

沐浴改革春风，券商行业蓄势待发

——证券行业2021年春季策略报告

2021年2月26日

 作者：王一峰

 证券研究报告

核心观点

2020年市场深改政策加速落地，券商行业业绩全面向好

2020年资本市场深化改革成效显著，相关政策制度频落地全面利好券商行业发展，在政策面、市场面的催化下，券商行业年化ROE有望突破9%，证券公司指数全年累计上涨16.55%。

深改主线不变，券商板块持续分享政策红利

全面注册制推行箭在弦上、引导长期资金入市持续推进，围绕深改12条的系列政策将不断落地，券商板块有望持续分享政策改革红利喜迎发展机遇。

投资建议：关注综合实力强劲、金融资产扩容速度快的头部券商及互联网生态良好的特色券商

头部券商各项业务综合实力强劲，能更大限度的分享改革红利，竞争力显著优于同业，业绩有望继续保持增长趋势，建议关注行业龙头中信证券、华泰证券。部分特色化经营券商另辟蹊径差异化发展提升市占率，建议关注金融科技实力较强、财富科技双轮驱动的特色券商东方财富。

风险提示

宏观经济增速下行；疫情反复，资本市场大幅震荡；资本市场深改效果不达预期；国际市场大幅波动

1.1 2020年资本市场深改加速推进

- 2020年围绕资本市场“深改12条”系列政策纷纷落地，在上市制度与流程、再融资制度、创新业务发展以及提高直接融资效率等方面均有相关政策落地推进。

《上市公司证券发行管理办法》

《创业板上市公司证券发行管理暂行办法》

《上市公司非公开发行股票实施细则》

《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》

《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》

《关于修改<证券公司次级债管理规

定>的决定》

2020年2月

2020年3月

2020年4月

2020年5月

《创业板上市公司证券发行注

册管理办法（试行）》

修改《证券公司股权管理规定》

《公开募集基础设施证券投

资基金指引（试行）》

《关于实施<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>有关问题的规定》

沪深交易所修订退市制度

《可转换公司债券管理办法》

2020年6月

2020年8月

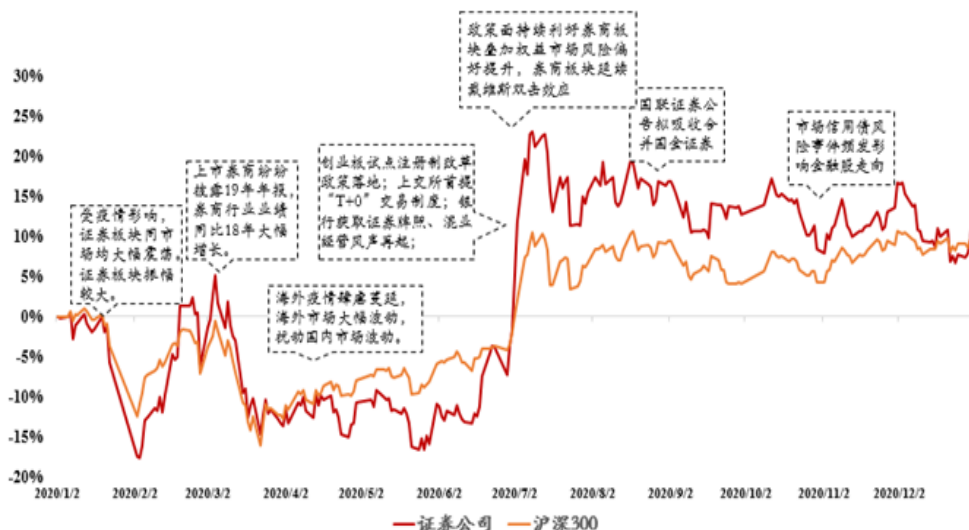
2020年9月

2020年12月

1.2 2020年券商板块上涨多受事件性影响因素

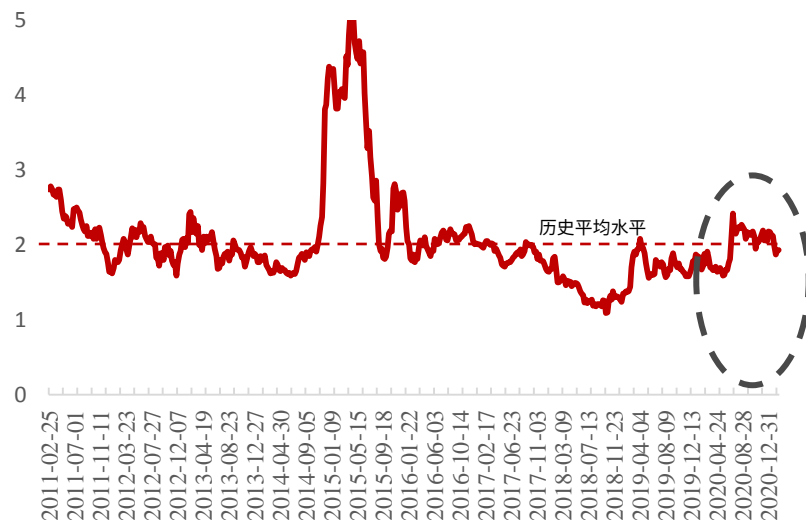
- 2020年初受疫情影响证券板块亦受挫。下半年在市场大势的带动下，证券行业创业板试点注册制成功落地、银行系证券公司预期再起、“T+0”交易制度有望推行、证券公司合并再现及资本市场深化改革政策的进一步落实等均为证券板块带来较高曝光度，下半年证券板块表现出色，涨幅显著。

图1：券商板块下半年表现出色，跑赢沪深300指数



注：时间截止2020年12月31日

图2：券商板块估值20年修复显著，目前仍处历史中枢位置

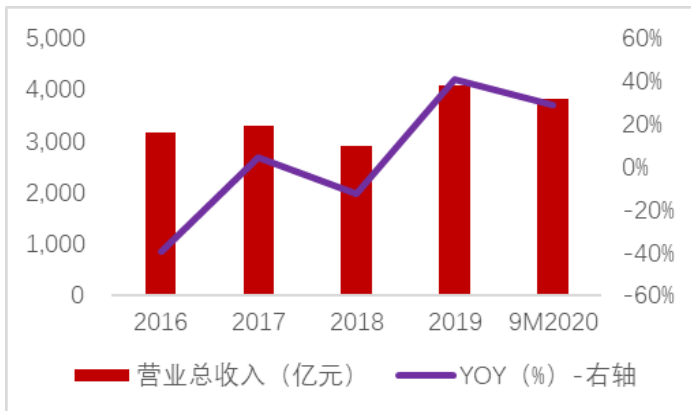
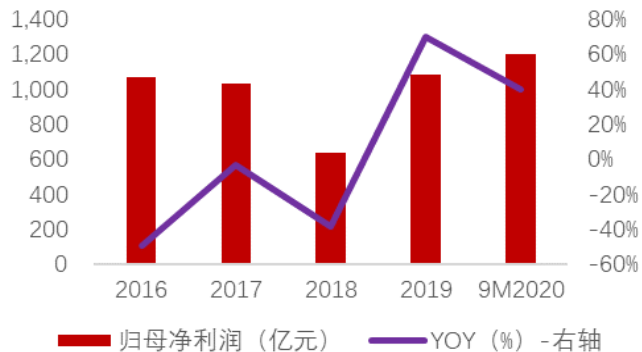
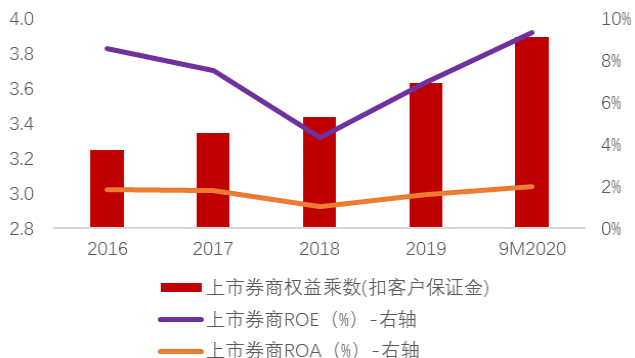
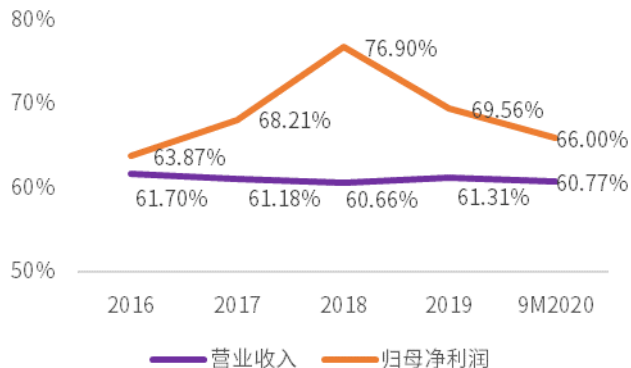


注：时间截止2020年12月31日



1.3 行业业绩保持增长趋势，集中度持续较高

- 2020年前三季度券商行业业绩向好，上市券商营收及归母净利润分别同比+28.86%、40.25%。
- 上市券商2020年前三季度年化平均ROE提升至9.4%，较2019年的7.0%提升2.4个百分点。
- 证券行业营收及归母净利润CR10持续超过60%，行业头部效应显著。

图3：上市券商营收规模保持持续增长态势

图4：上市券商归母净利润在营收带动下增长显著

图5：上市券商年化ROE水平有望达9%

图6：券商行业营收及归母净利润CR10持续保持较高水平


2.1 注册制全面推行，投行业务发展迎来机遇

- 注册制在科创板及创业板的成功推行，以及2020年沪深交所在退市制度方面的不断完善，深交所合并中小板与主板市场等都为注册制在主板的推进提供了良好的制度条件及政策环境，注册制的全面推行已是箭在弦上，预计全面注册制有望在2021年上半年推行。

表1：目前注册制相关政策的推行，均为全面注册制实施奠定良好的市场环境和制度条件

时间	政策	主要内容
2019年6月	科创板在上交所开市	科创板开市并首次实施注册制，标志着注册制在资本市场的正式落地起航
2020年2月	国务院印发《关于贯彻实施修订后的证券法有关工作的通知》	明确在不同板块和市场分实施股票公开发行注册制
2020年3月	新《证券法》正式施行	新《证券法》提及注册制：公开发行证券，必须符合法律、行政法规规定的条件，并依法报经国务院证券监督管理机构或者国务院授权的部门注册。
2020年4月	创业板注册制改革征求意见稿发布	创业板试点注册制改革落地，落实新《证券法》相关规定，同时进一步推动注册制全面推行的实施
2020年6月	创业板注册制改革正式稿发布	继科创板注册制实行后，创业板注册制正式开始执行
2020年11月	中央深改委第十六次会议审议通过了《健全上市公司退市机制实施方案》	《实施方案》明确指出，要坚持市场化、法治化方向，完善退市标准，简化退市程序，拓宽多元退出渠道，严格退市监管，完善常态化退出机制。
2020年12月	沪深交易所联合发布修订退市相关制度征求意见稿	完善资产市场基础制度建设，严控上市公司质量，为注册制的全面推行提供良好的政策环境
2020年12月	沪深交易所分别修订科创板、创业板股票上市规定	贯彻落实相关规定，进一步完善市场化、常态化退出机制，净化资本市场生态，为注册制的全面推行奠定基础
2021年2月	证监会批复深交所合并中小板与主板市场	深交所将合并主板与中小板市场，形成“主板+创业板”市场格局

2.1 注册制全面推行，投行业务发展迎来机遇

- 2020年注册制下发行审核速率全面提升，全市场IPO单数合计396单，合计承销规模4699.63亿元，同比+85.51%。
- 2020年头部券商IPO承销规模稳居行业前列，其中中信建投IPO承销规模合计836.57亿元遥遥领先，同比激增376.05%。
- 截止2021年2月19日，从储备项目情况来看，头部券商项目储备丰富，中信证券、华泰证券、中信建投位列行业前三。

图7：2020年IPO募集资金规模同比增长85.51%

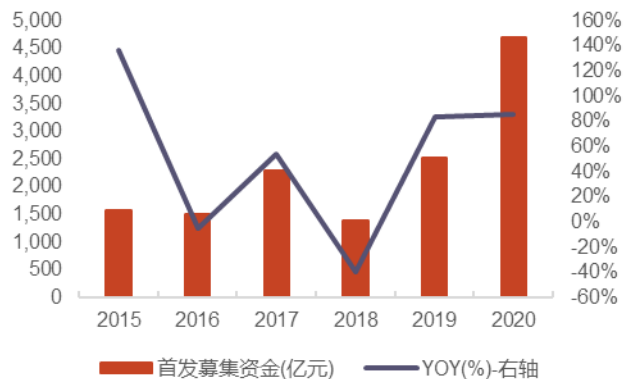


图8：2020年IPO单数达近三年之最

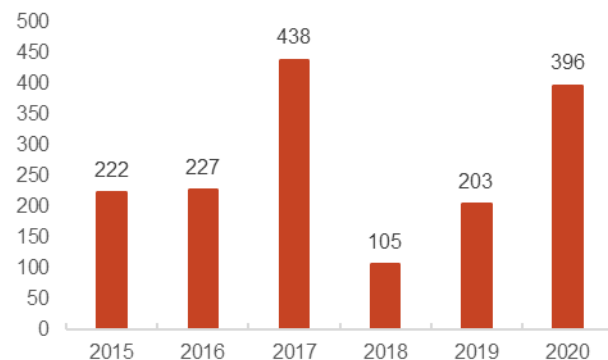


图9：2020年头部券商IPO募集资金排名靠前（亿元）

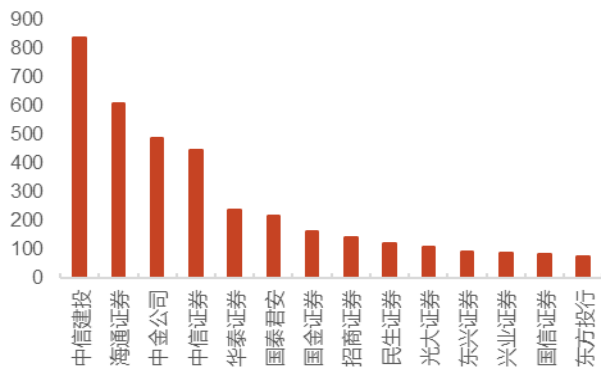
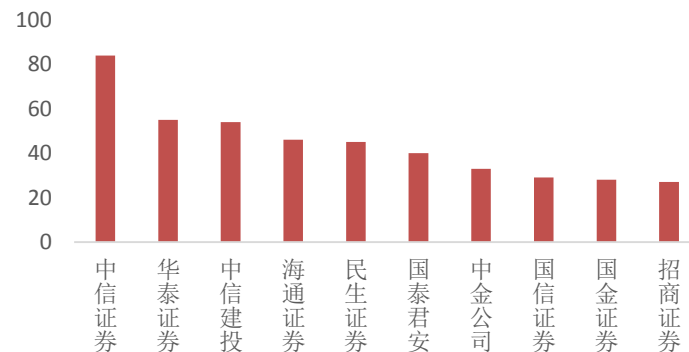


图10：中信、华泰、中信建投IPO项目储备情况位列行业前三（单位：个）



2.2 不断引入长期资金入市，居民财富加速进场

- 为进一步推动放宽各类中长期资金入市比例和范围，未来社保基金、保险资金、企业年金等入市规模将逐渐提升，两市活跃度有望将持续提高。
- 2020年以来保险资金股票和证券投资余额同比增速显著提高，远超过去几年同比增速，险资正在加速进场。
- 截止19年末，全国社保基金直接投资资产达1.04万亿，达到历史新高。

表2：目前注册制相关政策的推行，均为全面注册制实施奠定良好的市场环境和制度条件

资金类型	利好政策
公募基金	2020年“5·15全国投资者保护宣传日”活动中，证监会主席易会满在讲话中提出要发展壮大公募基金管理人队伍,推进公募基金管理人分类监管,推动公募基金纳入个人税收递延型商业养老金投资范围
企业年金	人力资源社会保障部印发《关于调整年金基金投资范围的通知》，并配套印发《关于印发调整年金基金投资范围有关问题政策释义的通知》，对年金基金投资范围作出调整。《通知》提高了权益类资产投资比例上限，明确年金基金财产投资权益类资产的比例，合计不得高于投资组合委托投资资产净值的40%，投资比例上限提高了10个百分点。
养老金	“2020金融街论坛年会”中，证监会主席易会满在讲话中提到要推动优化第三支柱养老金等中长期资金入市的政策环境，多次强调推进养老金第三支柱建设
社保、保险、银行理财	证监会2月5日新闻发布会中提出将持续优化中长期资金入市环境。加强多层次、多支柱养老保险体系与资本市场的衔接，推动个人养老金投资公募基金政策尽快落地，继续推动社保、保险、银行理财等资金入市，促进提升权益投资比例，实施长周期考核机制，完善“愿意来、留得住”的市场机制。

图11：保险资金股票和证券投资余额连年增长

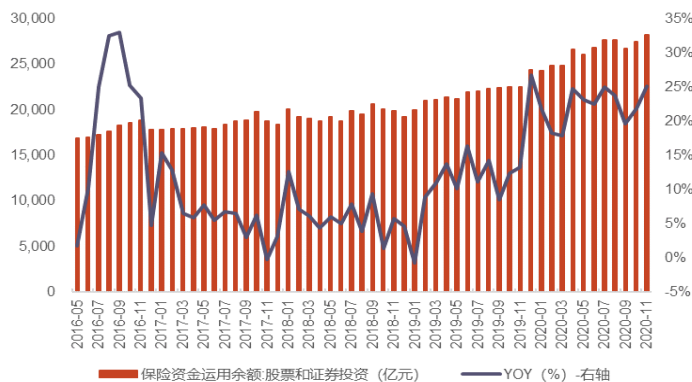
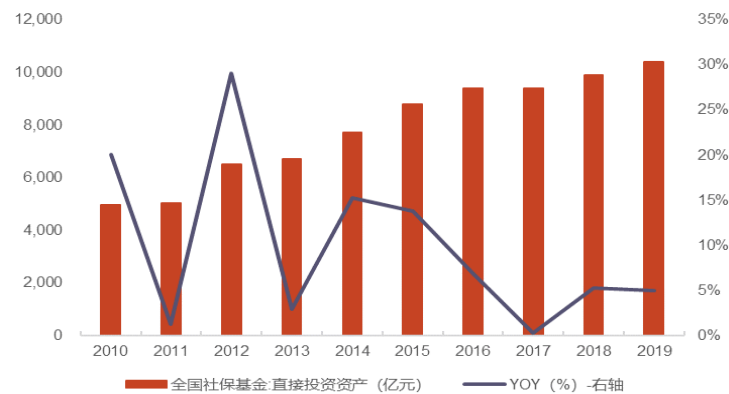


图12：社保基金直接投资资产保持持续增长



2.2 不断引入长期资金入市，居民财富加速进场

- 从中国居民资产配置方面来看，房产配置占比最高，权益资产配置占比甚微。金融资产中以无风险资产和刚兑产品为主，股票和基金占金融资产的比重只有10%，占家庭总资产的比重只有2%。
- 2020年新发基金1358只，发行份额30540.76亿份，同比+105.86%。自5月以来，市场新增投资数量同比快速增长，截止20年末，全市场投资者人数达1.78亿人。

图13：2019年中国居民资产配置中房产占比最高

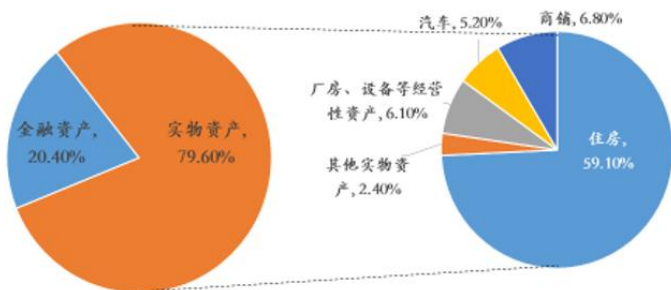


图14：2019年中国居民金融资产配置以无风险资产和刚兑产品为主

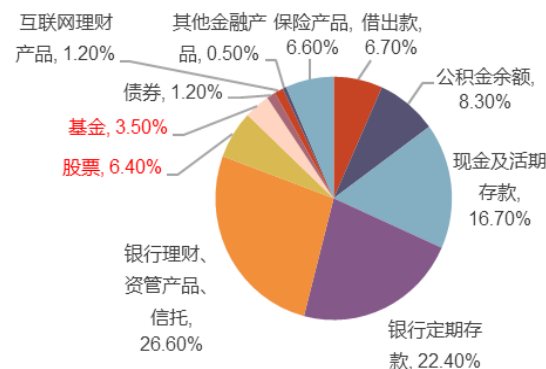


图15：新发基金权益资产配置有所增加（单位：亿份）

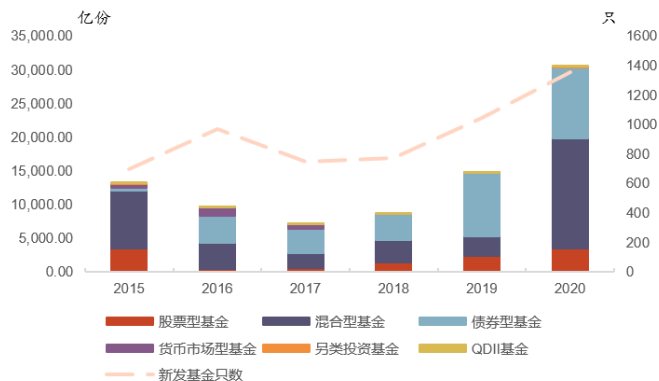
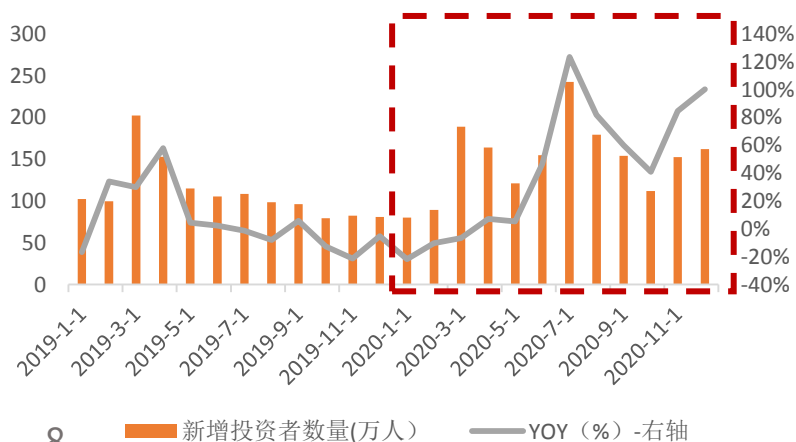


图16：新增投资者数量不断增加



请务必参阅正文之后的重要声明

2.3 金融资产加速扩张，衍生品业务有望增长

- 券商投资业务收入在2019年高基数的背景下继续保持增长趋势，券商金融资产规模持续扩张，从上市券商金融资产投资收益率来看，2020年三季度末（年化收益率）与2019年基本保持一致，其投资收入增长主要是金融资产规模增长驱动的。
- 场内衍生品扩容，场外衍生品规模持续增长，衍生品业务有望为券商带来增量业务收入。

图17：上市券商2016~9M2020投资收入变化

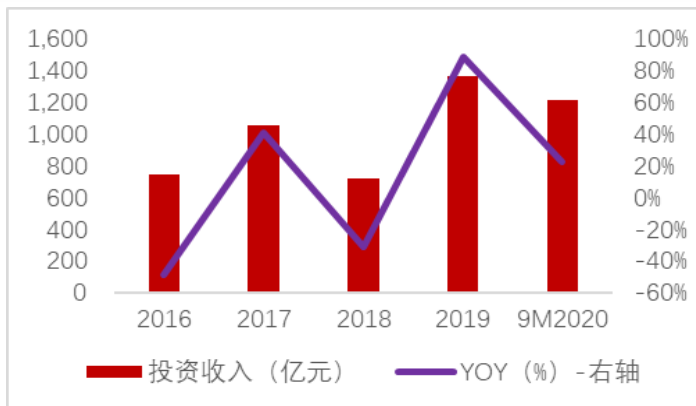


图18：2020年前三季度上市券商金融资产投资收益率与2019年基本保持一致

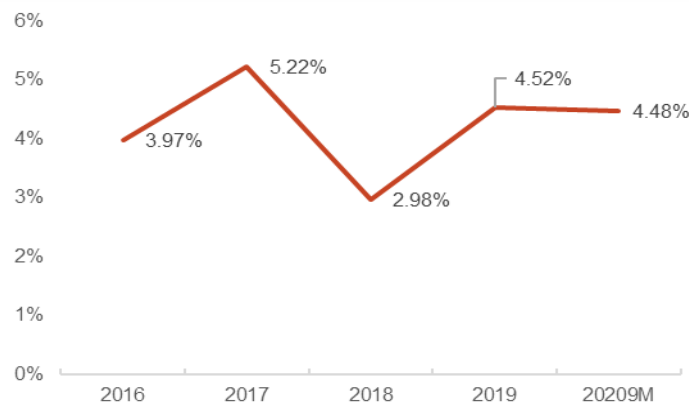


图19：上市券商金融资产规模持续扩张

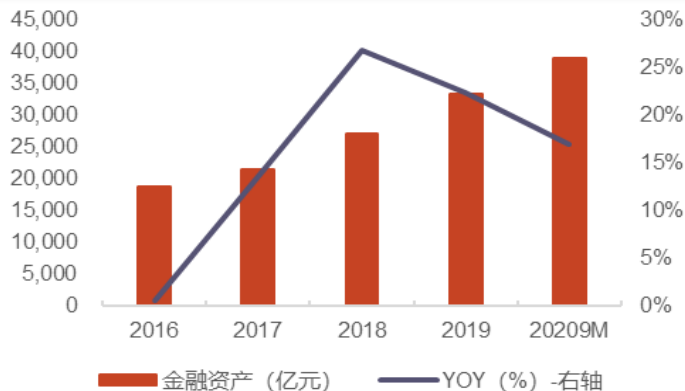
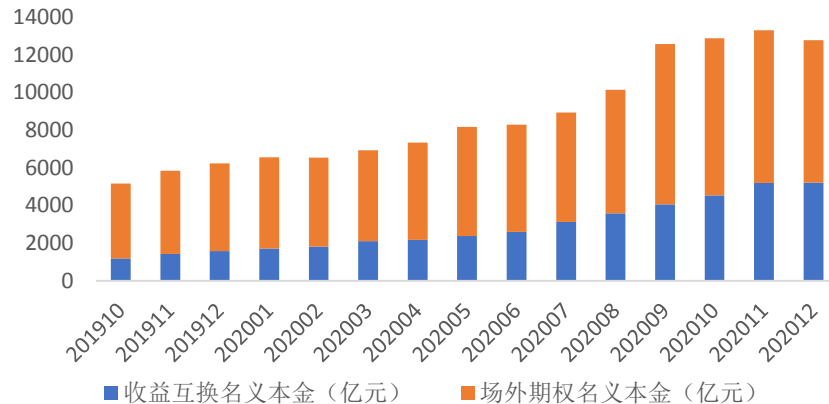


图20：场内外衍生品规模持续增长



请务必参阅正文之后的重要声明

2.4 股质业务风险释缓，两融余额不断创新高

- 市场行情的企稳回暖，行业股质业务规模的持续压降、针对股质业务的资产减值准备大额计提均进一步释缓股质业务风险，对行业业绩影响逐渐减弱。
- 随着市场交投活跃度的不断提升、市场行情的回暖，市场两融余额随行就市不断创新高，这一态势仍有望延续。

表3：多家券商针对买返计提大额资产减值准备（单位：亿元）

证券公司	时间	买入返售金融资产	其他
中信证券	2020年10月30日	35.18	15.09
海通证券	2020年8月28日	6.73	22.27
国信证券	2020年3月20日	6.09	4.12
	2020年8月25日	8.11	2.02
	2020年10月30日	4.52	2.71
东方证券	2020年8月29日	12.42	0.48
	2021年2月5日	24.55	1.37
中信建投	2021年1月27日	9.89	3.3
中国银河	2021年1月30日	3.14	2.87
兴业证券	2020年1月10日	2.5	0.18
	2020年4月25日	0.61	1.98
	2021年1月29日	0.9	2.65

图21：股质业务总规模占市场总市值比例持续下滑

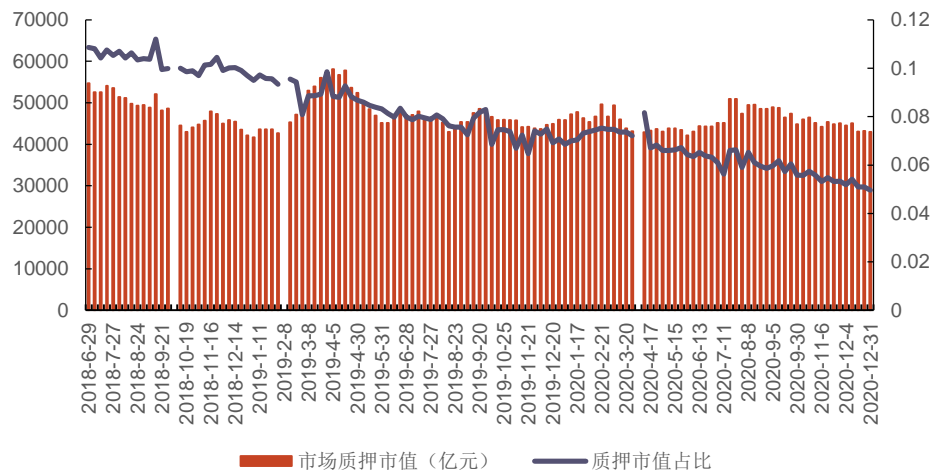
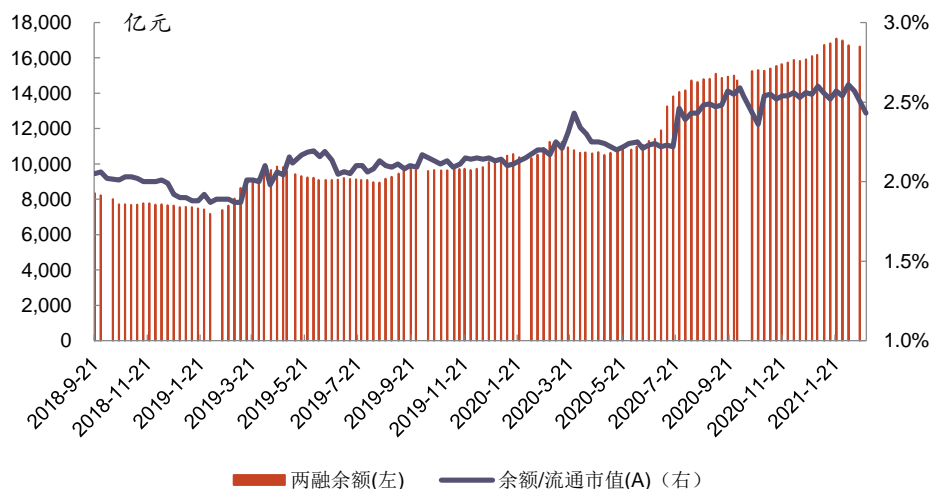


图22：市场两融余额不断创新高



2.5 资管规模降幅收窄，主动管理规模占比提升

- 券商资管业务在资管新规的引导下，不断压降定向资管规模，目前资管规模降幅明显收窄，后续有望起底回升。
- 在行业资管规模持续下滑的背景下，行业资管收入逆势增长，预计券商主动管理比例的持续提升推升管理费率增长。
- 场内衍生品扩容，场外衍生品规模持续增长，衍生品业务有望为券商带来增量业务收入。

图23：券商资管规模持续下滑，降幅有所收窄（单位：亿元）

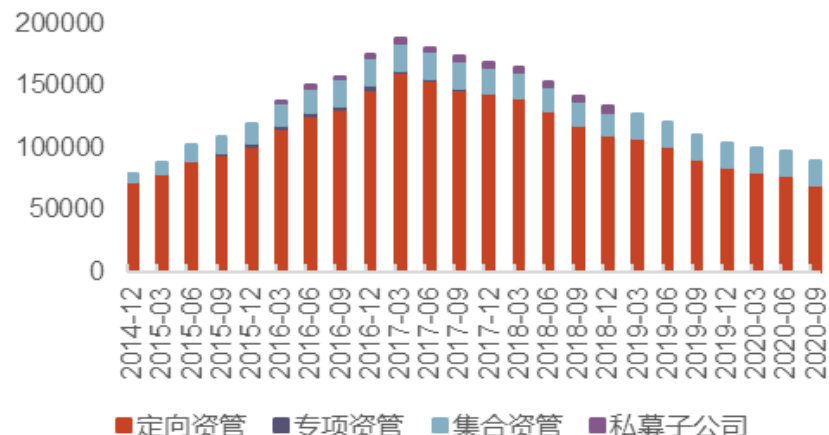


图24：券商行业资管业务收入逆势增长（单位：亿元）

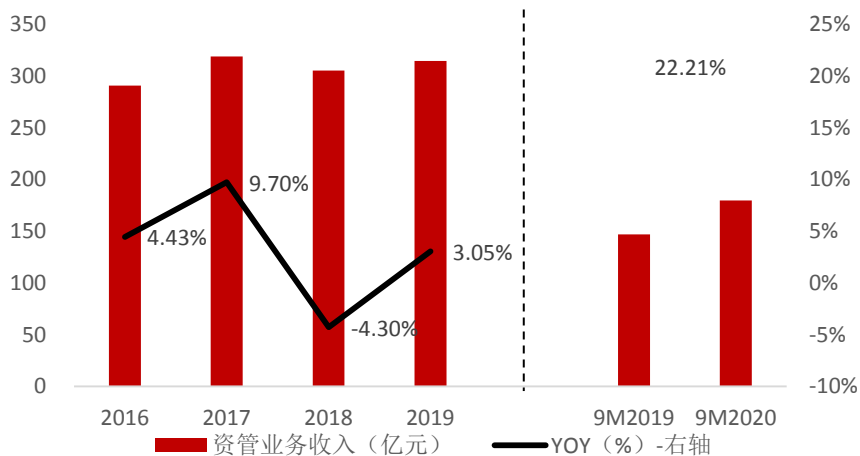
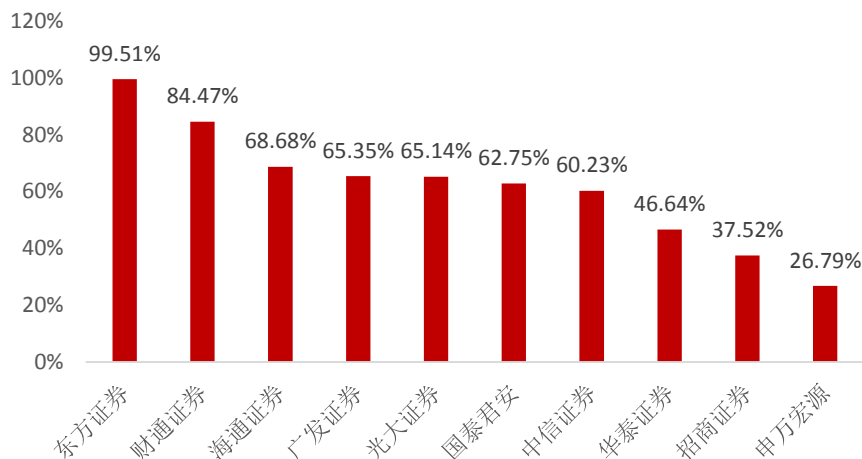


图25：资管业务收入排名靠前的券商主动管理规模比例较高

注：该比例以公司2020年半年报数据为基准测算



请务必参阅正文之后的重要声明

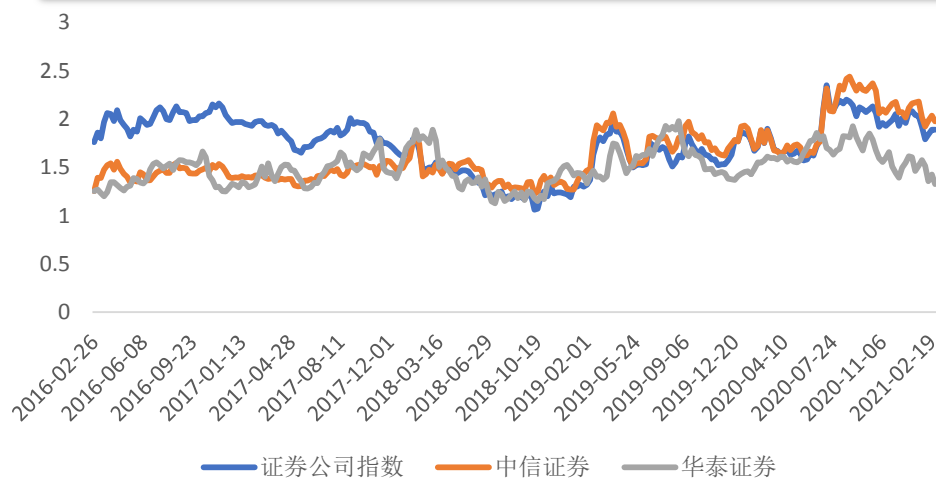
资料来源：各公司公告、Wind、光大证券研究所

3. 投资建议

证券行业基本面持续向好趋势不改，政策面不断利好行业发展，行业ROE有望打开上行空间。

- 随着市场的企稳回暖，深改政策的加速推进，券商行业业绩有望继续保持增长趋势，行业 α 、 β 共振可期。行业龙头券商凭借较强的展业能力、完善的业务发展格局将更大限度的分享政策改革的红利。2020年证券板块估值虽向上有所修复，但目前仍处历史中枢水平，后续行业估值向上修复空间较大。
- 关注综合实力强劲，金融资产扩表速度快于同业的龙头券商：中信证券、华泰证券
- 关注互联网金融平台及金融科技赋能业务发展互联网龙头券商：东方财富

图26：券商行业估值目前仍处行业历史中枢水平



注：时间截止于2021年2月26日

3. 投资建议

表4：推荐标的估值情况

证券代码	公司名称	货币单位	市值 (亿元)	股价 (元)	EPS(元)			PE(X)			PB (X)			评级
					19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	
600030.SH	中信证券	RMB	3,220	27.25	1.01	1.18	1.32	27	23	19	2.0	1.9	1.8	增持
601688.SH	华泰证券	RMB	1,429	17.17	0.99	1.53	1.72	17	11	10	1.3	1.3	1.2	增持
300059.SZ	东方财富	RMB	2,617	30.38	0.28	0.54	0.78	109	56	39	12.5	13.2	10.6	买入

资料来源：Wind、光大证券研究所，公司股价为2021年2月26日收盘价

4. 风险提示

- 宏观经济增速下行：宏观经济增速同比下行易造成市场投资者对经济复苏缺乏信心，市场交投活跃度或有所降温。券商行业经纪业务及自营投资业务受此影响，业绩或有所下滑影响整体业绩表现。
- 疫情反复，资本市场大幅震荡：疫情暂未平息，疫情反复易造成市场大幅震荡，市场的不稳定性易造成市场集中“跑路”现象，造成股市大幅下滑影响券商行业业绩表现。
- 资本市场深改效果不达预期：资本市场深改效果不达预期，将直接影响证券公司业绩增长。
- 国际市场大幅波动：国际政局动荡易造成国际市场大幅波动，国内市场易受牵连，影响券商行业国际业务发展的同时，经纪、自营等业务亦受影响。

衷心 感谢

光大证券研究所



非银金融研究团队

王一峰

- 📄 执业证书编号：S09305190500020
- ☎ 电话：010-5842066
- ✉ 邮件：wangyf@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。