

α β 因素共振 20 年迎捷报，21 年坚持业绩为王与龙头主线

——证券行业 2020 年年报综述



东方证券
ORIENT SECURITIES

核心观点

- **市场活跃度中枢持续上移，上市券商 2020 年业绩同增 28%。**1) 截至 2020 年末沪深 300 指数全年累计上涨 27.21%，创业板指数累计上涨 64.96%，日均股票成交额 9034.80 亿元，同比增加 61.36%。2) 138 家券商 2020 年合计实现净利润 1575.34 亿元，同比增长 27.98%。3) 券商间业绩增速分化加剧，ROE、杠杆率在券商间普遍提升。
- **活跃度高涨助推经纪收入大增近五成，创业板注册制持续推进，投行业务表现亮眼。**1) 受益于市场活跃度高涨，2020 年全行业经纪业务净收入同比增长 47.42%，佣金率持续小幅下行，基金投顾试点取得一定突破，代销金融产品收入大幅增长。2) IPO 规模创下近十年新高，再融资稳步增长近三成，2020 年全行业股权承销金额 1.69 万亿元，同比增长 9.96%，其中 IPO 规模继 2019 年大幅增加 84.19% 之后，进一步大增 85.51%，创下近十年新高。预计随着全面注册制改革的推进，券商投行业绩有望持续优异表现。
- **两融业务迎来黄金发展期，自营业务分化加剧下头部券商转型赢先机。**1) 截至 2020 年末，两融余额达到 1.62 万亿元，较年初增长 58.84%，其中融券余额达 1369.84 亿元，较年初增长 894.05%。融券余额更是突破千亿元，有望持续创 2015 年以来新高，两融业务加速发展的态势有望持续。2) 2020 年，134 家券商合计实现自营业务收入 1262.92 亿元，高基数下（2019 年自营收入 1221.60 亿元）同比增长 3.38%。头部券商转型，赢得先机。3) 券业资产管理规模由 17Q1 的 18.77 万亿下滑至 20Q4 的 8.06 万亿元，近四年累计下滑幅度达到 57.9%（主要以通道业务为主）。受益于主动管理占比提升，2020 年券商实现资管业务收入 299.60 亿元，同增 8.88%。
- **高基数下，我们预计 2021 年券商业绩稳中有升。**鉴于 2020 年证券行业较高的业绩基数，我们对 2021 年的日均成交量、承销规模、两融平均规模、股权质押平均融出资金、股债投资收益率等基本假设变量分三种情况进行弹性测试，在悲观、中性、乐观假设下，证券行业 2021 年整体净利润分别为 1510、1744、2000 亿元，增速为-4.13%、10.72%、26.96%。

投资建议与投资标的

- 当前证券 II(中信)PB 估值 1.62 倍，低于历史估值中枢 2.04，且板块低配幅度历史新高，具备向上的空间与动能，维持看好评级。
- **坚持龙头逻辑主线不变。**我们认为 21 年仍然会是资本市场改革的大年，行业将持续享有长期的政策面利好，龙头券商将获得更加明显的政策红利倾斜，长期龙头逻辑日趋强化，也必然是板块的投资主线。推荐**中信证券(600030, 增持)**、**华泰证券(601688, 增持)**、**招商证券(600999, 增持)**，同时建议关注**中金公司(03908, 未评级)**。
- **行业加剧分化下，业绩为王。**经历了连续两年行业大年，当前板块个股业绩基数较高，2021 年业绩分化大概率将加剧，也将使得基本面这一因素对股价表现的影响更大，建议关注估值与基本面存在明显背离现象的个股。建议关注**广发证券(000776, 增持)**、**兴业证券(601377, 未评级)**。

风险提示

- 市场持续下跌在内的系统性风险；监管超预期收紧对券商业务形成冲击。

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国

行业

证券行业

报告发布日期

2021 年 04 月 22 日

行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

证券分析师

唐子佩

021-63325888*6083

tangzipei@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860514060001

证券分析师

孙嘉庚

021-63325888*6094

sunjiageng@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860520080006

相关报告

α 与 β 因素共振 20 年业绩喜人，21 年坚持业绩为王与龙头主线：——证券行业 2020 年年报前瞻	2021-03-01
融资端改革渐入佳境，投资端创新蓄势待发：——证券行业 2021 年年度策略	2020-12-03
业绩增长提速+全面且确定政策利好，看好板块向上空间与能量：——证券行业 2020 年三季报综述	2020-11-01

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

目 录

1. 结构性牛市行情下，2020 年业绩增长 28%.....	5
1.1. 2020 年市场现结构性行情，交投活跃度显著提升	5
1.2. 2020 年券商业绩增长 28%，ROE 持续回升.....	6
1.3. 券商间业绩分化加剧，头部集中化趋势不改	8
2. 经纪投行齐发力，自营投资分化明显	11
2.1. 经纪：2020 全年市场活跃度高涨，助推收入大增近五成.....	11
2.2. 投行：创业板注册制改革再下一城，IPO 进一步开闸	14
2.3. 信用：两融规模加速增长，融券业务取得突破.....	18
2.4. 自营：小幅增长下，预计券商间表现分化加剧.....	21
2.5. 资管：规模持续下降，券商间主动管理转型分化显著	27
3. 盈利预测：预计 21 年稳中有升.....	29
4. 投资建议：龙头主线，业绩为王	31
5. 风险提示	31

图表目录

图 1: 2020 年沪深 300 指数、创业板指数、证券 II (中信) 指数走势	5
图 2: 2018/01-2020/12 月度日均股票成交额 (亿元)	5
图 3: 2018/01-2021/01 月度上交所、深交所日均换手率 (%)	6
图 4: 2019 年 vs 2020 年全行业各项业务收入 (亿元) 及增速	6
图 5: 2012-2020 年证券行业各项业务收入占比情况	7
图 6: 2012-2020 年证券行业净利润率变化情况	7
图 7: 2020 年证券行业 ROE 继续回升	8
图 8: 2020 年证券行业杠杆率小幅提升	8
图 9: 上市券商 2020 年净资产收益率 (27 家)	10
图 10: 上市券商 2020 年杠杆率 (27 家)	10
图 11: 2012-2020 证券行业集中度	11
图 12: 2011-2020 年 A 股全市场双边股基成交额	11
图 13: 2011-2020 全行业经纪业务平均佣金率	12
图 14: 上市券商股基成交额 (22 家) 市场份额: 2020 vs 2019	12
图 15: 上市券商 2020 年经纪业务收入	13
图 16: 2012-2020 年首发募集资金规模及家数	14
图 17: 2012-2020 年股权融资规模及增速	14
图 18: 上市券商 2020 年投行业务收入 (27 家)	15
图 19: 2012-2020 年券商债券承销 (企业债、公司债、ABS) 规模	15
图 20: 2018/01-2021/01 全市场两融余额及融券余额占比	18
图 21: 2018/01-2021/01 全市场股票质押市值	19
图 22: 上市券商 2020 年信用业务收入 (27 家)	21
图 23: 上市券商 2020 自营业务收入 (27 家)	22
图 24: 2013-2020 全部券商合计净资产	24
图 25: 2020 年场外衍生品新增名义本金 CR5	27
图 26: 2020 年场外衍生品存续名义本金 CR5	27
图 27: 2017Q1-2020Q4 证券公司资产管理规模 (万亿元) 与主动管理占比	27
图 28: 2013-2020 证券公司受托管理资金总额 (含公募)	28
图 29: 2018Q1-2020Q4 证券行业私募资产管理规模	28
图 30: 2020 年末上市券商 (25 家) 资产管理规模及增速	28
图 31: 上市券商 2020 年资管业务收入 (27 家)	29
图 32: 券商主动管理规模占比均呈现明显的增长趋势 (15 家)	29

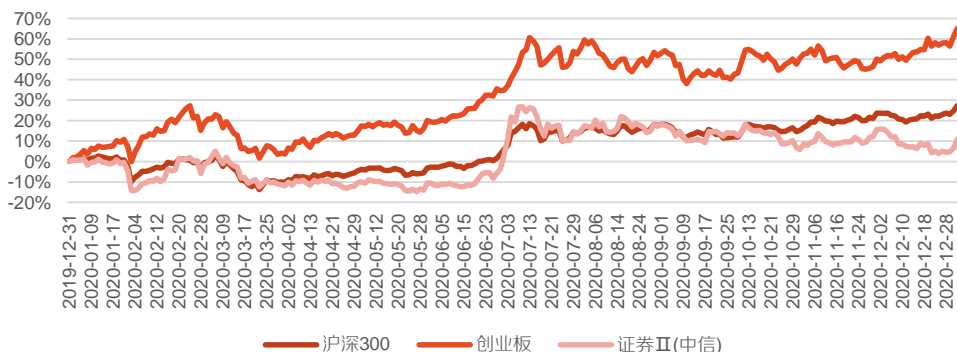
表 1: 2020 年 33 家上市券商业绩情况.....	8
表 2: 主要券商基金投顾产品基本情况.....	13
表 3: 2020 年上市券商股权承销排名（42 家，合并口径）.....	16
表 4: 2020 年上市券商债券承销排名（42 家，合并口径）.....	17
表 5: 2020 年末上市券商（27 家）股票质押式回购资产余额及同比变化率.....	19
表 6: 27 家上市券商 2020 年计提减值情况.....	20
表 7: 券商科创板跟投排行榜（亿元，截至 2020 年 12 月 31 日）.....	22
表 8: 上市券商自营资产规模及结构（截至 2020 年 12 月 31 日）.....	24
表 9: 上市券商衍生品合约名义本金规模及增速（截至 2020 年末）.....	25
表 10: 2020 年证券行业业绩弹性测算.....	30

1. 结构性牛市行情下，2020年业绩增长28%

1.1. 2020年市场现结构性行情，交投活跃度显著提升

2020年股市呈现结构性牛市行情，券商赢业绩、输表现。2020年A股市场呈现出明显的“龙头”结构性牛市行情，在消费、医药、科技板块的带领下，创业板指累计上涨64.96%，而相比之下沪深300指数上涨27.21%，证券Ⅱ（中信）累计上涨10.77%，跑输大盘指数的同时，表现出了股价走势与基本面表现背离的现象。

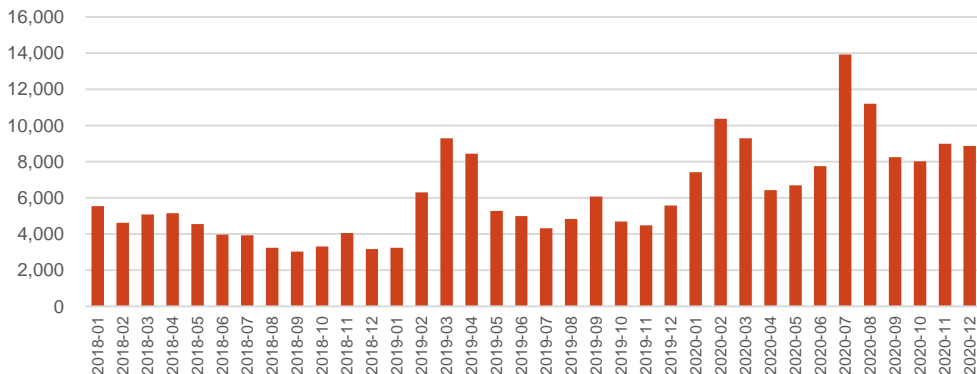
图 1：2020年沪深300指数、创业板指数、证券Ⅱ（中信）指数走势



数据来源：WIND、东方证券研究所

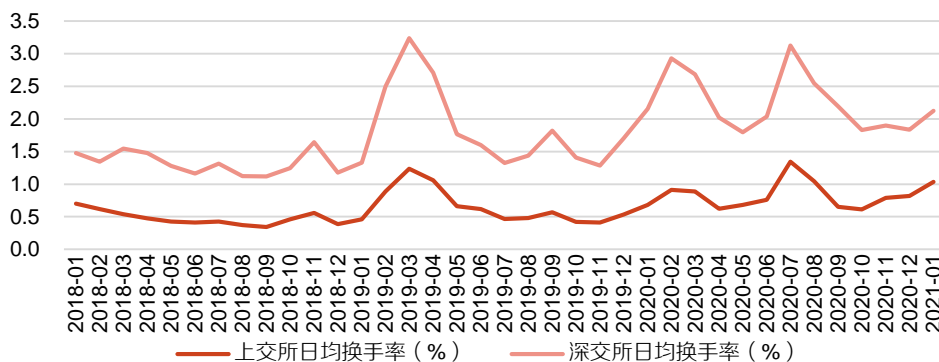
2020年市场交投活跃度显著提升。在流动性充足+宏观经济复苏+政策红利释放的共同作用下，2020年市场交投活跃度较19年同期显著提升：1)2020年日均股票成交额9034.80亿元，较2019年的5599.31亿元同比增加61.36%；2)2020年上证日均换手率0.82%，深证日均换手率2.25%，较2019年的0.65%和1.84%同比提升25.62%和22.29%。

图 2：2018/01-2020/12 月度日均股票成交额（亿元）



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 3：2018/01-2021/01 月度上交所、深交所日均换手率（%）

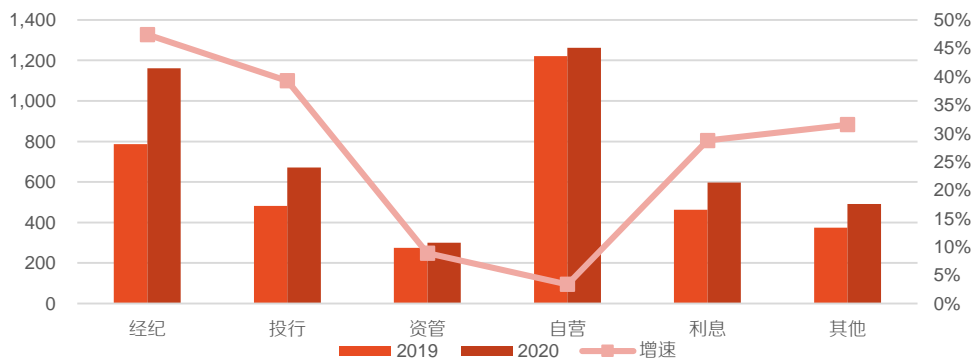


数据来源：WIND、东方证券研究所

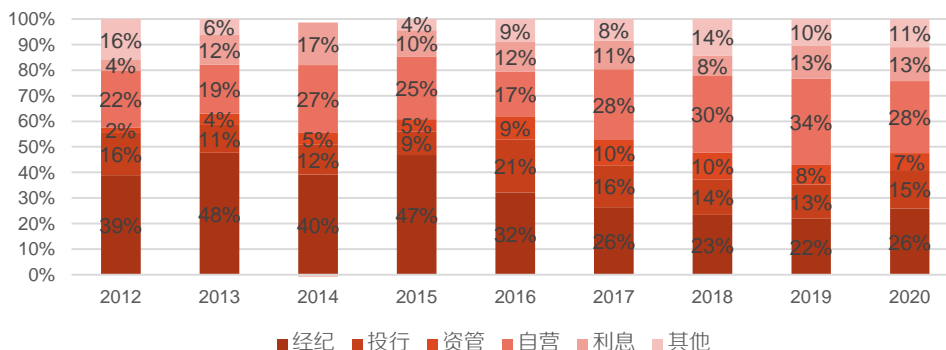
1.2. 2020 年券商业绩增长 28%，ROE 持续回升

营业收入同比增长 24.41%，经纪与投行业务表现突出。2020 年证券行业经营数据显示：1) 134 家券商合计实现营业收入 4484.79 亿元，同比增长 24.41%。2) 各主营业务全线增长，其中经纪、投行、信用、资管、自营同比增速分别为 47.42%、39.25%、28.74%、8.88%、3.38%。3) 业务收入结构同比保持稳定，自营业务、经纪业务、投行业务、信用业务与资管业务收入占比分别达到 28.16%、25.89%、14.99%、13.31%、6.68%。

图 4：2019 年 vs 2020 年全行业各项业务收入（亿元）及增速



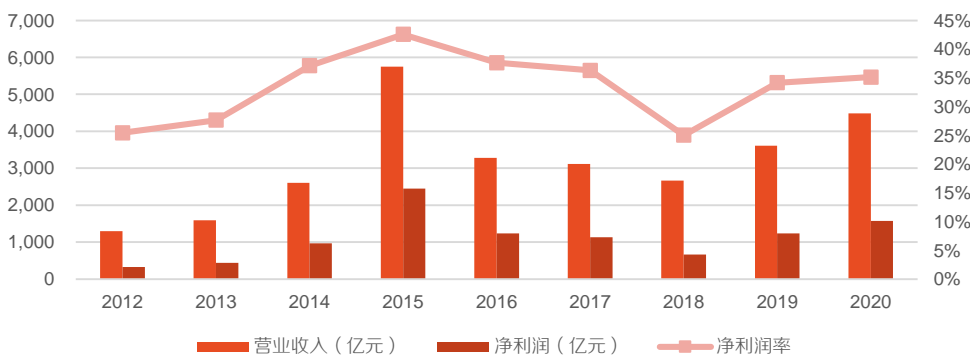
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 5：2012-2020 年证券行业各项业务收入占比情况


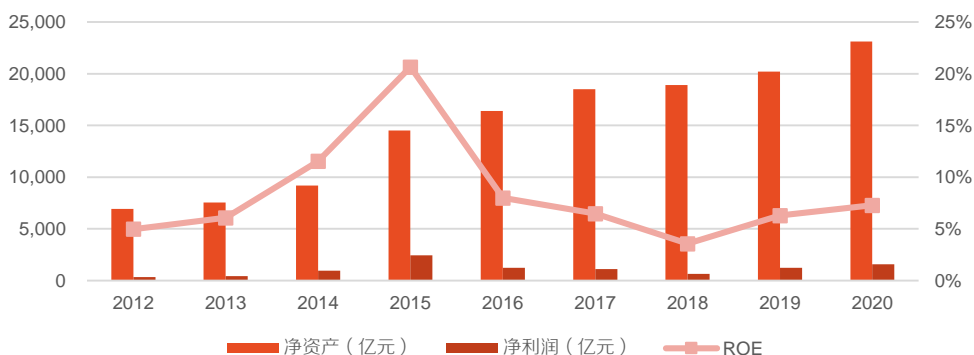
数据来源：WIND、东方证券研究所

净利润增长 27.98%，净利润率回升至 35.13%。1) 134 家券商 2020 年合计实现净利润 1575.34 亿元，同比增长 27.98%。2) 2020 证券行业的净利润率回升至 35.13%，达到 2017 年来的新高，如果剔除毛利率较低的其他业务收入（近年来收入占比快速提升，主要为大宗商品交易），实际的净利率水平更高。

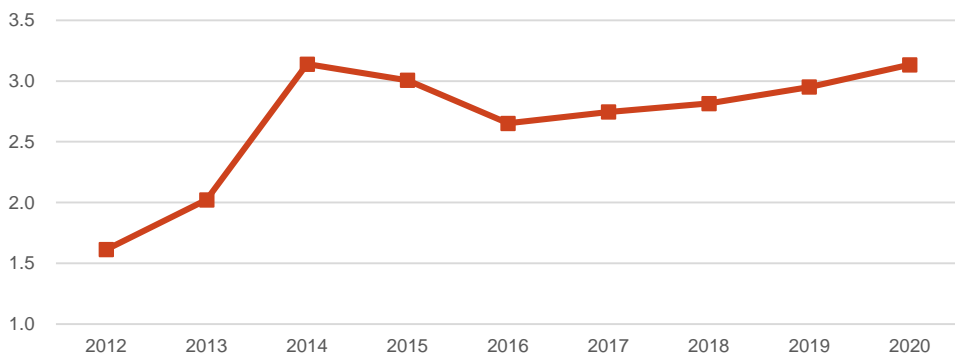
ROE 回升至 7.28%，杠杆率创 15 年以后新高。2020 年证券行业平均 ROE 为 7.28%，同比提升 0.98%，亦创下 2015 年以来的新高。但不难看出，随着各家券商纷纷补充资本金以及行业重资产化转型不断推进，行业整体 ROE 水平面临下行压力，券商亟需通过提升杠杆率、改善重资产业务结构等手段提升盈利效率。截至 2020 年底，行业权益乘数（剔除代理买卖证券款）较 2019 年提升 0.32 至 3.13 倍。

图 6：2012-2020 年证券行业净利润率变化情况


数据来源：WIND、东方证券研究所

图 7：2020 年证券行业 ROE 继续回升


数据来源：WIND、东方证券研究所

图 8：2020 年证券行业杠杆率小幅提升


数据来源：WIND、东方证券研究所

1.3. 券商间业绩分化加剧，头部集中化趋势不改

上市券商 2020 年业绩分化加剧，多数券商业绩实现高增。截至 2020 年 4 月 16 日，合计有 33 家上市券商发布了 2020 年年报、业绩预告或业绩快报，全部实现业绩正增长，且增长幅度整体较大：1) 中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券归母净利润分别为 149.02、111.22、108.75、108.22，排名前四；2) 33 家券商中，实际或预计业绩同比增速超 50% 的有 11 家，其中光大证券、东方财富、兴业证券低基数下业绩增速均超过 100%。

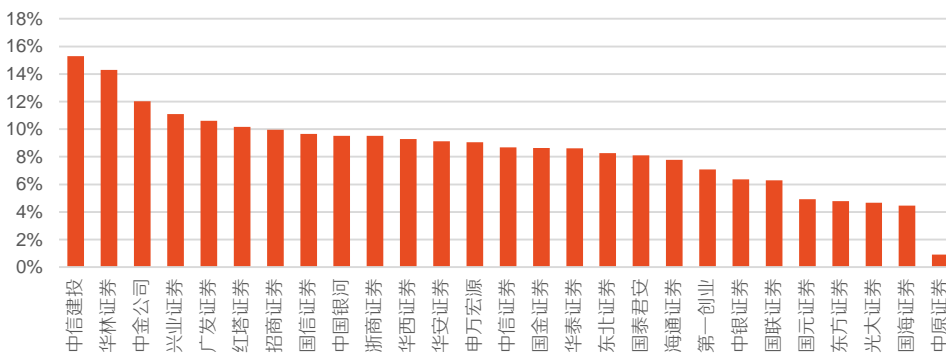
表 1：2020 年 33 家上市券商业绩情况

		2020 年归母净利润 (亿元)	2020 年净利润 增速	资料来源
600030.SH	中信证券	149.02	21.9%	年报
601211.SH	国泰君安	111.22	28.8%	年报

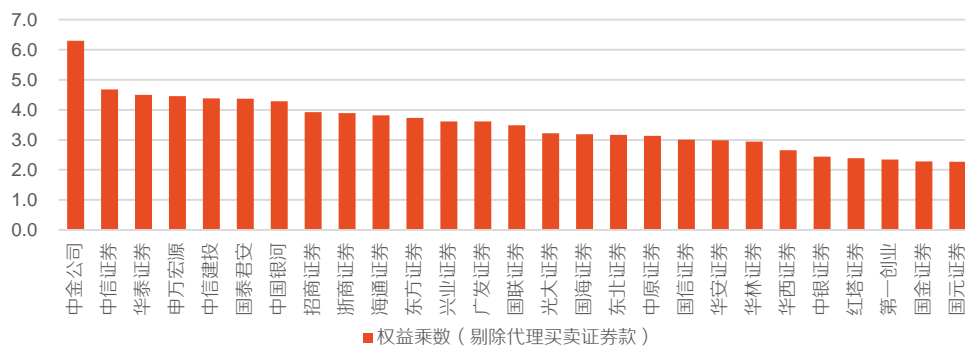
600837.SH	海通证券	108.75	14.2%	年报
601688.SH	华泰证券	108.22	20.2%	年报
000776.SZ	广发证券	100.38	33.2%	年报
601066.SH	中信建投	95.09	72.8%	年报
600999.SH	招商证券	94.92	30.3%	年报
000166.SZ	申万宏源	77.66	35.4%	年报
601881.SH	中国银河	72.44	38.5%	年报
601995.SH	中金公司	72.07	70.0%	年报
002736.SZ	国信证券	66.16	34.7%	年报
300059.SZ	东方财富	47.80	161.0%	业绩快报
601377.SH	兴业证券	40.03	127.1%	年报
600958.SH	东方证券	27.23	11.8%	年报
600918.SH	中泰证券	27.21	20.9%	业绩快报
601788.SH	光大证券	23.34	311.0%	年报
601108.SH	财通证券	22.49	20.1%	业绩快报
000783.SZ	长江证券	20.84	25.1%	业绩快报
002926.SZ	华西证券	19.00	32.7%	年报
600109.SH	国金证券	18.63	43.4%	年报
601878.SH	浙商证券	16.27	68.2%	年报
002939.SZ	长城证券	15.02	51.3%	年报
601236.SH	红塔证券	14.13	68.7%	年报
000728.SZ	国元证券	13.70	49.8%	年报
000686.SZ	东北证券	13.33	32.4%	年报
600909.SH	华安证券	12.68	14.4%	年报
002673.SZ	西部证券	11.24	84.2%	业绩快报
601696.SH	中银证券	8.83	10.6%	年报
002797.SZ	第一创业	8.13	58.4%	年报
002945.SZ	华林证券	8.12	84.0%	年报
601990.SH	南京证券	8.10	14.1%	业绩快报
000750.SZ	国海证券	7.25	48.7%	年报
601456.SH	国联证券	5.88	12.8%	年报
601375.SH	中原证券	1.04	79.1%	年报

数据来源：WIND、东方证券研究所

分券商看，截止 2021 年 4 月 12 日共有 27 家上市券商发布年报。其中，1) 中信建投、华林证券、中金公司 ROE 分别为 15.3%，14.31%，12.02%，位列前三，此外，兴业证券、广发证券、红塔证券 ROE 均超过 10%。2) 中金公司杠杆率大幅领先同业，达到 6.3 倍，中信证券、华泰证券、申万宏源、中信建投、国泰君安紧随其后，均在 4.3 倍以上，头部券商杠杆率保持行业领先，拥有更强的资本运用能力。

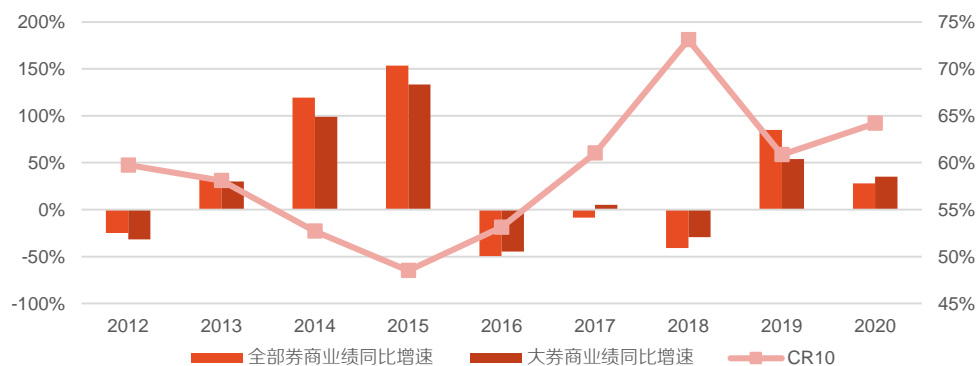
图 9：上市券商 2020 年净资产收益率（27 家）


数据来源：WIND、东方证券研究所

图 10：上市券商 2020 年杠杆率（27 家）


数据来源：WIND、东方证券研究所

证券行业集中度小幅回升，头部集中化趋势不变。由于 2018 年业绩基数普遍较低，中小券商于 2019 年表现出更高的业绩增速与更大的业绩弹性，致使行业集中度有所回落。2019 年 CR10 回落至为 60.86%，2020 年，该指标回升至 64.2%。行业集中度的波动不改长期行业头部集中化的趋势，一方面，中小券商业绩波动过大，中长期来看头部券商业绩的成长性与确定性更高，另一方面，在资本市场深化改革、证监会大力打造航母级券商的背景下，头部券商将更多地享受政策红利带来的长期 Alpha 因素催化，强者恒强的马太效应将进一步凸显。

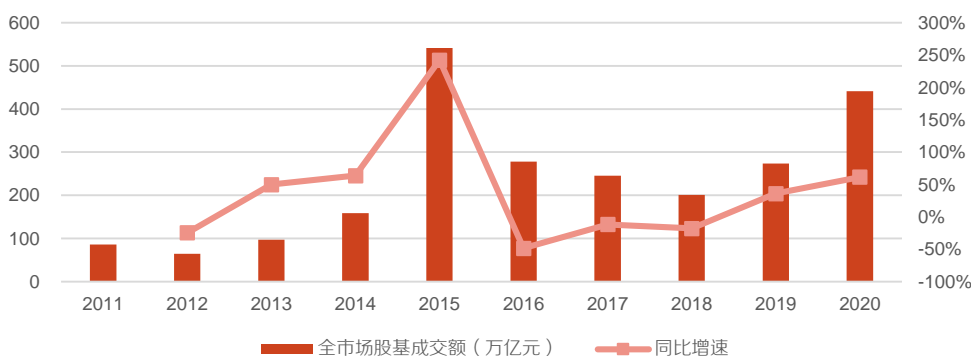
图 11：2012-2020 证券行业集中度


数据来源：WIND、东方证券研究所

2. 经纪投行齐发力，自营投资分化明显

2.1. 经纪：2020 全年市场活跃度高涨，助推收入大增近五成

2020 年 A 股市场股基成交额同比+61.36%。继 2019 年增长 35.85% 之后，2020 年 A 股市场双边股基成交额进一步大增 61.36% 至 441.90 万亿元，创造了仅次于 2015 年的 541.73 万亿元的历史第二高记录。

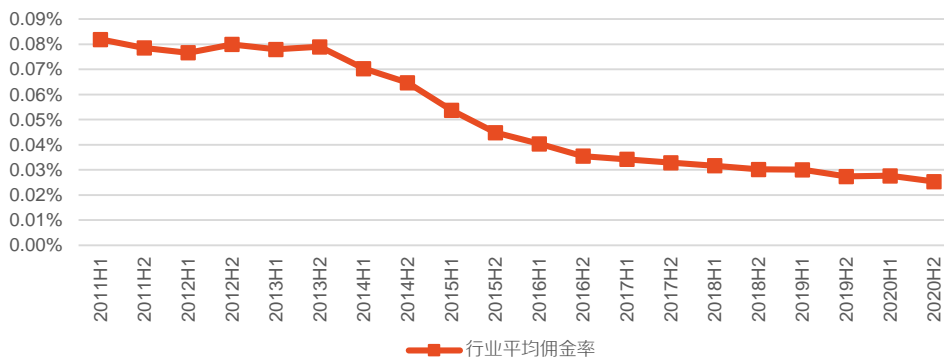
图 12：2011-2020 年 A 股全市场双边股基成交额


数据来源：WIND、东方证券研究所

全行业经纪业务净收入同比增长 47.42%，佣金率持续小幅下行。2020 年全部 138 家券商合计实现代理买卖证券业务（含交易席位租赁）净收入 1161.10 亿元，同比增长 47.42%，叠加代销金融产品净收入的 134.38 亿元，证券行业共实现证券经纪业务收入 1295.48 亿元，收入贡献度高达 28.89%，重夺五大主营业务第一位。值得注意的是，行业佣金率仍在持续小幅下滑趋势，继 2019

年首次跌破万三之后，2020年行业平均经纪佣金率进一步下滑至万分之2.63，其中下半年仅为万分之2.54，我们预计未来几年行业经纪佣金率仍将维持小幅下滑的态势，但是下降空间愈发缩小，且券商间佣金率的变化趋势也将逐渐分化。

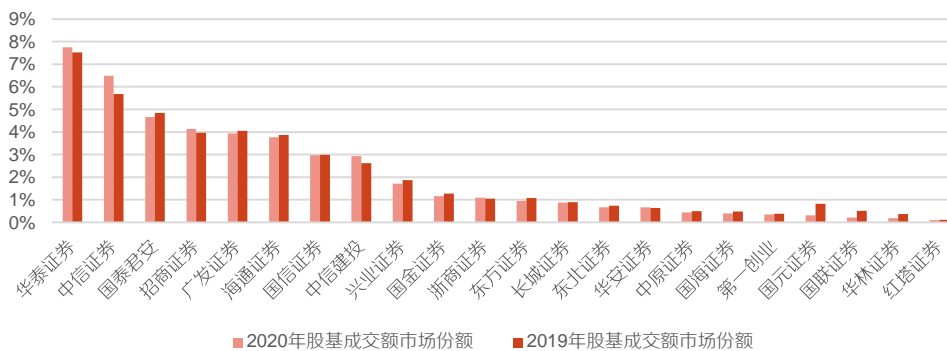
图 13：2011-2020 全行业经纪业务平均佣金率



数据来源：WIND、东方证券研究所

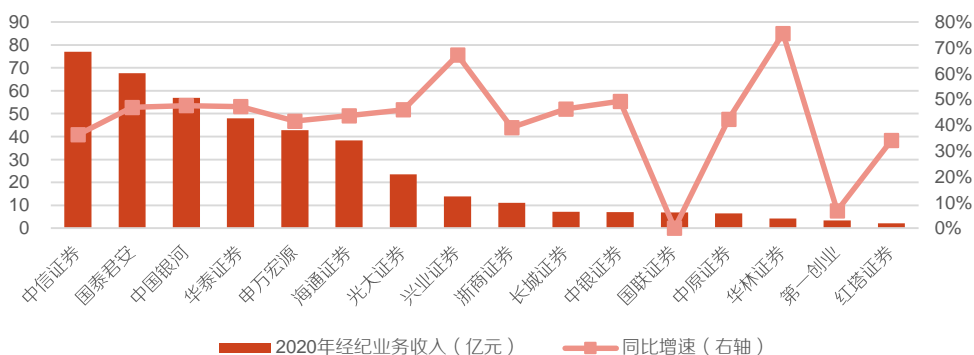
分上市券商来看，截止4月10日发布年报的24家券商中：1) 华泰证券、中信证券、国泰君安股基成交额排名前三，分别为34.19万亿元、28.6万亿元、20.52万亿元，市场份额分别为7.53%、5.67%、4.84%。2) 经纪业务收入排名前三的分别是国泰君安、中信证券、招商证券，收入分别为77.7亿元、56.7亿元、56.3亿元；收入增速前三的是华安证券、海通证券、华林证券，增速分别为77%、77%、76%。3) 从佣金率看，佣金率下滑趋势依旧，12家券商佣金率低于万分之三，其中最低的是华泰证券，佣金率为万分之1.55。

图 14：上市券商股基成交额（22家）市场份额：2020 vs 2019



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 15：上市券商 2020 年经纪业务收入



数据来源：WIND、东方证券研究所

券商在基金投顾业务上无明显短板，各方面实力最为全面与均衡。在四类机构中，券商的在各层面的实力相对均衡。在策略层面，券商依托其多年经营的研究所，在投研能力上建立了稳固的护城河。同时在服务端，券商可以通过规模较大的投顾团队，将即有投研成果进行有效转化。在线下渠道方面，券商线下网点数量仅次于银行，强于公募基金公司及第三方销售机构；在线上渠道方面，券商依托其布局多年的移动端证券服务平台，可以提供线上智能投顾及人工投顾。此外，券商也具备一定的高端客户积累。因此，多元的获客渠道、全面的服务覆盖能力全面、稳定的投研水平共同构成券商在投顾业务上的竞争实力。券商有望借助其更加全面而均衡的实力，最大化与其他机构的合作力度与广度，力求在基金投顾领域取得主导地位。

表 2：主要券商基金投顾产品基本情况

	国联证券	中国银河	国泰君安	中信建投	华泰证券
智能投顾名称	基金投顾	财富星——基金管家	君享投	蜻蜓管家	涨乐星投
主要产品及特点	追求稳健（睿稳健）、追求增值（睿平衡）、追求收益（睿进取）等	安心投、稳健投、灵活投、进取投	流动性理财（月月盈、季季盈）、理财增值（钻石精选组合）、主题投资（新基建组合）	追求流动性（安鑫添益）、追求报纸（称心均衡）、追求增值（步步为营、价值典范）、追求高收益（勇攀高峰）	打造出 10 余个不同风险层级的组合策略，对应“打理闲钱”、“跑赢通胀”、“追求收益”三大类投资需求场景
投资门槛	10000 元	1000 元	1000 元	10000 元	1000 元-1 万元不等
投资费用率	0.6%-0.9%/年（折后）	0.32-1.2%/年（折后）	0.4%/年起，每日计提，按月支付	0.3%-1.5%/年	阶梯式收取账户管理费

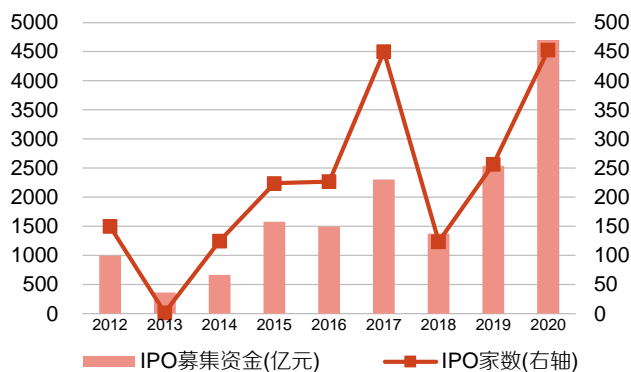
数据来源：WIND、东方证券研究所

在基金投顾试点的引领之下，券商持续探索差异化发展路径，加快财富管理业务转型，为投资者提供多样化的财富管理服务，证券行业财富管理业务快速发展。2020年，券商实现代理销售金融产品净收入 134.38 亿元，同比增长 148.76%；实现投资咨询业务净收入 48.03 亿元，同比增长 26.93%，券商服务居民财富管理能力进一步提升，财富管理转型初见成效。

2.2. 投行：创业板注册制改革再下一城，IPO 进一步开闸

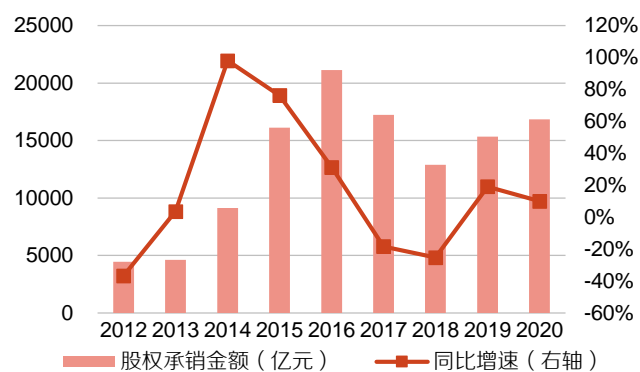
IPO 规模创下近十年新高，再融资稳步增长近三成。2020 年全行业股权承销金额 1.69 万亿元，同比增长 9.96%，其中 IPO 规模继 2019 年大幅增加 84.19% 之后，进一步大增 85.51%，创下自 2010 年之后的近十年新高。科创板与创业板注册制改革贡献颇丰。随着 A 股全面注册制改革的持续推进与深入，A 股市场的上市与退市通道有望进一步大通，实现常态化。2020 年全行业再融资（增发+配股）规模在新规的影响之下触底反弹，达到 8960.57 亿元，同比增长 29.17%。随着 A 股注册制改革的触角延伸至再融资业务领域，我们预计未来几年 A 股再融资规模有望维持稳步增长态势。

图 16：2012-2020 年首发募集资金规模及家数



数据来源：WIND、东方证券研究所

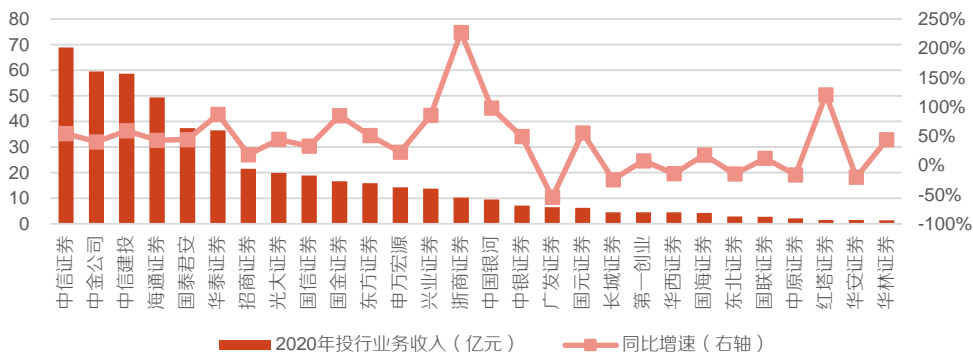
图 17：2012-2020 年股权融资规模及增速



数据来源：WIND、东方证券研究所

债权承销规模同比增长 26.17%，续创历史新高。债权承销方面，2020 年券商主承的公司债、企业债、ABS 承销规模达 5.90 万亿元，高基数下同比增加 26.17%，继 2019 年之后续创历史新高。在股债承销的双重加持下，2020 年 138 家券商合计实现投行业务收入 672.11 亿元，同比增长 39.25%，其中实现承销保荐收入 590.88 亿元，同比增长 56.55%，为券商 2020 年增速最高的业务。

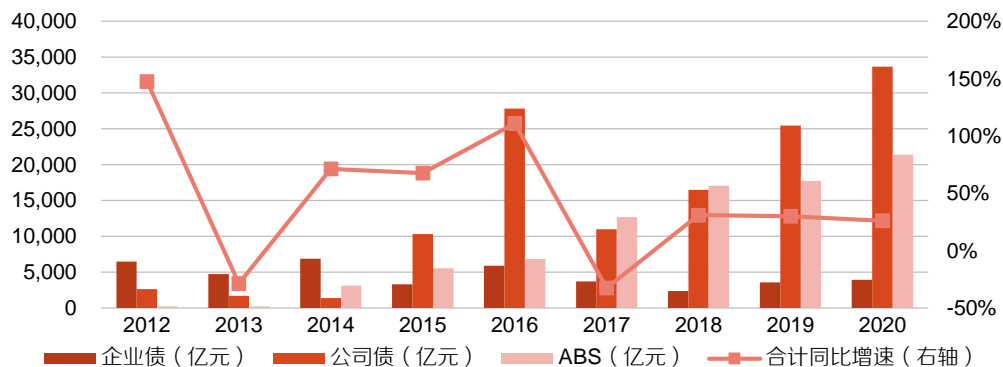
投行业务收入明显回暖，在股债承销的双重加持下，2020 年，证券行业投行业务净收入 672.11 亿元，同比大幅增加 39.26%。分上市券商看，在已经披露年报的 27 家券商中，投行业务收入排名前三的分别是中信证券、中金公司、中信建投，分别为 69.8 亿元、59.6 亿元、58.6 亿元，增速排名前三的分别是浙商证券、红塔证券、中国银河，增速分别为 227.3%、120.4%、98%。

图 18：上市券商 2020 年投行业务收入（27 家）


数据来源：WIND、东方证券研究所

注册制改革下，股权承销市场集中度持续提升。2020 年全市场首发融资与再融资（增发、配股）规模合计为 1.37 万亿元，同比增长 44.24%。上市券商中，中信证券 2020 年股权融资（首发+再融资）金额排名全行业第一，合计承销金额 3179.62 亿元，市场份额高达 18.86%，中信建投、中金公司、华泰证券市场份额分别达到 13.92%、8.55%、8.40%，排名二到四位，值得注意的是 CR4 高达 49.73%。IPO 业务方面，中信建投 2020 年规模 836.57 亿元，市场份额达 17.80%，CR4 亦高达 50.61%。

债权融资规模快速增长，中信建投、中信证券排名前二。2020 年券商承销企业债规模达 3926.39 亿元，同比增长 9.40%，承销公司债规模达 3.37 万亿元，同比增长 32.43%，ABS 规模达 2.14 万亿元，同比增长 20.59%。上市券商中，中信建投、中信证券债券承销（公司债、企业债、ABS）规模位居前二，分别为 6267.58 亿元、6241.46 亿元，市场份额分别为 10.62%、10.58%，大幅领先于其他券商。

图 19：2012-2020 年券商债券承销（企业债、公司债、ABS）规模


数据来源：WIND、东方证券研究所

表 3：2020 年上市券商股权承销排名（42 家，合并口径）

券商简称	承销金额（亿元）					承销家数			
	市场份额	合计	IPO	增发	配股	合计	IPO	增发	配股
中信证券	18.86%	3,179.62	444.94	1,920.97	219.35	161	39	68	5
中信建投	13.92%	2,346.19	836.57	1,138.89	41.98	101	39	30	2
中金公司	8.55%	1,440.41	488.98	817.94	0.00	60	30	23	0
华泰证券	8.40%	1,416.13	240.26	1,003.17	14.66	78	21	45	1
国泰君安	5.66%	954.07	216.86	391.57	19.97	72	22	26	1
海通证券	5.64%	951.10	607.79	224.47	2.34	64	25	22	1
招商证券	3.55%	598.22	142.66	286.26	0.00	47	17	17	0
中国银河	2.48%	418.23	72.69	294.22	19.62	17	5	8	1
申万宏源	2.44%	411.79	63.48	271.18	0.00	26	7	12	0
国信证券	1.80%	303.13	86.04	105.47	3.39	31	12	9	1
国金证券	1.53%	258.27	164.34	58.37	0.00	34	19	8	0
东方证券	1.33%	223.73	93.33	90.04	0.00	29	10	12	0
光大证券	1.23%	206.85	107.55	33.17	0.00	35	18	7	0
兴业证券	1.21%	204.37	89.33	47.64	46.72	29	13	8	2
东兴证券	1.21%	203.75	94.49	54.62	0.00	26	12	6	0
华西证券	1.13%	190.88	20.85	165.97	0.00	10	3	6	0
中泰证券	0.91%	153.48	16.55	116.13	0.00	17	3	9	0
浙商证券	0.90%	152.40	40.93	62.00	0.00	15	7	3	0
国元证券	0.83%	140.58	51.57	17.98	0.00	17	9	3	0
华鑫证券	0.83%	140.50	8.45	67.95	14.66	9	3	3	1
东吴证券	0.83%	139.82	53.54	81.10	0.00	19	10	7	0
第一创业	0.69%	116.43	18.77	64.93	0.00	11	2	7	0
山西证券	0.68%	113.83	21.94	69.06	11.89	17	5	9	1
中原证券	0.65%	110.34	0.00	90.34	5.83	7	0	4	1
天风证券	0.60%	100.48	9.40	70.32	0.00	11	2	5	0
长江证券	0.53%	89.52	38.02	31.50	0.00	12	6	2	0
东北证券	0.50%	85.11	0.00	49.18	29.94	4	0	2	1
华创证券	0.49%	82.34	17.87	59.98	0.00	13	4	7	0
南京证券	0.46%	77.16	12.36	34.86	29.94	5	3	1	1
财通证券	0.43%	72.13	30.92	9.94	0.00	11	4	3	0
方正证券	0.40%	68.05	9.85	32.87	0.00	7	2	3	0
西部证券	0.39%	65.50	57.50	0.00	0.00	9	8	0	0
中银证券	0.34%	58.00	25.57	13.42	2.72	7	3	2	1
广发证券	0.28%	47.18	44.28	0.00	0.00	9	8	0	0
红塔证券	0.25%	42.22	9.66	20.27	0.00	5	1	1	0
国联证券	0.22%	37.33	15.18	11.80	0.00	8	3	3	0
华林证券	0.20%	33.47	16.89	0.00	0.00	7	3	0	0
长城证券	0.15%	25.54	2.03	15.42	0.00	5	1	2	0

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

华安证券	0.09%	14.88	8.43	0.00	0.00	4	2	0	0
国海证券	0.07%	11.06	4.46	6.60	0.00	2	1	1	0
西南证券	0.03%	5.67	0.00	5.67	0.00	2	0	2	0
太平洋	0.02%	3.53	0.00	3.53	0.00	3	0	3	0
上市券商	90.73%	15,293.31	4,284.36	7,838.80	463.00	1056	382	389	20
行业合计	100.00%	16,856.67	4,699.63	8,447.60	512.97	1258	453	459	26

数据来源：WIND、东方证券研究所

表 4：2020 年上市券商债券承销排名（42 家，合并口径）

券商名称	市场份额 (%)	总承销金额(亿元)	公司债(亿元)	企业债(亿元)	ABS(亿元)
中信建投	10.62%	6,267.58	4,017.19	305.81	1,944.57
中信证券	10.58%	6,241.46	2,821.53	270.09	3,149.84
中金公司	6.57%	3,877.47	1,460.38	21.20	2,395.90
国泰君安	5.72%	3,375.66	1,734.69	202.18	1,438.79
华泰证券	4.54%	2,680.42	1,161.45	141.24	1,377.73
海通证券	4.44%	2,619.70	1,493.95	397.27	728.49
招商证券	3.81%	2,248.62	487.95	6.25	1,754.42
光大证券	3.38%	1,993.96	587.41	25.64	1,380.91
天风证券	2.16%	1,276.68	747.00	189.90	339.78
中泰证券	2.14%	1,263.38	919.41	32.30	311.68
国信证券	1.91%	1,125.07	807.72	104.15	213.20
申万宏源	1.62%	956.82	572.68	72.16	311.97
浙商证券	1.54%	910.74	875.09	32.49	3.16
兴业证券	1.46%	864.06	515.36	59.76	288.94
国金证券	1.44%	852.42	701.42	41.04	109.96
方正证券	1.22%	718.48	596.57	84.10	37.81
中银证券	1.17%	690.65	292.89	15.05	382.71
东兴证券	1.03%	607.46	303.49	0.00	303.97
东吴证券	0.99%	583.28	513.00	35.30	34.99
财通证券	0.94%	557.56	521.06	33.00	3.50
东方证券	0.89%	526.46	378.81	75.73	71.93
长江证券	0.80%	472.58	252.92	186.13	33.53
长城证券	0.71%	418.50	280.09	26.50	111.91
广发证券	0.68%	401.38	161.18	121.55	118.66
华西证券	0.64%	375.21	211.67	19.40	144.14
山西证券	0.54%	319.69	297.13	4.20	18.36
中国银河	0.53%	310.51	240.21	25.50	44.79
国海证券	0.49%	288.29	236.56	46.00	5.73
华创证券	0.38%	223.66	153.17	7.50	63.00

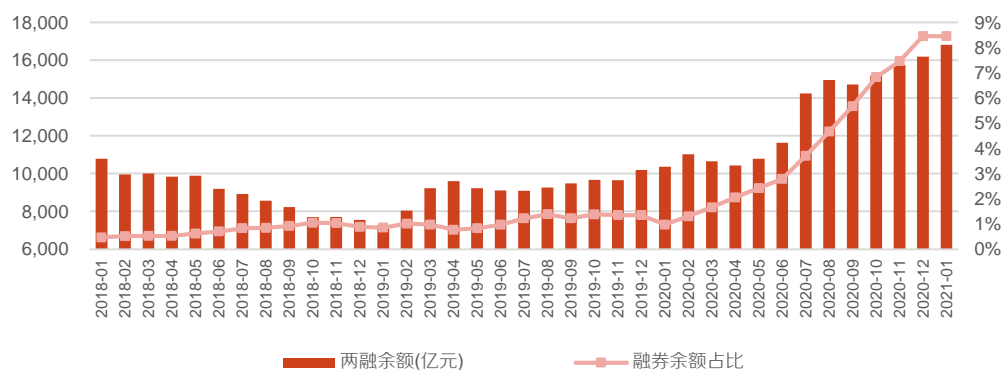
西南证券	0.32%	190.67	180.47	3.50	6.70
太平洋	0.27%	159.96	147.64	6.00	6.32
第一创业	0.23%	135.44	105.13	0.00	30.31
国元证券	0.21%	124.43	91.18	31.10	2.15
中原证券	0.20%	118.50	110.50	8.00	0.00
西部证券	0.18%	107.63	79.00	11.75	16.88
华安证券	0.14%	80.32	32.29	18.00	30.03
南京证券	0.10%	60.38	34.31	24.07	2.00
东北证券	0.09%	54.31	54.31	0.00	0.00
华鑫证券	0.07%	42.12	15.30	0.00	26.82
红塔证券	0.07%	39.78	33.00	3.00	3.78
国联证券	0.01%	7.17	0.00	0.00	7.17
华林证券	0.00%	0.00	0.00	0.00	0.00
上市券商	74.84%	44,168.47	24,225.08	2,686.88	17,256.51
行业合计	100.00%	59,019.51	33,695.12	3,926.39	21,398.00

数据来源：WIND、东方证券研究所

2.3. 信用：两融规模加速增长，融券业务取得突破

2020年两融业务迎来黄金发展期，两融余额持续快速提升。2020，随着两融标的的持续扩容、市场流动性的充裕以及风险偏好的持续高企，A股市场两融规模持续增长。截至2020年末，两融余额达到1.62万亿元，较年初增长58.84%，其中融券余额达1369.84亿元，较年初增长894.05%。融券余额更是突破千亿元，有望持续创2015年以来新高。

图 20：2018/01-2021/01 全市场两融余额及融券余额占比

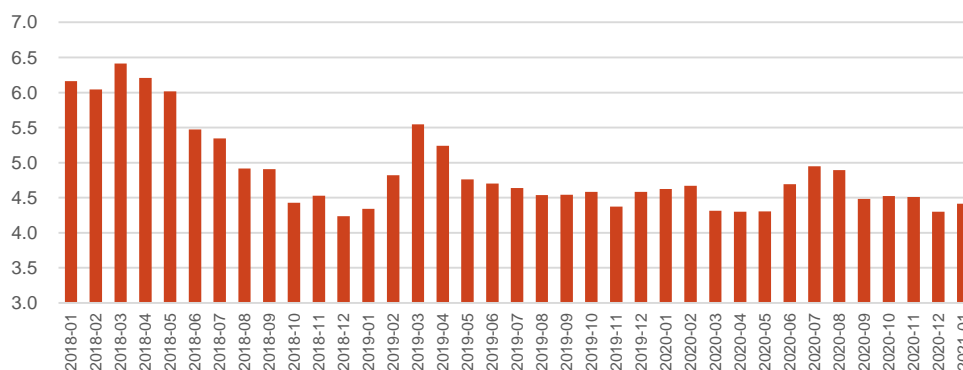


数据来源：WIND、东方证券研究所

券商新增股票质押业务态度谨慎，股票质押参考市值低位徘徊。股票质押风险持续暴露之下，当前券商对新增股票质押业务普遍较为谨慎，叠加股质业务监管日益趋严，2020年全市场股票质

押市值一直在 4.55 万亿左右低位徘徊，截至 2020 年末股票质押参考市值为 4.30 万亿。截止 20 年末，海通证券、中信证券、国泰君安分别以 399.16 亿元、317.24 亿元、271.81 亿元位列前三，多数券商主动缩减股票质押业务规模，在 2020 年已披露的 27 家券商中，有 23 家规模呈现负增长。

图 21：2018/01-2021/01 全市场股票质押市值（万亿元）



数据来源：WIND、东方证券研究所

表 5：2020 年末上市券商（27 家）股票质押式回购资产余额（亿元）及同比变化率

排名	券商名称	2020 年股票质押式回购余额	2019 年股票质押式回购余额	增速
1	海通证券	339.16	422.99	-19.8%
2	中信证券	317.24	404.84	-21.6%
3	国泰君安	271.81	303.50	-10.4%
4	中国银河	233.07	281.62	-17.2%
5	招商证券	201.15	210.88	-4.6%
6	东方证券	163.39	205.31	-20.4%
7	申万宏源	160.12	264.91	-39.6%
8	国信证券	135.62	245.49	-44.8%
9	广发证券	125.17	122.26	2.4%
10	中信建投	96.33	149.33	-35.5%
11	华泰证券	66.93	57.36	16.7%
12	国元证券	60.66	69.62	-12.9%
13	国金证券	56.40	51.43	9.6%
14	红塔证券	52.08	62.23	-16.3%
15	兴业证券	46.02	84.88	-45.8%
16	国海证券	43.99	68.02	-35.3%
17	光大证券	41.55	63.17	-34.2%
18	华安证券	39.23	44.18	-11.2%

19	浙商证券	36.76	49.15	-25.2%
20	华西证券	30.03	63.26	-52.5%
21	东北证券	27.61	43.10	-35.9%
22	国联证券	18.81	27.50	-31.6%
23	中银证券	18.55	50.45	-63.2%
24	中原证券	17.07	20.35	-16.1%
25	第一创业	6.89	13.82	-50.2%
26	华林证券	0.90	0.87	3.2%
27	长城证券	0.20	3.66	-94.5%

数据来源：WIND、东方证券研究所

结构牛市下，股票质押业务风险仍较高，中小市值股票表现较差，带来较大股票质押减值风险，多家上市券商大幅计提信用减值。2020年，多家上市券商大幅计提信用减值损失，截止2021年4月16日已披露年报的27家全中，计提信用减值规模最大的券商是中信证券，2020年计提各项信用减值损失65.81亿，主要针对买入返售金融资产。

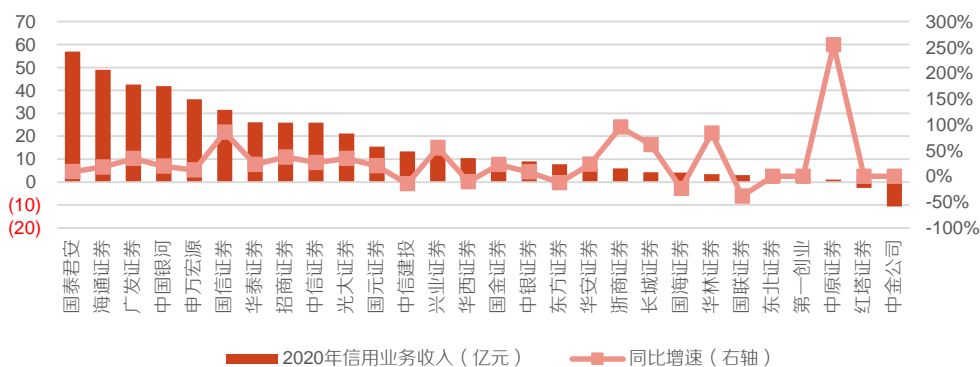
表 6：27 家上市券商 2020 年计提减值情况

	信用减值（亿元）	计提减值准备事项
中信证券	65.81	买入返售金融资产计提减值 53.18 亿元
海通证券	45.86	应收融资租赁款减值准备 12.66 亿元
东方证券	38.85	买入返售金融资产计提减值 36.97 亿元
中信建投	13.19	买入返售金融资产计提减值 10.25 亿元
国泰君安	13.12	买入返售金融资产计提减值 6.17 亿元
华泰证券	13.06	买入返售金融资产计提减值 10.39 亿元
国信证券	9.97	买入返售金融资产计提减值 7.35 亿元
中金公司	9.73	应收账款计提减值 4.27 亿元
光大证券	9.45	融出资金计提减值 4.35 亿元
广发证券	8.54	租赁应收款计提减值 3.25 亿元
申万宏源	7.98	应收账款计提减值 2.95 亿元
兴业证券	6.11	融出资金计提减值 4.38 亿元
国海证券	5.29	买入返售金融资产计提减值 4.03 亿元
中国银河	4.97	买入返售金融资产计提减值 3.44 亿元
国元证券	4.87	买入返售金融资产计提减值 4.17 亿元
中原证券	3.45	买入返售金融资产计提减值 1.66 亿元
东北证券	2.52	买入返售金融资产计提减值 2.22 亿元
第一创业	2.17	买入返售金融资产计提减值 1.91 亿元
中银证券	2.13	融出资金计提 3.85 亿元，买入返售转回 1.41 亿元
浙商证券	1.85	买入返售金融资产计提减值 1.78 亿元
红塔证券	1.71	买入返售计提减值 2.32 亿元，应收账款转回 0.85 亿元
招商证券	1.56	买入返售金融资产计提减值 1.3 亿元
华安证券	1.36	应收账款计提减值 0.89 亿元

国金证券	1.00	买入返售金融资产计提减值 0.66 亿元
长城证券	0.98	融出资金计提减值 0.47 亿元
国联证券	0.12	其他债权投资计提减值 0.51 亿元
华林证券	0.10	应收账款计提减值 0.087 亿元

数据来源：WIND、东方证券研究所

券商 2020 年信用业务收入提升较大。受益于两融业务的提振、流动性改善带来的资金成本的下降，2020 年券商合计实现利息净收入 596.93 亿元，同比增长 28.74%，保持较快增速，2020 年利息净收入占营业收入比重增加至 13.31%。在 27 家上市券商中，信用业务收入排名前三的分别是国泰君安、海通证券、广发证券，其信用业务收入分别为 56.91 亿元、48.91 亿元、42.54 亿元。

图 22：上市券商 2020 年信用业务收入（27 家）


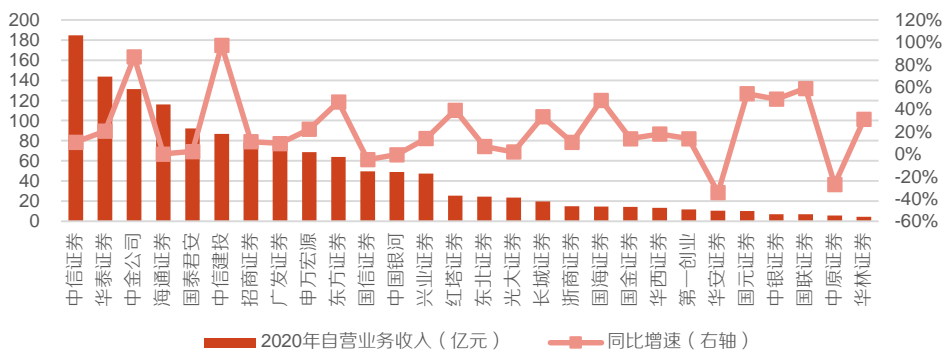
数据来源：WIND、东方证券研究所

2.4. 自营：小幅增长下，预计券商间表现分化加剧

自营收入同比增长 3.38%，收入贡献占比略有下滑。2020 年，A 股市场呈现出明显的“龙头效应”结构性牛市行情，券商自营投资表现分化明显。2020 年，138 家券商合计实现自营业务收入 1262.92 亿元，高基数下（2019 年自营收入 1221.60 亿元）同比增长 3.38%。由于其他业务表现优异，券商自营业务收入占总营收比重同比有所下滑，较 2019 年下滑 5.73 个百分点至 28.16%。

分上市券商来看，在已披露年报的 27 家券商中，自营业务收入排名前三的分别是，中信证券、华泰证券、中金公司，其收入分别为 184.92 亿元、143.63 亿元，131.26 亿元，增速最大的三家是中信建投、中金公司、国联证券，增速分别为 97.4%、87%、58.9%。

图 23：上市券商 2020 自营业务收入（27 家）



数据来源：WIND、东方证券研究所

科创板项目跟投贡献增量投资收益。作为保荐机构，券商对科创板项目的跟投也为券商带来了增量贡献。截至 2020 年末，43 家券商科创板项目跟投资金投入达到 111.52 亿元，较 2019 年的 26.14 亿元提升了 85.38 亿元，实现跟投浮盈 122.60 亿元，累计收益率 133.38%。

表 7：券商科创板跟投排行榜（亿元，截至 2020 年 12 月 31 日）

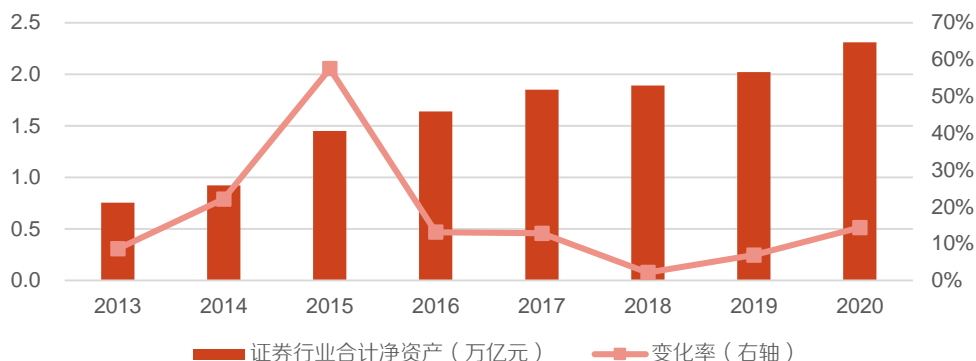
券商简称	家数	初始投入资金	2019 年浮动收益	2020 年浮动收益	累计浮动收益	累计收益率
中金公司	18	20.19	4.13	22.78	26.91	133.33%
海通证券	12	14.79	1.39	21.28	22.67	153.29%
中信证券	23	12.72	3.66	14.66	18.32	144.09%
中信建投	20	8.98	2.50	9.27	11.78	131.10%
华泰证券	18	8.69	1.77	7.46	9.23	106.26%
国泰君安	12	5.21	2.35	9.05	11.40	218.87%
招商证券	9	4.06	0.88	4.89	5.77	141.98%
国信证券	9	3.08	1.70	3.38	5.09	165.03%
民生证券	10	2.73	0.96	1.87	2.83	103.58%
光大证券	7	2.29	-	4.10	4.10	178.86%
兴业证券	5	2.11	0.26	0.58	0.84	39.81%
东兴证券	5	1.97	0.70	3.19	3.89	197.81%
安信证券	6	1.96	1.06	1.64	2.70	137.62%
广发证券	6	1.77	0.67	1.73	2.40	135.60%
国金证券	4	1.44	0.01	0.57	0.57	39.75%
申万宏源	4	1.37	0.62	2.36	2.98	216.96%
西部证券	3	1.34	-	1.72	1.72	128.25%
长江证券	3	1.31	0.06	0.34	0.39	30.19%
申港证券	3	1.29	-	0.30	0.30	23.26%

瑞银证券	2	1.20	0.00	-0.04	-0.03	-2.53%
东方证券	4	1.11	0.09	0.91	1.00	89.95%
国元证券	3	0.94	-	2.02	2.02	214.59%
中天国富	2	0.91	0.03	0.27	0.30	33.33%
东吴证券	3	0.85	0.15	1.14	1.29	152.06%
中国银河	2	0.78	-	0.67	0.67	85.43%
东莞证券	3	0.77	0.20	0.58	0.78	100.59%
浙商证券	3	0.75	-	0.61	0.61	80.62%
华安证券	2	0.64	0.10	0.33	0.43	68.04%
山西证券	2	0.63	0.21	0.08	0.30	47.07%
南京证券	1	0.60	1.24	0.27	1.50	250.83%
天风证券	2	0.59	0.30	-0.02	0.27	45.60%
英大证券	1	0.52	-0.03	0.24	0.21	41.11%
中泰证券	2	0.51	-	0.14	0.14	26.44%
方正证券	2	0.44	0.26	-0.13	0.13	30.19%
首创证券	1	0.42	-	0.09	0.09	22.03%
中航证券	1	0.41	-	0.84	0.84	202.34%
华菁证券	1	0.40	0.87	0.90	1.77	443.37%
华林证券	1	0.40	-	0.93	0.93	233.92%
德邦证券	1	0.34	-	0.48	0.48	140.72%
中山证券	1	0.29	-	0.28	0.28	95.26%
信达证券	1	0.29	-	0.69	0.69	241.49%
华创证券	1	0.23	-	0.08	0.08	35.53%
平安证券	1	0.19	-	0.06	0.06	32.08%
总计	220	111.52	26.14	122.60	148.75	133.38%

数据来源：WIND、东方证券研究所

券商净资产增长提速，资本实力不断提升。2020年末，证券行业全部138家券商的净资产为2.31万亿元，较2019年末增长14.36%，明显高于去年同期6.88%的增速，主要受益于业绩的提升以及券商主动补强资本实力。

图 24：2013-2020 全部券商合计净资产



数据来源：WIND、东方证券研究所

分券商来看，截止 2020 年末，1) 自营资产规模排名前三的是中信证券、国泰君安、申万宏源，分别为 3193.23 亿元、2692.17 亿元、2412.49 亿元；自营资产规模增速排名前三的是国联证券、华泰证券、国信证券，增速分别为 150%、72%、72%。2) 权益类自营资产规模排名前三的同样为中信证券、国泰君安、申万宏源，规模分别为 674.71 亿元、356.57 亿元、349.43 亿元；权益类资产占比前三的分别为中信证券、海通证券、兴业证券，占比分别为 21%、18%、17%。3) 从自营资产/净资本的比值来看，排名前三的是中信证券、申万宏源、东方证券，分别为 372%、365%、360%。

表 8：上市券商自营资产规模及结构（亿元，截至 2020 年 12 月 31 日）

	自营资产规模	同比增速	权益类自营资产	同比增速	权益类占比	占比变化	自营资产/净资本
中信证券	3193.23	0%	674.71	47%	21%	7%	372%
国泰君安	2692.17	32%	356.57	-1%	13%	-4%	304%
申万宏源	2412.49	40%	349.43	110%	14%	5%	365%
华泰证券	2353.83	10%	338.94	-9%	14%	-3%	347%
招商证券	2060.94	17%	185.88	18%	9%	0%	351%
广发证券	1812.06	7%	229.28	37%	13%	3%	279%
中信建投	1666.65	45%	127.73	44%	8%	0%	256%
中国银河	1640.84	52%	197.46	56%	12%	0%	233%
中金公司	1510.27	57%	212.60	65%	14%	1%	324%
海通证券	1395.63	4%	252.89	1%	18%	0%	166%
东方证券	1363.11	6%	125.73	4%	9%	0%	360%
国信证券	1349.83	72%	175.12	44%	13%	-2%	215%
光大证券	775.37	-2%	101.93	29%	13%	3%	192%
兴业证券	583.91	-4%	101.70	18%	17%	3%	222%
国海证券	345.71	-7%	19.90	140%	6%	4%	231%
华西证券	306.77	15%	37.01	53%	12%	3%	174%

国元证券	302.28	12%	20.56	181%	7%	4%	148%
长城证券	275.29	12%	18.29	31%	7%	1%	173%
国金证券	250.01	26%	37.89	-6%	15%	-5%	127%
浙商证券	241.10	14%	12.05	-22%	5%	-2%	132%
中原证券	233.15	39%	3.87	-44%	2%	-2%	230%
东北证券	231.96	-13%	20.34	-15%	9%	0%	156%
红塔证券	191.82	-23%	21.52	94%	11%	7%	137%
华安证券	186.51	2%	7.78	-14%	4%	-1%	194%
国联证券	178.04	150%	18.51	195%	10%	2%	178%
第一创业	151.45	2%	13.11	131%	9%	5%	149%
华林证券	110.75	72%	6.19	686%	6%	4%	234%
中银证券	105.02	14%	5.89	19%	6%	0%	80%

数据来源：WIND、东方证券研究所

场外衍生品业务蓬勃发展，新增与存续规模均显著提升。截至 2020 年末，场外衍生品市场存量初始名义本金规模 12780.5 亿元，较年初增加 105.3%；全年累计新增 47597.06 亿元，同比多增 29458.56 亿元。其中，场外期权存量初始名义本金规模 7569.67 亿元，较年初增加 63.04%；全年累计新增 26045.99 亿元，同比多增 13489.66 亿元。收益互换存量初始名义本金规模 5210.83 亿元，较年初增加 229.05%；全年累计新增 21551.07 亿元，同比多增 15968.91 亿元。

表 9：上市券商衍生品合约名义本金规模及增速（亿元，截至 2020 年末）

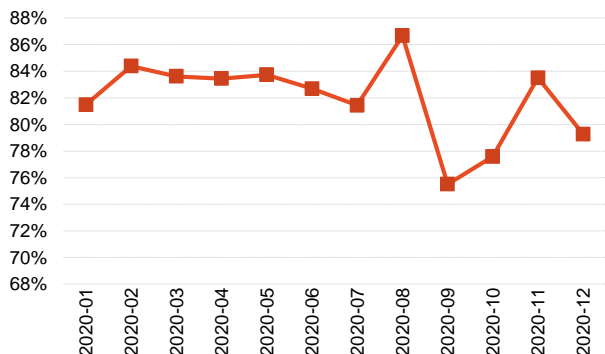
	券商名称	权益合约	增速	券商名称	利率合约	增速	券商名称	全部合约	增速
1	中信证券	3,113.09	68%	国泰君安	16377.61	56%	中信证券	21028.86	44%
2	华泰证券	1,647.17	68%	中信证券	15027.23	28%	国泰君安	17711.25	50%
3	中信建投	1,092.81	54%	东方证券	5462.02	-13%	华泰证券	6002.74	68%
4	申万宏源	1,072.20	31%	华泰证券	3534.00	88%	东方证券	5884.97	-14%
5	中国银河	518.69	-38%	中国银河	2236.70	110%	中国银河	3169.41	42%
6	国泰君安	453.13	-14%	招商证券	1974.24	50%	招商证券	2964.00	34%
7	招商证券	437.93	-2%	广发证券	1532.50	-1%	中信建投	2599.04	19%
8	海通证券	304.18	-32%	中信建投	1400.74	-2%	申万宏源	2412.58	35%
9	华林证券	235.31	-	申万宏源	1079.16	26%	广发证券	1747.60	-3%
10	广发证券	110.55	12%	国海证券	735.30	137%	海通证券	1288.33	17%
11	东方证券	49.07	-11%	方正证券	665.80	20%	国海证券	768.85	125%
12	长城证券	31.11	202%	东北证券	645.17	59%	中泰证券	743.08	41%
13	中泰证券	30.67	78%	中泰证券	563.60	69%	方正证券	688.77	922%
14	财通证券	25.76	24%	海通证券	528.53	-1%	东北证券	654.26	58%
15	光大证券	24.17	54%	山西证券	329.57	81%	国信证券	439.68	104%
16	兴业证券	23.02	48%	国信证券	280.38	287%	东兴证券	422.09	3431%
17	华西证券	10.82	-9%	长城证券	237.15	195%	山西证券	348.72	59%

18	东兴证券	9.54	1014%	华林证券	235.31	100%	长城证券	321.31	121%
19	国金证券	8.96	-36%	第一创业	233.42	30%	国金证券	246.56	30%
20	东北证券	8.08	53%	国金证券	218.10	35%	华林证券	235.31	100%
21	山西证券	7.30	-37%	长江证券	214.10	-3%	第一创业	233.43	29%
22	长江证券	6.73	26%	华西证券	203.52	42%	长江证券	233.15	-6%
23	浙商证券	5.94	450%	天风证券	197.28	-9%	华西证券	215.28	38%
24	东吴证券	3.99	27%	光大证券	142.70	-20%	天风证券	202.97	-9%
25	方正证券	3.73	-95%	中原证券	99.60	707%	光大证券	172.04	-12%
26	天风证券	3.57	-26%	兴业证券	74.13	65%	兴业证券	146.13	5%
27	国海证券	3.48	-1%	财通证券	34.91	80%	浙商证券	114.53	116%
28	华安证券	2.54	123%	西南证券	24.70	723%	中原证券	103.40	530%
29	西部证券	2.21	464%	华安证券	22.20	1486%	财通证券	62.65	56%
30	太平洋	2.00	12%	浙商证券	10.39	-	东吴证券	49.62	105%
31	国联证券	1.09	-	国联证券	8.22	-	华安证券	45.82	38%
32	红塔证券	1.05	104%	西部证券	6.10	0%	西南证券	24.71	245%
33	南京证券	0.59	-15%	东兴证券	2.80	-70%	国联证券	21.85	-
34	国元证券	0.43	115%	东吴证券	0.01	-	红塔证券	16.10	615%
35	西南证券	0.01	-100%	红塔证券	0.00	-	西部证券	8.31	28%
36	国信证券	-	-100%	国元证券	0.00	-100%	南京证券	5.43	93%
37	第一创业	-	-100%	太平洋	0.00	-	太平洋	2.00	12%
38	中原证券	-	-	南京证券	0.00	-	国元证券	0.44	-8%
39	中银证券	-	-	中银证券	0.00	-	中银证券	0.00	-

数据来源：WIND、东方证券研究所

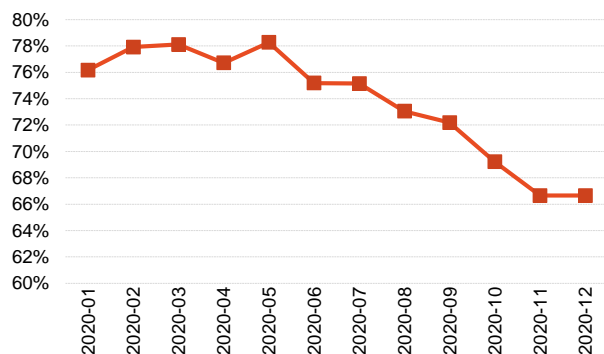
场外衍生品市场仍处于龙头券商垄断状态。由于场外衍生品业务具有规模效应与天然垄断的属性，需要较强的专业度、资本实力与风控能力，叠加监管对场外期权实行的牌照资质（一二级市场交易商）监管，因此头部券商持续对这一领域保持绝对的优势。2020年场外衍生品市场单月新增名义本金平均CR5为81.95%，存续名义本金CR5由年初的76%下降至67%，虽然行业集中度有所下降，但是场外衍生品市场依旧处于相对垄断的状态。

图 25：2020 年场外衍生品新增名义本金 CR5



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 26：2020 年场外衍生品存续名义本金 CR5

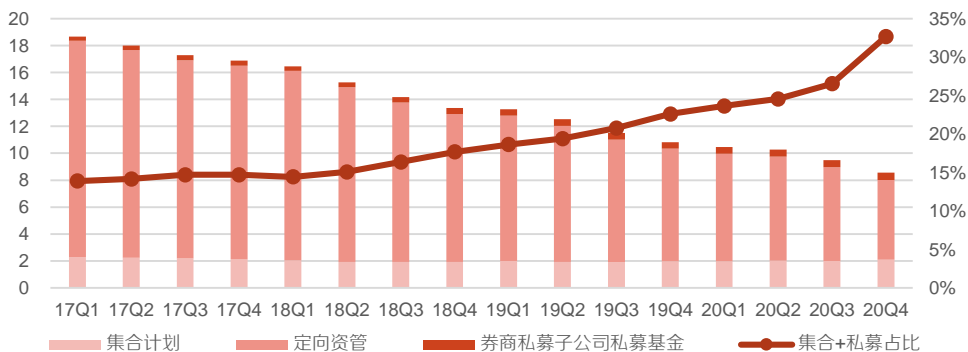


数据来源：WIND、东方证券研究所

2.5. 资管：规模持续下降，券商间主动管理转型分化显著

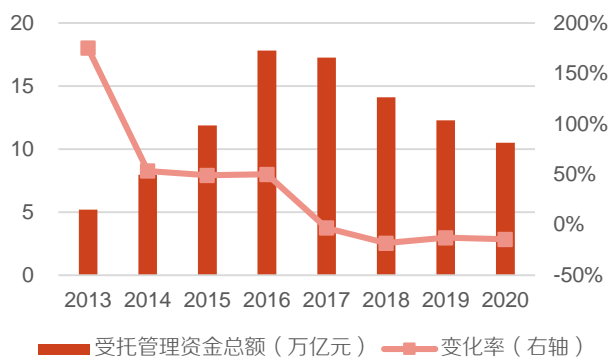
资管新规影响持续，券业私募资产管理规模下降，主动管理规模占比提升助力资管业务收入增长。虽然受疫情影响资管新规过渡期延长一年，其对于证券行业资管规模的影响持续加深。据中基协，全行业资产管理规模由 17Q1 的 18.77 万亿元快速下滑至 20Q4 的 8.06 万亿元，近四年累计下滑幅度达到 57.09%（利润表数据验证下，规模下滑的主要为通道业务）。按照《资管新规》的要求，各家券商主动压缩通道类资产管理规模。相对地，主动管理类资产管理规模占比由 17Q1 的 13.89% 提升至 20Q4 的 32.68%。受益于主动管理规模占比的提升，2020 年，134 家券商合计实现资产管理业务收入 299.60 亿元，同比增长 8.88%。

图 27：2017Q1-2020Q4 证券公司资产管理规模（万亿元）与主动管理占比



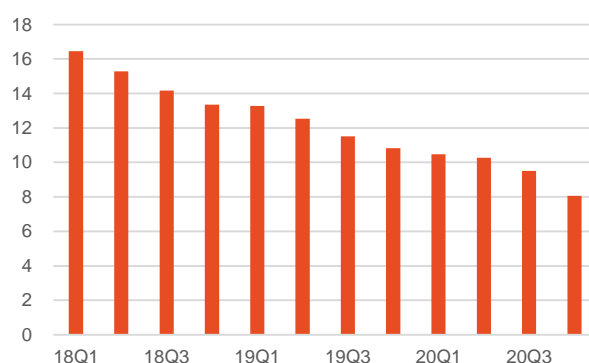
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 28：2013-2020 证券公司受托管理资金总额（含公募）



数据来源：WIND、东方证券研究所

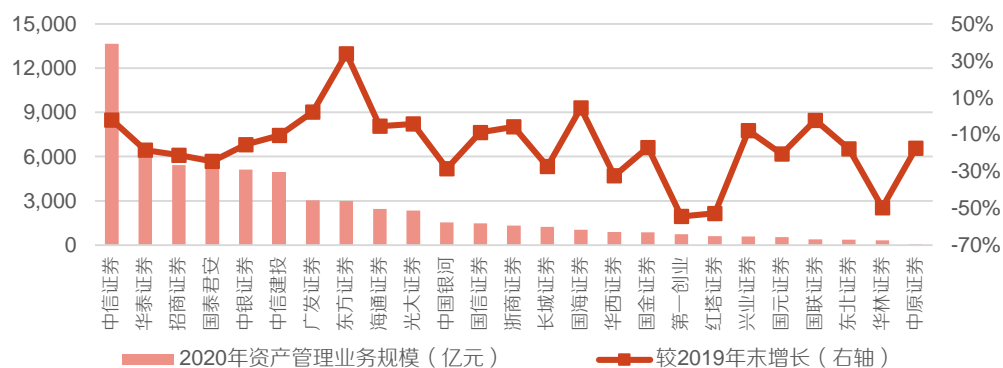
图 29：2018Q1-2020Q4 券业私募资产管理规模（万亿元）



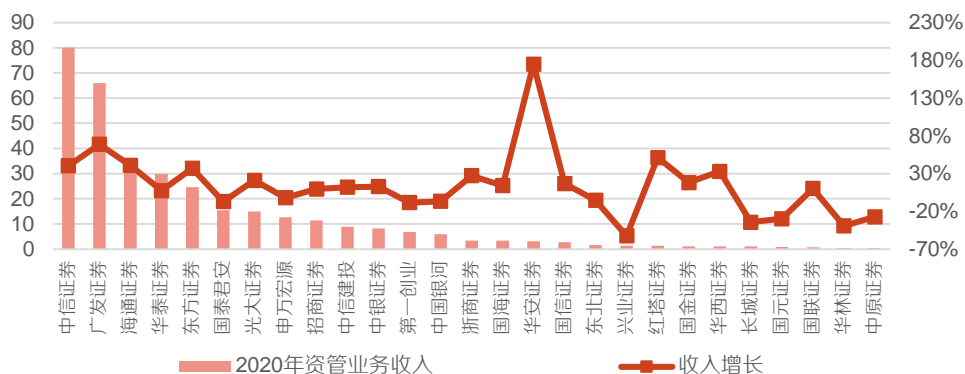
数据来源：WIND、东方证券研究所

分上市券商来看，在已经披露年报的 27 家券商中，1) 2020 年自营规模排名前三的是中信证券、华泰证券、招商证券，规模分别是 1.37 万亿元、5916 亿元、5419 亿元；同比增速排名前三的是东方证券、国海证券、广发证券，增速分别为 33.95%、4.44%、2.28%。2) 资管业务收入排名前三的是中信证券、广发证券、海通证券，收入分别为 80.06 亿元、65.98 亿元、33.72 亿元，收入增速前三的分别是广发证券、红塔证券、海通证券，分别增长了 69%、51%、41%。

图 30：2020 年末上市券商（25 家）资产管理规模及增速

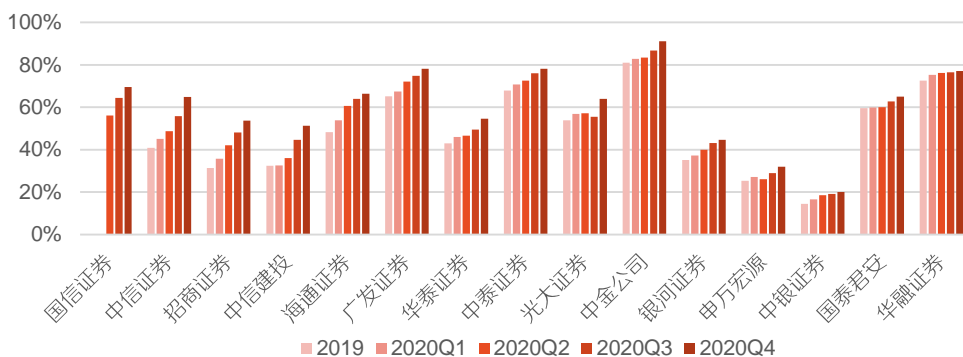


数据来源：WIND、东方证券研究所

图 31：上市券商 2020 年资管业务收入（27 家，亿元）


数据来源：WIND、东方证券研究所

券商间主动管理占比分化较大，部分券商抢占转型先机。截至 2020Q4，资管规模排名前列的券商中，排名前四的公司是中金公司、中泰证券、广发证券、华融证券，主动管理规模占比分别为 90.10%、78.18%、78.08%和 77.01%；中信证券、招商证券、中信建投、海通证券占比提升速度较快，截至 20Q4 同比提升了 23.99%、22.30%、18.94%、18.2%；相比之下，中银证券、申万宏源、银河证券主动管理规模仍然较小，提升速度有待提高。说明各家券商在主动管理转型方面出现了分化，部分券商已取得转型先机。

图 32：券商主动管理规模占比均呈现明显的增长趋势（15 家）


数据来源：WIND、东方证券研究所

3. 盈利预测：预计 21 年稳中有升

鉴于 2020 年证券行业较高的业绩基数，我们对 2021 年的日均成交量、承销规模、两融平均规模、股权质押平均融出资金、股债投资收益率等基本假设变量分三种情况进行弹性测试，在悲观、中性、乐观假设下，证券行业 2021 年整体净利润分别为 1510、1744、2000 亿元，增速为 -4.13%、10.72%、26.96%。

表 10：2020 年证券行业业绩弹性测算

证券行业业绩测算 单位：亿元		2018 实际	2019 实际	2020 实际	2021E		
					悲观	中性	乐观
经纪业务	市场日均成交额	4,116	5,580	9,035	9,000	10,000	11,000
	净佣金率	0.031%	0.029%	0.026%	0.024%	0.025%	0.026%
	经纪业务净收入	623	788	1,161	1,054	1,220	1,396
投行业务	IPO 募资规模	1,375	2,533	4,700	4,200	4,700	5,000
	再融资规模	7,556	6,937	8,961	9,857	11,201	13,441
	债权承销规模	35,944	46,777	59,020	67,872	70,823	73,774
	并购重组规模	4,286	5,334	3,476	4,171	4,519	4,867
	IPO 承销收入	55	101	235	210	235	250
	再融资承销收入	42	38	49	54	62	74
	债权承销收入	162	238	307	353	368	383
	承销保荐收入	258	377	591	617	665	707
	财务顾问收入	112	105	81	97	106	114
	投行业务净收入	370	483	672	714	770	821
信用业务	两融平均规模	9,030	9,153	12,995	16,000	17,000	18,000
	股票质押融出资金	9,701	8,499	8,184	7,800	8,200	8,600
	净利率	1.15%	2.63%	2.82%	2.82%	2.82%	2.82%
	总利息净收入	215	464	597	671	710	750
	权益类占比	10.00%	15.00%	15.00%	12.50%	15.00%	17.50%
	沪深 300 涨幅	-25.31%	36.07%	27.21%	-5.00%	5.00%	15.00%
	规模系数	1.30	1.24	1.05	1.05	1.15	1.25
自营业务	自营收入增速	-7.05%	52.65%	3.38%	-9.77%	5.75%	23.25%
	自营业务净收入	800	1,222	1,263	1,139	1,336	1,557
资管业务	券商资管平均规模	148,175	120,363	98,693	93,000	95,000	97,000
	资管综合费率	0.19%	0.23%	0.30%	0.32%	0.35%	0.38%
	资管业务净收入	275	275	300	298	333	369
其它业务净收入	379	374	492	566	615	664	
营业总收入	2,663	3,605	4,485	4,442	4,984	5,556	
净利润率(%)	25.02	34.15	35.13	34.00	35.00	36.00	
净利润	666	1,231	1,575	1,510	1,744	2,000	
净利润同比增速(%)	(41.04)	84.77	27.98	(4.13)	10.72	26.96	

数据来源：WIND、东方证券研究所

4. 投资建议：龙头主线，业绩为王

1) 当前证券 II(中信)PB 估值 1.62 倍，显著低于历史估值中枢 2.04，且板块低配幅度历史新高，具备向上的空间与动能，维持看好评级。

2) 坚持龙头逻辑主线不变。我们认为 21 年仍然会是资本市场改革的大年，行业将持续享有长期的政策面利好，龙头券商将获得更加明显的政策红利倾斜，长期龙头逻辑日趋强化，也必然是板块的投资主线。推荐**中信证券(600030, 增持)**、**华泰证券(601688, 增持)**、**招商证券(600999, 增持)**，同时建议关注**中金公司(03908, 未评级)**。

3) 行业加剧分化下，业绩为王。经历了连续两年行业大年，当前板块个股业绩基数较高，2021 年业绩分化大概率将加剧，也将使得基本面这一因素对股价表现的影响更大，建议关注估值与基本面存在明显背离现象的个股。建议关注**广发证券(000776, 增持)**、**兴业证券(601377, 未评级)**。

5. 风险提示

1) 系统性风险对券商业绩与估值的压制，包含新冠疫情发展恶化对经济以及市场行情的负面影响超预期、中美关系等国际环境对宏观经济带来的影响超预期等系统性风险。

2) 监管超预期对券商业务形成冲击，一方面是对部分业务监管的收紧，另一方面是资本市场改革与开放进程低于预期水平。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东方证券股份有限公司自营业务持有中信证券(600030，增持)一定仓位！

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn