



投资策略研究

【粤开非银深度】2021 年中期策略：转型升级进行时，左侧布局待花开

2021 年 06 月 24 日

投资要点

分析师：李兴

执业编号：S0300518100001

电话：010-66235713

邮箱：lixing@y kzq.com

近期报告

《【粤开医药深度】粤开医药中期策略：长坡厚雪，后发先至》2021-06-21

《【粤开 TMT】2021 年中期策略及下半年展望：景气演绎，多点开花》2021-06-22

《【粤开消费深度】2021 年中期策略：立足需求主线，布局消费下半场》2021-06-23

《【粤开策略大势研判】关注 PEG 和业绩主线》2021-06-20

券商业绩持续增长，行业转型初见成效

21Q1 券商业绩持续增长，42 家上市券商中 41 家实现盈利，总计营业收入 1,386.93 亿元，同比+28%；归母净利润 443.52 亿元，同比+29%。龙头券商规模优势依旧明显，归母净利润排名前三的是中信、华泰、海通，5 家券商净利润同比增幅超过 100%，增速排名前三的是兴业、国君、方正，增速均超过 100%。

从各项业务对业绩增长贡献来看，资产管理和投行业务同比增幅最大。上市券商各项业务收入均有增长，其中资管业务涨幅最大，同比+35%，投行业务收入同比+34%，主要受益于资管新规影响边际减退以及注册制背景下 IPO 规模增长。

2020 年上市券商经纪业务收入同比+56%，低于股基交易额增速，行业平均佣金率下滑，倒逼券商财富管理转型提速；全面注册制继续推行，创业板注册制顺利落地，投行业务迎来爆发式增长；资管业务主动管理转型初见成效，收入规模在连续两年低迷之后迎来复苏；权益市场热度提升，带动融资融券业务火热，A 股融资融券余额创下近十年新高；多家券商加大自营投入，2020 年末上市券商自营资产合计超过 3 万亿元。

保险科技深度融合，寿险空间依然广阔

供需两端承压情况下，2021 年上半年保险板块走势不佳，截止 6 月 20 日，申万保险指数上半年下跌 24.04%，跑输上证指数超过 20 个百分点。近一段时间，各家险企纷纷深耕科技与行业，推进保险大生态圈的构建。不同行业生态圈的构建，可以发挥保险公司多年来在汽车、医疗等行业的数据、信息优势，顺应产业物联网的发展，优化综合金融获客渠道与质效。同时，一体化的构建使得客户可以享受一站式的服务，巩固客户与公司的关系，并在深入获取更多信息的基础上为客户提供个性化服务。

十四五规划提出深化保险公司改革，提高商业保险保障能力，科技与保险的深度融合将会继续，保险行业朝着构建保险大生态圈、打造一体化服务的方向前进，人口老龄化加速也将使得寿险市场空间进一步开拓。在经济持续复苏、代理人队伍扩张提质、银行理财和住房调控提高保险产品吸引力的多因素刺激下，保费收入有望提振。资产端伴随着长期利率上行、权益市场逐步向上，投资收益有望边际改善。

全面注册制渐行渐近，绿色金融蓄势待发

在科创板注册制平稳运行一段时间后，创业板注册制顺利落地，未来全面注册制也在向我们走来。截止 2021 年 6 月 15 日，今年 A 股上市公司 216 家，较去年上半年的 119 家接近翻倍。2020Q4 以来每季度上市公司均超过百家，虽然较 2020 年三季度 176 家的峰值水平有一定差距（主要由于创业板注册



制开闸),但仍处于历史高位水平。预计下半年政策面以稳定宽松为主, IPO 节奏将在目前基础上保持稳定,甚至适度加快,全面注册制有望在 2022 年中之前落地。

近期生态环境部披露,全国碳市场上线交易拟于 6 月底前启动。鉴于中国碳市场覆盖排放量超过 40 亿吨,我国将成为全球覆盖温室气体排放量规模最大的碳市场。我国碳金融市场目前包括节能减配等项目融资市场、碳配额交易现货市场、期货期权等衍生市场,总体发展和发达国家仍存在差距。截至 2020 年年底,全国 8 个碳市场试点配额累计成交 4.55 亿吨二氧化碳,累计成交额约 105.5 亿元,全国碳排放权交易市场建设稳步推进。碳中和大力推进背景下,未来绿色金融有望迎来加速发展,建议关注绿色金融业务领先的券商。

投资建议

券商板块目前估值 1.7 倍市净率,处于近十年估值 36%分位点,较 2020 年高点下跌超过 20%,低于近十年估值中位数,具备安全边际和向上空间。在资本市场深化改革持续和证券公司业务转型升级内外双轮驱动之下,行业长期发展向好,未来板块行情值得关注,目前左侧布局时点已至。个股方面,建议关注高弹性的东方财富和兴业证券,以及行业龙头中信证券。

当前保险板块 PEV 估值处于历史低位,继续下行空间有限。长期来看,随着政策改革不断加码以及人口结构变化带来的康养需求带来的巨大行业空间,保险行业兼具低估值以及 β 属性,看好率先转型、综合优势突出的公司,推荐中国平安、中国人寿和新华保险。

风险提示:市场大幅波动风险,监管政策变化风险



目 录

一、券商业绩连续增长，行业转型初见成效	5
(一) 轻资产业务：财富管理转型提速，注册制全面推行	8
(二) 重资产业务：两融业务空间广阔，自营投入逐步增加	13
二、保险科技深度融合，寿险空间依然广阔	15
三、全面注册制渐行渐近，绿色金融蓄势待发	17
(一) 全面注册制渐行渐近，资本市场大有可为	17
(二) 绿色金融蓄势待发，有望形成新业绩增长点	19
四、投资建议	20
五、风险提示	21

图表目录

图表 1：21Q1 上市券商业绩情况（亿元）	5
图表 2：资管收入同比增幅较大	6
图表 3：证券行业 2020 年度整体净利润同比增长 28%	6
图表 4：证券行业 2020 年经纪业务增速较高	7
图表 5：证券行业杠杆率四连涨，接近近十年最高点	7
图表 6：证券行业 roe 情况	8
图表 7：2020 上市券商经纪业务收入及增速（虚线为上市券商整体增速）	8
图表 8：2020 年 A 股股基交易额创下近五年新高（万亿）	9
图表 9：证券行业平均佣金率不断下滑但斜率放缓	9
图表 10：证券行业 2020 年投行收入规模创下近十年新高	10
图表 11：2020 年 A 股 IPO 融资金额同比增长 86%	10
图表 12：2020 上市券商投行业务收入及增速	11
图表 13：证券行业 2020 年资管业务收入及增速	11
图表 14：部分券商系公募基金 2020 业绩情况（亿元）	12
图表 15：2020 年末 A 股融资融券余额创下近十年新高	13
图表 16：近十年 A 股融资融券交易额情况	13
图表 17：2020 年 A 股主要指数上涨	14
图表 18：2020 年中证全债指数上涨 3.05%	14
图表 19：24 家券商 2020 年自营投资规模同比增加（亿元）	14
图表 20：上半年保险指数走势	15
图表 21：中国平安五大生态圈	16
图表 22：IPO 仍处于历史高位水平	18
图表 23：直接融资比例不断提升	18
图表 24：上半年券商指数整体先抑后扬	20
图表 25：目前券商板块市净率低于近十年估值中位数	20



图表 26：推荐标的业绩增速及估值情况（截止 20210624）..... 21



一、券商业绩连续增长，行业转型初见成效

2021 年一季度 42 家上市券商中 41 家实现盈利，总计营业收入 1,386.93 亿元，同比+28%；归母净利润 443.52 亿元，同比+29%。

龙头券商规模优势依旧明显，归母净利润排名前五位的是中信证券、华泰证券、海通证券、广发证券、申万宏源，分别为 51.65、33.09、36.18、25.41、24.31 亿元。5 家券商净利润同比增幅超过 100%，增速排名前五位的是兴业证券、国泰君安、方正证券、财通证券、东方财富，增速均超过 100%。

一季度净资产收益率同比略微下降，中位数（1.99%）较去年同期下降 0.13 个百分点，东方财富、国泰君安、兴业证券、华林证券、中信证券在净资产收益率排名中位居前五。

图表1：21Q1 上市券商业绩情况（亿元）

证券简称	营业收入	营收同比%	归母净利润	归母净利润同比%	ROE%
中信证券	163.97	28%	51.65	27%	2.81
海通证券	111.92	60%	36.18	58%	2.34
国泰君安	109.43	78%	44.11	142%	3.33
华泰证券	87.88	28%	33.09	15%	2.54
申万宏源	86.51	12%	24.31	22%	2.72
广发证券	83.21	54%	25.41	23%	2.56
中国银河	75.80	36%	19.85	13%	2.57
招商证券	59.62	22%	26.13	45%	2.63
中金公司	59.33	24%	18.76	47%	2.67
兴业证券	55.05	52%	11.95	341%	3.12
东方证券	51.93	36%	11.76	45%	2.03
中信建投	48.04	10%	17.22	-12%	2.77
国信证券	42.52	3%	16.85	18%	2.20
光大证券	33.27	18%	6.97	-37%	1.33
浙商证券	32.61	73%	4.21	32%	2.15
中泰证券	24.49	1%	6.66	-11%	1.98
方正证券	20.49	6%	8.89	135%	2.22
长江证券	19.66	44%	7.01	65%	2.47
东吴证券	17.36	39%	4.24	14%	1.51
红塔证券	16.58	45%	2.34	-52%	1.60
国金证券	15.13	9%	4.77	0%	2.10
长城证券	14.17	-2%	3.04	-18%	1.67
东方财富	14.01	116%	19.11	119%	5.60
财通证券	13.31	49%	4.47	131%	1.85
东北证券	12.97	-28%	3.38	1%	2.01
西部证券	12.55	36%	2.61	3%	1.00
中原证券	10.76	146%	1.21	-280%	0.90
国海证券	10.69	4%	1.74	-42%	0.94
华西证券	9.56	4%	3.21	-14%	1.49
国元证券	9.22	1%	3.34	18%	1.08
东兴证券	8.86	24%	2.51	-19%	1.18
西南证券	7.50	32%	2.46	22%	0.98

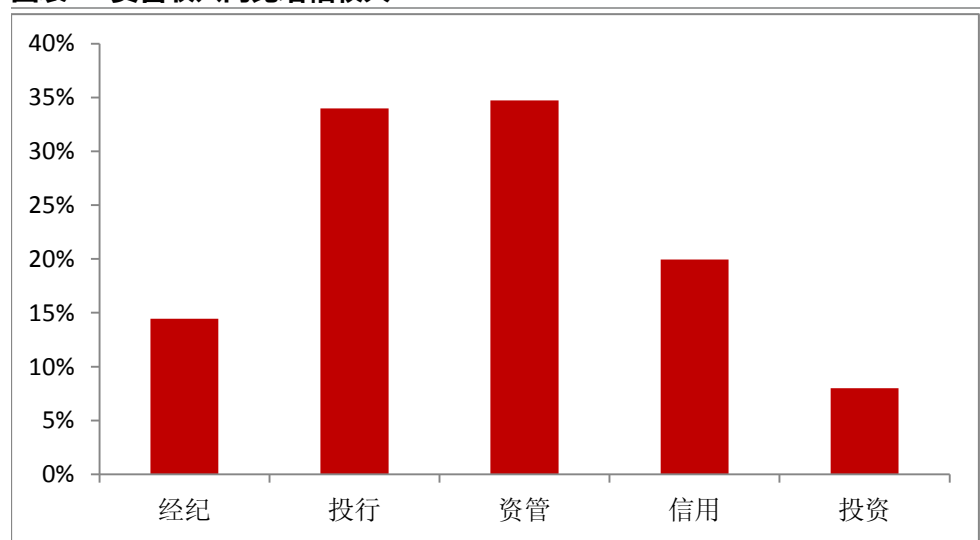


证券简称	营业收入	营收同比%	归母净利润	归母净利润同比%	ROE%
中银证券	7.26	-12%	2.61	-20%	1.73
天风证券	6.77	-19%	0.89	11%	0.51
华安证券	6.16	-25%	1.78	-44%	1.21
山西证券	5.21	-39%	1.35	-38%	0.80
财达证券	4.99	-17%	2.10	4%	2.33
南京证券	4.93	-15%	1.77	-23%	1.11
国联证券	4.71	-5%	1.57	-31%	1.47
第一创业	3.64	-49%	0.14	-94%	0.10
华林证券	3.62	15%	1.84	11%	3.01
太平洋	1.27	-61%	0.05	-95%	0.05

资料来源：wind、粤开证券研究院

从各项业务对业绩增长贡献来看，**资产管理和投行业务同比增幅最大**。上市券商各项业务收入均有增长，其中资管业务涨幅最大，同比+35%，投行业务收入同比+34%，主要受益于 IPO 规模增长。

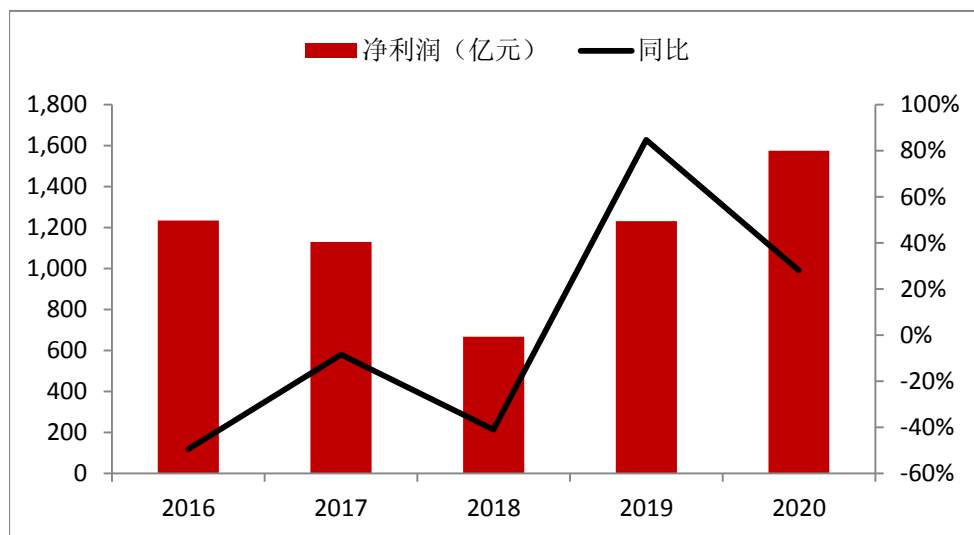
图表2：资管收入同比增幅较大



资料来源：wind、粤开证券研究院

根据中国证券业协会发布证券公司经营数据，证券行业 2020 年度实现营业收入 4,484.79 亿元，同比增长 24.41%；实现净利润 1,575.34 亿元，同比增长 27.98%，127 家证券公司实现盈利。

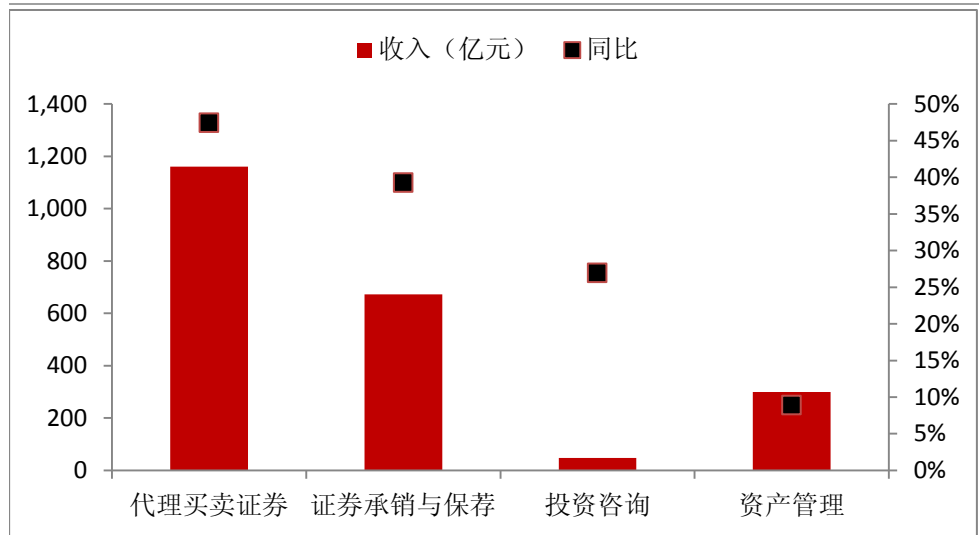
图表3：证券行业 2020 年度整体净利润同比增长 28%



资料来源:粤开证券研究院, wind, 证券业协会

分业务板块来看, 证券行业 2020 年经纪业务增速较高。根据协会披露数据, 2020 年, 证券行业实现代理买卖证券业务净收入 (含交易单元席位租赁) 1,161.10 亿元, 同比增长 47.42%; 实现代理销售金融产品净收入 134.38 亿元, 同比增长 148.76%, 主要由于基金发行火爆促进代销业务增长; 实现投资咨询业务净收入 48.03 亿元, 同比增长 26.93%; 实现资产管理业务净收入 299.60 亿元, 同比增长 8.88%; 实现投资银行业务净收入 672.11 亿元, 同比大幅增加 39.26%。

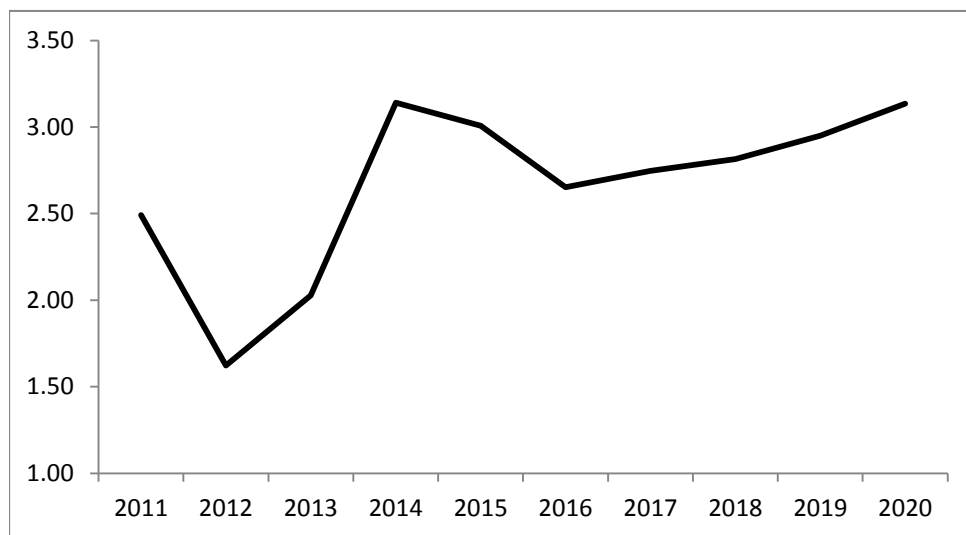
图表4：证券行业 2020 年经纪业务增速较高



资料来源:粤开证券研究院, wind, 证券业协会

证券行业融资火热提升行业杠杆率。2018 年证券行业业绩普遍下滑, 部分券商净资产受到影响, 存在融资回血的需求, 近两年券商业绩向好提高了融资成功率, 2020 年有多家券商抛出了大额融资方案, 融资金额超过千亿元。

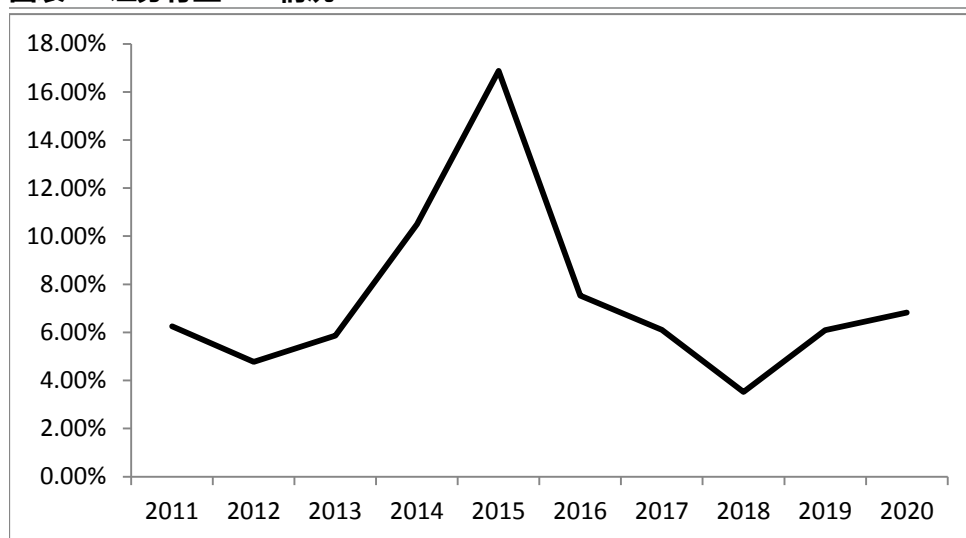
图表5：证券行业杠杆率四连涨, 接近近十年最高点



资料来源:粤开证券研究院, 证券业协会

2020年证券行业净资产收益率 roe 为 6.82%，连续两年上涨，较 2018 年数据接近翻番。

图表6：证券行业 roe 情况

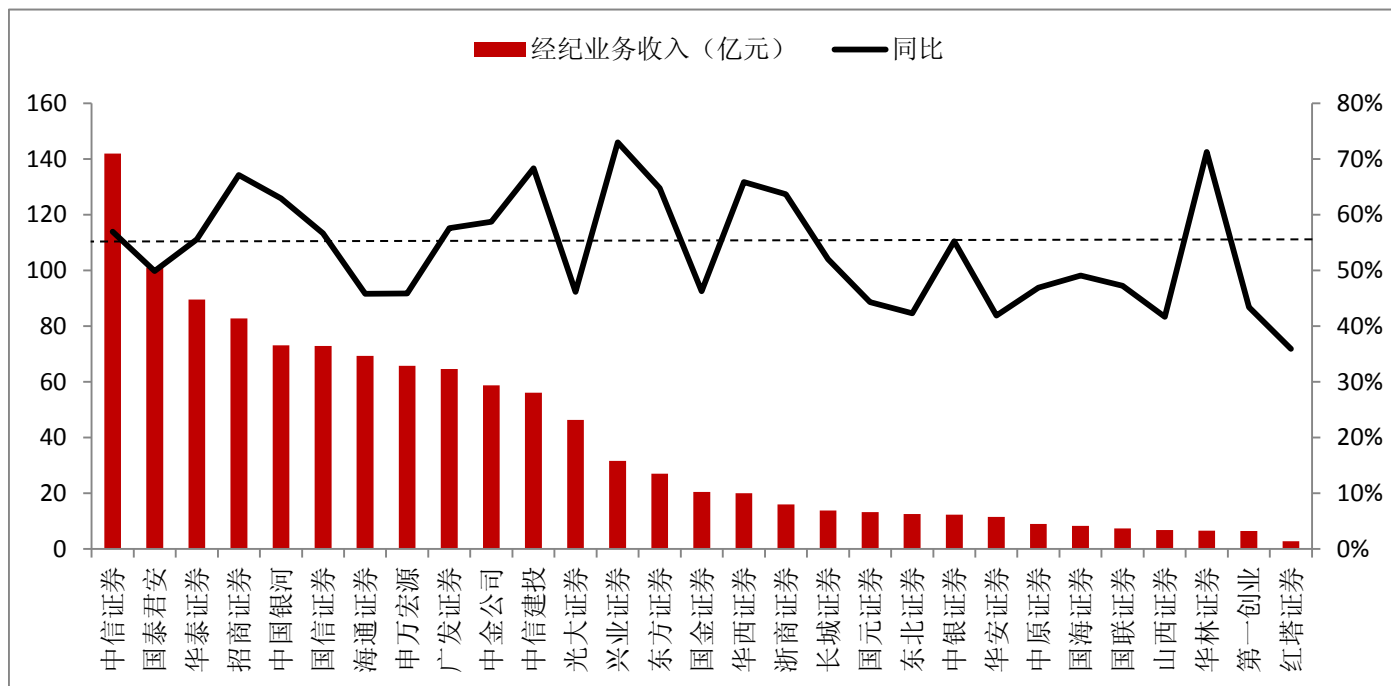


资料来源:粤开证券研究院, 证券业协会

(一) 轻资产业务：财富管理转型提速，注册制全面推行

2020年上市券商经纪业务实现收入合计 1149.06 亿元，同比增长 56%，总体来看，头部券商经纪业务收入同比增速略高于其他券商，显示出券商经纪业务同样存在马太效应。2020年经纪业务收入规模排名前三位的券商与 2019 年一致，分别是中信证券、国泰君安、华泰证券，收入分别为 141.99、101.09、89.62 亿元；同比增速较高的是兴业证券、华林证券、中信建投，增速分别为 73%、71%、68%。

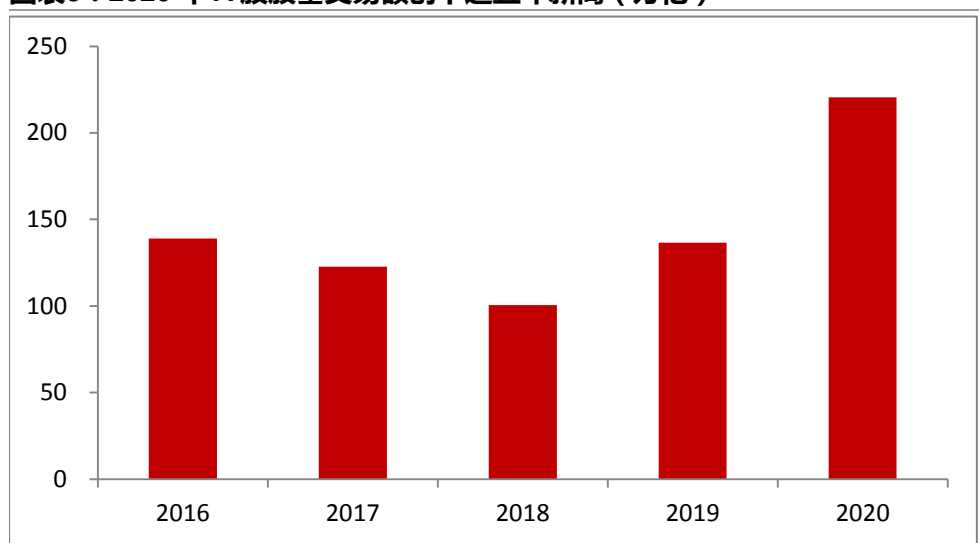
图表7：2020 上市券商经纪业务收入及增速（虚线为上市券商整体增速）



资料来源:粤开证券研究院, wind

2020年A股股基交易额创下近五年新高,达到220.45万亿元,同比增长61%,在近十年当中也仅次于2015年牛市创下的270.86万亿元记录。

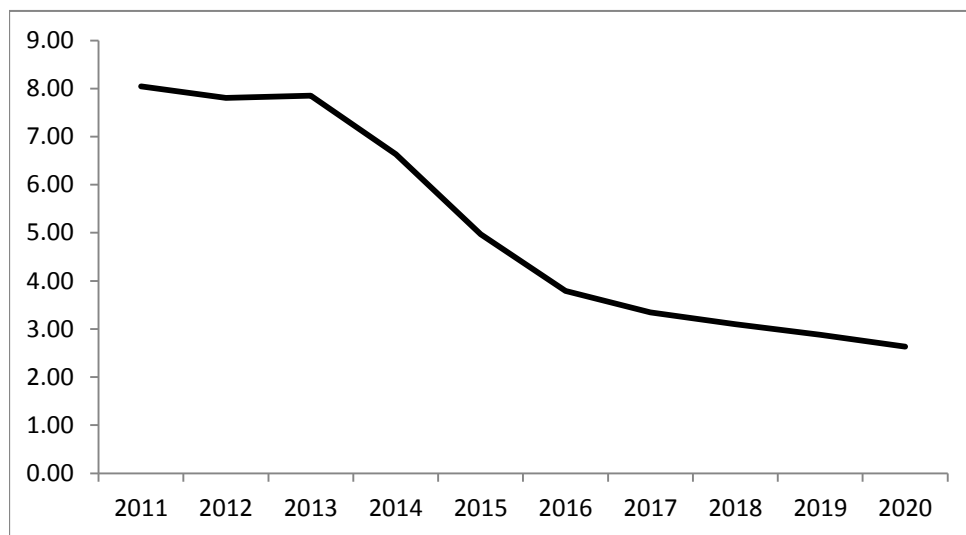
图表8: 2020年A股股基交易额创下近五年新高(万亿)



资料来源:粤开证券研究院, wind

上市券商2020年经纪业务收入同比增长56%,低于股基交易额增长率,我们认为造成这一现象的原因主要是行业平均佣金率的下滑,近十年证券行业平均佣金率不断下滑,由2011年的万分之8.05降至2020年的万分之2.63。自2019年首次跌破万分之三后,2020年证券行业平均佣金率继续下滑,但我们看到近几年佣金率下滑速度放缓,主要由于2013-2016年佣金率大幅下滑后,后续下降空间变小,而且各家券商之间佣金率也有逐步分化趋势。

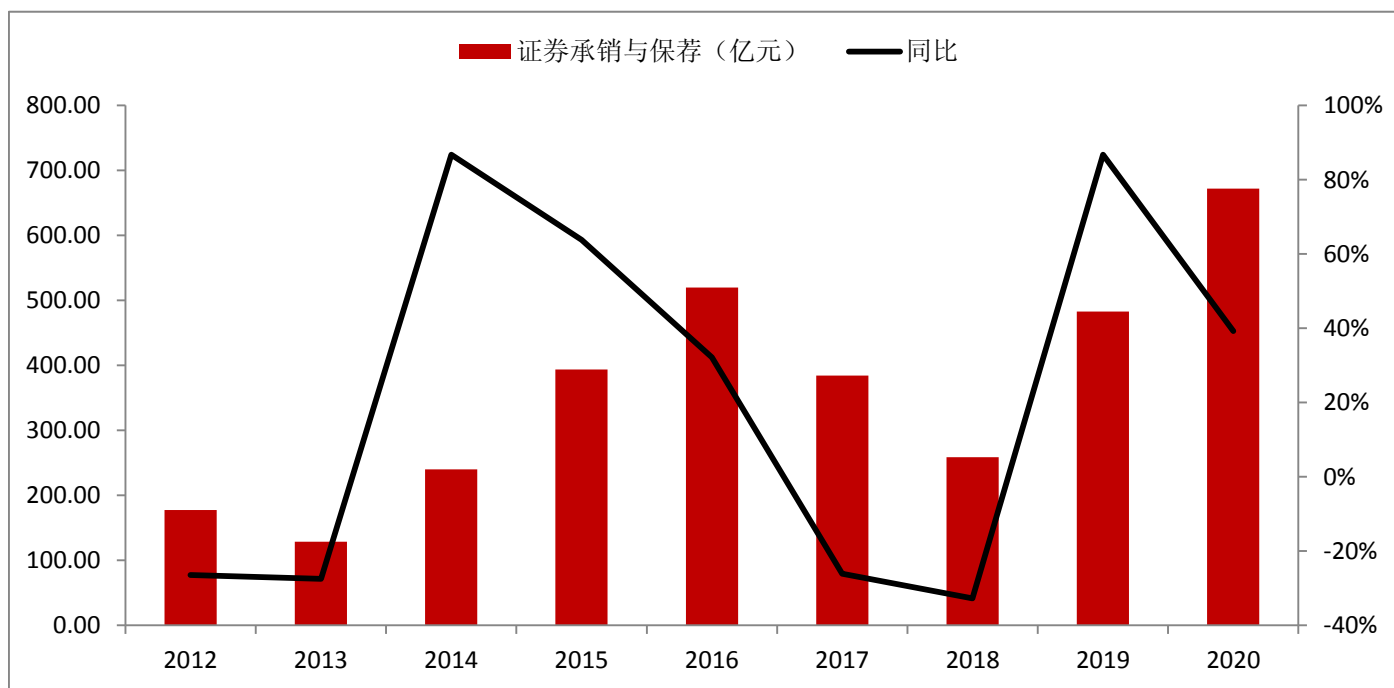
图表9: 证券行业平均佣金率不断下滑但斜率放缓



资料来源:粤开证券研究院, 证券业协会

2020 年全面注册制继续推行, 创业板注册制顺利落地, 券商投行业务迎来爆发式增长。证券行业 2020 年实现投资银行业务净收入 672.11 亿元, 同比大幅增加 39.26%, 收入规模创下近十年新高。

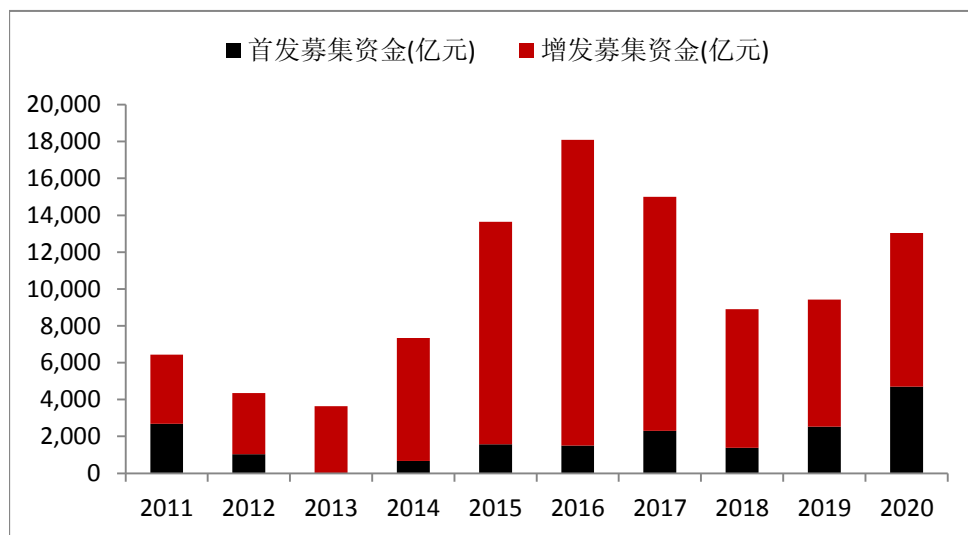
图表10 : 证券行业 2020 年投行收入规模创下近十年新高



资料来源:粤开证券研究院, wind

投行业务收入上升主要由于股权融资规模上涨。根据万得数据统计, 按上市日期口径 2020 年 A 股 IPO 融资额 4700 亿元, 同比增长 86%, 其中科创板 IPO 金额占比接近 50%。此外在再融资政策不断优化利好刺激下, 2020 年 A 股再融资金额同样迎来上涨, 达到 1.2 万亿元, 同比增长 28%。

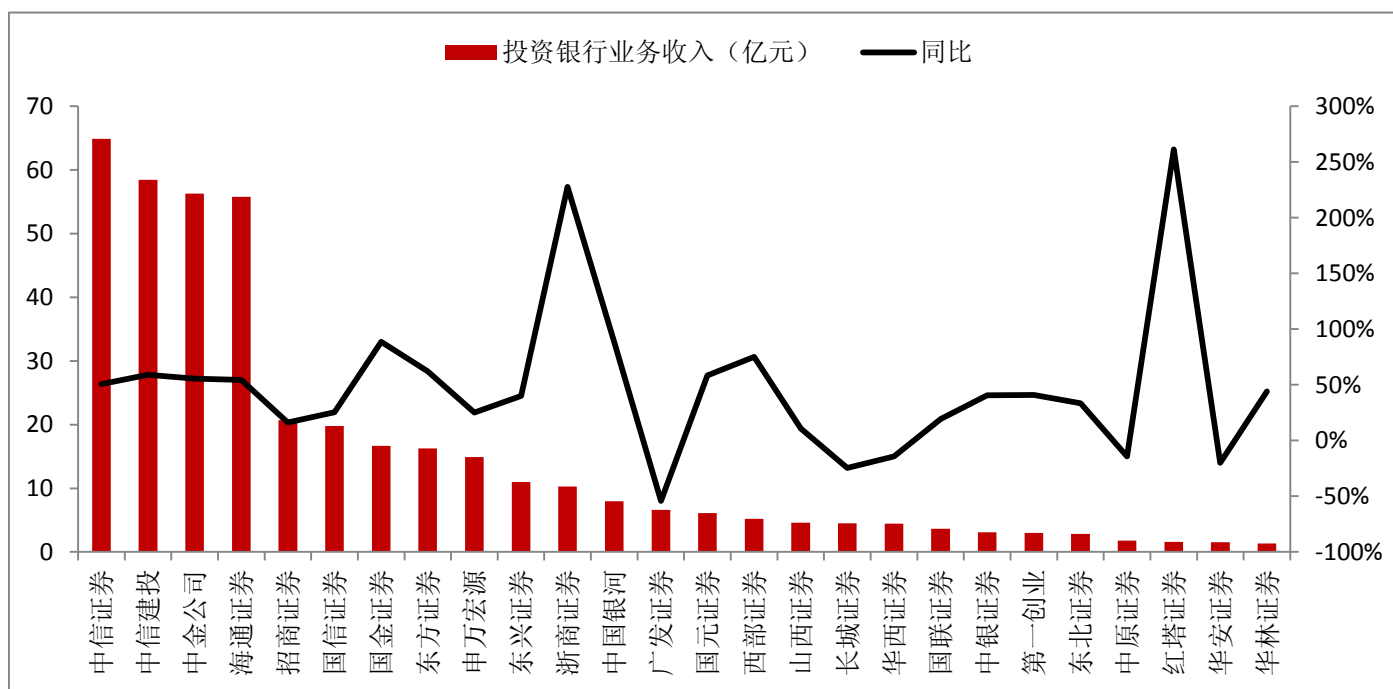
图表11 : 2020 年 A 股 IPO 融资金额同比增长 86%



资料来源：wind、粤开证券研究院

2020年上市券商投行业务实现收入合计403亿元，同比+42%。收入规模排名居前的是中信证券（64.87亿元）、中信建投（58.43亿元）、中金公司（56.27亿元）；同比增速较高的是红塔证券、浙商证券、国金证券，增速分别为261%、228%、89%。

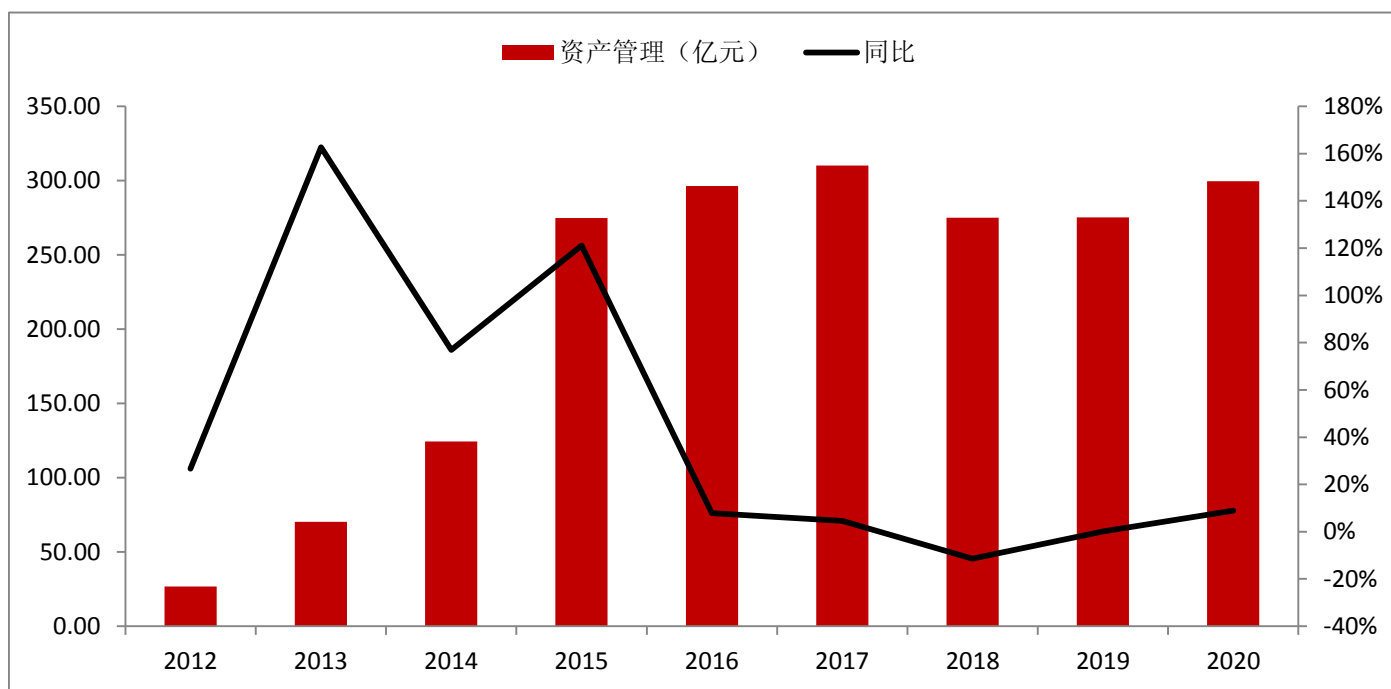
图表12：2020上市券商投行业务收入及增速



资料来源：粤开证券研究院，wind

资管业务转型初见成效，行业收入规模在连续两年持续低迷之后，2020年迎来复苏。2020年证券行业实现资产管理业务净收入299.60亿元，同比增长8.88%。

图表13：证券行业2020年资管业务收入及增速



资料来源:粤开证券研究院, wind

除了主动管理转型以外，券商资管收入上涨的另一个原因就是公募基金业务爆发。部分券商系公募基金公司随着权益市场热度提升和居民财富搬家，业务规模大幅增长，为股东贡献了相对可观的收入。我们还看到近期有多家券商积极申请公募牌照或是增持公募基金股权，主要有以下两方面原因。

其一，公募基金为券商提供业绩增量。2020年公募基金业绩亮眼，多家基金公司净利润超过10亿元，易方达基金2020年净利润更是达到27.5亿元，持有公募基金股权对券商业绩贡献不容忽视。2020年多家券商系公募基金对持股证券公司利润贡献超过10%，如银华基金对股东第一创业利润贡献超过26%。

其二，公募基金业务助力券商财富管理转型。财富管理业务的主要组成部分就是管理，而公募基金牌照在丰富券商资产管理业务的同时，还可以与券商本身的营销渠道和投研能力相结合，通过业务协同为客户提供更好的财富管理服务，加速券商财富管理转型。

图表14：部分券商系公募基金 2020 业绩情况（亿元）

持股券商	基金公司	营业收入	净利润
广发证券	易方达基金	92.05	27.50
广发证券	广发基金	62.51	18.24
海通证券	富国基金	53.17	16.52
中信证券	华夏基金	55.39	15.98
华泰证券	南方基金	56.30	14.84
招商证券	博时基金	42.26	12.47
招商证券	招商基金	32.35	9.04
第一创业	银华基金	32.56	8.28
国信证券	鹏华基金	30.65	5.89
海通证券	海富通基金	13.26	3.78
光大证券	大成基金	14.01	3.25



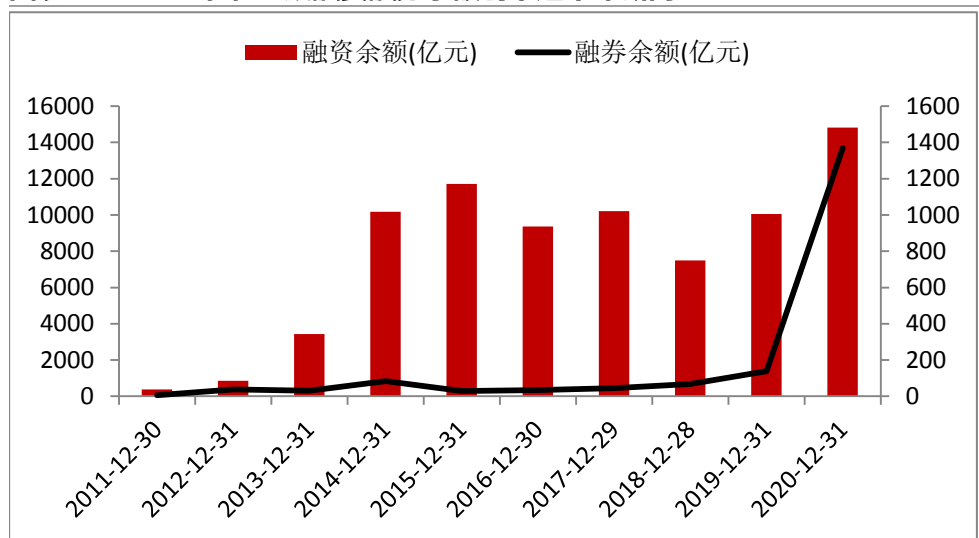
持股券商	基金公司	营业收入	净利润
华泰证券	华泰柏瑞基金	11.24	2.72
光大证券	光大保德信基金	6.23	1.60

资料来源：wind、粤开证券研究院

（二）重资产业务：两融业务空间广阔，自营投入逐步增加

2020 年权益市场热度提升，带动融资融券业务火热，2020 年末 A 股融资融券余额创下近十年新高。尤其是在 2020 年融券业务制度优化利好刺激下，A 股融券业务大幅增长，截止 2020 年末 A 股融券余额达到 1370 亿元，较 2019 年末增长 894%。

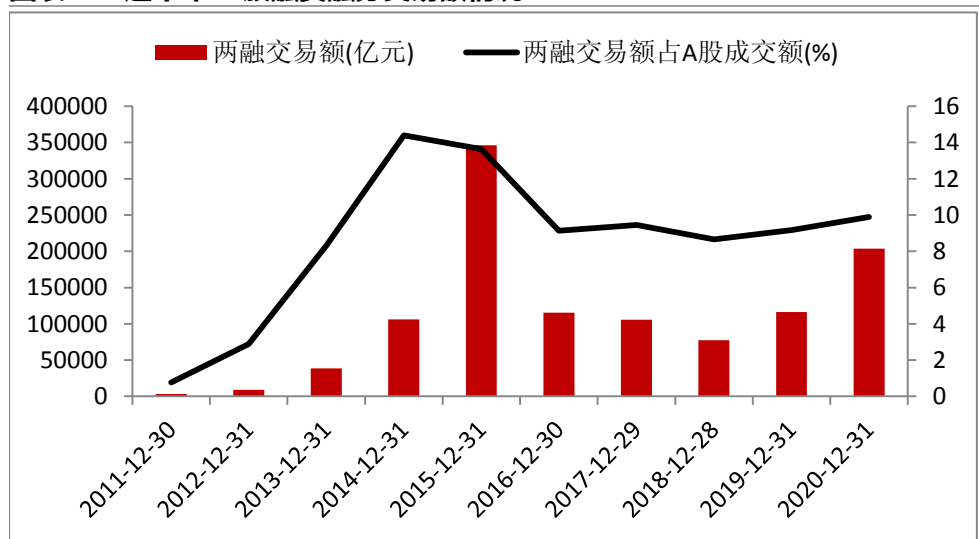
图表15：2020 年末 A 股融资融券余额创下近十年新高



资料来源：wind、粤开证券研究院

虽然 2020 年末 A 股融资融券余额创下近十年新高，但我们看到 2020 年两融交易额占 A 股成交额比例仅为 9.89%，与 2017 年基本持平，远低于 2014 和 2015 年数据，两融交易还有很大发展空间。

图表16：近十年 A 股融资融券交易额情况

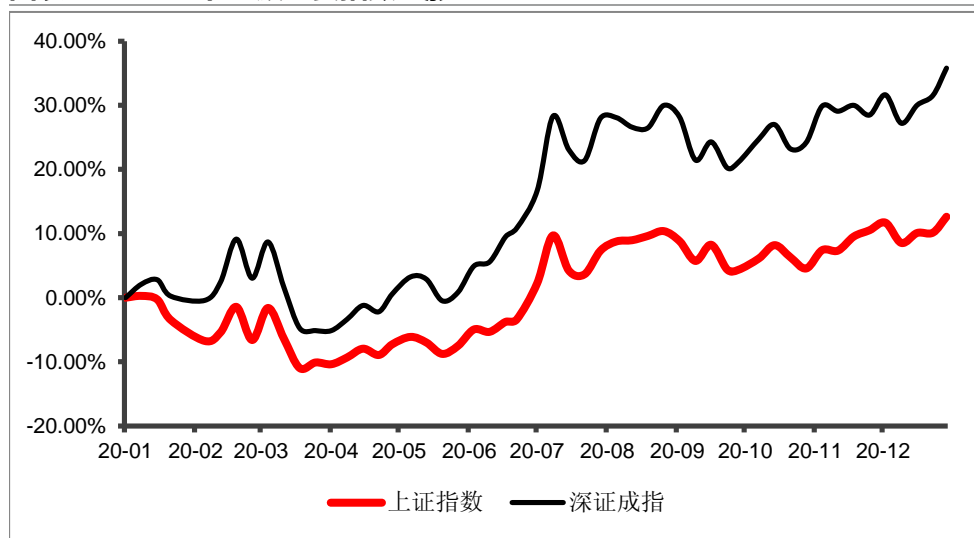


资料来源：wind、粤开证券研究院



2020年A股主要指数上涨是券商投资收益提升的重要原因，2020年全年上证指数上涨13.87%，深证成指上涨38.73%。

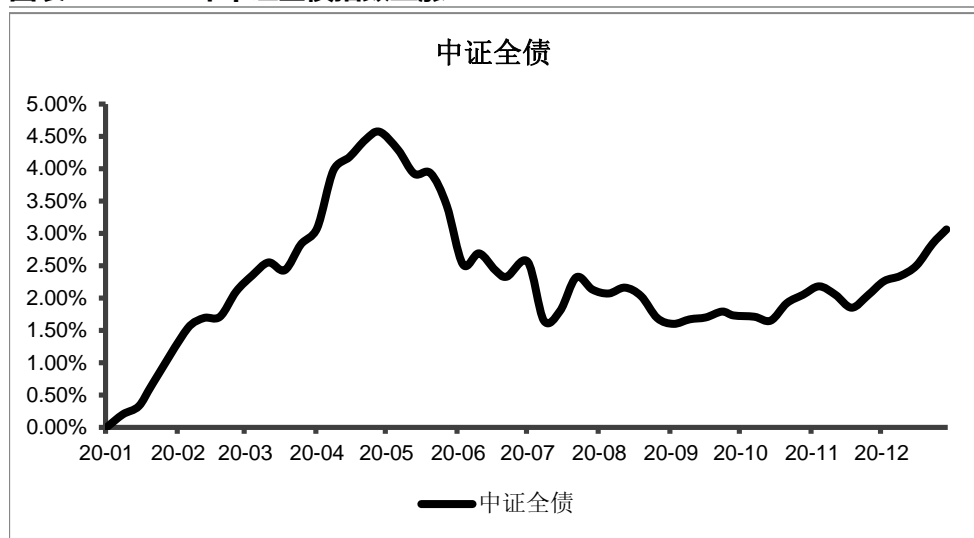
图表17：2020年A股主要指数上涨



资料来源:粤开证券研究院, wind

除A股市场走强以外,债券市场同样表现亮眼,2020年中证全债指数上涨3.05%。

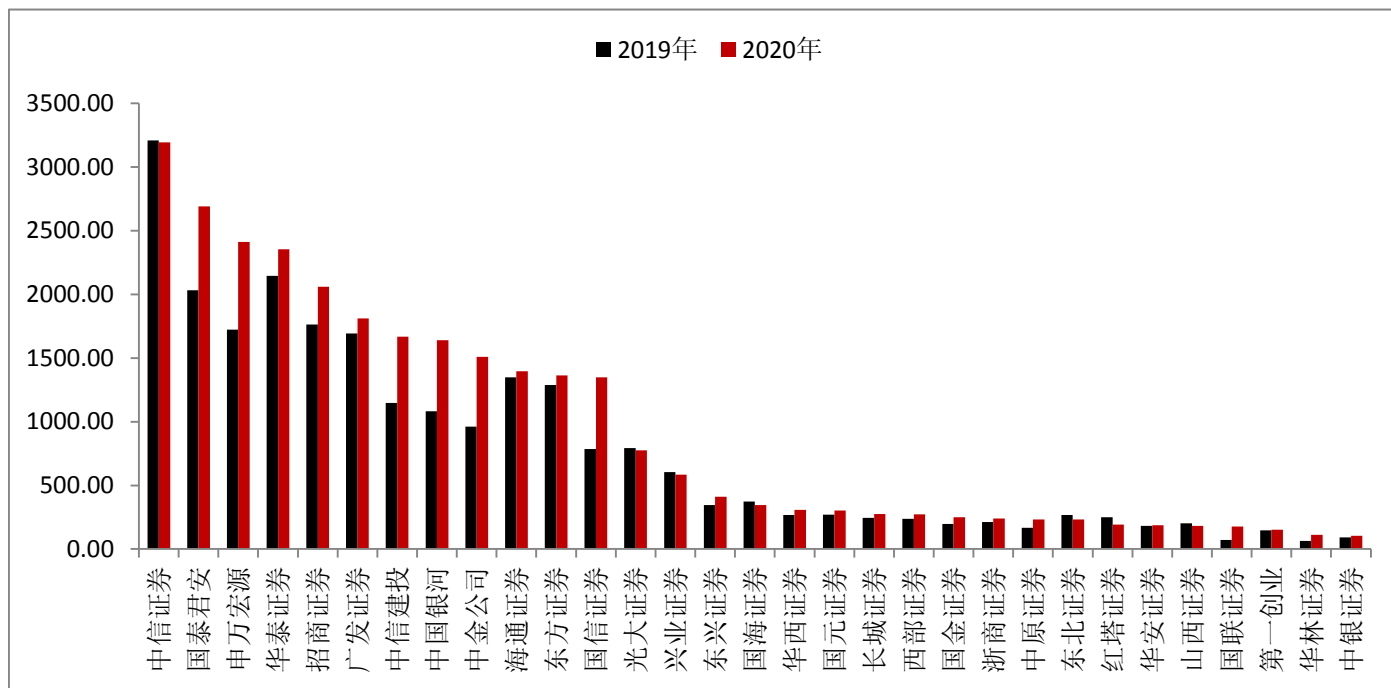
图表18：2020年中证全债指数上涨3.05%



资料来源:粤开证券研究院, wind

多数券商加大自营投入,2020年末31家上市券商自营资产合计2.9万亿元,同比增长19%,其中24家券商2020年自营投资规模同比增加。

图表19：24家券商2020年自营投资规模同比增加(亿元)

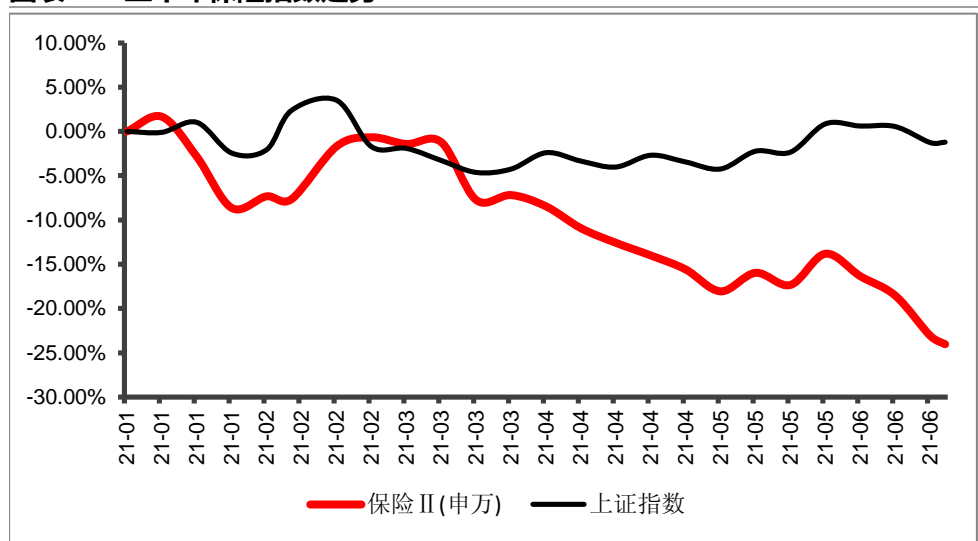


资料来源:粤开证券研究院, wind

二、保险科技深度融合，寿险空间依然广阔

供需两端承压情况下，2021年上半年保险板块走势不佳，截止6月20日，申万保险指数上半年下跌24.04%，跑输上证指数超过20个百分点。

图表20：上半年保险指数走势



资料来源:粤开证券研究院, wind

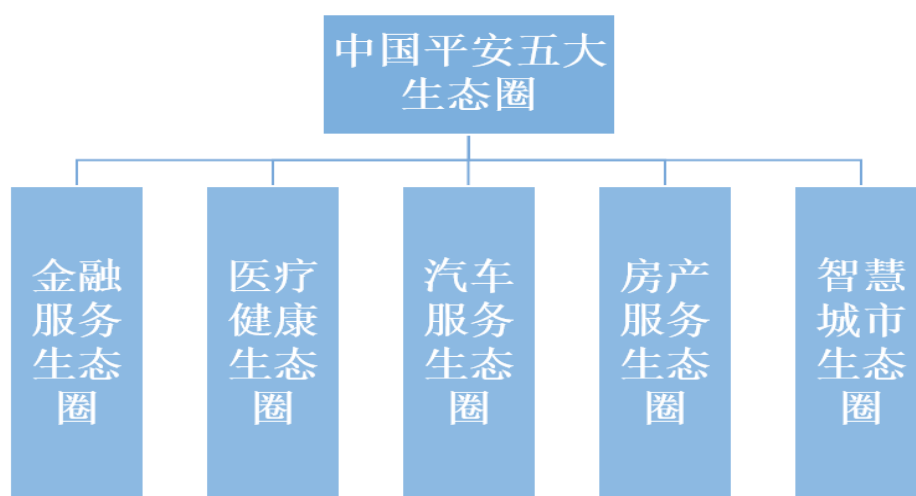
供需两端承压是近期保险板块走势较为低迷的主要原因。从上市险企披露的数据来看，保费增长疲软，增速进一步放缓。1-5月上市险企寿险原保险保费收入分别为：中国人寿 3864 亿元（同比+4.49%）、中国平安 2520 亿元（同比-4.24%）、中国人保 791.4



亿 (同比-1.19%)、新华保险 827 亿元 (同比+4.64%)。

近期各家险企纷纷深耕科技与行业，推进保险大生态圈的构建。不同行业生态圈的构建，可以发挥保险公司多年来在汽车、医疗等行业的数据、信息优势，顺应产业物联网的发展，优化综合金融获客渠道与质效。同时，一体化的构建使得客户可以享受一站式的服务，巩固客户与公司的关系，并在深入获取更多信息的基础上为客户提供个性化服务。中国平安持续推进“金融+科技”核心主业，不断增强“金融+生态”赋能的水平与成效，将各类创新科技深度应用于构建“金融服务、医疗健康、汽车服务、房产服务、智慧城市”五大生态圈，坚持“一个客户、多种产品、一站式服务”的综合金融经营模式。中国人寿在 2019 年底成为万达信息的第一大股东，推进“保险+科技”的生态布局在医疗信息化、智慧城市等方向的布局。中国太保也通过投资多个细分领域的科技公司，推进汽车产业、医疗科技、信息科技等行业的生态布局。

图表21：中国平安五大生态圈



资料来源:粤开证券研究院, wind

目前中国老年人口占比不断提升,65 岁以上人口占总人口的比重从 2001 年 6.8% 上升至 2019 年的 11.5%，提升了 4.7 个百分点，老龄化趋势不断加速，根据《健康老龄化蓝皮书：中国大中城市健康老龄化指数报告（2019~2020）》，2050 年中国老龄化水平将提升至 34%。随着人口出生率的下降，老年人口的抚养压力和养老需求将快速增长，叠加中老年人口财富能力的增强，寿险、养老金、健康险的未来发展空间无限。2020 年 6 月，《重大疾病保险的疾病定义使用规范修订版（征求意见稿）》优化了重大疾病分类，增加了病种数量和保障范围，为寿险产品设计和定价提供了更科学的参考。2018 年中国寿险密度约为 281 美元/人，低于全球寿险平均密度 370 美元/人，与发达经济体仍有一定差距，未来寿险市场空间广阔。

十四五规划提出深化保险公司改革，提高商业保险保障能力，科技与保险的深度融合将会继续，保险行业朝着构建保险大生态圈、打造一体化服务的方向前进，人口老龄化加速也将使得寿险市场空间进一步开拓。在经济持续复苏、代理人队伍扩张提质、银行理财和住房调控提高保险产品吸引力的多因素刺激下，保费收入有望提振。资产端伴随着长期利率上行、权益市场逐步向上，投资收益有望边际改善。



三、全面注册制渐行渐近，绿色金融蓄势待发

（一）全面注册制渐行渐近，资本市场大有可为

科创板作为 A 股注册制“始发地”，从成立至今已两年，作为“试验田”收获了多维度创新成果，上市企业超过 280 家，总市值超过 4.2 万亿，首发募集资金超过 0.36 万亿。市场包容性明显增强，资源配置效率显著提升，资本市场服务科技创新短板逐渐补齐。

2019 年设立科创板的主要目的主要有两个：第一增强资本市场对实体经济的包容性，能更好服务实体经济，科创板主要服务于科技创新企业，也是顺应科技创新大时代。第二设立科创板是深化资本市场改革的具体举措，从发行、上市、交易、信息披露、退市等各个环节进行制度创新，金融制度是经济社会发展中重要的基础性制度。科创板也是承担着国内资本市场基础制度试点的重任，形成可复制可推广的经验。

2021 年 4 月，证监会修订《科创属性评价指引（试行）》，进一步明确了科创属性企业的内涵和外延，提出了科创属性具体的评价指标体系。科创属性评价指标体系采用“常规指标+例外条款”的结构，包括 4 项常规指标和 5 项例外条款。科创属性评价指标体系的修改，增强了审核注册标准的客观性、透明度和可操作性，为科创板集聚优质科创企业发挥了重要作用，体现了增强资本市场对科技创新企业包容性的改革导向，科创制度逐步完善，奠定发展基础，科创板的上市公司作为符合国家战略、能够突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业，将在资本助力下实现更快速度发展，助力我国经济实现高质量发展。

国内证券发行制度主要分为核准制和注册制，注册制应用于科创板后，给予了拟上市企业快速获得审批上市的途径，加快了融资效率，部分科技创新企业选择在科创板上市。另外从目前的拟分拆上市公司中，也可以看到更多的公司计划分拆子公司在科创板上市，使得企业更好地运用资本市场。后续应当积极推动科创板注册制进一步完善，使得资本市场拥有更多的直接融资途径，将有助于国内金融市场进一步深化改革，提升中小企业直接融资比例，更有效地支持实体经济发展。

价格发现、融资、资源配置是资本市场的三大基本功能，也是科创板注册制改革的初衷和目标。价格发现方面，科创板注册制的实行意味着股市的“扩容”，数量足够充足的上市公司将使得目前审核制度下的股市估值体系改头换面，股市将迎来价值的回归过程，同时涨跌幅扩大也提升了价格发现效率。融资是资本市场最重要的功能之一，融资对于企业的发展的重要意义毋庸置疑，科创板成立至今首发募集资金超过 0.36 万亿，极大地拓宽了中小微企业的融资渠道，助力其更好地发展，这也必将对有助于中国实体经济长期稳定的发展。资源配置方面，科创板注册制降低了发行人的发行成本、提升股票的上市效率、更少地消耗社会资源，与此同时，资本市场也可以快速地实现资源配置功能。

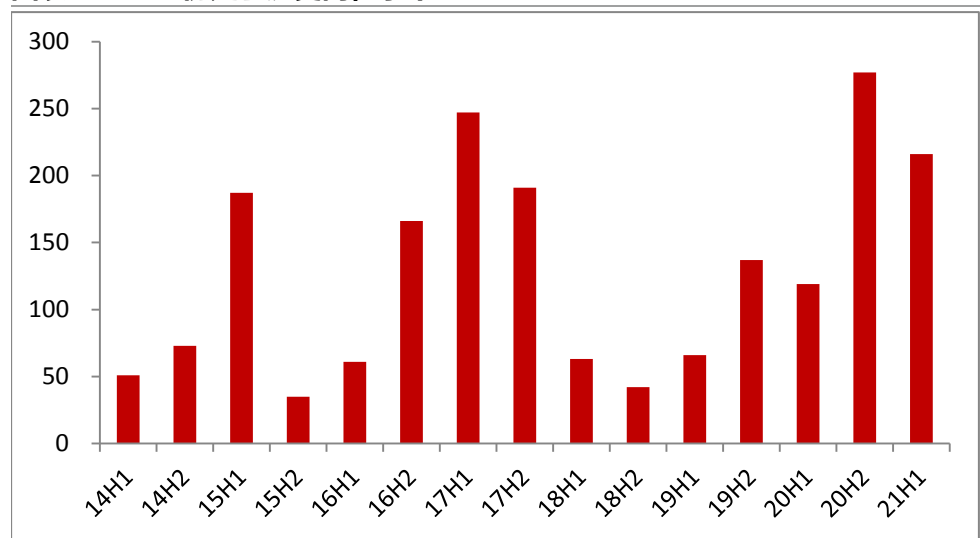
流动性方面，科创板投资者适当性实行差异化制度安排，要求“两年投资经验+50 万元资金”，另外鼓励中小投资者通过公募基金参与。A 股市场机构投资者占比较低，中小投资者和散户对于股票市场的信息辨识能力相对不足，提高相应的合格投资者门槛在保护普通投资者同时，也有助于科创板市场平稳运行，从目前数据来看，科创板换手率高于主板，与创业板相当，体现了较高的流动性水平。

在科创板注册制平稳运行一段时间后，创业板注册制顺利落地，未来全面注册制也在向我们走来。截止 2021 年 6 月 15 日，今年 A 股上市公司 216 家，较去年上半年的 119 家接近翻倍。2020Q4 以来每季度上市公司均超过百家，虽然较 2020 年三季度 176



家的峰值水平有一定差距（主要由于创业板注册制开闸），但仍处于历史高位水平。

图表22：IPO 仍处于历史高位水平

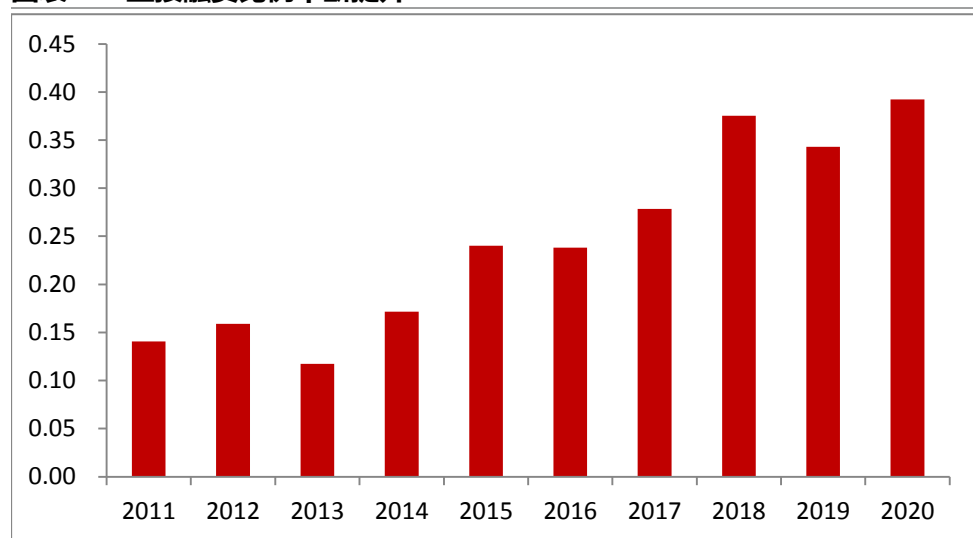


资料来源：wind、粤开证券研究院

在第十三届陆家嘴论坛上，证监会主席表示 IPO 发行既没有收紧，也没有放松，在发行节奏上，需要综合考虑市场承受力、流动性环境以及一二级市场的协调发展，积极创造符合市场预期的新股发行政生态。银保监会主席强调，现阶段最突出的一项任务就是进一步加大直接融资比重，债券市场还有很大潜力，要加快以信息披露为核心的注册制改革，真正加强投资者适当性管理，确保发行方、中介机构、投资者严格依法履行各自义务，承担各自责任。

监管层多次提出要提升直接融资比例，保持新股发行常态化，进一步优化并购重组、再融资、分拆上市等制度，充分激发市场活力；债券融资方面，积极推动公司信用类债券发行准入和信息披露标准统一，促进债券市场互联互通。提高直接融资比例有助于优化金融结构，有效促进新经济行业发展。近年来，我国直接融资比例逐步提升，2020 年已接近 40%，未来还有上升空间，将直接利好资本市场发展。

图表23：直接融资比例不断提升



资料来源：wind、粤开证券研究院



近期投行业务监管趋严，在**中介机构责任、股东信息披露和科创属性界定等方面均有加强**，加强监管有助于提高上市公司质量，同时也有利于防止资本无序扩张、维护公开公平公正的发行秩序，为全市场稳步推进注册制改革创造条件。

预计下半年政策面以稳定宽松为主。**IPO 节奏将在目前基础上保持稳定，甚至适度加快，全面注册制有望在 2022 年中之前落地。**过去的 2020 年券商投行业务迎来爆发式增长，证券行业 2020 年实现投资银行业务净收入 672 亿元，同比大幅增加 39%，收入规模创下近十年新高。在 IPO 常态化发行背景下，未来券商投行业务有望继续扩张。

（二）绿色金融蓄势待发，有望形成新业绩增长点

绿色金融是指为支持环境改善、应对气候变化和资源节约高效利用的经济活动，即对环保、节能、清洁能源、绿色交通、绿色建筑等领域的项目投融资、项目运营、风险管理等所提供的金融服务。

2020 年 10 月 14 日，高层领导在深圳特区建立 40 周年庆祝大会上，再次强调了把握中国特色社会主义经济特区建设规律需“践行绿水青山就是金山银山的理念，实现经济社会和生态环境全面协调可持续发展”。加强生态文明建设、坚持节能减排、推动绿色发展，是重要的国家战略之一，发展绿色产业，既是推进生态文明建设、打赢污染防治攻坚战的有力支撑，也是培育绿色发展新动能、实现高质量发展的重要内容。

在国际上，面对全球极端气候变化，2015 年巴黎气候大会达成减排协议，195 个国家一致同意控制温室气体排放。为了推动绿色发展，支持绿色产业和经济、社会可持续发展的绿色金融需求，2016 年 8 月 31 日，人民银行、发展改革委等联合发布《关于构建绿色金融体系的指导意见》，开启了中国绿色金融发展的新纪元。

根据《关于构建绿色金融体系的指导意见》，**绿色金融包括对环保、节能、清洁能源、绿色交通、绿色建筑等领域的项目投融资、项目运营、风险管理等所提供的金融服务，具体的金融工具有绿色信贷、绿色债券、绿色股票指数和相关产品、绿色发展基金、绿色保险、碳金融等。**2019 年 3 月，发改委发布了《绿色产业指导目录（2019 年版）》及解释说明文件，将绿色产业划分为六大类别，包括节能环保产业、清洁生产产业、清洁能源产业、生态环境产业、基础设施绿色升级以及绿色服务。

随着绿色产业的发展、绿色金融业绩评价制度的完善、绿色金融改革创新试验区经验的推广，我国绿色金融发展迅猛，业务种类不断丰富，产品规模不断扩大，产品服务创新不断涌现。面对以国内大循环为主体，国内国际双循环相互促进的新发展格局，促进绿色金融产品创新发展，可以更好地服务绿色产业投融资地有效开展，实现绿色全球化，维持可持续发展。

中国碳市场覆盖排放量超过 40 亿吨，我国将成为全球覆盖温室气体排放量规模最大的碳市场。近期生态环境部披露，**全国碳市场上线交易拟于 6 月底前启动。**6 月 22 日，上海环境能源交易所就全国碳排放权交易相关事项发布公告，内容涉及交易场所、交易方式、交易时段、交易账户等事项。

我国碳金融市场目前包括节能减配等项目融资市场、碳配额交易现货市场、期货期权等衍生市场，总体发展和发达国家仍存在差距。为了推进碳金融体系的发展，首先，应增加碳金融试点城市的推广，推进全国性碳交易市场的建立，建立健全碳金融的标准化和相关配套基础设施制度，对于碳资产评估、碳资产管理体制进一步完善，增强碳交易市场的活跃度。其次，丰富碳金融工具的品种模式。积极推进碳金融期货期权的标准



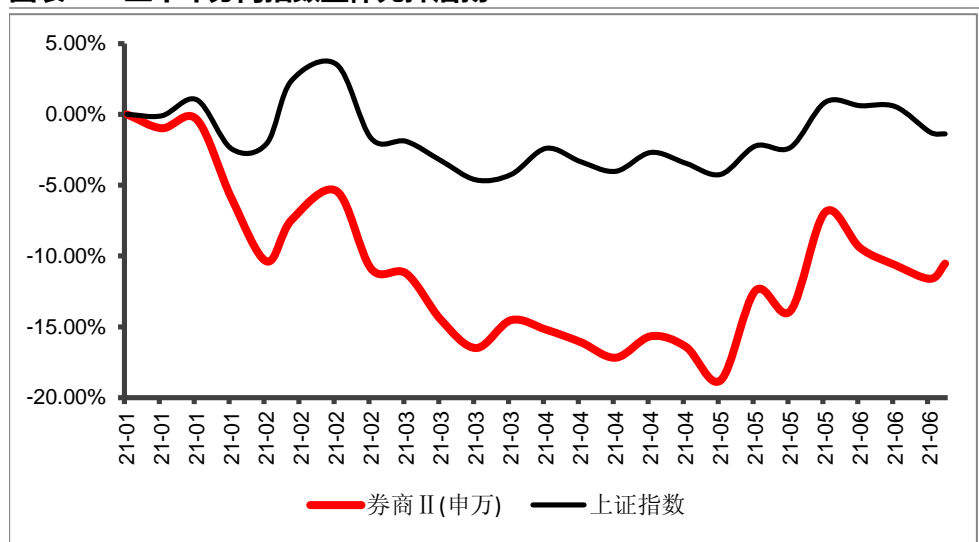
化进程，为碳交易提供风险对冲工具。创设关于碳金融相关的融资租赁模式，如为一部分低碳企业的绿色设备提供融资租赁。丰富节能减排相关的绿色质押融资和回购贴现业务，根据碳指标特性推进绿色信贷。开设碳交付担保模式，增强碳资产市场的接受度和议价能力。增设碳指数相关的基金等产品，提升二级市场对于碳资产和相关企业的关注度。第三，推动泛金融化碳市场的发展，增强碳市场的流动性。

我国碳排放权交易市场处于试点阶段，通过市场机制来控制 and 减少温室气体排放、推动绿色低碳发展，目前，北京、上海、广东等地试点碳市场初具规模并显现减排成效。自 2011 年开展碳排放权交易试点工作以来，截至 2020 年年底，全国 8 个碳市场试点配额累计成交 4.55 亿吨二氧化碳，累计成交额约 105.5 亿元，全国碳排放权交易市场建设稳步推进。**碳中和大力推进背景下，未来绿色金融有望迎来加速发展，建议关注绿色金融业务领先的券商。**

四、投资建议

截止 6 月 20 日，2021 年上半年券商板块整体走出了先抑后扬的指数形态，受投行审核趋严、中证金减持和频繁融资摊薄每股收益等因素影响，券商指数前四个月下跌近 20%，进入五月后强势反弹，单月上涨超过 10%，随后开始回调。上半年券商指数下跌 10.54%，跑输大盘指数 9 个百分点。

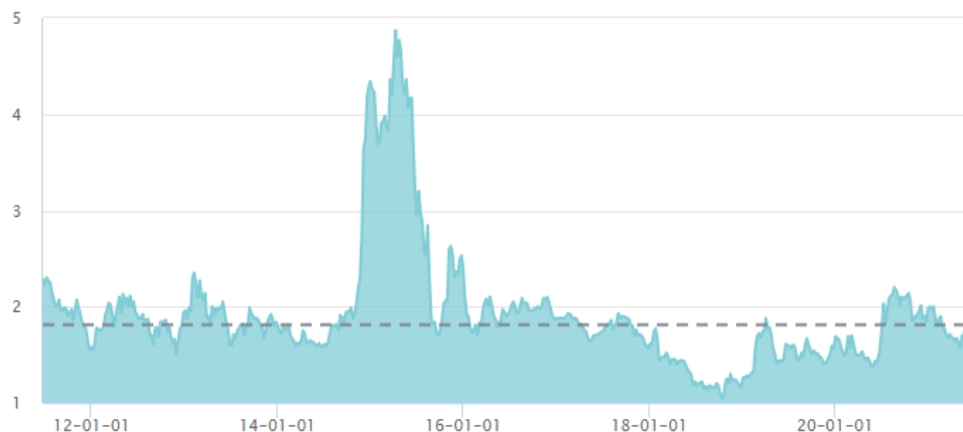
图表24：上半年券商指数整体先抑后扬



资料来源:粤开证券研究院, wind

目前券商板块估值 1.7 倍市净率，处于近十年估值 36%分位点，较 2020 年高点下跌超过 20%，低于近十年估值中位数，具备安全边际和向上空间。

图表25：目前券商板块市净率低于近十年估值中位数



资料来源:粤开证券研究院, wind

2021年上半年资本市场改革持续推进,全面注册制渐行渐近。市场端包括IPO发行常态化、优化退市制度等;投资端包括全面对外开放、公募REITs试点落地等;机构端包括推出券商白名单、分类评价制度优化等。科创板注册制成功运行两周年,取得丰硕超过,下半年IPO节奏将在目前基础上保持稳定,甚至适度加快,全面注册制有望在2022年中之前落地,有望再次带来行业跳跃式发展机会。

内外夹击之下,证券公司业务模式转型升级亟待提速。内部注册制下投行业务将更加注重专业定价能力,资管新规强调主动管理转型;外部资本市场全面放开,外资券商进入有望加速行业升级。

在资本市场深化改革持续和证券公司业务转型升级内外双轮驱动之下,行业长期发展向好,未来板块行情值得关注,目前左侧布局时点已至。**个股方面,建议关注高弹性的东方财富和兴业证券,以及行业龙头中信证券。**

当前保险板块估值处于历史低位,继续下行空间预计有限。从长期来看,随着政策改革不断加码以及人口结构变化带来的康养需求带来的巨大行业空间,**保险行业兼具低估值以及 β 属性,看好率先转型、综合优势突出的公司,推荐中国平安、中国人寿和新华保险。**

图表26:推荐标的业绩增速及估值情况(截止20210624)

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	收盘价(元)	21Q1归母净利润同比%	市净率PB(LF)
600030.SH	中信证券	3,008.89	24.76	26.73	1.72
601377.SH	兴业证券	650.25	9.71	340.56	1.67
300059.SZ	东方财富	3,199.95	30.96	118.67	9.26
601318.SH	中国平安	11,942.19	65.82	4.45	1.63
601628.SH	中国人寿	7,988.08	33.74	67.28	2.04
601336.SH	新华保险	1,205.28	46.84	36.03	1.41

资料来源:wind、粤开证券研究院

五、风险提示

市场大幅波动风险,监管政策变化风险。



分析师简介

李兴，中央财经大学硕士研究生，2016 年加入粤开证券，现任首席市场分析师、非银金融负责人，证书编号：S0300518100001。

分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

粤开证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；

增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由粤开证券股份有限公司（以下简称“粤开证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经粤开证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于粤开证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。粤开证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“粤开证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

广州经济技术开发区科学大道 60 号开发区控股中心 21-23 层

北京市西城区广安门外大街 377 号

网址：www.ykzq.com