

证券

券商有望迎来业绩与景气度的向上拐点，估值提升的空间显著！

投资要点：板块估值与景气度之间的背离，长期角度看不可持续。现阶段板块估值处于底部区间，盈利处于上升周期，我们持续推荐券商板块，重点推荐中金公司、华泰证券、招商证券。

计提信用减值损失对于券商盈利影响如何？

1) 我们认为上市券商 2020 年业绩快报中，对于信用减值损失的计提较为审慎，导致部分公司的归母净利润增速不及预期。上市券商计提减值损失的数额不一，统计范围内的 8 家公司计提减值损失的金额占当期归母净利润的比例均值为 18%。其中，海通证券 2020 年全年计提信用减值损失 44.7 亿元，占全年归母净利润的比例达到 41%。中信证券前三季度累计计提信用减值 50.3 亿元，占其前三季度累计净利润的比例为 40%。

2) 2020 年审慎计提信用减值损失后，能够夯实券商的资产负债表，有助于提升 2021 年券商业绩的增长预期，上市券商 1 季度的业绩有望迎来同比高增长。我们预计兴业证券、国泰君安、招商证券、广发证券、海通证券、华泰证券的 1 季度归母净利润分别为 10.8 亿元、33.8 亿元、27.7 亿元、28.5 亿元、30.1 亿元和 35.3 亿元，同比增长 298%、85.1%、54%、37.5%、31.6% 和 22.3%。

当前券商板块估值处于什么水平？

年初至今，券商板块持续调整，券商指数下跌 14.78%，跑输沪深 300 指数 12.66pct，部分上市券商的静态 PB 估值回落至底部区间。我们统计范围内的 40 家上市券商中，32 家上市券商的静态 PB 估值在历史 25%分位数以下。海通证券、国泰君安、华泰证券、广发证券、兴业证券等公司当前股价对应 2021 年分别为 0.98/0.99/1.10/1.16/1.39 倍 PB，**估值均处于历史底部区间。**

为何当前时点看好券商板块？

1) 20Q4 或将是业绩低点，21Q1 或将迎来业绩反转。我们认为在 2020 年 4 季度市场景气度较佳的背景下，券商计提的信用减值损失是基于审慎的原则，四季度或将是上市券商业绩的低点。年初至今，沪深两市交易额、两融余额、IPO 融资规模等行业核心指标仍维持高位，我们认为上市券商 1 季度业绩或将迎来反转。2) 券商板块整体估值处于历史低点，或已过度反应前期的悲观预期。我们重点推荐中金公司、华泰证券、招商证券。

风险提示：资本市场改革进度不及预期，政策落地效果不及预期，行业竞争加剧风险，信用业务风险

重点标的推荐

股票代码	股票名称	收盘价 2021-03-17	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
601995.SH	中金公司	47.80	买入	0.97	1.36	1.67	2.08	49.28	35.15	28.62	22.98
601688.SH	华泰证券	16.78	买入	0.99	1.36	1.56	1.72	16.95	12.34	10.76	9.76
600999.SH	招商证券	19.61	增持	1.09	1.09	1.27	1.42	17.99	17.99	15.44	13.81

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

证券研究报告

2021 年 03 月 18 日

投资评级

行业评级

上次评级

强于大市(维持评级)

强于大市

作者

夏昌盛

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518110003

xiachangsheng@tfzq.com

罗钻辉

分析师

SAC 执业证书编号：S1110518060005

luozuanhui@tfzq.com

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《证券-行业点评:适时优化科创板交易机制，保持 IPO 常态化发行》
2021-02-28
- 《证券-行业点评:场外衍生品存续规模大增，头部券商占据主要份额》
2021-01-17
- 《证券-行业点评:新发基金开门红，看好基金销售赛道高成长性》
2021-01-17

表 1：A 股券商的估值及年初至今的涨跌幅情况（单位：元，2021 年 3 月 17 日收盘价）

	收盘价	21YTD 涨跌幅	PB(LF)	历史估值 1/4 分位值	PB (21E)	PE (21E)
华泰证券	16.78	-6.83%	1.20	1.37	1.10	10.76
海通证券	11.81	-8.16%	1.01	1.29	0.98	11.69
国泰君安	16.19	-7.64%	1.16	1.24	0.99	10.65
招商证券	19.61	-15.98%	1.61	1.65	1.52	15.44
广发证券	15.58	-4.30%	1.21	1.32	1.16	12.67
中信建投	31.75	-24.40%	3.64	2.73	3.66	31.41
兴业证券	8.40	-3.23%	1.53	1.44	1.39	13.77
中金公司	47.80	-36.50%	3.57	4.35	3.13	28.62

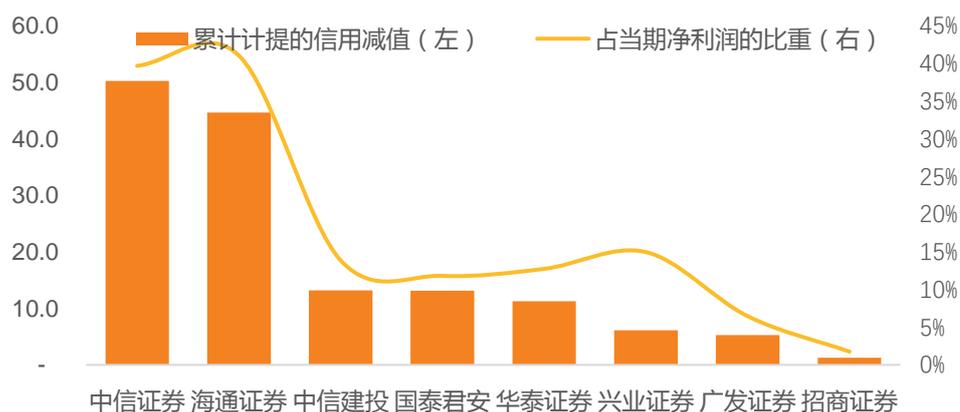
资料来源：wind，天风证券研究所

表 2：上市券商 1 季度业绩有望维持高增长（单位：亿元）

	21Q1E	20Q1	21Q1E 同比	20Q4E	21Q1E 环比	2020E	2020E 同比
华泰证券	35.3	28.88	22.3%	34.67	1.9%	123.06	37%
海通证券	30.1	22.83	31.6%	23.73	26.6%	108.75	14%
国泰君安	33.8	18.26	85.1%	21.50	57.3%	111.02	29%
招商证券	27.7	17.98	54.0%	22.20	24.7%	94.92	30%
广发证券	28.5	20.71	37.5%	19.02	49.7%	100.42	33%
中信建投	25.0	19.51	28.2%	20.18	23.9%	95.09	73%
兴业证券	10.8	2.71	298.0%	10.71	0.8%	41.00	130%

资料来源：公司公告，天风证券研究所，华泰证券 2020 年的业绩为天风证券的预测值，兴业证券 2020 年业绩为公司业绩预增的上限值，其他公司业绩是根据业绩快报测算得到

图 1：A 股券商累计计提的信用减值损失对于当期业绩形成压力（单位：亿元）



资料来源：公司公告，天风证券研究所，中信证券、华泰证券、广发证券、招商证券的数据为截至 2020 年 9 月 30 日，其余四家公司数据为 2020 年全年的数据

图 2：年初至今，沪深两市月度日均成交额维持高位



资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：沪深两融余额稳定在 1.6 万亿元的水平



资料来源：wind，天风证券研究所

图 4：2021 年 1-2 月 IPO 发行募集资金规模 476 亿元



资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：2021 年 2 月新增投资者数量为 161 万人



资料来源：中证登，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、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发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99	上海市浦东新区兰花路 333	深圳市福田区益田路 5033 号
邮编：100031	号保利广场 A 座 37 楼	号 333 世纪大厦 20 楼	平安金融中心 71 楼
邮箱：research@tfzq.com	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com