

非银金融

证券研究报告

2021年05月27日

券商的“大财富管理”业务的高速发展将提升整体估值

投资建议:看好券商大财富管理业务的发展,而深度参与公募基金产业链的券商具备显著优势。此外,5月25日上海市人民政府发文,支持符合条件的基金管理资产管理机构挂牌上市。若后续公募基金成功启动上市,将对控股或参股头部公募基金的券商构成估值提升效应。

我们定义的“大财富管理”业务为“代销金融产品+基金投顾+券商资管+券商系公募基金+券商系私募股权投资基金”。其中,“券商资管+券商系公募基金+券商系私募股权投资基金”又可被定义为“大资管业务”。

1、2020年,来自于券商大资管业务(包括旗下公募基金、私募股权基金、券商资管)大发展,已成为券商业绩增长点。因此,我们对券商大资管业务的合理估值做估算。假设公募基金的PE分别为20X-30X;资管子公司PE为18X;私募股权的PE为20X。则2020年,券商的大资管业务占总市值比重排名前五的券商为:东方证券(97%)、广发证券(77%)、华泰证券(65%)、兴业证券(47%)、海通证券(46%)。

1) 东方证券旗下汇添富基金(参股35%)、东证资管(全资子公司)位列非货基规模排名行业第二、第二十,2020年汇添富、东证资管分别贡献整体净利润的33.4%、29.8%,叠加长城基金(2020年贡献利润0.28亿)、东方证券资本投资(2020年利润3.6亿),其大资管业务的利润占比77.4%。我们估算,东方证券大资管业务的合理市值593亿,占总市值96.9%。

2) 广发证券旗下易方达基金(参股23%)、广发基金(控股55%)位列非货基规模排名行业第一、第三,2020年分别贡献净利润的5.8%、9.2%;叠加全资子公司广发资管(2020年利润10亿)、广发信德(2020年利润9.2亿),广发证券的大资管业务占利润比重达32.1%。我们估算,广发证券的大资管业务合理市值达836亿,占总市值77.4%。

3) 华泰证券旗下华泰柏瑞(参股49%)、南方基金(参股41%),2020年分别贡献净利润的1.2%、5.6%;但华泰资管、华泰紫金投资分别贡献净利润11.3%、21.6%,大资管业务合计贡献利润39.7%。我们估算,华泰证券的大资管业务的合理市值达907亿,占总市值64.6%。

4) 兴业证券旗下兴全基金(控股51%)非货基规模排名行业第16名,南方基金(参股9.15%),2020年分别贡献净利润17.8%、3.0%,叠加兴证资管、兴证创新资本,兴业的资管子公司合计贡献利润25.2%。我们估算,兴业证券资管子公司合理市值达325亿,占总市值的47.4%。

5) 海通证券旗下有海富通基金(控股51%)、富国基金(参股28%),2020年分别贡献净利润的1.6%、3.8%,但旗下的海通资管(2020年贡献7亿净利润)、海通开元(2020年贡献15亿净利润)、海富产业分别贡献净利润5.9%、12.6%、0.4%,大资管业务合计贡献24.2%。我们估算,海通证券大资管业务合理市值达614亿,占总市值的46.1%。

2、券商的代销金融产品销售亦实现快速增长。2020年证券行业实现代理销售金融产品净收入134亿元,同比增长149%。从代销金融产品净收入占证券经纪业务净收入的角度看,中信证券、中金公司、中信建投表现强劲,分别为18.2%、17.1%和12.1%。这个业务将持续快速增长。另外,券商打造的“财富管理内容平台”已开启发展。恒生电子、东吴证券、中金公司的新举措值得期待(请参考报告《互联网证券4.0的探索:聚焦“内容”》)。

3、基金投顾将成为券商财富管理转型的重要抓手。过去券商投顾人员多以“产品销售规模”作为考核指标,重营销轻服务。基金投顾业务会帮助线下投顾人员树立“售后服务”的理念。在市场波动时,通过对投资组合业绩的风险收益特征分析,真正通过交互服务进行客户安抚和服务,让客户长期持有。自2019年公募基金投顾业务试点以来,已有7家证券公司获得投顾资格。

附注:1)对2021Q1非货基规模排名行业前20的公募给予30XPE,源于看好居民资产配置向权益类基金转移,且龙头基于品牌及人才优势获得更快增速;其余的公募基金给予20XPE;2)考虑到私募股权亦有较好成长性,给予20XPE;3)券商资管积极向主动管理转型,给予18XPE。

风险提示:经济复苏不及预期;资本市场景气度波动;居民资产向权益类配置转移慢于预期

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

夏昌盛 分析师
SAC执业证书编号:S1110518110003
xiachangsheng@tfzq.com

周颖婕 联系人
zhouyingjie@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 1 《非银金融-行业点评:Q1 非货币公募基金月均规模数据点评:尽享财富管理红利,持续看好头部机构》2021-05-25
- 2 《非银金融-行业点评:2021Q1 基金代销机构保有量点评:基金销售行业格局全披露,招行、东财的财富管理龙头优势显著》2021-05-14
- 3 《非银金融-行业深度研究:金融IT 深度报告:行业发展进入快车道,头部公司如何看?》2021-03-15

重点标的推荐

| 股票 代码 | 股票 名称 | 收盘价 2021-05-26 | 投资 评级 | EPS(元) | | | | P/E | | | |
|-----------|----------|-------------------|----------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E | 2020A | 2021E | 2022E | 2023E |
| 000776.SZ | 广发证券 | 15.58 | 增持 | 1.32 | 1.59 | 1.91 | 2.22 | 11.80 | 9.80 | 8.16 | 7.02 |
| 601688.SH | 华泰证券 | 16.78 | 买入 | 1.19 | 1.42 | 1.67 | 1.87 | 14.10 | 11.82 | 10.05 | 8.97 |
| 601995.SH | 中金公司 | 59.77 | 买入 | 1.49 | 2.02 | 2.51 | 3.01 | 40.11 | 29.59 | 23.81 | 19.86 |

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

图 1：券商旗下资管公司的利润占比及市值占比（数据截止 2021 年 5 月 26 日，单位：亿元）

| 券商名称 | 旗下资管公司 | 持股比例 | 公司总利润 2020 | 资管业务公 司P/E水平 假设 | PE估值法 | | | | | | |
|------|----------------|---------|---------------|-----------------------|-----------------|-----------------|---------------|-----------------|---------------------|---------------------------|-------------------------------------|
| | | | | | 子公司净利润 *持股比例 | 资管业务归母 净利润总和 | 子公司占利 润的比重 | 资管业务净利润 合计占比 | 资管子公 司市值 2020 | 资管子公 司市值总 和 2020 | 资管子公 司市值占 公司总市 值比重 2020 |
| | | | | | | | | | | | |
| 中信证券 | 华夏基金 | 62.20% | 155.17 | 30 | 9.94 | 18.36 | 6.4% | 11.8% | 298.10 | 466.53 | 14.78% |
| | 金石投资 | 100.00% | | 20 | 8.42 | | 5.4% | | 168.43 | | |
| 海通证券 | 海富通基金 | 51.00% | 120.37 | 20 | 1.93 | 29.12 | 1.6% | 24.2% | 38.56 | 614.22 | 46.13% |
| | 海通资管 | 100.00% | | 18 | 7.05 | | 5.9% | | 126.90 | | |
| | 富国基金 | 27.78% | | 30 | 4.59 | | 3.8% | | 137.65 | | |
| | 海通开元 | 100.00% | | 20 | 15.12 | | 12.6% | | 302.40 | | |
| | 海富产业 | 67.00% | | 20 | 0.44 | | 0.4% | | 8.71 | | |
| 华泰证券 | 华泰资管 | 100.00% | 108.70 | 18 | 12.26 | 43.20 | 11.3% | 39.7% | 220.70 | 907.22 | 64.74% |
| | 华泰柏瑞 | 49.00% | | 25 | 1.33 | | 1.2% | | 33.26 | | |
| | 南方基金 | 41.16% | | 30 | 6.11 | | 5.6% | | 183.26 | | |
| | 华泰紫金投资 | 100.00% | | 20 | 23.50 | | 21.6% | | 470.00 | | |
| 国泰君安 | 华安基金 | 20.00% | 117.37 | 30 | 1.42 | 10.34 | 1.2% | 8.8% | 42.66 | 206.70 | 14.34% |
| | 国泰君安资管 | 100.00% | | 18 | 7.18 | | 6.1% | | 129.24 | | |
| | 国泰君安创投 | 100.00% | | 20 | 1.74 | | 1.5% | | 34.80 | | |
| 广发证券 | 易方达基金 | 22.65% | 107.71 | 30 | 6.23 | 34.63 | 5.8% | 32.1% | 186.83 | 835.82 | 77.44% |
| | 广发资管 | 100.00% | | 18 | 9.24 | | 8.6% | | 166.36 | | |
| | 广发基金 | 54.53% | | 30 | 9.95 | | 9.2% | | 298.39 | | |
| | 广发信德 | 100.00% | | 20 | 9.21 | | 8.6% | | 184.24 | | |
| 中万宏源 | 申万菱信 | 67.00% | 78.76 | 20 | 0.70 | 5.99 | 0.9% | 7.6% | 13.91 | 165.71 | 14.75% |
| | 富国基金 | 27.78% | | 30 | 4.59 | | 5.8% | | 137.62 | | |
| | 中万直投 | 100.00% | | 20 | 0.50 | | 0.6% | | 10.04 | | |
| | 宏源汇富创业投资有限公司 | 100.00% | | 20 | 0.21 | | 0.3% | | 4.14 | | |
| 招商证券 | 博时基金 | 49.00% | 95.04 | 30 | 6.11 | 18.08 | 6.4% | 19.0% | 183.31 | 448.21 | 27.39% |
| | 招商资管 | 100.00% | | 18 | 7.61 | | 8.0% | | 136.98 | | |
| | 招商基金 | 45.00% | | 30 | 4.07 | | 4.3% | | 122.04 | | |
| | 招商致远资本有限公司 | 100.00% | | 20 | 0.29 | | 0.3% | | 5.88 | | |
| 中金公司 | 中金基金 | 100.00% | 72.62 | 20 | -0.43 | 8.51 | -0.6% | 11.7% | -8.65 | 259.72 | 12.35% |
| | 中金资本 | 100.00% | | 30 | 8.95 | | 12.3% | | 268.37 | | |
| 中国银河 | 银河基金 | 50.00% | 73.12 | 20 | - | 2.13 | - | 2.9% | - | 26.85 | 3.10% |
| | 大成基金 | 25.00% | | 20 | 0.81 | | 1.1% | | 0.45 | | |
| | 银河金汇证券资产管理有限公司 | 100.00% | | 20 | 0.98 | | 1.3% | | 19.60 | | |
| | 银河创新资本管理有限公司 | 100.00% | | 20 | 0.34 | | 0.5% | | 6.80 | | |
| 中信建投 | 中信建投基金 | 55.00% | 95.37 | 20 | 0.26 | 1.54 | 0.3% | 1.6% | 5.23 | 30.79 | 1.31% |
| | 中信建投资本管理有限公司 | 100.00% | | 20 | 1.28 | | 1.3% | | 25.56 | | |
| 东方证券 | 东证资管 | 100.00% | 27.22 | 30 | 8.10 | 21.07 | 29.8% | 77.4% | 242.98 | 593.36 | 96.90% |
| | 汇添富基金 | 35.41% | | 30 | 9.09 | | 33.4% | | 272.64 | | |
| | 长城基金 | 17.65% | | 20 | 0.28 | | 1.0% | | 5.61 | | |
| | 上海东方证券资本投资（直投） | 100.00% | | 20 | 3.61 | | 13.3% | | 72.13 | | |
| 国信证券 | 鹏华基金 | 50.00% | 66.18 | 30 | 2.94 | 5.31 | 4.4% | 8.0% | 88.33 | 135.73 | 12.62% |
| | 国信弘盛私募基金管理有限公司 | 100.00% | | 20 | 2.37 | | 3.6% | | 47.40 | | |
| | 光证资管 | 100.00% | | 18 | 7.40 | | 30.0% | | 133.20 | | |
| 光大证券 | 光大保德信 | 55.00% | 24.66 | 20 | 0.88 | -11.60 | 3.6% | -47.0% | 17.55 | -246.78 | -35.51% |
| | 大成基金 | 25.00% | | 20 | 0.81 | | 3.3% | | 16.27 | | |
| | 光大资本（私募） | 100.00% | | 20 | -20.69 | | -83.9% | | -413.80 | | |
| | 兴证全球基金 | 51.00% | | 30 | 8.14 | | 17.8% | | 244.34 | | |
| 兴业证券 | 兴证资管（资管） | 100.00% | 45.84 | 18 | 0.76 | 11.55 | 1.7% | 25.2% | 13.68 | 324.56 | 47.42% |
| | 南方基金 | 9.15% | | 30 | 1.36 | | 3.0% | | 40.74 | | |
| | 兴证创新资本（直投） | 100.00% | | 20 | 1.29 | | 2.8% | | 25.80 | | |
| | 长盛基金 | 41.00% | | 20 | 0.31 | | 2.2% | | 6.16 | | |
| 国元证券 | 国元股权投资 | 100.00% | 13.71 | 20 | 1.28 | 1.58 | 9.3% | 11.6% | 25.53 | 31.68 | 9.01% |

资料来源：公司年报、Wind，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 武汉 | 上海 | 深圳 |
|----------------------|----------------------|----------------------|----------------------|
| 北京市西城区佟麟阁路 36 号 | 湖北武汉市武昌区中南路 99 | 上海市浦东新区兰花路 333 | 深圳市福田区益田路 5033 号 |
| 邮编：100031 | 号保利广场 A 座 37 楼 | 号 333 世纪大厦 20 楼 | 平安金融中心 71 楼 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 邮编：430071 | 邮编：201204 | 邮编：518000 |
| | 电话：(8627)-87618889 | 电话：(8621)-68815388 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 传真：(8627)-87618863 | 传真：(8621)-68812910 | 传真：(86755)-82571995 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |