

# 证券

证券研究报告

2021年12月04日

## 多重政策利好落地, 叠加“适时降准”, 或进一步推升行业景气!

**投资建议:** 近日密集发布了多项对券商有重大影响的政策, 包括开启券商账户管理功能优化试点、允许保险资金参与证券出借业务、出台收益互换业务管理办法等。我们认为, 相关政策的落地印证了监管部门在深化资本市场改革的决心, 券商作为核心载体将持续受益, 我们坚定推荐华泰, 建议关注中金公司 H!

同时, 总理在会见 IMF 总裁时提出“围绕市场主体需求制定政策, 适时降准”, 未来降准落地或将进一步释放市场动能。

### 1、券商账户管理功能优化试点开启, 一体化账户体系逐步搭建

此前券商的账户体系分割为经纪、信用、期权、基金投顾等各类资金账户, 实际操作较为复杂, 此次功能优化将从建立综合客户账户、允许同名划转、分类账户管理等方面开展, 将有效提升现有账户模式的便利性。中金财富、华泰等 10 家券商为首批试点券商, 我们认为, 新账户体系将推动券商更好利用客户资源和拓展业务链条, 综合金融服务将增强客户黏性, 推动财富管理业务发展。

### 2、保险资金获准参与证券出借, 券源松绑打开业务成长空间

继社保基金、银行、券商、公募基金之后, 保险资金参与证券出借资格放开, 获准参与境内转融通出借、债券出借、境外证券出借等。截至 12 月 2 日, 沪深两市两融余额 1.85 万亿元, 其中融券余额 1210 亿元, 占比 6.6%, 与美国相比有较大提升空间 (2020 年该比例平均为 26.3%)。此前制约融券业务发展的主要因素在于供给不足, 我们认为, 新规将极大丰富券源、推动市场多空机制完善, 释放券商业务空间, 而新规同时规定仅 A 类以上券商可参与约定申报方式融券, 业务集中度或进一步提升, 头部券商显著获益。

### 3、收益互换管理办法+衍生品新规落地, 推动场外衍生品业务有序良性长远发展

我们认为收益新规主要影响为:

1) 规定场外互换与场外交易商牌照挂钩, 并且没有进行一级和二级交易商在互换业务层面的区分;

2) 本次规定限制了互换产品挂钩私募净值的模式 (此前私募通过该方式加杠杆, 券商通过认购私募产品、由私募管理人在私募经纪账户中交易, 以对冲头寸), 目前市场较多的 AB 款模式将成为历史。我们判断, 此次新规主要体现穿透和有效监控杠杆率的监管思路。

衍生品新规方面, 我们判断其核心在于正面引导行业良性有序发展, 通过四部委联合发文, 强调衍生品业务在资本市场的重要地位。意见稿中的内容, 包括衍生品的特点, 监管组织体系、交易报告库等基础设施, 与现有运行并无相悖, 鼓励意义大于作用。

在机构化、权益化的大趋势下, 机构资金的风险对冲需求旺盛, 场外衍生品业务高成长性凸显, 10 月存续收益互换名义本金环比+3.8%, 达 9831 亿元, 较年初+89%, 创历史新高。而该业务对资本实力、专业能力等要求较高, 中金、华泰将进一步扩大优势!

**风险提示:** 资本市场大幅波动; 资本市场改革进展不及预期

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级 强于大市

作者

**夏昌盛** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110518110003  
xiachangsheng@tfzq.com

**周颖婕** 分析师  
SAC 执业证书编号: S1110521060002  
zhouyingjie@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 聚源数据

相关报告

- 1 《证券-行业研究周报:第二批试点券商陆续展业, 基金投顾“量变”进行时》 2021-11-28
- 2 《证券-行业深度研究:C+F 端双向协同, 把握高成长性私募赛道机会! ——详解为何看好中金、华泰》 2021-11-19
- 3 《证券-行业专题研究:券结基金的现状与潜力》 2021-11-12

## 重点标的推荐

股票 代码	股票 名称	收盘价 2021-12-03	投资 评级	EPS(元)				P/E			
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
601688.SH	华泰证券	16.43	买入	1.19	1.42	1.67	1.87	13.81	11.57	9.84	8.79

资料来源：天风证券研究所，注：PE=收盘价/EPS

## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

## 投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

## 天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际 客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号 平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com