



Research and
Development Center

“往事”已去，迎风而起

证券行业

2021年03月25日

证券研究报告

行业研究

投资策略报告

证券行业

投资评级 看好

上次评级

王舫朝 首席研究员

执业编号: S1500519120002

联系电话: 010-83326877

邮箱: wangfangzhao@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

“往事”已去，迎风而起

2021年03月25日

本期内容提要:

- **股质风险出清，资产质量提升促进估值修复。**自国务院于去年10月出台《关于进一步提高上市公司质量的意见》，要求上市公司“严格执行企业会计准则”，各家上市券商主动清理股质存量风险、足额计提为企业“挤水分”，预计2020年行业资产计提减值合计超230亿元，占全行业净利润的14.60%，引发市场对券商板块资产质量及业绩增速的担忧，持续低配。经测算，目前A股股票质押比例4.99%、高比例质押公司数大幅下降，15.46%的股票质押市值跌破平仓线(2021/2/19, VS 2018年底近30%)，当前全市场股票质押风险已大幅缓解。券商连续三年大额计提“清洗”坏账，存量风险出清，行业有序压缩新增股质规模，2021年减值压力大幅降低；极致行情下一部分小市值优质股票被市场抛弃，影响股质融资安全边际，随着被“错杀”的优质股票质押股质回归合理区间，计提减值可能转回。场内股票质押业务的风险缓释，券商板块反弹逻辑确定，估值中隐含的坏账导致的净资产减值被消化，促进估值修复。
- **经济复苏在路上，流动性收紧对券商影响有限。**净利润增速回升是市场估值的核心支撑，通常社融增速领先于企业盈利增速2-4个季度，而本轮信用扩张因受到疫情冲击，盈利增速回升节奏有所拖延，现阶段正是本轮盈利增速回升的起点；本轮信用周期中房地产的“虹吸效应”已被削弱，对股市资金分流大大降低；货币政策流动性收缩，并不意味着股市流动性收缩，在打破刚兑背景下，银行理财产品收益率持续下行，比价效应促使居民储蓄“搬家”通过公募基金入市，保险资金入市尚有较大增量空间，股市流动性仍有保障。而券商由于业绩弹性来自于资本市场，历来被认为是市场牛熊的影射，券商估值与市场整体估值高度正相关。而在去年开始的抱团行情中，赚钱效应十足，但券商走势与上证指数出现背离，出现结构牛市而券商缺席的原因我们认为有两个，一方面是行业大额计提减值，对估值形成压制，另一方面，则是在极致抱团行情中，互联网券商东方财富受到青睐，传统券商被机构投资者超低配。当前板块估值PB 1.78x，处于历史20%分位以下、2011年以来的30%-40%分位，在风险出清、资产质量大幅改善的背景下，传统券商已具备估值优势。同时从已披露年报或业绩预增的情况来看，上市券商净利润平均增速在50%以上，也是我们判断券商有望迎来反弹行情的重要原因。
- **高ROA业务条线业绩高增将推动行业ROE继续提升。**2020年券商全业务条线实现高速增长，证券行业迎来证券史第二业绩年，在多家券商大额计提减值的前提下，仍有0.72个百分点的增长，2020年行业ROE为6.81%，我们认为2021年行业ROE将继续大幅提升，主要源于：第一，A股上市公司盈利改善，风险偏好提升，交投更加活跃，交易量和两融有望继续维持高位；第二，券商资管结构改善收入步入增长通道、退出渠道畅通推升券商私募股权投资回报、公募基金爆

发对持股/参股券商利润贡献可观，大资管行业迎来增长拐点；第三，受益于注册制稳步推进，投行业绩增长确定性较高；第四，随着居民财富增长和金融工具日益丰富，投资者对专业财富管理服务需求日益强烈，财富管理走向成熟，收入结构稳定，ROA的提升将驱动行业 ROE 继续提升。

- **投资建议：**温和通胀下，企业盈利改善，市场风险偏好提升，伴随交易量放大，券商板块将自我强化。当前券商 PB 1.78 倍（2021/3/24），估值处于历史估值 1/4 分位以下，考虑到行业将迎来全市场注册制稳步推进、20%涨跌幅和 T+0 交易制度改革等超预期政策红利，板块整体估值具有较大抬升潜力。

2020 年券商板块赢业绩、输表现，2021 年依然是资本改革大年，行业将持续享有长期政策利好，综合实力强的头部券商将充分受益，建议关注：1.估值与基本面存在明显背离现象的头部券商国泰君安（PB 1.17x，111 亿净利润，YoY+29%）、华泰证券（PB1.23x，108 亿净利润，YoY+20.22%）。2.投行、资管、财富管理业务综合实力行业领先的中金公司（PB 3.78x，预增 75 亿元净利润，YoY +78%）、招商证券（PB 1.61x，预增 95 亿元净利润，YoY +30%）。

- **风险因素：**疫苗上市不达预期疫情反复、中美关系恶化等；股市大幅波动；资本市场改革不及预期；投资者风险偏好降低导致的交易量大幅下滑等。

目录

| | |
|-------------------------------|----|
| 股质风险出清，资产质量提升促进估值修复 | 6 |
| 因担忧资产质量，主动型基金低配券商 | 6 |
| 大额计提源于清理股质风险 | 6 |
| 全市场股票质押业务整体风险缓释 | 8 |
| 场内质押存量风险出清，新增减值压力缓解 | 9 |
| 股质信用风险计提存在转回可能性 | 9 |
| 经济复苏仍在路上，流动性收紧对券商影响有限 | 10 |
| 净利润增速回升是市场估值的核心支撑 | 10 |
| 房地产“虹吸效应”已被削弱 | 13 |
| 居民流动性“搬家”、险资入市增量空间可期，股市流动性有保障 | 15 |
| 行业 ROE 有望提升，多条线业绩高增支持估值提升 | 16 |
| 2021 年经纪与两融业绩有望继续超预期 | 16 |
| 大资管业务将迎来增长拐点 | 17 |
| 受益于注册制稳步推进，投行业绩增长确定性较高 | 21 |
| 财富管理转型走向成熟提升 ROA | 22 |
| 投资建议 | 23 |
| 风险因素 | 25 |

表目录

| | |
|--|----|
| 表 1: 2020 年部分上市券商公布的计提减值金额 (单位: 亿元) | 6 |
| 表 2: 退市新规要点 | 7 |
| 表 3: 截至 2021 年 2 月 19 日 测算全市场有 15.46% 的股票质押市值跌破平仓线 | 8 |
| 表 4: 截至 2021 年 2 月 10 日 测算有 25.15% 的股票质押市值跌破平仓线 | 9 |
| 表 5: 截至 2021 年 3 月 3 日 测算有 18.59% 的股票质押市值跌破平仓线 | 9 |
| 表 6: 近年来房地产行业供需两端政策加快收紧 | 13 |
| 表 7: 大资管框架下资管业务 | 17 |
| 表 8: 中金、中信位居私募股权管理行业前十，私募股权投资回报可观 | 19 |
| 表 9: 2020 年上半年券商参股/控股公募基金对券商利润贡献可观 | 20 |
| 表 10: 2021 年投行收入预测 | 21 |
| 表 11: 2021 年行业盈利预测 | 24 |
| 表 12: 上市券商业绩预增、当前估值基分位统计, 2021/3/23 | 25 |

图目录

| | |
|--|----|
| 图 1: 2020Q4 券商跑输沪深 10.83 百分点 | 6 |
| 图 2: 2019 年下半年以来基金持续低配券商 | 6 |
| 图 3: 2020 中信证券买入返售金融资产、融出资金三阶段减值准备余额 (单位: 亿元) | 7 |
| 图 4: 2020.9-2021.2.10 市值 100 亿元以上股票与中小市值股票市场表现分化 | 7 |
| 图 5: A 股股票质押比例整体大幅下降 (2021/3/23) | 8 |
| 图 6: 高比例质押公司大幅下降 | 8 |
| 图 7: 2018-2020 上市券商连续三年大额计提减值 | 9 |
| 图 8: 2019、2020 券商主动压缩股票质押规模 (亿元) | 9 |
| 图 9: 信用扩张带动企业负债成本下降 | 10 |
| 图 10: 社融回升领先于盈利回升 2-4 个季度, 现在正是本轮盈利增速回升的起点 | 10 |
| 图 11: 2009 年 A 股实现戴维斯双击 | 11 |
| 图 12: 2009 年上证综指 PE 未受到长短利率上行的影响 | 11 |
| 图 13: 2012 年全 A 企业利润明显改善, 估值走势却相背离 | 12 |
| 图 14: 2013 年“钱荒”导致利率上行压制 A 股估值 | 12 |

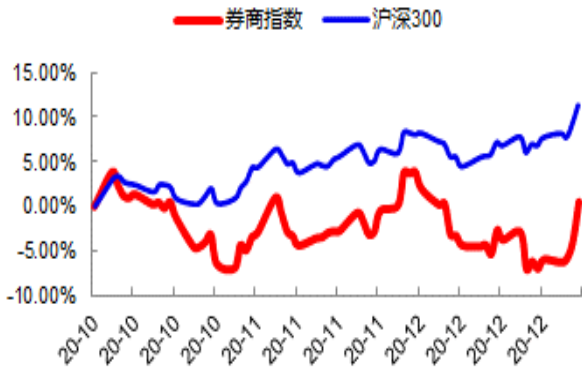
| | |
|--|----|
| 图 15: 2017 整体估值伴随全企业净利润增速改善震荡上涨 | 12 |
| 图 16: 2017 年 4 月、11 月受到监管因素扰动估值下降 | 12 |
| 图 17: A 股净利润增速向上拐点于 2020 年下半年开始显现 | 13 |
| 图 18: 20 年 A 股整体估值在长端利率持续抬升中上涨 | 13 |
| 图 19: 券商与市场整体估值高度正相关, 去年 9 月以来券商走势与上证指数相背离 | 13 |
| 图 20: 2017 年以来房地产企业贷款受到明显限制 | 14 |
| 图 21: 本轮信用扩张房地产企业融资成本处于上升通道 | 14 |
| 图 22: 2019 年以来居民中长期贷款与社融同比变动相背离 | 15 |
| 图 23: 2019 年以来新增信贷中居民中长期贷款占比下降 | 15 |
| 图 24: 2018 年以来银行理财收益率持续下行 | 15 |
| 图 25: 货币基金收益率持续走低 | 15 |
| 图 26: 2020 年来公募基金股票型基金新发份额高速增长 | 15 |
| 图 27: 2020 年权益类基金大幅跑赢基准指数 | 15 |
| 图 28: 2020 净利润超过除 2015 外的所有年份全年 | 16 |
| 图 29: 在大额计提的前提下行业 ROE 仍有较大幅度提升 | 16 |
| 图 30: 2020 年日均交易额仅次于 2015 年 (单位: 亿元) | 17 |
| 图 31: 2020 年经纪收入同比增长 50% | 17 |
| 图 32: 20 年两融日均余额 1.29 万亿仅次于 2015 年 (亿元) | 17 |
| 图 33: 2020Q3 行业利息净收入高增+28.27% | 17 |
| 图 34: 集合资管整改后规模回升 | 18 |
| 图 35: 2018-2020 年定向资管 (通道) 规模持续下降 | 18 |
| 图 36: 2020 券商资管主动规模及占比大幅提升 | 18 |
| 图 37: 2020 年券商资管收入步入上升通道 | 18 |
| 图 38: VC/PE 支持的 IPO 数量、首发融资额创历史新高 | 19 |
| 图 39: VC/PE 支持的 IPO 占总量比例在 60%以上 | 19 |
| 图 40: VC/PE 支持的企业境内上市发行时日回报率同比+10.61% | 19 |
| 图 41: 科创板、创业板上市首日回报高于其他版块 (%) | 19 |
| 图 42: 2020 年偏股公募基金净新增创历史新高 | 20 |
| 图 43: 2020 年公募权益类基金指数大幅跑赢上证、深证主要指数 | 20 |
| 图 44: 2020 年 IPO 规模创十年新高 | 21 |
| 图 45: 2020 年承销保荐收入翻番 | 21 |
| 图 46: 2020 年新增预案个数与金额接近历史高峰 | 21 |
| 图 47: 2020 年券商债券承销规模创历史新高 | 21 |
| 图 48: 2020 年券商财富管理金融产品代销规模及收入大幅增长 | 22 |
| 图 49: 大摩为例财富管理 ROA 高于机构业务, 稳定性较优于资管业务 | 23 |
| 图 50: 2010 年以来嘉信理财 ROE 高于高盛和摩根士丹利 (%) | 23 |
| 图 51: 2015-2020 年嘉信营收同比增速高于高盛和摩根史坦利 (%) | 23 |
| 图 52: 2002-2021/3/1 嘉信估值 PB 始终高于高盛和摩根史坦利 (倍) | 23 |

股质风险出清，资产质量提升促进估值修复

因担忧资产质量，主动型基金低配券商

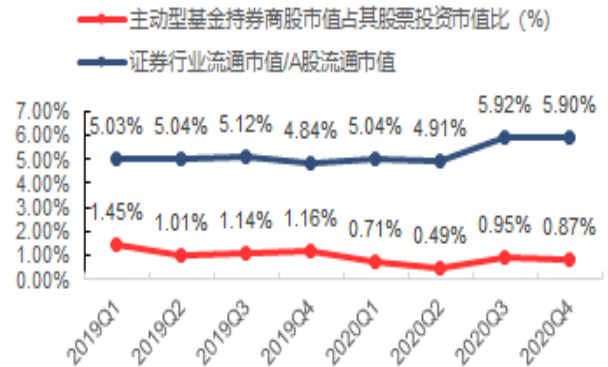
2020年初以来，券商板块持续处于低配状态。券商指数在2020年四季度上涨0.5个百分点，跑输沪深300指数10.83个百分点，从主动型基金（普通股票型、偏股混合型）2020年报披露的重仓股情况来看，基金整体重仓持有券商股的配置比例从0.95%继续下降至0.87%，比流通市值占比低配5.03个百分点，相比前几个季度进一步扩大。东方财富依然是唯一一只持仓比例超过0.5%的券商股，主要由于新发基金规模超预期，市场对东方财富基金代销收入预期急速升温。

图 1：2020Q4 券商跑输沪深 10.83 百分点



资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 2：2019 年下半年以来基金持续低配券商



资料来源：Wind，信达证券研发中心

上市券商大额计提减值引发市场对券商股资产质量的担忧是主动型基金低配券商的重要原因。中信证券 2020 三季报就大额计提了 50.27 亿元，此后今年一二月月份共 17 家上市券商陆续发布计提减值公告，结合半年报和三季度数据测算，我们预计上市券商 2020 年资产计提减值合计超 230 亿元，占全年净利润的 14.60%。

表 1：2020 年部分上市券商公布的计提减值金额（单位：亿元）

| 公司 | 融出资金 | 买入返售金融资产 | 应收款项 | 其他资产 | 长期股权投资 | 合计 |
|------|--------|----------|-------|--------|--------|--------|
| 中信建投 | 0.28 | 9.89 | 0.00 | 0.12 | 2.90 | 13.19 |
| 国泰君安 | 6.10 | 6.17 | 0.07 | 0.73 | 0.05 | 13.12 |
| 中国银河 | 0.82 | 3.14 | -0.09 | 0.00 | 2.15 | 6.01 |
| 光大证券 | 4.41 | 0.00 | 2.56 | 15.50 | 0.00 | 22.47 |
| 方正证券 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 7.29 |
| 东方证券 | 0.06 | 36.96 | 0.00 | 0.45 | 1.35 | 38.82 |
| 中银证券 | 3.87 | -1.41 | -0.32 | 0.00 | 0.00 | 2.13 |
| 兴业证券 | 4.42 | 1.51 | 0.00 | 0.21 | 0.00 | 6.14 |
| 西部证券 | 0.01 | 1.62 | 0.99 | 0.00 | 0.00 | 2.62 |
| 长江证券 | 0.95 | 2.47 | 0.13 | -0.07 | 1.21 | 4.69 |
| 南京证券 | 0.83 | -0.04 | -0.01 | 0.00 | 0.13 | 0.92 |
| 财通证券 | 4.50 | -0.44 | 0.24 | 0.00 | 0.37 | 4.67 |
| 天风证券 | 0.57 | 0.96 | 0.36 | 2.25 | 0.75 | 4.89 |
| 国元证券 | 0.05 | 4.23 | 0.50 | 0.02 | 0.12 | 4.92 |
| 国海证券 | 0.00 | 3.92 | 0.00 | 0.61 | 1.15 | 5.68 |
| 太平洋 | 0.00 | -1.43 | 9.06 | -0.04 | 0.00 | 7.59 |
| 中原证券 | 0.03 | 1.05 | 0.04 | 1.90 | 0.06 | 3.07 |
| 合计 | 26.90 | 68.60 | 13.54 | 21.67 | 10.23 | 148.22 |
| 占比 | 18.15% | 51.2% | 9.13% | 14.62% | 6.90% | |

资料来源：各公司公告，信达证券研发中心

大额计提源于清理股质风险

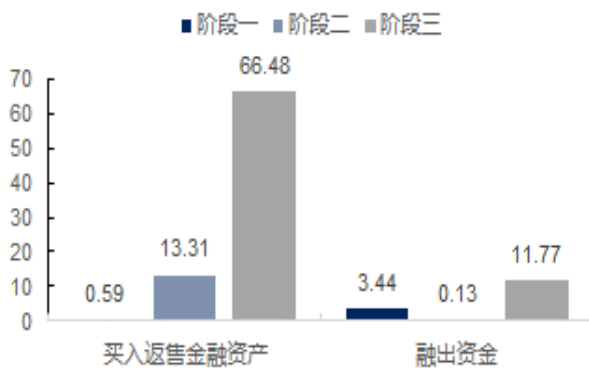
股票质押是拖累上市券商计提减值准备的重要因素。从计提项目来看，上市券商计提资产减值准备中有超过 50%

是买入返售金融资产，券商选择在这一时点积极计提，主要是响应国务院于去年 10 月出台的《关于进一步提高上市公司质量的意见》号召，“严格执行企业会计准则”，主动清理存量风险、足额计提为企业“挤水分”，为未来发展打好坚实基础。而造成部分券商大额计提的主要原因有：**1.清理 2018 年以前股质暴雷的存量风险；2.去年 9 开始的极致“抱团”行情影响股票质押融资安全边际；3.退市新规落地导致部分个股面临退市风险减值。**

2018 年底股票质押暴雷以来，券商通过清收、诉讼等方式弥补损失，清理股质存量风险。以中信 2020 年报披露的“买入返售金融资产”、“融出资金”减值准备来看，“买入返售金融资产”第一、二、三阶段¹¹减值准备余额分别为 0.59 亿元、13.31 亿元、66.48 亿元，其第三阶段的减值准备余额最高，说明较多项目仍处于违约、诉讼阶段，担保物价值已经不能完全覆盖融资金额，公司因此进行大额计提清理存量业务风险。

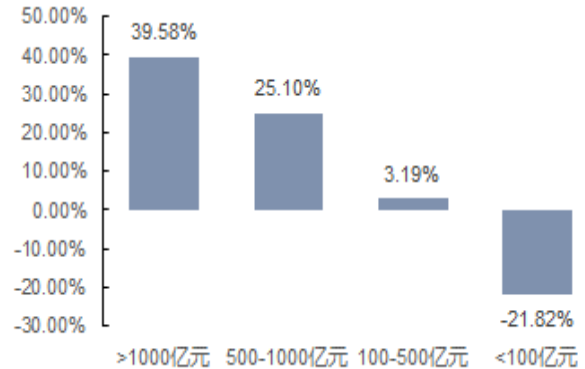
极致市场风格导致小市值股质标的估值偏离合理区间，影响股质业务安全边际。2020 年 9 月以来，市场“抱团”蓝筹白马股，一部分股质标的面临较大的市场冲击。我们对全市场不同市值区间的股票市值与股价表现进行统计，自 9 月以来的市值大于 1000 亿的股票平均涨幅为 39.58%，而小于 100 亿的股票平均跌幅为 -21.82%。极致市场风格下，小市值、高出质率的股质标的陷入信用风险与市场风险的恶性循环，从而影响股票质押业务融资安全边际。

图 3：2020 中信证券买入返售金融资产、融出资金三阶段减值准备余额（单位：亿元）



资料来源：Wind，信达证券研发中心，股价为 2021 年 2 月 10 日

图 4：2020.9-2021.2.10 市值 100 亿元以上股票与中小市值股票市场表现分化



资料来源：Wind，信达证券研发中心

与注册制改革相配套的退市新规正式落地，部分股指个股面临退市风险。2020 年 12 月 31 日，沪深交易所正式发布了《退市新规》，完善面值退市、财务类退市、规范类退市指标，简化退市流程，取消暂停和恢复上市的环节，加快退市节奏。退市新规下，从交易类指标来看，小市值、交易不活跃、长期经营不善、持续依靠外部输血、出售资产等盈余管理手段规避退市的公司退市风险增加，我们按照连续 20 日股票总市值结合收盘价筛选相应股票，截至 2021 年 3 月 16 日，股质存量业务中 7 家公司触及交易类退市指标。从财务类指标来看，新规要求上市公司主业盈利和可观营业收入至少择一达标，若两者均不满足，将面临退市风险。根据 2020 年三季报数据，未解压的股质业务中共有 38 家公司可能被实施退市风险警告。

表 2：退市新规要点

| 类别 | 退市新规 | 旧规则 |
|-------|--|----------------------|
| 交易类指标 | 修改：连续 20 个交易日的股票收盘价低于人民币 1 元 新增：上市公司连续 20 个交易日在本所的股票收盘总市值低于 | 连续 20 个交易日的股票收盘价低于面值 |

¹¹ 第一阶段：初始确认未发生信用减值；

第二阶段：（1）融资类业务：发生信用预警，基于预先设定的融资类业务维持担保比例是否采取追保或平仓（预警线-平仓线之间）；作为抵押的担保品价值或第三方担保质量的显著下降等；（2）投资类：内外部信用评级自初始确认后至报告日显著恶化等

第三阶段：（1）融资类业务：信用管理情况，基于先设定的融资类业务的担保物价值已经不能覆盖融资金额的（低于成本线）；（2）债券投资业务：内外部投资级别显著下降，其预期本经和利息未来很难受收回，通常可推定发行人违约或发行人重大财务困难

人民币 3 亿元

财务类指标

新增：最近一个会计年度经审计或追溯重述后的扣非净利润为负值且主营相关的营业收入低于人民币 1 亿元

- 1、最近两个会计年度经审计或追溯重述后的净利润连续为负值
- 2、最近一个会计年度经审计或追溯重述后的营业收入低于 1000 万元
(满足一条即可)

规范类指标

新增

1、因半数以上董事无法保证公司所披露半年度报告或年度报告的真实性、准确性和完整性，且未在法定期限内改正，公司股票及其衍生品种自前述期限届满的下一交易日起停牌，此后公司在停牌 2 个月内仍未改正；

2、因信息披露或者规范运作等方面存在重大缺陷，被本所要求限期改正但未在规定期限内改正，公司股票及其衍生品种自前述期限届满的下一交易日起停牌，此后公司在停牌 2 个月内仍未改正

重大违法类指标

新增造假金额及造假比例的量化指标，

公司披露的营业收入或净利润或利润总额或资产负债表连续两年均存在虚假记载；且其虚假记载的金额合计达到 5 亿元以上，且超过该两年其披露的合计金额的 50%；

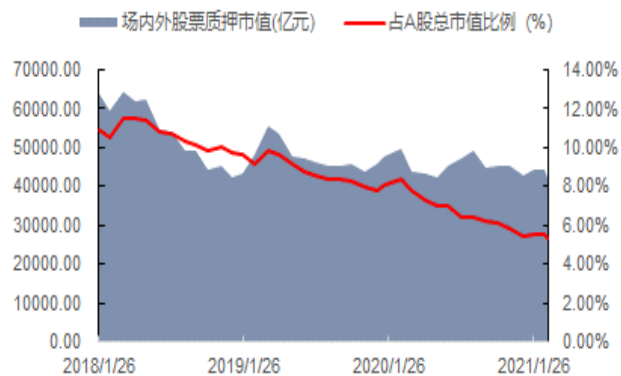
资料来源：Wind，信达证券研发中心

全市场股票质押业务整体风险缓释

A 股质押比例整体为 4.93%，整体质押比例较 2018 年有大幅下降。曾经 A 股无股不押，截至 2018 年 11 月底，A 股共 3459 只股票进行质押，占 A 股数量的 97.98%，质押总市值为 4.53 万亿元，占总市值的 9.10%。2019 年以来，股票质押融资市场持续保持有序压缩的趋势，截至 2021 年 3 月 23 日，A 股共 2521 只股票进行质押，占 A 股上市公司数量的 59.72%，质押总市值为 4.07 万亿元，占总市值的 4.93%。

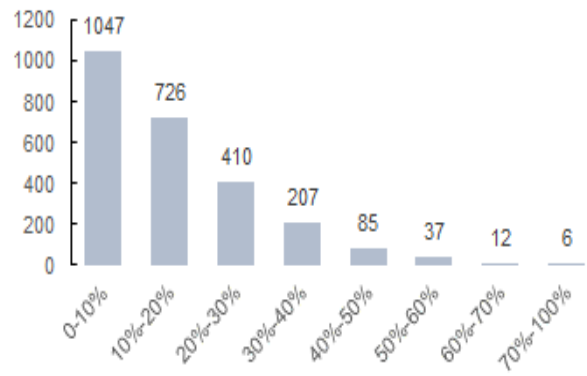
高比例质押公司数大幅下降。对比 2018 年 12 月，沪深两市共 61 家公司股票质押比例超过 60%，20 家公司股票质押比例超过 70%，而现有存量股质标的中，近半数股票质押比例小于 10%，18 家超过 60%，仅 6 家超 70%。高比例质押公司数已大幅下降，是质押风险缓释的指标之一。

图 5: A 股股票质押比例整体大幅下降 (2021/3/23)



资料来源：Wind，信达证券研发中心，股价为 2021 年 2 月 10 日

图 6: 高比例质押公司大幅下降



资料来源：Wind，信达证券研发中心

我们根据 2014 年 1 月至 2021 年 2 月 19 日的股权质押数据，对当前全市场股票质押风险水平进行测算，核心假设：1. 将预警线和平仓线分别设定为 160% 和 130%，预警线和平仓线计算公式分别为：预警线=质押股价*质押率*(1+综合成本)*160%；平仓线=质押股价*质押率*(1+综合成本)*130%；2. 将股票质押综合成本假设为 7% 测算；3. 质押率假设为 40%。经以上假设测算，我们估算截至 2021 年 2 月 19 日，有 15.46% 的股票质押市值跌破平仓线，对比 2018 年 12 月，跌破平仓线市值达到近 30%，目前质押风险已大幅缓释。

表 3: 截至 2021 年 2 月 19 日 测算全市场有 15.46% 的股票质押市值跌破平仓线

| | 质押市值 (亿元) | 占质押总市值比例 (%) | 总质押股数 (亿股) | 总质押股数/总股本 |
|------|-----------|--------------|-------------|-----------|
| >预警线 | 32761.21 | 75.46% | 22387111.16 | 53.53% |

| | | | | |
|-----------|---------|--------|-------------|--------|
| >平仓线 <预警线 | 3939.85 | 9.07% | 4075690.09 | 9.74% |
| >成本线 <平仓线 | 2074.91 | 4.78% | 3497317.84 | 8.36% |
| <成本线 | 4638.57 | 10.68% | 11863568.77 | 28.37% |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 股价为 2021 年 2 月 19 日

场内质押存量风险出清, 新增减值压力缓解

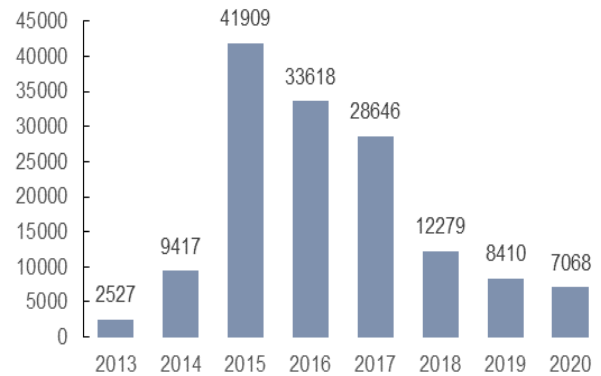
行业坚决执行“化解股票质押风险, 坚持控制增量、化解存量”的监管要求, 足额计提并主动压缩股质规模, 总体风险渐行渐远。清理存量风险方面, 2018-2020 年上市券商连续三年大额计提减值, 场内质押风险已逐渐出清, 资产质量得到进一步夯实。控制增量方面, 2019、2020 年券商主动压缩股质规模, 新增规模分别是 8410 亿元、7068 亿元, 仅为 2015-2016 年的 1/5, 2021 年新增减值压力大幅减缓, 风险可控。

图 7: 2018-2020 上市券商连续三年大额计提减值



资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 股价为 2021 年 2 月 10 日

图 8: 2019、2020 券商主动压缩股票质押规模 (亿元)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

股质信用风险计提存在转回可能性

2020 年 9 月-2021 年 2 月中旬, 市场“抱团”蓝筹白马, 使得部分中小市值股质标的跌破平仓线, 根据前述假设测算, 截至 2021 年 2 月 10 日, 场内质押约有 25.15% 的股质市值跌破平仓线。2 月底以来, 此前被市场严重低估的部分股票逐渐开始估值修复, 场内股票质押跌破平仓线的比例降至 18.59%。当被“错杀”的公司估值回归合理区间, 券商信用风险计提减值存在转回可能性。

表 4: 截至 2021 年 2 月 10 日 测算有 25.15% 的股票质押市值跌破平仓线

| | 质押市值 (亿元) | 占质押总市值比例 (%) | 总质押股数 (亿股) | 总质押股数/总股本 (%) |
|-----------|-----------|--------------|------------|---------------|
| >预警线 | 9288.24 | 66.91% | 717.09 | 40.02% |
| >平仓线 <预警线 | 1103.11 | 7.95% | 186.54 | 10.41% |
| >成本线 <平仓线 | 1071.32 | 7.72% | 171.32 | 9.56% |
| <成本线 | 2419.38 | 17.43% | 716.97 | 40.01% |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 股价为 2021 年 2 月 10 日

表 5: 截至 2021 年 3 月 3 日 测算有 18.59% 的股票质押市值跌破平仓线

| | 质押市值 (亿元) | 占质押总市值比例 (%) | 质押股数 (亿股) | 质押股数/总质押股本 (%) |
|-----------|-----------|--------------|-----------|----------------|
| >预警线 | 13352.82 | 74.48% | 878.80 | 49.04% |
| >平仓线 <预警线 | 1241.53 | 6.93% | 170.21 | 9.50% |
| >成本线 <平仓线 | 1046.98 | 5.84% | 164.54 | 9.18% |
| <成本线 | 2286.20 | 12.75% | 578.36 | 32.28% |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 股价为 2021 年 3 月 3 日

综上所述, 股票质押市场整体质押比例下降、高比例质押公司减少, 股质整体风险缓释; 券商连续三年大额计提“清洗”坏账, 存量风险出清; 主动压缩新增规模, 2021 年减值压力大幅; 被“错杀”的优质股票质押市值回升至平仓线以上, 计提减值可能转回; 场内股票质押业务的风险缓释, 券商板块反弹逻辑确定, 估值中隐含的坏账

导致的净资产减值被消化，促进估值修复。

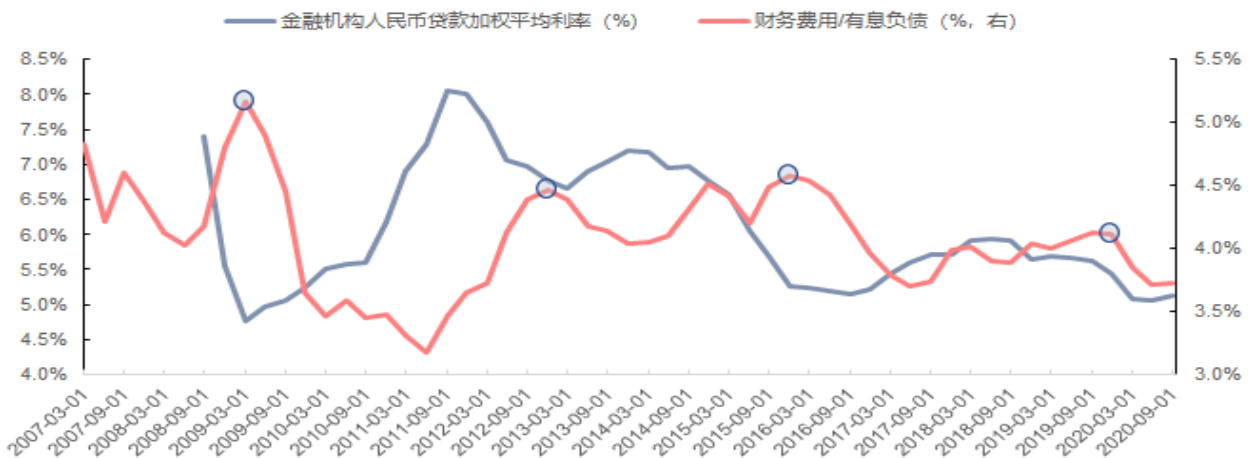
经济复苏仍在路上，流动性收紧对券商影响有限

近期市场热议流动性宽松时点已过，收紧流动性带来长端利率上行，券商估值承压；同时风险偏好下降，牛市预期降低，注重交易量的券商业绩是否还能持续增长。我们的观点是今年流动性“收紧”与往年有很大不同，对市场影响有限，原因在于：第一，经济复苏，即企业净利润增速回升是牛市根基，也是市场估值支撑的核心，而非长端利率。从盈利预期来看，通常社融增速领先于企业盈利增速 2-4 个季度，而本轮信用扩张因受到疫情冲击，盈利增速回升节奏有所拖延，现阶段正是本轮盈利增速回升的起点；第二，从信用扩张资金流向来看，过去三轮信用周期，从融资金额到融资成本房地产均享受到宽松的红利，而本轮信用周期中房地产的“虹吸效应”已被削弱，对股市资金分流大大降低；第三，货币政策流动性收缩，并不意味着股市流动性收缩，中长期来看，在打破刚兑背景下，银行理财产品收益率持续下行，“储蓄搬家”通过公募基金入市，保险资金入市尚有较大增量空间，股市流动性仍有保障。

净利润增速回升是市场估值的核心支撑

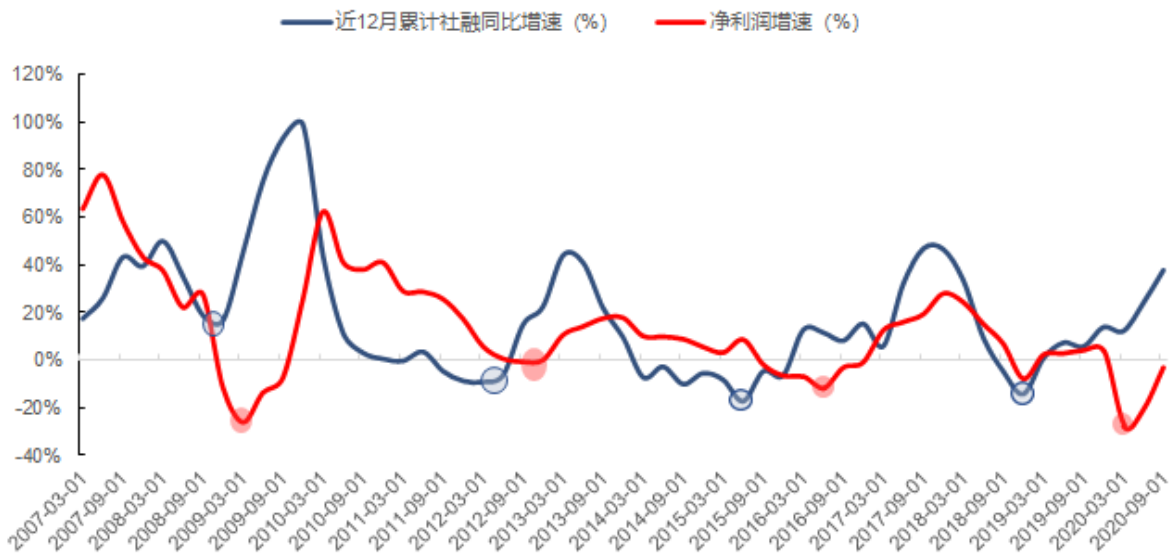
我们对金融危机以来的四次信用周期进行梳理，每次信用扩张均实现引导企业融资成本下行，进而推动盈利改善，因此社融增速通常领先企业盈利增速 2-4 个季度。过去 3 次信用扩张中，市场整体估值均伴随净利润增速明显改善而提升，但因有压缩“影子银行”、“资管新规”等其他短期影响投资者市场风险偏好的因素扰动，长端利率上升曾对整体估值形成不同程度的压制。虽然本轮信用扩张最宽松时点已过，但两会总理再次提出“不急转弯”将有效调整市场对稳增长政策过快推出的预期，而本轮信用扩张带来的盈利改善才刚刚开始，流动性收紧带来的长端利率上行对市场估值的影响将相对有限。

图 9：信用扩张带动企业负债成本下降



资料来源：Wind，信达证券研发中心。

图 10：社融回升领先于盈利回升 2-4 个季度，现在正是本轮盈利增速回升的起点



资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

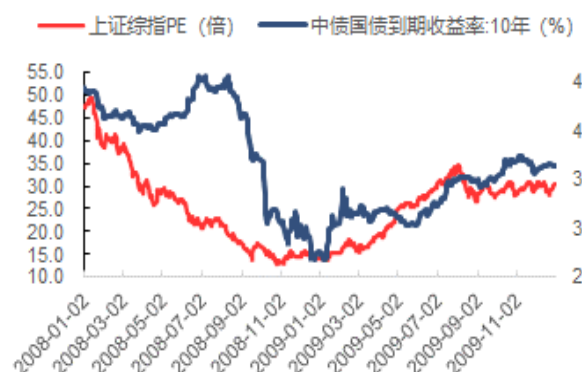
金融危机后首次信用扩张,伴随净利润增速明显改善市场整体估值提升,未受到长端利率上影响。为应对金融危机,2008年11月“四万亿”刺激计划出台,货币政策适度放松,央行连续五次降息、三次降准,放松信贷规模约束积极配合。货币政策扩张带来A股企业融资成本(财务费用/有息负债)由高点4.8%降至3.47%,企业盈利增速从金融危机中恢复,2009年A股上市公司利润增速实现由负转正的逆转,2009年底全A净利润增速达27%,较2018年底大幅提高37个百分点。在业绩提升的情况下,尽管年全年长端利率上升了近100bp,但上证综指估值并没有受到利率上行的影响,2009年指数总体估值水平大幅上升,2009年底上证PE(TTM)30.57倍,同比提升120%。

图 11: 2009 年 A 股实现戴维斯双击

图 12: 2009 年上证综指 PE 未受到长短利率上行的影响



资料来源: Wind, 信达证券研发中心,



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

第二次信用扩张后,在全球金融环境变化、国内监管层压缩影子银行等因素影响下,估值走势与企业盈利改善相背离。2011起全球经济走弱,我国出口增速回落导致我国经济增速的快速下行。2012年初开始政府采取了新一轮的经济刺激政策,央行两次降准、两次降息,贷款加权平均利率回落,带动社融增速走高,企业融资成本在2013年初开始回落,A股上市公司利润明显好转,净利润增速由负转正,2013年底全A上市公司净利润增速17.84%,同比提高17.72个百分点。在业绩明显回升的情况下,2013年A股总体估值水平却分成三个阶段下降。第一阶段2月至4月底的下跌,主要是受到美国可能提前退出QE这一国际金融环境变化影响,投资者对未来利率走势预期发生改变。五月开始监管层压缩“影子银行”,“钱荒”导致了6月和12月的货币市场利率大幅飙升,导致了5-6月和10月至年底的两个阶段的下跌。

图 13：2012 年全 A 企业利润明显改善，估值走势却相背离


资料来源：Wind，信达证券研发中心，

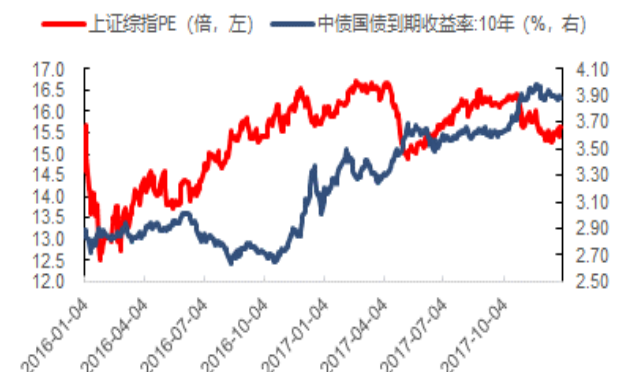
图 14：2013 年“钱荒”导致利率上行压制 A 股估值


资料来源：Wind，信达证券研发中心

第三次信用扩张后，企业盈利改善驱动整体估值上涨，但在查“委外”、“全面禁止通道业务”和《资管新规》的扰动因素下，估值震荡下降。受前期货币宽松持续宽松影响，叠加供给侧结构性改革，2016 年下半年开始与改革相关的上游企业利润开始明显回升，全部 A 股上市公司净利润在工业利润回升的带动下出现改善。8 月底随着中报业绩逐渐披露，相比于 2016 年中报-11.85%的净利润增速，2017 年净利润增速+16.05%的大幅改善给市场注入了强心针。此后，9 月底，央行宣布降准 50 个基点，为此轮上涨助力。2017 年在业绩增速大幅提升的背景下，指数总体估值水平呈现震荡上涨趋势。其中，4 月初至 5 月初，监管查“委外”、首次提出“全面禁止通道业务”等补短板政策频发，是导致估值变化的因素之一。另外，11 月央行等五部门联合发布的《资管新规》明确否定了“通道业务”、“多层嵌套”和刚性兑付，短期强化了市场对政府加强金融监管和去杠杆的预期，不确定性增加，投资者的市场风险偏好的降低是估值下降的另一重要因素。

图 15：2017 整体估值伴随全企业净利润增速改善震荡上涨

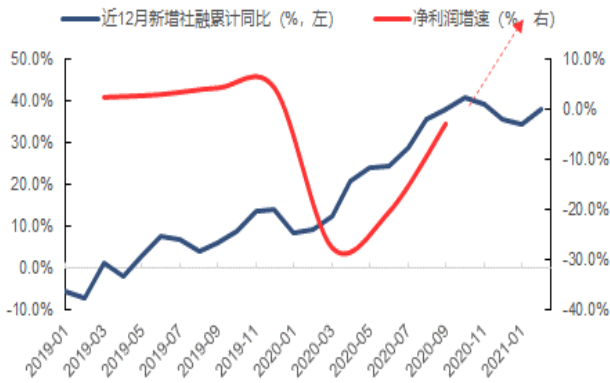

资料来源：Wind，信达证券研发中心，

图 16：2017 年 4 月、11 月受到监管因素扰动估值下降


资料来源：Wind，信达证券研发中心

本轮信用扩张带来的企业盈利增速回升才刚刚开始，2021 年有望高速增长，投资者风险偏好随之提升。2019 年在稳增长保就业的背景下，我国开启了新一轮信用扩张。2019 年 1 月 15、25 日，央行两次降准共下调 1 个百分点。随后 1 月社融数据大超预期，“宽信用”格局出现，此后，美联储提前结束了加息周期，在 7、9、10 月三次降息，联邦基金利率从 2.25%-2.5%水平降至 1.5%-1.75%的水平，全球出现了流动性宽松。2020 年开年央行降准 0.5%，释放长期资金 8000 亿元，1 月下旬疫情爆发，管理层出台了一系列的政策呵护，提供充足的流动性，鼓励银行机构适当下调贷款利率。2020 年累计社融同比增速由 2018 年的-14%升至 2020Q3 的 38%，企业融资成本由 4.13%降至 3.71%。

通常情况下，社融增速领先企业盈利增速 2-4 个季度，但由于受到疫情的冲击，本轮信用扩张带来的企业盈利增速回升节奏有所拖延，但已从 2020Q2 开始实现反转，盈利增速已由 2020Q1 的-28%升至 2020Q3 的-3%，本轮信用扩张带来的企业盈利增速回升才刚刚开始，2021 年有望高速增长，投资者风险偏好随之提升。在没有其他扰动因素的情况下，由流动性收紧造成的利率上升对 A 股整体估值较为有限。

图 17: A 股净利润增速向上拐点于 2020 年下半年开始显现


资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

图 18: 20 年 A 股整体估值在长端利率持续抬升中上涨


资料来源: Wind, 信达证券研发中心

而券商由于业绩弹性来自于资本市场, 历来被认为是市场牛熊的影射, 券商估值与市场整体估值高度正相关。而在去年开始的抱团行情中, 赚钱效应十足, 但券商走势与上证指数出现背离, 与创业板表现更不可同日而语。出现结构牛市而券商缺席的原因我们认为有两个, 一方面是行业大额计提减值, 对估值形成压制, 另一方面, 则是在极致抱团行情中, 互联网券商东方财富受到青睐, 传统券商被机构投资者超低配。当前板块估值 PB 1.78x, 处于历史 20%分位以下、2011 年以来的 30%-40%分位, 在风险出清、资产质量大幅改善的背景下, 传统券商已具备估值优势。同时从已披露年报或业绩预增的情况来看, 上市券商净利润平均增速在 50%以上, 也是我们判断券商有望迎来反弹行情的重要原因。

图 19: 券商与市场整体估值高度正相关, 去年 9 月以来券商走势与上证指数相背离


资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

房地产“虹吸效应”已被削弱

从信用扩张资金流向来看, 过去三轮信用周期, 从融资金额到融资成本房地产均享受到宽松的红利, 而本轮信用周期中房地产的“虹吸效应”已被削弱。2016 年中央经济工作会提出“房住不炒”以来, 有关房企融资、购房信贷等相关政策陆续出台。房地产企业融资端持续收紧, 2019 年 5 月, 银保监会下发“23 号文”, 要求商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资, 限制信托资金池业务, 严禁信托资金进入房地产领域。居民购房端也相应的推出了一系列限购政策, 控制银行放贷规模, 以遏制炒房行为。居民购房贷款端则推出一系列限购政策, 严格控制银行的房贷规模, 炒房行为被遏制。

表 6: 近年来房地产行业供需两端政策加快收紧

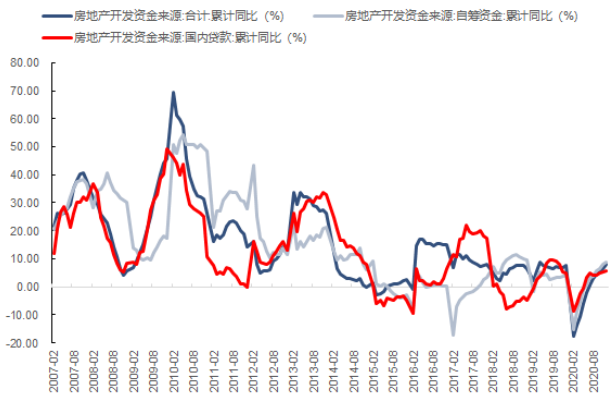
| 日期 | 会议/部门 | 限制房地产相关措施 |
|---------|----------|--|
| 2016.12 | 中央经济工作会议 | 促进房地产市场平稳健康发展, 坚持“房子是用来住的, 不是用来炒的”的定位, 综合运用金融、土地、财税、投资、立法等手段, 加快研究建立符合国情、适应市场规律的基础性制度和长效机制。要在宏观上 |

| | | |
|---------|----------|--|
| | | 管住货币，落实人地挂钩政策。要加快住房租赁市场立法，加强住房市场监管和整顿。 |
| 2017.12 | 中央经济工作会议 | 加快建立多主体供应、多渠道保障、租购并举的住房制度，完善促进房地产市场平稳健康发展的长效机制，保持房地产市场调控政策连续性和稳定性。 |
| 2019.05 | 银保监会 | “23号文”下发“23号文”，要求商业银行、信托、租赁等金融机构不得违规进行房地产融资 |
| 2019.07 | 银保监会 | 约谈部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司，要求这些单位增强大局意识，严格落实“房住不炒”要求，严格执行房地产市场调控政策和现行房地产信托监管要求 |
| 2019.12 | 中央经济工作会议 | 要求加大城市困难群众住房保障工作，加强城市更新和存量住房改造提升，大力发展租赁住房。要坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，促进房地产市场平稳健康发展。 |
| 2020.8 | 住建部、央行 | 在重点房地产企业座谈会上提出进一步落实房地产长效机制，实施好房地产金融审慎管理制度，增强房地产企业融资的市场化、规则化和透明度，人民银行、住房城乡建设部形成了重点房地产企业资金监测和融资管理规则，即“三道红线”标准 |
| 2020.09 | 住建部、央行 | 监管部门下发的三张监测表，分别为《试点房地产企业主要经营、财务指标统计检测表》、《试点房地产企业融资情况统计监测表》、《试点房地产企业表外相关负债监测表》。涵盖融资“三条红线”指标以及参股为并表住宅地产项目、明股实债融资等数据。 |
| 2020.10 | 央行 | 央行将会同住建部以及其他部门，跟踪评估房企融资管理新规的执行效果，不断完善规则，稳步扩大适用范围。 |
| 2020.11 | 央行 | 央行发布《2020年第三季度中国货币政策执行报告》，提出牢牢坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，坚持不将房地产作为短期刺激经济的手段，坚持稳地价、稳房价、稳预期，保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性，实施好房地产金融审慎管理制度 |
| 2020.12 | 央行、银保监会 | 共同发布《建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，将银行业金融机构划分五档，分档设定房地产贷款比例上限以及个人住房贷款占比上限的两道红线。 |

资料来源：Wind，信达证券研发中心，

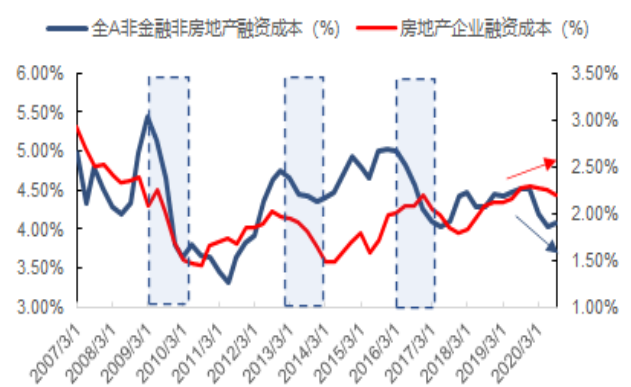
本轮信用扩张中，房地产企业融资量缩价升。从量的角度，房地产企业贷款融资增速 2017 年以来出现大幅下滑，从 2017 年一季度的 20% 下滑至 2018 年初的 -10%；在本轮信用扩张周期中，房企贷款融资增速仅回到近 10%，与历史峰值有较大差距。从房地产企业融资成本来看，房地产企业在前三轮信用扩张中均已享受到宽松的红利，融资成本下行，但本轮信用周期中房企融资成本不降反升。2019 年以来，非金融企业融资成本从 4.13% 降至 3.71%，而房地产企业融资却仍然在上升通道。

图 20：2017 年以来房地产企业贷款受到明显限制



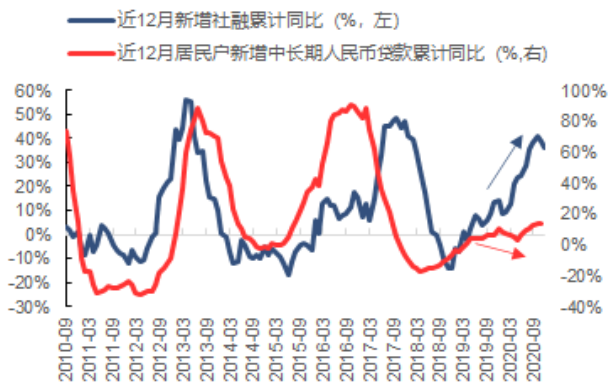
资料来源：Wind，信达证券研发中心，

图 21：本轮信用扩张房地产企业融资成本处于上升通道

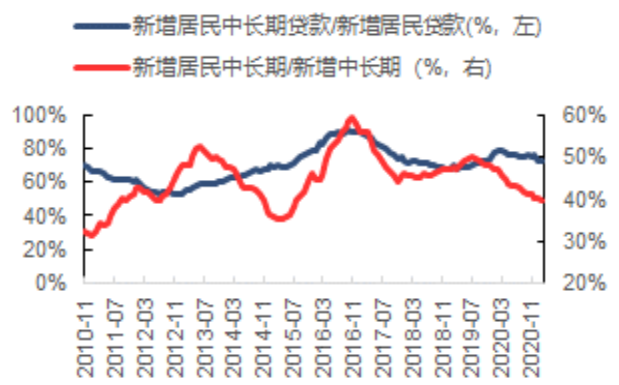


资料来源：Wind，信达证券研发中心

居民中长期贷款与社融同比增速相背离，同样说明房地产的“虹吸效应”减弱。从新增社融的结构来看，2012-2013、2015-2016 两轮信用周期中，居民中长期贷款是加杠杆的重要来源，近 12 月居民户新增中长期贷款同比分别最高达 89%、91%；而本轮信用扩张，新增社融同比升至 40%，而居民中长期贷款增速仅为 10% 左右。从新增信贷结构来看，居民中长期贷款在新增居民贷款中的比例从 2017 年初的 90% 降至目前的 72%，并呈继续下滑趋势。

图 22： 2019 年以来居民中长期贷款与社融同比变动相背离


资料来源：Wind，信达证券研发中心，

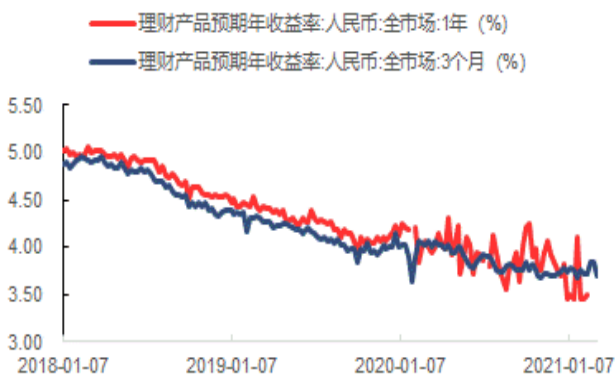
图 23： 2019 年以来新增信贷中居民中长期贷款占比下降


资料来源：Wind，信达证券研发中心

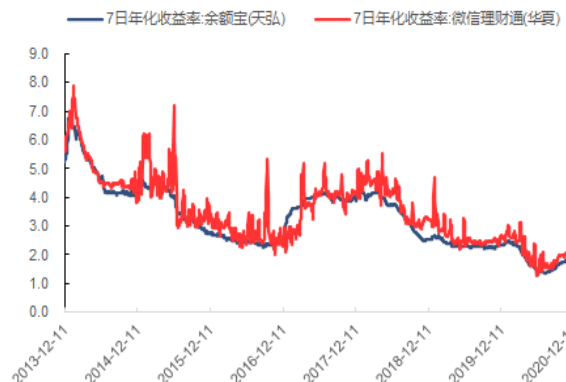
居民流动性“搬家”、险资入市增量空间可期，股市流动性有保障

货币政策流动性紧缩，并不一定意味着股市流动性收缩。中长期来看，**监管大力支持发展投资端建设，居民储蓄向投资转化将成为资本市场潜在的增量资金**。证监会在部署 2021 年工作时指出，要着力加强资本市场投资端建设，增强财富管理功能，促进居民向投资转化，助力扩大内需。监管要求金融机构大力发展权益类产品，包括股票基金和权益类资管产品，促进居民储蓄有效转化为资本市场长期资金。截至 9 月底，全国居民存款总量达 82 万亿元，将是资本市场增量资金的重要来源，储蓄向投资转化仍有巨大提升空间。

银行理财跌破净值，居民财富通过公募基金进入市。2020 年 6 月中旬，1 年银行理财预期年收益率下降至 3.71%。年底受到永煤事件冲击，银行理财预期收益率进一步下降至 3.45%。“比价效应”下，权益类基金赚钱效应大大激发投资者需求。从收益率来看，截至 2020 年末，权益类基金全年平均业绩大幅跑赢基准指数，普通股票型基金和偏股混合基金收益率分别为 57.99% 和 55.91%。从新发基金规模来看，公募基金偏股型（股票型+混合型）基金 7 月发行份额达 3916 亿份，2021 年 1 月发行份额 5139 亿份创历史新高。

图 24： 2018 年以来银行理财收益率持续下行


资料来源：Wind，信达证券研发中心，

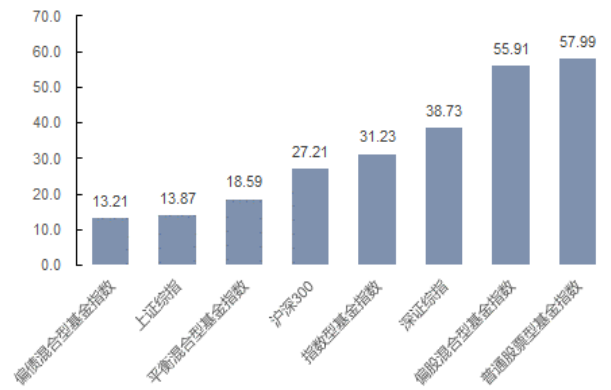
图 25： 货币基金收益率持续走低


资料来源：Wind，信达证券研发中心

图 26： 2020 年来公募基金股票型基金新发份额高速增长
图 27： 2020 年权益类基金大幅跑赢基准指数



资料来源: Wind, 信达证券研发中心,



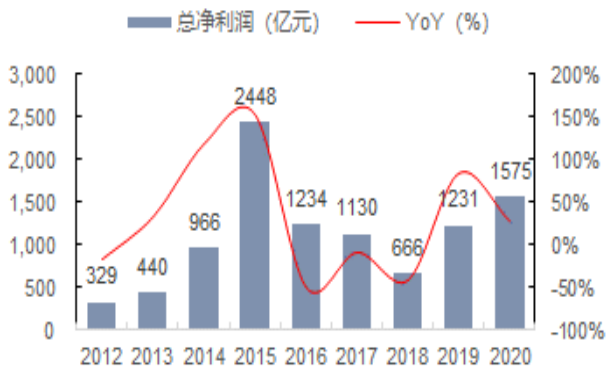
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

政策红利推动养老金入市, 带来增量资金。今年以来, 监管多次释放政策红利, 加快建立第三支柱的发展。12.9 国常会三大方向之一就是加快商业养老保险建设, 加快养老保险第三支柱发展。12月22日, 易会满在党委会议提出“加强多层次、多支柱养老保险体系与资本市场衔接”。我国第三支柱发展较为缓慢, 占比较低(2019年占GDP的比重仅5.8%, 而美国第三支柱规模为57.6%), 具备较大的提升空间。多支柱养老保险体系与资本市场对接, 有望盘活存量养老资金, 获得更稳定且较高的长期收益, 实现保值增值, 同时能有效促进养老金等机构投资者入市, 并促进居民储蓄向投资转化, 将为A股带来增量资金, 股市流动性有保障。

行业 ROE 有望提升, 多条线业绩高增支持估值提升

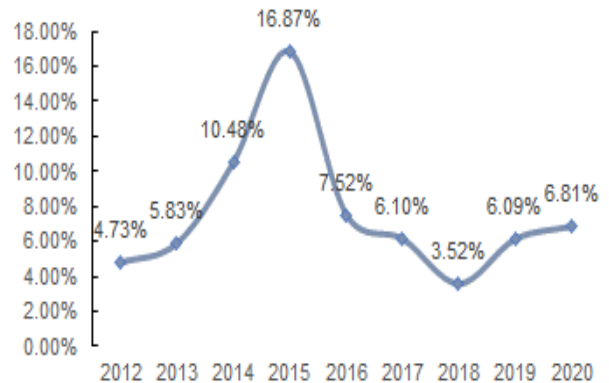
2020年券商全业务条线实现高速增长, 证券行业迎来证券史第二业绩年。经纪、投行业绩增速分别为44%、52%, 信用、资管、自营亦有11%-28%的涨幅。2020年行业ROE为6.81%, 在多家券商大额计提减值的前提下, 仍有0.72个百分点的增长。我们认为**2021年ROE将继续大幅提升, 主要源于四个方面: 1.A股上市公司盈利改善, 风险偏好提升, 交投更加活跃, 交易量和两融有望继续维持高位; 2.直接融资占比提升红利向资管传导, 大资管行业迎来增长拐点; 3.受益于全面注册制, 投行业绩高增确定性较高; 4.财富管理转型走向成熟推升ROA。**

图 28: 2020 净利润超过除 2015 外的所有年份全年



资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

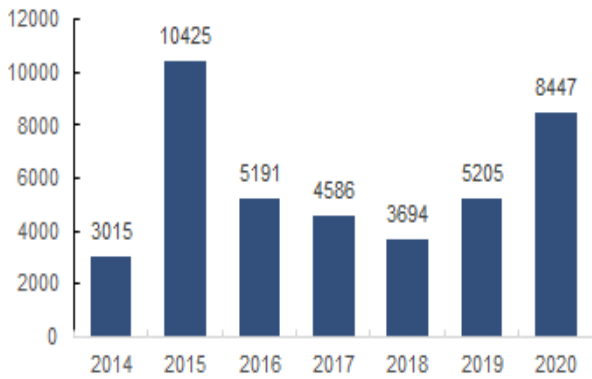
图 29: 在大量计提的前提下行业 ROE 仍有较大幅度提升



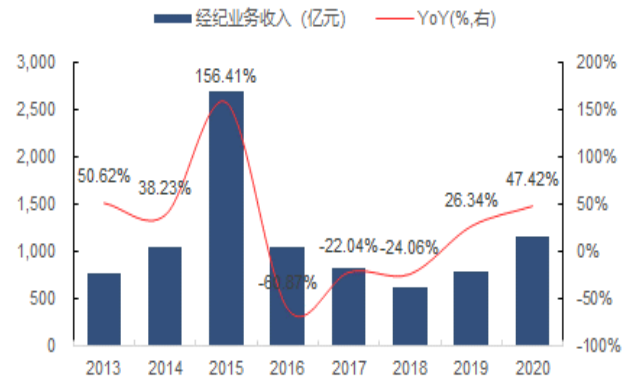
资料来源: Wind, 信达证券研发中心

2021 年经纪与两融业绩有望继续超预期

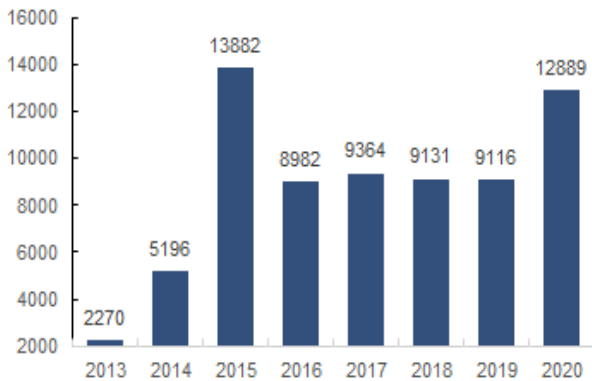
2020年两市日均成交额8447亿元, 仅次于2015年, 远高于其他年份, 同时佣金率下行趋缓, 按照2020Q3经纪佣金推算, 2020年行业经纪收入约为1200亿元, 较2019年末增长近50%。两融方面, 2020年以来两融规模始终维持在万亿以上, 今年日均余额12,889亿元, 2020Q3利息收入446亿元, 同比增长+28%, 除利息收入外, 由于两融投资者的换手率及佣金率均高于普通投资者, 其带来的代买卖证券手续费收入也相当可观。**2021年在企业盈利增速大幅改善的背景下, 交易量及两融规模有望进一步扩大。**

图 30: 2020 年日均交易额仅次于 2015 年 (单位: 亿元)


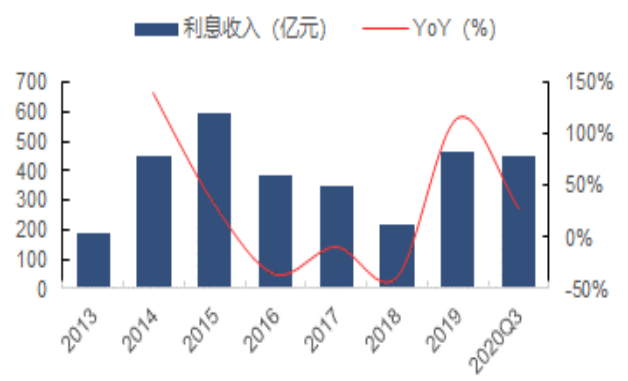
资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

图 31: 2020 年经纪收入同比增长 50%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

图 32: 20 年两融日均余额 1.29 万亿仅次于 2015 年 (亿元)


资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

图 33: 2020Q3 行业利息净收入高增+28.27%


资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

大资管业务将迎来增长拐点

大资管业务包括券商资管、私募股权管理和其旗下参股/控股的公募基金公司。资管新规以来，券商资管业务结构逐渐优化，主动管理提升逐步抵消去通道的负面影响，收入步入增长通道；充分受益于注册制下退出渠道的畅通，券商私募股权投资期限缩短、投资回报可观，未来发展空间广阔；伴随注册制推进，监管高度重视投资端建设，在中国个人可投资规模提升的背景下，“比价效应”驱使居民存款向公募基金转移，公募基金迎来大爆发，对持股/参股券商利润贡献可观。**券商大资管业务迎来增长拐点，将推动行业 ROE 继续上行，我们看好投研能力突出、协同效应明显，整合券商资管、私募股权管理、公募基金构建大资管服务体系的头部券商。**

表 7: 大资管框架下资管业务

| | 中信证券 | 中信建投 | 华泰证券 | 国泰君安 | 广发证券 | 招商证券 | 东方证券 | 兴业证券 |
|------|---------------|---------------|----------------------------|-------------|-------------------------------|----------------------------|----------------|-------------|
| 券商资管 | 中信资管 | 中信建投资管 | 华泰资管 | 国泰君安资管 | 广发资管 | 招商资管 | 东方资管 | 兴业资管 |
| 私募股权 | 金石投资 | 中信建投资本 | 华泰紫金 | 国泰君安创投 | 广发信德 | 招商致远资本 | 东证资本 | 兴业创新资本 |
| 公募基金 | 华夏基金 62.2% | 中信建投基金 55% | 南方基金 41% 华泰柏瑞 49% | 华安基金 20% | 广发基金 51.1% 易方达基金 25% | 招商基金 45% 博时基金 49% | 汇添富基金 35.4% | 兴全基金 51% |

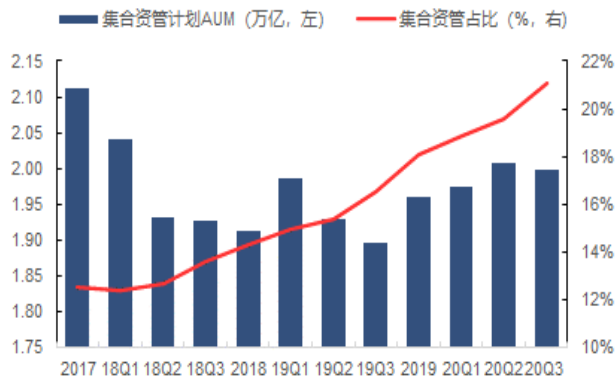
资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

1. 券商资管: 结构优化, 主动管理能力提升

资管新规引导下，券商积极整改承接银行资金的集合资管计划、定向资管计划，类资金池产品、通道业务规模持续下降，结构不断优化。从结构来看，以通道业务为主的定向资管产品规模降幅较大，从 2017 年的 14.39 万亿下降 52% 至 6.97 万亿，占券商资管总规模从 84% 降至 73%；以银行资金为主的机构资金受监管政策影响，类

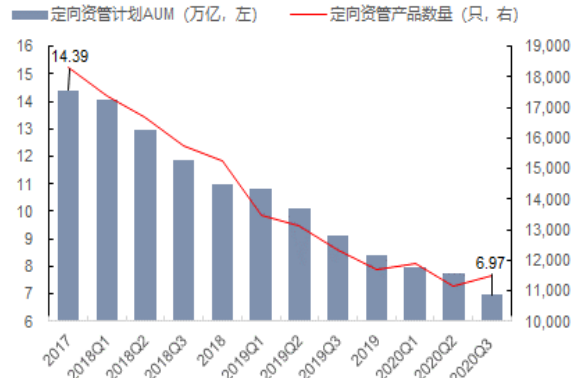
资金池的集合产品规模持续下降，集合资管规模从2017年的2.11万亿下降至2019Q3的1.90万亿，伴随各家券商陆续完成集合产品公募化改造，规模逐渐回升至2020Q3的2万亿。

图 34: 集合资管整改后规模回升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

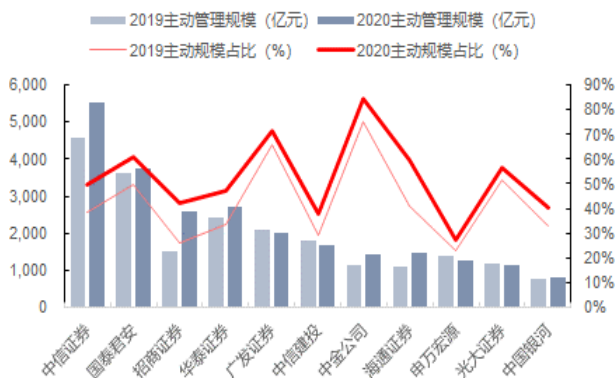
图 35: 2018-2020 年定向资管 (通道) 规模持续下降



资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

主动管理能力提升已逐步消除去通道的影响，券商资管收入步入增长通道。从主动管理规模来看，中信证券、中金公司增长显著，2020Q3 券商资管 TOP20 主动规模占比突破 50%，比 2020Q2 再提升 5.17%，其中中金公司主动管理规模占比 86.76%，广发、华融、中泰资管和广发资管主动管理规模超过 70%。资管新规后，尽管券商资管规模持续下降，但得益于主动管理能力的提升，2020 年券商资管收入步入上升通道。

图 36: 2020 券商资管主动规模及占比大幅提升



资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

图 37: 2020 年券商资管收入步入上升通道



资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

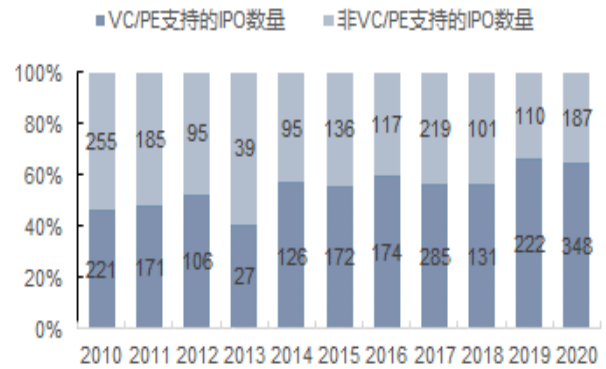
2.多层次资本市场日益完善，私募股权市场空间广阔

证券公司私募投资基金子公司（简称“券商私募子公司”）通过设立并管理私募股权投资基金，对非上市公司股权直接投资，并通过并购重组、IPO 后二级市场等方式完成退出，是证券公司服务实体经济客户和长期资金机构客户时间最长的业务。券商私募子公司服务实体经济具有独特的优势，首先，券商研究实力、定价能力强，凭借其对各实体行业的深刻理解，结合宏观经济特点，选取优质赛道，推动被投公司快速发展，以更快速获取一二级市场价差；第二，作为投融资服务全产业链的最前端，券商私募为融资端成长期企业客户和投资端长投资期限、高风险承担能力的高净值客户提供专业服务，不断提升客户粘性，与公司投行、资管、财富管理业务形成有效协同，为公司业务内生性增长积累能量。

随着我国多层次资本市场日益完善，券商私募股权机构退出渠道得以拓宽。券商私募子公司投资退出的主要方式是企业上市，根据清科研究中心统计，2020 上半年券商私募子公司被投企业 IPO 案例占比达 85.5%，比 PE 市场 75.2% 高近 10 个百分点，受 A 股上市政策更为敏感。注册制改革优化了上市条件，提升了市场包容性，VC/PE 支持的 IPO 科创板 IPO 笔数占 IPO 总数比例 42.8%，较 2019 年 41.4% 进一步提升。注册制全面推行、上市环境进一步优化的背景下，券商私募子公司通过多年探索，形成特色化的投资退出逻辑，优势将不断凸显、发展空间进一步扩大。

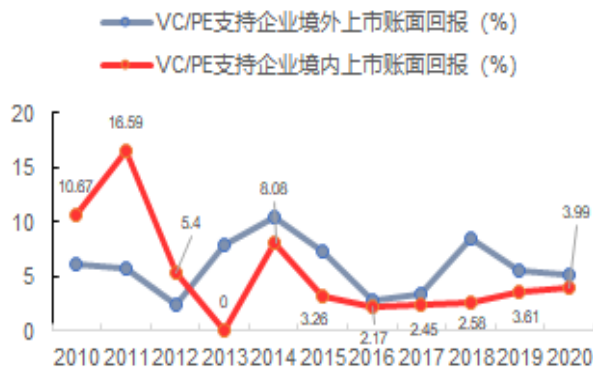
图 38: VC/PE 支持的 IPO 数量、首发融资额创历史新高


资料来源：清科私募通，信达证券研发中心，

图 39: VC/PE 支持的 IPO 占总量比例在 60% 以上


资料来源：清科私募通，信达证券研发中心

注册制改革推动 VC/PE 支持的企业境内上市回报率持续走高。2020 年由 PE/VC 支持的企业境内上市账面回报 3.99 倍，同比增长 10.6%；VC/PE 支持的国内企业在科创板、创业板上市首日回报高于其他板块。由于私募股权投资在企业全产业链服务中的重要位置，对于头部券商而言，私募股权投资已逐渐成为重点发展领域。中金公司、中信证券的私募股权子公司在行业前十行列，金石投资 70% 投中科创板上市，回报倍数可观。

图 40: VC/PE 支持的企业境内上市发行时日回报率同比 +10.61%


资料来源：清科私募通，信达证券研发中心，

图 41: 科创板、创业板上市首日回报高于其他版块 (%)

| 上市市场 | 上市交易所 | 平均账面投资回报 (发行日) | 平均账面投资回报 (首日收盘) | 平均账面投资回报 (20 个交易日) |
|------|--------|----------------|-----------------|--------------------|
| 境内市场 | 上交所主板 | 3.05 | 4.38 | 7.87 |
| | 上交所科创板 | 4.73 | 11.64 | 10.45 |
| | 深交所创业板 | 3.22 | 8.24 | 9.85 |
| 境外市场 | 深交所主板 | 2.49 | 3.58 | 5.36 |
| | 平均 | 3.99 | 9.27 | 9.55 |
| | 纳斯达克 | 6.18 | 9.49 | 9.25 |
| | 纽交所 | 6.18 | 9.53 | 8.7 |
| 平均 | 香港联交所 | 4.3 | 5.66 | 5.93 |
| | 平均 | 5.18 | 7.47 | 7.39 |
| 平均 | | 4.29 | 8.82 | 9.01 |

资料来源：清科私募通，信达证券研发中心

券商私募行业集中度高，头部券商优势明显。中信证券、中金公司是行业内首批获得证监会批准直接投资业务试点的券商，IPO 储备项目上明显占优，私募子公司在管理规模、投资金额、投资市场及回报倍数等指标来看均处于第一梯队。与中小券商相比，大型券商私募子公司有多元化的协同业务资源支持，可以充分发挥供公司的产业经营经验和突出的技术实力，为被投企业提供雄厚的资本和定制化的增值服务，助力企业并购改制和 IPO。

此外，以国泰君安创新投资为代表的券商私募子公司于 2018 年开始探索市场化母基金业务。券商私募子公司采取担任基金管理人或作为合作机构的形式与国有资本、政府引导基金实行联动，参股创投基金或直接进行股权投资，深层次发掘新兴产业优质企业投资机会。

表 8: 中金、中信位居私募股权投资管理行业前十，私募股权投资回报可观

| 机构名称 | 上市公司数量 | 科创板上市公司数量 | 投资时长 (年) | 20 日回报倍数 |
|--------|--------|-----------|----------|----------|
| 深创投 | 21 | 8 | 3.93 | 7x |
| 高瓴资本 | 18 | 1 | 2.36 | 5x |
| 红杉资本 | 16 | 2 | 3.44 | 12x |
| 达晨财智 | 15 | 7 | 4.92 | 14x |
| 鼎晖投资 | 12 | 4 | 2.34 | 3x |
| 中金资本 | 10 | 3 | 4.72 | 4x |
| IDG 资本 | 10 | 3 | 4.72 | 16x |
| 金石投资 | 10 | 7 | 4.24 | 7x |

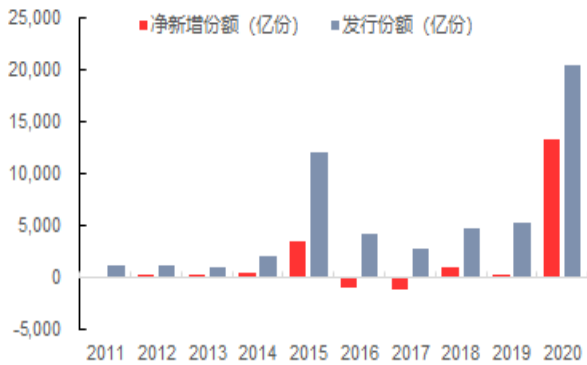
| | | | | |
|------|---|---|------|-----|
| 斐君投资 | 9 | 3 | 2.23 | 2x |
| 启明创投 | 9 | 3 | 4.08 | 15x |

资料来源：清科私募通，信达证券研发中心，

公募基金大爆发，对持股/参股券商利润贡献可观

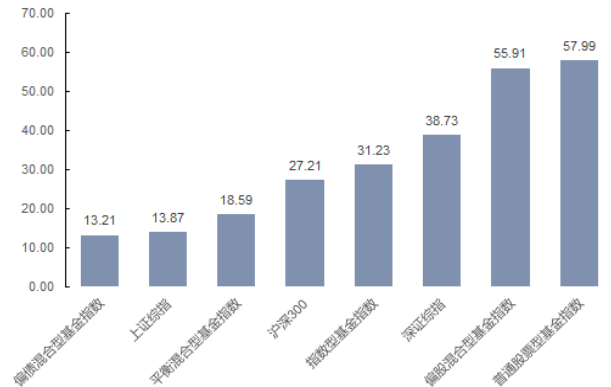
2020 年偏股类基金新发基金份额创历史新高，居民通过公募基金配置权益资产热情提升。2020 年权益类基金新发行、净新增规模创新高。2020 年股票型+混合型基金发行份额 19235 亿份，净新增 18981 亿份，均创历史新高；公募产品的赚钱效应是提升居民通过机构配置权益资产的关键，2020 年普通股票指数型基金指数收益率 57.99% 远高于 上证 13.87%、沪深 300 27.21%、深证综指 38.73%。

图 42：2020 年偏股公募基金净新增创历史新高



资料来源：Wind，信达证券研发中心，

图 43：2020 年公募权益类基金指数大幅跑赢上证、深证主要指数



资料来源：Wind，信达证券研发中心

监管推动投资端建设，鼓励大力发展权益类产品，公募基金发展空间广阔。注册制在即，监管层高度重视投资端建设，大力发展权益类基金成为证监会 2021 年工作重点。监管要求金融机构大力发展权益类产品，包括股票基金和权益类资管产品，增强财富管理功能，促进居民储蓄有效转化为资本市场长期资金。我国储蓄率高，截至 2020 年 9 月，全国居民存款超过 82 万亿，将是资本市场增量资金的重要来源，储蓄向投资转化空间广阔。另外，近年来银保监会多次发声鼓励保险、社保基金、央企和地方国企等中长期资金入市，养老金入市步伐加快，成为公募基金未来逐渐壮大的重要来源。

参股/控股公募基金对券商利润贡献可观。券商与公募基金在资源禀赋上互补，券商代销渠道优于公募基金，基金公司有效利用券商销售渠道，提升营销能力，降低尾佣对收入的侵蚀；基金公司产品体系比券商丰富，有助于券商扩充产品种类、增强资产配置能力，提升客户粘性，加快财富管理转型步伐。受益于公募基金大爆发，2020 年上半年，参股/持股公募基金对券商的利润贡献可观，经测算，银华基金对西南证券利润贡献超 40%，共 5 家公募基金对券商净利润贡献超过 10%。

表 9：2020 年上半年券商参股/控股公募基金对券商利润贡献可观

| 券商 | 基金管理人简称 | 基金资产净值 (亿元) | 券商持股比例 (%) | 2020H1 基金营收 (亿元) | 2020H1 基金净利润 (亿元) | 2020H1 券商净利润 (亿元) | 粗略估算基金利润贡献 |
|------|----------|-------------|------------|------------------|-------------------|-------------------|------------|
| 西南证券 | 银华基金 | 3919.36 | 44.10% | 13.89 | 4.39 | 4.39 | 44.05% |
| 长城证券 | 景顺长城基金 | 3077.41 | 49.00% | 10.67 | 3.53 | 6.98 | 24.77% |
| 兴业证券 | 兴证全球基金 | 493.00 | 51.00% | 18.17 | 6.04 | 16.77 | 18.37% |
| 东方证券 | 汇添富基金 | 7159.69 | 35.41% | 23.94 | 6.52 | 15.30 | 15.09% |
| 广发证券 | 广发基金 | 6480.14 | 60.59% | 26.07 | 9.10 | 53.84 | 10.24% |
| 国信证券 | 鹏华基金 | 5676.00 | 50.00% | 13.82 | 3.80 | 28.82 | 6.59% |
| 招商证券 | 博时基金 | 7137.92 | 49.00% | 18.50 | 4.99 | 41.08 | 5.95% |
| 中信证券 | 华夏基金 | 6890.53 | 62.20% | 23.94 | 7.48 | 87.14 | 5.34% |
| 国海证券 | 国海富兰克林基金 | 299.68 | 51.00% | 2.02 | 0.61 | 6.02 | 5.17% |
| 南京证券 | 富安达基金 | 43.48 | 49.00% | 1.22 | 0.46 | 4.75 | 4.75% |
| 长江证券 | 长信基金 | 857.74 | 44.55% | 3.01 | 0.86 | 8.56 | 4.48% |

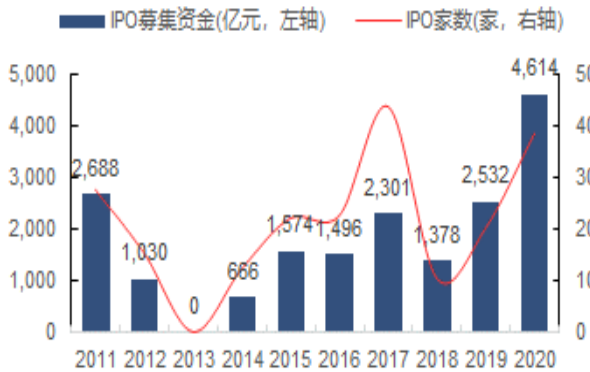
| | | | | | | | |
|------|--------|---------|--------|-------|-------|-------|-------|
| 广发证券 | 易方达基金 | 9655.08 | 22.65% | 35.04 | 10.48 | 53.84 | 4.41% |
| 第一创业 | 创金合信基金 | 466.00 | 51.07% | 2.05 | 0.35 | 4.22 | 4.23% |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心;

受益于注册制稳步推进, 投行业绩增长确定性较高

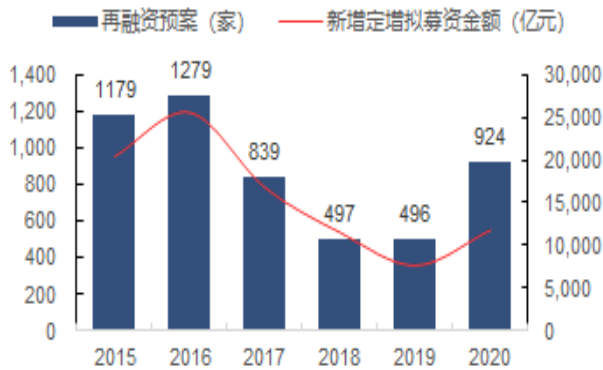
2020 年券商投行业绩爆发。创业板注册制落地, 注册制下符合上市标准的企业数量大幅增加, 审核发行时间大幅缩短, 2020 年 396 家公司登陆 A 股, IPO 规模 4461 亿元, 券商 IPO 承销保荐翻番。再融资政策进入宽松期, 定增规模 805 亿元, 较 2019 年底+18%。公司债、企业债发行全面注册制, 券商债承销规模 9.89 万亿, 创历史新高。

图 44: 2020 年 IPO 规模创十年新高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心;

图 46: 2020 年新增预案个数与金额接近历史高峰



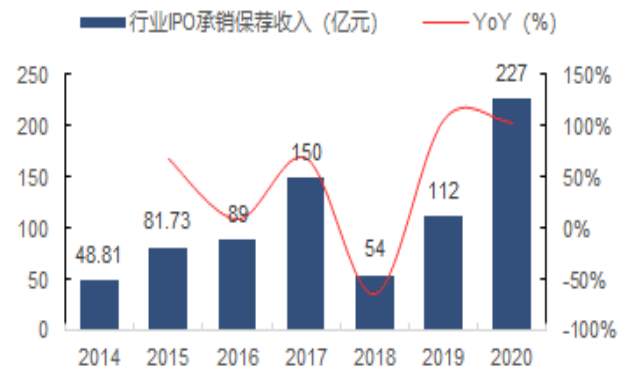
资料来源: Wind, 信达证券研发中心;

制度优化、效率提高, 更多优质公司将登陆资本市场。注册制上市条件更多元包容, 符合上市标准的企业数量大幅增加, 企业申报热情高; 中概股可能加速回归, 中国企业赴美上市越来越难、中概股受到更严格的监管、难获美国机构投资, 中概股将撤离美股, 与此同时, A 股敞开政策怀抱, 中概股可能加速回归。

2021 年投行业绩增长确定性高。年初以来监管对首发企业信披质量现场检查趋严, 引发拟上市公司 IPO 集中撤材料, 从排队企业数量来看, 在 80 家公司扎堆撤材料之后, 仍有 650 家企业排队 IPO, 其中创业板 328 家、科创板 169 家、主板 153 家。从审核的速度来看, 今年以来, 监管始终保持以每周 6-8 家的速度有序核准/注册排队企业 IPO, 可以看出交易所与监管严把上市入口关的核心变量是审核的质量而非速度。在主板注册制可能延缓推行的情况下, 我们预计 2021 年主板 IPO 家数为 140~150 家左右, 与去年持平; 注册制下板块 IPO 审核效率提高, 预计科创板与创业板共 290~340 家 (2020 年为 252 家)。2021 年将有 430~490 家公司登陆 A 股, IPO 规模将达 5700~6500 亿元, 再融资规模重回 2 万亿规模, 注册制下企业上市、退市市场化, 企业融资需求多元, 并购重组政策宽松情况下, 财务顾问业务预计大幅提升, 预计 2021 年投行营收 967 亿元, 业绩增速 18%~25%。

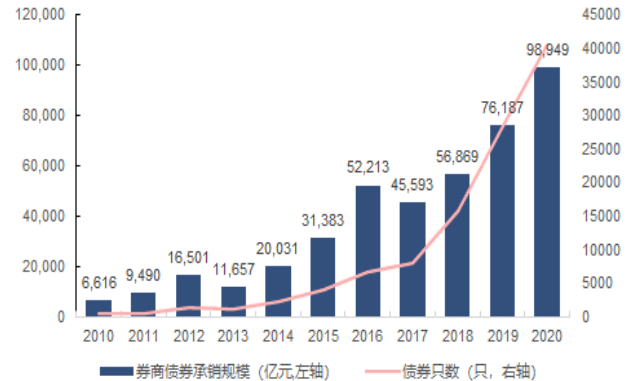
表 10: 2021 年投行收入预测

图 45: 2020 年承销保荐收入翻番



资料来源: Wind, 信达证券研发中心;

图 47: 2020 年券商债券承销规模创历史新高



资料来源: Wind, 信达证券研发中心;

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E 悲观 | 2021E 中性 | 2021E 乐观 |
|-------------|--------|---------|--------|--------|----------|----------|----------|
| 投行 (亿元) | 510 | 370 | 483 | 782 | 912 | 967 | 1075 |
| YoY (%) | | -27.40% | 30.46% | 62% | 17% | 24% | 37% |
| 股权融资 | | | | | | | |
| 股权融资规模 (亿元) | 17,204 | 12,109 | 15,413 | 16676 | 22000 | 26540 | 31340 |
| IPO 规模 (亿元) | 2,301 | 1,378 | 2,532 | 4670 | 6000 | 6540 | 7340 |
| 再融资 (亿元) | 14,903 | 10,731 | 12,881 | 12006 | 16000 | 20000 | 24000 |
| IPO 费率 | 6.85% | 3.95% | 4.41% | 5% | 5% | 5% | 5% |
| 再融资费率 (%) | 0.37% | 0.19% | 0.13% | 0.20% | 0.20% | 0.20% | 0.20% |
| IPO 收入 | 158 | 54 | 112 | 234 | 300 | 327 | 367 |
| 再融资收入 | 55 | 20 | 17 | 24 | 32 | 40 | 48 |
| 股权融资收入 (亿元) | 212 | 74 | 128 | 258 | 332 | 367 | 415 |
| 债券融资 | | | | | | | |
| 债券融资规模 (亿元) | 43944 | 56314 | 73146 | 101036 | 110000 | 110000 | 120000 |
| 债券融资费率 (%) | 0.39% | 0.33% | 0.34% | 0.41% | 0.40% | 0.40% | 0.40% |
| 债券融资收入 (亿元) | 172 | 184 | 249 | 415 | 440 | 440 | 480 |
| 财务顾问收入 (亿元) | 125 | 112 | 105 | 110 | 140 | 160 | 180 |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

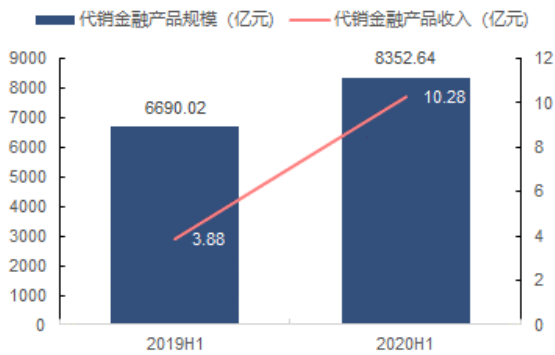
财富管理转型走向成熟提升 ROA

随着居民财富增长和金融工具日益丰富,投资者对专业财富管理服务需求日益强烈。在财富管理转型这一行业共识下,头部券商构建的“以客户为中心”的财富管理业务体系日益成熟,收入结构更加稳定,ROA 的提升将驱动行业 ROE 继续提升。

买方投顾模式有望引导居民通过财富管理机构进行资产配置。过去我国财富管理面临的问题之一是投资者平均持有时间短,盈利概率低。究其原因,卖方投顾下,财富管理机构盈利模式以证券申购、赎回费为主,渠道与客户利益存在冲突,投资者难以从二级市场投资中盈利,投资体验不佳;买方投顾下,财富管理收入结构与管理客户资产规模直接挂钩,渠道与客户利益一致,客户资金的净流入与资产增值能够增加渠道收入的稳定性,投资者投资获利与渠道增加管理费收入实现双赢。另外,买方投顾的价值在于从销售产品向提供服务转型,在投资者风险承担能力范围内,投顾通过资产配置动态调整来增厚收益,加强投后陪伴提升客户长期持有意愿,优化投资体验,引导居民通过财富管理机构进行资产配置。

金融产品代销逐渐成为券商财富管理新的业绩增长点。在资管新规、产品净值化转型背景下,金融产品的研究与配置能力逐渐成为各家财富管理差异化竞争的关键。例如兴业证券推出兴证心选系列产品,将未来高胜率与风险调整后的高收益作为挑选“好产品”的核心目标,与核心合作伙伴公募类 8 家、私募类 10 家合作,每年动态调整,覆盖不同投资风格及产品品类,满足不同投资者的个性化需求,受到投资者青睐。各家券商从初期的“以产品为抓手”向“以金融产品为驱动引擎”过渡,金融产品代销对券商财富管理做大做优资产规模意义重大。在各家券商提升金融产品的研究与配置能力、通过专业赋能财管业务的趋势下,金融产品代销将成为新的业绩增长点。2020 年国内券商实现代理销售金融产品净收入 134.38 亿元,同比增长 148.76%,已公布年报的中信证券、华泰证券分别有 145%、188% 的增长,2021 年有望继续保持高速增长。

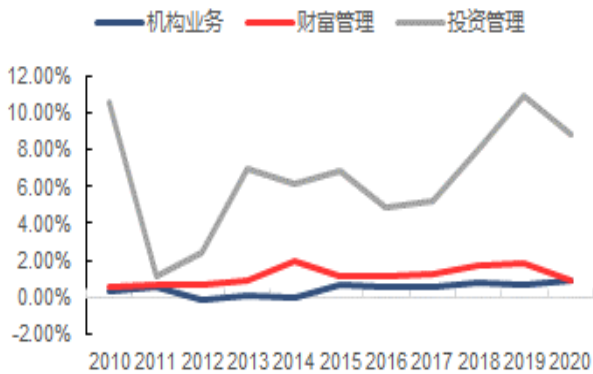
图 48: 2020 年券商财富管理金融产品代销规模及收入大幅增长



资料来源: Wind, 信达证券研发中心, 注: 可比 20 家, 广发, 国金等

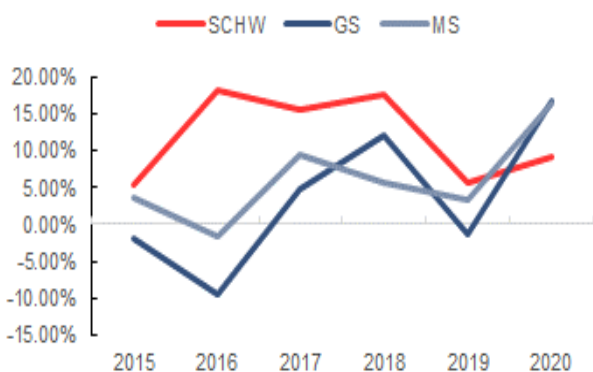
美国财富管理型券商经验启示, 财富管理型券商盈利能力、成长型和估值均高于综合券商。从成长性的角度, 过去 30 年美国居民家庭资产规模持续增长, 从 1990 年 26.3 万亿美元增长至 2019 的 134.7 万亿美元, 美国投资者对财富管理的需求提升, 零售业绩实现快速增长。嘉信、德美利等零售券商业绩增速高于综合券商高盛、摩根史坦利。从估值的角度, 美国零售券商的典型代表嘉信明显高于同业, (2021/3/1) PE 27.28 倍, 远高于高盛 13.31 倍和摩根史丹利 11.75 倍; PB 为 2.81 倍, 高于高盛的 1.27 和摩根史坦利的 1.46 倍。伴随行业财富管理转型日益成熟, 财富管理型券商估值与 ROE 有望进一步提升。

图 49: 大摩为例财富管理 ROA 高于机构业务, 稳定性较优于资管业务



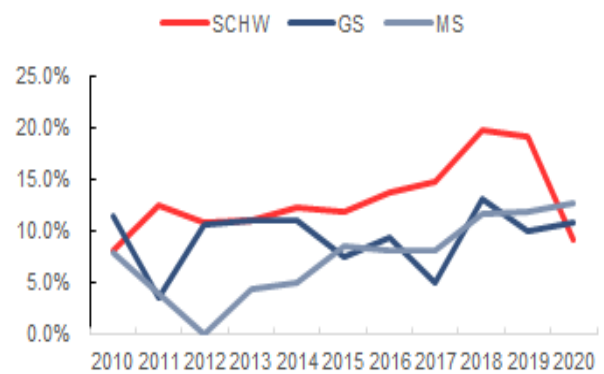
资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

图 51: 2015-2020 年嘉信营收同比增速高于高盛和摩根史坦利 (%)



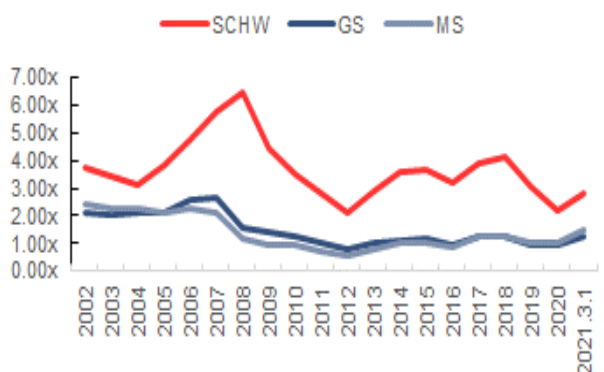
资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

图 50: 2010 年以来嘉信理财 ROE 高于高盛和摩根士丹利 (%)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

图 52: 2002-2021/3/1 嘉信估值 PB 始终高于高盛和摩根史坦利 (倍)



资料来源: Wind, 信达证券研发中心

投资建议

温和通胀下, 企业盈利改善, 市场风险偏好提升, 伴随交易量放大, 券商板块将自我强化。当前券商 PB 1.78 倍

(2021/3/24), 估值处于历史估值 1/4 分位偏下, 考虑到行业将迎来全市场注册制稳步推进、20%涨跌幅和 T+0 交易制度改革等超预期政策红利, 板块整体估值具有较大抬升潜力。2020 年券商股赢业绩、输表现, 2021 年是资本改革大年, 行业将持续享有长期政策面利好, 综合实力强的头部券商将充分受益, 建议关注: 1.估值与基本面存在明显背离现象的头部券商国泰君安 (PB 1.17x, 111 亿净利润, YoY+29%)、华泰证券 (PB1.23x, 108 亿净利润, YoY+20.22%)。2.投行、资管、财富管理业务综合实力行业领先的中金公司 (PB 4.11x, 75 亿元净利润, YoY +78%)、招商证券 (PB 2.13x, 95 亿元净利润, YoY +30%)。

表 11: 2021 年行业盈利预测

| | 2017 | 2018 | 2019 | 2020 | 2021E 悲观 | 2021E 中性 | 2021E 乐观 |
|--------------------|---------------|----------------|---------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 投行 (亿元) | 510 | 370 | 483 | 782 | 912 | 967 | 1075 |
| YoY (%) | | -27.40% | 30.46% | 62% | 17% | 24% | 37% |
| 股权融资 | | | | | | | |
| 股权融资规模 (亿元) | 17,204 | 12,109 | 15,413 | 16676 | 22000 | 26540 | 31340 |
| IPO 规模 (亿元) | 2,301 | 1,378 | 2,532 | 4670 | 6000 | 6540 | 7340 |
| 再融资 (亿元) | 14,903 | 10,731 | 12,881 | 12006 | 16000 | 20000 | 24000 |
| IPO 费率 | 6.85% | 3.95% | 4.41% | 5% | 5% | 5% | 5% |
| 再融资费率 (%) | 0.37% | 0.19% | 0.13% | 0.20% | 0.20% | 0.20% | 0.20% |
| IPO 收入 | 158 | 54 | 112 | 234 | 300 | 327 | 367 |
| 再融资收入 | 55 | 20 | 17 | 24 | 32 | 40 | 48 |
| 股权融资收入 (亿元) | 212 | 74 | 128 | 258 | 332 | 367 | 415 |
| 债券融资 | | | | | | | |
| 债券融资规模 (亿元) | 43944 | 56314 | 73146 | 101036 | 110000 | 110000 | 120000 |
| 债券融资费率 (%) | 0.39% | 0.33% | 0.34% | 0.41% | 0.40% | 0.40% | 0.40% |
| 债券融资收入 (亿元) | 172 | 184 | 249 | 415 | 440 | 440 | 480 |
| 财务顾问收入 (亿元) | 125 | 112 | 105 | 110 | 140 | 160 | 180 |
| 经纪 (亿元) | 821 | 623 | 788 | 1161 | 1230 | 1298 | 1366 |
| YoY (%) | -22% | -24% | 26% | 47% | 6% | 12% | 18% |
| 日均交易量 (亿元) | 4,586 | 3,694 | 5,205 | 8447 | 9000 | 9500 | 10000 |
| 费率 (%) | 0.0367% | 0.0346% | 0.0310% | 0.028% | 0.028% | 0.028% | 0.028% |
| 代买卖证券手续费收入 (亿元) | 821 | 623 | 788 | 1161 | 1230 | 1298 | 1366 |
| 利息净收入 (亿元) | 348 | 215 | 464 | 553 | 557 | 579 | 600 |
| YoY (%) | -9% | -38% | 116% | 19% | 1% | 5% | 9% |
| 两融日均余额 (亿元) | 10263 | 7557.04 | 9116 | 12893 | 13000 | 13500 | 14000 |
| 息差 (%) | 2.5% | 2.5% | 3.0% | 3% | 3% | 3% | 3% |
| 两融利息净收入 (亿元) | 257 | 189 | 273 | 386.79 | 390 | 405 | 420 |
| 两融收入占利息净收入比重 (%) | 73.71% | 87.93% | 58.98% | 70% | 70% | 70% | 70% |
| 自营 (亿元) | 861 | 800 | 1222 | 1404 | 1488 | 1572 | 1657 |
| YoY (%) | 51% | -7% | 53% | 15% | 6% | 12% | 18% |
| 资管 (亿元) | 344 | 307 | 313 | 348 | 400 | 452 | 505 |
| YoY (%) | -0.82% | -11% | 2% | 11% | 15% | 30% | 45% |
| 五大业务小计 | 2884 | 2315 | 3269 | 4248 | 4587 | 4869 | 5203 |
| 其他收入 (亿元) | 230 | 348 | 336 | 237 | 459 | 487 | 520 |
| 其他收入占比 (%) | 7% | 13% | 9% | 10% | 10% | 10% | 10% |
| 总营收 (亿元) | 3113 | 2663 | 3605 | 4485 | 5097 | 5409 | 5781 |
| YoY (%) | -5% | -14% | 35% | 30% | 14% | 21% | 29% |
| 净利润 (亿元) | 1130 | 666 | 1231 | 1575 | 1733 | 1893 | 2023 |
| 净利润 YoY (%) | -8.47% | -41.04% | 84.77% | 28% | 10.01% | 20.18% | 28.43% |
| 行业净资产 (亿元) | 18500 | 18900 | 20200 | 23100 | 24024 | 24024 | 24024 |
| YoY (%) | 12.80% | 2.16% | 6.88% | 14.36% | 4% | 4% | 4% |
| ROE (%) | 6.11% | 3.52% | 6.09% | 6.82% | 7.21% | 7.88% | 8.42% |

YoY (%) -19% -42% 73% 12% 6% 16% 23%

资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

表 12: 上市券商业绩预增、当前估值基分位统计, 2021/3/23

| 代码 | 简称 | 净利润/预增净利润 (亿元) | PB | 上市日期 | 当前估值位置 |
|-----------|------|-------------------|------|------------|--------------|
| 600837.SH | 海通证券 | 108.75 | 1.01 | 1994-02-24 | 1/4 分位以下 |
| 000728.SZ | 国元证券 | 13.26-14.17 | 1.11 | 1997-06-16 | 1/4 分位以下 |
| 600958.SH | 东方证券 | 45-49 | 1.14 | 2015-03-23 | 1/4 分位以下 |
| 601211.SH | 国泰君安 | 111.02 | 1.18 | 2015-06-26 | 1/4 分位以下 |
| 000776.SZ | 广发证券 | 100.42 | 1.22 | 1997-06-11 | 1/4 分位以下 |
| 000686.SZ | 东北证券 | 13.25 | 1.22 | 1997-02-27 | 1/4 分位以下 |
| 601688.SH | 华泰证券 | - | 1.23 | 2010-02-26 | 1/4 分位以下 |
| 002926.SZ | 华西证券 | - | 1.27 | 2018-02-05 | 1/4 分位以下 |
| 600369.SH | 西南证券 | - | 1.28 | 2001-01-09 | 1/4 分位以下 |
| 601881.SH | 中国银河 | 72.44 | 1.31 | 2017-01-23 | 1/4 分位以下 |
| 000166.SZ | 申万宏源 | - | 1.35 | 2015-01-26 | 1/4 分位以下 |
| 000750.SZ | 国海证券 | 7.25 | 1.36 | 1997-07-09 | 1/4 分位以下 |
| 601555.SH | 东吴证券 | 16.5-17.2 | 1.40 | 2011-12-12 | 1/4 分位以下 |
| 000783.SZ | 长江证券 | 20.83 | 1.41 | 1997-07-31 | 1/4 分位以下 |
| 601198.SH | 东兴证券 | - | 1.48 | 2015-02-26 | 1/4 分位以下 |
| 002500.SZ | 山西证券 | 7.40-8.05 | 1.53 | 2010-11-15 | 1/4 分位以下 |
| 002673.SZ | 西部证券 | 10-11.41 | 1.53 | 2012-05-03 | 1/4 分位以下 |
| 601377.SH | 兴业证券 | 37-41 | 1.57 | 2010-10-13 | 1/4-1/2 位数之间 |
| 601375.SH | 中原证券 | 0.96-1.14 | 1.57 | 2017-01-03 | 1/4 分位以下 |
| 600999.SH | 招商证券 | 94.92 | 1.61 | 2009-11-17 | 1/4 分位以下 |
| 601788.SH | 光大证券 | 24.15 | 1.63 | 2009-08-18 | 1/4-1/2 分位之间 |
| 002736.SZ | 国信证券 | - | 1.64 | 2014-12-29 | 1/4 分位以下 |
| 600909.SH | 华安证券 | 12.70 | 1.71 | 2016-12-06 | 1/4 分位以下 |
| 600030.SH | 中信证券 | 149.02 | 1.71 | 2003-01-06 | 1/2-3/4 位数之间 |
| 601108.SH | 财通证券 | 22.49 | 1.79 | 2017-10-24 | 1/4 分位以下 |
| 600109.SH | 国金证券 | - | 1.83 | 1997-08-07 | 1/4 分位以下 |
| 601901.SH | 方正证券 | - | 1.83 | 2011-08-10 | 1/4-1/2 位数之间 |
| 601162.SH | 天风证券 | 4.32-5.01 | 1.91 | 2018-10-19 | 1/4 分位以下 |
| 002939.SZ | 长城证券 | 14.49-15.87 | 1.92 | 2018-10-26 | 1/4 分位以下 |
| 601099.SH | 太平洋 | (7.5) - (6.5) | 2.16 | 2007-12-28 | 1/4 分位以下 |
| 002797.SZ | 第一创业 | 7.70-8.21 | 2.40 | 2016-05-11 | 1/4 分位以下 |
| 601990.SH | 南京证券 | 8.10 | 2.40 | 2018-06-13 | 1/4 分位以下 |
| 601878.SH | 浙商证券 | 16.27 | 2.49 | 2017-06-26 | 1/4-1/2 位数之间 |
| 600918.SH | 中泰证券 | 27.21 | 2.90 | 2020-06-03 | 1/4 分位以下 |
| 601696.SH | 中银证券 | 8.83 | 3.42 | 2020-02-26 | 1/4 分位以下 |
| 601236.SH | 红塔证券 | 14.1-14.97 | 3.59 | 2019-07-05 | 1/4 分位以下 |
| 601456.SH | 国联证券 | 5.88 | 3.67 | 2020-07-31 | 1/4 分位以下 |
| 601066.SH | 中信建投 | 95.09 | 3.73 | 2018-06-20 | 1/4-1/2 位数之间 |
| 601995.SH | 中金公司 | 68.28-75.52 | 3.78 | 2020-11-02 | 最低点 |
| 002945.SZ | 华林证券 | 8.01-8.31 | 5.69 | 2019-01-17 | 1/4 分位以下 |
| 300059.SZ | 东方财富 | 45-49 | 7.05 | 2010-03-19 | 3/4 位数-最高点之间 |

资料来源: Wind, 信达证券研发中心,

风险因素

宏观风险：疫苗上市不达预期疫情反复、中美关系恶化等；

市场风险：股市大幅波动；

政策风险：资本市场改革不及预期；投资者风险偏好降低导致的交易量大幅下滑等。

研究团队简介

王舫朝，硕士，毕业于英国杜伦大学企业国际金融专业，历任海航资本租赁事业部副总经理，渤海租赁业务部总经理，曾就职于中信建投证券、华创证券。2019年11月加入信达证券研发中心，负责非银金融研究工作。

朱丁宁，硕士，毕业于英国格拉斯哥大学金融专业，曾工作于台湾富邦证券和瑞银证券，于2020年4月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

王锐，硕士，毕业于美国波士顿大学金融专业，2019年11月加入信达证券研发中心，从事非银金融行业研究工作。

机构销售联系人

| 区域 | 姓名 | 手机 | 邮箱 |
|------|-----|-------------|--|
| 销售总监 | 韩秋月 | 13911026534 | hanqiuyue@cindasc.com |
| 华北 | 卞双 | 13520816991 | bianshuang@cindasc.com |
| 华北 | 阙嘉程 | 18506960410 | quejiacheng@cindasc.com |
| 华北 | 刘晨旭 | 13816799047 | liuchenxu@cindasc.com |
| 华北 | 欧亚菲 | 18618428080 | ouyafei@cindasc.com |
| 华北 | 祁丽媛 | 13051504933 | qiliyuan@cindasc.com |
| 华北 | 魏冲 | 18340820155 | weichong@cindasc.com |
| 华东总监 | 王莉本 | 18121125183 | wangliben@cindasc.com |
| 华东 | 吴国 | 15800476582 | wuguo@cindasc.com |
| 华东 | 国鹏程 | 15618358383 | guopengcheng@cindasc.com |
| 华东 | 李若琳 | 13122616887 | liruolin@cindasc.com |
| 华东 | 孙斯雅 | 18516562656 | sunsiya@cindasc.com |
| 华东 | 张琼玉 | 13023188237 | zhangqiongyu@cindasc.com |
| 华南总监 | 王留阳 | 13530830620 | wangliuyang@cindasc.com |
| 华南 | 陈晨 | 15986679987 | chenchen3@cindasc.com |
| 华南 | 王雨霏 | 17727821880 | wangyufei@cindasc.com |
| 华南 | 王之明 | 15999555916 | wangzhiming@cindasc.com |
| 华南 | 闫娜 | 13229465369 | yanna@cindasc.com |
| 华南 | 焦扬 | 13032111629 | jiaoyang@cindasc.com |
| 华南 | 江开雯 | 18927445300 | jiangkaiwen@cindasc.com |
| 华南 | 曹曼茜 | 18693761361 | caomanqian@cindasc.com |

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

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，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

| 投资建议的比较标准 | 股票投资评级 | 行业投资评级 |
|---|-----------------------------|-------------------------|
| 本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）； 时间段：报告发布之日起 6 个月内。 | 买入 ：股价相对强于基准 20% 以上； | 看好 ：行业指数超越基准； |
| | 增持 ：股价相对强于基准 5%~20%； | 中性 ：行业指数与基准基本持平； |
| | 持有 ：股价相对基准波动在±5% 之间； | 看淡 ：行业指数弱于基准。 |
| | 卖出 ：股价相对弱于基准 5% 以下。 | |

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。

本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。