

证券行业中期策略

2021年7月23日



中航证券有限公司

AVIC SECURITIES CO., LTD.

业务转型加速推进，板块估值仍待修复——证券行业2021年中期策略报告

行业评级：增持

分析师：薄晓旭
证券执业证书号：S0640513070004

研究助理：师梦泽
证券执业证书号：S0640120110027

- **短期来看，券商板块当前估值与业绩背离，看好头部券商估值修复机会。** 2021年上半年，市场整体活跃，股基成交额持续提升，两市融资余额持续创出2015年高点下跌后6年来的新高，衍生品交易规模持续提升。根据中证协公布的数据显示，2021年上半年139家证券公司实现营业收入2324.14亿元，实现净利润902.79亿元，券商获得仅次于2015年的历史第二好成绩。但上半年行业指数及个股行情低迷，大幅跑输大盘。券商板块当前估值与业绩背离，尤其是资金实力、风险定价能力、产品设计能力、机构客户布局等各方面优势显著的头部券商业绩表现优越，但估值普遍偏低，短期建议关注低估值头部券商的估值修复机会。
- **长期来看，在当前资本市场深化改革的大背景下，券商板块具有几条较为清晰的发展方向：**
 - ✓ **第一，经纪业务向财富管理转型。** 从宏观环境角度来看，中国居民可投资本和高净值人群的增加导致中国市场财富管理的需求越来越大。且近两年由于国家“房住不炒”政策的限制，社会资金逐渐转向权益性投资，财富管理业务前景广阔。从业务特征来看，财富管理具备以客户为中心和全方位综合性服务的特点，客户粘性较大，价值创造能力和抗周期性较强，券商有望借助财富管理业务提升业绩抗周期能力，进而提升券商估值。目前各券商已陆续深化财富管理转型发展，提升资产配置服务能力，建议关注财富管理转型较为成功的券商。
 - ✓ **第二，资管业务向主动管理转型。** 资管新规发布以来，资管业务规模和收入均有所下降，集合资管产品公募化和主动管理是资管业务的主要转型方向。根据央行规定，资管新规过渡期至今年年底结束，届时将对券商资管的优质资产价值发现能力、产品创新能力及风险控制能力等综合水平提出更高水平的要求，因此，券商资管业务主动管理转型的程度至关重要，建议关注主动管理能力较强的券商。
 - ✓ **第三，注册制改革全面落地势在必行，投行业务储备丰富、定价能力强的券商优势明显。** “十四五”规划明确提出“全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重”。注册制使得发行承销机制更加市场化，一方面，发行上市条件更加精简，更具包容性，全面实行注册制有望进一步提升股权融资规模；另一方面，发行承销、跟投等机制也使券商投行从单一的通道式的保荐承销模式向“保荐承销+投资”模式转变。预计在注册制全面落地的趋势下，投行业务储备丰富、定价能力强的券商将更多受益于注册制改革红利。

目录

1

板块震荡下行，估值与业绩背离

2

细分业务亮点纷呈

3

投资策略：长期关注三条主线

4

重点公司

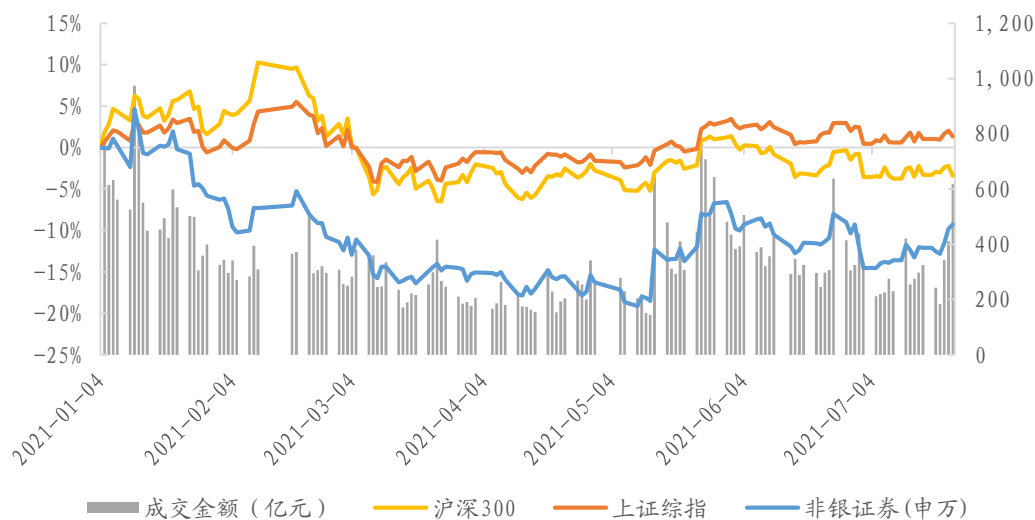
1.1 板块表现：板块震荡下行，估值与业绩背离

- **板块整体表现弱于大市。**截至7月23日，申万非银指数累计下降17.40%，在申万28个行业中排名第27，其中申万券商指数累计下降8.65%。跑输上证综指10.88pct，跑输沪深300指数6.31pct。
- ✓ **节后券商板块大幅回调。**1月1日-5月13日，券商板块累计下跌17.93%。2021年以来，证监会多次强调压实中介责任，针对券商尤其是投行业务的监管呈现加强趋势。
- ✓ **政策及消息面刺激下短暂上升。**5月13日-5月31日，市场交投活跃，券商板块估值得以修复，累计上涨12.00%。主要收到政策和消息两个层面的影响（见下表）。
- ✓ **6月板块维持震荡趋势。**5月31日-6月30日，券商板块累计下跌2.72%。受到货币政策常态化的影响，6月第一周两市成交额增速下降，延续至6月的第二到三周，市场日均成交额持续负增长。同时，5月31日-6月18日，陆港北向资金连续三周净流出。市场交投热情有所回落，影响券商板块在6月的前三周，即5月31日到6月18日累计下跌4.91%。而6月的最后一周，为维护年中流动性平稳，央行6月25日开展300亿元7天期逆回购操作，市场流动性合理充裕。同时，第二批基金投顾业务试点资格批文陆续公布，流动性和消息面的双重利好刺激板块回升，6月21日至6月25日，累计回升3.61%。
- ✓ **7月板块受政策及中报业绩利好。**6月25日-7月5日，受市场波动影响，券商板块跟随市场下调6.59%。随后在7月5日-7月23日，两市成交量创2020年8月以来的新高，市场交投活跃，叠加科创板引入做市商制度，多家券商公布业绩预告表现出色等利好消息的刺激，以及7月7日央行发布消息称7月15日下调金融机构存款准备金率0.5pct，短期内流动性得到释放，多重因素刺激下，板块累计上涨5.28%。

图表1：2021年5月券商板块上涨原因

政策层面			
5月25日	上海市 政府	关于加快推进上海全球资产管理中心建设的若干意见	提出一系列利好支持资管机构及相关金融机构发展的政策优惠。明确支持基金公司上市。
5月28日	证监会	首批证券公司“白名单”	29家券商入围，纳入白名单的券商享受创新试点类业务申请特权。
消息层面			
5月13日	中基协	2021年一季度代销机构公募基金保有量规模前100名单	券商共上榜47家，超过银行、保险及第三方销售机构
5月22日	易会满主席	在中国证券业协会第七次会员大会上发表演讲	实现证券行业高质量发展应向专业化和差异化发展

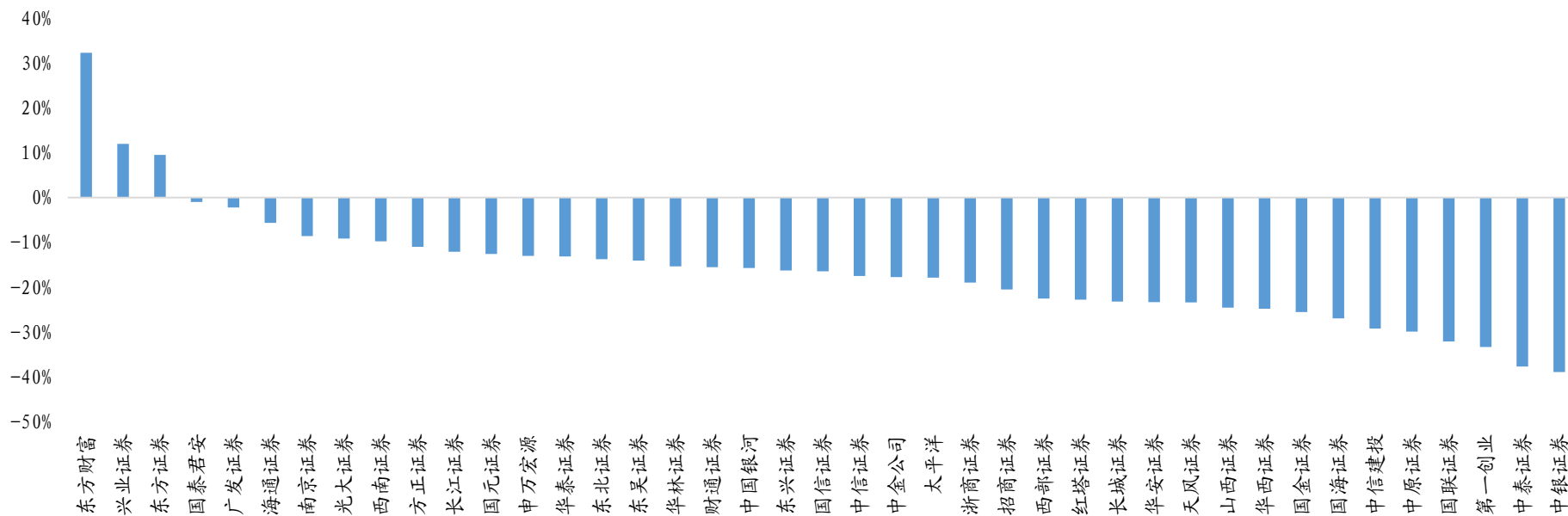
图表2：2021年上半年券商行业指数走势



1.2 个股分析：除东方财富与兴业证券，券商个股普跌

- **个股普跌**：2021年1月1日至7月23日，41家上市券商除东方财富、兴业证券外、东方证券外，均出现不同程度的下跌。东方财富上涨32.29%，兴业证券上涨11.98%，东方证券上涨9.48%。
- **财富管理实力较强的公司表现较好**。东方财富作为互联网券商将金融科技与财富管理有机结合，借助东方财富网、天天基金网和股吧三大互联网平台积累顾客基础，并将海量的用户优势与互联网财富管理生态圈相结合，发挥整体协同效应。这一种依托互联网平台获取长尾客户来推动财富管理业务发展的经营模式及其成长潜力，获得市场广泛认可。兴业证券实施以财富管理业务在大机构业务“双轮驱动”战略，经纪业务规模大幅提升，代销金融产品业务收入同比上涨170%，稳居行业前 10。同时，6月25日，兴业证券及子公司兴证全球基金均正式获得中国证监会基金投顾业务试点资格，财富管理能力进一步加强。
- **次新股波动幅度较大**：2020年上市的国联证券、中泰证券、中银证券涨跌幅整体排名靠后。次新股2020年涨幅较大，整体估值偏高，今年上半年板块整体行情偏弱，叠加市场对限售股解禁的担忧，导致次新股回调压力较大。

图表3：2021年上半年41家上市券商个股行业涨跌幅排行



1.3 估值与业绩背离

- **预计2021年中报业绩大增。**截至7月23日，已有28家券商公布业绩预告，共计实现归母净利润约695.82亿元（公布归母净利润区间的根据区间平均值计算）。其中，25家券商实现业绩增长，大部分券商的归母净利润增长率大于20%。中信证券归母净利润超过100亿元，暂居第一。中原证券归母净利润同比增长583.27%-712.92%，实现高水平增长。此外，海通证券在去年同期归母净利润行业第四的高基数上，再次实现47.8%的大幅增长。预计2021年行业整体盈利将实现高水平增长。
- **2021年上半年，券商板块估值持续走低。**在业绩表现屡创新高的高点，证券板块估值自2020年8月中旬以来持续震荡下行。7月23日，申万二级券商指数的PB估值为1.77，位于2011年以来的40分位点附近，估值有较大提升空间。
- **业绩表现与行业估值背离。**2021年上半年，券商行业各项数据向好，白名单、基金投顾试点资格、全面降准等多项利好政策频发，但券商股持续走弱，业绩与估值背离，我们认为主要有以下四点原因：货币政策常态化、全面注册制进度低于预期、大量券商增发和外资券商进入竞争加剧。

图表4：已公布2021H1业绩预告的上市券商

公司	归母净利润 (亿元)	同比增长	公司	归母净利润 (亿元)	同比增长
中信证券	107.11~116.04	20%-30%	中泰证券	16.60~17.98	20.00%-30.00%
海通证券	81.04	47.80%	长江证券	13.18~15.07	40.00%-60.00%
招商证券	55.04~59.38	27%-37%	方正证券	13	102.70%
国信证券	45~51	53%-73%	东吴证券	12.89~13.92	25%-35%
中信建投	45.29	-1.08%	浙商证券	8.52~9.17	30%-40%
中金公司	44.25~50.35	45%-65%	国元证券	8.46	-36.99%
中国银河	40.85~42.62	15%-20%	西南证券	6.43~7.71	50%-80%
东方财富	35~40	93.53%-121.18%	财达证券	3.86~4.70	85.00%-125.00%
东方证券	24.42~27.47	60%-80%	华创阳安	3.52~4.34	30%-60%
兴业证券	22.67~25.91	40%-60%	中原证券	2.11~2.51	583.27%-712.92%
光大证券	22.62	5.13%			

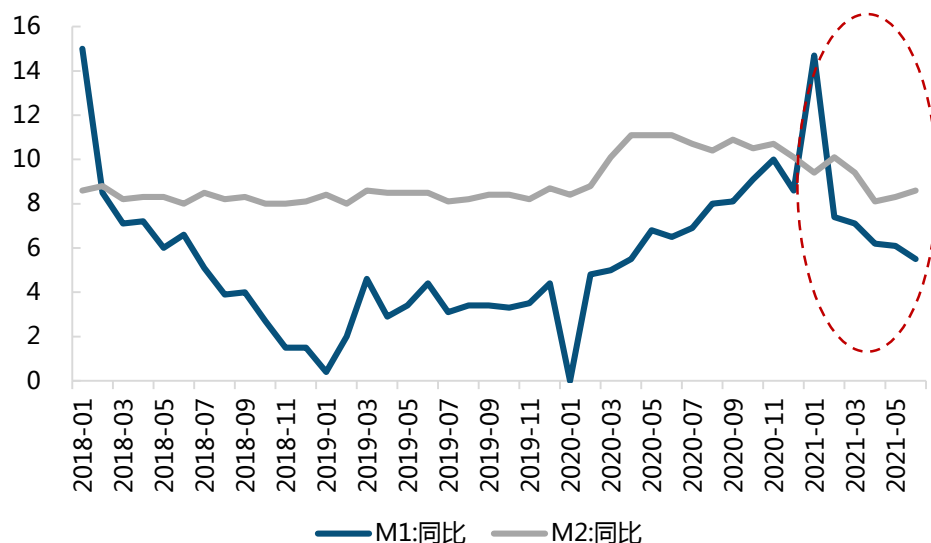
图表5：2021年H1券商PB与PE估值变化



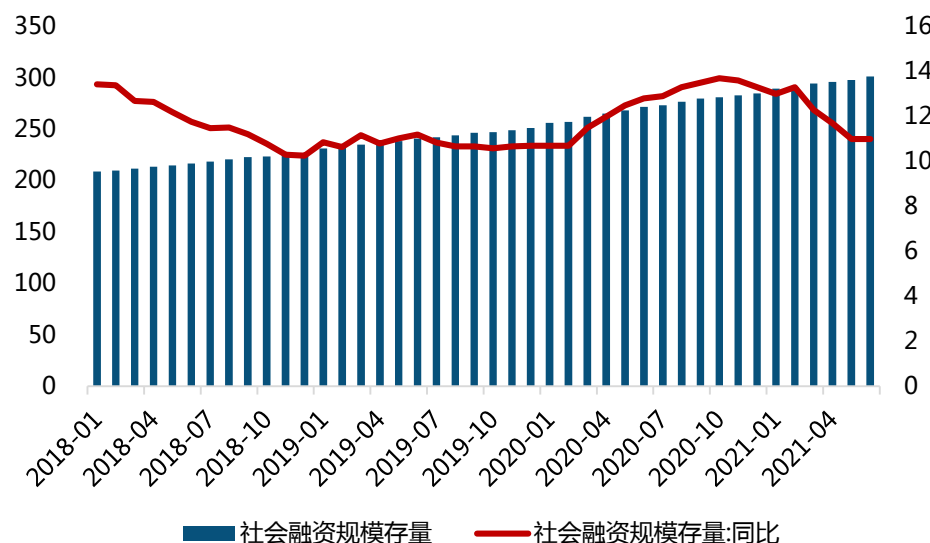
1.3 估值与业绩背离原因一：货币政策回归常态化

- **货币政策回归常态化。**为缓解疫情对经济的冲击，2020年初，央行通过降准、公开市场操作和中期借贷便利操作，加大逆周期调节力度，逆回购与MLF中标利率均下降10个基点，保持市场流动性合理充裕。随着疫情得到控制，2020年5月开始，货币政策开始逐步回归常态化。据相关金融指标统计，2020年6月M2同比增长11.1%，达到近3年峰值，之后持续回落，2021年6月同比增速已回落至8.6%，与疫情前水平相当。社会融资规模存量稳定增长，但增速也呈现回落态势，截至2021年6月，社融同比增速为11.0%，基本回落至2019年同期水平。
- **预计下半年货币政策仍将保持稳健中性。**7月9日，央行宣布从7月15日起下调金融机构存款准备金率0.5个百分点，本次全面降准主要是为了对冲下半年集中到期的MLF，长期影响有限，并不能作为一种流动性宽松的信号。同时，7月13日，在国新办举行的上半年金融统计数据情况新闻发布会中孙国峰指出，下一步中国货币政策将坚持稳字当头，坚持正常货币政策，坚持货币政策的自主性，预计下半年货币政策仍将保持稳健中性。流动性由相对宽裕转为中性，对券商板块的估值产生抑制作用。

图表6：M1、M2同比增速（%）



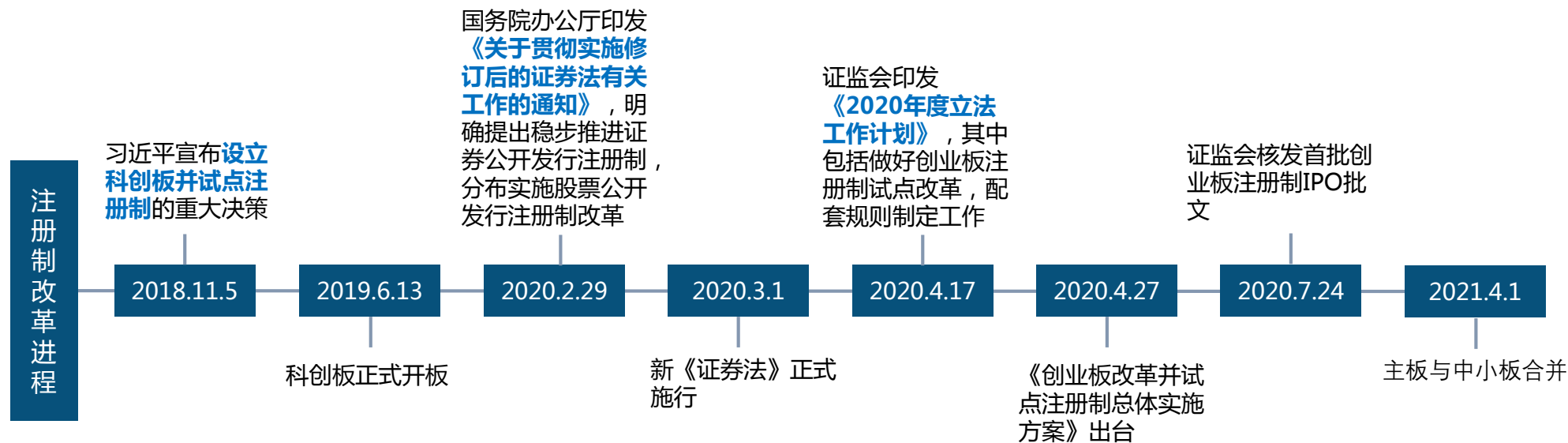
图表7：社会融资规模存量（亿元）及增速（%）



1.3 估值与业绩背离原因二：全面注册制改革年内难以落地

- **注册制改革不及预期。**科创板和创业板注册制已先后于2019年和2020年落地，今年以来，“带病闯关”、“撤回潮”、信息披露等各类问题频现，反应了拟上市公司质量参差不齐，券商IPO保荐专业能力不足等问题，监管部门多次强调并发布相应政策压实中介机构责任、加强拟上市企业股东穿透核查和信息披露监管、明确科创板的“硬科技”属性等，市场普遍预计全面注册制改革难以在年内落地，券商板块缺乏事件推手。
- **监管继续压实中介责任。**7月6日，中办、国办首次联合印发打击证券违法活动相关文件《关于依法从严打击证券违法活动的意见》，《意见》是当前和今后一个时期全方位加强和改进证券监管执法工作的行动纲领。7月9日，证监会发布了《关于注册制下督促证券公司从事投行业务归位尽责的指导意见》，《指导意见》的制定主要是围绕注册制下中介机构执业质量普遍不高、制度规则体系不够健全、市场约束机制不够有力等突出问题。《意见》与《指导意见》的出台表明了监管进一步压实中介结构责任、维护资本市场秩序的决心。

图表8：注册制改革进程



- **券商再融资热潮持续。**继2020年多家券商再融资之后，据统计，2021年上半年共有14家券商进行再融资，大部分券商选择增发或配股的方式，提升资本实力。券商频繁再融资的主要原因有以下几点：
 - ✓ 第一，在“去杠杆”、防范金融系统性风险等政策的指导下，行业经营对资本依赖度提高，券商营收构成向重资产业务倾斜，收入的增长更依赖于其净资本的扩张；
 - ✓ 第二，在监管层“打造具有国际竞争力的航母级券商”、支持行业优胜劣汰做大做强的大背景下，在净资本存量及增量上优势明显的全牌照券商更具竞争优势。
- **再融资对股价产生抑制作用。**2021年上半年，券商板块行情低迷，增发及配股更容易被投资者视为一种“利空”信号，尽管部分券商的大股东承诺全额认购，但依然会对二级市场造成压力。

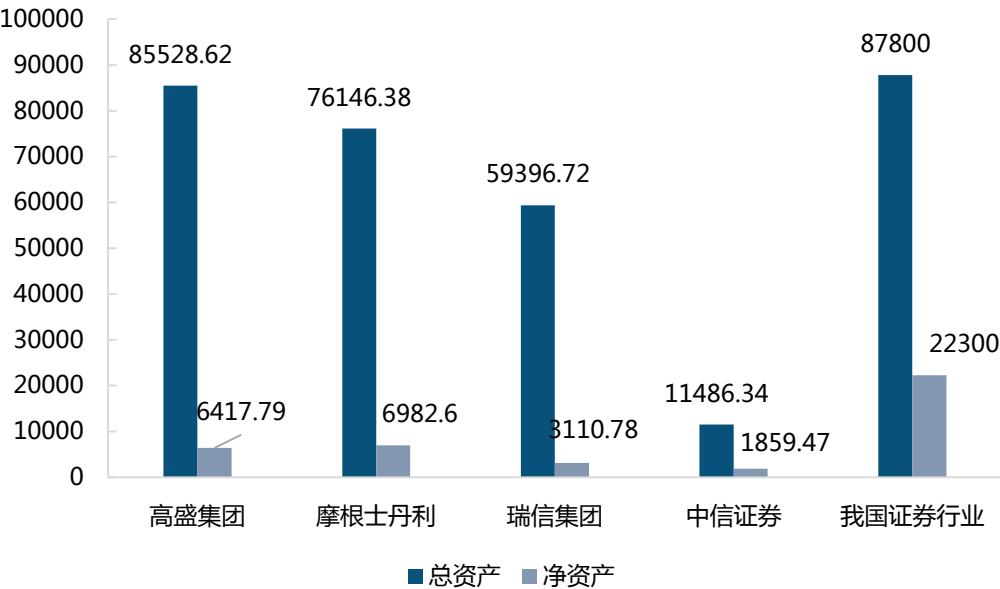
图表9：2021年上半年券商再融资情况

日期	券商	内容	募集总金额（亿元）
1月18日	西部证券	增发	74.63
1月28日	东方财富	可转债	158
2月27日	国海证券	增发	不超过85
3月31日	东方证券	配股	不超过168
4月30日	东吴证券	配股	不超过85
5月1日	天风证券	增发	81.79
5月22日	浙商证券	增发	28.01
5月29日	财通证券	配股	不超过80
6月4日	锦龙股份	增发	不超过33.2376
6月19日	华安证券	配股	39.62
7月3日	东兴证券	增发	不超过70
7月6日	国联证券	增发	不超过65
7月22日	红塔证券	配股	不超过80
7月22日	中信证券	配股	不超过280

1.3 估值与业绩背离原因四：金融加速对外开放，外资券商抢滩中国市场

- 取消外资券商持股比例限制。**中国资本市场对外开放程度不断加深，2020年4月1日起，证监会取消证券公司外资持股比例，多家境外大型投行机构加速进入中国市场。2021年7月13日，华鑫股份发布公告称，摩根士丹利华鑫证券完成了股权转让事项所涉及的工商变更登记。摩根士丹利对摩根华鑫证券的持股比例已经升至90%。6月30日，瑞信集团公告，其在中国的合资证券公司瑞信方正证券有限责任公司已更名为瑞信证券（中国）有限公司。5月11日，上海自贸区陆家嘴管理局与法巴银行、盈透证券分别签署战略合作备忘录，支持法巴银行、盈透证券在陆家嘴设立外资券商。随着外资不断进入中国市场，国内资本市场竞争将更加激烈。
- 外资券商资本实力较强。**从资产实力来看，高盛集团2021年第一季度实现总资产8.55万亿元，而我国证券行业整体资产总值为8.78万亿元。高盛集团资产总值是我国第一大券商中信证券总资产的7.4倍，摩根士丹利是中信证券的6.6倍，瑞信集团是中信证券的5.2倍。净资产的差距相对较小，2021年第一季度高盛集团实现净资产6417.79亿元，是中信证券的3.5倍，摩根士丹利是中信证券的3.8倍，瑞信集团是中信证券的1.7倍，外资券商的资本实力整体强于国内券商。总的来看，我国券商仍与外资券商存在较大差距，随着外资券商持股比例的放开，我国资本市场的竞争势必会更加激烈，也给国内券商股价增长带来压力。

图表10：国内外券商实力对比（亿元）



图表11：外资券商控股情况

外资控股券商	外资股东	外资持股比例
汇丰前海证券	香港上海汇丰银行	51%
瑞信证券	瑞信集团	51%
高盛高华证券	高盛集团	51% (拟变更为100%)
瑞银证券	瑞士银行	51%
摩根士丹利华鑫证券	摩根士丹利国际	49%
摩根大通证券	摩根大通国际金融公司	51%
野村东方国际证券	野村控股株式会社	51%
大和证券	大和证券集团	51%
星展证券	新加坡星展银行	51%
东亚前海证券	东亚银行	49%
法巴证券	法巴银行	/
盈透证券	盈透证券	/

资料来源：WIND、公司公告、中航证券研究所整理

目录

1

板块震荡下行，估值与业绩背离

2

细分业务亮点纷呈

3

投资策略：长期关注三条主线

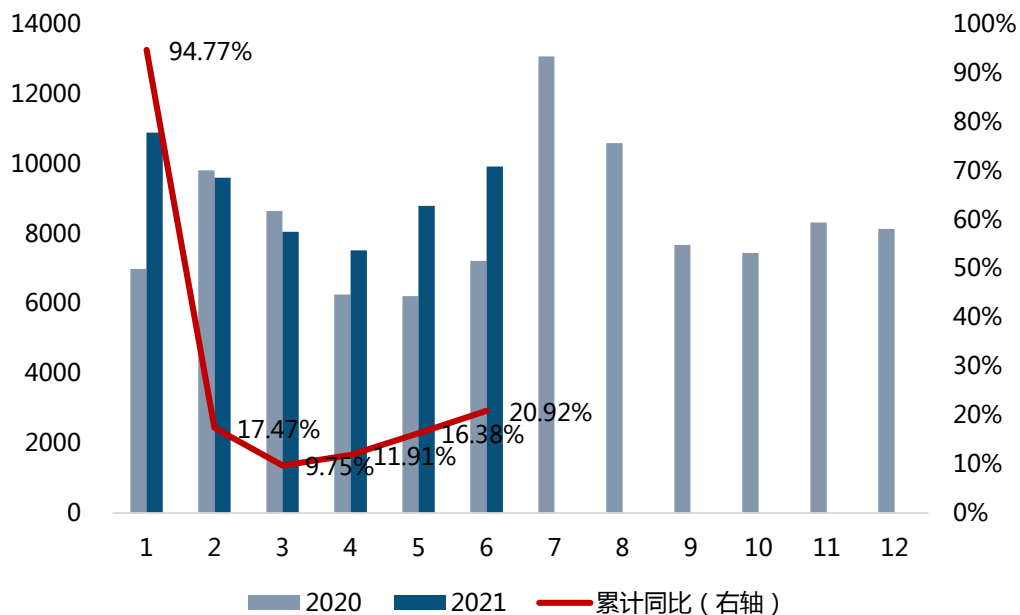
4

重点公司

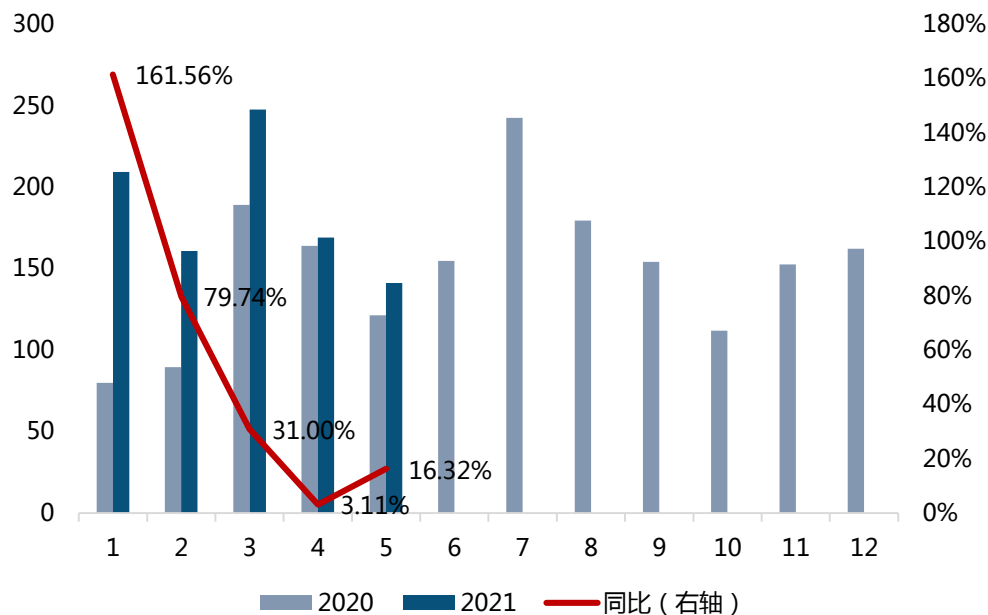
2.1 经纪业务：证券市场活跃，投资者数量持续增加

- 国内证券市场整体较为活跃。**截至7月23日，2021年累计有51个交易日单日成交额突破1万亿，而2020年全年共有48个交易日单日成交额突破1万亿。累计实现两市股基成交额126.84万亿元，同比增长12.91%，实现日均成交额9395.43亿元，同比增长12.08%。截至2021年7月23日，陆港通北向资金净流入2374亿元，较2020年同期提升984亿元，同比增加70.79%，市场表现高于去年同期水平。年内表现来看，2021年1月，A股维持了自2020年以来的高景气度，成交额同比大幅增长94.77%。年后市场风格切换，2-3月A股成交额大幅下降，4月之后持续小幅回升。
- 投资者数量持续增加。**截至5月末，我国新增投资者数量共计928.47万人，同比增加16.19%。其中1月由于市场表现活跃，增幅最大，同比增长161.56%，之后同比增速持续下降，4月跌至3.11%后，开始出现回升的迹象。3月增长人数最多，共新增247.74万人。由于投资者对市场表现的反应存在一定的滞后性，因此预计6-7月，新增投资者数量增速仍将保持向上趋势。投资者的增加带动更多资金流入资本市场，促进经纪业务开展。

图表12：A股各月日均成交额(亿元)及增速



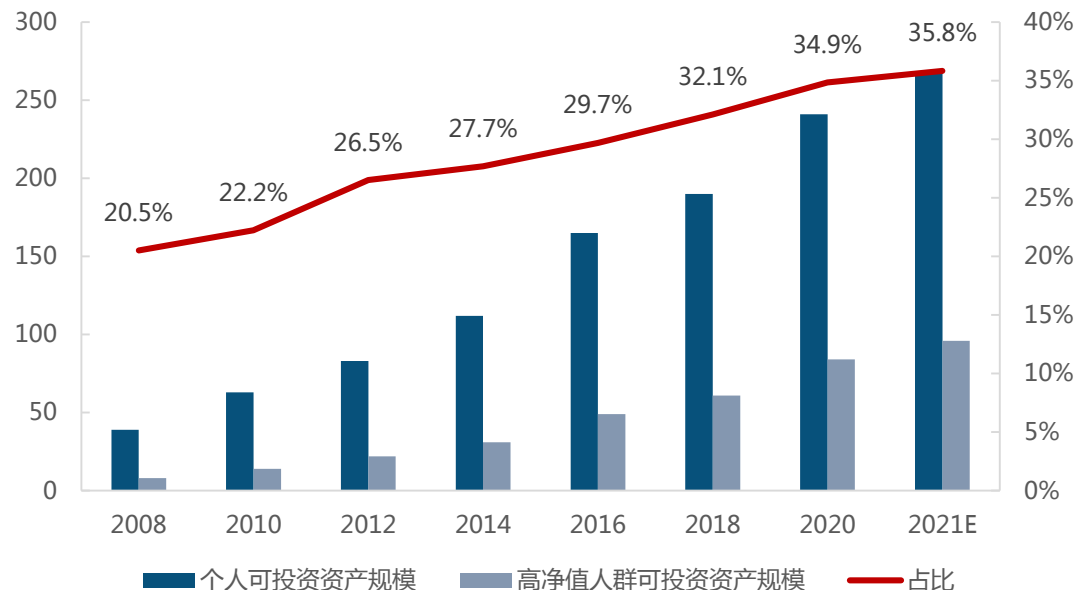
图表13：新增投资者数量(万人)及增速



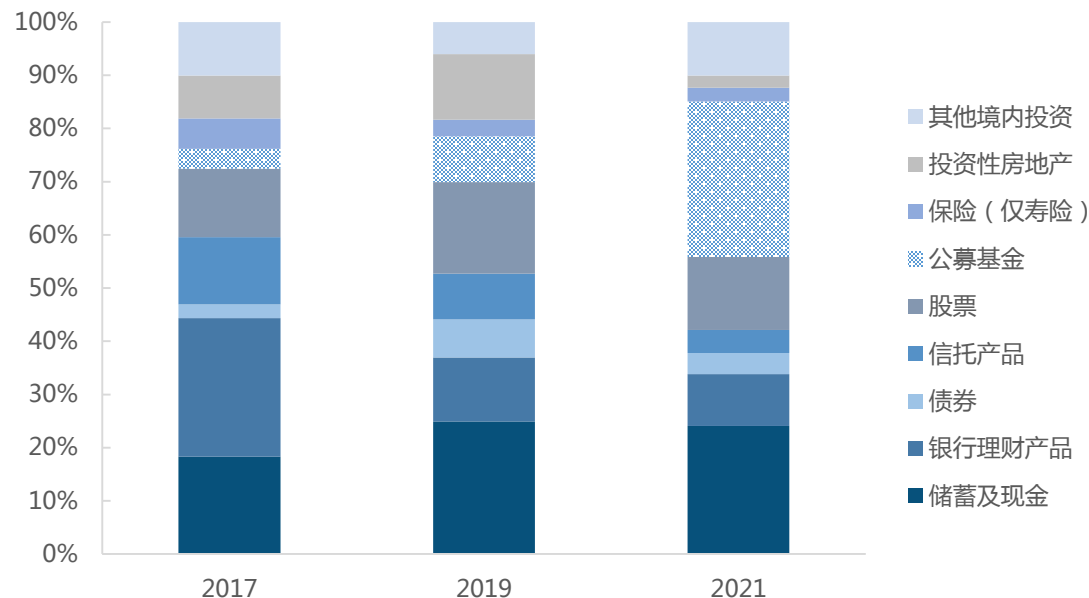
2.1.1 财富管理：居民可投资资产规模持续上升，投资结构发生转变

- **居民可投资资产规模上升。**随着我国GDP首次突破百万亿人民币，居民个人可投资资产规模也在逐步提升。据招商银行和贝恩公司联名发表的《2021年中国私人财富报告》显示，2020年，我国个人持有的可投资资产总体规模已达到约241万亿元，同比提升26.84%。高净值人群可投资资产在总体个人可投资资产中的占比也在逐年上升，2020年高净值人群可投资资产规模达到84万亿元，占比达34.9%，预计2021年这一比例将进一步提升。
- **居民投资观念开始转变。**据招商银行和贝恩公司联合发布的《2021年中国私人财富报告》显示，中国高净值人群资产配置结构中，储蓄及现金、银行理财、债券、信托产品、股票、投资性房地产这几项资产配置比例均有不同程度的下降。其中投资性房地产和银行理财的降幅较大，2021年，投资性房地产较2019年下降了11个百分点，银行理财则是自2017年起占比持续下降，累计下跌约16个百分点。2021年公募基金的投资占比较2019年大幅增长21个百分点。近两年，基金发行量大幅增加，产品结构逐步改善。2020年实现基金发行份额共3.1万亿份，同比上涨111.58%；2021年上半年实现基金发行份额共1.62万亿份，同比上涨48.87%。但是另一方面，由于券商在公募基金业务方面起步较晚，市场份额受到银行及第三方机构的挤压，券商在公募基金销售业务方面仍存在较大竞争压力。

图表14：可投资资产规模（人民币万亿）



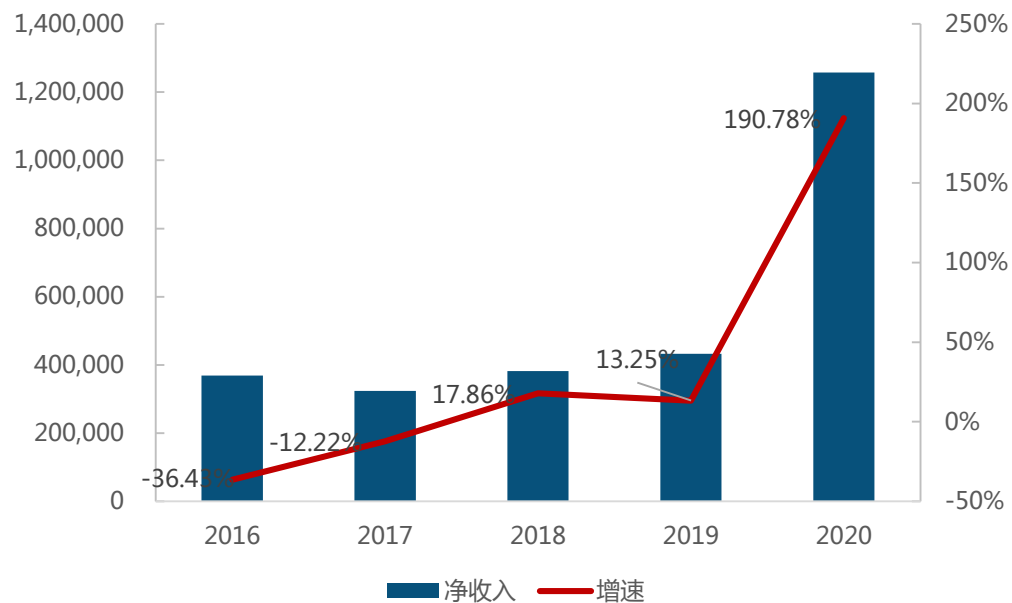
图表15：高净值人群境内可投资资产配置占比 (%)



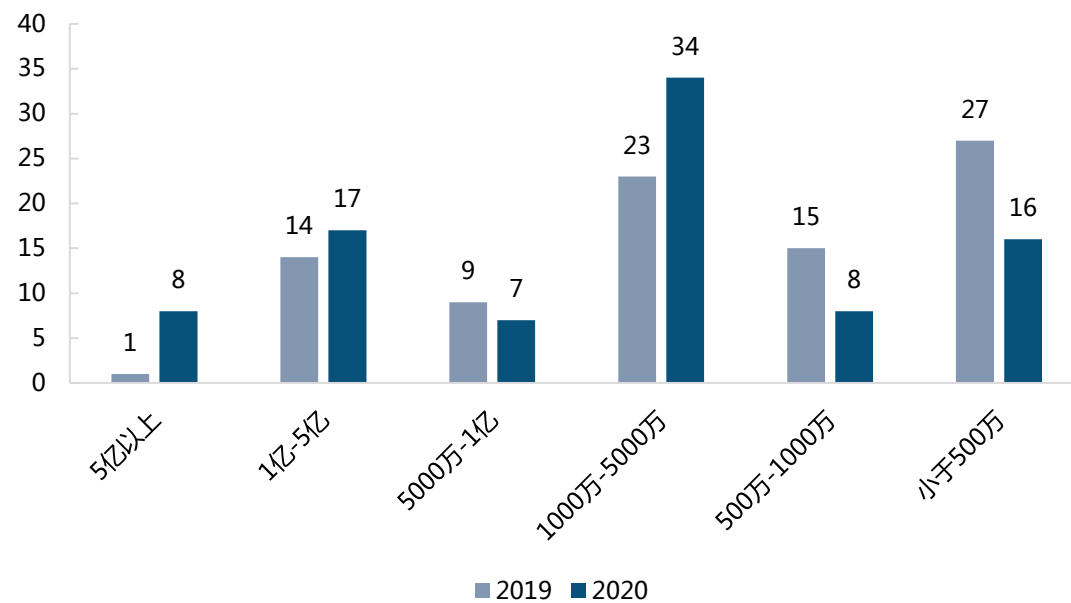
2.1.2 代销金融产品业务：市场规模急剧扩张，财富管理转型关注重点

- **代销金融产品业务净收入大幅增加**：据中证协公布的行业数据显示，2020年全行业实现代销金融产品业务收入125.72万亿元，同比增长188.63%。2020年共计90家券商开展投资咨询业务，代销金融产品收入大于5亿，在1-5亿，1000万-5000万之间的券商数量增加，5000万-1亿，500-1000万及小于500万区间的券商数量减少。共87家券商同比增速为正，增速超过500%的有6家。大于或等于100%的共64家，仅2家券商同比增速为负，行业整体收入水平大幅提升。
- **收入分化严重**：各家券商代销金融产品业务实力存在较大差距。90家券商收入平均数为13969.3万元，但中位数仅为3201.5万元，CR10达60.47%。大部分券商该项业务收入在1000-5000万元。中信证券作为行业第一，代销金融产品业务净收入超过20亿元，超过第二名的国泰君安2.14倍。收入前十的券商均为资本实力较为雄厚的头部券商，综合实力较强的大型券商借助自身的客源优势及产品优势，更有益于实现财富管理转型。

图表16：全行业代销金融产品业务收入(亿元)及增速



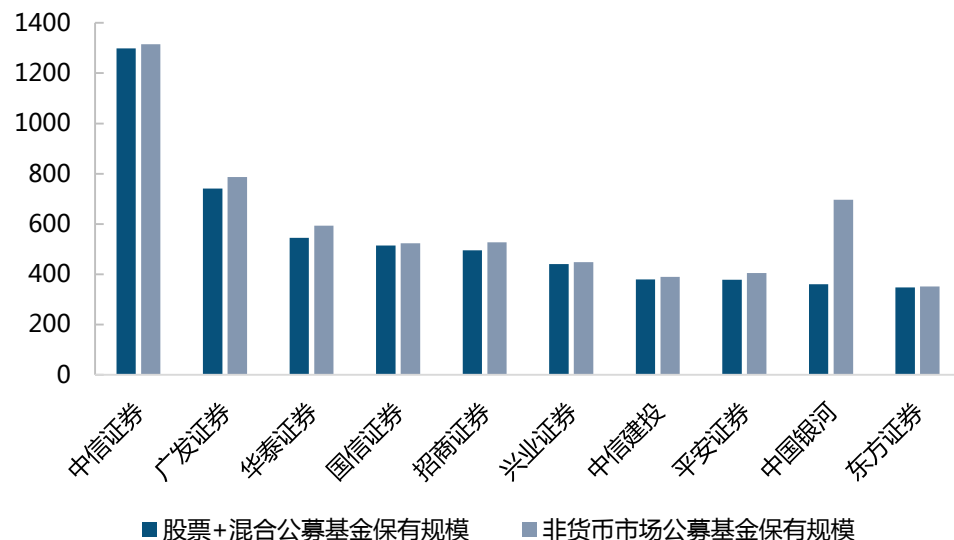
图表17：代销金融产品业务收入区间分布 (单位：个)



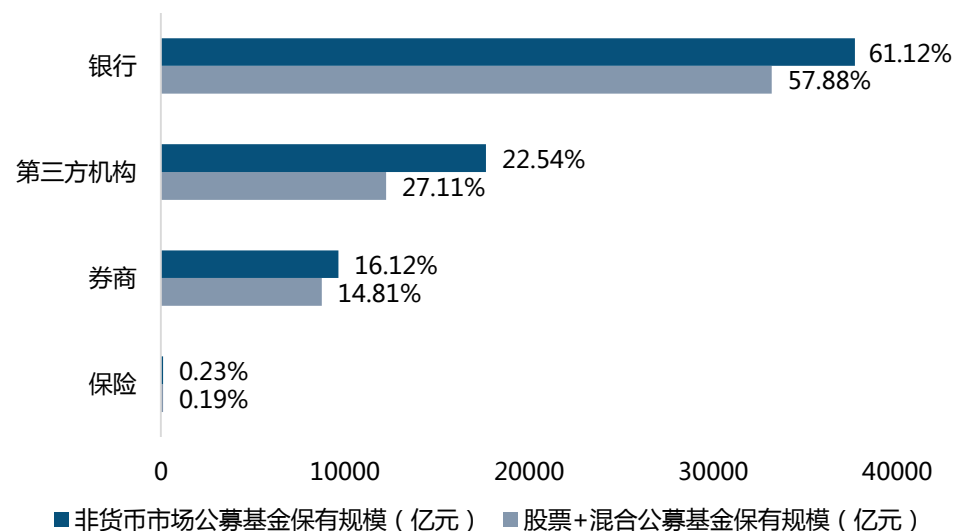
2.1.2 代销金融产品业务：券商积极开展公募基金销售业务

- **券商积极开展公募基金销售业务。**根据中基协公布的数据显示，2021年一季度，在我国公募基金销售保有规模排名前100的机构中，券商占据47个，银行仅占31个，第三方机构占21个。同时，截至7月5日，全行业共有55家机构获得基金投顾资格，其中券商27家，券商的财富管理业务发展时间晚于银行和第三方机构，但开展相关业务的机构数量增速较快。
- **公募基金销售保有规模占比较低。**券商公募基金保有规模与银行和第三方机构存在较大差距。排名前十的机构中，银行占据8家，基金公司占据2家，券商中排名第一的中信证券销售保有规模在全部机构中仅排名12位，保有基金总规模不及排名第一的招商银行的20%。在前100名的机构中，银行的股票+混合公募基金保有规模和非货币市场公募基金保有规模分别为33183亿元和37708亿元，占比为61.1%和57.9%，占比最大。其次是第三方销售机构，上述两项规模分别为12236亿元和17664亿元，占比分别为22.5%和27.1%，与银行存在较大差距，但同时也远高于证券公司。券商在上述两项的规模分别为8750亿元和9650亿元，占比为16.1%和14.8%，券商在市场竞争中仍存在较大压力。

图表18：排名前10的券商公募基金保有规模(亿元)



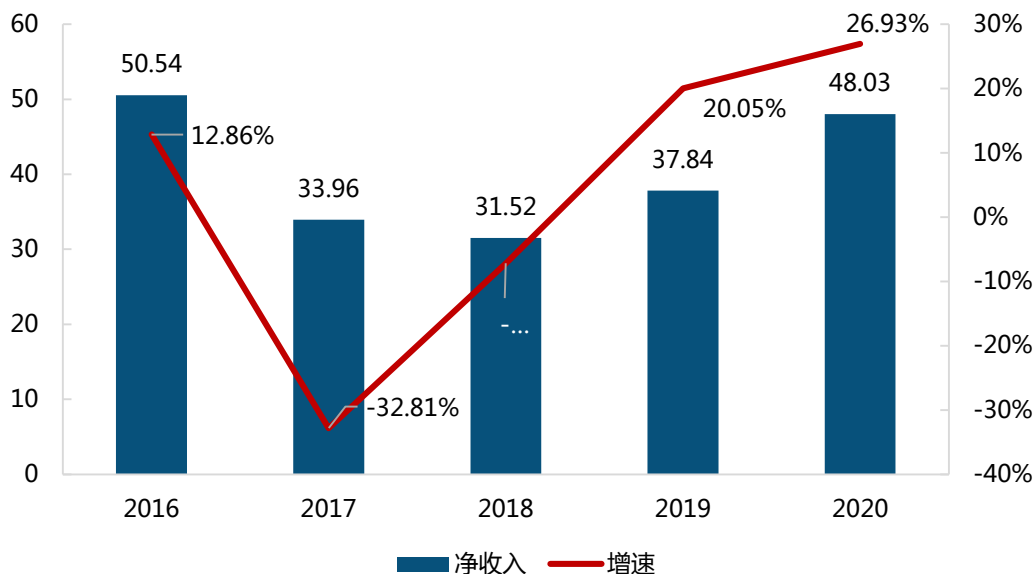
图表19：前100的各类机构公募基金保有规模占比



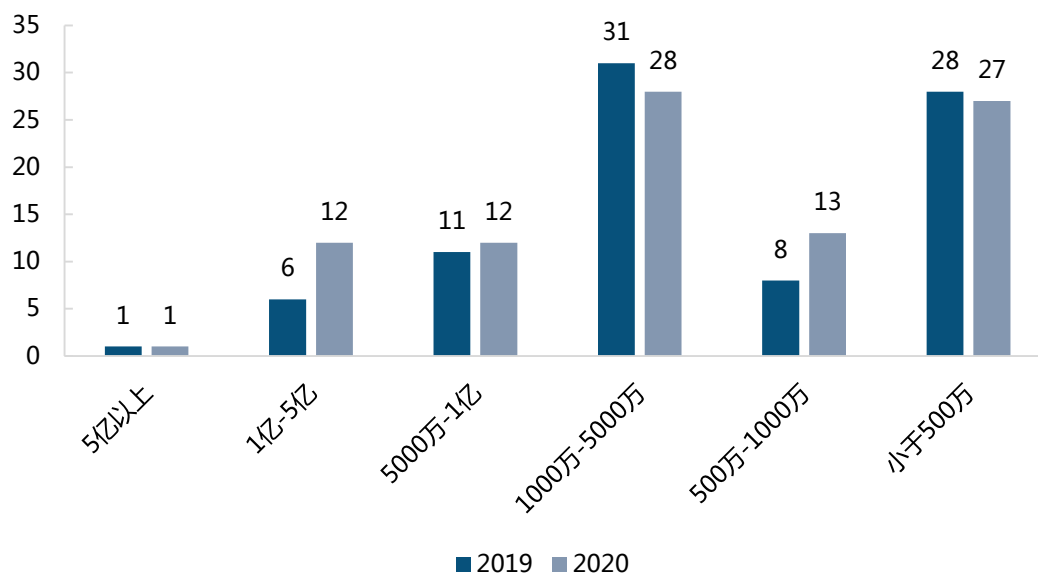
2.1.3 投资咨询业务：市场规模稳步提升，业绩分化显著

- 投资咨询业务整体规模稳步提升：**据中证协统计数据显示，2020年全行业整体实现投资咨询业务净收入46.77亿元，同比增长24.01%。与2019年相比，2020年共计93家券商开展投资咨询业务，较上年新增4家。投资咨询业务业务收入在1-5亿之间，5000万-1亿，500-1000万之间的券商数量增加，1000-5000万及小于500万区间的券商数量减少。其中，仅有西部证券业务收入为负。共54家券商同比增速为正，增速超过100%的有26家。31家同比增速为负，仅西部证券一家跌幅超过100%，行业整体收入水平稳步提升。
- 内部分化显著：**与代销金融产品业务相比，投资咨询业务规模整体较小，但同样存在较为严重的行业分化。93家券商收入平均数为5029万元，但中位数仅为1401万元，CR10为55.98%。其中招商证券实现净收入6.7亿元，是唯一一家收入超过5亿元的券商，且已连续四年收入超过5亿元，稳居行业第一。除去招商证券，排名前五的券商为平安证券、中信证券、中金证券、国泰君安和海通证券。

图表20：全行业投资咨询业务收入(亿元)及增速



图表21：投资咨询业务收入区间分布(单位：个)



2.1.4 经纪业务：相关政策

- **多项措施鼓励财富管理转型。**2021年上半年，相关部门发布多项利好财富管理相关业务发展的政策，对于券商行业财富管理转型有较大促进作用。两次基金业务相关费率的下调，有利于投资者投资成本的下降，引导更多资金进入市场，促进券商代销金融业务收入的提升。账户管理功能优化主要包括不同券商账户之间，经纪、信用、衍生品等各类资金账户之间，以及券商与三方存管银行之间的信息归集和统一，有利于券商更好的整合投资者资源，协同各部门，以及银行等各相关金融机构合作，拓展顾客业务，为顾客提供更加多元化的服务，完善券商的财富管理功能。

图表22：2021年上半年经纪业务相关政策

发布日期	发布机构	政策名称	核心内容
1月29日	深交所	关于发布公开募集基础设施证券投资基金配套业务规则的通知	深交所所暂免收取公开募集基础设施证券投资基金上市初费、上市月费交易经手费及非限售份额参与要约收购业务费用。
2月5日	证监会	监管规则适用指引-关于申请首发上市企业股东信息披露等（总计十一条）	对IPO企业涉及的股份代持、异常入股、新进股东锁定期、多层嵌套等做了归总和明确，也明确了新老划断的具体执行方式。
2月5日	证监会	上市公司投资者关系管理指引（征求意见稿）	对投资者关系管理进行界定，增加和丰富投资者关系管理的内容及方式，强化对上市公司的约束
4月2日	中证协	关于开展证券公司账户管理功能优化试点评估的通知	从建立综合客户账户、支持同名划转、分类账户管理三个方面优化现有账户管理模式
6月30日	深交所	关于下调基金交易经手费收费标准的通知	基金交易经手费收费标准由按成交金额的0.00487%双边收取下调至按成交金额的0.004%双边收取，基金大宗交易经手费收费标准按调整后标准费率的50%双边收取。
6月30日	上交所	关于下调基金交易经手费和交易单元使用费收费标准的通知	基金交易经手费收费标准由按成交金额的0.0045%双边收取，下调至按成交金额的0.004%双边收取，基金大宗交易经手费收费标准按调整后的标准费率同步下浮，下浮幅度维持不变，即按竞价交易经手费标准的50%向买卖双方收取。交易单元使用费收费标准由原每个交易单元每年5万元，下调至每个交易单元每年4.5万元。

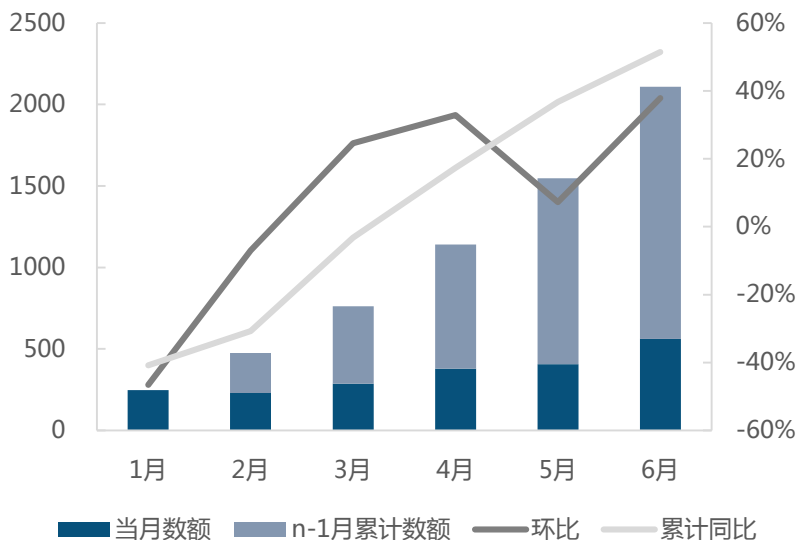
图表23：2021年上半年经纪业务会议演讲

日期	发言人	会议名称	核心内容
5月22日	易会满	中国证券业协会第七次会员大会上发表演讲	行业高质量发展不仅仅是做大规模，要进一步发挥财富管理作用。

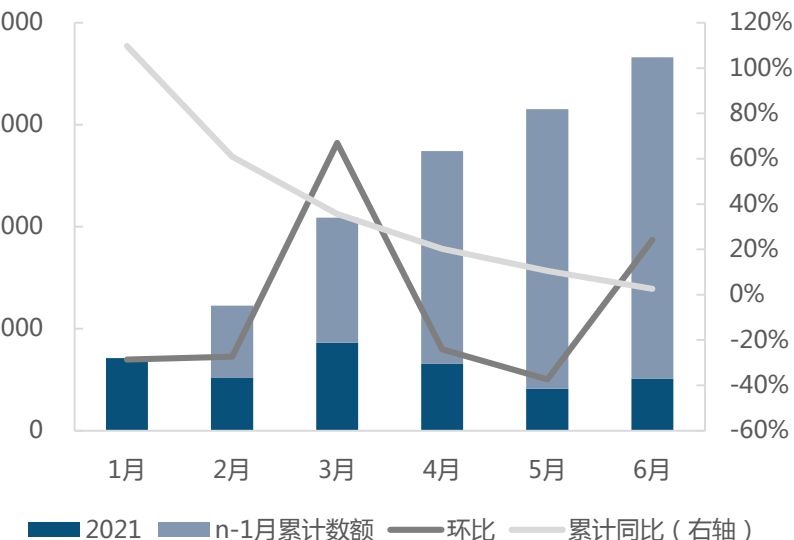
2.2 投行业务：IPO融资增速攀升，增发融资增速下降，债承规模增速基本不变

- **股权承销规模大幅提升**：截至6月30日，券商股权承销共募集资金7857亿元，同比增长21.12%。其中IPO累计募集资金2109亿元，同比增加51.46%。再融资累计募集资金3662亿元，同比增加2.61%。环比来看，1-4月，IPO募集规模及环比增速持续上升，5月增速有所放缓，但上升趋势没有受到影响。增发环比增速除了3月和6月为正，上半年其余月份环比增长率均小于-20%。
- **债券承销规模基本与去年持平**：截至6月30日，券商承销债券总金额为5.09万亿，共发行债券10892只，平均承销金额为4.67亿元/只。其中公司债占比最大，达32.69%，较去年同期下降4.24pct。2021年上半年，债券承销环比增速波动较大，2月最低达到-66.73%，3月最高时达到333.87%。另一方面，累计同比增速在0%附近小幅波动，基本保持与去年同期。主要是由于2021年上半年，针对债券承销低价竞争和债券发行风险的监管增强，对上半年债券承销规模及增速产生一定影响。

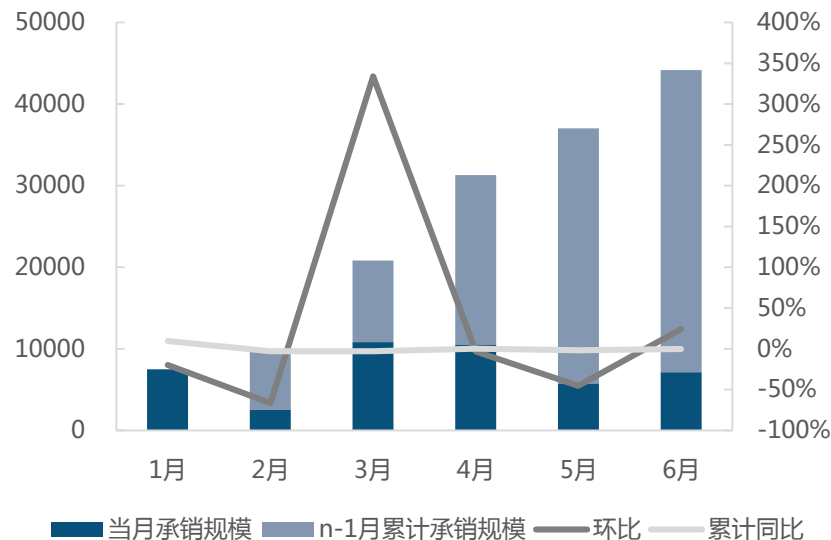
图表24：2021年上半年IPO募集规模(亿元)及增速



图表25：2021年上半年增发募集规模(亿元)及增速



图表26：2021年上半年债券承销规模(亿元)及增速



2.2 投行业务：股权承销政策以信息披露和压实中介责任为核心

➤ **坚持推进以信息披露为核心的注册制改革。**2021年上半年，股权承销相关政策主要以完善注册制改革为核心，一方面对于改革过程中暴露的问题进行规范，多次强调信息披露和压实中介责任。1月29日，证监会下发《首发企业现场检查规定》，大量券商主动撤回IPO申请文件；3月19日，证监会发布《上市公司信息披露管理办法》，完善信息披露要求；易会满主席多次强调要进一步强化中介把关责任，督促中介机构提升履职尽责能力，并制定监管规定辅导上市等。另一方面，科创板作为注册制改革的试验田也受到重视，证监会和上交所发布相关制度规定，强调科创板硬科技属性，禁止房地产和主要从事金融、投资类业务的公司科创板上市，并对科创板信息披露做出指导。**IPO发行既没有放松也没有收紧。**6月10日，易会满主席在陆家嘴论坛上表示，IPO发行既没有收紧，也没有放松。会有收紧的感觉主要是因为中介机构责任的压实、加强股东信息披露监管、完善了科创属性评价体系。短期内压实中介责任可能会对投行业务的开展产生一定影响，长期来看，注册制改革的稳步落地对投行业务有较大利好作用。

图表27：2021年上半年股权承销相关政策

发布日期	发布机构	政策名称	核心内容
1月29日	证监会	首发企业现场检查规定	规范了首发企业现场检查的基本要求、标准、流程以及后续处理工作，明确了检查涉及单位和人员的权利义务。
2月26日	沪深交易所	新三板挂牌公司向科创板、创业板转板上市办法	连续挂牌一年以上;股本总额不低于3000万元，股东人数不少于1000人。转板公司控股股东、实控人及董监高所持股份上市后限售期为12个月;沪深交易所审核时限由首次公开发行的3个月缩短为2个月
3月18日	证监会	上市公司信息披露管理办法	完善信息披露基本要求及制度、完善定期报告制度及要求等
3月31日	深交所	主板与中小板合并	4月6日正式实施两板合并。此次合并遵从“两个统一、四个不变”
3月20日	证监会	科创属性评价指引（试行）	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。新增研发人员占比超过10%的常规指标。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。
4月16日	上交所	科创板企业发行上市申报及推荐暂行规定	一是统一规范。实现规则适用的统一、协调，减少自由裁量空间。二是明确定位。辅导工作主要是促进拟上市企业提高规范性，不对辅导对象是否符合上市条件进行判断。三是高效便民。简化辅导验收标准、减少不必要程序、明确各环节时限。
4月30日	证监会	首次公开发行股票并上市辅导监管规定	
5月28日	深交所	关于下调股票上市费收费标准的通知	暂免收取总股本在4亿至8亿（含）之间上市公司的上市初费、上市年费。
6月11日	上交所	上海证券交易所科创板上市公司自律监管规则适用指引第3号——科创属性持续披露及相关事项	全面规定了科创板上市公司科创属性相关持续信息披露事项和要求。不增加市场主体信息披露成本，并明确了豁免披露、自愿披露安排。

图表28：2021年上半年股权承销业务相关会议演讲

日期	发言人	会议名称	核心内容
3月19日	易会满	中国发展高层论坛圆桌会	一、注册制绝不意味着放松审核要求；二、注册制强调以信息披露为核心，实施更严格、更全面深入精准的信息披露要求；三、强化中介把关责任。
6月10日	易会满	第十三届陆家嘴论坛	关于“IPO发行有所收紧”的问题，易会满指出，既没有放松也未收紧，应科学合理地保持IPO发行常态化。

2.2 投行业务：债券承销监管趋严

- **债券承销监管趋严：** 由于2020下半年市场遭遇信用债违约冲击，2021年上半年，中证协、证监会等相关部门加强了对债券承销的监管措施。1月12日，中证协及证监会相关部门就低价竞争进行现场约谈。4月7日，中证协发布《公司债券承销报价内部约束指引》，对证券公司债券承销报价的内部约束制度提出具体要求。6月23日，中证协在《证券公司公司债券业务执业能力评价办法》中将低价竞争明确列入减分项。4月22日，沪深交易所同时发布了《公司债券发行上市审核规则适用指引——审核重点关注事项》。《指引》主要是针对发行人制定准入门槛，主要目的是限制高风险主体和城投债。一方面限制高风险主体准入，进一步提高了发行主体的准入门槛，包括发行人控股股东及实控人被调查或采取强制措施、管理层变动频繁等共29条针对发行人的限制性条款。另一方面，《指引》中有关城投债的规定还表达出监管部门全面收紧城投债意向，明确规定了触发限制募集资金用于偿还存量公司债的情况，如：首次明确非经营性往来占款和资金拆借余额超总资产的10%、银行借款余额低于有息负债总额的30%等。

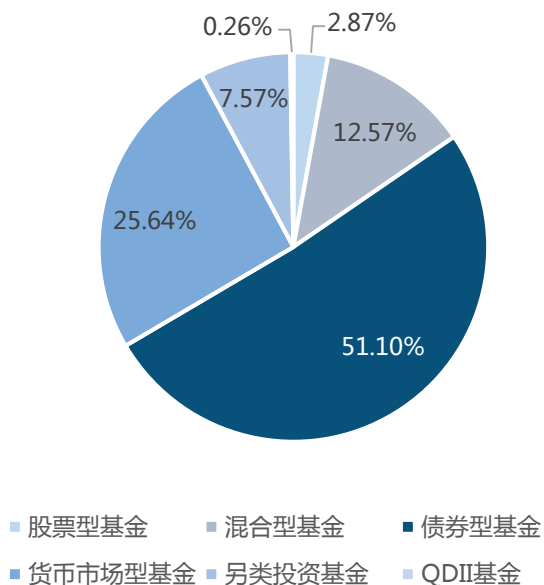
图表29：2021年债券承销相关政策

日期	发布机构	政策名称	核心内容
1月12日	中证协、证监会债券部、机构部		对日前参与中国铁路投资公司债券项目、中核资本控股公司债券项目招标发行的 12家涉嫌低价竞争的证券公司进行了现场约谈。
2月26日	证监会	公司债券发行与交易管理办法	加强事中事后监管， 压实发行人、实控人、中介机构等责任 ，增加限制结构性发债的条款。
3月5日	央行	证券公司短期融资券管理办法（修订意见稿）	强调发行券商的流动性覆盖率应持续高于行业平均水平；在收紧券商短期融资券额度的同时，将其最长期限由91天放宽至1年。
3月18日	中国银行间市场交易商协会	关于意向承销类会员（证券公司类）参与非金融企业债务融资工具承销业务市场评价的公告	证券公司经市场评价获得承销业务资格的，可开展非金融企业债务融资工具承销业务。
3月28日	央行、发改委、财政部、银保监会、证监会	关于促进债券市场信用评级行业高质量健康发展通知（征求意见稿）	加强评级方法体系建设；评级机构完善公司治理和内部控制；加强信息披露降低监管对外部评级的要求，择机调整监管政策关于各类资金可投资债券的级别门槛；加大对违规行为惩戒力度。
4月7日	中证协	公司债券承销报价内部约束指引	要求承销机构应当建立公司债券承销报价的内部约束制度 ，中证协将在报价低于内部约束线的项目中根据报价高低筛选相应承销机构，进行现场检查。
4月22日	沪深交易所	公司债券发行上市审核规则适用指引——审核重点关注事项	明确发行人公司治理信息披露要求、细化发行人财务信息披露要求、强化对偿债能力偏弱的发行人的准入监管、 压实中介机构责任。
4月30日	上交所	《上海证券交易所债券交易规则》及配套适用指引	建立健全债券交易参与人制度和债券做市商制度，推进交易机制创新，如引入竞买成交机制等，防范债券交易风险。
5月19日	沪深交易所	《公司债券发行上市审核规则（征求意见稿）》等四项业务规则	根据债券融资特点分类审核、落实债券市场注册制改革相关要求、完善投资者权益保护机制安排和进一步强化信息披露要求等
6月23日	中证协	证券公司公司债券业务执业能力评价办法（修订征求意见稿）	本次修订对涉及 低价竞争的相关行为视情节轻重进行相应扣分 ，以警戒行业有序展业。

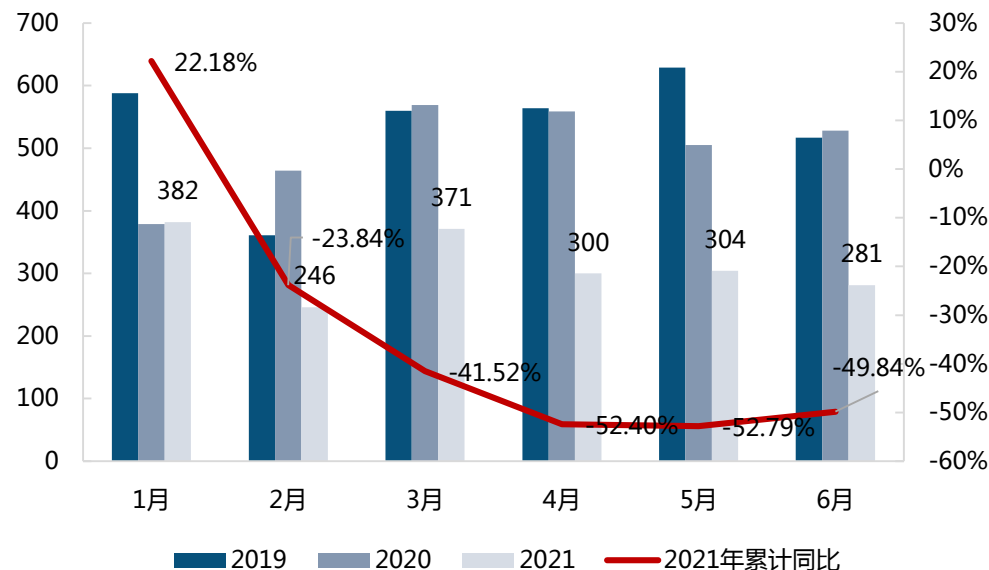
2.3 资管业务：资管产品规模持续压缩

- 存量来看，**债券型基金存量占比最大**。截至6月30日，券商资管产品共计6670只，同比增加51.45%。共计实现资产净值1.56万亿元，同比增加8.16%。其中债券型基金共2683只，净值规模为7978.62亿元，净值规模占比最大，约为51.1%。货币市场型基金共134只，净值规模为4002.87亿元，净值规模占比约占25.64%，占比位居第二。增量来看，**资管规模持续压缩**。延续资管新规发布之后的趋势，券商资管产品发行份额及规模持续压缩。2021年2月以来，新成立产品的数额较2020以及2019年相比，均有较大程度的缩减。2021年累计发行的新资管产品份额自2月以来，已经连续5个月出现负增长。截至6月30日，新成立产品累计发行份额的同比增速已降至-49.84%。
- **资管业务向主动管理转型**。资管规模的逐年递减主要是受“去通道”和“去杠杆”的影响，集合产品公募化和主动管理是当前资管业务的主要转型方向。一方面，部分券商通过设立资管子公司，或者参股、控股基金子公司的方式开展主动管理转型。另一方面，部分券商选择与研究所及其他部门协同合作，通过获取创新产品试点资格，丰富可配置产品等方式，提升资管业务的客户服务能力。

图表30：各类资管产品净值规模占比



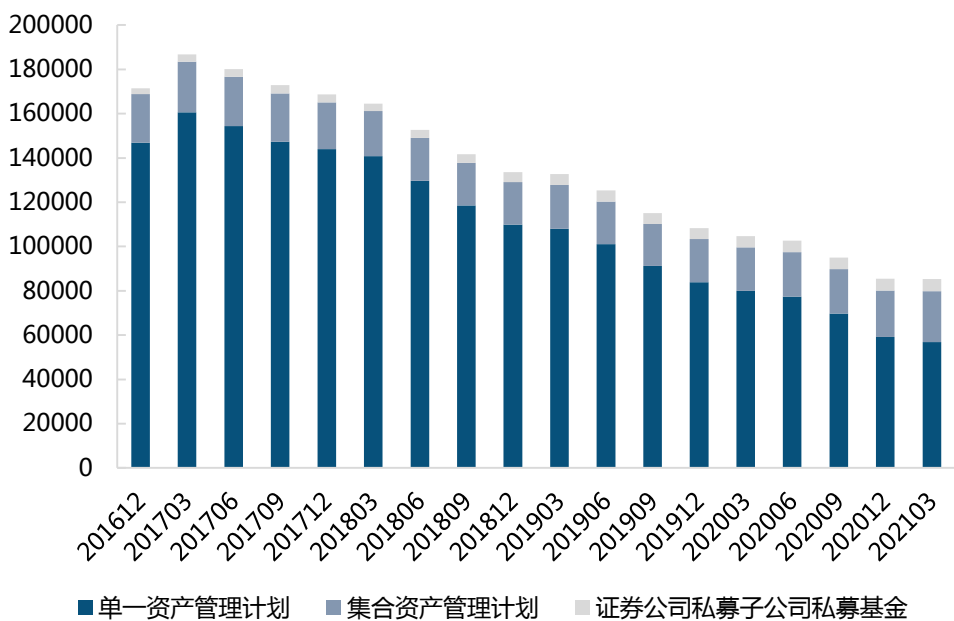
图表31：证券公司资管新产品发行份额（亿份）及增速



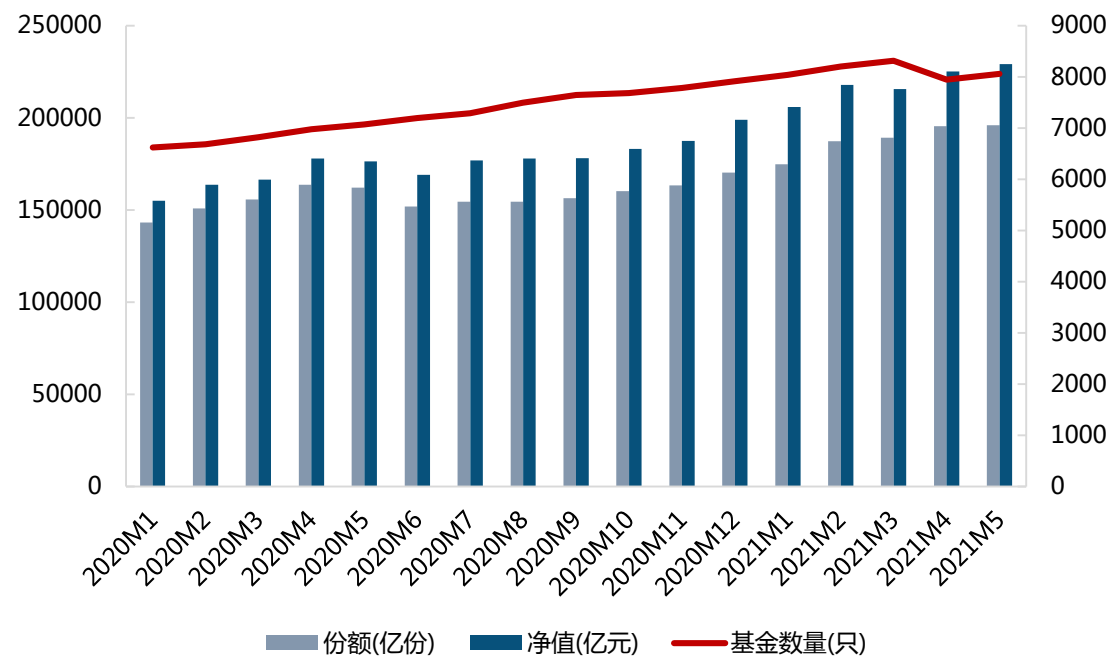
2.3 资管业务：向公募基金和主动管理转型

- 主动管理成效显著。**由于资管新规打破刚性兑付的硬性要求，券商资管业务规模持续下降，根据中基协统计数据显示，截至2021年一季度，证券公司及其子公司共计实现资产规模85349.32亿元，同比下降18.45%。其中，单一资管业务资产规模为56808.53亿元，同比下降28.91%，环比下降4.04%，产品数量11450只，同比下降3.80%。另一方面，券商资管业务主动管理不断加深，以主动管理为主的集合资管业务资产规模为23022.89亿元，同比上升16.64%，环比上升10.14%。产品数量5736只，同比上升26.71%。
- 公募基金收入逐渐成为部分券商资管业务收入的主要来源。**近两年来，公募基金数量、发行份额和净值持续提升，公募基金对券商资管业务的贡献也不断提升。2021年上半年基金发行份额排名前10的基金管理公司中，仅嘉实基金不存在券商控股或参股的情况。其中，排名第一的广发基金、第三的南方基金、第四的华夏基金等，分别由广发证券、华泰证券和中信证券控股。在《证券投资基金管理公司管理办法》等政策支持下，基金子公司对券商资管业务收入及转型的贡献将继续提升。

图表32：证券公司及其子公司各类私募资管计划规模（亿元）



图表33：公募基金数量、份额及净值



- **完善行业规范，促进公募基金业务发展。** 2021年上半年，资管业务相关政策主要围绕规范化展开，结合近年来开展业务过程中出现的问题，以及当前市场现状，对从业人员管理和基金运作等方面均进行了进一步规范。同时在6月30日，沪深交易所下调基金交易经手费的政策，同样利好于资管业务，有助于提升券商发行基金的数量和份额，促进资管业务向主动管理和公募基金转型。

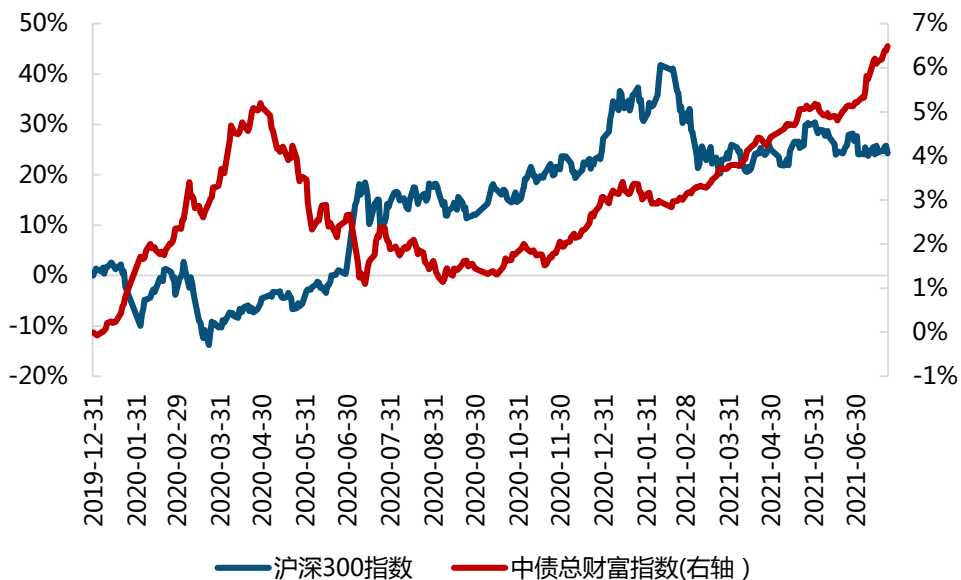
图表34：2021年上半年资管业务政策

发布日期	发布机构	政策名称	核心内容
1月8日	证监会	关于加强私募投资基金监管的若干规定	重申了私募基金行业现有的一些基本规则，总结了实践中存在的问题和风险，细化了对私募基金运作及从业人员展业的要求
1月22日	证监会	公开募集证券投资基金运作指引第3号——指数基金指引	一是在产品注册环节，强化管理人专业胜任能力和指数质量要求，二是在产品持续运作环节，聚焦投资者保护与风险防控，强化产品规范运作。三是加强与证券交易所自律管理的协同,提高监管有效性
3月8日	全国社会保障基金理事会	6家券商新纳入社保基金境内签约机构	东吴证券、国金证券、华创证券、天风证券、西部证券、中泰证券成为全国社会保障基金新增境内签约券商
3月12日	深交所	深圳证券交易所证券投资基金业务指南第1号——相关业务办理	一、明确基金建成命名规范；二、取消《ETF业务数据交换工作备忘》；三、在上市时间（T日为上市首日）确定后，基金发行上市流程提交材料期间由T-7交易日前缩短为T-5交易日前
4月9日	央行、银保监会、证监会、外汇局	关于金融支持海南全面深化改革开放的意见	境外投资者将获准投资海南自由贸易港内金融机构发行的理财产品、证券期货经营机构私募资产管理产品、公募证券投资基金、保险资产管理产品等资产管理产品。支持海南企业发行债券融资；支持符合条件的海南企业首发上市。支持公募基金落户海南，支持符合条件的机构在海南依法申请设立合资公募基金管理等。
5月25日	上海市政府	关于加快推进上海全球资产管理中心建设的若干意见	支持基金公司上市
6月9日	中基协	关于加强私募基金管理机构从业人员资格注册有关事项的通知	明确规定了申请私募基金管理人登记的机构员工总人数不应低于5人，且一般员工不得兼职。
6月30日	深交所	关于下调基金交易经手费收费标准的通知	基金交易经手费收费标准由按成交金额的0.00487%双边收取下调至按成交金额的0.004%双边收取，基金大宗交易经手费收费标准按调整后标准费率的50%双边收取。
6月30日	上交所	关于下调基金交易经手费和交易单元使用费收费标准的通知	基金交易经手费收费标准由按成交金额的0.0045%双边收取，下调至按成交金额的0.004%双边收取，基金大宗交易经手费收费标准按调整后的标准费率同步下浮，下浮幅度维持不变，即按竞价交易经手费标准的50%向买卖双方收取。交易单元使用费收费标准由原每个交易单元每年5万元，下调至每个交易单元每年4.5万元。

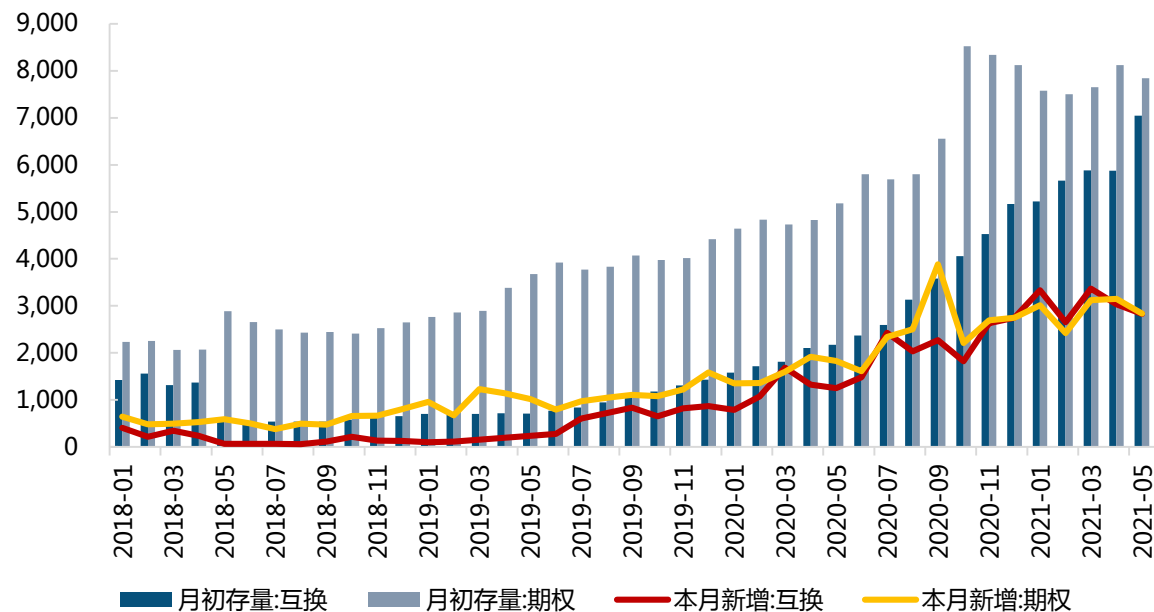
2.4 投资业务：场外衍生品业务快速发展

- **股市震荡下行，债市持续上行。**2021年上半年，市场整体呈震荡趋势。截至7月23日，沪深300指数收益率累计下跌2.34%，持续震荡下行趋势；债市表现好于股市，中债总财富（总值）指数收益率上涨3.32%。
- **场外衍生品业务规模快速发展。**2021年上半年，场外衍生品市场规模快速发展。根据中证协统计数据显示，2021年5月，证券公司开展场外金融衍生品交易新增初始名义本金达5,665.06 亿元，环比减少 8.37%，同比增长83.87%；截止5月末，场外金融衍生品存续未了结初始名义本金合计14,813.88 亿元，环比增加3.60%，同比增长81.39%。5月，收益互换新增名义本金2827 亿元，环比减少 6.85%，同比增长125.51%。收益互换5月末存量6966亿元，同比增长193.95%。场外期权5月末存量7848亿元，环比上涨0.10%，同比上涨35.38%。6月10日，易会满在第十三届陆家嘴论坛上发表主题演讲时表示，更好发挥商品期货功能、对冲价格风险问题，呼吁相关国际机构，建立更加严谨科学的指数编制机制，提高报价的透明度和约束力。同时，2021年上半年广州期货交易所正式设立，2021年4月29日，《中华人民共和国期货法(草案)》正式公布，期货及相关衍生品市场的制度法规逐渐完善，衍生品业务在向规范化发展，对券商投资业务收入贡献持续提升。

图表35：股、债基准指数走势（%）



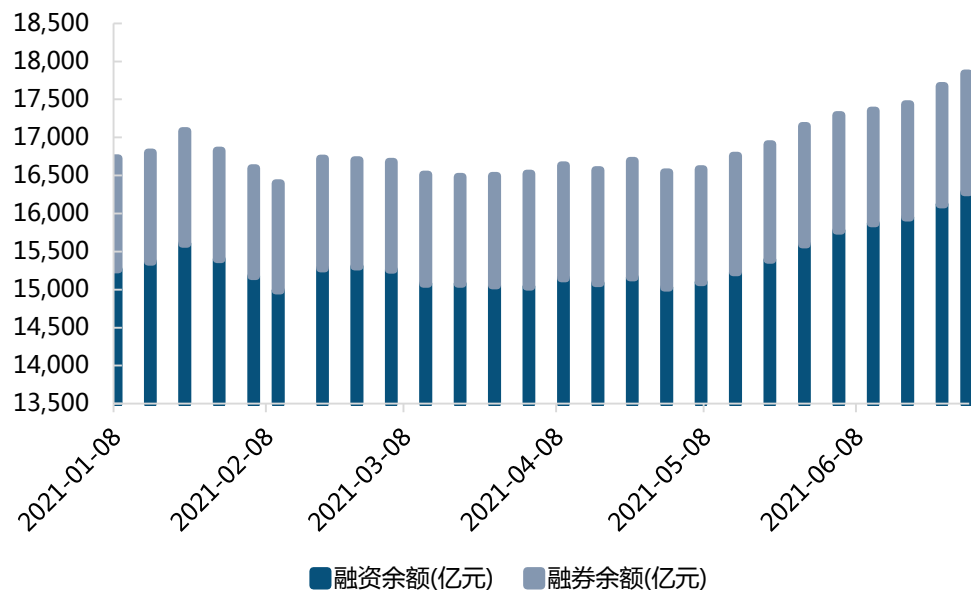
图表36：场外衍生品规模(亿元)



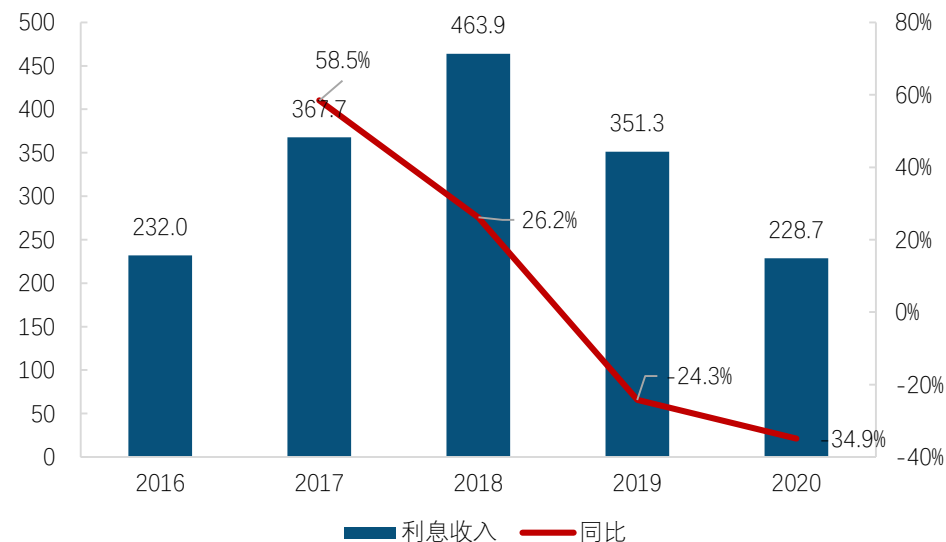
2.5 信用业务：两融业务进一步扩张，股票质押收入下降

- **两融业务规模进一步提升。**一方面，两融业务规模进一步扩张，截至2021年6月30日，市场融资融券余额17,842.03亿元，同比增加53.3%，其中融资余额16,281.56亿元，同比增长43.9%，融券余额1,560.47亿元，同比增长381.7%。另一方面，2021年上半年，两融市场交投热情较去年同期有所下降，两融交易额占A股成交额比重为9.69%，较去年同期下降1.43pct。随着注册制改革的逐步落地，两融业务规模，尤其是融券业务规模将进一步扩张。
- **股票质押规模及利息收入持续压缩。**2021年上半年，券商口径股票质押参考市值共计2532亿元，同比下降26.1%。同时，行业整体股票质押利息收入也自2018年之后快速下降。据中证协统计数据显示，2020年券商股票质押业务利息收入共计228.7亿元，同比下降34.9%，较2018年下降50.7%。其中，海通证券、中信证券、国泰证券、银河证券、国信证券位居前五。总体来看，对股票质押业务规模的限制对股质业务收入造成负面影响，但股票质押风险进一步化解。

图表37：2021年上半年两融余额



图表38：2016-2020股票质押业务利息收入(亿元)及增速(%)



目录

1

板块震荡下行，估值与业绩背离

2

细分业务亮点纷呈

3

投资策略：长期关注三条主线

4

重点公司

3.1 投资策略：下半年行情影响因素分析



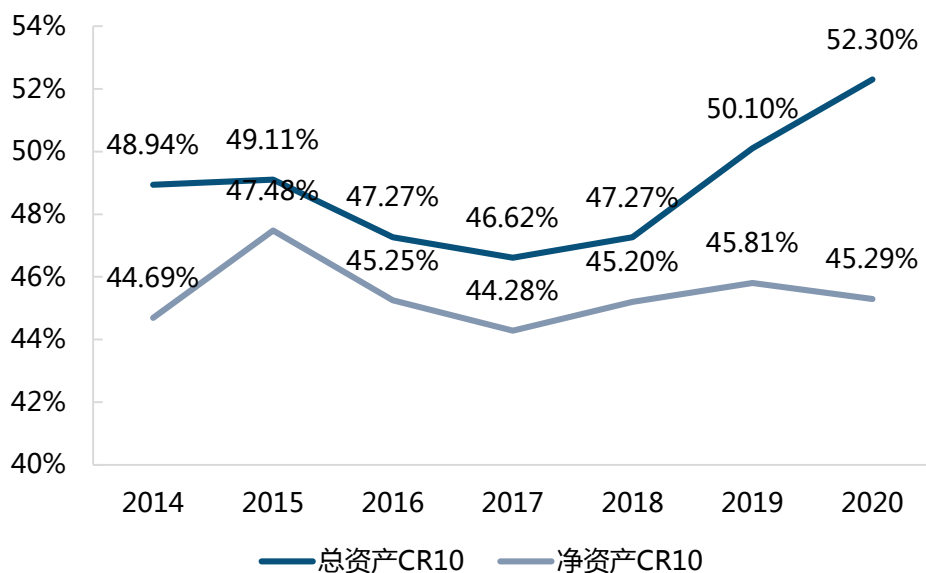
- **投资逻辑**：资本市场深化改革不断推进，为券商发展提供了新的机遇。截至2021年3月底，上市券商合计营业收入和归母净利润分别同比上升28.7%和32.1%。加权ROE2.36%，较去年同期上升0.30pct，我国券商盈利能力显著提升。随着资本市场改革的推进，我国证券行业逐渐进入重要的转型时期，传统的经纪业务带来价值增量有限，经纪业务向财富管理转型成为主流；注册制的逐步落地推动各家券商投行业务和两融业务进行适应性改革；资管新规的发布强制券商资管业务向主动管理转型。总的来说，短期看好资本实力雄厚，综合实力较强且低估值头部券商，长期建议聚焦具备转型优势的券商。



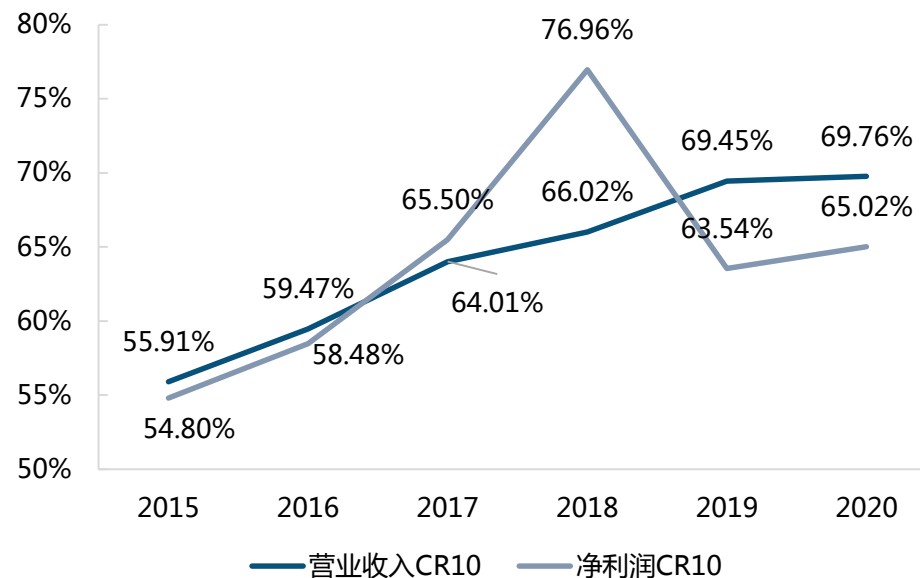
3.2 投资策略：短期关注头部券商估值修复机会

- **短期看好资本实力雄厚、估值偏低的龙头券商**：证券行业马太效应加剧，头部券商盈利能力逐渐与中小型券商拉开差距。2020年行业营业收入和净利润的CR10分别为69.76%和65.02%。而当前部分头部券商估值明显偏低，截至7月23日，国泰君安PB估值为1.19倍，海通证券为1.01倍，华泰证券1.08倍，均显著低于行业1.77倍水平。
- **轻资产业务方面**，龙头券商具备客源和品牌优势，业务布局较早，各项业务盈利水平均能达到行业前列，同时各业务线的协同能力较强，提升了头部券商的综合实力。
- **重资产业务方面**，当前券商自营业务收入占比较大，头部券商雄厚的资本实力一方面为自营业务提供更加充足的资金支持，另一方面也使其风险抵抗能力更强。从资产集中度角度来看，总资产集中度近两年来持续攀升，从2017年的46.62%上升至2020年的52.30%，而净资产集中度变化较小，自2016年以来基本围绕45%上下小幅波动。这主要是因为资本实力雄厚的头部券商更倾向于发展重资产业务，将更多资金投入投资业务。2020年行业总资产前十的券商净资产加权杠杆率为3.76倍，而行业整体净资产加权杠杆率为3.19倍。
- **建议关注：华泰证券、国泰君安、海通证券**

图表39：资产集中度



图表40：盈利能力集中度



3.3 投资策略：关注财富管理转型较为成功的券商

- **传统经纪业务盈利空间已经见底，我国财富管理需求不断增加。**传统经纪业务的盈利方式主要是赚取代理买卖证券业务的佣金收入。而近年来，在各家券商不断压低佣金率争夺市占率的同时，东方财富这类互联网券商的加入也给了佣金率进一步走低的空间，互联网平台对成本的摊薄作用使得互联网券商在压低佣金率方面更占优势，而传统券商代理买卖证券业务的利润空间将被进一步挤压。**需求端，我国高净值人群数量和个人可投资资产规模不断增加。**2020年，中国个人持有的可投资资产总体规模达241万亿人民币，中国高净值人群数量达到262万人，与2018年相比增加了约65万。同时，居民的投资结构也发生变化，投向投资性房地产和银行理财的资金占比减少，投向公募基金的资金占比增加，财富管理市场需求不断扩大。**供给端，各项政策利好，券商财富管理转型进入加速期。**政策层面，多家券商获得基金投顾业务试点资格、上海市政府推出政策支持基金公司上市、交易所下调基金业务经手费率等，多项政策共同推进券商财富管理转型。建议关注获得基金投顾资格，可以更多的享受政策红利的券商。
- **财富管理业务抗周期性较强。**证券作为强周期性行业，对市场波动极其敏感。而财富管理业务具有一定的抗周期性，因为高净值人群开展财富管理业务的核心目标并不是资产增长和获取高收益，而是保证财富安全、子女教育等多元化的需求。财富管理业务的发展可以提升券商业绩的稳定性，摆脱券商业绩对市场的依赖性，成为券商重资产业务的“护城河”。
- **内部协同和产品种类共同作用。**由于财富管理业务需要满足高净值人群全多元化的需求，因此需要投行、研究、资管等各事业条线协同合作。甚至需要信托、保险、租赁等各金融机构合作完成。同时，金融产品的丰富程度也在很大程度上决定了券商是否有能力更好的满足客户需求。看好内外部协同机制较为完善，投研能力较强，产品体系丰富的券商。
- **建议关注：兴业证券、招商证券、广发证券**

图表41：财富管理实力综合对比

公司名称	代销金融产品收入 (排名)	投资咨询业务收入 (排名)	是否获得基金投顾试点资格	参控基金、资管公司	高净值客户数量
兴业证券	8	27	是	兴证全球基金管理有限公司、兴证证券资产管理有限公司、兴业基金管理有限公司、兴银基金管理有限责任公司	/
招商证券	6	1	是	博时基金管理有限公司、招商基金管理有限公司、招商证券资产管理有限公司、	2.41万户
广发证券	5	7	否	广发基金管理有限公司、易方达基金管理有限公司、广发证券资产管理(广东)有限公司	/

3.4 投资策略：建议关注主动管理转型较为成功的券商

- **资管业务主动管理转型。**自2017年《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》发布征求意见稿以来，“去通道”和“净值化”成为券商资管业务发展的大方向。资管业务非标产品和通道型业务不断压缩，资管业务规模持续下降。证券公司及其子公司私募资产管理计划规模自2017年第二季度以来持续压缩，截至2021年第一季度共下降10.14万亿元，累计下跌54.29%。同时，行业主动管理转型也取得一定的成效。以主动管理为主的集合资管计划规模从2017年3月到2018年12月持续下降，累计下跌16.25%。之后规模基本维持在19000亿元-20000亿元之间。2019年9月之后，集合资管计划出现大幅的扩张，从2019年9月至2021年3月，规模累计扩张了21.36%。2021年第一季度，券商集合资管业务规模达到23023亿元，已超过新规发布之前2017年3月的水平。
- **多家券商成立资管子公司，或参控股基金公司。**自2020年证监会放宽券商“一参一控”的限制，允许同时控制一家基金公司和一家公募持牌机构，为了优化资管业务结构，多家券商设立资管子公司。2021年上半年，共有6家券商或金控平台拟设立资管子公司。包括多家头部券商，如2月23日，中信证券公告称将出资不超过30亿元设立全资子公司中信证券资产管理有限公司。3月31日，中金公司公告称将出资不超过15亿元设立资管子公司。4月22日中信建投公告称，将出资不超过25亿元设立全资资管子公司。资管子公司主要涉及证券资产管理业务、公开募集证券投资基金管理业务以及监管机构核准的其他业务。资管子公司的设立将进一步推动各大券商向主动管理转型。同时，多家券商也参股或控股了基金公司，积极推进大集合产品公募化改造，公募基金业务收入成为部分券商资管业务的主要收入来源。
- **加强投研实力。**券商自身的投研能力对资管业务的发展具有较大影响。投研实力作为资管业务的核心竞争力，一方面研究团队实力的提升可以增强投资能力，提升产品回报率，另一方面，投研体系的建设可以完善产品布局，丰富产品体系搭建，进而更好的满足客户多元化的需求。
- **建议关注：海通证券、招商证券**

图表42：资管业务实力对比（2020年）

公司名称	资管业务收入（亿元）	资管收入增速	资产管理规模（亿元）	主动管理规模（亿元）	主动管理规模增速
海通证券	13.25	+50.49%	16,600	1,707	+22.1%
招商证券	9.55	+11.36%	5,419.22	2,760.25	+52.13%

3.5 投资策略：投行业务定价能力强的券商

- **注册制改革趋势不变，促进投行业务发展：**注册制改革为券商投行业务发展带来了新的机遇。科创板和创业板注册制实施以来，企业上市标准的多元化、上市成本的下降等有利条件解决了更多企业融资问题，券商投行项目也随之增加。2021年上半年，券商股权承销募集资金规模同比增长21.12%，再融资累计募集资金同比增加2.61%。虽然目前注册制改革进程放缓，但是全面落地注册制的趋势不变，更好的适应注册制改革之后的审核发行机制，实现各部门业务协同合作，提高定价能力、信息披露能力等投行业务综合实力的券商，将获得更加强有力的增长驱动力。
- **价值发现能力成为券商关键竞争力。**注册制主要实行询价定价的方式，新股发行价很大程度上取决于券商的定价能力。因此，定价能力较强的券商将吸引更多IPO项目。定价能力的提升需投行、研究、风控等各部门协同合作，因此，各部门协同合作程度较高的券商投行业务实力较强。另一方面，目前询价报价机制还需完善，近几个月来，屡次出现新股低发行价的问题，上交所对大量网下报价明细数据进行了分析排查，并对6家机构发出监管警示。预计未来，询价报价机制将进一步完善，相关监管制度也将进一步加强，对券商投行部门的价格发现能力提出更高的要求。
- **券商跟投成为新的收入来源：**7月22日，首批14家券商跟投的25家科创板个股即将解禁（锁定期24个月）。25家公司中，有23家股价实现正增长，其中两家超过600%，15家超过100%。注册制的实施也为券商投行带来了新的业务模式，券商投行价值发现能力的提升对于自身通过战略配股获得收益也具有重大积极作用。
- **项目储备丰富、通过率高的券商占据较大优势。**WIND数据显示，2021年上半年，共计审核IPO226家，203家通过，通过率为89.82%。其中创业板共105家，通过100家，通过率为95.24%，科创板77家，通过67家，通过率为83.12%。上半年大部分IPO项目均来自于科创板和创业板。共计47家券商参与承销，其中32家券商通过率为100%。中信证券保荐25家公司，数量最多，其次是中信建投，共计16家。承销家数排名前十的券商中，中信证券、招商证券、海通证券和海通证券的通过率为100%。创业板和科创板作为全面注册制的试验田，在两板IPO承销业务中表现较好的券商，对于注册制改革适应能力更强。看好项目储备丰富、通过率高的券商。
- **建议关注：中信建投、海通证券。**

图表43：投行业务实力对比

公司名称	投行收入	承销与保荐业务收入	股票主承销佣金收入	债券主承销佣金收入	2021年上半年IPO承销数量（家）	2021年上半年IPO项目通过率
中信建投	1	1	2	1	18	88.89%
海通证券	4	4	5	4	11	100%

注：前4项为2020年全行业排名情况

目录

1

板块震荡下行，估值与业绩背离

2

细分业务亮点纷呈

3

投资策略：长期关注三条主线

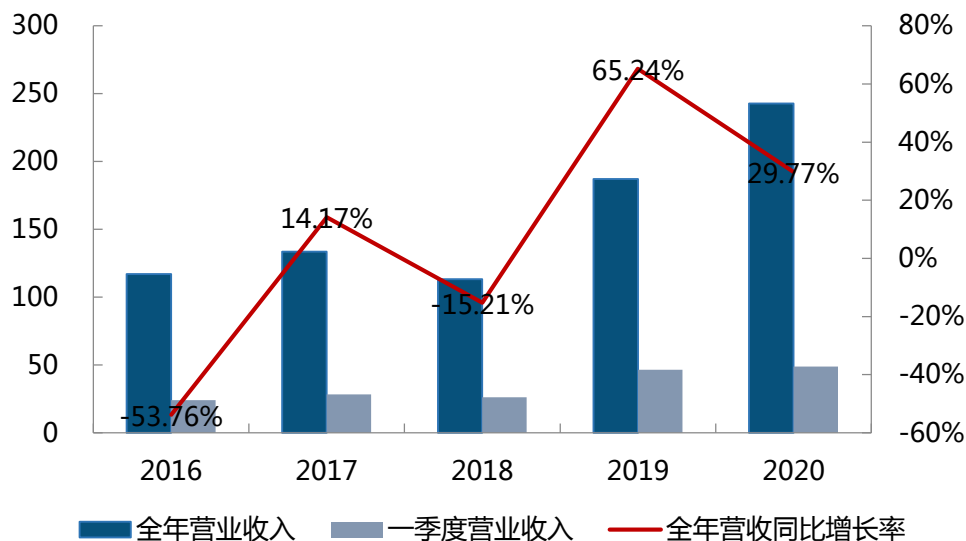
4

重点公司

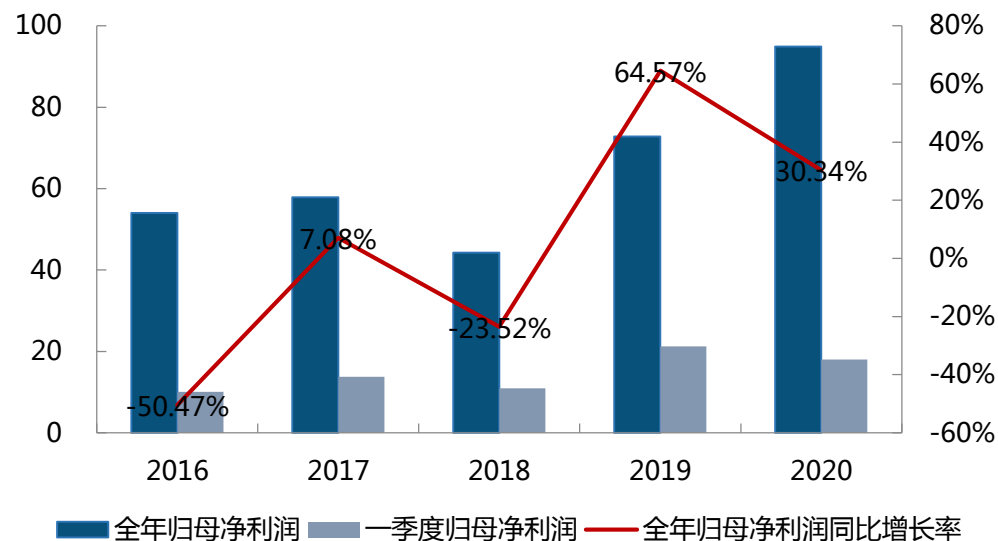
4.1 重点公司介绍——招商证券（600999）

- **金控集团优势**：公司背靠招商局集团，是国务院国资委体系内最大的证券公司，受益于2020年8月14日证监会发布的《证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动管理规定（试行）》，招商证券具备招商银行和仁和人寿保险的协同优势。
- **获得基金投顾业务试点资管，被纳入“白名单”**：公司2021年上半年获得基金投资顾问业务试点资格，财富管理将迎来新的发展机遇。同时，5月28日，公司被纳入首批证券公司“白名单”，除简化或取消部分审核流程外，还具备创新试点业务的申请资格，对公司在创新业务方面形成差异化竞争优势具有一定利好作用。
- **2021年半年度业绩表现亮眼**：7月2日，招商证券公布了2021年上半年的业绩预告，预计2021年半年度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期相比，将增加人民币117,013万元-160,352万元，同比增加27%-37%。在业绩的支撑以及各类牌照的优势下，预计公司估值将进一步提升。

图表44：招商证券营业收入（亿元）及增长率



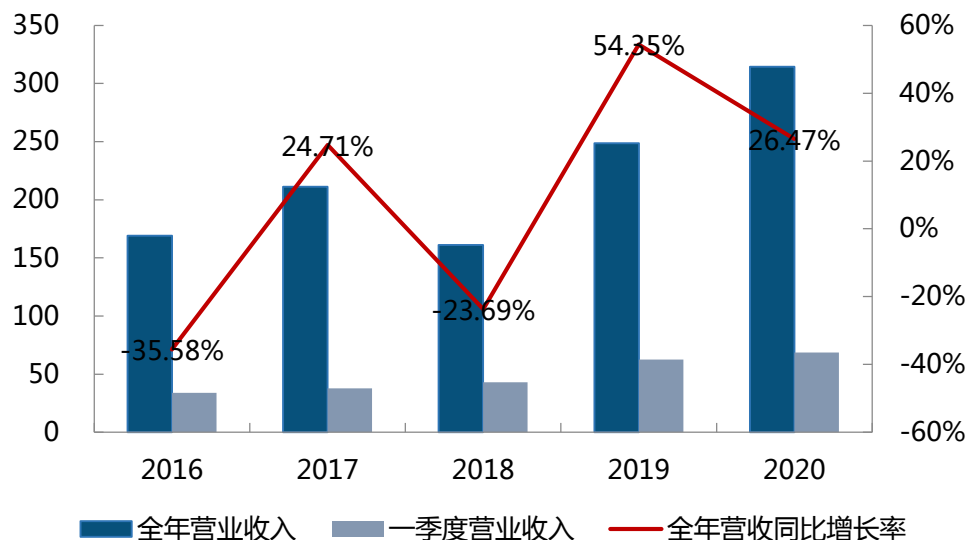
图表45：招商证券归母净利润（亿元）及增长率



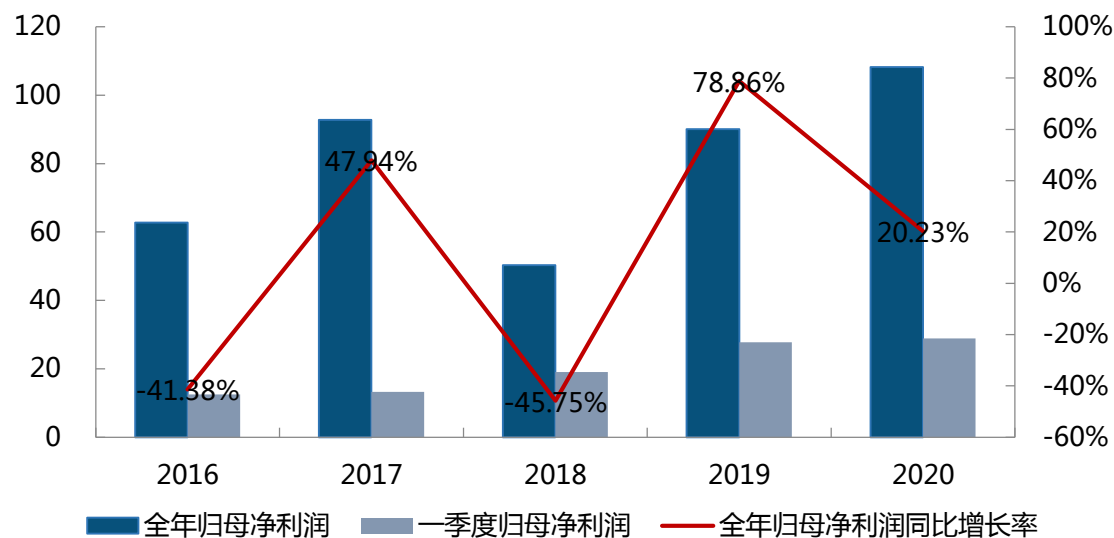
4.2 重点公司介绍——华泰证券（601688）

- 科技驱动各项业务发展：**公司是一家国内领先的科技驱动型证券集团，通过搭建先进的数字化平台，将线上线下有机结合，为个人和机构客户提供全方位的证券及金融服务。公司在2020年信息技术投入全行业排名第一，信息技术投入占营业收入比例全行业排名第四，公司在数字化转型方面的大力投入将有利于推进公司财富管理转型和各项业务的协同发展。
- 公司具备多项创新业务资格优势：**5月28日，公司被纳入首批证券公司“白名单”，对公司的创新业务开展和盈利能力提升均有利好作用。此外，2020年12月，公司获得独立主承销商资格，可以在银行间市场独立展业，目前仅5家券商获得该资格。
- 资本实力雄厚：**公司自身具有雄厚的资本实力，其净资产规模位居行业第四。同时，7月9日，公司发布公告称获得股东江苏省国信集团有限公司的增持，通过港股通已累计增持公司H股7,824,600股，占公司总股数的0.0862%，资本实力进一步提升。

图表46：华泰证券营业收入（亿元）及增长率



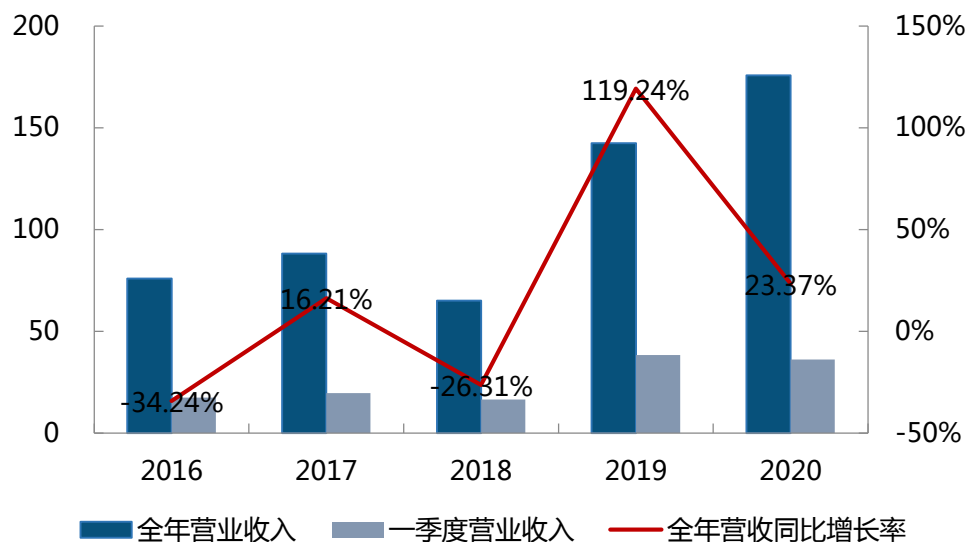
图表47：华泰证券归母净利润（亿元）及增长率



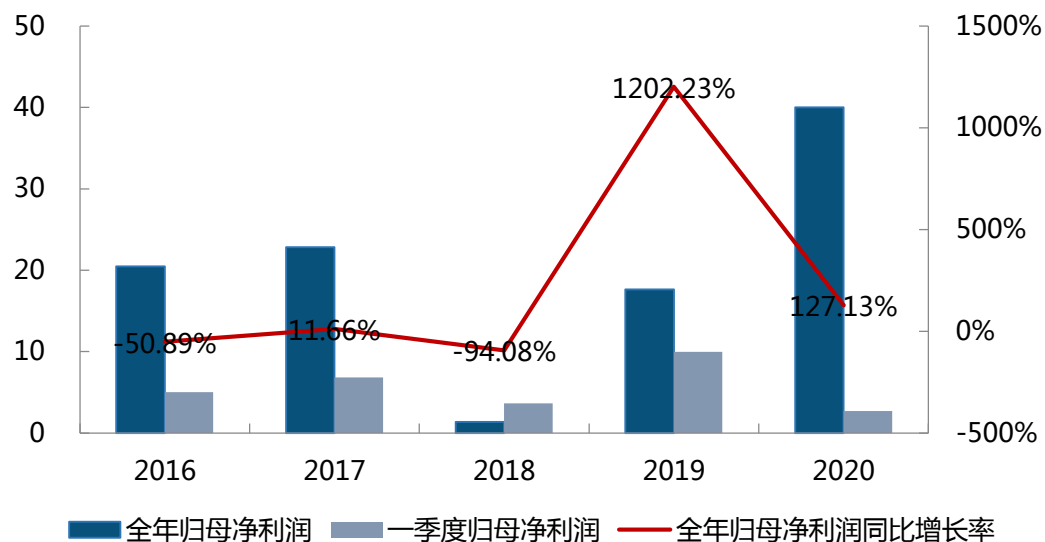
4.3 重点公司介绍——国泰君安 (601211)

- 业务规模较大，行业龙头地位稳固**：2020年，国泰君安的总资产、净资产、营业收入和净利润分别排名行业第3位、第3位、第2位和第2位。各项业务水平也稳居前列，财富管理转型较为成功，代销金融产品业务收入行业第2名，投行业务收入排名第5位，资管业务收入排名第4位，行业龙头的地位稳固。另一方面，公司被纳入首批证券公司“白名单”，取消审核及创新业务试点申请资格有利于公司在投行、自营、资管等多业务条线的发展方面获得先机。
- 金融科技推动业务创新**：高度重视对科技的战略性投入，是唯一通过CMMI4等级认证的证券公司，2017-2019年信息系统投入规模连续3年居行业第1位。2020年排名第二。期末君弘APP手机终端用户3,656万户，年度平均月活跃用户数506万户，排名行业第2位。金融科技的发展将推动公司业绩进一步提升。
- 公司估值优势明显**：公司当前PB为1.19倍，结合公司各业务线发展行业领先，资本实力较为雄厚，公司估值整体偏低，当前安全边际优势突出。

图表48：国泰君安营业收入（亿元）及增长率



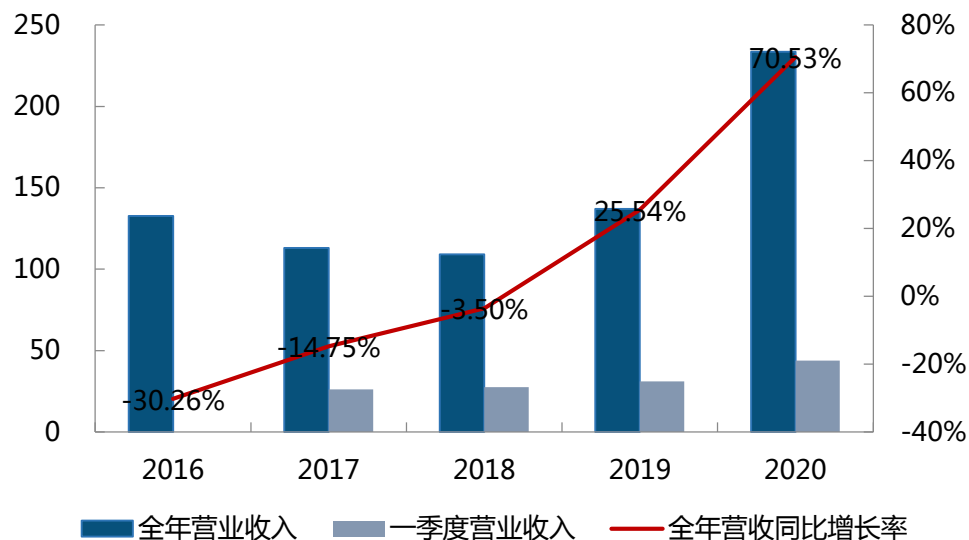
图表49：国泰君安归母净利润（亿元）及增长率



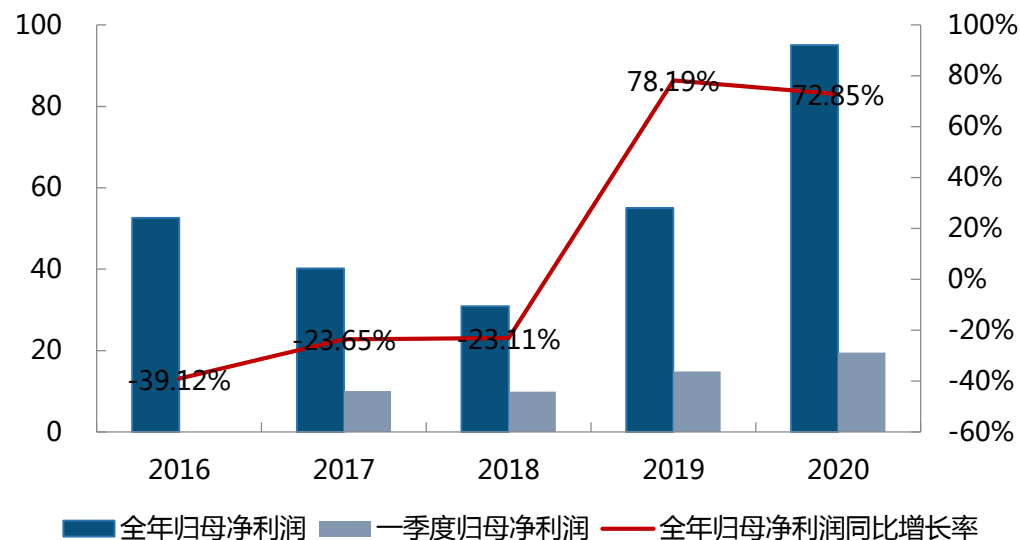
4.4 重点公司介绍——中信建投（601066）

- 投行业务稳居行业领先地位：**中信建投在2020年完成了2,446单股票及债券主承销项目，主承销金额人民币13,730.75亿元，均位居行业第2名，且连续8年双双保持行业前3名。中信建投股票和债券主承销家数和金额均位居行业第2名，其中IPO项目主承销家数和金额位居行业第1名，公司债主承销家数和金额位居行业第1名。在首批创业板注册制上市企业中，公司保荐及承销家数位居行业第1名。在首批新三板精选层挂牌企业中，公司保荐及承销家数位居行业第1名。
- 财富管理业务稳中有升：**2020年，中信建投代理买卖证券业务净收入市场份额3.32%，增长6.68%，位居行业第10名；代理股票基金交易量市场份额3.31%，增长13.68%；代理销售金融产品净收入市场份额4.21%，增长39.40%，位居行业第8名；客户托管证券市值市场份额7.22%，位居行业第2名；融资融券利息收入和股票质押回购利息收入均位居行业第10名。
- 交易及机构客户服务表现出色：**2020年，中信建投场外期权业务新增规模2,464.85亿元，同比增长25.01%，收益互换新增规模410.48亿元，同比增长257.47%。同时，债券销售保持传统领先地位，信用债竞争性销售单数大幅上升，地方债承销金额位居行业第2名；“债券通”业务排名继续保持券商前5名。

图表50：中信建投营业收入（亿元）及增长率



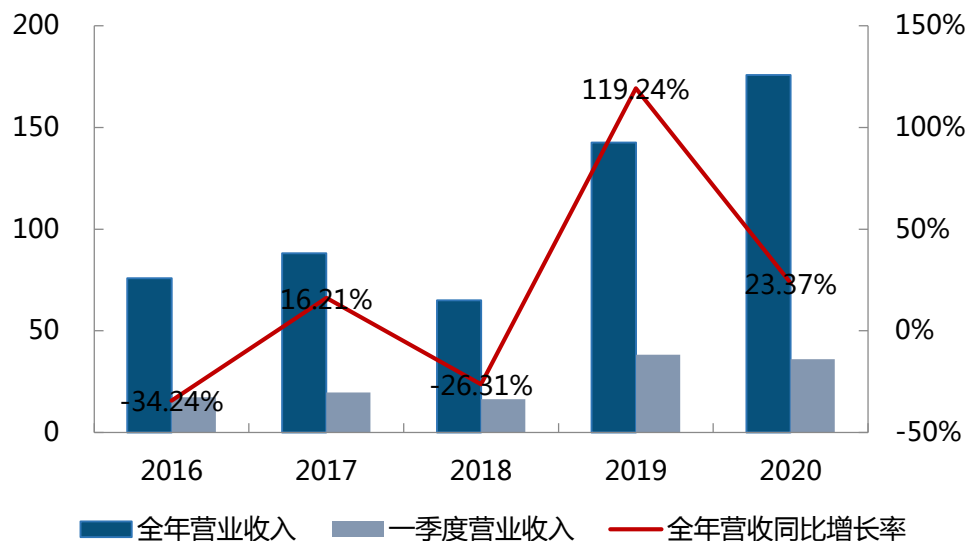
图表51：中信建投归母净利润（亿元）及增长率



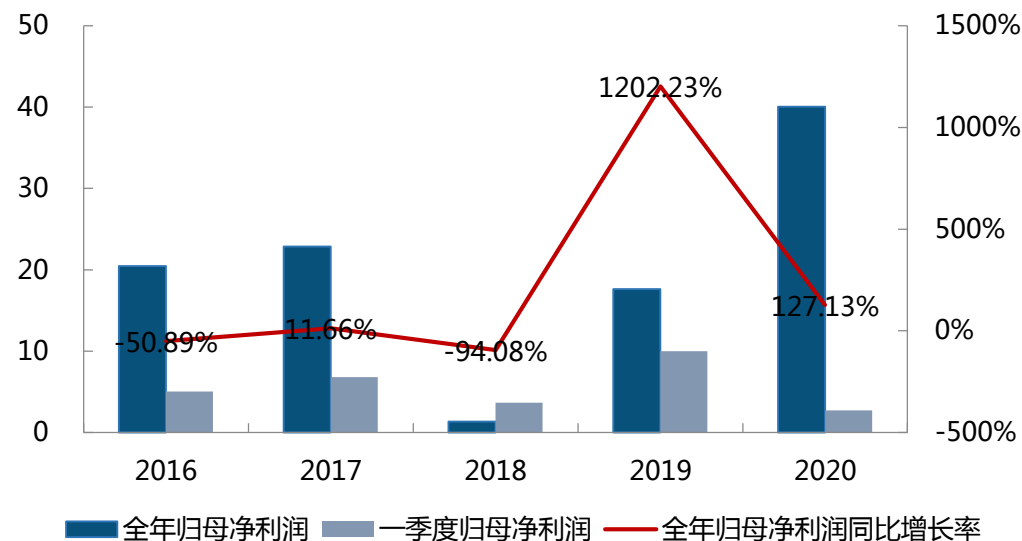
4.5 重点公司介绍——兴业证券（601377）

- 投行业务实现突破性增长：**2020年，公司实现投行业务手续费净收入13.79亿元（+85.33%）。公司积极把握注册制改革契机，完成主承销13单IPO项目和14单再融资项目，主承销金额195亿元（+153.25%），行业排名提升8位至16名。目前公司项目储备丰富，在会、过会及获得批文的项目数量合计35个，行业排名第11位，预计2021年公司仍将借助福建区位优势 and 注册制改革红利释放投行业绩。
- 研究实力稳居第一梯队：**兴业证券持续拓展投研的深度与广度，并积极推动卖方研究向综合研究转型。2020年，兴业证券第六次蝉联荣获“新财富”本土最佳研究团队前五，是上交所极少数定期采购研究服务的研究机构之一，并作为唯一一家金融机构获批福建省首批重点智库建设试点单位。
- 财富管理转型成效显著：**兴业证券率先推进财富管理业务转型，坚持“以客户为中心”的理念，丰富产品矩阵的广度与深度。2020年，兴业证券基础客群及资产规模显著强化，交易服务、投顾服务和资产配置能力不断增强。与此同时，兴证基金继续保持业内一流的投资管理能力，公募规模持续增长，产品投资业绩保持稳健。2020年公司股票基金交易总金额7.54万亿元，同比增长48%。母公司实现代理买卖证券业务净收入(不含席位)12.99亿元，同比增长65%，行业排名第20位，较上年提升4位。

图表52：兴业证券营业收入（亿元）及增长率



图表53：兴业证券归母净利润（亿元）及增长率



- **市场波动风险。**部分核心股中报业绩不及预期，同时教育行业“双减”政策等影响下，预计将加大市场波动。
- **汇率波动风险。**全球疫苗普及率上升，美国、欧洲和东南亚等地区经济逐渐复苏，贸易顺差收窄，美元走强，人民币的贬值压力增加。
- **资本市场制改革进程不及预期风险。**当前科创板与创业板注册制尚存信息披露、中介责任等问题，主板注册制改革进度缓慢，预计在年内落地的可能性较小。
- **境内外新冠肺炎疫情风险。**海外疫情反复，导致近期国内境外输入病例增加，南京出现疑似或确诊，预计对当地经济产生一定影响。

分析师简介

薄晓旭，SAC执业证书号：S0640513070004，金融学硕士，中航证券研究所非银行业研究员，对券商、信托、租赁等多元金融领域持续跟踪，坚持深度、及时、差异化研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入	: 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅10%以上。
持有	: 未来六个月的投资收益相对沪深300指数涨幅-10%-10%之间
卖出	: 未来六个月的投资收益相对沪深300指数跌幅10%以上。

我们设定的行业投资评级如下：

增持	: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深300指数。
中性	: 未来六个月行业增长水平与同期沪深300指数相若。
减持	: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深300指数。

免责声明

本报告并非针对意图送发或为任何就送发、发布、可得-或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期，中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。