

# 证券行业2021年度中期投资策略



## 周期向上， 变现财富管理红利

### 分析师及联系人

• 周晶晶

(8621)61118727

zhoujj1@cjsc.com.cn

执业证书编号：

S0490514070005

• 吴一凡

(8621)61118727

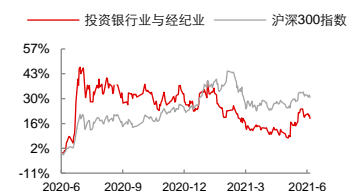
wuyf4@cjsc.com.cn

执业证书编号：

S0490519080007

报告日期	2021-06-12
行业研究	深度报告
评级	看好   维持

## 市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源: Wind

## 相关研究

- 《财富管理产业链跟踪五：私募市场扩容下的渠道红利》 2021-06-06
- 《每周一话：利率低位反弹，板块回调不改长期持有价值》 2021-06-05
- 《每周一话：非银贝塔行情延续，持续推荐优质个股》 2021-05-29

## 投资银行业与经纪业

# 周期向上，变现财富管理红利——证券行业 2021 年度中期投资策略

## ● 2021 上半年回顾：市场表现平淡制约板块股价表现

截至 2021 上半年，券商指数累计市场表现为-16.4%，跑输沪深 300 约 15.9 个 pct，PB 估值随着回落至历史中枢以下位置；市场表现的低迷系市场风险偏好有所下行，大盘指数在年初以来先跌后涨尚未达到前期高点，另一方面行业盈利的增长依然依赖于传统业务，尚未找到新的盈利增长方向，2021 年一季度 40 家上市券商合计营业收入和归属利润同比分别增长 28.2%和 27.3%，其中经纪业务和自营业务依然是业绩增长主要驱动力。长期来看，政策革新带来的商业模式质变是券商盈利长期增长和估值提升核心来源。

## ● 历史回顾：当我们买券商股的时候到底买的是什么

券商股的投资本质在于市场风险偏好抬升之下的弹性。复盘 2012 年至今每一轮券商股的阶段性行情，能够总结出显著具备超额收益的公司具备的特质：1) 契合当时市场热点；2) 具备明显业绩弹性；3) 次新股。其背后映射在于券商股的投资在于弹性的最大化，而弹性核心来源于：1) 交易量放大带来经纪业务的弹性；2) 市场上涨带来股票投资的弹性；3) 次新股带来交易的弹性。然而随着券商收入结构的多元化经纪业务收入占比降至不足 30%，资产配置结构的类固化，以及大量券商不断股权融资发力两融和 FICC 业务，在提高利润中枢的同时降低了利润的波动性，使利润和波动区间不断收窄。

## ● 路径展望：财富管理将赋予券商以穿越周期的力量

以金融产品销售+资产管理为主的财富管理的收入增长驱动依赖于配置型资产规模的扩张，券商主要扮演产品方（公募基金、券商资管、场外衍生品业务）和渠道方（金融产品销售）；渠道端，2020 年行业代销收入 134.38 亿，同比+148.76%，在经纪业务中收入贡献提升至 10%以上，具备线下网点和投顾的券商在客户行为指导方面依然具备优势，随着交易资产形态转变将推动财富管理收入结构继续优化；产品端，参控股的公募基金对于券商利润贡献度在提升，券商资管亦随之开始加速布局公募业务，另一方面以收益互换+期权为代表的非标业务成为券商通过做大资产负债表服务客户的重要手段。

## ● 投资建议：储蓄资产搬家将孕育商业模式变革前奏

全面实行股票发行注册制并提高直接融资比重是“十四五”时期资本市场实现高质量发展的战略目标和重点任务，交易制度配合发行制度的改革势在必行，居民储蓄资产的搬家效应将加速行业商业模式变革的节奏，目前来看东方财富（依托基金代销）、中金公司（依托产品销售+产品）均基于自身禀赋实现穿越市场周期的盈利表现，市场亦赋予其良好的估值表现，引领行业转型的路径。预测 2021 全年行业分别实现营业收入和净利润 4,943、1,780 亿元，同比分别增长 10.2%、13.0%，继续重点推荐具备穿越周期能力的东方财富、中金公司 H 股、治理结构优化的兴业证券，头部券商具备配置价值。

## 风险提示：

1. 交易佣金费率出现了大幅下滑；
2. 质押和债券投资出现信用风险。



## 目录

2021 复盘：市场风险偏好较低制约股价表现 .....	5
市场风险偏好下行制约券商股价表现 .....	5
发行与交易回暖下行业盈利延续增长 .....	6
行业估值落至低位具备较强安全边际 .....	7
资本市场持续改革下机遇与挑战并存 .....	7
历史回顾：交易券商股本质上是交易的弹性 .....	8
领涨股特性：主题属性+次新股+业绩弹性是主要标签 .....	9
2012-12 至 2013-02 上涨区间 .....	9
2014-07 至 2015-04 上涨区间 .....	10
2018-10 至 2019-03 上涨区间 .....	11
2020-06 至 2020-07 上涨区间 .....	12
逻辑变化：业务结构变化降低利润股价波动 .....	14
业绩弹性来源于经纪业务和投资业务 .....	14
费率持续下行经纪业务收入贡献降低 .....	15
自营去方向叠加固收化钝化投资弹性 .....	16
路径展望：财富管理有望成为穿越周期力量 .....	17
渠道：客户资产形态变化将优化收入结构 .....	18
产品：优质产品供给将加速客户资产沉淀 .....	22
下半年展望：改革持续深化，看好配置价值 .....	25
资本市场深化改革仍将持续推进 .....	25
盈利预测 .....	26
投资建议 .....	27

## 图表目录

图 1：2021 年至今金融子行业和沪深 300 涨跌幅（单位：%） .....	5
图 2：从 PB-Band 来看估值绝对数回落至较低水平（单位：点，倍） .....	7
图 3：分位区间回落至 2012 年以来 15%-20% 区间（单位：倍，%） .....	7
图 4：2012 年以来券商板块不同阶段主要上涨行情区间（单位：%） .....	8
图 5：券商盈利相较于指数的敏感性在钝化（单位：%） .....	14
图 6：收入结构多元化中经纪业务和自营业务仍是最主要的收入来源（单位：亿元，%） .....	15
图 7：上交所披露的真实持股账户数近年来保持稳定缺乏增长（单位：万户，万元） .....	16
图 8：市场成交额显著增长但佣金费率持续下滑（单位：万亿，%） .....	16
图 9：导致行业经纪收入并未随成交额同步增长（单位：亿元，%） .....	16

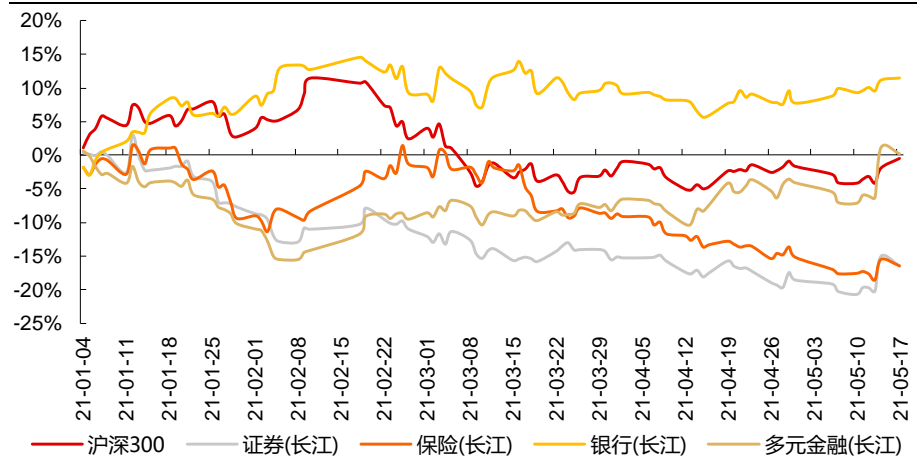
图 10: 头部券商 VaR 值/股票资产整体呈现下行态势 (单位: %)	17
图 11: 以中信证券为样本观察资产配置固化 (单位: 亿元, %)	17
图 12: 传统经纪业务与财富管理商业模式对比	18
图 13: 上市券商经纪业务分项收入规模 (单位: 亿元)	19
图 14: 上市券商经纪业务分项收入结构 (单位: %)	19
图 15: 大多数人购买基金是自主决策行为 (单位: %)	20
图 16: 但是大多数客户需要投顾服务 (单位: %)	20
图 17: 投顾和经纪人的变化表征着展业思路的变化 (单位: 人)	20
图 18: 分公司来看头部券商投顾储备更好 (单位: 人)	20
图 19: 过去十年公募基金收益在大类资产配置中保持领先 (单位: %)	22
图 20: 场外衍生品月度新增名义本金不断提高 (单位: 亿元)	24
图 21: 收益互换和场外期权 CR5 维持在 60% 以上 (单位: %)	24
图 22: 中金公司基于客需持仓的权益资产持续扩张 (单位: 亿, %)	25
图 23: 中金公司权益资产敏感性显著低于中信证券 (单位: 亿, %)	25
表 1: 2021 年至今金融子行业月度涨跌幅和相对收益 (单位: %)	5
表 2: 2021 年第一季度行业分业务收入结构 (单位: 亿元, %, pct)	6
表 3: 2021 年来资本市场改革持续深化	7
表 4: 2012 年以来券商板块不同阶段主要上涨行情区间涨幅情况 (单位: %)	8
表 5: 2012 年 12 月-2013 年 2 月上漲区间领涨个股及其涨幅 (单位: %)	9
表 6: 此阶段领涨股具备主题属性、业绩高弹性、流通市值小等特征 (单位: %, 倍, 亿元)	9
表 7: 2014 年 7 月-2015 年 4 月上漲区间领涨个股及其涨幅 (单位: %)	10
表 8: 此阶段领涨股具备主题属性、业绩高弹性、流通市值小等特征 (单位: %, 倍, 亿元)	11
表 9: 2018 年 10 月-2019 年 3 月上漲区间领涨个股及其涨幅 (单位: %)	12
表 10: 此阶段领涨股具备次新股流通市值小、业绩高弹性等特征 (单位: %, 倍, 亿元)	12
表 11: 2020 年 6 月-2020 年 7 月上漲区间领涨个股及其涨幅 (单位: %)	13
表 12: 此阶段领涨股具备次新股流通市值小、具备主题属性等特征 (单位: %, 倍, 亿元)	13
表 13: 经纪业务和自营业务是最主要的收入增量和弹性来源 (单位: 亿元, %)	15
表 14: 多家头部券商明确表示推动股票自营去方向化	16
表 15: 部分公司金融产品代销收入对于整体经纪业务的贡献已经超过 15% (单位: 亿元, %) (删减)	19
表 16: 部分客户换手较低的公司以尾随佣金将客户资产变现能够创造更高收益 (单位: 亿元, %, 名)	21
表 17: 券商基金保有量规模较商业银行和头部代销机构仍存在较大差距 (单位: 亿元)	21
表 18: 获得公募牌照的证券公司及其子公司 2020 年公募管理规模 (单位: 亿元)	22
表 19: 2020 年证券公司参控股公募基金为集团贡献较多业绩增量 (单位: 亿元, %)	23
表 20: 场外期权交易商获批情况	24
表 21: 资本市场改革要点	25
表 22: 证券行业 2021 年盈利预测 (单位: 亿元, %)	26
表 23: 各项业务核心假设	26

## 2021 复盘：市场风险偏好较低制约股价表现

### 市场风险偏好下行制约券商股价表现

**2021 年至今券商板块跑输沪深 300 指数，缺乏超额收益。**截至 2021 年 5 月 17 日，券商指数累计涨幅为-16.4%，跑输沪深 300 指数 15.9 个百分点，在大金融中跑输银行板块和多元金融分别 27.9、16.7 个百分点，跑赢保险 0.1 个百分点。短期来看，市场风险偏好的变化依然是制约行业股价表现的主要矛盾，长期来看，政策革新带来的商业模式质变是券商长期成长性的核心来源，行业需要找到新的商业模式实现盈利能力的蜕变。

图 1：2021 年至今金融子行业和沪深 300 涨跌幅（单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 1：2021 年至今金融子行业月度涨跌幅和相对收益（单位：%）

单月涨跌幅	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月（截至 17 日）
沪深 300	2.7%	-0.3%	-5.5%	1.4%	1.2%
证券（长江）	-7.7%	-3.3%	-4.6%	-3.0%	2.1%
保险（长江）	-9.4%	8.1%	-8.1%	-5.8%	-1.3%
银行（长江）	6.4%	2.9%	1.5%	-3.0%	3.7%
多元金融（长江）	-10.2%	0.7%	1.2%	4.2%	4.3%
相对沪深 300 收益	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月（截至 17 日）
证券（长江）	-10.4%	-3.0%	1.0%	-4.4%	0.9%
保险（长江）	-12.1%	8.4%	-2.6%	-7.2%	-2.5%
银行（长江）	3.7%	3.2%	7.0%	-4.4%	2.5%
多元金融（长江）	-12.9%	1.0%	6.8%	2.7%	3.1%
累计涨跌幅	1 月末	2 月末	3 月末	4 月末	5 月 17 日
沪深 300	2.7%	2.4%	-3.1%	-1.7%	-0.5%
证券（长江）	-7.7%	-11.0%	-15.5%	-18.5%	-16.4%
保险（长江）	-9.4%	-1.4%	-9.5%	-15.2%	-16.5%

银行（长江）	6.4%	9.3%	10.7%	7.8%	11.5%
多元金融（长江）	-10.2%	-9.5%	-8.2%	-4.1%	0.3%
<b>相对沪深 300 收益</b>	<b>1 月末</b>	<b>2 月末</b>	<b>3 月末</b>	<b>4 月末</b>	<b>5 月 17 日</b>
证券（长江）	-10.4%	-13.4%	-12.4%	-16.8%	-15.9%
保险（长江）	-12.1%	-3.8%	-6.3%	-13.6%	-16.0%
银行（长江）	3.7%	6.9%	13.9%	9.5%	12.0%
多元金融（长江）	-12.9%	-11.9%	-5.1%	-2.4%	0.8%

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 发行与交易回暖下行业盈利延续增长

**收费类和资金类业务共振驱动行业盈利延续高增长。**2021 年第一季度，40 家上市券商合计实现营业收入和归属净利润分别为 1367.93 和 422.32 亿，同比分别+28.2%和+27.3%；分明细来看，经纪、投行、资管、投资、信用和其他业务收入分别为 313.62、120.56、114.51、351.86、143.83 和 323.54 亿元，同比分别+14.6%、+34.2%、+34.7%、+15.8%、+23.2%和+63.2%，市场交易活跃叠加发行扩容带动券商各项业务全面回暖，促进行业整体盈利增速延续高增长。从结构来看，经纪、投行、资管、利息、自营、其他业务收入占比分别为 28.1%、10.8%、10.3%、31.5%、12.9%和 6.4%，同比分别-1.52、+1.08、+1.06、-1.37、+0.25、+0.50pct，投资业务仍为行业第一大收入贡献。

表 2：2021 年第一季度行业分业务收入结构（单位：亿元，%，pct）

	2021Q1	2020Q1	同比	增量
营业收入	1367.93	1067.25	28.2%	300.67
净利润	422.32	331.86	27.3%	90.46
其中：收费类收入	548.69	448.36	22.4%	100.33
其中：资金类收入	495.70	420.60	17.9%	75.10
<b>营业收入</b>				
经纪业务	313.62	273.55	14.6%	40.07
投行业务	120.56	89.82	34.2%	30.74
资管业务	114.51	84.99	34.7%	29.52
投资业务	351.86	303.86	15.8%	48.01
信用业务	143.83	116.74	23.2%	27.09
其他业务收入	323.54	198.30	63.2%	125.24
其他业务成本	252.04	143.78	75.3%	
<b>收入结构</b>				
经纪业务	28.1%	29.6%	-1.52	
投行业务	10.8%	9.7%	1.08	
资管业务	10.3%	9.2%	1.06	
投资业务	31.5%	32.9%	-1.37	

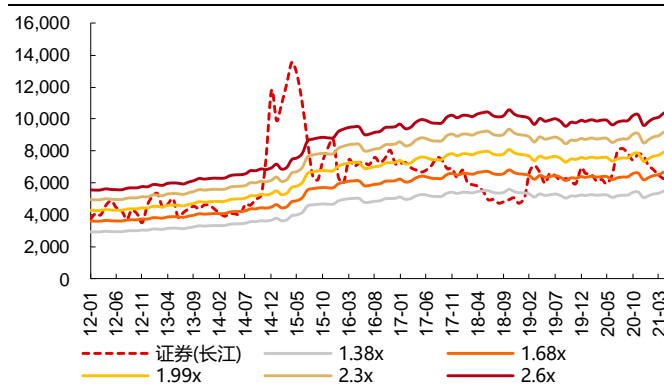
信用业务	12.9%	12.6%	0.25
其他业务	6.4%	5.9%	0.50

资料来源：Wind，公司公告，长江证券研究所；备注：行业数据为 40 家上市公司合计值，收入占比=分项业务收入/(总收入-其他业务成本)，其他收入占比=(其他业务收入-其他业务成本)/(总收入-其他业务成本)。

## 行业估值落至低位具备较强安全边际

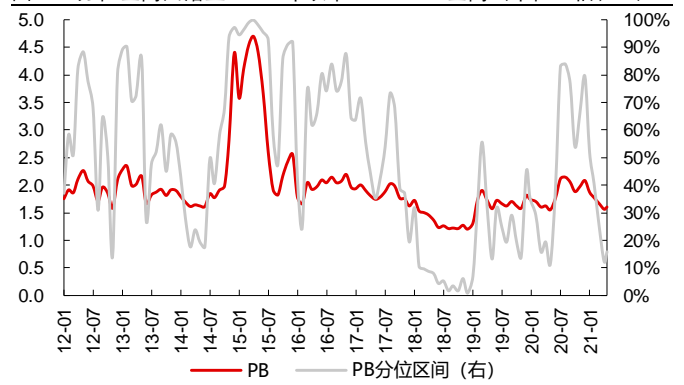
**估值水平回落至历史较低水平，安全边际较强。**行业的估值水平受到市场表现、监管环境、商业模式迭代等多重因素综合影响，从绝对估值来看，截至目前行业的 PB 估值水平大约在 1.61 倍；从相对估值分位区间来看，目前行业 PB 估值所处分位区间大约在 2012 年以来的 16% 左右，具备较强的安全边际。

图 2：从 PB-Band 来看估值绝对数回落至较低水平（单位：点，倍）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 3：分位区间回落至 2012 年以来 15%-20% 区间（单位：倍，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 资本市场持续改革下机遇与挑战并存

**资本市场改革持续深化。**2021 年以来监管延续资本市场深化改革思路，持续推进股债市场注册制改革的同时进一步强化保荐机构主体责任，在注册制为投行业务带来扩容空间同时亦对券商执业能力提出更高要求；监管修订证券公司股权管理规定，适度降低证券公司股东门槛，有利于券商进一步补充资本金提高竞争实力；监管放宽公募牌照“一参一控”限制并表态支持优质资管机构申请公募牌照背景下，中信证券、中信建投等头部券商纷纷成立资管子公司加快布局公募业务，资管业务有望为行业贡献新的业绩增量。

表 3：2021 年来资本市场改革持续深化

时间	发布机构	政策名称/事件	主要内容
2021-02-26	证监会	发布《公司债券发行与交易管理办法》	1) 落实公开发行公司债券注册制，明确公开发行公司债券的发行条件、注册程序以及对证券交易场所审核工作的监督机制；2) 涉及《证券法》的适应性修订；3) 加强事中事后监管，压实发行人及其控股股东、实际控制人，以及承销机构和证券服务机构责任，严禁逃废债等损害债券持有人权益的行为，并根据监管实践增加限制结构化发债的条款；4) 调整公司债券交易场所，取消公开发行公司债券信用评级的强制性规定，明确非公开发行公司债券的监管机制。
2021-03-05	政府工作报告	稳步推进注册制改革	政府工作报告指出，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。
2021-03-19	证监会	修订《证券公司股权管理	1) 将证券公司主要股东从“持有证券公司 25% 以上股权的股东或者持有 5% 以上股权

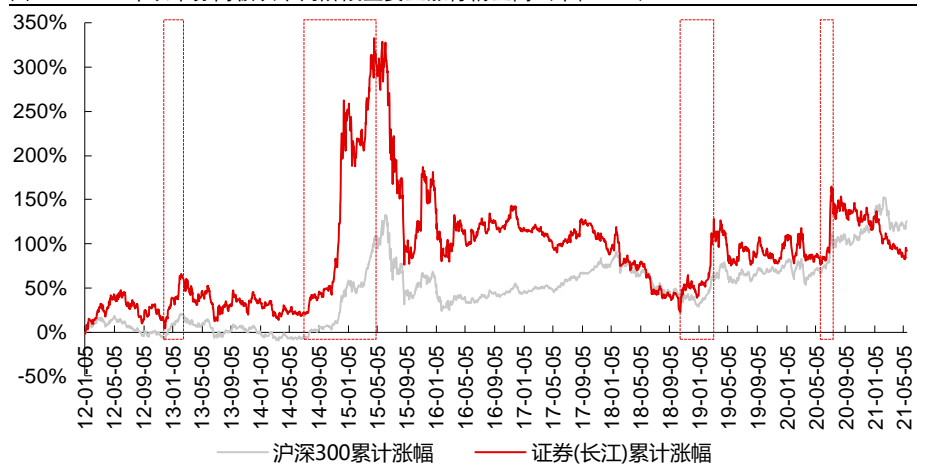
		规定》	的第一大股东”调整为“持有证券公司 5%以上股权的股东”；2) 适当降低证券公司主要股东资质要求，取消主要股东具有持续盈利能力的要求；将主要股东净资产从不低于 2 亿元调整为不低于 5000 万元人民币等；3) 调整证券公司变更注册资本、变更 5%以上股权的实际控制人相关审批事项。
2021-04-16	证监会	修订《科创属性评价指引（试行）》	1) 新增研发人员占比超过 10%的常规指标，以充分体现科技人才在创新中的核心作用，修改后将形成“4+5”的科创属性评价指标；2) 按照支持类、限制类、禁止类分类界定科创板行业领域，建立负面清单制度；3) 在咨询委工作规则中，完善专家库和征求意见制度，形成监管合力；4) 交易所在发行上市审核中，按照实质重于形式的原则，重点关注发行人的自我评估是否客观，保荐机构对科创属性的核查把关是否充分，并做出综合判断。
2021-04-30	证监会	就《首次公开发行股票并上市辅导监管规定》对外公开征求意见	1) 统一规范，系统梳理各派出机构的制度和实践，充分吸收经市场检验的成熟做法，对辅导目的、辅导期、验收方式、验收期限等辅导制度主要安排进行了规定；2) 明确定位，辅导验收不是企业上市的审核程序；3) 高效便民，在细化统一的基础上，简化辅导验收标准、减少不必要程序、明确各环节时限，运用信息化手段提升监管效能，使市场各方对辅导监管工作形成合理预期。

资料来源：证监会，深交所，新华社，长江证券研究所

## 历史回顾：交易券商股本质上是交易的弹性

复盘 2012 年至今券商指数走势，经历过多轮上涨行情。从不同年份选取最有代表性的区间来看，券商指数区间涨幅较大且持续时间较长的主要有四个时间窗口：2012 年 12 月至 2013 年 2 月、2014 年 7 月至 2015 年 4 月、2018 年 10 月至 2019 年 3 月、2020 年 5 月至 2020 年 7 月。我们重点对这四个时间窗口期的领涨个股进行归因分析。

图 4：2012 年以来券商板块不同阶段主要上涨行情区间（单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 4：2012 年以来券商板块不同阶段主要上涨行情区间涨幅情况（单位：%）

低点	高点	证券(长江)涨幅	沪深 300 涨幅	超额收益
2012-01-05	2012-06-01	48%	15%	33%
<b>2012-12-04</b>	<b>2013-02-07</b>	<b>59%</b>	<b>31%</b>	<b>28%</b>
2013-07-09	2013-12-05	29%	14%	15%
<b>2014-07-10</b>	<b>2015-04-22</b>	<b>260%</b>	<b>121%</b>	<b>139%</b>
2015-09-25	2015-12-23	48%	18%	30%



2016-02-26	2016-11-14	32%	18%	14%
2017-05-22	2018-01-24	14%	29%	-15%
<b>2018-10-19</b>	<b>2019-03-07</b>	<b>86%</b>	<b>25%</b>	<b>60%</b>
2020-02-03	2020-03-05	10%	5%	5%
<b>2020-05-27</b>	<b>2020-07-13</b>	<b>47%</b>	<b>25%</b>	<b>21%</b>

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 领涨股特性：主题属性+次新股+业绩弹性是主要标签

### 2012-12 至 2013-02 上涨区间

2012 年受益于行业创新大会正向影响股价整体上行，具备主题性质、次新股属性和业绩高弹性的公司超额收益显著。从区间涨幅来看，国海证券、方正证券、海通证券、招商证券、华泰证券分别以 129%、75%、68%、66%、64% 的涨幅领涨板块，且分阶段来看领涨股具备轮动节奏。归因来看，领涨股具备以下标签：**1) 主题性质**，国海证券受益于国改主题，2011 年重组上市后持续为板块龙头；**2) 次新股属性**，方正证券于 2011 年 8 月上市，具备次新股属性；**3) 业绩高弹性**，国海证券由于去年同期低基数、方正证券由于 2012 年采用权益法核算持有盛京银行股权导致盈利大幅增长，业绩弹性显著超出涨幅靠后券商。

表 5：2012 年 12 月-2013 年 2 月上涨区间领涨个股及其涨幅（单位：%）

区间涨幅	top1	涨跌幅	涨跌幅	top3	涨跌幅	top4	涨跌幅	top5	涨跌幅	
2012-12-04 至 2013-02-07	国海证券	129%	方正证券	75%	海通证券	68%	招商证券	66%	华泰证券	64%
分月度涨幅	top1	涨跌幅	top2	涨跌幅	top3	涨跌幅	top4	涨跌幅	top5	涨跌幅
2012-12-31	国海证券	74%	国金证券	41%	广发证券	39%	光大证券	38%	西部证券	38%
2013-01-31	方正证券	31%	招商证券	22%	海通证券	16%	国海证券	15%	中信证券	14%
2013-02-28	方正证券	17%	招商证券	11%	太平洋	6%	西南证券	6%	东北证券	6%

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 6：此阶段领涨股具备主题属性、业绩高弹性、流通市值小等特征（单位：%、倍、亿元）

公司	区间涨幅	区间 PB 估值	起点自由流通市值	经纪+自营收入占比		归属净利润增速	
				2012	2013	2012	2013
国海证券	129%	4.4-9.7	30.78	67%	58%	77%	132%
方正证券	75%	1.6-2.8	109.27	54%	64%	119%	97%
海通证券	68%	1.4-2.2	625.57	52%	60%	-3%	34%
招商证券	66%	1.5-2.6	183.85	73%	74%	-18%	35%
华泰证券	64%	1.3-2.0	157.18	65%	67%	-9%	37%
山西证券	62%	2.1-3.3	39.89	44%	54%	-27%	82%
光大证券	60%	1.6-2.5	114.39	62%	51%	-35%	-79%
国金证券	58%	3.0-4.4	40.91	46%	57%	18%	15%

东北证券	57%	1.8-2.7	30.89	61%	73%	-199%	219%
西部证券	57%	2.6-4.2	21.78	65%	75%	-47%	130%
广发证券	55%	2.1-3.0	274.72	62%	80%	6%	28%
中信证券	53%	1.3-2.0	720.02	60%	69%	-66%	24%
长江证券	51%	1.5-2.2	111.18	69%	74%	57%	47%
兴业证券	50%	2.4-3.4	126.64	54%	56%	9%	41%
东吴证券	50%	1.7-2.5	31.95	68%	77%	22%	36%
西南证券	45%	1.6-2.3	76.31	54%	67%	30%	84%
国元证券	40%	1.2-1.6	76.45	60%	72%	-28%	63%
太平洋	39%	3.8-5.1	35.03	63%	74%	-55%	6%

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 2014-07 至 2015-04 上涨区间

牛市起点背景下受益于政策周期和市场周期共振，具备主题性质、高弹性和次新股属性的公司领涨。从区间涨幅来看，西部证券、光大证券、华泰证券、兴业证券、国元证券分别以 540%、347%、334%、326%、315% 的涨幅领涨板块，分阶段来看领涨股同样存在轮动节奏。归因来看，领涨股具备以下标签：**1) 主题性质**，西部证券、光大证券受益于定增主题，分别于 2014 年 6 月、11 月发布预案，且流通市值较小；**2) 业绩高弹性**，光大证券、太平洋等基本面反转，太平洋 2013 年投资收益下滑明显、光大证券 2013 年乌龙指事件致使业绩基数相对较低基础上实现业绩高增长；**3) 互联网浪潮**，华泰证券抓住移动互联网浪潮成功实现经纪业务市占率的显著提升，得到市场认可；**4) 新股属性**，东方证券和东兴证券分别于 2015 年 3 月和 2015 年 2 月上市，新股属性显著。

表 7：2014 年 7 月-2015 年 4 月上涨区间领涨个股及其涨幅（单位：%）

区间涨幅	top1	涨跌幅	涨跌幅	top3	涨跌幅	top4	涨跌幅	top5	涨跌幅	
2014-07-10 至 2015-04-22	西部证券	540%	光大证券	347%	华泰证券	334%	兴业证券	326%	国元证券	315%
分月度涨幅	top1	涨跌幅	top2	涨跌幅	top3	涨跌幅	top4	涨跌幅	top5	涨跌幅
2014-07-31	长江证券	32%	兴业证券	25%	东吴证券	22%	光大证券	19%	东北证券	17%
2014-08-29	国元证券	18%	太平洋	14%	锦龙股份	7%	西南证券	4%	东北证券	1%
2014-09-30	西部证券	25%	东吴证券	21%	长江证券	19%	太平洋	19%	兴业证券	19%
2014-10-31	国元证券	21%	东吴证券	17%	光大证券	17%	华泰证券	15%	国金证券	9%
2014-11-28	国投资本	136%	兴业证券	77%	光大证券	74%	华泰证券	61%	方正证券	55%
2014-12-31	西南证券	111%	中信证券	96%	西部证券	79%	长江证券	70%	海通证券	66%
2015-01-30	国信证券	108%	锦龙股份	17%	国元证券	1%	华西证券	0%	华西证券	0%
2015-02-27	西部证券	28%	国金证券	27%	东吴证券	19%	招商证券	19%	兴业证券	14%
2015-03-31	东兴证券	73%	东方证券	57%	华泰证券	31%	国金证券	22%	西部证券	21%
2015-04-30	东方证券	43%	西部证券	41%	国信证券	32%	山西证券	28%	东兴证券	25%

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 8：此阶段领涨股具备主题属性、业绩高弹性、流通市值小等特征（单位：%、倍、亿元）

公司	区间涨幅	区间 PB 估值	起点自由流通市值	经纪+自营收入占比		归属净利润增速	
				2014	2015	2014	2015
西部证券	540%	2.8-10.3	40.58	71%	72%	142%	197%
光大证券	347%	1.2-4.6	88.09	64%	70%	905%	270%
华泰证券	334%	1.2-4.4	197.24	66%	75%	103%	138%
兴业证券	326%	1.8-6.7	163.36	61%	59%	165%	134%
国元证券	315%	1.2-4.4	82.95	71%	73%	107%	103%
长江证券	312%	1.7-6.6	146.07	70%	75%	70%	105%
东吴证券	297%	1.7-5.6	79.16	76%	78%	192%	143%
招商证券	280%	1.5-5.2	178.08	66%	74%	73%	183%
东北证券	277%	1.8-5.6	64.67	70%	76%	121%	148%
太平洋	266%	2.5-8.6	91.07	70%	84%	628%	109%
国信证券	252%	2.3-7.9	-	71%	77%	134%	183%
山西证券	239%	2.4-7.2	50.06	59%	67%	127%	145%
海通证券	236%	1.4-4.2	688.51	61%	63%	91%	105%
中信证券	236%	1.4-4.3	822.71	67%	69%	116%	75%
广发证券	221%	1.7-4.6	260.63	67%	73%	79%	163%
方正证券	209%	1.6-4.5	187.65	74%	86%	62%	126%
西南证券	207%	1.6-4.6	72.55	64%	70%	112%	165%
国金证券	178%	3.7-8.0	136.95	63%	62%	164%	182%
东兴证券	156%	2.8-7.3	-	87%	83%	56%	96%
东方证券	134%	2.7-6.2	-	99%	86%	132%	213%
国海证券	125%	3.3-7.1	53.80	65%	61%	123%	160%

资料来源：Wind，长江证券研究所，国信证券、东兴证券、东方证券 2014 年 7 月 10 日尚未上市。

## 2018-10 至 2019-03 上涨区间

2018 年是新一轮政策革新周期的起点，从质押纾困到以科创板为代表的资本市场改革持续推进，领涨股依然具备次新股、主题属性、高业绩弹性特征。从区间涨幅来看，中信建投、天风证券、华林证券、太平洋、哈投股份分别以 388%、382%、240%、141%、137% 的涨幅领涨板块，分阶段来看领涨股同样存在轮动节奏。归因来看，领涨股具备以下标签：**1) 次新股属性**，涨幅居前三位的中信建投、天风证券、华林证券分别于 2018 年 6 月、2018 年 10 月、2019 年 1 月上市，流通市值较小；**2) 业绩高弹性**，国海证券、太平洋等 2018 年因计提较高资产减值损失导致业绩基数较低，市场预期 2019 年基本面反转明显；**3) 估值修复主题**，哈投股份、国投资本等由于资产质量隐忧导致估值承压的标的开始修复。

表 9：2018 年 10 月-2019 年 3 月上涨区间领涨个股及其涨幅（单位：%）

区间涨幅	top1	涨跌幅	涨跌幅	top3	涨跌幅	top4	涨跌幅	top5	涨跌幅	
2018-10-19 至 2019-03-07	中信建投	388%	天风证券	382%	华林证券	240%	太平洋	141%	哈投股份	137%
分月度涨幅	top1	涨跌幅	top2	涨跌幅	top3	涨跌幅	top4	涨跌幅	top5	涨跌幅
2018-10-31	天风证券	114%	国海证券	40%	长城证券	33%	太平洋	27%	中原证券	15%
2018-11-30	中信建投	20%	哈投股份	17%	国投资本	16%	华创阳安	15%	浙商证券	13%
2018-12-28	国海证券	3%	天风证券	2%	第一创业	-1%	国盛金控	-2%	招商证券	-2%
2019-01-31	华林证券	66%	中信建投	34%	华泰证券	18%	方正证券	15%	海通证券	15%
2019-02-28	中信建投	72%	华林证券	60%	太平洋	59%	东方证券	53%	南京证券	47%

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 10：此阶段领涨股具备次新股流通市值小、业绩高弹性等特征（单位：%、倍、亿元）

公司	区间涨幅	区间 PB 估值	起点自由流通市值	经纪+自营收入占比		归属净利润增速	
				2018	2019	2018	2019
中信建投	388%	1.1-5.0	27.32	43%	53%	-23%	78%
天风证券	382%	1.1-5.2	13.36	50%	55%	-26%	2%
华林证券	240%	2.9-9.7	-	50%	59%	-26%	28%
太平洋	141%	1.2-2.9	119.91	59%	97%	-1237%	扭亏
南京证券	136%	1.8-4.2	19.39	52%	45%	-44%	206%
国海证券	127%	0.9-2.0	80.96	79%	43%	-81%	567%
浙商证券	123%	1.5-3.1	72.39	43%	40%	-31%	31%
中国银河	113%	1.0-2.0	74.98	44%	56%	-27%	81%
西南证券	107%	0.9-1.8	81.48	79%	80%	-66%	359%
第一创业	107%	1.7-3.5	82.30	47%	51%	-71%	313%
兴业证券	106%	0.8-1.6	188.30	48%	40%	-94%	1202%
财通证券	106%	1.3-2.5	24.88	68%	65%	-46%	129%
国信证券	104%	1.1-2.2	139.94	64%	66%	-25%	43%
中原证券	103%	1.3-2.7	41.70	49%	54%	-85%	-11%
东吴证券	103%	0.8-1.5	114.71	65%	49%	-55%	189%

资料来源：Wind，长江证券研究所

## 2020-06 至 2020-07 上涨区间

行业重组和混业经营预期下主题属性券商和传统次新股录得良好表现。从区间涨幅来看，中泰证券、光大证券、浙商证券、中银证券、兴业证券分别以 217%、173%、109%、78%、71% 的涨幅领涨板块，但本轮上涨行情仅持续一个多月，上涨区间较前几次有所收窄。归因来看，领涨股具备以下标签：**1) 次新股属性**，中泰证券、中银证券分别于 2020 年 6 月、2020 年 2 月上市；**2) 混业经营主题**，市场混业经营预期下，光大证券、



招商证券、兴业证券、浙商证券等券商因其控股股东同一金控体系下同时具有银行和券商牌照、或者实际控制人背景接近，受益于银证混业经营强强协同预期而大幅上涨；**3）并购重组市场预期**，中信建投与中信证券、申万宏源与中国银河等同一国有控股股东背景券商受益于合并预期亦有良好股价表现。

表 11：2020 年 6 月-2020 年 7 月上涨区间领涨个股及其涨幅（单位：%）

区间涨幅	top1	涨跌幅		涨跌幅	top3	涨跌幅	top4	涨跌幅	top5	涨跌幅
2020-05-27 至 2020-07-13	中泰证券	217%	光大证券	173%	浙商证券	109%	中银证券	78%	兴业证券	71%
分月度涨幅	top1	涨跌幅	top2	涨跌幅	top3	涨跌幅	top4	涨跌幅	top5	涨跌幅
2020-06-30	中泰证券	103%	光大证券	47%	招商证券	32%	中信建投	24%	兴业证券	20%
2020-07-13	浙商证券	99%	光大证券	85%	中银证券	73%	第一创业	62%	中泰证券	56%

资料来源：Wind，长江证券研究所

表 12：此阶段领涨股具备次新股流通市值小、具备主题属性等特征（单位：%、倍、亿元）

公司	区间涨幅	区间 PB 估值	起点自由流通市值	经纪+自营收入占比		归属净利润增速	
				2019	2020	2019	2020
中泰证券	217%	1.4-4.6	-	51%	55%	123%	12%
光大证券	173%	1.0-2.9	186.39	48%	38%	450%	311%
浙商证券	109%	2.1-4.7	114.33	40%	28%	31%	68%
中银证券	78%	3.9-7.3	58.10	35%	34%	13%	11%
兴业证券	71%	1.1-1.9	263.71	40%	43%	1202%	127%
招商证券	69%	1.5-2.8	393.08	59%	60%	65%	30%
第一创业	63%	2.6-4.6	162.72	51%	51%	313%	58%
国金证券	62%	1.4-2.5	213.11	55%	51%	29%	43%
中信建投	60%	5.0-8.8	153.08	53%	58%	78%	73%
中国银河	56%	1.3-2.3	120.56	56%	50%	81%	39%
长江证券	53%	1.2-2.0	241.27	67%	65%	548%	25%
财通证券	51%	1.6-2.5	219.73	65%	60%	129%	22%
天风证券	50%	2.0-3.1	176.69	55%	60%	2%	48%
东吴证券	48%	1.1-1.7	209.65	49%	52%	189%	65%
东北证券	47%	1.2-1.8	105.84	38%	52%	234%	32%
长城证券	45%	2.1-3.1	102.24	55%	44%	69%	51%
华西证券	45%	1.3-1.9	126.82	54%	65%	69%	33%

资料来源：Wind，长江证券研究所；中泰证券 2020 年 5 月 27 日尚未上市。

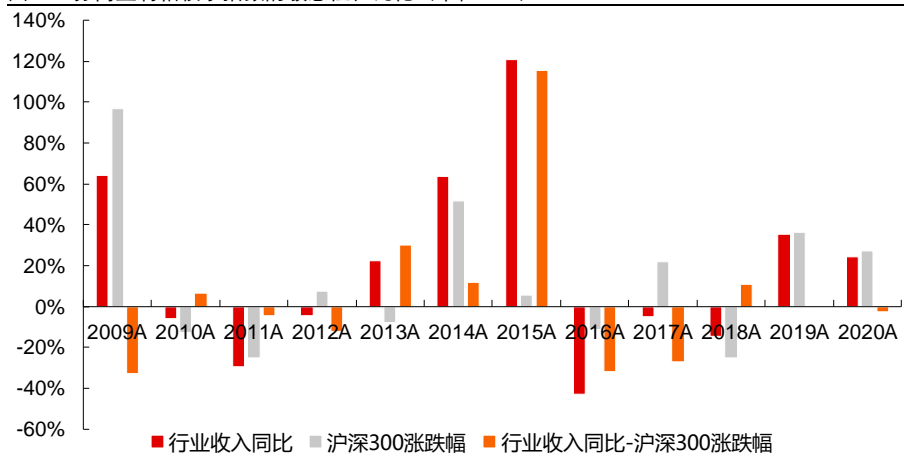
总结来看，主题属性、次新股和高弹性是每轮上涨周期领涨股的必要属性。在每轮上涨周期中，分阶段来看领涨股均具备轮动节奏，存在起点、过程和终结三个阶段，具体来看，起点阶段上涨因各周期特性不同有所差异，市场主要关注点在于政策周期、经营机

制、区域特色等主题，且不难发现启动的券商多具备小流通值特点，近两年由次新股打开上涨序幕的特点也更加明显；过程阶段中个股属性更加明显，主要为小流通盘、股权变动、战投引入、员工持股等属性；终结阶段领涨股则主要回归到由于经纪业务和自营业务高弹性带来的经营业绩的高弹性之上。

## 逻辑变化：业务结构变化降低利润股价波动

在商业模式未发生质变带来新的长期成长性时，交易券商股的本质在于交易弹性。从弹性的来源看，主要源于经纪业务、投资业务带来的业绩弹性和次新股属性带来的流通值弹性。从业绩弹性来看，一方面，行业收入结构持续多元化，传统经纪+投资业务收入贡献度有所下降，另一方面，佣金费率持续下行导致高贝塔属性的经纪业务收入贡献度持续下降，资产配置方向的类固化提高了券商盈利稳定性，盈利波动有所收窄。业绩弹性的钝化带来了股价波动的收窄，因此不同阶段上市的次新股成为市场追逐的热点。

图 5：券商盈利相较于指数的敏感性在钝化（单位：%）

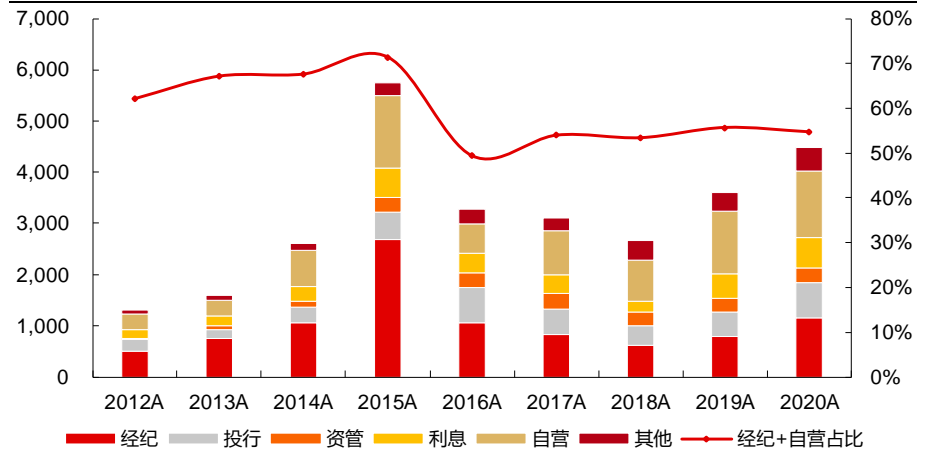


资料来源：Wind，证券业协会，长江证券研究所

## 业绩弹性来源于经纪业务和投资业务

**经纪业务和投资业务是最主要的弹性来源。**从收入结构来看，经纪和自营业务是券商最主要的收入来源，二者合计收入占比常年维持在 50% 以上；从业务性质来看，经纪业务收入取决于市场交易量和佣金费率，与市场景气度息息相关，自营业务中传统方向性投资高度依赖股债市场表现，投资业绩随行就市；折射到财务表现上来看，经纪业务和自营业务贡献出主要收入增量，经纪和自营的高波动性为行业整体收入带来高弹性。

图 6：收入结构多元化中经纪业务和自营业务仍是最主要的收入来源（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

表 13：经纪业务和自营业务是最主要的收入增量和弹性来源（单位：亿元，%）

收入增量	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
经纪	543.43	-348.98	-387.08	-177.13	247.16	290.27	1,641.48	-1,638.01	-232.03	-197.50	164.21	373.47
投行	57.14	120.08	-93.87	35.52	-41.30	136.04	222.07	152.70	-174.54	-139.65	112.69	189.46
资管	0.01	7.26	-0.96	5.67	43.04	54.57	150.53	21.58	13.75	-35.21	0.16	24.42
利息	8.18	16.57	37.59	-18.95	9.53	99.10	307.53	-209.46	-33.70	-133.24	248.81	133.12
自营	183.08	-20.90	-187.43	246.03	14.32	400.16	703.26	-845.07	292.51	-60.71	421.33	73.49
其他	10.08	99.55	64.54	-150.66	19.86	30.29	123.84	46.65	-32.65	115.90	-5.24	85.92
合计	801.92	-126.42	-567.21	-59.52	292.61	1,010.43	3,148.71	-2,471.61	-166.66	-450.41	941.96	879.88
增量占比	2009A	2010A	2011A	2012A	2013A	2014A	2015A	2016A	2017A	2018A	2019A	2020A
经纪	68%	276%	68%	298%	84%	29%	52%	66%	139%	44%	17%	42%
投行	7%	-95%	17%	-60%	-14%	13%	7%	-6%	105%	31%	12%	22%
资管	0%	-6%	0%	-10%	15%	5%	5%	-1%	-8%	8%	0%	3%
利息	1%	-13%	-7%	32%	3%	10%	10%	8%	20%	30%	26%	15%
自营	23%	17%	33%	-413%	5%	40%	22%	34%	-176%	13%	45%	8%
其他	1%	-79%	-11%	253%	7%	3%	4%	-2%	20%	-26%	-1%	10%
合计	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

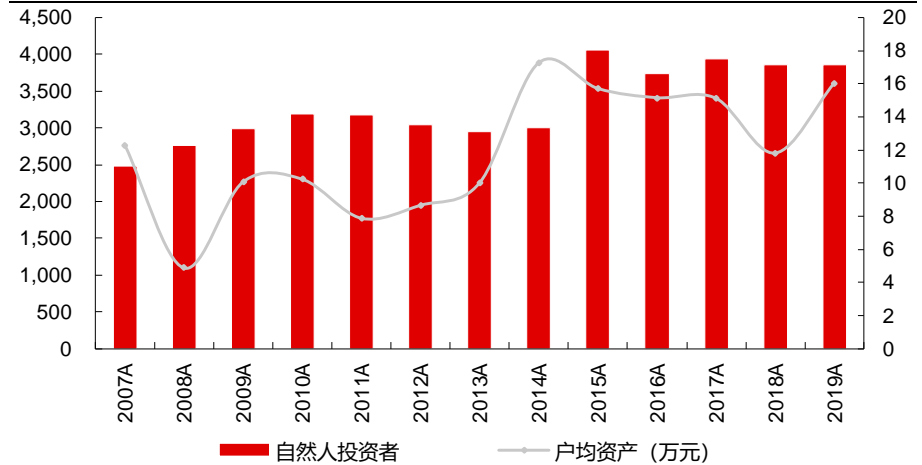
资料来源：证券业协会，长江证券研究所

## 费率持续下行经纪业务收入贡献降低

佣金费率持续下行导致经纪业务增产不增收，收入贡献度有所降低。一方面，过去几年市场缺少有效增量客户，据上交所披露的真实持股账户数显示，2016 年来稳定在 3800

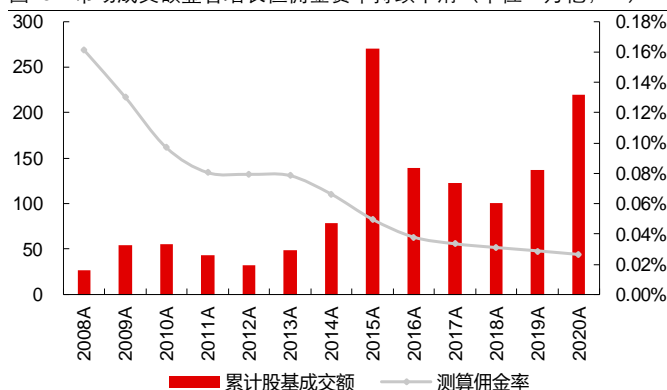
万户左右，户均资产维持在 15 万元左右，有效客户数量和客均资产均缺乏增长；另一方面，通道佣金费率持续下行背景下，通道收入未能随成交额的大幅增长实现同步增长，2020 年股基成交额大增 61% 而经纪收入仅增长 47%，主要系佣金费率进一步下滑 8.6% 至万分之 2.6，造成通道业务增产不增收。

图 7：上交所披露的真实持股账户数近年来保持稳定缺乏增长（单位：万户，万元）



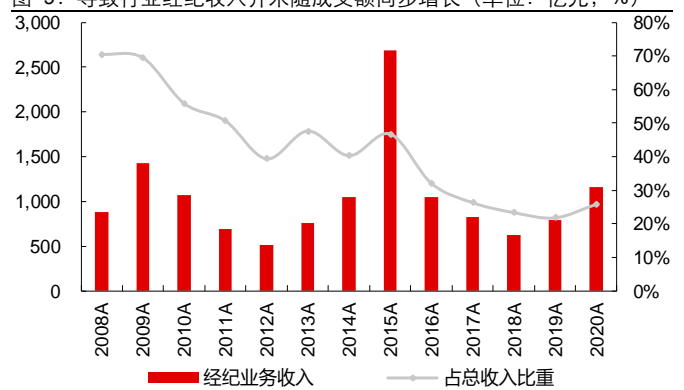
资料来源：上交所，长江证券研究所

图 8：市场成交额显著增长但佣金费率持续下滑（单位：万亿，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 9：导致行业经纪收入并未随成交额同步增长（单位：亿元，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 自营去方向叠加固收化钝化投资弹性

头部券商积极推动权益自营去方向化，通过衍生品工具和多元交易策略降低投资风险。行业经营杠杆持续抬升，传统方向性投资业务随行就市，盈利波动较大，头部券商积极推动权益自营业务去方向化，通过股指期货、场外期权等衍生品工具和多元化交易策略发展非方向性投资，弱化权益市场波动对于公司盈利的影响。

表 14：多家头部券商明确表示推动股票自营去方向化

公司	2020 年报中对权益自营业务做法与展望
中信证券	公司股票自营业务继续深化对各行业龙头公司的理解，同时继续注重对尾部风险的控制，灵活运用股指衍生品，整体保持了稳健的业绩。在量化分析和多元

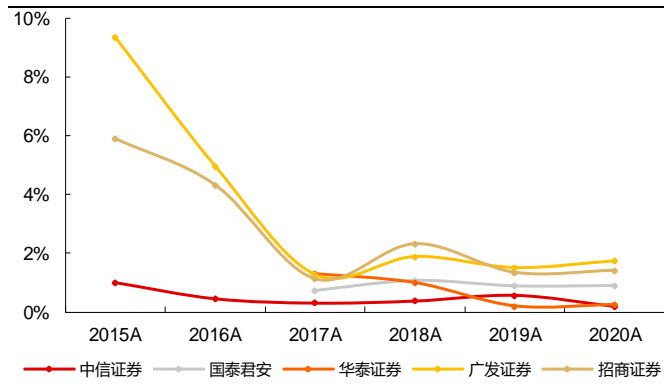


	策略的探索和实践上取得初步成效，为未来进一步降低业绩对市场单一方向变动的依赖打下基础。将继续探索开发多策略投资系统，提升资本运用能力。
国泰君安	本集团交易投资业务继续围绕打造“卓越的金融资产交易商”， <b>坚持发展低风险、非方向性业务</b> ，稳步提升交易定价能力和客户服务能力，在沉着应对市场波动的同时， <b>积极向客需业务转型</b> 。
华泰证券	本集团继续坚定推进业务模式全面向交易导向转型， <b>坚持去方向化，积极挖掘多样化的交易策略手段</b> ，持续加快创新业务模式拓展，不断丰富业务结构，打造具备核心竞争力、可持续发展的权益投资与交易体系。
招商证券	本公司自营业务在严格控制风险的基础上积极进行波段操作，持续加强研究能力建设，进一步加大公募基金的配置规模，增进各策略的稳定性。 <b>衍生投资业务积极运用各类金融工具及衍生品通过量化、对冲的方式开展市场中性交易业务</b> ，在低风险的前提下获得稳定收益。
申万宏源	公司权益类销售及交易业务投研体系不断优化，在加强市场研判的同时，凭借公司衍生品业务优化， <b>综合利用多种衍生品工具，不断丰富风险对冲手段，有效控制投资组合市场风险</b> ，进一步深化运用人工智能等最新技术，持续开拓多元投资策略，完善投资体系。

资料来源：公司公告，长江证券研究所

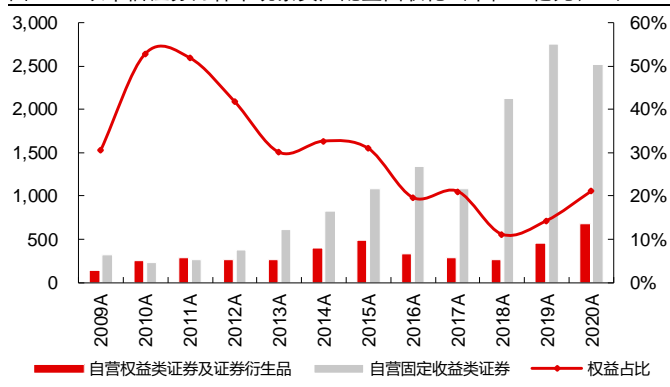
**权益自营去方向化叠加资产配置类固收化，业务风险收敛亦钝化投资弹性。**一方面，权益自营敏感性持续下行，我们以公司披露的衡量因市场价格变动导致损失的 VaR 值（value at risk）比上交易性金融资产中的股票资产来衡量权益自营敏感性，2015 年来样本头部券商敏感性整体呈下行趋势，2020 年均收敛至 2% 以内，其中中信证券、华泰证券已收窄至 0.2%；另一方面，包括两融、质押、债券投资等在内的类固定收益业务规模扩张，权益类投资占比则趋势下行，2010 年以来中信证券权益资产占比从超过 50% 下行至 20%，资产配置类固收化进一步降低投资业务波动性，钝化券商盈利弹性。

图 10：头部券商 VaR 值/股票资产整体呈现下行态势（单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 11：以中信证券为样本观察资产配置固收化（单位：亿元，%）



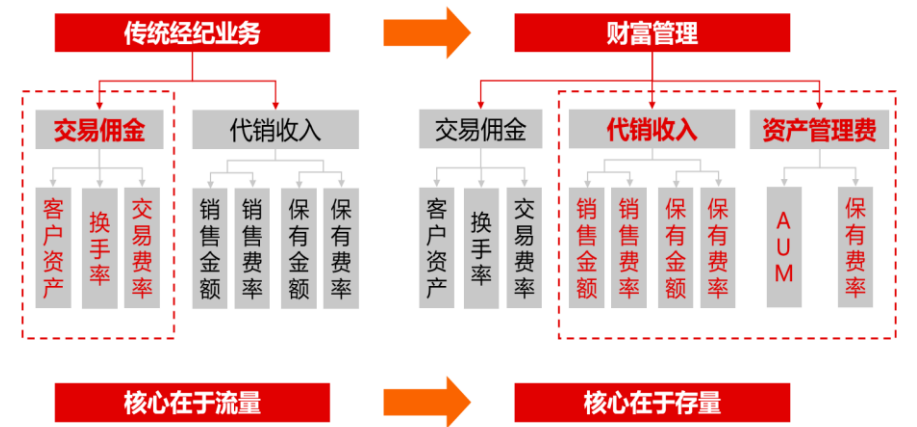
资料来源：Wind，长江证券研究所

## 路径展望：财富管理有望成为穿越周期力量

**财富管理将赋予行业穿越周期的力量，推动投资逻辑从追求弹性到追求成长性。**依托于流量的交易佣金难以对抗股票市场周期的波动，其“客户资产×换手率×交易费率”的商业模式在国内高波动的市场环境下难以实现客户资产的保值增值；相较于自主交易，资产配置能够为客户创造更加良好的超额回报，而以金融产品销售+资产管理为主的财

富管理的收入增长驱动更多依赖于客户配置型资产规模的扩张，其增长路径来源于客户资产净值的自然增长和客户资产配置结构的重构，未来在持续增配权益市场的时代中，基于客户存量收入的金融产品销售+资产管理业务收入有望赋予券商以穿越周期的力量。

图 12：传统经纪业务与财富管理商业模式对比



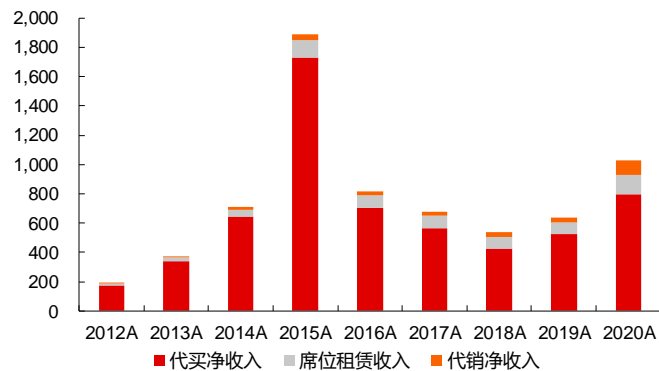
资料来源：长江证券研究所

在财富管理的产业链中，我们可以将券商扮演的角色主要分为产品方和渠道方，其中渠道方的作用在于券商将金融产品分发给客户，从业务形态来看主要是金融产品销售；产品方的作用在于券商直接为客户提供标准化（公募基金、券商资管等）和非标准化（如收益互换、场外期权等）的金融产品，从业务形态来看主要是公募基金、券商资管、场外衍生品业务。

## 渠道：客户资产形态变化将优化收入结构

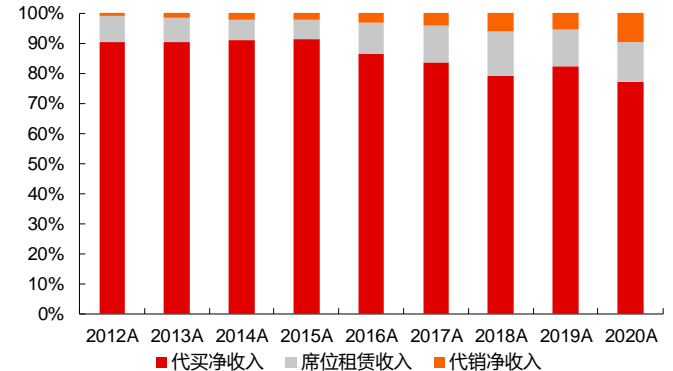
**金融产品代销业务成为证券业经纪业务转型财富管理驱动力。**据证券业协会信息，2020 年证券行业实现代理买卖证券业务收入+交易单元席位租赁业务净收入 1,161.10 亿元，同比增长 47.42%，实现代理销售金融产品净收入 134.38 亿元，同比增长 148.76%，代销业务收入贡献提升至超过 10%，较 2015-2019 年显著提升；分结构看，部分公司金融产品代销收入对于整体经纪业务的贡献已经提升至 15%以上。从交易通道到资产配置的转变已经开始在财务报表上出现映射。

图 13: 上市券商经纪业务分项收入规模 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所; 为 31 家大中型上市券商合计值。

图 14: 上市券商经纪业务分项收入结构 (单位: %)



资料来源: Wind, 长江证券研究所; 为 31 家大中型上市券商合计值。

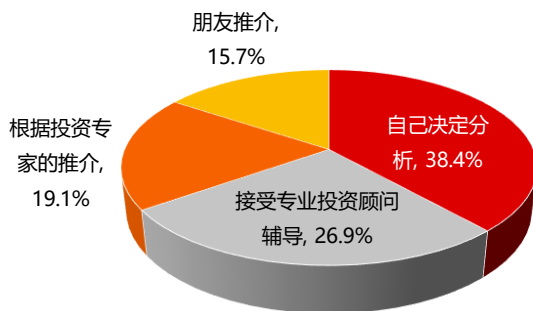
表 15: 部分公司金融产品代销收入对于整体经纪业务的贡献已经超过 15% (单位: 亿元, %)

公司	收入规模			收入增速			占经纪业务收入比重		
	代买	代销	席位租赁	代买	代销	席位租赁	代买	代销	席位租赁
东方财富	27.20	28.18	2.10	84.0%	136.6%	70.6%	47.3%	49.0%	3.7%
中信证券	77.05	19.65	11.23	36.2%	144.5%	77.7%	68.4%	17.5%	10.0%
中金公司	32.03	7.76	5.49	48.0%	125.7%	32.9%	69.5%	16.8%	11.9%
兴业证券	13.89	4.56	7.75	67.2%	175.1%	70.6%	50.0%	16.4%	27.9%
浙商证券	11.07	2.31	1.30	39.1%	246.0%	269.9%	75.4%	15.8%	8.9%
东方证券	10.94	3.90	6.46	45.7%	265.4%	53.2%	41.7%	14.9%	24.7%
国金证券	11.49	2.02	2.29	38.3%	81.3%	49.7%	69.6%	12.2%	13.8%
中信建投	31.79	5.41	7.39	50.8%	276.4%	96.7%	65.7%	11.2%	15.3%
国信证券	50.74	7.08	4.07	45.7%	233.6%	73.7%	79.0%	11.0%	6.3%
光大证券	23.57	3.86	5.67	46.0%	40.5%	48.7%	64.5%	10.6%	15.5%
中银证券	7.08	0.88	1.13	49.2%	230.4%	64.2%	73.8%	9.2%	11.7%
广发证券	47.19	5.91	8.44	45.5%	222.8%	87.3%	71.8%	9.0%	12.8%
招商证券	49.80	5.87	8.69	57.0%	233.4%	92.5%	74.1%	8.7%	12.9%
华泰证券	48.03	4.98	7.49	47.2%	188.4%	74.6%	74.3%	7.7%	11.6%
中原证券	6.50	0.52	0.00	42.3%	281.7%	-17.7%	82.2%	6.5%	0.1%
中国银河	56.85	4.15	3.62	47.6%	131.5%	78.3%	82.2%	6.0%	5.2%
国联证券	4.69	0.29	0.28	40.2%	171.9%	95.0%	89.2%	5.6%	5.3%
国泰君安	67.72	4.37	6.43	46.9%	235.5%	34.7%	80.3%	5.2%	7.6%
东北证券	7.01	0.51	1.96	38.4%	255.2%	48.7%	68.7%	5.0%	19.1%
国元证券	8.42	0.45	0.43	38.4%	552.9%	106.4%	83.3%	4.5%	4.2%

资料来源: Wind, 长江证券研究所; 东方财富代销收入为证券业务板块代销净收入+金融电子商务净收入, 经纪业务总收入=代买净收入+代销净收入+席位租赁净收入。

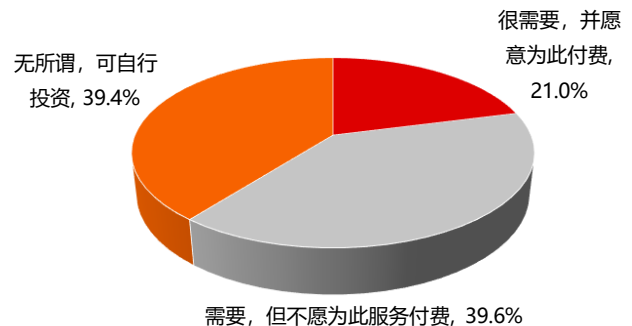
从客户购买行为来看，我们认为线下渠道和投资顾问在基金客户方面将扮演着不可替代的作用。从基金业协会披露的 2019 年基金个人投资者投资情况调查问卷分析报告，有 38.4% 的投资者自己分析决定，较 2018 年的 61.0% 和 2017 年的 60.8% 有显著下降；另有 26.9% 和 19.1% 的投资者接受专业投资顾问辅导或者根据投资专家推介，该比例较 2018 年的 17.2% 和 6.3% 以及 2017 年的 15.0% 和 5.1% 有显著上升；从是否需要投资顾问提供投资建议来看，60.6% 的投资者认为需要，且 21.0% 的投资者愿意为此付费。因此我们认为，未来展业过程中，扎根线下营业网点的投资顾问在基金销售和后续服务中将有有望扮演着不可替代的角色。

图 15：大多数人购买基金是自主决策行为（单位：%）



资料来源：基金业协会，长江证券研究所

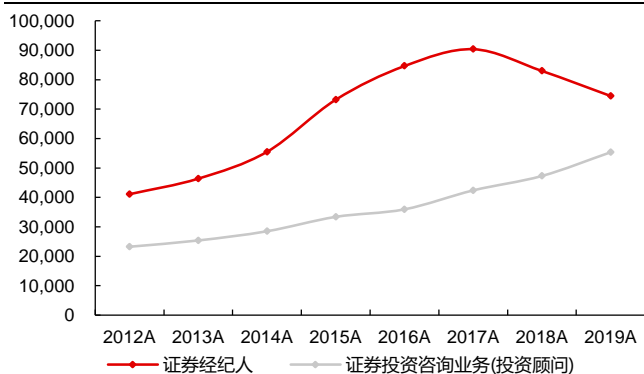
图 16：但是大多数客户需要投顾服务（单位：%）



资料来源：基金业协会，长江证券研究所

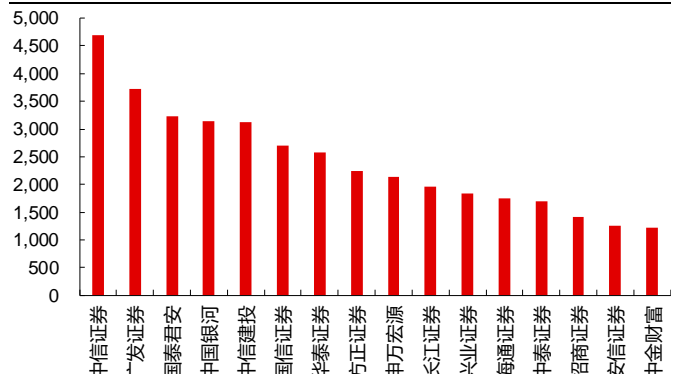
线下的人员结构变化表征着行业经营业务逻辑发生巨大变化。从人员结构来看，最近三年来经纪人的数量显著减少，投资顾问的数量显著增长，成为线下员工增长的重要驱动力，表征着行业的经营已经从客户招揽走向客户服务，截至 2019 年末，投顾人数已经达到 5.53 万人；分公司来看，部分头部券商在投顾方面已经进行了充足的人力储备，在未来转型节奏上将具备领先优势。

图 17：投顾和经纪人的变化表征着展业思路的变化（单位：人）



资料来源：证券业协会编撰《中国证券业发展报告（2020）》，长江证券研究所

图 18：分公司来看头部券商投顾储备更好（单位：人）



资料来源：证券业协会，长江证券研究所；中信证券包含中信山东和中信华南。

参考目前上市公司托管市值表现，我们认为客户产品化率依然具备极大的提升空间。截至 2019 年，按照证券业协会披露头部券商客户托管资产规模在万亿元以上，考虑个人



持股市值占比大约在 19.6%，预计头部券商的个人持股市值规模在 0.5-1.0 万亿，考虑到当前经纪业务交易佣金费率已经处于极低水平，预计对于部分客户换手较低的券商而言，通过基金代销实现的尾随佣金将获取更高收益。同时结合券商代销规模和换手水平（券商渠道下基金销售额/基金保有额），预计头部券商公募基金代销保有量也仅有百亿元级，相较于其上千亿的个人持股资产，未来具备极大的转化空间。

表 16：部分客户换手较低的公司以尾随佣金将客户资产变现能够创造更高收益（单位：亿元，%，名）<sup>1</sup>

序号	公司名称	托管证券市值	市场份额	折算个人市值	对应尾随佣金	代买佣金	尾随佣金溢价
1	中信证券	46,710	10.8%	9,165	123.7	41.1	201%
2	申万宏源	31,430	7.3%	6,167	83.2	33.7	147%
3	银河证券	28,445	6.6%	5,581	75.3	37.2	103%
4	中金公司	28,208	6.5%	5,534	74.7	23.1	224%
5	国泰君安	25,716	6.0%	5,045	68.1	49.6	37%
6	中信建投	23,237	5.4%	4,559	61.5	24.5	151%
7	招商证券	21,483	5.0%	4,215	56.9	34.8	64%
8	华泰证券	19,511	4.5%	3,828	51.7	36.2	43%
9	广发证券	17,644	4.1%	3,462	46.7	36.2	29%
10	海通证券	16,013	3.7%	3,142	42.4	28.2	51%
11	国信证券	12,075	2.8%	2,369	32.0	36.7	-13%
12	中银证券	12,058	2.8%	2,366	31.9	5.4	488%
13	东兴证券	11,783	2.7%	2,312	31.2	6.5	382%
14	兴业证券	7,380	1.7%	1,448	19.5	12.4	57%
15	平安证券	6,847	1.6%	1,343	18.1	21.5	-16%

资料来源：Wind，证券业协会，长江证券研究所

券商当前保有规模较银行、头部代销机构较小，有望凭借存量交易规模持续转化。根据基金业协会最新披露的 2021 年一季度公募基金保有量前 100 名机构分布情况，银行和头部代销机构保有量具备绝对优势，券商中保有量规模最大的中信证券股票型+混合型、非货币型基金保有量仅为 1298、1315 亿元，相较商业银行和蚂蚁基金、天天基金等头部代销机构仍存在较大差距，有望凭借存量交易规模持续转化。

表 17：券商基金保有量规模较商业银行和头部代销机构仍存在较大差距（单位：亿元）

股票型+混合型公募基金保有量前十名机构						非货币型基金公募基金保有量前十名机构					
证券公司	保有规模	商业银行	保有规模	代销机构	保有规模	证券公司	保有规模	商业银行	保有规模	代销机构	保有规模
中信证券	1,298	招商银行	6,711	蚂蚁基金	5,719	中信证券	1,315	招商银行	7,079	蚂蚁基金	8,901
广发证券	741	工商银行	4,992	天天基金	3,750	广发证券	787	工商银行	5,366	天天基金	4,324
华泰证券	545	建设银行	3,794	腾安基金	633	中国银河	697	中国银行	4,572	腾安基金	1,040
国信证券	515	中国银行	3,048	盈米基金	357	华泰证券	594	建设银行	4,101	基煜基金	607
招商证券	496	交通银行	2,381	基煜基金	283	招商证券	527	交通银行	2,483	盈米基金	581
兴业证券	441	农业银行	2,268	同花顺	272	国信证券	523	农业银行	2,468	蛋卷基金	328

<sup>1</sup> 托管证券市值和代买佣金（含席位租赁）为证券业协会披露的 2019 年数据，个人持股市值按照 2019 年上交所年鉴个人持股占比×托管市值进行确认，尾随佣金按照 1.35%（即 1.5%销售费用×40%+0.75%）进行确认。

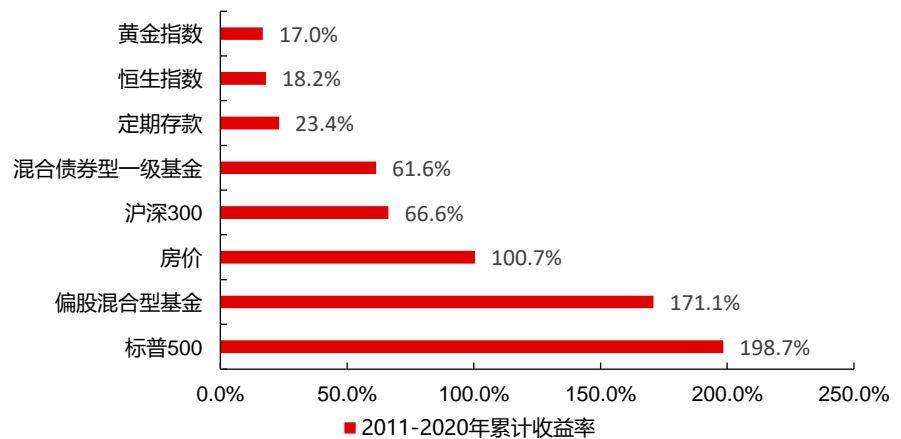
中信建投	380	浦发银行	1,656	蛋卷基金	229	兴业证券	448	浦发银行	1,708	汇成基金	322
平安证券	378	民生银行	1,512	陆金所	178	平安证券	405	民生银行	1,566	同花顺	290
中国银河	361	兴业银行	1,380	好买基金	158	中信建投	390	兴业银行	1,441	好买基金	280
东方证券	348	中信银行	1,030	京东肯特瑞	158	东方证券	352	中信银行	1,343	陆金所	256

资料来源：基金业协会，长江证券研究所

## 产品：优质产品供给将加速客户资产沉淀

从收益率的维度来看，过去十年公募基金是全社会收益率最高的资产。我们简单统计基金、股票、房地产、黄金、存款、H 股等代表性资产，可以看到除了标普 500 指数外，偏股混合型基金在过去十年累计实现 171.1% 的复合回报率，显著跑赢房价和沪深 300 指数的涨幅表现，可以说过去十年权益类公募基金是最好的资产之一。

图 19：过去十年公募基金收益在大类资产配置中保持领先（单位：%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

券商主要通过获取公募牌照和参控股公募基金参与公募业务。券商资管方面，根据证监会最新公告，当前共有 13 家证券公司及其资管子公司获得公募牌照，但除东方证券和中银证券外其余公司业务体量尚不大，此外中信证券、中金公司均已设立资管子公司欲布局公募业务，有望为资管业务打开新的增长点；券商参控股公募基金管理公司方面，中信证券、海通证券、华泰证券、广发证券、招商证券等券商均有控股大型公募基金，2020 年权益基金大年背景下参控股公募基金亦为集团贡献较多业绩增量，其中广发证券、兴业证券、东方证券、第一创业参控股公募基金对集团整体归属净利润贡献度分别高达 16.1%、23.7%、33.4%、32.5%。

表 18：获得公募牌照的证券公司及其子公司 2020 年公募管理规模（单位：亿元）

公司	公募管理规模	公司	公募管理规模
东方资管	1996	中银证券	1064
山西证券	89	财通资管	480
国都证券	-	长江资管	181
浙商资管	141	华泰资管	241
渤海汇金	-	中泰资管	107

东兴证券	41	国泰君安资管	-
北京高华证券	-		

资料来源：证监会，长江证券研究所，截止至 2021 年 4 月；国泰君安 2021 年 1 月获批公募资格，浙商资管为非货币规模。

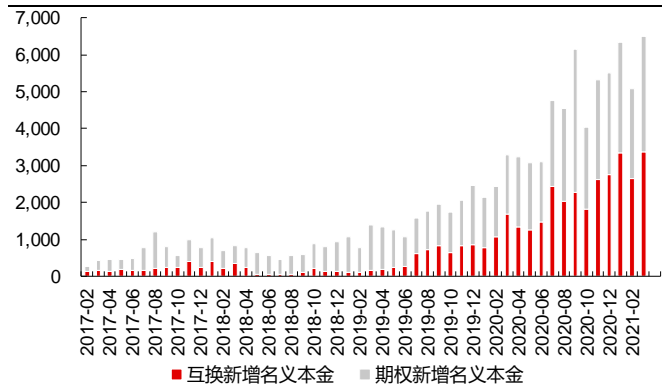
表 19：2020 年证券公司参控股公募基金为集团贡献较多业绩增量（单位：亿元，%）

公司	公募基金	持股比例	公募净利润	归属净利润贡献
中信证券	华夏基金	62.2%	15.98	6.7%
国泰君安	华安基金	20.0%	7.11	1.3%
海通证券	海富通基金	51.0%	3.78	6.0%
	富国基金	27.8%	16.52	
华泰证券	华泰柏瑞	49.0%	2.72	6.9%
	南方基金	41.2%	14.84	
广发证券	广发基金	54.5%	18.24	16.1%
	易方达基金	22.7%	27.50	
招商证券	博时基金	49.0%	12.47	10.7%
	招商基金	45.0%	9.04	
国信证券	鹏华基金	50.0%	5.89	4.5%
兴业证券	兴全基金	51.0%	15.97	23.7%
	南方基金	9.2%	14.84	
东方证券	汇添富基金	35.4%	25.66	33.4%
第一创业	银华基金	26.1%	8.28	32.5%
	创金合信	51.1%	0.95	

资料来源：Wind，长江证券研究所

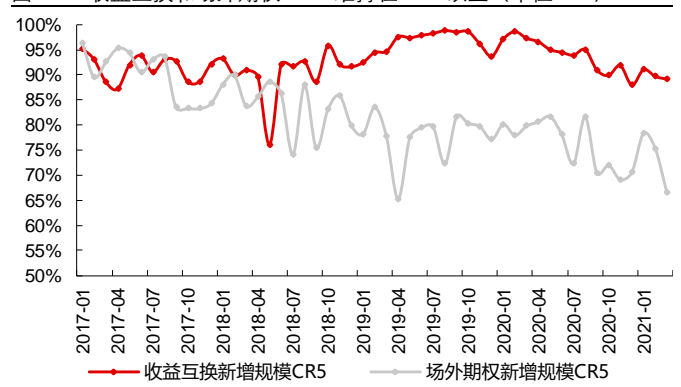
**场外衍生品业务稳步增长，成为头部券商资产负债表运用的重要路径。**随着市场机构投资者逐步扩容、衍生工具监管进入常态化，以收益互换和场外期权为代表的场外衍生品进入发展的快车道，2021 年 1-3 月，市场收益互换和场外期权累计新增名义本金分别为 9,348.44 和 8,558.11 亿元，同比增长 163.3%、98.6%，截至 3 月末互换和期权存续名义本金分别为 5,875.46 和 8,117.60 亿元。场外衍生品业务一方面依赖于良好的私募、QFII 等机构客户储备，另一方面依赖于优秀的业务能力和准入资质，目前仅有 8 家券商成为一级交易商，头部券商竞争优势显著，行业 CR5 保持在 60%以上。

图 20: 场外衍生品月度新增名义本金不断提高 (单位: 亿元)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 21: 收益互换和场外期权 CR5 维持在 60%以上 (单位: %)



资料来源: Wind, 长江证券研究所

**一级交易商成员保持稳定，头部券商先发优势显著。**2018年8月公布首批交易商资质名单，仅有中信证券、中金公司、华泰证券等7家头部券商获批一级交易商资质，此后仅有申万宏源2021年1月公告称获得证监会核准其一级交易商资质无异议函；二级交易商持续扩容，截至目前共有33家券商获批，场外衍生品业务产品创设主体得到明显增长。考虑到衍生品业务对券商资本金实力以及风险定价能力均具备较高要求，预计头部券商凭借先发优势、一级交易商资格等因素仍将具备显著竞争优势。

表 20: 场外期权交易商获批情况

时间	批次	类别	名单
2018-08-01	第一批	一级交易商	广发证券、国泰君安、华泰证券、中金公司、招商证券、中信证券、中信建投
		二级交易商	财通证券、东方证券、东吴证券、国信证券、海通证券、平安证券、申万宏源、浙商证券、中国银河
2018-09-25	第二批		长城证券、方正证券、国金证券、华安证券、兴业证券
2018-12-06	第三批		东兴证券、光大证券、国联证券、华福证券、华西证券、南京证券、山西证券
2019-04-04	第四批		安信证券、东莞证券、天风证券
2019-11-18	第五批	二级交易商	信达证券、中泰证券、中银国际
2020-10-29	第六批		东北证券、东方财富
2020-11-11	第七批		瑞银证券
2020-12-21	第八批		华鑫证券
2021-01-04		一级交易商	申万宏源发布公告，证监会核准其一级交易商资质
2021-01-29	第九批		华宝证券
2021-03-17	第十批	二级交易商	长江证券

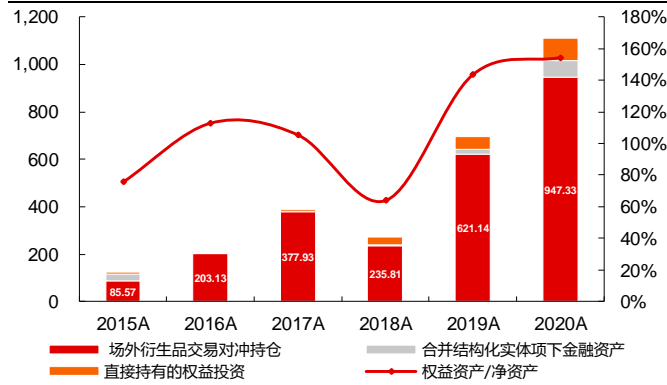
资料来源: 证券业协会, 长江证券研究所

**基于客需的场外业务成为资产负债表的扩张方向。**以中金公司为例，其投资资产更多是基于客需创设持有的对冲头寸，2020年公司权益资产1109亿元，其中场外衍生品交易对冲持仓规模947亿元，占比达85.4%，基于客需的非方向性用表方式在做大资产负债



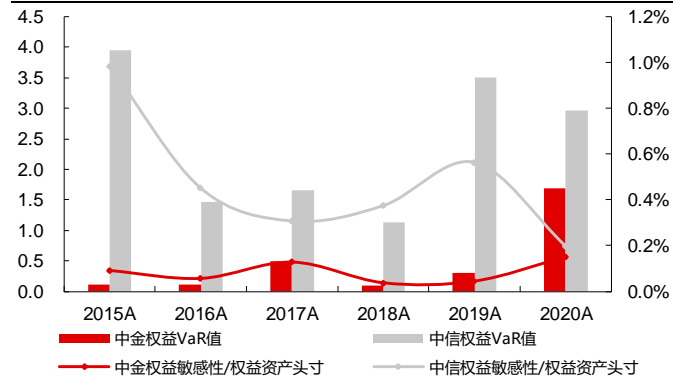
表的过程中，已将大部分风险转嫁给客户，并没有带来权益类 VaR 值的大幅提升，有助于平抑权益市场震荡带来的盈利波动，是具备可持续性的扩表方式。

图 22：中金公司基于客需持仓的权益资产持续扩张（单位：亿，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

图 23：中金公司权益资产敏感性显著低于中信证券（单位：亿，%）



资料来源：Wind，长江证券研究所

## 下半年展望：改革持续深化，看好配置价值 资本市场深化改革仍将持续推进

展望 2021 年下半年，我们认为资本市场改革将持续深化，基本制度将不断完善。《国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》提出，全面深化改革，构建高水平社会主义市场经济体制。十三届全国人大四次会议审议的政府工作报告提出，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，为资本市场改革指明了具体方向。

表 21：资本市场改革要点

资本市场改革要点	内涵与意义
稳步推进注册制改革	随着设立科创板并试点注册制和创业板改革并试点注册制相继平稳落地，全面实行股票发行注册制是注册制改革的确定方向。《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》中明确提出全面实行股票发行注册制，与注册制改革相配套，常态化退市机制也正加快完善，随着退市新规付诸实施，上市公司多元化退出渠道将更加畅通。以注册制改革为龙头，统筹推进交易、退市、再融资和并购重组等关键制度创新，改进各领域各环节的监管，着力提升上市公司质量，对于夯实市场平稳健康发展的基础具有重大意义。
加强债券市场建设	债券市场分割问题错综复杂，涉及诸多方面。2020 年 11 月国务院金融委强调，要深化债券市场改革，建立健全市场制度，完善市场结构，丰富产品服务；2021 年 1 月央行工作会议表示将牵头制定债券市场发展规划，推动完善债券市场法制，促进基础设施互联互通，健全多渠道债券违约处置机制，推动完善债券市场统一执法框架。债券市场基础设施体系建设将继续完善，互联互通与监管协调有望继续加强，有利于进一步发挥债券市场直接融资功能，服务实体经济发展。
完善多层次资本市场	随着 4 月 6 日深市主板和中小板正式合并，多层次资本市场体系更加完善，形成了主板、创业板、科创板、新三板和区域股权市场构成的定位清晰、功能不同的多层次市场体系，有利于满足不同发展阶段、不同产业特点、不同规模量级企业的融资需求，提高资本市场资源配置效率，更好地服务于实体经济，形成国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。
提高上市公司质量	提高上市公司质量是此轮资本市场深化改革的重点，也是上市公司监管的首要目标。2020 年 10 月，国务院印发《关于进一步提高上市公司质量的意见》，全面部署提高上市公司质量行动。证监会修订发布《上市公司信息披露管理办法》，有效完善信息披露监管规则；证监会启动上市公司治理专项行动提高上市公司治理水平；退市新规落地建立常态化退市机制，倒逼公司优胜劣汰完成市场自净；支持上市公司依托并购重组实现高质量发展，推动上市公司做优做强。

资料来源：新华社，证监会，央行，长江证券研究所

随着发行机制改革的不断深化，将进一步引入具备优质成长性的投资标的，提高上市公司质量，从而进一步持续完善资本市场投融资的底层生态；同时在资管新规打破刚兑背景下，将推动金融市场的无风险利率出现系统性下行，为国内财富管理市场提供良好的经营生态，券商作为兼具渠道端和产品端竞争优势的金融机构之一，将加速推动自身行业模式的转型，通过做大客户资产规模实现自身商业模式的迭代和盈利能力的提升。

## 盈利预测

基于中性假设，预测 2021 全年行业分别实现营业收入和净利润 4,943、1,780 亿元，同比分别增长 10.2%、13.0%。

表 22：证券行业 2021 年盈利预测（单位：亿元，%）

	2020	2021 谨慎	2021 中性	2021 乐观
经纪	1,161	1,015	1,164	1,293
投行	672	683	759	835
资管	300	316	344	350
利息	597	533	718	870
自营	1,295	950	1,453	1,528
其他	460	483	506	529
营业收入	4,485	3,981	4,943	5,405
收入增速	24.4%	-11.2%	10.2%	20.5%
净利润	1,575	1,433	1,780	1,946
利润增速	28.0%	-9.0%	13.0%	23.5%

资料来源：Wind，证券业协会，长江证券研究所

表 23：各项业务核心假设

	2021 谨慎	2021 中性	2021 乐观
日均成交额（亿元）	8,000	9,000	10,000
净佣金率（万分之）	2.60	2.65	2.65
IPO 规模（亿元）	4,320	4,800	5,280
IPO 家数	360	400	440
增发规模（亿元）	11,340	12,600	13,860
增发家数	378	420	462
债券融资规模（亿元）	103,611	115,124	126,636
IPO 费率	6.00%	6.00%	6.00%
增发费率	0.25%	0.25%	0.25%
债券费率	0.25%	0.25%	0.25%
定向 AUM（亿元）	56,835	58,019	58,611
集合 AUM（亿元）	22,158	22,994	23,830

定向费率	0.10%	0.10%	0.10%
集合费率	1.20%	1.30%	1.30%
股票配置/净资产	15%	15%	15%
基金配置/净资产	15%	15%	15%
债券配置/净资产	115%	120%	125%
股票收益率	1%	5%	6%
基金收益率	1%	5%	5%
债券收益率	4%	5%	5%
日均两融规模（亿元）	15,500	16,500	17,000
两融利率	7.0%	7.0%	7.0%
股票质押（亿元）	2,500	2,600	2,800
股质利率	6.5%	7.0%	7.5%

资料来源：Wind，证券业协会，长江证券研究所

## 投资建议

全面实行股票发行注册制并提高直接融资比重是“十四五”时期资本市场实现高质量发展的战略目标和重点任务，交易制度配合发行制度的改革势在必行，居民储蓄资产的搬家效应将加速行业商业模式变革的节奏，目前来看东方财富（依托基金代销）、中金公司（依托产品销售+产品）均基于自身禀赋实现穿越市值周期的盈利表现，市场亦赋予其良好的估值表现，引领行业转型的路径。预测 2021 全年行业分别实现营业收入和净利润 4,943、1,780 亿元，同比分别增长 10.2%、13.0%，继续重点推荐具备穿越周期能力的东方财富、中金公司 H 股、治理结构优化的兴业证券，头部券商具备配置价值。

## 投资评级说明

**行业评级** 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看好： 相对表现优于市场

中性： 相对表现与市场持平

看淡： 相对表现弱于市场

**公司评级** 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入： 相对大盘涨幅大于 10%

增持： 相对大盘涨幅在 5%~10% 之间

中性： 相对大盘涨幅在 -5%~5% 之间

减持： 相对大盘涨幅小于 -5%

无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

**相关证券市场代表性指数说明：** A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准。

## 办公地址：

### 上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层  
P.C / (200122)

### 武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼  
P.C / (430015)

### 北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层  
P.C / (100032)

### 深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼  
P.C / (518048)

## 分析师声明：

作者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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与，不与，也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

## 重要声明：

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（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。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告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、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

