

证券

财富管理重构估值 中报业绩催化 重视券商板块投资机会

交易持续活跃，板块景气度仍高：7月以来股基交易额持续维持万亿以上，8月日均股基交易额达到1.31万亿元，为18年以来月均最高值。当前流动性仍维持相对宽松，两融余额自5月以来增长超过2000亿元，本月北向资金净流入超220亿元，板块景气度仍高。

上市券商中报业绩具备确定性，整体利润高增长：上半年行业情况看，139家券商合计实现营收2324.14亿元，YoY+8.9%；实现净利润902.79亿元，YoY+8.6%。**相比与行业整体的平稳增长，个股层面出现明显分化态势：**20余家券商前期发布中报业绩预告，头部券商中信、国君、招商、海通等基本实现了20%以上的归母净利润增速，其中中金预计增速45%-65%、国君预计增速47%，东方预计增速77%、兴业预计增速25%-35%，部分中小券商如方正、财达、中原等归母净利润增速预计在100%以上。**8月下旬上市券商将进入中报密集披露期，预计整体利润的高增长将持续催化个股及板块股价表现。**

财富管理逻辑持续验证，重构券商估值催化股价表现：

1) 我国财富管理将迎来大发展时代：在包括经济发展、“房住不炒”政策环境、以共同富裕为导向的各项改革、资管新规打破刚兑、长期利率下行趋势及资本市场改革推进的多种逻辑推动下，我国财富管理将迎来大发展时代，居民财富管理需求将持续增加，对风险资产的配置也将持续提升。

2) 基金规模爆发增长，代销收入及保有量持续提升：21H1公募基金总规模为22.93万亿元，其中非货基规模为13.66万亿元，2019、2020年非货基规模分别实现52.6%、64.0%的大幅增长，且头部集中度当前有所提升，券商代销收入及保有量也持续提升。

3) 海外头部资产管理机构估值几何？参考全球著名资管公司贝莱德及施罗德，其收入结构中基本80%左右来自于管理费收入，两家公司长期ROE稳定在接近15%的水平，近十年PE估值基本维持在15-25倍之间。

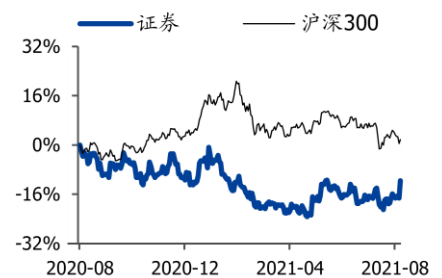
4) 公募基金利润贡献大幅增长，将如何影响券商业绩及估值重构？我们梳理下来绝大部分上市券商均有控股或参股的公募子公司，近10家券商同时参控股2家公募，18家券商有控股公募并实现并表。头部公募近年管理规模的复合增速达到50%以上，ROE稳定在20%以上，部分甚至可以到30%以上。2020年东方证券、兴业证券控股公募净利润贡献占比分别达到29.7%、20.3%，考虑到财富管理大趋势下公募管理规模及净利润的快速增长、头部公募集中度提升的趋势以及更高且稳定的ROE水平，并对今年利润的增长进行假设，如给予头部公募30-40倍PE，当前券商仍有非常明显的估值向上空间，公募业务有望重构券商整体估值。

投资建议：当前交易持续活跃，券商板块景气度较高，中报业绩具备确定性，净利润高增长将持续催化板块表现。在财富管理大背景下，券商代销收入及基金保有量快速增长，此外大部分券商均有参控股公募基金，对公司利润贡献持续提升，参考海外机构对公募业务进行估值重构，当前券商仍有较大的估值向上空间。个股层面，建议积极关注控股头部公募基金、受益财富管理逻辑较强的东方证券、兴业证券和广发证券。

风险提示：公募业务发展不及预期风险；权益市场波动风险；券商业绩增速不及预期风险。

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 马婷婷

执业证书编号：S0680519040001

邮箱：matingting@gszq.com

分析师 赵耀

执业证书编号：S0680519090002

邮箱：zhaoyao@gszq.com

相关研究

- 《证券：券商2020年报及21Q1综述暨研究框架-业绩向上分化加剧，估值向下左侧布局》2021-05-06
- 《证券：20Q3综述：市场活跃带动业绩增长，长期仍将受益于改革红利》2020-11-01
- 《证券：【国盛金融】2020券商研究框架及中报业绩综述-高景气带动上半年业绩向好，改革赋能行业中长期发展》2020-09-02



内容目录

一、交易持续活跃，板块景气度仍高	3
二、上市券商中报业绩具备确定性，整体利润高增长	4
2.1 行业层面看，券商营收及净利润稳定增长	4
2.2 上市券商中报密集披露在即，业绩预告整体利润高增长	4
三、财富管理逻辑持续验证，重构券商估值催化股价表现	6
3.1 我国财富管理将迎来大发展时代	6
3.2 基金规模爆发增长，代销收入及保有量持续提升	7
3.3 海外头部资产管理机构估值几何？	8
3.4 公募基金利润贡献大幅增长，将如何影响券商业绩及估值重构？	10
投资建议	13
风险提示	13

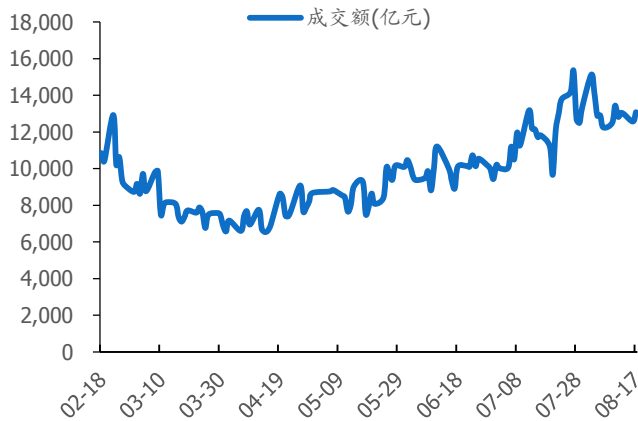
图表目录

图表 1: 当前日均股基成交额持续维持万亿以上	3
图表 2: 7月日均股基成交额达 2018 年以来最高点 (亿元)	3
图表 3: 7月以来北向资金持续净利润 (亿元)	3
图表 4: 5月以来两融余额持续提升	3
图表 5: 证券行业收入结构情况	4
图表 6: 2016 年以来行业净利润及同比情况 (亿元)	4
图表 7: 上市券商 2021 年中报业绩情况	5
图表 8: 上市券商 2021 年中报业绩预告情况	5
图表 9: 上市券商 2021 年中报披露时间情况	6
图表 10: 公募基金总规模及增速情况 (万亿元)	7
图表 11: 2018 年以来新基金发行份额情况	7
图表 12: 上市券商 2020 年代销收入情况 (亿元)	8
图表 13: 贝莱德 2020 年收入结构情况	9
图表 14: 贝莱德净利润及 ROE 情况	9
图表 15: 施罗德 2020 年收入结构情况	9
图表 16: 施罗德净利润及 ROE 情况	9
图表 17: 贝莱德及施罗德 PE 估值情况	10
图表 18: 上市券商参控股公募基金情况 (亿元)	11
图表 19: 上市券商参控股的公募基金非货币基金规模增速情况	12
图表 20: 部分公募基金净利润情况 (亿元)	13
图表 21: 部分公募基金 ROE 情况	13

一、交易持续活跃，板块景气度仍高

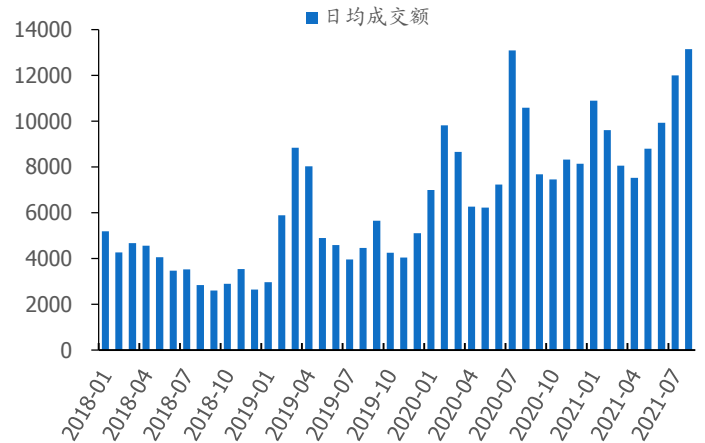
当前市场交易持续活跃：7月以来连续超过20个交易日股基交易额突破万亿。8月截至17日日均股基交易额达到1.31万亿元，已突破去年7月高点，达到18年以来最高值。

图表1：当前日均股基成交额持续维持万亿以上



资料来源：Wind，国盛证券研究所

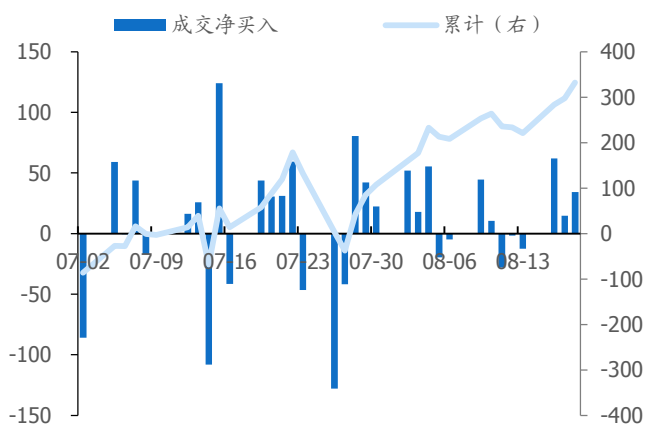
图表2：7月日均股基成交额达2018年以来最高点（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

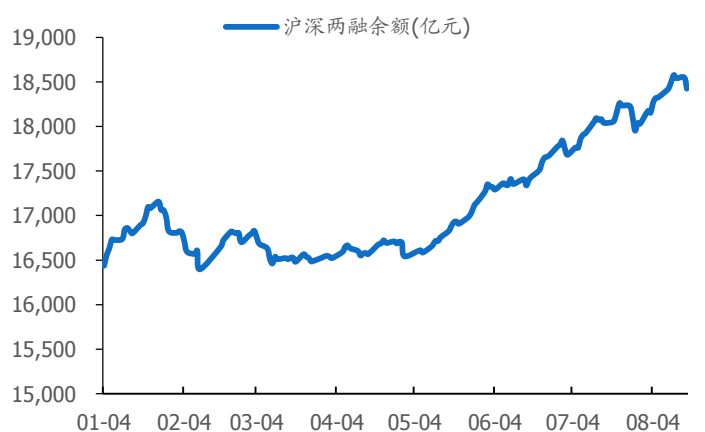
流动性仍边际宽松，两融余额明显提升，北向资金持续流入：5月以来两融余额持续提升，8月中旬沪深两融余额达1.85万亿元以上，自5月以来增长超过2000亿元，当前流动性仍维持相对宽松，本月北向资金净流入超220亿元，7月以来净流入超330亿元。

图表3：7月以来北向资金持续净流入（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表4：5月以来两融余额持续提升



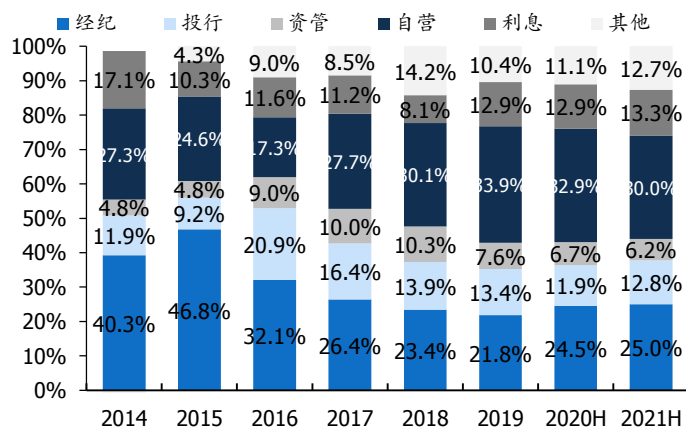
资料来源：Wind，国盛证券研究所

二、上市券商中报业绩具备确定性，整体利润高增长

2.1 行业层面看，券商营收及净利润稳定增长

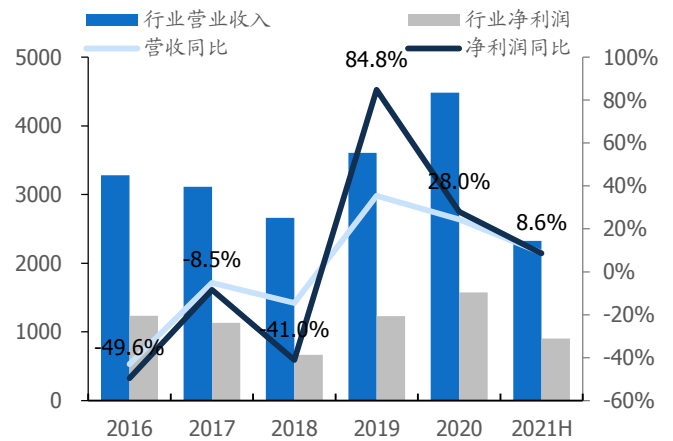
7月下旬协会发布21年上半年行业经营数据，139家券商合计实现营收2324.14亿元，YoY+8.9%；实现净利润902.79亿元，YoY+8.6%。具体分业务情况看：

图表5：证券行业收入结构情况



资料来源：证券业协会，国盛证券研究所

图表6：2016年以来行业净利润及同比情况（亿元）



资料来源：证券业协会，国盛证券研究所

- 经纪业务：今年上半年市场日均成交额9075亿元，YoY+19.7%；券商行业整体经纪业务收入580.4亿元，YoY+11.0%。7月以来股基日均成交额基本持续维持在万亿以上，仍维持较高的交易活跃度。
- 投行业务：上半年行业股、债承销规模分别为7874亿元、47117亿元，YoY+21.6%、+14.8%，行业投行业务收入298.4亿元，YoY+17.8%。
- 自营业务：上半年上证综指、深证成指和创业板指分别+3.4%、+4.8%、+17.2%，而去年同期分别-2.2%、+15.0%、+35.6%。上半年行业自营收入697.9亿元，YoY-0.7%，是主要业务中唯一出现负增长的，但自营业务收入占比仍达30.0%，依然是券商最主要收入来源。
- 资管业务：资管业务当前发展平稳，券商仍继续稳步推进主动管理转型，上半年行业资管业务收入144.7亿元，YoY+1.2%，收入基本持平。
- 利息业务：截至年中市场两融余额为17842亿元，较年初增长10.2%，5月以来沪深两融余额持续增长，市场质押股数及质押市值整体小幅下降。上半年行业利息业务收入308.5亿元，YoY+11.9%。

2.2 上市券商中报密集披露在即，业绩预告整体利润高增长

相比与行业整体的平稳增长，个股层面出现明显分化态势：截至8月18日，上市券商

中已有三家发布中报，其中东吴证券、华林证券上半年归母净利润同比增速分别为29.68%、44.93%，华西证券归母净利润同比增速0.81%。此外20余家券商前期发布中报业绩预告，头部券商中信、国君、招商、海通等基本实现了20%以上的归母净利润同比增速，其中中金预计增速45%-65%、国君预计增速47%，东方预计增速77%、兴业预计增速25%-35%，部分中小券商如方正、财达、中原等归母净利润同比增速预计在100%以上。

图表7: 上市券商2021年中报业绩情况

券商	21H1归母净利润 (亿元)	同比增速	21Q1净利润增速	PB	2012年以来分位	2017年以来分位
东吴证券	13.36	29.68%	14%	1.33	18%	37%
华西证券	9.3	0.81%	-14%	1.13	4%	4%
华林证券	4.12	44.93%	11%	5.59	13%	13%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

图表8: 上市券商2021年中报业绩预告情况

券商	预计21H1归母净利润 (亿元)	同比增速	21Q1净利润增速	PB	2012年以来分位	2017年以来分位
中信证券	107.11~116.04	20%~30%	27%	1.65	61%	53%
国泰君安	80.13	46.93%	142%	1.15	7%	10%
海通证券	74.02~82.25	35%~50%	58%	0.99	11%	22%
中国银河	53.29~71.05	15%~20%	13%	1.33	18%	18%
招商证券	55.04~59.34	27%~37%	45%	1.71	30%	51%
国信证券	45.00~51.00	53%~73%	18%	1.54	14%	21%
中信建投	45.29	-1%	-12%	3.42	27%	27%
中金公司	44.25~50.35	45%~65%	47%	3.71	19%	19%
中国银河	40.85~42.62	15%~20%	13%	1.33	18%	18%
东方证券	27.00	77%	45%	1.81	53%	74%
兴业证券	22.67~25.91	25%~35%	341%	1.69	47%	91%
光大证券	22.62	5%	-37%	1.40	29%	39%
中泰证券	16.60~17.98	20%~30%	-11%	2.03	7%	7%
长江证券	13.18~15.07	40%~60%	65%	1.48	20%	40%
方正证券	13.00	103%	135%	1.71	30%	53%
浙商证券	8.52~9.17	30%~40%	32%	1.94	12%	12%
国元证券	8.46	37%	18%	1.02	5%	11%
长城证券	8.33	24.93%	-18%	1.66	5%	5%
东北证券	7.04	5.55%	1%	1.10	5%	10%
西南证券	6.43~7.71	50%~80%	22%	1.26	8%	17%
财达证券	3.86~4.70	85%~125%	4%	4.21	25%	25%
中原证券	2.11~2.51	583%~712%	-280%	1.60	8%	8%

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

8月下旬上市券商将进入中报密集披露期，预计整体利润的高增长将持续催化个股及板块股价表现。

图表 9: 上市券商 2021 年中报披露时间情况

周一	周二	周三	周四	周五	周六	周日
08-09	08-10	08-11	08-12	08-13	08-14	08-15
			华西证券	东吴证券		
08-16	08-17	08-18	08-19	08-20	08-21	08-22
	华林证券	浙商证券	中信证券 东北证券	长城证券 国海证券		
08-23	08-24	08-25	08-26	08-27	08-28	08-29
国元证券 国信证券 中金公司	国联证券 国泰君安	西部证券	南京证券 财通证券 光大证券 华安证券 财达证券 东兴证券 海通证券 山西证券 红塔证券 中信建投 国投资本	中原证券 兴业证券 华泰证券 中银证券 长江证券 广发证券 招商证券 东方证券 中泰证券 申万宏源 太平洋		
08-30	08-31	09-01	09-02	09-03	09-04	09-05
方正证券 国金证券 西南证券 天风证券 第一创业 中国银河						

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

三、财富管理逻辑持续验证，重构券商估值催化股价表现

3.1 我国财富管理将迎来大发展时代

多重逻辑推动下，我国财富管理将迎来大发展时代，居民财富管理需求将持续增加，对风险资产的配置也将持续提升。

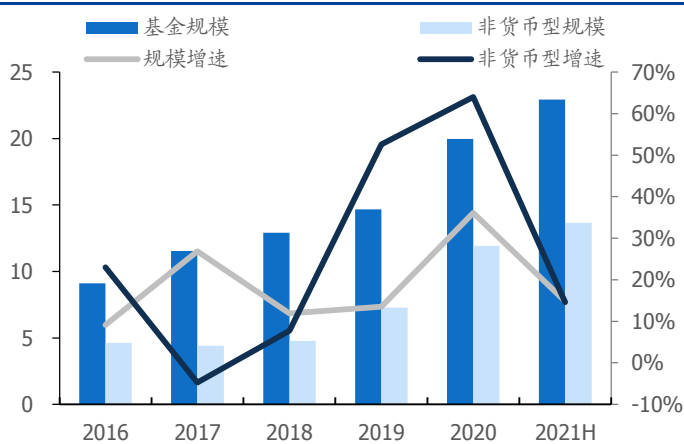
- **经济发展+财富积累，我国即将迈过“多元化财富管理”的门槛：**从海外的经验来看，财富管理行业具有“门槛效应”，随着居民收入跨越一定水平，基本生活条件能够满足后，其对于财富管理的需求将会快速提升。
- **住房需求有望下降、共同富裕推动将刺激财富管理需求增加：**人口加速老龄化+“房住不炒”政策环境+促进共同富裕。从海外经验来看，随着人口老龄化的推进，适龄劳动人口的下降将导致住房需求的下降。在房地产市场稳定健康增长、推动以共同富裕为导向的各项改革之下，财富管理需求将明显增加。
- **资管新规打破刚兑+长期利率下行，居民资产将加速向风险资产转移：**当前我国 10 年期国债在 2.8% 左右，随着利率市场化的稳步推进以及资管新规打破刚兑，居民财富管理的“无风险收益率”正在逐步下降，“无风险”资产配置的性价比逐步下降，预计后续居民财富将逐步从“无风险”资产向“风险资产”转移。

- **资本市场改革力度空前，优质而多元的金融资产供给将增加，将吸引更多增量资金：**当前我国我国资本市场改革正在稳步推进，注册制为核心的发行制度、科创板等多元化多层次资本市场体系正在形成，未来有望给A股投资者带来更多可投资的优质标的。此外，我国资产证券化、债券市场、REITS市场等均在快速发展中，未来也将带来更多的投资机会、更优质、更多元的金融资产供给。

3.2 基金规模爆发增长，代销收入及保有量持续提升

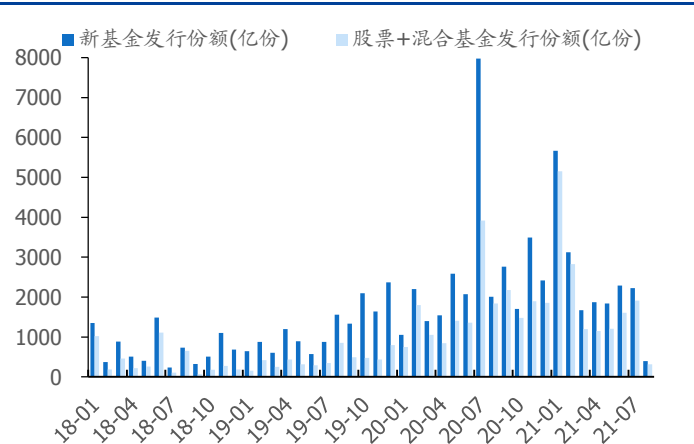
非货币公募基金规模大幅提升，头部集中度当前有所提升：截至21H1，公募基金总规模为22.93万亿元，其中非货基规模为13.66万亿元，2019、2020年非货基规模分别实现52.6%、64.0%的大幅增长，且增速显著快于公募基金总体增速，2020年以来新发基金规模持续处于高位。21H行业及非货币基金CR10占比为42.3%、41.0%，分别较去年底提升0.5pc、2.3pc，行业集中度当前有所提升。

图表 10: 公募基金总规模及增速情况 (万亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 2018年以来新基金发行份额情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

券商代销收入持续呈现爆发式增长，在经纪业务中占比显著提升：代销金融产品是券商传统经纪业务向财富管理转型的重要一环，在一定程度上体现了券商财富管理业务的实力。虽然代销收入在券商总收入中的贡献并不高，但是实现了极高的增速。2020年40上市券商代销金融产品净收入共计102.38亿元，同比大幅增长171%，在经纪业务收入中占比显著提升，大券商代销实力明显，而中等券商中，如兴业证券、东方证券等财富管理特色券商代销表现较好。

图表 12: 上市券商 2020 年代销收入情况 (亿元)

公司名称	2019	2020	2020全年增速	占营收比重	占经纪业务净收入比重
中信证券	8.03	19.65	144.55%	1.29%	6.21%
中金公司	2.12	7.76	125.72%	1.15%	5.92%
国信证券	1.76	7.08	233.58%	1.28%	3.75%
广发证券	1.73	5.91	199.37%	0.61%	2.70%
招商证券	1.97	5.87	233.36%	0.78%	2.81%
中信建投	1.44	5.41	276.36%	0.67%	3.25%
华泰证券	1.66	4.98	188.42%	0.59%	2.87%
兴业证券	1.79	4.56	175.14%	0.84%	5.34%
国泰君安	2.75	4.37	235.47%	0.21%	0.90%
中国银河	1.07	4.15	131.54%	0.55%	1.87%
东方证券	1.08	3.90	265.37%	0.50%	4.41%
光大证券	0.56	3.86	40.48%	0.77%	3.34%
方正证券	1.30	3.21	478.30%	1.11%	2.03%
长江证券	0.89	3.01	179.56%	1.47%	3.74%
浙商证券	0.67	2.31	245.95%	0.63%	4.55%
申万宏源	1.11	2.21	147.15%	0.23%	1.22%
国金证券	0.69	2.02	81.28%	1.04%	3.83%
中泰证券	0.25	1.58	127.86%	0.44%	1.27%
财通证券	0.51	1.28	139.88%	0.58%	3.16%
海通证券	0.54	1.23	143.06%	0.11%	0.78%
华西证券	0.38	0.99	303.78%	0.88%	2.43%
中银证券	0.27	0.88	230.44%	1.05%	3.55%
长城证券	0.24	0.84	119.31%	0.54%	3.60%
中原证券	0.06	0.52	280.68%	0.58%	2.29%
东北证券	0.14	0.51	255.18%	0.27%	1.77%
山西证券	0.14	0.47	223.21%	0.34%	2.19%
东兴证券	0.14	0.46	633.64%	0.32%	1.82%
国元证券	0.10	0.45	552.85%	0.21%	0.95%
太平洋	0.07	0.44	79.12%	1.57%	3.70%
东吴证券	0.23	0.36	240.10%	0.12%	0.56%
国海证券	0.11	0.36	239.92%	0.23%	1.26%
国联证券	0.11	0.29	171.89%	0.49%	1.75%
西南证券	0.11	0.27	17.22%	0.30%	1.26%
南京证券	0.08	0.24	115.81%	0.40%	1.43%
天风证券	0.08	0.21	154.32%	0.19%	1.08%
西部证券	0.07	0.19	536.34%	0.06%	0.31%
第一创业	0.08	0.18	136.84%	0.17%	1.27%
华安证券	0.03	0.18	141.70%	0.24%	0.80%
华林证券	0.01	0.17	123.17%	0.41%	1.37%
红塔证券	3.44	0.03	205.43%	0.03%	0.66%
合计	37.81	102.38	170.79%	0.64%	2.91%

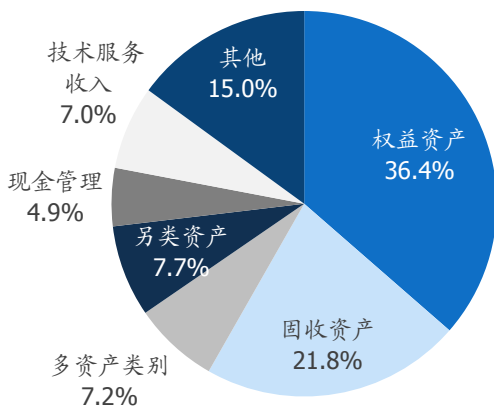
资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

3.3 海外头部资产管理机构估值几何?

贝莱德是全球规模最大的资产管理集团之一, 截至 2020 年底公司管理规模超过 8 万亿美元。2020 年公司收入达到 162.05 亿美元, 其中 78% 来自于管理费收入, 包括股票、固收、另类资产、现金管理等。自 2011 年以来公司净利润持续增长, ROE 持续提升当前达到接近 15% 的水平。

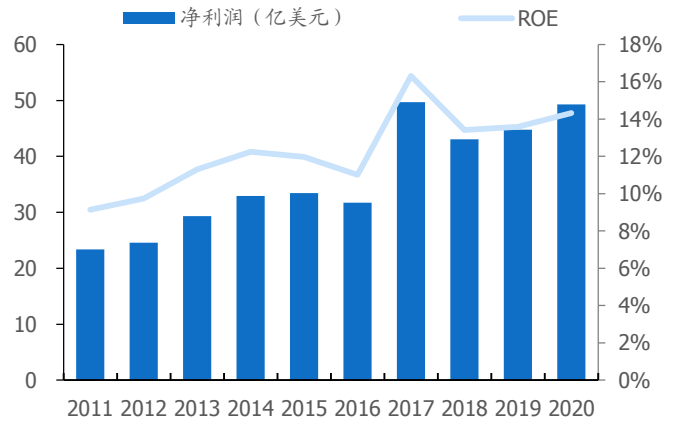
施罗德同样是全球知名的资产管理公司, 成立时间超过 200 年, 为全球投资者提供包括股票、固收、多元资产及另类资产的资产管理服务。截至 21H, 公司的资产管理规模超过 9000 亿美元。2020 年公司收入达到 25.13 亿英镑, 其中 80% 以上来自于管理费收入, 长期 ROE 基本稳定在 15% 左右。

图表 13: 贝莱德 2020 年收入结构情况



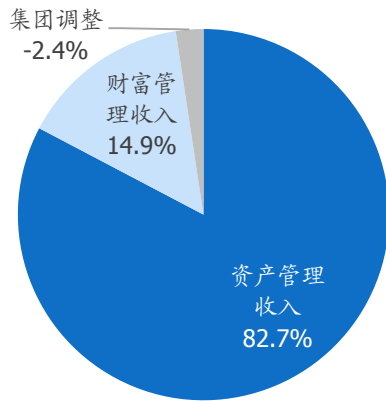
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 14: 贝莱德净利润及 ROE 情况



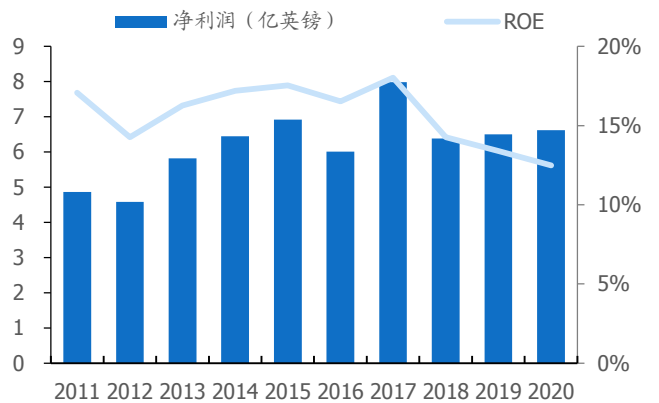
资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 15: 施罗德 2020 年收入结构情况



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

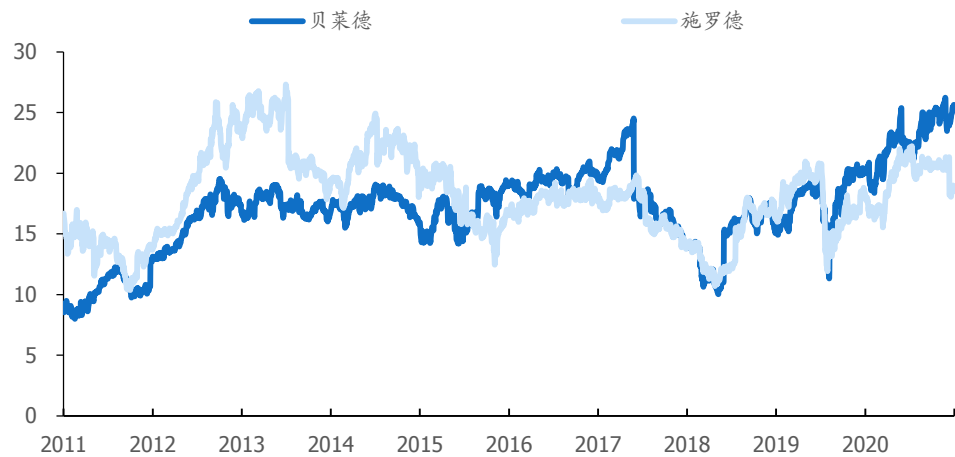
图表 16: 施罗德净利润及 ROE 情况



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

近十年来, 贝莱德及施罗德的 PE 估值基本维持在 15-25 倍之间, 资产管理规模的持续增长、长期稳定且较高的 ROE 以及全球资管的领先地位使得其持续享有较高的估值水平。

图表 17: 贝莱德及施罗德 PE 估值情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

3.4 公募基金利润贡献大幅增长，将如何影响券商业绩及估值重构？

绝大部分上市券商均有控股或参股的公募子公司，控股并实现并表的数量上市券商有 **18 家**：我们梳理了全部的 40 余家上市券商，其中绝大部分券商参控股 1 家甚至 2 家公募基金，实现并表的有 18 家券商，包括东方证券（子公司东证资管、参股汇添富）、广发证券（控股广发基金、参股易方达）、兴业证券（控股兴全基金、参股南方基金）等关注度较高。

我们以 2020 年数据进行测算，18 家上市券商中，控股公募基金利润贡献占公司总利润的占比中，东方证券、兴业证券占比分别达到 29.7%、20.3%，此外国海证券、广发证券、中信证券、第一创业分别达到 11.1%、9.9%、6.7%、5.9%，其余均在 5% 以下。

图表 18: 上市券商参控股公募基金情况 (亿元)

上市券商	基金公司	持股比例	是否并表	公司2020年 净利润	控股公募2020年 并表净利润	公募并表 净利润占比
中信证券	华夏基金	62.20%	是	149.02	9.94	6.7%
海通证券	海富通基金	51.00%	是	108.75	1.93	1.8%
	富国基金	27.78%				
华泰证券	华泰柏瑞基金	49.00%		108.22		
	南方基金	41.16%				
国泰君安	华安基金	20.00%		111.22		
招商证券	博时基金	49.00%		94.92		
	招商基金	45.00%				
兴业证券	兴证全球基金	51.00%	是	40.03	8.14	20.3%
	南方基金	9.15%				
广发证券	广发基金	54.53%	是	100.38	9.95	9.9%
	易方达基金	22.65%				
申万宏源	申万菱信基金	67.00%	是	77.66	0.70	0.9%
	富国基金	27.78%				
东方证券	东证资管	100.00%	是	27.23	8.10	29.7%
	汇添富基金	35.41%				
方正证券	方正富邦基金	66.70%	是	10.96		
光大证券	光大保德信基金	55.00%	是	23.34	0.88	3.8%
国信证券	鹏华基金	50.00%		66.16		
国金证券	国金基金	49.00%		18.63		
中信建投	中信建投基金	55.00%	是	95.09	0.26	0.3%
长江证券	长信基金	44.55%		20.85		
财通证券	财通基金	40.00%		22.92		
东吴证券	东吴基金	70.00%	是	17.07	0.00	0.0%
国元证券	长盛基金	41.00%		13.70		
第一创业	创金合信基金	51.07%	是	8.13	0.48	5.9%
	银华基金	26.10%				
浙商证券	浙商基金	25.00%		16.27		
南京证券	富安达基金	49.00%		8.10		
西南证券	银华基金	44.10%		10.91		
中金公司	中金基金	100.00%	是	72.07	-0.43	-0.6%
国海证券	国海富兰克林基金	51.00%	是	7.25	0.80	11.1%
华安证券	华富基金	49.00%		12.68		
东兴证券	东兴基金	100.00%	是	15.40	0.03	0.2%
西部证券	西部利得基金	51.00%	是	11.17		
东北证券	东方基金	57.60%	是	13.33	0.34	2.6%
	银华基金	18.90%				
长城证券	长城基金	47.06%		15.02		
	景顺长城基金	49.00%				
红塔证券	红塔红土基金	59.27%	是	14.13	0.60	4.2%
国联证券	中海基金	33.41%		5.88		
中泰证券	万家基金	49.00%		25.25		

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

以 2017-2020 年非货币基金规模复合增速看, 头部公募基金中, 广发、汇添富、鹏华、银华及景顺长城复合增速超过 50%, 富国、兴全、易方达超过 40%, 均实现了长期规模的快速增长, 契合财富管理以及居民财富加速向风险资产转移的趋势。

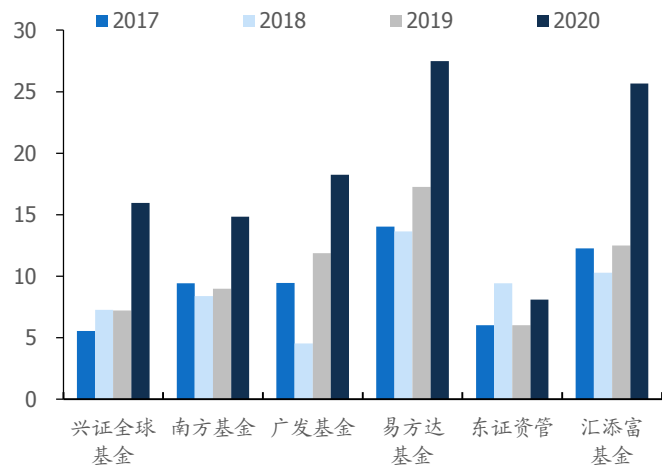
图表 19: 上市券商参控股的公募基金非货币基金规模增速情况

上市券商	基金公司	持股比例	是否并表	21H1非货币基金资产规模	17-20非货币基金规模复合增速	21H1增速
中信证券	华夏基金	62.20%	是	5,868.6	31.3%	16.5%
海通证券	海富通基金	51.00%	是	820.3	42.3%	3.9%
	富国基金	27.78%		5,508.9	46.9%	33.4%
华泰证券	华泰柏瑞基金	49.00%		1,441.5	32.1%	18.9%
	南方基金	41.16%		5,324.6	30.9%	24.4%
国泰君安	华安基金	20.00%		2,885.1	33.4%	7.8%
招商证券	博时基金	49.00%		4,268.0	20.1%	9.2%
	招商基金	45.00%		4,276.1	26.4%	21.4%
兴业证券	兴证全球基金	51.00%	是	3,052.9	44.9%	19.7%
	南方基金	9.15%		5,324.6	30.9%	24.4%
广发证券	广发基金	54.53%	是	6,042.4	58.0%	23.2%
	易方达基金	22.65%		10,327.7	44.2%	32.1%
申万宏源	申万菱信基金	67.00%	是	538.9	25.4%	12.5%
	富国基金	27.78%		5,508.9	46.9%	33.4%
东方证券	东证资管	100.00%	是	2,463.7	36.1%	31.3%
	汇添富基金	35.41%		6,121.1	56.8%	11.3%
方正证券	方正富邦基金	66.70%	是	130.6	39.9%	21.5%
光大证券	光大保德信基金	55.00%	是	735.3	31.1%	-7.4%
国信证券	鹏华基金	50.00%		3,403.5	50.0%	3.4%
国金证券	国金基金	49.00%		81.3	107.7%	-21.5%
中信建投	中信建投基金	55.00%	是	218.3	65.1%	41.6%
长江证券	长信基金	44.55%		585.3	23.1%	-10.4%
财通证券	财通基金	40.00%		302.2	28.7%	2.2%
东吴证券	东吴基金	70.00%	是	160.9	19.1%	79.2%
国元证券	长盛基金	41.00%		320.9	1.2%	2.0%
第一创业	创金合信基金	51.07%	是	448.2	35.0%	27.7%
	银华基金	26.10%		2,336.2	53.9%	3.5%
浙商证券	浙商基金	25.00%		260.9	21.9%	15.0%
南京证券	富安达基金	49.00%		32.4	-3.4%	8.6%
西南证券	银华基金	44.10%		2,336.2	53.9%	3.5%
中金公司	中金基金	100.00%	是	388.5	152.9%	17.7%
国海证券	国海富兰克林基金	51.00%	是	605.4	45.1%	37.4%
华安证券	华富基金	49.00%		333.0	51.8%	5.1%
东兴证券	东兴基金	100.00%	是	32.7	129.6%	-20.8%
西部证券	西部利得基金	51.00%	是	369.7	47.7%	13.3%
东北证券	东方基金	57.60%	是	397.4	57.1%	-5.8%
	银华基金	18.90%		2,336.2	53.9%	3.5%
长城证券	长城基金	47.06%		792.9	31.9%	-6.4%
	景顺长城基金	49.00%		3,054.1	62.3%	29.8%
红塔证券	红塔红土基金	59.27%	是	46.2	18.2%	81.3%
国联证券	中海基金	33.41%		113.2	-0.2%	-4.8%
中泰证券	万家基金	49.00%		1,231.5	47.3%	2.0%

资料来源: 公司公告, wind, 国盛证券研究所

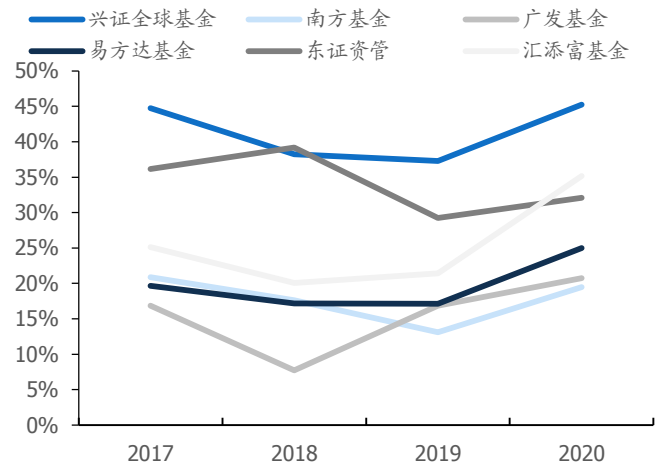
2020年公募基金净利润大幅增长, 头部基金长期保持极高的ROE水平: 2020年资本市场向好, 爆款基金频发, 公募基金规模快速增长, 同时利润也实现大幅增长, 其中兴全基金、汇添富基金净利润增速分别达到121.6%、105.5%, 南方、广发及易方达也实现50%以上的增长。此外如果从ROE角度看, 兴全近年来ROE基本稳定在40%左右, 东证及汇添富也在2020年实现了30%以上的ROE水平, 南方、易方达及广发也基本达到20%以上。

图表 20: 部分公募基金净利润情况 (亿元)



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

图表 21: 部分公募基金 ROE 情况



资料来源: 公司年报, 国盛证券研究所

参考海外资管公司的估值水平, 国内头部公募理应享受更高的估值溢价, 将打开券商估值向上空间, 重构整体估值: 海外头部公司基本保持 20 倍以上的 PE, 考虑到我国当前财富管理的大方向, 公募管理规模及净利润的快速增长, 头部公募集中度提升的趋势以及更高且稳定的 ROE 水平, 头部公募理应享受更高的估值水平。如在券商传统 PB 估值的基础上, 对公募业务部分予以重估值, 给予 30-40 倍的 PE, 将显著打开券商的估值向上空间, 重构券商整体估值。

投资建议

当前交易持续活跃, 券商板块景气度较高, 中报业绩具备确定性, 净利润高增长将持续催化板块表现。在财富管理大背景下, 券商代销收入及基金保有量快速增长, 此外大部分券商均有参控股公募基金, 对公司利润贡献持续提升, 参考海外机构对公募业务进行估值重构, 当前部分券商仍有较大的估值向上空间。个股层面, 建议积极关注控股头部公募基金、受益财富管理逻辑较强的东方证券、兴业证券和广发证券。

风险提示

- 1) 公募业务发展不及预期风险: 当前头部公募基金规模与利润快速增长, 理应享有更高的估值。如公募业务发展不及预期, 则可能会对估值产生影响;
- 2) 权益市场波动风险: 如权益市场大幅波动, 将直接影响券商业务收入, 券商股估值及股价可能受到影响;
- 3) 券商业绩增速不及预期风险: 如券商业绩增速不及预期, 将影响估值及股价。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。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；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层
 邮编：200120
 电话：021-38124100
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com