

非银金融

券商跟投比例确认，机构客户服务竞争加剧 ——科创板发行与承销指引点评

评级：增持（维持）

分析师：戴志锋

执业证书编号：S0740517030004

分析师：陆韵婷

执业证书编号：S0740518090001

研究助理：高崧

Email: gaosong@r.qizq.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	24.5	0.86	0.94	0.77	1.02	28.8	26.3	32.2	24.3	-	买入
华泰证券	21.9	0.88	1.30	0.66	0.97	25.0	16.9	33.2	22.5	-	未评级
国泰君安	20.2	1.21	1.11	0.70	1.07	16.7	18.2	28.8	18.8	-	未评级
海通证券	14.5	0.70	0.75	0.45	0.63	20.7	19.3	32.2	23.0	-	未评级
招商证券	18.5	0.91	0.78	0.54	0.89	20.4	23.8	34.2	20.7	-	未评级

备注

基本状况

上市公司数	72
行业总市值(百万元)	6382215
行业流通市值(百万元)	4258350

行业-市场走势对比



相关报告

<<【中泰金融】信托贷款数据亮眼，看好预期，估值仍处低位的信托股-信托行业跟踪点评报告-201904>>2019.04.15

<<平安人均价值创造能力最强，新华健康险产能跃居首位-回看2018年上市保险公司的个险发展>>2019.04.12

<<股基交易活跃，券商业绩弹性持续释放-券商3月月度财务数据-中泰金融20190410>>2019.04.10

投资要点

4月16日，上交所发布《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》（以下简称《指引》），对发行承销的战略投资者、保荐机构相关子公司跟投、新股配售经纪佣金、超额配售选择权以及发行程序与信息披露等事宜作出细化规定：

- 1) 明确战略投资者人数与发行股数相匹配；
- 2) 明确券商以自有资金通过另类投资主体参与战略配售：锁定期24个月，跟投比例与募资规模反向关联，2%-5%比例划分4挡，对应50亿元以上至10亿以下募资规模，引导保荐机构合理定价，我们根据目前上交所已受理89家科创板标的的信息，梳理其保荐机构对其另类子公司，并对跟投规模/另类子公司净资产进行估算发现，部分子公司或面临资本压力，后续关注再融资子公司增资需求；
- 3) 超额配售权授予1家主承销商：我们认为发行前保荐机构跟投+发行后超额配售权，稳定交易价格，有助于保护投资者权益；
- 4) 发行定价四步走，承销商收取新股配售经纪佣金：保荐机构最终定价将与新股价值报告区间对比，我们认为，科创板新增配售佣金有望丰富券商收入来源，同时机构客户服务竞争加剧，持续关注龙头券商。

■ **对券商影响：对资本实力+投研能力提出更高要求，把握机构客户服务机遇。**首先，跟投细则确定，资本实力+研究能力成为发力基础，龙头能力相对雄厚，后续关注子公司增资。其次，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。一方面，发行采取询价机制，最终定价需在与主承销商投资价值研究报告区间内，另一方面，券商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，券商在对机构客户服务能力重要性将持续提升。

■ **投资建议：继续看好券商板块和龙头券商。**我们认为《指引》进一步明确保荐机构跟投+重视机构询价+超额配售相结合发行方式，助力科创企业价值发掘，改善科创企业直接融资环境，同时增强科创企业上市前后股价稳定性，保护投资者权益。科创板是中国资本市场近年来重大的一次局部增量改革+阶段性试点推进工程，从更宏观的角度，科创板促进资本市场和中国经济深层次的改革，作为增量改革的前沿试点，其机制

在不断改善成熟后，将延伸至 A 股市场的存量领域，如创业板、中小板和主板，使得资本市场活力进一步增强，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、战略投资者：参与人数与首发股数挂钩.....	- 4 -
二、券商跟投：作为战略配售一部分，比例与募资金额挂钩，锁定期 24 个月 .	- 4 -
三、新股配售收取经纪佣金，询价细节落地.....	- 6 -
四、对券商影响：现代化投资银行转型重大机遇.....	- 6 -
风险提示.....	- 7 -

- 4月16日，上交所发布《上海证券交易所科创板股票发行与承销业务指引》(以下简称《指引》)，对发行承销的战略投资者、保荐机构相关子公司跟投、新股配售经纪佣金、超额配售选择权以及发行程序与信息披露等事宜作出细化规定。

一、战略投资者：参与人数与首发股数挂钩

- 参与人数：与发行股数挂钩。**根据《指引》，首发股数4亿股以上，战略投资者人数不超过30人，相比一般主板人数有所提升(此前实践中已有超过20人特例)，同时实施办法提出允许发行4亿股以下实施战略配售，《指引》细化其人数要求，1-4亿股为不超过20人，1亿股以下为不超过10人，我们认为，战略投资者人数提升，且相比美股、港股美锁定期仍然较长，整体有助于发行平稳运行。

图表：科创板战略投资者要求进一步细化

板块	PO 股票数量	战略投资者人数	战略投资者获配股数占比	获配价格	战投包含机构	锁定期
科创板	4亿股以上	≤30人	≤30%	发行价	(一) 与发行人经营业务具有战略合作关系或长期合作愿景的大型企业或其下属企业； (二) 具有长期投资意愿的大型保险公司或其下属企业、国家级大型投资基金或其下属企业； (三) 以公开募集方式设立，主要投资策略包括投资战略配售股票，且以封闭方式运作的证券投资基金； (四) 参与跟投的保荐机构相关子公司； (五) 发行人的高级管理人员与核心员工参与本次战略配售设立的专项资产管理计划； (六) 符合法律法规、业务规则规定的其他战略投资者。	战略投资者应当承诺获得本次配售的股票持有期限不少于12个月，对参与跟投的保荐机构相关子公司设置24个月锁定期
	1亿股以上不足4亿股	≤20人	≤30%			
	不足1亿股	≤10人	≤20%			

资料来源：证监会，上交所，中泰证券研究所

二、券商跟投：作为战略配售一部分，比例与募资金额挂钩，锁定期24个月

- 跟投比例与发行规模呈反比：**根据上交所公布8家受理企业中，87家为单一保荐机构，其中融资金额10亿以下59家，10-20亿23家，20-50亿6家，50亿以上1家，目前趋势来看，多数保荐机构跟投比例预计在5%左右。

图表：科创板保荐机构跟投标准及上交所已受理企业对应数量-20190419

发行规模	跟投比例 (发行股票数量占比)	金额上限	已受理家数 (未考虑联合承销)
不足10亿元	5%	4000万元	59
10亿元以上、不足20亿元	4%	6000万元	23
20亿元以上、不足50亿元	3%	1亿元	6
50亿以上	2%	10亿元	1

资料来源：上交所，中泰证券研究所

- 跟投锁定24个月，相比高管、核心技术人员较长，引导保荐机构合理定价。

图表：券商另类投资情况及对应上交所已受理项、问询项数量及估算跟投规模(亿元)-20190419

上市券商	另类投资子公司	注册资本	18A 营业收入	18A 净利润	总资产	净资产	成立日期	已受理 保荐项目 数量	估算跟 投规模	估算现有 跟投规模 占另类子 公司净资 产比例
中信证券	中信证券投资	140	71.25	6.03	215.70	160.30	2012.4.1	9.5	4.22	3%
海通证券	海通创新证券投资有限公司	41	-5.24	-4.18	50.87	51.00	2012.4.24	3	1.18	2%
广发证券	广发乾和投资有限公司	31	1.32	0.33	39.23	38.68	2012.5	3	0.80	2%
东方证券	上海东方证券创新投资有限公司	30	2.18	1.03	33.54	32.85	2012.11.19	1	0.29	1%
光大证券	光大富尊投资有限公司	20	-	0.82	31.45	21.46	2012.9.26	2	0.34	2%
中原证券	中州蓝海投资管理有限公司	30	2.02	1.13	30.90	24.96	2015.3.25	-	-	-
第一创业	深圳第一创业创新资本有限公司	12	0.89	0.35	18.43	13.03	2014.7.30	-	-	-
国元证券	国元创新投资有限公司	15	1.10	0.74	17.46	17.34	2012.11.28	1	0.15	1%
中国银河	银河源汇投资有限公司	15	0.72	0.36	16.03	15.74	2015.12.10	-	-	-
兴业证券	兴证投资管理有限公司	30	0.18	-0.15	15.33	15.22	2015.3.17	1	0.33	2%
招商证券	招商证券投资有限公司	31	0.77	0.78	13.44	13.44	-	5	2.44	18%
申万宏源	申银万国创新证券投资有限公司	10	0.75	0.34	13.30	13.17	2013.5.29	1	0.15	1%
东北证券	东证融达投资有限公司	30	0.30	-0.23	13.03	12.98	-	-	-	-
中信建投	中信建投投资有限公司	10	0.33	0.22	10.30	10.22	2017.11.27	13.5	4.66	46%
国泰君安	国泰君安证裕投资有限公司	10	0.30	0.24	10.25	10.24	2018.2.12	5.5	2.44	24%
天风证券	天风创新投资股份有限公司	5	0.01	-0.01	7.56	7.56	2015.12.14	2	0.28	4%
华泰证券	华泰创新投资有限公司	5	1.20	0.02	5.70	5.42	2013.11.21	7	3.29	61%
国金证券	国金创新投资有限公司	3	0.04	0.00	3.48	3.42	-	1	0.30	9%
方正证券	方正证券投资有限公司	9	0.38	0.02	-	-	2014.8.7	1	0.13	-
中金公司	中金浦成投资有限公司	5	-	-	-	-	2012.4	7	4.84	-
上市券商	另类投资子公司	注册资本	18H 营业收入	18H 净利润	总资产	净资产	成立日期	已受理 保荐项目 数量	估算跟 投规模	估算现有 跟投占净 资产比例
东吴证券	东吴创新资本管理有限责任公司	40	-	0.47	32.75	32.51	-	1	0.181	0.01
太平洋	太证非凡投资有限公司	11	0.082	0.0602	12.7	11.8	2016.2	-	-	-
华西证券	华西银峰投资有限责任公司	10	0.04	-0.019	9.64	9.57	-	-	-	-
财通证券	浙江财通创新投资有限公司	8	0.23	0.13	6.05	5.98	2015.10.15	-	-	-
长江证券	长江证券创新投资有限公司	10	-	-	-	-	-	2	1.314	-
上市券商	另类投资子公司	注册资本	成立日期	已受理 保荐项目 数量	估算跟 投规模	估算现有 跟投占净 资产比例				
安信证券	安信证券投资有限公司	10	2019.1设立 完成	2	0.634	-				
山西证券	山证创新投资有限公司	-	2019.1设立 完成	2	0.3185	-				
浙商证券	准备: 浙商证券投资有限公司	-	-	-	-	-				
南京证券	准备	-	-	1	0.4	-				
国信证券	-	-	-	5	1.26	-				
东兴证券	-	-	-	3	0.71	-				
未上市券商	另类投资子公司	已受理 保荐项目 数量	估算跟 投规模	估算现有 跟投占净 资产比例						
中泰证券	-	1	0.17	-						
中天国富	-	1	0.47	-						
华菁证券	-	0.5	-	-						
民生证券	-	3	0.95	-						
德邦证券	-	1	0.22	-						
东莞证券	-	1	0.14	-						
瑞银证券	-	1	0.59	-						

注: 为未上市券商, 联合主承销暂时未估算跟投规模

资料来源: 上交所, 公司公告, 中泰证券研究所

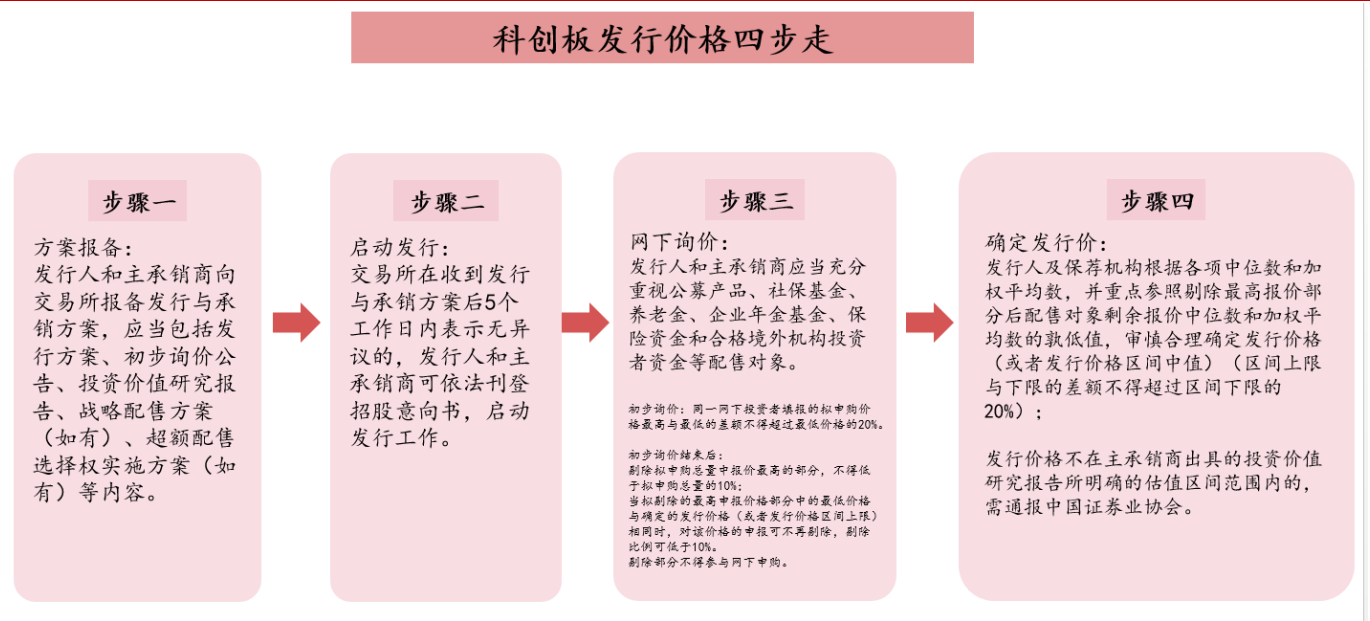
- **跟投主体: 另类子公司或存在资本补充需求。**券商全资另类子公司, 行业再融资补充资本。我们根据上交所披露已受理 89 家科创板标的公司信息, 将其对应保荐机构 (对应另类子公司)、发行规模 (对应跟投比例, 估算跟投规模, 已经考虑跟投规模上限) 进行梳理, 上市券商对应 27 家另类投资子公司中 20 家已经具有受理项目, 龙头券商项目较多, 按照已受理、问询项目拟募资金额对应跟投比例区间估算各家券商跟投规模, 部分券商规模占目前另类子公司净资产接近 50%, 或面临资本压力, 后

续关注增资可能。

三、新股配售收取经纪佣金，询价细节落地

- **15%超额配售权：**发行人应授予其中 1 家主承销商。《指引》规定，发行人股票上市之日起 30 个自然日内，发行人股票的市场交易价格低于发行价格的，获授权的主承销商有权使用超额配售股票募集的资金，我们认为，在科创板前 5 个交易日不设涨跌幅背景下，一方面通过保荐机构 2-5%比例自有资金跟投引导机构合理定价，同时在发行后引入超额配售权，进一步增强股价稳定性，保护投资者权益。
- **战略配售经纪佣金：**《指引》与《发行办法》保持一致，规定承销商向通过战略配售、网下配售获配股票的投资者收取的新股配售经纪佣金费率应当根据业务开展情况合理确定，并在初步询价公告和发行公告中披露。我们认为，一方面投行收入更加多元化，同时有助于参与询价机构合理参与询价。

图表：科创板定价



资料来源：上交所，中泰证券研究所

四. 对券商影响：现代化投资银行转型重大机遇

- 首先，跟投细则确定，券商自有资金出资，资本金实力成为科创板发力基础，龙头资本能力相对雄厚，后续关注子公司增资。
- 其次，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。一方面，发行采取询价机制，最终定价需在与主承销商投资价值研究报告区间内，另一方面，券商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，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。

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。