投资策略

行业研究

证券研究报告

谨慎推荐（维持）

风险评级：中风险

证券行业 2021 年上半年投资策略

全面落实注册制，政策红利有望进一步释放

2020 年 11 月 30 日

许建锋
SAC 执业证书编号：
S0340519010001
电话：0769-22110925
邮箱：xujianfeng@dgzq.com.cn

研究助理：吕子炜
SAC 执业证书编号：
S0340120030035
电话：0769-23320059
邮箱：lvziwei@dgzq.com.cn

细分行业评级

证券行业	谨慎推荐

行业指数走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

相关报告

投资要点：

- **受益于两市交投活跃，2020年前三季度业绩增长明显。**39家上市券商（不含东方财富，下文简称上市券商）2020年前三季度实现营业收入3,650.23亿元，同比增长28.03%；实现归母净利润1,155.77亿元，同比增长39.66%；实现扣非归母净利润1,133.18亿元，同比增长40.42%。2020年前三季度39家上市券商ROE（平均）为6.37%，较去年同期+1.35pct。

- **全面推进注册制改革。**2020年10月31日，刘鹤主持召开金融委专题会议强调，增强资本市场枢纽功能，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。注册制的全面实行与建立常态化退市机制有助于市场的简入和清出，改善资本市场生态系统，提升价值发现功能；全市场实行注册制改革正稳步推进，未来证券行业经营环境有望持续优化。

- **发展面临新格局。**第一，券商的合并存在需求，随着境外金融机构获得境内金融牌照的容易程度日趋简便，境内券商之间的竞争将日趋严峻，特别是中小券商需要“抱团取暖”。第二，2019年，全证券行业技术投入为216.7亿元，技术资金投入较2018年增长19.5%，其中金融科技占比仅为2.9%，存在较大提升空间。第三，FICC作为国内券商创新业务一直占收入比例不高，在资本市场改革创新驱动下，作为外国投行三大支柱之一的FICC将会很好的顺应我国未来资本市场发展，有望成为推动券商变革升级的新动能。

- **投资建议：**基于目前科创板与创业板注册制改革现状，以及监管层大力推动全市场注册制改革红利，预计后续股权融资规模有望创新高；对于股权承销相对规模较大的券商，其承销收入对增厚业绩起到积极作用。2021年上半年，随着资本市场改革进程提速，政策红利推动券商板块上行预期不变，叠加券商合并与监管层打造券商航母概念有望释放市场行情，券商板块有望迎来估值提升，推动券商股价上涨。因此，建议关注市场融资储备项目多、享受政策红利影响较大的头部券商，以及科技赋予流量变现能力强的成长型券商，同时兼顾估值合理；建议关注中信证券（600030）、华泰证券（601688）、东方财富（300059）及国泰君安（601555）。

- **风险提示：**宏观经济超预期下行，股市指数大幅下跌，股基成交额大幅萎缩，资本市场改革进度不及预期。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

目 录

1. 全面推进注册制改革 4
1.1 重提注册制 4
1.2 资本市场改革加速，注册制激活市场活力 5
1.3 展望未来 6
2. 发展面临新格局 6
2.1 券商合并 6
2.2 加大金融科技投入 7
2.3 FICC 业务展望 7
3. 改革前行，业务转型 8
3.1 2020 年前三季度业绩状况 8
3.2 经纪业务：日均股基成交额预计有所收缩 10
3.3 投行业务：注册制改革进程提速 11
3.4 资管业务：资管规模收缩延续 12
3.5 自营业务：股市振荡影响投资收益 14
3.6 信用业务：两融余额维持高位、股票质押式回购规模持续收缩 14
4. 行业盈利展望 15
5. 投资策略 16
6. 风险提示 17

插图目录

图 1：注册制发展历程 4
图 2：创业板历年募集资金数量&上市企业数量（亿元，家） 5
图 3：全市场 2020.1-10 募集资金数量&上市企业数量（亿元，家） 6
图 4：证券行业活跃度前十 APP（万人） 7
图 5：上市券商 2019 年及 2020 年前三季度业绩同比增速（%） 8
图 6：上市券商 2019 年营业收入结构（%） 9
图 7：上市券商 2020 年前三季度营业收入结构（%） 9
图 8：日均成交额（亿元） 9
图 9：上市券商经纪业务净收入（亿元，%） 10
图 10：股基日均交易额（亿元） 10
图 11：佣金率（‰） 10
图 12：行业整体股权融资规模（亿元，%） 11
图 13：IPO 募资规模（亿元） 11
图 14：证券债券承销规模（亿元） 12
图 15：单季度券商债券承销规模（亿元） 12
图 16：上市券商资管业务净收入（亿元，%） 12
图 17：资管规模（亿元，%） 12
图 18：2020Q3 券商前 10 私募资产管理月均规模和主动管理月均规模、占比（亿元，%） 13
图 19：上市券商自营业务净收入（亿元，%） 14
图 20：上市券商利息净收入（亿元，%） 14

图 21：两融余额（亿元） 14
图 22：融资余额（亿元） 15
图 23：股票质押式回购规模（亿元） 15

表格目录

表 1：证券行业 2021 年主要盈利假设 16
表 2：证券行业 2021 年盈利预测 （亿元） 16
表 3：重点公司估值及盈利预测（截至 2020 年 11 月 27 日） 16

1. 全面推进注册制改革

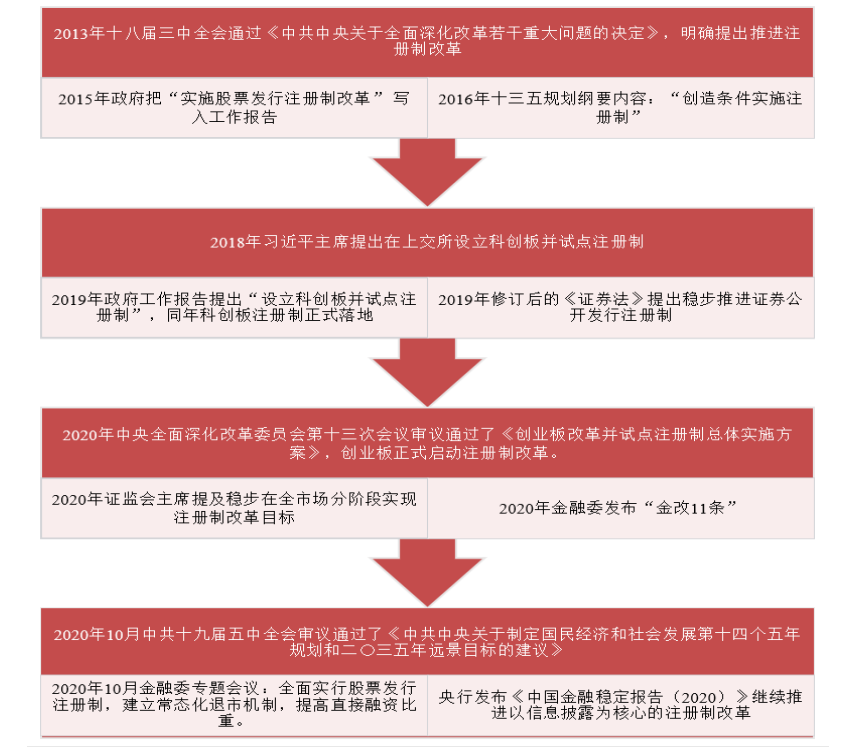
1.1 重提注册制

2020 金融街论坛上证监会主席易会满表示，以注册制改革为龙头，带动资本市场关键制度创新。证监会将在总结科创板、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。完善以投资者需求为导向的信息披露规则体系；设立多元包容的发行上市条件，健全发行承销机制；打造权责清晰、标准统一、透明高效的发行审核注册机制。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。完善常态化、多渠道退市制度安排。

随后，证监会副主席李超表示，经过科创板、创业板两个板块的试点，全市场推行注册制的条件逐步具备。下一步，证监会将认真贯彻党中央、国务院决策部署，坚定市场化、法治化改革方向，学习借鉴国际最佳实践，保持定力，循序渐进，扎实稳妥办好注册制改革这件大事。

2020 年 10 月 31 日，刘鹤主持召开金融委专题会议强调，增强资本市场枢纽功能，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。注册制的全面实行与建立常态化退市机制有助于市场的简入和清出，改善资本市场生态系统，提升价值发现功能；全市场实行注册制改革正稳步推进，未来证券行业经营环境有望持续优化。

图1：注册制发展历程



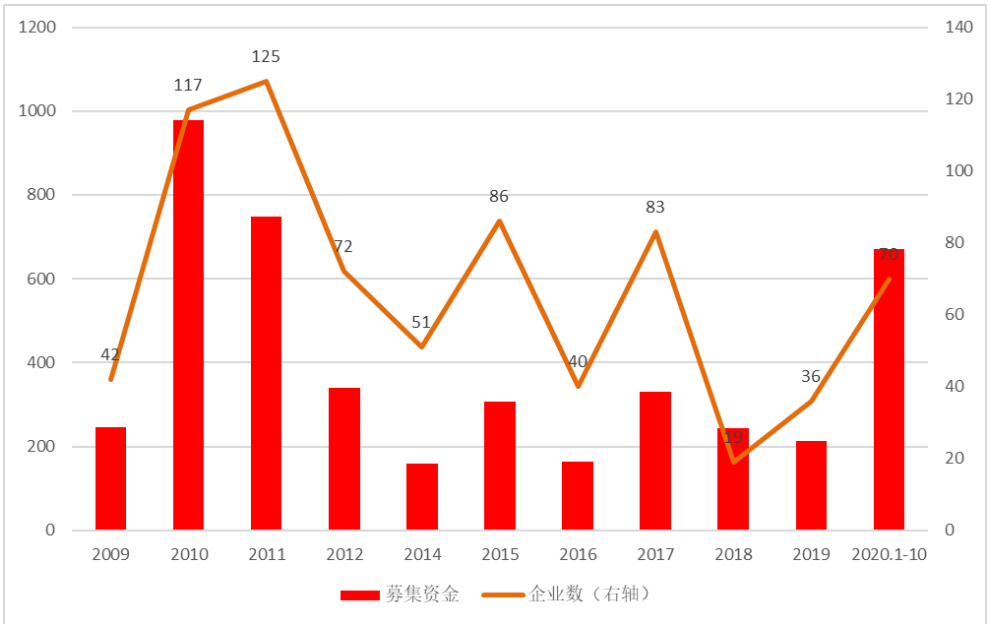
数据来源：证监会、证券业协会、上交所、深交所、Wind，东莞证券研究所

1.2 资本市场改革加速，注册制激活市场活力

2020 年 2 月 29 日，国务院办公厅印发《关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》，提出要稳步推进证券公开发行注册制：一是分步实施股票公开发行注册制改革；二是落实好公司债券公开发行注册制要求；三是完善证券公开发行注册制程序。2020 年中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》；6 月 12 日证监会发布《创业板上市公司证券发行注册管理办法(试行)》；8 月 24 日，首批 18 家创业板注册制企业上市，创业板正式迈入注册制时代。

创业板设立初期，在 2010 年迎来中小企业上市浪潮，创业板实现全年 IPO 数量 117 家，累计募集资金达到 963.34 亿元，是创业板创立至今最高值；在 2011 年募集资金有所下降，但 IPO 数量有所增加至 125 家，随后的 2012 至 2019 年，筹集资金和上市公司数量持续下降，再也没回到 2010 与 2011 年高位。截至 2020 年 10 月 31 日，创业板实现 IPO 数量 70 家，累计募集资金达到 670.37 亿元，IPO 数量与募资规模均已超前两年总和，募资规模创 2011 年以来新高；其中，从 8 月 24 日开始统计的创业板注册制实施后上市企业 38 家，累计募集资金达到 161.00 亿元。随着注册制改革深化和退市制度等的完善，创业板融资环境将持续改善，预计 2021 年创业板 IPO 数量和融资规模有望创近 5 年新高。

图2：创业板历年募集资金数量&上市企业数量（亿元，家）

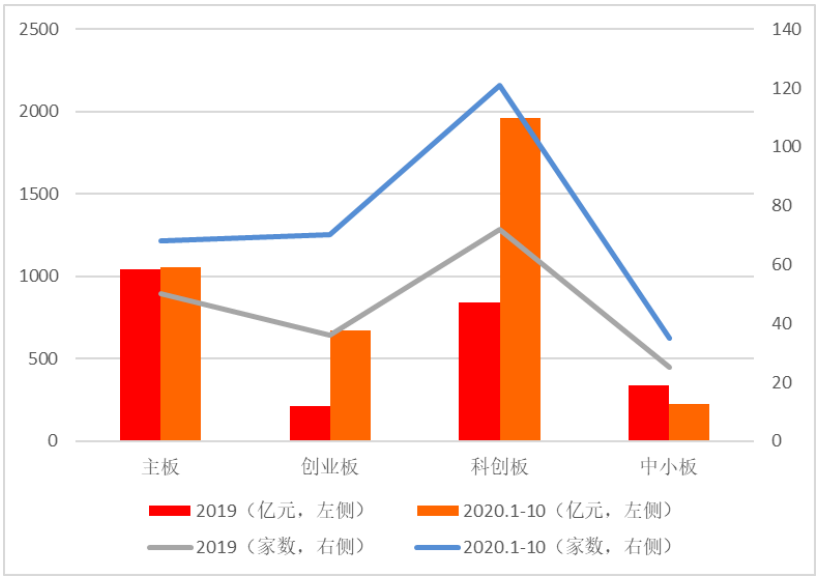


数据来源：Wind，东莞证券研究所

注册制助力上市进程提速。截至 2020 年 10 月 31 日，A 股全市场上市公司累计 294 家，较 2019 年全年增加 111 家；累计募集资金达到 3909.49 亿元，较去年全年增长 61.05%，两项数据均大幅超越去年全年。其中，主板上市公司累计 68 家，募集资金 1051.83 亿元；科创板上市公司累计 121 家，募集资金 1962.68 亿元；创业板上市公司累计 70 家，

募集资金 670.37 亿元；中小板上市公司累计 35 家，募集资金 224.61 亿元，四个板块市场除中小板市场募集资金规模不及 2019 年，其余各项数据均已超 2019 年全年。

图3：全市场2020.1-10募集资金数量&上市企业数量（亿元，家）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

注册制加速行业定价模式改革。核准制之下，投行项目专注于商机获取而并非项目定价。长期以来，境内券商开拓 IPO 业务时都缺乏对投行项目基于产业链的系统研究。项目的获取途径大多来自偶然性的商机发现，对项目更注重于过去生产经营的合规性，对未来发展方面只需满足监管条件即可。注册制之下，对 IPO 的定价估值能力是券商在未来重点发展的方向。科创板和创业板均借鉴美股与港股 IPO 定价机制，采用累计投标询价制进行市场化定价，承销商将先向特定的机构进行估值与询价，在得到询价后确定发行的价格区间并公开进行询价。路演结束后，发行人和承销商再根据投资者需求、根据公司定价、股市表现最终确定发行价格。该机制下，机构投资者对首发企业的定价自主性将得到提升，企业定价标准将更加灵活，首发估值将更为合理。

1.3 展望未来

注册制改革红利将进一步释放市场活力。纵观 2019 年至 2020 年科创板和创业板试点均为市场IPO业务带来可观增性，监管层有意推动全市场注册制改革，简化进入流程，预计 2021 年上半年股权融资规模将进一步提升，重点利好券商经纪、投行业务。

2. 发展面临新格局

2.1 券商合并

2020 年 9 月 21 日，国联证券与国金证券分别发布合并公告，国联证券将收购长沙涌金持有国金证券约 7.82%的股权，同时，国联证券与国金证券正在筹划由国联证券向国金证券全体股东发行 A 股股票的方式换股吸收合并国金证券。随后在 2020 年 10 月 13 日，双方又发布了《关于终止筹划重大资产重组暨公司股票复牌公告》，宣布此次合

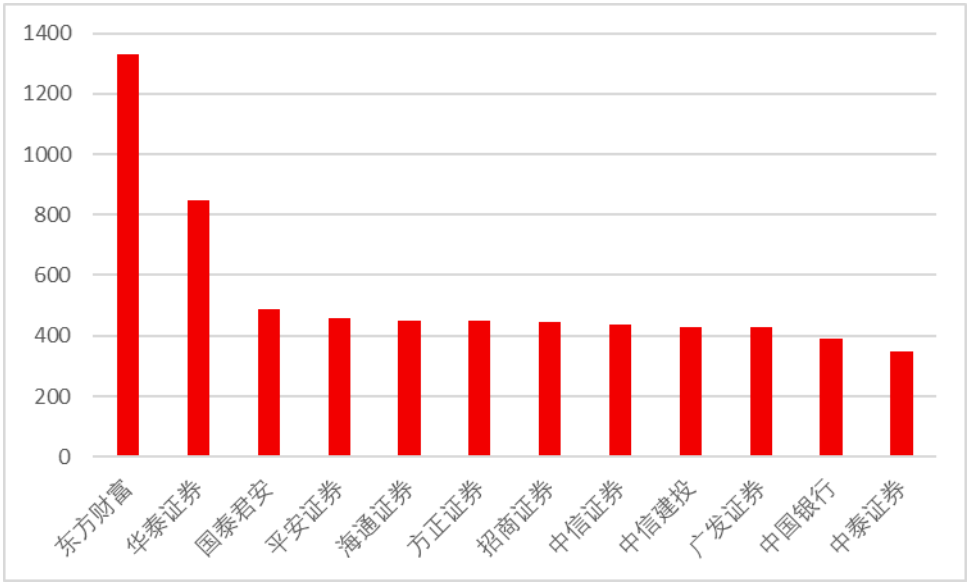
并终止。虽然国联证券与国金证券的合并被终止，但是再次点燃了券商合并的热情，年内出现了几波券商合并行情。

券商的合并存在需求，第一，随着境外金融机构获得境内金融牌照的容易程度日趋简便，境内券商之间的竞争将日趋严峻，特别是中小券商需要“抱团取暖”。第二，监管层有意打造券商航母，鼓励头部券商做大做强，头部券商为了增强自身实力，会出现合并中小券商来扩展自身势力范围，同时也存在强强合并的可能。第三，国资合并的需求。

2.2 加大金融科技投入

2019 年，全证券行业技术投入为 216.7 亿元，技术资金投入较 2018 年增长 19.5%，其中金融科技占比仅为 2.9%，存在较大提升空间。当前证券行业整体数字化程度较低，行业中仍存在大量重复性且对人力依赖程度高的工作，所带来的负面影响包括成本高、效率低、操作风险高等，对行业整体发展存在一定影响。各券商将会越来越重视智能型业务服务的投入；其中以东方财富最为突出，东方财富 APP 多年来在券商 APP 中活跃度排名第一，低成本的流量变现能力为其赢得在券商中较高的市占率；其他券商也纷纷加大对自身 APP 的投入。

图4：证券行业活跃度前十APP（万人）



数据来源：易观千帆，东莞证券研究所

2.3 FICC 业务展望

券商行业受益改革红利最大。资本市场变革、监管模式转变、牌照红利弱化，迫使券商从传统的被动获利模式转向积极竞争模式。多重趋势驱动券商探索更多盈利模式，向更高阶的盈利模式转型。在新旧更迭的当前，转型需要在存量业务升级和增量业务开拓两方面同时进行。FICC 作为国内券商创新业务一直占收入比例不高，在资本市场改革创新驱动下，作为外国投行三大支柱之一的 FICC 将会很好的顺应我国未来资本市场发展，有望成为推动券商变革升级的新动能。

头部券商在固收类业务领先。境内 FICC 业务还处于起步阶段，当前布局 FICC 业务的券商主要经营销售、交易、产品设计、做市、研究服务、衍生品等，大部分都处于起步阶段。同时部分头部券商利用海外子公司搭建境外 FICC 平台，业务以固定收益为主，以客户为导向的海外投资、资产配置服务，业务覆盖全球多个国家和地区，涵盖现货和结构化产品等多元金融产品领域。中小券商也开始积极布局债券及商品业务，构建属于自己的特色。债券业务随着债市扩容和产品创新得以快速发展，承销规模也逐渐提升，债券业务属重资本业务，券商发展仍依赖于牌照和资本提升。

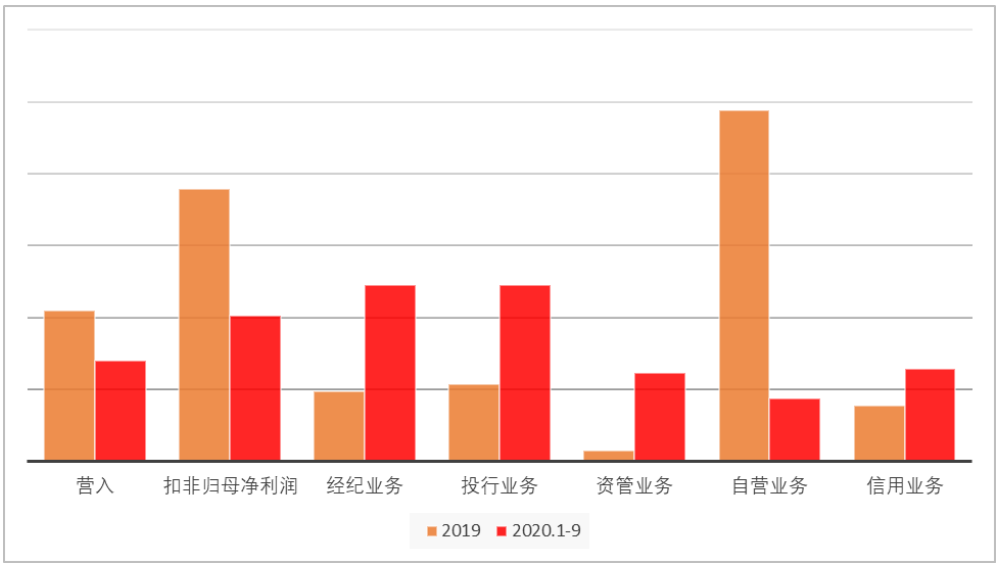
3. 改革前行，业务转型

3.1 2020 年前三季度业绩状况

受益于两市交投活跃，2020 年前三季度业绩增长明显。39 家上市券商（不含东方财富，下文简称上市券商）2020 年前三季度实现营业收入 3,650.23 亿元，同比增长 28.03%；实现归母净利润 1,155.77 亿元，同比增长 39.66%；实现扣非归母净利润 1,133.18 亿元，同比增长 40.42%。2020 年前三季度 39 家上市券商 ROE（平均）为 6.37%，较去年同期+1.35pct。

2020 年前三季度各项业务净收入均实现大幅增长。2020 年前三季度，39 家上市券商经纪业务净收入、投行业务净收入、资管业务净收入、自营业务净收益（投资收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动收益）、信用业务净收入分别为 831.96 亿元、370.08 亿元、274.81 亿元、1,027.86 亿元、409.51 亿元，同比增速分别为 48.94%、49.04%、24.66%、17.43%、25.53%。39 家上市券商各项业务净收入增速均高于 10%，其中增速最快的 2 项业务为经纪、投行业务，增速均高于 45%。

图5：上市券商2019年及2020年前三季度业绩同比增速（%）

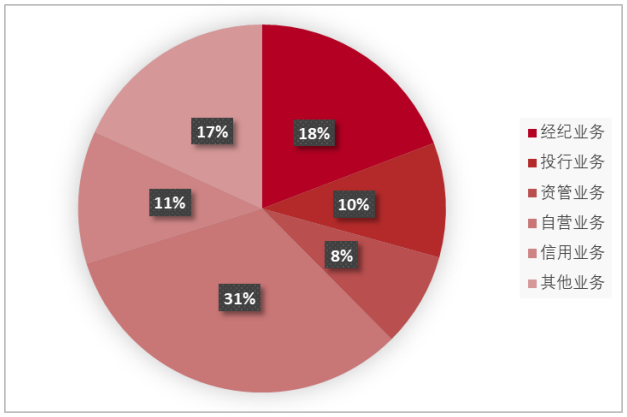


数据来源：Wind，东莞证券研究所

2020 年前三季度自营业务收入占营收比重最大。2020 年前三季度，经纪业务、投

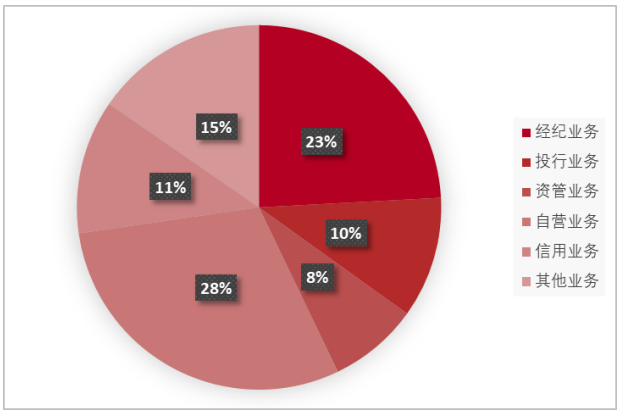
行业务、资管业务、自营业务（投资收益-对联营企业和合营企业的投资收益+公允价值变动收益）、信用业务营收占比分别为 22.79%、10.14%、7.53%、28.16%、11.22%，与 2019 年相比，整体结构变化不大，经纪业务与自营业务仍是营业收入主要贡献部分，两项加总占营收比重为 50.95%，占营收比重一半以上。

图6：上市券商2019年营业收入结构（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

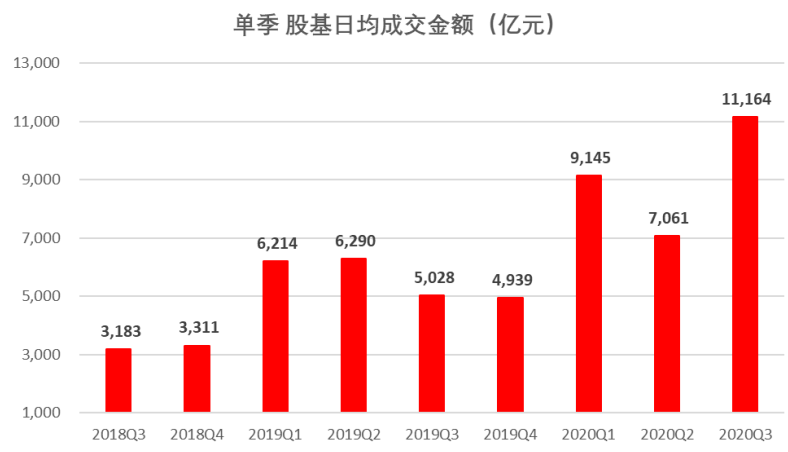
图7：上市券商2020年前三季度营业收入结构（%）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

2021 年上半年业绩有望持续向好。进入 2020 年二季度，市场在 3 月底 4 月初开始回稳，并在二季度末收复到疫情前水平。7 月初行情启动，截至 2020 年 11 月 25 日，沪深 300 涨跌幅为+17.93%，最大振幅为 20.80%。我们认为慢牛行情将会延续，预估 2021 年上市券商整体营收结构将会维持 2020 年，但经纪业务与自营业务收入可能会有所下降，投行业务受注册制改革影响有望创新高，营收占比会有所提升，但不会影响整体结构。截止 2020 年 9 月 30 日，2020 年前三季度日均成交额为 9,201 亿元，同比增长 47.16%，主要是三季度行情启动后，两市成交额大幅上升，2020Q3 两市股基日均成交额为 11,164 亿元，同比增长 122.01%，环比增长 58.10%，预计 2021 年上半年行情以区间震荡叠加慢牛为主，两市股基日均成交额可能较 2020 年有所下降。截止 2020 年 11 月 25 日，科创板已有 127 家企业上市，创业板已有 92 家企业上市，当前科创板排队项目 283 个，创业板排队项目 521 个，市场股权融资情绪依旧高涨，预计 2021 年将会迎来股权融资大年，行业整体股权承销规模有望创新高。

图8：日均成交额（亿元）

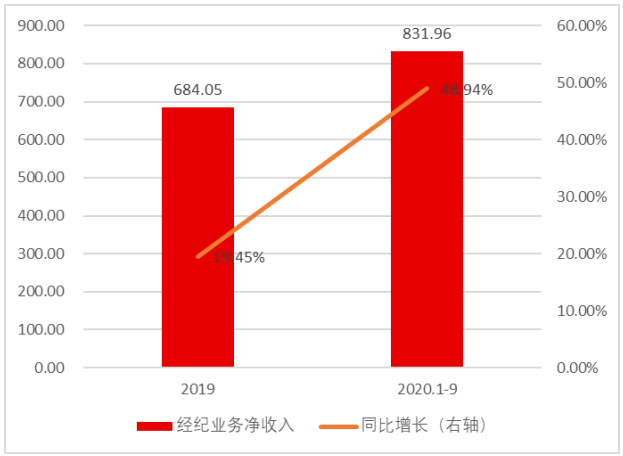


数据来源：Wind，东莞证券研究所

3.2 经纪业务：日均股基成交额预计有所收缩

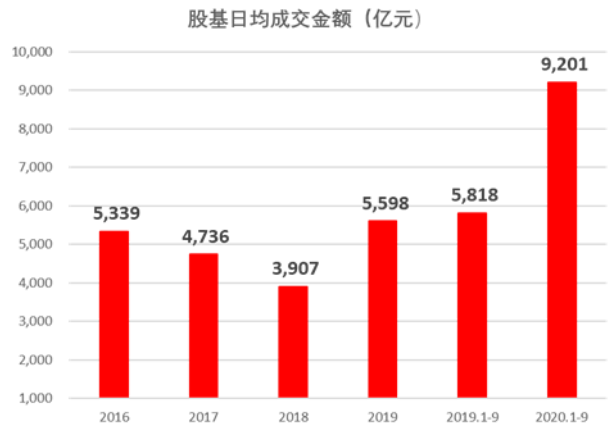
经纪业务净收入可能出现下降。上市券商 2019 年和 2020 年前三季度经纪业务净收入分别为 684.05 亿元和 252.58 亿元，同比增速分别为+19.45%和+36.79%。2020 年前三季度日均成交额为 9145 亿元，同比增速为 85.2%，高于 2020 年前三季度经纪业务净收入同比增速，主要原因是行业 2020 年前三季度佣金率进一步下降至 2.67‰，低于去年同期的 2.80‰。根据测算，2018 年经纪业务佣金率为 3.28‰，而 2019 年全年佣金率降至 2.88‰，2020 年前三季度继续下降至 2.67‰。2020Q3 两市股基日均成交额为 11,164 亿元，同比增长 122.01%，环比增长 58.10%；其中 7- 9 月单月两市股基日均成交额分别为 13,923 亿元、11,207 亿元、8,236 亿元，七月份两市股基日均成交额创近 5 年新高，随后两市交易额在逐渐递减；2020 年 10 月两市股基日均成交额降至 8,009.26 亿元，预计 2021 年上半年两市股基日均成交额高于 2019 年，但略低于 2020 年。预期 2021 年悲观、中性、乐观情况下，佣金率分别为 2.35‰、2.45‰、2.55‰，日均股基成交额分别为 6,300 亿元、7,200 亿元、8,100 亿元。两项叠加经纪业务净收入可能出现下降。

图9：上市券商经纪业务净收入（亿元，%）



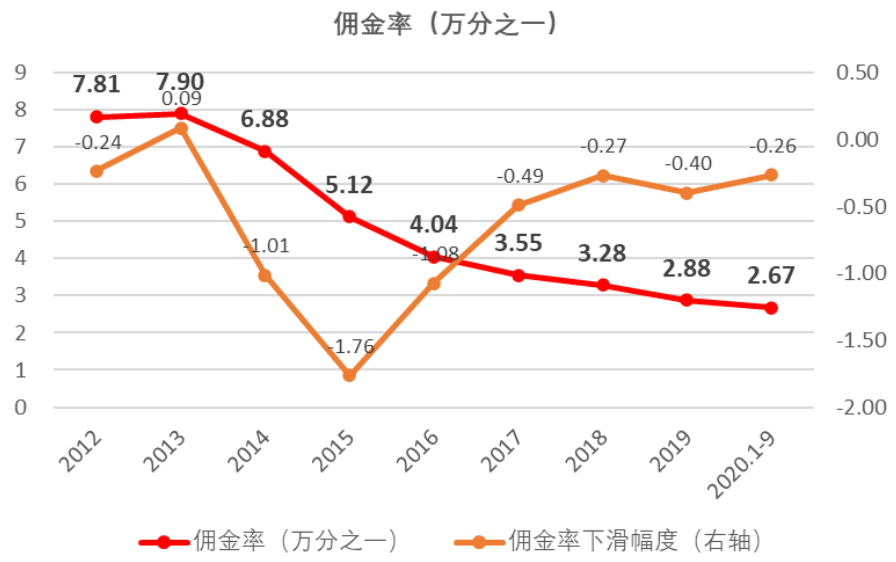
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图10：股基日均交易额（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图11：佣金率（‰）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

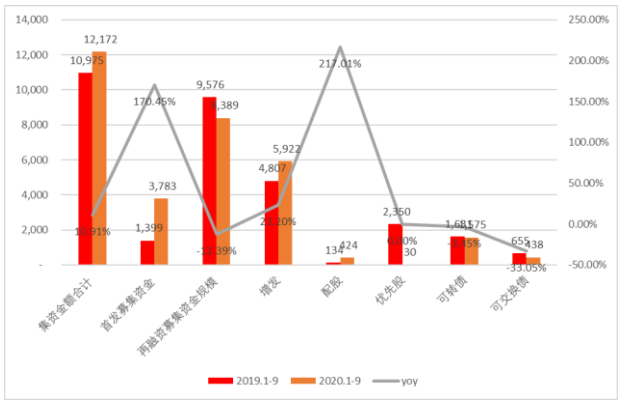
财富管理转型提速。基金投顾试点落地，券商财富管理转型进程再提速。“买方投顾”模式有望成为券商财富管理转型的突破点，券商经纪业务将逐渐从卖方经纪转型为买方投顾和资产配置，业绩增厚实现战略转型，传统的营业部模式也将成为改造重点。目前申万宏源、国泰君安、银河证券、华泰证券、中金公司、中信建投、国联证券等 7 家券商已获批基金投顾试点，试点服务均已上线。除拿到投顾试点资格的券商外，其余券商也在围绕基金投顾业务进行布局，创建自己的基金投顾团队，开展新的基金业务线，平安证券、光大证券也在积极准备基金投顾试点的申请，未来预计更多的券商会加入进来。

3.3 投行业务：注册制改革进程提速

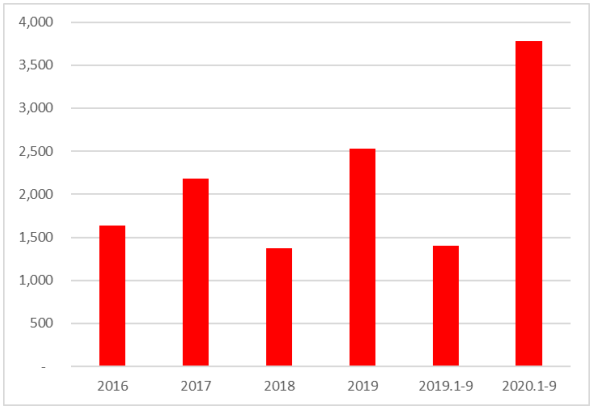
投行业绩有望创新高。上市券商 2019 年和 2020 年前三季度投行业务净收入分别为 373.92 亿元和 370.08 亿元，同比增速分别为+22.33%和+49.04%，2020 年前三季度投行业绩大幅增长主要得益于 IPO 承销规模回升和债券承销规模扩大。2020 年前三季度，股权承销金额为 12,172.49 亿元，同比+10.91%，其中 IPO 及增发融资金额分别为 3,783.28 亿元和 5,921.82 亿元，分别同比+170.45%和+23.20%，股权融资规模同比上升成为当期投行业务净收入增长的主要因素。创业板注册制在今年 8 月 24 日正式实施，实施至今，排队项目创新高，预推业绩爆发期在 2021 年。债券承销规模为 7.2 万亿元，同比增长 33.46%，未来随着经济复苏逐渐稳定，券商承销债券规模可能会有所下降。当前，2020 年前三季度投行业务净收入与 2019 年全年投行业务净收入基本持平，年内投行业务净收入有望突破 400 亿。截至 2020 年 11 月 27 日，科创板排队项目 283 个，创业板排队项目 521 个，在全市场注册制改革红利刺激下，预计 2021 年两项承销规模有望创新高。

图12：行业整体股权融资规模（亿元，%）

图13：IPO募资规模（亿元）

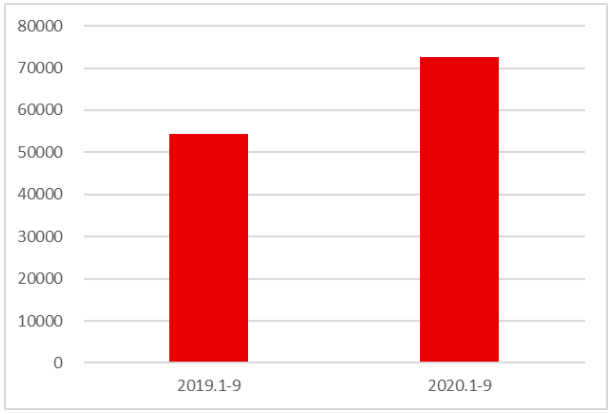


资料来源：Wind，东莞证券研究所



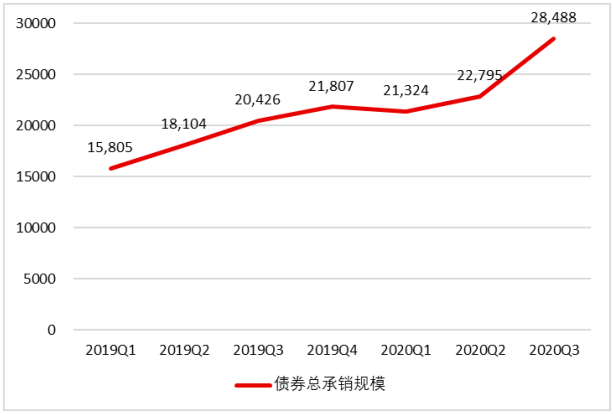
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图14：证券债券承销规模（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图15：单季度券商债券承销规模（亿元）



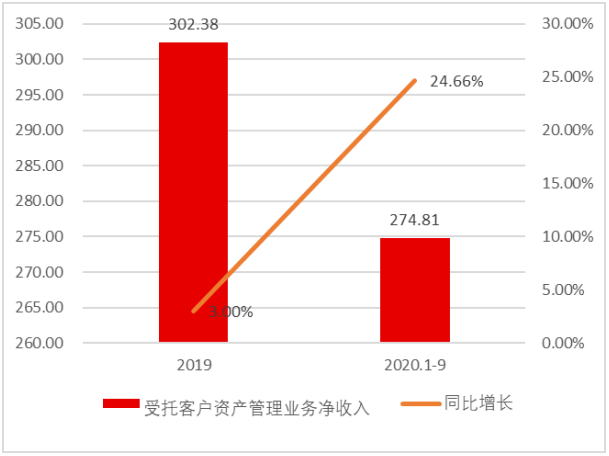
资料来源：Wind，东莞证券研究所

3.4 资管业务：资管规模收缩延续

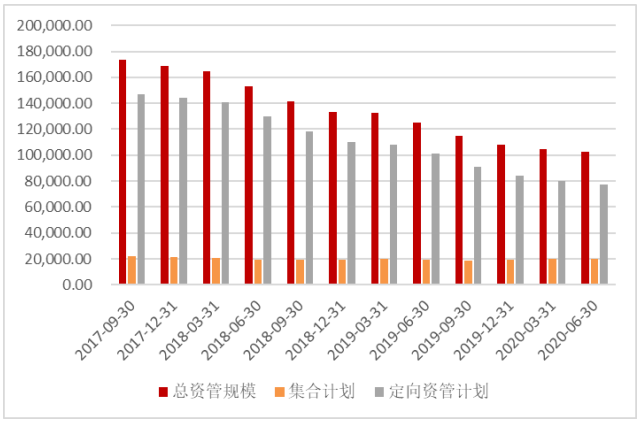
资管业务净收入增加，主动管理占比持续提升。上市券商 2019 年及 2020 年前三季度资管业务净收入分别为 306.86 亿元和 274.81 亿元，同比增速分别为+2.65%和+24.66%。受新冠疫情影响，监管层决定将《资管新规》过渡期延期一年至 2021 年，预计 2021 年券商资管规模将延续收缩趋势。2020 年二季度资管规模为 10.26 万亿元，同比-18.11%，环比-1.93%，其中集合计划、定向资管分别为 20,073 亿元、77,413 亿元，较 2019 年同期分别+4.03%、-23.37%。预计 2021 年集合计划规模保持平稳，通道业务规模（定向资管）继续下降，但资管新规边际影响逐渐削弱，同时券商加速资管转型，收入质量将会提升明显。

图16：上市券商资管业务净收入（亿元，%）

图17：资管规模（亿元，%）



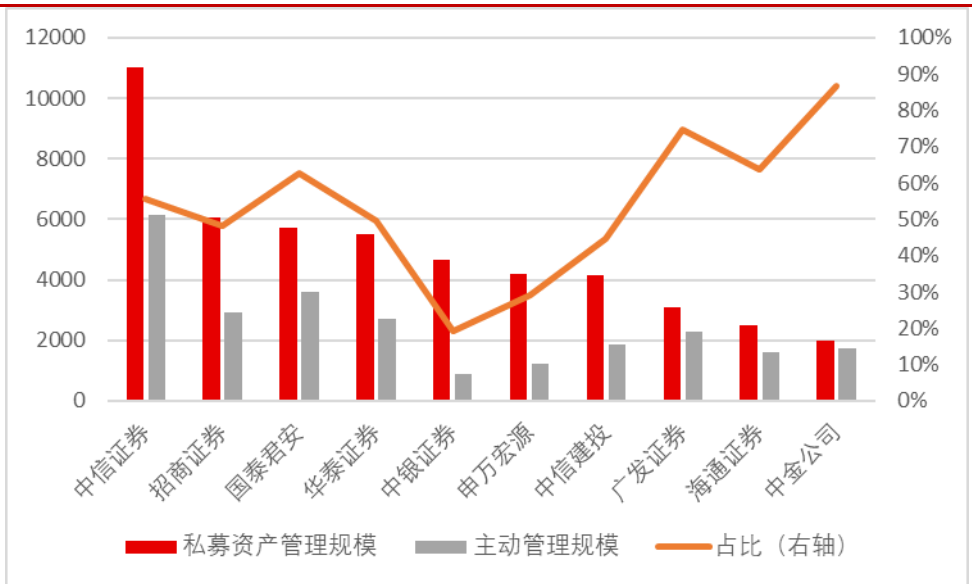
资料来源：Wind，东莞证券研究所



资料来源：Wind，东莞证券研究所

中基协 11 月 9 日发布 2020 年三季度券商私募资管规模 TOP20 排名，其中证券公司私募主动管理资产月均规模排名前四的是中信证券、招商证券、国泰君安、华泰证券，对应私募资管月均规模分别为 1.1 万亿、6062 亿、5722 亿、5522 亿，其对应的主动管理私募资管规模分别为 6139 亿、2917 亿、3586 亿、2731 亿，同样排名前四。2020 年三季度证券行业主动管理规模占比首次突破 50%至 53.19%，环比+5.17%。其中，中金公司主动管理规模占比达 86.76%，主动管理占比排名第一；主动管理规模占比均超过 70%的有华融证券、中泰资管和广发资管；另外，主动管理规模占比均超过 60%的有国信证券、海通资管和国泰君安资管，行业分化情况较为明显。随着资管业务总量下降，预计后期主动管理规模有望再次攀升。

图18：2020Q3券商前10私募资产管理月均规模和主动管理月均规模、占比（亿元，%）



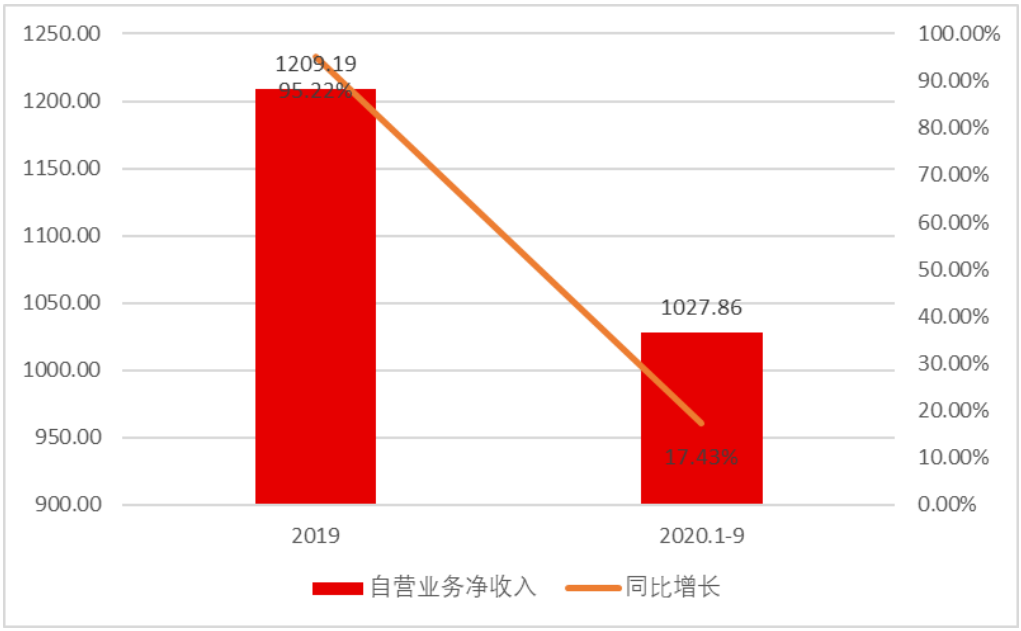
数据来源：Wind，东莞证券研究所

预期 2021 年悲观、中性、乐观情况下，年均集合计划管理规模分别为 21,287 亿元、21,920 亿元、23,184 亿元；定向资产管理计划规模分别为 62,705 亿元、66,188 亿元、68,975 亿元。

3.5 自营业务：股市振荡影响投资收益

39 家上市券商 2019 年及 2020 年前三季度自营业务净收入分别为 1,209.19 亿元和 1,027.86 亿元，同比增速分别为+95.22%和+17.43%，2019 年受益于市场回暖，大市行情普遍向好，上市券商自营业务收入大幅增长。2020 年前三季度，沪深 300 指数收复失地并再创新高，截至 2020 年 9 月 30 日上涨 11.98%；创业板市场持续向好大幅上涨 43.19%，中证全债指数上涨 1.72%，三个市场均呈现不同程度上涨，上市券商股权与固定资产投资收益均有较好表现。预计 2021 年上半年券商自营业务受市场行情调整和区间波动影响，增速有所放缓，但自营业务净收入可能依然维持高位。

图19：上市券商自营业务净收入（亿元，%）



数据来源：Wind，东莞证券研究所

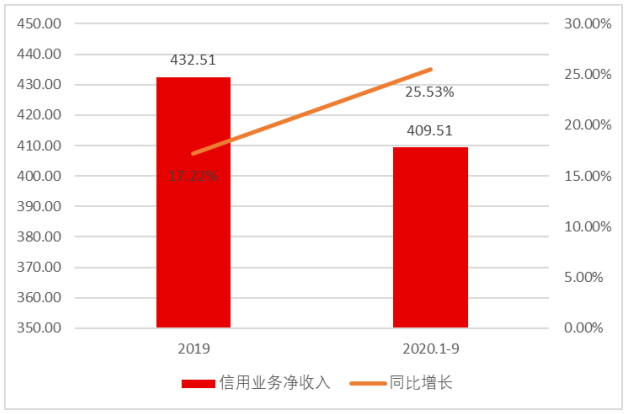
3.6 信用业务：两融余额维持高位、股票质押式回购规模持续收缩

上市券商 2019 年及 2020 年前三季度信用业务净收入分别为 432.51 亿元和 409.51 亿元，同比增速分别为+17.22%和+25.53%。两融规模持续走高，是券商利息净收入增加主要动能。2020 前三季度沪深两市两融日均余额为 12,079 亿元，同比增长 31.98%；截至 2020 年 11 月 27 日，沪深两市两融余额为 15,736 亿元，创近 5 年新高，较 2020 年年初的 10,192 亿元增长 54.39%。

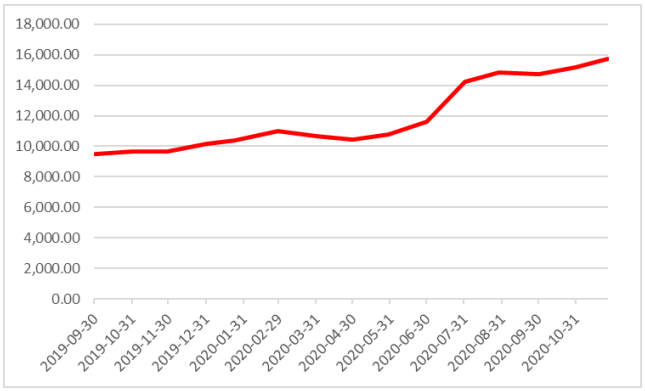
截至 2020 年 10 月 30 日沪深两市股票质押式回购规模余额为 12,184 亿元，同比下降 6.23%，较 2020 年年初下降 3.26%；2020 前三季度沪深两市日均待回购金额为 12,352 亿元，同比下降 7.28%，较 2019 年下降 6.45%，股票质押式回购规模呈下降趋势，但下降幅度有所收缩。随着市场环境改善，融资融券业务规模有望持续增长，叠加监管层大力推动资本市场直接融资和间接融资发展，上市券商利息业务收入有望持续上升。预期 2021 年悲观、中性、乐观情况下，日均两融余额为 19,261 亿元、20,545 亿元、21,668 亿元。日均股票质押式回购规模为 10,625 亿元、11,113 亿元、11,602 亿元。

图20：上市券商利息净收入（亿元，%）

图21：两融余额（亿元）

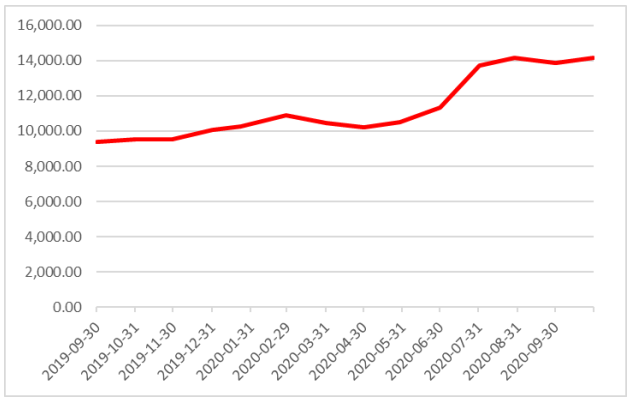


资料来源：Wind，东莞证券研究所



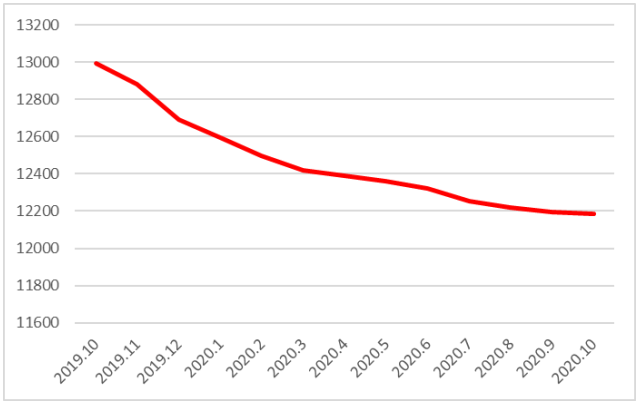
资料来源：Wind，东莞证券研究所

图22：融资余额（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

图23：股票质押式回购规模（亿元）



资料来源：Wind，东莞证券研究所

4. 行业盈利展望

对国内证券行业做出 2021 年盈利预测假设如下：

经纪业务：预期 2021 年悲观、中性、乐观情况下，佣金率分别为 2.35‰、2.45‰、2.55‰，日均股基成交额分别为 6,300 亿元、7,200 亿元、8,100 亿元。

投行业务：预期 2021 年悲观、中性、乐观情况下，IPO 融资规模为 5,013 亿元、5,925 亿元、6,836 亿元；再融资规模分别为 11,073 亿元、11,996 亿元、12,919 亿元；债券承销规模分别为 108,922 亿元、118,824 亿元、128,726 亿元；

资管业务：预期 2021 年悲观、中性、乐观情况下，年均集合计划管理规模分别为 21,287 亿元、21,920 亿元、23,184 亿元；定向资产管理计划规模分别为 62,705 亿元、66,188 亿元、68,975 亿元。

信用业务：预期 2021 年悲观、中性、乐观情况下，日均两融余额为 19,261 亿元、20,545 亿元、21,668 亿元。日均股票质押式回购规模为 10,625 亿元、11,113 亿元、11,602 亿元。

表 1：证券行业 2021 年主要盈利假设

	2019	2020E	2021E 悲观	2021E 中性	2021E 乐观
日均股基交易额（亿元）	5,598	9,000	6,300	7,200	8,100
佣金率（‰）	2.88	2.60	2.35	2.45	2.55
IPO 股票承销额（亿元）	2,532	4,558	5,013	5,925	6,836
再融资（亿元）	9,385	9,228	11,073	11,996	12,919
债券承销额（亿元）	76,169	99,020	108,922	118,824	128,726
集合计划管理规模（亿元）	19,434	21,077	21,287	21,920	23,184
定向资产管计划（亿元）	96,010	69,672	62,705	66,188	68,975
日均两融余额（亿元）	9,152	16,051	19,261	20,545	21,668
股票质押式回购规模（亿元）	13,203	12,212	10,625	11,113	11,602

资料来源：Wind，东莞证券研究所

表 2：证券行业 2021 年盈利预测 （亿元）

	2019	2020E	2021E 悲观	2021E 中性	2021E 乐观
营业收入	3,605	4,725	5,198	5,434	5,670
其中：代理买卖证券业务净收入	788	1,134	964	1,020	1,077
证券承销与保荐业务净收入	377	652	783	848	913
资产管理业务净收入	275	307	338	368	399
证券投资收益（含公允价值变动）	1,222	1,409	1,902	1,973	2,114
利息净净收入	464	595	654	714	773
其他收入	336	375	393	412	431
净利润	1,231	1,723	1,896	2,068	2,240
净资产	20,200	23,230	24,392	25,553	26,715
ROE（%）	6.09%	7.42%	7.77%	8.09%	8.39%
净利润增速（%）	84.83%	29.88%	10%	20%	30%
净资产增速（%）	6.88%	15.00%	5%	10%	15%

资料来源：Wind，东莞证券研究所

5. 投资策略

基于目前科创板与创业板注册制改革现状，以及监管层大力推动全市场注册制改革红利，预计后续股权融资规模有望创新高；对于股权承销相对规模较大的券商，其承销收入对增厚业绩起到积极作用。2021 年上半年，随着资本市场改革进程提速，政策红利推动券商板块上行预期不变，叠加券商合并与监管层打造券商航母概念有望释放市场行情，券商板块有望迎来估值提升，推动券商股价上涨。因此，建议关注市场融资储备项目多、享受政策红利影响较大的头部券商，以及科技赋予流量变现能力强的成长型券商，同时兼顾估值合理；建议关注中信证券（600030）、华泰证券（601688）、东方财富（300059）及国泰君安（601555）。

表 3：重点公司估值及盈利预测（截至 2020 年 11 月 27 日）

简称	股价（元）	EPS（元）			PE（X）			PB(X)		
		2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E
中信证券	29.98	1.01	1.29	1.53	25.07	23.26	19.63	1.90	2.14	2.01
华泰证券	19.30	0.99	1.33	1.56	20.48	14.46	12.34	1.54	1.33	1.22

东方财富	26.69	0.27	0.48	0.62	57.83	55.79	43.00	5.08	9.46	8.02
国泰君安	18.94	0.97	1.23	1.41	19.07	15.45	13.39	1.31	1.91	1.80

资料来源：Wind，东莞证券研究所

注：数据来源 Wind 一致预期

6. 风险提示

经济超预期下行，股市指数大幅下跌，股基成交额大幅萎缩，资本市场改革进度不及预期。

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上
风险等级评级	
低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	可转债、股票、股票型基金等方面的研究报告
中高风险	科创板股票、新三板股票、权证、退市整理期股票、港股通股票等方面的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。

分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，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，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22119430

传真:（0769）22119430

网址：www.dgzq.com.cn