健增长.....	6
1.2. 头部券商表现明显优于行业，财富管理优势突出.....	7
2. 2021 年头部券商财富管理转型加速，投资交易趋于稳健.....	9
2.1. 财富管理加速转型，资管主动管理发展如火如荼.....	9
2.2. 投行服务实体经济获得成效，2022 有望迎来全面注册制.....	13
2.3. 两融驱动资本中介业务发展，衍生品助力券商自营趋于稳健.....	16
3. 2022Q1 前瞻：市场波动震荡，看好龙头券商韧性.....	18

图表目录

图 1: 2021 年证券行业营业收入稳步提升.....	6
图 2: 2021 年证券行业净利润稳健增长.....	6
图 3: 2021 年证券行业总资产不断提升.....	7
图 4: 2021 年证券行业净资产不断提升.....	7
图 5: 2021 年证券行业 ROE 进一步提升.....	7
图 6: 2021 年证券行业杠杆率达 3.38.....	7
图 7: 2021 年证券行业营业收入结构.....	8
图 8: 2021 年代表上市券商营收结构.....	8
图 9: 2021 年证券行业分业务收入及增速.....	8
图 10: 2021 年代表上市券商分业务收入及增速.....	8
图 11: 2021 年 A 股市场日均股基交易额增加.....	10
图 12: 2021 年行业净佣金率继续下滑.....	10
图 13: 2021 年行业代理买卖证券业务净收入及增速.....	10
图 14: 2021 年头部券商经纪业务净收入及增速.....	10
图 15: 2021 年头部券商经纪业务净收入结构.....	10
图 16: 2021 年头部券商代销产品业务净收入及增速.....	10
图 17: 2021 年中信证券财富管理客户及资产情况.....	11
图 18: 2021 年头部券商席位租赁业务净收入及增速.....	11
图 19: 2021 年行业资产管理规模及增速.....	12
图 20: 2021 年头部券商资产管理业务净收入及增速.....	12
图 21: 2021 年头部券商资产管理规模及结构.....	12
图 22: 2021 年头部券商资产管理业务费率.....	12
图 23: 2021 年基金公司收入及增速.....	13
图 24: 2021 年基金公司净利润及增速.....	13
图 25: 2021 年证券行业 IPO 募资总额及增速.....	14
图 26: 2021 年证券行业再融资募资总额及增速.....	14
图 27: 2021 年 IPO 募资额集中度 (IPO CR5) 为 55%.....	15
图 28: 2021 年头部券商的投行业务净收入及增速.....	15
图 29: 2021 年头部券商 IPO 募资规模及市占率.....	15
图 30: 2021 年头部券商债券募资规模及市占率.....	15
图 31: 2021 年头部券商再融资募资规模及市占率.....	15
图 32: 头部券商科创板储备项目数量情况.....	15
图 33: 2021 年两融规模持续增长, 融券增长提速.....	16
图 34: 2021 年头部券商两融规模及市占率.....	16
图 35: 场外互换和期权规模逐年抬升.....	17
图 36: 2020/08~2021/12 场外衍生品 CR5 集中度.....	17
图 37: 2021 年头部券商的自营业务收入及增速.....	17
图 38: 2021 年头部券商的衍生金融资产规模及增速.....	17
图 39: SW 证券 II 历史估值水平 (市净率整体法)	19

表 1： 头部证券公司参控股基金公司情况.....	13
表 2： 2022 年证券行业盈利预测及核心假设.....	19

1. 资本市场改革深化，证券行业 2021 年整体稳中有进

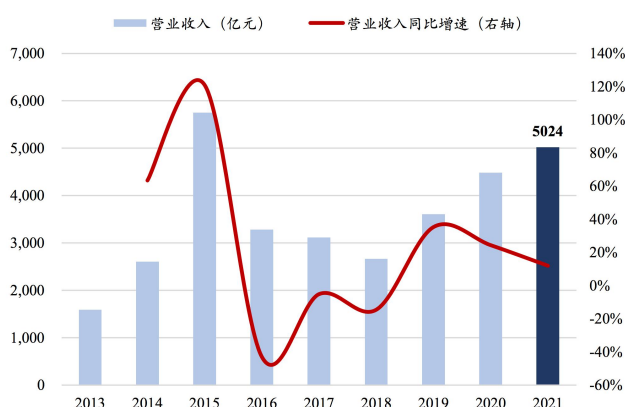
2021 年证券行业挑战与机遇并存，整体稳中有进。2021 年新冠疫情发展的不确定性导致全球疫情目前仍未完全受控、经济社会运行持续受到影响。但随着我国金融供给侧改革持续深化，坚持对外开放、北交所成立、基金投顾持续扩容等一系列政策推动，我国多层次资本市场建设进入新阶段，证券行业发展环境不断优化，行业挑战与机遇并存，整体稳中有进。

1.1. 行业资本实力进一步增强，业绩保持稳健增长

证券行业业绩稳步增长，资本实力不断增强。2021 年，全行业共计 140 家证券公司实现营业收入 5,024 亿元（同比+12.0%），实现净利润 1,911 亿元（同比+21.3%）。截至 2021 年末，证券行业总资产同比+19.1%至 10.59 万亿元，净资产同比+11.3%至 2.57 万亿元。截至 2021 年末，证券行业 ROE 抬升至 7.83%（较去年+0.56pct），行业杠杆率为 3.38（2020 年为 3.13）。

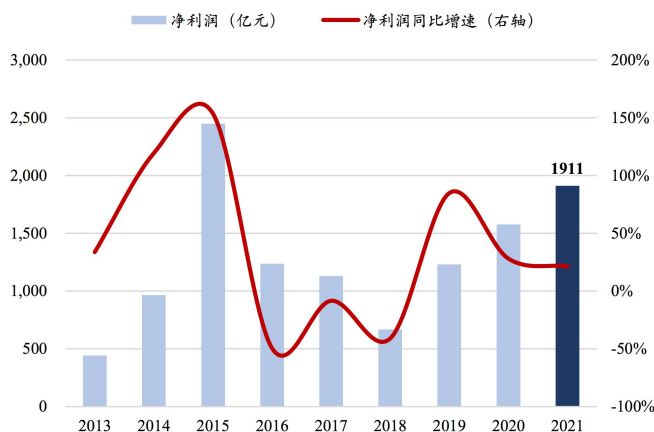
金融行业风险有效防范，合规风控水平表现稳定。截至 2021 年末，证券行业净资本 2.00 万亿元，其中核心净资本 1.72 万亿元（占比 86%）。截至 2021 年末，行业平均风险覆盖率为 249.87%（监管标准 $\geq 100\%$ ），平均资本杠杆率为 20.90%（监管标准 $\geq 8\%$ ），平均流动性风险覆盖率为 233.95%（监管标准 $\geq 100\%$ ），平均净稳定资金率 149.64%（监管标准 $\geq 100\%$ ），行业整体风控指标表现优于监管标准，合规风控水平整体稳定。

图 1：2021 年证券行业营业收入稳步提升

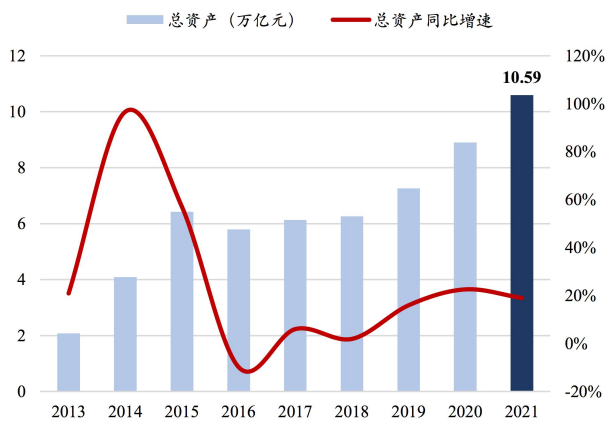


数据来源：证券业协会，东吴证券（香港）

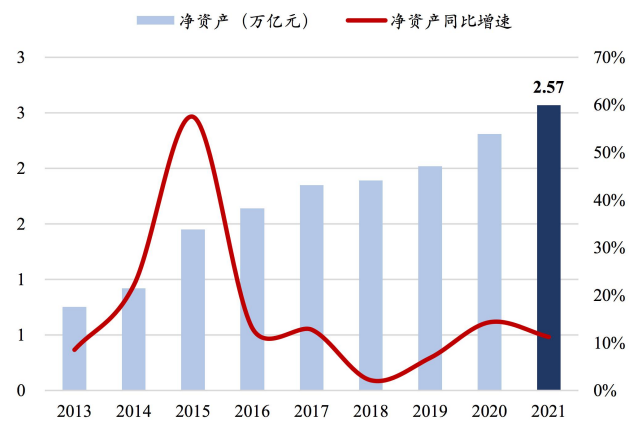
图 2：2021 年证券行业净利润稳健增长



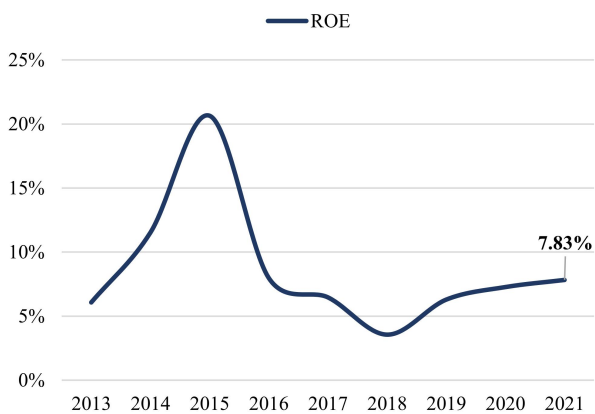
数据来源：证券业协会，东吴证券（香港）

图 3：2021 年证券行业总资产不断提升


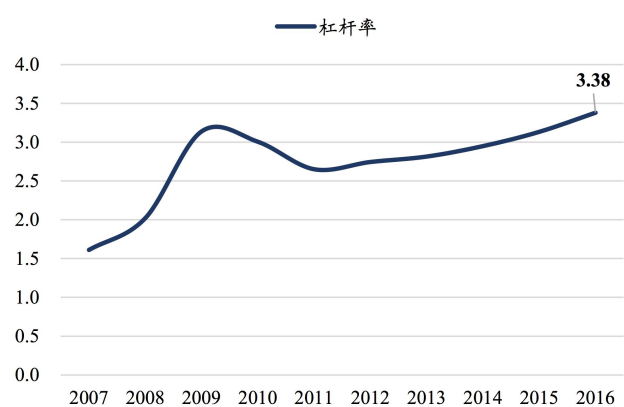
数据来源：证券业协会，东吴证券（香港）

图 4：2021 年证券行业净资产不断提升


数据来源：证券业协会，东吴证券（香港）

图 5：2021 年证券行业 ROE 进一步提升


数据来源：证券业协会，东吴证券（香港）

图 6：2021 年证券行业杠杆率达 3.38


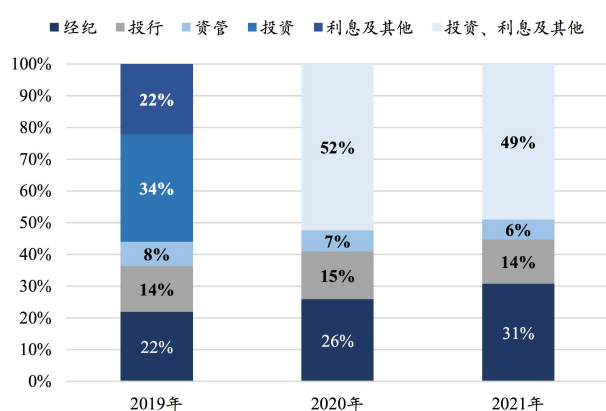
数据来源：证券业协会，东吴证券（香港）

1.2. 头部券商表现明显优于行业，财富管理优势突出

多层次资本市场持续完善，证券行业业务结构优化，趋于均衡。1) 2021 年，随着资本市场改革持续深化，改革红利得到进一步释放，为证券行业高质量发展提供机遇。一方面，市场直接融资能力不断强化北交所成立、注册制改革稳步推进、多层次资本市场体系完善；另一方面，增量资金入市，市场活跃度进一步提升：2021 年沪深股票成交金额 276 万亿元（同比+26.0%），市场个人投资者新增 2,231 万人（同比+24.1%），机构投资者新增 5.23 万户（同比+41%）。2) 行业收入结构持续均衡优化，投资、经纪为主要来源，财富管理转型已现成效。2021 年证券行业轻重资产业务收入占比均衡（轻资产 51%，重资产业务 49%），投资及经纪业务仍为券商的最主要收入来源。轻资产业务中经纪业务收入同比+33.1%至 1545 亿元，我们预计行业财富管理转型已初见成效，未来

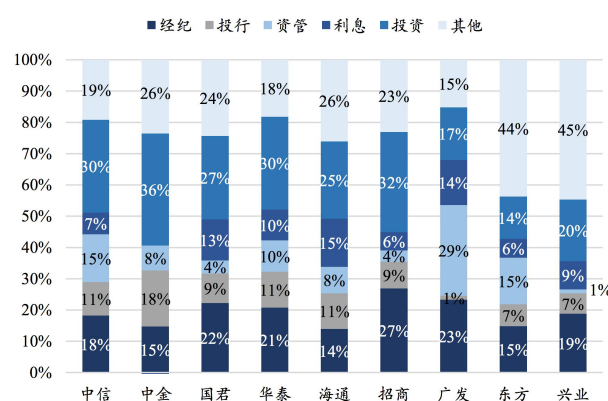
经纪业务将不仅仅作为通道业务，而将成为有核心竞争力的业务贡献稳健收入。3) 头部券商收入来源趋于稳健，财富管理转型速度明显快于行业。我们选取净资产排名靠前且财富管理业务具有优势的9家头部券商作为代表公司分析，除其他业务外，收入占比最高的是自营投资（占比27%/同比+10%）及经纪（24%/同比+22%），而资管及利息净收入的同比增速更快（分别为+34%/+28%）。龙头券商着力于投资交易型业务且擅长利用多种交易工具，相较于行业仍以方向性投资为主的盈利模式更稳健。财富管理转型加速，金融产品销售、公募基金资产管理、基金投顾等业务发展优势显著，与此同时，头部公司科技实力突出，赋能整体运营效率提升，推动行业转型。

图 7：2021 年证券行业营业收入结构



数据来源：证券业协会，东吴证券（香港）（披露口径变化导致2020、2021年投资与其他合并）

图 8：2021 年代表上市券商营收结构



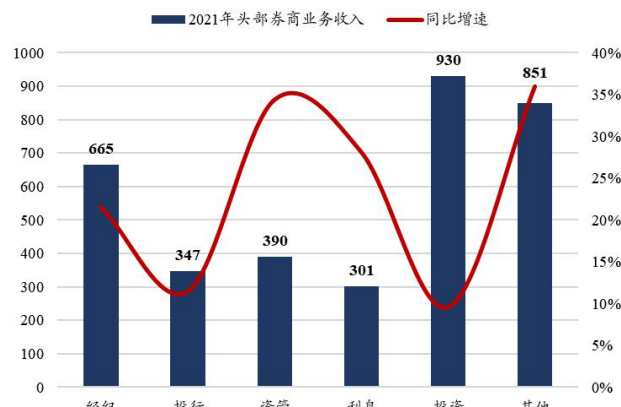
数据来源：Wind，东吴证券（香港）

图 9：2021 年证券行业分业务收入及增速



数据来源：证券业协会，东吴证券（香港）

图 10：2021 年代表上市券商分业务收入及增速



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

2. 2021 年头部券商财富管理转型加速，投资交易趋于稳健

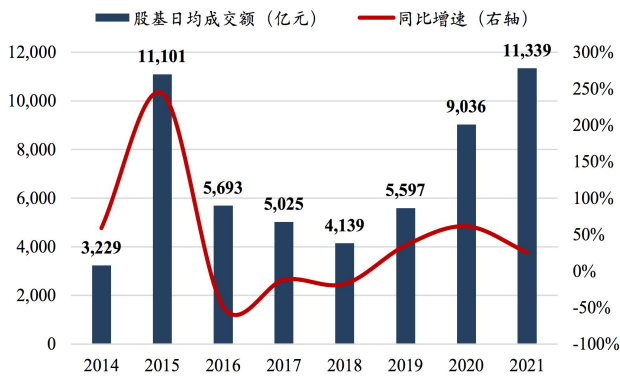
2.1. 财富管理加速转型，资管主动管理发展如火如荼

证券行业大力推动财富管理转型，居民财富入市助力行业蓬勃发展。1) 客户数及规模持续增加：截至 2021 年末，证券行业为客户开立 A 股资金账户数为 2.98 亿个，同比增加 14.9%，客户交易结算资金期末余额（含信用交易资金）1.9 万亿元，同比增长 14.7%；2) 券商主动管理转型加速：2021 年证券行业持续深化财富管理转型，资管规模不断扩大，2021 年末行业资管业务规模同比+3.5%至 10.9 万亿元，其中以主动管理为代表的集合资管规模大幅增长至 3.28 万亿元，同比+112.5%。3) 券商代销金融产品净收入持续增加：2021 行业代理买卖证券业务净收入（含交易单元席位租赁）实现稳健增长，同比+15.3%至 1338.3 亿元；代理销售金融产品净收入快速抬升至 206.9 亿元，同比+54.0%，收入占经纪业务净收入 13.4%，同比+3.02pct，预计未来随着财富管理转型的逐步深入，行业代销金融产品净收入占比将进一步提高。

传统经纪行业竞争激烈净佣金率持续下滑，头部券商发力财富管理转型已获成效。

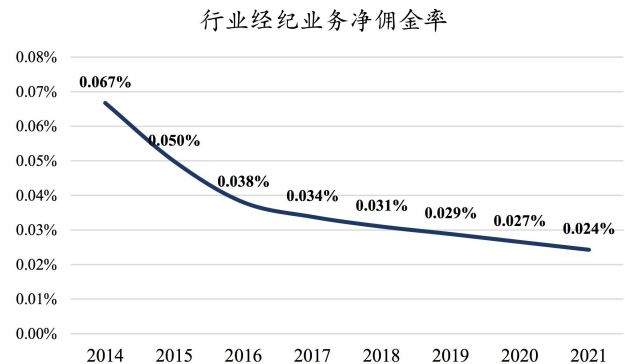
1) 交易额增长同时净佣金率持续下滑：2021 年市场日均股基交易额保持增长，同比+25.5%至 11339 亿元，但行业传统经纪业务同质化严重，净佣金率持续下滑，较 2021 年同比-15.3%至 0.0243%。2) 头部券商代销金融产品净收入高增：在此背景下，各大券商积极推动财富管理转型，2021 年中信、中金、国君、广发、华泰、招商证券代销金融产品净收入在证券经纪业务净收入中占比分别为 20.4%、19.3%、11.3%、14.2%、10.9%、10.8%，其中中信、中金远高于行业平均水平（13.4%）。头部券商代销金融产品净收入高增，推动经纪业务净收入同步增长。2021 年头部券商代销金融产品净收入平均增幅为 63.1%，其中国泰君安证券代销金融产品净收入同比+117.5%至 9.5 亿元，广发证券同比+85.3%至 11 亿元，华泰证券同比+57.5%至 8 亿元，增速均超过 50%。3) 头部券商服务机构客户能力增强：交易单元席位租赁业务集中度不断提升，头部券商席位租赁净收入同比大幅上涨。2021 年 6 大头部券商席位租赁业务平均增幅为 59.3%，其中中信/中金/国君/广发/华泰/招商同比分别+57.8%/114.0%/42.5%/85.3%/25.8%/30.2%，中信、中金、广发同比增速显著高于其余头部券商，且中信证券 2021 席位租赁净收入为 17.7 亿元，在六大券商中排名第一，预计未来随着龙头效应的进一步凸显，行业集中度将更加明显。

图 11: 2021 年 A 股市场日均股基交易额增加



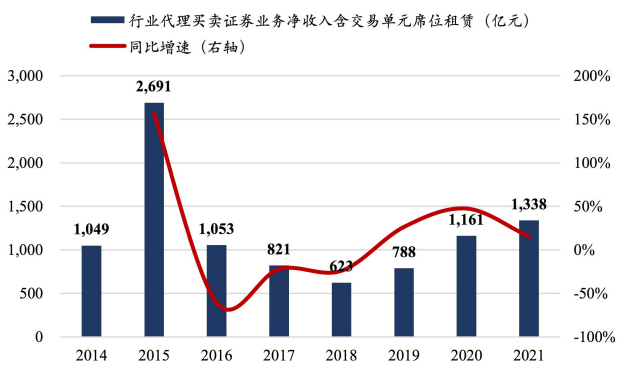
数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

图 12: 2021 年行业净佣金率继续下滑



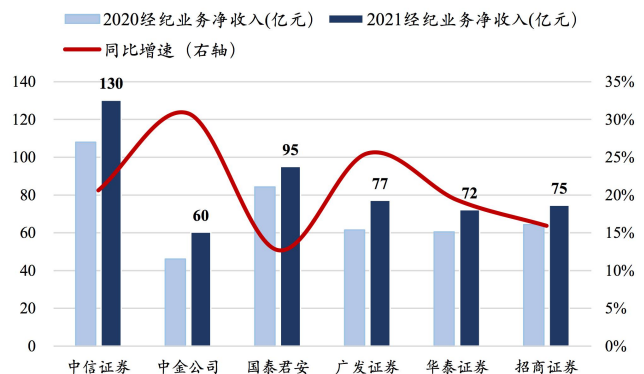
数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

图 13: 2021 年行业代理买卖证券业务净收入及增速



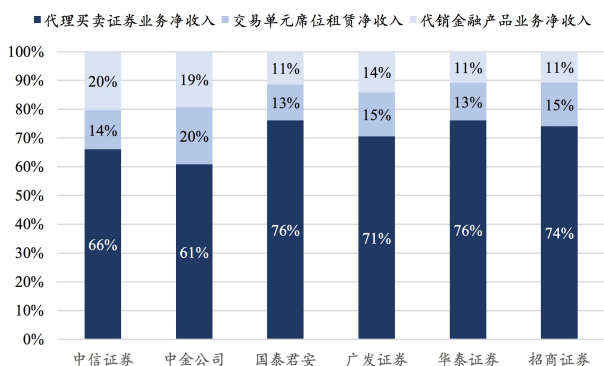
数据来源: 证券业协会, 东吴证券 (香港)

图 14: 2021 年头部券商经纪业务净收入及增速



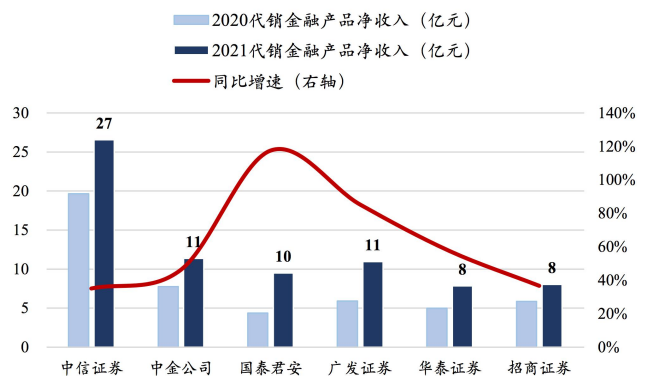
数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

图 15: 2021 年头部券商经纪业务净收入结构



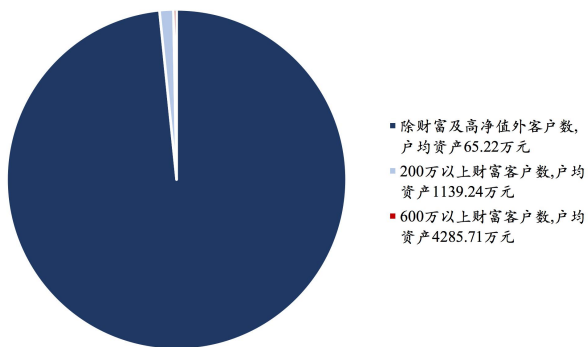
数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

图 16: 2021 年头部券商代销金融产品业务净收入及增速



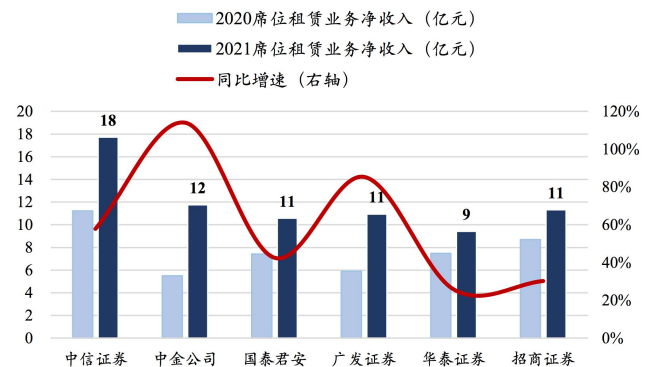
数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

图 17：2021 年中信证券财富管理客户及资产情况



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

图 18：2021 年头部券商席位租赁业务净收入及增速

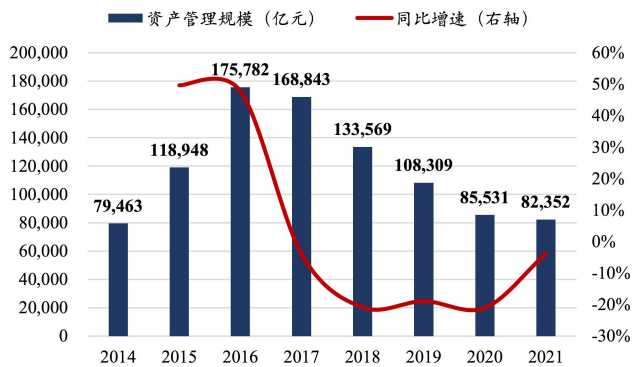


数据来源：Wind，东吴证券（香港）

资管规模有序压缩，主动管理转型如火如荼。1) **资管新规出台压降资管规模：**资管新规出台后，在对资金池和通道业务的严监管下，从 2017 年开始券商行业资管规模逐月递减，截至 2021 年行业整体规模降至 82352 亿元。2) **回归资管业务本源，收入增加：**随着券商资管业务加强主动管理，回归资管业务本源，券商资管业务收入实现高增，2021 年资产管理业务净收入同比+6.1%至 318 亿元，我们预计主动资产管理能力优异的券商将深度受益。

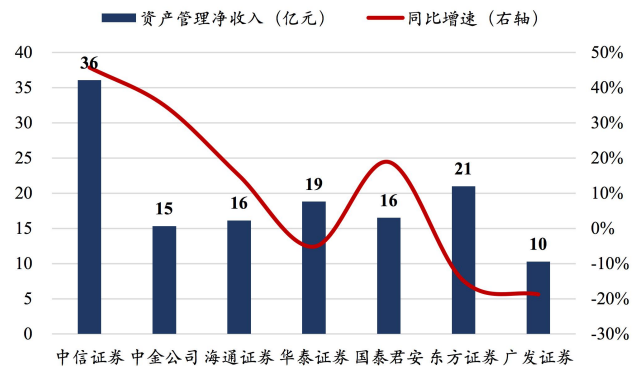
龙头券商主动管理基数较高，未来将进一步提升业务价值率推动业绩增长。1) **头部券商资管业务收入高增：**2021 年，头部券商中信，中金资产管理净收入大幅增长，同比分别+45.7%/+34.9%，均超过 30%，头部公司转型优势明显，如**中金公司**产品保有量同比+90%至 3000 亿元，财富管理买方收费资产（包括“中国 50”、“微 50”、基金投顾、各类主题 FoF 等买方投顾服务）同比+180%至 800 亿元。2) **头部券商主动管理转型迅速：**7 家头部券商的总资产管理规模为 45074 亿元，市占率为 55%，其中资产管理结构大多以集合资管和定项资管为主。2021 年东方、广发的集合资管规模占比分别为 69%/71%，而中金、中信的集合资管规模占比也超过了 40%，头部券商主动管理转型迅速，这也得益于其较为雄厚的投研团队实力。同时，头部券商专项资产管理费率低于集合资管和定项资管费率。头部券商品牌优势明显，同时拥有更好的人才资源和完善的资源配置，主动管理转型有望带动业绩增长。

图 19：2021 年行业资产管理规模及增速



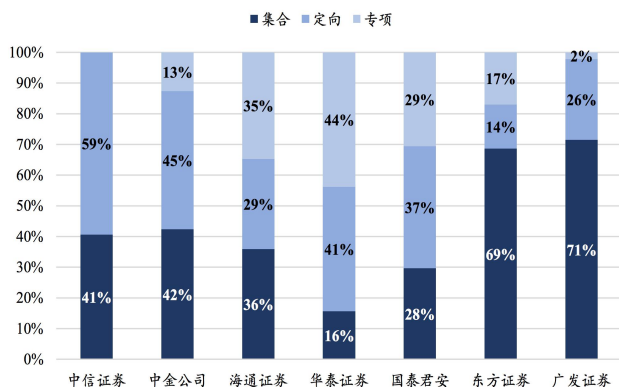
数据来源：证券业协会，东吴证券（香港）

图 20：2021 年头部券商资产管理业务净收入及增速



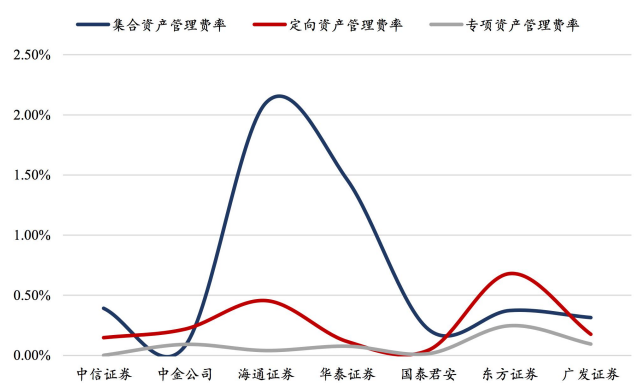
数据来源：Wind，东吴证券（香港）

图 21：2021 年头部券商资产管理规模及结构



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

图 22：2021 年头部券商资产管理业务费率



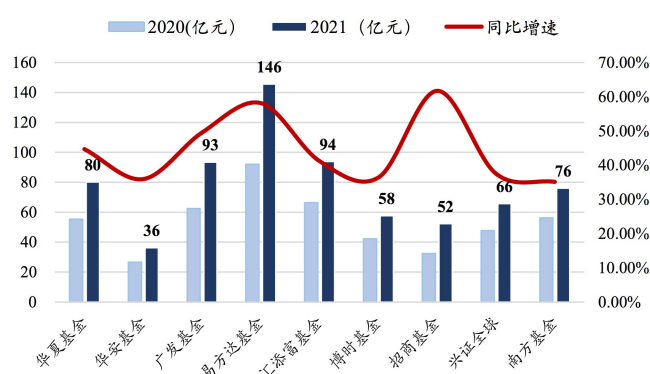
数据来源：Wind，东吴证券（香港）

权益市场发展黄金时代，头部券商或参或控公募基金公司，盈利贡献占比不断提升。2021 年权益市场迎来黄金时期，各大公募基金公司管理规模、营收及净利均实现较大增长，增幅普遍超过 40%。以行业龙头易方达基金为例，其 2021 年营业收入实现大幅增长，同比+58.1%至 146 亿元，净利润同比+64.9%至 45 亿元；广发基金营收及净利分别增长至 93 亿元/26 亿元，同比分别+49.5%/+42.9%，二者按各自比例合计贡献给广发证券 20.3%净利润。在头部券商中，参控股基金公司合计净利润贡献度超 20%的共有 3 家，除广发证券外，还有东方证券（21.5%）及兴业证券（22.9%）；贡献度在 10%以上的有一家，为招商证券（13.7%）。预计未来持有优质公募基金公司股权的头部券商净利润水平将继续充分受益于公募基金行业的进一步发展。

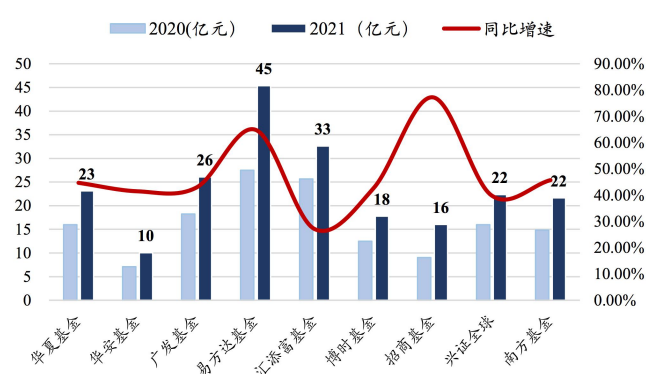
表 1：头部证券公司参控股基金公司情况

证券公司	参控股基金公司	持股比例	2021 管理规模 (亿元)	净利润 (亿元)	对应贡献母公司净利润 (亿元)	合计净利润贡献度
中信证券	华夏基金	62%	10384	23	14	5.9%
中金公司	中金基金	100%	813	0.0015	0.0015	0.0014%
国泰君安	华安基金	28%	5969	10	3	1.8%
广发证券	广发基金	55%	11296	26	14	20.3%
	易方达基金	23%	27064	45	10	
东方证券	汇添富基金	35%	5962 (非货币)	33	12	21.5%
招商证券	博时基金	49%	9892	18	9	13.7%
	招商基金	45%	7410	16	7	
兴业证券	兴证全球	51%	5902	22	11	22.9%
	南方基金	9%	10564	22	2	
华泰证券	南方基金	41%	10564	22	9	8.0%
	华泰柏瑞	49%	2444	4	2	
海通证券	富国基金	28%	8897	26	7	7.2%
	海富通基金	51%	1653	5	3	

数据来源：Wind，东吴证券（香港）（注：合计净利润贡献度=基金公司合计净利润/证券公司净利润）

图 23：2021 年基金公司收入及增速


数据来源：Wind，东吴证券（香港）

图 24：2021 年基金公司净利润及增速


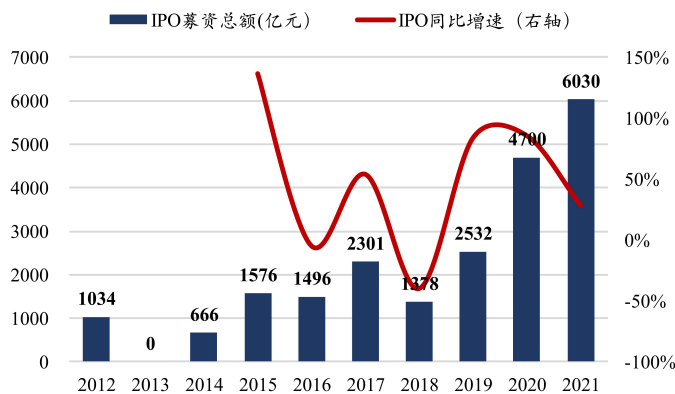
数据来源：Wind，东吴证券（香港）

2.2. 投行服务实体经济获得成效，2022 有望迎来全面注册制

2021 年证券行业投行收入继续上升，IPO 承销规模和再融资募资总额稳定增长，投行业务受益于注册制改革。1) 证券行业积极践行新发展理念，行业注册制进一步深化，北交所落地，多层次资本市场更完善，致 2021 年实现投资银行业务净收入同比+4.1%至 699.8 亿元。2) 2021 年证券行业服务实体经济取得新成效。2021 年，证券行业 IPO

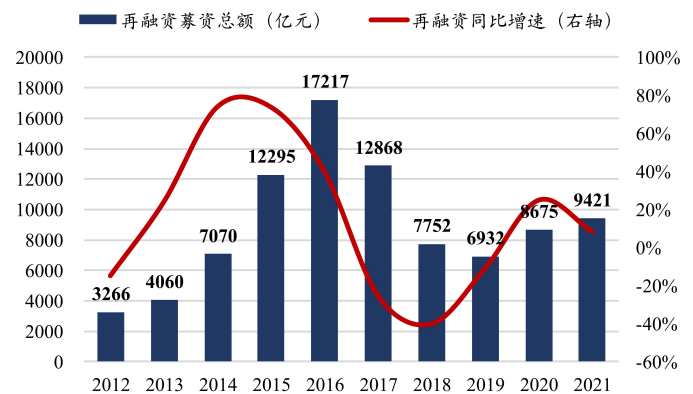
募资总额同比+28.3%至 6030 亿元，共服务 481 家企业完成境内首发上市，同比增加 87 家。其中，在科创板首发上市的“硬科技”企业有 162 家，在创业板首发上市的成长型创新创业企业有 199 家，引导资本有效支持科技创新。2021 年证券公司再融资募资总额同比+8.6%至 9421 亿元，服务 527 家境内上市公司实现再融资，同比增加 132 家。证券公司承销债券规模同比+14.6%至 115179 亿元。3) 2022 年随着全面注册制的推进，市场活跃度有望进一步提升，券商作为资本市场直接融资中的重要一环，将更考验其定价能力，渠道能力，研究实力及综合实力，头部券商将更受益于行业政策红利。

图 25：2021 年证券行业 IPO 募资总额及增速



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

图 26：2021 年证券行业再融资募资总额及增速

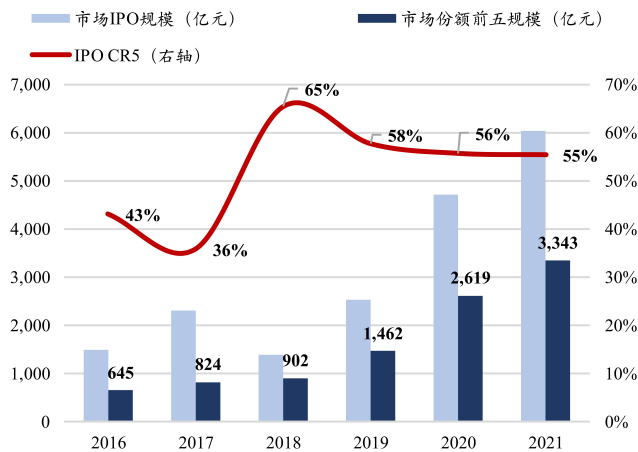


数据来源：Wind，东吴证券（香港）

行业集中度高，龙头券商优势明显。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，2021 年 IPO 规模 CR5 为 55%。投行业务头部券商龙头优势明显，2021 年中信，中金，中信建投，海通，华泰投行业务收入位居前五。这五家头部券商在 2021 年总的 IPO 募资规模，债券募资规模，再融资募资规模的市占率分别为 53%，45%，59%，均处于 40% 以上。投行业务作为券商重要的客户入口，头部券商优势突出，占据大部分市场份额，行业龙头地位稳固。

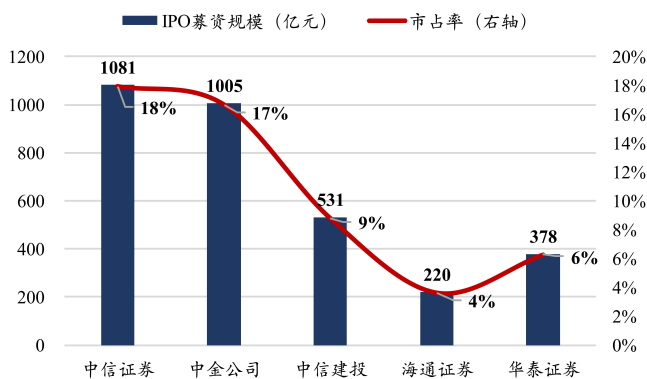
龙头券商拥有充足的项目储备，全面注册制有利于增加业务机会。截至 2022 年 4 月 1 日，按照证监会披露的科创板综合 IPO 排队报审家数和辅导备案登记受理项目，中金，中信，中信建投，华泰，海通的储备项目分别为 9，7，7，6，5 家，占科创板全部储备项目的 45%。由此可以看出，头部券商拥有项目储备优势，在 IPO 保荐承销公司数量上明显领先，随着全面注册制的推进，未来投行业务的利润有望进一步扩大。

图 27：2021 年 IPO 募资额集中度 (IPO CR5) 为 55%



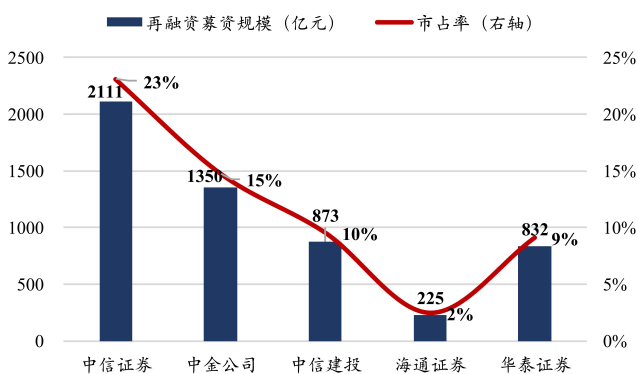
数据来源：Wind，东吴证券（香港）

图 29：2021 年头部券商 IPO 募资规模及市占率



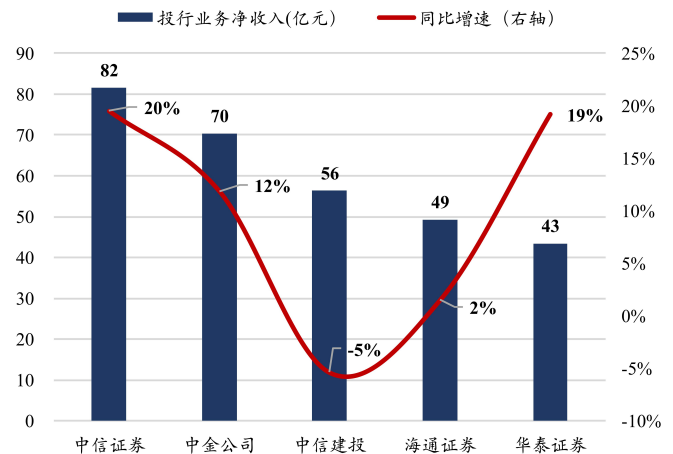
数据来源：Wind，东吴证券（香港）

图 31：2021 年头部券商再融资募资规模及市占率



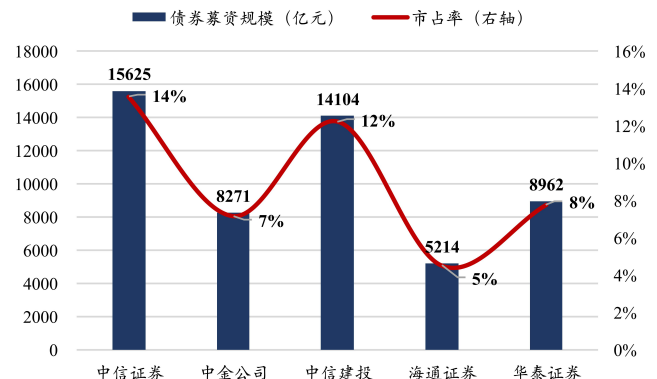
数据来源：Wind，东吴证券（香港）

图 28：2021 年头部券商的投行业务净收入及增速



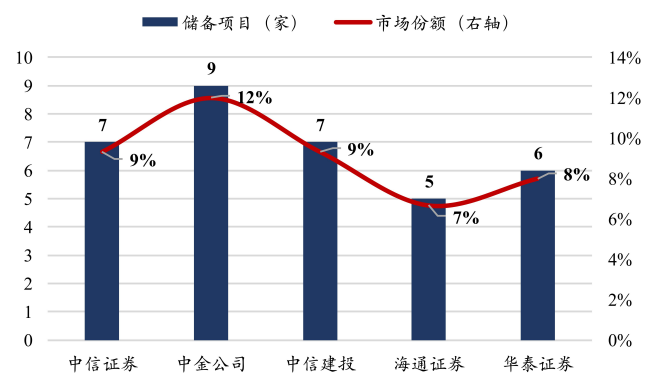
数据来源：Wind，东吴证券（香港）

图 30：2021 年头部券商债券募资规模及市占率



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

图 32：头部券商科创板储备项目数量情况

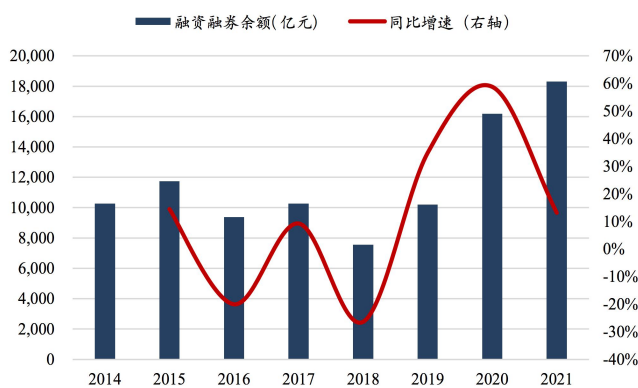


数据来源：Wind，东吴证券（香港）（截至 2022.4.1）

2.3. 两融驱动资本中介业务发展，衍生品助力券商自营趋于稳健

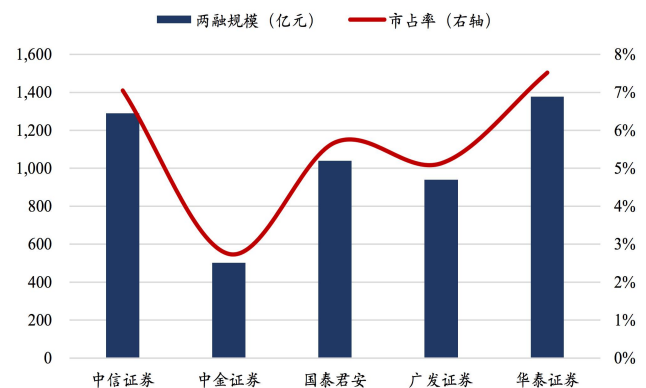
2021年以来，两融市场持续扩容，股票质押风险继续压降。1) 截至2021年末，市场两融余额18,322亿元，较年初+13%，沪深两融余额规模持续扩大，其中融券规模先增后降，年末值较年初-12.2%至1201亿元（期间2021年9月达最高点1739亿元，较年初+26.9%）。我们判断，长期来看资本市场仍处于向好发展的黄金时代，随着市场扩容，两融中枢也将逐步上移，其中头部券商风控能力及资本实力均更佳，具有更突出的优势。2) 截至2021年末，市场质押股数4198亿股（较年初-14.0%），市场质押股数占总股本5.67%（年初6.75%），市场质押市值为41807亿元（较年初-4.1%），市场规模持续压降，整体风险可控。3) 2021年券商资产质量继续巩固，随风险逐步出清，2021年代表券商（中信、中金、国君、广发、华泰）合计减值损失23.61亿元（同比-78.58%），我们预计随着疫情逐步得到控制与经济形势的改善，券商的资产质量将进一步得到夯实。

图 33：2021 年两融规模持续增长，融券增长提速



数据来源：Wind，东吴证券（香港）

图 34：2021 年头部券商两融规模及市占率



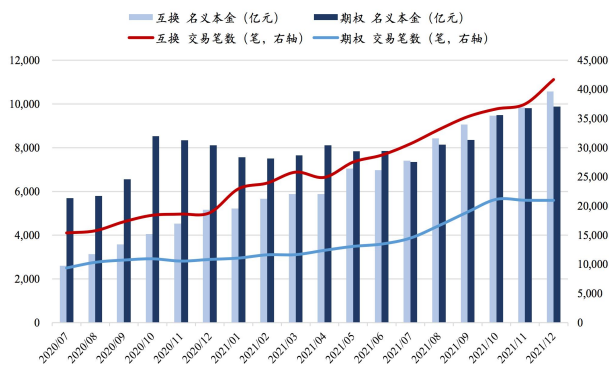
数据来源：Wind，东吴证券（香港）

2021年市场震荡，加剧券商自营业绩分化，头部券商加大交易型业务转型力度，投资交易收入稳定性远高于行业平均水平。2021年市场呈现震荡形式，截至2021年12月末，上证综指较年初上涨4.8%，沪深300下跌5.20%，证券行业配置稳健，同比仍保持正增长（由于协会口径变化，21年投资、利息及其他业务同比+4.64%至2461亿元）。随着投资交易业务对券商业绩的影响程度不断上升，未来将更加考验券商的主动管理能力和资产配置能力，同时也将加剧券商自营的业绩分化。其中，以客户交易、衍生品金融工具、量化策略等多元投资方向为主的券商将保持稳健，以方向性投资为主的自营业务收益波动将增加，震荡市中对它的考验将进一步升级。

场外衍生品快速发展，龙头券商深度受益。衍生品天然的高杠杆属性及其避险属性，有助于稳定证券公司ROE，同时随着衍生品业务和相关政策的不断拓展，衍生品规模将

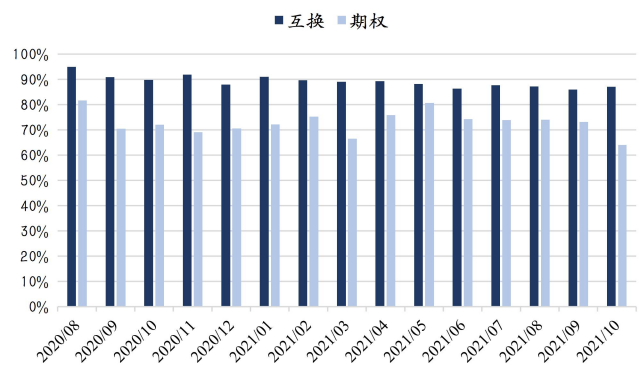
继续扩大，带动市场活跃度提升。截至 2021 年 12 月互换和期权新增名义本金进一步增加，分别为 4390 亿元/3521 亿元（较 2020 年同期+59.7%/28.0%）。场外衍生品业务考验券商的风险定价能力、资本实力和销售能力，同时前期投入较大。场外衍生品业务的市场集中度往往较高（互换 CR5 保持在 85%以上，期权 CR5 保持在 60%以上），大型综合券商在资金和平台实力上更有优势，纷纷加大衍生金融工具投资，以灵活对冲风险，平滑整体收益（中信、国君、华泰、广发的衍生金融资产增速均在 50%以上）。

图 35：场外互换和期权规模逐年抬升



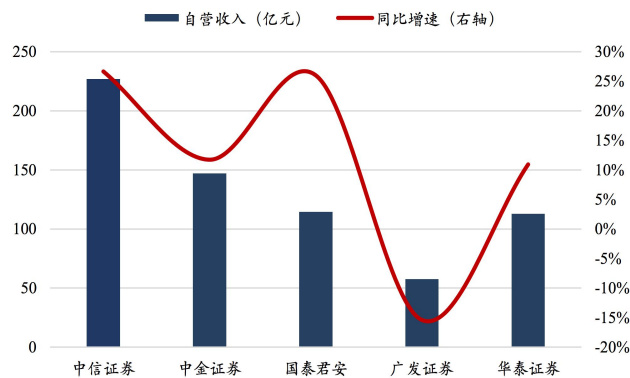
数据来源：证券业协会，东吴证券（香港）

图 36：2020/08~2021/12 场外衍生品 CR5 集中度



数据来源：证券业协会，东吴证券（香港）

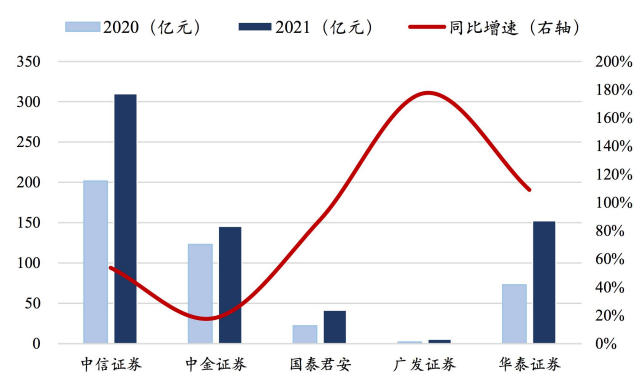
图 37：2021 年头部券商的自营业务收入及增速



数据来源：证券业协会，东吴证券（香港）

注：自营业务收入=投资收益+公允价值变动收益-联合经营企业的投资收益

图 38：2021 年头部券商的衍生金融资产规模及增速



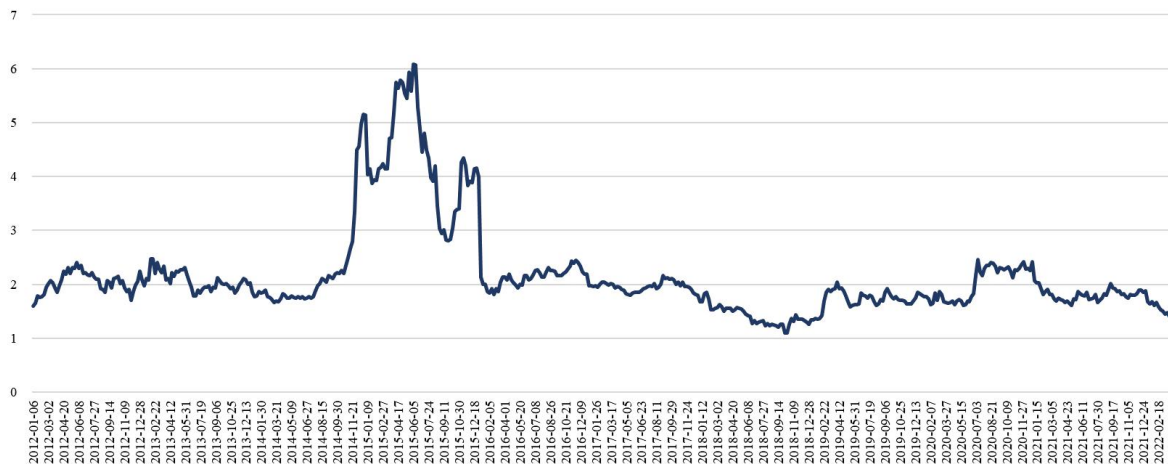
数据来源：Wind，东吴证券（香港）

3. 2022Q1 前瞻：市场波动震荡，看好龙头券商韧性

我们预计 2022 年第一季度证券行业净利润将同比稳步增长 10.4%，财富管理、投行及资管业务仍具有显著优势。1) 受益于居民财富逐步迁移至金融市场，财富管理业务转型将持续加速。我们预计 2022Q1 行业经纪业务净收入将同比+18.9%至 373 亿元，行业资管业务收入将同比+42.6%至 163 亿元。截至 2022 年 3 月 31 日，市场日均股基交易额达 10891 亿元，较去年同期增长 7.13%；据 Wind 统计，截至 2022 年 3 月 31 日权益基金资产净值达 8.7 万亿元，较年初增长 1.83%，权益市场长期向好趋势不改。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 2022Q1 行业投行业务收入将同比+43.5%至 173 亿元。2022Q1 IPO/再融资/债券承销规模分别为 1733 亿元/1357 亿元/16603 亿元，同比变化分别为 139%/-37%/13%；IPO/再融资/债承家数为 80/77/5827 家。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 2022Q1 行业利息净收入将同比+2.9%至 148 亿元；但因市场大盘指数表现不佳，我们预计 2022Q1 行业证券投资收益（含公允价值变动）将同比-15.0%至 258 亿元。截至 2022 年 3 月 31 日，市场两融余额达 16728 亿元，较去年同期+1.14%。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%）。4) 基于以上分析和假设，我们预计 2022Q1 券商净利润将同比增长 10.4%至 466 亿元，2022Q1 行业净利润率将基本与 2021Q1 持平，相比 2021 年同期增长 0.01pct 至 32%。

政策催化行业估值提升，当前板块估值仍处于历史相对低位，具有相对显著的配置价值。当前券商板块估值处于历史低位（2022 年 3 月 31 日 1.45 倍 PB，十年平均 2.16 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) 权益市场快速发展下，【东方财富】各项业绩实现大幅增长，高占有率叠加可转债发行，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【东方证券】、【广发证券】和【兴业证券】。4) 投顾业务处于从零到一的阶段，中小券商容易实现弯道超车，建议关注【国联证券】。我们预测【东方财富】、【中信证券】、【中金公司】（港股）2022Q1 归母净利润分别为 22.93/58.62/21.10 亿元，2022E 估值分别为 26.11 倍 PE/1.46 倍 PB/0.72 倍 PB。

图 39: 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 (香港)

表 2: 2022 年证券行业盈利预测及核心假设

单位: 亿元	2019A	2020A	2021E (悲观)	2021E (中性)	2021E (乐观)	2022Q1E
日均股票+基金成交额	5597	9036	9500	10000	11000	10891
经纪业务净收入	842	1295	1351	1419	1557	373
IPO 募资总额	2532	4700	6241	6783	7055	1950
定增募资总额	6932	8854	10534	11970	12449	1600
券商债券承销金额	76121	100490	125015	132971	142063	26528
投资银行业务净收入	370	482	700	768	825	173
资产管理规模	108309	105100	110976	114240	116416	108900
资产管理业务净收入	275	300	330	390	450	163
融资融券余额	10193	15500	18322	19000	19500	16728
利息净收入	229	630	743	796	807	148
证券投资收益 (含公允价值变动)	1222	1283	1441	1549	1616	258
营业收入	3605	4485	5092	5443	5762	1230
净利润	1231	1538	2037	2177	2305	468
净利率	34.10%	35.00%	40.00%	40.00%	40.00%	38.00%
净利润增速	84.80%	27.98%	6.57%	13.91%	20.60%	10.71%
净资产	20200	21623	27422	27506	27583	22000
ROE	6.30%	7.36%	7.67%	8.18%	8.65%	7.84%

数据来源: Wind, 东吴证券 (香港)

分析师声明：

本人以勤勉、独立客观之态度出具本报告，报告所载所有观点均准确反映本人对于所述证券或发行人之个人观点；本人于本报告所载之具体建议或观点于过去、现在或将来，不论直接或间接概与本人薪酬无关。过往表现并不可视作未来表现之指标或保证，亦概不会对未来表现作出任何明示或暗示之声明或保证。

利益披露事项：

刊发投资研究之研究分析员并不直接受投资银行或销售及交易人员监督，并不直接向其报告。

研究分析员之薪酬或酬金并不与特定之投资银行工作或研究建议挂钩。

研究分析员或其联系人并未从事其研究／分析／涉及范围内的任何公司之证券或衍生产品的买卖活动。

研究分析员或其联系人并未担任其研究／分析／涉及范围内的任何公司之董事职务或其他职务。

东吴证券国际经纪有限公司（下称「东吴证券国际」或「本公司」）或其集团公司并未持有本报告所评论的发行人的市场资本值的1%或以上的财务权益。

东吴证券国际或其集团公司并非本报告所分析之公司证券之市场庄家。

东吴证券国际或其集团公司与报告中提到的公司在最近的12个月内没有任何投资银行业务关系。

东吴证券国际或其集团公司或编制该报告之分析师与上述公司没有任何利益关系。

免责声明

本报告由东吴证券国际编写，仅供东吴证券国际的客户使用，本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。如任何司法管辖区的法例或条例禁止或限制东吴证券国际向收件人提供本报告，收件人并非本报告的目标发送对象。本研究报告的编制仅供一般刊发，并不考虑接收本报告之任何特定人士之特定投资对象、财政状况、投资目标及特别需求，亦非拟向有意投资者作出特定证券、投资产品、交易策略或其他金融工具的建议。阁下须就个别投资作出独立评估，于作出任何投资或订立任何交易前，阁下应征求独立法律、财务、会计、商业、投资和/或税务意见并在做出投资决定前使其信纳有关投资符合自己的投资目标和投资界限。本报告应受香港法律管辖并据其解释。

本报告所载资料及意见均获自或源于东吴证券国际可信之数据源，但东吴证券国际并不就其准确性或完整性作出任何形式的声明、陈述、担保及保证(不论明示或默示)，于法律及/或法规准许情况下，东吴证券国际概不会就本报告所载之资料引致之损失承担任何责任。本报告不应倚赖以取代独立判断。

本报告所发表之意见及预测为于本报告日的判断，并可予更改而毋须事前通知。除另有说明外，本报告所引用的任何业绩数据均代表过往表现，过往表现亦不应作为日后表现的可

靠预示。在不同时期，东吴证券国际可能基于不同假设、观点及分析方法发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。分析中所做的预测收益可能基于相应的假设，任何假设的改变可能会对本报告预测收益产生重大影响，东吴证券国际并不承诺或保证任何预测收益一定会实现。

东吴证券国际的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面表达与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点，本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。东吴证券国际及其集团公司的各业务部门，如有投资于本报告内所涉及的任何公司之证券或衍生产品时，其所作出的投资决策可能与本报告所述观点并不一致。

本报告及其所载内容均属机密，仅限指定收件人阅览。本报告版权归东吴证券国际所有，未经本公司同意，不得以任何方式复制、分发或使用本报告中的任何资料。本报告仅作参考用途，任何部分不得在任何司法管辖权下的地方解释为提呈或招揽购买或出售任何于报告或其他刊物内提述的任何证券、投资产品、交易策略或其他金融工具。东吴证券国际毋须承担因使用本报告所载数据而可能直接或间接引致之任何责任，损害或损失。

特别声明

东吴证券国际可能在法律准许的情况下参与及投资本报告所述证券发行人之融资交易，也可能为有关发行人提供投资银行业务服务或招揽业务，及/或于有关发行人之证券或期权或其他有关投资中持仓或持有权益或其他重大权益或进行交易。阁下应考虑到东吴证券国际及/或其相关人员可能存在影响本报告及所载观点客观性的潜在利益冲突，请勿将本报告视为投资或其他决策的唯一信赖依据。

本报告及其所载信息并非针对或意图发送给任何就分派、刊发、可得到或使用此报告而导致东吴证券国际违反当地法律或规例或可致使东吴证券国际受制于相关法律或规例的任何地区、国家或其他司法管辖区域的公民或居民。接收者须自行确保使用本报告符合当地的法律及规例。

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。

东吴证券国际经纪有限公司

Level 17, Three Pacific Place, 1 Queen's Road East, Hong Kong

香港皇后大道东 1 号太古广场 3 座 17 楼

Tel 电话：(852) 3983 0888(公司) (852) 3983 0808 (客户服务)

公司网址： <http://www.dwzq.com.hk/>