

2021 年 05 月 07 日

# 信用减值夯实资产质量，龙头券商保持稳健

增持（维持）

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证号：S0600520090004

zhujiayu@dwzq.com.cn

事件：A 股 40 家上市券商 2020 年合计实现营收 5187 亿，同比+27.0%；归母净利润同比+34.0%至 1455.7 亿元；2021 年一季度营业收入同比增长 28.2%至 1367.9 亿元，归母净利润同比增长 27.3%至 422.32 亿元，各家券商 2020 年业绩均实现同比增长，2021 年一季度业绩保持稳健。中信、国泰君安、海通净利润领先，兴业、国泰君安、方正涨幅最大。

## 投资要点

■ **总体概述：券商 2021 年一季度归母净利润维持稳健增长，源于单季度券商投行+资管驱动收入提升。** 1) 2020 年行业营业收入及净利润双双大幅增长，主要系经纪业务引领，40 家券商自营业务同比上涨 54%。2) 2021 年一季度业绩维持稳健增长，营业收入同比增长 28%至 1367.9 亿元，归母净利润同比增长 27%至 422.3 亿元，主要系投行和资管分别同比+34%和 35%带动收入增长。3) 2020 年行业 ROE 抬升至 7.3%（2019 年为 6.3%），2021Q1 上市券商 ROE 达 8.95%；2020 年证券行业杠杆保持相对平稳提升至 3.13（2019：2.95），2021Q1 上市券商杠杆率为 3.92。

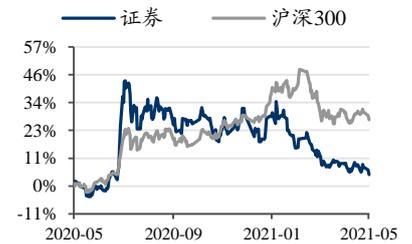
■ **分业务：经纪、自营业务中小券商具备高弹性，投行、资管、信用业务龙头券商更稳健，行业集中度优势明显。** 1) **经纪业务：**2020 交易活跃拉动收入增长，行业竞争加剧佣金率下滑拉低增速。散户主导交易增量，龙头券商弹性不及中小券商。2) **投行业务：**2020 IPO 募集规模、债承强力支撑业绩。行业保持高集中度，龙头券商以其丰富项目储备及出色业务能力进一步稳固地位。3) **资管业务：**“去通道”推动券商资管规模有序压缩，主动管理能力造成业绩分化。龙头券商主动管理基数较高，未来将进一步提升业务价值率推动业绩增长。4) **信用业务：**2020 年两融市场大幅回暖，股票质押规模持续压缩，券商大幅计提信用减值，资产质量得到夯实，整体风险可控。5) **自营投资：**股市回暖拉升投资收益，权益类资产迎来更多配置机会，龙头券商灵活运用衍生品等工具平滑波动，保持相对稳健。

■ **资本市场改革深化，政策环境逐渐向好，券商将直接受益：** 1) 2020 年以来政策释放积极信号：再融资新规落地、新证券法和创业板注册制落地等。2) 随着长期/海外资金的不断流入，权益市场景气度有望进一步提升，券商板块高  $\beta$  属性收益明显。3) 政策利好和行业集中度提升情况下，龙头券商将凭借自身对市场理解、定价和承销等能力上的优势，获得更持续和显著的  $\alpha$ 。4) 短期看，我们认为券商板块的驱动力来自成长性的业绩表现，中长期看，政策面的推进有力支撑行业估值。同时看好龙头券商发展优势。

■ **投资建议：**长期政策催化行业估值提升，中短期贝塔属性凸显：长期来看，一系列制度变革陆续推进，资本市场改革、金融市场对外开放、基金投顾试点等持续深化，推动行业竞争格局变化和长期 ROE 中枢提升，券商阿尔法明显提升，推荐**东方财富、中信证券、华泰证券、中金公司**。

■ **风险提示：**1) 股市进一步调整；2) 监管趋严；3) 国内外疫情控制不及预期；4) 宏观经济下行。

## 行业走势



## 相关研究

- 1、《证券行业：门槛降低，拥抱产业资本，拥抱产业协同》  
2021-03-21
- 2、《证券行业：短融管理办法迎修订，券商迎来利好！》  
2021-03-07
- 3、《非银金融：财富管理专题报告二——权益市场黄金时代，关注产业链投资机会》  
2021-01-26

## 内容目录

1. 业绩概览：投资驱动券商业绩增长，ROE 显著回升.....	4
2. 分项业务：中小券商具备高弹性，龙头券商整体稳健.....	6
2.1 经纪业务：竞争加剧致佣金率下滑，交易活跃度提升推动收入增长.....	6
2.2 投行业务：投行业务继续回暖，注册制改革持续推进龙头券商深度受益.....	9
2.3 资管业务：通道平稳压缩，主动管理分化业绩.....	12
2.4 信用业务：两融市场大幅回暖，信用业务占比总体扩张.....	13
2.5 自营投资：股市波动影响投资收益，我们预计券商将加大债券配置.....	14
3. 投资建议：板块性机会值得关注，券商龙头竞争优势较强.....	17
4. 风险提示.....	17

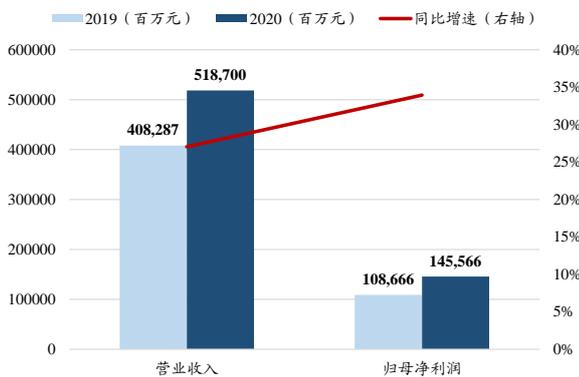
## 图表目录

图 1: 2019、2020 年上市券商营收与净利润情况	4
图 2: 2020Q1、2021Q1 上市券商营收与净利润情况	4
图 3: 2020 年 A 股上市券商分业务收入及同比增速	4
图 4: 2021Q1A 股上市券商分业务收入及同比增速	4
图 5: 2012~2020 证券行业收入结构	5
图 6: 2012~2020 证券行业杠杆 (剔除客户保证金)	5
图 7: 2012~2021Q1 上市券商杠杆率	5
图 8: 2012~2021Q1A 股上市券商归母净资产及 ROE	5
图 9: A 股上市券商 (40 家) 一季报业绩概览	6
图 10: 2021Q1 股基日均交易额增长	7
图 11: 行业佣金率仍不断下滑	7
图 12: 经纪业务出现较明显分化	8
图 13: 2020 年龙头券商经纪业务机构占比显著分化	8
图 14: 2021Q1 上市券商经纪业务净收入集中度上升	8
图 15: 2020 年至今股基日均成交额	9
图 16: 2020~2021Q1 年 40 家上市券商经纪业务收入	9
图 17: 2020、2021Q1IPO 规模大幅上升	9
图 18: 2020、2021Q1 券商债承规模同比增长	9
图 19: 2016 年以来投行业务集中度高于 40%	11
图 20: 2020、2021Q1IPO 承销规模 CR5 高于 40%	11
图 21: 再融资承销规模 CR5 持续上升	11
图 22: 券商债券承销规模 CR5 高于 40%	11
图 23: IPO 排队家数前十	12
图 24: IPO 辅导备案登记受理数前十	12
图 25: 2014/12~2020/12 券商资产管理规模 (亿元)	12
图 26: 2021Q1 龙头券商资管净收入及增速 (百万元)	12
图 27: 2020 龙头券商资产管理业务结构	13
图 28: 2020/12 券商主动型资产管理规模 TOP10 (亿元)	13
图 29: 2020 年以来两融余额持续走高	13
图 30: 2019~2021Q1 上市券商合计减值 (亿元)	13
图 31: 2018~2021/03 场内股票质押业务情况	14
图 32: 2018~2020 龙头券商股票质押式回购规模 (亿元)	14
图 33: 2021Q1 龙头券商自营投资收入及增速	15
图 34: 2020/12 龙头券商的交易性金融资产配置结构	15
图 35: 2020 年 A 股上市券商 (40 家) 权益规模占净资产比重	16
图 36: A 股上市券商估值表 (股价对应 2021 年 4 月 30 日收盘价)	17
表 1: 2012-2021Q1 龙头券商投行业务收入排名 (上市券商)	10

## 1. 业绩概览：投资驱动券商业绩增长，ROE 显著回升

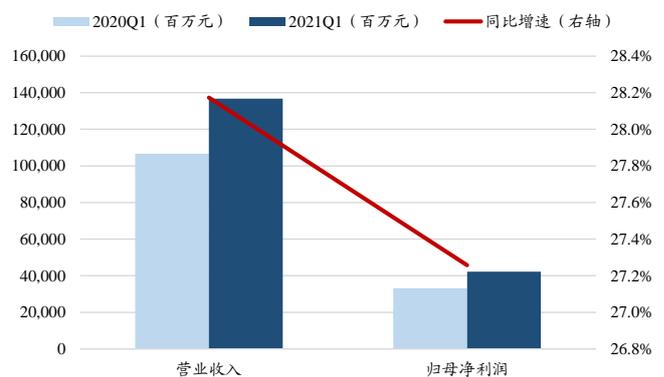
一季度业绩维持增长，投行+资管驱动收入提升。2020 年 40 家上市券商合计实现营业收入同比+27%至 5187.0 亿元（行业同比+24%），归母净利润同比+34%至 1455.7 亿元（行业+28%）。2021 年一季度 40 家上市券商合计实现营业收入同比增长 28%至 1367.9 亿元，归母净利润同比增长 27%至 422.3 亿元，2021 年一季度业绩较 2020 年同期略有提升，主要系投行同比+34%至 120.6 亿和资管业务同比+35%至 114.5 亿带动收入增长。

图 1：2019、2020 年上市券商营收与净利润情况



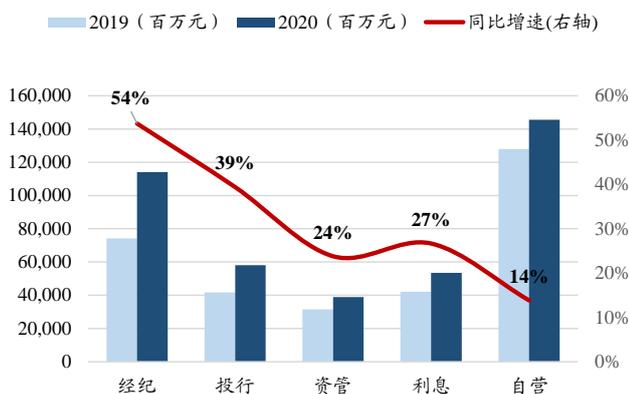
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：2020Q1、2021Q1 上市券商营收与净利润情况



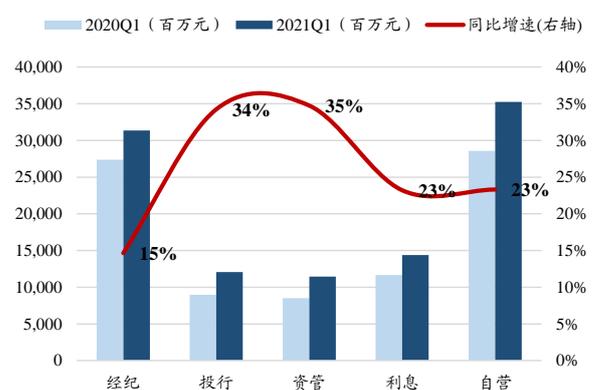
数据来源：证券业协会，公司公告，东吴证券研究所

图 3：2020 年 A 股上市券商分业务收入及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：2021Q1A 股上市券商分业务收入及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2020 年上市券商 ROE 同比上涨 1.38pct 至 8.35%，2021 年一季度 ROE 同比上升至 8.95%（2020Q1：7.94%）。1）2020 年经纪业务引领券商业绩增长，40 家券商自营业务同比上涨 54%，投行、利息业务同比+39%、+27%。2021 年 Q1 投行和资管业务增长明显，同比增长 34%和 35%，投行收入由 2020Q1 的占比 8%提升到 2021Q1 的占比 9%。利息、自营业务回暖，收入同比+23%、+23%。此外 2021Q1 其他业务收入大幅增长，同比增速为+49%，占营业收入比重提升至 24%。2）2020 年 40 家券商自营业务增长不明

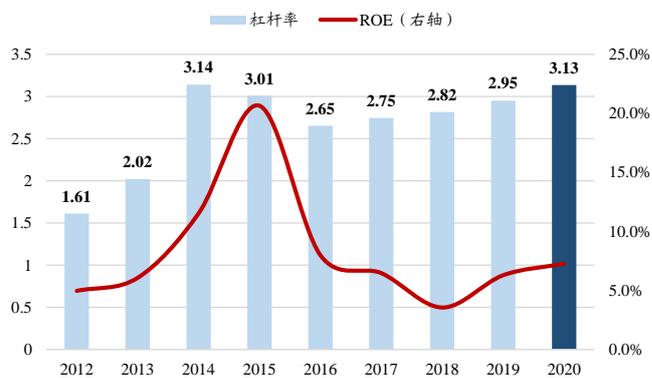
显，同比上涨 14%。2021Q1 相对 2020Q1 同比增长 23%，自营业务收入占比较为稳定，2020Q1 和 2021Q1 维持在 27%、26%。3) 2021Q1 券商经纪收入占比有所下降，同比下降 3pct 至 23%。4) 2020 年证券行业 ROE 平稳抬升至 7.3% (2019 年为 6.3%)，2021Q1 上市券商 ROE 达 8.95%；2020 年证券行业杠杆保持相对平稳提升至 3.13 (2019: 2.95)，2021Q1 上市券商杠杆率为 3.92。

图 5：2012~2020 证券行业收入结构



数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

图 6：2012~2020 证券行业杠杆 (剔除客户保证金)



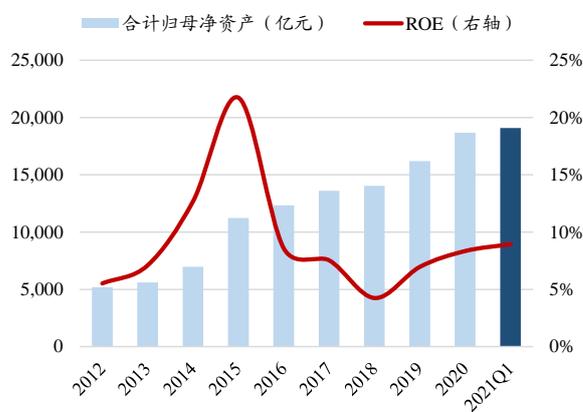
数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

图 7：2012~2021Q1 上市券商杠杆率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 8：2012~2021Q1A 股上市券商归母净资产及 ROE



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：2020 年后统计口径为 40 家券商

一季度龙头券商显著优于其他券商，业绩保持稳健。1) 券商竞争愈加剧烈，佣金率下滑，导致经纪业务收入环比放缓 (环比+15%)。龙头券商 (中信、中信建投和中金) 2021Q1 经纪业务增速基本在 25%-40%，经纪业务收入仍然是主要收入来源之一。2) 2020 年在科创板和创业板注册制推行的背景下，投行业务收入明显增长，龙头券商在 IPO 承销数量和规模上占有一定的优势，未来随着全面注册制的稳步推行也将进一步推动投行收入的增长。3) 资管在“去通道”背景下，券商转型主动势在必行，龙头券商管理能力具有显著优势，主动管理规模领先行业。4) 2021 年 Q1 龙头券商中信证券 (同比

+27%)、中信建投(同比-12%)、中金(同比+47%)、华泰(同比+15%)、国君(同比+142%)，归母净利润表现优于行业，增速保持稳健。

图 9: A 股上市券商 (40 家) 一季报业绩概览

单位: 百万元	上市券商	总市值 (亿元)	归母净资产 (亿元)	参考PB	营业收入	分业务增速					归母净利润	2021Q1 归母净利润 同比增速
						经纪	投行	资管	利息	投资		
1	中信证券	2,865	1,797	1.59	16397	31%	79%	72%	241%	-32%	5165	27%
2	中信建投	1,819	617	2.95	4804	28%	10%	42%	-11%	-36%	1722	-12%
3	中金公司	1,545	566	2.73	5933	39%	9%	106%	-9%	30%	1876	47%
4	招商证券	1,463	1,067	1.37	5962	14%	55%	14%	-20%	78%	2613	45%
5	国泰君安	1,374	1,352	1.02	10943	2%	27%	22%	-1%	5035%	4411	142%
6	华泰证券	1,325	1,271	1.04	8788	18%	146%	-17%	112%	42%	3309	15%
7	海通证券	1,267	1,544	0.82	11192	6%	77%	30%	43%	129%	3618	58%
8	申万宏源	1,061	873	1.22	8651	1%	83%	10%	-29%	44%	2431	22%
9	广发证券	1,032	962	1.07	8321	14%	-56%	91%	32%	48%	2541	23%
10	国信证券	1,007	794	1.27	4252	5%	76%	-7%	-28%	-27%	1685	18%
11	中国银河	766	744	1.03	7580	12%	-22%	-17%	30%	-18%	1985	13%
12	方正证券	738	399	1.85	2049	5%	-46%	-7%	21%	35%	889	135%
13	中泰证券	709	330	2.15	2449	5%	25%	4%	-4%	-17%	666	-11%
14	光大证券	600	525	1.14	3327	20%	-7%	-31%	81%	-148%	697	-37%
15	兴业证券	603	369	1.63	5505	32%	-4%	42%	77%	259%	1195	341%
16	东方证券	565	605	0.93	5193	49%	55%	87%	72%	-50%	1176	45%
17	红塔证券	447	139	3.21	1658	-7%	112%	2%	-62%	-47%	234	-52%
18	中银证券	417	150	2.78	726	12%	-33%	-20%	15%	-85%	261	-20%
19	浙商证券	402	188	2.15	3261	31%	125%	0%	13%	-42%	421	32%
20	天风证券	411	181	2.27	677	-2%	-10%	-34%	85%	9%	89	11%
21	长江证券	394	289	1.36	1966	27%	120%	-22%	21%	155%	701	65%
22	西部证券	367	184	2.00	1255	6%	-58%	-16%	-5%	16%	261	3%
23	国金证券	349	221	1.58	1513	16%	-15%	33%	27%	21%	477	0%
24	南京证券	310	114	2.72	493	-3%	-53%	-27%	8%	-80%	177	-23%
25	财通证券	359	223	1.61	1331	11%	78%	0%	36%	-223%	447	131%
26	国元证券	332	252	1.32	922	2%	424%	-5%	8%	-95%	334	18%
27	华林证券	308	58	5.28	362	13%	-6%	-35%	42%	0%	184	11%
28	长城证券	299	178	1.68	1417	7%	83%	-53%	-26%	-69%	304	-18%
29	东吴证券	305	276	1.10	1736	25%	12%	3%	355%	-9%	424	14%
30	西南证券	302	248	1.22	750	-9%	12%	-36%	1%	78%	246	22%
31	东兴证券	286	209	1.36	886	-11%	-19%	-42%	28%	190%	250	-19%
32	国联证券	273	105	2.61	471	-2%	38%	17%	-35%	-10%	157	-31%
33	第一创业	263	137	1.93	364	-4%	-18%	29%	-159%	-145%	14	-94%
34	太平洋	222	105	2.12	127	-7%	-75%	-32%	-387%	-117%	5	-95%
35	华西证券	242	209	1.16	956	15%	125%	-19%	-18%	-40%	321	-14%
36	山西证券	241	168	1.43	521	-18%	15%	-1%	-100%	-54%	135	-38%
37	国海证券	229	187	1.23	1069	12%	-54%	-33%	-101%	-10%	174	-42%
38	华安证券	220	143	1.54	616	-6%	53%	49%	-26%	-78%	178	-44%
39	东北证券	192	163	1.17	1297	13%	10%	-27%	88%	-44%	338	1%
40	中原证券	165	134	1.24	1076	-3%	1793%	-20%	1711%	43%	121	-280%
合计40家					136793	15%	34%	35%	23%	14%	42232	27%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2. 分项业务: 中小券商具备高弹性, 龙头券商整体稳健

### 2.1 经纪业务: 竞争加剧致佣金率下滑, 交易活跃度提升推动收入增长

交易活跃带动经纪业务增长, 佣金率下滑拉低增速。2020年, 市场股基日均成交额同比上涨61%至9036亿元, 全行业代理买卖证券净收入同比上涨47.4%至1161.1亿元(40家上市券商经纪业务收入同比+53.7%至1140亿元)。2021Q1行业经纪业务收入随

市场交易活跃有所回升。2021Q1 市场股基日均成交额同比+18%至 10748 亿元，40 家上市券商经纪业务收入同比+14.6%至 313.6 亿元，经纪业务收入增速低于交易量增速，我们预计随市场回暖，券商竞争加剧带来佣金率下行，由此拉低经纪业务收入增速，但随市场交易量逐步平稳，佣金率下行空间有限。市场活跃促进券商经纪业务向好，中期整体乐观，经纪业务占比较高公司更显著受益。

图 10: 2021Q1 股基日均交易额增长



数据来源：交易所，东吴证券研究所

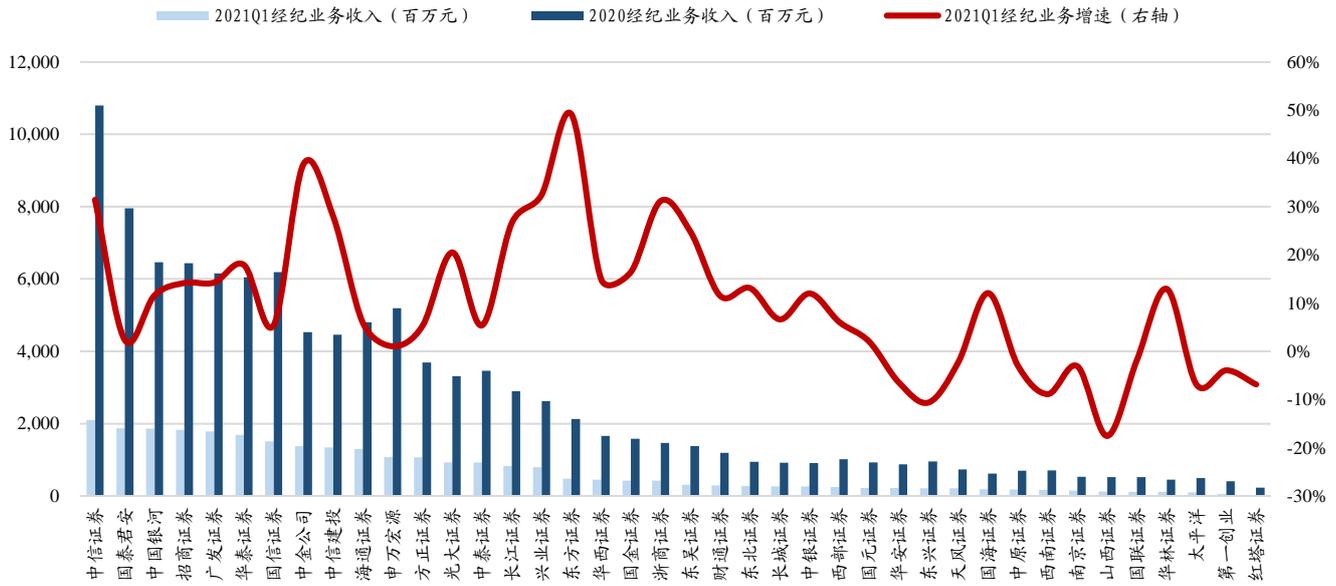
图 11: 行业佣金率仍不断下滑



数据来源：交易所，东吴证券研究所测算

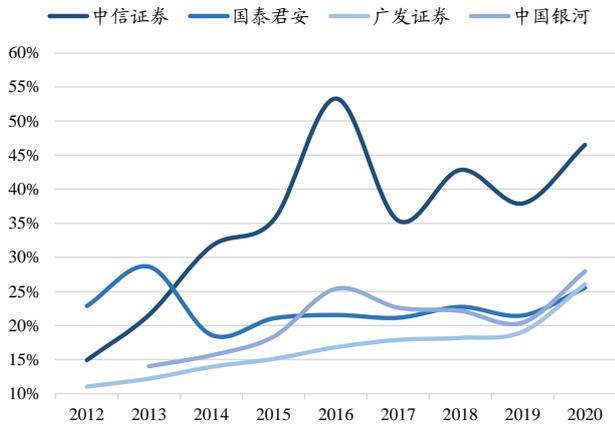
行业出现明显分化，龙头券商保持相对稳健，2021 全年增速有望提升。中信、国君、银河、招商、广发保持经纪业务领先地位（2020、2021Q1 均位列前五）。从 2021Q1 经纪业务同比增速来看，排名前五的东方/中金/兴业/中信/浙商同比增速均在 30%以上（49%/38%/32%/31%/31%），优于国君/银河/招商/广发（2%/12%/14%/14%）。自从 2018 年起中信、中国银河、东方、兴业、中原、华泰、天风等多家券商相继宣布进行财富管理转型以来，券商由经纪业务向财富管理业务的转型步伐不断加快，经纪业务出现明显分化，中小券商的市场份额提升，经纪业务集中度下降，2020 年 40 家上市券商经纪业务集中度下降至 35%。2021Q1 经纪业务集中度重新开始回升，CR5 上升至 35.7%（2020Q1: 40 家券商 CR5 为 35.28%），龙头券商则保持相对稳健，我们预计龙头券商在财富管理转型上更具优势，机构客户占比显著高于中小券商，此类客户具有交易稳定的特点，受市场波动影响较小，有望为龙头券商贡献相对稳健收益。2020 年股基日均交易额呈现年中低于年初年末的局面，到 2021 年初则大幅上升，在疫情影响逐渐消失，市场逐渐回暖的情况下，经纪业务收入有望进一步提升。

图 12: 经纪业务出现较明显分化



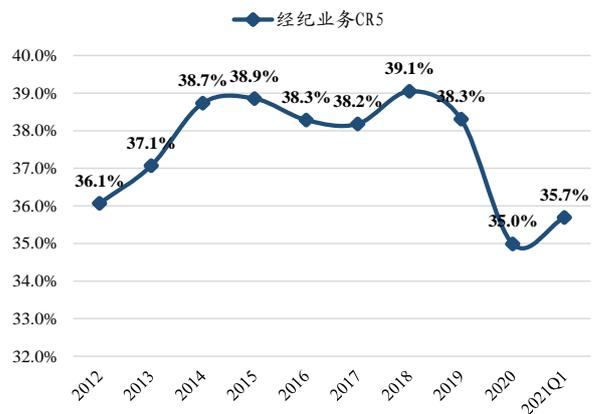
数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 13: 2020 年龙头券商经纪业务机构占比显著分化



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

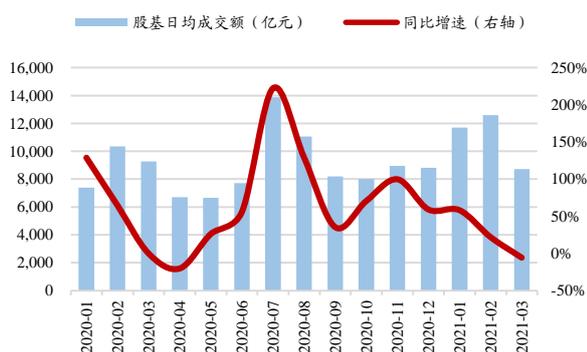
图 14: 2021Q1 上市券商经纪业务净收入集中度上升



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

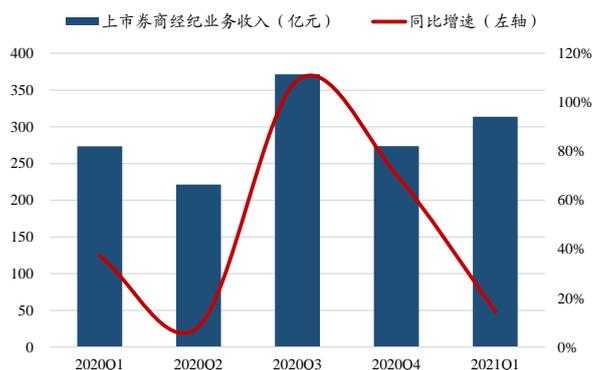
注: 2020 年后统计口径为 40 家券商

图 15: 2020 年至今股基日均成交额



数据来源: 交易所、wind, 东吴证券研究所

图 16: 2020-2021Q1 年 40 家上市券商经纪业务收入

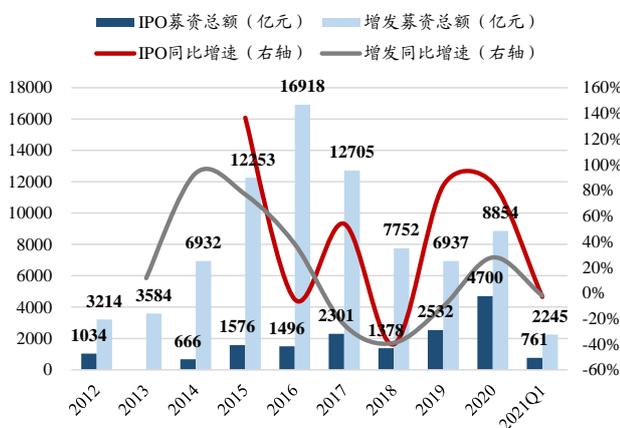


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2.2 投行业务: 投行业务继续回暖, 注册制改革持续推进龙头券商深度受益

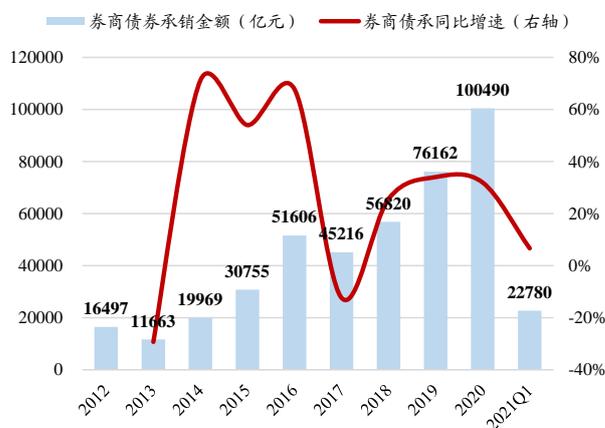
2020 投行收入继续回升, IPO 募资额大幅上涨, 债承金额稳定增长, 投行业务将直接受益于资本市场改革深化。1) 2020 年, 全行业投行业务净收入 (证券承销业务净收入) 同比+25.7%至 738.2 亿元, 40 家上市券商投行业务收入同比+39.4%至 580 亿元。2020 年券商债券承销规模同比+32%至 100490 亿元, 但 IPO 募资金额同比大幅上升 86%至 4700 亿元 (其中科创板 IPO 募资额达 2226 亿元, 占 IPO 发行规模的 47.4%), 增发金额同比上升 28%至 8854 亿元。综合来看, 2020 年投行业务受市场环境改善、科创板注册制试点改革等影响继续回暖。2) 2021Q1, 40 家上市券商投行业务收入同比+34.2%至 121 亿元, IPO 规模同比下降 3%至 761 亿元, 同时, 债承业务规模同比+7%至 22780 亿元, 随 2021 年疫情得到有效控制、再融资新规落地及创业板注册制改革推进, 市场活跃度有望进一步提升, 券商作为资本市场直接融资中的重要一环, 将深度受益于行业政策红利。

图 17: 2020、2021Q1 IPO 规模大幅上升



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 18: 2020、2021Q1 券商债承规模同比增长



数据来源: wind, 东吴证券研究所

**龙头券商地位稳固，行业保持高集中度。**2020 年投行业务收入 CR5 为 47.2%，2021Q1 为 46.4%，自 2016 年以来维持在 40%以上。投行业务头部券商龙头地位稳固，中信、中信建投、海通、国君、招商、华泰自 2012 年以来保持投行业务收入在上市券商中排名前 10，其中中信证券稳居第一。2017 年以来，证券行业 IPO、再融资、债承规模保持高集中度，2020、2021Q1 IPO 规模 CR5 分别为 56%和 46%；2020、2021Q1 再融资规模 CR5 超过 50%；券商债承规模 CR5 高于 40%，龙头券商凭借其出色的投行业务能力及充足的项目储备数量将进一步稳固行业地位。

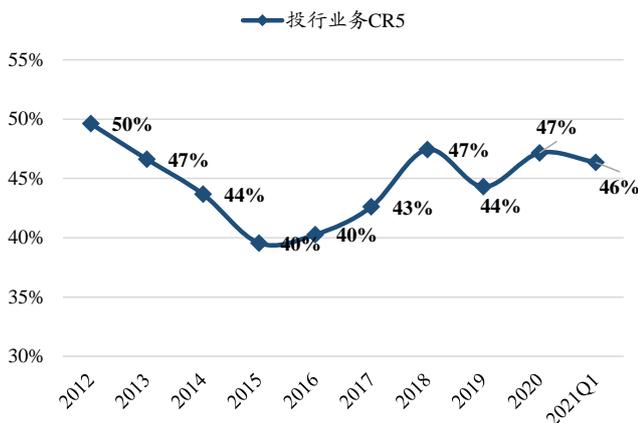
**再融资政策落地，有望带来龙头券商业绩增量。**2020 年 2 月 14 日，证监会正式发布再融资新规，包括定增价格降低，锁定期缩短，批文有效期延长，创业板发行条件放宽等多个方面。再融资新规叠加并购重组管理办法，政策组合将使上市公司有更大的融资和股价操作空间，我们预计将使 2021 年 IPO 和再融资总规模突破 2 万亿，为券商带来大幅业务增长，对龙头券商更为利好。

表 1：2012-2021Q1 龙头券商投行业务收入排名（上市券商）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021Q1
中信证券	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
中信建投	5	4	3	2	2	2	3	3	3	5
海通证券	7	3	4	5	4	3	2	4	4	2
国泰君安	4	2	6	3	3	5	4	5	5	6
招商证券	10	7	7	4	7	6	6	7	7	9
广发证券	3	8	2	7	5	4	7	8	23	25
华泰证券	8	6	8	9	9	8	5	6	6	4
中金公司								2	2	3

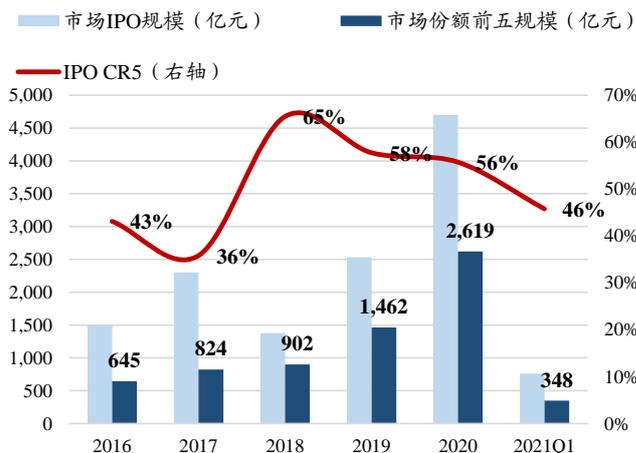
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 19: 2016 年以来投行业务集中度高于 40%



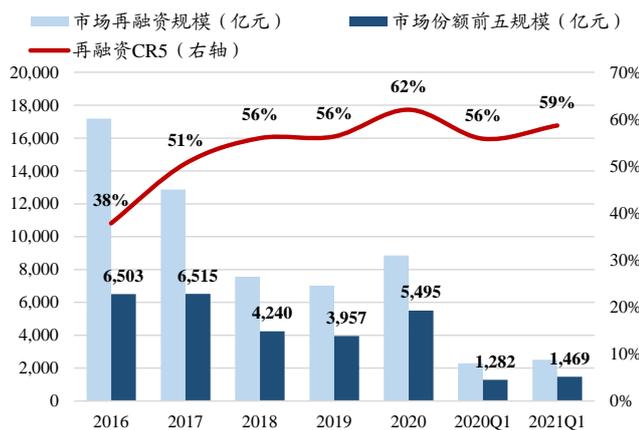
数据来源: Wind, 东吴证券研究所  
注: 2020 年后统计口径为 40 家券商

图 20: 2020、2021Q1 IPO 承销规模 CR5 高于 40%



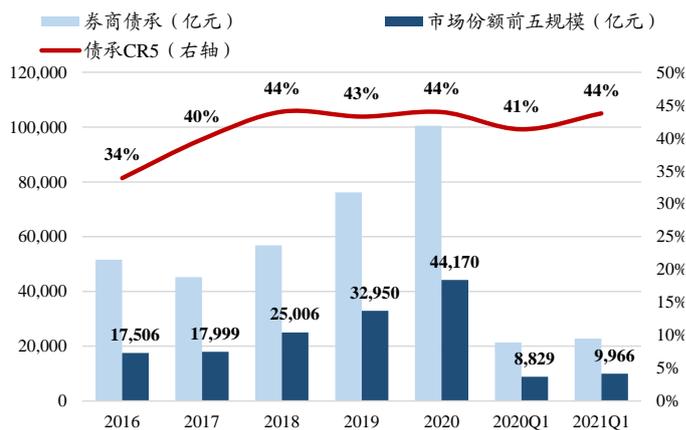
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 21: 再融资承销规模 CR5 持续上升



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 22: 券商债券承销规模 CR5 高于 40%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

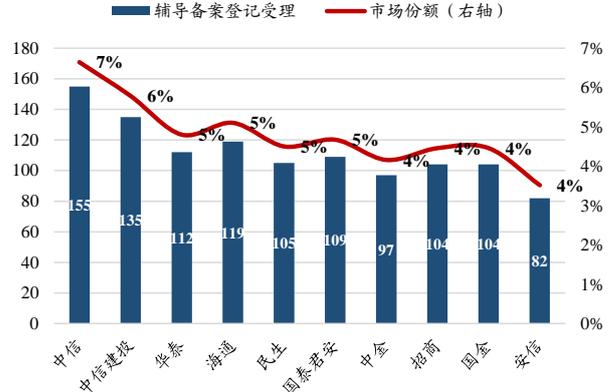
龙头券商 IPO 储备项目丰富, 积极备战注册制改革有望贡献增量。按照证监会披露的排队报审家数, (即已受理、已问询项目), 中信排队项目 15 家位列第一, 中信建投 14 家紧随其后, 数量前十券商以综合实力突出的龙头券商为主, 排队家数占总家数的 64%; 此外, 各家券商都拥有丰富的辅导备案登记受理项目。综合 IPO 排队项目+辅导备案登记受理项目来看, 中信、中信建投、海通、华泰、招商证券拥有项目储备优势。截至 2021 年 4 月 30 日, IPO 已受理+已问询公司已达 50 家, 龙头券商在 IPO 保荐承销公司数量上明显领先, 未来投行承销保荐业务的利润有望进一步扩大。

图 23: IPO 排队家数前十



数据来源: wind, 东吴证券研究所 截至 2021 年 4 月 30 日

图 24: IPO 辅导备案登记受理数前十

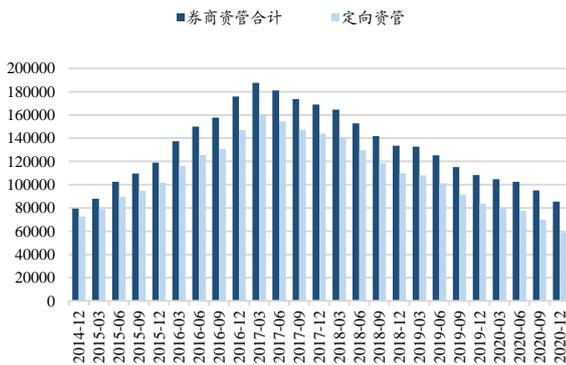


数据来源: wind, 东吴证券研究所 截至 2021 年 4 月 30 日

### 2.3 资管业务: 通道平稳压缩, 主动管理分化业绩

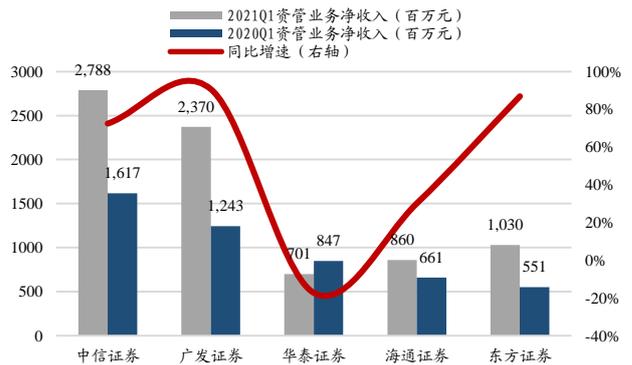
“去通道”推动券商资管规模有序压缩, 主动管理能力造成业绩分化。2016 年以来证监会全面推动券商资管“去通道”, 与此同时, 监管要求大集合在整改阶段不得新增, 严监管压力下, 截至 2020 年 12 月末行业整体规模降至 8.6 万亿元, 已连续 16 个季度下滑。上市券商 2020 年和 2021Q1 资产管理业务净收入分别同比+22.8%和+35.6%, 我们预计未来业绩分化将更明显, 主动资产管理能力优异的券商将深度受益。

图 25: 2014/12~2020/12 券商资产管理规模 (亿元)



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 26: 2021Q1 龙头券商资管净收入及增速 (百万元)

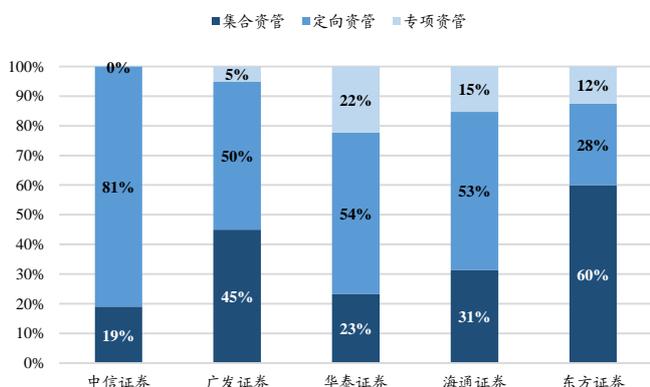


数据来源: Wind, 东吴证券研究所

龙头券商主动管理基数较高, 未来将进一步提升业务价值率推动业绩增长。据基金业协会数据, 截至 2020 年 12 月末券商资管月均规模前三分别为中信 (10261 亿元)、招商证券 (5149 亿元) 和国泰君安 (5119 亿元), 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)。龙头券商的主动管理规模普遍处于行业领先地位, 基数较高且品牌优势明显, 同时拥有更好的人才资源和完善的资源配置,

转型领先同业。

图 27: 2020 龙头券商资产管理业务结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 28: 2020/12 券商主动型资产管理规模 TOP10



数据来源: 证券基金业协会, 东吴证券研究所

2.4 信用业务: 两融市场大幅回暖, 信用业务占比总体扩张

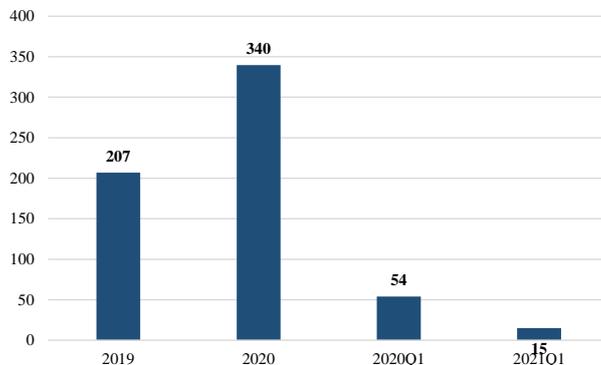
2020 年以来, 两融市场回暖, 规模大幅走高, 股票质押风险进一步释放。1) 2020 年市场明显好转, 年末两融余额同比+58.84%至 16190 亿, 2021 年初仍呈上升态势, 3 月 5 日达到一季度峰值 17157 亿, 后续因市场回落影响规模转降, 截至 3 月末两融较年初增长 2.21%至 16548 亿, 我们判断, 考虑当前市场环境及投资者预期, 随着资本市场的优化改革, 两融将扭转下跌态势保持稳定。2) 截至 2020 年 12 月末场内股票质押待购回初始交易金额 (即融资金额) 降至 12326 万亿元 (同比-3.75%), 整体风险可控。3) 2020 股票质押带来的风险冲击仍将推动券商提升该业务的风控水平 (2020 年上市券商合计减值大幅提升至 340 亿元, 同比+64%, 预计为各券商的保守考虑充分计提减值准备), 业务规模将继续缓慢下滑, 我们预计随市场回暖或将有减值冲回贡献利润增量。

图 29: 2020 年以来两融余额持续走高



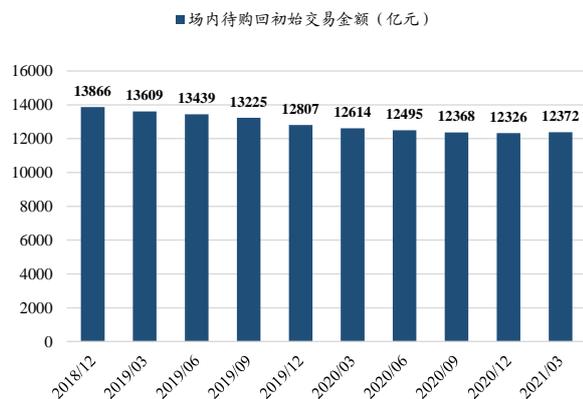
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 30: 2019~2021Q1 上市券商合计减值 (亿元)



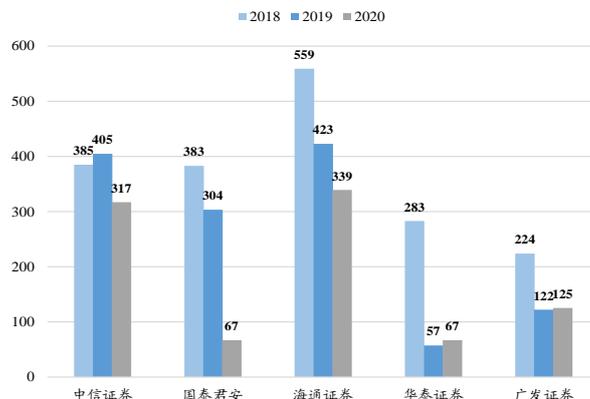
数据来源: 交易所, 东吴证券研究所测算

图 31: 2018~2021/03 场内股票质押业务情况



数据来源: 交易所, 东吴证券研究所

图 32: 2018~2020 龙头券商股票质押式回购规模(亿元)

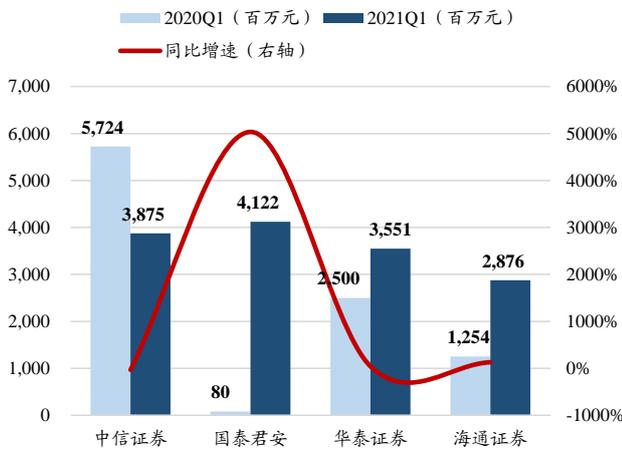


数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

## 2.5 自营投资: 股市波动影响投资收益, 我们预计券商将加大债券配置

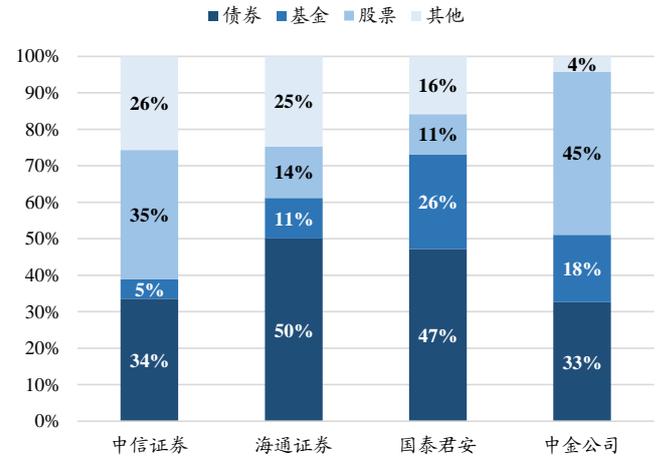
股市震荡加大投资收益波动, 加剧券商业绩分化, 我们预计券商将增配债券资产。2020 年市场活跃度提升, 日均股基交易额大幅回升, 同比+61.5%至 9036 亿元, 上证综指涨约 13.87%, 股市回升驱动上市券商自营投资收益 (剔除联营/合营企业投资, 包含公允价值变动损益) 同比小幅增加 14%, 权益资产持仓较高的券商获得显著盈利, 其中中信证券的权益资产配置比重由 2019 年末的 22.9% 提升至 2020 年末的 40%, 自营收入同比+13%至 179.1 亿元。2021 年一季度市场受疫情影响持续低迷, 上证综指大幅跳水, 季末较年初下跌 0.75%, 权益资产持仓较高的券商投资收益承压, 多数券商加码固定收益类资产配置。随着一系列资本市场制度变革的推进, 权益类市场将迎来更多的配置机会, 自营业务收益波动相应增加, 这将更加考验券商的主动管理能力和资产配置能力, 同时也将加剧券商自营的业绩分化。龙头券商如中信证券、国泰君安等加大衍生金融工具投资, 以灵活对冲风险, 平滑整体收益。2020 年中信证券衍生金融工具资产较年初增长 174.2%至 201.6 亿元。

图 33: 2021Q1 龙头券商自营投资收入及增速



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 34: 2020/12 龙头券商的交易性金融资产配置结构



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

图 35: 2020 年 A 股上市券商 (40 家) 权益规模占净资产比重

公司	交易性金融资产 债券 (亿元)	交易性金融资产 股票+基金 (亿元)	交易性金融资产 债券占比	交易性金融资产 (股票+基金) 占比	权益自营规模 (股票+基金) / 净资产
中信证券	1411	1712	34%	41%	94%
中金公司	808	1565	33%	63%	219%
国泰君安	1080	844	47%	37%	61%
华泰证券	1883	834	64%	28%	65%
海通证券	1104	557	50%	25%	36%
申万宏源	910	365	55%	22%	41%
招商证券	1149	360	66%	21%	34%
广发证券	236	304	35%	45%	31%
中国银河	504	300	54%	32%	37%
中信建投	822	238	59%	17%	35%
东方证券	270	202	37%	28%	34%
兴业证券	232	201	47%	41%	53%
光大证券	233	196	40%	34%	37%
国信证券	840	195	79%	18%	24%
财通证券	92	109	37%	44%	46%
华西证券	116	106	48%	44%	50%
东兴证券	28	104	16%	58%	49%
长江证券	177	88	53%	26%	31%
东吴证券	224	73	66%	21%	26%
中泰证券	325	68	70%	15%	21%
天风证券	133	67	48%	24%	38%
西南证券	182	66	68%	25%	26%
红塔证券	126	49	58%	23%	37%
东北证券	139	48	51%	18%	31%
华安证券	128	47	68%	25%	32%
长城证券	156	47	65%	20%	26%
国联证券	110	46	65%	27%	43%
国海证券	126	41	66%	22%	22%
方正证券	109	41	52%	20%	10%
国元证券	45	37	37%	31%	12%
浙商证券	217	31	74%	11%	16%
中原证券	190	30	84%	13%	22%
西部证券	241	30	86%	11%	11%
第一创业	123	29	77%	18%	21%
山西证券	153	26	68%	12%	15%
中银证券	55	23	60%	25%	15%
国金证券	113	20	60%	10%	9%
南京证券	36	11	71%	22%	7%
太平洋	74	9	83%	10%	9%
华林证券	2	8	11%	39%	13%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

### 3. 投资建议：板块性机会值得关注，券商龙头竞争优势较强

**长期政策催化行业估值提升，当前板块估值仍处于相对低位，具有显著配置价值：**长期来看，一系列制度变革陆续推进，资本市场改革、金融市场对外开放、基金投顾试点等持续深化，推动行业竞争格局变化和长期 ROE 中枢提升，券商  $\alpha$  明显提升。截至 2021 年 5 月 7 日行业估值达 1.57 倍 PB (10 年历史均值: 1.93 倍 PB) 已处于相对低位，具有显著配置价值。**推荐东方财富、中信证券、华泰证券、中金公司。**1) 权益市场快速发展下，东方财富各项业绩实现大幅增长，高占有率叠加可转债发行，证券经纪、两融收入实现双向上；看好公司在财富管理领域展现高流量、低成本、优质服务三大天然核心优势，未来在基金产品创设、投资顾问、客户资产配置方面将有大幅提升。2) 偏长期来看，中信证券、华泰证券、中金公司作为券商龙头，最受益行业集中度提升，竞争优势较强。

图 36: A 股上市券商估值表 (股价对应 2021 年 5 月 7 日收盘价)

代码	券商	股价	总市值 (亿元)	P/B				P/E				评级
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
600030.SH	中信证券	23.44	2865	1.67	1.38	1.32	1.25	20.33	16.88	13.99	11.59	买入
300059.SZ	东方财富	30.19	2600	7.84	7.44	6.84	6.49	54.42	38.81	30.73	25.97	买入
601688.SH	华泰证券	15.84	1325	1.11	1.01	0.93	0.85	13.28	11.08	9.06	7.55	买入
3908.HK	中金公司	18.84	1856	1.06	0.97	0.89	0.80	10.49	9.04	7.64	6.42	买入

数据来源: Wind, 东吴证券研究所 \*中金公司股价与市值均为港元, 估值数据按照 1 港元=0.8317 元人民币汇率计算

### 4. 风险提示

- 1) **股市进一步调整:** 将直接影响市场活跃度, 经纪及自营业务都将受到影响。
- 2) **监管趋严:** 券商对政策敏感性较高, 监管趋严将压制券商估值。
- 3) **国内外疫情控制不及预期:** 目前国内疫情控制情况良好, 海外仍存在不确定性, 全球共同体背景下, 市场情绪将受到影响。
- 4) **宏观经济下行:** 券商板块走势紧密跟随市场, 宏观经济下行将影响板块波动。

## 免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

## 东吴证券投资评级标准：

### 公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

### 行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

