



论本轮券商上涨的逻辑：强烈看好券商板块 首推财富管理标的



事件:2023/1/9,申万券商指数上涨 1.92%,跑赢沪深 300 指数 1.11pct。其中,东方证券领涨 7.54%,兴业证券涨 4.13%、广发证券涨 3.96%、东方财富涨 3.44%。

核心观点:请务必重视券商板块配置机会。当前阶段,板块 beta 进攻刚开始:宏观经济有复苏预期、但企业盈利尚待实质改善,宽信用政策环境将延续;市场交投回暖下,低估低配的券商板块迎来友好配置窗口期。下一阶段,若市场赚钱效应可持续,新发权益基金有望明显回暖,居民存款搬家及财富管理业务仍是投资券商股的重要长逻辑和 alpha 所在。

券商板块 2022E 业绩低基数(1Q22 基数更低),其中投资收益同比降五成;市场新发权益基金同比降 8 成。1Q22-3Q22,券商板块(42 家券商合计)单季归母净利 253 亿、507 亿、329 亿,分别同比-43%/-12%/-38%,累计同比-30%。其中,单季投资收益(含公允价值变动及汇兑损益)-21 亿、478 亿、162 亿,分别同比-106%/-12%/-57%,累计同比-49%。1)受市场大跌影响,部分券商股票自营亏损,9M22 年化投资收益率为负值;其中,中信(3.04%)、国联(3.19%)、东方(0.90%)、兴业(-1.08%)、长城(-0.28%)、广发(-0.05%)。2)2022 年赚钱效应羸弱,市场新发权益基金不足 4700 亿份,同比下降 78%。

2023 年盈利增长确定性强:中性、一般乐观、较乐观三种市场情景下,重点覆盖券商(12 家传统券商+东方财富)2023E 合计净利润同比增速区间为 20%~57%。基于 2023 年中性、一般乐观、较乐观的 3 种市场假设下(①

日均成交额 yoy+5%/+10%/+20%;②上证指数年底 3200/3500/3800 点;③日均非货基规模 yoy+8%/+12%/+18%;④新发权益基金份额 yoy+40%/+80%/+120%),我们覆盖的重点券商合计净利润分别将 yoy+23%/+41%/+61%(表 1 所示 12 家传统券商+东方财富)。以一般乐观情景为例,预计东方证券 22-23E 净利润 27.6、55.2 亿元,yoy-41%/+100%;东方财富 22-23E 净利润 86.8、108.8 亿元,yoy+1%/+25%;兴业证券 22-23E 净利润 24.8、46.9 亿元,yoy-48%/+89%;广发证券 22-23E 净利润 70.3、105.9 亿元,yoy-35%/+51%;长城证券 22-23E 净利润 8.2、15.7 亿元,yoy-54%/+92%。

重点覆盖券商现 23 年动态 PB 在 0.80~2.44 倍区间(不含东财),接近或低于 18 年底部;静态 PB 估值分位数区间 0.1%~23%。截至 1/9 收盘,券商板块 23 年动态 PB1.12 倍,其中板块 43%标的动态 PB 估值低于 2018 年底部;基于一般乐观的市场假设下,我们重点推荐的东方证券 23E 动态 PB1.12 倍,广发证券动态 PB1.05 倍,兴业证券动态 PB0.91 倍,东方财富动态 PE25.6 倍,长城证券动态 PB1.19 倍,中信证券动态 PB1.20 倍。部分重点覆盖券商静态 PB 估值(东财为 PE 估值)分位数如下:东方(17.5%)/广发(11%)/兴业(24%)/东财(4.8%)/长城(4.5%),整体仍处于历史底部位置。

财富管理(权益公募产业链)发展的长期逻辑未改:2022 年居民净存款高增,在市场赚钱效应下,居民存款仍将搬家,新发权益基金有望显著回暖。财

财富管理主线下首推东方证券、广发证券、兴业证券、东方财富、长城证券。2022 年银行理财破净比例提升,若 A 股赚钱效应延续,居民储蓄搬家并增配权益、投资养老仍是大势所趋。目前我国偏股基金渗透率不足 7%(偏股基金规模/GDP),与美国 20 世纪 90 年代初期相当,对标同期美国偏股基金深度达 72%,我国公募基金行业仍处于初期快速成长期。权益公募产业链(基金管理+代销+分仓佣金)是东方/广发/兴业/东财/长城的重要盈利来源,常态年份下公募产业链利润占证券公司利润比重区间如下:东方证券(50%~55%),广发证券(30%~35%),兴业证券(35%~40%),东方财富(45%~50%),长城证券(45%~50%)。

全面注册制改革推进在即,A 股机构化趋势加快,头部券商将受益于直接融资大发展。机构业务主线下推荐中信证券、中信建投。随着 A 股的机构化趋势加快,券商衍生品创设和做市交易等业务具备发展空间;此外,注册制下 IPO 业务集中度提升(2022 年 CR3 为 45%,较 2020 年提升 4.6pct),头部券商将持续受益。2022 年机构业务占比高的券商盈利韧性彰显,且 22EROE 显著高于 18 年,如中信证券 22EROE9.6%,中信建投 22EROE11.6%。

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_51055

