

## 行业分化加剧之下，坚持龙头主线与业绩为王

——证券行业 2021 年一季报综述

东方证券  
ORIENT SECURITIES

## 核心观点

- **成交额和行情先扬后抑，21Q1 券商业绩分化加剧。**1) 截至 21Q1 末沪深 300 指数累计下跌 3.13%，创业板指累计下跌 7.00%；21Q1 市场日均股基成交额高基数下同比增长 11.56%。2) 40 家上市券商 21Q1 合计实现净利润 420.51 亿元，同比增长 29.51%，整体表现优异。3) 21Q1 行业平均 ROE 为 9.04%，较 20Q1 增长 1.02 个百分点。平均杠杆率较年初提升 0.09 至 3.92 倍。4) 40 家上市券商业绩分化加剧，仅 26 家实现业绩正增长，头部券商业绩整体表现优于中小券商。
- **资产扩表自营成重要分水岭，投行、资管业务加速转型中。**1) 40 家上市券商金融投资资产规模 4.10 万亿元，较年初进一步提升 3.6%；一季度合计实现自营业收入 348.47 亿元，同比增加 16.2%；但自营表现分化加剧，仅有 19 家实现正增长（或扭亏）。2) 21Q1 市场股权与债权承销规模分别增长 19.59% 与 17.89%，上市券商实现投行业务收入 118.18 亿元，同比增长 34.42%。在全面注册制改革下，券商加速大投行业务转型，头部券商重点受益。3) 21Q1 主动管理转型成果已经基本确立，基金管理重要性持续提升，21Q1 券商实现资管收入 113.62 亿元，同比增长 35.05%。
- **基金代销望成为经纪板块中长期增长来源，两融余额站稳 1.65 万亿之上。**1) 40 家上市券商 21Q1 实现经纪业务净收入 304.35 亿元，同比增长 14.96%。收入增速超过市场交易量增速，预计主要贡献来源是代销金融产品收入。2) 市场两融余额连续 4 个月站稳 1.65 万亿之上，融券余额占比提升至 4 月末的 9.22%，重要性亦不断提升；21Q1 上市券商合计实现利息净收入 139.11 亿元，同比增长 24.43%。
- **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 1.54 倍，低于历史估值中枢 2.03，且板块于 21Q1 未处于几近“清仓”的状态，具备显著的向上空间与动能，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)**、**招商证券(600999, 增持)**、**华泰证券(601688, 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

- 系统性风险对券商业绩与估值的压制；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

非银行金融行业

报告发布日期

2021 年 05 月 06 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

券商逼近清仓+保险大幅减配，业绩分化下 2021-04-28

建议底部甄选优质标的：——非银行金融行业

2021Q1 公募持仓报告

持续关注一季报业绩发布，挖掘业绩预期差 2021-04-25

价值：——非银行金融行业周观点

月报制度取消后第一次季报将近，重点关注 2021-04-18

行业业绩预期差：非银行金融行业周观点

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，投资者应考虑潜在的利益冲突，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. 活跃度高位回落+行情先扬后抑，券商业绩分化加剧 .....	4
1.1. 2021Q1 市场回顾：成交额与行情先扬后抑 .....	4
1.2. 2021Q1 上市券商间业绩分化加剧 .....	5
2. 五大主营业务齐增长，自营业务表现成分水岭 .....	10
2.1. 金融资产持续扩表，自营投资成为券商业绩表现分水岭 .....	10
2.2. 注册制改革下，股债双击助投行收入实现高增 .....	11
2.3. 主动管理转型成果确立，基金管理贡献持续提升 .....	15
2.4. 市场成交量先扬后抑，基金代销望成为中长期增长来源 .....	15
2.5. 两融余额站稳 1.65 万亿上方助利息净收入同增 24.43% .....	16
3. 盈利预测：预计 21 年稳中有升 .....	19
4. 投资建议：龙头主线，业绩为王 .....	20
5. 风险提示 .....	21

## 图表目录

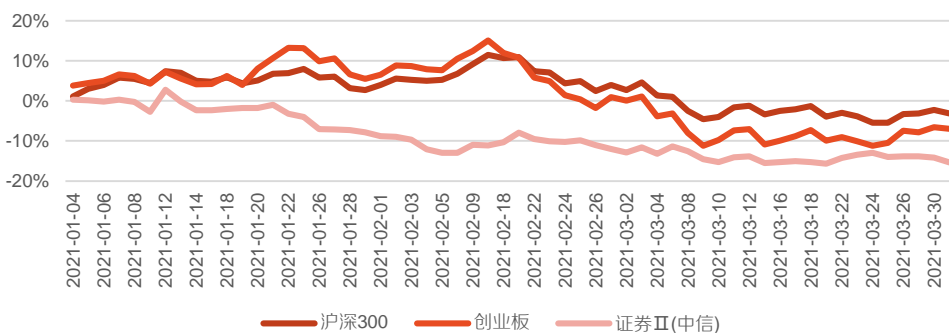
图 1: 2021Q1 沪深 300 指数、创业板指数走势.....	4
图 2: 2020/01-2021/03 日股基成交额 (亿元) .....	4
图 3: 2020/01-2021/03 日换手率 (%) .....	5
图 4: 2020Q1 vs 2021Q1 上市券商 (40 家) 各项业务收入 (亿元) 及增速.....	5
图 5: 上市券商 (40 家) 各业务收入占比对比: 2021Q1 vs 2020Q1 .....	6
图 6: 上市券商净利率对比: 2020Q1 vs 2021Q1 .....	6
图 7: 上市券商年化 ROE 对比: 2020Q1 vs 2021Q1 .....	7
图 8: 上市券商杠杆率 (剔除代理买卖证券款) 对比: 2020Q1 vs 2021Q1 .....	7
图 9: 上市券商 2021Q1 归母净利润及同比增速 (40 家) .....	8
图 10: 上市券商 2021Q1 净资产收益率 ROE (年化, 40 家) .....	9
图 11: 上市券商杠杆率 (40 家, 截至 2021 年一季末) .....	9
图 19: 上市券商 2021Q1 自营业务收入及同比增速 (40 家) .....	10
图 20: 上市券商金融投资资产规模及较年初增速 (40 家, 截至 2021Q1) .....	10
图 21: 2012-2021Q1 首发募集资金规模及家数.....	11
图 22: 2012-2021Q1 股权融资规模及增速 .....	11
图 23: 2012-2021Q1 年债券 (公司债+企业债+ABS) 发行规模 .....	11
图 24: 上市券商 2021Q1 投行业务收入及同比增速 (40 家) .....	12
图 25: 上市券商 2021Q1 大资管业务收入及同比增速 (40 家) .....	15
图 12: 2011-2021Q1 全市场双边股基成交额 .....	16
图 13: 上市券商 2021Q1 经纪业务收入及同比增速 (40 家) .....	16
图 14: 2018/01-2021/04 市场两融余额及融券余额占比.....	17
图 15: 上市券商融出资金余额及较年初增速 (40 家, 截至 2021 年 3 月 31 日) .....	17
图 16: 2018/01-2021/04 全市场股票质押参考市值 (万亿元) .....	18
图 17: 上市券商买入返售金融资产余额及较年初增速 (40 家, 截至 21 年 3 月 31 日) .....	18
图 18: 上市券商 2021Q1 利息净收入及同比增速 (40 家) .....	19
表 1: 2021Q1 上市券商 (40 家) 财务信息与业绩表现 .....	7
表 2: 2021Q1 上市券商股权承销排名 (合并口径, 42 家) .....	12
表 3: 2021Q1 上市券商债券承销排名 (合并口径, 42 家) .....	13
表 4: 2020 年证券行业业绩弹性测算 .....	19

## 1. 活跃度高位回落+行情先扬后抑，券商业绩分化加剧

### 1.1. 2021Q1 市场回顾：成交额与行情先扬后抑

**21Q1 市场行情先扬后抑。**2021 年一季度 A 股市场行情先扬后抑，从春节后开启新一轮下行周期，截至一季末沪深 300 指数累计下跌 3.13%，创业板指数累计下跌 7.00%，券商 II（申万）自年初一路下行，累计下跌 15.40%，大幅跑输大盘指数。

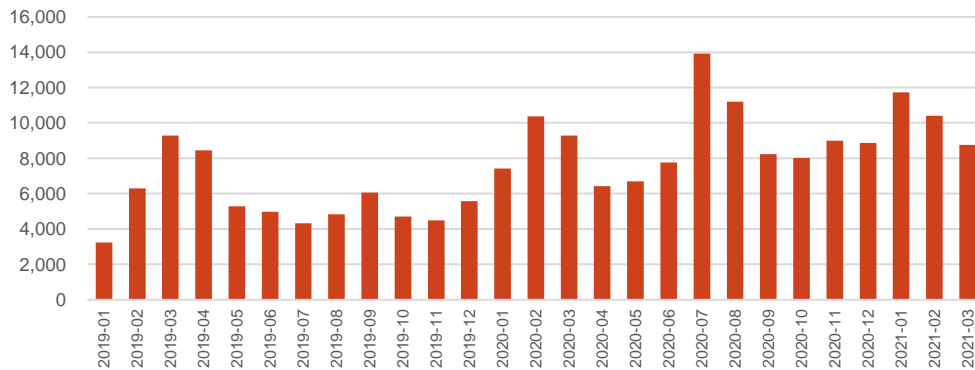
图 1：2021Q1 沪深 300 指数、创业板指数走势



数据来源：WIND、东方证券研究所

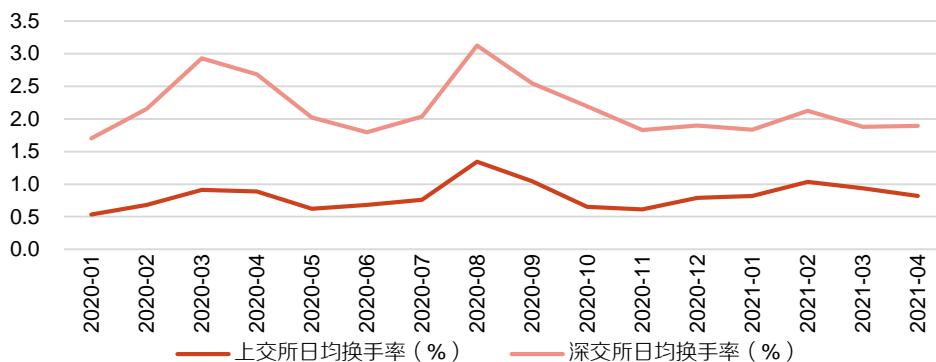
**21Q1 市场成交额高位回落。**1) 21 年 1-2 月 A 股市场日均股基成交额分别为 1.17 万亿元、1.04 万亿元，整体保持高位，但 3 月以来随着流动性的边际收紧，活跃度出现明显冷却，3 月日均股基成交额降至 8751 亿元；2) 整体来看，21Q1 的市场日均股基成交额 1.02 万亿元，同比高基数下仍然增长 11.56%。3) 从换手率来看，1-3 月，上交所日均换手率分别为 1.04%、0.94%、0.82%，深交所日均换手率分别为 2.12%、1.88%、1.89%，变化趋势与成交额基本吻合。

图 2：2020/01-2021/03 日股基成交额（亿元）



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 3：2020/01-2021/03 日换手率（%）

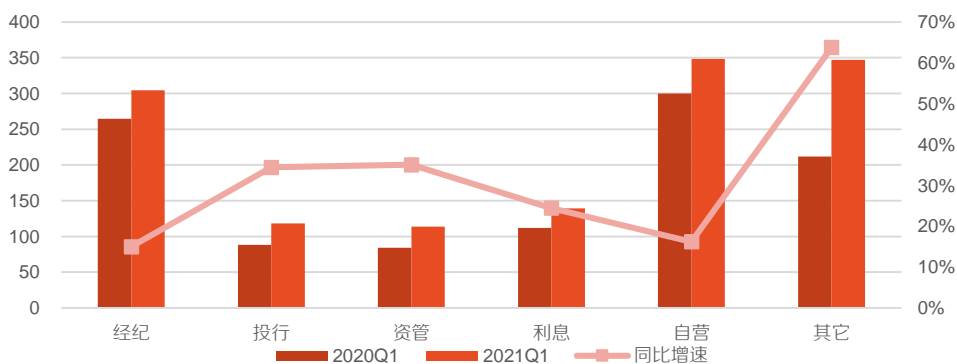


数据来源：WIND、东方证券研究所

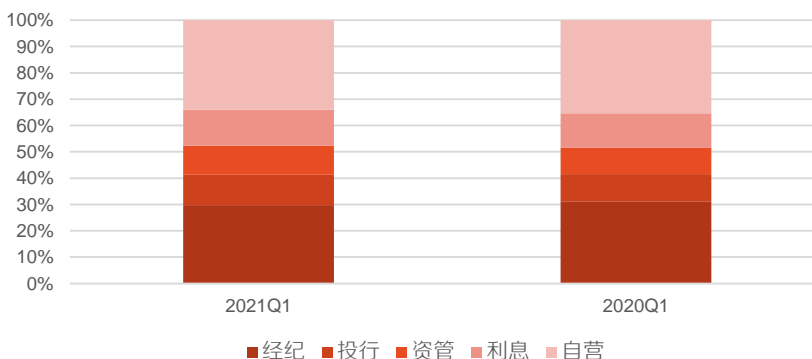
## 1.2. 2021Q1 上市券商间业绩分化加剧

40 家上市券商营业收入同比增长 29%，自营、经纪仍是贡献度最高的业务板块。所有上市券商均已经完成一季报的发布工作：1) 40 家上市券商（下同；仅包含纯券商标的，不包含互联网券商、部分借壳上市或金控集团标的，如东方财富、华创阳安、国投资本）合计实现营业收入 1370.91 亿元，同比增长 29.28%，剔除其他业务收入（下同；主要为大宗商品交易或销售业务，毛利率极低，一般仅有 1-2%）后，实现主营业务收入 1110.63 亿元，同比增长 21.51%。2) 值得注意的是，五大主营业务全线增长，其中资管、投行、利息、自营、经纪净收入同比增速分别为 35%、34%、24%、16%、15%。3) 业务收入结构同比变化较小，剔除其他业务收入后，自营、经纪、利息、投行、资管收入占比分别达到 34%、30%、14%、12%、11%，其中投行、资管业务上净收入占比均提升 1.18pct。

图 4：2020Q1 vs 2021Q1 上市券商（40 家）各项业务收入（亿元）及增速



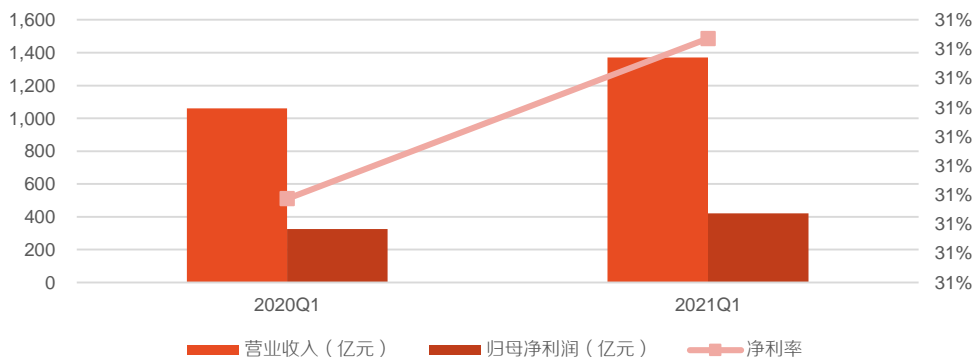
数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 5：上市券商（40 家）各业务收入占比对比：2021Q1 vs 2020Q1**


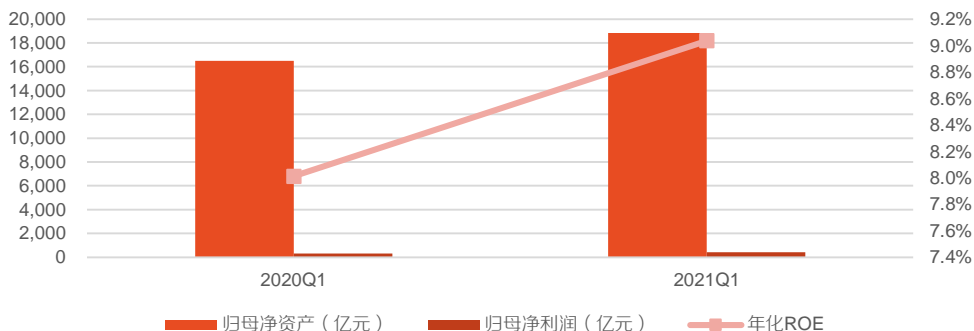
数据来源：WIND、东方证券研究所

**40 家上市券商归母净利润同比增长 29.51%，净利率 30.67%。** 1) 40 家上市券商 2021Q1 合计实现归母净利润 420.51 亿元，同比增长 29.51%，业绩整体表现优异。2) 2021Q1 上市券商净利率为 30.67%，同比 20Q1 的 30.62% 基本持平，不难看出，大宗商品交易或销售业务由于毛利率过低，较大程度地拉低了上市券商整体的净利率。

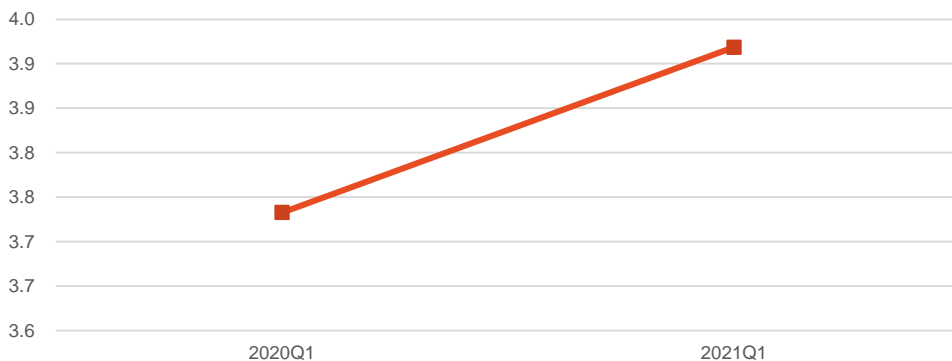
**年化 ROE 同比提升 1pct 至 9.04%，维持上升通道中。** 2021Q1 上市券商平均年化 ROE 为 9.04%，较 20Q1 增长 1.02 个百分点。尽管上市券商仍在持续再融资补充资本的进程，但是盈利的提升使得上市券商整体 ROE 仍然处于上升通道之中。此外，20Q1 上市券商杠杆率（剔除代理买卖证券款）较年初提升 0.09 至 3.92 倍，显示出上市券商的杠杆运用水平在提升。

**图 6：上市券商净利率对比：2020Q1 vs 2021Q1**


数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 7：上市券商年化 ROE 对比：2020Q1 vs 2021Q1**


数据来源：WIND、东方证券研究所

**图 8：上市券商杠杆率（剔除代理买卖证券款）对比：2020Q1 vs 2021Q1**


数据来源：WIND、东方证券研究所

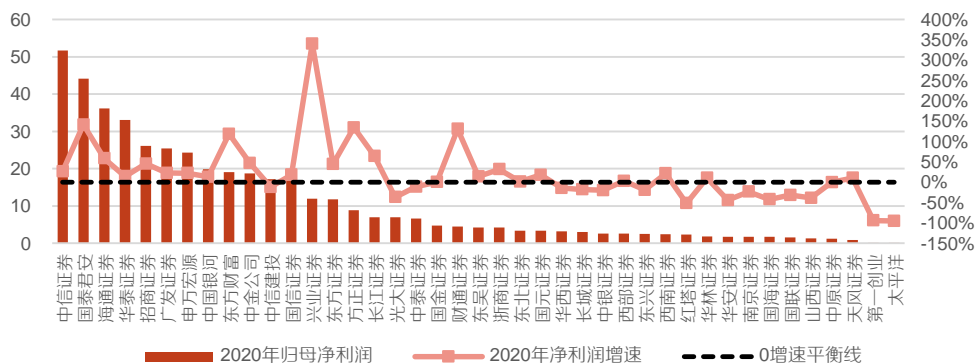
**表 1：2021Q1 上市券商（40 家）财务信息与业绩表现**

单位：百万元	2020Q1	2021Q1	同比增速(%)
<b>一、营业收入</b>	<b>106,045</b>	<b>137,091</b>	29.28
手续费及佣金净收入	46,219	57,807	25.07
经纪业务手续费净收入	26,476	30,435	14.96
投资银行业务手续费净收入	8,792	11,818	34.42
资产管理业务手续费净收入	8,413	11,362	35.05
利息净收入	11,180	13,911	24.43
投资净收益	32,192	34,719	7.85
对联营企业和合营企业的投资收益	1,791	2,524	40.94
公允价值变动净收益	(2,204)	128	(105.82)
其他业务收入	14,639	26,028	77.80
<b>二、营业支出</b>	<b>61,544</b>	<b>80,666</b>	31.07

营业税金及附加	748	900	20.25
管理费用	41,537	53,697	29.28
三、营业利润	<b>42,972</b>	<b>54,387</b>	26.56
四、利润总额	<b>42,841</b>	<b>54,587</b>	27.42
减：所得税	9,870	11,032	11.77
五、净利润	<b>32,972</b>	<b>43,555</b>	32.10
归属于母公司所有者的净利润	<b>32,469</b>	<b>42,051</b>	29.51
总资产	7,671,600	9,184,331	19.72
归属于母公司所有者的净资产	<b>1,650,368</b>	<b>1,882,772</b>	14.08
杠杆率（剔除代理买卖证券款）	3.73	3.92	0.19
ROE（年化）	8.01	9.04	1.02

数据来源：WIND、东方证券研究所

**2021Q1 上市券商间业绩分化加剧，头部券商表现整体优异。**40 家上市券商发布了 2020 年一季报，业绩增速分化加剧：1) 中信证券、国泰君安、海通证券归母净利润分别为 51.65 亿元、44.11 亿元、36.18 亿元，排名行业前三。2) 业绩增速方面，26 家上市券商实现业绩正增长（含扭亏为盈）。其中，兴业证券、国泰君安、方正证券增速分别为 341%、142%、135%，排名前三。14 家上市券商业绩负增长，其中红塔证券、第一创业、太平洋排名后三位。3) 头部券商业绩表现整体优异，TOP10 券商中，仅有中信建投由于业绩高基数而负增长，其余头部券商均实现明显双位数以上的正增长，其中国泰君安、海通证券、中金公司增速分别为 142%、58%、47%，排名前三。

**图 9：上市券商 2021Q1 归母净利润（亿元）及同比增速（40 家）**


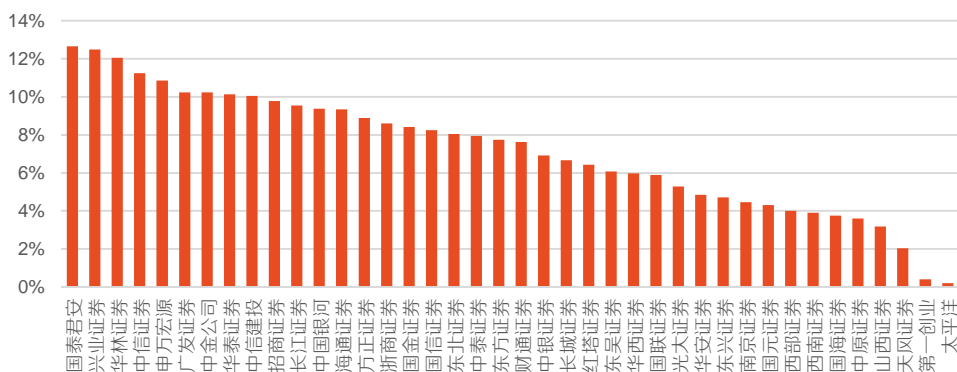
数据来源：WIND、东方证券研究所

**上市券商 ROE 与杠杆率亦出现明显分化。**40 家上市券商中，1) 国泰君安、兴业证券、华林证券年化 ROE 分别为 12.66%、12.49%、12.05%，排名前三；此外，中信证券、申万宏源、广发证券、中金公司、海通证券、中信建投六家头部券商年化 ROE 均排超过 10%；相对地，太平洋、第一创业、天风证券等 15 家券商 ROE 排名靠后，均低于 6%。2) 中金公司、中信证券、华泰证



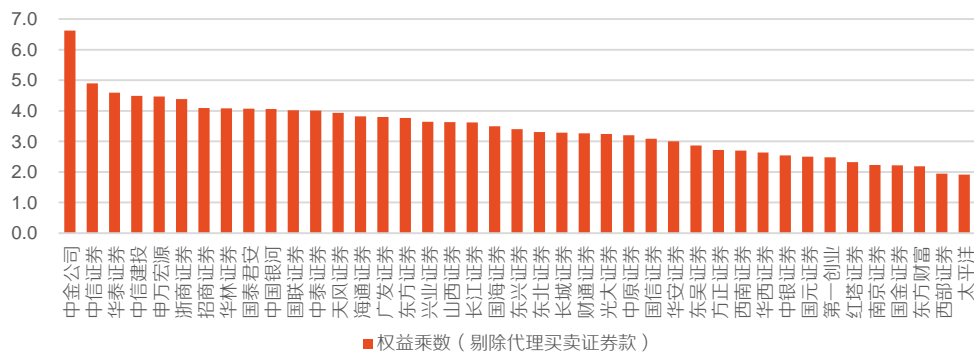
券杠杆率（剔除代理买卖证券款，下同）分别为 6.62、4.90、4.60，排名上市券商前三位，且杠杆率整体保持向上趋势；相对地，仍有太平洋、西部证券、国金证券等 12 家券商杠杆率不到 3 倍。

图 10：上市券商 2021Q1 净资产收益率 ROE（年化，40 家）



数据来源：WIND、东方证券研究所 注：虚线表示行业平均水平

图 11：上市券商杠杆率（40 家，截至 2021 年一季度末）



数据来源：WIND、东方证券研究所 注：虚线表示行业平均水平

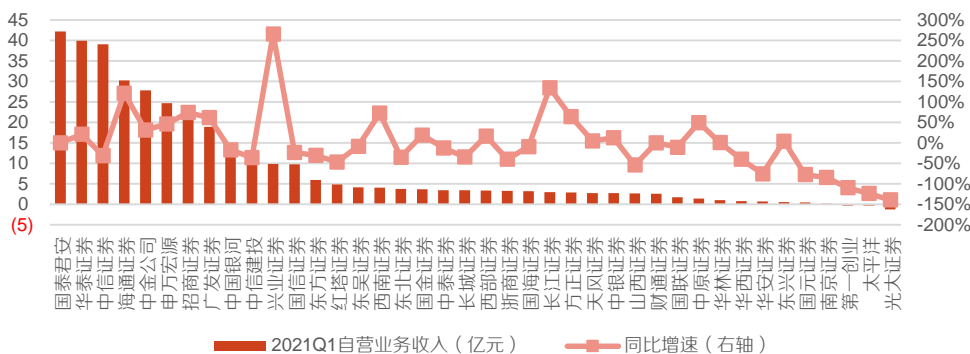
## 2. 五大主营业务齐增长，自营业务表现成分水岭

### 2.1. 金融资产持续扩表，自营投资成为券商业绩表现分水岭

**21Q1 上市券商自营收入同比增长 16.2%**。2021 年一季度 A 股市场行情先扬后抑，券商自营投资表现整体表现为波动较高且分化加剧。一季度 40 家上市券商合计实现自营业务收入 348.47 亿元，同比 20Q1 增加 16.2%。2021Q1 券商自营业务收入占主营收入比重同比下滑 1.3pct 至 34.0%。

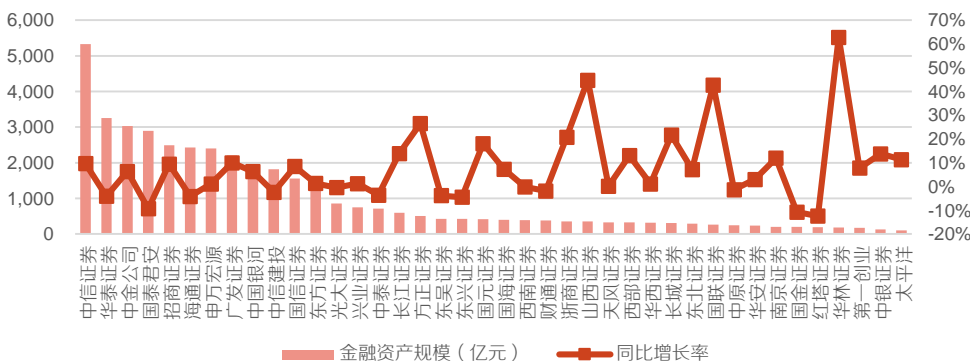
上市券商自营投资表现出现严重分化。40 家上市券商中，仅有 19 家券商自营业务取得正向增长（或扭亏），具体来看：1）收入排名前三的分别是国泰君安、华泰证券、中信证券，分别为 42.19 亿元、39.89 亿元、39.04 亿元，收入增速前三的为国泰君安、兴业证券、长江证券，分别为 4959.4%、265.4%、134.0%。

图 12：上市券商 2021Q1 自营业务收入及同比增速（40 家）



数据来源：WIND、东方证券研究所

图 13：上市券商金融投资资产规模及较年初增速（40 家，截至 2021Q1）



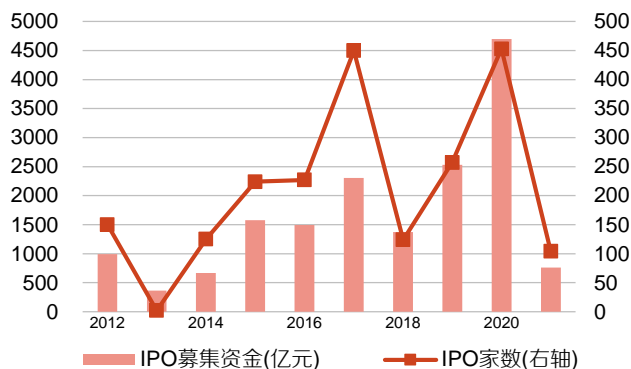
数据来源：WIND、东方证券研究所

**上市券商金融投资资产规模持续扩张。**截至 2021 年一季末，40 家上市券商合计金融投资资产规模 4.10 万亿元，较年初进一步提升 3.6%。**分上市券商来看**，截至 2020Q1，金融资产规模排名前三的是中信证券、华泰证券、中金公司，分别为 5329 亿元、3253 亿元、3030 亿元；资产规模较年初增速排名前三的是华林证券、山西证券、国联证券，分别为 62.8%、44.8%、42.7%。

## 2.2. 注册制改革下，股债双击助投行收入实现高增

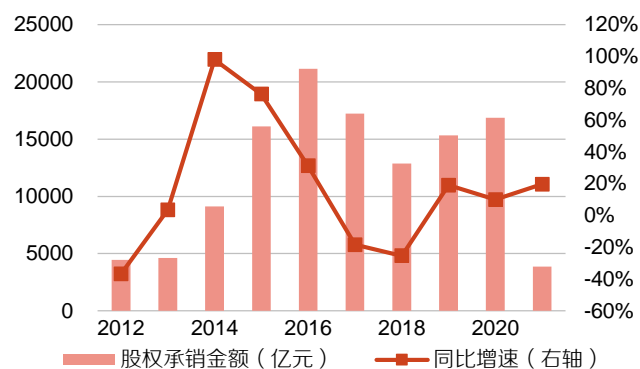
**IPO 持平，再融资大增，债权承销规模稳健增长。**1) 2021Q1 全行业股权承销金额 3865 亿元，同比 20Q1 增长 19.59%，其中 IPO 金额达 761 亿元，同比微降 3%。全面注册制改革快速推进下，A 股市场 IPO 节奏保持较快水平；再融资（增发+配股）规模达 2245.67 亿元，低基数下同比大增 32.09%，随着注册制改革的触角延伸至再融资领域，21 年再融资规模大概率将快速增长，并再次突破万亿规模。2) 债权承销方面，2021Q1 券商公司债、企业债、ABS 承销规模达 1.40 万亿元，同比增加 17.89%，其中 ABS 规模高达 4784 亿元，同比增加 51.49%。

图 14：2012-2021Q1 首发募集资金规模及家数



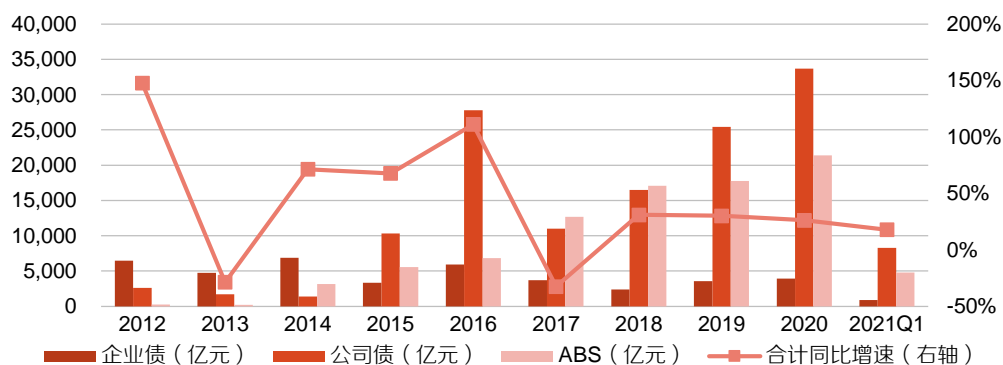
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 15：2012-2021Q1 股权融资规模及增速



数据来源：WIND、东方证券研究所

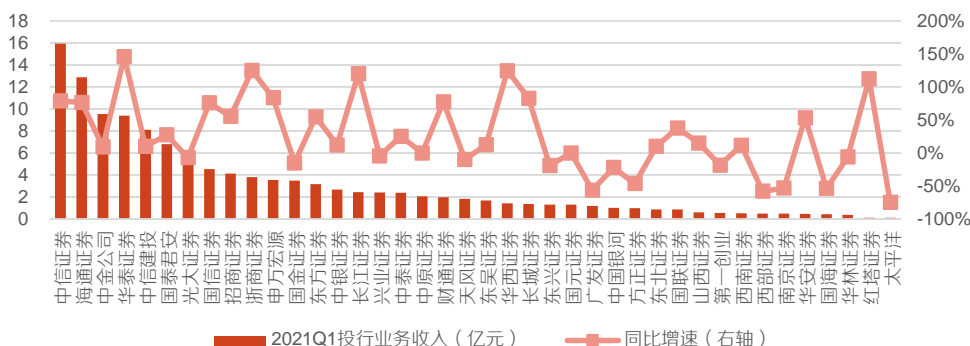
图 16：2012-2021Q1 年债券（公司债+企业债+ABS）发行规模



数据来源：WIND、东方证券研究所

3) 2021Q1 上市券商实现投行业务收入 118.18 亿元，同比增长 34.42%。分上市券商来看，40 家券商中，投行业务收入排名前三的分别是中信证券、海通证券、中金公司，分别为 15.9 亿元、12.9 亿元、9.5 亿元，收入增速前三的为中原证券、国元证券、华泰证券，分别为 1792.6%、424.4%、146.0%。

图 17：上市券商 2021Q1 投行业务收入及同比增速（40 家）



数据来源：WIND、东方证券研究所

**21Q1 “三中一华” 仍持续主导股权承销市场。**2021 年一季度 A 股市场 IPO 与再融资（增发、配股）规模合计为 3007 亿元，同比 20Q1 增长 20.94%。上市券商中，中信证券、华泰证券、中金公司、中信建投股权融资（首发+再融资）金额排名全行业前四，分别为 603 亿元、392 亿元、263 亿元、181 亿元，市场份额分别达到 20.06%、13.02%、8.75%、6.02%。

**21Q1 债权承销规模稳健增长，中信证券、中信建投领先优势明显。**2021Q1 券商承销企业债规模达 887.20 亿元，同比增长 12.02%，承销公司债规模达 8300.76 亿元，同比增长 5.04%，ABS 规模达 4784.11 亿元，同比增长 51.49%。上市券商中，中信证券、中信建投债权承销（公司债、企业债、ABS）规模位居前二，分别为 1354.69 亿元、1155.77 亿元，市场份额分别为 9.70%、8.27%。

表 2：2021Q1 上市券商股权承销排名（合并口径，42 家）

券商	市场份额	承销金额（亿元）				承销家数			
		合计	IPO	增发	配股	合计	IPO	增发	配股
中信证券	20.06%	603.15	95.51	495.80	11.84	32	8	23	1
华泰证券	13.02%	391.64	64.17	275.66	51.81	20	8	11	1
中金公司	8.75%	262.98	40.92	222.06	0.00	14	5	9	0
中信建投	6.02%	181.16	56.99	109.36	14.80	22	7	14	1
国信证券	5.97%	179.51	45.74	133.77	0.00	8	3	5	0
国泰君安	4.32%	129.89	15.42	114.47	0.00	13	3	10	0
中泰证券	4.08%	122.70	0.00	122.70	0.00	4	0	4	0

海通证券	3.26%	97.98	86.05	11.92	0.00	14	11	3	0
申万宏源	2.88%	86.49	20.98	65.52	0.00	8	2	6	0
国金证券	2.87%	86.19	25.77	60.42	0.00	12	5	7	0
招商证券	2.70%	81.14	35.23	28.16	17.76	10	5	4	1
东方证券	2.28%	68.71	16.67	52.04	0.00	7	3	4	0
中银证券	1.72%	51.81	0.00	0.00	51.81	1	0	0	1
方正证券	1.37%	41.15	15.04	26.11	0.00	4	1	3	0
长江证券	1.31%	39.54	30.13	9.41	0.00	8	6	2	0
中原证券	1.29%	38.94	32.94	6.00	0.00	5	4	1	0
天风证券	0.98%	29.43	0.00	29.43	0.00	4	0	4	0
兴业证券	0.95%	28.47	15.99	12.48	0.00	6	3	3	0
山西证券	0.93%	27.91	0.00	27.91	0.00	3	0	3	0
光大证券	0.86%	25.76	16.69	9.07	0.00	4	2	2	0
浙商证券	0.74%	22.23	13.23	9.00	0.00	4	3	1	0
华西证券	0.71%	21.37	8.74	12.62	0.00	3	1	2	0
国元证券	0.67%	20.22	9.32	10.90	0.00	5	3	2	0
西部证券	0.67%	20.05	0.00	20.05	0.00	1	0	1	0
东吴证券	0.41%	12.37	0.00	12.37	0.00	2	0	2	0
东兴证券	0.39%	11.77	4.76	7.02	0.00	4	2	2	0
中国银河	0.32%	9.65	3.63	6.02	0.00	3	1	2	0
华创证券	0.29%	8.80	0.00	8.80	0.00	3	0	3	0
东北证券	0.27%	8.05	8.05	0.00	0.00	1	1	0	0
财通证券	0.26%	7.76	7.76	0.00	0.00	1	1	0	0
长城证券	0.17%	5.26	5.26	0.00	0.00	1	1	0	0
华林证券	0.16%	4.81	4.81	0.00	0.00	1	1	0	0
第一创业	0.16%	4.74	4.74	0.00	0.00	1	1	0	0
太平洋	0.11%	3.16	0.00	3.16	0.00	1	0	1	0
西南证券	0.04%	1.28	0.00	1.28	0.00	1	0	1	0
华鑫证券	0.00%	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0	0	0
南京证券	0.00%	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0	0	0
广发证券	0.00%	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0	0	0
红塔证券	0.00%	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0	0	0
国联证券	0.00%	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0	0	0
华安证券	0.00%	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0	0	0
国海证券	0.00%	0.00	0.00	0.00	0.00	0	0	0	0
<b>上市券商</b>	<b>90.99%</b>	<b>2,736.05</b>	<b>684.52</b>	<b>1,903.50</b>	<b>148.03</b>	<b>231</b>	<b>91</b>	<b>135</b>	<b>5</b>
<b>行业合计</b>	<b>100.00%</b>	<b>3,006.97</b>	<b>761.30</b>	<b>2,097.64</b>	<b>148.03</b>	<b>271</b>	<b>104</b>	<b>162</b>	<b>5</b>

数据来源：WIND、东方证券研究所

**表 3：2021Q1 上市券商债券承销排名（合并口径，42 家）**

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)
中信证券	9.70%	1,354.69	638.90	93.45	622.34
中信建投	8.27%	1,155.77	698.09	75.25	382.44
国泰君安	5.96%	832.09	518.61	45.49	267.99
华泰证券	5.51%	769.31	377.57	18.47	373.26
海通证券	5.12%	715.24	401.70	116.98	196.56
中金公司	4.69%	654.98	323.10	11.25	320.62
招商证券	4.07%	568.53	84.45	0.00	484.08
光大证券	3.25%	454.72	191.95	6.25	256.53
浙商证券	2.83%	395.60	381.76	11.50	2.34
中泰证券	2.43%	339.58	246.54	5.00	88.03
申万宏源	2.25%	314.01	205.32	42.70	65.98
天风证券	2.16%	302.30	209.97	39.51	52.82
国信证券	2.12%	295.64	177.31	48.00	70.33
兴业证券	1.52%	212.76	159.17	5.00	48.59
东吴证券	1.46%	204.48	186.75	14.40	3.33
国金证券	1.34%	186.75	160.25	13.33	13.17
财通证券	1.26%	175.60	129.10	46.50	0.00
中银证券	1.08%	150.94	93.84	0.00	57.10
长城证券	1.02%	142.52	84.74	10.80	46.98
东方证券	0.99%	137.99	107.56	11.17	19.26
中国银河	0.89%	124.40	39.65	3.91	80.84
华西证券	0.86%	120.16	97.44	10.00	12.72
方正证券	0.82%	114.67	104.77	6.00	3.90
国联证券	0.62%	86.00	61.60	0.00	24.40
东兴证券	0.51%	71.30	41.76	0.00	29.54
长江证券	0.50%	69.22	51.61	16.60	1.01
华安证券	0.46%	64.50	64.50	0.00	0.00
国海证券	0.46%	63.84	48.58	0.00	15.27
华创证券	0.36%	50.37	47.87	0.00	2.50
国元证券	0.36%	50.24	41.80	5.50	2.94
西南证券	0.26%	36.88	36.88	0.00	0.00
华鑫证券	0.15%	21.32	16.72	0.00	4.60
中原证券	0.13%	18.00	18.00	0.00	0.00
南京证券	0.13%	17.85	2.25	1.80	13.80
第一创业	0.11%	15.04	11.43	0.00	3.61
太平洋	0.09%	13.11	13.11	0.00	0.00
山西证券	0.09%	12.80	10.00	2.80	0.00
广发证券	0.07%	10.17	0.00	8.00	2.17
红塔证券	0.07%	10.00	7.00	3.00	0.00
西部证券	0.07%	9.90	5.95	0.00	3.95

东北证券	0.05%	7.00	7.00	0.00	0.00
华林证券	0.00%	0.00	0.00	0.00	0.00
上市券商	<b>74.08%</b>	<b>10,350.26</b>	<b>6,104.61</b>	<b>672.67</b>	<b>3,572.98</b>
行业合计	<b>100.00%</b>	<b>13,972.07</b>	<b>8,300.76</b>	<b>887.20</b>	<b>4,784.11</b>

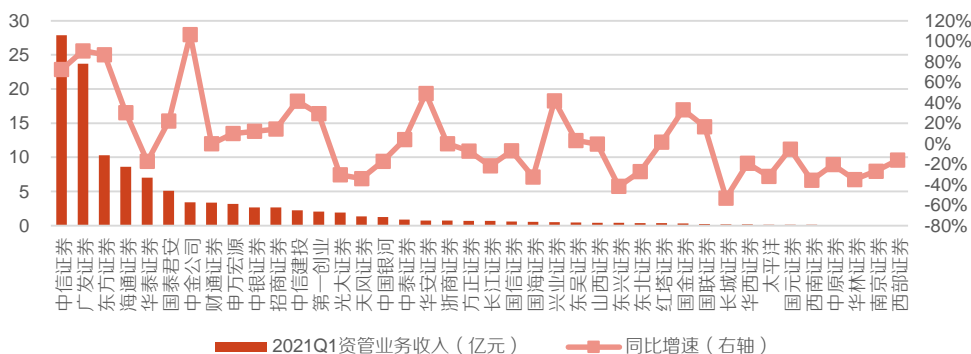
数据来源：WIND、东方证券研究所

### 2.3. 主动管理转型成果确立，基金管理贡献持续提升

主动管理转型成果已经基本确立，基金管理重要性持续提升。资管新规下“去杠杆”和“去通道”进程的不断推进，预计 21Q1 全行业资产管理规模仍处于下降通道，随着资管新规过渡期的临近结束，券商的主动管理转型成果也已经基本确立，同时公募基金管理的重要性持续提升助大资管板块收入快速增长。2021Q1，40 家上市券商合计实现大资产管理业务（含基金管理）收入 113.62 亿元，同比增长 35.05%。

分上市券商来看，40 家上市券商中，资管业务收入排名前三的分别是中信证券、广发证券、东方证券，分别为 27.88 亿元、23.70 亿元、10.30 亿元，收入增速前三的为中金公司、广发证券、东方证券，分别为 106.5%、90.6%、86.8%。

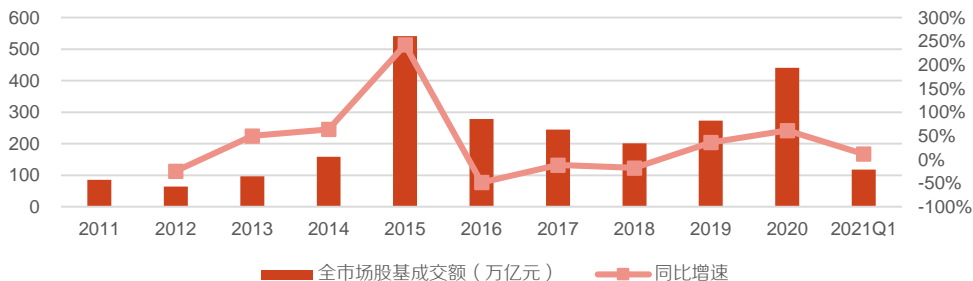
图 18：上市券商 2021Q1 大资管业务收入及同比增速（40 家）



数据来源：WIND、东方证券研究所

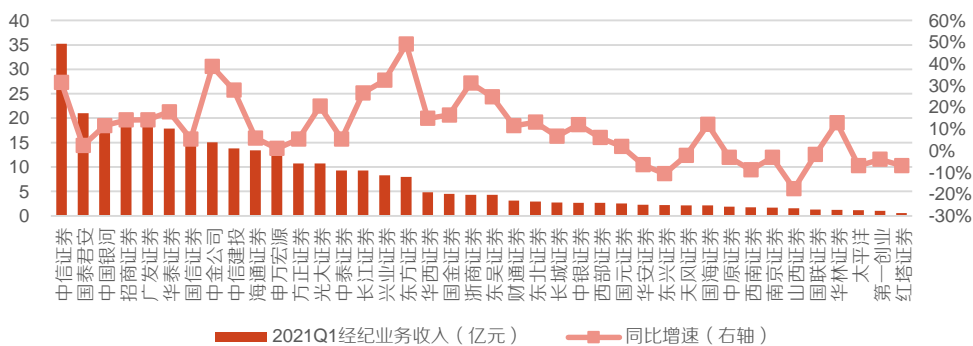
### 2.4. 市场成交量先扬后抑，基金代销望成为中长期增长来源

2021Q1 市场成交量高位回落。2021Q1 市场交投表现出了前高后低的结构，但总体保持较高的水平，A 股市场双边股基成交额达到 118 万亿元，同比 2020Q1 高基数仍增加 11.6%。

**图 19:: 2011-2021Q1 全市场双边股基成交额**


数据来源：WIND、东方证券研究所

分上市券商来看，传统竞争格局依旧。40 家券商中，经纪业务收入排名前三的分别是中信证券、国泰君安、中国银河，分别为 35.22 亿元、20.98 亿元、18.77 亿元，收入增速前三的为东方证券、中金公司、兴业证券，分别为 49.1%、38.8%、32.4%。

**图 20: 上市券商 2021Q1 经纪业务收入及同比增速 (40 家)**


数据来源：WIND、东方证券研究所

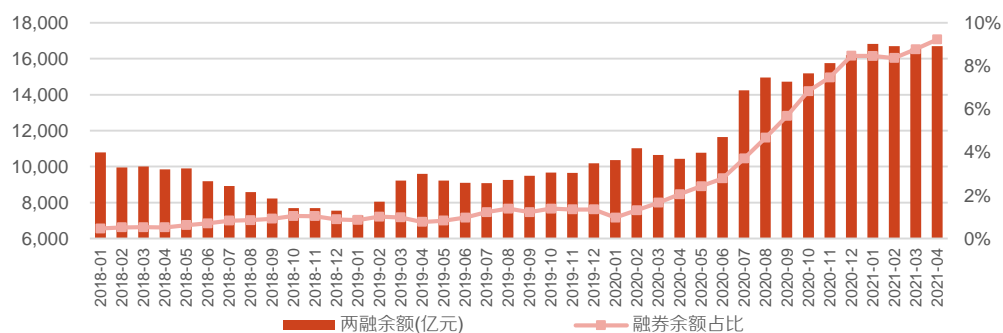
基金代销业务仍将成为后续经纪业务板块的核心增长动力来源。40 家上市券商实现经纪业务净收入 304.35 亿元，同比增长 14.96%，在市场竞争格局日益稳固与佣金率持续下滑的背景下，收入增速超过市场交易量增速，预计主要贡献来源是代销金融产品收入，即充分受益于基金代销业务的持续火爆。

## 2.5. 两融余额站稳 1.65 万亿上方助利息净收入同增 24.43%



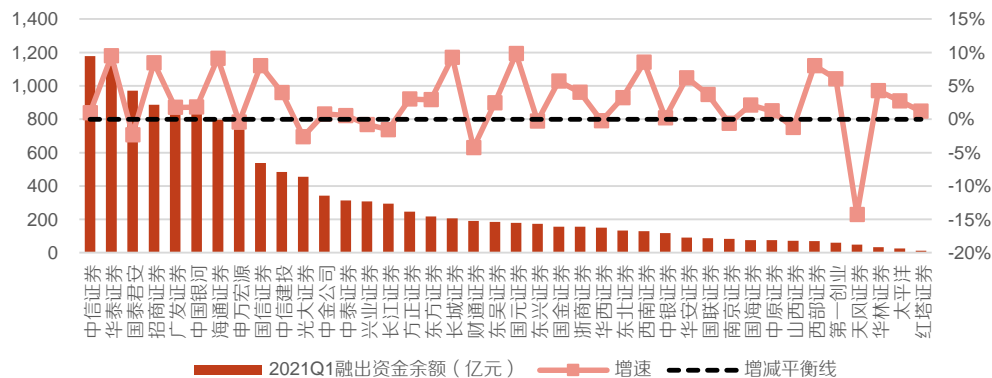
**2021Q1 两融余额站稳 1.65 万亿元上方，融券占比及重要性持续提升。**1) 2021 年 1-4 月末，市场两融余额分别为 1.68/1.67/1.65/1.67 万亿元，站稳 1.65 万亿之上；其中，融券余额由年初的 1370 亿元增至 21 年 4 月末的 1540 亿元，占两融余额比重由年初的 8.46% 增至 4 月末的 9.22%。2) 多数上市券商两融业务规模仍在持续增长中，截至 2021Q1 上市券商融出资金余额（一季报不披露两融余额，以融出资金余额代替两融余额）排名前三的分别是中信证券、华泰证券、国泰君安，分别为 1179 亿元、1123 亿元、971 亿元；较年初增速排名前三的分别是国元证券、华泰证券、长城证券，分别为 9.8%、9.5%、9.1%。

图 21：2018/01-2021/04 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

图 22：上市券商融出资金余额及较年初增速（40 家，截至 2021 年 3 月 31 日）

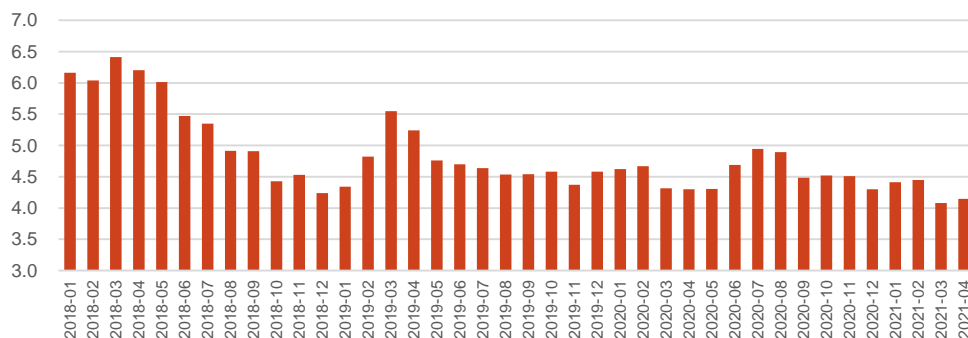


数据来源：WIND、东方证券研究所

**市场股票质押规模持续下滑，多数上市券商仍在主动压降股票质押业务规模。**在经历了 2020 年券商计提信用减值金额历史上最大的一年，多数券商对股票质押业务进行了重新定位。19 年以来全市场股票质押市值一直趋势向下，截至 21 年一季末全市场股票质押市值为 4.08 万亿元。多数券商仍主动缩减股票质押业务规模，截至 21 年一季末招商证券、海通证券、国泰君安买入返售金融资产余额（由于一季报不披露股票质押式回购余额，故以买入返售资产代替）分别为 510 亿

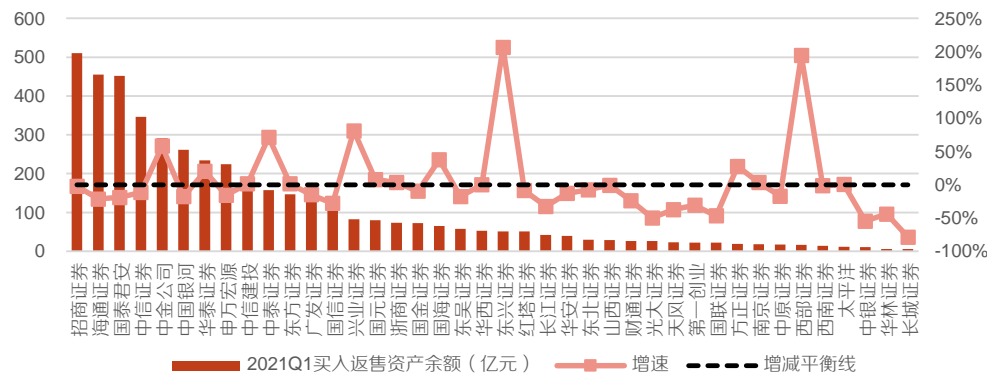
元、455 亿元、452 亿元，排名前三；压缩规模幅度最高的为长城证券、中银证券、光大证券，分别为-78.6%、-54.7%、-49.9%。

图 23：2018/01-2021/04 全市场股票质押参考市值（万亿元）



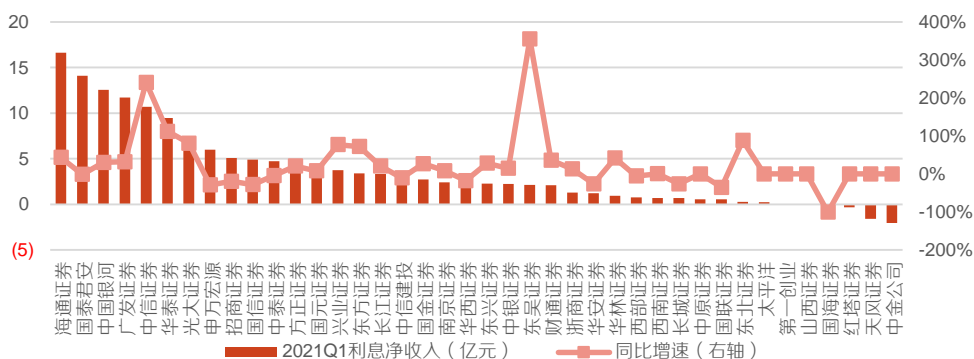
数据来源：WIND、东方证券研究所

图 24：上市券商买入返售金融资产余额及较年初增速（40 家，截至 21 年 3 月 31 日）



数据来源：WIND、东方证券研究所

**2021Q1 上市券商利息净收入同比增长 24.4%，上市券商分化加剧。**2020Q1，40 家上市券商合计实现利息净收入 139.11 亿元，同比增长 24.43%，占主营收入比重 13.6%。在 40 家上市券商中，利息净收入排名前三的分别是海通证券、国泰君安、中国银河，分别为 16.63 亿元、14.10 亿元、12.57 亿元；收入增速前三的是东吴证券、中信证券、华泰证券，分别为 354.7%、240.6%、112.1%。

**图 25：上市券商 2021Q1 利息净收入及同比增速（40 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 4：2020 年证券行业业绩弹性测算**

证券行业业绩测算 单位：亿元		2018	2019	2020	2021E		
		实际	实际	实际	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	<b>623</b>	<b>788</b>	<b>1,161</b>	<b>1,054</b>	<b>1,220</b>	<b>1,396</b>
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	<b>370</b>	<b>483</b>	<b>672</b>	<b>714</b>	<b>770</b>	<b>821</b>
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%

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。

	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 1.54 倍，显著低于历史估值中枢 2.03，且板块于一季度末处于几近“清仓”的状态（重仓股持仓比仅为 0.11%），具备显著的向上空间与动能，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)**、**招商证券(600999, 增持)**、**华泰证券(601688, 增持)**，同时建议关注港股的中金公司(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](http://www.dfzq.com.cn)