

券商结算模式基金规模突破 1200 亿

——非银金融行业周报



评级

增持(维持)

2021 年 10 月 17 日

王源

分析师

SAC 执业证书编号: S1660521040001

Wangyuan02@shgsec.com

投资摘要:

市场回顾:

自 2021 年 10 月 11 日至 2021 年 10 月 15 日收盘, 非银金融板块下跌 3.04%, 沪深 300 指数上涨 0.04%, 非银金融板块跑输沪深 300 指数 3.08pct。从板块排名来看, 与其他板块相比, 在申万 28 个板块中位列第 22 位。从 PB 估值来看, 非银金融行业估值下降至 1.50 倍水平。子板块 PB 分别为, 证券 1.74, 保险 1.21, 多元金融 1.04。

子板块周涨跌幅分别为, 证券-3.44%, 保险-1.95%, 多元金融-3.90%。

- ◆ 股价涨幅前五名分别为东兴证券、国盛金控、锦龙股份、红塔证券、南京证券。
- ◆ 股价涨幅后五名分别为哈投股份、中信建投、越秀金控、东吴证券、中银证券。

每周一谈:

◆ 2021 年券商结算模式基金规模突破 1200 亿

截至 10 月 17 日, 目前券商结算模式发行的新基金数量已达 142 只, 累计首发份额超过 1200 亿元, 达到 1220 亿元, 均创历史新高。

在券商结算模式下, 一家公募基金选择一家券商作为主代销商和交易结算服务商, 基金交易所产生的佣金只能分给包含结算券商在内的 3 家券商。因此对于券商的综合实力要求较高, 头部券商具备全面的研究、交易、结算和托管的业务能力, 更易获得公募基金选择。

2019 年券商结算模式新基金 81 只, 总规模 424 亿, 2020 年 98 只基金发行规模 710 亿, 2021 年至今 142 只发行规模 1220 亿元。

多家老牌基金公司的新发产品采用了券商结算模式, 如博时基金、招商基金、南方基金等。其中, 多只产品规模超 50 亿, 侧面证实了券商的代销能力。南方基金的南方兴润价值一年持有 A, 发行规模 117 亿, 工银瑞信基金的工银瑞信战略远见 A, 发行规模 60 亿。

◆ 中国证券业协会发布《证券公司声誉风险管理指引》

为完善证券公司全面风险管理体系, 防范证券从业人员道德风险, 推动建立行业声誉约束机制, 维护证券行业形象和市场稳定, 中国证券业协会制定并发布《证券公司声誉风险管理指引》。

《指引》共五章, 主要内容包括: 一是明确了《指引》的法律依据、声誉风险管理的基本原则, 全面定义声誉风险; 二是明确声誉风险治理架构及各责任主体的职责分工, 指导证券公司建立组织健全、职责明晰、联动协作的管理架构和运行机制。三是要求证券公司建立并持续完善声誉风险管理制度和机制。四是要求证券公司建立工作人员声誉约束及评价机制。五是加强自律管理, 按照《指引》, 协会可对证券公司声誉风险管理情况进行评估、监督和检查。

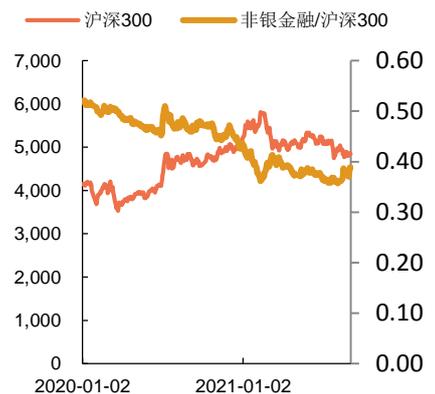
投资策略及重点推荐: 我们认为券商板块将呈现震荡向上走势。券商结算模式基金规模突破 1200 亿, 头部券商具备全面的研究、交易、结算和托管的业务能力, 更易获得公募基金选择。券商整体估值水平当下处于历史低位。我们建议投资者关注东方财富、东方证券等财富管理转型标的和中信证券、广发证券等头部券商标的。

风险提示: 资本市场监管加强的风险; 市场竞争加剧的风险; 疫情控制不及预期。

行业基本资料

股票家数	85
行业平均市净率	1.50
市场平均市净率	1.92

行业表现走势图



资料来源: Wind, 申港证券研究所

1. 每周一谈

2021 年券商结算模式基金规模突破 1200 亿

2021 年是证券公司结算模式（简称“券商结算模式”）爆发之年，越来越多的新发基金采取券商结算模式。Wind 数据显示，截至 10 月 17 日，目前券商结算模式发行的新基金数量已达 142 只，累计首发份额超过 1200 亿元，达到 1220 亿元，均创历史新高。

◆ 券商结算模式的含义

公募基金管理人主要采用两种结算模式，托管行结算模式和券商结算模式。

券商结算模式是指券商在中国结算开设结算资金账户，产品委托券商作为经纪商为其完成资金的结算交收，与托管行结算模式相比，基金公司的业务对手方由银行转向了券商。

在托管行结算模式下，公募基金租用券商交易单元，所有交易指令为直接发送至交易所，托管与结算均由托管行承担，券商仅参与交易环节。而在券商结算模式下，公募基金交易指令由基金公司先传至券商中央交易室，再由券商分发至交易所，券商参与的环节更为全面，包括基金交易、托管、结算。

表 1：公募基金管理人结算模式对比

	托管行结算模式	券商结算模式
券商参与环节	交易	交易、托管和结算
交易步骤	直接发送至交易所	先传至券商中央交易室，再由券商分发到交易所
交易速度	快	相对慢

资料来源：公开资料整理，申港证券研究所

◆ 券商结算模式的背景

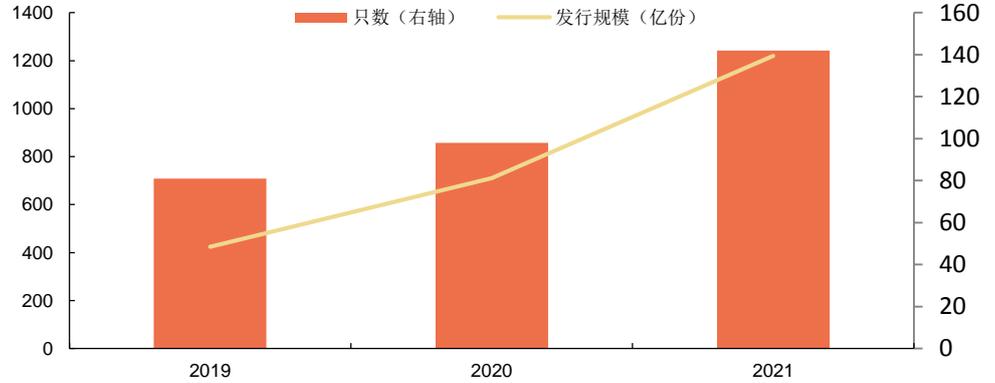
2017 年年底，证监会发文试点券商结算模式，要求新成立的基金公司采用券商结算模式。2019 年 2 月初，证监局下发《关于新设公募基金管理人证券交易模式转换有关事项的通知》（下文称《通知》）称，根据中国证监会的通知，新设公募基金管理人证券交易模式转换相关工作已由试点转入常规，已直接进入证券交易所交易的公募基金管理人管理的各类基金产品，原有证券交易模式可暂不调整，鼓励老基金公司新发行基金产品时采用新交易模式进场交易。

《通知》称，基金产品管理人可选择一家或多家证券公司开展证券交易，并遵守以下要求：一是按照证券交易金额计算和支付交易佣金，交易佣金不得与证券公司销售业绩、保有规模等挂钩。基金产品管理人可免于执行《关于完善证券投资基金交易席位制度有关问题的通知》第二条的分仓规定（2007 年 4 月 1 日起施行，明确一家基金管理公司通过一家证券公司的交易席位买卖证券的年交易佣金，不得超过其当年所有基金买卖证券交易佣金的 30%），但应当在定期报告中按规定公开披露佣金支付（包括费率、金额等）情况以及是否与证券公司存在关联关系。

◆ 券商结算模式的发展现状

2019 年券商结算模式新基金 81 只，总规模 424 亿，2020 年 98 只基金发行规模 710 亿，2021 年至今 142 只发行规模 1220 亿元。

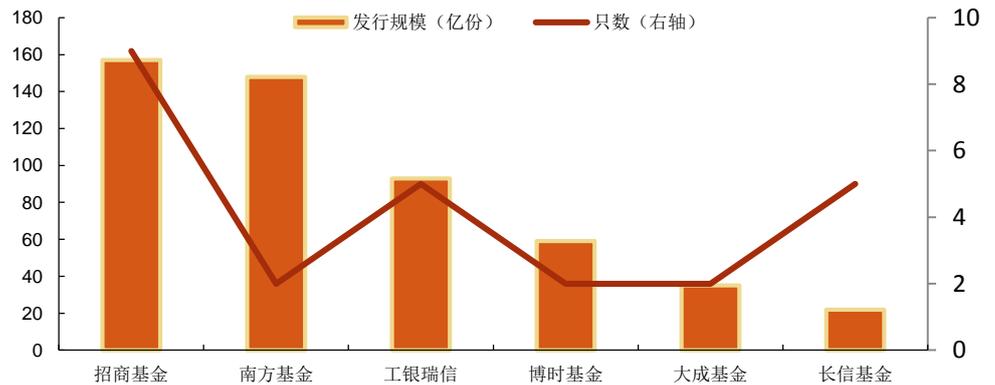
图1：券商结算模式历年统计



资料来源：Wind，申港证券研究所

今年以来，多家老牌基金公司的新发产品采用了券商结算模式，如博时基金、招商基金、南方基金等。其中，多只产品规模超 50 亿，侧面证实了券商的代销能力。南方基金的南方兴润价值一年持有 A，发行规模 117 亿，工银瑞信基金的工银瑞信战略远见 A，发行规模 60 亿。

图2：2021 年部分老牌基金公司采取券商结算模式新产品统计



资料来源：Wind，申港证券研究所

◆ 券结模式助力券商财富管理转型

在券商结算模式下，一家公募基金选择一家券商作为主代销商和交易结算服务商，基金交易所产生的佣金只能分给包含结算券商在内的 3 家券商。因此对于券商的综合实力要求较高，头部券商具备全面的研究、交易、结算和托管的业务能力，更易获得公募基金选择。

在券商结算模式下,券商能够得到的回报主要是基金产品交易产生的佣金。根据 2021 年基金半年报数据,部分担任券结模式结算服务商的券商机构,交易佣金收入颇丰。例如, Wind 数据显示,广发证券作为恒越核心精选 A 的结算服务商,上半年获取佣金收入达 1535.94 万元;还有兴业证券和湘财证券作为淳厚欣享 A 的结算服务商获取的佣金达 818 万元。

券商结算模式有利于提高证券公司在产品端的财富管理能力,获取更加优质的公募基金产品;有利于公募基金为证券公司定制高质量产品,提升客户满意度。

尽管在公募基金托管业务的市场份额中,券商结算模式仅占很小部分,但该模式已逐渐成熟并受到各界认可,有望带动券商经济业务和托管业务发展,推动券商打造交易、结算、托管、投研、代销一站式的机构主经纪商服务。

投资策略及重点推荐:我们认为券商板块将呈现震荡向上走势。券商结算模式基金规模突破 1200 亿,头部券商具备全面的研究、交易、结算和托管的业务能力,更易获得公募基金选择。券商整体估值水平当下处于历史低位。我们建议投资者关注东方财富、东方证券等财富管理转型标的和中信证券、广发证券等头部券商标的。

2. 市场回顾

自2021年10月11日至2021年10月15日收盘，非银金融板块下跌3.04%，沪深300指上涨0.04%，非银金融板块跑输沪深300指数3.04pct。

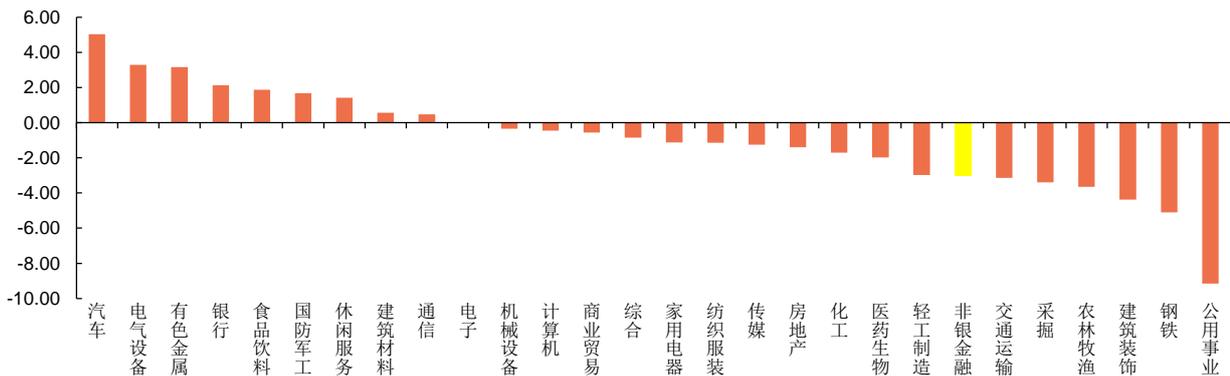
图3：非银行金融行业指数 vs 沪深300 指数



资料来源：Wind，申港证券研究所

从板块排名来看，与其他板块相比，非银金融行业本周跌幅为3.04%，在申万28个板块中位列第22位。

图4：各板块周涨跌幅对比

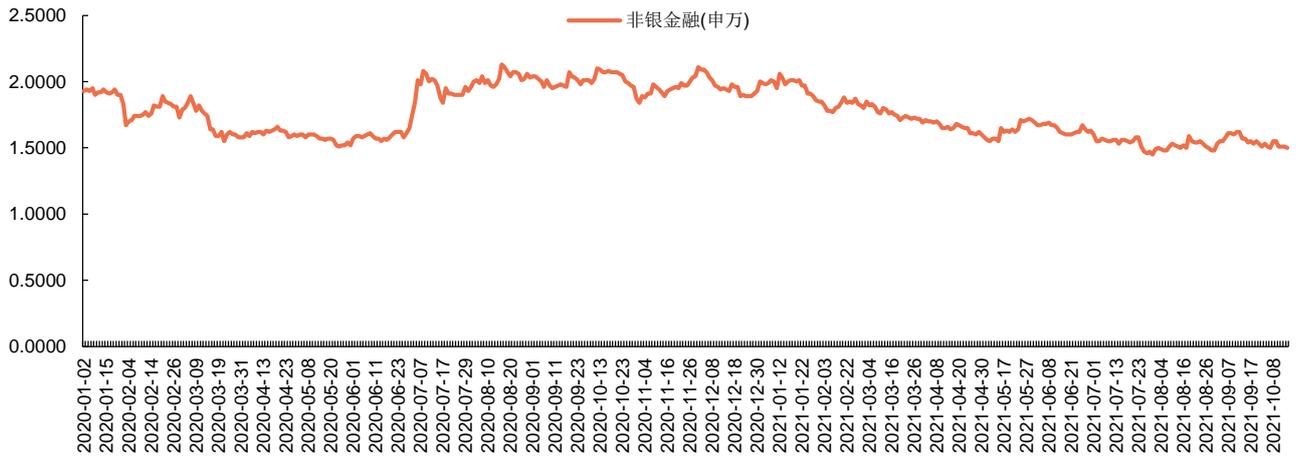


资料来源：Wind，申港证券研究所

子板块周涨跌幅分别为，证券-3.44%，保险-1.95%，多元金融-3.90%。

从PB估值来看，非银金融行业下降至1.50倍水平。子板块PB分别为，证券1.74，保险1.21，多元金融1.04。

图5：非银行金融行业 PB 估值水平下降至 1.50 倍

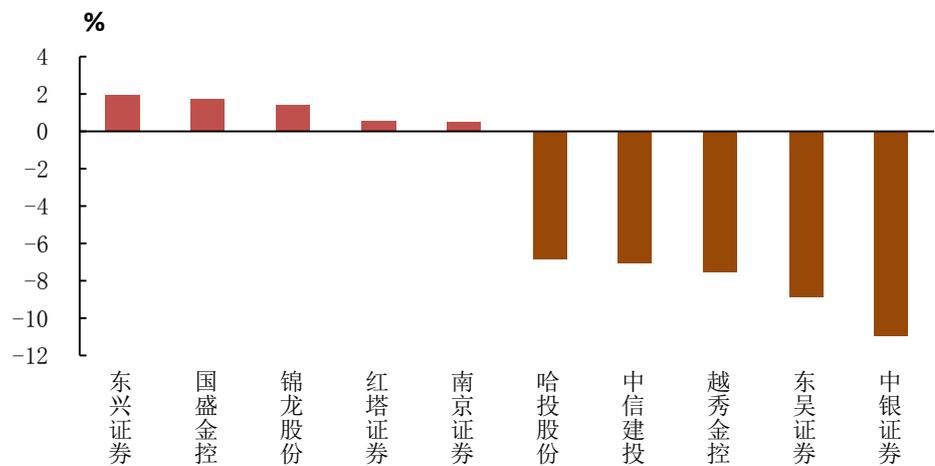


资料来源：Wind，申港证券研究所

股价涨幅前五名分别为东兴证券、国盛金控、锦龙股份、红塔证券、南京证券。

股价跌幅后五名分别为中银证券、东吴证券、越秀金控、中信建投、哈投股份。

图6：行业涨跌幅前五名公司



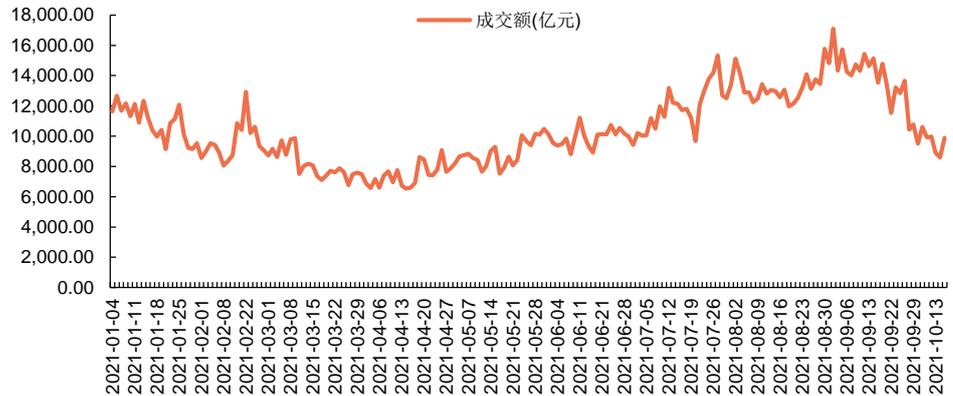
资料来源：Wind，申港证券研究所

3. 市场数据追踪

3.1 经纪业务

2021年10月11日至10月15日,日均交易额达9454.02亿元,上周同期为10603.44亿元。9月中旬交易额开始下滑,进入10月,市场活跃度仍然是下降趋势。

图7: 股市每日成交额(亿元)



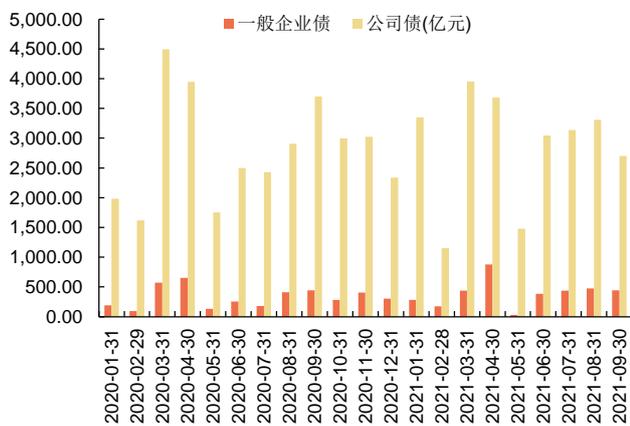
资料来源: Wind, 申港证券研究所

3.2 投行业务

2021年9月,股权方面,募集家数105家,募集资金共1117.60亿元。债权方面,企业债和公司债共募集资金3146.7亿元。

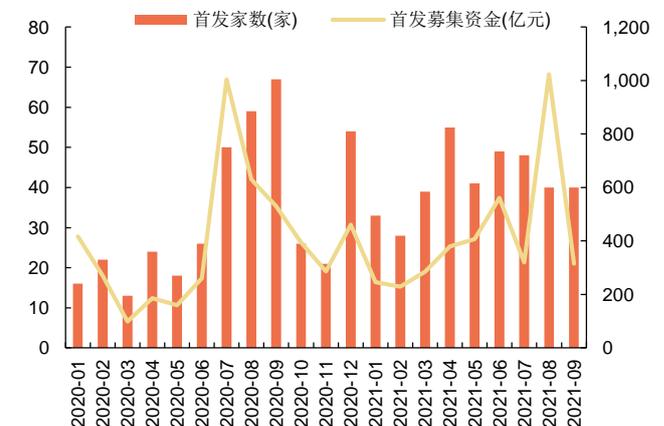
- ◆ IPO, 募集家数40家,募资315.5亿元,同比降低40.52%,环比降低69.16%。
- ◆ 增发,募集家数51家,募资584.7亿元,同比降低13.21%,环比降低5.70%。
- ◆ 一般企业债,募集资金443.1亿元,同比增长0.14%,环比降低6.74%。
- ◆ 公司债,募集资金2703.6亿元,同比降低26.95%,环比降低18.28%。

图8: 债券募集资金规模



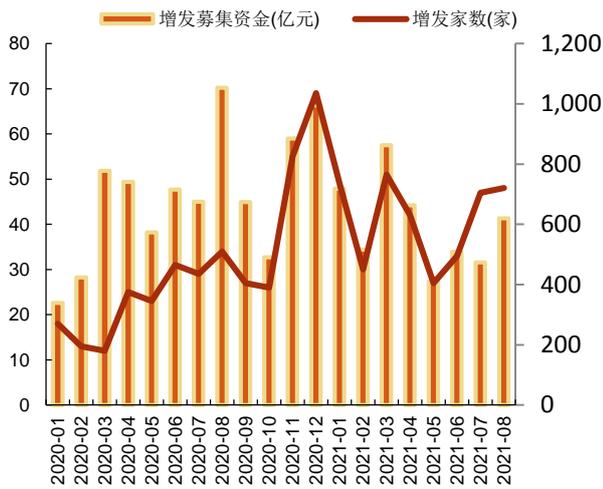
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图9: IPO 募集资金规模及家数



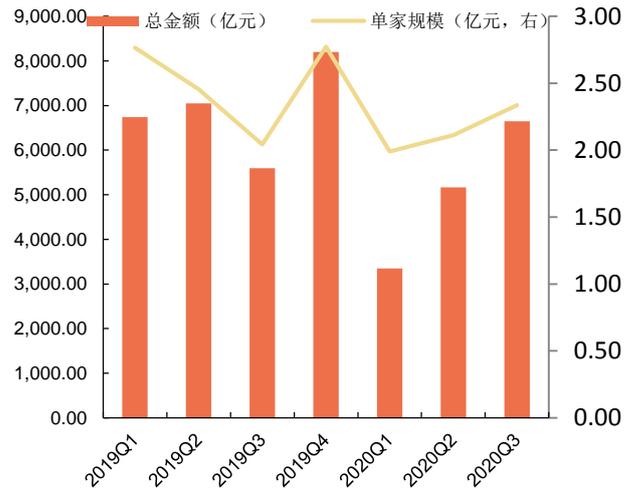
资料来源: Wind, 申港证券研究所

图10: 增发募集资金规模及家数



资料来源: Wind, 申港证券研究所

图11: 并购募集资金规模及单家规模

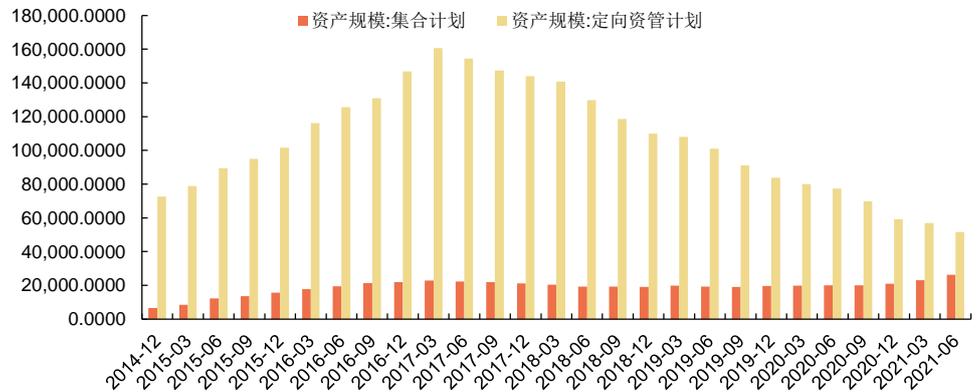


资料来源: Wind, 申港证券研究所

3.3 资管业务

2021年6月, 证券公司集合计划 26254 亿元, 定向资管计划 51562 亿元。其中, 定向资管计划规模持续降低。

图12: 资管规模走势趋稳

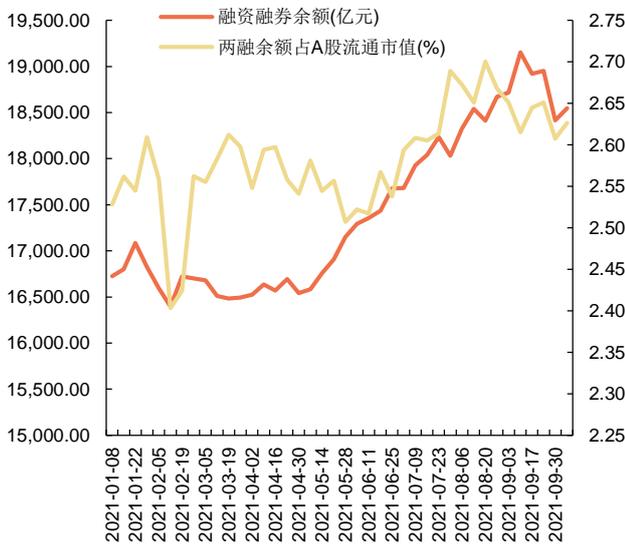


资料来源: Wind, 申港证券研究所

3.4 资本中介

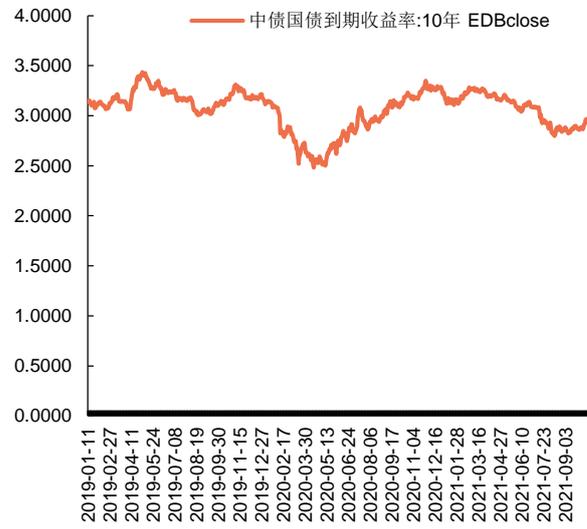
2021年10月14日，两融余额为18547亿元，上周为18542亿元，相较上周略有上升，占A股流通市值为2.63%。同期10年期国债收益率为2.9683%，上周为2.8776%。

图13：融资融券余额规模再创新高



资料来源：Wind，申港证券研究所

图14：10年期国债收益率(%)



资料来源：Wind，申港证券研究所

4. 行业新闻

券商结算模式爆发 助力券商财富管理转型

2021年是证券公司结算模式爆发之年，Wind数据显示，截至10月13日，券商结算模式发行的新基金数量已达到86只，累计首发份额超过1200亿元，均创历史新高。券商结算模式有利于提高证券公司在产品端的财富管理能力和获取更加优质的公募基金产品。

券商结算模式是一种全新的结算业态，指券商在中国结算开设结算资金账户，产品委托券商作为经纪商为其完成资金的结算交收，与基金产品传统的托管人结算模式相比，基金公司的业务对手方从银行转向了券商。2017年年底，证监会发文试点券商结算模式，要求新成立的基金公司采用券商结算模式。经过一年多发展，2019年年初试点转入常规，鼓励老基金公司的新产品也采用券商结算模式。

首只可投公募基金的非FOF普通基金获批

首只可投公募基金的非FOF普通基金——中欧招益稳健一年持有期混合基金获准发行。该产品的推出给行业带来了新的细分品种，拓宽了公募基金的投资范围，也将为“固收+”基金市场增添新的“打法”。债券类基金经理通常不擅长股票投资，通过选择投资优质权益基金，可以帮助债券基金经理享有良好的股票投资回报。同样，对权益类基金经理来说，在其部分资金缺乏可投资标的时，可以投资一些债券基金，避免资金闲置。依据《公开募集证券投资基金运作管理办法》，中欧招益稳健一年持

有期混合投资基金的比例不超过 10%。除此之外，中欧招益稳健一年持有期混合需要采取 T+0 估值，其估值效率将比 FOF 产品快一到两个工作日。

中国证券业协会发布《证券公司声誉风险管理指引》

为完善证券公司全面风险管理体系，防范证券从业人员道德风险，推动建立行业声誉约束机制，维护证券行业形象和市场稳定，中国证券业协会制定并发布《证券公司声誉风险管理指引》（以下简称《指引》）。

《指引》共五章，三十五条，主要内容包括：一是明确了《指引》的法律依据、声誉风险管理的基本原则，全面定义声誉风险，将证券经营机构行为，及其工作人员违反廉洁自律规定、职业道德、业务规范、行规行约等相关行为形成的声誉风险纳入管理范畴。二是明确声誉风险治理架构及各责任主体的职责分工，指导证券公司建立健全、职责明晰、联动协作的管理架构和运行机制，同时要求证券公司建立新闻发言人制度，规范公司新闻发布工作。三是要求证券公司建立并持续完善声誉风险管理制度和机制，在战略规划、公司治理、业务运营、信息披露、工作人员行为管理等经营管理各领域充分考虑声誉风险，从识别、评估、控制、监测、应对、报告等环节实施声誉风险的全流程管控。四是要求证券公司建立工作人员声誉约束及评价机制，从制度建设、管控部门、人事管理、信息登记、内控监督等层面加强对工作人员的声誉风险管理，同时要求公司将声誉风险纳入工作人员的考核范围，防范从业人员道德风险。五是加强自律管理，按照《指引》，协会可对证券公司声誉风险管理情况进行评估、监督和检查，对证券公司及工作人员的违规行为采取自律管理措施或纪律处分，证券公司对相关人员的问责信息应按照规定报送协会。

证券从业人数重上 34 万 从业人员结构进一步优化

中证协及东方财富 Choice 数据显示，截至日前，证券行业从业人员数量达 34.27 万，再次站上 34 万关口，较年初增员 1 万人，一般证券业务、投顾、保代的总人数出现明显增长；经纪人、分析师等数量出现下滑。证券业的发展和证券从业者密不可分，随着融资融券、场外金融衍生品等业务的开展，注册制改革的落地，证券业活跃度上升，吸引人才加入。相比较 2018 年，如今从业人员结构已进一步优化。券商也从传统证券经纪商或承销商向多元化、综合性金融服务商转变，含金量高的岗位人员数量正在持续增加。另一方面，随着科技进步、人工智能对证券行业带来渗透和冲击，近年来“金融科技”已成为各家券商重点布局领域，信息技术（IT）人才颇为吃香。多家券商在校园招聘中新设“金融科技”招聘专场。

合格境外投资者可参与金融衍生品新增三类

证监会 10 月 15 日消息，经商人民银行、外汇局，近日，证监会公布合格境外投资者可参与金融衍生品交易品种，新增开放商品期货、商品期权、股指期货三类品种，参与股指期货的交易目的限于套期保值交易，自 2021 年 11 月 1 日施行。证监会表示，扩大合格境外投资者投资范围，是落实在岸市场制度改革、进一步扩大境内证券市场开放的重要举措，将为境外投资者提供更多避险产品和配置工具，有助于吸引更多境外资金，提高境内资本市场国际影响力。相关品种自上市以来总体运行平稳，功能发挥明显，具备开放基础。证监会表示，后续将会同人民银行、外汇局持续评估，推动适时开放更多品种，坚定不移深化资本市场对外开放。

4. 上市公司重要公告

4.1 公司债

10-13

广发证券：公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券(第五期)发行规模不超过人民币 90 亿元(含 90 亿元)，品种一票面利率为 3.30%，品种二和品种三未发行。

4.2 公司短期融资券

10-14

东方财富：公司子公司东方财富证券股份有限公司发行 2021 年度第七期短期融资券，实际发行总额 10 亿元，票面利率 2.78%，其将于 2022 年 4 月 14 日兑付。

10-15

中国银河：公司完成 2021 年度第十一期短期融资券发行。该期融资券的发行规模为人民币 30 亿元，面值及发行价均为每单位人民币 100 元。该期融资券的期限为 91 天，最终票面利率为 2.60%。该期融资券发行所募集的资金将用于补充公司营运资金。

4.3 公司增资

10-15

越秀金控：公司控股子公司广州资产管理有限公司(以下简称“广州资产”)增资项目已公开挂牌，穗恒运同意以自有或者自筹资金参与广州资产本次增资项目，投资不超过 5.34 亿元，持股不低于 5%(最终以广州资产实际增资结果为准)。穗恒运是公司持股 5%以上的股东，如穗恒运参与广州资产增资，将构成公司与关联方共同投资。

5. 风险提示

- ◆ 资本市场监管加强的风险；
- ◆ 市场竞争加剧的风险；
- ◆ 疫情控制不及预期。

分析师简介

王源，男，现任职于申港证券，研究方向为非银金融，证书编号：S1660521040001。北京大学金融硕士，3年多层次资本市场研究工作经验，参与过证监会、北京市金融局区域性股权市场课题研究，对多层次资本市场改革领域有深入理解。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由申港证券股份有限公司研究所撰写，申港证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申港证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供申港证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

申港证券行业评级体系：增持、中性、减持

增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5% 以上
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上

市场基准指数为沪深 300 指数

申港证券公司评级体系：买入、增持、中性、减持

买入	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 15% 以上
增持	报告日后的 6 个月内，相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间
中性	报告日后的 6 个月内，相对于市场基准指数收益率介于 -5%~+5% 之间
减持	报告日后的 6 个月内，相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上