

# 2021Q1 业绩分化，低估值具备较强安全边际

——证券行业 2020 年报&2021 年一季报业绩综述

分析师：王磊

SAC NO: S1150521010001

2021 年 5 月 7 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

## 重点品种推荐

华泰证券	增持
中信证券	增持
东方财富	增持

## 投资要点：

### ● 行业 bata 属性凸显，头部券商抗波动能力更强

(1) 2020 年流动性宽松环境下市场表现突出，交投活跃推升上市券商经纪业务收入同比增长 53.74%，行业杠杆率继续提升，加权平均 ROE 升至 7.65%；(2) 2021Q1 上市券商营收、归母净利润分别同比增长 28%、27%，投资和经纪业务是主要驱动因素；(3) 行业  $\beta$  属性主要来自于经纪、自营业务，头部券商自营注重控制风险敞口，偏好非方向性投资，风格稳健，抗波动能力更强。

### ● 中介类业务谋求发展和转型，资本类业务打开成长空间

(1) 经纪业务：交易活跃度提升带动收入增长，2020、2021Q1 上市券商经纪收入同比增长 54%、15%，佣金率仍呈下行趋势，客户财富管理需求增加背景下券商代销收入增速加快；(2) 投行业务：2020、2021Q1 投行收入同比增长 39%、34%，注册制稳步推进、再融资松绑等政策红利有望推动股权承销实现快速增长；(3) 资管业务：《资管新规》推动券商资管规模有序压缩，集合资管规模筑底回升，收入质量逐渐提高；(4) 信用业务：两融规模稳步提升，股质规模持续收缩、风险下降，建立科创板市场化转融券制度以来，融券业务成券商信用业务重要发展方向；(5) 自营业务：行情波动加大考验券商的主动管理能力和资产配置能力，未来衍生品业务的发展有望提高自营业务盈利稳定性。

### ● 资本市场改革持续推进，行业经营环境不断优化

2019 年以来，我国资本市场改革持续推进，作为资本市场重要参与者的券商的经营环境持续优化：(1) 投行：当前科创板运行平稳，再融资和并购重组松绑，创业板实施注册制，未来注册制会有序、全面铺开，均利好券商股权业务发展；(2) 两融：随着取消最低维持担保比例、扩大融资融券标的股票数量以及允许公募基金将科创板认配股票用于转融通出借，预计两融规模中枢还将上移，融券业务规模有望持续提升；(3) 衍生品等客需业务：随着期权扩容，权益衍生品有助于券商完善产品线，有效提高杠杆水平，推动金融资产扩张。

### ● 投资建议

短期来看，流动性边际收紧使市场行情波动加大，提高了券商基本面与估值的不确定性。长期来看，证券行业在资本市场中的地位提升明显，享有优于其他金融子行业的政策面利好，有助于推动 ROE 中枢提升，对板块形成长期估值支撑。在行业发展政策积极的大背景下，我们维持对行业的长期看好，龙头券商凭借丰富的项目经验和雄厚的资本实力，在资本市场深化改革“扶优限劣”的政策倾斜下将最直接受益。建议关注优质龙头券商的投资价值，

推荐中信证券（600030.SH）、华泰证券（601688.SH）、东方财富（300059.SZ）。

**风险提示：**政策推进进展不及预期；市场波动风险

## 目 录

1. 券商 20 年业绩实现高增，21 年 Q1 表现分化.....	5
1.1 市场行情回顾 .....	5
1.2 业绩概览 .....	6
2. 分业务看，经纪、自营贡献业绩弹性.....	9
2.1 经纪业务：佣金率持续下滑，向财富管理转型势在必行.....	9
2.2 投行业务：股、债承销额双增，市场份额向头部集中 .....	10
2.3 信用业务：两融余额持续走高，股质风险继续下降 .....	12
2.4 自营业务：与市场行情强相关，放大券商业绩弹性.....	13
2.5 资管业务：规模下降，头部券商主动管理规模占比高.....	15
3. 投资建议 .....	16
4. 风险提示 .....	17

## 图 目 录

图 1: 2020.1.1-2021.3.31 各板块走势 .....	5
图 2: 2019-2021Q1 月度日均股基成交额 .....	6
图 3: 2015-2021Q1 上市券商营收、归母净利润(亿)及增速 .....	6
图 4: 2015-2021Q1 上市券商营收结构 .....	6
图 5: 上市券商平均杠杆倍数(剔除客户资金) .....	7
图 6: 上市券商年化 ROE(加权) .....	7
图 7: 沪深两市日均股基成交额及同比增速 .....	9
图 8: 证券行业净佣金率(%) .....	9
图 9: 上市券商经纪业务收入(亿元)及增速 .....	10
图 10: IPO、增发募集资金规模及同比增速 .....	11
图 11: 券商债券承销金额及同比增速 .....	11
图 12: 证券承销业务净收入及增速 .....	11
图 13: 股权融资规模 CR5 .....	12
图 14: 债券承销规模 CR5 .....	12
图 15: 截至 5 月 6 日 IPO 排队企业数量前十券商 .....	12
图 16: 截至 5 月 6 日科创板服务家数前十券商 .....	12
图 17: 2018-2021Q1 月末两融余额 .....	13
图 18: 上市券商买入返售金融资产 .....	13
图 19: 上市券商利息净收入(亿) .....	13
图 20: 2021Q1 利息净收入前十券商(亿) .....	13
图 21: 沪深 300 指数月度涨跌幅(%) .....	14
图 22: 2020.1.1-2021.3.31 中债总全价指数 .....	14
图 23: 券商资管规模(亿元)及结构 .....	16
图 24: 上市券商资管业务净收入及增速 .....	16
图 25: 2020 年四季度主动型资产管理规模前十券商(亿元) .....	16

## 表 目 录

表 1: 直接上市券商 2020、2021Q1 营收增速、杠杆倍数及 ROE .....	7
表 2: 上市券商自营投资规模(亿)、收益(亿)及收益率 .....	14

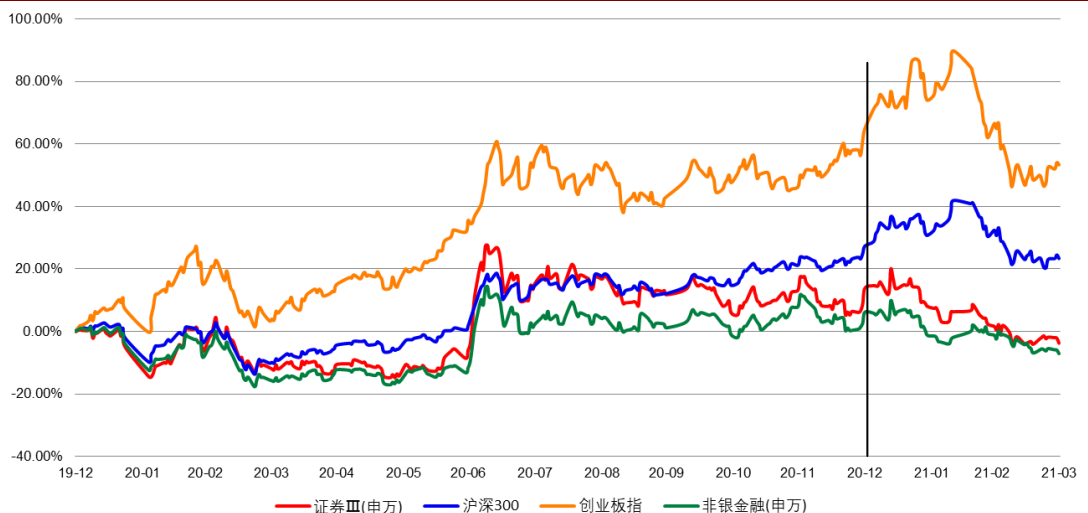
## 1. 券商 20 年业绩实现高增，21 年 Q1 表现分化

### 1.1 市场行情回顾

**2020 年各指数全线上涨，2021Q1 权益债市均下跌。**2020 年沪深 300 指数全年累计上涨 27.21%，创业板指数累计上涨 64.96%，非银金融（申万）累计上涨 6.11%，券商 III（申万）累计上涨 13.93%，券商板块全年跑输大盘。

2021Q1，随着国内疫情得到控制，经济生产活动快速恢复，市场对货币政策收紧预期的担忧逐渐升温，自年初以来市场波动加大，各大指数均震荡下跌，非银金融指数包括证券板块下跌幅度较大。

图 1：2020.1.1-2021.3.31 各板块走势

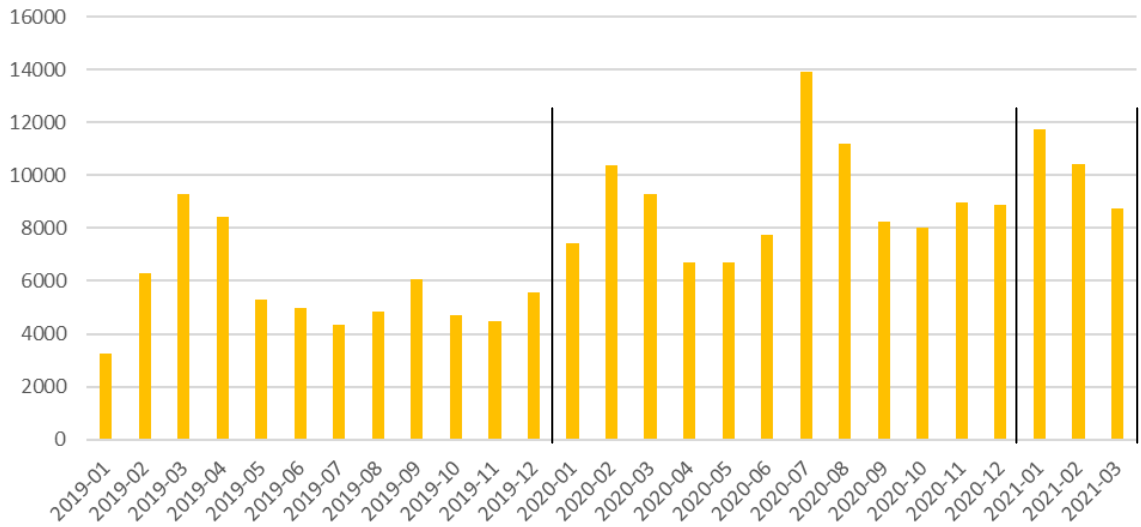


资料来源：wind，渤海证券

**2020&2021Q1 市场交投活跃度保持高位。**在市场环境和监管政策显著改善，股质风险得到有效控制的情况下，2020 年市场风险偏好迅速提升，叠加社融数据强化经济向好预期，2020 年沪深两市日均股基成交额达 8955 亿元，同比增长 59%。

2021Q1 虽然市场表现较弱，但依然保持了较高的活跃度，2020Q1 日均股基成交额同比增长 14%达到 10291 亿元。

图 2: 2019-2021Q1 月度日均股基成交额



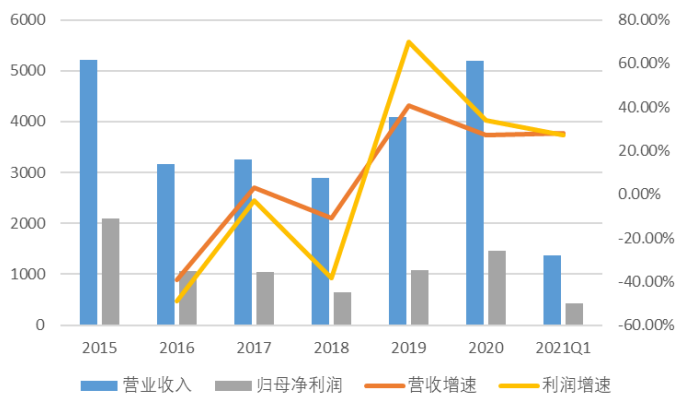
资料来源: wind, 渤海证券

## 1.2 业绩概览

经纪业务是业绩增长的主要驱动因素。2020 年 40 家直接上市券商合计实现营业收入 5187 亿元, 同比增长 27%, 实现归母净利润 1456 亿元, 同比增长 34%。分业务看, 经纪、投行、资管、信用、自营收入分别同比增长 53.74%、39.40%、23.78%、26.66%、13.81%。2021 年一季度上市券商实现营业收入 1368 亿元, 同比上涨 28%, 归母净利润 422 亿元, 同比上涨 27%。

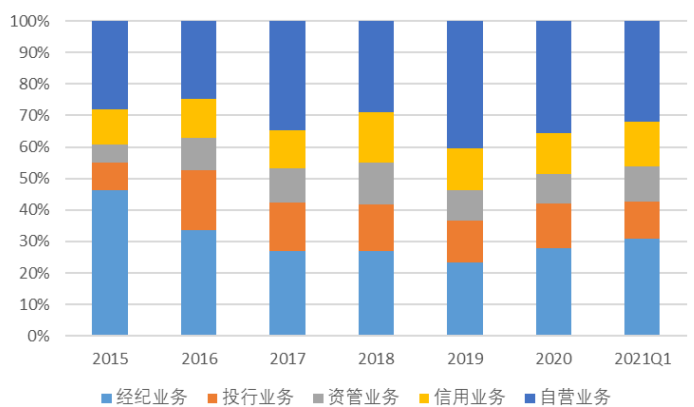
经纪业务是 2020 年业绩高增长的主要驱动因素。另外, 注册制下投行业务收入增长空间也被打开。

图 3: 2015-2021Q1 上市券商营收、归母净利润 (亿) 及增速



资料来源: wind, 渤海证券

图 4: 2015-2021Q1 上市券商营收结构

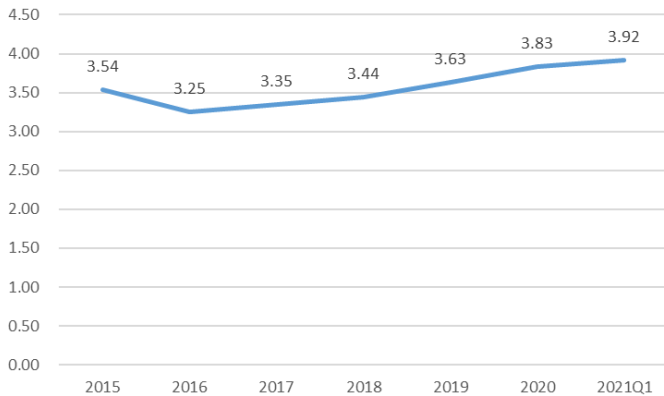


资料来源: wind, 渤海证券

杠杆率稳步提升, ROE 继续回升。2020 年上市券商平均杠杆率为 3.83 倍, 较

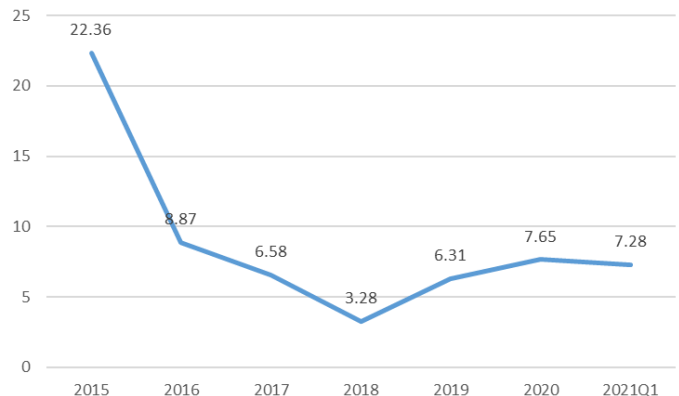
2019 年末提高 0.2 倍，2021Q1 上市券商杠杆率继续上升至 3.92 倍。2020 年上市券商 ROE 继续回升，由 2018 年的 3.28% 上升至 7.65%，2021Q1 券商盈利能力与去年基本持平，年化 ROE 为 7.28%。

图 5: 上市券商平均杠杆倍数 (剔除客户资金)



资料来源: wind, 渤海证券

图 6: 上市券商年化 ROE (加权)



资料来源: wind, 渤海证券

大型券商业绩更加稳健，杠杆倍数、ROE 普遍高于中小券商。分规模来看，2020 年大型券商（以 2020 年年报披露的净资产为标准，定义排名前十的券商为大型券商，包括中信、海通、国君、华泰、招商、广发、申万、银河、国信、中金）平均营收增速为 27.97%，其他上市中小型券商的营收增速均值为 28.82%，而 2021Q1 大型券商的营收增速为 34.60%，中小型券商的营收增速为 12.23%，也就是说在市场向好、行业普涨时，大型券商的业绩增速要小于中小型券商，而市场变差、行业盈利承压时，大型券商经营则更显稳健。

从杠杆倍数、ROE 来看，大型券商要普遍高于中小券商。10 家大型券商 2020、2021Q1 的 ROE（加权）均值分别为 9.79%、10.56%，较中小型券商平均值高出 2.86、4.36 个百分点；大型券商 2020、2021Q1 的杠杆倍数平均值为 4.29 倍、4.35 倍，较中小型券商平均水平高出 1.29 倍、1.19 倍。

表 1: 直接上市券商 2020、2021Q1 营收增速、杠杆倍数及 ROE

证券代码	证券简称	2020 营收增速 (%)	2021Q1 营收增速 (%)	2020 杠杆倍数	2021Q1 杠杆倍数	2020ROE (加权,%)	2021Q1ROE (加权,%)
601066.SH	中信建投	70.53	9.63	4.38	4.49	18.18	2.77
601995.SH	中金公司	50.17	24.37	6.30	6.62	13.52	2.67
600999.SH	招商证券	29.77	22.02	3.92	4.09	10.85	2.63
002736.SZ	国信证券	33.29	3.28	3.00	3.09	10.61	2.20
601108.SH	财通证券	31.82	49.28	3.37	3.26	10.53	1.85

002945.SZ	华林证券	47.42	15.36	2.94	4.09	14.33	3.01
600909.SH	华安证券	3.87	(25.19)	2.99	3.00	9.05	1.21
000776.SZ	广发证券	27.81	54.44	3.61	3.80	10.60	2.56
601688.SH	华泰证券	26.47	28.02	4.50	4.60	8.61	2.54
600837.SH	海通证券	9.64	60.20	3.82	3.82	7.88	2.34
600030.SH	中信证券	26.06	27.58	4.68	4.90	8.43	2.81
601881.SH	中国银河	39.37	35.65	4.28	4.06	9.84	2.57
002926.SZ	华西证券	18.93	4.43	2.65	2.63	9.28	1.49
000166.SZ	申万宏源	19.58	12.39	4.45	4.46	9.05	2.72
600918.SH	中泰证券	6.63	1.35	3.91	4.01	7.73	1.98
601236.SH	红塔证券	170.37	45.21	2.39	2.32	10.21	1.60
601211.SH	国泰君安	17.53	78.09	4.36	4.07	8.54	3.33
601878.SH	浙商证券	87.94	73.05	3.89	4.39	9.78	2.15
601456.SH	国联证券	15.87	(4.95)	3.48	4.02	6.41	1.47
000686.SZ	东北证券	(17.06)	(28.20)	3.17	3.30	8.28	2.01
601990.SH	南京证券	7.43	(14.71)	2.18	2.23	6.74	1.11
600109.SH	国金证券	39.39	8.72	2.28	2.22	8.63	2.10
601696.SH	中银证券	11.57	(11.82)	2.44	2.54	6.15	1.73
000783.SZ	长江证券	10.68	43.91	3.48	3.62	7.58	2.47
601198.SH	东兴证券	27.10	0.71	3.33	3.40	7.44	1.18
002939.SZ	长城证券	76.16	(2.04)	2.96	3.28	8.58	1.67
002797.SZ	第一创业	20.77	(49.28)	2.34	2.48	7.31	0.10
600369.SH	西南证券	(9.15)	31.65	2.65	2.71	4.97	0.98
601377.SH	兴业证券	23.37	52.50	3.62	3.64	11.07	3.12
601555.SH	东吴证券	43.39	39.39	2.88	2.87	6.61	1.51
600958.SH	东方证券	21.42	35.68	3.73	3.76	4.85	2.03
601099.SH	太平洋	(34.07)	(61.26)	1.84	1.91	-7.62	0.05
002500.SZ	山西证券	(34.50)	(39.26)	2.94	3.63	5.09	0.80
000728.SZ	国元证券	41.57	1.32	2.27	2.50	5.28	1.08
000750.SZ	国海证券	25.89	4.01	3.19	3.50	4.06	0.94
002673.SZ	西部证券	40.85	36.37	1.93	1.94	6.18	1.00
601901.SH	方正证券	14.36	5.83	2.41	2.72	2.81	2.22
601162.SH	天风证券	13.35	(19.36)	4.00	3.93	2.79	0.51
601788.SH	光大证券	57.76	18.06	3.22	3.24	4.74	1.33
601375.SH	中原证券	30.80	146.45	3.13	3.20	0.93	0.90



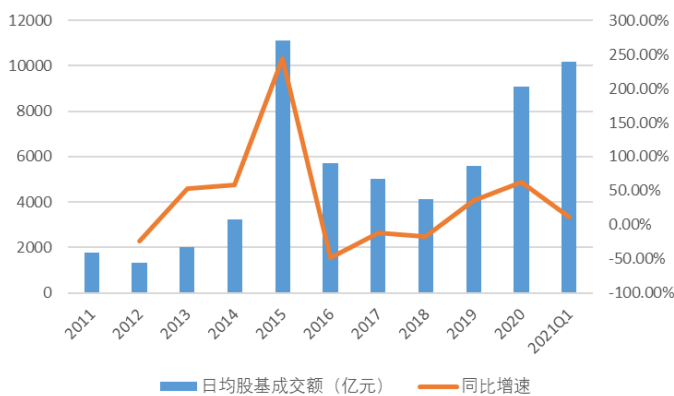
## 2.分业务看，经纪、自营贡献业绩弹性

### 2.1 经纪业务：佣金率持续下滑，向财富管理转型势在必行

2020年以来市场保持较高活跃度，经纪业务收入大幅上涨。2020年A股市场景气度改善，两市成交量迎来向上拐点，日均成交额同比上涨62%至9072亿元，成交额上涨直接利好券商的经纪业务收入，40家上市券商经纪业务收入同比增长53.64%至1140亿元。虽然2021Q1市场波动较大但市场依然保持较高活跃度，日均股基成交额同比增长11.56%达到10201.88亿元，带动上市券商经纪业务收入同比增长14.60%至314亿元。

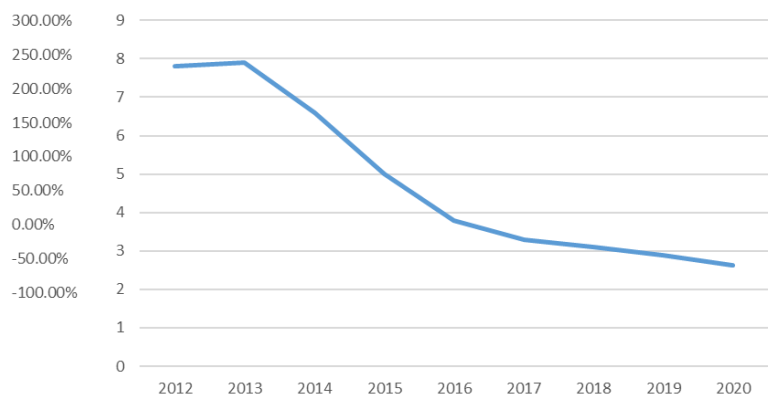
经测算，行业净佣金率呈持续下滑趋势。2019年起已跌破万3，2020年继续下滑至万2.63，佣金率下降也导致经纪业务贡献的业绩弹性减小。

图 7：沪深两市日均股基成交额及同比增速



资料来源：wind，渤海证券

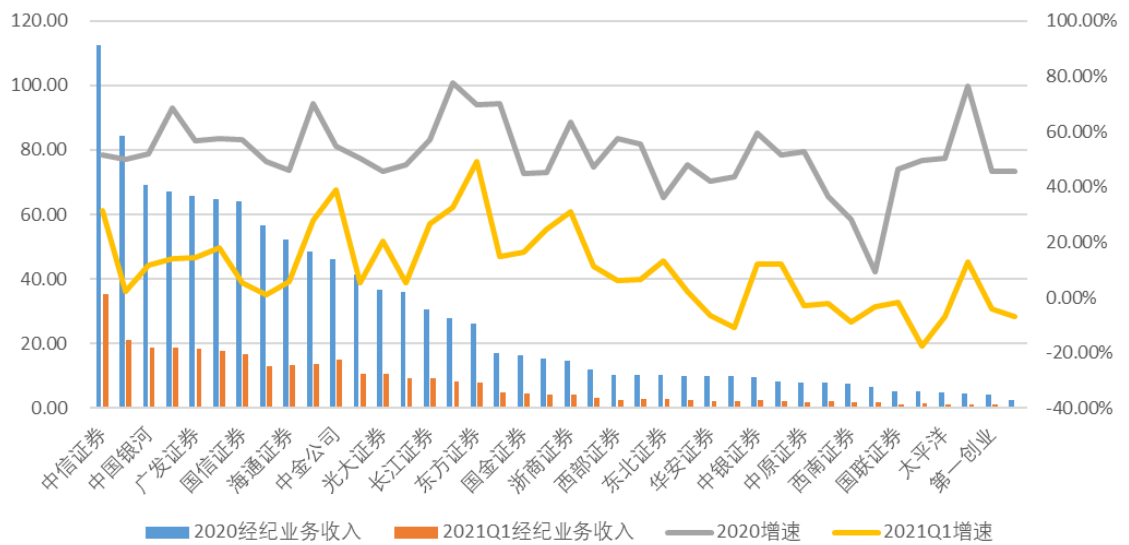
图 8：证券行业净佣金率 (%)



资料来源：wind，渤海证券

分券商看，中信证券、国泰君安、中国银河经纪业务收入稳居前三，2021Q1分别实现经纪业务收入35.22、20.98、18.77亿元。从同比增速来看，东方证券(+49.13%)、中金公司(+38.78%)、兴业证券(+32.44%)涨幅居前。

图 9：上市券商经纪业务收入（亿元）及增速



资料来源: wind, 渤海证券

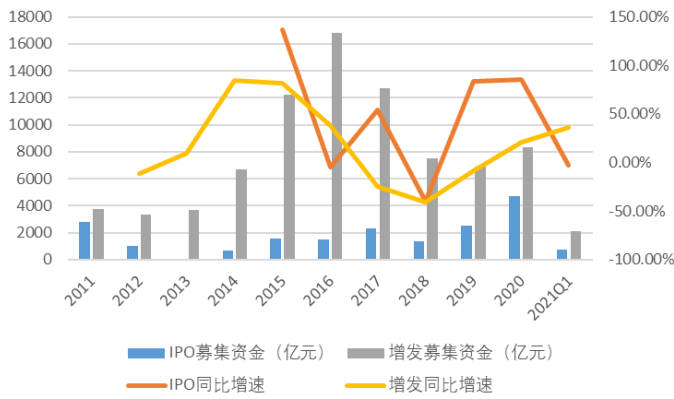
长期来看，随着行业净佣金率下降空间的收窄，经纪业务用“以价换量”夺取市场份额的方式已不再适用。围绕客户财富管理需求提供更多增值服务成为券商发展经纪业务的共识，通过收取管理费的方式来提升现有客户的变现能力。

目前，部分券商已获得基金投顾业务试点资格，将能代客户做出基金品种、数量和买卖时机的决策，并代客户执行基金产品申购、赎回、转换等交易申请，意味着券商实现了由之前代销产品的“卖方投顾”转变为对客户进行账户管理式的“买方投顾”，盈利模式也由收取代销手续费转变为以客户资产管理规模（AUM）为基准收费，实现了券商与客户长期利益的绑定。

## 2.2 投行业务：股、债承销额双增，市场份额向头部集中

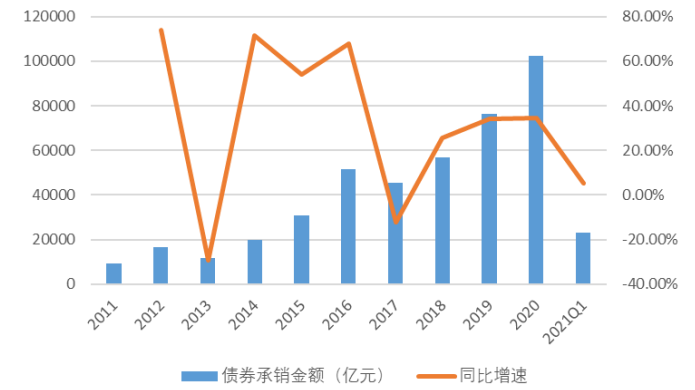
2020 年 IPO 募集资金 4699.63 亿元，同比大幅增长 85.57%，创下 2012 年以来新高；2020 年增发规模 8341.37 亿元，同比增长 21.11%；债券承销方面，2020 年券商债券承销规模同比增长 34.48%至 102469.5 亿元。2021Q1，IPO 募集资金 761.30 亿元，同比下降 3.17%；增发规模 2097.64 亿元，同比增加 36.24%；债券承销规模 23186.18 亿元，同比增长 5.36%。总体来看，2020 年实施注册制为 IPO 市场带来了增量贡献，随着创业板注册制改革落地以及向其他板块的推广，A 股市场有望实现 IPO 常态化。另外，随着再融资新规超预期松绑，预计 2021 年再融资规模也将继续上涨。

图 10: IPO、增发募集资金规模及同比增速



资料来源: wind, 渤海证券

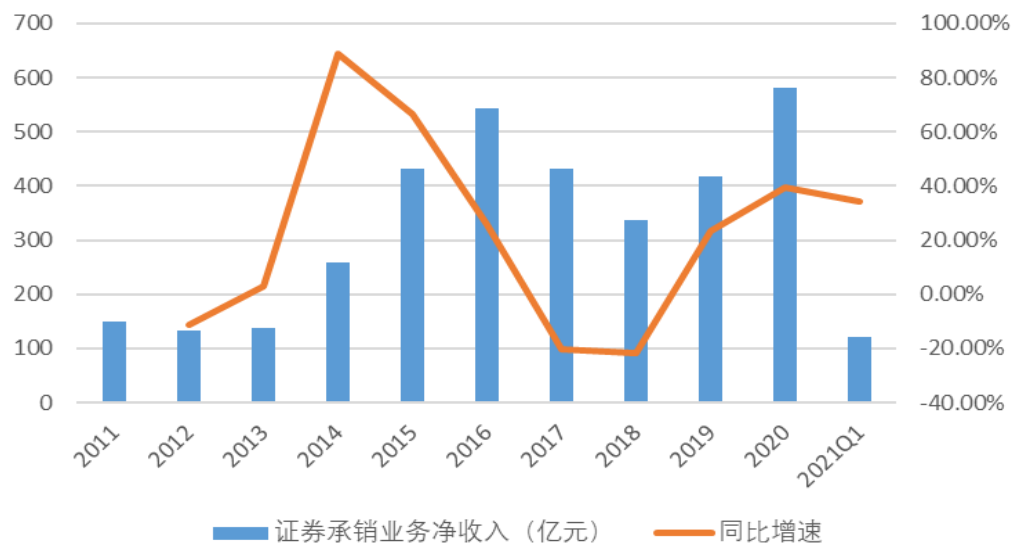
图 11: 券商债券承销金额及同比增速



资料来源: wind, 渤海证券

在股、债承销额均实现增长的情况下，40 家上市券商 2020、2021Q1 分别实现证券承销业务净收入 580.44、120.56 亿元，同比增长 39.40%、34.22%。

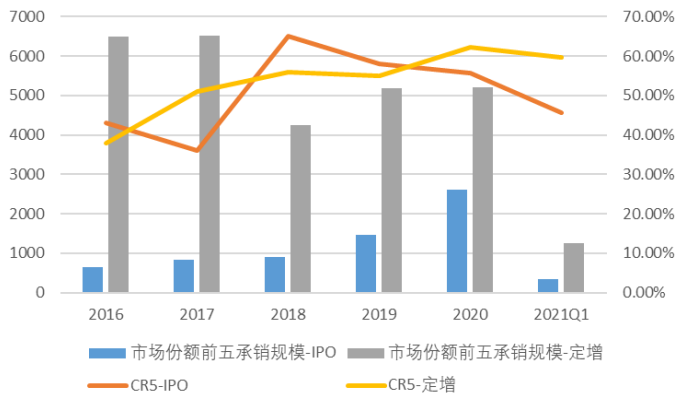
图 12: 证券承销业务净收入及增速



资料来源: wind, 渤海证券

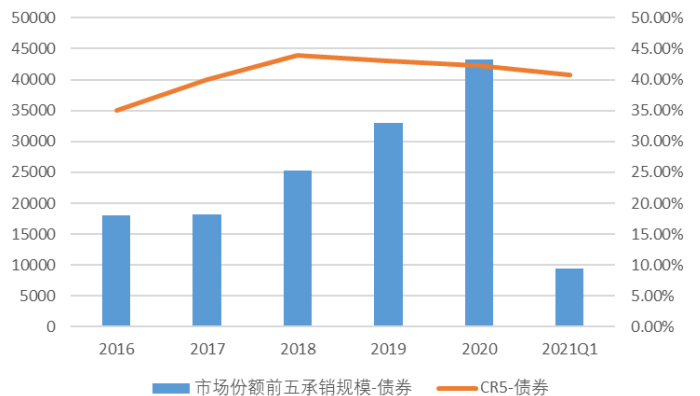
股、债承销市场份额保持较高集中度。近年来，证券行业 IPO、定增、债券承销规模保持较高集中度，2020、2021 一季度 IPO 承销规模 CR5 分别达到 55.72%、45.73%，定增承销规模 CR5 达到 62.32%、59.58%，债券承销规模 CR5 为 42.27%、40.84%，前五券商承揽了市场上六成左右的股权融资业务，四成以上的债券承销业务，头部券商凭借出色的投行业务能力获得大量客户资源。

图 13: 股权融资规模 CR5



资料来源: wind, 渤海证券

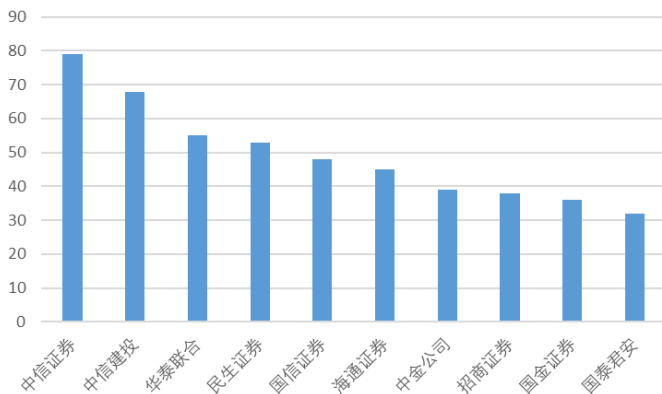
图 14: 债券承销规模 CR5



资料来源: wind, 渤海证券

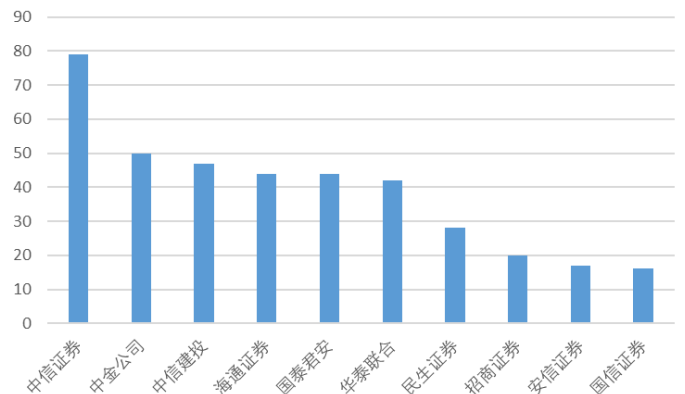
头部券商项目储备充足,注册制改革下行业集中度将进一步提升。按照证监会披露的 IPO 排队企业情况(包括已受理、已反馈、已预先披露更新、暂缓表决、辅导备案登记受理项目),截至 5 月 6 日,中信证券共 79 家项目位列第一,中信建投 68 家紧随其后,前十券商以综合实力突出的龙头券商为主。龙头券商在服务科创板公司数量上也明显领先,中信证券以 79 家位列第一,领先第二名中金公司 29 家。未来注册制下投行的定价和销售能力将更为重要,头部券商投行承销保荐业务市场份额有望进一步扩大。

图 15: 截至 5 月 6 日 IPO 排队企业数量前十券商



资料来源: wind, 渤海证券

图 16: 截至 5 月 6 日科创板服务家数前十券商

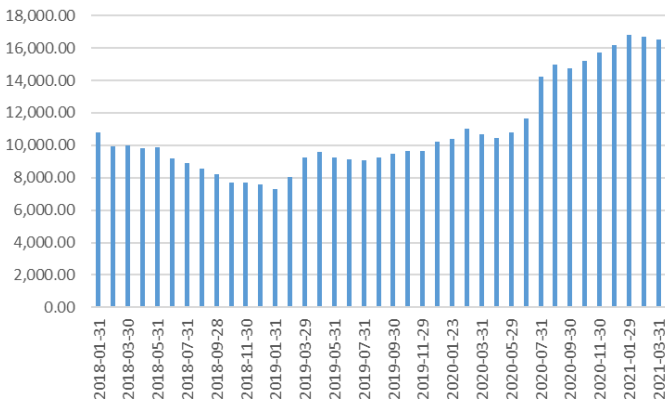


资料来源: wind, 渤海证券

## 2.3 信用业务: 两融余额持续走高, 股质风险继续下降

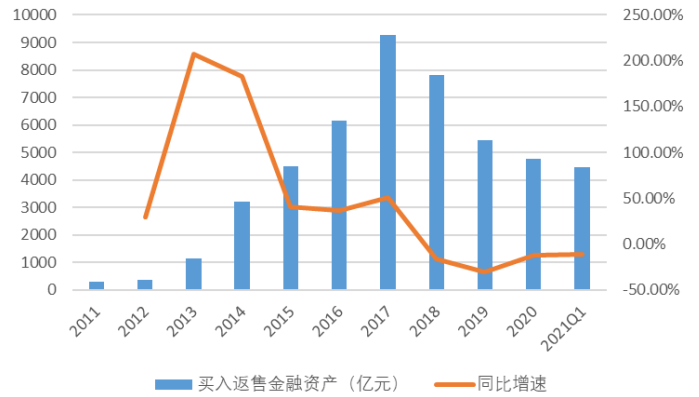
2020 年,随着市场的好转,两融余额持续攀升,年末两融余额同比增长 58.84% 至 16190.08 亿元,2021 年初仍呈上升态势,截至 3 月末两融余额较年初增长 2.21% 至 16547.79 亿元。股票质押业务继续保持收缩状态,截止一季度末 40 家上市券商买入返售金融资产余额 4477.56 亿元,同比下降 11.08%。

图 17: 2018-2021Q1 月末两融余额



资料来源: wind, 渤海证券

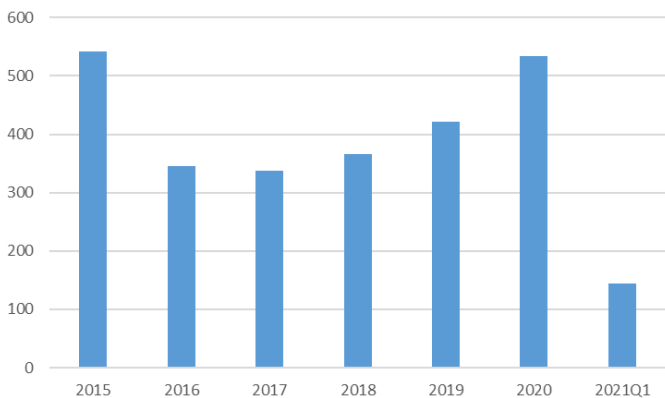
图 18: 上市券商买入返售金融资产



资料来源: wind, 渤海证券

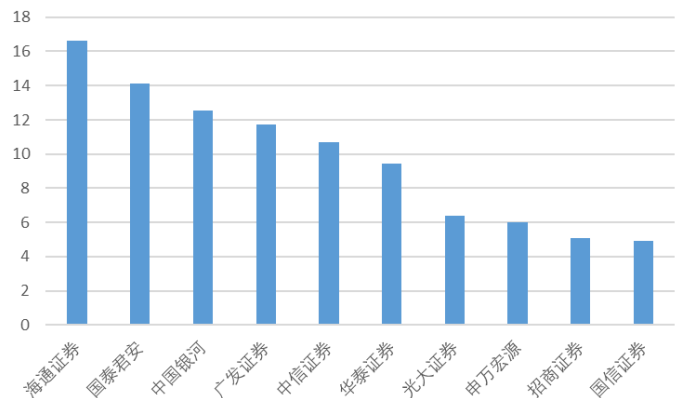
2021 年一季度上市券商实现利息净收入 143.83 亿元, 同比增长 23.21%。利息净收入改善主要归因于市场回暖, 两融余额的大幅提高。2021Q1 信用业务收入排名前三券商分别是海通证券、国泰君安、中国银河, 分别为 16.63 亿元、14.10 亿元、12.57 亿元。

图 19: 上市券商利息净收入 (亿)



资料来源: wind, 渤海证券

图 20: 2021Q1 利息净收入前十券商 (亿)



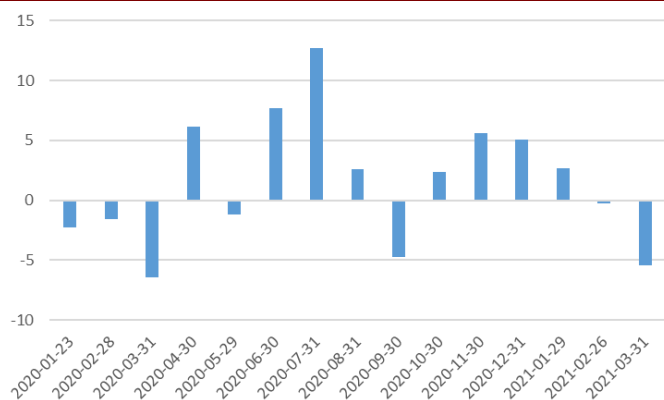
资料来源: wind, 渤海证券

## 2.4 自营业: 与市场行情强相关, 放大券商业绩弹性

2020 年市场表现较好, 沪深 300 指数在 2020 年一季度收跌, 其他多数月份均有不同程度上涨, 中债总全价指数 2020 年先升后降。市场向好驱动券商自营投资整体表现较好, 40 家上市券商合计实现自营投资业务收入 1455.33 亿元, 同比上涨 13.81%。

2021Q1 受政策转向预期等因素影响, 资本市场大幅震荡, 沪深 300 指数累计下跌 3.13 个百分点, 中债总全价指数 2020Q1 下跌 0.2%, 上市券商实现自营业务收入 326.32 亿元, 同比增长 14.21%。

图 21: 沪深 300 指数月度涨跌幅 (%)



资料来源: wind, 渤海证券

图 22: 2020.1.1-2021.3.31 中债总全价指数



资料来源: wind, 渤海证券

从自营投资收益率来看, 中小券商投资收益率高于大型券商并且波动幅度较大。40 家上市券商中, 2020 年投资收益率位列前五的券商分别是红塔证券(10.30%)、东北证券(8.26%)、国金证券(7.01%)、西部证券(6.56%)和兴业证券(6.42%), 2021Q1 投资收益率位列前五的券商分别是红塔证券(2.29%)、国金证券(1.70%)、国泰君安(1.36%)、兴业证券(1.34%)和海通证券(1.16%)。

表 2: 上市券商自营投资规模(亿)、收益(亿)及收益率

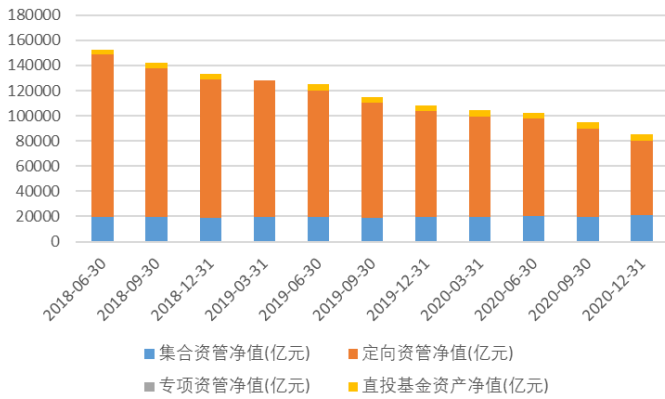
证券代码	证券简称	2020			2021Q1		
		自营投资收益	自营投资规模	收益率	自营投资收益	自营投资规模	收益率
601236.SH	红塔证券	25.33	246.02	10.30%	4.78	209.18	2.29%
000686.SZ	东北证券	22.85	276.63	8.26%	3.08	280.66	1.10%
600109.SH	国金证券	13.96	198.98	7.01%	3.66	215.29	1.70%
002673.SZ	西部证券	17.63	268.72	6.56%	3.31	306.16	1.08%
601377.SH	兴业证券	47.44	738.81	6.42%	9.93	741.80	1.34%
601108.SH	财通证券	20.52	320.52	6.40%	0.81	382.31	0.21%
002797.SZ	第一创业	9.80	159.95	6.13%	-1.40	166.89	-0.84%
002500.SZ	山西证券	14.69	240.84	6.10%	2.60	299.61	0.87%
002939.SZ	长城证券	14.91	253.18	5.89%	1.30	279.97	0.47%
601878.SH	浙商证券	14.83	258.26	5.74%	3.18	324.53	0.98%
601066.SH	中信建投	86.73	1,570.76	5.52%	12.04	1,844.86	0.65%
601162.SH	天风证券	16.69	302.56	5.51%	2.66	325.81	0.82%
601995.SH	中金公司	131.59	2,409.98	5.46%	27.61	2,938.98	0.94%
002945.SZ	华林证券	4.49	87.34	5.14%	0.97	151.22	0.64%
601456.SH	国联证券	6.79	134.28	5.06%	1.69	226.11	0.75%
600909.SH	华安证券	11.24	224.14	5.01%	0.88	236.17	0.37%
601555.SH	东吴证券	22.00	459.50	4.79%	3.88	435.93	0.89%
002926.SZ	华西证券	13.27	287.18	4.62%	0.73	314.13	0.23%
600837.SH	海通证券	110.77	2,513.31	4.41%	28.76	2,482.94	1.16%

000783.SZ	长江证券	19.19	466.85	4.11%	2.71	562.77	0.48%
600030.SH	中信证券	179.07	4,406.65	4.06%	38.75	5,094.92	0.76%
000750.SZ	国海证券	14.59	377.46	3.86%	3.10	386.57	0.80%
002736.SZ	国信证券	44.43	1,167.38	3.81%	8.61	1,493.06	0.58%
600369.SH	西南证券	13.12	358.81	3.66%	2.88	393.59	0.73%
000776.SZ	广发证券	68.08	1,966.90	3.46%	16.99	2,100.11	0.81%
600958.SH	东方证券	51.75	1,511.75	3.42%	3.64	1,535.43	0.24%
601198.SH	东兴证券	14.73	436.69	3.37%	1.43	434.50	0.33%
601688.SH	华泰证券	101.60	3,119.73	3.26%	35.51	3,321.76	1.07%
600999.SH	招商证券	67.83	2,101.01	3.23%	19.48	2,381.28	0.82%
000166.SZ	申万宏源	65.67	2,066.95	3.18%	22.92	2,386.89	0.96%
601881.SH	中国银河	48.28	1,529.36	3.16%	13.35	1,902.60	0.70%
601211.SH	国泰君安	90.77	2,928.46	3.10%	41.22	3,040.18	1.36%
600918.SH	中泰证券	19.83	677.99	2.92%	3.10	726.37	0.43%
601099.SH	太平洋	3.53	120.85	2.92%	-0.26	98.60	-0.26%
601788.SH	光大证券	22.53	879.78	2.56%	-1.49	855.27	-0.17%
000728.SZ	国元证券	8.42	364.32	2.31%	0.08	384.09	0.02%
601375.SH	中原证券	5.04	218.53	2.31%	1.21	249.71	0.48%
601990.SH	南京证券	3.82	165.92	2.30%	0.08	193.03	0.04%
601696.SH	中银证券	1.38	104.71	1.31%	0.16	118.69	0.14%
601901.SH	方正证券	6.17	498.50	1.24%	2.35	455.87	0.51%

## 2.5 资管业务：规模下降，头部券商主动管理规模占比高

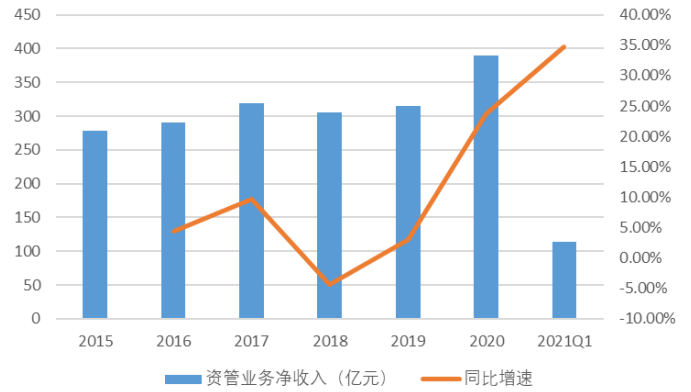
随着《资管新规》及配套文件的相继落地，券商资管通道类规模不断下降，对券商的主动管理能力提出了更高要求。截至 2020Q4，券商资管规模同比下滑 21.05%至 8.55 万亿元，其中集合资管计划占比同比增长 6.35 个百分点至 24.44%。随着券商大集合产品转公募进程的不断推进，预计后续券商集合资管规模有望逐步回升。上市券商 2020 年和 2021Q1 资产管理业务净收入分别同比增长 23.78%、34.74%至 389.17、114.51 亿元，预计未来主动资产管理能力优异的券商收入也会有较高增速。

图 23: 券商资管规模 (亿元) 及结构



资料来源: wind, 渤海证券

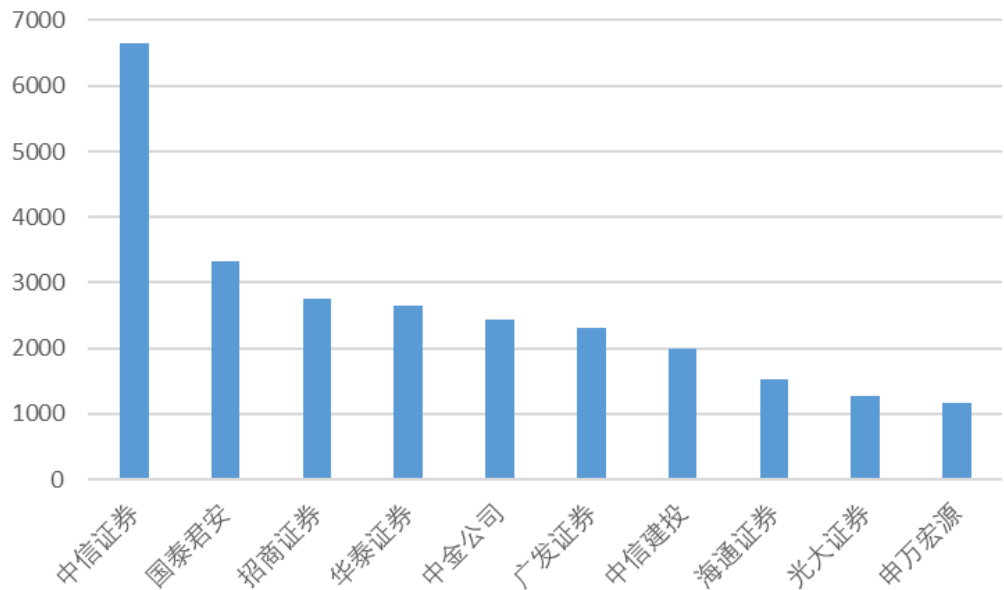
图 24: 上市券商资管业务净收入及增速



资料来源: wind, 渤海证券

头部券商主动管理规模占比较高。据基金业协会数据,截至 2020 年 12 月末主动管理规模前三分别为中信(6647 亿元)、国泰君安(3328 亿元)和招商(2760 亿元)。头部券商的主动管理规模普遍处于行业领先地位,且已经形成了品牌优势,拥有更好的人才资本和完善的资源配置,转型进度领先同行业。

图 25: 2020 年四季度主动型资产管理规模前十券商 (亿元)



资料来源: 基金业协会, 渤海证券

### 3. 投资建议

2019 年以来,我国资本市场改革持续推进,作为资本市场重要参与者的券商的经营环境持续优化:(1) 投行: 当前科创板运行平稳,再融资和并购重组松绑,创业板实施注册制,未来注册制会有序、全面铺开,均利好券商股权业务发展;(2) 两融: 随着取消最低维持担保比例、扩大融资融券标的股票数量以及允许公募基



金将科创板认配股票用于转融通出借，预计两融规模中枢还将上移，融券业务规模有望持续提升；（3）衍生品等客需业务：随着期权扩容，权益衍生品有助于券商完善产品线，有效提高杠杆水平，推动金融资产扩张。

短期来看，流动性边际收紧使市场行情波动加大，提高了券商基本面与估值的不确定性。长期来看，证券行业在资本市场中的地位提升明显，享有优于其他金融子行业的政策面利好，有助于推动 ROE 中枢提升，对板块形成长期估值支撑。在行业发展政策积极的大背景下，我们维持对行业的长期看好，龙头券商凭借丰富的项目经验和雄厚的资本实力，在资本市场深化改革“扶优限劣”的政策倾斜下将最直接受益。建议关注优质龙头券商的投资价值，推荐中信证券（600030.SH）、华泰证券（601688.SH）、东方财富（300059.SZ）。

## 4.风险提示

政策推进进展不及预期；市场波动风险

**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](http://www.ewww.com.cn)