

## 证券

## 证券行业 2021 年中期策略

## 维持评级

报告原因：定期报告

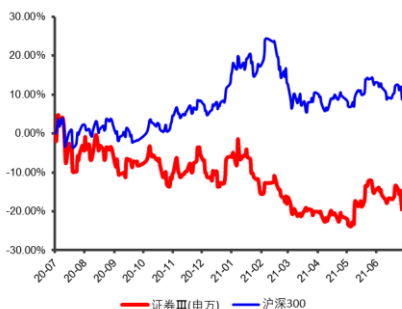
长期看好财富管理业务发展，低估值宜左侧布局

看好

2021 年 7 月 5 日

行业研究/深度报告

### 证券板块近一年市场表现



分析师：刘丽

执业登记编码：S0760511050001

邮箱：liuli2@sxzq.com

电话：0351-8686794

分析师：徐风

执业登记编码：S0760519110003

电话：0351-8686970

邮箱：xufeng@sxzq.com

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层

山西证券股份有限公司

<http://www.i618.com.cn>

### 投资要点：

➢ **2021 年上半年回顾：**（1）**行情回顾：**证券板块估值中枢下行，行情跑输大盘。截至 6 月 30 日，沪深 300 指数收涨 0.24%，证券Ⅲ（申万）收跌 8.65%，跑输大盘，但优于非银金融行业整体表现。（2）**行业回顾：**关键业务指标同比增长，券商业绩预增。两市成交金额、新增投资者数增长，股、债、大宗商品价格收涨，一级市场 IPO、再融资、债券融资规模同增，多数券商披露业绩预增公告。

➢ **行业趋势判断：**（1）**财富管理业务具备长期发展空间。**经纪业务向财富管理转型，核心是渠道变现，将存量客户二次开发，从而实现收费方式转变，即从交易佣金收入向管理费收入转变，最终提升经纪业务转化率。完整的财富管理价值链涉及产品搭建、资产配置、投顾服务、客户渠道以及金融科技等诸多能力，决定了券商财富管理平台的基础能力，券商目前致力打造全价值链、以平台效应弥补劣势。（2）**投融资多手段服务实体经济。**资本市场和金融机构在碳中和、碳达峰承担重要角色，包括管理转型中出现的风险问题，信用、产品定价，引导全社会转变投资理念。注册制改革为经济高质量发展提供有效支撑，注册制的试点和全面推行使得资本市场对科技创新型、高新技术企业的支持力度有效提升。（3）**数字化发展已成为行业共识。**券商金融科技还在起步、探索阶段。金融科技投入纳入分类评价体系，2020 年，证券行业信息系统投入金额合计 262.87 亿元，较 2017 年 111.78 亿元增加 135%。（4）**合规风控能力实质成为核心竞争力之一。**监管根据合规风控情况，首推证券公司“白名单”。一方面，有限的监管资源集中到重点领域，进一步提升监管有效性。另一方面，纳入白名单的公司行政流程简化，有效提升经营效率，同时，未在白名单的券商明确不能成为创新业务试点，证券公司将进一步分化，合规风控能力本质上成为证券公司的核心竞争力之一。

➢ **投资策略：**长期来看，资本市场基础制度改革深化，证券公司受益于行业高质量发展。未来证券行业集中、分化不可避免，聚焦优势资源，确定战略定位，深耕重点业务，证券公司才能在竞争中有更多优势。建议关注兼具“无短板”与“有特色”的头部券商，以及有所为有所不为、打造差异化优势的券商。

➢ **中长期内，财富管理业务面临重要发展机遇，关注财富管理大赛道的优质券商。**轻资产业务风险相对低、对资本制约小，有助于熨平





业绩波动。资管业务在内的财富管理业务具备广阔的发展空间，券商金融科技仍在起步阶段未来大有可为，建议关注资产管理配置能力领先以及以金融科技为代表的运营、服务能力一流的券商。

- **短期内，券商存量风险逐步出清，同时板块兼具低估值特性，适宜左侧布局。**建议关注业务全面领先的龙头中信证券、经纪和金融科技领先同业的华泰证券、有强大互联网护城河的东方财富以及具备集团协同优势的光大证券。
- **风险提示：**  
二级市场大幅下滑；疫情影响超出预期；政策推行不及预期

# 目 录

1、2021 年上半年回顾 .....	6
1.1 行情回顾：证券板块估值中枢下行，行情跑输大盘 .....	6
1.2 行业回顾：关键业务指标同比增长，券商业绩预增 .....	7
2、行业趋势判断 .....	10
2.1 财富管理业务具备长期发展空间 .....	11
2.1.1 销售驱动是短期重要抓手 .....	12
2.1.2 基金投顾是长期转型方向 .....	14
2.1.3 资管业务塑造产品端优势 .....	16
2.2 投、融资多手段服务实体经济 .....	18
2.3 数字化发展已成为行业共识 .....	21
2.4 合规风控能力是核心竞争力 .....	22
3、投资策略 .....	22
3.1 2021 年行业盈利预测 .....	22
3.2 行业投资策略 .....	23
3.3 重点个股 .....	23
中信证券：龙头优势稳固，积极消化业务风险 .....	23
华泰证券：财富、投行领先行业，金融科技生态建设加快 .....	24
东方财富：看好公司“互联网+资管”发展潜力 .....	24
光大证券：轻装上阵，受益于光大集团协同生态圈 .....	24
4、风险提示 .....	25

## 图表目录

图 1：2021 年年初至今主要股指涨跌幅 .....	6
图 2：证券Ⅲ年内收跌，优于非银整体表现 .....	6
图 3：非银金融（申万）涨跌幅居于 27/28 .....	7
图 4：2021 年 1-6 月两市日均成交 9087.63 亿元 .....	8
图 5：2021 年 1-5 月新增投资者 928.47 万 .....	8
图 6：大宗商品价格总指数上涨 .....	8
图 7：场外衍生品新增名义本金 .....	8
图 8：2021 年 6 月末，两融余额 1.78 万亿元 .....	8
图 9：截至 6 月 25 日，质押股数占比下降至 6.38% .....	8
图 10：2021 年 1-6 月 IPO 募资 2,109.50 亿元 .....	9
图 11：2021 年 1-6 月增发募资 3,597.603 亿元 .....	9
图 12：新设资管产品数量和份额 .....	9
图 13：债券型资管产品设立情况 .....	9
图 14：经纪业务平均佣金率下滑至万分之 2.63 .....	11
图 15：全行业代销金融产品收入、占比显著提升（亿元） .....	12
图 16：代销金融产品收入比例超过 10%的券商 .....	12
图 17：2015 年-2019 年各渠道公募基金销售保有规模占比 .....	13
图 18：证券公司资产管理业务受托资金情况 .....	18
图 19：证券行业信息系统投入情况 .....	21
表 1：上市券商业绩预增公告（按净利润降序排列） .....	9
表 2：销售机构公募基金销售保有规模 TOP100（截至 2021Q1，截取前 30 位） .....	13
表 3：我国投资顾问业务政策 .....	15
表 4：基金投顾试点机构名单 .....	16
表 5：14 家券商拥有公募牌照 .....	17
表 6：券商参控股基金公司（不包括表 5 券商，按持股比例降序排列） .....	17



表 7：2020 年上半年投行业务主要政策整理 .....	19
表 8：2021 年 1-6 月 IPO 业务 TOP10.....	20
表 9：已受理状态 IPO 项目储备前 20 名券商.....	20
表 10：重点个股盈利预测简表.....	25

## 1、2021 年上半年回顾

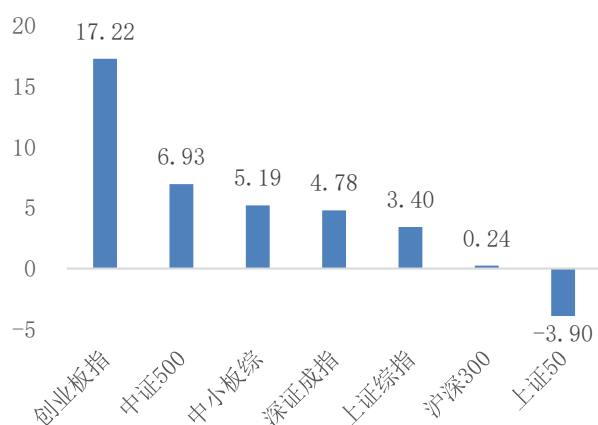
### 1.1 行情回顾：证券板块估值中枢下行，行情跑输大盘

非银板块大幅收跌，跑输大盘。2021 年初至今（截至 6 月 30 日，下同），上证指数收涨 3.40%，创业板指收涨 17.22%，沪深 300 指数收涨 0.24%；申万非银指数收跌 14.71%，大幅跑输大盘，在 28 个申万行业中排名第 27 位；证券Ⅲ（申万）收跌 8.65%，优于非银金融行业整体表现。

财达证券 5 月 7 日上市，A 股上市券商达到 41 家。年初至今，除财达证券（+212.01%），证券板块仅兴业证券（11.29%）收涨。仅 7 只个股跌幅低于 10%，国泰君安（-2.22%）、光大证券（-3.40%）、广发证券（-7.00%）、华林证券（-7.57%）、西南证券（-9.48%）、方正证券（-9.74%）、国元证券（-9.91%）；跌幅较高的个股为中泰证券（-41.51%）、中原证券（-30.63%）、第一创业（-28.24%）、国联证券（-27.21%）、红塔证券（-26.16%）。

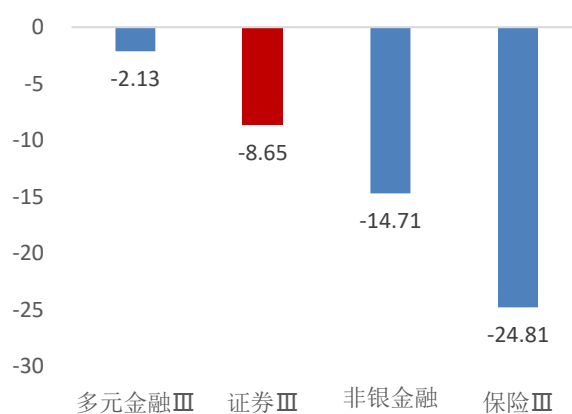
证券Ⅲ估值中枢下移，略高于近五年历史均值。年内，证券Ⅲ（申万）走势低迷，截至 5 月 10 日累计下跌 19.11%，此后板块反弹、跌幅缩窄，市净率在 1.57X~2.09X 之间。截止 6 月 30 日，证券Ⅲ（申万）市净率 1.77X，高于近三年历史均值（1.57X），略高于近五年历史均值（1.68X），行业估值中枢有所下移。就个股来看，次新股和中小市值股估值偏高，部分头部券商市净率在 1X 附近，海通证券 0.96X，华泰证券 1.09X，广发证券 1.15X，国泰君安 1.17X，下跌空间有限。证券板块整体估值在低位，具备投资价值，宜左侧布局。

图 1：2021 年年初至今主要股指涨跌幅



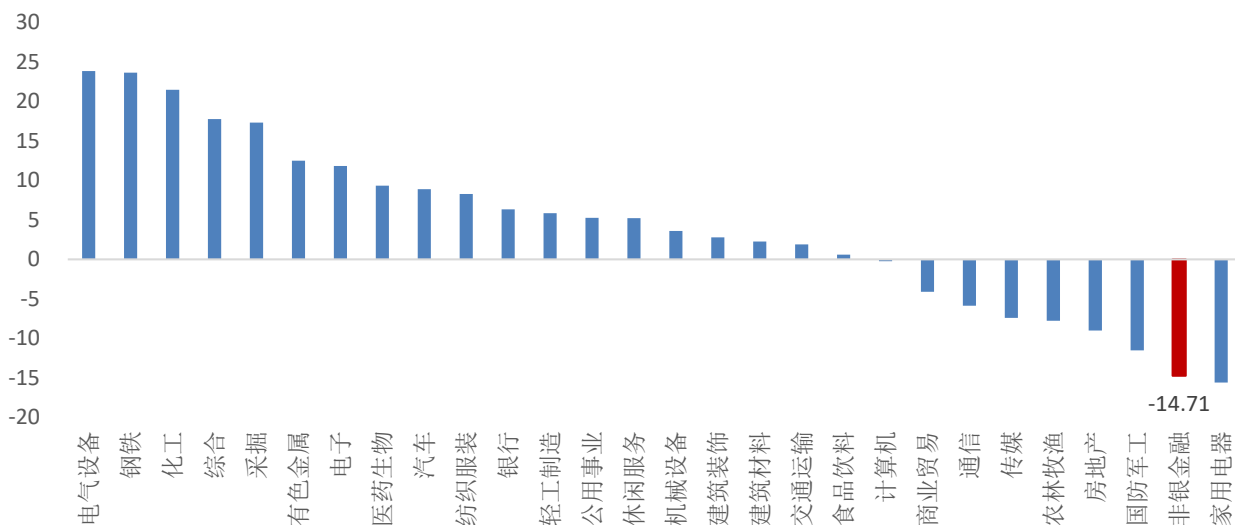
数据来源：wind，山西证券研究所

图 2：证券Ⅲ年内收跌，优于非银整体表现



数据来源：wind，山西证券研究所

图 3：非银金融（申万）涨跌幅居于 27/28



数据来源：wind，山西证券研究所

## 1.2 行业回顾：关键业务指标同比增长，券商业绩预增

**经纪业务：投交活跃，新增投资者大幅增加。**2021年1-6月，两市日均成交金额9087.63亿元，同比增加21%；1-5月，新增投资者928.47万，同比增加44%。

**信用业务：两融余额保持增势，质押股数占比下降。**2021年6月末，两融余额1.78万亿元，同比增加53%；其中，融资余额1.63万亿元，同比增加44%，融券余额1,560.47亿元，同比增加382%。市场质押股数及占比不断下滑，截至6月25日，市场质押股数4622.84亿股，占总股本6.38%。

**自营业务：二级市场震荡，大宗商品价格指数收涨。**2021年初至今，创业板指收涨17.22%，沪深300指数收涨0.24%，中债-总全价(总值)指数收涨0.24%，大宗商品价格总指数较年初收涨11%。

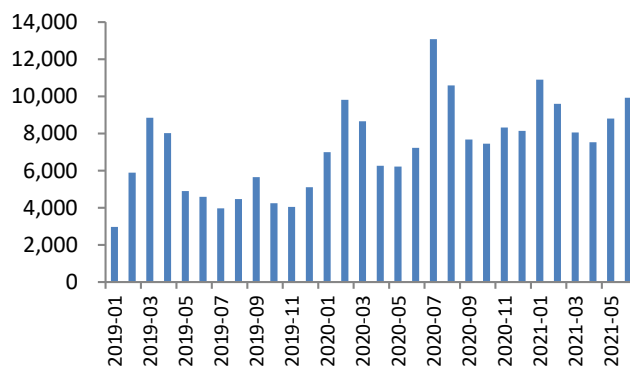
**衍生品业务：场外衍生品规模扩张。**2021年1-5月，券商场外互换新增名义本金15,210.19亿元，同比增加148%；场外期权新增名义本金14,543.64亿元，同比增加81%。

**投行业务：IPO维持增势，股、债融资规模双增。**股权承销方面，2021年1-6月，IPO募资规模2,109.50亿元，同比增加52%；再融资规模5,449.26亿元，同比增加15%，其中，增发募资规模3,597.60亿元，同比增加1%。债券承销，2021年1-5月，证券公司承销公司债规模13,623.22亿元，同比小幅减少1.3%；证券公司承销ABS规模8016.69亿元，同比增加51%。

**资管业务：新设资管产品规模增加，债券型产品减少。**2021年1-5月新设资管产品254.03亿份，同比增加9%；其中，新设债权型资管产品148.21亿份，同比减少26%，占比58%（去年同期占比85%）。

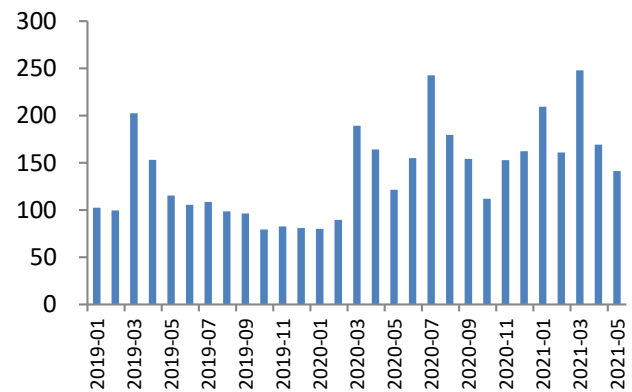


图 4：2021 年 1-6 月两市日均成交 9087.63 亿元



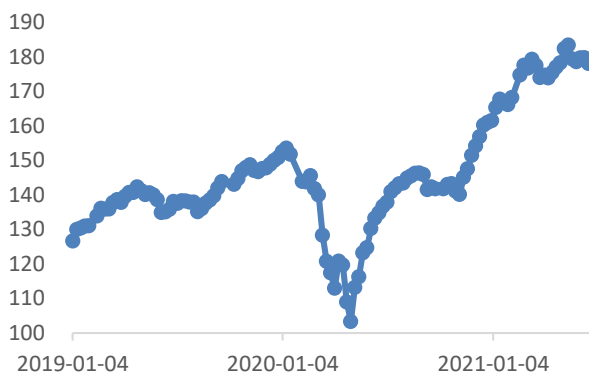
数据来源：wind，山西证券研究所

图 5：2021 年 1-5 月新增投资者 928.47 万



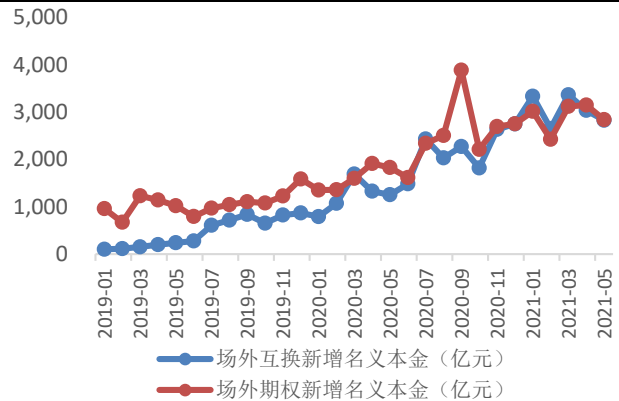
数据来源：choice，山西证券研究所

图 6：大宗商品价格总指数上涨



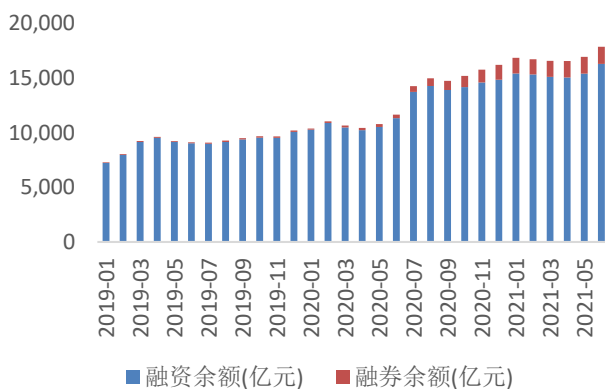
数据来源：wind，山西证券研究所

图 7：场外衍生品新增名义本金



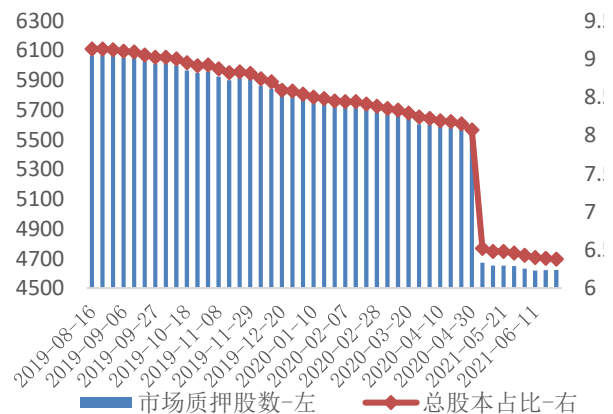
数据来源：wind，山西证券研究所

图 8：2021 年 6 月末，两融余额 1.78 万亿元



数据来源：wind，山西证券研究所

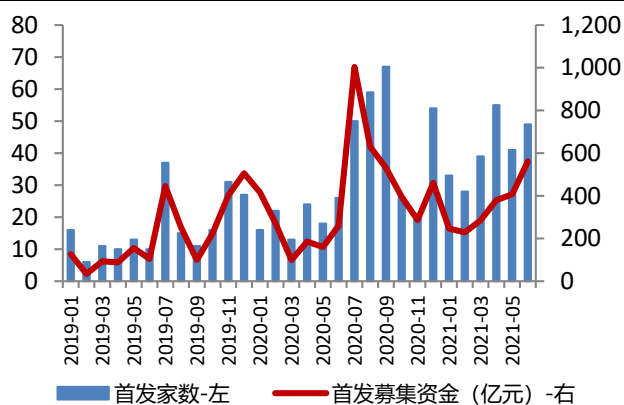
图 9：截至 6 月 25 日，质押股数占比下降至 6.38%



数据来源：wind，山西证券研究所

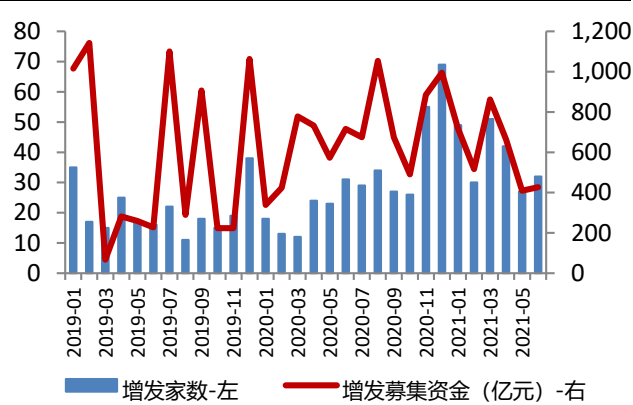


图 10：2021 年 1-6 月 IPO 募资 2,109.50 亿元



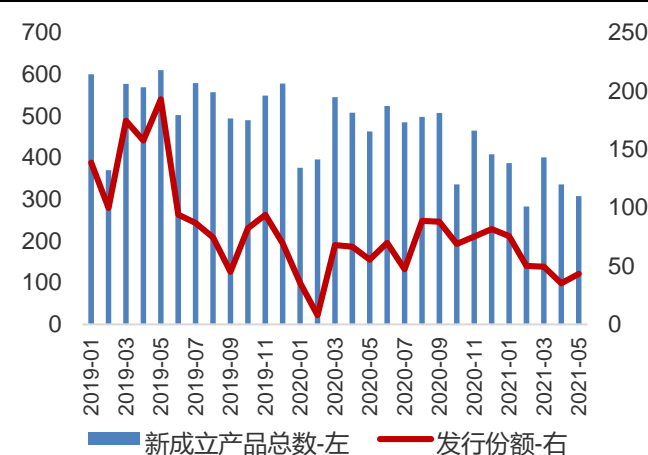
数据来源：wind，山西证券研究所

图 11：2021 年 1-6 月增发募资 3,597.603 亿元



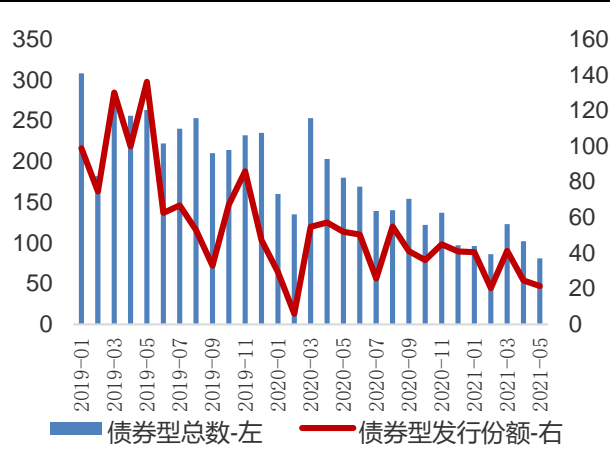
数据来源：wind，山西证券研究所

图 12：新设资管产品数量和份额



数据来源：wind，山西证券研究所

图 13：债券型资管产品设立情况



数据来源：wind，山西证券研究所

**上市券商半年度业绩预增。**受益于上半年资本市场良好发展态势，多家上市券商发布业绩预增公告，中信证券预计净利润最高约为 107.11 亿元~116.04 亿元，同比增长 20%~30%；财达证券净利润约 3.86 亿元~4.70 亿元，同比增速较高，约增长 85%~125%。整体来看，头部券商业务结构均衡，经纪、投资、投行业务等多项业务均保持稳步增长，此外国信证券、东方证券明确提到减值计提同比减少也是业绩增长的动因之一。

表 1：上市券商业绩预增公告（按净利润降序排列）

上市券商	预计业绩	业绩增长原因
中信证券	净利润约 107.11 亿元~116.04 亿元，增长 20%~30%	国内经济克服疫情影响、持续向好，资本市场蓬勃发展，公司 2021 年上半年各项业务均衡发展、稳步增长。
海通证券	净利润约 74.02 亿元~82.25 亿元	2021 年上半年，公司积极把握市场机遇，坚持集团化、国际化、信息化战略

	元，增长 35%~50%	引领，强化“五大能力”和“四根支柱”建设，有序推进经营举措，各项业务继续保持良好的发展态势。
招商证券	净利润约 55.04 亿元~59.37 亿元，增长 27%~37%	2021 年上半年，国内资本市场发展良好，市场交投活跃。公司把握机遇，开拓进取，报告期内公司经纪业务收入、投资业务收入、投资银行业务收入均较上年同期稳步增长。
国信证券	净利润约 45 亿元~51 亿元，变动幅度为：53%~73%	2021 年上半年，资本市场保持良好发展态势，公司积极把握市场机遇，各项业务发展良好。报告期内，公司自营投资业务收入，经纪业务手续费净收入及投行业务手续费净收入等主要业务收入相比上年同期均有较大幅度增长，信用减值较上年同期减少。
中金公司	净利润约 44.25 亿元~50.35 亿元，增长 45%~65%	2021 年上半年，国内经济持续复苏，资本市场蓬勃发展。公司坚持以金融服务实体经济为出发点，积极把握证券行业的战略发展机遇期，稳步推进“三化一家”战略落地，各项主要业务继续保持良好的发展势头。
中国银河	净利润约 40.85 亿元~42.63 亿元，增长 15%~20%	2021 年上半年，公司坚持践行“双轮驱动，协同发展”的业务模式，在财富管理、投资业务、国际业务、期货业务等方面均稳步增长。
东方证券	净利润约 24.42 亿元~27.47 亿元，增长 60%~80%	2021 年上半年，资本市场表现活跃，公司经营形势稳中向好，各项业务得到了均衡发展，经营业绩显著增长。报告期内，公司业绩变动的主要原因为资管、经纪、投行等业务手续费净收入及联营企业投资收益同比增加，信用减值计提同比减少。
兴业证券	净利润约 22.67 亿元~25.91 亿元，增长 40%~60%	2021 年上半年，公司积极把握市场机遇，以建设一流证券金融集团为目标，坚持新发展理念，持续筑牢个人客户财富管理、机构客户综合服务两大业务生态圈，加快推动“双轮驱动”业务体系完善落地，全面构建综合金融服务能力，各项业务呈现稳中向好的发展态势。
东吴证券	净利润约 12.89 亿元~13.92 亿元，增长 25%~35%	2021 年上半年，公司积极把握市场机遇，提升资本实力，强化合规风控管理，经纪、自营等多项业务稳步增长。
浙商证券	净利润约 8.52 亿元~9.17 亿元，增长 30%~40%	2021 年上半年，国内经济克服疫情影响持续向好，资本市场保持良好发展态势。公司紧紧围绕经营战略目标，积极把握市场机遇，各项业务稳步增长。
西南证券	净利润约 6.43 亿元~7.71 亿元，增长 50%~80%	2021 年上半年，公司坚持贯彻新发展理念，深入推进业务模式的转型和产品服务的创新，持续优化内部管理机制，加之降本增效、资本金补充等因素，综合提升公司盈利能力。
财达证券	净利润约 3.86 亿元~4.70 亿元，增长 85%~125%	2021 年上半年，国内经济克服疫情影响，资本市场发展稳中向好，公司积极把握市场机遇，聚焦重点工作任务，各项业务稳健发展，公司业绩有所增长。

数据来源：wind，山西证券研究所

## 2、行业趋势判断

同质化竞争压缩利润空间，业务转型与差异化竞争成为行业共识。(1) 以客户为中心。按客户类型，调整组织架构；资源整合，为客户提供全产业链服务；业务转型，聚焦客户价值提升，减少通道业务。(2) 聚焦与分化。行业分化不可避免，对于国内大部分证券公司来说，主动探索差异化的发展路径已成为趋势。对于头部券商来说，可以实施多元化的经营模式，需要在各大业务中没有短板，但也要求在细分领域有特色。(3) 协同发展和资源整合。集中体现在平台化发展与集团生态圈协同，一方面，公司平台以及集团层面有效整合资源，赋能各业务条线发展；另一方面，将个人、团队能力沉淀到公司平台，避免

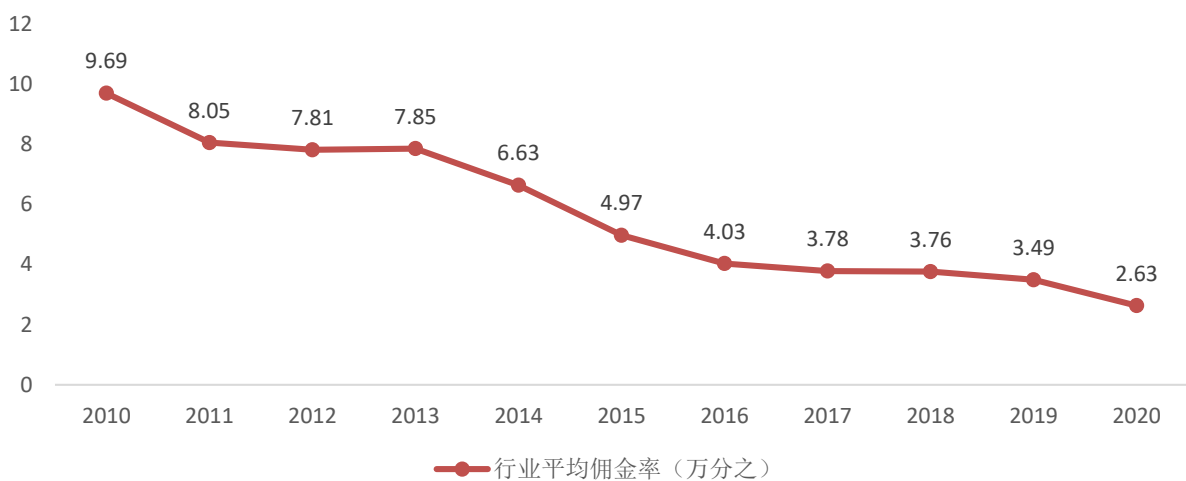
人员流动性对公司的影响。

## 2.1 财富管理业务具备长期发展空间

从财富管理需求角度来看：（1）居民财富增长，家庭财富向资本市场产品迁徙。麦肯锡在《中国金融业 CEO 季刊》指出，截至 2020 年底，以个人金融资产计算，中国已成为全球第二大财富管理市场、第二大在岸私人银行市场。预计中国财富管理市场年复合增长率将达 10% 左右，到 2025 年，市场规模有望突破 330 万亿元。中国居民的金融资产占比明显偏低，此外受政策影响，房地产投资遇冷，家庭财富有望向资本市场产品迁徙。（2）人口老龄化程度加深，财富管理重要性凸显。据联合国预测，2025 年前后，我国人口老龄化比例将超 14%，2035 年前后，比例可能超过 20%，2060 年前后，人口老龄化比例或达 30%。人口寿命预期延长，但当前养老保障体系尚未健全，老年人群对财富管理需求迫切。金融机构在产品和服务中老年人群上仍有很大空间。（3）高净值客群，需求多元化。（4）新一代年轻群体，理财意识觉醒。基金走出火热行情，以 90 后为代表的非专业年轻投资者通过互联网金融平台入市。

从财富管理供给角度来看：财富管理业务是券商在通道业务利润贡献率下滑的背景下为增强客户粘性、提高业务收入而进行的转型。据 choice 数据，2020 年行业经纪业务平均净佣金率为万分之 2.63，较 2019 年万分之 3.49 大幅下降，是 2016 年来最大跌幅。相较于美国互联网券商大规模推行零佣金的现状，我国证券行业佣金率仍有进一步下降的空间。经纪业务向财富管理转型，核心是渠道变现，将存量客户二次开发，从而实现收费方式转变，即从交易佣金收入向管理费收入转变，最终提升经纪业务转化率。目前券商财富管理业务仍以金融产品代销为主要驱动，买方投顾转型还在起步阶段。

图 14：经纪业务平均佣金率下滑至万分之 2.63

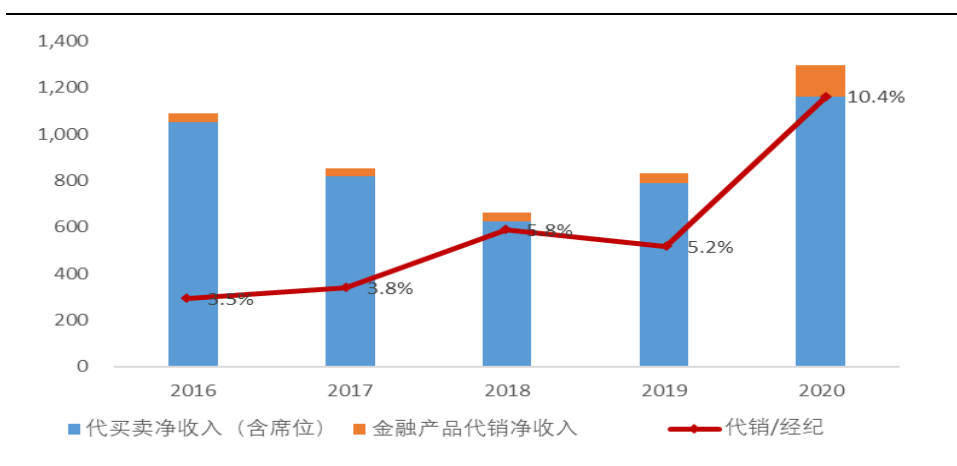


数据来源：choice，山西证券研究所

## 2.1.1 销售驱动是短期重要抓手

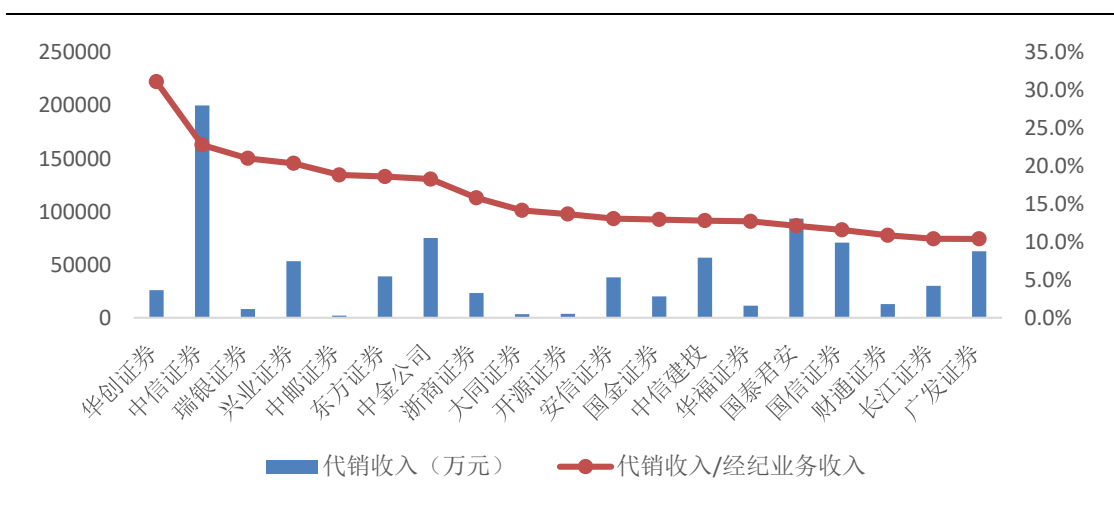
金融产品代销是券商财富管理转型的重要抓手。近年来，券商代销金融产品收入规模和经纪业务占比显著提高，据协会数据，2020年，证券公司实现代理销售金融产品净收入134.38亿元，同比增长148.76%；代销金融产品收入占经纪业务比重达10%（前值为5%，经纪业务包括代买卖净收入+席位租赁+代销金融产品净收入）。按照协会统计，2020年，19家券商代销收入占经纪业务净收入的比重超10%，代销收入占比居前的华创证券（31.1%）、中信证券（22.8%）、瑞银证券（21.0%）、兴业证券（20.4%）、中邮证券（18.8%）、东方证券（18.6%）、中金公司（18.3%）。

图 15：全行业代销金融产品收入、占比显著提升（亿元）



数据来源：中证协，山西证券研究所

图 16：代销金融产品收入比例超过 10%的券商



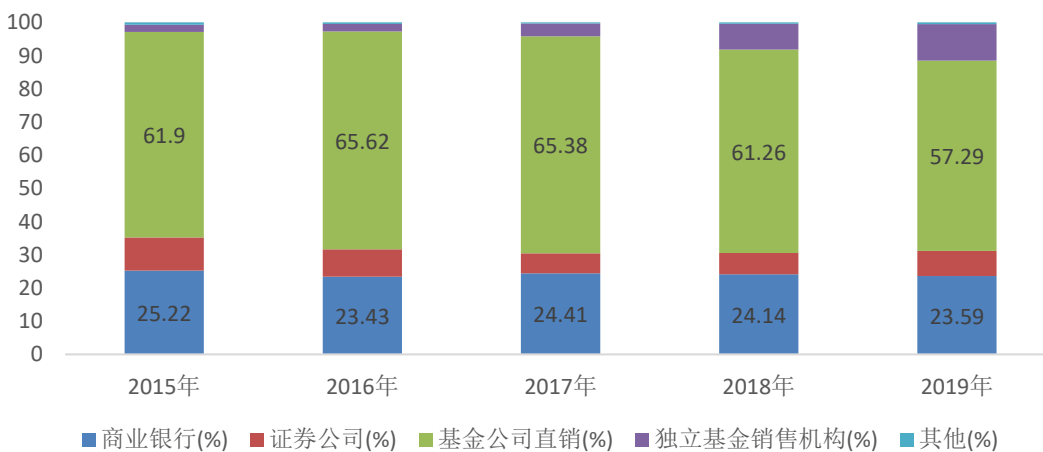
数据来源：中证协，山西证券研究所

券商在金融产品代销上并不具备显著优势，而银行和互联网金融机构凭借渠道及流量优势在金融产品销售保有规模中占比较高。

公募基金销售保有规模仍以基金公司直销为主，独立销售机构占比快速提升，券商占比较低。据中基协数据，2015年-2019年，基金公司直销规模占比有所下滑，但仍保持在50%以上；银行渠道占比相对稳定、居于第二位，2015年占比25.22%，2019年占比为23.59%；独立基金销售机构占比自2018年起快速上升，2015年占比仅有2.14%，2019年快速上升至11.03%；证券公司销售保有规模占比下滑后有所回升，2015年占比10.01%，最低下降至6.05%，2019年回升至7.59%。

中基协披露2021Q1销售机构公募基金销售保有规模top100名单，券商数量多、规模少。从数量来看，前100名包括券商47家、银行32家、其他机构21家；从规模来看，银行>其他机构>券商，简单以前100名规模作为总体统计，银行占比61.35%，其他机构占比22.53%，券商占比仅有16.12%。券商在银行、互联网渠道竞争中处于劣势，股票+混合公募基金销售保有规模，招商银行居首位，互联网销售平台蚂蚁基金和天天基金分别居于第2位和第5位；非货币公募基金销售保有规模，蚂蚁超越招行居首位，天天基金仍为第5位。中信证券在券商中排名首位，整体排名中未进入前10，居于第12位；广发证券和华泰证券均进入前20名，分别在第16和20位；有8家券商规模集中落在第21-30名区间。

图 17：2015 年-2019 年各渠道公募基金销售保有规模占比



数据来源：中基协，山西证券研究所

表 2：销售机构公募基金销售保有规模 top100（截至 2021Q1，截取前 30 位）

排名	机构名称	股票+混合公募基金保有规模		非货币市场公募基金保有规模	
		(亿元)	占比	(亿元)	占比
1	招商银行股份有限公司	6711	12.36%	7079	10.87%
2	蚂蚁（杭州）基金销售有限公司	5719	10.53%	8901	13.66%



3	中国工商银行股份有限公司	4992	9.19%	5366	8.24%
4	中国建设银行股份有限公司	3794	6.99%	4101	6.29%
5	上海天天基金销售有限公司	3750	6.91%	4324	6.64%
12	中信证券股份有限公司	1298	2.39%	1315	2.02%
16	广发证券股份有限公司	741	1.36%	787	1.21%
18	腾安基金销售（深圳）有限公司	633	1.17%	1040	1.60%
20	华泰证券股份有限公司	545	1.00%	594	0.91%
21	国信证券股份有限公司	515	0.95%	523	0.80%
22	招商证券股份有限公司	496	0.91%	527	0.81%
23	兴业证券股份有限公司	441	0.81%	448	0.69%
24	中信建投证券股份有限公司	380	0.70%	390	0.60%
25	平安证券股份有限公司	378	0.70%	405	0.62%
26	中国银河证券股份有限公司	361	0.66%	697	1.07%
27	珠海盈米基金销售有限公司	357	0.66%	581	0.89%
28	东方证券股份有限公司	348	0.64%	352	0.54%
30	申万宏源证券有限公司	288	0.53%	293	0.45%

数据来源：中基协，山西证券研究所（占比数据，按照前 100 名规模合计为整体）

## 2.1.2 基金投顾是长期转型方向

总体来看，传统的金融产品代销业务存在一些问题。一是，渠道和流量并非券商比较优势，当前，优秀的公募产品备受追捧，券商在产品入口端也面临压力。二是，产品代销收入来源为基金机构销售返佣，对投顾考核以“销量”为主要指指标，决定了卖方投资顾问并不以客户为中心，只有二者的收益捆绑，财富管理业务才能从本质上转型。

2019 年 10 月，证监会下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》（以下简称“《通知》”），是卖方投顾向买方投顾转型的重要里程碑。《通知》规范了公募基金投顾的业务模式和收费方式，公募基金投顾服务费以客户资产规模为基准，基金投顾真正与客户利益保持一致，只有以客户为中心，即实现客户资产保值、增值，才能实现投顾服务费的增长。

- **非“全权委托”**：本质仍然是投资咨询服务，可以根据约定及授权代客户投资决策以及执行交易申请，不同于一般意义上的全权委托。
- **收费方式**：基金投顾服务费年化标准不得高于客户账户资产净值的 5%，以年费、会员费等方式收取费用且每年不超过 1000 元的除外。
- **谨慎展业**：（1）**投资标的**：仅限于公募基金产品或经中国证监会认可的同类产品；（2）**公司决策**：基金投资组合策略的产生由试点机构集中、统一实施，投资决策委负责审议基金投资组合策略的产生和调整，并评估风险特征；（3）**客户规模**：第三方基金销售机构非货币基金保有量

不低于 100 亿元，设立子公司开展基金投顾业务的客户数量需达到 1 亿人。

- **其他规定：**涉及投资组合集中度、风险管理制度、投资者适当性管理、试点机构和投顾人员禁止行为等具体的规定。此外，**不得承诺收益或作出保本承诺，客户自担风险；**且试点机构存在资格取消风险，**试点期为 1 年**，试点期满，监管层会组织开始检查评估，**未达试点目标或者试点期间出现重大问题的，终止试点。**

表 3：我国投资顾问业务政策

时间	文件/会议	主要内容
2010 年 10 月	《证券投资顾问业务暂行规定》，证监会	(1) 业务范围：投资建议服务包括投资的品种选择、投资组合以及理财规划建议等。 (2) 收费方式：与客户协商并书面约定，可以按照服务期限、客户资产规模收取服务费用，也可以采用差别佣金等其他方式收取服务费用。
2018 年 11 月	第二届“养老金与投资”论坛，基金业协会	中国证监会副主席李超表示，证监会推进基金投资顾问业务试点，支持符合条件的机构为个人投资者提供基金组合配置服务，将散户短期交易性资金逐步转化为长期配置性力量。
2019 年 10 月	《关于做好公募基金投资顾问业务试点工作的通知》，证监会	基金投资顾问试点业务正式开启：根据与客户协议约定的投资组合策略，基金投顾可以代客户作出基金产品投资决策包括品种、数量和买卖时机等，并代客户执行基金产品交易包括申购、赎回、转换等，开展管理型基金投资顾问业务。
2021 年 6 月	首届基金投顾业务峰会在上交所西部基地举行	上海证券交易所副总经理刘逖围绕“五个一”提出了上交所未来聚集行业力量、助力基金投顾业务发展、塑造全新基金行业发展生态的具体措施：升级一个平台打通场内外销售渠道，拓展 ETF 投资者群体；继续打造一个完整产品链，完善标的资产覆盖股票、债券、商品、外汇及衍生品的财富管理产品市场；建设一个创新中心，携手行业机构持续推进基金产品创新研发；构建一套机制，推动基金交易机制优化，提升投顾产品底层流动性；深化一体化市场服务体系，多渠道为投资者提供 ETF 相关信息。

资料来源：中国证监会，公开信息，山西证券研究所

首批试点机构为基金投顾业务提供了示范作用。据公开资料，截至今年 4 月底，首批试点金融机构合计服务资产规模近 500 亿元，服务投资者超过 200 万户，基金投顾客户中保有 3 个月以上的客户复投率超过 40%。据证券时报网，接受国联证券基金投顾服务的资产规模近 90 亿，签约客户数突破 9 万人，签约客户户均资产 10 万元，平均接受服务时长 212 天，截至 3 月 30 日，国联证券基金投顾客户平均盈利为 5.86%，而客户自行投资基金的同期平均盈利为-0.59%。

累计 43 家机构获得基金投顾试点资格。据公开资料整理，截止 7 月 2 日，累计有 42 家机构获得基金投顾试点资格，其中，包括券商 24 家、公募基金 13 家、银行 3 家、第三方基金销售机构 3 家。随着基金投顾试点不断扩容，基金投顾业务将迎来新一轮大发展。

表 4：基金投顾试点机构名单

批次	券商	银行	公募	第三方基金销售机构
第一批			5家：华夏基金、南方基金、易方达基金、中欧基金、嘉实基金	
第二批				3家：腾安基金、蚂蚁基金、盈米基金
第三批	7家：中信建投、中金公司、国泰君安、中国银河、申万宏源、华泰证券、国联证券	3家：工商银行、平安银行、招商银行		
第四批	17家：中信证券、招商证券、国信证券、兴业证券、东方证券、安信证券、浙商证券、山西证券、国金证券、平安证券、光大证券、中银证券、东兴证券、南京证券、中泰证券、华安证券、东方财富证券		8家：博时基金、广发基金、汇添富基金、银华基金、兴证全球基金、工银瑞信基金、招商基金、交银施罗德基金	
合计	24家	3家	13家	3家

资料来源：公开资料整理，山西证券研究所

### 2.1.3 资管业务塑造产品端优势

券商在财富管理价值链上具备不同于其他金融机构的资源禀赋。完整的财富管理价值链涉及产品搭建、资产配置、投顾服务、客户渠道以及金融科技等诸多能力，决定了券商财富管理平台的基础能力，券商目前致力打造全价值链、以平台效应弥补劣势。

“一参一控”限制放开，券商积极参控股基金公司。证监会发布《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法(征求意见稿)》，允许同一主体同时控制一家基金公司和一家公募持牌机构。一方面，公募基金在产品创设端累积了明确优势，参控股基金公司有助于券商获得产品端优势；另一方面，券商自行申请基金牌照为券商大集合产品的公募化改造提供了便利。随着申请公募牌照方面限制的放宽，公募基金成为更多资管机构的业务发力点，主动管理能力较强，具有品牌优势的机构在产品募集、设计等方面更具优势。

据 wind 数据，目前有券商系公募共 70 家，涉及 56 家券商，14 家拥有基金牌照的券商，仍有 42 家券商控股或参股公募基金公司，其中，28 家券商控股公募基金公司，14 家券商参股公募基金公司。上半年，国君资管成功申请公募牌照，中信建投证券获得中信建投基金 20% 股权，国泰君安获得华安基金 8% 股权，中原证券有意向以增资等方式成为合煦智远的控股股东，拟持有合煦智远 50% 以上的股权。



表 5：14 家券商拥有公募牌照

	公募牌照		参控股基金公司
6 家券商	华融证券	母公司	华融基金（100%）
	山西证券	母公司	
	国都证券	母公司	
	东兴证券	母公司	东兴基金（100%） 母公司公募产品逐步迁移至东兴基金
	北京高华	母公司	
	中银证券	母公司	
8 家资管子公司	东方证券	东证资管（100%）	汇添富（35.41%），长城基金（17.647%）
	浙商证券	浙商资管（100%）	浙商基金（25%）
	渤海证券	渤海汇金（100%）	
	财通证券	财通资管（100%）	财通基金（40%）
	长江证券	长江资管（100%）	长信基金（44.55%）
	华泰证券	华泰资管（100%）	南方基金（41.16%），华泰柏瑞（49%）
	中泰证券	中泰资管（60%）	万家基金（49%）
	国泰君安	国泰君安资管（100%）	华安基金（20%）

数据来源：wind，山西证券研究所

表 6：券商参控股基金公司（不包括表 5 券商，按持股比例降序排列）

券商	参控股基金公司	券商	参控股基金公司	券商	参控股基金公司
中金公司	中金基金 100%	恒泰证券	新华基金 58.62%	招商证券	博时基金 49%
湘财证券	湘财基金 100%	东北证券	东方基金 57.6%	长城证券	长城基金 47.059%、景顺长城 49%
东方财富	西藏东财基金 100%	光大证券	光大保德信基金 55%	华安证券	华富基金 49%
民生证券	民生基金 100%	中航证券	中航基金 55%	国金证券	国金基金 49%
华福证券	兴银基金 76%	广发证券	广发基金 54.533%，易方达基金 22.6514%	南京证券	富安达基金 49%
中信建投	中信建投基金 75%	信达证券	信达澳银基金 54%	首创证券	中邮基金 46.3663%
东吴证券	东吴基金 70%	海通证券	海富通基金 51%，富国基金 27.775%	华龙证券	华商基金 46%
德邦证券	德邦基金 70%	国海证券	国海富兰克林基金 51%	东海证券	东海基金 45%
申万宏源	申万菱信基金 67%	第一创业	创金合信基金 51.0729%	西南证券	银华基金 44.1%
国开证券	国开泰富基金 66.7%	金元证券	金元顺安基金 51%	国元证券	长盛基金 41%
方正证券	方正富邦基金 66.7%	国融证券	国融基金 51%	华鑫证券	摩根士丹利华鑫基金 36%
中信证券	华夏基金 62.2%	兴业证券	兴全基金 51%	安信基金	安信证券 33.95%
新时代证券	融通基金 60%	国信证券	鹏华基金 50%	国盛证券	江信基金 30%

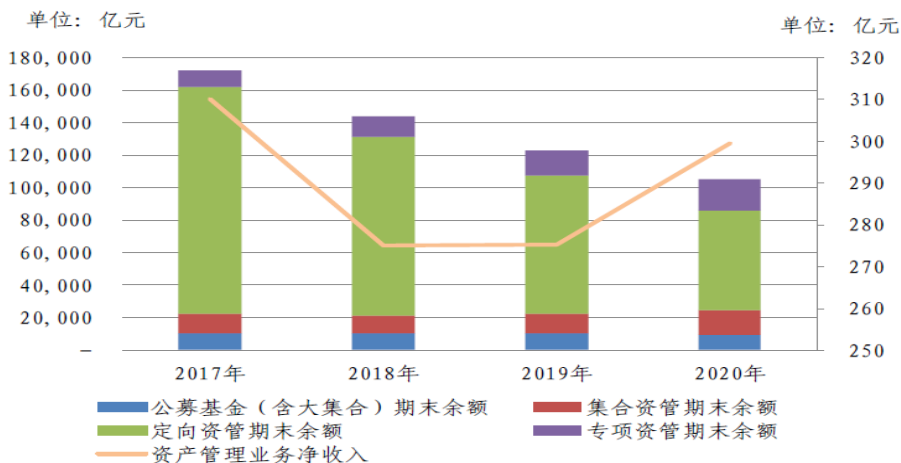
红塔证券	红塔红土基金	西部证券	西部利得基金 51%	开源证券	前海开源基金 25%
	59.27%				

数据来源：wind，山西证券研究所

2021 年底，资管新规过渡期将至。2018 年 4 月，资管新规发布实施以来，证券公司通道类资管业务规模逐步压缩，截至 2020 年末，证券行业资产管理业务规模为 10.51 万亿元，较 2017 年末 17.26 万亿元下降 38%；其中，定向资管项余额 2017 年末约为 14 万亿元，2020 年末该数值降至 6 万亿元，降幅高达 58%。

资管新规原本设定过渡期为 2020 年年底，受新冠肺炎疫情影响，央行会同其他各部于 2020 年 7 月 31 日发布通知，将资管新规过渡期延长至 2021 年底。(1) 允许个案处理。对于 2021 年底前仍难以完全整改到位的个别金融机构，金融机构说明原因并经金融管理部门同意后，进行个案处理。(2) 建立健全激励约束机制。央行指出，对于提前完成整改任务的金融机构，在监管评级、宏观审慎评估、资本补充工具发行和开展创新业务等方面给予适当激励；对于未按计划如期在 2021 年底前完成整改任务的金融机构，除在监管评级、宏观审慎评估、开展创新业务等方面采取惩罚措施外，视情采取监管谈话、监管通报、下发监管函、暂停开展业务、提高存款保险费率等措施。

图 18：证券公司资产管理业务受托资金情况



数据来源：中证协，山西证券研究所

## 2.2 投、融资多手段服务实体经济

资本市场和金融机构在碳中和、碳达峰承担重要角色。习近平总书记提出 2030 年前中国二氧化碳排放达到峰值、努力在 2060 年之前实现碳中和的两个阶段奋斗目标，倒逼经济高质量发展和生态环境高水

平保护。金融体系在低碳转型中起到至关重要的作用，包括管理转型中出现的风险问题，信用、产品定价，引导全社会转变投资理念等。

**注册制改革为经济高质量发展提供有效支撑。**注册制是本轮资本市场改革的牛鼻子，其打破了盈利性要求的藩篱，注册制的试点和全面推行使得资本市场对科技创新型、高新技术企业的支持力度有效提升，此外注册制配套机制也在不断完善中，为注册制推行提供了更好的条件。2018年11月正式准备实施注册制，2019年7月科创板上市，2020年8月创业板注册制实行，一批高科技、高成长公司快速登陆资本市场。据wind数据，2019年7月到2021年6月，A股市场共上市778家公司，募集8738.31亿元；其中，科创板上市公司301家，募集资金3758.76亿元，占比达43%。

表 7：2020 年上半年投行业务主要政策整理

时间	政策	主要内容
2021.6.23	上交所优化科创板并购重组审核	明确收购标的资产应当符合科创板定位；将新设并购重组委审议重组上市，审核及注册时间总计不超过3个月；发行股份购买资产申请审核时间调整为2个月，符合规定可以适用“小额快速”审核机制。
2021.6.23	创业板资产重组审核标准出炉	明确标的资产应属符合创业板定位，将重组分类审核机制分为快速审核机制与小额快速审核机制。创业板重大资产重组审核规则同步，将设立并购重组委统一审核发行股份购买资产和重组上市申请，并将发行股份购买资产审核期限延长至2个月。
2021.4.16	证监会《关于修改〈科创属性评价指引（试行）〉的决定》	一是新增研发人员占比超过10%的常规指标，修改后将形成“4+5”的科创属性评价指标。二是按照支持类、限制类、禁止类分类界定科创板行业领域，建立负面清单制度。三是在咨询委工作规则中，完善专家库和征求意见制度。四是交易所在发行上市审核中，按照实质重于形式的原则，重点关注发行人的自我评估是否客观，保荐机构对科创属性的核查把关是否充分，并做出综合判断。
2021.2.5	证监会批准深圳证券交易所主板与中小板合并	合并深交所主板与中小板的总体安排是“两个统一、四个不变”。“两个统一”是指统一主板与中小板的业务规则，统一运行监管模式。“四个不变”是指板块合并后发行上市条件不变，投资者门槛不变，交易机制不变，证券代码及简称不变。

资料来源：证监会，沪深交易所，山西证券研究所

**IPO 业务竞争趋于激烈，集中度指标下降。**（1）**募资规模和承销保荐费用集中度同比下滑，同时，费用集中度低于规模集中度。**2021年1-6月，承销规模CR5和CR10分别为46.4%、65.2%，去年同期分别为58.7%、75.0%，同比均减少约10个百分点；承销保荐费用CR5和CR10分别为38.5%、58.8%，去年同期分别为43.0%、66.1%，同比减少近5个百分点。（2）**平均承销费率同比提升。**2021年1-6月，IPO承销保荐费用118.52亿元，同比增加约83%，高于其规模增速（52%）。承销费率5.62%，去年同期4.64%，

同比增加近 1 个百分点。(3) IPO 承销规模 top10 和承销保荐费用 top10 不完全相同。就承销规模来看，东方证券和兴业证券跻身行业前 10，承销规模同比分别增长 7.8 倍、98%；就承销保荐费用来看，民生证券、安信证券、长江证券虽然没规模未达前十，但因承销费用相对高（分比为 8.92%、7.52%、6.86%），承销费用进入前十。

表 8：2021 年 1-6 月 IPO 业务 TOP10

机构简称	募集资金(亿元)	占比	机构简称	承销保荐费用(亿元)	占比
中信证券	368.42	17.46%	中信证券	13.01	10.98%
海通证券	165.29	7.84%	海通证券	11.80	9.96%
华泰证券	165.09	7.83%	华泰证券	8.30	7.00%
中信建投	159.73	7.57%	中信建投	6.72	5.67%
中金公司	120.87	5.73%	民生证券	5.83	4.92%
东方证券	114.91	5.45%	中金公司	5.69	4.80%
国泰君安	75.14	3.56%	国泰君安	5.34	4.51%
光大证券	70.99	3.37%	安信证券	4.55	3.84%
招商证券	67.96	3.22%	招商证券	4.52	3.81%
兴业证券	67.82	3.21%	长江证券	3.97	3.35%
CR5	<b>979.40</b>	<b>46.4%</b>	CR5	<b>45.65</b>	<b>38.5%</b>
CR10	<b>1376.21</b>	<b>65.2%</b>	CR10	<b>69.72</b>	<b>58.8%</b>

数据来源：wind，山西证券研究所

表 9：已受理状态 IPO 项目储备前 20 名券商

序号	保荐机构	上证主板	深证主板	创业板	科创板	合计	保荐代表人数
1	中信证券	5	7	10	10	32	470
2	华泰联合	2	2	9	9	22	309
3	中信建投	3	3	9	6	21	455
4	国泰君安	4	5	4	6	19	286
5	海通证券	5	1	4	7	17	301
6	民生证券	2	3	6	5	16	288
7	国金证券	7	0	6	2	15	229
8	国信证券	1	5	3	4	13	263
9	中金公司	1	0	4	8	13	344
10	东吴证券	2	0	4	2	8	136
11	安信证券	0	3	1	4	8	186
12	招商证券	0	6	0	1	7	224
13	申万宏源	3	0	3	1	7	181
14	东兴证券	2	3	1	0	6	132
15	光大证券	0	2	1	2	5	177
16	长江证券	1	0	4	0	5	108
17	广发证券	2	0	2	0	4	191

18	财通证券	3	1	0	0	4	78
19	东莞证券	0	1	2	1	4	49
20	长城证券	0	0	1	2	3	81
前二十合计		43	42	74	70	229	
占比		93%	78%	73%	92%	82%	

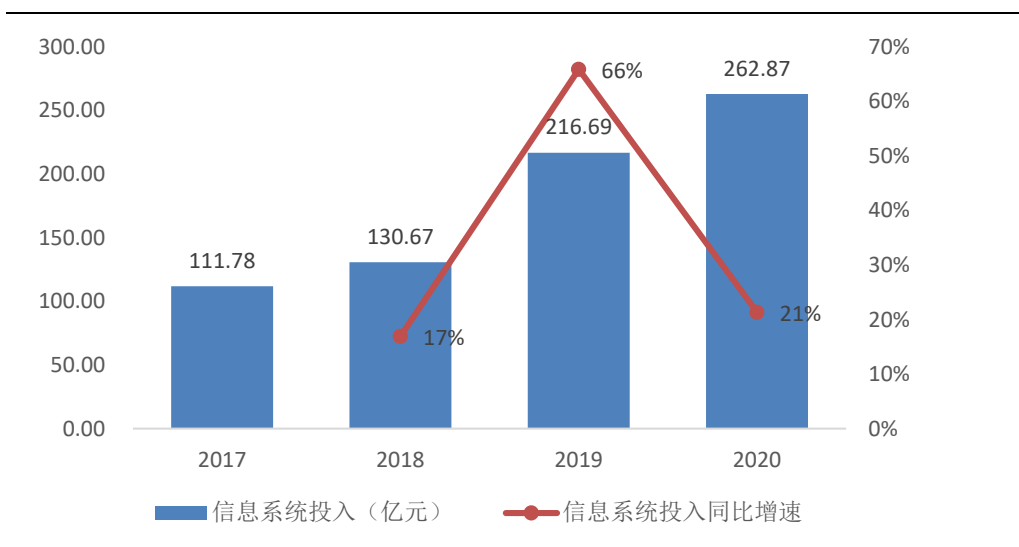
数据来源：Wind，山西证券研究所

## 2.3 数字化发展已成为行业共识

金融科技将对证券行业产生深远影响。正如央行副行长陈雨露所说“第四次工业革命赋予了金融业新的历史责任，金融科技引领的金融业集成创新将成为第四次金融革命的突出特征。”对于证券行业来说，数字化转型已成为国际投行巨头的核心竞争优势。2019年，中国人民银行印发《金融科技（FinTech）发展规划（2019-2021年）》，明确提出未来三年金融科技工作的指导思想、基本原则、发展目标、重点任务和保障措施。金融科技支持不仅是在投资交易方面，更表现为智能化运维，集约化的大中台建设。

券商金融科技还在起步、探索阶段。金融行业中，银行在金融科技的探索和投入远胜于券商。券商金融科技发展方式包括内生发展（多数券商采取这一方式）、兼并收购（华泰证券收购 Asset Mark）、三方合作（中金公司与腾讯合资成立科技子公司，出资比例分别为 51% 和 49%）。2020 年，证券行业信息系统投入金额合计 262.87 亿元，较 2017 年 111.78 亿元增加 135%；就信息技术投入占营业收入比例这一指标来看，2020 年信息系统投入在行业中位数以上的券商中，投入比例超 10% 的有 4 家券商，分别为东方财富（17.43%）、平安证券（11.56%）、中泰证券（11.08%）、华泰证券（10.98%）。

图 19：证券行业信息系统投入情况



数据来源：中证协，山西证券研究所

## 2.4 合规风控能力是核心竞争力

根据合规风控情况，证监会首推证券公司“白名单”。纳入白名单的证券公司，取消或简化部分监管意见书要求，事前把关转为事中事后从严监督检查。一方面，有限的监管资源集中到重点领域，进一步提升监管有效性，切实推动行业高质量发展。另一方面，纳入白名单的公司行政流程简化，有效提升经营效率，同时，未在白名单的券商明确不能成为创新业务试点，证券公司将进一步分化。

- **取消流程：**取消发行永续次级债和为境外子公司发债提供担保承诺、为境外子公司增资或提供融资的监管意见书要求。
- **简化流程：**首发、增发、配股、发行可转债、短期融资券、金融债券等申请，不再征求派出机构、沪深交易所意见，确认符合法定条件后直接出具监管意见书。
- **创新试点：**创新试点业务的公司须从白名单中产生，不受理未纳入白名单公司的创新试点类业务申请。
- **动态调整：**未纳入白名单的证券公司不适用监管意见书减免或简化程序。证监会将根据证券公司合规风控情况对“白名单”持续逐月动态调整，更多监管事项将纳入“白名单”管理。

合规风控能力本质上成为证券公司的核心竞争力之一。2020年，对证券公司监管处罚案例 227 起，同比大幅增长 70.7%，业内发生了五洋债欺诈发行、永煤违约等诸多典型案例，从严监管对券商合规风控能力提出了更高要求。

证券公司存量风险化解工作正在有序推进中。从上市券商的情况来看，2020 年共计提信用减值 330.82 亿元，同比增加 70%，占归母净利润的 23%；其中，6 家券商计提信用减值超 10 亿元，分别是中信证券（65 亿元）、海通证券（46 亿元）、东方证券（39 亿元）、中信建投（13 亿元）、国泰君安（13 亿元）、华泰证券（13 亿元）。根据上市公司披露的 2021 年第一季报数据，上市券商计提信用减值 13.81 亿元，同比减少 67%，其中约有 14 家券商冲回减值。

## 3、投资策略

### 3.1 2021 年行业盈利预测

在预期二级市场宽幅震荡的条件下，我们对 2021 年各业务进行盈利预测。我们预计 2021 年营业收入 4,959.87 亿元，同比+11%；净利润 1785.55 亿元，同比+13%。

- **代理买卖证券业务净收入 1306.86 亿元，同比+13%。**截至 2021 年 6 月 30 日，A 股二级市场日



均成交额为 9087.63 亿元，预计全年成交额为 221 万亿元。

- **承销保荐和财务顾问业务净收入 782.75 亿元，同比+19%。**截至 2021 年 6 月 30 日，IPO 募集资金 2,109.50 亿元，再融资（增发、配股、可转债）募集资金 5,449.26 亿元。
- **资产管理业务净收入 323.56 亿元，同比+8%。**

**净利润率为 36%。**证券行业 2019 年、2020 年净利润率为 34.15%和 35.13%，随着成本管理能力的不断上升，预计 2021 年净利润率为 36%。

## 3.2 行业投资策略

**长期来看，资本市场基础制度改革深化，证券公司受益于行业高质量发展。**在注册制和对外开放的大背景下，证券公司肩负着为“双循环”的新发展格局提供高效金融服务的历史使命。当前，行业竞争与分化加剧，头部券商兼具“无短板”与“有特色”，中小型券商主动或被动践行差异化、打造业务标签。未来证券行业集中、分化不可避免，聚焦优势资源，确定战略定位，深耕重点业务，证券公司才能在竞争中有更多优势。建议关注兼具“无短板”与“有特色”的头部券商，以及有所为有所不为、打造差异化优势的券商。

**中长期内，财富管理业务面临重要发展机遇，建议关注财富管理大赛道的优质券商。**当前自营业务仍是多数券商的主要业绩驱动，但其高贝塔、强周期与杠杆属性，也是券商业绩分化、波动的主因。而轻资产业务风险相对低、对资本制约小，有助于熨平业绩波动。资管业务在内的财富管理业务具备广阔的发展空间，券商金融科技仍在起步阶段未来大有可为，建议关注资产管理配置能力领先以及以金融科技为代表的运营、服务能力一流的券商。

**短期内，券商存量风险逐步出清，同时板块兼具低估值特性，适宜左侧布局。**建议关注业务全面领先的龙头中信证券、经纪和金融科技领先同业的华泰证券、有强大互联网护城河的东方财富以及具备集团协同优势的光大证券。

## 3.3 重点个股

### 中信证券：龙头优势稳固，积极消化业务风险

- **行业首家资产破万亿的券商，各项业务全面领先且保持增长态势。**2020 年，经纪、投行、资管、投资报表收入均居于上市券商第一位，同比分别增长 36%、54%、40%、13%，投行和资管业务增速高于行业。公司 2 月发布配股公开发行预案，拟募集资金 280 亿元，用于补充资本中介业务、子公司及信息系统建设，资本实力有望进一步增强。6 月 28 日，公司基金投顾试点申请续展获批。

- 计提大额减值，消化风险业务。2020年，公司计提信用减值损失 65.81 亿元，同比增长 248%。

## 华泰证券：财富、投行领先行业，金融科技生态建设加快

- 经纪、投行业务具备行业领先优势。2020年，公司经纪、投行业务收入同比+62.78%、+39.29%。财富管理业务转型优于行业，涨乐财富通继续蝉联券商 APP 第一名，股票基金交易量排名行业第一，代销金融产品收入同比增长 188.95%（行业增幅 148.76%）。依托全业务链大平台，打造“买方+卖方+研究”三位一体的机构客户服务生态圈，机构业务亮眼。
- 加快金融科技生态建设。作为行业金融科技的领先者，6月24日，公司举办金融生态日，公司科技生态战略从以我为主走向全面开放。
- 公司推出限制性股票激励计划，优化长期激励、约束机制。公司是第二家实施股权激励的上市券商，建立长期的激励约束机制对未来业务转型具有重要意义。

## 东方财富：看好公司“互联网+资管”发展潜力

- 龙头互联网券商，盈利能力远超同业。2020年公司 ROE（加权）17.9%，2021Q1ROE（加权）5.6%。用户流量大、粘性高，截至 2020 年底，天天基金第三方基金销售服务实现累计交易金额超过 4.2 万亿元。2021Q1，天天基金公募基金销售保有规模居于第 5 位，依托互联网成本优势，有效平滑公司业绩波动。
- 积极布局国际业务。子公司由东方财富国际证券更名为哈富证券，是公司国际化布局的重要一步。
- 发行 158 亿可转债，夯实资本金基础。此次募集资金，不超过 140 亿元将用于扩大两融业务，不超过 18 亿元将用于投资业务，看好公司在两融业务的增长潜力。

## 光大证券：轻装上阵，受益于光大集团协同生态圈

- 受益于集团协同效应。控股股东光大集团金控设立申请获央行首批受理，将进一步推进资源整合与业务协同。光大证券未来将充分受益于集团公司 E-SBU 生态圈战略，融入财富 E-SBU 生态圈，支撑投行 E-SBU 生态圈，与集团公司在客户资源、协同营销等多方面联动合作。
- 轻资产业务转型卓有成效。光大证券资管业务跻身行业第 5，财富管理转型纵深推进；投行 IPO 业务拓展成效显著，债券承销保持优势。2020 年，公司财富、资管、投行营收贡献率分别 29%、16%、16%，合计超 60%。在注册制和对外开放的大背景下，证券公司肩负着为“双循环”的新发展格局提供高效金融服务的历史使命，投行业务以及资管在内的财富管理业务具备广阔的发展空间。
- 稳妥化解存量风险。截止 2020 年末，公司对浸鑫基金所投的 MPS 项目相关的预计负债为 45.52



亿元，计提相对充分。

表 10：重点个股盈利预测简表

股票代码	股票简称	股价 (元)	营业收入（亿元）			归母净利润（亿元）			PB			评级
			2021	2022	2023	2021	2022	2023	2021	2022	2023	
600030.SH	中信证券	23.65	661.04	774.96	879.7	202.64	263.48	301.94	1.48	1.34	1.21	增持
601688.SH	华泰证券	15.55	348.27	393.84	464.85	142.05	156.1	191.19	1.00	0.99	0.99	增持
300059.SZ	东方财富	29.72	105.61	132.42	160.28	63.95	81.97	102.96	6.80	5.70	4.52	买入
601788.SH	光大证券	15.82	170.57	177.73	191.96	38.9	42.29	48.85	1.39	1.39	1.38	买入

数据来源：wind，山西证券研究所（2021年7月2日收盘价）

## 4、风险提示

- 二级市场大幅下滑；
- 疫情影响超出预期；
- 政策推行不及预期

### 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并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

### 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准。

——股票投资评级标准：

- 买入： 相对强于市场表现 20%以上
- 增持： 相对强于市场表现 5~20%
- 中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动
- 减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

- 看好： 行业超越市场整体表现
- 中性： 行业与整体市场表现基本持平
- 看淡： 行业弱于整体市场表现

### 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

### 山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层  
电话：0351-8686981  
<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海  
国际中心七层  
电话：010-83496336

