

行业研究

盈利高增，强者恒强

——上市券商 2021 年中报综述

要点

ROE 趋稳、头部优势凸显、监管差异化和财富管理赛道价值是现阶段值得重点关注的四个核心变量。一是行业 ROE 由历史高波动正走向稳步上升的通道。得益于净利润率的持续上升，券商 ROE 也呈现上升趋势，由 2018 年的 3.56% 上升至 2021 上半年的 7.82%（年化数据）。其中上市公司表现更优，头部券商 ROE 平均在 10% 以上，稳居前列；二是市场龙头优势进一步凸显。从中报来看市场排名前五的头部券商净利润和营收占比提升，且在传统经纪业务、投行业务和跟投或者衍生品业务等领域，头部券商的市场份额提升；三是在行业监管方面，以资本市场提升权益占比为主线，深化改革和对外开放不断稳步推进，同时证监会公布首批证券公司“白名单”，扶优限劣引导行业合规经营；四是财富管理业务具有高成长性，是券商长期布局赛道。上半年受益于权益市场表现，以东方证券为代表的券商资管业务业绩贡献显著。

从行业业绩来看，2021 年上半年 40 家上市券商营收和归母净利润分别保持 27.5%/28.4% 的高速增长，增速优于行业平均水平。分业务来看，上市券商的各项业务均实现不同程度的同比增长。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 28.1%/25.8%/24.1%/20.8%/11.3%。**杠杆和资本实力提升**，受市场成交热情推动，两融和金融资产成为主要配置方向。两融业务的发展也提升了上市券商杠杆率，从 2018 年的 3.32 倍提升至 2021 年二季度末的 3.9 倍左右。同时利润的增长和再融资的驱动增强了证券行业资本实力，截至 2021 年 6 月末行业总资产、净资产和净资本分别较上年末增长 10.71%/7.17%/3.33%。

细分各业务模块：经纪业务积极向财富管理转型。2021 年上半年，除中信证券代销收入占比略有下降外，广发、国泰、华泰、招商的代销收入占比分别较上年变动+5.9pct/+5.7pct/+4.1pct/+2.7pct；**投行业务受注册制影响，头部优势得以强化。**2021 年上半年投行业务 CR5 达到 49%，连续五年占比提升；**资管业务行业整体收入上行，券商表现分化。**部分头部券商市场份额提升，但受监管影响仍有 24 家券商资管收入同比下降。**自营业务方面自营资产持续扩张，收益率小幅下降，预计控制自营风险敞口、降低对市场波动依赖是趋势。**截止上半年末自营资产规模较上年同期/上年末+15.8%/+8.5%。受市场波动影响 21 上半年上市券商自营年化收益率预计为 4%，比去年同期小幅下降 0.16 个百分点。**信用中介业务方面**，成交热情高涨两融业务贡献主要收益，股票质押压缩风险持续出清。

投资建议：券商在资本市场改革加速和行业转型也会表现出一定的 α 属性，目前在资本市场改革红利、行业发展空间提升等因素催化下，部分券商有望实现 α 收益。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”过程中头部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) 券商板块中综合实力突出、市场份额逐步提升的龙头券商的补涨机会，推荐华泰证券（A+H），中信证券（A+H）；2) 财富管理大时代下，推荐赛道独特的互联网财富管理龙头东方财富，关注广发证券。

风险分析：资本市场改革推进较预期滞后；金融市场的信用风险；二级市场大幅调整风险。

非银金融
增持（维持）

作者

分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

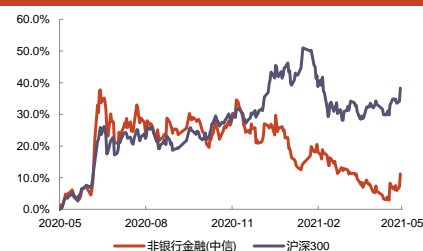
wangyf@ebsecn.com

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

目 录

1、现阶段需要重视的四个核心变量	4
1.1、行业 ROE：由波动走向上升通道，上市公司表现更优	4
1.2、头部券商：营收净利占比提升，部分业务市场份额提升	5
1.3、行业监管：资本市场改革开放提速，“扶优限劣”合规优先	6
1.4、财富管理：市场价值重估，是券商布局的长期赛道	7
2、业务模块：保持较快增速，关注分化趋势	8
2.1、业绩概述：营收和净利保持高增长，头部券商表现出色	8
2.2、资产负债结构：信用业务和投资业务是主要配置方向，杠杆提升，资本实力加强	10
2.3、经纪业务：向财富管理转型加速，下半年持续活跃	11
2.4、投行业务：受注册制影响头部优势强化，“投资+投行”贡献超额收益	12
2.5、资管业务：收入表现分化，市场集中度上升	14
2.6、自营业务：受市场波动影响收益率小幅下降，控制风险敞口的“去方向化”预计是重要趋势	15
2.7、信用中介业务：两融扩张贡献收益，股质压缩风险持续出清	16
3、投资建议	17
4、风险提示	17

图目录

图 1: 行业净资产收益率回升至近三年新高.....	4
图 2: 16 年开始行业杠杆倍数不断走高.....	4
图 3: 上市公司 ROE 表现更优, 头部券商 ROE 稳居前列.....	5
图 4: 行业营收呈现向头部集中趋势.....	5
图 5: 行业净利呈现向头部集中趋势.....	5
图 6: 衍生品市场 CR5 集中度在 76%左右 (2021 年 7 月).....	6
图 7: 衍生品市场规模不断提高.....	6
图 8: 券商资管类子公司利润占比情况.....	8
图 9: 证券业绩营收同比增速.....	10
图 10: 证券行业收入结构保持均衡.....	10
图 11: 21 年上半年证券行业营收和净利持续增长.....	10
图 12: 21 年上半年证券行业资产规模持续提升.....	10
图 13: 融出资金成上市公司扩表主要方向.....	11
图 14: 上市公司杠杆不断提升.....	11
图 15: 头部券商经纪业务向财富管理转型加速.....	11
图 16: 券商代销金融产品收入占证券经纪业务收入比重.....	12
图 17: 头部券商经纪收入占比下降, 代销收入占比提升.....	12
图 18: 2021 年市场交易活跃.....	12
图 19: 佣金率保持下滑趋势.....	12
图 20: 我国直接融资占比仍有提升空间.....	13
图 21: 我国证券化率相对较低.....	13
图 22: 21 年上半年股债规模承销同比上升.....	13
图 23: 投行业务 CR5 整体呈上升趋势.....	13
图 24: 资管配置: 股票配置占比不断提升.....	15
图 25: 受去通道影响券商资管规模不断下降 (万亿).....	15
图 26: 上市公司自营规模和自营收益率变化情况.....	15
图 27: 场内外股票质押市值占比不断下降.....	16
图 28: 两融余额创新高.....	16
图 29: 上市券商信用减值损失增速大幅下降.....	17

1、现阶段需要重视的四个核心变量

1.1、行业 ROE：由波动走向上升通道，上市公司表现更优

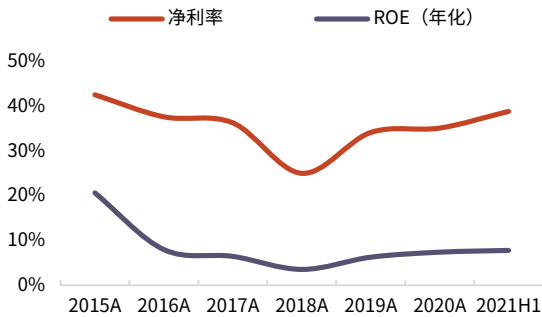
2021 年上半年证券行业业绩稳健增长，ROE 进一步提升。得益于净利润率的持续上升，券商 ROE 也呈现上升趋势，由 2018 年的 3.56% 上升至 2021 上半年的 7.82%（年化数据）。我们认为券商的 ROE 出现了新的边际变化，即从历史高度波动逐步走稳，并且正走向稳步上升的通道。主要原因有：

1、资本市场改革推进和权益市场重要性的提升，券商作为最直接的受益者，业务整体呈现“以量补价”的趋势。经纪、投行和资管等传统业务量快速增长，并且整体看来经纪业务交易手续费、债券承销费、资管业务托管费等虽然受到市场竞争或者监管的影响近年来连续下滑，但随着市场格局的稳固下降幅度略有下降。

2、收入结构多元化，结构趋稳。传统主要收入来源经纪业务占比从 15 年的 40% 下降到 21 年上半年的 25%，各项业务占比趋向均衡。21 年上半年，自营和经纪业务收入占比合计在 50% 左右。

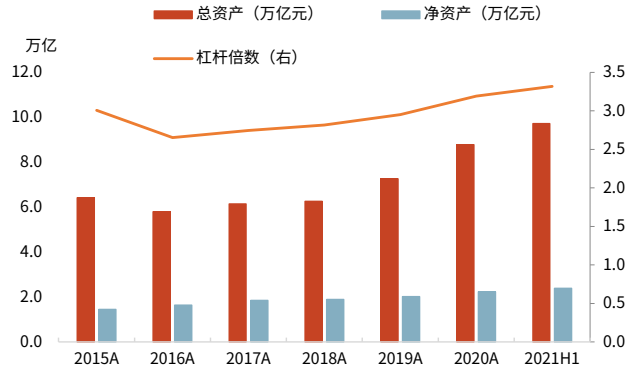
3、杠杆倍数逐渐提升。受业务快速扩张的影响，券商行业杠杆倍数稳步提升，由 16 年不到 3 倍提升至 21 年上半年末的 3.5 倍左右，目前杠杆倍数离监管要求的上限仍有一定差距，杠杆倍数仍有提升空间。

图 1：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

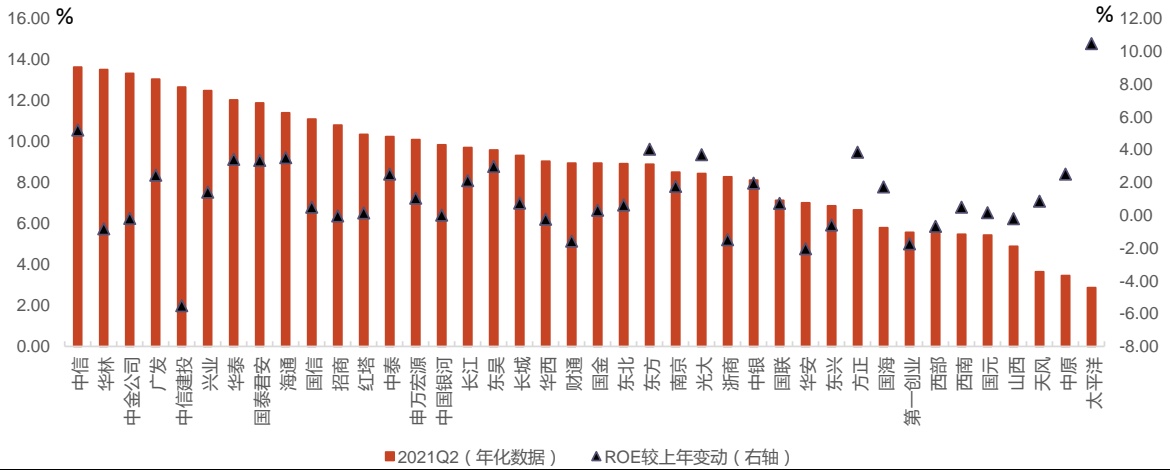
图 2：16 年开始行业杠杆倍数不断走高



资料来源：wind，光大证券研究所

上市公司 ROE 表现更优，头部券商 ROE 稳居前列。从上市公司 2021 中报表现来看，相较于 2020 年 70% 的上市券商 ROE 水平均有不同程度提高。从排名来看，头部券商在 ROE 排名中位居前列，且 ROE 相较于 2020 年普遍上升。我们认为随着市场占有率的进一步提升，头部券商的 ROE 预计将有更佳表现。

图 3：上市公司 ROE 表现更优，头部券商 ROE 稳居前列

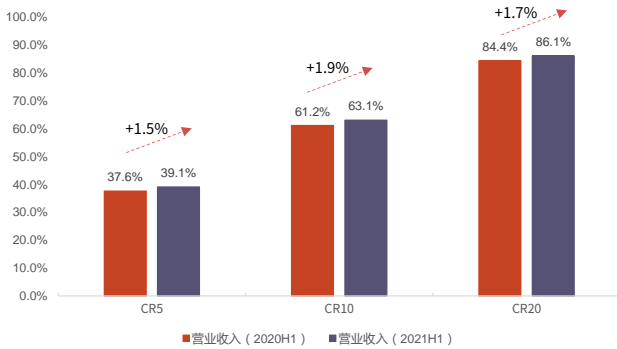


资料来源：wind，光大证券研究所 注：ROE 测算方式为归母净利润/（期初净资产+期末净资产）

1.2、 头部券商：营收净利占比提升，部分业务市场份额提升

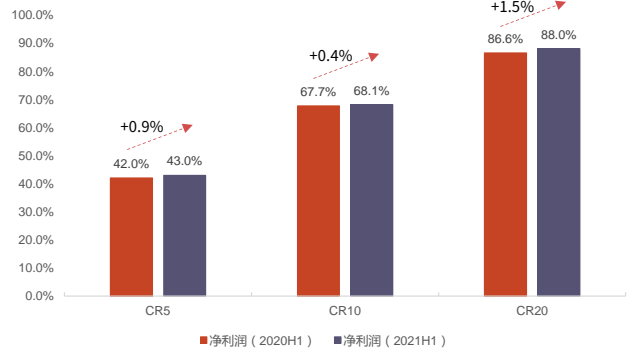
头部券商（市场排名前五）表现优异，营收和净利润占比提升。头部券商凭借政策、资本、资源、成本、品牌和人才优势，形成强有力的竞争力，不管在总体指标还是细分业务领域，CR5 都有提升趋势。21 年上半年前五家券商营收/净利在上市公司占比达到 39%/43%，前十名营收/净利占比达到 63%/68%，较去年同期均有不同程度的提升。此外，传统经纪业务、投行业务和跟投或者衍生品业务等领域，头部的市场占有率都进一步提升。我们预计在建设高质量投资银行、支持优质券商创新提质、监管“扶优限劣”、打造航母级证券公司等政策红利下，头部券商中长期优势明显。

图 4：行业营收呈现向头部集中趋势



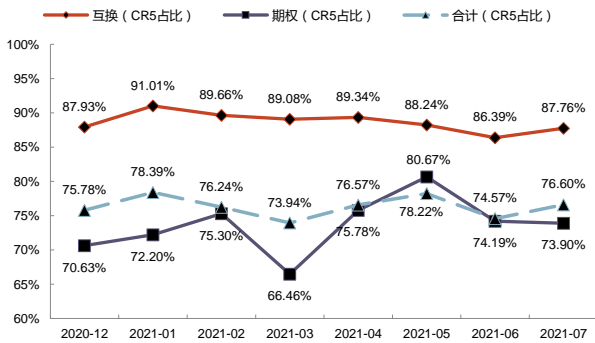
资料来源：wind，光大证券研究所

图 5：行业净利呈现向头部集中趋势



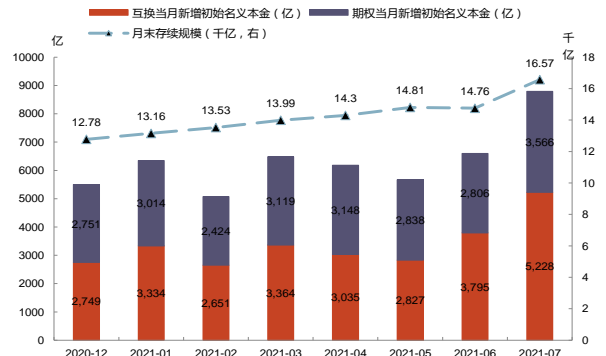
资料来源：wind，光大证券研究所

图 6：衍生品市场 CR5 集中度在 76%左右（2021 年 7 月）



资料来源：wind，光大证券研究所

图 7：衍生品市场规模不断提高



资料来源：wind，光大证券研究所

1.3、行业监管：资本市场改革开放提速，“扶优限劣”合规优先

以提升权益融资占比为主线，深化资本市场改革不断稳步推进。有效的资本市场具有多层次性、流动性和挖掘价值三个特点，可以匹配不同类型企业在不同生命周期的融资需求。资本市场肩负着促进经济转型和引领创新的历史责任，深化改革不断推进。以北京证券交易所成立为例，通过构建新三板基础层、创新层到北京证券交易所层层递进的市场结构，强化各市场板块之间的功能互补，可以有效扩大资本市场对于中小企业的服务能力。在以提高直接融资占比为目的的改革主线牵引下，我们认为未来资本市场改革和开放的政策将会不断推进，证券行业作为最直接的参与者将会直接受益。

证监会公布首批证券公司“白名单”，扶优限劣建引导合规文化。证监会通过白名单管理证券公司主体，实现对于“白名单”券商的业务鼓励，引导券商行业重视合规经营。“白名单”政策有以下四方面内容：

- 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 1：2021 上半年资本市场政策一览

序号	时间	主题	主要内容
1	20210118	证监会发布《关于加强私募基金监管的若干规定》	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。
2	20210226	证监会发布《公司债券发行与交易管理办法》	1) 落实公开发行公司债券注册制, 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) 涉及《证券法》的适应性修订, 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) 加强事中事后监管, 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) 结合债券市场监管做出的其他相关修订, 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》	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	20210416	证监会修订《科创属性评价指引(试行)》	1) 新增研发人员占比超过 10% 的常规指标, 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, 建立负面清单制度。 3) 在咨询委工作规则中, 完善专家库和征求意见制度, 形成监管合力。 4) 交易所在发行上市审核中, 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。
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	1、证券行业高质量发展取得良好进展: 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。 2、准确把握行业高质量发展的本质内涵: 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。 3、正确处理好行业高质量发展的若干关系: 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。
6	20210528	证监会发布《关于完善全国中小企业股份转让系统终止挂牌制度的指导意见》	1) 对主动终止挂牌制度作出了要求, 在尊重市场主体自治的基础上, 要求挂牌公司应当充分听取中小股东意见, 制定合理的异议股东保护措施, 及时披露相关信息, 全国股转公司从保护中小投资者合法权益角度出发, 履行审查职责。 2) 对强制终止挂牌作出了要求, 明确由全国股转公司制定细则, 从财务真实性、信息披露和公司治理合法合规性、持续经营能力等方面明确强制终止挂牌情形, 承担对强制终止挂牌的审查责任, 严肃市场纪律、推动市场出清。 3) 明确了终止挂牌公司的后续监管安排。明确 200 人终止挂牌公司属于非上市公众公司, 终止挂牌后进入全国股转公司设立的专区转让, 全国股转公司对公司的股份转让、信息披露等事项进行自律管理。
7	20210618	证监会发布《证券市场禁入规定》	1) 进一步明确市场禁入类型。根据新《证券法》第 221 条, 将证券市场禁入措施分为“不得从事证券业务、证券服务业务, 不得担任证券发行人的董事、监事、高级管理人员”以及“不得在证券交易所、国务院批准的其他全国性证券交易场所交易证券”两类, 执法单位可以结合实际, 选择单独适用或者合并适用相匹配的禁入类型。 2) 进一步明确交易类禁入适用规则。明确交易类禁入是指禁止直接或者间接在证券交易场所交易上市或者挂牌的全部证券(含证券投资基金份额)的活动, 禁止交易的持续时间最长不超过 5 年。同时, 做好政策衔接和风险防范, 对 7 类情形作出了除外规定, 避免不同政策叠加碰头和引发执法次生风险。 3) 进一步明确市场禁入对象和适用情形。明确将信息披露严重违法造成恶劣影响的情况列入终身禁入市场情形, 同时, 明确交易类禁入适用于严重扰乱证券交易秩序或者交易公平的违法行为。

资料来源: wind, 光大证券研究所

1.4、财富管理：市场价值重估，是券商布局的长期赛道

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。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:

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。

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, 并且头部券商有更为明显的客户优势和品牌优势。

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 2021 年上半年为例，东方证券、兴业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 20% 以上。

图 8：券商资管类子公司利润占比情况

券商名称	2021 年上半年净利润(亿元)	2021 年上半年主要资管类子公司利润合计(亿元)	持股利润(亿元)	占比	旗下资管公司	持股比例	2021 年上半年净利润(亿元)	2021 年上半年管理资产规模(亿)	较年初增幅
东方证券	27	25	14	51.7%	东证资管	100.0%	8	2582	29.4%
					汇添富基金	35.4%	16	9491	14.6%
					长城基金	17.7%	2	1791	3.9%
兴业证券	31	23	8	24.9%	兴证全球基金	51.0%	14	5280	16.1%
					南方基金	9.2%	9	9834	25.4%
广发证券	65	34	14	21.6%	易方达基金	22.7%	18	15269	27.1%
					广发资管	100.0%	3	-	-
招商证券	58	16	7	13.0%	广发基金	54.5%	13	10471	40.0%
					博时基金	49.0%	8	8951	25.7%
华泰证券	79	17	10	12.8%	招商基金	45.0%	8	5753	14.4%
					华泰柏瑞	49.0%	3	2141	41.9%
光大证券	23	5	2	7.3%	华泰资管	100.0%	5	5244	-
					南方基金	41.2%	9	9834	25.4%
国信证券	48	6	3	6.1%	大成基金	25.0%	3	2139	7.7%
					光大保德信基金	55.0%	2	961	-10.1%
海通证券	89	16	5	6.0%	鹏华基金	50.0%	6	6912	23.9%
					海富通基金	51.0%	4	1295	3.7%
中信证券	126	10	7	5.2%	富国基金	27.8%	12	7898	34.0%
					华夏基金	62.2%	10	9372	21.8%
国元证券	8	1	0	3.5%	长盛基金	41.0%	1	488	7.2%
中国银河	43	3	1	1.9%	大成基金	25.0%	3	2139	7.7%
国泰君安	83	7	1	1.7%	华安基金	20.0%	7	5163	11.9%

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）

2、业务模块：保持较快增速，关注分化趋势

2.1、业绩概述：营收和净利保持高增长，头部券商表现出色

上市公司业绩优于行业平均，中报净利润平均增速在 30% 以上。2021 年上半年我们统计范围内的 40 家上市券商实现营业收入/归母净利润 3052 亿元/978 亿元，同比增长 27.5%/28.4%，增速高于行业平均增速。分业务来看上市券商的各项业务均实现不同程度的同比增长。

从收入占比来看，自营、经纪、资本中介、投行、资管业务收入及占比分别为 865 亿元/28.3%、614 亿元/20.1%、298 亿元/9.8%、264 亿元/8.7%、230 亿元/7.5%。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+28.1%、+25.8%、+24.1%、+20.8%、+11.3%。其中头部券商表现出色，营业收入靠前的四家券商（中信证券、海通证券、广发证券、申万宏源）在收入增速方面也表现较好，均实现了 30% 以上的同比增速；净利润表现较好的前三家券商（中信证券、海通证券、国泰君安）均实现了 40% 以上的净利润增速。

表 2：上市公司业绩表现优于行业平均，头部券商表现出色（单位：亿元）

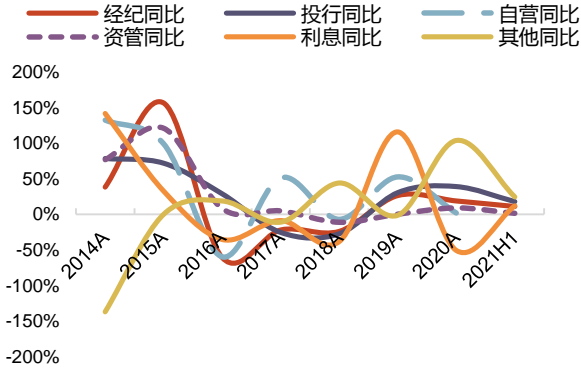
上市券商	净利润(2021H1)	同比增长	营业收入(2021H1)	同比增长
中信证券	122.0	36.7%	377.2	41.0%
海通证券	81.7	49.0%	234.7	32.0%
国泰君安	80.1	46.9%	219.2	38.6%
华泰证券	77.7	21.3%	182.3	17.3%
广发证券	58.9	2.4%	180.1	26.8%
招商证券	57.5	32.6%	143.4	24.7%
中金公司	50.1	64.1%	144.6	37.8%
国信证券	47.9	62.6%	103.2	28.4%
中信建投	45.3	-1.1%	123.3	24.5%
申万宏源	45.2	12.0%	160.8	20.1%
中国银河	42.5	19.8%	151.4	35.0%
东方证券	27.0	77.0%	132.8	37.9%
兴业证券	24.4	50.6%	101.5	22.4%
光大证券	22.6	5.1%	80.0	26.7%
中泰证券	17.0	23.0%	57.6	20.0%
长江证券	14.2	51.3%	42.6	28.1%
东吴证券	13.4	29.7%	40.7	13.4%
方正证券	13.0	102.7%	40.8	20.2%
财通证券	10.5	27.4%	31.9	10.5%
国金证券	10.2	1.4%	30.8	6.4%
华西证券	9.3	0.8%	25.1	19.8%
浙商证券	8.8	34.2%	71.3	58.8%
国元证券	8.5	37.0%	22.8	7.6%
长城证券	8.3	24.9%	36.6	19.6%
红塔证券	7.5	-4.3%	41.8	70.4%
东兴证券	7.3	-7.1%	25.8	2.1%
西部证券	7.2	12.1%	32.2	44.9%
东北证券	7.0	5.4%	29.3	-20.7%
西南证券	6.9	60.2%	19.6	20.7%
南京证券	6.7	28.6%	14.8	12.1%
中银证券	6.2	7.9%	16.1	-3.0%
华安证券	6.1	-3.9%	15.0	-9.8%
国海证券	4.6	-24.0%	26.4	7.8%
山西证券	4.2	-16.1%	17.1	-3.0%
华林证券	4.1	44.9%	7.8	35.5%
国联证券	3.8	18.0%	11.3	37.4%
第一创业	3.5	-16.7%	14.6	2.9%
天风证券	3.3	-18.6%	16.3	-21.1%
中原证券	2.3	642.2%	23.4	86.9%
太平洋	1.4	159.9%	6.7	35.7%

资料来源：上市公司公告，光大证券研究所整理

证券行业上半年收入稳健增长，自营和经纪仍是证券行业前两大收入来源。根据中国证券业协会数据，证券行业（139家证券公司未经审计财务数据）上半年实现营业收入2,324.14亿元，同比增长8.91%；实现净利润902.79亿元，同比增长8.58%。2021上半年自营和经纪收入占比分别为30.03%和24.97%，合计占比50%以上。利息净收入占营业收入比例由去年的5%上升至13.28%。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12.84%和6.23%。2021年上半年，经纪/投行/资管/投资/信用业务分别贡献了营业收入的

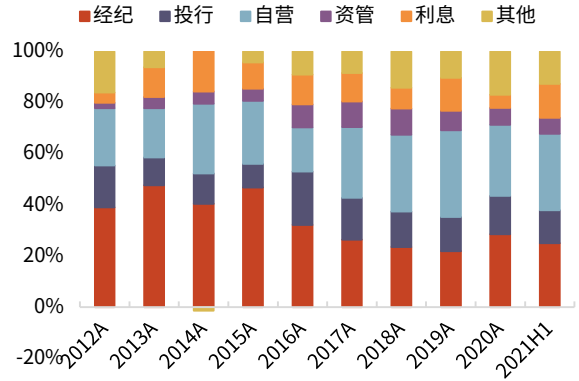
25%/13%/6%/30%/13%，与20年相比，投资业务的贡献度同比减少-2.90 pct，经纪/投行/信用业务的贡献度略有提升。

图 9：证券业绩营收同比增速



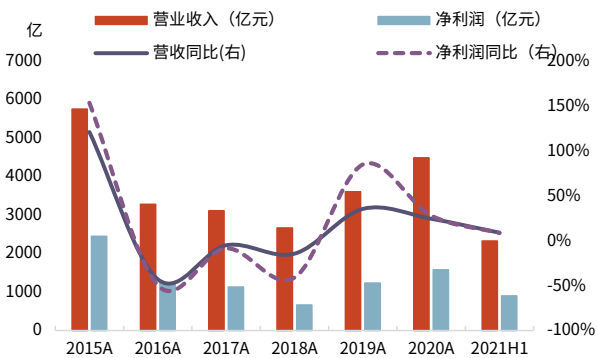
资料来源：wind,光大证券研究所

图 10：证券行业收入结构保持均衡



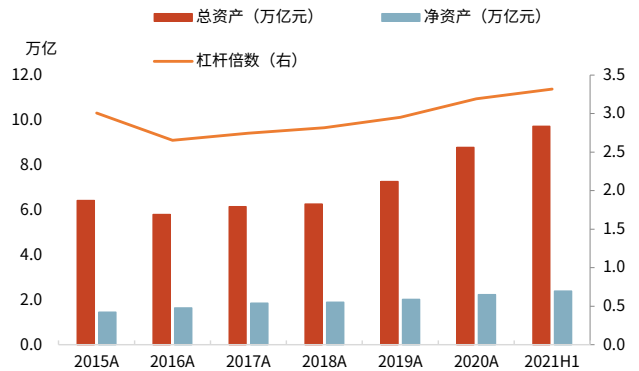
资料来源：wind,光大证券研究所

图 11：21 年上半年证券行业营收和净利持续增长



资料来源：wind,光大证券研究所

图 12：21 年上半年证券行业资产规模持续提升



资料来源：wind,光大证券研究所

2.2、 资产负债结构：信用业务和投资业务是主要配置方向，杠杆提升，资本实力加强

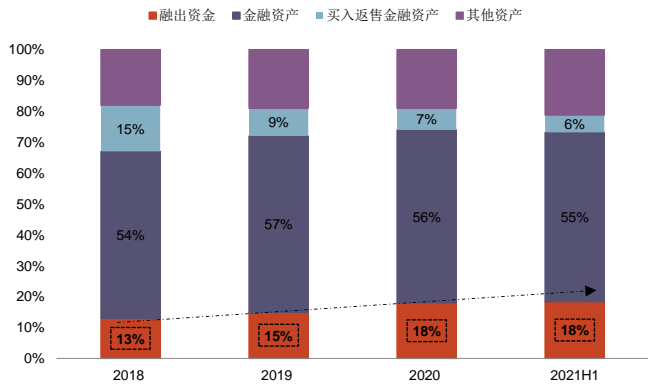
两融和金融资产是主要资产配置方向。从资产结构看，资产扩表主要来自两融和金融资产的快速扩张，上市券商融出规模占比从2018年的13%提升至2021年6月末的18%。金融资产占比为55%基本与上年末持平。买入返售规模持续压降占比下跌至5%，主要是股票质押规模持续回落。

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，上市券商杠杆从18年的3.32倍提升至2021年二季度末的3.9倍左右。同时，头部券商杠杆率高于行业平均水平，资产扩表能力更加突出。中信证券、华泰证券、国泰君安2021上半年末杠杆率分别达5.0/4.8/4.2倍。

受业绩增长和再融资驱动，资本实力增强。从2020年到2021年二季度，券商继续通过多种手段增资，叠加盈利回升带来权益增长，证券行业净资产规模持续增加。截至2021年二季度末，行业总资产9.72万亿元，净资产2.39万亿

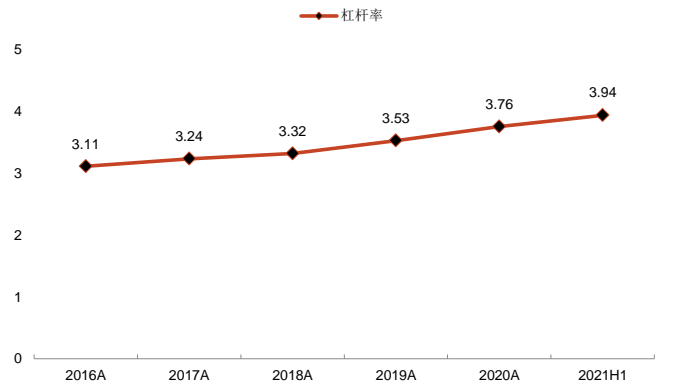
元，分别较上年末增长 10.71%、7.17%；行业净资本 1.86 万亿元，较上年末增长 3.33%。

图 13：融出资金成上市公司扩表主要方向



资料来源：wind，光大证券研究所

图 14：上市公司杠杆不断提升



资料来源：wind，光大证券研究所

2.3、经纪业务：向财富管理转型加速，下半年持续活跃

2021 年上半年上市券商合计实现经纪业务收入 614 亿，同比+24.1%。从实现收入来看，排名前三名的券商分别是中信证券（67 亿）、国泰君安（42 亿）以及中国银河（36 亿），同比+34.6%/+16.6%/+17.7%。从增幅来看，经纪收入同比增幅排名前三的券商分别是浙商证券（+53.1%）、东吴证券（+46.6%）及东方证券（+45.5%）。同时中金公司、中信建投等 8 家券商上半年经纪收入增幅也超过 30%。上半年经纪业务增长最主要的是受到市场交易活跃的提振，21 年上半年沪深两市单边股票、基金成交金额 115.73 万亿元，同比+22.21%。虽然券商的经纪业务佣金率依旧延续下滑趋势，由去年同期的万分之 2.76 降至万分之 2.51，但下滑趋势有所减缓。

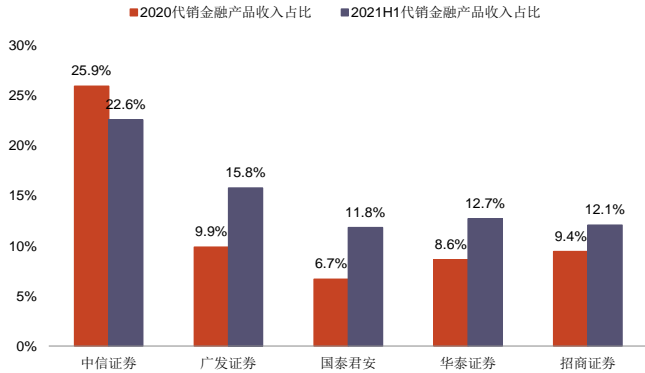
积极向财富管理业务转型，经纪业务逐渐向金融产品代销、咨询服务、资本中介业务拓展，金融产品代销和资本中介收入占比提升。在代销收入较高的券商中，2021 年上半年，除中信证券代销收入占比略有下降外，广发、国泰、华泰、招商的代销收入占证券经纪业务的比重分别为 15.8%/11.8%/12.7%/12.1%，较去年+5.9pct/+5.7pct/+4.1pct/+2.7pct。

图 15：头部券商经纪业务向财富管理转型加速

券商名称	代理买卖证券业务净收入（亿）		交易单元席位收入（亿）		代销金融产品净收入（亿）		证券经纪业务净收入合计（亿）	
	2021H1	2020	2021H1	2020	2021H1	2020	2021H1	2020
中信证券	40.61	44.85	8.32	11.23	14.28	19.65	63.21	75.73
广发证券	22.22	45.48	5.37	8.44	5.17	5.91	32.76	59.83
国泰君安	28.43	59.46	4.66	7.43	4.44	4.78	37.54	71.67
华泰证券	23.79	45.34	4.10	7.49	4.06	4.98	31.96	57.81
招商证券	24.13	47.59	4.94	8.69	3.99	5.87	33.07	62.15
各细分占比								
中信证券	64.24%	59.22%	13.16%	14.83%	22.60%	25.95%	100.00%	100.00%
广发证券	67.82%	76.02%	16.40%	14.11%	15.78%	9.88%	100.00%	100.00%
国泰君安	75.75%	82.96%	12.41%	10.37%	11.84%	6.67%	100.00%	100.00%
华泰证券	74.45%	78.43%	12.83%	12.96%	12.71%	8.61%	100.00%	100.00%
招商证券	72.98%	76.57%	14.95%	13.98%	12.07%	9.44%	100.00%	100.00%

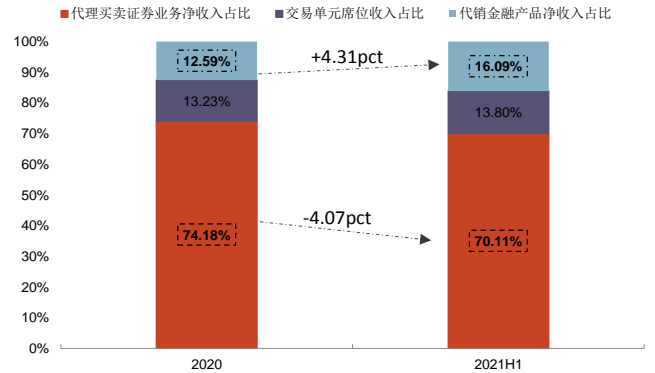
资料来源：wind，光大证券研究所

图 16: 券商代销金融产品收入占证券经纪业务收入比重



资料来源: wind, 光大证券研究所

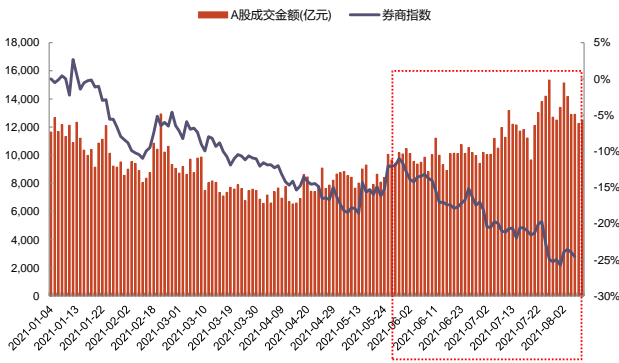
图 17: 头部券商经纪收入占比下降, 代销收入占比提升



资料来源: wind, 光大证券研究所

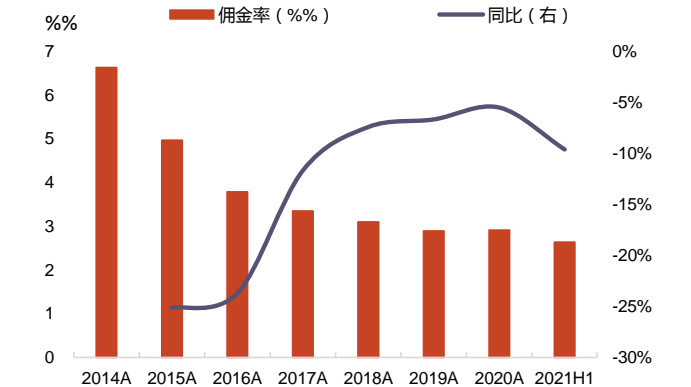
下半年截至目前 A 股市场日均成交额 1.22 万亿, 较上半年日均成交额提升 34%。从融资融券余额看, 两融余额创 2016 年以来历史新高, 市场交投气氛活跃, 预计全年将保持约 20% 的增长。从新增开户数来看, 2021 年以来, 月度新增投资者开户数保持在 12% 左右。下半年证券市场成交量上升, 我们认为经纪业务将继续“以量补价”。

图 18: 2021 年市场交易活跃



资料来源: wind, 光大证券研究所 (截止至 8 月 31 日)

图 19: 佣金率保持下滑趋势



资料来源: wind, 光大证券研究所

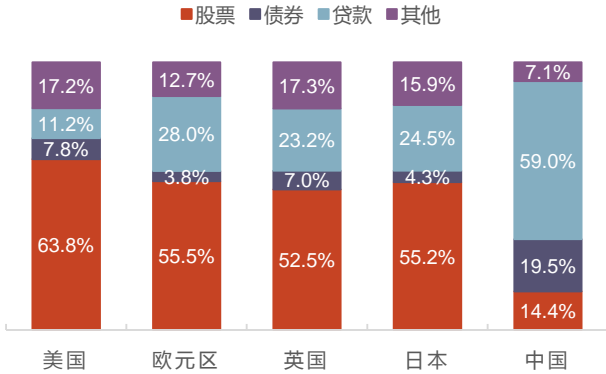
2.4、投行业务: 受注册制影响头部优势强化, “投资+投行”贡献超额收益

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), 我国股票融资额仍有较大提升空间。21 年上半年度证券业实现证券承销与保荐业务净收入 267.81 亿元, 同比+21.13%; IPO 主承销金额 1925.16 亿元, 同比+34.04%; 再融资主承销金额 5083.09 亿元, 同比+5.41%; 债券主承销金额 5.1 万亿元, 同比+15.22%。

投行业务稳定发展, 集中度进一步提高。尽管证监会对券商投行项目实行从严监管, 在压实券商责任等方面提出更高要求, 但并未改变券商投行业务稳步发展的局面。从投行业务收入来看, 2021 上半年有 28 家券商实现投行业务的同比增长。从投行业务市场格局来看, 与 2020 年相比, 排名前五的公司仍保持领先

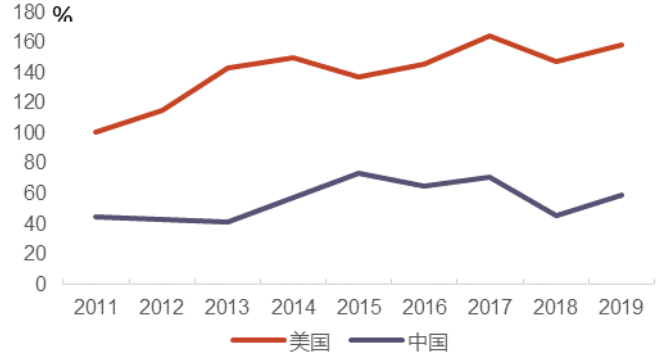
地位，仅相对排名小幅变动，且投行业务集中度进一步提高，2021 上半年 CR5 达到 49%，连续五年占比提升。

图 20：我国直接融资占比仍有提升空间



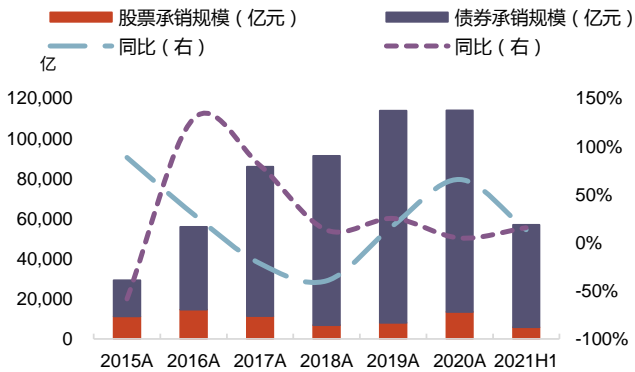
资料来源：世界银行，光大证券研究所整理

图 21：我国证券化率相对较低



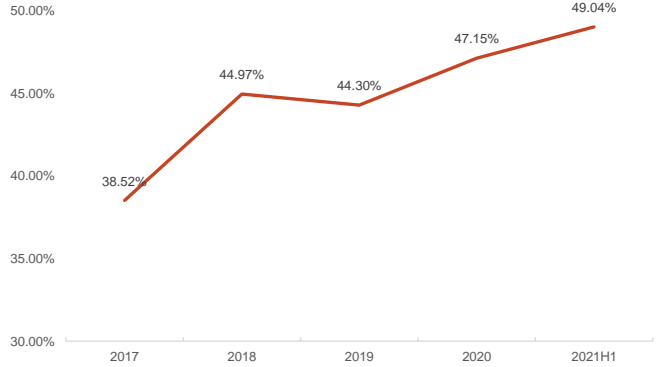
资料来源：世界银行，光大证券研究所整理

图 22：21 年上半年股债规模承销同比上升



资料来源：wind，光大证券研究所

图 23：投行业务 CR5 整体呈上升趋势



资料来源：wind，光大证券研究所

科创板试点注册制的落地，将给券商发展直投等重资产业务提供新契机，资本中介业务占比将提升。科创板实行“保荐+跟投”制度，明确了保荐机构通过另类投资子公司以自有资金、按发行价格进行认购，通过资本约束的方式消除发行人和中介机构之间的利益捆绑，推动中介机构谨慎定价。“投行+投资”是非常好的商业模式，可以提前切入，发挥优势，周期比投行短，可以从前端开始扩大储备项目，弥补投行太早期介入不划算，太晚介入抢不到的矛盾。同时也能为企业提供全生命周期的服务，扩展了服务半径。

2021 年上半年参与科创板跟投的 26 家券商，以上市首日浮盈数据为参考跟投浮盈合计 42 亿元。其中前十家券商跟投浮盈占比约 81%，科创板的跟投业务受资本实力的影响明显。

表 3：券商科创板上市公司战略投资者获配情况

机构名称	参与科创板首发配售次数	科创板首发累计投资资金(亿元)	上市首日浮动盈亏(亿元)	上市首日浮动收益率
中信证券投资有限公司	11	4.27	8.26	193.44%
民生证券投资有限公司	8	2.00	6.17	308.04%
华泰创新投资有限公司	9	2.87	5.48	191.14%

海通创新证劵投资有限公司	11	3.34	4.67	139.98%
中国中金财富证劵有限公司	3	1.98	2.90	146.24%
中信建投投资有限公司	4	0.94	1.86	198.91%
长江证劵创新投资(湖北)有限公司	4	1.05	1.38	130.81%
东莞市东证宏德投资有限公司	2	0.94	1.19	126.10%
光大富尊投资有限公司	2	0.69	1.13	162.97%
上海东方证劵创新投资有限公司	2	1.60	0.98	61.50%
中泰创业投资(深圳)有限公司	3	0.68	0.93	138.41%
安信证劵投资有限公司	2	0.34	0.84	246.76%
国泰君安证劵裕投资有限公司	3	0.81	0.79	96.40%
深圳市长城证劵投资有限公司	1	0.26	0.72	274.67%
东吴创新资本管理有限责任公司	2	0.43	0.64	149.34%
国金创新投资有限公司	3	0.90	0.62	68.28%
国海证劵投资有限公司	2	0.33	0.60	184.74%
英大证劵投资有限公司	1	0.20	0.55	275.20%
国信资本有限责任公司	1	0.13	0.48	354.27%
兴证投资管理有限公司	3	0.66	0.47	71.14%
招商证劵投资有限公司	2	0.34	0.40	120.39%
国元创新投资有限公司	2	0.26	0.34	134.97%
西部证劵投资(西安)有限公司	2	0.44	0.33	75.39%
浙商证劵投资有限公司	2	0.45	0.29	64.69%
申银万国创新证劵投资有限公司	1	0.60	0.18	30.13%
华兴证劵投资有限公司	1	0.18	0.15	86.90%

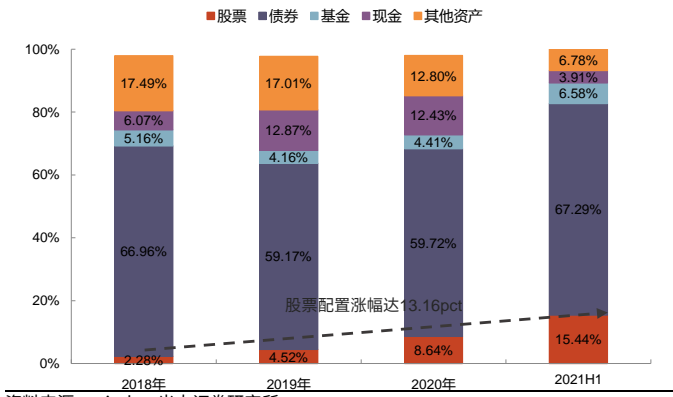
资料来源:wind, 光大证劵研究所

2.5、资管业务：收入表现分化，市场集中度上升

规模扩张驱动资管业务收入上行，收入表现分化。2020 年和 2021 上半年上市券商资管业务收入分别为 389/230 亿元，同比分别+23.8%/+28.1%，行业资管收入保持增长。同时，资管收入集中度呈现明显上升趋势，2021 上半年资管收入 CR5 占总收入比重为 67.8%，较上年同期+9.4pct，较 2020 年+7.6pct。从上市公司来看，2021 上半年主动管理收入排名前 5 的上市券商为中信证劵、广发证劵、东方证劵、海通证劵、华泰证劵，其资管收入分别是 56/48/19/18/15 亿，同比+69.4%/+69.1% /+68.3% /+11.8% /-6.7%，而受去通道的监管政策影响仍有 24 家券商资管收入同比下降，占全部券商的 60%。

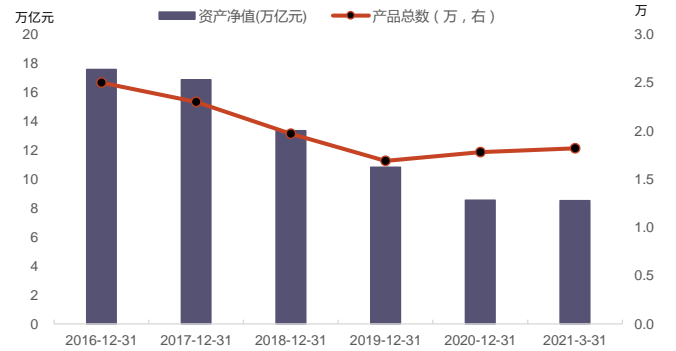
自 2017 年资管新规出台后，券商资管行业作为银行和保险等金融机构的通道业务规模缩减，证劵资管总规模从 2017 年一季度的近 18 万亿高点下降至 2021 年二季度的 8.5 万亿低点，**虽然目前资管规模仍未出现向上拐点，但整体规模趋稳。**随着大集合产品的公募化改造加速进行，我们认为行业将进入更加规范运行的状态，在优秀的主动投资业绩支撑下也不乏“爆款”产品，且在股债二级市场行情中长期向好前提下，券商资管规模也有望在年内企稳。从结构上看，债券类产品仍是资管配置的主要产品，2021 上半年在资管配置中占比超过 60% 且有上升趋势。股票类产品配置比重大幅提升，从 2018 年的 2.28% 上升至 2021 上半年的 15.44%。

图 24：资管配置：股票配置占比不断提升



资料来源：wind，光大证券研究所

图 25：受去通道影响券商资管规模不断下降（万亿）



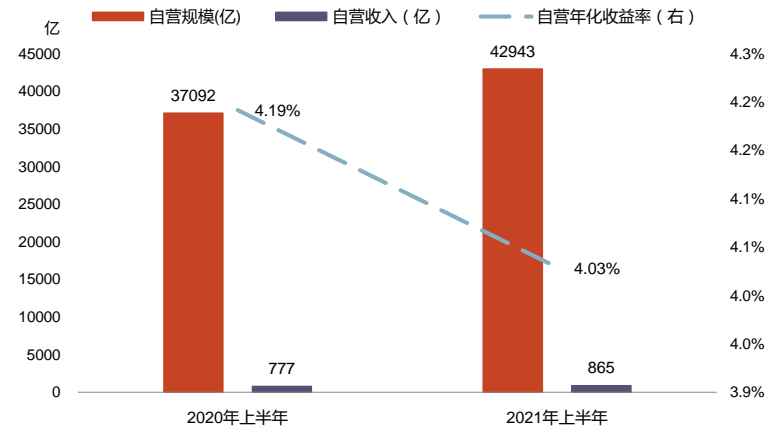
资料来源：wind，光大证券研究所

2.6、 自营业务：受市场波动影响收益率小幅下降，控制风险敞口的“去方向化”预计是重要趋势

2021 上半年自营资产持续扩张，收益率小幅下降。 自营规模上升同时带来了自营收入的增长，2021 上半年，上市券商自营收入总计 865 亿，同比上升 11.3%，占总收入比重 28%，较去年+0.28 个百分点。具体来看，自营收入排名前 5 的券商分别为中信证券（114 亿）、中金公司（82 亿）、华泰证券（72 亿）、海通证券（68 亿）、国泰君安（67 亿）。21 上半年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，中小创表现优于蓝筹股。21 年上半年上证综指、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。受市场波动影响上市券商自营年化收益率预计为 4%，比去年同期小幅下降 0.16 个百分点。

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，但随着复工复产持续推进、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 26：上市公司自营规模和自营收益率变化情况



资料来源：wind 光大证券研究所 注：自营业务年化收益率=当期自营业务收入*2/（自营资产规模）

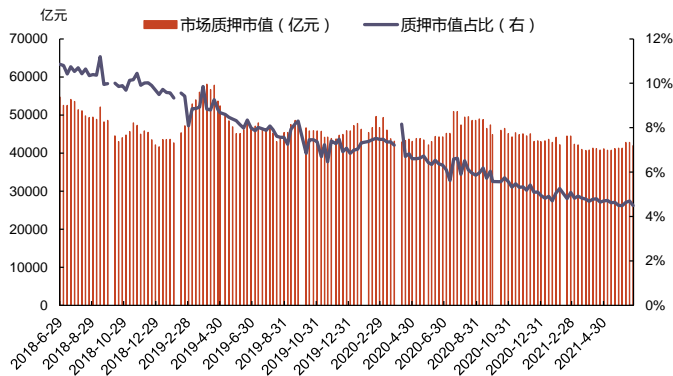
自营业务去方向化，降低市场波动风险。与美国证券行业“交易和投资收益”中大部分是做市交易带来的价差收入，且通过对冲锁定风险，风险和波动相对较低不同，我国证券行业的自营风险敞口相对较大，虽然固收类（包括基金）占比约在八成以上，但各品种投资收益率波动均较大。自营业务给券商业绩带来的不确定很大。预计后续整个行业，通过对冲手段控制风险敞口、拓展低风险资金使用渠道是重要趋势。

2.7、信用中介业务：两融扩张贡献收益，股质压缩风险持续出清

2021年上半年上市券商实现信用业务同比增长20.8%，主要受益于两融业务规模的持续扩张。从上市公司来看头部券商中信证券（同比+187%）、华泰证券（同比+87%）和海通证券（同比+52%）增速大于行业平均增速。沪深交易量和流通市值是影响两融最为重要和基础的因素，两融规模和市场行情有很强的相关性，同时两融标的扩容和相关政策的放松也对两融市场有提振作用，上半年两市日均融资融券余额1.69万亿元，同比+56.16%。

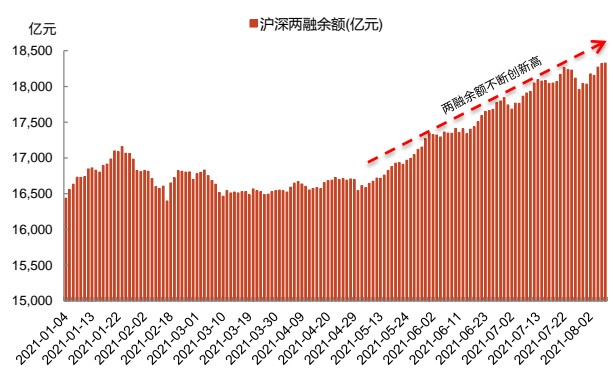
在资管新规影响银行资金回流、市场波动防范风险考虑、股票质押新规趋严、项目检查严格等因素，股票质押市场方面仍然延续近两年的收缩态势，截止2021年6月底市场质押股数4623亿股，同比下跌16%，较上年同期下滑1.9pct，市场质押市值4.22万亿，同比下跌5%，预计后续伴随注册制下直接融资渠道更加通畅，疫情下经济下行压力较大、市场对股票质押风险仍然谨慎、股票质押项目标准提高等因素，股票质押规模仍有可能继续下降。同时券商信用减值计提大幅下降，股票质押风险持续缓释。

图 27：场内外股票质押市值占比不断下降



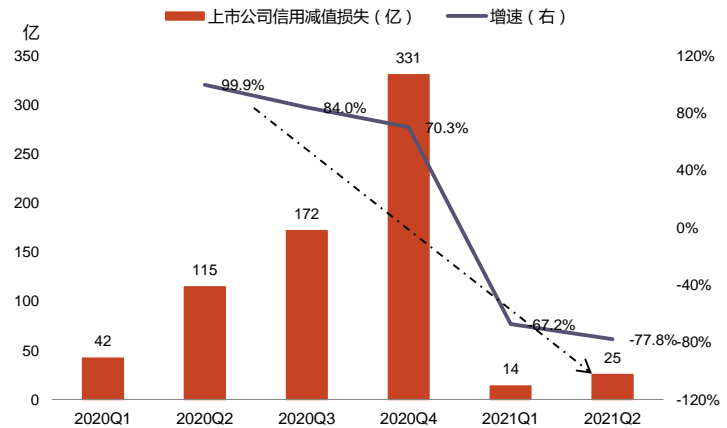
资料来源：wind，光大证券研究所（数据截至21年8月31日）

图 28：两融余额创新高



资料来源：wind，光大证券研究所（数据截至21年8月31日）

图 29：上市券商信用减值损失增速大幅下降



资料来源：wind，光大证券研究所

3、投资建议

券商在资本市场改革加速和行业转型期也会表现出一定的 α 属性。例如在2012-2013年的券商创新大会，证券业务创新提速，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 α 收益。

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”过程中头部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) 券商板块中综合实力突出、市场份额逐步提升的龙头券商的补涨机会，推荐华泰证券(A+H)，中信证券(A+H)；2) 财富管理大时代下，推荐赛道独特的互联网财富管理龙头东方财富，关注广发证券。

4、风险提示

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。

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。

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。

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