



2021 年证券行业中期策略：业绩与估值背离 业务转型重塑 券商估值



2021 年上半年券商板块，业绩与估值背离。2021 年上半年券商板块跑输大盘，2021 年一季度业绩保持稳健，龙头券商表现优于中小券商。2021Q1 上市券商营业总收入合计 1,367.92 亿元，同比+28.17%，归母净利润合计 422.32 亿元，同比+27.26%。

经历 2021 年上半年的调整，行业从最高点的 2.1XPB 估值调整了大约 20%至 1.7XPB 的估值，位于近十年历史分位数 17%水平，处于中枢偏下位置。

回顾历史，券商板块行情影响因素主要包括流动性、风险偏好(政策)、盈利能力，其中最重要的影响因素为盈利能力。新世纪以来券商板块总共经历了七次较高绝对收益和超额收益的行情，其中有两次行情中券商板块持续获得大幅绝对和超额收益率。06-07 年、14-15 年是众多因素共振的结果，其余五次或是交易量放大带来 β 行情，或是业务创新带来 α 行情。其中最重要的影响因素是高盈利能力（即 ROE）水平，ROE 下滑是此前板块估值中枢不断下移的原因。

从财务分析视角解构券商盈利能力，我们得出结论：1) 质押业务减值计提成为影响营业利润率的主要因素；2) 轻资产向重资产业务转型是行业 ROE 降低的重要原因；3) 提高财务杠杆倍数可以获得较高的边际 ROE。

业务视角分析券商估值重估，券商盈利能力将持续改善。1) 经纪及财富管理业务市场空间广阔，财富管理转型初见成效。2020 年证券业代销金融产品收入 125.72 亿元，同比+188.63%，增速远高于行业营收和利润增

速, 2020 年代销金融产品收入占经纪业务收入的比重由上年的 5.27% 提高至 9.83%, 券商经纪业务向财富管理转型已初见成效。2) 投行业务: 股债承销额双增, 行业集中度持续提升。2020 年 IPO 募集资金 4,699.63 亿元, 同比大幅增长 85.57%, 创下 2012 年以来新高; 债券承销规模同比增长 34.48% 至 102,469 亿元, 2020 投行业务收入 CR10 为 70%, CR5 接近 40%。

3) 资管业务: 资管规模收缩收入企稳, 公募基金业务成为新的利润增长点。规模由 2017 年的 17.58 万亿元下降至 2020 年的 8.55 万亿元。2020 年券商资管业务营业收入达 529.47 亿元, 同比增长 34.5%。2019 年以来公募基金管理规模显著提升, 且呈现强者恒强格局, 头部公募如易方达、汇添富、广发、富国等 2020 年业绩增速均超过 50%。4) 资本业务: 股押风险逐步出清, 杠杆驱动券商 ROE 回升。股质业务方面, 行业表内规模持续压降、头部公司计提较为充分。投资业务通过增加杠杆率可以获得更高的资本回报率; 头部券商优势显著, 可以通过较高的业务杠杆率实现较高的边际 ROE。

投资建议: 当前券商板块估值已具吸引力, 建议左侧布局。流动性方面, 货币政策稳字当头, 流动性合理充裕; 政策方面, 注册制改革方向不变, 政策改革行稳致远。业绩基本面方面, 券商盈利能力持续改善。股押风险逐步出清资产质量提高, 同时财富管理业务转型、公募基金业务将为券商业绩提供新的利润增长点, 从而推动券商板块估值重估。建议从三条

主线优化配置：一是财富管理业务转型成功，在资管及财富业务竞争力突出的公司：东方财富、兴业证券；二是行业绝对龙头，航母级券商收益者：

中信证券；三是业绩优良稳健、营收结构多元化、均衡化且低估值的龙头证券公司：

华泰证券、国泰君安。

风险提示：市场大幅波动；资本市场改革进展低于预期

关键词：航母

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33339

