

财富管理转型加速，龙头券商保持稳健

增持（维持）

2021 年 09 月 23 日

证券分析师 胡翔

执业证号：S0600516110001

021-60199793

hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽

执业证号：S0600520090004

zhujieyu@dwzq.com.cn

研究助理 毕思琦

bisq@dwzq.com.cn

事件：A 股 40 家上市券商 2021 上半年合计实现营收 3053 亿，同比+27%；归母净利润同比+28%至 978 亿元；中信证券、海通证券和国泰君安净利润领先，太平洋证券、方正证券和中原证券涨幅最大。

投资要点

■ **总体概述：券商 2021H1 归母净利润维持稳健增长，源于券商投行+资管驱动收入提升。** 1) 2021H1 40 家上市券商业绩维持稳健增长，营业收入同比+27%至 3053 亿元，归母净利润同比+28%至 978 亿元，主要系投行和资管分别同比+26%和 28%带动收入增长。2) 2021 年中报龙头券商显著优于其他券商，经纪收入保持稳健。2021 年上市券商 ROE 抬升至 10.24%（去年同期为 9.14%），杠杆保持相对平稳提升至 4.01，显著高于行业指标。

■ **分业务：中小券商具备高弹性，龙头券商整体稳健。** 1) **财富管理概念下，投顾试点持续扩容，高“含基量”券商业绩高增：**2021H1 交易活跃拉动上市券商经纪业务收入同比+24%至 614 亿元，行业竞争加剧导致佣金率下滑至 0.025%拉低经纪业务增速，行业出现明显分化，龙头券商保持相对稳健。截至 2021 年 9 月 8 日，全市场有超 50 家机构获得基金投顾试点批文，随着投顾试点扩容，我们预计券商将以基金投顾为“抓手”转向买方投顾时代。控股公募基金加速券商财富管理转型，驱动其参控股券商业绩增长，如东方财富、广发证券和兴业证券。2) **大投行产业下，龙头券商优势聚拢，北交所设立利好中小券商：**2021H1 IPO 强力支撑业绩，募资总额同比+50%至 2109 亿元。投行业务收入 CR5 占比 47%，保持高集中度，龙头券商以其丰富项目储备及业务能力稳固地位。北交所设立利好券商板块，中小券商在新三板相对占优。3) **资本中介业务下，两融驱动信用业务稳健增长，衍生品业务强者恒强：**2021 年 H1 两融余额同比+53%至 17,842 亿元，股票质押风险逐步改善推动上市券商合计减值大幅降至 27 亿元，同比-78%。场外衍生品快速发展，截至 2021 年 7 月互换和期权新增名义本金分别为 7412/7351 亿元。龙头券商在衍生品业务的投入以及实力上优势显著，高壁垒使得头部券商强者恒强。

■ **自身业务转型构成核心阿尔法+资本市场改革深化，券商估值有望迎来修复：**1) 券商板块的自上而下的逻辑愈发明朗且市场逐渐形成“从高打低”共识，券商板块估值吸引力明显。2) 目前构成券商板块长期 α 的是财富管理业务下的细分产业链、对标海外有成长空间的衍生品业务和注册制下的投行业务及资管、并购重组等拓展业务。3) 中期景气度可观，二季度券商整体中报表现良好叠加投顾试点的持续扩容、北交所成立等一系列资本市场改革驱动业绩持续提升。4) 短期我们认为券商板块的驱动力来自成长性的业绩表现，中长期看，政策面的推进有力支撑行业估值。

■ **投资建议：**1) 基于行业长期成长空间广阔，重点推荐阿尔法最显著的【东方财富】。2) 龙头券商当前估值较低且长期阿尔法优势显著，重点推荐【中信证券】和【中金公司】（港股）。3) 权益市场黄金发展下，基金公司保持高增长，“含基量”较高的券商拥有较高的业绩弹性，建议关注【东方财富】、【广发证券】和【兴业证券】。4) 投顾业务处于从零到一的阶段，中小券商容易实现弯道超车，建议关注【国联证券】。

■ **风险提示：**1) 股市进一步调整；2) 监管趋严；3) 国内外疫情控制不及预期；4) 宏观经济下行。

行业走势



相关研究

- 1、《证券行业政策点评：设立北交所，利好券商板块》2021-09-04
- 2、《证券行业：权益保有量再提升，零售财富管理首推东财！》2021-07-31
- 3、《证券行业 2020 年报&2021 年一季报综述：信用减值夯实资产质量，龙头券商保持稳健》2021-05-07

内容目录

1. 业绩概览：投行资管驱动券商业绩增长，ROE 显著回升.....	5
2. 分项业务：中小券商具备高弹性，龙头券商整体稳健	8
2.1 财富管理概念下：投顾试点持续扩容，高“含基量”券商业绩高增	8
2.2 大投行产业下：龙头券商优势聚拢，北交所设立利好中小券商	14
2.3 资本中介业务下：两融驱动信用业务稳健增长，衍生品业务强者恒强	17
3. 投资建议：板块性机会值得关注，券商龙头竞争优势较强	21
4. 风险提示	21

图表目录

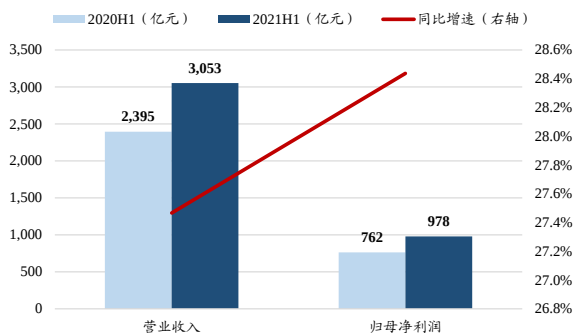
图 1: 2020H1、2021H1 上市券商营收与净利润情况	5
图 2: 2020H1、2021H1 证券行业营收与净利润情况	5
图 3: 2020H1、2021H1 上市券商分业务收入及同比增速	5
图 4: 2020H1、2021H1 证券行业业务收入及同比增速	5
图 5: 2015~2021H1 证券行业收入结构	6
图 6: 2012~2021H1 证券行业杠杆（剔除客户保证金）	6
图 7: 2012~2021H1 上市券商杠杆率	6
图 8: 2012~2021H1 上市券商归母净资产及 ROE	6
图 9: 2021H1 股基日均交易额增长	8
图 10: 行业佣金率仍不断下滑	8
图 11: 经纪业务出现较明显分化	9
图 12: 2021 全年经纪业务增速有望继续提升	9
图 13: 2021H1 上市券商经纪业务净收入集中度上升	9
图 14: 2021/01~2021/08 股基日均成交额	10
图 15: 2021H1 龙头券商经纪业务机构占比显著提升	10
图 16: 2014/12~2021/06 证券行业资产管理规模（亿元）	11
图 17: 2021/06 券商主动型资产管理规模 TOP10	11
图 18: 2021H1 证券行业 IPO 及增发规模同比+50%/+10%	14
图 19: 2021H1 证券行业债承规模同比+17%	14
图 20: 2016 年以来投行业务集中度高于 40%	15
图 21: 2021H1 证券行业 IPO 承销规模 CR5 为 47%	15
图 22: 2021H1 证券行业再融资承销规模 CR5 为 59%	15
图 23: 2021H1 证券行业债券承销规模 CR5 为 47%	15
图 24: IPO 排队家数前十	16
图 25: IPO 辅导备案登记受理数前十	16
图 26: 2021 年以来两融余额持续走高	18
图 27: 2019~2021H1 上市券商合计减值（亿元）	18
图 28: 2018~2021/06 场内股票质押业务情况	18
图 29: 2018~2021H1 龙头券商股票质押式回购规模（亿元）	18
图 30: 2021H1 龙头券商自营投资收入及增速	19
图 31: 2021/06 龙头券商的交易性金融资产配置结构	19
图 32: 场外互换和期权规模逐年抬升	19
图 33: 2020/08~2021/07 场外衍生品 CR5 集中度	19
表 1: A 股上市券商（40 家）中报业绩概览	7
表 2: 2019 年以来机构获批投顾试点情况	10
表 3: 上市券商资管收入排名	12
表 4: 券商“含基量”梳理	13
表 5: 2012-2021H1 龙头券商投行业务收入排名（上市券商）	14
表 6: 2011 年 9 月 1 日~2021 年 9 月 2 日新三板挂牌家数前 30 的券商	17

表 7: 2021H1A 股上市券商 (40 家) 权益规模占净资产比重	20
表 8: A 股上市券商估值表 (股价对应 2021 年 9 月 23 日收盘价)	21

1. 业绩概览：投行资管驱动券商业绩增长，ROE 显著回升

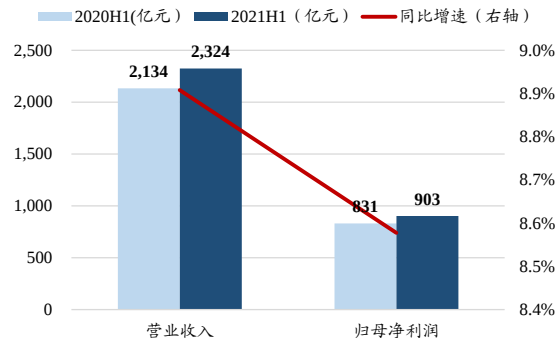
上半年业绩维持增长，投行+资管驱动收入提升。2021 上半年 40 家上市券商合计实现营业收入同比+27%至 3,053 亿元（协会统计行业同比+9%），归母净利润同比+28%至 978 亿元（协会统计行业同比+9%）。

图 1：2020H1、2021H1 上市券商营收与净利润情况



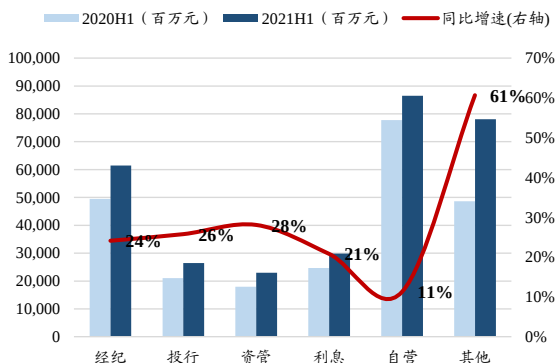
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 2：2020H1、2021H1 证券行业营收与净利润情况



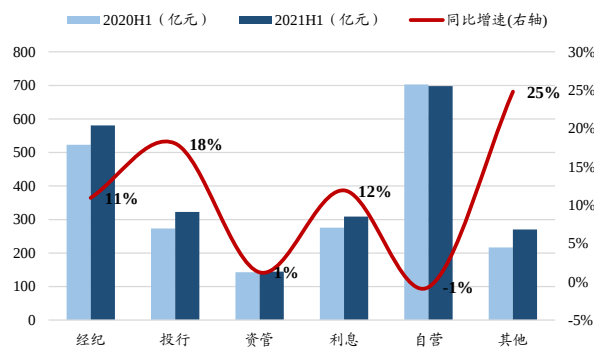
数据来源：证券业协会，公司公告，东吴证券研究所

图 3：2020H1、2021H1 上市券商分业务收入及同比增速



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 4：2020H1、2021H1 证券行业业务收入及同比增速

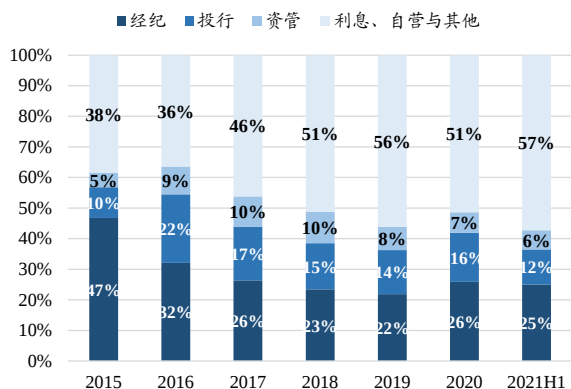


数据来源：证券业协会，公司公告，东吴证券研究所

2021 年上半年上市券商 ROE 较年初增长 1.9pct 至 10.24%。1) 2021 上半年沪深两市日均成交金额放量提升，资管通道转型逐渐完善，带动 40 家上市券商经纪、投行、资管投资收入同比+24%、+26%、+28%，其中上市券商自营投资收入同比上涨 11%但仍为影响券商业绩的最主要业务（占比 28%）。2) 2021 年上半年市场波动上扬驱动 40 家券商自营业务收入小幅上涨，同比+11%；自营业务收入占比下滑至 28%（去年同期 32%），同期市场大宗商品蓬勃发展，带动券商其他业务收入大幅增长，同比增速为+61%，占比达 26%（去年同期：20%）。3) 2021 年上半年证券行业 ROE 小幅下滑至 7.7%（2020H1 为 7.9%），2021H1 上市券商 ROE 达 10.2%（2020H1:

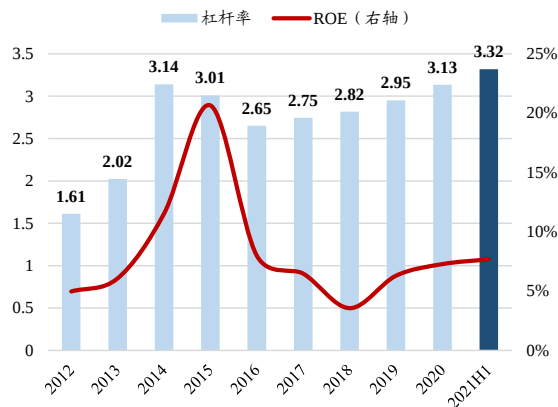
9.1%); 2021 年上半年证券行业杠杆平稳提升至 3.3 (2020H1: 3.1), 2021H1 上市券商杠杆率为 4.0。

图 5: 2015~2021H1 证券行业收入结构



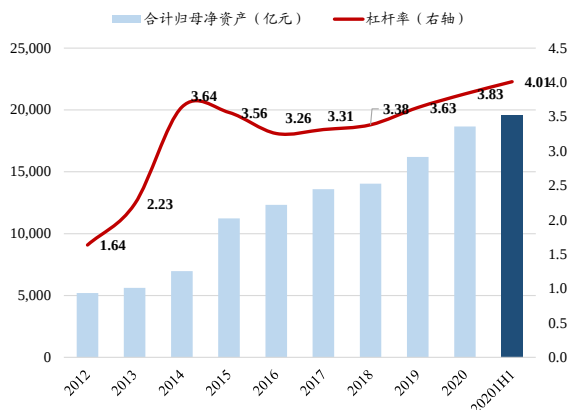
数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

图 6: 2012~2021H1 证券行业杠杆 (剔除客户保证金)



数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

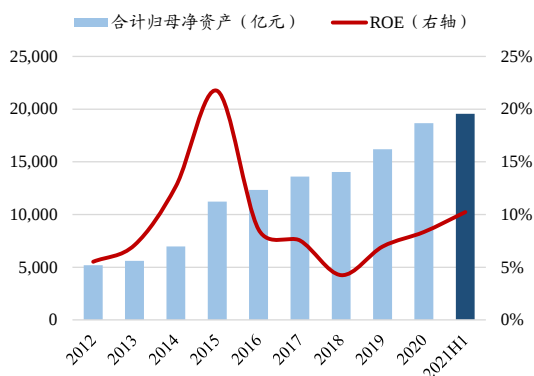
图 7: 2012~2021H1 上市券商杠杆率



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

(上市券商统计口径: 2012~2018 年统计口径为 36 家券商数据, 2019 年为 37 家, 2020 年及以后统计口径为 40 家券商, 下同)

图 8: 2012~2021H1 上市券商归母净利润及 ROE



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2021 年中报龙头券商显著优于其他券商，经纪收入保持稳健。1) 券商竞争愈加剧烈，经纪业务龙头效应显著，中信证券、中信建投和中金公司 2021H1 经纪业务增速基本在 36%-40%，经纪业务收入仍然是主要收入来源之一。2) 在科创板和创业板注册制推行的背景下，投行业务收入明显增长，龙头券商在 IPO 承销数量和规模上占有一定的优势，未来随着全面注册制的稳步推行也将进一步推动投行收入的增长。3) 资管在“去通道”背景下，券商转型主动势在必行，龙头券商管理能力具有显著优势，主动管理规模

领先行业。4) 2021 年 H1 龙头券商中信证券 (同比+37%)、中金公司 (同比+64%)、海通证券 (同比+49%)、国泰君安 (同比+47%)，归母净利润表现优于行业，增速保持稳健。

表 1: A 股上市券商 (40 家) 中报业绩概览

【东吴非银】上市券商2021年中报概览												
单位: 百万元	上市券商	总市值 (亿元)	归母净资产 (亿元)	参考PB (MRQ)	营业收入 (百万元)	分业务增速					归母净利润 (百万元)	2021H1 归母净利润 同比增速
						经纪同比	投行同比	资管同比	利息同比	投资同比		
1	中信证券	3,167	1,874	1.81	37721	35%	49%	69%	187%	-3%	12198	37%
2	中信建投	2,200	741	4.25	12326	39%	-1%	18%	26%	-22%	4529	-1%
3	中金公司	1,982	788	3.88	14461	40%	35%	62%	2%	48%	5007	64%
4	招商证券	1,517	1,070	1.77	14342	20%	22%	-2%	-24%	70%	5745	33%
5	国泰君安	1,545	1,399	1.30	21918	16%	44%	42%	11%	65%	8013	47%
6	华泰证券	1,500	1,328	1.23	18233	26%	44%	-7%	87%	33%	7770	21%
7	海通证券	1,394	1,582	1.02	23471	17%	48%	12%	52%	16%	8170	49%
8	中万宏源	1,404	923	1.68	16079	15%	76%	7%	-49%	41%	4521	12%
9	广发证券	1,595	1,002	1.78	18007	24%	-38%	69%	34%	-21%	5888	2%
10	国信证券	1,167	916	1.63	10321	16%	50%	-8%	-35%	60%	4790	63%
11	中国银河	853	927	1.44	15140	18%	-26%	-16%	36%	3%	4255	20%
12	方正证券	693	407	1.70	4080	19%	-35%	-21%	31%	247%	1301	103%
13	中泰证券	714	349	2.05	5761	13%	47%	-28%	-13%	52%	1701	23%
14	光大证券	668	566	1.45	7999	25%	-9%	-34%	59%	-42%	2262	5%
15	兴业证券	709	388	1.83	10149	37%	4%	63%	78%	-28%	2439	51%
16	东方证券	1,107	610	2.17	13277	45%	44%	68%	110%	-23%	2700	77%
17	红塔证券	583	146	3.99	4184	8%	86%	-1%	-68%	-17%	747	-4%
18	中银证券	422	153	2.75	1606	21%	9%	-16%	5%	-63%	615	8%
19	浙商证券	503	230	2.19	7129	53%	58%	-3%	18%	-21%	878	34%
20	天风证券	400	259	1.55	1627	36%	-30%	-32%	49%	-6%	330	-19%
21	长江证券	446	297	1.55	4264	32%	96%	-21%	26%	3%	1424	51%
22	西部证券	381	264	1.44	3217	19%	-13%	86%	-11%	11%	715	12%
23	国金证券	342	231	1.48	3081	20%	-13%	-2%	29%	0%	1015	1%
24	南京证券	380	160	2.37	1479	14%	27%	-62%	10%	9%	675	29%
25	财通证券	401	233	1.76	3187	15%	24%	-7%	8%	-3%	1045	27%
26	国元证券	353	313	1.13	2275	21%	85%	3%	14%	-12%	846	37%
27	华林证券	339	62	5.49	778	31%	245%	-41%	33%	-19%	412	45%
28	长城证券	449	186	2.42	3655	19%	46%	-11%	-23%	2%	833	25%
29	东吴证券	404	282	1.44	4071	47%	-11%	0%	32%	9%	1336	30%
30	西南证券	361	250	1.44	1958	5%	40%	-15%	-1%	33%	686	60%
31	东兴证券	320	214	1.49	2579	-1%	22%	-50%	-2%	-27%	731	-7%
32	国联证券	267	106	2.93	1130	5%	56%	38%	-36%	90%	379	18%
33	第一创业	308	141	2.19	1461	11%	-19%	32%	503%	-9%	352	-17%
34	太平洋	237	97	2.44	672	-2%	8%	-67%	-440%	186%	138	160%
35	华西证券	261	220	1.19	2508	31%	35%	-34%	-1%	23%	930	1%
36	山西证券	245	169	1.45	1710	8%	-6%	-34%	-375%	-20%	424	-16%
37	国海证券	236	182	1.29	2638	23%	-8%	-31%	-99%	-17%	460	-24%
38	华安证券	265	187	1.45	1500	13%	-32%	32%	-28%	-29%	614	-4%
39	东北证券	214	171	1.25	2926	24%	18%	14%	237%	-31%	703	5%
40	中原证券	193	135	1.77	2336	12%	170%	-14%	339%	60%	229	642%
合计40家					305258	24%	26%	28%	21%	11%	97810	28%

数据来源: Wind, 公司公告, 东吴证券研究所 (市值和 PB 截至 2021.09.23)

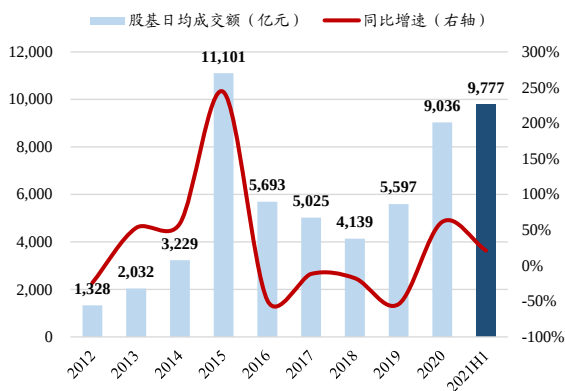
2. 分项业务：中小券商具备高弹性，龙头券商整体稳健

2.1 财富管理概念下：投顾试点持续扩容，高“含基量”券商业绩高增

交易活跃带动经纪业务增长，佣金率下滑拉低增速。2021 年上半年，市场股基日均成交额持续放量，同比上涨 21% 至 9,777 亿元，40 家上市券商经纪业务收入同比+24% 至 614 亿元，增速领先行业（行业同比+11%）。2021 年 Q2 以来市场交易量持续扩大涨幅，4-8 月累计月复合增长率 15%，截至 2021 年 6 月我国新增投资者数量 1084 万（累计投资者数量 18861 万），行业竞争加剧致佣金率小幅下滑至 0.0252%（2020 年为 0.0265%）。

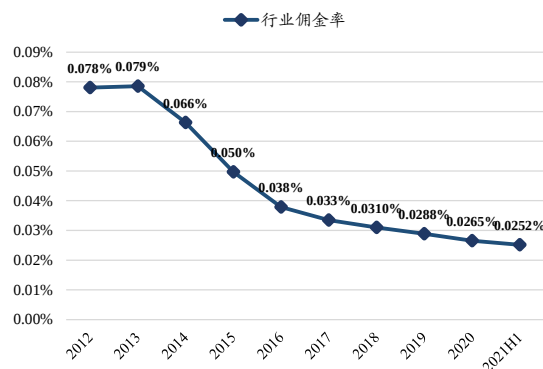
行业出现明显分化，龙头券商保持相对稳健，2021 全年增速有望提升。中信证券、国泰君安、中国银河、广发证券、招商证券保持经纪业务领先地位（2020H1、2021H1 均位列前五）。从 2021H1 经纪业务同比增速来看，排名前五的浙商证券/东吴证券/东方证券/中金公司/中信建投同比增速均在 35% 以上（53%/47%/45%/40%/39%），优于中信证券/国泰君安/中国银河/广发证券/华泰证券（35%/16%/18%/24%/26%）。自从 2018 年起中信证券、中国银河、东方证券、兴业证券、中原证券、华泰证券、天风证券等多家券商相继宣布进行财富管理转型以来，券商由经纪业务向财富管理业务的转型步伐不断加快，经纪业务出现明显分化，2021 年上半年 40 家上市券商经纪业务 CR5 集中度基本维持在 35%，我们预计龙头券商在财富管理转型上更具优势，机构客户占比显著高于中小券商，此类客户具有交易稳定的特点，受市场波动影响较小，有望为龙头券商贡献相对稳健收益。2021 年上半年股基日均交易额总量较上一年大幅提升，在疫情影响逐渐减弱，市场逐渐回暖的情况下，经纪业务收入有望进一步提升。

图 9：2021H1 股基日均交易额增长



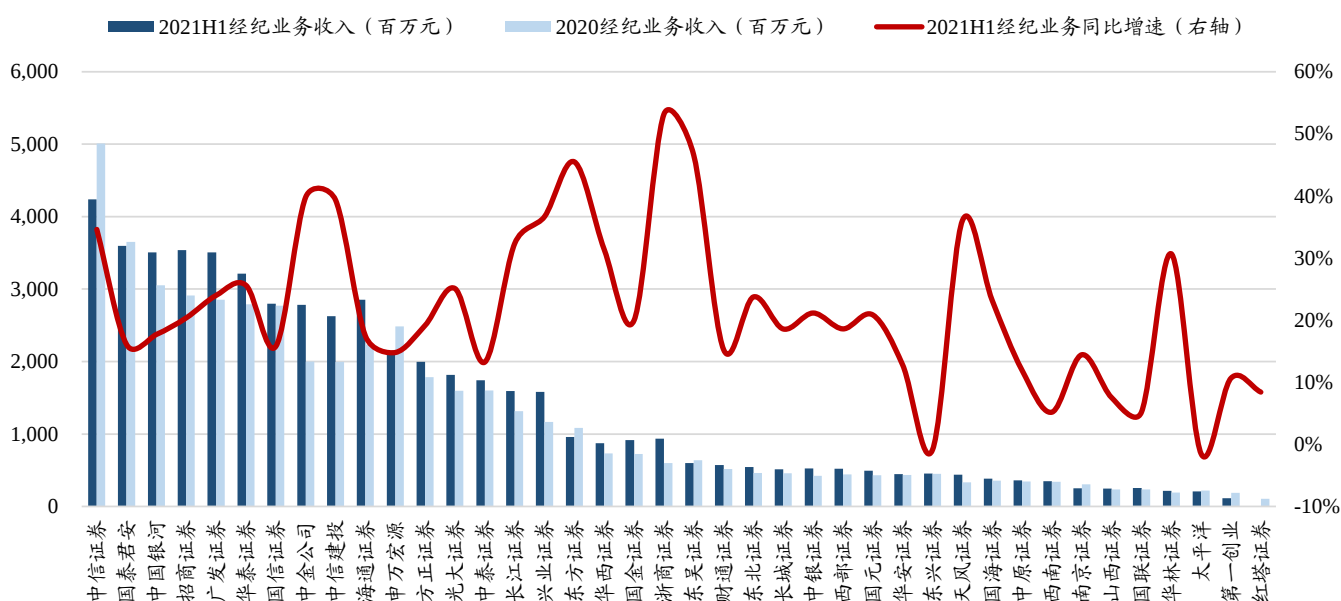
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 10：行业佣金率仍不断下滑



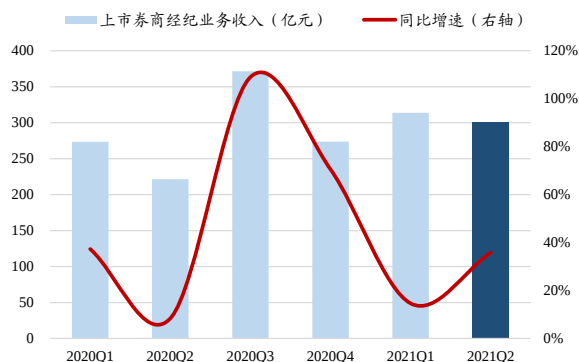
数据来源：wind、证券业协会，东吴证券研究所测算

图 11: 经纪业务出现较明显分化



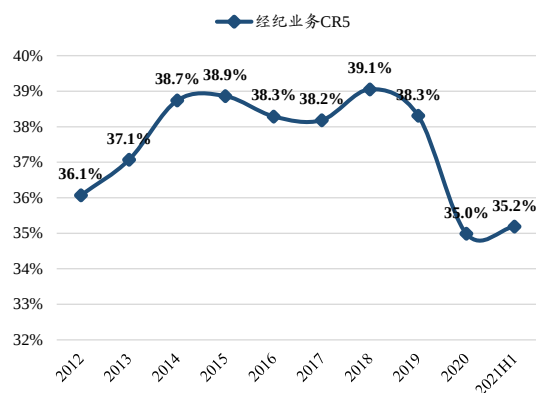
数据来源：公司公告，东吴证券研究所（统计口径为 40 家上市券商）

图 12: 2021 全年经纪业务增速有望继续提升



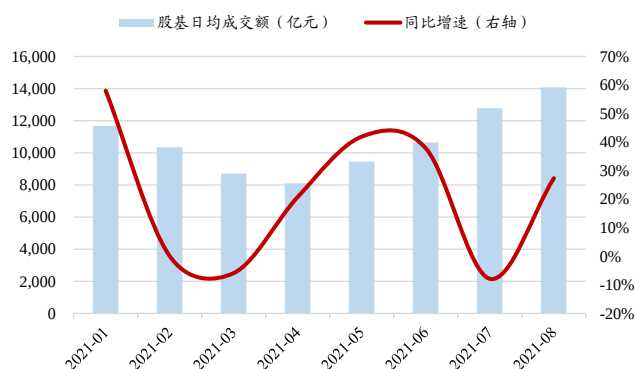
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 13: 2021H1 上市券商经纪业务净收入集中度上升



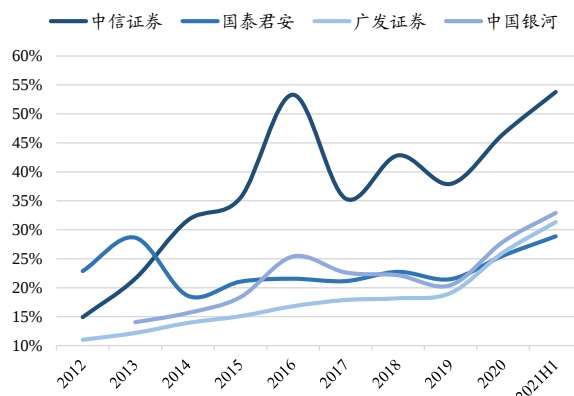
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 14: 2021/01~2021/08 股基日均成交额



数据来源：交易所、wind，东吴证券研究所

图 15: 2021H1 龙头券商经纪业务机构占比显著提升



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

投顾试点持续扩容，券商财富管理持续转型升级。1) 2019 年 10 月，证监会下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》，基金投顾业务的落地推动客户全权委托专业投顾进行管理有利于我国资本市场专业化发展，倒逼传统机构提供更优质服务，优化我国投资者结构，有效促进居民资产向中长期资金转化，我国基金业迎来新发展时期。2) 银行、券商、公募基金和第三方机构进入同台竞技时代。截至 2021 年 9 月 8 日，全市场有超 50 家机构获得基金投顾试点批文，其中公募基金 22 家，第三方独立销售机构 3 家，银行 3 家，证券公司 24 家。3) 券商实现“买方投顾”，发挥专业投顾能动性。与银行和第三方机构相比，券商在产品设计、产品销售、投资顾问等方面具有一定的优势。我们预计未来券商将以基金投顾为“抓手”，从代销金融产品为主的卖方投顾转向账户管理的买方投顾时代，重塑财富管理及资管行业。

表 2: 2019 年以来机构获批投顾试点情况

获批时间	类别	机构名称
2019/10/25	公募基金或其子公司	易方达基金、南方基金、华夏基金旗下的华夏财富、嘉实基金旗下的嘉实财富、中欧基金旗下的中欧财富
2019/12/13	独立基金销售公司	蚂蚁基金、腾安基金、盈米基金
2020/2/28	券商	国泰君安证券、华泰证券、申万宏源证券、中信建投证券、中金公司、银河证券、国联证券
	银行	工商银行、招商银行、平安银行
2021/6/25	公募基金	工银瑞信基金、博时基金、广发基金、招商基金、兴证全球基金、汇添富基金、华安基金、银华基金、交银施罗德基金、鹏华基金
	券商	兴业证券、招商证券、国信证券、东方证券、中信证券、安信证券、浙商证券

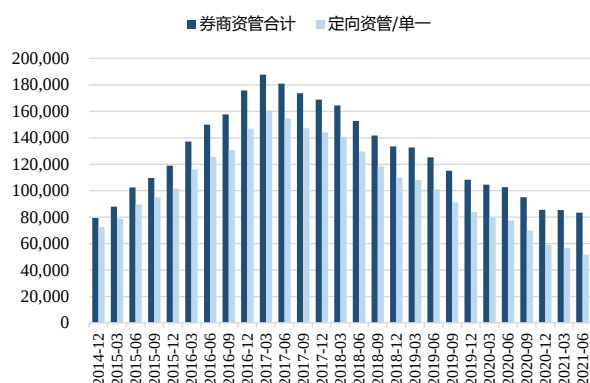
2021/7/2	公募基金	华泰柏瑞基金、景顺长城基金、民生加银基金、富国基金、申万菱信基金、万家基金、建信基金
	券商	光大证券、平安证券、中银证券、山西证券、东兴证券、南京证券、中泰证券、国金证券、东方财富证券、华安证券、光大证券

数据来源：证监会、Choice，东吴证券研究所（截至 2021 年 7 月 9 日）

“去通道”推动券商资管规模有序压缩，主动管理能力造成业绩分化。2016 年以来证监会全面推动券商资管“去通道”，与此同时，监管要求大集合在整改阶段不得新增，严监管压力下，截至 2021 年 6 月末行业整体规模降至 8.3 万亿元，已连续 18 个季度下滑。上市券商 2021H1 资产管理业务净收入同比+28%至 229.8 亿元，我们预计未来业绩分化将更明显，主动资产管理能力优异的券商将深度受益。

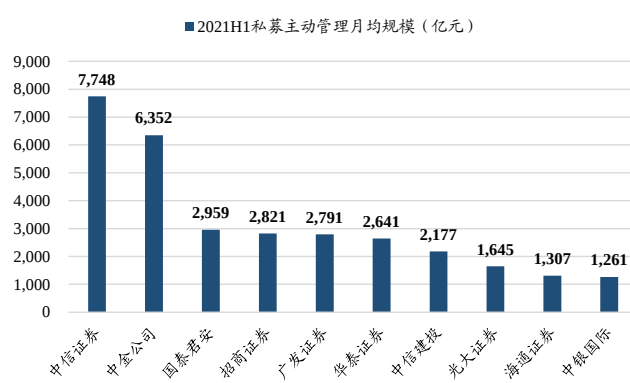
龙头券商主动管理基数较高，未来将进一步提升业务价值率推动业绩增长。据基金业协会数据，截至 2021 年 6 月末券商资管月均规模前三分别为中信证券（10057 亿元）、中金公司（6540 亿元）和招商证券（4580 亿元），主动管理规模前三分别为中信证券（7748 亿元）、中金公司（6352 亿元）和国泰君安（2959 亿元）。龙头券商的主动管理规模普遍处于行业领先地位，基数较高且品牌优势明显，同时拥有更好的人才资源和完善的资源配置，转型领先同业。

图 16：2014/12~2021/06 证券行业资产管理规模（亿元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 17：2021/06 券商主动型资产管理规模 TOP10



数据来源：Wind，东吴证券研究所

表 3: 上市券商资管收入排名

资管收入排名 (2021H1)	上市券商	2021H1资产管理 业务手续费净收 入(百万元)	2020H1资产管 理业务手续费净 收入(百万元)	同比增速	2021H1受托管理资 产总规模(亿元)
1	中信证券	5572	3290	69%	13910
2	广发证券	4829	2857	69%	3310
3	东方证券	1875	1114	68%	3526
4	海通证券	1833	1640	12%	1882
5	华泰证券	1471	1576	-7%	5244
6	国泰君安	1030	724	42%	4580
7	中金公司	628	388	62%	11719
8	财通证券	607	653	-7%	1961
9	申万宏源	605	564	7%	3192
10	招商证券	514	526	-2%	4967
11	中信建投	474	401	18%	4289
12	第一创业	428	324	32%	654
13	光大证券	417	635	-34%	2677
14	中银证券	364	432	-16%	5503
15	天风证券	285	422	-32%	1284
16	中国银河	258	309	-16%	1379
17	华安证券	186	141	32%	-
18	浙商证券	151	156	-3%	1306
19	长江证券	130	165	-21%	927
20	方正证券	121	153	-21%	1095
21	国信证券	120	130	-8%	1555
22	兴业证券	119	73	63%	598
23	中泰证券	108	150	-28%	1543
24	国海证券	107	157	-31%	957
25	东北证券	98	86	14%	350
26	山西证券	84	128	-34%	397
27	东兴证券	75	150	-50%	483
28	东吴证券	73	74	0%	625
29	红塔证券	67	67	-1%	595
30	长城证券	55	62	-11%	1115
31	国金证券	54	55	-2%	2789
32	国元证券	52	50	3%	-
33	国联证券	49	35	38%	770
34	华西证券	44	67	-34%	306
35	太平洋	29	90	-67%	451
36	中原证券	17	20	-14%	57
37	华林证券	15	26	-41%	268
38	西南证券	13	15	-15%	178
39	南京证券	12	31	-62%	144
40	西部证券	11	6	86%	157

数据来源: Wind, 公司中报, 东吴证券研究所

权益市场黄金发展下, 控股公募基金加速券商财富管理转型。1) 在“房住不炒”+

银行理财“破刚兑”等政策影响下，我国居民资产配置逐步向权益市场转移，财富管理理念升级。2021H1 我国公非货基规模为 13.8 万亿元（环比+10.8%），其中权益基金规模达 8.1 万亿元（环比+16.11%）。2）2020 年基金净利润高增长驱动基金公司背后参/控股的各大券商业绩增长，如东方证券（持股汇添富基金 35%）、广发证券（持股易方达基金 23%和兴业证券（持股兴全基金 55%）。

表 4：券商“含基量”梳理

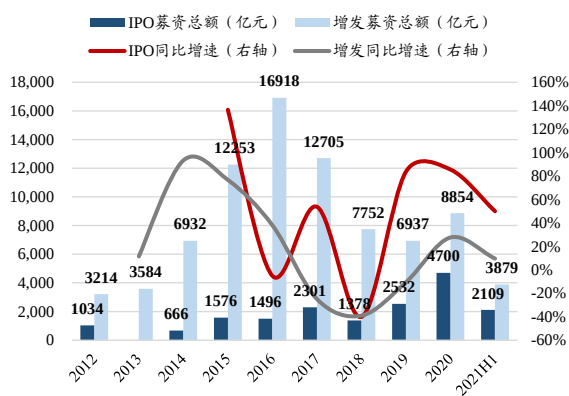
代码	证券公司	旗下资管公司（基金）	Wind基金资产净值合计（亿元，截至 9.06）	Wind权益基金资产净值合计（亿元，截至 9.06）	参持股比例	基金营业收入（亿元）	基金净利润（亿元，20年报）	A：参持股比例*基金净利润(20年报)	B：证券公司归母净利润(20年报)	A/B
600958	东方证券	汇添富基金	9715	4500	35%	66.40	26	9	27	33%
		长城基金	1827	463	18%	8.90	2	0		1%
		东证资管	2630	2,082	100%	28.62	8	8		30%
600369	西南证券	银华基金	5377	1688	44%	32.60	8	4	11	33%
002939	长城证券	长城基金	1827	463	47%	8.91	2	1	15	5%
		景顺长城基金	4900	2591	49%	26.58	8	4		27%
002797	第一创业	银华基金	5377	1688	26%	32.60	8	2	8	27%
		创金合信基金	610	291	51%	5.10	1	0		6%
601377	兴业证券	兴证全球基金	5359	2460	51%	47.80	16	8	40	20%
		南方基金	9972	3603	9%	56.30	15	1		3%
000776	广发证券	广发基金	10828	4767	55%	62.50	18	10	100	10%
		易方达基金	15465	7089	23%	92.10	28	6		6%
601688	华泰证券	华泰百瑞基金	2197	1362	49%	11.20	3	1	108	1%
		南方基金	9972	3603	41%	56.30	15	6		6%
000783	长江证券	华泰资管	203	29	100%	26.63	12	12	21	11%
		长信基金	1104	268	45%	6.80	2	1		4%
000686	东北证券	长江资管	146	13	100%	12.35	2	2	13	11%
		银华基金	5377	1688	19%	32.60	8	2		12%
601108	财通证券	东方基金	491	226	58%	4.60	1	0	23	3%
		财通基金	382	128	40%	4.95	1	1		2%
000750	国海证券	财通资管	1036	145	100%	12.35	2	2	7	10%
		海富兰克林基	692	449	51%	4.80	2	1		13%
600999	招商证券	博时基金	9122	1918	49%	42.30	13	6	95	6%
		招商基金	5925	2517	45%	32.40	9	4		4%
600918	中泰证券	万家基金	2216	687	49%	11.83	2	1	25	4%
		中泰资管	159	64	100%	4.93	1	1		4%
601211	国泰君安	华安基金	5415	1960	20%	26.70	7	1	111	1%
		国泰君安资管	238	156	100%	22.49	7	7		6%
600030	中信证券	华夏基金	9582	4547	62%	55.40	16	10	149	7%
000166	申万宏源	富国基金	8126	3987	28%	53.20	17	5	78	6%
		申万菱信基金	692	303	67%	5.40	1	1		1%
601990	南京证券	富安达基金	56	22	49%	2.65	1	0	8	6%
601878	浙商证券	浙商基金	367	113	25%	1.49	0	0	16	0%
		浙商资管	186	14	100%	4.85	1	1		5%
601788	光大证券	光大保德信基金	1008	308	55%	6.20	2	1	23	1%
		大成基金	2164	775	25%	14.00	3	1		4%
002736	国信证券	鹏华基金	7049	2069	50%	30.60	6	3	66	4%
601236	红塔证券	红塔红土基金	76	18	59%	2.36	1	1	14	4%
600837	海通证券	富国基金	8126	3987	28%	53.20	17	5	109	4%
		海富通基金	1328	394	51%	13.30	1	1		0%
000728	国元证券	长盛基金	495	202	41%	4.10	1	0	14	2%
600909	华安证券	华富基金	639	67	49%	3.10	1	0	13	2%
002673	西部证券	西部利得基金	697	117	51%	2.80	0	0	11	1%
601066	中信建投	中信建投基金	390	95	55%	3.00	1	0	95	0%
600109	国金证券	国金基金	359	30	49%	1.70	0	0	19	0%
		中邮基金	542	242	0.07%	6.20	2	0		0%
601198	东兴证券	东兴基金	61	5	100%	0.07	0	0	15	0%
601162	天风证券	中邮创业基金	542	242	0%	6.23	1	0	5	0%
601555	东吴证券	东吴基金	262	53	70%	1.60	0	0	17	0%
300059	东方财富	西藏东方财富基金	35	35	100%	0.34	0	0	48	0%
601995	中金公司	中金基金	733	73	100%	0	0	0	72	-1%
601901	方正证券	方正富邦基金	369	77	67%	1.30	0	0	11	-1%
601696	中银证券	/	/	/	/	/	/	/	9	/
002945	华林证券	/	/	/	/	/	/	/	8	/
002926	华西证券	/	/	/	/	/	/	/	19	/
601881	中国银河	/	/	/	/	/	/	/	72	/
601099	太平洋	/	/	/	/	/	/	/	-8	/
002500	山西证券	/	/	/	/	/	/	/	8	/
601375	中原证券	/	/	/	/	/	/	/	1	/

数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.2 大投行产业下：龙头券商优势聚拢，北交所设立利好中小券商

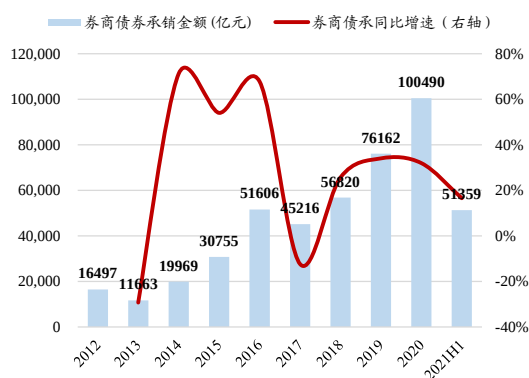
2021 年上半年投行收入稳定增长，IPO、增发及债承规模同比+50%/+10%/+17%，投行业务将直接受益于资本市场改革深化。2021H1，全行业投行业务净收入（证券承销业务净收入）同比+21%至 268 亿元，40 家上市券商投行业务收入同比+26%至 264 亿元。2021H1，证券行业 IPO 募资总额同比+50%至 2109 亿元；增发募资总额同比+10%至 3879 亿元；债券承销规模同比+17%至 51359 亿元。随 2021 年市场环境得到改善、全面注册制逐步实施以及再融资新规落地，市场活跃度有望进一步提升，券商作为资本市场直接融资中的重要一环，将深度受益于行业政策红利。

图 18: 2021H1 证券行业 IPO 及增发规模同比 +50%/+10%



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 19: 2021H1 证券行业债承规模同比+17%



数据来源：wind，东吴证券研究所

龙头券商地位稳固，行业保持高集中度。2021H1 投行业务收入 CR5 为 47%，自 2016 年以来一直维持在 40%以上。投行业务头部券商龙头地位稳固，中信、中信建投、海通、国君、招商、华泰自 2012 年以来保持投行业务收入在上市券商中排名前 10，其中中信证券稳居第一。2021H1，证券行业投行业务保持高集中度，IPO、再融资、债承规模 CR5 分别为 47%/59%/47%，龙头券商凭借其出色的投行业务能力及充足的项目储备数量将进一步稳固行业地位。

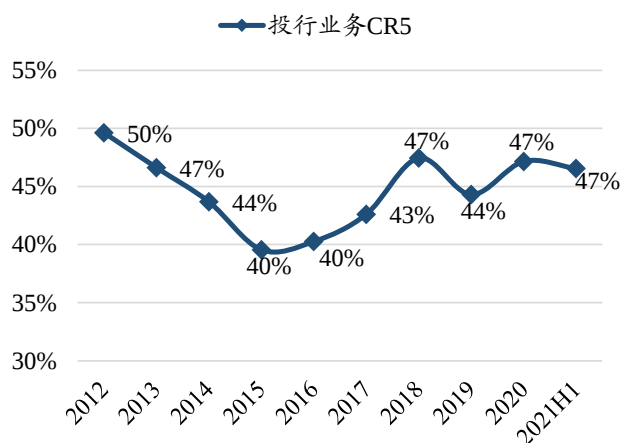
表 5: 2012-2021H1 龙头券商投行业务收入排名（上市券商）

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021H1
中信证券	1	1	1	1	1	1	1	1	1	1
中信建投	5	4	3	2	2	2	3	3	3	4
海通证券	7	3	4	5	4	3	2	4	4	3
国泰君安	4	2	6	3	3	5	4	5	5	6
招商证券	10	7	7	4	7	6	6	7	7	8

广发证券	3	8	2	7	5	4	7	8	23	24
华泰证券	8	6	8	9	9	8	5	6	6	5
中金公司								2	2	2

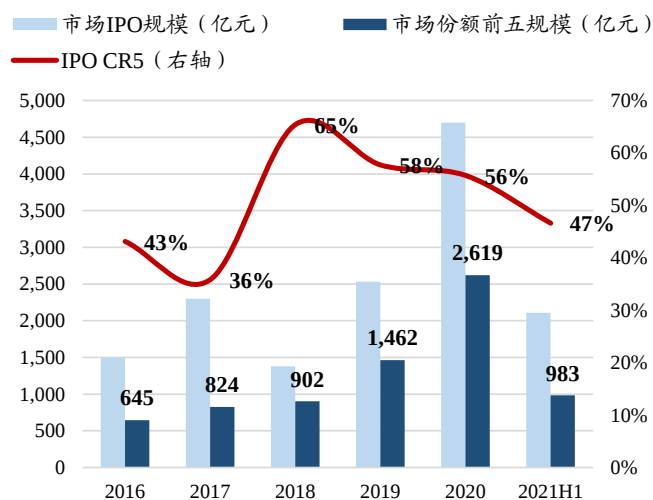
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 20：2016 年以来投行业务集中度高于 40%



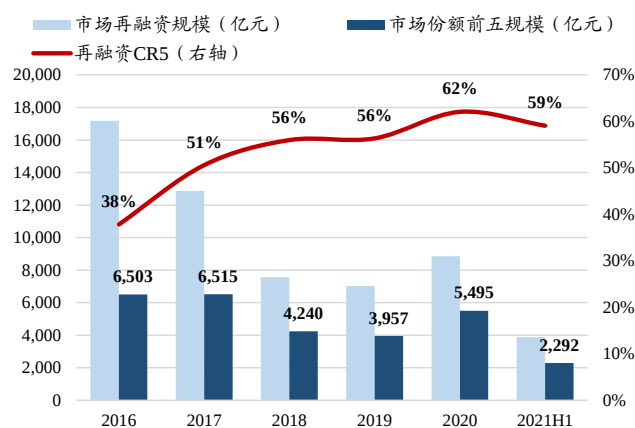
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 21：2021H1 证券行业 IPO 承销规模 CR5 为 47%



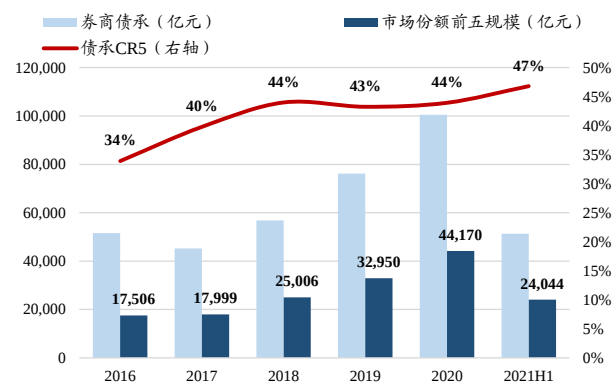
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 22：2021H1 证券行业再融资承销规模 CR5 为 59%



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 23：2021H1 证券行业债券承销规模 CR5 为 47%

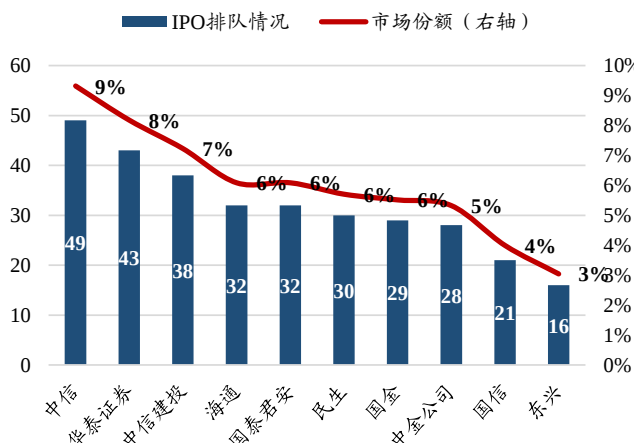


数据来源：Wind，东吴证券研究所

龙头券商 IPO 储备项目丰富，积极备战注册制改革有望贡献增量。截至 2021 年 6 月，按照证监会披露的排队报审家数（即已受理、已问询项目），中信排队项目 49 家位列第一，华泰证券 43 家紧随其后，数量前十券商以综合实力突出的龙头券商为主，排队家数占总家数的 60%；此外，各家券商都拥有丰富的辅导备案登记受理项目。综合 IPO

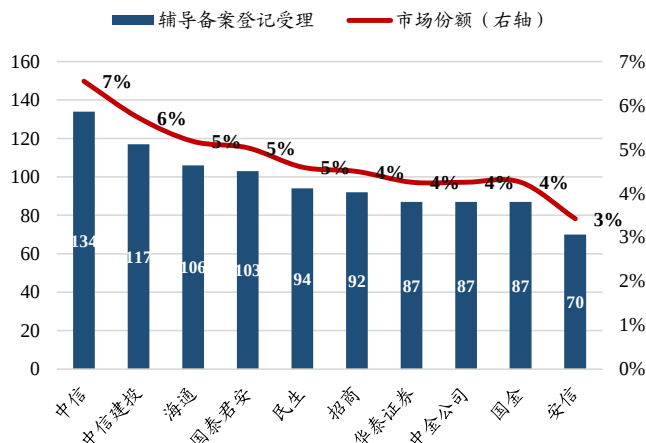
排队项目+辅导备案登记受理项目来看，中信、中信建投、海通、华泰、国泰君安拥有项目储备优势，龙头券商在 IPO 保荐承销公司数量上明显领先，未来投行承销保荐业务的利润有望进一步扩大。

图 24: IPO 排队家数前十



数据来源: wind, 东吴证券研究所 截至 2021 年 6 月 30 日

图 25: IPO 辅导备案登记受理数前十



数据来源: wind, 东吴证券研究所 截至 2021 年 6 月 30 日

北交所设立利好券商板块，中小券商在新三板相对占优。9月2日证监会深化新三板改革，以现有的精选层为基础组建北京证券交易所，进一步提升服务中小企业的的能力，打造服务创新型中小企业主阵地。9月3日证监会就北京证券交易所有关基础制度安排公开征求意见（以下统称《意见稿》），《意见稿》指出，北交所实行连续竞价交易，新股上市首日不设涨跌幅限制（次日起涨跌幅限制为30%），有助于增加精选层市场弹性和长远发展。对券商而言利好新三板业务量，包括上市费用及新三板交易佣金（转让经手费/交易佣金/股份过户费/印花税），但整体业务收入占比较低（不到1%），政策信号意义大于短期盈利影响。大型投行仍聚焦主板、创业板及科创板，新三板上中小券商相对占优。自2020年7月27日起，新三板挂牌排名前5的券商有开源（挂牌27家/48亿元）、国融证券（挂牌11家/15亿元）、东吴（挂牌9家/22亿元）、山西证券（挂牌7家/16亿元）、长江证券（挂牌5家/12亿元）。其中，参与精选层公司的保荐机构及主承销商排名前5分别为：申万宏源（14家）、中信建投（14家）、安信证券（13家）、开源（9家）、中泰证券（8家）。

表 6: 2011 年 9 月 1 日~2021 年 9 月 2 日新三板挂牌家数前 30 的券商

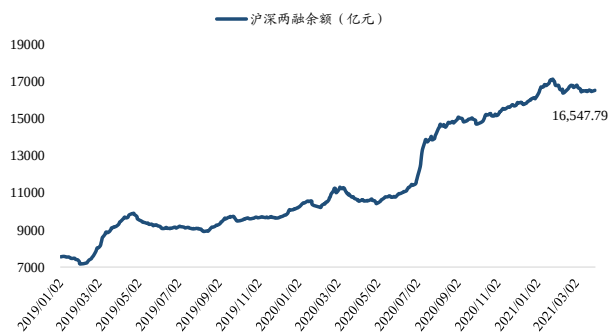
主办券商	新三板总额		精选+创新		创新层		精选层		基础层	
	挂牌家数	做市家数	挂牌家数	做市家数	挂牌家数	做市家数	挂牌家数	做市家数	挂牌家数	做市家数
申万宏源证券	438	54	78	21	78	21	0	0	360	33
安信证券	342	12	46	11	42	7	4	4	296	5
中泰证券	285	23	58	14	57	13	1	1	227	10
开源证券	254	2	34	5	30	1	4	4	220	1
东吴证券	239	10	38	6	36	4	2	2	201	6
中信建投证券	235	21	70	21	61	12	9	9	165	9
长江证券	207	11	49	7	49	7	0	0	158	4
东北证券	206	14	33	7	30	4	3	3	173	10
西南证券	192	4	25	2	24	1	1	1	167	3
国融证券	186	0	21	1	20	0	1	1	165	0
兴业证券	184	4	23	4	22	3	1	1	161	1
招商证券	181	5	33	4	31	2	2	2	148	3
广发证券	173	24	44	9	44	9	0	0	129	15
西部证券	148	4	20	2	19	1	1	1	128	3
财通证券	145	2	0	0	23	1	0	0	122	1
方正证券	136	5	0	0	22	2	0	0	114	3
国泰君安	132	12	0	0	30	9	0	0	102	3
光大证券	131	7	23	4	22	3	1	1	108	4
东莞证券	129	7	0	0	12	0	0	0	117	7
国信证券	127	8	21	7	20	6	1	1	106	2
东兴证券	106	5	13	3	12	2	1	1	93	3
海通证券	103	15	26	6	25	5	1	1	77	10
中信证券	100	8	27	6	24	3	3	3	73	5
中原证券	98	7	15	4	15	4	0	0	83	3
太平洋	96	4	13	3	13	3	0	0	83	1
恒投证券	91	0	14	0	14	0	0	0	77	0
浙商证券	89	3	13	1	12	0	1	1	76	3
新时代证券	86	2	9	1	9	1	0	0	0	1
天风证券	81	8	15	3	14	2	1	1	66	6
山西证券	80	4	16	3	16	3	0	0	64	1

数据来源: Wind, 东吴证券研究所

2.3 资本中介业务下: 两融驱动信用业务稳健增长, 衍生品业务强者恒强

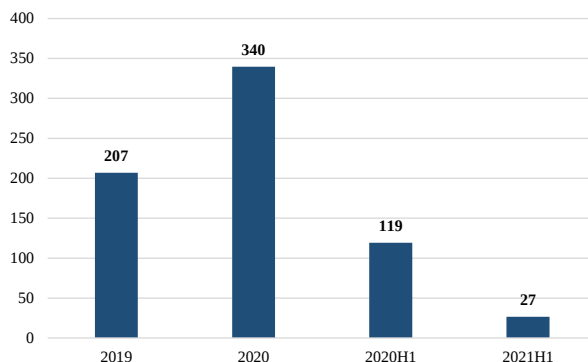
2021 年以来, 两融市场回暖, 规模大幅走高, 股票质押风险改善, 信用减值大幅收缩。1) 2021 年 H1 两融余额同比+53%至 17,842 亿元, 沪深两融余额规模不断创出新高, 截至 6 月末两融较年初增长 10%。我们判断, 考虑当前市场环境及投资者预期, 随着资本市场的优化改革, 两融余额或继续创出新高。2) 截至 2021 年上半年场内股票质押待购回初始交易金额 (即融资金额) 降至 12,389 亿元 (同比 -0.85%), 规模维持平稳, 整体风险可控。3) 2021 上半年股票质押风险逐步改善推动上市券商合计减值大幅降至 27 亿元, 同比-78%, 我们预计随着疫情的出清与经济形势的改善, 券商的资产质量将进一步得到夯实。

图 26: 2021 年以来两融余额持续走高



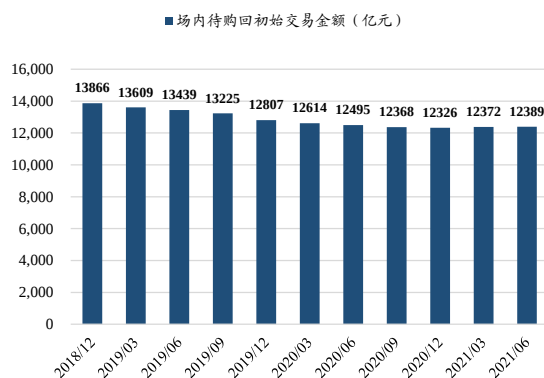
数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 27: 2019~2021H1 上市券商合计减值 (亿元)



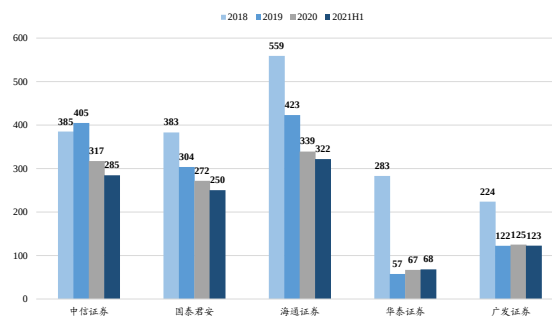
数据来源: Wind, 东吴证券研究所测算

图 28: 2018~2021/06 场内股票质押业务情况



数据来源: choice, 东吴证券研究所

图 29: 2018~2021H1 龙头券商股票质押式回购规模 (亿元)



数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

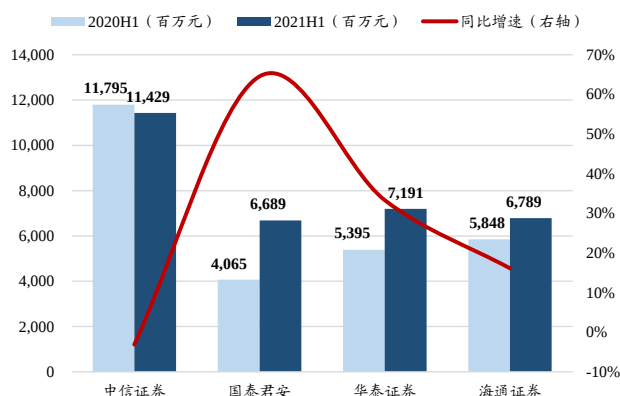
2021 上半年股市持续震荡, 加剧券商自营业绩分化, 龙头券商投资收益保持稳健。

2021 年上半年市场呈现震荡形式, 截至 6 月 30 日上证综指较年初上涨 3.4%, 沪深 300 上涨 0.24%, 股市波动上扬驱动上市券商 2021 年上半年整体自营投资收益 (剔除联营/合营企业投资, 包含公允价值变动损益) 较 2020 年同期+11%至 865 亿元。40 家上市券商金融资产总规模 (账面价值) 较 2020 年末增长 14%, 其中权益资产 (基金+股票)、债券和其他资产较年初分别增长 15%、11%和 25%; 占资产比重为 32%、50%和 18%。其中中金公司的权益资产配置小幅提升, 占比由 20 年末的 63%提升至 2021H1 的 67%, 包括其他权益工具在内的权益类资产规模达 1935 亿元, 较年初+24%, 自营收入同比增加 48%至 82 亿元。随着一系列资本市场制度变革的推进, 权益类市场将迎来更多的配置机会, 自营业务收益波动相应增加, 这将更加考验券商的主动管理能力和资产配置能力, 同时也将加剧券商自营的业绩分化。

场外衍生品快速发展, 龙头券商深度受益。衍生品天然的高杠杆属性及其避险属性,

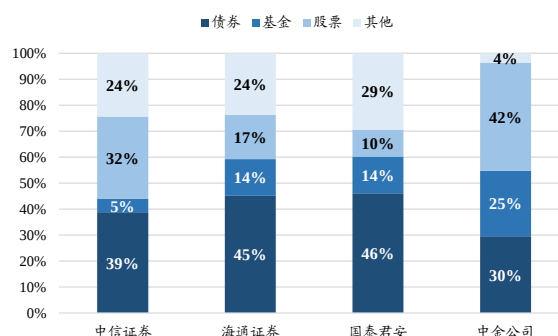
有助于稳定证券公司 ROE，同时随着衍生品业务和相关政策的不断拓展，衍生品规模将继续扩大，带动市场活跃度提升。截至 2021 年 7 月互换和期权新增名义本金分别为 7412/7351 亿元。场外期权业务考验券商的风险定价能力、资本实力和销售能力，同时前期投入较大。期权业务的市场集中度往往较高，大型综合券商在期权业务的投入方面以及平台实力上更有优势。如中信证券、国泰君安等加大衍生金融工具投资，以灵活对冲风险，平滑整体收益。中金公司 6 月末衍生金融工具资产较年初增长 19%至 146 亿元。

图 30: 2021H1 龙头券商自营投资收入及增速



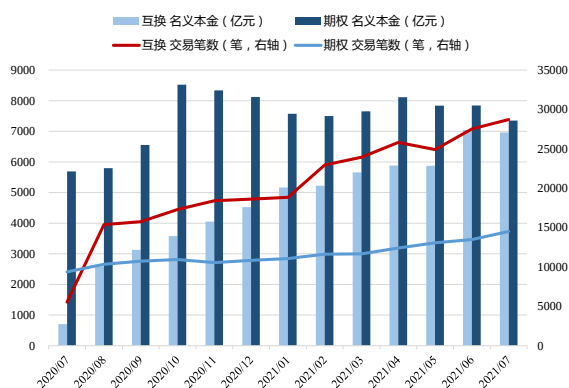
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 31: 2021/06 龙头券商的交易性金融资产配置结构



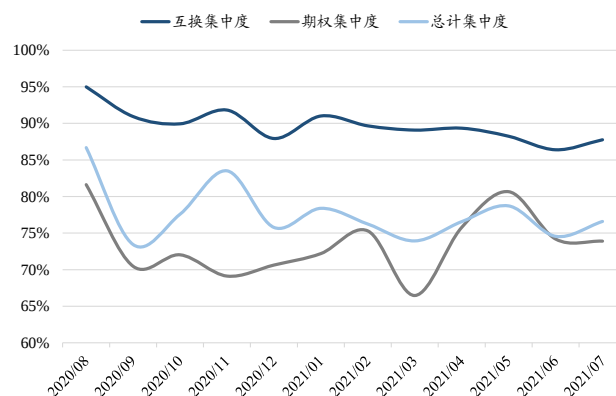
数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 32: 场外互换和期权规模逐年抬升



数据来源：证券业协会、wind，东吴证券研究所

图 33: 2020/08~2021/07 场外衍生品 CR5 集中度



数据来源：证券业协会、wind，东吴证券研究所

表 7: 2021H1A 股上市券商 (40 家) 权益规模占净资产比重

公司	交易性金融资产 债券 (亿元)	交易性金融资产 股票+基金 (亿元)	交易性金融资产 债券占比	交易性金融资产 (股票+基金) 占比	权益自营规模 (股票+基金) / 净资产
中金公司	856	1935	30%	67%	246%
中信证券	1821	1730	39%	37%	92%
华泰证券	1730	1157	56%	37%	90%
海通证券	996	688	45%	31%	43%
国泰君安	1153	612	46%	24%	43%
广发证券	225	608	22%	60%	62%
申万宏源	1200	515	57%	24%	58%
招商证券	1524	463	64%	19%	43%
中国银河	552	304	51%	28%	33%
中信建投	776	278	55%	20%	37%
兴业证券	280	229	48%	39%	61%
光大证券	188	225	32%	38%	39%
国信证券	930	213	75%	17%	27%
东方证券	308	192	40%	25%	32%
长江证券	225	130	52%	30%	43%
东兴证券	45	116	23%	59%	55%
财通证券	84	103	34%	42%	44%
中泰证券	300	90	67%	20%	26%
华西证券	124	76	52%	32%	34%
华安证券	140	75	61%	33%	39%
天风证券	167	74	51%	23%	29%
方正证券	69	70	33%	34%	17%
东吴证券	219	63	63%	18%	22%
西南证券	192	60	67%	21%	24%
长城证券	190	57	65%	19%	31%
东北证券	168	51	56%	17%	30%
山西证券	224	44	60%	12%	26%
中原证券	165	38	70%	16%	27%
国元证券	44	38	37%	32%	12%
西部证券	276	33	79%	9%	13%
中银证券	62	33	58%	31%	21%
国海证券	358	32	86%	8%	17%
国金证券	124	28	57%	13%	12%
第一创业	132	27	78%	16%	18%
浙商证券	296	24	78%	6%	12%
红塔证券	89	23	57%	15%	16%
国联证券	148	21	59%	8%	20%
太平洋	52	16	57%	17%	16%
南京证券	42	12	71%	20%	7%
华林证券	0	11	2%	49%	18%

数据来源: 公司公告, 东吴证券研究所

3. 投资建议：板块性机会值得关注，券商龙头竞争优势较强

长期政策催化行业估值提升，当前板块估值仍处于相对低位，具有相对显著的配置价值：长期来看，一系列制度变革陆续推进，资本市场改革、金融市场对外开放、基金投顾试点等持续深化，推动行业竞争格局变化和长期 ROE 中枢提升，券商 α 明显提升。截至 2021 年 9 月 23 日行业估值达 1.85 倍 PB（10 年历史均值：1.91 倍 PB）处于相对低位，具有较为显著的配置价值。重点推荐东方财富、中信证券和中金公司，建议关注东方证券、广发证券、兴业证券和国联证券。1) 权益市场快速发展下，东方财富各项业绩实现大幅增长，高占有率叠加可转债发行，证券经纪、两融收入实现双向上；看好公司在财富管理领域展现高流量、低成本、优质服务三大天然核心优势，未来在基金产品创设、投资顾问、客户资产配置方面将有大幅提升。2) 龙头券商当前估值较低且长期阿尔法优势显著，重点推荐【中信证券】和【中金公司】（港股）。3) 权益市场黄金发展下，基金公司保持高增长，“含基量”较高的券商拥有较高的业绩弹性，建议关注东方、广发和兴业。4) 投顾业务处于从零到一的阶段，中小券商容易实现弯道超车，建议关注国联证券。

表 8：A 股上市券商估值表（股价对应 2021 年 9 月 23 日收盘价）

代码	券商	股价 (元)	总市值 (亿元)	P/B				P/E				评级
				2020	2021E	2022E	2023E	2020	2021E	2022E	2023E	
600030.SH	中信证券	26.20	3167	1.86	1.53	1.45	1.36	22.73	17.27	13.76	10.94	买入
300059.SZ	东方财富	34.33	3548	10.70	9.86	9.02	8.55	74.26	48.73	37.11	28.61	买入
3908.HK	中金公司	20.75	2383	1.16	1.05	0.94	0.84	11.55	8.32	6.90	5.83	买入

数据来源：Wind，东吴证券研究所（*中金公司股价与市值均为港元，估值数据按照 1 港元=0.8311 元人民币汇率计算，其余均为人民币，盈利预测均来自于东吴证券研究所）

4. 风险提示

- 1) 股市进一步调整：将直接影响市场活跃度，经纪及自营业务都将受到影响。
- 2) 监管趋严：券商对政策敏感性较高，监管趋严将压制券商估值。
- 3) 国内外疫情控制不及预期：目前国内疫情控制情况良好，海外仍存在不确定性，全球共同体背景下，市场情绪将受到影响。
- 4) 宏观经济下行：券商板块走势紧密跟随市场，宏观经济下行将影响板块波动。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>