

北交所高规格官宣，券商行情蓄势待发

非银金融

事件概述：

2021 年 9 月 2 日晚，习近平总书记在 2021 年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会上发表致辞，指出“我们将继续支持中小企业创新发展，深化新三板改革，设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地。”

分析与判断：

北交所的高规格官宣，意味着北交所不会是简单的新三板精选层“平移”，也不仅是新三板精选层的 2.0 升级版，而是衔接 4455 家 A 股上市公司和 2109 万企业法人，乃至 3000 万家中小企业的关一环。

► 北交所给新三板带来活力，为专精特新“小巨人”提供了新的选择

新三板挂牌辅导过程中，企业的治理体系、股权结构、财务数据和税收缴纳均实现了规范化。新三板市场不仅是投资者的股票池，更是其他企业的并购项目池。北交所有望为企业并购重组提供大量标的物，可极大提高上市公司企业购并重组的效率和成功概率。

规范化的税收缴纳、员工社保对地方税收收入和企业员工保障均有重大利好。

截至目前，北交所细则并没有明确是否维持原有新三板精选层的转板制度。因此，北交所的定位是转板创业板+科创板的缓冲区，还是专精特新“小巨人”的孵化器，目前尚未可知。

► 北交所的细则和预期

1) 北交所是公司制交易所，全国中小企业股份转让系统有限责任公司为唯一股东。2) 北交所上市标准平移精选层的四套“财务+市值”条件；3) 北交所不再实行主办券商持续督导制度，停复牌管理更严格，信息披露要求更具体；4) 为引入做市机制、实行混合交易预留制度空间；30%涨跌幅；上市首日不设涨跌幅，盘中首次上涨或下跌 30%、60%涨停。

► 北交所重塑 PE、保荐、M&A 产业模式

新交易所的设立将拓宽创投退出渠道，有望最先受益的有首都创投（H）、创业黑马、同方股份等创投标的；以及参股创投的大众公用、城建发展、中关村、钱江水利和华金资本。

关于北交所的选址和物业，金融街、通州、雄安均在考虑范围内，部分京津冀交通（如鼎汉技术）也有望受益。

北交所盘活现有新三板市场，吸引更多企业到股转中心挂牌。深度布局新三板的券商有望受益，如开源证券、申万宏源、中泰证券、安信证券、中信建投和东吴证券。

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

相关报告：

非银周报：财管四环节受关注，参股基金概念崛起
2021. 8. 23

新三板形成标准化的并购池，并购重组红利持久。中信证券和中金公司作为财务顾问的占比 52.31%，排名前五位（中信、中金、中信建投、华泰、招商）的市占率合计 69.29%。

投资建议：

券商作为资本市场重要中介，在股权融资、股权类投资方向具有一定的稀缺性和经验优势。在直接融资比例提升、服务中小企业融资，居民大类资产配置向权益转移的大背景下，仍处在政策红利期。北交所相关细则有望开辟注册制新战场，IPO 业务扩容 3.0（继科创板、创业板注册制），标准化合规化的项目池对并购重组业务影响深远。

A 股市场交投火热：自 2021 年 7 月 21 日以来，连续 33 个交易日两市成交额超万亿。财富管理业务的成长性和确定性极强：在 1) 房住不炒 2) 无风险利率下降 3) “真”打破刚兑的背景下，公募/私募基金销售持续火爆，财富管理有望熨平券商盈利波动，通过普惠的金融产品实现“共同富裕”。

券商板块整体市净率 1.80 倍，在历史低位。A 股各风格板块轮动，但大金融迟迟没有启动。我们看好流动性适当宽裕、无风险利率下行环境下的券商板块。北交所政策利好受益的标的有申万宏源、中泰证券、中信证券、中金公司、中信建投。

风险提示

美联储提前缩表风险、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、利率超预期波动风险；北交所推进速度不达预期风险。

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 EPS (元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
300059.SZ	东方财富	31.28	买入	0.55	0.7	1	1.2	56.87	44.69	31.28	26.07
000776.SZ	广发证券	21.49	买入	1.32	1.53	1.63	1.77	16.28	14.05	13.18	12.14
601377.SH	兴业证券	10.53	买入	0.6	0.65	0.72	0.81	17.55	16.20	14.63	13.00
601878.SH	浙商证券	13.25	增持	0.45	0.43	0.46	0.5	29.44	30.81	28.80	26.50
601211.SH	国泰君安	18.06	买入	1.25	1.41	1.53	1.66	14.45	12.81	11.80	10.88
601688.SH	华泰证券	17.36	买入	1.19	1.41	1.55	1.71	14.59	12.31	11.20	10.15
000728.SZ	国元证券	8.03	增持	0.39	0.36	0.38	0.38	20.59	22.31	21.13	21.13
600999.SH	招商证券	19.02	增持	1.09	1.26	1.38	1.51	17.45	15.10	13.78	12.60
600109.SH	国金证券	11.82	增持	0.62	0.68	0.75	0.85	19.06	17.38	15.76	13.91
601881.SH	中国银河	11.1	增持	0.71	0.75	0.81	0.96	15.63	14.80	13.70	11.56

资料来源：Wind，华西证券研究所

正文目录

1. 高规格官宣，北交所补齐多层次资本市场关键一环	4
1.1. 新三板精选层“变身”北交所，中国版 OTCQX 承上启下	4
1.2. 股权结构、财务、税收规范化，新三板将成专精特新企业的转板缓冲区和一板二板企业的并购池	6
1.2.1. 规范化的并购池：新三板挂牌辅导过程中，企业的治理体系、股权结构、财务数据和税收缴纳均实现了规范化。	6
1.2.2. 规范纳税、完善员工保障：规范化的税收缴纳、员工社保对地方税收收入和企业员工保障均有重大利好。	6
1.2.3. 转板缓冲区：截至目前，北交所细则并没有明确是否维持原有新三板精选层的转板制度。因此，北交所的定位是转板创业板+科创板的缓冲区，还是专精特新“小巨人”的孵化器，目前尚未可知。 ...	6
1.3. 北交所的细则和预期	6
1.4. 京沪深港，交易所错位发展、相互补充、彼此竞争	7
2. 北交所重塑 PE、保荐、M&A 产业模式	8
2.1. 拓宽创投退出渠道	8
2.2. 新三板有望再迎“挂牌潮”，深度布局的券商有哪些？	8
2.3. 券商的并购重组业务厚积薄发、红利持久	9
3. 抓住时机，布局券商	10
3.1. 突破性政策利好、细则公布，券商行情启动	10
3.2. 建议增配券商的理由	11
3.2.1. A 股市场交投火热：	11
3.2.2. 上市券商中报业绩喜人：	11
3.2.3. 财富管理业务的成长性和确定性极强	11
3.2.4. 券商板块整体市净率 1.80 倍，在历史低位。	12
风险提示	12

图表目录

图 1 中美多层次资本市场	5
表 1 新三板大事记	4
表 2 境内交易所和板块的上市公司情况（2021-9-5 收盘）	7
表 3 北交所拓宽创投退出渠道，受益标的梳理	8
表 4 券商在新三板挂牌、督导、做市、储备的情况	9
表 5 券商在新三板挂牌、督导、做市、储备的情况（并购交易的首次公告日在 2020 年）	10
表 6 券商行情与资本市场政策利好	11

1. 高规格官宣，北交所补齐多层次资本市场关键一环

2021年9月2日晚，习近平总书记在2021年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会上发表致辞，指出“我们将继续支持中小企业创新发展，深化新三板改革，设立北京证券交易所，打造服务创新型中小企业主阵地。”

北交所的高规格官宣，意味着北交所不会是简单的新三板精选层“平移”，也不仅是新三板精选层的2.0升级版，而是衔接4455家A股上市公司和2109万企业法人（2019年，国家统计局），乃至3000万家中小企业及7000万户个体工商户（2018年，援引自工信部部长苗圩）的关键一环。因此，在分析北交所对资本市场的影响时，我们不仅关注企业上市标准、投资者适当性管理、交易制度等北交所后续细则，更从京沪深三家交易所彼此竞争但相互补充作全盘考量。

1.1. 新三板精选层“变身”北交所，中国版OTCQX承上启下

截至2021年9月3日，新三板挂牌公司7299家，其中基础层5983家（占比81.97%）、创新层1250家（占比17.13%）、精选层66家（0.90%）。已有556家公司自新三板摘牌并申请上交所或深交所上市，其中286家公司转板完成。

表1 新三板大事记

新三板里程碑	具体事件
2001年成立“老三板”	为解决原STAQ、NET两网和退市公司的流通股转让问题，国务院批准设立了证券公司代办股份转让系统，由中国证券业协会实施具体管理，市场俗称“老三板”。
2006年成立新三板	经国务院批准，证监会允许北京中关村科技园区内具备资质的非上市股份公司进入代办股份转让系统进行股份报价转让试点，以支持中关村高新技术企业发展。
2012年7月中关村试点扩容	国务院批复同意设立全国中小企业股份转让系统，并在北京中关村试点的基础上，将上海张江、武汉东湖、天津滨海高新区也纳入试点范围。
2013年初股转系统业务规则	2013年1月16日，全国中小企业股份转让系统举行揭牌仪式，2月8日发布首批业务规则。
2013年6月19日	国务院常务会议决定将全国中小企业股份转让系统试点扩容至全国。
2013年12月31日	全国中小企业股转系统公司开始面向全国接收企业挂牌申请。
2014年1月24日	来自28个省市自治区的285家企业的集体挂牌仪式在北京举行，新三板结束了在国家高新园区内的小规模、区域性试点，迈向全国。
2016年6月27日 分层	新三板分层方案正式实施，953家企业入围创新层。
2016年12月19日	新三板挂牌公司达10000家。
2020年4月转板制度	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》，提到新三板精选层连续挂牌一年的公司，可以申请转板到科创板或创业板上市。转板制度初期将采取试点先行、平稳起步的方式。

2020 年 7 月 27 日 新三板精选层鸣锣，首批 32 家晋层企业开始首日交易。
精选层

2021 年 9 月 2 日 高规格官宣北京交易所，新三板精选层平移。

资料来源：证监会公告，华西证券研究所整理

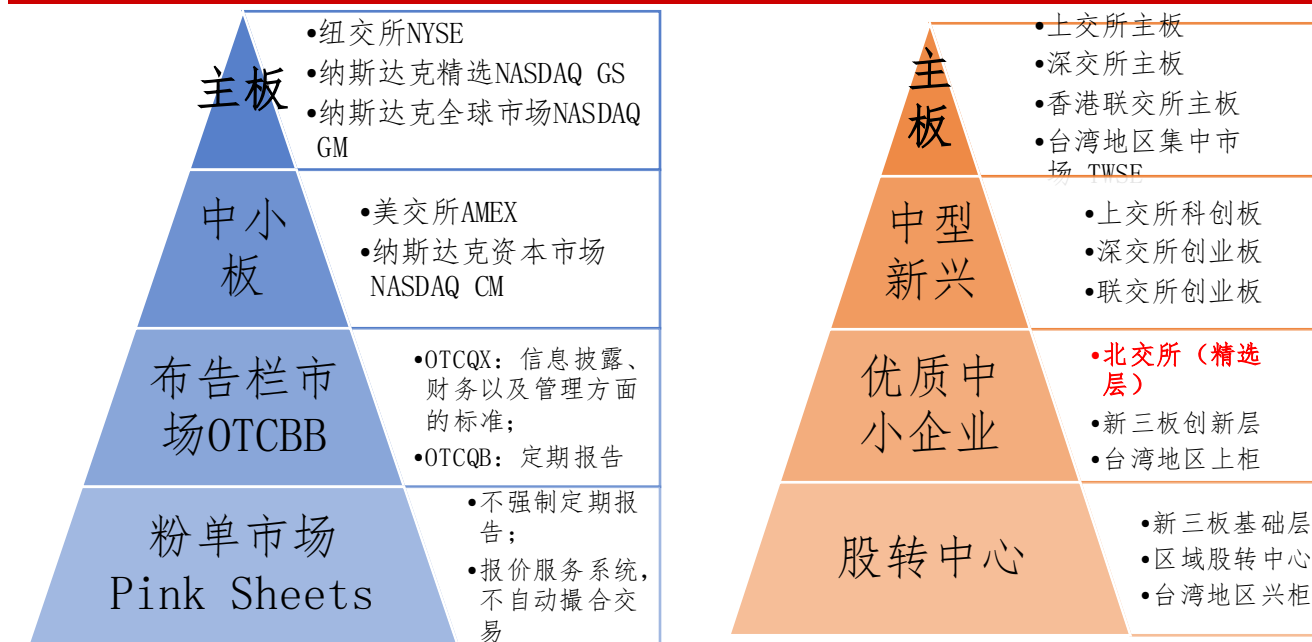
9 月 3 日，证监会就北京证券交易所有关基础制度安排公开征求意见。主要内容，一是构建包容精准的上市制度，新增上市公司为在新三板挂牌 12 个月的创新层公司，试点注册发行注册制，各项安排与科创板、创业板保持一致，落实中介责任；二是实行灵活多元的融资制度，采取小额、快速、灵活、多元的再融资制度，形成普通股、优先股、可转债等融资工具，坚持市场化导向定价，对发行价格、规模不做行政干预；三是建立宽严适度的监管制度，强化监管执法，着力提高北交所公司质量，延续精选层市场特色，在股权制度、股份减持等方面形成差异化的制度安排，授权北交所根据实际情况提高各项制度的精准性；四是明确公司制的监管安排，北交所实行公司制，建立股东会、监事会等。

新三板基础层、创新层依然是全国性证券场所，基础层创新层公司仍然是非上市公司公众公司，后续北交所将不断提升制度安排，完善市场服务功能。

过去 20 年，适应房地产周期的信贷结构、抵押模式、信用派生机制，需要逐步转变为服务经济新动能的项目成长周期、创投模式。在直接融资比例提升的趋势下，多层次资本市场的搭建和完善至关重要。

根据上市/柜台挂牌交易的标准、板块代表企业的特征，我们笼统地将中美资本市场的层次划定如下。

图 1 中美多层次资本市场



资料来源：美国 SEC 官网，纳斯达克公司官网，华西证券研究所整理

其中，北交所类似美国的 OTCQX，在第三板市场中标准最高，挂牌企业需要向证监会/美国 SEC 注册，有一定的财务要求，且必须定时公开财报。OTCQB 不设财务门槛，面向小型新创公司。在粉单市场挂牌的企业不需向 SEC 注册，不强制披露财报（但粉单市场现已分层区分定期披露和不披露的企业），也没有业绩要求。

1.2. 股权结构、财务、税收规范化，新三板将成专精特新企业的转板缓冲区和一板二板企业的并购池

A 股上市公司已有 4455 家，未上市企业除非 1) 最近几年创立，2) 处在新兴产业或创新商业模式，3) 成立多年但近期业绩增速大增，那么大概率财务指标和盈利能力低于已上市企业。

体现在 IPO 发行上，创业板和科创板因为新兴产业的成长性，且新股询价处在摸索期，仍有机机构“抱团压价”的因素存在，因而新股的成长性和发行价对投资者均有极强吸引力。在传统行业，保荐机构在项目承揽过程中，就面对待上市项目从规模体量、盈利能力、所在行业的竞争地位，都相对已上市企业处在弱势。在这样的情况下，即使 IPO 成功，主板新股对于投资者的吸引力也呈现下降趋势，募集资金往往不达企业预期。

北交所的设立，为“小而美”（即规模小、科研潜力巨大）企业提供了新的选择。新三板精选层平移，后续或将有新三板创新层满一年的企业申请转入北交所，也可能有直接上市北交所的企业标准。精选层平移北交所，有望填补新三板和沪深交易所之间的“浅浅鸿沟”，从制度层面解决了新三板和沪深交易所的隔阂，完善了我国多层次资本市场。

北交所有望给新三板带来活力，使其更好地发挥中小企业融资功能。

1.2.1. 规范化的并购池：新三板挂牌辅导过程中，企业的治理体系、股权结构、财务数据和税收缴纳均实现了规范化。新三板市场不仅是投资者的股票池，更是其他企业的并购项目池。北交所有望为企业并购重组提供大量标的物，可极大提高上市公司企业购并重组的效率和成功概率。

1.2.2. 规范纳税、完善员工保障：规范化的税收缴纳、员工社保对地方税收收入和企业员工保障均有重大利好。新三板企业增加，推动规范纳税企业的大量增加，完善就业人员的保障体系，促进“所有人的共同发展”。

1.2.3. 转板缓冲区：截至目前，北交所细则并没有明确是否维持原有新三板精选层的转板制度。因此，北交所的定位是转板创业板+科创板的缓冲区，还是专精特新“小巨人”的孵化器，目前尚未可知。此前，作为资本市场改革的重要改革，新三板精选层于 2020 年 7 月 27 日正式设立并开市交易，迎来首批 32 家企业晋层交易。依照精选层满一年可申请转板科创板或创业板（公司须符合对应市场板块的上市标准），观典防务（832317.NQ）于 8 月 11 日公告公司拟申请向上交所科创板转板上市，随后又有 4 家公司启动转板流程。

1.3. 北交所的细则和预期

9 月 5 日，北交所就首批业务规则公开征求意见，具体包括《北京证券交易所股票上市规则（试行）》、《北京证券交易所交易规则（试行）》、《北京证券交易所会员管理规则（试行）》。

主要内容：

1、不同于会员制的上交所和深交所，北交所是公司制交易所，全国中小企业股份转让系统有限责任公司为唯一股东。（据国家企业信用信息公示系统官网 9 月 3 日）20 世纪 90 年代以来，许多证券交易所从原有的互助组织形式会员制，转而改组为公司制。纽交所、纳斯达克交易所、伦交所、港交所等，都是公司制运营主体。公司制交易所所以营利为目的，有更强的动力参与优质企业上市目的地的竞争、提供更便捷的交易系统、提升上市公司质量、积极参与跨区域交易所并购等。

2、北交所上市标准平移精选层的四套“财务+市值”的条件。

3、北交所不再实行主办券商持续督导制度，停复牌管理更严格，信息披露要求更具体。

4、为引入做市机制、实行混合交易预留制度空间；30%涨跌幅；上市首日不设涨跌幅，盘中首次上涨或下跌30%、60%涨停10分钟。

5、有效平衡了中小企业在资本市场的规范成本与收益，如1)对现金分红比例不作硬性要求，2)允许在充分披露并履行相应程序的前提下，合理设置低于股票市价的期权行权价格，以增强激励功效。

6、财务类强制退市考察期为2年；符合新三板基本挂牌条件或创新层条件的，鼓励进入相应层级挂牌交易，继续发展。

此外，投资者对于北交所的后续细则仍有期待，如

1、投资者适当性管理，原有精选层100万门槛是否有下调空间，进而对北交所的流动性和二级市场活跃度产生影响。

2、符合科创板/创业板条件的北交所企业，是否有相应转板制度，转板发行定价能否向现有股东倾斜。转板制度决定了北交所的定位是科创板+创业板的衔接缓冲区，还是差异化的又一个“科创板”。

3、北交所的上市企业来源是否包括部分符合条件的科创板、创业板退市/退板企业。

4、在现有投资者门槛条件下，北交所能够给上市企业提供哪些融资便利。

1.4. 京沪深港，交易所错位发展、相互补充、彼此竞争

上交所的主板和科创板、深交所的主板和创业板，以及北交所，强调差异化和错位发展，面向产业类别不同、上市标准不同、投资者适当性不同，形成相互补充。

但企业发展规律决定了其上市之时的规模体量，与几年后可能有较大差异。部分创业板企业在发展一段时间之后，其盈利能力和资产规模超过主板水平；对应地，部分主板企业，在不同的产业趋势下，可能面临规模收缩和盈利下降的情况。

表2 境内交易所和板块的上市公司情况（2021-9-5收盘）

交易所	上市板	公司数	总市值 (万亿元)	平均市 值(亿元)	平均净资产 (亿元, 2021H)	代表企业
上交所	主板	1639	49.25	300	226.17	茅台、银行*4、平安、中石油
	科创板	332	5.19	156	24.21	中芯国际、大全能源、天合光能、传音控股、金山办公
深交所	主板	1471	24.62	167	64.36	五粮液、比亚迪、美的、海康威视
	创业板	1015	12.68	125	22.01	宁德时代、迈瑞医疗、金龙鱼、东方财富、智飞生物
北交所	精选层	66	0.1979	30	6.82	贝特瑞、连城数控、吉林碳谷、长虹能源、颖泰生物

资料来源：wind，华西证券研究所整理

这样的情况在几个发达资本市场也有出现，即本国多个交易所在优质企业上市目的地、资金、投资者等方面存在良性竞争。在这样的竞争过程中，交易所及不同板块的优势来自于 1) 市场深度（规模大、产品丰富），2) 融资能力（估值偏好、二级市场活跃度），3) 监管制度灵活程度，4) 综合金融服务（债权融资、再融资、转板、产业并购重组服务）。

2. 北交所重塑 PE、保荐、M&A 产业模式

2.1. 拓宽创投退出渠道

新交易所的设立、上市标准低于现有板块，这将拓宽 VC、PE 基金的退出渠道，加快创投资金周转，提升 VC、PE 资金利用率和投资回报。有望推动创投行业发展，进而服务“小而美”的专精特新创业企业。

有望最先受益的标的有首都创投（H）、创业黑马、同方股份等创投标的；以及参股创投的大众公用、城建发展、中关村、钱江水利和华金资本；另外，关于北交所的选址和物业，金融街、通州、雄安均在考虑范围内，部分京津冀交通（如鼎汉技术）也有望受益。

表 3 北交所拓宽创投退出渠道，受益标的梳理

代码	名称	概念	9 月 3 日涨跌幅 (%)
2324. HK	首都创投	Capital VC	27.12
300688. SZ	创业黑马	创业培训、创业大赛、孵化	19.01
600635. SH	大众公用	26 亿投 10.8%深创投	2.83
600100. SH	同方股份	45 亿投 100%同方金融控股(深圳)	10.00
600266. SH	城建发展	26 亿投 30%深圳市中科招商创业投资；13%北京首都国际投资	10.02
000931. SZ	中关村	89%中关村青年科技创业投资	10.00
600283. SH	钱江水利	4.5 亿投 27.9%天堂硅谷资产管理集团	0.90
000532. SZ	华金资本	40.75%珠海清华科技园创投	3.14
000402. SZ	金融街	北京交易所选址、物业	9.98

资料来源：wind，公司半年报，华西证券研究所整理

2.2. 新三板有望再迎“挂牌潮”，深度布局的券商有哪些？

此前，新三板因为投资门槛、流动性、持续督导费和定期报告费用等问题，出现大公司摘牌转投沪深、小公司费用负担过重的问题。挂牌公司数量也从 2017 年 11 月的 11645 家减少至 2021 年 9 月初的 7299 家。

北交所的设立和相关细则的落地，有望盘活现有新三板市场、并吸引更多企业到股转中心挂牌。深度布局新三板挂牌和做市业务的券商有望受益，如开源证券、申万宏源、中泰证券、安信证券、中信建投和东吴证券。

表 4 券商在新三板挂牌、督导、做市、储备的情况

主办券商	挂牌家数	券商简称	持续督导挂牌家数	券商列表	2020 年初-2021 年 8 月做市股票个数	保荐机构	精选层申报储备
申万宏源	455	开源证券	600	开源证券	60	开源证券	32
安信证券	342	申万宏源	560	首创证券	34	申万宏源	30
中泰证券	288	国融证券	287	粤开证券	30	安信证券	16
开源证券	254	东吴证券	284	万和证券	26	中信建投	15
东吴证券	241	中泰证券	272	安信证券	20	东吴证券	12
中信建投	236	安信证券	266	国金证券	19	东北证券	11
东北证券	207	长江证券	259	银泰证券	19	国元证券	11
长江证券	207	东北证券	211	东北证券	17	财通证券	10
西南证券	192	兴业证券	181	财信证券	17	中泰证券	10
国融证券	186	财通证券	173	金元证券	16	兴业证券	9
兴业证券	184	西南证券	157	九州证券	14	中国银河	8
招商证券	181	西部证券	154	东莞证券	12	天风证券	7
广发证券	178	天风证券	152	国元证券	11	中信证券	6
西部证券	157	东莞证券	147	红塔证券	11	长江证券	5
财通证券	145	中信建投	142	渤海证券	10	华西证券	5
方正证券	136	光大证券	136	中国银河	10	华福证券	5
国泰君安	133	恒泰长财证券	136	中国国际金融	9	国融证券	5
国信证券	132	首创证券	131	中天证券	8	方正证券	4
光大证券	132	方正证券	126	东吴证券	6	太平洋	4
东莞证券	129	浙商证券	109	天风证券	6	华龙证券	4

资料来源：Wind 数据库，华西证券研究所整理

2.3. 券商的并购重组业务厚积薄发、红利持久

新三板挂牌辅导过程中，企业的治理体系、股权结构、财务数据和税收缴纳均实现了规范化。新三板市场不仅是投资者的股票池，更是其他企业的并购项目池。北交所有望为企业并购重组提供大量标的物，可大大提高上市公司企业购并重组的效率和成功概率。券商的并购重组财务顾问业务厚积薄发、红利持久。

并购重组因为技术难度较大，财务顾问的市场集中度较高。首次公告日在 2020 年的并购交易中，中信证券和中金公司作为财务顾问的占比 52.31%，排名前五位（中信、中金、中信建投、华泰、招商）的市占率合计 69.29%。

表 5 券商在新三板挂牌、督导、做市、储备的情况（并购交易的首次公告日在 2020 年）

排名	机构简称	并购交易数量	并购交易金额（亿元）	并购交易市场份额（%）
1	中信证券	68	4,523	26.41
2	中金公司	38	4,435	25.90
3	中信建投	31	1,407	8.21
4	华泰联合	24	870	5.08
5	招商证券	14	631	3.69
6	中信建投国际	1	409	2.39
7	香港上海滙丰	1	409	2.39
8	花旗环球金融亚洲	1	409	2.39
9	摩根大通证券	1	409	2.39
10	国泰君安	16	396	2.31
11	联储证券	3	323	1.89
12	民生证券	5	321	1.88
13	新百利融资	2	158	0.9218
14	中银国际证券	4	157	0.9142
15	国元证券	4	156	0.9114
16	申万宏源	14	146	0.8543
17	海通证券	14	130	0.7604
18	中金公司香港	5	130	0.76
19	平安证券	8	119	0.6967
20	五矿证券	9	106	0.6169

资料来源：Wind 数据库，华西证券研究所整理

3. 抓住时机，布局券商

3.1. 突破性政策利好、细则公布，券商行情启动

证券公司是资本市场的重要中介，行业生态受政策影响较大。我们观察券商行情与资本市场重大政策利好提出、具体细则发布之间的关系，结合当时市场情绪和板块估值，尽管“刻舟求剑”但仍能观察出一些规律。

表 6 券商行情与资本市场政策利好

政策利好	细则落实	券商行情	沪深 300 行情
2013 年 12 月 27 日新“国九条”；2013 年 12 月国务院将股转试点扩大全国	2014 年 4 月证监会批复沪港通	2014-10-28 至 2015-1-7，券商（申万）涨幅 154.70%	53.82%
2018 年 11 月 5 日，高规格官宣科创板	2019 年 1 月 30 日证监会和上交所发布多份科创板细则（含征求意见稿）	2019-1-30 至 2019-3-7，券商（申万）涨幅 49.26%	19.25%
2020 年 4 月新三板精选层转板制度；2020-4-7 金融委会议再度定调资本市场枢纽作用并将提升市场活跃度	2020-5-18 发布《中共中央国务院关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》	2020-6-18 至 2020-7-9，券商（申万）涨幅 45.11%	20.49%
2021 年 9 月 2 日，高规格官宣北交所			

资料来源：证监会公告，华西证券研究所整理

券商作为资本市场重要中介，在股权融资、股权类投资方向具有一定的稀缺性和经验优势。在直接融资比例提升、服务中小企业融资，居民大类资产配置向权益转移的大背景下，仍处在政策红利期。

北交所相关细则有望开辟注册制新战场，IPO 业务扩容 3.0（继科创板、创业板注册制），标准化合规化的项目池对并购重组业务影响深远。

3.2. 建议增配券商的理由

3.2.1.A 股市场交投火热：自 2021 年 7 月 21 日以来，连续 33 个交易日两市成交额超万亿，自 7 月 1 日以来（除 7 月 20 日）有 47 个交易日两市成交额超万亿。其中，2021 年 9 月 1 日，两市成交额 17107.43 亿元，创年初以来新高；接近 2020 年最高（2020 年 7 月 7 日，两市成交额 17389.77 亿元）；距 2015 年 5 月 28 日的 23124.67 亿元仍有距离。

3.2.2.上市券商中报业绩喜人：2021 年上半年，49 家上市券商合计实现营业收入 3137.83 亿元，归母净利润 1055.82 亿元。营收规模超百亿元的券商共有 13 家，多于 2020 年同期的 8 家。其中，中信证券上半年营收 377.21 亿元，归母净利润 122 亿元。

3.2.3.财富管理业务的成长性和确定性极强。在 1) 房住不炒 2) 无风险利率下降 3) “真”打破刚兑的背景下，公募/私募基金销售持续火爆，财富管理有望熨平券商盈利波动，通过普惠的金融产品实现“共同富裕”。

2021 年 8 月，监管层对六家国有大行及其理财公司做出指导，其一是不得再存续或新发以摊余成本计量的定期开放式理财产品；二是理财产品（除现金管理产品外）自 9 月 1 日之后新增的直接和间接投资的资产，均应优先使用市值法进行公允价值计量。银行理财产品从财务记账的角度打破“刚兑”，这样的情形与 2020 年 6 月一批银行理财产品“亏本”到期类似，都将在短期推动居民理财的重新配置。

3.2.4.券商板块整体市净率 1.80 倍，在历史低位。A 股各风格板块轮动，但大金融迟迟没有启动。我们看好流动性适当宽裕、无风险利率下行环境下的券商板块。资本市场政策利好受益的标的有申万宏源、中泰证券、中信证券、中金公司、中信建投。

风险提示

美联储提前缩表风险、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、利率超预期波动风险；北交所推进速度不达预期风险。

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，7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。