

市场波动加大，调整不改行业景气向上趋势

——证券行业月报

分析师：王磊

SAC NO: S1150521010001

2021年3月8日

证券分析师

王磊
wanglei3271@bhzq.com

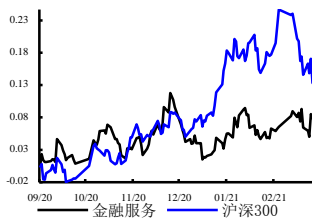
子行业评级

证券	中性
多元金融	中性
保险	中性

月度股票池

中信证券	增持
华泰证券	增持
东方财富	增持

最近半年行业相对走势



投资要点：

● 市场表现

2 月份 A 股市场出现风格切换、债券市场收益率环比下滑。上证综指单月+0.75%，沪深 300 单月-0.28%，证券（申万）板块单月-5.29%，跑输沪深 300 指数 5.01 个百分点；中债总全价指数-0.31%。板块内个股跌多涨少，涨幅排名前三的为兴业证券（+9.94%）、东兴证券（+2.59%）、申万宏源（+2.56%）；跌幅排名前三的为中银证券（-18.26%）、招商证券（-15.71%）、东方财富（-13.69%）。截至 2 月 26 日，申万证券板块 PB 估值为 1.79 倍，位于 2010 年以来估值区间的 38.33%分位点。

● 分项业务

1) 经纪业务：2 月单月两市日均股基成交额 10362.81 亿元，环比-11.34%，日均换手率 2.43%，环比-23BP，交投活跃度维持高位直接利好券商经纪业务。2) 投行业务：2 月股权融资规模 993.41 亿元，环比-38.11%；券商承销债券规模 2940.26 亿元，环比-63.15%。股、债承销前十券商分别合计承销 791.88 亿元、1688.20 亿元，占比达 79.71%、57.42%。3) 资管业务：2 月券商集合资管新成立产品发行份额 34.34 亿份，环比-52.01%。4) 信用业务：截至 2 月 26 日，两融余额达 16700.60 亿元，其中融资余额 15303.80 亿元、融券余额 1396.80 亿元。股票质押规模呈持续收缩态势，市场质押股数 4786.94 亿股，占总股本比例 6.46%，较上月末-6BP。

● 投资建议

截至当前（3 月 5 日），证券 III（申万）指数估值 1.78 倍，位于行业近十年 41%分位点，具有较高的安全边际，我们认为主要是流动性方面的因素对券商板块估值形成压制。虽然当前流动性最为宽松的时期已经过去，随着宏观流动性边际收紧，A 股市场波动率加大，但以融资余额、北上资金、新发基金等为代表的市场资金相对平稳且盈利能力的不断提升将对行业估值形成支撑。中央关于宏观政策和货币政策已多次强调，要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，整体来看流动性大幅度收缩可能性较低。另外，当前资本市场改革在持续推进，资本市场基础制度不断完善，全面推进股票发行注册制、大力培育机构投资者，引导长期资金入市、建立常态化退市机制等对形成高质量、大规模的资本市场具有重要意义，有望给券商带来在业务空间、业务模式上的新一轮发展机会。建议关注：1) 综合实力领先的龙头券商中信证券（600030.SH）、华泰证券（601688.SH）；2) 受益于居民金融资产配置提升预期的互联网券商东方财富（300059.SZ）。

● 风险提示

市场波动风险，政策推进进展不及预期

目 录

1.市场表现	5
2.主要板块概况	7
2.1 经纪业务	7
2.2 投行业务	7
2.3 资管业务	8
2.4 信用业务	9
2.5 自营业务	9
3.投资建议	10
4.风险提示	10

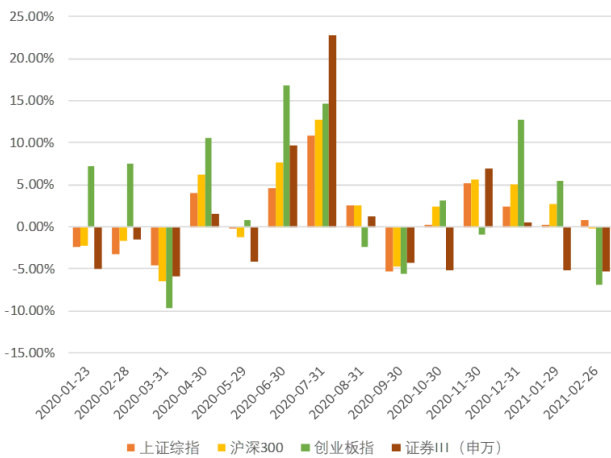
图 目 录

图 1: 2021 年 2 月各指数涨跌幅对比	5
图 2: 2021 年 2 月中债-总全价指数 (左轴) 及涨跌幅 (右轴)	5
图 3: 十年期国债收益率 (%)	5
图 4: 2021 年 2 月直接上市券商涨跌幅 (%)	6
图 5: 证券 (申万) 板块市净率	6
图 6: 月度日均股基成交额 (左轴) 及环比增速 (右轴)	7
图 7: 市场日均换手率	7
图 8: 月度股权融资总额 (亿元)	8
图 9: 券商债券承销规模 (亿元)	8
图 10: 2021 年 2 月股权承销前十券商 (亿元)	8
图 11: 2021 年 2 月债券承销前十券商 (亿元)	8
图 12: 券商集合资管新成立规模 (左轴) 及增速 (右轴)	9
图 13: 两融余额、构成 (左轴) 及占 A 股流通市值比 (右轴)	9
图 14: 股票质押股数 (左轴) 及占比 (右轴)	9
图 15: 创业板指、沪深 300 指数累计涨跌幅	10
图 16: 中债-总全价 (总值) 指数累计涨跌幅	10

1. 市场表现

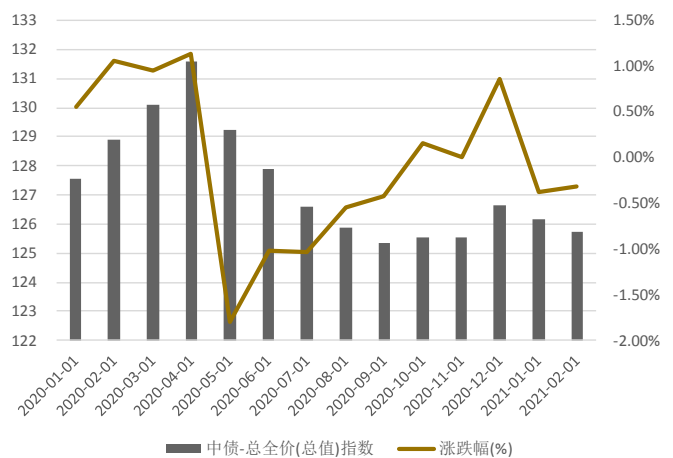
2月份权益市场出现风格切换、债券市场收益率环比下滑。截至2月26日，上证综指收报3509.08点，单月+0.75%，沪深300收报5336.76点，单月-0.28%，证券（申万）板块收报6592.40点，单月-5.29%，跑输沪深300指数5.01个百分点。从结构上看，2月市场风格出现明显切换，相较于节前的强势表现，节后创业板指连续调整，单月-6.86%；中债总全价指数收报125.75点，单月-0.31%。

图1：2021年2月各指数涨跌幅对比



资料来源：wind，渤海证券

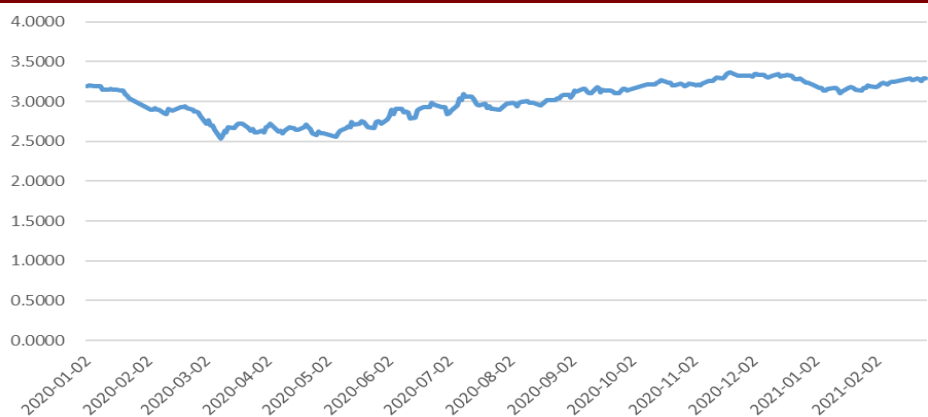
图2：2021年2月中债-总全价指数（左轴）及涨跌幅（右轴）



资料来源：wind，渤海证券

十年期国债收益率呈上涨趋势。截至2月26日，10年期国债收益率收于3.29%，2月份呈持续上涨趋势，较上月末上行9.39个BP。当前，国内经济仍处于恢复过程中，我们认为货币政策不具备快速收紧的基础，预计央行货币政策将继续坚持以稳为主，在恢复经济和防范风险中间保持平衡，货币政策短期不会转向，但逆回购可能继续减量操作，短期流动性将维持紧平衡。

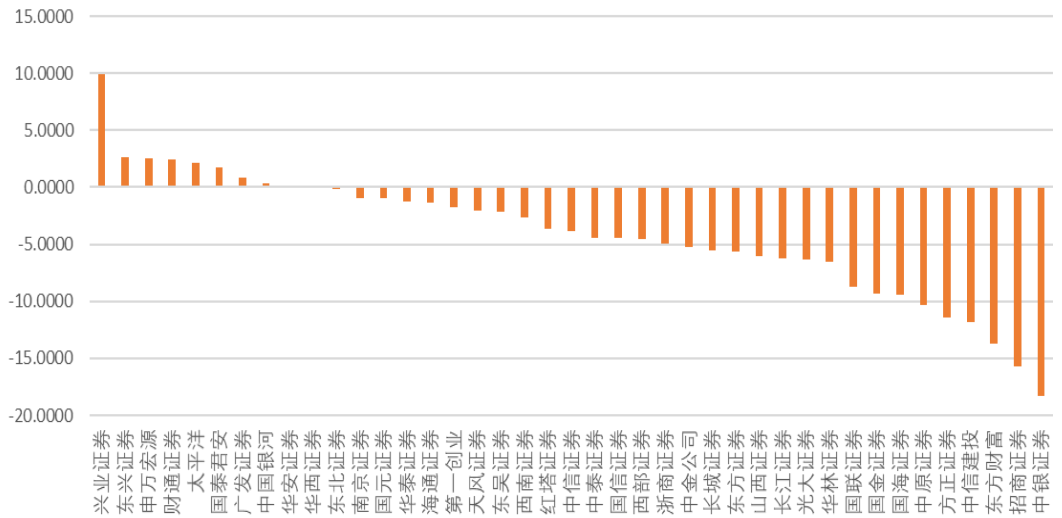
图3：十年期国债收益率（%）



资料来源：wind，渤海证券

板块内个股跌多涨少。2021年2月，板块内个股跌多涨少，涨幅排名前三的为兴业证券(+9.94%)、东兴证券(+2.59%)、申万宏源(+2.56%)；跌幅排名前三的为中银证券(-18.26%)、招商证券(-15.71%)、东方财富(-13.69%)。

图4：2021年2月直接上市券商涨跌幅(%)



资料来源: wind, 渤海证券

当前上市券商估值处于历史较低水平。截至2月26日，申万证券板块PB估值为1.79倍，位于2010年以来估值区间的38.33%分位点。

图5：证券（申万）板块市净率



资料来源: wind, 渤海证券

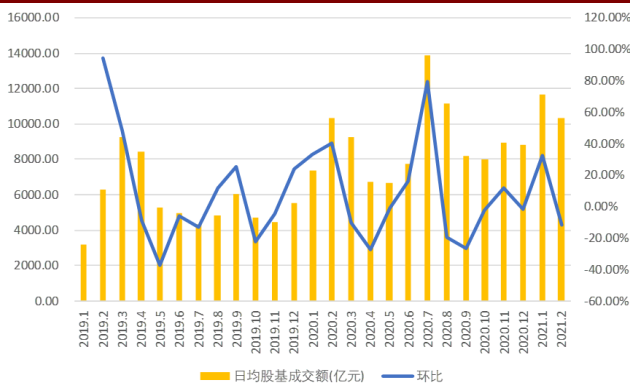
2. 主要板块概况

2.1 经纪业务

2月两市交投活跃度小幅下滑。2月单月两市日均股基成交额 10362.81 亿元，环比-11.34%，日均换手率 2.43%，环比-23BP。2020 年同期月度日均股基成交额和换手率分别为 10351.85 亿元、3.49%，均处于近年高位。

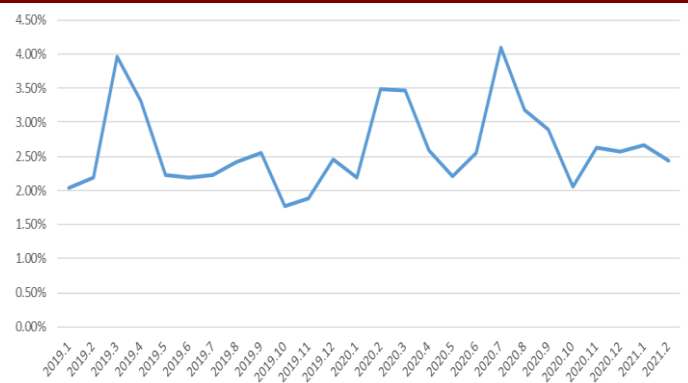
券商经纪业务主要包括代理买卖证券和代销金融产品两项业务。代理买卖证券业务收入由成交额和佣金率决定，在佣金率逐步企稳背景下成交额放大将推动代理买卖证券业务收入提升。代销金融产品收入由代销规模和保有量决定，在市场行情高涨及居民财富向权益类资产迁移过程中券商代销金融产品收入增长明显。

图 6：月度日均股基成交额（左轴）及环比增速（右轴）



资料来源：wind，渤海证券

图 7：市场日均换手率



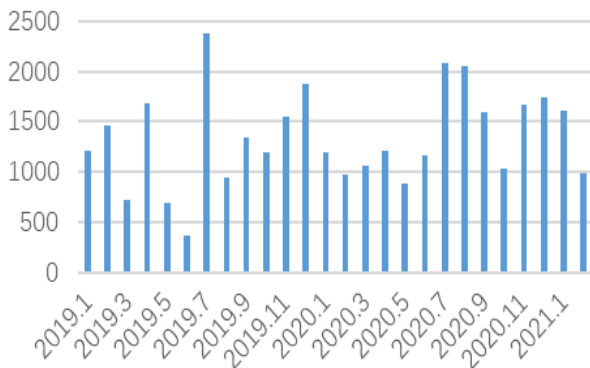
资料来源：wind，渤海证券

2.2 投行业务

2 月股权、债券承销规模环比继续下滑。2 月单月股权融资规模 993.41 亿元，环比-38.11%，其中 IPO 融资规模 229.23 亿元，环比-6.96%，增发融资 516.36 亿元，环比-28.17%，可转债融资 240.80 亿元，环比-48.97%；券商承销债券规模 2940.26 亿元，环比-63.15%。2020 年同期股权、债券承销规模分别为 968.86 亿元、3642.78 亿元，本月在包含春节假期的情况下券商股权承销规模与去年同期水平相当，而债券承销规模下降幅度较大。2021 年政府工作报告提到，“要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”，资本市场改革持续推进将大幅拓宽券商投行的业务空间。

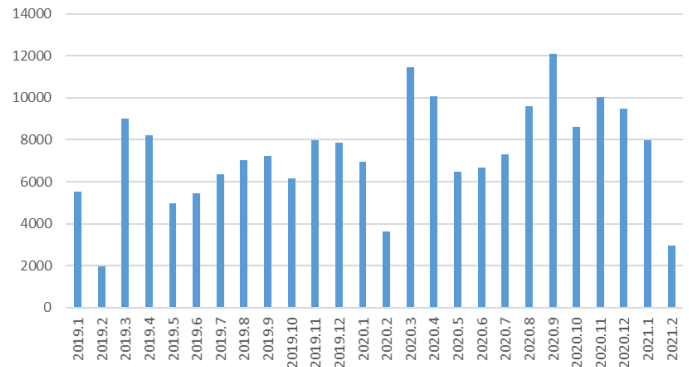
从股、债承销规模集中度来看，2月股、债承销前十券商分别合计承销791.88亿元、1688.20亿元，占比达79.71%、57.42%。注册制是以信息披露为核心的发行制度，监管更看重拟上市公司的信批是否全面、真实，对这些“软”信息进行把关更考验中介机构的责任和能力。另外，跟投制度的推出、退市制度的完善以及发行定价市场化，要求券商进一步提高自身的资本能力和风险定价能力，在这些方面头部券商的优势会更加明显，预计行业马太效应会继续强化。

图 8：月度股权融资总额（亿元）



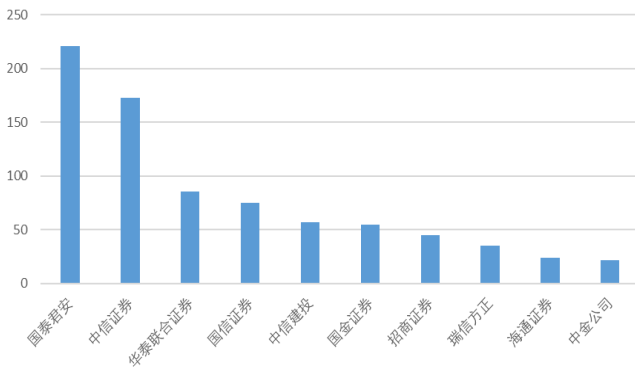
资料来源：wind，渤海证券

图 9：券商债券承销规模（亿元）



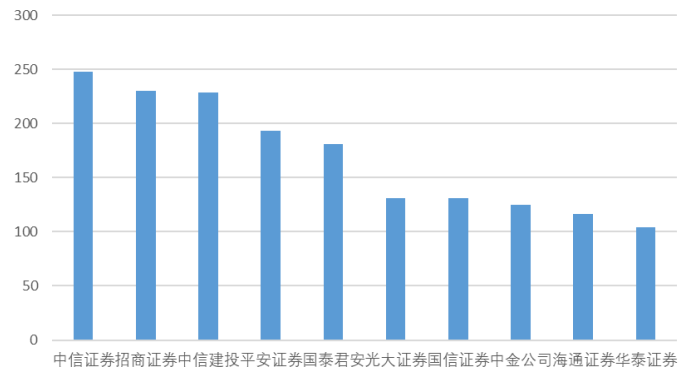
资料来源：wind，渤海证券

图 10：2021 年 2 月股权承销前十券商（亿元）



资料来源：wind，渤海证券

图 11：2021 年 2 月债券承销前十券商（亿元）

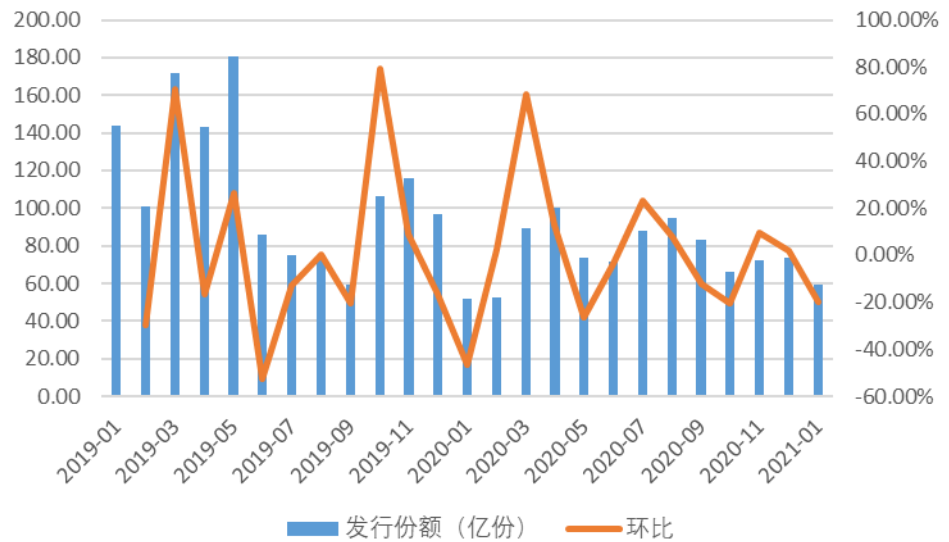


资料来源：wind，渤海证券

2.3 资管业务

2月券商集合资管新发规模环比下降。资管新规发布以来，券商去通道、降杠杆行为使管理规模持续下降，2021年2月券商集合资管新成立产品发行份额34.34亿份，环比-52.01%，同比-34.94%，考虑到券商资管向主动管理转型过程中管理费率的提高可以弥补资管规模下降对资管收入造成的影响，预计券商资管行业逐步进入恢复发展阶段。

图 12: 券商集合资管新成立规模 (左轴) 及增速 (右轴)

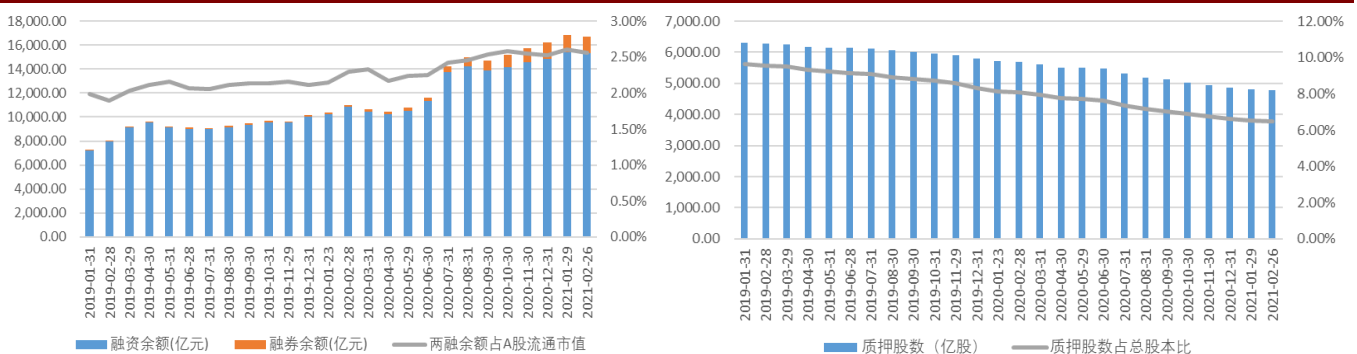


资料来源: wind, 渤海证券

2.4 信用业务

2 月末两融余额较上月末有所回落, 质押股数继续收缩。截至 2 月 26 日, 两融余额达 16700.60 亿元, 其中融资余额 15303.80 亿元、融券余额 1396.80 亿元, 虽然较上月有所回落, 但仍处于历史高位。股票质押规模呈持续收缩态势, 市场质押股数 4786.94 亿股, 占总股本比例 6.46%, 较上月末-6BP, 预计 2021 年股质业务将继续保持收缩态势。

图 13: 两融余额、构成 (左轴) 及占 A 股流通市值比 (右轴) 图 14: 股票质押股数 (左轴) 及占比 (右轴)



资料来源: wind, 渤海证券

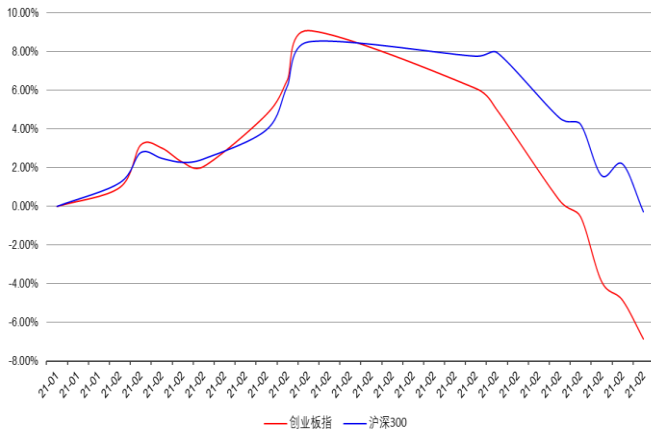
资料来源: wind, 渤海证券

2.5 自营业务

2 月权益市场先涨后跌, 债券市场指数震荡回落。2 月份权益市场波动幅度较大, 呈先涨后跌态势, 出现了明显的风格切换, 单月创业板指、沪深 300 分别累计

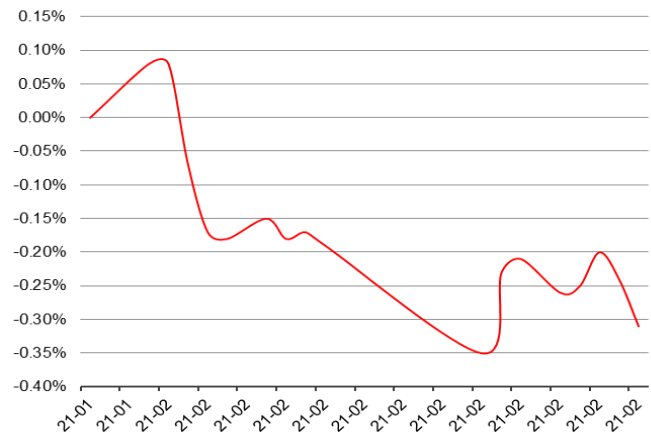
-6.86%、-0.28%；中债企业债总全价指数单月-0.31%。自营业务是券商的第一大收入来源，与资本市场表现密切相关，在当前金融市场风险管理工具欠缺的情况下随着市场的波动弹性加大。

图 15: 创业板指、沪深 300 指数累计涨跌幅



资料来源: wind, 渤海证券

图 16: 中债-总全价 (总值) 指数累计涨跌幅



资料来源: wind, 渤海证券

3.投资建议

截至当前 (3月5日), 证券Ⅲ (申万) 指数估值 1.78 倍, 位于行业近十年 41% 分位点, 具有较高的安全边际, 我们认为主要是流动性方面的因素对券商板块估值形成压制。虽然当前流动性最为宽松的时期已经过去, 随着宏观流动性边际收紧, A 股市场波动率加大, 但以融资余额、北上资金、新发基金等为代表的市场资金相对平稳且盈利能力的不断提升将对行业估值形成支撑。中央关于宏观政策和货币政策已多次强调, 要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性, 稳健的货币政策要灵活精准、合理适度, 整体来看流动性大幅度收缩可能性较低。另外, 当前资本市场改革在持续推进, 资本市场基础制度不断完善, 全面推进股票发行注册制、大力培育机构投资者, 引导长期资金入市、建立常态化退市机制等对形成高质量、大规模的资本市场具有重要意义, 有望给券商带来在业务空间、业务模式上的新一轮发展机会。建议关注: 1) 综合实力领先的龙头券商中信证券 (600030.SH)、华泰证券 (601688.SH); 2) 受益于居民金融资产配置提升预期的互联网券商东方财富 (300059.SZ)。

4.风险提示

市场波动风险, 政策推进进展不及预期

投资评级说明

项目名称	投资评级	评级说明
公司评级标准	买入	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅超过 20%
	增持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间
	中性	未来 6 个月内相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间
	减持	未来 6 个月内相对沪深 300 指数跌幅超过 10%
行业评级标准	看好	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅超过 10%
	中性	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数涨幅介于-10%-10%之间
	看淡	未来 12 个月内相对于沪深 300 指数跌幅超过 10%

免责声明：本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司做出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失书面或口头承诺均为无效。我公司及其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或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发表之前已经使用或了解其中的信息。本报告的版权归渤海证券股份有限公司所有，未获得渤海证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“渤海证券股份有限公司”，也不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

请务必阅读正文之后的免责声明

渤海证券股份有限公司研究所

副所长&产品研发部经理

崔健
+86 22 2845 1618

汽车行业研究小组

郑连声
+86 22 2845 1904
陈兰芳
+86 22 2383 9069

机械行业研究

郑连声
+86 22 2845 1904
宁前羽
+86 22 2383 9174

银行业研究

王磊
+86 22 2845 1802
吴晓楠
+86 22 2383 9071

非银金融行业研究

王磊
+86 22 2845 1802

医药行业研究

陈晨
+86 22 2383 9062

计算机行业研究

徐中华
+86 10 6810 4898

家电行业研究

尤越
+86 22 2383 9033

传媒行业研究

姚磊
+86 22 2383 9065

食品饮料行业研究

刘瑀
+86 22 2386 1670

宏观、战略研究&部门经理

周喜
+86 22 2845 1972

固定收益研究

马丽娜
+86 22 2386 9129
张婧怡
+86 22 2383 9130
李济安
+86 22 2383 9175

金融工程研究

宋旻
+86 22 2845 1131
陈菊
+86 22 2383 9135
韩乾
+86 22 2383 9192
杨毅飞
+86 22 2383 9154

金融工程研究

祝涛
+86 22 2845 1653
郝惊
+86 22 2386 1600

策略研究

宋亦威
+86 22 2386 1608
严佩佩
+86 22 2383 9070

博士后工作站

张佳佳 资产配置
+86 22 2383 9072
张一帆 公用事业、信用评级
+86 22 2383 9073

博士后工作站

苏菲 绿色债券
+86 22 2383 9026
刘精山 货币政策与债券市场
+86 22 2386 1439

综合管理

齐艳莉 (部门经理)
+86 22 2845 1625
李思琦
+86 22 2383 9132

机构销售·投资顾问

朱艳君
+86 22 2845 1995
王文君
+86 10 6810 4637

合规管理&部门经理

任宪功
+86 10 6810 4615

风控专员

张敬华
+86 10 6810 4651

渤海证券研究所

天津

天津市南开区水上公园东路宁汇大厦 A 座写字楼

邮政编码: 300381

电话: (022) 28451888

传真: (022) 28451615

北京

北京市西城区西直门外大街甲 143 号 凯旋大厦 A 座 2 层

邮政编码: 100086

电话: (010) 68104192

传真: (010) 68104192

渤海证券研究所网址: www.ewww.com.cn