

迈步从头越，新年胜旧年

非银金融投资策略

报告摘要：

本文站在 2021 年初，展望市场风向标——券商、受经济复苏和利率上行影响的保险，以及监管和业务各异的多元金融在 2021 年的行业景气度和投资策略。

► 2020 年收官，非银涨幅和振幅在历年数据中靠后

在 28 个申万一级行业指数中，非银金融以 6.11% 的涨幅位列涨幅榜第 18 名，跑输沪深 300（涨跌幅 27.21%）和上证指数（13.87%）。

在 104 个申万二级行业中，券商（13.93%）、保险（2.20%）、多元金融（-21.64%）的 2020 年涨幅分别位列 49、67、103 名。多元金融的低迷行情受制于多家企业因经营不善而 ST，信托和金控处在收缩趋势，租赁的业务开展和资产质量受到考验。互联网金融指数（884136.WI）和金融科技（930986.CSI）的 2020 年涨幅分别为下跌 1.70% 和上涨 10.46%。

► 券商：政策红利东风起，投行财管两开花

1) 资本市场改革进一步深化，证券行业迎来战略机遇期。全面实行注册制、完善基础制度安排、进一步“对外开放”、吸引长期资金入市、多层次资本市场重塑并承接相应产业的融资需求等政策有望在 2021 年以及十四五期间落地。

2) 注册制的全面实行，推动券商大投行（保荐承销、直投子公司、并购重组财务顾问）业务快速扩张。资本市场直接融资功能的发挥，需要一个活跃健康的二级市场；居民财富增值也有助于经济内循环和消费市场的繁荣。大财富管理（尤其是买方投顾），无论业务提供方是券商、基金、金融科技还是银行，都将得到快速发展。

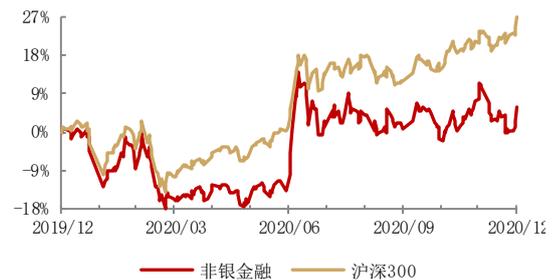
3) 2021 年业绩预测：在日均股基交易额 9468 亿元、日均两融规模 1.58 万亿元，IPO、再融资、核心债融资额分别 4860 亿元、1.2 万亿元、8.5 万亿元（同比增速分别 8%、30%、30%）的核心假设下，预计行业 2021 年营业收入 4918 亿元，同比增长 9.3%；2021 年净利润 1891 亿元，同比增长 13.4%。

4) 殊途同归打造航母级券商：金融领域对外资机构开放，内资券商与外资投行同台竞技；资本市场对外资开放，国内核心资产的定价权多方争夺。①现有龙头扩张（受益标的为中金、中信、华泰）。②借势突围——借力银行企业客户资源、探索混业经营（受益标的为兴业、中银、招商、光大）；借力互联网的东方财富和华泰证券；借力地区绿色通道政策的（受益标的为长江、天风和国元证券）。③有同业并购预期的受益标的为国金证券。

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：罗惠洲

邮箱：luohz@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520070004

分析师：曹杰

邮箱：caojie@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519110003

分析师：吕秀华

邮箱：lvxh@hx168.com.cn

SAC NO: S1120520040001

分析师：魏涛

邮箱：weitao@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070003

► **保险：利率上行估值修复，经济复苏带动负债端**

1) 保险股股价从 2016 年底开始与 10 年期国债收益率高度拟合，保险股走势往往提前反应长债收益率走低或者走高的预期。经济复苏是支持利率上行的重要支柱，从 2020 年 5 月份开始名义 GDP 回暖，内需恢复，低利率脆弱可破。长端国债收益率上行趋势或可维持，保险投资端再投资收益率提升。

2) 我国保险市场发展相对发达国家比较落后，叠加老龄化程度加深，保险深度和保险密度有望继续提升。2019 年，我国保险密度 3050 元/人，远低于主要发达国家的水平，其中保险密度最高的英国几乎为我国的 10 倍。

3) 保险行业在 2020 年维持在 0.6-1.1 倍的 PEV，二季度行业估值触底反弹，但目前仍在低估值区间。主要有两条投资主线：高弹性纯寿险标的、高安全边际保险集团——纯寿险公司受益标的为新华保险、其次中国人寿；保险集团受益标的为中国平安、其次中国太保。

► **多元金融：子板块景气度各异**

2020 年，多元金融的行情和估值呈现出极大的板块差异，板块内部个体差异也极为悬殊。2021 年，从子板块景气度的角度，预计期货、供应链、金控、创投优于租赁、AMC 和信托。

► **风险提示**

人民币兑美元汇率大幅波动风险、外围政治军事事件风险；A 股成交活跃度下降、上市公司经营的合规风险和证券公司股东资质风险、关注股东减持信息、保险行业新单保费增速不及预期、利率超预期下行风险；信用债风险事件对券商资管和保险资产端的影响超市场预期。

盈利预测与估值

重点公司											
股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
300059.SZ	东方财富	31.00	买入	0.23	0.55	0.73	0.91	134.78	56.36	42.47	34.07
601688.SH	华泰证券	18.01	增持	0.99	1.17	1.3	1.45	18.19	15.39	13.85	12.42
000728.SZ	国元证券	8.96	增持	0.27	0.32	0.36	0.38	33.19	28.00	24.89	23.58
600999.SH	招商证券	23.34	增持	1.09	1.04	1.24	1.39	21.41	22.44	18.82	16.79
600109.SH	国金证券	16.27	增持	0.43	0.63	0.79	0.89	37.84	25.83	20.59	18.28
601881.SH	中国银河	12.51	增持	0.52	0.67	0.75	0.81	24.06	18.67	16.68	15.44

资料来源：wind，华西证券研究所

正文目录

1. 2020 年收官，非银金融板块的市场表现.....	6
1.1. 2020 年非银金融涨幅靠后.....	6
1.2. 券商、保险、多元金融的当前估值.....	7
1.3. 关注保险日历效应和券商春季行情背后的资金和政策逻辑.....	11
2. 券商：政策红利东风起，投行财管两开花.....	12
2.1. 十四五规划及 2035 远景规划中的资本市场.....	12
2.1.1. 深改 12 条加速落实.....	12
2.1.2. 还有那些改革政策可以期待.....	16
2.2. 大投行黄金发展期.....	19
2.2.1. 科创板新三板改革补全版图，多层次资本市场已然成型.....	19
2.2.2. 注册制对研究定价、承销能力提出更高要求.....	19
2.2.3. 投行业务链条延伸：从保荐到创投、再融资、财富管理.....	20
2.2.4. 注册制常态化发行下投行融资规模更上台阶.....	21
2.3. 财富管理助力经济“内循环”.....	22
2.3.1. 一级市场直接融资功能的发挥需要活跃健康的二级市场.....	22
2.3.2. 外资持续流入 A 股.....	23
2.3.3. 银行理财净值化和打破“刚兑”引导居民大类资产配置迁移.....	24
2.3.4. 买方投顾引导长期投资，金融科技助力财富管理.....	26
2.3.5. 优质标的上市和监管放权让成交活跃成为可能.....	28
2.4. 资金类业务：自营去方向化，资本中介升降分化.....	29
2.4.1. 证券自营规模持续提升，策略去方向化.....	29
2.4.2. 两融、股质升降分化.....	32
2.5. 盈利预测：预计 2021 归母净利润同比+13.4%.....	34
2.5.1. 核心假设.....	34
2.5.2. 盈利预测.....	35
2.6. 竞争格局：打造航母级券商的三条路径.....	36
2.6.1. 现有龙头融资扩规模.....	36
2.6.2. 借势突围：银行的企业资源、互联网科技和区域政策.....	38
2.6.3. 同业并购.....	39
3. 保险：利率上行估值修复，经济复苏带动负债端.....	40
3.1. 利率上行引导板块估值修复.....	40
3.1.1. 经济复苏，长端国债收益率上行趋势可维持.....	40
3.1.2. 投资端的影响因素.....	41
3.2. 保险需求持续挖掘，高频服务产品推升渗透率.....	42
3.3. 上市险企的投资价值比较.....	44
3.3.1. 纯寿险公司受益标的为新华保险、其次中国人寿.....	45
3.3.2. 保险集团受益标的为中国平安、其次中国太保.....	45
4. 多元金融：子板块景气度各异.....	45
风险提示.....	45

图表目录

图 1	2020 年中万一级行业指数及非银子板块涨跌幅	6
图 2	券商指数年振幅和年涨跌幅（2000-2020 年）	7
图 3	非银各子板块的相对走势（2019-2020 年，以 2019 年初点位为基准）	7
图 4	申万券商 II 指数 PB 估值（2000-2020 年）	8
图 5	寿险公司 PEV 变化趋势（2017-2020 年）	10
图 6	保险公司历年 EV 及增速（2017-2020）	10
图 7	险企 NBV 及增速（2017-2020）	10
图 8	非银及子板块单月上涨的比例（2000-2020）	12
图 9	非银及子板块单月上涨的比例（2010-2020）	12
图 10	我国证券交易制度的演变	18
图 11	部分地区股市的“T+0”交易情况	18
图 12	由主板+中小板、创业板+科创板、新三板和区域性股权市场构成的多层次资本市场体系	19
图 13	传统证券公司运营模式	20
图 14	现代投资银行运营模式	20
图 15	30 年来 A 股每年首发家数与金额	21
图 16	2019-2020 年上证综指、创业板指取得较好表现	22
图 17	陆股通持续净流入（2014 年 11 月-2020 年底）	23
图 18	外资持 A 股市值和占流通 A 股比例持续增长（2014 年 11 月-2020 年底）	24
图 19	中国各类理财产品规模（2015-2019 年，单位：万亿元）	25
图 20	中国各类理财产品规模占比（2015-2019 年）	25
图 21	公募基金的存续份额增长迅速（2001-2020）	25
图 22	新发基金份额快速增长（2001-2020）	26
图 23	基金账户数快速增长（2004-2019）	26
图 24	2011-2020 年股票日均交易额（亿元）	29
图 25	上市券商证券自营规模/归母权益（2012-2020 年三季度）	29
图 26	场外衍生品业务迅速爆发式增长	32
图 27	融券和融资余额变化，及融券占比（2013 年 12 月-2020 年 12 月）	33
图 28	39 家上市券商买入返售余额（亿元）	34
图 29	银行、保险、证券的内外资公司总市值*对比（单位：亿元人民币）	37
图 30	摩根大通和内资券商市值*前五的规模对比（单位：亿元人民币）	37
图 31	摩根大通的营收、信贷类业务*收入及营收占比（单位：亿元人民币）	38
图 32	长债收益率与保险股估值相关性较高	40
图 33	保险公司举牌次数	41
图 34	险企举牌标的的 A/H 分布	41
图 35	保险公司资金配置的监管趋势	42
图 36:	全国历年来原保费收入（亿元）	42
图 37:	全国五大险种占比	43
图 38:	我国近十年保险密度（元）	43
图 39:	2019 年与主要经济体保险密度对比（元）	43
图 40:	我国近十年保险深度	44
图 41:	2018 年我国与主要经济体保险深度对比	44
图 42:	我国老龄化趋势	44
图 43:	2019 年世界主要国家老龄化程度	44
表 1	上市券商估值比较（截至 2020-12-31 收盘）	8
表 2	2020 年多元金融的指标和个股表现	11
表 3	“深改 12 条”及相关进展	14
表 4	证监会主席在 10 月 15 日人大常委会常务委员会汇报中“接下来的考虑与建议”	16
表 5	6 月 18 日陆家嘴论坛上银保监会表示拟推出六项举措支持资本市场发展	17
表 6	美国历年 IPO 发行情况	21
表 7	历史上的 9 次 IPO 暂停事件	23
表 8	买方投顾试点获批情况	27
表 9	买方投顾服务进展	28

表 10 各家上市券商 2015 年至今自营规模/归母权益	30
表 11 上市券商证券自营投资收益率（加回债券投资利息收入）	31
表 12 多家头部券商自营策略上去方向化	32
表 13 公募基金参与转融通业务相关规定	33
表 14 关于证券行业盈利预测的关键假设	35
表 15 证券行业盈利预测.....	35
表 16 证券行业收入增速及利润率预测.....	36
表 17 控股内资券商的外资公司.....	39

1. 2020 年收官，非银金融板块的市场表现

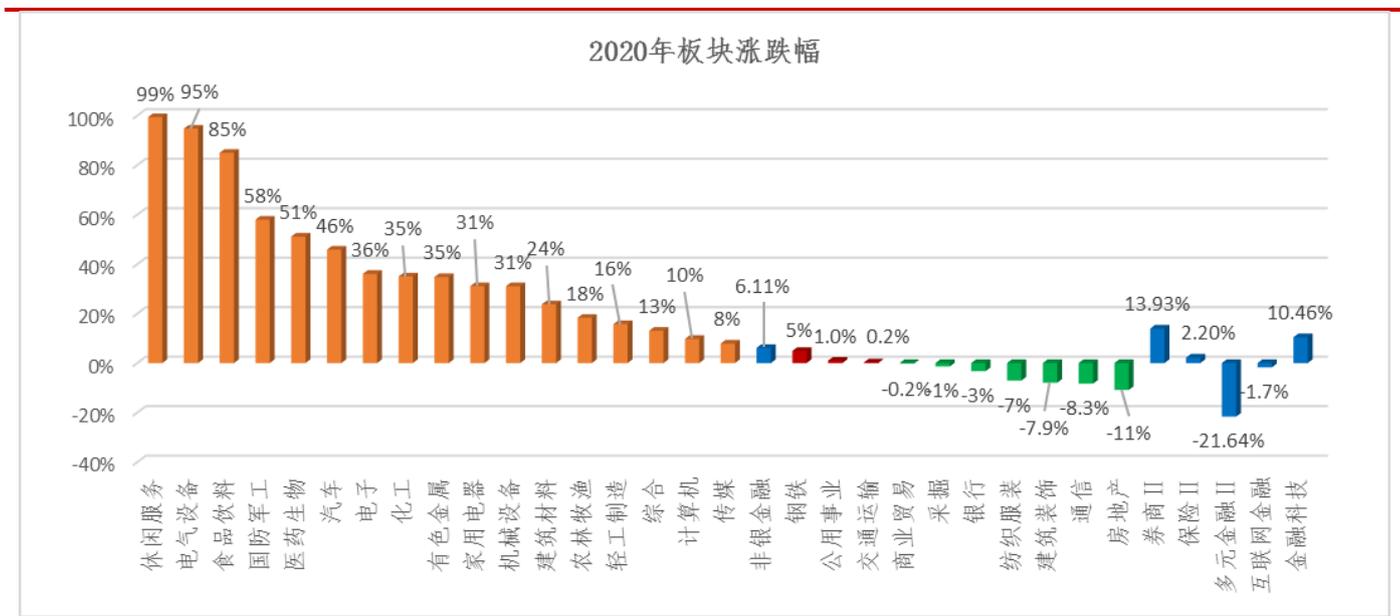
1.1. 2020 年非银金融涨幅靠后

2020 年，在 28 个申万一级行业指数中，非银金融以 6.11% 的涨幅位列涨幅榜第 18 名，跑输沪深 300（涨跌幅 27.21%）和上证指数（13.87%）。

在 104 个申万二级行业中，券商（13.93%）、保险（2.20%）、多元金融（-21.64%）的 2020 年涨幅分别位列 49、67、103 名。多元金融的低迷行情受制于多家企业因经营不善而 ST，信托和金控处在收缩趋势，租赁的业务开展和资产质量受到考验。

互联网金融指数（884136.WI）和金融科技（930986.CSI）的 2020 年涨幅分别为下跌 1.70% 和上涨 10.46%，前者等权重的指数设计使其受到非龙头企业不佳表现的较大拖累。

图 1 2020 年申万一级行业指数及非银子板块涨跌幅



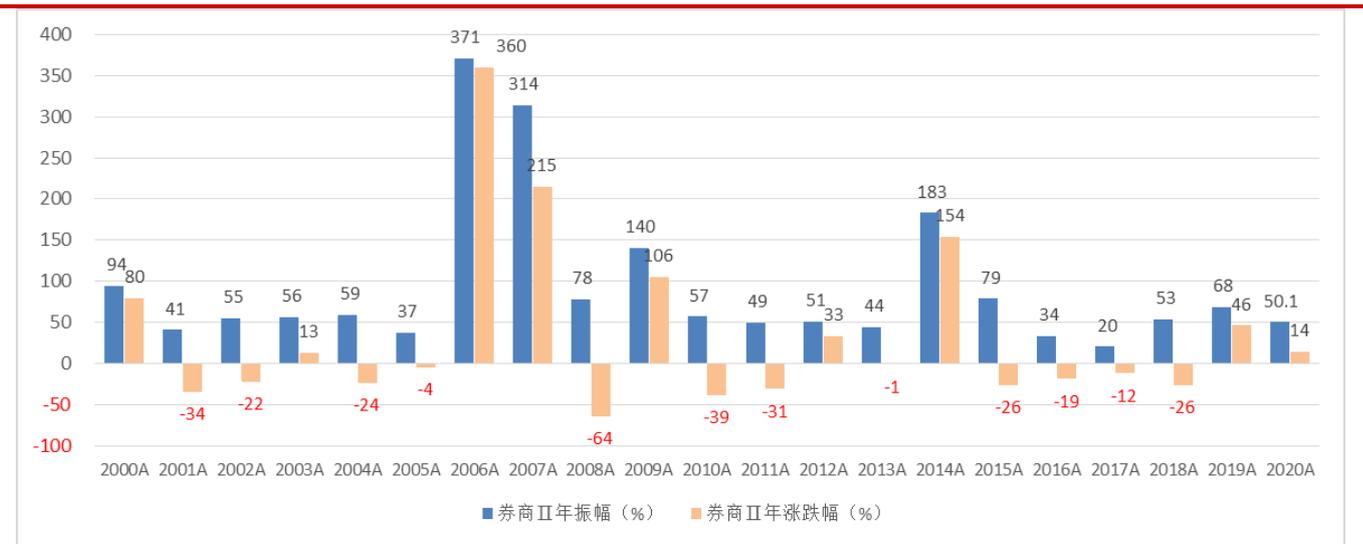
资料来源：wind，华西证券研究所

注：互联网金融指数（884136.WI）是 wind 资讯发布的主题概念指数，代表以互联网为载体进行的金融业务活动，包括但不限于为第三方支付、在线理财产品的销售、信用评价审核、金融中介、金融电子商务等模式。从广义上讲，具备互联网精神的金融业态统称为互联网金融。最新成分 45 只，等权重。

金融科技（930986.CSI）是中证指数公司选取的产品与服务与金融科技领域相关的上市公司作为样本股的指数。相关的领域包括但不限于支付清算、网络借贷融资、财富管理、零售银行、保险、交易结算以及其他运用大数据、云计算、人工智能、区块链等信息化技术参与金融产品与服务价值链的公司。最新成分 39 只，东方财富、用友网络、恒生电子、同花顺权重均超过 5%。

对比 2000 年以来的非银表现，2020 年非银行业的振幅小于其中的 14 年。这体现了在某些重点宽基指数被当做衡量标准，且被市场情绪局限在一定区间时，券商板块（乃至大金融整体）因为权重较大，在增量资金和风险偏好没有显著变化的阶段不具备大幅波动的驱动力。

图 2 券商指数年振幅和年涨跌幅（2000-2020 年）

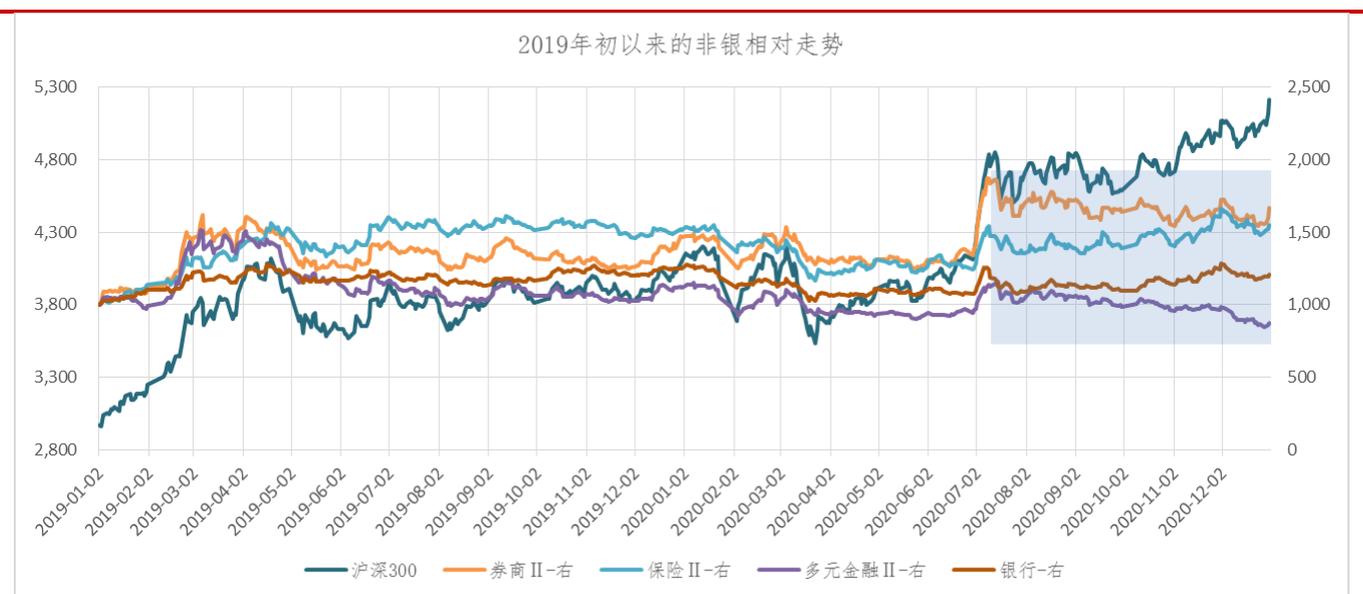


资料来源：Wind，华西证券研究所

1.2. 券商、保险、多元金融的当前估值

自 2020 年 7 月 9 日券商板块触及年内高点（也是 2016 年初至今高点）以来，板块区间调整了近 6 个月。券商板块整体市净率（MRQ）2.14 倍，整体市盈率（TTM，剔除负值）约 26.34 倍。在过去 21 年的券商估值当中，高于 28.0% 和 34.4% 时候，处在前 72.0% 和 65.6% 水平。如果剔除 2007-2008 和 2014-2015 的极值影响，观察 2016 年初以来的 5 年数据，当前券商 PB 和 PE 估值分别位于前 27% 和 42% 水平。

图 3 非银各子板块的相对走势（2019-2020 年，以 2019 年初点位为基准）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图4 申万券商II指数PB估值(2000-2020年)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

在 50 家上市券商 (含参股) 当中, 2020 年三季度报归母净利润超过 80 亿元的 5 家券商, 也即我们一般作为估值锚定的五家大型综合类券商, 平均市净率为 1.41 倍, 平均市盈率 16.61 倍。总市值超过 1000 亿的 12 家券商, 平均市净率 3.19 倍, 平均市盈率 29.47 倍。

注: 下表中总市值指的是上市公司的股权公平市场价值。对于一家多地上市公司, 区分不同类型的股份价格和股份数量分别计算类别市值, 然后加总。另有总市值 (2) 按指定证券价格乘指定日总股本计算上市公司在该市场的估值。

表 1 上市券商估值比较 (截至 2020-12-31 收盘)

证券代码	证券简称	总市值, 亿元 ↓	市净率 PB(MRQ) 倍	净资产收益率(TTM) %	市盈率 PE(TTM) 倍
600030.SH	中信证券	3,466	2.11	7.99	26.45
601066.SH	中信建投	2,837	6.29	17.72	35.52
300059.SZ	东方财富	2,670	8.40	12.06	69.63
601995.SH	中金公司	2,537	7.04	11.60	60.65
600999.SH	招商证券	1,857	2.21	10.61	20.86
601688.SH	华泰证券	1,502	1.29	8.97	14.34
601211.SH	国泰君安	1,450	1.26	8.90	14.14
600837.SH	海通证券	1,440	1.09	6.89	15.79
002736.SZ	国信证券	1,311	1.89	9.59	19.72
600918.SH	中泰证券	1,289	3.91	8.39	46.59
000166.SZ	申万宏源	1,237	1.51	8.60	17.61
000776.SZ	广发证券	1,121	1.29	10.47	12.33

资料来源: Wind, 华西证券研究所

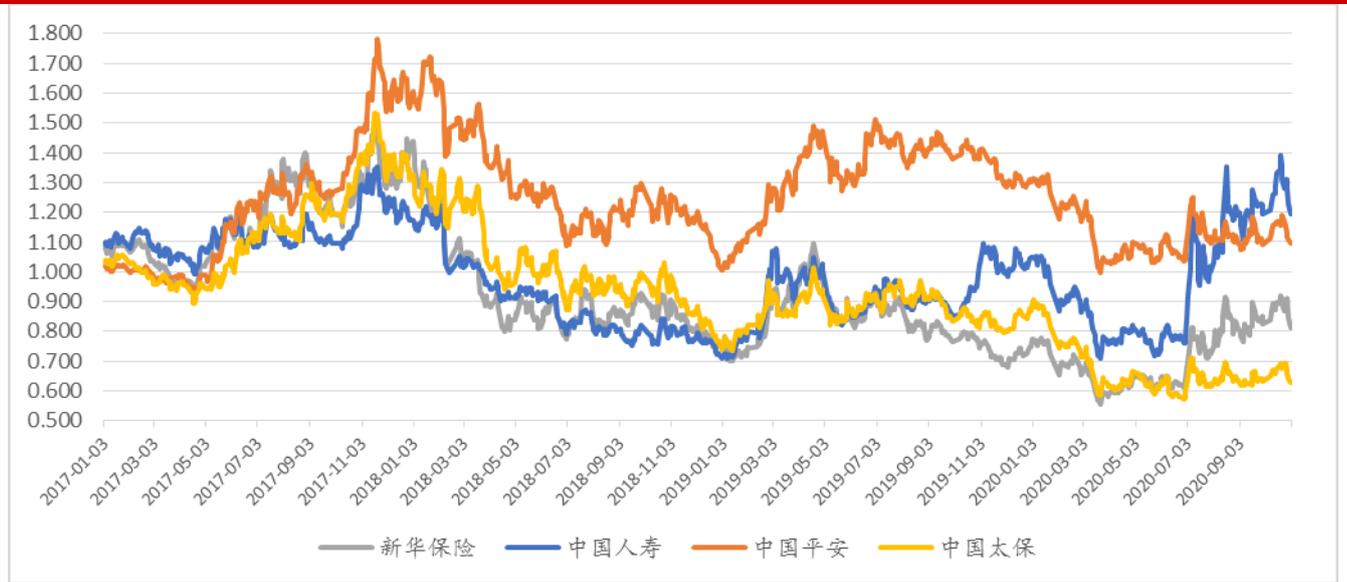
表 1 上市券商估值比较 (续, 截至 2020-12-31 收盘)

证券代码	证券简称	总市值, 亿元 ↓	市净率 PB(MRQ) 倍	净资产收益率(TTM) %	市盈率 PE(TTM) 倍
601881.SH	中国银河	957	1.70	9.43	18.07
601901.SH	方正证券	854	2.14	3.54	60.33
601696.SH	中银证券	769	5.14	5.82	88.26
601788.SH	光大证券	765	1.69	3.19	53.01
600958.SH	东方证券	741	1.47	6.75	21.72
601236.SH	红塔证券	675	4.85	8.84	54.82
600061.SH	国投资本	585	1.40	9.73	14.39
601377.SH	兴业证券	581	1.58	8.24	19.13
601878.SH	浙商证券	553	2.95	6.86	43.00
600109.SH	国金证券	492	2.23	8.99	24.77
000783.SZ	长江证券	464	1.66	7.62	21.76
601108.SH	财通证券	454	2.09	10.99	18.98
601990.SH	南京证券	452	3.97	6.79	58.50
601456.SH	国联证券	427	4.84	4.80	100.92
002797.SZ	第一创业	418	3.06	5.31	57.55
002945.SZ	华林证券	407	6.98	13.66	51.08
601162.SH	天风证券	407	2.25	4.52	49.82
000987.SZ	越秀金控	401	1.72	18.62	9.22
002939.SZ	长城证券	399	2.25	7.89	28.46
600095.SH	湘财股份	392	3.69	3.44	107.13
000728.SZ	国元证券	391	1.55	5.14	30.19
601555.SH	东吴证券	383	1.39	5.81	23.87
601198.SH	东兴证券	367	1.75	6.62	26.51
600369.SH	西南证券	358	1.44	4.53	31.85
002673.SZ	西部证券	355	1.93	5.52	35.02
600517.SH	国网英大	348	2.05	5.61	36.60
002926.SZ	华西证券	328	1.56	8.74	17.89
002500.SZ	山西证券	321	1.91	4.27	44.70
000750.SZ	国海证券	319	1.71	4.41	38.73
600909.SH	华安证券	290	2.09	8.92	23.42
601099.SH	太平洋	278	2.66	1.54	172.30
002670.SZ	国盛金控	266	2.33	-0.68	-344.21
601375.SH	中原证券	259	2.43	-1.09	-224.06
600621.SH	华鑫股份	242	3.50	9.47	37.03
000686.SZ	东北证券	230	1.41	6.81	20.68
600155.SH	华创阳安	229	1.53	2.62	58.53
600864.SH	哈投股份	177	1.35	-1.01	-133.50
000712.SZ	锦龙股份	142	4.01	4.19	95.69

资料来源: Wind, 华西证券研究所

保险：保险行业在 2020 年维持在 0.6-1.1 倍的 PEV，二季度行业估值触底反弹。由于投资端利率长期有下行风险，负债端受疫情影响线下开单受限，行业仍然维持在低估值区间。

图 5 寿险公司 PEV 变化趋势（2017-2020 年）

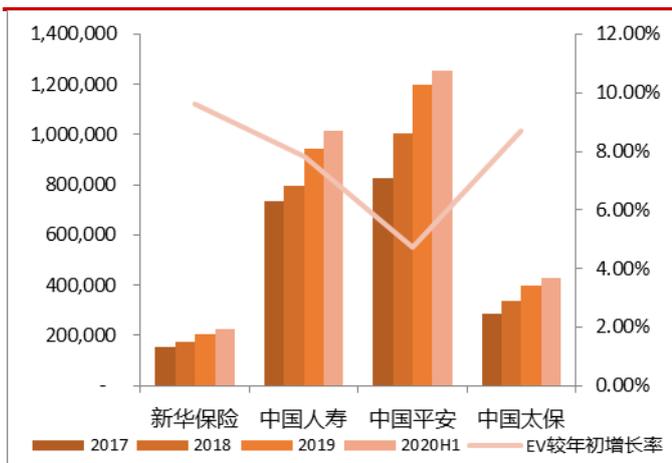


资料来源：Wind，华西证券研究所

2020 年保险公司 EV 增速明显放缓，较年初新华保险增长相对最快为 9.61%，中国平安受代理人数量下滑以及疫情的负面影响，EV 仅较年初增长 4.71%。

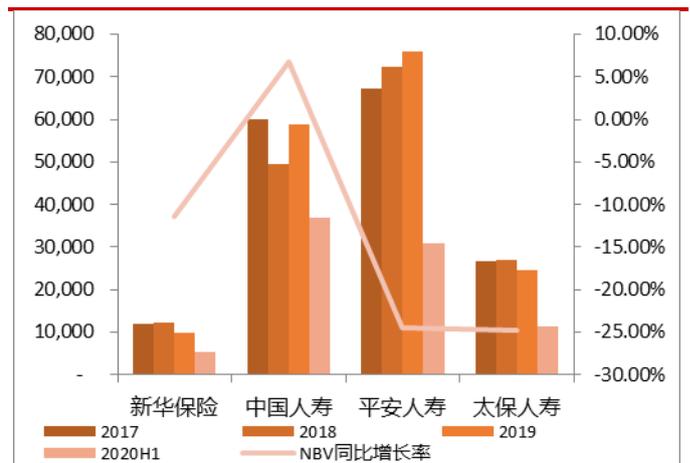
造成 EV 增速下滑的另一直观体现是 NBV 增速下滑明显，平安和太保均同比下滑 24%，开门红策略的不同使得 NBV 分歧巨大。NBV 是衡量当年保险公司经营实际情况的核心指标，也导致平安和太保的股价承压、估值下落。

图 6 保险公司历年 EV 及增速（2017-2020）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 7 险企 NBV 及增速（2017-2020）



资料来源：Wind，华西证券研究所

2020年，多元金融的行情和估值呈现出极大的板块差异，板块内部个体差异也极为悬殊。剔除极值之后，租赁板块平均PB1.34倍、信托PB1.18倍、金控PB1.16倍、期货PB5.20倍（PE-TTM66-162倍）、创投PB2.17倍。

表2 2020年多元金融的指标和个股表现

证券代码	证券简称	市值 亿元	市净率PB-MRQ	市盈率PE-TTM	2020年涨跌幅-%	子板块
600901.SH	江苏租赁	164.56	1.31	9.19	-8.79	租赁
000415.SZ	渤海租赁	148.43	0.45	-4.39	-36.84	租赁
600093.SH	易见股份	89.91	1.09	24.62	-42.62	租赁
603300.SH	华铁应急	55.52	1.79	28.76	-20.95	租赁
600318.SH	新力金融	52.57	4.11	231.40	46.48	租赁
600830.SH	香溢融通	24.22	1.15	267.28	-2.96	租赁
000563.SZ	陕国投A	149.44	1.28	22.63	-14.16	信托
600643.SH	爱建集团	121.97	1.07	9.22	-19.11	信托
600816.SH	*ST安信	79.30	2.08	-1.06	-67.34	信托
000666.SZ	经纬纺机	42.65	0.64	15.99	-27.35	信托
000617.SZ	中油资本	857.13	0.98	10.82	-20.28	金控
600705.SH	中航资本	390.69	1.19	10.80	-7.63	金控
600390.SH	五矿资本	313.96	0.84	9.56	-14.55	金控
002423.SZ	中粮资本	223.04	1.31	24.92	-0.02	金控
000416.SZ	民生控股	30.64	3.43	124.24	4.52	金控
002961.SZ	瑞达期货	106.80	6.07	66.69	-34.18	期货
603093.SH	南华期货	106.66	4.33	162.44	-31.61	期货
000567.SZ	海德股份	57.06	1.31	78.37	-1.22	AMC
300309.SZ	吉艾科技	24.55	10.59	-1.33	-41.19	AMC
000936.SZ	华西股份	69.46	1.47	-28.67	0.78	创投
600783.SH	鲁信创投	110.39	2.86	18.12	-5.05	创投
600053.SH	九鼎投资	84.76	3.09	12.17	-23.12	创投
600704.SH	物产中大	221.22	0.90	7.80	-11.91	供应链
000890.SZ	*ST胜尔	11.96	-8.97	-1.97	-47.99	供应链

资料来源：Wind，华西证券研究所

1.3. 关注保险日历效应和券商春季行情背后的资金和政策逻辑

我们简单统计 2000 年以来，非银金融及子板块在不同月份的行情特征。发现从月度涨跌幅的角度，券商在 2 月和 11 月上涨的胜率超过 50%但不太显著，保险在 4 月和四季度上涨的胜率较高，金融科技指数只有 6 年半的数据暂不比较。

如果我们关注 2010 年以来的数据（更多的券商和险企上市），那么券商月涨幅的日历效应依然不明显，保险在 4 月和四季度仍保持很高胜率。

保险板块的“日历效应”有三方面原因：1) 四季度“开门红”对保险板块有一定正向作用；2) 年底流动性偏紧，资金偏好业绩和现金流稳定的行业；3) 公募基金本年业绩大致已分梯度，获利盘有“落袋为安”冲动；保险资管投资收益结算：机构资金流向相对稳健的银行、保险板块。4) 4 月份的保险行情大多来自年报和一季报的高景气度。

图 8 非银及子板块单月上涨的比例 (2000-2020)

月份	非银金融(申)	券商Ⅱ(申)	保险Ⅱ(申)	多元金融Ⅱ	互联网金融	金融科技
	801790.SI	801193.SI	801194.SI	801191.SI	884136.WI	930986.CSI
1月	57%	48%	43%	57%	36%	67%
2月	62%	52%	36%	71%	73%	67%
3月	52%	52%	43%	57%	45%	67%
4月	67%	52%	79%	62%	36%	33%
5月	43%	33%	36%	33%	27%	33%
6月	52%	48%	57%	38%	64%	67%
7月	43%	43%	57%	57%	45%	29%
8月	48%	52%	50%	48%	64%	86%
9月	57%	57%	50%	48%	36%	43%
10月	48%	43%	79%	48%	36%	29%
11月	71%	67%	50%	62%	64%	71%
12月	48%	48%	57%	43%	27%	29%

资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 9 非银及子板块单月上涨的比例 (2010-2020)

月份	非银金融(申)	券商Ⅱ(申)	保险Ⅱ(申)	多元金融Ⅱ	互联网金融	金融科技
	801790.SI	801193.SI	801194.SI	801191.SI	884136.WI	930986.CSI
1月	45%	36%	45%	45%	36%	67%
2月	55%	55%	36%	73%	73%	67%
3月	36%	36%	45%	45%	45%	67%
4月	64%	45%	73%	45%	36%	33%
5月	45%	27%	45%	27%	27%	33%
6月	45%	45%	55%	27%	64%	67%
7月	55%	45%	55%	64%	45%	29%
8月	36%	36%	45%	45%	64%	86%
9月	45%	45%	45%	45%	36%	43%
10月	55%	55%	82%	55%	36%	29%
11月	64%	55%	55%	45%	64%	71%
12月	36%	45%	55%	36%	27%	29%

资料来源: Wind, 华西证券研究所

注: 因为指数发布日期, 非银和券商 21 年数据; 保险 14 年, 互联网金融 11 年, 金融科技 1-6 月有 6 年数据, 7-12 月有 7 年数据。

当然, 券商的高 beta 属性导致其行情表现不宜用月涨幅来衡量。如果我们用回撤不超过 10%且连续涨幅超过 20%的标准, 那么 2010 年以来 11 年间, 券商板块实现 7 次跨年 (春节) 行情, 也即春季行情, 胜率较大。

券商的春季行情更多来自政策面和资金面的利好: 1) 重要会议较为密集, 逆周期调节和产业发展政策为股市“画重点”, 投资者风险偏好提升。2) 宏观经济数据和企业财务数据的真空期。3) 资金面相对较紧的年底一过, 一季度流动性短期充裕, 企业及居民可投资资金增加。4) 银行、保险的权益配置额度和资金逐步就位。

展望 2021 年, 货币政策和流动性需要观察 1 月的外部环境和 3 月的“两会”表态。政策方面, 券商和保险都处在红利期, 可以期待围绕“深改 12 条”和“第三支柱养老保险”的相应细节政策。

2. 券商: 政策红利东风起, 投行财管两开花

在我国经济探索新动能的背景下, 资本市场需要积极发挥直接融资功能, 解决企业 (尤其是新兴产业、高科技领域) 融资问题。证券公司作为资本市场重要中介, 其大投行业务迎来至少五年黄金发展期。

一级市场的融资能力需要一个健康深度的二级市场支撑, 这一点可以从过往 9 次 IPO 暂停的历史中得出结论。优质资产的上市为二级市场提供源头活水, 活跃健康的二级市场也为一级市场融资提供了资金的源头活水。不仅如此, 居民财富增值有利于经济双循环, 财富管理发展空间极大。

2.1. 十四五规划及 2035 远景规划中的资本市场

2.1.1. 深改 12 条加速落实

2018 年 11 月进博会上, 习总书记宣布“增设科创板试行注册制”。2018 年 12 月, 中央经济工作会议首次提出“通过深化改革, 打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场”。2019 年 2 月, 中央政治局在第十三次集体学习中明确, “金融是国家重要的核心竞争力, 金融安全是国家安全的重要组成部分, 金融制度是经济社会发展中重要的基础性制度”, “要建设一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场, 完善资本市场基础性制度”。按照高层精神指引, 证监会于 2019 年 3 月成立全

面深化资本市场改革领导小组，对 11 个方面的重点改革课题开展深入研究。通过十多次专题会议研讨，2019 年 8 月底，资本市场改革总体方案基本成形。2019 年 9 月 10 日，证监会会议提出当前及今后一个时期全面深化资本市场改革的 12 个方面重点任务，市场称之为“深改 12 条”，奠定了资本市场改革蓝图。

十二条中改革内容中有八条内容应该需要资本市场重点关注，我们对其主要内容及进展进行梳理如下：

一是注册制：总结推广科创板行之有效的制度安排，稳步实施注册制。

目前创业板注册制已经落地：2020 年 4 月，中央深化委审议通过《创业板改革并试点注册制总体实施方案》，证监会、深交所发布相应制度、业务规则公开征求意见。2020 年 6 月，证监会正式发布创业板改革并试点注册制制度规则，深交所、中国结算等发布相关配套规则。2020 年 8 月，创业板注册制下发行的首批 18 只新股上市。

“全面实行股票发行注册制”已经写进 2020 年 11 月 3 日公布的十四五规划。

二是退市：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。

新版证券法为未来退市制度改革留出空间：2020 年 3 月落地的新版《证券法》删除暂停股票上市的规定，删除终止上市交易的具体标准，标准的决定权交给证券交易所，为未来退市制度改革留出空间。

2020 年 10 月 5 日，《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》发布，对公司治理、信息披露质量、支持优质企业上市、促进并购重组、完善融资制度、健全激励机制、健全退出机制等问题作了相关规定并就落实单位进行分工。

2020 年 11 月 3 日公布的十四五规划明确“建立常态化退市机制”。

三是多层次资本市场体系建设：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。

目前创业板注册制已经落地。

新三板引入资金盘活存量相关规定已出台：2019 年 12 月发布正式稿的《全国中小企业股份转让系统分层管理办法》；2020/4/17 证监会正式发布《公开募集证券投资基金投资全国中小企业股份转让系统挂牌股票指引》，盘活新三板存量。

四是中介机构端：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。

2020 年 3 月 1 日正式实施的新版《证券法》对未履行勤勉尽责义务的处罚力度明显提高，压实中介机构责任。

2019 年 12 月，证监会在答复《关于做强做优做大打造航母级头部券商，构建资本市场四梁八柱确保金融安全的提案》时表示，将积极推动打造航母级头部证券公司，促进证券行业持续健康发展。

2020 年 7 月 11 日证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，总体鼓励大型券商做大做强，边际鼓励特色化发展。

五是对外开放：加快推进资本市场高水平开放。

2020 年 4 月 1 日，中国金融业彻底对外开放，金融机构外资持股不受限制；

2020 年 5 月 7 日，央行外管局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》：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年9月发布《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》，降低准入门槛，并稳步有序扩大投资范围。

2020年11月3日公布的十四五规划表示“推进金融双向开放”。

六是投资端：强化证券投资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；

2020年4月，证监会发布《公开募集证券投资基金投资全国中小企业股份转让系统挂牌股票指引》。允许公募基金投资新三板精选层股票，恢复新三板市场的功能和作用。

促进银证保信机构相互合作，为资本市场提供丰厚的资金来源。2020年1月，银保监会发布《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导意见》，强调发挥银行保险机构在优化融资结构中的重要作用，提出多渠道促进居民储蓄有效转化为资本市场长期资金。2020年6月，人民银行党委书记郭树清在第十二届陆家嘴论坛上提出支持资本市场发展，引导银行、保险机构积极引入长线资金入市。

七是提高违法成本：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。

新版《证券法》已通过并于3月1日生效；2020年10月13日刑法修正案（十一）草案已完成二审。

八是加强投资者保护：推动建立具有中国特色的证券集体诉讼制度。探索建立行政处罚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。

《证券法》对投资者保护设了专章，稳步推进。

表3 “深改12条”及相关进展

要点	原文	进展
1、注册制：总结推广科创板行之有效的制度安排，稳步实施注册制；	一是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。	2020年4月，中央深化委审议通过《创业板改革并试点注册制总体实施方案》，证监会、深交所发布相应制度、业务规则公开征求意见。2020年6月，证监会正式发布创业板改革并试点注册制制度规则，深交所、中国结算等发布相关配套规则。2020年8月，创业板注册制下发行的首批18只新股上市。2020年11月3日公布的十四五规划明确“全面实行股票发行注册制”。
2、退市：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；	二是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。加强上市公司持续监管、分类监管、精准监管。	新版《证券法》删除暂停股票上市的规定，删除终止上市交易的具体标准，标准的决定权交给证券交易所，为未来退市制度改革留出空间。2020年10月5日，发布《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》，在公司治理、信息披露质量、支持优质企业上市、促进并购重组、完善融资制度、健全激励机制、健全退出机制；化解股押风险、处理资金占用等问题进行规定。2020年11月3日公布的十四五规划明确“建立常态化退市机制”。
3、多层次资本市场体系建设：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。	三是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	2020年4月创业板注册制改革相关制度规则征求意见；2019年12月发布正式稿的《全国中小企业股份转让系统分层管理办法》；2020/4/17证监会正式发布《公开募集证券投资基金投资全国中小企业股份转让系统挂牌股票指引》，盘活新三板存量

资料来源：华西证券研究所整理

表 3 “深改 12 条”及相关进展（续）

要点	原文	进展
4、中介机构：支持优质券商创新提质，鼓励中小券商特色化精品化发展。推动公募基金大力发展权益类基金。压实中介机构责任；	四是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。推动公募基金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。	2020年3月1日正式实施的新版《证券法》对未履行勤勉尽责义务的处罚力度明显提高，压实中介机构责任。 2019年12月，证监会在答复《关于做强做优做大打造航母级头部券商，构建资本市场四梁八柱确保金融安全的提案》时表示，将积极推动打造航母级头部证券公司，促进证券行业持续健康发展。 2020年7月11日证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，总体鼓励大型券商做大做强，边际鼓励特色化发展。
5、对外开放：加快推进资本市场高水平开放	五是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。	2020年4月1日，中国金融业彻底对外开放，金融机构外资持股不受限制； 2020年5月7日，央行外管局发布《境外机构投资者境内证券期货投资资金管理规定》：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年9月发布《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》，降低准入门槛，并稳步有序扩大投资范围。 2020年11月3日公布的十四五规划明确“推进金融双向开放”。
6、投资端：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；	六是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。	2020年4月，证监会发布《公开募集证券投资基金投资全国中小企业股份转让系统挂牌股票指引》。 2020年1月，银保监会发布《关于推动银行业和保险业高质量发展的指导性意见》，强调发挥银行保险机构在优化融资结构中的重要作用，提出多渠道促进居民储蓄有效转化为资本市场长期资金。 2020年6月，人民银行党委书记郭树清在第十二届陆家嘴论坛上提出支持资本市场发展，引导银行、保险机构积极引入长线资金入市。
7、提高违法成本：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。	七是切实化解股票质押、债券违约、私募基金等重点领域风险。	2020年5月15日投资者保护日活动中易主席表示化解这三方面风险成效明显，总体收敛；
8、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。探索建立行政处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。	八是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。用好用足现有法律制度，坚持严格执法，提升监管威慑力。	新版《证券法》已通过并于3月1日生效；2020年10月13日刑法修正案（十一）草案已完成二审
	九是加强投资者保护。推动建立具有中国特色的证券集体诉讼制度。探索建立行政处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。	《证券法》对投资者保护设了专章，稳步推进
	十是提升稽查执法效能。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。	-
	十一是大力推进简政放权。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。	-
	十二是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：华西证券研究所整理

2.1.2. 还有那些改革政策可以期待

(1) 全面推进注册制改革

目前注册制已经在科创板与创业板获超预期推进，接下来将积极推进全市场注册制。2020年10月15日，在第十三届全国人民代表大会常务委员会第二十二次会议上，证监会主席易会满将股票发行注册制改革有关工作情况作报告，表示“注册制改革关乎资本市场发展全局，意义重大。经过科创板、创业板两个板块的试点，全市场推行注册制的条件逐步具备”。2020年10月31日晚间，刘鹤主持召开国务院金融稳定发展委员会专题会议，表示“增强资本市场枢纽功能，全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重”。

2020年10月15日会议上，证监会主席汇报了关于注册制改革接下来的考虑与建议，主要包括一是进一步完善科创板、创业板注册制试点安排，主要是完善信息披露制度；二是稳步推进主板（中小板）、新三板注册制改革；三是系统推进基础制度改革；四是建立健全严厉打击资本市场违法犯罪的制度机制等。

2020年11月3日公布的十四五规划明确“全面实行股票发行注册制”。

表4 证监会主席在10月15日人大常委会汇报中“接下来的考虑与建议”

(一)不断完善科创板、创业板注册制试点安排。重点是完善信息披露制度，促进信息披露更加简明清晰、通俗易懂，进一步压实发行人和中介机构责任，增强审核问询的专业性。优化发行审核与注册的衔接机制。促进科创板、创业板协调发展。
(二)稳步推进主板(中小板)、新三板注册制改革。充分考虑主板(中小板)特点，设计好注册制实施方案。按照注册制的要求，改进新三板公开发行及转让制度。开展新三板精选层挂牌公司向科创板、创业板转板上市试点。
(三)系统推进基础制度改革。总的考虑是，坚持整体设计、突出重点、问题导向，补齐制度短板，推进关键制度创新，增强制度的稳定性、平衡性、协同性，加快建立更加成熟更加定型的资本市场基础制度体系。
(四)加强上市公司持续监管。证监会将切实把好市场入口和出口两道关，优化增量，调整存量，促进上市公司优胜劣汰。完善公司治理规则体系，盯住控股股东、实际控制人等“关键少数”，督促上市公司规范运作。聚焦问题公司、高风险公司，加快市场出清。动员各方面力量，推动提高上市公司质量。
(五)加快证监会自身改革。注册制改革是涉及监管理念、监管体制、监管方式的一场深刻变革。证监会将摒弃行政审批思维，切实减少对各类市场主体的微观管理，加强对重大问题的前瞻性研究和政策设计，加强对交易所和派出机构的指导、协调和监督，加大监管资源整合力度，提高整体监管效能。同时，深化“放管服”改革，推行权责清单制度，加强科技监管能力建设，培养“忠、专、实”的监管队伍。
(六)建立健全严厉打击资本市场违法犯罪的制度机制。推动成立跨部委协调小组，加强行政执法、民事追偿和刑事惩戒之间的衔接和协同，形成打击合力。启动证券集体诉讼，抓好个案，发挥示范威慑作用。完善证券投资者赔偿机制。加强对典型案例的宣传，以案说法，向市场传递“零容忍”的信号，取信于市场。

资料来源：新华社，华西证券研究所整理

(2) 吸引长期资金入市

目前证券发行端改革已获超预期推进，下一步投资端改革以及衍生品等产品供给方面也有望获得突破，例如10月9日国务院关于进一步提高上市公司质量的意见中提到，“大力发展权益类基金”，“丰富风险管理工具”。接下来引导中长期资金入市，以及期货和衍生品市场发展将会获得推进。2019年10月21日，证监会主席易会满在全面深化资本市场改革社保基金和保险机构座谈会上提出：“提升资管机构专业能力为依托，增强权益产品吸引力，发展投资顾问服务，推动短期交易性资金向长期配路力量转变”。

已获试点的公募基金投顾业务也是引导资金长期化投资的一种举措。2019年10月24日，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》，发展投资顾问服务推动短期交易性资金向长期配置力量转变，也是提高长期资金占比的重要手段。此外，2020年6月18日陆家嘴论坛上，银保监会表示拟推出流向举措支持资本市场发展，包括批准更多的理财子公司和保险资管公司来增加机构投资者，加大权益类产品比重，鼓励新设理财子公司增加权益投资等。

除了引入长线资金入市，增加衍生品等产品供给也是未来改革的重点。

表5 6月18日陆家嘴论坛上银保监会表示拟推出六项举措支持资本市场发展

序号	内容
1	增加新的机构投资者，批设更多银行理财子公司和保险资产管理公司，允许境外专业机构发起设立控股理财公司。
2	加大权益类资管产品发行力度，支持理财子公司提高权益类产品比重，信托公司发行证券投资信托产品，保险机构发行组合类产品。
3	推进银行与基金公司、银行与保险公司等各类机构深度合作，鼓励银行及理财公司将更多符合条件的公募基金管理人纳入合作机构名单，研究出台保险机构投资私募理财产品和私募股权基金的相关政策。
4	引导商业银行有序处置非标不良资产，鼓励新设理财子公司加大证券投资。
5	支持保险公司通过直接投资、委托投资、公募资金等多种渠道，增加资本市场投资，特别是优质上市公司的股票投资。
6	对保险公司权益类资产配置实行差异化比例监管，引导保险机构将更多资金配给与权益类资产。

资料来源：证券日报，华西证券研究所整理

（3）完善基础制度安排：信息披露制度、再融资制度、减持制度、“T+0”等

1) 再融资政策

再融资引入差异化分类审核制度。2020年9月，证监会发布《上市公司再融资分类审核实施方案（试行）》，详细规定差异化的分类审核制度，对信息披露表现优异的公司提供“政策优待”，体现了以信息披露为核心的监管体系。

科创板引入小额快速融资，提升再融资便捷性。2020年7月，证监会发布《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》，上交所同步发布《审核规则》、《承销细则》、《审核问答》等3项细则，及《科创板上市公司主要股东以向特定机构投资者询价转让和配售方式减持股份实施细则》，进一步完善科创板的发行机制，提高科创板对优质企业的吸引力。

2) 减持制度：2020年3月，证监会发布《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定》，明确对专注于长期投资和价值投资的创业投资基金减持其持有的上市公司首次公开发行前股份，给予差异化政策支持，有利于促进创业资本形成。

2020年4月，上交所发布《科创板上市公司股东以非公开转让和配售方式减持股份实施细则（征求意见稿）》，开辟科创板减持新渠道，进一步完善科创板的退出机制，提高对投资者的吸引力。

3) 研究引入单次“T+0”：2020年5月，在回应2020年全国两会期间代表委员关于资本市场的建议时，表示将“适时推出做市商制度、研究引入单次T+0交易，保证市场的流动性”。

“T+0”是全球资本市场普遍采取的交易机制，“单次T+0”意味着日内单次买入后可卖出，或日内单次卖出后可买入，相关研究专家指出初期推出“T+0”制度应限制回转交易次数，以免过度投机。

图 10 我国证券交易制度的演变

	A 股	B 股	可转债	权证	股指期货
1990.12	T+4				
1991.1	T+1 (伴随无纸化交易)				
1992.5	上交所T+0	T+0 (B股市场建立)			
1993.11	深交所T+0	T+0			
1995.1	T+1	T+0	T+1		
2001.2	T+1	T+1 (B股对国内投资者开放)	T+0		
2005.8	T+1	T+1	T+0	T+0 (05.8宝钢权证上市揭开展权证大幕)	
2010.4	T+1	T+1	T+0	T+0 (11年8月长虹权证摘牌, 此批权证退出历史舞台)	股指期货上市, T+0

资料来源：华西证券研究所

图 11 部分地区股市的“T+0”交易情况

地区	是否允许“T+0”交易	“T+0”交易监管情况
美国	允许	不同账户监管不同, 实行“T+3”交割制度。
英国	允许	回转交易所占比重较低。实行“T+2”交割制度。
日本	允许	对日内回转交易次数有明确限制。
中国香港	允许	实行“T+2”交割制度。
中国台湾	允许	信用账户融资融券相抵冲销和现股当日冲销交易。
印度	允许	限制投资者的每日头寸和日内成交量。实行“T+2”交割制度。
泰国	允许	对国内个人投资者有限制, 要求总成交额不能超过保证金的 4 倍。
荷兰	允许	由荷兰证券委员会进行许可证管理。
加拿大	允许	由 QSC 根据 IOSCO 的监管指引对回转交易进行特别监管。
德国	允许	联邦金融服务监管局专门制定了回转交易指引。

资料来源：华西证券研究所

(4) 多层次资本市场建设将获得进一步推进

多层次资本市场建设将获重新梳理并推进, 此前第一财经报道的“深交所主板与中小板合并”事项有较大概率得到落实, 主板(中小板)、创业板、科创板、新三板以及区域股权市场分工合作, 相应专板机制将得以完善。

(5) 以金融控股公司为主体的综合经营可能获得推进

2020 年 9 月 14 日国新办举行国务院政策例行吹风会上, 请中国人民银行有关负责人介绍《金融控股公司监督管理试行办法》有关情况。人民银行副行长潘功胜表示, 我国金融业实行的是以分业经营、分业监管为主的架构。这种格局是在长期实践中探索形成的, 符合我国经济金融发展的现状, 应当予以坚持。

潘行长同时表示, 《金融控股公司监督管理试行办法》的实施, 是对当前我国金融业以分业经营、分业监管为主的格局的完善和补充。在对外开放以及国外混业经营的背景下, 以金融控股公司形式探索综合经营可能获得推进。

例如, 2020 年 8 月 14 日证监会就《证券公司租用第三方网络平台开展证券业务活动管理规定(试行)》公开征求意见, 《管理规定》规定, 证券公司租用商业银行、保险公司的网络平台开展证券业务活动的, 证券公司与相关商业银行、保险公司应当存在股权控制关系, 或者由同一金融控股公司控制。相当于鼓励券商从所属金融控股集团内部引流, 推进金融混业经营。

(6) 进一步深化“对外开放”

近年来, 监管积极推进资本市场及金融行业的对外开放。从近期 QFII 投资等相关政策, 以及会议上监管表态来看, 金融行业的“对外开放”可能会被进一步强调。例如 10 月 23-25 日的外滩金融峰会上, 陈元强调“双循环”不是要关起门来搞经济, 是为了使国际国内两个市场更好联通, 是要以高水平开放助推国际经济大循环。而 10 月 27 日的第二届陆家嘴国际再保险会议上银保监会副主席梁涛致辞时表示, “保险业落实开放措施宜早不宜迟”。2020 年 11 月 3 日公布的十四五规划明确“推进金融双向开放”。

随着部分国家和地区的“民族主义”抬头, 中概股企业及潜在的中概股企业面临着更为困难的境外融资环境。“彼弃我取”, A 股的开放态度有望承接更多优质企业前来融资, 让国内投资者拥有更多选择权。

2.2. 大投行黄金发展期

2.2.1. 科创板新三板改革补全版图，多层次资本市场已然成型

目前我国已形成由主板（中小板）、创业板、科创板、新三板和区域性股权市场构成的多层次资本市场体系。

主板又分为上海主板和深圳主板，主要是定位于为大型蓝筹提供融资服务，目前上市企业 2039 家（含 14 家暂停上市企业），市值 56.25 万亿；中小板主要是对中型稳定发展的企业，是深圳交易所的一个板块，目前上市公司 995 家，市值 13.74 万亿。

创业板 2009 年诞生以来，以快速成长的科技型企业为主，目前上市公司 892 家，市值 10.97 万亿。科创板则是在沪市设立的专门投资科技创新企业的股票板块，于 2019 年 6 月设立，目前上市公司 215 家，市值 3.49 万亿。

新三板市场于 2013 年 1 月正式揭牌运营，在全国中小企业股转中心进行。作为一个全国性的场外市场，它主要面向创新、创业、成长型的中小微企业，挂牌公司 8187 家。

区域股权市场又被称为四板市场，交易场所是各地区的股权交易中心，是由证监会监管，各地区“省办、省管”，针对各地区未上市或未挂牌新三板的其他中小企业，进行股权、债券的转让和融资服务的私募市场，采取的是“私募”形式，挂牌公司超过 3.8 万家。

图 12 由主板+中小板、创业板+科创板、新三板和区域性股权市场构成的多层次资本市场体系



资料来源：Wind，华西证券研究所

2.2.2. 注册制对研究定价、承销能力提出更高要求

1. 投资银行专业性提升，定价能力和效率将决定投资银行分化方向

核准制下公司上市的推荐和审核，往往更注重公司过去的业绩和表现，重点对公司过往在法律合规性和财务信息真实性方面的核查，需要对公司的报告历史负责。而注册制则侧重于公司未来的发展前景，通过把握公司未来的发展前景，降低承销风险和投资风险，这就需要对行业发展和公司业务模式有着深刻的理解。

同时注册制下，监管部门对企业审查弱化，只进行形式审核，发行人基本面的实质审核由投资银行全权负责。为了股票的顺利承销和自身信誉，投资银行需要努力提升专业能力。

定价方面将通过利益权衡选取适当折扣的价格来实现发行人、投资银行和投资者三方共赢，定价能力强、效率高的投资银行市场占有率提升，定价能力不强、效率低的投资银行缺乏立足之地。

2. 客户粘性增强，投资银行与机构投资者之间的联系更为紧密

注册制下为了保证发行成功，证券公司倾向于选择长期合作的机构投资者作为询价对象，需要同时平衡发行人和机构投资者间的利益，从而对发行价格形成双向制约。

3. 研究和销售作用上升

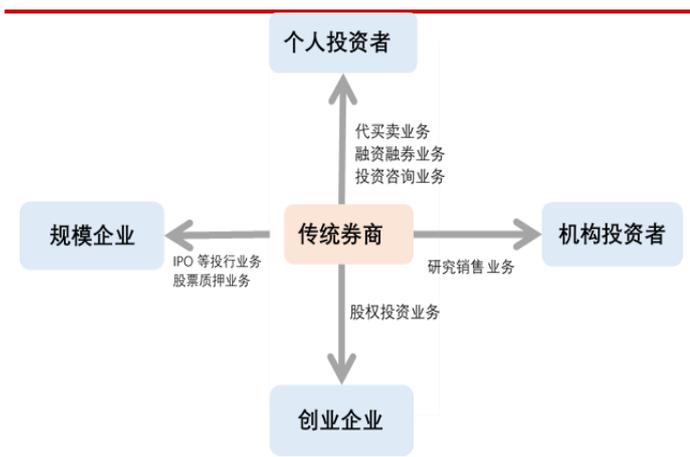
注册制下投行的定价与销售能力成为核心竞争力。股票发行由卖方市场转为买方市场。股票的定价是否合理，在很大程度上决定了股票发行是否成功。过高的定价和不被投资者看好的企业，即使通过注册登记，也可能发行失败。与此同时强大的销售能力也是成功的关键因素，这就需要投行把业务重点转向业务设置和产品销售商，具有强大的研究团队、机构销售团队将在竞争中占据优势。

2.2.3. 投行业务链条延伸：从保荐到创投、再融资、财富管理

传统证券公司运营模式下业务模块之间独立性较高，缺乏协同效应。经纪业务主要为代买卖业务及融资融券业务，个人客户中高净值个人比例低。为机构投资者提供服务单一，主要为金融产品代销及研究销售服务。

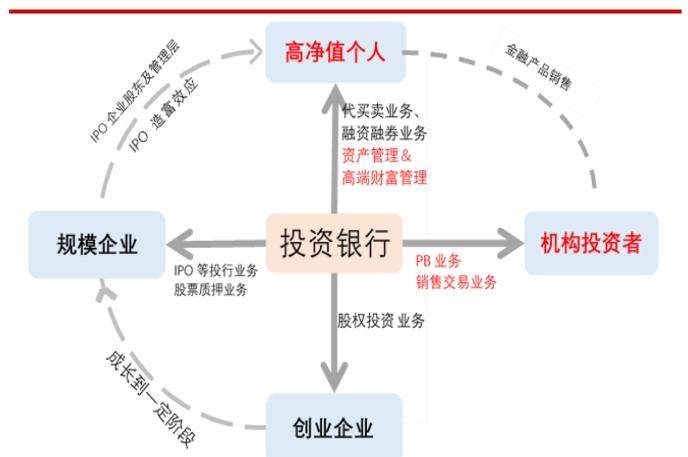
全业务链投行服务作为建设现代投资银行的核心要义。注册制下各业务模块协同增加，形成有机整体。要求现代证券公司具备产业思维，以客户需求为出发点，协同打造以创业投资、投资银行与高端财富管理为核心的综合金融服务体系，实现全业务链协同和价值延伸，不断推动业务模式转型，拓宽证券公司的发展空间。

图 13 传统证券公司运营模式



资料来源：华西证券研究所

图 14 现代投资银行运营模式



资料来源：华西证券研究所

首先，民营、新兴产业 IPO 数量增多，造富效应下股东及管理层成为券商高端财富管理业务重要客户来源。业内已有券商围绕民营企业企业家布局高端财富管理，除了 2007 年便已布局高端财富管理业务的中金公司，2020 年 5 月，华泰证券引入财富管

理业务的权威人士黄华，重点打造投行型私人银行，私行业务布局将重点围绕民营企业客户，构建以投资银行为核心的私人银行商业模式。

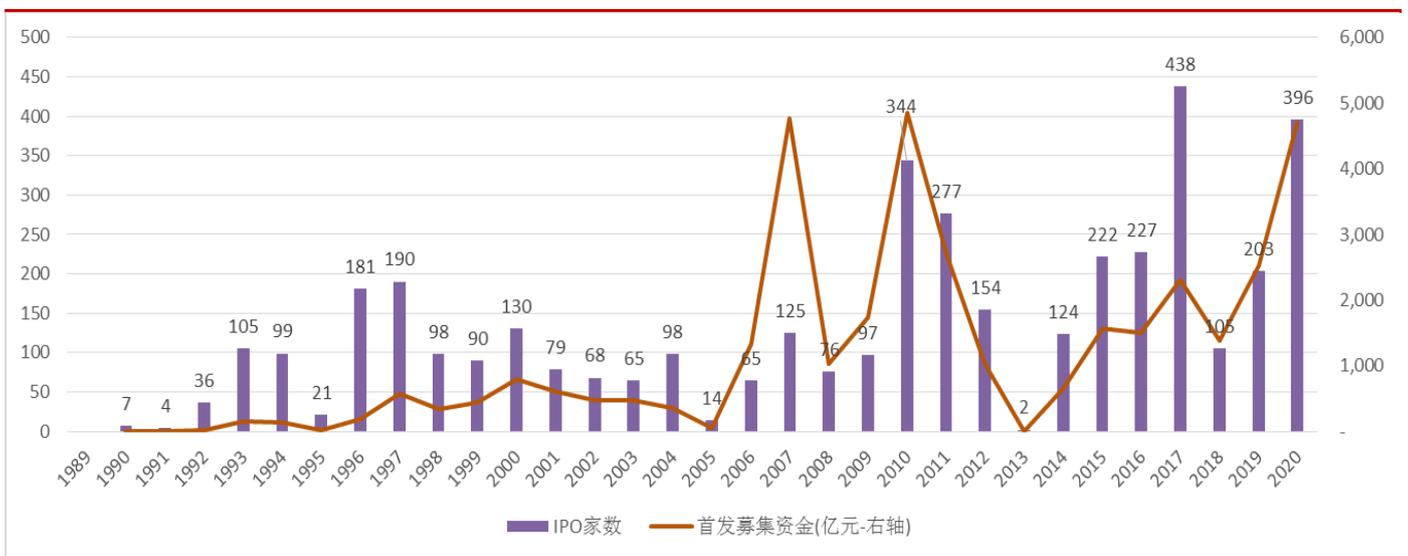
其次，私人财富管理部门可以利用投行项目优势，开发股票市场相关的定增、股票质押回购类项目、并购融资类项目，为高净值客户提供高端定制化产品。

再次，自营业务功能显著变化，承担起卖方业务支持的功能，科创板跟投带来的“投资+投行”是证券自营业务支持投行业务的显著代表。

2.2.4. 注册制常态化发行下投行融资规模更上台阶

2009年创业板开板以来，A股每年IPO首发家数较此前明显增多。2010年以来，不含IPO暂停的2013年，A股年均首发家数为242家，首发金额2261亿元。其中首发家数的最大值为2017年的438家，首发金额的最大值为2010年的4856亿元。

图 15 30 年来 A 股每年首发家数与金额



资料来源：Wind，华西证券研究所

表 6 美国历年 IPO 发行情况

期间	发行数量	发行规模 (亿美元)	平均发行数量
1984-1988	638	42.54	127
1989-1993	1854	151.94	370
1994-1998	3224	240.98	644
1999-2003	1863	317.21	372
2004-2008	1661	302.21	332
2009-2013	1807	338.16	361

资料来源：证券日报，华西证券研究所整理

未来全面实施注册制是大势所趋，全面实施注册制之后，首发数量将会迈上新台阶。在科创板开通之后，作为创业板实施注册制的首年，2020年，首发家数396家，首发金额4700亿元。2018年以来IPO发行项目融资额均值为12.5-13亿元，参考美国IPO常态化发行数量，假设每年发行360家，则IPO融资额为4500-4680亿元。

再融资业务：注册制发行的思想首先在科创板试点，此后扩展到创业板以及其他再融资市场。06-19年全市场再融资复合增速约17%，注册制实行初期再融资增幅预计相对高点，假设再融资同比增速30%。

核心债业务：交易所市场与银行间市场的互联互通是大趋势，两个市场的联通将提高交易所市场的流动性与市场容量，我们对这个市场充满信心。2011年-2019年这个市场的复合增速为38%，我们假设2021年增速为31%。

2.3. 财富管理助力经济“内循环”

2.3.1. 一级市场直接融资功能的发挥需要活跃健康的二级市场

2018年底以来，注册制推进过程持续超预期，其中活跃的二级市场是改革顺利推进的基础条件。

图 16 2019-2020 年上证综指、创业板指取得较好表现



资料来源：Wind，华西证券研究所

历史上共发生过9次IPO暂停事件，大多数与市场低迷有关。例如最早1994年7月，股市暴跌后监管层出台“三大救市政策”，包括IPO暂停五个月；2008年金融危机以及新股大量发行导致市场暴跌背景下，IPO暂停八个月；2015年股市剧烈波动A股多次千股跌停，IPO暂停四个月。

表 7 历史上的 9 次 IPO 暂停事件

次数	期间	时长	原因
1	1994年7月21日-1994年12月7日	五个月	1994年中国股市暴跌，监管层出台“三大救市政策”
2	1995年1月19日-1995年6月9日	五个月	国债期货市场爆发“3·27事件”
3	1995年7月5日-1996年1月3日	六个月	市场低迷
4	2001年7月31日-2001年11月2日	三个月	国有股减持方案出台，“市场价减持国有股”招致市场猛烈的抛压
5	2004年8月26日-2005年1月24日	五个月	试行IPO询价制度
6	2005年5月25日-2006年6月2日	十二个月	股权分置改革
7	2008年12月6日-2009年6月29日	八个月	金融危机以及新股大量发行导致市场暴跌
8	2012年11月16日-2014年1月17日	十五个月	监管层开展史上最严的IPO公司财务大检查
9	2015年7月4日 - 2015年11月	四个月	A股出现多次个股跌停的股灾

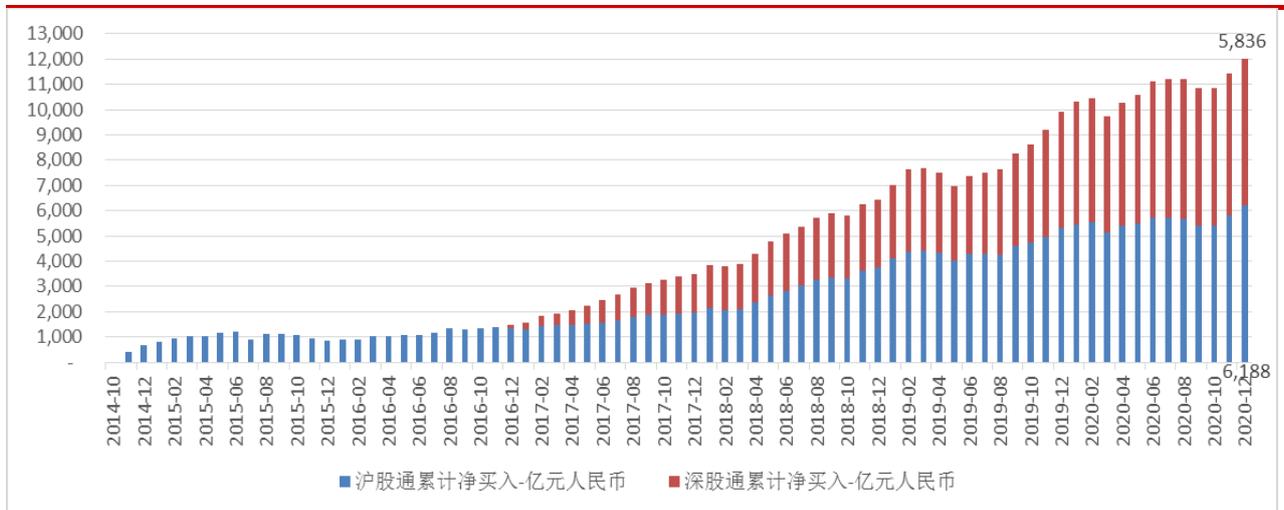
资料来源：华西证券研究所整理

2.3.2. 外资持续流入 A 股

近年来随着对外开放进程的加速，外资持续净流入。从陆股通渠道来看，2014年11月至2020年底陆股通累计净流入资金12,024.09亿元，年均流入近2000亿元。

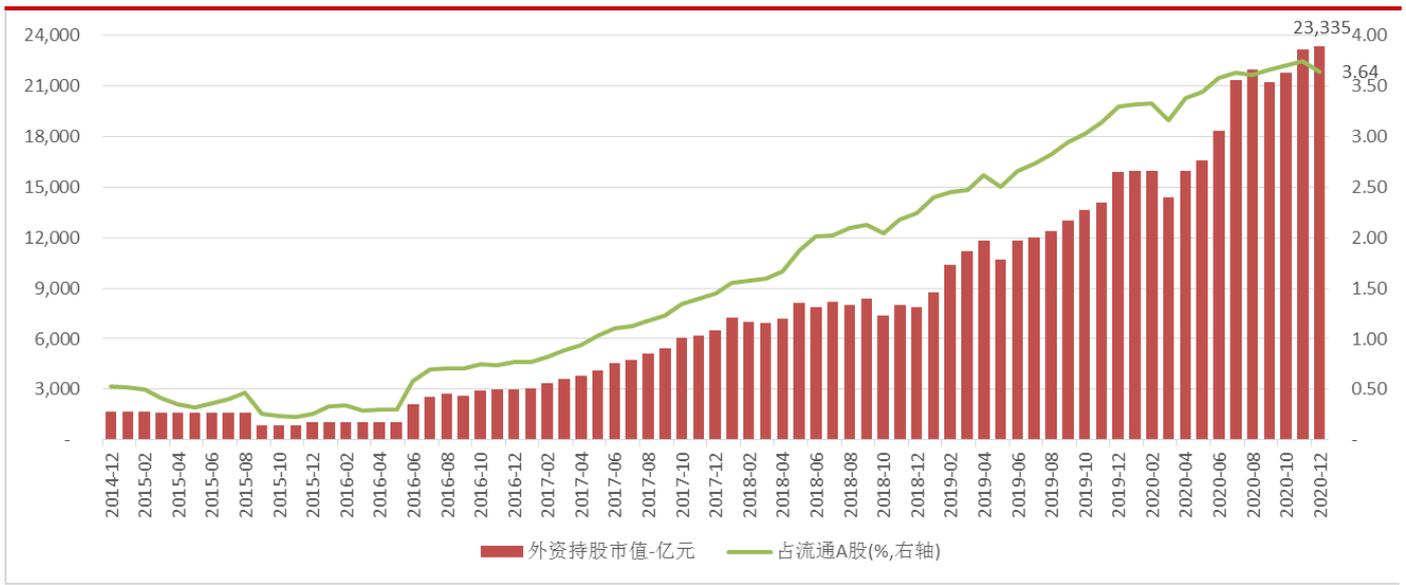
外资持仓A股市值持续攀升，2016年6月30日，外资持仓市值仅2298亿元，截至2020年10月30日，外资持仓市值高达2.2万亿元，占流通A股的3.7%。

图 17 陆股通持续净流入（2014 年 11 月-2020 年底）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 18 外资持 A 股市值和占流通 A 股比例持续增长 (2014 年 11 月-2020 年底)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

2.3.3. 银行理财净值化和打破“刚兑”引导居民大类资产配置迁移

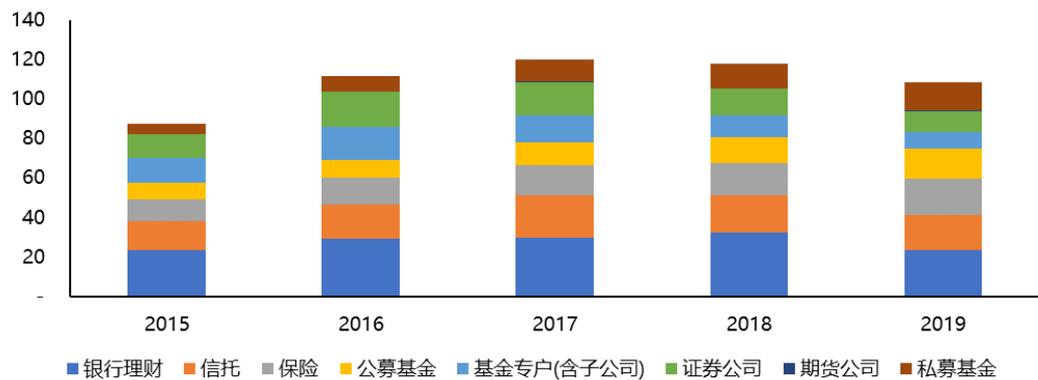
“刚性兑付”一开始是为了保护金融产品投资者的权益，但逐渐成为金融业健康发展的障碍。机构及个人的“刚性兑付”意识，一定程度上扭曲了市场机制，提高无风险收益率水平，可能引发严重的道德风险。2018年4月27日，经国务院同意《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式发布。央行有关负责人就《意见》相关问题回答记者提问时表示，资管产品将打破刚性兑付，实行净值化管理。

资管产品打破刚兑将引导居民大类资产配置迁移，一方面真正有能力帮助客户进行资产管理的金融机构将受益，另一方面股票、债券市场有望迎来较大发展。“刚兑”被打破，意味着保本保收益时代已经过去，一些银行理财净值化产品甚至出现亏损。投资者应寻找新的投资方向，券商、基金公司等资管机构都在布局投顾等领域，把投资交给专业人士打理是未来的大方向。同时在宏观经济增速进入新常态、银行存款与货币基金收益率持续下滑，房住不炒的政策下房地产信托收益率下滑，有望引导居民资产更多地向股票、债券等标准化市场迁移。

近年来公募基金业务获得迅速发展。基金账户数量增长迅速，从2017年的13.49亿户增长58%至2018年的21.26亿；公募基金存续规模由2017年的11.04万亿份增长到现在的16.09万亿，新成立基金份额从2017年的7135.92亿份增长到了现在的2.5万亿份，增长幅度分别高达46%和251%。

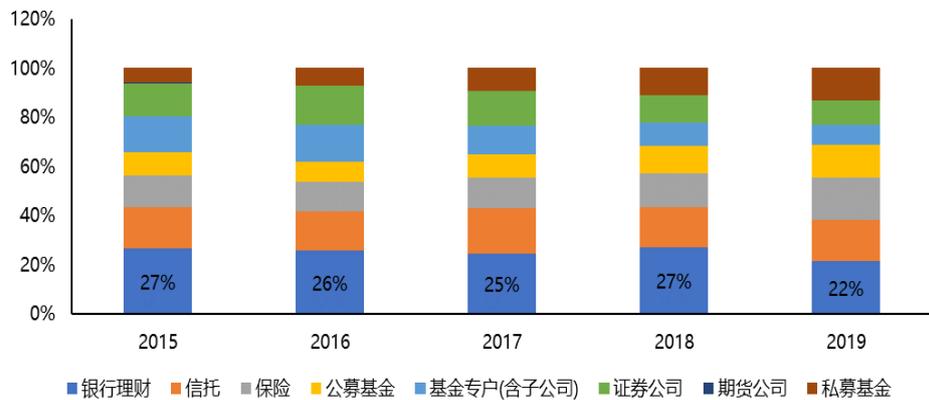
从存量理财市场份额来看，2018年以来银行理财的份额在下降，而公募基金、保险份额在上升。银行理财的市场规模由2017年的29.54%大幅下滑到2019年的23.4%，而公募基金则由2017年的11.6%增长到2020H1的16.9%，保险由2017年的14.92%上升到2019年的18.53%。

图 19 中国各类理财产品规模 (2015-2019 年, 单位: 万亿元)



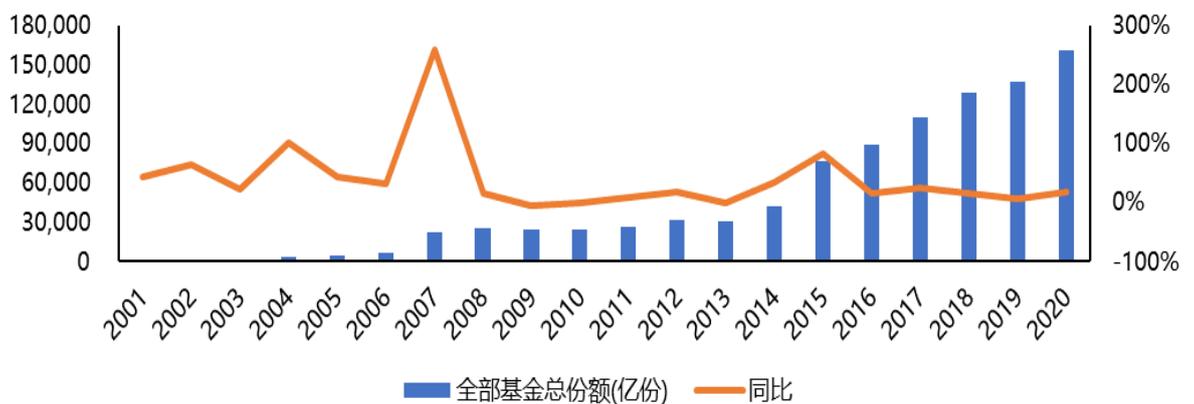
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 20 中国各类理财产品规模占比 (2015-2019 年)



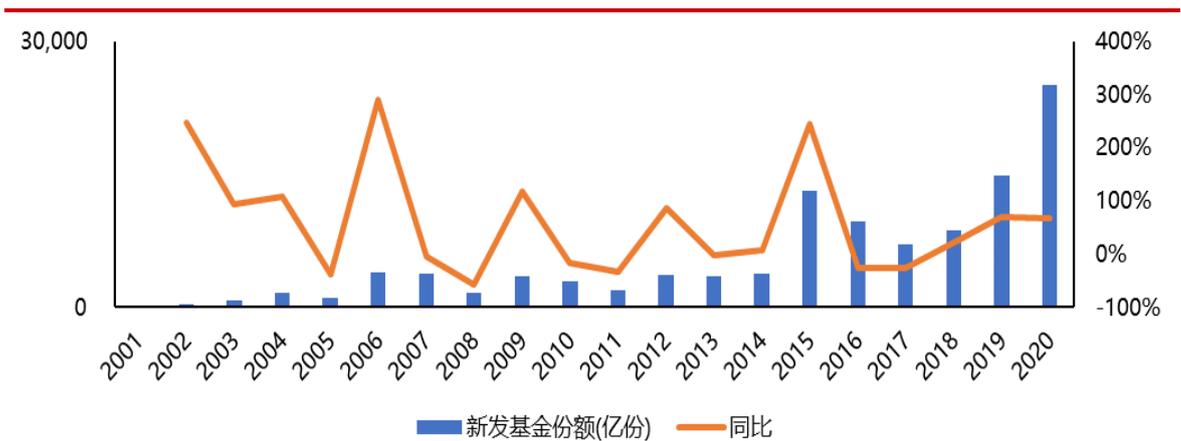
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 21 公募基金的存续份额增长迅速 (2001-2020)



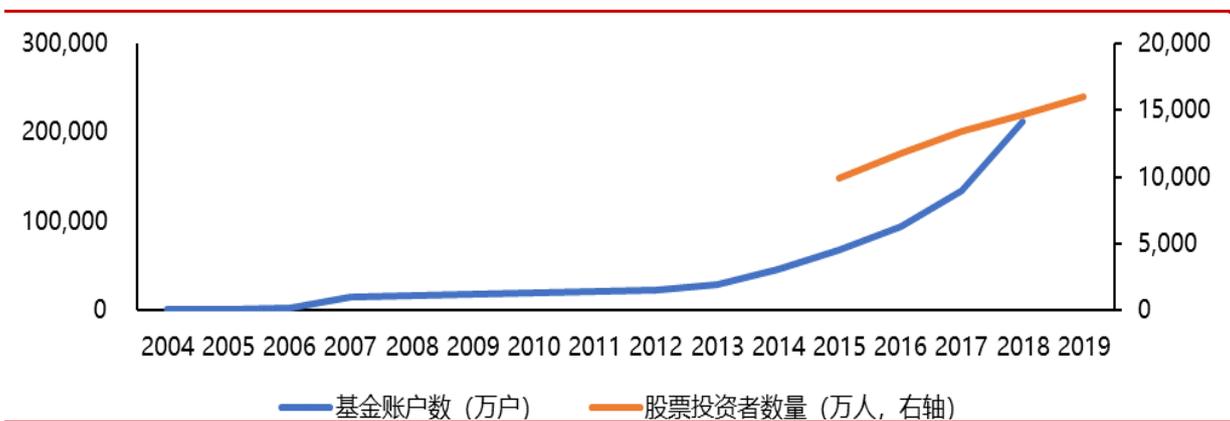
资料来源: Wind, 华西证券研究所

图 22 新发基金份额迅速增长（2001-2020）



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 23 基金账户数迅速增长（2004-2019）



资料来源：Wind，华西证券研究所

2.3.4. 买方投顾引导长期投资，金融科技助力财富管理

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》，买方投顾业务正式破冰，目前已有多家基金公司、基金公司销售子公司、第三方基金销售机构、银行、券商等获得基金投顾试点资格。

基金投顾业务试点是卖方投顾向买方投顾转型的里程碑事件，基金投顾业务为国内金融机构深度开展资产配置服务、提升客户黏性带来历史性机遇。目前获批试点资格的各类机构在公募投顾业务上均已有一定布局。

1) 基金公司方面，华夏基金的“查理智投”推出约 10 款产品，既有内部基金，也有外部产品；南方基金“司南智投”组合成份股包括全市场基金产品；嘉实基金的“嘉实财富投顾账户”，分安心账户、稳健账户、进取账户；中欧基金的“水滴投顾”分短期现金管理、中短期稳健理财、中长期财富增值。

2) 第三方基金销售平台提供智能投顾产品，根据投资目标，匹配相应的投资策略，并计算未来模型测算的累计收益率。比如腾安基金于 2020 年正式推出“四笔钱”投顾服务升级计划，“四笔钱”分别指的是活钱管理、稳健理财、长期投资及保险保

障，同时上线了6种投资策略。蚂蚁财富则推出“帮你投”，是首家中外合资的基金投顾。

表8 买方投顾试点获批情况

试点批次	机构类型	机构名称
第一批 (2019.10)	基金公司	易方达基金
		南方基金
		华夏基金
		嘉实基金
		中欧基金
第二批(2019.12)	独立销售机构	腾安基金
		盈米基金
		蚂蚁基金
第三批 (2020.03)	银行	工商银行
		招商银行
		平安银行
第三批 (2020.03)	券商	国泰君安
		华泰证券
		申万宏源
		中信建投
		银河证券、
		中金公司
		国联证券

资料来源：监管网站，华西证券研究所

3) 基于试点银行在智能投顾、代销、客户群等方面的基础积累，三家试点银行都已推出线上智能投顾业务，根据客户画像推荐适合客户风险偏好的基金、组合。试点银行将通过线上线下结合的方式，推进业务营销、落地。

4) 券商方面，近年来券商经纪业务纷纷向财富管理转型，着力打造投顾团队，投顾人数大幅增长。目前各家试点券商已上线自己的投顾品牌，例如国联证券“国联尊宝”官方APP新设了一个“投顾专区”，上半年已经完成首批客户的签约和交易；银河证券上线“财富星-基金管家”；国泰君安“君享投”已上线了三大系列的投资策略，分别为货币增强系列、钻石精选系列、主题投资系列；中信建投证券正式推出基金投资顾问服务品牌“蜻蜓管家”；申万宏源的基金投顾业务的品牌为“星基汇”；华泰证券涨乐财富通APP上线基金投顾服务“涨乐星投”；金财富推出“A+基金投顾”。

在金融科技蓬勃发展的背景下，长尾客户的维护成本大大降低，关注尾部客户产生的总体效益大大增加。通过对海量数据进行观察分析，划分客户类别，根据客户共性予以产品推荐和售后管理，通过策略模型响应客户需求的方式将成为服务客户的主流方式。

表 9 买方投顾服务进展

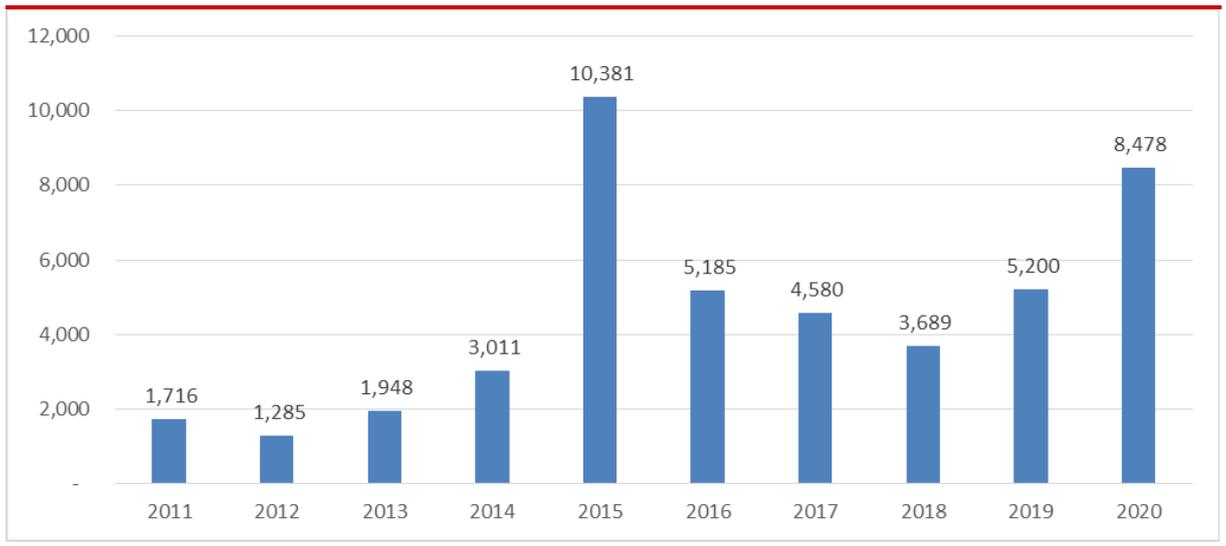
投顾试点机构	进展
国联证券	4月21日,国联证券完成首批客户的签约和交易。国联证券“国联尊宝”官方APP新设了一个“投顾专区”,客户通过该公司APP,可完成签约和交易等全部操作。
中国银河	5月15日,银河证券上线“财富星-基金管家”
国泰君安	“君享投”已上线了三大系列的投资策略,分别为货币增强系列、钻石精选系列、主题投资系列,后续还有十几个储备策略将陆续上架。
中信建投	9月7日,中信建投证券正式推出基金投资顾问服务品牌“蜻蜓管家”
申万宏源	9月22日,申万宏源基金投顾业务正式落地。基金投顾业务的品牌为“星基汇”
华泰证券	10月22日,华泰证券涨乐财富通APP上线基金投顾服务“涨乐星投”,借助在投资研究领域的长期积淀,及业内领先的“人+平台”投顾服务体系,提供基金投资管家式服务,旨在帮助投资者解决择基、择时及追涨杀跌等问题。
中金公司	9月9日,中金财富推出了专注于公募基金的投资顾问服务——“A+基金投顾”。
华夏基金	“查理智投”,推出约10款产品,既有内部基金,也有外部产品
南方基金	“司南智投”,组合成份股包括全市场基金产品
嘉实基金	“嘉实财富投顾账户”,分安心账户、稳健账户、进取账户
中欧基金	“水滴投顾”,分短期现金管理、中短期稳健理财、中长期财富增值
工商银行	基于试点银行在智能投顾、代销、客户群等方面的基础积累,三家试点银行都已推出线上智能投顾业务,根据客户画像推荐适合客户风险偏好的基金、组合。试点银行将通过线上线下相结合的方式,推进业务营销、落地。
招商银行	
平安银行	
腾安基金	正式推出“四笔钱”投顾服务升级计划,“四笔钱”分别指的是活钱管理、稳健理财、长期投资及保险保障,同时上线了6种投资策略。
盈米基金	发力零售与机构端基金投顾服务。创立了盈米旗下围绕买方投顾的三个服务产品,分别是且慢、蜂鸟和启明。
蚂蚁基金	上线“帮你投”服务,为首家中外合资的基金投顾。

资料来源:公司年报、媒体、华西证券研究所

2.3.5. 优质标的上市和监管放权让成交活跃成为可能

2020年交投活跃度同比显著提升。其中一季度日均股基成交额9145亿元,同比+47%,尽管20Q2日均成交金额较一季度下降,但同比仍有增长12%,三季度日均股基交易额11164亿元,同比+122%。整体2020前三季度日均股基成交额达9201亿元,同比+58%。(交易所尚未披露2020年12月股票、基金合计成交额)如果单看股票成交额,2020年两市成交额20.60万亿,即日均成交额8478亿元,

图 24 2011-2020 年股票日均交易额 (亿元)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

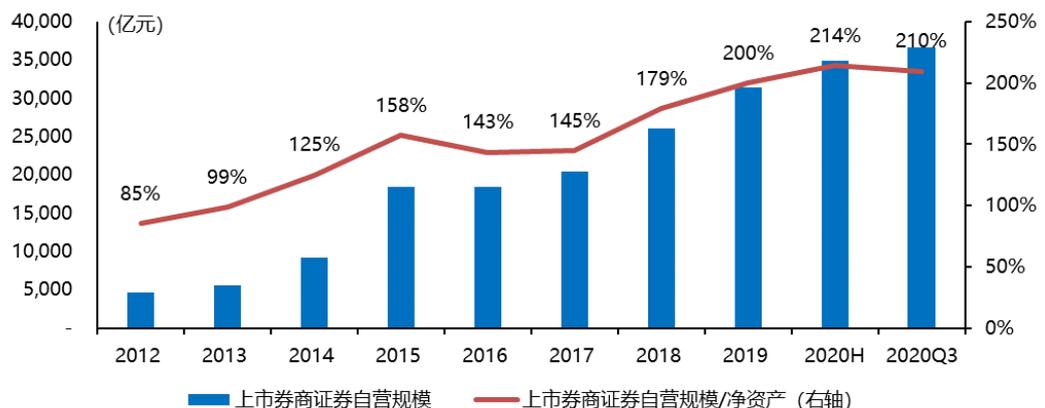
我们预计 2021 年市场呈现前高后低格局, 假设市场热度大致维持在较 2020 年三季度稍微弱一些的局面, 假设流通市值同比增+10%达到 65.4 亿元, 传统交易换手率 3.05% (20 年上半年换手率 3.09%, 前三季度 4.90%), 融资融券余额 1.65 万亿元, 信用交易换手率 16.22% (20 年上半年换手率 16.22%, 前三季度 17.18%)。可以得到市场日均股票交易额 8428 亿元, 对应股基交易额 9000 亿元。

2.4. 资金类业务: 自营去方向化, 资本中介升降分化

2.4.1. 证券自营规模持续提升, 策略去方向化

1) 行业自营杠杆 (证券投资金额/归母权益) 持续提升, 券商间分化较大, 头部券商杠杆更高

图 25 上市券商证券自营规模/归母权益 (2012-2020 年三季度)



资料来源: Wind, 华西证券研究所

行业整体加杠杆趋势明显, 三季度末证券投资资产是归母权益的 210%, 较之二季度末的 214%略有下降。

分券商来看：1) 杠杆分化较大，最高的中信证券 298%，最低的中银证券只有 71%；2) 头部券商杠杆倍数更高。最高的中信证券为 298%，中信建投、华泰证券、申万宏源分别为 290%、278%、263%，排名 3、4、5。东方证券、中国银河分别排名第 6、7，杠杆倍数为 257%、232%。有个例外是中小券商华林证券，杠杆倍数高达 294%，行业排名第 2。

表 10 各家上市券商 2015 年至今自营规模/归母权益

自营资产/归属母 公司权益	15	16	17	18	19	19H1	20H1	20Q3	2018排名	2019排名	2020H排名
中信证券	173%	174%	162%	203%	249%	211%	294%	298%	3	11	2
中信建投	159%	153%	167%	189%	227%	222%	267%	290%	7	5	4
华泰证券	210%	150%	148%	146%	234%	201%	233%	278%	4	13	6
国泰君安	138%	117%	113%	157%	194%	192%	223%	220%	15	15	8
海通证券	147%	140%	122%	178%	199%	188%	206%	178%	14	17	14
申万宏源	170%	144%	175%	197%	212%	178%	249%	263%	10	19	5
招商证券	206%	124%	136%	188%	229%	214%	228%	220%	6	8	7
国信证券	137%	110%	105%	179%	161%	182%	197%	148%	25	18	17
广发证券	233%	197%	190%	239%	212%	213%	211%	194%	11	10	11
中国银河	125%	114%	103%	140%	172%	153%	213%	232%	22	29	10
东方证券	266%	249%	228%	255%	279%	271%	279%	257%	1	2	3
方正证券	122%	176%	163%	199%	154%	176%	115%	97%	26	22	38
红塔证券	43%	29%	20%	142%	201%	190%	218%	179%	13	16	9
光大证券	107%	90%	156%	167%	190%	154%	177%	156%	17	28	25
兴业证券	201%	174%	197%	220%	215%	201%	203%	194%	9	12	16
华林证券	66%	61%	114%	77%	112%	106%	343%	294%	36	35	1
中泰证券	122%	129%	113%	175%	182%	176%	186%	202%	19	21	20
长江证券	133%	95%	121%	144%	146%	152%	186%	179%	30	30	19
长城证券	94%	93%	115%	141%	150%	160%	170%	145%	28	27	26
财通证券	101%	120%	112%	128%	120%	134%	133%	143%	35	33	36
西部证券	128%	173%	138%	172%	142%	148%	148%	154%	32	31	32
天风证券	178%	228%	217%	235%	231%	241%	183%	175%	5	3	21
东兴证券	244%	168%	227%	218%	211%	233%	206%	216%	12	4	13
浙商证券	75%	117%	112%	155%	150%	173%	203%	142%	29	24	15
国元证券	104%	127%	117%	135%	152%	144%	149%	144%	27	32	31
东吴证券	173%	176%	215%	192%	226%	220%	170%	167%	8	6	27
南京证券	118%	51%	47%	77%	135%	97%	163%	153%	33	37	29
国联证券	54%	58%	45%	39%	102%	32%	181%	164%	37	39	23
第一创业	143%	122%	142%	172%	176%	173%	144%	135%	21	23	34
国金证券	65%	65%	64%	91%	82%	97%	120%	103%	38	36	37
华西证券	99%	91%	135%	79%	133%	130%	177%	155%	34	34	24
西南证券	141%	175%	161%	180%	165%	194%	187%	146%	23	14	18
华安证券	136%	83%	102%	176%	163%	167%	181%	173%	24	26	22
太平洋	132%	110%	170%	223%	145%	170%	147%	109%	31	25	33
山西证券	58%	121%	132%	229%	187%	219%	167%	183%	18	7	28
国海证券	108%	211%	259%	263%	273%	295%	157%	220%	2	1	30
东北证券	271%	215%	148%	208%	181%	213%	142%	154%	20	9	35
中原证券	92%	100%	105%	155%	192%	177%	208%	162%	16	20	12
中银证券	128%	90%	79%	84%	77%	87%	75%	71%	39	38	39
合计	158%	143%	145%	179%	200%	190%	214%	210%			

资料来源：wind，华西证券研究所

2) 收益率来看行业整体较稳定但仍具较高弹性，股票市场表现最差的 2018 年行业证券自营收益率 3.4%，股市表现较好的 15 年收益率 9.9%，接近 18 年的 3 倍。

分券商来看，收益率分化较大，20H 最高的红塔证券收益率 5.4%，最低的华林证券只有 0.2%；头部券商收益率更低，这也与杠杆倍数更高的券商收益率更低相符合；从 18-20H 来看整体收益率排名具有较高稳定性，例如红塔证券、东北证券、南京证券、国金证券等收益率排名持续靠前，而中信证券、华泰证券、招商证券等大型券商收益率排名持续靠后；也有部分券商排名变动剧烈，例如兴业证券收益率排名提升明显，18 年收益率排名第 34 名，而 20H 排名第 4。而华林证券收益率排名急剧下降，这与其投资规模的急剧扩展应该有直接关系，从 18、19 年的第 1、第 7 名下降至 20H 的最后一名，从投资规模来看 20 年华林证券投资规模急剧扩张，证券投资/归母权益从 19 年的 106% 急剧提升至 20H 的 294%。

表 11 上市券商证券自营投资收益率（加回债券投资利息收入）

投资收益率	2015	2016	2017	2018	2019	2019H	2020H	2018排名	2019排名	2020H排名
中信证券	9.2%	3.4%	5.2%	3.2%	4.7%	2.4%	2.6%	27	32	20
中信建投	10.1%	4.4%	3.6%	4.5%	5.2%	2.1%	3.5%	16	27	11
华泰证券	5.8%	2.7%	6.3%	2.6%	4.6%	2.0%	2.0%	31	34	32
国泰君安	9.0%	6.2%	5.4%	4.1%	4.7%	2.4%	1.8%	19	33	35
海通证券	9.6%	3.9%	6.3%	2.3%	5.3%	2.8%	2.3%	36	26	28
申万宏源	12.3%	3.3%	4.4%	4.8%	6.0%	2.7%	2.5%	11	18	25
招商证券	7.5%	1.6%	3.2%	2.6%	4.6%	2.3%	2.0%	32	35	34
国信证券	13.5%	2.5%	3.7%	3.9%	5.6%	2.7%	2.6%	22	23	21
广发证券	8.5%	3.9%	5.7%	2.3%	5.1%	2.9%	3.4%	35	29	13
中国银河	9.9%	4.4%	3.4%	2.7%	5.7%	2.8%	2.6%	30	20	22
东方证券	13.2%	2.9%	6.1%	2.2%	4.8%	2.3%	2.6%	37	31	23
方正证券	6.8%	5.9%	2.6%	3.3%	3.5%	1.8%	0.9%	25	39	37
红塔证券	14.5%	1.1%	7.8%	5.7%	8.7%	3.3%	5.4%	6	1	1
光大证券	13.1%	2.3%	4.2%	2.5%	3.6%	3.1%	2.0%	33	38	33
兴业证券	11.1%	3.3%	6.2%	2.5%	7.1%	4.3%	4.2%	34	13	4
华林证券	12.8%	16.5%	9.4%	8.5%	7.5%	3.0%	0.1%	1	7	39
中泰证券	14.2%	2.7%	3.6%	4.8%	5.1%	3.1%	2.2%	12	30	30
长江证券	8.0%	3.4%	3.8%	2.7%	7.5%	4.3%	2.1%	29	9	31
长城证券	12.4%	4.1%	5.6%	5.2%	5.7%	2.9%	2.8%	8	21	18
财通证券	19.2%	7.3%	7.0%	4.9%	7.8%	3.5%	3.3%	10	5	14
西部证券	12.8%	5.4%	5.4%	4.7%	6.4%	3.6%	3.6%	13	14	10
天风证券	15.3%	5.5%	3.8%	4.1%	5.8%	2.8%	2.9%	20	19	17
东兴证券	8.5%	5.3%	4.9%	5.8%	5.3%	2.5%	3.3%	5	24	15
浙商证券	12.7%	2.3%	5.9%	4.9%	6.2%	2.7%	3.9%	9	17	7
国元证券	8.4%	3.7%	4.0%	3.1%	3.9%	2.1%	2.4%	28	37	27
东吴证券	10.4%	3.8%	3.9%	4.6%	4.2%	2.8%	3.1%	15	36	16
南京证券	10.6%	1.9%	5.9%	4.4%	7.9%	3.8%	4.3%	17	3	3
国联证券	14.3%	5.6%	6.0%	-1.7%	7.5%	9.0%	2.3%	39	8	29
第一创业	10.3%	1.7%	2.5%	3.8%	6.4%	2.9%	3.8%	23	16	9
国金证券	12.6%	3.4%	4.0%	7.3%	7.5%	3.3%	4.0%	2	10	5
华西证券	6.6%	4.1%	4.6%	5.7%	7.8%	4.4%	2.5%	7	4	26
西南证券	14.8%	3.1%	5.4%	4.7%	7.4%	3.1%	2.8%	14	11	19
华安证券	8.9%	0.6%	3.0%	3.6%	7.9%	3.6%	3.4%	24	2	12
太平洋	20.3%	4.9%	2.5%	-0.3%	7.6%	5.0%	0.8%	38	6	38
山西证券	14.6%	2.7%	6.6%	6.1%	5.7%	3.6%	3.9%	4	22	6
国海证券	7.7%	2.9%	3.7%	3.2%	5.1%	2.7%	3.9%	26	28	8
东北证券	12.6%	5.7%	5.3%	6.2%	7.2%	3.7%	5.0%	3	12	2
中原证券	10.6%	4.5%	3.8%	4.1%	5.3%	3.7%	1.7%	18	25	36
中银证券	10.9%	3.6%	4.1%	4.0%	6.4%	3.4%	2.5%	21	15	24
合计	9.9%	3.7%	4.9%	3.4%	5.3%	2.7%	2.6%			

资料来源：wind，公司公告，华西证券研究所

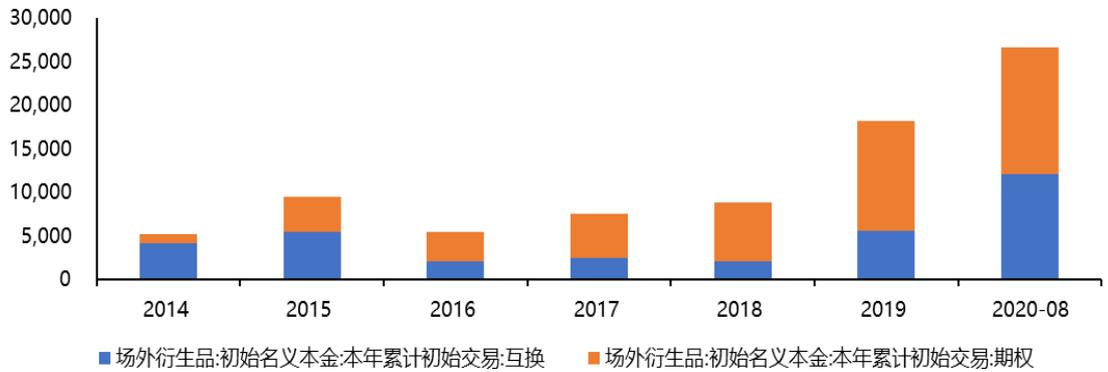
注 1：收益率包含债券投资利息；

注 2：数据未更新到三季报，原因是三季报未披露附注无法加入债券投资利息部分。

3) 衍生品业务发展迅速，自营探索去方向化

近年来，衍生品业务发展迅速，截至 2020 年 8 月，互换业务的初始名义本金累计值 1.21 万亿元，期权业务的初始名义本金累计值 1.45 万亿元，较 2018 年底分别增长 488%和 116%。

图 26 场外衍生品业务迅速爆发式增长



资料来源: Wind, 华西证券研究所

多家头部券商表示自营业务坚持低风险、非方向性。多家证券公司在年报中阐述自营业务的策略发生变化:降低风险、非方向性业务、量化交易、FICC 创新业务、宏观对冲成为自营业务新的方向。

表 12 多家头部券商自营策略上去方向化

公司	自营策略
国泰君安	坚持发展低风险、非方向性业务，稳步提升交易定价能力和客户服务能力。
海通证券	积极开展量化交易、国债期货、利率互换等 FICC 创新业务；为机构客户打造一站式、多样化的交易平台。
中国银河	多策略并行的业务模式；利率期权业务成功达成首批交易；跨境收益互换业务，服务客户跨境需求；继续为机构客户和零售客户提供浮动收益挂钩型收益凭证产品等
申万宏源	推进传统自营向综合交易、协同服务的战略目标转型；积极开发权益与衍生产品相结合的组合投资策略；持续发挥场外衍生品业务优势，扩大客户覆盖范围。
华泰证券	完善宏观对冲交易基本量量化交易模式，固定收益自营投资业务；通过大类资产轮动，建立策略多元化业务模式；以数字化重塑业务发展模式与管理范式。
中信建投	定制化期权及掉期产品，满足机构客户的对冲及投资需求。
招商证券	坚守风控优先原则，严格把控仓位管理、波段交易；积极运用各类衍生品大力开展中性策略交易，加强金融科技赋能。
光大证券	聚焦场内期权做市业务；提升交易对冲能力。
国信证券	以分红投资策略、定增/大宗交易投资策略、价值成长投资策略为主，公募基金组合投资策略、衍生品套利策略为辅。

资料来源: 公司年报, 华西证券研究所

2.4.2. 两融、股质升降分化

1) 融券业务发展迅速

长期以来我国融券余额占比不足 2%（科创板开板前）。制约融券业务发展的核心因素为券源渠道未打开，目前此约束条件在逐步放开。2019 年 4 月，上交所发布《科创板转融通证券出借和转融券业务实施细则》，扩大融券业务券源：公募基金、社保基金等机构可作为出借人参与科创板证券出借；战略投资者配售获得股票可参与科创板证券出借。

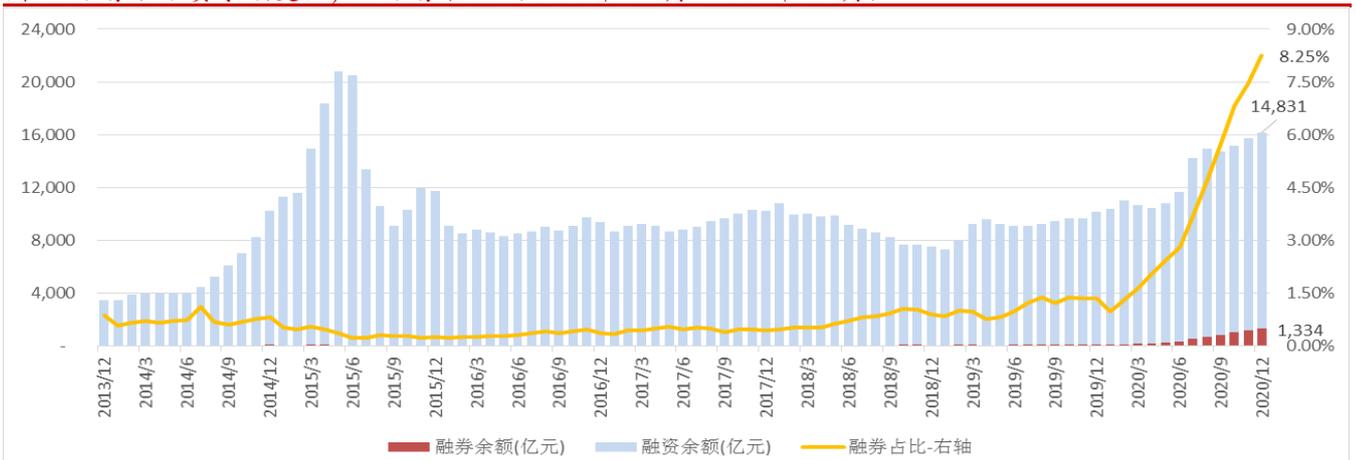
2019 年 6 月，公募基金参与转融通放开，进一步扩大了转融通证券出借的范围。易方达、华夏、南方、华安、博时和富国等 6 家公募基金公司获得了首批转融通证券出借人资格。2020 年 4 月，沪深交易所明确转融通证券出借涉及证券持有期计算有关事项，证券出借人参与转融通证券出借业务的，其持有证券的持有期计算不因出借而受影响，此项规定解决了转融通证券出借业务的红利税期限计算问题，公募的参与积极性大大提升。

表 13 公募基金参与转融通业务相关规定

参与证券出借业务的基金	出借规模要求	出借期限要求
处于封闭期的股票型基金和偏股混合型基金 战略配售基金（以封闭方式运作）	出借证券资产不得超过基金资产净值的 50%。	出借到期日不得超过封闭到期日。
开放式股票指数基金及相关联接基金（最近 6 个月内日均基金资产净值不得低于 2 亿元）	出借证券资产不得超过基金资产净值的 30%； ETF 基金参与出借业务的单只证券不得超过基金持有该证券总量的 30%； 其它开放式指数基金、ETF 联接基金参与出借业务的单只证券不得超过基金持有该证券总量的 50%。	出借期限在 10 个交易日以上的出借证券应纳入《公开募集开放式证券投资基金流动性风险管理规定》所述流动性受限证券的范围；证券出借的平均剩余期限不得超过 30 天（平均剩余期限按照市值加权平均计算）。
中国证监会认可的其他基金产品	-	-

资料来源：监管信息，华西证券研究所

图 27 融券和融资余额变化，及融券占比（2013 年 12 月-2020 年 12 月）



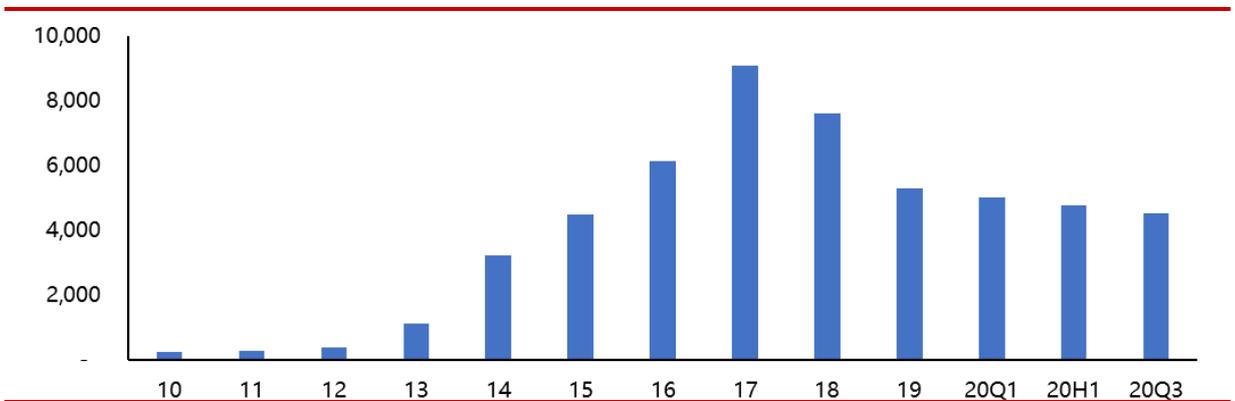
资料来源：Wind，华西证券研究所

2020 年，伴随融券政策的逐步放开，融券余额快速提升。截至 2020 年 12 月 30 日，融券余额达到 1334 亿元，在沪深两融余额占比为 8.25%；而在 2019 年末，融券余额仅有 138 亿元，占比 1.35%。

2) 股票质押业务继续压降

2018 年风险暴露后，券商对股票质押业务态度趋向谨慎，持续主动压降股票质押业务规模，2020 年以来股押业务规模继续压降但降幅较此前收窄。

图 28 39 家上市券商买入返售余额（亿元）



资料来源：Wind，华西证券研究所

2.5. 盈利预测：预计 2021 归母净利润同比+13.4%

2.5.1. 核心假设

1) 一级市场：

IPO：参考美国 IPO 常态化发行数量，假设每年发行 360 家，则 IPO 融资额为 4500-4680 亿元。

再融资：注册制发行的思想首先在科创板试点，此后扩展到创业板以及其他再融资市场。06-19 年全市场再融资复合增速约 17%，注册制实行初期再融资增幅预计相对高点，假设再融资同比增速 30%。

核心债：交易所市场与银行间市场的互联互通是大趋势，两个市场的联通将提高交易所市场的流动性与市场容量，我们对这个市场充满信心。2011 年-2019 年这个市场的复合增速为 38%，我们假设 2021 年增速为 31%。

2) 二级市场：

判断 2021 年市场整体维持震荡向上格局，假设市场热度大致维持在较 2019 年上半年稍微弱一些的局面，假设流通市值同比增+10%达到 65.4 亿元，传统交易换手率 3.05%（20 年上半年换手率 3.09%，前三季度 4.90%）。对应市场日均股票交易额 8428 亿元，对应股基交易额 9000 亿元。

假设融资融券余额占流通市值的比例与三季度末相同，为 2.54%，则 2021 年日均两融余额 15846 亿元（年初 15092 亿元、年末 16601 亿元）。

表 14 关于证券行业盈利预测的关键假设 (单位: 亿元, 佣金率单位: 万分之一)

关键假设	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
经纪业务						
日均交易额	4,139	5,599	9,004	9,468	9,959	10,479
佣金率	3.10	2.88	2.65	2.49	2.39	2.30
投行业务						
IPO	1,378	2,532	4,500	4,860	5,104	5,361
增发	7,524	6,888	8,361	10,869	12,675	14,782
配股	228	134	556	723	942	1,227
核心债券	39,922	56,205	65,365	85,373	112,148	147,736
资管业务						
集合资管规模日均	20,131	19,054	18,970	19,919	21,057	21,531
定向资管规模日均	126,938	100,563	91,189	95,748	101,220	103,500
专项资管规模日均	60	16	0	0	0	0
资本中介业务						
日均融资融券规模	9,131	9,116	12,642	15,846	17,431	19,174
日均股权质押规模	7,475	5,197	3,786	3,261	3,261	3,261
日均客户资金	9,989	11,189	15,000	18,700	22,440	26,928
自营业务						
平均投资资产	29,223	36,539	44,074	50,737	56,716	62,700
投资收益率	2.7%	3.3%	3.1%	2.9%	2.9%	2.9%

资料来源: 中国证券业协会, 华西证券研究所

2.5.2. 盈利预测

预计行业 2021 年营业收入为 4918 亿元, 同比增长 9.3%; 2021 年净利润收入为 1891 亿元, 同比增长 13.4%。

表 15 证券行业盈利预测 (单位: 亿元)

券商行业收入利润	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入	2,663	3,605	4,500	4,918	5,301	5,727
--经纪业务	623	788	1,165	1,152	1,163	1,175
--自营业务	800	1,222	1,358	1,486	1,661	1,836
--利息收入	215	464	560	695	724	766
--投行业务	370	483	641	770	915	1,100
--资管业务(含投资咨询)	307	313	317	357	379	392
--其他	348	336	459	459	459	459
营业支出	1,775	1,964	2,276	2,396	2,490	2,596
--营业税金及附加	24	25	32	35	37	40
--管理费用	1,521	1,795	1,902	2,016	2,107	2,209
--减值损失	194	215	258	254	246	240
营业利润	888	1,641	2,224	2,521	2,810	3,131
所得税	222	410	556	630	703	783
净利润	666	1,231	1,668	1,891	2,108	2,349

资料来源: 中国证券业协会, 华西证券研究所

表 16 证券行业收入增速及利润率预测

收入增速及利润率	2018	2019	2020E	2021E	2022E	2023E
营业收入增速	-14.5%	35.4%	24.8%	9.3%	7.8%	8.0%
--经纪业务	-24.1%	26.3%	47.9%	-1.2%	1.0%	1.0%
--自营业务	-7.1%	52.6%	11.2%	9.4%	11.8%	10.6%
--利息收入	-38.3%	115.8%	20.8%	24.0%	4.2%	5.8%
--投行业务	-27.4%	30.5%	32.8%	20.1%	18.8%	20.2%
--资管业务	-10.9%	2.1%	1.2%	12.7%	6.3%	3.3%
净利润增速	-41.0%	84.8%	35.5%	13.4%	11.5%	11.4%
利润率	25.0%	34.1%	37.1%	38.5%	39.8%	41.0%

资料来源：中国证券业协会，华西证券研究所

2.6. 竞争格局：打造航母级券商的三条路径

作为资本市场重要中介，证券行业机遇与挑战并存：一方面，需要积极承接各类企业直接融资需求，服务实体经济、助力产业结构升级；另一方面，在金融业对外开放的背景下，维护国内核心资产的定价权和市场稳定。与我国经济总量相比，我国资本市场的直接融资功能、价格发现能力和资源配置能力都有很大上升空间。相应地，相较资本市场的战略地位和发展规划，国内证券行业整体实力亟需增强。

早在 2019 年 11 月 29 日中国证监会答复《关于做优做强做大打造航母级券商，构建资本市场四梁八柱确保金融安全的提案》时，就明确表示要积极推动打造航空母舰级的头部证券公司，促进证券行业持续健康发展。鼓励市场化并购重组，支持行业做优做强。

2.6.1. 现有龙头融资扩规模

2019-2020 年期间，中信证券与中信建投的合并传闻甚嚣尘上，但均被官方辟谣。市场资金对于证券行业并购整合的预期大多来源于对证券行业顶层、高级别整体规划的揣测，也有对于外资投行、外资金融集团与内资券商因规模悬殊产生的“隐忧”。

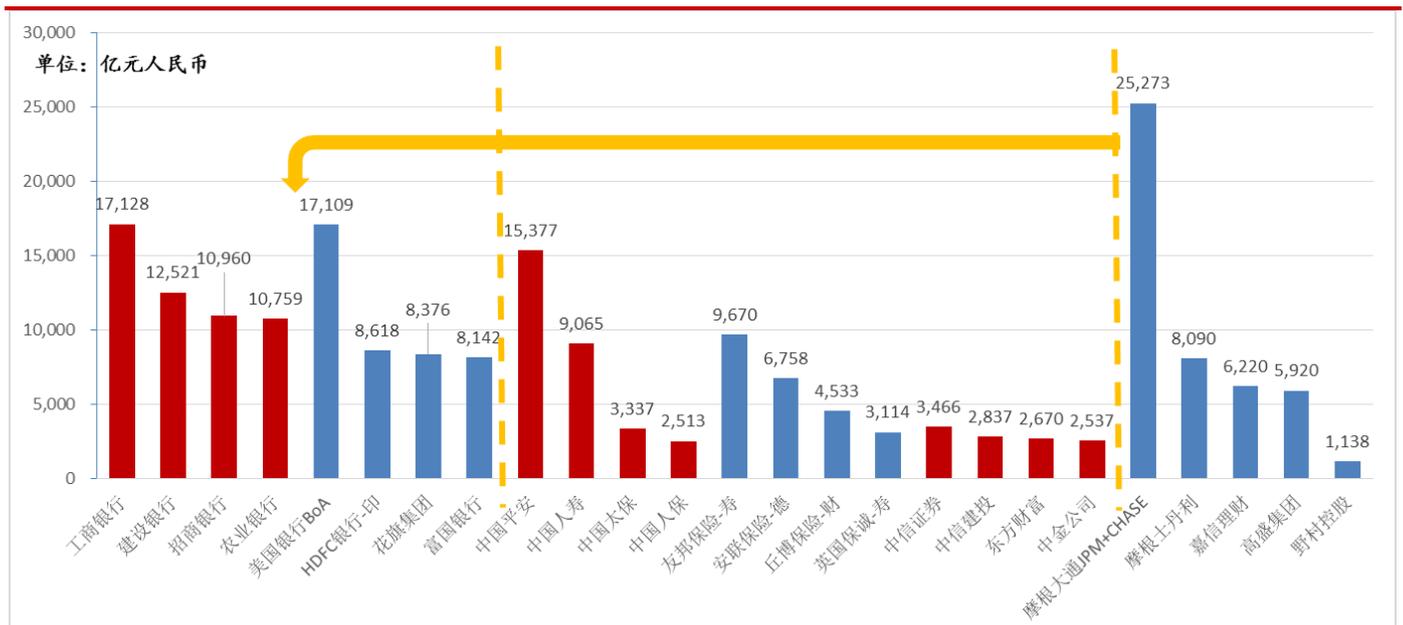
尤其是进行内外资不同金融领域的实力对比之后，一些研究报告会得出这样的结论：在商业银行和保险方向，内资龙头企业与外资的差异不大，甚至略有优势；在证券/投行方向，内资龙头券商处在“相对弱势”（如图 29、30）。

但值得我们注意的是，1) 对比内外资券商实力时，需要慎重选择对标企业。更重要的是，所谓“金融自由化”理论是否每一条都符合现阶段经济发展目标，“金融自由化”实践引发金融脆弱性风险事件的可能。因此，2) 内资券商不必“跟随”外资投行的评价体系。外资投行营收贡献高和优势业务，并不一定是适合当前经济发展阶段的，提升直接融资比例、掌握核心资产（股、债、大宗）定价权，并不一定需要过于复杂的衍生品设计，和大规模的 FICC 业务。

1) 当我们比较内外资券商/投行时，尽管筛选“投资银行业与经纪业”作为对标企业，但多数外资投行的营收结构中仍有很大比例来自信贷业务，如嘉信理财、摩根大通（需要划入银行类别）。

2) 外资投行的机构业务包含大量金融产品做市、交易等收入，机构业务净收入一度（2015 年）贡献高盛总营收的 45%。其中，部分衍生品交易属性远大于实体企业套保属性，且金融产品创设的复杂结构难穿透；部分大宗商品的交易业务还涉及资源品现货疑似“垄断抬价”等操作。显然，过度交易、衍生品无序创设并不符合（至少现阶段不符合）金融服务实体经济和拒绝金融空转的发展思路。

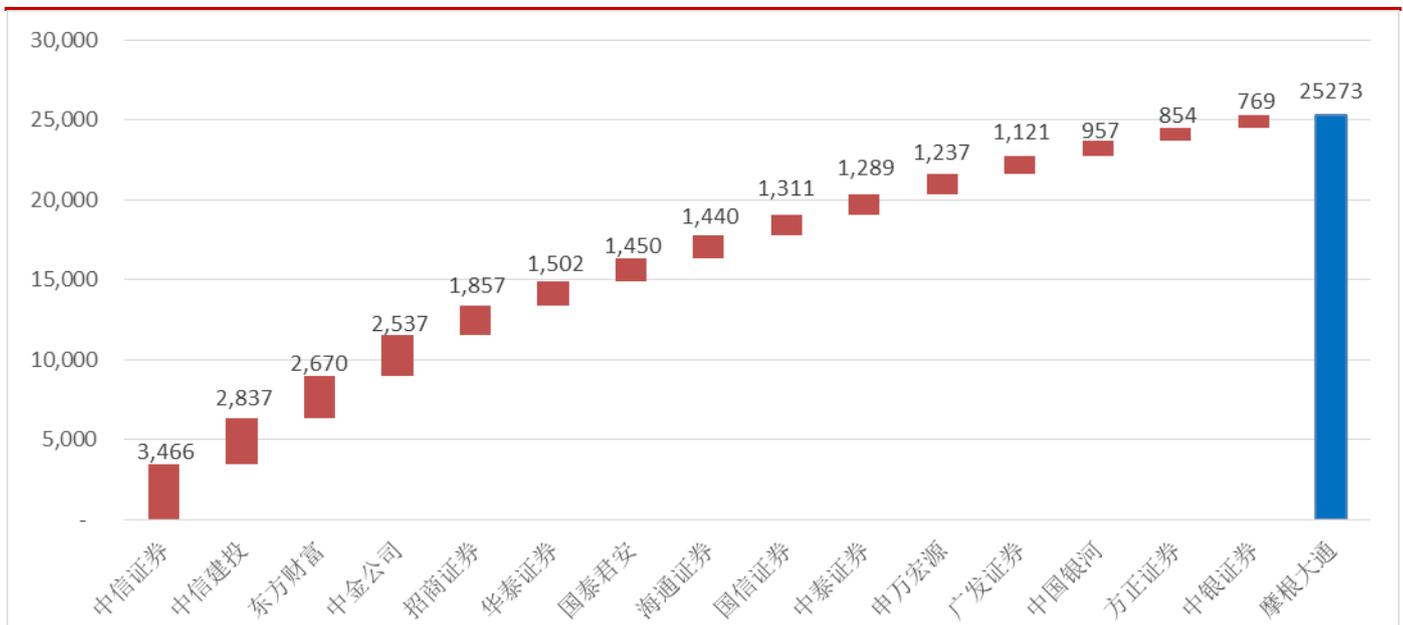
图 29 银行、保险、证券的内外资公司总市值*对比（单位：亿元人民币）



资料来源：wind，华西证券研究所

*截至 2020-12-31 收盘，总市值指标：1、各类别股份市值按照指定日人民币外汇牌价转换为人民币后加总；然后转换为指定币种进行展示。指定币种选择原始币种时，展示交易币种；但交易币种为辅币时，转换为交易币种对应主币进行展示。2、指标不可回溯：由于指定日股本或财务数据在数据提取日之后可能存在上市公司披露变更情形，因此不同日期提取的指定日数据可能会不同。

图 30 摩根大通和内资券商市值*前五的规模对比（单位：亿元人民币）



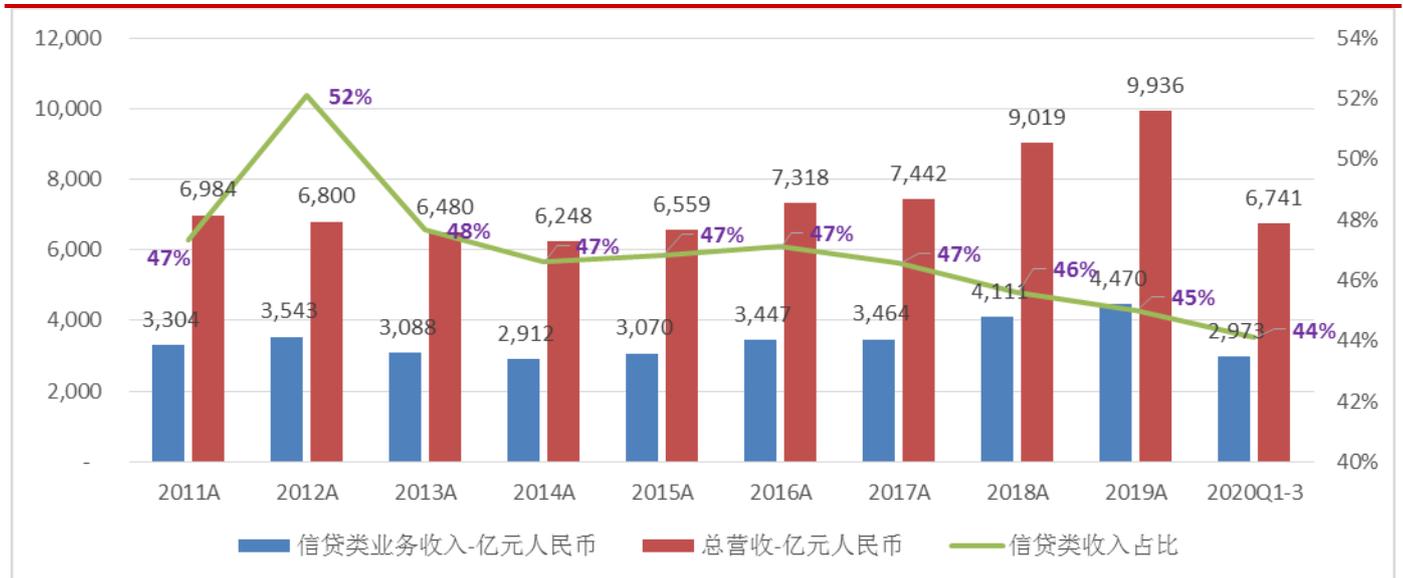
资料来源：wind，华西证券研究所

*截至 2020-12-31 收盘，摩根大通总市值 25273 亿元人民币，15 家内资券商市值合计 25297 亿元人民币。

我们将摩根大通营收中的“贷款所得利息收入”、“贷款及存款相关费用”、“信用卡收入”、“按揭收费及相关收入”四项表征信贷类业务收入。数据显示 2011 年以来，摩根大通的信贷类业务贡献超 44% 营业收入。因此，在比较内资外资券

商时，将摩根大通选做对标，无论从市值、资产规模还是经营指标（营收、利润），均需要剔除大通银行的影响。类似地，嘉信银行对嘉信理财的营收贡献也较高。

图 31 摩根大通的营收、信贷类业务*收入及营收占比（单位：亿元人民币）



资料来源：wind，华西证券研究所

证券公司作为资本市场的重要中介，现阶段 1) 投行提升直接融资比例，服务实体经济；2) 财富管理改善服务能力，服务居民资产配置和财富增值，服务二级市场健康稳健发展；3) 国内核心资产（股、债、大宗）的定价权需要资管（公募基金、私募）、银行、保险、券商等多方努力。因此，“打造航母级券商”是途径，服务实体经济才是目的。而上述 3 项服务实体经济的目的，是否需要投行“寡头”是存疑的。

如果我们研究华泰和联合证券、申银万国和宏源证券的整合，可以看出较大体量证券公司的业务整合和人员调整至少需要 2-3 年时间，整合后优势互补和业务协同效果的发挥就需要更多的努力。因此，从经营效率的角度考虑，券商龙头之间的并购难度大、耗时久，需要花更多精力在资源梳理和整合方面，或有错过行业黄金发展期的风险。因此，如果顶层设计对证券行业的高级别整体规划需要现有券商龙头并购整合，那么大体量并购的资源梳理、优势互补和整合后的投行、资管、投资效率都是需要考虑的要素。

对于现有券商龙头来说，1) 通过再融资增强资本实力，2) “打补丁式”并购有相对（区域、业务）优势的中小券商可能是中短期更为高效的方式。受益标的为中信证券、中金公司和华泰证券。

2.6.2. 借势突围：银行的企业资源、互联网科技和区域政策

考虑 CEPA 框架券商的情况下，截至 2020 年底，我国已有 9 家外资控股券商，这些外资金融机构实力雄厚，除汇丰银行和星展集团外，其余 7 家外资行总资产规模均超万亿（2019 年）。除高盛集团、瑞士信贷、大和证券外，其余 6 家外资企业均具备商业银行背景或混业经营实践。

从某种意义上讲，内资券商牌照已向外资商业银行放开。外资投行可依托集团雄厚的实力背景及商业银行业务带来较低的融资成本，全面提升在华证券业务的竞争力。

相较而言，内资券商在融资成本、企业客户资源方面仍有局限。商业银行也因缺乏投行业务资格，限制了自身为企业客户提供综合金融服务的辐射范围。

因此，内资银行从“与外资商业银行对等竞争”的角度寻求券商牌照，或部分券商业务资格（如投行业务）；内资券商借助股东集团的银行资源，协同开展业务。这样的“类混业”可行性研究正当其时。

表 17 控股内资券商的外资公司

名称	类型	属地	对应内资券商	持股	总资产	净资产	净利润	是否开展 商业银行业务	商业银行实践
				比例	亿元	亿元	亿元		
					2019	2019	2019		
瑞银集团	银行	瑞士	瑞银证券	51%	67821	3816	300.26	是	商业银行控股投行
摩根大通集团	银行	美国	摩根大通证券	71%	187477	18231	2541.5	是	商业银行控股投行
野村控股	券商	日本	野村东方国际证券	51%	24937	1632	142.23	否	券商控股商业银行
摩根士丹利	投行	美国	摩根士丹利华鑫证券	51%	62467	5769	630.79	否	投行控股商业银行
高盛集团	投行	美国	高盛高华证券	71%	69271	6417	590.61	否	-
汇丰银行	银行	中国香港	汇丰前海证券	51%	5248	506	44.55	是	同一控股股东旗下的投行和商业银行
瑞士信贷银行	银行	瑞士	瑞信方正	51%	56707	3149	246.26	是	-
大和证券	投行	日本	大和证券(中国)有限责任公司	51%	12859	4148	764.75	否	-
星展银行有限公司	银行	新加坡	星展银行(中国)有限公司	0.51	1129	118	7.03	是	商业银行控股投行

资料来源：wind，华西证券研究所

外资公司资产规模、净利润数据均采用历史汇率进行换算，数值单位为亿元人民币

银行的企业资源不仅对投行项目承揽直接有效，银行掌握的收支流水和信用数据对直接融资（发债、IPO、再融资）的信息披露和投资者保护也大有裨益。当然，混业经营的可行性研讨需要将“风险传染”和潜在“利益输送”的监管充分考虑。有望受益于集团或股东银行资源实现协同发展的券商有中银证券、招商证券、光大证券、兴业证券。

除了银行资源，券商还可以借助互联网的技术和流量，受益标的为东方财富和华泰证券；区域政策支持，受益标的为长江证券、天风证券、国元证券。

2.6.3. 同业并购

证券行业的同业并购整合需要更大的魄力和智慧，我们可以从民营股东出让控股权的现实考虑和国企层面混改双百计划两条路径筛选潜在标的。

2019年7月5日,《证券公司股权管理规定》(以下简称《股权管理》)在一年三个月的征求意见期之后正式发布。2020年6月12日,证监会发布《关于修改〈证券公司股权管理规定〉的决定》,在新《证券法》框架下,调整完善《股权管理》并向社会公开征求意见。

《股权管理》一方面降低券商股东门槛,有利于引导更多形式的社会资本参股或控股券商,丰富券商股东结构;另一方面对综合类券商的控股股东提出更高要求,目前综合类券商控股股东不达标的情况,将给予5年的过渡期,逾期未达标者将降格为专业类证券公司。

预计同业并购的受益标的为国金证券、国盛金控和锦龙股份。

3. 保险：利率上行估值修复，经济复苏带动负债端

3.1. 利率上行引导板块估值修复

保险股股价从2016年底开始与10年期国债收益率高度拟合,往往保险股走势提前反应了长债收益率走低或者走高的预期。2018年保险负债端同比下滑,因此估值较利率下行体现更加明显。因此对于长债收益率的判断是对未来保险股整体走势与投资价值的重要判断。

图 32 长债收益率与保险股估值相关性较高



资料来源: wind, 华西证券研究所

3.1.1. 经济复苏，长端国债收益率上行趋势可维持

次轮利率上行可以认为是利率周期波动的底部反弹,利率底部反应了风险兑现收益的成本越来越高,周期使然。从市场来看,经济复苏是支持利率上行的重要支柱。从2020年5月份开始名义GDP回暖,内需恢复,低利率脆弱可破。我们认为利率能维持上行的主要因素有以下几点:

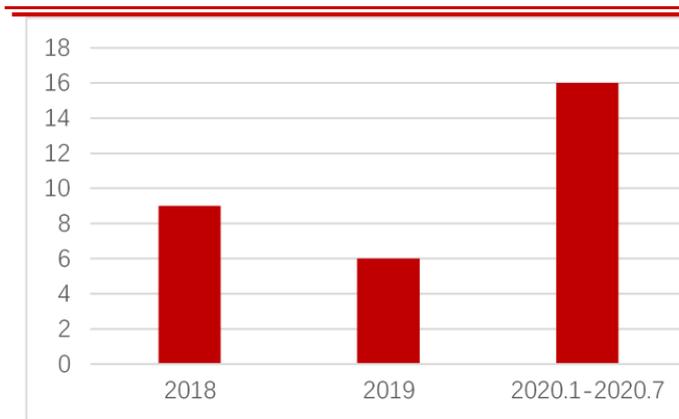
1、疫情的控制得当

- 2、内需恢复看 GDP 超预期增长
- 3、货币供给收紧

3.1.2. 投资端的影响因素

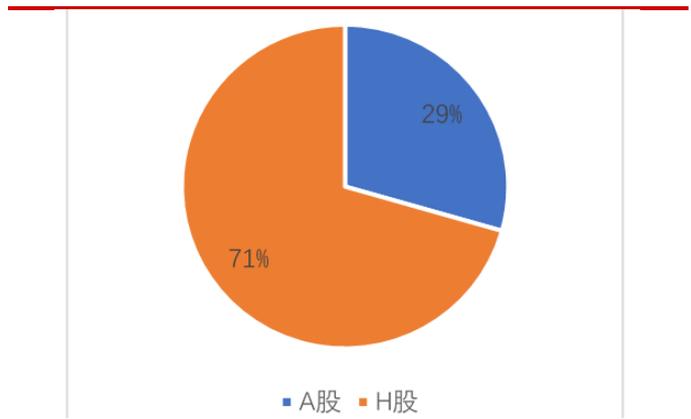
长端收益率上行，对保险公司的再投资收益率有促进作用。但我们认为不表示保险公司会增加固定收益投资的投资比例。2020 年 1-10 月，保险公司共对上市公司举牌超过 16 次，其中 H 股举牌占 71%。已超过 2018 年与 2019 年的举牌次数总和。在 2023 年开始变更 19 会计准则大环境下，我们预计保险公司会增加权益投资比例，并增加举牌公司达到最终并表的目的。被举牌公司的高 ROE 高分红率可以认为是另一种另类可靠“固收”资产。

图 33 保险公司举牌次数



资料来源：Wind，华西证券研究所

图 34 险企举牌标的的 A/H 分布



资料来源：Wind，华西证券研究所

另一方面，2018 年起，为稳定资本市场，监管层频出政策引导保险公司的长期稳定资金流向 A 股市场。2018 年 10 月银保监会发布《关于保险资产管理公司设立专项产品有关事项的通知》，允许保险资产管理公司设立专项产品，发挥保险长期稳健投资优势，为优质上市公司提供长期融资支持，险资举牌便开始逐步回温。2019 年 7 月 4 日，银保监会表示支持保险资金投资科创板上市公司股票，通过新股配筹、战略增发和场内交易等方式参与科创板股票投资，进一步优化保险资产配置结构，服务科技创新企业发展。而 2020 年 3 月 22 日，在国新办应对国际疫情影响维护金融市场稳定有关情况的发布会上，银保监会副主席周亮表示，对偿付能力充足率比较高、资产匹配状况比较好的保险公司，允许其在现有权益投资 30% 上限的基础上，还可以适度提高权益类资产的投资比重。7 月，明确权益投资比例最高可提升至上年末总资产的 45%。

提升权益投资比例提升了最高投资收益率的可能性，在保险姓保的大环境下，虽然聚焦保障产品，但量+价结合才是保险公司即保证现金流稳定又提升长期利润的发展模式。在负债成本长期锁定在 3.5%~4.05% 区间的情况下，如何长期匹配高负债成本仍是未来保险公司的一项重要工作。

图 35 保险公司资金配置的监管趋势



资料来源：银保监会网站，华西证券研究所

3.2. 保险需求持续挖掘，高频服务产品推升渗透率

虽然 2020 年整体保费承压，但从 10 年的维度来看，全国保险市场呈现稳中有升的趋势，未来发展空间仍然很大。全国近 10 年原保费收入从 2010 年的 14528 亿元增长到 2019 年的 42645 亿元，年均复合增长率为 15.6%。2020 年上半年为 33247 亿元，全年有望突破 50000 亿元。其中增速在 2011 年-2016 年保持稳步增长，2017 年与 2018 年有所下降，2018 年之后又开始增长。

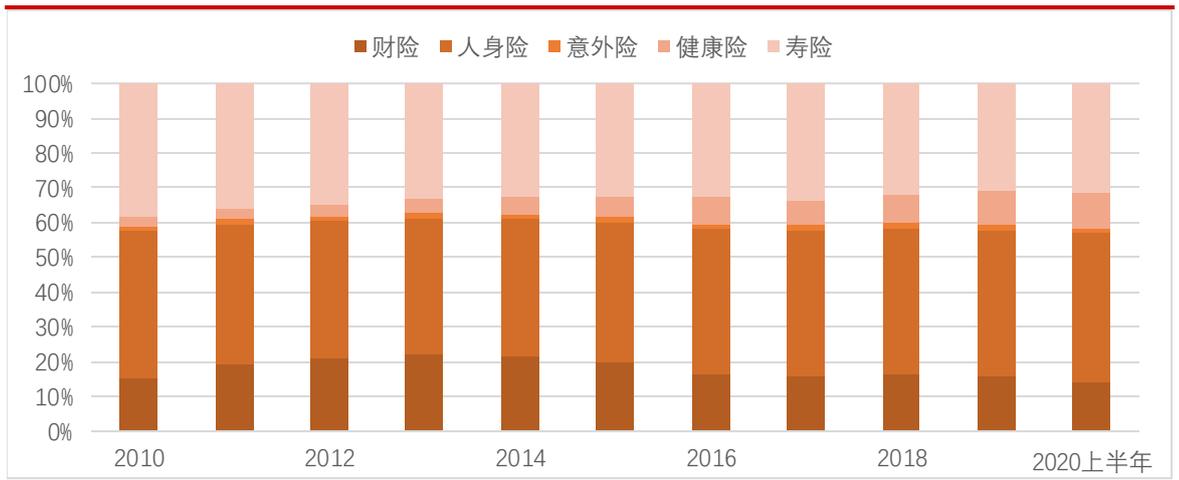
图 36 全国历年原保费收入（亿元）



资料来源：公司年报，华西证券研究所

五大主要险种原保费收入占比总体保持相对稳定的比例。其中健康险原保费收入占比逐渐扩大，其中在 2015 年占比突破 10%，2020 年上半年达到 18%，健康险总体增速高于全国保险规模发展速度。意外险原保费收入占比总体最小，人身险、寿险和财险占比相对比较稳定。

图 37 全国五大险种占比



资料来源：公司年报，华西证券研究所

我国保险市场发展相对发达国家比较落后，保险深度和保险密度有望继续提升。纵向来看，我国保险密度从 2010 年的 1086 元/人增加到 2019 年 3050 元/人，绝对量保持稳步增加，增速在 2016 年之前稳步增加，2016 年-2018 年有所下降，2018 年之后再次保持每年 10% 的高速增长；横向来看，2019 年我国保险密度为 3050 元/人，远低于主要发达国家的水平，其中保险密度最高的英国几乎为我国的 10 倍。

图 38 我国近十年保险密度 (元)



资料来源：wind，华西证券研究所

图 39 2019 年与主要经济体保险密度对比 (元)



资料来源：wind，华西证券研究所

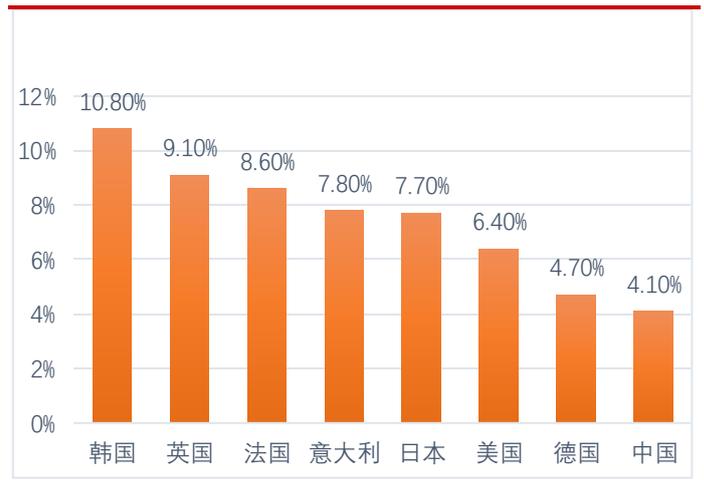
同样我国的保险深度近 10 年保持稳步增加，但是与主要发达国家仍有较大的差距。随着我国经济实力和人民生活水平的逐渐提高，未来我国的保险密度和保险深度有望继续保持较高速增长。

图 40 我国近十年保险深度



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 41 2018 年我国与主要经济体保险深度对比

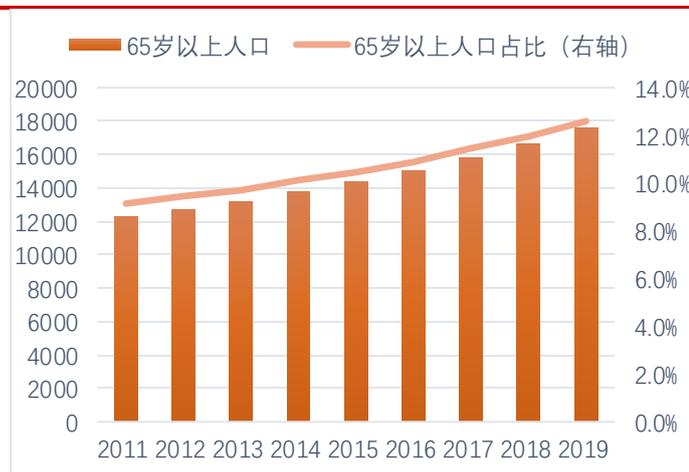


资料来源: wind, 华西证券研究所

中国老龄化程度不断加深, 依赖保单养老的方式得到越来越多的国人认同。2019 年我国 65 岁以上人口占比总人口达到 12.6%, 已经远远超过国际上 7% 的标准, 老年化程度较高, 未来计划生育前的大批人口逐渐变老, 届时中国的老龄化程度会面临严峻的考验。随着物质生活水平的提高, 传统的养儿防老方式逐渐发生转变, 以房养老和以保单养老等新型方式成为越来越多的人选择。

从国际保险市场的经验来看, 未来我国保险市场仍有较大发展空间。美国在达到较高老龄化程度之前, 保费增速与老龄化速度正相关, 进入老龄化社会, 老龄化速度稳定下来后, 保费增速快速下降。日本同样, 在进入严重老龄化社会之后, 寿险保费也出现负增长。预计 2030 年我国将进入严重老龄化社会, 所以在这之前是我国寿险发展的黄金时段。

图 42 我国老龄化趋势



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 43 2019 年世界主要国家老龄化程度



资料来源: wind, 华西证券研究所

3.3. 上市险企的投资价值比较

基于对于长端利率上行的乐观观点，我们认为保险板块具有显著的投资价值。主要有两条投资主线：高弹性纯寿险标的、高安全边际保险集团。

3.3.1. 纯寿险公司受益标的为新华保险、其次中国人寿

新华保险相对于中国人寿 PEV 较低，公司 2020 年因为开门红销售趸交产品，所以保费增速较高，但 NBV 增速下滑。基于权益资产/内含价值的比重新华高于国寿，认为新华保险的阿法属性更加明显，现又处于低估值区域，股价弹性更大。

3.3.2. 保险集团受益标的为中国平安、其次中国太保

中国平安受到疫情影响 2020 年代理人留存下滑 10%，线下大型活动无法开展，增员遇到困境。但预计公司对 2021 年开门红准备充分，2020 年第一季度低基数，看好一季度两位数保费增长。金融科技赋能，客户迁徙集团效应显著，安全边际强。中国太保 GDR 影响随着时间的推移减弱，公司当前估值最低，利空释放殆尽，防御属性强。

4. 多元金融：子板块景气度各异

2020 年，多元金融的行情和估值呈现出极大的板块差异，板块内部个体差异也极为悬殊。2021 年，从子板块景气度的角度，预计期货、供应链、金控、创投优于租赁、AMC 和信托。

2020 年上半年租赁业务展业困难，下半年复工后租赁业务有所扩大但客户违约风险增加；类似地，AMC 项目机会增加但回款压力增大。信托板块仍在资管新规的影响下不断规范业务和回归主动管理。期货因国际市场活跃而营收较大幅度增长，但目前估值偏高。物产中大作为纯正供应链金融标的，在纾困经济和自身经营上取得突出成绩。金控平台的经营比较稳健，监管牌照化有望对该板块构成类似“供给侧改革”的效应。创投类受益于注册制加快项目退出，但一级市场高估值融资不易。

金控平台的景气程度更多依赖集团自身所处的行业周期。信托关注资管新规的延期和与地产相关政策的落实。AMC 和租赁子板块还将蛰伏，并将在经济复苏信号确认阶段实现盈利增长。

风险提示

人民币兑美元汇率大幅波动风险、外围政治军事事件风险；A 股成交活跃度下降、上市公司经营的合规风险和证券公司股东资质风险、关注股东减持信息、保险行业新单保费增速不及预期、利率超预期下行风险；信用债风险事件对券商资管和保险资产端的影响超市场预期。

分析师与研究助理简介

魏涛：华西证券总裁助理兼研究所所长，北京大学博士，CPA，多年证券研究经验，曾任太平洋证券研究院院长、中银国际证券研究所所长。2015年包揽水晶球和新财富最佳分析师非银组第一名。

罗惠洲：美国克莱蒙研究大学金融工程硕士，浙江大学工学学士，6年证券研究经验。曾任职太平洋证券研究院、中银国际证券研究所。致力于深耕券商、互联网金融和多元金融领域。2015年水晶球奖、新财富第一名团队成员；2019年证券时报中国证券分析师“金翼奖”第二名。

曹杰：英国肯特大学精算学硕士，复旦大学学士，4年证券研究经验。曾任职太平洋证券研究院、浙商证券研究所、普华永道精算服务部。致力于深耕保险行业贡献价值研究。

吕秀华：北京大学金融学博士，7年证券研究经验。曾任职中银国际证券战略规划部、方正证券研究所。研究基础扎实，熟悉券商财务数据背后业务、管理、科技及风险方面的布局思路，熟悉海外投行与经纪业商业模式。

分析师承诺

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，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的6个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过15%
行业评级标准		
以报告发布日后的6个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园11号丰汇时代大厦南座5层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，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并进行证券或期权交易，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。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。