



北交所专题报告系列四：交易量放大、开户数倍增，掘金券商板块“黄金期”

核心观点

历史复盘：券商多次受益资本市场改革红利。2005年股权分置改革解决了非流通股难题，完善了资本市场运行机制，提升市场吸引力，为资金进入资本市场奠定基础；创业板成立促进了市场规模和券商业务发展；科创板和注册制落地完善了IPO发行制度，促进券商投行业务跨越式发展。纵观历史，每次重大资本市场改革都会为市场注入活力，市场扩容促进券商各项业务发展，最终体现在券商盈利和板块超额收益率上。

北交所为中小企业提供良好的融资环境，利好券商业务：北京证券交易所将坚持服务创新型中小企业的市场定位，补足多层次资本市场发展普惠金融的短板。北交所设立在支持“专精特新”中小企业的同时，也资本市场带来扩张的机会，券商板块迎来发展期，全面利好券商的投行、经纪等业务。和此前重大改革一样，北交所将提供券商业务增量，提高券商业绩，预计券商板块的累计收益率和超额收益率将有大幅的提升。

北交所为中小企业提供良好融资环境，利好券商投行和经纪业务。由于北交所上市企业将由新三板挂牌满一年企业输送，新三板项目储备丰富的中小券商将在北交所成立获得弯道超车机会。从持续督导业务看，申万宏源证券和开源证券项目储备最为丰富。从做市商业业务来看，当前做市股票中开源证券和申万宏源证券做市股票最多。从评分看，开源证券、安信证券和申万宏源证券的执业质量具有优势。综合来看，头部和中小券商未来最能从北交所上市获益。

北交所成立标志着我国经济转型的决心，经济转型倒逼资本市场改革，不断释放改革红利。此前我国间接融资占比一直处于高位，长期占据社融的近8成，其主要原因是中国以往经济模式以地产和基建拉动为主，房地产和基建对于我国GDP贡献较高，相对应融资方式是银行贷款等间接融资方式。随着我国经济模式和结构转型，更需要消费和科技等新兴行业拉动，直接融资将成为主要融资方式。对应到居民资产配置，将会从传统地产、储蓄向股权类资产倾斜。

在资本市场不断深化改革背景下，居民财富管理需求提升，国内券商迎来发展期，尤其是北交所成立为居民资产配置提供新渠道。我国城镇居民家庭资产以实物资产为主占比达到79.6%，实物资产中住房占比近七成，金融资产占比较低，仅为20.4%。“房住不炒”等政策促使居民资产配置从房地产转向其他金融资产；此外，资本市场注册制改革以及北交所成立，将降低企业融资难度，提升融资效率，吸引居民资产通过资管机构长期投入资本市场。

投资建议

北交所精准定位“专精特新”，掘金券商板块“黄金期”。北京证券交易所明确提出服务创新型中小企业市场定位，北交所成立将带动资本市场重大扩容，带来更多市场交易机会，券商各项业务迎来发展机会。建议关注新三板储备项目丰富且执业质量评分较高头部券商和表现优异中小券商以及为券商提供IT系统的金融科技公司。

风险提示

政策落实不及预期，券商业务不及预期。

报告作者

作者姓名	郑嘉伟
资格证书	S1710521020001
电子邮箱	zhengjw@easec.com.cn

相关研究

《PPI涨跌往事：产业链呈现分化趋势，筑顶迹象初现》2021.09.10
 《PPI涨跌往事：下行趋势初现，中下游行业超配时机到来》2021.09.09
 《北交所专题报告系列二：退市制度与目标企业分析》2021.09.06
 《北交所专题报告系列三：投资者门槛、定价制度分析》2021.09.06
 《北交所专题报告系列一：上市、发行、交易与转板制度分析》2021.09.05

正文目录

1. 历史复盘：券商多次受益资本市场改革红利.....	3
1.1. 股权分置改革为资金入市奠定制度基础.....	3
1.2. 多层次资本市场改革，创业板为券商提供业务增量.....	5
1.3. 科创板及注册制落地加速 IPO 发行，促进券商投行业务跨越式发展.....	6
2. 北交所成立，掘金券商板块“黄金期”	7
2.1. 北交所为中小企业提供良好融资环境，利好券商投行和经纪业务.....	7
2.2. 北交所为新三板项目储备丰富的中小券商弯道超车提供机会.....	8
3. 北交所“横空出世”，经济转型进入快车道.....	10
3.1. 经济转型倒逼资本市场改革.....	10
3.2. 居民资产配置结构不合理，未来资本市场改革红利巨大.....	11
4. 投资建议	13
5. 风险提示	13

图表目录

图表 1. 2005 年股权分置改革通知要点	3
图表 2. 股权分置改革后股市规模显著扩大	4
图表 3. 04 年 12 月-08 年 8 月券商板块和市场走势.....	4
图表 4. 2009 年-2010 年券商业务增长明显.....	5
图表 5. 创业板上市后股市规模有所扩大	6
图表 6. 创业板引领券商板块走势向上	6
图表 7. 2019 年到 2020 年券商业务增长明显	7
图表 8. 科创板的成立为低迷的市场注入一定活力	7
图表 9. 科创板成立显著提高了 A 股及券商的收益	7
图表 10. 当前新三板持续督导总数量大于 100 家的券商	9
图表 11. 2021 年 Q2 券商执业质量评价前十	10
图表 12. 专业质量得分前 10 券商	10
图表 13. 房地产和基建对我国 GDP 贡献率较高.....	11
图表 14. 银行贷款中房地产和基建占比大.....	11
图表 15. 社融中间融资比例过大	11
图表 16. 我国城镇居民家庭资产以实物为主	12
图表 17. 金融资产以无风险和低风险资产为主.....	12

1. 历史复盘：券商多次受益资本市场改革红利

1.1. 股权分置改革为资金入市奠定制度基础

2005 年股权分置改革解决了非流通股难题, 完善了资本市场运行机制。A 股市场上市公司股份按能否在证券交易所上市交易被区分为非流通股和流通股, 造成了多方弊端: 一是扭曲资本市场定价机制, 制约资源优化配置功能有效发挥; 二是公司股价难以对大股东、管理层形成市场化激励和约束, 公司治理缺乏共同利益基础; 三是资本流动存在非流通股协议转让和流通股竞价交易两种价格, 资本运营缺乏市场化操作基础。因此, 为了改善资本市场运行和定价机制, 充分发挥资本市场价格发现功能, 国务院在 2004 年发布了《国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》, 按照国务院关于“积极稳妥解决股权分置问题”要求, 2005 年正式启动上市公司股权分置改革试点工作。

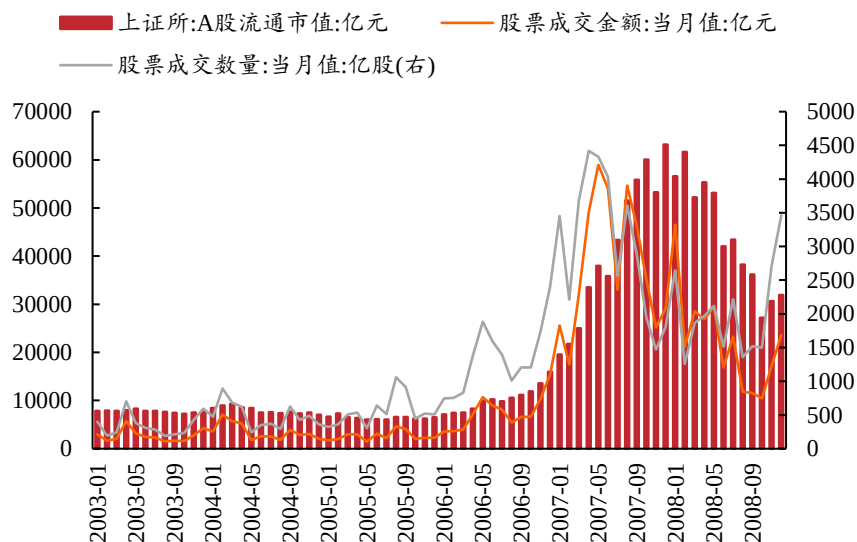
图表1. 2005 年股权分置改革通知要点

主要内容	
要点一	为了保持市场稳定、保护投资者特别是公众投资者合法权益, 中国证券监督管理委员会根据上市公司股东的改革意向和保荐机构的推荐, 协商确定试点公司。试点上市公司股东自主决定股权分置问题解决方案。
要点二	试点上市公司董事会应当聘请保荐机构协助制订股权分置改革方案, 对相关事宜进行尽职调查, 对相关文件进行核查, 出具保荐意见, 并协助实施股权分置改革方案。保荐机构应当指定三名保荐代表人具体负责保荐事宜。
要点三	试点上市公司的非流通股股东, 通过证券交易所挂牌交易出售获得流通权的股份, 应当做出分步上市流通承诺并履行相关信息披露义务。
要点四	证券交易所、证券登记结算机构应当根据本通知要求, 制定业务操作指引, 并办理试点上市公司非流通股股份获得上市流通权的有关事项。

资料来源: 中国证监会, 东亚前海证券研究所

股权分置改革解决了市场中普通股和法人股股东利益不平衡问题, 提高了上市公司治理效率, 提升资本市场吸引力, 为此后资金进入市场奠定基础。2004 年末公募基金规模为 3258 亿元, 而到 2007 年末公募基金规模已经达到 32756 亿元, 快速扩容的公募基金意味着机构投资者不断进场, 为整个市场注入了强劲的动力。在股权分置改革后, A 股市场成交量和成交金额不断提高, 流通市值也节节攀升, 仅两年流通市值就从 2006 年 1 月的 7103 亿元扩容到 2008 年 1 月的 5.66 万亿元, 股权分置改革对资本市场影响显著。

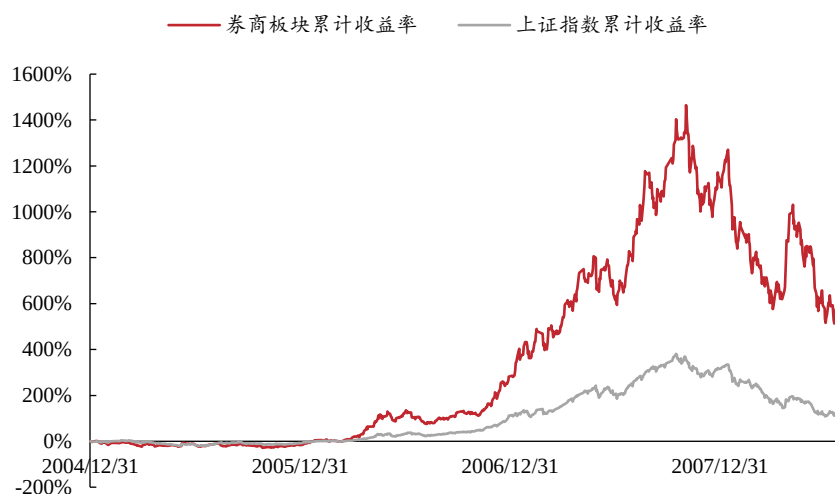
图表2. 股权分置改革后股市规模显著扩大



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

2005 年股权分置改革促进资本市场整体向好，券商业务率先受益，券商板块表现突出。股权分置改革，本身就是对券商保荐业务的促进，需要券商作为保荐机构对上市公司进行指导，此外在股市整体向上背景下，券商经纪业务也是蒸蒸日上。2006-2007 年，上证指数累计收益率显著提升，一改此前低位徘徊状况，而券商板块累计收益率大幅跑赢市场大盘，多月累计收益率维持在 1000% 以上，2007 年 1 月 4 日到 2008 年 8 月 1 日期间，券商板块获得 582.08% 的超额收益。

图表3. 04 年 12 月-08 年 8 月券商板块和市场走势

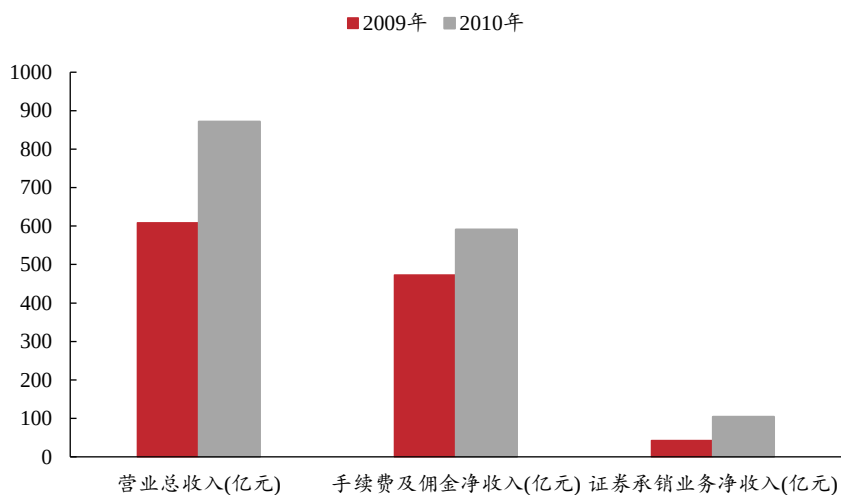


资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

1.2. 多层次资本市场改革，创业板为券商提供业务增量

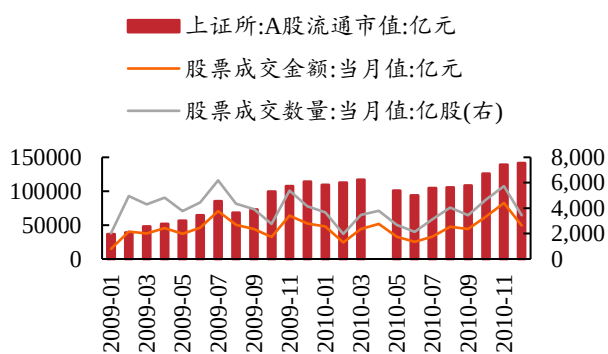
为了丰富多层次资本市场，中央决定在 2009 年成立创业板。创业板为暂时无法在主板上市的创业型企业、中小企业和高科技产业企业等提供直接融资，在资本市场发挥着重要作用。创业板成立为资本市场带来巨额成交量，进而为券商经纪业务带来增量收入，2010 年上市券商经纪业务净收入 591.09 亿元，同比增长 25.01%；此外，创业板提供了大量 IPO 项目，券商投行部门承销保荐业务也得以快速增长，2009 年上市券商承销业务净收入仅 42.89 亿元，而 2010 年达到了 103.93 亿元，同比增长 142.35%；受益于各业务快速增长，上市券商总营收也从 2009 年 608.16 亿元增长到 2010 年 871.57 亿元，同比增长 43.31%。券商业务收入增长体现在券商板块的超额收益上，在 2009 年 1 月 5 日至 2010 年 4 月 7 日期间，券商板块累计收益率为 59.44%，高于上证指数平均收益率 9 个百分点。

图表4. 2009 年-2010 年券商业务增长明显



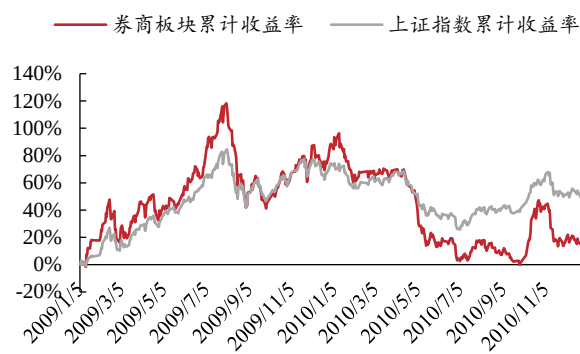
资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表5. 创业板上市后股市规模有所扩大



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

图表6. 创业板引领券商板块走势向上



资料来源: Wind, 东亚前海证券研究所

1.3. 科创板及注册制落地加速 IPO 发行，促进券商投行业务跨越式发展

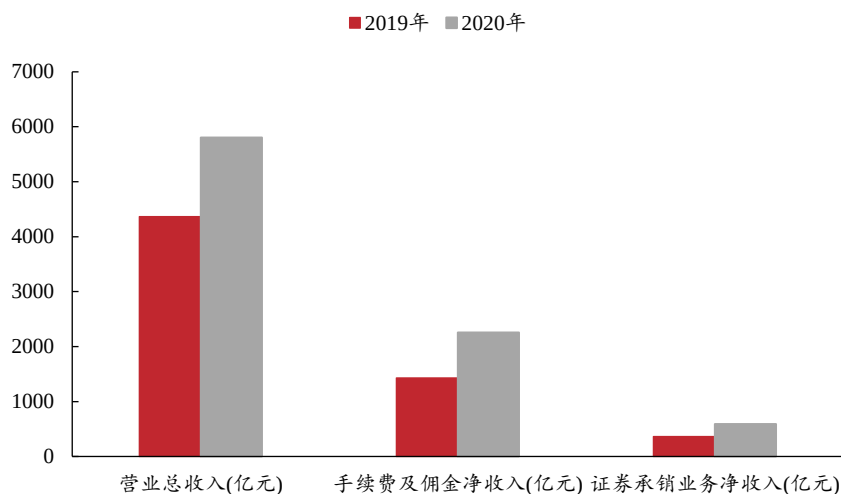
科创板及注册制是金融供给侧结构性改革重要一环，注册制显著加速 IPO 发行审核。从审核制度上看，当时主板、中小板与创业板均实行核准制，证监会受理企业发行申请、企业同步预披露，由发审委进行上会审核，审核通过后由证监会最终核准，对 IPO 企业而言，整个周期大约在 1-2 年左右；而科创板 IPO 企业在股东大会决议批准后，由保荐人向上交所申报，上交所负责审核，上交所受理申请后企业同步预披露，上交所通过问询方式进行审核，在受理申请后 3 个月内给出审核结果，但不包括公司对问询做出回复所需时间（最长 3 个月），在上交所审核通过后，证监会在 20 个交易日日内完成对申请的最终核准，科创板整个审核周期预计在 3-6 个月，较当前 A 股传统 IPO 审核周期显著缩短。

科创板成立为市场注入新的活力，满足了新产业融资需求。当时中国处于经济发展切换关键阶段，传统融资方式难以满足新经济融资需求，经济转型要靠科技创新，但新兴产业未来发展不确定，因此银行及 A 股市场等传统资金供给端不能满足新兴产业融资需求。科创板成立将为新兴产业提供良好的直接融资渠道，科创板成立为市场注入新的活力。2019 年 6 月 A 股市场流通市值 28 万亿元，成交额 8.7 万亿元，在科创板正式上市一年后，A 股市场流通市值达到 30 万亿元，成交额突破 14.5 万亿元，同比增长 66.03%。

科创板为资本市场注入活力的同时带动股市回暖，促进券商投行业务跨越式发展。科创板推动券商投行业务快速发展，科创板及注册制为投行业务带来了增量和跟投业务，极大带动券商业绩，从而一改 2018 年股市低迷。2020 年上市券商总营收 5801.39 亿元，同比增长 32.96%；科创板及注册制实行提供了大量 IPO 项目，券商承销保荐业务也得以快速增长，2019 年上市券商承销业务净收入 364.47 亿元，2020 年达 587.69 亿元，同比增长

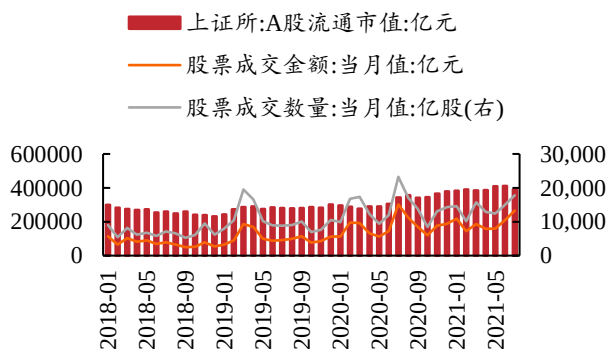
61.25%；市场回暖和扩大同样促进了上市券商经纪业务增长，2020 年上市券商经纪业务净收入 2258.94 亿元，同比增长 58.34%。市场回暖和券商业收入的增长体现在上证指数累计收益率和券商板块的累计收益率相比 2018 年显著提升，在 2019 年 6 月 13 日至 2020 年 12 月 31 日期间，券商板块累计收益率为 6.12%，而上证指数平均累计收益率为-8.65%，依然获得 14.77%的超额收益。

图表7. 2019 年到 2020 年券商业务增长明显



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表8. 科创板的成立为低迷的市场注入一定活力



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

图表9. 科创板成立显著提高了 A 股及券商的收益



资料来源：Wind，东亚前海证券研究所

2. 北交所成立，掘金券商板块“黄金期”

2.1. 北交所为中小企业提供良好融资环境，利好券商投行和经纪业务

北交所成立将支持创新型中小企业发展，落实国家创新驱动发展战略，

提高直接融资比重。北京证券交易所将坚持服务创新型中小企业的市场定位，构建一套契合创新型中小企业特点的涵盖发行上市、交易、退市、持续监管、投资者适当性管理等基础制度的安排，补足多层次资本市场发展普惠金融的短板。具体制度包括：1.构建以新三板精选层为基础，新三板基础层、创新层与北京证券交易所“层层递进”的市场结构，明确新增上市公司需要在新三板挂牌满十二个月的创新层公司，同时试点证券发行注册制，其目的是为了加快和完善多层次资本市场体系，满足不同企业融资需求，实现主板、中小板、创业板、科创板、新三板及区域股权交易中心全国性区域性相结合的多层次资本市场体系，充分发挥北交所多层次资本市场的纽带作用，形成相互补充、相互促进的中小企业直接融资成长路径，提高直接融资的比重；2.形成多元的持续融资制度，充分运用普通股、优先股和可转债等权益融资方式，引入授权发行、储架发行、自办发行等发行制度和多元化定价机制。北交所将为各类创投、私募机构提供新的退出渠道，成为中小企业生命周期中重要的融资方。

北交所定位“专精特新”中小企业，有效激活市场创新动力，利好券商业务发展。本次北京证券交易所设立，是国家对于“专精特新”中小企业的鼓励政策的延续，将在很大程度上解决“专精特新”中小企业直接融资难问题，有效扶持中小型科技企业发展，“专精特新”企业继续迎来发展的良机。2021年730政治局会议也提出，要“开展补链强链专项行动，加快解决“卡脖子”难题，发展专精特新中小企业”，第一次在中央层面提出鼓励“专精特新”中小企业。中央希望通过培育一批专精特新中小企业，形成创新创业热情高涨、合格投资者踊跃参与、中介机构归位尽责的良性市场生态，这将有利于券商业务的发展，尤其是提供了对券商投行业务的增量。截至9月15日，新三板挂牌企业合计7262家，其中，精选层66家，创新层1247家，基础层5949家，总股本4818亿股，流通股本2953亿股。新三板现存大量资源和专精特新企业将在北交所上市后对券商投行业务提供大量的业务来源。此外，北交所为市场注入了新活力也将提高券商经纪业务、资管业务等相关业务的进一步发展，和此前重大资本市场改革相比，此次北交所将提供券商增量业务，提升券商业绩。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_26727

