

科创板落地打开券商投行业务增量空间 头部券商受益可观

非银行金融

核心观点:

推荐 维持评级

分析师

武平平

☎: 010-66568224

✉: wupingping@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130516020001

张一纬

☎: 010-66568668

✉: zhangyiwei_yj@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130519010001

特此鸣谢

杨策

☎: 010-66568643

✉: yangce_yj@chinastock.com.cn

对本报告的编制提供信息

1. 事件

证监会发布了《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》和《科创板上市公司持续监管办法（试行）》，科创板正式落地。

2. 我们的分析与判断

● 科创板预计最早7月开板，为券商投行、经纪、大投资业务带来增量收入

依据注册程序“5个工作日受理+3个月审核+20个工作日注册审批”，我们预计科创板最早7月开板。科创板开板将为投行IPO业务带来增量融资需求，标的上市交易为经纪业务带来增量佣金收入，保荐人“跟投机制”提升投资业务收入。同时，科技创新型企业上市融资，为券商私募股权投资提供新的退出渠道，便于及时兑现收益。

● 中性假设下投行业务融资规模提升约629亿元，推动行业营收提升约1.2%

参考创业板的发行节奏并考虑有望登陆科创板的潜在标的公司，我们认为首年将约有90家公司登陆科创板。综合承销保荐收入以及超额配售收入，我们认为在悲观、中性、乐观情况下，2019年科创板将为投行带来增量融资规模606.94亿元/628.88亿元/650.82亿元，增量收入30.35亿元/31.44亿元/32.55亿元。按照2018年投行业务收入测算，科创板将提升承销保荐收入约12%，推动行业营收提升约1.2%。

● 科创板首年将贡献佣金收入2.92亿元，提升经纪业务收入0.4%

参考创业板流通市值和成交情况，我们估算科创板首年将贡献佣金收入2.92亿元，提升经纪业务收入0.47%。由于2018年交投低迷，保守预计2019年市场成交额提升10%；由于科创板开板热度较高，保守估计其日均换手率较创业板2019年日均换手率高10%。在平均佣金率为万分之3的假设下，科创板首年成交额为4864.04亿元，贡献2.92亿元经纪业务收入。

● 跟投制度及直投收益兑现带来大投资业务增量收入

科创板试行“保荐+跟投”制度，券商子公司拥有战略配售权，考虑到交易所暂未规定配售比例，我们暂且不计算战略配售收益。同时，科技创新型企业上市融资，为券商私募股权投资提供新的退出渠道，便于及时兑现收益。跟投制度及直投收益兑现或为大投资业务带来增量收入。

● 投行业务集中度提升，龙头券商受益

经测算发现，相较经纪业务、大投资业务，科创板为投行业务带来的收入增量空间更大，承销保荐能力将决定券商受益程度。近年来，承销保荐业务集中度不断提升，大型综合券商市占率排名靠前，过会率大幅领先行业，项目储备资源丰富。科创板落地后，预计强者恒强态势延续，券商投行业务集中度或将持续提升，大券商受益可观。

3. 正文部分

(一) 科创板主要制度规则落地速度远超预期，科创板正式开闸

《注册管理办法》以及《持续监管办法》作为细化操作文件，对科创板企业注册上市、信息披露、退市、流程监管等方面进行详细规定，标志科创板正式开闸。《注册管理办法》共 8 章 81 条，明确股票发行注册制，强调信息披露重要性，规定发行上市审核全流程电子化以提高效率，建立覆盖发行人、控股股东、中介服务机构在内的全流程监管体系。《持续监管办法》共 9 章 36 条，强化行业信息和经营风险的披露，延长未盈利企业股东的股份锁定期以及核心技术团队的股份锁定期，优化退市标准，严格退市制度。

科创板主要制度规则落地速度远超预期。2018 年 11 月，习近平主席表示将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，不断完善资本市场基础制度。随后中央全面深化改革委员会，审议通过了《在上海证券交易所设立科创板并试点注册制总体实施方案》、《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》；证监会发布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》。从习主席表态设立科创板到主要制度规则正式发布，历时仅 3 个半月，落地速度远超预期，彰显领导层对科创板高度重视，表明科创板对我国多层次资本市场建设的重要意义。

(二) 科创板作为资本市场的增量改革，完善资本市场基础制度

科创板股票发行采用注册制，缩短上市时间，提升上市效率，有助真正建立以信息披露为中心的发行制度，也为整个 A 股股票发行制度市场化提供经验借鉴，以增量促存量。科创板严格退市制度，从财务、交易、规范类指标设置优化退市标准，发挥“优胜劣汰”资源配置机制，优化上市公司质量。科创板通过发行注册制、严格退市等制度建设，严把市场入口、出口关，有助完善资本市场基础制度。

科创板企业上市不再对盈利指标进行硬约束，为科技创新型企业融资提供渠道。科创板主要面向拥有关键核心技术、科技创新能力突出的成长性企业。科技创新型企业在发展初期研发投入大，盈利薄弱，与当前资本市场上市融资发行条件不匹配，难以获得资金支持，限制其发展。科创板的设立弥补了资本市场服务科技创新型企业的短板，从财报编制、信息披露、业务完整性等方面进行上市规定，突破盈利指标硬约束，增强对创新企业的包容性，为创新企业融资提供渠道，增强资本市场服务实体力度。

(三) 科创板设立为券商带来增量业绩空间测算

3.1 中性假设下投行业务融资规模提升约 629 亿元，推动行业营收提升约 1.2%

参考创业板的发行节奏并考虑有望登陆科创板的潜在标的公司，我们认为首年将有约 90 家公司登陆科创板。创业板上市暂行办法及配套规定于 2009 年 3 月发布，首批公司于 10 月 23 日上市。创业板启动当年的短短 2 个月内，有共计 36 家公司于创业板上市，募集资金总额为 204.09 亿元，平均募集资金 5.67 亿元；实现发行费用合计 8.62 亿元，费率为 4.28%。科创板定位于科技创新企业，参考新三板挂牌公司、证监会 IPO 辅导企业和工信部独角兽企业清单中符合上市条件标的，同时参考创业板节奏，我们认为首年登陆科创板的公司约为 90 家，保守估计平均募集资金 6.5 亿元。承销费率方面，从 2014 年到 2018 年，IPO 项目承销保荐费率算数平均值为 5.58%，因此假设科创板发行费率为 5%。综上测算，科创板首年募集资金约 585 亿元，券商承销收入增量约为 29.25 亿元。

表 1: 创业板历年 IPO 募资及收费情况

	募资总额 (亿)	承销保荐费用 (亿)	平均费率
首批 28 家公司	154.78	6.63	4.28%
首年	204.09	8.62	4.22%
次年	963.34	43.76	4.54%
此后年均	344.35	23.56	6.84%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 1: 2014-2018 年 IPO 承销保荐费率


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 2: 创业板首年上市公司明细

股票代码	公司名称	募集资金总额 (亿)	承销保荐费用 (亿)
300001.SZ	特锐德	8.00	0.14
300002.SZ	神州泰岳	18.33	1.21
300003.SZ	乐普医疗	11.89	0.35
300004.SZ	南风股份	5.49	0.16
300005.SZ	探路者	3.37	0.10
300006.SZ	莱美药业	3.80	0.21
300007.SZ	汉威科技	4.05	0.24
300008.SZ	天海防务	3.50	0.06
300009.SZ	安科生物	3.57	0.28
300010.SZ	立思辰	4.77	0.23
300011.SZ	鼎汉技术	4.81	0.08
300012.SZ	华测检测	5.41	0.14
300013.SZ	新宁物流	2.34	0.22
300014.SZ	亿纬锂能	3.96	0.17
300015.SZ	爱尔眼科	9.38	0.46
300016.SZ	北陆药业	3.04	0.24
300017.SZ	网宿科技	5.52	0.14
300018.SZ	中元股份	5.26	0.29
300019.SZ	硅宝科技	2.99	0.09
300020.SZ	银江股份	4.00	0.16
300021.SZ	大禹节水	2.52	0.20

300022.SZ	吉峰科技	3.98	0.10
300023.SZ	宝德股份	2.94	0.21
300024.SZ	机器人	6.17	0.36
300025.SZ	华星创业	1.97	0.12
300026.SZ	红日药业	7.55	0.25
300027.SZ	华谊兄弟	12.00	0.25
300028.SZ	金亚科技	4.18	0.17
300029.SZ	天龙光电	9.09	0.15
300030.SZ	阳普医疗	4.65	0.04
300031.SZ	宝通科技	4.75	0.30
300032.SZ	金龙机电	6.78	0.34
300033.SZ	同花顺	8.87	0.32
300034.SZ	钢研高纳	5.86	0.26
300035.SZ	中科电气	5.58	0.34
300036.SZ	超图软件	3.72	0.23
合计	36 家	204.09	8.62
平均费率			4.28%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

表 3: 科创板首年 IPO 发行规模及收费空间测算

	IPO 家数	平均募资金额 (亿/每家)	募资总额 (亿)	平均费率	承销保荐收费 (亿)
创业板首年 (2 个月)	36	5.67	204.09	4.28%	8.62
科创板首年 (5/6 个月)	90	6.5	585	5%	29.25

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

通过敏感性分析, 我们估计通过行使超额配售权或额外贡献最高 3.3 亿的承销收入。

依据科创板配套规则, 获发行人授权的主承销商拥有超额配售选择权, 可根据上市后股价表现“在股票上市之日起 30 天内, 按同一发行价格超额发售不超过包销数额 15% 的股份”。我们按最高 15% 超额配售比例和执行超额发售权的可能性, 估计超额配售将额外贡献 1.1 亿元到 3.3 亿元承销收入。

表 4: 超额发售融资总额及收费空间测算

	悲观	中性	乐观
执行超额发售的比例	25%	50%	75%
超额配售募资总额 (亿)	21.94	43.88	65.82
超额配售承销收入 (亿)	1.10	2.19	3.30

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

综合承销保荐收入以及超额配售收入, 我们认为在悲观、中性、乐观情况下, 2019 年科创板将为投行带来增量融资规模 606.94 亿元/628.88 亿元/650.82 亿元, 增量收入 30.35 亿元/31.44 亿元/32.55 亿元。按照 2018 年投行业务收入测算, 科创板将提升承销保荐收入约 12%, 推动行业营收提升约 1.2%。

表 5: 承销保荐+超额配售合并测算

	悲观	中性	乐观
承销保荐募资总额 (亿元)	585	585	585
超额配售募资总额 (亿)	21.94	43.88	65.82
合计 (亿)	606.94	628.88	650.82
承销保荐收入 (亿元)	29.25	29.25	29.25
超额配售收入 (亿元)	1.10	2.19	3.30
合计 (亿元)	30.35	31.44	32.55

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

3.2 科创板首年将贡献佣金收入 2.92 亿元, 提升经纪业务收入 0.47%

参考创业板流通市值和成交情况, 我们估算科创板首年将贡献佣金收入 2.92 亿元, 提升经纪业务收入 0.47%。由于 2018 年交投低迷, 保守预计 2019 年市场成交额提升 10%; 由于科创板开板热度较高, 保守估计其日均换手率较创业板 2019 年日均换手率高 10%。在平均佣金率为万分之 3 的假设下, 科创板首年成交额为 4864.04 亿元, 贡献 2.92 亿元经纪业务收入。

表 6: 科创板 IPO 带来经纪业务收入空间

	科创板	创业板
流通市值 (亿)	628.88*	24567.48
2018 年成交额 (万亿)	-	158346.56
2018 年日均换手率	-	2.65%
2019 年预计换手率	3.18%	2.92%
2019 年预计成交额*	4864.04	174181.22
券商平均佣金率	0.03%	0.03%
经纪业务收入*	2.92	104.51

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

注: 科创板流通市值为中性假设计算的募资规模, 不考虑限售解禁等情况。

注: 2019 年成交额和经纪业务收入为年化计算结果

3.3 跟投制度及直投收益兑现带来大投资业务增量收入

科创板试行“保荐+跟投”制度, 券商子公司拥有战略配售权, 考虑到交易所暂未规定配售比例, 我们暂且不计算战略配售收益。同时, 科技创新型企业上市融资, 为券商私募股权投资提供新的退出渠道, 便于及时兑现收益。跟投制度及直投收益兑现或为大投资业务带来增量收入。

表 7: 2017 年券商直投综合排名

券商	券商直投
广发证券	广发信德投资管理有限公司
国信证券	国信弘盛创业投资有限公司
海通证券	海通开元投资有限公司
中信证券	金石投资有限公司
平安证券	平安财智投资管理有限公司

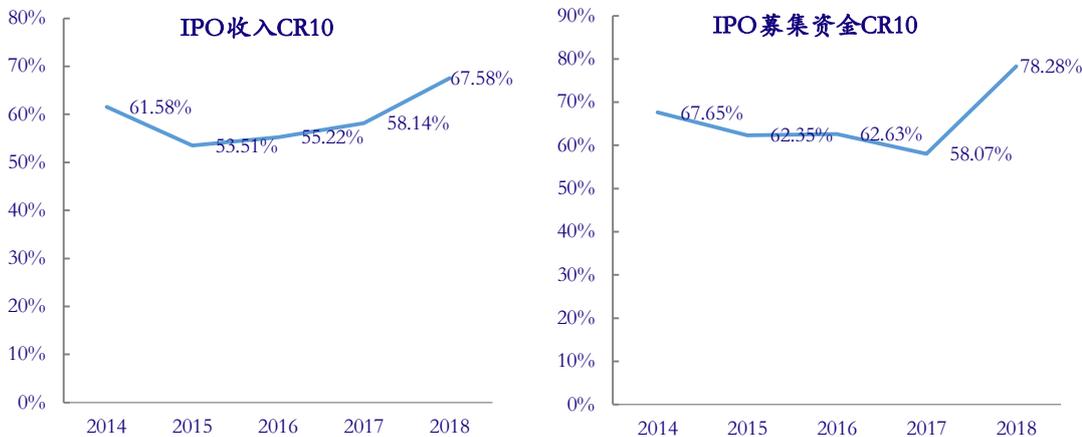
东方证券	上海东方证券资本投资有限公司
天风证券	天风天睿投资股份有限公司
兴业证券	兴业创新资本管理有限公司
招商证券	招商致远资本投资有限公司
中金公司	中金资本运营有限公司

数据来源：清科研究，中国银河证券研究院整理

3.4 投行业务集中度提升，龙头券商受益

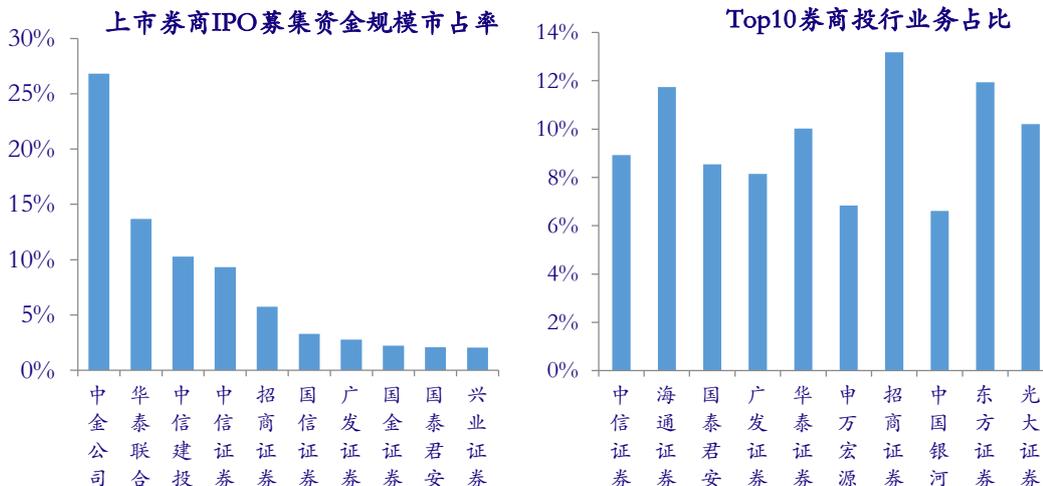
经测算发现，相较经纪业务、大投资业务，科创板为投行业务带来的收入增量空间更大，承销保荐能力将决定券商受益程度。近年来，承销保荐业务集中度不断提升，大型综合券商市占率排名靠前，过会率大幅领先行业，项目储备资源丰富。科创板落地后，预计强者恒强态势延续，券商投行业务集中度或将持续提升，大券商受益可观。

图 2：IPO 承销保荐收入和募集资金规模集中度



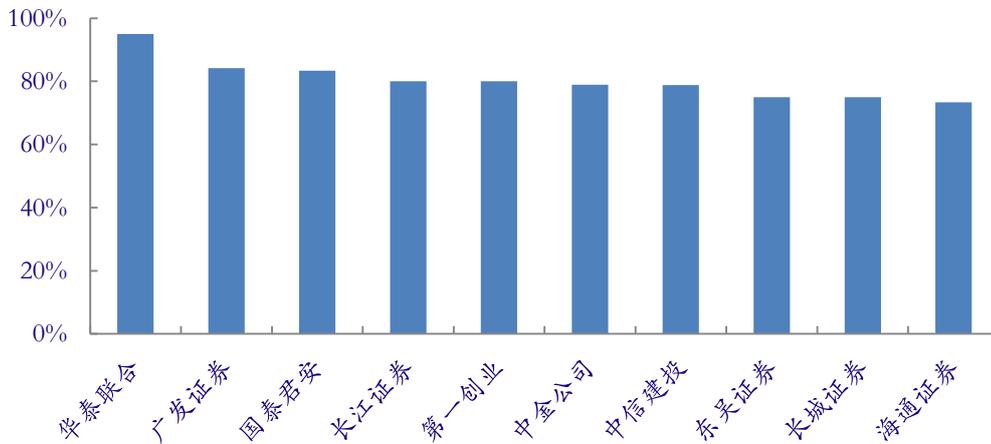
资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 3:2018 年度募集资金市场份额及 2018Q3 券商投行收入占比



资料来源：Wind，中国银河证券研究院整理

图 4: 2018 年 A 股上市券商 IPO 过会率 TOP10



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

注: 剔除申报公司总家次小于 5 的券商

表 8: IPO 审核申报企业情况(按保荐机构排行)

保荐机构	合计	已受理	已反馈	已预披露更新	辅导备案登记受理
广发证券	161	0	5	12	101
中信建投	153	8	12	9	83
招商证券	141	1	4	10	89
中信证券	123	1	6	9	74
海通证券	120	1	2	4	71
国金证券	111	0	4	3	80
国信证券	103	1	5	3	61
民生证券	89	2	6	2	62
光大证券	75	3	3	5	44
中金公司	70	1	5	8	40

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

4. 投资建议

科创板预计最早 7 月开板, 为券商投行、经纪、大投资业务带来增量收入。经测算发现, 科创板为投行业务带来的收入增量空间更大, 承销保荐能力将决定券商受益程度。当前, 券商承销保荐业务集中度不断提升, 大型综合券商市占率排名靠前, 过会率领先行业, 项目储备资源丰富, 受益可观。同时, 考虑到大券商直投子公司实力强劲, 发展领先行业, 科技创新型企业上市融资, 为券商私募股权投资提供新的退出渠道, 便于及时兑现收益。综合考虑, 我们认为实力雄厚的大型综合券商将显著受益科创板推进。个股方面, 持续推荐中信证券 (600030.SH) 和华泰证券 (601688.SH)。

5. 风险提示

配套制度推进不及预期的风险。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来6—12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%—20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来6—12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来6—12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

武平平，张一纬，非银行金融行业分析师。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，本人承诺，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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 楼

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 caixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤繇 010-66568479 gengyouyou@chinastock.com.cn