

行业研究

证券股活跃度提升，关注财富管理主线

——近日证券行业上涨点评

非银
增持（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-5842066

wangyf@ebsecn.com

分析师：王思敏

执业证书编号：S0930521040003

wangsm@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

相关研报

逐鹿财富管理，券商市场份额提升——2021年2季度公募基金代销机构点评报告
(2021-08-03)

要点

事件：

8月9日，证券(申万)指数上涨2.1%，跑赢沪深300指数0.8个百分点，财富管理概念股的东方证券(+9.98%)、广发证券(+7.3%)和兴业证券(+4%)领涨板块。从7月1日至8月9日，证券(申万)指数跑赢沪深300指数两个百分点，热门股票东方证券上涨39%。

点评：

我们认为近期优质券商股上涨的原因是：下半年以来市场交易活跃度提升、证券公司中期业绩向好、估值整体偏低等因素提供了券商股估值修复的土壤，财富管理赛道的高成长性和市场认可度提升，驱动了核心概念股大幅上行。

一、下半年以来市场交易活跃，上半年证券业 ROE 提升

下半年以来A股成交活跃，市场日均成交额1.22万亿，较上半年日均成交额提升34%，峰值达到1.53万亿（7月27日）。从融资融券余额看，截止8月6日沪深两融余额1.83万亿，比去年年末增加11.5%，两融余额创2016年以来历史新高，市场交投气氛活跃。另外，根据证券业协会公布的2021年上半年证券行业经营数据显示，券业营业收入同比增长8.91%，实现净利润同比增长8.58%。从上市公司业绩来看，A股已披露半年报的上市券商均净利润增速在20%以上，显著优于行业平均，证券业利润集中度进一步提升。上半年，证券行业经营效益提升，ROE也呈现上升趋势，由2018年度的3.56%上升至2021上半年的7.82%（年化数据）。

二、基本面向上与估值向下背离，估值存在修复需求

从基本面看：证券行业基本面正在不断改善，且以龙头为代表的上市公司优势更加显著，背后的关键因素是：（1）行业整体向资本密集度更低和更可持续的业务转型，比如财富管理业务；（2）提高权益市场占比、注册制的推进和衍生品市场的创新等资本市场改革，券商都是最直接的受益者；（3）监管的“扶优限劣”和对于资本市场乱象的整治，使得行业合规和监管准入壁垒提高。

从估值看：年初以来A股券商板块不断调整，近十年来，A股上市券商PB(LF)算术平均估值在1.9X左右。截止到8月9日行业1.7XPB的估值位于历史分位数20%左右，处于中枢偏下位置。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%，估值存一定修复需求。

三、财富管理主线是近期热点，具有成长空间大、业绩贡献高的特征

随着资本市场改革的持续推进，权益融资占比持续提升，资本市场在优化资源配置方面发挥着更大的作用，并在推动经济增长方式转变上发挥着重要功能。现阶段，居民财富呈现从不动产向金融资产转移、金融资产中权益资产配置占比提升和需求多元化三个明显趋势。我们认为券商将显著受益于财富管理赛道的成长，具体来看有三个业务层面：1）在基金代销层面，银行和第三方互联网代销优势显著，但券商受益于权益产品代销市场空间广阔。2）在产品创新层面，得益于与资本市场的深度绑定和全流程参与，券商有出色的产品创设能力，能够匹配客户差异化风险收益偏好特征，并且龙头券商有更为明显的客户优势和品牌优势。3）在投资层面体现为券商的投资能力，包括自营和子公司投资、投资顾问等方面的利润贡献。

受益于参股基金子公司、证券子公司等业绩增长，证券行业的整体业绩弹性提升。以 2020 年为例，东方证券、华泰证券和广发证券等资管子公司（基金子、资管子和直投公司等）的利润贡献占比在三分之一以上。

图 1：证券公司资管子公司估计贡献净利润占比（2020 年）

券商名称	2020年净利润（亿元）	旗下资管子公司估计贡献净利润占比	旗下资管公司及持股比例
东方证券	27.23	64.27%	东证资管（100%）、汇添富基金（35.41%）、长城基金（17.65%）
华泰证券	108.22	39.92%	华泰资管（100%）、华泰柏瑞（49%）、南方基金（41.16%）、华泰紫金投资（100%）
广发证券	100.38	34.37%	易方达基金（22.65%）、广发资管（100%）、广发基金（54.53%）、广发信德（100%）
兴业证券	40.03	28.88%	兴证全球基金（51%）、兴证资管（100%）、南方基金（9.15%）、兴证创新资本（100%）
海通证券	108.75	26.76%	海富通基金（51%）、海通资管（100%）、富国基金（27.78%）、海通开元（100%）、海富产业（67%）、华泰紫金投资（100%）
招商证券	94.92	19.07%	博时基金（49%）、招商资管（100%）、招商基金（45%）、招商致远资本（100%）
中信证券	149.02	12.28%	华夏基金（62%）、金石投资（100%）
中金公司	72.07	11.79%	中金基金（100%）、中金资本（100%）
国元证券	13.70	11.68%	长盛基金（41%）、国元股权投资（100%）
国泰君安	111.22	9.26%	华安基金（20%）、国泰君安资管（100%）、国泰君安创投（100%）
国信证券	66.16	8.01%	鹏华基金（50%）、国信弘盛（100%）
申万宏源	77.66	7.73%	申万菱信（67%）、富国基金（27.78%）、申万直投（100%）、宏源汇富（100%）
中国银河	72.44	2.21%	银河基金（50%）、大成基金（25%）、银河金汇（100%）、银河创投（100%）
中信建投	95.09	2.22%	中信建投基金（55%）、中信建（100%）

资料来源：上市公司公告，光大证券研究所整理（注：净利润贡献计算方式为子公司净利润*持股比例，未考虑并表因素、税费调整和实际情况调整等）

投资建议：

我们认为券商投资的核心逻辑正在变化，过往市场习惯交易券商的高 β 属性，但 2021 年证券行业由于权益市场的发展、注册制的推进和分类监管等因素，部分公司将体现出 α 收益。预计行业保持稳健向上的趋势，但我们认为“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获得超额收益。关注两条投资主线：（1）权益市场大发展的财富管理，受益于基金代销、基金子公司和资管业务的券商成长空间广阔，推荐东方财富，建议关注东方证券。（2）券商板块中综合实力突出、高品牌和业务壁垒的低估值龙头券商的补涨机会。推荐中信证券（A+H）。

风险提示：系统性金融市场信用风险；疫情反复爆发带来经济下行风险；二级市场大幅调整风险。

图 2：7 月分以来 A 股成交额和券商指数发生明显背离

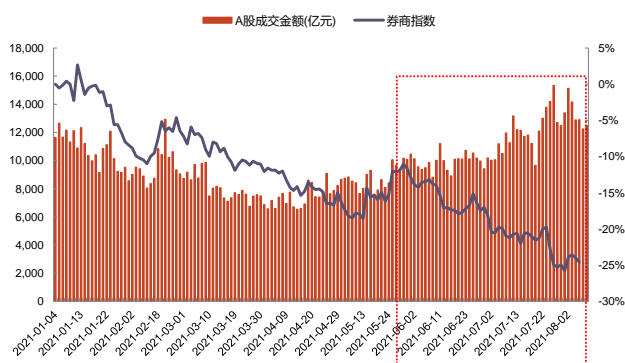
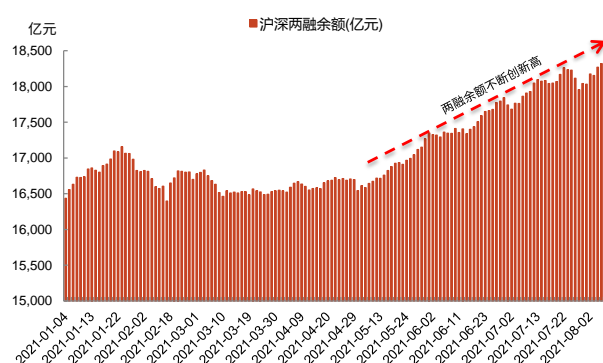


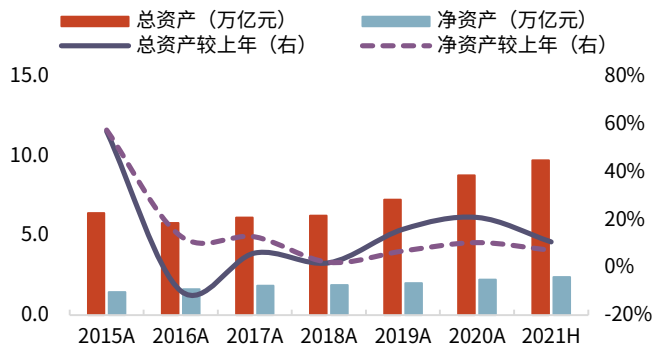
图 3：沪深两融余额不断创新高



资料来源：wind，光大证券研究所（数据截止至 2021 年 8 月 9 日）

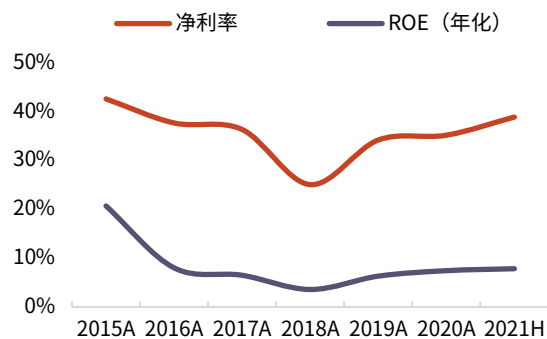
资料来源：wind，光大证券研究所（数据截止至 2021 年 8 月 9 日）

图 4：行业总资产和净资产规模整体提升



资料来源：wind，中国证券业协会，光大证券研究所

图 5：行业净资产收益率持续回升



资料来源：wind，中国证券业协会，光大证券研究所

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

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。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE