

证券行业半年报综述

市场波动自营拖累业绩，头部券商相对稳健

强于大市（维持）

行情走势图



相关研究报告

【平安证券】证券行业深度报告他山之石：美国做市业务的发展路径与经验借鉴 20220810

证券分析师

王维逸 投资咨询资格编号
S1060520040001
BQC673
WANGWEIYI059@pingan.com.cn

李冰婷 投资咨询资格编号
S1060520040002
LIBINGTING419@pingan.com.cn



投资要点

- **上半年业绩整体承压，Q2 单季环比向好：**1) 上半年二级市场震荡调整，主要指数均出现明显回撤。但市场成交仍然保持较高活跃度，上半年日均股基成交额达 10628 亿元，同比增长 9%。2) 上半年券商整体业绩承压，41 家上市券商（下同）合计实现营业收入 2475 亿元，同比下滑 19%，归母净利润 714 亿元，同比下滑 27%。其中，Q2 单季业绩明显环比改善，营业收入 1513 亿元，同比下滑 11%，环比增长 57%，归母净利润 485 亿元，同比下滑 13%，环比增长 111%。3) 收入结构变动较大，自营占比同比下滑 10pct 至 18%，经纪、投行、资管、信用、其他业务分别同比提升 3、2、1、2pct 至 23%、10%、9%、11%、28%。
- **行业马太效应进一步增强，头部券商业绩稳定性更强：**1) 根据归母净利润排序，上半年前 10 家、前 20 家上市券商共计实现归母净利润 521 亿元、649 亿元，分别同比下降 21%、22%，优于上市券商平均表现；CR10 集中度同比上升 6pct 至 73%。2) 上市券商合计杠杆倍数 3.9 倍，中金公司维持第一；平均年化 ROE6.2%，同比下滑 1.5pct，头部券商盈利能力更强，前 10 家、前 20 家上市券商合计年化 ROE 分别为 8.3%、7.8%。
- **自营投资拖累业绩，投行收入降幅最窄：**1) 上半年股基成交额维持同比正增，但行业平均佣金率同比下滑 0.2bp 至 0.023%、新发基金份额同比降 58%，拖累上市券商经纪业务净收入同比降 6%至 578 亿元。2) 上半年全行业 IPO 规模同比增 46%，但再融资、债权承销规模均同比下滑，上市券商投行业务收入 259 亿元（YoY-3%）。3) 净资产稳定扩张，但市场调整拖累自营收益，上市券商合计实现自营收入 457 亿元（YoY-47%），净资产 2.3 万亿元（YoY+12%）。4) 全市场两融规模收缩至 1.6 万亿元，上市券商信用业务净收入同比降 7%至 279 亿元。5) 券商资管整体规模仍保持收缩，证券行业集合资管产品规模在总规模中的占比同比增 1pct 至 45%，但受二级市场行情波动影响，上市券商资管业务收入降 4%至 220 亿元。
- **投资建议：**近期流动性整体保持合理充裕，同时资本市场改革持续推进，全面注册制方向明确，证券行业受益。当前证券行业平均 PB 仅为 1.5 倍，位于历史前 10%低位，具备较高安全边际、配置性价比较高，继续看好综合实力稳健、具备强劲抗周期能力的龙头公司。
- **风险提示：**1) 权益市场大幅波动。2) 疫情反复致使投资者风险偏好降低。3) 宏观经济下行。4) 资本市场改革不及预期。

正文目录

一、 上半年业绩整体承压，Q2 单季环比向好.....4

1.1 市场震荡拖累券商业绩，Q2 单季回暖 4

1.2 收入结构变动较大，自营占比大幅下滑 4

1.3 行业马太效应进一步增强，头部券商业绩稳定性更强 5

二、 自营投资拖累业绩，投行收入降幅最窄.....6

2.1 经纪：市场活跃度同比提升，行业佣金率进一步下行 6

2.2 投行：Q2 投行收入下滑，龙头效应强化 7

2.3 自营：净资产稳定扩张，市场调整拖累业绩表现 9

2.4 信用：两融规模收缩，利息净收入下滑 10

2.5 资管：集合资管占比持续提升，主动管理转型持续 10

三、 盈利预测及投资建议..... 11

四、 风险提示 12

图表目录

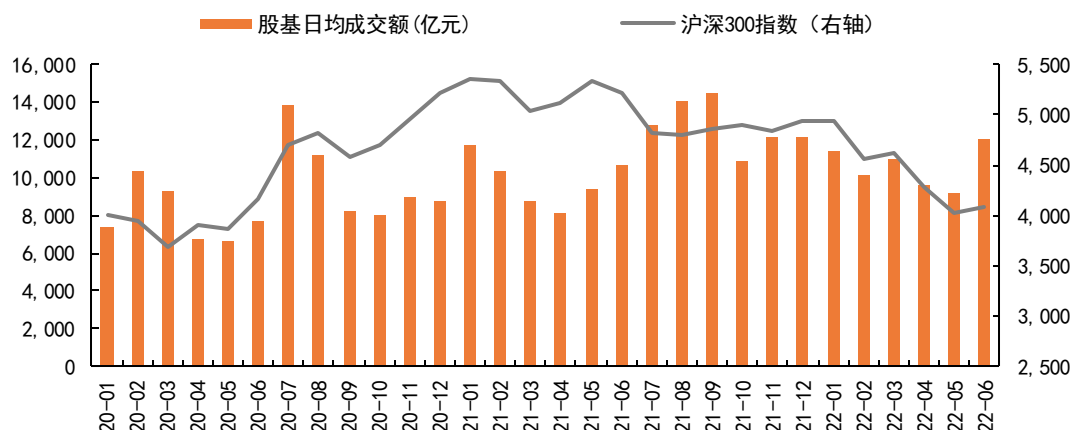
图表 1	全市场日均股基成交额	4
图表 2	上市券商 2022H1 各业务收入及增速	5
图表 3	上市券商各业务收入占比	5
图表 4	上市券商 2022H1 归母净利润（前 15）	5
图表 5	大券商归母净利润比重变化（前 15）	5
图表 6	上市券商 2022H1 ROE 水平（41 家）	6
图表 7	上市券商 2022H1 杠杆倍数（41 家）	6
图表 8	上市券商 2022H1 经纪业务净收入（41 家）	7
图表 9	股权融资规模及增速(含 IPO/增发/配股)	8
图表 10	债券发行规模及增速	8
图表 11	2022H1 券商股权、债权承销排名	8
图表 12	上市券商 2022H1 投行业务净收入（41 家）	9
图表 13	上市券商 2022H1 自营业务收入（前 15）	10
图表 14	上市券商 2022H1 合计净资产	10
图表 15	全市场融资融券余额、股票质押参考市值	10
图表 16	上市券商 2022H1 利息净收入（前 15）	10
图表 17	证券行业资产管理规模	11
图表 18	上市券商 2022H1 资管业务收入（前 15）	11
图表 19	2022 年证券行业业绩测算结果（中证协口径）	11

一、上半年业绩整体承压，Q2 单季环比向好

1.1 市场震荡拖累券商业绩，Q2 单季回暖

权益市场调整幅度较大，市场成交仍然保持较高活跃度。2022 年上半年，二级市场震荡调整，权益市场主要指数均出现回调，截至 6 月末，上证综指、沪深 300、创业板指累计收益率分别为 -6.63%、-9.22%、-15.41%。但交投活跃度仍保持高水平，日均股基成交额达 10628 亿元，同比增长 8.72%。Q2 以来活跃度环比略微下降，但同比仍维持正增，Q2 单季度日均股基成交额达 10352 亿元，同比增长 10.16%，环比下降 5.09%。

图表1 全市场日均股基成交额



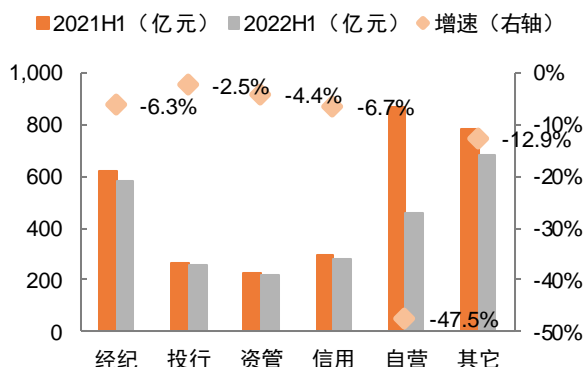
资料来源：WIND，上交所，深交所，平安证券研究所

上半年业绩持续承压，但 Q2 单季回暖。1) 据中证协口径，上半年 140 家证券公司实现营业收入 2059.19 亿元，同比下滑 11.40%，归母净利润 811.95 亿元，同比下滑 10.06%。2) 上市券商合并口径下业绩降幅更大，上半年 41 家上市券商（下同）合计实现营业收入 2475.30 亿元，同比下滑 19.23%，归母净利润 713.73 亿元，同比下滑 27.35%。其中，Q2 单季度业绩明显环比改善，营业收入 1512.62 亿元，同比下滑 10.60%，环比增长 57.13%，归母净利润 484.52 亿元，同比下滑 13.17%，环比增长 111.39%。

1.2 收入结构变动较大，自营占比大幅下滑

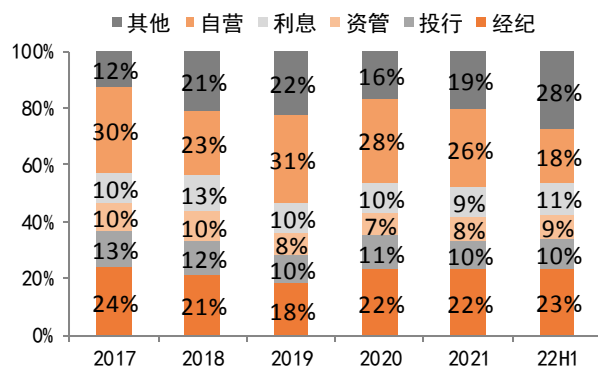
自营收入占比大幅下滑，投行收入降幅最小。据上市券商半年报口径，上市券商各项业务中经纪、投行、资管、信用、自营、其他收入分别同比变动-6.35%、-2.50%、-4.38%、-6.69%、-47.45%、-12.87%。收入结构变化较大，自营收入占比同比下降 10pct 至 18%，经纪、投行、资管、信用、其他业务分别同比提升 3、2、1、2、2pct 至 23%、10%、9%、11%、28%。

图表2 上市券商 2022H1 各业务收入及增速



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表3 上市券商各业务收入占比



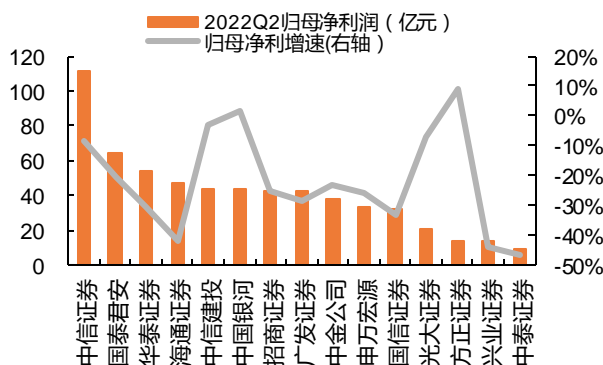
资料来源: WIND, 平安证券研究所

1.3 行业马太效应进一步增强，头部券商业绩稳定性更强

业绩分化加剧，行业马太效应进一步增强。根据归母净利润排序，上半年前 10 家、前 20 家上市券商共计实现归母净利润 520.93 亿元、649.29 亿元，分别同比下降 21.19%、22.42%，同比降幅小于上市券商整体水平。因此行业归母净利润 CR10 集中度同比上升 5.71pct 至 72.99%，CR20 集中度同比上升 5.78pct 至 90.97%。

头部券商抗周期波动能力更强，业绩相对稳健。归母净利润排名前十的上市券商名单与 2021 年变动不大，其中，中信建投由第 9 名上升至第 5 名，中国银河由第 8 名提升至第 6 名，提升较快。申万宏源由第 11 名上升至第 10 名，而国信证券掉出前 10。中信证券、国泰君安、华泰证券维持行业前三的排名，上半年归母净利润分别为 111.96 亿元、63.73 亿元、53.75 亿元。

图表4 上市券商 2022H1 归母净利润 (前 15)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

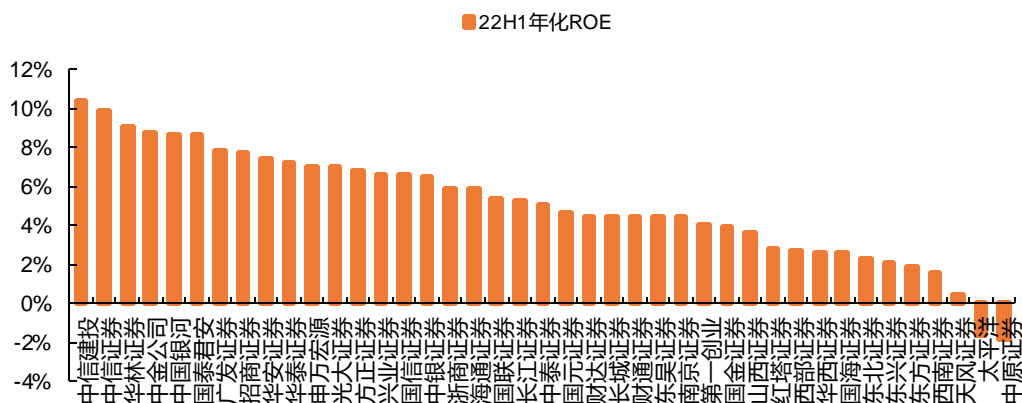
图表5 大券商归母净利润比重变化 (前 15)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

ROE 水平下滑较明显，头部券商整体表现优于中小券商。1) 据中证协口径，上半年证券行业年化 ROE 为 6.19%，同比下滑 1.50pct。2) 上半年上市券商合计年化 ROE 为 6.64%，同比下滑 3.59pct。上市券商中，头部券商盈利能力更强，根据归母净利润排序，前 10 家、前 20 家上市券商合计年化 ROE 分别为 8.27%、7.75%，高于上市券商整体 ROE。中信建投、中信证券、华林证券年化 ROE 分别为 10.38%、9.91%、9.06%，排名行业前三。

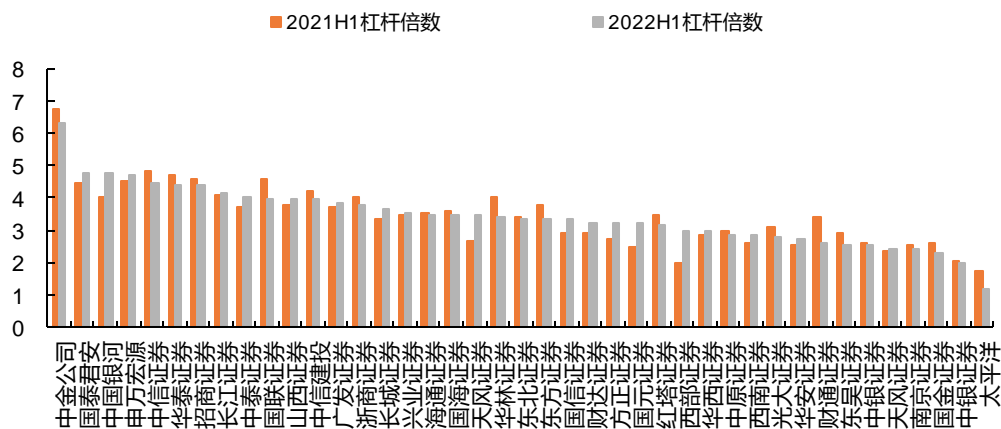
图表6 上市券商 2022H1ROE 水平（41家）



资料来源：WIND，平安证券研究所

杠杆倍数较年初保持稳定，中金公司维持第一。上市券商合计杠杆倍数 3.92 倍，基本与上年末持平，其中，有 25 家杠杆倍数较上年末提升、16 家杠杆倍数下滑。杠杆倍数前三为中金公司、国泰君安、中国银河，杠杆倍数分别为 6.30 倍、4.77 倍、4.76 倍；增长最快的三家是华林证券、国联证券、山西证券，分别增加 1.53 倍、0.65 倍、0.52 倍。

图表7 上市券商 2022H1 杠杆倍数 (41 家)



资料来源：WIND，平安证券研究所

二、 自营投资拖累业绩， 投行收入降幅最窄

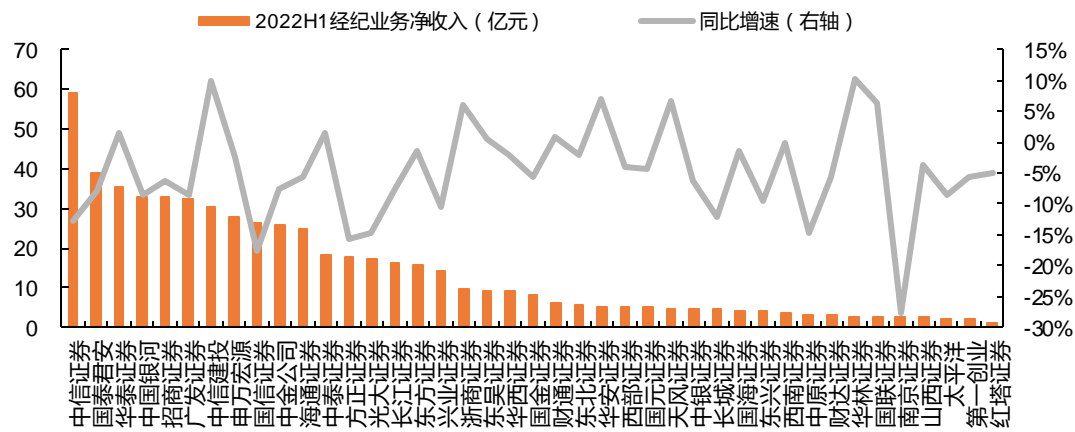
2.1 经纪：市场活跃度同比提升，行业佣金率进一步下行

受佣金率及代销收入下滑影响,经纪业务净收入同比减少。上半年市场双边股基成交额共计 248.68 万亿元,同比增长 7.80%,而上市券商合计经纪业务净收入下滑至 578.47 亿元 (YoY-6.35%),我们预计主要是由于佣金率下滑,以及新发基金规模收缩、代销金融产品收入下滑。通过中证协披露数据测算,上半年行业平均佣金率同比下滑 0.2bp 至 0.023%,同时上半年新

发基金仅 708 只，同比减少 117 只，新发基金份额 6834.47 亿元 (YoY-57.70%)，不足去年同期的一半。

经纪业务集中度同比略微下滑。根据经纪业务净收入排序，前 10 家、前 20 家上市券商经纪净收入分别同比变动-6.88%、-6.72%，下降速度高于上市券商合计水平。CR10、CR20 集中度分别为 59.19%、85.57%，均同比下滑 0.34pct，预计主要系头部券商经纪业务中代销金融产品占比相对较高、受市场波动影响较大。经纪业务净收入前三为中信证券、国泰君安、华泰证券，分别为 58.86、39.05、35.54 亿元。华林证券、中信建投、华安证券增速最高，分别达 10.28%，9.96%，7.04%。

图表8 上市券商 2022H1 经纪业务净收入 (41 家)



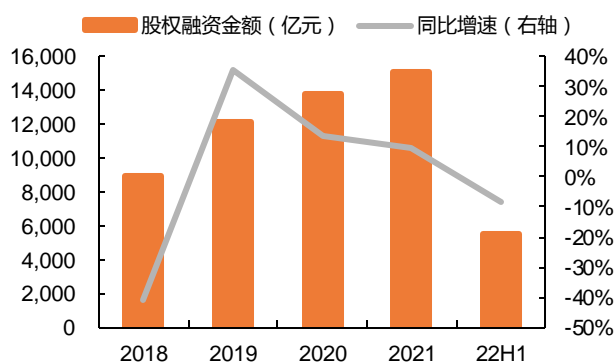
资料来源: WIND, 平安证券研究所

2.2 投行: Q2 投行收入下滑, 龙头效应强化

上半年 IPO 规模高增, 股权再融资和债权融资需求下降。2022H1 全行业股权承销金额 5514.83 亿元 (YoY-8.37%), 其中 IPO 金额为 3119.20 亿元 (YoY+45.78%), 再融资金额为 2395.63 亿元 (YoY-38.24%)。债权承销方面, 2022H1 券商承销公司债、企业债、金融债、ABS 合计规模达 3.43 万亿元 (YoY-9.48%)。上半年上市券商合计实现投行业务净收入 259.08 亿元 (YoY-2.50%)。

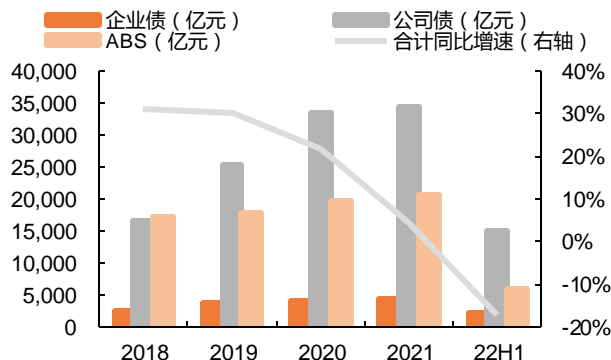
单季度投行承销规模和收入均收缩。Q2 单季全行业股权承销金额 2255.29 亿元 (YoY-24.56%, QoQ-30.81%), 其中 IPO 金额为 1320.47 亿元 (YoY-4.20%, QoQ-26.59%), 再融资金额 934.82 亿元 (YoY-42.77%, QoQ-36.01%)。债权承销中公司债、企业债、金融债、ABS 合计 1.68 万亿元 (YoY-15.33%, QoQ-4.57%)。承销规模收缩导致 Q2 投行收入下滑, Q2 单上市券商合计投行业务净收入为 120.04 亿元 (YoY-17.09%, QoQ-13.67%)。

图表9 股权融资规模及增速(含 IPO/增发/配股)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表10 债券发行规模及增速



资料来源: WIND, 平安证券研究所

股权承销市场集中度进一步提升, 投行龙头强者恒强。以发行人上市日为准, 2022H1 中信证券 IPO 金额为 879.51 亿元, 市场份额达 28.20%, 较去年全年提升 12.54pct, 稳居行业第一; 中金公司、中信建投 IPO 金额市场份额分别达 14.22%、12.80%, 位居二三位。行业股权承销规模 CR10 集中度达 83.16%, 较 2021 年全年提升 6.64pct。从细分板块来看, 科创板方面, 上半年中信建投 IPO 金额 237.17 亿元, 行业排名第一; 海通证券、中信证券排名第二、第三。创业板方面, 中信证券 IPO 金额 128.33 亿元, 排名行业第一; 中信建投、国泰君安分别为第二、第三。

债权融资同样维持较高集中度, 行业前三市场份额微增。上半年, 行业债权 (公司债、企业债、ABS、金融债) 承销规模 CR10 集中度达 71.32%, 较去年全年略微下滑 0.96pct, 但承销规模前三的中信证券、中信建投、中金公司债权承销规模的市场份额分别提升 0.02pct、0.76pct、0.70pct 至 12.56%、11.32%、8.03%。

图表11 2022H1 券商股权、债权承销排名

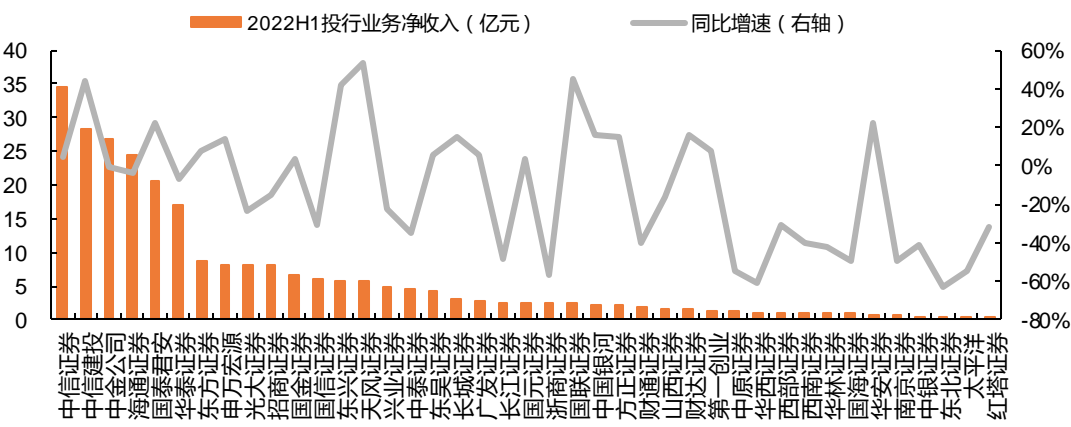
股权						债权					
机构简称	市场份额	募集资金 (亿元)				机构简称	市场份额	募集资金 (亿元)			
		首发	增发	配股	合计			金融债	企业债	公司债	ABS
中信证券	23.15%	880	375	22	1,277	中信证券	12.56%	1,683	63	1,662	901
中信建投	11.81%	399	252	0	651	中信建投	11.32%	1,554	115	1,752	464
中金公司	11.22%	443	125	50	619	中金公司	8.03%	1,291	24	811	628
华泰证券	7.11%	159	228	5	392	国泰君安	7.86%	1,023	135	1,045	496
国泰君安	5.62%	210	100	0	310	海通证券	4.21%	427	159	607	252
海通证券	4.98%	232	43	0	275	平安证券	3.97%	26	14	659	663
安信证券	3.49%	49	144	0	193	招商证券	3.55%	392	5	296	525
招商证券	2.72%	91	26	33	150	申万宏源	3.42%	540	40	438	155
光大证券	2.51%	81	26	32	138	华泰证券	2.93%	169	86	732	18
东方投行	2.48%	43	50	44	137	华泰证券	2.73%	682	0	0	255
申万宏源	2.32%	36	30	62	128	国信证券	2.46%	264	83	299	198
兴业证券	1.69%	18	43	32	93	东方投行	2.15%	334	61	322	22
中泰证券	1.42%	16	61	1	79	广发证券	2.14%	453	86	127	69
平安证券	1.33%	9	32	32	73	光大证券	2.02%	275	7	215	197
东兴证券	1.32%	73	0	0	73	中银证券	1.98%	533	0	89	58
全市场	100%	3,119	1,929	466	5,515	全市场	100.00%	198	13	305	142

资料来源: WIND, 平安证券研究所

收入表现同样呈现明显头部效应, 龙头券商维持正增。根据投行业务净收入排序, 前 10 家、前 20 家上市券商投行净收入同比增速分别为 5.37%、2.18%, 均实现同比正增, CR10、CR20 集中度分别同比大幅提升 5.32pct、4.09pct 至 65.89%、

85.01%。中信证券、中信建投、中金公司收入排名前三，分别为 34.53 亿元、28.32 亿元、26.81 亿元。同比增速前三的为天风证券、国联证券、中信建投，分别为 53.79%、44.55%、44.50%。

图表12 上市券商 2022H1 投行业务净收入（41 家）



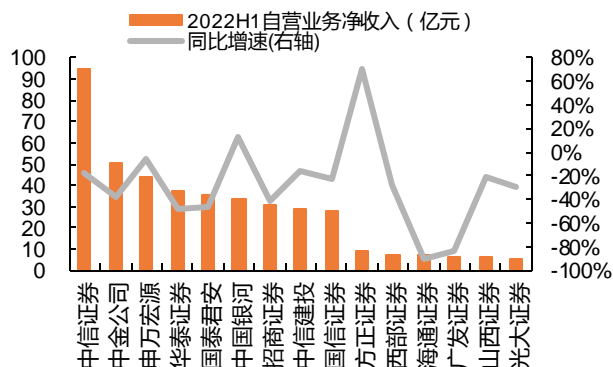
资料来源：WIND，平安证券研究所

2.3 自营：净资产稳定扩张，市场调整拖累业绩表现

自营收入大幅下滑，资产端稳定增厚。受权益市场低迷影响，券商方向性自营的收益率明显下滑，拖累自营收入表现。但随着客户风险管理需求的提升，我们预计场外衍生品等创新业务稳定增长，抵消部分方向性投资亏损。上半年上市券商合计实现自营收入 457.15 亿元（YoY-47.45%），较 Q1 自营收入同比降幅明显收窄。Q2 单季自营收入转亏为盈，单季上市券商合计实现自营收入 478.18 亿元（YoY-14.14%）。券商资产规模仍保持稳定增长，上市券商总资产 11.16 万亿元（YoY+13.56%），净资产 2.25 万亿元（YoY+11.74%）。

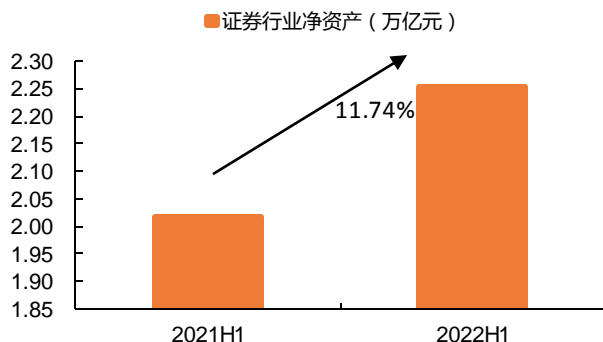
头部券商自营收入相对稳健，集中度大幅提升。根据自营业务收入排序，前 10 家、前 20 家上市券商自营收入分别同比变动 -27.17%、-38.70%，同比降幅低于上市券商合计水平，CR10、CR20 集中度分别同比大幅提升 23.93pct、14.00pct 至 85.91%、98.06%。中信证券、中金公司、申万宏源自营收入排名前三，分别为 94.62 亿元、50.45 亿元、43.81 亿元。同比增速前三为中银证券、方正证券、太平洋，分别为 78.37%、69.91%、15.69%。

图表13 上市券商 2022H1 自营业务收入（前15）



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表14 上市券商 2022H1 合计净资产



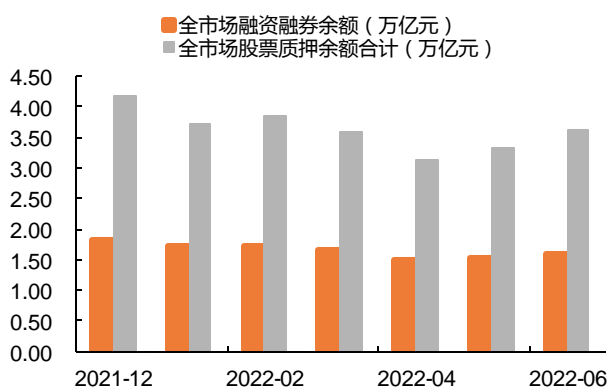
资料来源: WIND, 平安证券研究所

2.4 信用：两融规模收缩，利息净收入下滑

两融、股质规模均收缩，利息净收入同比下滑。截至 2022H1 末，全市场两融余额 1.60 万亿元，较 2021 年末下降 12.49%；股票质押参考市值为 3.62 万亿元，较 2021 年末下降 13.35%。规模收缩导致券商信用业务收入下滑，上半年上市券商合计实现利息净收入 278.55 亿元 (YoY-6.69%)。

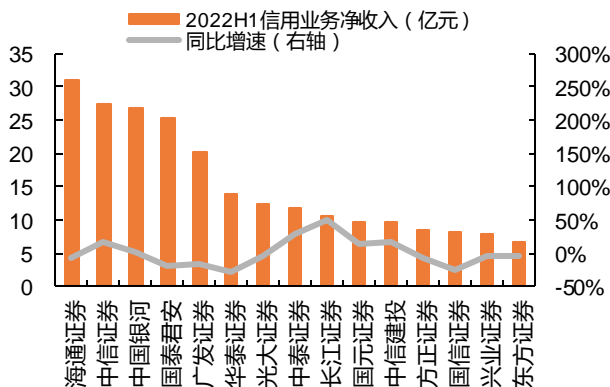
中小券商利息净收入增长较快。根据信用业务净收入排序，前 10 家、前 20 家、后 21 家上市券商利息净收入分别同比变动 -3.63%、-1.66%、-44.04%。前 10 家收入降幅大于前 20 家，主要受华泰证券、国泰君安信用业务收入下滑较多拖累，而排名位于 10-20 名区间内的东兴证券、东吴证券收入同比增速均在 40% 以上。海通证券、中信证券、中国银河利息净收入分别为 30.88 亿元、27.38 亿元、26.74 亿元，位列行业前三。国海证券、财达证券、东北证券去年同期基数较小，收入同比增速最高，分别为 14042.80%、226.24%、173.17%。

图表15 全市场融资融券余额、股票质押参考市值



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表16 上市券商 2022H1 利息净收入（前15）



资料来源: WIND, 平安证券研究所

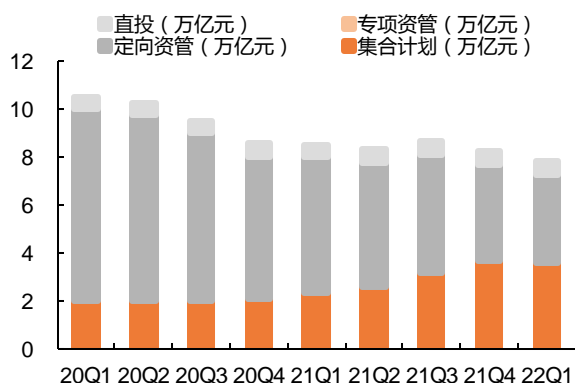
2.5 资管：集合资管占比持续提升，主动管理转型持续

资管整体规模收缩，集合产品占比持续提升。截至 2022Q1 末，券商资管产品合计资产净值 7.85 万亿元，较上年末下降 4.70%，同比下降 8.05%。其中，以主动管理为代表的集合资管计划资产净值 3.56 万亿元，较上年末下降 2.48%，但同比仍维持 54.52% 的高增速，在总规模中的占比为 45.33%，较上年末提升 1.03pct，较去年同期提升 18.36pct。但受权益市场波动下行影响，上市券商合计实现资管收入 219.92 亿元 (YoY-4.38%)。

资管收入集中度略有下滑，上市券商变动趋势分化。相较于去年同期，41 家上市券商中 24 家券商出现资管收入正增长，多

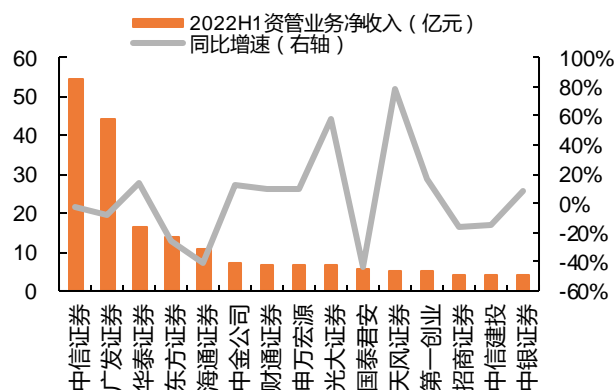
为资管规模较小的中小券商。根据资管业务净收入排序,前10家、前20家、后21家上市券商资管净收入分别同比变动-8.39%、-4.78%、+2.37%,CR10、CR20集中度分别下滑3.44pct、0.39pct至78.59%、94.09%,但集中度仍保持高位。中信证券、广发证券、华泰证券资管收入分别为54.34亿元、44.19亿元、16.69亿元,排名行业前三。中泰证券、西部证券、太平洋证券同比增长最快,同比增速分别为162.03%、126.00%、112.08%。

图表17 证券行业资产管理规模



资料来源: WIND, 平安证券研究所

图表18 上市券商 2022H1 资管业务净收入 (前15)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

三、盈利预测及投资建议

据中证协口径,上半年140家证券公司实现营业收入2059.19亿元,同比下滑11.40%,归母净利润811.95亿元,同比下滑10.06%。各项业务中经纪、投行、信用、自营、资管净收入分别同比变动+0.46%、+1.52%、-3.87%、-38.41%、-7.94%。中性假设下,我们预计2022年行业净利润同比变动-9.37%,营业总收入同比变动-11.60%,其中经纪/投行/信用/自营/资管业务净收入分别同比变动-2.06%/2.80%/-0.81%/-35.00%/-4.30%。

图表19 2022年证券行业业绩测算结果(中证协口径)

证券行业业绩测算 单位: 亿元		2019 实际	2020 实际	2021 实际	悲观	2022E 中性	乐观
经纪业务	市场日均成交额	5,577	8,926	11,338	10,771	11,678	12,471
	净佣金率	0.029%	0.026%	0.024%	0.023%	0.023%	0.024%
	经纪业务净收入	788	1,161	1,338	1,209	1,311	1,478
	YoY (%)	26.34	47.42	15.26	-9.67	-2.06	10.45
投行业务	IPO 募资规模	2,533	4,700	5,427	5,700	5,900	6,400
	债权承销规模	61,958	78,447	84,116	65,000	71,000	77,000
	增发规模	6,947	8,343	9,609	4,791	5,919	8,168
	投行业务净收入	520	672	700	668	719	790
信用业务	两融规模	10,192	16,190	18,322	16,500	17,000	17,500
	股票质押市值	45,817	42,941	41,807	34,500	35,500	36,500
	净利率	0.83%	0.90%	1.00%	1.00%	1.14%	1.20%
	总利息净收入	464	535	601	510	596	648
自营业务	YoY (%)	115.81	15.36	12.31	-15.18	-0.81	7.86
	自营业务净收入	1,222	1,488	1,525	788	931	1,003
资管业务	YoY (%)	52.65	21.82	2.45	-45.00	-35.00	-30.00
	券商资管平均规模	108,300	85,531	82,352	76,500	78,000	79,500
资管业务	资管综合费率	0.25%	0.35%	0.39%	0.33%	0.39%	0.45%

	资管业务净收入 YoY (%)	275 0.06	300 8.88	318 6.09	249 -21.78	304 -4.30	358 12.55
	其它业务净收入	336	329	543	530	580	630
	营业总收入	3,605	4,485	5,024	3,953	4,441	4,906
	营业总收入同比增速 (%)	23.93	24.41	12.03	-21.32	-11.60	-2.34
	净利润率(%)	34.15	35.13	38.04	38.00	39.00	40.00
	净利润	1,231	1,575	1,911	1,502	1,732	1,963
	净利润同比增速(%)	84.77	27.98	21.32	-21.40	-9.37	2.69

资料来源：WIND，证券业协会，平安证券研究所

注：1) 由于 2020、2021 年中证协未公布自营业务和信用业务的净收入表现，因此使用上市券商合计收入替代；2) 债权承销规模包括公司债、企业债、金融债、ABS；再融资规模包括增发、配股

投资建议：近期流动性整体保持合理充裕，同时资本市场改革持续推进，全面注册制方向明确，证券行业受益。当前证券行业平均 PB 仅为 1.5 倍，位于历史前 10% 低位，具备较高安全边际、配置性价比较高，继续看好综合实力稳健、具备强劲抗周期能力的龙头公司。

四、风险提示

- 1、权益市场大幅波动，影响市场交投活跃度及投资收益，进而影响证券行业整体业绩表现。
- 2、疫情反复致使投资者风险偏好降低，交投活跃度或将下滑，拖累市场景气度。
- 3、宏观经济下行影响市场基本面及货币政策，增加市场不确定性。
- 4、资本市场改革不及预期，全面注册制、金融对外开放等改革措施推进放缓，资本市场政策红利低于预期。

平安证券研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上）
推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间）
中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上）

行业投资评级：

强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上）
中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司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。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2022 版权所有。保留一切权利。

平安证券

平安证券研究所

电话：4008866338

深圳

深圳市福田区福田街道益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层
邮编：518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼
邮编：200120

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层
邮编：100033