

行业研究/动态点评

2019年03月02日

行业评级:

非银行金融 增持(维持)
证券Ⅱ 增持(维持)

沈娟 执业证书编号: S0570514040002
研究员 0755-23952763
shenjuan@htsc.com

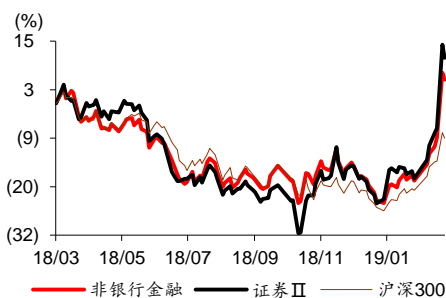
刘雪菲 执业证书编号: S0570517110003
研究员 0755-82713386
liuxuefei@htsc.com

陶圣禹 执业证书编号: S0570518050002
研究员 021-28972217
taoshengyu@htsc.com

相关研究

- 1《非银行金融: 奠定监管基调, 引导行业改善发展》2019.02
- 2《非银行金融: 投资端持续改善, 价值增长前景可期》2019.02
- 3《非银行金融/银行: 正向效应加速, 把握金融板块机会》2019.02

一年内行业走势图



资料来源: Wind

科创板开启券商从β向α新阶段

科创板对证券行业影响解析之二

科创板正式稿出炉, 节奏速度略超预期, 制度细节更加优化

3月1日科创板相关管理办法和配套规则正式发布。正式稿落地节奏速度略超预期, 方向与征求意见稿基本一致, 但操作层面更加优化、更具弹性。需重点关注要点包括, 现有可投A股基金均可参与, 散户可通过基金参与; 进一步优化股份减持制度, 核心技术人员股份锁定期, 由3年调整为1年; 进一步明确红筹企业上市标准; 优先向公募等机构配售。科创板开闸将重塑资本市场业态模式、证券行业商业模式、投资银行竞争模式、证券板块估值模式, 证券行业从β走向α。

资本市场业态模式变革, 增量改革推动资本市场市场化改革进程

科创板遵循市场化运行机制, 统筹推进发行、上市、信息披露、交易、退市等基础制度改革, 在上市标准、投资者门槛、涨跌幅限制、做空机制、退市制度等方面做出差异化安排, 向市场化机制靠拢, 有望充分激发市场深层活力。科创板发挥先锋作用, 以增量引导存量改革, 推动资本市场市场化改革进程。在更趋市场化运作环境下, 市场的价格发现功能将更趋有效, 资本市场资源配置功能更充分发挥, 进而实现市场的正向循环效应, 促进优质公司赢得市场定价认可。

证券行业商业模式变革, 从同质竞争到突破分化

传统商业模式导致证券业务同质化严重。国内证券公司延续多年单一化的、通道式的、传统的商业模式。从科创板等近期动态看, 证券行业发展步伐正在加快, 行业从坐享红利到稳中求变、从牌照为王到资本为王、从业务导向到客户导向、从人力引擎到人力+科技双轮驱动, fintech驱动证券行业效能提升。头部券商在执业、人才、渠道、研究等方面资源禀赋领先, 有望率先构筑核心竞争实力, 有望引领商业模式升级、穿越市场变革。

投行竞争模式变革, 从通道业务向现代化投行转变

科创板制度设计引导投行在新股定价和配售制度等环节发挥核心作用, 投行将从单纯依赖牌照优势向打造定价能力、业务能力和资本实力等综合竞争力转型。科创板加速打造全生命周期的“大投行”体系, 打造以股权融资、并购咨询、资产证券化、项目融资、风险投资为核心的“大投行”体系, 实现全产业链协同和价值延伸。

证券板块估值模式变革, 从β走向α

同质化业务带来证券板块估值定价上β属性强, α属性弱, 并且中小标的盘子小更受资金青睐, 往往更具溢价弹性。科创板推进的时代背景下, 投行能力分化, 优质公司差异化特色化将趋强化, 有望从行业β属性中赢得α溢价。创新基因决定向上空间, 资源禀赋构建业务壁垒, 业务资质决定前行动能, 从三维度寻觅α标的, 关注中信证券、招商证券、国泰君安、中信建投。

风险提示: 制度推进不如预期、市场波动风险。

科创板正式稿出炉，节奏速度略超预期，制度细节更加优化

3月1日，科创板相关管理办法和配套规则正式发布。正式稿落地节奏速度略超预期，方向与征求意见稿基本一致，但操作层面更加优化、更具弹性。

具体来看，以下核心要点值得关注：

- 1、个人投资者门槛 50 万，两年经验不变；
- 2、现有可投 A 股基金均可参与，散户可通过基金参与；
- 3、实施 T+1；
- 4、进一步优化股份减持制度，核心技术人员股份锁定期，由 3 年调整为 1 年；
- 5、进一步明确红筹企业上市标准；
- 6、竞价交易 20% 涨跌幅，上市后的前 5 天不设价格涨跌幅；
- 7、盘后固定价格交易；
- 8、表决权差异安排；
- 9、最严退市；
- 10、科创板股票，优先向公募等机构配售。

资本市场业态模式变革，增量改革推动资本市场市场化改革进程

科创板遵循市场化运行机制，充分激发市场活力。国际经验表明，高效通达的发行制度、机动灵活的交易制度、快速多样的再融资制度、严格谨慎的退市制度是资本市场稳健运行的根基。而坚持制度市场化运行，才能充分激发资本活力，创造良性循环、互相促进的市场局面。科创板统筹推进发行、上市、信息披露、交易、退市等基础制度改革，在上市标准、投资者门槛、涨跌幅限制、做空机制、退市制度等方面做出差异化安排，向市场化机制靠拢，有望充分激发市场深层活力。

科创板发挥先锋作用，以增量引导存量改革，推动资本市场市场化改革进程。科创板制度创新完善有望发挥先锋作用，科创板的市场化是资本市场市场化的重要一步，或能加速原有板块汲取注册制经验，推动资本市场市场化改革进程。

在更趋市场化运作环境下，市场的价格发现功能将更趋有效，资本市场资源配置功能更充分发挥，进而实现市场的正向循环效应，促进优质公司赢得市场定价认可。

证券行业商业模式变革，从同质竞争到突破分化

传统商业模式导致证券业务同质化严重。国内证券公司延续多年单一化的、通道式的、传统的商业模式。一方面以产品为中心，业务条线间缺乏有效互动和资源共享，综合性金融服务架构仍需完善。另一方面通道式业务、卖方业务占比较大，除自营投资外占用净资本的业务较少，贡献度有限。传统商业模式的沿用为行业自身发展带来一定的负效应，盈利模式较为单一，业务趋同性问题严重，竞争能力和抗风险能力较弱。

科创板等时代契机下，市场环境变化，牌照红利弱化，优质头部公司有望引领商业模式升级、穿越市场变革。从科创板等近期动态看，证券行业发展步伐正在加快，行业从坐享红利到稳中求变、从牌照为王到资本为王、从业务导向到客户导向、从人力引擎到人力+科技双轮驱动，fintech 驱动证券行业效能提升。头部券商在执业、人才、渠道、研究等方面资源禀赋领先，有望率先构筑核心竞争实力，有望引领商业模式的升级、穿越市场变革。

投行竞争模式变革，从通道业务向现代化投行转变

科创板制度设计引导投行在新股定价和配售制度等环节发挥核心作用，投行将从单纯依赖牌照优势向打造定价能力、业务能力和资本实力等综合竞争力转型。模式转型引导投行职能从依赖牌照优势承销发行向价值引导和资源配置回归。科创板和注册制制度体系下，项目成功发行并保持持久竞争力，需要投行着力打造定价能力、销售业务能力和资本实力等综合竞争力。定价和配售机制要求券商对企业价值、机构客户需求进行市场匹配，实现合理定价并且成功销售。此外，承销商可参与战略跟投制度下，承销商将以自有资金参与新股认购，在享受发行人股票上涨带来资本红利的同时，也需要不断夯实资本实力，磨练价值发现和风险控制等专业能力。

科创板加速打造全生命周期的“大投行”体系，实现全产业链协同和价值延伸。科创板推动资本市场深化发展、激发企业金融需求背景下，投资银行将加速探索“以业务为导向”向“以客户为导向”转型，协同各部门资源，打造以股权融资、并购咨询、资产证券化、项目融资、风险投资为核心的“大投行”体系，实现全产业链协同和价值延伸。“大投行”模式将伴随企业生命周期。**初创时协同股权投资。**虽然目前券商“保荐+直投”模式被限制，但不削弱业务连通性。券商股权投资赋予早期企业资金和战略资源支持。**上市前协同资本中介。**企业发展壮大持续需要资金，若开展并购重组将激发生产生额外资金需求，券商可通过资本中介。**上市后提供做市、市值管理和财富管理等长期服务。**科创板将引入做市商业务，投行流动性创造能力一方面有利于提升发行上市时投行的议价权，另一方面在上市后投行可通过做市赚取价差和证券借贷收入，有望开辟盈利新增长点。同时上市后券商还可提供市值管理和财富管理服务，持续获取丰厚收入。

证券板块估值模式变革，从 β 走向 α

同质化业务带来证券板块估值定价上 β 属性强， α 属性弱，并且中小标的盘子小更受资金青睐，往往更具溢价弹性。科创板等背景下，投行能力分化，优质公司差异化特色化将趋强化，有望从行业 β 属性中赢得 α 溢价。

创新基因决定向上空间，资源禀赋构建业务壁垒，业务资质决定前行动能，从三维度寻觅 α 标的。科创板和注册制试点携资本市场深层次改革浪潮而来，为行业创造变革契机，同时也将重塑行业格局，加剧行业分化。从三大维度甄别优质公司：第一，创新基因决定公司向上空间。战略、模式和产品创新能力强的券商有望充分把握时代机遇。第二，资源禀赋构建业务壁垒。资本实力、客户基础、人力资源、技术资质等资源禀赋优势将成为行业竞争壁垒，禀赋占优的券商将攫取发展先机。第三，业务实力决定前行动能。科创板完善发行上市、交易、信息披露和退市制度，证券行业向着现代投资银行转型发展，全产业链能力均衡运营、能力领先且具备协同能力的龙头券商将取得竞争优势。

逻辑一：全业务链发展的行业龙头。推荐业务布局稳健均衡，投行业务综合竞争实力强、品牌优势显著，前瞻布局创新业务的中信证券。

逻辑二：推荐创新能力较强，投行业务相对领先，机构客户基础扎实的招商证券、国泰君安。

逻辑三：投行业务特色优势显著的大型券商。推荐投行业务特色优势显著，品牌优势较强，在诸多新经济细分产业有丰富项目经验的中信建投。

风险提示

1、政策推进不如预期。证券行业业务开展受到严格的政策规范，政策推进不及预期将影响行业改革转型进程及节奏。

2、市场波动风险。证券公司业务与股市及债市环境高度相关，来自股市及债市的波动将会影响证券公司业绩。

附录：科创板正式稿制度梳理

图表1：科创板正式稿制度梳理：发行上市

体系	事项	正式稿具体要求
发行上市	审核	<p>服务主体 主要服务于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业。重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，推动互联网、大数据、云计算、人工智能和制造业深度融合。</p> <p>审核主体 上交所负责发行上市审核，证监会负责注册。</p> <p>审核程序 审核机构审核→上市委员会审议→向证监会报送审核意见 具体流程包括：开始审核→首轮问询→审核沟通→多轮问询→问询回复→行业问题咨询→约见问询与调阅资料→现场检查→出具审核报告→预披露上会稿→上市委员会审议→聆讯→上市委员会审议→向证监会报送→预披露更新披露招股意向书、招股说明书→持续报告及会后事项</p> <p>审核时限 3-6个月。</p> <p>上市公司门槛 共5套指标，至少满足其一即可，体现灵活包容： 一是“市值+净利润/营业收入”标准： 1) 市值≥10亿元，且连续两年盈利，累计净利润≥5000万元； 2) 市值≥10亿元，且最近一年盈利，营业收入≥1亿元。 二是“市值+营业收入+研发投入”标准：市值≥15亿元，最近一年营业收入≥2亿元，最近三年研发投入合计/最近三年营业收入≥15%。 三是“市值+营业收入+经营活动现金净流量”标准：市值≥20亿元，最近一年营业收入≥3亿元，最近三年经营活动现金净流量累计≥1亿元。 四是“市值+营业收入”标准：市值≥30亿元，最近一年营业收入≥3亿元。 五是“市值+主要业务或产品+投资机构参与”标准，对医药行业有特殊规定：市值≥40亿元，主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果。医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件。 相较征求意见稿，医药行业删除需“获得知名投资机构一定金额的投资”的要求。</p>
	定价	<p>上市定价 市场化网下询价机制，完全遵循市场化原则。</p> <p>询价对象 向证券公司、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外投资者和私募基金管理人等七类专业机构投资者询价。每个网下投资者可填报不超过3个申购价格。</p>
	配售	<p>配售机制 网上配售+网下配售+战略配售： 1) 提高网下配售比例，引导各类投资者理性参与。考虑回拨后网下配售占比可在60-80%区间。 2) 放宽战略配售实施条件。发行股份在1亿股以上，战略配售比例不超过30%；发行股份1亿股以下，战略配售比例不超过20%。</p> <p>跟投机制 1) 保荐机构通过子公司使用自有资金进行跟投，锁定期为2年。2) 发行人高管和核心员工可通过资管计划参与配售，跟投比例不超过10%。 征求意见稿原文为“保荐机构可以通过子公司使用自有资金进行跟投，锁定期为2年”。</p>
	其他	<p>特殊机制 回拨机制、绿鞋机制（促进市场平稳运行）</p> <p>同股不同权 支持VIE结构，但VIE上市后市值要求高于一般企业</p> <p>减持制度 1) 高管团队锁定期延长到3年。3年后仍然没有盈利的，最多再锁定2年。 2) 控股股东承诺36个月不减持，核心技术人员股份锁定期由3年调整为1年。 3) 董监高每人每年二级市场减持不超过总股数1%，非公开转让不限制。大宗交易转让的，接收方禁售期12个月。 4) 战略投资者锁定期不少于1年。</p>

资料来源：证监会，上交所，华泰证券研究所

图表2：科创板正式制度梳理：信息披露

体系	事项	正式稿具体要求
信息披露	遵循原则	真实、准确、完整、及时、公平“五大基本原则”
	首次上市披露	<ol style="list-style-type: none"> 充分性审核：对投资者作出投资决策有重大影响的信息，披露程度是否达到投资者作出投资决策所必需的水平。 一致性审核：内容是否一致、合理和具有内在逻辑性。 可理解性审核：内容是否简明易懂，是否便于一般投资者阅读和理解。
	披露内容	新股发行披露 ： <ol style="list-style-type: none"> 预披露：招股说明书、发行保荐书、上市保荐书、审计报告和法律意见书等文件； 披露报价平均水平。 持续性披露 ： <ol style="list-style-type: none"> 主要分为：定期报告、重大交易、关联交易、应当披露的行业信息和经营风险、其他重大事项等类别。 强化行业信息披露、突出经营风险披露、增加股权质押高风险情形的披露。

资料来源：证监会，上交所，华泰证券研究所

图表3：科创板正式制度梳理：交易机制

体系	事项	正式稿具体要求	
交易机制	交易机制	T+1	
	投资者门槛	个人投资者申请权限前20个交易日每日股票资产均值不低于50万，且拥有两年交易经验。不满足的投资者可以通过公募基金参与。	
	涨跌幅限制	日涨跌幅放宽至20%，上市后前5个交易日不设涨跌幅。	
	融券交易	科创板股票自上市首个交易日起可作为融资融券标的，提高市场定价效率。	
	每手股数	从主板的100股，提升至200股。限价订单目前不超过100万股，科创板不超过10万股。	
	市价申报	新增两种本方最优价格申报和对手方最优价格申报市价申报方式。	
	保障机制	根据市场情况调整微观交易机制：有效申报价格范围和盘中临时停牌、差异化的最小价格变动单位等。	
	交易方式	通过竞价交易、盘后固定价格交易、大宗交易进行交易。根据市场需要，经证监会批准，可以在科创板实施做市制度等交易制度。	
	日常监管	监管措施	书面警示；监管谈话；限期改正；公开更正、澄清或者说明；培训或考试等；
		纪律处分	<ol style="list-style-type: none"> 对董监高：通报批评、公开谴责、公开认定其3年以上不适合担任董监高、收取惩罚性违约金； 对中介机构：口头警示、书面警示、监管谈话、要求限期改正等相应监管措施或者实施通报批评、公开谴责等纪律处分、暂停接受申请文件或信息披露文件；等 规范“商誉”会计处理。

资料来源：证监会，上交所，华泰证券研究所

图表4：科创板正式制度梳理：退市机制及其他

体系	事项	正式稿具体要求
退市机制	目标公司	1) 存在财务欺诈等重大违法行为的公司；2) 丧失持续经营能力且恢复无望的主业“空心化”公司。
	退市指标	“量化指标+非量化指标” ： 量化： <ol style="list-style-type: none"> 市场指标：成交量、股票价格、股东人数和市值； 财务指标：扣非前后净利润为负且主营收入未达到一定规模、净资产为负； 非量化： <ol style="list-style-type: none"> 重大违法情形：信息披露重大违法和公共安全重大违法 不合规性情形：未按期信息披露、审计意见等 财务指标
	退市环节	<ol style="list-style-type: none"> 取消了暂停上市、恢复上市环节，缩短退市时间。提供救济安排，给予30天窗口期。 因重大违法强制退市的，永久退出市场。
	执行力度	有证据表明公司已经明显丧失持续经营能力，将按照规定的条件和程序启动退市。
	追责机制	1) 受理即担责：发行上市申请一经受理，发行人及其控股股东、实际控制人、董监高，以及相关中介机构即须承担法律责任。
其他	重大资产重组	<ol style="list-style-type: none"> 发行股份购买资产、合并、分立实施注册制，实施更为便利。 严格限制“炒壳”行为； 规范“商誉”会计处理。
	股权激励	扩展了股权激励的比例上限 （由10%提升至20%）与对象范围；增强了股权激励价格条款的灵活性和实施方式的便利性。

资料来源：证监会，上交所，华泰证券研究所

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com