

“花”相似，“人”不同

——券商行情复盘及展望

✎ 分析师：邱冠华 S1230520010003
 ✎ 分析师：梁凤洁 S1230520100001
 ✉ TEL: 02180108037 liangfengjie@stocke.com.cn

行业评级

证券 看好

报告导读

当下情况与 4Q14-1Q15 较相似，具备券商板块行情启动条件，估值修复空间仍有 30% 以上。

投资要点

□ 以史为镜：历次券商行情大复盘

复盘过去 15 年，券商行情年年岁岁“花”相似，而岁岁年年“人”不同。

1、年年岁岁“花”相似，行情启动的四个共性条件。

每轮行情，券商板块都有四大共性条件支持板块上涨、估值修复。

(1) **较充足的流动性**：六次行情背景中五次有降息降准事件，2006-2007 年的行情虽没有宽松的货币政策，但机构和个人投资者加速入场，流动性较为充足。

(2) **好或向好的业绩**：六次行情背景中，券商板块的业绩包括了业绩高增、业绩拐点出现或者新政策带来业绩增量预期等情况，处于好或向好的状态。

(3) **积极的行业政策**：六次行情背景中都有积极的行业政策推出，不仅能够带来业绩增量预期，还能够提振市场情绪从而提升估值。

(4) **估值在历史低位**：六次行情背景中券商板块 PB 估值都低于过去 5 年均值，PE 估值低于过去 5 年均值或和过去 5 年均值持平。

2、岁岁年年“人”不同，行情从 β 转为 β 与 α 共振。

每轮行情领涨个股和业绩增长情况密不可分。①**2015 年以前**，交易量放大带来的 β 行情明显。彼时券商行业经纪业务收入占比超 50%，因此领涨的多是经纪业务占比高的券商。

②**2018 年以后**， β 行情向 β 与 α 共振型行情转变。随着佣金率不断下滑、创新业务积极发展，交易量放大的作用逐渐弱化，

2018 年以来领涨的更多是投行、两融等业务驱动业绩增长的券商。

3、历次行情券商板块与领涨标的都有显著超额收益。

综合历次行情来看，券商板块都有超额收益。2014 年 10 月-2015 年 4 月行情背景与当前情况最为相似，彼时经济下行、货币政策稳中趋松、增量资金入场、行业政策积极、券商业绩亮眼。券商板块 7 个月内上涨 175%，相较于沪深 300 实现超额收益 83%，涨幅前 5 的个股平均上涨 345%。PB 从 1.9 倍提升至 4.7 倍，最高点超过 5 倍；PE 从 27 倍修复至 49 倍，最高点达 56 倍。

□ 可知兴替：当前具备启动的条件

当下券商板块具备历次上涨的有利条件：(1) **流动性较充裕**：经济下行背景下货币政策稳中趋松叠加增量资金入市；(2) **业绩持续向好**：2018 年以来行业景气度不断提高，ROE 从 2018 的 3.5% 提升至 1H21 的 8%（年化）并有望继续上行；(3) **行业政策积极**：北交所等政策积极推出；(4) **估值修复空间充足**：券商板块最新 PB 1.8 倍，10 年分位数 46%；PE 21 倍，10 年分位数为 30%，仍然处于低估区间。从历史行情来看，ROE 6% 左右 PB 即可修复到 2.1 倍，PE 可修复至 30 倍以上，简单测算券商估值修复空间仍有 30% 以上。

□ 选股思路：财富管理和龙头券商

ROE 仍是估值中枢，需围绕提高 ROE 来选股。在传统经纪业务日渐式微的背景下，我国证券行业 ROE 呈下降趋势，但 2018 年以来随着改革及转型力度加大，ROE 有所回升，未来需要寻找高收益的业务模式以及通过高杠杆来撬动 ROE。我们认为选股可从以下两条线出发，一是高收益轻资产业务有优势的公司，当前代表是大财富管理类券商，建议关注东方财富、广发证券；二是高杠杆、用表能力强的公司，主要是低估值的龙头券商，推荐中信证券、华泰证券。

□ 风险提示

宏观经济大幅下行；市场交投活跃度大幅回落；改革进度不及预期。

相关报告

报告撰写人：邱冠华/梁凤洁

联系人：洪希柠

正文目录

1. 以史为镜：历次券商行情大复盘	5
1.1. 2006 年 01 月-2007 年 12 月	5
1.2. 2008 年 12 月-2009 年 07 月	6
1.3. 2012 年 12 月-2013 年 05 月	8
1.4. 2014 年 10 月-2015 年 04 月	9
1.5. 2018 年 10 月-2019 年 03 月	12
1.6. 2020 年 06 月-2020 年 07 月	13
2. 可知兴替：当前具备启动的条件	16
2.1. 经验总结	16
2.2. 当前环境	17
3. 选股思路：财富管理和龙头券商	20
3.1. 财富管理：盈利能力强，发展空间广	20
3.2. 头部券商：扩表提杠杆，多元抗周期	25
4. 风险提示	28

图表目录

图 1: 2005 年中起 PMI 呈上行趋势	5
图 2: 2005 年初起工业企业利润累计同比增速持续增长	5
图 3: 2006 年初起沪深合计新增股票账户数（周）不断攀升	5
图 4: 2006 及 2007 年公募基金规模高增	5
图 5: 2006-2007 年行情券商板块获得超额收益	6
图 6: 2006 年初起日均股基成交不断放大	6
图 7: 2006-2007 年领涨券商经纪业务收入占总营收比重较高	6
图 8: 2008 年 4 月起 PMI 震荡回落	7
图 9: 2008 年多次降息降准	7
图 10: 2008-2009 年行情券商板块获得超额收益	7
图 11: 2008 年 4 季度起日均股基成交不断放大	7
图 12: 2008-2009 年领涨券商经纪业务收入占总营收比重较高	7
图 13: 2012 年中 PMI 小幅回落，四季度有所改善	8
图 14: 2012 年多次降息降准	8
图 15: 2012-2013 年行情券商板块获得超额收益	8
图 16: 2012 年末起日均股基成交额呈上升趋势	8
图 17: 2012-2013 年领涨券商经纪业务收入或利息净收入占总营收比重较高	9
图 18: 2014 年 7 月起 PMI 震荡回落	9
图 19: 2014 年下半年开始降息降准	9
图 20: 2014 年下半年起两融余额占流通市值比重不断提高	10

图 21: 2014 年券商与互联网等热门板块估值分化明显	10
图 22: 2014 年底起沪深合计新增股票账户数(周)不断攀升	10
图 23: 2014 年券商与互联网等热门板块估值分化明显	10
图 24: 2012 年起创业板开启慢牛行情	11
图 25: 2014-2015 年行情券商板块获得超额收益	11
图 26: 2014 年四季度起日均股基成交额开始放大	11
图 27: 2014-2015 年领涨券商经纪业务收入或利息净收入占总营收比重较高	11
图 28: 2018 年初起 PMI 持续回落	12
图 29: 2018 年初起多次降准	12
图 30: 2018 年下半年外资加速进场	12
图 31: 2018 年底证券行业业绩拐点出现	12
图 32: 2018-2019 年行情券商板块获得超额收益	13
图 33: 2018 年四季度起日均股基成交额开始放大	13
图 34: 2020 年 2 月 PMI 出现断崖式下滑	13
图 35: 2020 年初实施降准	13
图 36: 2020 年 4 月起陆股通净流入额处于小高峰	14
图 37: 券商与医疗器械板块 PE 估值差处于 2019 年以来高位	14
图 38: 2019 年中起创业板开启慢牛行情	14
图 39: 2020 年 6-7 月行情券商板块获得超额收益	14
图 40: 2020 年 5-7 月交易量迅速放大	14
图 41: 证券行业经纪业务收入占比逐渐降低	16
图 42: 证券行业佣金率持续下行	16
图 43: 2021 年 3 月起 PMI 下行	17
图 44: 2021 年 7 月实施降准	17
图 45: 2020 年以来新增投资者数量处于高位	18
图 46: 公募基金规模快速增长	18
图 47: 摩根大通主要业务 ROE 比较	20
图 48: 摩根士丹利主要业务 ROE 比较	20
图 49: 中国个人可投资资产规模近 10 年复合增速达 14%	20
图 50: 2019 中国居民家庭资产结构	21
图 51: 2019 美国居民家庭资产结构	21
图 52: 2019 中国居民金融资产结构	21
图 53: 2019 美国居民金融资产结构	21
图 54: 居民做投资决策更依赖专业机构	22
图 55: 居民对投资顾问信任度提升	22
图 56: 公募基金管理规模高速增长	22
图 57: 公募基金产品数量持续增加	22
图 58: 公募基金中非货币型基金规模占比逐年提升	23
图 59: 我国公募基金规模占上市公司总市值比重还有较大提升空间	23
图 60: 我国证券行业代销金融产品收入占总营收比重不断提高	25
图 61: 我国证券行业杠杆倍数不断提高	25
图 62: 头部券商杠杆倍数远超行业平均水平	25
图 63: 我国头部券商杠杆倍数低于国际投行	26
图 64: 头部券商与尾部券商相比收入结构更加均衡	26

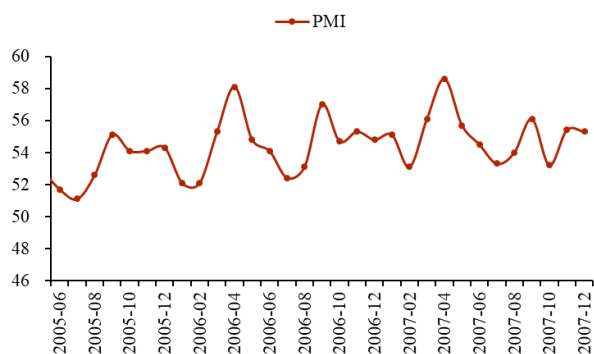
图 65: 头部券商净利润增速波动幅度小于行业水平	27
图 66: 头部券商 ROE 更具稳定性	27
表 1: 六次行情背景总结与当前情况	17
表 2: 历次行情估值修复情况和 ROE 水平相关	17
表 3: 1H21 上市券商参持股公募基金对净利润的贡献度	18
表 4: 公募基金规模排名 (2021 年二季度)	24
表 5: 广发证券公募基金保有规模在券商中排名第三 (截至 2021 年二季度末)	24
表 6: 天天基金保有规模排名第四 (截至 2021 年二季度末)	25
表 7: 头部券商场外衍生品新增名义本金排名领先 (2020 年 11 月)	27
表 8: 头部券商场外衍生品存续名义本金排名领先 (截至 2020 年 11 月)	28
表 9: 头部券商/互联网券商主要指标对比	28

1. 以史为镜：历次券商行情大复盘

1.1. 2006 年 01 月-2007 年 12 月

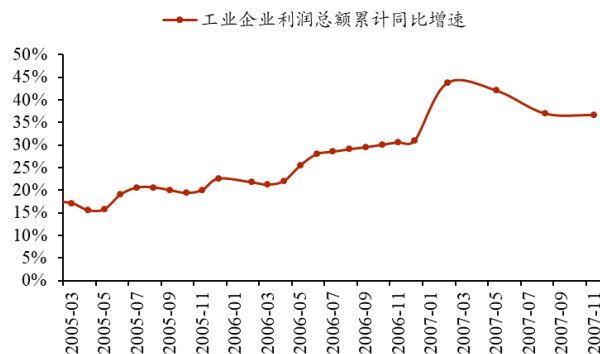
行情启动的背景：①**经济环境：**经济增长强劲，2005 年中起 PMI 呈上行趋势，工业企业利润总额累计同比增速从 2005 年初的 17% 提升至 2007 年中的 40% 左右；②**流动性环境：**流动性充足，个人和机构投资者加速入市，2006 年初起新增股票账户数大幅攀升，2006/2007 年末公募基金规模同比增长 83%/282%；③**行业政策：**2005 年开启股权分置改革，消除非流通股和流通股流通制度上的差异，实现股东利益一致；④**行业业绩：**2006 年行业净利润 255 亿元，实现扭亏为盈，2007 年净利润则冲高至 1,321 亿元，同比增速超 400%，2007 年行业 ROE 超 40%；⑤**板块估值：**2005 年末券商板块 PB 估值为 2.7 倍，低于过去 5 年均值 5.5 倍；PE 估值 100 倍，处于过去 5 年均值水平。

图 1：2005 年中起 PMI 呈上行趋势



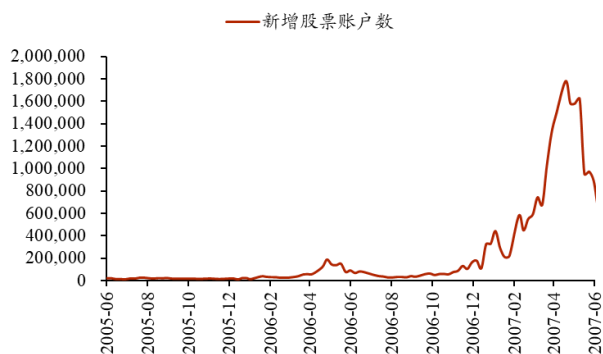
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：2005 年初起工业企业利润累计同比增速持续增长



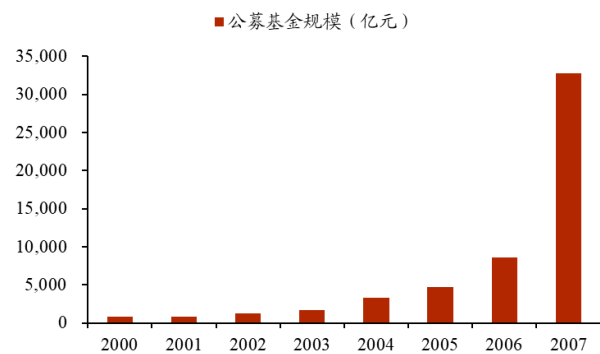
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：2006 年初起沪深合计新增股票账户数（周）不断攀升



资料来源：Wind，浙商证券研究所 注：单位为户

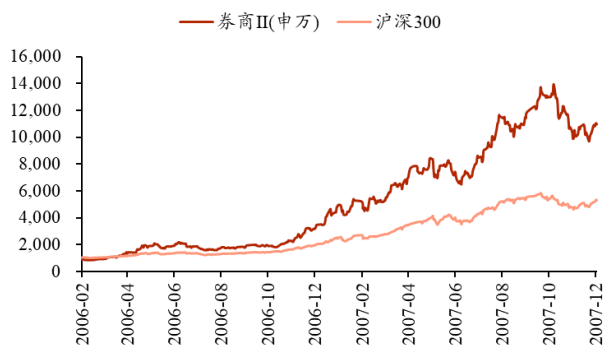
图 4：2006 及 2007 年公募基金规模高增



资料来源：Wind，浙商证券研究所

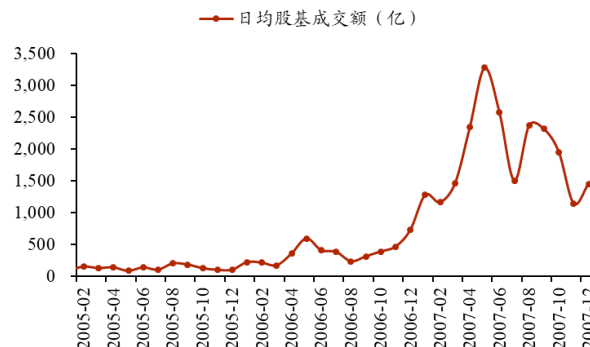
板块行情：板块估值较低，有估值修复空间。经济增长强劲、流动性充足、行业业绩向好、行业政策刺激共同作用催化了此轮行情。此轮行情中成交量不断放大，日均股基成交额从 2006 年初百亿左右放大至 2007 年中的 3,000 亿左右，沪深 300 上涨 467%，券商板块（申万券商 II，下同）上涨 1329%，与沪深 300 相比超额收益为 862%，券商板块 PB 估值从 2.7 倍提升至 7.2 倍，最高达到 17.7 倍，PE 估值长期保持在 100 倍以上。

图 5：2006-2007 年行情券商板块获得超额收益



资料来源：Wind，浙商证券研究所

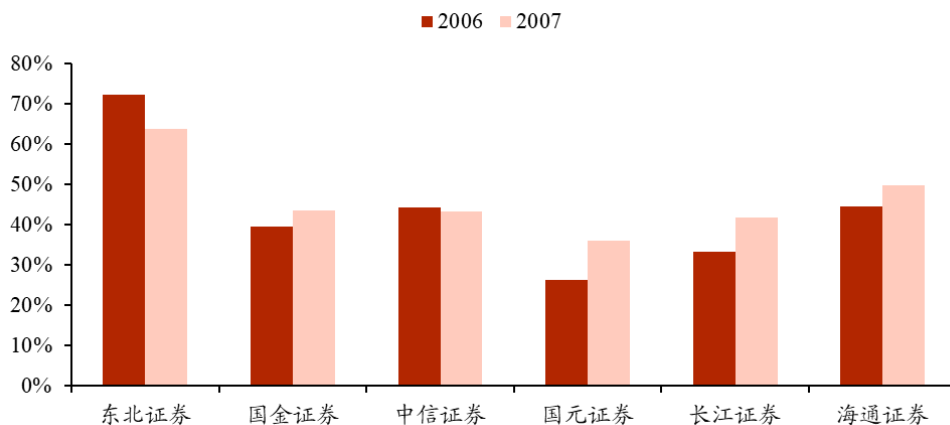
图 6：2006 年初起日均股基成交不断放大



资料来源：Wind，浙商证券研究所

领涨个股：2006 年 1 月-2007 年 12 月涨幅前五分别为东北证券、国金证券、中信证券、国元证券、长江证券，涨幅分别为 2894%/2652%/1648%/1633%/1383%。2006 年上市券商不到 10 家，对经纪业务的依赖度都很高，因此在此轮牛市中券商表现出超高的弹性。

图 7：2006-2007 年领涨券商经纪业务收入占总营收比重较高

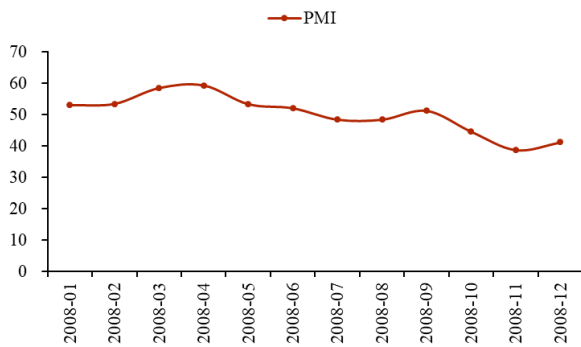


资料来源：公司年报，浙商证券研究所

1.2. 2008 年 12 月-2009 年 07 月

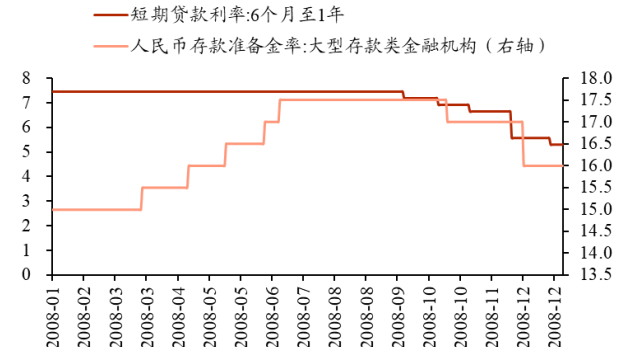
行情启动的背景：①**经济环境：**2007 年美国次贷危机拖累全球经济增速放缓，2008 年 4 月起我国 PMI 震荡回落，经济下行压力持续增大；②**流动性环境：**货币政策偏宽松，2008 年 5 次降息、4 次降准，流动性充裕；③**行业政策：**2008 年证监会公布《首次公开发行股票并在创业板上市管理办法(征求意见稿)》，2009 年创业板开板；④**行业业绩：**在 2007 年牛市带来的高基数下，2008 年证券行业净利润同比下滑 63%，行业 ROE 水平约 14%；⑤**板块估值：**2008 年末券商板块 PB 估值在 2.3 倍，低于过去 5 年均值 5.2 倍；PE 估值 13 倍，低于过去 5 年均值 85 倍。

图 8：2008 年 4 月起 PMI 震荡回落



资料来源：Wind，浙商证券研究所

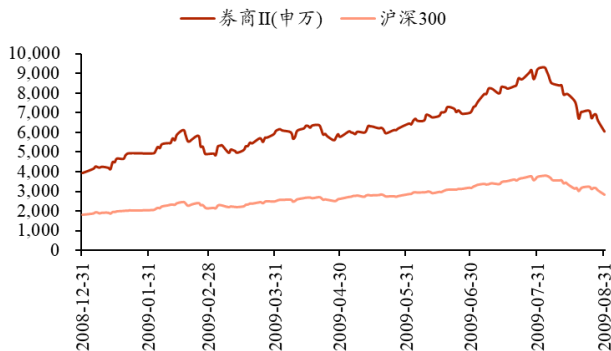
图 9：2008 年多次降息降准



资料来源：Wind，浙商证券研究所

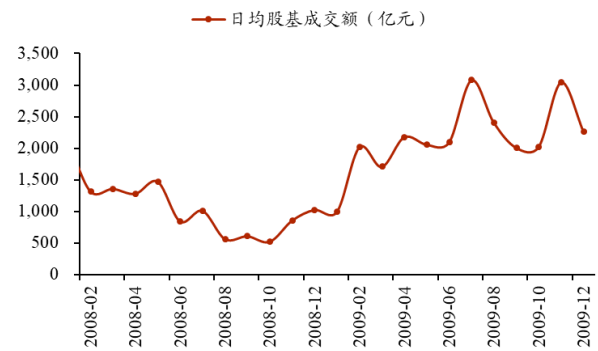
板块行情：板块估值较低，有估值修复空间。此轮行情的驱动力主要是 2008 年多次降息降准带来充裕的流动性以及积极的行业政策带来业绩好转的预期。此轮行情中成交量不断放大，日均股基成交额从 2008 年中 500-1,000 亿放大至 2009 年中的 3,000 亿左右，沪深 300 上涨 105%，券商板块上涨 135%，与沪深 300 相比超额收益为 30%，券商板块 PB 估值从 2.3 倍提升至 5.2 倍，PE 估值从 13 倍提升至 41 倍。

图 10：2008-2009 年行情券商板块获得超额收益



资料来源：Wind，浙商证券研究所

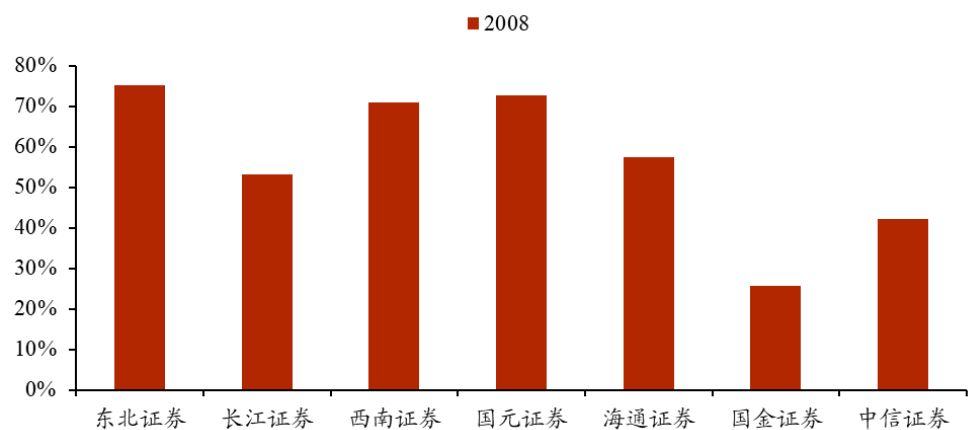
图 11：2008 年 4 季度起日均股基成交不断放大



资料来源：Wind，浙商证券研究所

领涨个股：2008 年 12 月-2009 年 7 月涨幅前五分别为东北证券、长江证券、西南证券、国元证券、海通证券，涨幅分别为 325%/205%/198%/141%/129%。领涨的券商经纪业务占比都排名靠前，说明市场看好经纪业务的高弹性推动业绩增长。

图 12：2008-2009 年领涨券商经纪业务收入占总营收比重较高

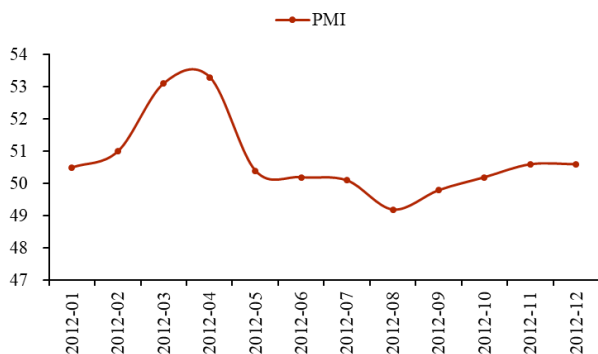


资料来源：公司年报，浙商证券研究所

1.3. 2012 年 12 月-2013 年 05 月

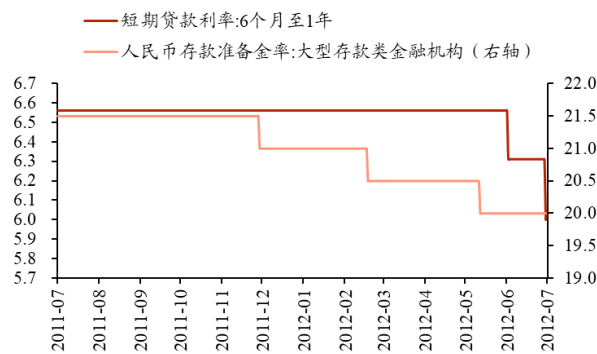
行情启动的背景：①**经济环境**：2012 年二季度 PMI 回落，四季度有所改善；②**流动性环境**：货币政策偏宽松，2012 年 2 次降息、2 次降准，流动性充足；③**行业政策**：行业政策宽松，监管鼓励创新，2012 年召开创新大会推动融资融券业务发展；④**行业业绩**：2012/1H13 行业净利润同比增速分别为-16%/8%，业绩拐点显现，2012/1H13 的 ROE 分别为 4.7%/6.9%（年化）；⑤**板块估值**：2012 年 12 月初券商板块 PB 估值在 1.5 倍，低于过去 5 年均值 3.0 倍；PE 估值 18 倍，低于过去 5 年均值 21 倍。

图 13：2012 年中 PMI 小幅回落，四季度有所改善



资料来源：Wind，浙商证券研究所

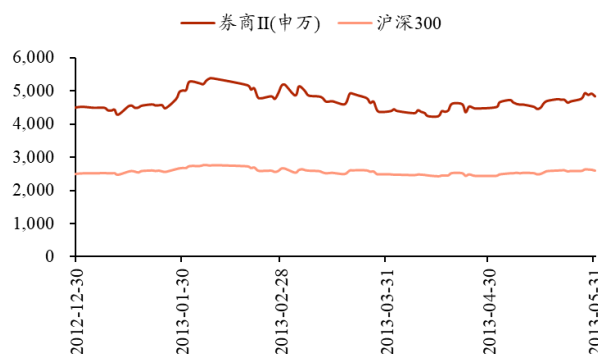
图 14：2012 年多次降息降准



资料来源：Wind，浙商证券研究所

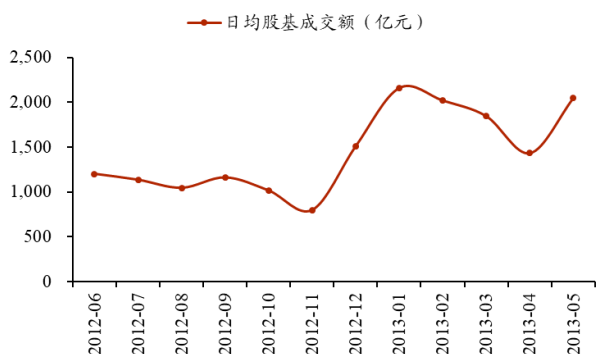
板块行情：板块估值较低，有估值修复空间。此轮行情的驱动力主要是业绩拐点出现、创新大会驱动新业务增长带来业绩增量预期以及多次降息降准带来的充足流动性。此轮行情中日均股基成交额从 2012 年四季度的 1,000 亿左右提高至 2013 年 5 月的 2,000 亿左右，沪深 300 上涨 24%，券商板块上涨 42%，与沪深 300 相比超额收益为 18%，券商板块 PB 估值从 1.5 倍提升至 2.1 倍，PE 估值从 18 倍提升至 38 倍。

图 15：2012-2013 年行情券商板块获得超额收益



资料来源：Wind，浙商证券研究所

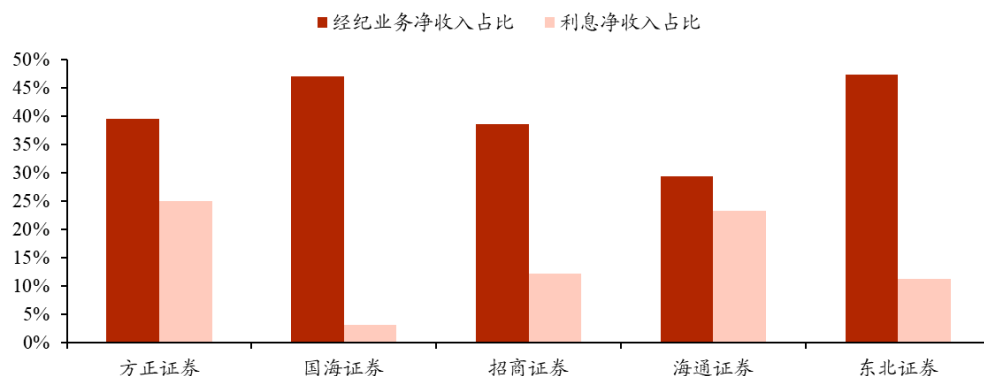
图 16：2012 年末起日均股基成交额呈上升趋势



资料来源：Wind，浙商证券研究所

领涨个股：2012 年 12 月-2013 年 5 月涨幅前五分别为东方财富、方正证券、国海证券、招商证券、海通证券，涨幅分别为 171%/102%/88%/59%/53%。2012 年东财获得基金代销牌照，市场预期其代销业务将推动业绩提升。方正、国海、招商、海通的经纪业务收入或两融业务收入占营收比重较高，说明市场看好成交量放大及两融业务规模扩大带来的业绩增长。

图 17：2012-2013 年领涨券商经纪业务收入或利息净收入占总营收比重较高



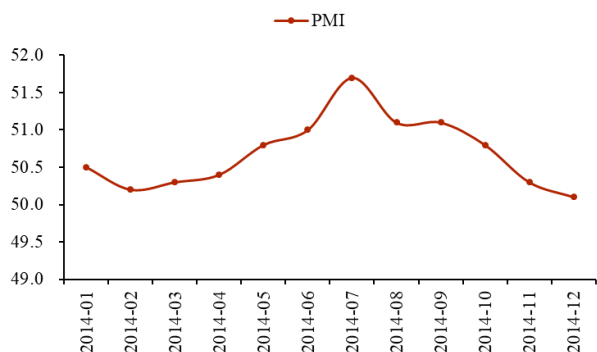
资料来源：公司年报，浙商证券研究所 注：2012 年占比

1.4. 2014 年 10 月-2015 年 04 月

行情启动的背景：①**经济环境：**2014 年 7 月起 PMI 震荡回落，经济下行压力持续增大；②**流动性环境：**货币政策稳中趋松，2014 年 11 月降息 40bps，2015 年 3 月继续下调 25bps，2015 年 2 月降准 50bps。增量资金入场，场内外杠杆加大，创新大会后两融业务发展火热，两融余额占流通市值比重从 2014 年初的 1.7%提高至年底的 3.2%，楼市资金流入股市，2014 年 70 个大中城市新建住宅价格指数同比增速持续下滑；

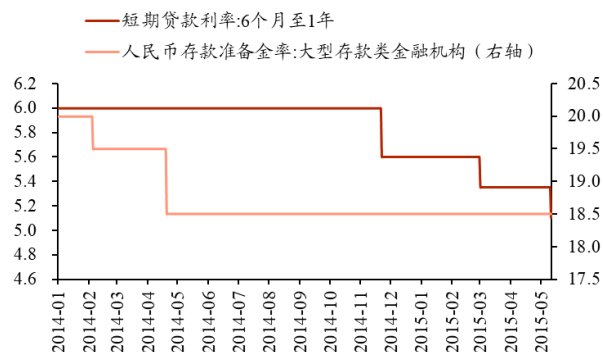
③**行业政策：**行业政策偏宽松，2014 年 5 月国务院发布新国九条促进资本市场发展，2014 年底开通沪港通；④**行业业绩：**1H14/2014 行业净利润同比增速分别为 32%/119%，其中两融业务发展强劲，2014 年收入同比增速达 142%。1H14/2014ROE 为 7.5%（年化）/10.5%；⑤**板块估值：**2014 上半年券商板块 PB 估值在 1.5-1.7 倍，低于过去 5 年均值 2.3 倍；PE 估值 25 倍，处于过去 5 年均值水平，与热门板块互联网传媒的 PE 估值差处于 90%-100%分位之间，冷热分化明显。

图 18：2014 年 7 月起 PMI 震荡回落



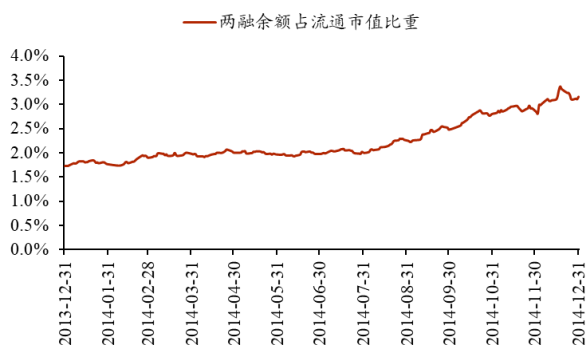
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 19：2014 年下半年开始降息降准



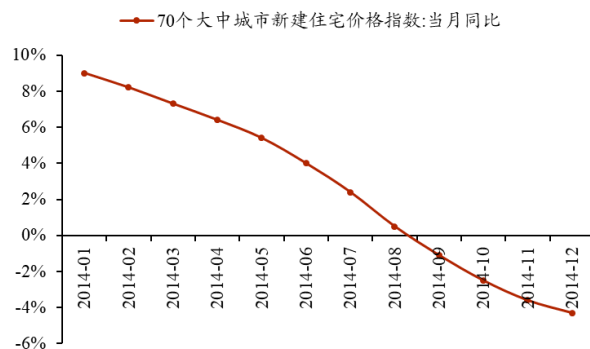
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 20：2014 年下半年起两融余额占流通市值比重不断提高



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 21：2014 年券商与互联网等热门板块估值分化明显



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 22：2014 年底起沪深合计新增股票账户数（周）不断攀升



资料来源：Wind，浙商证券研究所 注：单位为万户

图 23：2014 年券商与互联网等热门板块估值分化明显



资料来源：Wind，浙商证券研究所 注：券商（申万）、互联网传媒（申万）

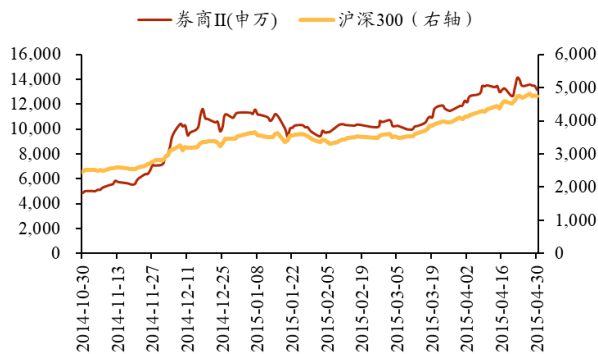
板块行情：2012 年起，创业板先于主板开启慢牛行情，2012 年初至 2014 年 9 月创业板指上涨 111%，而沪深 300 仅上涨 6%。2014 年上半年券商板块估值较低，且与热门板块估值分化明显，券商板块有估值修复空间。2014 年 10 月起主板行情启动，此轮行情的驱动力主要是央行降息降准和增量资金入场带来充足的流动性、行业利润高速增长以及偏松的行业政策。此轮行情中日均股基成交额从 2014 年四季度的 3,000-4,000 亿左右提高至 2015 年 4 月的 1.4 万亿左右，沪深 300 上涨 92%，券商板块上涨 175%，与沪深 300 相比超额收益为 83%，券商板块 PB 估值从 1.9 倍提升至 4.7 倍，最高点超过 5 倍，PE 估值从 27 倍提升至 49 倍，最高点达 56 倍。

图 24：2012 年起创业板开启慢牛行情



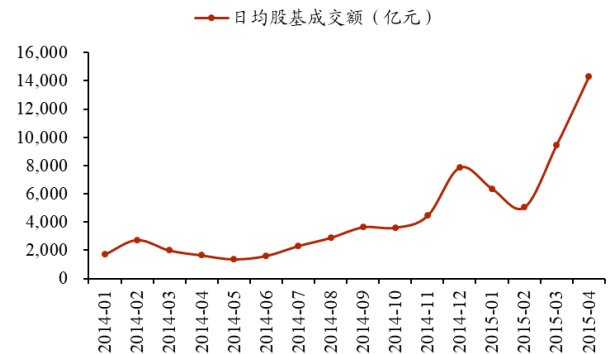
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 25：2014-2015 年行情券商板块获得超额收益



资料来源：Wind，浙商证券研究所

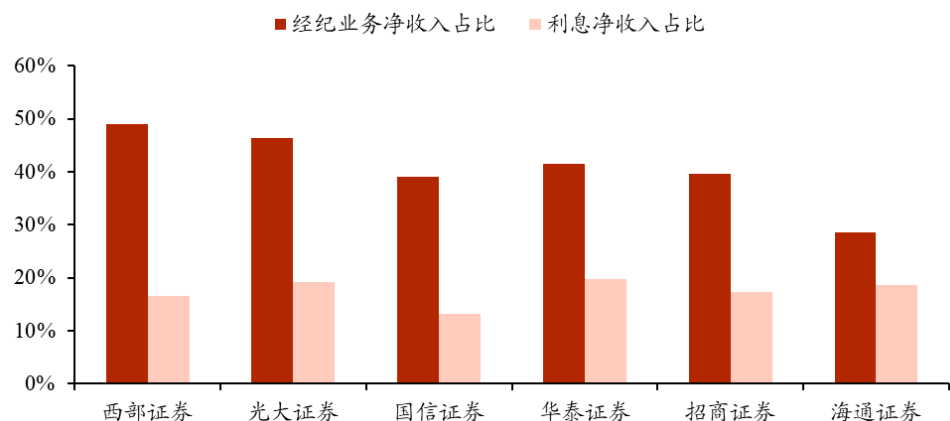
图 26：2014 年四季度起日均股基成交额开始放大



资料来源：Wind，浙商证券研究所

领涨个股：2014 年 10 月-2015 年 4 月涨幅前五分别为东方财富、西部证券、光大证券、国信证券、华泰证券，涨幅分别为 650%/336%/253%/248%/225%。2014 年东方财富代销基金收入同比高增 460%，2015 年收购西藏同信证券，在市场火爆时切入证券行业。西部、光大、国信、华泰的经纪业务以及利息净收入（以两融业务利息净收入为主）占营收比重皆处于高位，说明市场看好经纪业务和两融业务推动业绩增长。

图 27：2014-2015 年领涨券商经纪业务收入或利息净收入占总营收比重较高

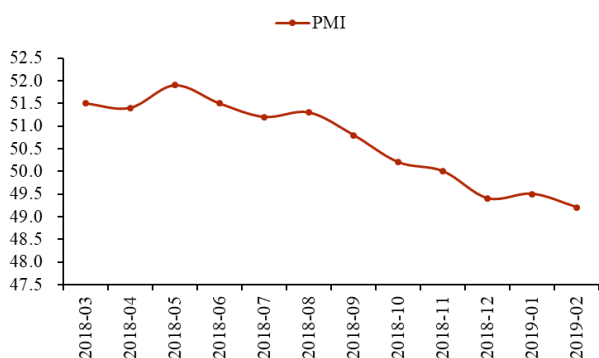


资料来源：公司年报，浙商证券研究所 注：2014 年占比

1.5. 2018 年 10 月-2019 年 03 月

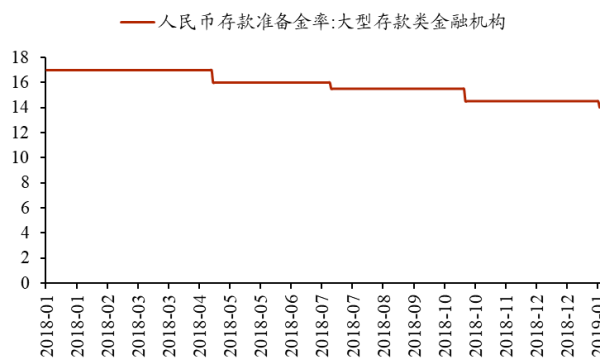
行情启动的背景: ①**经济环境:** 2018 年起中美贸易战摩擦不断, 经济下行压力明显, PMI 自年初起持续回落; ②**流动性环境:** 2018 年初起多次下调存款准备金率, 外资加速进场, 2018 年下半年陆股通净流入额明显上升; ③**行业政策:** 行业政策偏宽松, 2018 年 11 月习近平主席宣布将设立科创板并试点注册制, 2018 年 10 月起监管多次推出政策化解股票质押风险; ④**行业业绩:** 2018/1Q19/1H19 行业净利润同比增速分别-41%/87%/103%, 股票质押风险逐步化解, 业绩拐点出现, 2018 年 ROE3.5%, 1H19 提升至 6.9% (年化); ⑤**板块估值:** 2018 年 9 月末 PB 在 1.1 倍左右, 低于过去 5 年均值 2.1 倍; PE 估值 19 倍, 低于过去 5 年均值 25 倍。

图 28: 2018 年初起 PMI 持续回落



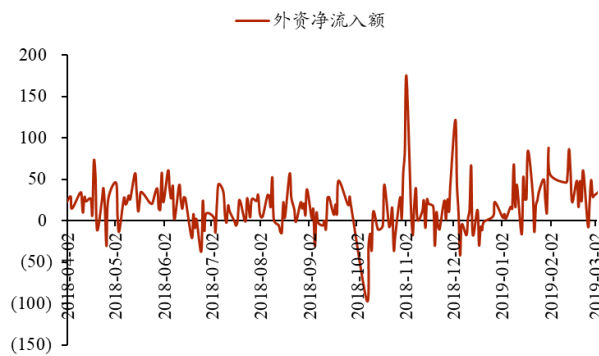
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 29: 2018 年初起多次降准



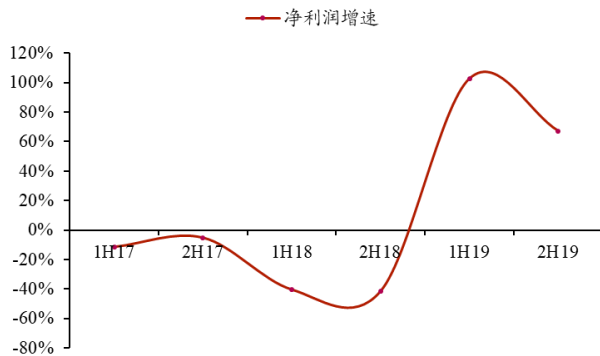
资料来源: Wind, 浙商证券研究所

图 30: 2018 年下半年外资加速进场



资料来源: Wind, 浙商证券研究所 注: 亿元

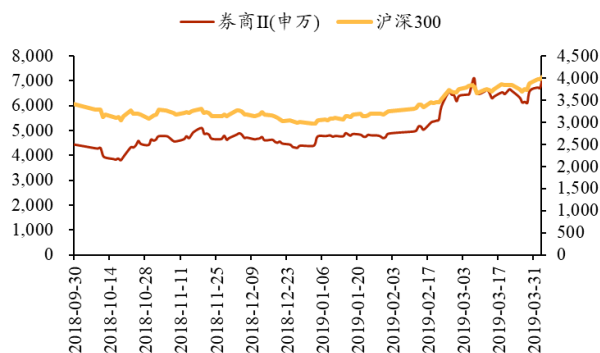
图 31: 2018 年底证券行业业绩拐点出现



资料来源: Wind, 浙商证券研究所

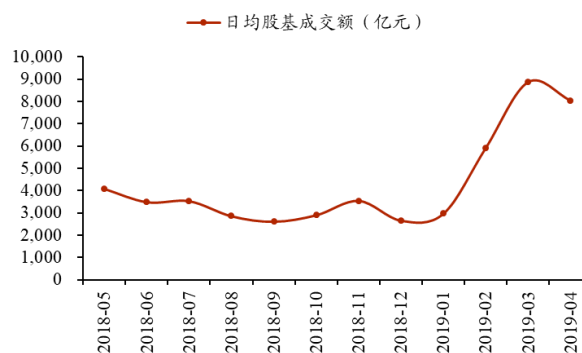
板块行情: 板块估值较低, 有估值修复空间。此轮行情的驱动力主要是股票质押风险化解政策推出、业绩拐点出现、宣布设立科创板带来投行业务增量预期以及多次降准带来的充足流动性。此轮行情中日均股基成交额从 2018 年四季度的 3,000 亿左右提高至 2019 年 3 月的 9,000 亿左右, 沪深 300 上涨 18%, 券商板块上涨 53%, 与沪深 300 相比超额收益为 35%, 券商板块 PB 估值从 1.1 倍提升至 1.8 倍, PE 估值从 19 倍提升至 39 倍。

图 32：2018-2019 年行情券商板块获得超额收益



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 33：2018 年四季度起日均股基成交额开始放大



资料来源：Wind，浙商证券研究所

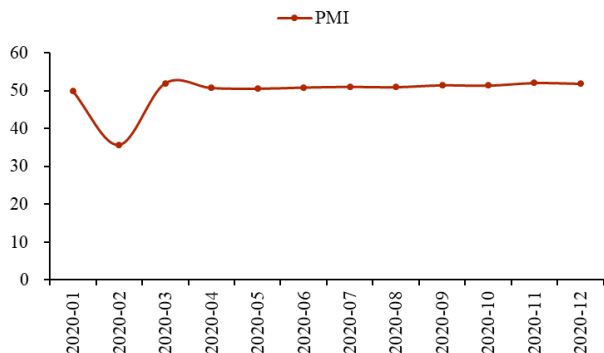
领涨个股：2018 年 10 月-2019 年 3 月涨幅前五分别为天风证券、中信建投、华林证券、华鑫证券、太平洋证券，涨幅分别为 324%/229%/191%/101%/87%。天风证券、华林证券分别于 2018 年末和 2019 年初上市，享受新股溢价。中信建投受益于科创板设立及注册制推出催化投行业务收入的预期，太平洋则是股票质押程度较高，受益于股质风险化解带来业绩拐点的预期。

1.6. 2020 年 06 月-2020 年 07 月

行情启动的背景：①**经济环境：**受新冠疫情冲击，2020 年初经济出现下滑，2020 年 2 月 PMI 仅 35.7；②**流动性环境：**为应对疫情带来的经济压力，货币政策稳中趋松，2020 年 1 月下调法定存款准备金率 50bps。2020 年 4 月起陆股通净流入额处于小高峰；③**行业政策：**行业政策偏宽松，2020 年新证券法明确全面推行注册制、再融资新规简化发行条件、明确新三板转板上市机制、创业板开启注册制，资本市场改革加速推进。同时，业内还有银行、证券混业经营预期以及头部券商合并预期；

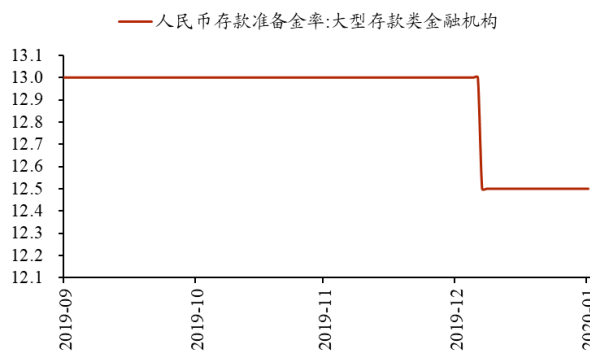
④**行业业绩：**2019/1H20 行业净利润同比增速分别为 85%/25%，其中投行和两融业务收入增速较高。2019 年和 1H20ROE 分别为 6.1%和 8.1%（年化）；⑤**板块估值：**2020 年 5 月底券商板块 PB 估值 1.4 倍，低于过去 5 年均值 1.8 倍；PE 估值 24 倍，处于过去 5 年均值水平，与热门板块医疗器械的 PE 估值差处 2019 年以来最大值。

图 34：2020 年 2 月 PMI 出现断崖式下滑



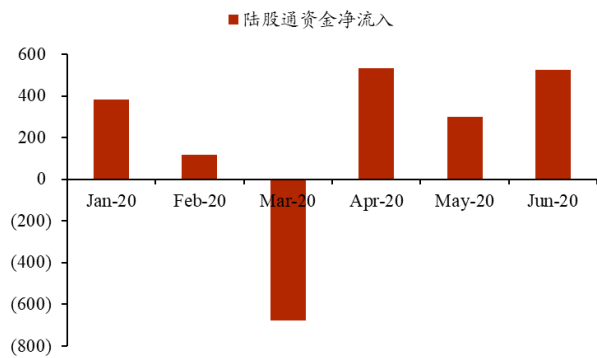
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 35：2020 年初实施降准



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 36：2020 年 4 月起陆股通净流入处于小高峰



资料来源：Wind，浙商证券研究所

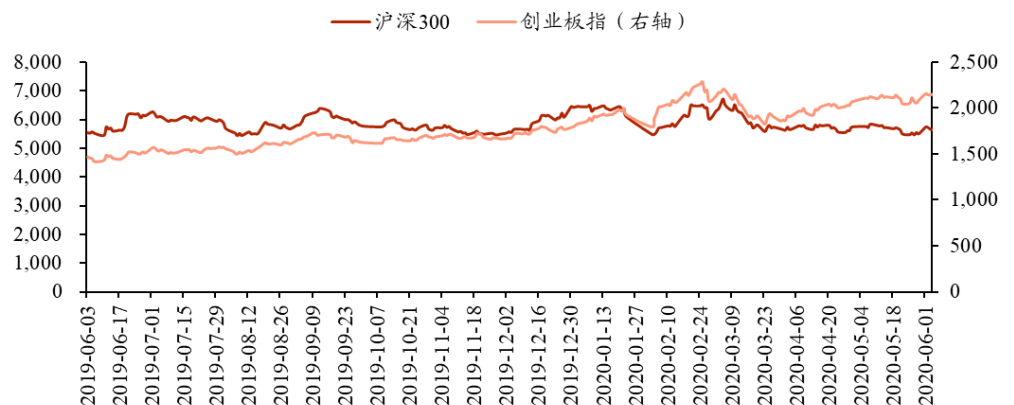
图 37：券商与医疗器械板块 PE 估值差处于 2019 年以来高位



资料来源：Wind，浙商证券研究所 注：券商（申万）、医疗器械（申万）

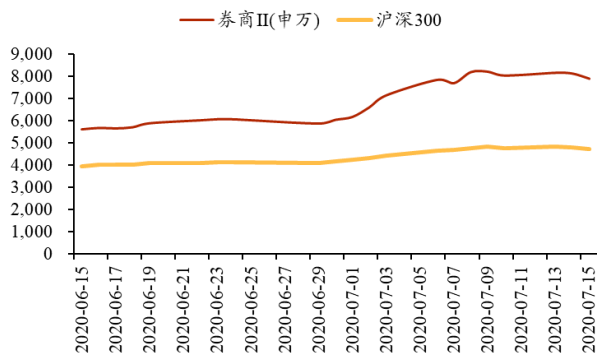
板块行情：2019 年中起，创业板先于主板开启慢牛行情，2019 年中至 2020 年中创业板指上涨 51%，而沪深 300 仅上涨 9%。2020 年 6 月-7 月主板也迎来一波行情，日均成交额从 6,000-7,000 亿放大至 1.3 万亿，沪深 300 上涨 20%，券商板块上涨 41%，与沪深 300 相比超额收益为 21%，券商板块 PB 估值从 1.4 倍提升至 2.1 倍，PE 估值从 25 倍提升至 36 倍。

图 38：2019 年中起创业板开启慢牛行情



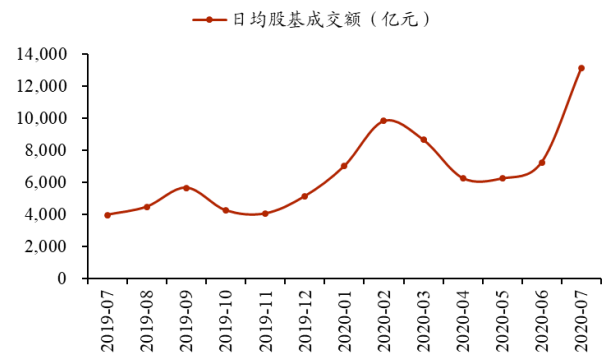
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 39：2020 年 6-7 月行情券商板块获得超额收益



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 40：2020 年 5-7 月交易量迅速放大



资料来源：Wind，浙商证券研究所

领涨个股：2020 年 6 月-2020 年 7 月涨幅前五分别为光大证券、浙商证券、中泰证券、东方财富、招商证券，涨幅分别为 161%/95%/76%/74%/69%。中泰证券于 2020 年 6 月上市，享受新股估值溢价。东方财富因净利润高速增长获得青睐。光大证券、招商证券背靠光大集团、招商局集团，旗下分别有光大银行和招商银行，此轮上涨受益于银行与证券混业经营、做大做强的预期。

2. 可知兴替：当前具备启动的条件

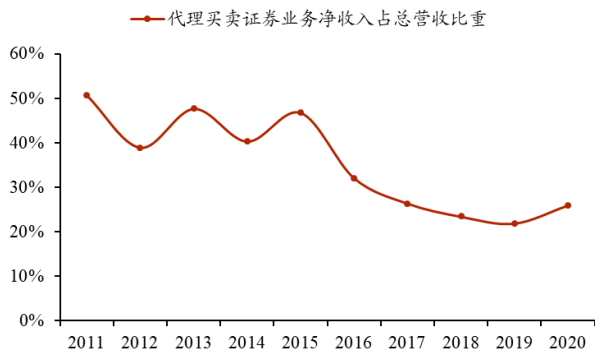
2.1. 经验总结

板块上涨条件：综合历次行情特征来看，券商板块都有四大共性条件支持板块上涨、估值修复，分别是较充足的流动性（通过无风险利率影响 DDM 分母端）、好或者向好的业绩（通过 ROE 影响 DDM 分子端）、积极的行业政策（通过风险偏好影响 DDM 分母端）和估值在历史低位。

- (1) **较充足的流动性：**六次行情背景中五次有降息降准事件发生，2006-2007 年的行情虽然没有宽松的货币政策，但是机构和个人投资者加速入场，流动性仍较为充足。
- (2) **好或向好的业绩：**六次行情背景中，券商板块的业绩情况包括了业绩高速增长、业绩拐点出现或者新政策带来业绩增量预期等情况，处于好或者向好的状态。每轮行情领涨的个股也都和业绩增长情况密不可分，2015 年以前领涨的更多是经纪业务占比高、弹性大的券商，主要是因为 2015 年以前经纪业务收入占比 50% 以上，2010 年以前更是超过 70%，交易量放大带来的 β 型行情明显。

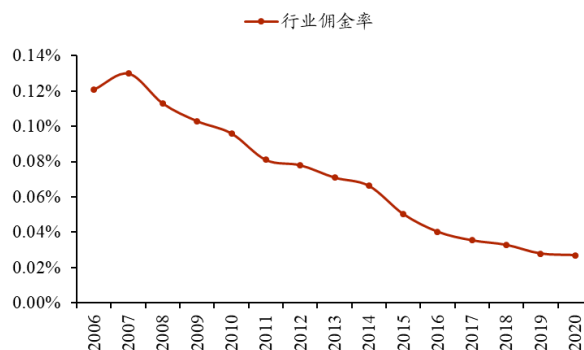
随着经纪业务日渐式微、佣金率不断下滑、创新业务积极发展，2018 年以来领涨的则更多是投行、两融等其他业务驱动业绩增长的券商，交易量放大的作用逐渐弱化， β 型行情向 β 与 α 共振型行情转变。

图 41：证券行业经纪业务收入占比逐渐降低



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 42：证券行业佣金率持续下行



资料来源：Choice，Wind，浙商证券研究所

- (3) **积极的行业政策：**六次行情背景中都有积极的行业政策推出，不仅能够带来业绩增量预期，还能够提振市场情绪从而提升估值。
- (4) **估值在历史低位：**六次行情背景中券商板块 PB 估值都低于过去 5 年均值，PE 估值低于过去 5 年均值或和过去 5 年均值持平。综合历次行情估值修复情况来看，每轮估值修复的程度和 ROE 水平息息相关，2007 年行业 ROE 超 40%，PB 最高达到 17.7 倍，PE 在 100 倍以上。2018 年行业 ROE 3.5%，PB 仅提升至 1.8 倍，PE 提升至 39 倍，因此 ROE 仍是券商估值中枢。

表 1：六次行情背景总结与当前情况

	2006-2007	2008-2009	2012-2013	2014-2015	2018-2019	2020	当前
经济环境	增长强劲	下行压力	下行压力	下行压力	下行压力	下行压力	下行压力
流动性环境	较充足	充足	充足	充足	充足	充足	充足
业绩表现	业绩好	积极政策带来业绩增量预期	业绩拐点出现，积极政策带来业绩增量预期	业绩好	业绩拐点出现，积极政策带来业绩增量预期	业绩好	业绩好
行业政策	积极	积极	积极	积极	积极	积极	积极
板块估值	低估	低估	低估	低估	低估	低估	低估

资料来源：Wind，公开信息整理，浙商证券研究所

表 2：历次行情估值修复情况和 ROE 水平相关

	2006-2007	2008-2009	2012-2013	2014-2015	2018-2019	2020	当前
ROE 水平	2007 年 ROE 超 40%	2008-2009 年 ROE 在 6%-14% 左右	2012-2013 年 ROE 在 4%-6% 左右	2014-2015 年 ROE 在 10%-17% 左右	2018-2019 年 ROE 在 3%-6% 左右	2020 年 ROE 8%	1H21 年化 ROE 8%
估值修复情况	PB 从 2.7 倍提升至 7.2 倍，最高达到 17.7 倍；PE 长期保持在 100 倍以上	PB 从 2.3 倍提升至 5.2 倍；PE 从 13 倍提升至 41 倍	PB 从 1.5 倍提升至 2.1 倍；PE 从 18 倍提升至 38 倍	PB 从 1.9 倍提升至 4.7 倍，最高点超过 5 倍；PE 从 27 倍提升至 49 倍，最高 19 倍提升点达 56 倍	PB 从 1.1 倍提升至 1.8 倍；PE 从 2.1 倍提升至 39 倍	PB 从 1.4 倍提升至 25 倍	当前 PB 1.8 倍，PE 21 倍，均低于过去 10 年年均值

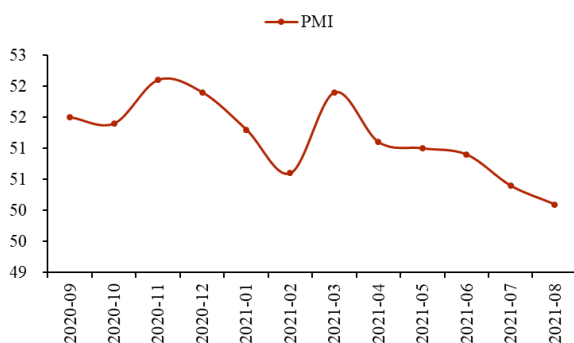
资料来源：证券业协会，Wind，浙商证券研究所

2.2. 当前环境

当前所处的环境：①经济环境：2021 年 3 月起 PMI 下行，2021 年 8 月多项经济数据回落，经济下行压力加大；②流动性环境：2021 年 7 月下调法定存款准备金率 50bps，在房住不炒、打破刚兑、存款搬家的背景下，资金持续流入股市，2020 年以来新增投资者数量处于高位，2020 公募基金规模同比增长 35%，1H21 公募基金规模较年初增长 16%；③行业政策：行业政策偏宽松，资本市场改革持续推进，2021 年 9 月宣布设立北交所；

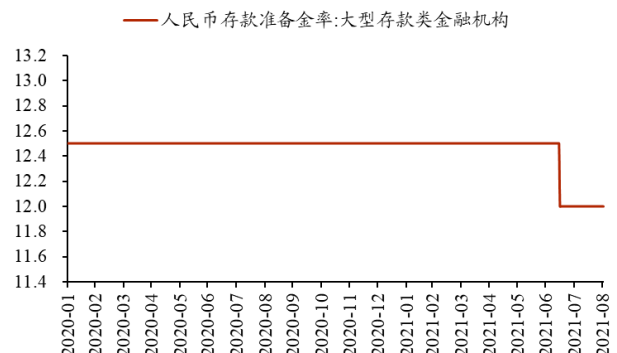
④行业业绩：2020/1H21 行业净利润同比增速分别为 28%/9%，代买、投行和两融业务收入增速较高。2020 和 1H21 年化 ROE 为 6.8%和 7.7%；⑤板块估值：2021 年 8 月中券商板块 PB 估值 1.7 倍，低于过去 10 年年均值 1.9 倍；PE 估值 21 倍，低于过去 5 年年均值 25 倍，与半导体板块的 PE 估值差处 5 年来 80%分位，估值分化明显。

图 43：2021 年 3 月起 PMI 下行



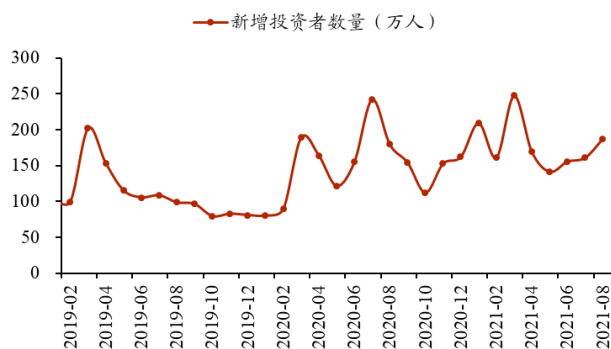
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 44：2021 年 7 月实施降准



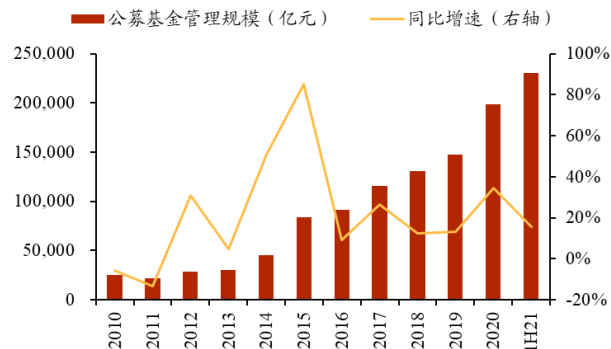
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 45：2020 年以来新增投资者数量处于高位



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 46：公募基金规模快速增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所 注释：1H21 增速为年初至今

与历史环境相似之处：(1) **流动性较充裕：**经济下行背景下货币政策稳中趋松，房地产、银行存款、外资等增量资金入市；(2) **业绩持续向好：**2018 年以来行业 ROE 持续上行；(3) **行业政策积极：**资本市场改革不断推进，北交所等政策积极推出；(4) **估值修复空间充足：**当前券商板块 PE 估值 21 倍，低于过去 5 年及 10 年均值 25 倍；PB 估值 1.8 倍，低于过去 10 年均值 1.9 倍，高于过去 5 年均值 1.6 倍。虽然目前 PB 高于过去 5 年均值，但 2016-2018 年处于熊市周期，行业净利润同比增速分别为 -50%/-8%/-41%，而 2018 年以来多项改革政策推出、ROE 持续提升、2019/2020 年净利润增速为 85%/28%，券商板块处于景气度上升周期，因此当前估值水平并不合理，存在估值修复空间。

板块行情：2019 年中起创业板开启慢牛行情，2019 年中至 2021 年 8 月创业板指上涨 134%，而沪深 300 仅上涨 32%。在 2020 和 1H21 业绩亮眼的情况下，券商板块年初至今下跌 6%，8 月中旬以来上涨 6%，沪深 300 下跌 2%，券商板块超额收益 8%，板块 PB 估值从 1.7 倍提升至 1.8 倍，PE 估值保持 21 倍。

8-9 月领涨个股：涨幅前五分别为申万宏源、长城证券、广发证券、东方证券、华泰证券，涨幅分别为 36%/35%/31%/26%/23%。申万作为新三板精选层、创新层挂牌家数最多的券商，受益于北交所设立的政策。长城、广发、东方控股优质公募基金，是大财富管理类券商，受益于居民资金加速入市带来的权益市场大发展。华泰证券是低估值的综合性头部券商，在财富管理转型上也具备优势，然而业绩与估值极度不匹配，2020 和 1H21 净利润增速分别为 20%/21%，但 8 月前 2021EPB 低于 1 倍，8-9 月的上涨属于估值修复。

表 3：1H21 上市券商参持股公募基金对净利润的贡献度

券商名称	公募基金名称	参持股比例	基金净利润 (亿元)	券商净利润 (亿元)	公募基金对券商净利润贡献	公募基金对券商净利润贡献合计
长城证券	景顺长城基金	49%	7	8	42%	47%
	长城基金	47%	1	8	5%	
第一创业	银华基金	26%	5	4	36%	47%
	创金合信基金	51%	1	4	11%	
兴业证券	兴证全球基金	51%	14	24	29%	32%
	南方基金	9%	9	24	3%	
西南证券	银华基金	44%	5	7	32%	32%

东方证券	汇添富基金	35%	16	27	21%	21%
	长城基金	18%	1	27	1%	
广发证券	广发基金	55%	13	59	12%	19%
	易方达基金	23%	18	59	7%	
东北证券	银华基金	19%	5	7	13%	17%
	东方基金	58%	0	7	4%	
国海证券	国海富兰克林基金	51%	1	5	15%	15%
招商证券	博时基金	49%	8	57	7%	13%
	招商基金	45%	8	57	6%	
申万宏源	富国基金	28%	12	45	8%	9%
	申万菱信基金	67%	1	45	1%	
华泰证券	华泰柏瑞基金	49%	2	78	1%	6%
	南方基金	41%	9	78	5%	
国信证券	鹏华基金	50%	6	48	6%	6%
中信证券	华夏基金	62%	10	122	5%	5%
海通证券	富国基金	28%	12	82	4%	5%
	海富通基金	51%	2	82	1%	
中泰证券	万家基金	49%	2	17	5%	5%
光大证券	光大保德信基金	55%	1	23	2%	4%
	大成基金	25%	2	23	2%	
南京证券	富安达基金	49%	0	7	3%	3%
长江证券	长信基金	45%	1	14	3%	3%
财通证券	财通基金	40%	1	10	3%	3%
国元证券	长盛基金	41%	0	8	2%	2%
华安证券	华富基金	49%	0	6	2%	2%
国泰君安	华安基金	28%	5	80	2%	2%
西部证券	西部利得基金	51%	0	7	1%	1%
东吴证券	东吴基金	70%	0	13	1%	1%
国联证券	中海基金	33%	0	4	1%	1%
红塔证券	红塔红土基金	59%	0	7	1%	1%
浙商证券	浙商基金	25%	0	9	0%	0%
国金证券	国金基金	49%	0	10	0%	0%
东兴证券	东兴基金	100%	-0	7	0%	0%
方正证券	方正富邦基金	67%	-0	13	0%	0%
中信建投	中信建投基金	75%	-1	45	-2%	-2%

资料来源：公司年报，浙商证券研究所

此轮行情并未结束：2018年以来行业景气度不断提高，ROE从2018年的3.5%提升至1H21的8%（年化）并有望继续上行。从历史行情来看，ROE6%左右PB即可修复到2.1倍，PE可修复至30倍以上，简单测算券商板块估值修复空间仍有30%以上。

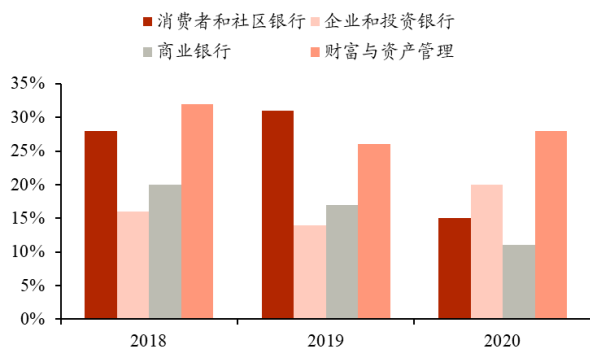
3. 选股思路：财富管理和龙头券商

ROE 仍是估值中枢，需围绕提高 ROE 来选股。在传统经纪业务佣金率下滑、通道业务被压缩的背景下，我国证券行业 ROE 呈下降趋势，但 2018 年以来随着改革及转型力度加大，ROE 有所回升，未来需要寻找高收益的业务模式以及通过高杠杆撬动高 ROE。基于此，我们认为选股可从以下两条线出发，一是高收益轻资产业务有优势的公司，当前代表是大财富管理类券商；二是高杠杆、用表能力强的公司，主要是低估值的龙头券商。

3.1. 财富管理：盈利能力强，发展空间广

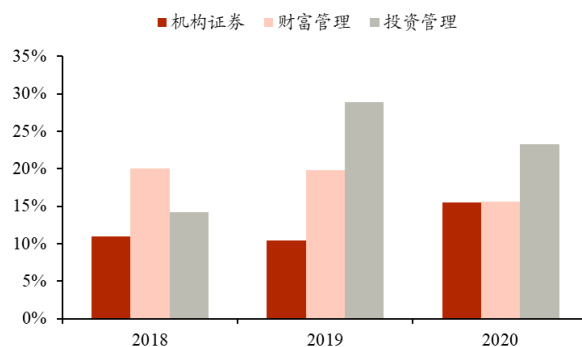
盈利能力强：美国财富管理业务起步较早，发展更为成熟，从美国大投行各项业务盈利能力来看，大财富管理类（包括财富管理、资产管理）业务的 ROE 水平处于领先地位。根据摩根大通、摩根士丹利年报披露的分业务 ROE 数据，财管、资管 ROE 在 20%-30% 左右，高于企业和投资银行、机构证券的 10%-20%。

图 47：摩根大通主要业务 ROE 比较



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

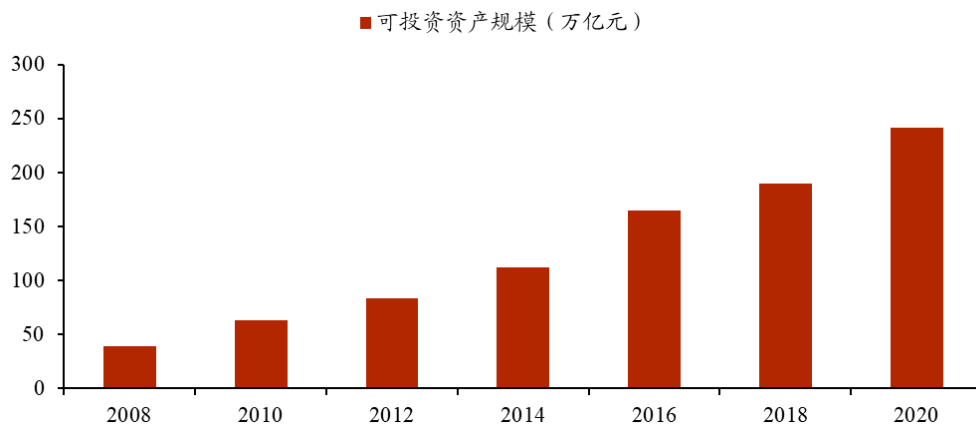
图 48：摩根士丹利主要业务 ROE 比较



资料来源：公司年报，浙商证券研究所 注：投资管理板块中包含资产管理业务

发展空间大：随着我国经济发展，居民财富不断积累、居民可投资资产也随之快速增长，打开财富管理发展空间。根据招商银行和贝恩咨询发布的《2021 中国私人财富报告》，2020 年中国个人持有的可投资资产总体规模达 241 万亿元，2010-2020 复合增速达 14%，远高于中国过去 10 年 GDP 复合增速 9%。

图 49：中国个人可投资资产规模近 10 年复合增速达 14%



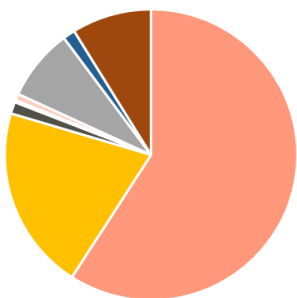
资料来源：招商银行&贝恩咨询，浙商证券研究所

地产投资属性弱化，金融资产偏好增强。从我国居民家庭资产结构来看，房地产一直是最重要的构成。2019年我国的房地产和金融资产在居民家庭资产中占比为59.1%、20.4%，而美国房地产和金融资产在居民家庭资产中占比分别为32.2%、41.9%，相比美国，我国的金融资产配置比例有较大提升空间。

近年在“房住不炒”的背景下，各项政策从房地产供给和需求两方面着手严控房地产价格。从供给端来看，“三道红线”政策出台使房企融资受限，土地市场热度减退。从需求端来看，各地推出限贷、限购、限价相关政策，限制居民炒房。房地产投资属性弱化已成趋势，金融资产的吸引力更加凸显。

图 50：2019 中国居民家庭资产结构

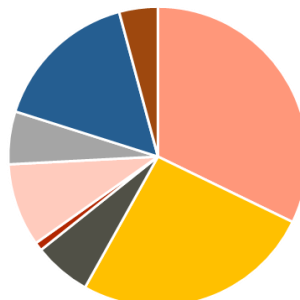
■ 住房 ■ 其他实物资产 ■ 股票 ■ 债券 ■ 基金 ■ 存款类 ■ 养老金&保险 ■ 其他



资料来源：央行《2020 年 4 月中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，浙商证券研究所

图 51：2019 美国居民家庭资产结构

■ 住房 ■ 其他实物资产 ■ 股票 ■ 债券 ■ 基金 ■ 存款类 ■ 养老金&保险 ■ 其他



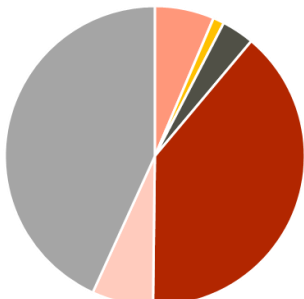
资料来源：美联储，浙商证券研究所

金融资产结构优化，权益市场迎来大发展。从我国居民金融资产投资的结构来看，占比最高的仍然为储蓄类资产。根据央行 2019 年调查数据，存款类资产在居民家庭金融资产中占比高达 39.1%，远高于美国同期的 13.6%。我国股票、基金资产占比合计 9.9%，远低于美国的 36.2%。

然而自 2018 年初以来，我国货币政策整体宽松，市场利率不断下滑，资管新规要求打破刚性兑付，导致银行理财产品收益率下跌。同时，证监会也指出要引导居民储蓄搬家，促进居民资金流向银行之外的投资渠道。多项因素叠加之下，未来我国居民金融资产中股票、基金的占比将不断提高，权益市场迎来大发展。

图 52：2019 中国居民金融资产结构

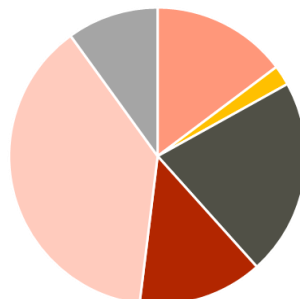
■ 股票 ■ 债券 ■ 基金 ■ 存款类 ■ 养老金&保险 ■ 其他



资料来源：央行《2020 年 4 月中国城镇居民家庭资产负债情况调查》，浙商证券研究所

图 53：2019 美国居民金融资产结构

■ 股票 ■ 债券 ■ 基金 ■ 存款类 ■ 养老金&保险 ■ 其他



资料来源：美联储，浙商证券研究所

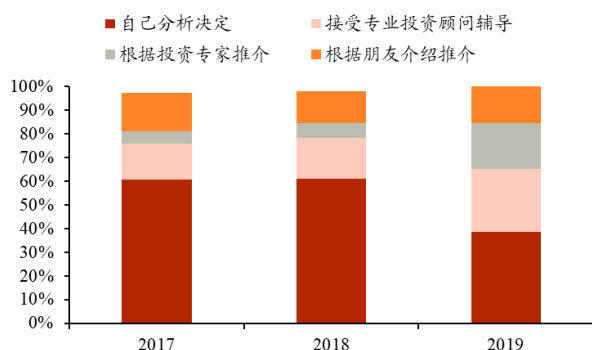
居民对机构投资者信任度提升。由于机构投资者在专业投资能力、信息获取能力、技术支持等方面都具备优势，因此相比个人投资者，机构投资者通常能获得更高的收益。根据投保基金公司发布的《2019 年度全国股票市场投资者状况调查报告》，在受调查者中，

2019 年股票投资获利的专业机构投资者、一般机构投资者和自然人投资者比例分别为 91.4%、68.9%和 55.2%，专业机构投资者的盈利情况显著好于其他两类投资者。

未来随着全面注册制的推行，权益投资对投资者的专业能力、风险承担能力提出更高的要求，个人投资者进行投资决策时对机构的依赖进一步加强，将专业的事交给专业的人做将成为大趋势。

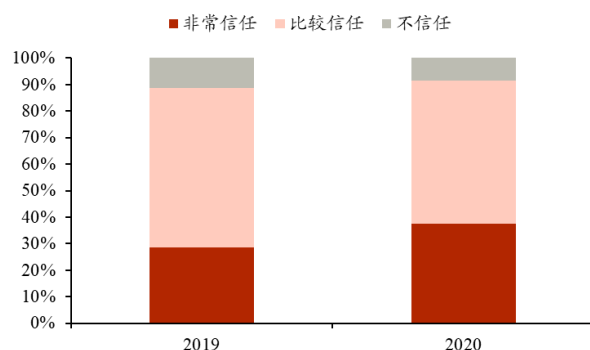
此外，基金投顾试点的实施也在推动卖方投顾向买方投顾转变，基于资产规模收费的方式能促使投顾和投资者的利益统一，提升投资者对投顾的信任，从而将资产交给专业机构投资。根据《2019 全国公募基金投资者状况调查报告》，自己做决定的投资者占比从 2017 年的 60.8%下降至 2019 年的 38.4%，接受专家及投顾推荐的占比从 2017 年的 20.1%提升至 2020 年的 46.0%，投资者对投顾的认同度和依赖程度正在逐步提升。

图 54：居民做投资决策更依赖专业机构



资料来源：基金业协会《2019 全国公募基金投资者状况调查报告》，浙商证券研究所

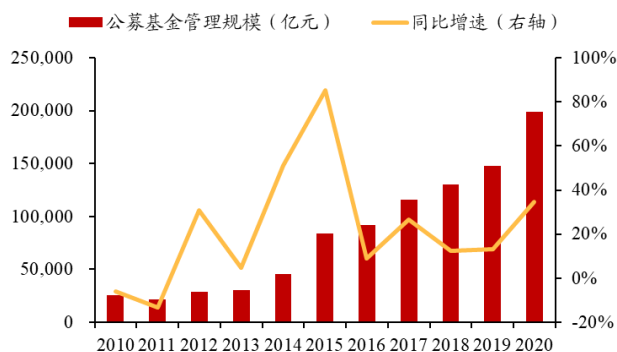
图 55：居民对投资顾问信任度提升



资料来源：上海高级金融学院&嘉信理财《2020 年中国新富人群财富健康指数》，浙商证券研究所

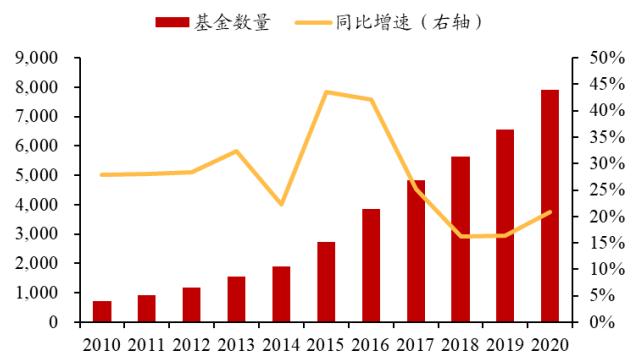
公募基金市场火爆，非货基占比提高。公募基金产品数量从 2010 年的 714 个增长至 2020 年的 7,913 个，复合增速 27%。公募基金资产管理规模从 2010 年的 2.5 万亿增长至 2020 年的 19.9 万亿，复合增速 23%。近年来权益市场行情较好，基民对非货币型基金的青睐度提高，非货币型基金占比从 2017 年的 42%提升至 2020 年的 60%。

图 56：公募基金管理规模高速增长



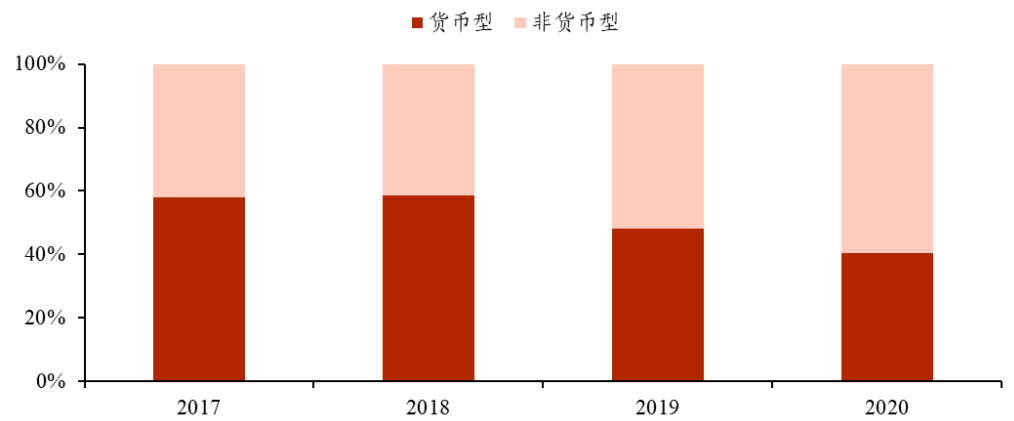
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 57：公募基金产品数量持续增加



资料来源：Wind，浙商证券研究所

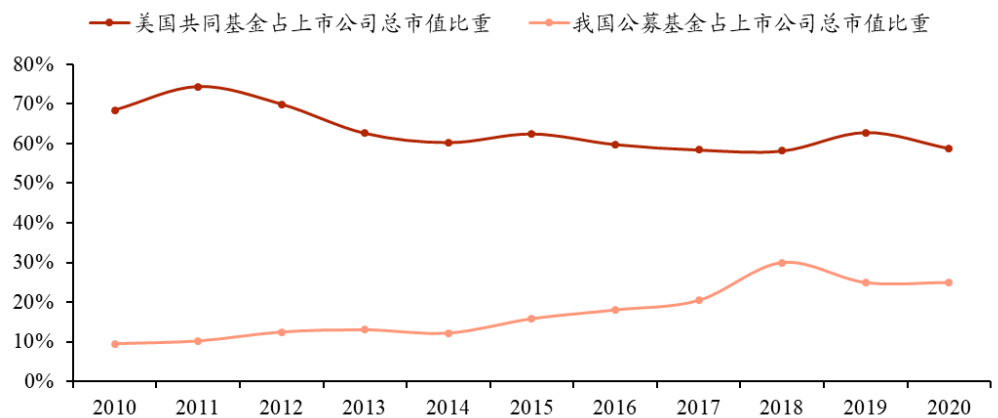
图 58：公募基金中非货币型基金规模占比逐年提升



资料来源：Wind，浙商证券研究所

公募基金成长空间广阔，未来十年有望保持 20% CAGR。2020 年美国共同基金规模占上市公司总市值比重约 60%，而我国公募基金规模占上市公司总市值比重仅 25%，还有较大发展空间。1986-2021 年美国共同基金规模占上市公司总市值比重从 28% 提升至 50%，考虑到我国居民资金加速进入权益市场的背景，假设我国公募基金规模占上市公司总市值比重提升至 50% 需要 10-14 年，上市公司总市值复合增速 12%，则我国公募基金规模未来 10-14 年的复合增速在 18%-20%，是黄金十年发展期。

图 59：我国公募基金规模占上市公司总市值比重还有较大提升空间



资料来源：Wind，浙商证券研究所

公募基金市场大发展利好参控股优质公募基金以及代销能力强的券商。根据基金业协会披露的 2021 年二季度公募基金公司非货币理财公募基金月均规模数据，易方达基金和广发基金分别排名第一和第三，广发证券持有易方达和广发基金 23%、55% 的股份，1H21 两家基金对广发证券的利润贡献合计达 19%。在代销基金方面，2021 年二季度末，广发证券代销股票+混合公募基金保有规模、非货币型公募基金保有规模均在券商中排名第三，处于行业领先地位。

表 4：公募基金规模排名（2021 年二季度）

排名	公司名称	非货币理财公募基金月均规模（亿元）
1	易方达基金管理有限公司	10,002
2	汇添富基金管理股份有限公司	6,058
3	广发基金管理有限公司	5,988
4	华夏基金管理有限公司	5,648
5	富国基金管理有限公司	5,268
6	南方基金管理股份有限公司	5,108
7	博时基金管理有限公司	4,235
8	嘉实基金管理有限公司	4,185
9	招商基金管理有限公司	4,074
10	中欧基金管理有限公司	3,744

资料来源：基金业协会，浙商证券研究所

表 5：广发证券公募基金保有规模在券商中排名第三（截至 2021 年二季度末）

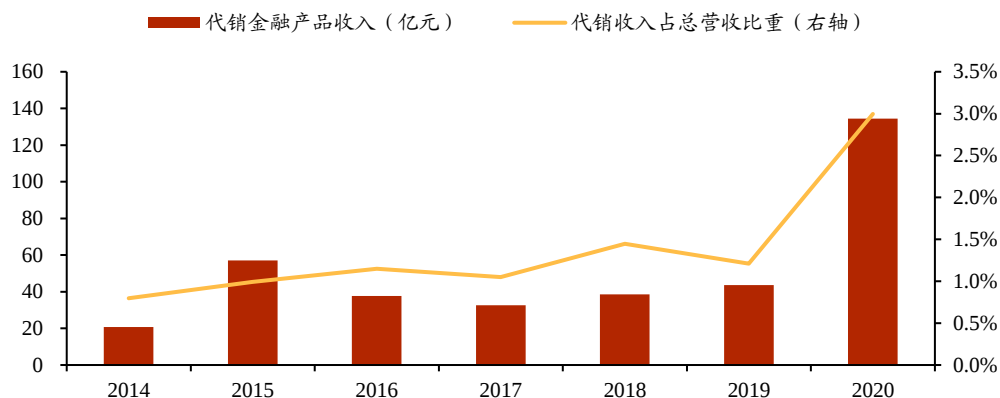
公司名称	股票+混合公募基金保有规模	非货币市场公募基金保有规模
中信证券股份有限公司	1,184	1,221
华泰证券股份有限公司	1,079	1,126
广发证券股份有限公司	785	841
中信建投证券股份有限公司	543	585
东方证券股份有限公司	494	505
招商证券股份有限公司	494	534
国信证券股份有限公司	492	500
中国银河证券股份有限公司	475	485
兴业证券股份有限公司	469	476
国泰君安证券股份有限公司	455	491

资料来源：基金业协会，浙商证券研究所 注：亿元

我国财富管理转型还处于初级阶段，渠道能力强的公司更容易在代销竞争中胜出。代销金融产品收入是财富管理转型初级阶段的重要指标，近年来我国证券行业代销金融产品收入占总营收的比重不断提高，财富管理转型成效初显。东方财富通过“东方财富网”、“股吧”、“天天基金网”成功积累了大量高粘性用户，渠道竞争力强。

根据基金业协会披露的公募基金保有规模数据，截至 2021 年二季度末，非货币市场公募基金保有规模方面，天天基金以 5,075 亿元排名第四；股票+混合公募基金保有规模方面，天天基金以 4,415 亿元排名第四。代销市占率方面，1Q21 末天天基金代销股票+混合基金保有量和非货币基金保有量市占率分别为 5.36%/3.47%，2Q21 末提升至 5.61%/3.69%，未来有望凭借强劲的渠道优势进一步抢占中小机构的市场份额。

图 60：我国证券行业代销金融产品收入占总营收比重不断提高



资料来源：证券业协会，浙商证券研究所 注：2014-2019 年行业代销收入为协会披露的各公司代销收入加总，2020 年行业代销收入为协会直接披露

表 6：天天基金保有规模排名第四（截至 2021 年二季度末）

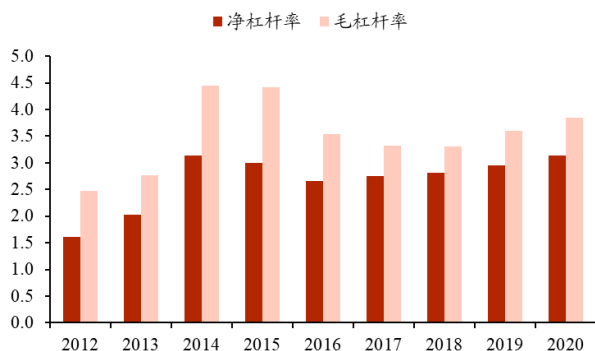
公司名称	股票+混合公募基金保有规模	非货币市场公募基金保有规模
招商银行股份有限公司	7,535	7,961
蚂蚁（杭州）基金销售有限公司	6,584	10,594
中国工商银行股份有限公司	5,471	5,875
上海天天基金销售有限公司	4,415	5,075
中国建设银行股份有限公司	4,113	4,445
中国银行股份有限公司	3,334	4,851
中国农业银行股份有限公司	2,467	2,751
交通银行股份有限公司	2,435	2,710
上海浦东发展银行股份有限公司	1,738	1,787
中国民生银行股份有限公司	1,630	1,681

资料来源：基金业协会，浙商证券研究所 注：亿元

3.2. 头部券商：扩表提杠杆，多元抗周期

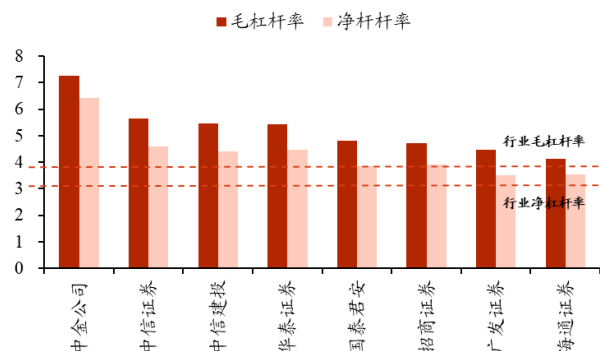
头部券商用表能力强，通过高杠杆撬动 ROE。我国证券行业杠杆倍数从 2012 年的 1.6 倍提高至 2020 年的 3.1 倍，中金公司、中信证券、华泰证券、中信建投等头部券商杠杆率远超行业平均水平，但是仍低于国际大投行，有较大的提升空间。

图 61：我国证券行业杠杆倍数不断提高



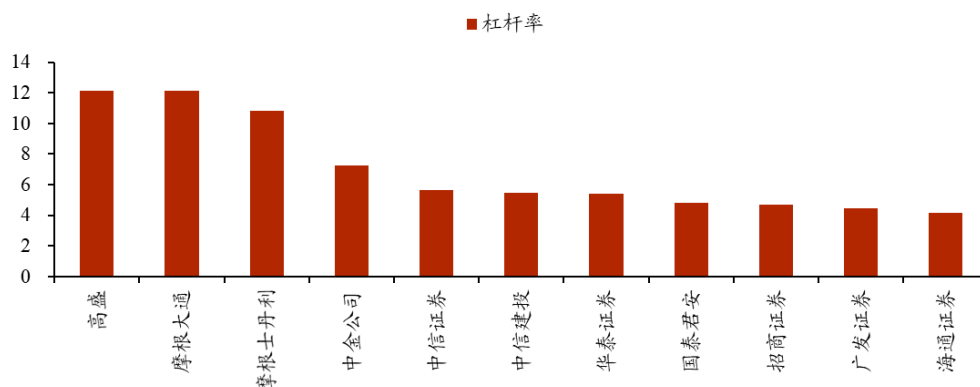
资料来源：证券业协会，浙商证券研究所 注：净杠杆率=（总资产-客户资金）/净资产

图 62：头部券商杠杆倍数远超行业平均水平



资料来源：公司年报，证券业协会，浙商证券研究所

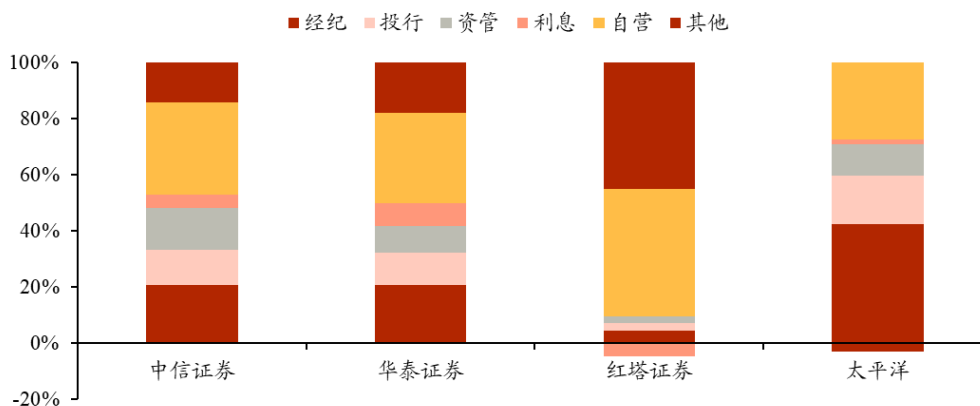
图 63：我国头部券商杠杆倍数低于国际投行



资料来源：公司年报，浙商证券研究所

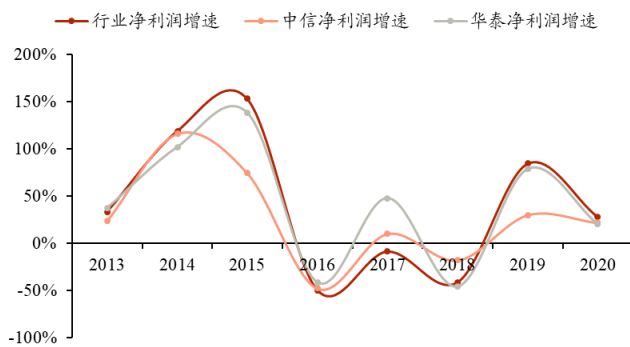
龙头券商用表能力强，业务结构多元，抗周期性更强。与中小券商相比，头部券商业务结构多元化、均衡化，业绩增长更加稳健。从净利润增速变化情况来看，中信证券、华泰证券的波动幅度要小于行业。从 ROE 水平来看，头部 10 家券商和尾部 10 家券商的平均 ROE 差距在逐步扩大，头部券商 ROE 的稳定性要优于尾部券商，且在熊市更为明显。2018 年头部与尾部 10 家券商的平均 ROE 之差要大于 2016、2017 以及 2019 年，说明小券商的业绩波动性更大、可持续性更弱。

图 64：头部券商与尾部券商相比收入结构更加均衡



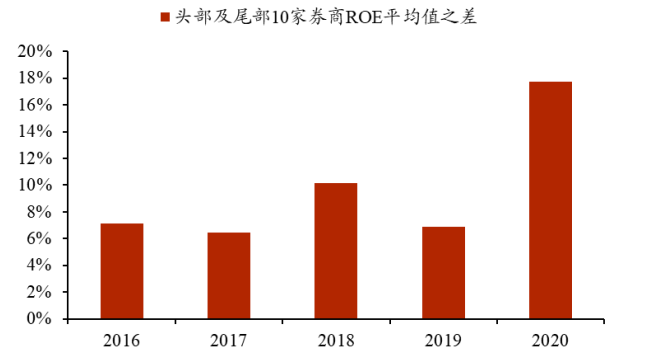
资料来源：公司年报，浙商证券研究所

图 65：头部券商净利润增速波动幅度小于行业水平



资料来源：证券业协会，公司年报，浙商证券研究所

图 66：头部券商 ROE 更具稳定性



资料来源：证券业协会，浙商证券研究所 注：头部及尾部券商按总资产规模排序

并表监管释放资本金，打开杠杆率提升空间。2020 年 3 月证监会将中信证券、华泰证券、中金公司、中信建投、国泰君安、招商证券等 6 家券商纳入首批并表监管试点，允许试点公司实行灵活的风控指标体系，将试点机构母公司的风险资本准备计算系数降至 0.5，表内外资产总额计算系数降至 0.7。券商监管指标之一资本杠杆率=核心净资本/表内外资产总额，部分头部券商的资本杠杆率已经接近 9.6%的预警线，下调表内外资产总额计算系数能够提高杠杆上限以及券商的资本杠杆率，使头部券商有更多提升杠杆的空间。

同时，并表监管能够释放资本金，有利于扩大衍生品业务等资本消耗型业务规模，中信、华泰、中金等头部券商在衍生品业务上占据绝对优势，未来有望进一步做大规模、巩固领先地位、提高衍生品业务集中度。

表 7：头部券商场外衍生品新增名义本金排名领先（2020 年 11 月）

排名	证券公司	本期新增名义本金（互换）	证券公司	本期新增名义本金（期权）	证券公司	本期新增名义本金（合计）
1	华泰证券	1,089.95	申万宏源	443.86	华泰证券	1,746.60
2	中信证券	669.18	华泰证券	418.23	中信证券	1,001.75
3	中金公司	412.57	国泰君安	411.45	中金公司	660.92
4	中泰证券	153.09	招商证券	296.10	申万宏源	597.93
5	国泰君安	92.53	中信证券	293.17	国泰君安	442.31
合计		2,417.33		1,862.81		4,449.22
集中度		91.82%		69.12%		83.51%

资料来源：中国证券业协会，浙商证券研究所 注：亿元

表 8：头部券商场外衍生品存续名义本金排名领先（截至 2020 年 11 月）

排名	证券公司	本期存续名义本金（互换）	证券公司	本期存续名义本金（期权）	证券公司	本期存续名义本金（合计）
1	中信证券	1,687.09	中信证券	1,352.56	中信证券	3,039.65
2	中金公司	1,686.32	申万宏源	1,162.33	中金公司	2,107.67
3	华泰证券	533.99	华泰证券	982.43	华泰证券	1,516.42
4	国泰君安	326.84	国泰君安	929.95	申万宏源	1,290.88
5	中泰证券	243.77	中信建投	875.61	国泰君安	1,256.79
合计		4,478.01		5,302.88		9,211.41
集中度		86.31%		65.29%		69.21%

资料来源：中国证券业协会，浙商证券研究所 注：亿元

表 9：头部券商/互联网券商主要指标对比

公司	股票+混合基金保有量市占率	公募基金对利润贡献度	资本杠杆率	ROE	PB	PE
东方财富	5.61%	<1%	N/A	20.9%	8.7	48
中信证券	1.50%	5%	14.22%	13.0%	1.7	17
华泰证券	1.37%	6%	18.48%	11.5%	1.1	11
广发证券	1.00%	19%	16.01%	11.7%	1.5	13
国泰君安	0.58%	2%	21.53%	11.9%	1.1	11
海通证券	0.47%	5%	23.98%	10.2%	1.0	11
中金公司	0.04%	<1%	12.30%	14.1%	3.4	28

资料来源：Wind，公司年报，基金业协会，浙商证券研究所 注：底色越红说明越受益；股票+混合基金保有量市占率为 1H21 末值，公募基金贡献度为 1H21 值，资本杠杆率为 1H21 末值，ROE 为 1H21 年化值，PB/PE 为 2021E 值；计算 PB/PE 的股价为 2021 年 9 月 30 日收盘价，除中信、华泰外，其他公司用来计算 PB/PE 的 BPS/EPS 均使用 Wind 一致性预测

4. 风险提示

1. 宏观经济大幅下行
2. 市场交投活跃度大幅回落
3. 市场改革进度不及预期

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，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，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本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、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：https://www.stocke.com.cn