

# 充分受益资产证券化与财富管理大时代，看好大机构与大资管两条主线

## 券商 2021 中报综述

### 主要观点：

#### ► 2021H1 上市券商收入同比增超 20%，杠杆倍数稳健提升至 4.0

2021H1 上市券商业绩保持快速上升态势，上半年实现收入 2500.0 亿元，同比增超过 20%。同时，上市券商 ROE 持续提升，上半年年化 ROE 达 10.23%，同比显著提高。ROA 与杠杆均有所提升，6 月末上市券商主动杠杆倍数 4.0，缓慢提升。

#### ► 主营轻资产业务全面增长，减值损失大幅下降

所有业务条线对增长的贡献均为正，分业务板块来看，经纪、自营业务对收入的正向贡献最大，分别为 29% 和 26%，投行、资管业务贡献分别为 13%、12%，利息、股权、其他和大宗贡献分别为 8%、5%、5% 和 3%。21H1 上市券商减值损失 24 亿元，同比降低 80%，使得归母净利增长 28.6%，增长幅度超过收入增长幅度。

#### ► 公募基金产业链大爆发，包括基金管理、代销金融产品与机构席位租赁收入

券商旗下基金管理业务保持高速增长。2021H1 上市券商基金管理业务收入 89.6 亿元，同比+76%。上市券商基金管理业务收入最高三家为广发、中信、兴业，分别为 43.4 亿元、37.0 亿元、36.6 亿元，分别同比+101%、+56%、+128%。

经纪业务增速高于股基交易额增速，其中行业佣金率仍处下滑通道，但伴随公募基金业务大爆发，代销金融产品收入与机构席位租赁收入有较大增长。2021H1 上市的 41 家券商代销金融产品收入 80 亿元，同比+140%，占经纪业务净收入的 13%；机构席位租赁收入占比提升，2021H1 机构席租收入 93 亿元，同比+54%，占经纪业务净收入比重 15%。另外期货经纪净收入 56.2 亿元，同比+101%，在经纪业务净收入中占比 9%。

#### ► 21H1 上市券商自营业务收入为 1034 亿元，同比 +12%。自营资产投资规模继续扩张，收益率有所下降

自营资产规模来看，近年来上市券商自营资产投资规模持续提升，21H1 在较高基础上仍然保持了高速增长态势，上半年度上市券商自营资产投资规模达到 4.38 万亿元，同比+16%，自营资产与券商净资产比例达到 217%。客需衍生品业务增长是券商自营规模扩张的重要原因，场外衍生品名义本金余额来看，2021H1 达到 1.48 万亿元，同比+78%。但二季度以来雪球类产品受到监管，衍生品增速放缓。

### 评级及分析师信息

行业评级：推荐

### 行业走势图



分析师：吕秀华

邮箱：lvxh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040001

联系电话：

分析师：魏涛

邮箱：weitao@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070003

分析师：罗惠洲

邮箱：luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

**▶ 上市券商利息净收入为 134 亿元，同比增长 31.3%，两融余额大幅增长，股质业务继续压降。**

21H1 两融日均余额为 1.69 万亿元，同比+56%。其中融券余额在去年高速增长之后今年增速放缓，融券余额在两融中占比去年由年初的 1.4% 上升至年末的 7.8%，之后继续提升至 2021 年 5 月末的 9.1%，此后则稳定在 9% 左右。股质业务进一步压降，2021 年 6 月末券商表内股质余额 2649 亿元，较 2020 年末降 12%。

21H1 上市券商共计提减值损失 24 亿元，同比降 80%。我们在年报一季报综述《计提充分夯实资产质量，创新蓬勃增长后劲十足》中通过分析去年上市券商减值结构、整体抵押物净值比、三阶段抵押物净值比，得出上市券商去年已经通过大额计提夯实了资产质量，今年减值将会大大减少的结论。

**▶ 盈利预测：中性假设下行业 21 年净利润增速 19.4%**

2021 年行业客户保证金及两融余额继续增长；投行业务方面虽然上半年 IPO 高增，主要由于去年创业板注册制下半年 8 月份落地，下半年 IPO 增速预计下滑，但再融资接棒有望推动投行业务继续增长；公募基金大发展下代销金融产品、席位租赁、基金管理业务有望显著增长；20 年减值计提充分 21 年减值计提有望同比下降。

在 2021 年全年日均股基交易额 10000 亿元、日均两融余额 1.68 万亿元的中性假设下，行业全年预测净利润 1881 亿元，同比增长 19.4%。

**投资建议与标的：**

长期看好券商，顶层方面国家对资本市场重视程度越来越高，资本市场还在创新周期中，资产管理与财富管理业务占比越来越高，成为支撑增长的长期逻辑。近期资产端出台北交所相关政策，资金端国民养老保险股份有限公司获批成立，工银理财、建信理财、招银理财、光大理财四家理财公司获得首批养老理财试点资格，第三支柱养老险市场蓄势待发，将为资本市场带来长线增量资金。目前行业估值处于历史中等位置，流动性友好，资本市场相关改革政策进一步催化行情。

个股方面，建议关注三条主线：1) 市场份额不断提升，受益财富管理大发展，管理层更迭布局第三增长曲线的东方财富；2) 公募基金产业链布局领先，业绩反转的兴业证券、广发证券；3) 估值较低，受益资产证券化大发展的大型综合性券商国泰君安、海通证券、华泰证券。

**风险提示**

外围市场大幅波动，海外分部经营风险，北上资金大幅净流出，权益市场大幅下跌，券商股票质押业务风险，衍生品风控不足，创投子公司参与项目的连带责任，交易量大幅萎缩，资本市场改革低于预期。

## 正文目录

1. 市场回顾：经营环境持续向好，行业景气度高企.....	5
1.1. 二级市场：21H1 股市震荡，债市上行.....	5
1.2. 一级市场：2021H1 IPO 规模大增，再融资宽松推动股权融资同比增加 15%.....	8
2. 整体业绩回顾：21H1 业绩大幅提高.....	9
2.1. 上市券商归母净利 21H1 同比增加超 20%.....	9
2.2. 业绩归因分析：经纪、利息、自营及减值是业绩变动关键.....	10
2.3. 中介类业务收入占比提升，券商间业绩分化.....	11
3. 分项业务分析.....	13
3.1. 经纪业务：佣金率继续下滑，财富管理业务暴增，机构席租占比提升.....	13
3.2. 投行业务：注册制下行业集中度进一步提升.....	16
3.3. 资管向主动管理转型，规模下滑收入提升；公募基金业务大幅增长.....	17
3.4. 自营业务规模继续扩张，二季度场外衍生品增速放缓.....	20
3.5. 融券暴增两融大增，负债成本下降助推利息净收入提升.....	24
4. 盈利预测与投资建议.....	26
4.1. 盈利预测：中性假设下 2021 年归母净利增速超 15%.....	26
4.2. 投资建议.....	29
4.3. 风险提示.....	29

## 图表目录

图 1 20 年以来上证综指、创业板指数表现.....	5
图 2 20 年以来债券市场表现.....	6
图 3 20 年至 21H1 半年度日均股基交易额.....	6
图 4 21H1 两融余额持续提升，整体维持在超 1.6 万亿元以上.....	7
图 5 21H1 北上资金波动中整体净流入.....	7
图 6 21H1 股权融资同比+15%.....	8
图 7 21H1 IPO 规模同比+51%.....	8
图 8 21H1 核心债融资同比+21%.....	8
图 9 21H1 ABS 大增+50%.....	8
图 10 2013 年以来上市券商业绩表现.....	9
图 11 18 年以来 ROE 持续提升.....	10
图 12 杠杆率温和提升.....	10
图 13 2021H1 业绩归因分析.....	11
图 14 上市券商 13 年以来收入结构.....	12
图 15 上市券商 2012 年以来经纪业务净收入、占比及同比增速.....	14
图 16 代买卖佣金率继续在下滑.....	14
图 17 代销金融产品收入占经纪业务净收入比例大增.....	15
图 18 各家上市券商经纪业务收入及增速（按增速排序）.....	15
图 19 证券承销与保荐业务净收入继续增长但增速放缓.....	17
图 20 上市券商投行业务净收入及增速（按增速排序）.....	17
图 21 19 年以来券商行业资管业务收入实现正增长（协会口径，不含公募基金）.....	18
图 22 券商资管业务规模触底回升，管理费率继续提升.....	19
图 23 上市券商自营投资收益及同比.....	21
图 24 上市券商自营投资规模.....	21
图 25 二季度场外衍生品名义本金余额增速放缓.....	22

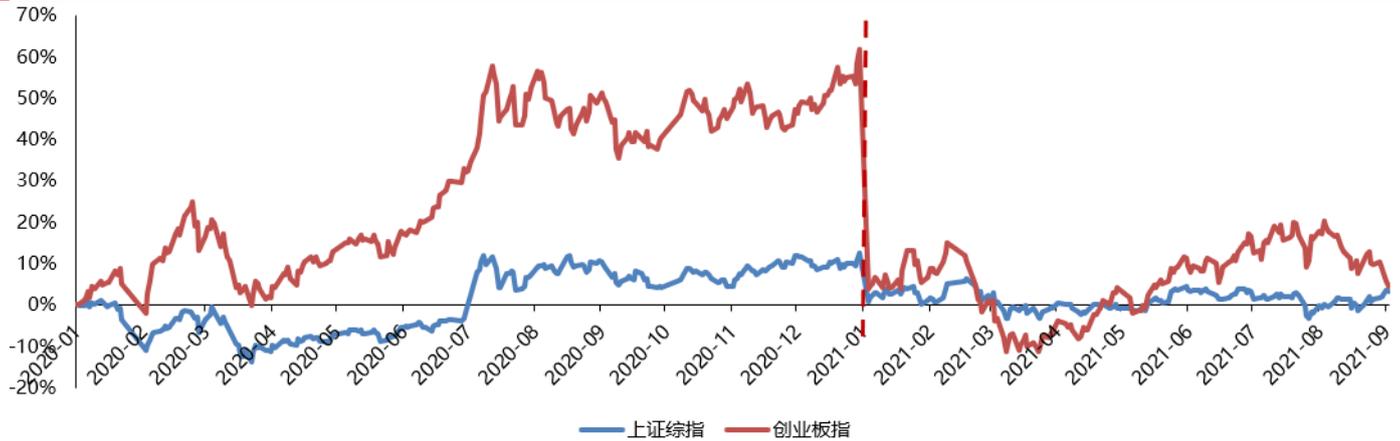
图 26	上市券商自营投资收益率 .....	22
图 27	各家上市券商证券自营综合投资收益及收益率 .....	23
图 28	各家上市券商证券自营资产配置情况（按总资产规模从高到低排序） .....	23
图 29	各家上市券商证券自营各类资产占比（按股票占比从高到低排序） .....	24
图 30	上市券商利息净收入及同比 .....	25
图 31	周度日均两融余额及同比 .....	25
图 32	两融/流通市值及融券在两融中占比 .....	25
图 33	股票质押业务余额及同比 .....	26
图 34	减值损失及收入占比 .....	26
表 1	各家上市券商 21H1 收入结构（按经纪收入占比由高到低排序） .....	12
表 2	2021H1 各家上市券商经纪业务分项收入、占比及增速 .....	16
表 3	上市券商资产管理、基金管理业务收入、同比及基金占比 .....	20
表 4	关键假设（单位：亿元） .....	27
表 5	盈利预测（单位：亿元） .....	28
表 6	敏感性分析（单位：亿元） .....	29

## 1. 市场回顾：经营环境持续向好，行业景气度高企

### 1.1. 二级市场：21H1 股市震荡，债市上行

2021 年上半年股票市场震荡较大，一季度经历了先上升后快速下降的倒 V 型，二季度市场在震荡中缓幅上行，创业板指波动幅度大于主板。整体上看 2021H1 上证综指、创业板指分别上涨 3.4%、17.2%（20H1 分别为-2%，36%），上证综指好于去年同期，创业板指弱于去年同期。

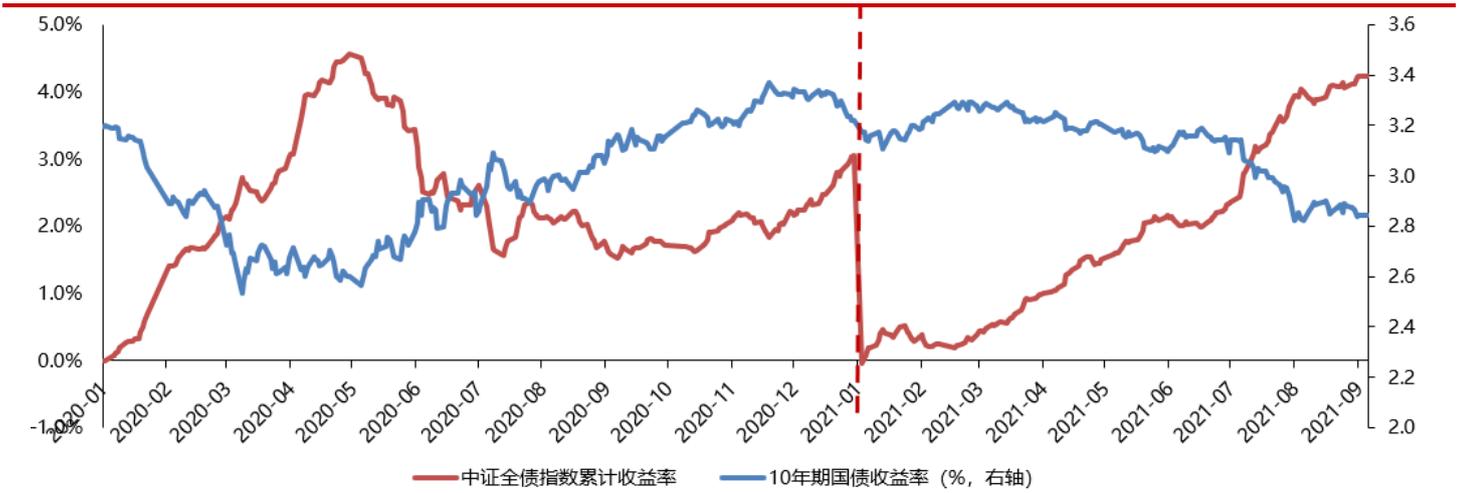
图 1 20 年以来上证综指、创业板指数表现



资料来源：Wind，华西证券研究所

债券市场方面，2021 年上半年流动性整体偏宽松。十年期国债收益率在前两个月短暂攀升后缓慢下行。中证全债指数在 1 月中下旬小幅震荡后波动上行，整体上半年中证全债收益率 2.31%（20H1 为 2.52%）。

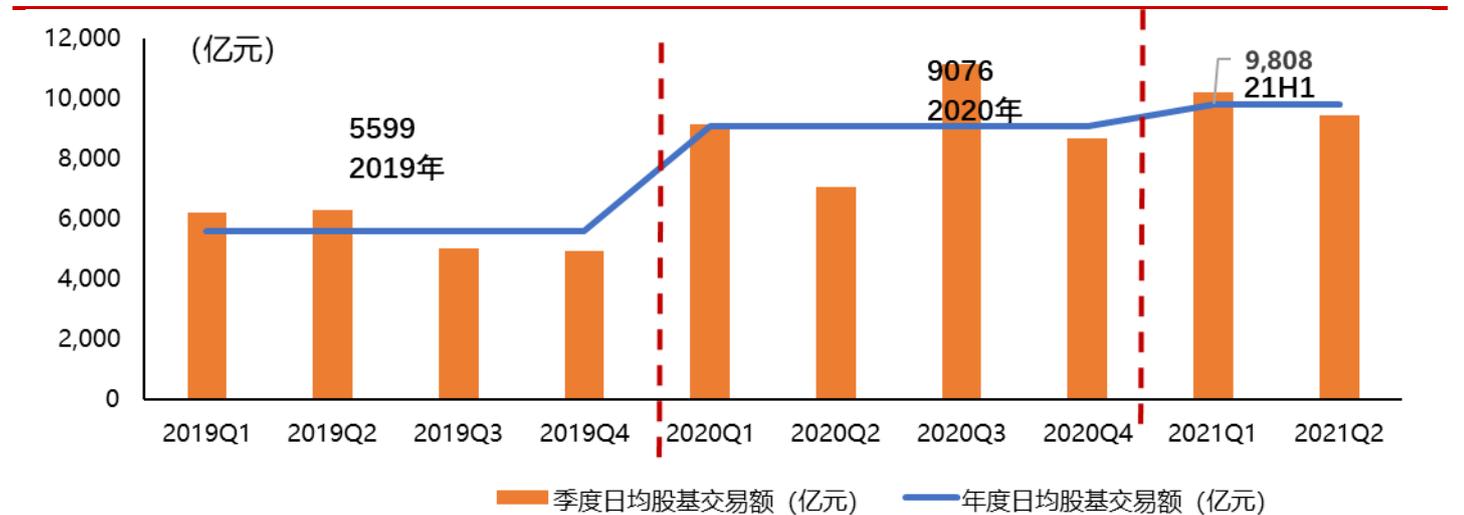
图 2 20 年以来债券市场表现



资料来源：Wind，华西证券研究所

流动性与监管环境对资本市场继续友好，2021H1 交投活跃度在去年的较高基础上继续增长。20H1 日均股基成交额 9808 亿元，同比增长 21%。分季度来看，第一季度日均股基成交额 10202 亿元，二季度股基成交额 9427 亿元。

图 3 20 年至 21H1 半年度日均股基交易额

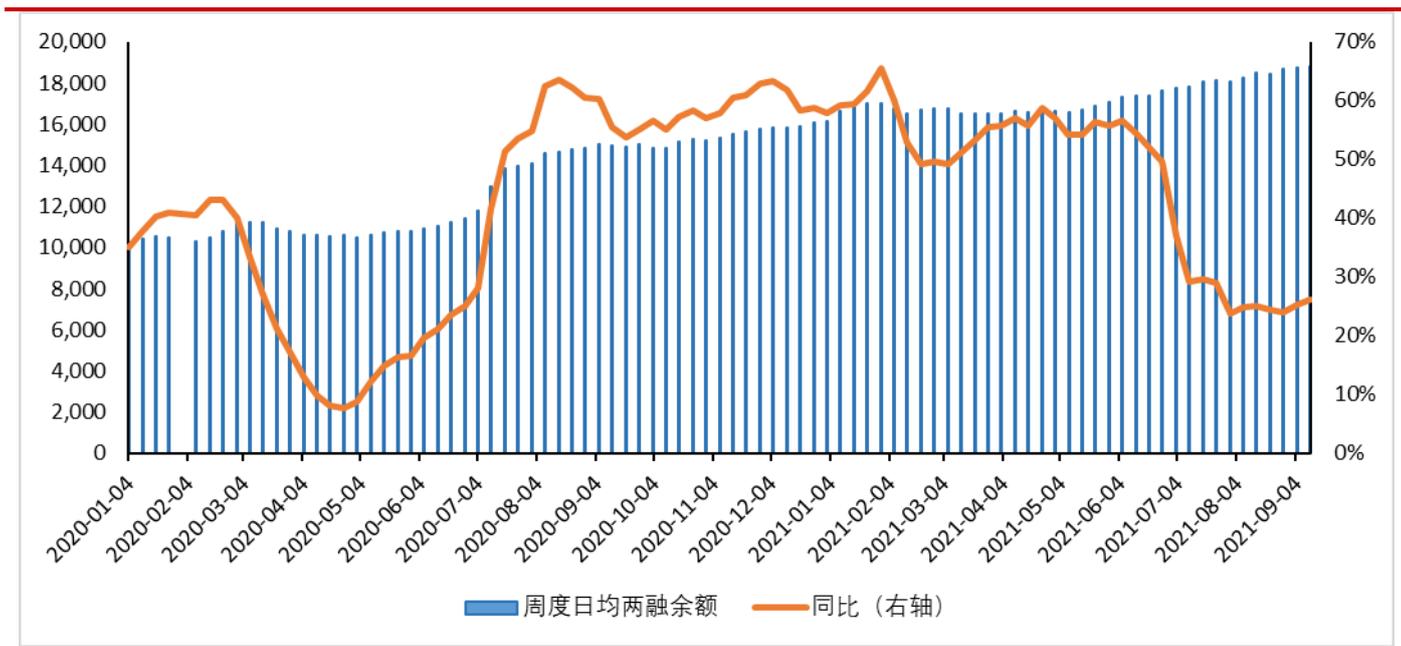


资料来源：Wind，华西证券研究所

2021H1 两融余额保持之前的上升态势，上半年始终维持在 1.6 万亿元以上的高位，同比+50%。整体看，2021 上半年度两融余额在一季度小幅回落，二季度缓慢上行。

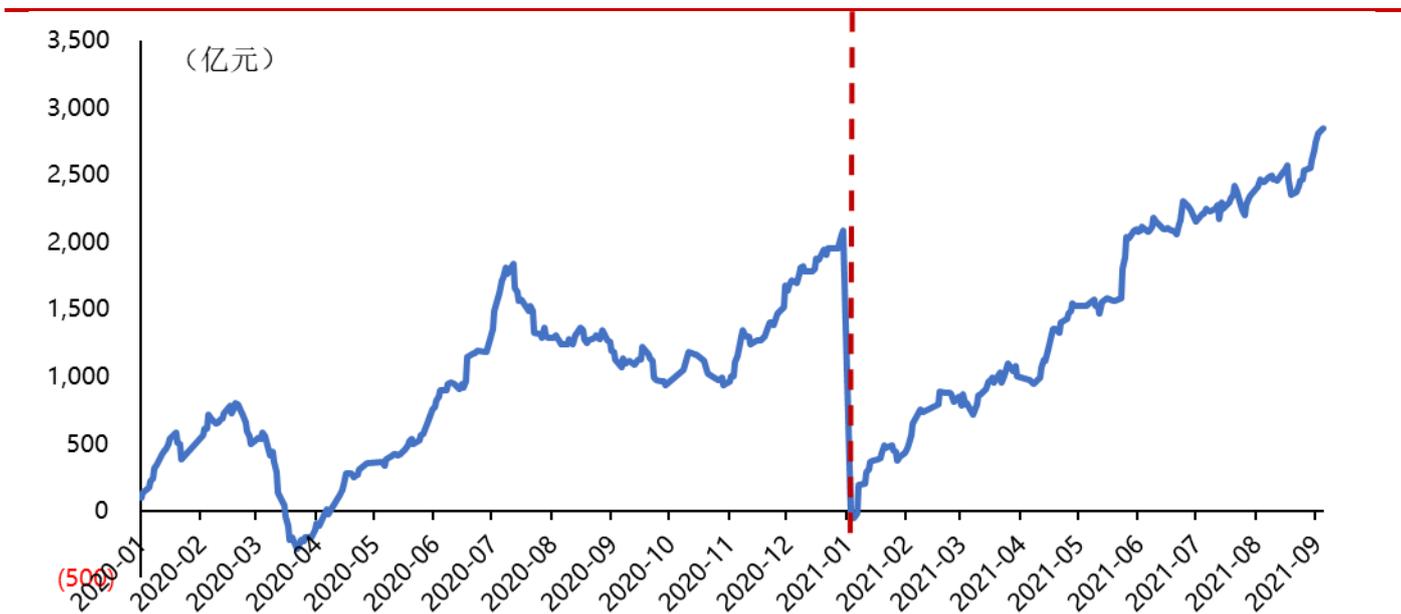
2021H1 北上资金持续净流入，上半年整体流入约 2237 亿元，同比+89%。

图 4 21H1 两融余额持续提升，整体维持在超 1.6 万亿元以上



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 5 21H1 北上资金波动中整体净流入



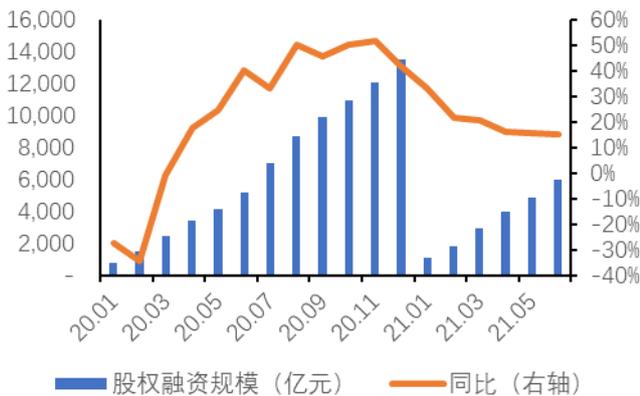
资料来源: wind, 华西证券研究所

## 1.2. 一级市场：2021H1 IPO 规模大增，再融资宽松推动股权融 资同比增加 15%

2021H1 股权融资规模达 5989 亿元，同比增加 15%，其中 IPO、再融资规模分别为 2109 亿元、3680 亿元，分别同比增加 51%、3%。

2021H1 核心债融资达 3.45 万亿元，同比增加 21%。ABS 融资额大幅增加至 1.42 万亿元。2021H1 企业债、公司债、ABS、可转债融资规模同比增加分别为 15%、2%、50%、61%。

图 6 21H1 股权融资同比+15%



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 7 21H1 IPO 规模同比+51%



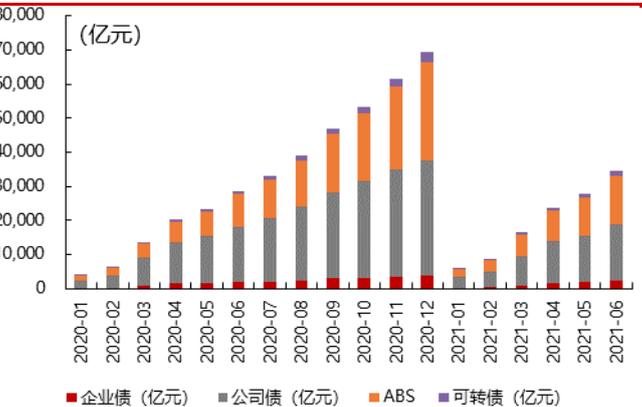
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 8 21H1 核心债融资同比+21%



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 9 21H1 ABS 大增+50%



资料来源：Wind，华西证券研究所

## 2. 整体业绩回顾：21H1 业绩大幅提高

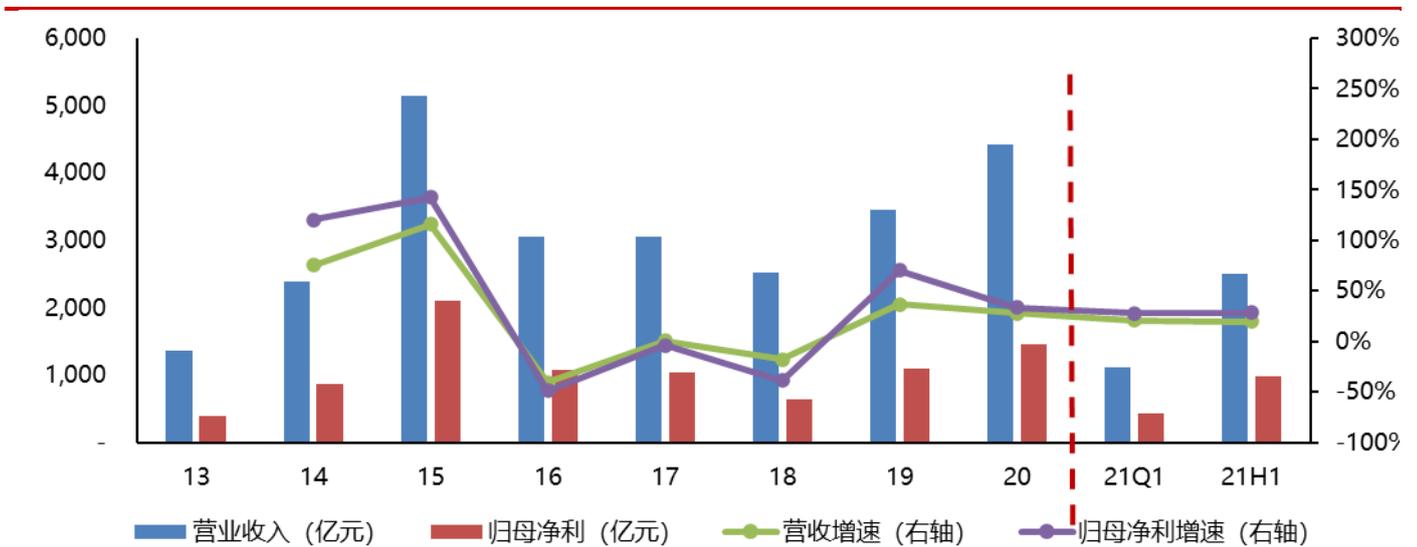
样本选取：本文选取样本为 A 股上市的 41 家证券公司，不包括华创安阳、东方财富等集团上市券商。

数据处理：近年来多家券商设置商品贸易子公司，由于此项业务的记账方式与传统业务采取净收入记账方式不同，表现出收入数额大、支出数额大的特点，原始数据会扭曲我们关于收入的分析，因此以下分析中我们在营业收入、营业支出中均做先扣除商品贸易支出的处理。

### 2.1. 上市券商归母净利润 21H1 同比增加超 20%

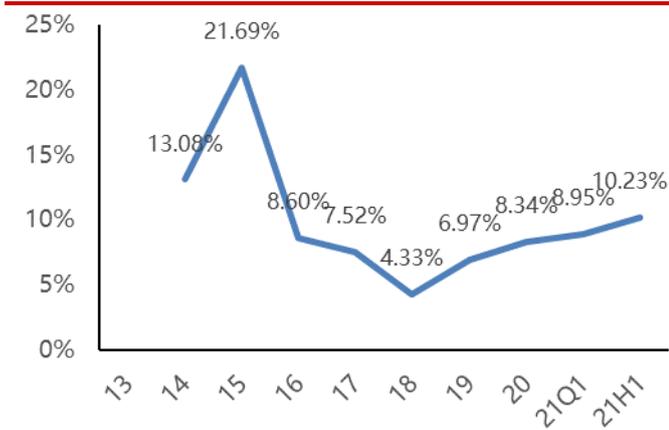
从整体业绩情况来看，2021H1 上市券商业绩保持快速上升态势，上半年实现收入 2500.0 亿元，同比增超过 20%。同时，上市券商 ROE 持续提升，上半年年化 ROE 达 10.23%，同比显著提高。ROA 与杠杆均有所提升，6 月末上市券商主动杠杆倍数 4.00，缓慢提升。

图 10 2013 年以来上市券商业绩表现



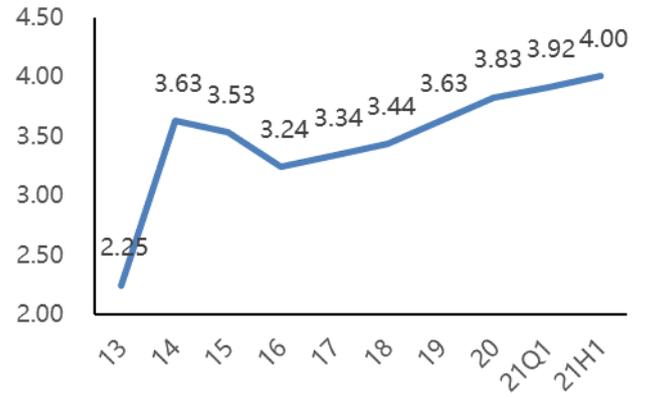
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 11 18 年以来 ROE 持续提升



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 12 杠杆率温和提升



资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 2.2. 业绩归因分析: 经纪、利息、自营及减值是业绩变动关键

2021H1 上市券商总收入 2500 亿元, 同比+20%。所有业务条线对增长的贡献均为正, 分业务板块来看, 经纪、自营业务对收入的正向贡献最大分别为 29%和 26%, 投行、资管业务贡献分别为 13%、12%, 利息、股权、其他和大宗贡献分别为 8%、5%、5%和 3%。

21H1 上市券商减值损失 24 亿元, 同比降低 80%, 使得归母净利增长 28.6%, 增长幅度超过收入增长幅度。

目前对联营与合营企业的投资收益以及商品贸易收入利润占比还较低, 下文分析中将其并入“其他”项处理, 不再单列。

图 13 2021H1 业绩归因分析 (单位: 亿元)

	20H1	21H1	同比	收入贡献	收入结构	增加值
经纪业务	498.4	617.7	23.9%	29%	25%	119.3
投行业务	211.4	265.7	25.7%	13%	11%	54.4
资管业务	179.6	230.0	28.1%	12%	9%	50.4
自营业务	927.4	1,034.5	11.6%	26%	41%	107.1
利息收入	102.0	134.0	31.3%	8%	5%	32.0
股权	58.0	76.8	32.5%	5%	3%	18.8
大宗	9.2	21.8	137.7%	3%	1%	12.6
其他	100.3	119.1	18.6%	5%	5%	18.7
<b>收入合计</b>	<b>2,086.3</b>	<b>2,499.7</b>	<b>20%</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>	<b>413.4</b>
营业税金及附加	14.3	16.6	15.6%			2.2
管理费用	944.7	1,178.9	24.8%			234.3
减值损失	117.5	24.0	-79.6%			-93.5
其他	100.3	119.1	18.6%			18.7
营业支出	1,081.1	1,220.7	12.9%			139.6
营业利润	1,005.2	1,279.0	27.2%			273.7
净利润	784.4	1,014.7	29.4%			230.3
<b>归母净利润</b>	<b>763.6</b>	<b>982.4</b>	<b>28.6%</b>			<b>218.8</b>
管理费用率	45.3%	47.2%				
利润率	37.6%	40.6%				

资料来源: Wind, 华西证券研究所

注 1: 营业收入与营业支出均为调整其他业务支出后的;

注 2: 收入贡献 = (21H1 分项业务收入 - 20H1 年分项业务收入) /  
(21H1 营业收入 - 20H1 营业收入)

注 3: 股权指“对联营与合营企业的投资收益”; 大宗指“商品贸易净收入”

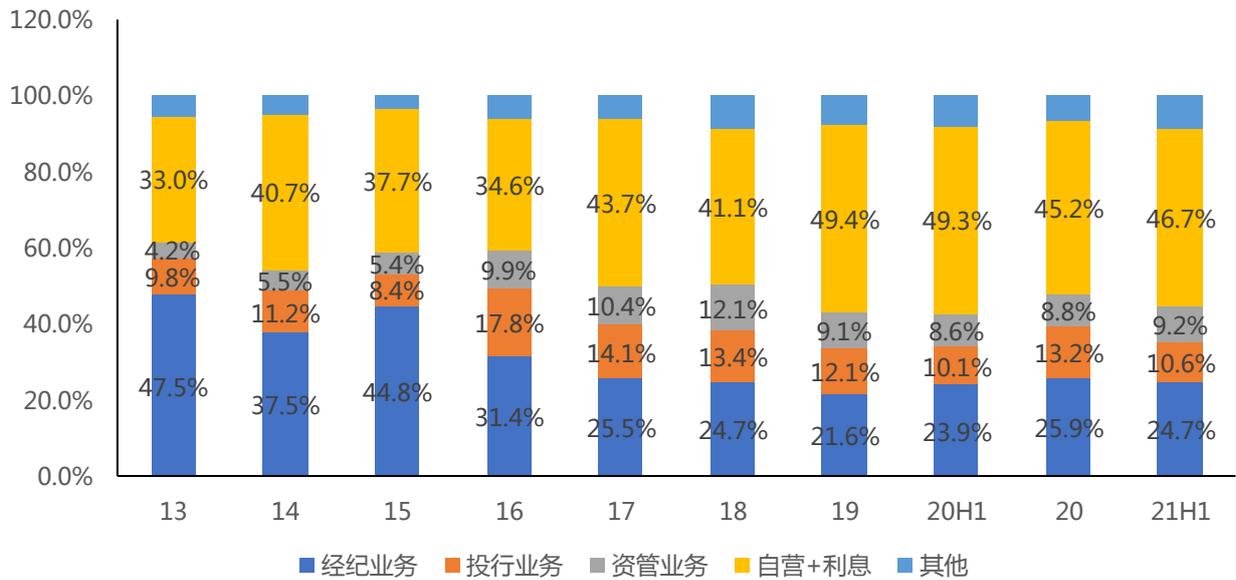
注 4: 证券投资的利息收入记入自营业务

### 2.3. 中介类业务收入占比提升, 券商间业绩分化

从上市券商整体收入结构来看, 传统中介类业务收入占比提升, 资金类业务收入占比略下降。2021H1 经纪/投行/资管类业务收入占比分别是 24.7%/10.6%/9.2%, 同比分别提升 0.8/0.5/0.6pct。2021H1 资金业务(自营+利息)收入占比分别为 46.7%, 低于去年同期的 49.3%。

各家上市券商的收入结构分化较大, 从 2021H1 分项业绩来看, 经纪业务收入占比最高的方正证券、长江证券为 52%、42%, 最低的红塔证券只有 8%; 投行业务收入占比最高的天风证券、国金证券为 23%、21%, 最低的广发证券、中国银河分别只有 2%、2%; 资管业务收入占比最高的第一创业、广发证券为 29%、29%, 最低的西部证券、西南证券分别只有 0.6%、0.7%。

图 14 上市券商 13 年以来收入结构



资料来源: Wind, 华西证券研究所

表 1 各家上市券商 21H1 收入结构 (按经纪收入占比由高到低排序)

	经纪	投行	资管	自营	利息	股权投资	大宗	其他	营收合计
方正证券	52%	5%	3%	22%	14%	0%	1%	3%	100%
长江证券	42%	12%	3%	31%	6%	1%	1%	3%	100%
华西证券	38%	11%	2%	36%	12%	0%	0%	1%	100%
中国银河	36%	2%	3%	42%	14%	0%	2%	1%	100%
中泰证券	36%	14%	2%	33%	7%	2%	1%	4%	100%
华安证券	35%	5%	13%	40%	10%	-6%	1%	3%	100%
国信证券	33%	9%	1%	41%	7%	4%	0%	4%	100%
华林证券	33%	20%	2%	51%	-12%	0%	0%	6%	100%
太平洋	32%	13%	4%	42%	8%	0%	0%	0%	100%
财达证券	32%	13%	2%	48%	3%	0%	0%	1%	100%
光大证券	32%	17%	7%	21%	13%	1%	1%	9%	100%
中银证券	32%	6%	23%	7%	25%	0%	0%	8%	100%
浙商证券	30%	20%	5%	27%	9%	0%	1%	8%	100%
中原证券	29%	20%	1%	36%	3%	4%	2%	5%	100%
中信建投	28%	20%	5%	44%	0%	0%	0%	3%	100%
国金证券	28%	21%	2%	28%	17%	0%	0%	4%	100%
东吴证券	28%	12%	2%	46%	5%	2%	0%	4%	100%
天风证券	28%	23%	18%	51%	-24%	0%	1%	2%	100%
申万宏源	28%	7%	6%	58%	-4%	4%	1%	0%	100%
招商证券	28%	7%	4%	47%	3%	6%	0%	4%	100%

西部证券	26%	8%	1%	50%	7%	0%	1%	8%	100%
东北证券	26%	6%	4%	39%	3%	4%	2%	16%	100%
长城证券	25%	12%	2%	34%	6%	18%	2%	1%	100%
国元证券	24%	12%	2%	44%	13%	3%	0%	1%	100%
南京证券	24%	11%	1%	53%	6%	4%	0%	2%	100%
国泰君安	24%	9%	6%	43%	12%	1%	1%	4%	100%
东兴证券	23%	21%	4%	55%	-2%	-2%	0%	1%	100%
国海证券	22%	9%	5%	46%	-3%	0%	0%	19%	100%
中信证券	22%	11%	18%	12%	5%	1%	1%	30%	100%
国联证券	22%	15%	4%	45%	9%	0%	0%	5%	100%
广发证券	21%	2%	29%	34%	4%	4%	0%	5%	100%
华泰证券	20%	10%	8%	44%	7%	9%	0%	1%	100%
东方证券	20%	10%	23%	41%	-9%	9%	2%	4%	100%
中金公司	19%	19%	4%	61%	-8%	0%	0%	4%	100%
兴业证券	19%	8%	1%	28%	4%	0%	0%	39%	100%
财通证券	19%	10%	19%	32%	4%	15%	0%	1%	100%
西南证券	19%	8%	1%	60%	0%	12%	0%	0%	100%
山西证券	18%	15%	6%	59%	-5%	0%	1%	6%	100%
第一创业	14%	9%	29%	31%	3%	9%	2%	2%	100%
海通证券	14%	13%	9%	37%	16%	3%	4%	4%	100%
红塔证券	8%	2%	5%	87%	-4%	0%	1%	1%	100%
<b>上市券商 加总</b>	<b>25%</b>	<b>11%</b>	<b>9%</b>	<b>38%</b>	<b>5%</b>	<b>3%</b>	<b>1%</b>	<b>8%</b>	<b>100%</b>

资料来源：Wind，华西证券研究所

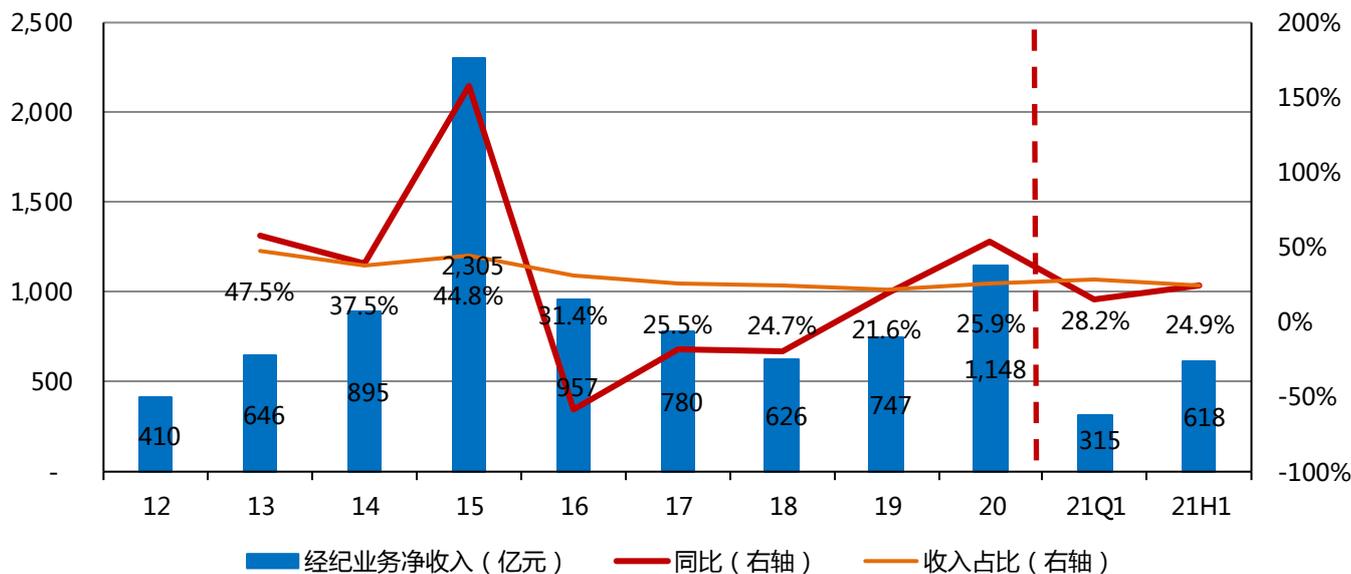
### 3. 分项业务分析

#### 3.1. 经纪业务：佣金率继续下滑，财富管理业务暴增，机构席位占比提升

2021H1 上市券商经纪业务净收入 618 亿元，同比+24.9%。行业佣金率仍处下滑通道，2021H1 行业佣金率为万 2.51，较去年同期降 9.2%；伴随公募基金业务大爆发，代销金融产品收入与机构席位租赁收入有较大增长，其中，行业代销金融产品实现爆发式增长，2021H1 上市的 41 家券商代销金融产品收入 80 亿元，同比+140%，占经纪业务净收入的 13%；机构席位租赁收入占比提升，2021H1 机构席位收入 93 亿元，同比+54%，占经纪业务净收入比重 15%。另外期货经纪净收入 56.2 亿元，同比+101%，在经纪业务净收入中占比 9%。

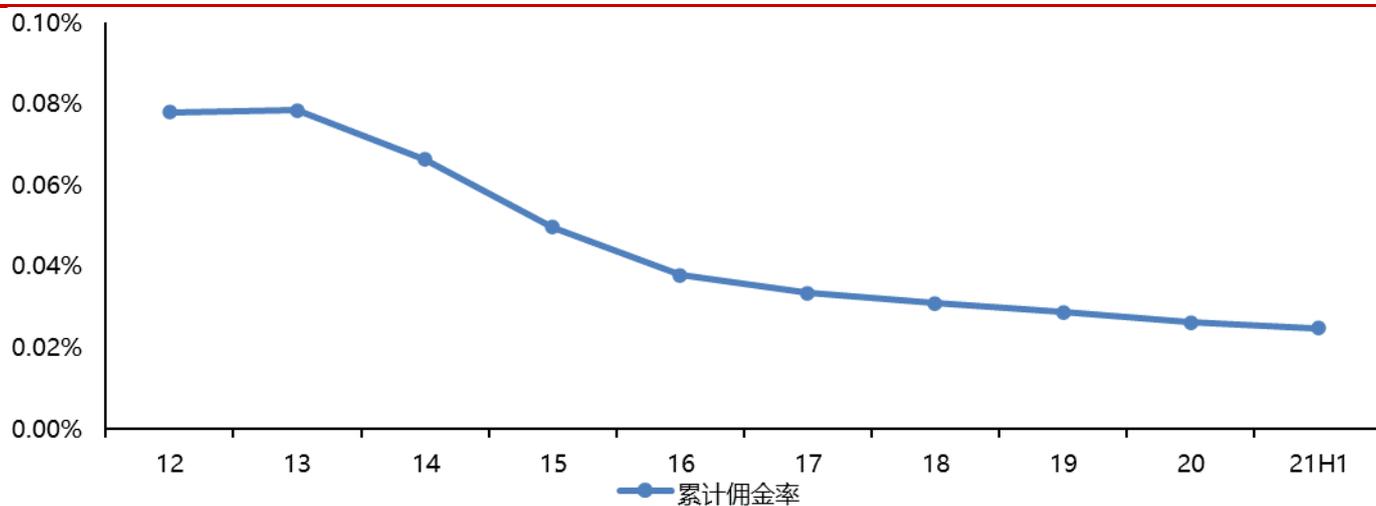
从各家上市券商的表现来看，大多数券商代销金融产品收入均实现翻倍高增长，且代销占经纪业务比重显著提升，其中中信、中金、兴业、东方、浙商占比超 17%，中信证券以 14.3 亿元（占比 21%）位居行业第一。机构席位租赁收入方面，新晋卖方研究业务的几家券商收入增速暴增。

图 15 上市券商 2012 年以来经纪业务净收入、占比及同比增速



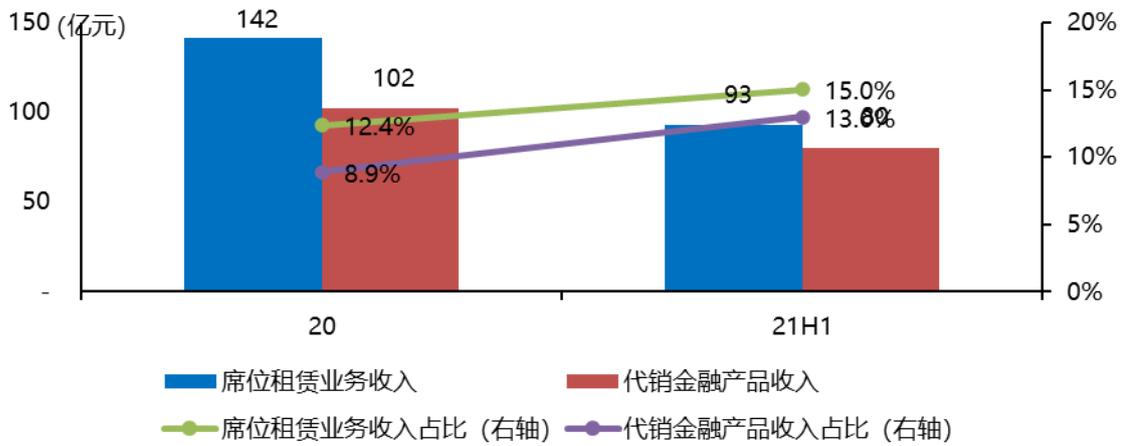
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 16 代买卖佣金率继续在下滑



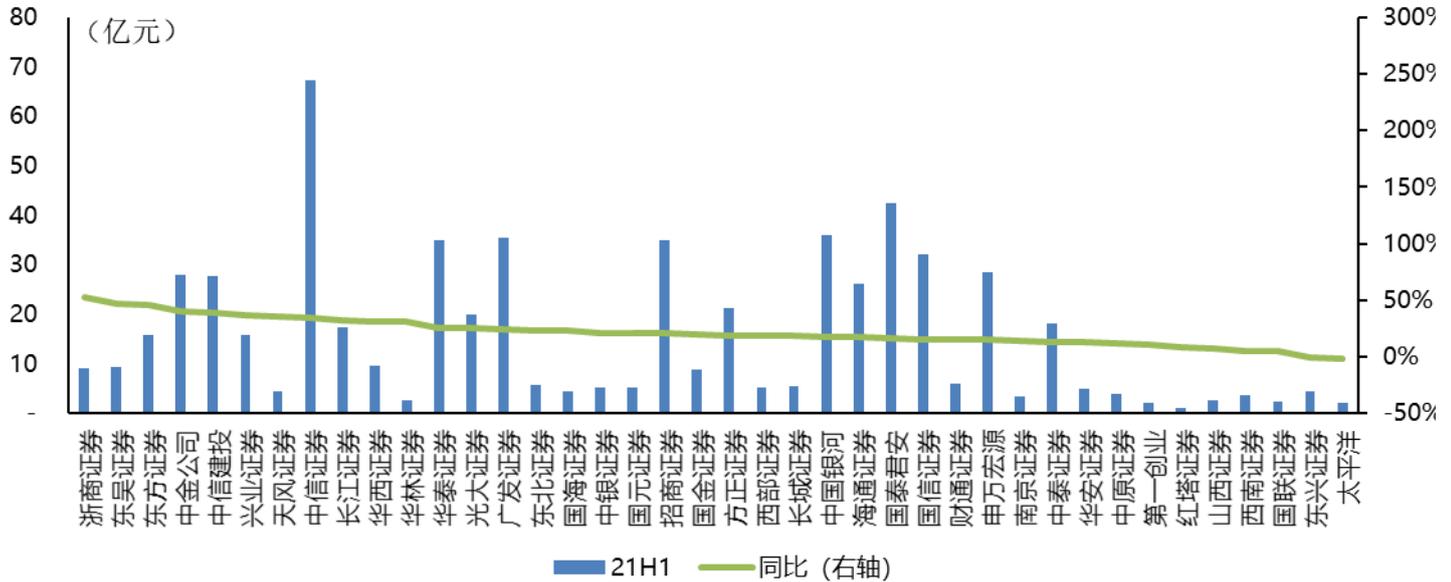
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 17 代销金融产品收入占经纪业务净收入比例大增



资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 18 各家上市券商经纪业务收入及增速（按增速排序）



资料来源：Wind，华西证券研究所

表 2 2021H1 各家上市券商经纪业务分项收入（单位：亿元）、占比及增速

上市券商	收入（亿元）				同比				占经纪业务净收入比重			
	代理买卖证 券业务	交易单元席 位租赁	代销金融产 品业务	期货经纪业 务	代理买卖证 券业务	交易单元席 位租赁	代销金融产 品业务	期货经纪业 务	代理买卖证 券业务	交易单元席 位租赁	代销金融产 品业务	期货经纪业 务
中信证券	40.6	8.3	14.3	4.2	12%	62%	104%	142%	60%	12%	21%	6%
中信建投	14.9	5.4	4.6	3.0	5%	90%	192%	121%	54%	19%	17%	11%
中金公司	16.1	5.4	6.0	0.5	11%	117%	119%	66%	58%	19%	21%	2%
华泰证券	23.8	4.1	4.1	3.1	11%	35%	119%	102%	68%	12%	12%	9%
国泰君安	28.4	4.7	4.4	4.7	-7%	36%	489%	190%	67%	11%	10%	11%
海通证券	17.0	5.1	1.4	2.7	2%	39%	250%	67%	65%	20%	5%	10%
申万宏源	19.0	4.1	2.1	3.5	-3%	32%	198%	125%	66%	14%	7%	12%
招商证券	24.1	4.9	4.0	2.0	7%	36%	112%	101%	69%	14%	11%	6%
国信证券	23.0	2.7	4.7	1.8	0%	75%	95%	109%	72%	8%	15%	5%
广发证券	22.2	5.4	5.2	2.6	4%	52%	191%	50%	63%	15%	15%	7%
中国银河	27.3	1.8	3.5	3.3	4%	28%	173%	107%	76%	5%	10%	9%
东方证券	5.3	3.9	3.0	3.6	5%	38%	159%	89%	33%	25%	19%	23%
方正证券	13.0	2.9	2.3	3.1	-21%	69%	221%	107%	61%	13%	11%	15%
红塔证券	1.0	0.0	0.0	0.1	-1%	-83%	2%	65%	87%	0%	1%	11%
光大证券	11.5	3.3	2.8	2.3	6%	30%	127%	85%	58%	17%	14%	12%
兴业证券	7.2	4.6	3.1	1.0	18%	29%	112%	93%	45%	29%	20%	6%
华林证券	2.4	0.1	0.1	-	50%	-10%	93%	-	93%	3%	5%	0%
中泰证券	12.7	2.7	1.2	1.7	2%	15%	150%	97%	70%	15%	6%	9%
长江证券	8.1	6.1	2.3	1.0	9%	53%	101%	61%	46%	35%	13%	6%
长城证券	3.4	0.6	0.6	0.9	3%	28%	66%	86%	63%	11%	11%	16%
财通证券	4.7	0.2	1.1	-	2%	8%	183%	-	79%	3%	18%	0%
西部证券	3.6	1.3	0.1	0.2	-5%	123%	290%	375%	68%	25%	2%	4%
天风证券	1.4	2.7	0.2	0.3	9%	36%	110%	39%	31%	59%	4%	6%
东兴证券	3.3	0.6	0.3	0.3	-9%	-19%	-45%	143%	72%	14%	7%	7%
浙商证券	5.5	1.6	2.1	2.1	9%	500%	212%	99%	49%	14%	18%	19%
国元证券	3.9	0.1	0.5	0.7	1%	97%	437%	138%	76%	2%	10%	13%
东吴证券	5.1	2.9	0.4	1.0	3%	218%	405%	119%	54%	31%	5%	11%
南京证券	2.2	0.0	0.3	1.0	-3%	69%	198%	51%	64%	1%	8%	27%
国联证券	2.0	0.2	0.3	-	-6%	32%	225%	-	81%	7%	12%	0%
第一创业	1.6	0.3	0.1	0.0	0%	58%	131%	41%	76%	16%	6%	2%
国金证券	5.3	1.5	1.5	0.4	-1%	42%	141%	68%	61%	17%	18%	5%
华西证券	6.2	2.0	0.9	0.5	-2%	404%	112%	154%	64%	21%	9%	5%
西南证券	2.7	0.4	0.2	0.3	-3%	-9%	149%	131%	74%	12%	7%	8%
华安证券	3.7	0.2	0.2	0.8	-3%	209%	136%	120%	75%	5%	3%	17%
太平洋	1.6	0.3	0.2	-	-2%	-13%	29%	-100%	73%	16%	11%	0%
山西证券	2.1	0.0	0.3	0.7	-3%	29%	201%	34%	67%	1%	11%	21%
国海证券	2.4	0.3	0.3	1.3	-4%	112%	195%	70%	55%	8%	7%	30%
东北证券	3.3	1.6	0.4	0.4	1%	86%	101%	49%	58%	28%	6%	8%
中原证券	2.9	0.0	0.4	0.5	-1%	-77%	109%	82%	76%	0%	10%	14%
中银证券	3.4	0.7	0.7	0.4	7%	26%	111%	94%	66%	13%	14%	7%
财达证券	3.1	0.0	0.1	0.1	-7%	159%	174%	151%	94%	1%	2%	3%
合计	391.1	92.8	80.3	56.2	3%	54%	140%	101%	63%	15%	13%	9%

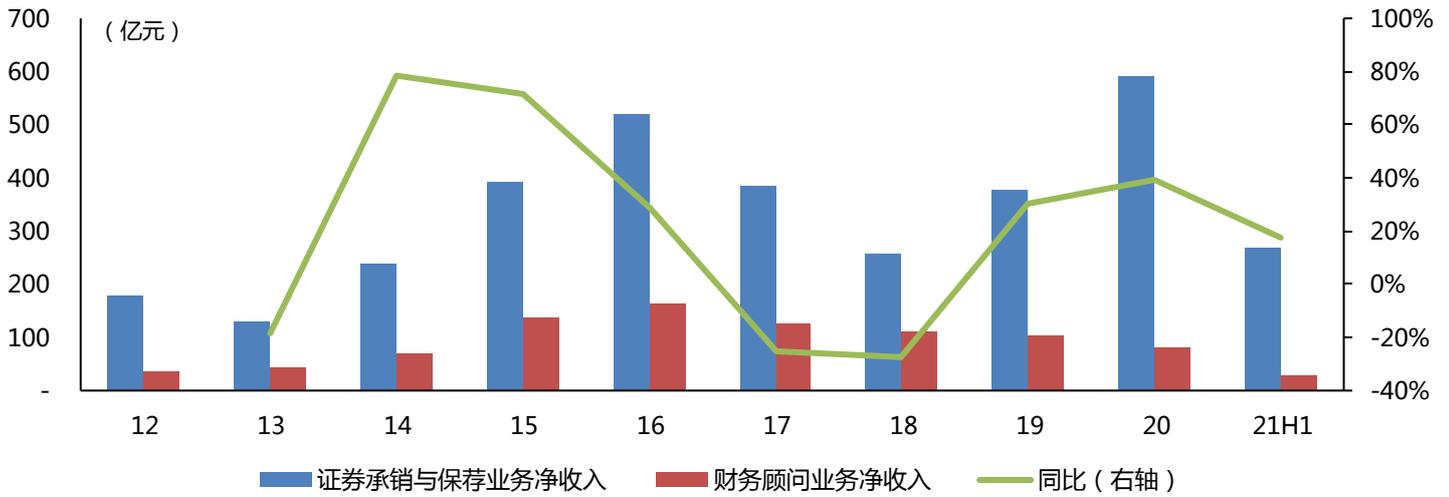
资料来源：上市公司年报，华西证券研究所

### 3.2. 投行业务：注册制下行业集中度进一步提升

政策推动投行业务景气度持续提升，受益于注册制推广至创业板（创业板注册制 2020 年 8 月落地），2021H1 IPO 融资金额 2109 亿元，同比大增 51%，再融资规模同比增 3%。21H1 上市券商投行业务收入 265.7 亿元，同比+25.7%。

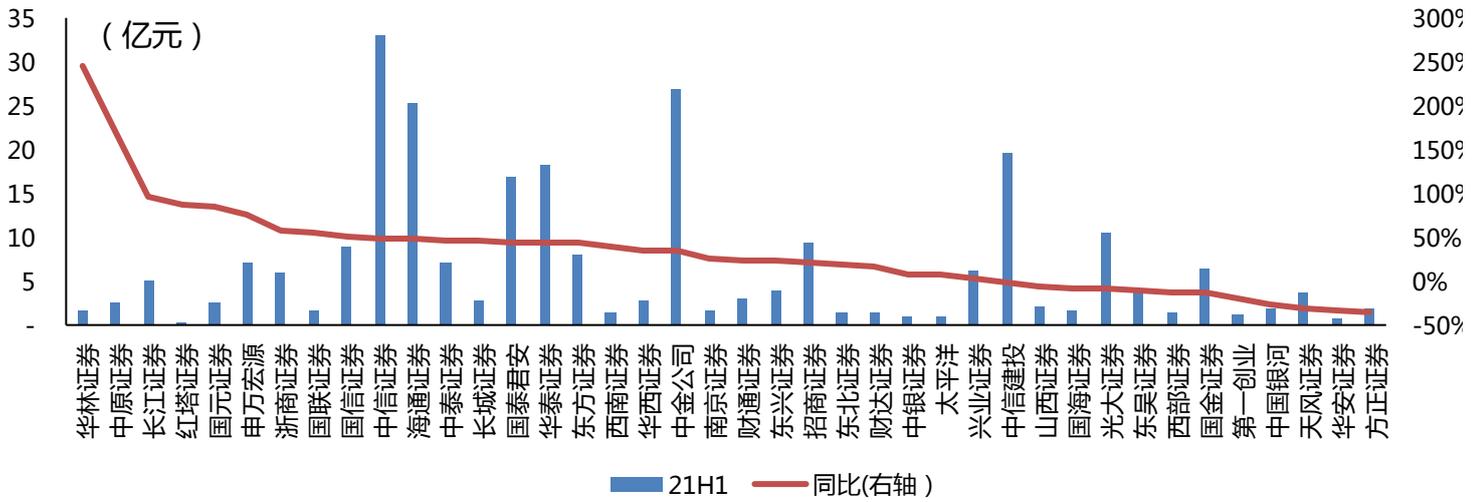
具体来看，2021H1 投行业务收入前三名为中信证券/中金公司/海通证券，收入增速分别为 49%/35%/48%。

图 19 证券承销与保荐业务净收入持续增长但增速放缓



资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

图 20 上市券商投行业务净收入及增速（按增速排序）



资料来源：Wind，华西证券研究所

### 3.3. 资管向主动管理转型，规模下滑收入提升；公募基金业务大幅增长

**券商资管规模与业绩均触底反弹。**2021H1 券商受托客户资产管理业务收入为 144.68 亿元，同比+1%。券商资管规模已开始触底反弹。2021H1 券商资管规模 10.5 万亿元，管理费率 0.31%。

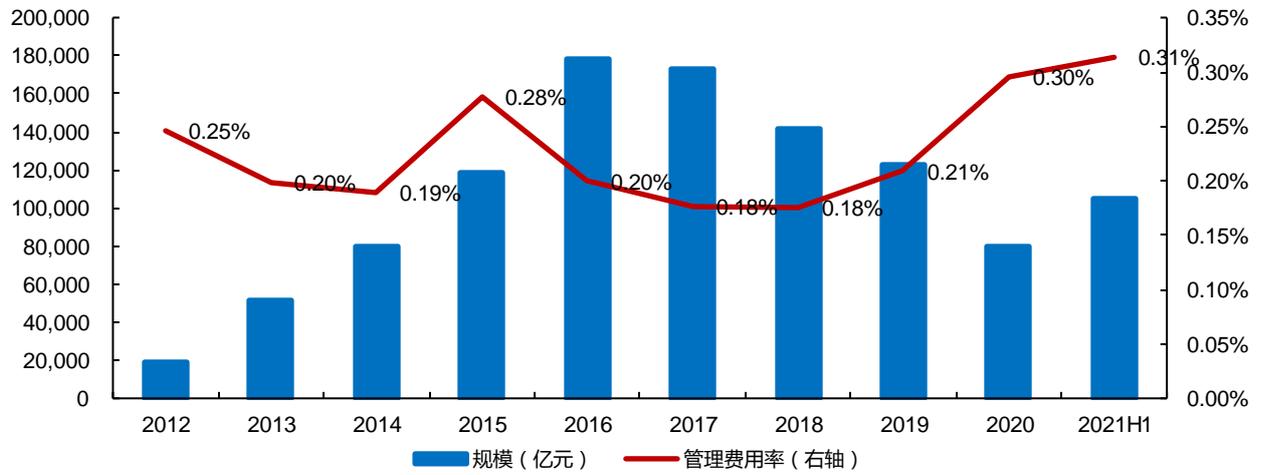
**2021H1 公募基金行业持续向好，券商旗下基金管理业务保持高速增长。**2021H1 上市券商基金管理业务收入 89.6 亿元，同比+76%。上市券商基金管理业务收入最高三家为广发、中信、兴业，分别为 43.4 亿元、37.0 亿元、36.6 亿元，分别同比+101%、+56%、+128%。

图 21 19 年以来券商行业资管业务收入实现正增长（协会口径，不含公募基金）



资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

图 22 券商资管业务规模触底回升，管理费率继续提升



资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

表3 上市券商资产管理、基金管理业务收入（单位：亿元）、同比及基金占比

上市券商	2021H1收入			2021H1同比增速		
	资产管理	基金管理	合计	资管增速	基金增速	合计增速
兴业证券	1.30	36.64	37.94	74%	128%	126%
国信证券	1.24	2.42	3.66	-9%	402%	98%
中信证券	18.70	37.02	55.72	104%	56%	69%
广发证券	4.91	43.39	48.29	-30%	101%	69%
东方证券	19.10	0.68	19.78	71%	-18%	65%
东北证券	0.98	2.95	3.93	14%	72%	53%
国海证券	1.07	3.62	4.69	-31%	138%	52%
财达证券	0.21	-	0.21	45%		45%
国泰君安	9.45	0.87	10.31	37%	159%	42%
国联证券	0.49	-	0.49	38%	42%	38%
西部证券	0.11	1.54	1.65	86%	35%	37%
第一创业	4.28	-	4.28	31%		31%
中金公司	6.56	8.01	14.57	51%	16%	30%
华安证券	2.19	0.19	2.38	24%	28%	24%
国金证券	0.70	0.20	0.90	22%	22%	22%
东吴证券	0.74	0.57	1.32	-4%	56%	15%
海通证券	8.64	9.69	18.33	-3%	29%	12%
中泰证券	1.08	0.78	1.86	-28%	352%	11%
山西证券	0.48	0.37	0.84	20%	-3%	9%
申万宏源	3.30	2.75	6.05	-23%	105%	7%
中信建投	4.76	1.57	6.33	17%	-21%	5%
国元证券	0.49	0.03	0.52	-2%		3%
浙商证券	1.51	0.05	1.57	-3%	99%	-1%
招商证券	4.69	0.46	5.15	-5%	21%	-3%
红塔证券	0.74	0.14	0.88	-6%	12%	-4%
华泰证券	19.39	1.31	20.69	-5%	8%	-5%
财通证券	6.07	-	6.07	-7%		-7%
方正证券	1.21	0.68	1.89	-21%	19%	-10%
长城证券	0.56	0.04	0.61	-10%	-32%	-12%
中银证券	1.82	1.82	3.64	-34%	15%	-16%
中国银河	2.59	-	2.59	-17%		-17%
中原证券	0.17	0.06	0.23	-14%	-29%	-18%
长江证券	0.91	0.39	1.30	-31%	16%	-21%
光大证券	4.17	2.55	6.72	-34%	14%	-22%
南京证券	0.12	0.18	0.30	-62%	49%	-30%
天风证券	2.85	0.09	2.94	-32%	-23%	-32%
华西证券	0.44	-	0.44	-37%		-37%
华林证券	0.15	-0.00	0.15	-41%	-102%	-41%
东兴证券	0.77	0.11	0.88	-49%	-36%	-47%
西南证券	0.18	0.00	0.18	-39%	-97%	-52%
太平洋	0.29	-	0.29	-67%		-67%
<b>合计</b>	<b>139.22</b>	<b>161.15</b>	<b>300.37</b>	<b>9%</b>	<b>72%</b>	<b>36%</b>

资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

### 3.4. 自营业务规模继续扩张，二季度场外衍生品增速放缓

21H1 上市券商自营业务收入为 1034 亿元，同比+12%。自营资产投资规模继续扩张，收益率略有下降。

1) 自营资产规模来看，近年来上市券商自营资产投资规模持续提升，21H1 在较高基础上仍然保持了高速增长态势，上半年度上市券商自营资产投资规模达到 4.38 万亿元，同比+16%，自营资产与券商净资产比例达到 217%。客需衍生品业务增长是券商自营规模扩张的重要原因，场外衍生品名义本金余额来看，2021H1 达到 1.48 万亿元，同比+78%。但二季度以来雪球类产品受到监管，衍生品增速放缓。

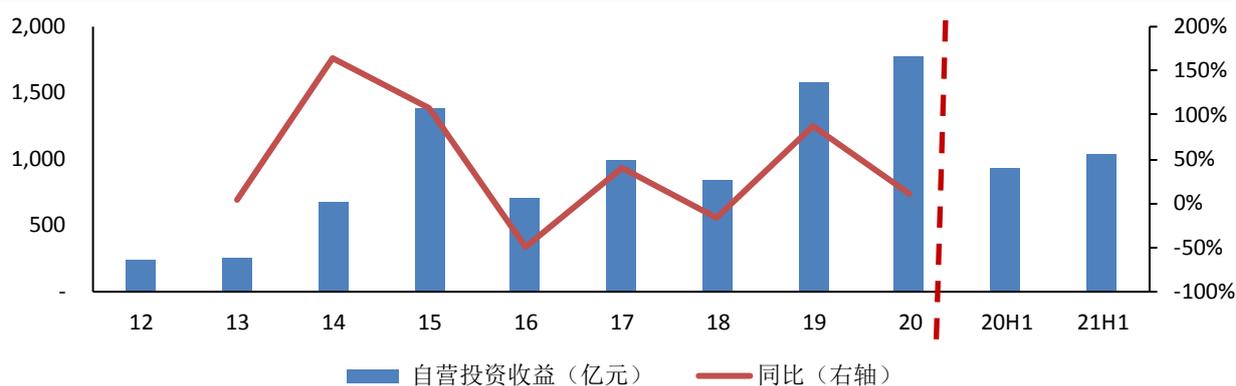
中信证券、华泰证券、中金公司和国泰君安自营投资规模居前四位，分别是5478.2亿元、3645.6亿元、3401.9亿元、3185.7亿元。

2) 自营投资收益率来看，21H1上市券商的投资收益率为2.42%，同比-15.6%。

上市券商中红塔证券、国金证券、东吴证券和南京证券四家综合投资收益率居前四名。

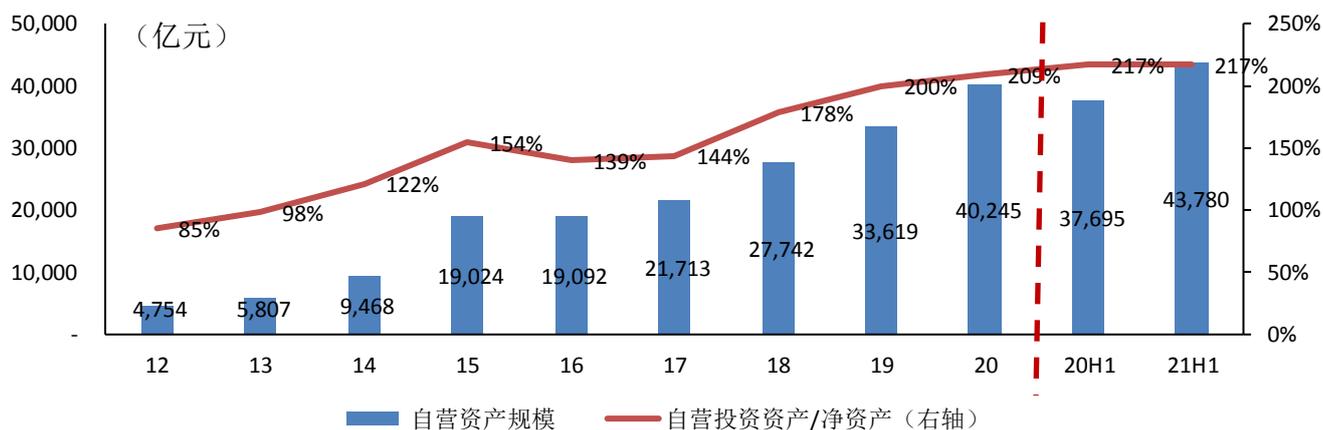
3) 上市券商资产配置方面，2021H1债券类资产占比最高为67%，其次为股票股权，占比10%。其中，股票或股权类占比最高的三家券商分别为中金公司、中信证券、华泰证券。

图 23 上市券商自营投资收益及同比



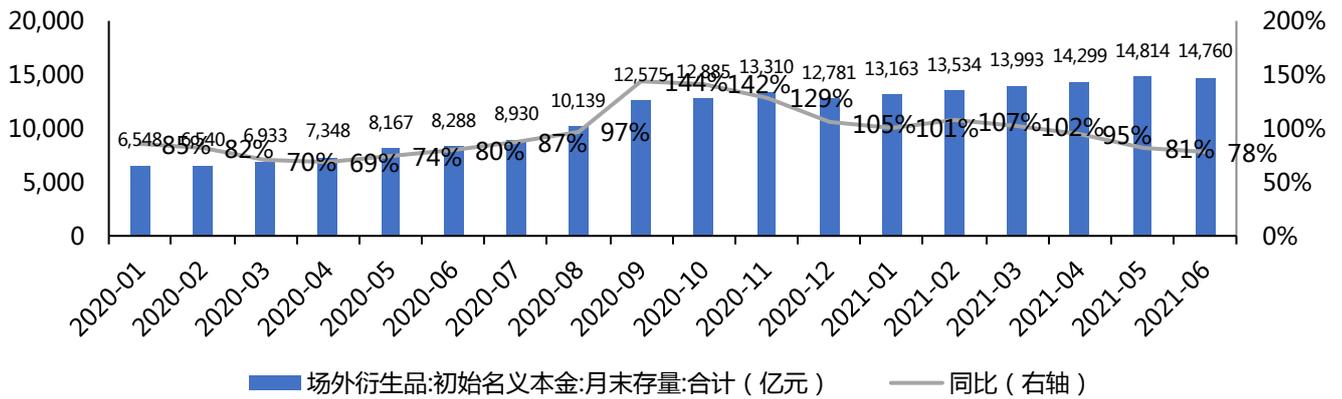
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 24 上市券商自营投资规模



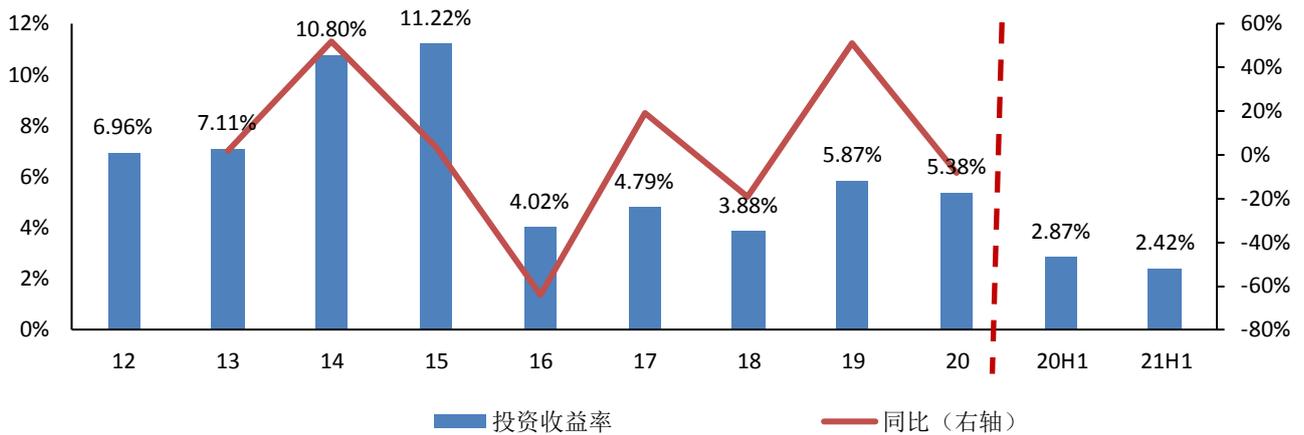
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 25 二季度场外衍生品名义本金余额增速放缓



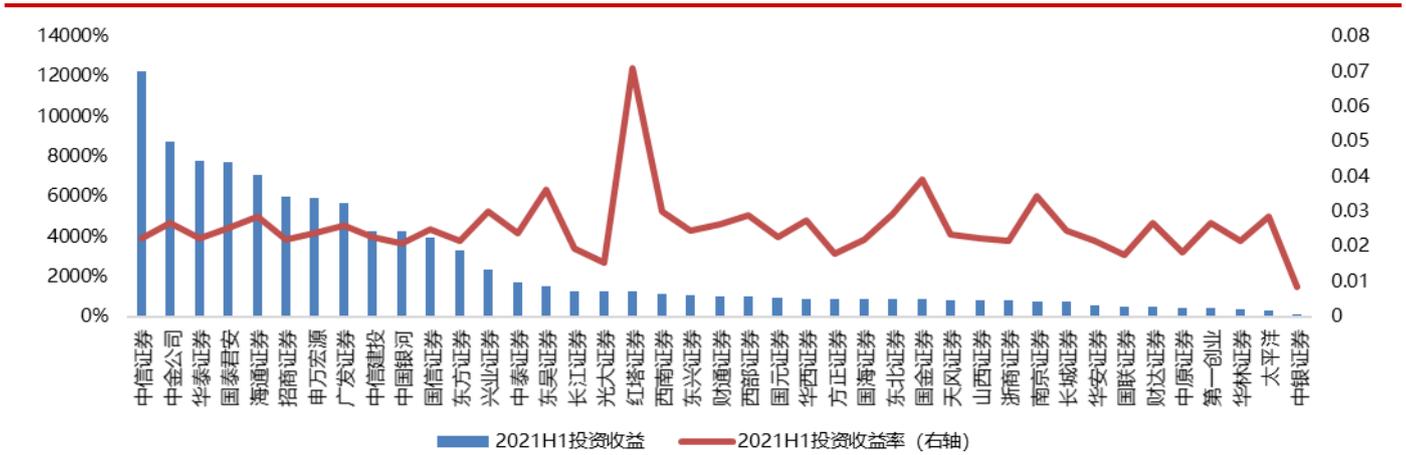
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 26 上市券商自营投资收益率



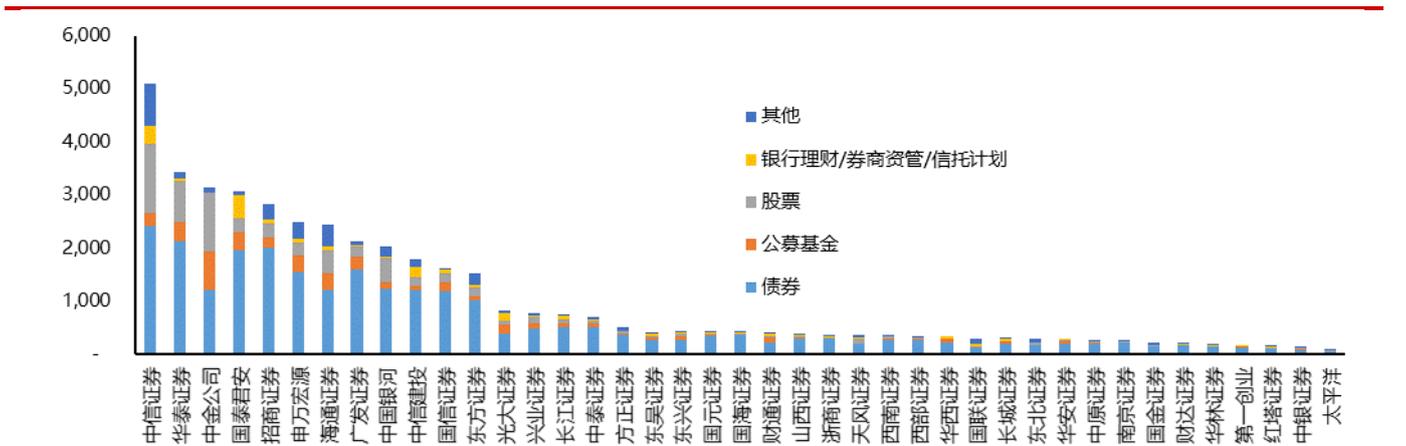
资料来源：公司年报，华西证券研究所 注：已加回债权类投资利息收入

图 27 各家上市券商证券自营综合投资收益及收益率



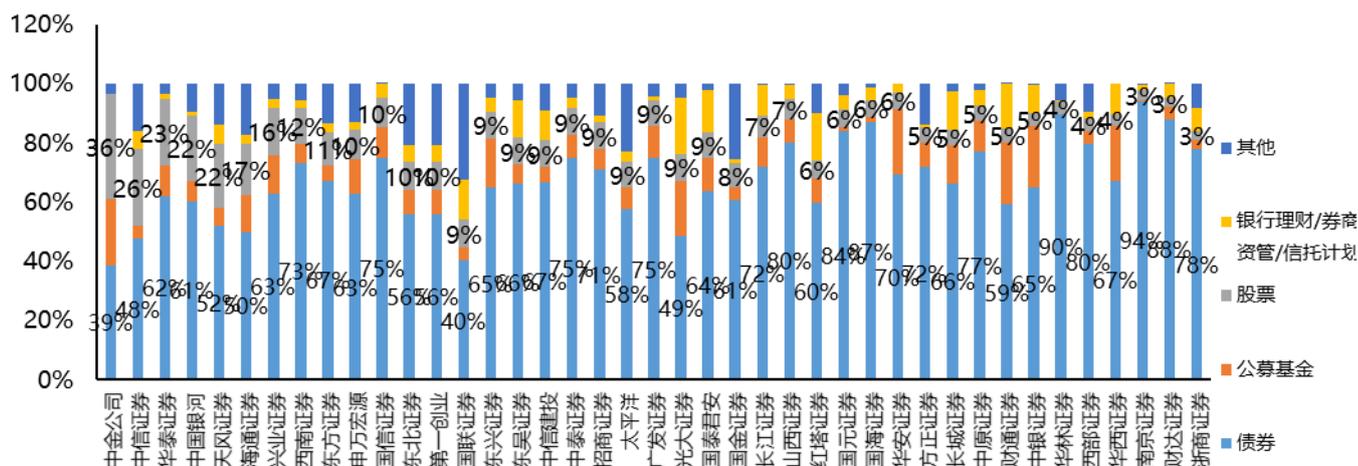
资料来源：公司年报，华西证券研究所 注：已加回债权类投资利息收入

图 28 各家上市券商证券自营资产配置情况（按总资产规模从高到低排序）



资料来源：公司年报，华西证券研究所 注：口径为 2021H1 期初投入成本

图 29 各家上市券商证券自营各类资产占比（按股票占比从高到低排序）



资料来源：公司年报，华西证券研究所 注：口径为 2021H1 期初投入成本

### 3.5. 融券暴增两融大增， 负债成本下降助推利息净收入提升

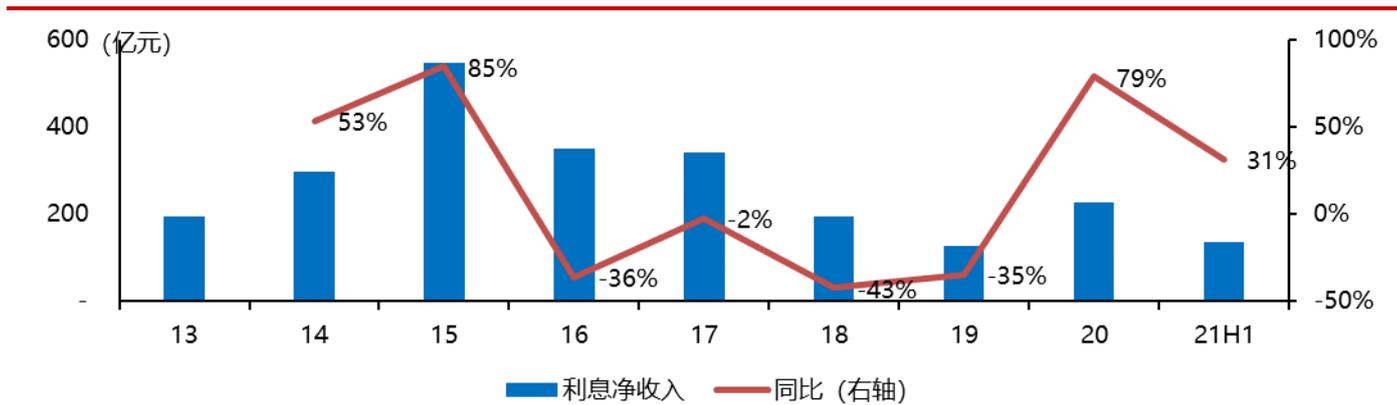
21H1 上市券商利息净收入分别为 134 亿元，同比增长 31.3%。其中，两融余额大幅增长，股质业务继续压降。

1) **两融业务大幅增长**。两融业务是券商利息收入板块最重要、最优质的业务。21H1 两融日均余额为 1.69 万亿元，同比+56%。其中融券余额在去年高速增长之后今年增速放缓，融券余额在两融中占比去年由年初的 1.4% 上升至年末的 7.8%，之后继续提升至 2021 年 5 月末的 9.1%，此后则稳定在 9% 左右。

2) **股质业务进一步压降**，2021 年 6 月末券商表内股质余额 2649 亿元，较 2020 年末降 12%。

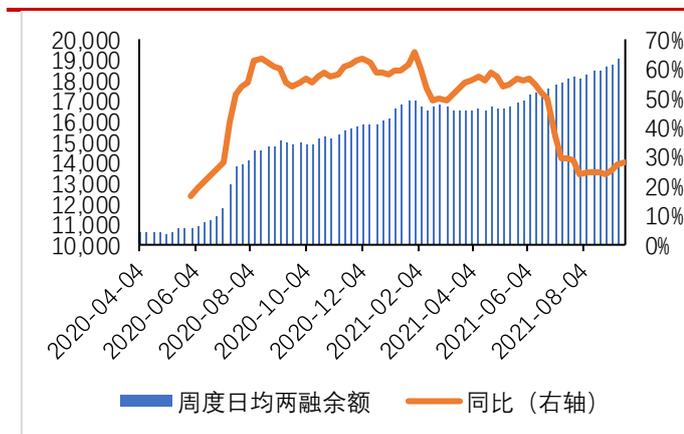
3) 21H1 上市券商共计提减值损失 24 亿元，同比降 80%。我们在年报一季报综述《计提充分夯实资产质量，创新蓬勃增长后劲十足》中通过分析去年上市券商减值结构、整体抵押物净值比、三阶段抵押物净值比，得出上市券商去年已经通过大额计提夯实了资产质量，今年减值将会大大减少的结论。

图 30 上市券商利息净收入及同比



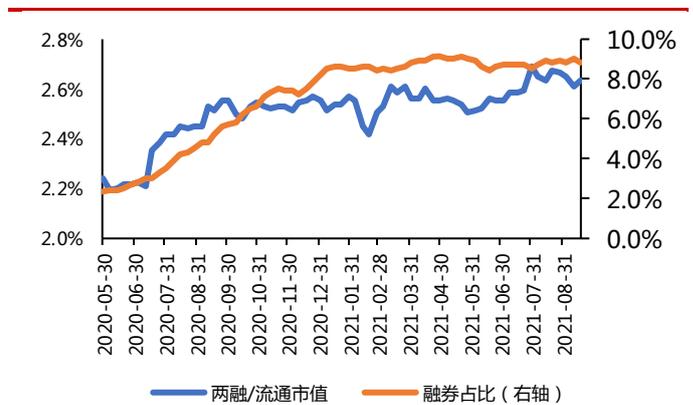
资料来源：公司年报，华西证券研究所

图 31 周度日均两融余额及同比



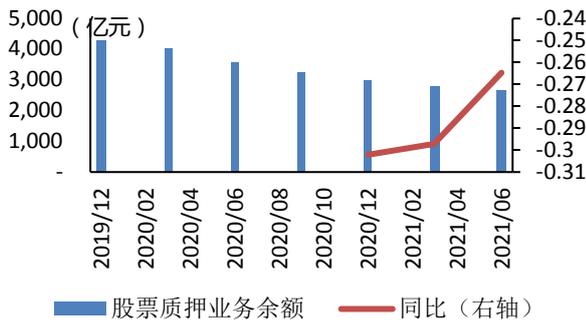
资料来源：Wind，华西证券研究所

图 32 两融/流通市值及融券在两融中占比



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 33 股票质押业务余额及同比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 34 减值损失及收入占比



资料来源: Wind, 华西证券研究所

## 4. 盈利预测与投资建议

### 4.1. 盈利预测：中性假设下 2021 年归母净利增 19.4%

今年行业客户保证金及两融余额继续增长；投行业务方面虽然上半年 IPO 高增，主要由于去年创业板注册制下半年 8 月份落地，下半年 IPO 增速下滑，但再融资接棒有望推动投行业务继续增长；公募基金大发展下代销金融产品、席位租赁、基金管理业务有望显著增长；20 年减值计提充分 21 年减值计提有望同比下降。

在 2021 年全年日均股基交易额 10000 亿元、日均两融余额 1.68 万亿元的中性假设下，行业全年预测净利润 1881 亿元，同比增长 19.4%。

分业务类看，经纪业务收入将达到 1216 亿元，同比+4.7%；自营业务收入 1460 亿元，同比增长 15.6%；利息收入 754 亿元，同比增长 26.3%；投行业务收入将达到 799 亿元，同比增长 18.8%；资管业务收入将达到 367 亿元，同比增长 5.5%。

表 4 关键假设 (单位: 亿元)

关键假设	2019	2020	2021E	2022E	2023E
<b>经纪业务</b>					
日均交易额	5,599	9,072	10,000	10,474	10,909
佣金率	2.88	2.63	2.50	2.40	2.31
<b>投行业务</b>					
IPO	2,532	4,700	4,888	5,133	5,391
增发	6,888	8,341	10,844	12,646	14,747
配股	134	513	667	868	1,131
核心债券	56,205	69,281	90,318	117,292	152,654
<b>资管业务</b>					
集合资管规模日均	19,367	20,250	24,380	30,073	36,088
定向资管规模日均	96,884	71,516	51,752	32,849	21,879
专项资管规模日均	16	0	0	0	0
私募子公司	4,884	5,154	5,535	5,852	6,138
<b>资本中介业务</b>					
日均融资融券规模	9,116	13,191	16,845	17,849	19,109
日均股权质押规模	5,197	3,660	2,829	2,649	2,649
日均客户资金	11,189	14,800	17,718	19,828	21,851
<b>自营业务</b>					
平均投资资产	36,539	44,434	51,372	57,250	63,125
投资收益率	3.3%	2.8%	2.8%	2.8%	2.8%

资料来源: 中国证券业协会, 华西证券研究所

表5 盈利预测(单位: 亿元)

券商行业收入利润	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入	3,605	4,485	5,039	5,313	5,690
--经纪业务	788	1,161	1,216	1,223	1,222
--自营业务	1,222	1,263	1,460	1,627	1,795
--利息收入	464	597	754	699	678
--投行业务	483	672	799	946	1,131
--资管业务(含投资咨询)	313	348	367	373	419
--其他	336	444	444	444	444
营业支出	1,964	2,384	2,531	2,597	2,706
--营业税金及附加	25	32	35	37	40
--管理费用	1,795	1,895	2,066	2,112	2,194
--减值损失	215	257	220	232	248
营业利润	1,641	2,100	2,508	2,716	2,985
所得税	410	525	627	679	746
净利润	1,231	1,575	1,881	2,037	2,238
收入增速及利润率	2019	2020	2021E	2022E	2023E
营业收入增速	35.4%	24.4%	12.4%	5.4%	7.1%
--经纪业务	26.3%	47.4%	4.7%	0.6%	0.0%
--自营业务	52.6%	3.4%	15.6%	11.5%	10.3%
--利息收入	115.8%	28.7%	26.3%	-7.2%	-3.0%
--投行业务	30.5%	39.3%	18.8%	18.4%	19.6%
--资管业务	2.1%	11.1%	5.5%	1.8%	12.2%
净利润增速	84.8%	28.0%	19.4%	8.3%	9.9%
利润率	34.1%	35.1%	37.3%	38.3%	39.3%

资料来源: 中国证券业协会, 华西证券研究所

表 6 敏感性分析 (单位: 亿元)

21年两融余额16845亿假设下敏感性分析										
21年日均交易额	8500	9000	9500	10,000	10,500	11,000	11,500	12,000	12,500	13,000
营业收入	4948	4979	5009	5039	5070	5100	5131	5161	5191	5222
净利润	1845	1857	1869	1881	1893	1905	1917	1928	1940	1952
营业收入增速	10.3%	11.0%	11.7%	12.4%	13.0%	13.7%	14.4%	15.1%	15.8%	16.4%
净利润增速	17.1%	17.9%	18.6%	19.4%	20.2%	20.9%	21.7%	22.4%	23.2%	23.9%
21年日均股票交易10000亿假设下敏感性分析										
21年日均两融余额	14,000	15,000	16,000	16,845	18,000	19,000	20,000	21,000	22,000	23,000
营业收入	4928	4967	5006	5039	5084	5124	5163	5202	5241	5280
净利润	1837	1853	1868	1881	1899	1914	1929	1944	1960	1975
营业收入增速	9.9%	10.8%	11.6%	12.4%	13.4%	14.2%	15.1%	16.0%	16.9%	17.7%
净利润增速	16.6%	17.6%	18.6%	19.4%	20.5%	21.5%	22.5%	23.4%	24.4%	25.4%

资料来源: 中国证券业协会, 华西证券研究所

## 4.2. 投资建议

长期看好券商, 顶层方面国家对资本市场重视程度越来越高, 资本市场还在创新周期中, 资产管理与财富管理业务占比越来越高, 成为支撑增长的长期逻辑。

近期资产端出台北交所相关政策, 资金端国民养老保险股份有限公司获批成立, 工银理财、建信理财、招银理财、光大理财四家理财公司获得首批养老理财试点资格, 第三支柱养老险市场蓄势待发, 将为资本市场带来长线增量资金。目前行业估值处于历史中等位置, 流动性友好, 资本市场相关改革政策进一步催化行情。

个股方面, 建议关注三条主线: 1) 市场份额不断提升, 受益财富管理大发展, 管理层更迭布局第三增长曲线的东方财富; 2) 公募基金产业链布局领先, 业绩反转的兴业证券、广发证券; 3) 估值较低, 受益各项增量业务大发展的大型综合性券商国泰君安、海通证券、华泰证券;

## 4.3. 风险提示

外围市场大幅波动, 海外分部经营风险, 北上资金大幅净流出, 权益市场大幅下跌, 券商股票质押业务风险, 衍生品风控不足, 创投子公司参与项目的连带责任, 交易量大幅萎缩, 资本市场改革低于预期。

### 分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

### 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

### 华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

## 华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出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。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。