万联证券 WANLIAN SECURITIES

转型升级，提质增效

——证券行业 2021 年中期投资策略报告

强于大市（维持）

2021 年 07 月 06 日

核心观点：

短期从估值盈利匹配角度看，券商板块仍待估值修复，适时左侧布局。2021 年上半年，市场交投活跃，两融规模创阶段新高，股债融资保持常态化，券商财富管理转型初见成效，上市券商业绩持续改善，2021Q1 合计归母净利+27%，整体年化 roe 接近 9%，盈利能力继续增强。截至 7 月 2 日，券商板块 PB 为 1.67X，位于 2011 年以来由低至高 30 分位以下，从估值盈利匹配角度分析，截至 2021 年一季末，券商板块 PB/ROE 仅为 18.61 倍，低于 2011 年至 2020 年 23 倍中枢，板块估值未能合理匹配盈利，存在明显低估，当前 PB/ROE 与今年一季末相当，短期来看券商板块估值有较大修复空间。

中长期看，资本市场改革红利细水长流，券商各业务在改革驱动下转型升级，提质增效，行业发展延续稳步向上趋势。以注册制改革为引领的资本市场全面深改将持续优化市场投融资生态打开券商成长空间，权益市场投资偏好提升带来中长线资金持续加码 A 股，券商主动顺应行业发展趋势，从重融资轻投资向投融资协同发展，财富管理转型初显成效，投行业务回归专业性，资管业务结构优化主动管理能力增强，自营业务稳定性进一步提高，行业延续稳步向上趋势。个股方面，我们认为具备投行和财富管理业务特色的券商在资本市场改革和行业发展新趋势下将厚植竞争优势。

具体业务：

经纪：2021 年上半年股基成交额同比+22%，下半年基数较高，2020 年佣金率下降至万分之二六，总体下滑趋势减缓。业务结构优化，转型财富管理初见成效，2020 年代销金融产品收同比+188.63%，增速远高于行业营收和利润增速。**投行：** 2021H1 股权融资家数和规模同比上升、环比下滑，注册制下 IPO 承销费率回升。券商债券承销规模增速下滑，债承费率有望监管约束下企稳。**资管：**主动管理规模占比持续提高，top5 券商合计主动管理规模比重已从 2017Q1 的 26%提高至 2021Q1 的 71%，带来综合管理费率的提升，公募加码权益投资，未来券商系公募资管业绩贡献度将继续提高。**信用：**股票质押规模继续收缩，两融余额再攀阶段新高，较上年末增加 10%，信用业务利率走势保持稳定。**投资：**上半年股债表现弱于去年同期，拖累 2021Q1 证券自营收益；投资类金融资产维持高占比，投资方向仍以固收为主，权益占比略升；头部券商科创板浮盈收益丰厚，上市券商跟投浮盈合计近 200 亿元。

业绩预测：预计 2021 年上市券商合计实现营收 7721 亿元，同比+10%，实现归母净利润 1662 亿元，同比+14%，ROE8.65%，同比提升 0.13pct。

风险因素：流动性收紧，海外市场剧烈波动，资本市场改革不及预期。

行业相对沪深 300 指数表现



数据来源：wind，万联证券研究所

相关研究

IPO 保持常态化发行，财富管理赛道竞争加剧

市场数据改善，5 月业绩预计向好

分类监管出新政，合规经营促发展

分析师： **胡江**

执业证书编号：S0270520120001

电话：15201318156

邮箱：hujiang@wlzq.com.cn

目录

1 证券行业分析框架 4
2 政策面&市场面：改革由快转稳，流动性维持中性 5
2.1 行业仍处向上政策周期，注册制改革推进由快转稳 5
2.2 流动性维持中性，机构资金入市热情不减 7
3 基本面：业绩持续改善，roe 拾级而上 9
3.1 证券业业绩持续改善，2021Q1 延续增势 9
3.2 roe 拾级而上，2021Q1 减值损失大幅下降 10
3.3 注册制改革下轻资产业务收入占比回升 11
4 行情&估值：上半年表现较弱，估值有修复空间 12
5 业务剖析：转型提效，结构优化 14
5.1 经纪：转型财富管理初见成效 14
5.2 投行：回归专业助力费率稳中有升 16
5.3 资管：主动管理规模与公募收入占比显著提高 18
5.4 信用：两融规模再攀新高，股质规模继续收缩 21
5.5 投资：自营更趋稳健，科创板跟投浮盈丰厚 23
6 竞争格局：投行与资管业务集中趋势明显 26
7 投资建议 28
8 风险提示 30

图表 1：行业层面自上而下分析框架 4
图表 2：业务层面量价分析框架 4
图表 3：2021 年行业利好政策梳理 5
图表 4：今年以来有关注册制改革的重要表述 6
图表 5：中债 10 年期国债到期收益率走势 7
图表 6：权益类公募基金规模大幅增加 8
图表 7：权益类公募基金净值占比回升 8
图表 8：沪深港通北向资金持续净流入 8
图表 9：上市券商合计营收、净利及增速 9
图表 10：2021Q1 上市券商归母净利与增速 9
图表 11：上市券商杠杆率（扣除客户保证金）历年水平 10
图表 12：上市券商历年 roe 水平 10
图表 13：上市券商减值损失（资产减值+信用减值）及损失率 11
图表 14：券商板块各细分业务增速 11
图表 15：券商板块历年业务结构 12
图表 16：券商指数年初以来走势较弱 12
图表 17：2021 年上半年周期性行业领跑市场 13
图表 18：2021 年上半年券商个股涨幅 13
图表 19：板块估值位于 2011 年以来 30 分位处（截至 2021 年 7 月 2 日） 13

图表 20: 估值与估值盈利匹配度历史走势 14
图表 21: 沪深 A 股历年成交额与换手率 14
图表 22: 2013 年以来佣金率走势及增速 15
图表 23: 经纪业务历年收入（亿元）与收入结构 15
图表 24: IPO+定增历年募资规模（亿元）与增速 17
图表 25: 投行业务历年收入（亿元）与业务结构 17
图表 26: 各板块历年 IPO 承销保荐费率 17
图表 27: 券商历年债券承销规模（亿元）及增速 18
图表 28: 证券业历年债券承销收入（亿元）与承销费率 18
图表 29: 证券行业资管规模（万亿元）及增速 19
图表 30: 证券业资管业务收入（亿元）和综合管理费率 19
图表 31: 资管规模排名前 5 券商合计主动管理规模（亿元）及主动型占比 20
图表 32: 上市券商基金管理业务净收入及占比提升 20
图表 33: 上市券商控、参股公募基金业绩贡献测算 20
图表 34: 上市券商两类信用资产历年规模（亿元） 22
图表 35: 两类信用资产历年规模（亿元）及占总资产比重 22
图表 36: 融资融券余额走势（亿元） 22
图表 37: 5 家头部券商两融平均利率和股票质押业务平均利率 23
图表 38: 三年期公司债票面利率（%） 23
图表 39: 今年以来股债基准指数走势 24
图表 40: 上市券商历年投资类资产规模（亿元）及占总资产比重 24
图表 41: 上市券商证券投资收益（亿元）和投资收益率 25
图表 42: 上市券商对合营联营企业投资收益（亿元）和投资收益率 25
图表 43: 上市券商证券自营权益类与固收类资产规模（亿元） 25
图表 44: 上市券商科创板跟投浮盈和跟投收益率 26
图表 45: 券商总资产、净资产、营收、净利 CR10 集中度趋势 26
图表 46: 券商各细分业务 CR10 历史趋势 27
图表 47: 2020 年上市券商各大业务营收占比排名 27
图表 48: 上市券商业绩预测 29

1 证券行业分析框架

行业层面强调自上而下，关注政策面和市场面两个核心因素。证券业研究以自上而下为主，政策面的行业监管尺度和市场改革力度对证券行业的发展影响深远，证券业的监管尺度一定程度受市场环境左右，松紧交替的监管政策会对券商经营造成不小的扰动，同时监管政策差异化也对规模不等的券商发展空间构成不同程度的制约，而资本市场改革创新则能够为券商带来新的业务机会或进一步打开业务空间。市场面的影响则更易理解，由于券商各项业务主要围绕资本市场展开，市场冷热与行情牛熊对券商业绩能带来直接而显著的影响。因此，研究券商板块一方面需要密切关注行业政策，另一方面必须紧密跟踪市场面情况，包括流动性、资金流向等。

业务层面围绕量价分析，重点聚焦roe、杠杆率等财务指标。券商业务目前主要分为五类，即经纪、投行、资管、信用和投资，合计收入占比达到95%左右。以功能划分，其中经纪、资管、投资属于投资类业务，投行和信用属于融资类业务；以占用资本的多少划分，经纪、资管、投行一般称为轻资产业务，信用和投资称为重资产业务或资金业务，后者主要通过运用资产负债表来驱动业绩。2012年以来，行业业务结构呈现明显的重资产化趋势，所以券商股通常采用PB、PB/roe等估值指标，基本面上重点关注杠杆率和roe等指标。在业务层面上的分析框架采用的是量价分析方法，研究五类业务的市场规模和费率情况。

图表1：行业层面自上而下分析框架



- 市场面：二级市场活跃度，市场行情等
- 政策面：行业监管政策，资本市场改革等
- 基本面：杠杆率（扣除客户保证金）、ROE

券商股估值：PB、PB/ROE

资料来源：wind，万联证券研究所

图表2：业务层面量价分析框架

			量价分析：
经纪	代理买卖证券业务，代销金融产品业务等	⇔	股票成交额×佣金率
投行	IPO、股权再融资、债券承销、并购重组等	⇔	股、债融资规模×承销费率
资管	集合资管、定向资管、abs、公募/私募子公司	⇔	资管规模×管理费率
信用	融资融券、股票质押业务	⇔	两融/股票质押规模×利差
投资	包括证券自营、股权投资、另类投资等	⇔	投资规模×收益率

其他业务：大宗商品、外汇、金融衍生品等，收入占比较低

资料来源：wind，万联证券研究所

2 政策面&市场面：改革由快转稳，流动性维持中性

2.1 行业仍处向上政策周期，注册制改革推进由快转稳

证券业仍处向上政策周期和重要战略机遇期。2019年以来，始于2015年下半年的券业严监管逐渐放宽政策约束，政策暖风频吹，包括调降投保基金和结算备付金缴纳比例、优化风控指标、松绑再融资、扩大两融标的等一系列逆周期调节监管政策相继出台，券商展业环境显著改善。今年上半年，《证券公司短期融资券管理办法（修订征求意见稿）》，《关于承销类会员（证券公司类）参与非金融企业债务融资工具主承销业务市场评价结果的公告》等文件相继公布，证券公司流动性管理、发债资格、创新业务资格等迎来利好，展望下半年，证券公司租用第三方网络平台展业等政策有望落地，证券业仍处向上政策周期。与此同时，资本市场新一轮改革持续推进，证监会围绕“打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”顶层设计理念，于2019年9月推出资本市场全面深改12条，围绕12项重点任务清单框架，改革朝市场化法治化方向快步迈进，创业板试点注册制、新三板改革、交易制度、退市制度改革等各项改革工作迅速落地。年初证监会系统工作会议上，监管层定调将继续扎实推进全面深化资本市场改革开放落实落地，证券行业正处于重要战略机遇期。中长期看，以注册制改革为引领的全面深改将持续优化资本市场投融资生态，在投融两端打开券商成长空间，驱动证券业高质量发展。

图表3：2021年行业利好政策梳理

时间	发布机构	文件/事件	利好政策内容
2021.1.18	交易商协会	关于承销类会员（证券公司类）参与非金融企业债务融资工具主承销业务市场评价结果的公告	申万宏源证券、平安证券、兴业证券、东兴证券、长江证券、中泰证券6家券商获得开展非金融企业债务融资工具主承销业务资格。
2021.2.9	中国结算	《证券账户非现场开户实施细则》	允许开户代理机构在加强合规管理和内部风控的前提下自主选择开户方式。
2021.2.19	国家外汇局外汇研究中心	国家外汇局资本项目管理司司长叶海生文章《叶海生：深化改革 稳步推进高水平资本项目开放》	继续推进证券公司结售汇业务试点工作，健全管理制度，规范并完善相关外汇账户、境内外汇划转等规则，支持其代客结售汇业务的健康发展；选择部分实力较强的证券公司开展跨境业务试点，制定试点规则，合理确定跨境额度、业务种类、资金管理等，支持证券公司做大做强，发挥证券公司对外汇市场的积极作用。
2021.3.5	央行	《证券公司短期融资券管理办法（修订征求意见稿）》	取消发行前备案，强化事中事后管理，大幅修改证券公司短期融资券发行门槛，建立以流动性管理为核心的管理框架，将短期融资券最长期限从不超过91天延长至不超过1年，取消证券公司发行短期融资券的强制评级要求。
2021.3.19	证监会	《关于修改<证券公司股权管理规定>的决定》及配套规定	适当降低证券公司主要股东资质要求，取消主要股东具有持续盈利能力的要求；主要股东净资产从不低于2亿元调整为不低于5000万元人民币等。
2021.5.28	证监会	公布首批证券公司“白名单”	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；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。

资料来源：证监会，万联证券研究所

注册制改革方向不变，推行节奏由快转稳。近两年，证监会按照市场化法治化的改革方向，以尊重注册制基本内涵、借鉴国际最佳实践、体现中国特色和发展阶段三原则，推动形成了从科创板到创业板、再到全市场的“三步走”注册制改革布局。截至今年5月末，采用注册制方式选择在科创板和创业板上市的公司数量占同期登陆A股公司总数量的56.85%，显示注册制改革成效显著，对发行效率提升作用明显。今年2月证监会新闻发言人就IPO申报企业情况答记者问时表示有关方包括发行人、中介机构等对注册制的内涵与外延理解不全面、对注册制与提高上市公司质量的关系把握不到位、对注册制与交易所正常审核存在模糊认识，形成有效的市场约束需要一个渐进的过程。3月，易会满主席在中国发展高层论坛圆桌会上表示将坚定注册制改革方向不动摇，继续坚持稳中求进，坚持系统观念，扎实做好科创板、创业板注册制试点评估，完善注册制全流程全链条的监管监督机制，为全市场注册制改革积极创造条件。今年上半年证监会相继发布《首发企业现场检查规定》,《监管规则适用指引-关于申请首发上市企业股东信息披露》、修订《科创属性评价指引（试行）》等监管制度，以压实中介责任、加强股东信息披露监管、强化科创板IPO企业“硬科技”要求。从监管表态以及相继出台的制度看，全面注册制落地预计比此前市场预期要晚，注册制改革推行节奏正由快转稳，改革红利细水长流。

图表4：今年以来有关注册制改革的重要表述

日期	来源	相关表述
2021.1.28	2021年系统工作会议	坚持尊重注册制基本内涵、借鉴国际最佳实践、体现中国特色和发展阶段三原则，做好注册制试点总结评估和改进优化，加快推进配套制度规则完善、强化中介机构责任等工作，为稳步推进全市场注册制改革积极创造条件。
2021.2.26	证监会新闻发言人就IPO申报企业情况答记者问	我会将严把资本市场入口关，常态化开展问题导向及随机抽取的现场检查，支持符合条件的优质企业上市。
2021.3.5	政府工作报告	稳步推进注册制改革，完善常态化退市机制，加强债券市场建设，更好发挥多层次资本市场作用，拓展市场主体融资渠道。
2021.3.20	中国发展高层论坛圆桌会易会满讲话	坚定注册制改革方向不动摇，继续坚持稳中求进，坚持系统观念，扎实做好科创板、创业板注册制试点评估，完善注册制全流程全链条的监管监督机制。重点把握好实行注册制与提高上市公司质量、压实中介机构责任、保持市场平稳运行、明确交易所审核职能定位、加快证监会发行监管转型、强化廉洁风险防范等6个方面的关系，为全市场注册制改革积极创造条件。注册制改革涉及利益复杂、影响深远、敏感性强，各方面都高度关注，需要各参与方共同努力，支持改革、呵护改革，把改革条件准备得更充分一些，推动这项重大改革平稳落地。
2021.6.10	第十三届陆家嘴论坛易会满讲话	为什么一些市场主体会有收紧的感觉呢？可能有几个方面的因素：一是落实新证券法的要求，对中介机构的责任压得更实了；二是加强股东信息披露监管，明确了穿透核查等相关要求；三是按照实质重于形式的原则，完善了科创属性评价体系，强化了对“硬科技”要求的综合研判。这么做的考虑，主要是为全市场稳步推进注册制改革创造条件，也是处理好注册制改革与提高上市公司质量关系的应有之义，同时也有利于防止资本无序扩张，防范板块套利，维护公开公平公正的发行秩序。

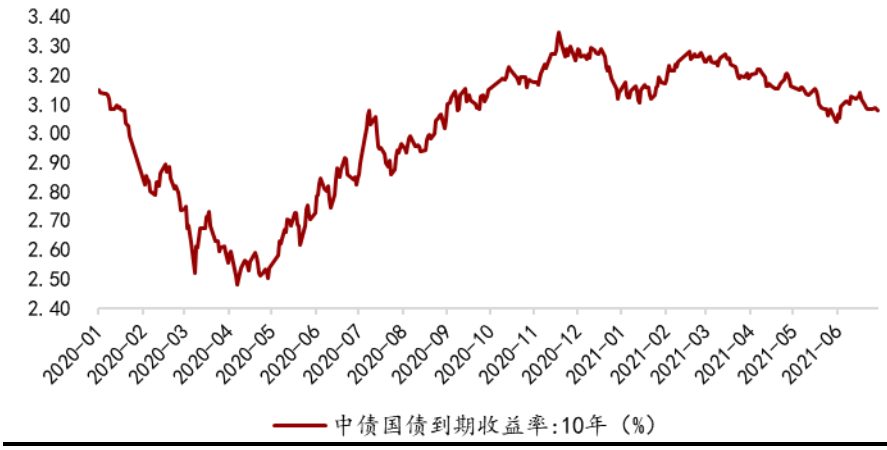
资料来源：证监会，万联证券研究所

2.2 流动性维持中性，机构资金入市热情不减

流动性预计维持中性，通胀为主要扰动因素。流动性对券商估值和业绩都具有显著影响，即所谓戴维斯双击，一方面流动性左右股市风险溢价，是包括券商板块在内的二级市场估值的关键影响因素之一，二级市场行情进一步影响券商业绩预期，因此理论上券商板块的估值对流动性的弹性更大；另一方面在证券业重资产化趋势下券商资负两端金融资产/负债占比越来越高，导致券商业绩对利率的反应也愈加敏感，流动性宽松环境有助于显著降低券商负债成本同时提高投资收益。

2020年末的中央经济工作会议提到2021年的宏观政策在操作上将精准有效、不急转弯，保持对经济恢复必要的支持力度，实施稳健的货币政策力求稳杠杆，一季度央行货币政策执行报告表示今年以来货币政策稳字当头，继续保持流动性合理充裕。从年初以来中债10年期国债到期收益率的走势可以看出，上半年无风险利率基本围绕去年底的水平窄幅波动。近期全球原油等大宗商品价格上涨较快，外部通胀的提高加剧了货币收紧的预期，对此，一季度央行货币政策执行报告上表示我国作为大型经济体，若无内需趋热相叠加，国际大宗商品上涨难以引发明显输入性通胀，6月10日，易纲主席在第十三届陆家嘴论坛上也表示，综合各方面因素判断，今年我国CPI走势前低后高，全年的CPI平均涨幅预计在2%以下。从央行表述和近期市场表现看，我们预计货币政策将继续维持中性，流动性保持合理充裕。

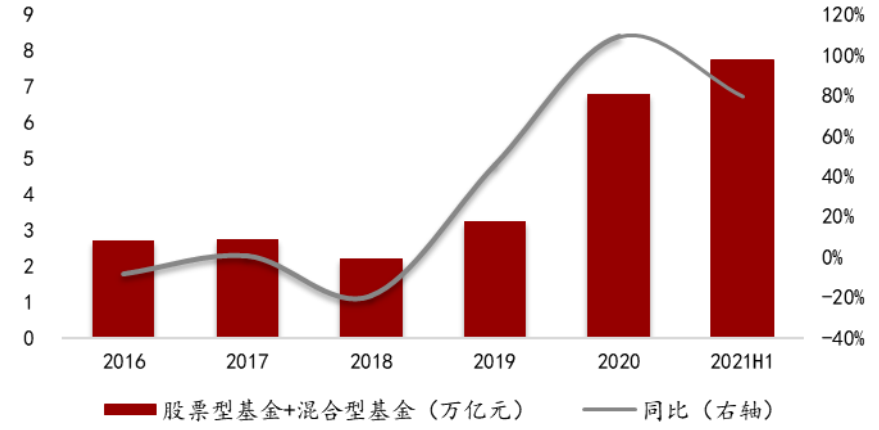
图表5：中债10年期国债到期收益率走势



资料来源：wind，万联证券研究所

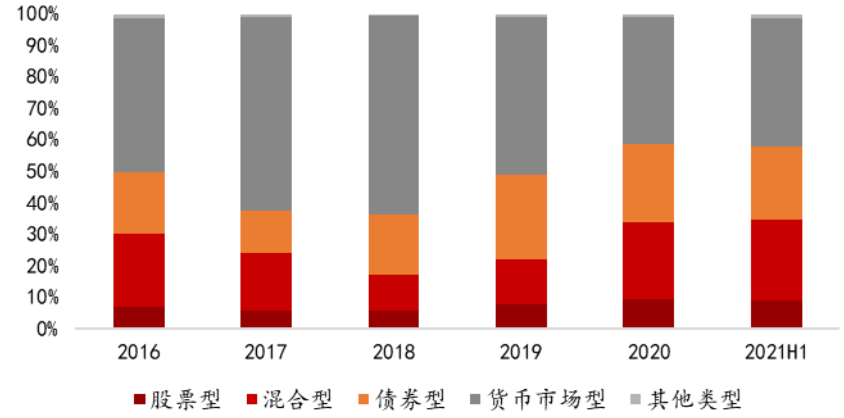
机构资金入市热情不减，北向资金年内净流入额已超去年全年。市场面层面因素除流动性外，投资偏好变化和外资进入等结构性因素也会对市场活跃度、行情带来影响。近年随着市场化改革带来的利率整体趋势性下移，资管新规、银行理财新规净值化和打破刚兑等制度变革，带来真实“无风险利率”回归，一方面导致货基、固定理财等金融产品吸引力下降，另一方面使得权益市场的风险偏好上升。同时，推动更多中长期资金入市，打通各种基金、保险、企业年金等各类机构投资者入市瓶颈也是“深改12条”重点推动的改革任务之一，截至2021年6月末，股票型+混合型基金规模达到7.76万亿元，同比增加79.93%，保持高增速，占公募净值比重由2020年末的33.86%进一步提高至34.76%。随着A股交易机制和做空机制等制度的完善，以及MSCI指数扩容等影响加码A股速度也在加快，截至2021年6月末，沪深港通北向资金年内累计净流入额2237亿元，已超过去年全年净流入额。

图表6：权益类公募基金规模大幅增加



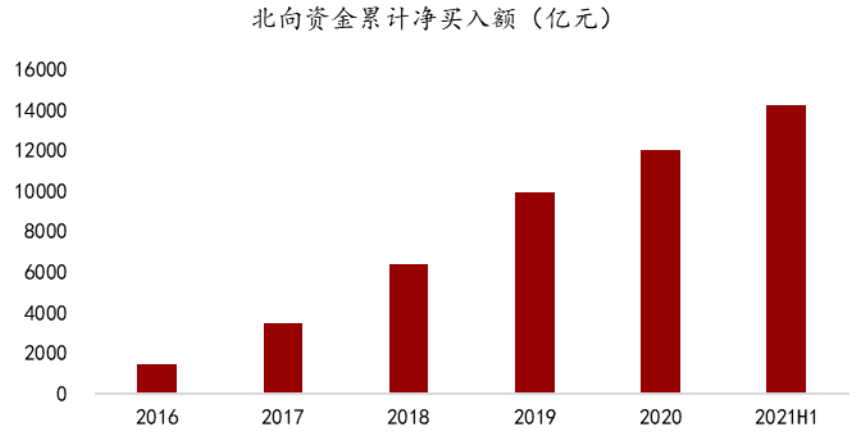
资料来源：wind，万联证券研究所

图表7：权益类公募基金净值占比回升



资料来源：wind，万联证券研究所

图表8：沪深港通北向资金持续净流入



资料来源：wind，万联证券研究所

3 基本面：业绩持续改善，roe 拾级而上

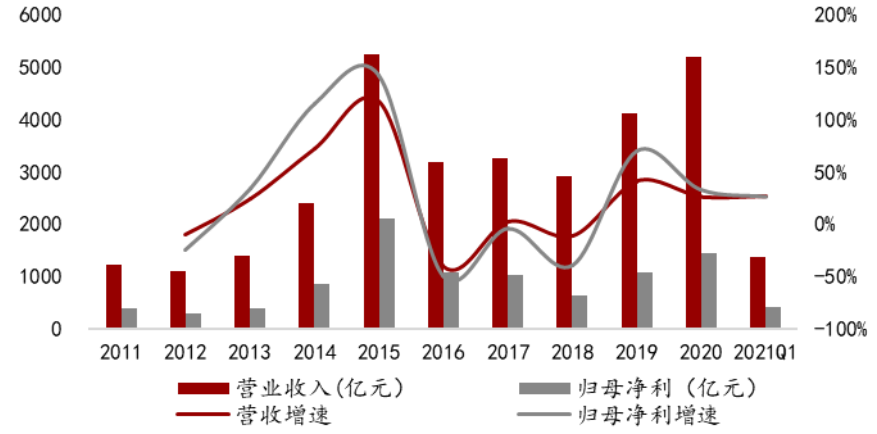
3.1 证券业业绩持续改善，2021Q1 延续增势

证券行业业绩持续改善。2020年，41家上市券商合计实现营收5207亿元，同比+26.69%，合计实现归母净利1461亿元，同比+33.70%，上市券商合计营收、归母净利增速分别比行业高2.28pct、5.72pct。2020年证券行业在2019年高盈利基数上再创佳绩，营收与净利润规模同排历史前二，仅次2015年，证券业业绩持续改善。

2021Q1归母净利+27%，延续增势。2021Q1，市场交投活跃，两融规模创阶段新高，股债融资保持常态化，券商财富管理转型初见成效，驱动证券业高质量发展。41家上市券商2021Q1合计实现营收1373亿元，同比+27.72%，合计实现归母净利424亿元，同比+27.12%，券商板块业绩保持正增。

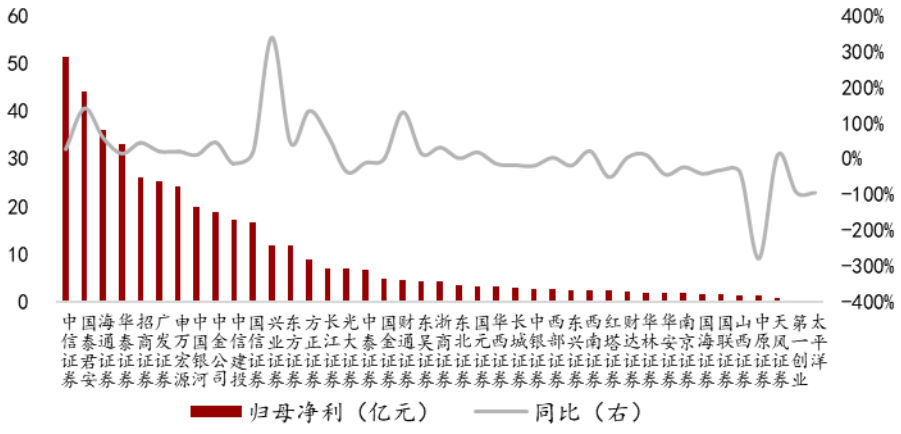
中信证券业绩第一，兴业证券业绩增速亮眼。2020年41家上市券商中40家盈利1家亏损，39家业绩提高，2家业绩下滑。业绩规模上，中信证券、国泰君安和海通证券归母净利排名前三，业绩增速上，中小券商业绩增速排名相对更靠前，排名前三的分别是光大证券（+310.97%）、兴业证券（+127.13%）和华林证券（+83.96%）。2021Q1业绩前三仍分别是中信证券、国泰君安和海通证券，业绩增速前三分别是兴业证券（+340.56%）、国泰君安（+141.57%）和方正证券（134.53%）。

图表9：上市券商合计营收、净利及增速



资料来源：wind，万联证券研究所

图表10：2021Q1上市券商归母净利与增速



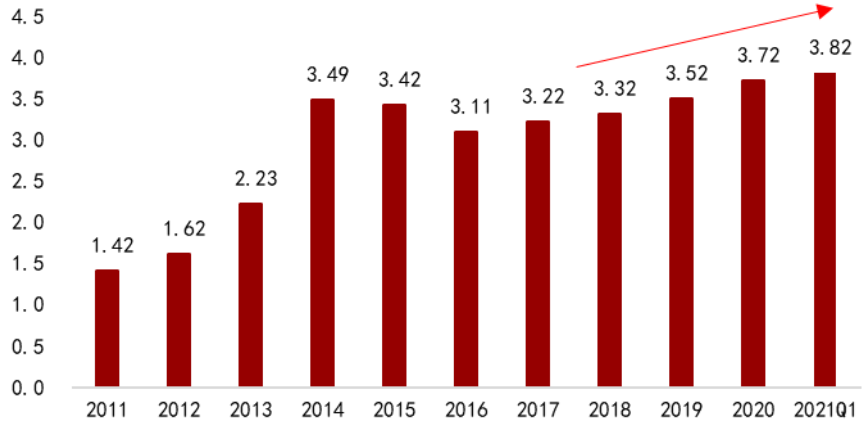
资料来源：wind，万联证券研究所

3.2 roe 拾级而上，2021Q1 减值损失大幅下降

杠杆率逐年提升，roe拾级而上。截至2020年年末，41家上市券商合计总资产8.93万亿元，净资产1.93万亿元，分别较上年末+23.69%、+14.71%。上市券商整体杠杆率（扣除客户保证金）由上年的3.52倍提升至3.72倍，2016年以来连续四年逐年提升，驱动杠杆率提升的原因一方面来自投资、两融等业务规模增加带来的资产端扩张，另一方面负债端成本压力减轻使得上市券商融资规模大幅增加，2020年受疫情影响逆周期政策加码，市场利率大幅阶段性走低，上市券商发债和置换债务需求旺盛，2020年上市券商债务融资规模远超往年，合计规模同比增78%。融资成本的降低和杠杆率的提升是券商板块盈利延续向好趋势的重要动力，2020年上市券商整体roe达到8.34%，较上年提升1.37pct。2021Q1上市券商总资产、净资产分别较2020年年末+5.05%、+2.03%至9.38万亿元、1.97万亿元，整体杠杆率（扣除客户保证金）提升至3.82倍，2021Q1上市券商整体roe为2.24%，年化roe较上年提升0.62pct。

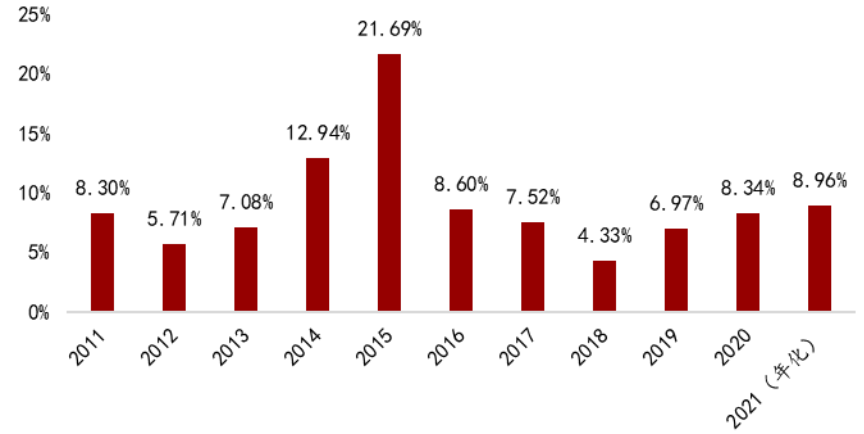
2021Q1减值损失大幅下降。2021Q1上市券商roe表现除受板块整体杠杆率提升的推动外，收入端信用减值损失大幅下降也是重要原因，2021Q1上市券商合计信用减值损失由上年同期的42.17亿元下降至12.66亿元，同比下降70%，减值损失率（减值损失占收入比重）由上年同期的3.92%下降至0.92%，我们推测主要是受上年券商减值计提充分所致，此外，较去年下半年极端分化的抱团行情今年一季度市场风格出现逆转，股票质押风险集中的中小票形势好转，预计转回了部分计提的减值准备。

图表11：上市券商杠杆率（扣除客户保证金）历年水平



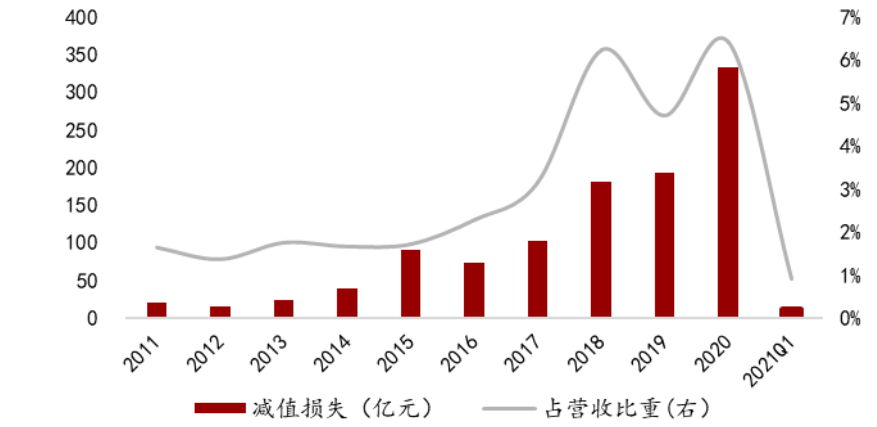
资料来源：wind，万联证券研究所

图表12：上市券商历年roe水平



资料来源：wind，万联证券研究所

图表13：上市券商减值损失（资产减值+信用减值）及损失率



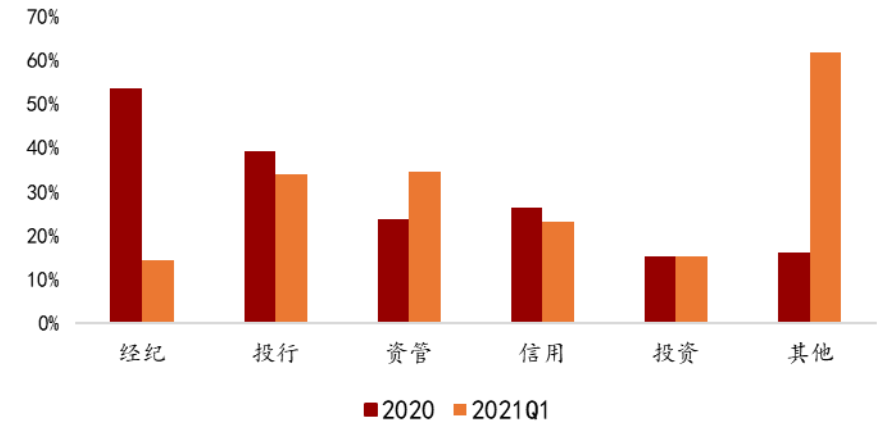
资料来源：wind，万联证券研究所

3.3 注册制改革下轻资产业务收入占比回升

2020年经纪与投行贡献主要业绩增量。2020年券商经纪和投行业务显著受益创业板注册制改革和同步实行的交易制度改革，增速明显领先其他业务。具体来说，2020年上市券商五大业务均取得不同程度的业绩增幅，其中经纪业务收入增速最高，达到+53.56%，其次依次为投行、信用、资管和投资业务，增速分别为+39.35%、+26.47%、+23.83%和+15.34%。**2021Q1其他业务收入增速第一。**2021Q1，大宗商品市场走牛，以大宗商品销售收入为主的其他业务收入大幅增加62.00%，增速第一，其次依次为资管、投行、信用、投资和经纪，增速分别为+34.73%、+33.98%、+23.13%、+15.25%、+14.45%。

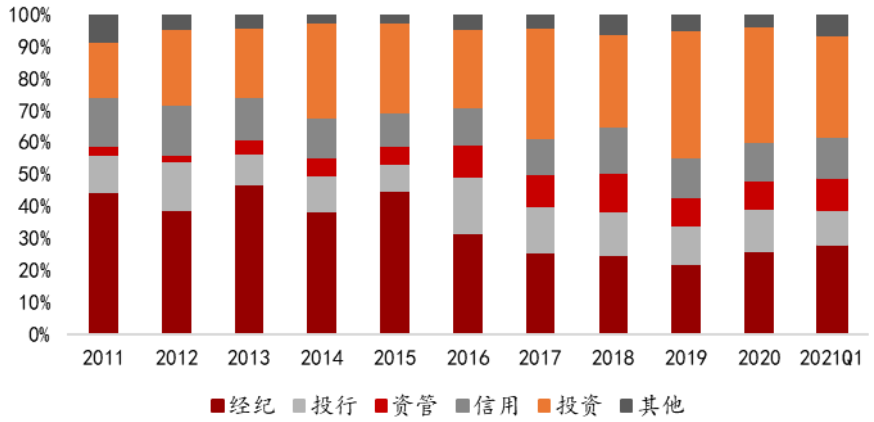
改革推动轻资产业务收入占比回升。收入结构上，自2017年超过经纪收入，投资收益收入占比一直居于首位，2020年和2021Q1，投资收益收入占比分别为35.85%和31.58%。2012年以来行业呈现重资产化趋势，叠加佣金费率和投行手续费率走低，轻资产业务收入占比逐渐下降，重资产业务收入占比在2019年达到51.91%高点并超过轻资产业务，近两年，随着资本市场全面深改的推进，券商传统业务市场空间打开的同时，也推动了传统业务的转型增效，如经纪业务转型财富管理，投行业务回归专业性，资管业务主动管理转型等，在量价两个维度上共同助推轻资产业务收入占比回升，2021Q1轻资产业务与重资产业务收入占比分别为49.18%和44.43%。

图表14：券商板块各细分业务增速



资料来源：wind，万联证券研究所

图表15：券商板块历年业务结构

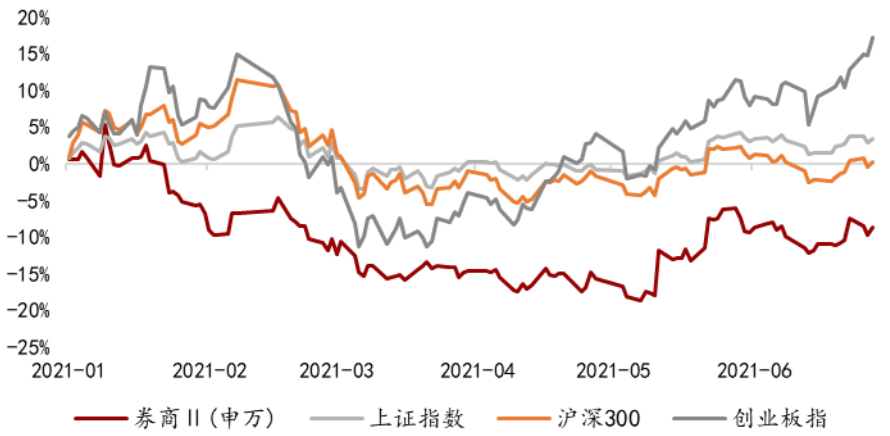


资料来源：wind，万联证券研究所
注：由于大宗商品业务收入的确认不是按差价确认，随着营业收入中其他业务收入（主要为大宗商品销售收入）比重越来越大，营收数据出现较大“水分”，为真实反映行业的业务结构，本图中各细分业务收入占比的计算采用减去其他业务成本后的营业收入作为分母。

4 行情&估值：上半年表现较弱，估值有修复空间

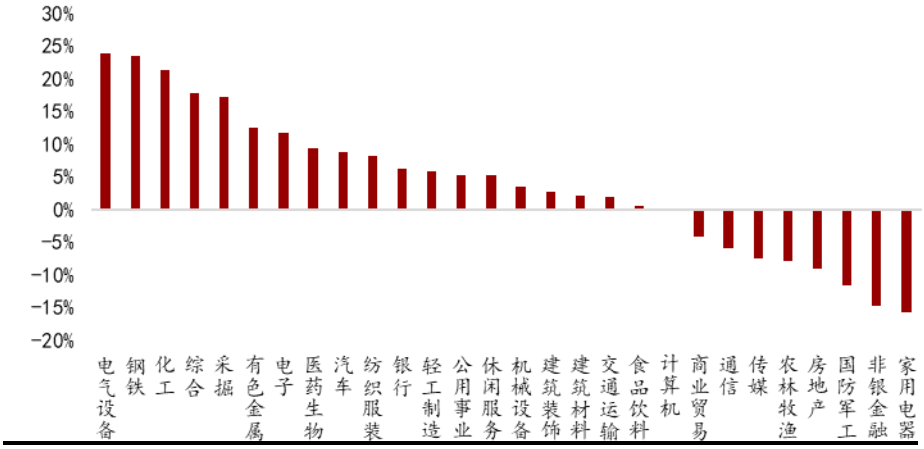
年初至今券商板块行情表现较差。今年以来，全球经济复苏叠加供需缺口较大导致大宗商品、原材料等价格显著上涨，上游和部分中游行业如钢铁有色采掘化工等周期性板块涨幅领跑市场，军工家电金融等板块则表现较弱，截至6月末，申万券商指数年内累计下跌8.65%，跑输沪深300指数8.89百分点，跑赢非银金融指数6.07个百分点，在非银金融板块中表现好于保险，弱于多元金融，我们判断券商板块年初以来行情较差的原因一是今年以来改革由快转稳，推进速度不及预期，二是交易层面，相对而言在投资风格上机构重成长散户博弹性，在券商板块近年来弹性下降导致散户持股意愿降低，同时行业成长性提高又未受到机构足够重视（显著低配券商）下，券商板块受到一定忽视，此外券商板块还受到今年以来多起大额配股、证金减持金融股等负面事件影响。个股层面，截至6月30日，41家上市券商个股股价普遍下跌，其中，低估值高roe的头部券商相对抗跌，年初估值较高的次新股则跌幅较深。

图表16：券商指数年初以来走势较弱



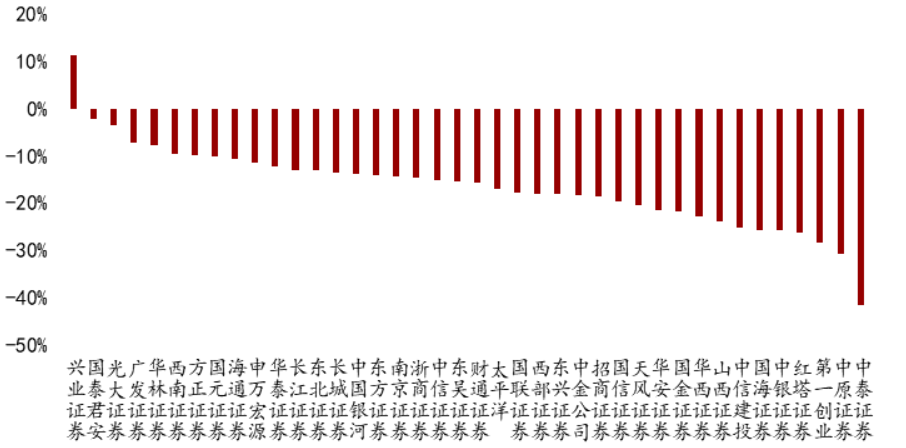
资料来源：wind，万联证券研究所

图表17：2021年上半年周期性行业领跑市场



资料来源：wind，万联证券研究所

图表18：2021年上半年券商个股涨幅



资料来源：wind，万联证券研究所

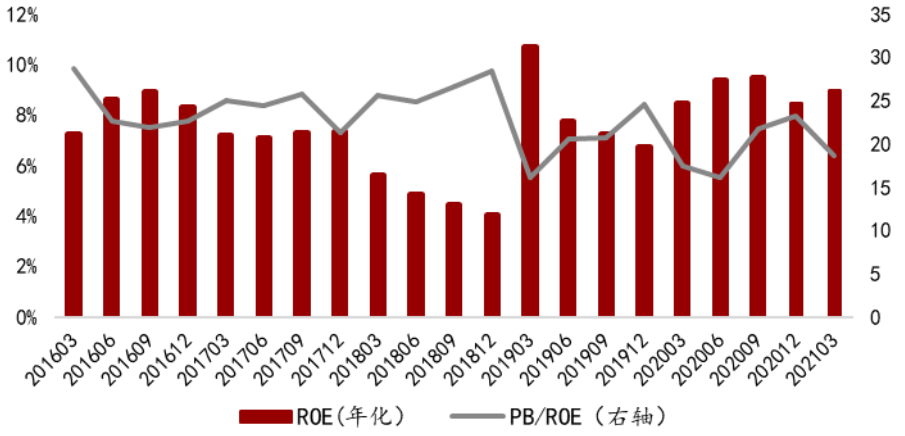
估值位于历史底部区间。截至7月2日，券商（申万）指数PB为1.67X，位于2011年以来由低至高30分位以下。从估值盈利匹配的季度统计数据看，2011-2020年PB/ROE中枢为23倍，截至2021年一季末，券商板块PB/ROE为18.61倍，估值未能合理匹配盈利，存在显著低估，当前PB/ROE与一季末相当，短期来看券商板块估值有较大修复空间。

图表19：板块估值位于2011年以来30分位处（截至2021年7月2日）



资料来源：wind，万联证券研究所

图表20：估值与估值盈利匹配度历史走势



资料来源：wind，万联证券研究所

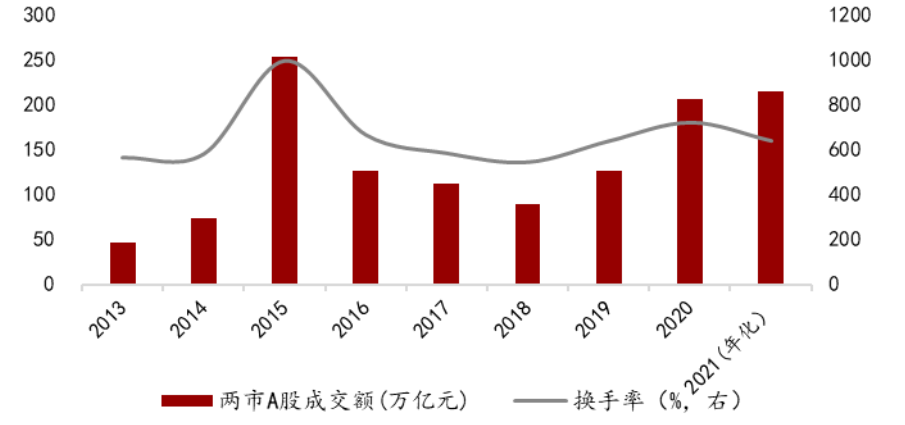
5 业务剖析：转型提效，结构优化

5.1 经纪：转型财富管理初见成效

上半年股基成交额同比+22%，下半年基数较高。成交额方面，2021年上半年市场交投较为活跃，两市日均股基成交额9775亿元，同比+21.16%，但下半年基数较高（去年下半年股基日均成交额9941亿元），预计全年股基成交额与上年基本持平。2019年以来改革带动市场交投持续活跃，交易制度、融资融券在科创板、创业板上率先革新，科创板、创业板换手率要明显高于主板，未来在全面注册制、t+0等政策催化下预计股基交易额将再上一个台阶。

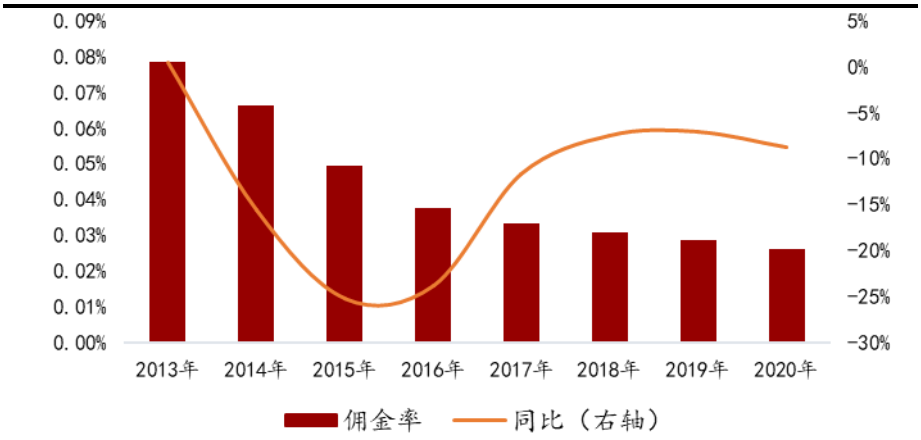
佣金率下滑趋势减缓，进入刚性底部。费率方面，2020年经纪业务综合佣金率下滑至万分之二六，较2019年万分之二九下降8.64%，连续三年维持较低的下降幅度，我们判断由于起步费用和成本的刚性约束，佣金率已进入底部区域，进一步下降的空间有限。2021Q1上市券商合计实现经纪业务收入315.35亿元，同比+14.45%，2021Q1股基成交额同比+11.22%，显示佣金率下滑趋势缓解。

图表21：沪深A股历年成交额与换手率



资料来源：wind，万联证券研究所

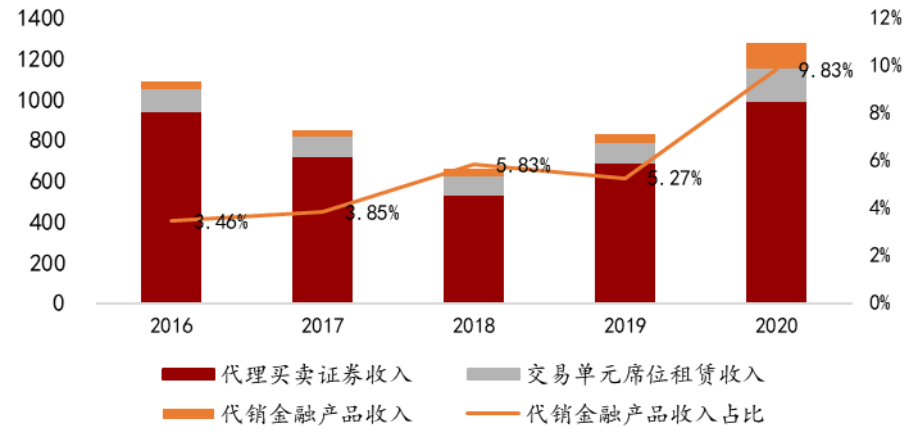
图表22：2013年以来佣金率走势及增速



资料来源：wind，万联证券研究所

持续发力财富管理业务转型初见成效。财富管理成为今年券商板块投资热点，财富管理业务并不是一项独立的业务，而是一套自上而下的资产配置产业链，服务于投资者的理财需求，具体包括券商经纪条线的产品代销、投顾以及资管业务，综合反映券商在渠道端的代销实力、投顾服务水平、信息化水平和产品端的主动投资能力。近年借机构大力发展权益投资的东风，券商代销金融产品收入得到大幅提高，2020年证券业代销金融产品收入125.72 亿元，同比+188.63%，增速远高于行业营收和利润增速，2020年代销金融产品收入占经纪业务收入的比重由上年的5.27%提高至9.83%，券商经纪业务向财富管理转型已初见成效。5月13日中基协首次公布销售机构公募基金销售保有规模百强名单，其中券商47家，接近榜单一半，保有规模合计8750亿元，占100家总保有规模的16.12%，券商发力金融产品代销潜力仍大。近日，监管批准包括17家券商在内的新一批机构开展基金投顾业务，基金投顾业务再次扩容，目前共有24家券商获试点资格，基金投顾是财富管理赛道的重要抓手，目前尚处发展初期，将是券商投顾业务新的盈利增长点。

图表23：经纪业务历年收入（亿元）与收入结构



资料来源：中证协，万联证券研究所

5.2 投行：回归专业助力费率稳中有升

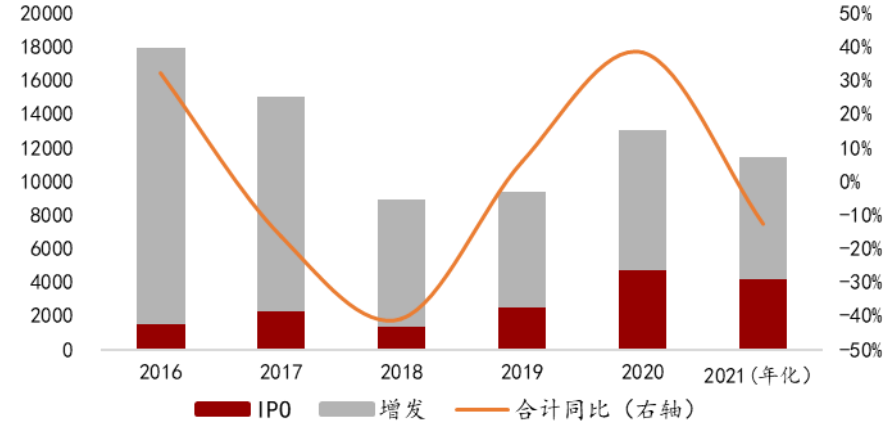
2021H1股权融资家数和规模同比上升、环比下滑。注册制改革打开了券商投行业务空间，2020年A股IPO企业近400家，合计融资4700亿元，较上年同比+86%，IPO融资额创近十年新高，增发融资额同比+21%，2020年上市券商合计投行业务收入同比+39.35%。2021年上半年市场股权融资同比保持高增，以上市日口径统计，今年前6月A股IPO家数共245家，同比+106%，IPO融资额2110亿元，同比+51%，增发家数共231家，同比+89%，增发融资额3598亿元，同比+0.81%。但从环比看，融资家数和金额均出现下滑，去年下半年创业板实行注册制改革后，A股新股发行速度明显加快，今年上半年IPO+增发合计家数、融资额分别较去年下半年减少7.93%、29.36%。对此，易会满主席在今年6月陆家嘴论坛上回应市场关于IPO发行收紧观点时表示，“IPO发行既没有收紧，也没有放松，当然在发行节奏上，需要综合考虑市场承受力、流动性环境以及一二级市场的协调发展，积极创造符合市场预期的新股发行生态。”目前来看，在注册制推行由快转稳下，中介责任进一步压实，科创属性要求提高的背景下，上半年股权融资在边际上确有收紧，但拉长时间区间看仍维持在近几年的较高水平。

承销保荐收入占比提升，财务顾问收入占比下滑。投行业务收入主要分为承销保荐业务收入和财务顾问业务收入，其中承销保荐业务收入可进一步细分为保荐业务收入、股权承销收入、债券承销收入。2019年市场改革以来，股权融资项目明显增多，股权承销、保荐收入占投行收入比重分别由2018年的20.30%、8.70%提高至2020年的40.12%和10.13%，与此同时，由于注册制下企业上市门槛降低（未盈利或盈利要求降低），导致市场壳资源的价值降低，企业更加倾向单独上市，对借壳重组构成一定挤出影响，财务顾问业务收入占投行收入比重由2018年的30.28%降至12.11%。债券承销收入依然是投行业务收入的压舱石，近三年收入占比稳定在40%左右。

股权承销费率回暖。IPO承销费率持续回暖，2021年上半年IPO承销保荐费率较2020年提高13.86%至5.62%。原因一方面是项目构成的变化导致，小项目的承销费率要明显高于大项目，而设立科创板以及创业板注册制改革后上市企业数量增多且规模相对较小，抬高了市场整体承销费率；另一方面是在注册制跟投、定价等市场化新机制安排下，投行保荐的通道属性减弱，既要荐也要保，更加考验投行的专业性，即定价和销售能力，例如科创板的跟投制度平衡了买卖双方利益，抑制了过高发行定价，在承销费不变的情况下分母减小费率上升。

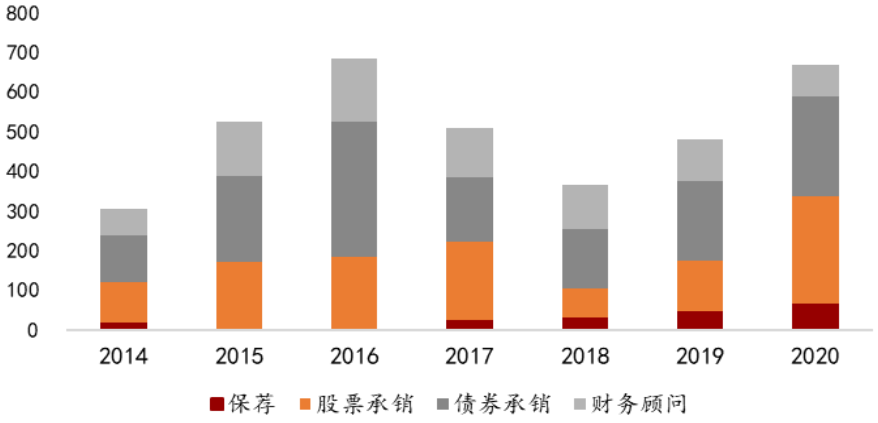
债券承销规模增速下滑，费率水平有望企稳。2021H1券商承销债券规模同比+14.47%，增速较上年同期下滑，相比疫情期间宽松的政策，债券融资条件有所收紧，券商承销的公司债、地方政府债规模同比增速明显下降。此外，监管要求弱化券商对债承规模的过度重视，6月23日中证协就《证券公司公司债券业务执业能力评价办法》修订版征求意见，删除了公司债券承销金额指标，降低了公司债券主承销项目数指标的分值，增加市场秩序维护指标，对涉及低价竞争的相关行为视情节轻重进行相应扣分。今年4月，中证协出台《公司债券承销报价内部约束指引》，明确承销机构应建立公司债券承销报价的内部约束制度，若报价在内部约束线以下的，承销机构应当履行内部特批程序。当前券商债券承销费率已跌至千三以下，监管约束后费率水平有望趋稳。

图表24：IPO+定增历年募资规模（亿元）与增速



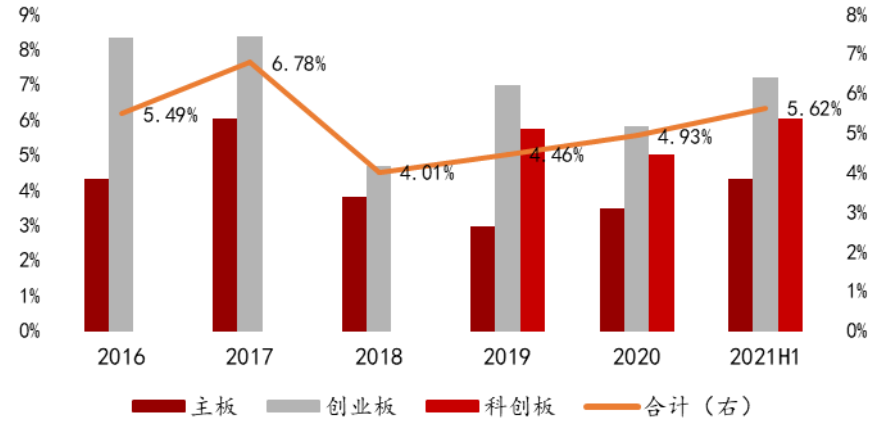
资料来源：wind，万联证券研究所

图表25：投行业务历年收入（亿元）与业务结构



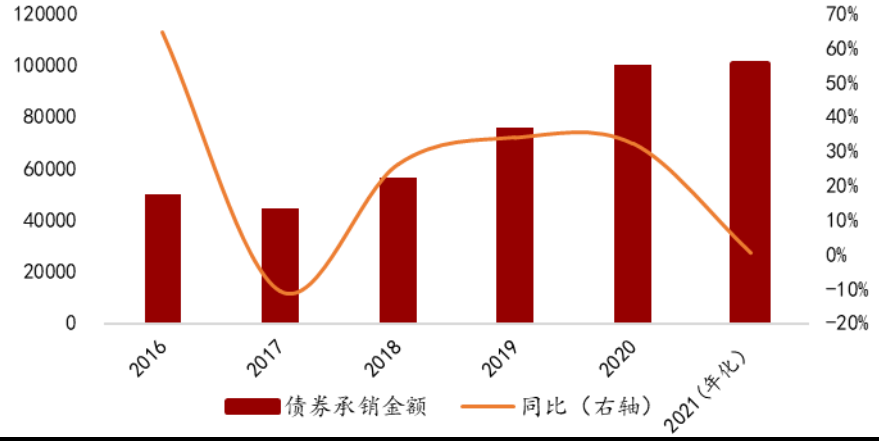
资料来源：wind，万联证券研究所

图表26：各板块历年IPO承销保荐费率



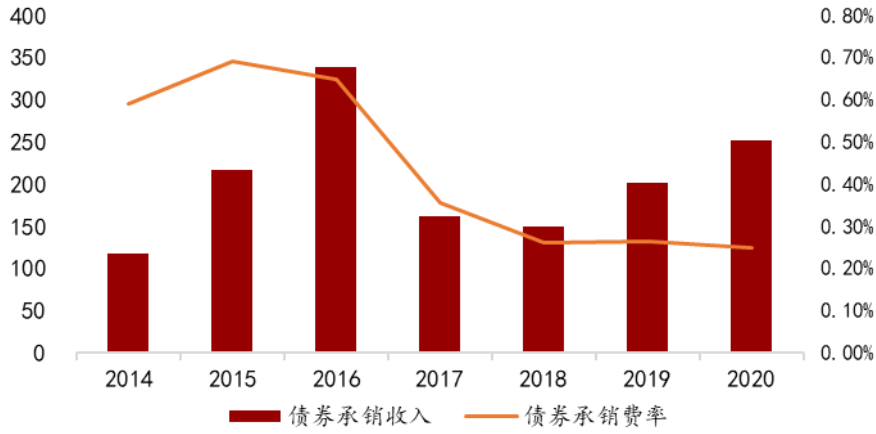
资料来源：wind，万联证券研究所

图表27：券商历年债券承销规模（亿元）及增速



资料来源：wind，万联证券研究所

图表28：证券业历年债券承销收入（亿元）与承销费率



资料来源：wind，中证协，万联证券研究所

5.3 资管：主动管理规模与公募收入占比显著提高

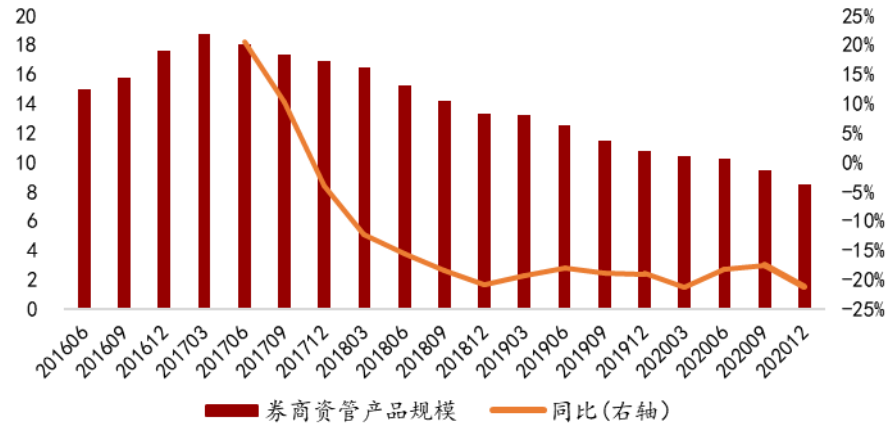
规模继续压缩，综合管理费率显著提高。自资管新规发布以来，券商资管业务持续去通道、去杠杆，2020年券商资管规模继续压缩，截至2020年末，券商资管产品规模8.55万亿元，较上年末下降21.03%，较2017Q1高点下降54.44%，2020年上市券商合计资管业务收入389亿元，同比+23.83%，增速略低于营收，营收占比由上年9.08%下滑至8.81%。资管向主动管理和公募转型成效显现，2020年资管业务综合费率提高至0.31%，2021Q1上市券商合计资管业务收入同比+34.73%。

资管主动管理规模占比持续提高。券商资管业务包括私募性质的集合、定向、专项计划，以及私募基金和公募基金业务。其中定向计划中部分通道业务为非主动管理类资管业务，资管新规出台后，券商通道业务被清理，截至2020年末，定向资管只数和规模分别较历史高点下滑41%和63%，券商资管主动管理规模占比持续提升，从行业资管规模top5券商的合计主动管理规模比重来看，主动管理规模占比已从2017Q1的26%提高至2021Q1的71%。

公募加码权益投资，券商系公募业绩提高。2019年以来公募基金管理规模显著提升，且呈现强者恒强格局，头部公募如易方达、汇添富、广发、富国等2020年业绩增速均超过50%，甚至翻了一番，而头部基金基本都由券商控、参股，2020年业绩排名前十的公募中就有7家公募属于券商系，部分券商系公募业绩对其上市券商

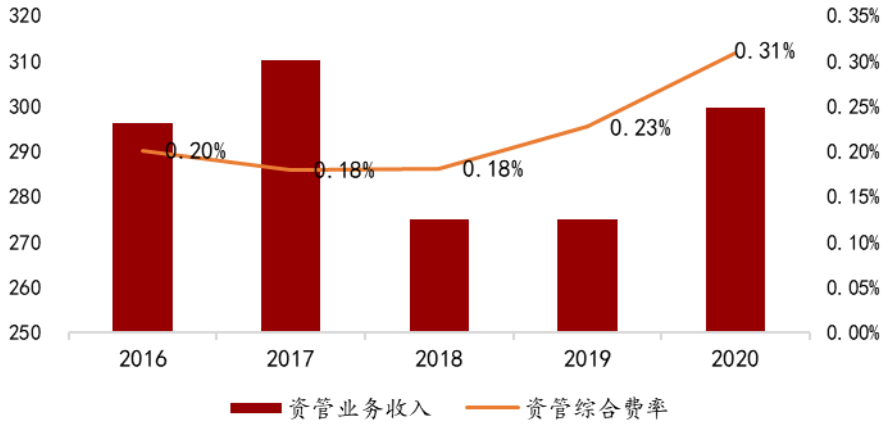
母公司的业绩贡献突出，以持股比例和公募利润进行粗略计算统计（持股比例超50%的并表计算），见图表33，公募子公司业绩贡献度较高的上市券商有东方证券、兴业证券、第一创业，其中在绝对额上，广发证券旗下易方达基金和广发基金合计业绩贡献在所有上市券商中最高。目前各家券商正积极申请公募牌照，监管也对公募牌照申请给予一定松绑，2020年7月，证监会对《证券投资基金管理公司管理办法》进行了修订，优化了公募牌照制度，适当放宽“一参一控”限制，允许同一主体同时控制一家基金公司和一家公募持牌机构。

图表29：证券行业资管规模（万亿元）及增速



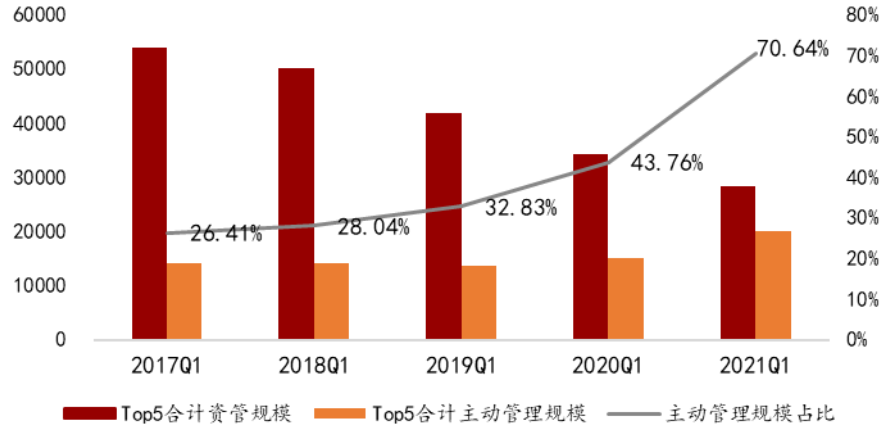
资料来源：中基协，万联证券研究所

图表30：证券业资管业务收入（亿元）和综合管理费率



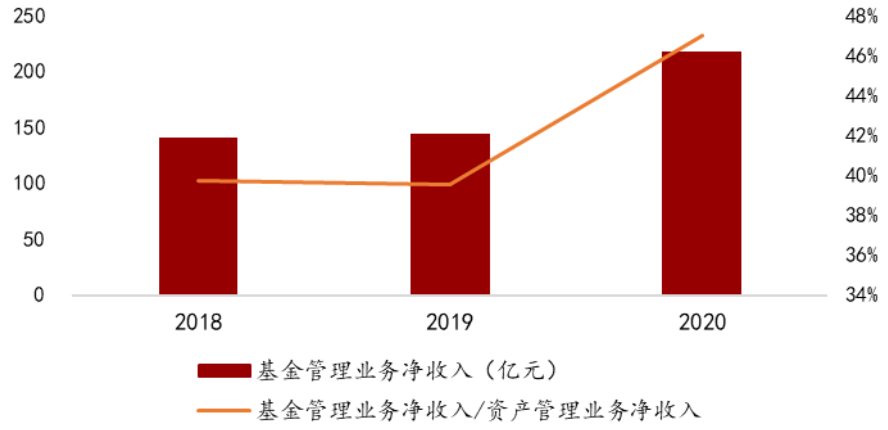
资料来源：中基协、中证协、万联证券研究所

图表31：资管规模排名前5券商合计主动管理规模（亿元）及主动型占比



资料来源：中基协、万联证券研究所
注：资管规模为季度月均规模

图表32：上市券商基金管理业务净收入及占比提升



资料来源：wind、万联证券研究所

图表33：上市券商控、参股公募基金业绩贡献测算

上市券商	2020年净利润（亿元）	旗下控、参股公募基金公司业绩情况				利润贡献粗算（亿元）	利润贡献度↓
		控、参股公募基金公司	持股比例	2020年净利润（亿元）	2020年净利润增速		
东方证券	27.22	汇添富基金	35.41%	25.66	105.53%	17.46	64.16%
		东方资管	100.00%	8.10	34.83%		
		长城基金	17.65%	1.55	70.23%		
兴业证券	45.84	兴证全球基金	51.00%	15.97	121.59%	17.33	37.80%
		南方基金	9.15%	14.84	65.47%		
第一创业	8.79	银华基金	26.10%	8.28	44.17%	3.11	35.34%
		创金合信基金	51.07%	0.95	40.78%		
西南证券	10.58	银华基金	44.10%	8.28	44.17%	3.65	34.51%
长城证券	15.31	景顺长城基金	49.00%	8.22	96.90%	4.76	31.08%
		长城基金	47.06%	1.55	70.23%		
广发证券	107.71	易方达基金	22.65%	27.50	59.27%	24.47	22.72%
		广发基金	54.53%	18.24	53.76%		
国海证券	8.10	国海富兰克林基金	51.00%	1.58	46.30%	1.58	19.47%
财通证券	22.92	财通基金	40.00%	1.27	88.81%	3.64	15.89%
东北证券	14.67	银华基金	18.90%	8.28	44.17%	2.16	14.73%
		东方基金	57.60%	0.60	122.53%		
招商证券	95.04	博时基金	49.00%	12.47	36.60%	10.18	10.71%
		招商基金	45.00%	9.04	12.61%		
光大证券	24.66	大成基金	25.00%	3.25	32.48%	2.41	9.77%

		光大保德信基金	55.00%	1.60	6.78%		
国信证券	66.18	鹏华基金	50.00%	5.89	7.22%	5.89	8.90%
申万宏源	78.76	富国基金	27.78%	16.52	108.71%	5.63	7.14%
		申万菱信基金	67.00%	1.04	64.27%		
海通证券	120.37	富国基金	27.78%	16.52	108.71%	8.37	6.95%
		海富通基金	51.00%	3.78	69.51%		
红塔证券	14.52	红塔红土基金	59.27%	1.01	329.55%	1.01	6.94%
华泰证券	108.70	南方基金	41.16%	14.84	65.47%	7.44	6.84%
		华泰柏瑞基金	49.00%	2.72	43.75%		
中信证券	155.17	华夏基金	62.20%	15.98	33.02%	9.94	6.40%
南京证券	8.15	富安达基金	49.00%	0.96	81.72%	0.47	5.75%
中泰证券	25.81	万家基金	49.00%	2.19	134.21%	1.07	4.15%
长江证券	20.86	长信基金	44.55%	1.79	9.75%	0.80	3.82%
西部证券	11.32	西部利得基金	51.00%	0.29	138.20%	0.29	2.60%
国元证券	13.71	长盛基金	41.00%	0.75	38.31%	0.31	2.25%
华安证券	12.65	华富基金	49.00%	0.48	9.39%	0.23	1.84%
国泰君安	117.37	华安基金	28.00%	7.11	58.00%	1.99	1.70%
中信建投	95.37	中信建投基金	75.00%	0.48	-8.60%	0.48	0.50%
国金证券	18.74	国金基金	49.00%	0.10	660.72%	0.05	0.28%
国联证券	5.88	中海基金	33.41%	0.01	-66.16%	0.00	0.08%
东吴证券	17.14	东吴基金	70.00%	0.00	-100.12%	0.00	0.00%
浙商证券	16.27	浙商基金	25.00%	-0.01	-95.26%	-0.00	-0.01%
东方财富	47.78	西藏东财基金	100.00%	-0.04	-64.69%	-0.04	-0.09%
方正证券	11.98	方正富邦基金	66.70%	-0.17	-43.61%	-0.17	-0.95%

资料来源：wind，万联证券研究所

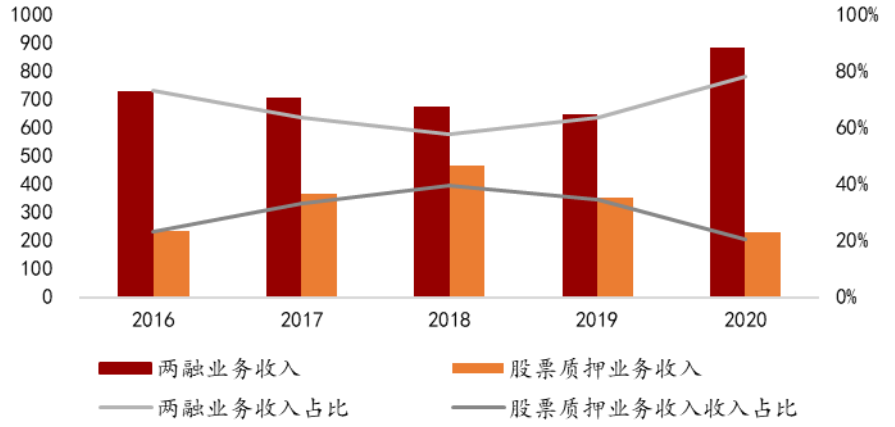
注：国泰君安资管、华泰资管、财通资管、长江资管、中泰资管等具有公募牌照的资管公司均以私募资管类产品为主，未纳入统计。

5.4 信用：两融规模再攀新高，股质规模继续收缩

股票质押规模继续收缩，两融余额再攀阶段新高。自2018年由于市场波动股票质押业务出现较大风险后，券商股票质押业务的规模受到严格限制，而两融业务受资本市场改革刺激供需两旺，券源供给和杠杆交易需求显著增加。2020年6月，《创业板转融通证券出借和转融券业务特别规定》发布，包括新增公募、社保基金、险资和战投作为出借人参与证券出借，创业板实行注册制后存量融资融券标的和增量标的一同纳入适用范围等，继科创板后融券券源供给再度大幅增加。上市券商两类信用资产融出资金和买入返售金融资产2019年以来走势相反，占总资产（扣除客户保证金）比重分别由2018年的13.26%、15.21%提高（下降）至2020年的17.83%、6.67%。今年上半年，两融余额再攀阶段新高，截至6月30日，市场两融余额1.78万亿元，较上年末增加10.20%，其中融券余额1560亿元，较上年末增加13.89%，在两融余额中占比8.74%。

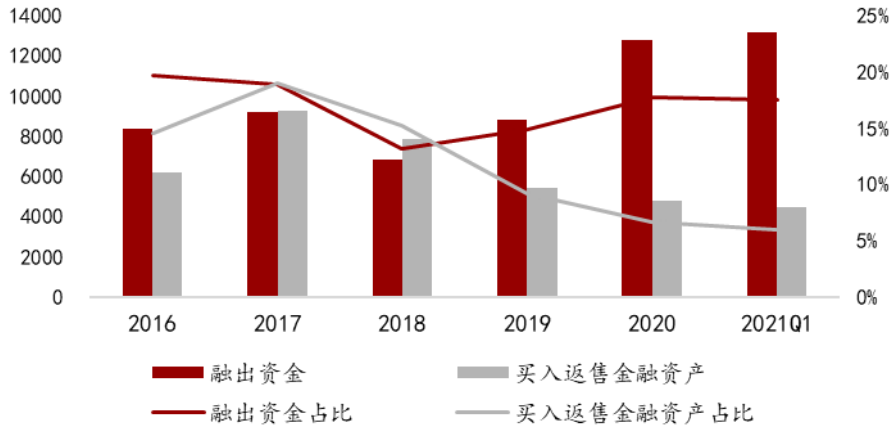
信用业务利率走势保持稳定。两融和股质的利率可以用券商利息收入除以对应信用资产平均规模粗略估算出，用两融业务利息收入除以融出资金平均金额计算得出两融利率，用股票质押业务利息收入除以股票质押式回购资金平均余额得出股票质押业务利率，2016年至2020年两融利率介于6%至6.5%之间，头部券商股票质押利率介于5.5%至6.5%之间，利率走势较稳定。负债端，2020年在逆周期政策加码下市场流动性充裕，券商负债成本下降，头部券商中信证券、国泰君安和海通证券三年期公司债平均票面利率分别由2019年的3.39%、3.70%、3.64%降至2020年的3.16%、3.57%和2.92%。

图表34：上市券商两类信用资产历年规模（亿元）



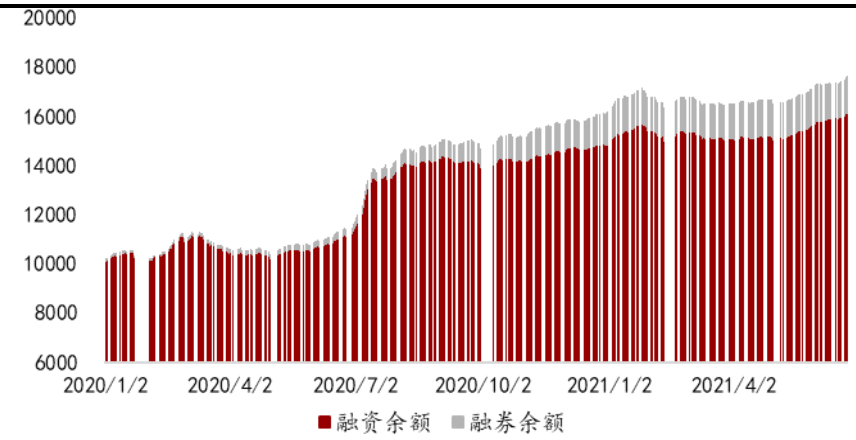
资料来源：wind、万联证券研究所

图表35：两类信用资产历年规模（亿元）及占总资产比重



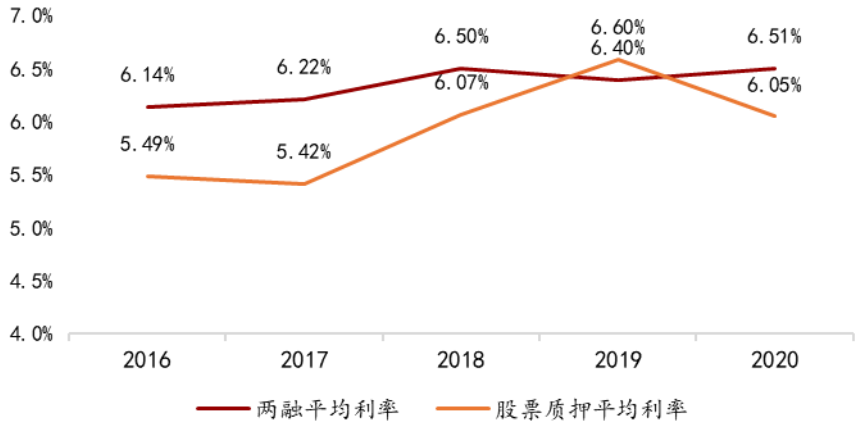
资料来源：wind、万联证券研究所
注：总资产占比为扣除客户保证金后的总资产占比

图表36：融资融券余额走势（亿元）



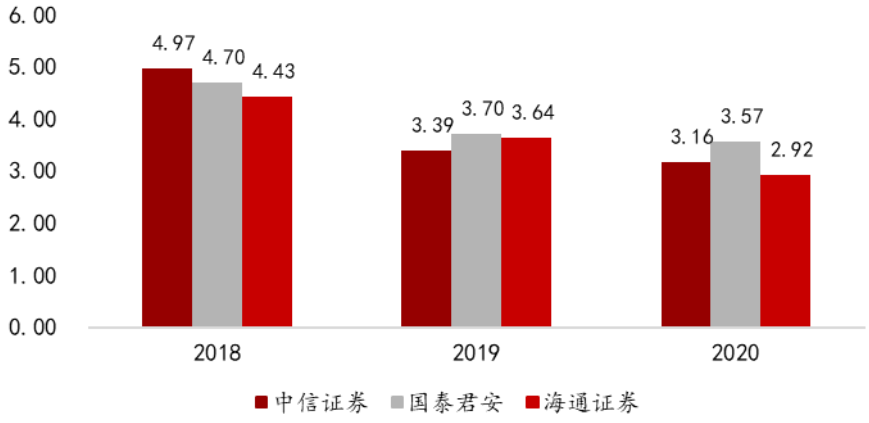
资料来源：wind、万联证券研究所

图表37：5家头部券商两融平均利率和股票质押业务平均利率



资料来源：wind、万联证券研究所
注：5家头部券商是中信证券、国泰君安、海通证券、广发证券和招商证券
两融平均利率=∑两融业务利息收入/∑（年初融出资金/2+年末融出资金/2）;
股票质押业务平均利率=∑股票质押业务利息收入/∑（年初股票质押式回购资金余额/2+年末股票质押式回购资金余额/2）

图表38：三年期公司债票面利率（%）



资料来源：wind、万联证券研究所

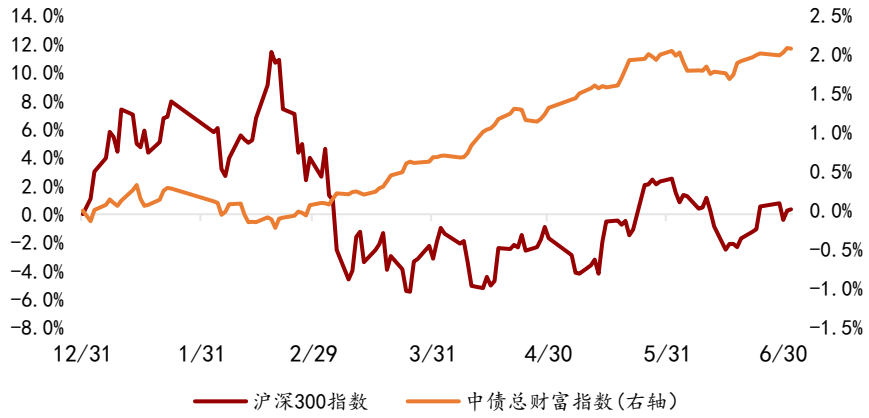
5.5 投资：自营更趋稳健，科创板跟投浮盈丰厚

股债表现弱于去年同期，拖累一季度自营投资收益。2021上半年沪深300指数微涨0.24%（去年同期+1.64%），但波动较大，其中一季度振幅达到20.10%，累计下跌3.13%，春节前后行情走势翻转，节前沪深300指数累计上涨超10%，节后至3月末跌近15%，二季度以震荡为主，累计上涨3.48%。债市表现相对平稳，中债总财富(总值)指数上半年累计上涨2.09%（去年同期+2.66%），2021Q1上市券商合计投资收入354亿元，同比+15.25%，其中证券自营收入328亿元，同比+13.64%，受股债表现拖累，证券自营收入在各业务中增速最低。股权投资收益延续良好表现，同比+40.97%。从投资收益率表现，证券自营投资收益依赖股债市场表现，随行情波动，沪深300指数走势较好的2017年、2019年股权投资收益率在4%以上，表现较差的2018年，自营投资收益率则不到3%，但趋势更加稳健。跟投业务则表现出一定独立性，更加依赖券商资源获取能力，投资收益相对较高，缺点是长期股权投资是100%扣减净资本，所以直投业务资本金投入越多，占用的净资本就越多。

投资类金融资产维持高占比，投资方向以固收为主。投资类和信用类业务是券商加杠杆的主攻方向，其中投资类金融资产2017年以来加快上升，近三年占上市券商合计总资产（扣除客户保证金）比重保持在55%以上。在投资方向上，2015年股市剧烈波动后权益类投资资产在自营证券中占比大幅下降，近两年随股市行情好转略有回升，但固收类资产仍占大头，2020年上市券商合计证券自营资产配置在权益类与固收类的比例分别为13%和87%。减少方向性投资，充分利用衍生工具降低风险敞口，提高自营投资的稳定性是目前行业证券自营投资采取的策略。

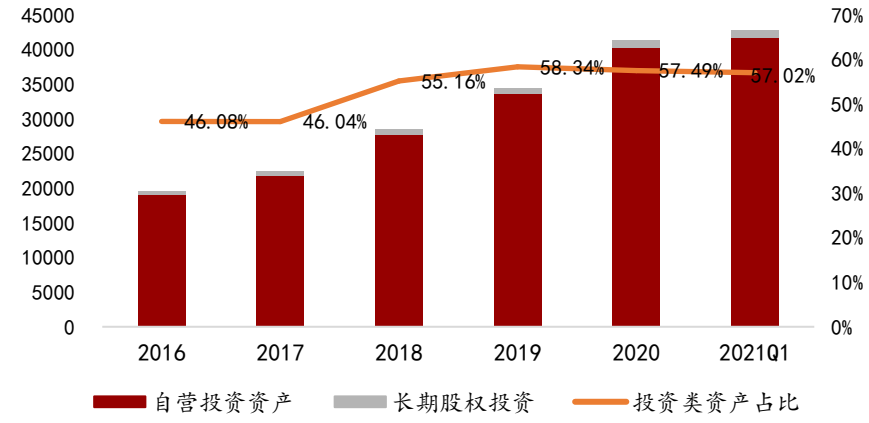
科创板跟投浮盈丰厚，合计跟投浮盈近200亿元。截至2021上半年末，科创板共有301家上市公司，其中283家当前股价较发行价上涨，最高涨幅为1356.01%，涨幅最低为-34.15%，涨幅中位数99.48%。由于科创板实行保荐机构跟投制度，跟投比例2%-5%，锁定期24个月，首批跟投（2019年7月22日）券商锁定期即将届满，从最新持股市值看，上市券商科创板跟投浮盈丰厚，经统计，截至7月2日，30家上市券商合计跟投获配金额122亿元，跟投浮盈199亿元，跟投收益率高达163%，其中中信、中金和海通浮盈规模排名前三。

图表39：今年以来股债基准指数走势



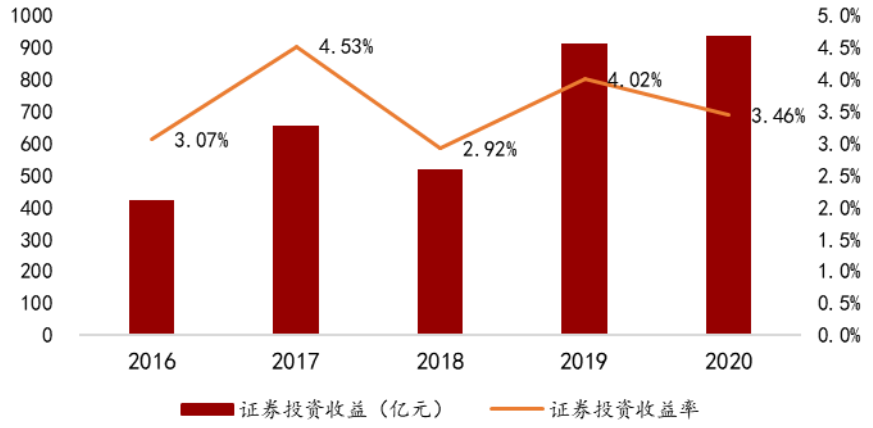
资料来源：wind、万联证券研究所

图表40：上市券商历年投资类资产规模（亿元）及占总资产比重



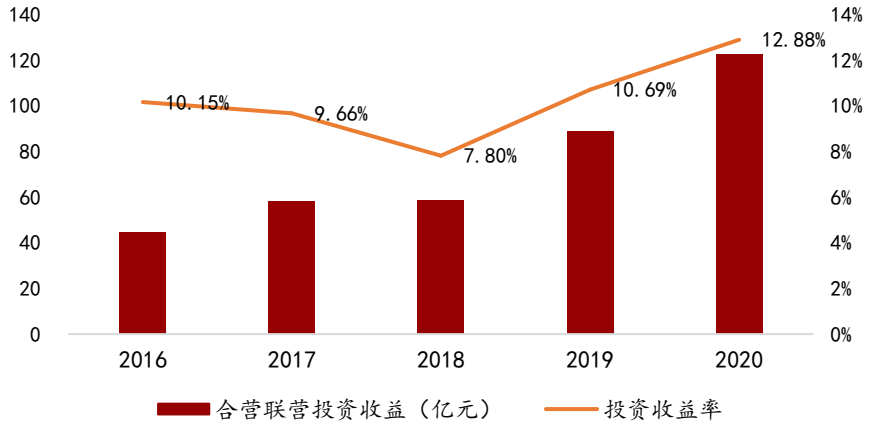
资料来源：wind、万联证券研究所
注：自营投资资产包括交易性金融资产、债权投资、其他债权投资、其他权益工具投资、持有至到期投资、衍生金融资产和金融工具分类调整前的可供出售金融资产。投资类资产占比=（自营投资资产+长期股权投资）/扣除客户保证金的总资产

图表41：上市券商证券投资收益（亿元）和投资收益率



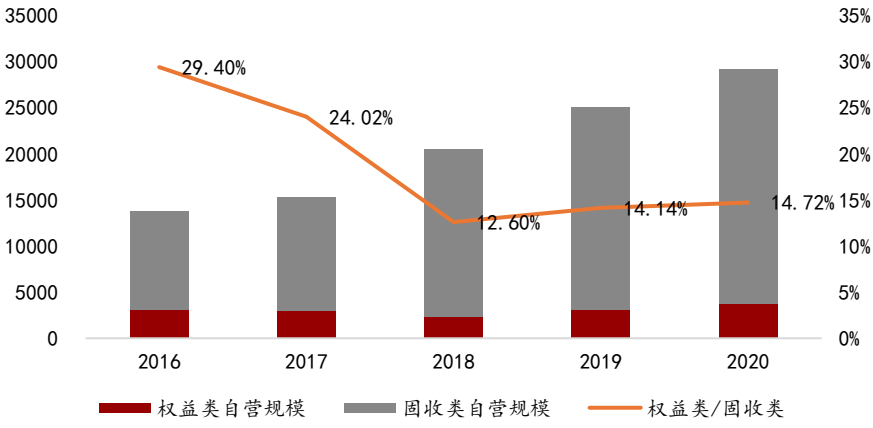
资料来源：wind、万联证券研究所
注：上市券商中剔除了数据不全的申万宏源、国联证券和红塔证券。

图表42：上市券商对合营联营企业投资收益（亿元）和投资收益率



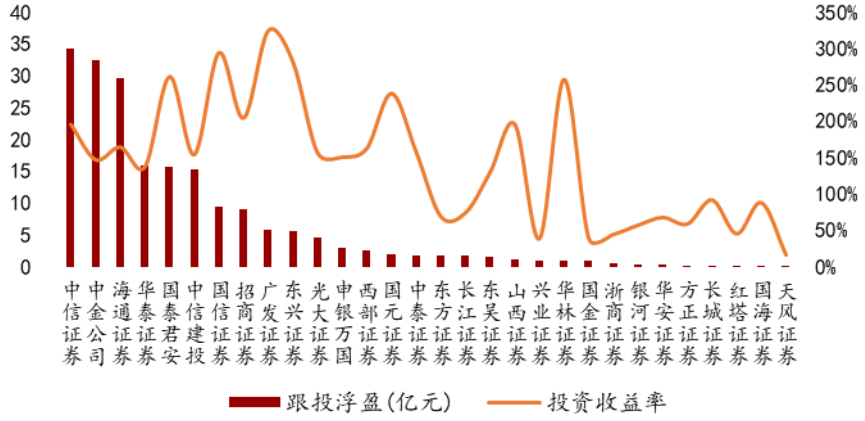
资料来源：wind、万联证券研究所

图表43：上市券商证券自营权益类与固收类资产规模（亿元）



资料来源：wind、万联证券研究所
注：上市券商中剔除了数据不全的申万宏源、国联证券和红塔证券。

图表44：上市券商科创板跟投浮盈和跟投收益率



资料来源：wind、万联证券研究所

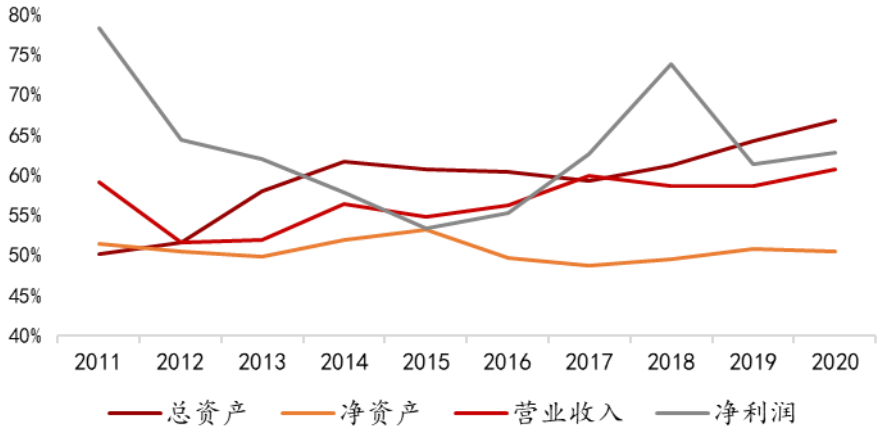
6 竞争格局：投行与资管业务集中趋势明显

我们从主要财务指标和主要细分业务的集中度趋势来分析证券业的竞争格局。

加杠杆主要由头部券商推动。相比业绩集中度的不稳定，证券业总资产正在出现向头部集中趋势，2011年至2020年，CR10总资产集中度由50.18%提高至66.89%，而净资产集中度则变化很小，多年来维持在50%上下，说明近年来证券业杠杆率的提升主要是由头部券商推动，头部券商依靠上市平台、股东优势加杠杆优势显著。

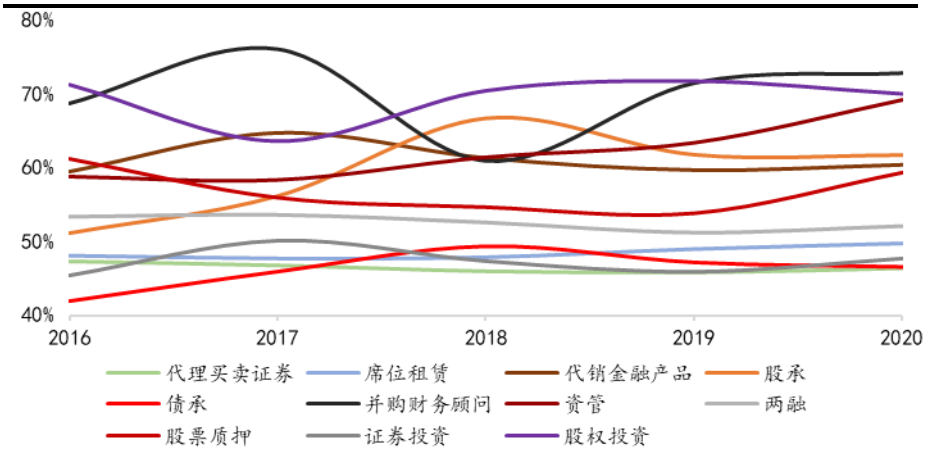
投行与资管业绩集中度提升明显。分析券商各细分业务业绩CR10集中度，横向看，并购业务、股权投资、资管业务、股权承销、代销金融产品业务集中度较高，2020年前10券商合计获得60%以上市场份额，这类业务多为机构业务，业务专业性门槛较高，而代理买卖证券业务、债券承销、交易单元席位租赁业务集中度较低，这类业务门槛低，价格竞争激烈。纵向来看，股权承销和资管业务集中度表现出明显的上升趋势，CR10分别由2016年的51.18%、58.89%提高至2020年的61.76%和69.32%，注册制和资管新规影响下，投行和资管的通道属性减弱，专业性要求提高，有核心定价能力和主动投资管理能力的券商将获得更高市场份额。

图表45：券商总资产、净资产、营收、净利CR10集中度趋势



资料来源：wind、万联证券研究所

图表46：券商各细分业务CR10历史趋势



资料来源：wind、万联证券研究所

图表47：2020年上市券商各大业务营收占比排名

上市券商	经纪↓	上市券商	投行↓	上市券商	资管↓	上市券商	信用↓	上市券商	投资↓
方正证券	55.11%	国金证券	27.48%	中银证券	25.47%	南京证券	38.31%	红塔证券	87.95%
太平洋	42.30%	东兴证券	26.69%	广发证券	24.08%	国元证券	35.58%	中金公司	55.48%
中原证券	42.08%	中信建投	26.45%	兴业证券	23.98%	中银证券	27.72%	西南证券	54.39%
长江证券	39.59%	中金公司	25.18%	第一创业	22.11%	中国银河	23.69%	东北证券	54.22%
中国银河	39.24%	天风证券	24.30%	天风证券	20.27%	华林证券	22.74%	山西证券	49.63%
财达证券	38.61%	山西证券	22.02%	东方证券	18.98%	华西证券	22.22%	长城证券	47.81%
中泰证券	37.90%	浙商证券	19.51%	财通证券	18.10%	中泰证券	21.92%	华泰证券	47.59%
国信证券	37.49%	东吴证券	18.57%	国海证券	17.99%	方正证券	20.73%	西部证券	45.45%
华西证券	36.43%	太平洋	17.36%	中信证券	16.59%	华安证券	20.53%	东方证券	44.10%
招商证券	31.59%	光大证券	15.83%	光大证券	15.60%	国泰君安	19.09%	天风证券	43.41%
华安证券	30.97%	海通证券	15.16%	东北证券	13.03%	申万宏源	18.66%	财通证券	41.39%
华林证券	30.32%	国联证券	14.66%	太平洋	11.25%	国信证券	18.37%	财达证券	39.74%
中银证券	29.58%	第一创业	14.39%	中金公司	10.82%	东兴证券	17.14%	东吴证券	39.54%
申万宏源	29.34%	国元证券	14.38%	华安证券	10.75%	光大证券	16.85%	中信建投	39.22%
光大证券	29.13%	财达证券	14.32%	华泰证券	10.45%	长江证券	16.62%	中信证券	38.32%
国泰君安	28.29%	中信证券	14.26%	海通证券	10.35%	国联证券	16.29%	第一创业	38.00%
国联证券	28.05%	西部证券	13.62%	申万宏源	6.54%	国金证券	15.59%	国海证券	37.49%
浙商证券	27.94%	国泰君安	12.53%	西部证券	6.47%	广发证券	15.53%	招商证券	36.79%
南京证券	27.87%	华泰证券	12.07%	浙商证券	6.45%	海通证券	15.01%	国联证券	36.22%
国金证券	27.24%	中泰证券	11.50%	中信建投	5.83%	财通证券	12.64%	海通证券	35.66%
西部证券	26.68%	国信证券	11.05%	红塔证券	5.52%	招商证券	12.22%	申万宏源	35.49%
东吴证券	26.15%	中原证券	11.00%	招商证券	5.38%	浙商证券	11.41%	兴业证券	34.63%
长城证券	25.13%	长城证券	10.97%	国泰君安	5.18%	西南证券	10.66%	华安证券	31.87%
西南证券	24.04%	东方证券	10.92%	方正证券	5.01%	国海证券	10.55%	东兴证券	31.32%
广发证券	23.99%	南京证券	10.89%	山西证券	4.79%	长城证券	10.33%	国泰君安	30.97%
国元证券	23.37%	国海证券	10.89%	长江证券	4.30%	东吴证券	10.22%	华林证券	30.12%
中信证券	23.33%	长江证券	10.31%	东兴证券	4.09%	华泰证券	8.63%	中原证券	29.70%
东北证券	22.81%	招商证券	10.09%	国联证券	3.82%	兴业证券	8.52%	国信证券	28.95%
中信建投	21.84%	兴业证券	10.07%	中泰证券		西部证券	6.40%	广发证券	28.52%
华泰证券	21.40%	华西证券	9.53%	东吴证券	3.70%	中信建投	6.01%	华西证券	28.42%
国海证券	21.23%	中银证券	9.41%	中国银河	3.35%	中原证券	5.38%	浙商证券	28.29%
兴业证券	20.29%	华林证券	8.82%	华林证券	3.32%	东方证券	5.38%	中国银河	27.72%

东兴证券	20.06%	财通证券	8.77%	中原证券	3.22%	中信证券	5.36%	太平洋	26.27%
中金公司	19.49%	方正证券	8.70%	南京证券	3.22%	财达证券	4.96%	长江证券	25.82%
天风证券	18.71%	西南证券	8.06%	长城证券	2.88%	第一创业	3.90%	国元证券	23.51%
财通证券	18.29%	申万宏源	7.37%	国金证券	2.60%	东北证券	3.08%	国金证券	23.27%
东方证券	18.09%	东北证券	6.28%	华西证券	2.47%	太平洋	1.86%	中泰证券	21.99%
山西证券	17.58%	中国银河	5.39%	国信证券	2.05%	山西证券	0.23%	南京证券	18.85%
海通证券	15.98%	红塔证券	5.36%	国元证券	1.95%	中金公司	-4.52%	光大证券	18.67%
第一创业	13.43%	华安证券	4.68%	财达证券	1.63%	红塔证券	-8.86%	方正证券	8.44%
红塔证券	8.52%	广发证券	2.37%	西南证券	1.23%	天风证券	-11.09%	中银证券	4.25%

资料来源：wind，万联证券研究所

7 投资建议

核心观点：

短期从估值盈利匹配角度看，券商板块仍待估值修复，适时左侧布局。2021年上半年，市场交投活跃，两融规模创阶段新高，股债融资保持常态化，券商财富管理转型初见成效，上市券商业绩持续改善，2021Q1合计归母净利+27%，整体年化roe接近9%，盈利能力继续增强。截至7月2日，券商板块PB为1.67X，位于2011年以来由低至高30分位以下，从估值盈利匹配角度分析，截至2021年一季末，券商板块PB/ROE仅为18.61倍，低于2011年至2020年23倍中枢，板块估值未能合理匹配盈利，存在明显低估，当前PB/ROE与今年一季末相当，短期来看券商板块估值有较大修复空间。

中长期看，资本市场改革红利细水长流，券商各业务在改革驱动下转型升级，提质增效，行业发展延续稳步向上趋势。以注册制改革为引领的资本市场全面深改将持续优化市场投融资生态打开券商成长空间，权益市场投资偏好提升带来中长线资金持续加码A股，券商主动顺应行业发展趋势，从重融资轻投资向投融资协同发展，财富管理转型初显成效，投行业务回归专业性，资管业务结构优化主动管理能力增强，自营业务稳定性进一步提高，行业延续稳步向上趋势。个股方面，我们认为具备投行和财富管理业务特色的券商在资本市场改革和行业发展新趋势下将厚植竞争优势。

盈利预测：

在如下核心假设下，2021年上市券商合计实现营收5721亿元，同比+10%，实现归母净利润1662亿元，同比+14%，ROE为8.65%，同比提升0.31pct。

核心假设：

经纪业务：股基成交额增加5%，佣金率下滑1%；

投行业务：股权融资规模与2020年持平，股权承销费率提高15%，债券融资规模增加10%，债券承销费率保持稳定；

资管业务：资管业务规模下滑10%，综合管理费率提升30%；

信用业务：融出资金增加10%，股票质押规模维持2020年下降幅度，利率保持稳定；

投资业务：证券投资规模增加15%，股权投资规模增加10%；投资收益率保持稳定。

利润率提升1pct；净资产增加5%；

图表48：上市券商业绩预测

项目	2018A	2019A	2020A	2021E
经纪业务				
股基成交额（万亿元）	100.57	136.62	220.45	231.47
净佣金率(%%)	3.10	2.88	2.63	2.60
经纪业务净收入（亿元）	624.90	747.35	1,147.66	1,193.00
同比		19.60%	53.56%	3.95%
投行业务				
IPO+增发融资规模（亿元）	8,901.68	9,420.18	13,041.00	13,041.00
股权承销费率	0.84%	1.32%	2.06%	2.37%
债券融资规模（亿元）	56,617.88	75,833.98	100,253.16	110,278.47
债券承销费率	0.26%	0.27%	0.25%	0.25%
投行净收入（亿元）	338.70	418.47	583.15	656.56
同比		23.55%	39.35%	12.59%
资管业务				
资管规模（万亿元）	13.36	10.83	8.55	7.70
综合费率	0.18%	0.23%	0.31%	0.40%
资管净收入（亿元）	275.00	275.16	299.60	350.53
同比		0.06%	8.88%	17.00%
信用业务				
融出资金（亿元）	6,860.11	8,821.84	12,805.56	14,086.11
两融利率	6.50%	6.40%	6.51%	6.51%
买入返售金额资产（亿元）	7,868.29	5,461.90	4,792.65	4,205.40
股票质押利率	6.07%	6.60%	6.05%	6.05%
利息净收入（亿元）	214.85	463.66	594.13	619.40
同比		115.81%	28.14%	4.25%
投资业务				
证券投资规模（亿元）	27,742.47	33,618.80	40,245.07	46,281.84
证券投资收益率	2.92%	4.02%	3.46%	3.46%
长期股权投资（亿元）	790.72	863.85	1,039.79	1,143.77
股权投资收益率	7.80%	10.69%	12.88%	12.88%
自营收入（亿元）	800.27	1,221.60	1,351.51	1,548.30
同比		53%	11%	15%
营业收入（亿元）	2,912.62	4,110.33	5,207.49	5,720.56
同比		41%	27%	10%
净利润率	22%	27%	28%	29%
归母净利润（亿元）	640.89	1,092.75	1,460.98	1,662.13
同比		71%	34%	14%
净资产（万亿元）	1.51	1.63	1.88	1.97
较上年末		8%	15%	5%
ROE		6.97%	8.34%	8.65%

资料来源：wind，万联证券研究所

8 风险提示

1、流动性收紧风险：经济过热和通胀预期升温可能带来货币政策收紧，将同时影响券商估值和业绩。

2、海外市场剧烈波动风险：美股估值目前处于历史高位，未来美联储加息可能会引起全球市场剧烈波动。

3、资本市场改革不及预期。若资本市场改革不达预期会对券商业绩产生较大影响。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10％至-10％之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10％以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15％以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5％至15％；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5％至5％；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5％以上。
基准指数 ： 沪深300指数

风险提示

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。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（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。
本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。
本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。
本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。
未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所
上海浦东新区世纪大道 1528 号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳福田区深南大道 2007 号金地中心
广州天河区珠江东路 11 号高德置地广场