

谨慎推荐（维持）

## 证券行业 2020 年及 2021 年一季度业绩综述

风险评级：中风险

业绩增长延续，行业向高质量发展

2021 年 5 月 19 日

### 投资要点：

许建锋

SAC 执业证书编号：

S0340519010001

电话：0769-22110925

邮箱：

xujianfeng@dgzq.com.cn

研究助理：吕子炜

SAC 执业证书编号：

S0340120030035

电话：0769-23320059

邮箱：lvziwei@dgzq.com.cn

### 细分行业评级

证券 谨慎推荐

### 行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

### 相关报告

- **营业收入与净利润均实现大幅增长。**2020年，40家上市券商实现营业收入5,187.00亿元，同比增长27.04%；实现归母净利润1,455.66亿元，同比增长33.96%。2021年一季度，40家上市券商实现营业收入1,367.93亿元，同比增长28.17%；实现归母净利润422.32亿元，同比增长27.26%；2020年上市券商业绩实现大幅增长，2021年一季度券商业绩增长延续。
- **2021年一季度各项业务均保持正增长，其他业务收入同比大增。**2021年一季度，40家上市券商经纪业务净收入、投行业务净收入、资管业务净收入、自营业务净收益（投资收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动收益）、信用业务、其他业务净收入分别为313.62亿元、120.56亿元、114.51亿元、326.32亿元、143.83亿元、263.61亿元，同比增速分别为+14.65%、+34.22%、+34.74%、+14.20%、+23.21%、+76.05%。40家上市券商各项业务净收入增速均高于10%，其中增速最快的2项业务为其他、资管业务。其他业务的大幅增长可能与各大券商大宗商品交易有关。
- **经纪、自营、其他业务是归母净利润的贡献来源。**2021年一季度，40家上市券商对归母净利润贡献度（各项业务净收入变化金额/去年同期归母净利润）经纪业务、投行业务、资管业务、自营业务、信用业务、其他业务分别为12%、9%、9%、12%、8%、34%，其他业务是贡献最大业务，信用业务是贡献最小业务。其他业务、经纪业务、自营业务收入大幅增加是导致2021一季度利润上升的主要原因，同时减值损失同期实现大幅减少也是利润增长的一大原因。
- **投资建议：**当前券商II（申万）PB估值为1.68，远低于历史中值水平，此前市场流动性担忧在两融与日均成交维持高位下逐步淡化，后续随着市场活跃度的提升有望带动估值回升。中长期看，行业具备配置价值：资本市场改革的步伐在加速，注册制的实行在稳步推进，财富转型有望为券商带来新的经纪业务收入，资管业务主动管理转型在提速，通道业务保持压降，信用业务在两融维持高位下收入有望保持增长。推荐投行业务始终保持行业领先、综合实力强劲的龙头券商中信证券（600030），及经纪收入、两融规模逐年提升的互联网券商东方财富（300059）
- **风险提示。**经济超预期下行，市场波动风险，股基成交额大幅萎缩，资本市场改革进度不及预期。

## 目 录

<b>1.2020 年及 2021 年一季度业绩概述</b> .....	<b>4</b>
1.1 营收状况 .....	4
1.2 营收结构 .....	5
1.3 业绩分化状况 .....	6
<b>2.各项业务经营情况</b> .....	<b>8</b>
2.1 经纪业务：两市交投活跃延续，交易量同比大幅增长。 .....	8
2.2 投行业务：注册制红利下，投行业务收入大幅增长 .....	9
2.3 资产管理：资管规模持续下行，创收质量稳步提升 .....	10
2.4 自营业务：自营业绩分化加剧 .....	11
2.5 信用业务：两融规模维持高位，股票质押式回购规模持续收缩 .....	12
<b>3. 投资建议</b> .....	<b>13</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>13</b>

## 插图目录

图 1：上市券商营业收入（亿元，%） .....	4
图 2：上市券商归母净利润（亿元，%） .....	4
图 3：上市券商总资产（亿元，%） .....	4
图 4：上市券商净资产（亿元，%） .....	4
图 5：上市券商平均 ROE（%） .....	5
图 6：上市券商杠杆倍数（倍） .....	5
图 7：上市券商各项业务收入情况（亿元、%） .....	5
图 8：上市券商各项业务贡献度（%） .....	5
图 9：上市券商营收结构（%） .....	6
图 10：上市券商前 CR5 营收占比（%） .....	7
图 11：上市券商前 5 名归母净利润之和占比（%） .....	7
图 12：日均股基成交额（亿元，%） .....	9
图 13：单季日均股基成交额（亿元，%） .....	9
图 14：佣金率（‰） .....	9
图 15：单季佣金率（‰） .....	9
图 16：IPO 募集资金规模（亿元） .....	10
图 17：再融资募集资金规模（亿元） .....	10
图 18：两市股权融资规模及结构（亿元） .....	10
图 19：2021 年一季度全市场债券承销结构（%） .....	10
图 20：券商集合计划规模（亿元） .....	11
图 21：券商定向资管计划规模（亿元） .....	11
图 22：券商资管规模（亿元） .....	11
图 23：券商资管业务净收入增长（同比%） .....	11
图 24：两融日均余额（亿元） .....	12
图 25：日均股票质押式待回购规模（亿元） .....	12
图 26：券商板块（申万二级）PB .....	13

## 表格目录

表 1：2021 年一季度 40 家上市券商经营情况.....	7
---------------------------------	---

## 1. 2020 年及 2021 年一季度业绩概述

### 1.1 营收状况

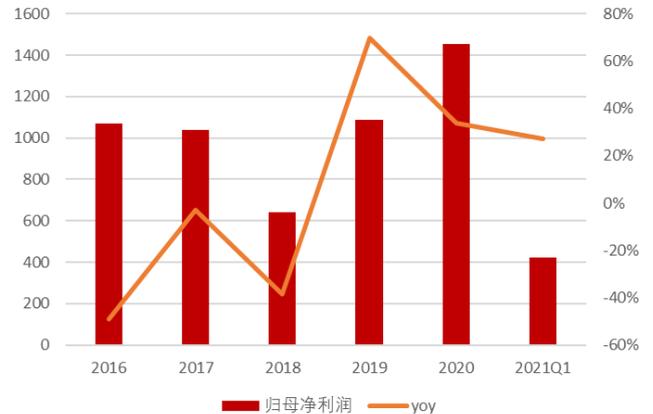
营业收入与净利润均实现大幅增长。2020 年，40 家上市券商实现营业收入 5,187.00 亿元，同比增长 27.04%；实现归母净利润 1,455.66 亿元，同比增长 33.96%。2021 年一季度，40 家上市券商实现营业收入 1,367.93 亿元，同比增长 28.17%；实现归母净利润 422.32 亿元，同比增长 27.26%；2020 年上市券商业绩实现大幅增长，2021 年一季度券商业绩增长延续。

图1：上市券商营业收入（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

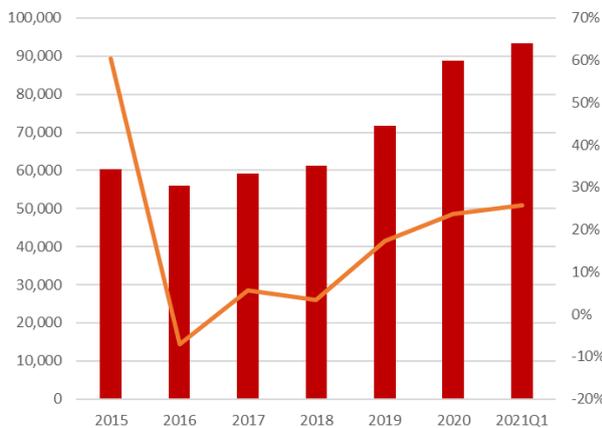
图2：上市券商归母净利润（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

资产规模逐年递增。2020 年，40 家上市券商总资产为 8.89 万亿元，同比增长 23.73%；净资产为 1.87 万亿元，同比增长 15.23%。2021 年一季度，40 家上市券商总资产为 9.34 万亿元，同比增长 25.81%；净资产为 1.91 万亿元，同比增长 17.68%。

图3：上市券商总资产（亿元，%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图4：上市券商净资产（亿元，%）

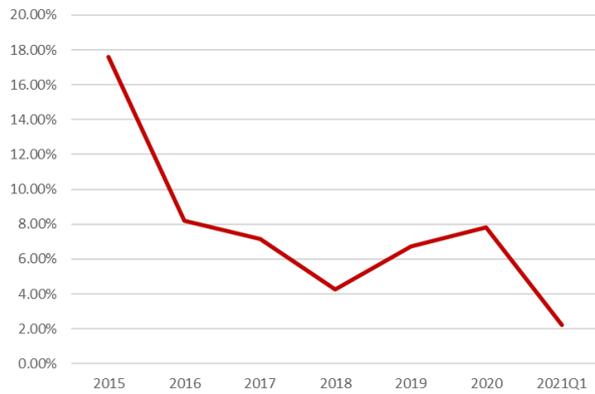


资料来源：Wind，东莞证券研究所

2020 年 40 家上市券商 ROE 为 7.80%，较 2019 年+1.09pct；2020 一季度 ROE 为 2.21%，较 2020 年 Q1+0.17pct，年化 ROE 为 8.85%。2020 年证券行业杠杆保持相对平

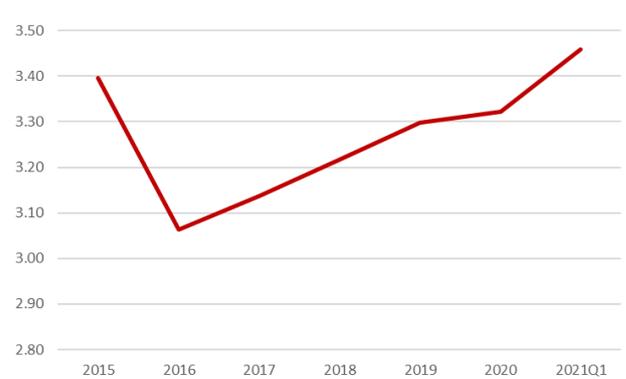
稳, 2021Q1 杠杆率上升幅度变大, 截至 2021 年 3 月 31 日, 上市券商杠杆率为 3.46 倍, 较 2020 年末+ 0.14 倍。

图5: 上市券商平均ROE (%)



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图6: 上市券商杠杆倍数 (倍)



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

## 1.2 营收结构

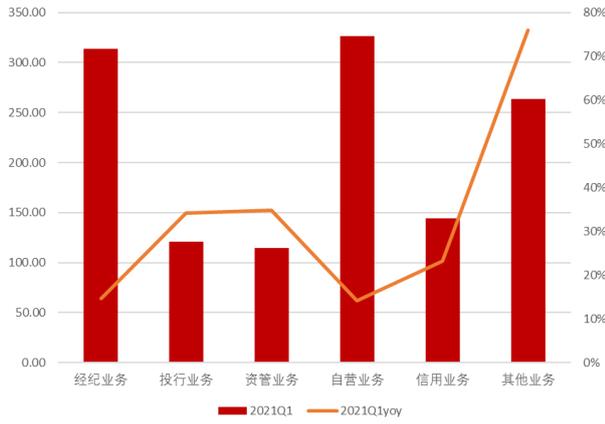
**2020 年经纪业务是收入主要来源。**2020 年, 上市券商经纪业务手续费净收入、投资银行业务手续费净收入、资产管理业务手续费净收入、自营业务净收益(投资收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动收益)、利息净收入同比增速分别为+53.74%、+39.40%、+23.78%、+13.81%、+26.66%。两市流动性的大幅提升, 是驱动券商整体业绩增长的主要因素。

**2021 年一季度各项业务均保持正增长, 其他业务收入同比大增。**2021 年一季度, 40 家上市券商经纪业务净收入、投行业务净收入、资管业务净收入、自营业务净收益(投资收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动收益)、信用业务、其他业务净收入分别为 313.62 亿元、120.56 亿元、114.51 亿元、326.32 亿元、143.83 亿元、263.61 亿元, 同比增速分别为+14.65%、+34.22%、+34.74%、+14.20%、+23.21%、+76.05%。40 家上市券商各项业务净收入增速均高于 10%, 其中增速最快的 2 项业务为其他、资管业务。其他业务的大幅增长可能与各大券商大宗商品交易有关。

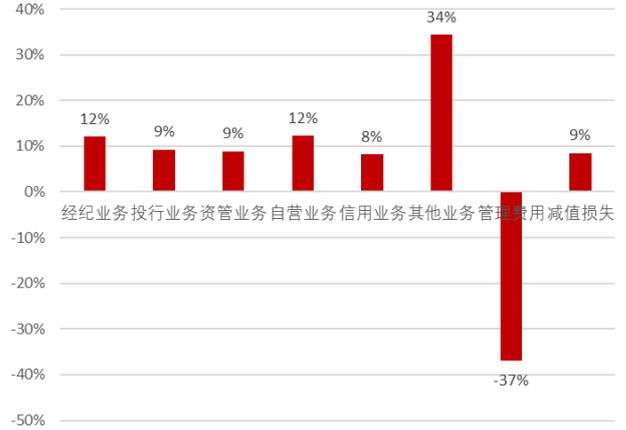
2021 年一季度, 40 家上市券商对归母净利润贡献度(各项业务净收入变化金额/去年同期归母净利润)经纪业务、投行业务、资管业务、自营业务、信用业务、其他业务分别为 12%、9%、9%、12%、8%、34%。2021 年一季度, 其他业务是收入量贡献最大业务, 信用业务是贡献最小业务。其他业务、经纪业务、自营业务收入大幅增加是导致 2021 一季度利润上升的主要原因, 同时减值损失同期实现大幅减少也是利润增长的一大原因。

图7: 上市券商各项业务收入情况 (亿元、%)

图8: 上市券商各项业务贡献度 (%)



资料来源：Wind，东莞证券研究所

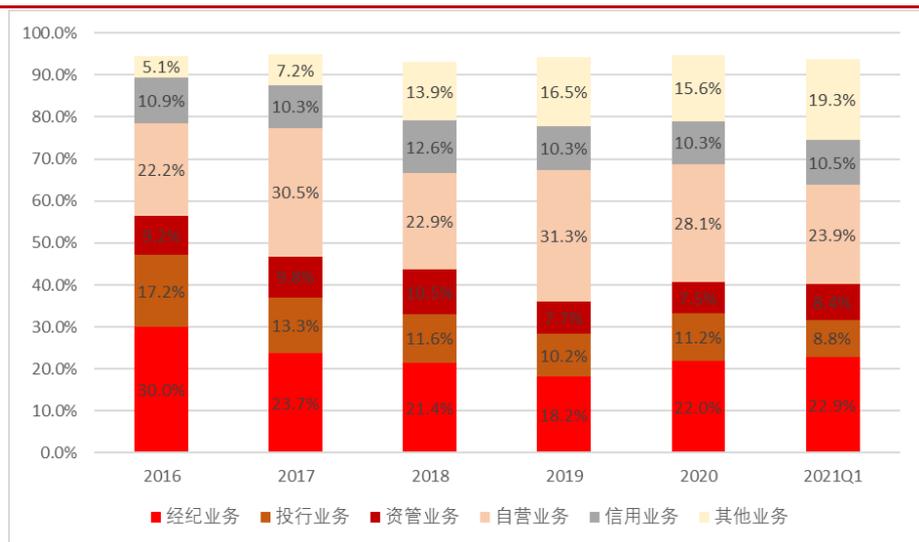


资料来源：Wind，东莞证券研究所

**2020 年上市券商经纪业务占比增长较大。**经纪业务、投行业务、资管业务、自营业务、信用业务、其他业务营收占比分别为 21.98%、11.19%、7.50%、28.06%、10.29%、15.65%。与 2019 年相比，经纪业务净收入占比+3.82pct，投行业务净收入占比+0.99pct，资管业务净收入占比-0.20pct，自营业务净收入占比-3.26pct，信用业务净收入占比-0.03pct，其他业务净收入占比-0.85pct。经纪业务是 2020 年业绩增长核心驱动，市场行情回暖，两市成交额大幅提升，上市券商经纪业务收入大幅增长。注册制下推动券商投行数量和规模大幅提升，增厚投行业务收入。

**2021 年一季度上市券商自营业务收入占营收比重最大。**2021 年一季度，40 家上市券商经纪业务、投行业务、资管业务、自营业务（投资收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动收益）、信用业务、其他业务营收占比分别为 22.93%、8.81%、8.37%、23.85%、10.51%、19.27%，与 2020 年相比，整体结构变化不大，经纪业务与自营业务仍是营业收入主要贡献部分。经纪业务收入占比较年初有所提升，自营业务占比较年初有所收缩，两项业务占比较 2020 年分别+0.94pct 和-4.2pct，其他业务营收占比增幅最大，较 2020 年+3.62pct。

图9：上市券商营收结构（%）



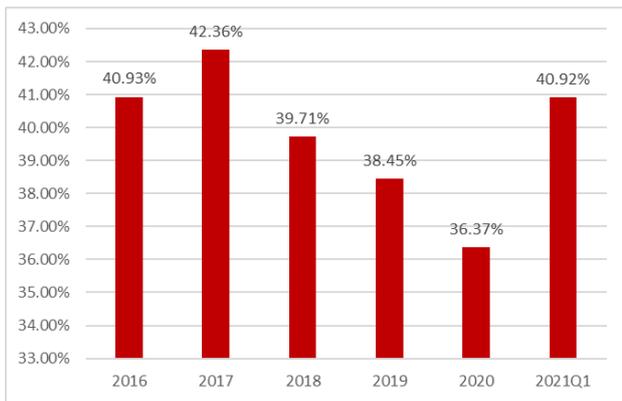
数据来源：Wind，东莞证券研究所

### 1.3 业绩分化状况

头部券商集中度出现反弹回升。2020 年上市券商 CR5 营业收入之和占上市券商总

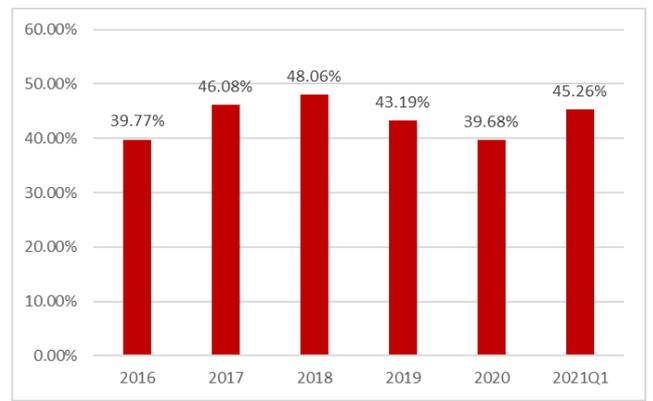
收入比例为 36.37%，营收集中度较 2019 年-2.08pct；从归母净利润看，2020 年上市券商 CR5 归母净利润之和为 39.68%。2021 年 Q1，CR5 营收占比反弹至 40.92%，较 2020 年+ 4.55pct，CR5 归母净利润占比为 45.26%，较 2020 年+ 5.58pct，一季度行业集中度明显回升。疫情降温后，轻资产业务逐渐下降预期不变，上市券商营收结构向重资产倾斜，资本金雄厚的大券商更具优势，马太效应显著，头部券商收入利润优势依旧稳固。

图10：上市券商前CR5营收占比（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图11：上市券商前5名归母净利润之和占比（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

2021 年一季度 40 家上市券商中 24 家实现归母净利润同比正增长，16 家归母净利润同比负增长。头部券商中中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券、招商证券归母净利润位居行业前五。业绩增速方面，头部券商中归母净利润增速前五位分别为国泰君安、海通证券、中金公司、招商证券、中信证券，对应归母净利润增速分别为 141.57%、58.48%、46.90%、45.34%、26.73%；2021 年一季度归母净利润增速排名前三分别为兴业证券（+340.56%）、国泰君安（+141.57%）、方正证券（+134.53%），归母净利润增速实现翻倍的券商有四家，分别为兴业证券、国泰君安、方正证券、财通证券。

表 1：2021 年一季度 40 家上市券商经营情况

公司名称	营业收入	YOY	归母净利润	YOY	杠杆倍数	ROE
中信证券	163.97	27.58%	51.65	26.73%	4.90	2.81
国泰君安	109.43	78.09%	44.11	141.57%	4.07	3.33
海通证券	111.92	60.20%	36.18	58.48%	3.82	2.34
华泰证券	87.88	28.02%	33.09	14.58%	4.60	2.54
招商证券	59.62	22.02%	26.13	45.34%	4.09	2.63
广发证券	83.21	54.44%	25.41	22.71%	3.80	2.56
申万宏源	86.51	12.39%	24.31	22.33%	4.46	2.72
中国银河	75.80	35.65%	19.85	13.20%	4.06	2.57
中金公司	59.33	24.37%	18.76	46.90%	6.62	2.67
中信建投	48.04	9.63%	17.22	-11.74%	4.49	2.77
国信证券	42.52	3.28%	16.85	18.33%	3.09	2.20
兴业证券	55.05	52.50%	11.95	340.56%	3.64	3.12
东方证券	51.93	35.68%	11.76	44.67%	3.76	2.03
方正证券	20.49	5.83%	8.89	134.53%	2.72	2.22

长江证券	19.66	43.91%	7.01	64.53%	3.62	2.47
光大证券	33.27	18.06%	6.97	-36.88%	3.24	1.33
中泰证券	24.49	1.35%	6.66	-11.32%	4.01	1.98
国金证券	15.13	8.72%	4.77	0.08%	2.22	2.10
财通证券	13.31	49.28%	4.47	130.69%	3.26	1.85
东吴证券	17.36	39.39%	4.24	14.08%	2.87	1.51
浙商证券	32.61	73.05%	4.21	31.88%	4.39	2.15
东北证券	12.97	-28.20%	3.38	1.39%	3.30	2.01
国元证券	9.22	1.32%	3.34	18.01%	2.50	1.08
华西证券	9.56	4.43%	3.21	-14.42%	2.63	1.49
长城证券	14.17	-2.04%	3.04	-17.69%	3.28	1.67
中银证券	7.26	-11.82%	2.61	-19.64%	2.54	1.73
西部证券	12.55	36.37%	2.61	2.97%	1.94	1.00
东兴证券	8.86	24.15%	2.50	-19.01%	3.40	1.18
西南证券	7.50	31.65%	2.46	21.51%	2.71	0.98
红塔证券	16.58	45.20%	2.34	-51.69%	2.32	1.60
华林证券	3.62	15.36%	1.84	10.64%	4.09	3.01
华安证券	6.16	-25.19%	1.78	-44.19%	3.00	1.21
南京证券	4.93	-14.71%	1.77	-23.46%	2.23	1.11
国海证券	10.69	4.01%	1.74	-42.08%	3.50	0.94
国联证券	4.71	-4.95%	1.57	-31.40%	4.02	1.47
山西证券	5.21	-39.26%	1.35	-38.48%	3.63	0.80
中原证券	10.76	146.45%	1.21	-280.20%	3.20	0.90
天风证券	6.77	-19.36%	0.89	10.51%	3.93	0.51
第一创业	3.64	-49.28%	0.14	-94.13%	2.48	0.10
太平洋	1.27	-61.26%	0.05	-95.25%	1.91	0.05

资料来源：Wind，东莞证券研究所

## 2. 各项业务经营情况

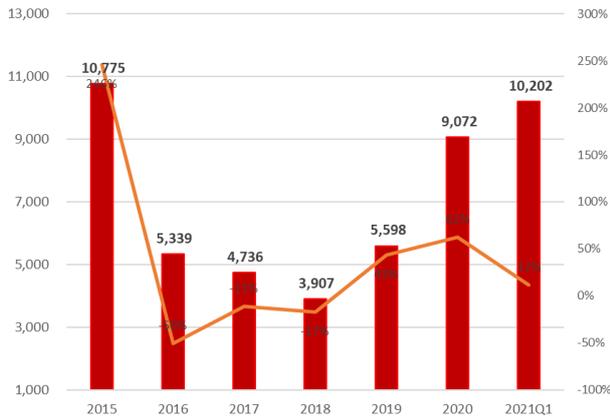
### 2.1 经纪业务：两市交投活跃延续，交易量同比大幅增长。

交易活跃推动收入增长。2020 年，40 家上市券商经纪业务净收入为 1140.34 亿元，同比+53.74%。2020 年，两市股基日均成交额为 9,072 亿元，同比增长 62.07%。单季看，2020 Q1，两市股基日均成交额为 9,145 亿元，环比+ 85.17%；2020 Q2，两市股基日均成交额为 7,061 亿元，环比-22.78%；2020 Q3，两市股基日均成交额为 11,164 亿元，环比+58.10%；2020 Q4，两市股基日均成交额为 8,678 亿元，环比-22.27%。

2021 年一季度，40 家上市券商经纪业务净收入为 313.62 亿元，同比+14.65%。2021Q1，两市股基日均成交额为 10,202 亿元，同比+11.56%，环比+17.56%。

2020 年，行业整体佣金率为万分之 2.63，同比下降万分之 0.25，佣金率下降速度有所放缓，随着行业竞争加剧，预期佣金率下降趋势延续。预计 2021 年经纪业务业绩弹性偏弱，主要受佣金率持续下降影响。

图12: 日均股基成交额 (亿元, %)



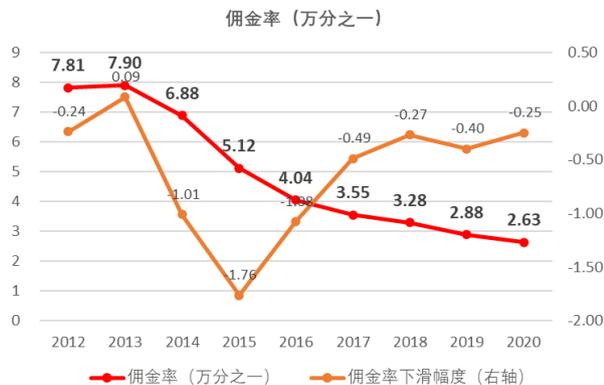
资料来源: 上交所, 深交所, 东莞证券研究所

图13: 单季日均股基成交额 (亿元, %)



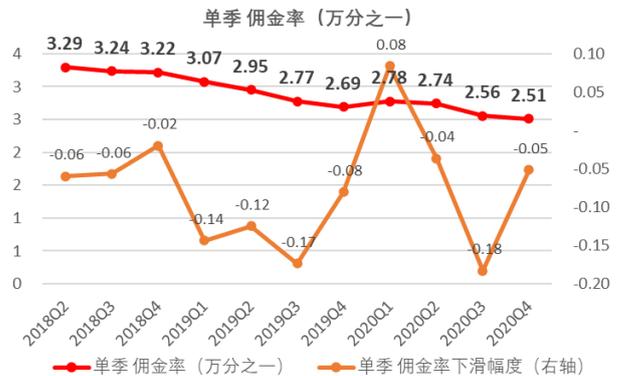
资料来源: 上交所, 深交所, 东莞证券研究所

图14: 佣金率 (%00)



资料来源: Wind, 中证协, 东莞证券研究所

图15: 单季佣金率 (%00)



资料来源: Wind, 中证协, 东莞证券研究所

2020 年尽管佣金率保持下降趋势, 但市场的高活跃度助推券商经纪业务再度发力, 2020 年 40 家上市券商经纪业务净收入占营收比重同比上升 3.82pct 至 21.98%, 但这种活跃度将在没有大行情时有所下降, 叠加后续日益加剧的行业竞争, 佣金率下降将会进一步拖累经纪业务收入弹性, 各大券商会加快财富转型和发展金融科技力度, 增加经纪业务收入。

## 2.2 投行业务: 注册制红利下, 投行业务收入大幅增长

受益于注册制红利, 投行收入大幅增长。2020 年 40 家上市券商投行业务净收入为 580.44 亿元, 同比增长 39.40%, 主要得益于注册制改革进程加速下 A 股市场股权承销规模大幅增长, 叠加政府推动经济复苏大量发债, 债券承销规模增长进一步扩大。2020 年 A 股 IPO 募集规模为 4726.49 亿元, 同比增长 86.55%; 再融资规模为 12,451.70 亿元, 同比下降 4.86%; 证券公司债券承销规模为 10 万亿元, 同比增长 32.11%。从债券承销结构看, 公司债、资产支持证券、非政策性金融债、地方政府债占比较大, 占比分别为 33.34%、23.50%、19.07%、5.99%; 地方政府债、非政策性金融债承销规模同比增幅最大, 分别同比增长 135.94%、40.65%。

2021 年一季度, 上市券商投行业务净收入为 120.56 亿元, 同比+34.22%。IPO 募集规模为 804.74 亿元, 同比-0.21%; 再融资规模为 2,406.44 亿元, 同比+4.58%; 债券承销

规模为 2.28 万亿元，同比+6.79%；从债券承销结构看，公司债、资产支持证券、非政策性金融债、地方政府债占比较大，占比分别为 37.09%、21.05%、18.98%、8.78%；资产支持证券、非政策性金融债承销规模同比增幅最大，分别同比增长 53.00%、19.30%。随着监管层对上市公司质量的要求提高，IPO 承销规模增长有所放缓。

图16: IPO募集资金规模（亿元）



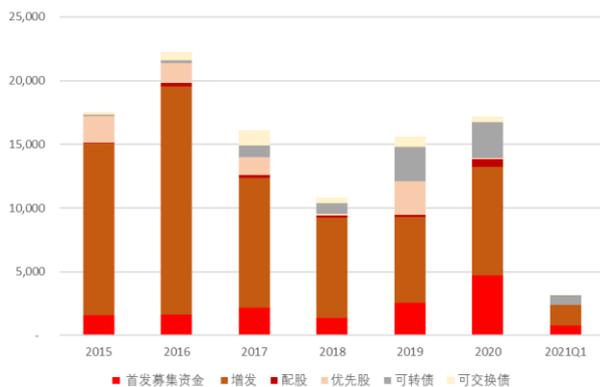
资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图17: 再融资募集资金规模（亿元）



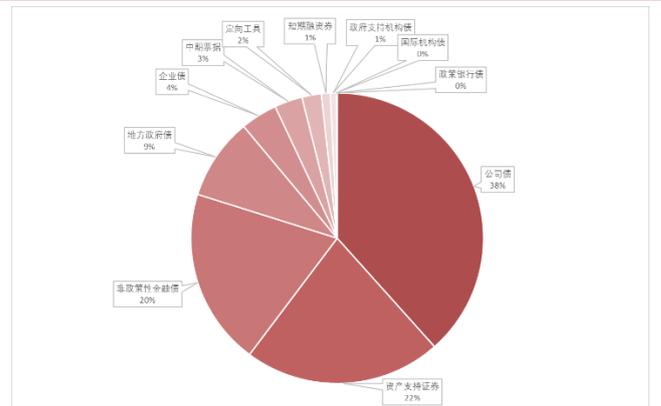
资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图18: 两市股权融资规模及结构（亿元）



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

图19: 2021年一季度全市场债券承销结构（%）



资料来源: Wind, 东莞证券研究所

**头部券商募资规模保持行业领先。**截止 2021 年 3 月 31 日，主承销金额（市占率）排名前三为中信证券（586 亿元，18.25%）、中金公司（417 亿元，13.00%）、华泰证券（340.91 亿元，10.62%）；其中，首发承销规模（市占率）排名前三为中信证券（106 亿元，13.21%）、海通证券（96.81 亿元，12.03%）、华泰证券（67 亿元，8.33%），三家公司市占率合计达 33.57%，行业集中度显著；债券承销规模（市占率）排名前三为中信证券（2,681 亿元，12.17%）、中信建投（2,365 亿元，10.74%）、华泰证券（1,538 亿元，6.98%）。中信证券与华泰证券各项排名稳居行业前三，投行业务表现强劲。

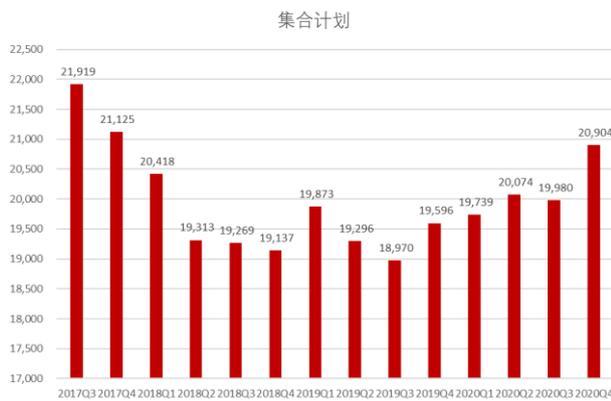
### 2.3 资产管理：资管规模持续下行，创收质量稳步提升

资管业务收入增速进一步扩大，头部集中现象显著。2020 年 40 家上市券商资管业务净收入为 389.17 亿元，同比+23.78%。2021 年一季度，上市券商资管业务净收入为 84.99 亿元，同比+34.74%。截至 2021 年一季度，资管业务净收入排名前五分别为中信证券、广发证券、东方证券、海通证券、华泰证券，5 家券商常年稳居前五，对应收入

分别为 27.88 亿元、23.70 亿元、10.30 亿元、8.60 亿元、7.01 亿元，同比分别+72.39%、+90.63%、+86.85%、+30.13%、-17.29%，前 5 中，增速较快的有广发证券与东方证券较 2020，上市券商中，资管业务净收入增速最快的是中金公司，同比增速为 106.47%。CR5 为 68%，较 2020 年同期的 58%，+10pct，头部集中效应进一步加剧。

“去通道”推动资管规模进一步压缩。受资管新规影响，券商资管规模收缩持续，截至 2020 年末，整体资管规模为 8.5 万亿元，较 2019 年末-21.03%，预计 2021 年延续下行趋势；其中，集合计划规模在 2020 年四季度有较大上升，定向资管规模逐季下滑趋势延续。资管新规边际影响逐渐削弱，同时券商加速主动管理转型，收入质量提升明显，净收入自 2019Q1 后同比稳步提升，2020Q1 同比增长创 3 年来新高。

图20：券商集合计划规模（亿元）



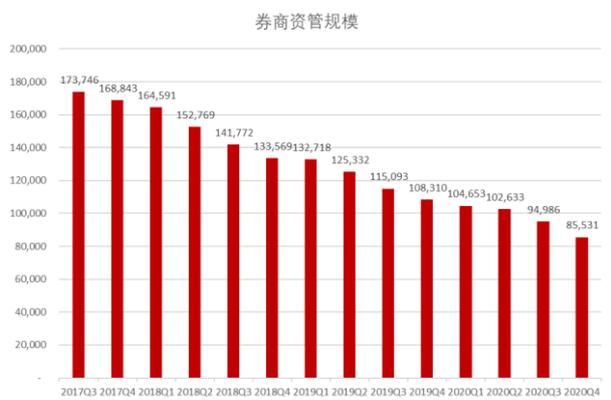
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图21：券商定向资管计划规模（亿元）



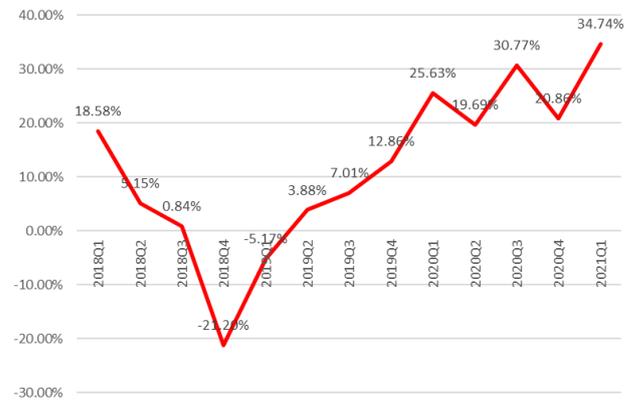
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图22：券商资管规模（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图23：券商资管业务净收入增长（同比%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

## 2.4 自营业务：自营业绩分化加剧

2020 年，上市券商自营业务净收益（投资收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动）为 1455.32 亿元，同比+13.81%，受益于慢牛行情启动，大市走势普遍向好，上市券商自营业务收入普遍实现正增长。

2021 年一季度，40 家上市券商自营业务净收益（投资收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动）为 326.32 亿元，同比增长 14.20%。40 家上市券商自营业绩同比增速前 5 分别为国泰君安（5035%）、兴业证券（259%）、东兴证券（190%）、长

江证券（155%）、海通证券（129%），头部券商只占 2 家，中小券商占 3 家。整体看，2021 年一季度，自营业务实现正增长券商 17 家，实现负增长券商 23 家，行业自营业绩分化明显。

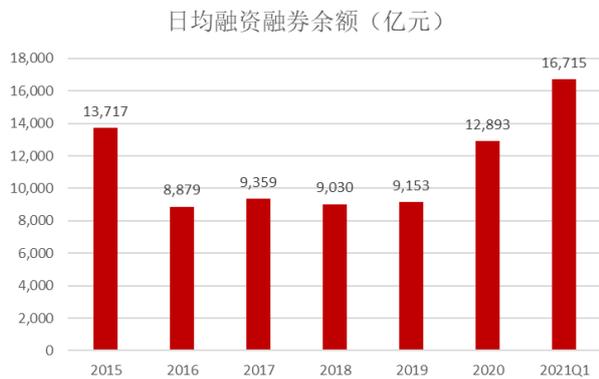
投资配置方面，股权投资与固定资产投资收益率出现较大分化。受国际疫情反复影响，截至 2021 年一季度，沪深 300 指数下跌 3.13%；创业板指数下跌 7.00%，中证全债指数上涨 0.98%，权益类市场与固定收益市场走势分化，权益类市场波动率较大，行业看天吃饭的做法将会进一步被弱化，随着大券商走国际化路线与对冲波动性能力的提升，大型券商受市场波动影响将会持续下降，中小券商为保证自身收入将进一步加强自身主动管理能力和资产配置能力。

## 2.5 信用业务：两融规模维持高位，股票质押式回购规模持续收缩

**两融规模持续向上，融资规模大幅走高。**2020 年，40 家上市券商利息净收入为 533.93 亿元，同比增长 26.66%。2021 年一季度，上市券商利息净收入为 143.83 亿元，同比+23.21%。两融规模持续走高，是券商利息净收入增加主要原因。2020 年沪深两市两融日均余额为 12,893 亿元，同比增长 40.87%；截至 2021 年 3 月 31 日，沪深两市两融余额为 16,548 亿元，同比增长 55.55%。随着两市成交额回归正常，融资融券规模有望稳中有升。

2020 年沪深两市日均股票质押式回购规模余额为 12313 亿元，同比下降 6.74%，；2021 一季度沪深两市日均待回购金额为 12135 亿元，同比下降 2.87%，较 2020 年下降 1.44%，股票质押式回购规模下降趋势延续，但下降幅度有所收缩；经过三年的计提减值，上市券商的风险资产已逐步清出，但是并不代表风险已完全不存在，预计上市券商股票质押式回购规模仍将持续压降。

图24：两融日均余额（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图25：日均股票质押式待回购规模（亿元）



资料来源：上交所，深交所，东莞证券研究所

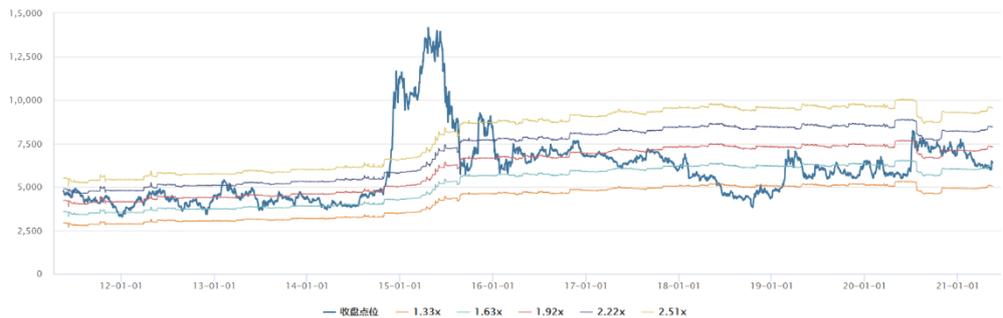
2020 年 40 家上市券商信用减值损失为 330.82 亿元，较 2019 年的 194.22 亿元增长 70.34%。2021 年一季度，40 家上市券商信用减值损失为 13.81 亿元，较 2020 年一季度的 42.09 亿元下降 67.19%，出现明显改善。其中，2021 年一季度，40 家上市券商中信用减值损失前三名为，海通证券 4.15 亿元（YOY，-40.05%）、中信证券 3.43 亿元（YOY，-73.87%）、华泰证券 3.28 亿元（YOY，2964%）。

### 3. 投资建议

当前券商 II（申万）PB 估值为 1.68，远低于历史中值水平，此前市场流动性担忧在两融与日均成交维持高位下逐步淡化，后续随着市场活跃度的提升有望带动估值回升。

中长期看，行业具备配置价值：资本市场改革的步伐在加速，注册制的实行在稳步推进，财富转型有望为券商带来新的经纪业务收入，资管业务主动管理转型在提速，通道业务保持压降，信用业务在两融维持高位下收入有望保持增长。推荐投行业务始终保持行业领先、综合实力强劲的龙头券商中信证券（600030），及经纪收入、两融规模逐年提升的互联网券商东方财富（300059）。

图26：券商板块（申万二级）PB



资料来源：Wind，东莞证券研究所

### 风险提示

经济超预期下行，市场波动风险，股基成交额大幅萎缩，资本市场改革进度不及预期。

**东莞证券研究报告评级体系：**

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

**分析师承诺：**

本人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，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

**声明：**

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

**东莞证券研究所**

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：(0769) 22119430

传真：(0769) 22119430

网址：www.dgzq.com.cn