证券

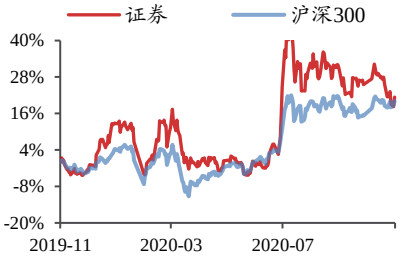
2020 年 11 月 04 日

经纪和投行快速增长，政策利好驱动 ROE 上行

——上市券商 2020 年三季报综述

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

《QFII、RQFII 管理办法新规点评-外资加速入场利好券商机构业务，头部公司更加受益》-2020.9.27

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

● 政策利好下，券商业绩有望保持高速增长

资本市场深改叠加权益市场风险偏好不断改善下，市场活跃度大幅提升，行业ROE不断上行，2020前三季度上市券商净利润同比+40.2%，三季度净利润环比+2.7%，符合我们预期，三季度部分券商减值计提加大，对净利润有所拖累。从2020年四季度到2021年一季度，政策面有望持续偏暖，全面发行注册制进程有望加速，驱动券商业绩持续高增。**我们预计上市券商2020年整体净利润同比+35.7%，ROE有望达8.5%，给予行业“看好”评级。**两条主线选择受益标的：头部券商更受益于政策红利，资产扩表有望超预期，受益标的：中信证券、华泰证券、中金公司（港股）、招商证券；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。

● 前三季度净利润高速增长，手续费型业务占比不断提升

2020 前三季度 35 家上市券商净利润同比+40.2%，三季度净利润环比+2.7%，年化 ROE 升至 9.3%，保持上行趋势。7 月以来随着股市大幅上涨，市场活跃度明显提升，注册制背景下，各项业务迎来发展机遇，券商各业务板块实现全面增长，投行和经纪业务收入分别同比+50.9%/+49.2%，手续费型业务占比从中期的 42.5%提升至 47.0%，财富管理、投行及客需型业务三大业务均具弱 β 属性，利于券商 ROE 持续提升，增强抗市场风险干扰能力，证券行业成长性不断凸显。

● 手续费业务：活跃度提升和注册制背景下，实现全面增长

（1）经纪：注册制下涨跌幅放宽，沪深两市换手率持续提升，市场活跃度大幅提升，财富管理转型提速。**（2）投行：**创业板注册制落地、再融资新规出台等政策利好下，IPO承销规模同比大幅增长，债券承销规模高速增长，未来全面注册制有望加速落地，投行业务迎来全面发展机遇期。**（3）资管：**去通道影响逐渐减弱，集合规模持续扩张，公募REITs落地为行业带来新机遇，券商资管业务有望进入增长周期。

● 资金型业务：金融资产和两融持续扩张，驱动杠杆率持续上行

（1）股市波动下，客需和直投业务成为头部券商投资收入重要驱动。2020 前三季度债券交易、场外衍生品等客需型业务大幅增长， 2020 年 8 月末收益互换和场外期权存续名义本金规模较期初分别+126%/+41%。注册制下，预计券商直投和跟投收入明显增加。**（2）两融规模持续扩张，融券规模发展迅速。**两融规模大幅扩张，2020Q3 末两融规模达 1.5 万亿，较年初+44%，较中期+27%，融券规模大幅扩张，Q3 末融券余额达 836 亿，较年初+508%，占两融比重达 5.68%，较年初+4.33 个百分点，注册制红利下，两融规模增速有望持续超预期，驱动利息净收入保持上行趋势。

● 风险提示：政策落地不及预期；全球股市波动加剧，券商海外业务盈利低于预期。

目 录

1、 ROE 延续上行趋势，各项业务全面增长 4
1.1、 总量：上市券商 ROE 保持上行，各业务全面增长 4
1.2、 结构：经纪和投行业务占比提升 6
1.3、 比较：头部券商 ROE 领先，资产扩表能力突出 8
2、 各板块业务全面增长，交易活跃度大幅提升 10
2.1、 经纪：交易活跃度大幅提升驱动经纪业务收入不断上行 10
2.2、 投行：注册制下 IPO 规模高速增长 11
2.3、 资管：规模扩张驱动资管业务收入上行 15
2.4、 投资：客需和直投业务成主要驱动力 16
2.5、 资本中介：两融规模大幅增加 18
3、 2020 年全年盈利预测：同比保持高速增长 20
4、 政策利好有望驱动业绩持续上行 22
5、 风险提示 23

图表目录

图 1： 2020 前三季度净利润延续增长趋势 4
图 2： 2020 前三季度 ROE 持续上行趋势 4
图 3： 2020Q3 上市券商减值计提环比略有下降 5
图 4： 上市券商杠杆率持续上行 6
图 5： 经纪和投行业务占比提升 6
图 6： 融出资金占比持续提升，成资产扩表主力 8
图 7： 沪综指和深综指换手率持续提升 11
图 8： 2020 前三季度日均股基成交额同比+58.2% 11
图 9： 上市券商平均佣金率加速下行 11
图 10： 部分中小券商创业板 IPO 项目储备居前 13
图 11： 科创板 IPO 项目储备集中于头部券商 13
图 12： 头部券商 IPO 承销规模占比呈上升趋势 15
图 13： 头部券商核心债承销规模占比呈上升趋势 15
图 14： 头部券商再融资规模和数量占比呈现上升趋势 15
图 15： 2020Q2 末券商集合资管规模较年初 2.4% 16
图 16： 2020 前三季度上市券商资管收入同比+24.7% 16
图 17： 金融工具投资收益率较中期有所下降 17
图 18： 2020Q3 末上市券商金融资产规模较年初+17% 17
图 19： 场外衍生品业务规模大幅增长 17
图 20： 上市券商买入返售金融资产规模持续下降 19
图 21： 两融规模快速扩张 19
图 22： 融券余额及占比大幅增长 19
图 23： 三季度以来市场利率有所回升 20
图 24： 上市券商前三季度平均有息负债成本较中期回升 20
图 25： 目前券商板块 PE 估值低于历史中枢 23

表 1: 2020 前三季度券商业绩持续增长 4
表 2: 头部券商投资和资管业务收入占比较高 7
表 3: 头部券商杠杆率和 ROE 高于行业平均 9
表 4: 头部券商资产扩表能力突出，杠杆率增速优于行业平均 10
表 5: IPO 和债承规模延续扩张趋势 12
表 6: “三中”稳居 2020 前三季度 IPO 承销规模前三甲 12
表 7: 头部券商 IPO 储备量整体靠前 13
表 8: 2020 前三季度核心债承销规模前三：中信建投、中信证券、海通证券 14
表 9: 招商证券、中金公司、中信证券主动管理规模增长明显 16
表 10: 2020 前三季度金融工具投资收益率分化明显 18
表 11: 券商短久期有息负债占比提升明显 20
表 12: 中性假设下，预计上市券商 2020 年净利润同比+35.7% 21
表 13: 三种情景下，上市券商 2021 年净利润增速在+15.9%至+28.9%之间 21
表 14: 受益标的盈利预测及估值 23

1、 ROE 延续上行趋势，各项业务全面增长

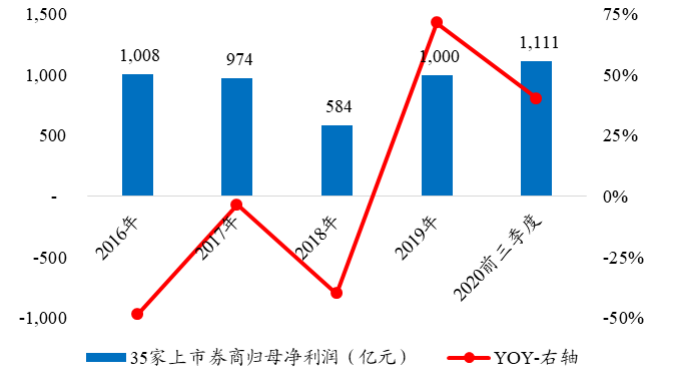
1.1、 总量：上市券商 ROE 保持上行，各业务全面增长

2020 前三季度 ROE 延续上行趋势，盈利能力不断提高。注册制背景下，市场活跃度大幅提升，券商业务全面受益。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%，较中期微幅提升。

2020 前三季度券商各板块业务收入全面增长，经纪和投行成业绩驱动主力。注册制背景下，2020 前三季度 IPO 承销规模同比大增，为投行业务收入增长带来重要贡献，投行业务收入同比+50.9%。市场活跃度提升下，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%，各业务实现全面增长。成本端 2020 前三季度上市券商管理费同比+20.3%，管理费率较中期小幅提升。部分券商减值准备计提加大，一定程度拖累净利润增长。

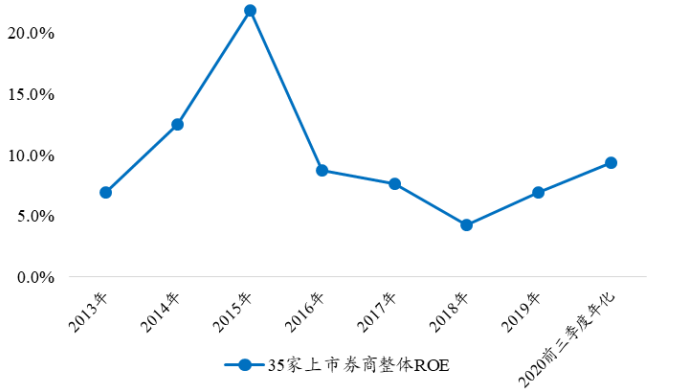
2020 前三季度净利润增长符合预期，券商业务成长性凸显。2020 前三季度 35 家上市公司前三季度实现营业收入/归母净利润分别为 3502/1111 亿元，同比+28.2%/+40.2%，符合我们预期（我们预计净利润+41%）。三季度实现营业收入/归母净利润分别为 1309/410 亿元，环比+7%/+2.7%。受部分券商主动加大减值拨备和二季度子公司投资收益基数较高影响，三季度环比增速有所放缓。2020 前三季度上市券商年化 ROE 为 9.3%，延续增长势头。在市场活跃度大幅提升下，券商各项业务收入实现全面增长，业绩成长性凸显。

图1：2020 前三季度净利润延续增长趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：2020 前三季度 ROE 持续上行趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

表1：2020 前三季度券商业绩持续增长

35 家上市券商合计	2019 年			2020 前三季度		
	金额（亿元）	YOY	收入占比	金额（亿元）	YOY	收入占比
经纪业务	676	19.5%	21.6%	791	49.2%	26.3%
投行业务	357	21.6%	11.4%	358	50.9%	11.9%
资管业务	294	3.7%	9.4%	265	24.7%	8.8%
投资业务	1,246	92.9%	39.7%	1,077	19.6%	35.8%
利息净收入	407	17.1%	13.0%	386	26.0%	12.8%

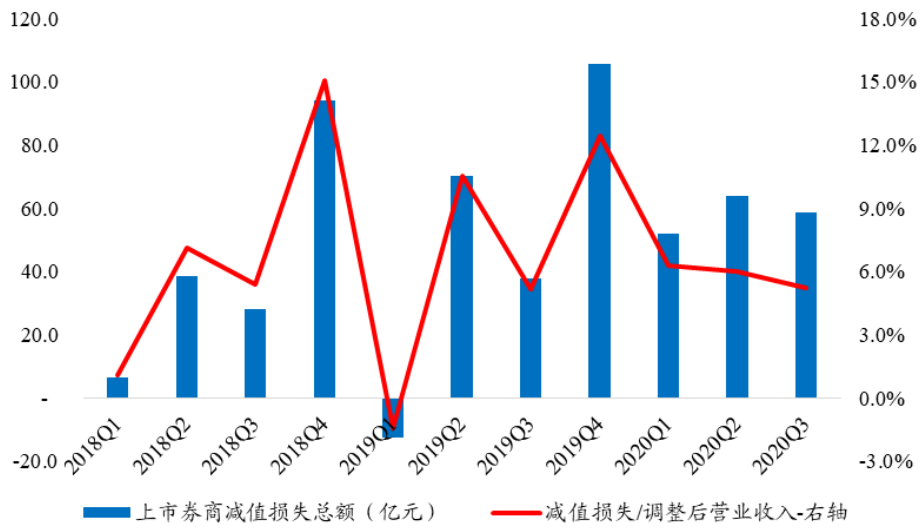
其他业务净收入	156	13.7%	5.0%	132	30.0%	4.4%
调整后营业收入	**3,136**	37.9%		**3,009**	31.5%	
其他业务收入	782	52.7%		625	14.6%	
营业收入合计	**3,762**	42.0%		**3,502**	28.2%	
营业税金及附加	22	7.4%	0.7%	21	31.7%	1%
管理费用	1,578	20.0%	50.3%	1,349	20.3%	45%
信用减值及其他资产减值损失	202	20.2%	6.4%	175	82.2%	5.8%
其他业务成本	626	67.0%	20.0%	493	11.0%	16%
营业支出	**2,429**	29.2%		**2,038**	21.5%	
营业利润	1,334	73.2%		1,463	38.8%	
净利润	1,032	71.6%		1,148	**41.0%**	
归母净利润	**1,000**	71.4%		**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。

图3：2020Q3 上市券商减值计提环比略有下降

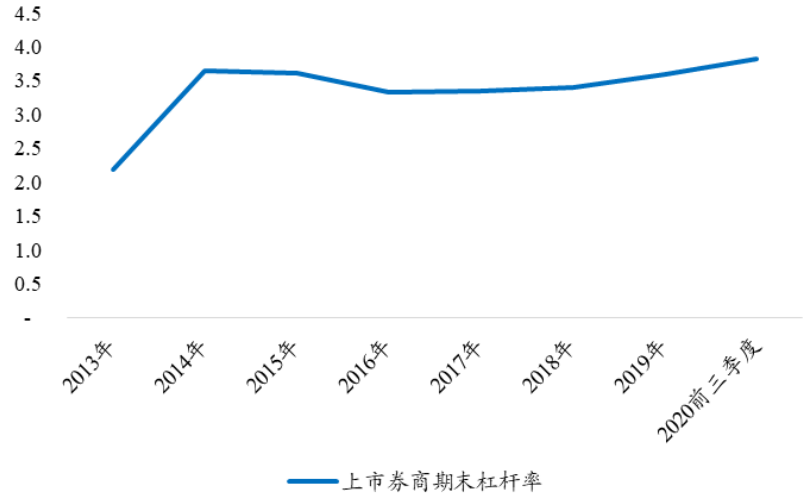


数据来源：Wind、开源证券研究所

注：减值损失总额=资产减值损失+信用减值损失

行业杠杆率持续上行，两融及客需型业务驱动券商扩表速度加快。上市券商 2020 年 9 月末杠杆率 3.81，较 6 月末+3%，较年初+7%。三季度市场活跃度大幅提升，两融余额高速增长，同时随着衍生品业务不断发展，客需型业务持续扩张，驱动券商扩表速度加快。

图4：上市券商杠杆率持续上行



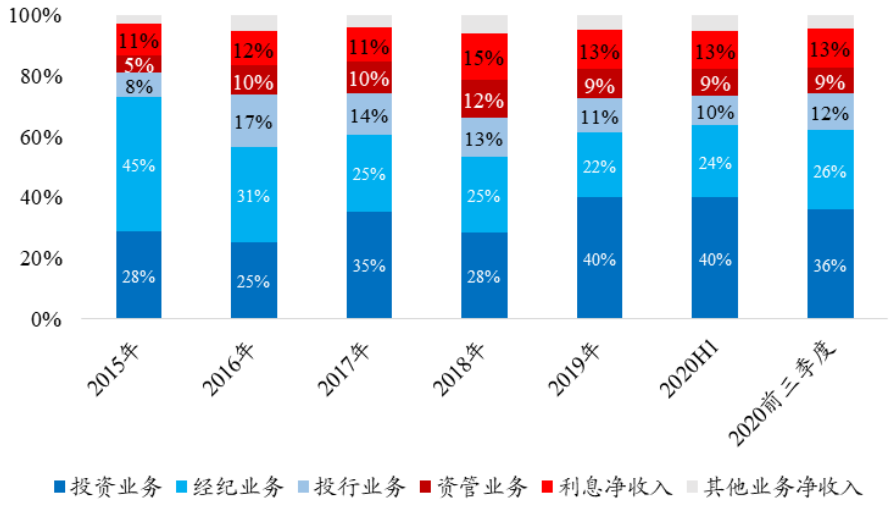
数据来源：Wind、开源证券研究所

注：杠杆率=（期末总资产-期末代理买卖证券款）/期末净资产

1.2、 结构：经纪和投行业务占比提升

投资业务占比下降，经纪和投行业务占比提升。从 2020 前三季度上市券商营收结构看，投资业务收入占比 36%，较年初 40%的占比有所下降；经纪业务收入占比持续上行，占比从年初的 22%提升至 26%，较中期提升 2.4 个百分点；投行收入占比 12%，较中期提升 2 个百分点。利息净收入/资管收入占比分别为 13%/9%，较为稳定。

图5：经纪和投行业务占比提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：各类业务净收入占比的分母为扣除其他业务成本后的“调整后营业收入”。

头部券商投资和资管业务收入占比较高，大投资和大资管优势明显。与上市券商平均水平相比，头部券商（TOP6：中信证券、国泰君安、海通证券、华泰证券、广发证券和招商证券，下同）投资和资管收入占比分别为 38%/12%，均高于行业平均，华泰证券投资收入占比达 48%，广发证券资管收入占比 22%。头部券商大投资和大

资管业务优势明显，经纪、投行收入占比均低于行业平均。

中小券商经纪和投行业务收入占比较高，部分券商特色优势明显。非 TOP6 券商经纪业务收入占比 29%，比行业平均高出 3 个百分点，投行业务收入占比 13%，高于行业平均。部分券商在投行及资管领域形成特色优势。国金证券、东兴证券、中信建投投行业务收入占比超 25%，远高于行业平均水平；第一创业资管业务收入占比均为 24%，特色优势突出。

表2：头部券商投资和资管业务收入占比较高

35 家上市券商平均	投资业务	经纪业务	投行业务	资管业务	利息净收入	其他业务净收入
上市券商平均	36%	26%	12%	9%	13%	4%
TOP 6 券商平均	38%	23%	11%	12%	12%	4%
中信证券	43%	23%	12%	14%	5%	3%
海通证券	35%	16%	16%	10%	15%	9%
华泰证券	48%	21%	12%	11%	8%	1%
国泰君安	29%	29%	12%	5%	20%	4%
广发证券	31%	24%	3%	22%	14%	5%
招商证券	36%	32%	9%	5%	14%	4%
申万宏源	37%	29%	6%	6%	19%	3%
中信建投	39%	22%	25%	4%	7%	3%
中国银河	29%	41%	5%	3%	23%	-1%
国信证券	29%	38%	10%	2%	19%	2%
东方证券	46%	18%	10%	17%	6%	3%
财通证券	38%	20%	9%	19%	14%	1%
兴业证券	38%	19%	11%	1%	8%	24%
长江证券	28%	40%	10%	4%	15%	3%
华西证券	27%	38%	9%	2%	23%	1%
国金证券	25%	26%	28%	2%	15%	4%
东兴证券	26%	22%	28%	5%	19%	0%
华安证券	31%	31%	5%	8%	21%	2%
西南证券	51%	26%	9%	1%	11%	2%
东吴证券	42%	25%	16%	3%	11%	2%
方正证券	9%	55%	9%	4%	20%	4%
东北证券	56%	24%	5%	4%	3%	8%
长城证券	49%	26%	9%	3%	11%	3%
浙商证券	30%	29%	18%	7%	11%	6%
国元证券	26%	23%	13%	2%	34%	1%
南京证券	22%	27%	11%	2%	36%	2%
西部证券	45%	28%	12%	0%	8%	7%
光大证券	18%	30%	18%	12%	14%	7%
第一创业	34%	16%	12%	24%	5%	9%
山西证券	50%	23%	21%	5%	1%	1%
国海证券	43%	20%	10%	8%	11%	9%

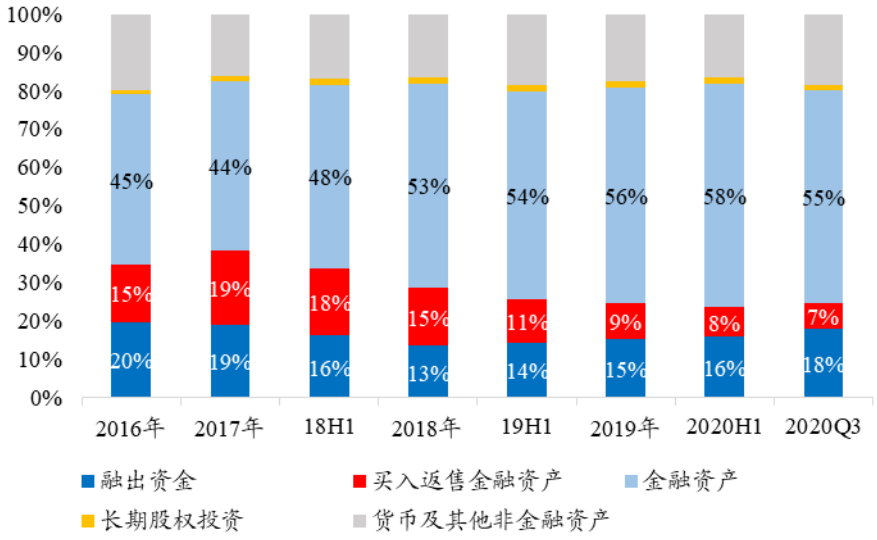
太平洋	23%	46%	18%	13%	-1%	2%
华林证券	32%	30%	10%	3%	21%	3%
天风证券	43%	18%	23%	19%	-8%	5%
中原证券	30%	43%	11%	2%	4%	10%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：各类业务净收入占比的分母为扣除其他业务成本后的“调整后营业收入”。

资产端结构：两融规模占比持续提升，金融资产占比有所回落。从上市券商资产结构看，资产扩表主要来自两融规模的快速扩张，2020Q3 末上市券商融出规模占比从中期的 16%提升至 18%，较年初+39%，较中期+24%。受市场影响，金融资产占比回落至 55%，与中期相比下降 3 个百分点，较年初下降 1 个百分点。买入返售规模占比下跌至 7%，股票质押规模持续回落。

图6：融出资金占比持续提升，成资产扩表主力



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：各类资产占比以扣除代买卖证券款后的总资产作为分母。

1.3、 比较：头部券商 ROE 领先，资产扩表能力突出

净利润：中信证券 127 亿稳居行业龙头。2020 前三季度行业归母净利润排名前六分别为中信证券、国泰君安、华泰证券、海通证券、广发证券和中信建投，其中国泰君安与年初相比进步 2 名位于行业第二，中信证券归母净利润达 127 亿元，高出第二名 41%，相较 2020 年中期（39%），差距不断扩大。

业绩增速：中小券商业绩增速高于头部券商，投行业务占比较高的券商增速较快。1）从 2020 前三季度净利润增速看，头部券商业绩增速低于中小券商，TOP6 券商整体增速为 31.5%，低于行业 40.2%的业绩增速。增速排名前五分别为天风证券、华林证券、中信建投、国金证券、西部证券，净利润增速在 75%以上。2）2020 上半年再融资新规和创业板注册制落地，市场活跃度大幅提升，投行业务占比较高（中信建投、国金证券、天风证券）的公司增速优于平均。

表3：头部券商杠杆率和 ROE 高于行业平均

35 家上市券商	2019 年			2020 前三季度				
	归母净利润（亿元）	YOY	ROE	归母净利润（亿元）	YOY	年化 ROE	期末权益乘数(扣除客户资产)	期末股东权益(亿元)
上市券商合计	**1,000.2**	**71.4%**	**6.9%**	1,110.5	40.2%	9.3%	3.8	16,784
TOP 6 平均	**90.4**	**54.6%**	**7.9%**	**90.6**	**31.5%**	**9.5%**	**4.2**	**7993**
中信证券	122.3	30.2%	7.8%	126.6	20.3%	9.9%	4.8	1,797
海通证券	95.2	82.7%	7.8%	85.0	15.1%	8.1%	4.0	1,544
华泰证券	90.0	78.9%	8.0%	88.4	37.2%	9.4%	4.5	1,271
国泰君安	86.4	28.8%	6.6%	89.5	36.8%	8.8%	4.3	1,352
广发证券	75.4	75.3%	8.6%	81.4	45.0%	11.6%	3.5	962
招商证券	72.8	64.6%	8.8%	72.7	50.7%	10.1%	3.8	1,067
申万宏源	57.4	37.9%	7.5%	65.3	37.3%	10.2%	4.4	873
中信建投	55.0	78.2%	10.6%	74.9	96.1%	16.9%	4.6	617
中国银河	52.3	81.1%	7.6%	56.5	46.4%	10.4%	4.4	744
国信证券	49.1	43.4%	9.0%	54.7	46.6%	10.8%	2.7	794
东方证券	24.4	97.8%	4.6%	30.5	75.2%	7.1%	3.9	605
财通证券	18.7	128.7%	9.1%	15.1	52.1%	9.3%	3.2	223
兴业证券	17.6	1202.2%	5.3%	30.3	72.8%	11.3%	3.6	369
长江证券	16.7	547.7%	6.1%	19.3	32.1%	9.1%	3.5	289
华西证券	14.3	69.4%	7.5%	15.2	35.7%	10.0%	2.8	209
国金证券	13.0	28.5%	6.5%	15.7	78.4%	9.7%	2.3	221
东兴证券	12.2	21.1%	6.1%	12.7	14.9%	8.2%	3.5	209
华安证券	11.1	100.2%	8.6%	10.0	14.7%	9.7%	3.1	143
西南证券	10.4	359.4%	5.5%	7.5	12.0%	4.5%	2.6	248
东吴证券	10.4	189.4%	5.0%	14.9	61.1%	8.2%	3.1	276
方正证券	10.1	52.4%	2.6%	14.8	37.9%	5.0%	2.4	399
东北证券	10.1	234.2%	6.6%	9.7	12.0%	8.1%	3.2	163
长城证券	9.9	69.4%	5.9%	11.6	55.3%	8.9%	3.2	178
浙商证券	9.7	31.3%	6.8%	10.3	44.9%	8.2%	3.7	188
国元证券	9.1	36.4%	3.7%	10.8	54.4%	5.8%	2.8	252
南京证券	7.1	206.2%	6.5%	7.2	9.7%	8.5%	2.8	114
西部证券	6.1	204.4%	3.5%	9.3	77.3%	6.9%	2.2	184
光大证券	5.7	449.7%	1.2%	33.1	46.0%	8.8%	3.3	525
第一创业	5.1	312.6%	5.7%	5.6	61.6%	6.6%	2.6	137
山西证券	5.1	130.1%	4.1%	7.2	41.0%	6.5%	3.3	168
国海证券	4.9	566.8%	3.5%	9.2	57.7%	7.5%	3.4	187
太平洋	4.6	扭亏	4.5%	1.0	-75.2%	1.3%	1.9	105
华林证券	4.4	28.1%	9.4%	6.6	116.1%	15.8%	4.1	58
天风证券	3.1	1.6%	2.5%	7.0	262.3%	6.2%	3.6	181
中原证券	0.6	-11.5%	0.6%	0.9	-70.1%	1.0%	2.9	134

数据来源：Wind、开源证券研究所

杠杆率：头部券商杠杆率高于行业平均水平，资产扩表能力更加突出。从扣除客户

保证金后的权益乘数指标看，头部券商杠杆率普遍高于行业平均水平，中信证券、华泰证券、国泰君安 2020Q3 末杠杆率分别达 4.8/4.5/4.3 倍；中小券商中，中信建投、中国银河、申万宏源和华林证券超过 4 倍。从杠杆率提升幅度看，TOP6 券商较 2018 年末平均提升 21.1%，优于非 TOP 6 券商的 9.0%。

表4：头部券商资产扩表能力突出，杠杆率增速优于行业平均

期末权益乘数（扣客户资产）	2018 年	2019 年	2020H1	2020Q3	杠杆率提升幅度		
					2018 年末至 2020Q3 末	2019 年末至 2020Q3 年末	20H1 末至 2020Q3 年末
中信证券	3.63	4.14	4.48	4.80	32.2%	16.0%	7.0%
国泰君安	3.00	3.46	3.92	4.34	44.7%	25.4%	10.9%
海通证券	4.27	4.36	4.40	4.03	-5.5%	-7.5%	-8.3%
华泰证券	2.99	3.85	3.81	4.49	50.3%	16.6%	18.0%
广发证券	3.89	3.45	3.40	3.49	-10.4%	1.0%	2.5%
招商证券	3.17	3.76	3.86	3.77	18.7%	0.1%	-2.5%
TOP 6 上市券商平均	**3.49**	**3.84**	**3.98**	**4.23**	**21.1%**	**10.2%**	**6.3%**
非 TOP 6 上市券商平均	3.15	3.14	3.41	3.43	9.0%	9.3%	0.8%
上市券商平均	**3.39**	**3.58**	**3.71**	**3.8**	**12.4%**	**6.5%**	**2.7%**
非 TOP 6 券商中增速前十：							
华林证券	2.01	2.06	4.38	4.10	66.0%	2.6%	112.7%
南京证券	1.74	2.40	2.75	2.83	56.7%	38.4%	14.5%
华西证券	1.88	2.58	2.99	2.84	2.0%	37.2%	15.8%
中国银河	2.95	3.32	3.94	4.41	33.9%	12.4%	18.9%
长城证券	2.32	2.63	3.17	3.25	38.8%	13.1%	20.5%
中信建投	3.36	4.08	4.08	4.63	8.5%	21.4%	-0.2%
财通证券	2.46	2.41	2.72	3.19	19.0%	-2.0%	12.7%
国金证券	1.81	1.76	2.27	2.30	35.7%	-2.4%	28.7%
长江证券	2.94	2.94	3.33	3.51	-2.5%	-0.3%	13.4%
华安证券	2.90	2.93	3.20	3.14	28.8%	0.8%	9.2%

数据来源：Wind、开源证券研究所

ROE：头部券商普遍优于行业平均，部分中小券商 ROE 水平较高。得益于资产扩表能力（杠杆率高于行业平均），Top 6 券商平均 ROE 水平在 2020 前三季度和 2019 年均优于行业均值，其中广发证券、招商证券 2020 前三季度年化 ROE 超过 10.0%；中小券商中，中信建投 2020 前三季度年化 ROE 达 16.9%，华林证券 2020 前三季度年化 ROE 超过 15%，行业排名领先。

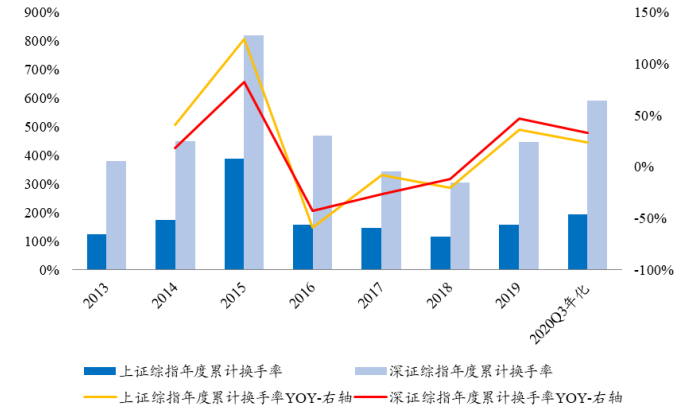
2、 各板块业务全面增长，交易活跃度大幅提升

2.1、 经纪：交易活跃度大幅提升驱动经纪业务收入不断上行

注册制背景下，市场活跃度持续抬升，驱动经纪业务快速增长。以注册制为代表的资本市场深改不断推进，再融资新规、并购重组松绑以及创业板注册制落地，上市公司质量持续优化，优质资产不断引入；同时，7 月以来股市明显上涨，驱动市场

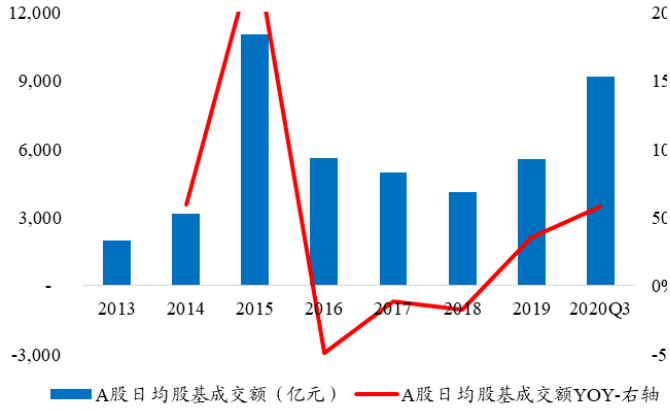
活跃度大幅提升。2020 前三季度沪综指和深综指年化换手率分别达 193%/590%，同比分别+24%/+33%。2020 前三季度日均股基成交额达 9175 亿，同比+58.2%，市场活跃度大幅提升，上市券商 2020 前三季度经纪业务净收入为 791 亿，同比+49.2%，三季度经纪业务收入 340 亿，环比+68%。

图7：沪综指和深综指换手率持续提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

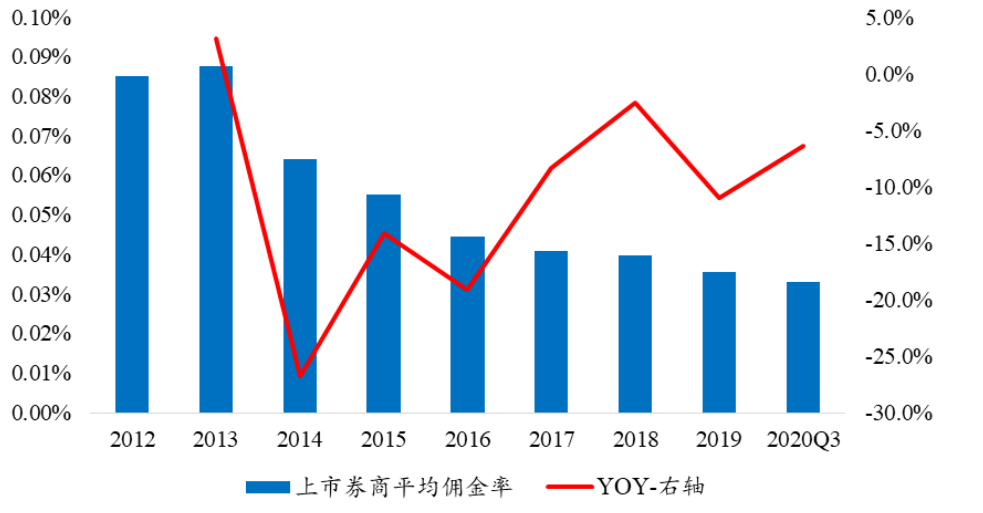
图8：2020 前三季度日均股基成交额同比+58.2%



数据来源：Wind、开源证券研究所

行业佣金率加速下行，财富管理加速转型。2020前三季度上市券商平均佣金率为0.0332%，同比-6.4%，佣金率加速下行下，券商财富管理转型需求迫切。自2020年3月，7家头部证券公司获得公募基金投顾试点资格后，目前6家券商已开展线上投顾业务。未来，随着财富管理转型不断深化，客户分层将不断优化，为客户提供综合金融服务和产品。

图9：上市券商平均佣金率加速下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2、 投行：注册制下 IPO 规模高速增长

IPO 规模大幅增长，驱动投行收入扩张。受益于 IPO 和债承规模高速增长，2020 前

三季度上市券商投行业务净收入同比+50.9%，三季度投行业务净收入环比+66%。注册制红利下，2020 前三季度 IPO 规模大幅扩张，承销规模同比+153.8%，增速持续扩张；2020 前三季度债承规模同比+34.4%,延续扩张趋势。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、创业板注册制正式落地，未来全面注册制有望加速落地，投行业务迎来全面机遇。

表5：IPO 和债承规模延续扩张趋势

	2020 前三季度		2019 年	
	承销规模（亿元）	YOY	承销规模（亿元）	YOY
首发	3,557	153.8%	2,533	84.2%
再融资	6,498	-8.1%	9,497	-3.8%
股权融资合计	**10,055**	**18.7%**	**12,030**	**7.0%**
可转债	1,803	8.6%	2,478	131.3%
可交换债	427	-35.3%	831	49.4%
地方政府债	9,641	134.0%	4,580	51.3%
金融债	15,349	29.5%	15,206	30.2%
企业债	2,920	13.8%	3,606	51.9%
公司债	25,283	40.7%	25,507	54.7%
短期融资券	906	-13.3%	1,306	8.0%
中期票据	2,669	40.5%	2,545	24.2%
定向工具	1,323	26.1%	1,344	56.2%
国际机构债	9	2.0%	8	N/A
政府支持机构债	652	24.2%	1,255	-25.3%
ABS	12,334	10.3%	17,753	3.9%
债券承销合计	**73,317**	**34.4%**	**76,417**	**31.6%**

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：以上数据按上市日统计

IPO 承销规模前三甲稳定，部分中小券商有所突破。IPO 承销规模中，头部券商仍居前列，2020 前三季度 IPO 承销规模前三名分别是中信建投（668.6 亿）、中金公司（402.7 亿）、中信证券（338.0 亿）。中信建投投行业务同比+459%，增速较快，从 2019 年的行业第三跃升至第一。海通证券投行业务发力明显，同比+694%，位于行业第四。注册制红利下，部分中小券商实现弯道超车，国金证券 2020 前三季度 IPO 承销规模 148 亿，同比+880%，光大证券前三季度 IPO 承销规模同比+672%，跻身行业前十。

表6：“三中”稳居 2020 前三季度 IPO 承销规模前三甲

	2019 年			2020 前三季度		
	IPO 承销规模（亿元）	YOY	IPO 承销单数	IPO 承销规模（亿元）	YOY	IPO 承销单数
中信建投	175.7	32.9%	22	668.6	458.7%	26
中金公司	601.5	63.4%	18	402.7	134.2%	25
中信证券	453.1	254.6%	28	338.0	20.6%	26
海通证券	34.8	39.0%	5	276.2	694.1%	19
国泰君安	74.6	160.0%	10	231.6	399.9%	18

国金证券	28.8	13.1%	5	147.9	880.4%	17
华泰证券	67.2	-65.5%	6	133.7	207.3%	15
民生证券	46.3	454.1%	7	96.9	160.1%	19
招商证券	142.0	80.2%	12	96.7	-4.9%	11
光大证券	21.6	401.9%	5	95.9	671.6%	15

数据来源：Wind、开源证券研究所

头部券商 IPO 储备量丰富，政策红利下部分中小券商弯道超车。IPO 项目储备 TOP3 分别为中信证券（77 家）、中信建投（46 家）、民生证券（45 家），科创板项目储备 TOP3 分别为中信证券（28 家）、海通证券（19 家）、华泰证券（15 家），创业板项目储备 TOP3 分别为中信证券（31 家）、民生证券（26 家）、国信证券（24 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。

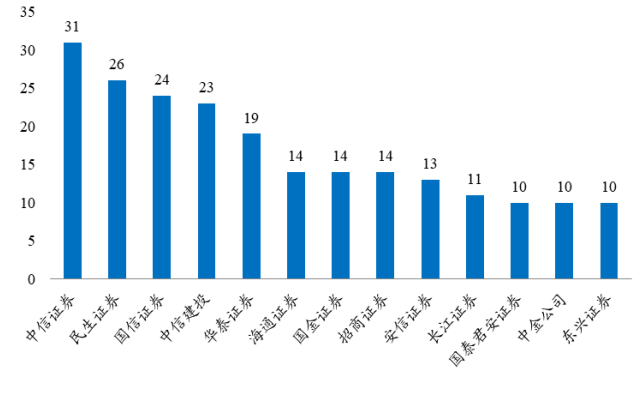
表7：头部券商 IPO 储备量整体靠前

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	77	13	31	28
2	中信建投	46	10	23	9
3	民生证券	45	3	26	14
4	海通证券	39	4	14	19
4	华泰证券	39	3	19	15
6	国泰君安	37	11	10	14
7	国信证券	31	-	24	5
8	中金公司	27	4	10	9
9	国金证券	26	4	14	8
9	招商证券	26	1	14	5

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：数据截至 2020 年 11 月 2 日

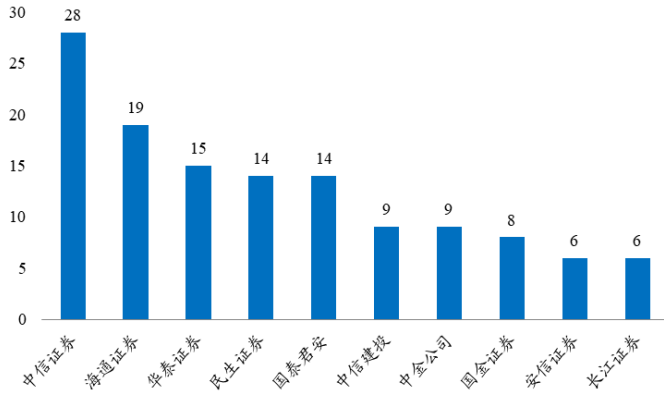
图10：部分中小券商创业板 IPO 项目储备居前



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述数据(单位：个)只统计单一主承销商项目。

图11：科创板 IPO 项目储备集中于头部券商



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述数据(单位：个)只统计单一主承销商项目。

核心债规模保持扩张，头部券商稳居前列，部分中小券商增速较快。2020 前三季度核心债规模 3.2 万亿，同比+35%，利率持续下行驱动债市表现整体较好，利好债券承销业务规模持续扩张。核心债承销规模前五均为头部券商，近几年排名稳定。天风证券、国金证券、浙商证券等中小券商核心债承销规模同比增速较快。

表8：2020 前三季度核心债承销规模前三：中信建投、中信证券、海通证券

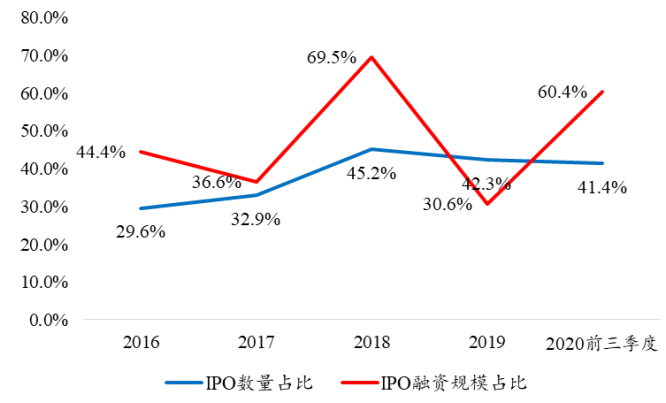
核心债券承销规模（亿元）	2018 年	YOY	2019 年	YOY	2020 前三季度	YOY
中信建投	3,067	92%	4,394	43%	4,159	25%
中信证券	1,903	144%	2,718	43%	2,665	35%
海通证券	1,617	39%	1,937	20%	1,750	20%
国泰君安	1,157	36%	1,801	56%	1,701	22%
中金公司	908	134%	1,535	69%	1,322	18%
平安证券	953	35%	1,279	34%	1,200	21%
华泰证券	438	65%	729	67%	971	126%
中泰证券	612	120%	917	50%	808	21%
光大证券	766	56%	1,087	42%	802	-2%
国信证券	536	30%	641	20%	792	61%
中山证券	522	72%	667	28%	759	45%
天风证券	225	-10%	567	152%	745	102%
国金证券	112	-18%	510	353%	623	119%
招商证券	814	30%	613	-25%	610	19%
浙商证券	206	-2%	452	119%	598	92%
开源证券	454	9%	773	70%	564	42%
国开证券	385	34%	516	34%	497	51%
方正承销保荐	-	-	366	-	485	84%
兴业证券	430	24%	564	31%	465	11%
东吴证券	187	11%	515	176%	428	15%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：核心债券包括企业债、公司债、短期融资券及中期票据。

头部券商集中度明显提升。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。

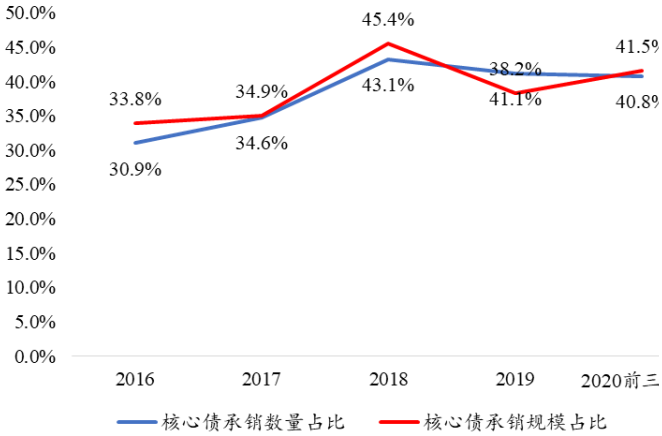
图12：头部券商 IPO 承销规模占比呈上升趋势



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13：头部券商核心债承销规模占比呈上升趋势

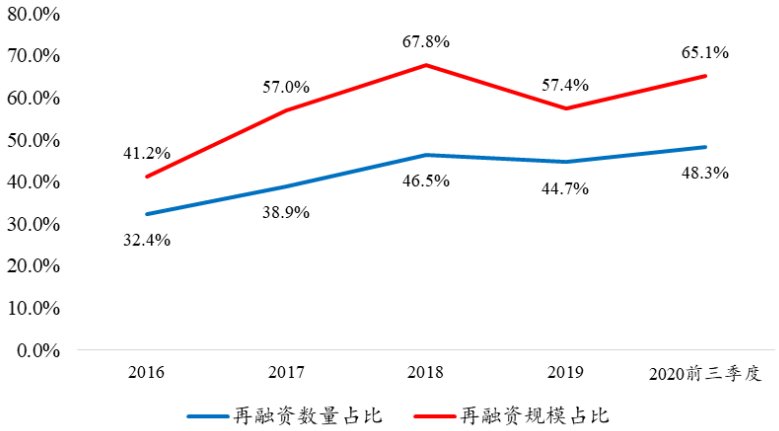


数据来源：Wind、开源证券研究所

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14：头部券商再融资规模和数量占比呈现上升趋势



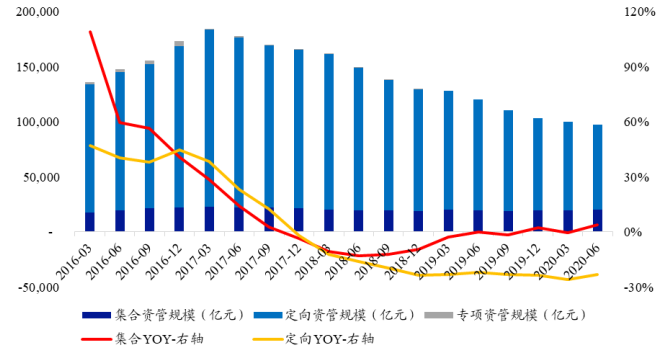
数据来源：Wind、开源证券研究所

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。

2.3、 资管：规模扩张驱动资管业务收入上行

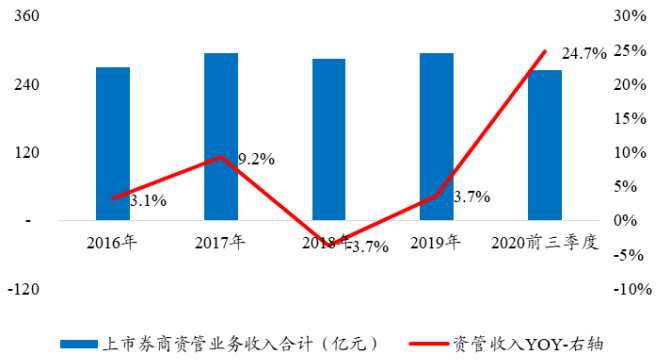
资管业务收入上行，集合规模增速扩张。2020 前三季度上市券商资管业务收入 265 亿，同比+24.7%，业绩增速相较中报（21.9%）有所提升；三季度资管业务收入 96 亿，环比+8%，行业资管收入保持扩张。去通道影响逐渐减弱，券商资管规模降幅逐渐趋缓。券商主动管理规模呈上升趋势，2020 年二季度末集合资管规模 2.0 万亿，较年初+2.4%，同比+4.0%。

图15：2020Q2 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16：2020 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

头部券商主动管理规模居前，CR10 主动管理规模增速明显提升。根据基金业协会数据，2020Q1 和 2020Q2 券商主动资产管理月均规模排名中，行业前五保持稳定，均为头部券商，中信证券和国泰君安规模较高稳居前二。CR10 月均主动管理规模增速从 2020Q1 的 5%提升至 2020Q2 的 16%，增速较快，其中，招商证券、中金公司、中信证券及海通证券 2020Q2 增速均超过 30%。

表9：招商证券、中金公司、中信证券主动管理规模增长明显

券商主动资管月均规模（亿元）	2020Q2	YOY	2020Q1	YOY
中信证券	5,605	38%	4,871	-5%
国泰君安	3,700	3%	3,921	27%
华泰证券	2,705	10%	2,664	14%
招商证券	2,639	86%	2,176	63%
广发证券	2,044	-5%	1,736	-26%
中信建投	1,566	-22%	1,573	-9%
海通证券	1,496	31%	1,243	25%
中金公司	1,309	48%	1,252	-10%
申万宏源	1,241	-7%	1,358	-5%
光大证券	1,146	-5%	1,184	-2%
前 10 家公司合计	23,451	16%	21,978	5%

数据来源：基金业协会、开源证券研究所

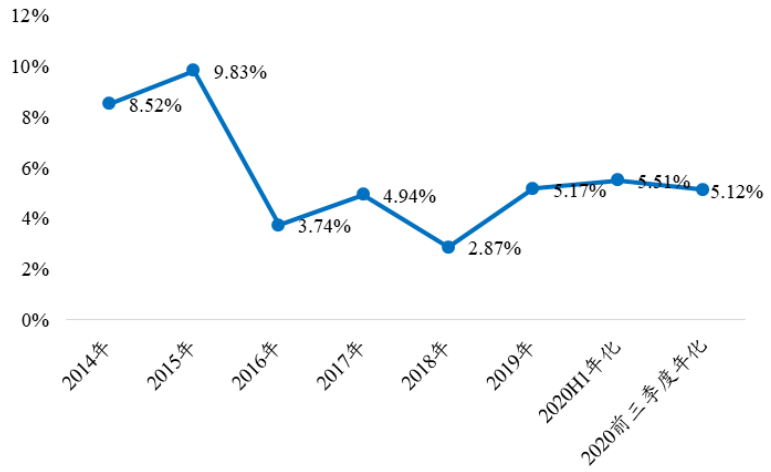
资管规模不断上行，公募 REITs 带来行业新机遇。主动管理规模增长下，券商资管业务管理费率呈上行趋势，未来随着券商大集合转公募持续推进，主动管理规模不断提升，产品规模扩张可期，公募 REITs 正式落地，有望打开券商作为资产支持专项计划管理人的业务空间，为券商资管业务带来新的业务增长点，驱动资管收入不断上行。

2.4、 投资：客需和直投业务成主要驱动力

客需和直投业务驱动券商投资收入增长。从业务角度看，券商投资收入主要由机构客户客需型业务（债券及衍生品做市、场外期权等）、自营投资（方向性和非方向性）

和直投子公司投资收益构成。2020Q3 末，上证综指累计+5.86%，同比下降 10.6 个百分点，中证综合债指数累计+1.76%，同比下降 1.65 个百分点。前三季度上市券商整体金融工具投资收益率（年化）5.12%，低于中报 5.51%的年化投资收益率。市场涨幅收窄下，权益衍生品收益率较为稳定，同时预计直投和跟投盈利有所增加，2020 前三季度上市券商投资收益(含公允价值变动损益)同比+19.6%，在 2 季度高基数下，三季度环比-33%。

图 17：金融工具投资收益率较中期有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

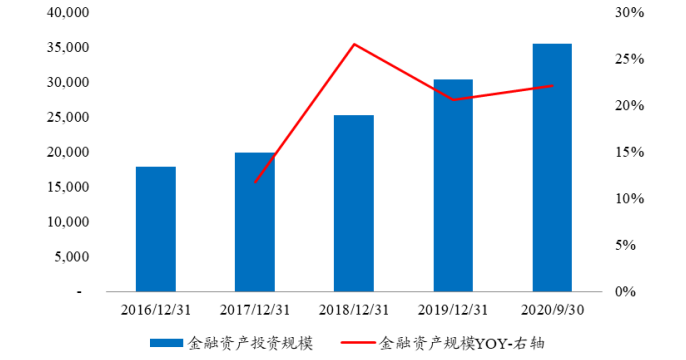
注：1)金融工具投资收益率=金融工具投资收益/期初期末金融工具投资规模均值；

2)金融工具投资收益=投资收益-联营及合营子公司投资收益+公允价值变动损益；

3)金融工具投资规模=交易性金融资产+可供出售金融资产(若有)+持有至到期(若有)+其他权益工具+衍生金融资产。

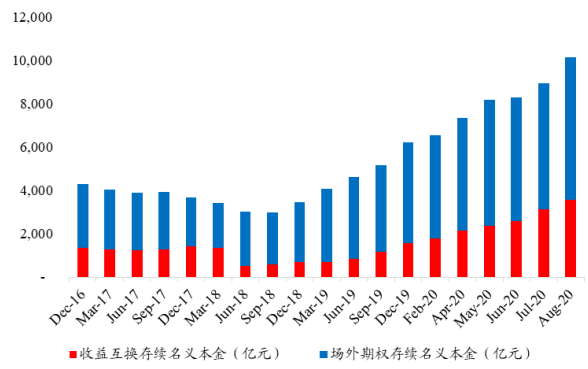
客需型业务大幅增加驱动金融资产持续扩张。2020Q3 末金融资产规模较年初+17%，较 Q2 末+5%，近 3 年上市券商金融资产规模保持近 20%的年复合增速，金融资产持续扩张，驱动上市券商杠杆率不断提升。同时，场外衍生品等客需型业务大幅增长。根据中证协官网，截至 2020 年 8 月末，收益互换和场外期权存续名义本金规模分别达 3585 亿/6555 亿，较年初分别+126%/+41%，衍生品业务驱动下，券商金融资产不断扩张。

图 18：2020Q3 末上市券商金融资产规模较年初+17%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图 19：场外衍生品业务规模大幅增长



数据来源：中证协、开源证券研究所

表10：2020 前三季度金融工具投资收益率分化明显

证券公司	2017 年	2018 年	2019 年	2020 前三季度年化
南京证券	5.94%	4.38%	7.05%	16.61%
华林证券	9.37%	8.46%	7.52%	13.31%
兴业证券	6.18%	2.48%	6.68%	10.58%
广发证券	5.70%	0.41%	6.39%	9.59%
东北证券	5.27%	5.75%	7.19%	8.69%
财通证券	6.97%	4.90%	7.96%	8.61%
国海证券	3.72%	3.25%	3.99%	8.45%
国金证券	3.98%	7.07%	7.33%	8.14%
中信建投	3.56%	3.59%	5.59%	7.00%
西部证券	5.44%	4.71%	6.20%	6.66%
华安证券	3.03%	3.59%	7.59%	6.57%
国元证券	3.99%	2.87%	2.14%	6.57%
长城证券	5.60%	5.23%	5.25%	6.51%
东方证券	6.09%	0.00%	5.37%	6.38%
华西证券	4.62%	5.66%	7.22%	6.12%
浙商证券	5.93%	4.94%	6.18%	6.09%
山西证券	6.60%	6.05%	5.18%	5.99%
天风证券	3.78%	3.97%	5.45%	5.95%
长江证券	3.82%	2.56%	7.34%	5.81%
东吴证券	3.93%	4.56%	3.49%	5.67%
东兴证券	4.91%	5.52%	3.30%	5.61%
国信证券	3.68%	3.90%	5.61%	5.37%
上市券商平均	**4.94%**	**2.87%**	**5.17%**	**5.12%**
中国银河	3.40%	1.38%	5.98%	4.98%
西南证券	5.36%	4.65%	7.09%	4.92%
中信证券	5.17%	3.11%	4.86%	4.87%
申万宏源	4.36%	3.65%	4.65%	4.72%
海通证券	6.26%	2.06%	5.31%	4.32%
第一创业	2.53%	3.40%	5.79%	4.12%
国泰君安	5.38%	3.91%	4.88%	3.85%
招商证券	3.17%	1.97%	4.83%	3.84%
华泰证券	6.26%	2.47%	4.60%	3.72%
光大证券	4.21%	1.16%	3.34%	3.22%
中原证券	3.84%	2.86%	4.63%	2.76%
太平洋	2.46%	-0.37%	7.38%	1.83%
方正证券	2.56%	3.25%	2.22%	1.48%

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

2.5、 资本中介：两融规模大幅增加

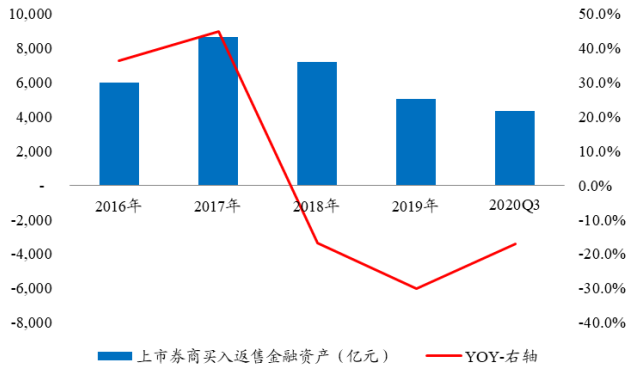
2020 前三季度上市券商利息净收入 386 亿，同比+26%，三季度实现利息净收入 149 亿，环比+19%。

两融持续扩张，股票质押持续压降， 2020 年利息收入进入扩张期。

- **市场活跃度提升叠加政策放宽下，两融规模大幅扩张，融券余额快速增长。**2020 年 9 月末两融规模达 1.5 万亿，较年初+44%，较中期+27%；两融余额占流通市值比重达 2.54%，较年初提升 0.43 个百分点。自 2019 年起，两融标的扩容，注册制下创业板和科创板上市首日即可成为融券标的，融券业务供给端和机制端均有所优化，同时三季度以来市场活跃度大幅提升，融券规模快速增长。2020Q3 末融券余额达 836 亿，较年初+508%，占两融比重达 5.68%，较年初+4.33 个百分点，较中期+2.90 个百分点。目前 QFII 已放开两融及转融通借出，同时全面注册制进程有望加速，预计未来两融规模将持续扩容。

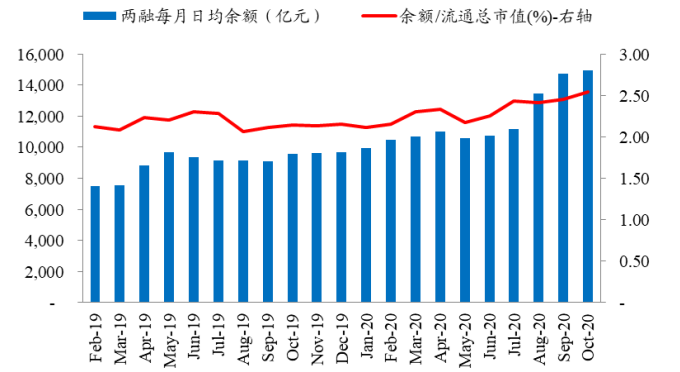
- **股票质押持续压降，买入返售金融资产规模持续下降。**股票质押风险暴露增多，行业整体对股票质押业务谨慎，融出规模持续压降，同时 2019 年 8 月公布的《券商风控新规征求意见稿》中对部分股票质押业务所需的稳定资金和风险资本计提均有所提升，监管导向下预计行业股票质押延续缓降格局。2020 年 9 月末上市券商买入返售金融资产规模较年初-14%，较中期-4%。

图20：上市券商买入返售金融资产规模持续下降



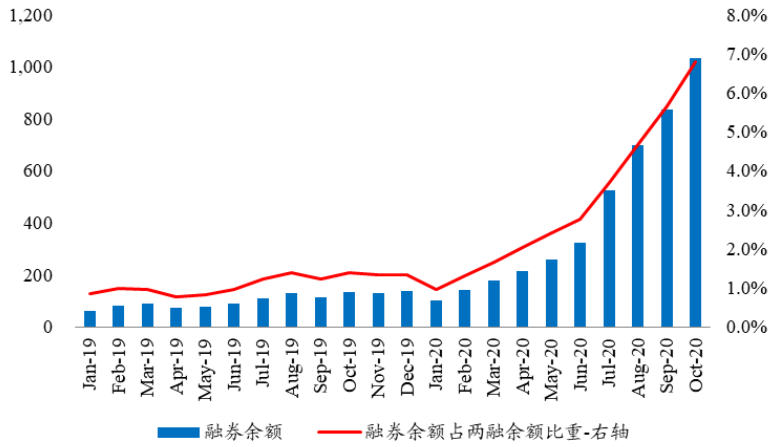
数据来源：公司公告、开源证券研究所

图21：两融规模快速扩张



数据来源：Wind、开源证券研究所

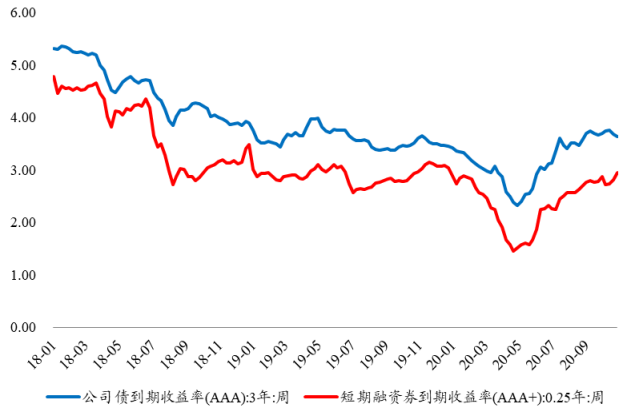
图22：融券余额及占比大幅增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

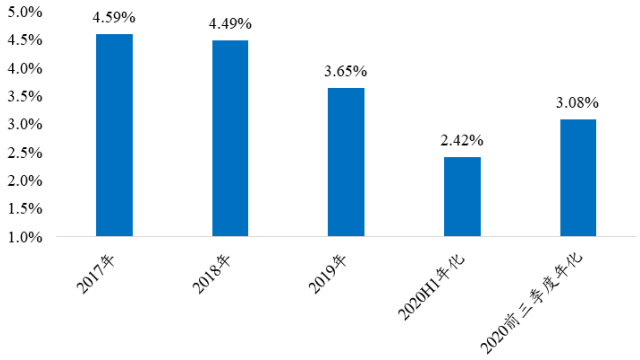
三季度以来利差收窄，券商融资成本较中期有所提升。1）2020 前三季度上市券商利息支出同比-4%，主要来自上半年利率下行带来利差扩张，同时短期债务占比提升。2）2018 年开始市场利率有所回落，2020 年上半年降幅加大，Q3 以来利率有所回升。同时，上市券商有息债务中短期融资券和短期借款占比有所提升，短久期负债比重提升较快。我们估算，上市券商 2020 前三季度平均有息债务融资成本（年化）为 3.08%，同比-22%，较中期（2.42%）有所提升。

图23：三季度以来市场利率有所回升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

图24：上市券商前三季度平均有息负债成本较中期回升



数据来源：公司公告、开源证券研究所

注：有息债务成本=（利息支出-代买证券款利息支出）/有息债务总额均值。

表11：券商短久期有息负债占比提升明显

	2016/12/31	2017/12/31	2018/12/31	2019/12/31	2020/9/30
短期有息债务:	50%	53%	54%	59%	63%
卖出回购金融资产	30%	29%	36%	40%	41%
应付短期融资	11%	17%	10%	11%	13%
拆入资金	5%	5%	5%	5%	3%
短期借款	4%	4%	3%	3%	6%
长期有息债务:	50%	47%	46%	41%	37%
长期借款	2%	2%	3%	2%	2%
应付债券	49%	45%	43%	39%	36%
有息债务总额	100%	100%	100%	100%	100%

数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

注：有息债务总额=卖出回购金融资产+应付短期融资+拆入资金+短期借款+应付债券+长期借款。

3、 2020 年全年盈利预测：同比保持高速增长

政策驱动下，业绩有望实现高增。创业板注册制平稳运行，未来全面注册制有望加速落地，经纪业务不断向财富管理转型，经纪、投行、投资业务将驱动业绩高速增长。**1）财富管理转型不断推进。**行业佣金率不断下行，财富管理转型持续推进，多家获得公募投顾牌照的券商已进行线上展业。**2）注册制下投行业务快速扩张。**注册制背景下，投行业务有望快速扩张，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）客需型业务持续扩张，直投和跟投利**

润贡献加大。权益衍生品驱动资产扩表，注册制下，直投和跟投净利润释放，未来投资业务有望驱动业绩持续增长。

中性假设下，我们预计上市券商整体 2020 年净利润同比+35.7%，ROE 有望达 8.5%。投资、经纪、投行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 2020 年整体净利润分别为 1357 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 1574/1650/1750 亿元，分别同比+15.9%/21.6%/28.9%，ROE 分别为 8.8%/9.2%/9.8%。

表12：中性假设下，预计上市券商 2020 年净利润同比+35.7%

35 家上市券商整体（单位：亿元）	2018 年	2019 年	2020Q3	2020 年 E	2021 年 E（中性假设）	2022 年 E
经纪业务收入	566	676	791	1,030	1,014	1,071
YOY	-19.9%	19.5%	49.2%	52.3%	-1.6%	5.6%
日均股基成交额	4,117	5,580	9,175	8,890	8,890	9,779
投行业务收入	294	357	358	501	624	762
YOY	-24.3%	21.6%	50.9%	40.3%	24.4%	22.2%
资产管理收入	284	294	265	354	411	499
YOY	-3.7%	3.7%	24.7%	20.2%	16.1%	21.5%
大投资业务收入	646	1,246	1,077	1,317	1,659	2,033
YOY	-34.7%	92.9%	19.6%	5.8%	25.9%	22.5%
自营投资收益率	2.87%	5.17%	3.84%	4.51%	4.68%	4.77%
利息净收入	347	407	386	348	342	307
YOY	11.5%	17.1%	26.0%	-14.4%	-1.7%	-10.4%
营业收入（调整后）	**2,274**	**3,136**	**3,009**	**3,753**	**4,283**	**4,939**
YOY	-19.0%	37.9%	31.5%	19.7%	14.1%	15.3%
管理费	1,316	1,578	1,349	1,727	1,884	2,075
信用减值及其他资产减值损失	168	202	175	210	193	222
归母净利润	**584**	**1,000**	**1,111**	**1,357**	**1,650**	**1,980**
YOY	-40.1%	71.4%	40.2%	35.7%	21.6%	20.0%
净利率（调整后）	25.7%	31.9%	36.9%	36.2%	38.5%	40.1%
归母股东权益	13,925	15,032	16,784	16,969	18,782	20,821
YOY	3.3%	8.0%	12.9%	12.9%	10.7%	10.9%
股权融资合计	495	261	600	850	500	500
ROE	**4.3%**	**6.9%**	**9.3%**	**8.5%**	**9.2%**	**10.0%**
权益乘数（扣除客户保证金）	3.39	3.58	3.81	3.79	4.00	4.21

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13：三种情景下，上市券商 2021 年净利润增速在+15.9%至+28.9%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	3300	3,400	3,600	3,800

当期沪指涨跌幅		8.2%	3.0%	9.1%	15.2%
对应自营投资收益率	5.17%	4.51%	4.41%	4.68%	4.86%
2.日均股基成交额（亿元）	5,580	8890	8,001	8,890	9,779
YOY		59%	-10%	0%	10%
3.信用减值损失（亿元）	202	210	184	193	200
YOY		5.6%	-12%	-8%	-5%
4.管理费（亿元）	1,578	1727	1,797	1,884	1,914
YOY		9.4%	4.1%	9.1%	10.9%
管理费率	50.3%	46.0%	44.0%	44.0%	43.0%
营收收入（调整后）	3,136	3,753	4,084	4,283	4,452
YOY		19.7%	8.8%	14.1%	18.6%
归母净利润	**1,000**	**1,357**	**1,574**	**1,650**	**1,750**
YOY		35.7%	15.9%	21.6%	28.9%
ROE	**6.9%**	**8.5%**	8.8%	9.2%	9.8%
YOY		22.8%	4.0%	8.8%	15.1%

数据来源：Wind、开源证券研究所

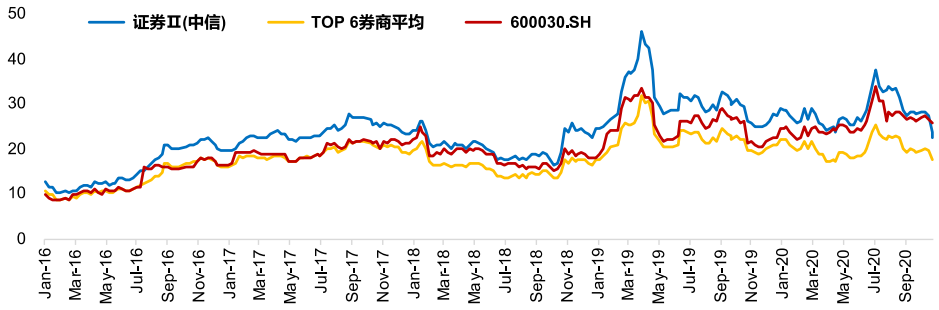
两类证券公司业绩增速有望优于行业平均。与 2019 年相比，我们预计 2020 年上市券商净利润同比有望保持高增，未来，全面注册制有望加速落地，财富管理转型、大投行战略以及衍生品业务驱动资产扩表将是券商盈利主要驱动因素，此背景下，我们预计两类券商盈利表现将明显优于行业平均：1）头部券商中，资产扩表能力突出，IPO 及直投和跟投业务优势明显的公司，如中信证券、华泰证券、中金公司和招商证券；2）中小券商中，业务特色明显，实现差异化竞争，如国金证券和东方财富。

4、 政策利好有望驱动业绩持续上行

政策利好下，业绩有望保持高增，给予行业“看好”评级。目前资本市场处于历史发展机遇期，科创板和创业板注册制正式落地，后续全面注册制、长期资金引入等政策有望超预期落地，从 2020 年四季度到 2021 年一季度，政策面有望持续偏暖，利于提升市场风险偏好，券商业绩有望维持高增，ROE 有望延续上行趋势，目前券商板块 PE 估值低于历史中枢，后续政策利好有望超预期，给予行业“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、中金公司（港股）、招商证券；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。

图25：目前券商板块 PE 估值低于历史中枢



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

表14：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
		2020/11/4	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	
600109.SH	国金证券	15.64	0.43	0.56	0.68	36.43	27.80	买入
300059.SZ	东方财富	24.22	0.27	0.61	0.87	88.83	39.76	买入
600999.SH	招商证券	21.22	0.97	1.04	1.19	21.88	20.42	未评级
600030.SH	中信证券	28.73	1.01	1.30	1.53	28.45	22.03	未评级
601688.SH	华泰证券	19.24	1.04	1.35	1.57	18.50	14.20	未评级
3908.HK	中金公司	15.47	0.99	1.24	1.47	15.62	12.43	未评级

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：1）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。

2）2020 年 11 月 4 日，1 港币=0.86 人民币，上述股价及 EPS 数据单位均为人民币元。

5、 风险提示

- 政策落地不及预期。
- 全球股市波动加剧，券商海外业务盈利低于预期。

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

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。

开源证券股份有限公司

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