证券

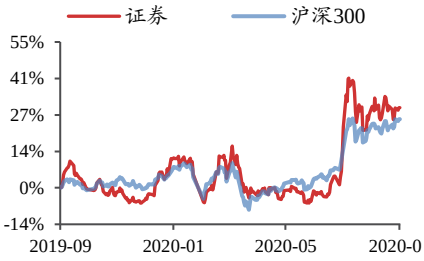
2020 年 09 月 03 日

创新型业务超预期，行业成长属性凸显——上市券商

2020 年中报综述

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

《《公募基金销售机构管理办法》点评-尾佣设限对互联网三方影响极小，市场扩张是主线》-2020.8.30

《创业板注册制首批企业即将上市点评-注册制正式步入存量市场，券商业务全面受益》-2020.8.15

《券商 7 月月报点评报告-一二级市场火热驱动业绩高增，继续看好券商》-2020.8.6

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

● **政策和经济双重顺周期，创新业务超预期，ROE 持续上行可期**

2020H1上市券商净利润同比+27%，年化ROE达9.2%，盈利和创新业务表现超出我们此前预期。政策和经济双重顺周期背景下，券商财富管理、大投行和机构客需业务等创新业务增长超预期，行业ROE有望持续上行，成长性凸显。中性假设下，我们预计上市券商2020年净利润同比+48.9%，ROE升至9.2%，考虑政策面利好和行业ROE持续上行，维持行业“看好”评级。推荐IPO业务优势突出的国金证券和互联网券商龙头东方财富，受益标的华泰证券、中信证券和东吴证券。

● **ROE 持续上行，业务全面增长，券商成长性凸显**

2020H1 资本市场深改推进和市场活跃度持续提升下，券商各业务板块实现全面增长，投行、经纪、资管、投资四大业务收入增速均超 20%，手续费型业务占比持续提升，财富管理、大投行及客需型业务等创新业务具备明显成长属性，利于券商 ROE 持续提升，增强抗市场波动能力，证券行业成长性不断凸显。

● **手续费业务：活跃度提升和注册制红利下，实现全面增长**

（1）经纪：沪深两市换手率持续提升，市场活跃度持续提升，财富管理转型提速，代销收入实现爆发，驱动经纪业务收入增速扩张。**（2）投行：**创业板注册制落地、再融资新规出台等政策利好下，IPO承销规模同比翻倍，债券承销规模高速增长。未来中概股将陆续回归，投行业务迎来全面发展机遇期。**（3）资管：**去通道影响逐渐减弱，主动管理规模不断提升，资管费率有所提升，量价齐升下券商资管业务收入进入增长周期。

● **资金型业务：金融资产和两融持续扩张，利差进一步扩大**

（1）股市波动下，客需和直投业务成为头部券商投资收入重要驱动。2020 上半年债券交易、场外衍生品等客需型业务大幅增长， 2020H1 末收益互换和场外期权存续名义本金规模较期初分别+64%/+23%。券商直投业务利润大幅释放，净利润排名前十的 PE 和另类子公司 2020H1 净利润分别同比+62%/+284%，头部券商优势突出。**（2）两融规模持续扩张，利率下行带来利差进一步扩大。**两融规模大幅扩张，2020H1 末两融规模达 1.2 万亿，较年初+14%，叠加利率下行，带来利差进一步扩大，券商融资成本持续下降，利息净收入进入扩张周期。

● **风险提示：**新冠疫情对宏观经济冲击超预期，券商业务信用风险加大；全球股市波动加剧，券商海外业务盈利低于预期。

目 录

1、 ROE 延续上行趋势，头部券商资产扩表能力突出 4
1.1、 总量：业务全面增长，ROE 持续上行 4
1.2、 结构：投资业务稳坐首把交椅，金融资产扩张明显 6
1.3、 比较：头部券商 ROE 领先，资产扩表能力突出 8
2、 传统与创新业务全面增长，金融资产持续扩张 11
2.1、 经纪：交易活跃度重拾升势，财富管理转型见效 11
2.2、 投行：注册制下 IPO 规模延续高速增长 13
2.3、 资管：主动管理规模扩张，量价齐升驱动收入增速提升 17
2.4、 投资：市场波动下，客需和直投业务成为新驱动 19
2.5、 资本中介：两融规模持续攀升，利率下行带来利差扩张 23
3、 盈利展望：ROE 持续上行，成长性显现 25
4、 投资结论：政策和经济双重顺周期，维持行业“看好”评级 27
5、 风险提示 28

图表目录

图 1: 2020H1 净利润延续增长趋势 4
图 2: ROE 持续上行，上市券商盈利能力优于行业 4
图 3: 2020Q2 上市券商减值计提同比下降 5
图 4: 行业杠杆率持续上行，资产扩表提速 6
图 5: 投资和经纪位列上市券商前两大业务 6
图 6: 金融资产占比持续提升，成资产扩表主力 8
图 7: TOP6 集中度呈下降趋势 11
图 8: 沪综指和深综指换手率持续提升 11
图 9: 2020H1 日均股基成交额同比+29.5% 11
图 10: 证券行业佣金率持续下降，2020H1 佣金率下降 8.2% 13
图 11: 民生证券和国金证券创业板 IPO 储备进入前六 16
图 12: 科创板 IPO 项目储备集中于头部券商 16
图 13: 头部券商 IPO 承销规模占比呈上升趋势 17
图 14: 头部券商核心债承销规模和数量占比呈下降趋势 17
图 15: 头部券商再融资规模和数量占比呈现上升趋势 17
图 16: 2020Q1 末券商集合资管规模较年初+0.7% 18
图 17: 2020H1 上市券商资管业务收入同比+22% 18
图 18: 金融工具投资收益率同比持平 19
图 19: 2020H1 末上市券商金融资产规模较年初+11% 20
图 20: 2020H1 权益配置比重有所提升 20
图 21: 场外衍生品业务规模大幅增长 20
图 22: 2020H1 末上市券商股票质押规模较年初-12% 24
图 23: 两融规模持续扩张 24
图 24: 融券余额及占比大幅增长 24
图 25: 市场利率持续下滑，利于券商降负债成本 25
图 26: 上市券商平均有息负债成本持续下降 25
图 27: 目前券商板块 PE 估值位于历史中枢水平 28

表 1: 2020H1 券商各项业务全面增长 4
表 2: 头部券商投资和资管收入占比较高，在大投资和大资管方面具相对优势 7
表 3: 头部券商杠杆率和 ROE 高于行业平均 9
表 4: 头部券商资产扩表能力突出，杠杆率增速优于行业平均 10
表 5: 代销金融产品业务大幅增长，头部券商经纪业务收入增速高于行业平均 12
表 6: 头部券商代销金融产品收入大幅增长 13
表 7: 基金代销业务大幅增长 13
表 8: IPO 规模实现爆发式增长 14
表 9: 2020H1 科创板承销收入占 IPO 承销收入比重达 46.9% 14
表 10: 科创板承销费率明显高于非科创板 14
表 11: “三中”稳居 2020H1 IPO 承销规模前三甲 15
表 12: 头部券商 IPO 储备量整体靠前，民生证券和国金证券进入前十 15
表 13: 2020H1 核心债承销规模前三：中信建投、中信证券、海通证券 16
表 14: 招商证券、中金公司、中信证券主动管理规模增长明显 18
表 15: 2020H1 券商 PE 子公司净利润延续增长势头，头部券商表现抢眼 21
表 16: 2020H1 年券商另类投资子公司净利润同比增加，中信遥遥领先 21
表 17: 2020H1 金融工具投资收益率分化明显 21
表 18: 金融资产配置结构和投资能力影响投资回报率 22
表 19: 券商短久期有息负债占比略有提高 25
表 20: 中性假设下，预计上市券商 2020 年净利润同比+48.9% 26
表 21: 三种情景下，预计上市券商 2021 年净利润增速在+10.0%至+26.6%之间 27
表 22: 受益标的盈利预测及估值 28

1、 ROE 延续上行趋势，头部券商资产扩表能力突出

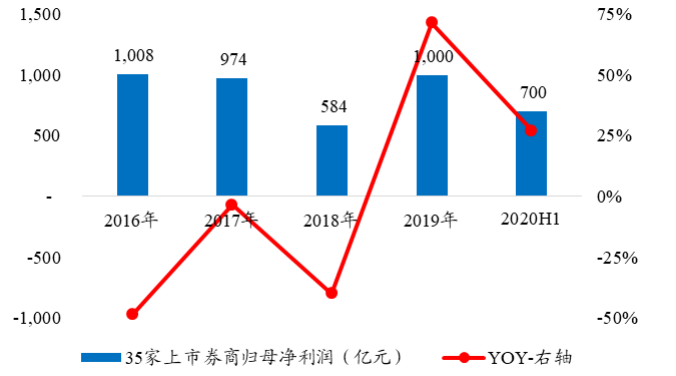
1.1、 总量：业务全面增长，ROE 持续上行

2020H1 上市券商 ROE 持续上行，年化 ROE 达到 9.2%。2020H1 资本市场深改不断推进，券商业务全面受益。2020H1 证券行业年化 ROE 由 2019H1 的 6.9%提升至 8.1%。35 家上市券商（扣除红塔证券、中银证券、中泰证券和国联证券）合计归母净利润 700 亿元，同比+27.1%，年化 ROE 升至 9.2%，高于行业平均。

各板块业务收入实现全面增长，管理费率持续下降。受益于注册制落地，2020H1 IPO 承销规模同比大增，为投行业务收入增长带来重要贡献，投行业务收入同比+23.4%。直投业务业绩释放、FICC 及衍生品带来资产扩表驱动投资收入明显增长；2020 上半年市场活跃度提升下，经纪业务收入有所增长，两融规模有所扩容，各业务实现全面增长。经纪、投资、资管业务收入分别同比+22.7%/+20.6%/+21.9%，增速均超 20%，利息净收入同比+15.8%。成本端 2020H1 上市券商管理费同比+11.6%，管理费率从 2019 年的 50.3%下降至 44.2%。受疫情影响，上半年信用减值同比+99.8%。

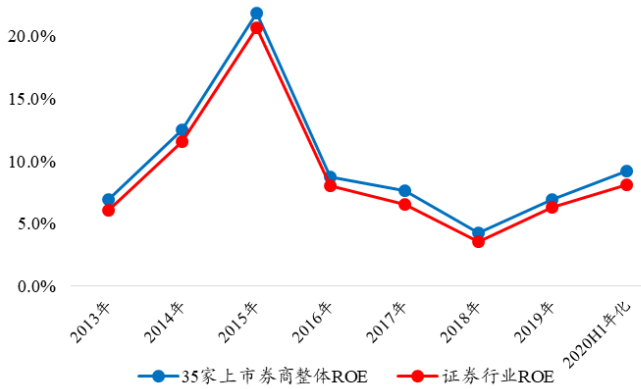
市场波动下 2020H1 净利润增速超预期，券商成长性凸显。2020H1 证券行业和 35 家上市券商归母净利润分别为 831/700 亿，分别同比+25%/+27%，超出我们此前预期。2020 上半年受疫情影响，股市整体表现震荡，上证综指累计-2.15%，同比下降 21.6 个百分点，中证综合债指数累计+2.32%，同比增长 0.32 个百分点。2020H1 券商投资业务同比+20.6%，实现超预期增长。2020H1 行业及上市券商年化 ROE 分别为 8.1%/9.2%，延续 2019 年以来的增长势头。在市场波动下，券商经纪、投行、资管和投资收入实现全面增长，业绩成长性凸显。

图1：2020H1 净利润延续增长趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：ROE 持续上行，上市券商盈利能力优于行业



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：2020H1 券商各项业务全面增长

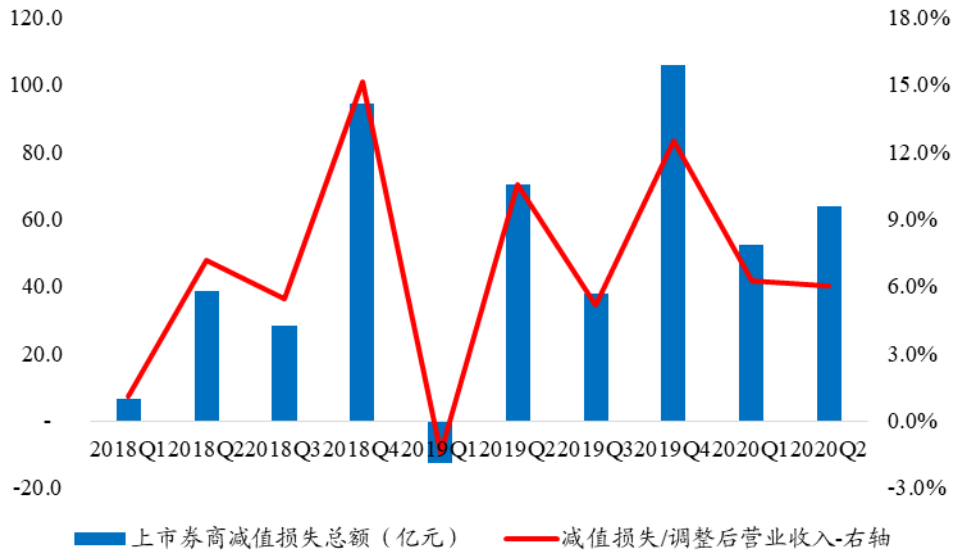
35 家上市券商合计	2019 年			2020H1		
	金额（亿元）	YOY	收入占比	金额（亿元）	YOY	收入占比
经纪业务	676	19.5%	21.6%	451	22.7%	23.9%
投行业务	357	21.6%	11.4%	183	23.4%	9.7%
资管业务	294	3.7%	9.4%	169	21.9%	8.9%

投资业务	1,246	92.9%	39.7%	752	20.6%	39.8%
利息净收入	407	17.1%	13.0%	237	15.8%	12.6%
其他业务净收入	156	13.7%	5.0%	96	33.3%	5.1%
调整后营业收入	**3,136**	37.9%		**1,888**	21.4%	
其他业务收入	782	52.7%		400	20.7%	
营业收入合计	**3,762**	42.0%		**2,193**	20.8%	
营业税金及附加	22	7.4%	0.7%	13	20.2%	0.7%
管理费用	1,578	20.0%	50.3%	835	11.6%	44.2%
信用减值及其他资产减值损失	202	20.2%	6.4%	116	99.8%	6.1%
其他业务成本	626	67.0%	20.0%	304	17.2%	16.1%
营业支出	**2,429**	29.2%		**1,268**	17.8%	
营业利润	1,334	73.2%		925	25.2%	
净利润	1,032	71.6%		721	27.0%	
归母净利润	**1,000**	71.4%		**700**	27.1%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：投资业务收入=投资收益+公允价值变动损益；调整后营业收入=营业总收入-其他业务成本；其他业务收入=营业总收入-调整后营业收入；其他业务净收入=其他业务收入-其他业务成本。

图3：2020Q2 上市券商减值计提同比下降

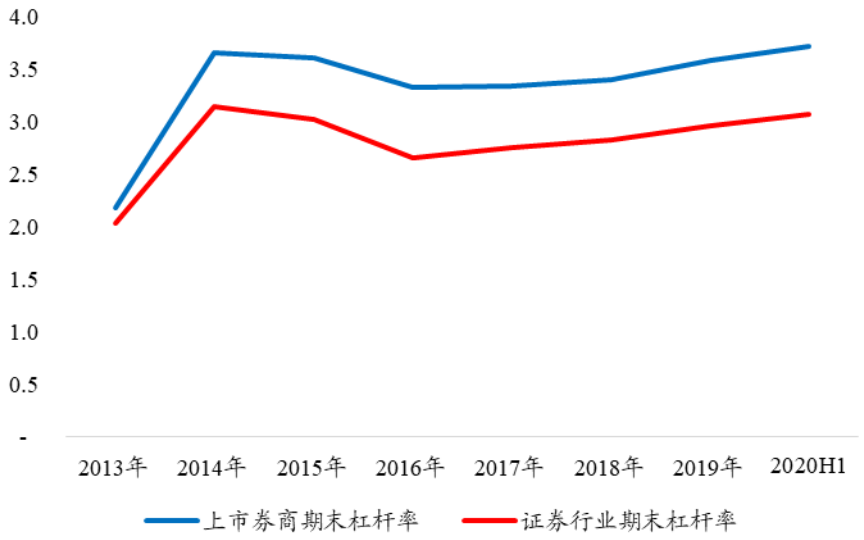


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：减值损失总额=资产减值损失+信用减值损失

行业杠杆率持续上行，两融及客需型业务驱动券商扩表加速。证券行业杠杆率（扣除客户资金的权益乘数）从 2019 年末的 2.95 提升至 2020 年 6 月末的 3.06，增幅达 4%。上市券商 2020 年 6 月末杠杆率 3.71，明显高于行业平均水平，上市券商在资金型业务和负债能力更具优势，资产扩表能力突出。2020H1 市场活跃度大幅提升，两融余额大幅增长，同时市场波动及疫情冲击下，衍生品等客需型业务持续扩张。2019 年全年上市券商杠杆率+5.5%，上市券商 2020 年 6 月末杠杆率较年初+3.7%，券商扩表速度加快。

图4：行业杠杆率持续上行，资产扩表提速



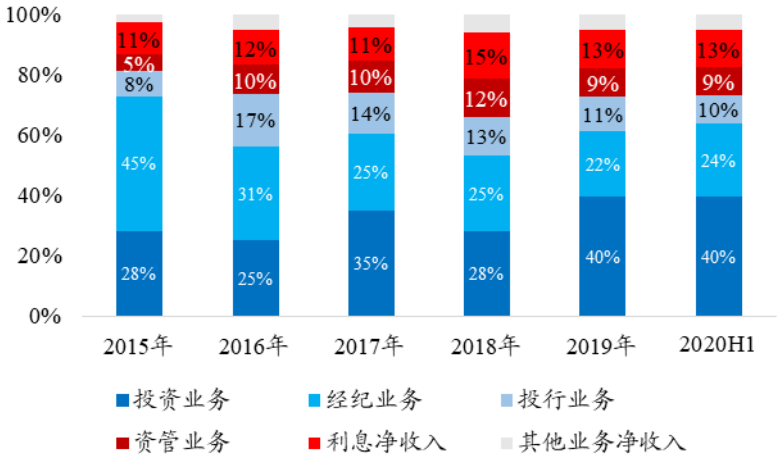
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：杠杆率=（期末总资产-期末代理买卖证券款）/期末净资产

1.2、 结构：投资业务稳坐首把交椅，金融资产扩张明显

投资业务仍为第一大业务，经纪业务占比提升。从 2020H1 上市券商营收结构看，投资业务收入占比 40%，稳坐首把交椅，收入占比保持稳定；经纪业务收入占比在经历 2019 年下行后，2020H1 有所回升，占比达 24%，利息净收入/投行/资管收入占比分别为 13%/10%/9%，较为稳定。

图5：投资和经纪位列上市券商前两大业务



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：各类业务净收入占比的分母为扣除其他业务成本后的“调整后营业收入”。

头部券商投资和资管业务收入占比较高，大投资和大资管优势明显。与上市券商平均水平相比，头部券商（TOP6：中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券、广发证券和招商证券，下同）投资和资管收入占比分别为 42%/12%，均高于行业平均，华泰证券投资收入占比达 52%，广发证券资管收入占比 20%。头部券商大投资和大

资管业务优势明显，经纪、投行收入占比均低于行业平均。

中小券商经纪收入占比较高，部分券商在投行和资管方面优势明显。非 TOP6 券商经纪业务收入占比 26%，比行业平均高出 2 个百分点，方正证券、太平洋、长江证券和中原证券等券商经纪收入占比明显高于行业平均。部分券商在投行及资管领域形成特色优势。国金证券、天风证券、中信建投投行业务收入占比超 20%，远高于行业平均水平；第一创业、财通证券资管业务收入占比均为 23%，特色优势突出。

表2：头部券商投资和资管收入占比较高，在大投资和大资管方面具相对优势

35 家上市券商平均	投资业务	经纪业务	投行业务	资管业务	利息净收入	其他业务净收入
上市券商平均	**40%**	**24%**	**10%**	**9%**	**13%**	**5%**
TOP 6 券商平均	**42%**	**21%**	**8%**	**12%**	**11%**	**6%**
中信证券	49%	21%	9%	14%	3%	4%
国泰君安	31%	28%	9%	5%	22%	5%
海通证券	39%	14%	11%	11%	14%	11%
华泰证券	52%	18%	8%	10%	7%	4%
广发证券	37%	20%	3%	20%	13%	7%
招商证券	37%	31%	8%	6%	15%	3%
申万宏源	38%	27%	4%	6%	20%	4%
中国银河	35%	36%	3%	4%	23%	0%
中信建投	46%	20%	20%	4%	7%	3%
国信证券	31%	35%	8%	2%	21%	3%
东方证券	48%	18%	9%	18%	5%	2%
山西证券	62%	15%	14%	8%	1%	0%
东北证券	62%	22%	6%	4%	1%	5%
西部证券	49%	24%	10%	0%	9%	8%
长城证券	48%	24%	10%	3%	11%	3%
国海证券	47%	17%	9%	7%	12%	8%
东吴证券	47%	23%	16%	3%	9%	3%
第一创业	44%	13%	11%	23%	1%	9%
浙商证券	42%	24%	15%	6%	9%	3%
兴业证券	41%	19%	10%	1%	8%	22%
财通证券	37%	18%	9%	23%	13%	1%
东兴证券	36%	21%	15%	7%	21%	0%
中原证券	35%	40%	12%	2%	2%	9%
华安证券	34%	27%	7%	9%	22%	2%
南京证券	29%	23%	10%	2%	34%	2%
国金证券	29%	25%	26%	2%	15%	3%
国元证券	28%	22%	7%	3%	39%	2%
华西证券	27%	35%	10%	3%	25%	1%
长江证券	26%	40%	8%	5%	17%	4%
光大证券	24%	26%	19%	10%	13%	8%
华林证券	23%	34%	8%	5%	26%	4%

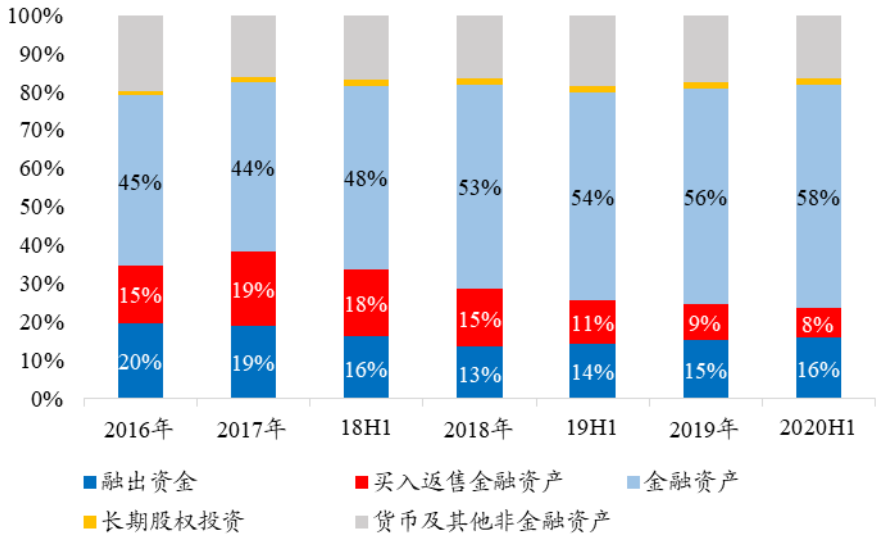
太平洋	22%	45%	16%	18%	-4%	2%
方正证券	9%	53%	9%	5%	21%	4%
西南证券	59%	21%	7%	1%	10%	2%
天风证券	43%	16%	25%	21%	-10%	5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：各类业务净收入占比的分母为扣除其他业务成本后的“调整后营业收入”。

资产端结构：金融资产快速扩张，两融规模占比持续提升，股票质押继续回落。从上市券商资产结构看，资产扩表主要来自金融资产规模的持续增长，2020H1 末上市券商金融资产占比达 58%，较年初增长 2 个百分点，期末余额同比增速达 21%，与年初相比增长 11%。2020H1 末上市券商融出规模占比提升至 16%，呈不断上升趋势，与年初相比+12%；买入返售规模占比下跌至 8%，股票质押规模持续回落。

图6：金融资产占比持续提升，成资产扩表主力



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：各类资产占比以扣除代买卖证券款后的总资产作为分母。

1.3、 比较：头部券商 ROE 领先，资产扩表能力突出

净利润：中信证券 89 亿稳居行业龙头。2020H1 行业归母净利润排名前六分别为中信证券、华泰证券、广发证券、海通证券、国泰君安和中信建投，其中中信建投从 2019 年行业第八上升至行业第六，广发证券进步 2 名跻身行业前三，中信证券归母净利润达 89 亿元，高出第二名 39%，相较 2019 年（28%），差距不断扩大。

业绩增速：头部券商整体不输中小券商。1）从 2020H1 净利润增速看，头部券商增速有所分化，华泰证券、广发证券和中信证券增速较高。头部券商增速接近行业平均水平，说明整体增速不输中小券商。中小券商中，净利润增速排名前五分别为天风证券、第一创业、中信建投、国金证券、华林证券，净利润增速在 55%以上。2）2020 上半年再融资新规和创业板注册制落地，市场活跃度大幅提升，投行业务占比较高（中信建投、国金证券、天风证券）的公司增速优于平均。

表3：头部券商杠杆率和 ROE 高于行业平均

35 家上市券商	2019 年			2020 H1				
	归母净利润（亿元）	YOY	ROE	归母净利润（亿元）	YOY	年化 ROE	期末权益乘数(扣除客户资产)	期末股东权益(亿元)
上市券商合计	**1,000.2**	**71.4%**	**6.9%**	**700.47**	**27.1%**	**9.2%**	**3.7**	**15,585**
TOP 6 平均		**54.6%**	**7.9%**		**26.7%**	**9.9%**	**4.0**	
中信证券	122.3	30.2%	7.8%	89.3	38.5%	10.6%	4.5	1,760
海通证券	95.2	82.7%	7.8%	54.8	-0.8%	8.5%	4.4	1,311
华泰证券	90.0	78.9%	8.0%	64.0	57.9%	10.3%	3.8	1,251
国泰君安	86.4	28.8%	6.6%	54.5	8.6%	8.1%	3.9	1,323
广发证券	75.4	75.3%	8.6%	57.5	38.9%	12.4%	3.4	940
招商证券	72.8	64.6%	8.8%	43.3	23.7%	9.9%	3.9	894
申万宏源	57.4	37.9%	7.5%	40.3	26.0%	9.6%	4.1	846
中信建投	55.0	78.2%	10.6%	45.8	96.5%	15.8%	4.1	591
中国银河	52.3	81.1%	7.6%	35.5	36.9%	9.9%	3.9	728
国信证券	49.1	43.4%	9.0%	29.5	13.4%	10.9%	3.7	522
东方证券	24.4	97.8%	4.6%	15.3	26.2%	5.6%	4.1	545
财通证券	18.7	128.7%	9.1%	8.2	12.0%	7.6%	2.7	216
兴业证券	17.6	1202.2%	5.3%	16.2	21.5%	9.3%	3.5	356
长江证券	16.7	547.7%	6.1%	9.4	-13.4%	6.7%	3.3	280
华西证券	14.3	69.4%	7.5%	9.2	8.2%	9.2%	3.0	204
国金证券	13.0	28.5%	6.5%	10.0	61.2%	9.5%	2.3	215
东兴证券	12.2	21.1%	6.1%	7.9	-9.0%	7.7%	3.4	206
华安证券	11.1	100.2%	8.6%	6.4	14.5%	9.4%	3.2	140
西南证券	10.4	359.4%	5.5%	4.3	-12.7%	4.4%	3.0	196
东吴证券	10.4	189.4%	5.0%	10.3	37.3%	8.6%	2.8	272
方正证券	10.1	52.4%	2.6%	6.4	-16.0%	3.3%	2.5	391
东北证券	10.1	234.2%	6.6%	6.7	13.1%	8.4%	3.2	160
长城证券	9.9	69.4%	5.9%	6.7	34.2%	7.8%	3.2	173
浙商证券	9.7	31.3%	6.8%	6.5	36.0%	8.7%	4.2	152
国元证券	9.1	36.4%	3.7%	6.2	42.8%	5.0%	2.7	250
南京证券	7.1	206.2%	6.5%	5.2	36.7%	9.4%	2.8	113
西部证券	6.1	204.4%	3.5%	6.4	38.0%	7.1%	2.1	181
光大证券	5.7	449.7%	1.2%	21.5	33.7%	8.9%	3.1	494
第一创业	5.1	312.6%	5.7%	4.2	102.0%	9.2%	2.9	94
山西证券	5.1	130.1%	4.1%	5.1	18.0%	6.9%	3.2	166
国海证券	4.9	566.8%	3.5%	6.0	55.6%	7.5%	2.7	184
太平洋	4.6	扭亏	4.5%	0.5	-85.2%	1.0%	2.6	104
华林证券	4.4	28.1%	9.4%	2.8	55.7%	10.4%	4.4	56
天风证券	3.1	1.6%	2.5%	4.0	140.8%	5.4%	3.6	177
中原证券	0.6	-11.5%	0.6%	0.3	-87.1%	0.6%	3.8	97

数据来源：Wind、开源证券研究所

杠杆率：头部券商杠杆率高于行业平均水平，资产扩表能力突出。从扣除客户保证

金后的权益乘数指标看，头部券商杠杆率普遍高于行业平均水平，中信证券、海通证券、国泰君安 2020H1 末杠杆率分别达 4.48/4.40/3.92 倍；中小券商中，华林证券、浙商证券、中信建投、申万宏源和东方证券超过 4 倍。从杠杆率提升幅度看，TOP6 券商较 2017 年末平均提升 17.7%，明显优于由于非 TOP 6 券商的 9.2%。

表4：头部券商资产扩表能力突出，杠杆率增速优于行业平均

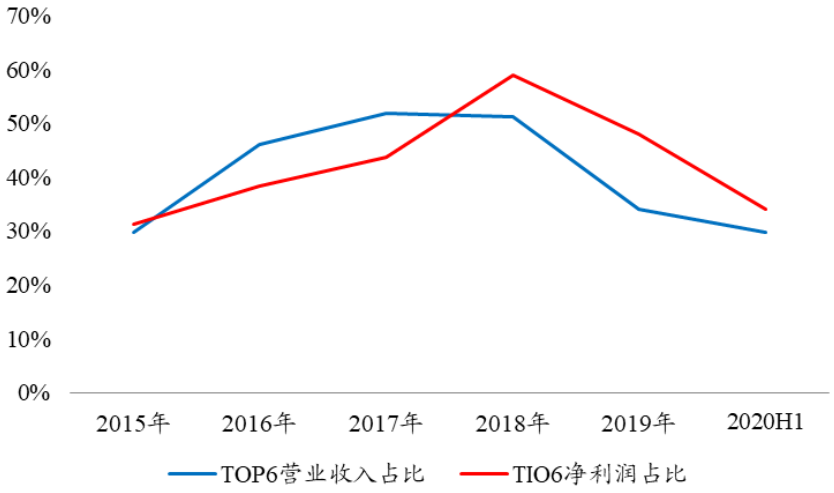
期末权益乘数（扣客户资产）	2017 年	2018 年	2019 年	2020H1	杠杆率提升幅度		
					2017 年末至 2020H1 末	2018 年末至 2019 年末	2019 末至 2020H1 年末
中信证券	3.51	3.63	4.14	4.48	27.7%	14.0%	8.4%
国泰君安	2.94	3.00	3.46	3.92	33.1%	15.4%	13.1%
海通证券	3.83	4.27	4.36	4.40	14.8%	2.1%	0.9%
华泰证券	3.60	2.99	3.85	3.81	5.8%	28.9%	-1.2%
广发证券	3.44	3.89	3.45	3.40	-1.1%	-11.3%	-1.4%
招商证券	2.96	3.17	3.76	3.86	30.5%	18.7%	2.6%
TOP 6 上市券商平均	**3.38**	**3.49**	**3.84**	**3.98**	**17.7%**	**9.9%**	**3.7%**
非 TOP 6 上市券商**平均**	**3.12**	**3.15**	**3.14**	**3.41**	**9.2%**	**-0.3%**	**8.5%**
上市券商平均	**3.33**	**3.39**	**3.58**	**3.71**	**11.4%**	**5.5%**	**3.7%**
非 TOP 6 券商中增速前十：							
华林证券	2.64	2.01	2.06	4.38	66.0%	2.6%	112.7%
南京证券	1.76	1.74	2.40	2.75	56.7%	38.4%	14.5%
长城证券	2.28	2.32	2.63	3.17	38.8%	13.1%	20.5%
国金证券	1.67	1.81	1.76	2.27	35.7%	-2.4%	28.7%
中国银河	2.95	2.95	3.32	3.94	33.9%	12.4%	18.9%
浙商证券	3.16	3.48	3.66	4.21	33.2%	5.3%	14.9%
华安证券	2.48	2.90	2.93	3.20	28.8%	0.8%	9.2%
国信证券	3.09	3.42	3.17	3.75	21.1%	-7.3%	18.3%
财通证券	2.28	2.46	2.41	2.72	19.0%	-2.0%	12.7%
中原证券	3.26	3.58	3.59	3.79	16.2%	0.2%	5.6%

数据来源：Wind、开源证券研究所

ROE：多家头部券商年化 ROE 站上 10%，头部公司 ROE 整体优于行业平均。得益于资产扩表能力（杠杆率高于行业平均），Top 6 券商平均 ROE 水平在 2019 年和 2020H1 均优于行业均值，其中广发证券、中信证券、华泰证券 2020H1 年化 ROE 超过 10.0%；中小券商中，中信建投 2020H1 年化 ROE 达 15.8%，华林证券和国信证券 2020H1 年化 ROE 均超过 10%，行业排名领先。

行业集中度：行业景气度持续提升下，TOP6 集中度有所下降。2018 年之前，TOP6 券商营业收入和净利润集中度呈上升趋势，2018 年营业收入和净利润集中度分别达 51%/59%，2020H1 下降至 30%/34%，降幅明显。在整体行情较差时，头部券商业绩韧性及抗风险能力较强，体现出高集中度水平；在行业景气度提升时，中小券商展现出更强的业绩弹性，整体集中度下行。

图7：TOP6 集中度呈下降趋势



数据来源：Wind、公司公告、证券业协会、开源证券研究所

注：（1）TOP6：中信证券、国泰君安、华泰证券、海通证券、广发证券、招商证券

（2）营业收入占比=（TOP6 母公司营业收入+资管和投行子公司营业收入）/证券行业营业收入

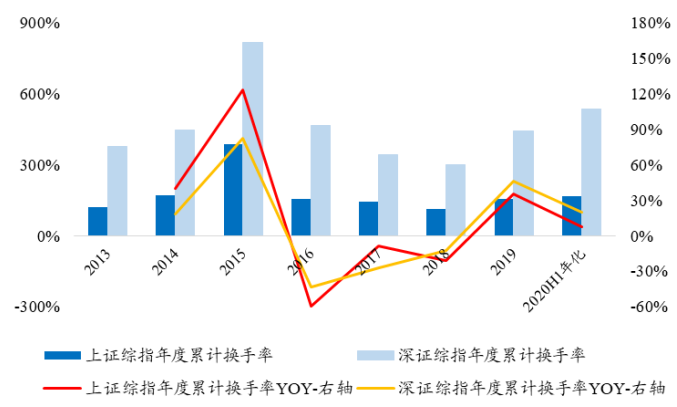
（3）净利润占比=（TOP6 母公司净利润+资管和投行子公司净利润）/证券行业净利润

2、 传统与创新业务全面增长，金融资产持续扩张

2.1、 经纪：交易活跃度重拾升势，财富管理转型见效

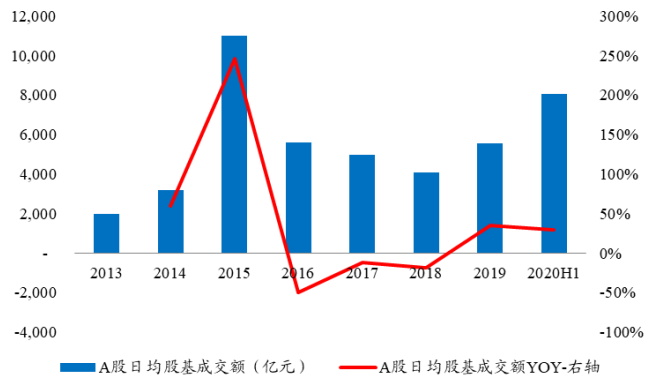
流动性宽松叠加资本市场深改，市场活跃度重拾升势，驱动经纪业务快速增长。以注册制为代表的资本市场深改不断推进，再融资新规、并购重组松绑以及创业板注册制落地，上市公司质量持续优化，优质资产不断引入；同时，宽松环境下，有利于居民资金入市，市场活跃度持续提升。2020H1，沪综指和深综指换手率年化换手率分别达 168%/536%，同比分别+8%/+21%。2020H1 日均股基成交额达 8073 亿，同比+29.5%，创 2016 年以来历史新高。受益于市场活跃度提升，上市券商 2020H1 经纪业务净收入为 451 亿，同比+22.7%。

图8：沪综指和深综指换手率持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2020H1 日均股基成交额同比+29.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

代销金融产品收入爆发，驱动头部券商经纪业务增速高于行业平均。中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券、广发证券和招商证券 6 家头部券商 2020H1 经纪业务净收入平均同比+24.9%，高于行业 17.8%的增速，主要受代销金融产品业务净收入大幅增长驱动。2020H1 六家头部券商代销金融产品业务净收入平均同比+117.05%，占比从 2019 年的 5%提升至 7%，中信证券该业务占比提升至 13.96%。财富管理转型背景下，代销金融产品业务将成为经纪业务增长的重要驱动力。此外，海通证券、华泰证券和广发证券境外子公司证券经纪业务净收入也实现翻倍式增长。

表5：代销金融产品业务大幅增长，头部券商经纪业务收入增速高于行业平均

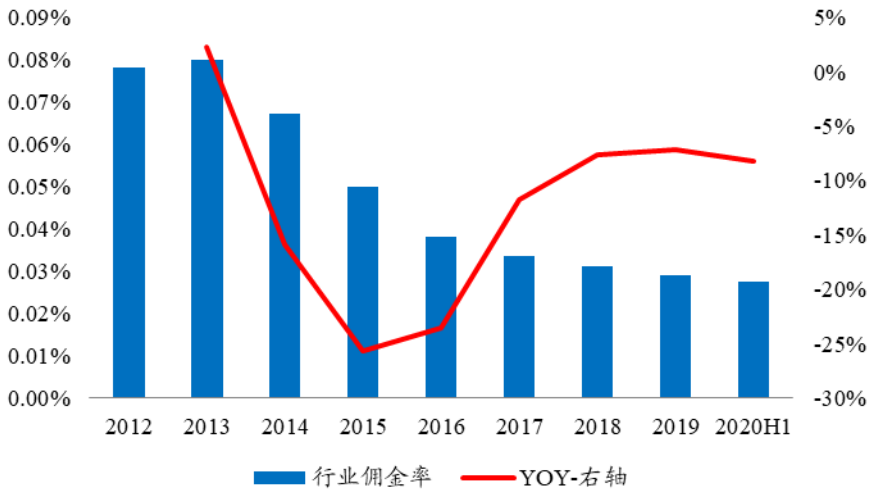
2020H1 年金额（亿元）	经纪业务净收入（合并报表）	期货经纪业务净收入（合并报表）	代销金融产品业务净收入（合并报表）	母公司代买证券业务净收入（含席位佣金）	境外等子公司证券经纪净收入
中信证券	50.08	1.74	6.99	25.19	16.17
海通证券	22.35	1.61	0.41	18.15	2.18
国泰君安	36.51	1.62	0.76	30.08	4.06
华泰证券	27.92	1.54	1.85	23.62	0.90
广发证券	28.53	1.75	1.78	24.26	0.75
招商证券	29.13	0.99	1.89	25.14	1.10
6 家公司合计	**194.52**	**9.24**	**13.68**	**146.44**	**25.17**
各细分项占比:					
中信证券	100.00%	3.47%	13.96%	50.29%	32.28%
海通证券	100.00%	7.19%	1.82%	81.21%	9.77%
国泰君安	100.00%	4.42%	2.07%	82.38%	11.12%
华泰证券	100.00%	5.52%	6.64%	84.62%	3.21%
广发证券	100.00%	6.12%	6.23%	85.01%	2.63%
招商证券	100.00%	3.42%	6.48%	86.31%	3.79%
6 家公司合计	**100.00%**	**4.75%**	**7.03%**	**75.28%**	**12.94%**
YOY:					
中信证券	31.83%	38.64%	122.93%	28.60%	15.35%
海通证券	17.89%	19.01%	76.91%	11.59%	96.48%
国泰君安	15.90%	-5.46%	11.10%	17.21%	17.67%
华泰证券	24.48%	65.72%	139.01%	15.43%	252.73%
广发证券	23.26%	20.40%	149.94%	17.66%	102.93%
招商证券	34.20%	12.31%	146.30%	29.91%	57.90%
6 家公司合计	**24.91%**	**21.95%**	**117.05%**	**20.08%**	**26.44%**

数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：境外等子公司证券经纪净收入=并表下经纪业务净收入-期货经纪净收入-代销金融产品净收入-母公司代买证券业务净收入。

行业佣金率持续下行，财富管理转型初见成效。2020H1证券行业佣金率为0.0277%，同比-8.2%，券商财富管理转型需求迫切。自2020年3月，7家头部证券公司获得公募基金投顾试点资格后，目前国泰君安公募基金投顾业务已正式展业。头部券商纷纷加快财富管理转型步伐，2020H1“三中一华”代销金融产品收入实现翻倍式增长，以广发证券为例，目前券商以基金代销为主。未来，随着财富管理转型不断深化，客户分层将不断优化，同时为客户提供综合金融服务和产品。

图10：证券行业佣金率持续下降，2020H1 佣金率下降 8.2%



数据来源：中证协官网、开源证券研究所

表6：头部券商代销金融产品收入大幅增长

单位：百万元	2019		2020H1	
	代销金融产品收入	YOY	代销金融产品收入	YOY
中金公司	343.89	63%	-	-
中信证券	803.36	4%	699.34	123%
中信建投	143.73	1%	157.31	140%
华泰证券	172.52	-1%	185.49	139%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表7：基金代销业务大幅增长

	单位：亿元	2019H1		2020H1			
		代销规模	代销收入	代销规模	YOY	代销收入	YOY
广发证券	基金	170	0.56	275	62%	1.48	167%
	信托	143	0.08	56	-61%	0.04	-47%
	其他	3,383	0.08	2,873	-15%	0.25	223%
	合计	**3,696**	**0.71**	**3,205**	-13%	**1.78**	150%
招商证券	基金	149	0.44	295	98%	1.30	196%
	信托及私募	33	0.32	68	107%	0.54	69%
	其他	1.6	0.00	69	4149%	0.04	794%
	合计	**184**	**0.77**	**432**	**135%**	**1.89**	**146%**

数据来源：公司公告、开源证券研究所

2.2、 投行：注册制下 IPO 规模延续高速增长

IPO 规模爆发式增长，驱动投行收入扩张。受益于 IPO 和债承规模高速增长，2020H1 上市券商投行业务净收入同比+23.4%。注册制红利下，2020H1IPO 规模大幅扩张，承销规模同比+130.5%，实现爆发式增长；2020H1 债承规模同比+20.6%,延续 2019 年以来的增长势头。2020 年上半年，再融资新规出台、新证券法降低公开发债标准

并简化流程、创业板注册制正式落地，投行业务迎来全面机遇。

表8：IPO 规模实现爆发式增长

	2020H1		2019 年	
	承销规模（亿元）	YOY	承销规模（亿元）	YOY
首发	1,393	130.5%	2,533	84.2%
再融资	3,871	13.8%	9,497	-3.8%
股权融资合计	**5,264**	**31.4%**	**12,030**	**7.0%**
可转债	964	-37.4%	2,478	131.3%
可交换债	274	-52.8%	831	49.4%
地方政府债	6,437	142.4%	4,580	51.3%
金融债	8,048	11.1%	15,206	30.2%
企业债	1,907	22.6%	3,606	51.9%
公司债	16,242	54.1%	25,507	54.7%
短期融资券	697	5.8%	1,306	8.0%
中期票据	1,805	48.4%	2,545	24.2%
定向工具	911	27.3%	1,344	56.2%
国际机构债	6	-10.0%	8	N/A
政府支持机构债	200	-33.3%	1,255	-25.3%
ABS	3,906	-46.5%	17,753	3.9%
债券承销合计	**41,399**	**20.6%**	**76,417**	**31.6%**

注：以上数据按上市日统计

数据来源：Wind、开源证券研究所

科创板占比和费率双双提升，IPO 业务量价齐升。科创板成为 IPO 收入贡献重要力量，收入占比从 2019 年的 42.1%提升至 2020H1 的 46.9%。2020H1 科创板承销规模占 IPO 承销规模比重 36.4%，高于 2019 年的 32.5%，承销单数占比有所提升；2020H1 科创板承销费率接近 6%，呈上升趋势。科创板占比和费率双重驱动下，收入贡献持续增加。

表9：2020H1 科创板承销收入占 IPO 承销收入比重达 46.9%

	科创板 IPO		科创板 IPO		科创板 IPO	
	融资金额（亿元）	占比	数量（单）	占比	承销收入（亿元）	占比
2019	824.3	32.5%	70	34.5%	47.5	42.1%
2020H1	507.1	36.4%	51	38.9%	30.3	46.9%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表10：科创板承销费率明显高于非科创板

单位：亿元	2019	2020H1
科创板承销费率	5.76%	5.98%
非科创板承销费率	3.82%	3.88%

数据来源：Wind、开源证券研究所

IPO 承销规模前三甲稳定，部分中小券商有所突破。IPO 承销规模中，头部券商仍

居前列，2020H1IPO 承销规模前三名分别是中信建投（407.7 亿）、中金公司（156.6 亿）、中信证券（104.9 亿）。中信建投投行业务爆发，IPO 承销规模同比+740%，从 2019 年的行业第三跃升至第一。注册制红利下，部分中小券商实现弯道超车，国金证券 2020H1IPO 承销规模 76 亿，同比+592%，跻身行业前五。

表11：“三中”稳居 2020H1 IPO 承销规模前三甲

	2019 年			2020H1		
	IPO 承销规模（亿元）	YOY	IPO 承销单数	IPO 承销规模（亿元）	YOY	IPO 承销单数
中信建投	175.7	32.9%	22	407.7	740.2%	11
中金公司	601.5	63.4%	18	156.6	164.9%	13
中信证券	453.1	254.6%	28	104.9	-30.6%	6
国金证券	28.8	13.1%	5	76.0	591.9%	7
招商证券	142.0	80.2%	12	58.0	29.4%	6
光大证券	21.6	401.9%	5	54.7	339.4%	11
华泰证券	67.2	-65.5%	6	49.9	1015.9%	4
广发证券	89.6	136.1%	16	47.1	351.6%	8
海通证券	34.8	39.0%	5	43.3	301.5%	4
民生证券	46.3	454.1%	7	34.8	326.8%	6
兴业证券	15.3	-45.3%	2	34.3	N/A	5
国泰君安	74.6	160.0%	10	25.3	47.7%	3

数据来源：Wind、开源证券研究所

头部券商 IPO 储备量丰富，政策红利下部分中小券商弯道超车。IPO 项目储备 TOP3 分别为中信证券（77 家）、中信建投（49 家）、民生证券（41 家），科创板项目储备 TOP4 分别为中信证券（28 家）、海通证券（16 家）、国泰君安（14 家）和华泰证券（14 家），创业板项目储备 TOP3 分别为中信证券（28 家）、中信建投（23 家）、民生证券（22 家）、国信证券（22 家）。总体看，头部券商 IPO 储备量丰富，排名靠前；注册制红利下，部分中小券商创业板项目储备居前，实现弯道超车。

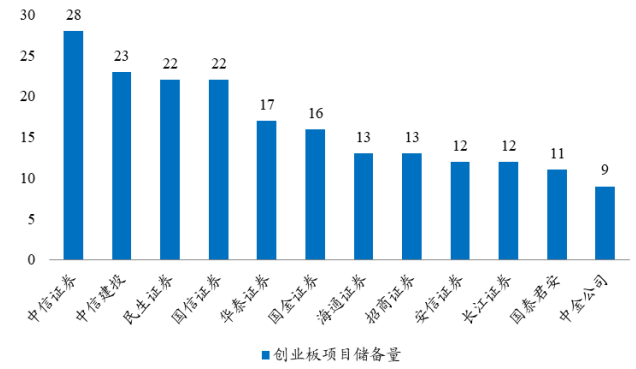
表12：头部券商 IPO 储备量整体靠前，民生证券和国金证券进入前十

总储备量排名	券商	IPO 项目总储备量	主板项目储备量	创业板项目储备量	科创板项目储备量
1	中信证券	77	15	28	28
2	中信建投	49	11	23	11
3	民生证券	41	3	22	13
4	海通证券	38	5	13	16
4	国泰君安	38	11	11	14
6	华泰证券	37	4	17	14
7	招商证券	31	2	13	6
8	国信证券	28	1	22	4
9	国金证券	27	4	16	7
9	中金公司	27	5	9	8
10	安信证券	21	2	12	6
10	长江证券	21	4	12	5

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：数据截至 2020 年 8 月 28 日

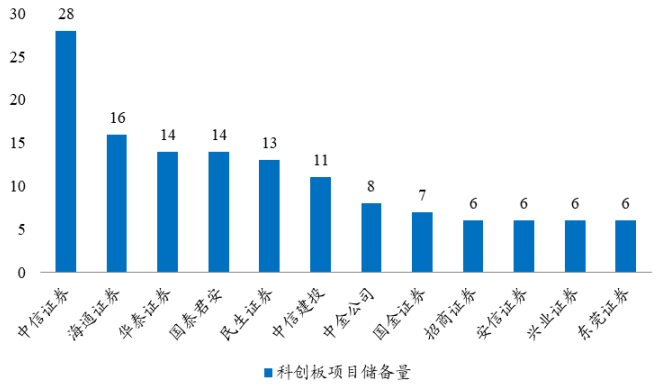
图11：民生证券和国金证券创业板 IPO 储备进入前六



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述数据(单位：个)只统计单一主承销商项目。

图12：科创板 IPO 项目储备集中于头部券商



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述数据(单位：个)只统计单一主承销商项目。

核心债承销规模保持扩张，头部券商稳居前列。2020H1 核心债规模 2.1 万亿，同比+48%，利率持续下行驱动债市表现整体较好，利好债券承销业务规模持续扩张。核心债承销规模前五均为头部券商，近几年排名稳定。天风证券、国金证券和浙商证券等中小券商 2020H1 核心债承销规模同比增速超 100%，增长较快。

表13：2020H1 核心债承销规模前三：中信建投、中信证券、海通证券

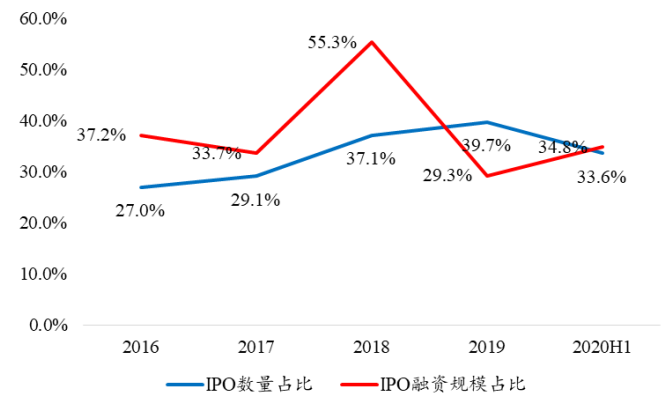
核心债券承销规模（亿元）	2018 年	YOY	2019 年	YOY	2020H1	YOY
中信建投	3,067	92%	4,394	43%	2,797	24%
中信证券	1,903	144%	2,718	43%	1,827	75%
海通证券	1,617	39%	1,937	20%	1,265	41%
国泰君安	1,157	36%	1,801	56%	1,040	31%
中金公司	908	134%	1,535	69%	783	13%
平安证券	953	35%	1,279	34%	722	38%
华泰联合证券	438	65%	729	67%	585	164%
光大证券	766	56%	1,087	42%	547	14%
天风证券	225	-10%	567	152%	538	126%
中泰证券	612	120%	917	50%	520	38%
国信证券	536	30%	641	20%	474	95%
中山证券	522	72%	667	28%	451	34%
国金证券	112	-18%	510	353%	411	219%
开源证券	454	9%	773	70%	409	64%
招商证券	814	30%	613	-25%	347	4%
浙商证券	206	-2%	452	119%	332	178%
东吴证券	187	11%	515	176%	313	42%
国开证券	385	34%	516	34%	312	79%
方正承销保荐	-	-	366	-	303	-
兴业证券	430	24%	564	31%	282	8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：核心债券包括企业债、公司债、短期融资券及中期票据。

再融资业务行业集中度稳步提升，核心债承销行业集中有所下降。7 家头部券商（中信证券、中信建投、中金公司、海通证券、招商证券、国泰君安、华泰证券）再融资业务集中度稳步上行，2020H1 前七家头部券商再融资承销规模占比接近 50%。IPO 融资规模集中度有所波动，2019 年大幅下降后，2020H1 有所回升，IPO 单数集中度有所下降。核心债承销规模及单数集中度下降趋势明显。中小券商投行业务弹性较强，在投行业务景气度大幅提升下，业绩增速较快，带来集中度略有下降。

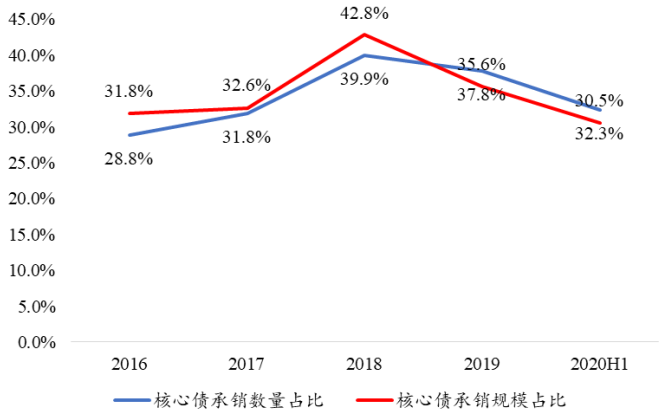
图13：头部券商 IPO 承销规模占比呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：头部券商包括：中信证券、中信建投、中金公司、海通证券、招商证券、国泰君安、华泰证券。

图14：头部券商核心债承销规模和数量占比呈下降趋势

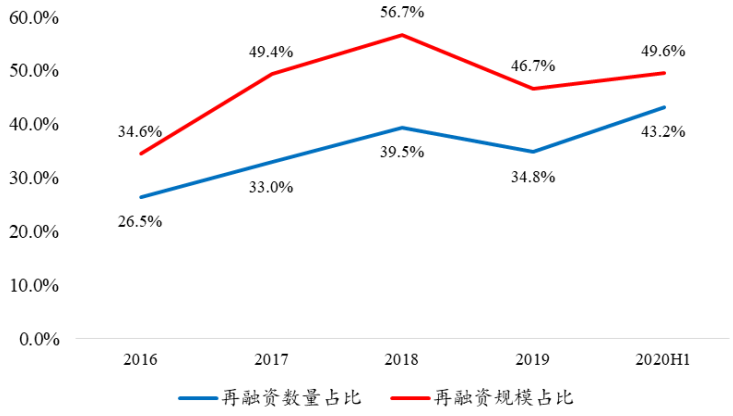


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1）头部券商包括：中信证券、中信建投、中金公司、海通证券、招商证券、国泰君安、华泰证券。

2）核心债包括：企业债、公司债、短期融资券及中期票据。

图15：头部券商再融资规模和数量占比呈现上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：头部券商包括：中信证券、中信建投、中金公司、海通证券、招商证券、国泰君安、华泰证券。

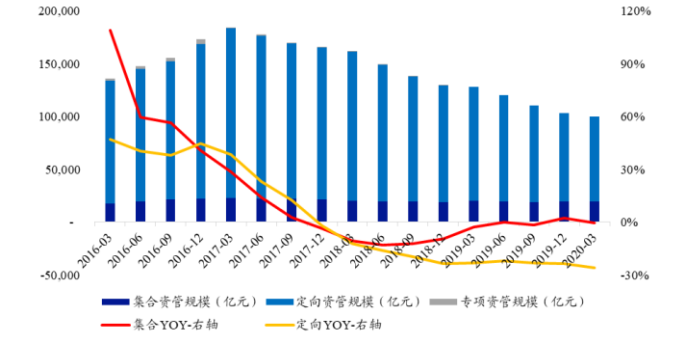
2.3、 资管：主动管理规模扩张，量价齐升驱动收入增速提升

2020H1 上市券商资管业务收入 169 亿，同比+21.9%，较 2019 年的 3.7%增速明显扩张。

资管总规模降幅趋缓，多家券商主动管理规模持续扩张。去通道影响逐渐减弱，券

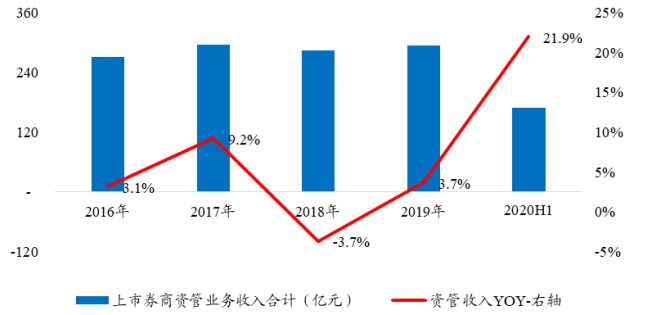
商资管规模降幅逐渐趋缓。券商主动管理规模呈上升趋势，2020 年一季度末集合资管规模 1.97 万亿，较年初+0.7%。多家头部券商主动管理规模和占比不断提高，2020 年 6 月末，中信证券主动管理规模较年初+23%，占比达 60%；中信建投主动管理规模较年初+7%，占比达 51%；海通证券主动管理规模较年初+33%，占比达 68%。

图16：2020Q1 末券商集合资管规模较年初+0.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2020H1 上市券商资管业务收入同比+22%



数据来源：Wind、开源证券研究所

头部券商主动管理规模居前，主动管理规模增速明显提升。根据基金业协会数据，2020Q1 和 2020Q2 券商主动资产管理月均规模排名中，行业前五保持稳定，均为头部券商，中信证券和国泰君安规模较高稳居前二。CR10 月均主动管理规模增速从 2020Q1 的 5%提升至 2020Q2 的 16%，增速较快，其中，招商证券、中金公司、中信证券及海通证券 2020Q2 增速均超过 30%。

表14：招商证券、中金公司、中信证券主动管理规模增长明显

券商主动资管月均规模（亿元）	2020Q2	YOY	2020Q1	YOY
中信证券	5,605	38%	4,871	-5%
国泰君安	3,700	3%	3,921	27%
华泰证券	2,705	10%	2,664	14%
招商证券	2,639	86%	2,176	63%
广发证券	2,044	-5%	1,736	-26%
中信建投	1,566	-22%	1,573	-9%
海通证券	1,496	31%	1,243	25%
中金公司	1,309	48%	1,252	-10%
申万宏源	1,241	-7%	1,358	-5%
光大证券	1,146	-5%	1,184	-2%
前 10 家公司合计	23,451	16%	21,978	5%

数据来源：基金业协会、开源证券研究所

量价齐升，券商资管业务收入进入增长周期。主动管理规模占比提升、市场环境不断改善驱动下，券商资管业务管理费率呈上行趋势。未来，随着券商大集合转公募持续推进和 FOF 等多策略产品创新发展下，券商主动管理规模有望持续提升，量价齐升下，资管业务收入有望延续增长趋势。

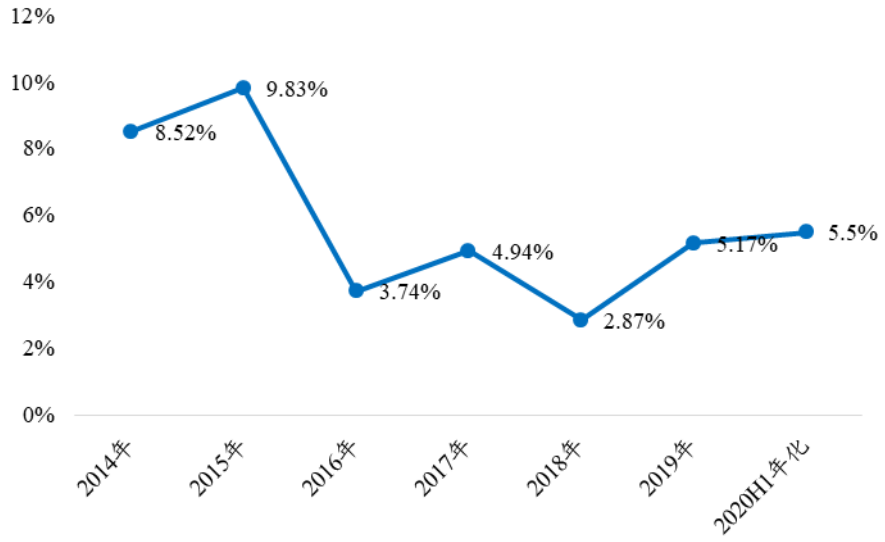
“一参一控”放宽，公募 REITs 落地，资管业务迎来发展机遇。2020 年上半年，证

监会允许“一参一控一牌”，同一主体可同时控制一家公募基金和一家公募持牌机构，为后续券商扩大公募类业务奠定基础；公募 REITs 正式落地，为券商资管业务带来新的业务增长点，政策利好下，券商资管业务迎来发展机遇。

2.4、 投资：市场波动下，客需和直投业务成为新驱动

市场波动下，客需和直投业务驱动券商投资收入增长。从业务角度看，券商投资收入主要由机构客户客需型业务（债券及衍生品做市、场外期权等）、自营投资（方向性和非方向性）和直投子公司投资收益构成。2020 上半年 A 股整体震荡，2020H1 末，上证综指累计-2.15%，同比下降 21.6 个百分点，中证综合债指数累计+2.32%，同比增长 0.32 个百分点，上市券商整体金融工具投资收益率 2.75%，同比持平，主要来自权益衍生品收益率稳定，以及结构性行情下，直投和跟投盈利大增，2020H1 上市券商投资收益(含公允价值变动损益)同比+20.6%。

图18：金融工具投资收益率同比持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

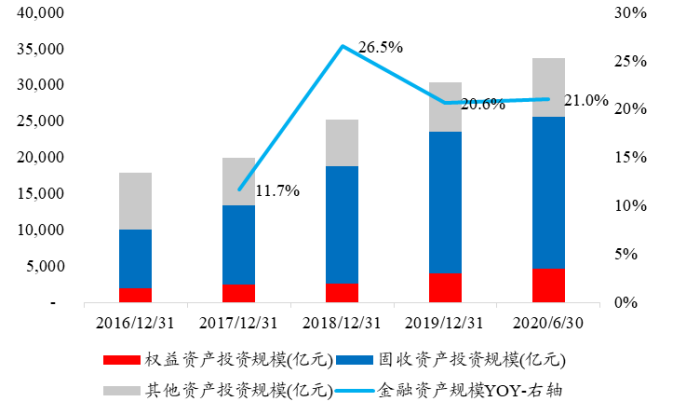
注：1)金融工具投资收益率=金融工具投资收益/期初期末金融工具投资规模均值；

2)金融工具投资收益=投资收益-联营及合营子公司投资收益+公允价值变动损益；

3)金融工具投资规模=交易性金融资产+可供出售金融资产(若有)+持有至到期(若有)+其他权益工具+衍生金融资产。

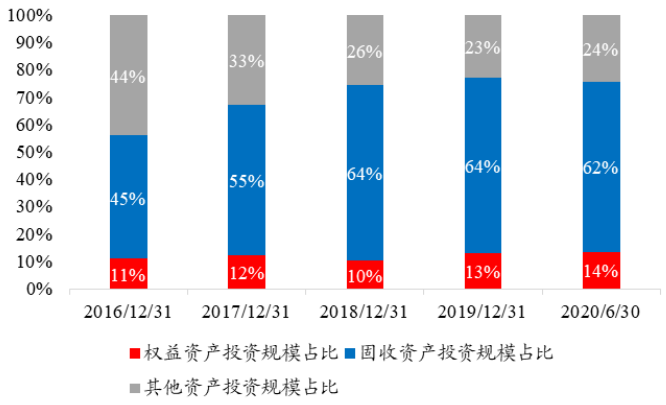
客需型业务大幅增加成金融资产扩张主力。1）金融资产规模较年初+11%，权益配置占比持续提升。近 3 年上市券商金融资产规模保持近 20%的年复合增速，2020H1 金融资产规模较年初+11%，其中，权益规模同比+41%，较年初+16%，实现超预期增长。权益/固收/其他资产占比分别为 14%/62%/24%，权益配置占比持续提升，固收配置有所下降。**2）场外衍生品等客需型业务大幅增长。**根据中证协官网，截至 2020 年 6 月末，收益互换和场外期权存续名义本金规模分别达 2596 亿/5693 亿，较年初分别+64%/+23%，前五家券商交易量集中度超 80%，衍生品业务驱动下，券商金融资产不断扩张。

图19：2020H1 末上市券商金融资产规模较年初+11%



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图20：2020H1 权益配置比重有所提升

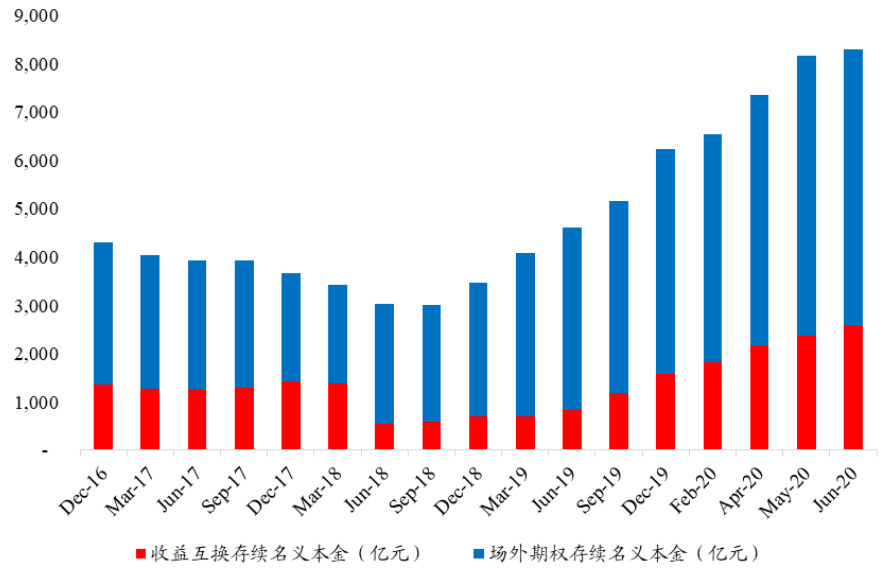


数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：1）权益类资产=交易性金融资产中股票+可供出售金融资产中股票（若有）+其他权益工具

2）固收类资产=交易性金融资产中债券+可供出售金融资产中债券（若有）+债权投资+其他债权投资

图21：场外衍生品业务规模大幅增长



数据来源：中证协、开源证券研究所

直投与跟投业绩大幅释放，头部券商表现亮眼。1）2020 上半年，科创板、创业板、医疗及大健康领域大幅上涨，结构性行情影响下，券商直投和跟投盈利高增；此外，科创板注册制下，IPO 发行节奏加快。双重驱动下，直投与跟投业绩大幅释放，上半年上市券商 PE 和另类子公司净利润分别同比+47%/+295%。2）目前行业呈现加速分化，PE 及另类子公司净利润前五均为头部券商，华泰证券 PE 子公司 2020H1 净利润达 15.98 亿，同比+97%；中信证券另类子公司 2020H1 净利润 9.79 亿，同比+151%。3）整体看，头部机构效应日益明显，市场资金向着具有强大专业能力的头部机构聚集，直投业务净利润具有领先优势，6 月创业板注册制落地，未来直投与跟投业务景气度有望延续。

表15：2020H1 券商 PE 子公司净利润延续增长势头，头部券商表现抢眼

证券公司	旗下私募股权投资子公司（全资）	2018 年净利润（亿元）	2019 年净利润（亿元）	2020H1 净利润（亿元）	2020H1 净利润贡献
华泰证券	华泰紫金投资	-0.46	17.38	15.98	25%
广发证券	广发信德	3.49	2.19	7.81	14%
海通证券	海通开元投资	1.88	8.78	7.22	13%
海通证券	海富产业投资基金管理	0.55	0.63	6.28	11%
中信证券	金石投资	-0.47	10.88	5.96	7%
东方证券	东证资本	5.63	2.25	2.04	13%
国信证券	国信弘盛	2.63	2.47	1.43	5%
国泰君安	国泰君安创投	0.88	1.54	0.84	2%
兴业证券	兴证创新资本管理	1.13	0.71	0.71	4%
国元证券	国元股权投资	0.29	1.51	0.70	11%
合计		**15.55**	**48.34**	**48.97**	**11%**
YOY		**-74%**	**211%**	**62%**	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表16：2020H1 年券商另类投资子公司净利润同比增加，中信遥遥领先

证券公司	旗下另类投资子公司（全资）	2018 年净利润（亿元）	2019 年净利润（亿元）	2020H1 净利润（亿元）	2020H1 净利润贡献
中信证券	中信证券投资	6.03	13.02	9.79	11%
海通证券	海通创新证券投资	-4.18	4.14	5.16	9%
广发证券	广发乾和	0.33	3.00	4.76	8%
国泰君安	国泰君安证裕	0.24	0.70	2.52	5%
华泰证券	华泰创新投资	0.02	1.06	2.49	4%
招商证券	招商投资	0.78	1.07	2.32	5%
中信建投	中信建投投资	0.22	-0.19	1.93	4%
财通证券	财通创新	0.38	2.73	1.91	23%
国信证券	国信资本		0.51	1.68	6%
东吴证券	东吴创新资本管理	0.23	0.68	1.60	15%
合计		**4.05**	**26.73**	**34.16**	**7%**
YOY		**-72%**	**548%**	**284%**	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

表17：2020H1 金融工具投资收益率分化明显

证券公司	2017 年	2018 年	2019 年	2020H1 年化
南京证券	5.94%	4.38%	7.05%	25.66%
国海证券	3.72%	3.25%	3.99%	11.50%
广发证券	5.70%	0.41%	6.39%	10.23%
兴业证券	6.18%	2.48%	6.68%	9.95%
东北证券	5.27%	5.75%	7.19%	9.75%
中信建投	3.56%	3.59%	5.59%	8.15%
国金证券	3.98%	7.07%	7.33%	8.08%

山西证券	6.60%	6.05%	5.18%	7.94%
浙商证券	5.93%	4.94%	6.18%	7.78%
华安证券	3.03%	3.59%	7.59%	7.33%
财通证券	6.97%	4.90%	7.96%	7.31%
西部证券	5.44%	4.71%	6.20%	7.25%
东兴证券	4.91%	5.52%	3.30%	7.21%
华林证券	9.37%	8.46%	7.52%	6.88%
第一创业	2.53%	3.40%	5.79%	6.84%
西南证券	5.36%	4.65%	7.09%	6.33%
东吴证券	3.93%	4.56%	3.49%	6.27%
东方证券	6.09%	0.00%	5.37%	6.16%
中国银河	3.40%	1.38%	5.98%	5.68%
国信证券	3.68%	3.90%	5.61%	5.65%
国元证券	3.99%	2.87%	2.14%	5.57%
长城证券	5.60%	5.23%	5.25%	5.53%
上市券商平均	**4.94%**	**2.87%**	**5.17%**	**5.51%**
中信证券	5.17%	3.11%	4.86%	5.47%
天风证券	3.78%	3.97%	5.45%	5.46%
华西证券	4.62%	5.66%	7.22%	5.00%
申万宏源	4.36%	3.65%	4.65%	4.94%
海通证券	6.26%	2.06%	5.31%	4.73%
长江证券	3.82%	2.56%	7.34%	4.20%
华泰证券	6.26%	2.47%	4.60%	4.07%
招商证券	3.17%	1.97%	4.83%	4.04%
光大证券	4.21%	1.16%	3.34%	4.01%
国泰君安	5.38%	3.91%	4.88%	3.64%
中原证券	3.84%	2.86%	4.63%	2.92%
太平洋	2.46%	-0.37%	7.38%	1.32%
方正证券	2.56%	3.25%	2.22%	0.95%

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

表18：金融资产配置结构和投资能力影响投资回报率

上市券商	2018 年末		2019 年末		2020H1 末	
	权益占比	固定收益占比	权益占比	固定收益占比	权益占比	固定收益占比
中信证券	14.7%	59.7%	19.5%	52.5%	20.6%	49.2%
海通证券	15.7%	56.7%	15.8%	54.5%	15.9%	49.9%
华泰证券	11.4%	65.7%	14.1%	70.9%	16.8%	66.4%
国泰君安	13.9%	57.1%	14.2%	58.7%	11.0%	60.9%
招商证券	9.9%	73.0%	10.3%	75.7%	9.7%	72.6%
广发证券	8.5%	61.3%	9.3%	67.3%	10.0%	62.1%
长江证券	9.8%	68.1%	14.0%	67.7%	13.7%	64.9%
国元证券	1.6%	77.2%	1.9%	81.4%	4.8%	83.4%
东北证券	10.5%	70.8%	10.3%	54.7%	16.5%	42.1%
太平洋	5.3%	61.1%	7.3%	74.2%	4.8%	72.4%

国金证券	2.3%	51.0%	21.6%	53.1%	14.9%	58.8%
西南证券	8.4%	74.3%	18.4%	70.8%	18.8%	71.6%
光大证券	10.8%	51.4%	8.8%	49.4%	12.2%	47.4%
第一创业	4.0%	81.0%	5.0%	84.0%	8.8%	74.8%
兴业证券	7.9%	67.8%	16.1%	62.2%	16.5%	66.0%
山西证券	5.5%	54.7%	11.1%	46.0%	8.0%	42.5%
方正证券	0.5%	73.6%	9.9%	71.8%	15.0%	60.0%
国海证券	1.3%	51.4%	3.7%	91.9%	5.7%	86.7%
东吴证券	2.8%	69.9%	10.8%	64.5%	13.2%	62.0%
西部证券	0.9%	85.6%	3.2%	87.2%	4.3%	85.0%
国信证券	6.7%	70.2%	12.8%	70.8%	12.9%	72.6%
申万宏源	8.4%	67.6%	6.6%	67.3%	6.3%	70.9%
东兴证券	9.5%	61.9%	17.8%	66.8%	15.1%	53.7%
东方证券	11.9%	72.1%	12.6%	68.2%	13.8%	63.5%
浙商证券	3.1%	88.5%	3.7%	78.1%	4.0%	77.7%
中国银河	16.8%	63.6%	20.7%	63.2%	21.2%	65.3%
华安证券	3.1%	78.1%	6.9%	82.0%	6.4%	77.2%
中原证券	11.4%	66.6%	7.8%	81.5%	6.1%	81.8%
华西证券	2.2%	67.3%	7.8%	71.7%	3.7%	66.4%
中信建投	6.1%	64.7%	9.7%	64.5%	10.1%	67.3%
财通证券	3.3%	34.9%	5.2%	42.5%	8.1%	43.6%
南京证券	3.4%	85.7%	5.2%	90.7%	4.6%	91.7%
长城证券	3.7%	68.5%	2.9%	72.1%	3.5%	75.6%
天风证券	29.8%	46.9%	30.2%	49.9%	25.8%	50.9%
华林证券	20.3%	2.1%	1.4%	73.4%	2.4%	95.0%
总计	**10.3%**	**64.0%**	**13.0%**	**64.2%**	**13.6%**	**62.1%**

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

2.5、 资本中介：两融规模持续攀升，利率下行带来利差扩张

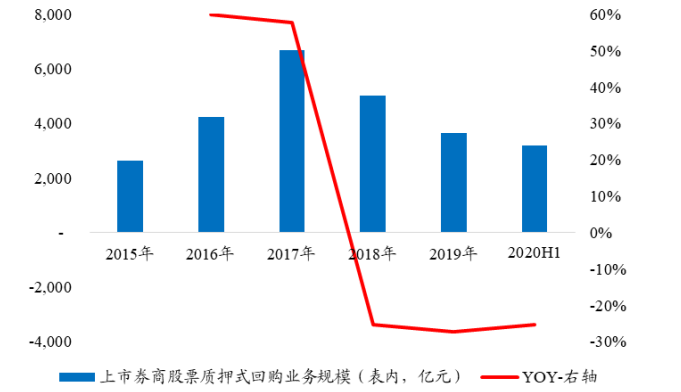
2020H1 上市券商利息净收入 237 亿，同比+15.8%，其中，利息收入同比-16%，主要受股票质押规模压降影响；利息支出同比-27%，市场利率下行传导至券商负债端，融资成本持续回落。

两融持续扩张，股票质押持续压降，2020 年利息收入进入扩张期。

- **市场活跃度提升叠加政策利好，两融规模持续扩张，融券余额快速增长。**2020 年 6 月末两融规模达 1.2 万亿，较年初+14%；两融余额占流通市值比重达 2.43%，较年初提升 0.31 个百分点。2020 年上半年，市场活跃度持续提升。自 2019 年起，两融标的扩容，融券业务供给端和机制端均有所优化，2020H1 末融券余额达 323 亿，较年初+135%，占两融比重从 1.35%提升至 2.77%。市场助推及政策加码下，两融规模不断攀升，融券占比持续提高，未来，政策将持续改善，两融规模将延续扩张趋势。

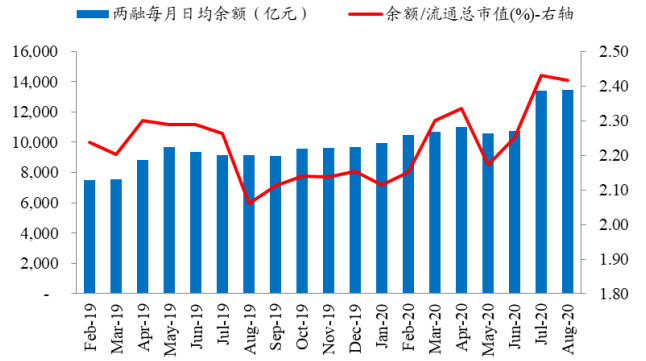
- **股票质押持续压降，较年初下降 12%。**券商延续压降股票质押业务，2020 年 6 月末上市券商表内期末股票质押融出规模较年初下降 12%至 3214 亿，降幅较 2019 年略有放缓。

图22：2020H1 末上市券商股票质押规模较年初-12%



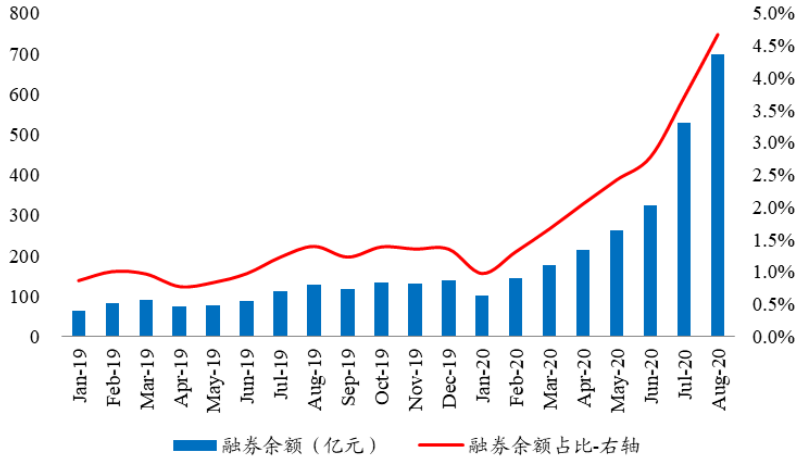
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图23：两融规模持续扩张



数据来源：Wind、开源证券研究所

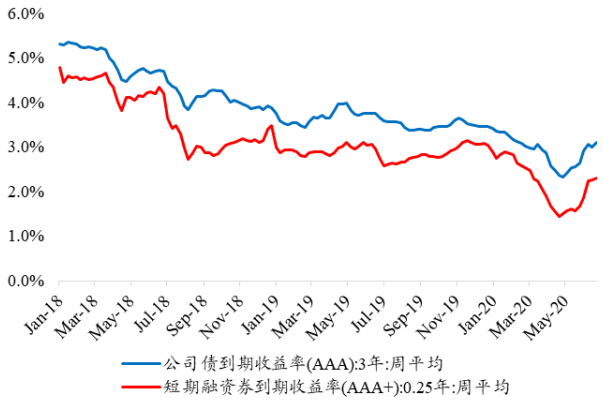
图24：融券余额及占比大幅增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

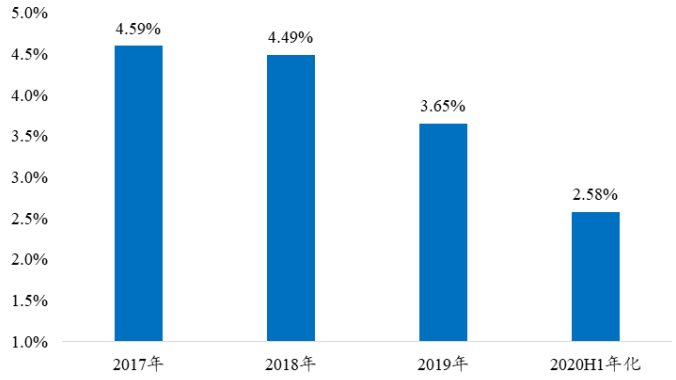
利率下行带来利差扩张，券商融资成本大幅下行。1）2020H1 上市券商利息支出同比-27%，主要来自利率下行带来利差扩张。2）2018 年开始市场利率有所回落，2020Q1 起降幅加大，6 月略有回升，2020 年 6 月末 3A 公司债和 3A 短融到期收益率同比均下降 15%，利率持续下行，我们估算利差扩大约 50bp。同时，上市券商有息债务中卖出回购金融资产占比提高，短久期负债比重略有提升。我们估算，上市券商 2020H1 平均年化有息债务融资成本为 2.58%，同比-33%，券商融资成本率持续下降。

图25：市场利率持续下滑，利于券商降负债成本



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图26：上市券商平均有息负债成本持续下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：有息债务成本=（利息支出-代买证券款利息支出）/有息债务总额均值。

表19：券商短久期有息负债占比略有提高

	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/6/30
短期有息债务:	50%	53%	54%	59%	60%
卖出回购金融资产	30%	29%	36%	40%	41%
应付短期融资	11%	17%	10%	11%	12%
拆入资金	5%	5%	5%	5%	3%
短期借款	4%	4%	3%	3%	4%
长期有息债务:	50%	47%	46%	41%	40%
长期借款	2%	2%	3%	2%	2%
应付债券	49%	45%	43%	39%	38%
有息债务总额	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

注：有息债务总额=卖出回购金融资产+应付短期融资+拆入资金+短期借款+应付债券+长期借款。

3、 盈利展望：ROE 持续上行，成长性显现

居民资产加速向权益为主的资本市场转移，国家战略驱动资本市场以注册制为核心的持续深改，证券行业迎来历史机遇期，**我们预计行业 ROE 将持续上行，头部公司盈利稳定性提升，成长性凸显。**

1）**财富管理转型带来零售业务新机遇。**券商财富管理转型持续推进，金融产品代销、投顾以及公募基金买方投顾成为重要业务抓手，创新业务发展为零售业务赋予新动能。2020H1 上市券商代销收入和席位收入占比均大幅提升。

2）**注册制下投行及投行资本化业务进入扩张期。**注册制背景下，券商投行业务快速扩张，作为企业客户的重要入口，投行将与其他业务实现协同效应，直投、跟投和基于企业需求的衍生品业务快速增长。未来，随着中概股不断回归，大投行业务空间广阔。

3）交易机制松绑，机构客需型业务需求高速增长，券商杠杆率持续提升。量化交易松绑、融券机制优化、两融标的扩容和外资机构进入为券商机构客户业务带来长期发展机遇，场外衍生品、两融业务和做市业务成为券商扩表新方向，券商杠杆率持续提升。

财富管理、大投行及机构客需业务具有明显的成长属性，创新业务占比提升为券商ROE持续提升奠定基础，也将增强券商抗市场波动能力，证券行业成长性明显提升。

中性假设下，我们预计上市券商整体2020年净利润同比+48.9%，ROE攀升至9.2%。投资、经纪、投行为全年盈利拉动核心，资管和利息净收入保持稳步增长，我们预计上市券商2020年整体净利润分别为1489亿。在悲观/中性/乐观三种假设下，我们预计2021年净利润分别为1638/1760/1886亿元，分别同比+10.0%/18.2%/26.6%，ROE分别为9.0%/9.6%/10.3%。

表20：中性假设下，预计上市券商2020年净利润同比+48.9%

35家上市券商整体（单位：亿元）	2018年	2019年	2020H1	2020年E	2021年 E	2022年E
经纪业务收入	566	676	451	1,015	1,119	1,235
YOY	-19.9%	19.5%	22.7%	50.0%	10.2%	10.4%
日均股基成交额	4,117	5,580	8,073	8,850	9,912	11,399
投行业务收入	294	357	183	453	588	739
YOY	-24.3%	21.6%	23.4%	26.8%	29.7%	25.7%
资产管理收入	284	294	169	332	396	481
YOY	-3.7%	3.7%	21.9%	12.7%	19.5%	21.3%
大投资业务收入	646	1,246	752	1,582	1,844	2,226
YOY	-34.7%	92.9%	20.6%	27.0%	16.6%	20.7%
自营投资收益率	2.87%	5.17%	2.75%	5.48%	5.20%	5.23%
利息净收入	347	407	237	401	330	317
YOY	11.5%	17.1%	15.8%	-1.5%	-17.5%	-3.9%
营业收入（调整后）	**2,274**	**3,136**	**1,888**	**3,985**	**4,511**	**5,267**
YOY	-19.0%	37.9%	21.4%	27.1%	13.2%	16.8%
管理费	1,316	1,578	835	1,777	1,917	2,159
信用减值及其他资产减值损失	168	202	116	210	235	248
归母净利润	**584**	**1,000**	**700**	**1,489**	**1,760**	**2,136**
YOY	-40.1%	71.4%	27.1%	48.9%	18.2%	21.4%
净利率（调整后）	25.7%	31.9%	37.1%	37.4%	39.0%	40.6%
归母股东权益	13,925	15,032	15,585	17,332	19,315	21,476
YOY	3.3%	8.0%	7.4%	15.3%	11.4%	11.2%
股权融资合计	495	261	204	1,081	600	500
ROE	**4.3%**	**6.9%**	**9.2%**	**9.2%**	**9.6%**	**10.5%**
权益乘数（扣除客户保证金）	3.39	3.58	3.71	3.74	3.94	4.15

数据来源：Wind、开源证券研究所

表21：三种情景下，预计上市券商 2021 年净利润增速在+10.0%至+26.6%之间

35 家上市券商整体盈利预测情景分析	2019 年 A	2020 年 E	2021 年 E		
			悲观	中性（基准）	乐观
核心假设：					
1.沪指收盘点位	3,050	3,500	3,600	3,800	4,000
当期沪指涨跌幅		14.75%	2.9%	8.6%	14.3%
对应自营投资收益率	5.17%	5.48%	4.72%	5.20%	5.55%
2.日均股基成交额（亿元）	5,580	8,850	9,293	9,912	10,443
YOY		59%	5%	12%	18%
3.信用减值损失（亿元）	202	210	226	235	244
YOY		4%	8%	12%	16%
4.管理费（亿元）	1,578	1,777	1,850	1,917	1,925
YOY		12.6%	4.1%	7.9%	8.3%
管理费率	50.3%	44.6%	43.3%	42.5%	41.0%
营收收入（调整后）	3,136	3,985	4,273	4,511	4,694
YOY		27.1%	**7.2%**	**13.2%**	**17.8%**
归母净利润	**1,000**	**1,489**	1,638	1,760	1,886
YOY		48.9%	**10.0%**	**18.2%**	**26.6%**
ROE	**6.9%**	**9.2%**	9.0%	9.6%	10.3%
YOY		33.2%	-2.5%	4.4%	11.5%

数据来源：Wind、开源证券研究所

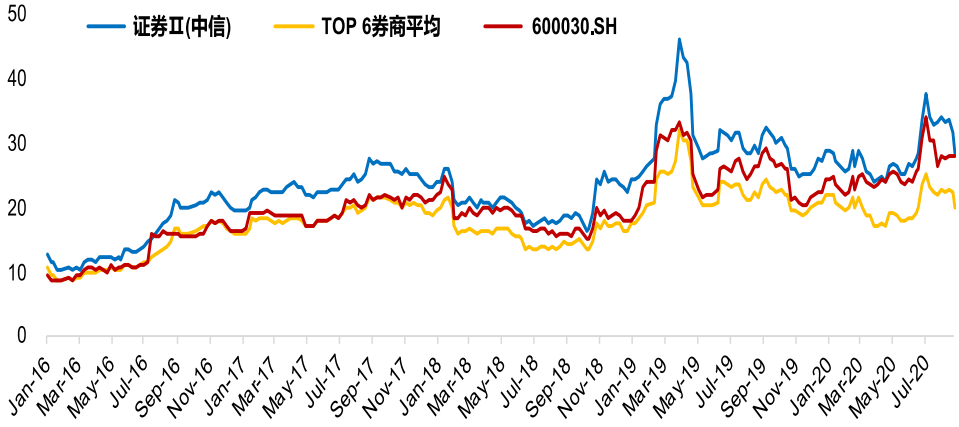
行业成长性凸显，两类证券公司业绩增速有望优于行业平均。未来，财富管理转型、大投行战略以及衍生品业务驱动资产扩表将是券商盈利主要驱动因素，此背景下，我们预计两类证券券商盈利表现将明显优于行业平均：1）头部券商中，资产扩表能力突出，IPO 及直投和跟投业务优势明显的公司，如中信证券、华泰证券和中信建投；2）中小券商中，业务特色明显，实现差异化竞争，如国金证券和东方财富。

4、 投资结论：政策和经济双重顺周期，维持行业“看好”评级

政策和经济双重顺周期，ROE 表现超预期，维持行业“看好”评级。经济复苏延续叠加资本市场深改推进，证券行业处于政策和经济双重顺周期，创新业务增长超预期带来行业 ROE 持续上行，成长性明显提升。目前券商板块 PE 估值位于 2013 年以来的历史中枢，考虑政策面利好和行业 ROE 持续上行，维持行业“看好”评级。

两条主线选择标的。头部券商中，资产扩表能力突出，IPO 及直投和跟投业务优势明显的公司，未来在投资和投行业务带动下，业绩有望超预期，受益标的为中信证券和华泰证券；中小券商中，业务特色明显，差异化竞争中业绩增速有望超越同业，推荐国金证券和东方财富，受益标的为东吴证券。

图27：目前券商板块 PE 估值位于历史中枢水平



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

表22：受益标的盈利预测及估值

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			BVPS		P/B		评级
		2020/9/2	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2019A	2020E	
600109.SH	国金证券	15.34	0.43	0.56	0.68	6.85	7.35	2.24	2.09	买入
300059.SZ	东方财富	26.84	0.27	0.61	0.87	3.16	3.98	8.50	6.75	买入
600030.SH	中信证券	31.90	1.01	1.28	1.47	13.34	13.83	2.39	2.31	未评级
601688.SH	华泰证券	21.60	1.04	1.29	1.47	13.50	14.45	1.60	1.49	未评级
601555.SH	东吴证券	10.82	0.35	0.39	0.46	6.99	7.19	1.55	1.50	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除国金证券和东方财富外，上述公司盈利预测来自 Wind 一致性预期。

5、 风险提示

- 新冠肺炎疫情对宏观经济冲击超预期，券商业务信用风险加大。
- 全球股市波动加剧，券商海外业务盈利低于预期。

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

	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。

开源证券研究所

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