



非银研究

【粤开非银深度】上市券商 2020 业绩高增，转型升级初见成效

2021 年 04 月 23 日

投资要点

分析师：李兴

执业编号：S0300518100001

电话：010-66235713

邮箱：lixing@ykgzq.com

近期报告

《【粤开策略解盘】指数突破的两个关键-0421》2021-04-21

《【粤开策略】每日数据跟踪-20210422》2021-04-22

《【粤开策略解盘】如何看待 MCU 紧缺-0422》2021-04-22

《【粤开策略解盘】一季度基金持仓分化-0423》2021-04-23

《【粤开策略】每日数据跟踪-20210423》2021-04-23

上市券商 2020 年业绩同比增长 37%，中小券商业绩弹性凸显

截止 2021 年 4 月 23 日，37 家上市券商披露 2020 年报，总计营业收入 5108 亿元，同比+29%；归母净利润 1480 亿元，同比+37%，37 家券商全部实现盈利。龙头券商规模优势依旧明显，营业收入排名前五位的是中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券、申万宏源；归母净利润排名前五位的是中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券、广发证券。4 家券商净利润同比增幅超过 100%，中小券商依靠业绩弹性增速排名靠前，增速排名前五位的是光大证券、东方财富、兴业证券、国元证券、华林证券。

证券行业业绩连续增长，经纪业务增速较高

根据中国证券业协会发布证券公司经营数据，证券行业 2020 年度实现营业收入 4,484.79 亿元，同比增长 24.41%；实现净利润 1,575.34 亿元，同比增长 27.98%，127 家证券公司实现盈利。

分业务板块来看，证券行业 2020 年经纪业务增速较高。根据协会披露数据，2020 年，证券行业实现代理买卖证券业务净收入（含交易单元席位租赁）1,161.10 亿元，同比增长 47.42%；实现代理销售金融产品净收入 134.38 亿元，同比增长 148.76%，主要由于基金发行火爆促进代销业务增长。

证券行业融资火热提升行业杠杆率。2018 年证券行业业绩普遍下滑，部分券商净资本受到影响，存在融资回血的需求，近两年券商业绩向好提高了融资成功率，2020 年有多家券商抛出了大额融资方案，融资金额超过千亿元。2020 年证券行业净资产收益率 roe 为 6.82%，连续两年上涨，较 2018 年数据接近翻番。

轻重资本业务均衡发展，转型升级初见成效

经纪：平均佣金率持续下滑但斜率放缓，金融科技助推财富管理转型提速。

2020 年 29 家上市券商经纪业务实现收入合计 1149.06 亿元，同比增长 56%，总体来看，头部券商经纪业务收入同比增速略高于其他券商，显示出券商经纪业务同样存在马太效应。2017 年后，市场佣金率进入缓降阶段，我们认为 A 股佣金逐步企稳可能性较大。2020 年券商业绩一片向好，多家券商也持续加大了金融科技方面的投入，国内证券行业财富管理转型逐步提速。

投行：注册制全面推行，投行收入创下近十年新高。2020 年全面注册制继续推行，创业板注册制顺利落地，券商投行业务迎来爆发式增长。证券行业 2020 年实现投资银行业务净收入 672.11 亿元，同比大幅增加 39.26%，收入规模创下近十年新高。

资管：主动管理转型初见成效，公募业务助推收入增长。资管业务转型初见成效，行业收入规模在连续两年持续低迷之后，2020 年迎来复苏。2020 年证券行业实现资产管理业务净收入 299.60 亿元，同比增长 8.88%。券商主动管理转型初见成效，集合收入大幅增长。除了主动管理转型以外，券商资管收入上



涨的另一个原因就是公募基金业务爆发。部分券商系公募基金公司随着权益市场热度提升和居民财富搬家，业务规模大幅增长，为股东贡献了相对可观的收入。

自营：主要指数上行，投资收益大增。2020 年 A 股主要指数上涨是券商投资收益提升的重要原因，2020 年全年上证指数上涨 13.87%，深证成指上涨 38.73%。除 A 股市场走强以外，债券市场同样表现亮眼，2020 年中证全债指数上涨 3.05%。多数券商加大自营投入，2020 年末 31 家上市券商自营资产合计 2.9 万亿元，同比增长 19%，其中 24 家券商 2020 年自营投资规模同比增加。

信用：两融业务大幅增长，未来还有发展空间。2020 年权益市场热度提升，带动融资融券业务火热，2020 年末 A 股融资融券余额创下近十年新高。尤其是在 2020 年融券业务制度优化利好刺激下 A 股融券业务大幅增长，截止 2020 年末 A 股融券余额达到 1370 亿元，较 2019 年末增长 894%。

投资建议

在资本市场深化改革持续和证券公司业务转型升级双轮驱动之下，证券行业业绩连续增长。目前券商板块估值 1.67 倍市净率，处于近十年估值 30%分位点，具备安全边际和向上空间，未来板块β行情值得关注。个股方面，建议关注低估值高弹性的国泰君安和兴业证券，以及行业龙头中信证券和中金公司。

风险提示：市场大幅波动风险，监管政策变化风险



目 录

一、上市券商 2020 年业绩同比增长 37%，中小券商业绩弹性凸显	5
二、证券行业业绩连续增长，经纪业务增速较高	6
三、轻重资本业务均衡发展，转型升级初见成效	8
（一）经纪业务：平均佣金率持续下滑但斜率放缓，金融科技助推财富管理转型提速	8
（二）投行业务：注册制全面推行，投行收入创下近十年新高	11
（三）资管业务：主动管理转型初见成效，公募业务助推收入增长	13
（四）信用业务：两融业务大幅增长，未来还有发展空间	15
（五）自营业务：主要指数上行，投资收益大增	16
四、外资券商加速布局，有望推动行业高质量发展	19
五、投资建议	20
六、风险提示	20

图表目录

图表 1：2020 年上市券商业绩情况（亿元）	5
图表 2：证券行业 2020 年度净利润同比增长 27.98%	6
图表 3：证券行业 2020 年经纪业务增速较高	6
图表 4：证券行业杠杆率四连涨，接近近十年最高点	7
图表 5：证券行业 roe 情况	7
图表 6：2020 上市券商经纪业务收入及增速（虚线为上市券商整体增速）	8
图表 7：2020 年 A 股股基交易额创下近五年新高（万亿）	9
图表 8：证券行业平均佣金率不断下滑但斜率放缓	9
图表 9：A 股新增投资者数量(万人)	10
图表 10：A 股投资者占城镇适龄人口比例（%）	10
图表 11：证券行业 2020 年投行收入规模创下近十年新高	11
图表 12：2020 年 A 股 IPO 融资金额同比增长 86%	12
图表 14：证券行业 2020 年资管业务收入及增速	13
图表 15：2020 年末上市券商资管规模及增速	13
图表 16：2020 年上市券商资管产品收入情况（亿元）	14
图表 17：部分券商系公募基金 2020 业绩情况（亿元）	15
图表 18：2020 年末 A 股融资融券余额创下近十年新高	15
图表 19：近十年 A 股融资融券交易额情况	16
图表 20：2020 年上市券商投资净收益及增速	16
图表 21：2020 年 A 股主要指数上涨	17
图表 22：2020 年中证全债指数上涨 3.05%	17
图表 23：24 家券商 2020 年自营投资规模同比增加（亿元）	18
图表 24：上市券商自营资产结构	18
图表 25：外资控股券商业绩规模情况（2019 年，按营收规模行业排名）	19

图表 26： 推荐标的业绩增速及估值情况（截止 20210423）	20
---	----



一、上市券商 2020 年业绩同比增长 37%，中小券商业绩弹性凸显

截止 2021 年 4 月 23 日，37 家上市券商披露 2020 年报，总计营业收入 5108.46 亿元，同比+29%；归母净利润 1480.03 亿元，同比+37%，37 家券商全部实现盈利。龙头券商规模优势依旧明显，营业收入排名前五位的是中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券、申万宏源，分别为 543.83、382.2、352、314.45、294.09 亿元；归母净利润排名前五位的是中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券、广发证券，分别为 149.02、111.22、108.75、108.22、100.38 亿元。4 家券商净利润同比增幅超过 100%，**中小券商依靠业绩弹性增速排名靠前，增速排名前五位的是光大证券、东方财富、兴业证券、国元证券、华林证券。**

图表1：2020 年上市券商业绩情况（亿元）

序号	证券代码	证券简称	营业收入 2019	营业收入 2020	营收同比%	归母净利润 2019	归母净利润 2020	归母净利润同比%
1	600030.SH	中信证券	431.4	543.83	26.06	122.29	149.02	21.86
2	601211.SH	国泰君安	299.49	352	17.53	86.37	111.22	28.77
3	600837.SH	海通证券	344.29	382.2	9.64	95.23	108.75	14.2
4	601688.SH	华泰证券	248.63	314.45	26.47	90.02	108.22	20.23
5	000776.SZ	广发证券	228.1	291.53	27.81	75.39	100.38	23.8
6	601066.SH	中信建投	136.93	233.51	70.53	55.02	95.09	72.85
7	600999.SH	招商证券	187.08	242.78	29.77	72.82	94.92	30.34
8	000166.SZ	申万宏源	245.93	294.09	19.58	57.35	77.66	-15.98
9	601881.SH	中国银河	170.41	237.49	39.37	52.28	72.44	38.54
10	601995.SH	中金公司	157.55	236.6	50.17	42.39	72.07	70.04
11	002736.SZ	国信证券	140.93	187.84	33.29	49.1	66.16	35.03
12	300059.SZ	东方财富	14.78	82.39	94.69	18.31	47.8	161
13	601377.SH	兴业证券	142.5	175.8	23.37	17.63	40.03	127.13
14	600958.SH	东方证券	190.52	231.34	21.42	24.35	27.23	11.82
15	600918.SH	中泰证券	97.09	103.55	6.65	22.49	27.21	20.95
16	601788.SH	光大证券	100.57	158.66	57.76	5.68	23.34	310.97
17	601108.SH	财通证券	49.52	64.85	30.95	18.73	22.49	20.08
18	000783.SZ	长江证券	70.33	77.85	10.7	16.66	20.84	25.09
19	002926.SZ	华西证券	39.37	46.83	18.93	14.32	19	32.75
20	600109.SH	国金证券	43.5	60.63	39.39	12.99	18.63	43.44
21	601878.SH	浙商证券	56.59	106.37	87.94	9.68	16.27	68.17
22	601198.SH	东兴证券	39.73	56.87	27.1	12.21	15.4	26.13
23	002939.SZ	长城证券	38.99	68.69	76.16	9.92	15.02	51.35
24	601236.SH	红塔证券	20.66	55.85	170.37	8.38	14.13	68.72
25	000728.SZ	国元证券	31.99	45.29	41.57	9.14	13.7	104.28
26	000686.SZ	东北证券	79.69	66.1	-17.06	10.07	13.33	32.4
27	600909.SH	华安证券	32.32	33.57	3.87	11.08	12.68	9.62
28	002673.SZ	西部证券	36.81	51.84	40.85	6.1	11.17	54.56
29	601901.SH	方正证券	65.95	75.42	14.36	10.08	10.96	8.82
30	601696.SH	中银证券	29.08	32.44	11.57	7.98	8.83	10.65
31	002945.SZ	华林证券	10.11	14.9	47.42	4.42	8.13	83.96
32	002797.SZ	第一创业	25.83	31.2	20.77	5.13	8.13	68.91



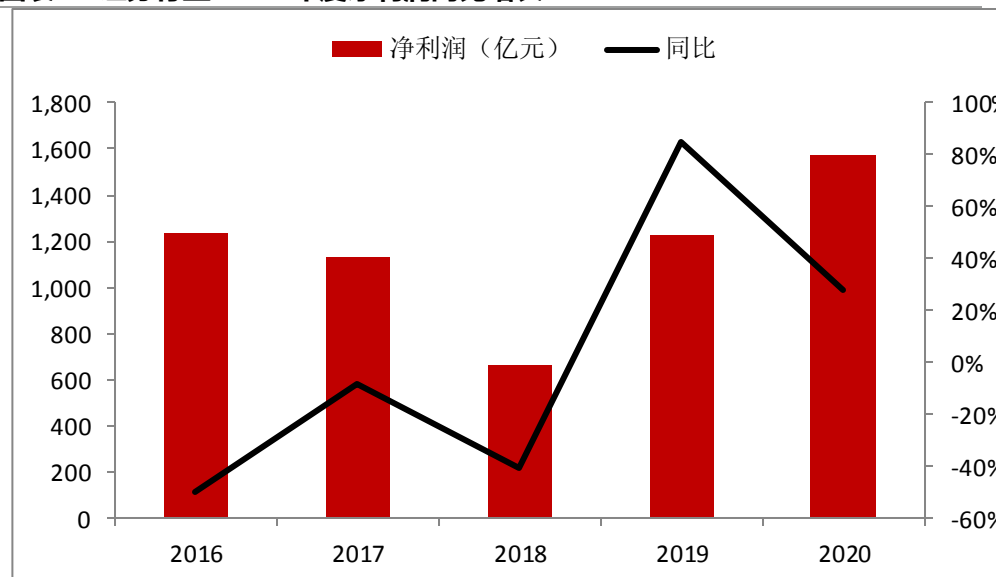
序号	证券代码	证券简称	营业收入 2019	营业收入 2020	营收同比%	归母净利润 2019	归母净利润 2020	归母净利润同比%
33	601990.SH	南京证券	22.02	23.67	7.49	7.1	8.1	14.14
34	002500.SZ	山西证券	51.02	33.42	-34.5	5.1	7.51	60.86
35	000750.SZ	国海证券	35.6	44.82	25.89	4.88	7.25	48.73
36	601456.SH	国联证券	16.19	18.76	15.87	5.21	5.88	12.76
37	601375.SH	中原证券	23.73	31.03	30.8	0.58	1.04	79.14
总计			3955.23	5108.46	29	1076.48	1480.03	37

资料来源：wind、粤开证券研究院

二、证券行业业绩连续增长，经纪业务增速较高

根据中国证券业协会发布证券公司经营数据，证券行业 2020 年度实现营业收入 4,484.79 亿元，同比增长 24.41%；实现净利润 1,575.34 亿元，同比增长 27.98%，127 家证券公司实现盈利。

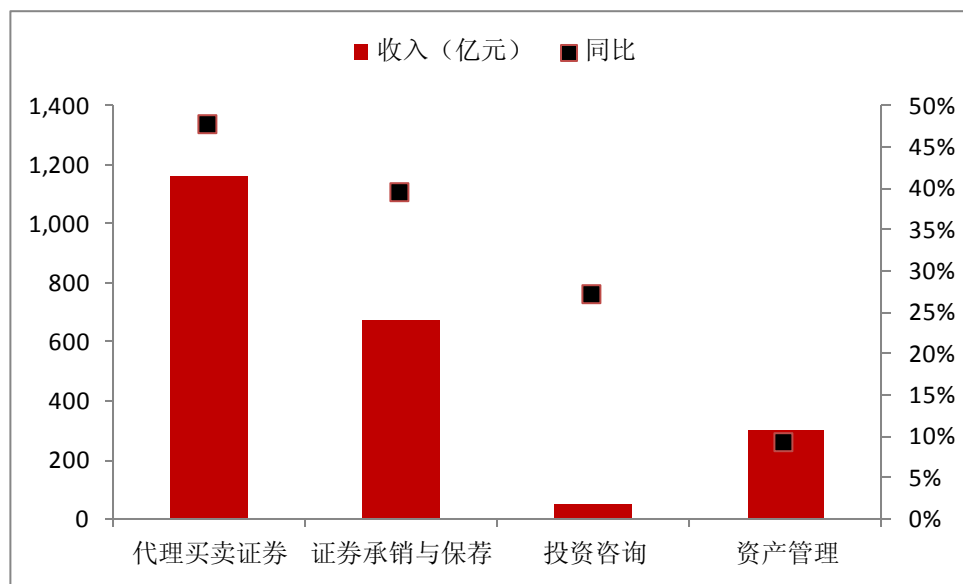
图表2：证券行业 2020 年度净利润同比增长 27.98%



资料来源：粤开证券研究院，wind，证券业协会

分业务板块来看，证券行业 2020 年经纪业务增速较高。根据协会披露数据，2020 年，证券行业实现代理买卖证券业务净收入（含交易单元席位租赁）1,161.10 亿元，同比增长 47.42%；实现代理销售金融产品净收入 134.38 亿元，同比增长 148.76%，主要由于基金发行火爆促进代销业务增长；实现投资咨询业务净收入 48.03 亿元，同比增长 26.93%；实现资产管理业务净收入 299.60 亿元，同比增长 8.88%；实现投资银行业务净收入 672.11 亿元，同比大幅增加 39.26%。

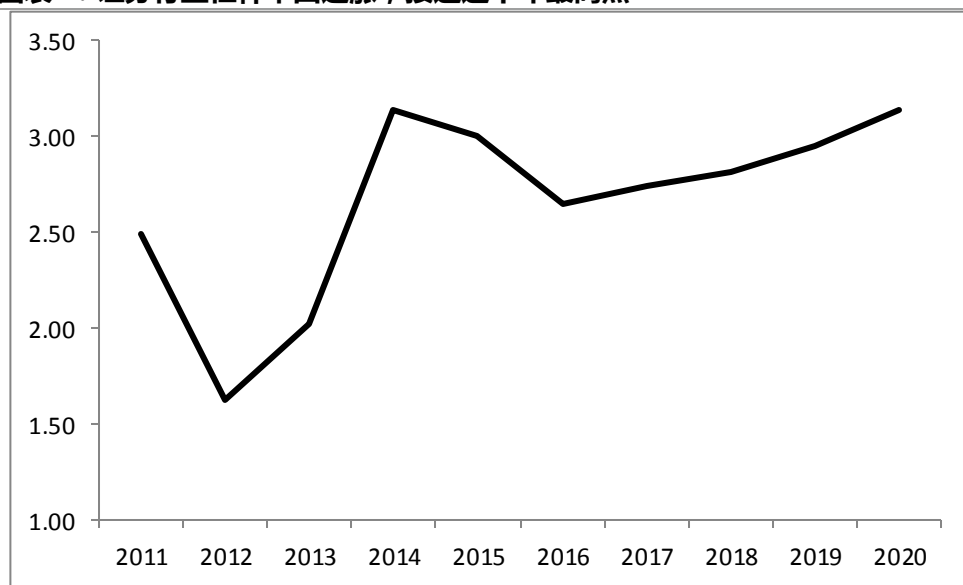
图表3：证券行业 2020 年经纪业务增速较高



资料来源: 粤开证券研究院, wind, 证券业协会

证券行业融资火热提升行业杠杆率。2018 年证券行业业绩普遍下滑, 部分券商净资本受到影响, 存在融资回血的需求, 近两年券商业绩向好提高了融资成功率, 2020 年有多家券商抛出了大额融资方案, 融资金额超过千亿元。

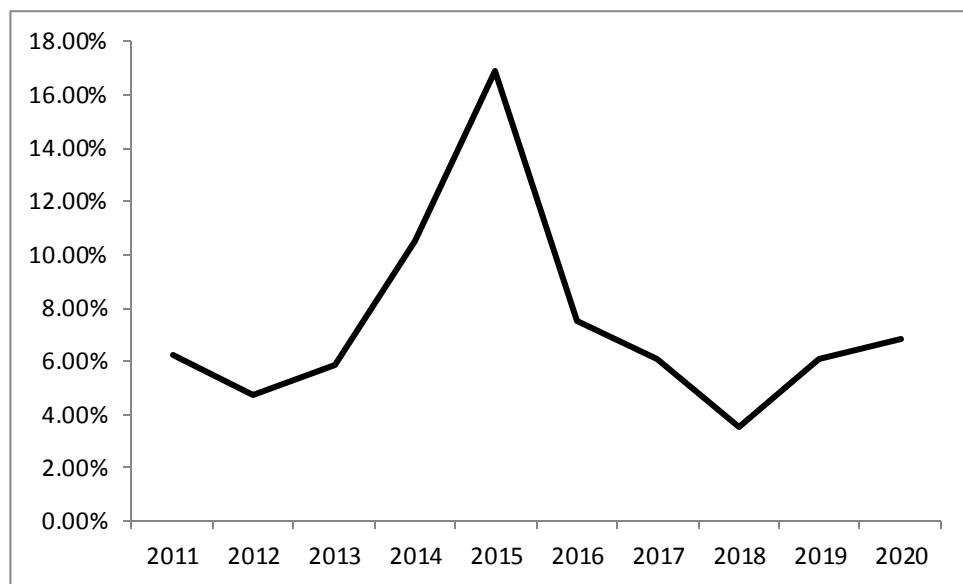
图表4：证券行业杠杆率四连涨，接近近十年最高点



资料来源: 粤开证券研究院, 证券业协会

2020 年证券行业净资产收益率 roe 为 6.82%, 连续两年上涨, 较 2018 年数据接近翻番。

图表5：证券行业 roe 情况



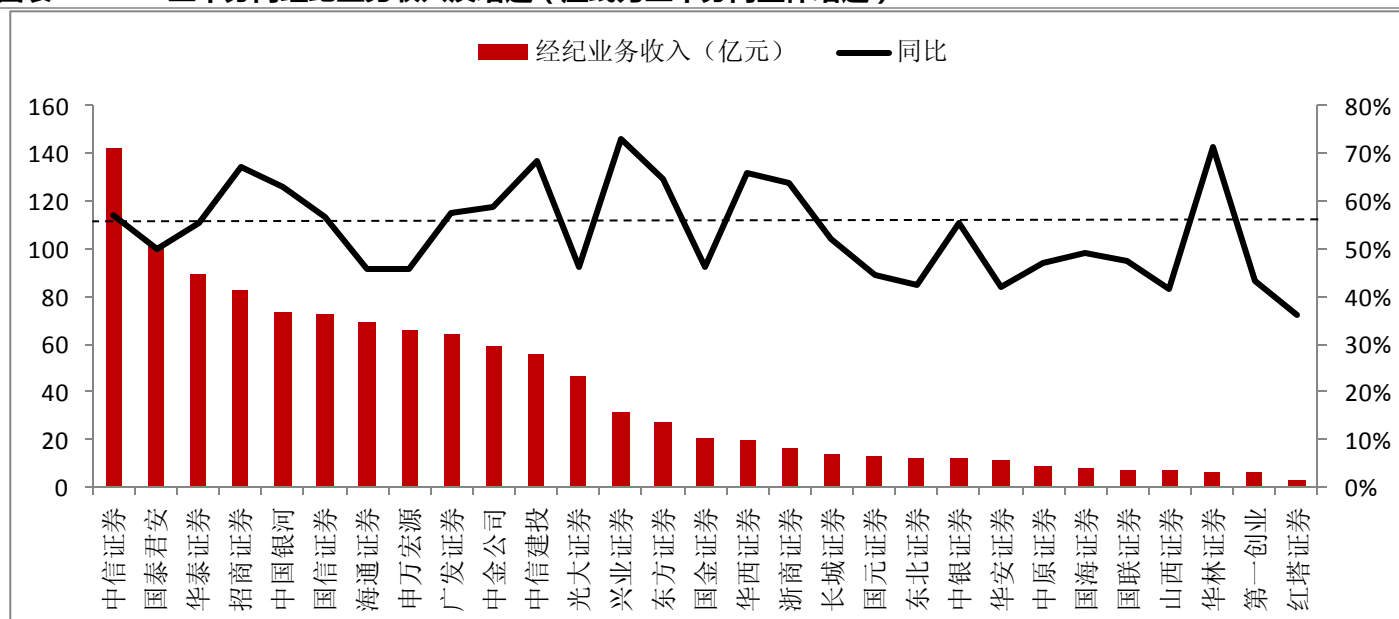
资料来源:粤开证券研究院,证券业协会

三、轻重资本业务均衡发展，转型升级初见成效

(一) 经纪业务：平均佣金率持续下滑但斜率放缓，金融科技助推财富管理转型提速

2020 年 29 家上市券商经纪业务实现收入合计 1149.06 亿元，同比增长 56%，总体来看，头部券商经纪业务收入同比增速略高于其他券商，显示出券商经纪业务同样存在马太效应。2020 年经纪业务收入规模排名前三位的券商与 2019 年一致，分别是中信证券、国泰君安、华泰证券，收入分别为 141.99、101.09、89.62 亿元；同比增速较高的是兴业证券、华林证券、中信建投，增速分别为 73%、71%、68%。

图表6：2020 上市券商经纪业务收入及增速（虚线为上市券商整体增速）

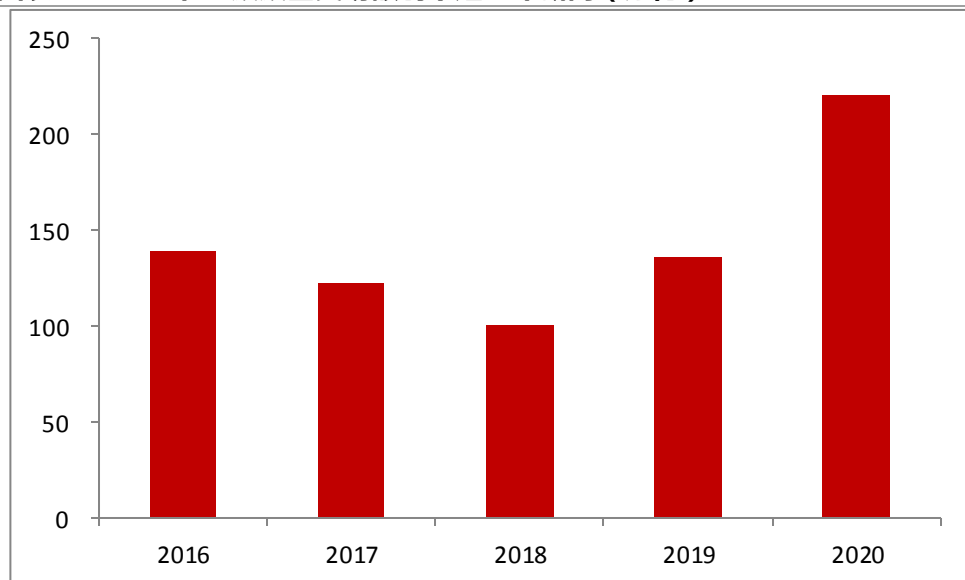




资料来源: 粤开证券研究院, wind

2020 年 A 股股基交易额创下近五年新高, 达到 220.45 万亿元, 同比增长 61%, 在近十年当中也仅次于 2015 年牛市创下的 270.86 万亿元记录。

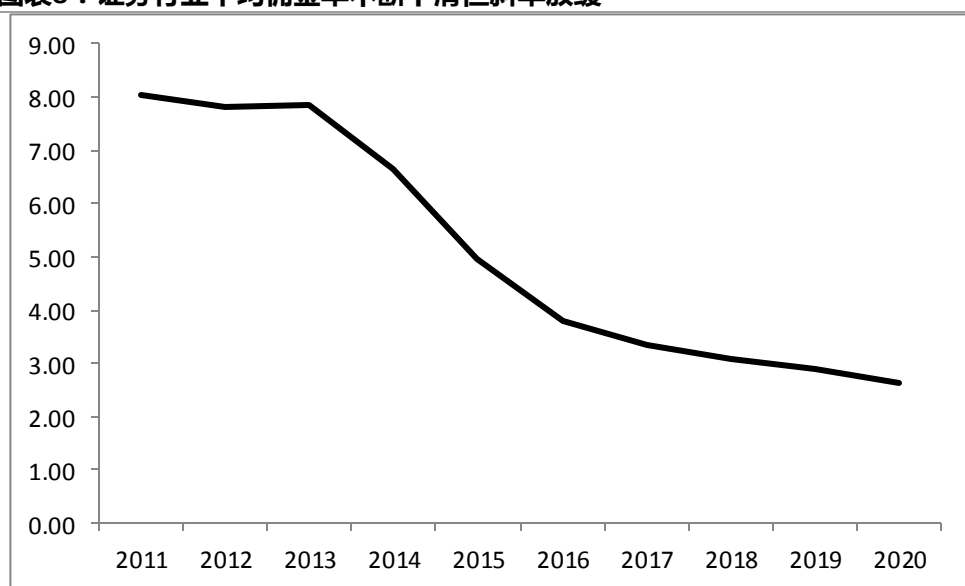
图表7：2020 年 A 股股基交易额创下近五年新高（万亿）



资料来源: 粤开证券研究院, wind

上市券商 2020 年经纪业务收入同比增长 56%, 低于股基交易额增长率, 我们认为造成这一现象的原因主要是行业平均佣金率的下滑, 近十年证券行业平均佣金率不断下滑, 由 2011 年的万分之 8.05 降至 2020 年的万分之 2.63。自 2019 年首次跌破万分之三后, 2020 年证券行业平均佣金率继续下滑, 但我们看到近几年佣金率下滑速度放缓, 主要由于 2013-2016 年佣金率大幅下滑后, 后续下降空间变小, 而且各家券商之间佣金率也有逐步分化趋势。

图表8：证券行业平均佣金率不断下滑但斜率放缓



资料来源: 粤开证券研究院, 证券业协会

2017 年后, 市场佣金率进入缓降阶段, 我们认为 A 股佣金逐步企稳可能性较大, 主

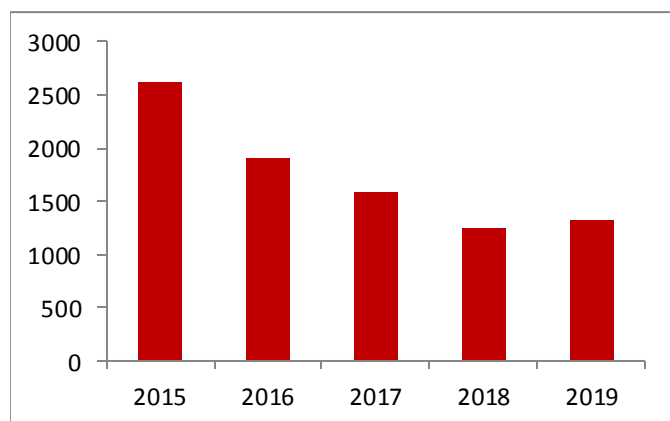


要有两方面原因。

第一，目前行业佣金持续下滑已逼近部分券商成本线，我们知道股票交易佣金中包括代收的印花税（每笔五元）、证券监管费（万分之 0.2，双向）、证券交易经手费（万分之 0.487，双向）、过户费（万分之 0.2，双向），另外还有证券公司根据监管评级缴纳的证券投资者保护基金，以上成本合计约为万分之一，剩余的佣金才是真正到证券公司手里的净佣金，在当前行业平均佣金率万分之三的情况下，部分券商为吸引客户已开出万分之二甚至万分之一的极低佣金率，同时免除 5 元手续费，这已经极度逼近经纪业务成本线了，而监管层规定“证券公司向投资者收取证券交易佣金不得明显低于证券经纪业务服务成本”相当于给 A 股佣金设置了最低门槛，这也有利于证券行业健康可持续发展，佣金率继续下滑空间已经不大。

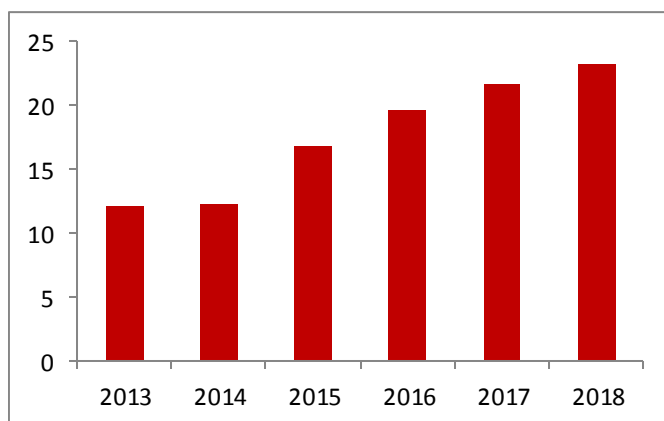
第二，在经历了营业部快速扩张和“一人多户”放开又收紧之后，券商经纪业务客户基本趋于稳定，A 股新增投资者数量逐步下滑，2015 年 A 股新增投资者 2616 万人，2018 年新增 1252 万人，不足 2015 年一半，即使在大盘涨幅创下近五年新高的 2019 年，新增投资者也只有 1325 万人；同时 A 股投资者数量占全国城镇适龄人口比例已超过 23%，接近 2013 年数据的两倍，以上数据都表明在经历过去三十年的快速扩张后，A 股投资者数量趋于稳定，继续降低佣金率对新增投资者数量刺激有限，各家券商更应该提高专业水平做好服务对接，在挖掘存量客户业务的基础上以良好口碑和服务吸引增量客户。

图表9：A 股新增投资者数量(万人)



资料来源:粤开证券研究院,中国结算,wind

图表10：A 股投资者占城镇适龄人口比例 (%)



资料来源:粤开证券研究院,中国结算,wind

2020 年证券业协会首次披露行业代理销售金融产品净收入，证券行业代销业务收入大增，主要由于市场指数上行带来基金发行火热，赚钱效应刺激之下众多投资者涌入基金市场，券商基金代销业务热度提升，收入同比翻番。根据证券业协会统计，2020 年，证券行业实现代理买卖证券业务净收入（含交易单元席位租赁）1,161.10 亿元，同比增长 47.42%；实现代理销售金融产品净收入 134.38 亿元，同比增长 148.76%，证券行业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。

另外近期证券公司基金投顾业务试点业务开展如火如荼，试点券商逐步实现对客户进行账户管理式的“买方投顾”，以客户资产管理规模为收费基准，有望实现客户与公司双赢局面，加速证券行业发展。

2020 年券商业绩一片向好，多家券商也持续加大了金融科技方面的投入，如华泰证券一直坚持金融科技赋能，多年信息技术投入规模位居行业前列，2020 年公司信息技术投入总额 17.65 亿元，同比增长 24%。招商证券也在大力推动数字化转型，2020 年信



息技术投入 9.94 亿元，同比增长 52%。券商发展金融科技主要有以下三方面原因。

一，行业发展趋势，近年来证券行业逐步向智能化数字化发展，财富管理和公募基金投顾等新兴业务均对券商信息系统提出更高要求，证券公司对于科技创新的投入不断增加，利用数字化渠道构筑平台化、体系化的财富管理服务新模式，同时借助大数据分析挖掘客户需求和匹配业务机会，丰富的数字化实践有利于财富管理行业实现降本增效、客户群延展、升级客户体验和控制风险等效果。国际领先金融机构的发展也表明，充分运用金融科技手段推动业务转型是证券公司业务发展最为重要的战略选择之一。

二，监管支持创新，2018 年证券业协会首次将证券公司信息系统建设的投入情况纳入年度证券公司经营业绩考评，2020 年 7 月信息技术在证券公司分类评价修订中的重要性再次提升，体现出监管层鼓励券商在金融科技领域加大创新力度的意图。随着现代信息技术与金融业的融合日益加深，金融科技正在快速创新、应用和推广。部分券商前瞻性地布局先进科技平台，为公司带来成本优势、运营效率提升、控制风险并保障信息安全，帮助公司实现规模化和差异化发展。

三，疫情防控原因，2020 年初突发卫生事件使得券商部分线下业务无法开展，部分证券公司在疫情防控中不忘加强为客户服务，支持线下展业转向线上，保障 APP、PC 客户端、非现场开户、投顾服务平台、CRM 和展业 APP 等各外围平台平稳运行，加强线上产品培训，开展投顾直播等线上服务。券商线下展业转向线上在提升客户体验同时，也提升了对自身信息系统技术要求，这也是部分券商加大信息技术投入的原因。

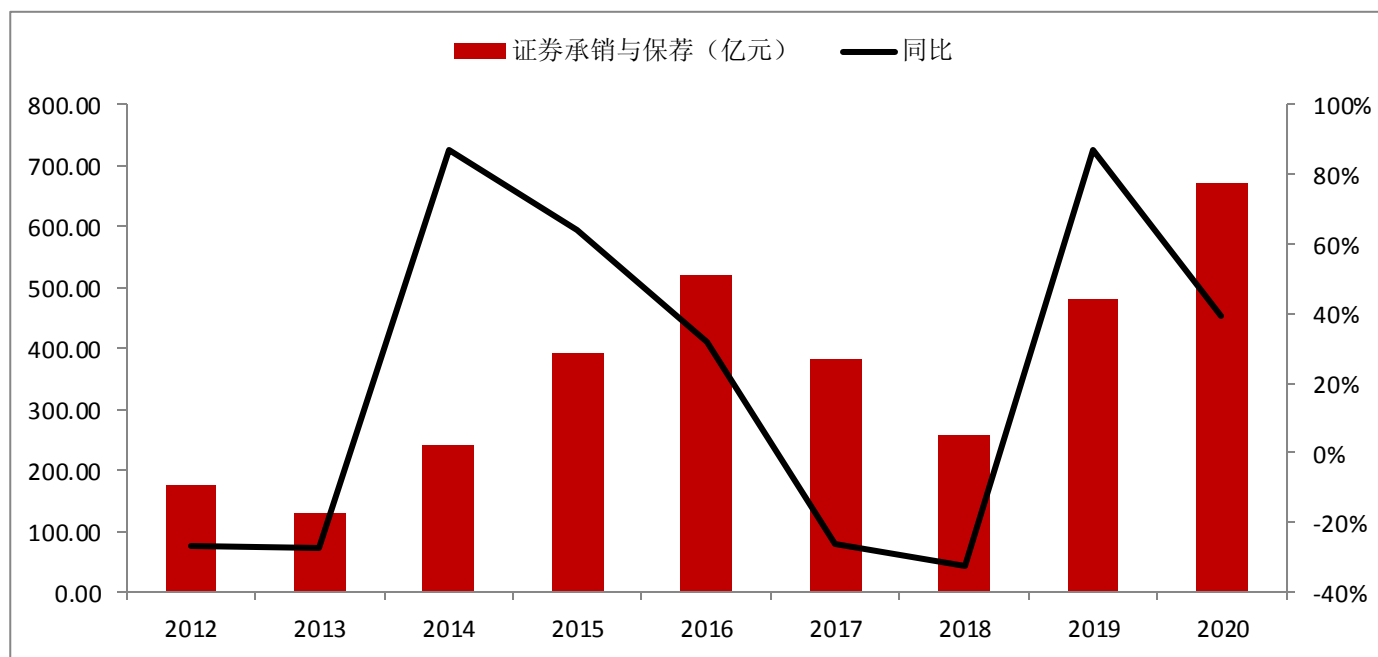
目前国内证券行业财富管理转型逐步提速，而金融科技是券商财富管理转型的重要推进器，在客户分类分层和开展智能投顾等财富管理各个业务步骤均发挥较大作用。充分运用金融科技手段深挖数据潜在价值，为客户提供全方位财富管理服务，是证券公司实现数字化转型、打造差异化竞争优势的必然选择，金融科技的广泛应用在助力证券公司实现降本增效的同时，也将助推证券行业向多元化的财富管理模式转型。

在证券行业持续加大金融科技方面投入的同时，银行机构也不甘落后，2020 年多家银行金融科技相关投入超过百亿，虽然在绝对金额上券商科技投入不及银行，但从信息技术投入金额占上一年营收比重来看，部分券商投入远超银行，如招商证券、兴业证券和第一创业等，2020 年信息技术投入金额占上一年度营业收入的比重均超过 7%，远高于部分银行数据。

（二）投行业务：注册制全面推行，投行收入创下近十年新高

2020 年全面注册制继续推行，创业板注册制顺利落地，券商投行业务迎来爆发式增长。证券行业 2020 年实现投资银行业务净收入 672.11 亿元，同比大幅增加 39.26%，收入规模创下近十年新高。

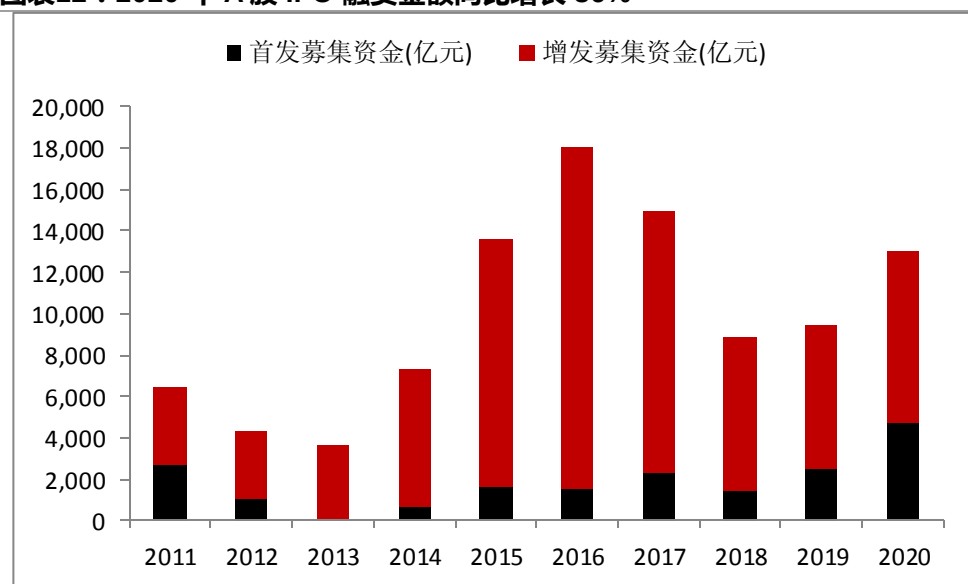
图表11：证券行业 2020 年投行收入规模创下近十年新高



资料来源:粤开证券研究院, wind

投行业务收入上升主要由于股权融资规模上涨。根据万得数据统计,按上市日期口径 2020 年 A 股 IPO 融资额 4700 亿元,同比增长 86%,其中科创板 IPO 金额占比接近 50%。此外在再融资政策不断优化利好刺激下,2020 年 A 股再融资金额同样迎来上涨,达到 1.2 万亿元,同比增长 28%。

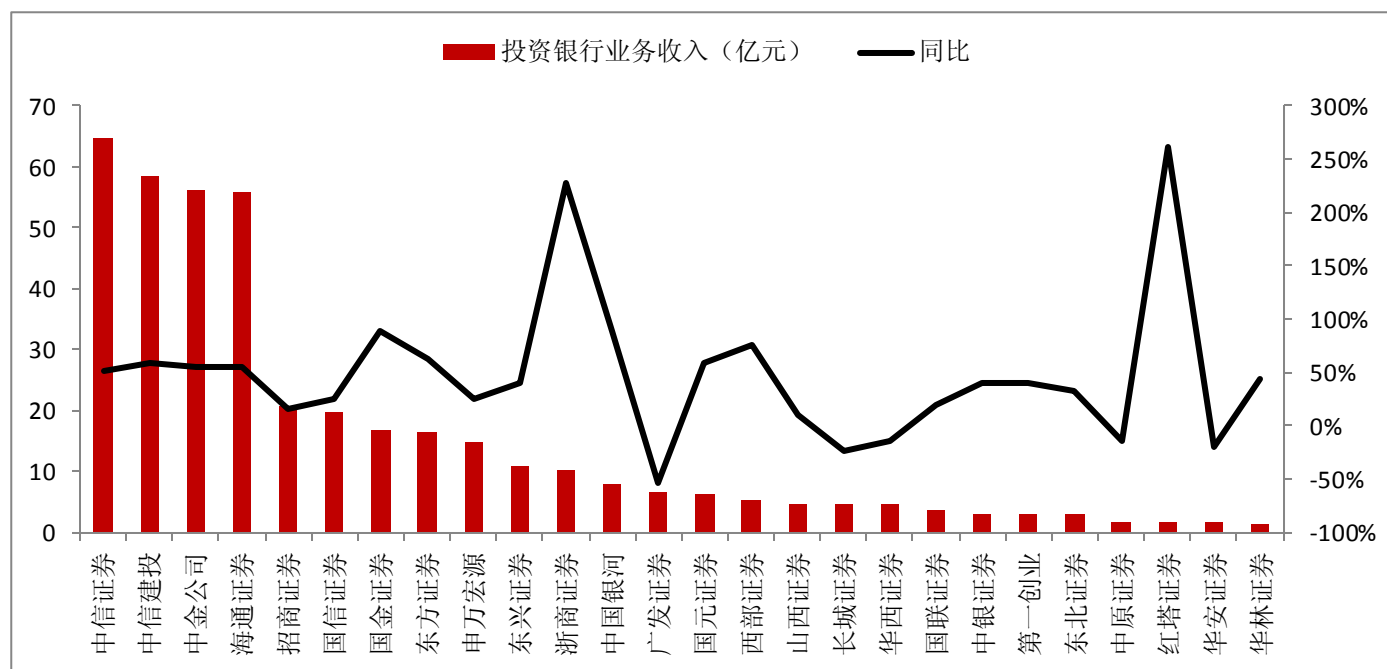
图表12：2020 年 A 股 IPO 融资金额同比增长 86%



资料来源:wind、粤开证券研究院

2020 年上市券商投行业务实现收入合计 403 亿元,同比+42%。收入规模排名居前的是中信证券 (64.87 亿元)、中信建投 (58.43 亿元)、中金公司 (56.27 亿元);同比增速较高的是红塔证券、浙商证券、国金证券,增速分别为 261%、228%、89%。

图表13：2020 上市券商投行业务收入及增速

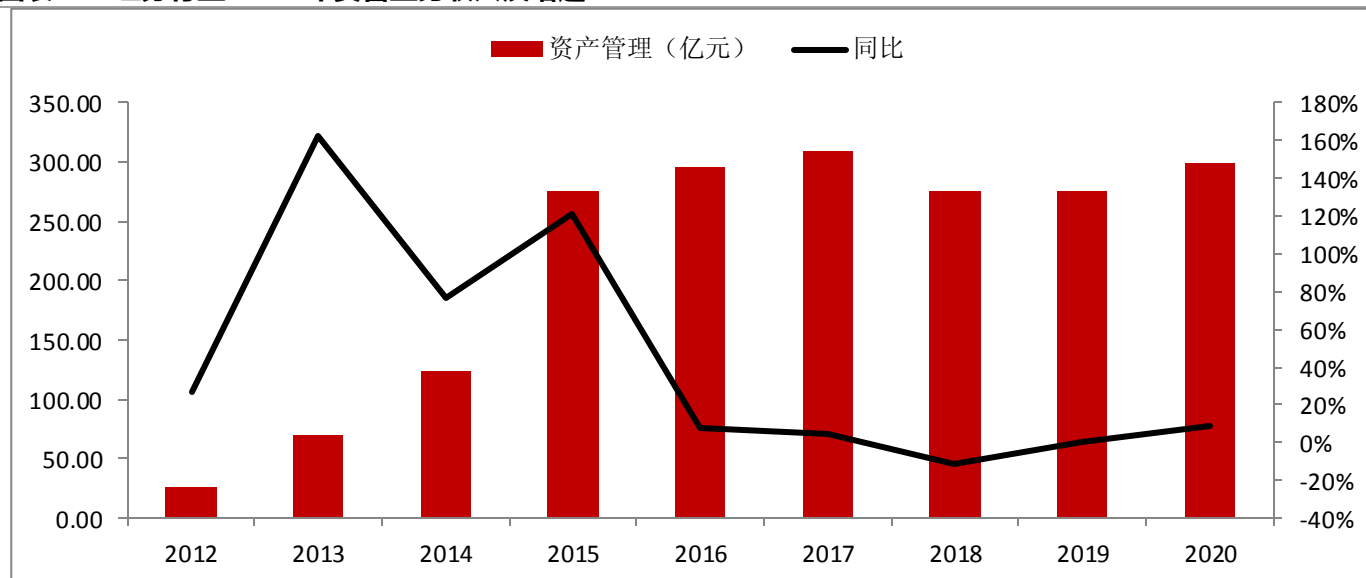


资料来源:粤开证券研究院, wind

(三) 资管业务：主动管理转型初见成效，公募业务助推收入增长

资管业务转型初见成效,行业收入规模在连续两年持续低迷之后,2020 年迎来复苏。2020 年证券行业实现资产管理业务净收入 299.60 亿元，同比增长 8.88%。

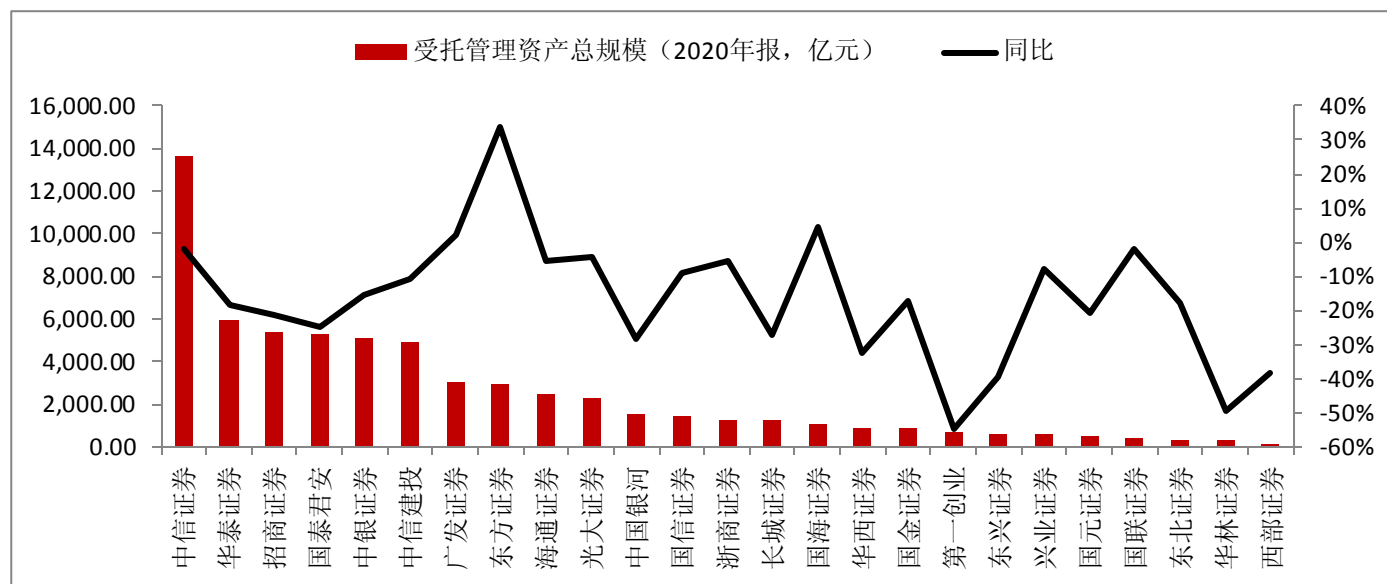
图表14：证券行业 2020 年资管业务收入及增速



资料来源:粤开证券研究院, wind

截止 2021 年 4 月 23 日,25 家上市券商披露了 2020 年受托管理资产总规模,合计 6.3 万亿元,同比下降 13%。具体来看,头部券商资管规模整体保持相对稳定,部分中小券商降幅较大。

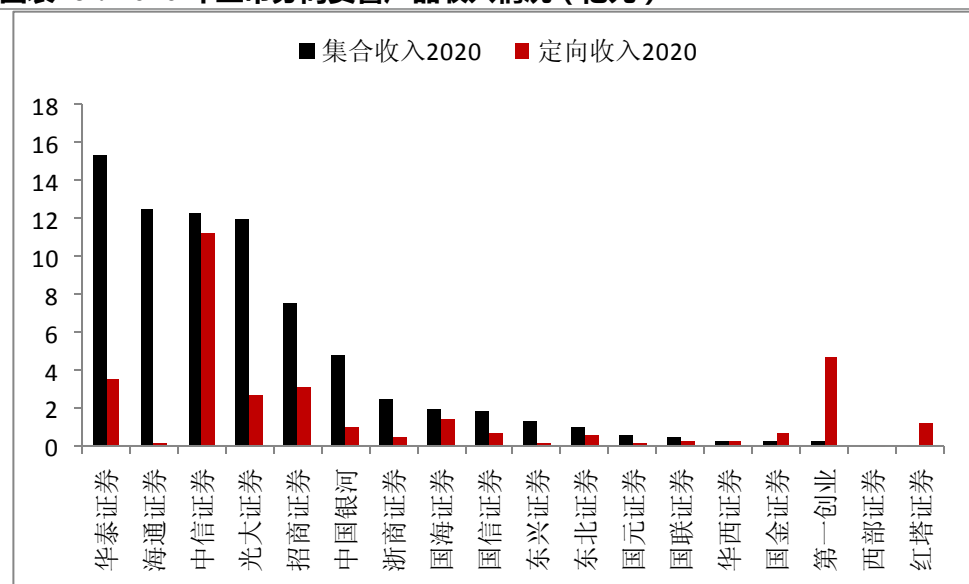
图表15：2020 年末上市券商资管规模及增速



资料来源: 粤开证券研究院, wind

券商主动管理转型初见成效，集合收入大幅增长。在资管规模下降的情况下，2020年证券行业资管收入却有提升，说明行业整体资管费率上行。券商主动管理占比提升，集合资管收入大幅增加。根据万得数据统计，截止2021年4月23日，18家上市券商披露了2020年集合资产管理业务收入和定向收入，合计实现集合收入75亿元，同比增长30%；定向收入32亿元，同比增长4%，集合收入明显好于定向，券商主动管理转型初见成效。

图表16：2020年上市券商资管产品收入情况（亿元）



资料来源: wind、粤开证券研究院

除了主动管理转型以外，券商资管收入上涨的另一个原因就是公募基金业务爆发。部分券商系公募基金公司随着权益市场热度提升和居民财富搬家，业务规模大幅增长，为股东贡献了相对可观的收入。我们还看到近期有多家券商积极申请公募牌照或是增持公募基金股权，主要有以下两方面原因。

其一，公募基金为券商提供业绩增量。2020年公募基金业绩亮眼，多家基金公司净利润超过10亿元，易方达基金2020年净利润更是达到27.5亿元，持有公募基金股权对



券商业绩贡献不容忽视，2020 年多家券商系公募基金对持股证券公司利润贡献超过 10%，如银华基金对股东第一创业利润贡献超过 26%。

其二，公募基金业务助力券商财富管理转型。财富管理业务的主要组成部分就是管理，而公募基金牌照在丰富券商资产管理业务的同时，还可以与券商本身的营销渠道和投研能力相结合，通过业务协同为客户提供更好的财富管理服务，加速券商财富管理转型。

图表17：部分券商系公募基金 2020 业绩情况（亿元）

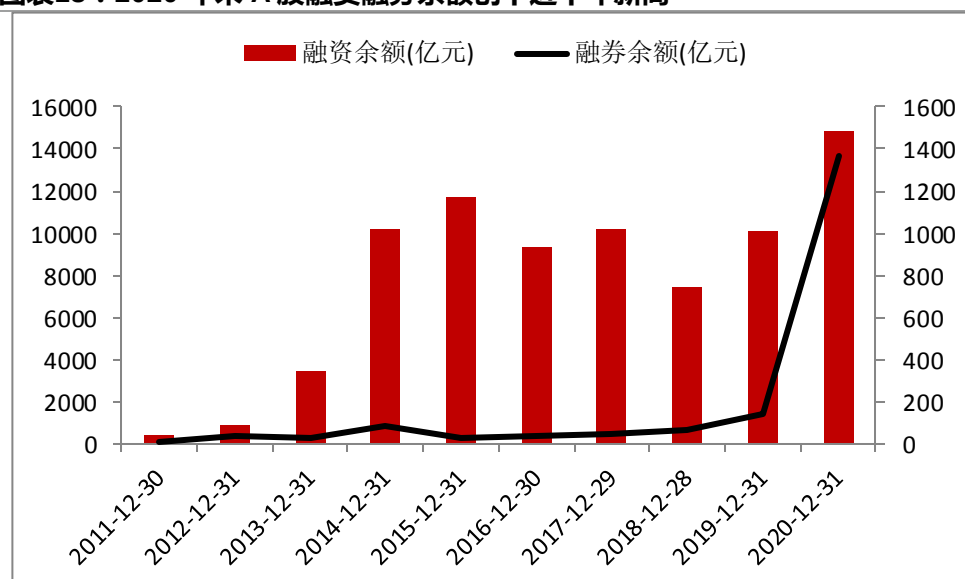
持股券商	基金公司	营业收入	净利润
广发证券	易方达基金	92.05	27.50
广发证券	广发基金	62.51	18.24
海通证券	富国基金	53.17	16.52
中信证券	华夏基金	55.39	15.98
华泰证券	南方基金	56.30	14.84
招商证券	博时基金	42.26	12.47
招商证券	招商基金	32.35	9.04
第一创业	银华基金	32.56	8.28
国信证券	鹏华基金	30.65	5.89
海通证券	海富通基金	13.26	3.78
光大证券	大成基金	14.01	3.25
华泰证券	华泰柏瑞基金	11.24	2.72
光大证券	光大保德信基金	6.23	1.60

资料来源：wind、粤开证券研究院

（四）信用业务：两融业务大幅增长，未来还有发展空间

2020 年权益市场热度提升，带动融资融券业务火热，2020 年末 A 股融资融券余额创下近十年新高。尤其是在 2020 年融券业务制度优化利好刺激下，A 股融券业务大幅增长，截止 2020 年末 A 股融券余额达到 1370 亿元，较 2019 年末增长 894%。

图表18：2020 年末 A 股融资融券余额创下近十年新高

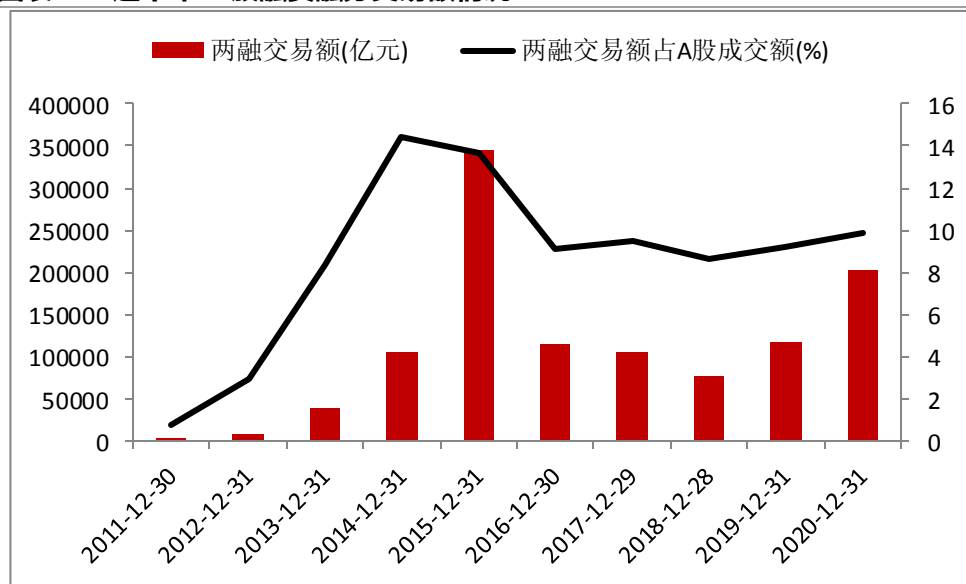




资料来源：wind、粤开证券研究院

虽然 2020 年末 A 股融资融券余额创下近十年新高,但我们看到 2020 年两融交易额占 A 股成交额比例仅为 9.89%,与 2017 年基本持平,远低于 2014 和 2015 年数据,两融交易还有很大发展空间。

图表19：近十年 A 股融资融券交易额情况

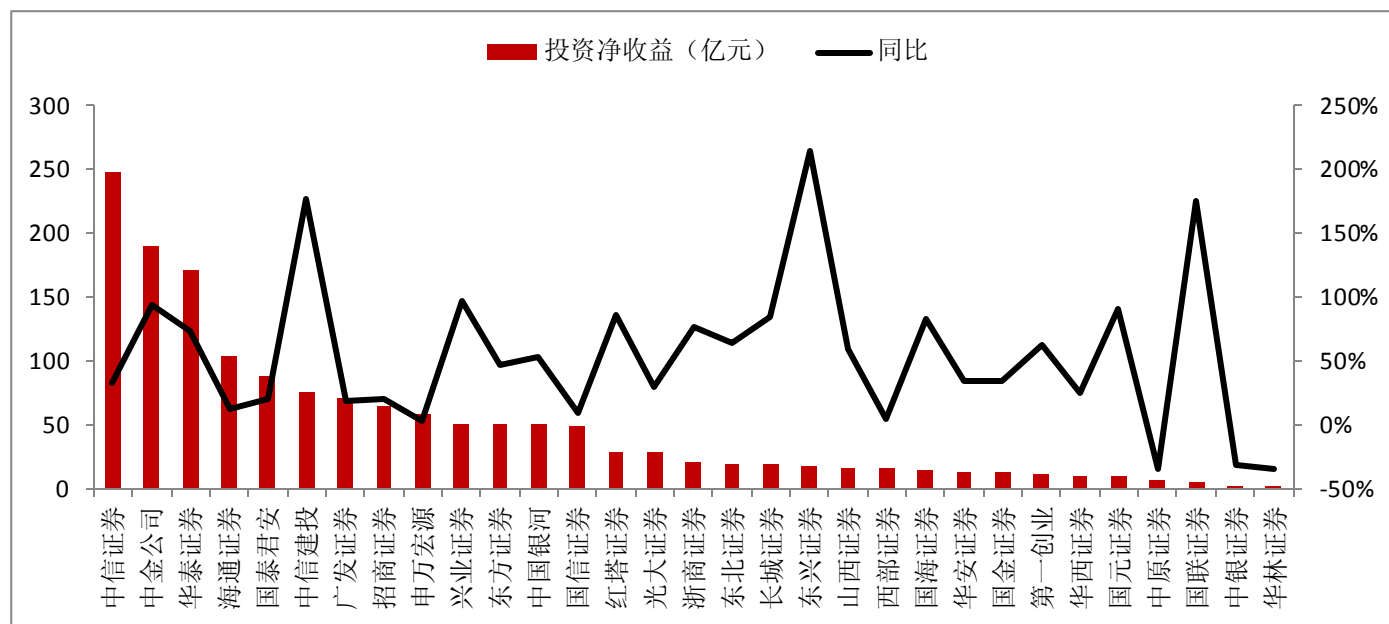


资料来源：wind、粤开证券研究院

（五）自营业务：主要指数上行，投资收益大增

截止 2021 年 4 月 23 日,31 家上市券商披露了 2020 年投资净收益,合计 1528.75 亿元,同比增长 45%。具体来看,2020 年投资净收益居前的三家券商为中信证券、中金公司、华泰证券,分别为 248.84、190.47、171.11 亿元;增速较快的为东兴证券、中信建投、国联证券,分别为 214%、177%、175%。

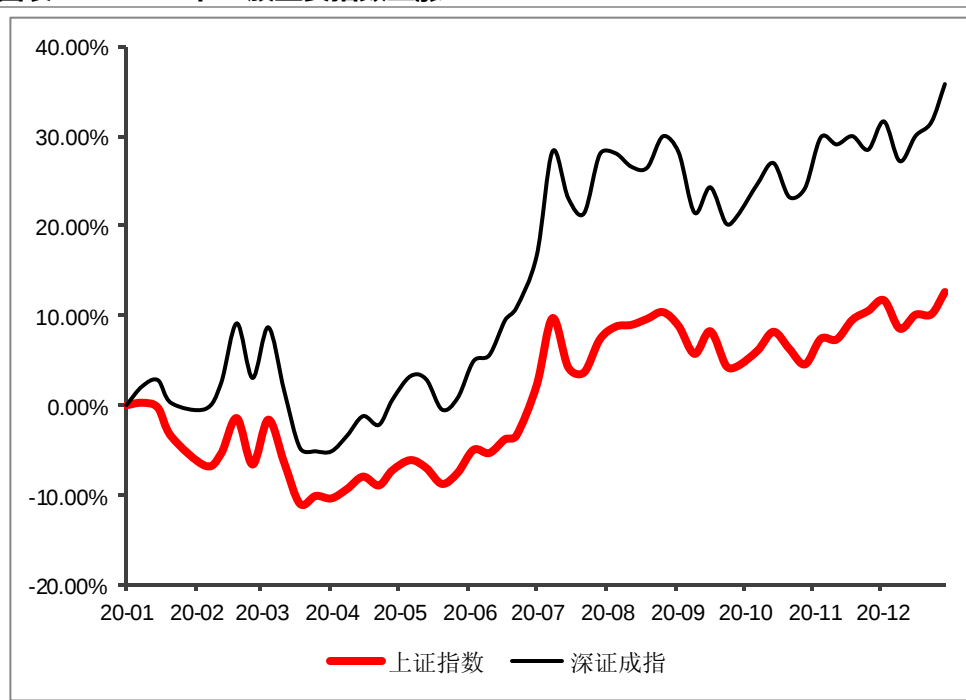
图表20：2020 年上市券商投资净收益及增速



资料来源: 粤开证券研究院, wind

2020 年 A 股主要指数上涨是券商投资收益提升的重要原因, 2020 年全年上证指数上涨 13.87%, 深证成指上涨 38.73%。

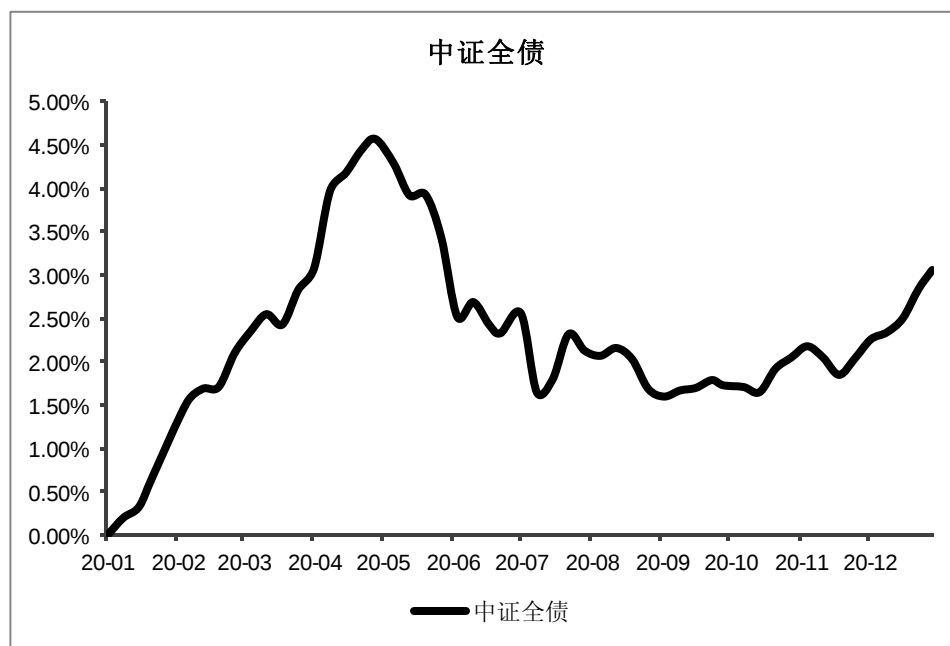
图表21：2020 年 A 股主要指数上涨



资料来源: 粤开证券研究院, wind

除 A 股市场走强以外, 债券市场同样表现亮眼, 2020 年中证全债指数上涨 3.05%。

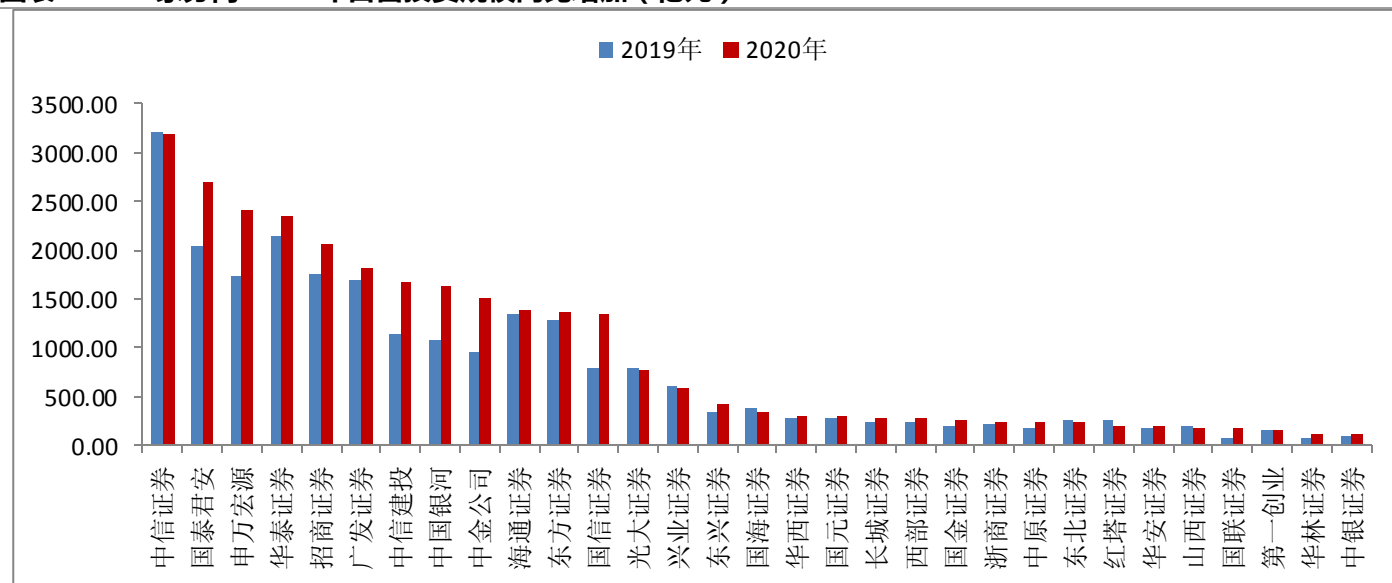
图表22：2020 年中证全债指数上涨 3.05%



资料来源: 粤开证券研究院, wind

多数券商加大自营投入, 2020 年末 31 家上市券商自营资产合计 2.9 万亿元, 同比增长 19%, 其中 24 家券商 2020 年自营投资规模同比增加。

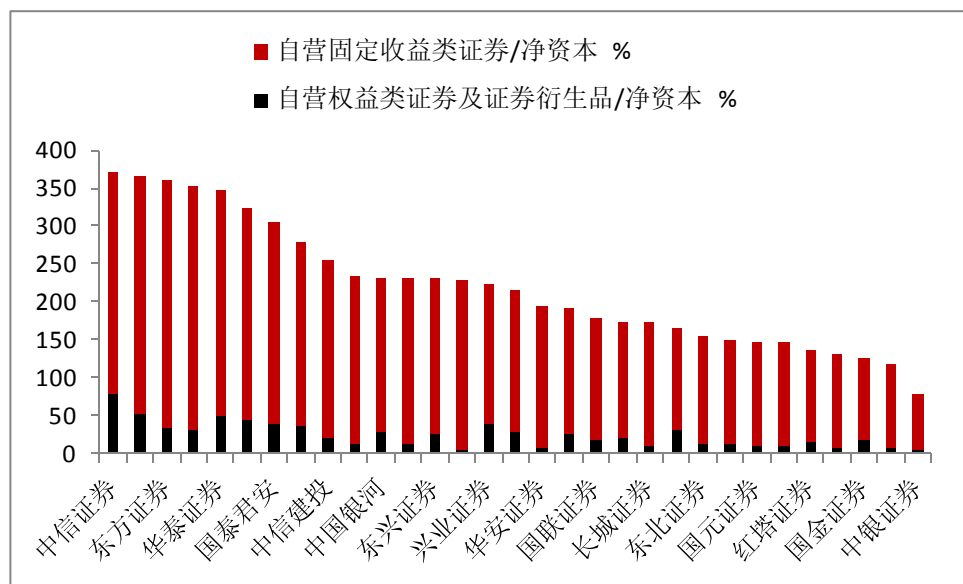
图表23 : 24 家券商 2020 年自营投资规模同比增加 (亿元)



资料来源: 粤开证券研究院, wind

通过分析 2020 年末各家券商自营资产结构, 权益类证券占净资本比例中位数为 19.64%, 固收占比中位数为 185.81%, 固收与权益类占比的比值为 9.46。权益类占比最高的三家券商为中信证券、申万宏源、华泰证券; 固收类占比最高的是东方证券、招商证券、申万宏源。

图表24 : 上市券商自营资产结构



资料来源:粤开证券研究院, wind

四、外资券商加速布局，有望推动行业高质量发展

近日花旗银行宣布,未来计划在中国筹备一家证券公司和一家期货公司。此前不久,瑞银集团增持瑞银证券股份至 67%。

2020 年 4 月证监会正式取消证券公司外资股比限制后,外资控股券商逐步增加,我们预计未来将有更多外资持股券商实现控股,主要有两方面原因。其一,目前中国证券行业处于高速发展时期,在资本市场全面深化改革,全面推行注册制的大背景下,未来证券市场参与主体将迅速增加,中国证券市场对于外资的吸引力也与日俱增。其二,外资控股有助于加强其对于证券公司的控制权,一方面可与母公司开展更多业务协同,另一方面有利于减少因不同股东战略分歧产生的经营障碍。

目前外资券商处于发展初期,尚未形成一定的竞争优势。目前证监会核准批复的外资控股券商共有 8 家,根据万得数据统计,其中 5 家披露了 2019 年报,5 家外资控股券商 2019 年合计实现营业收入 15.62 亿元,实现净利润-1.06 亿元,其中 3 家 2019 年出现亏损;从资产规模来看,5 家外资券商合计总资产 105.79 亿元,净资产 69.55 亿元,远低于行业平均水平。我们认为,外资券商发展受限主要由于资本规模、业务牌照、网点较少和缺乏业务协同等原因。

图表25：外资控股券商业绩规模情况（2019 年，按营收规模行业排名）

行业排名	券商	营业收入	净利润	总资产	净资产	净资产回报率(%)
91	瑞银证券	8.32	0.11	49.61	19.56	0.56
106	高盛高华	5.18	0.65	17.62	15.27	4.37
127	瑞信方正	1.53	-0.42	10.11	8.12	-5.02
130	野村东方证券	0.57	-0.54	20.52	19.46	-2.79
132	摩根大通证券中国	0.02	-0.86	7.93	7.14	-12.03

资料来源：wind、粤开证券研究院

中长期来看,部分外资券商在全球大类资产配置和衍生品业务等方面具备一定优势,有利于提升行业整体服务水平,引入国际竞争同时倒逼国内证券公司创新发展。在行业全面对外开放、开展公平竞争的同时,监管层有望进一步放宽国内券商的业务创新空间。当前证券行业政策维持宽松创新基调,资本市场深化改革正在进行时,前几年的去杠杆



严监管提高了行业规范化运营程度，也为政策进一步宽松打下了坚实基础，预计未来几年券商财富管理和投行业务将迎来加速转型，推动证券行业高质量发展。

五、投资建议

2021 年是“十四五规划”开局之年，今年政府工作报告对资本市场发展尤为重视，提出“稳步推进注册制改革，完善常态化退市机制，加强债券市场建设，更好发挥多层次资本市场作用，拓展市场主体融资渠道”。当前，我国越来越重视资本市场建设，推出科创板、探索注册制、推动与境外资本市场互联互通等一系列改革措施，指向的都是更好地发挥资本市场为实体经济服务。从各种政策中，可以看出一个明显趋势，那就是越来越鼓励实体经济从债务融资转向股权融资，提高直接融资比例，直接利好资本市场核心参与者券商。

资本市场改革持续推进，金融体系强化支持实体经济。市场端包括全面推行注册制、优化退市制度等；投资端包括全面对外开放、引入长期资金等；机构端包括支持金融行业做大做强、分类评价制度优化等。

证券公司业务模式转型升级，金融科技助推财富管理转型加速，全面注册制下投行业务将更加注重专业定价能力，资管业务主动管理转型初见成效，信用业务规模激增未来还有发展空间，总体而言，证券行业正处于从“通道”价值向“顾问”、“资本”价值过渡的关键时期，券商业务面临全面转型升级。

在资本市场深化改革持续和证券公司业务转型升级内外双轮驱动之下，证券行业业绩连续增长。目前券商板块估值 1.67 倍市净率，处于近十年估值 30%分位点，具备安全边际和向上空间，未来板块β行情值得关注。个股方面，建议关注低估值高弹性的国泰君安和兴业证券，以及行业龙头中信证券和中金公司。

图表26：推荐标的业绩增速及估值情况（截止 20210423）

证券代码	证券简称	总市值（亿元）	收盘价（元）	2020 归母净利润同比%	市净率 PB(LF)
600030.SH	中信证券	2,842.20	23.48	21.86	1.66
601995.SH	中金公司	1,841.92	51.79	70.04	3.81
601211.SH	国泰君安	1,329.85	16.05	28.77	1.13
601377.SH	兴业证券	613.42	9.13	127.13	1.63

资料来源：wind、粤开证券研究院

六、风险提示

市场大幅波动风险，监管政策变化风险。



分析师简介

李兴，中央财经大学硕士研究生，2016 年加入粤开证券，现任首席海外市场分析师、非银金融负责人，证书编号：S0300518100001。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，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，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

网址：www.ykzq.com