

非银金融

从科创板正式稿的差异看监管方向

——市场化转型和机构化

评级：增持（维持）

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

研究助理：高崧

Email: gaosong@r.qlzq.com.cn

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2016	2017	2018E	2019E	2016	2017	2018E	2019E		
中信证券	24.4	0.86	0.94	0.78	0.87	20.3	18.64	22.60	20.23	-	买入
华泰证券	23.7	0.88	1.30	0.95	1.09	27.1	18.34	24.88	21.77	-	未评级
国泰君安	19.9	1.21	1.11	0.94	1.02	16.5	17.98	21.34	19.64	-	未评级
招商证券	17.9	0.91	0.78	0.66	0.77	19.8	23.20	27.09	23.52	-	未评级
东方证券	12.7	0.41	0.57	0.28	0.38	21.0	15.14	30.32	22.45	-	买入

备注

基本状况

上市公司数	71
行业总市值(百万元)	39294
行业流通市值(百万元)	59357

行业-市场走势对比



相关报告

<<保险 beta 尚未充分发挥，继续看好——保险 beta 属性与弹性测算>>2019.02.27

<<全球经验看券商的“护城河”演进方向——为什么持续推荐龙头券商>>2019.02.24

<<关注业务及执行层面的变化——信托行业跟踪点评报告 201902>>2019.02.24

投资要点

- **上市标准的变化：上市条件进一步细化。**新增面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求、优先支持符合国家战略，拥有核心技术。我们认为，政策是把科创板放到中国经济转型的高度，政策希望资本市场未来在中国经济转型起到发动机的作用。
- **发行定价的变化：上市审核路径更明确，提升机构参与积极性，加强投资者保护。**1) 明确 IPO 与并购重组均有交易所审核，证监会注册；2) 引导提升机构投资者进一步提高公募等配售比例，引导提升机构科创板参与积极性，为市场化询价奠定基础；3) 严格退市：强化风险披露，此次正式稿进一步强调风险披露频率，保护投资者权益。
- **交易与信披的变化：做市商机制，优化减持，降低减持对二级市场冲击。**1) 条件成熟后引入做市商机制：券商业务范围有望拓宽，龙头在资本实力、研究能力、分控能力上均具有优势，持续看好！2) 优化减持：缩短核心技术人员锁定期，提供多途径，降低二级市场冲击。3) 信息披露：重点关注真实、准确、完整，明确发行人、保荐人义务。
- **科创板正式稿总结。**正式文件明确科创板将以信息披露为中心，试点注册制，审核重点关注信披真实、准确、完整，明确红筹企业上市标准，进一步提升公募等机构配售比例，优化减持规则，合理界定保荐机构持续督导边界。科创板高效落地，将持续促进资本市场和中国经济深层次的改革，对资本市场和投资者信心修复作用重大，券商迎来转型变革机遇，持续看好龙头！
- **投资建议：继续看好券商板块和龙头券商。**去年 4 季度我们提出券商的经营环境发生重大变化，券商的政策面会持续暖风，详见《重磅深度：“政策底”是如何传导到“市场底”》，《金融政策转向“核心逻辑”：弱刺激+强改革》，《深度对比：科创板给券商带来什么？——资本市场改革系列研究》，我们认为，龙头券商有望受益资本市场效率、开放程度提升，行业转型发展，其资本实力、市场运作、国际化布局以及衍生品资质成为新型“护城河”，建议持续关注中信、华泰、中金等龙头券商。

- **风险提示：**二级市场持续低迷；金融监管发生超预期变化。

内容目录

一、上市标准：科创板连接中国创新与改革，意义重大.....	- 4 -
二、发行定价：提高公募等机构配售比例，市场化定价.....	- 4 -
三、交易信披：优化减持，审核关注真实、正确、完整.....	- 5 -
四、对券商影响：现代化投资银行转型重大机遇.....	- 6 -

- 3月1日,证监会发布《科创板首次公开发行股票注册管理办法(试行)》,《科创板上市公司持续监管办法(试行)》并对《《科创板首次公开发行股票同时上交所发布设立科创板并试点注册制配套业务规则》。

一、上市标准: 科创板连接中国创新与改革, 意义重大

- 上市条件: 创板连接中国的创新与改革, 上市条件进一步细化: 新增面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求、优先支持符合国家战略, 拥有核心技术5条细化要求, 明确红筹回归标准, 对原有大市值上市标准进一步合理化, 我们认为, 科技创新、产业升级等新兴经济的发展正符合中国经济转型, 资本市场制度创新服务新旧动能转化, 同时又助于增强资本市场活力, 提振市场信心, 意义重大。

图表: 科创板相关文件正式稿与意见稿变化梳理-上市、发行、退市、交易对比

环节	要点	具体内容
上市条件	细化总体条件	新增面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求、优先支持符合国家战略, 拥有核心技术5大条件;
	红筹企业	红筹企业、存在表决权差异企业上市适用: 营业收入快速增长, 拥有自主研发, 国际领先技术, 同行业竞争中处于相对优势地位, 预期市值不低于人民币100亿元, 或者预计市值不低于人民币50亿元且最近一年营业收入不低于人民币5亿元;
	大市值	对于预计市值>=RMB 40亿元企业, 删去获得知名机构一定金额投资要求, 对于医药企业, 将一类新药改为意向核心产品;
发行	延长注册决定有效期	中国证监会同意注册决定的有效期由6个月改为1年;
	缩短失败二次申报间隔	注册申请失败与再次提出上市申请的时间间隔由1年改为6个月;
	公募配售比例提升	公募基金、社保基金及养老金配售由不低于网下发行配售比例40%提升50%;
	网下向上回拨	网下申购投资者数量低于网下发行初始发行量的, 应当终止发行, 不得向网上回, 网上投资者申购数量不值得, 可以向网下回拨;
定价	战略配售投资者可借出股票	战略配置投资者在承诺持有期内, 可按规定向证券金融公司借出获得配售的股票;
	并购重组与IPO审核保持一致	科创板并购重组由交易所统一审核, 涉及发行股票, 审核后报证监会注册;
退市	强化退市风险警示	会计年度结束后1月内发布终止上市风险提示公告, 年报披露前至少再发布两次, 退市风险警示期间每月披露;

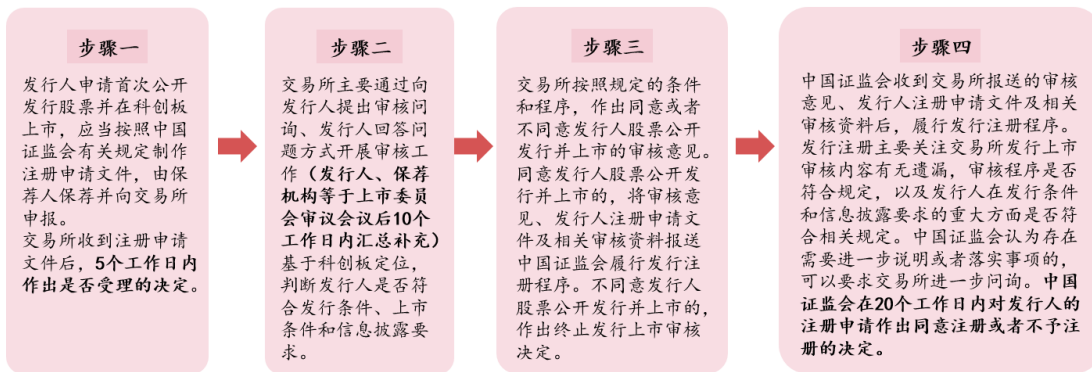
资料来源: 证监会, 上交所, 中泰证券研究所

二、发行定价: 提高公募等机构配售比例, 市场化定价

- 发行上市: 上市审核路径明确, IPO 与并购重组均有交易所审核, 证监会注册。正式稿补充关于科创板并购重组审核主体为上交所, 涉及股份发行, 向证监会注册, 科创板审核、注册四步走路径明确, 正式稿落地后正式接受申报, 高效推进。

图表: 科创板相发行上市程序

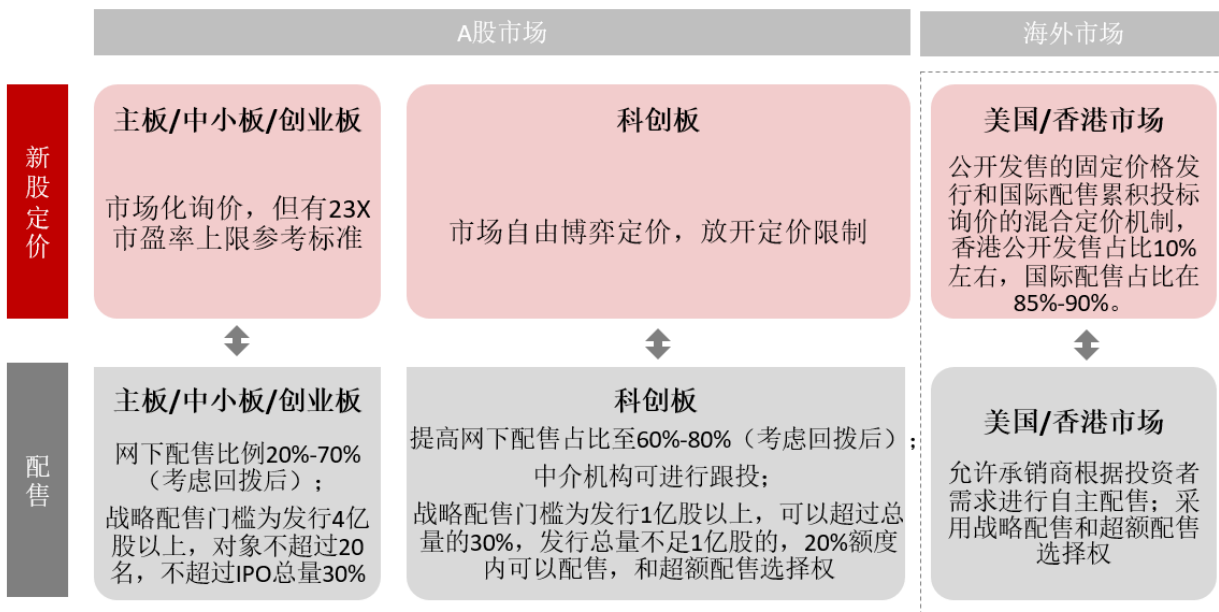
科创板发行上市审核和注册程序四步走



资料来源：证监会，上交所，中泰证券研究所

- **配售定价：引导提升机构科创板参与积极性，进一步提高公募等配售比例，为市场化询价奠定基础。** 征求意见稿将科创板网下配售比例由主板的20%-70%提升至60%-80%，此次正式稿进一步提升公募、养老金、保险等机构配售比例，我们认为，机构获赔比例提升将进一步提升话语权，提升机构参与积极性，为打破23PE定价，实行询价市场化发行奠定基础。

图表：科创板优化定价、配售机制



资料来源：沪深交易所，中泰证券研究所

- **严格退市：强化风险披露。** 科创板实施较为严格的退市要求，此次正式稿进一步强调风险披露频率，保护投资者权益。

三、交易信披：优化减持，审核关注真实、正确、完整

- **条件成熟引入做市商机制：** 券商业务范围有望拓宽。沪伦通 CDR 采用竞价和做市的混合交易制度，科创板此次提出条件成熟引入做市商机制，后续券商业务范围有望进一步拓宽，交易性业务重要性提升，与国际接

轨，龙头在资本实力、研究能力、分控能力上均具有优势，持续看好！

- **优化减持：缩短锁定期，提供多途径，降低二级市场冲击。**正式稿明确特定股东减持遵循减持新规，同时对核心技术人员锁定期由3年缩短至1年，与特定股东持平，对于未盈利不得减持由5年缩短至3年，灵活合理，同时提供非公开、配售转让等一级市场减持途径，减小对二级市场冲击，同时为券商提供更多业务机遇。

图表：科创板相关文件正式稿与意见稿变化梳理-交易、信息披露

环节	要点	具体内容
交易	做市商	新增科创板股票交易实行竞价交易， 条件成熟时引入做市商机制 ，提供双边报价服务，并明确了可接受的市价申报的方式
	特定股东减持遵循现行减持新规	明确控股股东、实控人、董监高、核心技术人员及其他股东减持首发前股份遵循减持新规
	核心技术人员锁定期缩短，明确首发前股份减持比例	新增高管员工参与配售的股票持有期限 不得少于12个月 ，缩短核心技术人员股份锁定期， 由3年调整为1年 ，期满后每年可以减持 25%的首发前股份
	未盈利减持期限缩短	细化对上市时未盈利公司的减持要求，时间由上市5年缩短至3年之内不得减持首发股份，第4/5年每年减持股份不得超过公司股份总数的2%
	减持方式多元化	减持方式可通过 非公开、配售转让
信息披露	审核重点关注	发行人是否达到 真实、准确、完整 的要求 关注发行人的评价是否客观，保荐人的判断是否合理 上市审核委员会审核会议结束后10个工作日内汇报
	明确保荐机构边界	不再要求保荐机构发布投资研究报告 ，取消保荐机构就上市公司更换会计师事务所发表意见的强制要求
		补充履职保障机制，要求上市公司配合保荐机构持续督导 新增对科创公司特别表决权定期披露的要求
	发行人监管	新增发行人若有重大事项未报告、未披露，证监会将自确认之日起采取3年至5年内不接受发行人公开发行证券相关文件的监管措施 新增中国证监会同有关部门，加强对发行人等相关市场量和主体的监管信息共享，完善失信联合惩戒机制

资料来源：证监会，上交所，中泰证券研究所

- **信息披露：重点关注真实、准确、完整。**正式稿对发行人、保荐人的责任、义务进行明确，有利于提高各类主体参与积极性。

四、对券商影响：现代化投资银行转型重大机遇

- **首先，通道红利弱化，倒逼投行模式转型，建立多业务协作，提升综合实力。**科创板审核“新三性”与“老三性”结合，券商在承担“看门人”把关责任同时，需站在投资者的角度市场化询价，并可出资跟投，以上分别对投行的资源储备、(一二级)研究能力、(直投、信用、做市)资本实力提出挑战，券商打破现有同质化竞争格局，需加速打造直投、投行、信用、财富管理、做市等多业务协作体系，打造投行品牌，提升竞争力；**条件成熟试点做市业务，券商重资产业务有望出现新增长点！**
- **其次，制度创新带来风控挑战，金融科技发展或将形成助力。**科创板发行、上市、交易各个环节均进行创新，券商作为中介机构需持续提升对风险的识别、把控能力，合规发展，保护投资者利益；
- **第三，科创板打造机构市场，机构客户质量与黏性将成为核心竞争力。**投资者适当性方面设置一定门槛，并在发行环节提升网下占比，有助于提高机构参与的积极性，对券商而言，发行与承销办法明确规定承销商

应收取一定比例新股配售经纪佣金，上市规则规定特定股东减持可通过中介结构进行非公开方式转让，市场参与者机构以及费率溢价空间导向下，券商在对机构客户服务能力重要性将持续提升。

投资建议

- **继续看好板块投资价值：科创板对资本市场和投资者信心修复作用重大，资本市场改革不断推进，券商高 beta 具有配置价值。**科创板是对于过去 28 年中国资本场所出现的种种问题的一种改革、一种纠正，有望提振投资者信心，提升市场活跃程度，2018 年 10 月以来，资本市场改革不断推进：**a. 股指期货松绑，券商 IB 业务、自营业务均有望收益；b. 对外开放持续推进，MSCI 纳入因子比例提升至 20%、富时罗素及 QFII、RQFII 改革外资布局可期，沪伦通开通在即，券商在发行、跨境转换与做市、经纪等三大业务均有机遇；c. 资本市场有望在养老金、理财资金逐步入市以及国际化程度加深过程中，逐步实现机构化转型；D 券商业层面交易接口对外放开征求意见，并拟取消两融平仓线、研究放宽券商权益证券风险准备计提比例，券商经纪、信用、自营业务环境均有望边际呈现改善，继续看好板块配置价值。**龙头券商有望受益资本市场效率、开放程度提升，机构化转型趋势下，资本实力、市场运作、国际化布局以及衍生品资质成为新型“护城河”， 标的建议关注龙头券商中信证券、华泰证券等。

风险提示

- **二级市场持续低迷。**券商基本面以及保险投资端与二级市场相关程度高，若二级市场持续低迷将对行业产生负面影响。
- **金融监管发生超预期变化。**监管政策的变化会对非银金融机构业务开展等产生较大影响。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。