

# 在高波动的 $\beta$ 中寻找确定性的 $\alpha$ 收益

## ——证券行业2021年中期策略报告

2021年7月18日

 作者：王一峰，执业证书编号：S0930519050002  
王思敏，执业证书编号：S0930521040003

 证券研究报告

- 高业绩增速：今年股基成交量、两融业务和投行业务等均保持较高增速，证券业务整体市场环境利于业绩延续高增，截止到一季末上市公司整体业绩保持双位数增速。截止2021年7月15日，从已公布的中报业绩预告来看券商业绩向好，相比去年同期上市券商净利润均维持快速正增长。
- 低估值区间：截止到7月15日行业1.7XPB的估值，位于历史分位数17%左右，处于历史中枢偏下位置。从2020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%，估值存在一定修复需求。此外，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。
- 投资建议：二级市场证券行业主要体现高 $\beta$ 属性，但在特殊时期也表现出一定的 $\alpha$ 属性，背后主要驱动因素是资本市场变革和业务转型。当前在权益市场大发展的背景下，券商行业财富管理、投资业务和机构业务等面临着快速发展或转型时期，低估值的券商板块有高的配置性价比。从公司层面来看“分化”是行业演绎的关键词，在“分化”过程中龙头券商和部分有差异化竞争力的券商将有望获得超额收益。建议关注两条主线：1) 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；2) 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，推荐中信证券（A+H），华泰证券（A+H）。
- 风险提示：资本市场改革推进较预期滞后；金融市场信用风险；二级市场大幅调整风险。

- 行业基本面：盈利水平延续高增长
- 下半年主线：强者恒强+财富管理的蓝海
- 投资策略：从高波动的 $\beta$ 中寻找确定的 $\alpha$
- 风险提示

# 1.1 业绩：盈利延续高增长，预计上半年增速20%-30%



- 2021年一季度权益二级市场表现较好，证券行业的业绩同比保持高增。从上市公司业绩来看，A股40家上市券商20年全年/21年一季度营业收入同增+20.9%/+28.2%，归母净利润同比增速+29.7%/+27.3%，上市公司尤其是龙头公司业绩表现更优，**券商业绩表现和盈利能力有望继续改善。**
- 截止2021年7月18日，已有14家券商发布中报业绩预告。**从已公布的中报数据来看，券商业绩整体向好，相比去年同期，绝大多数券商净利润增幅超过20%，预计中报券商业绩将保持高增。

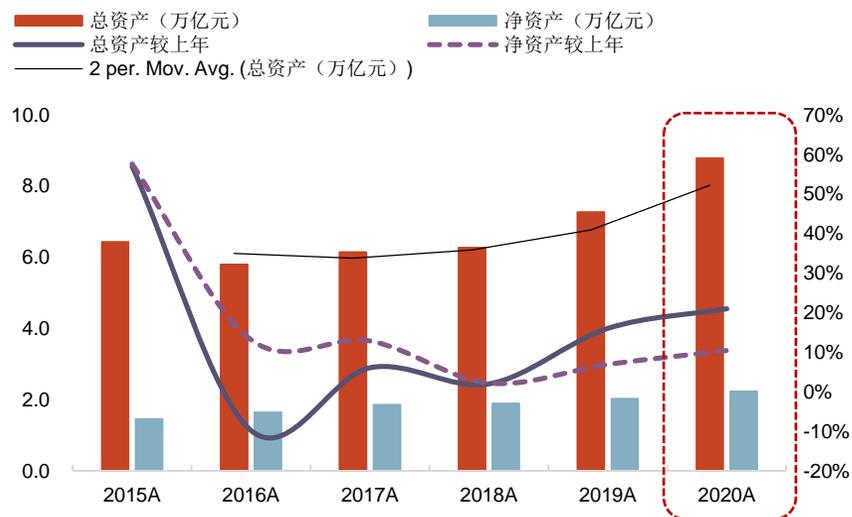
表1：部分上市券商2021年中报业绩预告汇总

序号	机构名称	2020年全年		2020年上半年		2021年上半年利润		2021年上半年利润同比增速	
		收入(亿元)	利润(亿元)	收入(亿元)	利润(亿元)	下限(亿元)	上限(亿元)	增速下限	增速上限
1	中信证券	543.83	149.02	267.44	89.26	107.11	116.04	20%	30%
2	海通证券	382.20	108.75	177.88	54.83	74.02	81.04	35%	48%
3	招商证券	242.78	94.92	114.99	43.34	54.17	58.51	25%	35%
4	国信证券	187.84	66.16	80.39	29.46	45.07	50.96	53%	73%
5	中金公司	236.60	72.07	104.93	30.52	44.25	50.35	45%	65%
6	中国银河	237.49	72.44	112.14	35.52	40.85	42.63	15%	20%
7	东方证券	231.34	27.23	96.25	15.26	25.03	28.38	64%	86%
8	兴业证券	175.80	40.03	82.90	16.19	22.67	25.91	40%	60%
9	长江证券	77.84	20.85	33.29	9.42	13.18	15.07	40%	60%
10	东吴证券	73.56	17.07	35.89	10.31	12.88	13.91	25%	35%
11	浙商证券	106.37	16.27	44.88	6.55	8.51	9.16	30%	40%
12	国元证券	45.29	13.70	21.15	6.18	8.46	8.46	37%	37%
13	西南证券	31.70	10.91	16.22	4.28	6.43	7.71	50%	80%
14	财达证券	20.50	5.32	10.56	2.59	4.79	5.83	85%	125%

# 1.2 资本实力：杠杆提升，总资产和净资产增加

- **证券行业杠杆倍数持续提升。**受益于两融业务和股票质押业务的发展，近几年证券行业杠杆倍数缓慢提升，行业杠杆从18年的2.82倍提升至2021年一季度末的3.2倍左右。与监管要求的7到8倍的上限相比仍有提升空间。2020年到2021年一季度，净资产规模提升较大的是海通证券、中金公司和中信证券，总资产规模提升较大的是中信证券、中金公司和华泰证券。大型券商都在积极扩充资本，努力实现做大做强。
- **受业绩增长和再融资驱动，资本实力增强。**从2020年到2021年一季度，券商继续通过多种手段增资，叠加盈利回升带来权益项增长证券行业净资产规模持续增加。截至2020年末，行业总资产8.78万亿元，净资产2.23万亿元，分别较上年末增长22.3%、14%；行业净资本1.80万亿元，较上年末增长11.80%。

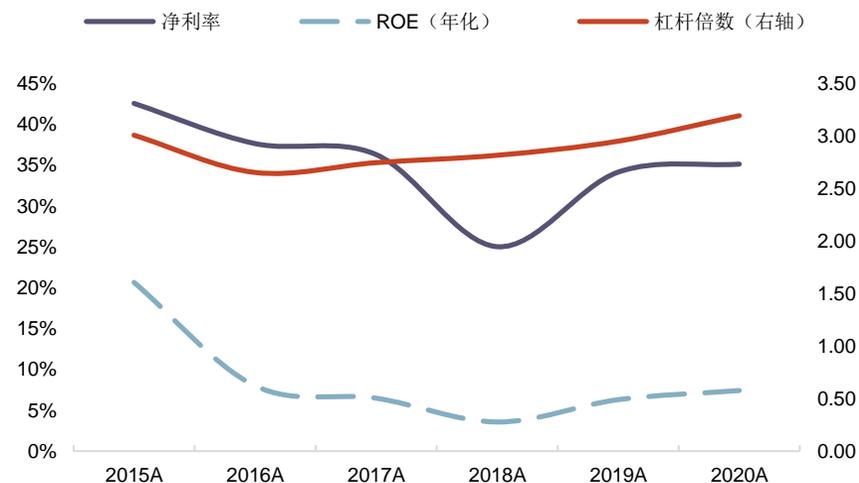
图1：证券行业资产规模稳步提升



资料来源：wind，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

图2：证券行业杠杆倍数缓慢提升

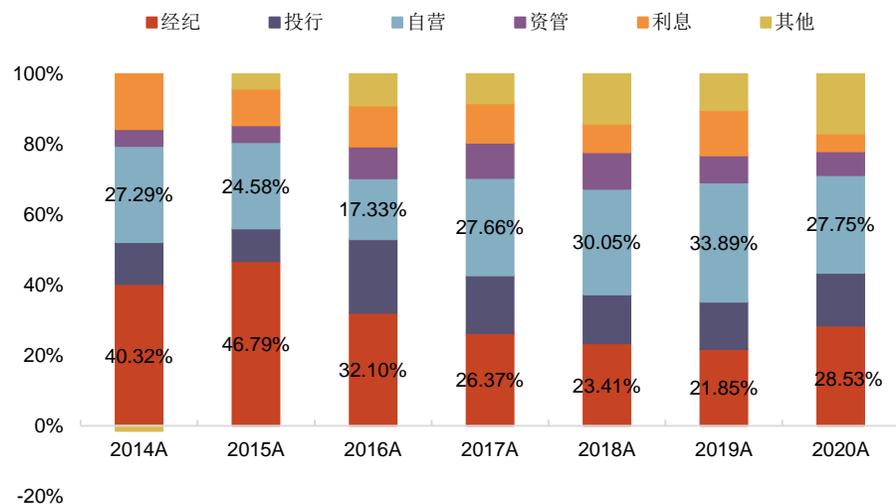


资料来源：wind，光大证券研究所整理

# 1.3 盈利水平：净资产收益率回升至近三年新高

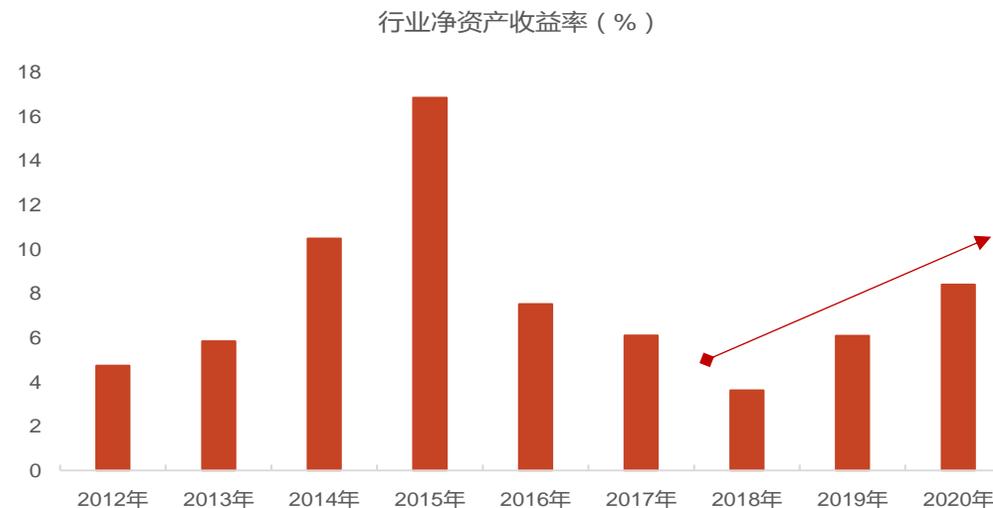
- 2021年市场整体向好，各主要指标包括交易量、主要价格指数、股债承销额等均有改善，**净资产收益率回升至近年三年新高，我们预计21年年化净资产收益率7.8%左右。**
- 自营和经纪是证券行业前两大收入来源，2020年自营和经纪收入占比分别为27.8%和28.5%，合计占比50%以上。由于股票质押业务的风险意识的加强，利息净收入占营业收入比例不断下降，2020年下降至5%。此外，投行和资管净收入由于增速相对较低占比被动下降，分别为12.22%和6.7%。

图3：证券行业收入来源主要是自营和经纪业务



资料来源：wind，光大证券研究所整理

图4：证券行业净资产收益率回升至近三年新高

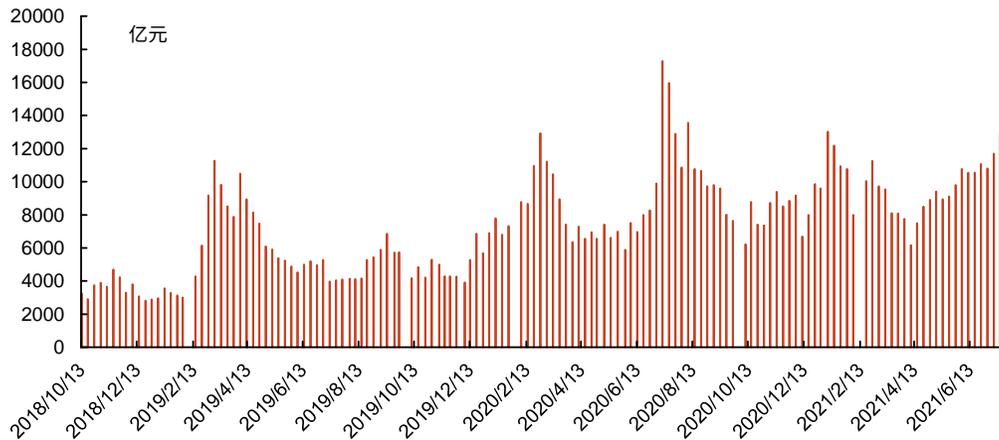


资料来源：wind，光大证券研究所整理

# 1.4 经纪业务：预计2021全年增速在10%以上

- 经纪业务收入大增，财富管理业务转型加快。证券行业持续发力财富管理业务转型，2020年实现经纪业务收入1,279.47亿元，同比增长54.82%。同时，2020年行业实现代理销售金融产品收入125.72 亿元，同比增长188.63%；实现投资咨询业务收入46.77 亿元，同比增长24.01%。
- 2021年上半年市场交易活跃度好于去年，1-6月市场股基日均交易额9500亿元左右，同比增加17%。虽然股基成交额在经历了1月初日均近万亿的高水平后，2月回落至日均8000-9000亿左右水平，若维持现有交易量预计全年日均股基成交额约在9500亿左右，预计仍将保持约10%以上增长。

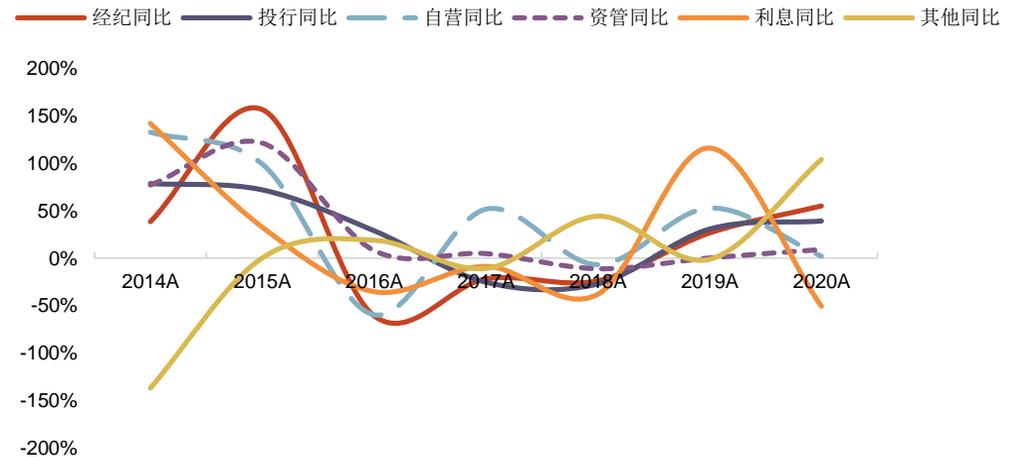
图5：21年股基业务交易量同比增速在10%以上



资料来源：wind，光大证券研究所整理（截止至2021年7月份）

请务必参阅正文之后的重要声明

图6：经纪业务同比增速触底回升

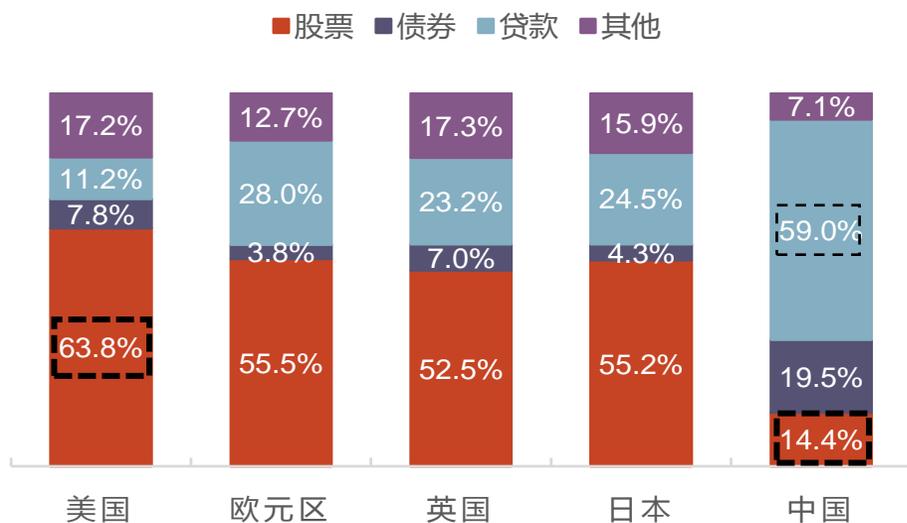


资料来源：wind，光大证券研究所整理

# 1.4 投行业务：提高直接融资占比，投行业务持续增长

- 
 直接融资比重提升，投行收入持续增长。根据发达国家的经验，直接融资比重与资本市场发展程度一般呈同向变化，随着我国资本市场不断深化发展，我国直接融资市场发展空间巨大。并且与海外可比口径相比（2019年），我国股票融资仍有较大提升空间。
- 政策对股债一级市场的影响较为直接。从股权融资方面看，受注册制改革等一系列政策调整的持续影响，今年上半年股票发行维持平稳，2021年上半年A股市场共有247家公司首发上市，筹资2119亿元人民币，IPO数量和筹资额与去年同期相比仍保持较高增速，上半年股权融资的增加也在一定程度上推高了券商投行业绩。

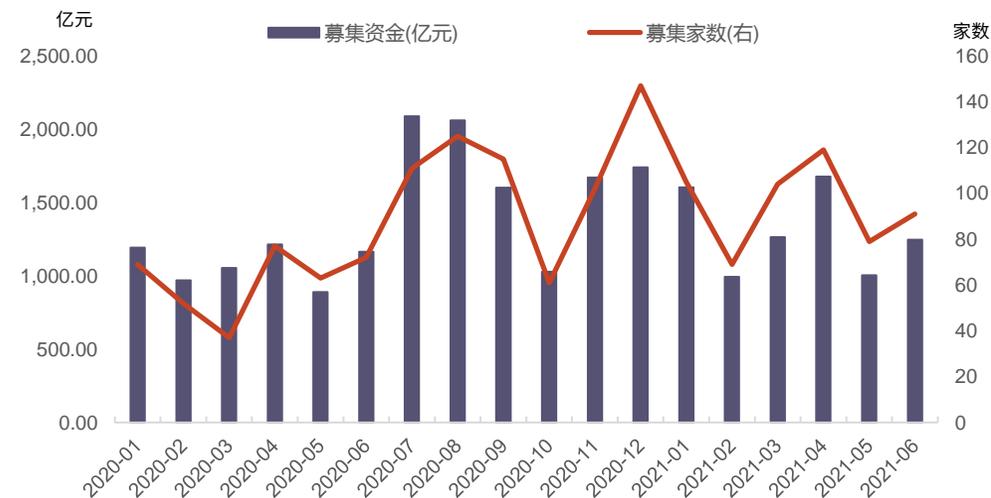
图7：世界各国融资结构对比（2019年）



资料来源：SIFMA，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

图8：上市公司股类融资月度募集资金和家数（20年-21年6月份）



资料来源：wind，光大证券研究所整理

# 1.4 资管业务：资管规模整体趋稳，主动管理转型加速

- 自2017年资管新规出台后，券商资管行业作为银行和保险等金融机构的通道业务规模缩减，证券资管总规模从2017年一季度的近18万亿高点下降至2021年一季度的8.5万亿低点，**虽然目前整体资管规模仍未出现向上拐点，但整体规模趋稳。**
- 随着大集合产品的公募化改造加速进行，我们认为行业将进入更加规范运行的状态，虽然券商大集合产品失去原有的“分级”、“保本”等优势，同时面临着银行理财、保险资管产品等强有力的竞争，但在优秀的主动投资业绩支撑下也不乏“爆款”产品，且在股债二级市场行情中长期向好前提下，券商资管规模也有望在年内企稳。集合资管规模占比持续提升，在券商资管中占比由19年的18%提升至20年底的24.4%。

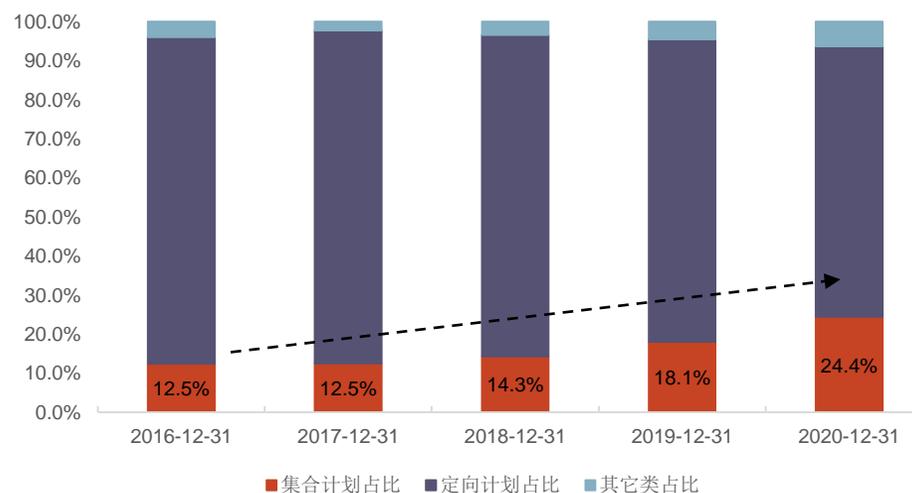
图9：证券行业资管业务规模下降



资料来源：wind，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

图10：证券公司集合资产在资管中占比提升

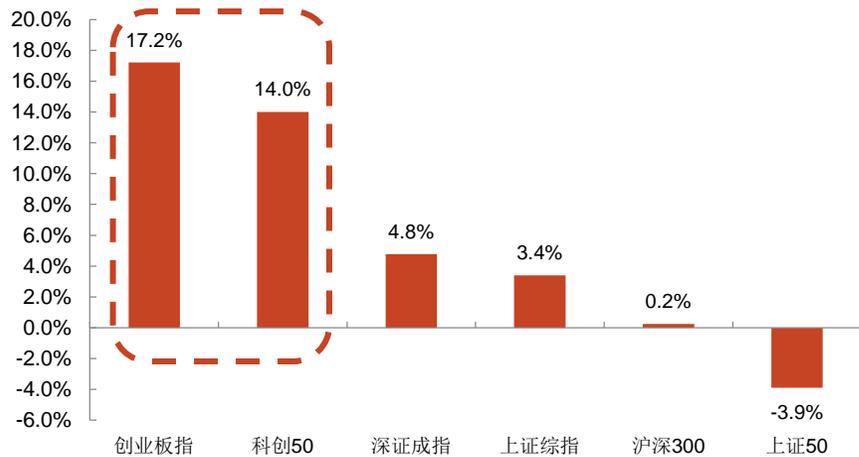


资料来源：wind，光大证券研究所整理

# 1.4 二级市场表现：股票表现分化，债券震荡为主

- 上半年，由于受到内外部冲击，二级市场债市股市面临着复杂的投资局面。整体表现为股市呈现分化和震荡局面，债券市场窄幅波动。具体来看，股市行情震荡之下，中小创表现优于蓝筹股。截止到21年6月底上证综指、沪深300、深证成指、创业板分别上涨3.4%、0.2%、4.8%和17.2%。同时，相比于去年同期，十年期国债收益率波动幅度明显收窄。
- 展望下半年，考虑到近期股市行情与经济潜在增速、货币政策相关性更强，预计下半年仍有震荡风险，但随着复工复产陆续推进、资本市场深改加速、更多宽信用和积极财政政策推动经济复苏等因素下，我们仍认为股市中长期将表现向好；同时我们预计受海外疫情反复和货币政策不确定的影响，债市表现以震荡为主。

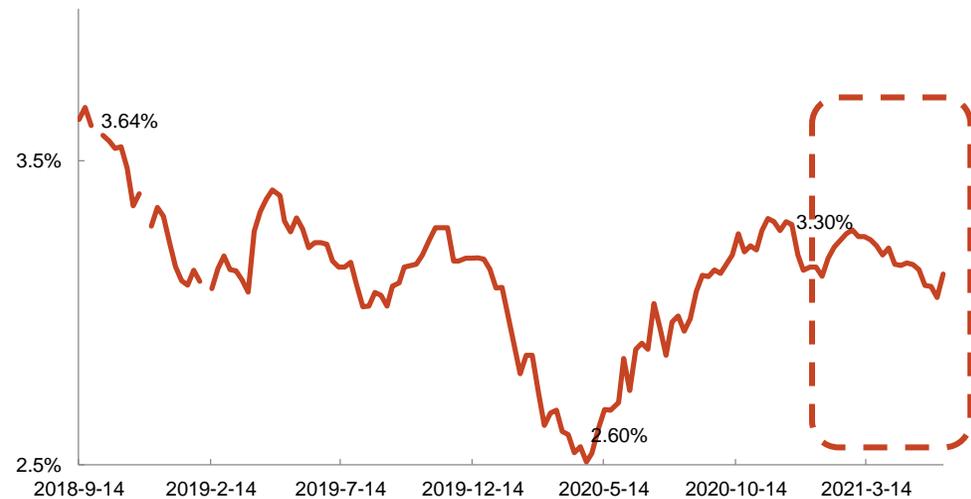
图11：主要指数涨跌幅表现（21年1月1日-6月30日）



资料来源：wind，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

图12：中债十年期到期国债收益率窄幅波动



资料来源：wind，光大证券研究所整理（截止至21年6月份）

- **行业基本面：盈利水平延续高增长**
- **下半年主线：强者恒强+财富管理的蓝海**
- **投资策略：从高波动的 $\beta$ 中寻找确定的 $\alpha$**
- **风险提示**

# 2.1 监管环境：整体趋严，利好合规稳健的券商

■ **资本市场提升权益占比，深化改革不断加速推进。** 资本市场具有参与主体与利益诉求多元，牵一发而动全身的特征，其改革与发展是项系统性的长期工程。资本市场的深化改革加速推进，并且“扶优限劣”，监管合规、稳健经营逐渐成为券商的竞争优势。

表2：资本市场改革相关政策一览

序号	时间	主题	主要内容
1	20210118	证监会发布《关于加强私募投资基金监管的若干规定》	主要内容如下：1) 规范私募基金管理人名称、经营范围，并实行新老划断。2) 优化对集团化私募基金管理人监管，实现扶优限劣。3) 重申私募基金应当向合格投资者非公开募集。4) 明确私募基金财产投资要求。5) 强化私募基金管理人及从业人员等主体规范要求，规范开展关联交易。6) 明确法律责任和过渡期安排。
2	20210226	证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》	修订内容主要如下：1) <b>落实公开发行公司债券注册制</b> ，明确公开发行公司债券的发行条件、注册程序以及对证券交易场所审核工作的监督机制；2) <b>涉及《证券法》的适应性修订</b> ，包括证券服务机构备案、受托管理人相关规定、募集资金用途、重大事件界定、公开承诺的披露义务、信息披露渠道、区分专业投资者和普通投资者等事项；3) <b>加强事中事后监管</b> ，压实发行人及其控股股东、实际控制人，以及承销机构和证券服务机构责任，严禁逃废债等损害债券持有人权益的行为，并根据监管实践增加限制结构化发债的条款；4) <b>结合债券市场监管做出的其他相关修订</b> ，调整公司债券交易场所，取消公开发行公司债券信用评级的强制性规定，明确非公开发行公司债券的监管机制，强调发行公司债券应当符合地方政府性债务管理的相关规定。
3	20210226	证监会发布《证券市场资信评级业务管理办法》	主要修订以下内容：1) 取消证券评级业务行政许可，改为备案管理；2) 鼓励优质机构开展证券评级业务；3) 在相关规章取消公开发行公司债券强制评级，降低第三方评级依赖的基础上，完善证券评级业务规则，规范评级执业行为；4) 增加独立性要求并专章规定；5) 明确信息披露要求并专章规定；6) 强化证券自律组织的自律管理职能；7) 增加破坏市场秩序行为的禁止性规定；8) 提高证券评级业务违法违规成本。
4	20210416	证监会修订《科创属性评价指引（试行）》	修订的主要内容：1) <b>新增研发人员占比超过10%的常规指标</b> ，以充分体现科技人才在创新中的核心作用。修改后将形成“4+5”的科创属性评价指标。2) 按照支持类、限制类、禁止类分类界定科创板行业领域， <b>建立负面清单制度</b> 。3) 在咨询委工作规则中，完善专家库和征求意见制度， <b>形成监管合力</b> 。4) 交易所在发行上市审核中， <b>按照实质重于形式的原则</b> ，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。
5	20210522	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——易会满主席在中国证券业协会第七次会员大会上的讲话	易会满主席主要围绕“证券行业高质量发展”这个主题发表讲话： <b>1、证券行业高质量发展取得良好进展</b> ：1) 服务实体经济和投资者能力不断增强；2) 合规和风险管理体系逐步健全；3) 行业履行社会责任成效显著；4) 行业文化建设付诸实践。 <b>2、准确把握行业高质量发展的本质内涵</b> ：1) 必须坚定贯彻落实新发展理念；2) 必须聚焦实体经济提升服务能力；3) 必须坚持走专业化发展之路；4) 必须持续强化风控能力和合规意识；5) 必须切实提升公司治理的有效性；6) 必须守正笃实推进证券业文化建设。 <b>3、正确处理行业高质量发展的若干关系</b> ：1) 放松管制和加强监管的关系；2) 稳健经营与创新发展的关系；3) 压实责任与明确责任边界的关系；4) 行政监管与自律管理的关系。

## 2.1 监管环境：扶优限劣，引领行业差异化发展

### 证监会公布首批证券公司“白名单”，引领行业差异化发展。有以下四方面内容：

- 一是“减少”审批流程，对纳入白名单的证券公司，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。
- 二是简化部分监管意见书出具流程。首发、增发、配股、发行可转债、短期融资券、金融债券等申请，不再按既往程序征求派出机构、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。
- 三是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。纳入白名单的公司继续按照现有规则及流程申请创新业务监管意见书。
- 四是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，继续按现有流程申请各类监管意见。

表3：首批证券公司“白名单”清单

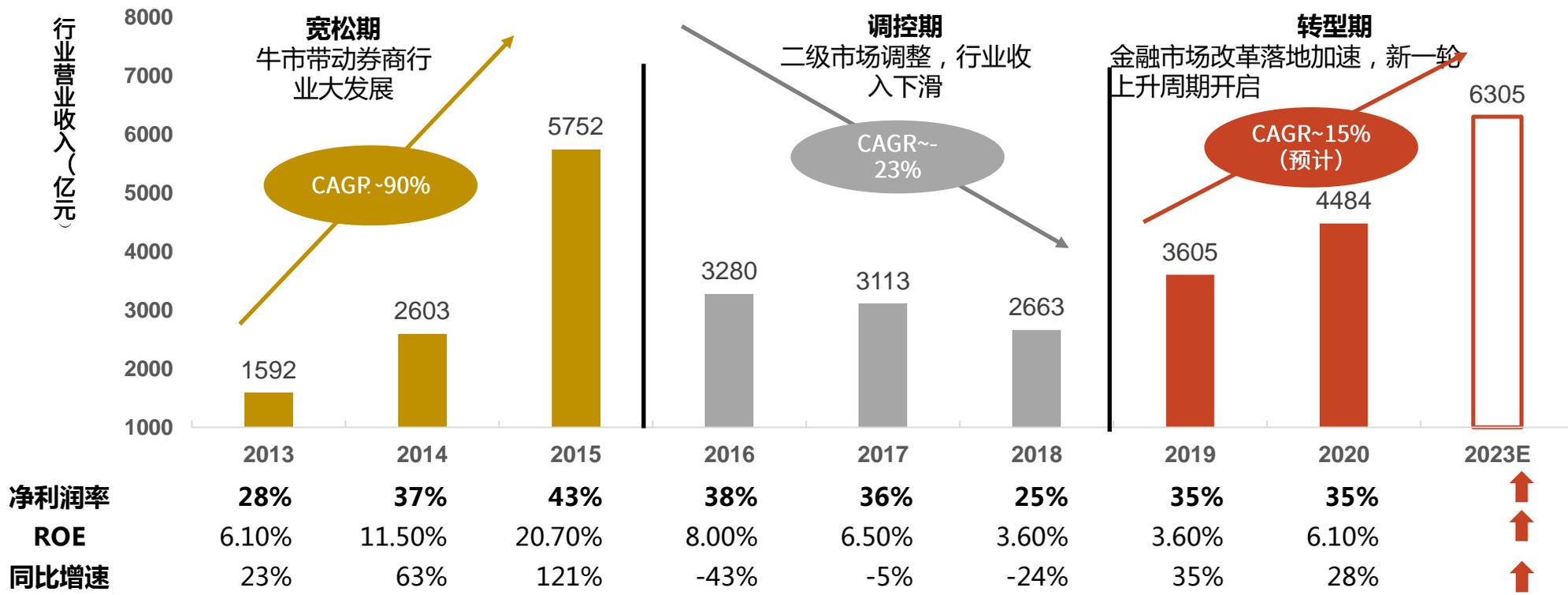
序号	公司名称	序号	公司名称
1	安信证券股份有限公司	16	平安证券股份有限公司
2	北京高华证券有限责任公司	17	瑞银证券有限责任公司
3	东北证券股份有限公司	18	申万宏源证券有限公司
4	东吴证券股份有限公司	19	西部证券股份有限公司
5	东兴证券股份有限公司	20	西南证券股份有限公司
6	高盛高华证券有限责任公司	21	招商证券股份有限公司
7	光大证券股份有限公司	22	浙商证券股份有限公司
8	国金证券股份有限公司	23	中国国际金融股份有限公司
9	国泰君安证券股份有限公司	24	中国银河证券股份有限公司
10	国信证券股份有限公司	25	中航证券有限公司
11	华宝证券股份有限公司	26	中泰证券股份有限公司
12	华泰证券股份有限公司	27	中信建投证券股份有限公司
13	华西证券股份有限公司	28	中信证券股份有限公司
14	华鑫证券有限责任公司	29	中原证券股份有限公司
15	南京证券股份有限公司		

## 2.2 发展趋势与竞争格局：宽松、调控与转型

✓ 我国证券业发展周期经历了宽松期、调控期和转型期三个阶段。未来发展将呈现以下特点：

- 1) 行业竞争加剧，呈现分化整合、客户机构化、业务资本化、全面数字化和运营智能化五大趋势。
- 2) 证券行业处于快速发展期，股权融资、财富管理和各项业务发展空间广阔，市场交易和融资量大  
幅增长。

图13：我国证券业发展周期划分

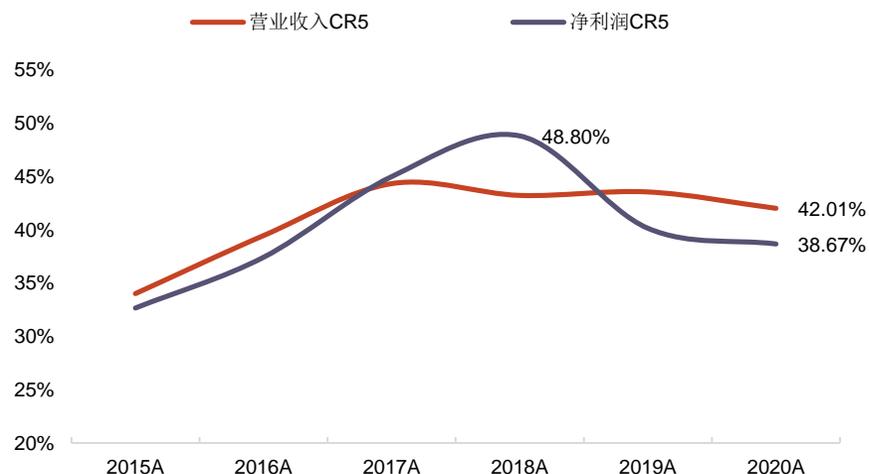


资料来源：麦肯锡《展望2020中国证券业》，光大证券研究所整理，2023年预测数据为原麦肯锡报告预测数据

## 2.2 竞争格局：龙头优势明显，中小寻求差异化突破

- **中长期看竞争格局向龙头集中趋势不变。**从证券行业的内部竞争格局看，龙头券商凭借政策、资本、资源、成本、品牌和人才优势，形成强有力的竞争力。近五年来前五龙头营收和资产规模占比在40%左右，预计市占率将进一步提升。
- **从成熟市场经验看，与大型综合券商提供综合金融服务、从事具有显著杠杆性质且风险较高的业务定位不同，中小券商可以聚焦专业领域、从事中介类风险较低的业务。**例如在高度集中的投行市场精品投行依然对传统大型证券公司产生了强有力的冲击，包括Lazard等在内的精品投行在兼并重组领域的收入排入全球前十；在财富管理领域，嘉信理财通过互联网折扣券商发展模式、美林证券通过特色投顾模式实现了业务的突破。

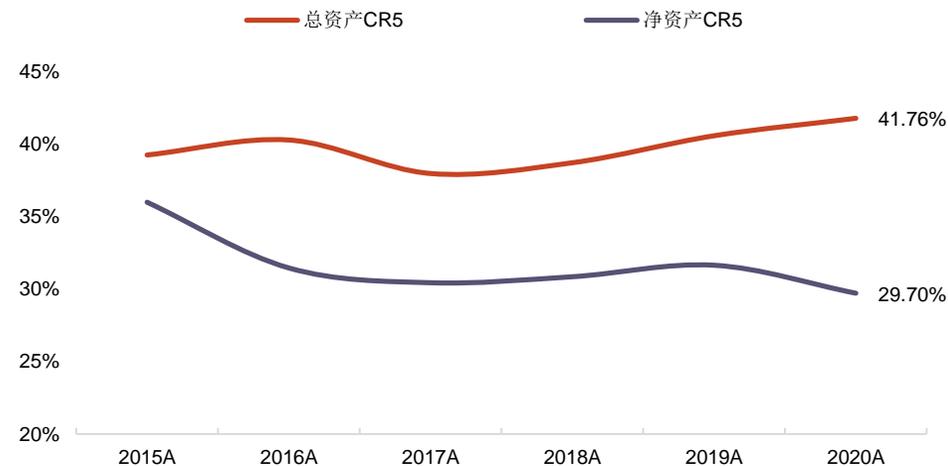
图14：中国证券行业CR5收入和净利润在行业中占比



资料来源：wind，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

图15：中国证券行业CR5资产和净资产在行业中占比



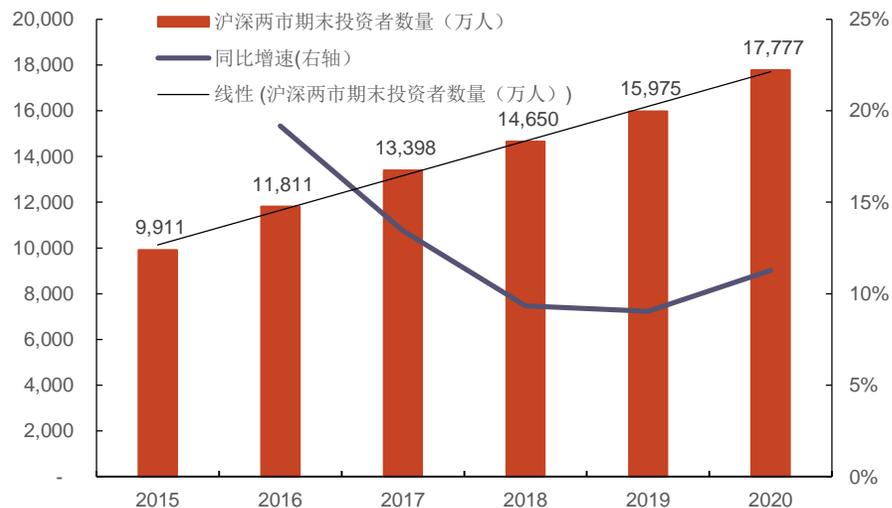
资料来源：wind，光大证券研究所整理

## 2.3 重点业务：财富管理市场广阔，券商优势显著

### 财富管理市场空间广阔，基金投顾资格的获批有助于券商发挥投研能力优势，开拓财富管理市场：

- **销售权益基金有天然的渠道优势。** 券商传统的金融产品代销业务本就为其提供了渠道优势，加之近年权益基金的快速发展带动券商代销规模的大幅上升，券商销售基金的渠道优势更加明显。
- **中高风险偏好客户的积累。** 券商一般是通过经纪业务进行客户积累，因此其客户群体相比于银行客户而言，最大特点就是风险偏好较高，因此其发展成为潜在财富管理客户的可能性更高。
- **投研优势。** 券商常年站在资本市场第一线，需要对市场的变化有着极高的敏锐度，因此往往拥有大型且专业的研究团队，在为高端客户制定定制化产品及服务方面具有明显优势。

图16：2015-2020年沪深两市期末投资者数量



资料来源：wind，光大证券研究所整理

请务必参阅正文之后的重要声明

图17：获得基金投顾资格机构持续增加

获批基金投顾资格机构一览		
获批时间	机构类型	获批机构名称
2019/10/25	基金	华夏（华夏财富）、嘉实（嘉实财富）、易方达基金、南方基金、中欧（中欧钱滚滚）
2019/12/14	独立基金销售机构	腾安基金、蚂蚁基金、盈米基金
2020/3/2	券商	中金公司、中信建投、银河证券、国泰君安、申万宏源、华泰证券、国联证券
	银行	工商银行、招商银行、平安银行
2021/6/25	基金	工银瑞信、博时基金、兴证全球、广发基金、招商基金、汇添富、华安基金、银华基金、交银施罗德
	券商	兴业证券、招商证券、国信证券、东方证券、中信证券、安信证券
2021/7/2	基金公司	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	国金证券、平安证券、光大证券、中银证券、东兴证券、山西证券、中泰证券、华安证券、南京证券、东方财富

资料来源：wind，光大证券研究所整理

## 2.4 业绩展望：预计全年净利润同比增15%以上



### 【核心假设】

整体看2021年在“量”上向好，在“价”上承压。中性假设下，我们预测2021年证券行业营业收入和净利润将实现15%-20%的正增长，ROE预计在7.8%左右。核心预测假设条件如下：

- 经纪：日均股基交易量9500亿，经纪净佣金率万分之2.7；
- 投行：股权融资规模16500亿，投行融资规模较20年增长10%；
- 自营：自营投资率3.8%，自营规模较20年增长10%；
- 资管：规模保持稳定，综合费率较20年增加0.02pct；
- 资本中介：两融余额增长30%，股质规模企稳，负债成本较20年下降0.1pct；
- 净利润率：较20年提升1pct至36%。

表4：证券历年业绩数据

项目	2017A	2018A	2019A	2020A
<b>经纪业务 (亿元)</b>	<b>820.92</b>	<b>623.42</b>	<b>786.63</b>	<b>934.02</b>
日均股基成交额 (亿元)	5,052.39	4,121.24	5,533.65	8,849.00
净佣金率 (%)	3.36	3.11	2.89	2.75
同比	-22.04%	-24.06%	26.18%	18.74%
总收入中占比	26.37%	23.42%	21.82%	21.97%
<b>投行业务 (亿元)</b>	<b>509.61</b>	<b>369.96</b>	<b>482.65</b>	<b>637.88</b>
股权融资收入 (亿元)	196.81	70.16	130.02	214.72
规模 (亿元)	11,478.89	6,931.82	8,174.64	15,000.00
费率	1.71%	1.01%	1.59%	1.43%
债券融资收入 (亿元)	162.53	188.3	247.42	296.9
规模 (亿元)	74,473.27	84,364.72	105,738.66	126,886.39
费率	0.22%	0.22%	0.23%	0.23%
其他融资收入 (亿元)	150.26	111.5	105.21	126.25
投行净收入 (亿元)	509.61	369.96	482.65	637.88
同比		-27.40%	30.46%	32.16%
总收入中占比	16.37%	13.90%	13.39%	15.01%
<b>自营业务 (亿元)</b>	<b>860.98</b>	<b>800.27</b>	<b>1221.6</b>	<b>1349.49</b>
自营投资规模 (亿元)	20,137.19	26,102.04	32,238.33	37,074.00
投资收益率 (年化)	3.89%	3.46%	4.19%	3.64%
同比		-7.05%	52.65%	24.69%
总收入中占比	27.66%	30.06%	33.89%	31.75%
<b>资管业务 (亿元)</b>	<b>310.21</b>	<b>275</b>	<b>275.16</b>	<b>299.6</b>
资管规模 (万亿元)	17.26	14.11	12.29	8.9
综合费率	0.18%	0.18%	0.21%	0.33%
同比		-11.37%	0.22%	3.18%
总收入中占比	9.97%	10.33%	7.63%	7.05%
<b>融资业务 (亿元)</b>	<b>348.09</b>	<b>214.85</b>	<b>463.66</b>	<b>597</b>
同比		-38.28%	115.81%	28.76%
总收入中占比	11.18%	8.07%	12.86%	14.04%
<b>其他业务 (亿元)</b>	<b>263.05</b>	<b>378.93</b>	<b>375.13</b>	<b>432.72</b>
其他业务收入 (亿元)	263.47	379.37	374.13	448.96
同比		43.99%	-1.38%	20.00%
<b>合计 (亿元)</b>	<b>3112.86</b>	<b>2662.43</b>	<b>3604.83</b>	<b>4250.71</b>
同比		-14.47%	35.40%	17.92%
净利润率	36.30%	25.02%	34.15%	35.00%
净利润 (亿元)	1,129.95	666.2	1,230.95	1,487.75
同比		-41.04%	84.77%	20.86%
净资产 (万亿元)	1.85	1.89	2.02	2.23
较上年末		2.16%	6.88%	10.00%
ROE	6.48%	3.56%	6.30%	7.01%

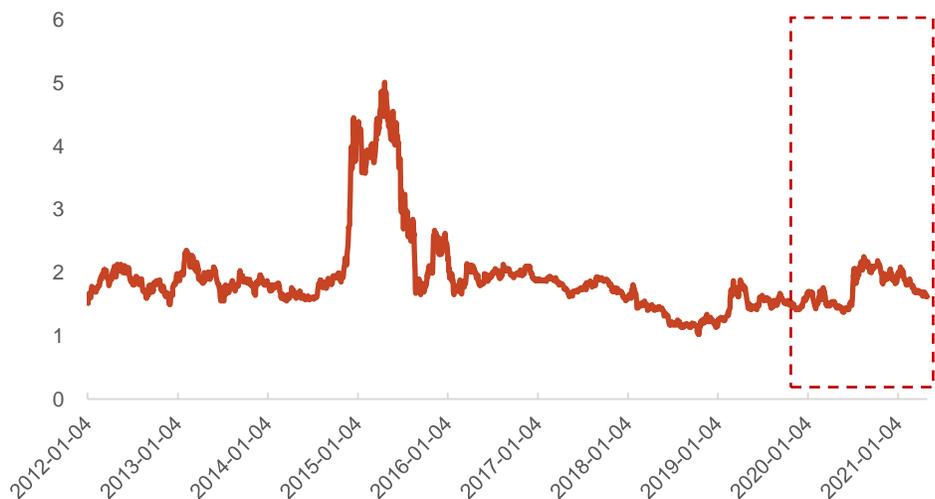
资料来源：中国证券业协会，光大证券研究所整理

- **行业基本面：盈利水平延续高增长**
- **下半年主线：强者恒强+财富管理的蓝海**
- **投资策略：从高波动的 $\beta$ 中寻找确定的 $\alpha$**
- **风险提示**

# 3.1 行业估值：调整后处于历史低位

- 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7月15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%，估值已经反映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。
- 短期看主动性基金持续减持券商股与部分券商的再融资减持是行业估值回落的主要原因。但从长期来看，一方面直接融资规模和权益市场保持上升趋势，带动券商相关收入提升；另一方面各大券商积极布局其财富管理业务，券商财管业务的转型有望带动行业ROE上升。因此，总体上看当前券商行业估值下跌是由于行业转型及各方面短期因素叠加的结果，长期上来看估值有较大回升空间。

图18：证券行业市净率变化情况



资料来源：wind，光大证券研究所整理（截止至2021年6月份）

请务必参阅正文之后的重要声明

图19：券商行业与沪深300指数行业对比

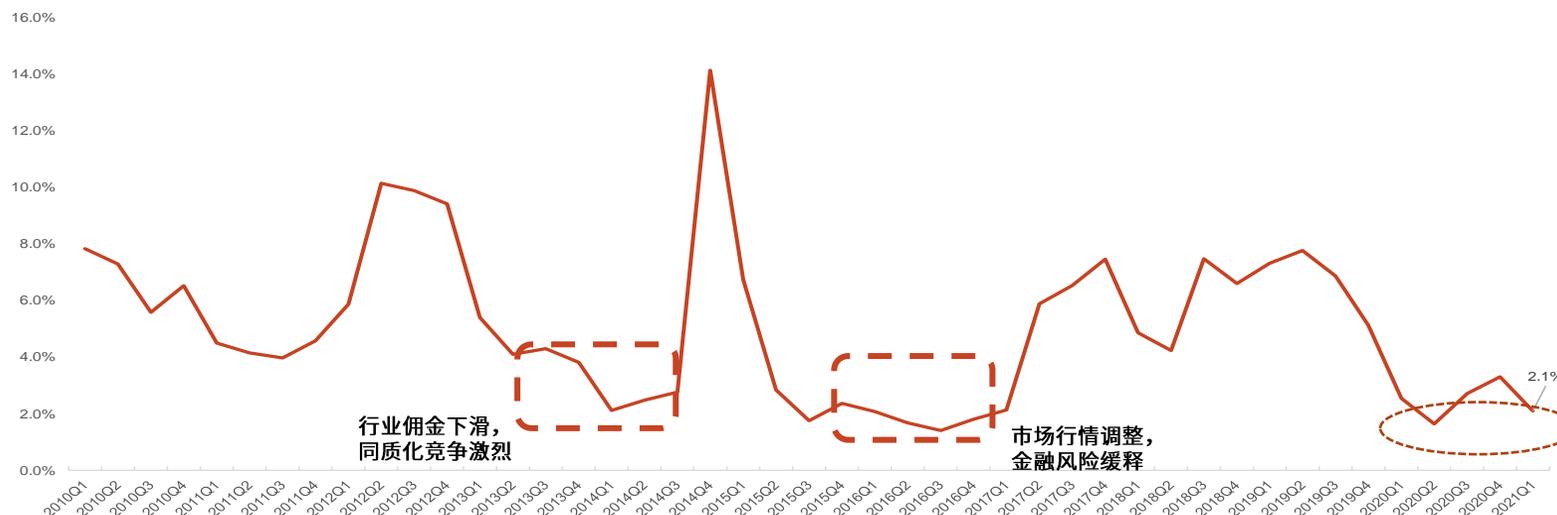


资料来源：wind，光大证券研究所整理（截止至2021年6月份）

## 3.2 基金持仓：非银持仓下降至2.1%左右

- 截止2021年1季度，偏股型基金非银金融持仓占比2.1%，处于历史低位。具体来看，从20年下半年开始，主动性基金抱团减持券商股的趋势已经较为明显，截止今年一季度，主动性基金前十大重仓股中，券商板块占比较年初下降约0.43个百分点，已处于2014年已来最低点。
- 主要原因有：当前虽然券商积极发展其财富管理业务，然而业务转型尚未完成，对收入贡献相对有限，传统券商在财富管理赛道仍未体现出特别明显的竞争优势。行业风格方面，今年以来资金向科技、消费等方向集聚，金融板块整体关注度有限。

图20：A股偏股型基金非银金融持仓占比



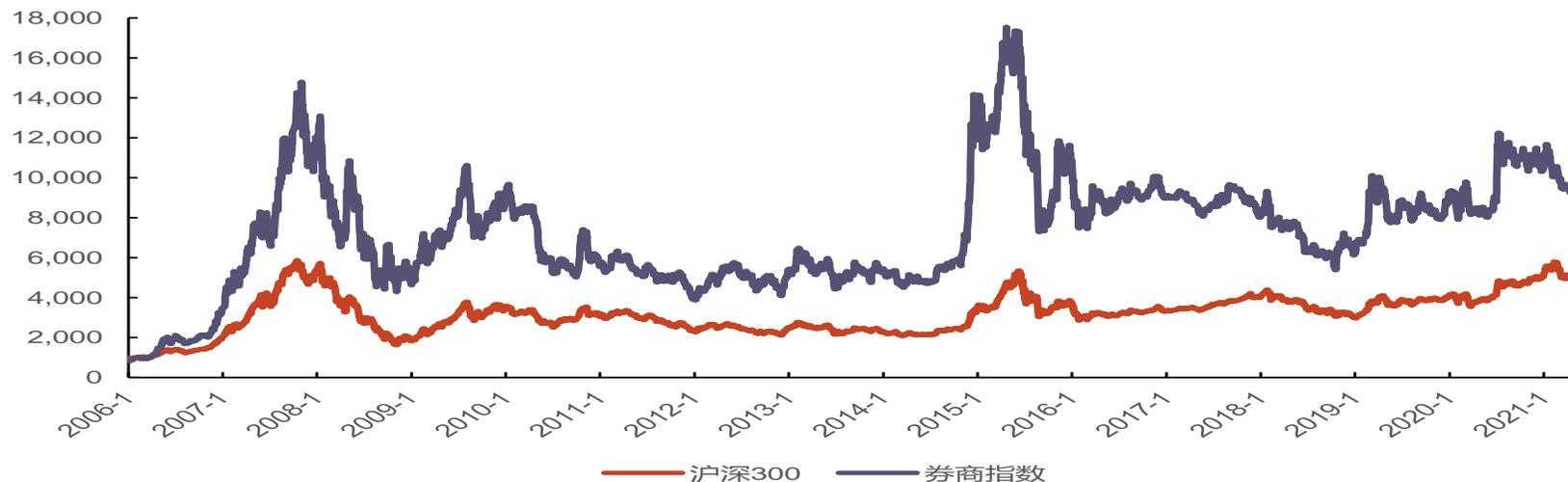
资料来源：wind，光大证券研究所整理

### 3.3 投资建议：在高波动的 $\beta$ 中寻找确定性的 $\alpha$ 收益



- 券商仍然表现出高 $\beta$ 属性：虽然券商近年来经纪收入占比越来越低，业务收入越发多元、创新业务占比提升，但业务对市场量价的依赖度依旧很高，2020年行业自营收入与经纪业务在收入中占比超过50%，因此仍然呈现高 $\beta$ 属性。从券商的历史表现和市场风格来看，券商大部分时间在牛市或反弹市的初期获取超额收益。
- **券商在特殊时期也表现出一定的 $\alpha$ 属性，背后的主要因素是资本市场改革和行业转型。**例如在2012-2013的券商创新大会，行业业务创新提速，行业正式向多元化和重资产转型，市场对券商业务创新反应积极，业务创新和转型下券商盈利能力的提升。目前在监管“扶强限劣”、资本市场改革红利等因素催化下，部分券商有望实现 $\alpha$ 收益。

图21：券商行业体现出高 $\beta$ 属性

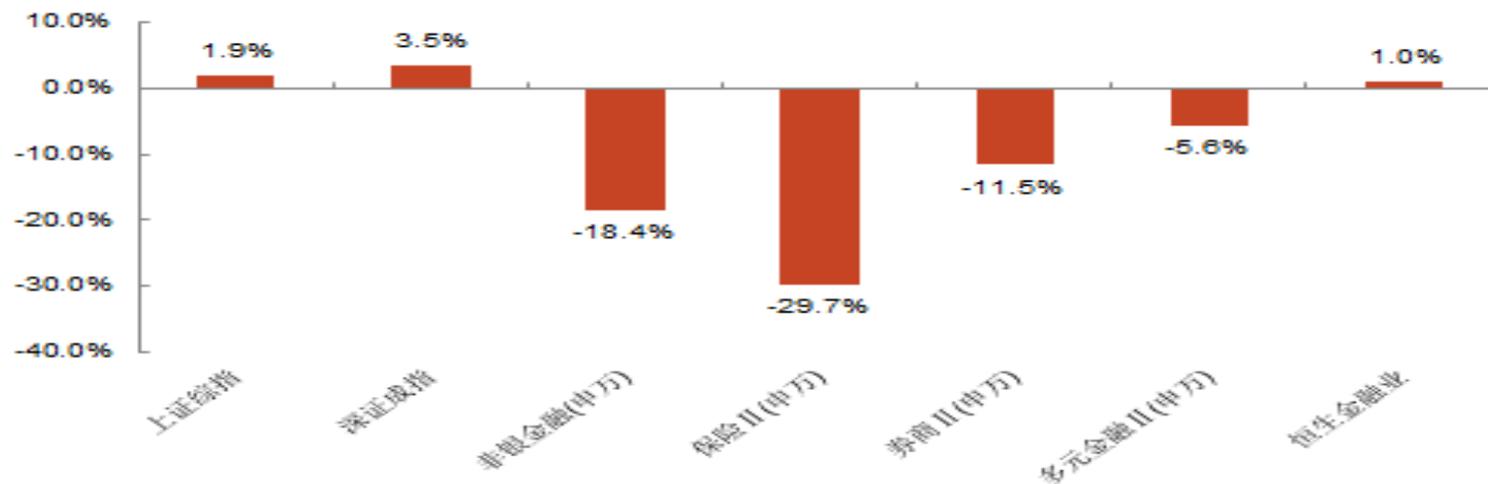


资料来源：wind，光大证券研究所整理（截止至2021年6月份）

### 3.3 投资建议：在高波动的 $\beta$ 中寻找确定性的 $\alpha$ 收益

- 上半年资本市场震荡导致券商业绩表现较弱，展望下半年，在资本市场深改积极的大背景下，我们仍看好资本市场下半年表现，同时考虑业务转型等方面有积极因素，**我们认为证券行业盈利水平将回升，目前估值位于低位有配置价值，维持行业“增持”投资评级。**
- 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。建议关注两条主线：1) 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；2) 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，建议关注中信证券（A+H），华泰证券（A+H）。

图22：2021年主要指数涨跌幅（截止到2021年7月16日）



- 行业基本面：盈利水平延续高增长
- 下半年主线：强者恒强+财富管理的蓝海
- 投资策略：从高波动的 $\beta$ 中寻找确定的 $\alpha$
- 风险提示

-  1: 资本市场改革推进较预期滞后。注册制等资本市场改革是项系统工程，需要不断地验证与实践，虽然改革整体利好券商发展，但改革进度和节奏可能低于预期。
  
-  2: 金融市场的信用风险。若发生部分行业、部分地区的信用风险，可能造成金融市场动荡，证券公司作为金融市场的重要参与者，风险暴露可能加剧。
  
-  3: 二级市场大幅调整风险。证券公司业绩与股市表现息息相关，若二级市场出现大幅调整，会影响证券公司股价表现。

# 衷心 感谢

---

光大证券研究所



非银金融研究团队

王一峰

📄 执业证书编号: S0930519050002

☎ 电话: 010-57378038

✉ 邮件: wangyf@ebscn.com

王思敏

📄 执业证书编号: S0930521040003

☎ 电话: 010-57378039

✉ wangsm@ebscn.com

## 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曾与，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。

## 行业及公司评级体系

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。

## 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。