

行业点评

证券

行业业绩稳健增长，资管、自营业务两极分化

2021年09月03日

评级 同步大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
证券	9.92	6.16	-6.10
沪深300	-1.32	-7.34	1.09

刘敏 分析师  
执业证书编号: S0530520010001  
liumin@cfzq.com

相关报告

- 《证券: 证券行业 2021 年 7 月月度报告: 业绩整体向好, 关注优质龙头与财富管理两条主线》  
2021-08-04
- 《证券: 证券行业 2021 年 6 月月度报告: 基金投顾试点再扩容, 乐观看待行业未来业绩表现》  
2021-07-06
- 《证券: 证券行业 2021 年 5 月月度报告: 证券行业迎来估值修复, 白名单制度重合规风控》  
2021-06-08

重点股票	2020E		2021E		2022E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
中信证券	1.16	25.34	1.73	15.66	1.77	15.31	推荐
华泰证券	1.20	15.01	1.51	11.66	1.54	11.43	推荐
东吴证券	0.43	22.93	0.55	17.73	0.60	16.25	谨慎推荐
中国银河	0.71	17.62	0.83	13.12	0.91	11.97	谨慎推荐
东方证券	0.38	30.61	0.81	20.15	0.86	18.98	推荐
东方财富	0.58	53.45	0.75	42.32	0.93	34.13	推荐
国金证券	0.62	26.24	0.68	17.54	0.76	15.70	谨慎推荐

资料来源: wind、财信证券

投资要点:

- 各项业务均衡发展，行业业绩稳健增长。46 家券商公布 2021 年上半年报告，实现营收合计 3202.71 亿元，同比增长 27.50%，归母净利润合计 1049.41 亿元，同比增长 29.60%，净资产收益率中值为 4.40%。平均净利率为 32.77%，去年同期为 32.23%，46 家券商管理费用合计 1219.71 亿元，同比增长 24.15%，信用减值计提合计 25.34 亿元，同比减少 78.66%。各项业务收入占比来看，自营、经纪、资本中介、投行、资管业务收入及占比分别为 894.24 亿元/27.92%、660.51 亿元/20.62%、324.89 亿元/10.14%、274.74 亿元/8.58%、232.16 亿元/7.25%。2021 年上半年，各项业务均衡发展，资管、投行、经纪、资本中介、自营业务同比增幅分别为+28.08%、+25.97%、+24.18%、+20.43%、+10.83%。
- 资管、自营两极分化，投行、资本中介强者恒强。我们根据总资产及净资产规模，将 46 家券商划分为头部券商（10 家）、中大型券商（9 家）及中小型券商（27 家）。根据资本实力分类别来看，头部/中大型/中小型券商营业收入增速分别为+30.78%/+25.95%/+19.85%，主要是因为自营、资管呈现两级分化，投行业务收入、资本中介业务增速呈现强者恒强特征。具体来看，自营业务两级分化特征明显，头部/中大型/中小型券商自营业务收入同比增速分别为+18.07%/+2.33%/-5.13%；资管业务头部券商实现高增长，而中小型券商呈现下滑态势，头部/中大型/中小型券商资管业务收入分别同比+40.25%/+20.59%/-11.79%；投行业务收入、资本中介业务增速也呈现强者恒强的特征，头部/中大型/中小型券商投行业务收入同比增速分别为+31.95%/+22.28%/+14.45%，头部/中大型/中小型券商资本中介业务收入同比增速分别为+28.99%/+14.60%/+6.79%。经纪业务代买收手续费净收入较为均衡，头部/中大型/中小型券商收入同比增速分别为+24.82%/+24.35%/+22.25%。我们认为，资管业务方面，主动管理水平较高的券商基本完成去通道转型，业务规模企稳或呈增长态势，而大部分券商（主要是中小券商）资管业务仍处于转型阵痛期，资管业务收入仍面临下滑压力。自营业务方面，早已进行去方向化转型、FICC 业务领域相对成熟的券商，受股市或债市波动影响减弱，在一季度市

市场环境较差情况下仍能获取较为稳健的收益。

➤ **信用减值计提比例大幅减少，中大型券商净利润增速最高。** 归母净利润增速来看，中大型券商增速最高，其次为头部券商，最后为中小型券商，头部/中大型/中小型券商归母净利润增速分别为+28.17%/+43.05%/+21.95%。中大型券商归母净利润增速最高，主要是因为中大型券商净利率水平提升幅度相对较大，头部/中大型/中小型券商净利率分别为 34.48%/30.74%/29.65%，较去年同期变动幅度分别为-0.70%/+3.67%/+0.51%。上半年净利率变动幅度与信用减值损失计提有较大关系，去年同期证券公司大额计提信用减值准备，且中大型券商计提信用减值准备比例相对更大，去年上半年头部/中大型/中小型券商信用减值损失计提占营业收入比重分别为 4.30%/7.50%/3.14%，今年上半年头部/中大型/中小型券商信用减值损失计提占营业收入比重分别降为 1.22%/0.23%/0.08%。

➤ **行业转型加速期，大券商估值有望抬升。** 证券行业目前仍处于深刻的变革阶段，自营业务面临去方向化转型，资管业务在新规实施、财富管理需求日益增长情况下，面临回归本源、向主动管理转型，投行业务注册制及投行跟投机制的实施，对券商的市场化定价能力及资源整合能力提出更高要求，基金投顾试点资格进一步扩容，财富管理转型将提速，各业务协同重要性日益凸显。我们预计部分头部券商及中大型券商凭借资本实力、更强的业务能力及合规风控水平，在行业转型变革中更具优势，未来行业马太效应可能更加凸显。从上半年 ROE 水平来看，头部/中大型/中小型券商 ROE 中值分别为 5.89%/4.84%/3.70%，头部券商盈利能力优势更为凸显。

但是结合目前估值水平来看，大券商估值水平整体低于中小券商，未体现大券商未来更为广阔的发展前景，近期大券商 PB 估值水平与中小券商估值水平差距呈现收敛态势。具体来看，截至 9 月 1 日，上市券商 PB 估值为 1.67 倍（历史 TTM，中值，剔除负值），估值位于历史的后 15%分位，大券商 PB 估值为 1.55 倍（历史后 17%分位），中小券商 PB 估值 1.71 倍（历史后 13%分位）。

➤ **维持行业“同步大市”评级。** 投资主线上，我们建议关注优质头部券商以及财富管理优势突出的券商两条主线。投资主线一：关注经营稳健、资本实力强以及政策优势明显的头部券商。推荐关注综合实力行业第一、创新业务布局领先、业绩韧性较强的龙头券商中信证券（600030.SH），关注国际化布局领先、资产负债管理水平处行业第一、盈利能力稳健的头部券商中金公司（601995.SH）。投资主线二：关注顺应财富管理转型发展的券商。推荐持续受益互联网平台流量变现、经纪业务规模效应突出的东方财富（300059.SZ）以及财富管理转型行业领先、科技赋能数字化转型的标杆券商华泰证券（601688.SH），关注资管行业领跑者、享有资管优质品牌竞争力、财富管理具备先发优势的东方证券（600958.SH）。

➤ **风险提示：市场交投活跃度低迷；市场大幅波动；证券公司业务开展不及预期；金融监管政策加强；资本市场改革进度低于预期。**

**表 1：46 家券商 2021 年上半年经营情况（亿元）**

公司名称	营业收入	营收 同比变动幅度	归母净利润	归母净利润同比 变动幅度	净资产收益率	杠杆倍数 (剔除客户资产)
中信证券	377.21	41.05%	121.98	36.66%	6.61%	4.82
华泰证券	182.33	17.32%	77.70	21.32%	5.93%	4.71
国泰君安	219.18	38.62%	80.13	46.93%	5.78%	4.43
海通证券	234.71	31.95%	81.70	49.00%	5.24%	3.51
中金公司	144.61	37.82%	50.07	64.07%	6.66%	6.74
招商证券	143.42	24.72%	57.45	32.57%	5.40%	4.57
广发证券	180.07	26.76%	58.88	2.38%	5.94%	3.71
申万宏源	160.79	20.12%	45.21	12.05%	5.00%	4.50
中国银河	151.40	35.01%	42.55	19.77%	4.89%	4.04
中信建投	123.26	24.51%	45.29	-1.08%	6.39%	4.23
国信证券	103.21	28.39%	47.90	62.61%	5.55%	2.94
东方证券	132.77	37.94%	27.00	76.95%	4.45%	3.80
光大证券	79.99	26.66%	22.62	5.13%	4.15%	3.12
安信证券	60.13	21.04%	23.15	19.98%	5.28%	3.66
兴业证券	101.49	22.43%	24.39	50.64%	6.37%	3.48
中泰证券	57.61	19.96%	17.01	21.32%	4.99%	3.74
长江证券	42.64	28.10%	14.24	8.41%	4.84%	4.10
方正证券	40.80	20.25%	13.01	102.70%	3.24%	2.72
东吴证券	40.71	13.43%	13.36	29.68%	4.77%	2.93
财通证券	31.87	10.51%	10.45	27.43%	4.48%	3.38
浙商证券	71.29	58.84%	8.78	34.16%	4.14%	4.01
国元证券	22.75	7.58%	8.46	36.99%	2.72%	2.49
东兴证券	25.79	2.14%	7.31	-7.06%	3.43%	3.46
东方财富	57.80	73.17%	37.27	106.08%	10.41%	2.48
天风证券	16.27	-21.05%	3.30	-18.57%	1.52%	2.65
西南证券	19.58	20.75%	6.86	60.17%	2.74%	2.60
华西证券	25.08	19.79%	9.30	0.81%	4.29%	2.84
国海证券	26.38	7.80%	4.60	-23.97%	2.50%	3.58
长城证券	36.55	19.64%	8.33	24.93%	4.55%	3.36
东北证券	29.26	-20.71%	7.03	5.44%	4.16%	3.40
国金证券	30.81	6.39%	10.15	1.38%	4.45%	2.58
西部证券	32.17	44.91%	7.15	12.14%	2.73%	2.02
山西证券	17.10	-3.05%	4.24	-16.09%	2.51%	3.75
华安证券	15.00	-9.84%	6.14	-3.90%	3.70%	2.56
中银证券	16.06	-2.98%	6.15	7.88%	4.05%	2.61
中原证券	23.36	86.89%	2.29	642.16%	1.70%	3.00
国联证券	11.30	37.42%	3.79	17.98%	3.57%	4.57
南京证券	14.79	12.09%	6.75	28.57%	4.24%	2.54
东海证券	6.50	-32.53%	1.30	-60.23%	1.48%	3.64
第一创业	14.61	2.89%	3.52	-16.68%	2.51%	2.34
财达证券	12.23	15.74%	4.31	106.08%	4.34%	2.92

---

红塔证券	41.84	70.37%	7.47	-4.28%	5.14%	2.05
国都证券	8.35	-4.99%	3.94	-4.44%	4.05%	2.76
华林证券	7.78	35.45%	4.12	44.93%	6.76%	4.04
太平洋	6.72	35.70%	1.38	159.95%	1.42%	1.72
粤开证券	5.12	0.92%	1.35	3.06%	2.67%	2.68

---

数据来源: wind、财信证券

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司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。

本报告中所指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。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，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。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438