证券

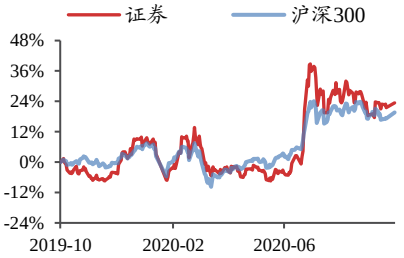
2020 年 10 月 16 日

三季报业绩有望高增，政策红利延续

——上市券商三季报业绩前瞻

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《《关于进一步提高上市公司质量的意见》政策点评-国务院明确做强上市公司，纲领文件落地利好券商》-2020.10.11

《QFII、RQFII 管理办法新规点评-外资加速入场利好券商机构业务，头部公司更加受益》-2020.9.27

《国联证券拟吸收合并国金证券事件点评-合并后综合实力明显提升，总市值迈向千亿》-2020.9.20

高超（分析师）
gaochao1@kysec.cn
证书编号：S0790520050001

● 2020 前三季度业绩前瞻：预计净利润同比+41.2%，ROE 升至 9.5%

政策红利叠加经济复苏，权益市场风险偏好大幅改善，市场活跃度明显抬升，2020 前三季度日均股基成交额达9175亿元，同比+58.2%，日均两融余额1.21万亿，同比+35%，IPO和债承规模分别同比+154%/+33%，券商业务全面增长，经纪和投行业务为业绩高增的主要因素。我们预计上市券商前三季度净利润达1119亿元，同比+41.2%，ROE提升至9.5%。

● 头部券商整体 ROE 高于上市券商平均，业绩增速高于行业平均

根据 2020H1 及 7 月财务简报，同时考虑到子公司盈利状况，我们预计 2020 前三季度头部及重要券商整体 ROE 高于上市券商平均水平，头部券商业绩增速有望高于行业平均，东方财富和国金证券盈利增速有望超预期。

● 2020 全年展望：预计 2020 全年净利润同比+44.2%，ROE 有望达 8.9%

7 月股市大幅上涨，政策利好叠加权益市场风险偏好明显提升下，交易活跃度大幅增长，后续权益市场及交易活跃度有所回落，我们预计全年日均股基成交额为 8870 亿元，对应权益投资收益率为 12.5%，自营投资收益率为 5.1%，归母净利润为 1442 亿元，对应 PE 为 22.0，归母净利润同比+44.2%，ROE 达 8.9%，同比+29.2%。

● 政策利好助推股市“慢牛”，行业机遇期券商业绩有望持续上行

目前资本市场处于发展历史机遇期，注册制正式落地、国务院发文进一步提升上市公司质量，助力股市“慢牛”。预计从 2020 年四季度到 2021 年一季度，政策面有望持续偏暖，利于权益市场风险偏好提升，券商业绩有望维持高增，维持行业“看好”评级。头部券商 ROE 及业绩稳定性均优于同业，优先受益于政策利好，同时差异化优势明显的公司有望在行业机遇期实现弯道超车。推荐标的：东方财富、国金证券；受益标的：中信证券、华泰证券、招商证券、中金公司（港股）。

● 风险提示：海外不确定性造成权益市场风险偏好下降。

目 录

1、 三季报前瞻：2020 前三季度净利润预计+41.2% 3
2、 全年展望：预计全年净利润同比+44.2%，ROE 达 8.9% 5
3、 投资观点：资本市场深改机遇期，维持行业“看好”评级 6

图表目录

图 1： 2020 年前三季度日均股基成交额同比+58% 3
图 2： 2020 前三季度两融日均余额同比明显增长 3
图 3： 2020 年 1-9 月 IPO 承销规模累计同比+154% 4
图 4： 2020 年 1-9 月再融资累计承销规模同比-8% 4
图 5： 2020 年 1-9 月券商债券承销规模累计同比+33% 4
图 6： 2020H1 券商集合资管规模同比增速转正 4
图 7： 2020 年三季度股市有所上涨，债市有所下降 4

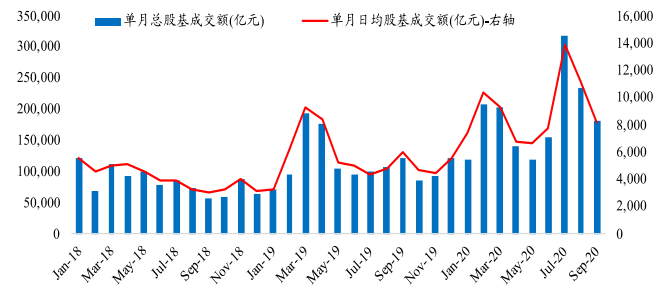
表 1： 预计上市券商 2020 前三季度净利润同比+41.2% 4
表 2： 预计 2020 全年归母净利润同比+44.2%，ROE 有望达 8.9% 5
表 3： 推荐及受益标的估值表 7

1、 三季报前瞻：2020 前三季度净利润预计+41.2%

我们预计上市券商 2020 前三季度净利润同比+41.2%，年化 ROE 升至 9.5%。受益于注册制政策红利及市场活跃度提升，券商各项业务全面增长。我们预计 35 家上市券商 2020 前三季度合计归母净利润为 1119 亿元，同比+41.2%，年化 ROE 升至 9.5%。7 月股市增长明显，市场活跃度大幅提升，券商业绩大幅增长，8 月和 9 月市场活跃度有所回落，我们预计上市券商 2020 年三季度合计归母净利润 418 亿元，环比+4.7%，各项业务延续扩张趋势。

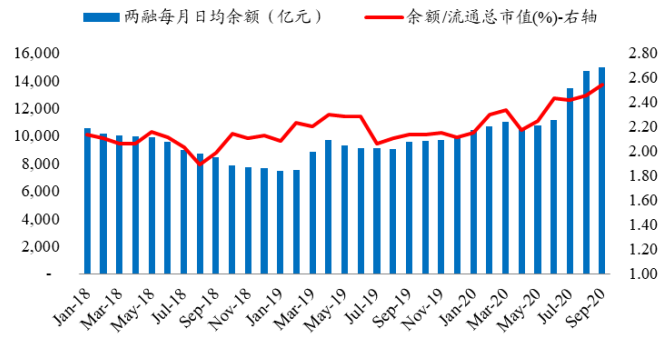
- **经纪：市场活跃度同比提升 58%。**2020 前三季度日均股基成交额为 9175 亿元，同比+58.2%，2020Q3 日均股基成交额为 11129 亿元，环比+58.1%。受益于宏观经济持续复苏，权益风险偏好大幅改善，资本市场深改驱动下，增量资金持续入场，预计 2020 前三季度上市券商经纪业务收入同比+48.1%。
- **投行：IPO 及债券规模同比高增。**创业板注册制落地、再融资新规出炉、并购重组松绑下，2020 前三季度 IPO 和债承规模分别同比+154%/+33%，延续扩张趋势，再融资规模同比-8%，预计 2020 前三季度投行业务收入同比+50.1%。
- **资管：集合规模同比增速转正。**截至 2020H1 末，集合和定向规模同比分别+4.0%/-23.4%，环比分别+2%/-3%，集合规模同比增速转正，预计 2020 前三季度资管业务收入同比+10.8%。
- **自营投资：衍生品业务扩张驱动投资收入稳步增长。**2020 年前三季度上证综指累计+5.5%（2019 前三季度为 16.5%），同比下降 11 个百分点，三季度上证综指+7.8%，环比下降 0.7 个百分点。2020 前三季度中证综合债指数累计+1.7%（2019 前三季度为 3.4%），同比下降 1.7 个百分点，三季度中证综合债指数-0.6%，环比下降 0.3 个百分点。随着券商衍生品业务不断扩张，驱动投资收入稳健增长，预计 2020 前三季度自营投资收益率为 4.22%， 2020 前三季度投资业务收入同比+31.3%。
- **资本中介：两融扩张带动利息收入增长明显。**截至 2020 年 9 月 30 日，两融余额为 1.47 万亿，较年初+44%，同比+55%，前三季度日均两融余额为 1.20 万亿，同比+35%，三季度日均两融余额为 1.44 万亿，环比+32%。股票质押延续压降趋势，降幅预计相对放缓。

图1：2020 年前三季度日均股基成交额同比+58%



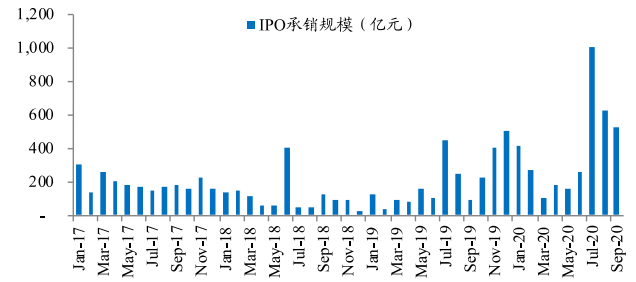
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2020 前三季度两融日均余额同比明显增长



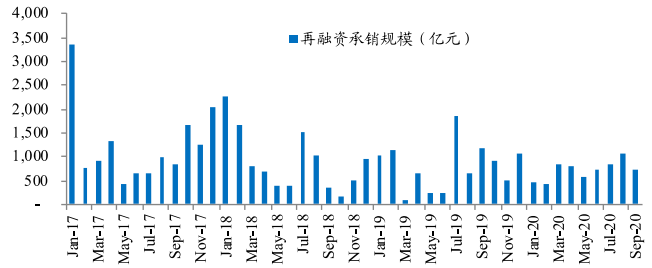
数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：2020 年 1-9 月 IPO 承销规模累计同比+154%



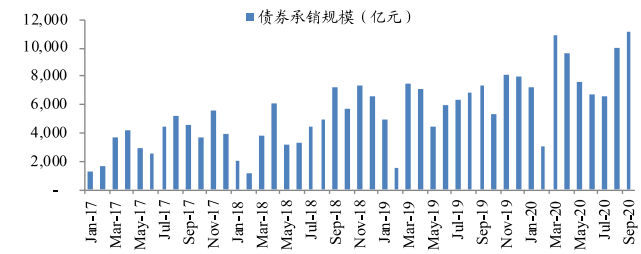
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：2020 年 1-9 月再融资累计承销规模同比-8%



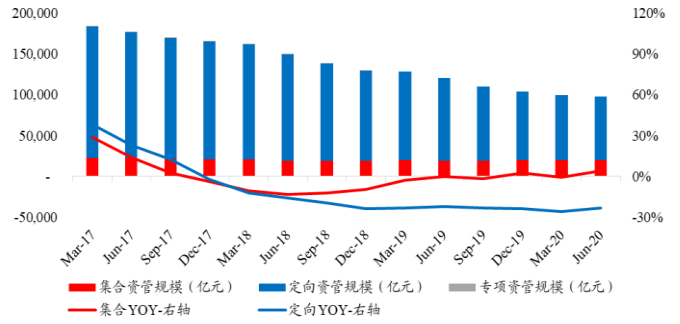
数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：2020 年 1-9 月券商债券承销规模累计同比+33%



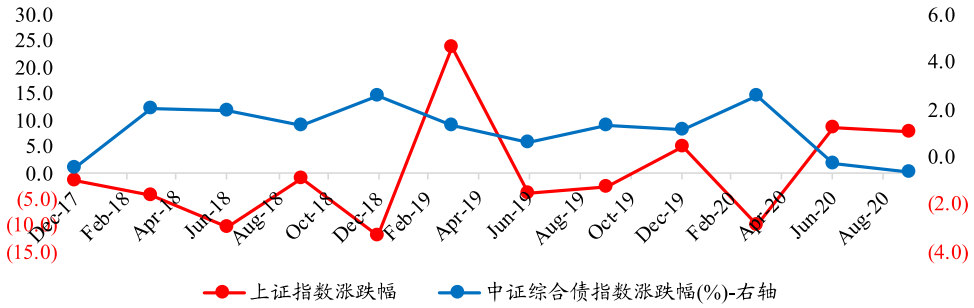
数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：2020H1 券商集合资管规模同比增速转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2020 年三季度股市有所上涨，债市有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：预计上市券商 2020 前三季度净利润同比+41.2%

35 家上市券商整体（单位：亿元）	2017	2018	2019	2020H1	2020 前三季度
经纪业务收入	707	566	676	451	786
YOY	-20%	-19.9%	19.5%	22.7%	48.1%
日均股基成交额	4986	4117	5580	8,073	9,175
投行业务收入	388	294	357	183	356
YOY	-21%	-24.3%	21.6%	23.4%	50.1%
资产管理收入	295	284	294	169	235
YOY	9%	-4%	4%	21.9%	10.8%
大投资业务收入	989	646	1246	752	1,182

YOY	39%	-35%	93%	20.6%	31.3%
自营投资收益率	4.94%	2.87%	5.17%	2.75%	4.22%
利息净收入	312	347	407	237	251
YOY	-5%	12%	17%	15.8%	-18.2%
营业收入（调整后）	2,808	2,274	3,136	1,888	2,952
YOY	-0.6%	-19%	38%	21.4%	29.0%
管理费	1,409	1,316	1,578	835	1,284
信用减值及其他资产减值损失	99	168	202	116	165
归母净利润	974	584	1,000	700	1,119
YOY	-3%	-40%	71.4%	27.1%	41.2%
净利率（调整后）	35%	26%	31.9%	37.1%	37.9%
归母股东权益	13,485	13,925	15,032	15,585	16,430
YOY	12%	3%	8.0%	7.4%	10.6%
股权融资合计	674	495	261	325	600
ROE	7.62%	4.26%	6.91%	9.15%	9.48%
权益乘数（扣除客户保证金）	3.33	3.39	3.58	3.71	3.76

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：35 家上市券商不含红塔证券、中银证券、中泰证券

头部券商整体 ROE 高于行业平均，利润增速高于行业平均。根据 2020H1 及 7 月财务简报，同时考虑到子公司盈利状况，我们预计 2020 前三季度头部及重要券商整体 ROE 高于上市券商平均水平。头部券商业绩增速有望高于行业平均，东方财富和国金证券盈利增速有望超预期。

2、 全年展望：预计全年净利润同比+44.2%，ROE 达 8.9%

预计上市券商 2020 全年归母净利润同比+44.2%，ROE 达 8.9%。7 月股市大幅上涨，政策利好叠加权益市场风险偏好明显提升下，交易活跃度大幅增长，后续权益市场及交易活跃度有所回落，我们预计全年日均股基成交额为 8870 亿元，权益投资收益率为 12.5%，自营投资收益率为 5.1%，归母净利润为 1442 亿元，对应 PE 为 22.0，归母净利润同比+44.2%，ROE 达 8.9%，同比+29.2%。

表2：预计 2020 全年归母净利润同比+44.2%，ROE 有望达 8.9%

核心假设	
1.权益投资收益率	12.47%
2.自营投资收益率	5.05%
3.日均股基成交额	8,870
YOY	59.0%
4.信用减值计提金额	210
YOY	4.1%
5.管理费假设	1,755
YOY	11.2%
管理费率	45.0%

营收收入（调整后）	3,901
YOY	24.4%
归母净利润	1,442
YOY	44.2%
ROE	8.9%
YOY	29.2%
对应 PE	22.0

数据来源：开源证券研究所

3、 投资观点：资本市场深改机遇期，维持行业“看好”评级

政策利好助力股市“慢牛”，资本市场深改机遇期券商业绩有望进一步提升。目前资本市场处于发展历史机遇期，注册制正式落地、国务院发文进一步提升上市公司质量，促进资本市场健康发展，助力股市“慢牛”，从 2020 年四季度到 2021 年一季度，政策面有望持续偏暖，利于提升市场风险偏好，券商业绩有望维持高增。头部券商 ROE 及业绩稳定性均优于同业，优先受益于政策利好，看好头部券商，同时差异化优势明显的公司有望在行业机遇期实现弯道超车。推荐标的：东方财富、国金证券；受益标的：中信证券、华泰证券、招商证券、中金公司（港股）。

表3：推荐及受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			P/E		评级
		2020/10/15	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	
600109.SH	国金证券	15.26	0.43	0.56	0.68	35.54	27.12	买入
300059.SZ	东方财富	25.72	0.27	0.61	0.87	94.33	42.23	买入
600030.SH	中信证券	30.97	1.01	1.32	1.52	30.66	23.48	未评级
601688.SH	华泰证券	21.38	1.04	1.36	1.55	20.56	15.74	未评级
600999.SH	招商证券	22.10	0.97	1.00	1.14	22.78	22.07	未评级
3908.HK	中金公司	16.48	0.99	1.33	1.56	16.65	12.42	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1）除国金证券和东方财富以外，上述公司盈利预测均来自 Wind 一致性预期；

2）2020 年 10 月 15 日，1 港币=0.87 人民币，上述股价及 EPS 数据单位均为人民币元。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。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。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券股份有限公司

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn