证券

2020 年 12 月 04 日

改革造良机，转型助发展

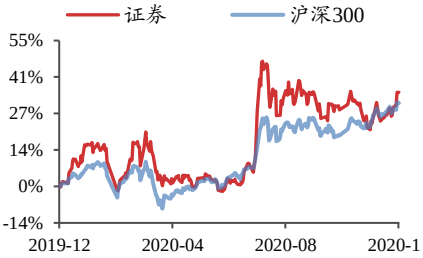
——证券行业 2021 年度投资策略

高超（分析师）
gaochao1@kysec.cn
证书编号：S0790520050001

龚思匀（联系人）
gongsiyun@kysec.cn
证书编号：S0790120110033

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《上市券商 2020 年 3 季报综述-经纪和投行快速增长，政策利好驱动 ROE 上行》-2020.11.4

《上市券商三季报业绩前瞻-三季报业绩有望高增，政策红利延续》-2020.10.16

《《关于进一步提高上市公司质量的意见》政策点评-国务院明确做强上市公司，纲领文件落地利好券商》-2020.10.11

● **注册制及创新业务驱动下，ROE 有望进一步上行**

资本市场处于历史发展机遇期，全面注册制、长期资金引入等政策有望超预期落地。2021 年创新业务增长有望成为业绩亮点，跟投利润释放、衍生品及融券快速发展将带来业绩变现，我们预计**上市券商 2021 年整体净利润同比+18.8%，ROE 有望达 9.3%，维持行业“看好”评级。**两条主线选择受益标的：头部券商资产能力突出，在投资和投行带动下业绩有望超预期，受益标的：中信证券、华泰证券、招商证券、国泰君安；特色优势突出的中小券商业绩增速有望超越同业，推荐标的：国金证券和东方财富，受益标的：兴业证券。

● **回顾：券商具有阶段性超额收益，各业务全面增长**

2020 年券商具有阶段性超额收益，上半年受疫情影响，机构对权益市场预期悲观，下半年经济复苏，券商板块有所回升，10 月以来部分券商三季度业绩不达预期，同时信用债风险下，券商板块有所回落。从个股看，受银证混业经营、合并预期等影响，业绩突出、银行系或有合并预期的券商涨幅较大。2020 前三季度，证券行业实现净利润 1327 亿元，同比+43%，行业年化 ROE 达 8.3%，各业务实现全面增长，经纪、投行同比分别+43.9%/+51.7%，驱动业绩高速增长。

● **手续费型业务：加速转型，占比提升**

1）经纪：2020 年市场活跃度大幅提升，预计 2021 年高基数下股票成交额小幅下降，券商加速向财富管理转型，代销规模不断扩张，公募基金投顾逐步发展，金融科技赋能下财富管理转型持续深化；**2）投行：**全面注册制预期明确，IPO 单数有望持续增长，费率逐渐趋稳，股权融资和债券融资规模持续扩张，驱动投行业务进一步发展；**3）资管：**政策引导下，券商向主动管理转型是大势所趋，2020Q3 主动管理规模 TOP10 券商月均主动管理规模占比达 54%，较年初提升 11 个百分点，同时，随着“一参一控”放开，券商将逐步发力权益公募市场。

● **资金型业务：扩表核心，机构化转型**

1）投资：场内衍生品品种扩容，场外衍生品持续扩张，截至 2020 年 8 月末，场外期权和收益互换本金规模分别为 6555/3585 亿元，较年初+41%/+126%，中证协放宽一级和二级场外交易商资质，扩容个股标的，预计未来衍生品业务将持续扩张，驱动杠杆率不断提升，同时注册制跟投下，券商直投和跟投有望成为新的业绩增长点。**2）两融：**融券供给端和机制端有所松绑，市场活跃度提升下两融规模大幅扩张，截至 11 月 19 日，两融余额为 1.56 万亿，较年初+53%，融券余额较年初增长 7 倍，占两融比重从年初的 1.4%提升至 7.5%。未来更多机构有望参与证券出借，两融规模持续扩张。同时，随着融券、衍生品等创新业务崛起，券商机构化转型不断推进，驱动各业务实现联动。

● **风险提示：**政策落地不及预期；新冠肺炎疫情反复，对宏观经济冲击超预期，券商业务信用风险加大。

目 录

1、 历史复盘：券商整体业绩高增 4
2、 资本市场深改持续推进，居民财富加速入市 6
2.1、 经济有望持续修复 6
2.2、 资本市场深改持续进行，全面注册制有望加速落地 7
2.2.1、 政策梳理：资本市场深改持续推进 7
2.2.2、 政策预期：全面注册制有望加速落地 8
2.3、 居民资产加速入市 10
3、 轻资本业务占比不断提升，杠杆率持续上行 12
3.1、 经纪业务：向财富管理转型 12
3.2、 投行业务：注册制下迎来机遇 16
3.3、 资管业务：主动管理转型 19
3.4、 投资业务：驱动资产扩表 22
3.5、 资本中介业务：两融规模持续扩张 24
4、 金融科技：赋能券商各项业务 25
5、 盈利预测及投资建议 27
5.1、 盈利预测：预计上市券商整体 2021 年净利润同比+18.8% 27
5.2、 投资建议：注册制及创新业务驱动下，ROE 有望持续上行 29
6、 风险提示 29

图表目录

图 1： 券商具有阶段性超额收益 4
图 2： 当前板块 PB 位于历史中枢 5
图 3： 当前板块 PE 位于历史中枢 5
图 4： 2020 年主动型基金券商重仓占比有所下降 5
图 5： 券商板块持续低配 5
图 6： 2020 前三季度净利润高速增长 6
图 7： 2020 前三季度 ROE 持续上行趋势 6
图 8： GDP 同比增速逐步回升 7
图 9： PMI 保持增长 7
图 10： 中国个人可投资资产规模稳健增长 10
图 11： 2019 年我国居民家庭资产以房地产为主 11
图 12： 我国居民非金融资产占总资产比重较高 11
图 13： 2019 年我国居民持有金融资产中存款占比较高 11
图 14： 新发基金规模不断提升 11
图 15： 全市场非货基申购量持续提升 12
图 16： 全市场非货基保有量持续提升 12
图 17： 2020 年新增投资者数量不及 2015 年 12
图 18： 2020 年市场活跃度明显提升 13
图 19： 行业佣金率呈下行趋势 15
图 20： 2020 年以来各证券 APP 月活明显上升 15
图 21： IPO 单数有望持续增长 16

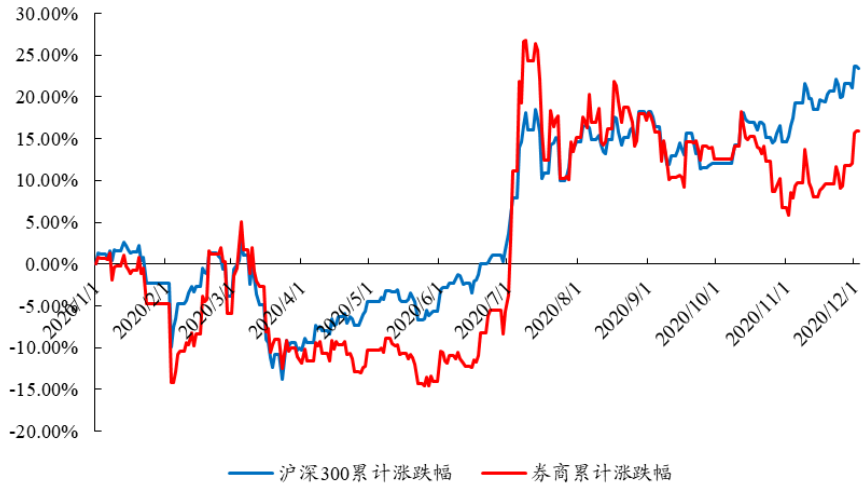
图 22: IPO 费率略有上升 16
图 23: 再融资承销规模同比上升 18
图 24: 债承规模保持增长 18
图 25: 头部券商 IPO 承销规模占比呈上升趋势 18
图 26: 头部券商核心债承销规模占比呈上升趋势 18
图 27: 头部券商再融资规模和数量占比呈现上升趋势 19
图 28: 交易所审核速度存在阶段性放缓 19
图 29: 2020Q2 末券商集合资管规模较年初+2.4% 20
图 30: 2020 前三季度上市券商资管收入同比+24.7% 20
图 31: 上证 50ETF 和沪深 300ETF 期权成交量大幅扩张 23
图 32: 场外衍生品规模持续扩张 23
图 33: 两融规模持续提升 24
图 34: 融券规模大幅扩张 24
图 35: 股票质押规模持续下降 25
图 36: 金融科技发展历程 26
图 37: 央行提出金融科技三年发展规划 26
图 38: 目前券商板块 PE 估值位于历史中枢 29

表 1: 两类公司超额收益率较高 4
表 2: 2020 前三季度券商业绩持续增长 6
表 3: 政策利好围绕资产端、资金端和行业松绑三方面铺开 7
表 4: 政策利好有望不断落地 9
表 5: 预计 2020 年日均股基成交额为 8980 亿元，同比+61% 13
表 6: 中性假设下，预计 2021 年日均股票成交额较 2020 年-5% 13
表 7: 代销金融产品业务大幅增长 14
表 8: 头部券商机构客户保证金占比有所增长 15
表 9: 七家券商已开启基金投顾展业 15
表 10: 头部券商 IPO 储备量整体靠前 17
表 11: 券商主动管理占比不断提升 20
表 12: 券商权益基金数量和规模大幅增长 21
表 13: 部分券商参股控股基金公司利润贡献较高 21
表 14: 2020H1 券商 PE 子公司净利润延续增长势头，头部券商表现抢眼 22
表 15: 2020H1 年券商另类投资子公司净利润同比增加 23
表 16: 头部券商场外衍生品名义本金扩张较快 24
表 17: 2020Q3 末社保基金重仓转融券标的股市值约为 3368 亿元 24
表 18: 券商信息技术投入明显提升 26
表 19: 各券商加码金融科技 26
表 20: 中性假设下，预计上市券商 2021 年净利润同比+18.8% 27
表 21: 三种情景下，预计上市券商 2021 年净利润增速在+9.8%至+25.2%之间 28
表 22: 受益标的盈利预测及估值 29

1、 历史复盘：券商整体业绩高增

券商具有阶段性超额收益。截至 12 月 3 日，沪深 300 指数累计+23.4%，证券累计+15.9%，整体看券商全年具有阶段性超额收益，截至目前跑输指数 8 个点。上半年，宏观经济受疫情影响，权益市场整体预期悲观，券商不确定性较强，跑输指数。7 月以来，疫情有所好转，经济逐步恢复，权益市场风险偏好明显提升，同时随着创业板注册制落地，各项政策持续利好，券商板块迎来戴维斯双击，超额收益率较高。10 月后，券商三季度业绩出炉，部分券商业绩不达预期，11 月信用债风险暴露，部分券商受到影响，券商板块有所下跌。

图1：券商具有阶段性超额收益



数据来源：Wind、开源证券研究所

两类公司超额收益率较高。从年初至 12 月 3 日，中银证券、国联证券、中泰证券、中金公司为新股，超额收益较高。除新股、次新股外，两类券商超额收益较高，一类是特色优势明显，业绩表现优异的公司，如东方财富和国金证券；另一类是合并及银证混业经营题材类公司，如中信建投、光大证券、招商证券、浙商证券等。

表1：两类公司超额收益率较高

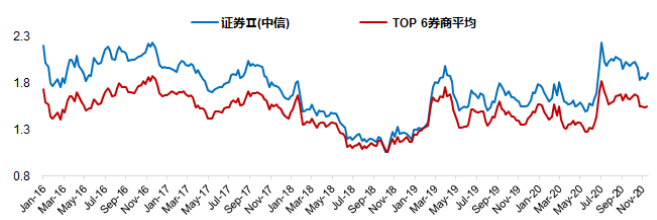
公司	截至 12.3 日涨跌幅（%）	超额收益率（%）	券商指数超额收益（%）
国联证券	258.50	242.61	235.05
中银证券	247.28	231.39	223.84
中泰证券	167.83	151.94	144.38
东方财富	122.62	106.73	99.17
国金证券	102.87	86.98	79.42
中金公司	75.01	59.13	51.57
招商证券	56.31	40.43	32.87
光大证券	50.31	34.42	26.86
浙商证券	49.60	33.71	26.16
中信建投	47.84	31.96	24.40
沪深 300 指数	23.45		

证券Ⅱ	15.89		

数据来源：Wind、开源证券研究所

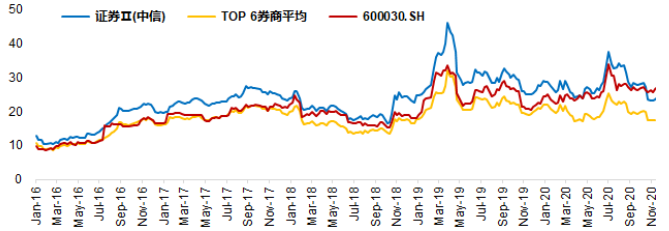
当前板块估值位于历史中枢，头部券商平均估值位于历史低位。当前板块 PB1.9，PE22 倍，处于 2013 年以来的历史中枢，与 2019 年初估值类似，六家头部券商（中信证券、华泰证券、海通证券、国泰君安、招商证券）平均 PB1.6 倍，PE18 倍，处于历史低位。

图2：当前板块 PB 位于历史中枢



数据来源：Wind、开源证券研究所

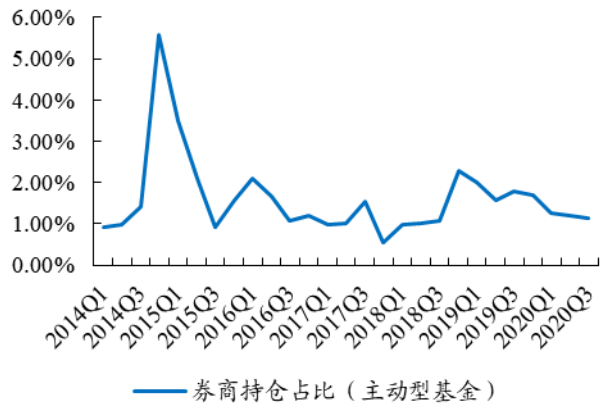
图3：当前板块 PE 位于历史中枢



数据来源：Wind、开源证券研究所

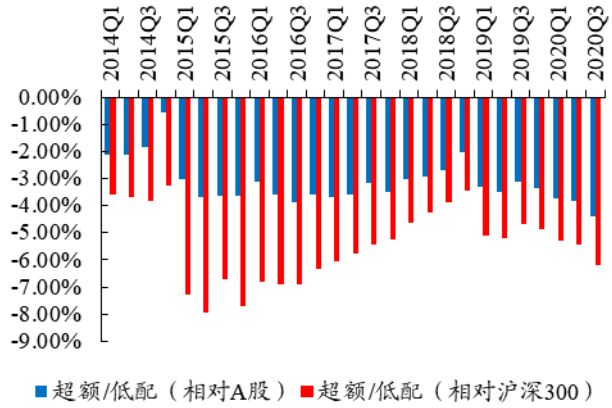
主动型基金券商持仓占比有所下滑，券商板块持续低配。2020 年结构性行情下，主动型基金前十大重仓股中，券商市值占比有所下降。主动型基金低配券商板块，2020Q3 券商板块持股市值相较沪深 300 低配 6.18pct，较 A 股低配 4.41pct，2018 年末为券商配置高点，2020 年以来券商持仓有所下滑，主要受个股影响较大。券商重仓股集中在中信证券、华泰证券等头部券商以及东方财富，2018 年末重仓标的配置达到较高水平，2020 年主动型基金对中信证券、华泰证券等头部券商减仓明显，带来券商整体持仓占比下滑。

图4：2020 年主动型基金券商重仓占比有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：券商板块持续低配

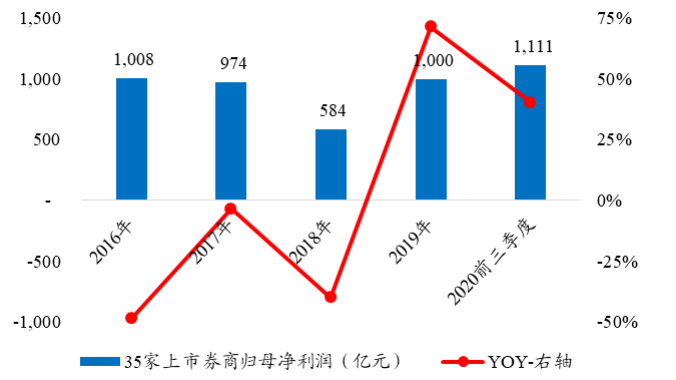


数据来源：Wind、开源证券研究所

券商 2020 年前三季度业绩高增，各项业务全面增长。2020 前三季度 35 家上市券商（扣除红塔证券、中银证券、中泰证券和国联证券）合计净利润 1111 亿元，同比+40.2%，年化 ROE 升至 9.3%，较 2019 年增长 35%。注册制背景下，2020 前三季度券商各项业务全面增长，投行业务收入同比+50.9%，经纪业务收入同比+49.2%，利息净收入、

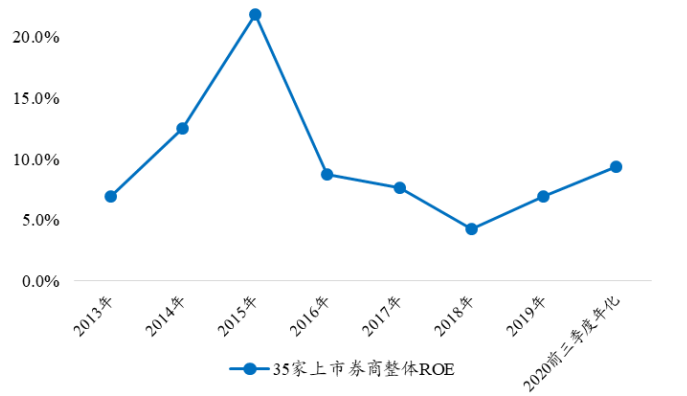
资管收入、投资收入分别同比+26.0%/+24.7%/+19.6%。

图6：2020 前三季度净利润高速增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2020 前三季度 ROE 持续上行趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：2020 前三季度券商业绩持续增长

35 家上市券商合计	2020 前三季度		
	金额（亿元）	YOY	收入占比
经纪业务	791	49.2%	26.3%
投行业务	358	50.9%	11.9%
资管业务	265	24.7%	8.8%
投资业务	1,077	19.6%	35.8%
利息净收入	386	26.0%	12.8%
其他业务净收入	132	30.0%	4.4%
调整后营业收入	**3,009**	31.5%	
其他业务收入	625	14.6%	
营业收入合计	**3,502**	28.2%	
营业税金及附加	21	31.7%	1%
管理费用	1,349	20.3%	45%
信用减值及其他资产减值损失	175	82.2%	5.8%
其他业务成本	493	11.0%	16%
营业支出	**2,038**	21.5%	
营业利润	1,463	38.8%	
净利润	1,148	**41.0%**	
归母净利润	**1,111**	40.2%	

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：投资业务收入=投资收益+公允价值变动损益；调整后营业收入=营业总收入-其他业务成本；其他业务收入=营业总收入-调整后营业收入；其他业务净收入=其他业务收入-其他业务成本。

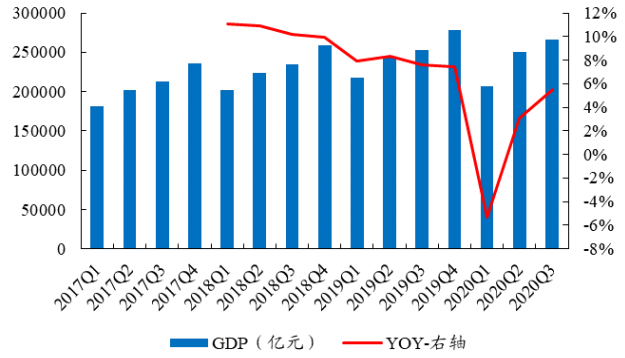
2、 资本市场深改持续推进，居民财富加速入市

2.1、 经济有望持续修复

2021 年经济有望持续修复。2020 年受疫情影响，整体经济有所下滑，一季度 GDP

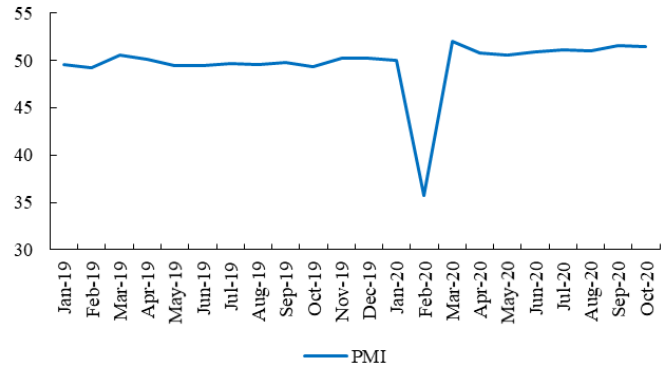
下滑明显，随着国内疫情防控力度不断加大，经济逐步回升，二季度以来 GDP 同比增速转正，经济修复下，权益市场风险偏好随之改善，预计经济修复或将延续到 2021 年初，弹性或趋于下降。

图8：GDP 同比增速逐步回升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：PMI 保持增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 资本市场深改持续进行，全面注册制有望加速落地

2.2.1、 政策梳理：资本市场深改持续推进

十四五规划提出全面注册制，国务院发文进一步提高资本市场重要性。十四五规划中明确提出全面发行注册制，此外，2020 年 10 月，国务院发布《关于进一步提高上市公司质量的意见》，推动上市公司做优做强，时隔 15 年，国务院再次提出进一步提高上市公司质量。自习主席提出设立科创板试点注册制以来，国务院此次发文是本轮宽松周期下继“深改 12 条”后级别最高的纲领性文件，立意高远。

政策利好围绕资产端、资金端、行业松绑三方面铺开。随着资本市场深改不断推行，资产端、资金端、行业松绑三方面政策不断落地。相较以往，本次改革力度有所加大，同时政策实施效率明显提升，从 2019 年 7 月科创板注册制首批企业上市后，并购重组、再融资新规先后落地，时隔一年创业板注册制正式落地，已落地政策给券商经纪、投行、资管、机构等业务带来全面受益。

表3：政策利好围绕资产端、资金端和行业松绑三方面铺开

类型	时间	政策	影响
资产端：提升上市公司质量	2019/3/1	科创板注册制正式落地	注册制正式拉开帷幕
	2019/10/18	并购重组松绑	取消重组上市认定标准中的“净利润”指标、缩短“累计首次原则”计算期、解禁创业板上市公司重组上市以及恢复重组上市配套融资等，激发市场活力
	2019/12/27	新三板改革方案落地	在全国股转系统连续挂牌满 12 个月的创新层挂牌公司，可以申请公开发行并进入精选层，打造多层次资本市场体系，激发市场活力
	2020/2/14	再融资新规正式落地	吸引长期资金入市，提高直接融资比重

	2020/6/3	新三板转板制度落地	精选层挂牌满一年，且符合上市条件的新三板企业，将可直接申请赴上交所科创板，或深交所创业板上市，进一步打造多层次资本市场体系，激发市场活力
	2020/6/8	科创板针对红筹企业回归出台新规定	允许红筹企业及同股不同权回归 A 股，吸引优质红筹企业登陆科创板，促进科创板市场做优做大
	2020/6/12	创业板注册制正式落地	注册制正式进入存量市场
资金端：提升市场活跃度	2019/6/21	放开公募基金参与转融券	扩大两融规模，提升市场活跃度
	2019/8/9	优化两融细则，两融标的扩容	扩大两融标的；取消最低维持担保比例不低于 130%的统一限制，提升两融业务潜力，激发市场活跃度
	2019/11/8	证监会批准上交所、深交所上市沪深 300ETF 期权，中金所上市沪深 300 股指期权	吸引中长期资金入市，增强市场内在稳定性
	2019/12/6	证监会发布 MOM 产品指引	吸引中长期资金，提升投资灵活度
	2020/3/6	券商开启公募基金投顾试点	加速券商经纪业务向财富管理转型
	2020/4/1	取消外资股比限制并允许美国独资的服务提供者进入证券、基金管理和期货服务领域	金融业对外开放加速，吸引海外资金流入
	2020/4/17	允许公募基金投资新三板挂牌股票	改善新三板投资者结构，提升市场交易活跃度，降低中小企业融资成本
	2020/4/30	基础设施领域公募 REITs 试点正式启动	有效盘活存量资产，促进基础设施高质量发展
	2020/5/7	取消 QFII/RQFII 额度限制、本外币一体化管理、简化 QFII/RQFII 投资汇出机制等规定	进一步便利境外投资者参与国内金融市场
	2020/5/29	上交所提出研究单次“T+0”交易机制	提高交易活跃度，激发市场活力
	2020/6/19	上交所调整上证综指编制方法	提高上证综指稳定性和收益率，激发市场活力
	2020/9/25	《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》发布	降低 QFII、RQFII 准入门槛，扩大投资范围，允许 QFII 参与两融和转融通业务，助力增量资金入场
证券行业松绑	2019/9/5	中信证券、华泰证券、招商证券获结售汇业务试点资格	允许在风险可控的前提下开展自身及代客即期结售汇业务，并按规定参与银行间外汇市场交易。
	2020/1/23	券商风控指标新规正式落地	高评级券商净资本进一步释放，提升杠杆上限
	2020/3/1	新《证券法》正式实施	为证券公司实施股权激励和员工持股奠定法律基础
	2020/4/6	7 家头部券商试点并表监管	有利于头部券商净资本释放，提升杠杆率上限
	2020/7/17	证监会鼓励同业并购和股权激励	利于加快行业集中度提升和治理机制完善，提升竞争力
	2020/7/31	证监会修订公募基金管理人监管办法，放宽“一参一控”，鼓励长周期考核	利于券商资管业务发展
	2020/9/25	中证协放宽一级和二级交易商资质，标的个股扩容	场外期权标的扩容，利好衍生品业务扩张

资料来源：证监会、开源证券研究所

2.2.2、 政策预期：全面注册制有望加速落地

资本市场深改持续推进，政策利好有望不断落地。目前科创板、创业板注册制已平

稳运行，监管多次提及全面注册制、发展创业投资等，资金端加快养老金、银行储蓄、外资等资金流入，我们预计 2021 年政策将围绕全面注册制、引入中长期资金、退市制度和优化公司治理四方面展开。

表4：政策利好有望不断落地

时间	政策	内容	预期政策
2020/11/3	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	全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重。推进金融双向开放。完善现代金融监管体系，提高金融监管透明度和法治化水平，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。	全面注册制、完善退市机制、促进金融开放
2020/11/28	2020 中国金融学会学术年会暨中国金融论坛年会	增强产业先进性，夯实上市公司高质量发展的基础。一方面，在扩大增量上做文章。另一方面，在优化存量上下功夫，支持已上市公司淘汰低效供给，出清落后产能，加快从传统产业向新兴产业、从低端制造业向高技术制造业转型，提高核心竞争力。	提高上市公司质量、全面注册制、优化退市机制
		增强治理有效性，抓牢上市公司高质量发展的关键。一是突出规则监管，二是突出分类推动，三是突出治理实践。	
		增强监管适应性，优化上市公司高质量发展的环境。第一，健全以信息披露为核心的股票发行注册制，切实把好“入口关”；第二，健全并购重组市场化机制，更好发挥主渠道作用；第三，健全常态化退市机制，实现“退得下”“退得稳”	
2020/10/9	国务院关于进一步提高上市公司质量的意见	支持优质企业上市。全面推行、分步实施证券发行注册制。优化发行上市标准，增强包容性。	全面注册制
		大力发展创业投资，培育科技型、创新型企业，支持制造业单项冠军、专精特新“小巨人”等企业发展壮大。	创业投资资金支持，出台培育优质企业的政策
		探索建立对机构投资者的长周期考核机制，吸引更多中长期资金入市。	中长期资金入市放宽
		支持境内上市公司发行股份购买境外优质资产，允许更多符合条件的外国投资者对境内上市公司进行战略投资，提升上市公司国际竞争力	修订战投办法，优化上市公司并购走出去制度
		拓宽多元化退出渠道。完善并购重组和破产重整等制度，优化流程、提高效率，畅通主动退市、并购重组、破产重整等上市公司多元化退出渠道。	完善退市制度
		完善上市公司股权激励和员工持股制度，在对象、方式、定价等方面作出更加灵活的安排。	放宽股权激励和员工持股政策
2020/6/18	刘鹤在第十二届陆家嘴论坛开幕式上致辞	坚持“建制度、不干预、零容忍”，加快发展资本市场。要坚持市场化、法治化原则，完善信息披露、发行、退市等基本制度，着力增强交易便利性、市场流动性和市场活跃度，健全鼓励中长期资金开展价值投资的制度体系。强化对市场中介机构的监管，大幅提高对财务造假等违法违规行为的打击力度，加快推动证券代表人诉讼机制落地，更好保护投资者利益。	健全资本市场制度，中长期资金入市放宽
2020/11/14	“第 11 届财新峰会”上中国人民银行金融研究所所长周诚君演讲	一方面要大力发展直接融资，鼓励更多储蓄通过直接融资方式支持创新，支持国家数字化转型；另一方面让商业银行更多参与从储蓄转化为投资以及资本形成的过程中，比如商业银行普遍在开设理财子公司，最近还有一些可能会逐步出台的新政策，	银行理财子资金入市

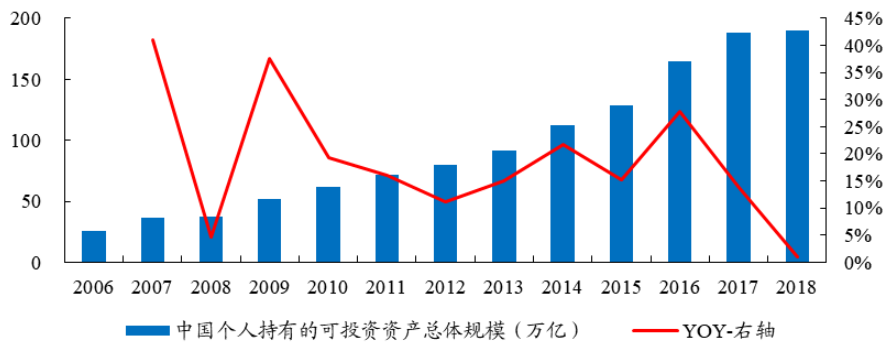
		鼓励商业银行更多参与资本市场建设。	
2020/10/16	易会满主席受国务院委托向全国人民代表大会常务委员会报告股票发行注册制改革有关工作情况	稳步推进主板（中小板）、新三板注册制改革。充分考虑主板（中小板）特点，设计好注册制实施方案。按照注册制的要求，改进新三板公开发行及转让制度。开展新三板精选层挂牌公司向科创板、创业板转板上市试点。	全面注册制
2020/10/21	易会满主席在 2020 金融街论坛年会上的致辞	我们将在总结科创板、创业板试点经验的基础上，继续按照尊重注册制基本内涵、借鉴国际最佳实践、体现中国特色和发展阶段三个原则，稳步在全市场推行注册制。积极稳妥优化交易结算制度，丰富风险管理工具，优化融资融券和转融通制度，稳步推进货银对付（DVP）结算制度改革。	全面注册制、完善配套交易制度、放宽两融及转融券制度
		完善私募基金差异化监管和风险防范制度，发挥私募股权投资支持创新创业的积极作用。推进债券市场基础设施互联互通，扩大公募 REITs 试点范围，积极稳妥推进期货及衍生品市场创新。	加大创业投资资金支持、扩大公募 REITs 试点范围
		壮大公募基金管理人队伍，完善投资顾问业务规则，着力提升各类资产管理机构专业能力；推动优化第三支柱养老金等中长期资金入市的政策环境；完善权益投资的会计、业绩评价和激励机制等制度安排，培育和壮大资本市场长期投资的意愿和能力	放宽养老金等中长期资金入市
2020/10/21	中国人民银行党委书记、中国银保监会主席郭树清在 2020 年金融街论坛上的主题演讲	一方面抓现有业务规范，就是要正本清源，统一养老金融产品标准，清理名不符实产品。另一方面是开展业务创新试点，大力发展真正具备养老功能的专业养老产品，包括养老储蓄存款、养老理财和基金、专属养老保险、商业养老金，等等。我们将选择条件较好的金融机构和专营机构先行参与，坚持从我国实际出发，借鉴国际正反两方面经验，探索养老金融改革发展的新路子。	放宽养老金等中长期资金入市

资料来源：证监会、银保监会、开源证券研究所

2.3、 居民资产加速入市

中国个人可投资资产规模稳健增长。根据招商银行与贝恩公司联合发布的《2019 中国私人财富报告》，2018 年中国个人可投资资产规模达 190 万亿元，预计 2019 年突破 200 亿元。随着中国经济不断发展，居民资产将不断增加。

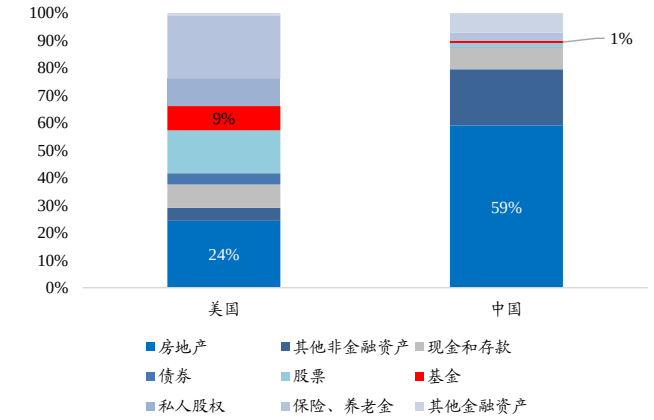
图10：中国个人可投资资产规模稳健增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

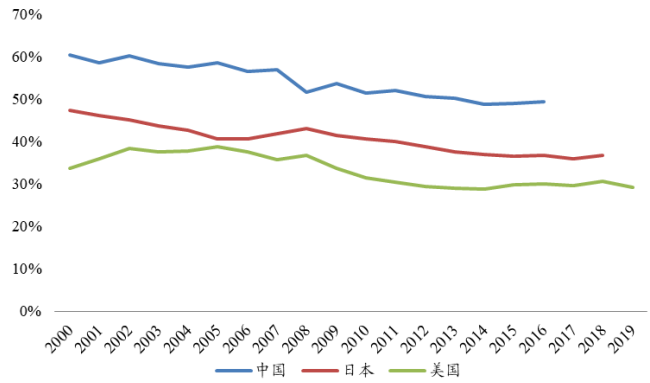
房地产配置或已见顶，居民财富有望加快向金融资产转移。我国居民家庭资产以房地产等非金融资产为主，2019 年房地产占比约 59%。中央经济工作会议中多次提出“房住不炒”，未来，随着房价趋缓，加杠杆趋难，房地产的相对吸引力降低，居民资产配置或向金融资产转移。

图 11：2019 年我国居民家庭资产以房地产为主



数据来源：《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》、Wind、开源证券研究所

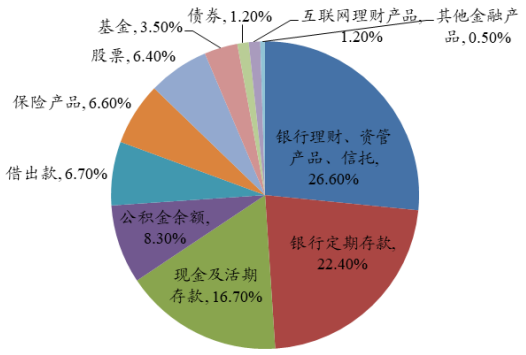
图 12：我国居民非金融资产占总资产比重较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

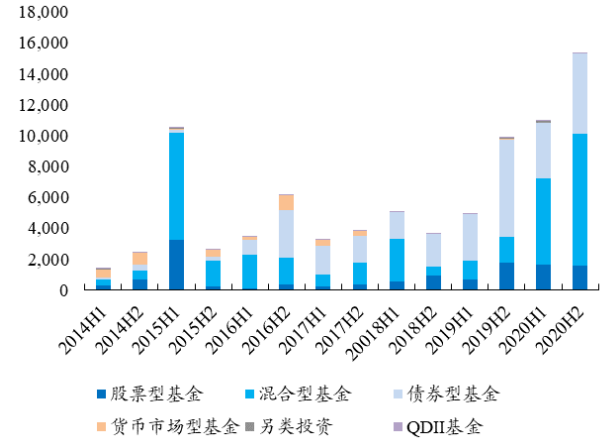
权益市场规模有望持续提升，居民资产有望向基金转移。2019 年我国居民持有金融资产中银行存款占比达 22.4%，基金占比仅为 3.5%。随着资管新规提出，银行理财产品打破刚兑带来收益率下降和理财产品风险提升，资本市场深改下优质资产不断入市，居民财富将不断向权益市场转移。相较直接开户，居民资产入市方式更偏向购买基金，2020 年新增投资者数量远低于 2015 年，新发基金规模约为 2015 年两倍。2020H1 新发基金规模同比+122%，其中，混合和股票型基金规模同比+280%，2020Q3 末全市场非货基保有量同比+62%，居民资产配置拐点出现，未来居民资产有望不断入市，权益市场规模持续提升。

图 13：2019 年我国居民持有金融资产中存款占比较高



数据来源：《2019 年中国城镇居民家庭资产负债情况调查》、Wind、开源证券研究所

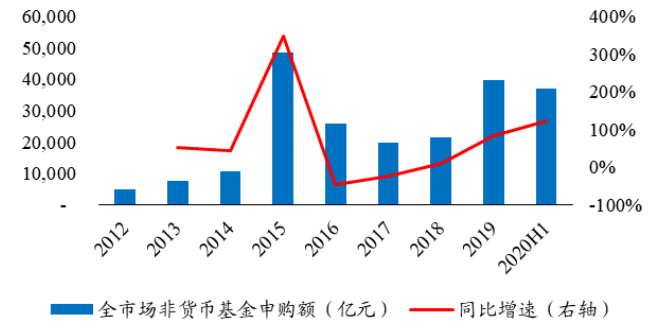
图 14：新发基金规模不断提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

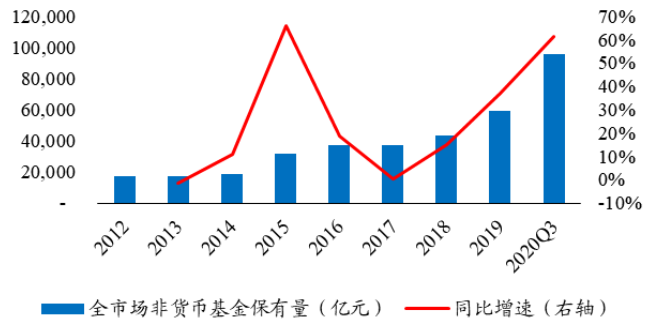
注：2020H2 截至 2020 年 11 月 24 日

图15：全市场非货基申购量持续提升



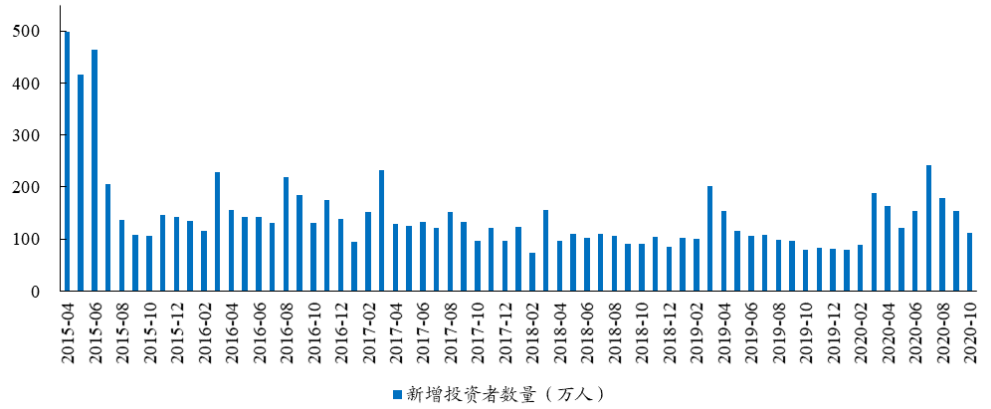
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：全市场非货基保有量持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图17：2020 年新增投资者数量不及 2015 年



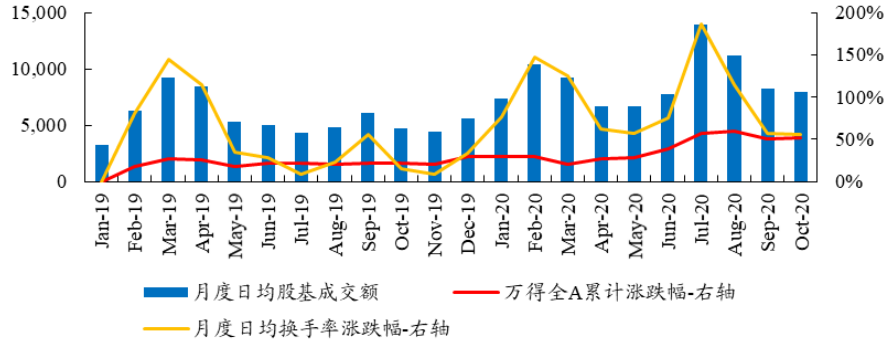
数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 轻资本业务占比不断提升，杠杆率持续上行

3.1、 经纪业务：向财富管理转型

2020 年市场活跃度持续提升，预计未来股票成交额增速有所放缓。2020 年以来，资本市场深改持续推进，同时下半年权益市场风险偏好有所改善，驱动市场活跃度不断提升。2020 年 10 月末，两市累计日均股基成交额 9079 亿元，同比+59.2%，月度日均换手率达 1.28%，较年初+17%，我们预计全年日均股基成交额为 8980 亿元，同比+61%。假设 2021 年流通市值自然增长率为 5%，在换手率分别为 1.2%/1.3%/1.4%，以及 2021 年较 2020 年指数涨跌幅分别为-10%/0%/+10%三种假设下，2021 年日均股票成交额共 9 种情况，在换手率和指数涨跌幅均为中性假设下，预计 2021 年日均股票成交额将达 8269 亿元，同比-5%。

图18：2020 年市场活跃度明显提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：预计 2020 年日均股基成交额为 8980 亿元，同比+61%

	2019	2020E
上证指数收盘点位	3,050	3,408
上证指数年度涨跌幅	22.3%	12%
日均股票换手率	1.19%	1.63%
年末流通市值（亿元）	481,783	620,539
流通市值增幅	37%	29%
日均股票成交额（亿元）	5,166	8677
YOY	-	68%
日均股基成交额（亿元）	5,580	8980
YOY	-	61%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：2020E 收盘点位和年末流通市值取自 11 月 27 日数据

表6：中性假设下，预计 2021 年日均股票成交额较 2020 年-5%

2021E 日均股票成交额较 2020E 增幅		上证指数收盘点位		
		-10%（悲观）	0%（中性）	+10%（乐观）
		3067	3408	3749
日均换手率	1.2%（悲观）	-16%	-12%	-8%
	1.3%（中性）	-9%	-5%	0%
	1.4%（乐观）	-2%	3%	8%

数据来源：Wind、开源证券研究所

代销金融产品业务大幅增长，席位租赁收入增速较高。中信证券、海通证券、国泰君安、华泰证券、广发证券和招商证券 6 家头部券商 2020H1 经纪业务净收入平均同比+24.9%，主要受代销金融产品业务净收入及交易单元席位租赁收入增长驱动。2020H1 六家头部券商代销金融产品业务净收入平均同比+117.05%，占比从 2019 年的 5%提升至 7%，中信证券该业务占比提升至 13.96%。2020H1 六家券商席位租赁收入平均+42%，占比较 2019H1 提升 2 个百分点。财富管理转型背景下，代销金融产品业务将成为经纪业务增长的重要驱动力。

表7：代销金融产品业务大幅增长

2020H1 金额（单位：亿元）	并表下经纪业务净收入	母公司代买证券业务净收入（不含席位佣金）	交易单元席位租赁净收入	代销金融产品净收入	期货经纪净收入	海外等子公司经纪业务净收入
中信证券	50.08	20.06	5.13	6.99	1.74	16.17
海通证券	22.35	14.45	3.70	0.41	1.61	2.18
国泰君安	36.51	26.66	3.42	0.76	1.62	4.06
华泰证券	27.92	20.59	3.04	1.85	1.54	0.90
广发证券	28.53	20.72	3.54	1.78	1.75	0.75
招商证券	29.13	21.52	3.62	1.89	0.99	1.10
6 家公司合计	194.52	123.98	22.45	13.68	9.24	25.17
各细分占比						
中信证券	100.00%	40.04%	10.24%	13.96%	3.47%	32.28%
海通证券	100.00%	64.65%	16.56%	1.82%	7.19%	9.77%
国泰君安	100.00%	73.01%	9.38%	2.07%	4.42%	11.12%
华泰证券	100.00%	73.74%	10.88%	6.64%	5.52%	3.21%
广发证券	100.00%	72.62%	12.40%	6.23%	6.12%	2.63%
招商证券	100.00%	73.88%	12.44%	6.48%	3.42%	3.79%
6 家公司合计	100.00%	63.74%	11.54%	7.03%	4.75%	12.94%
YOY						
中信证券	31.83%	24.85%	45.71%	122.93%	38.64%	15.35%
海通证券	17.89%	8.63%	24.84%	76.91%	19.01%	96.48%
国泰君安	15.90%	15.36%	34.01%	11.10%	-5.46%	17.67%
华泰证券	24.48%	12.79%	37.18%	139.01%	65.72%	252.73%
广发证券	23.26%	13.91%	45.76%	149.94%	20.40%	102.93%
招商证券	34.20%	25.31%	66.18%	146.30%	12.31%	57.90%
6 家公司合计	24.91%	16.87%	41.56%	117.05%	21.95%	26.44%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：境外等子公司证券经纪净收入=并表下经纪业务净收入-期货经纪净收入-代销金融产品净收入-母公司代买证券业务净收入-交易单位席位租赁净收入

机构客户占比有所提升。2017-2020H1，六家头部券商中，国泰君安、广发证券、中信证券、华泰证券机构客户保证金占比均有所增长，其中，国泰君安机构保证金占比从 2017 年的 21%提升至 2020H1 的 39%，增速较快。未来，机构客户保证金占比有望持续提升，券商机构化趋势将进一步加强。

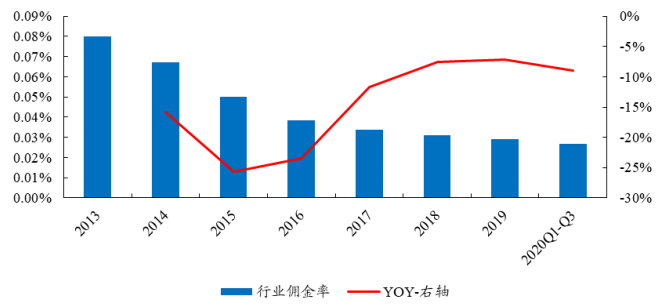
表8：头部券商机构客户保证金占比有所增长

机构客户保证金占比	2017	2018	2019	2020H1
中信证券	42.8%	51.4%	45.3%	49.0%
国泰君安	21.1%	22.7%	21.5%	38.8%
华泰证券	24.9%	25.2%	26.4%	28.3%
海通证券	28.9%	34.3%	26.6%	27.6%
招商证券	28.1%	30.1%	24.5%	23.5%
广发证券	17.9%	18.2%	19.1%	22.9%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

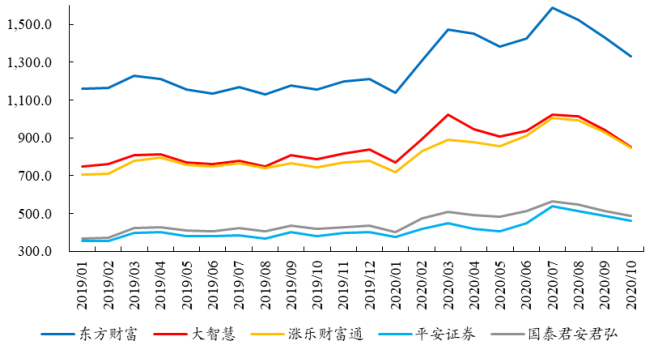
佣金率持续下行，金融科技加码财富管理转型。2020 前三季度行业平均佣金率为 0.0268%，同比-9%，佣金率加速下行下，券商牌照红利不断下降，从传统通道服务向全面财富管理转型成大势所趋。多家券商加大金融科技方面投入，布局财富管理业务，通过科技赋能和客户分层，不断提升客户综合金融服务能力、优化客户体验、降低运营成本、提高运行效率。目前，多家券商 APP 月活人数不断增加、金融产品代销规模不断提升、投顾人数不断增长，财富管理转型初见成效。

图19：行业佣金率呈下行趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图20：2020 年以来各证券 APP 月活明显上升



数据来源：易观千帆、开源证券研究所

基金投顾展业开启，卖方代销向买方投顾模式转变。自 2019 年 10 月证监会开启公募基金投顾业务试点以来，7 家券商已陆续展业，各家投顾策略以中低风险偏好为主，起投门槛均为 1000 元。目前公募基金投顾业务发展迅速，国联证券于 4 月 21 日上线基金投顾，截至 8 月 31 日，管理规模已经突破 20 亿元。银河证券基金投顾于 5 月 15 日上线，截至 6 月底，累计签约客户 1270 人，累计管理规模 2400 万元。未来，更多券商有望获得投顾资格，基金投顾业务有望成为财富管理新的发力点。

表9：七家券商已开启基金投顾展业

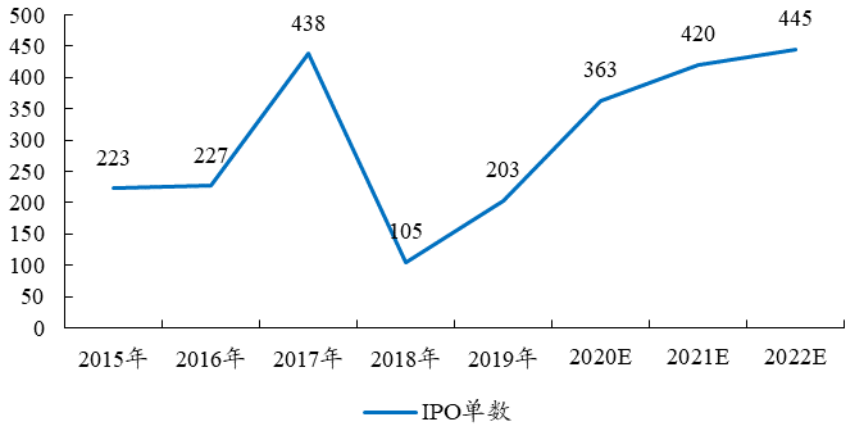
	国联证券	中国银河	国泰君安	中信建投	申万宏源	华泰证券	中金公司
智能投顾	基金投顾	财富星	君享投	蜻蜓管家	星基汇	涨乐星投	A+基金投顾
策略种类	5	4	3	4	4	10 余种	6
投资门槛	1000 元	1000 元	1000 元	1000 元	1000 元	1000 元	1000 元
费率	0.6%-0.9%/年	0.32%-1.2%/年	0.4%/年起	0.3%-1.5%/年	0.2%-1%/年	0.8%-1.2%/年	0.2%-1.0%/年

资料来源：公司公告、开源证券研究所

3.2、 投行业务：注册制下迎来机遇

注册制下，IPO 单数有望保持扩张。2019 年以来，科创板和创业板注册制先后落地，IPO 审核速度加快，发行周期缩短，驱动 IPO 发行单数明显提升，预计 2020 年 IPO 单数同比增长 160 单。未来，全面注册制有望加速落地，驱动 IPO 单数保持扩张，考虑到交易所审核速度存在阶段性放缓，我们预计 2021 年 IPO 单数有望达 420 单。

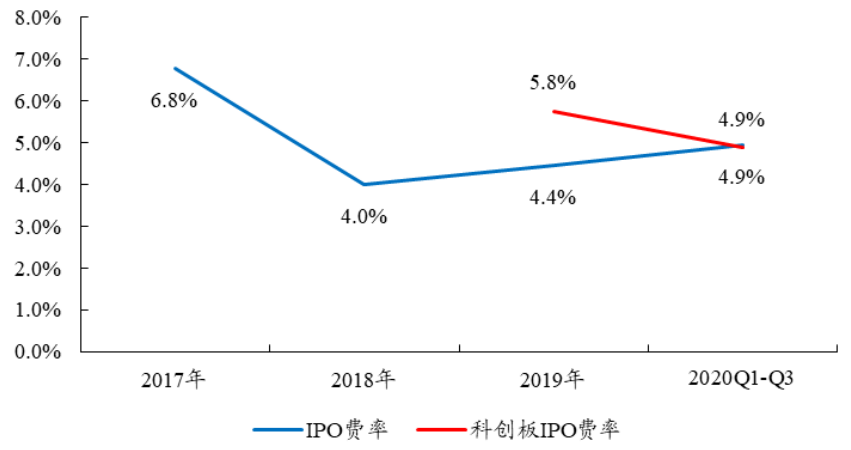
图21：IPO 单数有望持续增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

IPO 整体费率略有上升，科创板费率有所下降。2019 年以来，IPO 费率呈小幅上行趋势。科创板注册制下，券商需进行跟投，IPO 对券商发行、定价、风控、资金实力等各方面均有较高要求，因此费率较高，对 IPO 整体费率有所拉动。2020 年创业板注册制落地，注册制下创业板承销费率约 5.9%，驱动 IPO 整体费率上行。未来，全面注册制背景下，一方面券商之间竞争更加激烈，另一方面对投行业务对券商综合实力提出更高的要求，费率或将趋于稳定。

图22：IPO 费率略有上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

头部券商 IPO 储备量靠前，部分中小券商有所突破。IPO 项目储备 TOP3 分别为中信证券（82 家）、中信建投（51 家）、民生证券（47 家），科创板项目储备 TOP3 分别为中信证券（32 家）、海通证券（23 家）、国泰君安（17 家），创业板项目储备 TOP3 分别为中信证券（33 家）、民生证券（27 家）、中信建投（25 家）。总体看，头部券商 IPO 储备量丰富，排名靠前；注册制红利下，部分中小券商创业板项目储备居前，实现弯道超车。

表10：头部券商 IPO 储备量整体靠前

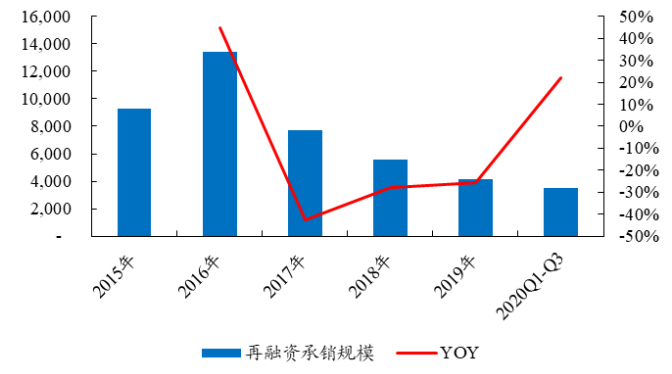
总储备量排名	券商	IPO 项目总储备量	主板项目储备量	创业板项目储备量	科创板项目储备量
1	中信证券	82	12	33	32
2	中信建投	51	9	25	14
3	民生证券	47	3	27	15
4	华泰证券	43	3	22	16
5	国泰君安	41	10	12	17
5	海通证券	41	2	14	23
7	国信证券	30	-	22	6
7	招商证券	30	-	17	7
7	中金公司	30	4	11	11
10	国金证券	28	3	18	7
11	长江证券	24	4	13	7
12	安信证券	22	2	13	6
13	东兴证券	17	2	12	3
13	兴业证券	17	-	9	6
15	光大证券	15	2	9	2

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：数据截至 2020 年 11 月 22 日

注册制背景下，再融资和债券承销规模保持扩张。2020 年以来，再融资新规出台、新证券法降低公开发债标准并简化流程，2020 前三季度再融资和债券规模同比分别+22%/+34%，其中，债承规模从 2018 年起呈稳定增长状态。未来，随着注册制相关发行政策不断优化，再融资和债承规模有望保持扩张态势，我们预计 2021 年再融资和债承规模分别有望达 6222 亿元/11.8 万亿。

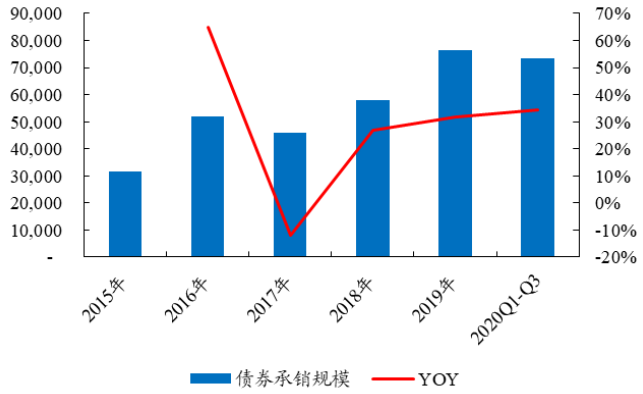
图23：再融资承销规模同比上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：增发不含投行为财务顾问的情况

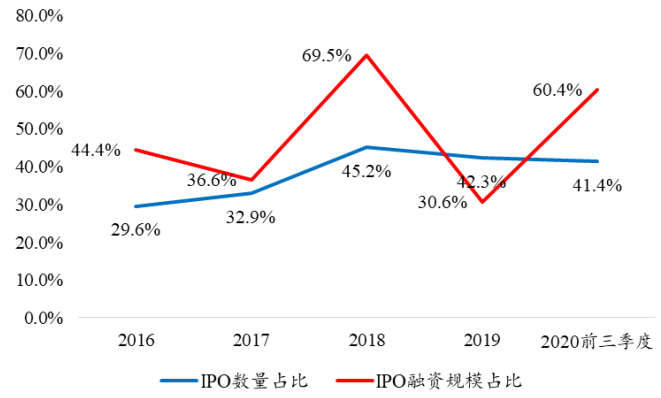
图24：债承规模保持增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

头部券商集中度提升。7 家头部券商（中信证券、中信建投、中金公司、海通证券、招商证券、国泰君安、华泰证券）再融资业务集中度稳步上行，2020 前三季度前七家头部券商再融资承销规模占比达 65%。IPO 融资规模集中度有所波动，2019 年大幅下降后，2020 前三季度 IPO 承销规模大幅上升，IPO 单数集中度微降。核心债承销规模集中度呈上行趋势。注册制背景下，对券商定价、风控等综合能力要求较高，头部券商综合实力较强，业务优势明显，预计未来头部券商集中度将进一步提升。

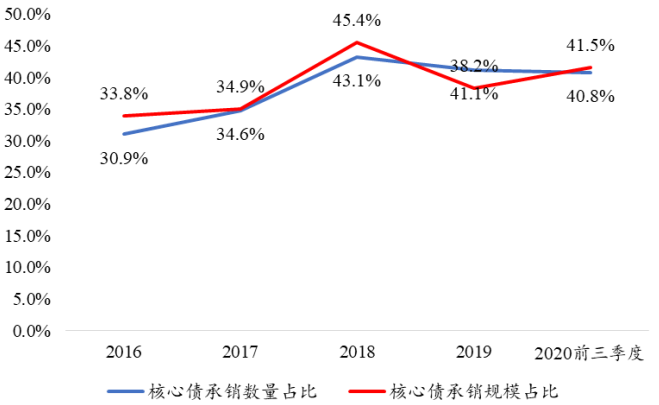
图25：头部券商 IPO 承销规模占比呈上升趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：头部券商包括：中信证券、中信建投、中金公司、海通证券、招商证券、国泰君安、华泰证券。

图26：头部券商核心债承销规模占比呈上升趋势

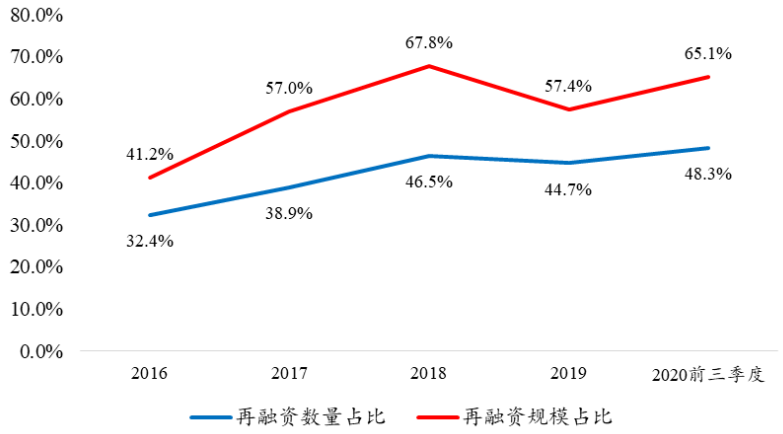


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1）头部券商包括：中信证券、中信建投、中金公司、海通证券、招商证券、国泰君安、华泰证券。

2）核心债包括：企业债、公司债、短期融资券及中期票据。

图27：头部券商再融资规模和数量占比呈现上升趋势

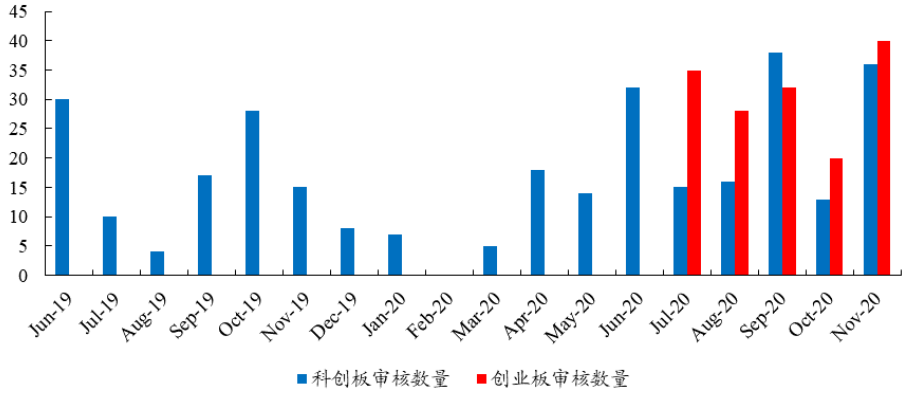


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：头部券商包括：中信证券、中信建投、中金公司、海通证券、招商证券、国泰君安、华泰证券。

交易所审核速度存在阶段性放缓。注册制下，IPO 审核及发行速度加快，但同时受体系、人员配备不足等原因影响，交易所审核速度存在一定放缓迹象，7 月创业板上会数量达 35 家，10 月创业板上会数量仅 20 家，11 月审核节奏有所加快。因此，注册制下，IPO 数量较从前有所增加，但也受交易所审核速度等限制。

图28：交易所审核速度存在阶段性放缓

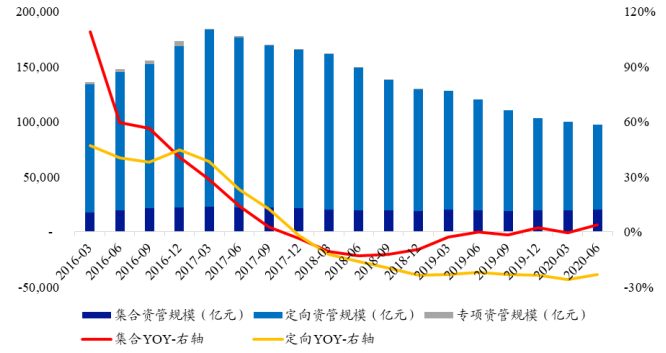


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、 资管业务：主动管理转型

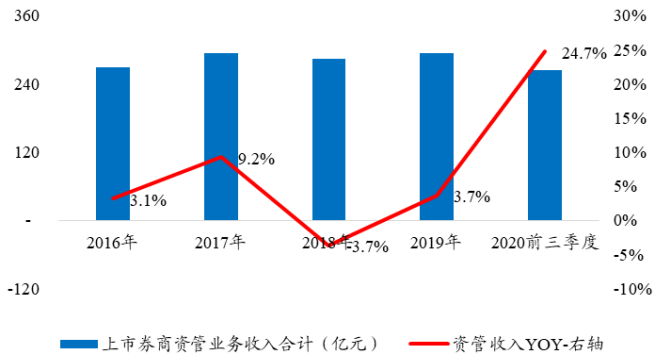
去通道影响减弱，资管收入显著扩张。2020 前三季度上市券商资管业务收入 265 亿，同比+24.7%，业绩增速相较 2019 年明显提升。去通道影响减弱，券商资管规模降幅逐渐趋缓，2020 年二季度末集合资管规模 2.0 万亿，较年初+2.4%，同比+4.0%。未来，随着券商资管逐步向主动管理转型，资管业务收入有望保持增长。

图29：2020Q2 末券商集合资管规模较年初+2.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图30：2020 前三季度上市券商资管收入同比+24.7%



数据来源：Wind、开源证券研究所

主动管理转型持续进行，占比明显提升。自资管新规发布以来，资产管理行业盈利模式从监管套利、利差套利逐步转向为资产配置、资产定价，主动管理能力成为券商资管业务核心竞争力。随着银行委外资金持续增长，券商大集合转公募持续进行，同时权益市场整体表现较好，券商主动管理规模增长较快。2019Q4 主动管理规模 TOP10 券商月均主动管理规模合计约 2.1 万亿，占比 43%，2020Q3 月均主动管理规模合计提升至 2.5 万亿，占比提升至 54%，较年初+18%。未来，券商将持续向主动管理转型，主动管理占比将持续提升。

表11：券商主动管理占比不断提升

单位（亿元）	2019Q4 月均规模			2020Q3 月均规模			
	资管规模	主动管理规模	主动管理占比	资管规模	主动管理规模	2020Q3 较 2019Q4 增幅	主动管理占比
中信证券	11,048	4,506	41%	11,005	6,139	36%	56%
国泰君安	7,077	4,219	60%	5,722	3,586	-15%	63%
华泰证券	5,880	2,522	43%	5,522	2,731	8%	49%
招商证券	5,795	1,814	31%	6,062	2,917	61%	48%
广发证券	2,716	1,770	65%	3,078	2,303	30%	75%
中信建投	5,237	1,695	32%	4,169	1,859	10%	45%
申万宏源	5,351	1,356	25%	4,207	1,220	-10%	29%
海通证券	2,458	1,184	48%	2,519	1,609	36%	64%
光大证券	2,177	1,171	54%	1,985	1,101	-6%	55%
中金公司	1,400	1,134	81%	2,010	1,743	54%	87%
合计	49,138	21,372	43%	46,279	25,209	18%	54%

数据来源：基金业协会、开源证券研究所

“一参一控”放开，券商发力公募权益市场。截至 11 月 13 日，全市场共 135 只权益券商资管公募基金，相比于 2019 年底的 91 只，增幅达到了 48.35%；其规模达到了 1377.42 亿元，比 2019 年年底的 1032.69 亿元增长 32%。2020 年 8 月，公募基金管理人新规征求意见稿发布，放宽“一参一控”至“一参一控一牌”，允许同一主体同时控制一家基金公司和一家公募持牌机构，目前券商中持有公募牌照的仅 13 家，包括 6 家证券公司及 7 家券商资管子公司，预计新规落地后，多家券商将申请公募牌照，发力公募基金业务。

表12：券商权益基金数量和规模大幅增长

公司名称	权益基金数量（只）		权益基金规模（亿元）	
	2019/12/31	2020/11/13	2019/12/31	2020/11/13
渤海汇金证券资产管理有限公司	3	3	0.21	0.18
财通证券资产管理有限公司	8	12	23.54	71.13
东兴证券股份有限公司	11	15	8.21	5.51
国都证券股份有限公司	3	3	1.62	1.14
华泰证券(上海)资产管理有限公司	2	6	1.72	23.69
山西证券股份有限公司	2	4	1.38	2.23
上海东方证券资产管理有限公司	36	51	961.18	1,210.57
长江证券(上海)资产管理有限公司	3	5	0.52	6.21
浙江浙商证券资产管理有限公司	8	10	11.83	11.47
中泰证券(上海)资产管理有限公司	5	7	16.51	12.70
中银国际证券股份有限公司	10	19	5.95	32.59
合计	91	135	1,032.69	1,377.42

数据来源：Wind、开源证券研究所

部分券商参股控股基金公司带来较高净利润贡献。多数券商控股或参股基金公司，部分基金公司为持股券商带来较高净利润贡献，2020H1 银华基金为西南证券和第一创业分别贡献 1.93/1.15 亿净利润，占券商中报净利润比重分别为 45%/27%，兴证全球基金为兴业证券贡献约 19%净利润。未来随着居民资产入市，基金规模不断扩张，基金公司净利润有望持续增长，驱动券商业绩持续增长。

表13：部分券商参股控股基金公司利润贡献较高

公司名称	股东名称	持股比例	2020H1 利润贡献（亿元）	2020H1 利润贡献占比	股东名称	持股比例	2020H1 利润贡献（万元）	2020H1 利润贡献占比
易方达	广发证券	22.65%	2.37	4.13%				
广发基金	广发证券	60.59%	5.52	9.59%				
华夏基金	中信证券	62.20%	4.65	5.21%				
汇添富基金	东方证券	35.41%	2.31	15.13%				
富国基金	海通证券	27.78%	1.75	3.18%	申万宏源	27.78%	1.75	4.33%
兴证全球	兴业证券	51%	3.08	19.02%				
南方基金	华泰证券	41.16%	2.44	3.81%				
博时基金	招商证券	49%	2.45	5.65%				
招商基金	招商证券	45%	2.02	4.65%				
银华基金	西南证券	44.10%	1.93	45.16%	第一创业	26.10%	1.15	27.13%
鹏华基金	国信证券	50%	1.90	6.45%				
景顺长城	长城证券	49%	1.73	25.92%				
华安基金	国泰君安	20%	0.56	1.03%				
大成基金	光大证券	25%	0.38	1.75%				
海富通基金	海通证券	51%	0.70	1.28%				
华泰柏瑞	华泰证券	49%	0.62	0.97%				
万家基金	中泰证券	49%	0.46	3.34%				
长信基金	长江证券	44.55%	0.38	4.06%				

光大保德信	光大证券	55%	0.47	2.18%				
财通基金	财通证券	40%	0.30	3.66%				
国海富兰克林	国海证券	51%	0.31	5.16%				
长城基金	长城证券	47.06%	0.23	3.50%	东方证券	17.65%	0.09	0.57%
申万菱信	申万宏源	67%	0.31	0.78%				
富安达基金	南京证券	49%	0.23	4.30%				
创金合信	第一创业	51.07%	0.18	4.22%				
长盛基金	国元证券	41%	0.14	2.30%				
东方基金	东北证券	57.60%	0.12	1.83%				
华富基金	华安证券	49%	0.10	1.49%				
中海基金	国联证券	33.41%	0.04	1.33%				
中信建投基金	中信建投	55%	0.05	0.11%				
东吴基金	东吴证券	70%	0.04	0.40%				
国金基金	国金证券	49%	0.02	0.18%				
东兴基金	东兴证券	100%	0.00	0.05%				
浙商基金	浙商证券	25%	0.00	0.01%				
方正富邦基金	方正证券	66.70%	-0.01	-0.10%				
中金基金	中金公司	100%	-0.35	-1.15%				

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：基金公司利润贡献占比=（基金公司净利润*股东持股比例）/券商净利润

3.4、 投资业务：驱动资产扩表

直投与跟投业绩大幅释放，有望成为新的利润增长点。2020 上半年，科创板、创业板、医疗及大健康领域大幅上涨，结构性行情影响下，券商直投和跟投盈利高增，上半年上市券商 PE 和另类子公司净利润分别同比+47%/+295%。截至 11 月 20 日，科创板跟投浮盈比例达 140%，未来随着科创板跟投收益不断释放，直投和跟投业务有望成为新的利润增长点。目前行业呈现加速分化，PE 及另类子公司净利润前五均为头部券商，未来头部机构效应日益明显，市场资金将向具有强大专业能力的头部机构聚集。

表14：2020H1 券商 PE 子公司净利润延续增长势头，头部券商表现抢眼

证券公司	旗下私募股权投资子公司（全资）	2018 年净利润（亿元）	2019 年净利润（亿元）	2020H1 净利润（亿元）	2020H1 净利润贡献
华泰证券	华泰紫金投资	-0.46	17.38	15.98	25%
广发证券	广发信德	3.49	2.19	7.81	14%
海通证券	海通开元投资	1.88	8.78	7.22	13%
海通证券	海富产业投资基金管理	0.55	0.63	6.28	11%
中信证券	金石投资	-0.47	10.88	5.96	7%
东方证券	东证资本	5.63	2.25	2.04	13%
国信证券	国信弘盛	2.63	2.47	1.43	5%
国泰君安	国泰君安创投	0.88	1.54	0.84	2%
兴业证券	兴证创新资本管理	1.13	0.71	0.71	4%

国元证券	国元股权投资	0.29	1.51	0.70	11%
合计		**15.55**	**48.34**	**48.97**	**11%**
YOY		**-74%**	**211%**	**62%**	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

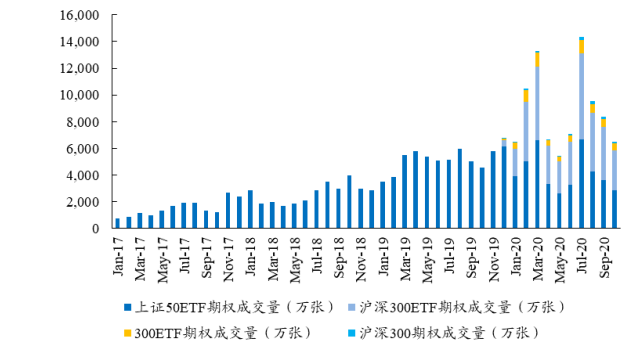
表15：2020H1 年券商另类投资子公司净利润同比增加

证券公司	旗下另类投资子公司（全资）	2018 年净利润（亿元）	2019 年净利润（亿元）	2020H1 净利润（亿元）	2020H1 净利润贡献
中信证券	中信证券投资	6.03	13.02	9.79	11%
海通证券	海通创新证券投资	-4.18	4.14	5.16	9%
广发证券	广发乾和	0.33	3.00	4.76	8%
国泰君安	国泰君安证裕	0.24	0.70	2.52	5%
华泰证券	华泰创新投资	0.02	1.06	2.49	4%
招商证券	招商投资	0.78	1.07	2.32	5%
中信建投	中信建投投资	0.22	-0.19	1.93	4%
财通证券	财通创新	0.38	2.73	1.91	23%
国信证券	国信资本		0.51	1.68	6%
东吴证券	东吴创新资本管理	0.23	0.68	1.60	15%
合计		**4.05**	**26.73**	**34.16**	**7%**
YOY		**-72%**	**548%**	**284%**	

数据来源：公司公告、开源证券研究所

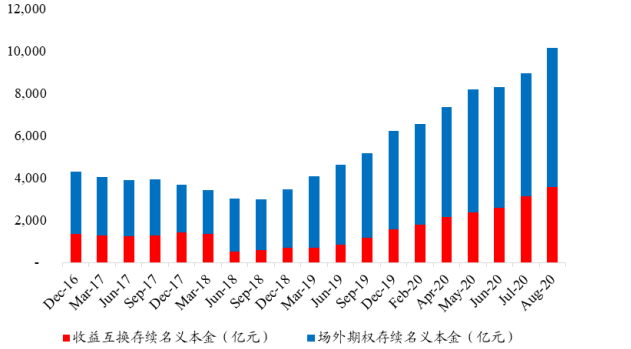
衍生品业务驱动券商持续扩表，投资收益率逐步趋稳。场内衍生品品种扩容，2019 年 12 月新增三种沪深 300 指数衍生期权，新增品种交易活跃，2020H1 成交面值占股票期权总成交面值比重为 43.52%；同时，场外衍生品持续扩张，截至 2020 年 8 月末，场外期权和收益互换本金规模分别为 6555/3585 亿元，较年初+41%/+126%，头部券商场外衍生品规模位居前列，中信证券和中金公司规模扩张明显。目前中证协已放宽一级和二级场外交易商资质，多家券商正筹备申请场外一级交易商资质，预计未来衍生品业务将持续扩张，驱动杠杆率不断提升，同时衍生品具有避险功能，券商投资收益率有望趋稳。

图31：上证 50ETF 和沪深 300ETF 期权成交量大幅扩张



数据来源：Wind、开源证券研究所

图32：场外衍生品规模持续扩张



数据来源：中证协、开源证券研究所

表16：头部券商场外衍生品名义本金扩张较快

排名	互换			期权			合计		
	公司	存续名义本金（亿元）	YOY	公司	存续名义本金（亿元）	YOY	公司	存续名义本金（亿元）	YOY
1	中信证券	1503.29	185%	中信证券	1418	15%	中信证券	2921.49	136%
2	中金公司	1244.92	367%	中信建投	1336.87	76%	中金公司	1815	-
3	华泰证券	410.88	101%	华泰证券	1284.83	54%	华泰证券	1695.71	103%
4	国泰君安	311.23	476%	申万宏源	1211.67	83%	中信建投	1450.61	91%
5	中信建投	113.74	143%	国泰君安	953.45	100%	申万宏源	1303.56	97%
合计	3584.06		226%	6205.02		98%	9186.37		-

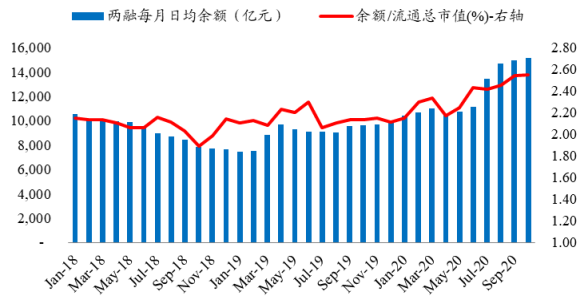
数据来源：中证协、开源证券研究所

注：数据截至 2020 年 9 月末

3.5、 资本中介业务：两融规模持续扩张

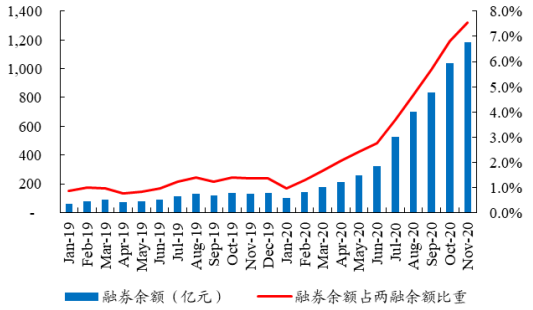
两融机制松绑，融券业务大幅增长。2019 年起，公募基金参与转融券、两融标的扩容、科创板和创业板转融通机制优化、QFII 允许参与两融及转融券出借等政策不断落地，融券供需端均有松绑，政策呵护下，两融规模持续扩张。截至 11 月 19 日，两融余额为 1.56 万亿，较年初+53%，两融规模占流通市值比重从年初的 2.12%提升至 2.54%，其中融券余额为 1176 亿，较年初增长 7 倍，融券余额占两融比重从年初的 1.4%提升至 7.5%。目前，社保基金已参与转融券出借，2020Q3 末社保基金重仓转融券标的股市值达 3368 亿元，占目前融券余额比重约 286%，16 家上市公司发布公告参与证券出借业务（2019 年 3 家），未来预计将有更多机构参与，两融标的在全面注册制下有望进一步扩容。

图33：两融规模持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图34：融券规模大幅扩张



数据来源：Wind、开源证券研究所

表17：2020Q3 末社保基金重仓转融券标的股市值约为 3368 亿元

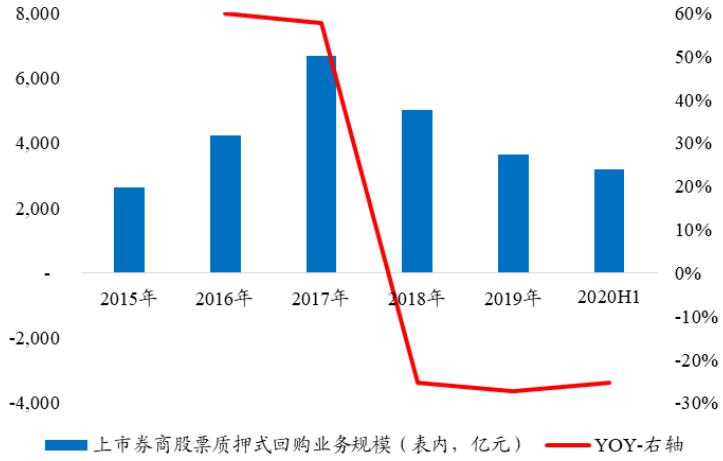
2020 年三季报	社保基金重仓市值（亿元）
主板及中小板转融券标的	3073
科创板	46
创业板	249
合计	3368
占融券余额比重（2020/11/27）	286%

数据来源：Wind、开源证券研究所

机构化趋势明显。目前随着融券、衍生品等创新业务崛起，机构客户占比不断提升，机构化转型不断推进。券商以融券业务为抓手，一方面通过自营、借券等方式为客户提供券源，另一方面通过创设各类衍生品，为客户提供衍生品等业务服务，同时随着机构客户资产不断引入，实现经纪、投行、资管、融券、衍生品等业务联动。

股票质押持续压降。股票质押风险暴露增多，行业整体对股票质押业务谨慎，融出规模持续压降，同时 2019 年 8 月公布的《券商风控新规征求意见稿》中对部分股票质押业务所需的稳定资金和风险资本计提均有所提升，监管导向下预计行业股票质押延续缓降格局。2020 年 6 月末上市券商表内期末股票质押融出规模较年初下降 12%至 3214 亿，规模持续下降。

图35：股票质押规模持续下降



数据来源：公司公告、开源证券研究所

4、 金融科技：赋能券商各项业务

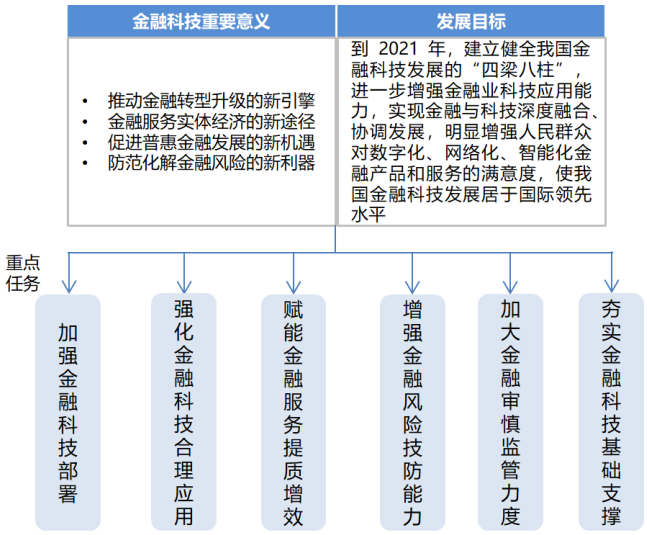
金融科技迅速发展，顶层设计不断完善。技术进步推动金融科技逐步完善，随着大数据、云计算、人工智能等技术快速发展，技术输出不断加快，金融科技了经历从电子化到互联网金融再到金融科技的演变。2019 年 8 月，央行发布金融科技三年发展规划，提出到 2021 年，要建立健全我国金融科技发展的“四梁八柱”，进一步增强金融业科技应用能力，金融科技顶层设计不断完善。

图36：金融科技发展历程



资料来源：艾瑞咨询、开源证券研究所

图37：央行提出金融科技三年发展规划



资料来源：中国人民银行、开源证券研究所

券商加码金融科技，全面赋能各项业务。根据中证协数据，2019 年信息技术投入前十券商在信息技术方面合计投入 89 亿元，同比+89%，占营业收入比重从 2018 年的 2.8%提升至 5.8%，其中平安证券 2019 年信息技术投入金额占营业收入比重高达 11%。同时，各券商不断与科技类企业合作、优化移动端 APP、推出各业务线上功能，利用金融科技全面提升运营效率、降低运营成本、优化客户体验。

表18：券商信息技术投入明显提升

单位：亿元	2018		2019	
	信息技术投入金额	占营业收入比重	信息技术投入金额	占营业收入比重
国泰君安	7.04	3.1%	12.39	5.9%
华泰证券	4.81	3.0%	12.02	6.8%
中信证券	5.80	1.6%	11.39	4.2%
海通证券	4.60	1.9%	8.54	5.4%
广发证券	4.85	3.2%	8.34	5.5%
中金公司	4.28	3.3%	7.78	7.1%
平安证券	4.60	5.4%	7.70	11.0%
国信证券	3.79	3.8%	7.52	6.1%
招商证券	3.60	3.2%	7.42	5.0%
中信建投	3.99	3.7%	6.40	5.0%
合计	**47**	**2.8%**	**89**	**5.8%**

数据来源：中证协、开源证券研究所

表19：各券商加码金融科技

公司	金融科技投入/应用
华泰证券	● 零售端：涨乐财富通+智能投顾平台+中后台 CRM（客户关系管理）系统。2019 年 12 月，涨乐财富通 7.0 版本重磅发布，包含智能资产配置、投顾服务线上化、金融科技 4 大创新、场景化理财、智能助手等一系列特色服务。

	● 机构端：行知 APP+融券通。包括线上投行、私人定制的金融产品服务、研究服务等功能，为机构用户提供全面数字化服务。
广发证券	● 持续完善经纪业务极速交易体系，优化从日间交易到日终清算的全链路极速通道； ● 大力发展“广发投易通”投资交易系统及“广发智汇”综合服务 APP，打造企业级机构服务平台； ● 持续改进自主研发的基于区块链技术的 ABS 可信云系统，用于监控 CMBS 商业物业专项计划的基础资产运行情况； ● 持续完善大数据及人工智能开放能力平台（GF-SMART），发展智能预警、智能推荐、智能外呼及知识图谱等技术应用。
招商证券	● 打造智能大投行：运用大数据、人工智能等金融科技手段，实现业务、数据、质量和风险的统一管控，覆盖股权业务、债券业务及 ABS 业务等多业务链条，实现营销、承揽、承做、审核、发行及后督的全过程信息化管理； ● 互联网平台引流：与腾讯微证券开展合作，腾讯作为平台方，利用其流量为公司进行导流
中金公司	● 与腾讯合作，设立金腾科技，以数字化创新技术为基础，积累客户行为数据，利用客户数字画像等手段助力公司为客户提供更加便利化、智能化、差异化财富管理解决方案，提升投顾服务效率，优化精准营销。
国泰君安	● 优化以君弘 APP 为核心的数字化财富管理平台、以及以道合 APP 为核心的机构客户服务平台，推进布局“智能化国泰君安”，打造具备人工智能的金融科技平台
兴业证券	● 与阿里云在杭州签署战略合作协议并联合挂牌成立金融科技创新实验室，共同探索证券行业金融科技创新与数智化转型发展新路径

资料来源：公司公告、开源证券研究所

5、 盈利预测及投资建议

5.1、 盈利预测：预计上市券商整体 2021 年净利润同比+18.8%

全面注册制下，券商业绩有望持续增长。全面注册制有望加速落地，投行、财富管理、融券、衍生品等业务将是盈利主要驱动因素。1）券商代销规模不断扩张，公募基金投顾逐步发展，科技赋能下营业标准化及客户体验不断提升，财富管理转型持续深化。2）注册制背景下，IPO 规模有望保持增长，同时作为企业客户的重要入口，投行将与其他业务实现协同效应，实现进一步业绩扩张。3）融券、衍生品等创新业务发展迅速，目前券商机构化趋势明显，机构客户占比提升下，券商将提供融券、资管、做市、衍生品等一系列综合服务，驱动业绩不断上行。

中性假设下，我们预计上市券商整体 2021 年净利润同比+18.8%，ROE 有望达 9.3%。财富管理、投行、投资为全年盈利拉动核心，资管和利息净收入保持稳步增长，我们预计上市券商 2021 年整体净利润分别为 1674 亿。在悲观/中性/乐观三种假设下，我们预计 2021 年净利润分别为 1547/1674/1763 亿元，分别同比+9.8%/18.8%/25.2%，ROE 分别为 8.7%/9.3%/9.8%。

表20：中性假设下，预计上市券商 2021 年净利润同比+18.8%

35 家上市券商整体（单位：亿元）	2018 年	2019 年	2020 年 E	2021 年 E	2022 年 E
经纪业务收入	566	676	1,034	1,003	1,067
YOY	-19.9%	19.5%	52.8%	-2.9%	6.3%
日均股基成交额	4,117	5,580	8,980	8,980	9,878
投行业务收入	294	357	501	599	720

YOY	-24.3%	21.6%	40.2%	19.5%	20.3%
资产管理收入	284	294	385	481	608
YOY	-3.7%	3.7%	30.8%	25.1%	26.4%
大投资业务收入	646	1,246	1,365	1,651	2,060
YOY	-34.7%	92.9%	9.6%	21.0%	24.8%
自营投资收益率	2.87%	5.17%	4.70%	4.65%	4.77%
利息净收入	347	407	421	399	332
YOY	11.5%	17.1%	3.4%	-5.2%	-16.7%
营业收入（调整后）	**2,274**	**3,136**	**3,899**	**4,361**	**5,049**
YOY	-19.0%	37.9%	24.3%	11.8%	15.8%
管理费	1,316	1,578	1,794	1,940	2,171
信用减值及其他资产减值损失	168	202	220	183	212
归母净利润	**584**	**1,000**	**1,409**	**1,674**	**1,997**
YOY	-40.1%	71.4%	40.9%	18.8%	19.3%
净利率（调整后）	25.7%	31.9%	36.1%	38.4%	39.6%
归母股东权益	13,925	15,032	17,021	18,842	20,890
YOY	3.3%	8.0%	13.2%	10.7%	10.9%
股权融资合计	495	261	850	500	500
ROE	**4.3%**	**6.9%**	**8.8%**	**9.3%**	**10.1%**
权益乘数（扣除客户保证金）	3.39	3.58	3.76	4.00	4.27

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：2021 年盈利预测与下表中性假设一致

表21：三种情景下，预计上市券商 2021 年净利润增速在+9.8%至+25.2%之间

35 家上市券商整体盈利预测情景分析	2019 年 A	2020 年 E	2021 年 E		
			悲观	中性（基准）	乐观
核心假设：					
1.沪指收盘点位	3,050	3,350	3,400	3,600	3,800
当期沪指涨跌幅		9.80%	1.5%	7.5%	13.4%
对应自营投资收益率	5.17%	4.70%	4.30%	4.65%	4.65%
2.日均股基成交额（亿元）	5,580	8,980	8,082	8,980	9,878
YOY		61%	-10%	0%	10%
3.信用减值损失（亿元）	202	220	207	183	192
YOY		9%	-6%	-17%	-13%
4.管理费（亿元）	1,578	1,794	1,861	1,940	1,922
YOY		13.6%	3.8%	8.2%	7.1%
管理费率	50.30%	46.00%	45.0%	44.5%	43.0%
营收收入（调整后）	3,136	3,899	4,136	4,361	4,469
YOY		24.3%	6.1%	11.8%	14.6%
归母净利润	**1,000**	**1,409**	**1,547**	**1,674**	**1,763**
YOY		40.9%	9.8%	18.8%	25.2%
ROE	**6.90%**	**8.8%**	**8.7%**	**9.3%**	**9.8%**
YOY		27.3%	-1.5%	6.2%	11.6%

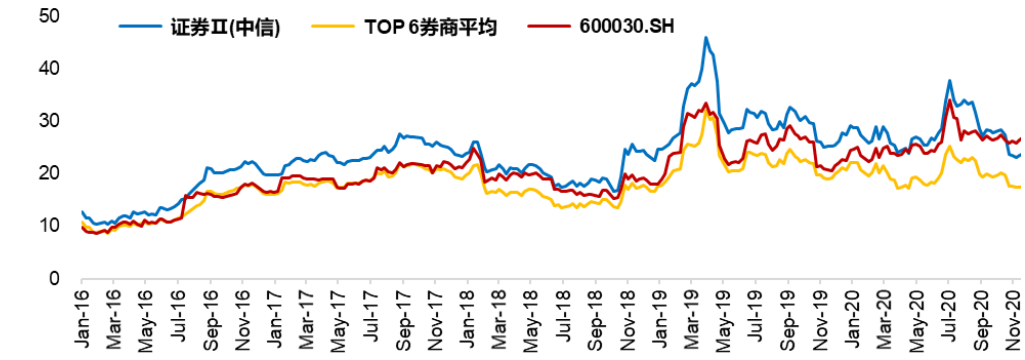
数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2、 投资建议：注册制及创新业务驱动下，ROE 有望持续上行

注册制及创新业务驱动下，业绩有望保持增长，维持行业“看好”评级。目前资本市场处于历史发展机遇期，全面注册制、长期资金引入等政策有望超预期落地。受交易所审核速度限制，全面注册制未必带来投行业务大幅爬升，对券商整体业绩拉动有限。2021 年创新业务增长有望成为业绩亮点，过往两年制度宽松下，投行延续增长、跟投利润释放、衍生品及融券快速发展将带来业绩变现，券商在注册制、居民资产入市、机构化趋势发展等推动下，利润释放持续加大，驱动业务持续增长。目前券商信用债风险逐步缓解，头部券商 PE 估值低于历史中枢，看好券商板块跨年行情，同时经济持续复苏带来权益市场投资机会，维持行业“看好”评级。

两条主线选择受益标的。头部券商中，资产扩表能力突出，IPO 及直投和跟投业务优势明显的公司，未来在投资和投行业务带动下，业绩有望超预期，受益标的：中信证券、华泰证券、招商证券、国泰君安；中小券商中，业务特色明显，差异化竞争中业绩增速有望超越同业，推荐标的：国金证券、东方财富，受益标的：兴业证券。

图38：目前券商板块 PE 估值位于历史中枢



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

表22：受益标的盈利预测及估值

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			P/E		评级
		2020/12/3	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	
600109.SH	国金证券	19.21	0.43	0.68	0.82	44.78	28.30	买入
300059.SZ	东方财富	28.67	0.27	0.52	0.77	105.15	54.82	买入
600030.SH	中信证券	31.08	1.01	1.29	1.53	30.77	24.11	未评级
601688.SH	华泰证券	19.72	1.04	1.33	1.56	18.96	14.79	未评级
601377.SH	兴业证券	9.20	0.26	0.49	0.56	35.38	18.84	未评级
601211.SH	国泰君安	19.09	0.90	1.23	1.42	21.21	15.51	未评级
600999.SH	招商证券	23.71	0.97	1.05	1.20	24.44	22.61	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除国金证券和东方财富外，上述公司盈利预测来自 Wind 一致性预期。

6、 风险提示

- 政策落地不及预期;

- 新冠肺炎疫情反复，对宏观经济冲击超预期，券商业务信用风险加大。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。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、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn