非银金融行业2021年度策略

——三个关键词：顺周期、金融科技、资本市场改革

证券分析师：胡翔
执业证书编号：S0600516110001
联系邮箱：hux@dwzq.com.cn
证券分析师：朱洁羽
执业证书编号：S0600520090004
联系邮箱：zhujieyu@dwzq.com.cn

二零二零年十二月七日

核心要点：经济回暖，顺周期产业迎拐点，金融科技券商逢机遇

- **随着全球的疫情、尤其是国内疫情的有效控制，同时加上疫苗研制的稳步推进，后疫情时代的经济修复逐步成为常态：**利率水平在中期的维度将维持稳定，甚至稳步向上，利好借贷业务利差扩大和保险公司的资产配置。金融资产的质量水平逐渐修复，尤其有利于借贷类业务的金融资产质量。从中期维度的景气度周期来看，金融行业确定性高，当前估值横向与纵向均具有较强吸引力。
- **顺周期板块推荐排序为保险、租赁、博彩。1）保险：**疫情过后行业负债端自开门红后有望V型反转，同时，经济复苏推动利率企稳回升，行业面临趋势性改善，准备金及资产再配置压力暂缓。长期看行业仍将保持稳健增长，且当前估值处于低位，配置价值显著。个股层面，首推【中国平安】，此外建议关注太保、新华、国寿。**2）租赁：**经济形势逐步企稳，租赁业务资产规模、坏账率及息差水平进入边际向上通道，建议关注实业有望逐步资本化推动价值重估的租赁龙头【远东宏信】。**3）博彩：**疫情好转伴随大陆赴澳签注政策开放以及非博彩产业的完善与发展，行业复苏起点在即，建议关注澳门博彩业寡头【永利澳门】、【银河娱乐】、【金沙中国】。
- **金融科技快速发展，我们应该关注什么？1）**金融和科技相互促进，在监管推动下，步入高效、普惠、稳定的**金融科技4.0时代；2）**风险监管下**持牌特色金融机构**占据优势，传统业务转型需与科技相互配合，重点推荐【东方财富】；**3）**竞争加剧，**渠道、平台服务**重要性不断加强；**4）**金融科技发展为**科技服务行业**注入需求动力。**5）**基于区块链技术的**数字货币**降低发行成本，减少支付环节，推动发行、流通、管理方面的产业链变革。
- **券商：**资本市场改革有序推进，注册制将全面推行，产业政策放松及对外开放引导券商转型发展，推动行业长期阿尔法提升。**建议关注最具成长性+业绩有望超预期的零售证券龙头【东方财富】；业绩增长确定，最受益行业集中度提升的龙头券商【中信证券】。**
- **风险提示：**1）信用风险扩大；2）监管趋严，流动性收紧；3）国内外疫情控制不及预期；4）开门红不及预期；5）股市向下调整。

目录



- 经济顺周期，非银顺周期产业迎盈利拐点
- 金融科技拥抱监管，我们该关注什么？
- 资本市场改革深化，券商升级进入加速期
- 风险提示

1. 经济顺周期，非银相关产业迎盈利拐点



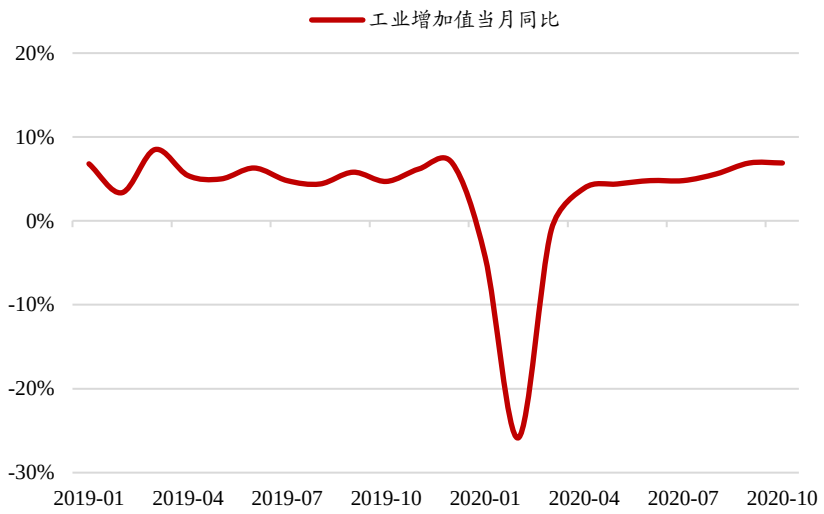
- 疫情影响逐步出清，经济步入复苏阶段
- 保险：中期景气度向上带来的估值修复
- 租赁：经济逐步企稳，首推【远东宏信】
- 博彩：疫情好转政策限宽，复苏踏入正轨

1.1 疫情影响逐步出清，经济步入复苏阶段

1.1.1 宏观供给需求均向好，后疫情时代经济逐步复苏

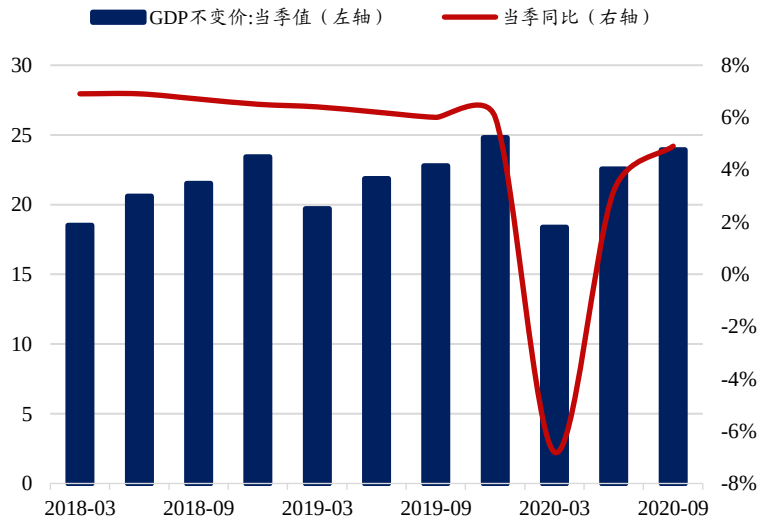
- **需求端：“三驾马车”表现强劲，内外需持续转暖。**从消费角度来看，10月单月社会消费品零售总额增速大幅回升至4.3%。投资方面，10月全国累计固定资产投资完成额48.3万亿元，同比自9月由负转正后继续上行1pct至1.8%。疫情下国内凭借强大的供应链优势，20Q3出口超预期，实现同比增长8.8%。内外需齐提振发力，驱动GDP增速修复与经济复苏。
- **供给端：工业增加值连续实现高增速，生产供给强增长。**随着复工复产的推进以及内外需订单回暖的支撑，10月工业增加值同比增长6.9%，持平9月份，再超市场预期。细分类别来看，制造业生产最强，同比增长7.5%。采矿业生产环比改善明显，同比增速连续3个月回升。从生产法角度出发，生产供给端的改善也将助力于经济修复力度的加强，推动GDP增速上行。

图：工业增加值当月同比19M1-20M10



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：需求供给双驱动，3季度GDP增速回升至4.9%

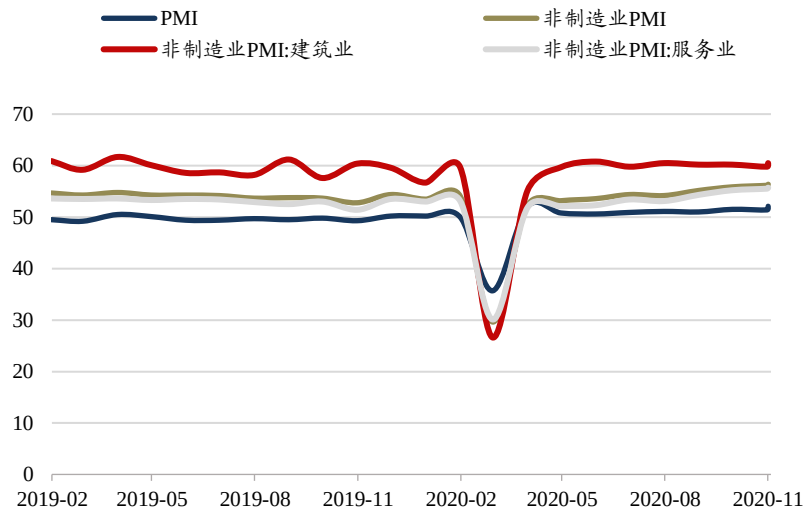


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.1.2 微观PMI向好，再次验证经济回暖

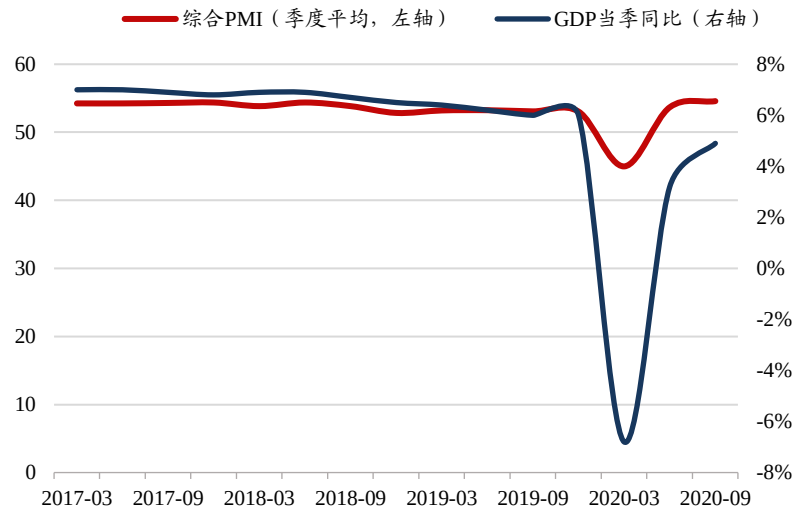
- **制造业PMI保持高景气度，已连续9个月高于荣枯线。**10月制造业PMI指数为52.1%，环比上升0.8pct，已连续9个月维持在50%的荣枯线上方。其中，原材料购进价格指数与出厂价格指数分别为62.6%/56.5%，剪刀差环比有所收窄，企业盈利空间或有所改善。生产经营活动预期指数为60.1%，实现连续6个月的增长态势，反映经济复苏，市场对行业的修复持乐观态度。
- **非制造业PMI延续回升态势。**11月非制造业PMI为56.4%，环比增长0.2pct,达到今年自3月以来的顶点。细分行业来看，服务业PMI较10月上升0.2pct至55.7%，业务活动预期指数保持在60%以上的高位。建筑业PMI为60.5%，高景气区间企稳。

图：各行业PMI指数持续回暖



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：综合PMI与GDP增速呈现高相关性



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.1.3 货币政策逆周期调控基本完成，释放回归中性稳健信号

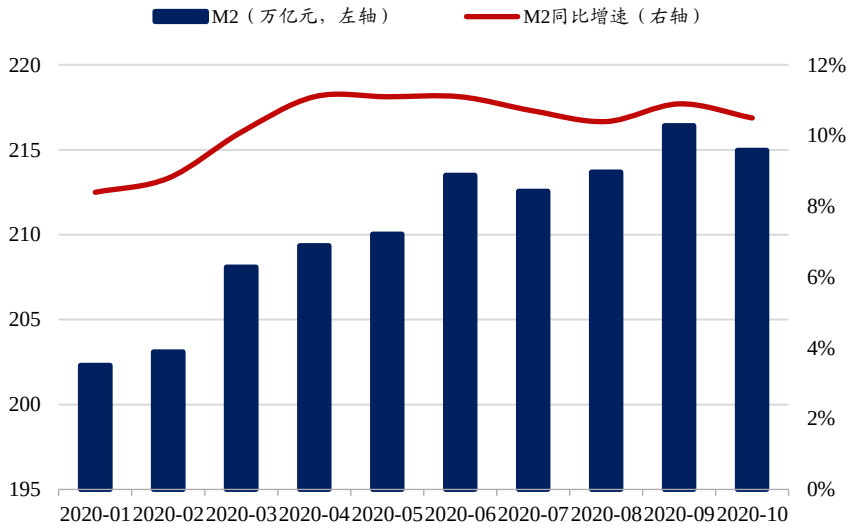
- **随着经济的逐步复苏与进入顺周期，调控趋向于更加灵活舒适的稳健货币政策。**2020Q2以来国内经济修复较好，目前凭借着宽松货币政策的后劲以及逐渐好转的供需平衡格局，呈现由内生动力驱动的回升态势。国家的逆周期调节已基本完成，各方释放出长期货币政策有序退出疫情特殊时期调控，缓步回归至稳健中性正常化的信号，贸然收紧的概率较小。
- **M2增速的回落也反映了货币政策边际趋稳。**10月广义货币M2余额214.97万亿元，同比增速下降至10.5%，较9月下降0.4pct，低于市场预期，表明货币扩张一定程度上有所收敛。财政存款的大增（同比多增3499亿元）是一个因素，央行收回多余的货币供应，货币政策逐步回归中性，带动利率上升。

图：2020年以来关于货币政策的主要动向

时间	发布主体/会议	内容
2020年2月3日	央行	中国人民银行将开展1.2万亿元公开市场逆回购操作投放资金，中标利率下调10BP。
2020年2月7日	央行	财政贴息，设立3000亿元专项再贷款，提供低成本再贷款资金。
2020年2月17日	央行	开展2000亿元中期借贷便利（MLF）操作和1000 亿元7 天期逆回购操作。其中，MLF 中标利率为3.15%，较前值3.25%降10BP。
2020年2月27日	央行	在前期已经设立3000亿元疫情防控专项再贷款的基础上，增加再贷款再贴现专用额度5000亿元，同时，下调支农、支小再贷款利率0.25个百分点至2.5%。
2020年3月16日	央行	实施普惠金融定向降准，对达到考核标准的银行定向降准0.5至1个百分点。在此之外，对符合条件的股份制商业银行再额外定向降准1个百分点，支持发放普惠金融领域贷款。
2020年3月30日	央行	公开市场操作逆回购操作，中标利率再次下降20BP。
2020年4月3日	央行	对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率。
2020年5月26日	央行	重启逆回购操作，释放资金100亿元，利率与上次持平。
2020年6月16日	财政部	发行2020年两期抗疫特别国债各500亿元，共1000亿元，分别为5年和7年期固定利率附息债。
2020年6月18日	陆家嘴论坛	央行行长易纲发表讲话：“稳健的货币政策更加灵活适度，”以及“疫情应对期间的金融支持政策是阶段性的，要注意激励约束相融，关注政策后遗症，保持总量适度，并提前考虑相关工具的适时退出。
2020年7月10日	金融数据发布会	央行货币政策司副司长郭凯：“3000亿元的抗疫再贷款工具和5000亿元的复工复产再贷款再贴现工具均已完成历史使命退出……下半年经济恢复正常，传统货币政策的作用可能会更加明显，我们进入了一个更加常态的状态，强调更加灵活适度的货币政策。”
2020年7月29日	政治局会议	相较于4月政治局会议关于货币政策方面的表述，7月的政治局会议货币政策变化的内容比较多，没有再提及“运用降准、降息、再贷款等手段”。强调货币政策要更加灵活适度、精准导向。要保持货币供应量和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降。
2020年8月7日	央行	发布《二季度货币政策执行报告》，下一阶段稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量和社会融资规模合理增长，完善跨周期设计和调节，处理好稳增长、保就业、调结构、防风险、控通胀的关系，实现稳增长和防风险长期均衡。
2020年9月28日	央行货币政策委员会例会	稳健的货币政策要更加灵活适度、精准导向，综合运用并创新多种货币政策工具，保持流动性合理充裕。
2020年10月10日	《中国金融》	央行行长易纲：“把好货币总闸门，保持物价水平总体稳定，促进经济持续增长.....科学把握货币政策力度，既保持流动性合理充裕，促进货币供应量和社会融资规模合理增长，有坚决不搞‘大水漫灌’，将经济保持在潜在产出附近，减少经济波动。”
2020年11月7日	国务院政策例行吹风会	中国人民银行货币政策司司长孙国峰：“下一阶段，稳健的货币政策将更加灵活适度、精准导向，根据形势变化和市场需求及时调节政策力度、节奏和重点，一方面特殊时期出台的政策将适时适度调整，另一方面对于需要长期支持的领域进一步加大政策支持力度。”

数据来源：中国政府网，国新发布，新华网，东吴证券研究所

图：10月M2同比增速回落



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2 保险：中期景气度向上带来的估值修复

1.2.1 保险：行业负债端有望回暖，长期将提升居民保险意识

- **随疫情影响逐步出清，负债端有望回暖：**疫情影响下传统代理人线下业务展业受阻，人均新业务价值显著降低，预计四季度行业经营重心逐步向开门红转移，随疫情影响逐步出清、代理人团队的复工复产，行业负债端有望出现向上拐点。
- **保险公司正向引导，线上业务迎发展，疫情促进居民保险意识提升：**疫情期间，各家保险公司积极采取各措施，加大保险业作为社会稳定器的正面宣传，提升居民对保险产品的认可度，拓展受众客户，线上业务得到较大发展。突发疫情导致居民对风险有了进一步的认识，重新审视家庭抵抗项风险的能力，进而加大对保险产品，尤其是健康险产品的需求。

平安个人业务新单保费

平安寿险及健康险个人业务新单保费				
亿元	累计	累计同比	单月	单月同比
2020-02	334	-18.2%	68	-28.9%
2020-03	430	-19.1%	96	-21.9%
2020-04	523	-17.0%	94	-6.0%
2020-05	628	-15.0%	105	-3.5%
2020-06	719	-15.1%	91	-15.5%
2020-07	804	-14.8%	85	-12.7%
2020-08	886	-14.5%	81	-11.0%
2020-09	978	-14.2%	92	-10.9%
2020-10	1045	-14.5%	67	-19.81%

数据来源：中国平安公司公告，东吴证券研究所

1.2.2 保险：全力备战开门红，迎接负债端回暖

- **各大险企优化产品设计，积极备战开门红。**受疫情影响，2020年除中国人寿与新华保险之外的大部分险企业务短期面临较大压力，保费收入呈现负增长。随疫情逐步出清，险企全力备战2021年开门红，优化产品结构，提高吸引力与竞争力，负债端有望快速回暖。相比2020年开门红，各大险企2021年的开门红的改善主要有：1）投保年龄限制的放宽，拓展投保客户群体；2）产品期限的缩短，返还周期加快，增强在同类资产配置产品中的吸引力；3）缴费方式更灵活，部分险企新增趸交缴费方式，吸引投资偏好的客户群体；4）身故赔付的提高则用来吸引保障偏好的客户群体；5）启动时间前置，意在提前抢占市场。

图：部分上市险企2021年开门红产品概况

险企	中国平安			中国太保		中国人寿			新华保险		
产品名称	金瑞人生21			鑫享事诚庆典版		鑫耀东方			惠金生		
产品类型	年金+万能			年金+万能账户		年金+万能账户			年金+万能账户		
投保年龄	0-69周岁			满5天-75周岁		0-70周岁			满30天-70周岁		
交费年限	3/5/10年			3/5年		趸交/3/5年			趸交/3/5年		
保障期限	3/5年缴费期保障期为10年，10年缴费期保障期为15年			7年		10年			10/15年		
缴费方式	3年缴费期	5年缴费期	10年缴费期	3年缴费期	5年缴费期	趸交	3年缴费期	5年缴费期	趸交	3年缴费期	5年缴费期
生存金	1.第5-6年每年返还年交保费的60% 2.第7-9年返还基本保额的30%	1.第5-6年每年返还年交保费的100% 2.第7-9年返还基本保额的30%	1.第5-9年每年返还年交保费的100% 2.第10-14年每年返还基本保额的50%	第5-6年每年返还年交保费的60%	第5-6年每年返还年交保费的100%	第5-9年每年返还年交保费的20%	第5-9年每年返还年交保费的60%	第5-9年每年返还年交保费的100%	1.第5年领取20%年交保费 2.第6-14年每年领取30%基本保额	1.第5年领取60%年交保费 2.第6-14年每年领取30%基本保额	1.第5年领取100%年交保费 2.第6-14年每年领取30%基本保额
满期金	返还100%基本保额			返还100%基本保额（第7年）		返还100%基本保额（第10年）			返还100%基本保额		
身故保障	已交保费与现金价值较大者			1.意外身故：18岁前身故赔付已交保费与现金价值较大者，18岁后赔付200%已交保费与现金价值较大者 2.非意外身故：18岁前赔付已交保费与现金价值较大者，18岁后赔付120%-160%保费与现金价值较大者		前5个保单年度内身故，赔付100%基本保费 5个保单年度后至合同期满内身故，赔付未领取年金与基本保额之和			已交保费与现金价值较大者		
万能账户	聚财宝20（保底利率1.75%，结算利率5%）			1.传世赢家：2%，结算利率4.9%-5.5% 2.传世管家：2.5%，结算利率4.6%-5%		保底利率2.5%，结算利率5.1%			天利年金险（保底利率2.5%，结算利率4.9%）		
其他	1.轻症陪护疾病保险1年；2.手术津贴			“太保家园”养老社区		“国寿嘉园”养老社区			1.搭配康健华尊；2.附加住院安心医疗		
首爆日	10月10日			9月中旬		9月24日			11月初		

数据来源：平安人寿、太平洋保险、中国人寿、新华保险公司官网及公众号，沃保网，东吴证券研究所

- **各险企开门红产品各有特色，布局的提前与产品结构设计的改善助力迎接负债端回暖以及估值的修复。**细分来看，平安与太保因受到疫情以及开门红淡化的影响，20Q1新单保费增速同比分别下降15.23%/31.07%，预计21Q1基数较低。低基数叠加产品优势的打造有望增加平安与太保负债端回暖的确定性。而国寿与新华保险凭借先发、人力、产品等优势，去年开门红产品业绩相对较佳，20Q1新单保费均实现同比正增长。今年国寿与新华继续巩固自身优势，开门红业绩或保持稳定增长。

图：四大险企2021年开门红产品比较

险企	中国平安	中国太保	中国人寿	新华保险
产品名称	金瑞人生21	鑫享事诚庆典版	鑫耀东方	惠金生
启动时间	10月中旬预热 11月1日预收 较去年提前1.5月	9月中旬预热 10月1日预收 较去年提前2月	9月中旬预热 9月24日预收 较去年提前1月	11月下旬预热 12月上旬预收 基本与去年一致
优势	**产品优势：**1.生存金返现金额高 2.万能账户结算利率近年稳定在5%左右	**产品优势：**1.产品期限市面上最短（7年），返还周期最快 2.万能账户结算利率高达5.1%，领先其他开门红产品 3.身故赔偿最高，18岁后意外身故将赔付200%已交保费	**1.先发优势：**开门红启动时间最早 **2.人力优势：**20Q3个险代理人共158.1万人，上市险企中规模最大	**人力优势：**20H1个险代理人同比的上升+“基本法”的绩效激励制度

数据来源：平安人寿、太平洋保险、中国人寿、新华保险公司官网及公众号，沃保网，东吴证券研究所

- **长端利率企稳向好，行业资产配置压力暂缓。**1）疫情期间长端利率下探至2.48%，而Q3随着经济数据的整体向好，长端利率逐步由季度初的2.85%上行至3.15%，显著缓解低利率的担忧并给保险公司固收资产增配带来较好的机会。2）权益市场来看，Q3单季度沪深300、上证综指、深证成指分别上涨8.0%、6.3%、6.0%，全年累计上涨10.5%、4.3%、21.3%，提升上市险企权益资产收益率，此外，权益配置比例得到放开，根据偿付能力水平最高可到45%，险企的自主性得到增强，但同时也会更考验其投资管理能力。

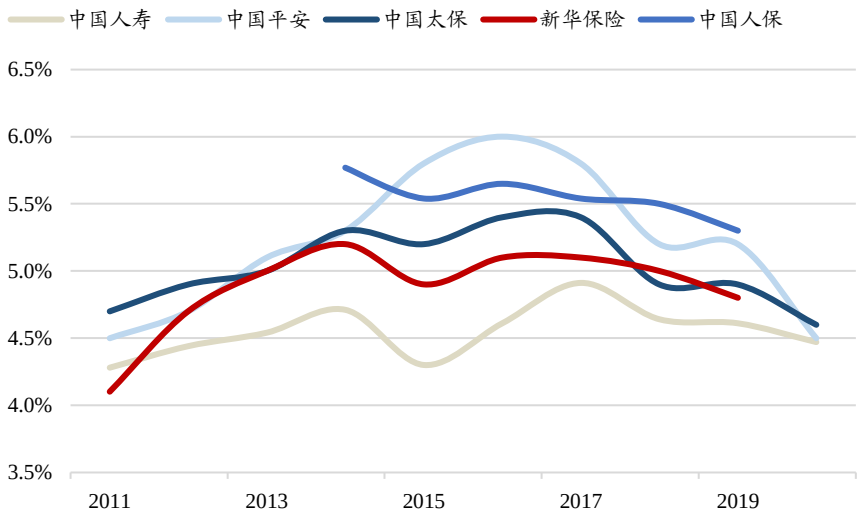
750日国债到期收益率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

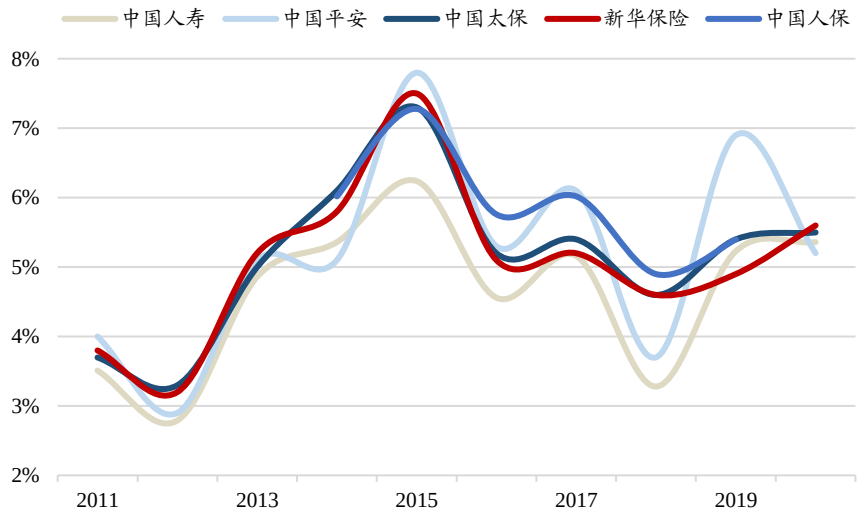
- **利率回暖+权益市场向好，上市险企的净、总投资收益率提升。**Q3利率及权益市场的回暖使得上市险企投资收益率有不同程度的提升，平安、国寿、太保前三季度净投资收益率分别为4.5%、4.47%、4.6%，较中期分别提升0.40pt、0.18pt、0.20pt；平安、国寿、太保、新华总投资收益率分别为5.2%、5.36%、5.5%、5.6%，分别较中报提升0.80pt、0.02pt、0.70pt、0.50pt。

2011~2020Q1~3上市险企净投资收益率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2011~2020Q1~3上市险企总投资收益率

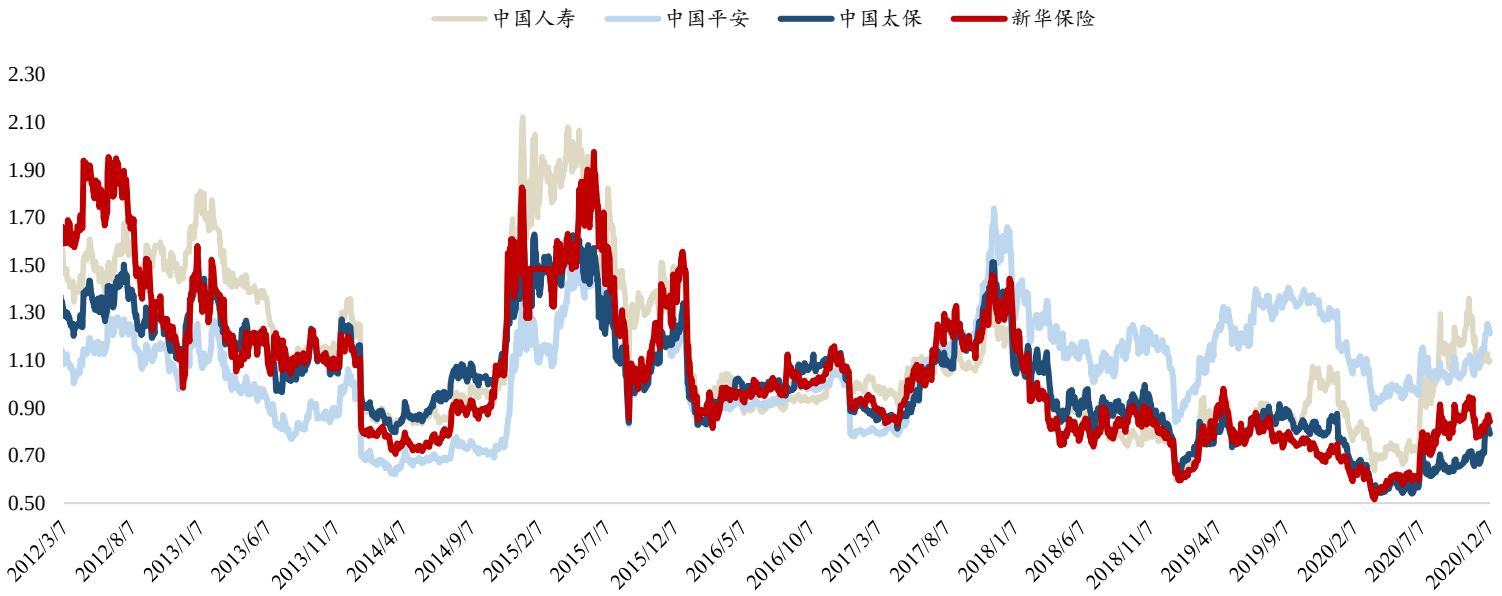


数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.2.6 投资建议：看好保险行业龙头平安、国寿、太保

- **当前上市险企PEV估值处于历史底部，其中平安配置价值最为显著**。当前上市险企估值仍处于历史相对低位，平安2020/2021年PEV分别为1.21X/1.05X（截至2020年12月7日收盘价），平安作为行业龙头，配置价值显著。

上市险企历史PEV水平



数据来源：Wind，中国人寿、中国平安、中国太保、新华保险年报，东吴证券研究所

投资建议：

1）疫情影响下负债端短期承压，长期利于社会保障意识提升，行业负债端自开门红后有望V型反转。

2）随利率企稳回升，行业面临趋势性改善，准备金及资产再配置压力暂缓。长期看行业仍将保持稳健增长，且当前估值处于低位，配置价值显著。

3）个股层面，建议关注**【中国平安】**，我们认为公司经历短期阵痛后有望迎来明显拐点，其产品结构和渠道价值为行业最优秀代表之一，中期变化趋势可能最为显著。预计公司2020年、2021年NBV增速分别约为-21.9%、5.1%，目前A股、H股估值分别为1.21、1.10倍2020PEV（截至2020年12月7日收盘价），维持“买入”评级。此外，建议关注**【中国太保】**、**【新华保险】**、**【中国人寿】**。

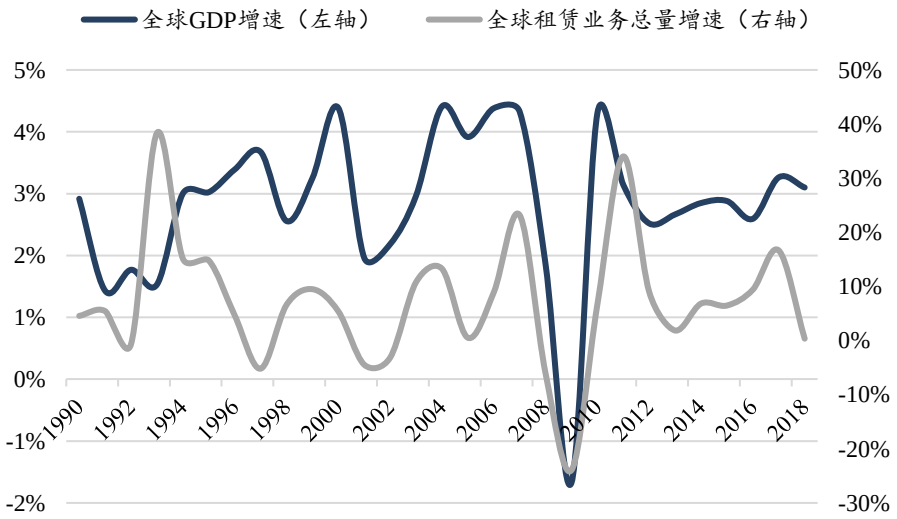
风险提示：1）自然灾害加剧造成行业承保亏损；2）宏观经济低迷导致产险增速不及预期；3）费改造成行业竞争加剧及利润下滑。

1.3 租赁：经济逐步企稳，租赁行业发展稳健

1.3.1 租赁：经济回暖货币调整利率回升，融资租赁有望迎来春天

- **融资租赁行业与宏观经济呈现高度相关性，经济复苏顺周期下未来业务总量增速可观。**从全球数据来看，租赁市场在次贷危机后迅速回暖。2007年金融危机的爆发使各地区租赁业规模出现负增长，由于经济逐步复苏，租赁业务增速在2017年恢复至16.6%；2020下半年的经济回暖以及2021年的重启新生有望推动融资租赁行业业务总量增速的上行，带来新发展空间。
- **我国融资租赁行业发展迅速，前景广阔。**据2018年数据披露，与发达国家相比，我国融资租赁市场渗透率仍处低位，欧美等发达国家融资租赁行业的市场渗透率大约在15%-40%之间，而截至2019年，我国融资租赁渗透率即使较2010年上升了376%，也仅有11.9%。因此，对照国际先进租赁市场和未来凭借经济复苏带来的全球融资租赁行业业务总量增速上行的“东风”，我国的融资租赁行业仍然具备较大的发展空间。

图：融资租赁行业与宏观经济存在相关性



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：各国2018年融资租赁市场渗透率比较

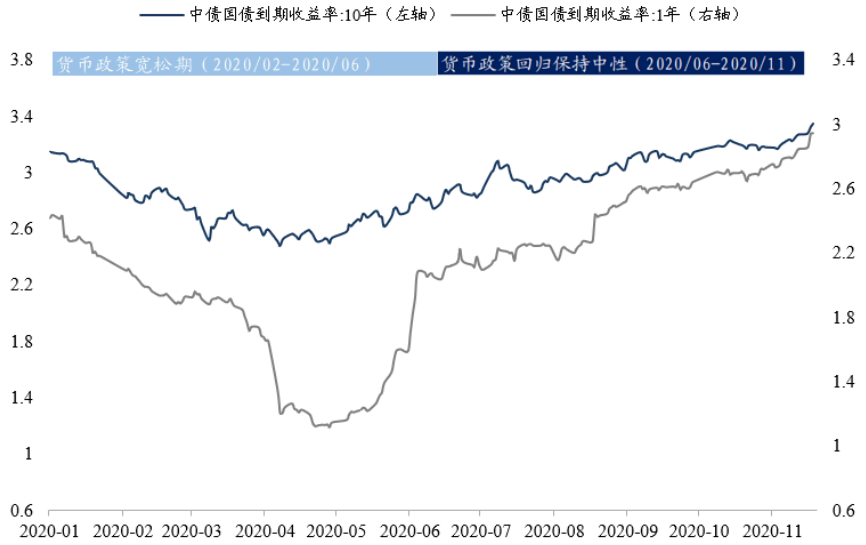
地区	市场渗透率
澳大利亚	40.0%
加拿大	39.0%
英国	32.9%
波兰	27.0%
美国	21.5%
法国	16.9%
意大利	16.1%
德国	15.9%
中国	**6.9%**

数据来源：White Clarke Group《2020世界租赁报告》，东吴证券研究所

1.3.2 租赁：利率回升或将改善行业整体盈利能力及不良资产率

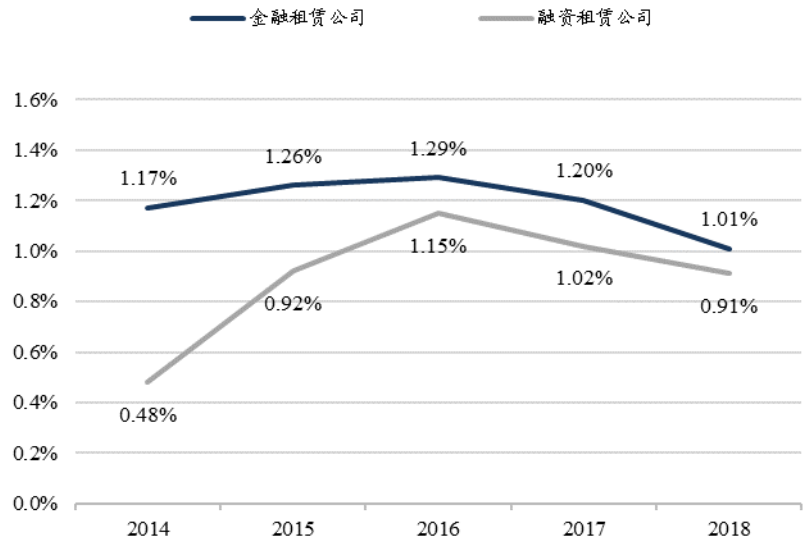
- **作为主要盈利来源的融资租赁利息收入在顺周期上升空间得到拓展。**自20Q2以来，国家已从特殊时期超宽松的货币政策逐渐回归保持中性，短端与长端利率的波动减弱，并呈现持续回升态势。利率的回升对在负债端具有资金优势的融资租赁业将会是个利好，意味着投放端资金收益上升，利差扩大，盈利空间增长。在2021年经济顺周期及货币政策进一步的稳中趋紧下，金融租赁行业有望迎来新的增长机遇。
- **利率与收益率的上升以及监管趋严，不良资产率有望下行。**不良资产率作为衡量租赁企业效益的一个重要指标，当利率与收益率上升时，信用风险减少，导致不良资产率的下降。同时，在我国融资租赁行业自2020年以来整体加强宏观审慎监管的背景下，行业整体资产质量预计得到进一步优化。因此，2021年我们预计融资租赁业投放端的收益或增，盈利能力得到改善。

图：货币政策的中性回归带动利率回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：2014-18我国租赁公司不良率，下行态势有望延续



数据来源：联合资信，东吴证券研究所

1.3.3 租赁：供给侧改革优胜劣汰，行业格局向龙头靠拢

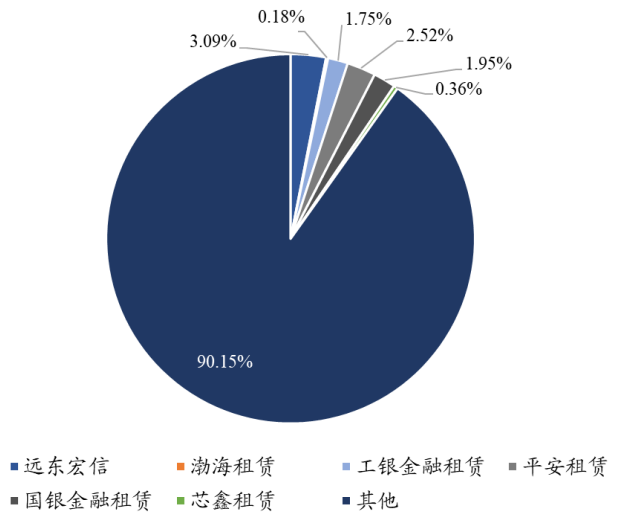
- **监管趋严，利于优质企业良性发展。**2018年前，融资租赁公司受商务部监管，监管力度较宽松。后期商务部将融资租赁企业的业务经营和监管规则的制定职能转交银保监会，融资租赁与金融租赁形成统一管理体系，更为严格的政策也陆续出台。2020年监管进一步加强，推动行业“减量增质”规范化经营。监管趋严下，行业或迎洗牌，一批质量较差的中小企业将被淘汰，而优质企业则会受益；此外监管趋严对于防范行业金融风险，整合行业金融资源有积极作用。
- **租赁行业市场集中度提高，行业龙头优势凸显。**在外部实体经济承压、监管趋严的挤压和内部竞争日益加剧的推动下，我国租赁行业将加速内部的优胜劣汰，市场集中化趋势更加清晰。长远看，已经处于行业龙头的远东宏信、平安租赁等公司将利用自身资源和专业化的优势争夺更多更好的市场资源，进而提高行业整体竞争壁垒。

图：融资租赁行业监管政策变化

时间	监管政策	内容及意义
2014年3月	《金融租赁管理办法》	明确金融租赁、融资租赁准入条件、业务范围，完善监督管理细则。
2017年7月	《关于服务实体经济防控金融风险深化金融改革的若干意见》	明确提出地方金融监管的对象是“7+4”，国内对于融资租赁的管理规范权限归集到地方省市金融办。
2018年4月	《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》	明确金融机构资产管理人职责、资产管理业务规模以及风险准备金要求。强化行业宏观审慎管理和功能监管。
2018年5月	《商务部关于融资租赁公司，商业保理公司和典当行管理职责调整有关事宜的通知》	商务部将融资租赁企业的业务经营与和监管规则的制定职能转交银保监会，融资租赁与金融租赁形成统一管理体系开始。
2020年6月	《融资租赁公司监督管理暂行办法》	进一步明确杠杆率、客户集中度等监管风险指标。

数据来源：银保监会，商务部，中国政府网，东吴证券研究所

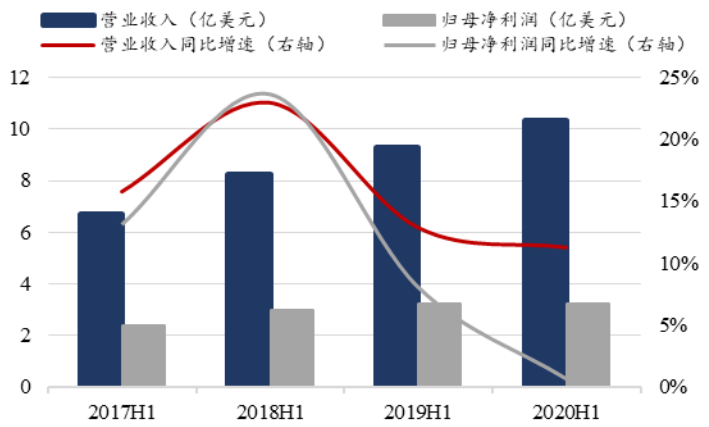
图：2018年末租赁公司业务占比



数据来源：立鼎产业研究院，东吴证券研究所

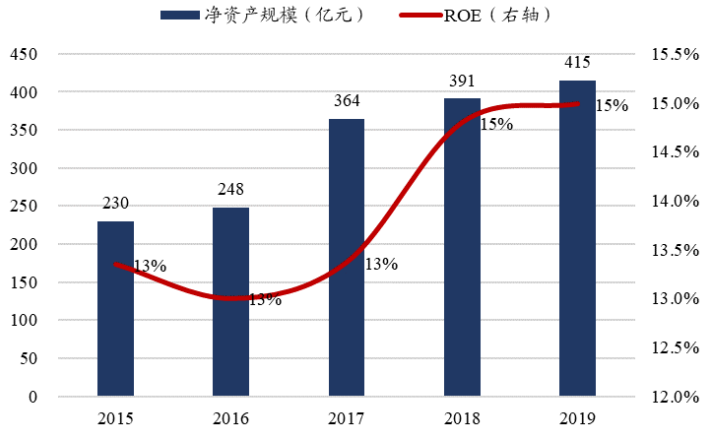
- **【中银航空租赁】航空业复苏曙光渐现，利好航空租赁。**疫情好转，航空业需求从低谷缓慢回升。10月航司国内线供需均有增长。国际线因国外疫情差异，仍处低迷期，回升或待疫苗研发新进展。航空租赁作为航司调节机队、控制成本与缓解现金流的有效途径，与航空业共生共存，航空业的复苏有望带动航空租赁业的修复。隶属中银集团，中银航空租赁具备资金优势。同时得益于优越的风控能力以及积极的投资策略，疫情期实现逆周期扩张：20H1营收同比增长11.3%，归母净利同比增长0.7%。后续伴随航空业复苏，公司存上升空间。
- **【远东宏信】“金融+产业”布局下承压能力强，双涡轮共同推动公司整体业绩稳步上升。**公司在上市初期就以较强的盈利能力站稳脚跟，2015~2018年ROE维持在13%~15%区间，2019年公司顶住市场不景气的压力，净资产收益率维持15%，承压能力强。同时，公司在近五年内营业收入与净利润持续上升，两项数据年复合增长率分别为17.9%、13.0%。业绩增速在2016-2018年持续攀升，此外，作为租赁业务开展核心的生息资产规模增速整体稳健。

图：17H1-2020H1中银航空租赁收入与净利润



数据来源：中银航空租赁公司半年报，东吴证券研究所

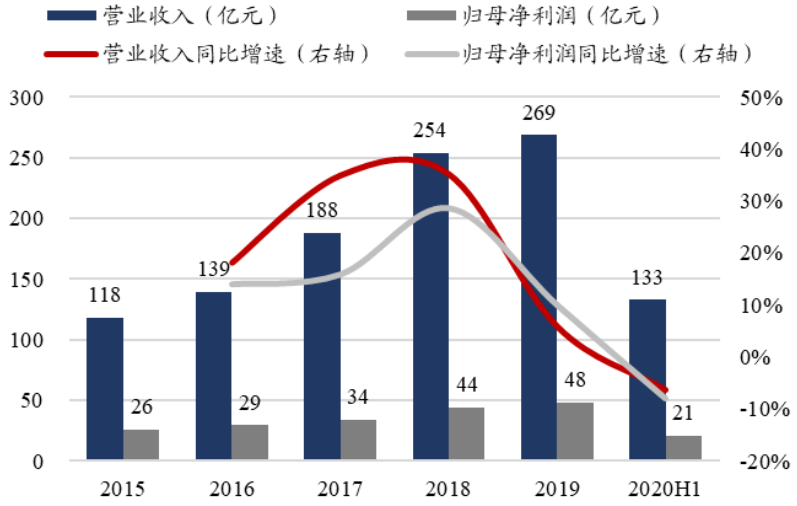
图：2015-2019远东宏信净资产规模及ROE



数据来源：远东宏信公司年报，东吴证券研究所

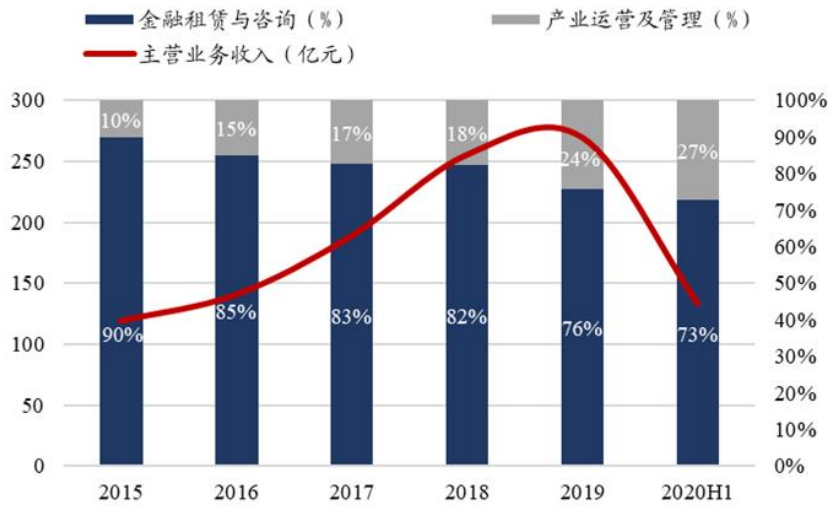
- **作为主要收入来源的金融租赁利息收入在顺周期上升空间得到拓展。**随着产业运营及管理业务逐渐壮大，金融类业务营收占比总体呈下降趋势，但是金融租赁与咨询业务在近五年仍旧保持高营收占比，2019年占比为76%，而随着经济形势转好，该项收入得到上升支撑，从而拉动公司整体收入水平上行。
- **疫情后经济逐步企稳，公司金融主业租赁业务资产规模、坏账率和息差水平将进入边际向上的通道。**1) 远东宏信2019年净资产与净利润分别为269亿元、48.28亿元，均处于行业龙头水平，且拥有1.11%的低不良租赁资产率、246%的高拨备覆盖金，资产质量高，抗风险能力强。2) 公司融资方式多元化，在直接和间接融资市场都有所进展，债务结构持续优化，对银行的依赖度相对较低，融资成本低于行业水平。随着经济好转与利率回升，投放端资金收益增加，公司在维持低融资成本的情况下，息差有望增长，盈利端具备上升空间。

图：2015-2020H1远东宏信收入与净利润



数据来源：远东宏信公司年报，东吴证券研究所

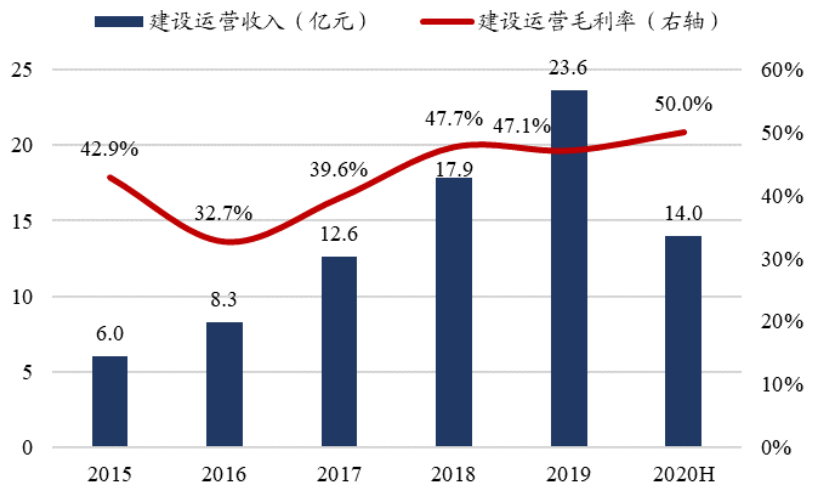
图：2015-2020H1远东宏信收入结构



数据来源：远东宏信公司年报，东吴证券研究所

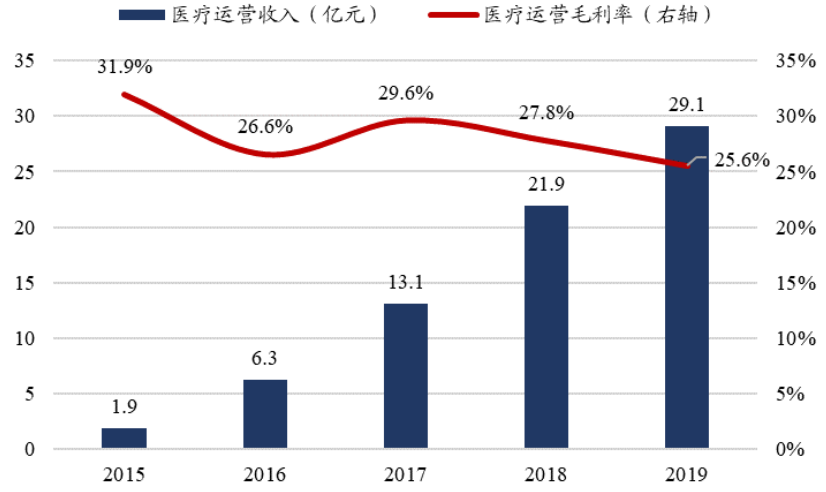
- **公司三大实业宏信建发（工程机械租赁）、医院集团和教育集团均稳步发展，三大产业均有可能逐步资本化，公司价值有望持续重估。**1) 宏信建发业绩增长能力持续可靠，龙头地位稳固，2020年前三季度设备运营收入大幅增长约30%至近24亿元，受益于设备运营服务需求景气及宏信建发优秀的运营管理和服务保障能力，其保有的运营设备数量持续增长。截至2020年三季度，高空作业车保有量超过5万台，周转材料及模架保有量超过120万吨，覆盖区域和客户持续增加，营业规模进一步扩大。2) 华东地区与城市公用行业金融业绩增幅显著，医疗仍为产业营收主力，截至2020年前三季度，健康收入同比增长约20%至约25亿元，可开放床位数（2万张）逐渐转为内生式增长，仍为营收主力。预计未来医疗业务将继续受益于政策面利好与需求端敞口增大，有望形成规模优势。3) 公司全面布局K12教育业务，致力于打造中西融合的精英教育，教育运营收入保持增长态势。

图：2015~2020H年建设营收与毛利率



数据来源：远东宏信公司年报，东吴证券研究所

图：2015~2019年医疗营收与毛利率



数据来源：远东宏信公司年报，东吴证券研究所

1.3.7 远东宏信——市场化机制重视人才，构筑核心竞争力

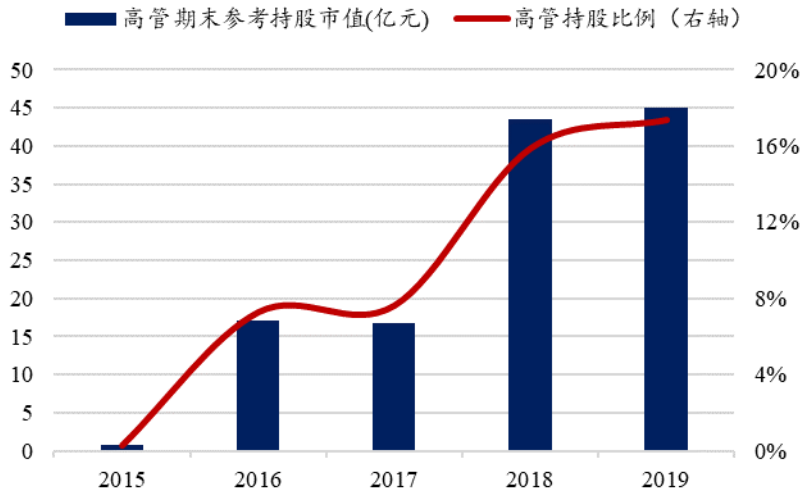
- **人才培养机制完善，为企业发展提供不竭动力。**1）作为模式驱动型企业，远东一直重视人才培养。为解决人才短缺的问题，自2005年起，远东针启动了“铸剑行动”，开发定制课程，培养租赁人才。“铸剑行动”累计为公司和整个租赁行业培养了2000多名的优秀人才，远东宏信也被称为融资租赁界的“黄埔军校”。2）人才质量强，部分来自于远东宏信的人才现在已经成为行业领军人物。以平安租赁为例，平安租赁目前管理团队的6人均来自于远东集团。3）股权激励绑定公司核心管理团队利益。雇员激励计划将雇员薪酬与其表现及对公司贡献挂钩。公司已建立一套以业绩为基础的薪酬奖励计划，以年资、预算管理能力、风险管理能力等多维标准评估高级雇员。截止到2019年，高管持股比例达到17.39%，且高管、雇员手中仍有部分尚未行使购股权。此外，已于2019年达到上限的两项股权激励计划上限均得到提升，委托代理问题被削弱。

图：平安租赁管理团队（2020年11月18日）

姓名	现任职务	曾任远东职务
方蔚豪	平安租赁董事长兼CEO	副总经理
李文艺	平安租赁常务副总经理	远东宏信有限公司部门副总经理
魏林丰	平安租赁副总经理	远东租赁事业三部和教育系统事业部负责人
郇雪勇	平安租赁总经理助理	远东国际租赁有限公司质控总监
赵金刚	平安租赁总经理助理	远东国际租赁有限公司区域负责人
邵长卫	平安租赁总经理助理	远东国际租赁有限公司金融业务部总监

数据来源：平安租赁官网、百度百科，东吴证券研究所

图：高管持股情况统计



数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3.8 远东宏信——具有长期回报价值和高安全边际

- 投资建议：公司金融+产业双轮渠道，长年保持15%左右的ROE，股息率5%左右，具有较好的长期价值回报和安全边际。我们预计2020~2022年每股收益分别为1.14元、1.30元、1.51元，每股净资产分别为7.94元、8.24元、8.56元，对应PE分别为6.13x、5.40x、4.64x，对应PB分别为0.88x、0.85x、0.82x，维持“买入”评级。
- 风险提示：1）国内经济发展下行影响需求；2）金融监管趋严；3）疫情控制不及预期。

合并资产负债表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
货币资金	3990	4029	4150	4275
按公允值计入损益的金融资产	313	316	325	335
衍生金融资产	659	666	686	706
贷款及应收账款	98741	100716	103737	106849
预付款项及其他应收款	2716	2770	2853	2939
存货	404	412	424	437
其他流动资产	5985	6155	5189	4171
流动资产合计	112807	115064	117365	119712
有使用权资产	3423	3491	3631	3776
按公允值计入损益的金融资产	4130	4213	4381	4556
贷款及应收款项	102380	104427	108605	112949
固定资产	11583	11815	12287	12779
预付款项及其他应收款	11581	11812	12285	12776
无形资产	34	35	37	38
商誉	2322	2368	2463	2562
递延所得税资产	4181	4265	4435	4613
其他非流动资产	8129	8292	8623	8968
非流动资产合计	147763	150718	156747	163017
资产总计	260571	265782	274112	282729
短期借款	87745	88622	91281	94019
其他流动负债	5996	6056	6237	6424
长期借款	74651	76144	78429	80782
预计负债	41991	42657	43936	45254
递延所得税负债	237	241	249	256
其他非流动负债	8416	8584	8842	9107
负债合计	219036	222304	228974	235843
实收资本（或股本）	10281	10281	10281	10281
归属于母公司所有者权益合计	30128	31538	32742	34010
少数股东权益	1546	1593	1640	1689
股东权益合计	41535	43478	45138	46886
负债及股东权益总计	260571	265782	274112	282729

合并利润表（百万元）	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入	26856	26992	29654	32746
金融服务	15842	15536	16768	17841
咨询服务	4574	4117	4425	4779
产业运营	6521	7421	8550	10224
营业总成本	-19712	-19534	-21182	-22885
营业成本	-12525	-12170	-12799	-13834
管理费用	-3641	-3671	-4033	-4421
财务费用	-461	-499	-549	-557
资产减值损失	-1982	-2177	-2308	-2423
公允价值变动收益				
加：投资收益	-268	-134	-80	40
对联营企业和合营企业的投资收益	192	202	212	223
其他收益	928	940	984	1034
营业利润	7145	7458	8472	9861
利润总额	7145	7458	8472	9861
减：所得税费用	-2317	-2418	-2747	-3197
净利润	4828	5040	5725	6663
归属于母公司股东的净利润	4338	4536	5153	5997
少数股东损益	-21	-35	-32	-42

	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入增长率	5.82%	0.51%	9.86%	10.43%
归母净利润增速	10.44%	4.57%	13.60%	16.39%
归母净资产增速	6.25%	4.68%	3.82%	3.87%
每股收益（EPS）	1.09	1.14	1.30	1.51
每股净资产（BVPS）	7.58	7.94	8.24	8.56
净资产收益率（ROE)	14.99%	14.71%	16.03%	17.97%
P/E	6.41	6.13	5.40	4.64
P/B	0.92	0.88	0.85	0.82

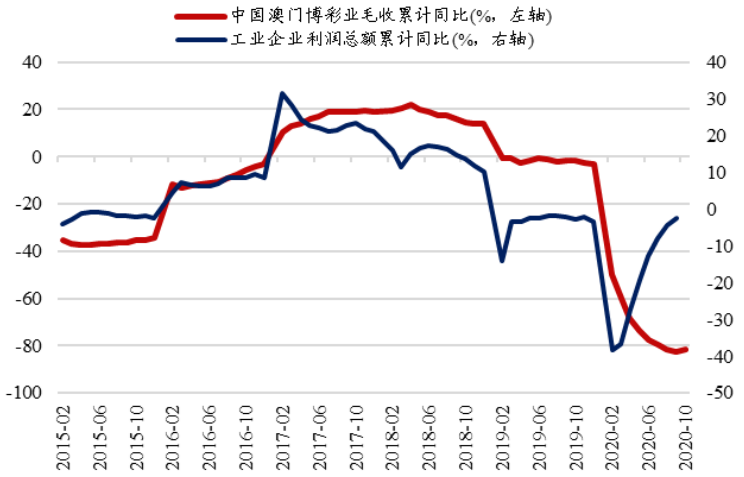
数据来源：Wind（取2020年12月7日收盘价，汇率为1港币=0.8449人民币），东吴证券研究所

1.4 博彩：疫情好转政策限宽，复苏踏入正轨

1.4 博彩：疫情小憩后，行业重新起航，建议关注行业寡头

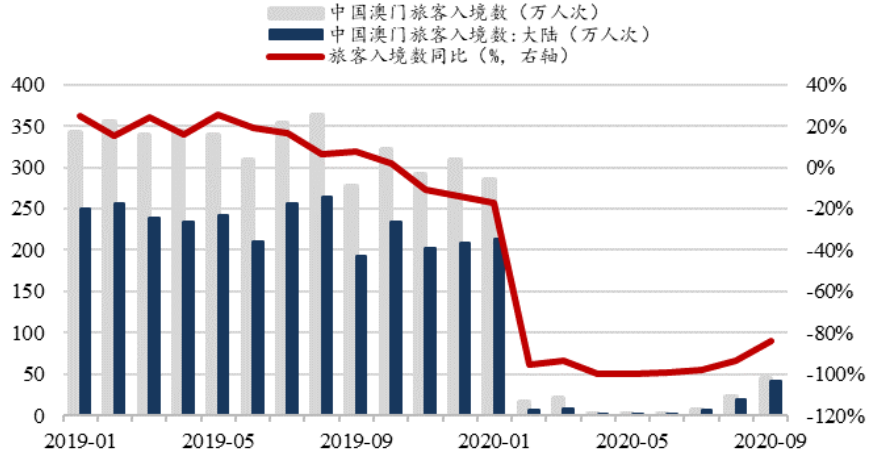
- **经济复苏有望实现财富效应，增加贵宾业务客户群体的体量。**工业企业利润总额与博彩业相关性较强。16年工业企业利润回升，同期澳门博彩业相应回暖。18-19年，工业企业利润下行，博彩业相应回落。疫情后政策刺激下，工业企业利润与资产价格均呈现明显的回暖，预计中产阶级和高净值客户人群体量增加，有望带动贵宾厅业务和高端中场业务回升。
- **疫情好转+政策限宽，旅客人次回升，中场业务或复苏在即。**疫情爆发后，中国政府在1月底暂停大陆居民到访澳门的签证与旅游。2月4日，澳门所有娱乐业务暂停运营15天。疫情管控驱使作为中场业务中流砥柱的访澳旅客骤减，中场业务回落较大。9月，大陆全面恢复赴澳个人签注，当月旅客人次环比升97.74%。我们预计随着疫情好转与政策限宽，旅客人数的平稳回升有望带动当地赌场的访客流量与中场业务，复苏逐步接入正轨。**建议关注澳门博彩业寡头【银河娱乐】、【金沙中国】、【永利澳门】。**
- 风险提示：1）澳门旅游恢复情况不及预期；2）疫情控制不及预期。

图：工业企业利润与博彩业呈较强相关性



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：疫情好转经济复苏，赴澳旅客人次逐渐开始回升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2. 金融科技拥抱监管，我们该关注什么？

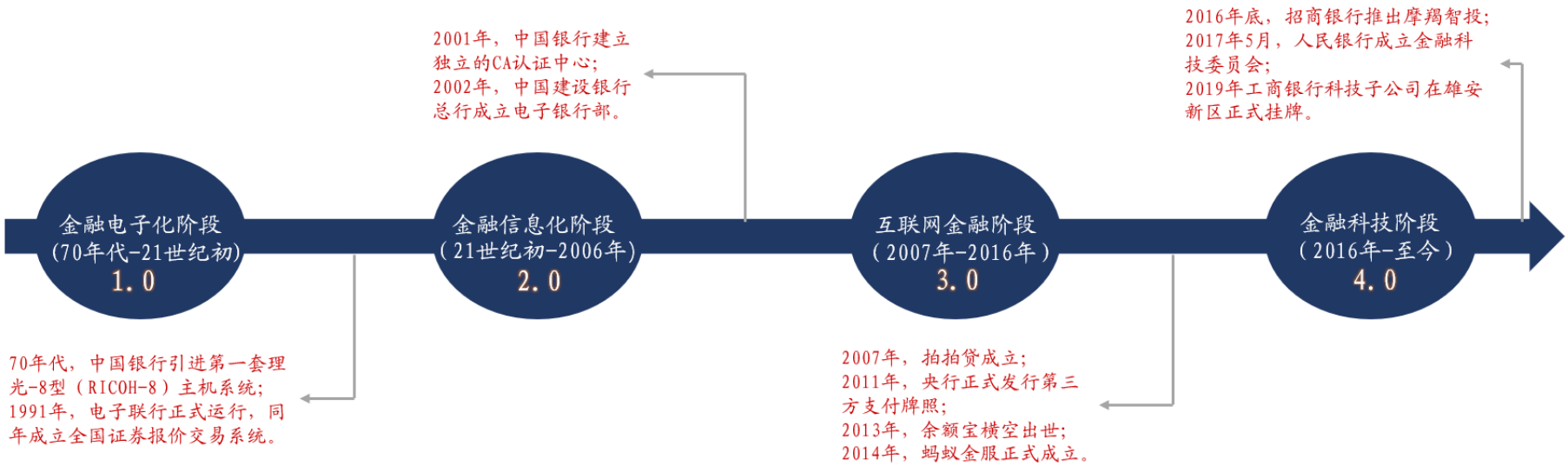


- 金融科技拥抱监管，“稳”字当头迎发展
- 持牌金融机构、渠道及技术服务商享红利
- 央行数字货币呼之欲出，关注产业大变革

2.1 金融科技拥抱监管，“稳”字当头迎发展

- **颠覆传统的金融行业和科技行业，金融科技为未来的发展趋势。**“科技+金融”已演进了30多年，在经历金融电子化、金融信息化、互联网金融三个阶段后，在2016年正式迈入金融科技阶段。金融科技运用科技手段使得金融服务变得更有效率，强调创新与智能化，彰显高效率、规模化与成本优势，聚焦客户体验，实现普惠化，变革传统金融，为未来的发展趋势。
- **以科技为动力推进金融创新变革，以金融为中心注入科技新活力。**金融科技企业分为两大主要类型：科技金融类和金融科技类。1）科技金融主要是利用通互联网、云计算、大数据、人工智能和区块链等新兴技术，变革金融业务模式，提供创新型的金融服务；2）金融科技主要是为金融机构在客服、风控、营销、投顾和征信等服务领域，提供云计算、大数据、人工智能和区块链等新兴技术支撑服务。

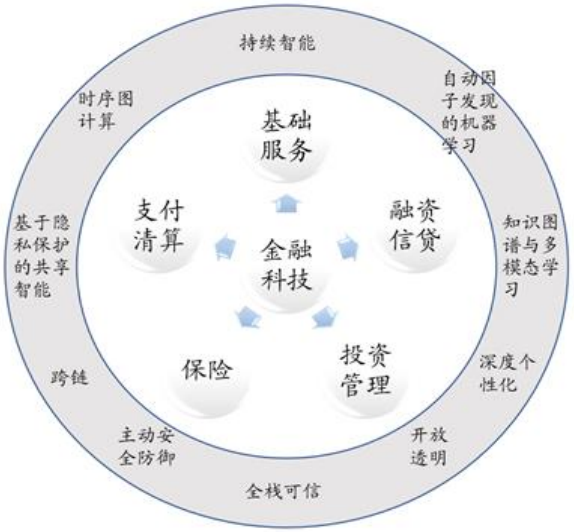
图：金融科技发展历程



数据来源：中国人民银行、中国银行、蚂蚁金服等公司官网，东吴证券研究所

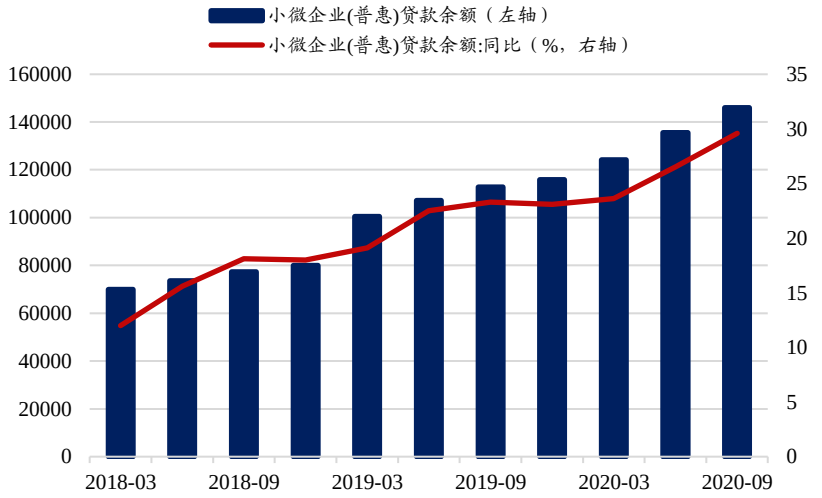
- **金融科技日新月异，场景转化不断深入。**科技创新为传统金融业务领域带来了以下变革：1）基础服务端征信、云计算、大数据方面的升级；2）直接与间接融资渠道的拓展：P2P、众筹；3）投资管理准确性的精进：智能投顾；4）支付清算方式的创新：移动支付与数字货币；5）保险业：营销、量化投资及定价模型的优化。今年9月，外滩大会从可信、智能和普惠维度预测了金融科技的十大趋势，应用场景将得到进一步转化与深入。
- **金融科技赋能普惠金融，使其更好地落地与发展。**对国家及金融机构而言，金融科技通过前沿技术实现对小微企业的精准画像，以及大数据平台来优化风控模型，分秒之间实现审批与放贷，提高覆盖率与降低成本。对“三农”与小微企业而言，金融科技助力他们以更低成本、更为便捷地获得金融服务。未来金融科技的深耕有望提升普惠金融的可持续发展。

图：金融科技应用场景及未来10大趋势



数据来源：埃森哲咨询，外滩大会，国际金融报，东吴证券研究所

图：我国普惠金融小微企业贷款余额不断提升



数据来源：Wind, 东吴证券研究所

2.1.3 政策推动金融科技创新发展，资本市场改革为需求扩容

- **新兴技术蓬勃发展，政策管理不断完善，继续鼓励金融科技创新发展。**中国金融与技术的融合开始于20世纪80年代。2006年，国务院出台《国家中长期科学和技术发展规划（2006—2020年）纲要》，科技与金融结合被正式提上日程。此后，国家出台了一系列配套政策，促进金融科技行业的发展。
- **当前资本市场改革配套政策频出，对科技的需求不断增加。**资管新规的落地打破了刚性兑付、消除多层嵌套和通道，资管业务的流程系统与合规风控系统都亟需升级换代；注册制下企业的上市和退市机制，股票的审核、发行承销、股市涨跌幅限制都发生重大变化，金融机构与监管机构都面临相应IT系统的改造与升级。在资本市场加速开放的未来，政策更新频率将继续上升，科技金融大有可为。

图：资本市场重要政策梳理

时间	内容
2020年2月14日	证监会发布“再融资新规”，放宽了对主板（中小板）、创业板上市公司定向增发股票的监管要求。
2020年3月1日	新《证券法》正式实施，上交所和深交所不再实施公司债券暂停上市制度，将实行注册制。
2020年3月20日	证监会发布《发行监管问答——关于上市公司非公开发行股票引入战略投资者有关事项的监管要求》。
2020年4月18日	发布《公开募集证券投资基金投资全国中小企业股份转让系统挂牌股票指引》，明确管理人要求和可参与投资的基金类型。
2020年4月30日	为推进基础设施领域不动产投资信托基金（REITs）试点工作安排，中国证监会起草了《公开募集基础设施证券投资基金指引（试行）》。
2020年5月22日	为优化证券公司分类监管制度，促进证券公司增强风险管理能力，引导行业差异化发展，证监会对《证券公司分类监管规定》相关条款进行修改。
2020年5月22日	证监会就《创业板首次公开发行证券发行与承销特别规定》称要复制优化推广科创板主要制度，同时结合创业板存量改革特点，增强制度安排的包容度。
2020年5月29日	证监会发布《关于修改<证券公司次级债管理规定>的决定》，允许证券公司公开发行次级债，不再限制投资者人数，支持券商充实资本。
2020年6月3日	证监会发布《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》，对转板范围、上市条件、程序、保荐要求、股份限售等作出原则性规定。
2020年6月12日	中国证监会起草了《关于修改<证券公司股权管理规定>的决定》。
2020年6月12日	证监会发布《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》《创业板上市公司持续监管办法（试行）》和《证券发行上市保荐业务管理办法》。

数据来源：证监会，中国人民银行，国务院等机构官网，东吴证券研究所

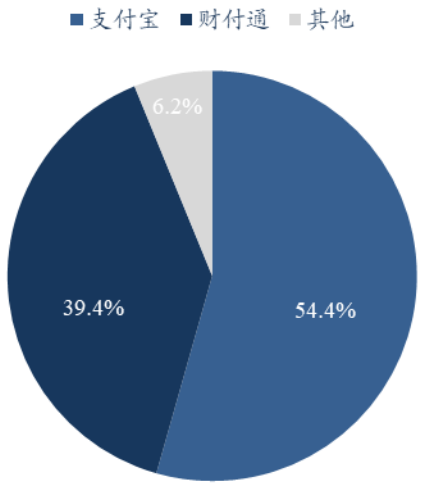
- **全方面纳入监管，以防肆意生长。**虽资本市场改革配套政策频出，科技需求不断扩容，因金融科技属于新领域及创新产业，漏洞与风险伴随着高速发展渐显，仍需严守风险底线。今年Q3以来，监管政策逐步补位与强化：10月金融委明确了金融科技为金融同类业务的属性，从而定调将金融科技等金融活动全面纳入监管的发展方向。网络小贷新规及反垄断指南等文件的陆续出台标志着金融科技监管迈入新时代。
- **细分产业监管政策有松有紧，意在稳发展。**银保监在网络小贷新规中全面规范化经营范围与融资杠杆率等问题，进一步收紧监管，行业或进入洗牌期。政策的趋紧倾向出现于发展势头较为猛烈的细分产业，以防系统性风险。而对于仍处于新兴阶段的产业，政策相对宽松，积极助力稳发展，如鼓励信创国产替代及多地开展试点来稳妥推进数字人民币的研发。

图：20Q3以来规范中国金融科技发展的政策/事件

时间	内容
2020年10月21日	央行发布《金融科技创新应用测试规范》、《金融科技创新安全通用规范》、《金融科技创新风险监控规范》三项行业标准。
2020年10月31日	金融委会议强调对同类业务、同类主体一视同仁，依法将金融活动全面纳入监管，有效防范风险。
2020年11月2日	银保监发布《网络小额贷款业务管理暂行办法规定（征求意见稿）》，监管趋紧
2020年11月6日	央行在《中国金融稳定报告》提出对金融科技的监管：1）划定刚性底线，2）设置柔性边界，3）预留创新空间。
2020年11月11日	银保监副主席梁涛：金融科技应当遵守金融服务实体经济原则与风险底线原则。完善监管体系，继续加强对金融机构与科技企业合作的监管。
2020年11月11日	市场监管总局发布《关于平台经济领域的反垄断指南（征求意见稿）》，将从杜绝权力滥用及限制竞争方面对平台经济领域做出规定。

数据来源：银保监会，央行，市场监管总局，东吴证券研究所

图：2019国内第三方移动支付规模占比

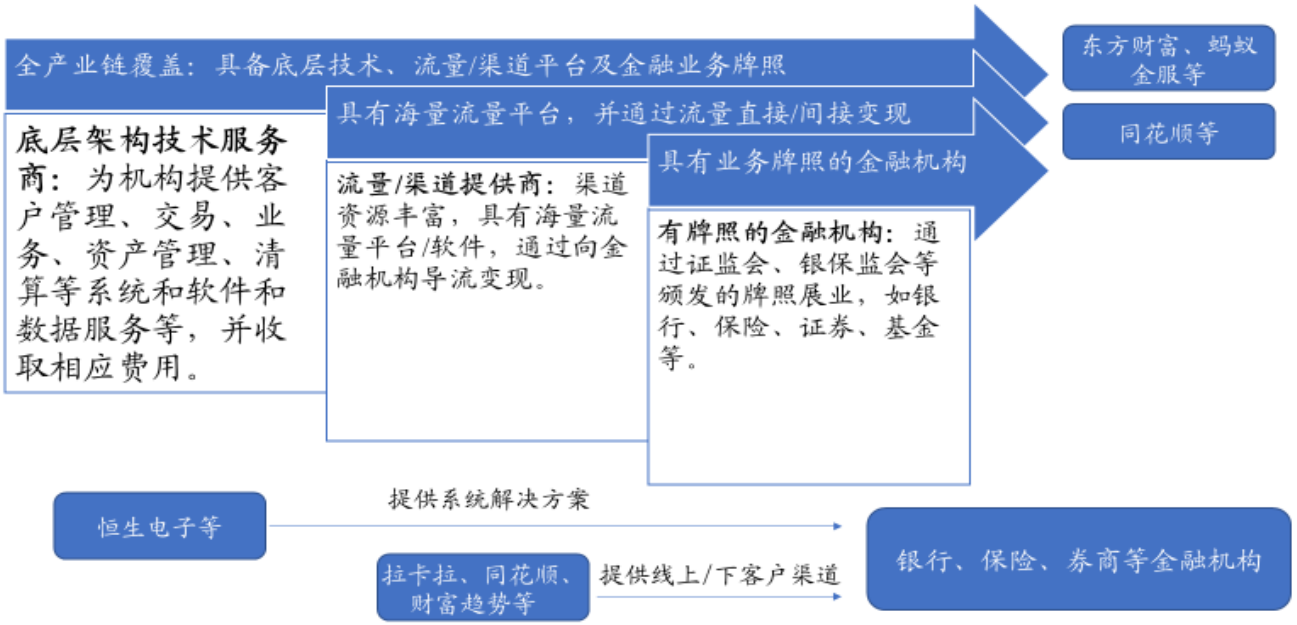


数据来源：艾瑞咨询，东吴证券研究所

2.2 持牌特色金融机构、渠道及技术服务商享红利

- **中国金融科技行业的产业链自上而下可划分为三类。1）上游底层技术服务商：**主要从事中下游企业的应用软件的开发，兼营计算机硬件的更新、代理和销售；**2）中游流量/渠道公司：**利用流量优势向下游金融机构提供潜在客户群体，实现客户分流及流量变现；**3)下游具有业务牌照的金融机构：**在金融科技所带来的创新冲击下，对传统金融业务进行转型。
- **科技带来传统金融变革，行业升级为渠道及技术服务商提供机遇。**行业升级为渠道及技术服务商创造了新的产业需求，扩展了盈利的新空间。渠道公司可利用自身的流量优势，通过向金融机构导流，进行佣金收取，或在自身海量流量的基础上布局下游变现，如滴滴支付。技术服务商则受益于科技进步与政策更迭所致的金融机构IT系统周期性的更新与升级。

图：金融科技产业链概况



数据来源：东方财富、恒生电子等公司公告，Wind，东吴证券研究所

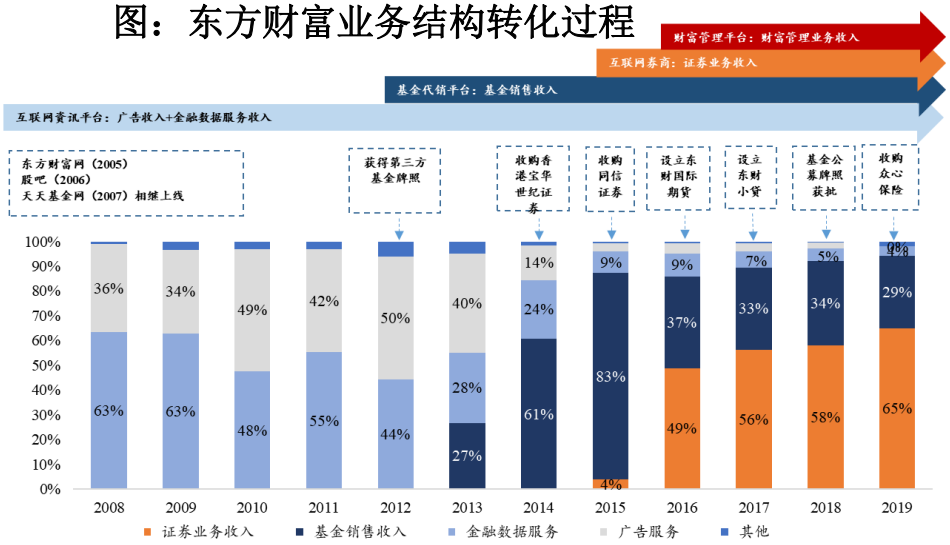
- **金融科技回归金融本质，风险控制仍为重中之重。**10月金融委明确金融科技为金融业务的本质，全面纳入金融监管框架体系。11月初，监管部门约谈蚂蚁，IPO暂缓。同期，网络小贷新规与反垄断指南出台，在约束联合贷款、限制跨省经营、控制融资杠杆率、限制市场支配地位的滥用等方面做出了规定，佐证着风险控制仍为重点，金融科技监管结构性与严厉度得到强化。
- **风险控制下，具有全产业链覆盖的持牌机构或将脱颖而出。**监管趋严将肃清部分非持牌中小企业，行业格局集中化，而实现全产业链覆盖的持牌平台类公司有望崛起：1）渠道平台广泛，流量来源充足，为公司业务变革提供核心动力；2）强监管下以持有金融业务牌照为优势，可直接发展金融业务转化流量变现，完成转型；3）依托强劲科技实力，自主开发底层技术，提高效率与降低成本的同时改善客户体验增强流量粘性提高转化率，巩固产业生态圈。建议关注【东方财富】、【中国平安】。

图：平台公司所持有的金融业务牌照

业务牌照	代表机构
银行	平安银行、浙江网商银行（蚂蚁）、前海微众银行（腾讯）、苏宁银行（苏宁）、百信银行（百度）
信托	平安信托
金融租赁	平安融资租赁
第三方支付	平安付、支付宝（蚂蚁）、财付通+微信支付（腾讯）、宝付（东方财富）、易付宝（苏宁）、度小满（百度）、滴滴支付（滴滴）、美团支付（美团）
基金	平安大华基金、天弘基金（阿里持股）、腾安基金（腾讯）、东财基金+天天基金（东方财富）、苏宁基金（苏宁）、百盈基金（百度）
券商	平安证券、富途证券（腾讯）、东方财富证券（东方财富）
期货	平安期货、东方财富期货（东方财富）
保险	平安保险、微保（腾讯）、众安保险（腾讯+阿里持股）、众心保险/东财保险（东方财富）、苏宁保险
小额贷款	平安普惠、花呗借呗（阿里）、财付通小额贷款（腾讯）、东方财富小额贷款（东方财富）、苏宁小贷（苏宁）、易小贷+度小贷（百度）

数据来源：前海融资租赁俱乐部,网易新闻，融e聚等公开资料，证监会，东吴证券研究所

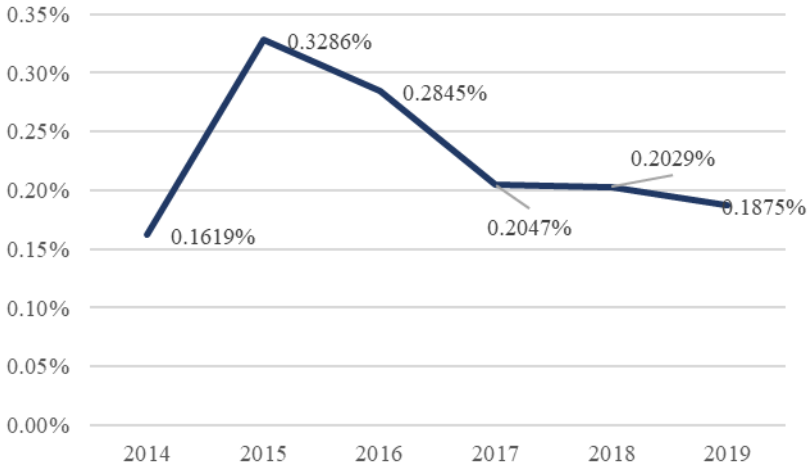
图：东方财富业务结构转化过程



数据来源：东方财富公司年报，东吴证券研究所

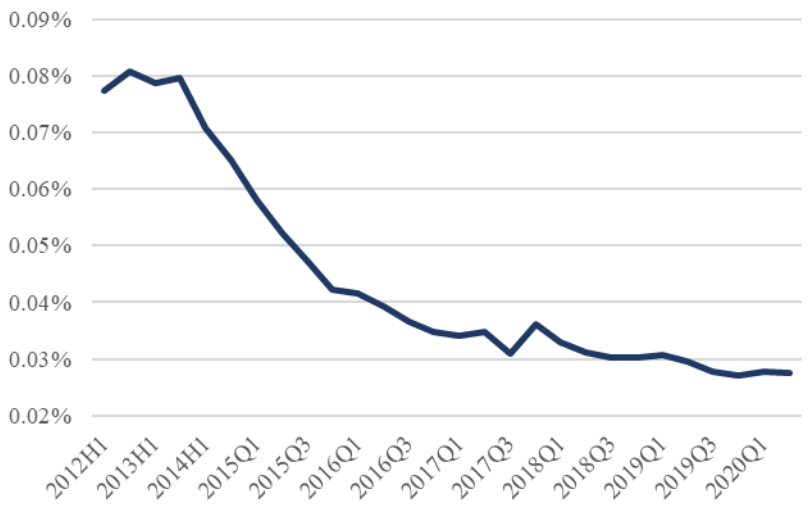
- **传统牌照业务等待转型升级，渠道资源/平台流量为关键。**1）传统牌照业务同质化严重，竞争逐渐白热化，各子行业价格战愈演愈烈，如基金代销行业的费率在互联网公司进场后逐步下降，券商经纪业务的费率持续下降，目前已经达到万三左右的水平。2）传统业务同质化越来越严重的背景下，渠道资源/流量成为抢占市场份额的关键。目前渠道/平台主要有两种盈利模式，To C的零售/个人服务及To B的销售与引流服务。其中To C业务通常通过免费的基础服务吸引大量客户，其盈利源于销售增值服务，该类业务单价较低，数量较大，弹性较高，建议关注C端业务具有高弹性的【同花顺】。

图：天天基金代销网综合费率下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

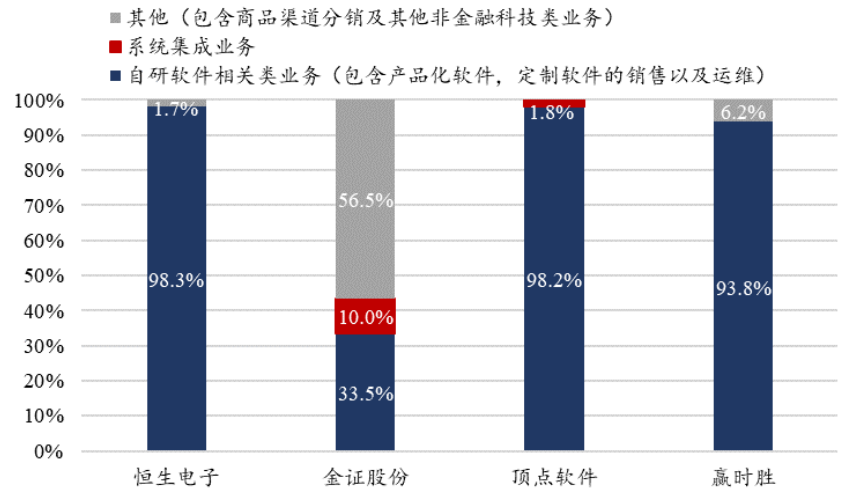
图：证券行业佣金率不断下降



数据来源：Wind，东吴证券研究所

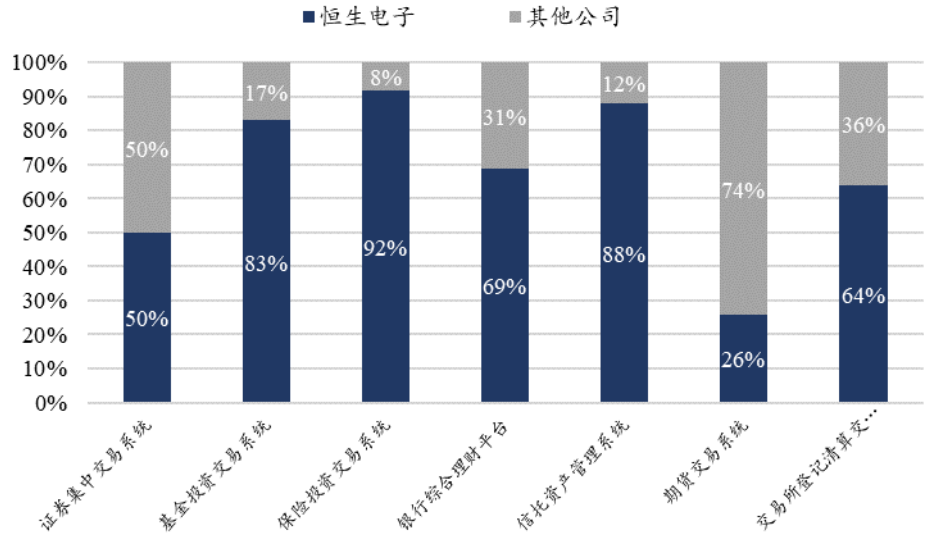
- **行业强者稳步扩大规模，中小企业另辟蹊径专注细分领域市场。**银行、保险、证券等行业的龙头IT技术供应商市占率普遍长久保持高位，以证券IT交易系统起家的金融科技龙头恒生电子为例：目前恒生在各类软件与系统市占率上领跑，市占率几乎都在50%以上，且有继续扩大的趋势。而同业务类型中小企业则在细分领域开辟疆土：顶点软件主营收入依赖“定制软件业务”，占比达65.6%，尽管在市占率上很难与龙头企业相提并论，但顶点开发的软件具有灵活性、集成化、个性化、协同性等诸多优点，因此也能在市场上分得一杯羹，同时公司在软件系统上的创新能力也是其立足优势之一；赢时胜则专注资管与托管业务，公司自研的估值清算系统在业内具有良好的口碑与市占率。

图：2019年各家公司业务营收结构



数据来源：恒生电子、金证股份等公司年报，东吴证券研究所

图：恒生电子领先金融IT业务市占率



数据来源：恒生电子公司年报，东吴证券研究所

2.3 央行数字货币呼之欲出，关注产业大变革

2.3.1 金融科技创新发展如火如荼，央行数字货币呼之欲出

- **金融科技发展迅猛，央行布局数字货币。**在国内正式推出双循环战略部署，对创新驱动发展的需求更加迫切的情况下，原有金融系统在支持实体经济方面所面临的不平衡不充分矛盾更加突出。2015年央行体系开始重点着手研究数字货币与区块链技术，到2019年银保监会鼓励各个金融部门探索利用区块链技术与实体经济深度融合，区块链技术最快的应用预计为央行数字货币，即DC/EP（Digital Currency Electronic Payment）。

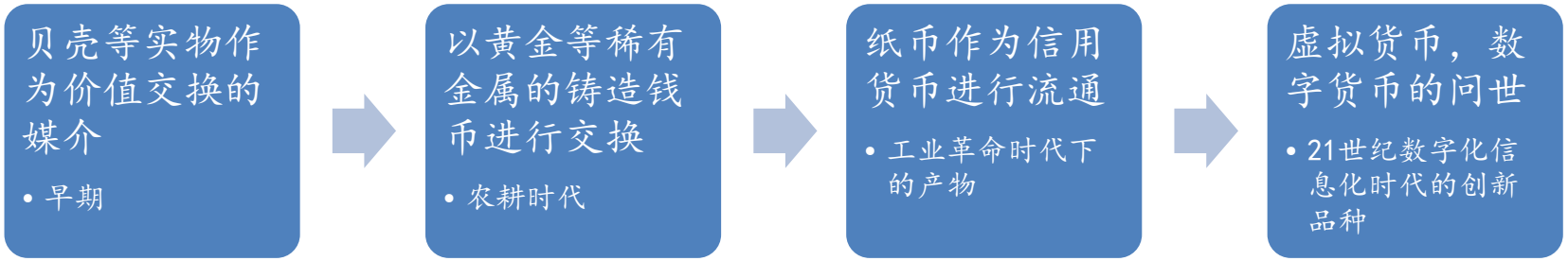
表：中国区块链技术的发展历程

时间	关键词	单位	报告/会议	内容
2015年	重点研究区块链技术	中钞区块链团队		中钞区块链技术研究院团队开始重兵布局区块链技术,该团队隶属中钞信用卡产业发展有限公司,是央行体系内最早研究数字货币和区块链技术
2016年4月1日	成立区块链联盟	中钞区块链团队		中钞区块链技术研究团队与万向区块链实验室、中证报价等联合发起成立国内首个区块链技术联盟ChinaLedger
2016年11月1日	加入国际区块链联盟	中钞区块链团队		中钞区块链技术研究团队加入国际最大的区块链联盟HyperLedger
2017年3月1日	鼓励利用区块链技术发展云计算	工业和信息化部	《云计算发展三年行动计划（2017-2019年）》	深入推进大企业双创，鼓励和支持利用云计算发展创业创新平台，支持中小企业、个人开发者基于云计算平台，开展大数据、物联网、人工智能、区块链等新技术、新业务的研发和产业化，培育一批基于云计算的平台经济、分享经济等新兴业态，进一步拓展云计算应用范畴
2017年6月1日	区块链等技术列为重点任务	央行	《中国金融业信息术"十三五"发展规划》	中国人民银行印发的《中国金融业信息术"十三五"发展规划》明确将区块链等新技术研究列为重点任务。
2017年12月1日	规定了区块链的数据格式	工业和信息化部	《区块链数据格式规范》	该标准规定了区块链的数据格式规范，包括区块链技术相关的数据结构、数据分类及其相互关系、数据元的数据格式要求
2019年7月16日	鼓励金融机构探索区块链技术	中国银保监会	《关于推动供应链金融服务实体经济的指导意见》	鼓励银行业等金融机构，在合法合规的、风险管控的前提下，探索运用区块链技术，与核心企业合作搭建服务上下游链条企业的供应链金融服务平台，创新金融产品和服务，更好满足企业融资需求
2019年12月1日	推动区块链产业发展	国务院	《关于支持国家级新区深化改革创新加快推动高质量发展的指导意见》	支持国家级新区加快发展战略性新兴产业，培育发展一批特色产业集群，加快推动区块链技术和产业创新发展，探索"区块链+"模式，促进区块链和实体经济深度融合

数据来源：Wind，东吴证券研究所

- **央行数字货币是数字信息化时代的必然趋势。**随着人们的交易方式和频率的不断改变，货币的形态也随之不断地发生变化，同时工业化革命与信息化时代也推动了货币改革。此外随着我国改革开放，日益增长的国民经济对于货币总量和货币结构有了新的要求。随着计算机和互联网技术的快速发展，人民币已经逐步实现电子化，流通在银行等金融体系内的现金和存款早已通过电子化系统实现数字化，第三方移动支付的大规模普及让流通中的现钞比重逐渐降低，这使纸质化的人民币开始走入数字化。

图：货币载体的发展历程

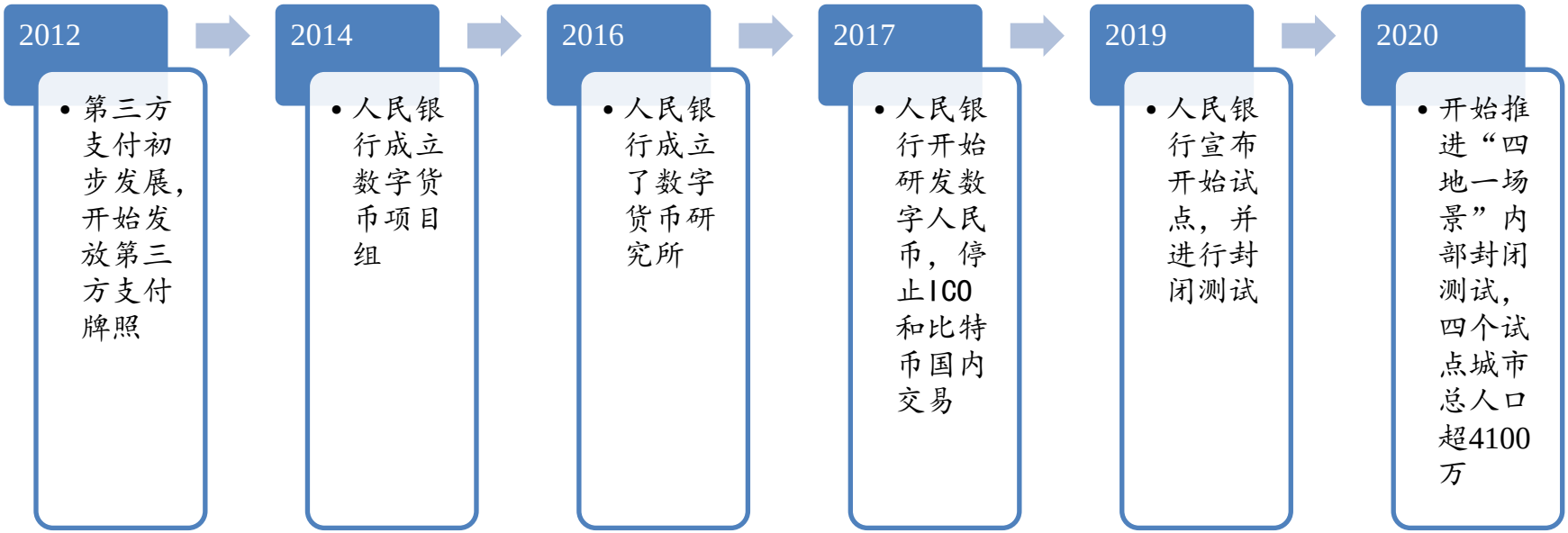


数据来源：百度百科，东吴证券研究所

2.3.3 数字化时代，货币与支付的演进方向逐步明晰

- **随科技赋能数字货币体系逐步发展，货币与支付发展方向渐渐明晰。**近年来，纸币泛滥导致的恶性通货膨胀的现象屡见不鲜，第三方支付安全性受到质疑，客观上对于权威、可靠的流通、结算的需求越来越迫切，随着金融科技逐渐成熟，各界纷纷布局数字货币体系，我国的数字货币正走在世界前列。

图：中国支付体系现代化的进程



数据来源：北大国发院微信公众号，东吴证券研究所

2.3.4 数字货币全球瞩目，中国研发一马当先

- **全球央行开始密集释放研发数字货币的信号，中国目前正走在世界的前列**。Facebook发布了数字货币项目Libra白皮书，由此引发了世界各国央行的关注与讨论。目前各国探索数字货币的直接动机包括减少对美元的依赖、抵制美国经济制裁以维护国内经济平稳，或者追求金融科技发展，改善现有体系以及维护现有货币体系的稳定。

图：国外数字货币发展进度

已上市数字货币国家	上市时间	类型	运营方式	是否去中心化	发行目的	目前情况
委内瑞拉（Petro）	2018年2月20日				通过石油币这种虚拟货币，来**回避美元对石油价格的控制**，保障国家经济安全。	因通货膨胀目前难以推广
突尼斯（E-dinar）	2019年11月7日	零售型	双层运营	去中心化	推动国内金融制度改革，**数字化其现有货币**	仍广泛使用
巴哈马（Sand Dollar）	2020年10月20日	零售型	双层运营	去中心化	使群岛内的金融系统更**现代化和合理化**	仍广泛使用

国家	目前状态	上市时间	类型	运营方式	是否去中心化	目的
瑞典（e-krona）	测试	2021	零售型	双层运营	去中心化	现金补充
中国	准备试点	无	零售型	双层运营	中心化	人民币数字化
英国（RScoin）	研发试验	无	零售型	单层运营	中心化	作为现金的补充，提升英格兰银行实现政策目标的能力。
韩国	研发试验	未知	零售型		去中心化	侧重于数字货币的未来广泛的应用
日本	研发试验	未知	批发行	双层运营	未知	日本对美国的加密数字货币高度关注，受到中国央行和韩国央行加速推进数字货币的刺激
美国	研究	无	未知	未知	未知	与美元挂钩的潜在中央银行数字货币

数据来源：央行《中国金融稳定报告（2020）》、Wind，东吴证券研究所

- **Libra的高速发展对主权货币构成威胁。**区块链技术、Facebook牵头发起的Libra引起了各国广泛关注，甚至被视作是未来超主权货币的潜在竞争者。作为一种基于区块链的数字货币，其很有可能冲击现有的货币体系：一是Libra或替代部分国家主权货币，中小国家的经济体量相对有限，其所发行的信用货币质量远不及Libra，且Libra抢先于当地政府构建起完善的金融基础设施，使该国主权货币逐渐被挤出。二是各国外汇管制难度大增，Libra为各国民众提供了间接换汇渠道（如人民币-Libra-美元），对各国的外汇管制提出了挑战。三是各国货币政策实施难度加大，资产价格或脱离央行控制。因此对于中国来说，发展数字货币势在必行。

图：Libra与DCEP的区别对比

	Libra	DC/EP
信用基础	储备货币池的价值	人民币的主权货币信用
使用范围	M0、M1甚至部分M2的领域	替代M0，即流通现金
使用方式	必须在线认证，并且基于明确的账户概念	双离线支付，且不强制绑定账户
组织形式	核心部分以协会形式运行，成员间协调重大事项费时费力	核心部分完全由央行负责管理，决策程序简单高效
监管适应	目前全球主流监管机构对其仍然疑虑重重，听证和论证之路漫漫无期	由中国人民银行主导推出，在国内有天然的“监管许可”，可以集中精力快速推进
管理方式	将逐步脱离传统金融系统，即“金融脱媒”	将传统银行体系无法单笔追踪的现金交易逐步纳入管理范围，即“现金返媒”
市场影响	将使金融市场复杂化，加剧市场波动，降低货币政策有效性	增强对M0的统一管理，会在很大程度上帮助央行实现货币政策目标
国际影响	储备资产大概率以美元为主，因此会增强美元在全球的优势地位，对非储备货币国家的主权货币或形成一定打压	完全用于人民币的M0替代，因此从理论上对外汇市场没有重大影响，在不对他国货币产生不利影响的前提下，可为人民币国际化深入实施创造有利条件，为增强我国的国际地位并提升话语权发挥积极作用。

数据来源：央行《中国金融稳定报告（2020）》、Libra白皮书、新浪财经，东吴证券研究所

2.3.6 DC/EP：以国家信用为背书，数字化的“人民币”

- **DC/EP是国家信用的体现。**从数字货币研发阶段，央行行长强调数字货币必须由央行发行。并在2020年数字货币首次写入银行法（意见稿），再次确定数字货币的合法地位与合法发行机构。

表：DC/EP研发与推广历程

时间	关键词	单位	报告/会议	内容
2014年	**成立数字货币研究小组**	央行		央行成立发行法定数字货币的专门研究小组,论证央行发行法定数字货币的可行性。
2015年	发布数字货币系列研究报告	央行		央行对数字货币的发行和业务运行框架、关键技术、发行流通环境等问题。进行深入研究,形成发行数字货币的系列研究报告。
2016年1月20日	明确数字货币战略目标	央行		央行数字货币研讨会在北京召开,明确央行发行数字货币的战略目标,这是就法定数字货币的首次公开发声。
2016年2月13日	**数字货币央由行来发行**	央行行长周小川		提出数字货币作为法定货币必须由央行来发行，区块链是可选的技术
2017年2月1日	数字票据交易平台测试完成	央行		央行推动的基于区块链数字票据交易平台测试成功。
2017年5月1日	**数字货币研究所成立**	中国人民银行数字货币研究所		中国人民银行数字货币研究所正式挂牌成立。
2018年1月1日	**数字票据平台实验性生产成功**	中钞区块链技术研究院		中钞区块链技术研究院开发的数字票据平台在上海票交所及4家商业银行(工商银行、中国银行、浦发银行、杭州银行)成功进行实验性生产
2018年3月28日	稳步推进数字货币研发	央行	2018年全国货币金银工作电视电话会议	召开2018年全国货币金融工作电视电话会议，会议表明央行正稳步推进数字货币的研发
2018年6月15日	深圳金融科技有限公司成立，主要负责技术服务	央行数字货币研究所		全资控股的深圳金融科技有限公司成立，其经营范围为“金融科技相关技术开发、技术咨询、技术转让、技术服务；金融科技相关系统建设与运行维护”
2019年8月1日	加快研发步伐	央行	2019年下半年工作会议	要求加快推进我国法定数字货币（DC/EP）研发步伐，跟踪研究国内外虚拟货币发展趋势，继续加强互联网金融风险整治
2019年8月10日	**央行数字货币采用双层运营**	中国人民银行支付结算司副司长穆长春	第三届中国金融四十人论坛上	央行数字货币呼之欲出，将采用双层运营体系
2020年4月17日	DECP启动内部封闭测试	央行数字货币研究所		央行数字货币研究所称DECP会现在深圳、苏州、雄安、成都以及未来的冬奥场景进行内部封闭试点测试
2020年8月14日	**部分地区开展数字货币试点**	商务部	《全面深化服务贸易创新发展试点总体方案》	指出京津冀、长三角、粤港澳大湾区及中西部具备条件的试点地区开展数字人民币试点
2020年10月8日	**群众参与数字货币试用**	深圳政府		深圳微博发布厅发布消息称，为推进粤港澳大湾区建设，结合本地促消费政策，深圳市人民政府近期联合人民银行开展了数字人民币红包试点。
2020年10月22日	双离线钱包已开发完成	数字货币研究所所长穆长春	2020金融街论坛年会	后续在数字货币试点过程中还会有新的项目推出，比如“双离线”的钱包已经完全开发完毕，使用也比较顺畅，在后续试点过程中也会应用到。
2020年10月23日	人民币包括实物形式和数字形式	中国人民银行	《中华人民共和国中国人民银行法（修订草案征求意见稿）》	人民币包括实物形式和数字形式；为了防范虚拟货币风险，任何单位和个人不得制作、发售代币票券和数字代币，以代替人民币在市场上流通。
2020年11月3日	推进数字货币的研发	国务院	《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》	稳进推行数字货币的研发

数据来源：央行，Wind，东吴证券研究所

2.3.7 DC/EP采取动态竞争、多方案的双层运营体系

- **DC/EP动态竞争、多方案的双层运营体系。**2016年前后，中国开始在国际上提出支付体系和数字货币双层体系的设想。中央银行在第一层，第二层目前来看已经开始运行的，有工、农、中、建四家大银行，还有中国移动、中国电信、中国联通，蚂蚁金服和腾讯微信支付，这是第二层。
- **以重视零售系统作为导向，为上层应用奠基。**可以容纳多方案的双层体系结构非常重视零售系统，零售系统是整个支付体系的基础，基础打得好，上层应用才能立稳脚跟。

图：DC/EP动态竞争、多方案的双层运营体系

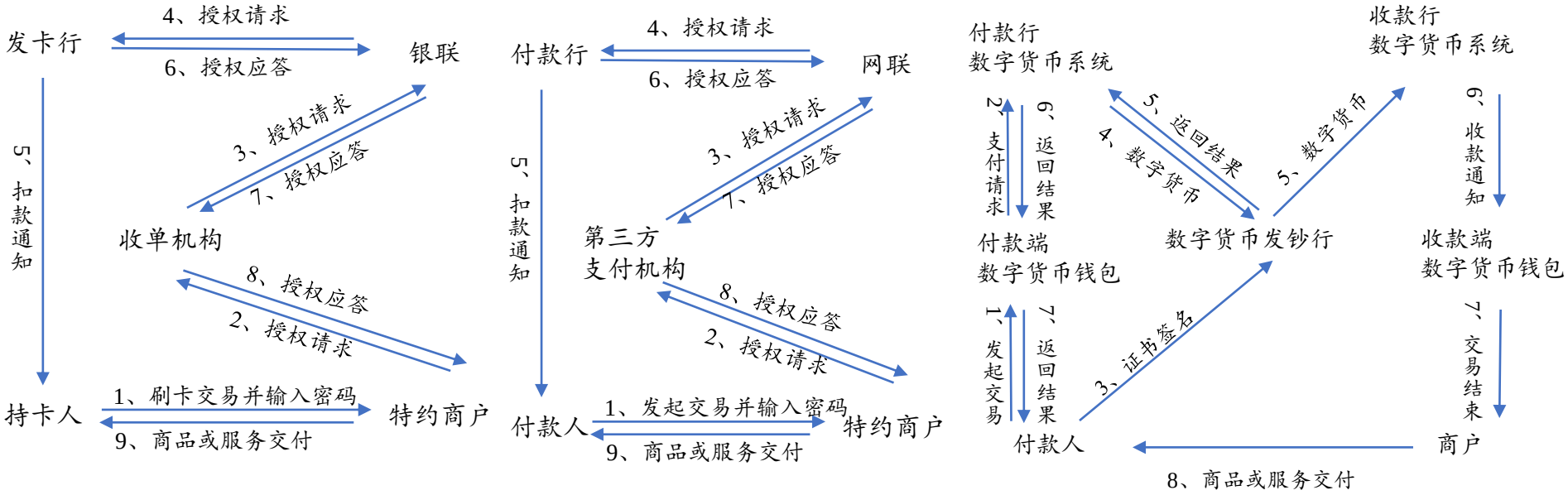


数据来源：北大国发院微信公众号，东吴证券研究所

2.3.8 DC/EP减少成本环节，国家背书破除业务壁垒

- **数字化替代降低发行成本，双层次运营助力市场流通。**数字支付的发展导致便捷性不高的纸钞与硬币应用场景逐渐减少。加之目前货币当局需要较高成本去维持M0印刷、发行、流通、回笼、贮藏、防伪等环节，数字支付涉及到的流通体系层级与支付费用较多等因素，央行便着手进行M0数字化研究，设计运作模式以减少支付环节。
- **无偿法币打破支付壁垒，着眼小额满足高并发需求。**DC/EP作为法币的数字形式，不存在流通和监管方面的障碍，有利于整合我国较为分割的支付体系，进而破除业务壁垒。货币交易系统的性能保障有利于DC/EP在无业务壁垒的环境下满足高并发需求。

图：我国现有支付体系（以跨行银行卡消费，第三方支付消费，数字货币消费为例）



数据来源：央行，零壹财经《人民币3.0：中国央行数字货币运行框架与技术解析》，东吴证券研究所

- **DE/CP拥有强大国家信用背书，匿名支付更加的可靠安全。**比特币为加密资产，优势是摆脱了传统银行账户体系的控制，而DCEP是法币，在法币环境下，央行不仅是货币发行的决策者，同时也是货币体系的强大背书。因此与完全匿名使用的现金和加密货币不同，DCEP能够实现可控匿名，可以改善识别客户能力，在保护用户合理隐私的前提下，提高对洗钱、恐怖融资、逃税等违法犯罪行为的识别效率和精准度。

表：DC/EP区别于加密资产

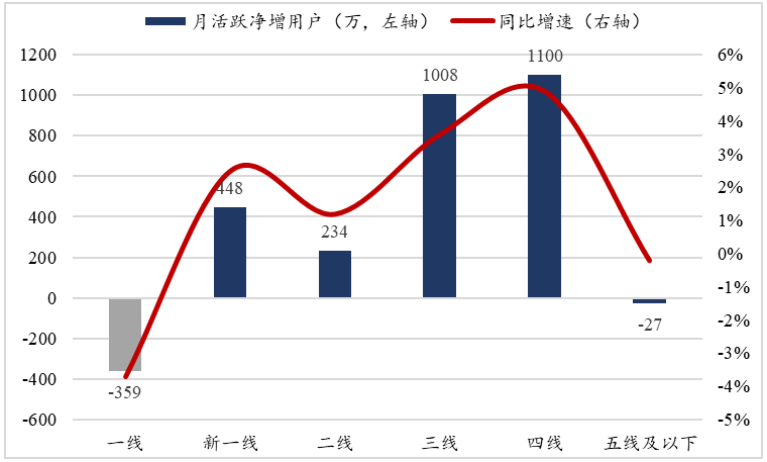
名称	DE/CP	比特币
发行部门	中国央行	无
法律效力	等同于人民币纸币	部分地区不认可
离线支付	可以	闪电网络支付
结算模式	央行结算	全网共识机制
安全性	纸币水平	全网算力维护
破产保护	央行法偿性	分叉、币价下跌
风险识别	大数据识别	无
隐私保护	可控制匿名	绝对匿名

数据来源：央行《中国金融稳定报告（2020）》，Wind，东吴证券研究所

2.3.10 冲击现有支付格局，第三方支付将挖掘低线/海外市场

- **压缩现有支付发展空间，加速行业格局重塑。**DC/EP的全面推广将显著降低支付宝、微信支付等第三方支付在B/C端的用户粘性，使已出现边际收益递减的第三方支付产业进一步丧失拓展空间。以低费率换取持续流量入口的第三方支付公司通过进一步降费维持现有用户规模，加剧行业恶性竞争与行业分化，中小型支付公司退而求其次精准定位走精品路线。
- **挖掘低线/海外市场，寻找盈利新增长点。**在第三方移动支付活跃用户的城市分布中，三线及以下城市的占比远超一二线城市，移动支付业务尚存在活跃的下沉市场有待开拓。且通过为境外业务提供商业支持和技术服务，开展境外支付业务等方式，第三方公司可获得盈利新增长点，促使第三方支付进行国际化布局。

图：2020Q2中国移动互联网月活跃净增用户



数据来源：QuestMobile《中国移动互联网2020半年大报告》，东吴证券研究所

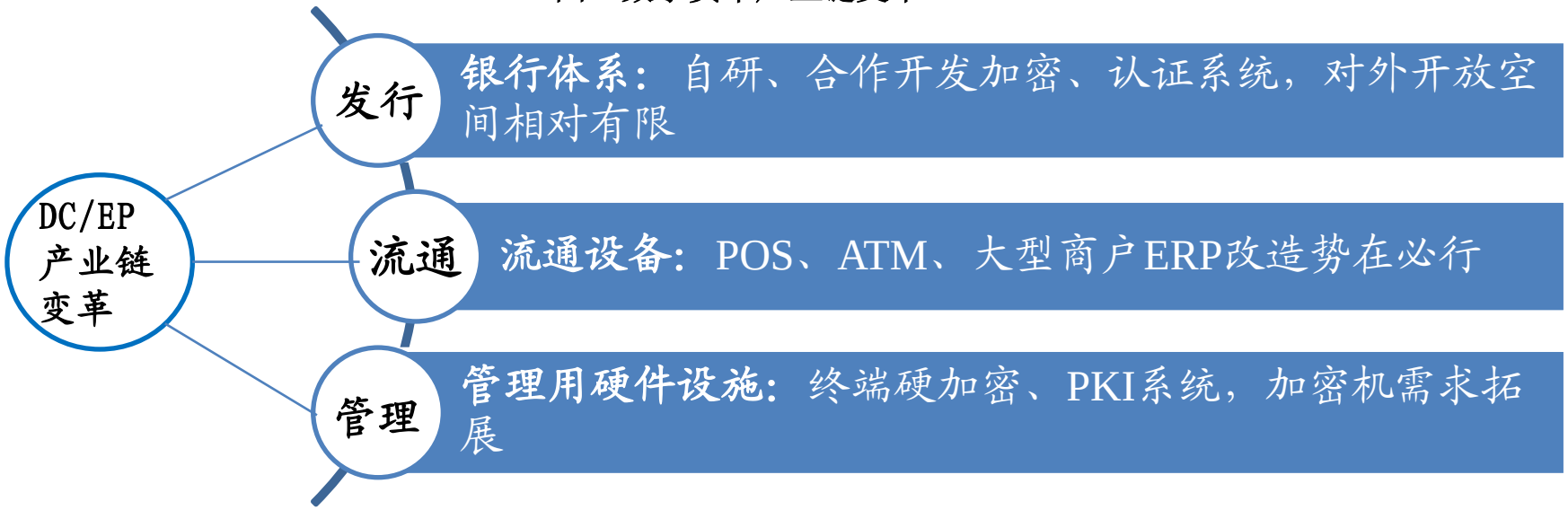
图：蚂蚁境外布局一览

时间	国家/地区	合作伙伴	产品名称	简介
2015.2	印度	Paytm	Paytm	Paytm是印度最大移动支付和商务平台。
2016.11	泰国	Ascend Money	True Money	TrueMoney是泰国最大的电子钱包，为消费者提供支付、充值、取现、乘坐地铁等服务。为在线商家提供支付网关服务。主要股东为正大集团和蚂蚁集团。
2017.2	菲律宾	Mynt	Gcash	GCash是菲律宾最大的电子钱包。
2017.2	韩国	Kakao	KakaoPay	KakaoPay是韩国最大的第三方支付平台，拥有税金缴纳、保险、信用分数、借贷等多元化的亲民金融服务。
2017.5	中国香港		AlipayHK	香港首选的电子支付平台。由蚂蚁集团与长江和记共同出资成立。
2017.7	马来西亚	Touch'n Go	TnGD	由蚂蚁与马来西亚资产规模第二的银行联昌国际银行旗下公司Touch'n Go共同出资成立。
2018.3	巴基斯坦	TMB	Easypaisa	巴基斯坦最大的互联网金融应用产品。
2018.3	印度尼西亚	Emtek	DANA	为印尼用户提供数字普惠金融服务。由蚂蚁和Emtek集团共同推出。
2018.4	孟加拉国	bKash	bKash	由孟加拉国BRAC银行与美国公司Money in Motion共同成立，蚂蚁与其达成战略合作。

数据来源：蚂蚁集团官网，东吴证券研究所

- **数字货币推出，产业链面临大变革，系统改造升级包括发行、流通、管理三个环节相关金融IT公司将受益。1）发行：**国有大型银行目前主要是内部自研，200家股份制银行和城商银行和外资银行未来IT系统将面临改造和升级，相关标的**【长亮科技】、【恒生电子】、【宇信科技】等。2）流通：**针对ATM、POS机等硬件设备，以及大型商户的ERP等软件系统的改造，关注标的**【新大陆】、【新国都】、【广电运通】。3）管理：**终端硬加密、PKI系统和加密机需求量将增加，尤其加密机需求量和交易流量成正比，未来交易量上来的话，仅金融口对加密机需求有望翻倍。关注标的**【卫士通】、【数字认证】、【飞天诚信】、【银之杰】。**

图：数字货币产业链变革



数据来源：央行等，东吴证券研究所

3. 注册制+对外开放，券商升级进入加速期

目录-注册制+对外开放，券商升级进入加速期



- 资本市场改革深化，券商业绩稳步提升
- 注册制将全面推行，促进券商优质发展
- 金融对外开放升级，券商机遇挑战并存
- 盈利预测、估值及投资建议

3.1 资本市场改革深化，券商业绩稳步提升

3.1.1 2020年资本市场改革不断深化

- **再融资新规进一步放松，注册制逐渐开始全面实施，市场监管再次强化。**2020年以来，推动券商改革的政策不断出台，规范券商运营环境，促进券商优质发展。

表：2020年以来重要政策事件梳理

时间	监管部门	关键词	事件
2020/2/14	证监会	再融资迎来放松	证监会发布“再融资新规”，此次修改显著放宽了对主板（中小板）、创业板上市公司定向增发股票的监管要求，具体包括对认购者限售期、定向发行对象人数、最高发行折价、定价基准日认定等方面的放松。
2020/3/1	证监会	公司债券发行实行注册制	新《证券法》正式实施，上交所和深交所不再实施公司债券暂停上市制度，已暂停上市的公司债券分别按照上交所和深交所《关于调整债券上市期间交易方式有关事项的通知》相关规定执行；证监会发布《关于公开发行公司债券实施注册制有关事项的通知》，公司债券公开发行实行注册制。
2020/3/13	证监会	取消外资持股限制	证监会宣布，自4月1日起取消证券公司外资股比限制，符合条件的境外投资者可根据法律法规、证监会有关规定和相关服务指南的要求，依法提交设立证券公司或变更公司实际控制人申请。
2020/4/9	国务院等	完善股票市场制度	《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》正式公布，这是中央第一份关于要素市场化配置的文件，其中提到要推进资本要素市场化配置，具体包括完善股票市场基础制度，加快发展债券市场，增加有效金融服务供给，主动有序扩大金融业对外开放等四方面内容。
2020/6/12	证监会	创业板注册制实施	证监会发布了《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司持续监管办法（试行）》和《证券发行上市保荐业务管理办法》，自公布之日起施行。与此同时，证监会、深交所、中国结算、证券业协会等发布了相关配套规则。
2020/7/1	证监会	设定科创板再融资条件	《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》发布，设定了科创板上市公司再融资基本发行条件。
2020/7/17	证监会	实施员工持股或股权激励计划	鼓励证券公司、基金管理公司做好组织管理创新工作：1）鼓励行业机构依法实现市场化并购重组，在资本实力、管理水平、信息技术等方面实现快速发展；2）支持行业机构通过直接持股或者设立资产管理计划、信托计划、有限合伙企业等形式实施员工持股或者股权激励计划。
2020/10/9	国务院	提高上市公司质量	《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》提出了六个方面17项重点举措：1）提高上市公司治理水平；2）推动上市公司做优做强；3）健全上市公司退出机制；4）解决上市公司突出问题例如股票质押风险；5）提高上市公司及相关主体违法违规成本；6）形成提高上市公司质量的工作合力。
2020/11/2	中央深改委	健全退市机制	《健全上市公司退市机制实施方案》，1）坚持市场化、法治化方向，完善退市标准，简化退市程序，拓宽多元退出渠道，严格退市监管，完善常态化退出机制；2）要加快健全证券执法司法体制机制，加大对重大违法案件的查处惩治力度，夯实资本市场法治和诚信基础，加强跨境监管执法协作，推动构建良好市场秩序。
2020/12/3	证监会主席易会满	提高直接融资比重	《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》辅导读本（一）全面实行股票发行注册制，拓宽直接融资入口；（二）健全中国特色多层次资本市场体系，增强直接融资包容性；（三）推动上市公司提高质量，夯实直接融资发展基石；四）深入推进债券市场创新发展，丰富直接融资工具；（六）大力推动长期资金入市，充沛直接融资源头活水。

数据来源：证监会、国务院等，东吴证券研究所

3.1.2 回顾2020：券商杠杆率和ROE稳步提升

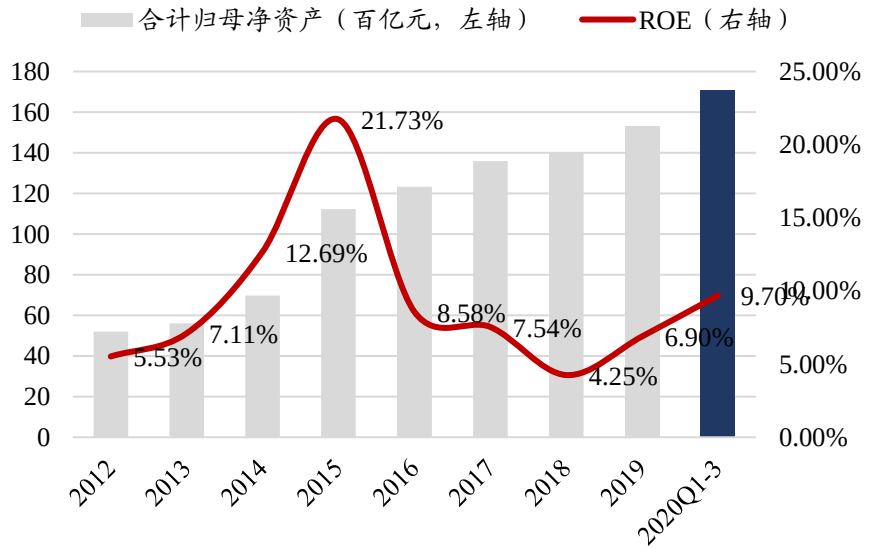
- **政策推动，行业杠杆率稳中上升。**自2016年以来，券商行业杠杆率稳步上升，2020年3月并表监管试点落地，有望提高行业的杠杆上限。上市券商杠杆率继续回升至3.88，监管层通过降低转融通费率、扩大短期融资融券额度和许可发行金融债，为优秀券商提供丰富而低成本的融资渠道。此外，券商有望通过募资进一步提升市场竞争力。
- **2020年Q1~3上市券商的ROE显著回升，大券商保持稳健。**2020Q1~3市场回暖带动ROE显著回升，39家上市券商年化ROE上升至9.70%。大券商的盈利稳健显著优于中小券商，且杠杆率显著高于行业均值。龙头券商凭借强劲的资金运用能力、严格的风险管理和灵活的交易策略获得相对更高的ROE，其中中信证券稳居行业龙头地位。

图：上市券商杠杆率逐步提升



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：上市券商净资产及ROE

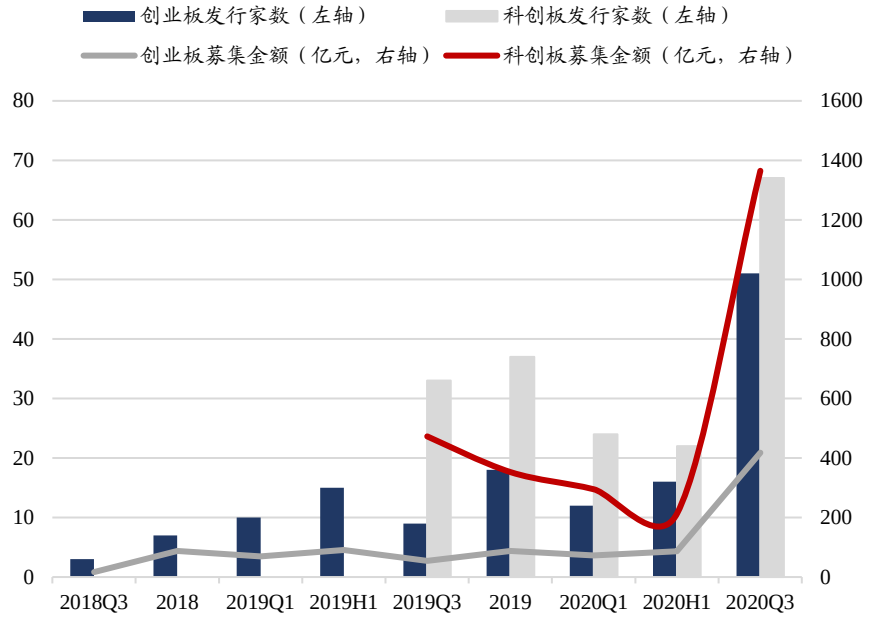


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.1.3 科创板和创业板注册制改革对投行业绩产生积极的影响

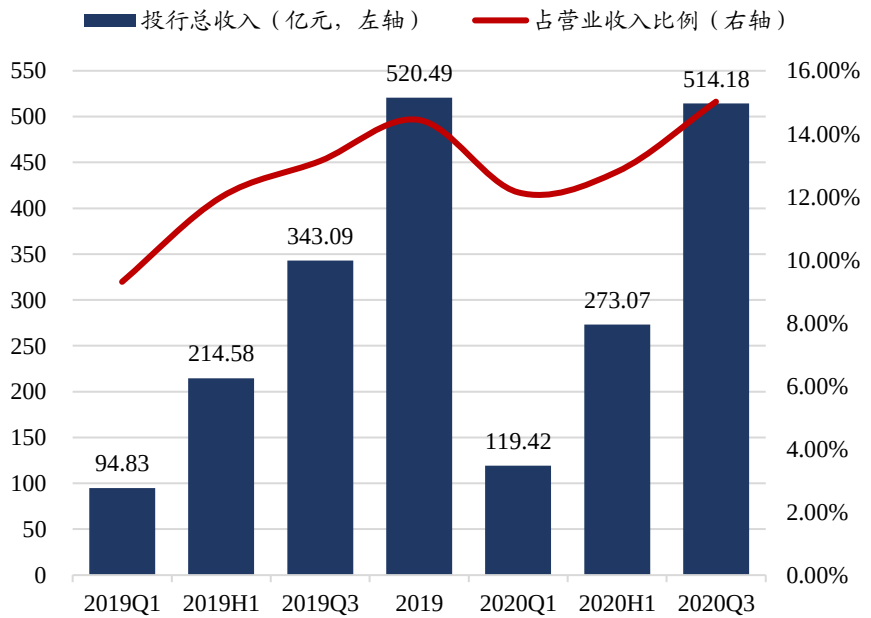
- **科创板和创业板注册制的落地，发行家数和募集金额快速提升。**2019年的科创板注册制在和2020年6月的创业板注册制的实施推动了IPO市场，自注册制实施以来科创板整体的募集规模维持333亿元每季度，今年Q3季度达到了1364亿元，同比增长了540%；而创业板今年8月注册制放开后，Q3季度的承销规模同比增长了384%至418亿元。
- **注册制改革促进了投行业务的发展。**2020年前三季度投行业务收入达到了514亿元与去年同期相比上涨了50%并占营业收入的15%。注册制改革有助于投行业务的发展但同时对券商投行团队的业务能力有了进一步的要求，目前龙头券商受益更为明显。

图：注册制改革科创板和创业板发行规模和家数变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：券商投行总收入及占比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2 注册制将全面推行，促进券商优质发展

- **政策引导释放改革信号，注册制、退市机制和提高直接融资有望全面共同推进。**中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划纲要指出要全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比例。完善现代化金融监管体系，提高金融监管透明和法制化，健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，对违法违规行为零容忍。这表明资本市场改革正有序进行，券商行业制度逐渐走向健全化，规范化，自由化。
- **注册制、退市机制和直接融资比例三者是有机联系的，三者正逐步从局部试点实施到全面政策落地转变。**提高直接融资比例的根本是完善资本市场的基本制度。而注册制和退市机制的实施完善资本市场基本制度的重要手段。

表：注册制、退市机制和直接融资的发展历程

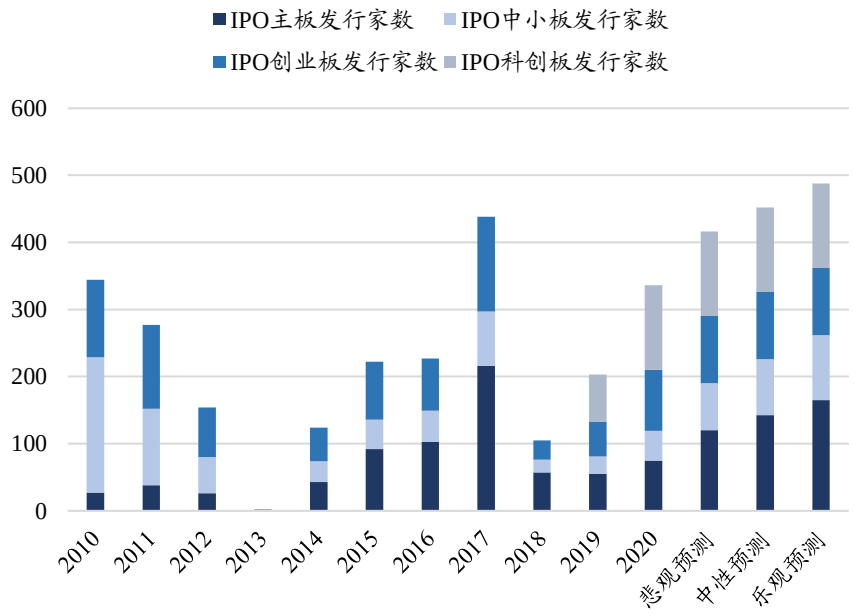
关键词	提及时间	提及事件	内容
注册制	2016年3月1日	《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用<中国人民共和国证券法>有关规定的决定》	积极稳妥推进注册制改革
	2019年1月30日	《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》	从上交所科创板入手，稳步试点注册制
	2019年11月8日	《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》公开征求意见	
	2020年6月12日	《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》	科创板的基础上，扩大注册制试点
	2020年10月9日	《关于进一步提高上市公司质量的意见》	全面推行、分步实施证券发行注册制
	2020年11月19日	2020上市公司高质量发展论坛	全市场注册制将适时稳步推进
退市机制	2012年6月28日	《关于完善上海证券交易所上市公司退市制度的方案》	全面规定了退市标准
	2014年10月15日	《关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见》	确立了主动退市制度和重大违法公司强制退市制度
	2018年3月2日	《关于修改<关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见>的决定》	重大违法强制退市的内容，强调证券交易所的退市工作主体责任，加大退市执行力度
	2020年11月2日	《健全上市公司退市机制实施方案》。	严格退市监管，完善常态化退出机制
	2020年11月19日	2020上市公司高质量发展论坛	不再简单考察企业盈利行，要更加注重持续经营能力
直接融资比例	2010年10月15日	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十二个五年规划的建议》	显著提高直接融资比例
	2013年11月9日	《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》	多渠道推动股权融资
	2018年3月5日	《2018年国务院政府工作报告》	提高直接融资特别是股权融资比重
	2019年3月5日	《2019年国务院政府工作报告》	提高直接融资特别是股权融资比重和科创板注册制
	2020年10月30日	中国证监会召开党委会和党委理论中心组扩大学习会	提高直接融资比重，进一步畅通直接投融资入口，不断完善有利于扩大直接融资、鼓励长期投资的制度安排
	2020年11月26日	刘鹤副总理在《人民日报》撰文	对金融体系进行结构性调整，大力提高直接融资比例
	2020年12月3日	《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》辅导读本	提高直接融资比重是服务创新驱动发展战略的迫切要求；是深化金融供给侧结构性改革的应有之义；是建设更高水平开放型经济新体制的重要途径。

数据来源：证监会、国务院、Wind，东吴证券研究所

3.2.2 全面注册制将大大增加IPO规模，给券商带来更高的保荐收入

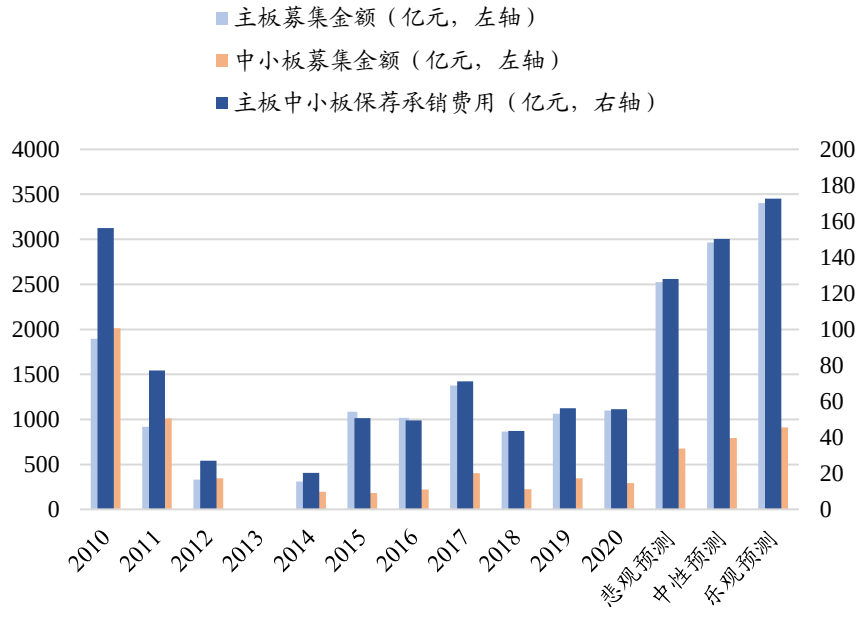
- **全面开放注册制有望增加主板和中小板的IPO规模。**根据科创板和创业板同比和环比的数，我们把发行家数上涨90%以及承销规模上涨170%作为中性指标，此时预测主板和中小板将分别发行143和84家，融资规模分别为2964亿元和793亿元；同时把发行家数上涨60%以及承销规模上涨130%作为悲观指标，此时主板将预测发行120家募集2525亿元而中小板将发行70家和675亿元；最后把120%和210%作为发行家数和募集规模的乐观指标，主板和中小板分别为165和97家并募集3401亿元和910亿元。
- **注册制提高股票的发行效率，券商的保荐承销相关收入得到提升。**我们预测2021年券商关于主板和中小板的保荐承销收入会出现大幅增加（悲观128亿元、中性150亿元、乐观172亿元）。但会对券商的投行业务的规模，保荐以及对企业的审核能力有进一步要求，此主要对龙头券商利好。

图：2021年中小板和主板发行家数预测



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：2021年中小板和主板承销规模及保荐费用预测

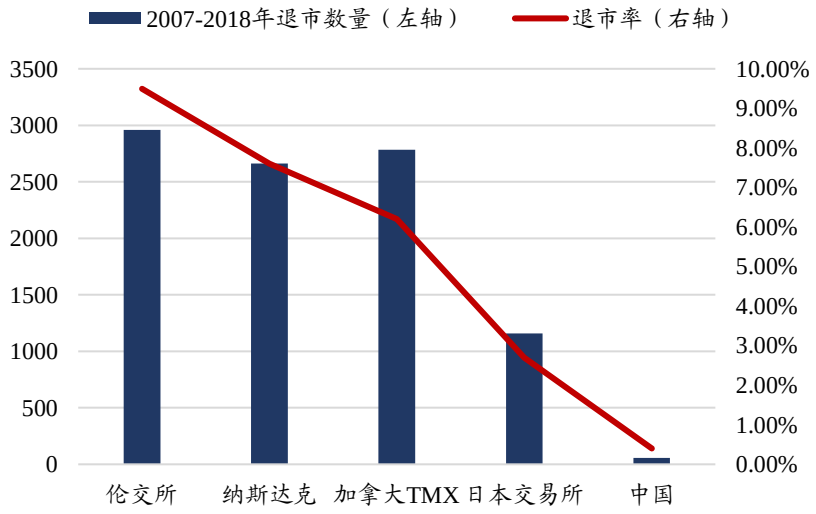


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2.3 健全的退市机制将使中国向国际成熟资本市场靠拢

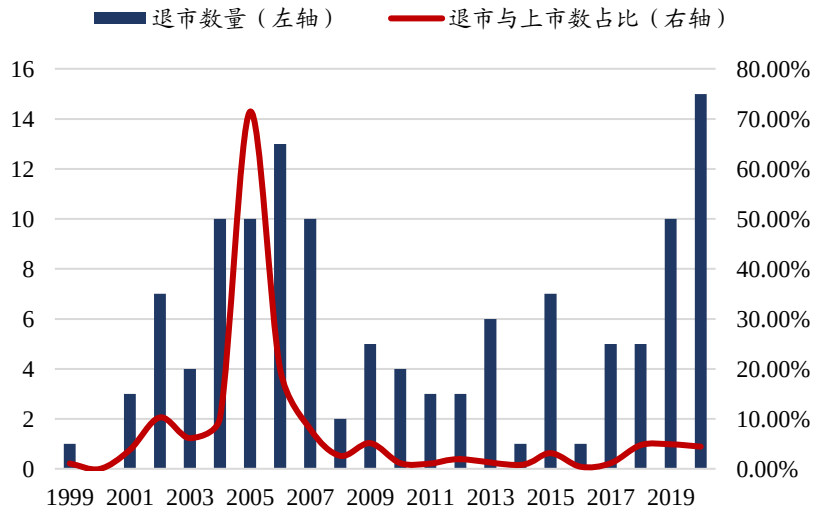
- **国内退市比率明显低于国际各大交易所。**退市制度是资本市场健康发展的基础性制度之一在成熟资本市场，上市公司退市已成为一种常态化现象。2007-2018年伦交所、加拿大TMX和纳斯达克的退市公司数量累计值均超过2500家，伦交所、纳斯达克（美国）的退市率分别达到9.5%、7.6%。而上交所和深交所退市率仅0.3%和0.1%
- **国内退市机制逐渐成熟，更加注重企业持续经营能力，**2020年退市公司数量明显增加。随着未来退市机制的完善，国内A股市场的退市比率将逐渐向国际成熟的资本市场靠拢，上市企业质量将进一步得到优化

图：2007-2018年各大交易所退市情况



数据来源：WFE，Wind，东吴证券研究所

图：1999-2020年中国退市数量

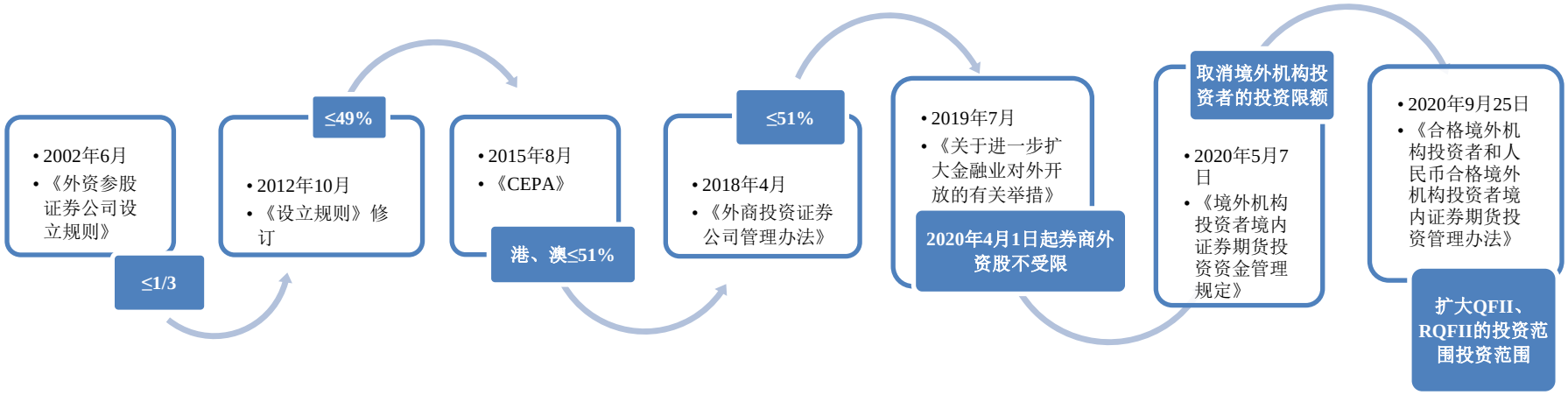


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.3金融对外开放升级，券商业务有望迎来新增量

- **逐步放开外资持股比例与交易限制，短期激活市场长期正向引导**。2020年3月14日证监会明确，自2020年4月1日起取消证券公司外资股比例限制。9月25日各交易所分别发布了新修订的QFII、RQFII实施细则，主要内容是允许合格境外投资者投资于存托凭证、股票期权、政府支持债券等；同时，允许其参与融资融券交易、转融通证券出借交易以及债券回购交易，并于11月1日开始实施。对于券商而言，短期内外资券商规模有限，尚未融入中国市场形成竞争优势，长期而言外资券商的国际化先进经验有助于引导证券行业业务转型，积极发展。

图：券商外资持股比例逐渐放开时间轴

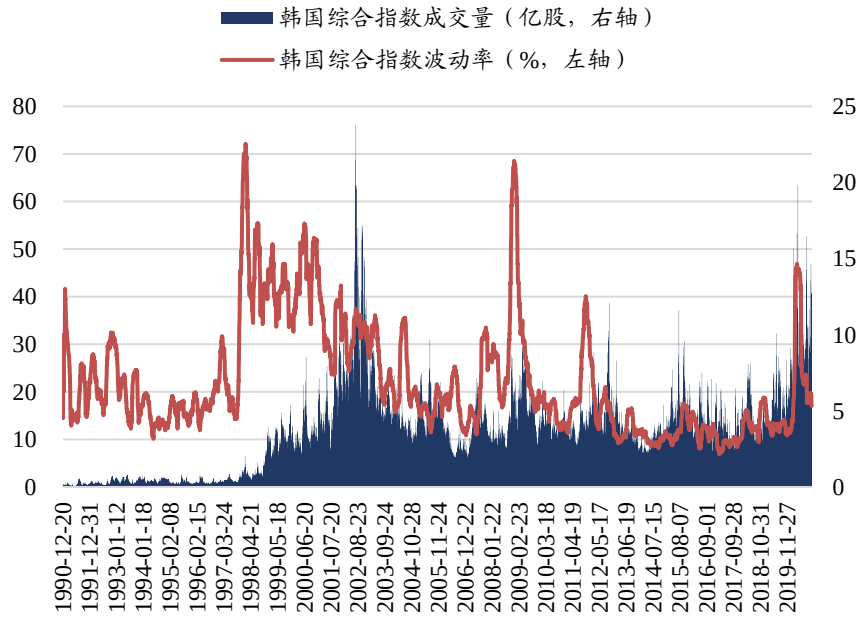


数据来源：国务院、证监会、Wind，东吴证券研究所

3.3.2 海外T+0经验：未来制度落地将给券商经纪业务带来增量

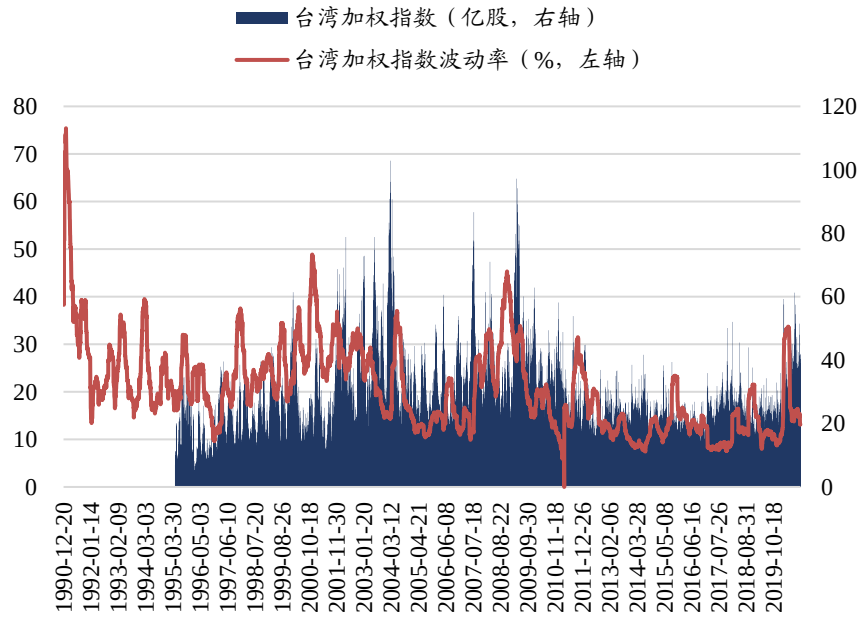
- **韩国和台湾地区T+0政策实施之后成交量明显提升。**1997年1月1日韩国放开T+0政策后，韩国综合指数交易量相比于以往出现了明显的上升并在2002年7月23日达到峰值为23.7亿股而随后出现大幅下跌并逐渐稳定在5亿股/日。台湾地区1994年T+0政策半开放后，成交量出现了大幅震荡的情形，而随后2014年全面开放后，成交量趋于稳定整体维持在22亿股/日。由此推测未来国内T+0政策放开将给股市成交量带来大幅的提升。
- **韩国和台湾地区T+0政策之后，波动率逐渐放缓。**1997年韩国T+0政策实施之后，波动率平均维持在10%，相较于以往有所放缓。而台湾地区的波动率也逐渐趋于稳定。这表明T+0的实施在完善的监管制度下可能不会给市场带来较大的冲击。

图：韩国综合指数历年的波动率与成交量



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：台湾加权指数历年的波动率与成交量



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.3.3 海外T+0经验：T+0制度伴随严厉的监管政策，同时需提高机构投资者比例

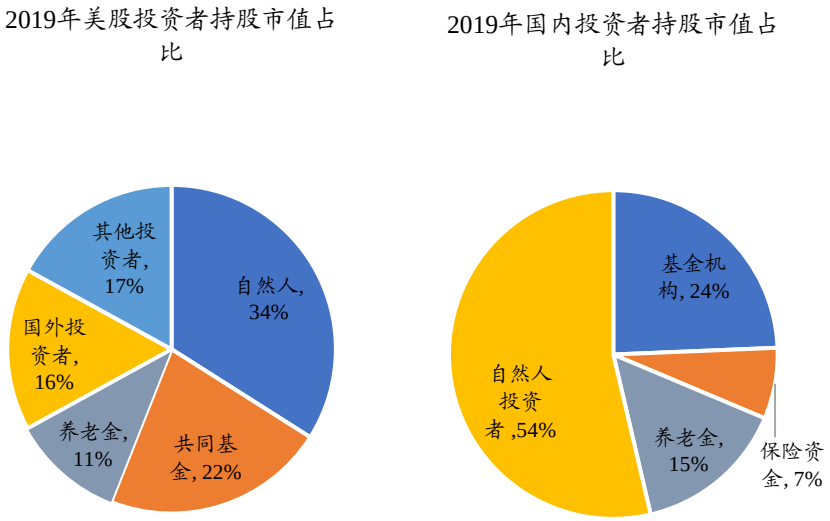
- **各个地区的T+0制度的实施但伴随着相应的监管政策。**海外主要证券市场均采用T+0的交易制度，但各证券市场并非完全放开股票买卖的限制，而是按照本土市场的情况，设置了一定的监管措施，从而在一定程度上保护了中小投资者的权益。由此未来国内T+0交易也会伴随符合中国特色的严厉监管政策。
- **与美国相比，国内的投资者结构主要是个人投资者占主导地位。2019年**国内个人投资者的持股市值达到54%，而在美国资本市场中仅占34%。相比于机构投资者，个人投资者对企业的盈利和企业基本面缺乏中长期的研究和判断，因此往往存在情绪化、交易频繁等投资特征。因此相比国外成熟的资本市场，若国内T+0制度的实施可能会造成证券市场的大幅波动。

表：各个国家及地区T+0制度实施条件

国家及地区	T+0制度	T+0交易条件
美国	账户总资产小于2000美元不可进行T+0交易	投资者筛选
	账户资产在2000-25000美元之间，五天之内给予3次T+0交易机会	
	账户资产大于25000美元，允许进行T+0交易	
日本	仅允许每只股票每日T+0交易一次，并伴随限价委托，涨跌幅限制，特别报价制度等一下配套措施	投资者筛选和交易限制
韩国	允许T+0交易但禁止信用交易	禁止信用交易
泰国	对个人投资者有限制且总成交金额不得超过保证金4倍，	投资者筛选，交易额限制
台湾地区	1994年T+0交易：只有信用账户参与且只适用于参加融资融券交易的证券	试点实施，风险评估
	2014年T+0交易：现金账户都可参与T+0交易但经纪商预收足额或一定款项以充当准备金且每日对账户进行评估；累计亏损达其单日买卖额度二分之一需暂停交易，机构投资者不受限制	

数据来源：各国证券交易所官网、Wind，东吴证券研究所

图：美国与中国投资者结构对比

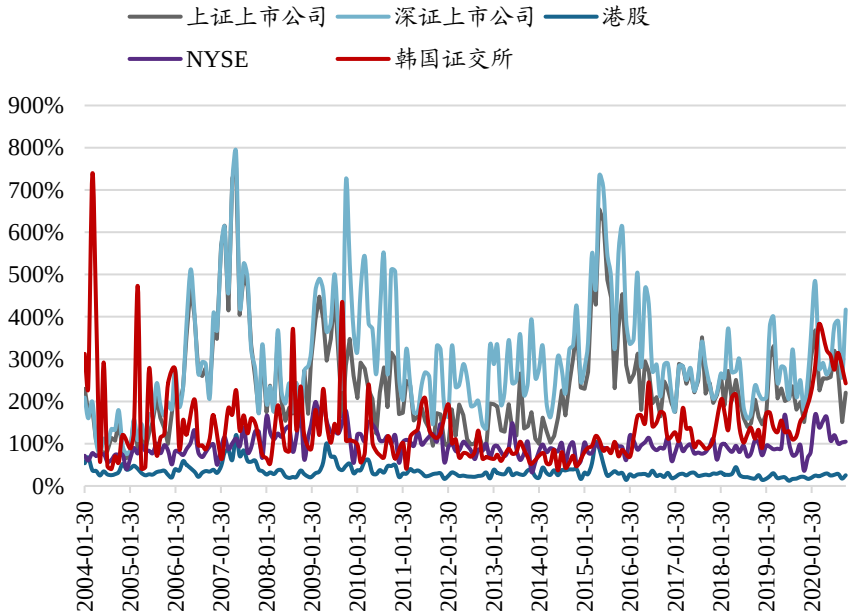


数据来源：美联储、Wind，东吴证券研究所

3.3.4 海外T+0经验：未来国内实施T+0仍存在较大的不确定性，或选择逐步试行

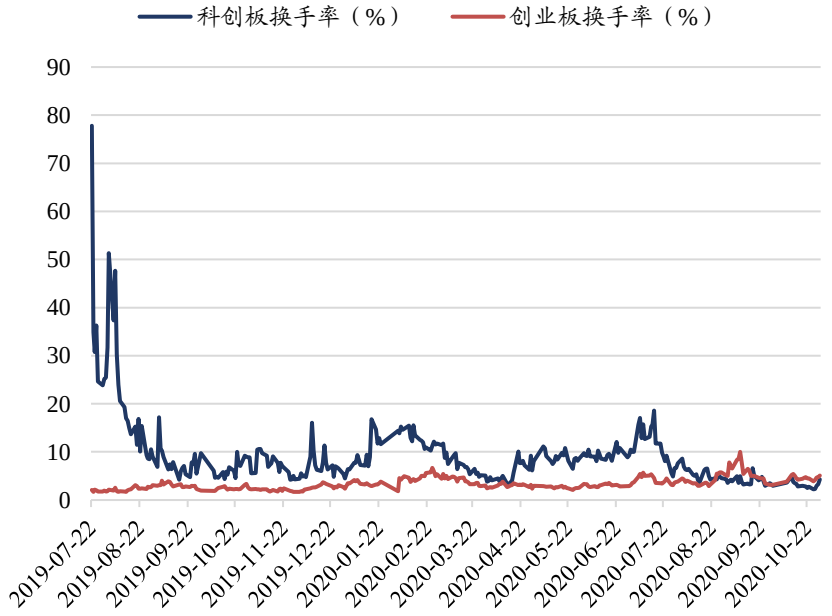
- **国内证券市场的换手率明显高于其他其他国家及地区。**目前，港股的换手率平均维持在34%，纽约交易所的换手率在96%，而上证上市公司和深证上市公司的换手率均达到了250%以上。这表明国内市场可能仍存在较多的个人投资者。
- **未来国内T+0制度或可选择科创板和创业板作为先行试点。**从中国台湾的实践经验来看，逐步试行T+0是促进制度平稳落地的有效做法。目前，科创板与创业板推注册相继推出。科创板的换手率也从80%迅速滑落至较低水平。并在8月24日后，科创板的换手率平均维持在3.74%低于创业板的5.23%。因此与境外成熟市场接近，具备一定的试点T+0的基础。

图：各个国家及地区换手率的表现



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图：科创板与创业板换手率对比



数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.4 盈利预测、估值及投资建议

- **盈利预测：**我们预计中性假设下，证券行业2020年营业收入、净利润分别增长21.1%、24.2%，ROE为7.36%；2021年营业收入、净利润在中性假设下将分别增长10%和25.4%，ROE为8.5%。净利润增长主要源于资本市场改革驱动、对外开放利好等因素，同时2021年净资产规模增至2.3万亿元。

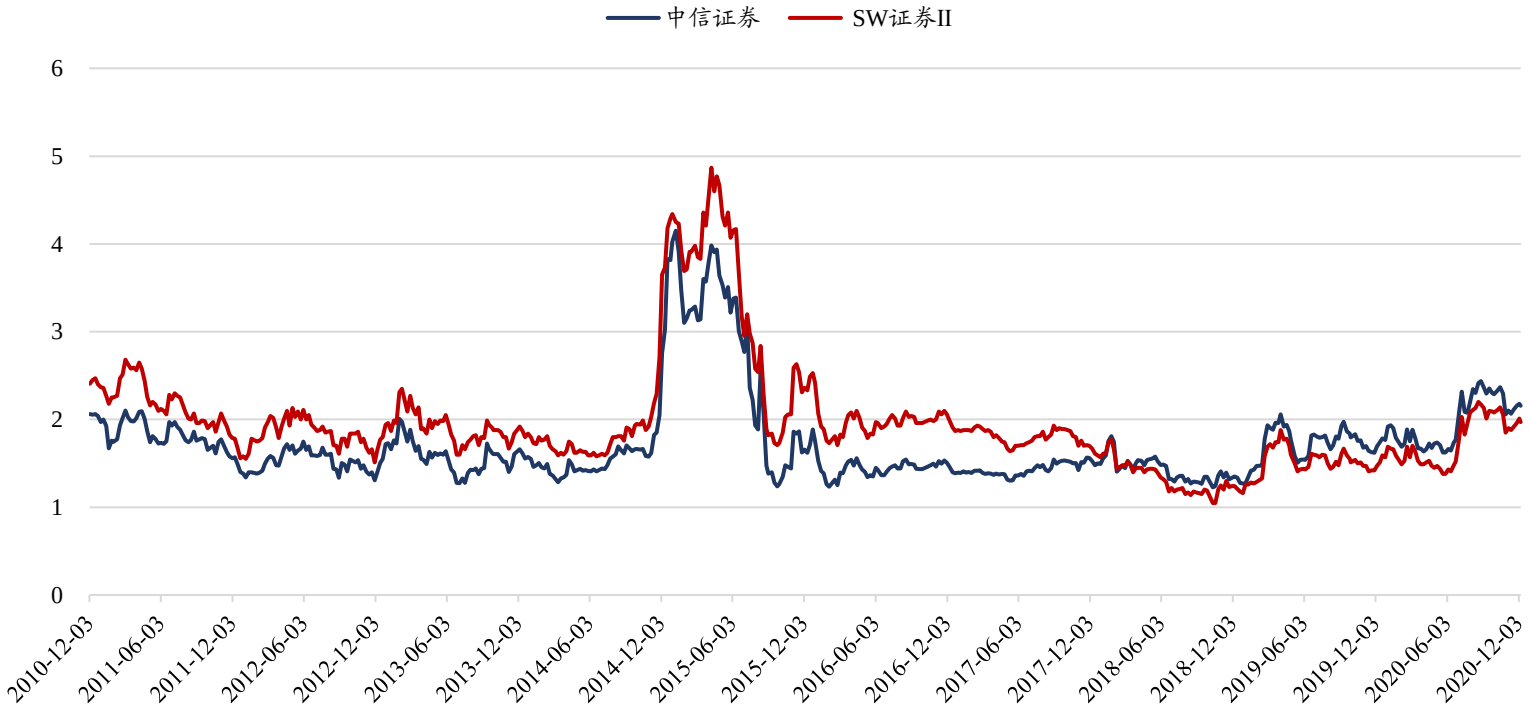
2020年证券行业盈利预测及核心假设

单位：亿元	2017	2018	2019	2020E	2021E（悲观）	2021E（中性）	2021E（乐观）
日均股票+基金成交额	5011	4139	5597	9000	9200	9500	10000
代理买卖证券业务净收入（含席位租赁）	**821**	**623**	**788**	**1186**	**1212**	**1275**	**1366**
IPO募资总额	2301	1375	2532	4500	5313	5813	6426
定增募资总额	12705	7752	6932	11091	11091	14419	17746
券商债券承销金额	45216	56820	76121	91345	100480	115552	138662
承销与保荐业务净收入	**384**	**258**	**377**	**545**	**634**	**727**	**852**
财务顾问业务净收入	**125**	**112**	**105**	**110**	**88**	**105**	**127**
资产管理规模	168843	133569	108309	102893	92604	108038	113182
资产管理业务净收入	**310**	**275**	**275**	**285**	**264**	**285**	**292**
融资融券余额	10263	7557	10193	15500	14725	16275	17050
利息净收入	**348**	**215**	**229**	**572**	**539**	**604**	**643**
证券投资收益（含公允价值变动）	**861**	**800**	**1222**	**1283**	**1219**	**1347**	**1411**
营业收入	**3113**	**2663**	**3605**	**4367**	**4321**	**4805**	**5199**
净利润	**1130**	**666**	**1231**	**1538**	**1763**	**1916**	**2054**
净利润率	36.30%	25.00%	34.10%	35.00%	40.80%	39.87%	39.51%
净利润增速	**-8.50%**	**-41.00%**	**84.80%**	**24.16%**	**15.35%**	**25.36%**	**34.39%**
净资产	18500	18900	20200	21623	23175	23267	23349
ROE	**6.50%**	**3.60%**	**6.30%**	**7.36%**	**7.87%**	**8.54%**	**9.14%**

数据来源：证券业协会，东吴证券研究所

- **长期政策催化行业估值提升，当前板块估值仍处于相对低位，具有显著配置价值：**长期来看，一系列制度变革陆续推进，资本市场改革、金融市场对外开放、基金投顾试点等持续深化，推动行业竞争格局变化和长期ROE中枢提升，券商α明显提升，当前行业估值仍处于低位，具有显著配置价值。**建议关注最具成长性+业绩有望超预期的零售证券龙头【东方财富】；业绩增长确定，最受益行业集中度提升的龙头券商【中信证券】。**
- 风险提示：1）股市下行调整；2）监管趋紧。流动性收紧。

SW证券Ⅱ及中信证券历史估值水平（市净率）



数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至2020年11月30日）

4. 风险提示

- **1）信用风险扩大：**在经济转型、去杠杆和打破刚兑的背景下，市场违约事件频出将打击投资者对市场的信心；
- **2）监管趋严，流动性收紧：**货币政策预期转向平稳水平，市场流动性收紧将降低投资者风险偏好；
- **3）国内外疫情控制不及预期：**疫情控制不及预期将可能造成再一次的停工停产，经济恢复信心下降；
- **4）开门红不及预期：**保险负债端转暖预期来自开门红销售情况，若开门红不及预期将影响保险全年保费预期及保险长期投资者信心；
- **5）股市进一步调整：**股市调整将会影响券商的自营、经纪等业务经营情况。

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.cn

东吴证券 SOOCHOW SECURITIES

东吴证券 财富家园