

证券 II

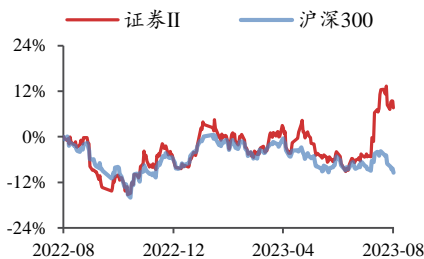
2023 年 08 月 19 日

证监会政策组合拳超预期，全面看好券商行情

——行业点评报告

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《交易所推进激发活力举措，看好券商股行情持续性—行业点评报告》

-2023.8.11

《资金流入 ETF 和债基，券商代销市占率提升—2023Q2 基金销售渠道和基金市场数据点评》

-2023.7.22
《产品端降费靴子落地，公募行业马太效应加剧—公募基金行业费率改革点评》

-2023.7.8

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

卢崑（联系人）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790122030100

唐关勇（联系人）

tanguanyong@kysec.cn

证书编号：S0790123070030

事件：2023 年 8 月 18 日证监会有关负责人就活跃资本市场、提振投资者信心答记者问；沪深交易所下调股票交易经手费。

● 组合拳涉及范围广，标本兼治，加强跨部委协同引入中长期资金

(1) 投资端：拓宽公募基金投资范围和策略，放宽股票股指期货、股指期货、国债期货等品种的投资限制。**(2) 资产端：**强化分红导向和支持上市公司开展股份回购；研究对破发或破净上市公司和行业，适当限制其融资活动，要求其提出改善市值的方案。**(3) 融资端：**合理把握 IPO、再融资节奏，完善一二级市场逆周期调节。**(4) 交易端：**降低证券交易经手费，同步降低证券公司佣金费率；进一步扩大两融标的范围，降低两融费率，将 ETF 纳入转融通标的；研究适当延长 A 股市场、交易所债券市场交易时间。**(5) 券商：**优化证券公司风控指标计算标准，适当放宽对优质证券公司的资本约束；实施融资融券逆周期调节，研究适度降低场内融资业务保证金比率；研究推出深证 100 股指期货期权、中证 1000ETF 期权等系列品种；允许更多境内外投资机构在审慎前提下使用衍生品管理风险。**(6) 中长期资金：**加强跨部委沟通协同，特别是在中长期资金入市、资本市场税收政策等方面，抓紧研究推动若干重要举措。加大保险、银行等各类中长期资金引入力度。**(7) T+0：**监管表示，目前市场以中小投资者为主，现阶段实行 T+0 交易可能放大市场投机炒作和操纵风险，时机不成熟。**(8) 印花税：**证监会表示，从历史情况看，调整证券交易印花税对于降低交易成本、活跃市场交易、体现普惠效应发挥过积极作用。（具体见附表 1 和附表 2）

● 券商业务迎来全面利好，杠杆上限有望提升，两融和衍生品扩表可期

(1) 风控指标：流动性等风控指标掣肘券商扩表能力，指标优化有望提升券商杠杆上限，利好资金业务扩张和 ROE 提升，优质头部券商有望率先受益。（见附图 1）**(2) 经纪：**交易所经手费下降 30% 利于降低交易成本，利好券商经纪业务（见附图 2）。因经手费为券商代收代缴，往往打包定价在佣金率中，故监管强调同步降低佣金率，将降费效果传递到投资者，预计扣除经手费后的券商净佣金率不受影响。**(3) 两融：**受益于融资业务杠杆提升、两融标的池扩容，券商两融业务体量有望明显提升。**(4) 衍生品：**场内新产品创设、放开公募基金等境内外机构投资衍生品利好券商衍生品业务。**(5) 公募基金：**鼓励发展指数基金和产品创新、拓宽公募基金投资范围和策略利于公募行业高质量发展。

● 政策组合拳超预期，全面看好券商行情

本次证监会对资本市场投资端、资产端、交易端均有举措落地，部分政策表述超预期，市场对券商扩表政策预期不足。标本兼治立足长远，加强跨部委沟通协同下，未来在引入中长期资金方面或有更多举措落地。券商业务全面受益，继续看好券商板块机会。受益标的：**(1)** 充分受益于扩表政策、预期差较大的华泰证券、中信证券和国联证券；**(2)** 经纪和两融业务占比高且具有成长性的标的东方财富、财通证券、国信证券；**(3)** 受益于公募行业高质量发展的东方证券和兴业证券；**(4)** 受益于市场活跃度提升的同花顺和指南针。

● **风险提示：**政策落地及影响不及预期；股市波动对券商盈利带来不确定性影响。

附表 1：证监会“活跃资本市场、提振投资者信心”的一揽子政策措施，涉及范围广，协同部委，标本兼治

方面	具体举措
投资端： 加快投资端改革，大力发展权益类基金。	一是放宽指数基金注册条件，提升指数基金开发效率，鼓励基金管理人加大产品创新力度。
	二是推进公募基金费率改革全面落地，降低管理费率水平。
	三是引导头部公募基金公司增加权益类基金发行比例，促进公募基金总量提升和结构优化。
	四是引导公募基金管理人加大自购旗下权益类基金力度。
	五是建立公募基金管理人“逆周期布局”激励约束机制，减少顺周期共振。
	六是拓宽公募基金投资范围和策略，放宽公募基金投资股票股指期货、股指期货、国债期货等品种的投资限制。
资产端： 提高上市公司投资吸引力，更好回报投资者。	一是制定实施资本市场服务高水平科技自立自强行动方案。建立完善突破关键核心技术的科技型企业上市融资、债券发行、并购重组“绿色通道”。
	二是强化分红导向， 推动提升上市公司特别是大市值公司分红的稳定性、持续增长性和可预期性。研究完善系统性长期性分红约束机制。通过引导经营性现金流稳定的上市公司中期分红、加强对低分红公司的信息披露约束等方式，让投资者更早、更多分享上市公司业绩红利。
	三是修订股份回购制度规则，放宽相关回购条件， 支持上市公司开展股份回购。
	四是深化上市公司并购重组市场化改革。优化完善“小额快速”审核机制，适当提高轻资产科技型企业重组的估值包容性，丰富重组支付和融资工具。
	五是进一步推动中国特色估值体系建设。突出扶优限劣，研究对于破发或破净的上市公司和行业，适当限制其融资活动，要求其提出改善市值的方案。
	六是统筹好一二级市场平衡。合理把握 IPO、再融资节奏，完善一二级市场逆周期调节。
此外，在支持北交所高质量发展、推出企业境外上市“绿灯”案例、进一步推动 REITs 常态化发行方面也将推出务实举措。	
交易端： 优化完善交易机制，提升交易便利性。	一是降低证券交易经手费，同步降低证券公司佣金费率。沪深交易所表示，自 2023 年 8 月 28 日起，A 股、B 股交易经手费收费标准由按成交金额的 0.0487% 双边收取下调至按成交金额的 0.0341% 双边收取，降幅 30%。
	二是进一步扩大融资融券标的范围，降低融资融券费率，将 ETF 纳入转融通标的。
	三是完善股份减持制度，加强对违规减持、“绕道式”减持的监管，同时严惩违规减持行为。
	四是优化交易监管，增强交易便利性和畅通性，提升交易监管透明度。适时推出程序化交易报告制度。
	五是研究适当延长 A 股市场、交易所债券市场交易时间，更好满足投资交易需求。
证券行业： 激发市场机构活力，促进行业高质量发展。	一是坚持集约化、差异化、功能化、国际化发展方向，建设高质量投资银行。优化证券公司风控指标计算标准，适当放宽对优质证券公司的资本约束，提升资本使用效率。
	二是实施融资融券逆周期调节，在杠杆风险总体可控的前提下，研究适度降低场内融资业务保证金比率。
	三是研究推出深证 100 股指期货期权、中证 1000ETF 期权等系列金融期货期权品种，更好满足投资者风险管理需要。允许更多境内外投资机构在审慎前提下使用衍生品管理风险。
	四是落实差异化监管政策，对优质私募股权创投基金简化登记备案，进一步推进私募股权创投基金实物分配股票试点。
	五是大力发展中国特色指数体系和指数化投资，鼓励各类资金通过指数化投资入市。
港股： 支持中国香港市场发展，统筹提升 A 股、港股活跃度。	一是持续优化互联互通机制，进一步拓展互联互通标的范围，在港股通中增设人民币股票交易柜台。
	二是在中国香港推出国债期货及相关 A 股指数期权。
	三是支持在美上市中概股在中国香港双重上市。
加强跨部委协同，形成活跃资本市场合力。	一是推动优化上市公司股权激励个人所得税纳税时点等资本市场相关税收安排
	二是推动建立健全保险资金等权益投资长周期考核机制，促进其加大权益类投资力度
	三是引导和支持银行理财资金积极入市
	四是支持银行类机构等更多投资者全面参与交易所债券市场

资料来源：证监会、沪深交易所、开源证券研究所

附表 2：和海外相比，我国 A 股市场交易时长较短

所属国家和地区	中国大陆	中国香港	中国台湾	新加坡	韩国	美国	英国	德国	法国
所属交易所	沪深主板等	香港证券交易 易所	台湾证券交 易所	新加坡交易 所	韩国证券交 易所	纳斯达克和 纽交所	伦敦证券交 易所	法兰克福证 券交易所	巴黎泛欧证 券交易所
持续交易时段	上午时段为 9:30-11:30; 下午时段为 13:00-15:00	上午时段为 9:30-12:00; 下午时段为 13:00-16:00	9:00-13:30 (无午休)	上午时段 为: 9:00- 12:00; 下午 时段为: 13:00-17:00	9:00-15:30 (无午休)	冬令: 9:30- 16:00 夏令: 8:30-15:00 (无午休)	8:00-16:30 (无午休)	9:00-17:30 (无午休)	9:00-17:30 (无午休)
交易时长 (小时)	4h	5.5h	4.5h	7h	6.5h	6.5h	8.5h	8.5h	8.5h

资料来源：英为财经、新加坡交易所、开源证券研究所

附图 1：杠杆率较高且风控指标掣肘的头部券商更受益“券商风控指标优化”政策

排序	证券代码	证券简称	权益乘数 (2023Q1 末) (扣客户保证金)	流动性覆盖率 (2022年)	净稳定资金率 (2022年)
1	601995.SH	中金公司	5.64	240%	154%
2	000166.SZ	申万宏源	5.46	212%	137%
3	601881.SH	中国银河	5.05	355%	130%
4	601211.SH	国泰君安	4.98	277%	130%
5	601878.SH	浙商证券	4.88	313%	154%
6	600030.SH	中信证券	4.44	131%	130%
7	601066.SH	中信建投	4.40	235%	141%
8	000776.SZ	广发证券	4.29	214%	147%
9	601688.SH	华泰证券	4.22	167%	129%
10	600999.SH	招商证券	4.16	211%	152%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：(1) 流动性覆盖率、净稳定资金率监管预警线为 120%及以上，监管标准为 100%及以上

(2) 权益乘数 (扣客户保证金) = (总资产-代理买卖证券款) / 归母净资产

附图 2：经纪+两融收入贡献高的券商更受益“活跃资本市场”政策

排序	证券代码	证券简称	经纪+两融净收入贡献 ↓	代理买卖证券净收入占调整后营收比重	两融利息净收入占调整后营收比重	排序	证券代码	证券简称	经纪+两融净收入贡献 ↓	代理买卖证券净收入占调整后营收比重	两融利息净收入占调整后营收比重
1	600369.SH	西南证券	57%	27%	31%	23	601099.SH	太平洋	35%	26%	9%
2	002926.SZ	华西证券	55%	35%	20%	24	601696.SH	中银证券	35%	21%	14%
3	600906.SH	财达证券	54%	36%	18%	25	601108.SH	财通证券	35%	19%	15%
4	002939.SZ	长城证券	54%	27%	27%	26	601788.SH	光大证券	35%	18%	17%
5	600918.SH	中泰证券	54%	33%	20%	27	601211.SH	国泰君安	33%	18%	16%
6	601375.SH	中原证券	49%	28%	21%	28	000728.SZ	国元证券	33%	17%	16%
7	000783.SZ	长江证券	48%	27%	21%	29	000776.SZ	广发证券	32%	17%	15%
8	002736.SZ	国信证券	48%	29%	19%	30	601555.SH	东吴证券	31%	18%	13%
9	601881.SH	中国银河	48%	27%	21%	31	600837.SH	海通证券	31%	15%	15%
10	002945.SZ	华林证券	48%	36%	11%	32	600109.SH	国金证券	30%	18%	13%
11	601901.SH	方正证券	47%	31%	16%	33	601456.SH	国联证券	30%	16%	14%
12	300059.SZ	东方财富	46%	34%	12%	34	601162.SH	天风证券	30%	20%	11%
13	600999.SH	招商证券	46%	25%	21%	35	000750.SZ	国海证券	28%	15%	13%
14	601198.SH	东兴证券	44%	19%	25%	36	601066.SH	中信建投	27%	15%	12%
15	000166.SZ	申万宏源	44%	23%	21%	37	601377.SH	兴业证券	26%	13%	13%
16	601236.SH	红塔证券	40%	31%	9%	38	002500.SZ	山西证券	26%	14%	12%
17	600909.SH	华安证券	37%	24%	13%	39	601059.SH	信达证券	25%	14%	11%
18	601878.SH	浙商证券	36%	22%	15%	40	600030.SH	中信证券	23%	12%	11%
19	601990.SH	南京证券	36%	20%	16%	41	002797.SZ	第一创业	21%	11%	10%
20	000686.SZ	东北证券	36%	19%	16%	42	601995.SH	中金公司	18%	11%	7%
21	002673.SZ	西部证券	36%	23%	12%	43	600958.SH	东方证券	15%	9%	6%
22	601688.SH	华泰证券	35%	16%	19%	44	601136.SH	首创证券	15%	8%	7%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：(1) 代理买卖证券业务净收入=证券经纪净收入-交易单元席位租赁净收入-代销金融产品业务净收入。

(2) 两融利息净收入=两融利息收入-两融利息成本。我们假设两融业务3倍杠杆，业务对应负债成本3.5%计算得到。

(3) 调整后营收=营业收入-其他业务成本。

(4) 上述数据均以2022年财务数据计算。

特别声明

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

分析师承诺

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

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

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

法律声明

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

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，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9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