

# 行业分化加剧，龙头券商业绩增长稳健

## ——证券行业 2020 年年报及 2021 年一季报点评

投资评级

强于大市

上调评级

### 投资要点

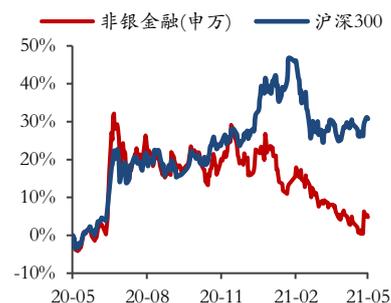
- ◆ **上市券商 2020 年实现高基数下业绩增长，2021 年一季度业绩保持稳健。**40 家上市券商营业总收入合计 5,187 亿元，同比+27.04%，归母净利润合计 1,456 亿元，同比+33.96%；2021Q1 上市券商营业总收入合计 1,367.92 亿元，同比+28.17%，归母净利润合计 422.32 亿元，同比+27.26%
- ◆ **行业杠杆率、ROE 持续提升，龙头券商表现优于中小券商，业绩稳健性凸显。**上市券商杠杆率由 2019 年的 3.63 倍提升至 2020 年的 3.83 倍，2021Q1 ROE 上升至 8.95%。2021Q1 上市券商中有 9 家年化 ROE 高于 10%，其中 7 家为头部券商。
- ◆ **业务经营情况：1) 经纪：传统业务增速放缓，基金代销业务增长显著。**2021Q1 上市券商经纪业务收入为 313.6 亿元，同比+14.6%，较 2020 年 47.7% 增速放缓。2020 年证券行业实现基金代销业务收入 134.38 亿元，同比+148.76%。
- ◆ **2) 投行业务：股债融资规模双升，龙头券商地位稳固。**注册制下 IPO 发行节奏加快，低利率推进债权承销规模大增。2020 年全市场股权融资规模 16,677 亿，同比+8%；债券承销规模 100,506 亿，同比+39%。中信、中信建投、海通、国君、招商、华泰自 2012 年以来保持投行业务收入在上市券商中排名前 10，其中中信证券稳居第一。
- ◆ **3) 资管业务：业务收入增长，主动管理占比提升。**上市券商 2020 年和 2021Q1 资产管理业务净收入分别同比+22.8%和+35.6%。截至 2020 年 12 月末行业整体资产管理规模连续下降至 8.6 万亿元，CR10 月均主动管理规模达 2.6 万亿元，同比+22%。
- ◆ **4) 自营业务：自营资产规模持续扩张，市场波动影响投资收益。**2020 年末上市券商自营资产规模较去年同比+20%，2021 年一季末 40 家上市券商合计金融投资资产规模 4.10 万亿元，较年初进一步提升 3.6%。在市场高波动的背景下，各家券商不同的投资策略及风控能力差别带来业绩明显分化，大券商自营业务展现出较高的稳健性。
- ◆ **5) 资本中介业务：两融余额持续走高，股押风险计提充分。**2020 年全市场两融余额持续攀升，截止 2020 年末两融余额为 1.62 万亿元，同比+58.84%，2021 年 4 月末两融规模达 1.7 万亿，较年初+2%。2020 年上市券商合计计提减值 340 亿元，同比+64%。2021Q1 上市券商合计计提减值为 15 亿元，较去年同期大幅减少 39 亿元，同比-72.2%，随存量风险逐步出清，整体资产质量进一步改善。
- ◆ **投资建议：**短期来看，截至 5 月 19 日申万证券行业市净率处于 1.67 倍的历史相对低位，具有较高的安全边际。中长期来看，随着资本市场深化改革不断深入、扩大开放举措不断推进，直接融资比例进一步提升，投资者机构化趋势明朗，券商财富管理、资产管理、机构业务和投行业务持续增长可期，将驱动行业 ROE 持续提升，推动估值中枢上行。同时在证券监管机构推动打造航母级券商的大背景下，龙头券商长期存在做大做强的驱动力，行业并购将成为未来趋势，市场集中度持续提升，头部券商强者恒强。推荐行业绝对龙头中信证券以及特色化互联网券商东方财富。
- ◆ **风险提示：**市场波动，政策落地不及预期。

### 首选股票

### 评级

中信证券	买入
东方财富	增持

### 行业表现



%	1M	3M	12M
相对收益	-4.11	1.08	-26.24
绝对收益	0.04	-9.25	5.61

资料来源：Wind，万和证券研究所

### 作者

**朱志强** 分析师  
 SAC 执业证书：S0380517030001  
 联系电话：0755-82830333 (127)  
 邮箱：zhuzq@wanhesec.com

**刘紫祥** 研究助理  
 联系电话：0755-82830333 (119)  
 邮箱：liuzx@wanhesec.com



## 正文目录

一、证券行业整体经营情况.....	3
二、上市券商整体运营情况.....	4
三、业务经营情况.....	6
(一) 经纪业务：传统业务增速放缓，基金代销业务增长显著.....	6
(二) 投行业务：股债融资规模双升，龙头券商地位稳固.....	8
(三) 资管业务：资管业务收入上行，主动管理占比提升.....	9
(四) 自营业务：自营资产规模持续扩张，市场波动影响投资收益.....	10
(五) 资本中介业务：两融余额持续走高，股押风险计提充分.....	12
四、投资建议.....	14
五、风险提示.....	14

## 图表目录

图表 1 证券行业营业收入及同比增速.....	3
图表 2 2015-2020 证券行业收入构成.....	3
图表 3 2014-2021Q1 证券行业 ROE (年化).....	3
图表 4 2014-2020 证券行业净利润率.....	3
图表 5 2020 年上市券商经营业绩 (单位: 亿元).....	4
图表 6 2021Q1 年上市券商经营业绩 (单位: 亿元).....	5
图表 7 2014-2021Q1 上市券商 ROE (%，年化).....	6
图表 8 2014-2021Q1 上市券商杠杆率.....	6
图表 9 2020 年上市券商经纪业务净收入及同比增速.....	7
图表 10 2021Q1 上市券商经纪业务净收入及同比增速.....	7
图表 11 2019-2020 月度日均成交额及环比增速.....	8
图表 12 2011-2020 行业佣金率.....	8
图表 13 2020 年上市券商投行业务净收入及同比增速.....	8
图表 14 2020 年上市券商投行业务净收入及同比增速.....	9
图表 15 2014-2020 股权融资规模 (单位: 亿元).....	9
图表 16 2014-2020 债权承销规模 (单位: 亿元).....	9
图表 17 2020 年上市券商资管业务净收入及同比增速.....	9
图表 18 2020Q1 年上市券商资管业务净收入及同比增速.....	10
图表 19 2020 年上市券商自营业务净收入及同比增速.....	11
图表 20 2020Q1 年上市券商自营业务净收入及同比增速.....	11
图表 21 40 家上市券商自营收益及 2020 年金融交易性金融资产规模占比 (亿元).....	11
图表 22 2020 年上市券商资本中介业务净收入及同比增速.....	13
图表 23 2021Q1 上市券商资本中介业务净收入及同比增速.....	13
图表 24 两融余额及融券余额占比.....	13
图表 25 上市券商买入返售金融资产股票质押式回购规模.....	13

## 一、证券行业整体经营情况

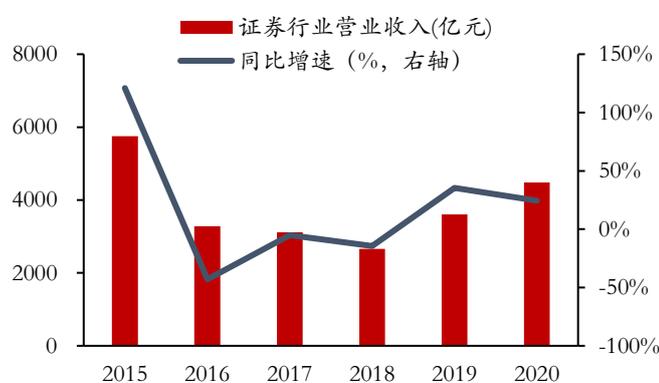
2020年A股市场呈现结构性牛市行情，在消费、医药、科技板块的带领下，创业板指累计上涨64.96%，沪深300指数上涨27.21%。市场交投活跃度显著提升，2020年日均股票成交额9034.80亿元，较2019年的5599.31亿元增加61.36%。

**2020年证券行业实现高基数下业绩增长，经纪与投行业务表现突出。**根据中证协发布的2020年证券行业经营数据：证券行业合计实现营业收入4,484.79亿元，同比增长24.41%；各主营业务全线增长，其中经纪、投行、资本中介、资管、自营同比增速分别为47.42%、39.25%、28.74%、8.88%、3.38%。行业传统业务高增长，收入结构趋于平衡，经纪、投行业务收入占比提升，分别占总营收比例为26%、15%；资管业务收入占比持续下滑至7%。自营业务下滑至28%，资本中介业务占比与去年持平为13%。

**净利润增长27.98%，净利润率小幅提升至35.13%。**134家券商2020年合计实现净利润1575.34亿元，同比增长27.98%。达到2016年以来利润新高，仅次于2015年水平，且在2019年高基数的背景下实现27.98%的同比增速。2020证券行业的净利润率回升至35.13%，达到2017年来的新高。

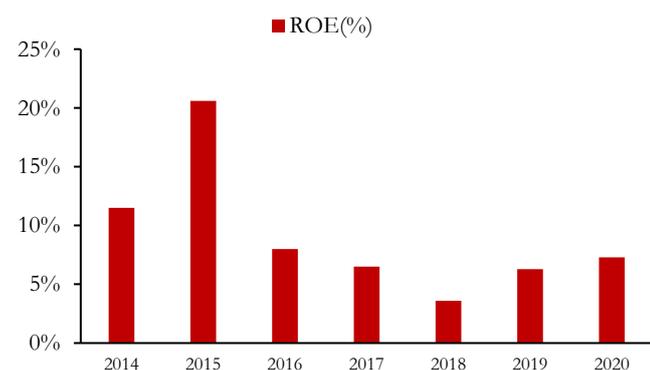
**杠杆率上行至3.13倍，ROE提升至7.30%。**2020行业平均杠杆倍数（剔除客户交易结算资金余额）截至2020年末为3.13倍，近四年来稳定提升。在杠杆提升的助益下，2020年证券行业平均ROE提升1个百分点至7.30%。

图表1 证券行业营业收入及同比增速



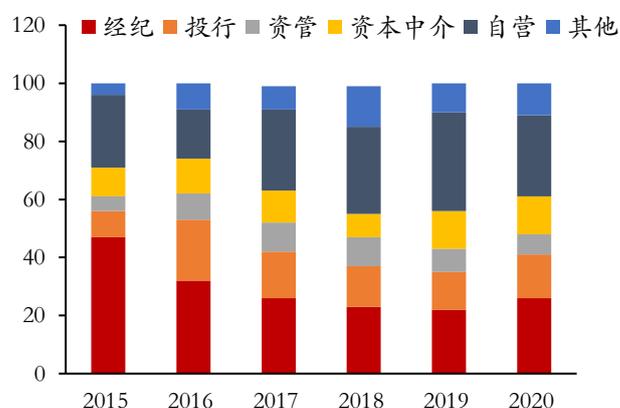
资料来源：中证协，万和证券研究所

图表3 2014-2021Q1 证券行业 ROE (年化)



资料来源：中证协，万和证券研究所

图表2 2015-2020 证券行业收入构成



资料来源：中证协，万和证券研究所

图表4 2014-2020 证券行业净利润率



资料来源：Wind，万和证券研究所

## 二、上市券商整体运营情况

上市券商 2020 年业绩实现高基数下同比增长，2021 年一季度业绩保持稳健。2020 年统计范围内的 40 家上市券商（剔除新上市的财达证券以及国投资本等集团上市券商）营业总收入合计 5,187 亿元，同比+27.04%，归母净利润合计 1,456 亿元，同比+33.96%；2021Q1 上市券商营业总收入合计 1,367.92 亿元，同比+28.17%，归母净利润合计 422.32 亿元，同比+27.26%。2020 年 39 家实现归母净利润正增长，5 家券商归母净利润超百亿，分别为中信证券(149.02 亿元)、国泰君安(111.22 亿元)、海通证券(108.75 亿元)、华泰证券(108.22 亿元)、广发证券(100.38 亿元)。

图表 5 2020 年上市券商经营业绩 (单位: 亿元)

代码	简称	2020 营业收入	同比增速	2020 归母净利润	同比增速	2020 年净资产	同比增速	2020 加权 ROE	同比提升
000166.SZ	申万宏源	294.09	19.58%	77.66	35.41%	900.91	6.20%	9.05	1.64
000686.SZ	东北证券	66.10	-17.06%	13.33	32.40%	174.13	7.82%	8.28	1.65
000728.SZ	国元证券	45.29	41.57%	13.70	49.84%	308.72	24.25%	5.28	1.62
000750.SZ	国海证券	44.82	25.89%	7.25	48.73%	190.35	31.18%	4.06	0.52
000776.SZ	广发证券	291.53	27.81%	100.38	33.15%	1022.74	8.64%	10.6	2.12
000783.SZ	长江证券	77.84	10.68%	20.85	25.19%	292.53	3.91%	7.58	1.23
002500.SZ	山西证券	33.42	-34.50%	7.51	47.19%	174.51	32.05%	5.09	1.01
002673.SZ	西部证券	51.84	40.85%	11.17	83.07%	261.08	47.20%	6.18	2.68
002736.SZ	国信证券	187.84	33.29%	66.16	34.73%	809.24	43.85%	10.61	1.15
002797.SZ	第一创业	31.20	20.77%	8.13	58.40%	144.35	51.72%	7.31	1.48
002926.SZ	华西证券	46.83	18.93%	19.00	32.75%	213.67	8.50%	9.28	1.75
002939.SZ	长城证券	68.69	76.16%	15.02	51.35%	185.27	6.77%	8.58	2.63
002945.SZ	华林证券	14.90	47.42%	8.12	83.96%	60.20	12.78%	14.33	5.64
600030.SH	中信证券	543.83	26.06%	149.02	21.86%	1858.83	12.35%	8.43	0.67
600109.SH	国金证券	60.63	39.39%	18.63	43.44%	225.40	8.43%	8.63	2.15
600369.SH	西南证券	31.70	-9.15%	10.91	4.75%	250.79	28.23%	4.97	-0.49
600837.SH	海通证券	382.20	11.01%	108.75	14.20%	1681.26	19.14%	7.88	0.07
600909.SH	华安证券	33.57	3.87%	12.68	14.39%	148.83	9.13%	9.05	0.42
600918.SH	中泰证券	103.52	6.63%	25.25	12.26%	344.30	-1.65%	7.73	0.67
600958.SH	东方证券	231.34	21.42%	27.23	11.82%	602.31	11.52%	4.85	0.24
600999.SH	招商证券	242.78	29.77%	94.92	30.34%	1058.25	24.31%	10.85	1.34
601066.SH	中信建投	233.51	70.53%	95.09	72.85%	680.71	19.64%	18.18	6.67
601099.SH	太平洋	11.72	-34.07%	(7.61)	-	96.58	-7.52%	-7.62	-12.19
601108.SH	财通证券	65.28	31.82%	22.92	22.34%	234.48	9.83%	10.53	1.25
601162.SH	天风证券	43.60	13.35%	4.55	47.80%	174.60	-0.27%	2.79	0.26
601198.SH	东兴证券	56.87	43.13%	15.40	26.13%	211.85	4.21%	7.44	1.28
601211.SH	国泰君安	352.00	17.53%	111.22	28.77%	1462.38	0.10%	8.54	1.79
601236.SH	红塔证券	55.85	170.37%	14.13	68.72%	147.03	7.96%	10.21	3.43
601375.SH	中原证券	31.03	30.80%	1.04	79.14%	141.86	35.14%	0.93	0.34
601377.SH	兴业证券	175.80	23.37%	40.03	127.13%	408.35	10.24%	11.07	5.82
601456.SH	国联证券	18.76	15.87%	5.88	12.76%	105.94	31.32%	6.41	-0.23
601555.SH	东吴证券	73.56	43.39%	17.07	64.61%	282.10	32.72%	6.61	1.54

601688.SH	华泰证券	314.45	26.47%	108.22	20.23%	1323.12	5.30%	8.61	0.67
601696.SH	中银证券	32.44	11.57%	8.83	10.64%	150.06	17.81%	6.15	-0.29
601788.SH	光大证券	158.66	57.76%	23.34	310.97%	531.95	8.52%	4.74	3.54
601878.SH	浙商证券	106.37	87.94%	16.27	68.17%	193.49	30.25%	9.78	3.03
601881.SH	中国银河	237.49	39.37%	72.44	38.54%	820.08	14.02%	9.84	2.2
601901.SH	方正证券	75.42	14.36%	10.96	8.82%	403.57	2.22%	2.81	0.16
601990.SH	南京证券	23.65	7.43%	8.10	14.06%	159.04	41.94%	6.74	0.19
601995.SH	中金公司	236.60	50.17%	72.07	70.04%	718.15	47.98%	13.52	3.88

资料来源: Wind, 万和证券研究所

**2021Q1 龙头券商表现优于中小券商, 业绩稳健性凸显。**2021Q1 仅 26 家上市券商实现业绩正增长(含扭亏为盈)。其中兴业证券、国泰君安、方正证券增速分别为 341%、142%、135%，排名前三。14 家上市券商业绩负增长，其中红塔证券、第一创业、太平洋排名后三位。9 家券商年化 ROE 高于 10%，其中国泰君安、兴业证券、华林证券年化 ROE 分别为 12.66%、12.49%、12.05%，排名前三。此外六家头部券商中信证券、申万宏源、广发证券、中金公司、海通证券、中信建投年化 ROE 均超过 10%。

图表 6 2021Q1 年上市券商经营业绩 (单位: 亿元)

代码	简称	2021Q1 营业收入	同比增速	2021Q1 归母净利润	同比增速	2021Q1 加权 ROE	同比提升
000166.SZ	申万宏源	86.51	12.39%	24.31	22.33%	2.72	0.36
000686.SZ	东北证券	12.97	-28.20%	3.38	1.39%	2.01	-0.11
000728.SZ	国元证券	9.22	1.32%	3.34	18.01%	1.08	-0.05
000750.SZ	国海证券	10.69	4.01%	1.74	-42.08%	0.94	-0.85
000776.SZ	广发证券	83.21	54.44%	25.41	22.71%	2.56	0.31
000783.SZ	长江证券	19.66	43.91%	7.01	64.53%	2.47	0.91
002500.SZ	山西证券	5.21	-39.26%	1.35	-38.48%	0.8	-0.92
002673.SZ	西部证券	12.55	36.37%	2.61	2.97%	1	-0.43
002736.SZ	国信证券	42.52	3.28%	16.85	18.33%	2.2	-0.42
002797.SZ	第一创业	3.64	-49.28%	0.14	-94.13%	0.1	-2.46
002926.SZ	华西证券	9.56	4.43%	3.21	-14.42%	1.49	-0.4
002939.SZ	长城证券	14.17	-2.04%	3.04	-17.69%	1.67	-0.49
002945.SZ	华林证券	3.62	15.36%	1.84	10.64%	3.01	-0.05
600030.SH	中信证券	163.97	27.58%	51.65	26.73%	2.81	0.43
600109.SH	国金证券	15.13	8.72%	4.77	0.08%	2.1	-0.17
600369.SH	西南证券	7.50	31.65%	2.46	21.51%	0.98	-0.05
600837.SH	海通证券	111.92	60.20%	36.18	58.48%	2.34	0.54
600909.SH	华安证券	6.16	-25.19%	1.78	-44.19%	1.21	-1.16
600918.SH	中泰证券	24.49	1.35%	6.66	-11.32%	1.98	-0.37
600958.SH	东方证券	51.93	35.68%	11.76	44.67%	2.03	0.54
600999.SH	招商证券	59.62	22.02%	26.13	45.34%	2.63	0.38
601066.SH	中信建投	48.04	9.63%	17.22	-11.74%	2.77	-1.21
601099.SH	太平洋	1.27	-61.26%	0.05	-95.25%	0.05	-0.9
601108.SH	财通证券	13.31	49.28%	4.47	130.69%	1.85	1.01
601162.SH	天风证券	6.77	-19.36%	0.89	10.51%	0.51	-0.15
601198.SH	东兴证券	8.86	24.15%	2.50	-19.01%	1.18	-0.33
601211.SH	国泰君安	109.43	78.09%	44.11	141.57%	3.33	1.97

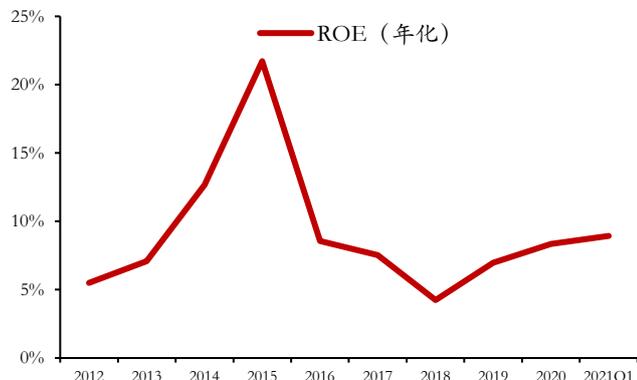
601236.SH	红塔证券	16.58	45.20%	2.34	-51.69%	1.6	-1.94
601375.SH	中原证券	10.76	146.45%	1.21	-280.20%	0.9	1.6
601377.SH	兴业证券	55.05	52.50%	11.95	340.56%	3.12	2.34
601456.SH	国联证券	4.71	-4.95%	1.57	-31.40%	1.47	1.47
601555.SH	东吴证券	17.36	39.39%	4.24	14.08%	1.51	-0.26
601688.SH	华泰证券	87.88	28.02%	33.09	14.58%	2.54	0.21
601696.SH	中银证券	7.26	-11.82%	2.61	-19.64%	1.73	-0.67
601788.SH	光大证券	33.27	18.06%	6.97	-36.88%	1.33	-0.97
601878.SH	浙商证券	32.61	73.05%	4.21	31.88%	2.15	0.02
601881.SH	中国银河	75.80	35.65%	19.85	13.20%	2.57	0.13
601901.SH	方正证券	20.49	5.83%	8.89	134.53%	2.22	1.24
601990.SH	南京证券	4.93	-14.71%	1.77	-23.46%	1.11	-0.95
601995.SH	中金公司	59.33	24.37%	18.76	46.90%	-	-

资料来源：Wind, 万和证券研究所

### 2020 年上市券商 ROE 同比上涨 1.38pct 至 8.35%，2021 年一季度 ROE 上升至 8.95%。

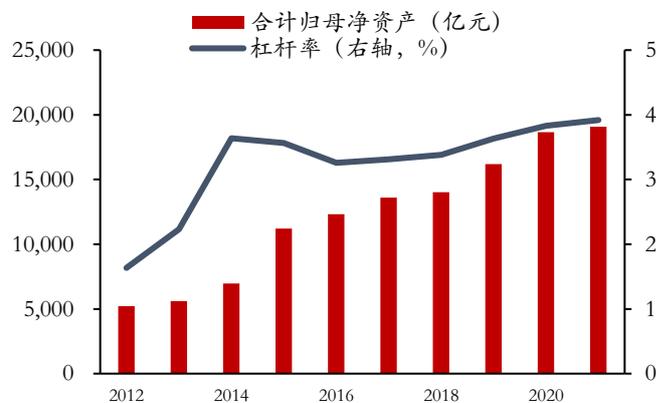
上市券商 ROE 大幅提升主要是由于轻资产类业务如经纪、代销、投行业务等大幅增长以及券商杠杆率的提升。上市券商杠杆率由 2019 年的 3.63 倍提升至 2020 年的 3.83 倍。

图表 7 2014-2021Q1 上市券商 ROE (%，年化)



资料来源：Wind, 万和证券研究所

图表 8 2014-2021Q1 上市券商杠杆率



资料来源：公司年报, 万和证券研究所

## 三、业务经营情况

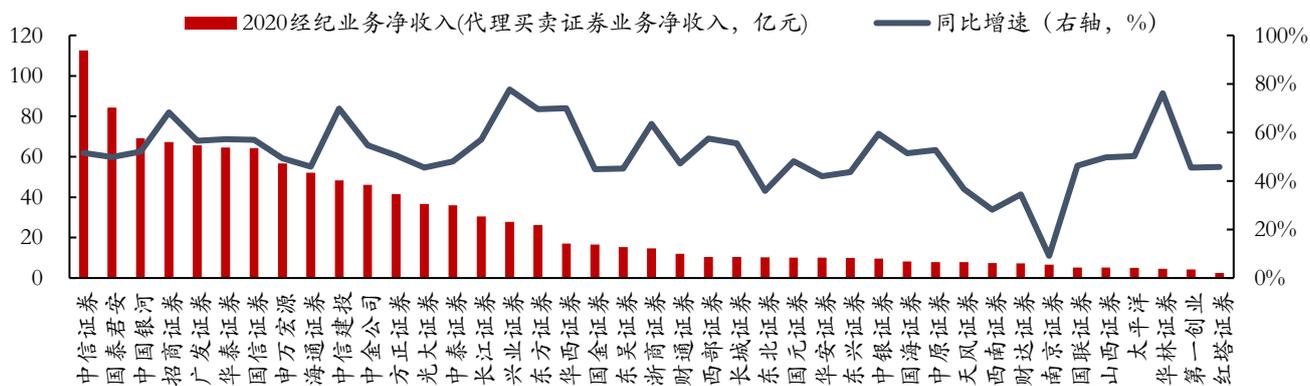
### (一) 经纪业务：传统业务增速放缓，基金代销业务增长显著

佣金率下滑、股基成交量增幅收窄，经纪业务收入增速放缓。2020 年股基日均成交额为 9,036 亿元，同比+61%，证券行业代理买卖证券净收入为 1,161.1 亿元，同比+47.4%；上市券商经纪业务收入为 1,140 亿元，同比+53%。2021Q1 市场股基成交额为 10,748 亿元，保持较高水平，同比+18%，上市券商经纪业务收入为 313.6 亿元，同比+14.6%。中信证券、国泰君安、银河证券经纪业务净收入位列收入前三名，分别实现 112.57 亿元、84.33 亿元、69.21

亿元,华林证券、兴业证券、华西证券收入增速较大,同比分别增长76.22%、77.72%、70.00%。

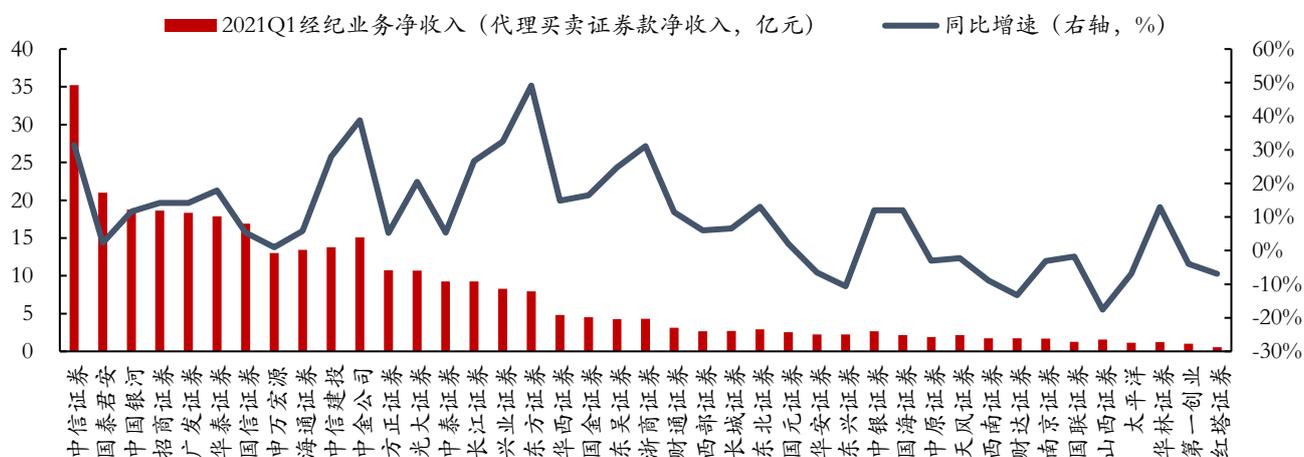
**财富管理转型初见成效,基金代销业务增长显著。**2018年以来多家券商相继宣布进行财富管理转型,券商由经纪业务向财富管理业务的转型步伐不断加快。由于基金市场的火爆,2020年证券行业实现基金代销业务收入134.38亿元,同比+148.76%。

图表9 2020年上市券商经纪业务净收入及同比增速



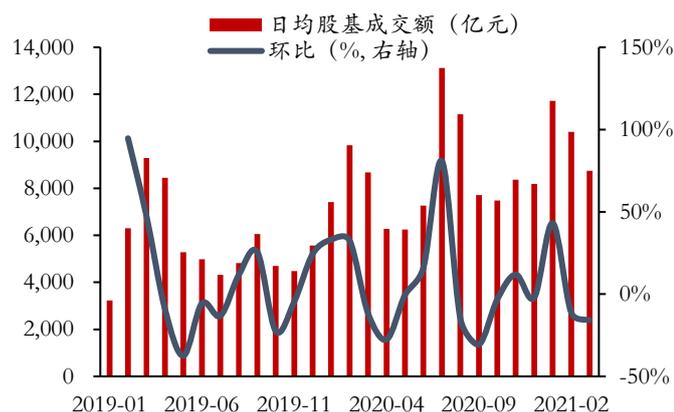
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表10 2021Q1上市券商经纪业务净收入及同比增速



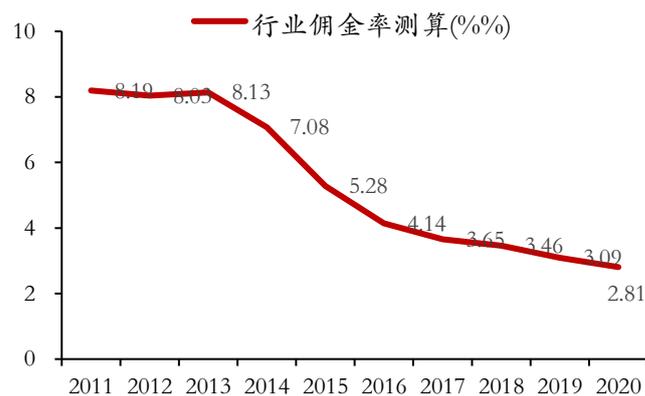
资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 11 2019-2020 月度日均成交额及环比增速



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 12 2011-2020 行业佣金率



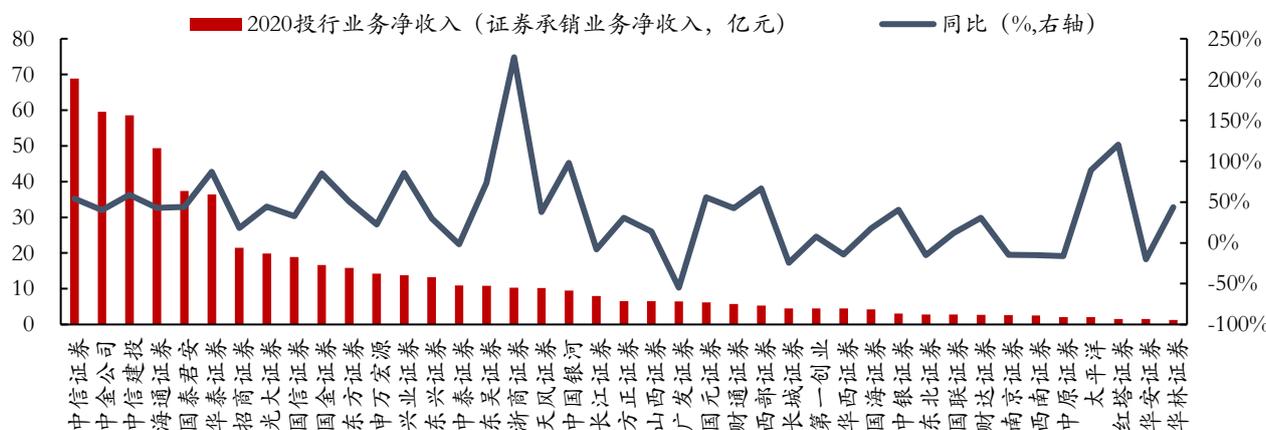
资料来源: Wind, 万和证券研究所

## (二) 投行业务: 股债融资规模双升, 龙头券商地位稳固

注册制下 IPO 发行节奏加快, 低利率推进债权承销规模大增。2020 全市场股权融资规模 16,677 亿, 同比+8%; 债券承销规模 100,506 亿, 同比+39%。IPO 融资规模 4,700 亿元(其中科创板 IPO 募资额达 2226 亿元, 占比 47.4%), 同比+86%, 再融资规模 11,977 亿, 同比-6.37%, 有小幅回调。2020 年, 全行业投行业务净收入(证券承销业务净收入) 同比+25.7% 至 738.2 亿元, 40 家上市券商投行业务收入同比+39.4% 至 580 亿元; 2021Q1, 40 家上市券商投行业务收入同比+34.2% 至 121 亿元, IPO 规模同比下降 3% 至 761 亿元, 债承业务规模同比+7% 至 22,780 亿元。

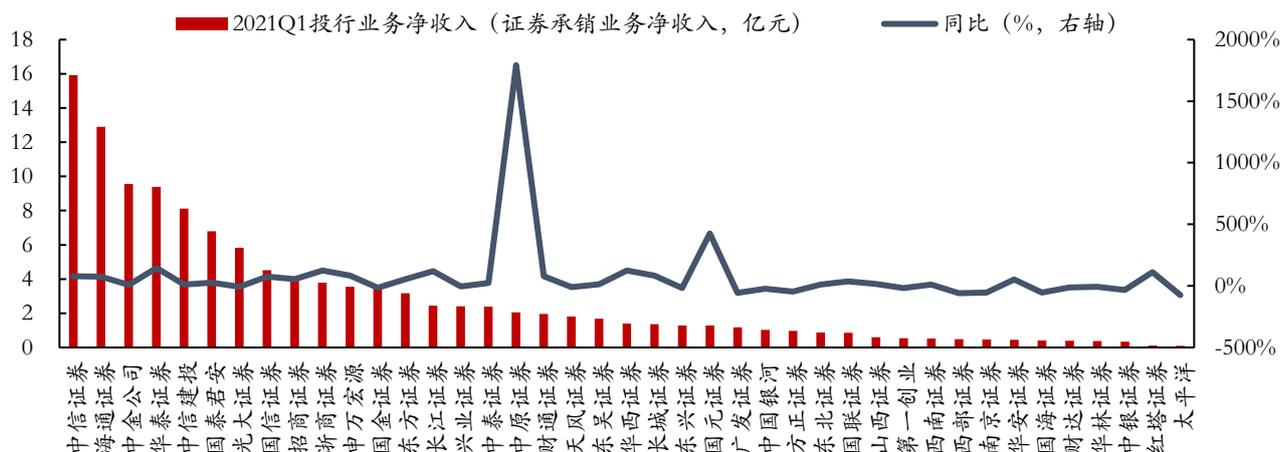
龙头券商地位稳固, 行业集中度维持高位。2020 年中信证券、中金公司、中信建投投行业务净收入排名行业前三, 分别实现 68.82 亿元、59.56 亿元、58.57 亿元, 中信、中信建投、海通、国君、招商、华泰自 2012 年以来保持投行业务收入在上市券商中排名前 10, 其中中信证券稳居第一, 股权和债权承销市场份额分别为接近 20% 和 13%。2020 年投行业务收入 CR5 为 47.2%, 2021Q1 为 46.4%。2020、2021Q1 IPO 规模 CR5 分别为 56% 和 46%。

图表 13 2020 年上市券商投行业务净收入及同比增速



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 14 2020 年上市券商投行业务净收入及同比增速



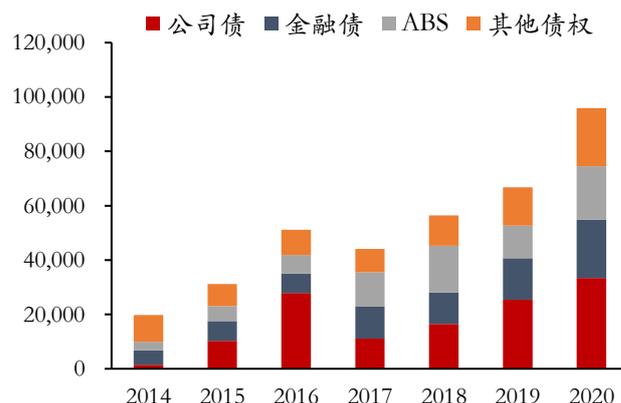
资料来源：Wind, 万和证券研究所

图表 15 2014-2020 股权融资规模 (单位: 亿元)



资料来源：Wind, 万和证券研究所

图表 16 2014-2020 债权承销规模 (单位: 亿元)



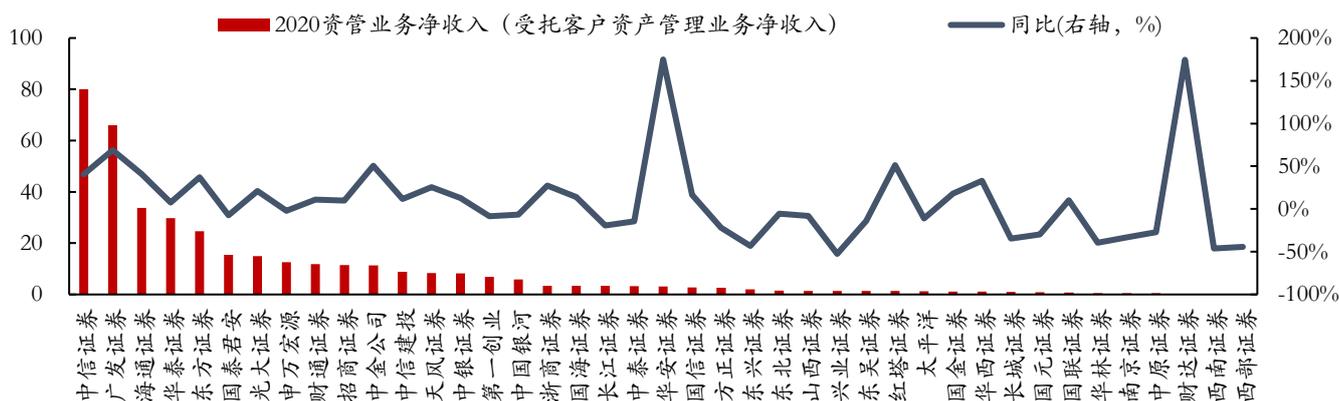
资料来源：Wind, 万和证券研究所

### (三) 资管业务：资管业务收入上行，主动管理占比提升

资管业务收入上行，龙头券商增长强劲。上市券商 2020 年和 2021Q1 资产管理业务净收入分别同比+22.8%和+35.6%。位于 2020 年与 2021Q1 收入前两位的中信证券和广发证券资管业务净收入规模大幅领先于其他券商。

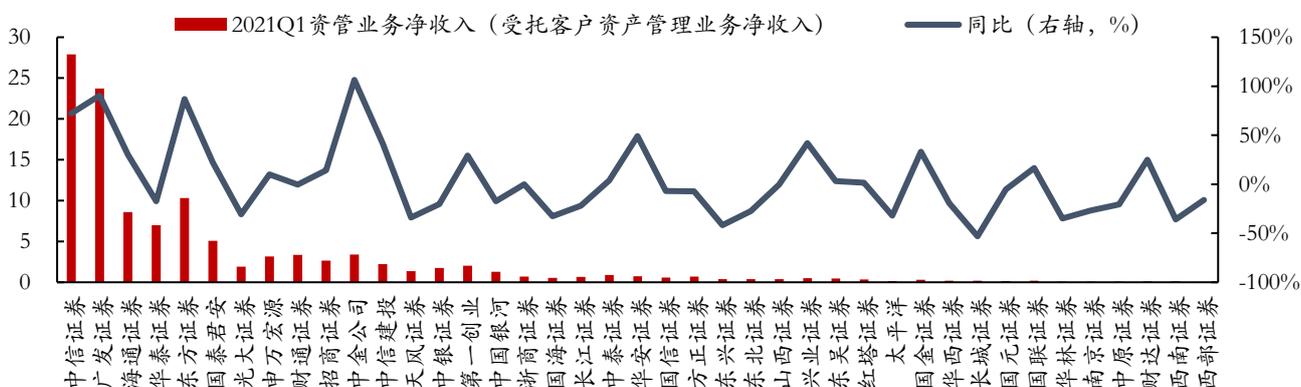
“去通道”推动主动管理转型，龙头券商主动管理规模增速明显。截至 2020 年 12 月末行业整体规模连续降至 8.6 万亿元，据基金业协会数据，截至 2020 年 12 月末，主动管理规模前三分别为中信证券 (6,647 亿元)、国泰君安 (3,328 亿元) 和招商证券 (2,760 亿元)，末? CR10 月均主动管理规模达 2.6 万亿元，同比+22%。

图表 17 2020 年上市券商资管业务净收入及同比增速



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 18 2020Q1 年上市券商资管业务净收入及同比增速



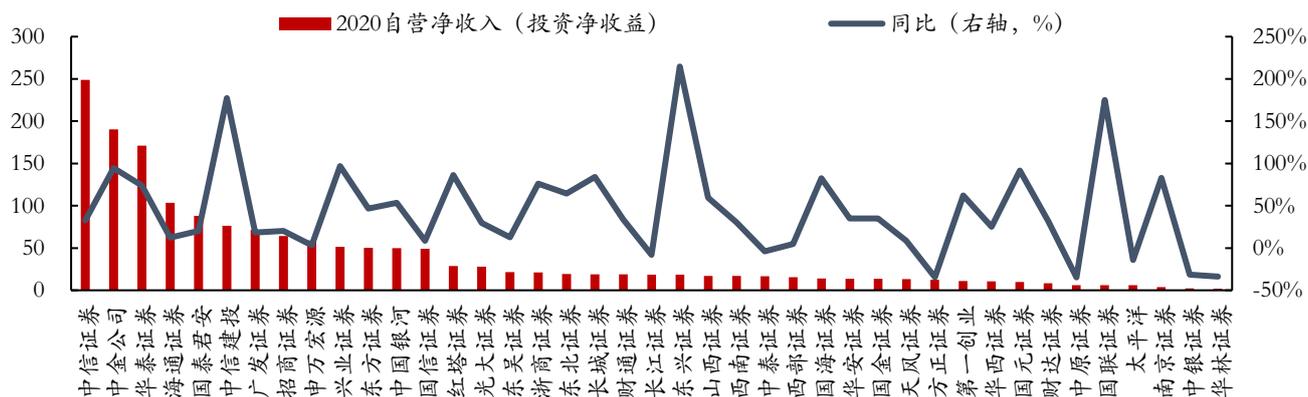
资料来源: Wind, 万和证券研究所

## 益

### (四) 自营业务：自营资产规模持续扩张，市场波动影响投资收益

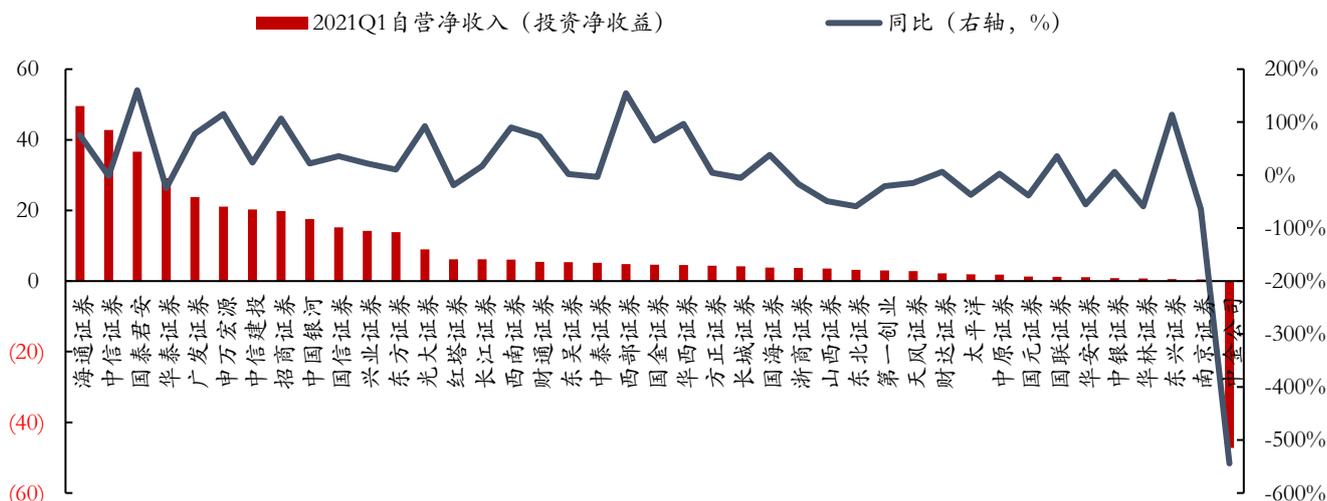
**自营资产规模持续扩张，市场波动影响投资收益。**2020 年末上市券商自营资产规模较去年同比+20%，2021 年一季末 40 家上市券商合计金融投资资产规模 4.10 万亿元，较年初进一步提升 3.6%。2020 年及 2021Q1 资本市场呈现高波动性，2020 年上市券商自营业务净收入合计 1,455.32 亿元，同比+13.81%。2021Q1 上市券商整体自营业务净收入 354.49 亿元，同比+14.20%。在市场高波动的背景下，各家券商不同的投资策略及风控能力差别带来业绩明显分化，大券商自营业务展现出较高的稳健性。

图表 19 2020 年上市券商自营业务净收入及同比增速



资料来源: wind, 万和证券研究所

图表 20 2020Q1 年上市券商自营业务净收入及同比增速



资料来源: wind, 万和证券研究所

图表 21 40 家上市券商自营收益及 2020 年金融交易性金融资产规模占比 (亿元)

简称	自营投资收益			自营业务收益率(%)			债券	权益	债券占比	权益占比	权益自营规模/净资产
	2020.	2019	同比(%)	2020	2019	变化(%)					
中信证券	178.24	175.67	1.46	4.6	5.83	-1.23	1411	1712	34%	41%	94%
中金公司	122.56	73.33	67.13	5.9	5.18	0.71	808	1565	33%	63%	219%
华泰证券	138.24	125.41	10.23	5.07	6.69	-1.62	1883	834	64%	28%	65%
海通证券	107.82	122.60	-12.06	4.9	6.18	-1.28	1104	557	50%	25%	36%
国泰君安	79.70	99.34	-19.77	3.82	6.08	-2.27	1080	844	47%	37%	61%
中信建投	86.68	46.69	85.65	7.52	6.26	1.26	822	238	59%	17%	35%

广发证券	73.67	79.98	-7.89	9.9	9.44	0.46	236	304	35%	45%	31%
招商证券	72.50	73.92	-1.92	4.65	6.2	-1.55	1149	360	66%	21%	34%
申万宏源	58.28	65.85	-11.49	4.57	6.83	-2.25	910	365	55%	22%	41%
兴业证券	45.04	45.53	-1.08	9.18	7.58	1.6	232	201	47%	41%	53%
东方证券	58.94	48.42	21.74	8.44	8.14	0.3	270	202	37%	28%	34%
中国银河	44.43	55.07	-19.31	5.33	8.2	-2.86	504	300	54%	32%	37%
国信证券	51.74	58.22	-11.12	6.11	7.45	-1.34	840	195	79%	18%	24%
红塔证券	25.37	18.25	39.04	10.6	8.67	1.93	126	49	58%	23%	37%
光大证券	22.18	25.56	-13.24	3.58	4.15	-0.57	233	196	40%	34%	37%
东吴证券	21.89	16.40	33.48	6.14	4.33	1.82	224	73	66%	21%	26%
浙商证券	14.85	13.45	10.36	5.75	6.19	-0.45	217	31	74%	11%	16%
东北证券	24.15	22.37	7.94	8.75	7.53	1.22	139	48	51%	18%	31%
长城证券	19.63	14.98	31.05	8.3	6.42	1.88	156	47	65%	20%	26%
财通证券	26.52	24.48	8.36	11.92	10.97	0.94	92	109	37%	44%	46%
长江证券	18.41	28.69	-35.83	5.59	8.15	-2.55	177	88	53%	26%	31%
东兴证券	12.53	10.91	14.81	7.06	3.62	3.44	28	104	16%	58%	49%
山西证券	14.84	12.12	22.47	6.63	4.79	1.84	153	26	68%	12%	15%
西南证券	17.12	23.44	-26.95	7.69	9.17	-1.47	182	66	68%	25%	26%
中泰证券	21.55	28.16	-23.49	5.4	9.21	-3.81	325	68	70%	15%	21%
西部证券	17.64	16.28	8.35	6.84	6.1	0.74	241	30	86%	11%	11%
国海证券	14.44	10.11	42.93	9.4	4.27	5.13	126	41	66%	22%	22%
华安证券	9.93	14.67	-32.27	5.74	7.78	-2.03	128	47	68%	25%	32%
国金证券	14.42	13.63	5.85	8.92	8.72	0.19	113	20	60%	10%	9%
天风证券	15.20	12.34	23.15	5.97	4.74	1.23	133	67	48%	24%	38%
方正证券	5.29	14.09	-62.46	2.1	2.7	-0.6	109	41	52%	20%	10%
第一创业	11.82	10.38	13.89	7.43	6.69	0.74	123	29	77%	18%	21%
华西证券	13.02	11.74	10.89	6.41	7.5	-1.1	116	106	48%	44%	50%
国元证券	7.89	7.59	3.86	5.54	3.05	2.5	45	37	37%	31%	12%
中原证券	5.34	7.77	-31.27	2.68	4.99	-2.31	190	30	84%	13%	22%
国联证券	6.62	4.28	54.67	5.26	7.63	-2.38	110	46	65%	27%	43%
太平洋	3.27	13.79	-76.26	2.84	7.45	-4.61	74	9	83%	10%	9%
南京证券	2.87	4.64	-38.12	7.87	8.94	-1.06	36	11	71%	22%	7%
中银证券	1.27	4.20	-69.82	1.43	4.49	-3.07	55	23	60%	25%	15%
华林证券	4.53	3.42	32.56	11.34	7.52	3.82	2	8	11%	39%	13%

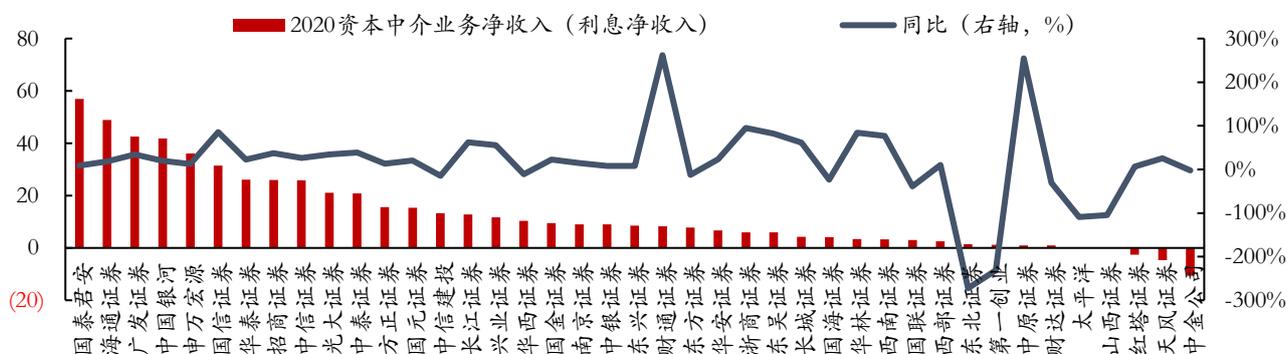
资料来源：wind,万和证券研究所

## （五）资本中介业务：两融余额持续走高，股押风险计提充分

两融余额持续走高，融券余额大幅增长。2020 年全市场两融余额持续攀升，截止 2020 年末两融余额为 1.62 万亿元，同比+58.84%，2021 年初仍呈上升态势，2021 年 4 月末两融规模达 1.7 万亿，较年初+2%。自 2019 年起，两融标的扩容，注册制下创业板和科创板上市首日即可成为融券标的，两融业务结构改善，融券业务快速扩张，融券余额占比由 2020 年初的 1%快速提升至 8.77%，2021 年 4 月末融券余额达 1,517 亿，较年初+11%，占两融比重达 9%，未来融券规模有望持续增长。

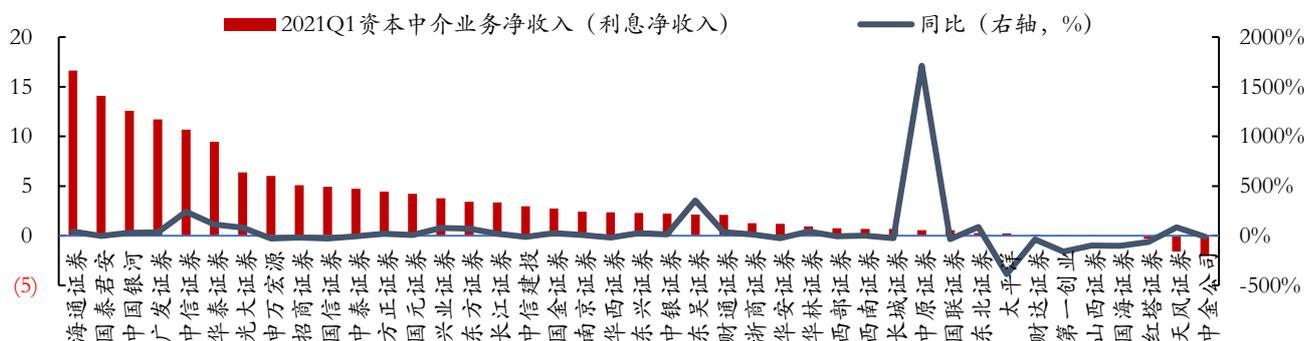
股押风险计提充分，业务整体风险可控。截至2020年12月末40家上市券商买入返售金融资产中股票质押式回购余额合计3,023亿元，同比-23.85%；2020年上市券商合计计提减值340亿元，同比+64%。2021Q1上市券商合计计提减值为15亿元，较去年同期大幅减少39亿元，同比-72.2%，随存量风险逐步出清，整体资产质量进一步改善。

图表 22 2020 年上市券商资本中介业务净收入及同比增速



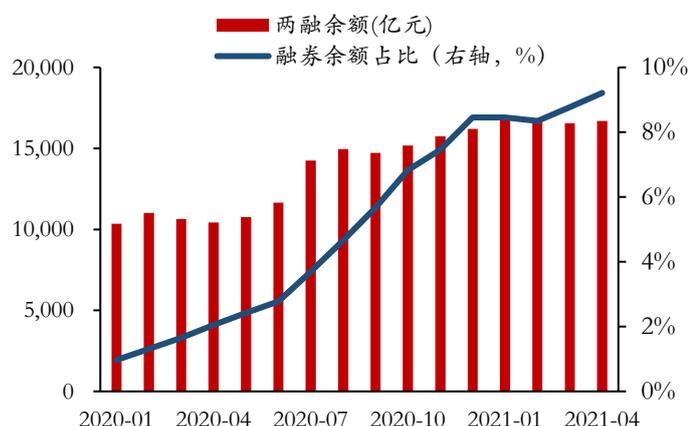
资料来源: wind, 万和证券研究所

图表 23 2021Q1 上市券商资本中介业务净收入及同比增速



资料来源: wind, 万和证券研究所

图表 24 两融余额及融券余额占比



资料来源: Wind, 万和证券研究所

图表 25 上市券商买入返售金融资产股票质押式回购规模



资料来源: Wind, 万和证券研究所

## 四、投资建议

短期来看，截至 5 月 19 日申万证券行业市净率处于 1.67 倍的历史相对低位，具有较高的安全边际。中长期来看，随着资本市场深化改革不断深入、扩大开放举措不断推进，直接融资比例进一步提升，投资者机构化趋势明朗，券商财富管理、资产管理、机构业务和投行业务持续增长可期，将驱动行业 ROE 持续提升，推动估值中枢上行。同时在证券监管机构推动打造航母级券商的大背景下，龙头券商长期存在做大做强的驱动力，行业并购将成为未来趋势，市场集中度持续提升，头部券商强者恒强。推荐行业绝对龙头中信证券以及特色化互联网券商东方财富。

## 五、风险提示

市场波动，政策落地不及预期。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

**分析师声明：**本研究报告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，本报告清晰准确的反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 投资评级标准：

**行业投资评级：**自报告发布日后的 12 个月内，以行业指数的涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

**强于大市：**相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

**同步大市：**相对沪深 300 指数涨幅介于-10%—10%之间；

**弱于大市：**相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

**股票投资评级：**自报告发布日后的 12 个月内，以公司股价涨跌幅相对于同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

**买入：**相对沪深 300 指数涨幅 15%以上；

**增持：**相对沪深 300 指数涨幅介于 5%—15%之间；

**中性：**相对沪深 300 指数涨幅介于-5%—5%之间；

**回避：**相对沪深 300 指数跌幅 5%以上。

**免责声明：**本研究报告仅供万和证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。若本报告的接受人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户，与本公司无业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。

本报告由本公司研究所撰写，报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。

本研究所将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本报告版权仅为万和证券股份有限公司研究所所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。本公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

市场有风险，投资需谨慎。

### 万和证券股份有限公司

深圳市福田区深南大道 7028 号时代科技大厦西座 20 楼

电话：0755-82830333 传真：0755-25170093

邮编：518040 公司网址：<http://www.vanho.cn>