

金改系列之三：政府工作报告的非银部分解读

非银金融

分析与判断：会议与非银相关的内容有以下3点。

► “十四五”时期主要目标三大战略之一，金融安全

(1) 稳步推进注册制改革，完善常态化退市机制，(2) 加强债券市场建设，更好发挥多层次资本市场作用，拓展市场主体融资渠道。(3) 强化金融控股公司和(4) 金融科技监管，确保金融创新在审慎监管的前提下进行。(5) 完善金融风险处置工作机制，压实各方责任，坚决守住不发生系统性风险的底线。金融机构要坚守服务实体经济的本分。

► 规范发展第三支柱养老保险

险企可以积极研发适应各层次养老人群的养老保险品种，如个人税收递延型商业养老保险业务，探索住房反向抵押养老保险业务，积极承办长期护理保险。

通过长期的养老保障资金促进资本市场健康发展，包括跨周期的投资。养老资金进入特别是商业养老资金进入对资本市场的健康发展会有比较大的促进作用。

► 金融多维度服务实体经济

政府工作报告提出健全科技成果产权激励机制，完善创业投资监管体制和发展政策。在供应链金融方面，引导资金更多流向科技创新、绿色发展等方向。

投资建议：

券商板块处在政策红利窗口期，经过了8个月的深度调整和近期中信证券配股预案的短期波动，当前板块PB估值1.87倍，龙头券商估值更低，向下安全边际极强，向上空间较大。资本市场深化改革持续推进，注册制全面推进过程中的IPO发审节奏仍将持续，居民大类资产配置和长线资金流入为财富管理打开业务“天花板”。证券行业迎来黄金发展期，受益标的为中信证券、中金公司、光大、银河和东方财富。板块的预期差：

1) 2020年信用减值计提更多的是出于逆周期调节和金融让利考量，股票质押业务风险已经大幅缓解。2020年三季度末，证券行业股票质押业务平均维持担保比例为219.9%，同比提高20.99个百分点；股票质押业务融出资金规模3261亿元，同比减少32.4%。

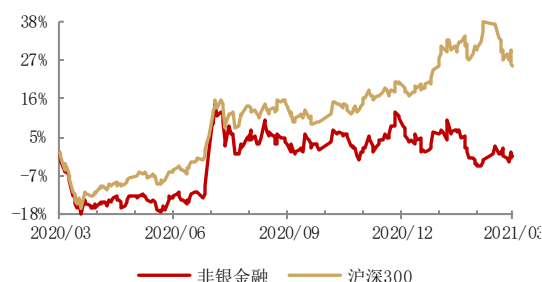
2) 科创板跟投今年7月逐步解禁，相关浮盈超50亿。

3) 2020年刚性兑付打破，储蓄资金和超20万亿理财“搬家”，“房住不炒”背景下，权益市场承接居民大类资产配置。券商的经纪业务、基金代销将显著受益。市场担心的基金净值下降-基民赎回-基金权益配置下降的负反馈并未形成，且中期来看，基民赎回基金之后的资金去处不多，“资产荒”背景下A股和基金仍有较大吸引力。

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：魏涛

邮箱：weitao@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519070003

保险板块是看长端利率上行和商业养老保险政策细则落地的逻辑。保险兼具顺周期、低估值、机构低配特征，受益标的为中国平安和中国太保。

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；信用债风险事件再度发生，并对券商资管和保险资产端产生较大影响。

盈利预测与估值

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	重点公司				P/E			
				EPS(元)				2019A	2020E	2021E	2022E
300059.SZ	东方财富	30.69	买入	0.23	0.55	0.73	0.91	133.43	55.80	42.04	33.73
601688.SH	华泰证券	17.26	增持	0.99	1.17	1.3	1.45	17.43	14.75	13.28	11.90
000728.SZ	国元证券	8.07	增持	0.27	0.32	0.36	0.38	29.89	25.22	22.42	21.24
600999.SH	招商证券	21.74	增持	1.09	1.04	1.24	1.39	19.94	20.90	17.53	15.64
600109.SH	国金证券	13.04	增持	0.43	0.63	0.79	0.89	30.33	20.70	16.51	14.65
601881.SH	中国银河	10.74	增持	0.52	0.67	0.75	0.81	20.65	16.03	14.32	13.26

资料来源：wind，华西证券研究所

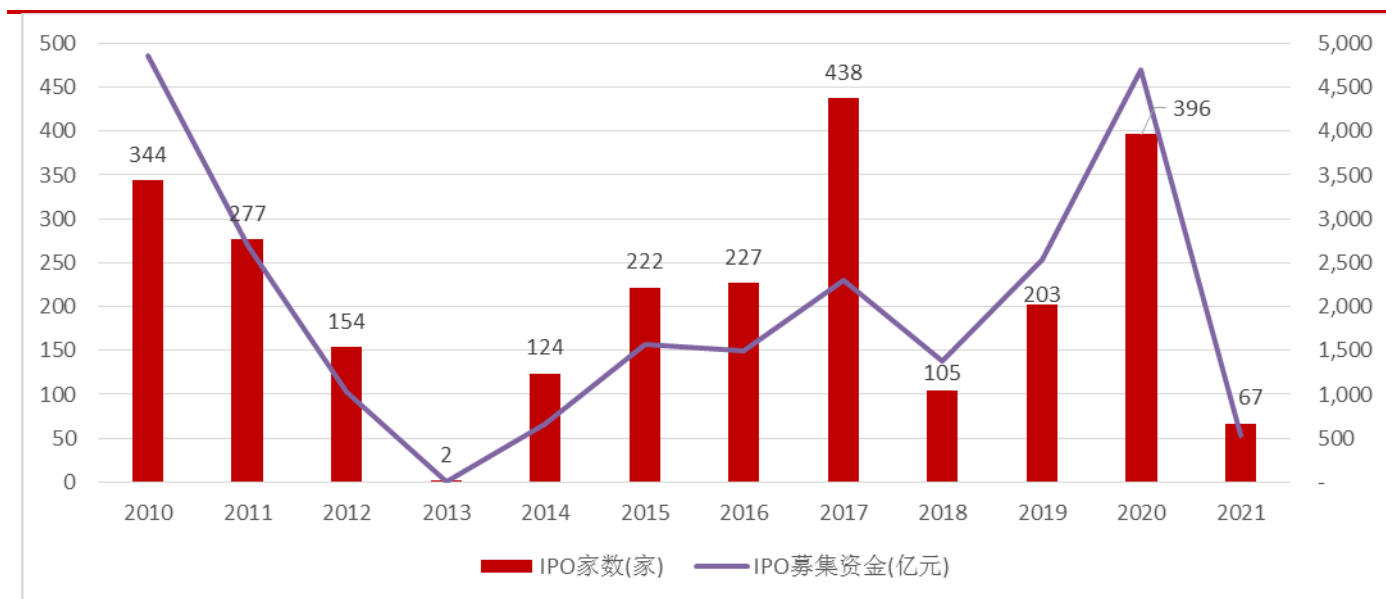
1. “十四五”时期主要目标任务之一，金融安全战略

针对资本市场及金融机构，政府工作报告总结提到了 2020 年我国完善资本市场基础制度，并在今年重点领域深化改革的规划中提出“（1）稳步推进注册制改革，完善常态化退市机制，（2）加强债券市场建设，更好发挥多层次资本市场作用，拓展市场主体融资渠道。（3）强化金融控股公司和（4）金融科技监管，确保金融创新在审慎监管的前提下进行。（5）完善金融风险处置工作机制，压实各方责任，坚决守住不发生系统性风险的底线。金融机构要坚守服务实体经济的本分。”

1.1. 稳步推进注册制改革，投行保荐哪家强

2019 年 9 月，“深改 12 条”为我国资本市场深化改革做了顶层设计。2020 年初，新证券法为改革奠定法律基础。当前，证券行业正处在深改政策稳步落实阶段。科创板和创业板的注册制试点期间，IPO 发审效率提高。2018 年，全年首发 105 家，这个数据在 2019、2020 年分别为 203 家和 396 家。首发募集资金也从 2018 年的 1378 亿元增加至 2019 年、2020 年的 2532 亿元和 4700 亿元。考虑到近期出于投资者保护和强化信息披露的考虑，监管层加强了现场检查等上市审核全链条监管，抽取 20 家申报 IPO 企业进行信披质量现场检查，其中 16 家撤回 IPO 申请（80%）。我们预计 2021 年，IPO 发审节奏仍保持常态化，融资规模与 2020 年相近。

图 1 2010 年以来历年（按上市日）IPO 家数及募集资金规模



资料来源：wind，华西证券研究所

注：2021 年数据截至 3 月 7 日。

从投行业务收入体量的角度，去年前三季度，中信证券、中信建投、海通、中金、华泰实现承销净收入排名前五；从投行收入占比（业绩弹性）的角度，国金、建投、东兴、天风、中金的投行营收贡献超 20%。从 IPO 项目融资角度，2020 年上市的项目中，建投、海通、中金、中信和华泰承销的首发募集资金排名行业前五。

图 2 2020 年前三季度上市券商承销净收入（亿元）

排序	证券代码	证券简称	投行收入	投行占比
1	600030.SH	中信证券	44.93	11%
2	601066.SH	中信建投	39.45	25%
3	600837.SH	海通证券	38.69	14%
4	601995.SH	中金公司	33.70	20%
5	601688.SH	华泰证券	27.46	11%
6	601211.SH	国泰君安	25.42	10%
7	601788.SH	光大证券	16.94	16%
8	600999.SH	招商证券	14.13	8%
9	002736.SZ	国信证券	13.48	10%
10	600109.SH	国金证券	13.40	28%
11	601377.SH	兴业证券	11.38	8%
12	600958.SH	东方证券	10.07	6%
13	601198.SH	东兴证券	9.89	24%
14	000166.SZ	申万宏源	8.94	4%
15	600918.SH	中泰证券	7.68	10%
16	601162.SH	天风证券	7.56	22%
17	601555.SH	东吴证券	7.08	13%
18	601878.SH	浙商证券	6.67	9%
19	601881.SH	中国银河	6.46	4%
20	000712.SZ	锦龙股份	6.30	39%
21	000776.SZ	广发证券	5.94	3%
22	000783.SZ	长江证券	5.63	10%
23	601901.SH	方正证券	5.00	9%
24	002500.SZ	山西证券	4.84	18%
25	000728.SZ	国元证券	4.39	12%

资料来源：Wind，华西证券研究所

图 3 2020 年 Q1-3 上市券商承销净收入的营收贡献

排序	证券代码	证券简称	投行收入	投行占比
1	000712.SZ	锦龙股份	6.30	39.0%
2	600109.SH	国金证券	13.40	28.3%
3	601066.SH	中信建投	39.45	24.9%
4	601198.SH	东兴证券	9.89	24.0%
5	601162.SH	天风证券	7.56	22.0%
6	601995.SH	中金公司	33.70	20.1%
7	002500.SZ	山西证券	4.84	17.9%
8	601099.SH	太平洋	1.41	17.7%
9	601788.SH	光大证券	16.94	15.9%
10	601456.SH	国联证券	1.93	14.1%
11	600837.SH	海通证券	38.69	13.7%
12	601555.SH	东吴证券	7.08	13.3%
13	000728.SZ	国元证券	4.39	12.4%
14	002797.SZ	第一创业	2.55	12.3%
15	601688.SH	华泰证券	27.46	11.3%
16	601990.SH	南京证券	2.12	11.2%
17	600030.SH	中信证券	44.93	10.7%
18	600918.SH	中泰证券	7.68	10.2%
19	002945.SZ	华林证券	1.16	10.1%
20	601211.SH	国泰君安	25.42	9.9%
21	002736.SZ	国信证券	13.48	9.6%
22	002673.SZ	西部证券	3.52	9.6%
23	000783.SZ	长江证券	5.63	9.5%
24	601878.SH	浙商证券	6.67	9.4%
25	002926.SZ	华西证券	3.07	9.0%

资料来源：Wind，华西证券研究所

1.2. 加强债券市场建设，发债也是直接融资的一种

我们看到目前已有上市企业 4214 家，总市值 80 万亿；信用债规模超过 39 万亿。2020 年，IPO 募集资金 4700 亿元，而公司债募集 3.37 万亿元，即使仅考虑一般公司债，也有 1.52 万亿元。其中，公司债（总量 9 万亿）承销排名靠前的券商有建投、中信、国泰君安、平安和海通证券。

1.3. 加强金控监管

2020 年 9 月 13 日，《金融控股公司监督管理试行办法》发布，2020 年 11 月 1 日实施，对金融控股公司进行牌照化管理，并对控股股东分类提出相应要求。对于已具备设立情形且拟申请设立金融控股公司的，应当在《金控办法》实施之日起 12 个月内（即 2021 年 11 月之前），向央行提出申请。部分已有金控架构的企业还需要加大资产规模增速，争取早点达标。中信集团、光大集团、招商、中国平安，以及中航资本、五矿资本有望被纳入金控牌照范围。

1.4. 金融科技监管，确保金融创新在审慎监管的前提下进行

这一点可以与“强化反垄断和防止资本无序扩张”结合起来看。一般来说，当某些行业出现垄断或寡头垄断行为，生产经营过程中的利润分配就极有可能从中小企业、小微企业向巨头倾斜。尤其如果垄断行为涉及掌握数据这一重要生产要素、且参与金融领域信用投放的互联网巨头，那么受到影响的企业、行业就更为广泛，利润分配的倾斜程度也会加强。

无论是从我国金融稳定发展，大数据——生产要素的合理合法使用，还是中小微企业提供就业的角度，市场竞争活力、创新活力的角度，反垄断行为都是正当其时。普惠金融和鼓励消费促进内循环，并不意味着可以利用垄断地位肆意扩张，金融创新必须在审慎监管的前提下进行，投资两方的权益需要保护。

1.5. 坚守不发生系统性风险的底线

政府工作报告重点提出“十四五”时期主要目标任务之一，就是金融安全战略。政府工作报告中提到金融风险处置取得重要阶段性成果，但一些地方财政收支矛盾突出，防范化解金融等领域风险任务依然艰巨。

3月2日，银保监会主席郭树清在国新办新闻发布会上，明确表态“欧美发达国家金融市场高位运行，和实体经济严重背道而驰”，“如果（金融市场）和实体经济差别太大，就会产生问题，迟早会被迫调整，所以我们很担心金融市场，特别国外金融资产泡沫哪一天会破裂。”“我们的资产价格有很大的吸引力，和其他国家相比利差比较大，外国资本流入是必然的。”如何在“鼓励资本要素跨境流动，越来越开放”和“不能造成国内金融市场太大的波动”两个目标之间权衡。

2. 规范发展第三支柱养老保险

自2020年12月以来，关于养老保险第三支柱的讨论密集出现：12月9日，国常会提出“按照统一规范要求，将商业养老保险纳入养老保障第三支柱加快建设”。12月16日，在国务院政策例行吹风会上，银保监会副主席黄洪介绍，下一步，银保监会主要从以下几个方面来加快推进商业养老保险的发展：一是加快发展专业化经营市场主体；二是扩大商业养老保险领域对外开放；三是加大养老保险产品创新；四是强化养老保险基础建设；五是加强人才队伍建设，提升专业能力。

世界各国解决养老保障问题主要由政府、企业、个人共同来承担。政府承担部分为基本养老，称作第一支柱；企业承担的部分叫企业年金，称作第二支柱；个人的部分是养老金、商业养老保险，称作第三支柱。

我国第一支柱已经基本建成，而且覆盖人群广阔；第二支柱，企业年金得到一定发展，但还在发展过程中；第三支柱还处在初期阶段。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。

两会政府工作报告对于“推进养老保险全国统筹，规范发展第三支柱养老保险”提法，体现了当前及未来的养老需求已得到国家的高度重视。因为从中国的人口结构看，我国社会正快速进入老龄化，养老需求旺盛且紧迫。可以预期第三支柱养老保险将成为非常重要的发展方向，后续与商业养老保险相关的税收政策、保险资产投资范围值得期待。积极投身健康险+医院、养老社区等产业链布局的保险公司将受益。

一方面，险企可以积极研发适应各层次养老人群的养老保险品种。在部分地区开展个人税收递延型商业养老保险业务，未来有可能适当提高免税力度。还可以率先探索了住房反向抵押养老保险业务，积极承办长期护理保险。多层次养老社区建设，探索保险服务养老的新模式。

另一方面，通过长期的养老保障资金促进资本市场健康发展，包括跨周期的投资，我们国家短期投资比较多，长期跨周期的投资比较少，所以养老资金进入特别是商业养老资金进入对资本市场的健康发展会有比较大的促进作用。

3. 金融多维度服务实体经济

政府工作报告提出健全科技成果产权激励机制，完善创业投资监管体制和发展政策。在供应链金融方面，引导资金更多流向科技创新、绿色发展等方向。

4. 非银最新观点：重视券商板块行情启动信号

券商板块处在政策红利窗口期，当前板块 PB 估值 1.87 倍，龙头券商的估值更低，向下安全边际极强，向上空间较大。资本市场深化改革持续推进，注册制全面推进过程中的 IPO 发审节奏仍将持续，居民大类资产配置和长线资金流入为财富管理打开业务“天花板”。证券行业迎来黄金发展期，受益标的为中信证券、中金公司、光大、银河和东方财富。券商的预期差：

1) 2020 年信用减值计提更多的是出于逆周期调节和金融让利考量，股票质押业务风险已经大幅缓解。2020 年三季度末，证券行业股票质押业务平均维持担保比例为 219.9%，同比提高 20.99 个百分点；股票质押业务融出资金规模 3261 亿元，同比减少 32.4%。

2) 科创板跟投今年 7 月逐步解禁，相关浮盈超 50 亿。

3) 2020 年刚性兑付打破，储蓄资金和超 20 万亿理财“搬家”，“房住不炒”背景下，权益市场承接居民大类资产配置。券商的经纪业务、基金代销将显著受益。市场担心的基金净值下降-基民赎回-基金权益配置下降的负反馈并未形成，且中期来看，基民赎回基金之后的资金去处不多，“资产荒”背景下 A 股和基金仍有较大吸引力。

保险板块是看长端利率上行和商业养老保险政策细则落地的逻辑。保险兼具顺周期、低估值、机构低配特征，受益标的为中国平安和中国太保。

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；信用债风险事件再度发生，并对券商资管和保险资产端产生较大影响。

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；证券时报2019年中国证券分析师“金翼奖”第二名。

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。