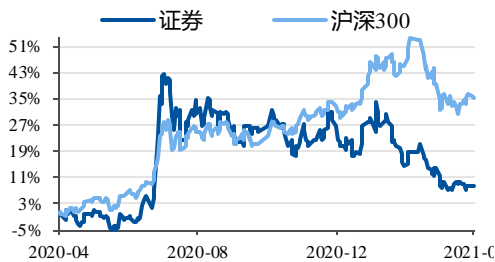


行业月度报告
证券
证券行业有望迎来估值修复

2021年04月08日

评级 同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
证券	-2.70	-15.51	8.17
沪深300	0.47	-7.13	35.01

刘敏
分析师

 执业证书编号: S0530520010001
 liumin@cfzq.com

相关报告

- 《证券: 证券行业2021年2月月度报告: 短期行业估值向下调整, 中长期向好趋势不变》 2021-03-05
- 《证券: 证券行业2020年业绩情况跟踪点评: 预计增幅50%以上有19家, 从严计提减值控风险》 2021-02-04
- 《证券: 证券行业2021年1月月度报告: “业绩+改革”支撑行业未来发展前景》 2021-02-04

重点股票	2019A		2020E		2021E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
中信证券	1.01	25.05	1.16	25.34	1.56	15.38	推荐
华泰证券	1.04	19.53	1.20	15.01	1.33	12.68	推荐
东吴证券	0.35	28.54	0.43	22.93	0.51	18.33	谨慎推荐
中国银河	0.52	22.33	0.71	17.62	0.78	13.39	谨慎推荐
东方证券	0.35	30.74	0.38	30.61	0.60	14.73	谨慎推荐
东方财富	0.28	56.81	0.58	53.45	0.70	40.14	推荐
国金证券	0.43	21.68	0.62	26.24	0.76	17.03	谨慎推荐

资料来源: wind、财信证券

投资要点:

- **非银金融行业3月跑输大市。**在28个申万一级行业指数中位列第24位。非银金融二级子行业指数中, 证券板块下跌5.93%。
- **上市券商估值较上月略降。**截至3月31日, 上市券商PB估值为1.65倍(历史TTM, 中值, 剔除负值, 下同), 较2月末下降0.07倍, 2月26日值为1.71倍, 3月31日, 估值位于历史的后12%分位, 历史PB估值中位数2.69。大券商PB估值为1.38倍(历史后5%分位), 中小券商PB估值1.82倍(历史后15%分位)。
- **2020年券商年报业绩靓丽。**截至2021年4月8日, 25家上市证券公司公布年报, 头部券商归母净利润增速大多在20%-30%左右, 较高增速的是中信建投72.85%, 中金公司70.04%。中小券商业绩弹性相对较大, 增速普遍在50%以上。ROE来看, 25家上市证券公司中ROE在10%以上的有中信建投、华林证券、中金公司、兴业证券、广发证券、红塔证券6家, 8%-10%的有招商证券、国信证券、中国银河、浙商证券等9家, 6%-8%的有4家, 4%-5%的有4家。ROE较高的公司中或自营业务收入占比较高、或自营与其中一项轻资产业务(如投行、经纪)收入占比均较高。
- **维持行业“同步大市”评级。**今年以来证券行业持续调整, 一是受全球通胀预期、流动性收紧预期影响, 二是受投行发行审核趋严的不利因素影响, 三是2020年以来证券行业二级市场定增配股等募资对投资者情绪影响较大。目前证券行业整体估值处于较低位置, 我们认为其具有较大安全边际。投资主线上, 我们建议重点关注优质龙头券商以及业务特色突出的中小券商。投资主线一: 关注经营稳健、资本实力强以及政策优势明显的头部券商。推荐中信证券(600030.SH)、华泰证券(601688.SH)。投资主线二: 关注顺应转型发展且模式难以复制的券商。推荐东方财富(300059.SZ)。
- **风险提示: 市场交投活跃度低迷; 市场大幅波动; 证券公司业务开展不及预期; 金融监管政策加强; 资本市场改革进度低于预期。**

内容目录

1 市场行情回顾.....	3
2 证券市场要素跟踪.....	4
3 投资建议.....	6
4 行业信息.....	7
5 风险提示.....	10

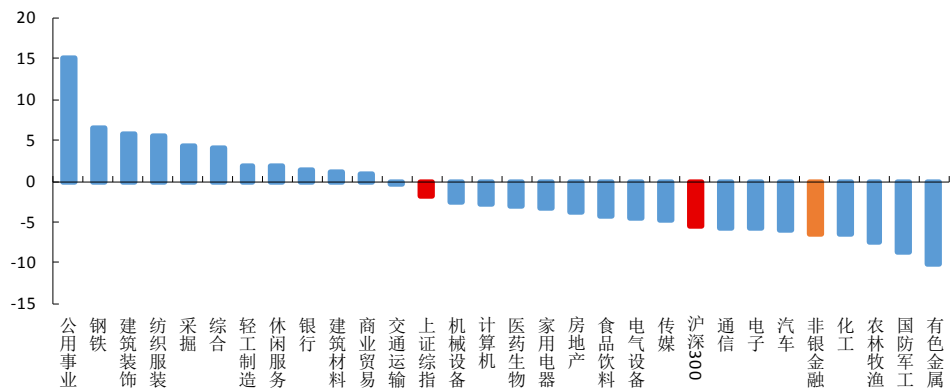
图表目录

图 1: 申万一级行业指数 3 月表现.....	3
图 2: 上市券商、全部 A 股历史 PB 估值情况	4
图 3: 两市日均成交金额.....	4
图 4: 市场融资融券余额.....	4
图 5: 北向资金当月净买入额.....	5
图 6: 市场股票质押业务(周).....	5
图 7: 市场股权融资.....	5
图 8: 市场债券融资 (企业债、公司债)	5
图 9: 市场资管产品发行.....	6
图 10: 市场主要指数表现.....	6
表 1: 上市券商个股涨跌幅排名	3
表 2: 上市券商最新 PB 估值情况	4

1 市场行情回顾

非银金融行业 3 月跑输大市。 上证综指 3 月下跌 1.91%，沪深 300 指数下跌 5.40%，同期申万非银金融行业指数下跌 6.48%，跑输上证综指 4.56 个百分点，跑输沪深 300 指数 1.07 个百分点，在 28 个申万一级行业指数中位列第 24 位。非银金融二级子行业指数中，证券板块下跌 5.93%，保险板块下跌 8.12%，多元金融板块上涨 2.29%。

图 1：申万一级行业指数 3 月表现



资料来源：wind，财信证券

上市券商 3 月表现分化。 行业涨幅前 5 位分别为东吴证券(12.73%)、光大证券(5.52%)、国金证券(4.73%)、国联证券(2.28%)、方正证券(1.16%)。行业跌幅前 5 位分别为中金公司(-15.22%)、中信证券(-12.33%)、中信建投(-9.94%)、招商证券(-9.78%)、海通证券(-8.44%)。上市券商 3 月涨跌幅中位数为-3.06%。

表 1：上市券商个股涨跌幅排名

股票代码	股票名称	3月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)	股票代码	股票名称	3月涨跌幅 (%)	年初至今涨跌幅 (%)
601555.SH	东吴证券	12.73	-2.13	601995.SH	中金公司	-15.22	-34.90
601788.SH	光大证券	5.52	-12.26	600030.SH	中信证券	-12.33	-18.74
600109.SH	国金证券	4.73	-16.96	601066.SH	中信建投	-9.94	-24.26
601456.SH	国联证券	2.28	-28.60	600999.SH	招商证券	-9.78	-15.81
601901.SH	方正证券	1.16	-16.10	600837.SH	海通证券	-8.44	-13.92

资料来源：wind，财信证券

上市券商估值较上月略降。 截至 3 月 31 日，上市券商 PB 估值为 1.65 倍(历史 TTM，中值，剔除负值，下同)，较 2 月末下降 0.07 倍，2 月 26 日值为 1.71 倍，3 月 31 日，估值位于历史的后 12%分位，历史 PB 估值中位数 2.69。大券商 PB 估值为 1.38 倍(历史 5%分位)，中小券商 PB 估值 1.82 倍(历史 15%分位)。

表 2：上市券商最新 PB 估值情况

	上市券商	大券商	中小券商
最新PB估值	1.65	1.38	1.82
历史PB估值中位数	2.69	2.52	2.75
相对全部A股PB	0.62	0.52	0.69
历史分位	87.62%	94.69%	85.10%

资料来源：wind，财信证券

图 2：上市券商、全部 A 股历史 PB 估值情况



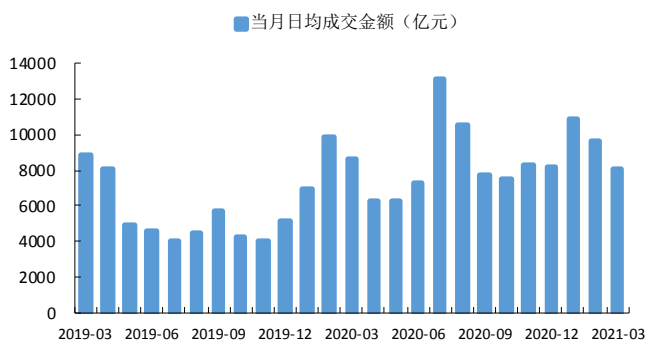
资料来源：wind，财信证券

2 证券市场要素跟踪

(1) 两市日均成交金额环比下滑，市场情绪回落。3月两市总成交金额 18.53 万亿元，日均成交金额 8057 亿元，环比上月下降 16%；1-3 月两市日均成交金额 9440 亿元，较去年同期上升 10%。

(2) 两融余额小幅萎缩。3 月末沪深两市两融余额 16547 亿元，3 月日均两融余额 16577 亿元，3 月两融净增加额为-153 亿元，两融规模小幅萎缩。

图 3：两市日均成交金额



资料来源：wind，财信证券

图 4：市场融资融券余额

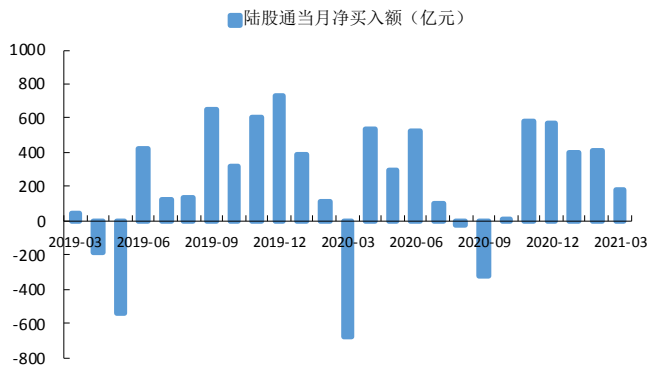


资料来源：wind，财信证券

(3) 北向资金连续 6 个月净流入。陆股通 3 月净买入 187.11 亿元，前月净买入 412 亿元，北向资金连续 6 个月净流入。

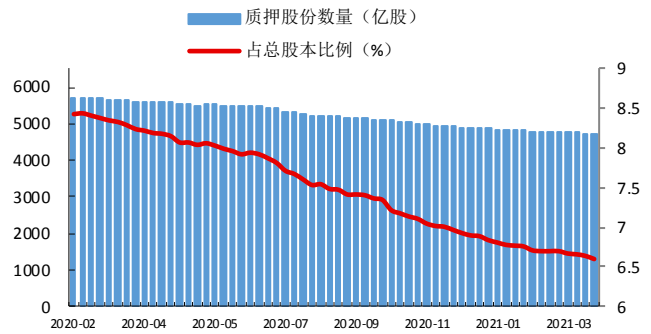
(4) 股票质押业务规模持续收缩。3月末市场质押股份数量为4715亿股，环比减少72亿股；质押股份数量占总股本比例为6.59%，环比减少0.10个百分点；质押股份期末参考市值40812亿元，环比下降1521亿元。

图 5：北向资金当月净买入额



资料来源：wind，财信证券

图 6：市场股票质押业务(周)



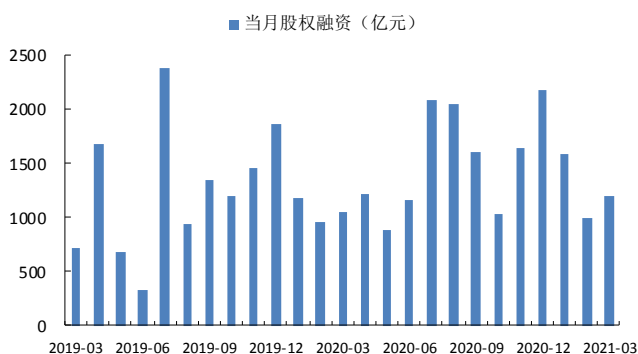
资料来源：wind，财信证券

(5) 股权融资规模环比上升，债券融资规模环比上升。

股权承销：3月市场股权融资规模合计1205亿元，环比上升21%；1-3月累计股权融资规模3795亿元，同比上升18%。其中，3月IPO发行39家，募集资金286亿元，环比上升25%，再融资发行64家，募集资金919亿元，环比上升20%。

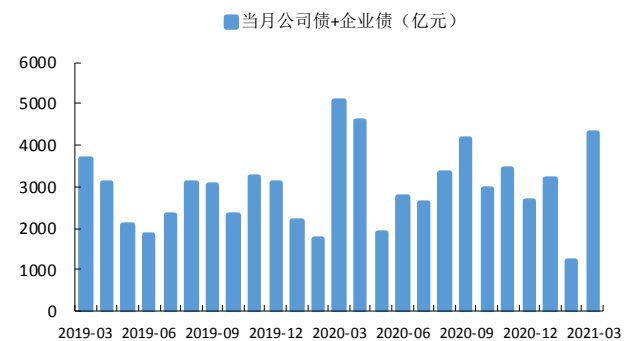
债券承销：3月市场债券发行总规模61718亿元，环比上升76%；1-3月市场债券发行总规模140305亿元，同比上升17%。其中，3月企业债、公司债发行规模分别为439亿元、3860亿元，企业债、公司债发行规模总计4299亿元，环比上升254%；1-3月累计企业债、公司债发行规模8721亿元，同比下降3%。

图 7：市场股权融资



资料来源：wind，财信证券

图 8：市场债券融资（企业债、公司债）



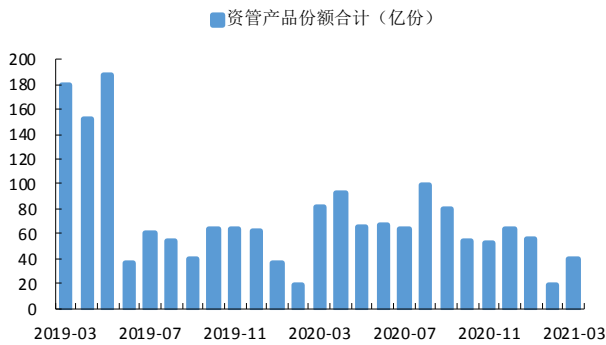
资料来源：wind，财信证券

(6) 资管产品发行规模环比上升。3月成立资管产品370只，发行份额39亿份，发行份额环比上升113%。

(7) 市场主要权益指数普跌，固收指数小幅上涨。3月上证综指、沪深300、创业

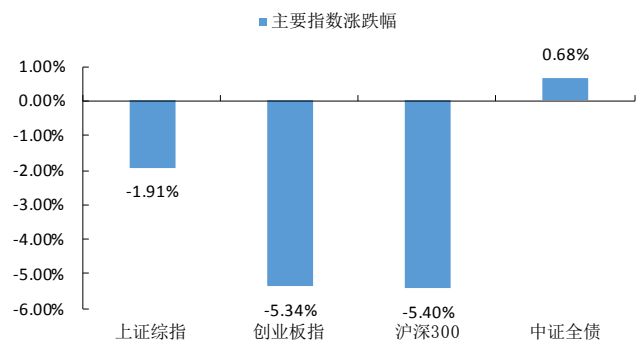
板指涨跌幅分别为-1.91%、-5.40%、-5.34%，中证全债指数涨跌幅为0.68%。

图 9：市场资管产品发行



资料来源: wind, 财信证券

图 10：市场主要指数表现



资料来源: wind, 财信证券

3 投资建议

2020 年券商年报业绩靓丽。2020 年券商年报陆续公布，截至 2021 年 4 月 8 日，25 家上市证券公司公布年报，头部券商归母净利润增速大多在 20%-30% 左右，较高增速的是中信建投归母净利润增速为 72.85%，中金公司归母净利润增速 70.04%，而海通证券与东方证券增速稍低，分别为 14.2%、11.82%。中小券商业绩弹性相对较大，增速普遍在 50% 以上，如中原证券、华林证券、第一创业、浙商证券、红塔证券归母净利润增速分别为 79.14%、83.96%、68.91%、68.17%、68.72%。ROE 来看，25 家上市证券公司中 ROE 在 10% 以上的有中信建投、华林证券、中金公司、兴业证券、广发证券、红塔证券 6 家，8%-10% 的有招商证券、国信证券、中国银河、浙商证券、华安证券、中信证券、国金证券、华泰证券、国泰君安 9 家，6%-8% 的有 4 家，4%-5% 的有 4 家。ROE 较高的公司中或自营业务收入占比较高、或自营与其中一项轻资产业务（如投行、经纪）收入占比均较高。其中红塔证券，剔除其他业务收入 27.7 亿元（主要为期货风险管理子公司销售收入）后，2020 年自营业务收入 25.33 亿元，占比达 90%；中金公司 2020 年收入来源主要是自营、投行与经纪，占比分别为 55.6%、25.2%、19.5%；招商证券收入主要来源于经纪业务与自营业务，剔除大宗商品业务收入后，经纪、自营收入占比分别为 31.18%、31.47%；中信建投 2020 年自营业务占比 37.1%、投行业务占比 25.1%。

东方证券、华创安阳募资重资产化转型。券商重资产化发展趋势明显，特别是去年券商衍生品业务迎来爆发式增长。继中信证券 2 月 26 日配股预案以来，东方证券于 2021 年 3 月 30 日公布募资不超过 168 亿元的配股预案，华创安阳 3 月 8 日公布募资不超过 80 亿元的定增预案（全部用于对华创增资）。券商通过配股增发等方式进行募资，重资产化转型处于白热化阶段。

投行发行审核趋严。今年以来发行审核要求边际趋严，投行业务现场检查以及对 IPO 过程中保荐机构的处罚力度加大。易会满主席在中国发展高层论坛圆桌会上明确，注册制绝不意味着放松审核要求，需要严格的发行审核，证监会注册环节对交易所审核质量

及发行条件、信息披露的重要方面进行把关并监督。明确要进一步强化中介把关责任，督促其提升履职尽责能力。在 IPO 现场检查中出现了高比例撤回申报材料的现象，对“带病闯关”的，将严肃处理，决不允许一撤了之。预计投行业务的监管趋严情况下，2021 年证券行业投行业务增速将有所放缓。

维持行业“同步大市”评级。今年以来证券行业持续调整，一是受全球通胀预期、流动性收紧预期影响，二是受投行发行审核趋严的不利因素影响，三是 2020 年以来证券行业二级市场定增配股等募资对投资者情绪影响较大。目前证券行业整体估值处于较低位置，我们认为其具有较大安全边际，且头部券商估值相对更低。证券行业 PB 估值中位数为 1.65 倍，位于历史后 12%分位，大券商 PB 估值中位数 1.38 倍，位于历史后 5%分位。投资主线上，我们建议重点关注优质龙头券商以及业务特色突出的中小券商。投资主线一：关注经营稳健、资本实力强以及政策优势明显的头部券商。推荐关注综合实力行业第一、创新业务布局领先、业绩韧性较强的龙头券商中信证券（600030.SH），以及财富管理转型行业领先、科技赋能数字化转型的标杆券商华泰证券（601688.SH）。投资主线二：关注顺应转型发展且模式难以复制的券商。推荐持续受益互联网平台流量变现、经纪业务规模效应突出的东方财富（300059.SZ）。

4 行业信息

（1）银行间市场交易商协会发布《关于实施债务融资工具取消强制评级有关安排的通知》

3 月 26 日，银行间市场交易商协会发布《关于实施债务融资工具取消强制评级有关安排的通知》称，为深入贯彻落实党中央、国务院关于债券市场发展系列政策精神，推动信用评级行业更好服务债券市场高质量发展，中国银行间市场交易商协会组织市场成员研究弱化外部评级依赖工作，形成债务融资工具取消强制评级方案，修订短期融资券、中期票据等业务指引并发布实施。在前期债务融资工具注册申报环节取消信用评级报告要件要求的基础上，银行间市场交易商协会进一步在发行环节取消债项评级强制披露，仅保留企业主体评级披露要求，将企业评级选择权交予市场决定。通知自 2021 年 3 月 29 日起实施。原《关于发布〈非金融企业债务融资工具公开发行注册文件表格体系（2020 版）〉有关事项的补充通知》（中市协发[2021]21 号）废止。

（信息来源：银行间市场交易商协会）

（2）上交所修订发布《主板股票上市和终止上市审核实施细则》

为与退市新规及有关业务实践保持衔接，3 月 18 日，上交所修订发布了《上海证券交易所主板股票上市和终止上市审核实施细则》（简称《实施细则》），主要规范主板股票首次上市、终止上市和重新上市等审核事项、审核程序及有关上市委员会的设立遴选安排等。《实施细则》进行了四方面的修订：一是完善上市委员会审核事项，根据退市新规、上交所相关业务规则和实践情况，删除了主板股票的暂停上市和恢复上市、增加了主板股票的重新上市，删除公司债券、企业债券的首次、暂停、终止、恢复上市和基金首次、

终止上市。二是明确了实际参加审核的委员人数，并规定了委员回避、补足机制。三是明确了股票上市审核期间收到相关举报、投诉或者出现其他情形，可能对相关审核事项产生影响的，上交所可以视情况暂停审核，待相关情形消除或确认后恢复审核，暂停审核的时间不计入上交所作出有关决定的期限。四是修改规则名称，由“上海证券交易所证券上市审核实施细则”修改为“上海证券交易所主板股票上市和终止上市审核实施细则”。

(信息来源：上交所)

(3) 交易商协会向券商放开副主承资格

3月18日，中国银行间市场交易商协会发布《关于意向承销类会员（证券公司类）参与非金融企业债务融资工具承销业务市场评价的公告》。根据公告，证券公司经市场评价得承销业务资格的，可开展非金融企业债务融资工具承销业务，此次评价针对的是副主承资格（分销资格）。

(信息来源：银行间市场交易商协会)

(4) 证监会发布《证券公司股权管理规定》及配套规定

3月18日，证监会发布《关于修改〈证券公司股权管理规定〉的决定》（简称《股权规定》）以及《关于修改〈关于实施〈证券公司股权管理规定〉有关问题的规定〉的决定》（简称《实施规定》），自今年4月18日起施行。《股权规定》包括分为五章共有四十五条，修订内容主要涉及以下几个方面：一是参考国内外金融监管经验，结合证券公司股权日渐分散的趋势，将证券公司主要股东从“持有证券公司25%以上股权的股东或者持有5%以上股权的第一大股东”调整为“持有证券公司5%以上股权的股东”。二是适当降低证券公司主要股东资质要求，取消主要股东具有持续盈利能力的要求；将主要股东净资产从不低于2亿元调整为不低于5000万元人民币等。三是落实新《证券法》，调整证券公司变更注册资本、变更5%以上股权的实际控制人相关审批事项。四是对新问题予以规制，为新情况留出空间。包括禁止证券公司股权相关的“对赌协议”，完善控股股东变更为唯一股东的备案程序，明确单个非金融企业实际控制证券公司股权比例不得超过50%的例外情形；进一步明确对上市证券公司、股份转让系统挂牌证券公司持有5%以下股权的股东可以免除适用的条款等。同步修订的《实施规定》修订的内容包括进一步精简整合申报材料，删除现在已不适用的程序性过渡条款，修改新《证券法》取消的审批事项相应表述等。

证监会表示，修改《股权规定》及配套规定是落实新《证券法》的需要，也是落实简政放权的需要，为落实《优化营商环境条例》和全面深化资本市场改革重点任务大力推进简政放权的要求，对《实施规定》规定的证券公司设立以及变更股东等相关申报材料进一步精简整合。

(信息来源：中国证监会)

(5) 证监会发布修订后的《上市公司信息披露管理办法》

3月19日晚间，证监会公布了最新修订的《上市公司信息披露管理办法》（简称《信披办法》），自2021年5月1日起施行。除不再保留原来的“招股说明书、募集说明书与上市公告书”一章外，本次修改总体保持了《信披办法》原有的框架结构。修订的主要内容包括：一是完善信息披露基本要求，新增简明清晰、通俗易懂原则，完善公平披露制度，细化自愿披露的规范要求，降低信息披露成本，明确信息披露义务人的范围等；二是完善定期报告制度，明确定期报告包括年度报告和半年度报告，针对性完善上市公司董监高异议声明制度，要求董事、监事无法保证定期报告内容的真实性、准确性、完整性或者有异议的，应当在董事会或者监事会审议、审核定期报告时投反对票或者弃权票；三是细化临时报告要求，补充完善重大事件的情形，完善上市公司重大事项披露时点，明确董事、监事或者高级管理人员知悉该重大事件发生时，上市公司即触发披露义务；四是完善信息披露事务管理制度，增加上市公司应当建立内幕信息知情人登记管理制度的要求，新增上市公司应当制定董监高对外发布信息的行为规范要求；五是进一步提升监管执法效能，完善监督管理措施类型，针对滥用异议声明制度专门设置法律责任。此外，还根据新《证券法》的相关规定，对个别文字表述作了调整。

（信息来源：中国证监会）

(6) 央行发布《证券公司短期融资券管理办法（修订征求意见稿）》

3月5日，央行发布《证券公司短期融资券管理办法（修订征求意见稿）》，并向社会公开征求意见。这是自2004年央行出台《办法》后时隔近17年首次修订。对比此前的《办法》，征求意见稿最大的变化在于以下几点：一是取消发行前备案，强化事中事后管理。证券公司以后发行短期融资券，只需于每年首只发行前，向人民银行报告年度流动性管理方案和发行计划。二是大幅修改证券公司短期融资券发行门槛，建立以流动性管理为核心的管理框架。主要发行条件为：具有较强的流动性管理能力，流动性风险管理体系健全，能够有效识别、计量、监测和控制流动性风险，能以合理的成本及时满足流动性需求；资产负债结构合理，期限错配、交易对手集中度、债券质押比例等适度，近2年内风险控制指标持续符合监管要求；近1年内流动性覆盖率持续高于行业平均水平；取得证监会发行短期融资券资格的认可；近2年内未因重大违法违规行为受到行政处罚；中国人民银行要求的其他条件。三是延长短期融资券最长期限。将短期融资券最长期限从不超过91天延长至不超过1年，此举将更利于证券公司根据资金使用需要自主确定短期融资券的期限。四是取消证券公司发行短期融资券的强制评级要求，此举与今年初银行间市场交易商协会发布取消注册发行强制评级要求的分阶段方案，明确在注册环节不强制要求信用评级的改革方向一脉相承。也可以看出，未来公开发债市场取消强制评级是大势所趋。

（信息来源：中国人民银行）

5 风险提示

市场交投活跃度低迷；市场大幅波动；证券公司业务开展不及预期；金融监管政策加强；资本市场改革进度低于预期。

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438