



非银行金融行业潜力业务 (1): 后雪球时代的场外衍生品



投资要点

网红产品雪球是什么？雪球是 H121 爆火的金融产品，预计去年总规模峰值达 2500-3000 亿元。雪球一般由券商、信托等金融机构发行，以券商“非保本收益凭证”为底层资产，挂钩场外期权。2021 年 8 月以来，雪球业务频受窗口指导，业务规模、客户群不断受限，但我们认为雪球产品中金融机构与投资者共享收益、共担风险，寻找共赢平衡点的思想揭示了证券业务长远发展方向。嵌入金融衍生品，交易双方对特定标的的价格走势、波动率、相关性进行有限判断，是实现共享收益、共担风险的最佳路径。

我国场外衍生品业务正快速发展。场外衍生品业务主要包括场外期权和收益互换，2021 年 9 月末存续名义本金 1.96 万亿元、年累计新增 6.25 万亿元。银行是场外期权最大交易对手，股指类场外期权在结构性存款、浮动收益类理财产品广泛应用；私募基金是收益互换主要交易对手，大宗交易、股份减持、日内回转策略、套利组合中应用较多。基于中证协披露的业务规模、TOP20 相关收入数据，我们估计 2021 年场外衍生品业务净收入或达 135 亿元，同比+92%。若我国权益类金融衍生品渗透率达到海外成熟市场水平，名义本金有望达到 9-10 万亿元，较目前还有 5 倍的成长空间，届时年净收入贡献或达 450-500 亿元。

场外衍生品集中度高，头部券商优势明显。场外衍生品是典型的强者恒强的业务，投资者与券商交易，券商充当做市商。交易对手越多，投资

者相互对冲可能性越大，做市商风险对冲成本越低、报价越低，吸引更多投资者加入。海外前五强市占合计 93-95%；我国场外期权前五强市占合计 65%、收益互换前二强市占合计 65%。目前中信、华泰、中金等场外衍生品业务规模较大、收入较高。尽管目前场外衍生品业务直接收入占比仅 3-5%，且监管压力下短期增速或下滑，但中长期看，个别公司收入占比有望升至 20-30%，成为重要利润增长点。

投资建议：综合考量基本面、估值和成长性三方面，看好华泰、中信和中金。

华泰：2019 年以来场外衍生品业务一直处于头部地位，经纪、投行、资管等也表现优异；2021EP/B1.07x，是目前时点性价比最高的券商股。

中信：场外期权、收益互换均居行业首位，2021 年归母净利润同比 +54%，目前 2021EP/B1.62x，与过去 5 年平均值相当，龙头溢价尚未体现。

中金：收益互换业务遥遥领先同业，机构、投行及富裕人群财富管理等业务具备核心竞争力且契合行业趋势，A 股目前 2021E3.17xP/B，H 股 2021E1.07xP/B，均处各自历史低位。

风险提示：政策变化、专业能力不足、客户信用、业务发展不及预期等风险。

关键词: 网红

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_36051

