

证券行业 2021 年度投资策略

转型与分化是主题，个股 Alpha 可期

新年资本市场改革六大任务稳步推进，多维度利好券商基本面

新年中国证监会继续坚定推进资本市场改革，并明晰提出六大任务，其中重点强调促进居民储蓄向投资转化及全面推行注册制和退市机制改革，这是继 2020 年初发布新的证券法、落实了创业板注册制及深化新三板改革等一系列措施之后的进一步深化；港股方面，中概股回归及港交所上市制度的系列改革，将助力中资券商进入新一轮发展周期。推进资本市场高水平开放和科创板扩容均助力券商金融资产规模的提升。据中国证券业协会统计，截至 2020 年 Q3，135 家证券公司净利润约 1,327 亿元，这已创下历史以来第二好成绩。看好板块本身利好政策释放预期，监管持续支持头部券商、政策鼓励市场化并购，龙头券商未来资金利用率有望进一步提升进而提升 ROE。我们建议关注具备 Alpha 属性个股。

轻资产业务向头部券商集中

经纪业务向财富管理业务转型已初见成效，2020 年前三季各上市券商经纪业务收入占比都呈现出了不同幅度的增长，行业平均同比强劲增 49%，银河证券(6881 HK)、国泰君安(2611 HK)、中信建投(6066 HK)和华泰证券(6886 HK)等共七家大券商首批获得基金投资顾问试点资格，经纪业务逐渐向财富管理业务转型，前十大券商经纪业务收入占比已达 57.9%，财富管理业务明显获益。

受益于科创板注册制的改革及再融资新规的颁布，IPO 募资规模及再融资规模都有大幅提升。券商投行业务收入前十位占整个行业的 55.5%，尾部券商承销金额占比却不足行业的 1%，头部效应明显。注册制下，投行业务将倒逼券商专业能力提升，龙头券商投行的优势逐渐扩大。资管方面券商积极向主动管理转型，收入同比增长 11.5%。头部券商转型速度更快、管理能力更强，前三季资管业务收入前十名券商已占比高达 77.1%，行业集中度进一步提升。

券商重资产化趋势在继续，杠杆率持续上升

新年券商板块亮点在于自营业务、资本中介业务及扩大 FICC 投资规模、场外衍生品持续扩张等。2020 年大型券商凭借规模优势、平台优势，龙头地位逐渐稳固，前三季投资收入 1013.6 亿元，同比增长 15.4%，营收占比 29.6%，重回行业内业务第一；投资业务驱动资产扩表，券商纷纷通过 IPO、定增、配股等方式补充资本金，夯实资本实力、提升市场竞争力。预计未来券商行业将在大自营业务的引领下从轻资产模式转型为重资产模式，实现盈利模式的转变。

个股 Alpha 可期

展望 2021 年，我们认为在资本市场改革持续深化、全面注册制稳步推进等大趋势下，券商仍将持续受益于政策红利的释放。头部券商的长期竞争力将得到有效提升。目前中资券商收入仍以“经纪+信用+自营”为主，高度与市场行情相关，β 属性明显，虽然我们判断 2021 年市场活跃度与行情仍有望保持高位，但已经历连续两年快速发展，个股业绩基数已较高，2021 年业绩分化大概率将加剧，Alpha 属性较强的投资与投行业务会是 2021 年的跑赢行业的关键。当前 A+H 股券商港股平均 PB 水平为 0.74 倍，AH 溢价已处于 2010 年以来历史最高位，安全边际较高，我们关注三条投资主线：1、在监管打造航母级券商政策引导下，行业集中度提升的逻辑不变，头部券商借助雄厚资本实力和风控能力将更加受益，持续看好龙头券商投资价值，推荐中信证券（6030.HK）和国泰君安证券（2611.HK）、建议关注华泰证券(6886.HK)；2、业务稳定性高，金融产品、投行业务反弹强劲、抗风险能力较强，股息率吸引的中资券商子公司国泰君安国际(1788.HK)。

分析师

赵红梅

+852 2359 1855

may.zhao@ztsc.com.hk

风险提示：（一）疫情超预期（二）金融市场剧烈波动及环境恶化；（三）金融政策发生超预期变化。

目录

要点	5
一、资本市场改革深化，政策助力券商进入新一轮发展期	5
二、上市规则改革后香港 IPO 标准利于“新经济”上市	6
三、2020 年在港中资券商的变化	7
1. 港股市场活跃度提升，互联互通再创新高	7
2. 港股 IPO 保持高增长，中资美元债波动加剧影响投资收益	8
3. 保证金业务规模总体放缓，信用风险仍需审慎	10
三、14 家 A+H 股券商整体经营情况优于行业	11
四、证券行业各分业务回归及 2021 年展望	12
1. 头部券商积极财富管理业务转型	13
2. 龙头券商自营业务杠杆会继续提升	16
3. 投行业务仍会延续高增态势	17
4. 资管业务继续蓬勃发展	21
5. 资本中介业务空间广阔	22
五、投资建议：	26
六、风险提示	26
公司及行业评级定义	27
重要声明	28

图表目录

图表 1：香港交易所近年来上市制度改革进程	6
图表 2：香港市场和股本证券日均交易额	8
图表 3：港股通和沪深股通交易额	8
图表 4：历年港股市场 IPO 数量和融资规模	8
图表 5：港股市场新股融资额增减幅度对比（按行业）	8
图表 6：主要中资券商在港股市场亚洲（除日本）G3 高收益债券承销规模	9
图表 7：彭博巴克莱中资美元债指数	9
图表 8：海通国际分部收入	10
图表 9：海通国际企业融资分部收入	10
图表 10：国泰君安国际分部收入	11
图表 11：国泰君安国际企业融资分部收入	10
图表 12：两家中资券商的保证金业务减值拨备	10
图表 13：两家中资券商保证金业务余额	11
图表 14：15-20 年证券行业营业收入及同比增速	12
图表 15：A+H 股券商 2020H1 收入及同比增速	11
图表 16：2020H1 14 家 A+H 股券商营业收入占比及增速	11
图表 17：证券行业平均杠杆率趋势	13
图表 18：上半年股基交易行情	14
图表 19：2019-2020 上半年每月新增投资者人数	14
图表 20：财富管理业务净佣金率下滑减缓	15
图表 21：20 年截至 Q3 14 家头部券商经纪业务收入及占比	15
图表 22：19-2020H1 券商财富管理 APP 活跃人数	16
图表 23：头部券商 2020 财富管理转型策略	16
图表 24：自营业务收入占行业总收入比例（百万人民币）	17
图表 25：2015-19 年自营业务收入	17
图表 26：五大券商自营收益率	17
图表 27：国内 Top6 券商固收类投资占比	18
图表 28：2015-2020 新股发行数量	18
图表 29：2015-2020 新股募资规模（亿元）	18
图表 30：新股审核通过率	19
图表 31：15-2020H1 券商再融资发行规模	19
图表 32：上半年债券承销总额	19
图表 33：投行业务 CR5	20
图表 34：债券承销规模 CR5	20
图表 35：五大券商总承销金额（亿元）	20

图表 36：五大龙头券商近年来债券承销金额（亿元）	21
图表 37：头部券商 IPO 排队家数	21
图表 38：券商资产管理规模（亿元）	22
图表 39：券商主动管理资产月均规模前十名（亿元）	22
图表 40：各类资产管理业务只数及规模（亿元）	23
图表 41：券商资产管理规模（亿元）	23
图表 42：市场股票质押数（亿股）及占总股本比	24
图表 43：19-2020 融券业务相关政策利好	25
图表 44：融券余额占两融余额比例变化.....	25
图表 45：券商行业 2021 年盈利预测	26

要点

- 1)、2021 年资本市场改革持续深化，证券行业仍处在战略机遇期及监管宽周期。全面实行注册制、完善基础制度安排、优胜劣汰机制完善、持续对外开放、吸引长期资金入市、多层次资本市场重塑等政策有望在 2021 年及十四五期间一一施行。
- 2)、2020 年券商业绩增长亮点主要来自交易量放大带来的经纪业务稳健增长、融资规模提升带来的投行业务高增长及自营业务增长。随着 2021 年注册制的全面实行，直接融资、衍生品、场外市场、并购重组等面临发展机遇，推动券商大投行业务快速扩张；投资端引入中长期资金及完善机构投资者风险管理工具，衍生品扩容，投行、融资融券、自营及衍生品等增速仍可期待。
- 3)、2020 年前三季度，证券业整体营收 3423 亿元，同比增长 31.1%，净利润 1326 亿元，同比增 42.5%；2021 年业绩预测：在日均股基交易额 9018 亿元、日均两融规模 1.52 万亿元，IPO、再融资分别 4860 亿元、1.18 万亿元（同比增速分别 8%、26%）的核心假设下，预计行业 2021 年营业收入 4808 亿元，同比增长 8.3%，净利润 1821 亿元，同比增长 9.2%。
- 4)、打造航母级券商的政策主基调下，实现行业整合的预期不断增强，我们继续看好大投行时代政策红利下的龙头公司。

一、资本市场改革深化，政策助力券商进入新一轮发展期

市场和政策是影响券商板块估值的重要因素 2020 年，是中国多层次资本市场持续深化、基础制度改革持续加码的一年，从年初修改券商风控指标、新三板综合改革渐次实施，到新证券法开始实施，创业板注册制改革落地、转板规则出炉，多层次资本市场补齐短板，统筹推进交易、退市、再融资、并购重组、转板上市等关键制度创新，资本市场的生态得以优化，监管层亦鼓励资本市场的核心载体——中资券商突出主责主业，做大做强，为行业健康发展赋能。

在 11 月 3 日的十九届五中全会上通过的“十四五”规划文件中涉及证券行业发展的表述仍是围绕全面注册制和完善基础制度两大重点继续推进改革：一是全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重，推进金融双向开放；二是完善现代金融监管体系，提高金融监管透明度和法治化水平。

创业板注册制推进快速，全面注册制可期 从 2019 年 6 月科创板开板并试点注册制到 2020 年 6 月，创业板注册制改革超预期落地，中国资本市场融资效率进一步提升，融资功能有所改善。伴随着创业板注册制推出，股票上市和退市更加市场化，这要求投行不断提升定价、销售及撮合、投研能力等核心硬实力，并不断增强资本实力以满足“投资+投行”新业务模式的重资产需求，亦要求券商加强非 IPO 业务资源投入，为客户提供从资本孵化、股权融资、债权融资、并购重组和过桥贷款等一揽子服务。创业板试点注册制改革落地利好券商的投行、直投、经纪等业务发展，特别是龙头券商投行有望不断巩固与提升其优势地位，马太效应加剧。伴随全面注册制的推进、券商 IPO 业务能力的提升及投行团队的扩张，2021 年 IPO 规模与发行效率将进一步提升。

分类监管规定鼓励行业差异化、特色化发展 2020 年 6 月 1 日正式施行《证券公司风险控制指标计算标准规定》，进一步完善了以净资本和流动性为核心的证券公司风控指标体系。其中规定连续 3 年 AA 评级券商，风险资本准备调整系数降至 0.5，并放宽投资成份股、权益类指数基金、政策性金融债等产品的风控计算标准，有利于券商提升杠杆率。6 月 12 日，中国证监会对《证券公司股权管理规定》及《关于实施〈证券公司股权管理规定〉有关问题的规定》进行修改，此次修订稿适度降低了证券公司股东门槛，在增厚证券公司资本实力的同时降低股权集中度。在当前外资不断进入的大背景下，此次修订稿有助于引导综合类券商做强重资本消耗的机构业务（如场外衍生品业务、股票期权做市等），鼓励特色券商布局轻资本消耗的中介服务（如经纪业务、投资咨询业务、资管业务等），通过推动分类管理提高内资券商竞争实力。7 月新修改的《证券公司分类监管规定》正式落地，此次分类监管规定从投资银行、资产管理、

机构客户服务及交易、财富管理、盈利能力、信息技术投入 等方面进行了修改，体现了监管层支持券商专业化、差异化发展的监管导向。

对于证券行业而言，政策也是偏向支持头部券商。国泰君安、海通证券(6837 HK)、华泰证券、招商证券(6099 HK)、中金公司(3908 HK)、中信建投、中信证券(6030 HK)7 家证券公司连续三年获得 AA 级评价。

再融资新规 2 月，中国证监会对《上市公司非公开发行股票实施细则》的部分条文进行了修改，新规在定价、退出、增发上限方面大幅松绑：如降低创业板再融资条件：取消期末资产负债率高于 45%、连续 2 年盈利及前次资金基本使用完毕等条件；优化制度安排，支持引入战投；延长批文有效期。再融资新规便于企业融资，提高了市场资源配置的效率，这也给券商带来了定增规模及投行业务收入的扩张，券商经纪、资管和自营业务均有所受益。

基金投顾获批 2020 年 3 月初首批七家券商已获基金投顾业务试点资格，包括国泰君安证券、银河证券、中信建投证券、申万宏源证券、华泰证券、中金公司、国联证券。至此，中国的券商机构已经完整涉及了大部分基金产品，券商财富管理服务的长期发展空间被打开，对龙头券商全面转型财富管理产生了积极效应。

退市措施日趋完善 12 月 31 日，沪深交易所正式发布了退市规则，针对重大财务造假退市量化指标进行四大方面的优化调整，退市规则全面从严，这构建了更完善、严密的退市指标体系，充分发挥退市优胜劣汰机制，利于资本市场生态。

2021 年资本市场改革力度有望持续，中国证监会主席易会满在 12 月底的中国资本市场建立 30 周年座谈会上讲话指出，“要紧紧围绕打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场的总目标，……聚焦‘全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，提高直接融资比重’等核心任务”，同时从提升直接融资比重、支持科技创新、加强基础制度建设、提高上市公司质量、强化风险防控以及监管职能转变等多个领域做出指导。

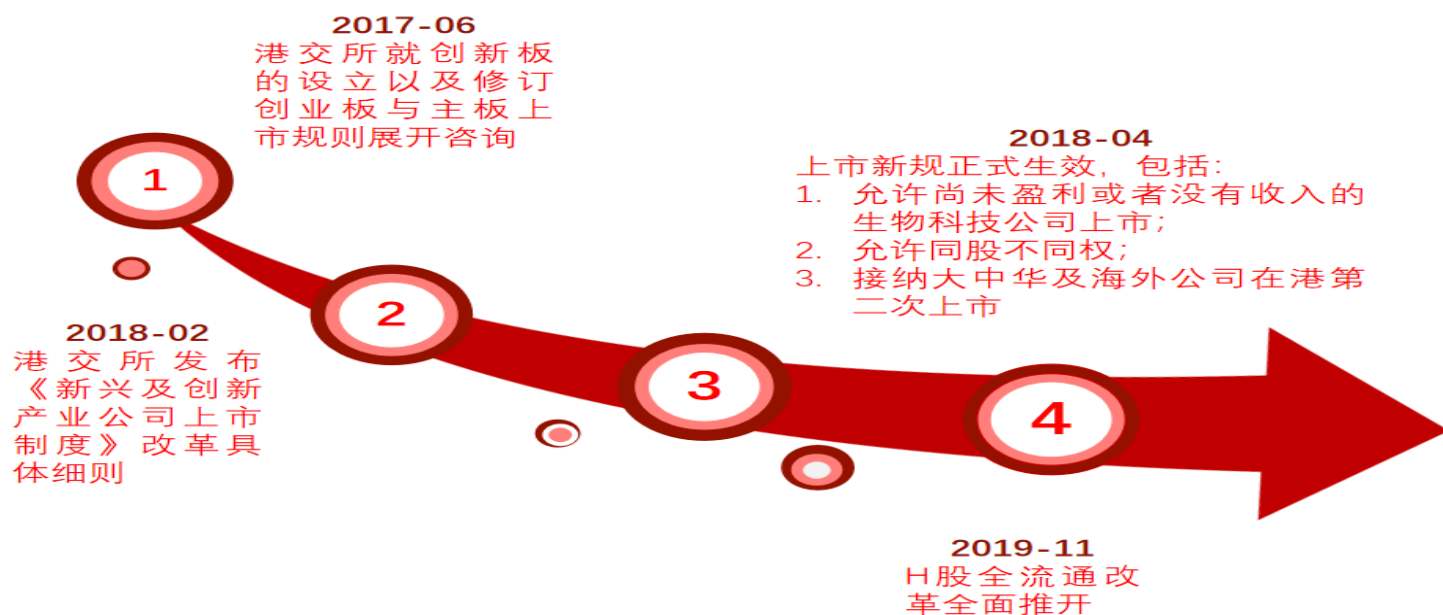
新年里注册制改革全面实施、引入长线资金入市，增加衍生品等产品供给、完善基础制度安排：信息披露制度、再融资制度、减持制度、“T+0”等，以金融控股公司为主体的综合经营可能有所推进。

据证券业协会统计，截止至 2020 年 Q3，135 家证券公司 2020 年前三季度实现营业收入 3,424 亿元，各主营业务收入分别为代理买卖证券业务净收入（含交易单元席位租赁）900 亿元、证券承销与保荐业务净收入 432 亿元、财务顾问业务净收入 50.6 亿元、投资咨询业务净收入 32 亿元、资产管理业务净收入 212.6 亿元、利息净收入 445.6 亿元、证券投资收益（含公允价值变动）1,013.6 亿元；2020 年前三季度实现净利润 1,326.8 亿元，126 家证券公司实现盈利。预计市场将持续复苏，券商 Q4 业绩发展乐观。

二、上市规则改革后香港 IPO 标准利于“新经济”上市

港交所持续推进上市制度改革 香港交易所(388 HK)近年来持续推进上市制度改革，2020 年 11 月就香港首次公开招股结算程序现代化征询市场意见，并计划推出线上服务平台，此举有助于保持香港作为全球首选新股市场的竞争力和吸引力。此前的 2018 年 4 月，香港交易所曾进行过一次影响重大的 IPO 改革，对新股市场和券商都产生了深远影响。当时推出三大改革措施，即允许未能通过主板财务资格测试的生物科技公司上市；允许“同股不同权”的公司上市；为寻求在香港作第二上市的中资及国际公司设立新的第二上市渠道。受惠于系列改革政策落地，香港近两年迎来了新经济公司集体 IPO 盛宴，2018 年、2019 年全年 IPO 募资额均位居全球交易所榜首，十来年七次称冠。截止 2020 年 12 月底，共有 145 只股票在港交所上市，总募资额达 3973 亿港元。

图表 1：香港交易所近年来上市制度改革进程



来源：港交所半年报、中泰国际研究部

中概股回归障碍被清除后，贡献巨大增量 2018 年 4 月，港交所修订后的《上市规则》正式生效，为中概股回归港股清除了政策障碍，其中在香港申请第二上市的发行人，可享有多项自动或有条件的对其遵守《上市规则》中部分规定的豁免，包括发行人内部组织机构、公司治理、上市方式、股份买卖及限制转让、关连交易、年报披露、审计师及合规顾问聘任相关要求、股份期权计划、环境及社会事宜以及董事遵守《上市发行人董事进行证券交易的标准守则》、股份回购遵守《公司股份回购守则》等多个方面。

选择在香港第二上市的可操作性强且难度较低，发行人在准备财务报表和招股书披露方面更加简便，且联交所对第二上市的发行人有多项豁免和优待政策。2020 年 5 月恒指迎来大变革，同意纳入不同权公司和第二上市新股。因此自新规实施以来，阿里巴巴（9988.HK）、百济神州（6160.HK）、网易（9999.HK）及京东（9618.HK）选择了在香港以第二上市的方式重回联交所。2020 年港股前 10 家 IPO，中概股二次上市占据 6 席，京东更是成为港股 2020 年募资王。

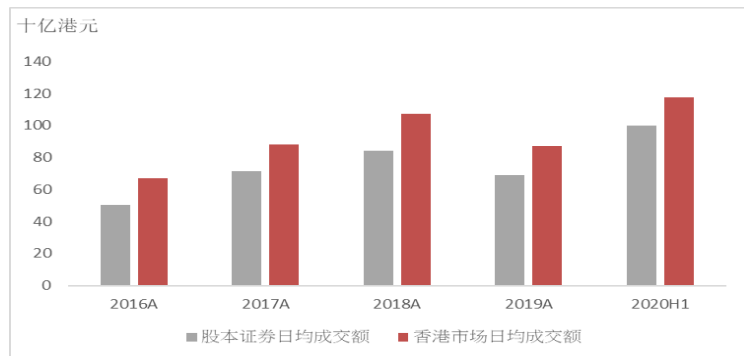
11 月 27 日，港交所发布了有关主板盈利规定的咨询文件，计划提高主板上市的门槛，这也是 2018 年港交所就主板上市公司最低市值由 1 亿港元调高至 5 亿港元后，再一次计划提高赴港上市门槛，此外，港交所亦在 11 月针对香港首次公开招股（IPO）结算程序全面现代化及数码化的建议征询市场意见。这意味着香港新股的定价周期将由原来的五个工作日（俗称 T+5）缩短至最短一个工作日（T+1），并计划推出全新的线上服务平台 FINI（Fast Interface for New Issuance），以提升整体效率。

三、2020 年在港中资券商的变化

1. 港股市场活跃度提升，互联互通再创新高

受益于中概股回归、新经济公司持续赴港上市及市场交投活跃，2020 年第三季度香港市场日均成交额同比增长 45.44% 至 1175 亿港元，联交所股本证券日均成交额同比增长 33% 至 1000 亿港元；南向及北向交易量庞大，前三季，北上资金总成交额为 15.8 万亿元，同比劲增 114.6%，日均成交金额为 901 亿港元；南向交易成交额 3.9 万亿港元，同比增 114.2%，日均成交 231 亿港元，同比增长 117.3%。

图表 2: 香港市场和股本证券日均成交额



来源: 港交所半年报、中泰国际研究部

图表 3: 港股通和沪深股通交易额



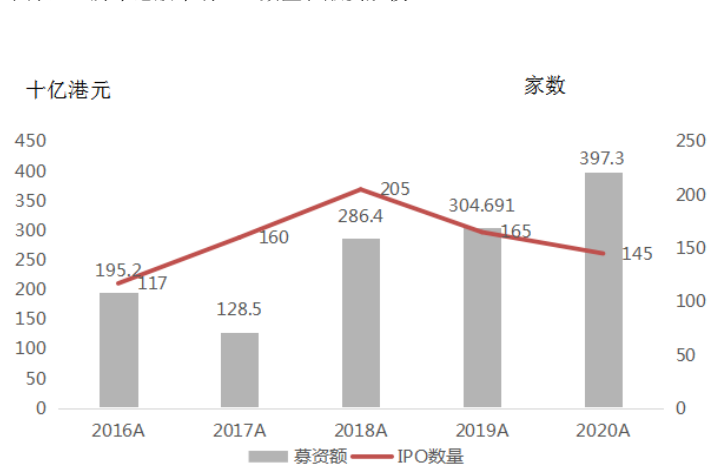
来源: 港交所半年报、中泰国际研究部

联交所参与者方面, 受益于港股市场活跃, 2020 年上半年 A 组、B 组及 C 组经纪行分别录得 16 亿港元、42 亿港元和 6 亿港元的净盈利。行业经纪净盈利较之前六个月上升 418%。主要券商经纪收入随之增长: 海通国际(665 HK)加速推动零售业务转型, 优化网上交易平台, 吸引了更多零售客户通过网上平台交易, 经纪佣金收入同比增加 54%, 同时主动调整资产结构, 控制资产风险。上半年末蓝筹股占零售持仓比例已接近半数。国泰君安国际二级市场交易佣金同比增长 21%。交银国际(3329 HK)经纪佣金及手续费收入同比增加 20.5%, 港股及非港股交易量均跑赢大市, 市场份额稳步提升。

2. 港股 IPO 保持高增长, 中资美元债波动加剧影响投资收益

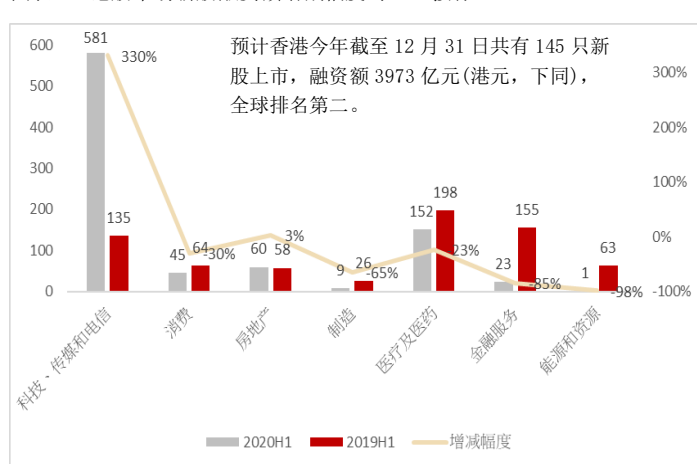
港股 IPO 市场保持高速增长, 截至 2020 年底, 共有 145 只股票在港交所上市, 总募资额达 3973 亿港元, 排名全球第二。而 2019 年则有 164 只新股集资 3155 亿港元。新股数量下跌 12%, 但新股集资额增加 26%, 90% 的集资额是来自内地企业, 全年香港 IPO 市场有 16 只超大规模的新股上市, 4 家同股不同权架构公司上市, 市场也迎来了 9 家第二上市新股, 全部均为新经济企业, 并有 14 只生物制药公司赴港上市。

图表 4: 历年港股市场 IPO 数量和融资规模



来源: 港交所、中泰国际研究部

图表 5: 港股市场新股融资额增减幅度对比 (按行业)



来源: 港交所、中泰国际研究部

Dealogic 数据显示, 截至 2020 年 12 月 28 日, 按照全球协调人承销规模及保荐人排行, 中金公司、中信证券、海通证券均已跻身港股 IPO 前十。其中, 中金公司凭借 61.8 亿美元的总承销规模及 29 家总承销项目, 据承销规模、承销项目数目的首位。IPO 保荐人排行中, 中金公司凭借 53.7 亿美元的保荐承销规模

及 13 家的保荐承销项目数量，位居香港 IPO 保荐人排名第二位，市场份额达到 10.5%。中信证券、海通证券则分别位列第三（市场份额 10.67%）、第五名（7.68%）。

内地新股数量比重较去年同期稍微增长超过 61%，融资总额超过 9 成，在香港新股市场保持主导地位，而在港中资券商作为中概股回归的平台和与内地企业联系紧密，市场份额得以提升。

彭博数据显示，2020 年中资美元企业债的发行量整体下滑。剔除金融和城投债后，企业债的发行截止 10 月底同比下降约 10%。上半年在疫情影响下，中资美元债遭遇了收益率和利差暴涨、一级发行困难等局面。截至 6 月底，中资美元债指数达到 201.85 点，同比上涨 6.21%，创历史新高。中资美元债投资级债券收益率 6 月下降至 2.5%，高收益级收益率下降至 8.9%。整个上半年，中资美元债一级发行市场，总发行规模达到 1048 亿美元，如果仅统计中国大陆信用主体(剔除港澳发行人)，上半年也有 817 亿美元发行量。券商自营投资收益受债券波动影响较大，海通国际投资收益 9.7 亿港元，同比下降 46%；国泰君安国际投资收益 5.1 亿港元，同比下降 31%。下半年则融资恢复、收益回归。

在全球新兴市场债券承销规模的排名中，中信证券、中信建投、国泰君安、中金公司 4 家跻身前十榜单。2020 年中资券商承销中资企业境外债规模前三分别为海通证券、中金公司及国泰君安，三家券商的承销规模均超过 50 亿美元。

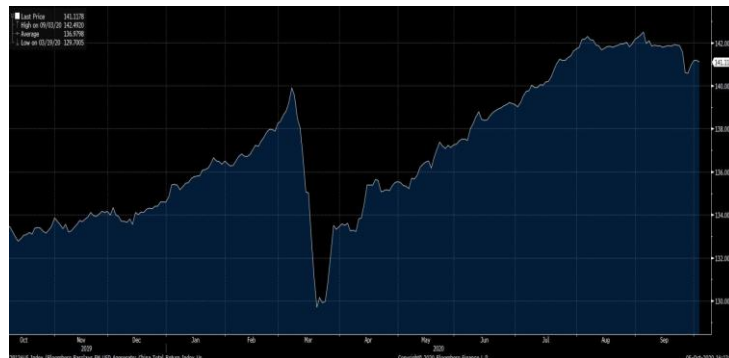
截止 12 月底，亚洲市场（除日本）G3 货币高收益发行规模大幅减少 30.3%，总计 597.4 亿美元，前 6 名分别为瑞士信贷、德意志银行、海通证券、瑞士银行、国泰君安、中信银行共占据 36.78% 的市场份额。

图表 6：主要中资券商在港股市场亚洲（除日本）G3 高收益债券承销规模

中资券商	2020年上半年亚洲除日本G3高收益债券承销规模(百万美元)	市占率(%)	排名
海通证券	1986.8	6.45	3
天风国际	1348.4	4.38	5
国泰君安	1332.3	4.33	6
中信证券	685.4	2.23	17
东方证券	626.1	2.03	18

来源：彭博、中泰国际研究部

图表 7：彭博巴克莱中资美元债指数



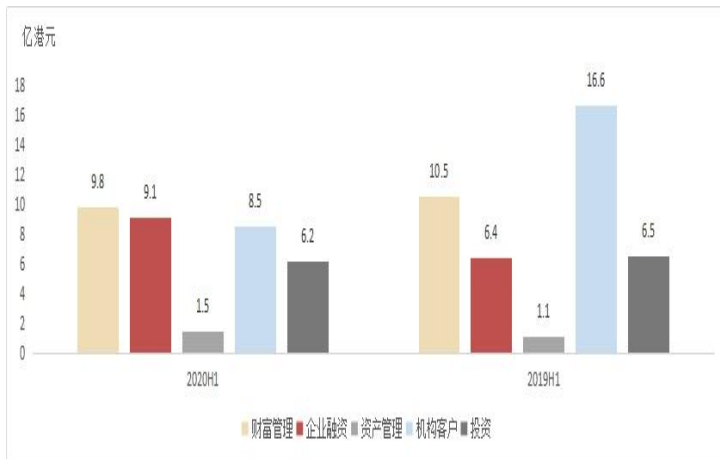
来源：彭博、中泰国际研究部

4. 在港中资券商韧性各不同

受益于中概股回归、新经济公司持续赴港上市及市场交投活跃，在港券商业务发展普遍有所优化。据香港证监会数据，行业 2020H1 实现营业收入 922 亿港元，环比上升 7%，同比上升 8.7%；实现净利润 169 亿港元，同比下降 3.1%，环比则大幅上升 4.17 倍。其中，证券交易的净佣金收入 125 亿港元，同比增加 19.7%，占总营收比重 13.6%；利息收入达到 101 亿港元，同比减少 10.6%，占总收入比重达 11%；其他收入（企业融资、资管、包销、投资顾问费等）为 599 亿港元，同比增 6.2%，占比 61.2%；自营交易净盈利为 97.9 亿港元，同比增 15.4%，占比 10.6%。

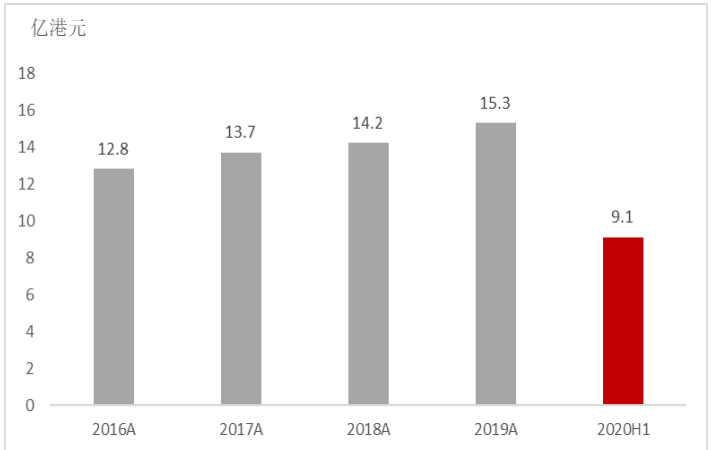
在港中资上市券商的经纪、股权融资业务均有大幅增长，债券发行业务和投资收益则受疫情及市场波动有所拖累。其中在港中资券商的领头羊---海通国际受投资拖累 2020H1 营收同比下降 13.2%，受瑞幸咖啡贷款违约影响，净利润同比大幅下滑 50%；财富管理、企业融资及资管业绩主驱动力，收入分别为 9.84 亿、10 亿、1.54 亿，佣金及手续费收入劲增 31%至 11.96 亿。由于此前融资和投资业务占比较高导致公司盈利大幅波动，公司自 2018 年末起向提升费用收入转型，公司下一步会继续加大私人财富管理及投行的资源投入，实现费用收入快速增长，降低风险资产，侧重发展资本中介业务。

图表 8: 海通国际(665.HK)分部收入



来源: 公司资料、中泰国际研究部

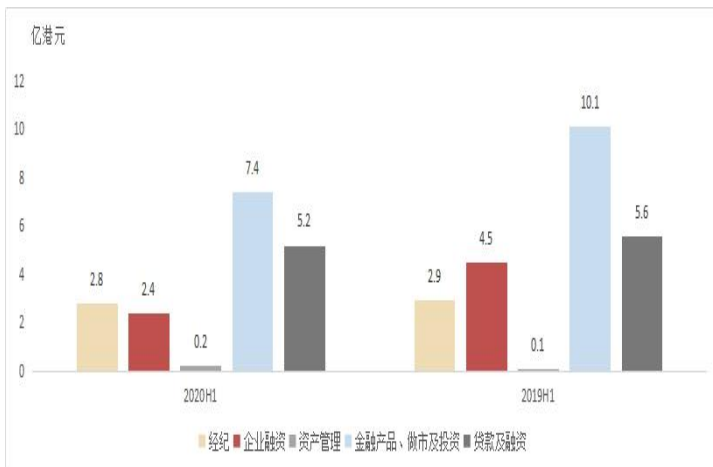
图表 9: 海通国际(665.HK)企业融资分部收入



来源: 公司资料、中泰国际研究部

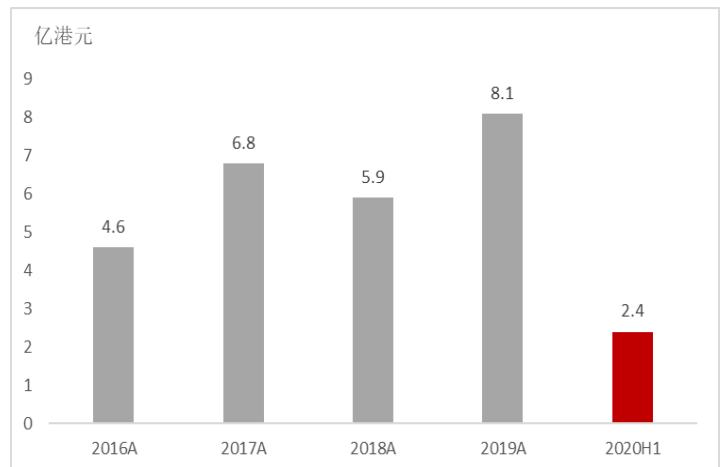
国泰君安国际虽受企业融资业务、投资及做市收益下滑拖累，2020H1 营收同比下降 23%，环比微降 7%，但资产管理、期货及杠杆外汇的佣金与手续费收入分别同比上升 134%、112%及 59%。债务资本市场（DCM）收入同比下跌 37%至 2.05 亿港元，完成 92 项债券发行，于中资美元债市场占有率仍继续保持前列；股本资本市场（ECM）业务下滑 78%至 0.21 亿港元。

图表 10: 国泰君安国际 (1788.HK) 分部收入



来源: 公司资料、中泰国际研究部

图表 11: 国泰君安国际(1788.HK)企业融资分部收入



来源: 公司资料、中泰国际研究部

3. 保证金业务规模总体放缓，信用风险仍需审慎

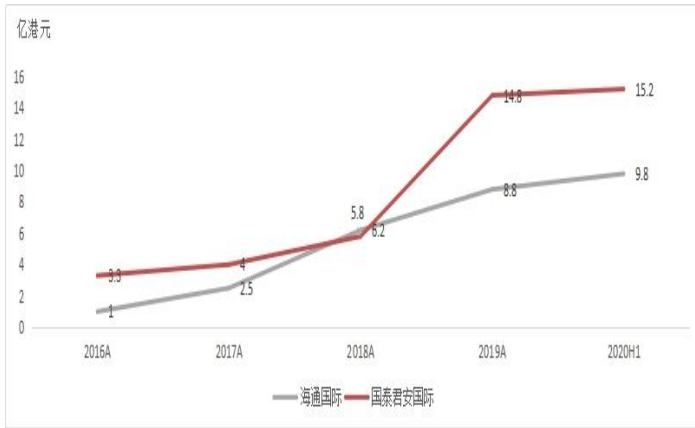
自 2016 年孖展创历史新高后，信用风险陆续暴露，中资在港券商自 2017 年陆续采取审慎的孖展业务策略，普遍在缩减规模、弥补风控短板，同业孖展贷款规模普遍下滑。截至 2020 年 6 月底，香港证券行业未清缴保证金贷款总额为 1,618 亿元，较 2019 年底减少 2%。首 20 家最大型的证券保证金融资提供者共占业内未清缴保证金贷款总额的 77%。2020 年 6 月底的平均证券融资抵押品比率为 3.9 倍。

其中有代表性的海通国际 2020H1 孖展余额为 114.5 亿港元，同比下降 9.3%。计提孖展减值余额为 9.8 亿港元，主要为截至 2020 年 6 月 30 日瑞幸抵押贷款尚未偿还余额约 8 千万美金，交银国际上半年计提孖展减值余额约 9029 万港元，孖展余额为 23.4 亿港元，同比下降 12.5%。

在过去几年，国泰君安国际已将孖展融资业务的重点从中小盘股转向大盘股，以降低潜在风险。由于调整过程已大致完成，加上公司去年已作出大额减值开支以解决过去一直存在的问题，因此 2020 上半年的净减值费用仅 3,800 万港元，对比 2019 上半年为 5.12 亿港元。孖展融资余额仍从 2019 年底的 117 亿港

元增长至 2020 年 6 月底的 135 亿港元，同比上升 15.0%。增长动力来自高净值客户对高质量股票和债券的孖展融资需求。虽然，利率下降导致孖展融资业务的利息收入按年下跌 3.3%至 3.5 亿港元，但是由于减值开支减少，整体回报录得改善。

图表 12：两家中资券商的保证金业务减值拨备



来源：公司资料、中泰国际研究部

图表 13：两家中资券商保证金业务余额



来源：公司资料、中泰国际研究部

三、14 家 A+H 股券商整体经营情况优于行业

2020 年证券行业整体深度受益政策红利释放，经营环境向好，各业务条线收入均有改善，整体盈利能力提升。2020 年前三季度，营业收入 3423.8 亿元，同比增长 31.1%；净利润 1326.8 亿元，同比增长 42.5%；年化 ROE 为 8.3%，呈现稳步有升。考虑到 7 月以来交易放量及注册制持续推进，预测 2020 年全年证券行业实现净利 1690 亿元，同比增长 37%，14 家 A+H 股上市证券公司中除中原证券外营收全部实现正增长，营业收入排名前三的分别是中信证券（420 亿元，同比增速 28.1%）、国泰君安（257.4 亿元，同比增速 25%）和华泰证券（243.4 亿元，同比增 37.1%），而同比增速前三的分别为中信建投（+63.6%）、中国银河（+50.1%）及华泰证券（+37.1%）。

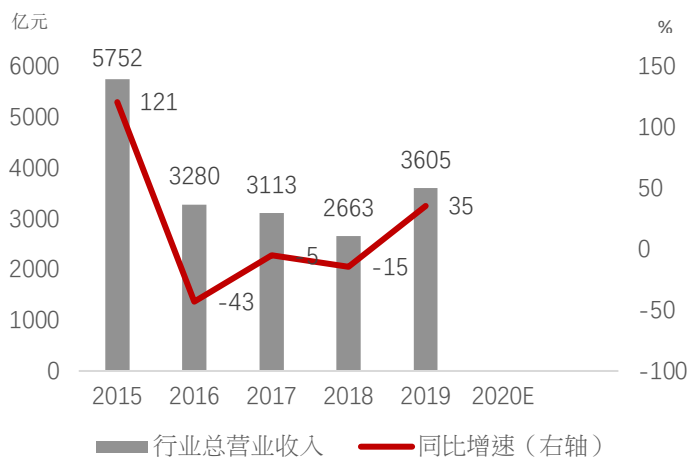
14 家券商收入结构同比较为稳定，投资与经纪业务占据半壁江山，经纪、投行、资管、投资数据都可圈可点，各项业务集中度持续提升，CR10（均是 A+H 股）超过 50%。2020 年前三季度，全行业中前十大证券公司经纪业务收入占比 57.9%，投行业务收入占比 55.5%，资管业务收入占比 77.1%，投资业务收入占比 79.5%，资本中介业务收入占比 60.6%。

A+H 股券商重资产化趋势在继续，杠杆率持续上升

2020 年龙头券商加杠杆、重资本化已成行业趋势，杠杆率延续了 2017 年以来的上升趋势，截止三季度末，证券行业平均杠杆率为 3.12，上市券商杠杆率则为 3.67，其中龙头券商的杠杆率提升更有加快趋势，CR5 已提升至 3.9，提升超 8.8%。

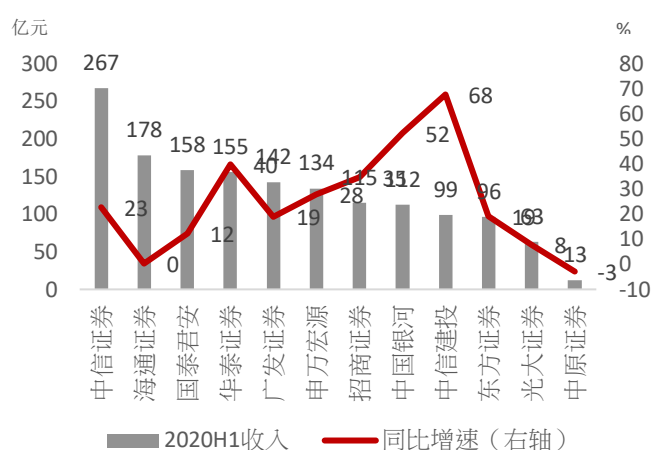
仅 2020 年下半年，就有超过 30 家券商公告称，年内累计新增借款规模已超过上年末净资产的 20% 信批红线，超过 10 家券商的年内新增借款占上年末净资产比例超过 50%，中金公司这一比例更是超过 170%。加杠杆趋势下资本中介业务、自营业务等占用资本金的重资本业务规模得到扩张，前三季度上市券商金融资产规模较去年同期同比增长 21.5%，融出资金较去年同期同比增长 52.4%。

图表 14: 15-20 年证券行业营业收入及同比增速



来源: 中国证券业协会、中泰国际研究部

图表 15: A+H 股券商 2020H1 收入及同比增速



来源: 公司半年报、中泰国际研究部。

图表 16: 2020H1 14 家 A+H 股券商营业收入占比及增速

简称	营业收入占比					
	经纪	投行	资管	投资	信用	其他
中信证券	19%	8%	12%	44%	3%	14%
海通证券	13%	10%	9%	33%	12%	23%
国泰君安	23%	7%	5%	26%	18%	21%
华泰证券	18%	8%	10%	35%	7%	22%
广发证券	20%	3%	20%	35%	13%	9%
招商证券	25%	7%	5%	27%	12%	24%
申万宏源	19%	3%	4%	25%	14%	36%
中国银河	27%	2%	3%	26%	17%	24%
中信建投	20%	20%	4%	45%	7%	4%
光大证券	25%	18%	10%	22%	13%	11%
东方证券	11%	6%	12%	26%	3%	42%
中原证券	28%	8%	2%	21%	1%	40%
平均	21%	8%	8%	30%	10%	23%

来源: 公司半年报、中泰国际研究部

图表 17: 证券行业平均杠杆率趋势



来源: 公司半年报、中泰国际研究部。

四、证券行业各分业务回归及 2021 年展望

2021 年经营业务线趋势展望:

1) 经纪业务与 2020 年持平或微增，考虑到新年货币政策回归常态及 2020 年经纪业务的高基数，预计今年股市成交量持平或微升，经纪业务收入微增 1.9%。

自营投资方面，头部券商收入增速可期，加杠杆趋势会更加明显，投资业务更多元化、综合化、产品化，权益类资产或表现向上、债券资产表现则存在一定不确定性，投资规模持续增长，投资收入有望达到 1577 亿元。

2) 投行业务仍能维持高增长，马太效应继续凸显，全面推行注册制助力 IPO 规模及发行效率得到提升，同时大型新经济企业上市及回归进程之下头部券商参与度更高，投行业务走向集中的趋势明显，需要不断提升价值发现及定价能力、投资及销售能力等专业素质，比拼专业队伍革新及抢夺核心人才。预计投行收入全年达 677 亿元。

3) 资管业务会加速转型，业务创新和产品线丰富成为这一轮券商资管转型的重要业务方向，预计集合资管规模增长 8%，定向资管规模继续下降 10%，资管业务收入增至 294 亿元。

4) 场外衍生品及信用业务可为券商带来业绩增量，场外期权及场外互换的规模不断提升，信用业务中的两融尤其是融券余额有望持续提升，两融日均余额能达到 1.52 万亿元，同比增长 15%。

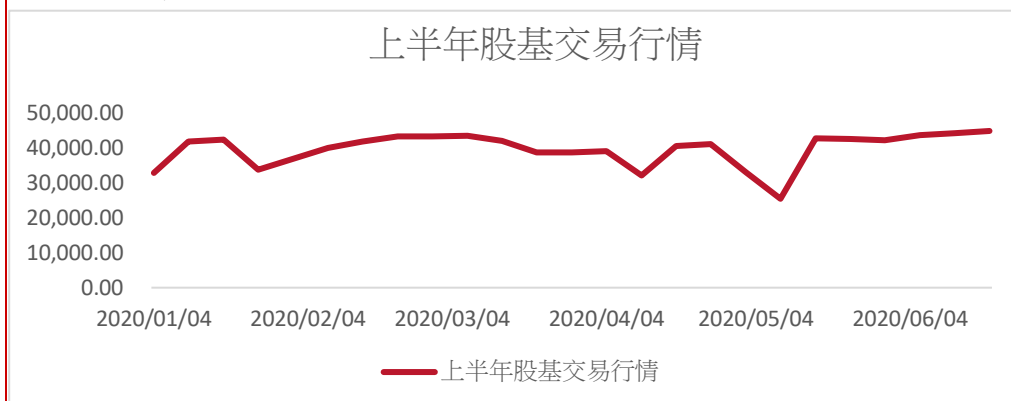
基于上述判断，我们预计中性假设下，在日均股基交易额 9018 亿元、日均两融规模 1.52 万亿元，IPO、再融资分别 4860 亿元、1.18 万亿元（同比增速分别 8%、26%）的核心假设条件下，预计行业 2021 年营业收入 4808 亿元，同比增长 8.3%，净利润 1821 亿元，同比增长 9.2%。

1. 头部券商积极财富管理业务转型

2020 年以来，沪深两市交投活跃，1-11 月，沪深两市股基成交额同比增长 60.9%；日均股基成交额达 9094 亿元，同比增长 62.3%。尤其是三季度交投活跃度大幅提升助力券商经纪业务收入增长，前三季度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）900.1 亿元，同比增长 43.9%，远超上半年增速（17.8%）。预计在 2020 年经纪业务高基数下，今年股市交易量同比增速持平或有所降低，A 股日均股基交易额为 9018 亿元，机构表现或优于零售，证券行业佣金率下滑的影响既然会存在，全年股基交易佣金为万分之 2.6，较 20 年降 5%，全年经纪收入达 1162 亿元。

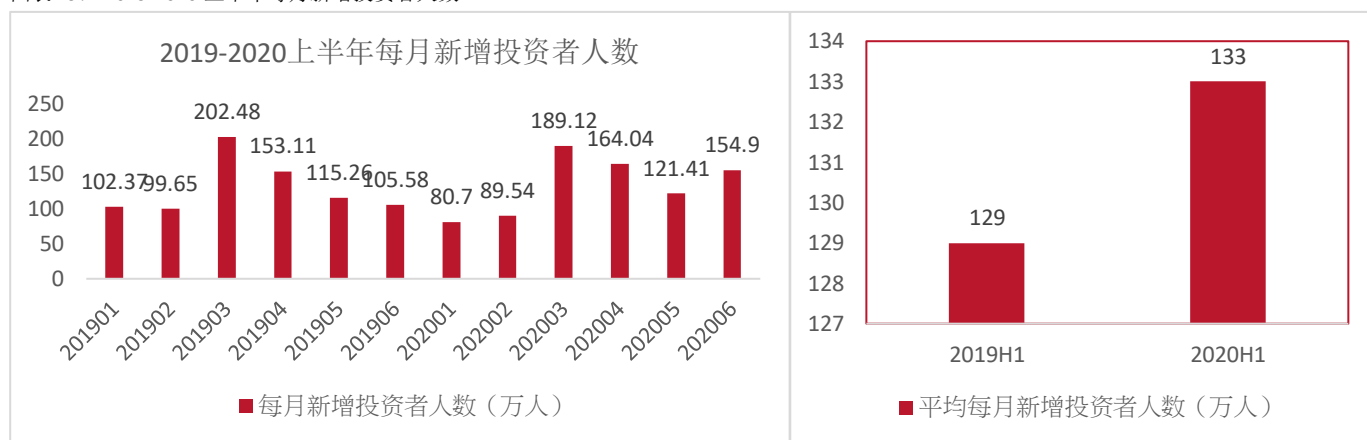
行业净佣金率下降趋势减缓，头部券商积极带动业务转型 2020 年股基日均交易额明显放大，同时平均每月新增投资者数量较 2019 年增长 20% 以上。随着投资者数量增加，市场交易活跃度得到了大幅提升。近年来券商在佣金水平及业务流程方面竞争激烈，行业平均净佣金率出现了持续性的大幅下滑，经纪业务传统的盈利模式及经营方式面临严峻的挑战，向财富管理业务转型已成为各大券商的重要战略之一。

图表 18: 上半年股基交易行情



来源: Wind, 中泰国际研究部

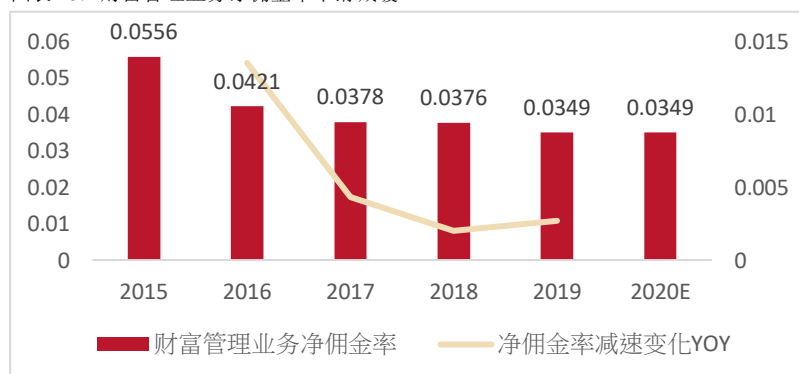
图表 19: 2019-2020 上半年每月新增投资者人数



来源: 中证会, 中泰国际研究部

2018 年以来中金证券、华泰证券、中信证券等头部券商陆续将券商经纪业务部门改名为财富管理业务部门, 利用优质的客户资源及品牌优势抢占市场先机, 加快行业的转型速度, 其中包括对存量客户的二次开发及高净值客户的持续开拓; 业务模式从股票投资服务转变成以客户资产配置服务为主, 盈利模式由赚取交易中介收入转化成管理费用收入。转型之下, 平均佣金率在客户签署投顾协议后将维持相对较高的水平, 对冲现时行业内平均净佣金率下滑的速率。年初至今券商经纪业务转型初现成效, 按已披露的 2019 年行业平均净佣金率为 0.0349% 来计算, 2020 年上半年券商共揽入佣金 620.26 亿元, 同比增长 43.31%, 已经达到去年全年佣金总和的 77.84%。

图表 20: 财富管理业务净佣金率下滑减缓



来源：中证会，中泰国际研究部

头部券商对经纪业务的依赖度也显著下降。2019 年末，头部券商平均经纪业务收入占比为 21%，其中中信、海通和华泰证券的收入占比分别为 20%、13%及 17%，远远低于行业平均收入占比 21%，头部券商综合竞争优势逐渐突出。

图表 21：20 年截至 Q3 14 家头部券商经纪业务收入及占比

	经纪业务收入（亿元）	经纪业务收入占比（%）	头部券商平均数据
中信证券	85.35	20.32%	平均收入：40.2 亿元
海通证券	38.22	13.53%	经纪业务收入平均占比：21%
华泰证券	48.48	19.92%	
国泰君安	64.96	25.24%	
广发证券	50.14	21.41%	
申万宏源	42.31	19.70%	
招商证券	51.10	28.54%	
中国银河	56.16	31.06%	
中信建投	25.30	22.26%	
国信证券	48.54	34.67%	
东方证券	18.68	11.64%	
光大证券	21.91	28.27%	

来源：公司第三季度报，中泰国际研究部

券商积极培育专业投顾队伍，基金销售逐渐转向买方投顾模式 经纪业务快速转型，上市券商财富管理客户数量激增，其中以富裕客户及高净值客户增速最快。大势所趋之下，行业内专业的投顾队伍成为了最核心的资源。国内各大券商近年来积极引入投顾人才，通过内部培训打造高质量、专业化的投资顾问队伍。

2020 年三月，国泰君安、中金公司、华泰证券等 7 家券商首批获得基金投顾业务试点资格，允许其在公募基金领域接受客户的全权委托，开展管理型基金投资顾问服务。试点推行后，未来基金销售模式从“卖房投顾”转向“买方投顾”势在必行，公募基金将转型为从客户立场出发，以客户利益为中心的服务导向，实现券商收费模式多元化，改善目前的基金销售困局。新政策之下，预计掌握更多优质投顾资源的头部券商将持续跑赢市场。

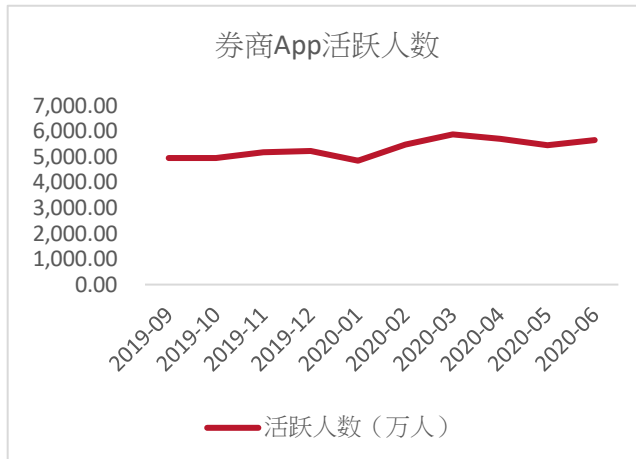
科技赋能转型，打造线上财富管理平台 近年来国内外证券公司积极推进金融科技建设，对行业信息技术投入力度加强。中国证券业协会数据显示，2019 年全行业信息技术投入金额为 205.01 亿元，较 2018 年上升 10%；其中国泰君安信息投入金额蝉联一位，与华泰证券及中信证券位列行业前三，投入金额为 123,916、120,236 及 113,872 万元，分别占营收比例 6.72%、9.63%和 6.44%。

2020 年，科技赋能的思路贯穿券商财富管理业务的转型，持续深化科技在行业中的运用、加大金融科技的投入已经成了各大券商的重点发展方向之一。信息科技的运用也越来越频繁地出现在券商的发展策略中，以华泰证券为例，其公司已经推出面向客户的理财平台（涨乐财富通）和面向投顾的工作平台（理财服务平台），未来的转型策略是实现线上线下一体化业务，完善面向客户及投顾的线上云平台。除此之外，中金证券和腾讯数码合作，成立金腾科技，希望能提供更具差异化及智能化的客户服务。随着线上投资者数量的攀升，预计未来券商行业科技信息的投入将呈现持续增长的趋势。

图表 22: 19-2020H1 券商财富管理 App 活跃人数

证券公司	策略
国泰君安	引用大数据分析技术了解投资者的真实客需, 实现个性化的金融服务。升级智能客户技术, 降低金融机构客服成本, 完善线上理财平台。
华泰证券	强化数字化运营和管理, 优化线上线下一体化业务, 完善面向客户及投顾的一站式云平台, 提升变现客户价值的专业能力
中信证券	深化科技运用, 打造财富管理生态圈, 升级客户金融服务体验
中金证券	结合中金财富和腾讯合作机遇, 提供针对不同客群的差异化服务及运营模式, 提升服务效率
中国银河	优化财富管理体系, 促进财富管理模式在创新及信息技术方面的突破

图表 23: 头部券商 2020 财富管理转型策略



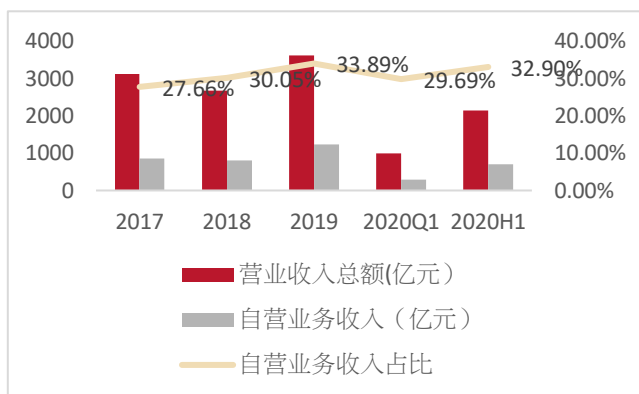
来源: 易观千帆, 中泰国际研究部

来源: 公司公告, 中泰国际研究部

2. 龙头券商自营业务杠杆会继续提升

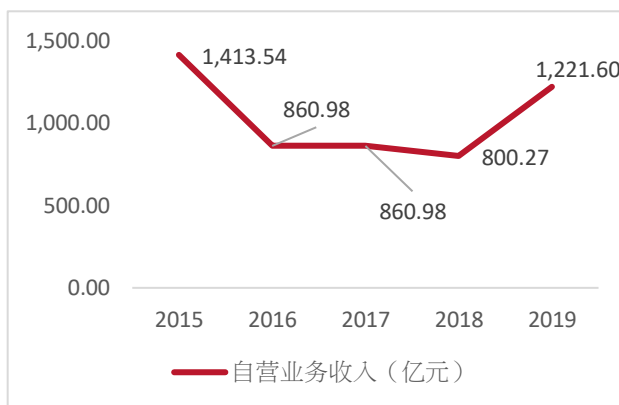
资本市场回暖, 自营业务收入占比提升 过去几年间, 券商自营业务迅速扩张, 规模由五年前不到一万亿迅速增长至 2020 年年初的 3.29 万亿, 业务收入占比持续提升, 基本维持在行业总收入的 30% 以上, 夯实了券商全年业绩的增长基础。2020 年初在国内外疫情的持续影响之下, 全球经济下行, 证券市场行情低迷, 上市券商自营业务盈利水平受到了打击, 一季度录得收入占比下滑至 30% 以下, 被券商经纪业务实现反超。随后的几个月, 市场行情逐步复苏, 交投活跃度大大提升; 前三季度投资净收入 1013.6 亿元, 营收实现占比 29.61%, 虽然较 19 年同期占比 33.6% 有所下降, 但仍是各业务营收占比第一。

图表 24: 自营业务收入占行业总收入比例 (百万 人民币)



来源: 公司资料, 中泰国际研究部

图表 25: 2015-19 年自营业务收入



来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

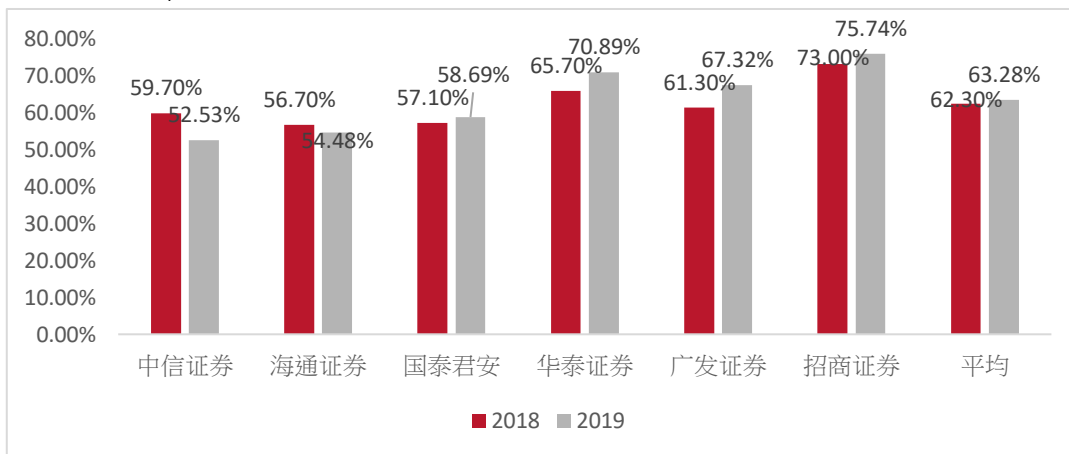
业务收入波动性高, 自营投资收入增加 我国券商陆续开启“重资产化”转型之路, 因此以方向性投资策略为主的自营业务作为重资产业务之一, 得到了重点发展。转型之下, 券商自营业务“靠天吃饭”的属性更加明显, 过去五年间的业务收入因此展现出了极高的波动性。2016 年及 2018 年券商自营业务收入较低, 分别为 568.47 亿元及 800.27 亿元, 而 2015 年及 2019 年合计实现业务收入均超过 1000 亿元, 分别为 1413.54 亿元及 1221.6 亿元; 2020 年前三季受益于中国疫情防控成效及流动性合理充裕, 券商投资收入达到 1013.6 亿元, 同比增长 15.4%, 头部券商已逐步减少方向性投资力度, 并注重风控, 重点向客户提供资产增值和风险管理服务, 打造核心竞争力。

图表 26：五大券商自营收益率

自营收益率	中信证券	海通证券	华泰证券	国泰君安	广发证券
2015	9.8%	9.8%	5.8%	9.1%	8.5%
2016	3.9%	4.01%	2.7%	6.5%	3.9%
2017	5.17%	6.26%	6.26%	5.38%	5.70%
2018	2.90%	1.97%	2.46%	3.28%	0.32%
2019	4.46%	5.01%	4.57%	3.61%	3.45%

来源：公司年报、中泰国际研究部

图表 27：国内 Top6 券商固收类投资占比



来源：证监会、中泰国际研究部

券商自营资产规模的上升主要得益于固收类自营资产的扩张，从 2015 年的 8985 亿元迅速提升至 2019 年的 2.1 万亿元，涨幅逾 133%；而权益类自营资产规模却连年下降，占比由 2015 年的 33.8% 下降至 2019 年的 12.7%；在固收类自营资产规模的扩大及权益类自营资产占比的下降影响之下，券商自营业务收益率呈现出下行趋势。以行业五大头部券商为例，平均收益率为 4.22%，比起 2018 年略有回升，然而远低于 2015 年 8.64% 的平均收益率，整体上仍然呈现出下行趋势。

头部券商自营业务杠杆有望继续提升 自营业务的表现对上市证券公司的业绩有着极大的影响，大券商具备扎实的客户基础和较强的投资及抗风险能力，业绩随着业务规模扩张增加，稳定性强。其中中信证券常年稳居自营业务行业第一，2015 年至 2019 年的平均收益率维持在 5.25%。

随着 2019 年头部券商短融上限提高及 2020 年陆续获批发行次级债，加上再融资新规的利好，2020 年行业投资净收入明显上升，杠杆率 3.83，我们预计今年头部券商仍会继续增加自营业务杠杆。

3. 投行业务仍会延续高增态势

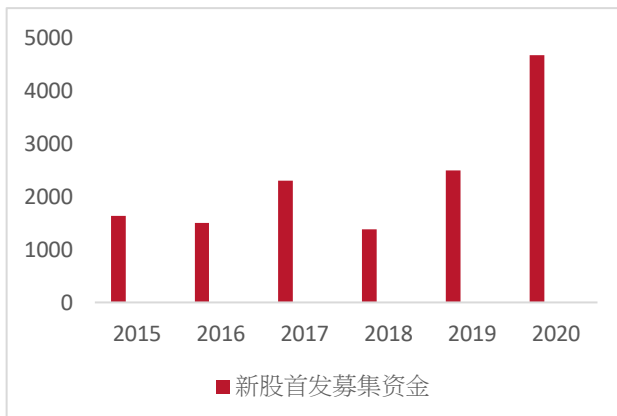
政策利好加持，IPO 发行持续高速 在科创板制度持续完善、注册制扩展至创业板及多层次资本市场改革等政策红利的影响之下，IPO 发行速度和市场融资规模出现了极大的变化。过去一年，IPO 审核“先松后紧”，2020 年 A 股共有 394 只新股上市，融资 4699.6 亿元，而 2019 年则有 201 家公司上市融资 2491

亿元，新股发行数量与融资额分别增加 96% 和 88%。再融资市场在新规“松绑”之下，呈现出迅速复苏的趋势，退市家数虽然从 2019 年的 10 家增加到 15 家，

图表 28：2015-2020 新股发行数量



图表 29：2015-2020 新股募资规模（亿元）

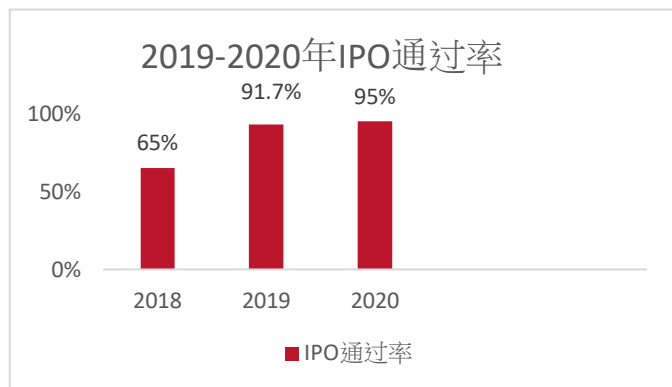


来源：Wind，中泰国际研究部

来源：公司资料，中泰国际研究部预测

新政策推行之前，IPO 发行价格受监管指导，导致行业内差异减少，投资银行承销业务竞争激烈。过去五年间，IPO 承销费率综合平均费率约在 4% 至 6% 之间，募资额在 10 亿以上的项目承销平均费率更是低至 3.2%，远远低于募资额在 5 亿以下的项目平均承销费率（12.74%）。预计新注册制的推行将会提升对投行专业的要求、弱化监管机构的职能，借此提升投行的定价能力，改善低迷的承销费率，给行业带来良性竞争。

图表 30：新股审核通过率

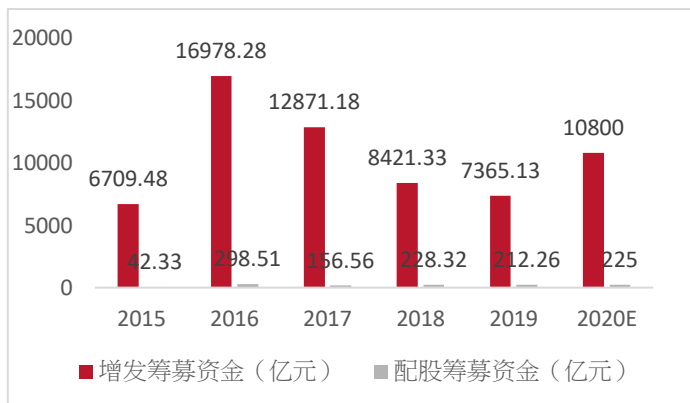


来源：Wind，中泰国际研究部

除此之外，新政策的推出亦加速了 IPO 的审核效率，2020H1 IPO 通过率 93%，较 2019 年的 88% 有了显著的增长。随着改革的持续推进，预计下半年 IPO 发行仍将处于较活跃的状态，融资规模也将持续上升趋势。

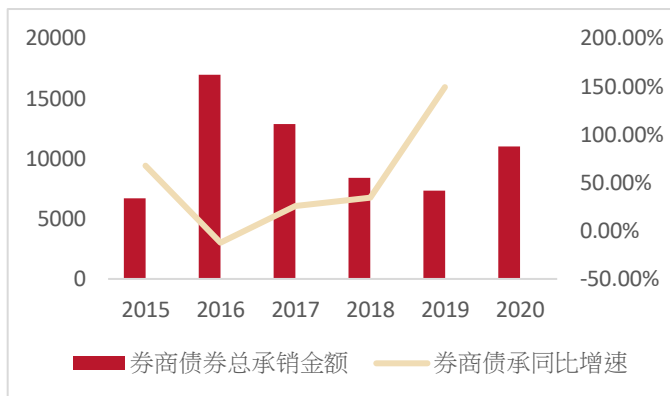
再融资规模仍能保持上升态势 随着再融资政策进入放松周期叠加去年以来的行情好转，行业规模迅速企稳回升，再融资预案增加，审核及发行速度提升。截止 2020 年 11 月底，再融资规模已达 1.08 万亿元，同比增加 22.6%，我们预计明年再融资规模能达到 1.18 万亿规模。

图表 31: 15-2020 券商再融资发行规模



来源: Wind, 中泰国际研究部

图表 32: 2020 年券商承销债券总额

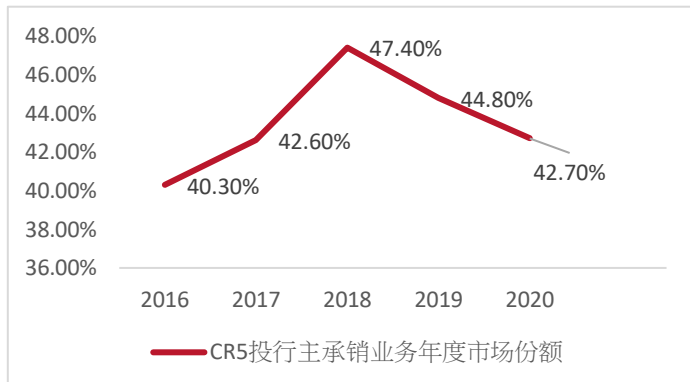


来源: 公司资料, 中泰国际研究部预测

债券承销方面, 受疫情影响市场流动性较为宽松、发债利率下调, 券商行业全年债券承销总额已达到 10.01 万亿元, 19 年全年则为 7.62 万亿, 同比增长 31.4%。在融资政策利好大背景之下, 2021 年债券规模有望保持快速增长趋势, 进一步夯实券商的业绩。

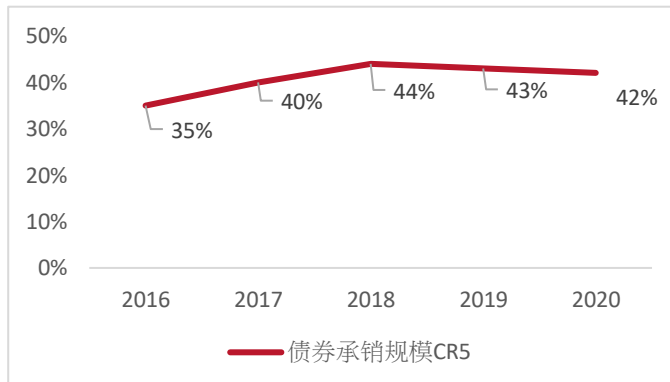
行业保持高集中度, 头部券商优势明显 自 2016 以来 CR5 券商投行业务就已有马太效应, 龙头券商的市场份额一直维持在 40% 以上。2020 年年底 CR5 在投行主承销业务上市场份额为 42.7% (以主承销金额计, 包括首发、增发、配股、债券等); 其中中信证券稳居业界第一 (市占率 13.1%), 中信建投 (11%)、国泰君安 (7.1%)、中金公司 (6.8%)、海通证券 (4.8%) 为前五, 行业集中度持续增长, 头部券商龙头地位稳固。

图表 33: 券商 CR5 投行主承销业务市场份额持续集中



来源: Wind, 中泰国际研究部

图表 34: 债券承销规模 CR5



来源: Wind, 中泰国际研究部预测

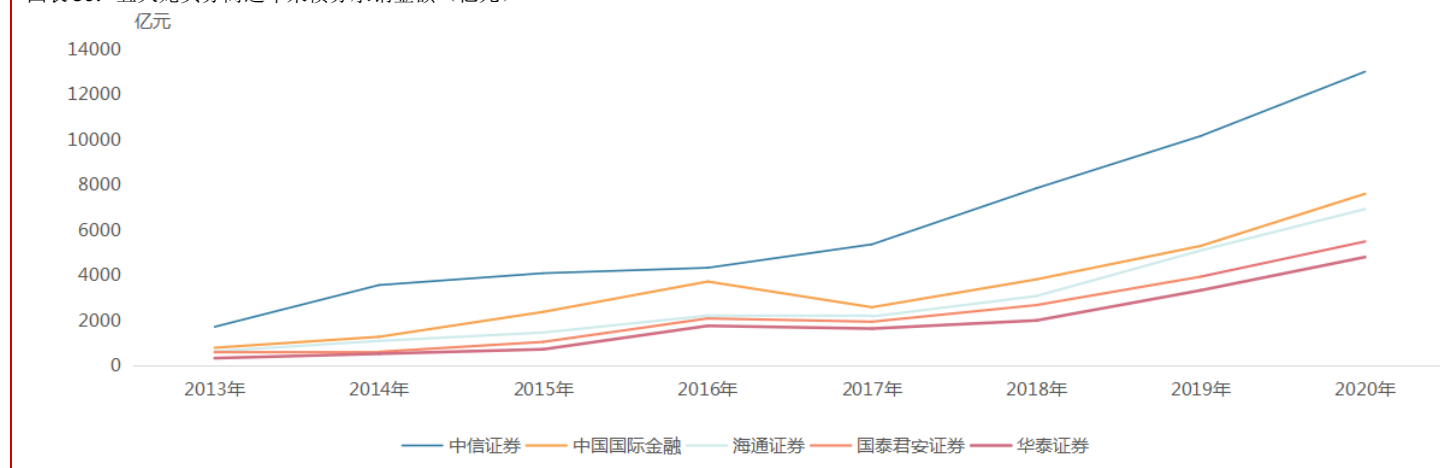
券商债券总承销规模 CR5 自 2017 年以来亦维持在 40% 以上。截止 2020 年底, 券商债权总承销项目金额排行前五的有中信证券、中信建投、国泰君安、中金公司及海通证券, 合计共完成 3.76 万亿元, 行业占比约 42.1%, 前十大券商总承销金额占比超过 60%, 相应之下尾部券商的承销金额均几乎不足百亿元, 市场份额不达 1%, 头部效应明显。

图表 35：2020 年十大券商总承销金额（亿元）

机构名称	总承销金额（亿元）	市场份额
中信证券	13,662.6	12.8%
中信建投	12,266.9	11.5%
国泰君安	8218.9	7.7%
中金公司	7022.3	6.6%
海通证券	3651.02	5.3%
招商证券	5442.56	5.40%
光大证券	3368.28	4.2%
华泰证券	3483.27	4.0%
华泰联合证券	3223.2	3.5
平安证券	2732.3	3.0%

来源：Wind，中泰国际研究部

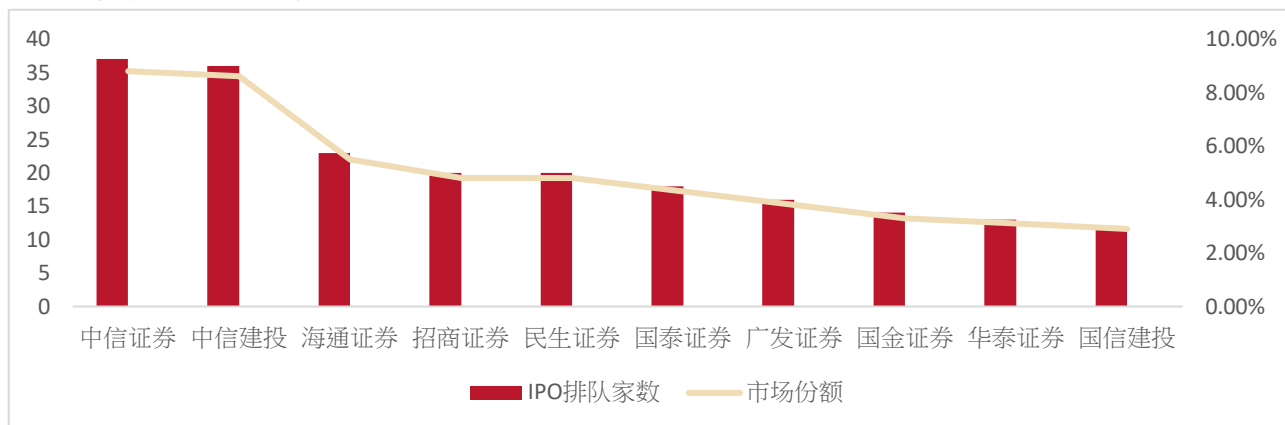
图表 36：五大龙头券商近年来债券承销金额（亿元）



来源：Wind，中泰国际研究部

IPO 方面，头部券商项目储备领先，在行业内保持高竞争力。Choice 数据显示，截至 20 年 12 月 23 日，IPO 首发申报公司中，处于正常审核状态的总计有 188 家。中信证券的项目超过 20 家，其次为中信建投和国泰君安证券，项目数量均为 14.5 家，并列排名第二；中金公司项目数量为 9.5 家；排名前 10 的券商储备项目总数量为 105 家，占比达 55.85%。综合实力突出的龙头券商在 IPO 储备数量上明显领先，今年投行利润对收入贡献有望进一步扩大。

图表 37: 头部券商 IPO 排队家数

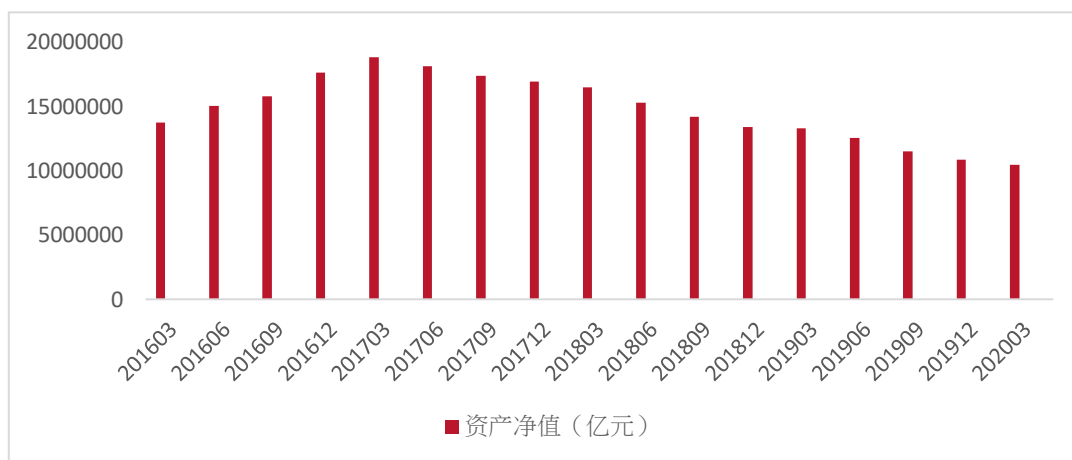


来源: 证监会, 中泰国际研究部

4. 资管业务继续蓬勃发展

资管新规过渡期延长, 主动资管规模增加 自从 2018 年以来证监会实行券商资管新规, 提出禁止资金池、去通道、破刚兑等原则, 市场内监管趋严、环境转变, 各家券商资管规模持续缩水。至 2020 年三季度末, 券商资产管理规模跌至 9.5 万亿元, 较 19 年降幅达 12.3%。即便如此, 资管业务收入 212.6 亿元, 同比增加 11.5%, 主要得益于提升主动管理规模。

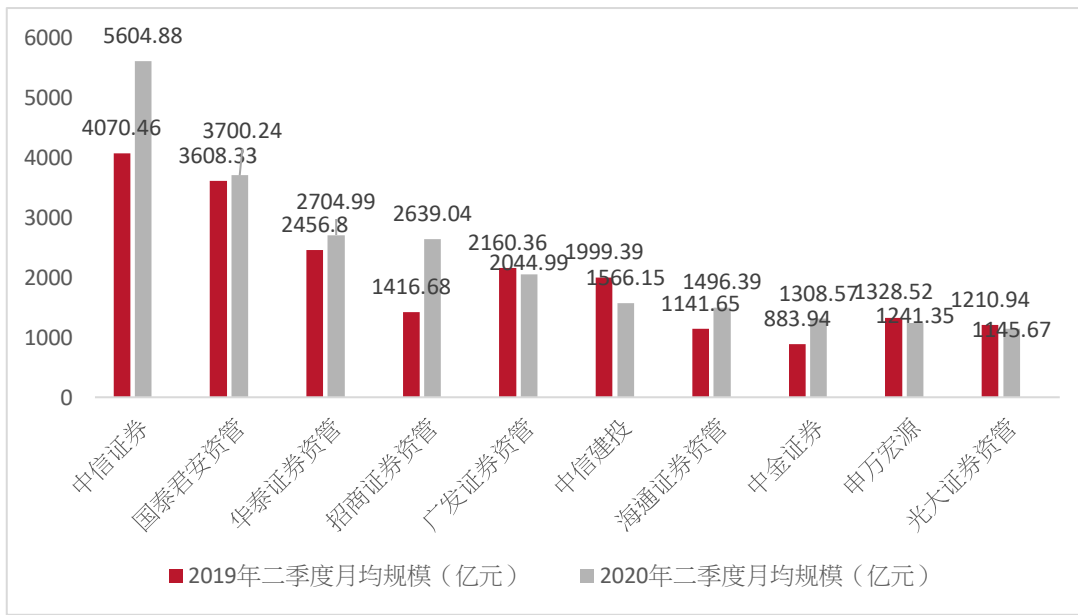
图表 38: 券商资产管理规模 (亿元)



来源: Wind、中泰国际研究部

目前国内券商资管业务均以去通道化、增强主动管理能力为转型目标, 2020 年 7 月, 证监会明确延迟《资管新规》的过渡期至 2021 年底, 借此稳定市场情绪, 充分给予券商疫情后缓冲的时间, 极大地利好行业的长期发展, 预计转型速度快、主动管理产品占比高的券商将获得发展优势。

图表 39: 券商主动管理资产月均规模前十名 (亿元)



来源: 中国证券投资基金业协会、中泰国际研究部

券商公募牌照申请开放, 利好券商开展公募管理业务 公募基金管理业务收入由 2019 年起取代定向资管业务收入成为资管业务收入最大来源, 截止 2020 年三季度末, 公募基金资产规模已达到 14.8 万亿, 在行业内总资产规模 31.69%。除了公募基金, 养老金、期货公司资管计划、私募基金及资产支持专项计划相比 2019 年末亦呈现出规模扩张。为了增强公募基金行业服务实体经济能力, 证监会 7 月底发布《公开募集证券投资基金管理人监督管理办法》优化公募牌照制度; 其中提出放宽“一参一控一牌”限制, 资管公募牌照申请亦有望开放。优化制度之下, 拥有公募牌照的券商资管业务将更具发展优势, 控股基金公司贡献稳定业绩, 营收占比已成为头部券商重要收入来源, 预计 2021 年券商资管业务收入有望进入增长周期, 有望降低券商业绩周期性波动。

图表 40: 各类资产管理业务只数及规模 (亿元)

业务类型	产品数量 (支)		资产规模 (亿元)	
	2019	2020 一季度	2019	2020 一季度
公募基金	6544	6819	147673	166367
证券公司资管计划	16978	17373	108310	104653
基金公司资管计划	5374	5443	43444	41454
养老金	1629	1841	24131	25250
基金子公司资管计划	5678	5477	41885	39970
期货公司资管计划	1219	1161	1429	1642
私募基金	81710	85058	140830	143123
资产支持专项计划	1577	1723	16491	16884
合计	119623	123810	522252	537492

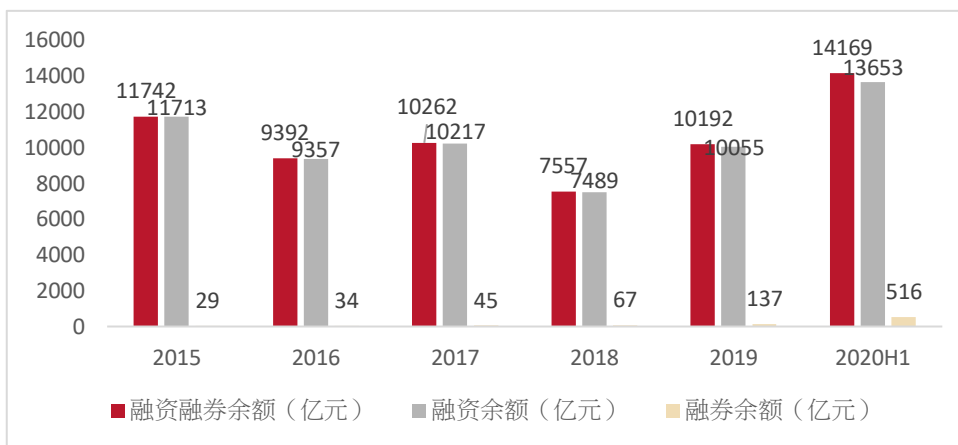
来源: 中国证券投资基金业协会, 中泰国际研究部

5. 资本中介业务

两融规模持续扩张，股票质押维持收缩 自 2019 年资本市场市场化改革以来，两融业务相关政策持续松绑，最低担保比例取消、标的数量及担保物范围得到了扩大。2020 年政策红利持续落地，创业板随着科创板转融券市场，新股上市首日起便可作为两融标的，标的股迎来扩容，两融余额重回升势。2020 年初两融规模持续上升，余额一度高达 11321 亿元，后规模受市场回落影响而减少，随着近来疫情受控两融余额重回上升态势。根据 Wind 统计，上半年市场两融余额已高达 11638 亿，同比上升 24%；截至 2020 年三季度末，两融余额同比增 53%。

我们预计，伴随着新年融资渠道限制放宽，科创板和创业板两融标的的增加，预计两融余额会继续上升，全年规模有望达到 1.5 万亿规模，但股票质押规模则会维持收缩态势。

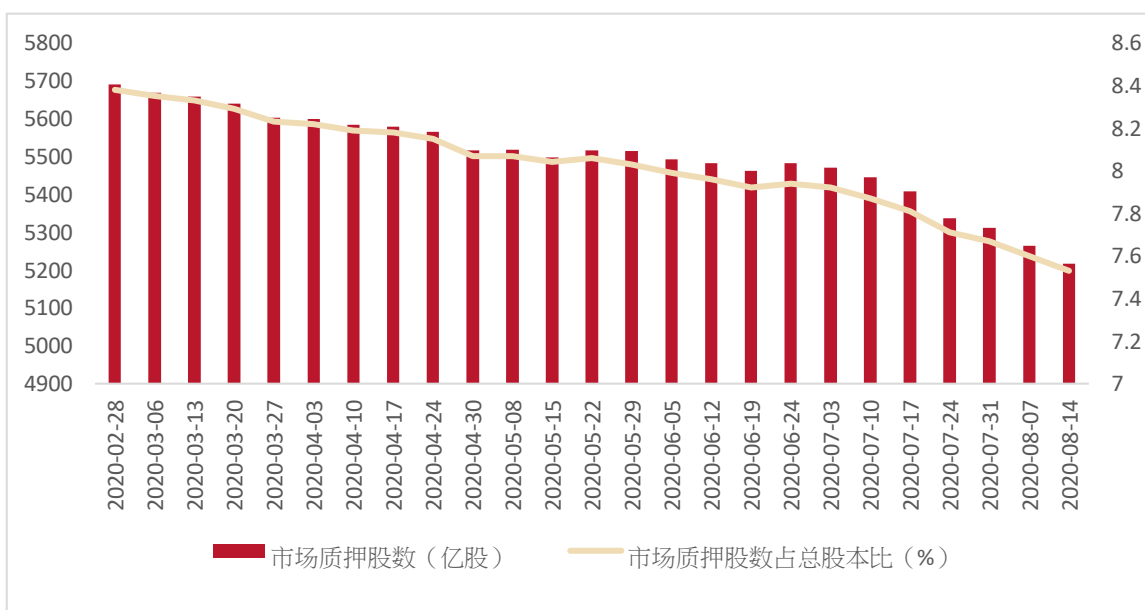
图表 41：券商资产管理规模（亿元）



来源：Wind、中泰国际研究部

证监会 2016 年发布《证券公司风险控制指标管理办法》，重点规制股票质押业务，减少行业内风险；2020 年证监会再次推出《证券公司风险控制指标计算标准规定》，要求券商提高股票质押业务所需的稳定资金，再次加大现场检查力度。严格的风险管制之下，质押风险逐步暴露，上市券商普遍开始压缩股票质押业务规模。截至 2020 年第三季度，上市券商合计股票质押余额约 3030 亿元，环比下降 13%。

图表 42：市场股票质押数（亿股）及占总股本比



来源：Wind、中泰国际研究部

政策利好持续催化，融券业务发展空间广阔 两融业务经过多年的发展已经达致了万亿的规模，然而由于证券公司用于融券业务的券源不足叠加我国投资者一直以来做空意识淡薄的原因，融券余额长期大幅低于融资余额。融券业务发展滞后，多年来仍然处于较小的规模，尤其是 2015 年融券余额占两融余额比例仅达 0.246%。

然而融券业务对资本市场价值的提升有着重要的角色，有助于市场价格的稳定及调整，保证市场的金融安全。除此之外，融券交易风险对冲的能力可以增加市场资本的流动性及交易活跃度，为投资者提供新的盈利模式和风险管理手段，大大减少市场风险。

自 2019 年注册制实施改革，融券业务相关利好政策不断出台，例如 2019 年的《科创板转融通证券出借和转融券业务实施细则》及 2020 年出台的《创业板转融通证券出借和转融券业务特别规定》等都扩大了融券业务券源的增长，提高创业板及科创板证券出借、转融券效率，大大鼓励了业务的发展。

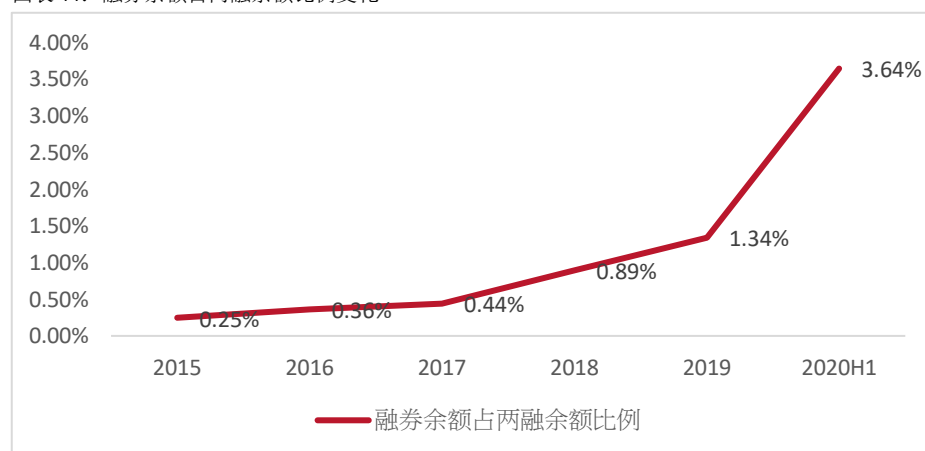
图表 43：19-2020 融券业务相关政策利好

时间	政策	相关内容
2019 年 4 月	《科创板转融通证券出借和转融券业务实施细则》	（1）转融券约定申报方式中引入市场化的费率、期限确定机制，并降低保证金比例及科创板转融券约定申报的费率差，提升参与科创板转融券业务意愿，满足参与者多样需求。（2）中证金融可出借证券用于做市与风险对冲，融券偿还延续以往安排《业务指引》明确经中国证监会批准，中证金融可将自有或依法筹集的证券出借给证券公司，供其用于做市与风险对冲。（3）明确科创板证券出借和科创板转融券业务不改变现有融券偿还业务安排，客户融券卖出后自次日一交易日起方可偿还相关融入证券，融券偿还时间安排与科创板股票交易 T+1 制度匹配得当。
2020 年 4 月	《关于转融通证券出借涉及证券持有期计算有关事项的通知》	证券出借人按照《深圳证券交易所转融通证券出借交易实施办法（试行）》出借交易的，其持有证券的持有期计算不因出借而受影响。
2020 年 6 月	《创业板转融通证券出借和转融券业务特别规定》	符合具有融资融券业务资格并已开通转融通业务权限、业务管理制度和风险控制制度健全，具有切实可行的业务实施方案、技术系统准备就绪、中国证券金融公司规定的其他条件的证券公司可以作为借入人通过约定申报和非约定申报方式参与转融券业务。

来源：各大交易所通告、中泰国际研究部

2015-2018 年融券业务余额占两融余额的比例一直低于 1%，自从 19 年开始政策利好不断出台影响之下融券余额占比逐渐提升，随着越来越多红利落实，融券业务发展空间广阔，未来也将呈现出持续增长趋势。

图表 44：融券余额占两融余额比例变化



来源：Wind，中泰国际研究部

总结：2021 年，在谨慎、中性、乐观假设下对应券商行业整体营收 4509/4808/5082 亿元，分别同比增长 1.6%/8.3%/14.5%，净利润则为 1667/1821/1933 亿元，分别同比增长 5.3%/9.2%/22.1%。

图表 45：券商行业2021年盈利预测

(亿元)	2017	2018	2019	2020E	2021E 谨慎	2021E 中性	2021E 乐观
经纪业务收入	821	623	788	1140	1083	1162	1197
投行业务收入	510	370	483	615	621	677	707
信用业务收入	348	9%	464	455	505	534	568
自营业务收入	861	80	1222	1460	1489	1577	1722
资管业务收入	310	275	275	272	277	294	301
其他业务收入	263	379	374	497	534	564	587
营业收入	3113	2663	3604	4439	4509	4808	5082
同比增速	-5.1%	-14.5%	35.4%	23.2%	1.6%	8.3%	14.5%
净利润	1130	666	1231	1583	1667	1821	1933
同比增速	-7.5%	-41.0%	84.8%	28.6%	5.3%	9.2%	22.1%

来源：中泰国际研究部

五、投资建议：

展望 2021 年，我们认为在资本市场改革持续深化、全面注册制稳步推进等大趋势下，券商仍将持续受益于政策红利的释放。头部券商的长期竞争力将得到有效提升。目前中资券商收入仍以“经纪+信用+自营”为主，高度与市场行情相关，Beta 属性明显，虽然我们判断 2021 年市场活跃度与行情仍有望保持高位，但已经历连续两年快速发展，个股业绩基数已较高，2021 年业绩分化大概率将加剧，Alpha 属性较强的投资与投行业务会是 2021 年的跑赢行业的关键。当前 A+H 股券商港股平均 PB 水平为 0.74 倍，AH 溢价已处于 2010 年以来历史最高位，港股安全边际较高。

我们继续看好板块在今年的投资机会，关注三条投资主线：1、在监管打造航母级券商政策引导下，行业集中度提升的逻辑不变，头部券商借助雄厚资本实力和风控能力将更加受益，持续看好龙头券商投资价值，推荐中信证券（6030.HK）和国泰君安证券（2611.HK）、国泰君安（2611.HK）、建议关注华泰证券（6886.HK）；2、业务稳定性高，金融产品、投行业务反弹强劲、抗风险能力较强，股息率吸引的中资券商子公司国泰君安国际（1788.HK）。

六、风险提示

- （一）疫情超预期，或迟滞各国复工复产、消费修复的节奏
- （二）宏观经济超预期波动，金融市场剧烈波动及环境恶化
- （三）货币、金融监管等政策超预期收紧

公司及行业评级定义

公司评级定义：

以报告发布时引用的股票价格，与分析师给出的 12 个月目标价之间的潜在变动空间为基准：

买入：基于股价的潜在投资收益在 20% 以上

增持：基于股价的潜在投资收益介于 5% 至 20% 之间

中性：基于股价的潜在投资收益介于 -10% 至 5% 之间

卖出：基于股价的潜在投资损失大于 10%

行业投资评级：

以报告发布日后 12 个月内的行业基本面展望为基准：

推荐：行业基本面向好

中性：行业基本面稳定

谨慎：行业基本面向淡

重要声明

本报告由中泰国际证券有限公司（“中泰国际”）分发。本研究报告仅供我们的客户使用。本研究报告是基于我们认为可靠的目前已公开的信息，但我们不保证该信息的准确性和完整性，报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。中泰国际不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。客户也不应该依赖该信息是准确和完整的。我们会适时地更新我们的研究，但各种规定可能会阻止我们这样做。除了一些定期出版的行业报告之外，绝大多数报告是在分析师认为适当的时候不定期地出版。本公司所提供的报告或资料未必适合所有投资者，任何报告或资料所提供的意见及推荐并无根据个别投资者各自的投资目的、状况及独特需要做出各种证券、金融工具或策略之推荐。投资者必须在有需要时咨询独立专业顾问的意见。

中泰国际可发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表中泰国际或附属机构的观点。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。我们的销售人员、交易员和其它专业人员可能会向我们的客户及我们的自营交易部提供与本研究报告中的观点截然相反的口头或书面市场评论或交易策略。我们的自营交易部和投资业务部可能会做出与本报告的建议或表达的意见不一致的投资决策。

权益披露：

- （1）在过去 12 个月，中泰国际与本研究报告所述公司并无投资银行业务关系。
- （2）分析师及其联系人士并无担任本研究报告所述公司之高级职员，亦无拥有任何所述公司财务权益或持有股份。
- （3）中泰国际证券或其集团公司可能持有本报告所评论之公司的任何类别的普通股证券 1% 或以上的财务权益。

版权所有 中泰国际证券有限公司

未经中泰国际证券有限公司事先书面同意，本材料的任何部分均不得 (i) 以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或 (ii) 再次分发。

中泰国际研究部

香港上环李宝椿大厦 6 楼

电话： (852) 3979 2886

传真： (852) 3979 2805