证券行业 2020 年中报综述

# 市场活跃拉升业绩，龙头保持稳健

增持（维持）

2020 年 08 月 31 日

证券分析师 胡翔
执业证号：S0600516110001
021-60199793
hux@dwzq.com.cn
研究助理 朱洁羽
zhujieyu@dwzq.com.cn

**事件：A 股 39 家上市券商 2020 年上半年合计实现营收 2290 亿元，同比增长 21%；归母净利润 731 亿元，同比增长 27%；中信、华泰、广发净利润领先，红塔、天风、第一创业涨幅最大。**

## 投资要点

- **总体概述：券商 2020 年上半年业绩大幅增长源于权益市场景气度提升，五大核心业务涨幅可观。**1）2020 上半年 39 家上市券商合计实现营业收入同比+21%至 2290 亿元（行业+19%），归母净利润同比 27%至 731 亿元（行业+25%）。业绩大幅好转源于市场成交量上行+股指上涨，致经纪业务（同比+22%）、自营投资（同比+19%）和投行业务改善（同比+22%），驱动券商盈利。2）龙头券商整体稳健，中小券商业绩弹性更大，致行业整体业绩弹性高于上市券商。2020H1 市场回暖带动 ROE 显著回升（39 家上市券商年化 ROE 升至 9.14%），证券行业杠杆同步抬升（2020H1 行业 3.1 左右，上市券商 3.7 左右），上市券商显著高于行业。

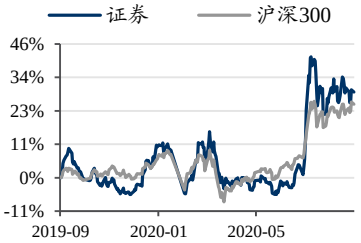
- **分业务：经纪、自营业务中小券商具备高弹性，投行、资管、信用业务龙头券商更稳健。** **1）经纪业务：**2020H1 交易活跃度提升拉动收入增长，佣金率下行空间有限。散户主导交易增量，龙头券商弹性不及中小券商。**2）投行业务：**2020H1IPO 规模大幅提升，债承稳健增长。行业保持高集中度，龙头券商以其丰富项目储备及出色业务能力进一步稳固地位。**3）资管业务：**“去通道”推动券商资管规模有序压缩，主动管理能力造成业绩分化。龙头券商主动管理基数较高，未来将进一步提升业务价值率推动业绩增长。**4）信用业务：**2020H1 两融市场大幅回暖，股票质押规模持续压缩，整体风险可控。**5）自营投资：**股市回暖拉升投资收益，权益类资产迎来更多配置机会，龙头券商灵活运用衍生品等工具平滑波动，保持相对稳健。

- **板块性机会值得关注，券商龙头强者恒强。**1）2020 年以来政策释放积极信号：再融资新规落地、新证券法和创业板注册制落地等。2）与此同时，随着长期/海外资金的不断流入，权益市场景气度有望进一步提升，券商板块高β属性收益明显。3）政策利好和行业集中度提升情况下，龙头券商将凭借自身对市场理解、定价和承销等能力上的优势，获得更持续和显著的α。4）短期看，我们认为券商板块的驱动力来自成长性的业绩表现，中长期看，政策面的推进有力支撑行业估值。同时看好龙头券商发展优势。

- **投资建议：** 2020 年以来政策持续推进，再融资新规落地、新证券法和创业板注册制落地等均为券商发展创造了良好环境。个股层面，建议关注始终保持稳健的龙头券商**中信证券、华泰证券、中金公司**。此外，建议关注流量持续变现的**东方财富**。

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

## 行业走势




## 相关研究

**1、《证券行业：创业板注册制改革落地，券商迎发展新机遇》2020-06-14**
**2、《证券行业：券商分类评价标准大修，监管引导扶优去劣》2020-05-23**
**3、《证券行业 2019 年报&2020 年一季报综述：投资驱动业绩，龙头券商保持稳健》2020-05-07**



请务必阅读正文之后的免责声明部分

# 内容目录

1. 业绩概览：投资驱动券商业绩增长，公司弹性分化明显 ..... 4
2. 分项业务：中小券商具备高弹性，龙头券商整体稳健 ..... 6
2.1 经纪业务：交易活跃度提升推动收入增长，佣金率略有下滑 ..... 6
2.2 投行业务：IPO 大幅上升，债承稳定增长，龙头券商地位稳固 ..... 8
2.3 资管业务：通道平稳压缩，主动管理分化业绩 ..... 11
2.4 信用业务：股票质押稳定收缩，两融持续走高 ..... 12
2.5 自营投资：股市进入估值修复，权益资产配置提升 ..... 13
3. 投资建议：板块性机会值得关注，券商龙头强者恒强 ..... 15
4. 风险提示 ..... 16

# 图表目录

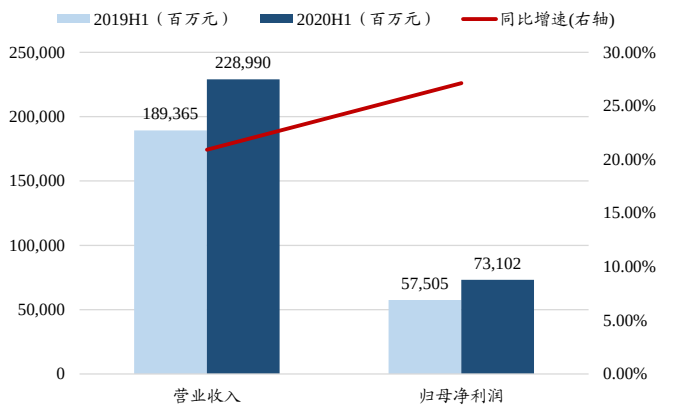
图 1：2019H1、2020H1 上市券商营收与净利润情况 ..... 4
图 2：2019H1、2020H1 证券行业营收与净利润情况 ..... 4
图 3：2019H1、2020H1A 股上市券商分业务收入及同比增速 ..... 4
图 4：2019H1、2020H1 证券行业收入及同比增速 ..... 4
图 5：2012~2020H1 年证券行业收入结构 ..... 5
图 6：2012~2020H1 证券行业杠杆（剔除客户保证金） ..... 5
图 7：2012~2020H1 上市券商净资产及 ROE ..... 5
图 8：2012~2020H1 证券行业归母净资产及 ROE ..... 5
图 9：A 股上市券商（39 家）中报业绩概览 ..... 6
图 10：2019H1 股基日均交易额同比增长 ..... 7
图 11：行业佣金率环比略有下滑 ..... 7
图 12：经纪业务亦现马太效应 ..... 8
图 13：2020 年股基日均成交额预计继续走高 ..... 8
图 14：2020 全年经纪业务有望继续上涨 ..... 8
图 15：2020H1 IPO 及增发规模同比大幅增长 ..... 9
图 16：2020H1 券商债承规模同比增长 ..... 9
图 17：2016 年以来投行业务集中度高于 40% ..... 10
图 18：2018、2020H1 IPO 承销规模 CR5 高于 50% ..... 10
图 19：再融资承销规模 CR5 持续上升 ..... 10
图 20：券商债券承销规模 CR5 高于 40% ..... 10
图 21：IPO 排队家数前十 ..... 11
图 22：IPO 辅导备案登记受理数前十 ..... 11
图 23：2014~2020/03 券商资产管理规模（亿元） ..... 12
图 24：2020H1 龙头券商资管净收入及增速（百万元） ..... 12
图 25：2020H1 龙头券商资产管理业务结构 ..... 12
图 26：2020H1 券商主动型资产管理规模 TOP 10（亿元） ..... 12
图 27：2020 年以来两融余额持续走高 ..... 13
图 28：2018~2020H1 上市券商合计减值 ..... 13
图 29：2018/03~2020/06 场内股票质押业务情况（亿元） ..... 13
图 30：2017~2020H1 龙头券商股票质押式回购规模（亿元） ..... 13
图 31：2020H1 龙头券商自营投资收入及增速 ..... 14
图 32：2020/06 龙头券商的交易性金融资产配置结构 ..... 14
图 33：2020 年 A 股上市券商（39 家）权益规模占净资产比重 ..... 15
图 34：A 股上市券商估值表（股价对应 2020 年 8 月 31 日收盘价） ..... 16

表 1：2012-2020H1 龙头券商投行业务收入排名（上市券商） ..... 9
表 2：各大券商科创板已问询+已受理项目 ..... 11

## 1. 业绩概览：投资驱动券商业绩增长，公司弹性分化明显

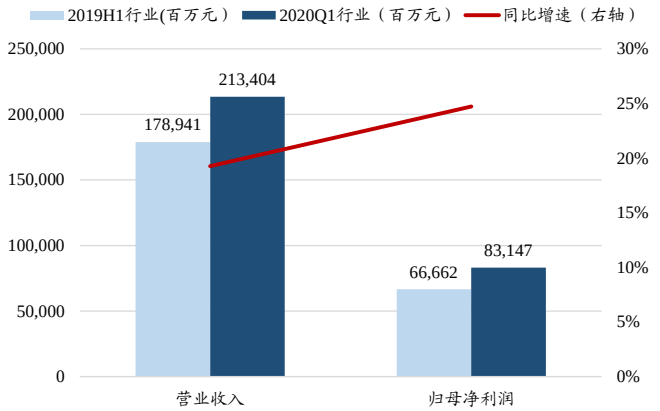
**上半年权益市场景气度提升，五大主营业务增幅亮眼。**2020 上半年 39 家上市券商合计实现营业收入同比+21%至 2290 亿元（行业同比+19%），归母净利润同比+27%至 731 亿元(行业+25%)。2020 年 Q2 市场成交量上行(市场股基日均成交额同比+37.8%)，五大业务齐现可观涨幅，全行业经纪业务收入 523.10 亿元，同比+17.82%；投行业务收入 273.07 亿元，同比+27.26%；资管业务收入 142.91 亿元，同比+12.24%；类贷款业务（以利息净收入计）收入 275.66 亿元，同比+20.21%；自营业务收入 702.74 亿元，同比+13%。39 家上市券商业绩增涨幅度领先行业增幅，系行业马太效应显著，龙头券商对业绩贡献占比更为突出。【行业资管净收入计算口径：资产管理业务净收入-资产管理业务月均受托资产总净值*万分之 3】

**图 1：2019H1、2020H1 上市券商营收与净利润情况**



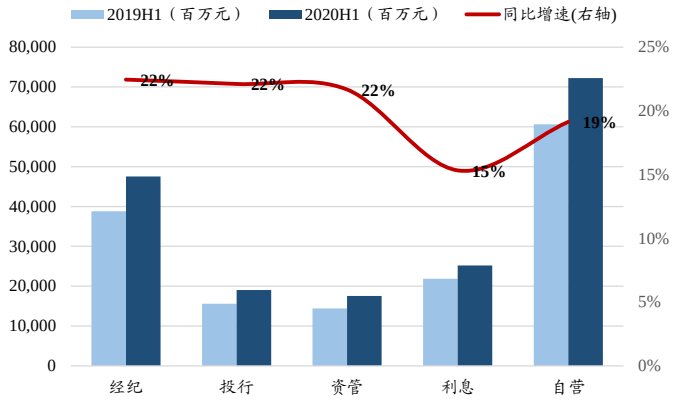

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**图 2：2019H1、2020H1 证券行业营收与净利润情况**



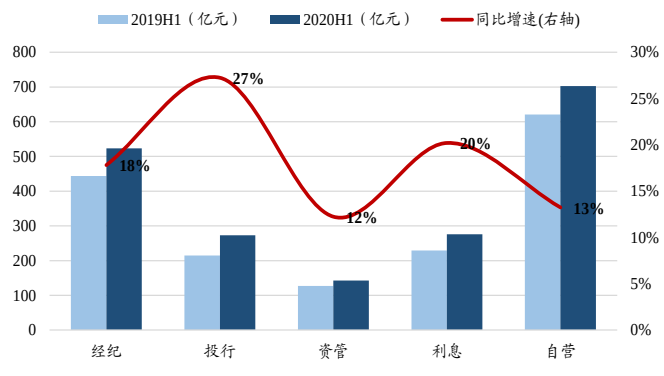

数据来源：证券业协会，公司公告，东吴证券研究所

**图 3：2019H1、2020H1A 股上市券商分业务收入及同比增速**




数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**图 4：2019H1、2020H1 证券行业收入及同比增速**



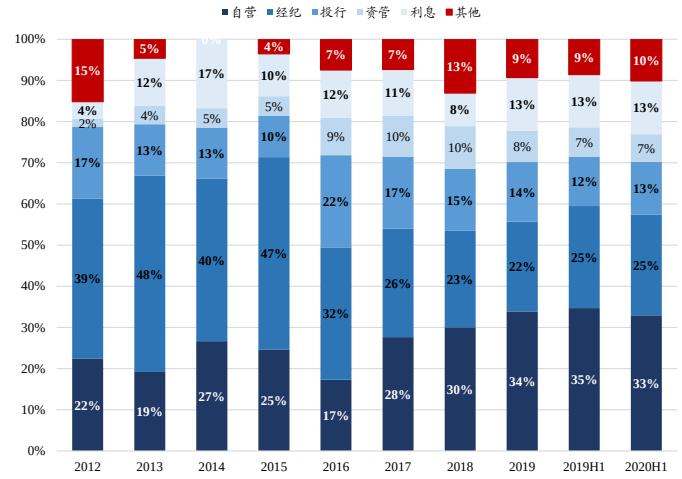

数据来源：证券业协会，东吴证券研究所



请务必阅读正文之后的免责声明部

**2020 年上半年 ROE 继续抬升，市场投资情绪向好。**1）2020 年 H1 市场活跃度持续攀升，沪深两市日均成交金额放量提升，国内债券市场收益率水平处于历史低位，融资成本优势明显，一级市场融资规模大幅增长，带动 39 家上市券商经纪、投行、自营投资收入同比+22%、+22%、+19%，其中上市券商自营投资收入占比提升至 32%，仍为影响券商业绩的最主要业务。2）伴随资管行业系统性制度框架基本搭建完成，各类金融机构也在积极开展业务调整转型，持续提升主动管理规模。券商资管在资金池业务整改的背景下，整体规模有所收缩，“大集合”公募化改造持续推进，主动管理改革回归资管业务本源。资管业务逐步走出“去通道”的负面影响，行业业务占比稳定在 8%。3）2020H1 市场活跃度提升带动 ROE 显著增涨（39 家上市券商年化 ROE 增至 9.14%），证券行业杠杆保亦稳步抬升（2020H1 行业 3.06 左右，上市券商 3.69 左右），凸显对市场未来发展向好的信心。

**图 5：2012~2020H1 年证券行业收入结构**



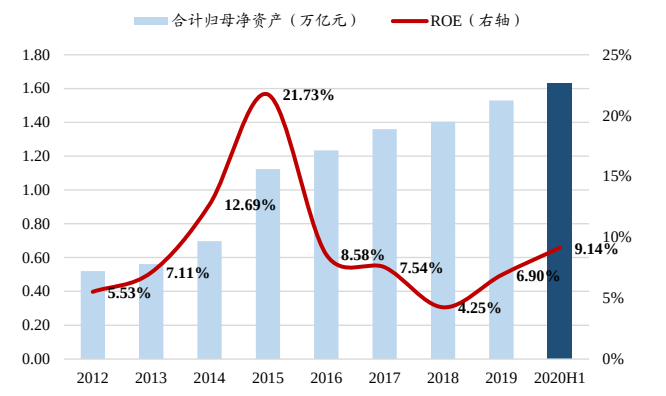

数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

**图 6：2012~2020H1 证券行业杠杆（剔除客户保证金）**

| 年份 | 杠杆率 |
|---|---|
| 2020H1 | 3.06 |
| 2019 | 2.95 |
| 2018 | 2.82 |
| 2017 | 2.75 |
| 2016 | 2.65 |
| 2015 | 3.01 |
| 2014 | 3.14 |
| 2013 | 2.02 |
| 2012 | 1.61 |

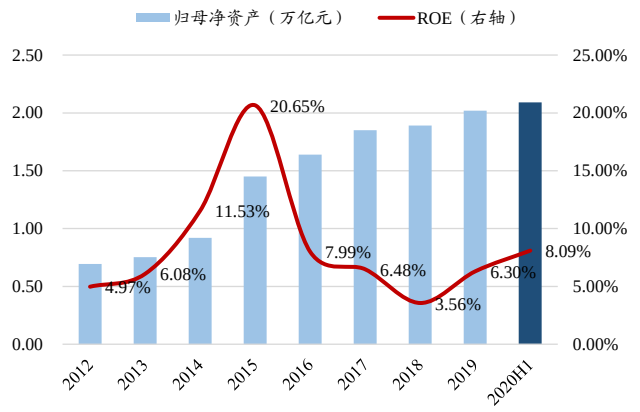
数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

**图 7：2012~2020H1 上市券商净资产及 ROE**




数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**图 8：2012~2020H1 证券行业归母净资产及 ROE**




数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

**马太效应显著，中小券商投资收入弹性更大。**1）龙头券商营收净利双丰收，中信（营收+23%，净利+38%）、中建投（营收+68%，净利+97%）、华泰（营收+40%，净利+58%）、国君（营收+12%，净利+9%）等资产规模前十券商为上市券商总归母净利贡献70%。海通证券因减值计提29亿元，大幅拉低盈利。2）中小券商自营投资收入占比较大券商更高，业绩市场弹性更大，2020H1红塔证券（净利润同比+167%，自营收入占比61%），天风证券（净利润同比+141%，自营收入占比39%），受市场回暖影响显著。3）预计下半年权益市场继续保持稳健向上态势，有助于券商下半年自营、经纪业务收入继续增长。

**图9：A股上市券商（39家）中报业绩概览**

| 单位：亿元 | 上市公司 | 总市值 | PB | 2020H1营收 | 2020H1营收同比增速 | 2020H1经纪增速 | 2020H1自营增速 | 2020H1投行增速 | 2020H1资管增速 | 2020H1利息增速 | 2020H1归母净利润 | 2020H1归母净利润同比增速 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 600030.SH | 中信证券 | 3,780 | 2.34 | 267 | 23% | 32% | 64% | 23% | 23% | -41% | 89.3 | 38% |
| 601066.SH | 中信建投 | 3,543 | 6.76 | 99 | 68% | 33% | 196% | 22% | 21% | -19% | 45.8 | 97% |
| 601688.SH | 华泰证券 | 1,805 | 1.55 | 155 | 40% | 24% | 57% | 109% | 13% | -19% | 64.0 | 58% |
| 601211.SH | 国泰君安 | 1,634 | 1.30 | 158 | 12% | 16% | -9% | 10% | -17% | 12% | 54.5 | 9% |
| 600837.SH | 海通证券 | 1,677 | 1.51 | 178 | 0% | 18% | 0% | 3% | 43% | -2% | 54.8 | -1% |
| 600999.SH | 招商证券 | 1,727 | 2.10 | 115 | 35% | 34% | 3% | 19% | 4% | 38% | 43.3 | 24% |
| 002736.SZ | 国信证券 | 1,381 | 2.58 | 80 | 23% | 22% | -6% | 22% | 16% | 108% | 29.5 | 13% |
| 000166.SZ | 申万宏源 | 1,345 | 1.67 | 134 | 28% | 17% | 15% | -25% | 3% | 33% | 40.3 | 26% |
| 600918.SH | 中泰证券 | 1,120 | 3.45 | 48 | 1% | 19% | -40% | -7% | -25% | 44% | 13.8 | 14% |
| 000776.SZ | 广发证券 | 1,080 | 1.31 | 142 | 19% | 23% | 23% | -19% | 43% | 17% | 57.5 | 39% |
| 601881.SH | 中国银河 | 1,028 | 1.89 | 112 | 52% | 25% | 38% | 7% | -5% | 19% | 35.5 | 37% |
| 601788.SH | 光大证券 | 929 | 2.05 | 63 | 8% | 16% | -29% | 45% | 58% | 4% | 21.5 | 34% |
| 601696.SH | 中银证券 | 838 | 5.59 | 17 | 10% | 24% | -19% | -10% | 34% | -3% | 5.7 | 6% |
| 601236.SH | 红塔证券 | 762 | 5.48 | 25 | 226% | 5% | 138% | -42% | 62% | 108% | 7.8 | 167% |
| 600958.SH | 东方证券 | 759 | 1.52 | 96 | 19% | 40% | 54% | 5% | 34% | -35% | 15.3 | 26% |
| 601901.SH | 方正证券 | 728 | 1.85 | 34 | -5% | 18% | -79% | 33% | -4% | 4% | 6.4 | -16% |
| 601878.SH | 浙商证券 | 549 | 3.54 | 45 | 68% | 20% | 67% | 212% | 37% | 38% | 6.5 | 36% |
| 601377.SH | 兴业证券 | 548 | 1.55 | 83 | 18% | 44% | 5% | 103% | -51% | 5% | 16.2 | 21% |
| 601108.SH | 财通证券 | 527 | 2.42 | 29 | 26% | 15% | -11% | 98% | 63% | 355% | 8.2 | 12% |
| 601990.SH | 南京证券 | 483 | 4.30 | 13 | 32% | -2% | 141% | 3% | 1% | 23% | 5.2 | 37% |
| 000783.SZ | 长江证券 | 476 | 1.69 | 33 | -11% | 27% | -49% | -34% | -14% | 58% | 9.4 | -13% |
| 601162.SH | 天风证券 | 460 | 2.60 | 21 | 14% | 6% | 9% | 72% | 28% | 20% | 4.0 | 141% |
| 600109.SH | 国金证券 | 458 | 2.19 | 29 | 51% | 20% | 44% | 196% | 14% | 17% | 10.0 | 61% |
| 002797.SZ | 第一创业 | 453 | 4.82 | 14 | 20% | 21% | 24% | -3% | -5% | -112% | 4.2 | 102% |
| 002939.SZ | 长城证券 | 435 | 2.50 | 31 | 76% | 29% | 13% | -31% | -37% | 72% | 6.7 | 34% |
| 002945.SZ | 华林证券 | 418 | 7.38 | 6 | 27% | 35% | 5% | 18% | -52% | 76% | 2.8 | 56% |
| 601555.SH | 东吴证券 | 417 | 1.54 | 36 | 34% | 15% | 29% | 89% | -14% | 22% | 10.3 | 37% |
| 600369.SH | 西南证券 | 375 | 1.90 | 16 | -5% | 2% | -10% | -19% | -44% | 45% | 4.3 | -13% |
| 601198.SH | 东兴证券 | 373 | 1.79 | 25 | 34% | 14% | 51% | -27% | -18% | 61% | 7.9 | -9% |
| 000728.SZ | 国元证券 | 365 | 1.48 | 21 | 33% | 16% | 39% | -34% | 38% | 25% | 6.2 | 43% |
| 601456.SH | 国联证券 | 355 | 4.84 | 8 | -3% | 13% | 7% | 25% | 32% | -42% | 3.2 | -10% |
| 002673.SZ | 西部证券 | 343 | 1.89 | 22 | 7% | 7% | -5% | 6% | -60% | 62% | 6.4 | 38% |
| 002926.SZ | 华西证券 | 338 | 1.65 | 21 | 4% | 27% | -16% | 14% | 114% | -6% | 9.2 | 8% |
| 600909.SH | 华安证券 | 304 | 2.33 | 17 | 16% | 12% | 5% | 319% | 210% | 31% | 6.4 | 14% |
| 000750.SZ | 国海证券 | 302 | 1.65 | 24 | 31% | 18% | 77% | 43% | 16% | -15% | 6.0 | 56% |
| 002500.SZ | 山西证券 | 296 | 1.77 | 18 | -44% | -16% | 4% | 30% | 82% | -108% | 5.1 | 18% |
| 601099.SH | 太平洋 | 295 | 2.78 | 5 | -54% | 26% | -90% | 121% | 45% | -90% | 0.5 | -85% |
| 000686.SZ | 东北证券 | 251 | 1.57 | 37 | -5% | 8% | 5% | -32% | 49% | -121% | 6.7 | 13% |
| 601375.SH | 中原证券 | 217 | 2.76 | 12 | -3% | 14% | -48% | 10% | -51% | -70% | 0.3 | -87% |
| | 39家上市券商合计 | | | 2,290 | 21% | 22% | 19% | 22% | 22% | 15% | 731 | 27% |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 2. 分项业务：马太效应显著，中小券商仍具备高业绩弹性

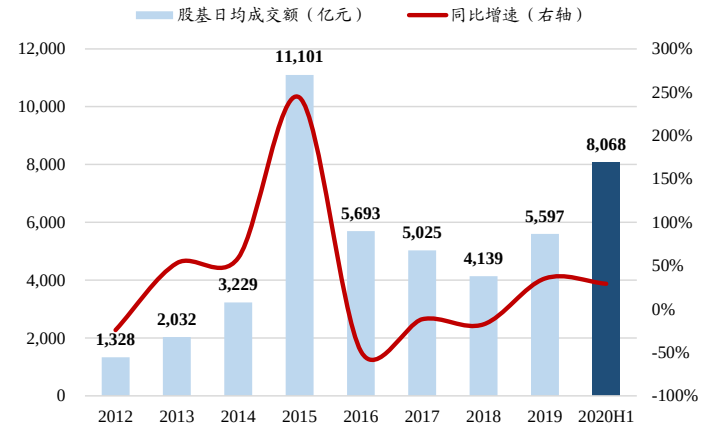
### 2.1 经纪业务：交易活跃度提升推动收入增长，佣金率略有下滑



请务必阅读正文之后的免责声明部

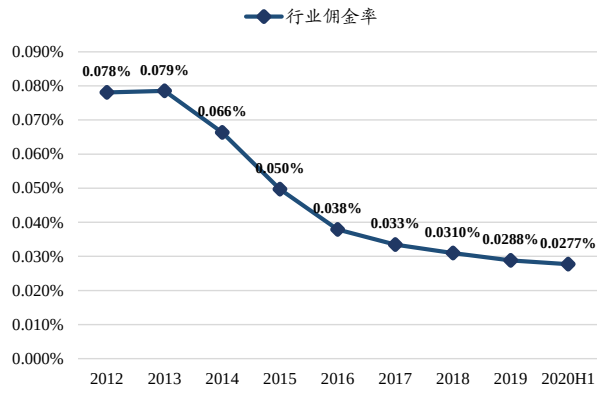
**交易活跃度提升带动经纪业务增长，佣金率略有下滑。**2020H1 行业经纪业务收入随市场交易活跃度同步抬升。2020H1 市场股基日均成交额同比+28%至 8068 亿元，39 家上市券商经纪业务收入同比+22%至 475 亿元，增速领先行业（行业同比+18%）。2020 年 Q2 以来市场交易量持续扩大涨幅，4-7 月累计月复合增长率 23%，我国新增投资者数量 1041 万（累计投资者数量 17017 万），行业竞争加剧致佣金率小幅下滑至 0.0277%（2020Q1 为 0.0278%）。

**图 10：2020H1 股基日均交易额同比增长**




数据来源：交易所，东吴证券研究所

**图 11：行业佣金率环比略有下滑**

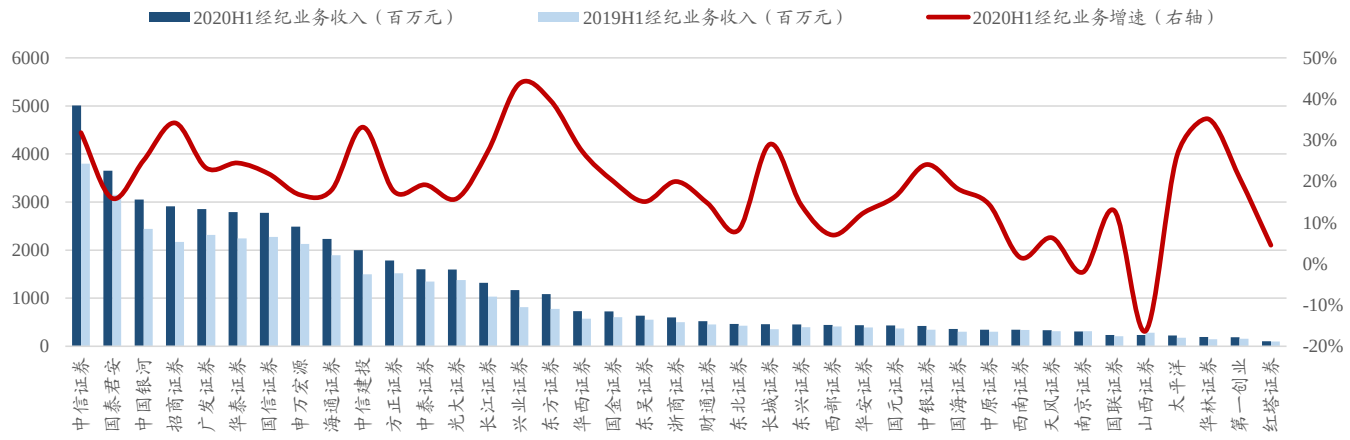



数据来源：交易所，东吴证券研究所测算

**经纪业务向龙头集中趋势显现，2020 全年业绩向好。**1）上半年证券经纪业务净收入共有 19 家券商超过 10 亿元。中信以 50 亿元位居榜首，国泰君安以 37 亿元紧随其后。从营收增速来看，中信（+32%）、国君（+16%）、银河（+25%）、招商（+34%）保持领先地位，兴业经纪业务同比增速市场第一，为+44%。从市占率来看，前十大券商经纪业务营收占全行业的 63%，马太效应强化。2) 预计资本市场改革将继续利好权益市场，监管持续推进长期资金入市及买方投顾业务试点落地为经纪业务带来综合性变化。创业板注册制的落地及相关法律法规的完善，进一步提振投资者的信心；多层次资本市场的逐步形成将继续优化企业上市环境，为 A 股市场输送更多优质企业，系统性地加深价值投资导向。下半年权益市场有望保持投资活跃度，券商经纪业务业绩仍将维持稳步攀升态势。

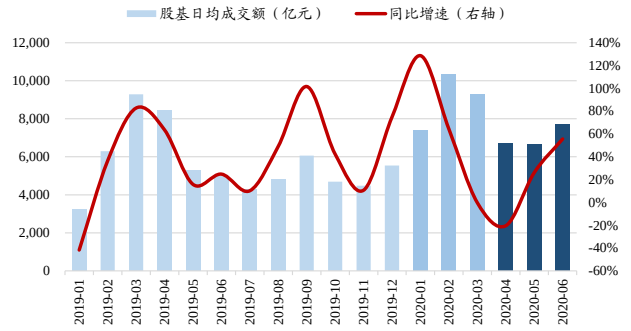

请务必阅读正文之后的免责声明部

**图 12：经纪业务亦现马太效应**



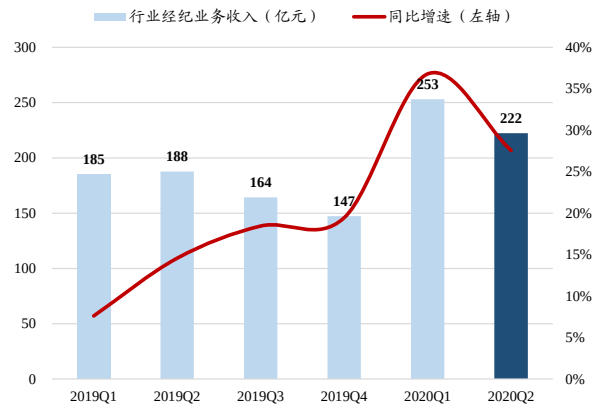

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**图 13：2020 年股基日均成交额预计继续走高**




数据来源：交易所，东吴证券研究所

**图 14：2020 全年经纪业务增速有望继续提升**




数据来源：公司公告，东吴证券研究所

注：以上为 39 家上市券商（剔除数据不完整）合计值

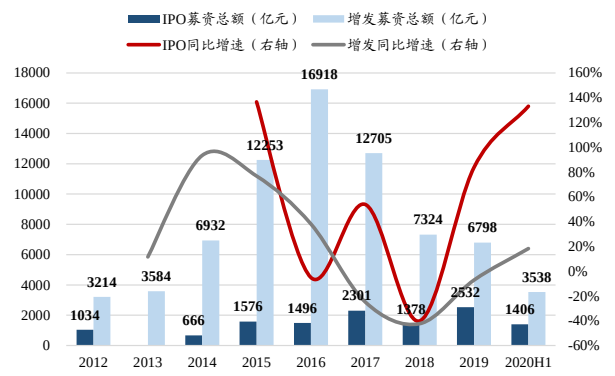
## 2.2 投行业务：IPO 大幅上升，债承稳定增长，龙头券商地位稳固

**2020H1 投行收入回升，IPO 募资规模大幅上涨，债承规模稳定增长，注册制改革大力推进中，投行业务将直接受益于资本市场改革深化。**1）2020H1，全行业投行业务净收入（证券承销+财务顾问+投资咨询）同比+27.3%至 273.1 亿元，39 家上市券商投行业务收入同比+22%至 190.2 亿元。2020H1 券商债券承销规模同比+41%至 44059 亿元，IPO 募资金额大幅上升 133%至 1406 亿元，增发金额增长 18%至 3538 亿元。综合来看，2020 年上半年投行业务受市场环境改善、科创板注册制试点改革等影响大幅增长大幅回暖。随 2020 年再融资新规落地及创业板注册制改革推进，市场活跃度有望进一步提升，券商作为资本市场直接融资中的重要一环，将深度受益于行业政策红利。



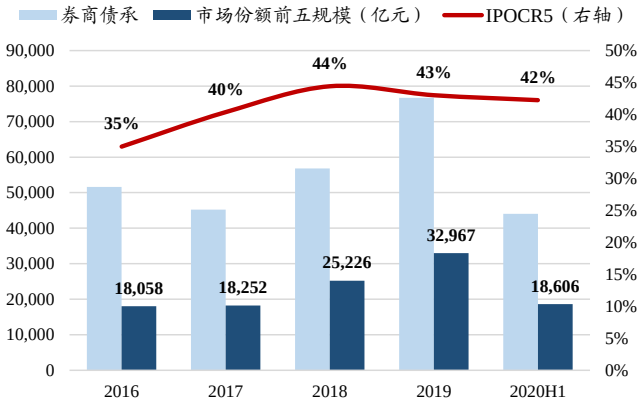
请务必阅读正文之后的免责声明部

图 15：2020H1 IPO 及增发规模同比大幅增长




数据来源：wind，东吴证券研究所

图 16：2020H1 券商债承规模同比增长




数据来源：wind，东吴证券研究所

**行业集中度有所下滑，但龙头券商行业领先地位稳固。**2020H1 投行业务收入 CR5 为 42.1%，较 2019 年末下降 2.7pct，但仍维持在 40%以上，头部券商龙头地位依然稳固，中信、中信建投、海通、国君、招商、华泰自 2012 年以来保持投行业务收入在上市券商中排名前 10，其中中信证券稳居第一。2017 年以来，证券行业 IPO、再融资、债承规模保持高集中度，2020H1IPO 规模 CR5 为 57%，较去年末下降 1%，再融资规模 CR5 持续上升至 55%、券商债承规模 CR5 从 2017 年开始持续高于 40%，龙头券商行业地位进一步巩固。

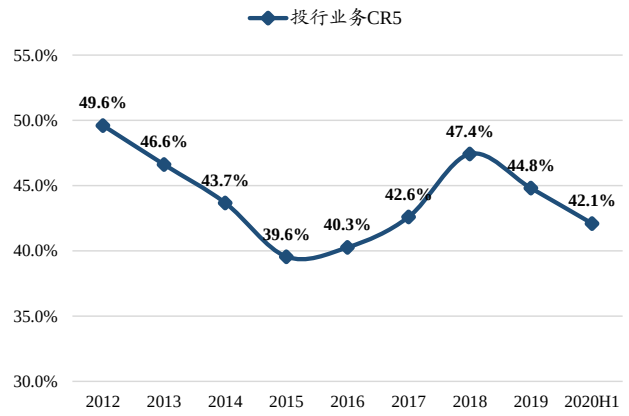
表 1：2012-2020H1 龙头券商投行业务收入排名（上市券商）

| | 2012 | 2013 | 2014 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019 | 2020H1 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 中信证券 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 中信建投 | 5 | 4 | 3 | 2 | 2 | 2 | 3 | 2 | 3 |
| 海通证券 | 7 | 3 | 4 | 5 | 4 | 3 | 2 | 3 | 4 |
| 国泰君安 | 4 | 2 | 6 | 3 | 3 | 5 | 4 | 4 | 6 |
| 招商证券 | 10 | 7 | 7 | 4 | 7 | 6 | 6 | 6 | 8 |
| 广发证券 | 3 | 8 | 2 | 7 | 5 | 4 | 7 | 7 | 17 |
| 华泰证券 | 8 | 6 | 8 | 9 | 9 | 8 | 5 | 5 | 5 |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

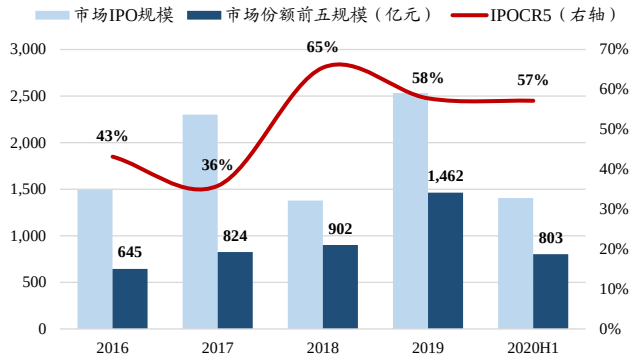

请务必阅读正文之后的免责声明部

**图 17：2016 年以来投行业务集中度高于 40%**



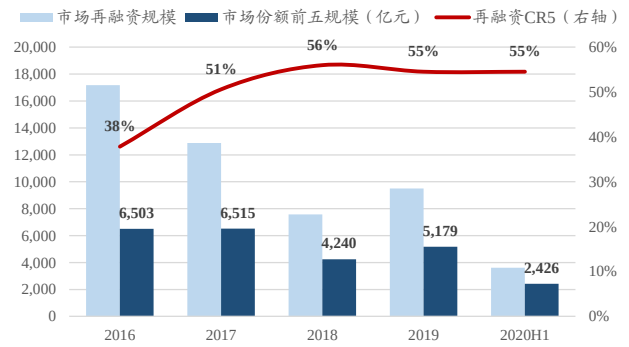

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**图 18：2018、2020H1 IPO 承销规模 CR5 高于 50%**



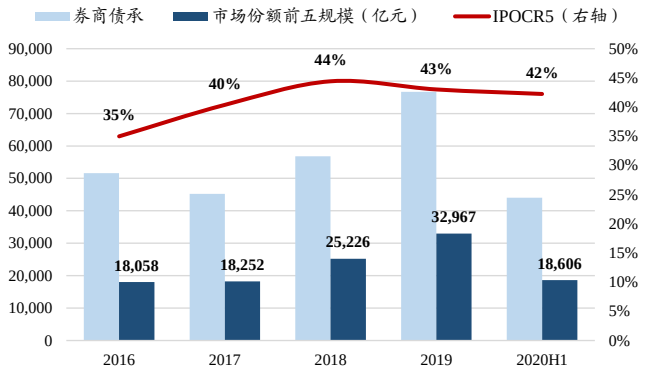

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**图 19：再融资承销规模 CR5 持续上升**




数据来源：Wind，东吴证券研究所

**图 20：券商债券承销规模 CR5 高于 40%**



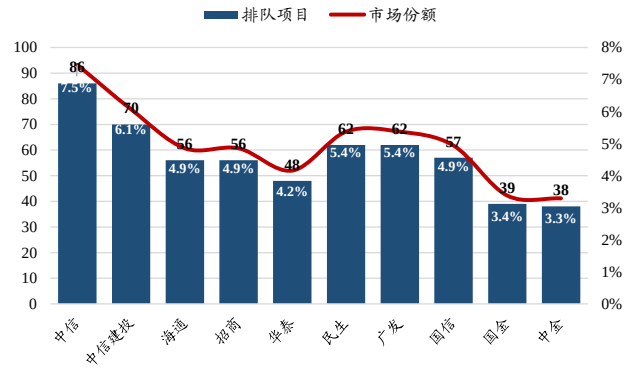

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**龙头券商 IPO 储备项目丰富，积极备战科创板有望贡献增量。**按照证监会披露的排队报审家数（即已受理、已反馈、已预先披露更新、暂缓表决项目），中信证券排队项目 86 家位列第一，中信建投 70 家紧随其后，数量前十券商以综合实力突出的龙头券商为主，排队家数占总家数的 50%；此外，各家券商都拥有丰富的辅导备案登记受理项目。综合 IPO 排队项目+辅导备案登记受理项目来看，广发、招商证券、国金证券拥有项目储备优势。截至 2020 年 8 月 31 日，科创板已受理+已问询公司已达 83 家，龙头券商在科创板公司数量上明显领先，未来投行承销保荐业务的利润有望进一步扩大。



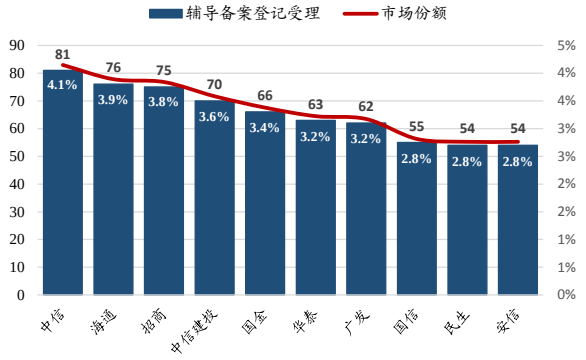
请务必阅读正文之后的免责声明部

图 21：IPO 排队家数前十




数据来源：wind，东吴证券研究所

图 22：IPO 辅导备案登记受理数前十




数据来源：wind，东吴证券研究所

表 2：各大券商科创板已问询+已受理项目

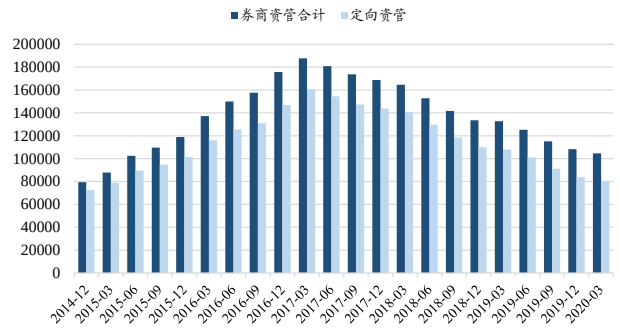
| 保荐机构 | 公司家数 | 保荐机构 | 公司家数 | 保荐机构 | 公司家数 | 保荐机构 | 公司家数 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|
| 中信证券 | 12 | 兴业证券 | 3 | 西部证券 | 2 | 华创证券 | 1 |
| 中金公司 | 7 | 招商证券 | 3 | 第一创业证券 | 1 | 华西证券 | 1 |
| 华泰联合证券 | 6 | 中泰证券 | 3 | 东莞证券 | 1 | 南京证券 | 1 |
| 国泰君安证券 | 5 | 东方证券 | 2 | 光大证券 | 1 | 平安证券 | 1 |
| 民生证券 | 4 | 东吴证券 | 2 | 国开证券 | 1 | 申万宏源 | 1 |
| 中信建投证券 | 4 | 东兴证券 | 2 | 红塔证券 | 1 | 英大证券 | 1 |
| 安信证券 | 3 | 国海证券 | 2 | 华安证券 | 1 | 长江证券 | 1 |
| 国信证券 | 3 | 国金证券 | 2 | 金元证券 | 1 | 中银国际证券 | 1 |
| 海通证券 | 3 | | | | | | |

数据来源：Wind，东吴证券研究所

## 2.3 资管业务：通道平稳压缩，主动管理分化业绩

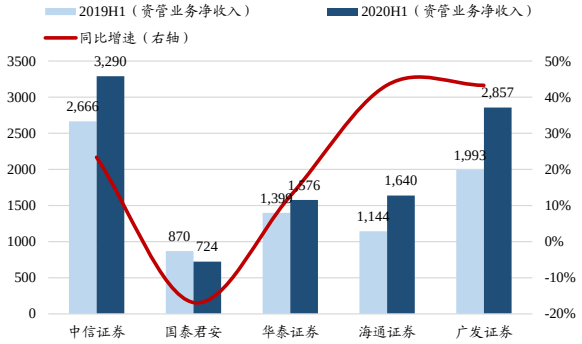
**“去通道”推动券商资管规模压缩，主动管理能力造成业绩分化。**2016 年以来证监会全面推动券商资管“去通道”，与此同时，监管要求大集合在整改阶段不得新增，严监管压力下，截至 2020Q1,行业整体规模较年初下降 3.4%至 10.5 万亿，已连续 12 个季度下滑，其中定向资管规模占比高达 76.36%。39 家上市券商资管业务收入同比+19%至 142.1 亿元，券商分化较为明显（广发同比+43%，海通同比+43%，中信同比+23%，华泰同比+13%）。预计未来主动资产管理能力优异的券商将深度受益。

图 23：2014~2020/03 券商资产管理规模（亿元）




数据来源：Wind，东吴证券研究所

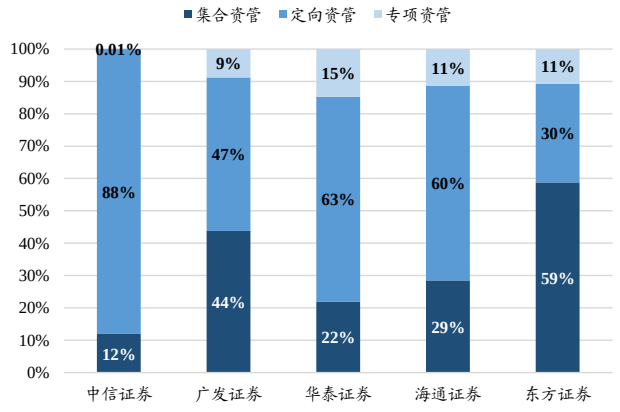
图 24：2020H1 龙头券商资管净收入及增速（百万元）




数据来源：公司公告，东吴证券研究所

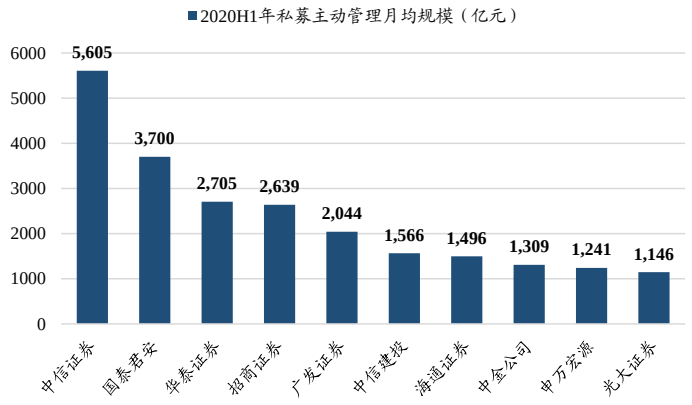
**龙头券商主动管理基数较高，未来将进一步提升业务价值率推动业绩增长。**据基金业协会数据，截至 2020 年 6 月末券商资管月均规模前三分别为中信（11518 亿元）、招商（6279 亿元）和国泰君安（6164 亿元），主动管理规模前三分别为中信（5605 亿元）、国泰君安（3700 亿元）和华泰（2705 亿元）。龙头券商的主动管理规模普遍处于行业领先地位，基数较高且品牌优势明显，同时拥有更好的人才资源和完善的资源配置，转型进度领先同业。

图 25：2020H1 龙头券商资产管理业务结构




数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 26：2020H1 券商主动型资产管理规模 TOP 10（亿元）



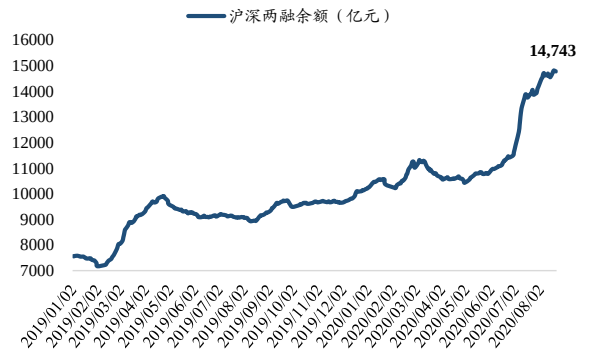

数据来源：证券基金业协会，东吴证券研究所

## 2.4 信用业务：股票质押稳定收缩，两融持续走高

**2020 年上半年，两融市场回暖，规模大幅走高，股票质押风险进一步释放。**1）2020 年上半年市场明显好转，6 月末两融余额同比+27.77%至 11638 亿，2020 年第 3 季度仍呈上升态势，截至 8 月末两融较年初增长 44.2%至 14743 亿，我们判断，考虑当前市场环境及投资者预期，随着国内疫情基本受控，两融规模将继续震荡上行。2）截至 2020 年 6 月末场内股票质押待购回初始交易金额（即融资金额）降至 12495 万亿元（同比-7.03%），整体风险可控。3）2020H1 股票质押带来的风险冲击仍将推动券商提升该业务的风控水平（2020 年二季度行业减值大幅提升至 116.4 亿元，预计为各券商的保守考虑

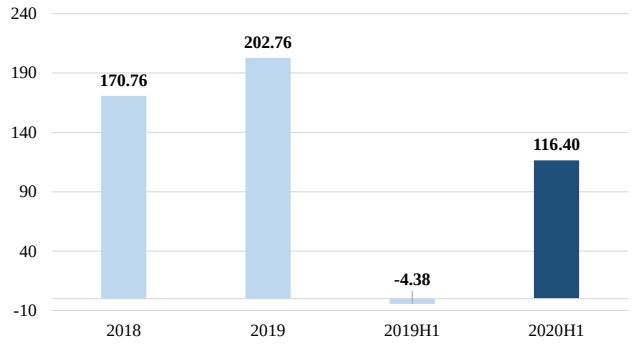
充分计提减值准备），业务规模将继续缓慢下滑，我们预计随市场回暖或将有减值冲回贡献利润增量。

**图 27：2020 年以来两融余额持续走高**



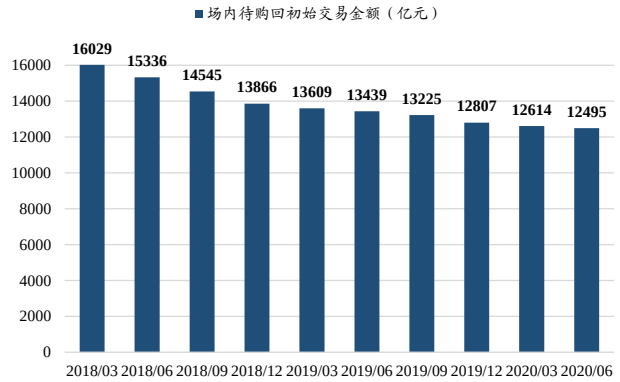

数据来源：Wind，东吴证券研究所

**图 28：2018~2020H1 上市券商合计减值**



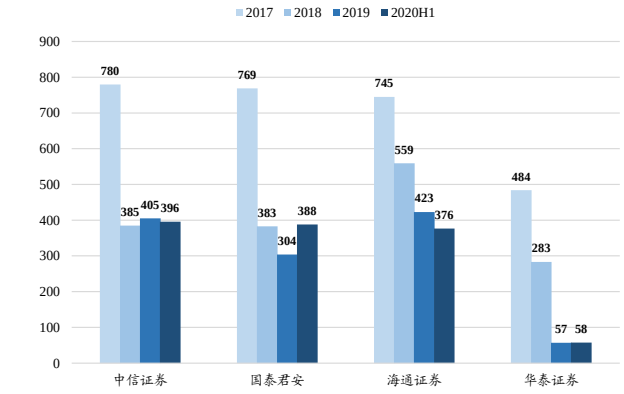

数据来源：公司公告，东吴证券研究所测算

**图 29：2018/03~2020/06 场内股票质押业务情况（亿元）**




数据来源：交易所，东吴证券研究所

**图 30：2017~2020H1 龙头券商股票质押式回购规模（亿元）**




数据来源：公司公告，东吴证券研究所

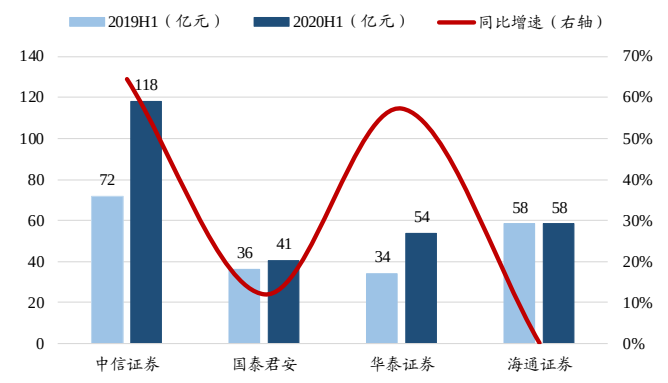
## 2.5 自营投资：股市进入估值修复，权益资产配置提升

**经济复苏+政策利好推动市场上升，权益资产配置预计提升。**2020 年上半年市场活跃度提升，日均股基交易额大幅回升，同比+28%至 8068 亿元。虽然一季度市场受疫情影响持续低迷，上证综指两度大幅跳水，但随着全国复工复产的顺利推进和资本市场政策面的利好，二季度权益市场迎来估值修复，上证综指稳健上涨 9%。股市回升驱动上市券商 2020 上半年整体自营投资收益（剔除联营/合营企业投资，包含公允价值变动损益）较 2019 年同期+19%。权益资产持仓较高的券商获得显著盈利，龙头券商，包括中信证券、国泰君安、华泰证券和海通证券等，在上半年末权益类资产配置占比都较年初有所增加，其中中信证券权益资产配置占比由 19 年末的 22.9%上升至 2020H1 的 30.7%，


请务必阅读正文之后的免责声明部

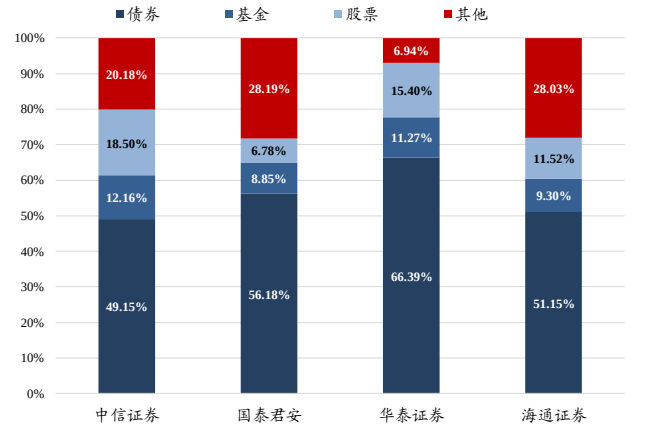
包括其他权益工具在内的权益类资产规模达 1531.7 亿元，较年初大幅上涨 57.0%，自营收入同比增加 64%至 118 亿元。随着一系列资本市场制度变革的推进，权益类市场将迎来更多的配置机会，自营业务收益波动相应增加，这将更加考验券商的主动管理能力和资产配置能力，同时也将加剧券商自营的业绩分化。龙头券商如中信证券、国泰君安等加大衍生金融工具投资，以灵活对冲风险，平滑整体收益。中信证券 6 月末衍生金融工具资产较年初增长 171.0%至 199.2 亿元。此外，出于稳健的投资需求，券商固收类资产继续保持高仓位，上市券商债券类资产配置整体规模较年初上涨 10.9%，达 1.43 万亿元。

**图 31：2020H1 龙头券商自营投资收入及增速**




数据来源：公司公告，东吴证券研究所

**图 32：2020/06 龙头券商的交易性金融资产配置结构**




数据来源：公司公告，东吴证券研究所

图 33：2020 年 A 股上市券商（39 家）权益规模占净资产比重

| 公司 | 债券规模（亿元） | 权益自营（股票+基金）（亿元） | 交易性性金融资产债券占比 | 交易性性金融资产权益（股票+基金）占比 | 权益自营规模（股票+基金）占净资产比重 |
|---|---|---|---|---|---|
| 中信证券 | 2201 | 1374 | 49% | 31% | 78% |
| 海通证券 | 1223 | 498 | 51% | 21% | 38% |
| 东北证券 | 96 | 93 | 42% | 41% | 58% |
| 国元证券 | 91 | 23 | 60% | 15% | 9% |
| 长江证券 | 241 | 106 | 60% | 27% | 38% |
| 太平洋 | 105 | 7 | 72% | 5% | 7% |
| 国金证券 | 144 | 27 | 64% | 12% | 12% |
| 西南证券 | 159 | 55 | 69% | 24% | 28% |
| 光大证券 | 244 | 199 | 37% | 30% | 40% |
| 招商证券 | 1034 | 315 | 69% | 21% | 35% |
| 广发证券 | 263 | 442 | 29% | 49% | 47% |
| 华泰证券 | 1677 | 674 | 66% | 27% | 54% |
| 兴业证券 | 261 | 162 | 54% | 34% | 45% |
| 国海证券 | 199 | 23 | 84% | 10% | 12% |
| 东吴证券 | 225 | 31 | 64% | 9% | 12% |
| 西部证券 | 217 | 15 | 85% | 6% | 8% |
| 国信证券 | 556 | 111 | 76% | 15% | 21% |
| 申万宏源 | 798 | 244 | 61% | 18% | 29% |
| 东兴证券 | 33 | 121 | 16% | 59% | 59% |
| 东方证券 | 297 | 191 | 41% | 26% | 35% |
| 国泰君安 | 1239 | 345 | 56% | 16% | 26% |
| 第一创业 | 101 | 25 | 75% | 19% | 27% |
| 华安证券 | 140 | 49 | 71% | 25% | 35% |
| 中原证券 | 151 | 23 | 81% | 12% | 24% |
| 中国银河 | 586 | 187 | 66% | 21% | 26% |
| 浙商证券 | 240 | 22 | 78% | 7% | 14% |
| 财通证券 | 56 | 105 | 26% | 49% | 49% |
| 华西证券 | 156 | 92 | 56% | 33% | 45% |
| 南京证券 | 15 | 8 | 52% | 28% | 7% |
| 中信建投 | 708 | 197 | 60% | 17% | 33% |
| 天风证券 | 156 | 61 | 56% | 22% | 34% |
| 山西证券 | 105 | 26 | 40% | 10% | 16% |
| 方正证券 | 119 | 68 | 48% | 27% | 17% |
| 长城证券 | 205 | 32 | 75% | 12% | 19% |
| 华林证券 | 9 | 5 | 48% | 25% | 8% |
| 红塔证券 | 231 | 45 | 80% | 15% | 33% |
| 中银证券 | 61 | 23 | 60% | 23% | 16% |
| 中泰证券 | 261 | 37 | 77% | 11% | 11% |
| 国联证券 | 123 | 10 | 81% | 7% | 12% |

数据来源：公司公告，东吴证券研究所

## 3. 投资建议：板块性机会值得关注，券商龙头强者恒强

**长期政策催化行业发展，中短期业绩支撑板块估值**：2020 年以来政策持续推进，再融资新规落地、新证券法和创业板注册制落地等均为券商发展创造了良好环境。资本市场改革驱动市场估值提升，券商板块高 β 属性显著收益。短期看强调业绩预期提升，券商个股股价受业绩表现分化影响明显，持续成长性的业绩将支撑估值显著提升。中长期

看，行业头部效益趋显，集中度提升，龙头券商将在政策红利的推动下，凭借自身对市场理解、定价和承销等能力上的优势，获得更持续和显著的α。**建议关注东方财富、中信证券、华泰证券、中金公司。**1）东方财富作为最具成长性且中报盈利超预期的零售证券龙头，已获取基金管理牌照进军财富管理市场，流量变现持续升级；2）偏长期来看，中信证券、华泰证券、中金公司作为券商龙头，最受益行业集中度提升，竞争优势较强。

**图 34：A 股上市券商估值表（股价对应 2020 年 8 月 31 日收盘价）**

| 券商 | 股价 | 总市值（亿元） | P/B | | | | P/E | | | |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| | | | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E | 2019 | 2020E | 2021E | 2022E |
| 中信证券 | 31.80 | 3,772 | 2.38 | 2.24 | 2.11 | 1.98 | 31.51 | 27.81 | 24.10 | 20.10 |
| 海通证券 | 15.17 | 1,677 | 1.38 | 1.44 | 1.36 | 1.27 | 18.67 | 18.77 | 16.16 | 14.03 |
| 东方财富 | 26.16 | 2,164 | 15.67 | 13.26 | 11.30 | 9.33 | 57.83 | 55.14 | 43.10 | 33.78 |
| 华泰证券 | 21.41 | 1,782 | 1.59 | 1.48 | 1.37 | 1.27 | 20.48 | 16.58 | 14.58 | 12.65 |

数据来源：Wind 一致预期，东吴证券研究所

## 4. 风险提示

**1）股市进一步调整：**将直接影响市场活跃度，经纪及自营业务都将受到影响。

**2）监管趋严：**券商对政策敏感性较高，监管趋严将压制券商估值。

**3）国内外疫情控制不及预期：**目前国内疫情控制情况良好，海外仍存在不确定性，全球共同体背景下，市场情绪将受到影响。

**4）宏观经济下行：**券商板块走势紧密跟随市场，宏观经济下行将影响板块波动。



请务必阅读正文之后的免责声明部

## 免责声明

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.c

