投资策略研究

【粤开策略深度】“十四五”政策展望系列报告之三：大金融篇——资本市场深化改革助力“双循环”

2020 年 10 月 26 日

分析师：李兴
执业编号：S0300518100001
电话：010-66235713
邮箱：lixing@ykzq.com

近期报告

《【粤开策略解盘】指数触底回升，白酒券商尾盘发力-1022》2020-10-22

《【粤开策略深度】“十四五”政策展望系列报告之二：新能源产业“风光”前瞻》2020-10-23

《【粤开策略解盘】沪指失守 3300 点，银行板块护盘-1023》2020-10-23

《【粤开策略】广期所设立提速，助力广州建设金融中心》2020-10-24

《【粤开策略大势研判】产业、供需到要素的循序渐进—“十四五”主线下的结构性机会》2020-10-25

投资要点

资本市场深化改革助力“双循环”

十九届五中全会于 10 月 26 日至 29 日在北京召开，主要议程是研究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。

从近期政策趋势热点来看，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局是“十四五”期间一项重要任务。**资本市场深化改革持续推进，金融体系强化支持实体经济，助力构建“双循环”新格局。**市场端包括全面推行注册制、优化退市制度等；投资端包括全面对外开放、引入长期资金等；机构端包括支持金融行业做大做强、分类评价制度优化等。银行机构将继续加强支持实体经济，完善公司治理。

我们认为，“十四五”规划有望释放经济和改革方面的中长期利好，包括资本市场制度建设方面的利好，有利于资本市场的长期健康发展，大金融行业长期向好发展可期，下面我们从银行、券商、保险不同行业角度介绍改革方向以及投资机会。

金融科技重塑银行业格局，数字货币发展如火如荼

（一）金融科技重塑银行业格局。金融科技渗透银行的营销、风控、运营、业务等各个方面，重塑银行产业生态。**金融科技定义新零售。**银行可以通过对大数据进行机器学习、神经网络、知识图谱等方法的挖掘，刻画细分客群的特征，进行精准营销。**金融科技定义新对公。**金融科技加强了供应链金融的产业联动、生态构建和风险防范。金融科技增强对于小微业务的风险识别能力，降低小微业务的风险控制成本，促进普惠金融的发展。**金融科技定义新风控。**通过大数据提升风险识别能力、AI 帮助构建智能风险识别预警系统，风险审批流程效率得以提高。

（二）数字货币发展如火如荼。数字货币定位于 M0 数字化，坚持“双层运营”结构，框架为“一币两库三中心”。数字货币对 M0 的替代削减了商业银行纸币保管、流通、维护成本，能够提高货币流通效率和市场活力，优化商业银行成本管理，支撑银行资产端需求。数字货币从信息安全、隐私保护、双离线支付等方面促进电子支付体系的完善，“中央银行-商业银行”二元模式利于盘活银行场景生态。数字货币提升货币政策效率，增强宏观经济稳定性，利于银行稳健发展。

（三）十四五规划展望下的银行投资机会。展望十四五规划，金融科技和数字货币发展态势延续，金融科技对于银行零售、对公、风控各环节的影响将重塑银行业格局。四季度，在经济复苏支撑资产端需求、前期不良加大出清缓解资产质量风险、货币政策回归常态化缓和息差压力、板块估值低位吸引资金流入等多维共振下，银行业行情有望修复。推荐金融科技与零售领先的平安银行、招商银行，优质特色银行宁波银行、常熟银行，数字货币试点惠

及的中国银行。

证券行业基本面持续向好，直接融资逐步提升

当前，我国越来越重视资本市场建设，致力于提升直接融资比例。2017 年以来，我国直接融资比例逐步提升，未来还将稳步上升，直接利好资本市场核心参与者券商，助力证券行业做大做强。

政策面来看，证券行业处于宽松创新监管周期。2000 年之后，证券行业经历了两轮完整的监管周期，2003-2007 年是第一个周期，主要政策为股权分置改革；2008-2014 为第二个周期，推出创新 11 条；目前行业处于第三个周期的宽松阶段，全面推行注册制，行业加速对外开放加速，"深改 12 条"明确指出改革方向。2020 年政策宽松周期持续，新证券法出炉提供制度基础保障，全面推行注册制增加资本市场容量，新三板深化改革完善多层次资本市场建设，全面对外开放促进行业高水平发展。

在宽松创新的政策支持下，证券行业业绩持续向好。2020 年上半年业绩同比增长，经纪业务和投行收入大增。市场数据来看，2020 前三季度市场交投活跃，投行业务规模大幅增长。2020 年为证券行业全面对外开放元年，行业服务水平逐步提升，新证券法实施进一步完善证券市场基础制度，注册制改革加速推进，政策支持金融行业发展，建议持续关注优质券商股，推荐综合实力强劲的行业龙头中信证券、华泰证券和国泰君安，以及特色化发展的东方财富和东方证券。

保险+科技+生态蒸蒸日上，寿险空间广阔

在政策激励和大数据、人工智能、云计算、物联网、区块链、生物识别、基因检测等技术的推动下，科技逐渐渗透保险行业的产品设计、核保承保、市场营销、智能运营、理赔风控等各个模块，**推动保险行业朝着数字化、线上化、自动化、智能化的方向发展。保险生态持续构建**，不同行业生态圈的构建，可以发挥保险公司多年来在汽车、医疗等行业的数据、信息优势。同时，一体化的构建使得客户可以享受一站式的服务，巩固客户与公司的关系，并在深入获取更多信息的基础上为客户提供个性化服务。

中国寿险密度与发达经济体仍有一定差距，随着老年人口的抚养压力和养老需求将快速增长，叠加中老年人口财富能力的增强，**寿险、养老险、健康险的未来发展空间广阔。**

十四五规划展望下，科技与保险的深度融合将会继续，保险行业朝着构建保险大生态圈、打造一体化服务的方向前进，人口老龄化加速也将使得寿险市场空间进一步开拓。四季度在经济复苏拉动可支配收入、险企"开门红"打响、代理人队伍扩张提质、银行理财和住房调控提高保险产品吸引力的多因素下，保费收入有望提振。资产端伴随着长期利率上行、权益市场仍有向上驱动空间，投资收益有望边际改善。推荐中国平安、中国人寿和新华保险。

风险提示：资本市场改革不及预期，外围环境超预期走弱

目 录

一、资本市场深化改革助力“双循环” 5
二、金融科技重塑银行业格局，数字货币发展如火如荼 6
（一）金融科技重塑银行业格局 6
（二）粤港澳大湾区金融科技发展情况 10
（三）数字货币发展如火如荼 13
（四）十四五规划展望下的银行个股推荐 17
三、证券行业基本面持续向好，直接融资逐步提升 18
（一）政策助力证券行业做大做强 18
（二）2020 前三季度市场交投活跃，投行业务规模大幅增长 21
四、保险+科技+生态蒸蒸日上，寿险空间广阔 24
（一）保险科技深度融合，保险生态持续构建 24
（二）老龄化加速进一步开拓寿险市场空间 27
（三）十四五规划展望下的保险投资机会 27

图表目录

图表 1： “十三五”资本市场改革发展五大亮点 5
图表 2： 《金融科技（Fintech）发展规划（2019-2021）》27 项措施 6
图表 3： 金融科技相关政策文件概览 6
图表 4： 2019 年大行+部分股份行金融科技投入及占比 7
图表 5： 上市银行已成立的金融科技子公司 8
图表 6： 平安银行口袋银行注册客户数和月活用户 8
图表 7： 招商银行私人银行 AUM 和客户数 8
图表 8： 前十银行 APP 活跃人数与全网渗透率 9
图表 9： 平安银行线上供应链金融体系 9
图表 10： 粤港澳大湾区部分金融科技相关政策 11
图表 11： 《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》促进跨境贸易、投融资措施 12
图表 12： 数字货币大事记 13
图表 13： M0 占 GDP 比重 14
图表 14： 数字货币“一币两库三中心”体系 14
图表 15： 电子支付业务金额和电子支付笔数 15
图表 16： 各国数字货币发展情况 16
图表 17： 2019 年部分上市银行国际化布局 16
图表 18： 社会融资中股票与债券融资占比（%） 18
图表 19： 证券行业政策处于第三轮宽松周期 18
图表 20： 2019 年以来证券行业主要政策与事件 19
图表 21： 2020 上半年证券行业各业务板块收入（亿元） 21
图表 22： 证券行业净资产收益率 21

图表 23： 证券行业杠杆率连续提升 22
图表 24： A 股月度日均成交额走势 22
图表 25： 2020 年前三季度 IPO 情况 23
图表 26： 券商板块近十年市净率走势（虚线为市净率中位数） 23
图表 27： “国寿 e 核”八大功能 25
图表 28： 中国平安“AI”智能闪赔 25
图表 29： 中国平安五大生态圈 26
图表 30： 中国平安医疗健康生态圈一站式服务 26
图表 31： 中国 65 岁以上人口比重 27
图表 32： 中国平安医疗健康生态圈一站式服务 27

一、资本市场深化改革助力“双循环”

十九届五中全会于 10 月 26 日至 29 日在北京召开，主要议程是研究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。

回顾 2015 年召开的十八届五中全会，审议通过了《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》，对“十三五”规划的建议中提出了全面建成小康社会新的目标要求、新能源汽车推广计划等政策。资本市场方面，提出深化金融改革，制定完善金融市场体系实施方案，推动利率市场化改革，实施股票注册制改革，推动信用保证保险领域产品创新。实现人民币资本项目可兑换，进一步扩大人民币跨境使用，不断扩大金融服务业对内对外开放，加快建设面向国际的金融市场，不断加强金融监管和切实防范风险。

市场化、法治化是“十三五”资本市场改革发展的出发点。具体来看，“十三五”资本市场改革发展主要包括五个方面：（一）全面推行注册制改革，设立科创板，创业板实施注册制并将全面推行；（二）深入推进对外开放，2020 年 4 月 1 日起取消证券公司外资股比限制，逐步放宽外资券商业务范围申请，取消了沪港通、深港通总额度限制，推出沪伦通、中日 ETF 等；（三）完善多层次资本市场体系建设，新三板设立精选层，股票公开发行，转板制度明确，公募基金入市；（四）吸引长期资金入市，优化投资者结构，引入险资、海外长期资金；（二）推进监管转型，以事前审批为主转变到以事中事后监管为主。

图表1：“十三五”资本市场改革发展五大亮点



资料来源：公开资料整理、粤开证券研究院

国家目前在金融政策方面，积极推动降低各类企业的融资成本，并且能看到政策提高国内企业直接融资比例的想法。IPO 融资方面，科创板的推出，并且首先实行了注册制。紧接着创业板注册制也即将落地，完成注册制发行后，只要符合条件的公司就能在创业板上市，这给了企业更好的，更便捷的融资渠道。除了 IPO 融资外，再融资的丰富化也给了需要钱的企业更多融资渠道。上市公司可以通过股权类融资，比如公开增发、非公开增发、配股等方式。债券类融资，比如发行公司债、资产证券化、可转债等方式进行融资。

创业板再融资新规出来以后，上市公司的再融资需求得到释放，也缓解了上市公司的现金流压力。企业利用资本市场做大做强，第一，可以通过直接融资获得较低资金成本的资金去发展新业务，从而使得新业务风险尽可能的分摊。第二，上市公司可以通过

并购未上市企业去完成公司规模阶跃或新业务的拓展，资金来源也可以通过增发，从而降低了并购的风险。

从近期政策趋势热点来看，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局是“十四五”期间一项重要任务。资本市场改革持续推进，金融体系强化支持实体经济。市场端包括全面推行注册制、优化退市制度等；投资端包括全面对外开放、引入长期资金等；机构端包括支持金融行业做大做强、分类评价制度优化等。银行机构将继续加强支持实体经济，完善公司治理。

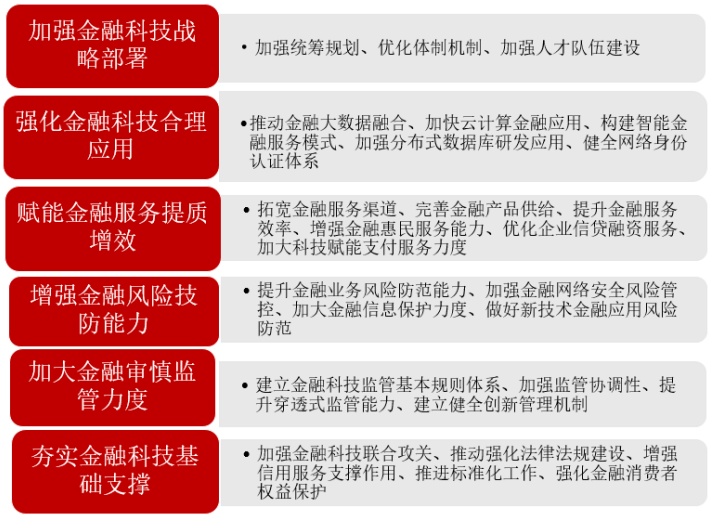
我们认为，“十四五”规划有望释放经济和改革方面的中长期利好，包括资本市场制度建设方面的利好，有利于资本市场的长期健康发展，大金融行业长期向好发展可期。下面我们从不同行业介绍深化改革方向以及投资机会。

二、金融科技重塑银行业格局，数字货币发展如火如荼

（一）金融科技重塑银行业格局

金融科技是技术驱动的金融创新，旨在运用现代科技成果改造或创新金融产品、经营模式、业务流程等，推动金融发展提质增效。**随着大数据、人工智能、区块链、云计算、生物识别、移动互联、物联网等技术的不断发展，金融科技发展阶段经历了金融电子化到电子支付、普惠金融发展，再到基于大数据的金融科技渗透银行的营销、风控、运营、业务等各个方面、重塑银行产业生态的阶段。**2019 年 8 月，央行发布《金融科技（Fintech）发展规划(2019-2021)》,提出 27 项措施,指出未来要推动金融大数据融合、加快云计算金融应用、构建智能金融服务模式、加强分布式数据库研发应用、健全网络身份认证体系、加大科技赋能支付服务力度等发展，拓宽金融服务渠道和完善金融产品供给，提升金融服务效率和金融惠民服务能力，加强金融风控和金融监管。

图表2：《金融科技（Fintech）发展规划（2019-2021）》27 项措施



资料来源：中国人民银行、粤开证券研究院

图表3：金融科技相关政策文件概览

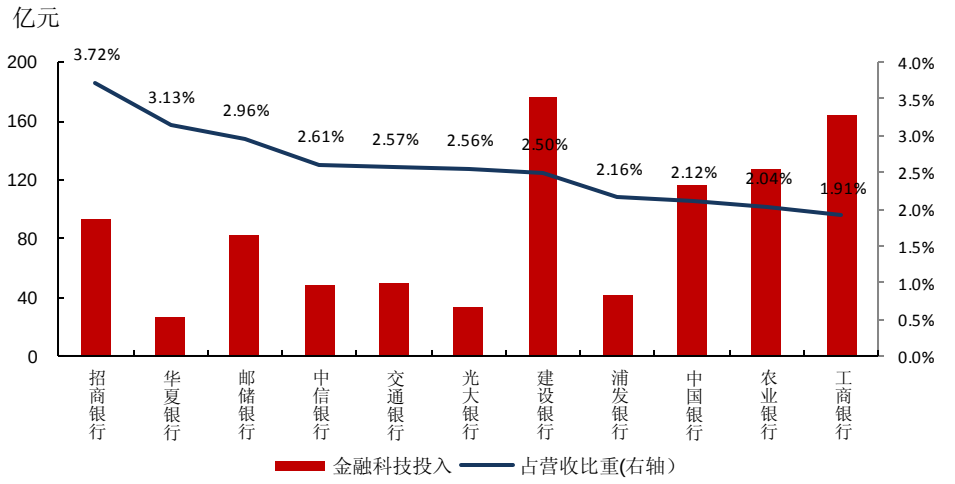
时间	政策文件	内容概要
2016 年 8 月	国务院国务院发布《”十三五“国家科技创新规划》	提出建设国家科技金融创新中心，促进科技金融产品和服务创新，探索和规范发展服务创新的互联网金融。
2017 年 6 月	央行《中国金融业信息技术“十三五”发展规	围绕统筹监管系统重要性金融机构、统筹监管金融控股公司和重要金融基础

时间	政策文件	内容概要
	划》	设施、统筹负责金融业综合统计（“三个统筹”），着力完善金融信息基础设施建设，提升金融服务水平；着力巩固金融网络安全；着力推动新技术应用，促进金融普惠创新发展;着力深化金融标准化战略，优化金融信息技术治理体系，支持金融业健康发展。
2018 年 12 月	央行等 6 部委《关于开展金融科技应用试点工作的通知（银发〔2018〕325 号）》	决定在北京市、上海市、江苏省、浙江省、福建省、山东省、广东省、重庆市、四川省、陕西省组织开展金融科技应用试点工作，主要任务是提升信息安全、推进金融与民生服务系统互联互通、促进数据资源融合应用、建设移动金融风险监控平台。2019 年 2 月，北京率先开展金融科技试点项目。
2019 年 8 月	央行《金融科技（Fintech）发展规划（2019-2021）》	未来要推动金融大数据融合、加快云计算金融应用、构建全程智能金融服务模式、加强分布式数据库研发应用、健全网络身份认证体系、加大科技赋能支付服务力度等发展，拓宽金融服务渠道和完善金融产品供给，提升金融服务效率和金融惠民服务能力，加强金融风控和金融监管。

资料来源：政府部门官网、粤开证券研究院

金融科技投入和人才体系建设不断增强。各大商业银行顺应经济社会信息化、数字化趋势，深化金融科技与业务的有机融合，金融科技投入不断加大，股份行增速显著。招商银行 2019 年信息科技投入同比增长 43.97%，平安银行 IT 资本性支出及费用投入同比增长 35.8%，光大银行科技投入同比增长 44.73%，中信银行科技投入同比增长 36.8%，华夏银行同比增长 36.91%。在 19 年金融科技占营业收入的对比中，招商银行遥遥领先，占比达到 3.72%。同时，各大银行遵循《金融科技（Fintech）发展规划（2019-2021）》，不断扩充金融科技人才队伍。如交通银行开展“金融科技万人计划”，19 年金融科技人员同比增加 59.15%，金融科技人员占比 4.05%，同比提升 1.33 个百分点；中信银行 199 年科技人员同比增长 56.2%。

图表4：2019 年大行+部分股份行金融科技投入及占比



资料来源：wind、粤开证券研究院

上市银行的金融科技子公司陆续落地。7 月 28 日，农银金融科技有限责任公司（以下简称“农银金科”）正式注册成立。至此，工行、中行、农行、建行、交行五大行的金融科技子公司均已落地。股份制商业银行中，目前已有 6 家银行成立金融科技子公司，分别为兴业银行旗下的兴业数金、平安银行旗下的金融壹账通、招商银行旗下的招银云创、光大银行旗下的光大科技、民生银行旗下的民生科技、华夏银行旗下的龙盈智达有限公

司。城商行中，目前只有北京银行成立了金融科技子公司。未来银行成立金融科技子的的趋势将持续。

图表5：上市银行已成立的金融科技子公司

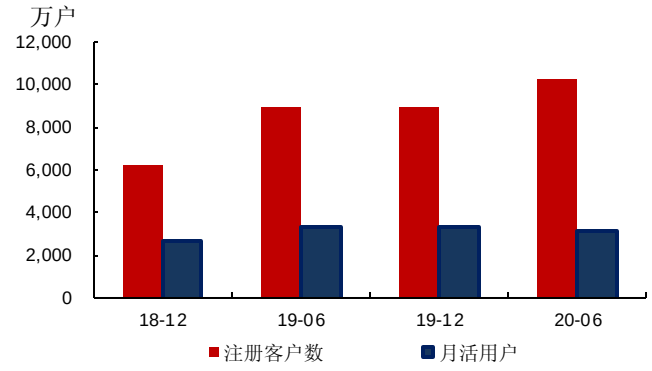
银行	金融科技子公司情况
兴业银行	2015 年 12 月成立兴业数字金融信息服务股份有限公司。
平安银行	2015 年 12 月成立上海壹账通金融科技有限公司。
招商银行	2016 年 2 月成立招银云创(深圳)信息技术有限公司。
光大银行	2016 年 12 月成立光大科技有限公司。
民生银行	2018 年 5 月成立民生科技有限公司。
华夏银行	2018 年 5 月成立龙盈智达(深圳)科技有限公司。
建设银行	2018 年 4 月成立建信金融科技有限公司。
工商银行	2019 年 5 月成立工银科技有限公司。
北京银行	2019 年 5 月成立北银金融科技有限公司。
中国银行	2019 年 6 月成立中银金融科技有限公司。
交通银行	2020 年 1 月成立交银金融科技有限公司。
农业银行	2020 年 7 月成立农银金融科技有限公司。

资料来源：粤开证券研究院

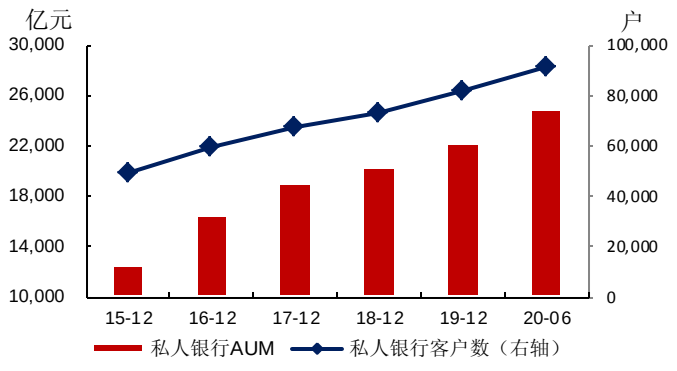
金融科技定义新零售。首先，基于“线上+线下”的数字化建设，银行可以通过对大数据进行机器学习、神经网络、知识图谱等方法的挖掘，刻画细分客群的特征，进行精准营销。如平安银行口袋银行首页的精准营销广告，转化效果比人工投放提升超过 50%。2019 年末，平安口袋银行 APP 注册用户数 8,946.95 万户，较上年末增长 43.7%，月活跃用户数（MAU）3,292.34 万户，较上年末增长 23.5%。**其次，基于数据挖掘、生物识别、区块链等技术，商业银行可以简化交易流程，降低交易成本，改善客户服务体验度，增强客群沉淀。**平安银行通过 AI、BI 构建智慧大脑，驱动前、中、后台管理决策自动化、智能化，形成敏捷、高效的管理模式。华夏银行通过金融科技优化流程，全流程平均耗时压缩 30%。部分银行通过 AI 客服、生物识别技术的研发，为客户提供 24 小时服务，客户可以远程办理部分业务，使得人工成本和物理网点成本的大幅压降，客户流程效率和服务体验得到提高。**第三，智能投顾迸发私人银行业务活力，促进长尾客户的挖掘。**招商银行于 2017 年首个推出智能投顾“摩羯智投”，随后工行、中行、建行分别推出了“AI 投”、“中银慧投”、“龙智投”。智能投顾的起投点较低，但可以给予每个客户基于完善模型体系及后端庞大智能团的专业服务，利于长尾客群挖掘和私行客户沉淀。**第四，通过手机银行等 APP 构建场景化生态圈，聚焦核心场景开展流量经营，实现从用户到客户的转化。**如平安银行在线上持续迭代升级口袋银行 APP，在线下持续复制推广“轻型化、社区化、智能化、多元化”的零售新门店。根据易观千帆数据，当前的银行 APP 中，除了四大行外，招商银行、招商银行掌上银行、平安银行口袋银行活跃人数及渗透率领先行业。

图表6：平安银行口袋银行注册客户数和月活用户

图表7：招商银行私人银行 AUM 和客户数

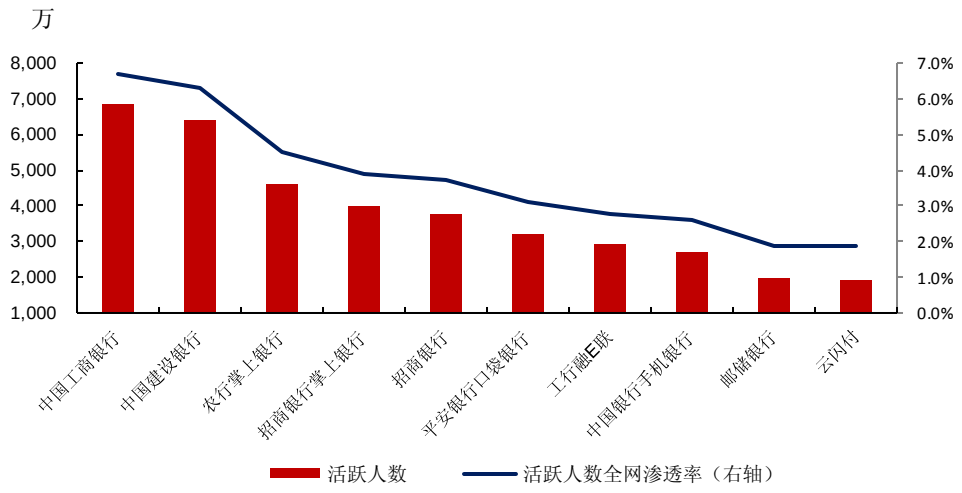


资料来源：wind、粤开证券研究院



资料来源：wind、粤开证券研究院

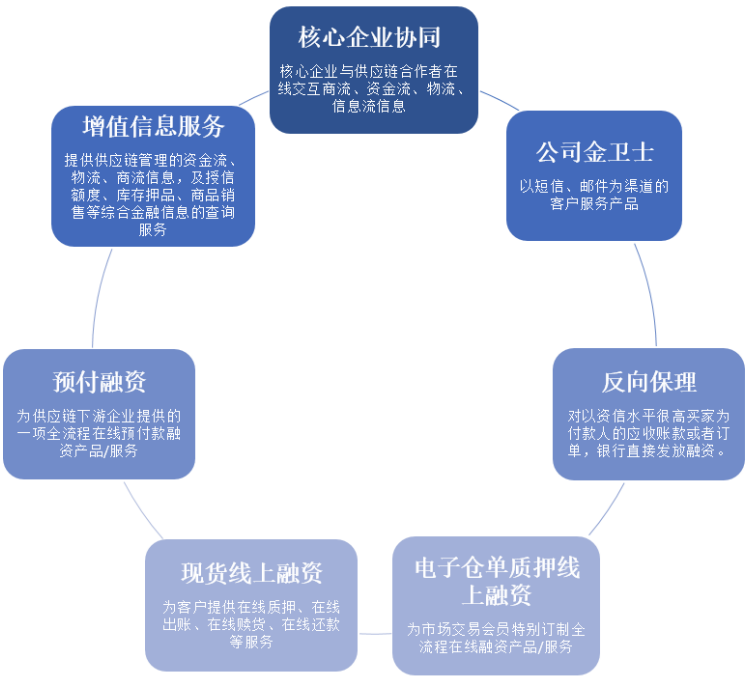
图表8：前十银行 APP 活跃人数与全网渗透率



资料来源：易观千帆、粤开证券研究院

金融科技定义新对公。金融科技加强了供应链金融的产业联动、生态构建和风险防范。在供应链金融方面，一方面，银行可以依托核心企业和交易平台深挖行业，通过打通产业链上下游，覆盖全产业链客户融资和服务需求，提供应收账款融资、库存融资、预付账款融资、信用融资等多种服务，形成产业生态圈。如平安银行的供应链应收账款云服务平台“平安好链”，民生银行的“民生 E 链”，中信银行的“酒商贷”、“云链”等特色供应链融资项目。另一方面，银行围绕核心企业，管理上下游中小企业的资金流和物流，可以将单个企业的不可控风险转变为供应链企业整体的可控风险。如工商银行的“工银融安 e 信”能为客户提供集基础风险筛查、深度风险挖掘、专属定制服务以及租赁式反欺诈等多功能于一体的智能风控服务。**金融科技增强对于小微业务的风险识别能力，降低小微业务的风险控制成本，促进普惠金融的发展。**小微企业由于经营不稳定、规模较小、公司治理较不透明等原因，经营风险和还款风险较大，而大数据、人工智能的发展，极大地促进了小微企业风控系统的完善。如平安银行小企业数字金融平台（KYB）、农业银行“微捷贷”等。2019 年，平安银行 KYB 服务客户数较上年末增长 142.2%。

图表9：平安银行线上供应链金融体系



资料来源：平安银行官网、粤开证券研究院

金融科技定义新风控。首先，通过大数据提升风险识别能力、AI 帮助构建智能风险识别预警系统，风险审批流程效率得以提高。常熟银行零售金融大数据风控平台将平均风控判别时间从 20 多分钟压降至 15 秒。平安银行零售阿波罗审批平台将贷款产品审批时长缩短至 10 秒以内,公司业务智能放款系统将汽车供应链金融业务出账从 4 小时压缩到 5 分钟，大幅提升放款效率。**其次，对用户画像进行特征识别、关联分析和大数据征信平台的构建完善信贷违约风险识别机制。**通过积累诸如用户行为数据、借贷数据、信用数据、地理位置数据、业务流数据等，并进行数据建模、画像构建和风险定价，商业银行可以通过自建征信体系或与使用同一的征信平台实现大数据征信及风险精准评估。**第三，发展生物识别、个人信息校验、大数据提升银行反欺诈、反洗钱能力。**语音识别与人脸识别、指纹识别、虹膜识别等计算机视觉识别技术相结合，可以应用于银行远程开户、用户咨询以及交易确认等环节。大数据分析提升了异常交易识别和风险预警能力。2019 年,平安银行 SAFE 智能反欺诈体系年累计防堵欺诈损失超 10 亿元,跨境业务利用大数 据等技术智能识别高风险客户及可疑业务，有效控制了 90%以上的程序性合规风险。上半年，招商银行“天秤系统”30 毫秒即可对疑似欺诈交易作出拦截判断， 将非持卡人伪冒及盗用金额比例降低至千万分之五。

（二）粤港澳大湾区金融科技发展情况

粤港澳大湾区包括香港特别行政区、澳门特别行政区、广州市、深圳市及珠三角其他 7 个城市，是我国开放程度最高、经济活力最强的区域之一，金融科技与粤港澳大湾区的发展相辅相成。2019 年 2 月，国务院发布《粤港澳大湾区发展规划纲要（大湾区蓝图）》，提出粤港澳大湾区要逐步成长为具有全球影响力的国际科技创新中心，探索有利于人才、资本、信息、技术等创新要素跨境流动和区域融通的政策举措。大湾区是一个全球性的金融科技中心,拥有香港发达的国际金融体系和中国的科技生态系统，在 FindAble 发布的 2020 全球金融科技指数中，香港跻身第 11 位，上升了 11 位，深圳排名第 80 位。大湾区深厚的金融科技企业发展为湾区金融科技的发展奠定基础，如深圳

拥有一批领军型金融科技企业，15 家企业入选毕马威金融科技 50 强，拥有以华为、腾讯等为代表的优质 ICT 企业，聚集超 80 家上市信息科技公司，平安科技 PCT 专利申请量位列全球第八。同时，全国唯一持牌的市场化个人征信机构百行征信、国家金融科技测评中心、央行数字货币研究院等系统性重要基础设施机构落地深圳。此外，湾区还包括金融区块链合作联盟（FISCO）、eTade Connect、湾区贸易金融区块链平台、深港澳金融科技联盟等多种技术联盟和平台，具有良好的区块链技术等金融科技基础。

图表10：粤港澳大湾区部分金融科技相关政策

时间	政策事件	内容概要
2017 年 3 月	深圳福田区《关于促进福田区金融科技快速健康创新发展的若干意见》	首个地方政府发布的金融科技专项政策。力争在五年内将福田区打造成为有国际影响力的金融科技中心，成为国内金融科技研发核心区、总部聚集区、企业孵化区、创新政策试验区，建设智能算法、资讯数据、智库培训、信披监管、融资路演、沙箱标准和争议解决七大服务平台，充分发挥国家金融科技的试验田、示范田和高产田作用。
2017 年 9 月	香港金管局智慧银行 7 项措施	包括推出快速支付系统、金融科技监管沙盒 2.0 版本、引入虚拟银行、推出“银行易”简化监管要求、促进开放 API、加强跨境金融科技合作、提升科研及人才培训。
2018 年 12 月	央行等 6 部委《关于开展金融科技应用试点工作的通知（银发〔2018〕325 号）》	决定在北京市、上海市、江苏省、浙江省、福建省、山东省、广东省、重庆市、四川省、陕西省组织开展金融科技应用试点工作，主要任务是提升信息安全、推进金融与民生服务系统互联互通、促进数据资源融合应用、建设移动金融风险监控平台。
2019 年 2 月	国务院《粤港澳大湾区发展规划纲要（大湾区蓝图）》	粤港澳大湾区将建设成充满活力的城市群，同时逐步成长为具有全球影响力的国际科技创新中心，成为“一带一路”建设的重要支撑，形成内地与港澳深度合作示范区以及为大湾区人民营造一个宜居宜业宜游的生活圈。支持深圳市建设保险创新发展试验区，推进深港金融市场互联互通和深澳特色金融合作，开展科技金融试点，加强金融科技载体建设。
2019 年 8 月	国务院《关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》	指导深圳打造数字经济创新发展试验区，支持深圳建设 5G、人工智能、网络空间科学与技术等重大创新载体，并开展数字货币研究与移动支付等创新应用。
2020 年 5 月	中国人民银行等四部委联合发布《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》	促进粤港澳大湾区跨境贸易和投融资便利化，提升本外币兑换和跨境流通使用便利度。扩大金融业对外开放，深化内地与港澳金融合作。推进粤港澳资金融通渠道多元化，促进金融市场和金融基础设施互联互通。进一步提升粤港澳大湾区金融服务创新水平。切实防范跨境金融风险。
2020 年 10 月	国务院《深圳建设中国特色社会主义先行示范区综合改革试点实施方案（2020 - 2025 年）》《首批授权事项清单》	鼓励深圳银行业金融机构在丰县可控、商业可持续的前提下，与外部投资机构加强合作，积极探索多样化的科技金融创新试验区；支持深圳积极发展绿色金融与金融科技；开展本外币合一跨境资金池业务试点。

资料来源：政府部门官网、粤开证券研究院

目前粤港澳大湾区的金融科技将发展聚焦以下几个方向：

粤港澳大湾区内币种多样、存在差异化的经济金融制度体系，为了促进人才、资金、信息和货物等生产要素在湾区内的流通，应统一支付结算系统，促进大湾区的电子支付系统互联互通，探索建立数字化银行，促进商业银行与海关、港口、运输、税务等共建开放数据仓库和 API。2017 年 9 月，香港金管局提出的智慧银行 7 项措施，包括了推出跨银行、跨电子钱包、跨币种、全天候运作模式的快速支付系统（FPS）。去年 9 月份，香港金融管理局宣布启动快速支付系统，微信香港钱包率先接入 FPS，在此基础上为用户提供实时跨行转账服务，通过手机号码或电子邮箱地址搜索收款人账户的“寻址服务”，以及电子直接付款授权服务。同月，腾讯又与银联开展合作，启动“双向跨境移动支付”，为中国香港用户提供内地移动支付服务。**数字货币的试点开展也为湾区内统一支付助力。**2017 年，中国人民银行在深圳正式成立数字货币研究所，2020 年 8 月，商务部《全面

深化服务贸易创新发展试点总体方案》指出要在京津冀、长三角、粤港澳大湾区及中西部具备条件的试点地区开展数字人民币试点。10 月 9 日，深圳市政府开展数字人民币红包试点，数字货币在湾区内实现快速发展。**另外，通过开展湾区内智慧城市与数字化建设、建立大湾区大数据中心、结合香港金融优势和深圳的科技优势创建数字生态系统，湾区内生产要素流通和市场活力将进一步迸发。**

粤港澳大湾区跨境贸易与投融资需求持续旺盛，要求进一步促进粤港澳大湾区跨境贸易和投融资便利化，提升本外币兑换和跨境流通使用便利度。首先，在商业银行跨境支付系统上，可以精细跨境支付分类，为跨境资本和金融产品的行销提供便利，放宽部分跨境业务的配额和监管。实施跨境数字身份识别系统，利用数字技术提高跨境支付的效率。其次，在地区联动上，增强香港作为国际金融中信和全球离岸人民币业务中心的地位，粤港澳可以尝试共同建立额外的融资走廊和离岸金融业务，促进人民币业务、贸易和对外业务。第三，探索建立与粤港澳大湾区发展相适应的账户管理体系，研究建立与粤港澳大湾区发展相适应的本外币合一银行账户体系，开展跨境资本管理、跨境人民币使用、资本项目可兑换等试点项目，促进跨境贸易、投资和融资结算的便利化。《粤港澳大湾区发展规划纲要》明确，要逐步扩大大湾区内人民币跨境使用规模和范围，大湾区内的银行机构可按照相关规定开展跨境人民币拆借、人民币即远期外汇交易业务以及与人民币相关衍生品业务、理财产品交叉代理销售业务。今年 5 月,央行发布《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》,通过实行探索实施更高水平的贸易投资便利化试点、完善贸易新业态外汇管理、推进资本项目便利化改革、开展本外币合一的跨境资金池业务试点等方式，促进粤港澳大湾区跨境贸易和投融资便利化。

图表11：《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》促进跨境贸易、投融资措施



资料来源：粤开证券研究院

面对粤港澳大湾区内复杂多元的交易与风险、不同经济金融体系的差异碰撞、快速发展的金融科技及其风险，湾区内金融监管必须主动有为。粤港澳大湾区内活动主体多元、产品种类丰富，跨境交易活跃，金融风险复杂多元，香港、澳门高度外向和开放的经济体系和大湾区内其他城市在金融制度、法律体系、监管逻辑等方面均存在一定差异，快速发展的金融科技又带来了新的金融风险挑战，因此，监管机构让金融强监管成为常态。可以通过实施综合网络安全防御体系、建立社会信用体系、加强金融科技监管和安全的数据交换等措施，强化湾区内金融监管。2020 年 5 月，央行等发布《关于金融支持粤港澳大湾区建设的意见》,指出要加强粤港澳金融监管合作，建立粤港澳大湾区金融监

管协调沟通机制，加强三地金融监管交流，研究建立跨境金融创新的监管“沙盒”。未来湾区内金融监管将继续朝着优化监管体制、发展监管技术、弥补监管缺位的方向发展。

（三）数字货币发展如火如荼

数字货币试点大步迈进，10 月 9 日，深圳市政府开展数字人民币红包试点，中签者可以通过下载“数字人民币”APP ,使用数字人民币在已完成数字人民币系统改造的商户进行消费支付 ,进行数字人民币充值和数字人民币钱包绑定银行卡。**数字人民币（DC/EP，Digital Currency Electronical Payment，数字货币及电子支付工具）是由人民银行发行的数字形式的法定货币，由指定运营机构参与运营并向公众兑换，以广义账户体系为基础，支持银行账户松耦合功能，与纸钞和硬币等价，具有价值特征和法偿性，支持可控匿名。**央行的数字货币研究工作起源于 2014 年，在 2013 年末央行《关于防止比特币风险的通知》指出比特币不具有与货币等同的法律地位后，2014 年，央行正式成立数字货币专门研究小组。随后，央行又成立了数字货币研究所，将数字票据交易平台作为法定数字货币的试点应用场景并测试成功。今年 1 月，央行发文称，央行基本完成法定数字货币顶层设计、标准制定、功能研发、联调测试等工作。8 月份，商务部印发《全面深化服务贸易创新发展试点总体方案》，表明将在京津冀、长三角、粤港澳大湾区及中西部具备条件的试点地区开展数字人民币试点，数字货币试点如火如荼地进行中。

图表12：数字货币大事记

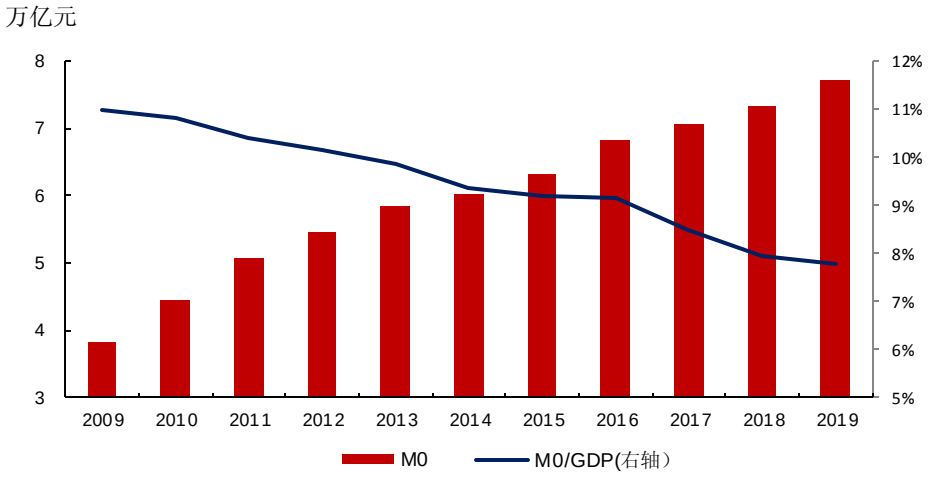
时间	事件概览
2014 年	央行成立数字货币专门研究小组。
2015 年	发布数字货币业务框架、关键技术等系列报告，完成数字货币原型方案的两轮修订。
2016 年 1 月	召开中国人民银行数字货币研讨会，明确提出发行数字货币的目标。
2016 年 7 月	使用数字票据交易平台作为法定数字货币的试点应用场景。
2017 年 1 月	央行数字货币研究所成立。
2017 年 2 月	中国人民银行推动的基于区块链的数字票据交易平台测试成功。
2017 年 5 月	央行发布冒用人民银行名义发行推广数字货币风险提示。
2018 年 2 月	上海票据交易所数字票据交易平台实验性生产系统上线试运行。
2018 年 6 月	成立数字货币研究所全资控股的深圳金融科技有限公司。
2018 年 9 月	成立数字货币研究所（南京）应用示范基地。
2019 年 5 月	PBCTFP 贸易融资区块链平台亮相。
2019 年 8 月	召开 2019 年下半年工作电视会议，指出要加快推进法定数字货币(DC/EP)研发步伐。
2019 年 12 月	《财经》杂志报道，DCEP 有望在深圳、苏州等地展开试点。
2020 年 1 月	央行发布“盘点央行的 2019 金融科技”，表示央行在坚持双层运营、M0 替代、可控匿名的前提下,基本完成法定数字货币顶层设计、标准制定、功能研发、联调测试等工作。
2020 年 4 月	央行货币金银会议强调要加强顶层设计,坚定推进数字货币相关工作。
2020 年 8 月	商务部印发《全面深化服务贸易创新发展试点总体方案》：在京津冀、长三角、粤港澳大湾区及中西部具备条件的试点地区开展数字人民币试点。人民银行制订政策保障措施；先由深圳、成都、苏州、雄安新区等地及未来冬奥场景相关部门协助推进，后续视情扩大到其他地区。
2020 年 9 月	央行数字货币研究所将成立上海金融科技公司。
2020 年 10 月	深圳市政府联合央行开展数字人民币红包试点，中签者可以通过下载“数字人民币”*APP，使用数字人民币在已完成数字人民币系统改*造的 3000 余家商户进行消费支付，并可以进行数字人民币充值和数字人民币钱包绑定银行卡。

资料来源：粤开证券研究院

数字货币具有以下特点，首先，数字货币定位于 M0 数字化，替代实物现金，同现

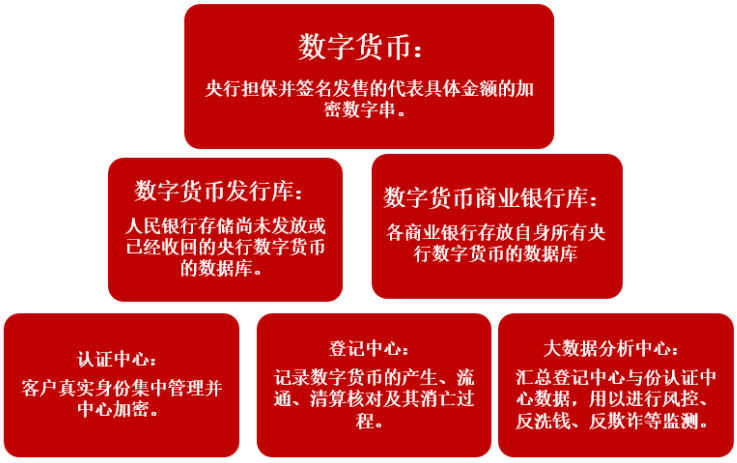
钞一样具有无限法偿性。近年来，随着电子支付的发展，M0 占 GDP 的比重不断下降，占比从 2009 年的 11.0%下降至 7.8%，但是非央行中心化管理的电子支付在保护用户隐私、支付效率、疏通货币政策传导等方面仍存在问题。数字货币实现 M0 数字化，支持银行账户松耦合功能，既是对现有电子支付体系的补充，又减少了现金的洗钱、逃税漏税风险，提升现金流通便利性。**第二，数字货币基于"中央银行-商业银行"二元模式，坚持"双层运营"结构**，上层是央行对商业银行和支付宝、微信支付等移动支付平台，下层是商业银行和平台对公众兑换数字人民币。"双层运营"结构既借助了商业银行在人才、技术等基础设施和客户基础，又避免了商业银行被边缘化或通道化。**第三，数字货币框架为"一币两库三中心"。**"一币"指由央行担保并签名发行的代表具体金额的加密数字串；"两库"指数字货币发行库和数字货币商业银行库；"三中心"指认证中心、登记中心和大数据分析中心。

图表13：M0 占 GDP 比重



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表14：数字货币"一币两库三中心"体系

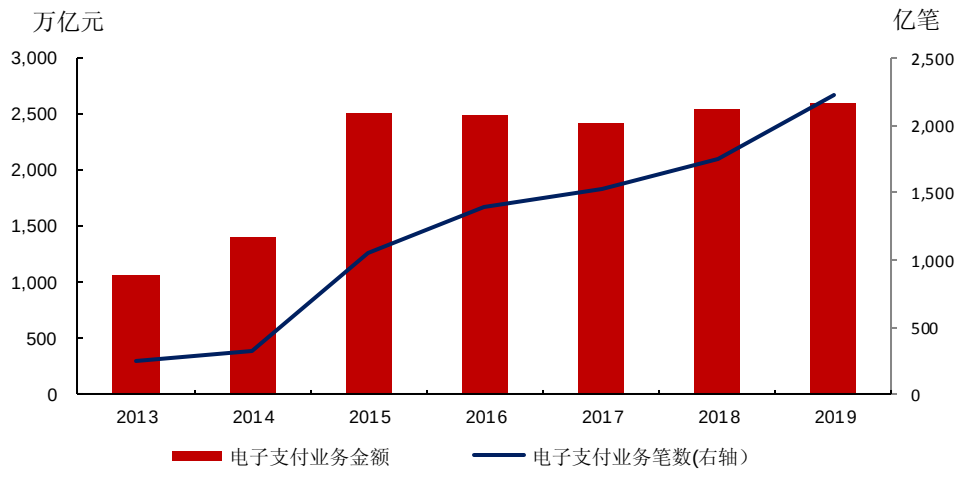


资料来源：粤开证券研究院

数字货币对 M0 的替代削减了商业银行纸币保管、流通、维护成本，能够提高货币流通效率和市场活力，优化商业银行成本管理，支撑银行资产端需求。现钞从纸币制造印刷防伪、纸币运送和存管，到商业银行现金支取和清点核对、纸币维护和管理、反洗钱等工作，均需要一定的人力、物力成本。数字货币对于纸币的替代可以使得央行以及商业银行在纸币生产流通中的维护成本得到压降，优化商业银行的成本端管理水平，减少人民币交易成本和交易摩擦。目前，央行的数字货币基础货币设施建设，不收取流通服务费用，进一步节约了人民币流通成本，提高金融体系和实体经济的流通效率，有利于实体经济进一步迸发市场活力，反哺商业银行的资产端需求。

数字货币从信息安全、隐私保护、双离线支付等方面促进电子支付体系的完善，"中央银行-商业银行"二元模式利于盘活银行场景生态。近年来，电子支付快速发展，2019 年电子支付金额和笔数达 2607 万亿元和 2234 亿笔，分别较 2013 年增长了 1.42 和 7.66 倍，但是快速发展的第三方电子支付存在种种弊端。**在反洗钱、凡欺诈方面**，第三方支付的余额资金不受存款保险的保护，不同的第三方支付公司之间数据独立，监管的监督力度有限，不利于集中管理监督资金走向和防范洗钱、欺诈风险，且存在移动设备丢失导致的信息泄露等网络完全问题。**在资金沉淀方面**，资金在第三方支付服务商处滞留，可能存在资金安全、支付、流动性管理不当的风险。**在市场结构方面**，第三方支付牌照目前的牌照较难获得，存在行业垄断风险，不利于第三方支付的行业发展及消费者权益的保障，放大市场风险。**央行的数字货币通过区块链可信加密技术、智能合约嵌入、大数据监管等技术，强化了中心化管理，实现可控匿名，可以加强资金交易信息的监管，在"中央银行-商业银行"二元模式下，增强银行反欺诈、反洗钱、反腐、反恐怖融资的征信能力、KYC、AML 体系建设。同时，数字货币可以实现双离线支付**，在传输介质与终端(手机等硬件)都离线的情况下完成支付的过程。用户只需要保证硬件终端电量充足，数字钱包余额充足，交易双方硬件近距离接触，在没有网络的情况下，即可完成支付。**银行信息系统的优化叠加双离线支付，数字货币在银行的场景生态将得到极大地盘活。目前，数字货币在四大行等展开试点，前期信息系统完善、金融科技和场景生态构建良好的银行将有望通过试点沉淀客群，进一步拓展场景应用。**

图表15：电子支付业务金额和电子支付笔数



资料来源：wind、粤开证券研究院

数字货币提升货币政策效率，增强宏观经济稳定性，利于银行稳健发展。数字货币可以通过对货币流向的紧密监测，实现定向领域的精准投放。我国的货币政策主要通过银行信贷渠道传导，货币投放经过商业银行会产生货币乘数和投放方向的变化，因此近年来我国推出定向降准等结构性货币政策增强定向领域的货币投放，而数字货币结构的设计使得央行和个体及企业的联系更加紧密，可以在特殊时期直接对个体和企业进行数字货币投放，提高货币政策传导效率，稳定经济金融市场。**数字货币中心化管理提高了支付结算和资金周转效率，促进中小企业的流动性顺畅，并改善市场结构不均衡导致的垄断和市场分割情况，打破零售支付壁垒，促进中小企业和普惠金融的发展。数字货币可能成为新的货币政策工具，**随着数字货币的发展，对于数字货币利率或者结算费用的调整直接影响利率下限。央行还可以通过大数据分析等,在货币投放中嵌入逆周期机制，稳定货币投放对于经济金融的影响。货币政策传导效率的提升和经济周期的逆向调节，有利于稳定商业银行盈利预期，促进商业银行稳健发展。

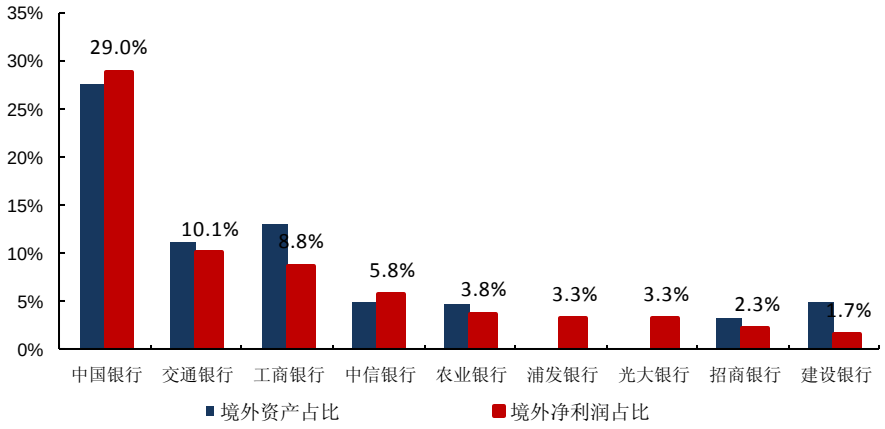
数字货币整合了分散的电子支付，进一步确立了人民币作为主权货币的地位，促进人民币国际化和数字基建的发展，商业银行的部分国际化业务和数字基建等带来的投融资需求有望进一步拓展。人民币数字化走在世界前列，随着数字货币的发展，数字货币对于跨境交易清算的便利将进一步推进人民币国际化进程,减少对传统国际货币的依赖。人民币国际化增加了人民币跨境结算等业务，长远视角下，国际化布局领先的银行或将收益，如中国银行、交通银行、工商银行等等。另外，数字货币归属于数字化进程，将提振 5G 网络、数据中心（IDC）等新型基础设施建设的信贷需求，目前，DC/EP 首批试点机构包括工、农、中、建四家国有大行和移动、电信、联通三大运营商，数字基建和区块链分布式架构、密码技术、安全芯片、移动支付、可信计算等相关科技发展拉动的投融资需求利好银行资产端的规模增长。

图表16：各国数字货币发展情况

国家	数字货币基本情况
中国	DCEP 已基本完成顶层设计、标准制定、功能研发、联调测试等，逐步进行地区、场景试点。
美国	但尚未决定推出 CBDC，但正与其他央行和国际清算银行合作，积极参与对该前景的研究。
日本	目前没有发行数字货币的计划，日本数家银行巨头将设立数字货币小组，将于 2021 年启动数字货币实证实验。
欧盟	启动了针对“数字欧元”的公共咨询，旨在广泛听取公众对数字欧元项目的意见，评估其需求，并将最晚于 2021 年年中由欧盟决定最终实施方案。
英国	将评估 CBDC 潜在情况，已与日本央行、国际清算银行等组织建立小组合作探讨。
加拿大	尚无发行 CBDC 的计划，已发布零售数字货币应急计划。
泰国	泰国央行数字货币项目 Inthanon 已取得良好进展。
新加坡	数字货币项目“Ubin 项目”正式开启第五阶段。
德国	将引入名为“e-euro”的央行数字货币。
厄瓜多尔	首个发行数字货币的国家。2015 年 2 月厄瓜多尔推出一种新的加密支付系统和基于这个系统的厄瓜多尔币，为“去美元化”进程的举措之一。
委内瑞拉	2018 年 2 月宣布发售“石油币”，石油币的价值与油价挂钩，但公开信息较少，且未在公开市场上交易。

资料来源：粤开证券研究院

图表17：2019 年部分上市银行国际化布局



资料来源：wind、粤开证券研究院

（四）十四五规划展望下的银行个股推荐

展望十四五规划，金融科技和数字货币发展态势延续，金融科技对于银行零售、对公、风控各环节的影响将重塑银行业格局。四季度，在经济复苏支撑资产端需求、前期不良加大出清缓解资产质量风险、货币政策回归常态化缓和息差压力、板块估值低位吸引资金流入等多维共振下，银行业行情有望修复。推荐金融科技与零售领先的平安银行、招商银行，优质特色银行宁波银行、常熟银行，数字货币试点惠及的中国银行。

平安银行：依托平安集团优势，金融科技业内领先。2019 年 IT 资本性支出及费用投入同比增长 35.8%，科技人员（含外包）较上年末增长超过 34%。财富管理和私人银行快速发展，上半年代理及委托手续费同比增长 54%，私行客户数及 AUM 分别同比增长 33.1%、50.8%。FICC 业务业内领先，上半年净收入同比大幅增长 189%。

招商银行：零售之王，ROE 上市银行第一。招商银行 2015 年率先进行零售转型，2017 年首个推出智能投顾，私人银行和财富管理行业第一，上半年末零售客户数突破 1.5 亿，零售存款余额位居全国性中小型银行第一，私人银行客户数 AUM 分别较上年末增长 11.46%和 11.94%。2019 年金融科技投入同比增长 43.97%，占营收比重达 3.72%，远远领先大行和其他股份行。上半年 ROE 位列上市银行第一，不良贷款率居上市股份行最低，维持高质量发展。

常熟银行：深耕小微及村镇，小微服务标杆银行。常熟银行坚持支农支小市场定位，坚持走差异化、特色化发展道路，公司超六成的信贷资金用于支持小微企业，超七成投向涉农领域，近八成服务于实体经济。异地扩张效果显著，小微业务模式可复制性较强，常熟外营业利润及贷款贡献近 60%，6 月 3 日常熟银行董事会决议拟出资 10.5 亿元入股镇江农商行，异地扩张力度加大。受益于小微业务的发展，上半年常熟银行的净息差位列上市银行第一，较强的小微风控能力使得常熟银行的不良贷款率居上市农商行最低。

宁波银行：利润增速同业第一，金融市场业务特色。上半年归母净利润同比增长 14.6%，在上市银行中排名第一，盈利水平突出。宁波银行对于金融市场业务时机把握精准，债券投资和理财投资优势突出。上半年投资类资产同比增长 24.7%，主要增配政府债券、金融债、同业存单等；代理类业务、银行卡业务、咨询类业务手续费收入分别同比增长 53.8%、47.1%、25.4%。上半年不良贷款率继续保持在 0.79%的低位，资产

质量行业第一。

中国银行：国际化水平领先，资产质量企稳。中国银行的国际化水平在银行同业中遥遥领先，2019 年境外净利润占比 29.0%，随着金融对外开放的不断推进、数字货币对人民币国际化进程的助力，国际化优势突出。另外，数字货币在大行间的试点有望进一步沉淀客群和深化场景生态。上半年中国银行不良贷款净生成率为四大行最低，随着资产端需求回升、不良贷款较早出清，资产质量和利润增速有望边际改善。

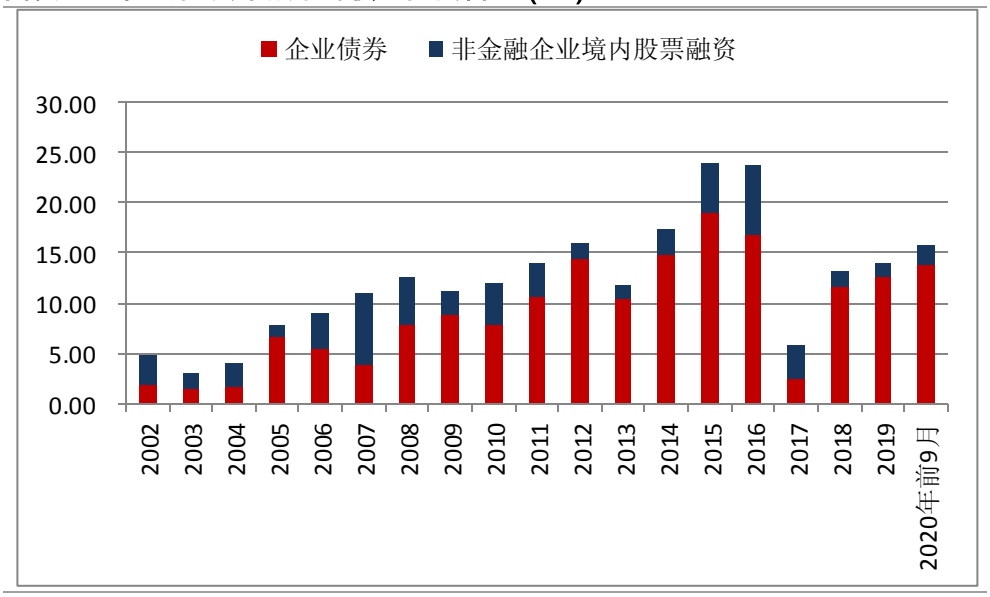
三、证券行业基本面持续向好，直接融资逐步提升

（一）政策助力证券行业做大做强

当前，我国越来越重视资本市场建设，推出科创板、探索注册制、推动与境外资本市场互联互通等一系列改革措施，指向的都是更好地发挥资本市场为实体经济服务。监管层多次提出要提升直接融资比例，保持新股发行常态化，进一步优化并购重组、再融资、分拆上市等制度，充分激发市场活力；债券融资方面，积极推动公司信用类债券发行准入和信息披露标准统一，促进债券市场互联互通。从各种政策中，可以看出一个明显趋势，那就是越来越鼓励实体经济从债务融资转向股权融资。提高直接融资比例有助于优化金融结构，有效促进新经济行业发展。

2017 年以来，我国直接融资比例逐步提升，未来还将稳步上升，直接利好资本市场核心参与者券商，助力证券行业做大做强。

图表18：社会融资中股票与债券融资占比（%）



资料来源：wind、粤开证券研究院

证券行业处于宽松创新监管周期。政策面来看，2000 年之后，证券行业经历了两轮完整的监管周期，2003-2007 年是第一个周期，主要政策为股权分置改革；2008-2014 为第二个周期，推出创新 11 条；目前行业处于第三个周期的宽松阶段，全面推行注册制，行业加速对外开放加速，“深改 12 条”明确指出改革方向。

图表19：证券行业政策处于第三轮宽松周期



资料来源：粤开证券研究院

2020 年政策宽松预期持续，新证券法出炉提供制度基础保障，全面推行注册制增加资本市场容量，新三板深化改革完善多层次资本市场建设，全面对外开放促进行业高水平发展。

图表20：2019 年以来证券行业主要政策与事件

日期	政策/事件	主要内容
201901	《关于股票质押式回购交易相关事项的通知》	优化违约合约展期安排，融入方违约且确需延期以纾解其信用风险时，可以以存量延期方式缓解融入方还款压力 ;放宽旨在解决合约违约而新增交易的部分限制
201901	银保监会鼓励险资入市	鼓励保险公司使用长久期账户资金，增持优质上市公司股票和债券，拓宽专项产品投资范围，加大专项产品落地力度
201901	证监会发布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》	明确科创板改革相关内容
201901	《证券公司交易信息系统外部接入管理暂行规定》	借鉴成熟市场经验，引导证券公司在安全、合规的前提下，为机构投资者合理化需求提供外部接入服务。涉及程序化交易等新型交易方式的监管及自律要求，待相关规则出台后，外部接入系统需一体遵循。
20190131	拟取消融资融券的“平仓线”不得低于130%的统一限制，并扩大担保物范围	缓解因股权质押问题、业绩地雷阵引发的踩踏式平仓风险
201904	调整股指期货交易保证金标准、手续费标准及过度交易监管标准	核心变化在于下调中证 500 保证金比例至 12%，放松非套保日内开仓手数限制到 500 手，以及降低平仓手续费至万分之 3.45，此次股指期货松绑将进一步满足机构投资者的风险对冲需求 ,将在一定程度上提升市场流动性
201904	证券法修订草案三次审议稿开始公开征求社会各界意见	主要修改要点包括增加“科创板注册的特别规定”专节、存托凭证纳入证券范围、证券公开发行修改和取消暂停上市交易制度等，基本制度完善利于提高资本市场资源配置效率
201906	科创板宣布正式开板，证监会强调对外开放	国务院副总理刘鹤、上海市委书记李强、上海市市长应勇、证监会主席易会满共同为科创板开板。证监会将陆续推出修订 QFII/RQFII 制度规则、放宽外资银行在华从事证券投资基金托管业务的准入限制、全面推开 H 股“全流通”改革、加大期货和债券市场开放力度等一揽子对外开放的务实举措

日期	政策/事件	主要内容
201906	沪伦通启动仪式	沪伦通启动仪式，华泰证券 GDR（全球存托凭证，代码 HTSC）在英国金融市场行为监管局维护的正式清单中的标准板块成功上市
201908	证金公司下调转融资费率	自 2019 年 8 月 8 日起，整体下调转融资费率 80BP，下调转融资费率有利于降低证券公司融资成本，促进合规资金参与市场投资
201908	对《证券公司风险控制指标计算标准》部分指标进行修订	证监会对《证券公司风险控制指标计算标准》部分指标进行修订，优化计算标准，支持深度参与市场交易，调整高评级券商风险资本准备调整系数，结合近日科创板发行业务拟计入券商分类评价标准，长期利好风控能力较强的头部券商
201909	券商资管大集合改造逐步落地	降低产品投资门槛同时提高宣传力度广度，有利于产品规模迅速增长。大集合产品纳入公募监管体系，利好资管行业长期健康发展，但同时也要面临 100 余家公募基金的激烈竞争，更加考验券商资管的主动管理能力，主动管理转型步伐领先的券商将更为受益
201910	证监会明确取消期货公司、基金管理公司、证券公司外资股比限制时点	2020 年 1 月 1 日起，取消期货公司外资股比限制；2020 年 4 月 1 日起，在全国范围内取消基金管理公司外资股比限制；自 2020 年 12 月 1 日起，在全国范围内取消证券公司外资股比限制
201910	《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》	一是简化重组上市认定标准，取消“净利润”指标。二是将“累计首次原则”计算期间进一步缩短至 36 个月。三是允许符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市。四是恢复重组上市配套融资。五是丰富重大资产重组业绩补偿协议和承诺监管措施，加大问责力度
201911	降低证券结算备付金比例	中国证券登记结算有限公司发布关于就《结算备付金管理办法（2019 年征求意见稿）》公开征求意见的通知，拟对《结算备付金管理办法》进行修订，修订的主要内容包括调整债券以外的其他证券品种的最低备付金计收比例规定，将第九条“债券以外的其他证券品种按 20%计收”修改为“债券以外的其他证券品种按 18%计收”。
201912	审议通过了修订后的《中华人民共和国证券法》	2019 年 12 月 28 日，第十三届全国人大常委会第十五次会议审议通过了修订后的《中华人民共和国证券法》，将于 2020 年 3 月 1 日起施行。主要内容包括全面推行注册制，提高证券违法成本，完善投资者保护制度等。
202003	新证券法自 2020 年 3 月 1 日起施行	要求分步实施股票公开发行注册制改革，落实好公司债券公开发行注册制要求，完善证券公开发行注册程序。新证券法进一步完善证券市场基础制度，有利于提高资本市场资源配置效率，为证券市场全面深化改革落实落地提供了法治保障。
202003	基金投顾业务试点	华泰证券、中信建投、国泰君安等 7 家券商成为首批获得基金投顾业务试点资格的证券公司，这是 2019 年 10 月证监会下发《关于做好公开募集证券投资基金投资顾问业务试点工作的通知》后，基金投顾业务试点资格正式落地
202005	修改证券公司分类监管规定	证监会就《关于修改<证券公司分类监管规定>的决定》公开征求意见，修改的主要内容包括进一步强化合规、审慎经营导向和进一步强化专业服务能力导向
202006	修改证券公司股权管理规定	证监会起草了《关于修改<证券公司股权管理规定>的决定》《关于修改<关于实施《证券公司股权管理规定》有关问题的规定>的决定》，向社会公开征求意见。《证券公司股权管理规定》及其实施规定主要修改以下内容：一是修改主要股东定义，二是适当降低证券公司主要股东资质要求，三是调整证券公司股权相关审批事项，四是进一步明确有关监管要求，五是精简申报材料。

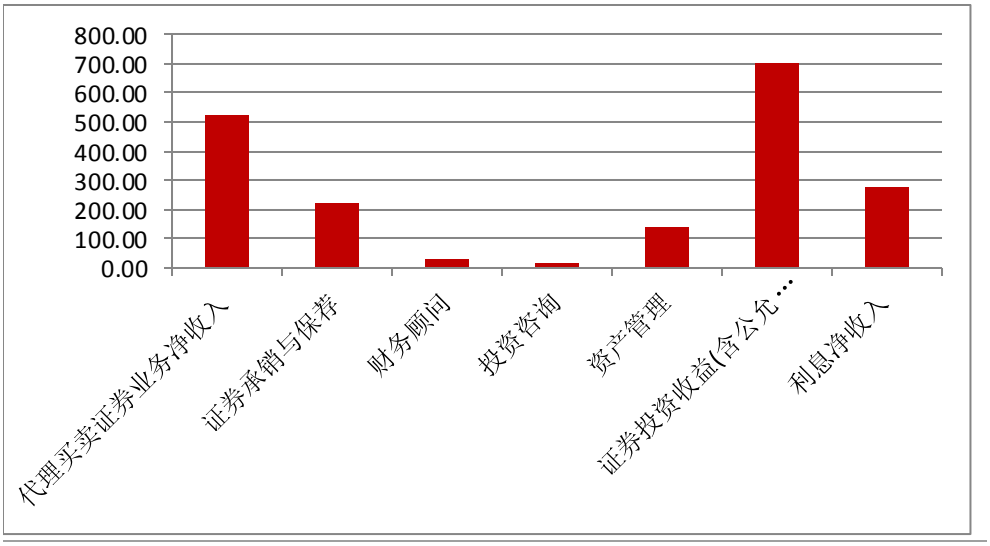
日期	政策/事件	主要内容
202007	新三板精选层公开发行	颖泰生物、艾融软件于 7 月 1 日开启公开发行程序，7 月 7 日公告发行结果。7 月 2 日还有 3 家企业开启公开发行，分别是佳先股份、球冠电缆和同享科技
202008	创业板注册制首批企业上市	创业板注册制较科创板大幅降低投资门槛，一方面有望引入更多投资者参与，带来更多资金助力科技创新型企业发展，加大金融支持实体经济力度；另一方面加大交易限制放宽推广力度，提高投资者交易自主性，有望进一步完善资本市场制度建设，加速资本市场深化改革步伐

资料来源：证监会、sac、粤开证券研究院

（二）2020 前三季度市场交投活跃，投行业务规模大幅增长

在宽松创新的政策支持下，证券行业业绩持续向好。2020 年上半年业绩同比增长，经纪业务和投行收入大增。根据中国证券业协会发布证券公司 2020 年上半年经营数据，134 家证券公司中 124 家实现盈利，10 家亏损。134 家证券公司上半年实现营业收入 2,134.04 亿元，同比 19.26%；净利润 831.47 亿元，同比+24.73%。分业务条线来看，代理买卖证券业务净收入（含交易单元席位租赁）523.10 亿元、证券承销与保荐业务净收入 221.10 亿元、财务顾问业务净收入 32.07 亿元、投资咨询业务净收入 19.90 亿元、资产管理业务净收入 142.91 亿元、利息净收入 275.66 亿元、证券投资收益（含公允价值变动）702.74 亿元。

图表21：2020 上半年证券行业各业务板块收入（亿元）

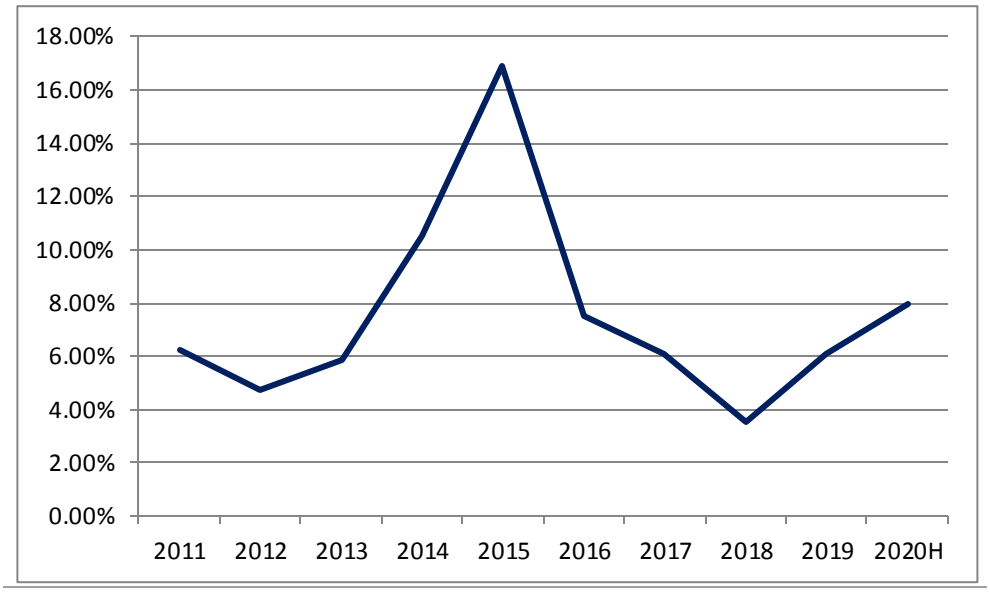


资料来源:证券业协会、粤开证券研究院

截至 2020 年 6 月 30 日，134 家证券公司总资产为 8.03 万亿元，净资产为 2.09 万亿元，净资本为 1.67 万亿元，客户交易结算资金余额（含信用交易资金）1.64 万亿元，受托管理资金本金总额 11.83 万亿元。

2020 年上半年证券行业 roe 为 7.96%(年化)，一改 2015 年以来一路下滑的态势，创下 2016 年以来的历史新高。根据杜邦分析法，roe=roa*杠杆率，2020 年上半年证券行业 roe 提升主要归因于 roa 的提升，在杠杆率仅提升 4%的情况下，roa 大幅提升 26%。

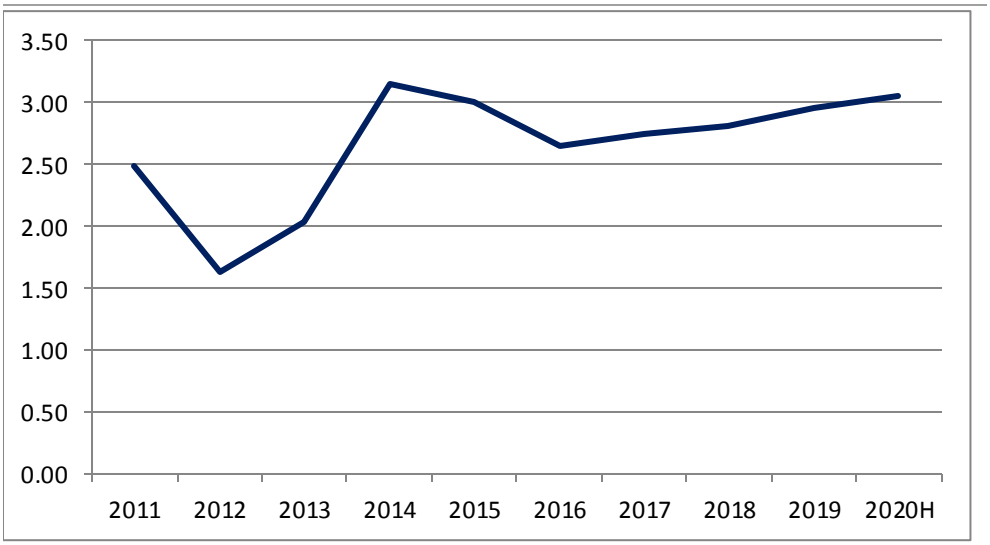
图表22：证券行业净资产收益率



资料来源:证券业协会、粤开证券研究院

证券行业融资火热提升行业杠杆率。2018 年证券行业业绩普遍下滑，部分券商净资本受到影响，目前有融资回血的需求，同时 2019 年券商板块估值提升提高了融资成功率，近期有多家券商抛出了大额融资方案，例如海通证券、中信建投均公布百亿规模以上的定增计划。

图表23：证券行业杠杆率连续提升

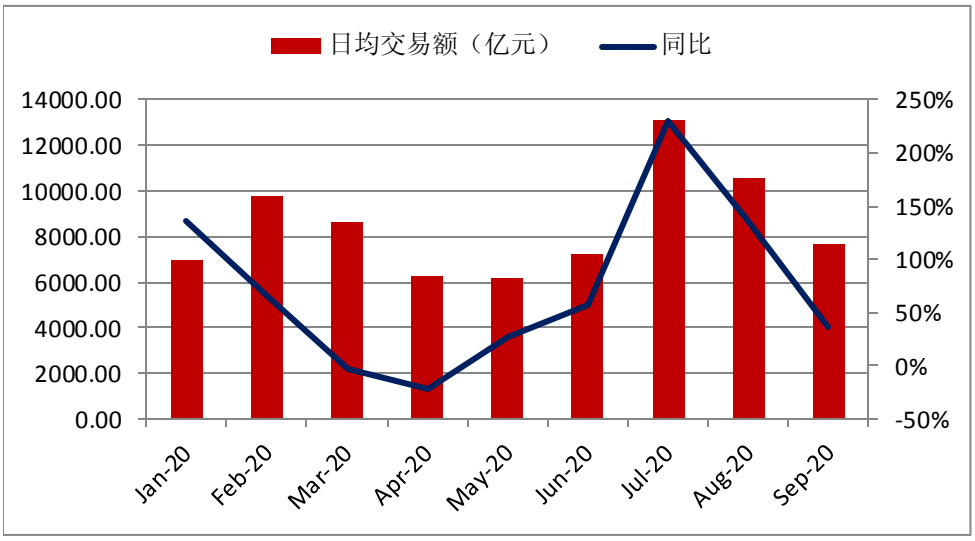


资料来源:证券业协会、粤开证券研究院

市场数据来看，2020 前三季度市场交投活跃，投行业务规模大幅增长。

2020 年前三季度 A 股日均成交额 8629.45 亿元，同比增长 59%。其中 7 月 A 股日均成交额 13084.73 亿元，同比增长 230%，为 2018 年以来日均成交量最高一月。进入八月后市场活跃度逐步降低，连续两个月成交量下滑，9 月 A 股日均成交额 7680.47 亿元，但同比依然上涨 36%。

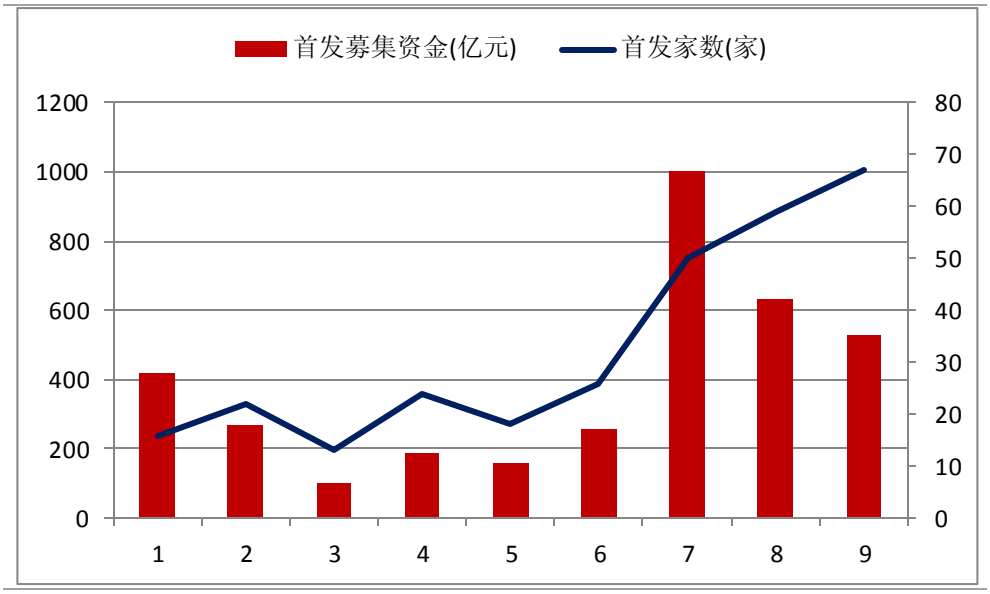
图表24：A 股月度日均成交额走势



资料来源:wind、粤开证券研究院

2020 年前三季度 IPO 融资规模累计 3557.38 亿元，同比上涨 154%。尤其是创业板注册制正式实施后，IPO 公司数量连续上升，三季度平均每月 IPO 公司数量近 60 家。

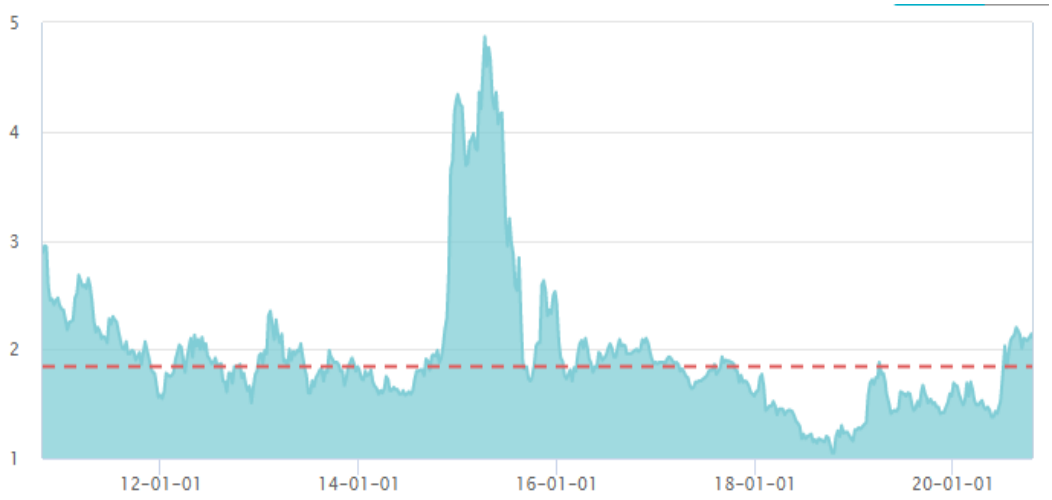
图表25：2020 年前三季度 IPO 情况



资料来源:wind、粤开证券研究院

在政策和市场共同作用下，券商基本面持续向好，目前板块市净率 2.1 倍，处于历史估值 40%分位点，未来还有上升空间。

图表26：券商板块近十年市净率走势（虚线为市净率中位数）



资料来源：wind、粤开证券研究院

2020 年为证券行业全面对外开放元年，行业服务水平逐步提升。新证券法实施进一步完善证券市场基础制度，注册制改革加速推进，政策支持金融行业发展，建议持续关注优质券商股。推荐行业龙头中信证券、华泰证券和国泰君安，以及特色化发展的东方财富和东方证券。

四、保险+科技+生态蒸蒸日上，寿险空间广阔

（一）保险科技深度融合，保险生态持续构建

2016 年 8 月，原保监会发布《中国保险业发展“十三五”规划纲要》，指出保险行业要围绕服务经济社会发展的重点方向，在经济转型、社会治理、灾害救助、三农服务等领域，创新保险服务机制和手段，提升服务水平。《纲要》提倡积极落实“互联网+”行动，鼓励围绕互联网开展商业模式、销售渠道、产品服务等领域的创新，促进互联网保险健康发展，充分运用物联网、大数据等科技手段，完善企业财产保险、家庭财产保险、货运保险、意外伤害保险等险种的风险保障功能，增强全社会抵御风险的能力。**在政策激励和大数据、人工智能、云计算、物联网、区块链、生物识别、基因检测等技术的推动下，科技逐渐渗透保险行业的产品设计、核保承保、市场营销、智能运营、理赔风控等各个模块，推动保险行业朝着数字化、线上化、自动化、智能化的方向发展。**

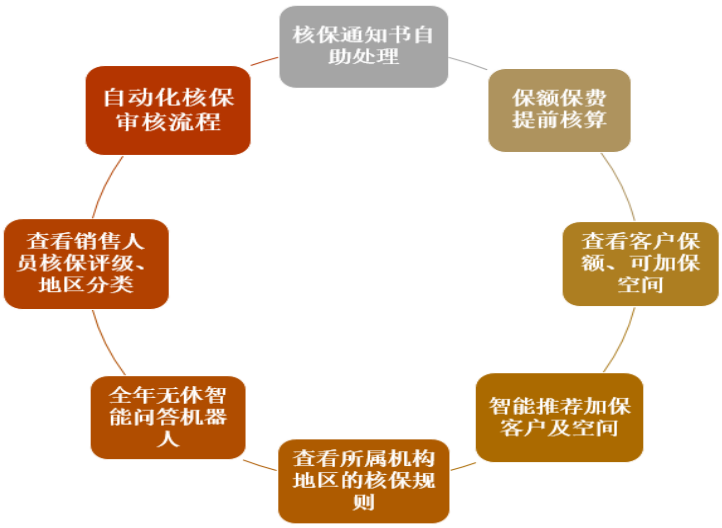
在产品设计方面，首先，大数据分析和云计算提高了险种风险概率测算的精确度和速度，基于海量用户数据对用户特征和用户需求进一步挖掘，保险公司可以创设形式更为多样具体、多领域、多品种的创新保险产品。其次，人工智能、机器学习结合大数据分析可以更加精确刻画用户画像，精细用户需求，根据对用户的多维打分，在基础险种之上定制客户私人保险服务，**实现个性化定价和场景化**，缩短人工智能保险产品模型训练时间，提高产品吸引力和客户沉淀。**第三，传感器、物联网、基因检测等技术使得个体的信息，尤其是健康等潜在风险信息得到进一步的挖掘**，极大地提高了险种的风险预判和定价能力。

在市场营销方面，首先，大数据和云计算可以更细致地判断用户群体需求，实现在不同流量渠道广告的精准投放，实现个性化的营销推广。其次，智能保顾的发展使得长尾客户得到个性化的贴心服务，既减少了人工保险顾问的成本，整体提高了保险咨询的专业性，又改善了客户体验度，提高了保单的成功率，促进线上业务的发展。如中国平

安在业内首创智能拜访助手，支持音视频通话、销售方案讲解、机器人智能辅助等功能，通过线上“AI 会客厅”的音视频方式，实现远程与客户见面互动，2020 年上半年累计使用 772 万人次。**第三，人工智能和线上培训工具提升了代理人队伍水平，激发代理人队伍活力。**如，平安持续升级智能陪练工具，支持代理人进行产品知识、分群客户销售方案等多元化场景演练，自上线以来累计使用 755 万人次，代理人好评率达 99%。

在核保承保方面，首先，人工智能的发展推动保险公司的核保环节数字化、自动化发展，通过人机交互，智能甄别客户风险、获取客户信息，自动判别客户承保资质，提升核保承保环节的效率，减低人工核保成本。如中国人寿推出的“国寿 e 核”，为保险销售人员提供了自动化的核保工具，实现核保通知书自助处理、保额保费提前算、客户保额轻松查、智能推荐加保、随时查看核保规则等功能，并且 7*24 小时为销售人员提供智能解答。**其次，区块链的加密性使得保险公司可以从外部获取更多安全数据或者销售数据库，从而扩大数据池，而区块链的可追踪性减少了客户信息篡改的机率，提高数据池的准确性。**

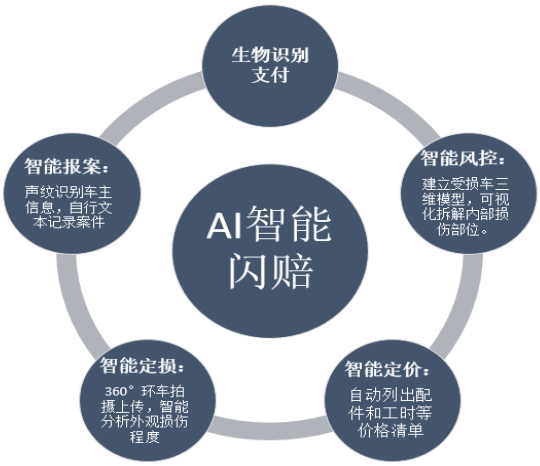
图表27：“国寿 e 核”八大功能



资料来源：粤开证券研究院

在理赔风控层面，首先，图像识别、自然语言处理和深度学习等人工智能技术推进理赔业务线上化、自动化，高效、快捷满足用户理赔需求，提高理赔效率，削减人工成本。如，截至 2020 年 6 月末，平安产险保单服务线上化率提升至 99.3%、无纸化率达 99.8%；平安家用车客户端到端线上理赔 249 万次，6 月当月线上理赔服务占比达 82.6%。中国人寿 2019 年个人长险业务、团体业务无纸化投保率分别达 99.8%和 96%，个人保全以及医疗险理赔线上办理率分别同比提升 20 和 44.5 个百分点，全流程自动化作业通过率同比提升 12 个百分点，理赔申请支付时效同比提速 13.2%。**其次，理赔工作涉及大量数据校验和繁杂的流程，区块链技术可以提高数据节点处理的效率，同时区块链的可追踪性和防止篡改、语音声纹技术的发展也将提高理赔信息的真实性。**目前各家保险公司陆续应用声纹识别于多场景，泰安在线于 2018 年实现声纹识别登录，并计划将声纹识别同步保险产品支付、理赔等环节；平安科技 2019 年的声纹识别准确率超过 99%，已在声纹登录、电话核身、黑名单检测等多个保险应用场景中应用。

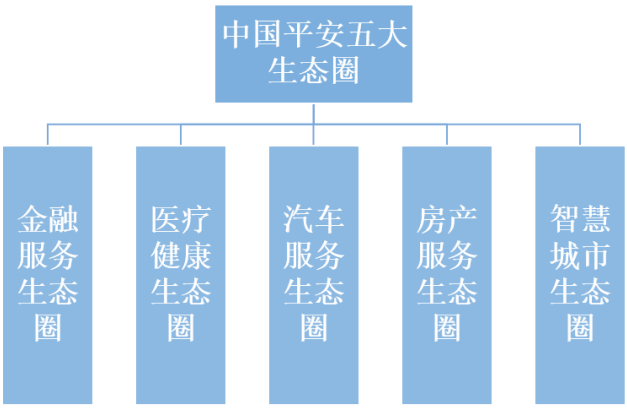
图表28：中国平安“AI”智能闪赔



资料来源：粤开证券研究院

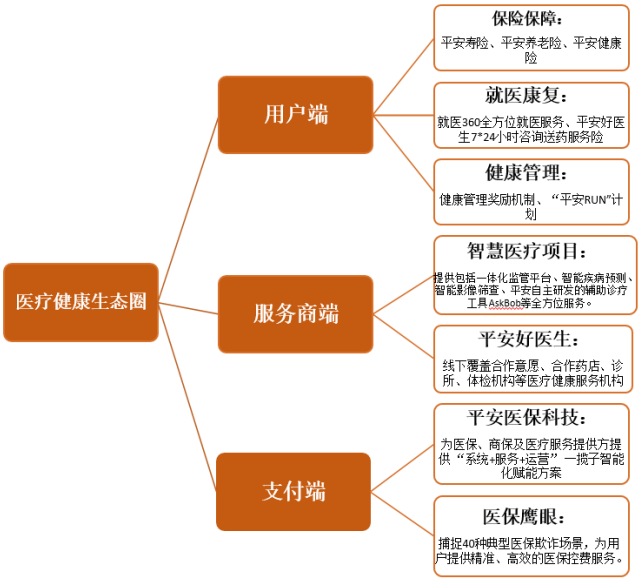
近年来，随着互联网的发展，各家险企纷纷深耕科技与行业，推进保险大生态圈的构建。**不同行业生态圈的构建，可以发挥保险公司多年来在汽车、医疗等行业的数据、信息优势，顺应产业物联网的发展，优化综合金融获客渠道与质效。同时，一体化的构建使得客户可以享受一站式的服务，巩固客户与公司的关系，并在深入获取更多信息的基础上为客户提供个性化服务。**中国平安持续推进“金融+科技”核心主业，不断增强“金融+生态”赋能的水平与成效，将各类创新科技深度应用于构建“金融服务、医疗健康、汽车服务、房产服务、智慧城市”五大生态圈，坚持“一个客户、多种产品、一站式服务”的综合金融经营模式。中国人寿在 2019 年底成为万达信息的第一大股东，推进“保险+科技”的生态布局在医疗信息化、智慧城市等方向的布局。中国太保也通过投资多个细分领域的科技公司，推进汽车产业、医疗科技、信息科技等行业的生态布局。

图表29：中国平安五大生态圈



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表30：中国平安医疗健康生态圈一站式服务

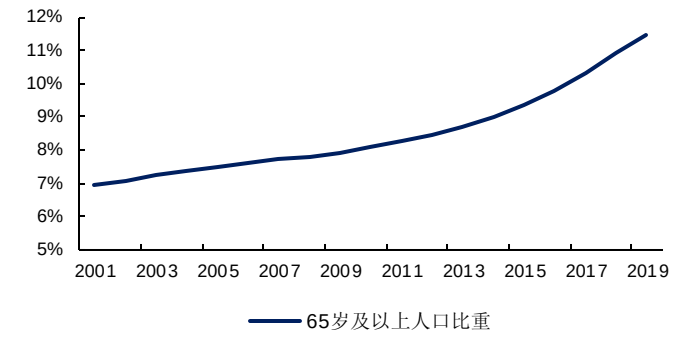


资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）老龄化加速进一步开拓寿险市场空间

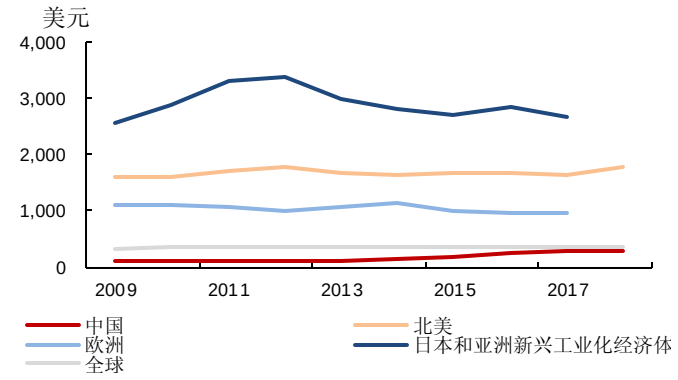
21 世纪以来，中国老年人口占比不断提升，65 岁以上人口占总人口的比重从 2001 年 6.8%上升至 2019 年的 11.5%，提升了 4.7 个百分点，老龄化趋势不断加速，根据《健康老龄化蓝皮书：中国大中城市健康老龄化指数报告（2019~2020）》，2050 年中国老龄化水平将提升至 34%。**随着人口出生率的下降，老年人口的抚养压力和养老需求将快速增长，叠加中老年人口财富能力的增强，寿险、养老险、健康险的未来发展空间无限。**2020 年 6 月，《重大疾病保险的疾病定义使用规范修订版（征求意见稿）》优化了重大疾病分类，增加了病种数量和保障范围，为寿险产品设计和定价提供了更科学的参考。**2018 年中国寿险密度约为 281 美元/人，低于全球寿险平均密度 370 美元/人，与发达经济体仍有一定差距，未来寿险市场空间广阔。**

图表31：中国 65 岁以上人口比重



资料来源：wind、粤开证券研究院

图表32：中国平安医疗健康生态圈一站式服务



资料来源：wind、粤开证券研究院

（三）十四五规划展望下的保险投资机会

十四五规划展望下，科技与保险的深度融合将会继续，保险行业朝着构建保险大生态圈、打造一体化服务的方向前进，人口老龄化加速也将使得寿险市场空间进一步开拓。四季度在经济复苏拉动可支配收入、险企“开门红”打响、代理人队伍扩张提质、银行理财和住房调控提高保险产品吸引力的多因素下，保费收入有望提振。资产端伴随着长期利率上行、权益市场仍有向上驱动空间，投资收益有望边际改善。推荐中国平安、中国人寿和新华保险。

中国平安：金融+科技+生态战略转型，ROE 第一。中国平安持续推进“金融+科技”与“金融+生态”战略转型，截至 2020 年 6 月，公司科技专利申请数累计达 26,008 项，较年初增加 4,625 项；在 2020 年全球金融科技专利排名榜中，平安以超 1,500 项金融科技专利申请，连续两年位居全球第一位。上半年度 ROE 为 18.1%，位列险企第一。2020 年 10 月，中国平安发布公告，“陆金所控股”已为拟首次公开发行并在纽约证券交易所上市美国存托股份公开递交 F-1 注册登记表，将成为提振估值的重要因素。

中国人寿：开门红最早启动，内含价值破万亿。中国人寿打响 2021 年行业开门红第一枪的，在 9 月下旬推出了鑫耀东方年金保险产品。上半年内含价值首次超过一万亿，较 2019 年底增长 7.8%，保费收入同比增长 13.1%，实现双位数增长。2019 年，中国人寿启动了“科技国寿”建设三年行动，积极运用先进技术为保险全价值链赋能，革新 IT 基础架构，资源配置效率提升达 10 倍，整体访问速度提升 3 倍，线上获客同比提升 47%，

个险保单自动化审核通过率达 89.4%，全流程理赔自动化案件 1,130 余万；上线重疾短期出险识别模型，风险识别准确率达 91%，科技持续赋能生态。

新华保险：寿险保费双位数增长，代理人扩张显著。1-9 月，新华、国寿、太保、平安、人保寿险保费收入分别同比增长 24.5%、9.4%、-1.6%、-4.0%、-5.0%，9 月单月分别同比增长 4.6%、-5.6%、-0.5%、0.2%、-5.0%，新华保险寿险保费增速均位列第一。上半年内含价值较年初增长 9.6%，实现快速增长。上半年公司代理人规模达到 53 万人，同比增长 37%，规模创历史新高，代理人扩张显著。

分析师简介

李兴，中央财经大学硕士研究生，2016 年 6 月加入粤开证券，现任策略分析师，证书编号：S0300518100001。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。

免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司(以下简称“粤开证券”)提供 ,旨为派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测 ,且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州市黄埔区科学大道 60 号开发区金控中心 21-23 层

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼 2 层

上海市浦东新区源深路 1088 号平安财富大厦 20 层

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10 层

网址：www.ykzq.com