

分析师: 张洋

登记编码: S0730516040002

Zhangyang-yjs@ccnew.com 021-50586627

券商板块 2021 年 2 月回顾及 2021 年 3 月展望

——券商板块月报

证券研究报告-行业月报

同步大市 (维持)

证券相对沪深 300 指数表现

发布日期: 2021 年 03 月 19 日



相关报告

- 《券商板块周报: 2021. 3. 8-2021. 3. 14》
2021-03-15
- 《券商板块周报: 2021. 3. 1-2021. 3. 7》
2021-03-08
- 《证券行业点评报告: 新三板转板上市进入实质性操作阶段》 2021-03-04

联系人: 朱宇澍

电话: 021-50586328

地址: 上海浦东新区世纪大道 1600 号 14 楼

邮编: 200122

● **券商板块 2021 年 2 月行情回顾:** 2021 年 2 月券商板块春节前后一度向上尝试反弹, 但已失败告终; 下旬几乎将反弹涨幅全部抹去。中信二级行业指数证券 II 全月下跌 3.46%, 跑输沪深 300 指数 3.18 个百分点, 持续跑输沪深 300 指数, 且月线出现三连阴; 与 30 个中信一级行业指数相比, 排名第 27 位。2021 年 2 月券商板块结构性分化明显, 弹性及次新券商跌幅较大, 头部券商表现相对较优。板块整体表现较为弱势。

● **影响上市券商 2021 年 2 月月度经营业绩的核心要素:** (1) 权益逆向分化、固收再创新低, 2 月上市券商自营业务整体经营环境不佳。(2) 沪、深两市成交总量、日均成交量环比均出现大幅下滑, 但行业经纪业务环比下滑属于正常的季节性波动。(3) 两融余额小幅下滑, 两融业务对上市券商单月经营业绩的边际贡献环比转负, 但幅度有限。(4) 受传统业务淡季影响, 行业投行业务总量环比进一步减少。

● **投资建议:** (1) 进入 3 月以来, 以创业板成分指数为代表的机构抱团品种出现较为明显的下跌, 行业权益类自营业务整体难言乐观; 固收类指数集体出现小幅反弹。预计 3 月行业自营业务将继续承压。(2) 日均成交量虽有回落但由于月度交易日显著增多, 3 月行业经纪业务环比将出现回升。(3) 两融降幅优于预期, 且同样得益于月度交易日多, 两融业务对行业单月经营业绩的边际贡献环比将由负转正。(4) 预计 3 月行业投行业务总量环比仍将下滑, 但幅度将显著收敛。(5) 结合目前市场各要素的最新变化, 2021 年 3 月上市券商母公司口径单月整体经营业绩难有大幅回升的空间。(6) 进入 2021 年券商板块持续调整, 近日再创调整新低。3 月以来券商板块平均 P/B 最低已回落至 1.60x 倍, 估值水平的快速回落主要由行业龙头公司明显下跌所致, 中小券商跌幅相对有限。短周期内, 市场结构的逆向分化将持续抑制券商板块向上提升估值; 预计券商板块内的结构性行情仍将延续, 积极保持对券商板块的中长期关注。

风险提示: 1. 短期涨速过快、涨幅过大导致券商板块出现快速调整; 2. 权益类及固收类二级市场行情转弱导致证券行业各项业务无法得到持续改善; 3. 全面深化资本市场改革的进度及力度不及预期

1. 2021 年 2 月券商板块行情回顾

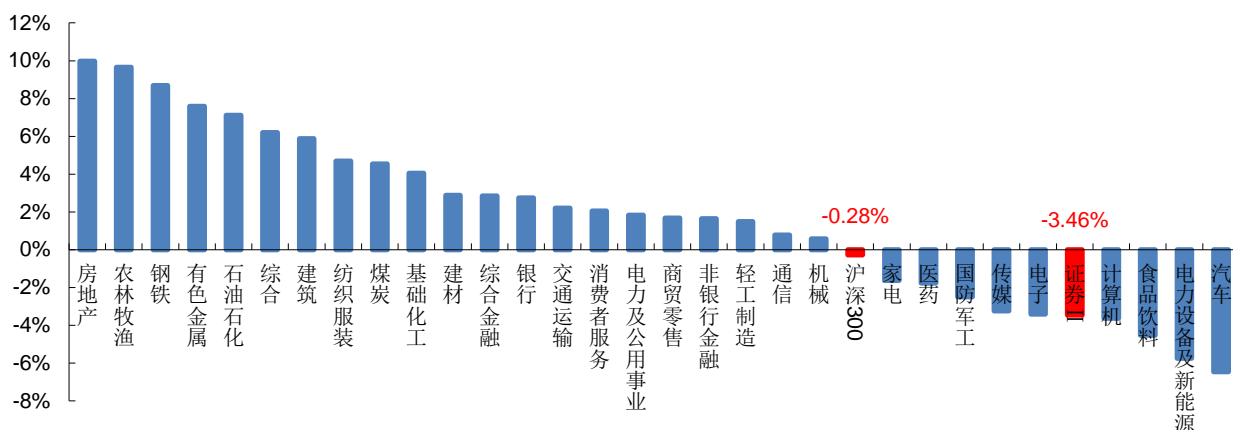
(1) 2021 年 2 月券商板块震荡下跌

2021 年 2 月券商板块春节前后一度向上尝试反弹，但已失败告终；下旬几乎将反弹涨幅全部抹去。2021 年 2 月底收盘券商板块跌破 2020 年 7 月-2021 年 1 月形成的大箱体，破位下跌之势已成。

中信二级行业指数证券Ⅱ全月下跌 3.46%，跑输沪深 300 指数 3.18 个百分点，持续跑输沪深 300 指数，且月线出现三连阴；与 30 个中信一级行业指数相比，排名第 27 位，环比上升 1 位。

中信二级行业指数证券Ⅱ全月振幅为 7.81%，较 2021 年 1 月的 12.37% 大幅收窄。全月共成交 3580.46 亿元，环比-56.01%。

图 1：2021 年 2 月中信二级行业指数证券Ⅱ涨跌幅为-3.46%



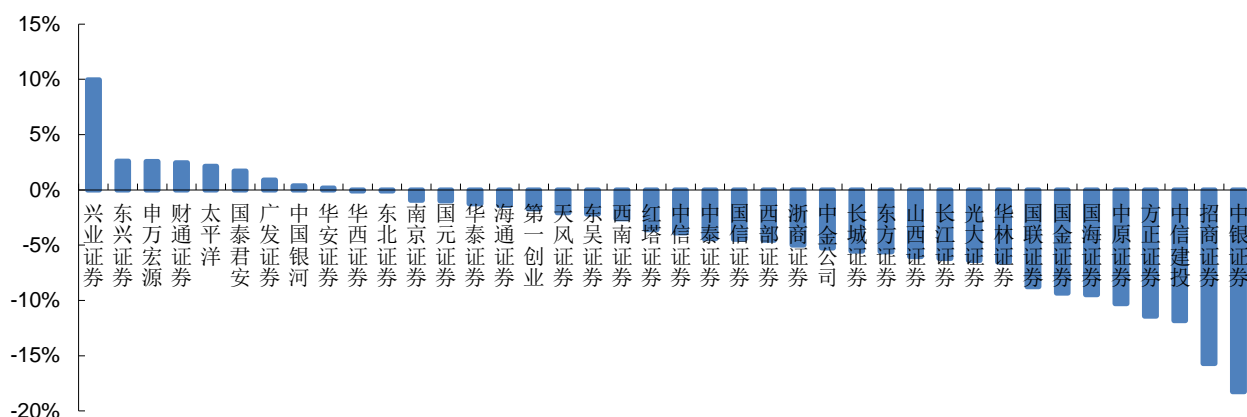
资料来源：Wind、中原证券

(2) 2021 年 2 月券商板块结构性分化明显，弹性及次新券商跌幅较大，头部券商表现相对较优

2021 年 2 月，40 家纯证券业务上市券商共 9 家实现上涨，环比增加 8 家；共 31 家出现下跌，环比减少 8 家。其中，涨幅前 5 位分别为兴业证券 (9.94%)、东兴证券 (2.59%)、申万宏源 (2.56%)、财通证券 (2.46%)、太平洋 (2.14%)；跌幅前 5 位分别为中银证券 (-18.26%)、招商证券 (-15.71%)、中信建投 (-11.83%)、方正证券 (-11.43%)、中原证券 (-10.29%)。

整体上看，2021 年 2 月券商板块结构性分化明显，弹性及次新券商跌幅较大，头部券商表现相对较优。实现上涨个股的涨幅明显小于出现下跌个股的跌幅，板块整体表现较为弱势。

图 2: 2021 年 2 月券商板块个股涨跌幅



资料来源: Wind、中原证券

(3) 2021 年 2 月券商板块平均 P/B 震荡区间为 1.706-1.810 倍

2021 年 2 月券商板块平均 P/B 最高为 1.810 倍, 最低为 1.706 倍, 震荡区间范围环比大幅收窄, 震荡区间上限及下限环比持续走低。截至 2021 年 2 月 26 日收盘, 券商板块平均 P/B 为 1.730 倍。

图 3: 2020 年 1 月-2021 年 2 月券商板块平均 P/B



资料来源: Wind、中原证券

2. 影响 2021 年 2 月上市券商月度经营业绩的核心要素

(1) 权益逆向分化、固收再创新低

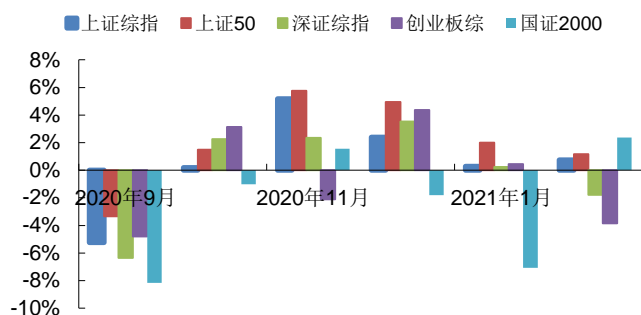
2021 年 2 月各权益类指数逆向分化。以创业板成分指数为代表的机构抱团品种出现明显松动, 以国证 2000 指数为代表的中小市值品种呈现反弹, 市场结构的分化由“二八”转向“八二”。其中, 上证指数上涨 0.75%、深证综指下跌 1.77%、上证 50 指数上涨 1.17%、沪深 300 指数下跌 0.28%、创业板指下跌 6.86%、创业板综指下跌 3.84%、中证 500 指数上涨 0.29%、

国证 2000 指数上涨 2.38%。由于机构抱团品种出现明显松动，上市券商权益类自营业务整体将有所承压。

2 月代表利率债的十年期国债期货指数再创 2020 年 4 月以来新低，全月大跌 1.27%；中证全债（净价）指数表现相对较为抗跌，全月小幅回落 0.27%。2 月上市券商固定收益类自营业务经营环境进一步转冷。

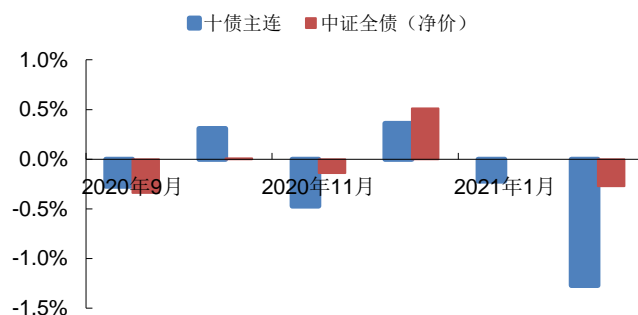
2021 年 2 月上市券商自营业务整体经营环境不佳，投资收益难言乐观。

图 4：各权益类指数涨跌幅



资料来源：Wind、中原证券

图 5：十债主连、中证全债（净价）指数涨跌幅



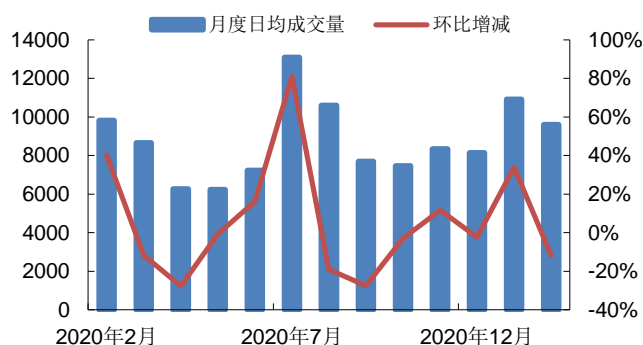
资料来源：Wind、中原证券

（2）经纪业务季节性下滑

2021 年 2 月沪、深两市日均股票成交量为 9608 亿元，环比-11.89%，同比-2.14%；2 月沪、深两市月度股票成交总量为 14.41 万亿元，环比-33.92%，同比-26.61%。受春节假期影响，市场交投环比趋于清淡，2 月日均股票成交量环比小幅下滑；由于交易日环比少 5 天，股票成交总量环比下滑的幅度更为明显。

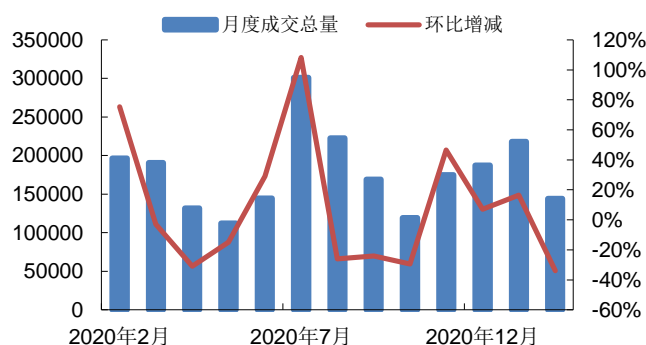
2021 年 2 月是春节月份，行业经纪业务环比下滑属于正常的季节性波动，同比下滑则由于去年 2 月不是春节月份。

图 6：月度日均成交量（亿元）



资料来源：Wind、中原证券

图 7：月度成交总量（亿元）



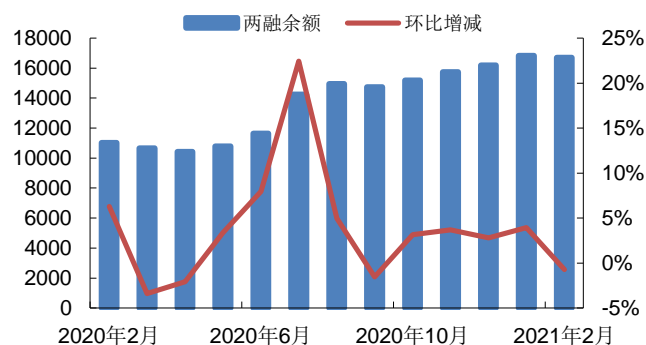
资料来源：Wind、中原证券

(3) 两融余额环比微幅下滑

截至2021年2月26日，沪、深两市两融余额为16701亿元，环比-0.74%，出现微幅下滑，波动幅度明显收窄；同比+51.50%。2021年2月两融月均余额为16763亿，较2020年两融月均余额的12995亿元+29.00%，增幅微幅回落。

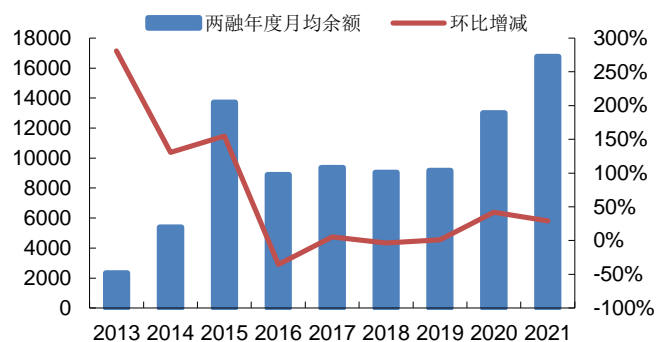
2021年2月两融业务对上市券商单月经营业绩的边际贡献环比转负，但幅度有限。

图 8: 月末两融余额 (亿元)



资料来源: Wind、中原证券

图 9: 两融年度月均余额 (亿元)



资料来源: Wind、中原证券

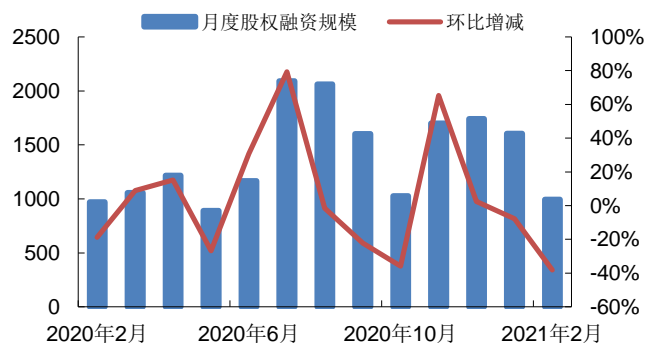
(4) 投行业务总量环比进一步减少

股权融资方面,受传统业务淡季影响,2021年2月股权融资规模为993亿元,环比-38.13%;同比+2.48%。

债权融资方面,同样受传统业务淡季影响,2021年2月行业各类债券承销金额为3445亿元(按上市日),环比-54.09%;同比+23.30%。

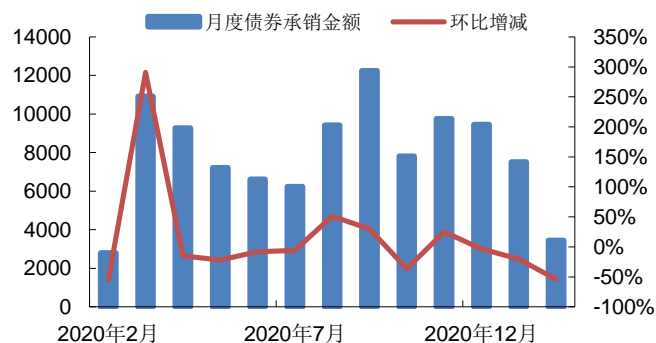
2021年2月行业股权融资规模、各类债券承销金额环比均出现下滑,行业投行业务总量环比进一步减少。

图 10: 月度股权融资规模 (亿元)



资料来源: Wind、中原证券

图 11: 月度各类债券承销金额 (按上市日, 亿元)



资料来源: Wind、中原证券

3.投资建议

(1) 进入3月以来,各大权益类指数持续逆向分化。截至目前,以创业板成分指数为代表的机构抱团品种出现较为明显的下跌,以国证2000指数为代表的中小市值品种仍实现小幅上涨,虽然受益于“碳中和”的部分行业板块成为市场热点,但其能够容纳的资金有限,行业权益类自营业务整体难言乐观;固收类指数集体出现小幅反弹。预计3月行业自营业务将继续承压。

(2) 在各主要权益类指数出现明显调整的背景下,市场交易热情受到抑制,截至目前3月日均股票成交量环比出现一定幅度的回落;但由于月度交易日显著增多,3月行业经纪业务环比将出现回升。

(3) 虽然3月以来机构抱团品种出现持续调整,两融余额暂未出现明显回落。预计3月两融余额环比将保持下降态势,但幅度有望优于预期;同样得益于月度交易日多,两融业务对行业单月经营业绩的边际贡献环比将由负转正。

(4) 截至目前虽然行业各类债券承销金额环比出现较大幅度回升,但股权融资规模相较2月仍有较大幅度缺口,预计3月行业投行业务总量环比仍将下滑,但幅度将显著收敛。

(5) 综合目前市场各要素的最新变化,2021年3月上市券商母公司口径单月整体经营业绩难有大幅回升的空间。

(6) 进入2021年券商板块持续调整,2020年7月-2021年1月形成的箱体已被有效跌破,近日再创调整新低。3月以来券商板块平均P/B最低已回落至1.60x倍,估值水平的快速回落主要由行业龙头公司明显下跌所致,中小券商跌幅相对有限。中长期看,在“十四五规划”的指引,以及全面深化资本市场改革快速推进、全面注册制奠定行业新周期基础的背景下,再度布局券商板块的时间窗口正在逐步临近。短周期内,市场结构的逆向分化将持续抑制券商板块向上提升估值;预计券商板块内的结构性行情仍将延续,积极保持对券商板块的中长期关注。其中,头部券商业绩稳定,并受益于多重政策利好,仍为中长期配置的首选;中小券商的业绩弹性更大,更易受到市场活跃资金的阶段性关注,应重视弹性券商的波段投资机会。

风险提示: 1. 短期涨势过快、涨幅过大导致券商板块出现快速调整; 2. 权益类及固收类二级市场行情转弱导致证券行业经营业绩无法得到持续改善; 3. 全面深化资本市场改革的进度及力度不及预期

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。