

# 非银行金融

# 行业动态分析

## 2020 年报和 Q121 季报综述及 H121 前瞻

### 投资要点

#### ◆ 保险板块：负债端新单萎靡是困扰核心

【回顾】2020 年上市险企营收同比+8.00%，归母净利润同比-7.10%；Q121 分别+8.49%/+25.79%。营收弹性主要系投资收益波动；归母净利润较大弹性主要因 1) 责任准备金变动较大，2) 2019 年手续费及佣金税优政策影响，导致 2020 年税负同比基数较低。基数影响 Q121 已消除，预计 Q2 同比继续提升。

【负债端】疫情一度使线下代理人展业停摆，新单保费受挫严重；Q121 新单表现尚可，但随着前期期缴保费集中到期，续期保费渐显乏力。险企进入到高阶改革阶段，伴随着以生态圈为核心的供给侧改革，短期成效不甚明显。

【前瞻与投资建议】H121 上市险企 NBV 或现弱复苏，NBV 增长双因子 FYP 和 NBVM 均承压：1) 从产品策略看，目前以规模补价值；2) 代理人仍在脱落，线下面谈、产说会等活动明显减少。平安预计实现高个位数增长，太保和新华低个位数增长，国寿由于同比基数较高，预计维持 Q121 的下滑幅度。推荐坚定探索长期经营之道，P/EV 近五年后 6%分位的平安 A；及引入新管理层，代理人改革提速的太保 A。

#### ◆ 证券板块：短期无明显利好，市场景气度预期走弱压制板块

【经纪】2020 年净佣金下滑至万 2.85，以 AUM 规模叠加管理费率发展模式是应对经纪业务高弹性的有效措施。头部券商纷纷加大投顾团队建设，2020 年代销金融产品净收入大幅提升。

【投行】马太效应显著，“投资+投行”双轮驱动可有效对接企业全生命周期资本服务，需要较强的的资本实力支撑。

【信用】股票质押减值压力减缓，成本端考虑货币政策，边际上不会趋松。此外，上市券商主动加杠杆，利息支出压力较大。

【资管】向主动管理转型中，虽然规模持续压降，但盈利能力持续提升。

【投资】权益类资产规模提升，投资收益波动性放大，考验券商投研实力。以场外衍生品交易为代表的非方向性权益投资，已成为头部券商转型重要方向之一。

【前瞻与投资建议】Q221 行业业绩难言乐观、预计归母净利润同比持平；H121 归母净利润同比增速来看，上市券商平均增长 12%左右，中信 20%左右、国君或达 60%，华泰/建投或出现下滑。同时短期无明显利好因素，预计行业磨底行情将持续。推荐行业龙头、受益于做大做强资本市场的中信证券。中信目前对应 2021E P/B 1.56x，处于近五年历史平均水平附近。

#### ◆ 风险提示：【保险】负债端修复萎靡、代理人流失、长端利率下行、二级市场大幅波动；【证券】市场景气度下行，宏观经济恶化，政策风险

 投资评级 **领先大市-A 维持**

首选股票		评级
601318	中国平安	买入-A
601601	中国太保	买入-A
600030	中信证券	买入-A

### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.12	4.24	-28.13
绝对收益	-5.97	-9.80	-2.06

### 分析师

 崔晓雁  
 SAC 执业证书编号：S0910519020001  
 021-20377098

### 报告联系人

 范清林  
 fanqinglin1@huajinsec.cn  
 021-20377065

### 相关报告

非银行金融：平安参与方正集团重组进展点评 2021-05-05

保险：三月寿险新单萎靡，蓄客养客期待四五联动 2021-04-18

证券：证券公司股权管理新规点评 2021-03-22

保险：2月寿险新单延续增长态势，产险同比增速回正 2021-03-18

保险：续期拖累月度保费增速，NBV 值得期待 2021-02-24

## 内容目录

一、保险行业 2020 年报及 Q121 季报综述 .....	3
(一) 回顾与前瞻 .....	3
1、寿险负债端究竟怎么了 .....	3
2、其他-财产险看下半年拐点、投资表现隐忧浮现 .....	6
(二) 整体上市险企财务数据拆分 .....	7
(三) 分险企财务数据拆分 .....	10
1、平安：卸下增长包袱、坚定渠道改革 .....	10
2、太保：引入新管理层、代理人改革迈向一线城市开拓 .....	12
3、新华：规模已上，价值诉求提升 .....	13
4、国寿：高基数困扰下，仍转向价值 .....	14
(四) 估值处于近五年来低位，关注左侧配置机会 .....	15
二、证券行业 2020 年报及 Q121 季报综述 .....	18
(一) 回顾与前瞻 .....	18
(二) 上市券商业绩综述 .....	19
1、2020 年报综述 .....	19
2、Q121 季报综述 .....	20
(三) 财务报表项目逐项分析 .....	21
1、收入结构与资产结构 .....	21
2、主营业务收入项目分析及展望 .....	23
(1) 经纪业务：交投活跃度显著提升带来业绩弹性 .....	23
(2) 信用业务：两融持续活跃提振业绩、但负债成本压力渐显 .....	24
(3) 投行业务：受益注册制推行 2020 年 IPO 大放异彩、2021 年压力不小 .....	25
(4) 资管业务：主动管理成效渐显，盈利能力提升冲抵规模下降 .....	27
(5) 投资业务：市场震荡行情下业绩分化明显 .....	29
3、营业支出项目 .....	30
(1) 管理费用：Q121 费用率抬升 .....	30
(2) 资产减值+信用减值：前两年风险充分释放、Q121 缓和 .....	31
证券行业附表： .....	33
风险提示 .....	39
保险行业 .....	39
证券行业 .....	39

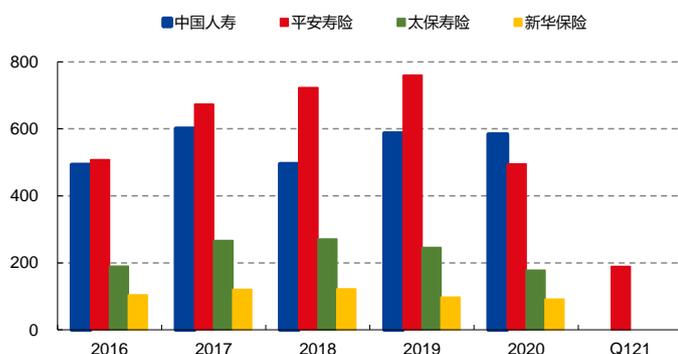
## 一、保险行业 2020 年报及 Q121 季报综述

### (一) 回顾与前瞻

#### 1、寿险负债端究竟怎么了

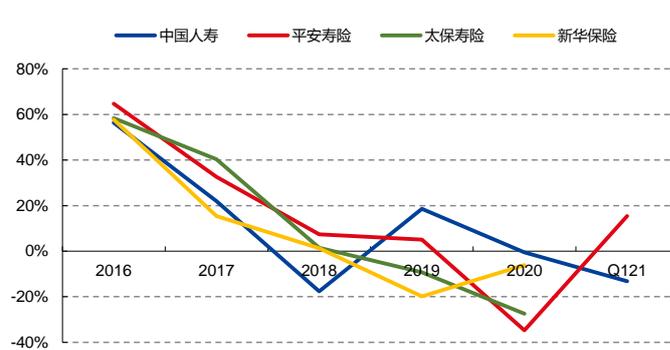
我们认为 2021 年上市险企市场表现中，业绩将成为险企改革成效的试金石，**核心指标仍在 NBV、FYP 及 NBVM**。自上而下来看，后疫情时代宏观经济逐步恢复，货币政策只会边际趋紧，流动性宽裕会逐步退出，保险板块的  $\beta$  收益将受到明显影响，这点已经从市场表现中得以验证。自下而上来看，新单的恢复程度估计会明显反映在股价表现上，上市险企仍将走出一波分化行情；但实际上保险板块呈现出整体性的萎靡行情。这其中的原因，**核心仍在负债端的修复不及预期上**。

图 1：上市险企近五年寿险 NBV（亿元）



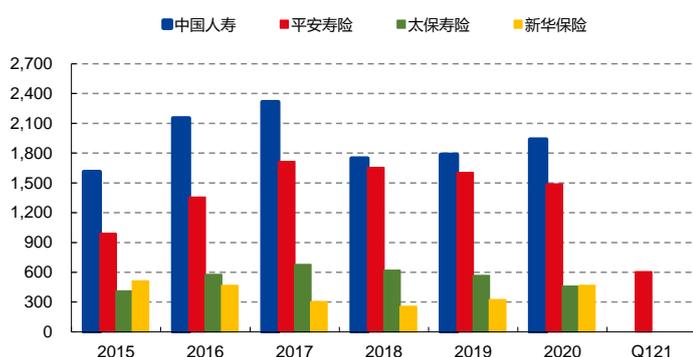
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 2：上市险企近五年寿险 NBV 同比增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 3：上市险企近五年寿险 FYP（亿元）



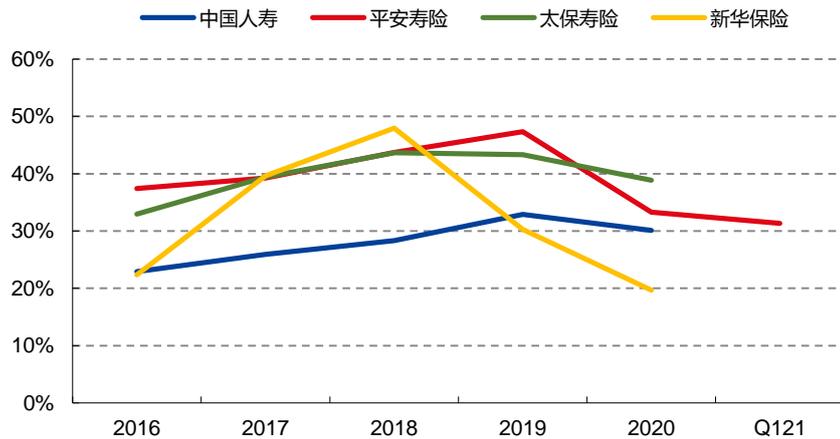
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 4：上市险企近五年寿险 FYP 同比增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 5：上市险企近五年 NBVM 走势

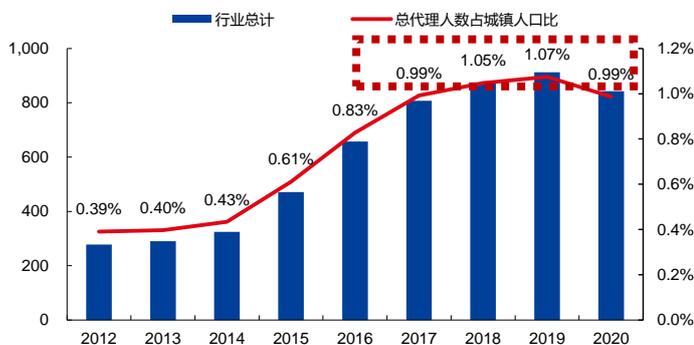


资料来源：公司公告，华金证券研究所

代理人下滑是不争的事实。年初至 2 月中旬的新单上涨势头并没延续，萎靡的新业务表现持续到 4 月，仍不见好转，这与我们去年的判断有所不同，而且新单的修复速度明显低于市场预期。线下的动态跟踪显示，上市险企代理人在农历年后均出现不同程度下滑，以开门红业务开拓为重点的跨年优增方案效果出现一定的削弱，终端需求的疲弱对代理人的留存造成负影响。

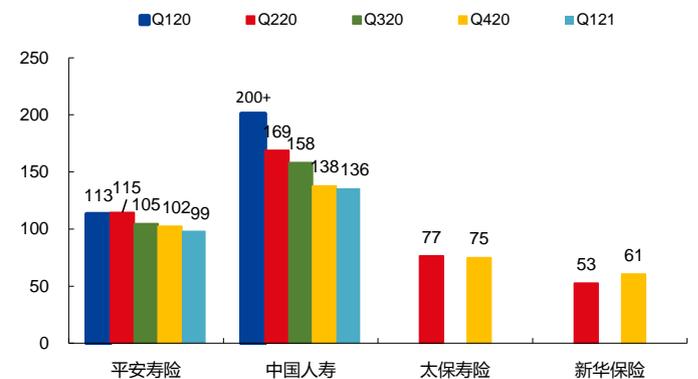
主动的渠道调整包含着对规模诉求的减弱。从全行业代理人规模来看，似乎已经触顶，2019 年突破了历史性的 900 万人、占城镇人口的 1.07%，而后开始下滑。平安和国寿代理人规模庞大，平安一度逼近 150w 总人力，而国寿在 Q120 末尚有超过 200w 总人力。趋势来看，平安和国寿的代理人规模在近几个季度呈现出逐步下滑态势。太保规模基本稳定，而新华对人力诉求首要是达到 60w 规模。传统做法上，新单承压可以通过代理人扩充来缓解，但以量增抵能效降这一解决短期承受压力的有效措施，效用大打折扣。背后的原因，核心仍在经济发展步入新常态叠加人口红利下滑，保险强供给对弱需求的效果不如从前。诚然，以往跑马圈地式的社交营销式展业已经难以为继，代理人层级式裂变的边际效应逐步减弱，保险公司对渠道粗暴扩张投入的性价比在降低。上市险企代理人渠道的改革在疫情前就已经开始，但改革并不是一蹴而就；作为代理人营销激励及晋升机制保障的基本法先行一步，体现在向扁平化、给予基层营销员更多利益发展。

图 6：全行业代理人规模触顶（万人）



资料来源：银保监会，华金证券研究所

图 7：平安和太保代理人逐季下滑明显（万人）

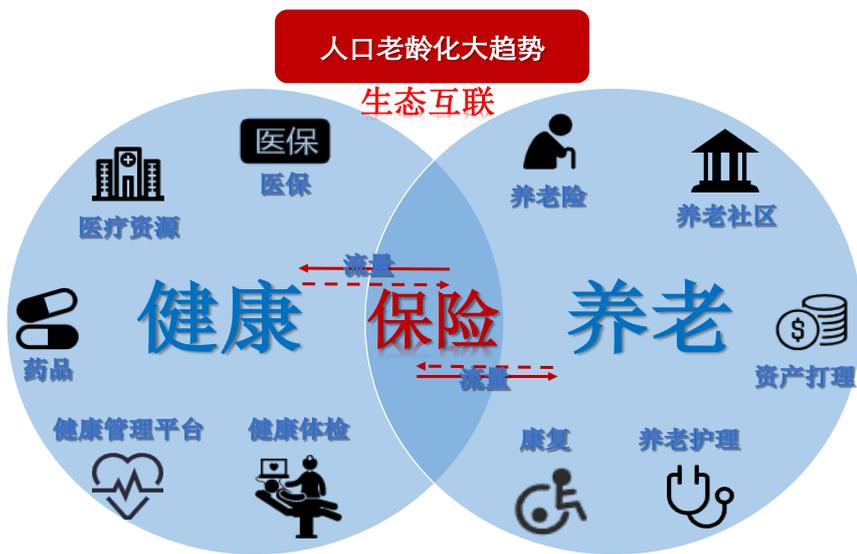


资料来源：公司公告，华金证券研究所

供给侧更加值得我们思考。如果说强供给策略式微，那么刺激弱需求提升就显得很有必要，保险作为低频弱需求的产品，往往需要代理人高频次的接触。而我们判断，目前上市险企正在主动降低对代理人营销的依赖度。这里的重点是从供给侧改革入手，市面上的保险产品均有不同程度的相似之处，而且保险条款往往复杂难懂。这就意味着，渠道的比拼往往胜过产品本身的品质与特性。基于前面我们对代理人观点的论述，产品竞争或者说生态的竞争将成为差异化竞争的核心要义。1月份的旧重疾险炒停仅仅是形成了一波脉冲，农历年后的价值产品切换疲弱，一方面是炒停带来的透支效应，另一方面则是新重疾险的代理人教育不及预期、导致展业效能降低。但这也表明，重疾险的总量需求被耕种的几近饱和。这实际上是当前产品高度同质、链接医疗资源效率低下的，叠加实际宏观经济弱复苏共同导致的。

上市险企以往价值增长的逻辑是渠道和产品的共振，体现在精耕个险、提升以重疾险为代表的价值产品占比，保险公司尽可能的将客户的资金流转在保险公司体系内，也催生了年金+万能账户的新模式。当前形势下，仅仅做产品的变革来拉动价值增长变得越来越难。通过代理人粗暴扩张来发展不是长久之计，无异于饮鸩止渴。如果说简单的产品升级是供给侧改革 1.0 版本，我们更倾向于目前在做高阶的 2.0 版本，即打造医康养老生态圈。上市险企代理人的流失并不是不受控制，反而是卸下规模增长的包袱，彰显出改革的定力。此外，我们从多家险企调研了解到，总部部门目前对分支机构营销的重视度提升明显，主要在消费者端的反馈；险企或是在做更为积极的主动应对方式，吸取互联网公司运作的优势，从客户角度出发做有温度的保险，打造顾问式保险公司。

图 8：医康养老生态圈，以保险为流量入口，以生态反哺主业



资料来源：华金证券研究所

医康养老生态的布局，如果涉及到线下实体的布局，比如养老社区，属于重资本业务，前期投入较大，回收周期长。但泰康多年的运作经验表明，自营的品控和成效更好，保险公司可以在后端资源服务获取更高的溢价，同时反哺保险主业。

表 1：上市险企医康养布局概览

概述	
中国平安	1) 线上平安好医生、线下平安智慧医疗/医疗管理团队，通过收购方正完成实体医院布局；2) 打造“臻颐养”品牌养

### 概述

中国人寿	老社区，目前在深圳布局，尚未开业。 1) 打造“国寿嘉园”品牌养老社区，目前已经开业的包括苏州阳澄湖养老、深圳社区养老、海南三亚度假型养老及天津地区，未开业还有成都已经布局；2) 养老社区目前正在有序规划，重点是围绕客户需求密集、经济发展较好的区域
中国太保	1) 与瑞金医院成立广慈太保互联网医院；2) 正在谋划实体医院布局，从供给小需求大的康复医院入手；3) 打造“太保家园”品牌养老社区，已在上海、杭州、成都、大理、厦门、南京、武汉等多地布局
新华保险	1) 重视产品+养老市场，北京城区尊享养老社区适合高端客户，海南是乐享型，目前投入运营；北京延庆颐养社区年底投入运营；2) 围绕长三角和国内一些热点城市，进行下一步的养老布局。

资料来源：公司公告，公司官网，华金证券研究所

综上所述，同时鉴于 4 月份线上展业仍然疲弱，我们对 H121 上市险企 NBV 持弱复苏观点，支撑仍在于：1) 从产品策略来看，目前以规模补价值，从太保 4 月份发布“两全其美”两全险，5 月份“鑫从容”年金险可见一斑，其价值率均较重疾险偏低；2) 代理人仍在脱落，线下面谈、产说会等活动明显减少。NBV 增长双因子 FYP 和 NBVM 均承压，具体来看，平安预计实现高个位数正增长，太保和新华则是低个位数正增长，国寿由于去年同期基数较高，预计维持 Q121 的下滑幅度。

## 2、其他-财产险看下半年拐点、投资表现隐忧浮现

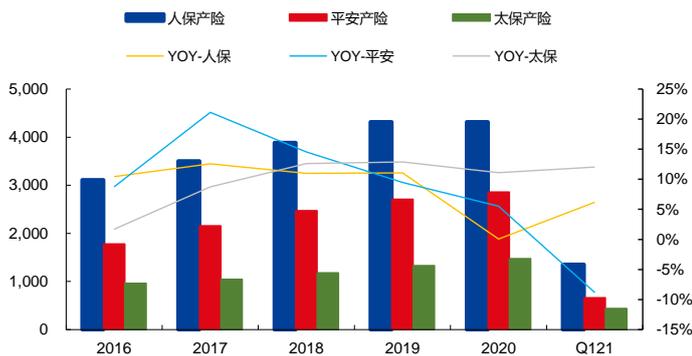
车险综改新规仍是影响行业保费萎靡最大的因素，主要系无赔款优待系数，将考虑赔付记录的范围由前 1 年扩大到至少前 3 年，并降低对偶发赔付事件的费率上调。NCD 系数的调整很大程度上让利消费者，短期内对件均保费压制明显。2020 年的影响主要在“919 新规”后，全行业来看，车险保费 2020 年同比略增长 0.7%，其中平安和太保分别同比增长 0.9%和 2.6%。2021 年 9 月 19 日之前，车险行业都面临新规的负面影响，基于此我们对上半年车险保费表现不甚乐观。Q121 平安和太保车险保费同比下滑 8.83%和 7.04%，Q221 仍将保持下滑态势。

非车业务的开拓较难，健康险在承保亏损边缘徘徊。车险保费萎靡下，行业纷纷开拓非车业务，主要集中在多场景下的产品需求挖掘。健康险是近年来崛起较快，且被给予厚望的细分板块，Q121 健康险完成 163 亿元的业务增量，在全部财产险保费增量中贡献比接近 79%，可以看出其他细分险种的增长呈现萎靡态势。但健康险近年来抄袭现象极为严重，同质化叠加价格恶性竞争，导致综合成本率居高不下，全行业 Q121 综合成本率超过 100%，处于承保亏损状态，上市险企来看也仅有平安实现承保盈利。

财产险行业有着明显的规模效应，目前老三家（人保、平安、太保）规模与利润两手抓。无论是新业务开拓还是存量业务经营都游刃有余，哪怕在市场竞争极度恶化的情况下韧性也更足。我们对行业拐点的判断在 Q321 末，H121 来看上市险企中平安仍表现疲弱，预计接近 10%保费下滑，全年收紧至 5%下滑；太保好于平安，预计 H121 仍能够实现 10%-15%正增长。从综合成本率来判断，平安和太保仍能够实现承保盈利，鉴于车险保费下半年的恢复，预计对综合成本率形成明显的支撑。

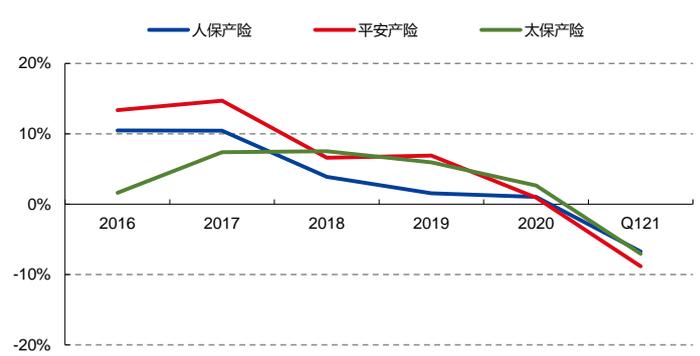
对投资端拖累的隐忧无疑是影响保险公司业绩弹性的核心要素，流动性边际趋紧+市场景气度下滑下，叠加 Q220 市场高景气带来的权益投资大放异彩，Q221 压力不小，预计会对总投资收益率产生压制。上市险企来看，平安和太保均加大非标配置，来缓冲权益投资收益率的下行。

图 9: 上市产险总保费及增速 (亿元)



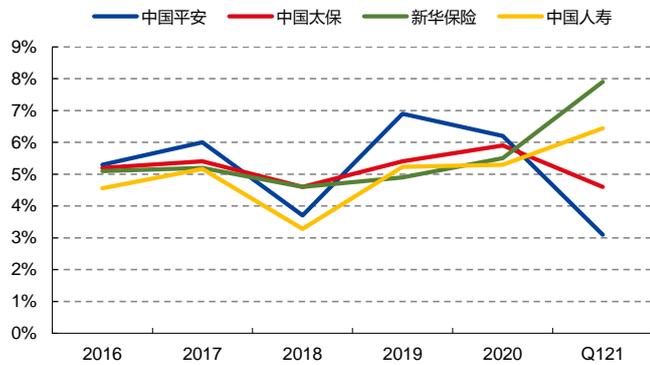
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所 (此处加入人保产险)

图 10: 上市产险车险保费同比增速



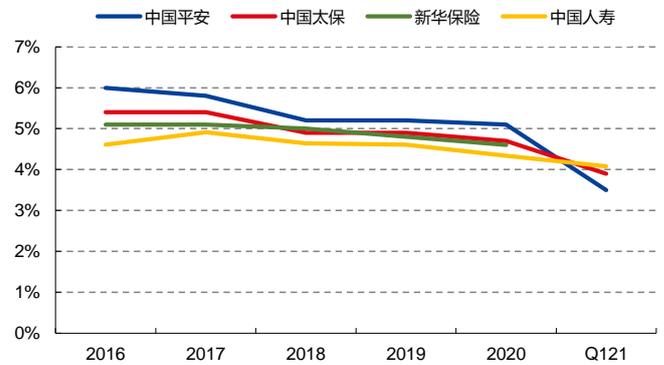
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所 (此处加入人保产险)

图 11: 上市险企总投资收益率



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 12: 上市险企净投资收益率



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

## (二) 整体上市险企财务数据拆分

表 2: 上市险企<sup>1</sup>2020 年及 Q121 财务数据 (亿元)

	2019	2020	YOY	占比(2020)	Q121	Q120	YOY	占比(Q121)
已赚保费	17,577	18,503	5.27%	69.25%	7,042	7,247	2.91%	76.58%
投资收益	3,720	4,418	18.75%	16.54%	765	1,234	61.32%	13.04%
营业收入	24,741	26,720	8.00%		8,723	9,464	8.49%	
退保金	1,016	969	-4.66%	4.06%	192	348	81.07%	4.07%
净赔付支出	5,153	5,396	4.71%	22.63%	1,316	1,583	20.31%	18.53%
净责任准备金提取	7,959	9,447	18.69%	39.63%	4,292	4,391	2.32%	51.42%
保单红利支出	525	594	13.03%	2.49%	201	223	11.22%	2.62%
手续费及佣金	2,599	2,437	-6.24%	10.22%	811	715	-11.81%	8.37%
管理费	2,741	2,824	3.03%	11.85%	636	654	2.82%	7.66%
营业支出	21,877	23,838	8.96%		7,973	8,541	7.12%	

本文取平安、太保、国寿、新华 4 家上市险企

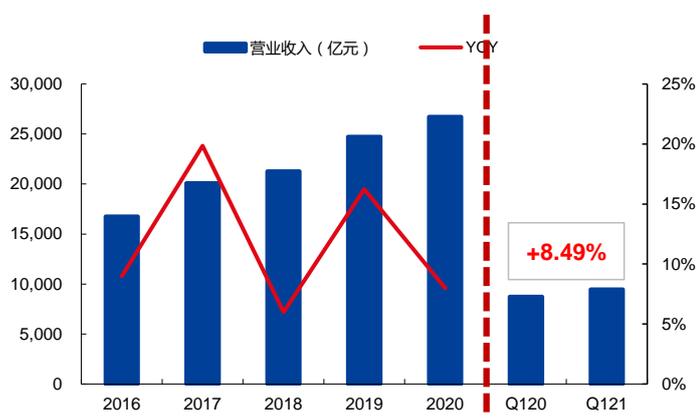
	2019	2020	YOY	占比(2020)	Q121	Q120	YOY	占比(Q121)
所得税	194	366	88.33%		139	151	8.15%	
归母净利润	2,500	2,322	-7.10%		562	707	25.79%	

资料来源：公司公告，华金证券研究所

2020年新冠疫情爆发，对保险业尤其是转型中的人身险业造成沉重的打击。后疫情时代，随着宏观环境的恢复和线下社交活动的正常化，人身险业负债端开始恢复，但似乎并没有市场预期的好。财产险来看，主要体现在车险综改影响下件均保费大幅下滑、导致车险保费萎靡；非车业务的开拓体现在碎片化场景新产品的开发，但略显乏力。

2020年上市险企实现营收2.67万亿元、同比增长8.00%，归母净利润2322.45亿元、同比下滑7.10%；Q121营收和归母净利润分别为9463.94亿元和706.64亿元，同比增长8.49%和25.79%。营收弹性主要系投资收益贡献；归母净利润表现出较大的弹性，一方面系责任准备金变动较大，另一方面2019年手续费及佣金税优政策影响下，导致2020年的实际税负大幅提升，这一方面预计Q221有所减缓。

图 13：上市险企营收变化



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 14：上市险企归母净利润变化



资料来源：公司公告，华金证券研究所

从财务数据的具体拆分来看：

### 【营收端】

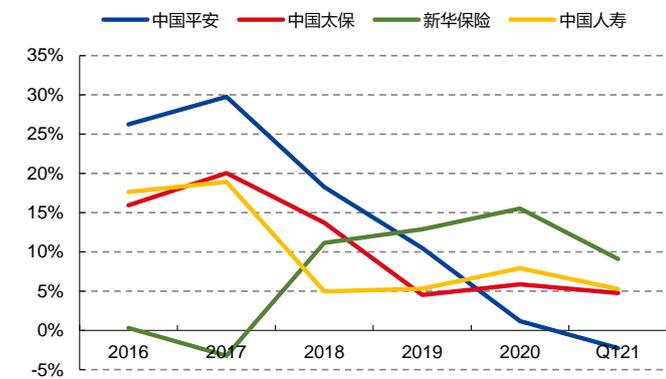
投资：2020年货币政策宽松背景下，流动性宽裕催生了一波牛市行情，万得全A全年收涨25.62%、两市日均股基交易额同比提升62.23%。上市险企积极把握权益资产尤其是股票资产配置时机，并及时兑现浮盈，延续了2019年投资收益的良好表现。上市险企投资收益同比提升18.75%至4418亿元，占营收比升至16.54%；Q121投资收益表现依旧优异，同比大增61.32%，主要系1) Q119市场景气度较高，对Q120有一定的高基数压力。2) Q120正值疫情爆发到恶化，量化宽松政策尚未完全推出，万得全A跌6.79%；Q121市场景气度呈现出前高后低，年初至农历年前仍保持不错的赚钱效应，上市险企及时兑现浮盈，总投资收益率普遍上升<sup>2</sup>。

保费：2020年疫情使得线下代理人展业一度停摆，后期的恢复也略显疲弱，新单保费受挫严重，续期保费拉动下使得整体保费微弱增长；Q121新单表现尚可，但随着前期期缴保费集中到期，续期保费乏力。2020年上市险企实现已赚保费1.85万亿元、同比增长5.27%，占营收比

<sup>2</sup> 平安受华夏幸福事件影响，Q121总投资收益率同比下降0.3pct，太保/

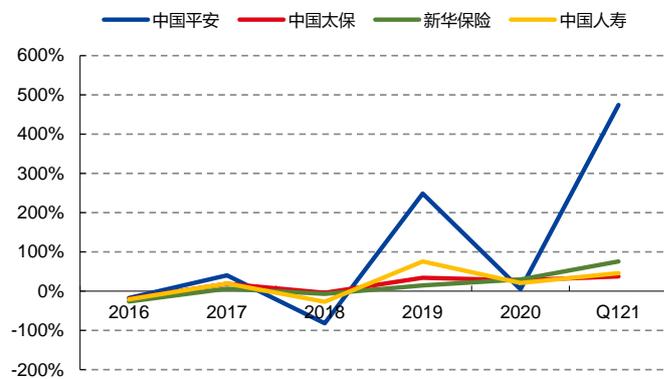
69.25%；Q121 实现已赚保费 7247 亿元、同比增长 2.91%，占营收比 76.58%、较 Q120 占比下滑 4.15pct。

图 15：上市险企已赚保费同比增速



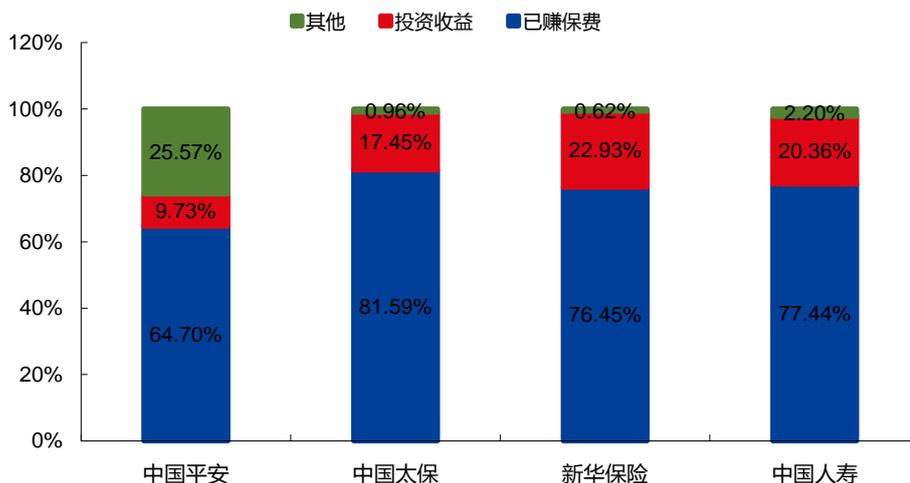
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 16：上市险企投资收益同比增速



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 17：上市险企近五年来平均营收结构



资料来源：公司公告，华金证券研究所

### 【支出端】

**退保金：**退保金的增长表明业务品质出现一定的恶化，Q121 上市险企退保金同比增长 81.07%。主要有两方面因素：一是去年疫情影响下基数较低，二是为应对疫情的影响加大保险销售，部分保单品质欠佳。总体而言上市险企退保率较低，品控得当，退保金占当年营业支出比维持在 4%左右。

**净赔付支出：**人身险赔付支出有明显的后置效应，上市险企赔付支出整体平稳，Q121 整体赔付支出同比增长 20.31%。我们依旧担心近几年集中销售的健康险，后期会迎来较密集的赔付高峰期。值得欣慰的是，上市险企在面对重疾险价格竞争时，并没完全跟随，而是打造差异化的竞争优势，后续的赔付压力预计相对会小，主要集中在满期给付。

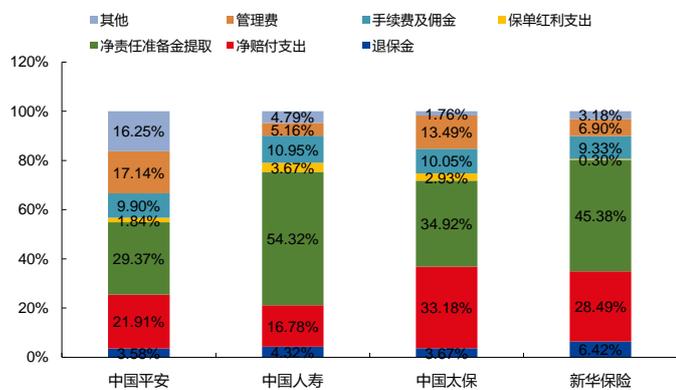
**责任准备金提取：**近几年险企不断加大责任准备金提取，一方面系长期利率下行，750 日均线的滞后效应显现；另一方面，重疾发生率的实际恶化使得保险公司不得不提升准备金储备以应

对后期赔付。2020 年上市险企责任准备金提取同比增长 18.69%，Q121 则略微增长 2.32%，其中也有业务规模增长萎靡的因素。

**手续费及佣金：**该项目的变化一定程度上反映了代理人策略的变化，2020 年及 Q121 分别同比下滑 6.24%和 11.81%。核心原因在于代理人数量持续下滑，尤其是今年在市场预期的新业务开拓好转下，保险公司仍然出现了代理人持续流失的现象，并且我们认为仍不能说见底。代理人质态的提升离不开适当的激励，目前渠道改革步入深水区，提升代理人留存度需要全方位的激励与保障机制，预计手续费及佣金的下跌速度会减缓。

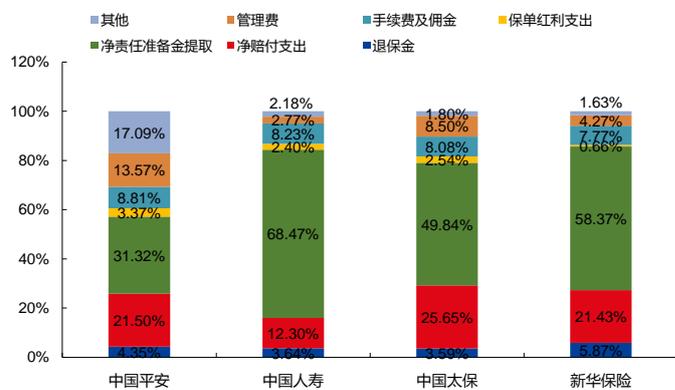
**管理费：**保险行业目前仍处于粗放型向精耕细作型转变过程中，随着科技赋能对传统保险商业模式的降本增效效应提升，预计管理费用率会持续优化。但不容忽视的是，“保险+大健康服务”的生态建设，重资产的模式会投入较多的管理费用。2020 年及 Q121 上市险企管理费分别同比增长 3.03%和 2.82%，占营业支出比 11.85%和 7.66%。

图 18：2020 年上市险企营业支出结构



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 19：Q121 上市险企营业支出结构



资料来源：公司公告，华金证券研究所

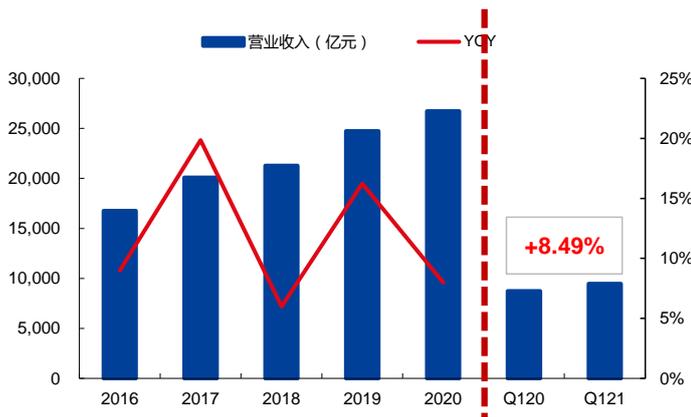
### （三）分险企财务数据拆分

诚如前文所述，2020 年新冠疫情对行业的影响有目共睹。但值得注意的是，2021 年险企负债端的修复持续弱于市场预期，站在当前时点，我们分析 Q121 公司的财务数据表现更有意义。

#### 1、平安：卸下增长包袱、坚定渠道改革

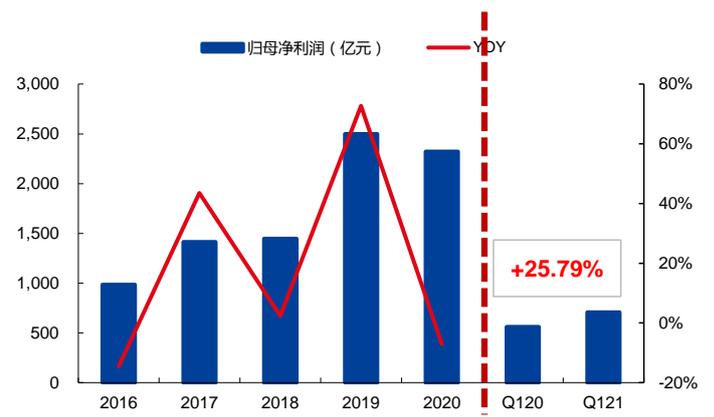
**收入端承压引发市场担忧。**公司 Q121 实现营收 3403.08 亿、同比增长 3.70%，归母净利润 272.23 亿、同比增长 4.45%，归母营运利润同比增长 8.93%。Q1 业绩表现低迷主要系，保险业务表现萎靡，已赚保费同比下滑 2.26%；此外对华夏幸福相关投资计提减值及估值调整金额达 182 亿，影响税后归母净利润金额为 100 亿元。

图 20: 平安寿险 NBV 增长萎靡



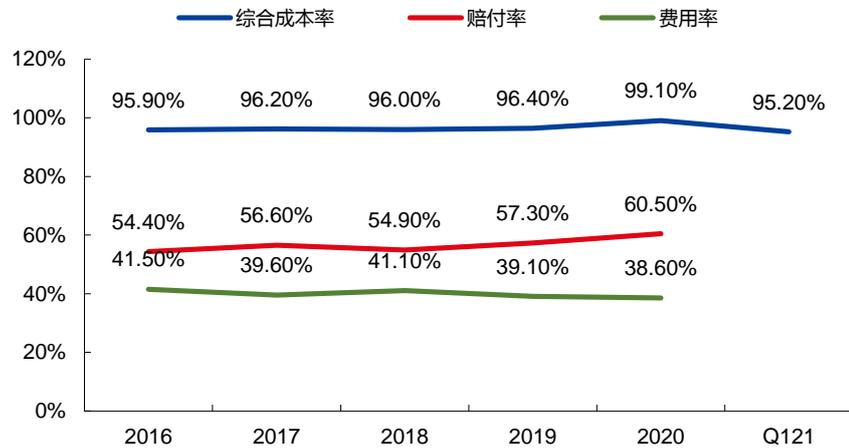
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 21: 平安寿险新单略显乏力



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 22: 近五年平安产险综合成本率



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

### 核心观点与展望:

**1) 寿险 NBV 同比+15.36%，低于市场预期：**代理人连续三个季度出现下滑，Q121 末至 98.57 万人、同比下滑 12.92%、环比下滑 3.72%，但 FYP 同比增长 23.05%，显示出公司坚定寿险队伍改革的决心。值得注意的是，业务品质有所恶化，NBVM 同比下滑 2.09pct 至 31.36%。公司寿险改革工程进入全面推广实施阶段，深化数字化渠道改革，对人力流失有较高容忍度。同时采取灵活措施，针对 1 月末脉冲式重疾险销售高潮不持续性，加大年金产品的推广力度，做到养客蓄客。从客户角度出发，通过布局健康管理、慢病管理、重疾管理和养老管理四大服务，提高保险的温度和深度。

**2) 产险综合成本率同比-1.3pct 至 95.2%：**持续优化客群结构与业务结构，总体保费在车险承压下虽同比下滑 8.84%，但业务品质保持优良，Q121 营运利润同比增长 15.21%。车险压力预计到 Q3 末会有改善，全年依旧疲弱；“平安好车主”APP 累计注册 1.33 亿，绑定车辆 8564 万辆，其中逾 2900 万尚未在平安承保，仍有较大的开发潜力。短期意健险保费同比增长 28.46%，其他非车业务在保证险收缩下同比下滑 15.85%。

### 当前时点怎么看平安？

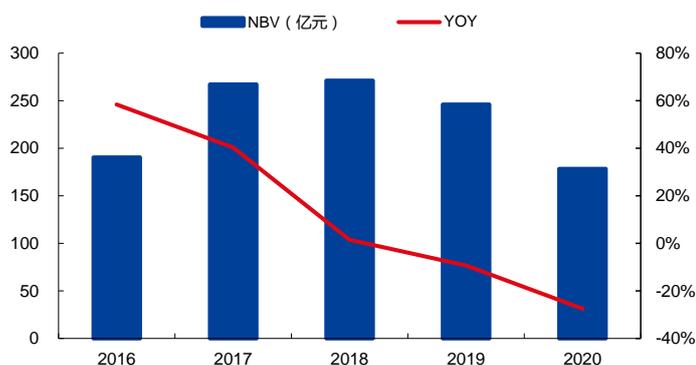
核心寿险基本面恢复疲弱，新单萎靡反映出后疫情时代行业负债端修复动力不足，本质在供给和需求匹配差异。在代理人持续下滑下，公司仍坚定探索长期经营之道。全年的NBV预计是小个位数增长，明年预计可回升至双位数。目前对应2021E P/EV 0.83x，近五年后6%分位。

## 2、太保：引入新管理层、代理人改革迈向一线城市开拓

太保业绩保险略显低迷，Q121 实现营收 1512.63 亿、同比增长 9.44%，归母净利润 85.47 亿、同比增长 1.90%。公司业绩表现低迷主要系【收入端】前几年新单萎靡导致续期保费增长乏力，整体保费同比略增 6.32%；【支出端】满期生存给付及赔付导致相关支出同比增长 22.56%，部分产品退保增加导致退保支出同比增长 124.30%。

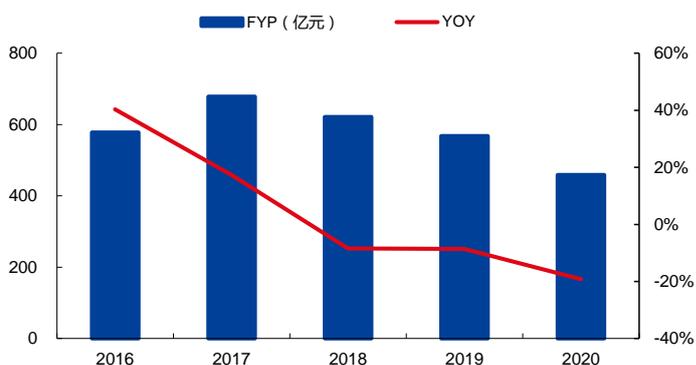
投资风格稳健。Q121 二级市场冲高回落，公司适当减配权益资产，其中股票+权益基金占比较上年末下滑 0.2pct 至 10%。公司净/总投资收益率同比下滑 0.3/提升 0.1pct 至 3.9%/4.6%，投资资产同比增长 13.44%、较上年末提升 2.02%。

图 23：太保寿险 NBV 增速近年来持续下滑



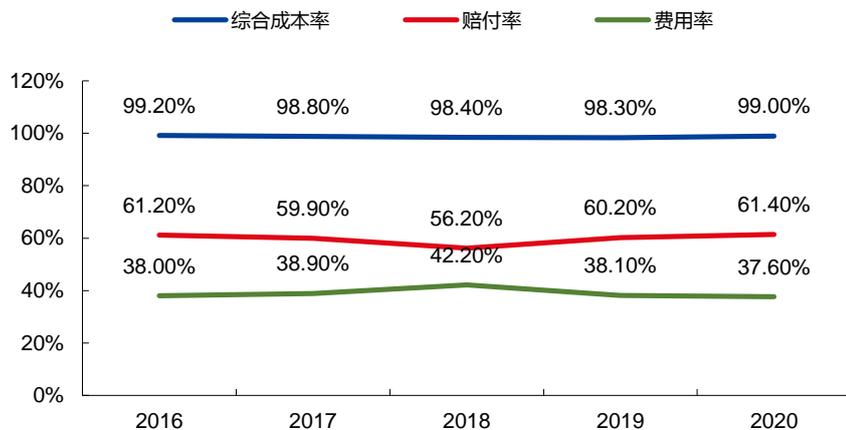
资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 24：太保寿险新单表现依旧萎靡



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 25：近五年太保产险综合成本率



资料来源：公司公告，华金证券研究所

### 核心观点与展望：

1) 寿险新单保费迎来恢复性增长。去年一季度在疫情影响下，公司以大个险为主的经营模式承压尤其明显。今年一季度个险新单迎来恢复性增长，加上积极的应对策略（代理人跨年优增、开门红提前 2 月），个险代理人 FYP 同比增长 35.88%、其中期缴保费同比增长 49.49%，新单规模已经恢复至 Q119 的 93%。

2) 寿险价值增长乏力。终端需求疲弱，叠加代理人流失，公司采取灵活应对策略，以规模产品（两全险+年金险）补价值增长。我们预计公司 NBV 恢复仍未达到 2019 年同期水平的 90% 以上，但 1 月重疾炒停售透支效应逐步减弱，后续好转值得期待。

3) 产险非车业绩发展迅速，填补车险保费下滑：受车险综改影响，行业车险保费普遍承压，改善拐点预计在三季度末；在此影响下非车业务开拓成为拉动产险保费增长重要动力。Q121 公司车险保费同比下滑 7.04%、非车保费同比增长 40.98%，整体保费同比增长 12.05%，表现优于同业平安和人保。

### 当前时点怎么看太保？

我们对太保的判断仍是，公司坚定寿险长期经营主义，代理人改革定力足。公司持续推进人力优增下，打造从客户角度出发的顾问型代理人团队，是助力负债端转好转强的关键一环。前友邦中国 CEO 及区域 CEO 蔡强加入太保，担任太保寿险 CEO。蔡强先生有着丰富的一线经验，长期耕耘一线城市，带领友邦中国完成代理人改革。蔡强的加入或给太保注入更多的活力，叠加寿险业务低点向上，个险提质增效有望加速，同时配合养老产业开拓向一线城市要市场。目前公司对应 2021E P/EV 0.61x，近五年后 4%分位

## 3、新华：规模已上，价值诉求提升

公司业绩表现优于同业。Q121 实现营收 813.65 亿元、同比增长 19.39%，归母净利润 63.05 亿元、同比增长 36.03%；收入端系投资收益同比大增 75.23%、保费收入表现平平，支出端满期及年金给付同比下滑 15.51%、责任准备金净提取同比增长 26.44%。

Q121 末公司投资资产 9574.25 亿元，较上年末增长 0.85%、同比增长 6.62%。总投资收益率 7.9%、同比提升 280bp。从 2020 年披露数据看，公司寿险 NBV 对投资收益率波动的敏感度高于主要上市同业平安、太保和国寿，主要系近几年业务品质确有所下滑。灵活的投资策略确保较好的投资收益表现有利于 EV 的稳定增长。

图 26：新华 NBV 增速触底向上

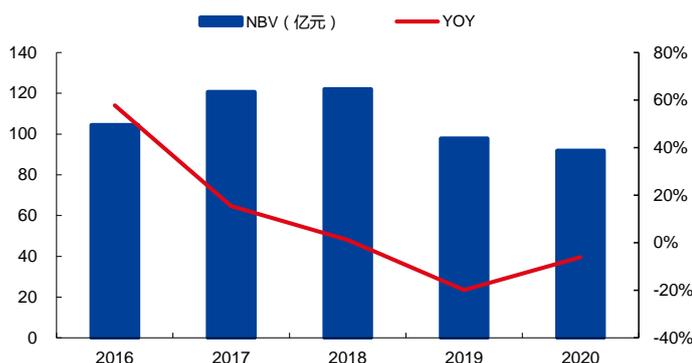
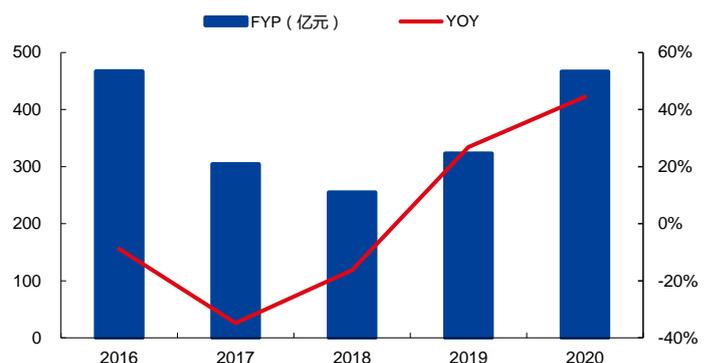


图 27：新华新单保费表现较为优异



资料来源：公司公告，华金证券研究所

资料来源：公司公告，华金证券研究所

### 核心观点与展望：

**1) 银保趸交放缓、期缴发力：**Q121 公司新单继续保持较好增长，其中个险/银保长险 FYP 同比增长 13.70%/增长 7.92%。个险来看，长险期缴 FYP 同比增长 13.87%，占比略微提升至 94.08%。银保长险业务中，趸交在去年重启后，Q1 均完成百亿级别的冲量，今年 Q1 略有放缓；期缴同比大增 78.02%，公司银保渠道价值率预计持续恢复中。

**2) 代理人策略进入下一阶段、助力 NBVM 恢复：**长险 FYP 中，个险占比同比提升 96bp 至 34.51%。公司去年人力增幅近 20%、突破 60 万人，在今年全行业优增推动中，我们预计不太会有大规模增员行动。估计产能、留存率、举绩率等全方面考核成为重点，规模考核弱化。从近期负债端疲弱反映来看，险企对人力下滑的容忍度在提升，对渠道改革的定力更足。

### 当前时点怎么看新华？

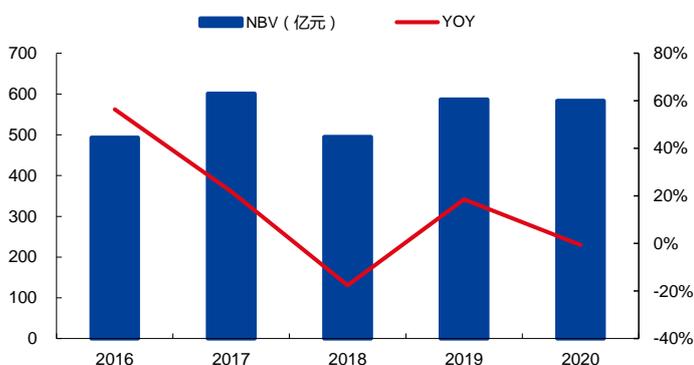
公司在前两年完成战略上的巨大变动，再次恢复到个险+银保两条腿走路。完成初期阶段的银保上量和代理人储蓄后，开始精耕渠道。从去年下半年个险目标完成对价值率的明显拉动可以看出，价值增长地位开始提升。过去两年 NBVM 垮塌式下滑或迎来拐点。目前公司对应 2021E P/EV 0.57x，近五年历史后 5%分位。

## 4、国寿：高基数困扰下，仍转向价值

投资收益增厚业绩。公司 Q121 实现营收 3734.58 亿元、同比增长 10.57%，归母净利润 285.89 亿元、同比增长 67.28%。公司业绩大增主要系【收入端】投资收益增长 42.96%，【支出端】责任准备金净提取额微增 6.89%、手续费及佣金支出下滑 19.46%。

投资业务方面，Q121 公司净/总投资收益率同比下滑 0.21/提升 1.31pct 至 4.08%/6.44%，总投资资产同比增长 16.5%、较上年末增长 4.5%。近几年来公司寿险业务品质有所提升，但 NBV 受投资收益率影响敏感度仍高于主要同业太保和平安，投资收益率的提升有助于 NBV 及 EV 的增长。

图 28：国寿近两年 NBV 增长优于同业



资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 29：规模导向下的国寿新单表现较好



资料来源：公司公告，华金证券研究所

### 核心观点与展望：

1) 同比高基数下, 寿险新单开拓压力凸显: 2019年下半年公司一马当先, 抢占开门红先机, 对 Q120 保费推动明显。2020 年下半年各大险企纷纷加快开门红节奏, 市场竞争加剧, 导致公司 Q121 新单表现面临去年同期的高基数压力。在此之下, 公司新单保费同比下滑 6.40%、其中长险首年期缴同比下滑 10.2%, **NBV 同比下滑 13.2%, 测算 NBVM 较去年同期缩水 7.3%**。

2) 下一步的核心依然聚焦在代理人举绩率和产能的提升上: 销售总人力较上年末下滑 6.9%, 其中个险销售人力下滑 7.0%, 而去年同期公司销售总人力超过 200 万, 同比下滑幅度可见一斑。人力规模的下滑是公司持续践行“重价值、强队伍”的经营方针, 坚持有效队伍驱动业务发展方式, 从“扩量提质”到“提质扩量”。短期人力队伍的下滑或对新单开拓造成较大压力, 但人力队伍的固本培元更切合保险长期经营主义, **逐步减轻人力高位的垮塌风险**。我们判断个险代理人团队人力仍谈不上见底。

### 当前时点怎么看国寿?

公司目前处于巩固和深化“重振国寿”前期的成果和各项战略, 价值诉求愈发明显。但不容忽视的是, 今年 3 月以来终端需求的疲弱与代理人队伍的流失互为负反馈, 行业持续承压, 规模与价值的平衡依旧敏感。目前公司对应 2021E P/EV 0.80x, 近五年后 14%分位。

## (四) 估值处于近五年来低位, 关注左侧配置机会

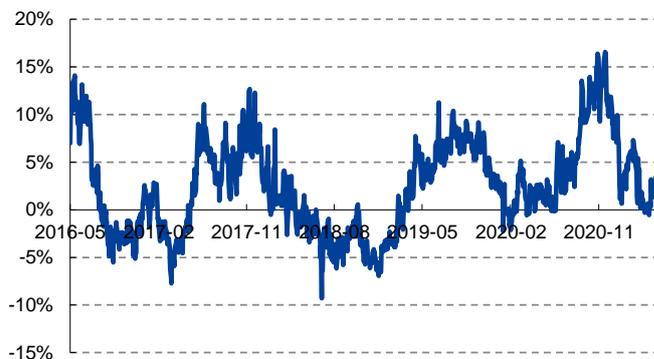
诚如我们在前文所述, 负债端的新单开拓萎靡, 是保险板块承压的核心因素。Q121 保险指数(申万 II) 收跌 9.49% (跌幅大于万得全 A-3.25%), 截止到 5 月 10 日收盘, 保险指数(申万 II) 年累计跌 18.72% (万得全 A-2.68%), 其中平安收跌 17.98%、太保收跌 14.84%、新华收跌 16.70%、国寿收跌 16.02%, 截至 5 月 10 日, 四家对应 2021E P/EV 分别为平安 0.83x、太保 0.61x、新华 0.57x、国寿 0.80x, 均处于历史低位。保险行业长期向好不变, 上市险企将持续受益 1) 保费集中度提升; 2) 投资收益及其稳定性优于同业。目前正是左侧配置保险股的较佳时点, 保险负债端基本面虽不见好转, 但市场景气度走弱下板块避险功能凸显。

图 30: 平安 P/EV 走势



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 31: 平安 A/H 溢价



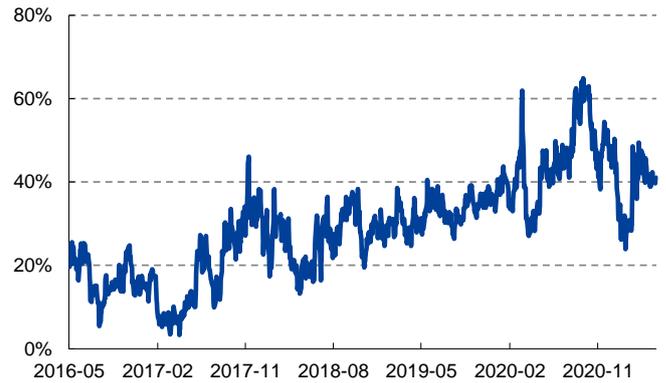
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 32: 太保 P/EV 走势



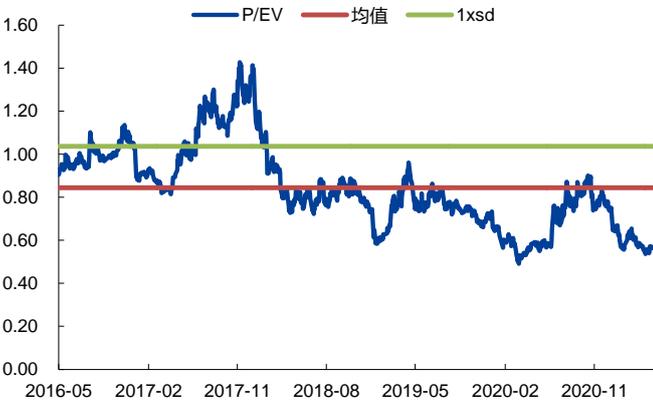
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 33: 太保 A/H 溢价



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 34: 新华 P/EV 走势



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 35: 新华 A/H 溢价



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 36: 国寿 P/EV 走势



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 37: 国寿 A/H 溢价



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 38: 中债国债 10 年期收益率走势



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 39: 万得全 A 走势



资料来源: wind, 华金证券研究所

## 二、证券行业 2020 年报及 Q121 季报综述

### （一）回顾与前瞻

2020 年在新冠疫情的冲击下，实体经济持续恶化，世界主要经济体纷纷采取 QE 应对。国内流动性走向宽裕，二级市场应声而涨，市场景气度持续高增。证券公司各业务板块均与市场景气度密切正相关，直接影响业绩表现。2020 年日均股基交易额同比+62%至 8833 亿元，Q121 进一步提升至 9954 亿元。2020 年/Q121 上市券商营收同比+26.98%/+27.92%，归母净利润同比+33.70%/+27.12%。

1) 经纪：佣金价格战持续，2020 年净佣金下滑至万 2.85。向财富管理转型成为共识，以 AUM 规模叠加管理费率发展模式，是应对经纪业务高弹性的有效措施。头部券商纷纷加大投顾团队建设，2020 年代销金融产品净收入大幅提升，头部券商中信证券注册投顾人数行业首位，2020 年代销金融产品业务净收入同比达 144.55%。

2) 投行：2020 年注册制扩展至创业板，IPO 效率提升明显。2020 年全年 IPO 承销额同比大增 86.48%，头部券商表现更优，投行业务收入 CR10 达 66.22%。投行业务马太效应显著，“投资+投行”双轮驱动可有效对接企业全生命周期资本服务，需要券商有较强的的资本实力。头部券商项目储备丰富，业绩释放无虞。

3) 信用：经历前几年的风险释放，上市券商面临潜在信用风险不大。上市券商 Q121 则同比下滑 69.97%，其中 15 家券商转回信用减值损失，反映出股票质押减值压力减缓。成本来看，鉴于货币政策边际不会趋松的判断，以及上市券商主动加杠杆，利息支出压力较大。

4) 资管：向主动管理转型中，虽然规模持续压降，但盈利能力持续提升。2020 年/Q121 上市券商整体资管净收同比增长 23.83%和 34.73%，主动管理成效渐显。

5) 投资：权益类资产规模提升，投资收益的波动性放大，券商业绩分化更为明显。近年来券商不断加强重资本投入，投研实力提升明显。以场外衍生品交易为代表的非方向性权益投资，业已成为头部券商转型的重要方向之一。

6) 营业支出：风险缓释，减值计提大幅下滑，对管理费用率上行有一定冲抵。

**上市券商 2 季度和中期业绩展望。**鉴于 Q220 板块业绩大幅增长带来的高基数效应，在当前的市场景气度趋弱下，我们预计 Q221 板块业绩不甚乐观。券商业绩受市场景气影响明显，尤其是投资收入弹性较大。假设 Q221 市场交投活跃度维持 4 月份以来水平：即日均股基交易额 8100 亿元左右，两融余额 1.66 万亿元左右，万德全 A 指数维持目前震荡行情（4 月份以来微弱上涨 1%），中债总全价指数类似、即微弱上涨 0.3%。我们预计上市券商 Q221 净利润与去年同期大致相当。中期业绩方面，我们预计上市券商 H120 归母净利润同比增长 12%。其中中信证券 H121 归母净利润计预计同比增长 20%左右、国泰君安增速或达 60%，华泰和中信建投由于高业绩基数，H121 归母净利润或出现下滑。

长期视角下，直接融资占比提升，金融体制更加完善、抗风险能力更强，资本市场在我国经济转型中的作用愈发凸显，证券行业直接受益于政策红利的释放。短期来看，传统业务受到同质

化的拖累较为明显。政策红利释放进程缓慢，如年内较难落地全面注册制，T+0 等尚在研究阶段，政策影响偏中性；此外基于货币政策不太可能大幅宽松的背景，市场迎来全面行情难以期待，情绪层面有一定压制。目前板块 P/B (MRQ) 1.56x，已滑落至近五年历史中枢以下，后 1/4 分，头部券商如中信证券处于历史中枢水平。短期无明显利好因素，预计行业磨底行情将持续。

## （二）上市券商业绩综述

表 3：上市券商<sup>3</sup>2020 年和 Q121 财务数据（亿元）

项目	2020	同比	收入占比	Q121	同比	收入占比
营业收入	5207.49	26.98%	100.00%	1372.92	27.92%	100.00%
经纪收入	1147.66	53.60%	22.04%	315.35	14.45%	22.97%
投行收入	583.15	39.35%	11.20%	120.96	33.98%	8.81%
资管收入	389.48	23.83%	7.48%	114.62	34.73%	8.35%
投资收入	1462.86	13.74%	28.09%	328.19	13.64%	23.90%
利息净收入	534.87	26.47%	10.27%	143.93	23.13%	10.48%
其他	1089.47	19.48%	20.92%	349.88	61.48%	25.48%
营业支出	3269.91	23.55%		824.79	30.27%	
管理费用	2110.86	19.08%		550.12	28.58%	
减值损失	334.19	73.10%		12.66	-69.97%	
营业利润	1937.58	33.23%		548.13	24.54%	
归母净利润	1460.98	33.70%		424.42	27.12%	

资料来源：公司公告，华金证券研究所

### 1、2020 年报综述

上市券商 2020 年归母净利润同比+33.70%，高于行业平均水平。上市券商 2020 年共实现营业收入 5207.49 亿元、同比+26.98%；归母净利润合计 1460.98 亿元，同比+33.70%，业绩表现高于+27.98%的行业平均水平，展现出头部券商更为优异的盈利能力。净资产合计 1.88 万亿元，同比+15.17%。上市券商平均 ROE 8.34%，高于 7.28%的行业平均水平。

根据证券业协会数据，2020 年证券业共实现营业收入 4484.79 亿元，同比+24.41%；实现净利润 1575.34 亿元，同比+27.98%；行业净资产 2.31 万亿，同比+14.10%；行业 ROE7.28%，较上年的 6.30%进一步提升。

41 家上市券商营收占行业比例高达 116%<sup>4</sup>；净利润占比 93%；净资产占比 81%。

<sup>3</sup> 上市 41 家券商，详见附表

<sup>4</sup> 预计部分券商营收为负

图 40: 上市券商营收变化



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所 (详细数据见附表)

图 41: 上市券商归母净利润变化



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所 (详细数据见附表)

业绩变动原因分析来看, 2020 年流动性宽裕催生下的市场景气度高增是证券公司各业务条线收入增长的主要原因, 投行业务在注册制推行下表现优异。41 家上市券商营业收入同比+26.98%, 其中经纪收入+53.60%、投行收入+39.35%、资管收入+23.83%, 利息净收入+26.47%、投资收入同比+13.74%、其他收入+19.48%。其他业务成本继续抬升 (同比+27%)、及减值损失大幅提升 (同比+73%), 是营业支出提升明显的主要原因。其他业务收入和其他业务成本均保持较高增速, 显示证券公司大宗商品交易依然活跃, 但其他业务成本提升幅度更高, 大宗商品风险管理业务毛利率仍在降低趋势中。

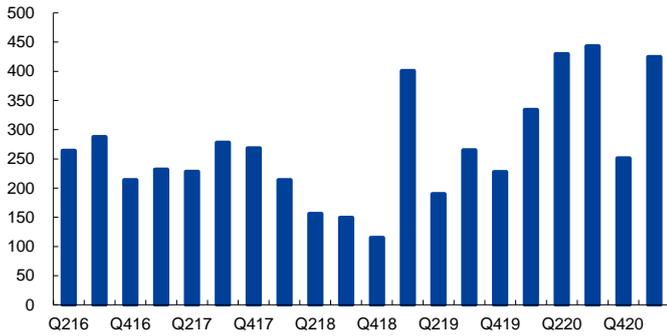
上市券商方面, 光大证券 (+310.97%)、兴业证券 (+127.13%)、华林证券 (+83.96%) 归母净利润同比涨幅最高; 太平洋 (-264.30%)、财达证券 (-12.68%)、西南证券 (+4.75%) 归母净利润同比涨幅最低; 仅太平洋和财达证券出现下滑, 其中太平洋是唯一亏损上市券商。

## 2、Q121 季报综述

2021 年 1 季度, 上市 41 家券商共实现营业收入 1372.92 亿元、同比+27.92%; 归母净利润合计 424.42 亿元, 同比+27.12%; 净资产合计 1.92 万亿元, 较期初+2.30%。

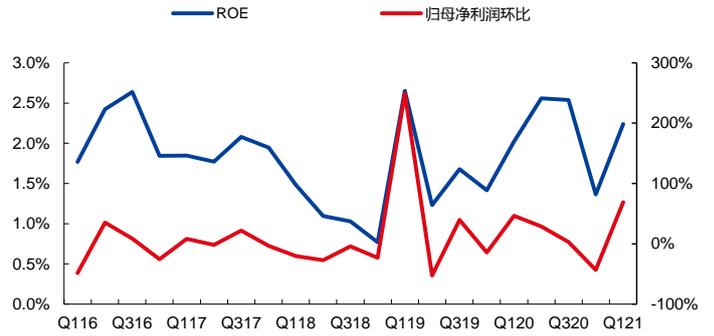
业绩变动原因分析来看, 相较 Q120 市场震荡下行业绩承压, Q121 市场景气度呈现出前高后低, 各业务条线均有不同程度增长。2021 年 1 季度, 41 家上市券商经纪收入+14.45%、投行收入+33.98%、资管收入+34.73%, 利息净收入+23.13%、投资收入同比+13.64%、其他收入+61.48%。大宗商品业务毛利率有所提升, 此外减值损失同比-69.97%对利润增长也有一定贡献。

图 42: 上市券商季度净利润 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所 (详细数据见附表)

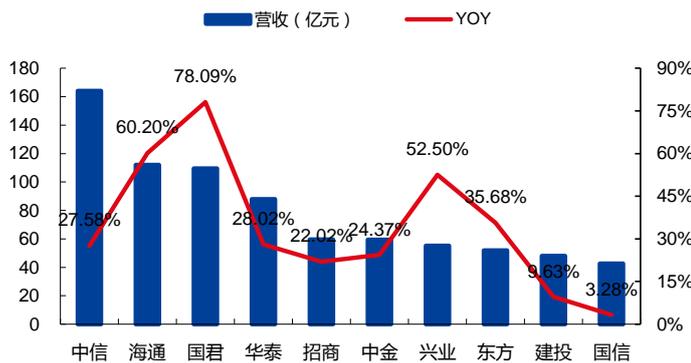
图 43: 上市券商季度净利润环比与 ROE



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所 (详细数据见附表)

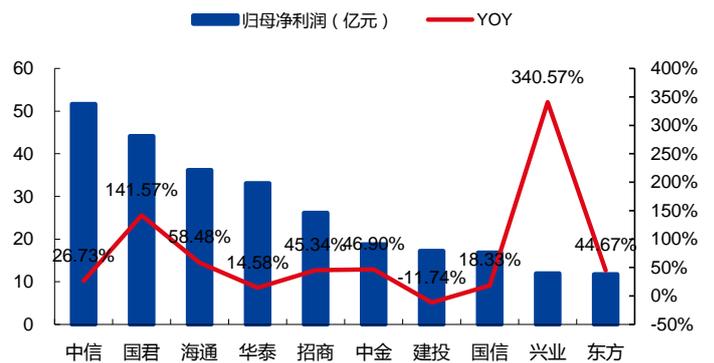
上市券商方面, 41 家公司全部盈利, 兴业证券 (+340.57%)、国泰君安 (+141.57%)、方正证券 (+134.53%) 归母净利润同比增幅最大, 25 家证券公司实现同比上涨。但另外 16 家出现不同幅度下滑, 其中太平洋 (-95.25%)、第一创业 (-94.13%)、红塔证券 (-51.69%) 下滑幅度前三。

图 44: 主要上市券商 Q121 营收前十



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 45: 主要上市券商 Q121 归母净利润前十



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

### (三) 财务报表项目逐项分析

#### 1、收入结构与资产结构

上市券商 2020 年收入结构中, 投资业务占比达 28.09%, 蝉联第一。投资业务随市场行情波动明显, 进而呈现出较高弹性, Q121 大宗商品业务的增长使得投资业务收入占比被动下滑, 上市券商投资业务收入占比由 2020 年的 28.09% 降至 Q121 的 23.90%。占比趋势来看, Q120 在疫情影响下两市走弱, 投资收入占比由 Q119 的 43.95% 下滑至 26.91%, Q121 进一步下滑。经纪业务在市场交投活跃度提升下占比持续攀升, 2020 年及 Q121 占营收比分别为 22.04%/22.97%, 保持贡献第二位, 与投资收入的差距缩小。

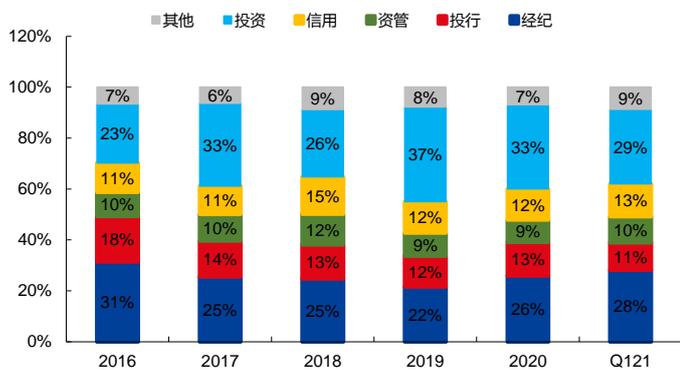
我们继续采用在营收中扣除其他业务影响的做法，即将营业支出中的“其他业务成本”与营业收入中的“其他业务收入”整合成“其他业务净收入”，这样调整后营业收入就在原始营业收入上减去其他业务成本。这样调整主要由于其他业务收入和其他业务成本主要由期货子公司的风险管理业务贡献，买卖大宗商品的收入和成本金额均较大，毛利率极低，对收入结构的真实性造成一定扰动。

简单调整后，上市券商 Q121 收入结构分别为：投资业务（29.30%）、经纪业务（28.15%）、信用业务（12.85%）、投行业务（10.80%）、资管业务（10.23%）、其他业务（8.67%）。投资业务依旧展现出较强的业绩弹性，经纪业务表现相当优异，在投资业务收入增速下滑中叠加财富管理持续推进、占比加速提升。41 家上市券商中，经纪业务贡献比前三为：太平洋（88.75%）、方正证券（52.46%）、华西证券（50.21%）；投资业务贡献比前三为：山西证券（49.95%）、中金公司（46.54%）、华泰证券（40.41%），与去年同期中小券商占比较高不同的是，Q121 中大型券商投资表现优异，体现出市场环境恶化下投资业务对券商投研实力的考验较大。

从资产结构来分析，信用资产（融出资金+买入返售金融资产）占比进一步降低，而投资类资产占比维持 45%左右，客户资金占比随交投活跃度提升略有增加，资金从融资类业务向投资类业务迁徙。至 Q121 末，上市券商信用资产占比 19%、投资类资产占比 45%。

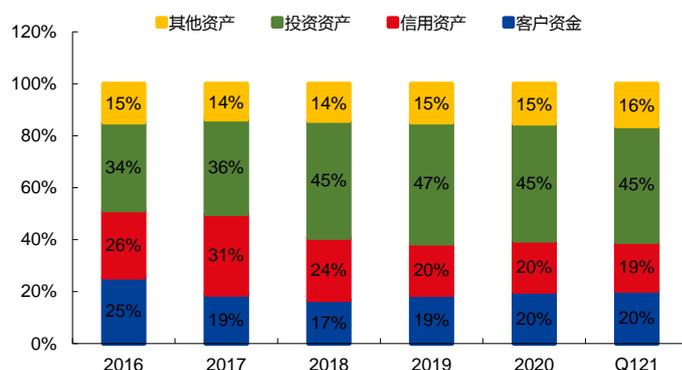
而从资产结构的稳定性来看，目前上市券商的有效杠杆率（剔除客户保证金）已接近 4x，Q121 末达 3.92x，高于行业平均水平（2020 年末为 3.13X）。上市券商内部差距较大，2021 年 1 季度前三为：中金公司（6.62X）、中信证券（4.90X）、华泰证券（4.60X），后三为：太平洋（1.91X）、西部证券（1.94X）、国金证券（2.22X）。

图 46：上市券商最近 5 年收入结构变化



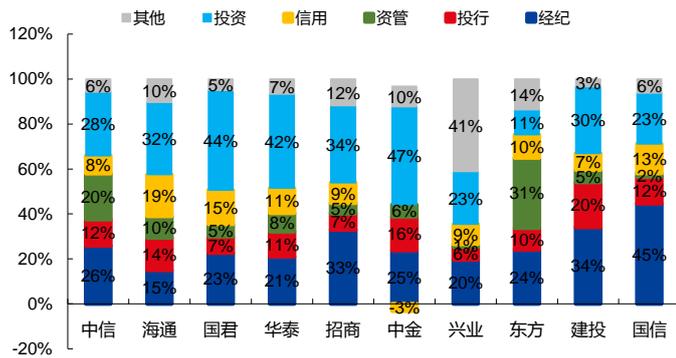
资料来源：公司公告，华金证券研究所（详细数据见附表）

图 47：上市券商最近 5 年资产结构变化



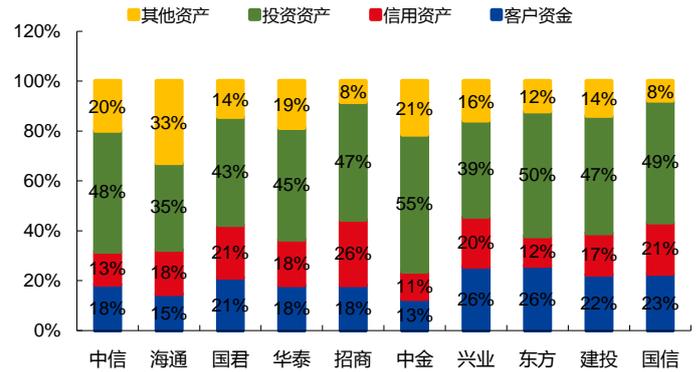
资料来源：公司公告，华金证券研究所（详细数据见附表）

图 48: 主要上市券商 Q121 营收结构



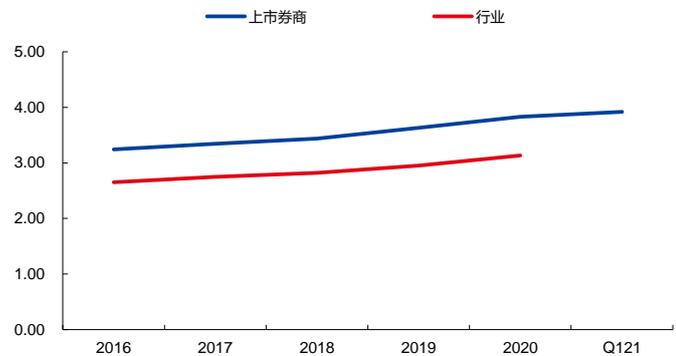
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 49: 主要上市券商 Q121 资产结构



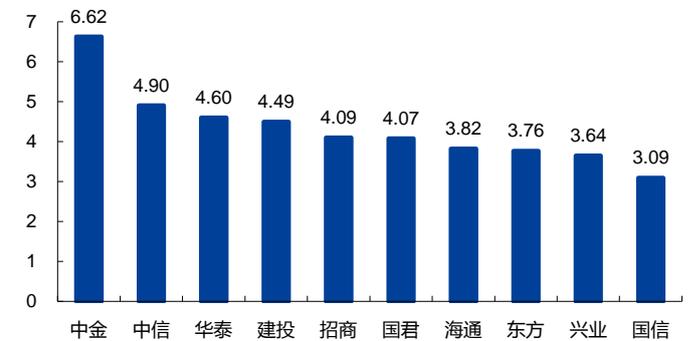
资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

图 50: 上市券商有效杠杆率变化



资料来源: 公司公告, 中国证券业协会, 华金证券研究所 (详细数据见附表)

图 51: 主要上市券商 Q121 末有效杠杆率



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

## 2、主营业务收入项目分析及展望

### (1) 经纪业务: 交投活跃度显著提升带来业绩弹性

2019 年股市回暖, 激发市场交投意愿释放。2020 年一季度受疫情影响, 股票交易受益“宅经济”, 交投活跃度一度提升, 至 3 月中旬在市场走弱下交易热情有所降低。6 月底市场走出一波牛市行情, 直接带动市场景气度大幅提升。2020 年/Q121 日均股基交易额分别同比+62%/+11%至 8833/9954 亿元, 经纪业务行业平均净佣金率仍处下滑通道, 一定程度上降低了经纪业务的弹性, 2020 年佣金率下滑至万 2.85。2021 年 1 季度 41 家上市券商整体经纪业务收入同比增长 14.45%至 315.35 亿元。目前经纪业务净佣金率下滑速度并未见放缓态势, 经纪业务对券商业绩的弹性, 主要取决于市场景气度高增的力度。

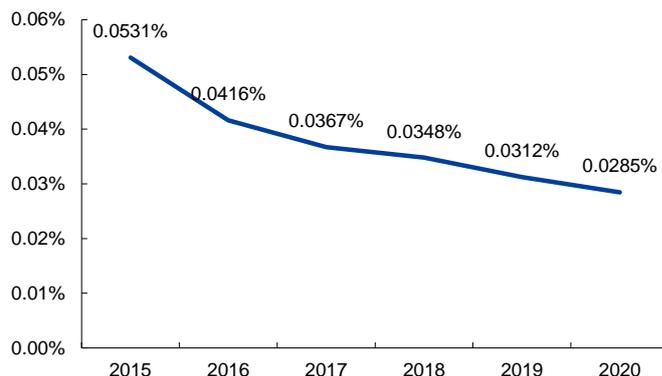
值得注意的是, Q121 股市交投活跃度提升放缓下, 大中型券商表现亮眼。2021 年 1 季度经纪业务同比涨幅前三为东方证券(+49.13%)、中金公司(+38.78%)、兴业证券(+32.44%), 其在 2020 年的增幅分别为 69.55%、54.79%和 77.72%, 并未有低基数效应, 而是延续了较好的增长态势; 后三为山西证券(-17.57%)、财大证券(-13.27%)、东兴证券(-10.63%)。在传统经纪业务发展模式中, 大中型券商经纪业务弹性相对较低, 主要系其拥有更为稳定的机构客户; 2021 年 1 季度的财务数据或可说明, 大中型券商财富管理转型初见成效, 小券商对股市景气度下滑的负面反应更为激烈。

图 52：2020 年及 Q121 日均股基交易额提升明显



资料来源：wind，华金证券研究所

图 53：行业净佣金率下滑速度放缓



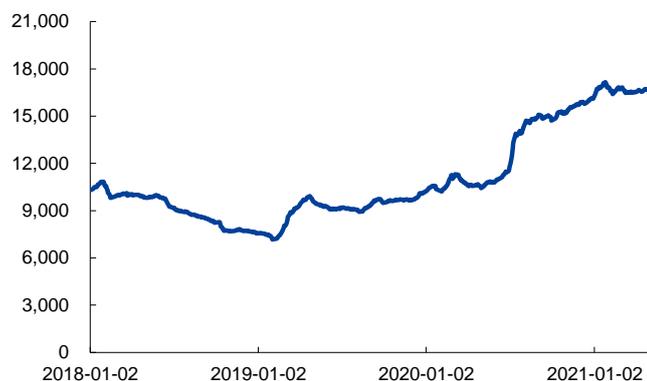
资料来源：中国证券业协会，华金证券研究所

## (2) 信用业务：两融持续活跃提振业绩、但负债成本压力渐显

**强经纪促两融。**股市交投活跃度的提升也促进了两融业务发展，2020 年上市券商整体利息净收入同比增长 26.47% 至 534.87 亿元，2021 年 1 季度同比增长 23.13% 至 143.93 亿元。核心原因有两点：(1) 2019、2020 年市场均走出一波行情，对两融业务的驱动显而易见，两融余额持续增长，已经站上 1.6 万亿。(2) 股票质押风险经历 2018-2020 年三年的高度释放，规模持续压缩；2020 年末上市券商买入返售金融资产规模较年初下滑 12.25%，Q121 末较年初下滑 6.28%；2020 年上市券商信用减值损失同比大增 73.10%，Q121 则同比下滑 69.97%，其中 15 家券商转回信用减值损失，反映出股票质押减值压力减缓。

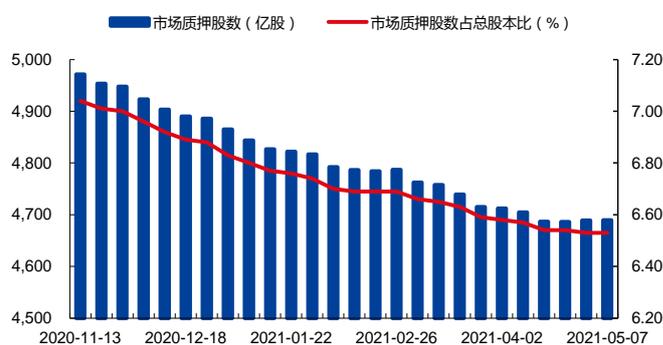
从成本分析来看，2020 年在流动性宽松背景下，市场融资利率大幅走低；鉴于货币政策边际不会趋松的判断，以及上市券商主动加杠杆，利息支出压力较大。头部券商中，Q121 利息净收入出现下滑的有国泰君安 (-1.44%)、中金公司 (-8.68%)、中信建投 (-10.72%)、申万宏源 (-28.97%)。

图 54：两融余额走势 (亿元)



资料来源：wind，华金证券研究所

图 55：两市质押走势



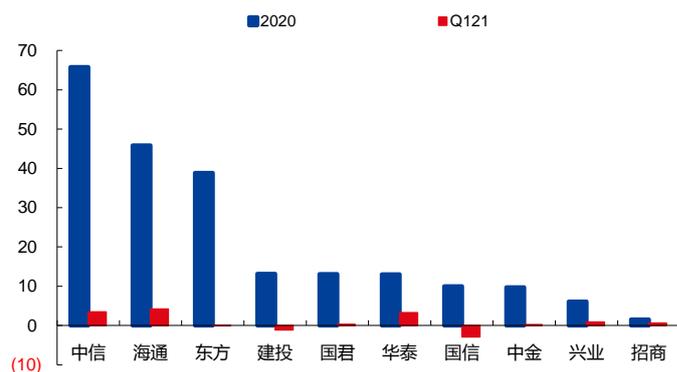
资料来源：wind，华金证券研究所

图 56: 十年期国债收益率 2020 年 3 月以来触底回升



资料来源: wind, 华金证券研究所

图 57: 主要上市券商 2020 年及 Q121 计提减值情况 (亿元)



资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

### (3) 投行业务: 受益注册制推行 2020 年 IPO 大放异彩、2021 年压力不小

2020 年上市券商投行业务条线收入同比增长 39.04%至 533.77 亿元, 主要原因系 2020 年注册制进一步推行至创业板, IPO 效率提升明显, 全年 IPO 承销额同比大增 86.48%。2021 年 1 季度, 上市券商投行业务同比增长 33.98%, 主要受益于 IPO 优于行业的增长、承销费率提升明显, 同时债券承销持续保持增长。2021 年 1 季度行业债券承销规模同比上涨 5.39% (地方政府债同比-42.19%、公司债同比+4.46%), 同时 IPO 同比-0.21%, 再融资同比+0.70%、低迷状态有所缓解。

表 4: 上市券商承销明细 (亿元)

项目	Q121	Q120	YOY
IPO	804.74	806.41	-0.21%
再融资	2,368.04	2,351.48	0.70%
债承	22,187.39	21,052.69	5.39%
地方政府债	2,001.62	3,462.59	-42.19%
金融债	4,506.49	3,852.79	16.97%
企业债	894.80	860.30	4.01%
公司债	8,457.46	8,096.52	4.46%
ABS	4,799.21	3,158.03	51.97%

资料来源: wind, 华金证券研究所

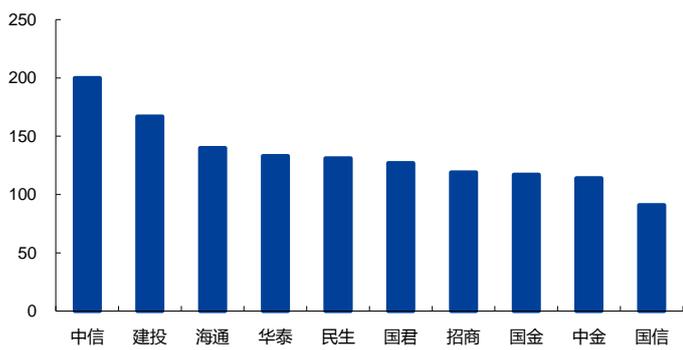
以 Q121 数据分析来看:

股承: 头部券商优势地位巩固明显, 中信一马当先

IPO: 承销金额方面, 中信证券维持行业第一, 海通证券显著提升。Q121 承销额前五分别为: 中信证券 (106.28 亿元)、海通证券 (96.81 亿元)、华泰证券 (67.06 亿元), 份额分别为 13.21%、12.03%、8.33%。

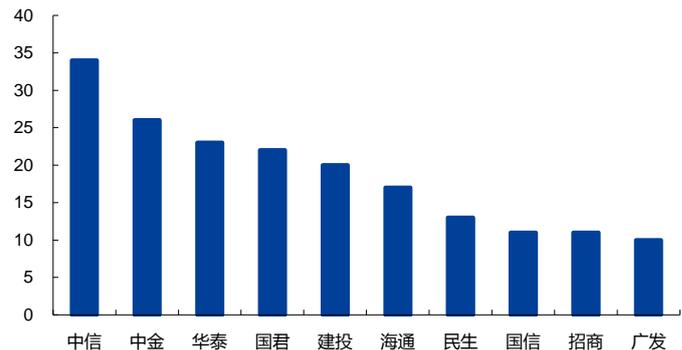
从各大券商的 IPO 储备项目数量来看, 截至 5 月 10 日, IPO 储备项目 (排队家数) 前三: 中信证券 (200 个)、中信建投 (167 个)、海通证券 (140 个), 其中科创板服务家数前三: 中信证券 (79 个)、中金公司 (57 个)、中信建投 (41 个)。

图 58: IPO 项目排队家数



资料来源: wind, 华金证券研究所, 注: 截止 2020 年 5 月 10 日

图 59: 科创板服务家数

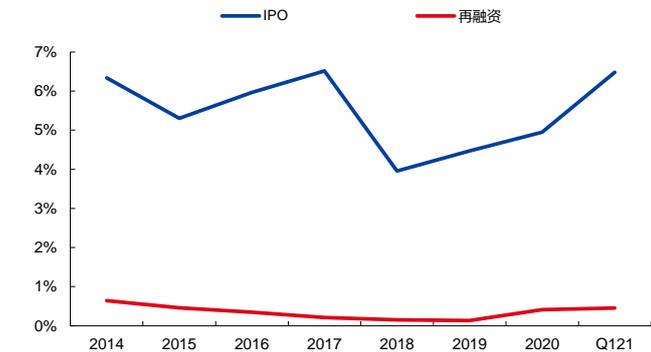


资料来源: wind, 华金证券研究所, 注: 截止 2020 年 5 月 10 日

再融资: 承销额集中度更高, 中信遥遥领先, Q121 承销额前三为: 中信证券(479.66 亿元)、中金公司(387.55 亿元)、国泰君安(320.64 亿元)。

承销费率来看, 行业 IPO 承销费率 2020 年提升 48bp 至 4.95%, 2021 年 1 季度抬升至 6.48%, 再融资承销费率也呈现出向上修复态势, 2021 年 1 季度为 0.45%。承销费率的走势和投行项目的平均融资额高度相关, 平均融资额的升高一定程度上代表着大项目化占比提升, 大项目化的趋势一定程度上巩固着头部券商的领先优势, 投行收入集中化趋势将进一步加强。

图 60: IPO 及再融资承销费率走势



资料来源: wind, 华金证券研究所

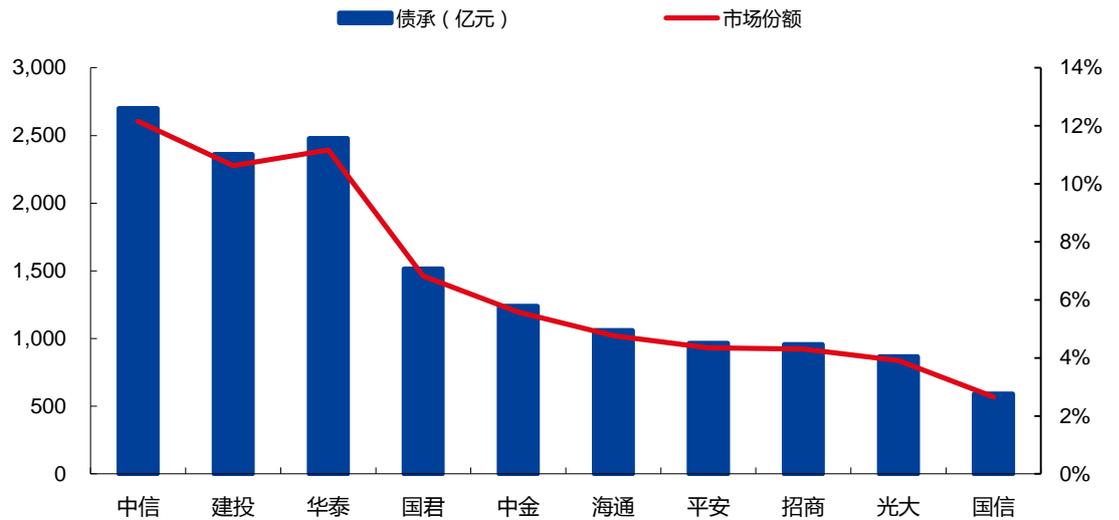
图 61: IPO 件均融资规模走高



资料来源: wind, 华金证券研究所

债承: 承销额中信证券和中信建投较其他同业明显领先, 呈现梯队分化, 2021 年 1 季度承销规模前三为: 中信证券(2689.58 亿元)、中信建投(2358.87 亿元)、国泰君安(1514.38 亿元), 市场份额依次是 12.12%、10.63%、6.83%, 中信证券和中信建投维持行业 10%以上的份额。细分领域来看, 中信证券维持着金融债的优势地位, 市场份额 18.07%位居第一; 中信建投在公司债继续保持龙头地位, 市场份额 8.46%位居第一。

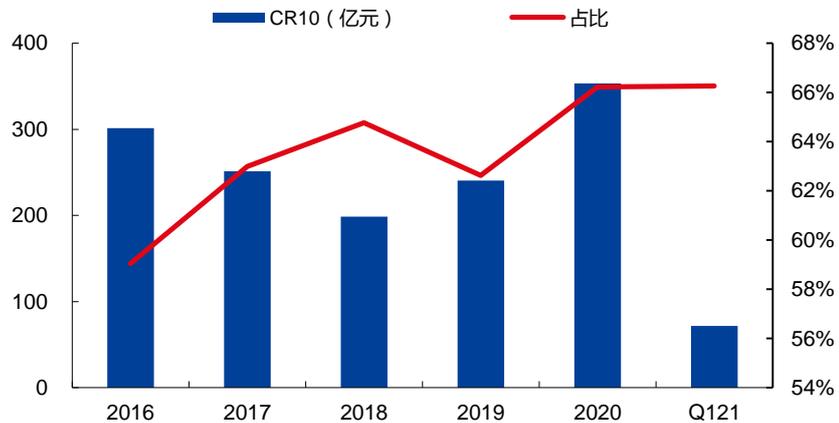
图 62: 债承市场份额



资料来源: wind, 华金证券研究所

2020 年投行业务收入 CR10 为 66.22%，较 2018 年提升 3.60pct，2021 年 1 季度进一步提升至 66.27%，中信证券一直保持行业第一位置（Q121 市场份额 14.74%）。IPO 规模 CR10 为 65.50%，再融资规模 CR10 为 81.51%，债承规模 CR10 为 66.35%。头部券商凭借出色的业务能力和丰富的项目储备，以及庞大的资本实力，“投行+投资”双驱动模式日益成熟，在企业发展早期介入，为企业全生命周期提供资本服务。在此之下，头部券商的行业龙头地位进一步巩固。

图 63: 投行业务收入 CR10



资料来源: wind, 华金证券研究所

#### (4) 资管业务：主动管理成效渐显，盈利能力提升冲抵规模下降

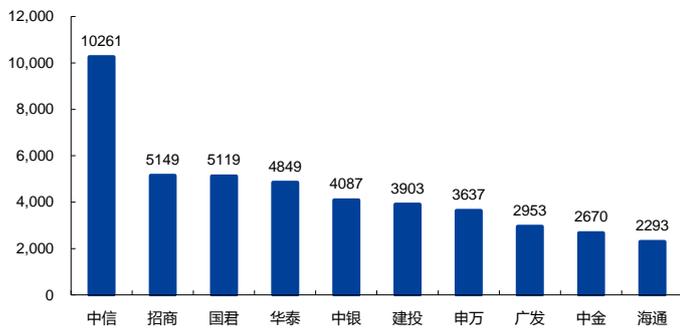
资管新规对行业规模的扩张有一定的压制，自 2017 年 1 季度 18.77 万亿元的高点后已连续 15 个季度下滑，至 Q419 末券商资管规模为 8.55 万亿元，较最高点收缩 54%。其中 Q419 末定向资管计划占比已下滑至 69%、集合计划占比提升至 24%，大集合改造持续推进中。

2020 年上市券商整体资管净收同比增长 23.83%至 389.48 亿元，2021 年 1 季度同比增长 34.73%至 114.62 亿元。在券商资管规模不断压缩下，相关收入企稳回升，券商向主动管理转型成效初显。

上市券商资管业务规模中信证券一枝独秀。根据基金业协会数据统计，截至2020年底，券商管理资产月均规模前三为：中信证券（10261亿元）、招商证券（5149亿元）、国泰君安（5119亿元）。主动管理资产月均规模前三为：中信证券（6647亿元）、国泰君安（3328亿元）、招商证券（2760亿元）。头部券商资管规模较大，较能承受住业务规模一定幅度的缩减；同时投研实力、管理效率、客户资源等优势更明显，转型期有望领先行业，率先展现出主动管理的高盈利性。

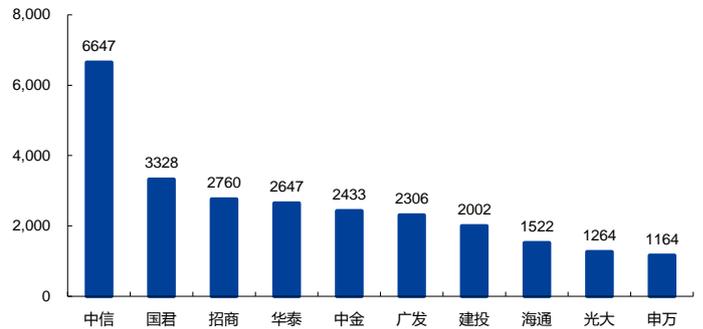
资管业务收入与规模有直接关系，也因此头部券商基本瓜分了市场上大部分的收入。2020年资管业务净收入前三为：中信证券（80.06亿元）、广发证券（65.98亿元）、海通证券（33.72亿元）；2021年1季度前三为：中信证券（27.88亿元）、广发证券（23.70亿元）、东方证券（10.30亿元）。2020年及2021年1季度行业前三资管收入占比分别达到46%和54%。

图 64: Q420 末券商资管月均规模 TOP10 (亿元)



资料来源：中国基金业协会，华金证券研究所

图 65: Q420 末券商主动管理资产月均规模 TOP10 (亿元)



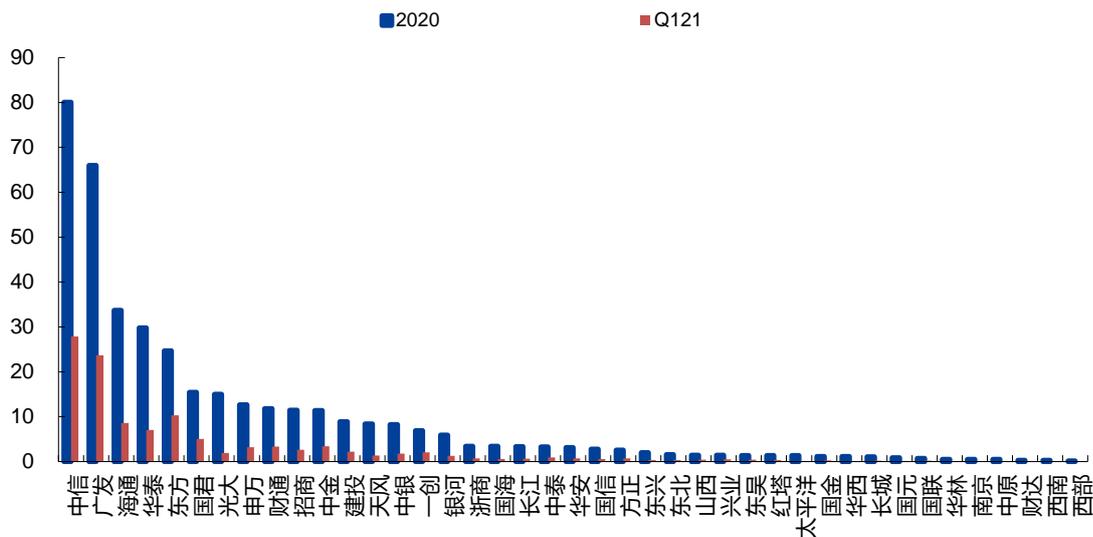
资料来源：中国基金业协会，华金证券研究所

图 66: 券商资管规模变化 (剔除直投及私募子公司, 亿元)



资料来源：中国基金业协会，华金证券研究所

图 67：上市券商资管收入比较（亿元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

### （5）投资业务：市场震荡行情下业绩分化明显

2020 年上市券商投资业务收入同比增长 13.74%至 1462.86 亿元，在 2019 年高基数基础上仍维持相对较好的增长。除去市场因素，近年来券商不断加强重资本投入，投研实力提升明显。其中头部券商中，中信建投和中金公司分别以 96.83%和 89.10%的投资业务增幅遥遥领先。

2021 年 1 季度两市呈现出前高后期状态，总体震荡下行，在 Q120 相对较低基数下仍录得不错的增幅。收入同比增长 13.64%至 328.19 亿元，占营收比下滑至 23.90%。头部券商中，国泰君安、海通证券、招商证券投资收入分别同比增长 5034%、129%和 78%；部分中小券商下滑明显，财大证券、第一创业、太平洋分别同比下滑 223%、145%和 117%。

随着 2019 年上市券商采用新会计准则后，交易性金融资产占比更高，至 Q121 末上市券商交易性金融资产占比 33.51%。相应权益类资产规模比进一步提升，投资收益的波动性将更大，业绩分化将更为明显，对于券商的资产配置和管理能力提出了更高的要求。Q121 末，交易性金融资产占比前三为红塔证券（50.90%）、西部证券（49.47%）、国海证券（46.88%）；头部券商占比为中金公司（45.41%）、中信证券（41.61%）、华泰证券（38.51%）。

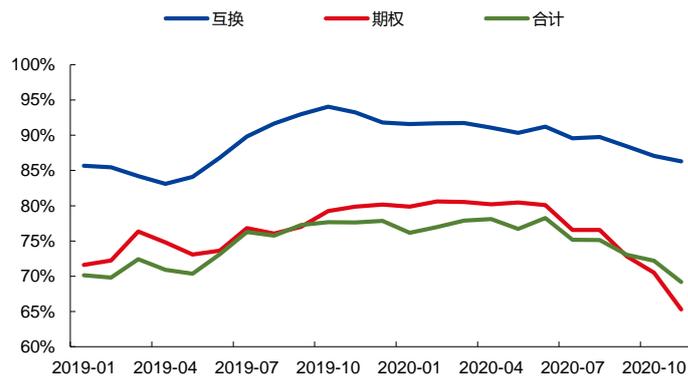
此外，场外衍生品规模持续创新高，初始名义本金月末存量自 2018 年末以来快速攀升，2020 年末达 1.28 万亿元、同比大增 105%，Q121 末继续攀升至 1.40 万亿元。交易机制的改变，尤其是科创板和创业板涨跌幅的扩大，加剧了波动风险，对冲需求提升；随着 T+0 制度的预期研究推进，预计对衍生品业务仍有较大的助推作用。市场规模扩张下，参与交易商持续扩容，头部券商布局较早。场外衍生品存续名义本金前五名集中度一度达 90%以上，2020 年部分头部券商如国君及中型券商中泰开始发力，市场集中度有所下滑。以场外衍生品交易为代表的非方向性权益投资，业已成为头部券商转型的重要方向之一，中信证券 2020 年末衍生金融资产 201.58 亿元、同比大增 174.22%。

图 68: 场外衍生品初始名义本金月末存量 (亿元)



资料来源: 证券业协会, 华金证券研究所

图 69: 场外衍生品存续名义本金前五名集中度下滑



资料来源: 证券业协会, 华金证券研究所

### 3、营业支出项目

#### (1) 管理费用: Q121 费用率抬升

2020 年上市券商整体营业支出同比增长 23.55% 至 3269.91 亿元, 其中管理费用率<sup>5</sup>同比降低 3.55 个百分点至 47.73%。Q121 上市券商营业支出同比增长 30.27% 至 824.79 亿元, 其中管理费用同比增长 28.58% 至 550.12 亿元, 管理费用率抬升至 49.11%。减值损失在风险缓释下, 同比下降 69.97%。

综合来看, 2020 年管理费用率的优化, 一定程度上缓和了计提减值对营业支出的压力; Q121 则是减值损失大幅降低, 管理费用出现一定抬升。

管理费用率方面上市券商分化明显, 2020 年管理费用率最低的三家为: 红塔证券 (29.39%)、海通证券 (36.66%)、华林证券 (37.60%); 最高的三家为太平洋 (91.93%)、中原证券 (71.00%)、天风证券 (67.65%)。

2021 年 1 季度管理费用率最低的三家为: 海通证券 (36.18%)、红塔证券 (37.01%)、国泰君安 (39.71%); 最高的三家为太平洋 (177.99%)、第一创业 (94.68%)、天风证券 (80.25%)。头部券商中除中金公司 (60.51%)、光大证券 (58.86%) 外, 管理费用率均明显低于行业。

图 70: 上市券商营业支出结构

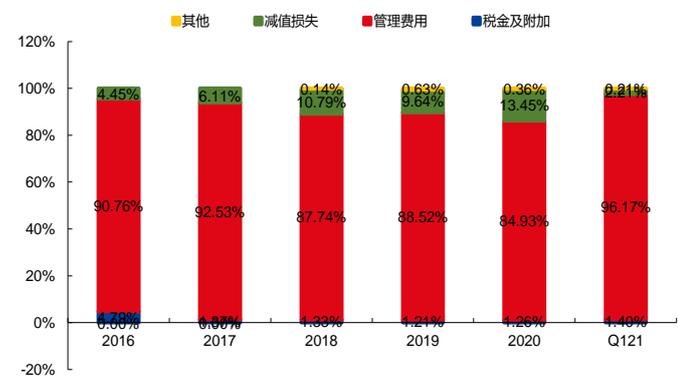
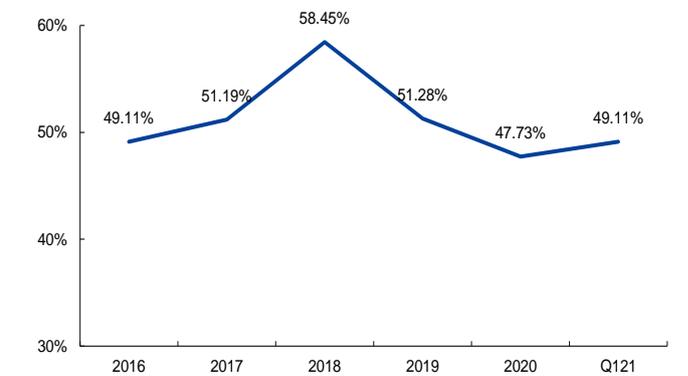


图 71: 上市券商管理费用率

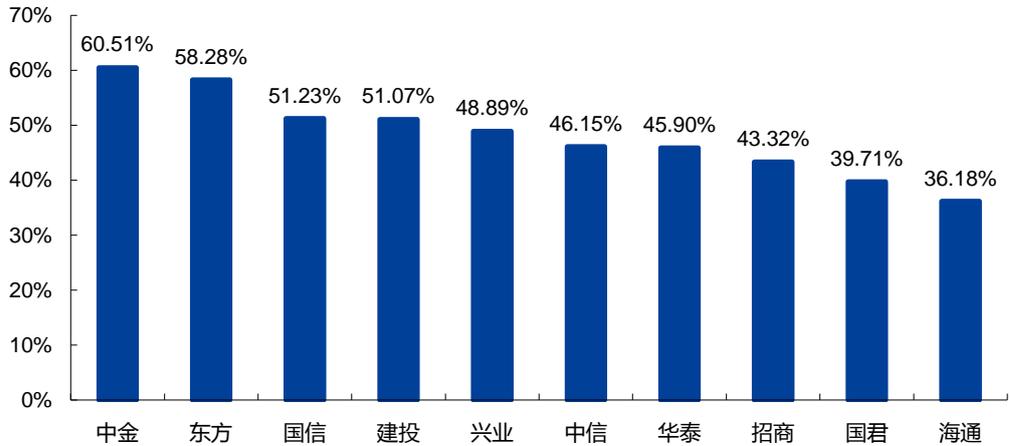


<sup>5</sup> 从分母营业收入中剔除其他业务成本, 下文同

资料来源：公司公告，华金证券研究所（详细数据见附表）

资料来源：公司公告，华金证券研究所

图 72：主要上市券商管理费用率（调整后）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

## （2）资产减值+信用减值：前两年风险充分释放、Q121 缓和

2020 年，上市券商资产减值+信用减值同比+73.10%至 334.19 亿元，占营业支出比 13.45%。根据证券金融公司数据，2019 年以来全市场融资融券客户平均维持担保比例持续保持在 250% 以上，2021 年 3 月为 268.56%，潜在信用风险不大。2018 年上市券商加速计提减值损失，2019 年计提放缓，2020 年再次加速计提，主要集中在股票质押业务。持续主动收缩业务规模和计提减值准备下，上市券商对风险的包裹能力也在增强，2021 年 1 季度减值损失 12.66 亿元、同比下滑 69.97%。

图 73：上市券商减值损失及覆盖信用资产情况



资料来源：公司公告，华金证券研究所

上市券商方面，41 家上市券商中 34 家在 2020 年年报中披露了表内股票质押业务的维持担保比例，其中 24 家在 200% 以上。最高的三家是西南证券（450%）、中信建投（420%）、中国

银河（348%）；最低的三家分别是太平洋（47%）、方正证券（126%）、东吴证券（133%）。山西证券、西部证券等 7 家上市券商没有披露这一数据。

## 证券行业附表：

表 5：上市券商财务数据（亿元）

	营收 (2020)	YOY	归母净利 润 (2020)	YOY	营收 (Q121)	YOY	归母净利 润 (Q121)	YOY	有效杠杆 率 (Q121)
中信证券	543.83	26.06%	149.02	21.86%	163.97	27.58%	51.65	26.73%	4.90
海通证券	382.20	11.01%	108.75	14.20%	111.92	60.20%	36.18	58.48%	3.82
中金公司	236.60	50.17%	72.07	70.04%	59.33	24.37%	18.76	46.90%	6.62
华泰证券	314.45	26.47%	108.23	20.23%	87.88	28.02%	33.09	14.58%	4.60
中信建投	233.51	70.53%	95.09	72.85%	48.04	9.63%	17.22	-11.74%	4.49
国泰君安	352.00	17.53%	111.22	28.77%	109.43	78.09%	44.11	141.57%	4.07
光大证券	158.66	57.76%	23.34	310.97%	33.27	18.06%	6.97	-36.88%	3.24
国信证券	187.84	33.29%	66.16	34.73%	42.52	3.28%	16.85	18.33%	3.09
招商证券	242.78	29.77%	94.92	30.34%	59.62	22.02%	26.13	45.34%	4.09
浙商证券	106.37	87.94%	16.27	68.17%	32.61	73.05%	4.21	31.88%	4.39
申万宏源	294.09	19.58%	77.66	35.41%	86.51	12.39%	24.31	22.33%	4.46
国金证券	60.63	39.39%	18.63	43.44%	15.13	8.72%	4.77	0.08%	2.22
东方证券	231.34	21.42%	27.23	11.82%	51.93	35.68%	11.76	44.67%	3.76
长江证券	77.84	10.68%	20.85	25.19%	19.66	43.91%	7.01	64.53%	3.62
兴业证券	175.80	23.37%	40.03	127.13%	55.05	52.50%	11.95	340.57%	3.64
中泰证券	103.52	6.63%	25.25	12.26%	24.49	1.35%	6.66	-11.32%	4.01
中原证券	31.03	30.80%	1.04	79.15%	10.76	146.45%	1.21	扭亏为盈	3.20
财通证券	65.28	31.82%	22.92	22.35%	13.31	49.28%	4.47	130.70%	3.26
天风证券	43.60	13.35%	4.55	47.80%	6.77	-19.36%	0.89	10.51%	3.93
东吴证券	73.56	43.39%	17.07	64.61%	17.36	39.39%	4.24	14.08%	2.87
华西证券	46.83	18.93%	19.00	32.75%	9.56	4.43%	3.21	-14.42%	2.63
长城证券	68.69	76.16%	15.02	51.35%	14.17	-2.04%	3.04	-17.69%	3.28
东兴证券	56.87	43.13%	15.40	26.13%	8.86	24.16%	2.51	-19.01%	3.40
国元证券	45.29	41.57%	13.70	49.84%	9.22	1.32%	3.34	18.01%	2.50
广发证券	291.53	27.81%	100.38	33.15%	83.21	54.44%	25.41	22.71%	3.80
中国银河	237.49	39.37%	72.44	38.54%	75.80	35.65%	19.85	13.20%	4.06
方正证券	75.42	14.36%	10.96	8.82%	20.49	5.83%	8.89	134.53%	2.72
东北证券	66.10	-17.06%	13.33	32.40%	12.97	-28.20%	3.38	1.39%	3.30
国联证券	18.76	15.87%	5.88	12.76%	4.71	-4.95%	1.57	-31.40%	4.02
山西证券	33.42	-34.50%	7.51	47.19%	5.21	-39.26%	1.35	-38.48%	3.63
第一创业	31.20	20.77%	8.13	58.40%	3.64	-49.28%	0.14	-94.13%	2.48
西南证券	31.70	-9.15%	10.91	4.75%	7.50	31.65%	2.46	21.51%	2.71
西部证券	51.84	40.85%	11.17	83.07%	12.55	36.38%	2.61	2.96%	1.94
南京证券	23.65	7.43%	8.10	14.06%	4.93	-14.71%	1.77	-23.46%	2.23
华安证券	33.57	3.87%	12.68	14.39%	6.16	-25.19%	1.78	-44.19%	3.00
国海证券	44.82	25.89%	7.25	48.73%	10.69	4.01%	1.74	-42.08%	3.50
财达证券	20.50	13.04%	5.32	-12.68%	4.99	-16.75%	2.10	4.28%	3.22
华林证券	14.90	47.42%	8.13	83.96%	3.62	15.36%	1.84	10.64%	4.09
中银证券	32.44	11.57%	8.83	10.65%	7.26	-11.82%	2.61	-19.64%	2.54
红塔证券	55.85	170.37%	14.13	68.72%	16.58	45.20%	2.34	-51.69%	2.32

	营收 (2020)	YOY	归母净利润 (2020)	YOY	营收 (Q121)	YOY	归母净利润 (Q121)	YOY	有效杠杆率 (Q121)
太平洋	11.72	-34.07%	(7.61)	-264.30%	1.27	-61.26%	0.05	-95.25%	1.91
合计	5207.49	26.98%	1460.98	33.70%	1372.92	27.92%	424.42	27.12%	3.92

资料来源: 公司公告, 华金证券研究所

表 6: 上市券商 2020 年及 Q121 营收结构 (调整后)

	2020						Q121					
	经纪	投行	资管	信用	投资	其他	经纪	投行	资管	信用	投资	其他
方正证券	55.11%	8.70%	3.45%	20.73%	8.20%	3.81%	52.48%	4.72%	3.35%	21.74%	11.46%	6.25%
太平洋	42.30%	17.36%	11.25%	1.86%	30.12%	-2.89%	88.75%	7.46%	11.44%	17.28%	-20.32%	-4.61%
中原证券	42.08%	11.00%	2.52%	5.38%	26.84%	12.18%	29.34%	32.03%	1.36%	8.56%	18.77%	9.94%
长江证券	39.59%	10.31%	4.30%	16.62%	24.90%	4.27%	48.32%	12.78%	3.49%	17.44%	14.13%	3.84%
中国银河	39.24%	5.39%	3.35%	23.69%	27.37%	0.95%	38.19%	2.08%	2.59%	25.57%	27.17%	4.42%
财达证券	38.61%	14.32%	1.63%	4.97%	39.74%	0.74%	40.47%	9.30%	2.51%	2.15%	43.84%	1.73%
中泰证券	37.90%	11.50%	3.45%	21.92%	20.87%	4.35%	42.20%	10.85%	4.05%	21.50%	14.13%	7.27%
国信证券	37.49%	11.05%	1.61%	18.37%	25.93%	5.54%	44.62%	11.95%	1.58%	12.98%	22.73%	6.14%
华西证券	36.43%	9.53%	2.36%	22.22%	28.34%	1.12%	50.22%	14.67%	1.85%	24.48%	7.67%	1.12%
招商证券	31.59%	10.09%	5.38%	12.22%	31.89%	8.84%	32.91%	7.29%	4.67%	8.97%	34.37%	11.78%
华安证券	30.97%	4.68%	9.57%	20.53%	34.60%	-0.36%	40.40%	7.92%	13.26%	21.74%	15.77%	0.90%
华林证券	30.32%	8.82%	3.32%	22.74%	30.12%	4.69%	33.47%	10.29%	2.29%	25.72%	26.81%	1.42%
中银证券	29.58%	9.41%	25.47%	27.72%	4.25%	3.57%	36.93%	4.64%	24.36%	30.80%	2.25%	1.02%
申万宏源	29.34%	7.37%	6.54%	18.66%	33.98%	4.10%	24.63%	6.69%	5.98%	11.35%	43.33%	8.01%
光大证券	29.13%	15.83%	11.93%	16.85%	17.95%	8.31%	41.90%	22.82%	7.43%	24.99%	-5.85%	8.71%
国泰君安	28.29%	12.53%	5.18%	19.09%	30.45%	4.45%	22.64%	7.33%	5.48%	15.21%	44.48%	4.85%
国联证券	28.05%	14.66%	3.82%	16.29%	36.18%	1.01%	27.28%	18.13%	4.32%	11.59%	35.99%	2.69%
浙商证券	27.94%	19.51%	6.45%	11.41%	28.21%	6.49%	29.63%	26.16%	4.90%	8.80%	21.96%	8.55%
南京证券	27.87%	10.89%	2.08%	38.31%	16.17%	4.68%	34.56%	9.67%	1.32%	49.00%	1.55%	3.91%
国金证券	27.24%	27.48%	1.88%	15.59%	23.02%	4.79%	29.85%	22.96%	2.02%	18.04%	24.21%	2.93%
西部证券	26.68%	13.62%	0.32%	6.40%	45.35%	7.64%	32.98%	6.12%	0.32%	9.38%	41.33%	9.87%
东吴证券	26.15%	18.57%	2.38%	10.22%	37.73%	4.94%	32.23%	12.66%	3.40%	16.09%	29.23%	6.39%
长城证券	25.13%	10.97%	2.57%	10.33%	36.23%	14.77%	31.87%	15.96%	2.12%	8.06%	15.30%	26.69%
西南证券	24.04%	8.06%	0.95%	10.66%	42.24%	14.05%	24.33%	7.32%	1.44%	9.66%	40.12%	17.13%
广发证券	23.99%	2.37%	24.08%	15.53%	24.85%	9.19%	24.14%	1.56%	31.22%	15.44%	22.38%	5.26%
国元证券	23.37%	14.38%	1.92%	35.58%	19.46%	5.30%	28.91%	14.86%	1.66%	48.44%	0.92%	5.20%
中信证券	23.33%	14.26%	16.59%	5.36%	37.11%	3.35%	25.86%	11.70%	20.47%	7.84%	28.45%	5.69%
东北证券	22.81%	6.28%	3.44%	3.08%	51.05%	13.33%	29.29%	8.80%	3.80%	2.55%	30.94%	24.62%
中信建投	21.84%	26.45%	4.00%	6.01%	39.17%	2.54%	34.06%	20.07%	5.47%	7.34%	29.76%	3.29%
华泰证券	21.40%	12.07%	9.87%	8.63%	33.66%	14.36%	21.05%	11.07%	8.26%	11.14%	41.85%	6.64%
国海证券	21.23%	10.89%	8.75%	10.55%	37.67%	10.91%	26.49%	5.15%	6.85%	-0.11%	38.31%	23.31%
兴业证券	20.29%	10.07%	1.02%	8.52%	34.64%	25.45%	19.62%	5.71%	1.19%	8.89%	23.49%	41.10%
东兴证券	20.06%	26.69%	4.09%	17.14%	29.75%	2.27%	33.01%	19.15%	5.68%	33.66%	21.16%	-12.66%
中金公司	19.49%	25.18%	4.80%	-4.52%	55.62%	-0.57%	25.42%	16.10%	5.75%	-3.46%	46.54%	9.66%
天风证券	18.71%	24.30%	19.85%	-11.09%	39.58%	8.65%	32.10%	26.80%	20.19%	-23.63%	39.40%	5.14%
财通证券	18.29%	8.77%	18.10%	12.64%	31.44%	10.75%	23.55%	14.74%	25.24%	15.83%	6.09%	14.55%
东方证券	18.09%	10.92%	17.02%	5.38%	35.73%	12.86%	24.14%	9.64%	31.24%	10.34%	11.06%	13.59%

山西证券	17.58%	22.02%	4.79%	0.23%	49.63%	5.76%	29.75%	11.49%	7.73%	0.01%	49.95%	1.07%
海通证券	15.98%	15.16%	10.35%	15.01%	33.99%	9.52%	15.01%	14.41%	9.61%	18.59%	32.14%	10.25%
第一创业	13.44%	14.39%	22.11%	3.90%	31.52%	14.64%	28.13%	14.89%	56.23%	0.95%	-38.69%	38.49%
红塔证券	8.52%	5.36%	4.71%	-8.86%	87.65%	2.61%	9.88%	1.95%	6.06%	-5.56%	84.84%	2.82%
合计	25.95%	13.18%	8.81%	12.09%	33.07%	6.89%	28.15%	10.80%	10.23%	12.85%	29.30%	8.67%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 7：上市券商 2020 年及 Q121 资产结构

	2020				Q121			
	客户资金	信用资产	投资资产	其他资产	客户资金	信用资产	投资资产	其他资产
红塔证券	10.15%	18.06%	58.21%	13.58%	10.03%	17.18%	52.05%	20.73%
中金公司	12.26%	10.03%	56.96%	20.75%	12.78%	10.97%	54.88%	21.37%
东方证券	24.01%	12.24%	52.45%	11.30%	26.05%	11.81%	50.12%	12.02%
东兴证券	17.01%	22.16%	51.64%	9.19%	16.66%	25.54%	48.29%	9.51%
国海证券	17.26%	16.81%	51.41%	14.51%	15.98%	17.85%	50.54%	15.63%
中信建投	20.36%	16.87%	50.75%	12.02%	22.49%	16.58%	47.14%	13.79%
西南证券	17.49%	16.93%	49.75%	15.83%	20.16%	17.22%	46.98%	15.64%
申万宏源	19.16%	20.54%	48.67%	11.63%	19.05%	19.28%	48.06%	13.61%
华泰证券	18.36%	17.04%	48.32%	16.28%	18.32%	18.23%	44.80%	18.65%
中信证券	20.44%	14.81%	48.07%	16.68%	18.46%	13.28%	48.43%	19.83%
中原证券	20.19%	18.06%	47.99%	13.77%	20.00%	17.09%	46.08%	16.83%
国信证券	22.46%	21.78%	47.32%	8.44%	22.83%	20.58%	48.89%	7.69%
华林证券	29.24%	17.22%	46.42%	7.13%	22.61%	12.21%	58.41%	6.77%
招商证券	18.57%	26.82%	45.84%	8.77%	18.23%	26.26%	47.24%	8.27%
国泰君安	20.68%	22.09%	45.68%	11.55%	21.26%	21.13%	43.36%	14.25%
西部证券	22.74%	10.94%	45.02%	21.31%	21.78%	13.33%	50.54%	14.35%
广发证券	22.08%	22.50%	43.77%	11.65%	23.51%	20.42%	44.17%	11.90%
中泰证券	23.55%	23.13%	42.55%	10.77%	23.36%	25.89%	39.30%	11.45%
东吴证券	22.75%	23.77%	42.15%	11.34%	23.77%	22.56%	39.74%	13.93%
中国银河	21.19%	25.55%	41.57%	11.69%	21.58%	23.93%	42.88%	11.61%
财达证券	31.43%	20.26%	41.49%	6.82%	28.92%	19.83%	43.17%	8.08%
太平洋	24.34%	16.28%	41.18%	18.21%	21.46%	16.39%	45.26%	16.89%
南京证券	26.19%	22.89%	40.87%	10.06%	25.40%	22.24%	44.56%	7.80%
兴业证券	22.80%	19.65%	40.75%	16.79%	25.67%	20.11%	38.56%	15.66%
国联证券	21.55%	27.13%	40.48%	10.84%	19.68%	20.59%	50.17%	9.56%
华西证券	26.50%	26.53%	40.46%	6.51%	26.80%	26.27%	40.61%	6.32%
天风证券	13.52%	11.35%	39.99%	35.14%	16.47%	8.53%	39.24%	35.76%
财通证券	19.78%	24.30%	39.99%	15.94%	21.74%	22.81%	39.78%	15.67%
华安证券	27.61%	22.27%	39.89%	10.23%	27.83%	21.82%	40.43%	9.92%
第一创业	21.23%	22.12%	39.53%	17.11%	22.49%	19.64%	40.76%	17.11%
东北证券	22.78%	23.53%	39.45%	14.24%	22.42%	22.30%	39.61%	15.67%
山西证券	25.56%	16.25%	39.24%	18.94%	19.77%	13.35%	47.17%	19.71%
长江证券	4.20%	26.84%	39.15%	29.81%	25.32%	23.13%	41.28%	10.28%
国元证券	23.74%	26.18%	38.89%	11.18%	21.91%	26.14%	41.98%	9.97%
光大证券	23.36%	22.78%	37.50%	16.36%	24.85%	20.39%	36.11%	18.65%
海通证券	14.92%	18.88%	36.79%	29.41%	14.70%	17.80%	34.75%	32.75%

长城证券	25.69%	29.81%	35.02%	9.48%	23.35%	26.27%	38.12%	12.26%
国金证券	24.19%	33.81%	33.64%	8.36%	26.30%	33.24%	29.44%	11.02%
浙商证券	26.01%	24.30%	32.85%	16.84%	25.45%	21.81%	34.35%	18.39%
方正证券	28.66%	20.64%	32.68%	18.02%	27.08%	19.20%	36.80%	16.91%
中银证券	39.62%	25.96%	20.58%	13.85%	41.06%	22.03%	21.82%	15.09%
合计	19.96%	19.72%	45.09%	15.24%	20.36%	18.84%	44.50%	16.29%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

表 8：上市券商 2020 年及 Q121 计提减值损失情况（亿元）

	2020			Q121		
	减值损失	YOY	占支出比	减值损失	YOY	占支出比
中信证券	65.81	247.89%	23.83%	3.43	-73.87%	5.06%
海通证券	45.86	61.07%	27.42%	4.15	-40.05%	11.12%
东方证券	38.85	271.97%	32.96%	0.03	—	0.14%
中信建投	13.19	—	13.21%	(1.10)	—	—
国泰君安	13.12	-35.97%	8.83%	0.26	—	0.70%
华泰证券	13.06	81.53%	7.83%	3.28	2963.34%	7.67%
国信证券	9.97	-2.26%	11.72%	(2.86)	—	—
中金公司	9.73	509.52%	6.52%	0.25	-82.91%	0.68%
方正证券	9.70	106.66%	16.36%	(0.09)	—	—
光大证券	9.45	-25.73%	13.48%	0.96	—	5.91%
广发证券	8.54	25.60%	6.20%	1.17	37.43%	2.88%
申万宏源	7.98	10.86%	8.03%	0.96	176.97%	4.12%
太平洋	7.66	—	41.26%	(0.15)	—	—
东吴证券	7.27	329.13%	20.59%	0.78	-34.58%	10.19%
东兴证券	6.56	40.60%	21.86%	(0.21)	—	—
兴业证券	6.11	-18.46%	8.15%	0.87	-66.35%	4.02%
国海证券	5.29	22.69%	18.72%	0.64	72.05%	11.99%
中国银河	4.97	21.75%	5.88%	0.51	107.70%	2.13%
国元证券	4.87	32.18%	18.97%	(0.12)	—	—
长江证券	4.63	-12.95%	9.53%	(0.41)	—	—
财通证券	4.63	492.67%	12.41%	(0.15)	—	—
天风证券	4.06	-16.11%	12.05%	(0.14)	-172.27%	—
中泰证券	4.02	50.08%	6.50%	0.37	265.66%	2.75%
中原证券	3.45	-1.36%	19.94%	0.24	-64.71%	4.93%
财达证券	3.37	—	28.78%	(1.15)	—	—
西部证券	2.60	-60.25%	10.98%	(0.24)	—	—
东北证券	2.52	4.42%	9.47%	(0.07)	—	—
第一创业	2.17	-30.79%	10.29%	0.15	-62.61%	4.26%
中银证券	2.13	264.44%	10.07%	(0.25)	—	—
浙商证券	1.85	—	5.99%	0.03	19.48%	0.31%
红塔证券	1.71	386.45%	16.29%	0.34	70.43%	13.61%
招商证券	1.56	69.05%	1.56%	0.65	-50.86%	2.54%
华安证券	1.36	-68.25%	8.49%	0.31	-20.51%	9.40%
西南证券	1.30	-56.62%	6.84%	0.09	31.73%	2.18%
山西证券	1.05	-40.59%	5.38%	0.05	-71.47%	1.45%

国金证券	1.00	—	2.68%	0.06	—	0.73%
长城证券	0.98	1651.96%	4.30%	(0.16)	—	—
南京证券	0.92	141.42%	6.97%	0.01	-91.82%	0.36%
华西证券	0.68	101.48%	3.03%	0.11	-11.03%	2.08%
国联证券	0.12	—	1.12%	0.04	26.15%	1.35%
华林证券	0.10	—	1.80%	(0.02)	—	—
合计	334.19	73.10%	13.45%	12.66	-69.97%	2.21%

资料来源：公司公告，华金证券研究所（注：占支出比为调整后）

表 9：上市券商 2020 年及 Q121 管理费用率（调整后）

	2020	Q121
太平洋	177.99%	91.93%
第一创业	94.68%	60.04%
天风证券	80.25%	67.65%
中原证券	71.08%	71.00%
山西证券	69.03%	61.52%
长城证券	61.23%	52.35%
财通证券	61.22%	49.52%
中金公司	60.51%	58.43%
浙商证券	60.32%	53.95%
东兴证券	60.06%	46.56%
中泰证券	59.51%	60.02%
光大证券	58.86%	47.68%
东方证券	58.28%	53.89%
西部证券	57.91%	53.47%
国海证券	57.74%	57.64%
西南证券	57.66%	54.36%
中银证券	57.55%	58.10%
东北证券	57.24%	53.05%
国金证券	56.81%	59.16%
财达证券	55.44%	42.84%
国联证券	54.95%	56.52%
国元证券	54.08%	47.10%
华西证券	53.08%	45.49%
长江证券	52.52%	56.25%
华安证券	52.30%	44.05%
国信证券	51.23%	43.02%
广发证券	51.15%	46.51%
中信建投	51.07%	38.06%
南京证券	51.05%	50.74%
东吴证券	50.97%	47.26%
兴业证券	48.89%	49.35%
中信证券	46.15%	41.74%
华泰证券	45.90%	50.25%
中国银河	45.82%	44.33%
方正证券	45.16%	65.08%
招商证券	43.32%	45.47%

	2020	Q121
申万宏源	41.76%	46.36%
华林证券	41.73%	37.60%
国泰君安	39.71%	44.87%
红塔证券	37.01%	29.39%
海通证券	36.18%	36.66%
合计	49.11%	47.73%

资料来源：公司公告，华金证券研究所

## 风险提示

### 保险行业

- 1、宏观经济复苏较慢，人均可支配收入增长放缓，终端需求疲弱；
- 2、负债端萎靡导致代理人收入受到影响，人力脱落造成负反馈；
- 3、代理人渠道改革投入较大，成效不及预期；
- 4、长端利率下行；二级市场大幅波动

### 证券行业

- 1、市场景气度下行，股市交投活跃度显著下降；
- 2、二级市场下行，对证券公司自营业务造成影响；
- 3、宏观环境恶化，信用风险抬升；
- 4、政策红利释放不及预期。

## 行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

崔晓雁声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址： [www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)