

改革赋能，乘势而上

——证券行业 2021 年度投资策略报告

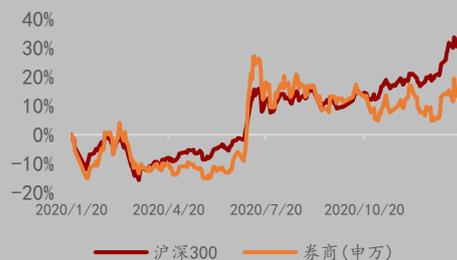
强于大市（维持）

日期：2020 年 1 月 18 日

投资要点：

- 短期从估值盈利匹配和均值回归角度，券商板块仍有上行空间。2020 年资本市场改革朝“深改 12 条”目标加速推进，券商板块基本面持续向好，经纪投行两融业务发展已初步显现深改红利，结合 2020Q4 市场数据看，券商板块全年净利润增速大概率超 40%，业绩排历史第二。上市券商杠杆率持续提升，2020 年整体年化 roe 接近 10%，2015 年之后新高，对比券商板块全年+14%的涨幅，从估值盈利匹配和均值回归角度，短期来看板块估值仍有修复空间，建议密切关注 2020 年业绩快报，及时修正业绩预期。
- 中长期看，以注册制改革为引领的资本市场全面深改继续优化市场投融资生态，在投融资两端进一步打开券商成长空间，驱动券商高质量发展。政策层面，资本市场基础制度的逐步完善推动监管政策基调转向创新发展，在监管践行“建制度、不干预、零容忍”方针下，券商板块未来来自监管干预的业绩扰动渐弱，来自改革赋能的业绩驱动增强；2021 年货币政策“稳”字当头，流动性对板块影响中性，市场层面应更多聚焦长线资金流入和投资者结构变化，这一趋势将有助于平抑券商业绩波动，增强抗周期性。细分业务具体表现：经纪交投在全市场推行注册制带动换手率提高下进一步活跃，佣金率下滑趋缓并有底，财富管理业务收入占比逐渐提升；投行持续受益经济转型期直接融资占比提升，债券承销份额还将继续扩大；资管业务发力主动管理并向公募化和权益投资方向延伸，两融在降低外资投资门槛和注册制全面铺开后将持续攀升，股票质押业务风险仍存，规模进一步缩减；自营资产配置更加稳健，资本市场投资端改善为券商投资业务创造更好布局良机。
- 发展直接融资和扩大对外开放需要打造券商航母，差异化监管、行业并购有利于头部券商做大做强，坚定看好具备投行业务、机构业务竞争优势的头部券商在资本市场推进注册制改革和投资机构化新格局下的发展机遇。
- 改革驱动下，预计 2021 年证券业实现营业收入 5147 亿元，同比+13%，实现净利润 2059 亿元，同比+16%，ROE 为 9.59%，同比提升 0.99pct。
- 风险因素：疫情扩散、外围市场剧烈波动、业绩不及预期

券商行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2021 年 1 月 18 日

分析师：胡江

执业证书编号：S0270520120001

电话：021-60883489

邮箱：hujiang@wlzq.com.cn

目录

1、业绩回顾：基本面持续向好，经纪+投行贡献核心增量	4
1.1 2020 年业绩创历史第二，ROE 接近五年新高.....	4
1.2 经纪+投行贡献核心业绩增量.....	6
2、行情估值：全年上涨 14%，估值仍有修复空间	8
3、行业趋势：周期性特征趋弱，改革打开成长空间	10
3.1 政策面：处于监管宽松阶段，长期看监管周期性特征趋弱.....	10
3.2 市场面：2021 年流动性影响偏中性，聚焦长线资金加速进入.....	12
3.3 资本市场全面深改加快推进，驱动券商长期高质量发展.....	16
4、竞争格局：继续做大做强头部券商	19
4.1 做大做强券商是发展直接融资和扩大对外开放的必然要求.....	19
4.2 并购是做大做强券商的快速路径.....	20
5、业务展望：改革赋能，各细分业务迎发展契机	21
5.1 经纪业务：三因素促 2021 年增量业绩可期.....	21
5.2 投行业务：持续受益注册制改革和直接融资比重提升.....	24
5.3 资管业务：向主动管理转型，公募化+权益投资成延伸方向.....	28
5.4 信用业务：融券规模大幅增长，股票质押规模继续收缩.....	30
5.5 投资业务：受益股债双牛，固收配置比例持续提升.....	32
5.6 2021 年业绩预测.....	34
6、投资建议	36
7、风险提示	36

图表 1：前三季度业绩增速环比提升.....	4
图表 2：2020 年业绩历史上排第二.....	4
图表 3：2019 年、2020 年市场数据对比.....	4
图表 4：上市券商 2020 年前三季度业绩表现.....	5
图表 5：业绩集中度略有下滑.....	5
图表 6：券商板块历年杠杆率与 roe.....	6
图表 7：2020 年上市券商发债规模大幅提升.....	6
图表 8：2020 年前三季度各细分业务增速与收入占比.....	7
图表 9：证券业历年收入结构.....	7
图表 10：券商指数 2020 年上涨幅度表现一般.....	8
图表 11：券商指数 2020 年各季度收益率情况.....	8
图表 12：各上市券商 2020 年全年涨幅.....	8
图表 13：当前板块估值位于近十年来均值附近.....	9
图表 14：券商板块估值盈利匹配历史走势.....	9
图表 15：券商股监管周期与市场周期逻辑图.....	10
图表 16：券商板块历史上两次取得明显超额收益行情.....	11
图表 17：2020 年以来证券业监管利好政策梳理.....	11
图表 18：券商指数各年贝塔系数（相对沪深 300 指数）.....	13
图表 19：2020 年十年国债到期收益率走势.....	14

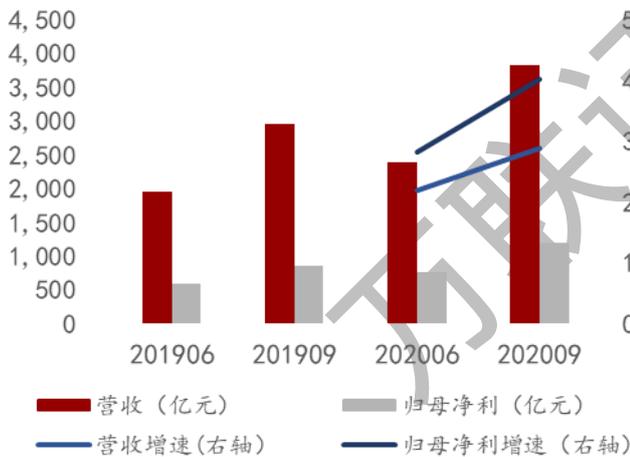
图表 20: 2020 年权益类公募基金净值大幅增加	15
图表 21: 各类公募基金净值占比	15
图表 22: 陆股通北向资金累计流入规模 (亿元)	15
图表 23: 我国保险行业资金配置方向和比例	15
图表 24: 美国寿险行业资金配置方向和比例	16
图表 25: 深改 12 条 2020 年推进成就	17
图表 26: 高盛集团与中信证券、我国证券行业资产实力对比	19
图表 27: 美国证券业杠杆率显著高于我国	20
图表 28: 证券业总资产集中度逐渐上升	21
图表 29: A 股历年成交额与换手率	22
图表 30: 实行注册制后创业板换手率提高	22
图表 31: 佣金下降速度大幅放缓	23
图表 32: 代销金融产品业务收入在经纪业务收入中比重上升	24
图表 33: 投行业务历年收入 (亿元) 与业务结构	24
图表 34: IPO+定增历年募资规模与增速	25
图表 35: 2020 年各板块 IPO 募集企业数量	25
图表 36: 2020 年各板块 IPO 募集资金规模 (亿元)	25
图表 37: 创业板、科创板 IPO 承销费率更高	26
图表 38: 券商历年债券承销规模及增速	26
图表 39: 2020 年各细分债券承销业务中银行与券商的承销金额与份额	27
图表 40: 债券承销总体费率暂稳定在千分之三左右	27
图表 41: 社融存量占比提升 0.1pct 带来的股权融资规模增幅测算	28
图表 42: 券商资管产品规模持续收缩	29
图表 43: 证券业资管业务收入及占比	29
图表 44: 证券业资管业务综合费率持续提升	29
图表 45: 2020 年两融规模连攀新高	30
图表 46: 2019 年以来两融相关公告、文件梳理	30
图表 47: 上市券商信用类资产历年规模	31
图表 48: 2020 前三季度信用减值损失同比上升	31
图表 49: 两融、股质利率走势	32
图表 50: 2020 年全年股债核心指数走势	32
图表 51: 上市券商自营资产配置方向 (平均值)	34
图表 52: 上市券商合计对联营和合营企业投资收益	33
图表 53: 上市券商投资收益率	33
图表 54: 证券业 2021 年业绩预测	35

1、业绩回顾：基本面持续向好，经纪+投行贡献核心增量

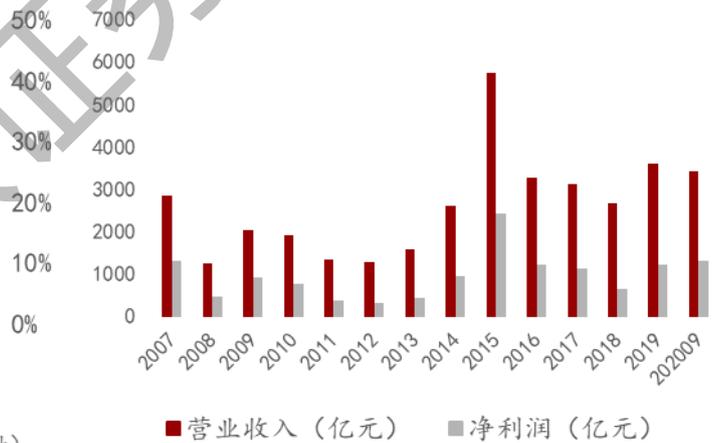
1.1 2020年业绩创历史第二，ROE接近五年新高

净利润仅次于2015年，2020年业绩增速大概率超40%。2020年1至9月，40家A股上市券商合计实现营业收入3818亿元，同比+28.86%，实现归母净利润1205亿元，同比+40.25%，增速较2020H1分别提高6.89和12.01个百分点。2019年上市券商合计归母净利为1087亿元，即2020年前三季度业绩已超2019年全年。上市券商自8月起已不再要求披露月报，因此无法直接观察上市券商2020Q4各月经营情况，但从2020Q4市场的交易、融资、行情等公开数据来推测，上市券商2020Q4业绩或表现不俗，叠加2019Q4低基数，预计2020年券商板块全年净利润增速大概率超40%，规模上仅次于2015年，为史上第二好业绩表现。

图表1：前三季度业绩增速环比提升



图表2：2020年业绩历史上排第二



资料来源：WIND, 万联证券研究所

资料来源：中证协, 万联证券研究所

图表3：2019年、2020年市场数据对比

	2019Q1-Q3	2020Q1-Q3	同比	2019Q4	2020Q4	同比
经纪：A股交易额 (亿元)	995,725	1,579,190	+58.60%	273,749	481,411	+75.86%
投行：IPO+增发 (亿元)	6,688	9,528	+42.46%	2,732	3,413	+24.94%
债券承销 (亿元)	54,345	73,041	+34.40%	21,838	27,606	+26.41%
资管：集合理财发行份额 (亿份)	1,034	704	-31.90%	319	212	-33.64%
两融：平均余额 (亿元)	8,901	12,083	+35.75%	9,762	15,616	+59.97%
自营：沪深300指数区间涨幅	26.70%	11.98%	↓14.72pct	7.39%	13.60%	↑6.21pct
中债总财富指数区间涨幅	2.89%	1.44%	↓1.45pct	1.43%	1.60%	↑0.17pct
上市券商归母净利润 (亿元)	859	1205	+40.25%	228	?	?

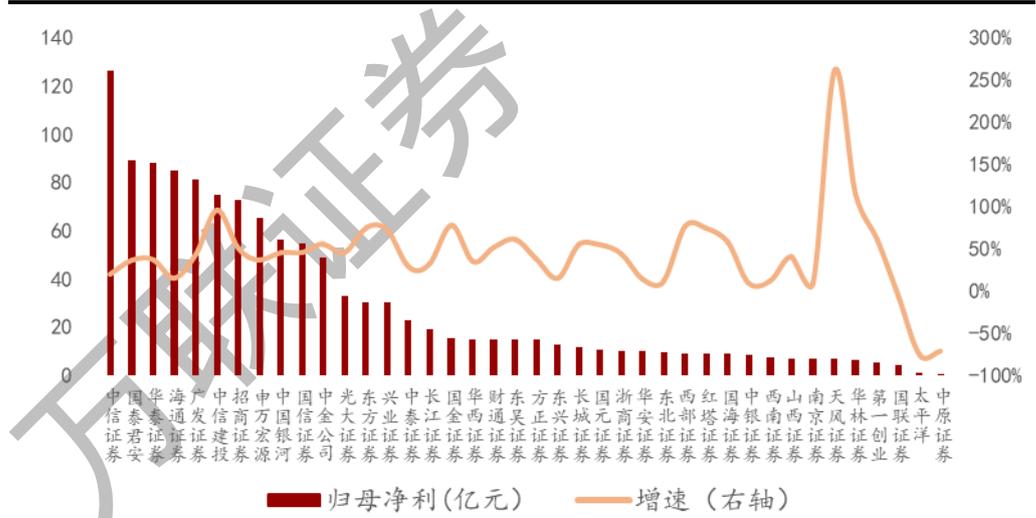
资料来源：WIND, 万联证券研究所

中信证券龙头地位稳固，中信建投业绩增幅亮眼。个股方面，2020年前三季度业绩排名中信证券列行业第一，并与其他头部券商拉开差距，在行业第一梯队中龙头地位稳固。第二至第五名依次是国泰君安、华泰证券、海通证券和广发证券，且彼此业绩紧咬，相互间排名近几年亦经常变化。业绩增速上，中小券商业绩增速排名更靠前，天风证券(+262.34%)、华林证券(+116.08%)、中信建投(+96.11%)、国金证券(+78.41%)、

西部证券 (+77.28%) 业绩增速排名前五，其中中信建投是唯一进入增速前五的头部券商，表现亮眼。

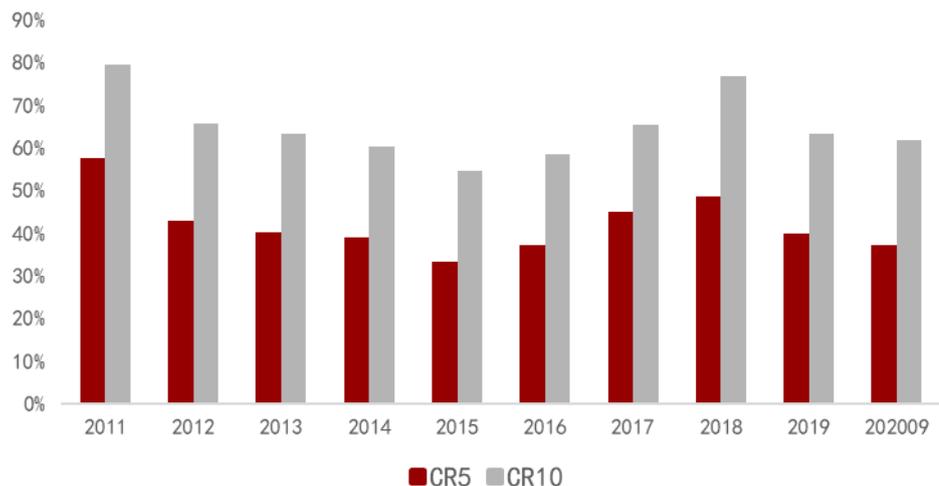
行情向好，业绩集中度下滑。行业TOP5、TOP10上市券商前三季度合计归母净利润占行业比重分别为37.30%、61.86%，较去年的40.14%、63.54%略有下滑。证券业的行业集中度一般呈现熊市上升牛市下降的特点，近十年行业集中度在2015年牛市时最低，在2018年熊市时最高，这主要是由券商业务结构存在差异造成，头部券商的业务更加多元受市场影响相对较小抗周期性更强业绩更加稳定，而中小券商的业务更倚重市场行情业绩波动更大，加上业绩基数小，造成业绩弹性更高，牛市时期增速更快，从而导致牛市期间行业集中度下降。

图表4：上市券商2020年前三季度业绩表现



资料来源：WIND, 万联证券研究所

图表5：业绩集中度略有下滑

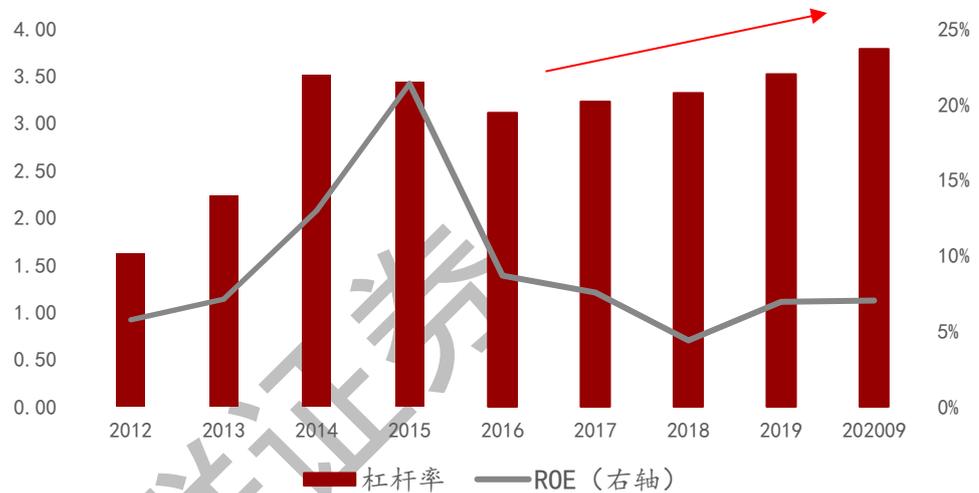


资料来源：WIND, 万联证券研究所

杠杆率延续上升趋势，roe创近五年新高。截至2020年9月，40家上市券商合计总资产8.68万亿元，净资产1.86万亿元，整体杠杆率（扣除代理买卖证券款）3.79倍，延续上升趋势，并超过了2015年3.51倍的历史高位，2020年杠杆率的大幅提升一方面来自市场行情回暖和两融扩容带来的资产端的扩张，另一方面，由于疫情导致逆周期政策

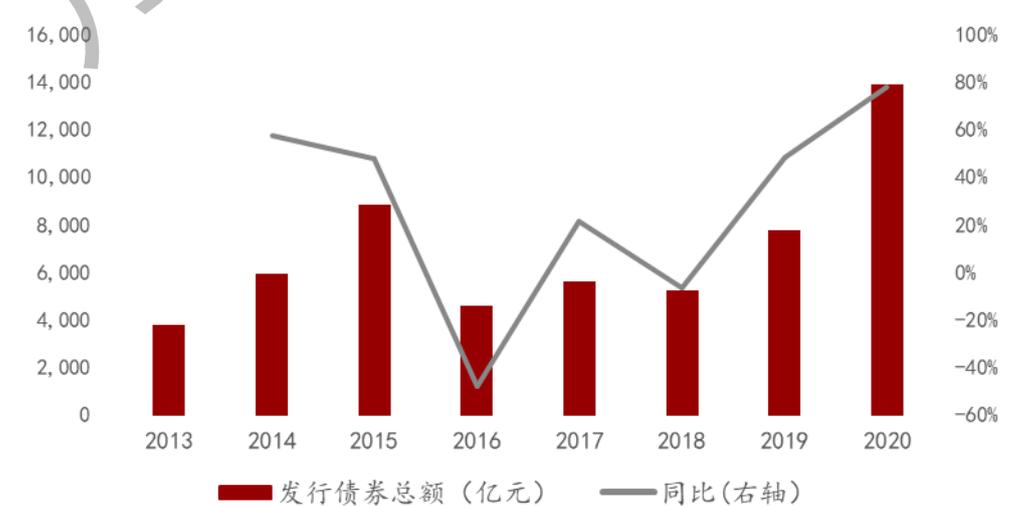
加码，上半年市场利率大幅走低，券商发债和置换债务需求旺盛，2020年上市券商合计发行债券总额达到1.39万亿元，远超往年。融资成本的降低，杠杆率的提升是今年券商板块业绩向好的重要驱动力，2020年前三季度上市券商整体roe为7.03%，年化达到9.37%，为2015年之后新高。

图表6：券商板块历年杠杆率与roe



资料来源：WIND, 万联证券研究所

图表7：2020年上市券商发债规模大幅提升



资料来源：WIND, 万联证券研究所

1.2 经纪+投行贡献核心业绩增量

投行业绩增速最大。伴随创业板注册制落地和再融资政策放宽，2020年A股股权融资规模较2019年大幅提升，其中IPO上市接近400家，首发募资额同比+86%，增发募资额同比+21%。涨跌幅放宽，两融标的扩容，券源供给大幅增加等政策利好叠加行情走牛，2020年A股交投明显更活跃，沪深两市日均成交额合计超8000亿，同比+63%，截至年末两融余额较上年末增加近60%。2020年前三季度，证券业经纪、投行、资管、信用和投资五大细分业务均取得不同程度的业绩增幅，其中投行业绩增速最大，其次依次

为经纪、信用、投资和资管业务，增速分别为51.72%、43.94%、28.27%、15.35%和11.54%。

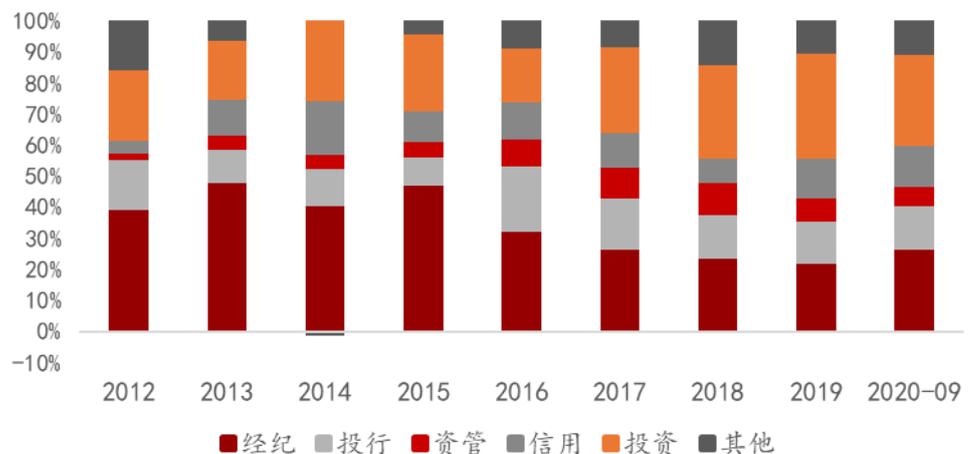
经纪+投行贡献业绩增幅的54%。从2020年前三季度证券公司各细分业务收入占比看，投资收益占比仍排首位，自2017年以来，投资收益已连续4年成行业第一大收入来源，2020年前三季度行业累计实现投资收益1013.63亿元，占比29.61%，其次依次为经纪、投行、信用、资管，收入占比分别为26.29%、14.08%、13.01%和6.21%。其中经纪、投行收入占比较去年同期分别提高2.35和1.92个百分点，投资收益占比较去年同期下降4.04个百分点，资管与信用业务收入占比分别下滑1.09和0.28个百分点，自2018年资管新规颁布以来资管业务收入占比持续下滑，股票质押业务在“控增量、消存量”的监管要求下积极化解风险，规模持续压缩，所以尽管两融规模屡攀新高，信用业务收入占比仍有一定下滑。从增量收入贡献度看，经纪和投行业务的收入贡献最大，合计占增量收入比重达到54.09%。

图表8：2020年前三季度各细分业务增速与收入占比

	2019-09	2020-09	增量 (亿元)	增速	收入占比	增量占比
营业收入	2611.95	3,423.81	811.86	31%		
净利润	931.05	1,326.82	395.77	43%		
经纪	625.33	900.08	274.75	44%	26%	34%
投行	317.83	482.20	164.37	52%	14%	20%
资管	190.64	212.64	22.00	12%	6%	3%
信用	347.38	445.60	98.22	28%	13%	12%
投资	878.71	1,013.63	134.92	15%	30%	17%

资料来源：中证协，万联证券研究所

图表9：证券业历年收入结构

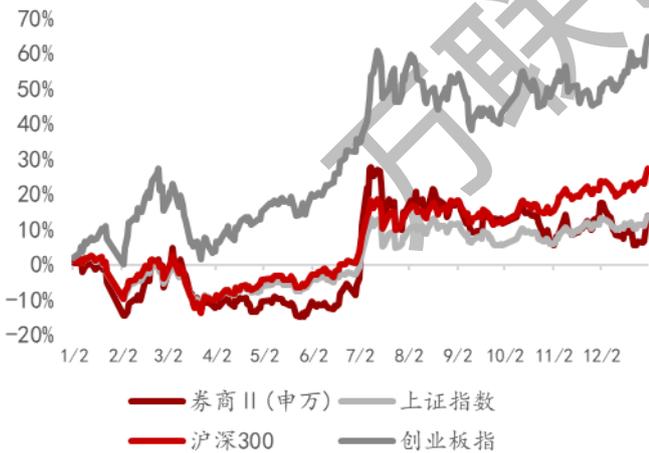


资料来源：中证协，万联证券研究所

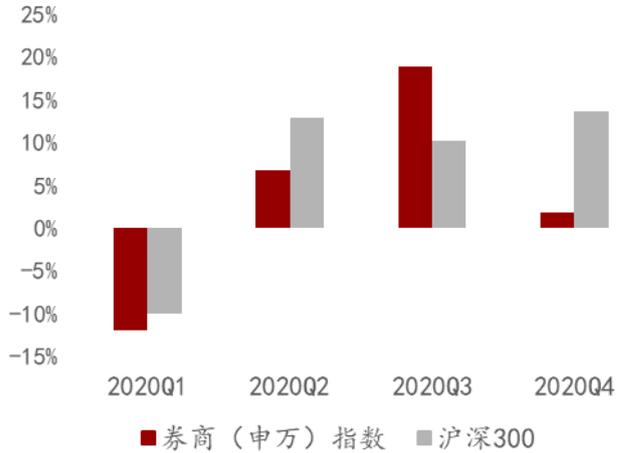
2、行情估值：全年上涨 14%，估值仍有修复空间

券商板块全年上涨14%，表现一般。2020年股市呈结构性牛市特征，消费，医药，新能源等成长股全年股价涨幅亮眼，创业板指数年内上涨64.96%，领跑市场，而金融地产等权重蓝筹则表现平淡。券商板块2020年累计涨幅相对基本面表现一般，券商（申万）指数全年累计上涨13.93%，稍稍跑赢上证指数（13.87%），远不及沪深300指数（27.21%），大幅跑输深证成指和创业板指，全年仅6月末7月初出现脉冲式行情，其他时间波段机会较少。分季度看，2020年1季度受疫情冲击影响，券商板块随大盘下探11.94%；2020年2季度疫情缓解经济复苏，叠加创业板注册制改革配套制度出炉，券商板块上涨6.80%，但估值盈利匹配上仍显著低估；2020年3季度市场风格切换，高估值熄火低估值爆发，券商板块在兼并重组、混业经营等消息面因素刺激下点燃估值修复行情，大幅上涨18.92%；2020年4季度，市场流动性边际收紧和交投活跃度明显下滑，券商板块仅上涨1.87%，大幅跑输大盘。个股上，次新股中银证券、中泰证券和中金公司涨幅较大，国金、招商和光大等上市券商受消息面因素影响年内涨幅靠前，其他绝大部分上市券商年内回报在0-30%区间。

图表10：券商指数2020年上涨幅度表现一般



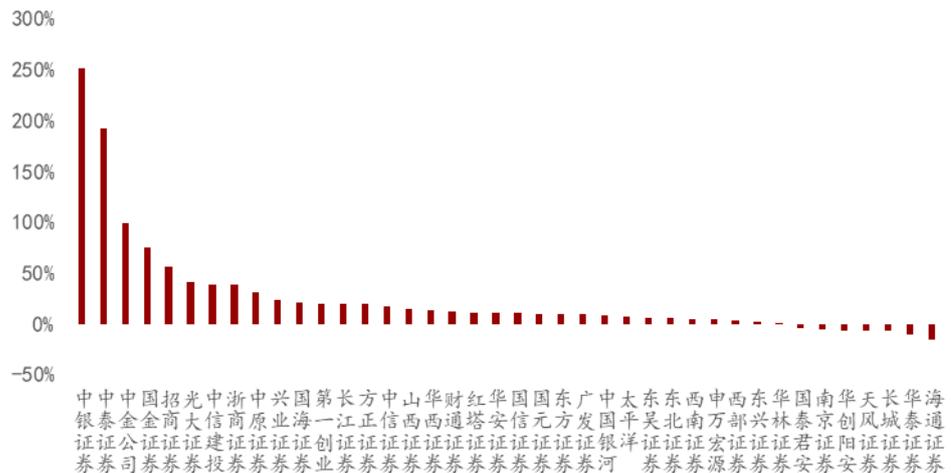
图表11：券商指数2020年各季度收益率情况



资料来源：WIND, 万联证券研究所

资料来源：WIND, 万联证券研究所

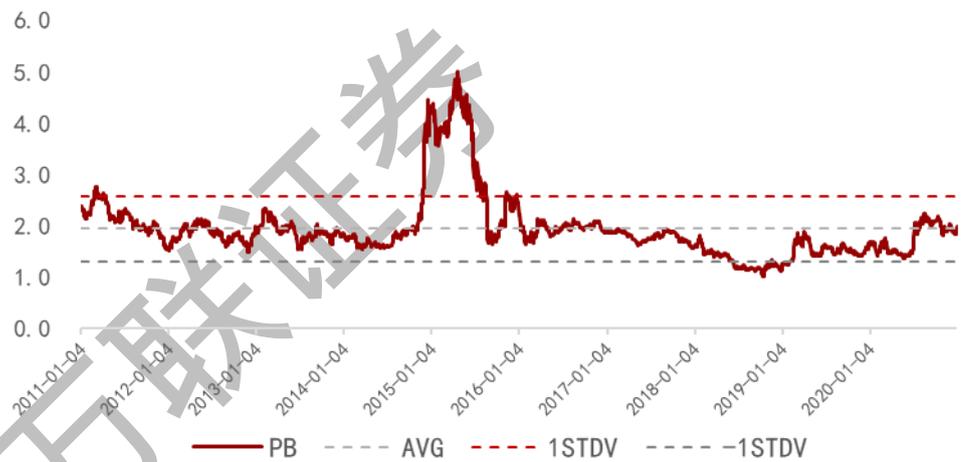
图表12：各上市券商2020年全年涨幅



资料来源：WIND, 万联证券研究所

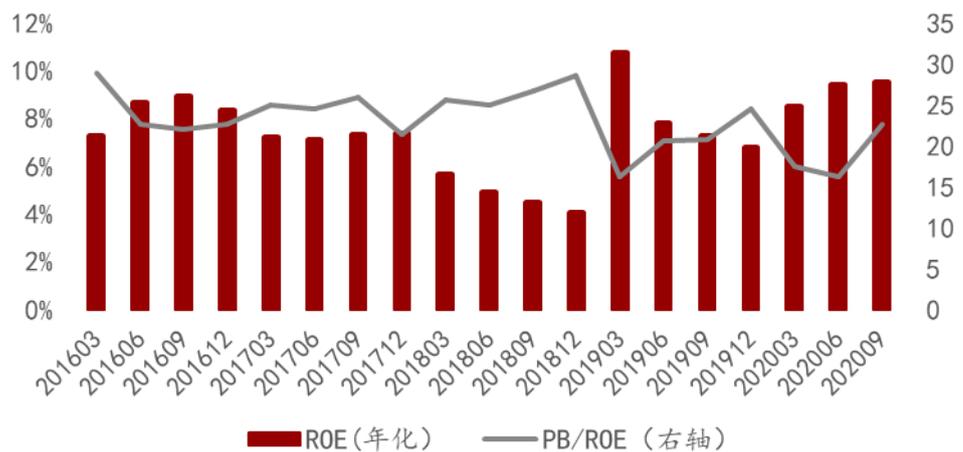
估值位于历史均值附近，短期仍有上行空间。截至1月14日，券商（申万）指数PB为1.98倍，位于2011年以来由低至高70分位处，与均值相当。从估值盈利匹配角度看存在低估，经测算，2008年至2018年券商PB/ROE倍数围绕25倍上下波动，自2019年开始估值中枢开始下移，估值弹性下滑，估值相对盈利来看明显低估，截至2020三季末，PB/ROE回升至22.6倍，而当前PB/ROE仅20.80倍，因此，短期从均值回归角度看，券商板块估值仍有一定修复空间，中长期看，券商板块的长期回报取决于行业盈利能力的提升。

图表13：当前板块估值位于近十年来均值附近



资料来源：WIND, 万联证券研究所

图表14：券商板块估值盈利匹配历史走势

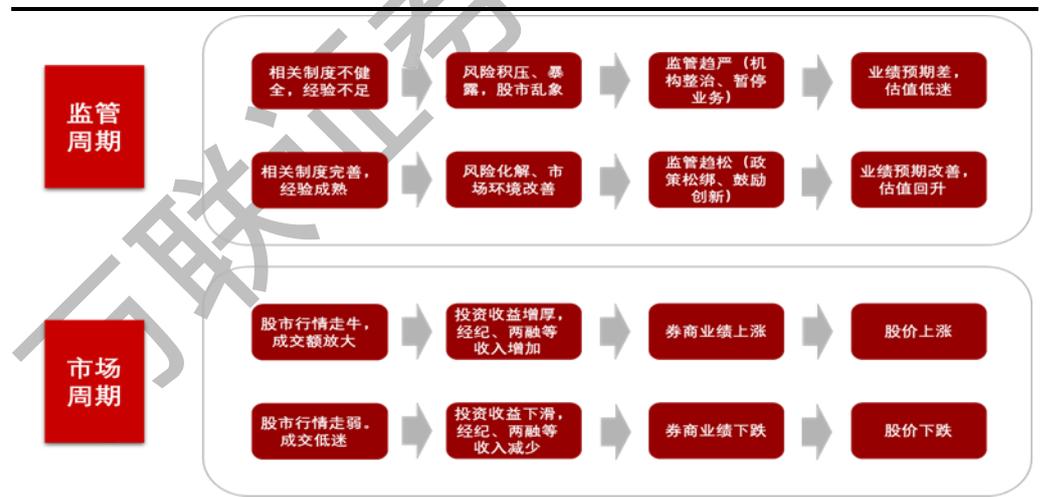


资料来源：WIND, 万联证券研究所

3、行业趋势：周期性特征趋弱，改革打开成长空间

券商股具有强周期，高波动特征，属于进攻性强防御性弱板块，券商的周期性来自市场与监管，市场行情的冷热与监管政策的松严都会显著影响券商业绩表现，造成券商股的周期波动，因此券商板块对于回撤敏感性较高的主动型公募，并不是良好的选择标的，大多情况下机构选择低配。但往前看，我们认为随着资本市场基础制度的完善和监管践行“不干预”理念，券商源自监管政策的周期性特征将趋弱，由改革打开的业务空间带来的成长性渐强。在市场因素方面，尽管券商股高贝塔属性依旧，但随着券商业务结构的调整，高贝塔特征亦可能趋弱，市场中长期资金占比的提升驱动券商板块的业绩更加持续和稳定，并最终反映在股价，有望消除机构资金的偏见。

图表15：券商股监管周期与市场周期逻辑图



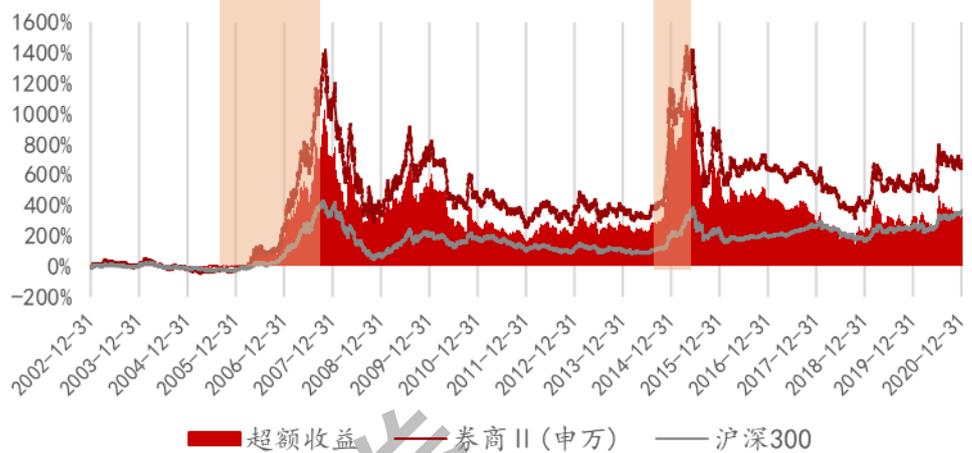
资料来源：万联证券研究所

3.1 政策面：处于监管宽松阶段，长期看监管周期性特征趋弱

回顾过往，券商的强周期性来自市场周期和监管周期共振。

券商板块具有高度周期性特征，这种周期性有别于受经济周期影响而著称的周期股，券商股的周期性来自监管与市场影响，作为高度受监管行业，监管的放松与收紧影响着券商业务的扩张和收缩，而券商又是做资本市场的生意，市场的冷热交替牛熊转换亦会显著影响券商业绩。当监管政策放松叠加市场行情向上二者共振时，券商板块往往产生明显超额收益，券商板块历史上的两轮大行情无不例外。2005年10月至2007年10月，时值券商综合治理进入尾声，高风险证券公司风险得到妥善有效化解，监管层连续推出两融试点、沪深300期货和公司债试点，市场方面，股改顺利完成，流动性大幅增加，市场风险偏好大幅抬升，交投活跃，监管市场双周期共振下，券商指数大涨近20倍，同期沪深300指数上涨仅6倍，券商板块大幅跑赢大盘。再如2012年以创新大会召开为标志，监管转为鼓励证券公司业务创新，资本中介、abs等创新业务开始蓬勃发展，市场因素方面2014年底开始央行连续降准降息，市场流动性宽裕，在监管政策与市场两方面利好催化下，2014年10月至2015年4月期间券商（申万）指数累计上涨211%，沪深300指数上涨100%，券商板块再次大幅跑赢大盘。

图表16: 券商板块历史上两次取得明显超额收益行情



资料来源: WIND, 万联证券研究所

环视当下, 券商处于新一轮监管宽松周期。

一般来说, 监管收紧往往紧随股市乱象而来, 监管宽松常常在市场风险缓释, 机构整治完毕后开始。21世纪以来, 券商监管历经了三轮监管周期。当前正处于新一轮监管周期的宽松阶段。

第一轮监管周期大致为2001年至2008年: 2001-2004年监管收紧 (打击黑幕、券商综合治理等), 2005-2008年监管放松 (国九条推出、两融试点, 股指期货筹备等);

第二轮监管周期为2009年至2015年: 2009-2011年监管收紧 (金融危机后股市大幅回撤, 采取了IPO暂停, 强化常规监管等措施), 2012-2015年监管放松 (创新大会, 股票质押、ABS等全面推出等)。

第三轮监管周期为2016年至今: 2016-2018年监管收紧 (去杠杆严查场外配资, 再融资新规, 股票质押新规, 资管新规等), 2019以来, 行业监管基调转为温和并鼓励创新, 一系列利好券商业务政策相继出台: 两融标的和券源扩容, 调整风控指标鼓励权益投资, 期权扩容, 降低结算备付金缴纳比例, 降低投资者保护基金缴纳比例, 并购重组松绑, 再融资新规落地等等, 券商业绩连续两年增长。

图表17: 2020年以来证券业监管利好政策梳理

日期	事件	主要内容
2020.1.23	证监会发布《证券公司风险控制指标计算标准规定》	对证券公司投资政策性金融债、指数基金、成分股等适度“松绑”, 推动资本市场引入长期增量资金。
2020.2.14	证监会发布上市公司再融资制度部分条款调整涉及的相关规则	精简发行条件, 优化非公开制度安排等。
2020.2.29	7家券商获批基金投顾业务试点资格	银河证券、中金公司等7家券商获批基金投顾业务试点资格, 也是首批获得该试点资格的券商。
2020.3.6	关于降低证券公司2019年度及2020年度证券投资者保护基金缴纳比例的公告	证监会对证券公司缴纳证券投资者保护基金的比例进行调整, A类、B类、C类、D类证券公司, 分别按照其营业收入的0.5%、0.6%、0.7%、0.7%的比例缴纳2019年度证券投资者保护基金, 2020年度证券投资者保护基金的缴纳比例参照执行。

2020.5.29	证监会发布《关于修改〈证券公司次级债管理规定〉的决定》	允许证券公司公开发行次级债券，为证券公司发行减记债等其他债券品种预留空间等。
2020.6.12	证监会发布创业板改革并试点注册制相关制度规则	构建市场化的发行承销制度；完善创业板交易机制，放宽涨跌幅限制，优化转融通机制和盘中临时停牌制度；构建符合创业板上市公司特点的持续监管规则体系，建立严格的信息披露规则体系并严格执行，提高信息披露的针对性和有效性；完善退市制度，简化退市程序，优化退市标准。
2020.7.3	证金公司修改《转融通业务保证金管理实施细则(试行)》、《转融通业务合同》	证金公司宣布取消证券公司转融通业务保证金提取比例限制。
2020.10.9	国务院关于进一步提高上市公司质量的意见	支持优质企业上市，促进市场化并购重组，完善上市公司融资制度等。

资料来源：证监会官网，万联证券研究所

展望未来，“建制度、不干预、零容忍”，长期看券商监管周期性特征趋弱。

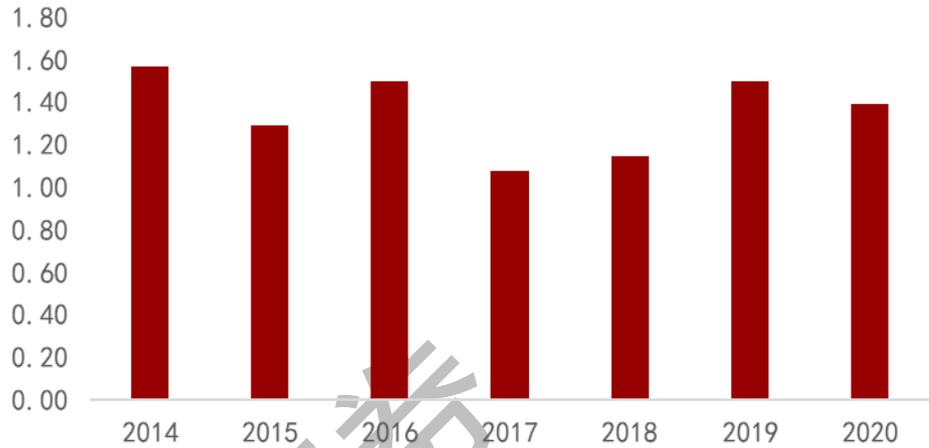
监管是规范与发展的统一，相较海外发达市场，由于我国资本市场发展时间较短，早期由于资本市场市场化与法治化程度较低，基础制度尚不完善，为维护市场秩序和保护者利益，过去监管在规范工作方面的投入较多，直接干预式监管并不鲜见，以发行制度监管为例，仅2000年之后，IPO暂停就多达6次，最近一次暂停是2015年7月至11月，而IPO暂停的背景多为股市剧烈波动，暂停IPO成为“救市”的措施之一，再如不合理设置的发行市盈率倍数，有违市场化定价规律。

在2020年第十二届陆家嘴论坛上，刘鹤副总理针对资本市场提出“建制度、不干预、零容忍”九字方针，随着资本市场发行、交易、退市等基础制度的逐渐完善，资本市场韧性的增强，证券业监管的方式也在逐步优化，监管效能也在逐渐提升，监管表态将坚持依法治市，践行“不干预”理念，进一步减少管制，此外，经过多年发展，证券公司资本实力、专业能力、风控合规水平显著提升。可以预见，未来来自监管直接干预而施加给券商业绩波动的可能性将降低，券商板块监管周期性特征趋弱，而由注册制改革引领的资本市场全面深改将成为驱动券商长期发展的引擎。

3.2 市场面：2021年流动性影响偏中性，聚焦长线资金加速进入

券商β属性与业务结构有关。券商各细分业务中，经纪、两融、自营与市场高度相关，其中经纪、两融与市场交易量相关，自营与市场行情相关；投行，资管与股票质押业务与市场相关性较低，2014年以来，券商指数相对沪深300的β系数随经纪业务收入占比下降呈逐渐下行趋势，近两年有所抬升，主要是由于与市场高度相关的自营收入占比大幅提升，同时由于受资管新规和股票质押规模收缩影响，与市场弱相关的资管、股票质押业务收入占比下滑，我们认为随着资管去通道告一段落，股票质押风险消弭，未来券商在投行业务、国际业务、FICC业务这些与市场弱相关的业务收入占比提升，以及资本市场风险管理工具（对应券商的柜台业务、融券业务）的完善，券商β属性长期来看下降是大趋势。

图表18：券商指数各年贝塔系数（相对沪深300指数）

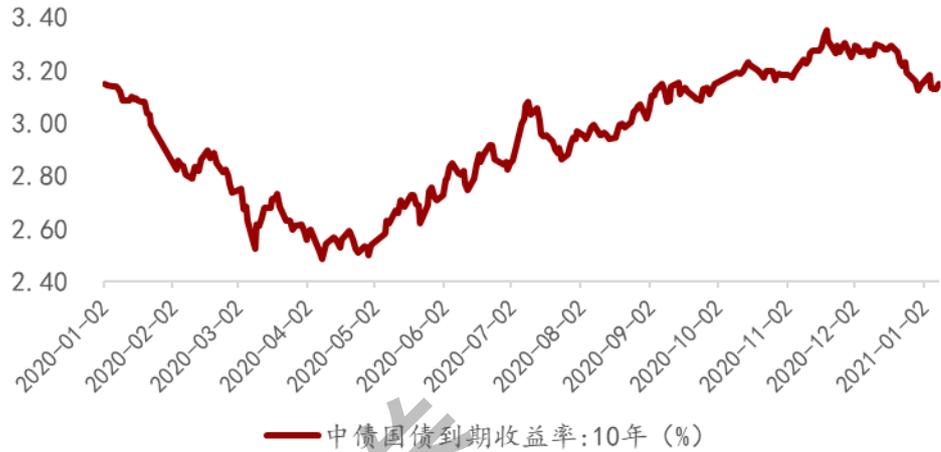


资料来源：WIND, 万联证券研究所

流动性直接影响券商业绩。券商股除受到流动性对市场整体估值的系统性影响外，券商行业本身的经营业绩受市场流动性影响较大，一方面，从资产端看，券商各资产类别中占比最大的为金融资产，包括狭义上归属自营业务的交易性金融资产、债券投资、其他权益工具投资、衍生金融资产等，广义上还包括信用业务下面的融出资金、买入返售金融资产，这些金融资产的价格走势与市场流动性高度相关；另一方面，从负债端看，包括证券业在内的金融业是高杠杆经营行业，利率的高低显著影响负债成本，在市场利率下行时期，券商通过加杠杆提升roe是常见策略。

2021年货币政策“稳”字当头，流动性影响偏中性。2020年受疫情冲击影响，为“稳增长”、“保就业”，货币政策大幅放宽，随着经济稳步修复和宏观杠杆率的上升，货币政策边际收紧，三季度货币政策报告表述为，“完善货币供应调控机制，把好货币供应总闸门”，2020年末十年国债到期收益率已回升至疫情前水平。2020年中央经济工作会议对2021年货币政策定调，要求稳健的货币政策要灵活精准、合理适度，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定，1月8日，央行行长易纲在接受新华社采访时同样表示，2021年货币政策要“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性。并且，由于欧美疫情形势再次严峻，国内疫情反复未休，经济修复也尚未恢复至疫情前水平，预计2021年货币政策将保持中性，市场流动性仍合理充裕，利率走势横盘震荡为主。

图表19：2020年十年国债到期收益率走势



资料来源：WIND, 万联证券研究所

关注流动性之外，聚焦各路长线资金加速进入资本市场。

2019年9月，证监会提出了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，其中一条目标是推动更多中长期资金入市，打通各种基金、保险、企业年金等各类机构投资者入市瓶颈，大力发展权益类基金。2020年，权益市场风险偏好提升，各类长线资金加速入市。增量资金的进入提高了市场流动性，利好券商经纪、两融等业务，另一方面也改善了市场投资者结构，长期稳定的资金有望成为市场压舱石，同时也有助于提高券商业绩稳定性。

其一，2020年权益类基金发行规模创新高，截至2020年末公募基金净值18.59万亿元，同比+26.75%，其中股票类+混合类基金净值合计6.11万亿元，同比+89.76%，占全市场公募净值的比例由上年的22%提升至33%；

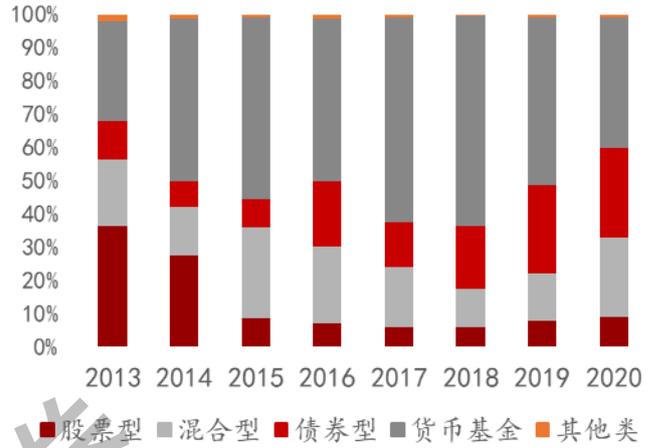
其二，外资抢滩A股市场，陆股通北向资金持续净流入，年内净流入累计净买入首破万亿元，达到1.2万亿元；9月25日，证监会、央行等多部门发布QFII新规，新增允许QFII、RQFII投资全国中小企业股份转让系统挂牌证券、私募投资基金、金融期货、商品期货、期权等，允许参与债券回购、证券交易所融资融券、转融通证券出借交易。自2020年11月1日起施行，目前中信证券、国泰君安等多家头部券商已开通QFII转融通业务，并于12月28日为QFII客户成功开立A股市场首批两融账户，外资加杠杆时代即将到来。

其三，保险资金入市规模占比提升预期继续强化。7月17日，银保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》，拟设置差异化的权益类资产配置监管比例，根据保险公司偿付能力充足率、资产负债管理能力及风险状况等指标，明确八档权益类资产配置监管比例，最高可到占上季末总资产的45%。截至2020年11月，我国保险行业资金运用余额中配置在股票和证券投资基金的比例仅13.31%，且多年维持在这一比例水平，据美国人寿保险协会数据，2019年美国寿险资金配置在股票的比例达到30.40%，以2020年11月保险资金运用余额测算，若我国保险资金配置权益资产达到这一同样比例，则能为权益市场带来3.63万亿元的资金规模。

图表20: 2020年权益类公募基金净值大幅增加



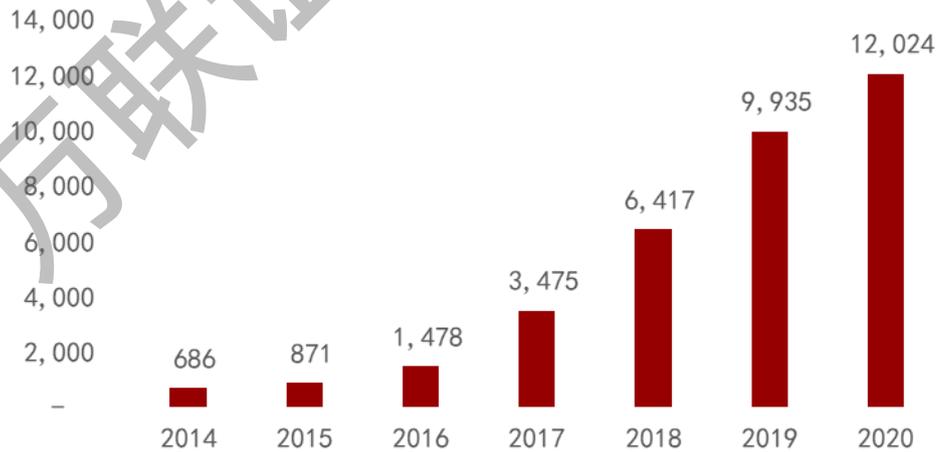
图表21: 股票型+混合型基金净值占比提升



资料来源: WIND, 万联证券研究所

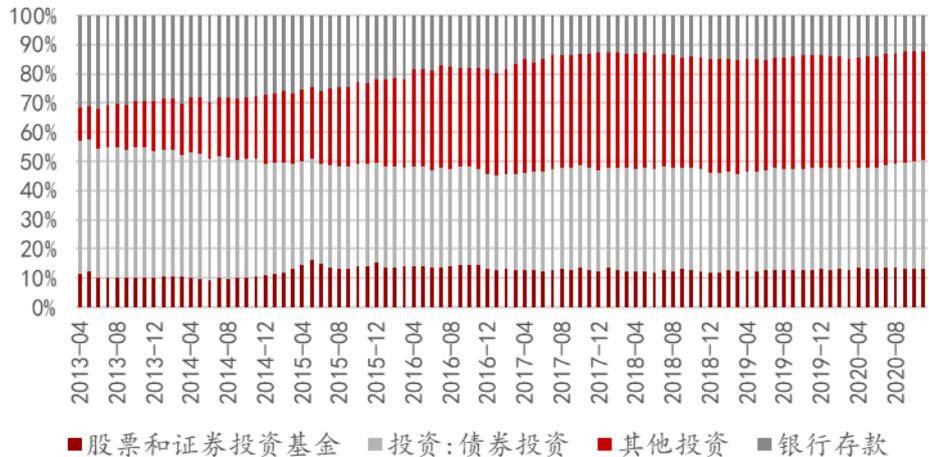
资料来源: WIND, 万联证券研究所

图表22: 陆股通北向资金累计流入规模 (亿元)



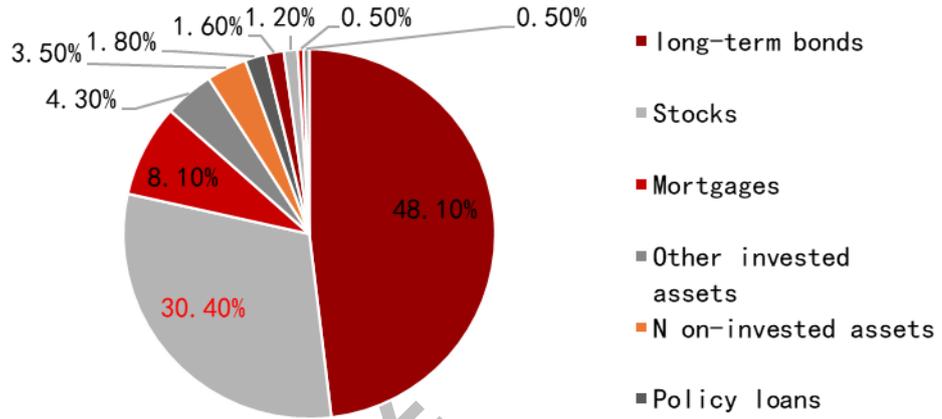
资料来源: WIND, 万联证券研究所

图表23: 我国保险行业资金配置方向和比例



资料来源: 银保监会, 万联证券研究所

图表24：美国寿险行业资金配置方向和比例



资料来源：ACLI，万联证券研究所

3.3 资本市场全面深改加快推进，驱动券商长期高质量发展

资本市场全面深改衔枚疾进，推进速度超预期。

2018年中央经济工作会议提出资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，要通过深化改革，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，提高上市公司质量，完善交易制度，引导更多中长期资金进入，推动在上交所设立科创板并试点注册制尽快落地。2018年12月20日，国务院金融委组织召开资本市场改革与发展座谈会，明确改革五大方向，与会代表认为，资本市场改革已经形成高度共识，即将进入“一砖一瓦”的实施阶段，将加快推进。2019年3月，证监会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研究。

2019年9月，证监会系统全面深化资本市场改革工作座谈会在京召开，会议提出了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，即深改“12条”，具体包括：充分发挥科创板的试验田作用；大力推动上市公司提高质量；补齐多层次资本市场体系的短板；狠抓中介机构能力建设；加快推进资本市场高水平开放；推动更多中长期资金入市；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；加强投资者保护；提升稽查执法效能；大力推进简政放权；加快提升科技监管能力。

2020年以来，围绕“深改”12条列出的任务清单，资本市场全面深化改革朝市场化法治化国际化方向衔枚疾进，各项任务推进进度喜人，成果斐然，体现监管改革决心。充分发挥科创板的试验田作用，目前注册制已在创业板中成功落地，运行效果良好，全市场推行注册制箭在弦上。新三板精选层推出，截至2020年末已有41家企业在精选层挂牌；资本市场法治供给与投资者保护制度进一步完善，3月1日，修订后的新《证券法》正式施行，7月，最高人民法院正式发布《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》，8月证监会发布《欺诈发行上市股票责令回购实施办法（试行）（征求意见稿）》，12月底，刑法修正案（十一）通过；资本市场国际化向纵深推进，4月1日起，证监会取消证券公司外资股比限制，年内证监会核准高盛集团、摩根士丹利对合资券商持股比例提升至控股，核准设立大和证券，星展证券等合资券商。

图表25：深改12条 2020年推进成就

改革目标	主要内容	2020年推进成果
1. 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。	6月12日，创业板改革并试点注册制相关制度规则出炉； 8月24日，创业板改革并试点注册制顺利落地。
2. 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。	11月3日，上交所制定了《推动提高沪上市公司质量三年行动计划》，明确了交易所开展工作的具体时间表、路线图； 11月10日，证监会召开贯彻落实《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》动员部署会； 12月11日，证监会决定自即日起开展上市公司治理专项行动，推动提高上市公司治理水平。
3. 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。	6月3日，证监会发布《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》。 7月27日，新三板精选层设立暨首批企业晋层仪式在全国股转公司挂牌大厅举行，首批32家公司已全部完成公开发程序，精选层正式设立并开市交易。 11月27日，沪深交易所分别发布新三板挂牌公司向科创板、创业板转板上市的《转版上市办法》
4. 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。	6月2日，证监会就修订《证券公司股权管理规定》及其实施规定对外公开征求意见； 7月10日，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》； 7月31日，《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法（征求意见稿）》及相关配套规则公开征求意见发布； 11月20日，《证券投资基金经营机构董事、监事、高级管理人员及从业人员监督管理办法（征求意见稿）》公开征求意见发布。
5. 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。	4月1日起，证监会取消证券公司外资股比限制； 9月25日起，中国证监会、中国人民银行、国家外汇管理局发布《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》
6. 推动更多中长期资金入市	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	7月17日，银保监会发布《关于优化保险公司权益类资产配置监管有关事项的通知》。

	入个人税收递延型商业养老金投资范围。	
7. 切实化解股票质押、债券违约、私募基金等重点领域风险。	略	9月11日,《关于加强私募投资基金监管的若干规定(征求意见稿)》公开征求意见;11月27日,证监会对永煤控股及相关审计机构涉嫌债券违法行为立案调查。
8. 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。	3月1日,修订后的新《证券法》正式施行;12月26日,第十三届全国人大常委会第二十四次会议审议通过了刑法修正案(十一),将于2021年3月1日起正式施行。
9. 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。	8月21日,证监会就《欺诈发行上市公司股票责令回购实施办法(试行)(征求意见稿)》公开征求意见;7月31日,最高人民法院正式发布《关于证券纠纷代表人诉讼若干问题的规定》,自公布之日起施行。
10. 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。	7月17日,证监会就《证券期货违法行为行政处罚办法》公开征求意见。
11. 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。	9月18日,证监会发布《关于修改〈关于加强上市证券公司监管的规定〉的决定》,进一步落实“放管服”要求,优化上市证券公司信息披露机制。
12. 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。	12月25日,证监会发布《证券交易数据交换协议》、《资本市场场外产品信息数据接口》两项金融行业标准。

资料来源:证监会,万联证券研究所

资本市场全面深改驱动券商长期高质量发展

融资端将显著提振券商投行、直投业绩,促券商回归专业性。在全面深改12条中,多个目标为券商打开增量业务空间,创业板改革并试点注册制,大力推动上市公司提高质量,补齐多层次资本市场体系的短板,直接利好券商投行、直投业务。其中在发行端的注册制改革,包括ipo发行效率提高,市盈率红线取消、跟投制度设立、并购重组业务松绑等,提高了市场资源配置效率和价值发现功能,强化券商从通道业务回归到询价、定价、投研、销售及撮合等专业核心竞争力上。

投资端,交易机制更加灵活,市场流动性更高,权益投资风险偏好大幅提升。科创板和创业板在实行注册制改革的同时同步进行了交易机制改革,包括涨跌幅放宽至20%,上市后前5日不设涨跌停板,融券机制更完善等等,同时,新证券法颁布实施、加强投资者保护力度欺诈发行责令回购、刑法修正案(十一)通过等资本市场法治供给的增加,退市新规等提高上市公司质量举措的推出都为致力构建资本市场良好投资环境,提升权益市场风险偏好,增强投资者信心,促进市场良性循环,投资端的改善为券商自营、资管等业务营造良好经营环境。

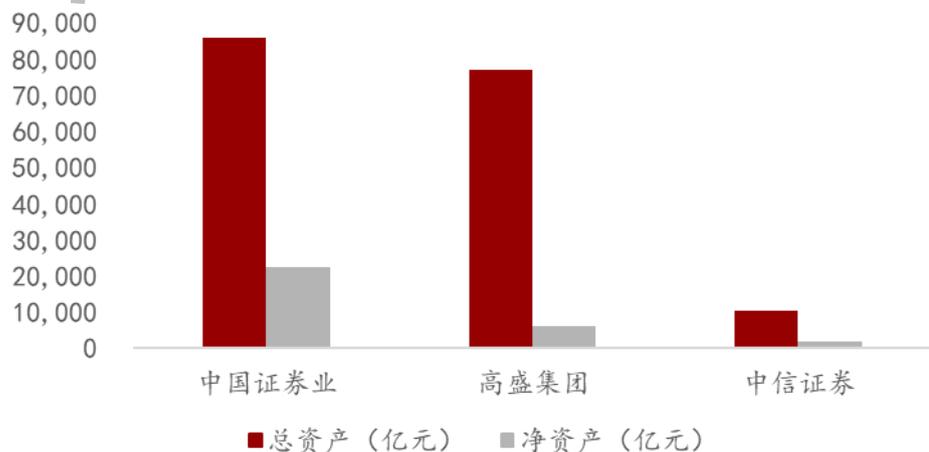
4、竞争格局：继续做大做强头部券商

4.1 做大做强券商是发展直接融资和扩大对外开放的必然要求

提高直接融资比重需要做大做强券商。“十四五”时期，要加快构建新发展格局，实现更高质量、更有效率、更加公平、更可持续、更为安全的发展，相对间接融资，直接融资对于服务创新驱动发展战略、完善要素市场化配置、深化金融供给侧结构性改革、建设更高水平开放型经济新体制具有十分重要意义，券商作为资本市场中介和直接融资的服务商，肩负着提高直接融资的重要使命。2019年11月，证监会明确表态打造航母级券商，将通过多渠道充实资本、丰富服务功能、优化激励约束机制、加大技术和创新投入、完善国际化布局、加强合规风险管控等六方面举措来鼓励券商做大做强，当前我国证券业和证券公司体量相对银行业和保险业仍较小，要肩负起经济转型和服务新经济的重任，需要进一步充实资本，练好内功，补齐短板。

对外开放加速背景下需打造券商航母。2020年4月1日起我国正式取消证券公司外资股比限制，年内证监会核准高盛集团、摩根士丹利对合资券商持股比例提升至控股，相比高盛、摩根士丹利这些跨国投行，我国证券业头部券商在资产规模上与之差距巨大，截至2020年3季末，高盛集团总资产、净资产分别达到7.71万亿和0.63万亿，作为我国证券业龙头，中信证券总资产、净资产仅分别为高盛集团的14%和28%。在外资控股券商跑步进场，竞争压力加剧的背景下，需要打造券商航母提高我国券商在资本市场话语权。

图表26：高盛集团与中信证券、我国证券行业资产实力对比



资料来源：WIND, 万联证券研究所

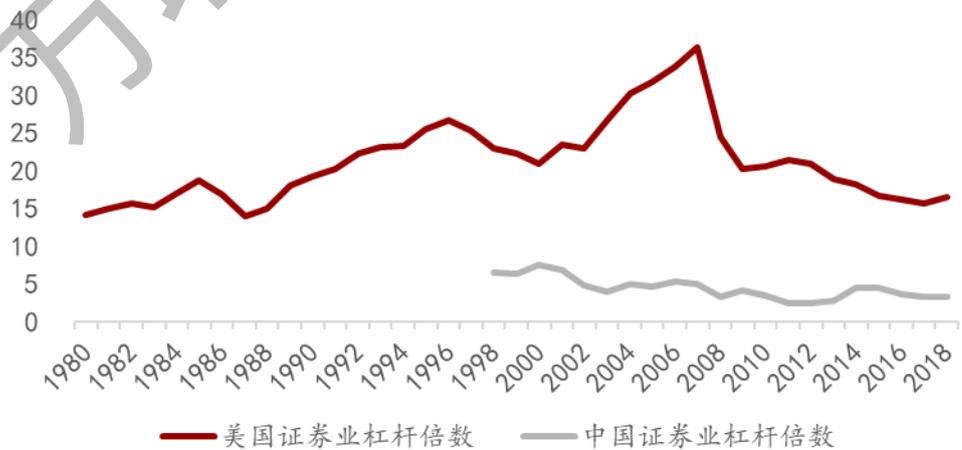
2020年监管继续朝差异化方向推进，头部券商巩固竞争优势。2019年7月，证监会发布《证券公司股权管理规定》，推动证券公司分类管理，支持差异化发展，根据证券公司从事业务的复杂程度，划分证券公司为综合类证券公司和专业类证券公司；2020年差异化监管继续向前推进。2020年1月23日，证监会发布了《证券公司风险控制指标计算标准规定》，按照差异化发展需求，结合证券公司分类评价结果，将“连续三年A类AA级及以上的证券公司”的风险资本准备调整系数由0.7降至0.5，进一步提升优质券商的资本使用效率。7月10日，证监会发布《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》，本次修订的目的之一是支持证券公司突出主业、做优做强，差异化、特色

化发展，因此增设了一系列细分业务指标，如新设财富管理业务中的投资咨询业务和代理销售业务加分项、拆分投行业务等，在细分业务领域具备优势的中小券商将会获得加分，但另一方面，部分头部券商综合实力较强，在细分领域中亦无短板，指标增加后能加分的项目亦增多，会进一步巩固其加分优势。

4.2 并购是做大做强券商的快速路径

美国证券业杠杆率显著高于我国。对比高盛集团和中信证券以及我国证券业的总资产和净资产，不难发现高盛集团的杠杆率远高于我国证券业，不仅高盛如此，美国证券业杠杆率显著高于我国证券业，其中一个重要原因是美国投行重资产业务比重高。回顾美国投行发展历史，20世纪70年代开始的佣金自由化导致美国投行之间的同质化竞争愈演愈烈，迫使投行从单一的经纪业务模式向多元化的经营业务模式转变，布雷顿森林体系解体后，浮动汇率制度和利率管制的放开加剧了外汇市场与利率市场的波动，催生了投行的金融衍生品业务，并进而发展至FICC业务，投资银行业从早期多元化业务探索，逐渐发展到以衍生品为载体、以资本为动力、比拼金融专业能力和资本规模的综合金融发展阶段。美国投行杠杆率的提升伴随着机构客户占比的提升而催生的风险管理需求，同时，监管允许高杠杆运营，也为美国投行重资产业务的发展奠定了基础。

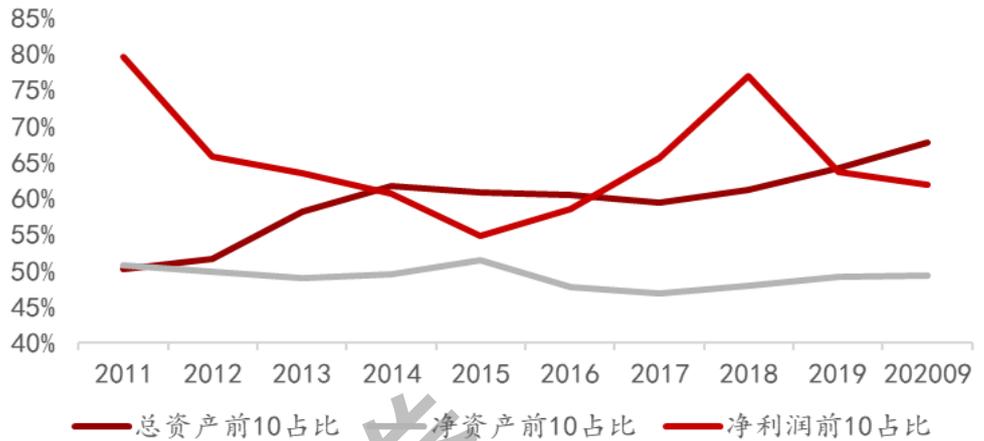
图表27：美国证券业杠杆率显著高于我国证券业



资料来源：WIND, 万联证券研究所

我国头部券商也在加大加杠杆力度扩充规模。近几年随着信用业务和投资业务的快速发展，我国证券公司也在密集补充资本，与此同时，头部券商还通过加杠杆进一步提高自身规模，可以从资产集中度观察得到。相比业绩集中度的不稳定，证券业总资产正在出现向头部集中趋势，2011年至2020年9月末，CR10总资产集中度由50.18%提高至67.76%，而净资产集中度则变化很小，多年维持在50%左右，说明近年来证券业杠杆率的提升主要是由头部券商推动。

图表28：证券业总资产集中度逐渐上升



资料来源：WIND, 万联证券研究所

并购是做大做强券商的更快捷路径。尽管加杠杆是券商提高规模的一种路径，但比较缓慢，且目前监管规定的杠杆倍数上限也仅在6至7倍左右，想要快速做大做强，并购是更快捷路径。我国证券业历史上曾发生三次并购潮，分别由分业经营、综合治理、一参一控等监管要求推动，2010年之后市场化并购开始逐渐出现，如中信证券收购广州证券，中金公司并购中投证券等，2020年证券业并购声此起彼伏，前有市场盛传两大头部券商合并，后有国金与国联联姻失败，可见证券业并购整合难度不小。2020年9月《金融控股公司监督管理试行办法》出台，主要内容是加强金控公司市场准入，规范非金融企业和民营企业向金融业盲目扩张，在此背景下，民营背景金控集团预计要在金融与实业间做出选择，可能催生第四轮并购潮。目前来看绝大部分券商是国资背景，头部券商之间的整合还需要政策方面的引导和推动，当前监管打造券商航母的意图明确，在外资加速流入，外部竞争压力迅速增强的背景下，我们认为未来出现政策推动头部券商整合的概率较大。

5、业务展望：改革赋能，各细分业务迎发展契机

券商业务主要分为手续费类、利息收入和投资收益三类，尽管目前各家券商已经围绕客户服务划分做公司架构调整，但本部分我们仍依循传统上中证协公布行业经营数据所采用的业务划分方法，并按照价值量分析方法进行分析和预测各项细分业务的发展前景。即经纪、投行、资管对应的手续费，两融和股票质押对应的利息收入以及自营投资对应的投资收益，并考察以下各业务影响因素的未来发展情况。

经纪：股票成交额*佣金率；投行：承销金额*承销费率；资管：资管规模*费率；

两融、股票质押：两融规模、股票质押规模，利率；投资：自营规模、投资收益。

以注册制改革为引领的资本市场全面深改将全方面提振五大细分业务，其中经纪、两融、投行主要在业务规模上带来质的飞跃，而资本市场生态环境的改善、长期资金的进入将显著增厚资管业务和自营业务收益。

5.1 经纪业务：三因素促2021年增量业绩可期

2020年前三季度证券业经纪业务收入同比+43.94%，我们认为，注册制带来的换手率

提高,佣金率接近触底,以及积极转型财富管理三因素共促券商经纪业务趋势性向好,预计2021年行业经纪收入在高基数下增量业绩依旧可期。

交易制度朝市场化迈进,注册制带来换手率提高。2020年A股成交额206万亿元,较上年增加62.38%,历史上仅次于2015年,成交额的大幅增加除受A股流通市值增加影响外,另一个重要原因是实行注册制带来换手率的提高,截至2020年12月,A股流通市值64万亿元,较上年增加33.12%,全年换手率720.93%,较上年增加13.02%,而换手率的提升很大程度归功于注册制的实行。一方面,从静态看,实行注册制的科创板2020年全年月均换手率92%,显著高于全部A股的60%,沪深主板的44%、39%,以及中小板的58%。另一方面,动态看,8月28日创业板注册制落地,比较落地时间前后创业板换手率变化,2020年9~12月创业板月均换手率113%,较2020年1~8月88%的月均换手率提升25个百分点,而同期主板、中小板和创业板9~12月月均换手率分别较1~8月月均换手率都明显下滑,说明创业板换手率的提高并非由市场行情推动,而是由实行注册制引起。注册制改革完善了市场基础制度,在交易机制上放宽了涨跌幅限制至20%,并优化转融通机制和盘中临时停牌制度,我们预计,在注册制由增量改革向存量改革的过渡期间,全市场范围换手率的提高将带领成交额再上一个新台阶。

图表29: A股历年成交额与换手率



资料来源: WIND, 万联证券研究所

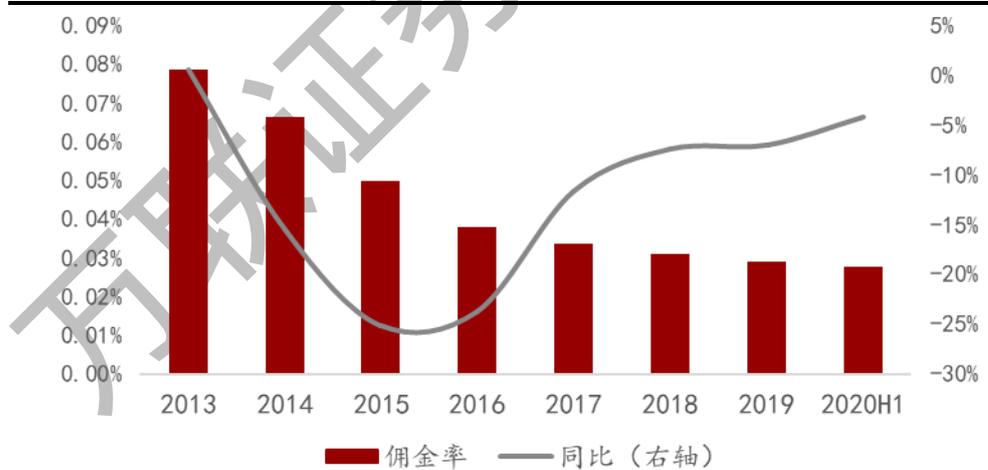
图表30: 实行注册制后创业板换手率提高

	2020 年全年月均 换手率(%)	2020 年 1~8 月 月均换手率(%)	2020 年 9~12 月 月均换手率(%)
全部 A 股	60.08	64.71	56.28
上证主板	44.11	49.56	35.90
深证主板	39.13	43.61	30.76
中小板	58.09	67.33	44.05
科创板	92.00	126.89	81.25
创业板	93.66	88.47	112.95

资料来源: WIND, 万联证券研究所

目前券商佣金率已接近底部。自2002年取消固定佣金制后，券商佣金率便一路下滑，并在异地设点和网上开户放开限制后下滑加速，但近年佣金率下降趋势减缓，2020年上半年证券业佣金率为万分之2.76，较去年下降4.19%，下降幅度连续五年放缓。目前市场上一种观点认为券商佣金率由于恶性竞争会跌至成本线万分之一的水平（经手费0.0487%+监管费0.02%+风险基金0.03%），我们认为目前来看，由于受到起步费用的约束佣金率见底已不远。以万二五佣金率为例，由于股票交易存在5元的起步费用，若单笔成交额高于2万元，则实际支付佣金超过5元，若单笔成交额低于2万元，则实际支付佣金为5元，即投资者面临的佣金率实际上高于万二五，根据《上海证券交易所市场质量报告（2020）》，2019年沪市平均每笔成交金额1.65万元，且53.26%的订单申报金额不超过1万元，按照前述逻辑，以1.65万元成交额和5元实际佣金，算得的投资者面临的实际佣金率为万分之3.03，可见由于存在底部刚性约束，目前券商佣金率或已接近底部。佣金率下滑对经纪业务带来的负面效应边际递减。

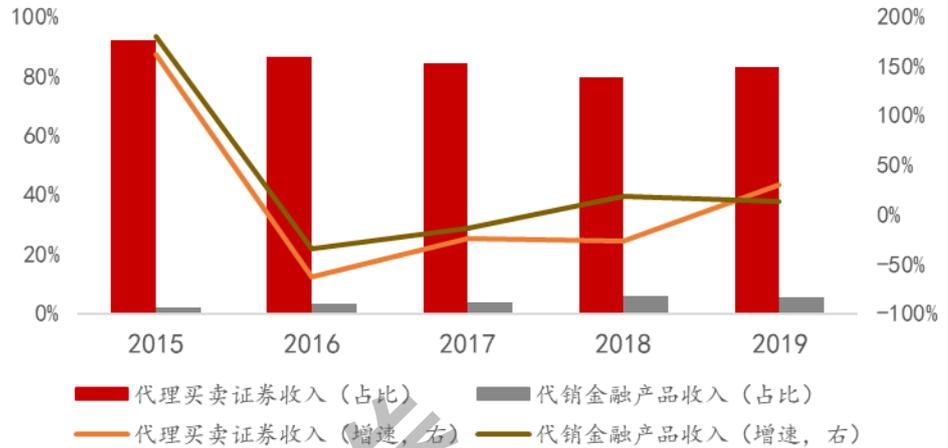
图表31：佣金下降速度大幅放缓



资料来源：WIND, 万联证券研究所

积极转型财富管理，高综合费率提升经纪业务roe水平。经纪业务按照业务类型可进一步细分为代理买卖证券，交易单元席位租赁和代理销售金融产品，其中代销金融产品业务是转型财富管理的发力方向之一，其增速和占比被视为转型财富管理成效的重要参考指标。2019年，证券业代销金融产品业务收入44亿元，占经纪业务收入比重5.27%，较2015年提升3.18个百分点，2020年权益类基金销售火爆，从上市券商半年报披露结果看，多家上市券商代销金融产品业务收入已超过去年全年，代销金融产品收入比重有望继续提升。相较于传统经纪业务，代销金融产品业务收入更加稳定，能穿越周期，相同规模交易资产的费率也更高，随着居民财富收入的提高和金融资产配置需求的提升，以及机构投资规模的扩大，券商代销金融产品收入在经纪业务收入中比重会持续提升。此外，其他财富管理转型方向，如基金投顾、针对高净值客户投顾服务业务的兴起同样将助力提高经纪业务的roe水平。

图表32：代销金融产品业务收入在经纪业务收入中比重上升

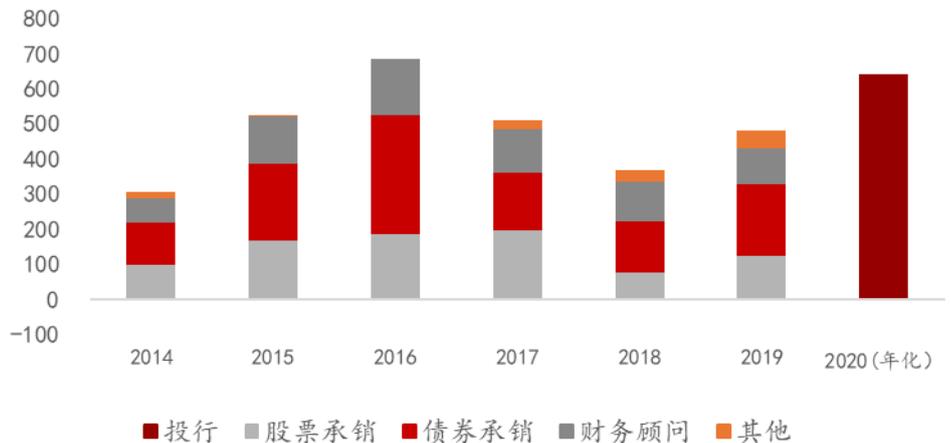


资料来源：中证协，万联证券研究所

5.2 投行业务：持续受益注册制改革和直接融资比重提升

2020年前三季度证券业投行业务收入482亿元，较去年同期增加51.72%，其中证券承销与保荐业务净收入431.58亿元，同比+72.82%，财务顾问业务净收入50.62亿元，同比-25.71%，投行业务收入主要由股票承销保荐、债券承销、财务顾问三项业务组成，2019年三者的收入比例分别是26%、42.16%、21.62%。2021年投行业务还将持续受益注册制改革、鼓励并购重组、直接融资比重提升、银行间交易所市场互联互通等多重政策利好。

图表33：投行业务历年收入（亿元）与业务结构

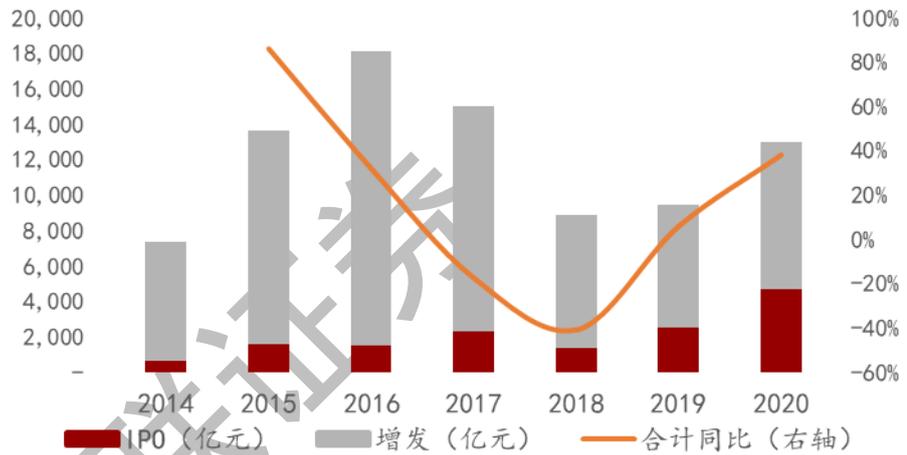


资料来源：中证协，万联证券研究所

注册制改革扩大股权融资规模，重塑投行股权业务生态。券商各业务中投行股权类项目受注册制影响最为显著。发行制度注册制改革解决了以往核准制下股票发行高门槛低效率问题，着力构建市场化的发行承销制度，对新股发行定价不设任何行政性限制，并建立以机构投资者为参与主体的询价、定价、配售等机制，使得IPO发行效率显著提高。2020年A股IPO企业近400家，合计融资4700亿元，较2019年同比+86%，IPO融资额创近十年新高，科创板和创业板全年IPO合计募资金额占全市场总募资金额达到66.37%，成为企业登陆资本市场选择的主流渠道。再融资方面，年初再融资新规落地，并购重组业务松绑，包括发行对象数量，定价折扣等定增条件全面放宽，2020年增发

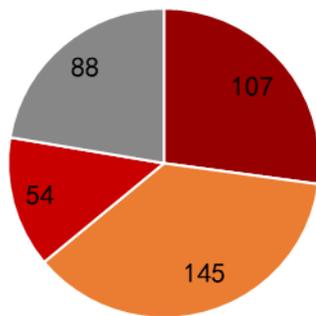
融资额同比+21%。承销费率方面，由于项目稀缺性和竞争导致近年发行承销费率持续走低，在设立科创板和创业板实行注册制后，IPO项目增多，加上募集规模小的项目占比提高，创业板和科创板IPO项目的承销费率要明显高于主板，一定程度上抑制了市场IPO承销费率的走低，提高了投行业务的价值率。

图表34：IPO+定增历年募资规模与增速



资料来源：WIND, 万联证券研究所

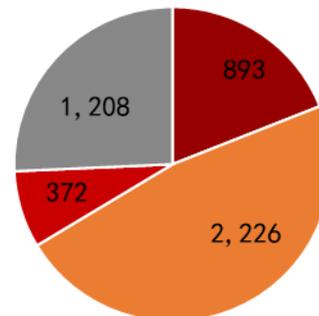
图表35：2020年各板块IPO募集企业数量



■ 创业板 ■ 科创板 ■ 中小企业板 ■ 主板

资料来源：WIND, 万联证券研究所

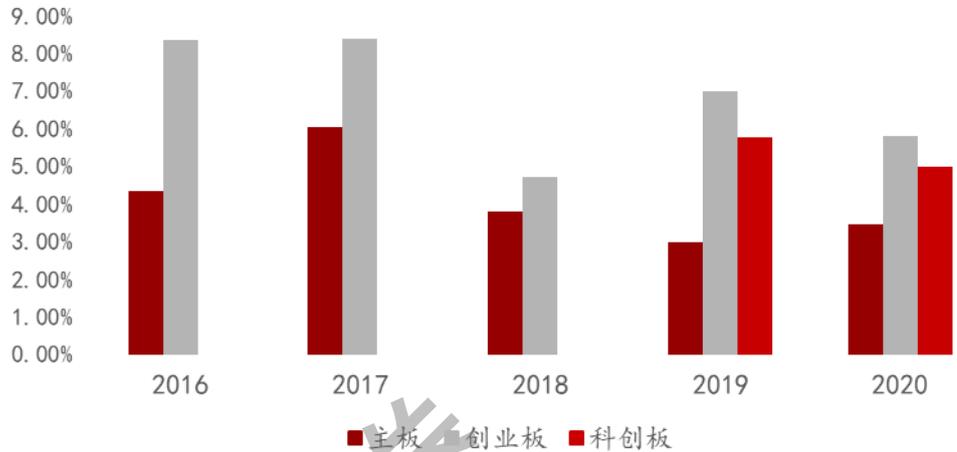
图表36：2020年各板块IPO募集资金规模（亿元）



■ 创业板 ■ 科创板 ■ 中小企业板 ■ 主板

资料来源：WIND, 万联证券研究所

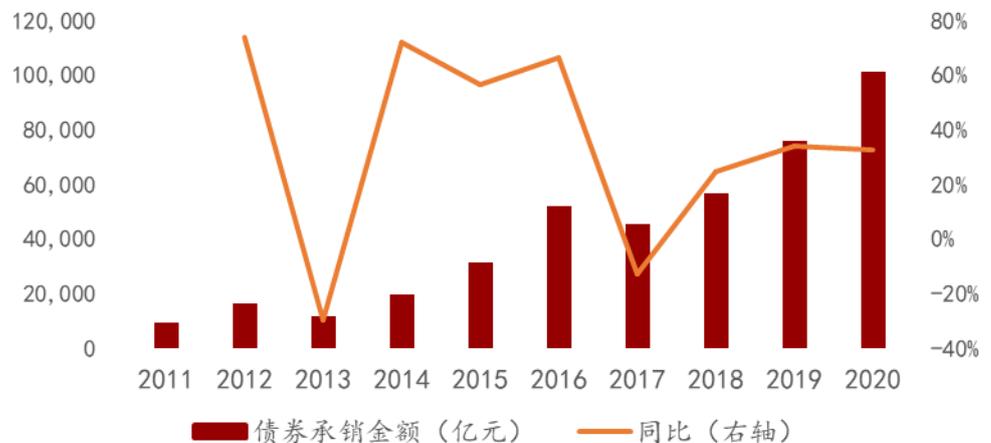
图表37：创业板、科创板IPO承销费率更高



资料来源：WIND, 万联证券研究所

券商债券承销份额预计进一步提升。2020年券商债券承销总金额合计10.10万亿元，同比+32.56%，债承金额连续三年上涨。债券承销业务以往主要由银行占据主导，在资金规模较大的项目，银行往往凭借雄厚的资本实力能够顺利拿下，如在地方债承销上，2020年银行占据83%市场份额。随着近年部分头部券商资本规模提升，其在债券承销上实力不容小觑，中信证券连续三年挤进债券承销榜前五，且券商行业整体债承份额亦逐年提升，已由2016年34.75%提升至2020年的40.11%。2020年7月，央行、证监会联合公告，同意银行间与交易所债券市场相关基础设施机构开展互联互通合作。2020年12月，交易商协会向券商发布了《关于证券公司主承销商独立开展主承销业务有关事项的通知》。中金公司、光大证券、中信建投、华泰证券、国信证券5家券商经银行间市场交易商协会调查评估后，可独立开展非金融企业债务融资工具主承销业务，券商短融中票承销份额有望得到提升。费率方面，债承一向是恶性竞争重灾区，目前债券承销费率已降至千分之三上下，2020年12月25日，中证协表示正酝酿《公司债券承销业务规范(修订版征求意见稿)》，以进一步健全公司债券承销报价内控机制，压实承销机构的报价管理责任。这一举措有望抑制承销费率下行。

图表38：券商历年债券承销规模及增速



资料来源：WIND, 万联证券研究所

图表39：2020年各细分债券承销业务中银行与券商的承销金额与份额

	合计	银行承销		券商承销	
		金额（亿元）	份额	金额（亿元）	份额
总承销金额	251,771	150,773	60%	100,997	40%
短融中票	73,407	69,079	94%	4,328	6%
公司债	33,673	0	0%	33,673	100%
企业债	3,926	0	0%	3,926	100%
金融债	37,316	16,100	43%	21,216	57%
可转债	2,710	0	0%	2,710	100%
政府支持机构债	1,730	878	51%	852	49%
地方政府债	64,220	53,474	83%	10,746	17%
资产支持证券	27,037	5,682.47	21%	21,355	79%
定向工具	7,080	5,421	77%	1,659	23%

资料来源：WIND, 万联证券研究所

图表40：债券承销总体费率暂稳定在千分之三左右



资料来源：WIND, 万联证券研究所

提高直接融资比重将显著增厚投行业绩。党的十九届五中全会提出，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。发展直接融资是资本市场的重要使命，随着设立科创板并试点注册制成功落地，创业板、新三板等一批重大改革相继推出，对外开放持续深化，直接融资呈现加快发展的积极态势。当前我国直接融资仍显著偏低，按照增量法，截至2020年12月末，直接融资存量达到81.93万亿元，约占社会融资规模存量的28.8%。其中企业债券融资存量仅占社会融资规模存量的9.70%，非金融企业境内股票融资存量仅占社会融资规模存量的2.90%，显著低于海外发达国家资本市场，直接融资特别是股权融资提升空间广阔，可以做一个简单假设，假设2021年股票融资存量占社融存量比重仅提升0.1个百分点，社融存量接近三年平均增速计算，得到的2021年非金融企业境内股票融资增量可达到1.27万亿元，相比2020年要高42.51%，将显著增厚投行业绩。

图表41：社融存量占比提升0.1pct带来的股权融资规模增幅测算

	社融存量	非金融企业境内股票融资
2020年存量规模（万亿元）	284.83	8.25
2020年存量占比	100%	2.90%
2021年存量规模（万亿元） （社融存量接近三年平均增速计算）	317.39	9.52
2021年存量占比（假设提高0.1pct）		3.00%
2020年新增规模（万亿元）		0.89
2021年新增规模（万亿元）		1.27
增幅		42.51%

资料来源：WIND, 万联证券研究所

5.3 资管业务：向主动管理转型，公募化+权益投资成延伸方向

规模持续压缩，收入占比继续下滑。自2018年4月资管新规发布以来，券商资管持续去通道、去杠杆，2020年券商资管规模整体继续压缩，根据证券投资基金业协会数据，截至2020年9月末，券商资管产品规模8.98万亿元，较2019年年末下降17.13%，较2017年高点下降52.19%，2020年前三季度行业资管业务净收入213亿元，同比+11.54%，增速低于营收，营收占比下滑至6.21%。

券商资管加快去通道和向主动管理转型，提高价值率。券商资管类型主要分为集合、定向和专项资管计划，其中定向资管计划中相当部分为银证合作的通道型业务，早在资管新规颁布之前，监管即已意识到通道业务的风险并已要求各家券商暂停相关业务，目前行业定向资管规模已大幅压缩，截至2020年三季末，定向资管计划11497只，资产净值6.98万亿元，较2017年一季度高位分别下降40%和57%。另一面，加快向主动管理转型，提高资管业务价值率成为趋势，从行业资管规模top5券商的合计主动管理规模比例来看，主动管理规模占比已从2017年一季度的26%提高至2020年第三季度的49%。资管业务综合费率持续提升，今年前三季度已达到0.32%。

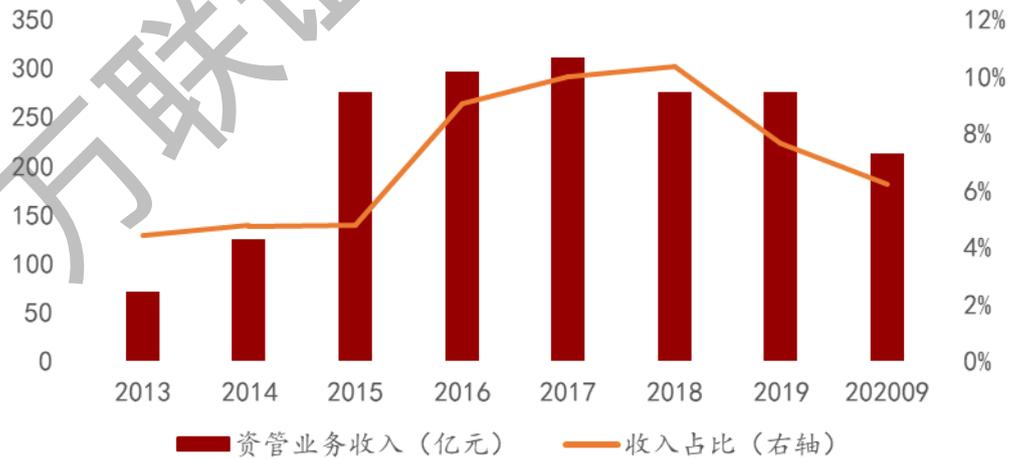
迈向权益投资新时代，顺势而为。由于券商资管的私募性质，主要面向的是机构客户和高净值客户，且资产配置方向以固收为主，一方面门槛较高导致规模受限，另一方面资产配置方向不符合券商在权益投资方面具备优势的定位。随着市场利率下行导致货币基金吸引力下降，以及银行理财产品净值化导致居民风险偏好被动提升，权益市场对普通民众的吸引力增强，而选择公募基金进入市场成为2020年的投资风潮，预计2021年权益基金的规模还将大幅提升。2020年7月，证监会对《证券投资基金管理公司管理办法》进行了修订，优化了公募牌照制度，适当放宽“一参一控”限制，允许同一主体同时控制一家基金公司和一家公募持牌机构。国泰君安首啖新规红利，从递交申请至资格获批仅用时4个多月，成为“一参一控”政策松绑后首家获批公募牌照的券商资管，抓住了权益投资新时代的机遇。推动更多中长期资金入市是资本市场全面深改的重要目标，12月底证监会召开会议明确2021年要加强资本市场投资端建设，增强财富管理功能，促进居民储蓄向投资转化。因此，券商资管在向主动管理转型同时，还应积极向公募和权益投资方向延伸。

图表42：券商资管产品规模持续收缩



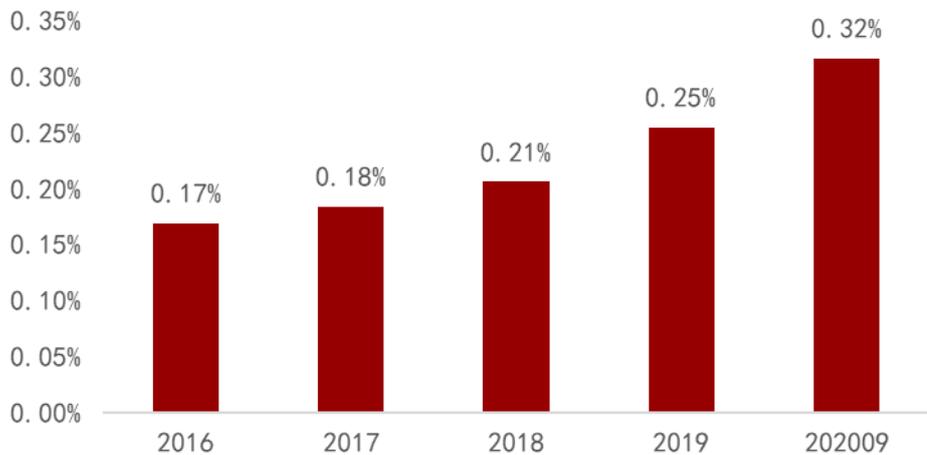
资料来源：中证协、万联证券研究所

图表43：证券业资管业务收入及占比



资料来源：中证协、万联证券研究所

图表44：证券业资管业务综合费率持续提升



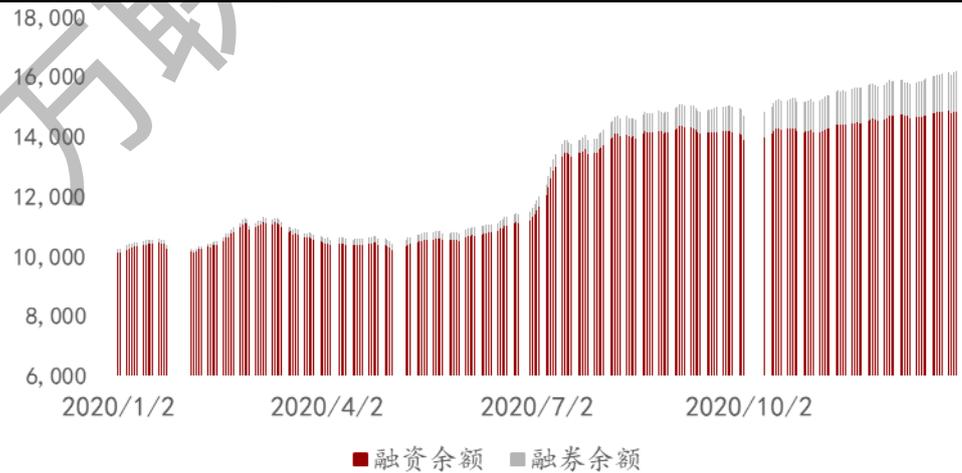
资料来源：基金业协会、中证协、万联证券研究所

5.4 信用业务：融券规模大幅增长，股票质押规模继续收缩

两融余额连攀新高，融券业务迎爆发式增长。2019年以来，以科创板实行注册制为契机，两融业务在科创板这块试验田上迎来了久违松绑，2019年8月，证监会下调转融资利率，交易所修订两融交易实施细则，主要包括取消最低维保比例，交由证券公司与客户自主约定；增强补充担保的灵活性，两融标的扩容至1600只等。2020年6月，《创业板转融通证券出借和转融券业务特别规定》发布，包括新增公募、社保基金、险资和战投作为出借人参与证券出借，创业板实行注册制后存量融资融券标的和增量标的一同纳入适用范围，融券券源供给大幅增加。2020年9月25日，资本市场进一步扩大开放，监管层拟降低QFII、RQFII准入门槛，允许QFII、RQFII参与债券回购、证券交易所融资融券、转融通证券出借交易。12月29日，国泰君安证券协助大型海外机构投资者完成A股市场首单QFII融资融券业务。

2020年下半年以来，由于两融供给端的放开，叠加市场交易需求和加杠杆需求推动，沪深两市两融余额连攀新高，截至2020年末，两融余额16190亿元，较年初提高59%，其中融券余额增加了9倍。融券业务的繁荣，一方面提高了市场的流动性，另一方面，其卖空特点推动完善了资本市场价格发现功能，有助于防止市场过热，起到稳定市场的作用。

图表45：2020年两融规模连攀新高



资料来源：WIND、万联证券研究所

图表46：2019年以来两融相关公告、文件梳理

日期	公告/文件	主要内容
2019.4.30	《科创板转融通证券出借和转融券业务实施细则》	明确科创板证券出借及转融券业务的标的证券范围；扩大券源，提高科创板证券出借、科创板转融券业务效率等
2019.6.21	《公开募集证券投资基金参与转融通证券出借业务指引》	规范基金参与出借业务的基本原则、主体责任、投资指标、业务性质、风险管理、信息披露等内容。
2019.8.7	证监会宣布下调转融资费率	证监会决定自2019年8月8日起，整体下调转融资费率80BP。
2019.8.9	沪深交易所修改《融资融券交易实施细则》	取消最低维保比例，交由证券公司与客户自主约定；增强补充担保的灵活性，两融标的扩容至1600只等。

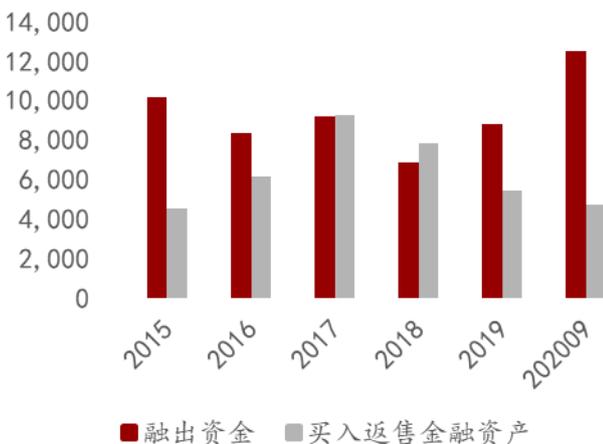
2020. 6. 12	《创业板转融通证券出借和转融券业务特别规定》	新增公募、社保基金、险资和战投作为出借人参与证券出借；可以通过约定和非约定申报方式参与；证券公司当日借入当日可供客户融券卖出等。
2020. 9. 25	《合格境外机构投资者和人民币合格境外机构投资者境内证券期货投资管理办法》	允许QFII、RQFII参与债券回购、证券交易所融资融券、转融通证券出借交易。

资料来源：证监会官网，万联证券研究所

股票质押风险仍需谨慎对待。2018年由于市场大幅波动，股票质押风险骤增，减持新规造成券商难以直接平仓，加上券商在股票质押这类新的信用业务上的风控体系建设存在滞后性，因此2018年由于股票质押问题券商计提了大量减值损失，券商板块估值也一度承压。近两年监管机构对股票质押业务仍然是持严监管态度，“深改12条”中强调要切实化解股票质押、债券违约、私募基金等重点领域风险。2019年以来，监管加强了对股票质押业务的监管和现场检查，多家券商因业务展业不合规、风险管理不到位、内部管控缺失等问题，收到问询函或当地证监局的处罚，券商整体上也在不断收缩股票质押业务，从上市券商财报中可以看到，券商两类信用资产融资资金和买入返售金融资产近两年走势出现背离，截至2020年9月上市券商合计融出资金较2018年末上升83.10%，而买入返售金融资产较2018年末下降39.77%，2020年前三季度上市券商合计计提信用减值损失172亿元，同比+83.98%，占营收比例由去年同期的3.16%提升至4.51%，说明股票质押业务的风险仍需谨慎对待，不过未来随着股票质押业务风险的出清，券商风控体系的完善，股票质押业务仍是券商加杠杆的重要发力方向。

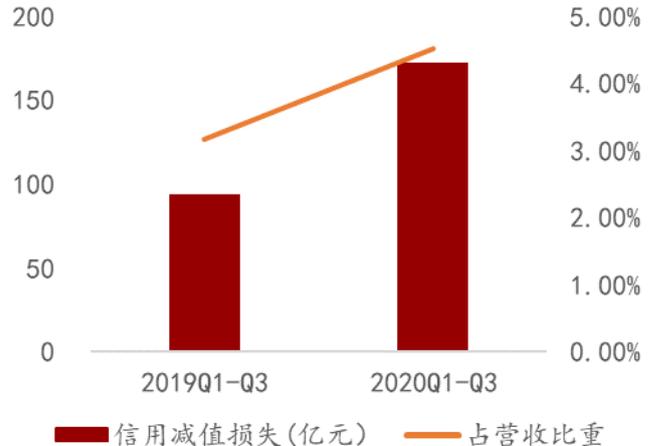
利率走势较稳定。两融和股质的利率可以用券商利息收入除以对应信用资产平均规模粗略算出，用两融业务利息收入除以融出资金平均规模计算得出两融利率，用股票质押业务利息收入除以买入返售金融资产平均规模得出股票质押业务利率，2016年至2019年两融利率在6%至7%之间，股票质押利率在4%上下，两融和股质的利率走势受市场利率影响，而表现更加稳定。

图表47：上市券商信用类资产历年规模



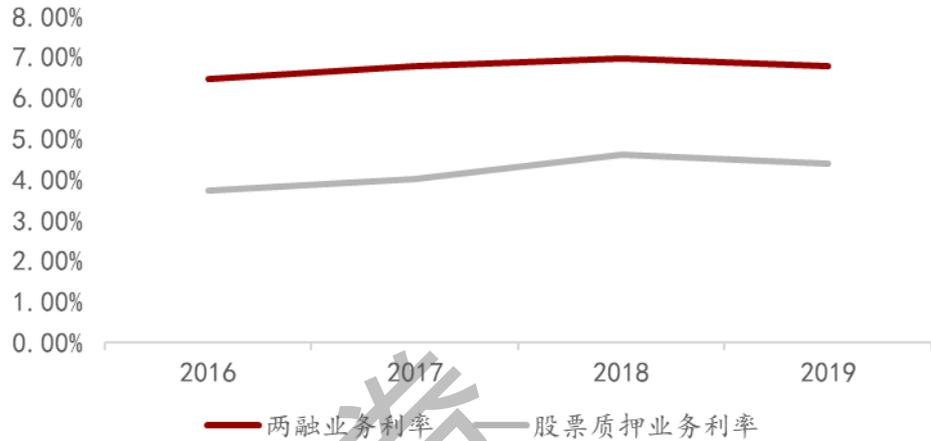
资料来源：WIND，万联证券研究所

图表48：2020前三季度信用减值损失同比上升



资料来源：WIND，万联证券研究所

图表49：两融、股质利率走势

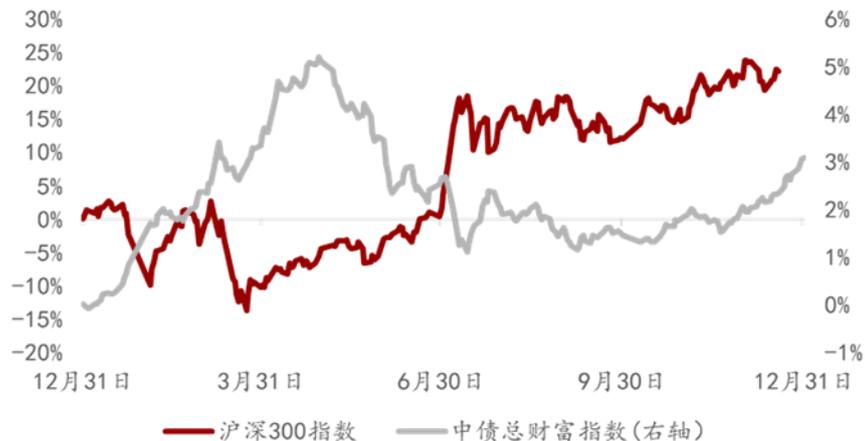


资料来源：中证协、WIND、万联证券研究所

5.5 投资业务：受益股债双牛，固收配置比例持续提升

证券自营受益股债双牛。2020年股债双牛，全年沪深300指数累计上涨27.21%，中债总财富指数累计上涨3.07%，前三季度股市和债市显现出明显跷跷板效应，上半年在疫情冲击下股市先跌后企稳反弹，债市则在流动性宽裕环境下快速走牛并在货币边际收紧后回调，下半年四季度后，流动性收紧力度放缓，债市震荡后再次上行，股市则在经济复苏预期下走牛，券商证券自营受益市场行情向好，前三季度实现投资收益1013.63亿元，同比+15.35%，由于2020Q4行情明显转暖，预计证券业全年投资收益增速将进一步提高。股权投资方面，2020年前三季度上市券商合计对联营和合营企业投资收益87.84亿元，同比+40%。投资收益率方面，截至2020年上半年上市券商年化投资收益率为5.16%，高于2018年和2019年。

图表50：2020年全年股债核心指数走势



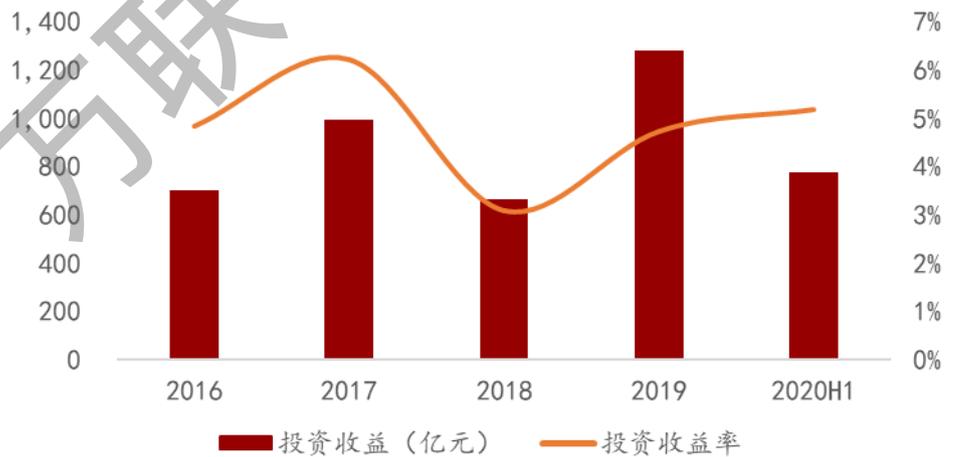
资料来源：WIND、万联证券研究所

图表51：上市券商合计对联营和合营企业投资收益



资料来源：WIND、万联证券研究所

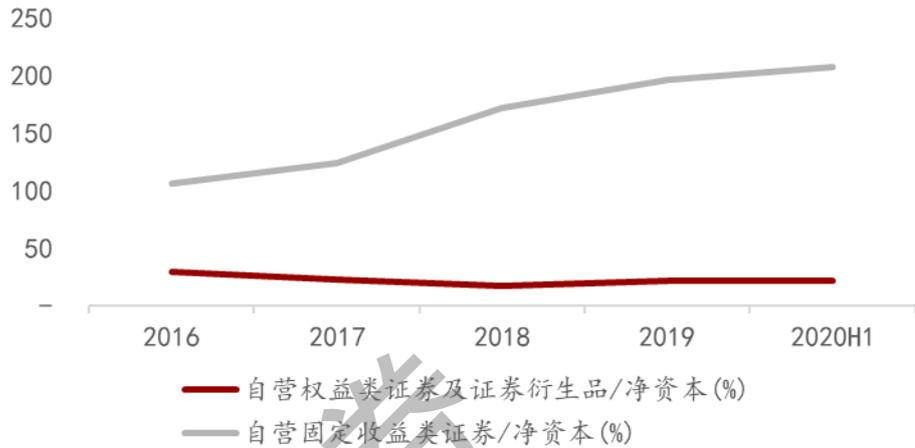
图表52：上市券商投资收益率



资料来源：WIND、万联证券研究所

配置方向上，自营固定收益类证券配置比例持续提升。券商证券自营业务主要配置方向为权益和固收两大类，近几年券商自营在固收上的配置比例持续提升，2020H1上市券商自营投资金融资产平均配置在固收类证券的规模大约是权益类证券的10倍，而在2016年这个数字仅3.7倍，原因一方面行业对自营风控重视程度提高，另一方面是由于金融工具会计准则变更后放大了权益投资的波动性，券商为平抑波动性提高了固收类资产的配置比例。此外，在权益自营投资方面，券商更加重视对冲策略，利用衍生品对投资组合进行风险管理，并降低方向性投资比例。

图表53: 上市券商自营资产配置方向 (平均值)



资料来源: 中证协、WIND、万联证券研究所

5.6 2021年业绩预测

2021年全市场推行注册制有望落地, 参照科创板和创业板经验, 市场换手率将得到有效提升, 佣金率下滑有底, 边际下滑幅度递减; 发行注册制下IPO常态化且效率提高, 券商债承份额继续扩大, 股权融资与债券融资保持增势, 承销费率在改革和监管推动下保持稳定; 资管规模延续去通道压规模节奏, 主动管理规模占比提升提高综合管理费率; 两融业务受益全市场推行注册制, 规模继续提高, 股票质押业务继续控增量消存量降风险, 市场利率偏中性; 市场韧性增强, 自营仍为券商加杠杆方向之一, 投资规模继续提升, 投资收益率稳定。

在如下核心假设下, 2021年证券业实现营业收入5147亿元, 同比+13%, 实现净利润2059亿元, 同比+16%, ROE为9.59%, 同比提升0.99pct。

核心假设:

经纪业务: 股基成交额增加10%, 佣金率下滑2%;

投行业务: 股权融资规模和债券融资规模维持2020年增速, 承销费率保持稳定;

资管业务: 资管业务规模下滑10%, 综合费率+0.08pct

信用业务: 融出资金增加10%, 股票质押规模维持2020年下降幅度, 利率保持稳定;

投资业务: 自营投资规模增加10%, 投资收益率4%;

净利率提升1pct;

净资产增加5%;

图表54：证券业2021年业绩预测

项目	2018A	2019A	2020E	2021E
经纪业务				
日均A股成交额(亿元)	3,689.31	5,199.81	8,478.08	9,325.89
净佣金率(%)	3.10	2.88	2.75	2.70
经纪业务净收入(亿元)	623.42	787.63	1,225.17	1,320.74
同比		26.34%	55.55%	7.80%
投行业务				
IPO+增发融资规模(亿元)	8,901.68	9,420.18	13,027.26	18,015.52
股权承销费率	0.84%	1.32%	1.32%	1.32%
债券融资规模(亿元)	56,869.14	76,187.46	100,997.43	133,886.62
债券承销费率	0.26%	0.27%	0.26%	0.26%
投行净收入(亿元)	369.96	482.65	648.03	875.18
同比		30.46%	34.26%	35.05%
资管业务				
资管规模(万亿元)	13.36	10.83	8.66	7.80
综合费率	0.21%	0.25%	0.32%	0.40%
资管净收入(亿元)	275.00	275.16	277.12	312.00
同比		0.06%	0.71%	12.59%
信用业务				
融出资金(亿元)	6,827.01	8,782.90	13,746.37	15,121.00
两融利率	6.95%	6.77%	6.77%	6.77%
买入返售金融资产(亿元)	7,820.87	5,430.21	4,470.96	3,681.16
股票质押利率	4.59%	4.39%	4.39%	4.39%
利息净收入	214.85	463.66	627.25	659.74
同比		115.81%	35.28%	5.18%
投资业务				
自营投资规模(亿元)	25660.92751	29,802.44	32,916.32	36,207.95
投资收益率	3.12%	4.10%	4%	4%
自营收入(亿元)	800.27	1,221.60	1,316.65	1,448.32
同比		53%	8%	10%
营业收入(亿元)	2662.87	3,604.83	4,565.08	5,146.84
同比		35%	27%	13%
净利润率	25%	34%	39%	40%
净利润(亿元)	666.20	1,230.95	1,769.09	2,058.74
同比		85%	44%	16%
净资产(万亿元)	1.89	2.02	2.09	2.20
较上年末		7%	4%	5%
ROE		6.30%	8.60%	9.59%

资料来源：WIND、万联证券研究所

6、投资建议

短期从估值盈利匹配和均值回归角度，券商板块仍有上行空间。

2020年资本市场改革沿深改12条目标加速推进，券商板块基本面持续向好，经纪投行两融业务发展已初步显现改革红利，从2020Q4市场数据看板块全年净利润增速大概率超40%，业绩排历史第二，上市券商杠杆率持续提升，2020年整体年化roe接近10%，对比券商板块全年+14%涨幅，从估值盈利匹配和均值回归角度，短期来看板块估值仍有修复空间，建议密切关注2020年业绩快报，及时修正业绩预期。

中长期看，以注册制改革为引领的资本市场全面深改继续优化市场投融资生态，在投融资两端进一步打开券商成长空间，驱动券商高质量发展。

政策层面，资本市场基础制度的逐步完善推动监管政策基调转向创新发展，在监管践行“建制度、不干预、零容忍”方针下，券商板块未来来自监管政策的业绩扰动渐弱，来自改革带来的业绩驱动增强；2021年货币政策“稳”字当头，流动性对板块影响中性，市场层面应更多聚焦长线资金流入进度和投资者结构变化，这一趋势将有助于平抑券商业绩波动，增强抗周期性。改革赋能具体表现在细分业务上：经纪交投在全市场推行注册制带动换手率提高下进一步活跃，佣金率下滑趋缓并有底，财富管理业务占比逐渐提升；投行持续受益经济转型期直接融资占比提升，债券承销份额还将继续扩大；资管业务发力主动管理并向公募化和权益投资方向延伸，两融在降低外资投资门槛和注册制全面铺开后将持续攀升，股票质押业务风险仍存，规模进一步缩减；自营资产配置更加稳健，资本市场投资端改善为券商投资业务创造更好布局良机。

发展直接融资和扩大对外开放需要打造券商航母，差异化监管、行业并购有利于头部券商做大做强，坚定看好具备投行业务、机构业务竞争优势的头部券商在资本市场推进注册制改革和投资机构化新格局下的发展机遇。

7、风险提示

疫情扩散、外围市场剧烈波动、业绩不及预期

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数：沪深300指数

风险提示

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。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的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、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司研究所

上海浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京西城区平安里西大街28号中海国际中心
深圳福田区深南大道2007号金地中心
广州天河区珠江东路11号高德置地广场