



证券行业：券商行情可持续 原因及后续演绎推理



当前板块估值与业绩、资产质量不匹配。37 家上市券商发布中报，其中 18 家净利润同比增幅在 30%以上。14 家公司半年 ROE 超过 5%，龙头公司业绩表现更优，ROE 创 2016 年以来新高。行业股票质押余额和占 A 股总市值比例较 2018 年大幅下降，上市券商经过 3 年累计 700 亿计提减值，风险出清，资产质量大幅提升。当前板块 PB1.81 倍，处于 2000 年以来的 20%分位以下，距离估值中枢 PB2.62x 尚有较大空间，估值与业绩、资产质量明显背离，有较大修复空间。

大财富业务带来增量业绩，有望重塑板块估值。上半年两市交易额共 35 个交易日破万亿，却未能催升估值，我们认为主要由于佣金率下行，经纪业务营收贡献弹性渐弱，交易量对板块估值的抬升作用失效。通过复盘，我们发现过去几轮券商行情主要由增量业绩推动，2007 年交易量放大，带给行业巨量新增业绩，行业净利润同比增 500%，板块估值水平达历史高位 18.77 倍。2012 年创新大会以后，监管政策对证券公司融资方式、风控指标多方面进行改革和创新，证券行业信用、自营和资管业务进入全新发展阶段。2014-2015 两融等创业增量业绩再次推动行情，监管取消了开设信用账户资产规模下限的窗口指导，两融投资门槛下降，增量客户快速入场，两融余额规模从 2012 年的 500 亿迅速增至 2014 年的万亿，净利润收入三年 CAGR122%，收入占比从 4%提升至 13%。板块估值会随增量业绩而提升。近年来，在房住不炒、居民储蓄“搬家”背景下，我国居民财富向金融资产转移，居民财富持续通过机构入市，公募基金规模高速增长，券商代销金融产品收入随之大幅增长，贡献增量业绩；公募基金规模和净

利润向头部集中，头部公募基金向参控股券商贡献可观增量业绩，东方证券大财富业务利润贡献已超 70%，大财富业务带来增量业绩，有望催化板块估值提升。

部分 A 股券商可借鉴海外投行 SOTP 估值，重估后仍有 30%-60%空间。部分券商偏离 PB-ROE 体系，除新股溢价因素外，还源于财富管理较高的盈利能力带来估值溢价。我们认为在经纪业务占比的下降和佣金率下行，和自营非方向性投资的确立，券商 Beta 属性减弱，ROE 弹性降低的背景下，此类券商因业务战略上发生了调整，大力发展财富管理、资产管理等具备高业绩弹性和稳定性的轻资产业务，alpha 属性逐渐增强，带来更高的 ROE 和估值溢价。根据海外经验，国际投行从 PB-ROE 看拟合效果差 ($R^2=6.14\%$)，大摩自疫情以来股价持续创新高，除美国通过货币政策向市场注入流动性、无限量 QE 带来的市场狂欢因素以外，市场给予其更高的估值溢价，PB 估值达 08 年以后的 2 倍标准差以上，主要因为 1) 收入稳定性较强且盈利能力较高的财富和资管占比持续提升，此类业务估值溢价较高。公司竞争优势突出，资产管理规模领先行业。将财富管理、资产管理等轻资产业务按 PE 估值，而对于做市、资本中介等重资产业务用 PB 估值更为合理。

财富管理驱动下估值溢价持续提升的部分 A 股券商也可借鉴 SOTP 估值。估值重构后，头部财富管理标的仍有 30%-60%空间。

财富管理行情将向具备留客能力的券商扩散。我们判断市场关注将会

从初期大财富管理净利润贡献占比高的券商向真正具有优质产品和优秀投顾能够留存客户的券商扩散，留存更多 AUM 的券商将享有估值溢价。中金公司是券商财富管理的标杆，眼光前瞻国际化开局，以综合解决方案代替产品销售，创新模式行业领先，收购中金财富证券后（原中投）营业部覆盖全国主要城市，公司拥有自研财富管理系统 gMWS，线上线下获取和服务全谱系客户，“中金一家”协同策略助力公司获取更多高净值客户。公司具备行业领先的资产配置和产品创设能力，精英投顾团队专业素质广受高净值认可，客均 AUM 行业领先，未来公司将通过敏捷性组织架构改革和拥抱科技等手段，实现“十年十倍”的规模化发展。在财富管理这一全新起跑线上，具有产品特色的浙商证券和买方投顾具备先发优势的国联证券，迎来了弯道超车的绝佳机会。

投资评级：未来 5-10 年是国内居民权益类资产配置快速上升期，财富管理业务成长空间大，业绩稳定性强，增量业绩有望重塑板块估值。我们认为财富管理行情将由点及面延续，将从初期大财富利润贡献占比高的券商真正具有优质产品和高素质投顾、具备强大的留客能力的券商扩散，AIIM 增速快 体量大的券商将享有估值溢价 建议关注受益于财富管理市

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_34673

