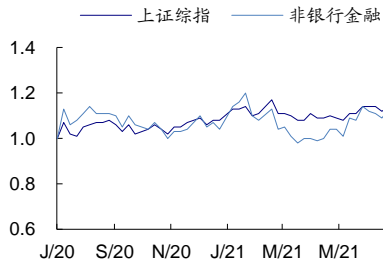


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《证券行业财富管理深度分析报告: 海阔凭鱼跃》——2021-06-25
《碳交易专题: 构建碳交易: 从交易体系到金融生态》——2021-06-21
《六月策略及行业数据: 寿险开始跑赢指数, 继续看好》——2021-06-04
《证券行业 6 月投资策略: 市场成交活跃, 两融业务回暖》——2021-06-02
《证券行业 5 月投资策略: 成交活跃度下降, 投行业务回暖》——2021-05-10

证券分析师: 戴丹苗

电话: 075581982379
E-MAIL: daidanmiao@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520040003

证券分析师: 王剑

电话: 021-60875165
E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980518070002

证券分析师: 王鼎

电话: 0755-81981000
E-MAIL: wangding1@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980520110003

证券分析师: 王可

电话: 021-61761053
E-MAIL: wangke4@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980521060001

行业投资策略

聚焦财富管理主线

● 2021 年上半年, 证券行业个股表现分化较大

2021 年上半年, 证券行业个股表现分化较大。从中信二级行业指数来看, 证券指数下跌 14.09%, 在 109 个中信行业二级指数中排名第 102 位。从个股表现来看, 上半年仅有东方财富和兴业证券实现上涨, 涨幅分别为 27.13%、11.29%, 其他券商均下跌。

● 券商投资逻辑悄然改变

证券行业业绩好但整体股价表现较弱, 我们认为主要原因包括三点: 第一, 我国传统券商正在经历从轻资产向重资产转型的阶段, 弹性降低, 贝塔属性减弱, 不再完全符合之前“牛市棋手”的投资逻辑。第二, 我国证券行业的盈利能力和国际投行相比, 还有较大的差距, 净资产收益率远低于国际投行。第三, 我国券商的杠杆运用能力也落后于海外投行。目前, 我国证券行业整体杠杆率为 3.86 倍, 远低于国际同业投行 14.37 倍的平均水平, 从而导致券商估值提升有限。

● 发展财富管理有助于券商提升估值

传统经纪业务佣金率下行, 盈利水平低, 将直接拉低券商 ROA。财富管理业务同样属于轻资产业务, 但其服务的专业性和稳定性使其收益高于买卖证券佣金收入, 将提升券商的 ROA。此外, 专业的服务有助于券商增强客户粘性, 推动全面客户管理, 从而全面提升公司的盈利能力。

● 预计上半年业绩继续向好

2021 年上半年, 市场持续活跃, 带动券商经纪业务和两融业务增长; 16 家券商获得基金投顾业务资格, 券商财富管理业务转型有了更多发挥空间; 资本市场改革推进, 推动证券行业的高质量发展。我们预计上市券商上半年净利润同比增长 35%-50%。

● 投资建议

证券行业的政策环境和生态体系继续改善, 我们对证券行业维持“超配”评级。居民财富管理需求增长, 权益基金爆发, 券商发展财富管理业务迎来黄金时期。我们推荐财富管理业务具有特色的券商, 建议关注中国互联网券商的典范东方财富、聚焦高净值客户的中金公司以及综合实力行业领先的中信证券。

● 风险提示

市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性; 金融监管趋严; 市场竞争加剧; 创新推进不及预期等。

重点公司盈利预测及投资评级

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2021E	2022E	2021E	2022E
300059	东方财富	增持	31.49	3,081	0.77	1.11	25.25	22.61
601995	中金公司	增持	57.88	1,916	2.00	2.56	30.18	24.52
600030	中信证券	增持	23.51	2,835	1.44	1.74	41.91	31.23

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

内容目录

主要逻辑与核心结论	4
2021 年证券行业表现回顾	4
上市券商一季度业绩稳健增长	4
券商个股涨跌分化较大	6
转型过程中，关注财富管理主线	8
发展财富管理有助于券商提升估值	8
券商财富管理具有五大优势	9
权益基金爆发使券商财富管理迎来新机遇	10
基金投顾资格为财富管理提供发挥空间	12
预计后续业绩继续向好	14
市场成交活跃，两融余额增长	14
融资规模增长，注册制审核从严	15
预计上市券商上半年业绩同比增长 35%-50%	16
投资建议	17
风险提示	18
国信证券投资评级	19
分析师承诺	19
风险提示	19
证券投资咨询业务的说明	19

图表目录

图 1: 2021Q1 证券行业盈利情况.....	5
图 2: 2021H1 中信一级行业涨跌幅.....	7
图 3: 2021H1 中信二级行业涨跌幅.....	7
图 4: 2021H1 证券行业个股涨幅.....	8
图 5: 轻资产和重资产业务占比.....	8
图 6: 经纪业务收入及占比.....	8
图 7: 2011-2020 年证券行业佣金率.....	9
图 8: 2020 年证券行业各项业务收入占比.....	9
图 9: 券商发展财富管理业务的优势.....	10
图 10: 2018-2021H1 公募基金资产规模及权益基金占比.....	11
图 11: 券商发展财富管理业务的模式.....	13
图 12: 2021H1 各月股票日均成交额.....	15
图 13: 2021H1 两融平均余额.....	15
图 14: 2020 及 2021 年上半年 IPO 审核情况.....	15
图 15: 2021H1 券商各月 IPO 数量.....	16
图 16: 2021H1 券商各月 IPO 募资规模.....	16
图 17: 2021H1 券商各月再融资规模.....	16
图 18: 2021H1 券商各月企业债和公司债承销规模.....	16
图 19: 2021 年券商指数.....	17
图 20: 2021 年券商 PB.....	18
表 1: 上市券商一季报营收情况.....	6
表 2: 2021 年一季度各销售机构公募基金销售保有规模排名前 50 名.....	12
表 3: 基金投顾业务获批试点机构.....	14
表 4: 券商 2021H1 业绩预告汇总.....	14
表 5: 2021H1 券商主承销收入排名.....	16
表 6: 重点个股估值表.....	18

主要逻辑与核心结论

2021年上半年，证券行业个股表现分化较大。从中信一级行业指数来看，非银行金融指数表现欠佳，下跌17.49%。从二级行业指数来看，证券指数下跌14.09%，在109个中信行业二级指数中排名第102位。从个股表现来看，上半年仅有东方财富和兴业证券实现上涨，涨幅分别为27.13%、11.29%，其他券商均下跌。

虽然上半年券商业绩增长依然稳健，但证券行业整体股价表现较弱，我们认为主要原因包括三点：**第一**，我国传统券商正在经历从轻资产向重资产转型的阶段，弹性降低，贝塔属性减弱，不再完全符合之前“牛市棋手”的投资逻辑。**第二**，我国证券行业的盈利能力和国际投行相比，还有较大的差距。根据中国证券业协会数据，2020年我国证券行业净资产收益率为7.28%，远低于国际投行10%-15%的水平。**第三**，我国券商的杠杆运用能力也落后于海外投行。目前，我国证券行业整体杠杆率为3.86倍，远低于国际同业投行14.37倍的平均水平，从而导致券商估值提升有限。

发展财富管理业务有助于券商提升ROA。传统经纪业务佣金率下行，传统业务盈利水平降低，将直接拉低券商ROA。财富管理业务同样属于轻资产业务，但其服务的专业性和稳定性将提高业务收益，从而提升公司的ROA。此外，专业的服务有助于券商增强客户粘性，推动全面客户管理，从而全面提升公司的盈利能力。

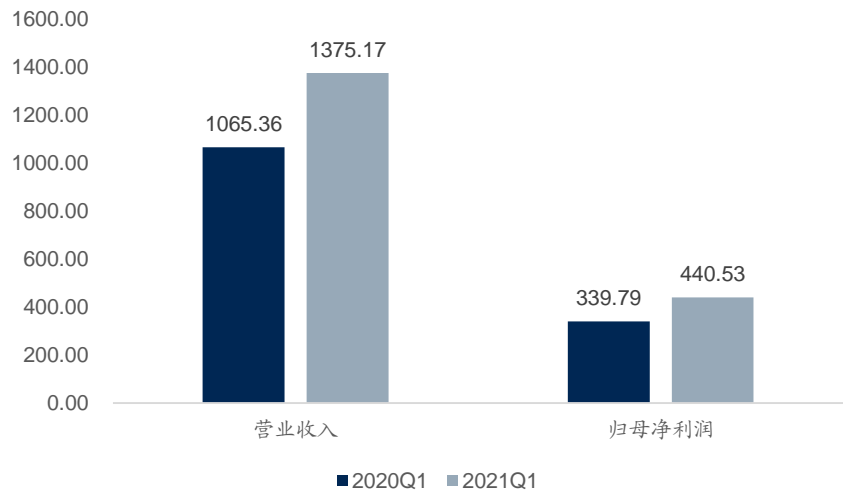
建议聚焦财富管理主线，关注财富管理业务领先的券商。在金融供给侧结构性改革的背景下，券商承担着服务新兴产业、配合经济转型的重任，我们对证券行业维持“超配”评级。居民财富管理需求增长，权益基金爆发，券商发展财富管理业务具有自身的优势和亮点。我们推荐财富管理业务发展具有特色的券商，建议关注中国互联网券商的典范东方财富、聚焦高净值客户的中金公司和综合实力行业领先的中信证券。

2021年证券行业表现回顾

上市券商一季度业绩稳健增长

2021年一季度，上市券商业绩稳步增长。上市券商共实现营业收入1375.17亿元，同比增长29.08%；实现归母净利润440.53亿元，同比增长29.65%。其中，头部券商地位稳固，中信证券实现营业收入163.97亿元、归母净利润51.65亿元，排名行业第一。

图 1: 2021Q1 证券行业盈利情况



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (单位: 亿元)

表 1：上市券商一季报营收情况

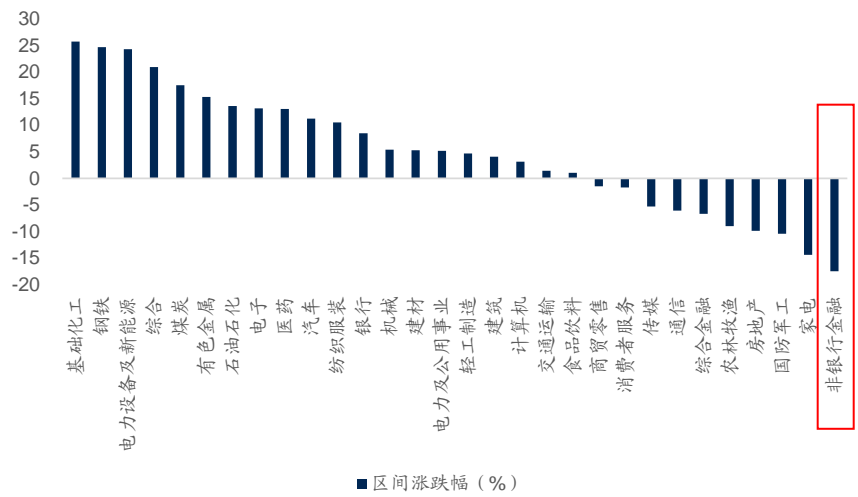
券商名称	营业收入	净利润
中信证券	163.97	51.65
国泰君安	109.43	44.11
海通证券	111.92	36.18
华泰证券	87.88	33.09
招商证券	59.62	26.13
广发证券	83.21	25.41
申万宏源	86.51	24.31
中国银河	75.80	19.85
东方财富	14.01	19.11
中金公司	59.33	18.76
中信建投	48.04	17.22
国信证券	42.52	16.85
兴业证券	55.05	11.95
东方证券	51.93	11.76
方正证券	20.49	8.89
长江证券	19.66	7.01
光大证券	33.27	6.97
中泰证券	24.49	6.66
国金证券	15.13	4.77
财通证券	13.31	4.47
东吴证券	17.36	4.24
浙商证券	32.61	4.21
东北证券	12.97	3.38
国元证券	9.22	3.34
华西证券	9.56	3.21
长城证券	14.17	3.04
中银证券	7.26	2.61
西部证券	12.55	2.61
东兴证券	8.86	2.51
西南证券	7.50	2.46
红塔证券	16.58	2.34
华林证券	3.62	1.84
华安证券	6.16	1.78
南京证券	4.93	1.77
国海证券	10.69	1.74
国联证券	4.71	1.57
山西证券	5.21	1.35
中原证券	10.76	1.21
第一创业	3.64	0.14
太平洋	1.27	0.05

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理 (单位: 亿元)

券商个股涨跌分化较大

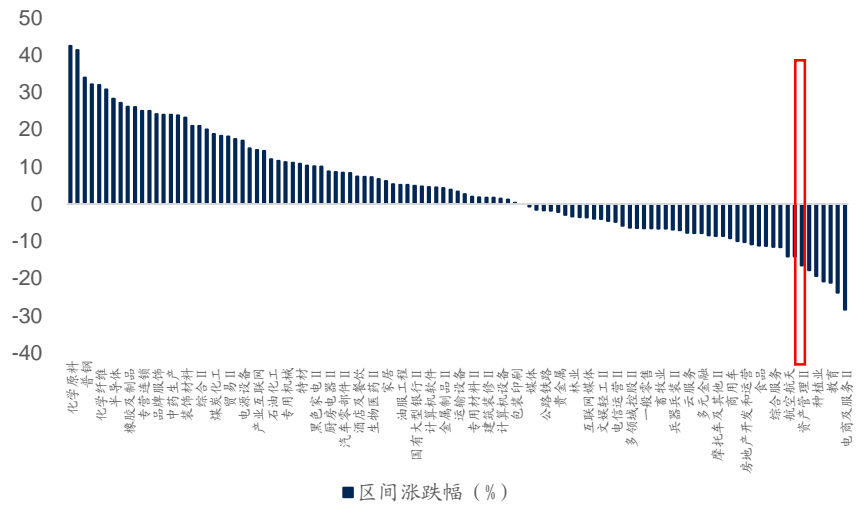
2021 年上半年, 从中信一级行业指数来看, 非银行金融指数表现欠佳, 下跌 17.49%。从二级行业指数来看, 证券指数下跌 14.09%, 在 109 个中信行业二级指数中排名第 102 位, 跑输上证综指和沪深 300 指数。同期上证综指上涨 3.4%, 沪深 300 指数上涨 0.24%。从个股表现来看, 券商分化较大。上半年仅有东方财富和兴业证券实现上涨, 涨幅分别为 27.13%、11.29%, 其他券商均下跌。

图 2: 2021H1 中信一级行业涨跌幅



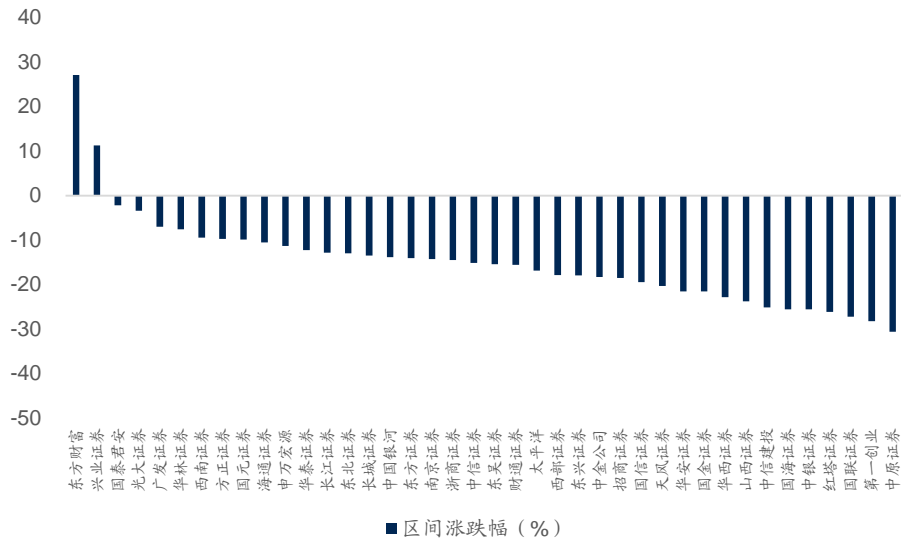
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 3: 2021H1 中信二级行业涨跌幅



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 4: 2021H1 证券行业个股涨幅



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理。注明: 数据截至 2020 年 12 月 2 日。

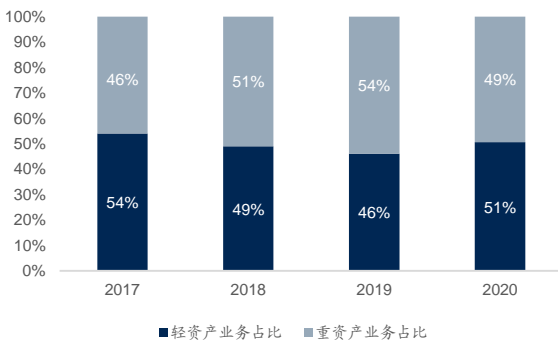
转型过程中，关注财富管理主线

可以看到的是，虽然上半年券商业绩增长依然稳健，但证券行业整体股价表现较弱，我们认为主要原因包括三点：第一，我国传统券商正在经历从轻资产向重资产转型的阶段，弹性降低，贝塔属性减弱，不再完全符合之前“牛市棋手”的投资逻辑。第二，我国证券行业的盈利能力和国际投行相比，还有较大的差距。根据中国证券业协会数据，2020 年我国证券行业净资产收益率为 7.28%，远低于国际投行 10%-15% 的水平。第三，我国券商的杠杆运用能力也落后于海外投行。目前，我国证券行业整体杠杆率为 3.86 倍，远低于国际同业投行 14.37 倍的平均水平，从而导致券商估值提升有限。

发展财富管理有助于券商提升估值

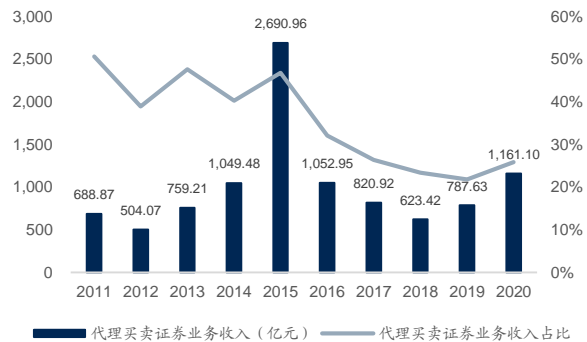
我国证券公司业务模式正在由“轻资产”向“重资产”转型。轻资产业务指主要依靠券商牌照来实现利润的业务，包括经纪业务、投行业务和资产管理业务；重资产业务指更多的依靠资产负债表的扩张获取利润的业务，包括自营业务、资本中介业务、做市业务、直投业务等。2020 年，我国券商轻资产业务占比为 51%，比四年前降低了 3 个百分点。

图 5: 轻资产和重资产业务占比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

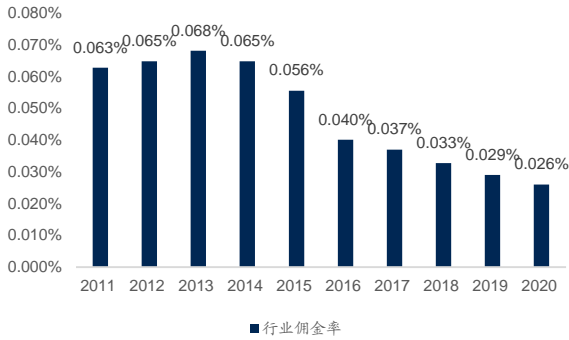
图 6: 经纪业务收入及占比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

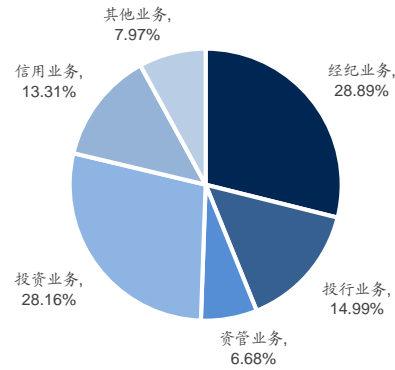
经纪业务收入占比不断降低。此前券商被誉为“牛市棋手”，主要原因在于经纪业务占比较高，市场成交量放大可以迅速激发其业绩弹性。然而十年来，经纪业务佣金价格战日趋激烈，证券行业佣金率持续下行，从2011年0.063%下降到2020年0.026%，经纪业务收入贡献也从50%降到29%。可见券商收入对经纪业务依赖度降低，券商必须向财富管理转型，这也是其从通道中介转向专业金融服务机构的方向。

图 7：2011-2020 年证券行业佣金率



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 8：2020 年证券行业各项业务收入占比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

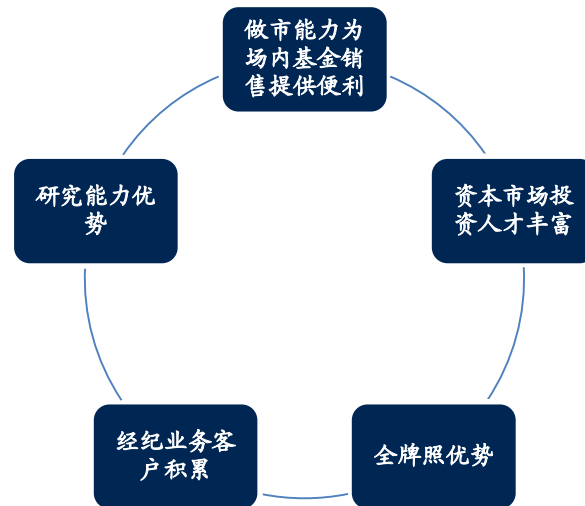
发展财富管理业务有助于券商提升 ROA。传统经纪业务佣金率下行，传统业务盈利水平降低，将直接拉低券商 ROA。财富管理业务同样属于轻资产业务，但其服务的专业性和稳定性将提高业务收益，从而提升公司的 ROA。此外，专业的服务有助于券商增强客户粘性，推动全面客户管理，从而全面提升公司的盈利能力。

券商财富管理转型在摸索中初见成效。虽然各家券商在财富管理转型的过程中步履不一，但整体依然在向好的方向发展。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%；实现投资咨询业务净收入 48.03 亿元，同比增长 26.93%，这说明券商服务居民财富管理能力进一步提升，财富管理转型有一定效果。

券商财富管理具有五大优势

我们在 6 月 25 日发布的证券行业财富管理《海阔凭鱼跃》提到，当前，财富管理格局包括银行、券商、保险、信托以及第三方机构。各类金融机构在资金端、投研能力、客户资源、销售渠道、产品发行、人才团队、业务协同等方面各有优势。对拥有股票交易牌照的券商而言，其发展财富管理业务有五方面的优势：

图 9：券商发展财富管理业务的优势



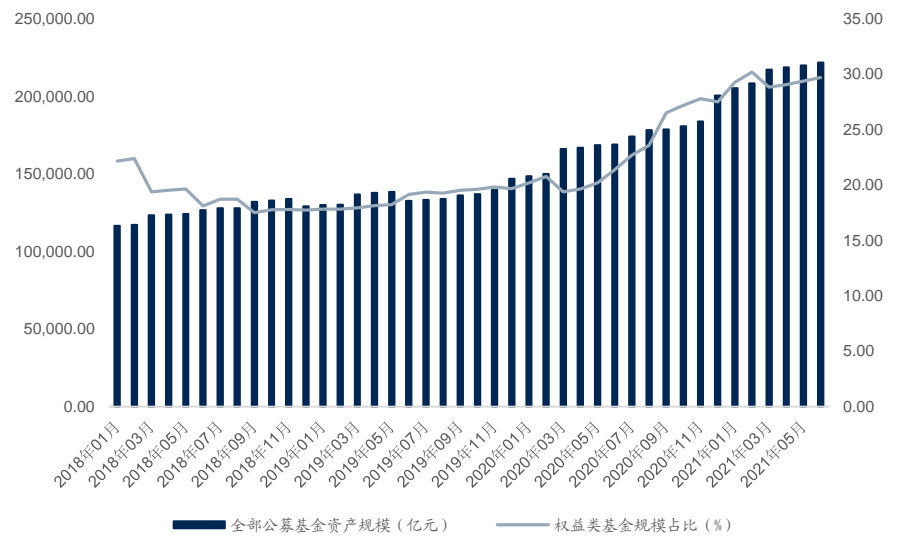
资料来源：国信证券经济研究所整理

一是优秀的做市能力可以使券商更为便捷地将股市投资者引向场内基金货架在
场内基金销售上占有先机；二是全牌照券商拥有广泛的业务范围，有助于实现
业务协同；三是券商的经纪业务为其开展财富管理业务积累了丰富的中高风险
偏好客户资源；四是券商在业务发展过程中，积累了具有丰富投资经验的人才，
从而具备了为客户提供优质财富管理服务的的人才储备；五是券商雄厚的研究实
力为给零售系统的高端客户提供高质量的咨询服务打下了基础，为实现定制化的
财富管理业务提供了可行性。

权益基金爆发使券商财富管理迎来新机遇

龙头券商和互联网券商的权益基金保有量处于业内领先地位。近年来，公募基金
规模增长迅猛，其中权益类基金占比三年来提升了近 10 个百分点。随着金融
供给侧改革的不断深入，越来越多的居民资金会从传统理财产品转向权益类产
品，未来权益类基金的占比将持续提升。公募基金代销渠道由银行、证券公司和
独立基金销售机构组成。从公募基金销售的保有量来看，虽然券商总体的保有
量规模远远落后于银行。但是在股票+混合公募基金这个赛道，中信证券、广
发证券、华泰证券以及东方财富的子公司天天基金都有优异表现。

图 10: 2018-2021H1 公募基金资产规模及权益基金占比



资料来源: 国信证券经济研究所整理

表 2: 2021 年一季度各销售机构公募基金销售保有规模排名前 50 名

排名	机构名称	股票+混合公募基金保有规模 (亿元)	非货币市场公募基金保有规模 (亿元)
1	招商银行股份有限公司	6711	7079
2	蚂蚁(杭州)基金销售有限公司	5719	8901
3	中国工商银行股份有限公司	4992	5366
4	中国建设银行股份有限公司	3794	4101
5	上海天天基金销售有限公司	3750	4324
6	中国银行股份有限公司	3048	4572
7	交通银行股份有限公司	2381	2483
8	中国农业银行股份有限公司	2268	2468
9	上海浦东发展银行股份有限公司	1656	1708
10	中国民生银行股份有限公司	1512	1566
11	兴业银行股份有限公司	1380	1441
12	中信证券股份有限公司	1298	1315
13	中信银行股份有限公司	1030	1343
14	平安银行股份有限公司	910	1039
15	中国光大银行股份有限公司	793	864
16	广发证券股份有限公司	741	787
17	中国邮政储蓄银行股份有限公司	703	1128
18	腾安基金销售(深圳)有限公司	633	1040
19	宁波银行股份有限公司	562	592
20	华泰证券股份有限公司	545	594
21	国信证券股份有限公司	515	523
22	招商证券股份有限公司	496	527
23	兴业证券股份有限公司	441	448
24	中信建投证券股份有限公司	380	390
25	平安证券股份有限公司	378	405
26	中国银河证券股份有限公司	361	697
27	珠海盈米基金销售有限公司	357	581
28	东方证券股份有限公司	348	352
29	华夏银行股份有限公司	301	322
30	申万宏源证券有限公司	288	293
31	方正证券股份有限公司	287	290
32	上海基煜基金销售有限公司	283	607
33	浙江同花顺基金销售有限公司	272	290
34	国泰君安证券股份有限公司	271	287
35	海通证券股份有限公司	236	247
36	北京蛋卷基金销售有限公司	229	328
37	上海银行股份有限公司	212	222
38	中国中金财富证券有限公司	193	195
39	长江证券股份有限公司	189	197
40	北京银行股份有限公司	185	246
41	上海陆金所基金销售有限公司	178	256
42	上海好买基金销售有限公司	158	280
43	京东肯特瑞基金销售有限公司	158	209
44	广发银行股份有限公司	157	169
45	国金证券股份有限公司	154	156
46	江苏银行股份有限公司	153	160
47	安信证券股份有限公司	151	247
48	中泰证券股份有限公司	143	185
49	中国人寿保险股份有限公司	126	126
50	光大证券股份有限公司	120	124

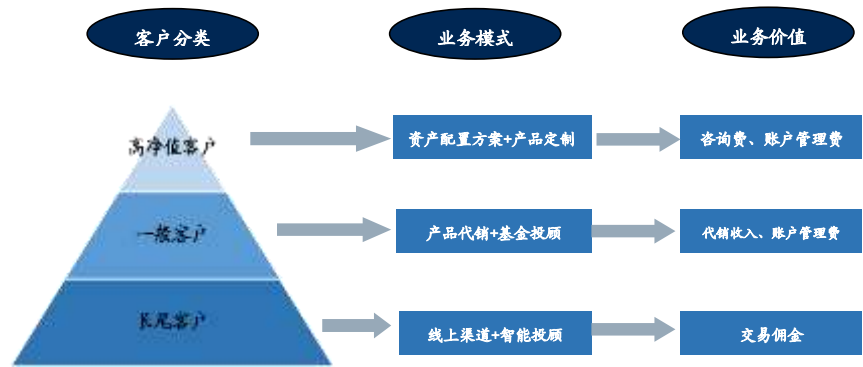
资料来源: 中国证券投资基金业协会、国信证券经济研究所整理(注: 股票+混合公募基金保有规模精确至 0.01 亿元进行排序)

基金投顾资格为财富管理提供发挥空间

财富管理属于成熟的理财服务, 和一般的代销产品业务以产品为中心不同, 财富管理的本质是以客户为中心, 满足以客户为中心的业务需求。券商财富管理业务的服务对象众多, 对不同类别的客户, 也对应着差异化的服务模式和业务

价值。

图 11: 券商发展财富管理业务的模式



财富管理的核心：满足各层级客户的需求，实现以客户为中心的盈利模式

资料来源：国信证券经济研究所整理

具体来说，对长尾客户而言，券商主要利用智能投顾的模式，通过线上渠道开展服务，金融科技的引入有利于提升用户体验，降低业务成本；对一般客户而言，财富管理需要在当前产品代销业务模式的基础上，发展基金投顾服务，通过专业化的产品配置获取客户认可；对高净值客户而言，券商一方面需要通过丰富产品类别来满足客户的资产配置需求，另一方面则需要配置优秀的专业人才提供具有竞争力的服务，从而实现客户资产的保值增值。

对券商财富管理业务的中高端客户而言，基金投顾模式为券商提供了发挥自身特长的空间。基金投顾服务意味着券商可以接受客户委托，代客户做出具体基金投资品种、数量和买卖时机的决策，并代客户执行基金产品申购、赎回、转换等交易申请，开展管理型基金投资顾问服务。券商可以借此契机，发挥资本市场人才、研究人才等优势，为财富管理客户服务。

基金投顾业务试点的落地，将引导投资者依靠专业机构服务能力、加大金融产品配置与保有、获得中长期投资收益。2019年10月，证监会下发了《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》，国内基金投顾业务正式起航。2020年2月底，国泰君安、银河证券、中金公司、中信建投、申万宏源、华泰证券、国联证券等7家证券公司公告获批基金投顾业务试点资格，成为首批获得该试点资格的券商。

基金投顾模式将丰富券商财富管理的收入来源。此前，券商多采用代销模式，接受基金管理人的委托代销基金产品，受理投资者申赎基金产品申请，收入来源主要是销售费收入和申赎费用等。而在基金投顾模式中，券商可以开展管理型基金投顾服务，收取基金投顾服务费，这将大幅创新财富管理服务的模式，丰富盈利来源。

今年以来，证监会分别于6月25日及7月2日向多家机构发放第二批基金投顾业务试点批文，其中6月25日获批的机构数量为15家，7月2日则为17家。目前共有50家机构获得基金投顾试点批文，包括在公募基金21家，第三方独立销售机构3家，银行3家，证券公司23家。

表 3: 基金投顾业务获批试点机构

批次	获批时间	获批机构类型	获批机构
第一批	2019 年 10 月 25 日	基金公司或旗下销售子公司 (5 家)	华夏基金(华夏财富)、嘉实基金(嘉实财富)、南方基金、易方达基金、中欧基金(中欧钱滚滚)
	2019 年 12 月 14 日	第三方基金销售公司 (3 家)	腾安基金、蚂蚁基金、珠海盈米基金
	2020 年 3 月 2 日	券商 (7 家)	银河证券、中金公司、中信建投证券、国泰君安证券、申万宏源证券、华泰证券、国联证券
		银行 (3 家)	工商银行、招商银行、平安银行
第二批	2021 年 6 月 25 日	基金公司 (9 家)	工银瑞信基金、博时基金、广发基金、招商基金、兴证全球基金、汇添富基金、华安基金、银华基金、交银施罗德基金
		券商 (6 家)	兴业证券、招商证券、国信证券、东方证券、中信证券、安信证券
	2021 年 7 月 2 日	基金公司 (7 家)	华泰柏瑞基金、景顺长城基金、民生加银基金、富国基金、申万菱信基金、万家基金、建信基金
		券商 (10 家)	光大证券、平安证券、中银证券、山西证券、东兴证券、南京证券、中泰证券、华安证券、国金证券、东方财富

资料来源: 中国证券投资基金业协会、国信证券经济研究所整理 (注: 股票+混合公募基金保有规模精确至 0.01 亿元进行排序)

券商加入基金投顾试点, 有利于推进行业改革, 实现从“卖方销售”模式向“买方投顾”模式的变化。券商加入基金投顾试点后, 将拓展业务范围、扩充基金保有量规模, 改变传统业务模式, 将短期过度销售转化为长期定制化资产配置服务, 这一服务模式, 将在一定程度上改善“基金赚钱, 客户不赚钱”的现状。

预计后续业绩继续向好

截止 2021 年 7 月 10 日, 已有 13 家券商公布了上半年业绩预告。从已公布的业绩来看, 各家券商业绩均延续了增长态势, 增速在 20%-120%之间不等。其中, 综合实力行业领先的中信证券保持了 20%-30%的稳健增长, 而轻资产运营、弹性最大的互联网券商东方财富利润增速表现亮眼, 增速最高, 上半年预计实现净利润 35-40 亿元, 同比增长 93.52%-121.18%。

表 4: 券商 2021H1 业绩预告汇总

券商名称	2021H 预计实现归母净利润(亿元)	同比增速
中信证券	107.11-116.03	20%-30%
海通证券	74.02-82.25	35%-50%
招商证券	55.04-59.37	27%-37%
中国银河	40.85-42.63	15%-20%
东方财富	35-40	93.53%-121.18%
中金公司	44.25-50.35	45%-65%
国信证券	45-51	53%-73%
兴业证券	22.67-25.91	40%-50%
东方证券	24.42-27.47	60%-80%
长江证券	13.18-15.07	40%-60%
东吴证券	12.89-13.92	25%-35%
浙商证券	8.52-9.17	30%-40%
西南证券	6.43-7.71	50%-80%

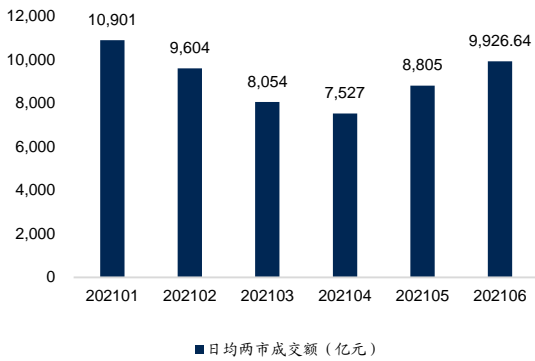
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

市场成交活跃, 两融余额增长

2021 年上半年, 市场交易活跃, 推动公司经纪、两融业务增长。上半年 A 股

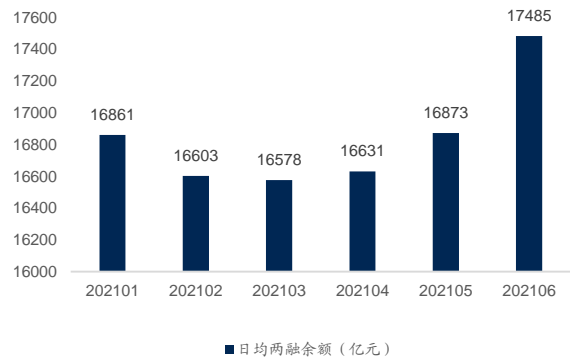
日均股票成交额为 9088 亿元，同比提升 19.90%。从反映市场风险偏好和活跃度的两融余额来看，上半年两融日均余额为 16858 亿元，同比增长 56.15%。

图 12: 2021H1 各月股票日均成交额



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 2021H1 两融平均余额

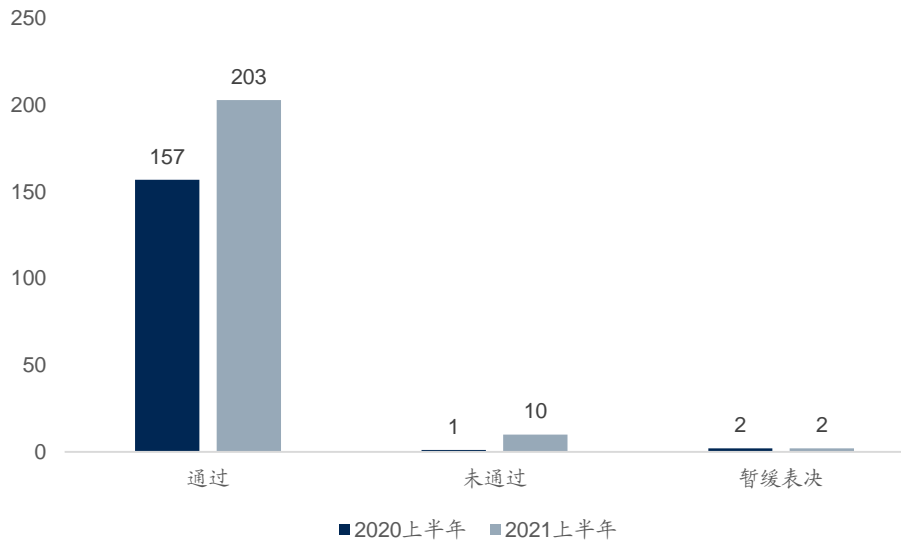


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

融资规模增长，注册制审核从严

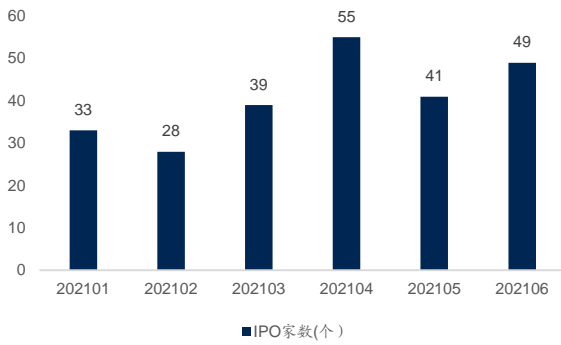
2021 年上半年，股票融资规模不断提高，IPO 数量增长，但过会率有所下降。截至 2021 年 6 月 30 日，过会率为 94.42%；而 2020 年上半年，过会率为 97.45%。注册制推出以来，国务院对上市公司质量提出了更高的要求，券商作为发行人和投资者之间的桥梁，在不同上市制度下的功能角色也有所不同。在承销组织过程中，券商还需发挥发行人、投资者、其他中介机构等利益相关方的协调和平衡作用，在保障发行人和投资者利益的前提下，做好信息传递、价格发现、综合服务承销组织工作，这对券商的专业服务水平也提出更高的要求。

图 14: 2020 及 2021 年上半年 IPO 审核情况



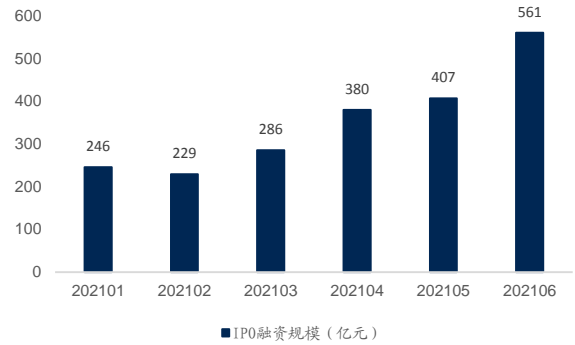
资料来源: 大象研究院、国信证券经济研究所整理

图 15: 2021H1 券商各月 IPO 数量



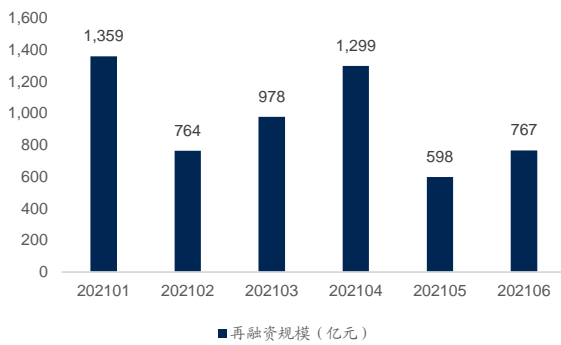
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 2021H1 券商各月 IPO 募资规模



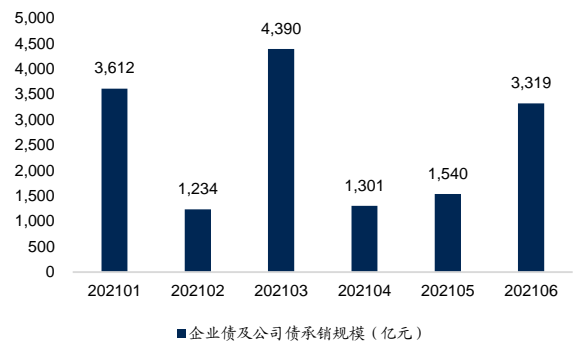
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 17: 2021H1 券商各月再融资规模



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 18: 2021H1 券商各月企业债和公司债承销规模



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

从上半年主承销收入来看, 中信证券、海通证券、华泰证券排名前三, 收入分别为 16.79 亿元、13.38 亿元、9.32 亿元, 市场份额分别为 11.84%、9.44%、6.57%。前十大券商的市占率达到 58.87%, 可见投行业务头部集中趋势明显。券商主承销收入上半年合计 141 亿元, 同比增长 73%。

表 5: 2021H1 券商主承销收入排名

券商名称	2021H 主承销收入(亿元)	市场份额(%)
中信证券	16.79	11.84
海通证券	13.38	9.44
华泰证券	9.32	6.57
中信建投证券	8.85	6.24
国泰君安	7.07	4.99
中金公司	7.06	4.98
民生证券	6.58	4.64
招商证券	5.27	3.71
东方证券	4.59	3.24
安信证券	4.57	3.22

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理(注: 该数据来自发行统计)

预计后续业绩继续向好

2021 年上半年, 市场持续活跃, 带动券商经纪业务和两融业务增长; 居民财富

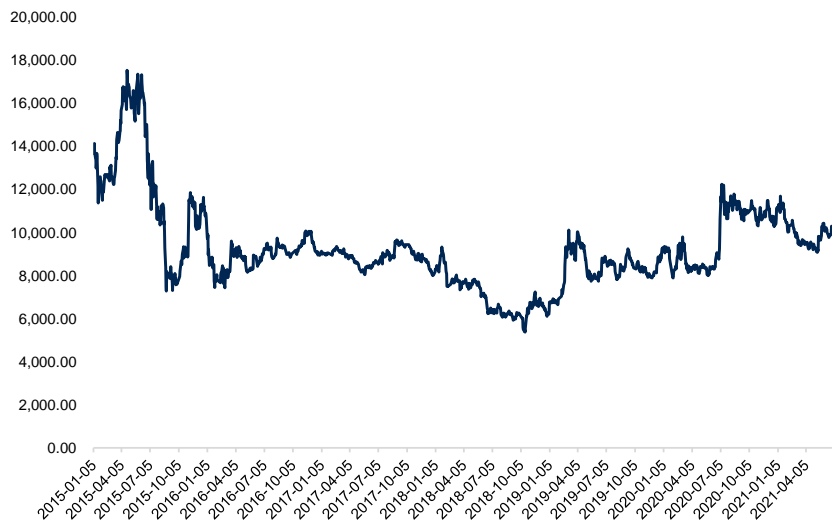
管理需求增长，更多券商获得基金投顾业务资格，券商财富管理业务转型有了更多发展空间；资本市场改革推进，推动证券行业的高质量发展。基于市场基本面情况，我们预计上市券商上半年业绩在一季度增长稳健的基础上，二季度会继续向好，预计上市券商上半年净利润同比增长 35%-50%。

2021 年下半年，随着央行降准，减轻了市场对流动性收紧的担忧，利好股市和权益型基金。资本市场改革继续推进，证券市场基础制度进一步完善。轻资产业务方面，券商财富管理转型提速，券商收入来源更加多元；重资产业务方面，2021 年以来，股票质押风险逐渐缓解，信用业务将继续贡献业绩。在传统业务之外，场外衍生品业务以及境外业务也在快速发展，券商业务规模不断提升。受益于资本市场改革、市场成交活跃、财富管理转型等因素，我们预计券商业绩全年将继续向好。

投资建议

在金融供给侧结构性改革的背景下，券商承担着服务新兴产业、配合经济转型的重任。资本市场改革持续推进，证券行业的政策环境和生态体系继续改善，当前，券商 PB 估值为 1.75 倍，处于 27.69% 的历史分位，位于历史中枢以下，具有较高的安全边际，我们对证券行业维持“超配”评级。居民财富管理需求增长，权益基金爆发，券商发展财富管理业务具有自身的优势和亮点。我们推荐财富管理业务发展具有特色的券商，建议关注中国互联网券商的典范东方财富、综合实力行业领先的中信证券、聚焦高净值客户的中金公司。

图 19: 2015-2021 年券商指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图 20: 2015-2021 年券商 PB



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

表 6: 重点个股估值表

代码	公司	评级	收盘价	总市值	EPS		PE	
			(元)	(亿元)	2021E	2022E	2021E	2022E
300059	东方财富	增持	31.49	3,081	0.77	1.11	40.90	28.37
601995	中金公司	增持	23.51	2,835	1.44	1.74	16.33	13.51
600030	中信证券	增持	57.88	1,916	2.00	2.56	28.94	22.61

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

风险提示

市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性; 金融监管趋严; 市场竞争加剧; 创新推进不及预期等。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备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。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032