

计提充分夯实资产质量，创新蓬勃增长后劲十足

券商 20 年报&2021 一季报综述

主要观点：

► 20 年/21Q1 上市券商业绩均提升

20 年/21Q1 上市券商分别实现收入 4404/1116 亿元，同比 +28%/21%，实现归母净利润 1456/422 亿元，同比+39%/33%。与此同时，上市券商 ROE 持续提升，整体 20 年/21Q1 的 ROE 为 8.47%/8.95%（年化），分别同比提升 1.57/0.25pct。ROE 的提升主要由杠杆率稳步提升带来，19 年/20 年/21Q1 上市券商的主动杠杆率分别为 3.56/3.83/3.92。

► 主营轻资产业务全面增长

20 年上市券商总收入同比增加 963 亿元，利息净收入贡献 43%，经纪、投行、资管分别贡献 39%/17%/8%，自营贡献为负，信用减值计提 331 亿元，同比大增 72%，由于管理费用支出相对刚性，归母净利增速 39%，高于收入增速。

21Q1 年上市券商总收入同比增加 197 亿元，自营、经纪、投行、资管、利息净收入分别贡献 27%、20%、16%、15%、14%，减值计提 14 亿元，同比降低 66%，助力归母净利增长 33%，高于收入增幅。

► 业绩分化加大，集中度提升明显

近年的诸多增量业务均存在头部集中趋势，包括注册制下的投行业务，融券业务与衍生品业务，以及财富管理业务。因此在经历了 2019 年市场自营与经纪业务大增，集中度抬升暂缓后，20 年与 21Q1 业绩显示行业集中度提升趋势继续。

营收的 CR15 从 2019 年的 76.1%提升至 2020 年的 77.1%，并进一步提升至 21Q1 的 80.5%；CR20 从 2019 年的 83.8%提升至 2020 年的 84.8%，并进一步提升至 21Q1 的 87.9%。归母净利的 CR15 从 2019 年的 81.1%下降至 2020 年的 80.5%（部分原因是 2020 年部分大型券商基于审慎原则计提更多减值），后大幅提升至 21Q1 的 83.6%；CR20 从 2019 年的 87.3%维持至 2020 年的 87.3%，后大幅提升至 21Q1 的 90.0%。

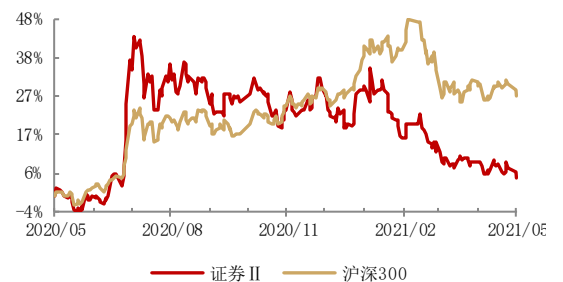
从各项业务集中度来看，经纪、投行、资管与证券自营均体现了较强的集中度提升趋势。利息净收入近年集中度下降的原因是大型券商更多地扩表，从而利息支出增加更多导致。

► 公募基金产业链大爆发，包括基金管理、代销金融产品与机构席位租赁收入

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：吕秀华

邮箱：lvxh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040001

联系电话：

分析师：魏涛

邮箱：weitao@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070003

分析师：罗惠洲

邮箱：luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

经纪业务增速高于股基交易额增速，其中行业佣金率仍处下滑通道，但伴随公募基金业务大爆发，代销金融产品收入与机构席位租赁收入有较大增长。兴业、广发、东方等公募基金产业链布局领先的券商也获得了较高增速。

政策推动投行业务景气度持续提升，注册制下的投行业务集中度提升明显。2020 投行业务收入前三名为中信证券/中金公司/中信建投，收入增速分别为 54%/40%/59%，2021Q1 投行业务收入前三名为中信证券/海通证券/中金公司，收入增速分别为 79%/77%/9%。

客需衍生品业务增长助推证券自营继续扩表。2020/21Q1 上市券商自营业务收入为 1763/326 亿元，同比+12%/+24%。其中自营资产投入规模继续扩张，收益率稳定，客需衍生品业务增长是自营规模扩张的重要原因。

2020/21Q1 上市券商利息净收入为 842/144 亿元，同比增长 17%/24%。其中，两融余额大幅增长，融券业务爆发式增长，股质业务继续压降，融资类业务利率略有下滑，受益流动性宽松负债成本有所下降。

► 20 年上市券商计提高额减值，整体上市券商信用减值损失计提较为充分

20 年上市券商减值计提高达 331 亿元，同比+72%，与营业收入/归母净利之比高达 7.5%/22.7%。信用减值计提的绝对值最高的四家券商为中信、海通、东方、中信建投，分别计提 65.8/45.9/38.9/13.2 亿元。

分析 20 年减值计提较多的 24 家券商减值明细发现，整体 47% 的减值损失计提来自买入返售金融资产，主要来自股质业务；26% 来自融出资金业务，其中港股面向机构客户的孖展业务减值计提比例相对较高，其他债权投资、债权投资分别计提 7%、5%。

整体上市券商信用减值损失计提较为充分，减值计提较多的买入返售金融资产三阶段担保物/三阶段净额比值为 258%，整体担保物/净额比值为 325%。

► 盈利预测：中性假设下行业 21 年净利润增速 15.4%

行业客户保证金及两融余额维持高位；再融资接棒 IPO 有望推动投行业务继续增长；公募基金大发展下代销金融产品、基金管理业务有望显著增长；震荡市场下场外衍生品、融券余额有望继续增长；20 年减值计提充分 21 年减值计提有望同比下降。

在 21 年全年日均股基交易额 9158 亿元、日均两融余额 1.59 万亿元的中性假设下，预测行业全年净利润 1818 亿元，同比增长 15.4%。

投资建议与标的：

目前行业估值处于历史偏低位置，业绩有望继续获得不错增长，未来国际板推出、注册制全面推进以及 T+0 等政策也可期待，长期看好行业。

个股方面，建议关注三条主线：1) 市场份额不断提升，受益财富管理大发展，管理层更迭布局第三增长曲线的东方财富；2) 估值较低，受益各项增量业务大发展的大型综合性券商国泰君安、海通证券、华泰证券；3) 公募基金产业链布局领先，业绩反转的兴业证券、广发证券。

风险提示

外围市场大幅波动，海外分部经营风险，北上资金大幅净流出，权益市场大幅下跌，券商股票质押业务风险，衍生品风控不足，创投子公司参与项目的连带责任，交易量大幅萎缩，资本市场改革低于预期。

正文目录

1. 市场回顾：经营环境持续向好.....	6
1.1. 二级市场：20 年股市整体上涨债市波动，21Q1 股市大幅波动债市波动上行.....	6
1.2. 一级市场：20 年 IPO 大增，21Q1 再融资大增推动股权融资分别+42%、+21%.....	9
2. 整体业绩回顾：20、21Q1 业绩均大幅增长.....	10
2.1. 上市券商归母净利 20/21Q1 分别同比+39%/+33%.....	10
2.2. 业绩归因分析：经纪、利息、自营及减值是业绩变动关键.....	11
2.3. 业绩分化加大，集中度提升明显.....	12
2.4. 传统轻资产业务收入占比提升.....	14
3. 分项业务分析.....	16
3.1. 经纪业务：佣金率继续下滑，财富管理业务暴增，机构席租占比提升.....	16
3.2. 投行业务：注册制下行业集中度进一步提升.....	19
3.3. 资管向主动管理转型，规模下滑收入提升；公募基金业务大幅增长.....	21
3.4. 客需衍生品业务增长助推证券自营继续扩表.....	23
3.5. 融券暴增两融大增，负债成本下降助推利息净收入提升.....	27
3.6. 20 年减值计提创历史新高，21 年减值计提同比大幅下降.....	29
4. 盈利预测与投资建议.....	31
4.1. 盈利预测：中性假设下 2021 年归母净利增速超 15%.....	31
4.2. 投资建议.....	34
4.3. 风险提示.....	34

图表目录

图 1 20 年以来上证综指、创业板指数表现.....	6
图 2 20 年至 21Q1 中证全债行情表现.....	7
图 3 19 年至 21Q1 季度日均股基交易额.....	7
图 4 20 年两融余额持续提升，21Q1 维持在超过 1.65 万亿元的高水平.....	8
图 5 20 年北上资金波动中整体净流入，21Q1 北上资金净流入.....	8
图 6 20、21Q1 股权融资分别同比+42%、+21%.....	9
图 7 20、21Q1 IPO 规模分别同比+86%、-3%.....	9
图 8 20、21Q1 核心债融资分别同比+25%、+22%.....	9
图 9 20 公司债大增 32%，21Q1 ABS 大增 52%.....	9
图 10 2013 年以来上市券商业绩表现.....	10
图 11 18 年以来 ROE 持续提升.....	11
图 12 杠杆率温和提升.....	11
图 13 12 年至今 40 家上市券商营收集中度.....	13
图 14 12 年至今 40 家上市券商归母净利集中度.....	13
图 15 12 年至今 40 家上市券商经纪净收入集中度.....	13
图 16 12 年至今 40 家上市券商资管净收入集中度.....	13
图 17 12 年至今 40 家上市券商投行净收入集中度.....	13
图 18 12 年至今 40 家上市券商证券自营净收入集中度.....	13
图 19 12 年至今 40 家上市券商利息净收入集中度.....	14
图 20 20/21Q1 上市券商营收及增速（按 21Q1 营收排序）.....	14
图 21 上市券商 13 年以来收入结构.....	15
图 22 上市券商 2012 年以来经纪业务净收入、占比及同比增速.....	17
图 23 代买卖佣金率继续在下滑.....	17

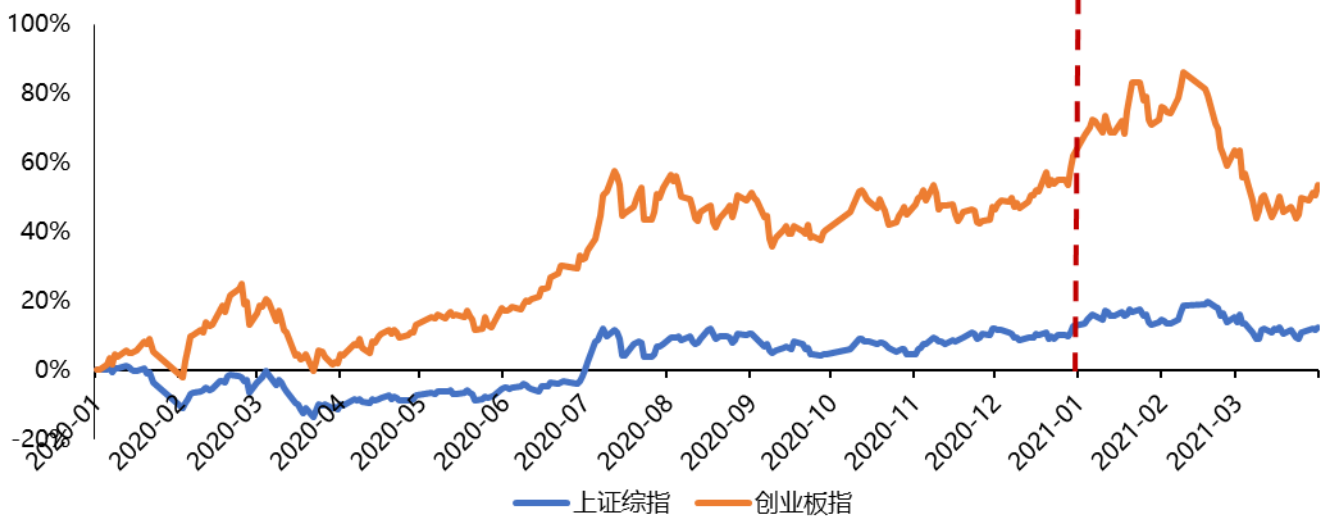
图 24	代销金融产品收入占经纪业务净收入比例大增	18
图 25	各家上市券商经纪业务收入及增速	18
图 26	注册制推广证券承销与保荐业务净收入持续增长	20
图 27	20 年/21Q1 上市券商投行业务净收入（按 21Q1 排序）	20
图 28	上市券商投行业务净收入集中度提升	21
图 29	19 年以来券商行业资管业务收入实现正增长（协会口径，不含公募基金）	22
图 30	券商资管业务规模继续下降，管理费继续提升	22
图 31	上市券商自营投资收益及同比	24
图 32	上市券商自营投资规模	24
图 33	场外衍生品名义本金余额实现翻倍增长	25
图 34	上市券商自营投资收益率	25
图 35	2020 年各家上市券商证券自营综合投资收益及收益率	26
图 36	2020 年各家上市券商证券自营资产配置情况	26
图 37	2020 年各家上市券商证券自营各类资产占比	27
图 38	上市券商利息净收入及同比	28
图 39	2010 年以来融资及融券日均余额	28
图 40	融出资金/买入返售业务规模及利率	29
图 41	券商主动负债规模及成本	29
图 42	券商减值损失及占营收/归母净利比例	30
图 43	2020 年各家上市券商减值损失及占营收/归母净利比例	30
图 44	2020 年减值损失计提较多的券商减值来源	31
图 45	部分减值较高券商抵押物/账面价值比例	31
表 1	20 年上市券商收入贡献分析（单位：亿元）	12
表 2	21Q1 上市券商收入贡献分析（单位：亿元）	12
表 3	各家上市券商 20 年收入结构（按经纪收入占比由高到低排序）	15
表 4	各家上市券商经纪业务分项收入、占比及增速（按代销金融产品收入排序）	19
表 5	科创板与创业板市场集中度提升	21
表 6	上市券商资产管理、基金管理业务收入、同比及基金占比	23
表 7	关键假设	32
表 8	盈利预测	33
表 9	敏感性分析（单位：亿元）	34

1. 市场回顾：经营环境持续向好

1.1. 二级市场：20 年股市整体上涨债市波动，21Q1 股市大幅波动债市波动上行

2020 年尽管受新冠肺炎疫情影响，但股票市场全年来看维持了升势，特别是各行业龙头公司涨幅显著。其中一季度市场大幅波动，二季度平稳上行后急剧上行至第三季度的 7 月中旬，四季度震荡。创业板表现优于主板，全年上证综指、创业板指分别上涨 13%、62%。2021Q1 市场经历了先上升后快速回调的倒 V 形，整体下调，创业板调整幅度大于主板。整体 2021Q1 上证综指、创业板指分别下跌 2%、10%。

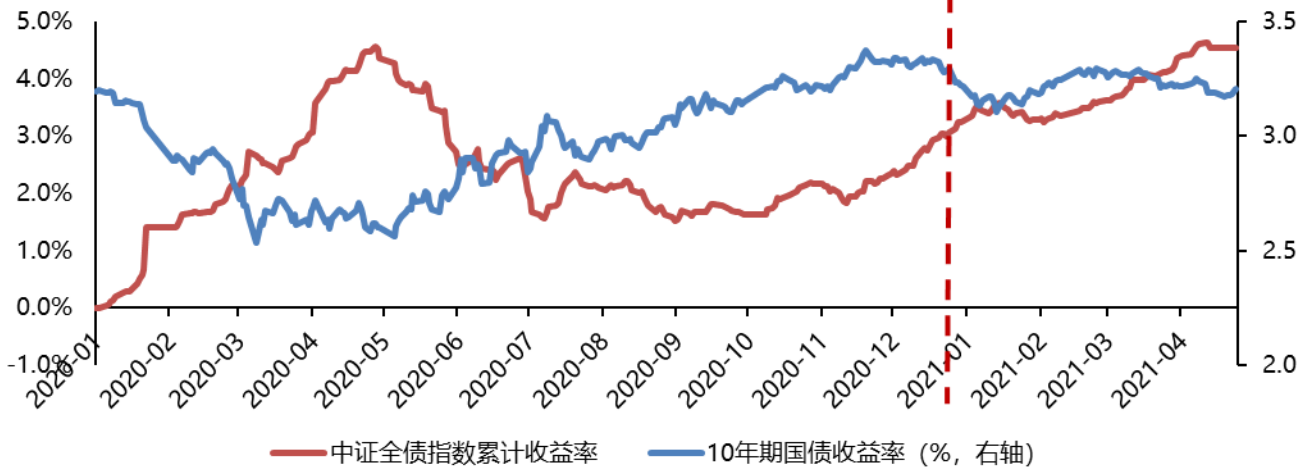
图 1 20 年以来上证综指、创业板指数表现



资料来源：Wind，华西证券研究所

债市方面，2020 年市场流动性先松后紧。受新冠疫情影响，1 月至 3 月初十年期国债收益率呈下行态势，从 3.20% 下降至 2.53%，之后至 5 月初均在 2.66% 附近波动，5 月后流动性持续收紧，十年期国债收益率上升至 11 月末的 3.37%。中证全债指数 2020 年 1 至 5 月持续上行，之后伴随流动性收紧指数快速下调至 7 月，此后震荡至 11 月，2020 年全年中证全债累计收益率+3.27%。2021Q1，10 年期国债收益率在 3.22% 附近波动，中证全债涨幅 0.97%（年化 3.94%）。

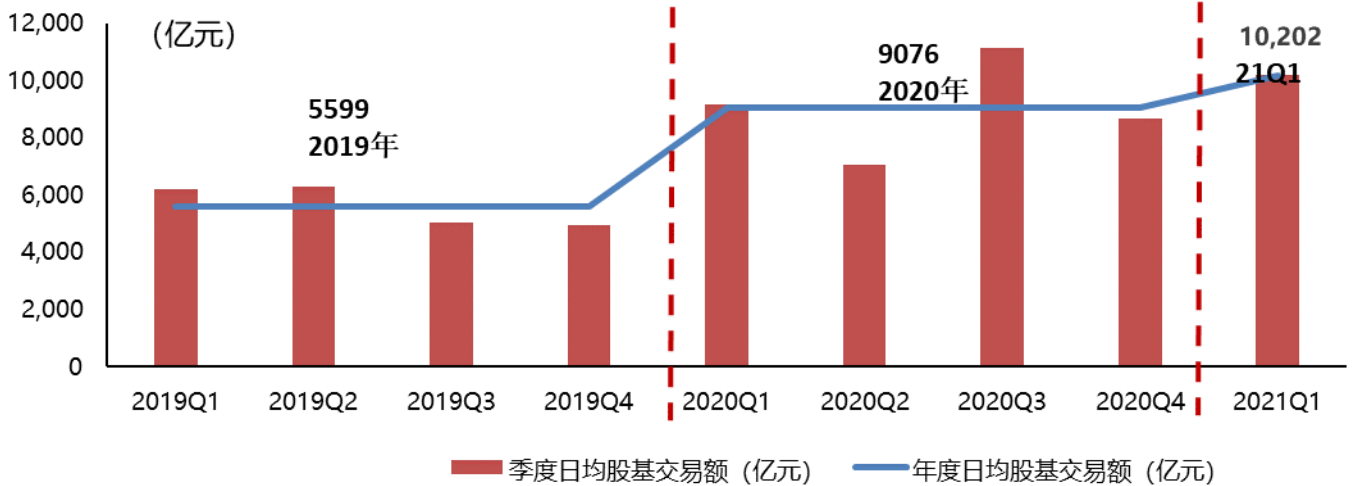
图 2 20 年至 21Q1 中证全债行情表现



资料来源：Wind，华西证券研究所

2020 年交投活跃度同比提升，日均股基成交额 9076 亿元，较 2019 年的 5599 亿元同比增 47%。2021Q1 交投活跃度继续提升，日均股基成交额 10202 亿元，较 20Q1 的 9161 亿元同比增 11%。

图 3 19 年至 21Q1 季度日均股基交易额

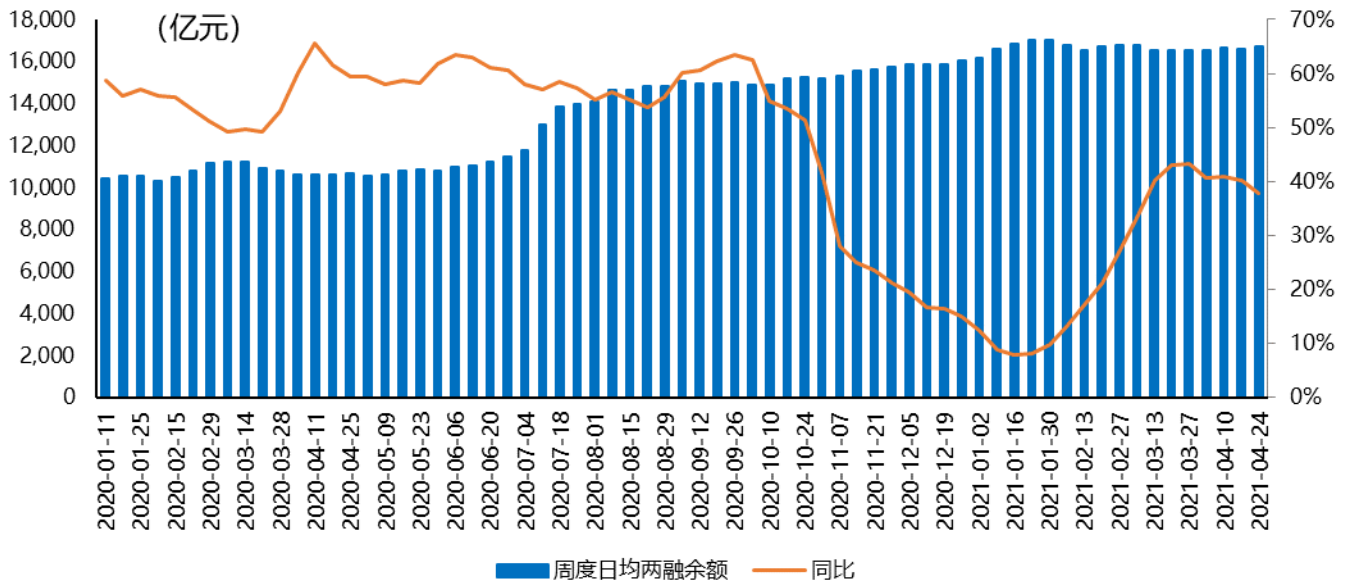


资料来源：Wind，华西证券研究所

2020 年两融余额大幅提升。上半年始终维持在 1 万亿元以上的高位，同比增约 60%，7 月两融余额快速提升至 1.4 万亿元左右，之后缓慢抬升至 1.7 万亿元。2021Q1 两融余额略有回落但维持在超过 1.65 万亿元的高水平。

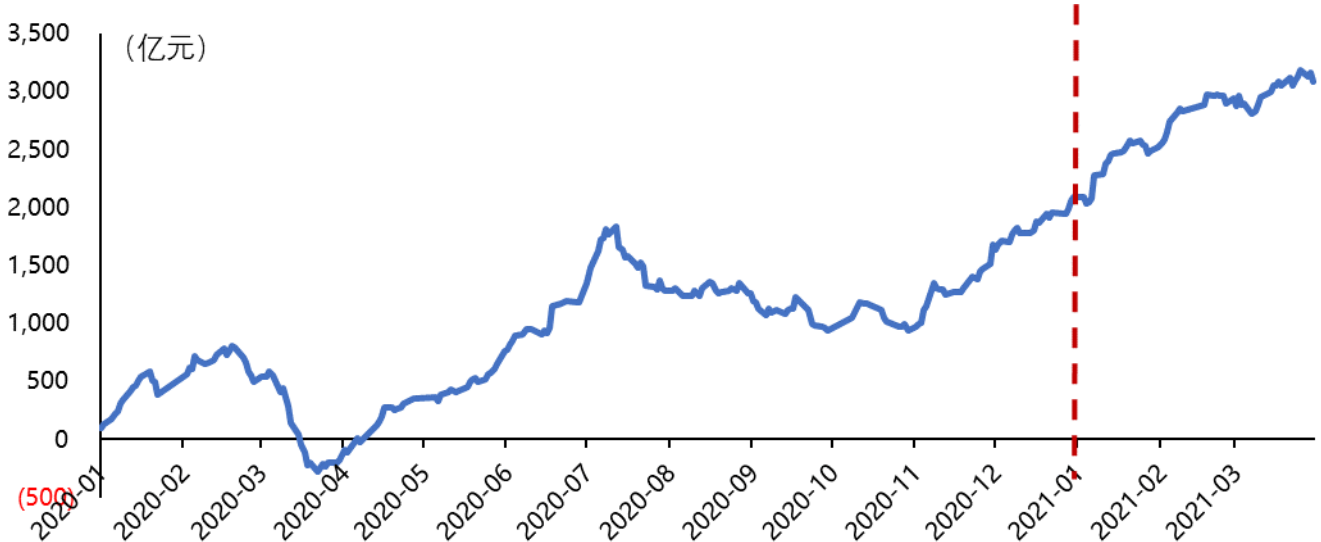
2020 年北上资金震荡中整体净流入近 2000 亿元，一季度先净流入后急速流出，3 月下旬 7 月上旬保持较高净流入增速，之后持续流出至 10 月末。2021Q1 延续 2020 年 11 月以来的流入趋势，一季度整体净流入约 1000 亿元。

图 4 20 年两融余额持续提升，21Q1 维持在超过 1.65 万亿元的高水平



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 5 20 年北上资金波动中整体净流入，21Q1 北上资金净流入



资料来源: wind, 华西证券研究所

1.2. 一级市场：20 年 IPO 大增，21Q1 再融资大增推动股权融资 分别+42%、+21%

20 年、21Q1 股权融资规模分别同比增 42%、21%。20 年股权融资规模 13554 亿元，同比增 42%，其中 IPO、再融资规模分别为 4700 亿元、8341 亿元，分别同比增 86%、21%，受益注册制推广至创业板 IPO 规模大增。21Q1 股权融资规模同比+21%，其中 IPO、再融资分别同比-3%、+36%，再融资接棒 IPO 推动股权融资增长。

20 年、21Q1 核心债融资分别同比+25%、+22%，20 年公司债融资额同比大增，21Q1ABS 融资额大增。新《债券法》的施行使得公司债正式迈入注册制阶段，公司债融资规模同比大增，20 年公司债融资规模达到 3.37 万亿元，同比增 32%，21Q1 的公司债融资额 8454 亿元，同比增 4%。20 年 ABS 融资规模达到 2.89 万亿元，同比增 22%，21Q1 的 ABS 融资规模达到 6441 亿元，同比增 52%。

图 6 20 年、21Q1 股权融资分别同比+42%、+21%

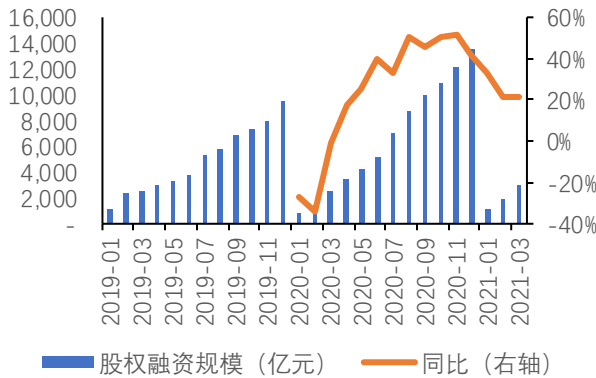
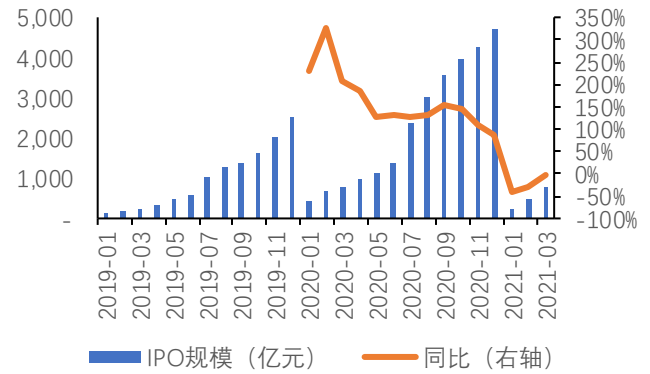


图 7 20 年、21Q1 IPO 规模分别同比+86%、-3%



资料来源：Wind，华西证券研究所

资料来源：Wind，华西证券研究所

图 8 20 年、21Q1 核心债融资分别同比+25%、+22%

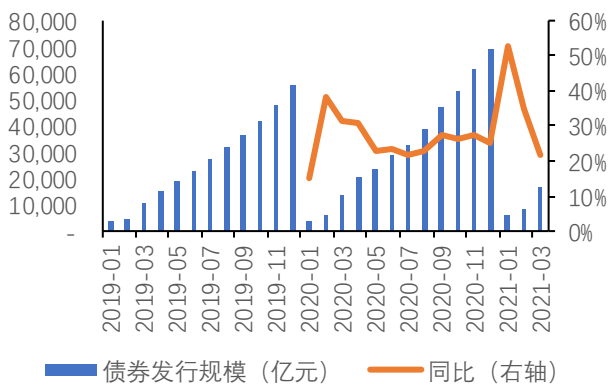
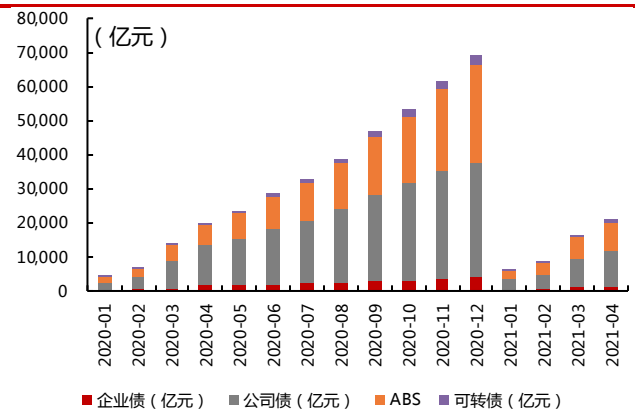


图 9 20 年公司债大增 32%，21Q1ABS 大增 52%



资料来源：Wind，华西证券研究所

资料来源：Wind，华西证券研究所

2. 整体业绩回顾：20 年、21Q1 业绩均大幅增长

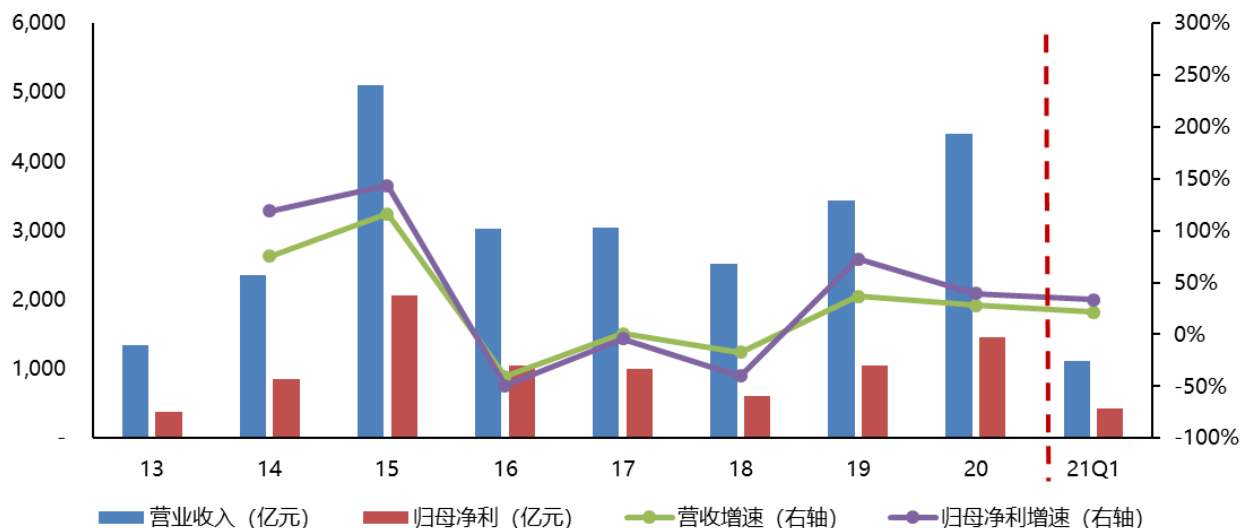
样本选取：本文选取样本为 A 股上市的 40 家证券公司，不包括华创安阳、东方财富等集团上市券商。

数据处理：近年来多家券商设置商品贸易子公司，由于此项业务的记账方式与传统业务采取净收入记账方式不同，表现出收入数额大、支出数额大的特点，原始数据会扭曲我们关于收入的分析，因此以下分析中我们在营业收入、营业支出中均做先扣除商品贸易支出的处理。

2.1. 上市券商归母净利 20 年/21Q1 分别同比+39%/+33%

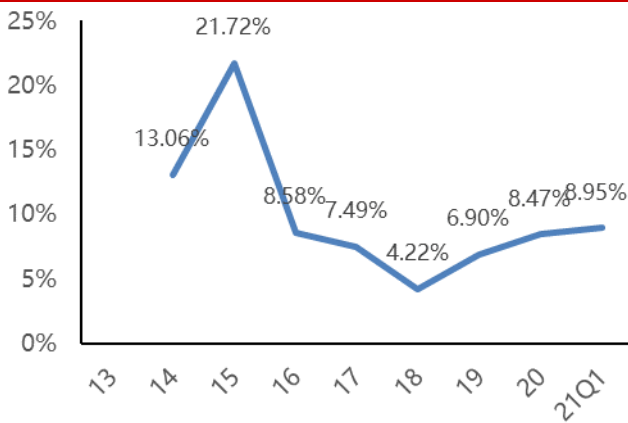
从整体业绩情况来看，20 年/21Q1 上市券商业绩均大幅提升。20 年/21Q1 上市券商分别实现收入 4404/1116 亿元，同比+28%/21%，实现归母净利润 1456/422 亿元，同比+39%/33%。与此同时，上市券商 ROE 持续提升，整体 20 年/21Q1 的 ROE 为 8.47%/8.95%（年化），分别同比提升 1.57/0.25pct。ROE 的提升主要由杠杆率稳步提升带来，19 年/20 年/21Q1 上市券商的主动杠杆率分别为 3.56/3.83/3.92。

图 10 2013 年以来上市券商业绩表现



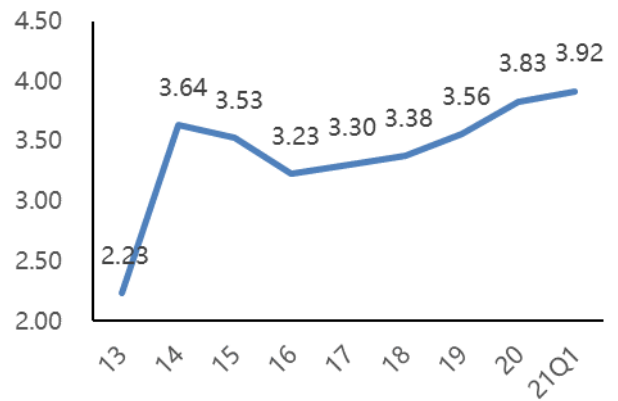
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 11 18 年以来 ROE 持续提升



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 12 杠杆率温和提升



资料来源: Wind, 华西证券研究所

2.2. 业绩归因分析: 经纪、利息、自营及减值是业绩变动关键

20 年上市券商总收入 4404 亿元, 同比增长 28%, 受 2020 年债券市场大幅波动拖累, 自营业务收入贡献为负。受益较好的交投活跃、两融余额增加、投行业务融资额增加, 其余业务板块对增长均为正贡献。利息收入贡献最大, 贡献收入增长的 43%, 其次为经纪业务, 贡献收入增长的 39%, 投行业务贡献 17%, 资管业务贡献 8%, 联营与合营企业投资、商品贸易则分别贡献 4%、0%。由于管理费用支出相对刚性, 归母净利增速 39%, 高于收入增速。

21Q1 上市券商总收入 1116 亿元, 同比增长 21%, 受益交投活跃进一步提升、再融资等推动的投行业务增长、较好的债券市场表现, 所有业务板块对增长均为正贡献, 幅度来看, 自营业务、经纪业务正向贡献分别为 27%、20%, 投行、资管、利息收入的正向贡献分别为 16%、15%、14%, 联营与合营企业投资、商品贸易则分别贡献 4%、3%。21Q1 上市券商减值损失 14 亿元, 同比降低 66%, 导致归母净利增长 33%, 增长幅度大于收入增长幅度。

目前对联营与合营企业的投资收益以及商品贸易收入利润占比还较低, 下文分析中将其并入“其他”项处理, 不再单列。

表 1 20 年上市券商收入贡献分析 (单位: 亿元)

	19	20	同比	收入贡献	收入结构
经纪业务	691.5	1,068.8	54.6%	39%	24%
投行业务	416.4	580.4	39.4%	17%	13%
资管业务	314.4	389.2	23.8%	8%	9%
自营业务	1,611.8	1,455.3	-9.7%	-16%	33%
利息收入	116.2	533.9	359.5%	43%	12%
股权	88.5	122.6	38.6%	4%	3%
大宗	31.2	28.5	-8.6%	0%	1%
其他	170.5	225.2	32.1%	6%	5%
收入合计	3,440.5	4,404.0	28.0%	100%	100%
营业税金及	23.2	31.2	34.3%		
管理费用	1,645.8	2,083.9	26.6%		
减值损失	192.6	330.8	71.7%		
其他	170.5	225.2	32.1%		
营业支出	1,892.6	2,473.6	30.7%		
营业利润	1,390.4	1,930.3	38.8%		
净利润	1,076.5	1,504.9	39.8%		
归母净利润	1,044.3	1,455.7	39.4%		
管理费用率	47.8%	47.3%			
利润率	31.3%	34.2%			

资料来源: Wind, 华西证券研究所

注 1: 营业收入与营业支出均为调整其他业务支出后的;

 注 2: 收入贡献 = (20 年分项业务收入 - 19 年分项业务收入) /
 (20 年营业收入 - 19 年营业收入)

注 3: 股权指“对联营与合营企业的投资收益”;

大宗指“商品贸易净收入”

表 2 21Q1 上市券商收入贡献分析 (单位: 亿元)

	20Q1	21Q1	同比	收入贡献	收入结构
经纪业务	273.6	313.6	14.6%	20%	28%
投行业务	89.2	120.6	35.2%	16%	11%
资管业务	84.8	114.5	35.0%	15%	10%
自营业务	273.2	326.3	19.4%	27%	29%
利息收入	115.9	143.8	24.1%	14%	13%
股权	18.1	25.5	41.1%	4%	2%
大宗	6.0	11.6	94.3%	3%	1%
其他	57.8	59.9	3.7%	1%	5%
收入合计	918.5	1,115.9	21.5%	100%	100%
营业税金及附加	6.8	8.0	17.3%		
管理费用	390.1	543.6	39.3%		
减值损失	40.6	13.8	-66.0%		
其他	57.8	59.9	3.7%		
营业支出	453.8	570.8	25.8%		
营业利润	417.1	545.1	30.7%		
净利润	321.4	437.1	36.0%		
归母净利润	316.8	422.3	33.3%		
管理费用率	42.5%	48.7%			
利润率	35.0%	39.2%			

Wind, 华西证券研究所

注 1: 营业收入与营业支出均为调整其他业务支出后的;

 注 2: 收入贡献 = (20Q1 分项业务收入 - 19Q1 年分项业务收入) /
 (20Q1 营业收入 - 20Q1 营业收入)

注 3: 股权指“对联营与合营企业的投资收益”;

大宗指“商品贸易净收入”

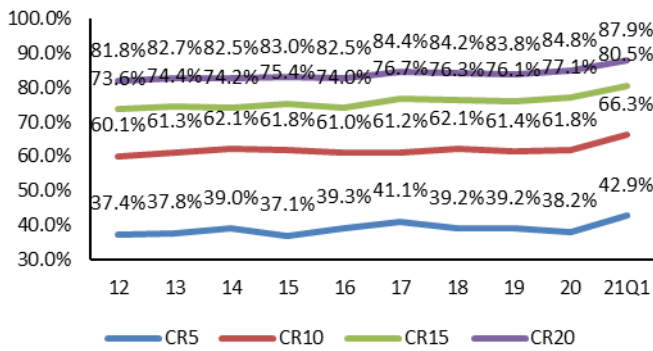
2.3. 业绩分化加大, 集中度提升明显

近年的诸多增量业务均存在头部集中趋势, 包括注册制下的投行业务, 融券业务与衍生品业务, 以及财富管理业务。因此在经历了 2019 年市场自营与经纪业务大增集中度抬升暂缓后, 20 年与 21Q1 业绩显示行业集中度提升趋势继续。

营收的 CR15 从 2019 年的 76.1% 提升至 2020 年的 77.1%, 并进一步提升至 21Q1 的 80.5%; CR20 从 2019 年的 83.8% 提升至 2020 年的 84.8%, 并进一步提升至 21Q1 的 87.9%。归母净利的 CR15 从 2019 年的 81.1% 下降至 2020 年的 80.5% (部分原因是 2020 年部分大型券商基于审慎原则计提更多减值), 后大幅提升至 21Q1 的 83.6%; CR20 从 2019 年的 87.3% 维持至 2020 年的 87.3%, 后大幅提升至 21Q1 的 90.0%。

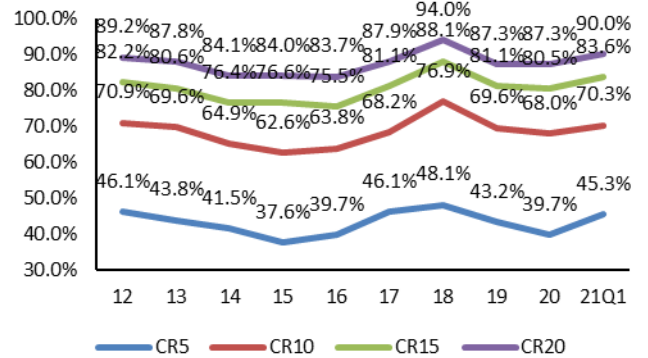
从各项业务集中度来看, 经纪、投行、资管与证券自营均体现了较强的集中度提升趋势。利息净收入近年集中度下降的原因是大型券商更多地扩表, 从而利息支出增加更多导致。

图 13 12 年至今 40 家上市券商营收集中度



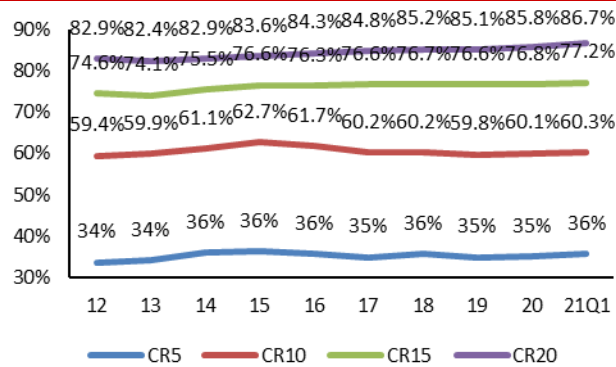
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 14 12 年至今 40 家上市券商归母净利集中度



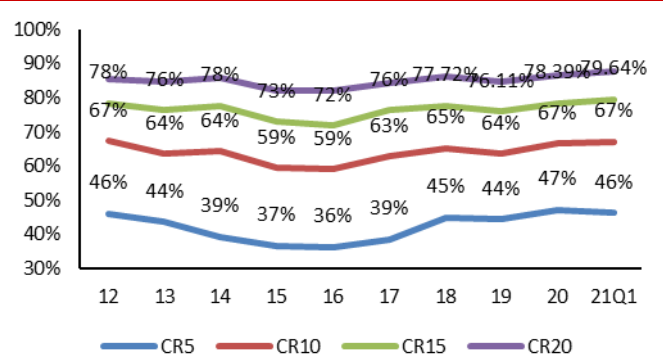
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 15 12 年至今 40 家上市券商经纪净收入集中度



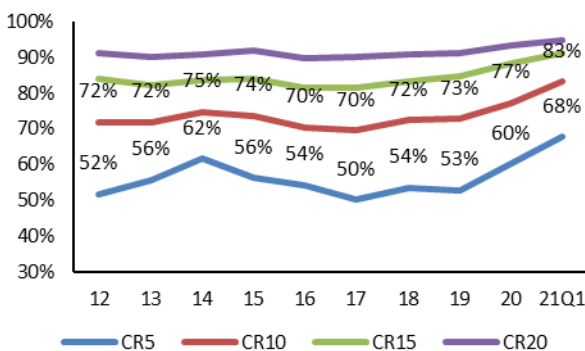
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 16 12 年至今 40 家上市券商资管净收入集中度



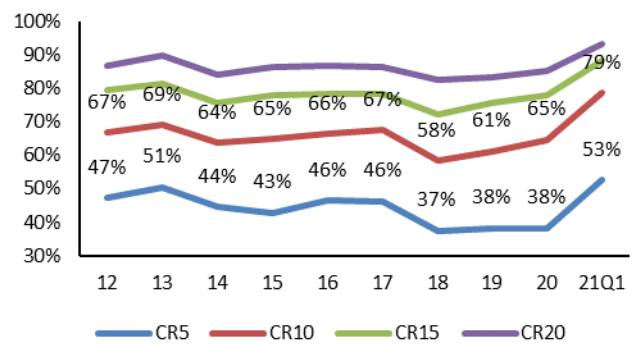
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 17 12 年至今 40 家上市券商投行净收入集中度



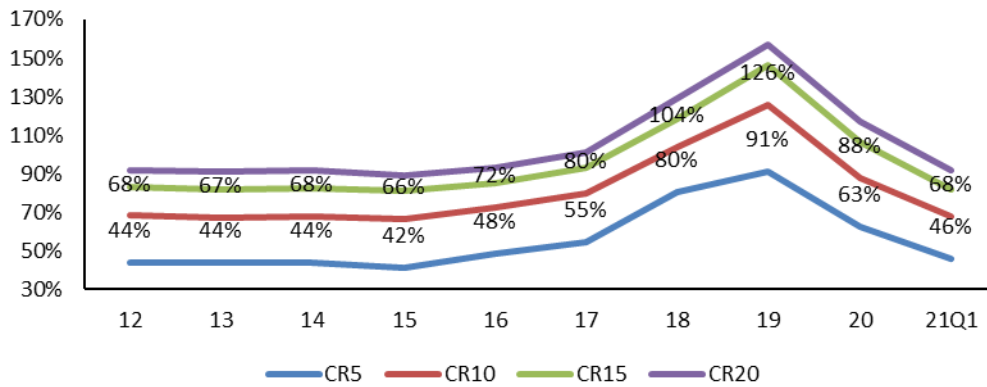
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 18 12 年至今 40 家上市券商证券自营净收入集中度



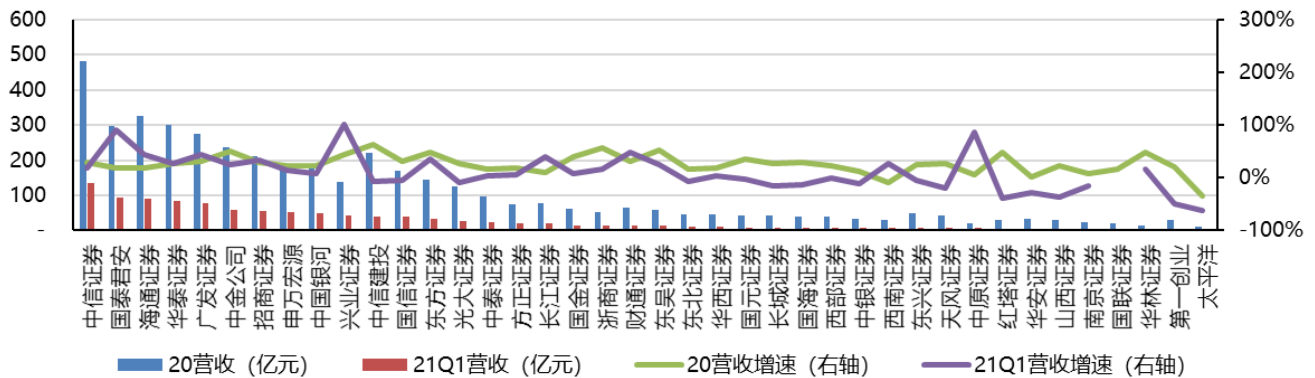
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 19 12 年至今 40 家上市券商利息净收入集中度



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 20 20 年/21Q1 上市券商营收及增速 (按 21Q1 营收排序)



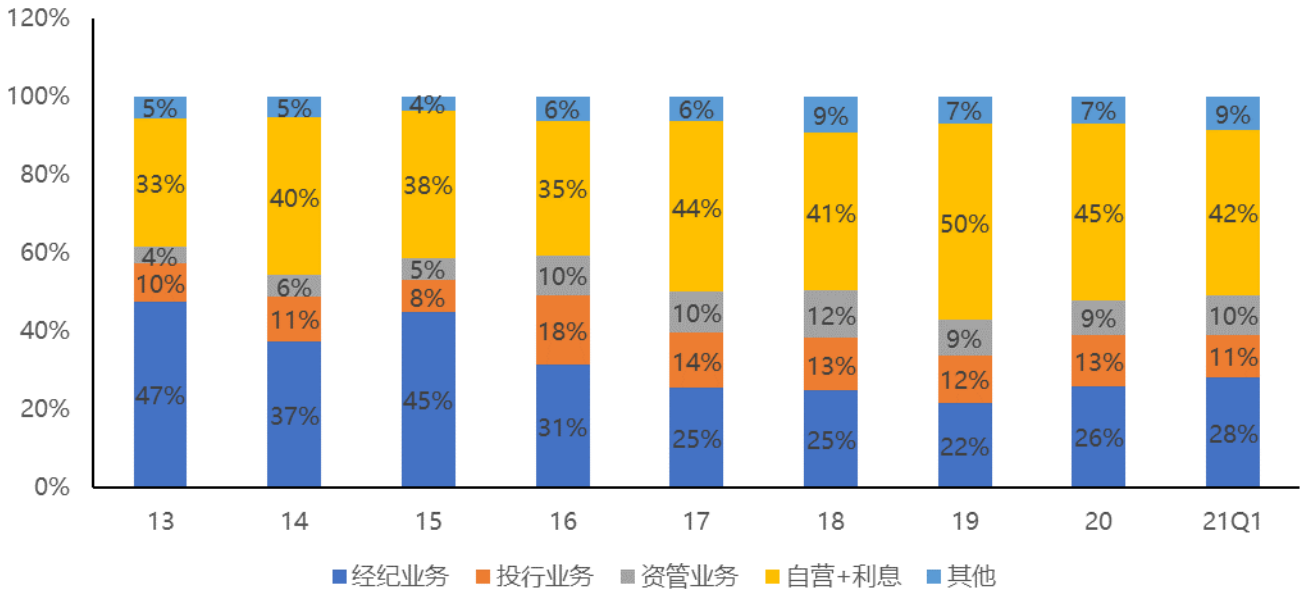
资料来源: Wind, 华西证券研究所

2.4. 传统轻资产业务收入占比提升

收入结构来看, 由于 20 年债券市场的震荡以及 21Q1 股票市场的震荡, 资金类业务收入占比下降, 传统中介类业务占比提升。20 年经纪、投行业务收入占比分别为 26%、13%, 同比升 4pct、1pct, 资金类业务收入 (自营与利息收入) 占比 45%, 同比降 5pct。21Q1 代销金融产品等经纪业务占比进一步提升至 28%, 资金类业务收入占比 42%, 较 20 年降 3pct。

各家上市券商收入结构分化较大, 20 年数据显示, 经纪业务收入占比最高的方正证券、太平洋为 55%、42%, 最低的红塔证券、第一创业只有 9%、13%; 投行业务收入占比最高的国金证券、东兴证券为 27%、27%, 最低的广发证券、华安证券分别只有 2%、5%; 资管业务收入占比最高的中银证券、广发证券为 25%、24%, 最低的西部证券、兴业证券分别只有 0.3%、1%。

图 21 上市券商 13 年以来收入结构



资料来源: Wind, 华西证券研究所

表 3 各家上市券商 20 年收入结构 (按经纪收入占比由高到低排序)

	经纪	投行	资管	自营	利息	股权投资	大宗	其他	营收合计
方正证券	55%	9%	3%	15%	13%	0%	0%	3%	100%
太平洋	42%	17%	11%	35%	-3%	-4%	0%	1%	100%
中原证券	42%	11%	3%	31%	2%	3%	2%	7%	100%
长江证券	40%	10%	4%	31%	10%	1%	0%	3%	100%
中国银河	39%	5%	3%	38%	13%	0%	0%	0%	100%
中泰证券	38%	11%	3%	32%	11%	1%	1%	3%	100%
国信证券	37%	11%	2%	30%	14%	3%	0%	2%	100%
华西证券	36%	10%	2%	37%	13%	0%	0%	1%	100%
招商证券	32%	10%	5%	40%	4%	5%	0%	4%	100%
华安证券	31%	5%	10%	42%	13%	-3%	0%	2%	100%
华林证券	30%	9%	3%	49%	4%	0%	0%	5%	100%
中银证券	30%	9%	25%	6%	26%	0%	0%	4%	100%
申万宏源	29%	7%	7%	51%	2%	2%	2%	1%	100%
光大证券	29%	16%	12%	25%	10%	1%	1%	7%	100%
国泰君安	28%	13%	5%	38%	12%	1%	0%	4%	100%
国联证券	28%	15%	4%	37%	15%	0%	0%	1%	100%
浙商证券	28%	20%	6%	28%	11%	0%	-1%	7%	100%
南京证券	28%	11%	2%	46%	9%	3%	0%	2%	100%
国金证券	27%	27%	2%	24%	15%	0%	0%	4%	100%
西部证券	27%	14%	0%	47%	5%	0%	0%	7%	100%
东吴证券	26%	19%	2%	44%	4%	2%	0%	3%	100%

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

长城证券	25%	11%	3%	38%	8%	12%	2%	1%	100%
西南证券	24%	8%	1%	55%	-2%	12%	0%	2%	100%
广发证券	24%	2%	24%	37%	3%	4%	0%	5%	100%
国元证券	23%	14%	2%	41%	14%	4%	0%	1%	100%
中信证券	23%	14%	17%	39%	3%	1%	1%	1%	100%
东北证券	23%	6%	3%	51%	3%	3%	-1%	12%	100%
中信建投	22%	26%	4%	45%	0%	0%	0%	2%	100%
华泰证券	21%	12%	10%	37%	5%	14%	1%	0%	100%
国海证券	21%	11%	9%	48%	0%	0%	1%	10%	100%
兴业证券	20%	10%	1%	42%	1%	0%	-2%	27%	100%
东兴证券	20%	27%	4%	52%	-5%	2%	0%	1%	100%
中金公司	19%	25%	5%	61%	-9%	0%	0%	0%	100%
天风证券	19%	24%	20%	44%	-15%	4%	1%	4%	100%
财通证券	18%	9%	18%	37%	7%	10%	0%	1%	100%
东方证券	18%	11%	17%	55%	-14%	8%	0%	5%	100%
山西证券	18%	22%	5%	52%	-2%	0%	0%	6%	100%
海通证券	16%	15%	10%	36%	13%	2%	4%	4%	100%
第一创业	13%	14%	22%	32%	4%	6%	1%	7%	100%
红塔证券	9%	5%	5%	89%	-11%	0%	1%	1%	100%
合计	26%	13%	9%	40%	5%	3%	1%	3%	100%

资料来源: Wind, 华西证券研究所

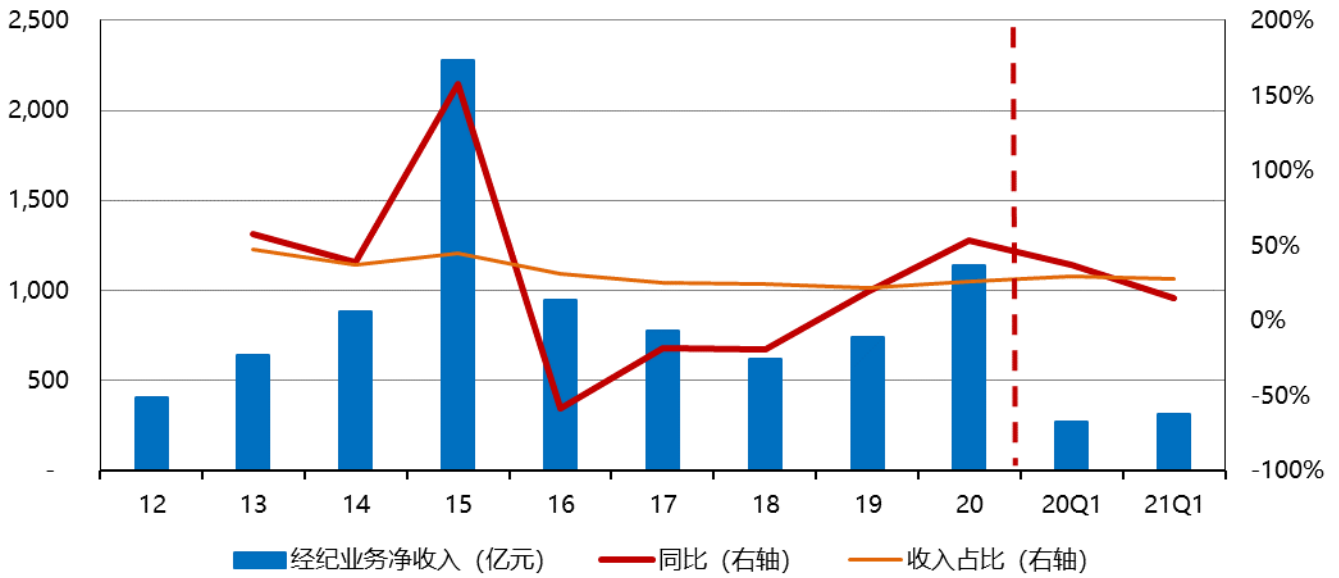
3. 分项业务分析

3.1. 经纪业务：佣金率继续下滑，财富管理业务暴增，机构席位占比提升

20 年/21Q1 上市券商经纪业务分别实现收入 1140/314 亿元，同比+54%/15%。行业佣金率仍处下滑通道，20 年行业佣金率为万 2.63，同比-8.6%；伴随公募基金业务大爆发，代销金融产品收入与机构席位租赁收入有较大增长，其中，行业代销金融产品实现爆发式增长，20 年 40 家上市券商代销金融产品收入 103 亿元，同比+162%，占经纪业务净收入的 9.0%，同比提升 3.7pct；机构席位租赁收入占比提升，2020 年机构席位收入 137 亿元，同比+68%，占经纪业务净收入比重 12.1%，同比提升 1.1pct。

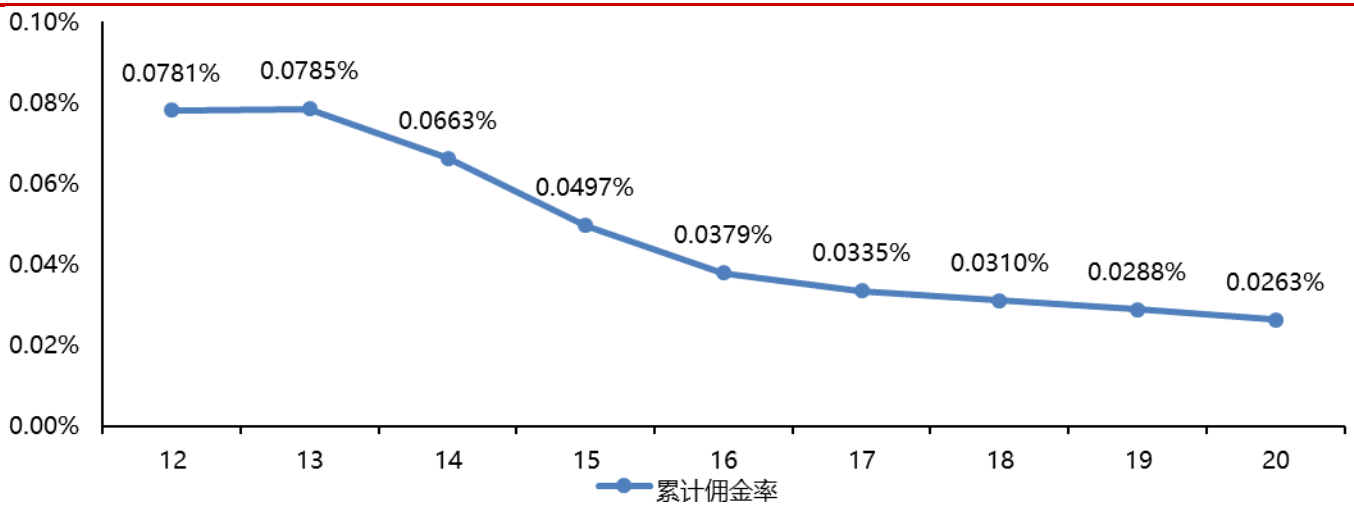
从各家上市券商的表现来看，大多数券商代销金融产品收入均实现翻倍高增长，且代销占经纪业务比重显著提升，其中中信、中金、兴业、东方、浙商占比超 15%，中信证券以 19.7 亿元（占比 17%）位居行业第一。机构席位租赁收入方面，新晋卖方研究业务的几家券商收入增速暴增。

图 22 上市券商 2012 年以来经纪业务净收入、占比及同比增速



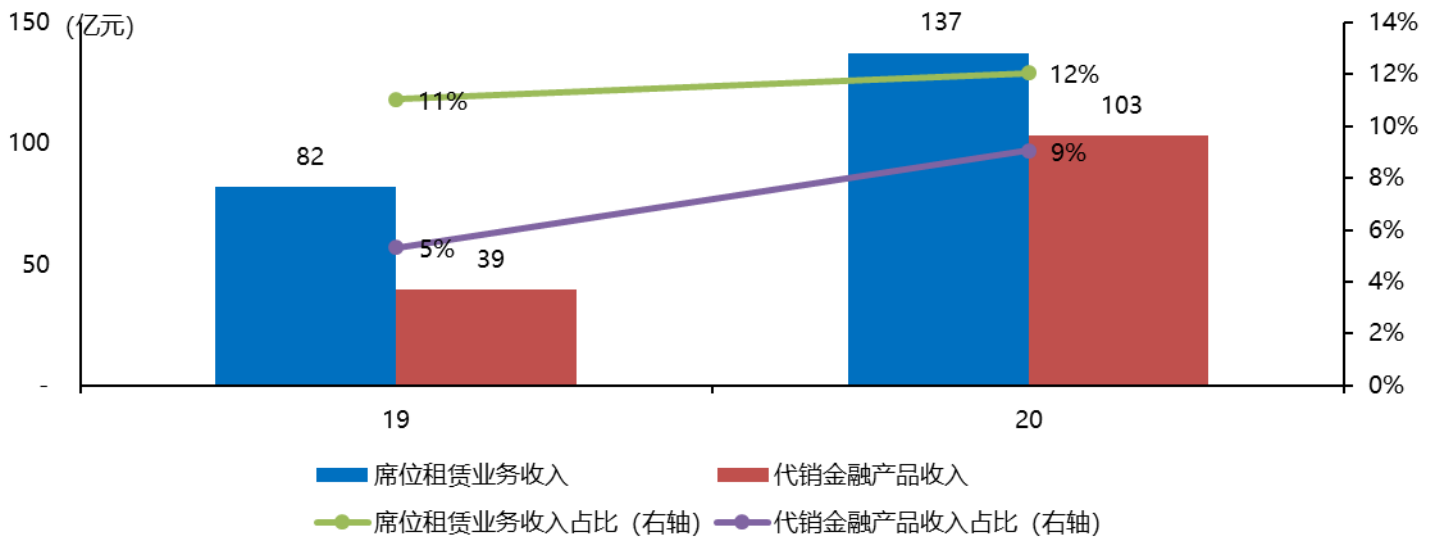
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 23 代买卖佣金率继续在下滑



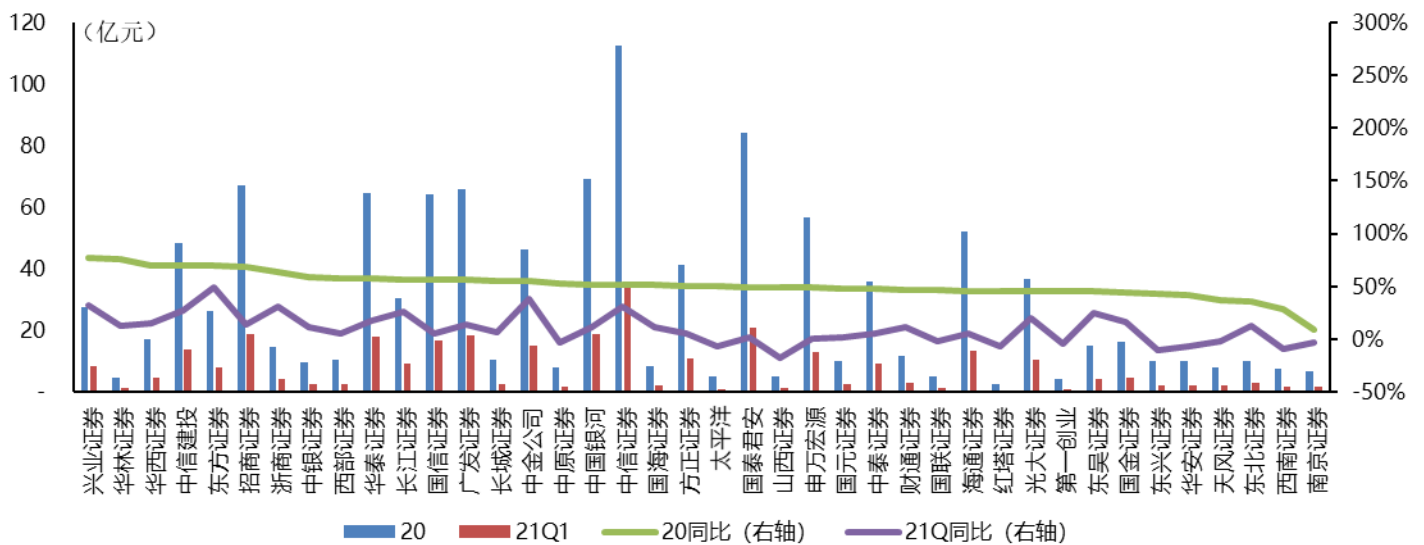
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 24 代销金融产品收入占经纪业务净收入比例大增



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 25 各家上市券商经纪业务收入及增速



资料来源：Wind，华西证券研究所

表4 各家上市券商经纪业务分项收入、占比及增速（按代销金融产品收入排序）

上市券商	收入（亿元）				占经纪业务净收入比重				同比			
	代理买卖 证券业务	交易单元 席位租赁	代销金融 产品业务	期货经纪 业务	代理买卖 证券业务	交易单元 席位租赁	代销金融 产品业务	期货经纪 业务	代理买卖 证券业务	交易单元 席位租赁	代销金融 产品业务	期货经纪 业务
中信证券	77.1	11.2	19.7	4.6	68%	10%	17%	4%	36%	78%	145%	37%
中金公司	32.0	5.5	7.8	0.8	69%	12%	17%	2%	48%	33%	126%	42%
国信证券	50.7	4.1	7.1	2.3	79%	6%	11%	4%	46%	74%	234%	44%
广发证券	47.2	8.4	5.9	4.2	72%	13%	9%	6%	45%	87%	223%	31%
招商证券	49.8	8.7	5.9	2.8	74%	13%	9%	4%	57%	93%	233%	46%
中信建投	31.8	7.4	5.4	3.8	66%	15%	11%	8%	51%	97%	276%	72%
华泰证券	48.0	7.5	5.0	4.1	74%	12%	8%	6%	47%	75%	188%	69%
兴业证券	13.9	7.8	4.6	1.6	50%	28%	16%	6%	67%	71%	175%	41%
国泰君安	67.7	7.4	4.4	4.8	80%	9%	5%	6%	47%	56%	235%	17%
中国银河	56.9	3.6	4.2	4.6	82%	5%	6%	7%	48%	78%	132%	45%
东方证券	10.9	6.5	3.9	4.9	42%	25%	15%	19%	46%	53%	265%	84%
光大证券	23.6	5.7	3.9	3.5	64%	16%	11%	9%	46%	49%	40%	43%
长江证券	16.5	9.5	3.0	1.5	54%	31%	10%	5%	45%	70%	179%	9%
方正证券	29.8	4.2	3.0	4.6	72%	10%	7%	11%	39%	76%	434%	42%
浙商证券	11.1	1.3	2.3	3.0	75%	9%	16%	20%	39%	270%	246%	76%
申万宏源	42.8	6.9	2.2	4.8	75%	12%	4%	9%	42%	63%	147%	84%
国金证券	11.5	2.3	2.0	0.7	70%	14%	12%	4%	38%	50%	81%	58%
中泰证券	27.3	4.9	1.6	2.3	76%	14%	4%	6%	38%	91%	128%	72%
财通证券	10.4	0.3	1.3	-	87%	3%	11%	0%	41%	23%	140%	-
海通证券	38.3	8.5	1.2	4.0	74%	16%	2%	8%	44%	53%	143%	35%
华西证券	13.8	1.8	1.0	0.5	81%	11%	6%	3%	46%	3861%	304%	47%
中银证券	7.1	1.1	0.9	0.5	74%	12%	9%	5%	49%	64%	230%	60%
长城证券	7.2	1.1	0.8	1.2	70%	11%	8%	11%	46%	35%	177%	100%
中原证券	6.5	-	0.5	0.9	82%	0%	7%	11%	42%	-18%	282%	92%
东北证券	7.0	2.0	0.5	0.7	69%	19%	5%	7%	38%	49%	255%	-26%
山西证券	4.7	0.1	0.5	-	89%	1%	9%	0%	45%	-37%	223%	53%
东兴证券	7.8	1.3	0.5	0.4	78%	13%	5%	4%	37%	50%	634%	37%
国元证券	8.4	0.4	0.5	0.8	83%	4%	4%	8%	38%	106%	553%	74%
太平洋	3.5	1.0	0.4	0.0	71%	20%	9%	0%	32%	154%	79%	117%
东吴证券	10.9	2.5	0.4	1.5	71%	17%	2%	10%	37%	58%	240%	68%
国海证券	5.5	0.4	0.4	2.0	66%	5%	4%	24%	41%	174%	240%	54%
国联证券	4.7	0.3	0.3	-	89%	5%	6%	0%	40%	95%	172%	-
西南证券	5.8	1.0	0.3	0.4	78%	13%	4%	5%	32%	3%	17%	76%
南京证券	5.0	0.0	0.2	1.3	76%	1%	4%	20%	34%	33%	116%	-39%
天风证券	2.7	4.4	0.2	0.6	34%	56%	3%	7%	4%	60%	154%	74%
西部证券	8.1	1.9	0.2	0.2	78%	18%	2%	2%	34%	270%	541%	1%
第一创业	3.5	0.5	0.2	0.1	83%	11%	5%	2%	39%	78%	133%	54%
华安证券	8.3	0.3	0.2	1.3	82%	3%	2%	13%	37%	124%	234%	52%
华林证券	4.2	0.1	0.2	-	94%	3%	4%	0%	76%	53%	123%	-
红塔证券	2.2	0.0	0.0	0.2	90%	2%	1%	7%	34%	41%	205%	15%
合计	823.9	141.8	102.2	75.4	72%	12%	9%	7%	45%	71%	170%	46%

资料来源：上市公司年报，华西证券研究所

3.2. 投行业务：注册制下行业集中度进一步提升

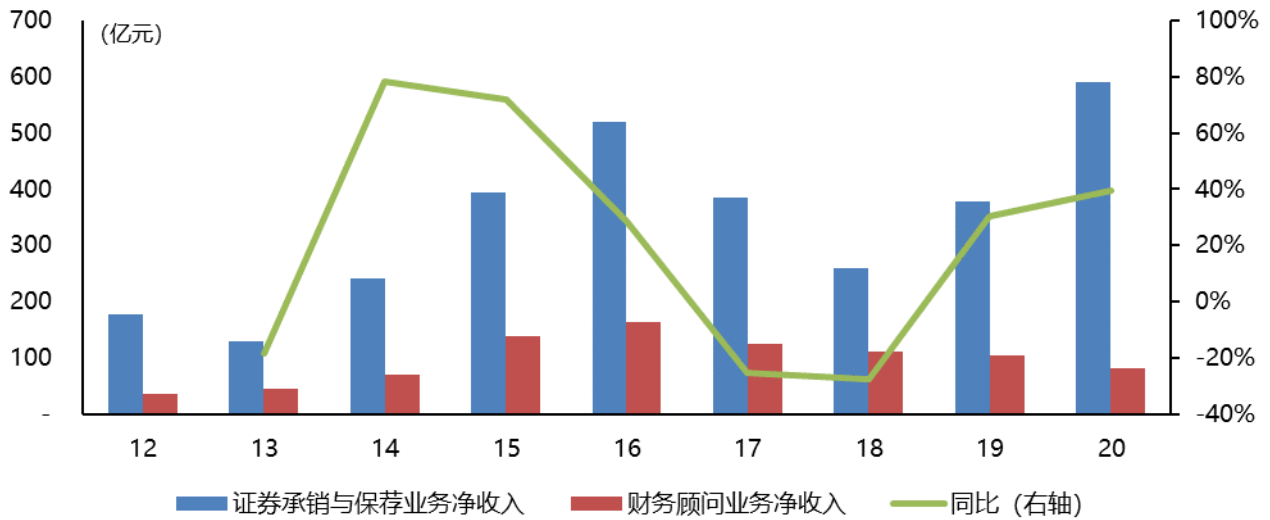
政策推动投行业务景气度持续提升，2020年注册制推广至创业板，IPO融资金额4700亿元，同比大增86%，21Q1再融资规模同比增36%。20年/21Q1上市券商投行业务收入580/121亿元，同比+39%/35%。

注册制下投行业务集中度提升明显，以上市券商投行业务净收入来看，CR5由2017年的50%持续提升至21Q1的68%，CR10由2017年的70%持续提升至21Q1的83%；科创板集中度进一步提升，创业板注册制后集中度较此前明显提升。科创板CR5由

2019年的47%提升至21Q1的62%，CR10由2019年的72%提升至21Q1的84%；创业板注册制前CR5/CR10分别为36%/58%，注册制后分别提升至49%/70%。

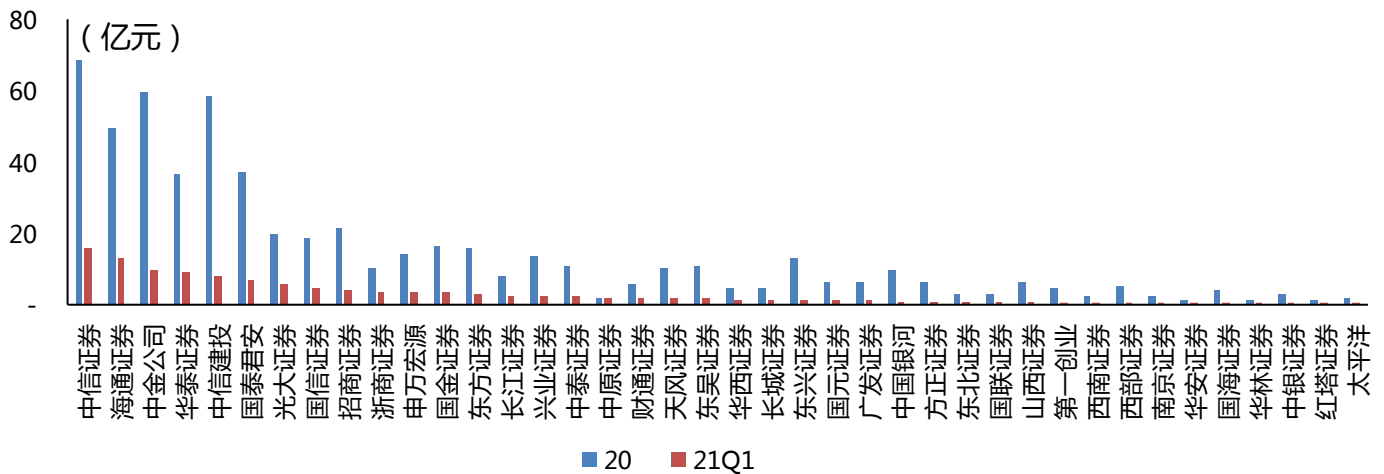
具体来看，2020年投行业务收入前三名为中信证券/中金公司/中信建投，收入增速分别为54%/40%/59%，2021Q1投行业务收入前三名为中信证券/海通证券/中金公司，收入增速分别为79%/77%/9%。

图 26 注册制推广证券承销与保荐业务净收入持续增长



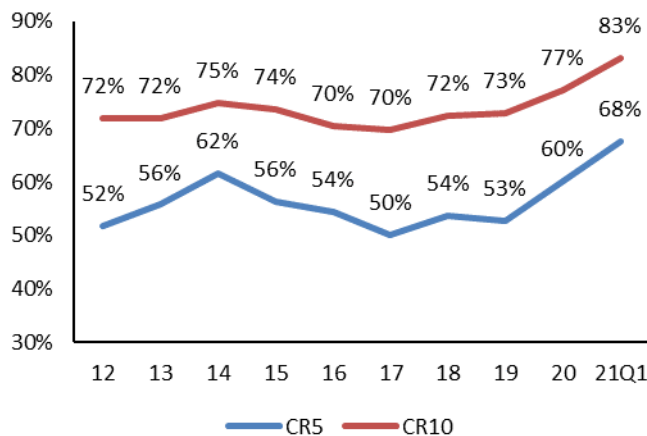
资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

图 27 20 年/21Q1 上市券商投行业务净收入 (按 21Q1 排序)



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 28 上市券商投行业务净收入集中度提升



资料来源: Wind, 华西证券研究所

表 5 科创板与创业板市场集中度提升

	2019科创板	2020科创板	2021科创板
CR5	47%	55%	62%
CR10	72%	74%	84%
	创业板注册制前 (2019.1-2020.8)		创业板注册制后 (2020.8-2021.4)
CR5	36%		49%
CR10	58%		70%

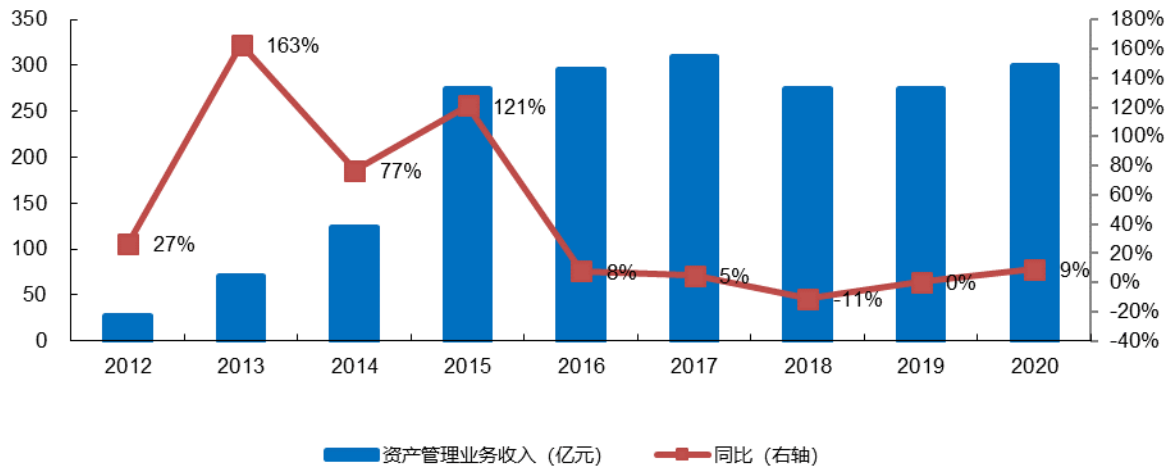
资料来源: Wind, 华西证券研究所

3.3. 资管向主动管理转型，规模下滑收入提升；公募基金业务大幅增长

券商资管规模继续下滑，但业绩同比增长。2020 年券商受托客户资产管理业务收入为 299.6 亿元，同比+9%。2018 年 4 月资管新规发布，要求主动压缩通道类资产管理规模，券商资产管理规模大幅下滑，20 年券商资产管理规模继续降低，2020 年底券商行业资管规模 10.5 亿元，同比-14%。但由于券商向主动管理转型，19 年起逆转收入下滑局面，2020 年实现收入增长。2020 年券商资管业务管理费用率为千分之 2.6，同比+26%。

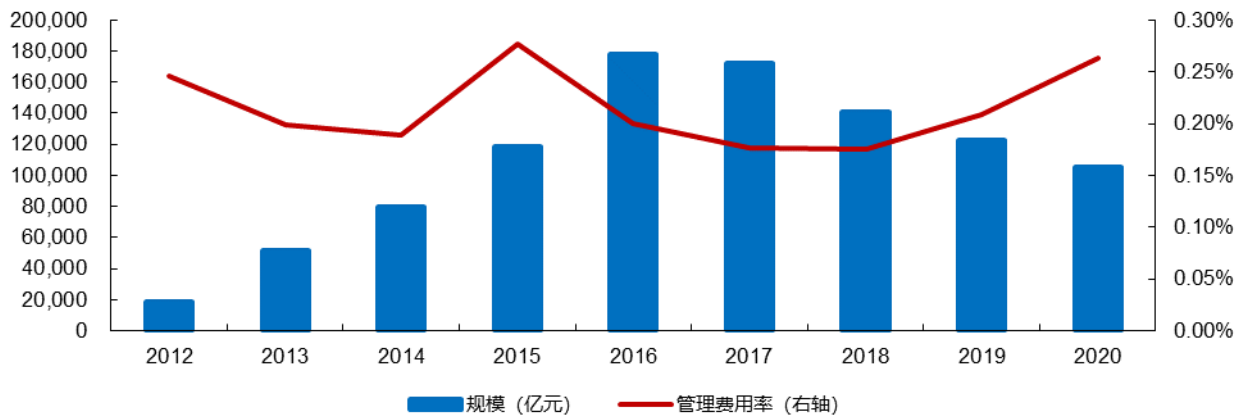
2020 年公募基金行业大爆发，券商旗下基金管理业务业绩增长明显。2020 年上市券商基金管理业务收入 213 亿元，同比+53%，基金管理收入规模已经接近资产管理业务收入。部分上市券商旗下公募基金业务布局领先，基金管理业务收入大幅增长助力整体业绩领先同业。2020 年券商基金管理业务收入最高三家为中信、广发、兴业，分别为 55 亿元/53 亿元/31 亿元，同比+36%/+103%/+97%。

图 29 19 年以来券商行业资管业务收入实现正增长（协会口径，不含公募基金）



资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

图 30 券商资管业务规模继续下降，管理费继续提升



资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

表6 上市券商资产管理、基金管理业务收入、同比及基金占比

上市券商	2020年		同比		基金占比	上市券商	2020年		同比		基金占比
	资产管理	基金管理	资产管理	基金管理			资产管理	基金管理	资产管理	基金管理	
中信证券	24.7	55.3	52%	36%	69%	山西证券	0.8	0.6	-14%	1%	45%
广发证券	12.7	53.3	-1%	103%	81%	国金证券	1.1	0.4	18%	28%	28%
兴业证券	1.4	31.4	-53%	97%	96%	华安证券	3.1	0.4	175%	66%	11%
海通证券	14.6	19.2	46%	37%	57%	南京证券	0.5	0.3	-33%	41%	35%
中金公司	11.4	14.2	51%	28%	56%	中泰证券	3.3	0.2	-15%	-50%	7%
光大证券	15.0	4.6	21%	-2%	24%	红塔证券	1.4	0.2	51%	33%	15%
申万宏源	8.1	4.6	-24%	102%	36%	天风证券	8.4	0.2	25%	7%	2%
东北证券	1.5	4.3	-6%	58%	74%	长城证券	1.1	0.1	-35%	-19%	11%
中信建投	8.9	4.1	12%	46%	31%	中原证券	0.5	0.1	-27%	-25%	22%
国海证券	3.4	3.6	14%	37%	51%	西南证券	0.3	0.1	-46%	-10%	22%
中银证券	5.0	3.2	3%	33%	39%	华西证券	1.1	0.1	33%	1%	4%
东方证券	24.7	2.8	37%	147%	10%	国元证券	0.8	0.0	-30%	-	2%
西部证券	0.1	2.4	-44%	5%	95%	财通证券	11.8	-	11%	-	0%
华泰证券	29.8	1.8	7%	-3%	6%	第一创业	6.9	-	-8%	-	0%
国泰君安	13.9	1.6	-9%	17%	10%	中国银河	5.9	-	-7%	-	0%
方正证券	2.6	1.2	-22%	66%	31%	浙商证券	3.4	-	27%	-	0%
东吴证券	1.4	0.8	-14%	-20%	36%	东兴证券	2.0	-	-43%	-	0%
国信证券	2.8	0.8	17%	50%	22%	太平洋	1.3	-	-11%	-	0%
长江证券	2.6	0.7	-25%	8%	22%	国联证券	0.7	-	10%	-	0%
招商证券	10.8	0.7	10%	3%	6%	华林证券	0.5	-	-39%	-	0%
						合计	195.2	210.4	11%	54%	46%

资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

3.4. 客需衍生品业务增长助推证券自营继续扩表

20年/21Q1上市券商自营业务收入为1763/326亿元，同比+12%/+24%。其中自营资产投入规模继续扩张，收益率稳定，客需衍生品业务增长是自营规模扩张的重要原因。

1) 自营资产规模来看，近年来上市券商自营资产投资规模持续提升，其中20年末上市券商自营资产投资规模达到4.00万亿元，同比+19%，自营资产与券商净资产比例达到208%。21Q1自营资产规模达到4.14万亿元，同比+24%，自营资产与券商净资产比例达到211%。客需衍生品业务增长是券商自营规模扩张的重要原因，场外衍生品名义本金余额来看，2020年底达到1.28万亿元，同比+129%，2021年3月底达到1.40万亿元，同比+102%。

中信证券、华泰证券、中金公司和国泰君安自营投资规模居前四位，而以自营资产与净资产的比值来看，中金公司、华林证券、中信证券和中信建投居前四位。

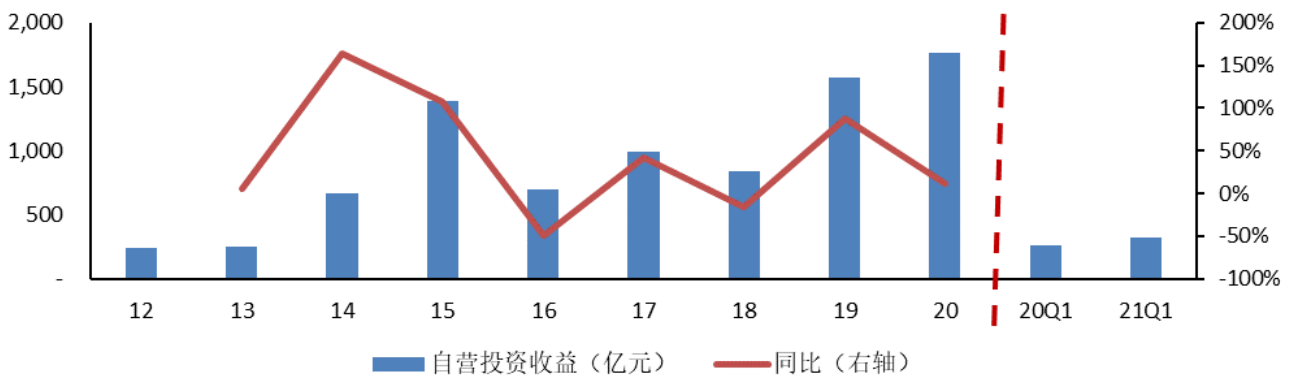
2) 自营投资收益率来看，20年上市券商的投资收益率达到5.40%，同比-8%，21Q1年上市券商的投资收益率为0.80%，同比+2%。

上市券商中红塔证券、华林证券、东北证券和兴业证券四家综合投资收益率居前四名。

3) 上市券商资产配置方面，2020年债券类资产占比最高为64%，其次为股票股权，占比14%。其中，股票或股权类占比最高的四家券商分别为中金、华林、中信与

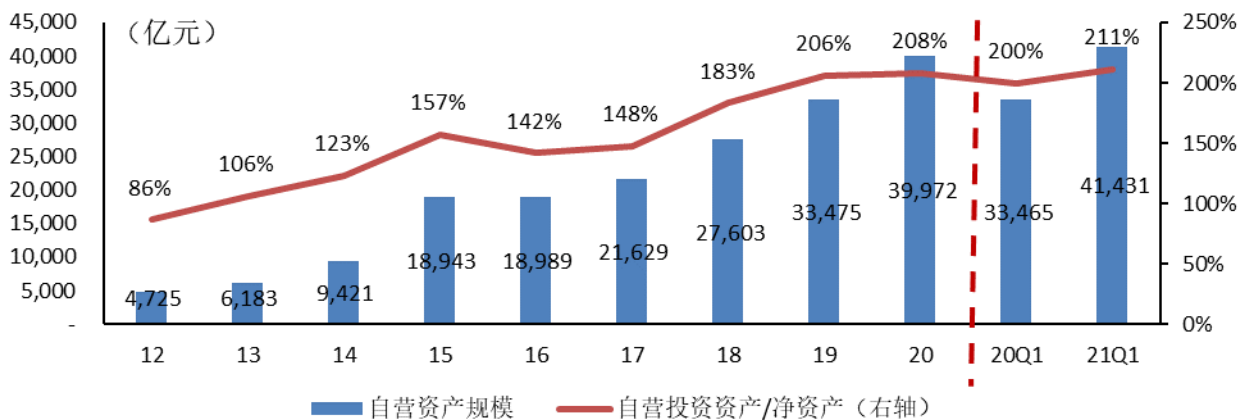
华泰，除了华林证券，其他三家均为大型券商，持仓股权类占比较高的原因一是客需衍生品业务规模较大相应对冲持仓较多，二是投行科创板跟投资金相对较多。

图 31 上市券商自营投资收益及同比



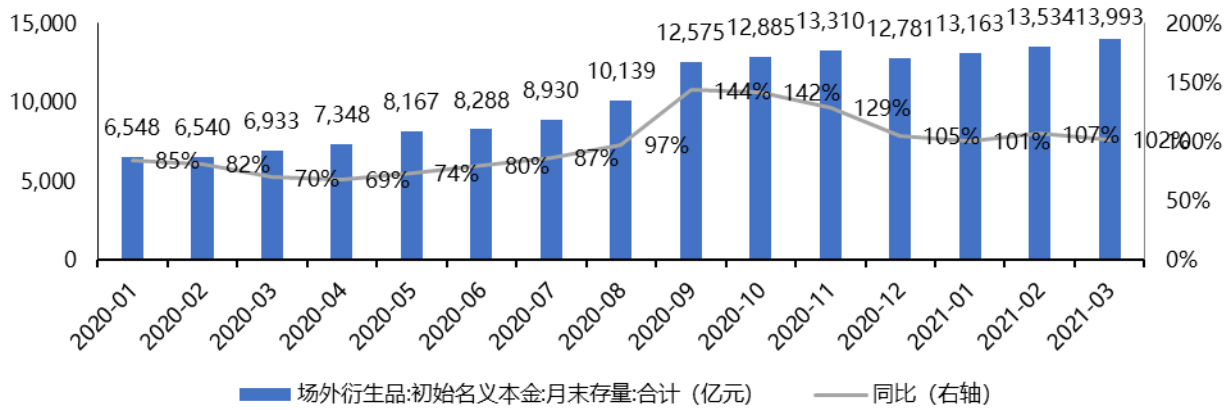
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 32 上市券商自营投资规模



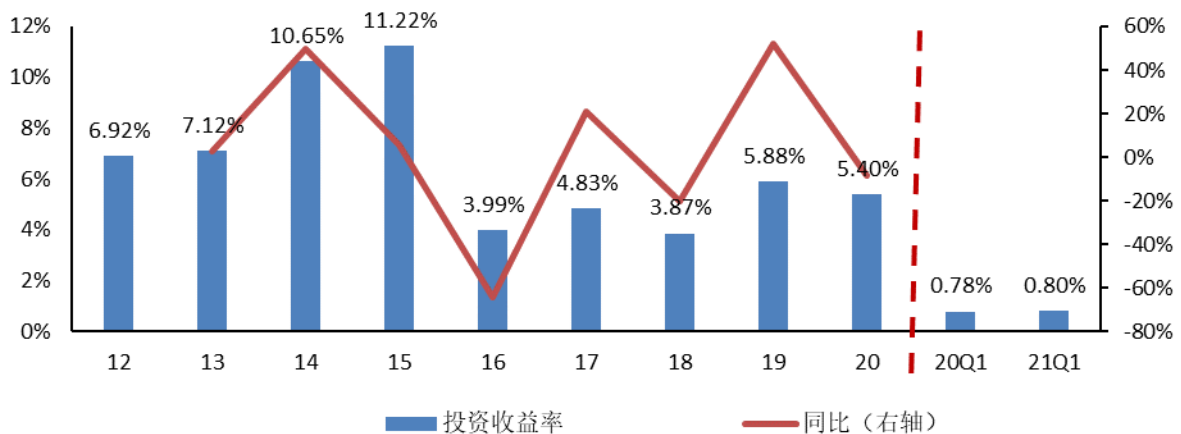
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 33 场外衍生品名义本金余额实现翻倍增长



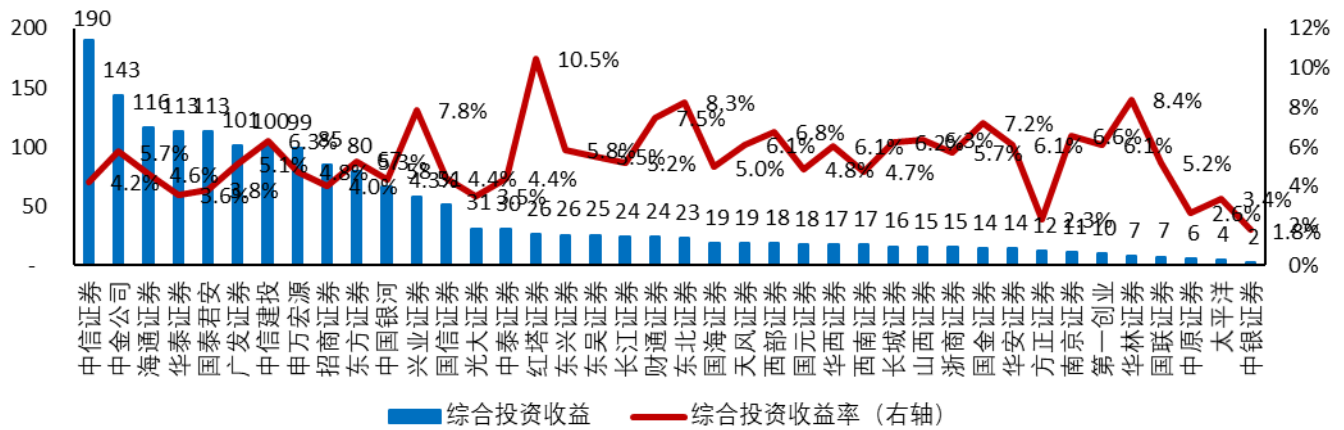
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 34 上市券商自营投资收益率



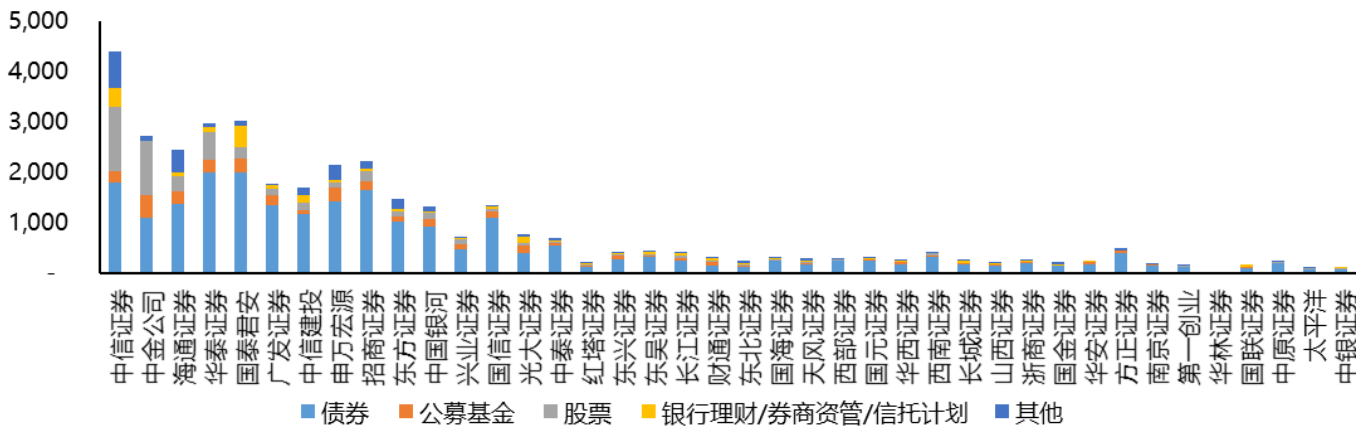
资料来源：公司年报，华西证券研究所 注：已加回债权类投资利息收入

图 35 2020 年各家上市券商证券自营综合投资收益及收益率



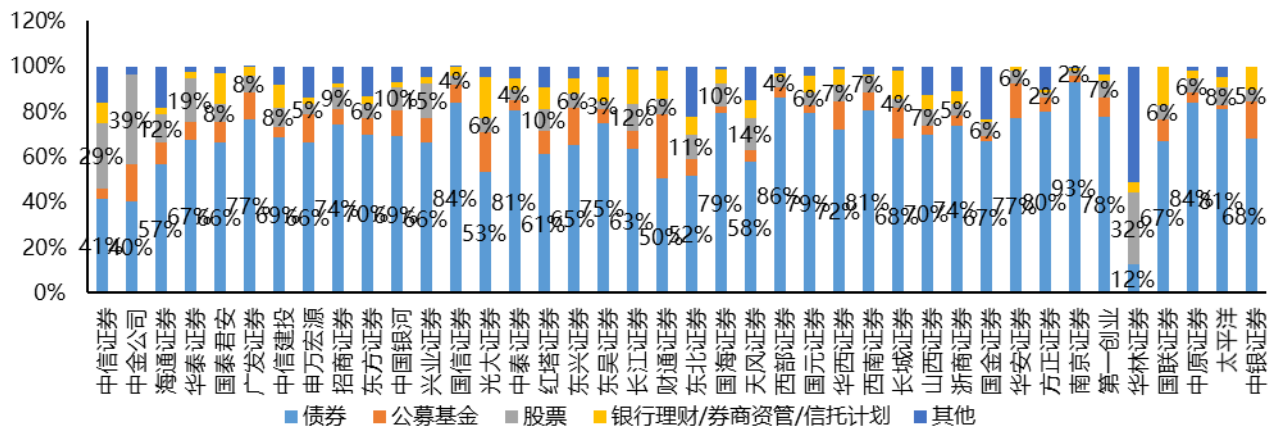
资料来源：公司年报，华西证券研究所 注：已加回债权类投资利息收入

图 36 2020 年各家上市券商证券自营资产配置情况



资料来源：公司年报，华西证券研究所 注：口径为 2020 年期初投入成本

图 37 2020 年各家上市券商证券自营各类资产占比



资料来源：公司年报，华西证券研究所 注：口径为 2020 年期初投入成本

3.5. 融券暴增两融大增，负债成本下降助推利息净收入提升

20 年/21Q1 上市券商利息净收入分别为 842/144 亿元，同比增长 17%/24%。其中，两融余额大幅增长，融券业务爆发式增长，股质业务继续压降，融资类业务利率略有下滑，受益流动性宽松负债成本有所下降；

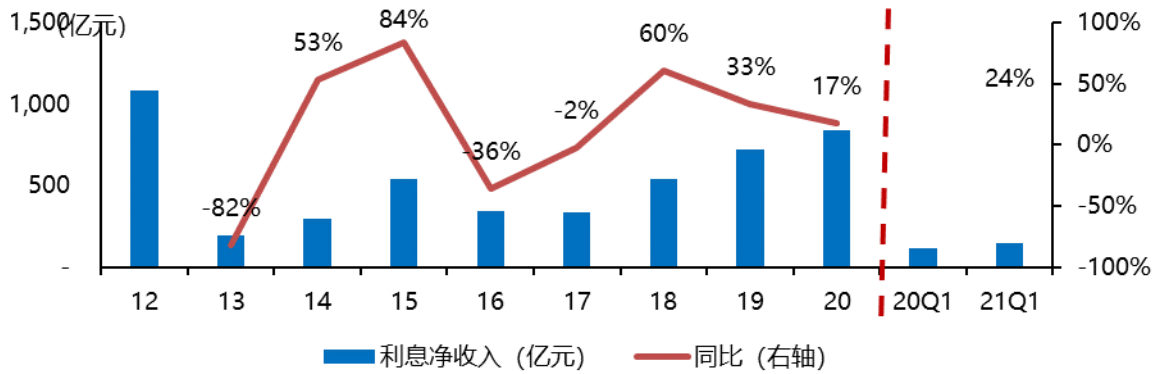
1) **两融业务大幅增长**。两融业务是券商利息收入板块最重要、最优质的业务。20 年/21Q1 两融日均余额分别为 1.30 万亿元/1.67 万亿元，分别同比+42%/+55%。其中融券余额爆发式增长，20 年/21Q1 融券日均余额分别为 538 亿元/1431 亿元，分别同比+417%/+927%。

2) **股质业务进一步压降**，2020 年末券商表内股质余额 3009 亿元，同比-30%。

3) **融资类业务融出资金业务利率基本平稳**，买入返售利率下滑幅度较大，2020 年上市券商融出资金/买入返售业务平均利率分别为 7.03%/4.76%，分别降 26/49BP。预计买入返售业务利率下滑幅度较大部分由股质业务占比下降所致。

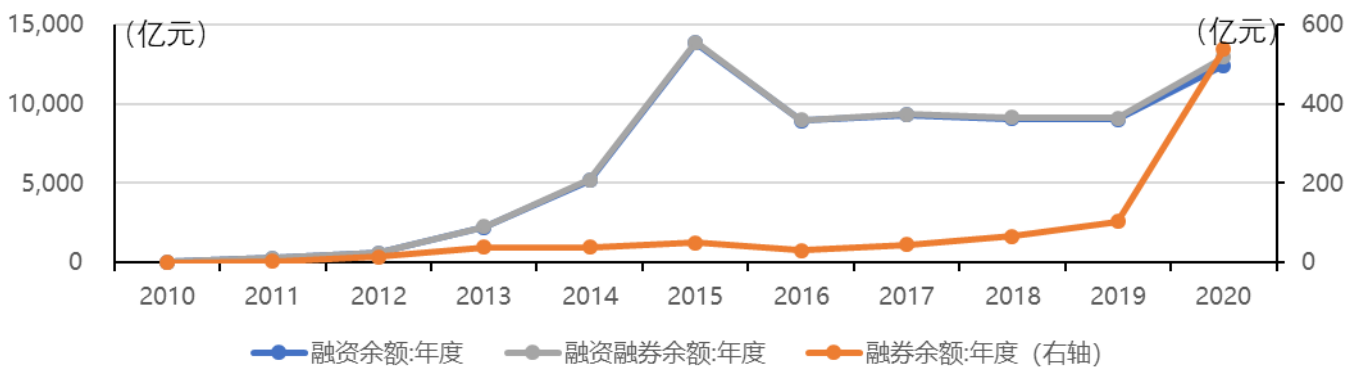
4) **受益流动性宽松，券商负债成本有所下降**。2020 年上市券商平均负债成本为 3.25%，同比降 35BP。

图 38 上市券商利息净收入及同比



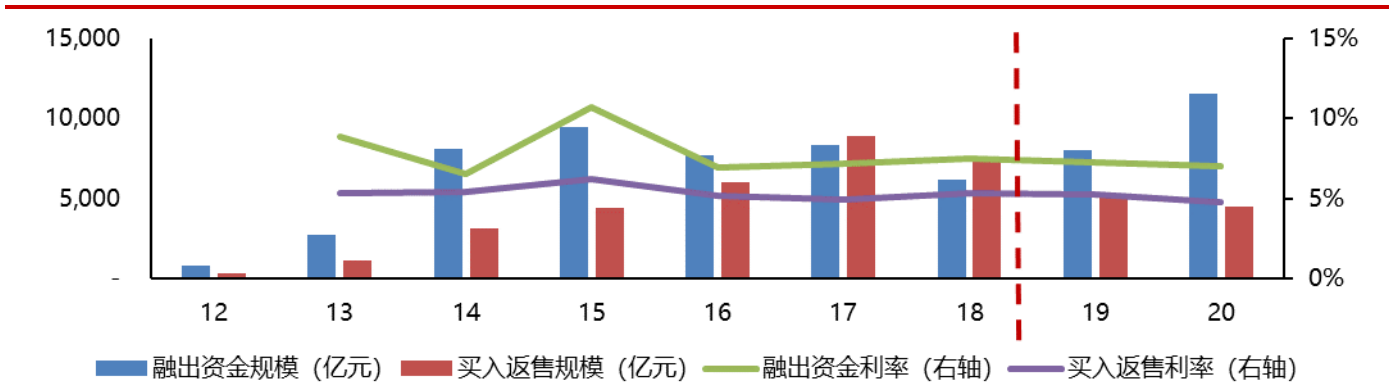
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 39 2010 年以来融资及融券日均余额



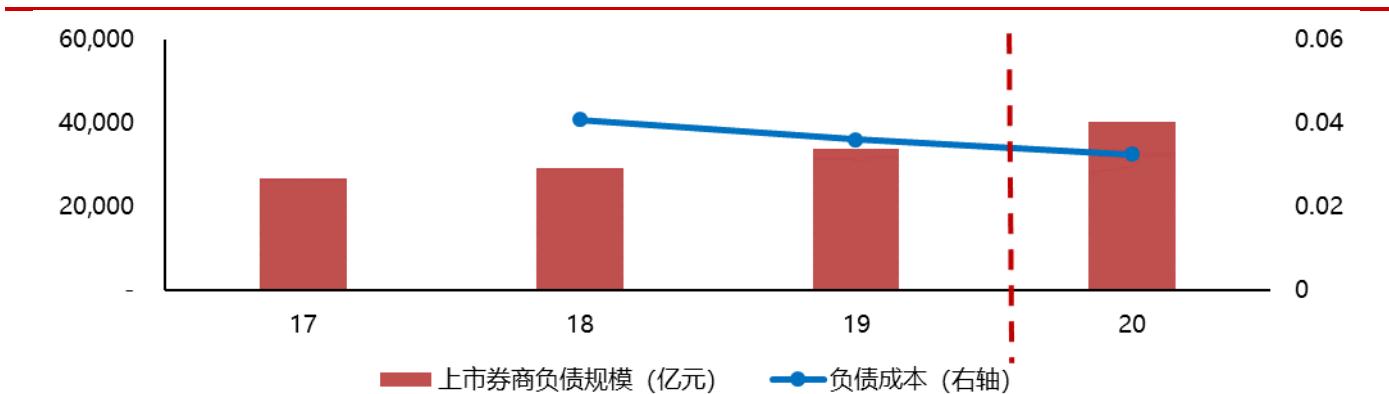
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 40 融出资金/买入返售业务规模及利率



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 41 券商主动负债规模及成本



资料来源：公司年报，华西证券研究所

3.6.20 年减值计提创历史新高，21 年减值计提同比大幅下降

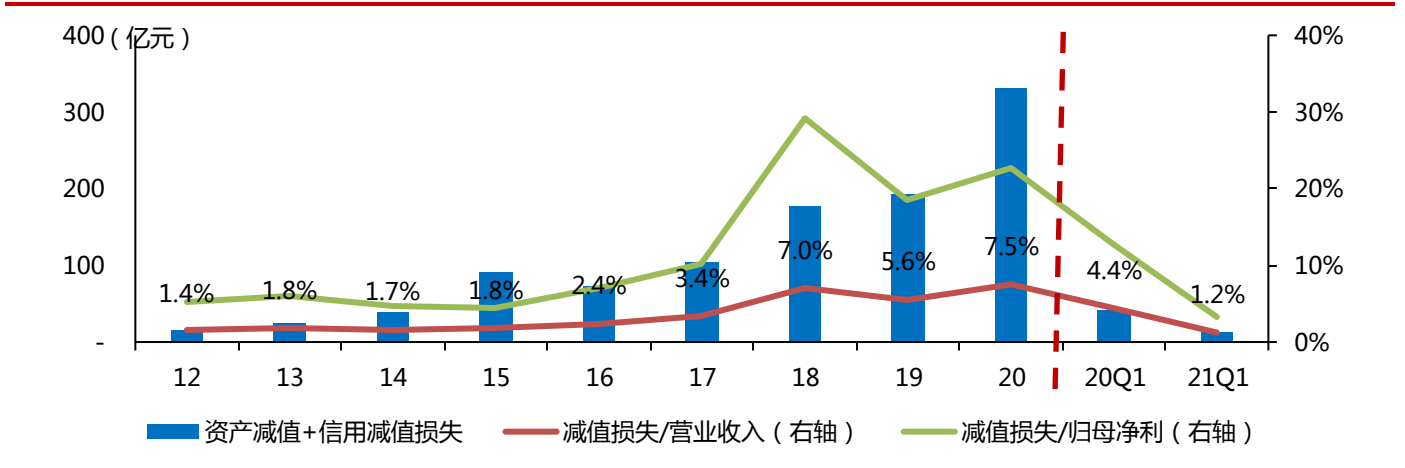
基于谨慎原则，20 年上市券商计提高额减值，夯实了资产质量。20 年上市券商减值计提高达 331 亿元，同比+72%，与营业收入/归母净利之比高达 7.5%/22.7%。21Q1 上市券商减值计提大幅下降，21Q1 计提减值损失 14 亿元，同比-66%，与营业收入/归母净利之比分别为 1.2%/3.3%。

信用减值计提的绝对值最高的四家券商为中信、海通、东方、中信建投，分别计提 65.8 亿元/45.9 亿元/38.9 亿元/13.2 亿元；从减值损失占营业收入比例来看，最高的四家为太平洋、东方、中原和海通。

分析 2020 年减值计提较多的 24 家券商减值明细发现，整体来看，47%的减值损失计提来自买入返售金融资产，主要来自股票质押业务；26%来自融出资金业务，其中港股面向机构客户的孖展业务减值计提比例相对较高，其他债权投资、债权投资分别计提 7%、5%。

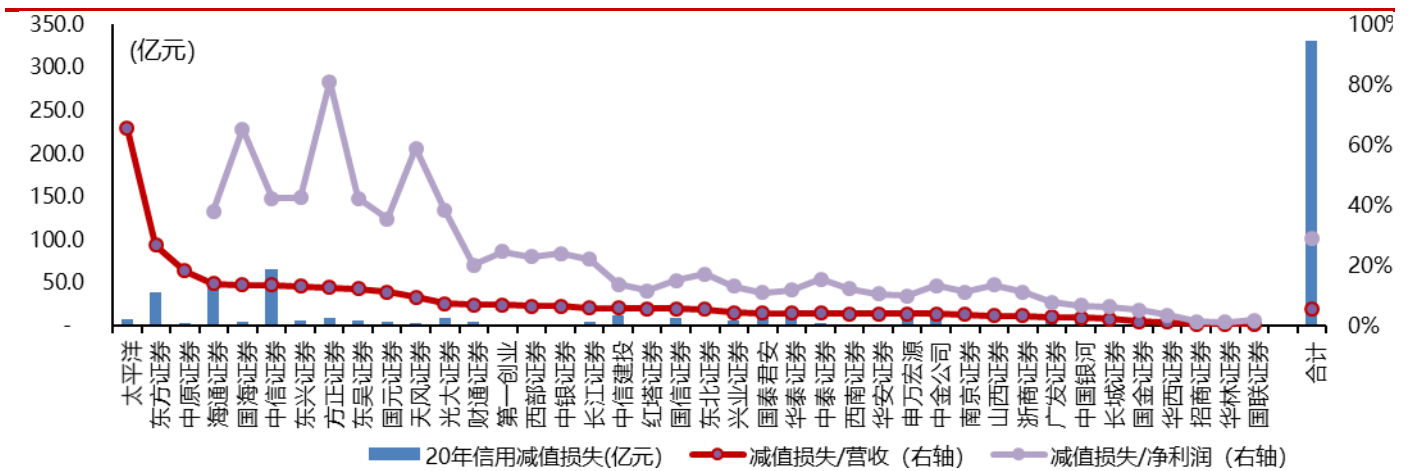
整体上市券商信用减值损失计提较为充分，减值计提较多的买入返售金融资产三阶段担保物/三阶段净额比值为 258%，整体担保物/净额比值为 325%。

图 42 券商减值损失及占营收/归母净利比例



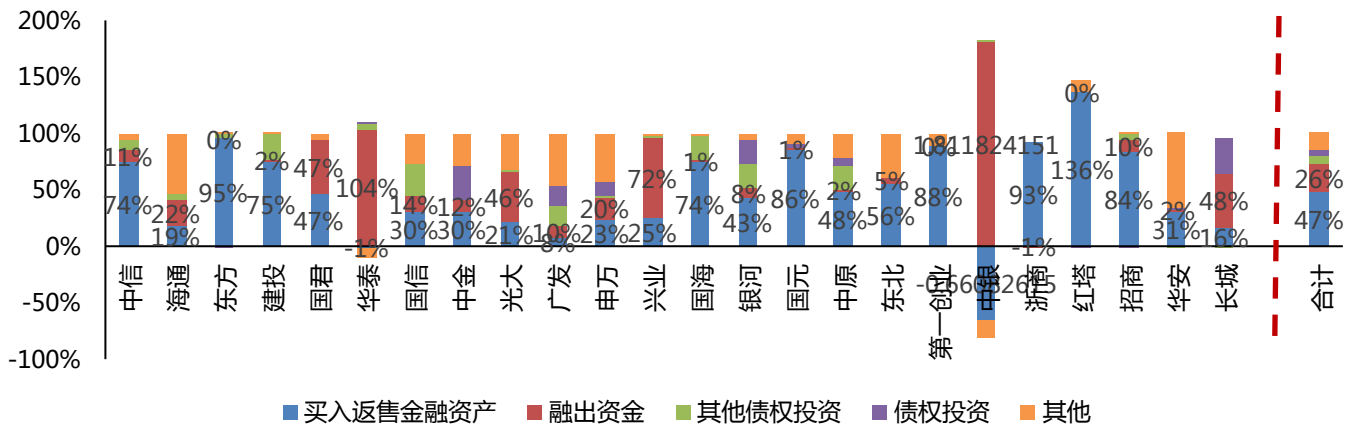
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 43 2020 年各家上市券商减值损失及占营收/归母净利比例



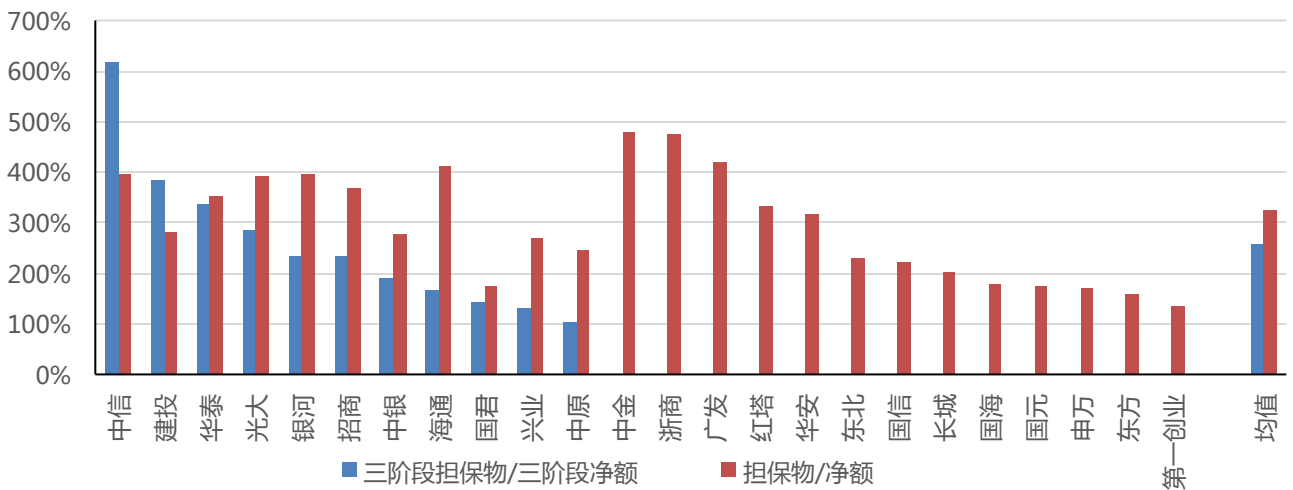
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 44 2020 年减值损失计提较多的券商减值来源



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 45 部分减值较高券商抵押物/账面价值比例



资料来源：公司年报，华西证券研究所

4. 盈利预测与投资建议

4.1. 盈利预测：中性假设下 2021 年归母净利润增速超 15%

行业客户保证金及两融余额维持高位；再融资接棒 IPO 有望推动投行业务继续增长；公募基金大发展下代销金融产品、基金管理业务有望显著增长；震荡市场下场外衍生品、融券余额有望继续增长；20 年减值计提充分 21 年减值计提有望同比下降。

在 2021 年全年日均股基交易额 9158 亿元、日均两融余额 1.59 万亿元的中性假设下，行业全年预测净利润 1818 亿元，同比增长 15.4%。

分业务类看，经纪业务收入将达到 1113 亿元，同比-4.1%；自营业务收入 1460 亿元，同比增长 15.6%；利息收入 680 亿元，同比增长 14.0%；投行业务收入将达到 793 亿元，同比增长 18.0%；资管业务收入将达到 387 亿元，同比增长 11.2%。

表 7 关键假设（单位：亿元）

关键假设	2019	2020	2021E	2022E	2023E
经纪业务					
日均交易额	5,599	9,072	9,158	9,627	10,124
佣金率	2.88	2.63	2.50	2.40	2.33
投行业务					
IPO	2,532	4,640	4,826	5,068	5,323
增发	6,888	8,119	10,555	12,309	14,355
配股	134	513	667	868	1,131
核心债券	56,205	68,691	88,592	114,562	148,454
资管业务					
集合资管规模日均	19,367	19,788	20,479	21,635	22,493
定向资管规模日均	96,884	76,802	71,518	79,614	82,609
专项资管规模日均	16	0	0	0	0
资本中介业务					
日均融资融券规模	9,116	13,191	15,855	16,296	17,926
日均股权质押规模	5,197	3,660	3,009	3,009	3,009
日均客户资金	11,189	14,800	17,845	20,522	23,600
自营业务					
平均投资资产	36,539	44,434	51,372	57,192	62,952
投资收益率	3.3%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%

资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

表 8 盈利预测(单位: 亿元)

券商行业收入利润	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,605	4,485	4,878	5,159	5,597
--经纪业务	788	1,161	1,113	1,124	1,146
--自营业务	1,222	1,263	1,460	1,625	1,789
--利息收入	464	597	680	604	658
--投行业务	483	672	793	936	1,115
--资管业务(含投资咨询)	313	348	387	426	445
--其他	336	444	444	444	444
营业支出	1,964	2,384	2,454	2,525	2,663
--营业税金及附加	25	32	34	36	39
--管理费用	1,795	1,895	2,000	2,051	2,159
--减值损失	215	257	213	225	244
--其他业务支出	35	84	91	96	105
其他	-107	116	116	116	116
营业利润	1,641	2,100	2,424	2,634	2,934
所得税	410	525	606	658	734
净利润	1,231	1,575	1,818	1,975	2,201
收入增速及利润率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入增速	35.4%	24.4%	8.8%	5.8%	8.5%
--经纪业务	26.3%	47.4%	-4.1%	0.9%	2.0%
--自营业务	52.6%	3.4%	15.6%	11.3%	10.1%
--利息收入	115.8%	28.7%	14.0%	-11.2%	8.9%
--投行业务	30.5%	39.3%	18.0%	17.9%	19.1%
--资管业务	2.1%	11.1%	11.2%	10.0%	4.7%
净利润增速	84.8%	28.0%	15.4%	8.6%	11.4%
营业税金及附加	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
管理费用率	49.8%	42.3%	41.0%	39.8%	38.6%
减值损失	6.0%	5.7%	4.4%	4.4%	4.4%
其他业务支出增速	1.0%	1.9%	1.9%	1.9%	1.9%
所得税率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
利润率	34.1%	35.1%	37.3%	38.3%	39.3%

资料来源: 中国证券业协会, 华西证券研究所

表9 敏感性分析 (单位: 亿元)

21 年两融余额 15855 亿假设下敏感性分析										
21 年日均交易额	7500	8000	8500	9,158	9,500	10,000	10,500	11,000	11,500	12,000
营业收入	4778	4808	4838	4878	4899	4930	4960	4990	5021	5051
净利润	1779	1791	1802	1818	1826	1838	1850	1862	1874	1886
营业收入增速	6.5%	7.2%	7.9%	8.8%	9.2%	9.9%	10.6%	11.3%	11.9%	12.6%
净利润增速	12.9%	13.7%	14.4%	15.4%	15.9%	16.7%	17.4%	18.2%	18.9%	19.7%
21 年日均股票交易 9158 亿假设下敏感性分析										
21 年日均两融余额	13,000	14,000	15,000	15,855	17,000	18,000	19,000	20,000	21,000	22,000
营业收入	4775	4811	4847	4878	4920	4956	4992	5029	5065	5101
净利润	1778	1792	1806	1818	1834	1848	1863	1877	1891	1905
营业收入增速	6.5%	7.3%	8.1%	8.8%	9.7%	10.5%	11.3%	12.1%	12.9%	13.7%
净利润增速	12.8%	13.7%	14.6%	15.4%	16.4%	17.3%	18.2%	19.1%	20.0%	20.9%

资料来源: 中国证券业协会, 华西证券研究所

4.2. 投资建议

目前行业估值处于历史偏低位置, 业绩有望继续获得不错增长, 未来国际板推出、注册制全面推进以及 T+0 等政策也可期待, 长期看好行业。

个股方面, 建议关注三条主线: 1) 市场份额不断提升, 受益财富管理大发展, 管理层更迭布局第三增长曲线的东方财富; 2) 估值较低, 受益各项增量业务大发展的大型综合性券商国泰君安、海通证券、华泰证券; 3) 公募基金产业链布局领先, 业绩反转的兴业证券、广发证券。

4.3. 风险提示

外围市场大幅波动, 海外分部经营风险, 北上资金大幅净流出, 权益市场大幅下跌, 券商股票质押业务风险, 衍生品风控不足, 创投子公司参与项目的连带责任, 交易量大幅萎缩, 资本市场改革低于预期。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，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，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。