

行业研究

估值见底业绩向好，券商投资价值凸显

——证券行业大涨点评

非银
增持（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-5842066

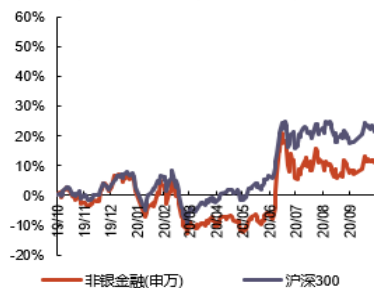
wangyf@ebsecn.com

分析师：王思敏

执业证书编号：S0930521040003

wangsm@ebsecn.com

行业与沪深300指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

估值修复叠加业绩可期促进非银板块上涨
(2021-05-15)

要点

事件：

5月25日券商涨幅4.5%，以非银为首的金融板块大涨引起市场关注。

点评：

一、基本面：券商业绩保持高增，龙头表现更优

从上市公司业绩来看，A股40家上市券商20年/21年一季度营业收入同比增速+20.9%/+28.2%，归母净利同比增速+29.7%/+27.3%，21年年化ROE较20年提升0.6pct至9.0%。证券公司营收和净利维持双位数增速，业绩保持高增。从上市公司内部来看，21年1季度头部券商净利同比增速+40%左右，优于行业平均水平，龙头公司在监管指标、资本金和客户品牌等方面构建了较宽的护城河，整体业绩表现好于非龙头公司。年初以来A股市场日均交易额9500亿元左右，较2020年全年增长6%。两融余额1.7万亿元，同比增长50%以上。IPO发行规模仍保持在高位，券商全年业绩有望保持高速增长。

二、估值：券商行业处于中枢偏下位置，存在修复需求

分析2012年以来的近十年数据，A股上市券商PB(LF)算术平均估值在1.9X左右。截止到5月25日行业1.7XPB的估值位于历史分位数17%左右，处于中枢偏下位置。20年四季度开始证券板块连续调整，目前已经从最高点的2.1XPB估值调整了大约20%，估值已经反应了部分市场悲观预期，存在一定修复需求。从上市公司层面看，部分头部券商的PB估值回落到1倍左右，有更大的估值修复空间。

三、政策面：促进直接融资，资本市场改革的利好与催化

5月22日证监会主席易会满发表《坚持稳中求进，优化发展生态，推动证券行业高质量发展新进步》的讲话。其中我们认为值得关注的主要内容有：1) 强调“专业化发展之路”，提出券商要适应注册制要求向专业化、主动管理转型，在“特色、强项、专长、精品”方面多下功夫，预计监管除了鼓励大型券商做大做强，会引导中小券商走专业化、差异化经营战略；2) 强调“分类监管，差异化监管”。扶优限劣，为优质证券公司创新发展打开空间，利好风控合规体系健全的券商；3) 对于重资本业务的发展和业务创新，要做到“看得清、管得住，坚持适度发展”，预计对资本监管将更加精细化。21年依旧是资本市场深化改革的大年，券商将直接受益于注册制改革、多层次资本市场建设、主体融资渠道拓宽等方面，政策利好行业健康持续发展，利于ROE的持续上行。监管对于证券行业资本金要求、业务功能管理及IPO审核趋严，资本实力更强的上市公司将更加受益。资本市场的政策红利一方面将催化板块估值修复，另一方面利于行业健康发展尤其是龙头公司市场份额的提升。

投资建议：21年年初以来券商行业回调为主跑输主要指数，目前估值已经调整到合理位置。受益于资本市场改革红利，券商行业业绩持续向好趋势不变。站在当前低估值、高业绩增速的行业背景下，我们认为券商行业财富管理、投资业务和机构业务等仍然有较大发展空间，近期风险偏好回升，券商板块有较高的配置性价比。从公司层面来看“分化”是21年行业演绎的关键词，在“分化”过程中龙头券商和部分有差异化竞争力的区域券商将有望获得超额收益。投资的角度我们建议关注两条主线：1) 券商板块中综合实力突出及合规风控体系健全的低估值龙头券商的补涨机会；2) 财富管理大时代下，继续看好赛道独特的互联网财富管理龙头。

风险提示：资本市场改革推进不及预期；系统性金融市场信用风险；证券板块快速上涨引起的回调风险；二级市场大幅调整风险。

图 1：证券行业市净率处于中枢偏下位置



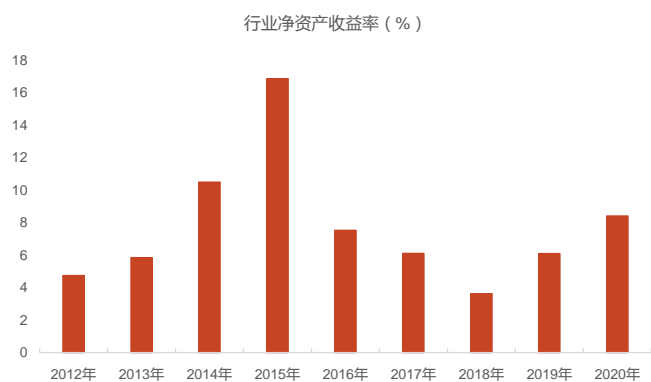
资料来源：wind（数据截止至2021年4月30日），光大证券研究所

图 2：上市券商业绩同比增速维持高增（%）



资料来源：wind，光大证券研究所

图 3：证券行业净资产收益率回升（%）



资料来源：wind，光大证券研究所

图 4：A股成交金额（亿元）



资料来源：wind（数据截止至2021年4月30日），光大证券研究所

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE