

证券 II 行业

拟松绑重组上市，利好证券板块

核心观点：

● 证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》公开征求意见

核心内容：一是拟取消重组上市认定标准中的“净利润”指标。二是拟将“累计首次原则”的计算期间进一步缩短至 36 个月。三是促进创业板公司不断转型升级，拟支持符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市。四是拟恢复重组上市配套融资。

● 拟修订《上市公司重大资产重组管理办法》具有重大意义

1) 激活资本市场、证券公司的直接融资功能，实现金融服务实体经济的目标。与此前松绑再融资一脉相承。目前我国直接融资比例、体量较美国有较大差距。1970 年以来美国直接融资占比基本保持在 70% 以上；我国融资模式以间接融资为主，根据 wind 数据显示，我国直接融资占比常年保持在 50% 以下。2) 有利于引导长期稳定资金支持直接融资。缩短“累计首次原则”、拟恢复重组上市配套融资给与社会资金支持高科技企业的渠道，支持市场长期稳定发展。3) 并购重组、定增业务有望重新活跃，投行业务受益，2018 年并购重组收入行业前五分别是华泰、中金、中信、中信建投、海通。4) 退出渠道拓宽，利好投行资本化业务，中金、中信、中信建投、华泰等业务规模行业居前。5) 与科创板进一步接轨，深化金融供给侧改革。如拟取消“净利润”指标要求、明确科创板公司并购重组监管规则衔接安排。

● 政策意义大于业绩贡献

自 2016 年新政出台以来，并购重组收入下滑 32%，定增收入下滑约 78%。根据我们测算，假如并购重组业务提振 21%、定增规模提振 57%，券商业绩边际提升 0.31%（因较难量化，此处未测算 PE 类业务与经纪业务提振带来的收益）。但应注意，不断松绑再融资、资产重组，有助于营造鼓励业务创新的政策环境，提升市场风险偏好。

● 投资建议：长期看好，关注头部券商

政策出台有利于市场短期风险偏好提升，增加经纪业务、并购重组、私募股权业务收入。我们长期看好创新业务推进所带来的证券板块的投资性机会。证券行业有望通过投行资本化、财富管理等高 ROA 业务促进券商实现战略发展。个股方面建议重点关注：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK）、中金公司（03908.HK），及低估值龙头海通证券（600837.SH）/（06837.HK）等。

● 风险提示

1. 宏观经济下行，可能导致证券公司资产质量承受压力；2. 金融市场开放对国内证券行业形成过大冲击；3. 证券行业创新不足导致过度同质化经营。

行业评级

买入

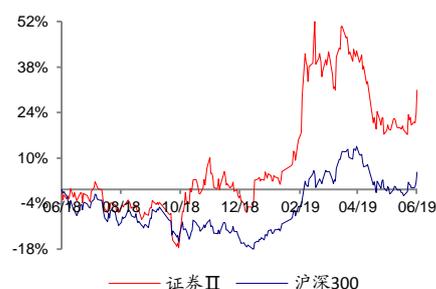
前次评级

买入

报告日期

2019-06-21

相对市场表现



分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001

SFC CE No. BOB667



0755-82535901



chenfu@gf.com.cn

分析师：

陈卉



SAC 执证号：S0260519040001



0755-82535901



gfchenh@gf.com.cn

请注意，陈卉并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究：

证券 II 行业：开放与科创并 2019-06-17

举，行业迎来发展新机遇

证券 II 行业：从盈利模式变化 2019-06-06

看证券未来投资主线

2019年6月20日，中国证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》公开征求意见，主要内容如下：

一是拟取消重组上市认定标准中的“净利润”指标，支持上市公司依托并购重组实现资源整合和产业升级。二是拟将“累计首次原则”的计算期间进一步缩短至36个月，引导收购人及其关联人控制公司后加快注入优质资产。三是促进创业板公司不断转型升级，拟支持符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市。四是拟恢复重组上市配套融资，多渠道支持上市公司置入资产改善现金流、发挥协同效应，引导社会资金向具有自主创新能力的高科技企业集聚。

表1：政策前后对比

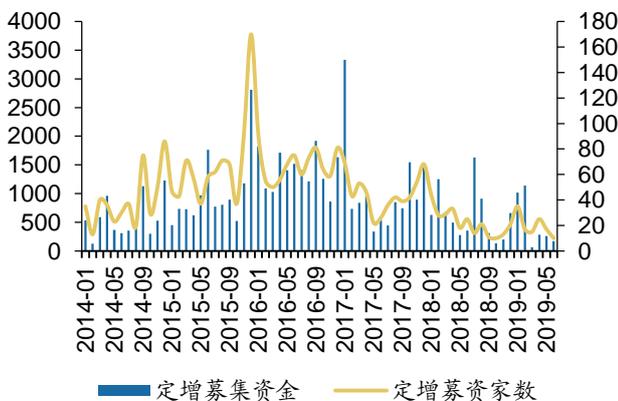
本次修改	2016年修改	变化
拟取消重组上市认定标准中的“净利润”指标。	增加购买资产关于营业收入、净利润、资产净额和购买股份的规定。	净利润高的资产是优质资产，放宽相关要求提升市场效率。
“累计首次原则”的计算期间进一步缩短至36个月。	上市公司自控制权发生变更之日起60个月内。	5年不得借壳上市变为3年。
拟支持符合国家战略的高新技术产业和战略性新兴产业相关资产在创业板重组上市。	创业板不得参与借壳上市。	支持高新技术产业和新兴产业。
拟恢复重组上市配套融资。	明确借壳上市不得配套融资，减少了用配套融资修改财务数据的情况。	改善公司现金流，引导社会资金流向高科技公司。

数据来源：证监会、广发证券发展研究中心

定增家数从2014年全年的473家增长到2016年全年的813家，募集资金金额从6842亿元增长到16879亿元。2016年监管趋严，增发规模逐年下降，2018年增发家数下降至267家，募集资金规模7523亿元。

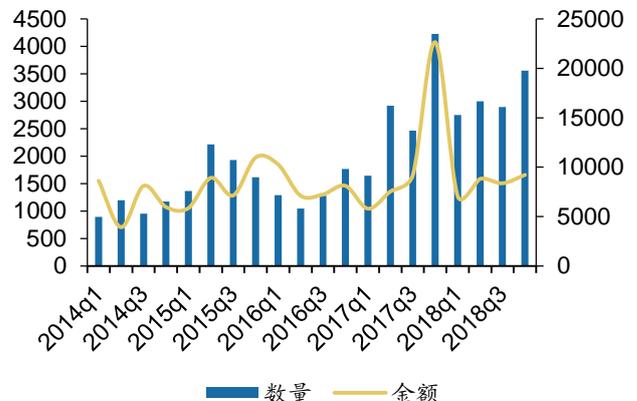
2014年开始，并购重组数量呈上升趋势，2016年6月，证监会发布关于修改《上市公司重大资产重组管理办法》的决定（征求意见稿），监管收紧，2016Q2，并购重组数量降至2015年以来最低点，1047家。随后并购重组数量回升，2017年第四季度达到最高4229个，金额达到22656亿元。

图1：2014年以来定增募集资金（左轴，亿元），定增家数（右轴，家）

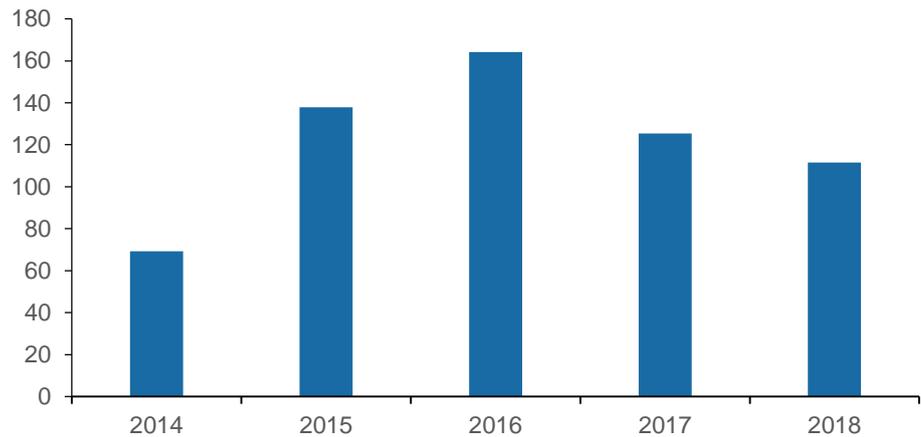


数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图2：并购重组数量（左轴，个），并购重组金额（右轴，亿元）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图3: 2014年以来券商财务顾问收入变化 (亿元)


数据来源: 证券业协会、广发证券发展研究中心

表2: 2018年证券公司并购重组业务收入排名 (亿元)

华泰证券	4.40
中金公司	2.95
中信证券	2.03
中信建投	1.72
海通证券	1.26
国金证券	1.19
东方证券	1.11
国信证券	1.08
广发证券	0.99
国元证券	0.96

数据来源: 证券业协会、广发证券发展研究中心

表3: 业绩预测对比 (亿元、%)

	2016	2017	2018	2019 (原)	2019 (新)
定增收入	62	27	13	13	21
yoy	2%	-58%	-49%	-5%	57%
并购业务收入	164	125	112	123	135
yoy	19%	-24%	-11%	10%	21%
投行业务收入	684	510	370	550	562
yoy	29%	-25%	-27%	49%	52%
总营业收入	3,280	3,113	2,663	3,822	3,834
yoy	-43%	-5%	-14%	44%	44%

数据来源: 证券业协会、广发证券发展研究中心

风险提示1.宏观经济下行, 可能导致证券公司资产质量承受压力; 2.金融市场开放对国内证券行业形成过大冲击; 3.证券行业创新不足导致过度同质化经营。

广发非银行金融行业研究小组

- 陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心。
- 鲍 淼：分析师，南开大学精算学硕士，南开大学学士，2018年进入广发证券发展研究中心。
- 文京雄：分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。
- 陈 卉：研究助理，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。
- 陈韵杨：研究助理，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦 35楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18 层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第 5 类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券在过去 12 个月内与国信证券(002736)公司有投资银行业务关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。