

推荐 (维持)

重点公司	股票代码	评级
香港交易所	00388.HK	买入
中金公司	03908.HK	未评级
中信证券	06030.HK	未评级
华兴资本控股	01911.HK	审慎增持

2021 年港股证券行业中期投资策略:

## 新鱼带来活水，寻找成长性券商标的

2021 年 6 月 9 日

### 投资要点

#### 1. 港股证券行业回顾：市场交投、IPO 活跃，带动证券行业整体业绩高增长

- **在港中资券商：**2020 年，港股市场交投活跃度持续提升推动经纪业务大幅增长；受益中概股回归和新经济公司持续赴港上市，股权融资业务保持高速增长；得益于 2020 年下半年债券和股票市场的牛市，券商投资收益大幅提升。
- **A+H 股券商：**2020 年 A 股券商行业整体业绩增长，经纪业务与投行业务增长最为强劲。A+H 股券商总体上盈利优于行业平均水平。经纪：沪深两市成交额大幅提升，带动 A+H 券商经纪收入提升。2020 年经纪业务收入 1,161.1 亿元，同比增长 47.4%。投行：科创板及创业板注册制发行持续为投行业务带来增量。2020 年投行收入 672.1 亿元，同比增长 39.3%。

#### 2. 高质量发展起步，监管持续支持打造航母级券商

- **证券行业进一步迈向高质量发展：**2021 年 5 月 22 日，证监会主席易会满在讲话中指出，证券行业高质量发展已经起步，未来证券行业必须准确把握高质量发展的本质内涵，紧紧围绕主责主业，在做专做优做强上更加努力，证券行业进一步迈向高质量发展。
- **监管持续支持建设航母级券商：**鼓励市场化并购，并有望进一步对资产质量好的头部券商在相关风控指标管理上松绑，提高资金利用率进而提升 ROE。
- **香港市场的机遇与挑战**
- **港股市场全面受益于中概股回归和新经济上市：**《外国公司问责法案》通过，中概股有望大量回归。港交所继续优化上市制度将继续吸引中概股和新经济来港上市，有望推动港股市场 IPO 继续保持前列，而优质底层公司资产不断提振市场成交。2021Q1，香港市场日均成交额 TOP10 公司中，新经济占比上升到 35%。同时，恒指结构持续优化，纳入更多新经济公司，而新经济公司不断吸引内地资金进一步进入香港市场，为市场扩容，港股市场吸引力持续提升。
- **A+H 券商长期获资本市场改革红利：**注册制改革稳步推进，创业板注册制落地，主板注册制全面推行可期，将利好投行业务布局深厚以及在港美股积累了注册制经验的头部券商。公募牌照“一参一控”限制放宽，券商资管公募牌照申请有望放开，资管继续向主动管理转型。
- **金融科技赋能，拥抱券商数字化时代：**头部券商已从战略高度布局金融科技，互联网券商如富途控股乘势崛起；传统券商通过内部投入+外部合作，持续推进金融科技赋能。

#### 4. 2021 年港股券商行业中期投资策略：寻找具有成长性的港股券商

- **在港中资券商投资策略：**中概股大量回归，IPO 持续领先，利好券商投行股权承销业务；新经济公司占比和南下资金交易升高，市场交投活跃度提升，利好港交所二级市场交易业务和券商经纪业务。
- **A+H 股券商投资策略：**注册制有望全面落地，持续享受资本市场改革红利，利好投行业务；监管持续支持建设航母级券商，鼓励市场化并购。

**5. 重点公司：**全面受益于中概股回归，成长性可期的港交所 (00388.HK)；投行业务保持龙头地位，业务结构逐步多元化的中金公司 (03908.HK)；最具航母级龙头券商潜质的中信证券 (06030.HK)；投资收益驱动盈利大幅提升，投行项目储备丰富蓄势待发的华兴资本控股 (01911.HK)。

**风险提示：**1) 市场波动影响投资收益；2) 证券发行政策落地效果不达预期；3) 外资进入带来更大竞争压力；4) 中资在港券商开展业务调整不及预期，市场剧烈波动下减值损失进一步扩大

### 海外研究

分析师：

张博

zhangboyjs@xyzq.com.cn

SFC:BMM189

SAC: S0190519060002

联系人：

迟玉怡

chiyuqi@xyzq.com.cn

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

Mid-term Investment Strategy for H-shares in the Securities Industry in 2021:

# Overweight

(Maintained)

## Finance

### Analyst

Bo Zhang

zhangboyjs@xyzq.com.cn

SAC: S0190519060002

SFC: BMM189

### Contact

Yuyi Chi

chiyuyi@xyzq.com.cn

## New Fishes Bring Running Water, Seeking Target Brokers with Growth Potential

09/06/2021

### Review

- **Hong Kong-based Brokers:** The increasing trading activity contributed to the growth of brokerage business in 2020. Benefiting from the return of overseas-listed Chinese firms and the continued listing of new economy companies in Hong Kong, the investment banking business maintained rapid growth. With bonds and stocks in bull markets in 2020H2, investment income of brokers has increased dramatically.
- **A+H Brokers:** The overall profitability of A+H share brokers outperformed the industry average. **Brokerage:** The turnover of the Shanghai and Shenzhen stock exchanges increased significantly, driving brokerage revenue increase of A+H share brokers. In 2020, the revenue of brokerage business has reached 116.11 billion RMB with a YoY increase of 47.4%. **Investment Banking:** The Registration-based IPO system on STAR Market and GEM continues to bring incremental growth to the investment banking business. In 2020, the underwriting and sponsorship commission increased by 39.3% YoY to 67.2 billion RMB.

The securities industry is further striving for high-quality development and the regulator continues to support the growth of leading securities firms.

### Opportunities and challenges in the Hong Kong market

- **Hong Kong Stock Market benefits greatly from the return of overseas-listed Chinese firms and the listing of new economy companies.** Approval of "HFCAA" is expected to result in massive return of overseas-listed Chinese firms. The continuous reform of the listing system on the HKEX will further attract overseas-listed Chinese firms and new economy companies to list in Hong Kong, and will promote the IPO in HK market to remain at the forefront. Moreover, high-quality companies will boost trading activities. In 2021 Q1, among the top 10 ADT companies in HK market, the proportion of the new economies has risen to 35%. Meanwhile, the HSI continues to be optimized, incorporating more new economy companies and attracting mainland capital to flow into HK market.
- **A+H share brokers have long been rewarded with capital market reform.** The registration-based IPO system reform has been steadily promoted. The registration-based IPO system has been implemented in GEM, and is expected to be fully implemented in mainboard. Leading securities firms with fine investment banking business layouts and abundant experience of registration system in HK and US markets will benefit more from this trend. The license restrictions on public offering based on "1+1 principle" are relaxed, and the license application for securities asset management business of public issuance will be more accessible. Asset management will transform to be active one.
- **Financial technology empowers brokers.** Leading brokers have invested in financial technology from a strategic point of view. The Internet brokers such as Futu Holdings have taken advantage of the digital era; traditional brokers have continued to promote financial technology through both input and external cooperation.

### Mid-term investment strategy for H-shares in the Securities Industry in 2021: Seeking H-share brokers with growth potential

- **Hong Kong-based Brokers:** Massive return of overseas-listed Chinese firms is expected to promote the IPO in HK market to remain at the forefront, and thus benefits the equity underwriting business of brokers. The rising proportion of new economy companies and the increasing trading volume via mainland capital boost market trading activities, which benefits trading business in HKEX and brokerage business of securities companies.
- **A+H brokers:** The registration-based IPO system is expected to be fully implemented, and brokers are able to enjoy the dividends of capital market reform, which benefits investment banking business. The regulator will continue supporting the growth of leading brokers and encourage market-oriented M&As.

**Core underlying securities:** HKEX (00388.HK), CICC (03908.HK), CITICS (06030.HK), and China Renaissance Holdings (01911.HK).

**Potential risks:** 1). Market fluctuations affect investment income; 2). Impacts of the securities issuance policy fall short of expectations; 3). Greater competition pressure is brought by foreign investment banks; 4). The adjustment of margin business of Chinese securities companies in Hong Kong doesn't meet expectations, and the impairment loss is further enlarged under drastic market fluctuations.

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 2 -

## 目 录

1、港股证券行业回顾：市场交投、IPO 活跃，带动证券行业整体业绩高增长	- 6 -
1.1、行情回顾：2021 年以来非银板块跑输大盘	- 6 -
1.2、港股证券行业经营状况回顾	- 8 -
2、高质量发展起步，监管持续支持打造航母级券商	- 14 -
2.1、证券行业进一步迈向高质量发展	- 14 -
2.2、监管持续支持建设航母级券商	- 15 -
3、香港市场的机遇与挑战	- 20 -
3.1、港股市场全面受益于中概股回归和新经济上市	- 20 -
3.1.1、中概股回归推动港股市场 IPO 继续保持前列	- 20 -
3.1.2、新经济占比提升，叠加恒指结构优化，港股对全球资金吸引力进一步提升	- 25 -
3.1.3、香港衍生品市场蓬勃发展，有望成为全球风险管理中心之一	- 27 -
3.1.4、中资美元债发行规模回暖，美元宽松下指数走高	- 28 -
3.2、A+H 股券商长期获资本市场改革红利	- 29 -
3.2.1、投行：注册制有望全面落地，资本市场改革红利持续释放	- 29 -
3.2.2、经纪：涨跌幅限制和投资者门槛放宽，推动市场交投活跃度提升	- 31 -
3.2.3、资管：券商公募牌照有望放开，资管继续向主动管理转型	- 32 -
3.3、金融科技赋能，拥抱券商数字化时代	- 34 -
4、投资策略：寻找具有成长性的港股券商	- 34 -
4.1、在港中资券商投资策略	- 34 -
4.2、AH 券商投资策略	- 35 -
4.3、港股券商估值低位	- 35 -
5、重点公司	- 37 -
5.1、香港交易所：新鱼带来活水，港交所成长性可期	- 37 -
5.2、中金公司：投行业务保持龙头地位，业务结构逐步多元化	- 38 -
5.3、中信证券：多业务实现大幅增长，投行保持行业第一	- 39 -
5.4、华兴资本控股：新经济带动投资银行业务发展，资产管理业务占比首次过半	- 40 -
5.5、重点公司盈利预测与估值表	- 42 -
6、风险提示	- 42 -

## 图表目录

图 1、有关指数相对走势跟踪（2021.1.4-2021.6.8）	- 6 -
图 2、纯港股券商涨跌幅（2021.1.4-2021.6.8）	- 7 -
图 3、A+H 股券商涨跌（2021.1.4-2021.6.8）（港股）	- 7 -
图 4、香港证券行业总收入及同比增速	- 8 -
图 5、香港证券行业净利润及同比增速	- 8 -
图 6、香港证券行业收入按性质分	- 8 -
图 7、香港证券行业收入结构	- 8 -
图 8、联交所股本证券日均成交额及同比增速	- 9 -
图 9、港股通（南向）日均成交额及同比增速	- 9 -
图 10、沪股通/深股通（北向）日均成交金额	- 9 -
图 11、香港市场 IPO 融资规模及数量	- 10 -
图 12、2020 年新上市企业行业分布情况（按募资额）	- 10 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图 13、	亚洲（除日本）G3 高收益债发行规模.....	- 11 -
图 14、	中资美元债彭博巴克莱指数 .....	- 12 -
图 15、	主要在港中资券商 2020A 投资收益.....	- 12 -
图 16、	主要中资在港券商保证金业务减值拨备余额.....	- 12 -
图 17、	主要中资券商保证金业务余额 .....	- 12 -
图 18、	证券行业营业收入及同比增速 .....	- 13 -
图 19、	证券行业净利及同比增速 .....	- 13 -
图 20、	A+H 券商 2020A 收入及同比增速.....	- 14 -
图 21、	A+H 券商 2020A 净利润及同比增速.....	- 14 -
图 22、	A+H 股券商 ROE 及行业平均 ROE .....	- 14 -
图 23、	A+H 券商流动性覆盖率 .....	- 17 -
图 24、	A+H 券商净稳定资金率 .....	- 17 -
图 25、	中国历年证券公司数量 .....	- 17 -
图 26、	CR10、CR5 营业收入和净利润行业占比 .....	- 17 -
图 27、	中概股市值构成 .....	- 21 -
图 28、	图 5、港股通（南向）日均成交额及占比.....	- 26 -
图 29、	2018 年至今 IPO TOP14 公司现货日均成交占比.....	- 26 -
图 30、	已回归中概股回归日至 5 月 21 日港股日均交易额.....	- 26 -
图 31、	亚洲（除日本）G3 高收益债发行规模.....	- 28 -
图 32、	中资美元债彭博巴克莱指数 .....	- 28 -
图 33、	CR3 和 CR10 首发承销金额市占率 .....	- 30 -
图 34、	主要券商首发承销金额市占率 .....	- 30 -
图 35、	头部券商 IPO 项目储备 .....	- 30 -
图 36、	头部券商科创板项目储备 .....	- 31 -
图 37、	头部券商创业板项目储备 .....	- 31 -
图 38、	科创板与创业板每日成交额 .....	- 32 -
图 39、	券商 Q4 主动管理资产月均规模 TOP10 .....	- 33 -
图 40、	券商主动管理资产月均规模占比 .....	- 33 -
图 41、	券商行业 A 股 PB 和 A+H 券商港股 PB .....	- 36 -
图 42、	券商行业 A 股 PE 和 A+H 券商港股 PE .....	- 36 -
图 43、	港交所各业务部分收入 .....	- 38 -
图 44、	港交所 IPO 金额及数量 .....	- 38 -
图 45、	中金公司营业收入按类别 .....	- 39 -
图 46、	中金公司资管净手续费及佣金及同比增速.....	- 39 -
图 47、	中信证券营业收入按类别 .....	- 40 -
图 48、	中信证券股权承销业务主承销金额及数量.....	- 40 -
图 49、	华兴资本各业务部门收入 .....	- 41 -
图 50、	华兴资本投资管理部门收入 .....	- 41 -
表 1、	证券公司 A+H 股股价对比（截至 2021 年 6 月 8 日）.....	- 7 -
表 2、	香港市场 2020 年度 IPO 融资承销规模 TOP20.....	- 10 -
表 3、	主要中资机构在港股市场亚洲（除日本）G3 高收益债承销规模及排名.....	- 11 -
表 4、	2020A 主要中资在港券商经营情况（单位：亿港元） .....	- 13 -
表 5、	《证券公司风险控制指标计算标准规定》调整内容.....	- 16 -
表 6、	高盛公司重要兼并收购活动 .....	- 18 -
表 7、	美林公司重要兼并收购活动 .....	- 19 -
表 8、	中概股（潜在）回归名单（节选市值 100 亿美元以上） .....	- 20 -
表 9、	已回归中概股 ADR 转换情况 .....	- 22 -
表 10、	已回归中概股承销情况 .....	- 24 -

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 4 -

表 11、2021 年以来美股上市中概股（节选中资机构参与承销的中概股） .....	25 -
表 12、2021Q1 注册制上市首发募资金额 TOP10 .....	30 -
表 13、目前公募基金牌照持牌券商名单 .....	33 -
表 14、券商行业估值表 .....	36 -
表 15、A+H 证券公司港股折价情况（截至 2021 年 6 月 8 日） .....	37 -
表 16、港交所主要财务数据 .....	37 -
表 17、华兴资本控股主要财务数据 .....	40 -
表 18、重点公司盈利预测与估值表（2021 年 06 月 08 日） .....	42 -



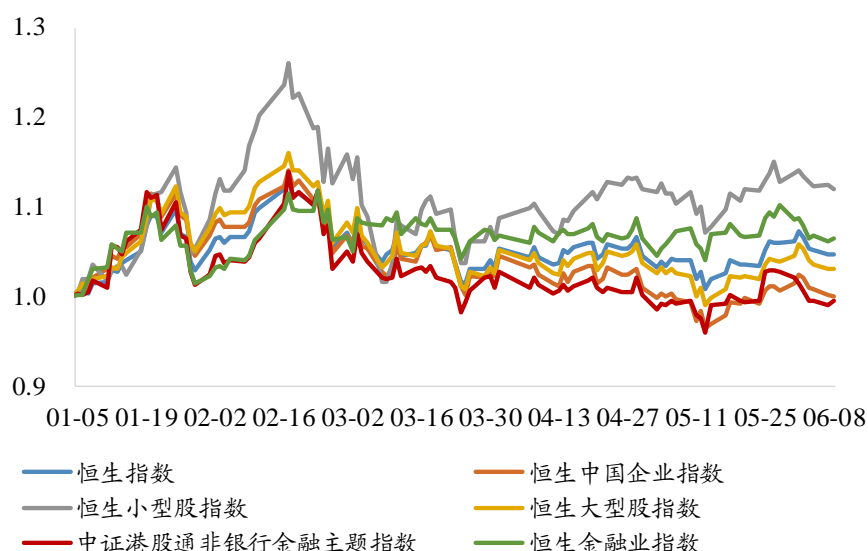
## 报告正文

## 1、港股证券行业回顾：市场交投、IPO 活跃，带动证券行业整体业绩高增长

### 1.1、行情回顾：2021 年以来非银板块跑输大盘

**年内非银板块跑输大盘。**年内（2021.1.4-2021.6.8），恒生指数上涨 5.7%，其中，恒生金融业指数上涨 6.9%，主要由银行板块拉动。我们选取了中证港股通非银行金融主题指数（931024.CSI）作为非银主题指数代表港股非银板块情况。中证港股通非银行金融主题指数年内上涨 1.2%，跑输大盘 4.5pcts。

图1、有关指数相对走势跟踪（2021.1.4-2021.6.8）



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

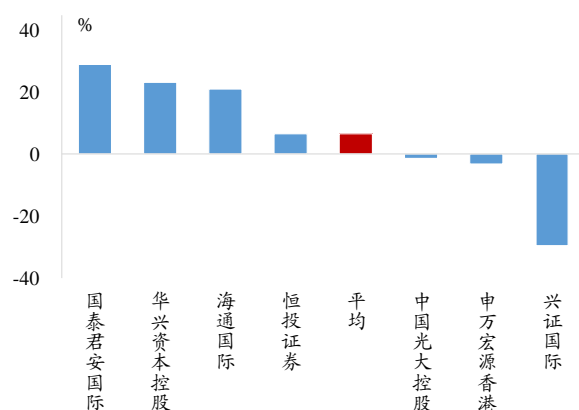
**A+H 股券商板块跑输大盘, 但纯港股券商<sup>1</sup>整体跑赢大盘。**年内（2021.1.4-2021.6.8）纯港股券商股价平均上涨 6.6% 而跑赢大盘，A+H 股券商的港股股价平均下跌 0.05% 而跑输大盘。其中，年内涨幅最大的三家为：国泰君安国际（29.1%）、华兴资本控股（23.2%）、海通国际（21.0%）。

**券商 A+H 股溢价幅度持续处于高位。**对于 14 家同时在 A 股上市的证券公司，A 股较 H 股溢价前三位为：国联证券（78.8%）、中信建投证券（75.4%）、中州证券（74.4%），溢价后三位为：中信证券（32.8%）、HTSC（42.6%）、广发证券（44.8%）。

<sup>1</sup> 纯港股券商，指的是仅在港股上市的中资券商或中资券商孙公司，大多为国内券商在香港设立的境外上市金融企业，例如海通国际、兴证国际，不同于 A+H 股（A 股港股两地同时上市的）券商。

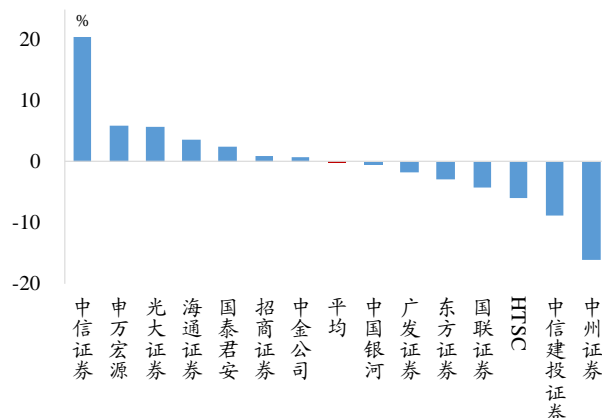
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

图2、纯港股券商涨跌幅（2021.1.4-2021.6.8）



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图3、A+H 股券商涨跌幅（2021.1.4-2021.6.8）（港股）



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、证券公司 A+H 股股价对比（截至 2021 年 6 月 8 日）

代码	公司	年初 收盘价	当前 收盘价	年内 涨跌幅	年内换 手率	相对于恒 生指数涨 跌幅	相对于恒生 金融指数涨 跌幅	年初 A-H 股 溢价	当前 A-H 股溢价
		(港元)	(港元)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
03908.HK	中金公司	21.80	21.95	0.69	0.93	-5.00	-6.18	76.01	69.6
06030.HK	中信证券	17.54	21.15	20.58	1.12	14.89	13.71	50.49	32.8
06886.HK	HTSC	12.34	11.60	-6.00	1.14	-11.69	-12.87	43.66	42.6
02611.HK	国泰君安	11.16	11.44	2.51	0.30	-3.18	-4.36	47.80	46.1
06837.HK	海通证券	6.95	7.20	3.60	0.66	-2.10	-3.27	55.83	49.3
01776.HK	广发证券	10.78	10.58	-1.86	0.54	-7.55	-8.72	45.49	44.8
06099.HK	招商证券	11.62	11.72	0.86	0.22	-4.83	-6.01	59.50	52.0
06066.HK	中信建投证券	10.78	9.82	-8.91	1.17	-14.60	-15.77	78.81	75.4
03958.HK	东方证券	5.46	5.30	-2.93	0.25	-8.62	-9.80	61.16	55.6
06881.HK	中国银河	4.80	4.78	-0.42	0.57	-6.11	-7.29	68.24	63.6
06178.HK	光大证券	6.87	7.26	5.68	3.98	-0.02	-1.19	69.06	68.8
01375.HK	中州证券	1.85	1.55	-16.22	0.46	-21.91	-23.08	80.26	74.4
06806.HK	申万宏源	2.18	2.31	5.96	0.17	0.27	-0.91	65.93	59.6
01456.HK	国联证券	4.01	3.84	-4.24	0.92	-9.93	-11.11	84.06	78.8
01911.HK	华兴资本控股	16.80	20.70	23.21	0.21	17.52	16.35	N/A	N/A
01788.HK	国泰君安国际	1.03	1.33	29.13	0.15	23.43	22.26	N/A	N/A
00665.HK	海通国际	1.86	2.25	20.97	0.10	15.27	14.10	N/A	N/A
00165.HK	中国光大控股	10.14	10.00	-1.38	1.13	-7.07	-8.25	N/A	N/A
00218.HK	申万宏源香港	1.00	0.97	-3.00	0.04	-8.69	-9.87	N/A	N/A
06058.HK	兴证国际	0.30	0.21	-29.33	0.00	-35.03	-36.20	N/A	N/A
01476.HK	恒投证券	2.67	2.85	6.74	0.00	1.05	-0.13	N/A	N/A
平均				2.17					

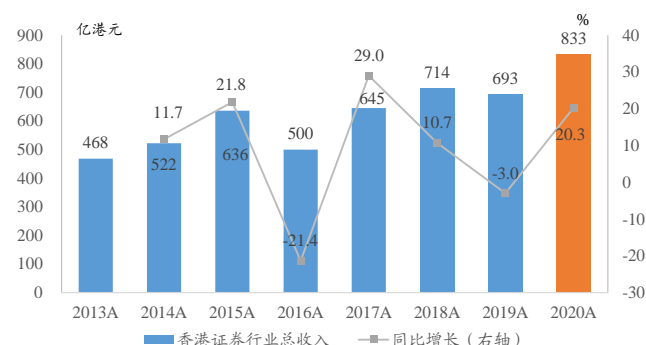
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 1.2、港股证券行业经营状况回顾

### 1) 香港证券行业 2020 年收入和净利大幅增加

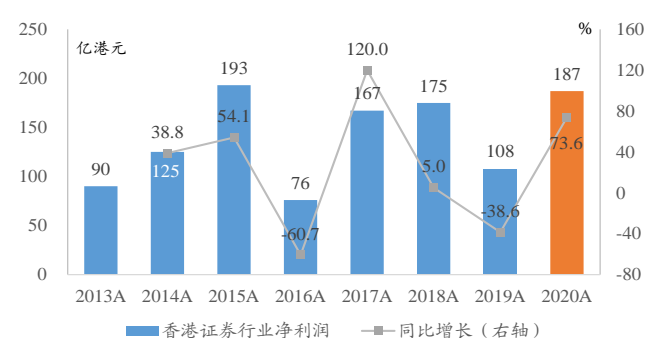
根据香港证监会官网披露数据，行业 2020 年实现营业收入 833 亿港元，同比上升 20.3%，实现净利润 187 亿港元，同比上升 73.6%。其中，来自证券交易的净佣金收入 237 亿港元，同比增加 46.5%，占总营收比重 28.4% (+5.0pct)；利息收入达到 179 亿港元，占总收入比重达 21.5% (-6.7pct)；另外，其他收入为 379 亿港元，占比 45.5% (-0.9pct)；自营交易净盈亏为 38 亿港元，占比 4.6% (+2.5pct)。

图4、香港证券行业总收入及同比增速



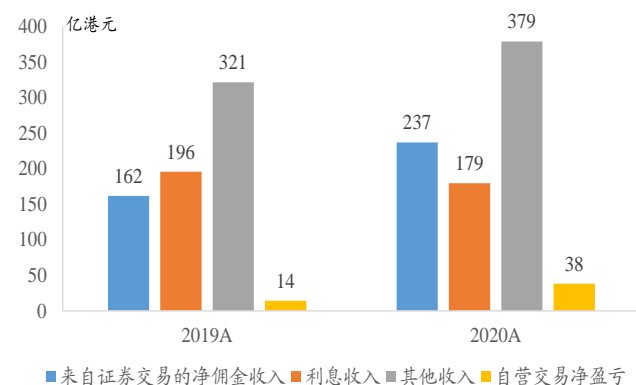
资料来源：香港证监会，兴业证券经济与金融研究院整理

图5、香港证券行业净利润及同比增速



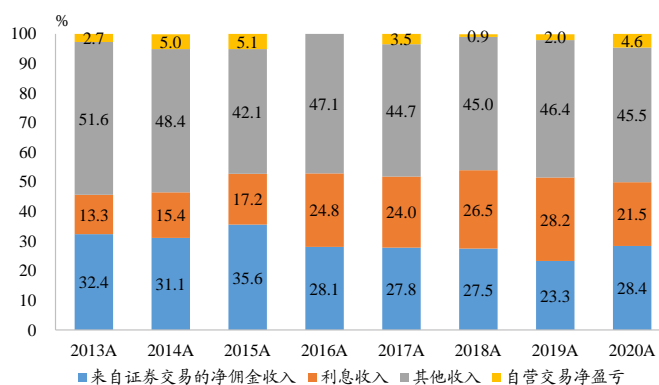
资料来源：香港证监会，兴业证券经济与金融研究院整理

图6、香港证券行业收入按性质分



资料来源：香港证监会，兴业证券经济与金融研究院整理

图7、香港证券行业收入结构



资料来源：香港证监会，兴业证券经济与金融研究院整理

### 2) 受益于市场交投活跃度提升，主要在港券商经纪业务大幅增长

根据港交所披露的数据，2020 年香港市场日均成交额 1,294.8 亿港元，同比增长 48.6%。其中联交所股本证券日均成交额为 1,109 亿港元，同比增长 60.3%。互联互通日均成交额再创新高，Wind 数据显示，2020 年度，北上资金总成交额为 21.1 万亿元，同比增长 116.1%，日均成交额 912 亿元（其中沪股通 391 亿元，深股通 521 亿元），同比增长 118.7%；南下资金成交额 5.5 万亿港元，同比增长 121.9%，

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



日均成交 242 亿港元（其中沪港通 130 亿港元，深港通 112 亿港元），同比增长 124.3%。

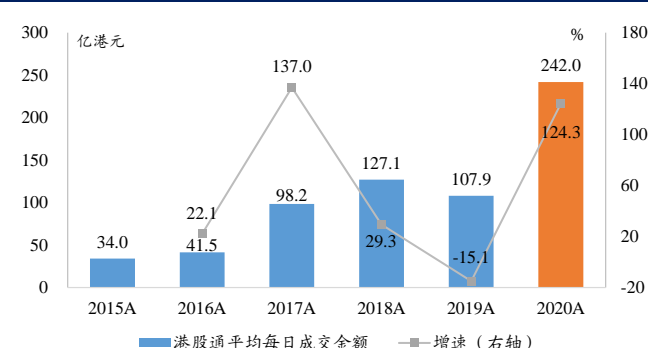
图8、联交所股本证券日均成交额及同比增速



资料来源：港交所财报，兴业证券经济与金融研究院整理

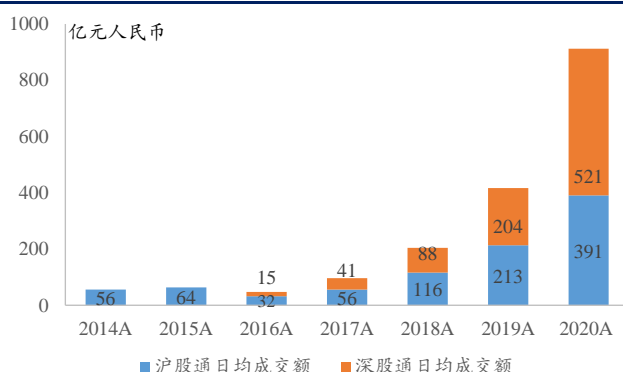
注：股本证券含港股通，不含牛熊证等衍生权证

图9、港股通（南向）日均成交额及同比增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图10、沪股通/深股通（北向）日均成交金额



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3) 受益于中概股、新经济公司赴港上市，股权融资业务有较大增长，债券发行受市场波动影响有所下降

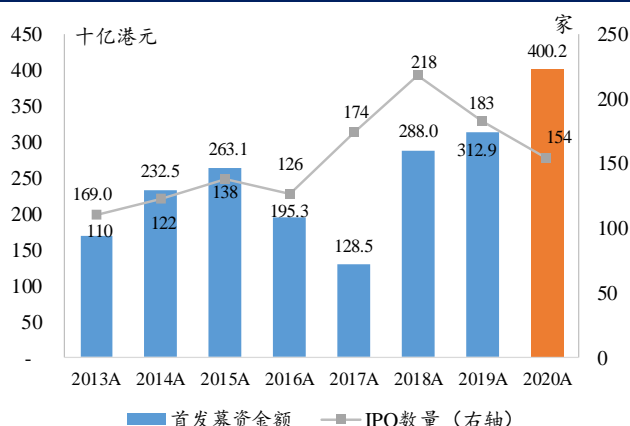
2020 年度，中国香港市场新上市公司达 154 家，共募集资金 4,002 亿港元，同比增长 27.9%，是 2010 年以来最高的单一年度集资额，位列全球第二，主要受益于新经济公司大量上市。在首次公开招股公司中，64% 的集资额来自 50 家新经济公司，其中包括 22 家根据新上市制度上市的不同投票权架构公司、生物科技公司及/或第二上市公司，其新股集资额共计 1,649 亿港元，高于 2019 年根据新上市制度上市的 10 家公司合共集资 1,173 亿港元。从 IPO 行业分布来看，募资金额前三行业为 TMT（34.0%）、生物医药与医疗保健（19.6%）和消费（16.6%）。

根据彭博数据，2020 年度港股市场 IPO 承销规模前 20 大机构排行榜中，中资机构有 12 家公司入围，其中前 10 榜单有 7 家中资机构，12 家中资承销额占比达 53.5%。券商承销排名前三的是中金、中信证券和海通证券，承销额分别为 44.5 亿美元、30.5 亿美元、26.6 亿美元。CR20 市场份额达到 79.2%。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

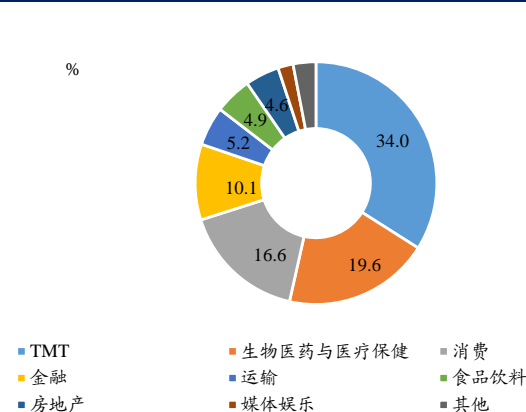
- 9 -

图11、香港市场 IPO 融资规模及数量



资料来源：港交所官网，兴业证券经济与金融研究院整理

图12、2020年新上市企业行业分布情况（按募资额）



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

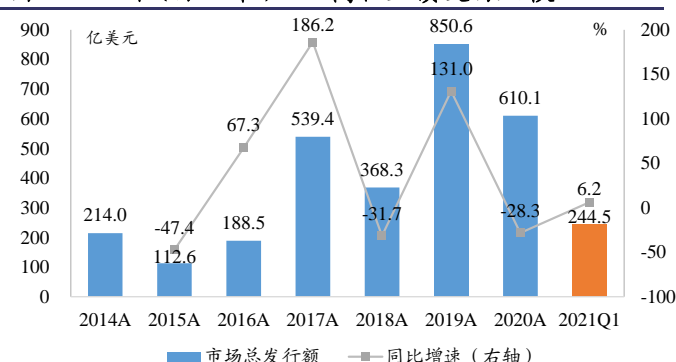
表2、香港市场 2020 年度 IPO 融资承销规模 TOP20

机构	排名	承销金额(十亿美元)	承销金额市占比(%)
中金公司	1	4.45	8.31
招商银行	2	3.74	6.97
中信证券	3	3.05	5.70
海通证券	4	2.66	4.96
中国工商银行	5	2.59	4.83
中国农业银行	6	2.56	4.77
高盛集团	7	2.54	4.75
花旗银行	8	2.49	4.64
瑞银	9	2.37	4.43
中国银行	10	2.36	4.40
中国建设银行	11	2.16	4.04
摩根士丹利	12	1.92	3.95
华泰证券	13	1.58	2.94
国泰君安证券	14	1.50	2.80
美国银行	15	1.33	2.48
交通银行	16	1.13	2.11
汇丰银行	17	1.01	1.89
瑞士信贷	18	0.99	1.86
摩根大通	19	0.91	1.69
华兴资本	20	0.88	1.63
12家中资合计		28.66	53.46
8家外资合计		13.56	25.69
TOP20合计		42.22	79.15

资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

受市场波动影响，2020年中资美元债发行有所下降。2020年度，市场发行亚洲（除日本）高收益中资美元债共计610.1亿美元，同比下降了28.3%；承销排行前20机构中，有8家中资机构入围，中资机构承销规模前三名为海通证券、国泰君安和中信银行，分别承销37.4亿美元、31.7亿美元和24.5亿美元。

图13、亚洲（除日本）G3 高收益债发行规模



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

表 3、主要中资机构在港股市场亚洲（除日本）G3 高收益债承销规模及排名

中资机构	2020A 亚洲除日本 G3 高收益债承销规模(百万美元)	市占率(%)	排名
海通证券	3736.42	6.25	3
国泰君安	3166.04	5.29	5
中信银行	2454.54	4.10	6
中国银行	2102.62	3.51	11
天风国际	1473.8	2.30	15
中信证券	1224.26	2.05	16
招商银行	1211.28	2.02	17
建设银行	926.25	1.53	20
交通银行	914.96	1.49	21

资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 4) 受益于 2020 年下半年权益市场牛市，券商投资收益大幅提升

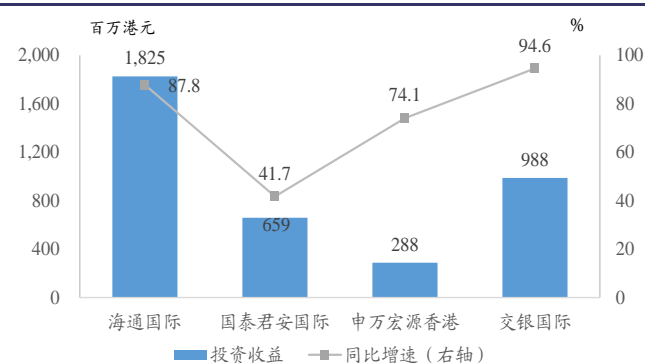
从中资美元债彭博巴克莱指数走势看，2020 年上半年波动较大，3 月出现明显下跌，拖累券商上半年投资收益，但从 4 月底起，中资美元债市场有所回暖，12 月已达到近年新高。受益于 2020 年下半年债券和股票市场的牛市，2020 年全年，券商投资收益大幅提升，交银国际投资收益 9.9 亿港元，同比上升 94.6%，海通国际投资收益 18.3 亿港元，同比上升 87.8%，申万宏源香港投资收益 2.9 亿港元，同比上升 74.1%。

图14、中资美元债彭博巴克莱指数



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图15、主要在港中资券商 2020A 投资收益

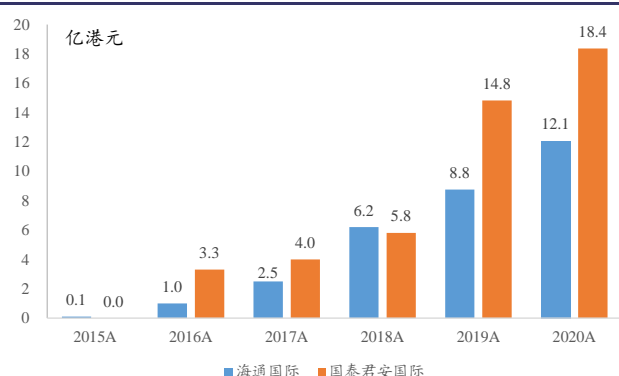


资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

### 5) 客户保证金减值拨备计提相对平稳

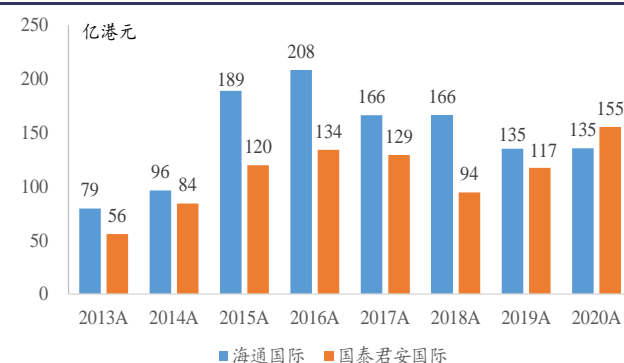
各家公司继续采取审慎的孖展业务策略，截至 2020 年 12 月底，海通国际和国泰君安国际分别计提减值拨备 9.9 亿港元 (+55.4%) 和 3.6 亿港元 (-60.0%)。海通国际和国泰君安国际计提孖展减值余额分别为 12.1 亿港元和 18.4 亿港元，较去年年底仅分别上升 3.3 亿港元和 3.6 亿港元；孖展余额分别为 135.3 亿港元和 155.2 亿港元，同比分别+0.2%和+32.5%。在客户保证金业务方面减值计提已有所放缓，风控管理效益亦逐渐显现，客户资产质量有所提升。

图16、主要中资在港券商保证金业务减值拨备余额



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

图17、主要中资券商保证金业务余额



资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

### 6) 纯港股券商 2020 年经营情况

2020 年，主要纯港股券商业绩提升。营收情况：海通国际（83.3 亿港元）、国泰君安国际（48.7 亿港元）、交银国际（20.8 亿港元）、申万宏源香港（8.4 亿港元）、兴证国际（5.8 亿港元）。海通国际实现营收同比上升 1%，机构业务收入的下滑是导致营收增速放缓的主要原因，净利润同比增长 24.6%，主要得益于公司卓有成效的成本管理，2020 年公司总成本收入比率大幅下降至 59%。国泰君安国际在个人金融与机构金融双轮驱动之下，营收及净利润均录得新高，营收同比上升 14.8%，净利润同比大幅上升 74.5%。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

表 4、2020A 主要中资在港券商经营情况（单位：亿港元）

证券代码	证券简称	营业收入 2020A	营业收入 2019A	同比 %	净利润 2020A	净利润 2019A	同比 %	净利率 %	ROE 2020A	净资产	总资产
00665.HK	海通国际	83.3	82.4	1	19.3	15.5	24.6	23.2	7.0	283.2	1464.4
01788.HK	国泰君安国际	48.7	42.5	14.8	15.6	9.0	74.5	32.0	11.8	152.4	1217.2
00218.HK	申万宏源香港	8.4	6.8	24.0	1.8	1.4	28.5	21.4	4.4	40.4	162.9
03329.HK	交银国际	20.8	14.2	46.5	8.4	5.0	68.4	40.8	12.2	77.8	233.6
06058.HK	兴证国际	5.8	12.6	-54.3	-4.9	-4.6	/	-84.5	-13.7	33.5	182.6

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

## 7) A+H 股券商 2020 年行业经营情况

2020 年证券行业整体业绩增长，A+H 券商总体上盈利优于行业平均水平。

2020 年中国内地证券行业业绩增速较 2019 年有所放缓，但总体依然保持较高增速。据中国证券业协会数据披露，行业 2020 年实现营业收入 4,484.8 亿元，同比增长 24.4%，实现净利润 1,575.3 亿元，同比增长 28.0%；行业净资产同比增长 14.1%，达 2.31 万亿元。行业盈利能力提升，ROE 为 6.09%，较 2019A 提升了 0.73pct。

图 18、证券行业营业收入及同比增速

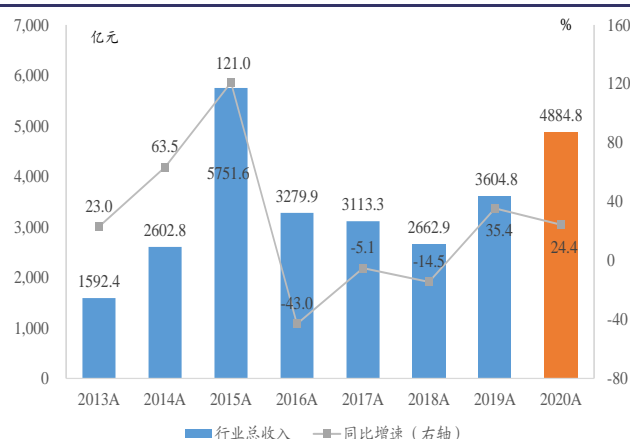
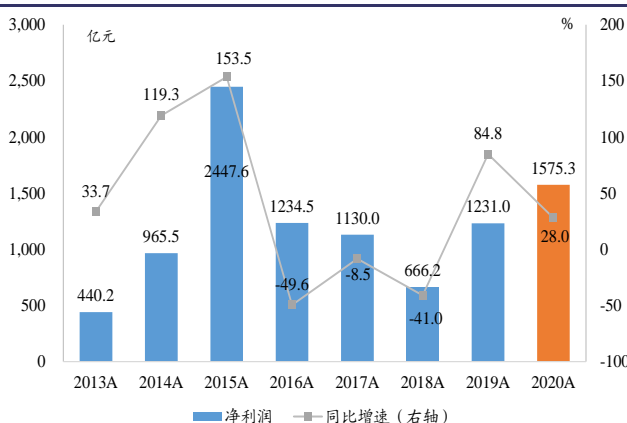


图 19、证券行业净利及同比增速



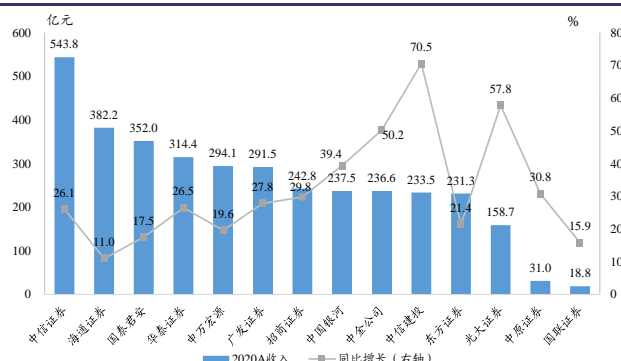
资料来源：证券业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：证券业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

2020 年，14 家 A+H 股证券公司营收均实现正增长，营收排名前四的中信证券、海通证券、国泰君安和华泰证券分别实现营收 543.8 亿元（+26.1%）、382.2 亿元（+11.0%）、352.0 亿元（+17.5%）和 314.4 亿元（+26.5%）；归母净利润排名前四的中信证券、海通证券、国泰君安和华泰证券分别实现净利 149.0 亿元（+21.9%）、108.8 亿元（+14.2%）、111.2 亿元（+28.8%）和 108.2 亿元（20.2%）。就盈利能力来看，A+H 券商盈利能力总体上优于行业平均水平。

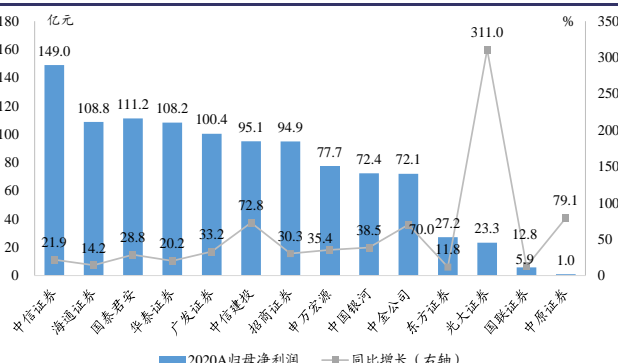


图20、A+H 券商 2020A 收入及同比增速



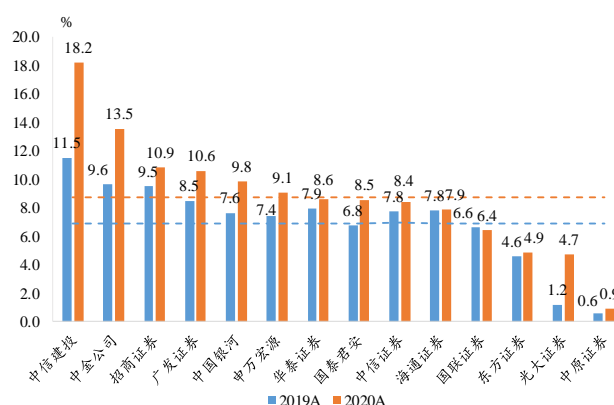
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图21、A+H 券商 2020A 净利润及同比增速



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图22、A+H 股券商 ROE 及行业平均 ROE



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：黄色虚线为 2020A 行业 ROE；蓝色虚线为 2019A 行业 ROE

## 2、高质量发展起步，监管持续支持打造航母级券商

### 2.1、证券行业进一步迈向高质量发展

党的十八大以来，习近平总书记对资本市场作出了一系列重要指示批示，强调资本市场在金融运行中具有“牵一发而动全身”的作用，要通过深化改革，打造一个“规范、透明、开放、有活力、有韧性”的资本市场。面向“十四五”，资本市场是构建经济“双循环”新发展格局的重要利器，也是我国经济实现高质量发展的重要支撑。作为资本市场的重要参与者，证券公司需要切实以十九届五中全会精神为指引，把握新发展阶段，树立新发展理念，融入新发展格局，以自身的高质量发展助力资本市场的高质量发展，积极践行服务实体经济的核心使命。

2021 年 5 月 22 日，中国证券业协会第七次会员大会在北京举行，证监会主席易会满在讲话中指出，证券行业高质量发展已经起步。会上《中国证券业协会第六届理事会工作报告》从以下几个方面指出中国证券行业高质量发展迈出重要步伐：

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- **规模实力盈利能力实现大幅提升。**截至 2021 年 3 月末，证券行业共有 138 家证券公司，总资产超 9 万亿元。同时，证券公司业务形态逐渐丰富，由传统的经纪、投行、自营业务，向资管、融资融券、衍生品、场外业务、跨境业务等多元化发展，能够有效满足市场参与者的直接投融资需求和交易需求。
- **服务实体经济发展取得扎实成效。**以股票、债券为主的直接融资方式成为实体经济补充资本金和流动性、降低融资成本的重要渠道，银行主导型金融体系与资本市场协同发展态势初见成效。截至 3 月末，我国直接融资占比达 12.45%。
- **跨境金融服务能力获得显著增强。**行业主动对标国际资本市场先进实践，完善证券业务国际化布局，在与国际一流机构的竞争与合作中，提升跨境服务能力和国际竞争力。截至目前，已有 34 家证券公司获准在境外设立子公司，15 家证券公司实现 H 股上市，其中 A+H 股上市证券公司 14 家。2020 年度证券公司境外业务收入占比已超 20%。
- **证券金融服务效率得到明显提高。**行业持续强化金融科技赋能，加大在人工智能、云计算、大数据、区块链等前沿科技方面的投入，加速数字化转型；积极利用金融科技提供并优化远程开户、在线交易、智能投顾、智能客服等服务，有效扩大了证券服务的覆盖面，增强精准服务能力。

同时，易会满主席强调证券行业必须准确把握高质量发展的本质内涵，紧紧围绕主责主业，在做专做优做精做强上更加努力。证券行业必须坚定贯彻落实新发展理念，努力成为践行者和推动者，在构建新发展格局中找准定位、主动站位；必须聚焦实体经济提升服务能力，助力畅通科技、资本和实体经济的高水平循环；必须坚持走专业化发展之路，适应注册制要求，向专业化、主动管理转型，在“特色、强项、专长、精品”方面多下功夫，切实提升专业能力；必须持续强化风控能力和合规意识，坚持以稳健合规经营为引领，夯实可持续发展根基；必须切实提升公司治理的有效性，切实把公司治理的落脚点放在端正经营行为、有效防范风险上来；必须守正笃实推进证券业文化建设，促使“合规、诚信、专业、稳健”在全行业内化于心外化于行，持续优化行业生态。

## 2.2、监管持续支持建设航母级券商

### 1) 风险控制指标计算标准修订为评级领先券商松绑

2020 年 6 月 1 日，证监会发布的《证券公司风险控制指标计算标准规定》正式施行。此次制度完善突出“风险导向”和“宽严相济”原则，实现对证券公司业务和风险的全覆盖，有利于引导券商夯实风控能力；在此基础上，给予风控能力突出的龙头公司一定的杠杆提升空间，进一步推动其业务创新能力和盈利水平。

表 5、《证券公司风险控制指标计算标准规定》调整内容

核心内容	具体调整
鼓励价值投资	引入长期增量资金。对证券公司投资政策性金融债、指数基金、成分股等适度“松绑”，推动资本市场引入长期增量资金。
有针对性强化资本约束，防范突出风险点	重点规制股票质押、私募资产管理、私募基金托管和代销服务等高风险业务，并对高杠杆、高集中度资管产品，第一大股东高比例质押、履约保障比例较低等特定情形，进一步优化了计算标准。
结合市场发展实践，提升指标体系完备性	结合“资管新规”以及近年来相继推出的沪伦通、科创板、信用衍生品、股指期货等新业务，明确风控指标计算标准，实现对证券公司业务和风险的全覆盖。满足差异化发展需求，择优释放资本空间。结合证券公司分类评价结果，将“连续三年 A 类 AA 级及以上的证券公司”的风险资本准备调整系数由 0.7 降至 0.5，进一步提升优质券商的资本使用效率。

资料来源：《证券公司风险控制指标计算标准规定》，兴业证券经济与金融研究院整理

## 未来风控指标或将进一步放宽

在流动性风控指标上，当前的风控计算规则和预警标准也逐渐开始无法适应券商的发展，未来有望进一步对头部券商松绑。深圳证监局 2020 年 9 月下旬曾发布文件表示其辖区某大型证券公司净稳定资金率于 7 月下旬连续 8 个交易日在预警标准以下，流动性覆盖率持续围绕预警标准上下波动。2020 年下半年，沪深两市交易量持续处于高位，部分证券公司自营持仓、两融规模持续增加，导致流动性指标较为紧张。

净稳定资金率、流动性覆盖率是券商核心风控指标，主要用于衡量各券商的流动性情况。证监会在《证券公司风险控制指标管理办法》中规定的硬性标准是，证券公司上述指标均不得低于 100%，预警线为 120%。

其中，净稳定资金率主要衡量长期（一年）流动性：

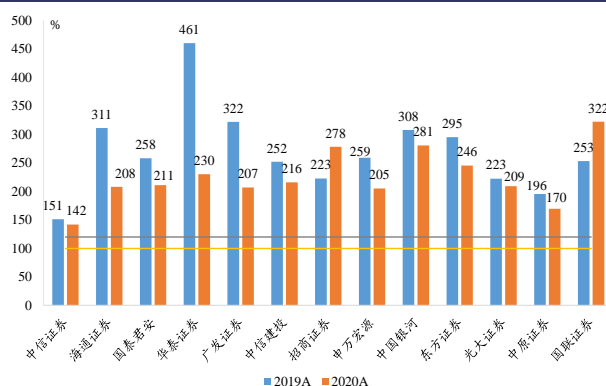
$$\text{净稳定资金率} = \frac{\text{长期可用稳定资金}}{\text{长期资产}} \times 100\%$$

流动性覆盖率主要是衡量短期（30 日内）流动性：

$$\text{流动性覆盖率} = \frac{\text{优质流动性资产}}{\text{未来 30 日现金流出}} \times 100\%$$

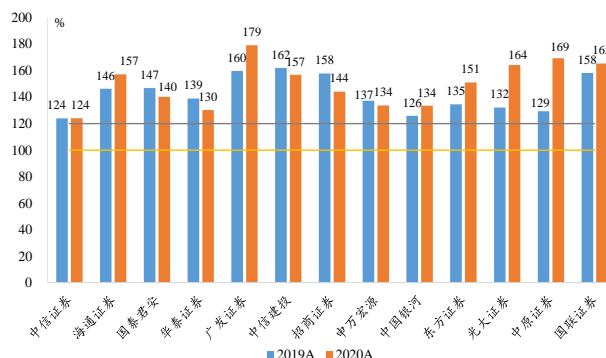
从 Wind 数据看，A+H 股券商整体上流动性覆盖率控制较为保守，远高于警戒线，但净稳定资金率较为紧张，多数保持在 120%-150% 之间。其中，中信证券资金运用相对更加激进，流动性覆盖率在 AH 券商中较低，2020 年仅 142%，接近预警线。净稳定资金率在 124%，流动性指标十分紧张。未来监管对于风控能力较强、资产质量较好的头部券商风控指标或将进一步放宽，优化各类资产计算权重，或通过大数据等手段，对不同类型的券商实施差异化监管，适当提高券商杠杆率，使券商能够更加充分利用资金，从而提高净资产收益率。

图23、A+H 券商流动性覆盖率



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理  
注: 灰线-预警线 (120%); 黄线-底线 (100%)

图24、A+H 券商净稳定资金率



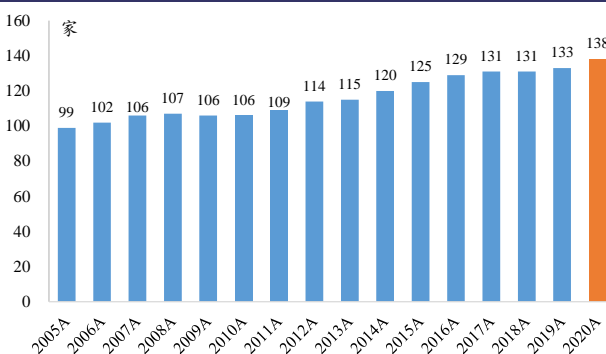
资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理  
注: 灰线-预警线 (120%); 黄线-底线 (100%)

## 2) 行业集中度进一步提升, 航母级龙头券商逐步形成

监管提出打造航母级头部券商, 鼓励市场化并购重组, 或将掀起新一轮并购潮。

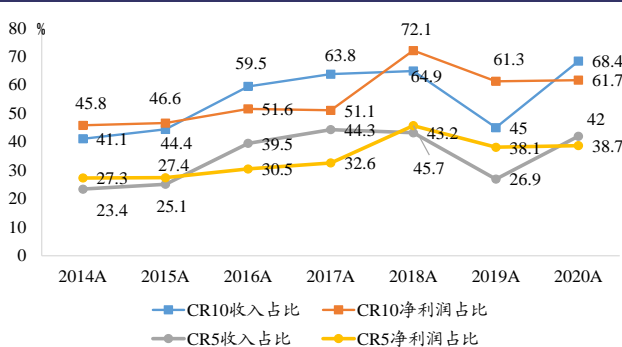
2019 年 11 月, 监管提出六大措施打造航母级头部券商, 其中就包括“多渠道充实证券公司资本, 鼓励市场化并购重组, 支持行业做优做强”, 这或将掀起新一轮并购潮, 加速并深化强者恒强的行业格局。近年来, 行业集中度不断提升, 营收方面 CR10 占比接近 70%, 净利润方面 CR10 占比也保持在高位, 保持在 40% 以上。新一轮并购潮的到来, 行业集中度以及各个业务条线的集中度, 都将进一步提升。

图25、中国历年证券公司数量



资料来源: 证券业协会, 兴业证券经济与金融研究院整理

图26、CR10、CR5 营业收入和净利润行业占比



资料来源: 证券业协会, Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

中信证券通过收购广州证券拓展业务布局, 打开华南业务空间。2020 年 3 月 13 日, 中信证券历时一年多的收购广州证券所有手续完成。作为广东地区老牌券商, 广州证券在广东省及周边区域具备一定的品牌知名度。中信证券有望通过控股广州证券, 进一步推动其华南业务发展, 特别是可以利用广州证券已有经营网点布局及客户资源, 提升其经纪业务实力, 进一步缩小与华泰证券在股基交易量市场份额上的差距。中金公司通过收购中投证券补强零售经纪业务, 布局下沉市场。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



2017年4月12日，中金公司完成对中投证券的收购，后者成为中金的全资子公司。业务整合后中投改名中金财富证券推进中金整体财富管理转型战略，投行业务扩展地方重要持续性客户。凭借中投证券极为广泛的网点分布（逾200家营业部，分布在全国28个省、自治区、直辖市），迅速拓展全国零售经纪布局，中金经纪收入从2015年的19.3亿（排名第38）上升至2019年的26.4亿（排名第10），中金向财富管理转型战略初见成效。此外，通过对中投投行业务的整合，中金加码非一线城市客户布局，特别是债券承销方面，已取得较好成效，境内债券主承销金额从2015年的1,353亿元上升到2019年的6,121亿元，年复合增长率达到46%。

### 海外巨头并购之路：主要侧重补强业务和国际布局

海外金融业起步早，券商行业已经历过多次的整合，高盛、摩根斯坦利、美林等都已成为航母级巨头，参考其并购扩张的路径，或将有助于国内券商行业的整合发展。通过不断并购，这些巨头实现了强化某项业务、拓宽客户网络、布局国际化市场、扩大公司规模等目的。

**高盛通过一系列并购实现国际化布局和资产管理业务强劲发展。**截至2018年底，高盛在全球30多个国家设有分支机构，2008年以来海外资产占比逐年提升，保持在30-40%左右；海外收入占比常年保持在40%左右。高盛通过一系列收购使得其资管业务进入世界顶级行列。1995年起，高盛积极并购国内和海外资管公司迅速发展其资管业务。1995年，高盛并购了自由资产管理公司和英国煤业委员会养老金的托管权（标的方都在随后10年中实现了翻几十倍的增长）。2012年并购德怀特资产管理公司和德银稳健价值型业务，2013年公司资管规模突破了1万亿美元。2012-2015年间，先后收购了升息增长型基金、标准资产管理公司、西峰公司、苏格兰皇家银行货币市场基金和印记资本顾问等8家公司，进一步夯实其资管业务实力。

表6、高盛公司重要兼并收购活动

年份	兼并对象	目的
1995年	美国自由资产管理公司	发展资产管理业务
1995年	英国煤业委员会养老金的托管权	发展资产管理业务
1997年	基本增长股票管理公司 Liberty Asset Management	扩大资产管理业务
1997年	另类投资 Commodities Corp	使公司能够进入对冲基金和PE领域
2000年	私人房地产公司 Archon	为 Whitehall Street 房地产基金独家提供投资，资产和开发服务
2000年	清算公司 Spear, Leeds & Kellogg	做市，执行和清算方面取得领导地位，交易技术快速发展
2003年	收费医疗咨询服务提供商 Ayco Company, L.P.	扩大私人财富客户服务范围，处于技术驱动型消费金融业务最前沿
2005年	日本 Sanyo 电子信贷	涉足日本电子领域并购咨询业务
2012年	德怀特资产管理公司和德银稳健价值型业务	公司资管总规模在2013年突破了1万亿美元
2012-2015年	升息增长型基金、标准资产管理公司、西峰公司、苏格兰皇家银行货币市场基金和印记资本顾问	进一步提升资管业务能力
2019年	联合资本	改善私人财富管理和 Ayco 的业务平台

资料来源：公司官网、年报，兴业证券经济与金融研究院整理

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明



美林通过不断收并购，在最短时间以最低成本实现向综合性投资银行转变。在加强某项业务发展方面：1978 年，美林收购了 White Weld & Co.，获得了出色的投资银行业务表现；1984 年又收购了 A. G. Becker，提升了公司的发行能力；2000 年，美林收购 Herzog Heine Geduld 以重振其做市商业业务；2006 年，与黑石公司合并成立一家资产管理公司（仍沿用黑石公司的名称），成为全球规模最大的资管公司；在国际化方面，公司通过收购日本、加拿大和泰国本土公司实现在当地业务的扩张。

表 7、美林公司重要兼并收购活动

年份	兼并对象	目的
1963 年	兼并 C.J.Devine 公司	进入政府证券业务领域
1969 年	收购 Lionel D.Edie 公司	触角伸向货币管理与咨询业务
1970 年	收购 Goodbody 公司	增强市政债券业务的实力
	收购一家加拿大投资银行和经纪公司	大力拓展国际市场
1972 年	与一家金属公司合资成立子公司	开展商品交易业务
1974 年	收购家庭生命保险公司	进入保险业
1995 年	收购 Smith New Court PLC 公司	进入英国证券市场
1996 年	收购 Hotchkis 公司和 Wiley 公司	扩展资产管理业务
1997 年	收购英国 Mercury Asset Management	扩展资产管理业务
	收购日本山一证券	进入日本证券市场
1998 年	购买泰国的主要投资银行 Phatra Securities Company Limited 51% 的股份	进入泰国证券市场
	兼并加拿大最大的提供全面服务的证券公司——Midland Walwyn	进入加拿大市场
2000 年	收购纳斯达克市场第三大券商 Herzog Heine Geduld	重振做市商地位
2006 年	与黑石公司合并成立一家资产管理公司（仍沿用黑石公司的名称），美林集团持股 49.8% 并享有 45% 的表决权	成为全球规模最大的资产管理公司

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3、香港市场的机遇与挑战

#### 3.1、港股市场全面受益于中概股回归和新经济上市

##### 3.1.1、中概股回归推动港股市场 IPO 继续保持前列

##### 1) 预期剩余中概股回归将发行募资约 330 亿-650 亿美元

中美关系的不确定性仍然持续,美国对中资企业的监管继续收紧。2021 年 3 月 SEC 通过《外国公司问责法案》最终修正案,5 月美国公众公司会计监督委员会 (PCAOB) 就《外国公司问责法案》中如何确定“不能有效实施会计监督”的认定细则征求意见。这意味着主要针对中概股的监管政策,已经全部起草完毕,即将进入实质性执行阶段,我们维持将有大量中概股陆续回归的预期不变。在港交所针对二次上市修订的主板上市规则 19C 章中规定,中概股回归需符合 1) 上市时市值不少于 400 亿港元;或 2) 上市时市值不少于 100 亿港元,及近一个会计年度收入不少于 10 亿港元。此外港交所还表示原则上欢迎市值大、在原交易所成交活跃以及新经济属性公司回归。综合以上规定和原则,我们梳理了目前中概股企业中,较有潜质回归的名单,共计 51 家中概股。

表 8、中概股 (潜在) 回归名单 (节选市值 100 亿美元以上)

有潜在回归可能的公司共计 51 家/总市值 6,543 亿美元 (节选市值超 100 亿美元的 15 家)							
证券代码	证券简称	总市值 (亿美元)	所属行业	美股上市时间	2020 年营收 (亿美元)	是否 VIE 架构	近 12 个月成交额 (亿美元)
PDD.O	拼多多	1,641.8	TMT	2018/7/26	91.2	是	2,546.3
BEKE.N	贝壳	590.3	房地产	2020/8/13	108.0	是	457.4
NIO.N	蔚来	524.1	新能源汽车	2018/9/12	24.9	是	10,371.0
TAL.N	好未来	309.2	教育	2010/10/20	45.0	是	618.8
LU.N	陆金所控股	298.2	金融	2020/10/30	70.7	是	121.6
TME.N	腾讯音乐	257.4	TMT	2018/12/12	44.7	是	824.9
XPEV.N	小鹏汽车	221.3	新能源汽车	2020/8/27	9.0	否	1,624.7
FUTU.O	富途控股	185.2	金融	2019/3/8	4.3	是	1,395.6
LI.O	理想汽车	183.4	新能源汽车	2020/7/30	14.5	是	1,018.5
RLX.N	雾芯科技	180.7	日常消费	2021/1/22	5.9	是	159.1
VIPS.N	唯品会	150.0	TMT	2012/3/23	156.1	是	663.9
GDS.O	万国数据	138.2	信息技术	2016/11/2	8.8	是	256.2
TUYA.N	涂鸦智能	137.1	信息技术	2021/3/18	1.8	是	20.9
WB.O	微博	111.9	TMT	2014/4/17	16.9	是	165.0
IQ.O	爱奇艺	109.3	TMT	2018/3/29	45.5	是	604.7

资料来源: Wind、香港中央结算系统, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 市值截至 2021 年 5 月 20 日

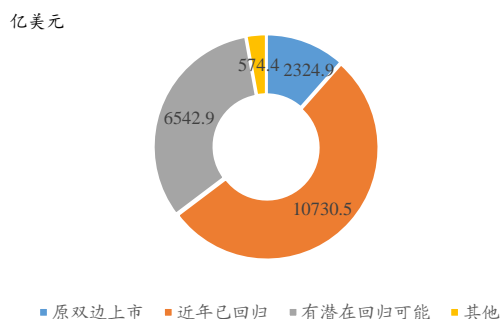
剩余潜在二次上市募资额约 330-650 亿美元。阿里回归前中概股总市值约 2.2 万亿美元, 其中原本就已双边上市的公司总市值约 2,325 亿美元, 截至 2021 年 5 月已回归二次上市的中概股总市值约 10,731 亿美元, 其余中概股合计总市值 9,443 亿美元, 再按上述条件所筛选出的剩余有较高回归可能的中概股合计总市值 6,543

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 20 -

亿美元，剩余潜在中概股按照发行 5%-10% 股份计算，这些公司二次上市将从市场上募资约 330 亿-650 亿美元。

图27、中概股市值构成



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

注: 市值截至 2021 年 5 月 20 日

除此之外，2021 年 3 月 31 日，**联交所就优化海外发行人上市制度的改革咨询市场意见**，包括扩阔第二上市制度，容许经营传统行业而没有采用不同投票权架构的海外上市大中华公司申请上市。目前“第二上市”规则中仅包括“创新产业公司”，而建议中，修改如下，“毋须证明其属于‘创新产业’公司——采用不同投票权的发行人才须证明”；及“上市时最低市值将低于现行规定（但仍高于申请作主要上市的要求）”。此次修改扩阔了第二上市制度并降低了上市门槛，后续有利于更多优质的传统行业中概股公司赴港上市。

## 2) 中概股 ADR 转换亦将带来大量流通市值

**中概股 ADR 转换将持续为香港市场带来流通市值增量。**除了发行上市以外，回归中概股通常会将大量股份存放于香港托管行，用于 ADR 向港股的转换，此部分转换为港股流通股带来的市值规模相较于二次发行更为庞大。已回归的 14 家中概股中，有 12 家选择将股份存放在托管行，比例在 20%-90% 不等，从已转换的情况来看，上市至今京东和网易转换了 8.95% 和 8.99%，预计未来该比例将进一步提高。对于剩余潜在回归的中概股，若按 10%-15% 的转换比例计算，未来转换带来的市值规模约 650 亿美元-975 亿美元。但若转换后港股占总股本超过 50%，则需将港交所作为第一上市地进行一次上市流程，目前发行+初始托管比例超过 50% 的有网易、华住、再鼎医药、宝尊电商、新东方、汽车之家、百度、哔哩哔哩、携程，如果全部转化，港交所将改为其第一上市地，综合考虑其市值和成交情况，届时均将有较大可能纳入港股通。

表 9、已回归中概股 ADR 转换情况

证券简称	总市值 (亿美元)	行业	港股上市时间	初始托管比例 (%)	05/20 托管比例 (%)	累计转换比例 (%)
阿里巴巴	7,632.1	TMT	2019/11/26	19.75	15.89	3.86
京东	1,186.5	TMT	2020/6/18	19.16	10.21	8.95
网易	614.8	TMT	2020/6/11	59.75	50.76	8.99
中通快递	307.2	运输	2020/9/29	30.36	31.5	-1.14
百胜中国	221.2	餐饮酒店	2020/9/10	N/A	4.63	N/A
华住	137.4	餐饮酒店	2020/9/22	46.91	47.93	-1.02
再鼎医药	133.4	生物医药	2020/9/28	65.21	67.32	-2.11
宝尊电商	26.1	TMT	2020/9/29	55.03	62.29	-7.26
新东方	201.4	教育	2020/11/9	83.38	79.9	3.48
汽车之家	104.7	TMT	2021/3/15	49.47	53.63	-4.16
百度	683.6	TMT	2021/3/23	76.58	73.85	2.73
哔哩哔哩	395.1	TMT	2021/3/29	52.46	49.88	2.58
携程网	263.3	TMT	2021/4/19	84.4	85.09	-0.69

资料来源：Wind、香港中央结算系统，兴业证券经济与金融研究院整理

注：市值截至 2021 年 5 月 20 日

### 3) 港交所上市制度改革持续推进，2021 年有望推出允许法团实体享有同股不同权，2022 年将提高主板上市公司盈利门槛

- 港交所上市制度改革持续推进，2020 年 1 月，港交所就允许法团实体享有同股不同权征求市场意见，2021 年有望推出允许法团实体享有同股不同权，该项改革对于进一步吸引新经济企业来港上市意义重大。

近年在美国交易所寻求上市的内地新兴与创新产业发行人，均有香港市场并未接受的法团身份不同投票权益人，包括有道、腾讯音乐及虎牙三家内地互联网软件及服务公司，上市时市值均过百亿港元。2010 年至 2019 年 11 月采用不同投票权架构在美国上市的内地发行人中，42% 为有法团身份的不同投票权益人，按上市集资总额计亦占到 48%。根据 2019 年 11 月的数据，目前中国 50 大非上市独角兽公司中，有非基金法团股东的占了 42 家。根据最新一轮集资活动所得估值，42 家合计市值约 5400 亿美元。不久的将来港交所有望允许同股不同权法团上市，这些新经济公司将有可能在考虑上市地时将香港市场纳入考虑。

- 2021 年 5 月 20 日，港交所刊发盈利规定咨询总结，宣布将港交所上市申请人主板盈利规定调高 60%，自 2022 年 1 月 1 日生效。根据修订后的盈利调高幅度，主板上市申请人于三年营业纪录期的股东应占盈利必须符合以下最低要求：最近一个财政年度不低于 3,500 万港元；及前两个财政年度累计不低于 4,500 万港元(三年累计盈利不低于 8,000 万港元)。联交所亦预期会按情况就个别申请人不用符合盈利分布授予宽限，灵活处理，而不是按照固定条件。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 22 -

此次咨询总结反映出港交所以提升市场质量以及投资者保障为目的，巩固主板作为容纳规模较大公司的市场定位，加上充足的股东保障及多元化发行人基础，从而巩固香港国际金融中心的地位。根据港交所发布的《主板盈利规定咨询总结》，按照最新的主板上市盈利规定，在 2016 年至 2020 年 6 月 30 日按照盈利规定申请已上市的 463 项申请中，仅 141 项（30%）不符合在主板上市的资格，且均为低市值发行人；且无论是在上市后的股价表现、市值、流动性还是财务表现等方面，合资格发行人均优于不合资格发行人；与此同时，港交所表示会检讨此前称为创业板的“GEM”，包括 GEM 定位、市场观感，以及其作为主板的替代上市平台的可行性。因而市场无需担心此举会降低港股竞争力。

#### 4) 预计香港市场 IPO 规模将继续保持世界领先

2021 年一季度，中国香港市场新上市公司达 32 家，共募集资金 1,366 亿港元，是 2020 年一季度的 9 倍多，位列全球第三。其中中概股募资 533.1 亿港元，占比 39.0%；同股不同权公司——快手科技募资 483 亿港元，并创下 2019 年阿里巴巴上市以来的最大型的首次公开招股。考虑到诸多新经济公司选择港股上市以及中概股继续回归，预计港交所 2021 年的 IPO 金额将排名第二。

大量的中概股回归港股、原本计划赴美上市企业或将重新考虑在港股 IPO 以及国内新经济公司的持续赴港上市，将有利于香港市场继续保持全球领先的 IPO 规模，利好在港券商的投行业务。预计 2021 年香港市场 IPO 增速将保持约 20%，规模将达到约 4800 亿港元。

#### 5) 中概股的承销目前仍然以外资机构为主，但长期看利好有美股上市项目储备但又在港、A 股有较丰富承销经验的券商

14 家回归的中概股合计募资 2,874.9 亿港元，中资券商共参与了其中 11 个项目承销，其中中金公司参与 8 个项目。中信（含中信里昂）、华兴等亦参与部分项目承销。早期回归项目融资规模较大，保荐及承销以外资行为主，随着更多中小型项目回归，预计将有更多在港 IPO 承销布局深厚的中资券商参与其中，利好中金公司、海通国际、华兴资本等。



表 10、已回归中概股承销情况

证券代码	证券简称	回归时间	募资 (亿港元)	保荐人兼主承销商	其他主承销商
06160.HK	百济神州	2018-08-08	70.8	摩根士丹利 Morgan Stanley 高盛 Goldman Sachs	瑞信 Credit Suisse <b>中信里昂证券</b>
09988.HK	阿里巴巴	2019-11-26	1012.0	<b>中金公司</b> 瑞信 Credit Suisse	花旗集团 Citigroup 摩根大通 J.P.Morgan 摩根士丹利 Morgan Stanley
09999.HK	网易	2020-06-11	242.6	<b>中金公司</b> 瑞信 Credit Suisse 摩根大通 J.P.Morgan	
09618.HK	京东	2020-06-18	345.6	美银证券 BofA Securities 瑞银集团 UBS <b>中信证券</b>	中银国际 建银国际 <b>华兴资本</b> 杰富瑞集团 Jefferies 花旗集团 Citigroup 招银国际; 瑞银集团 UBS <b>中信证券</b>
09987.HK	百胜中国	2020-09-10	172.7	高盛 Goldman Sachs	杰富瑞集团 Jefferies 花旗集团 Citigroup 招银国际; 瑞银集团 UBS <b>中信证券</b>
01179.HK	华住	2020-09-22	69.8	高盛 Goldman Sachs 招银国际	摩根大通 J.P.Morgan 摩根士丹利 Morgan Stanley
09688.HK	再鼎医药	2020-09-28	68.3	摩根大通 J.P.Morgan 高盛 Goldman Sachs 花旗集团 Citigroup	杰富瑞集团 Jefferies
02057.HK	中通快递	2020-09-29	112.8	高盛 Goldman Sachs 花旗集团 Citigroup	
09991.HK	宝尊电商	2020-09-29	33.2	招银国际 瑞信 Credit Suisse 瑞信 Credit Suisse	<b>中金公司</b>
09901.HK	新东方	2020/11/09	116.5	美银证券 BofA Securities 瑞银集团 UBS <b>中金公司</b>	<b>中金公司</b> 花旗集团 Citigroup <b>中信证券</b>
02518.HK	汽车之家	2021/03/15	61.4	高盛 Goldman Sachs 瑞信 Credit Suisse 美银证券 BofA Securities	汇丰 HSBC
09988.HK	百度	2021/03/23	239.4	<b>中信证券</b> 高盛 Goldman Sachs 摩根士丹利 Morgan Stanley	<b>中金公司</b> 瑞银集团 UBS
09626.HK	哔哩哔哩	2021/03/29	232.3	高盛 Goldman Sachs 摩根大通 J.P.Morgan 瑞银集团 UBS	<b>中金公司</b> 美银证券 BofA Securities <b>中信证券</b>
09961.HK	携程网	2021/04/19	97.5	摩根大通 J.P.Morgan <b>中金公司</b> 高盛 Goldman Sachs	汇丰 HSBC

资料来源：Wind、香港中央结算系统、公司招股书，兴业证券经济与金融研究院整理

港美布局较深的券商将受益于赴美改赴港 IPO。截至 2021 年 4 月底，共有 23 家中资公司赴美 IPO，共募资 53.0 亿美元，其中 6 个 IPO 项目的承销商有中资券商的参与，6 个项目共计募资 31.1 亿美元。

表 11、2021 年以来美股上市中概股（节选中资机构参与承销的中概股）

证券代码	证券简称	上市时间	募资(万美元)	中资主承销商	外资主承销商
WDH.N	水滴公司	2021/5/7	36000	农银国际控股 招商证券 华兴资本 海通国际, 中信里昂证券 富途证券, 老虎证券	高盛 Goldman Sachs 摩根士丹利 Morgan Stanley 美银证券 BofA Securities
EM.O	怪兽充电	2021/4/1	15003	华兴资本 中银国际	花旗集团 Citigroup 高盛 Goldman Sachs 杰富瑞集团 Jefferies
CNTB.O	康乃德	2021/3/9	19125	中金公司	派珀桑德勒 Piper Sandler SVB Leerink
TUYA.N	涂鸦智能	2021/3/8	91539	中金公司	美银证券 BofA Securities 摩根士丹利 Morgan Stanley
RAAS.N	容联易通	2021/2/9	32000	中金公司	高盛 Goldman Sachs 花旗集团 Citigroup
ADAGO	天演药业	2021/2/9	13973	华兴资本	高盛 Goldman Sachs 杰富瑞集团 Jefferies
RLX.N	雾芯科技	2021/1/22	139800	华兴资本	摩根士丹利 Morgan Stanley 花旗集团 Citigroup

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

中概股的回归,除了直接给港交所带来上市发行收入和市场交易费用收入以外,还将为中资券商的投行股权承销收入带来增量。对于回归的中概股承销,中资机构市场份额,高于中资机构承销赴美 IPO 中概股的市占率,因此无论是回港二次上市还是赴美改赴港一次上市,都将为中资机构带来承销收入增量。

### 3.1.2、新经济占比提升,叠加恒指结构优化,港股对全球资金吸引力进一步提升

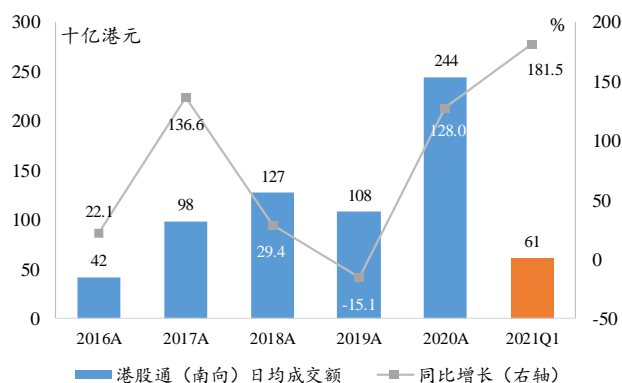
#### 1) 新经济占比提升和南下资金占比提升共同推动市场活跃度提升

新经济公司占比不断提升,其自身交投活跃的属性将提振港股市场成交,同时还将不断吸引内地资金,随着内地资金对港股市场成交贡献持续升高(2021 年一季度南向日均成交额达到 608 亿港元,同比上升 182%),内地市场高换手率的风格向港股市场渗透。预计 2021 年市场日均成交额增速将达到 35%,成交额将达到 1,748 亿港元。

新经济行业公司股票通常交易更活跃。2017 年,成交额前十大公司中,新经济公司共 1 家(腾讯),其成交额占全年港股成交额比重约为 9.5%;2019 年,这两个数据上升到 2 家(腾讯、美团)和 11.2%;2020 年,数据为 5 家(腾讯、美团、阿里、小米、中芯)和 36.0%;2021Q1,数据为 5 家(腾讯、美团、阿里、小米、中芯)和 35.0%。根据港交所统计,发行新规实行三年来,赴港上市最大 14 家新股占现货日均成交额从 2018 年的 3.0%上升到 2020 年的 16.6%,2021Q1 该数值达到 17.7%。预计随着未来两年国内新经济企业的持续上市,新经济公司股票对

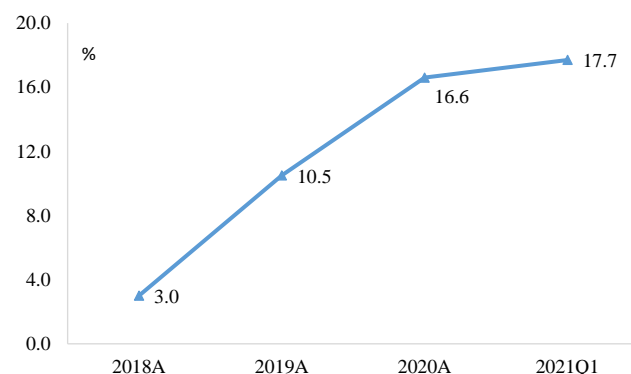
市场交投的贡献将继续增长。

图28、图 5、港股通（南向）日均成交额及占比



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

图29、2018年至今 IPO TOP14 公司现货日均成交占比

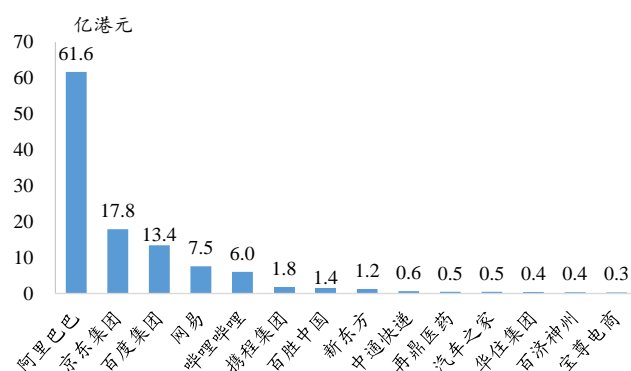


资料来源: 港交所官网, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 2) 中概股回归将继续带动港股交易额提升

中概股回归为日均交易带来的增长可分为 2 个部分，一是发行股份的交易，另一部分是 ADR 转换带来的股份的交易。从各家中概股回归之日起至 5 月 21 日的港股日均成交额来看，阿里巴巴至今的港股日均成交额为 61.6 亿港元，京东 17.8 亿港元，百度 13.4 亿港元，网易 7.5 亿港元。预计随着 ADR 的进一步转换为港股，日均成交额有望继续提升。

图30、已回归中概股回归日至5月21日港股日均交易额



资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

## 3) 恒指结构优化，纳入更多新经济公司，进一步提升投资者对港股市场的兴趣。

3月1日，恒生指数公司公布恒生指数的市场咨询结果，从提高成份股数目（2022年中前增加至 80 只，最终固定为 100 只）、按七个行业组别选取成份股、将上市历史要求缩短至 3 个月、维持香港公司代表性、对所有成份股统一采用 8% 的权重上限等五个方面对恒指进行调整。5月21日，恒指公布了咨询结果以来的最新季度检讨结果，新纳入信义光能、比亚迪股份、碧桂园服务等 3 只个股，合计 58

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

只股票。此外，由于成分股最新权重上限为 8%，导致行业权重出现明显变动，金融所占权重下跌 3.88 个百分点至 37.3%，信息科技业在阿里巴巴、美团权重大增的带动下，所占权重增加 3.58 个百分点至 26.4%。根据此前咨询结果中测算的恒指 80 成分股行业所占数目、权重，至 2022 年中，消费仍需增加 7 家、3.5%，资讯科技增加 6 家、2.2%，医药增加 6 家、2.3%。预计 2021 年下半年，恒指将加快纳入科技、消费和医疗保健等新经济公司。

### 3.1.3、香港衍生品市场蓬勃发展，有望成为全球风险管理中心之一

#### 1) 港交所与 MSCI 合作推出亚洲及新兴市场指数相关衍生品

2020 年港交所与 MSCI 合作成功推出了 38 只亚洲及新兴市场指数的期货及期权产品。合计推出的 38 只期货及期权产品包括了不同种类的指数，例如净总收益指数及价格回报指数，以及以美元、新加坡元及日元不同货币计价的指数。2021 年港交所继续丰富 MSCI 系列的衍生产品组合，于 2021 年 3 月 15 日推出 MSCI 中国自由（美元）指数期权及 MSCI 台湾（美元）指数期权。在有关合约全部推出后，香港交易所将成为亚洲时区内拥有最多元化 MSCI 衍生工具的交易所，将推动中国香港升级为国际风险管理中心。

由于 2020 年合约刚推出不久，此前也并没有太多同一只合约从一个交易所转移到另一个交易所的先例。参考十年前 MSCI 将其部分授权从芝加哥交易所转移到了洲际交易所的情况，2020 年大部分交易活动的转移会到展期交割过后才开始。新加坡交易所的合约最迟的在 2021 年 2 月到期，因而 2020 年 MSCI 相关合约带来的衍生品交易增量有限，2020 年全年衍生品日均成交张数 60.6 万张，与 2019 年基本持平。2019 年，新加坡交易所相关 MSCI 合约的日均成交量为 16 万张，预计港交所需要 3-5 年左右达到新加坡交易所的水平，我们预测 2020-2022 年的日均交易量在 2/7/15 万张。

#### 2) 港交所与 MSCI 合作推出 A 股衍生品或将较快落地

2019 年 3 月，港交所曾公布与 MSCI 就推出 A 股指数期货开展合作。为回应国际投资者的需求及有助开发 A 股投资者所需的主要风险管理工具，MSCI 同意授权港交所使用 MSCI 中国 A 股指数以推出期货合约。

2020 年 6 月 22 日的财新夏季峰会上，证监会副主席方星海表示“中国证监会和香港证监会在两年前就已经签署了跨境金融衍生品监管的 MOU（合作谅解备忘录），有了这个基础后，香港推出基于 A 股的衍生品时机是成熟的，也是可以在结合当前支持香港国际金融中心建设这个大框架下予以很好解决的一个问题”，并对港交所推出基于 A 股的衍生品予以支持。2021 年 4 月份港交所一季报中披露，公司继续筹备推出 A 股指数期货合约，并与相关监管机构沟通以备审批，只暂时

尚未落实推出日期。预计港交所相应针对 A 股指数期货产品或将于不久的未来推出。

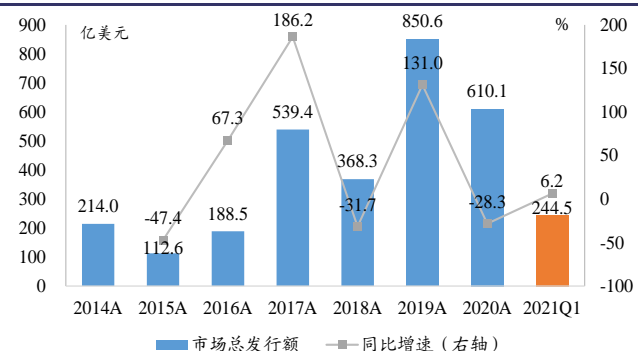
### 3.1.4、中资美元债发行规模回暖，美元宽松下指数走高

**2021 年一季度，中资美元债发行规模回暖。**2020 上半年亚洲（除日本）高收益债一级市场发行规模受疫情冲击影响大幅下降 33.2% 至 307.8 亿美元，随着国内疫情的控制，下半年发行规模已有恢复，2020 年共发行 610.1 亿美元，同比跌幅较 2020H1 收窄至 28.3%，对券商投行债权融资业务造成小幅负面影响。但是，2021 年一季度，中资美元债发行回暖，一季度已发行 244.5 亿美元，同比上升 6.2%。

**美元流动性宽松下，券商投资收益有望随着中资美元债走高而维持高增速。**根据兴证固收团队的分析框架，中资美元债的一个重要特征是，发行主体一致，但境内外债券收益率时常表现各异，与美元流动性息息相关。一方面，中资美元债是一种以美元为定价货币的资产，因此美元的供需，即美元流动性对此类债券价格有决定性影响。另一方面，境内外参与债券交易的主体不同，且国内与海外市场由于政策管制导致的隔离性，容易受到海外整体流动性环境的影响。随着中资美元债市场化程度的加深，无风险收益率对于中资美元债表现的影响也日益深刻。

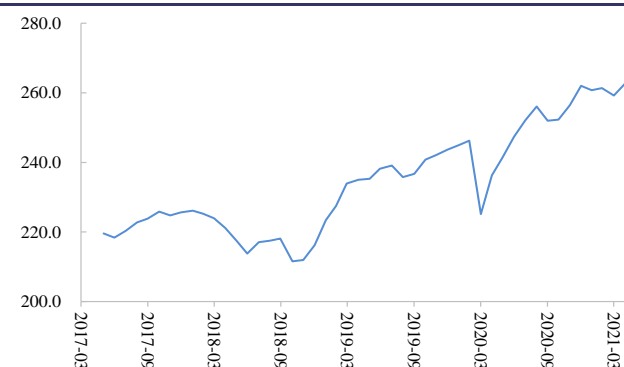
目前来看，虽然市场对于通胀高企之下美联储或收紧货币政策仍有担忧，但是美联储新修订的货币政策框架更强调就业以及数据依赖，在高失业率面前，美联储将容忍通胀而维持宽松基调。预计 2021 年全年中资美元债彭博巴克莱指数走势将维稳向好，将利好香港证券行业投资收益和财富管理业务。

图31、亚洲（除日本）G3 高收益债发行规模



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理

图32、中资美元债彭博巴克莱指数



资料来源：Bloomberg，兴业证券经济与金融研究院整理



### 3.2、A+H 股券商长期获资本市场改革红利

#### 3.2.1、投行：注册制有望全面落地，资本市场改革红利持续释放

**注册制有望全面落地。**前期科创板制度运行逐渐成熟、创业板注册制落地，多层次资本市场建设不断完善，推动包括主板在内的注册制全面落地，有利于提升证券发行市场活力。对券商而言，系列改革一方面可以为行业带来 IPO 业务增量；另一方面，由于注册制对券商的定价能力、承销能力提出更高的要求，行业马太效应或进一步加剧，利好项目积累广、定价能力强的头部券商。

**创业板注册制正式落地后平稳运行，为主板推行注册制积累经验。**2020 年 8 月 24 日，创业板改革并试点注册制首批 18 家首发企业上市交易，标志着创业板试点注册制正式落地。截至 2020 年底，创业板注册制上市募资额 660.3 亿元，加上科创板首发募资 2226.2 亿元，2020 年注册制上市的合计募资额占 IPO 总募资额比达到 61.4%。

2020 年 10 月 15 日，证监会主席易会满向全国人大常委会会议作关于股票发行注册制改革有关工作情况的报告时表示，证监会推动形成了从科创板到创业板、再到全市场的“三步走”注册制改革布局。经过科创板、创业板两个板块的试点，全市场推行注册制的条件逐步具备。2020 年 10 月 22 日，证监会副主席李超出席 2020 金融街论坛年会时表示证监会将加强科创板、创业板试点注册制各项制度规则运行情况的评估，深入总结试点经验，研究制定全市场推广注册制实施方案。证监会规划的三步走战略已完成两步，最后一步即向全市场推广注册制。

**行业有望向头部集中，全面推行注册制将利好投行业务布局深厚的头部券商**

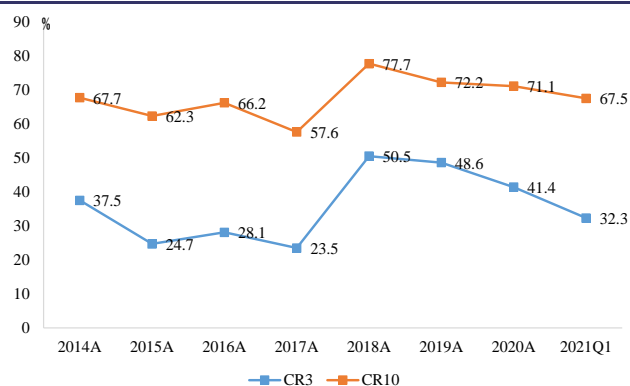
2020 年，证券行业主承销商首发募资金额 4,699.6 亿元，同比大幅增长 85.5%，其中排名前三的为中信建投 836.6 亿元（占比 17.8%）、海通证券 607.8 亿元（占比 13.0%）和中金公司 489.0 亿元（占比 10.4%）。2021 年 Q1，行业主承销商首发募资金额 763.1 亿元，同比下降 3.2%，其中排名前三的为中信证券 95.5 亿（占比 12.6%）、中信建投 57.0 亿（占比 7.5%）和国泰君安 15.4 亿元（占比 2.0%）。

**行业份额有望向头部集中。**2020 年 CR3 首发承销金额市占率达 41.4%，CR10 达到 71.7%。2021Q1 CR3 首发承销金额市占率达 32.3%，CR10 达到 67.5%。从具体公司来看，2018 年行业格局开始分化明显，2020 年度，中信建投首发承销金额市占率占比最大，达到 17.8%，排名第二的海通证券市占率为 13.0%，排名第三的中金公司市占率为 10.4%。2021 年 Q1，中信公司首发承销金额市占率占比最大，达到 12.6%，排名第二的中信建投市占率为 7.5%，排名第三的国泰君安市占率为 2.0%。预计未来行业集中度将进一步提升，龙头券商优势地位将继续保持稳固。2021Q1，从实行注册制的科创板和创业板来看，首发承销金额排名前二位的海通证券、中信证券，市占率分别为 15.1%和 12.8%。

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

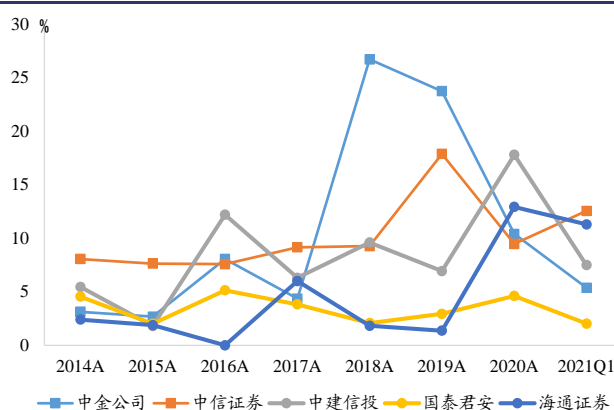
- 29 -

图33、CR3 和 CR10 首发承销金额市占率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图34、主要券商首发承销金额市占率



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

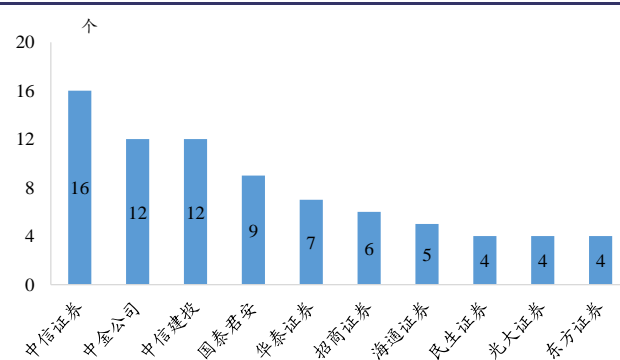
表 12、2021Q1 注册制上市首发募资金额 TOP10

券商名称	承销家数	承销数量市占率(%)	承销金额 (亿元)	承销金额市占率 (%)
海通证券	10	14.1	79.1	15.1
中信证券	5	7.0	67.3	12.8
华泰联合证券	6	8.5	48.3	9.2
国信证券	3	4.2	45.7	8.7
国金证券	5	6.1	25.8	4.9
中金公司	3	4.2	24.4	4.6
长江证券	5	7.0	22.9	4.4
中信建投	4	5.6	22.6	4.3
申万宏源	2	2.8	21.0	4.0
东莞证券	1	1.4	20.7	3.9

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**IPO 项目储备数量也在向头部券商集中。**根据 Wind 数据统计，IPO 项目储备数量排名前三名的分别是中信证券（16 家）、中金公司（12 家）、中信建投（12 家）。从科创板项目储备数来看，排名前两名的分别是中金公司（3 家）和海通证券（2 家）。创业板上储备项目数量前两名的为中金公司（3 家）和中信建投（3 家）。

图35、头部券商 IPO 项目储备

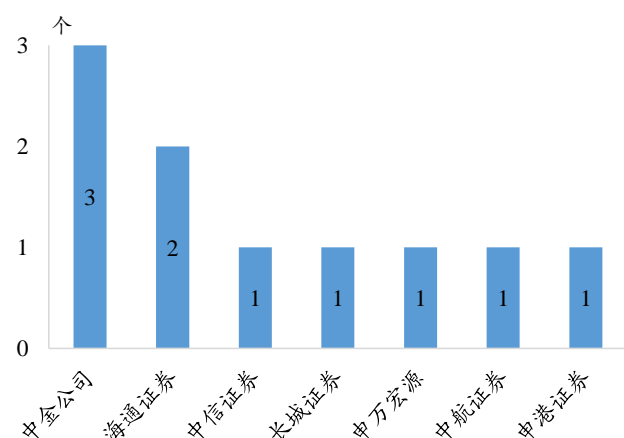


资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：IPO 项目的审核状态为：已受理、已反馈、已预披露更新

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

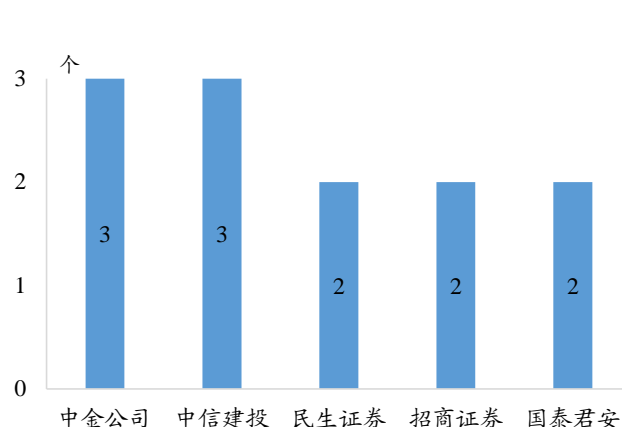
图36、头部券商科创板项目储备



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

注：IPO 项目的审核状态为：已受理、已反馈、已预披露更新，上市板为科创板

图37、头部券商创业板项目储备



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

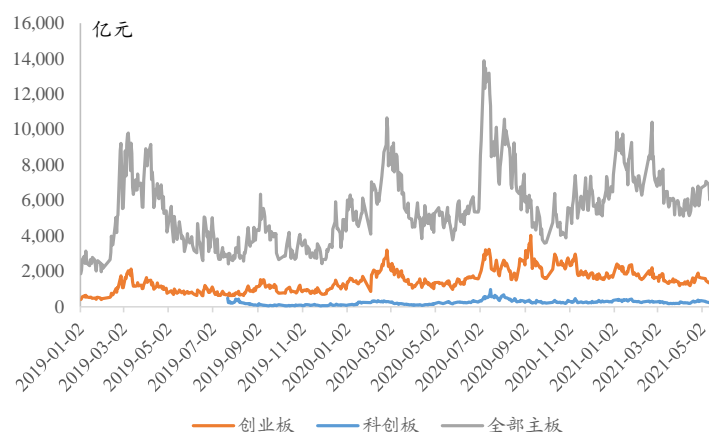
注：IPO 项目的审核状态为：已受理、已反馈、已预披露更新，上市板为创业板

### 3.2.2、经纪：涨跌幅限制和投资者门槛放宽，推动市场交投活跃度提升

科创板在设立之初，最显著的特点之一就是放宽了涨跌幅限制，当时的主板、中小板和创业板在新股上市当天，都存在 44% 的开盘价限制。科创板对这一传统 A 股规则作了重大改变：科创板股票上市前 5 个交易日不设涨跌幅限制，之后在持续交易阶段，科创板将 10% 的涨跌幅限制放宽至 20%。2020 年 4 月 27 日，中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》，其中对于创业板涨跌幅的规定延用了科创板的规则，存量的 807 家公司日涨跌幅也同步扩至 20%。同时，投资者门槛下降到前 20 个交易日日均资产不低于 10 万元，相较于科创板的 50 万，创业板门槛要更低。2020 年 6 月 12 日，《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》出台，正式将《实施方案》的相关规定落实。**更宽的涨跌幅和更低的投资者门槛将有助于提升市场的交投活跃度，利好券商经纪业务。**

从市场每日成交额看，2020 年 8-9 月创业板每日成交额明显升高，2020 年 9 月 9 日以 4021.7 亿元的日成交额达到了近 2 年新高；科创板由于 50 万的门槛相对较高，成交的表现较为不显著，在 2020 年 7 月，上交所副总经理阙波曾在出席论坛时表示正在研究推出鼓励更多投资者参与科创板制度，科创板有望降低投资者门槛。

图38、科创板与创业板每日成交额



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

### 3.2.3、资管：券商公募牌照有望放开，资管继续向主动管理转型

#### 公募牌照“一参一控”限制放宽，券商资管公募牌照申请有望放开

2020年7月31日，证监会发布的《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法（征求意见稿）》优化了公募牌照制度，适当放宽了“一参一控”限制，拟允许“一参一控一牌”，即允许同一主体同时控制一家基金公司和一家公募持牌机构，券商的资管子公司将可以申请公募基金牌照，进而开展公募业务。此前，根据规定，对于未持有公募基金牌照的券商，鼓励其通过将大集合产品管理人更换为其控股、参股的基金管理公司并变更注册为公募基金的方式，提前完成规范；或者就该大集合产品向证监会提交合同变更申请。另外，《资管新规》规定公募产品在向下穿透、多层嵌套等方面均有优势。因此，“金融机构+公募牌照”成为政策青睐的配置方向，公募牌照的获取对于券商资管业务发展而言至关重要。但受限于“一参一控”的限制，目前仅有14家证券公司获得公募牌照，CR10券商中，国泰君安证券于2021年年初刚获得公募牌照。随着制度优化，券商资管公募牌照申请限制放宽，利好券商开展公募管理业务。

表 13、目前公募基金牌照持牌券商名单

	券商	基金管理人	管理人机构类型	获批日期
1	东方证券	东证资管	证券资产管理公司	2013-08-26
2	华融证券	华融证券	证券公司	2013-12-12
3	山西证券	山西证券	证券公司	2014-03-19
4	国都证券	国都证券	证券公司	2014-08-19
5	浙商证券	浙商资管	证券资产管理公司	2014-08-19
6	长江证券	长江资管	证券资产管理公司	2015-01-05
7	东兴证券	东兴证券	证券公司	2015-01-08
8	高华证券	北京高华	证券公司	2015-08-06
9	中银证券	中银证券	证券公司	2015-08-20
10	财通证券	财通证券资管	证券资产管理公司	2015-12-21
11	渤海汇金证券	渤海汇金资管	证券资产管理公司	2016-05-18
12	华泰证券	华泰证券资管	证券资产管理公司	2016-07-26
13	中泰证券	中泰资管	证券资产管理公司	2017-12-18
14	国泰君安证券	国泰君安资管	证券资产管理公司	2021-01-03

数据来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

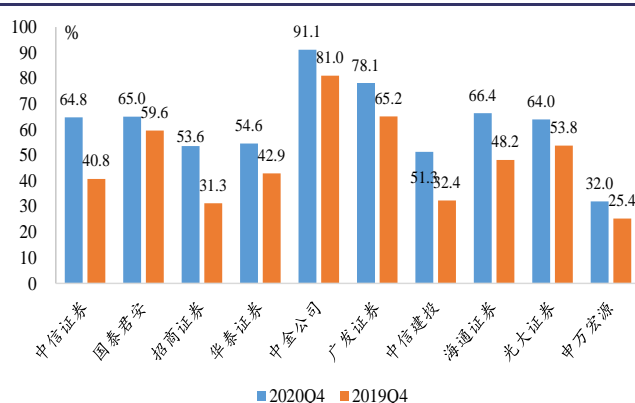
## 继续向主动管理转型，预计未来资管业务保持增长态势

与此同时，资管业务正在回归本源，主动管理规模明显提升。在新资管格局下，加强主动管理能力的券商将在新一轮变革中取得优势，大集合公募化改造对券商的产品设计、风险防范等方面也提出了新的要求。分公司来看，中信证券四季度主动管理月均规模为 6,647 亿元，主动管理规模行业排名第一，占资管总规模比例 64.8%；中金公司主动管理规模同比增速达到 114.5%，增幅显著；同时，中金公司主动管理月均规模占比达到 91.1%，领先其他券商，投研能力较强，在行业中处于优势地位。券商资管在整体“去通道、去资金池、大集合公募化”的背景下，预计未来资管业务将保持增长态势。

图39、券商 Q4 主动管理资产月均规模 TOP10



图40、券商主动管理资产月均规模占比



资料来源：证券投资基金业协会，兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源：证券投资基金业协会，兴业证券经济与金融研究院整理



### 3.3、金融科技赋能，拥抱券商数字化时代

**金融科技赋能证券行业。**近年来，以人工智能、区块链、云计算、大数据等为代表的数字技术的创新发展在给证券行业带来冲击的同时，也为行业引入了新的产业元素、服务业态和商业模式，拓宽了证券行业的业务边界。在数字化浪潮方兴未艾的新形势下，推动证券行业数字化转型，实现动力变革、效率变革、质量变革，是我国证券行业高质量发展的必由之路。过去四年，证券行业，特别是部分头部券商已从战略高度布局金融科技，对于信息技术领域的累计投入已超过 500 亿元。

**互联网券商乘势崛起。**当前，中国互联网券商主要分为两类，一类是以**东方财富**为代表，凭借“科技+流量+牌照”的核心竞争优势，实现业绩的高增长。根据**兴业证券金融团队研究**，东方财富通过自身打造的“以东方财富网”为核心的互联网金融生态圈锁定了一大批聚焦财经领域的优质流量，收购证券牌照后与证券公司直面竞争。海量财经用户基础叠加科技赋能，助力公司实现穿越牛熊的高增长。2020 年、2021Q1 东方财富业绩增速分别为 161%、119%，远高于上市券商平均增速（分别为 36%、30%）。（详见 2021 年 1 月 7 日发布的《东方财富：独树一帜，塑强者之道》）。另一类是以**富途控股、老虎证券**为代表的**跨境互联网券商**，得益于**中国居民资产全球化配置的强劲需求**。截至 2021Q1，富途有资产客户数达 79 万，客户资产达 4,622 亿港元，2017-2020 年 CAGR 约 86%，领先的产品体验、高效营销以及国际化加速等将持续推动客户增长。

在互联网券商大放异彩的同时，传统券商通过内部投入+外部合作，持续推进金融科技赋能。（1）**内部加大科技投入力度**。2020 年证券公司加大研发投入，重视科技人才培养，IT 人员占比及研发投入占比持续提高，以华泰证券为例，2020 年 IT 人员占比达 11%，研发投入占营收比重达 6%。（2）**外部深化与互联网企业&高流量平台合作，积极补足金融科技短板**。由于互联网基因不足，近年来券商也开始加大与互联网企业的合作，加速科技短板的补足。2020 年 6 月，中金公司和腾讯成立合资子公司金腾科技，9 月在微信端正式上线，逐步开启互联网引流。

## 4、投资策略：寻找具有成长性的港股券商

### 4.1、在港中资券商投资策略

**1) 中概股大量回归、新经济公司积极上市，港股 IPO 有望持续领先，利好券商投行股权承销业务**

对于港股市场来说：中概股在美面临越来越严苛的审核，港股市场有望全面受益于中概股回归二次上市，以及原计划赴美上市中资企业转而赴港上市；同时，得益于中国新经济行业发展以及港股上市制度改革，越来越多的新经济公司赴港上

市。

于港交所而言：港股 IPO 领先，港交所是首先受益者，底层公司资产优化有利于吸引更多投资者，此外中概股和新经济公司带来的市场交投增长也会增加港交所交易相关费用的收入。

于券商而言：中概股、新经济公司的大量上市将为承销商带来承销收入增量，中概股的承销目前仍然以外资机构为主，但长期看利好有美股上市项目储备但又在港、A 股有较丰富承销经验的券商。随着更多中小型项目回归，预计将有更多在港 IPO 承销布局深厚的中资券商参与其中，建议大家关注：中金公司、中信证券、华兴资本等。

## 2) 市场交投活跃度提升，利好港交所二级市场交易业务和券商经纪业务

新经济公司占比不断提升，其自身交投活跃的属性将提振港股市场成交，同时还将不断吸引内地资金，随着内地资金对港股市场成交贡献持续升高。中概股回归也将为港股市场带来较大的成交增量，利好港交所交易费用等相关收入和券商经纪业务。

## 4.2、AH 券商投资策略

### 1) 注册制有望全面落地，持续享受资本市场改革红利，利好投行业务

随着创业板注册制的落地，资本市场注册制改革三步走战略已完成两步，对券商而言，系列改革一方面可以为行业带来 IPO 业务增量；另一方面，由于注册制对券商的定价能力、承销能力提出更高的要求，行业马太效应或进一步加剧，利好项目积累广、定价能力强的头部券商。

### 2) 监管持续支持建设航母级券商，鼓励市场化并购

2020 年上半年下调评级领先的头部券商风险资本计算系数，给予头部公司更多杠杆提升空间以推进业务创新和提升盈利水平。未来监管对于风控能力较强、资产质量较好的头部券商风控指标或将进一步放宽，对不同类型的券商实施差异化监管，使券商能够更加充分利用资金，从而提高净资产收益率。建议关注最有航母级券商潜质的中信证券。

## 4.3、港股券商估值低位

**港股证券股估值水平处于历史低位，建议投资者积极关注**

纵向来看，目前港股券商整体估值处于历史相对低的位置，截至 2021 年 6 月 8 日收盘，纯港股上市券商平均 PB 水平为 0.59 倍，A+H 股券商港股平均 PB 水平为 0.68 倍。横向来看，整个券商板块 A 股 PB 在 1.8 倍左右，A+H 券商在 A 股平均 PB 为 1.96 倍左右，在港股平均 PB 仅 0.68 倍左右。对于同时在 A 股和 H 股

上市的证券公司，A 股溢价显著，港股券商平均折价率为 58.1%。建议投资者积极关注港股券商标的。

图41、券商行业 A 股 PB 和 A+H 券商港股 PB

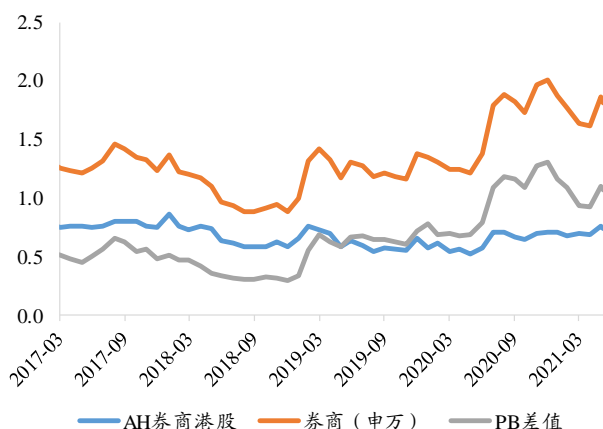
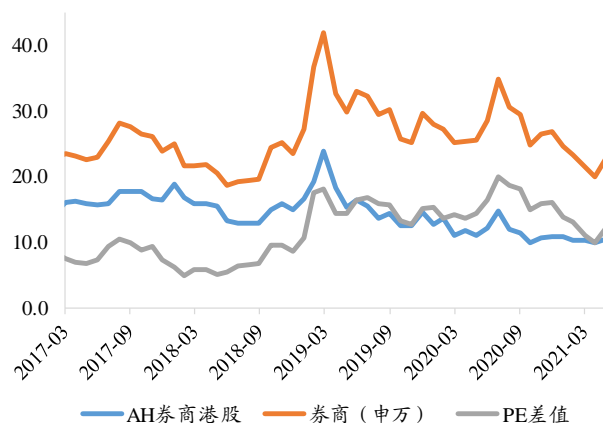


图42、券商行业 A 股 PE 和 A+H 券商港股 PE



资料来源:wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

资料来源:wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

表 14、券商行业估值表

代码	公司	股价	港股市值	每股账面净值		PB	
				2019A	2020A	2019A	2020A
		(港元)	(十亿港元)	(元)	(元)		
01788.HK	国泰君安国际	1.3	12.79	1.5	1.6	0.75	0.70
00665.HK	海通国际	2.3	13.58	4.6	4.7	0.41	0.40
00165.HK	中国光大控股	10.0	16.85	24.7	27.0	0.33	0.31
00218.HK	申万宏源香港	1.0	1.51	2.5	2.6	0.32	0.31
06058.HK	兴证国际	0.2	0.85	1.0	0.8	0.18	0.21
01476.HK	恒投证券	2.9	1.28	3.9	3.5	0.60	0.68
01911.HK	华兴资本控股	20.7	11.16	9.5	11.1	1.79	1.54
	<b>平均</b>					<b>0.63</b>	<b>0.59</b>
03908.HK	中金公司	22.0	41.79	11.1	14.8	1.64	1.22
06030.HK	中信证券	21.2	48.19	13.3	14.1	1.31	1.24
06886.HK	HTSC	11.6	19.94	13.5	14.2	0.71	0.67
02611.HK	国泰君安	11.4	15.92	15.4	15.4	0.61	0.61
06837.HK	海通证券	7.2	24.55	11.0	11.7	0.54	0.50
01776.HK	广发证券	10.6	18.01	12.0	12.9	0.73	0.68
06099.HK	招商证券	11.7	14.94	12.7	12.2	0.76	0.79
06066.HK	中信建投证券	9.8	12.38	7.4	8.7	1.09	0.93
03958.HK	东方证券	5.3	5.44	7.7	8.6	0.57	0.51
06881.HK	中国银河	4.8	17.64	7.0	7.5	0.56	0.52
06178.HK	光大证券	7.3	5.11	10.3	11.4	0.58	0.53
01375.HK	中州证券	1.6	1.85	2.5	2.9	0.51	0.44
06806.HK	申万宏源	2.3	5.78	3.3	8.5	0.57	0.22
01456.HK	国联证券	3.8	1.70	4.2	4.5	0.75	0.71
	<b>平均</b>					<b>0.78</b>	<b>0.68</b>

资料来源: Wind, 兴业证券经济与金融研究院整理

\*注: 股价截至 2021 年 6 月 8 日收盘

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

- 36 -

表 15、A+H 证券公司港股折价情况（截至 2021 年 6 月 8 日）

港股代码	港股简称	港股价格/HKD	A 股代码	A 股简称	A 股价格/CNY	H 股折价率(%)
03908.HK	中金公司	21.95	601995.SH	中金公司	59.53	-69.63
06030.HK	中信证券	21.15	600030.SH	中信证券	25.92	-32.79
06886.HK	HTSC	11.60	601688.SH	华泰证券	16.64	-42.58
02611.HK	国泰君安	11.44	601211.SH	国泰君安	17.48	-46.09
06837.HK	海通证券	7.20	600837.SH	海通证券	11.69	-49.27
01776.HK	广发证券	10.58	000776.SZ	广发证券	15.80	-44.85
06099.HK	招商证券	11.72	600999.SH	招商证券	20.10	-51.97
06066.HK	中信建投证券	9.82	601066.SH	中信建投	32.91	-75.42
03958.HK	东方证券	5.30	600958.SH	东方证券	9.83	-55.59
06881.HK	中国银河	4.78	601881.SH	中国银河	10.81	-63.58
06178.HK	光大证券	7.26	601788.SH	光大证券	19.17	-68.81
01375.HK	中州证券	1.55	601375.SH	中原证券	4.99	-74.42
06806.HK	申万宏源	2.31	000166.SZ	申万宏源	4.71	-59.60
01456.HK	国联证券	3.84	601456.SH	国联证券	14.92	-78.80

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

**建议投资者积极关注龙头标的：**全面受益于中概股回归，成长性可期的港交所（00388.HK）；投行业务保持龙头地位，业务结构逐步多元化的中金公司（03908.HK）；最具航母级龙头券商潜质的中信证券（06030.HK）；投资收益驱动盈利大幅提升，投行项目储备丰富蓄势待发的华兴资本控股（01911.HK）。

## 5、重点公司

### 5.1、香港交易所：新鱼带来活水，港交所成长性可期

表 16、港交所主要财务数据

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(亿港元)	190.8	243.3	301.2	362.6
同比增长(%)	17.0	27.5	23.8	20.4
归属股东净利润(亿港元)	115.1	153.5	196.2	240.8
同比增长(%)	22.5	33.5	27.8	22.7
ROE (%)	24.7	30.9	38.1	44.7
资产负债率 (%)	87.7	87.8	88.8	89.8
每股净资产 (港元)	38.6	40.6	42.2	44.3
每股收益(港元)	9.11	12.36	15.80	19.38
每股派息 (港元)	8.17	11.06	14.14	17.35

资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院

“买入”评级。港交所发行制度改革取得显著成效，新经济公司上市不断增加，在地理优势和政策红利下首先受益中概股回归，优质底层资产将提振市场活跃，并推进互联互通丰富壮大。

**营收和净利均继续创季度新高。**公司 2021Q1 实现营业收入 59.6 亿港元，同比上

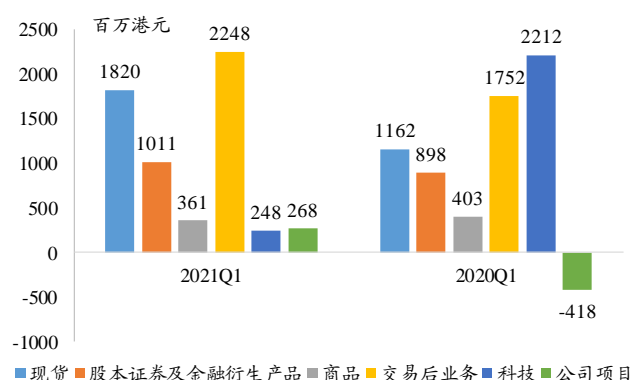
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

升 48.6%；归属股东净利润 38.4 亿港元，同比上升 69.8%；基本每股盈利 3.03 港元，同比上升 68%。公司主要业务收入较 2020 年一季度上升 35%，主要系 2021 年一季度港股市场日均成交额同比大幅增长，创历史新高，令交易及结算费用增加；2021Q1 投资收益净额由 2020Q1 的亏损 4700 万港元转盈为收益 4.18 亿港元，拉动业绩表现。

**港股市场交投活跃，沪深股通屡创新高。**2021Q1 公司现货分部营业收入约 18.2 亿港元，同比增长 56.6%，其中交易费同比增长 88%，交易系统使用费增加 54%。2021Q1 港股市场交投活跃，日均成交额为 2,244 亿港元，创季度新高，同比增长 86%，环比上升 59%。其中，1 月日均成交额创 2,457 亿港元的月度新高，一季度有 5 个交易日成交金额超过 3,000 亿港元。

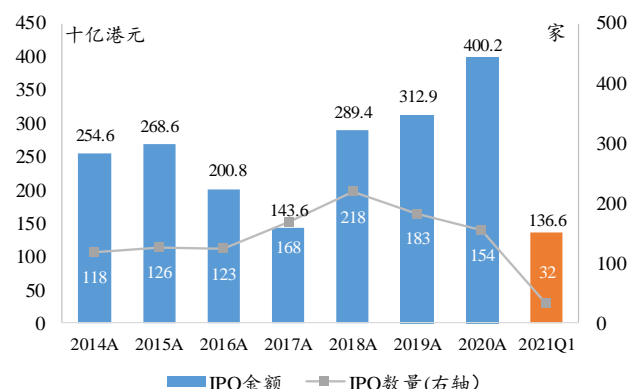
**首次公开招股集资额位列全球第三。**2021 年一季度，联交所现货分部上市费用收入 2.27 亿港元，同比小幅下降 2.6%。2021Q1 港股市场 IPO 数量为 32 家，首发募资额 1,366 亿港元，是 2020 年一季度的 9 倍多，位列全球第三，香港 IPO 市场仍然蓬勃发展。港交所迎来第三家同股不同权公司——快手科技，并创下 2019 年阿里巴巴上市以来的最大型的首次公开招股。按 IPO 融资规模来看，新经济公司占比极高，资讯科技、医疗保健及消费合计占比达到 96.7%。2021 年 3 月，联交所就优化海外发行人上市制度的改革咨询市场意见，包括扩阔第二上市制度，容许经营传统行业而没有采用不同投票权架构的海外上市大中华公司申请上市。随着港交所发行制度改革深化、中资企业赴美上市受到越来越严格的审核，以及 H 股“全流通”全面落地推开，预计将有更多中概股回归港股市场，以及更多优质中资企业选择赴港 IPO。

图43、港交所各业务部分收入



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图44、港交所 IPO 金额及数量



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

## 5.2、中金公司：投行业务保持龙头地位，业务结构逐步多元化

中金公司业务结构从高度依赖投行业务逐渐走向平衡。投行业务保持龙头地位，同时投行积累的大量优质客户促进公司财富管理和固定收益等业务发展。

**业绩高速增长。**中金公司 2021Q1 实现收入 59.3 亿元，同比增长 24.4%；归属股东净利润 18.8 亿元，同比大幅增长 46.9%；每股收益 0.37 元，同比增长 29.5%；

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

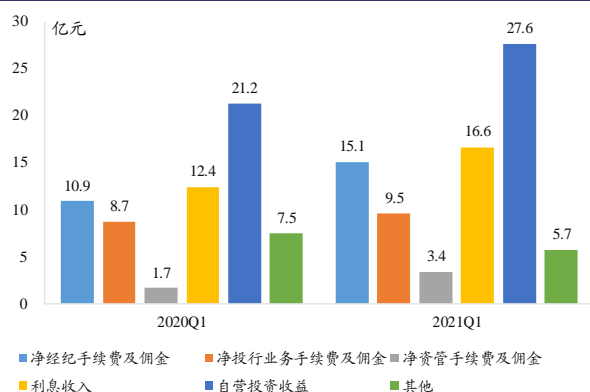


公司营业收入与净利润增长良好，主要受益于投资收益和财富管理收入大幅增长。**投行业务龙头地位稳固。**公司 2021Q1 净投行手续费及佣金收入 9.6 亿元，同比增长 9.2%。股权融资方面，根据 Wind 数据，公司共参与 A 股 IPO 项目 5 单，承销金额 40.92 亿元，排名市场第六；在港股市场继续保持领先，彭博数据显示，公司 Q1 在港股市场共参与项目 11 个，承销金额 15.8 亿美元，参与的大项目包括哔哩哔哩、百度和汽车之家。

**投资收益和经纪业务收入均大幅增长。**2021Q1 中金实现投资收益 27.6 亿元，同比增长 30%，主要受益于资本市场改革深化与对外开放水平提升。实现经纪业务收入 15.1 亿元，同比增长 38.8%，主要受益于市场交投活跃度的增加。

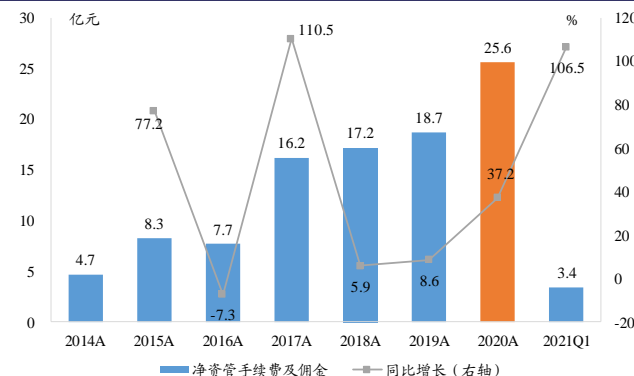
**资管业务增速明显提升。**公司 2021Q1 实现资管业务收入 3.4 亿元，同比增长 106.5%。券商资管业务继续向主动管理转型，根据证券投资基金业协会数据，2020 年四季度中金公司主动管理资产月均规模占比达到 91.1%，领先其他券商，投研能力较强，在行业中处于优势地位。

图45、中金公司营业收入按类别



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图46、中金公司资管净手续费及佣金及同比增速



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

### 5.3、中信证券：多业务实现大幅增长，投行保持行业第一

中信证券资本实力雄厚，投行业务龙头地位稳固，注册制改革持续推进，资本市场深化改革的大背景下，公司在投行业务及机构业务上的龙头优势有望进一步放大。同时，信用与资管业务大幅增长，配股增资有望在长期实现利息及自营业务发展，头部投行优势强化。

**营收和净利稳定增长。**2021Q1，公司实现营业收入 164.0 亿元，同比增加 27.6%，主要受益于利息业务收入的大幅增长；实现归属股东净利润 51.6 亿元，同比增长 26.7%，基本每股收益 0.40 元，同比增长 25%。

**投行业务保持股债承销双料第一。**2021Q1 公司实现投行业务佣金及手续费净收入 15.9 亿元，同比增长 78.8%。股票承销：据 Wind 统计，公司完成股票主承销 48 单，承销金额达 698.7 亿元，同比增长 2.9%，承销金额位列行业第一；债券承销：据 Wind 统计，公司 2021Q1 承销债券 392 家，主承销金额达 2495.0 亿元，同比

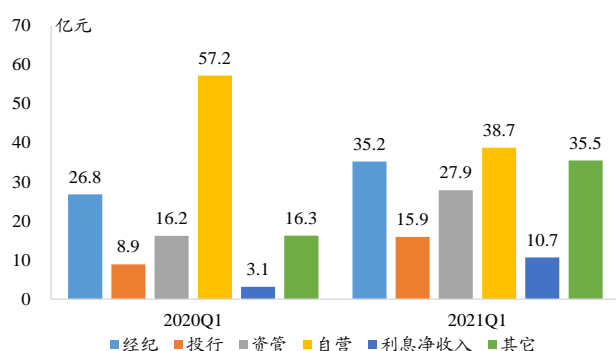
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

增长 11.0%，位列行业第一。

**市场交投活跃，公司经纪业务同比增速转正。**2021Q1，证券市场交投整体处于高位水平，A 股交易总额同比增长 9.8%；公司期内实现经纪业务收入 35.2 亿元，同比增长 31.4%。

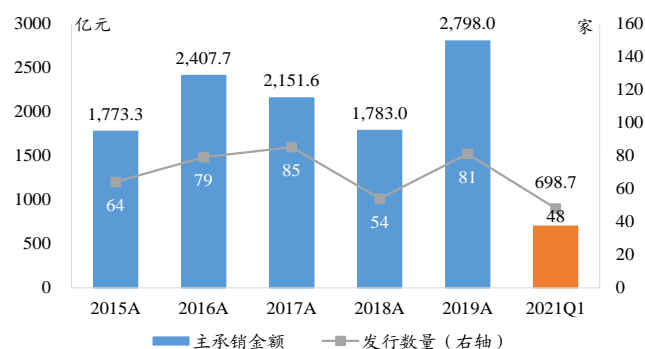
**自营业务收入同比有所下行，资管业务收入同比持续大增。**2021Q1，公司自营业务实现净收入 38.7 亿元，同比下跌 32.2%。资管业务收入 27.9 亿元，同比增长 72.4%，公司转型主动管理效果明显，居民理财活跃度较上年同期大幅提升，资管业务业绩贡献成效显著。

图47、中信证券营业收入按类别



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图48、中信证券股权承销业务主承销金额及数量



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

#### 5.4、华兴资本控股：新经济带动投资银行业务发展，资产管理业务占比首次过半

表 17、华兴资本控股主要财务数据

会计年度	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入(百万元)	1,589	2,115	2,552	2,966
同比增长(%)	21.9	33.1	20.7	16.2
归属股东净利润(百万元)	1,038	908	1,450	1,735
同比增长(%)	320.5	-12.5	59.7	19.6
ROE(%)	18.8	11.3	15.8	16.6
每股摊薄收益 EPS(元)	1.98	1.74	2.77	3.31
每股派息 (元)	0.15	0.52	0.83	0.99
每股净资产 (元)	15.03	16.42	18.64	21.30

资料来源：公司年报，兴业证券经济与金融研究院

“审慎增持”评级，目标价 31.14 港元。华兴资本是中国领先的服务新经济的金融机构，致力于为中国新经济创业者、投资人提供横跨中国大陆、中国香港、美国三地的一站式金融服务。

**利润大幅增长，资管业务占比过半。**2020 年，公司总收及净投资收益同比增长 68.4%；本公司拥有人应占年内利润同比增长 320.5%。2020 年，公司投资管理业

请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

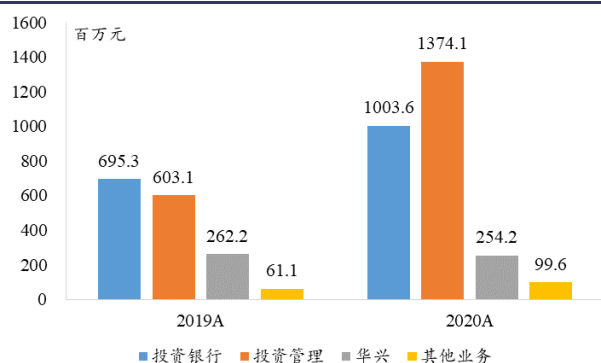
务首次成为核心分支，收入及净投资占公司总收入及净投资收益比重为 50.3%；投资银行业务及净投资收益占公司总收入及净投资收益比重为 36.7%。2020 年，集团 ROE 提高至 18.8%。

**资管业务收入强势增长，投资表现厚积薄发。**2020 年，公司投资管理业务收入及净投资收益同比增加 127.8%；管理费收入同比减少 3.2%，但分部经营利润同比增长 218.4%，主要系公司投资自有管理私募股权基金的组合公司增值。期内，集团领投泡泡玛特、跟投华大智造等明星项目；自有基金组合包括贝壳、美团点评等头部企业；未实现附带权益累计总额达 33.4 亿元，净额达 10.9 亿元。截至 2020 年 12 月 31 日，公司已完成投资的基金 IRR 平均 45%，管理规模超过人民币 570 亿元。

**新经济助推投行业务发展，股票承销业务发力。**2020 年，公司投资银行收入同比上升 43.9%，创历史新高。其中，股票承销业务收入同比增加 476.7%，股票销售交易收入同比上升 52.4%。期内，公司中概股美国 IPO 账簿管理人排名第 6 位，市场份额 8.3%；公司香港 IPO 账簿管理人排名第 15 位，市场份额 2.7%。公司参与重点项目包括贝壳、一起、快手、京东、京东健康、中通快递、泡泡玛特等。2020 年，公司投资银行分部经营利润率同比提升 17.3 个百分点至 28.9%。

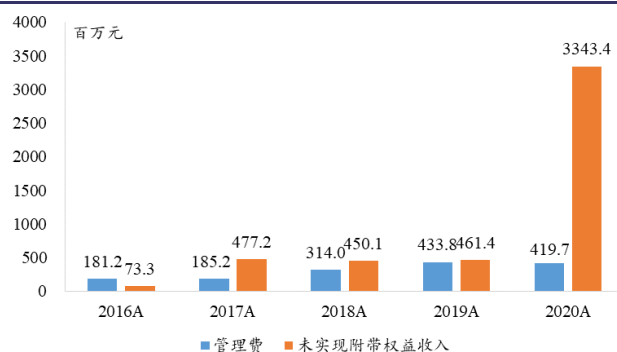
**集团协同效应加速实现。**2020 年 11 月，华兴证券正式获批自营和代销牌照，预计资金回报率将有所提升。华兴财富面向新经济财富人群，提供超高净值个人资产配置、头部新经济企业现金管理服务。截至 2021 年 3 月，华兴财富管理资产规模约为 60 亿元。

图49、华兴资本各业务部门收入



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

图50、华兴资本投资管理部门收入



资料来源：公司财报，兴业证券经济与金融研究院整理

## 5.5、重点公司盈利预测与估值表

表 18、重点公司盈利预测与估值表（2021 年 06 月 08 日）

代码 .HK	公司	评级	市值 (亿港元)	EPS (港元)				PE				PB
				2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
00388	香港交易所	买入	5,959	9.11	12.36	15.8	19.38	51.6	38.0	29.7	24.3	12.6
03908	中金公司	未评级	1,060	1.80	2.20	2.61	3.00	12.2	10.0	8.4	7.3	1.2
06030	中信证券	未评级	2,734	1.31	1.78	2.09	2.40	16.1	11.9	10.1	8.8	1.2
01911	华兴资本控股	审慎增持	112	2.40	2.11	3.35	4.01	8.6	9.8	6.2	5.2	1.6

资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院

\*注：数据截至 2021 年 6 月 8 日；中金公司、中信证券 2021-2023 年预测 EPS 为彭博一致预期 EPS

## 6、风险提示

- 1) 市场波动影响投资收益：当市场大幅波动之时，券商投资收益会随权益市场波动而发生盈利或亏损；
- 2) 证券发行政策落地效果不达预期：若 IPO 收紧或全面注册制落地效果不及预期，会影响券商 IPO 承销业务收入；
- 3) 外资进入带来更大竞争压力：若金融开放后外资进入加快，外资券商凭借丰富的经验等挤占内资券商市场份额，给内资券商带来巨大的竞争压力；
- 4) 中资在港券商孖展业务调整不及预期，市场剧烈波动下减值损失进一步扩大：当前中资在港券商孖展业务利息收入仍是营收重要的组成部分，孖展业务余额较高，但市场发生剧烈波动时，需要计提的减值损失或进一步扩大，影响公司利润。

## 分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以上证综指或深圳成指为基准，香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		审慎增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%～15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%～5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 有关财务权益及商务关系的披露

兴证国际证券有限公司及/或其有关联公司在过去十二个月内与兴证国际金融集团有限公司、浦江中国控股有限公司、游莱互动集团有限公司、华立大学集团有限公司、信源企业集团有限公司、日照港裕廊股份有限公司、旷世控股有限公司、尚晋(国际)控股有限公司、宝龙商业管理控股有限公司、赤子城科技有限公司、汇景控股有限公司、生兴控股(国际)有限公司、正荣服务集团有限公司、正荣地产集团有限公司、嘉兴市燃气集团股份有限公司、福建省蓝深环保技术股份有限公司、China Gas Industry Investment Holdings Co. Ltd.、河钢股份有限公司、第一服务控股有限公司、深圳晨北科技有限公司、达丰设备服务有限公司、建发物业发展集团有限公司、星盛商业管理股份有限公司和中国恒大集团有投资银行业务关系。

## 使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违犯当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告由受香港证监会监察的兴证国际证券有限公司(香港证监会中央编号：AYE823)于香港提供。香港的投资者若有任何关于本报告的问题请直接联系兴证国际证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

## 特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。