

关注业务转型过程中券商板块长期投资价值

——证券行业月报

分析师：王磊

SAC NO: S1150521010001

2021年4月12日

证券分析师

王磊
wanglei3271@bhzq.com

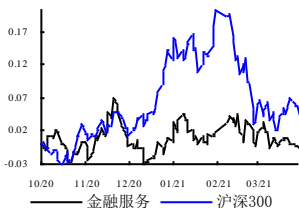
子行业评级

证券	中性
多元金融	中性
保险	中性

月度股票池

中信证券	增持
华泰证券	增持
东方财富	增持

最近半年行业相对走势



投资要点:

● 市场表现

3月份权益市场表现回落、债券市场收益率止跌回升。上证综指单月-1.91%，沪深300单月-5.40%，证券（申万）板块单月-5.93%，跑输沪深300指数0.53个百分点。中债总全价指数单月+0.48%。板块内个股跌多涨少，涨幅排名前三的为东吴证券(+12.73%)、光大证券(+5.52%)、国金证券(+4.73%)。截至4月7日，申万证券板块PB估值为1.68倍，位于近十年以来估值区间的30.18%分位点。

● 分项业务

1) 经纪业务: 3月单月两市日均股基成交额8721.66亿元，环比-15.84%，日均换手率2.49%，环比+6BP，交易量下滑对经纪业务收入造成直接影响。2) 投行业务: 3月股权融资规模1263.84亿元，券商承销债券规模11067.36亿元，与2020年同期规模持平。截至4月8日，今年已有70家注册制下排队企业撤回IPO申请，远超去年全年43家的撤回数量，撤回企业数量增多会对券商IPO承销保荐规模造成一定影响。3) 资管业务: 3月券商集合资管新成立产品发行份额40.13亿份，环比-20.82%，同比-52.42%。4) 信用业务: 截至3月31日，两融余额16547.79亿元，其中融资余额15097.22亿元、融券余额1450.57亿元，虽然较上月有所回落，但仍处于历史高位。股票质押规模呈持续收缩态势，市场质押股数4712.41亿股，占总股本比例6.35%，较上月末-11BP。

● 投资建议

截至4月8日，共32家上市券商披露2020年报，合计实现营业收入4827.52亿元，同比增长29.77%；实现归母净利润1412.14亿元，同比增长37.79%，在2020年市场交投活跃、资本市场改革持续推进背景下，券商业绩实现高速增长。当前证券Ⅲ（申万）指数估值1.69倍，位于行业近十年31%分位点，具有较高的安全边际。我们认为，当前券商板块表现主要受市场风险偏好下行影响，贝塔属性仍是决定板块表现的主要矛盾。当前资本市场改革在持续推进，资本市场基础制度不断完善，全面推进股票发行注册制、大力培育机构投资者，引导长期资金入市、建立常态化退市机制等对形成高质量、大规模的资本市场具有重要意义，有望给券商带来在业务空间、业务模式上的新一轮发展机会。建议关注：1) 综合实力领先的龙头券商中信证券(600030.SH)、华泰证券(601688.SH)；2) 受益于居民金融资产配置提升预期的互联网券商东方财富(300059.SZ)。

- 风险提示

市场波动风险，政策推进进展不及预期

目 录

1.市场表现	5
2.主要板块概况	7
2.1 经纪业务	7
2.2 投行业务	7
2.3 资管业务	8
2.4 信用业务	9
2.5 自营业务	9
3.投资建议	10
4.风险提示	10

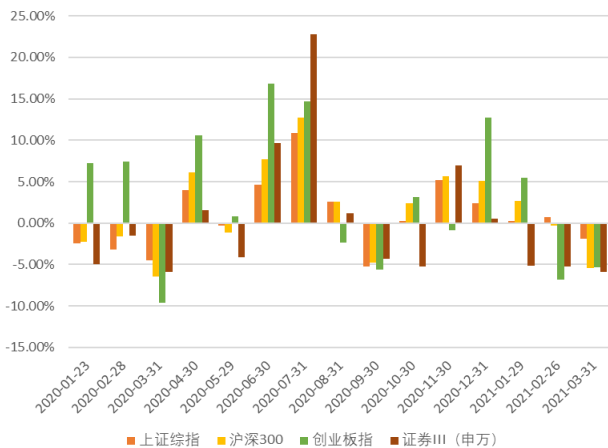
图 目 录

图 1: 2021 年 3 月各指数涨跌幅对比	5
图 2: 2021 年 3 月中债-总全价指数 (左轴) 及涨跌幅 (右轴)	5
图 3: 十年期国债收益率 (%)	5
图 4: 2021 年 3 月直接上市券商涨跌幅 (%)	6
图 5: 证券 (申万) 板块市净率	6
图 6: 月度日均股基成交额 (左轴) 及环比增速 (右轴)	7
图 7: 市场日均换手率	7
图 8: 月度股权融资总额 (亿元)	8
图 9: 券商债券承销规模 (亿元)	8
图 10: 2021 年 3 月股权承销前十券商 (亿元)	8
图 11: 2021 年 3 月债券承销前十券商 (亿元)	8
图 12: 券商集合资管新成立规模 (左轴) 及增速 (右轴)	9
图 13: 两融余额、构成 (左轴) 及占 A 股流通市值比 (右轴)	9
图 14: 股票质押股数 (左轴) 及占比 (右轴)	9
图 15: 创业板指、沪深 300 指数累计涨跌幅	10
图 16: 中债-总全价 (总值) 指数累计涨跌幅	10

1. 市场表现

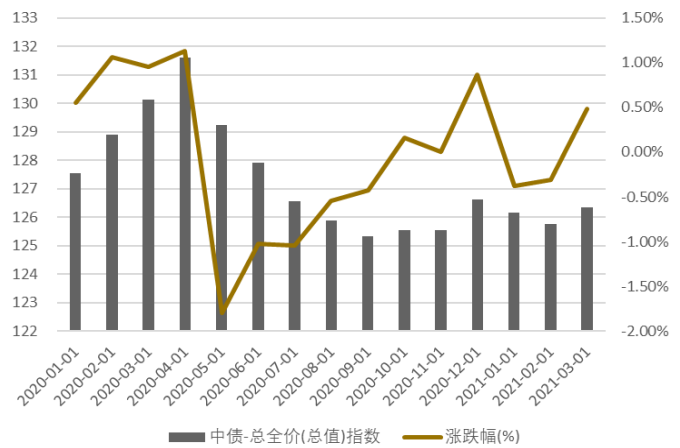
3月份权益市场表现回落、债券市场收益率止跌回升。截至3月31日，上证综指收报3441.91点，单月-1.91%，沪深300收报5048.36点，单月-5.40%，证券（申万）板块收报6201.55点，单月-5.93%，跑输沪深300指数0.53个百分点。中债总全价指数收报126.36点，单月+0.48%。

图 1: 2021 年 3 月各指数涨跌幅对比



资料来源: wind, 渤海证券

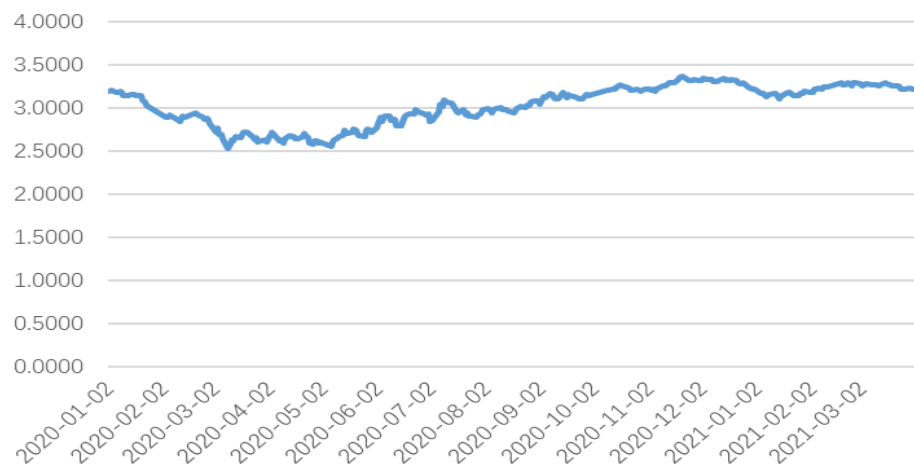
图 2: 2021 年 3 月中债-总全价指数 (左轴) 及涨跌幅 (右轴)



资料来源: wind, 渤海证券

十年期国债收益率较月初有所下降。截至3月31日，10年期国债收益率收于3.22%，3月份呈持续下降趋势，较上月末下行7个BP。当前，国内经济仍处于恢复过程中，我们认为货币政策不具备快速收紧的基础，预计央行货币政策将继续坚持以稳为主，在恢复经济和防范风险中间保持平衡，货币政策短期不会转向，但逆回购可能继续减量操作，短期流动性将维持紧平衡。

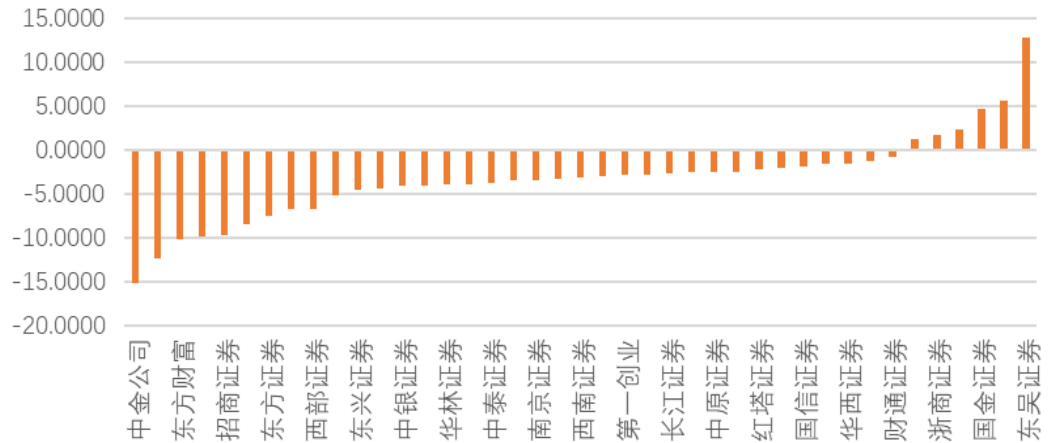
图 3: 十年期国债收益率 (%)



资料来源: wind, 渤海证券

板块内个股跌多涨少。2021年3月，板块内个股跌多涨少，涨幅排名前三的为东吴证券(+12.73%)、光大证券(+5.52%)、国金证券(+4.73%)；跌幅排名前三的为中金公司(-15.22%)、中信证券(-12.33%)、东方财富(-10.27%)。

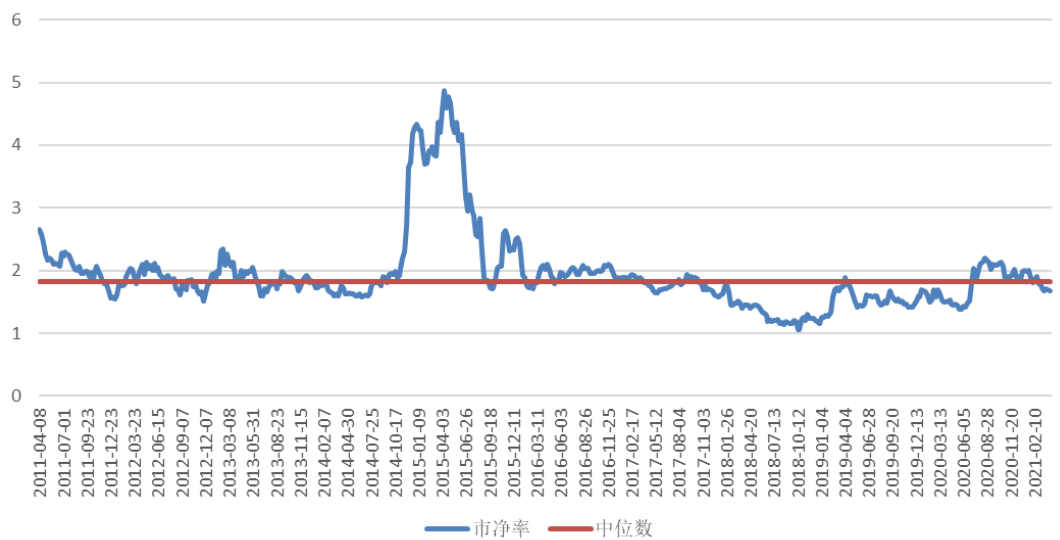
图 4: 2021 年 3 月直接上市券商涨跌幅 (%)



资料来源: wind, 渤海证券

当前上市券商估值处于历史较低水平。截至4月7日，申万证券板块PB估值为1.68倍，位于近十年以来估值区间的30.18%分位点。

图 5: 证券（申万）板块市净率



资料来源: wind, 渤海证券

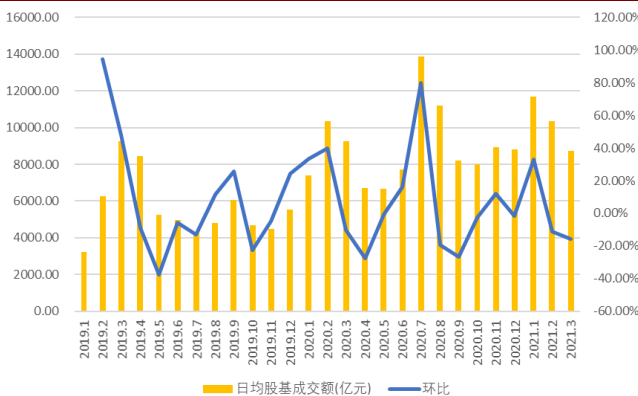
2. 主要板块概况

2.1 经纪业务

3月两市交投活跃度继续下滑。3月单月两市日均股基成交额 8721.66 亿元，环比-15.84%，日均换手率 2.49%，环比+6BP。2020 年同期月度日均股基成交额和换手率分别为 9266.88 亿元、3.46%，虽然自年初以来呈下滑趋势，但仍位于近年来较高水平。

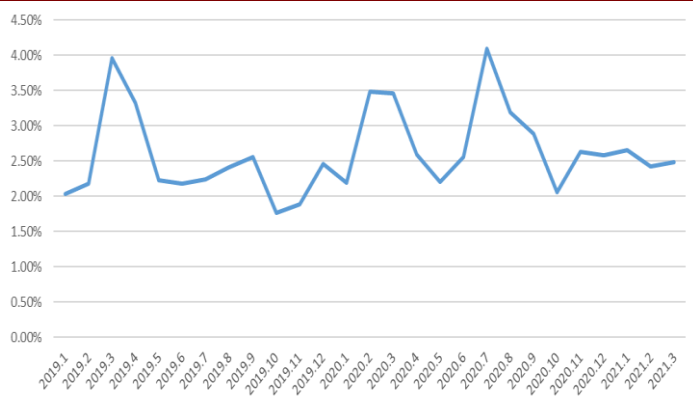
券商经纪业务主要包括代理买卖证券和代销金融产品两项业务。代理买卖证券业务收入由成交额和佣金率决定，在佣金率逐步企稳背景下成交额放大将推动代理买卖证券业务收入提升。代销金融产品收入由代销规模和保有量决定，在市场行情高涨及居民财富向权益类资产迁移过程中券商代销金融产品收入增长明显。

图 6: 月度日均股基成交额 (左轴) 及环比增速 (右轴)



资料来源: wind, 渤海证券

图 7: 市场日均换手率



资料来源: wind, 渤海证券

2.2 投行业务

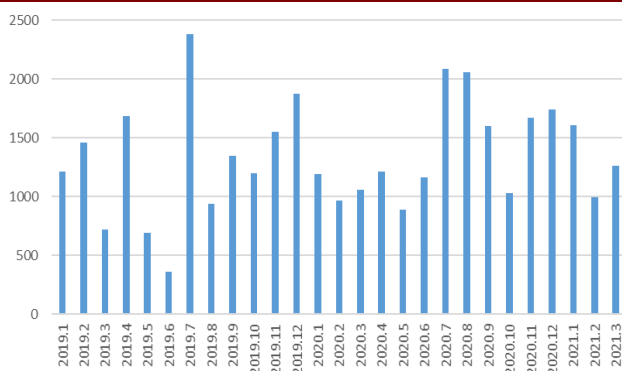
3 月股权、债券承销规模环比大增，与去年同期规模基本持平。3 月单月股权融资规模 1263.84 亿元，环比+27.22%，其中 IPO 融资规模 285.68 亿元，环比+24.63%，增发融资 862.38 亿元，环比+67.01%，可转债融资 95.77 亿元，环比-60.23%；券商承销债券规模 11067.36 亿元，环比+276.41%。2 月春节假期影响了券商股债承销规模，3 月份得到恢复，与 2020 年同期 1055.15 亿元、11448.56 亿元的股、债承销规模基本持平。

3 月 20 日，易会满主席强调在当前阶段的发行审核工作中，要对上市主体的信息披露质量严格把关，进一步强化中介把关责任，督促其提升履职尽责能力。截至

4月8日，今年已有70家注册制下排队企业撤回IPO申请，远超去年全年43家的撤回数量，撤回企业数量增多会对券商IPO承销保荐规模造成一定影响。

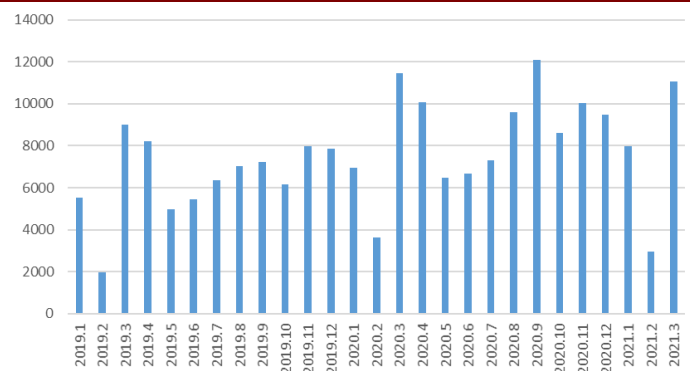
从股、债承销集中度来看，3月股、债承销前十券商分别合计承销1313.89亿元、6664.12亿元，占比达81.14%、60.21%。注册制是以信息披露为核心的发行制度，监管更看重拟上市公司的信批是否全面、真实，对这些“软”信息进行把关更考验中介机构的责任和能力。另外，跟投制度的推出、退市制度的完善以及发行定价市场化，要求券商进一步提高自身的资本能力和风险定价能力，在这些方面头部券商的优势会更加明显，预计行业马太效应会继续强化。

图 8：月度股权融资总额（亿元）



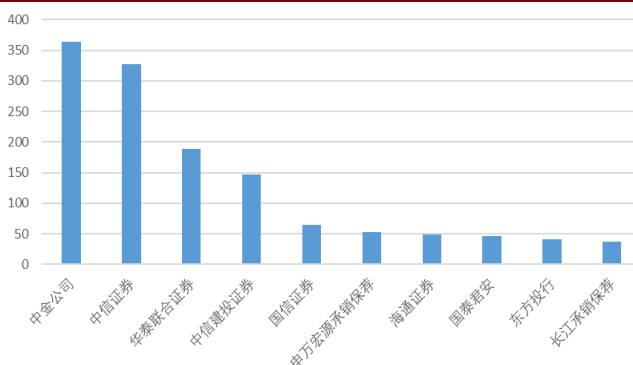
资料来源：wind，渤海证券

图 9：券商债券承销规模（亿元）



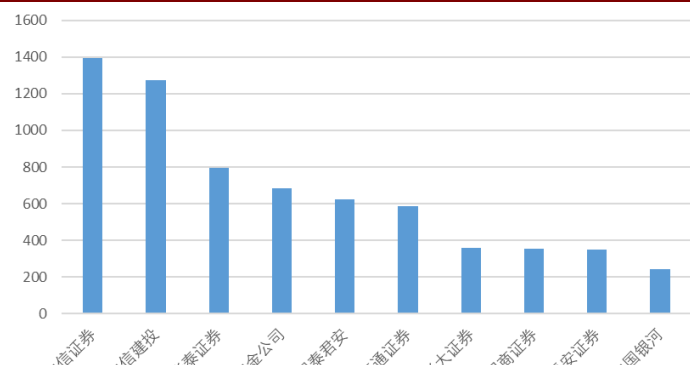
资料来源：wind，渤海证券

图 10：2021 年 3 月股权承销前十券商（亿元）



资料来源：wind，渤海证券

图 11：2021 年 3 月债券承销前十券商（亿元）



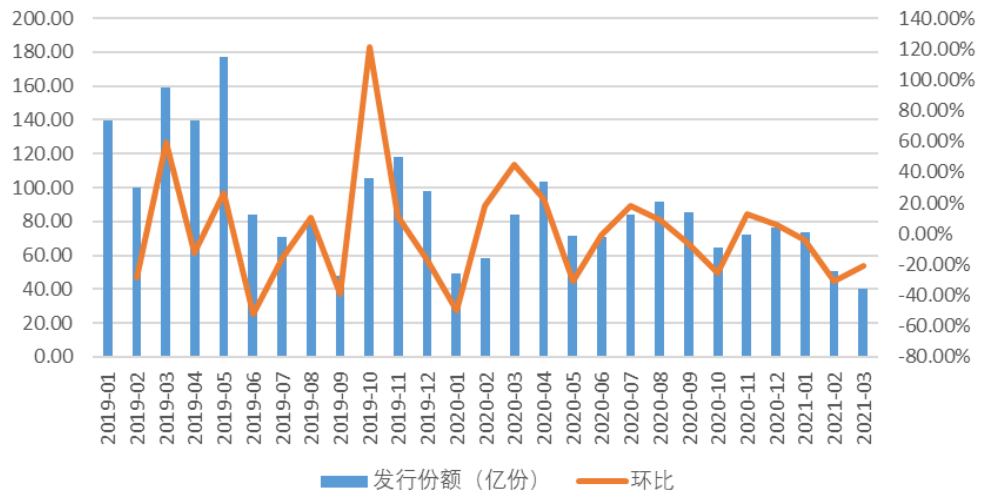
资料来源：wind，渤海证券

2.3 资管业务

3月券商集合资管新规规模环比继续下降。资管新规发布以来，券商去通道、降杠杆行为使管理规模持续下降，2021年3月券商集合资管新成立产品发行份额40.13亿份，环比-20.82%，同比-52.42%，考虑到券商资管向主动管理转型过程

中管理费率的提高可以弥补资管规模下降对资管收入造成的影响，预计券商资管行业逐步进入恢复发展阶段。

图 12: 券商集合资管新成立规模 (左轴) 及增速 (右轴)

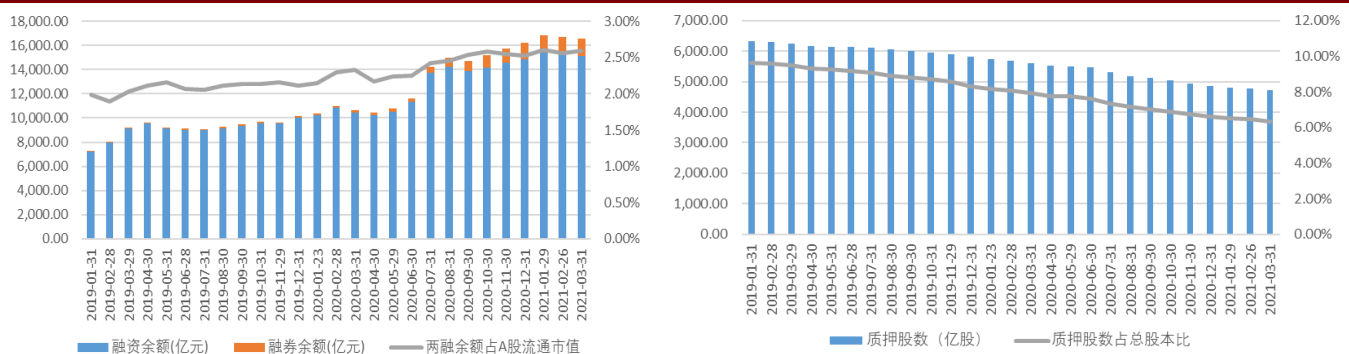


资料来源: wind, 渤海证券

2.4 信用业务

3 月末两融余额继续回落, 质押股数继续收缩。截至 3 月 31 日, 两融余额 16547.79 亿元, 其中融资余额 15097.22 亿元、融券余额 1450.57 亿元, 虽然较上月有所回落, 但仍处于历史高位。股票质押规模呈持续收缩态势, 市场质押股数 4712.41 亿股, 占总股本比例 6.35%, 较上月末-11BP, 预计 2021 年股质业务将继续保持收缩态势。

图 13: 两融余额、构成 (左轴) 及占 A 股流通市值比 (右轴) 图 14: 股票质押股数 (左轴) 及占比 (右轴)



资料来源: wind, 渤海证券

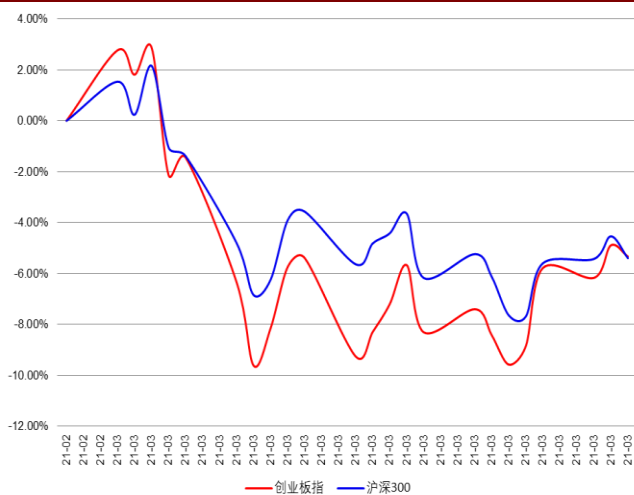
资料来源: wind, 渤海证券

2.5 自营业务

3 月权益市场震荡下跌, 债券市场指数止跌回升。3 月份权益市场波动幅度较大, 请务必阅读正文之后的免责声明

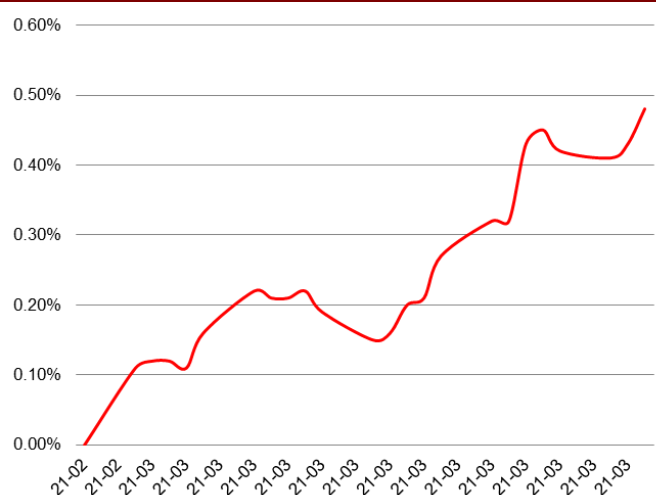
对货币信用政策超预期收紧的担忧和美债收益率上行持续对国内市场形成抑制，单月创业板指、沪深 300 分别累计-5.34%、-5.40%，目前来看，市场已进入到震荡盘整行情；受益于市场资金面超预期平稳及市场避险情绪升温，3 月债市表现好于市场预期，中债企业债总全价指数结束连续两个月下跌态势，3 月单月+0.48%。自营业务是券商的第一大收入来源，与资本市场表现密切相关，在当前金融市场风险管理工具欠缺的情况下随着市场的波动弹性加大。

图 15: 创业板指、沪深 300 指数累计涨跌幅



资料来源: wind, 渤海证券

图 16: 中债-总全价(总值)指数累计涨跌幅



资料来源: wind, 渤海证券

3.投资建议

截至 4 月 8 日，共 32 家上市券商披露 2020 年报，合计实现营收 4827.52 亿元，同比增长 29.77%；实现归母净利润 1412.14 亿元，同比增长 37.79%，在 2020 年市场交投活跃、资本市场改革持续推进背景下，券商业绩实现高速增长。当前证券 III（申万）指数估值 1.69 倍，位于行业近十年 31%分位点，具有较高的安全边际。我们认为，当前券商板块表现主要受市场风险偏好下行影响，贝塔属性仍是决定板块表现的主要矛盾。当前资本市场改革在持续推进，资本市场基础制度不断完善，全面推进股票发行注册制、大力培育机构投资者，引导长期资金入市、建立常态化退市机制等对形成高质量、大规模的资本市场具有重要意义，有望给券商带来在业务空间、业务模式上的新一轮发展机会。建议关注：1）综合实力领先的龙头券商中信证券（600030.SH）、华泰证券（601688.SH）；2）受益于居民金融资产配置提升预期的互联网券商东方财富（300059.SZ）。

4.风险提示

市场波动风险，政策推进进展不及预期

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

机械行业研究

郑连声
+86 22 2845 1904
宁前羽
+86 22 2383 9174

银行业研究

王磊
+86 22 2845 1802
吴晓楠
+86 22 2383 9071

非银金融行业研究

王磊
+86 22 2845 1802

医药行业研究

陈晨
+86 22 2383 9062

计算机行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

家电行业研究

尤越
+86 22 2383 9033

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

固定收益研究

马丽娜
+86 22 2386 9129
张婧怡
+86 22 2383 9130
李济安
+86 22 2383 9175

金融工程研究

宋旻
+86 22 2845 1131
陈菊
+86 22 2383 9135
韩乾
+86 22 2383 9192
杨毅飞
+86 22 2383 9154

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

博士后工作站

苏菲 绿色债券
+86 22 2383 9026
刘精山 货币政策与债券市场
+86 22 2386 1439

综合管理

齐艳莉 (部门经理)
+86 22 2845 1625
李思琦
+86 22 2383 9132

机构销售•投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
王文君
+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn