证券

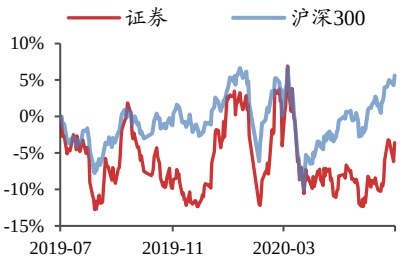
2020 年 07 月 02 日

注册制改革进入存量市场，券商盈利影响几何

——证券行业深度报告

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

《创业板注册制正式稿落地事件点评-注册制正式进入存量市场，券商业务全面受益》-2020.6.13

《上市券商 5 月月报点评报告-债市下跌拖累 5 月业绩，同比改善下分化加大》-2020.6.5

《证券行业事件点评报告-首提研究科创板单次“T+0”，利好券商经纪业务》-2020.5.30

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

● 看好券商板块戴维斯双击，多维度选择受益标的

资本市场深改政策进入兑现期，券商各项业务全面受益，我们预计未来 1 年注册制政策红利将直接拉动行业净利润+19%至+32%；经济复苏利于权益市场风险偏好改善，市场交易额和两融规模持续扩张，券商盈利改善可期；券商板块 2020 年上半年相对滞涨，我们看好板块估值和盈利双升，维持行业“看好”评级。我们看好更加受益于注册制红利的标的，我们推荐国金证券(600109)，受益标的为东方财富(300059)、华泰证券(601688)和中信证券(600030)。

● 政策聚焦三大方向，带来券商业绩全面增长

2018 年 11 月，习总书记首提科创板和注册制试点，拉开资本市场改革帷幕；2019 年 9 月证监会发布改革路线蓝图“深改 12 条”，后续政策放松主要聚焦提升上市公司质量（资产端）、引入中长期资金（资金端）和证券行业松绑三方面。注册制为资本市场引入活水，增量资产上市、存量公司质量提升为先导，将驱动增量资金入市，市场活跃度和直接融资规模将持续提升，券商经纪、投行、直投等业务迎来全面利好。

● 科创板 1 周年，增厚证券行业净利润超过 5%

截至 2020 年 6 月 30 日，116 家科创板企业总市值和股票交易额分别占 A 股 2.9%和 2.6%。注册制下，优质资产和增量资金不断引入，市场活跃度持续攀升，全面利好券商业务，直投业务受益最为明显。我们估算，2019Q3 至 2020Q1，科创板为证券行业贡献增量业绩达 5.4%，其中经纪、投行、直投业务分别拉动净利润+1.1%/+1.5%/+2.8%。

● 创业板注册制落地，注册制利好预计拉动行业净利润+19%至+32%

展望未来 1 年，以 2019 年行业净利润作为基期，预计注册制利好将直接拉动行业净利润+19%至+32%。中性假设下，预计拉动行业净利润+26%，其中经纪业务贡献最高，存量市场交易和增量市场交易预计分别拉动行业净利润+9.2%/+2.4%，其次是科创板跟投和两融，中性假设分别拉动行业净利润+4.3%/+3.7%，直投和 IPO 业务预计分别拉动行业净利润+3.4%/+2.7%。

● 风险提示：经济复苏不达预期，造成市场交易额和两融规模增长不达预期；创业板和科创板后续上市公司数量不达预期。

目 录

1、 政策利好聚焦资产端、资金端和行业松绑 4
1.1、 注册制为主旋律，全面深改持续进行 4
1.2、 聚焦资产端、资金端和行业松绑三方面 6
2、 回顾：科创板增厚证券行业净利润超过 5% 8
3、 展望：券商业务全面受益，经纪业务贡献最大 9
3.1、 投行：IPO 预计拉动行业净利润+2.7% 9
3.2、 经纪：存量交易和增量交易分别拉动净利润+9.2%/+2.4% 9
3.3、 两融：两融业务预计拉动净利润+3.7% 11
3.4、 跟投及直投：预计拉动净利润+7.7% 13
3.5、 注册制利好有望直接拉动券商净利润+19%至+32% 14
4、 看好券商戴维斯双击，多维度选择受益标的 14
4.1、 多维度选择受益标的 14
4.2、 投资结论 16
5、 风险提示 17

图表目录

图 1： 自 2018 年 11 月起，资本市场深改持续推进 4
图 2： 我国居民储蓄率远超世界其他国家 10
图 3： 我国上市公司总市值占 GDP 比重处于世界低位 10
图 4： 各项政策持续落地，市场活跃度不断提升 10
图 5： 两融余额占流通市值比重持续攀升 12
图 6： 融券规模快速增长，增幅扩大 12
图 7： 东方财富零售业务收入超 80% 16

表 1： 目前正处于第三轮监管周期的宽松期 4
表 2： “深改 12 条”为本轮资本市场改革纲领性文件 5
表 3： 证监会六条举措积极打造航母级头部证券公司 5
表 4： 5 月 15 日证监会主席易会满提出资本市场高质量发展六项举措 6
表 5： 政策利好围绕资产端、资金端和行业松绑三方面铺开 6
表 6： 截止 6 月 30 日，科创板总市值和全年股票交易额占 A 股 2.9%和 2.6% 8
表 7： 2019Q3 至 2020Q1，科创板经纪业务拉动行业净利润+1.1% 8
表 8： 2019Q3 至 2020Q1，科创板 IPO 业务拉动行业净利润+1.5% 8
表 9： 2019Q3 至 2020Q1，科创板跟投拉动行业净利润+2.8% 9
表 10： 科创板和创业板 IPO 预计分别拉动净利润+1.4%/+1.3% 9
表 11： 科创板和创业板增量交易预计拉动行业净利润+2.4% 11
表 12： 存量市场交易额提升有望拉动行业净利润+12.3% 11
表 13： 注册制下两融特殊化机制 12
表 14： 两融业务预计拉动行业净利润+3.7% 13
表 15： 科创板跟投预计拉动净利润+4.3% 13
表 16： 直投业务预计拉动净利润+3.4% 13
表 17： 注册制利好券商各项业务，未来一年有望拉动行业净利润+19%至+32% 14
表 18： 截至 7 月 1 日，国金证券创业板已受理项目数行业前三 15

表 19: 国金证券创业板项目储备量靠前，经纪、投行、利息净收入三者占比最高 15
表 20: 头部券商中中信证券和华泰证券直投利润贡献较高 16
表 21: 受益标的估值表 17

1、 政策利好聚焦资产端、资金端和行业松绑

2003 年至今，我国证券行业共经历三轮监管周期，节奏均为先收紧后放松，目前我们正处于第三轮监管周期，以 2018 年 11 月习总书记提出设立科创板为起点，证券行业整体处于监管宽松阶段。

本文从政策梳理出发，分析科创板一周年对券商盈利的影响，并通过情景假设，量化分析注册制为核心的政策利好对券商未来盈利的影响程度。我们认为，注册制等政策改革的核心在于提升上市公司质量，引入增量优质资产，同时推动增量资金入市，最终会带来市场活跃度和直接融资比重的明显提升，券商经纪、投资、投行和资本中介型业务将全面受益。

表1：目前正处于第三轮监管周期的宽松期

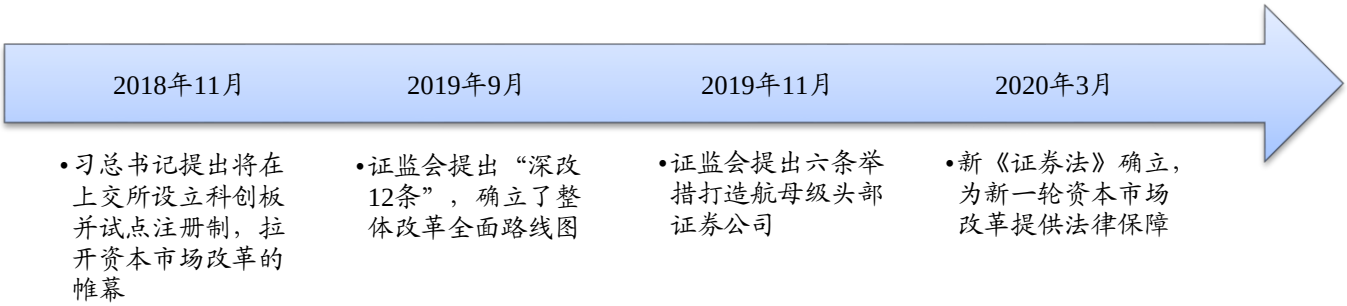
监管周期	特征
第一轮监管周期（2003-2007）	收紧（2003-2004）：撤销关停 14 家证券公司
	放松（2005-2007）：国九条提出积极稳妥解决股权分置，成功实施股权分置改革，金融创新活跃
第二轮监管周期（2008-2014）	收紧（2008-2011）：打击违法违规行为、股价操纵、内幕交易
	放松（2012-2014）：郭氏新政，券商创新 11 条，新国九条，IPO 重启，推动并购重组、再融资等发行体制改革等
第三轮监管周期（2015-至今）	收紧（2015-2018）：股灾后监管全面加强，金融降杠杆
	放松（2018-至今）：科创板试点注册制，深改 12 条，对外开放加速

资料来源：开源证券研究所

1.1、 注册制为主旋律，全面深改持续进行

以科创板注册制为起点，资本市场深改不断推进。本轮政策宽松期以 2018 年 11 月习总书记提出设立科创板并试点注册制拉开帷幕；2019 年 9 月证监会提出“深改 12 条”，确立了整体改革的全面路线图；2019 年 11 月，证监会表态将积极推动打造航母级头部证券公司；2020 年 3 月新《证券法》落地，全面确立了注册制法律基础，为资本市场改革提供法律保障。

图1：自 2018 年 11 月起，资本市场深改持续推进



资料来源：证监会官网、中证协官网、开源证券研究所

表2：“深改 12 条”为本轮资本市场改革纲领性文件

要点	具体内容
充分发挥科创板的试验田作用	坚守科创板定位，优化审核与注册衔接机制，保持改革定力。总结推广科创板行之有效的制度安排，稳步实施注册制，完善市场基础制度。
大力推动上市公司提高质量	制定实施推动提高上市公司质量行动计划，切实把好入口和出口两道关，努力优化增量、调整存量。严把 IPO 审核质量关，充分发挥资本市场并购重组主渠道作用，畅通多元化退市渠道，促进上市公司优胜劣汰。优化重组上市、再融资等制度，支持分拆上市试点。
补齐多层次资本市场体系的短板	推进创业板改革，加快新三板改革，选择若干区域性股权市场开展制度和业务创新试点。允许优质券商拓展柜台业务。大力发展私募股权投资。推进交易所市场债券和资产支持证券品种创新。丰富期货期权产品。
狠抓中介机构能力建设	加快建设高质量投资银行，完善差异化监管举措，支持优质券商创新提质，鼓励中小券商特色化精品化发展。推动公募机构大力发展权益类基金。压实中介机构责任，推进行业文化建设。
加快推进资本市场高水平开放	抓紧落实已公布的对外开放举措，维护开放环境下的金融安全。
推动更多中长期资金入市	强化证券基金经营机构长期业绩导向，推进公募基金管理人分类监管。推动放宽各类中长期资金入市比例和范围。推动公募基金纳入个人税收递延型商业养老金投资范围。
切实化解股票质押、债券违约、私募基金等重点领域风险。	
进一步加大法治供给。	加快推动《证券法》《刑法》修改，大幅提高欺诈发行、上市公司虚假信息披露和中介机构提供虚假证明文件等违法行为的违法成本。
加强投资者保护。	推动建立具有中国特色的证券集体诉讼制度。探索建立行政罚没款优先用于投资者救济的制度机制。推动修改或制定虚假陈述和内幕交易、操纵市场相关民事赔偿司法解释。
提升稽查执法效能。	强化案件分层分类分级管理，集中力量查办欺诈造假等大要案，提升案件查办效率。
大力推进简政放权。	大幅精简审批备案事项，优化审批备案流程，提高监管透明度。加强事中事后监管。
加快提升科技监管能力。	推进科技与业务深度融合，提升监管的科技化智能化水平。

资料来源：证监会官网、开源证券研究所

表3：证监会六条举措积极打造航母级头部证券公司

要点	具体内容
多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组，支持行业做优做强	支持证券公司在境内外多渠道、多形式融资，优化融资结构，增强资本实力。支持行业内市场化的并购重组活动，促进行业结构优化及整合。
进一步丰富证券公司服务功能	鼓励证券公司以客户为中心，依法盘活客户存量资产，发展柜台市场交易，试点信用衍生品、场外期权、跨境衍生品及结售汇等业务，研究推进并购融资，进一步完善、深化资产定价、风险管理和面向客户的综合服务能力。
支持证券公司优化激励约束机制	按照 2018 年 11 月证监会联合财政部、国资委发布的《关于支持上市公司回购股份的意见》实施员工持股计划或股权激励计划，完善人才引进的配套措施与保障机制。
鼓励证券公司加大信息技术和科技创新投入	在确保信息系统安全可靠的基础上，加大金融科技领域研究，探索人工智能、大数据、云计算等技术应用，提高金融科技的开发和应用水平。
支持证券公司完善国际化布局	按照 2018 年 9 月证监会发布的《证券公司和证券投资基金管理公司境外设立、收购、参股经营机构管理办法》，依法设立、收购境外证券经营机构，提升为实体企业“走出去、引进来”提供配套金融服务的能力。
督促证券公司加强合规风控管理	按照相关要求，构建完善的合规风控管理制度和系统，进一步强化投资银行类业务内部控制，实现合规风控管理全覆盖。

资料来源：证监会官网、开源证券研究所

创业板注册制方案落地，提升市场活跃度、基础制度改革或成后续发力点。2020 年 6 月创业板注册制正式文件落地，6 月 15 日深交所开始正式受理创业板项目。证监会主席易会满 5 月在“5.15 全国投资者保护日”上提出将在六方面推动资本市场高质量发展，为后续改革重点提供线索。结合此前监管层政策表态和目前已落地政策，我们预计后续政策着力点在三个方面：1）推动中长期资金入市、提升市场活跃度；2）再融资、减持和退市等方面的基础制度优化；3）鼓励头部券商发展柜台场外市场交易和衍生品相关业务。

表4：5 月 15 日证监会主席易会满提出资本市场高质量发展六项举措

要点	具体内容
提升投资者活跃度	一是进一步发展壮大公募基金管理人队伍。我们将继续加大政策支持和引导力度，继续推进商业银行发起设立基金管理公司。支持权益类基金产品创新，进一步拓展基金投资顾问服务，更好满足大众投资者理财需求。二是继续加大与有关方面的沟通协调力度，推动放宽各类中长期资金入市的比例和范围，尽快推动实现个人养老金投资公募基金政策落地。推动提高商业银行理财产品权益投资活跃度。三是推进完善机构投资者税收、业绩评价、会计等配套政策安排，强化价值投资、长期投资理念。
推行注册制改革	注册制必须坚持以信息披露为核心，使发行人在符合基本发行条件的基础上，更加注重以投资者需求为导向，真实准确完整地披露信息；投资者根据发行人披露的信息审慎作出投资决策，形成合理价格，从而更有效发挥市场在资源配置中的决定性作用。进一步强化发行人和中介机构责任，实施更加严格的事中事后监管和更加严厉的违法违规惩戒。
关于再融资、减持、退市等基础制度改革	（1）再融资政策方面，我们将继续贯彻注册制理念，将再融资审核重点聚焦到关键发行条件上来，适时发布再融资审核指引，增强市场可预期性；推进再融资分类审核，对优质上市公司定向增发进一步优化流程，提高效率。（2）减持制度方面，分类施策，分步走、稳步调。一方面，继续从严规范控股股东、实控人、董监高减持；另一方面，对于创投基金、民企纾困等适当开口子、给政策。（3）退市制度方面，我们将进一步健全市场化法治化的多元退市机制，完善退市标准，简化退市流程，对触及强制退市标准的坚决予以退市。
强化中介机构责任和能力建设	对问题机构和相关责任人，强化责任追究，健全黑名单制度，真正体现奖优罚劣。在取消事前审批的同时，更加突出事中事后监管。
坚持资本市场双向开放	继续推动资本市场双向开放，努力实现由管道式、单点式开放向制度型、系统性开放转变，以开放倒逼改革，以开放促进发展。
切实守住风险底线	对于股票质押风险，加强监管协同，推动场内场外信息互联、防控处置措施互商，力争整体效果有新的提升。对于债券违约风险，健全市场化法治化违约处置机制，多措并举、平稳过渡。对于私募基金风险，加快推动构建部际联动、央地协作的风险防范处置机制。

资料来源：证监会、开源证券研究所

1.2、 聚焦资产端、资金端和行业松绑三方面

通过上述对 2018 年 11 月以来资本市场相关政策梳理，我们认为，**本轮政策宽松主要聚焦三方面：1）资产端：优化资产上市制度，提升上市公司质量；2）资金端：推动中长期资金入市，提升市场活跃度。3）证券行业松绑。**

表5：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
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

资料来源：证监会、开源证券研究所

2、 回顾：科创板增厚证券行业净利润超过 5%

截至 2020 年 6 月 30 日，科创板有 133 家公司完成发行，116 家公司上市。截至 6 月 30 日，科创板上市公司总市值为 2.0 万亿元，占 A 股总市值 2.92%。从年初至 6 月 30 日，科创板上半年股票交易额为 2.3 万亿元，占 A 股股票交易额 2.6%。

表6：截止 6 月 30 日，科创板总市值和全年股票交易额占 A 股 2.9%和 2.6%

截止 6 月 30 日	总市值（亿元）	全年股票交易额（亿元）
科创板	20,181	23,326
全 A	692,269	887,101
科创板/全 A	2.92%	2.63%

数据来源：Wind、开源证券研究所

2019Q3 至 2020Q1 科创板为证券行业贡献增量业绩达到 5.4%。以经纪、投行和跟投三项业务收入测算，边际成本仅考虑 25%所得税率，2019Q3 至 2020Q1 科创板为证券行业贡献增量业绩达到 5.4%，其中经纪、投行和跟投分别拉动 1.1%/1.5%/2.8%。预计科创板为券商 PE 直投业务亦带来明显利好，上述测算未包含该部分盈利估算。

- **2019Q3 至 2020Q1 经纪业务拉动净利润+1.1%。**2019Q3 至 2020Q1，科创板共上市 94 家企业，区间成交金额为 25179 亿元，边际成本仅考虑 25%所得税率，贡献经纪业务增量净利润 10.51 亿元，占行业 3 个季度净利润比重的 1.1%。
- **2019Q3 至 2020Q1，科创板 IPO 业务拉动净利润+1.5%。**2019Q3 至 2020Q1，科创板上市 94 家企业承销及保荐费收入为 64 亿元，按 30%IPO 承销毛利率、25%边际税率计算，科创板 IPO 业务为券商带来 14.36 亿净利润，拉动行业净利润+1.51%。
- **2019Q3 至 2020Q1，科创板跟投拉动净利润+2.8%。**截至 2020 年 3 月 31 日，保荐机构累计跟投本金金额 41 亿元，不考虑估值折价影响，科创板跟投累计收益达到 35.2 亿元，浮盈 86%，仅考虑 25%边际税率成本，跟投净利润为 26.4 亿元，拉动净利润+2.8%。

表7：2019Q3 至 2020Q1，科创板经纪业务拉动行业净利润+1.1%

区间成交额（亿元）	25,179
佣金率	0.0278%
经纪业务收入增加额（亿元）	14.02
全年经纪业务净增加额（25%所得税）	10.51
占 2019Q3-2020Q1 证券行业净利润比重	1.10%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表8：2019Q3 至 2020Q1，科创板 IPO 业务拉动行业净利润+1.5%

承销及保荐费（亿元）	63.84
IPO 承销毛利率	30%
IPO 增加毛利（亿元）	19.15
IPO 增加净利润（亿元）（25%所得税）	14.36
占 2019Q3-2020Q1 证券年行业净利润比重	1.51%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表9：2019Q3 至 2020Q1，科创板跟投拉动行业净利润+2.8%

跟投收益（亿元）	35.19
跟投净利润（亿元）（25%所得税）	26.39
占 2019Q3-2020Q1 证券行业净利润比重	2.77%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 展望：券商业务全面受益，经纪业务贡献最大

政策利好从资产端和资金端提升资本市场活力，券商业务全面受益。本轮政策利好从资产端（提升上市公司质量）和资金端（引入中长期资金）两个层面提升资本市场活力，券商经纪、投行、投资和资本中介业务直接受益。

创业板注册制正式稿于 2020 年 6 月落地，我们站在目前时点，对未来一年注册制改革为券商带来的增量业绩进行展望和情景分析。

3.1、 投行：IPO 预计拉动行业净利润+2.7%

注册制下，科创板和创业板 IPO 预计分别拉动净利润+1.4%/+1.3%。受益于注册制下上市条件多元化及审核时间缩短，IPO 数量有望大幅扩容。科创板方面，从 2019 年 7 月第一批科创板项目上市至今，共 133 家公司完成发行，平均每单承销费收入为 0.65 亿元。2020 年上半年已发行 57 单，已上市 46 单。基于目前审核速度，预计未来一年将新增 120 家上市公司，拉动行业净利润+1.4%。参考科创板审核速度，创业板预计一年将新增 120/140/160 家上市公司，平均每单承销费收入为 0.5 亿元，在 30%的毛利率下，分别拉动净利润+1.1%/+1.3%/+1.5%。

表10：科创板和创业板 IPO 预计分别拉动净利润+1.4%/+1.3%

单位：亿元	科创板	创业板		
未来一年预计新增数量	120	120（谨慎）	140（中性）	160（乐观）
每单承销费收入	0.65	0.5	0.5	0.5
IPO 承销毛利率	30%	30%	30%	30%
IPO 增加毛利	23.40	18.00	21.00	24.00
IPO 增加净利润（25%所得税）	17.55	13.50	15.75	18.00
对证券行业净利润拉动	1.43%	1.10%	1.28%	1.46%

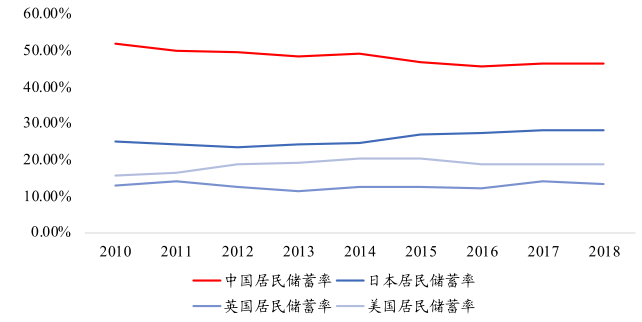
数据来源：Wind、开源证券研究所

3.2、 经纪：存量交易和增量交易分别拉动净利润+9.2%/+2.4%

注册制下优质资产不断引入，增量资产吸引增量资金入市。科创板及创业板注册制先后落地，并购重组有所松绑，再融资新规总体放松融资条件，以注册制为核心的系列政策有助于引入优质资产，给资本市场注入活水，驱动增量资金持续增加。

我国居民储蓄率较高，资金供给充足。我国居民储蓄率一直位于世界高位，约为日本居民储蓄率两倍，英国居民储蓄率三倍。2018 年，我国资本市场市值占 GDP 比重约为 46%，远低于世界其他国家。高储蓄率和高股市上限反映出国内资金端充足，资本市场潜力巨大，注册制驱动下，优质资产不断引入，有望带动增量资金不断涌入。

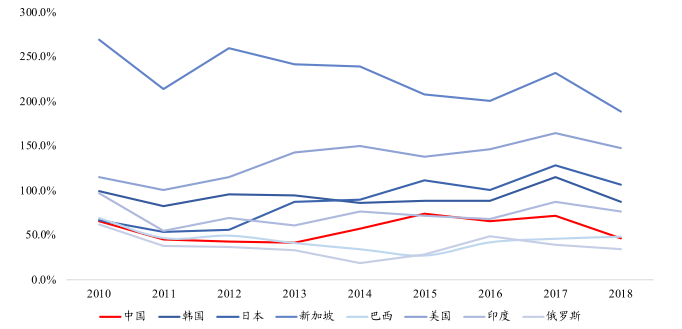
图2：我国居民储蓄率远超世界其他国家



注：居民储蓄率=储蓄总额/GDP

数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：我国上市公司总市值占 GDP 比重处于世界低位

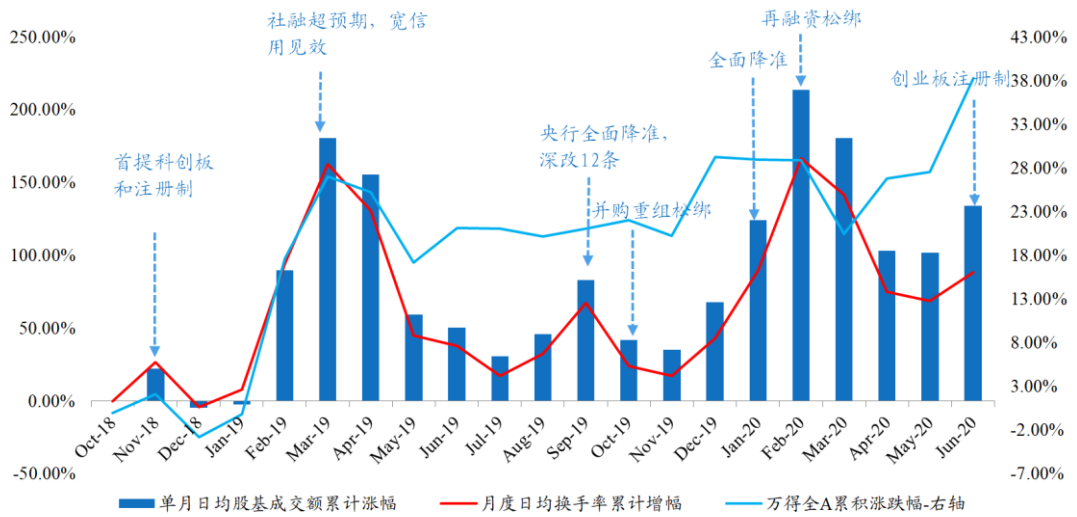


数据来源：Wind、开源证券研究所

A 股国际化进程加快，海外资金持续涌入。A 股自 2018 年起纳入 MSCI，2019 年分三步提升 A 股纳入比例，纳入因子从 5%调高到 20%。据新浪财经报道，MSCI 亚太区研究部主管谢征侯预计，在三步计划完成后，包括中小盘在内预计将有 800 亿美元海外增量资金流入 A 股。富时罗素第一阶段分三步将 A 纳入，因子从 5%提升至 25%。富时罗素官网披露，在纳入的第一阶段完成后，预计中国 A 股在富时新兴市场指数中的权重约为 5.5%，代表仅该支指数就能带来 100 亿美元的被动管理资产净流入。标普道琼斯指数于 2018 年 12 月底宣布纳 A，2019 年 9 月正式公布将 1099 只 A 股纳入名单，预计未来将吸引更多海外资金增加对 A 股的配置。

增量资产和增量资金入市，驱动市场活跃度持续提升。从 2018 年 10 月至今，月度日均交易额增长约 133%，万得全 A 指数上涨 38%，两市流通市值增加 43%，月度日均换手率大幅提升 88%。与 2019 年上半年相比，2020 年上半年日均股基成交额同比增长 28%，两市月均流通市值增长 16%，月度日均换手率增长约 12%。市场交易活跃度的持续攀升，我们认为核心驱动是市场流动性的宽松叠加资本市场改革，上市公司质量得到优化，基础制度持续完善下，增量资金持续入场，带来市场交易活跃度提升。

图4：各项政策持续落地，市场活跃度不断提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

科创板和创业板带来的增量交易，预计通过经纪业务拉动行业净利润+2.4%。从第一批科创板企业上市至 2020 年 6 月 30 日，已上市科创板企业日均换手率平均数为 6.14%，平均每家公司日均流通市值为 22 亿元；从 2019 年 1 月 1 日至 2020 年 6 月 30 日，该期间上市的 80 家创业板企业在该期间的日均换手率平均数为 4.87%，平均每家公司日均流通市值为 17 亿元。我们预计未来一年科创板将新上 120 家公司，日均换手率为 6.0%，有望带来增量股票成交额 3.9 万亿，拉动行业净利润+1.3%。我们预计未来创业板将新上市 120/140/160 家公司，日均换手率为 5.0%，将分别拉动行业净利润+1.0%/+1.1%/+1.3%。

表11：科创板和创业板增量交易预计拉动行业净利润+2.4%

单位：亿元	科创板	创业板		
预计未来一年新增上市数量	120	120（谨慎）	140（中性）	160（乐观）
预计未来一年日均换手率	6.0%	5.0%	5.0%	5.0%
预计未来一年上市企业日均流通市值	22	20	20	20
未来一年交易额增加	38,650	29,280	34,160	39,040
佣金率	0.0272%	0.0272%	0.0272%	0.0272%
经纪业务收入增加额	21.02	15.92	18.57	21.23
全年经纪业务净增加额（25%所得税）	15.76	11.94	13.93	15.92
占 2019 年净利润比重（25%所得税）	1.28%	0.97%	1.13%	1.29%

数据来源：Wind、开源证券研究所

增量资金入市，有望助推存量市场活跃度提升，中性假设下，预计带动行业净利润+9.2%。注册制下上市公司质量不断提升，涨跌幅有所放宽，带来增量资金及资产，驱动市场活跃度提升，有望通过经纪业务，拉动净利润增长。在未来一年交易额增加 10%/15%/20%三种假设下，将分别拉动净利润+6.1%/+9.2%/+12.3%。

表12：存量市场交易额提升有望拉动行业净利润+12.3%

预计未来一年交易额增幅	10%（谨慎）	15%（中性）	20%（乐观）
未来一年交易额增加	185,002	277,503	370,005
佣金率	0.0272%	0.0272%	0.0272%
经纪业务收入增加额	100.59	150.89	201.19
全年经纪业务净增加额（25%所得税）	75.45	113.17	150.89
占 2019 年净利润比重（25%所得税）	6.13%	9.19%	12.26%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3、 两融：两融业务预计拉动净利润+3.7%

两融细则优化，注册制下推出两融特殊化机制。2019 年 6 月，公募基金允许参与转融券；2019 年 8 月，两融标的数量扩大至 1600 只，取消最低维持担保比例不低于 130%的统一限制。注册制下，推出两融特殊化机制，新股上市首日起即可作为两融标的，将战略投资者配售股票纳入可出借范围，推出转融通市场化约定申报方式。政策利好下，赋予了券商更灵活的合约设定权利，提升了券商两融业务的潜在空间，同时对融资融券结构有一定改善。

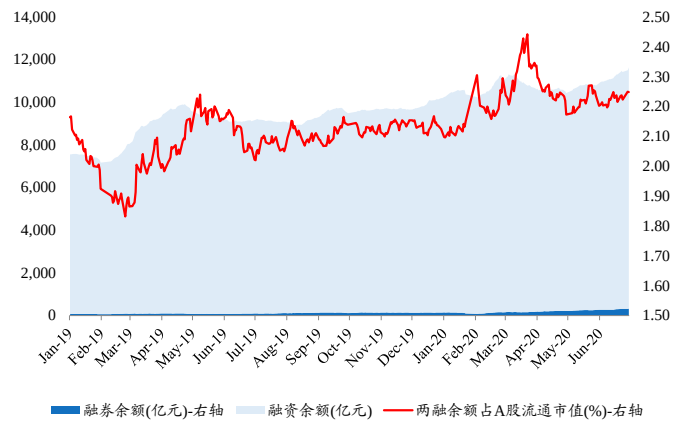
表13：注册制下两融特殊化机制

科创板	创业板
自上市首日起可作为融资买入及融券卖出标的证券	自上市首日起可作为融资买入及融券卖出标的证券
战略投资者可作为出借人，通过约定申报和非约定申报方式参与科创板证券出借	战略投资者可以作为出借人参与证券出借
市场主体可通过约定申报、非约定申报方式参与科创板证券出借、科创板转融券业务	市场主体可以通过约定申报和非约定申报方式参与转融券业务

资料来源：上交所、深交所、开源证券研究所

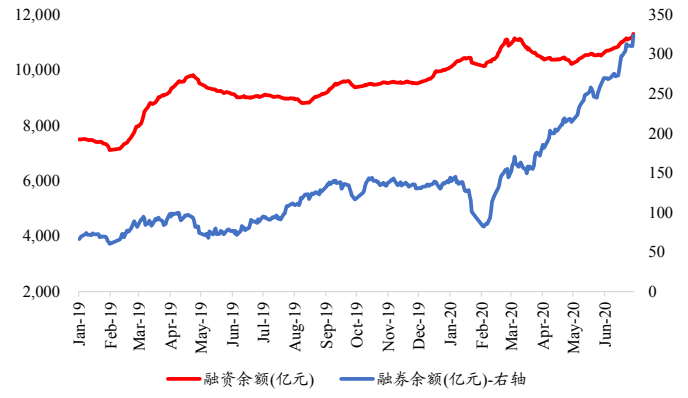
两融业务成长性显现，增幅呈扩大趋势。截止 2020 年 6 月末，两融余额达到 1.16 万亿，较 2019 年 6 月末增长 28%，增加 2530 亿元，两融余额占流通市值比重达到 2.25%，较 2019 年 6 月末的 2.06%增长 9%，即不考虑流通市值增加影响，两融余额过往一年净增加了 820 亿元。2020 年上半年两融余额增加 1445 亿元，期末较期初增加 14%，两融余额占流通市值比重增幅达 6%，即不考虑流通市值增加影响，两融规模上半年净增加 642 亿元，两融业务增幅呈扩大趋势。

图5：两融余额占流通市值比重持续攀升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：融券规模快速增长，增幅扩大



数据来源：Wind、开源证券研究所

融券规模快速增长，创业板注册制后增速有望扩张。截止 2020 年 6 月末，融资余额达到 324 亿元，较 2019 年 6 月末增长 266%，占两融规模比重从 2019 年 6 月末的 1.0%提升至目前的 2.8%。2020 年上半年融券规模增加 186 亿元，占两融余额增量的 13%。我们预计，随着创业板注册制的落地，融券和转融通机制更加灵活和市场化，融券规模增速有望进一步提升。

政策推动下，两融业务预计拉动行业净利润+3.7%。公募基金允许参与转融通、注册制下特殊两融机制、两融标的扩容等一系列政策驱动下，两融规模持续扩张，驱动券商利息收入实现明显增长。在未来一年两融余额增加 1000/1500/2000 亿元的三种假设下，将分别拉动证券行业净利润+2.44%/+3.66%/+4.87%。

表14：两融业务预计拉动行业净利润+3.7%

未来一年两融余额增幅（亿元）	1000（谨慎）	1500（中性）	2000（乐观）
利差	4%	4%	4%
利息净收入增加（亿元）	40	60	80
利息净收入增加净利润（亿元）	30	45	60
净利润拉动	2.44%	3.66%	4.87%

注：（1）假设两融融出平均收益率为 7%，平均负债成本为 3%。

（2）边际成本只考虑 25%的税率

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.4、 跟投及直投：预计拉动净利润+7.7%

科创板跟投预计拉动行业净利润+4.3%。科创板要求保荐券商强制跟投，截止 2020 年 6 月 30 日，已上市的 116 家科创板企业平均募资金额为 11.5 亿元，平均跟投比例为 3.7%，保荐机构跟投平均投资回报率为 178%。我们预计未来一年科创板将新上 120 家公司，在 120%/140%/160%三种股票浮盈假设下，预计将分别拉动行业净利润+3.7%/+4.3%/+5.0%。

表15：科创板跟投预计拉动净利润+4.3%

预计未来一年科创板新上市数量	120		
平均募集资金（亿元）	11.48		
平均跟投比例	3.7%		
预计股票浮盈	120%（谨慎）	140%（中性）	160%（乐观）
预计跟投收益	61.1	71.3	81.5
跟投净利润	45.8	53.5	61.1
拉动证券行业净利润	3.72%	4.34%	4.96%

数据来源：Wind、开源证券研究所

直投业务预计拉动净利润+3.4%。创业板注册制改革将直接利好券商直投业务，上市券商 PE 及另类子公司净利润贡献率达 6.8%(2018 年及 2019 年平均)。在直投板块净利润增幅 30%/50%/70%假设下，预计将拉动上市券商净利润分别为+2.0%/+3.4%/+4.8%。

表16：直投业务预计拉动净利润+3.4%

单位：亿元	2018 年	2019 年	两年合计
30 家上市券商 PE 子公司净利润	16	59	74
30 家上市券商另类子公司净利润	12	22	34
PE+另类	28	80	108
上市券商净利润合计	584	1,000	1,584
PE+另类占比	4.7%	8.0%	6.8%
增幅假设	**30%（谨慎）**	**50%（中性）**	**70%（乐观）**
PE 和另类拉动净利润	2.04%	3.4%	4.77%

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.5、 注册制利好有望直接拉动券商净利润+19%至+32%

创业板和科创板注册制利好有望直接拉动证券行业净利润+19%至+32%。展望未来1年，以2019年行业净利润作为基期，预计注册制利好将直接拉动行业净利润+19%至+32%。中性假设下，预计拉动行业净利润+26%，其中经纪业务贡献最高，存量市场交易和增量市场交易分别拉动净利润+9.2%/+2.4%，其次是科创板跟投和两融，中性假设拉动行业净利润+4.3%/+3.7%。

表17：注册制利好券商各项业务，未来一年有望拉动行业净利润+19%至+32%

经纪业务				
增量市场				
	科创板	创业板		
未来一年预计新增数量	120	120	140	160
占2019年净利润比重（25%所得税）	1.28%	0.97%	1.13%	1.29%
存量市场				
存量市场预计未来一年交易额增幅	10%	15%		20%
占2019年净利润比重（25%所得税）	6.13%	9.19%		12.26%
投行业务				
	科创板	创业板		
未来一年预计新增数量	120	120	140	160
对净利润拉动	1.43%	1.10%	1.28%	1.46%
两融业务				
未来一年两融余额增幅（亿元）	1000	1500		2000
净利润拉动	2.44%	3.66%		4.87%
科创板跟投				
预计股票浮盈	100%	120%		140%
净利润拉动	3.72%	4.34%		4.96%
直投业务				
直投业务增幅假设	30%	50%		70%
PE和另类拉动净利润	2.04%	3.40%		4.77%

数据来源：开源证券研究所

需要强调的是，注册制对证券行业的积极影响是全面的，部分业务我们难以量化估算，包括财富管理、券商大资管业务、再融资业务、债券承销、衍生品等。**中长期看，注册制对证券公司的实际业绩拉动预计将大于我们上述可量化部分的测算。**

头部券商更加受益于行业松绑。本轮监管宽松周期的另一个特征在于行业松绑，而包括券商风控指标新规修订、并表监管试点和公募基金投顾试点等相关政策主要利好头部券商，有助于头部券商净资本释放。

4、 看好券商戴维斯双击，多维度选择受益标的

4.1、 多维度选择受益标的

政策利好下，券商业务全面受益，我们从政策受益和头部券商两条主线，从投行业

务、零售业务和跟投直投三个维度选择明显受益政策利好的券商。

国金证券：充分受益 IPO 扩容和交易额提升。截至 7 月 1 日，在深交所公布创业板项目受理名单中，国金证券占 9 家，位居行业第三；截至 7 月 1 日，公司创业板项目储备量共 9 个，排名第四。公司投行、经纪和利息净收入（两融为主）占比较高，2019 年分别为 21%、26%和 18%，合计达 65%，有望充分受益于创业板注册制带来的 IPO 扩容和交易活跃度提升。

表18：截至 7 月 1 日，国金证券创业板已受理项目数行业前三

保荐机构	创业板受理数量
中信建投	11
中信证券	11
国金证券	**9**
国信证券	8
长江承销	8
海通证券	7
广发证券	6
华泰联合	6
民生证券	6
安信证券	5
总计	142

注：数据截止到 7 月 1 日深交所受理创业板项目

数据来源：深交所、开源证券研究所

表19：国金证券创业板项目储备量靠前，经纪、投行、利息净收入三者占比最高

保荐机构	创业板项目储备量	2019 年经纪业务占比	2019 年投行业务占比	2019 年利息净收入占比	合计占比
中信建投	16	20.83%	26.97%	11.41%	59.21%
中信证券	13	19.82%	11.92%	5.46%	37.20%
海通证券	10	13.00%	12.58%	15.10%	40.68%
国金证券	**9**	**26.22%**	**20.72%**	**17.72%**	**64.66%**
民生证券	9	15.45%	27.57%	-12.67%	30.34%
国信证券	8	31.13%	10.85%	12.93%	54.91%
华泰证券	8	17.23%	8.17%	8.90%	34.29%
长江证券	8	27.95%	12.40%	11.39%	51.74%
招商证券	7	24.17%	10.97%	11.47%	46.61%

注：（1）数据截至 7 月 1 日

（2））项目储备量包括：已受理、已反馈、已预披露更新

数据来源：Wind、开源证券研究所

中信证券和华泰证券直投业务优势突出，利润贡献在头部券商中居前，充分受益于注册制。2019 年，23 家上市券商 PE 和另类净利润平均占比 8.4%，头部券商中，中信和华泰证券占比较高，分别达 20.4%/18.9%，显著高于行业平均。此外，国元证券、财通证券、天风证券 PE 和另类子公司利润合计占比行业领先，分别为 25.5%/22.3%/21.7%，占据前三。

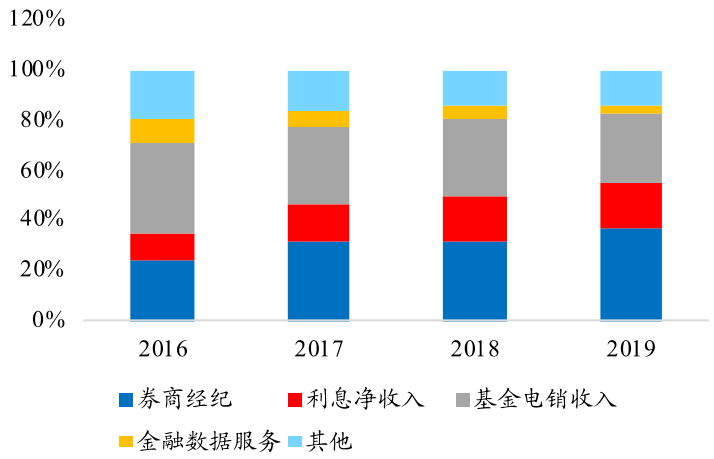
表20：头部券商中中信证券和华泰证券直投利润贡献较高

公司名称	2019 年 PE+另类净利润	净利润	占比
国元证券	2.33	9.15	25.51%
财通证券	4.19	18.76	22.33%
天风证券	0.91	4.21	21.70%
西南证券	1.99	9.65	20.61%
华泰证券	18.44	90.57	20.36%
中信证券	23.90	126.48	18.90%
国海证券	0.96	5.44	17.65%
东吴证券	1.37	9.79	13.96%
广发证券	5.19	81.10	6.40%
招商证券	4.55	73.13	6.21%
23 家上市公司平均	3.45	41.03	8.40%

数据来源：公司公告、开源证券研究所

东方财富：证券零售和基金代销双增长。2019 年公司经纪、利息净收入（两融为主）和基金代销收入占比超过 80%，政策利好下未来市场活跃度有望持续提升，基金发行规模持续扩容，东方财富有望全面受益。

图7：东方财富零售业务收入超 80%



数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2、 投资结论

政策红利叠加风险偏好改善，看好券商板块戴维斯双击，维持行业“看好”评级。资本市场深改政策进入兑现期，券商各项业务全面受益，我们预计未来 1 年注册制政策红利将直接拉动行业净利润+19%至 32%；经济复苏利于权益市场风险偏好改善，市场交易额和两融规模持续扩张，券商盈利改善可期；券商板块 2020 年上半年相对滞涨，我们看好板块估值和盈利双升，维持行业“看好”评级。我们看好更加受益于注册制红利的标的，我们推荐国金证券(600109)，受益标的为东方财富(300059)、华泰证券(601688)和中信证券(600030)。

表21：受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			BVPS		P/B	
		2020/7/1	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2019A	2020E
600030.SH	中信证券	24.72	1.01	1.13	1.31	13.34	13.77	1.85	1.80
601688.SH	华泰证券	19.28	1.04	1.12	1.27	13.50	14.40	1.43	1.34
300059.SZ	东方财富	20.24	0.28	0.34	0.45	3.16	3.05	6.41	6.64
600109.SH	国金证券	11.53	0.43	0.56	0.68	6.85	7.35	1.68	1.57

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：除国金证券外，上述标的盈利预测均来自 Wind 一致性预期

5、 风险提示

- 经济复苏不达预期，造成市场交易额和两融规模增长不达预期;
- 创业板和科创板后续上市公司数量不达预期。

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R3（中风险），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C3、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C3、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