

优化并购重组制度，券商迎业务新机遇

证券分析师：王剑	021-60875165	wangjian@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070002
证券分析师：李锦儿	021--60933164	lijiner@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070003

事项：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

6月20日，证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》（以下简称《重组办法》）向社会公开征求意见。拟取消重组上市认定标准中的“净利润”指标、将“累计首次原则”的计算期间进一步缩短至36个月、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、恢复重组上市配套融资。

■ 2016年修改《重组办法》，遏制投机“炒壳”，严监管打下良好基础

2016年，证监会修改《重组办法》，从丰富重组上市认定指标、取消配套融资、延长相关股东股份锁定期等方面完善监管规则。总体来看，通过“全链条”严格执行新规，借重组上市“炒壳”明显抑制。此次修订旨在优化存量上市公司质量，发挥并购重组和直接融资功能。

■ 政策主要内容

（1）拟取消重组上市认定标准中的“净利润”指标。2016年修订《重组办法》时，证监会在重组上市认定标准中设定了总资产、净资产、营业收入、净利润等多项指标。现行办法中对重大资产重组的认定，包括“购买的资产在最近一个会计年度所产生的净利润，占上市公司控制权发生变更的前一个会计年度经审计的合并财务会计报告净利润的比例达到100%以上”。此次修订拟删除净利润指标，支持上市公司资源整合和产业升级，加快质量提升速度；

（2）拟将“累计首次原则”的计算期间进一步缩短至36个月。2016年证监会修改《重组办法》时，将按“累计首次原则”计算是否构成重组上市的期间从“无限期”缩减至60个月。由于累计期过长不利于引导收购人及其关联人控制公司后加快注入优质资产。特别是对于参与股票质押纾困获得控制权的新控股股东、实际控制人，60个月的累计期难以满足其资产整合需求。此次修订拟将累计期限缩减至36个月；

（3）推进创业板重组上市改革。2013年11月，证监会发布《关于在借壳上市审核中严格执行首次公开发行股票上市标准的通知》，禁止创业板公司实施重组上市，并延续至今。此次修订允许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；

（4）恢复重组上市配套融资。现行《重组办法》取消了重组上市的配套融资，本次修订取消此限制。

■ 放松借壳认定，创业板借壳松绑

由于亏损公司、微利公司注入盈利能力较强资产，极易触及净利润指标，难以通过并购重组实现转型，而本次修订将一定程度上鼓励企业并购重组；此前，创业板公司一律不允许重组上市，由于目前部分创业板公司难以化解经营风险，以及大量高新技术产业受限于政策难以登陆资本市场。此次放开将提升创业板公司质量，助力更多高新技术企业登陆资本市场。

■ 投资建议：券商迎业务新机遇

并购重组有望加速，券商迎业务新机遇。对于券商而言，一方面，并购重组放松将给券商带来更多业务机会，特别是并购重组业务领先的龙头券商；另一方面，并购重组政策将利好一级市场基金退出，利于券商直投业务释放业绩。资本市场改革持续推进，短期非银流动性趋紧影响减弱，维持龙头推荐。目前券商板块 PB 估值为 1.78 倍，处于历史低位，具有较高安全边际。龙头券商估值在 1.3-1.7 倍，市场未体现出对龙头券商的估值溢价。维持龙头推荐，推荐中信证券、华泰证券；此外，建议关注优势难以复制的特色券商，包括东方财富、东方证券。

■ 风险提示

市场大幅下跌导致证券公司自营、经纪、两融业绩下滑；金融监管短期内抑制创新。

表 3：重点个股估值表

代码	公司	评级	收盘价	总市值	EPS		PE	
			(元)	(亿元)	2019E	2020E	2019E	2020E
600030	中信证券	增持	23.05	2589	1.07	1.19	21.54	19.37
601688	华泰证券	增持	22.28	1830	0.97	1.11	22.97	20.07
600958	东方证券	增持	10.78	690	0.35	0.47	30.80	22.94
300059	东方财富	增持	13.63	915	0.3	0.38	45.43	35.87

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测;

相关研究报告:

- 《证券行业 6 月投资策略: 不必过于担心短期非银流动性趋紧》 ——2019-06-19
- 《券商估值体系探讨: 估值定锚》 ——2019-05-12
- 《券商资产减值计提专题: 轻舟已过万重山》 ——2019-03-03
- 《MOM 新规点评: 规范业务发展, 享创新红利》 ——2019-02-24
- 《券商交易系统外部接入放开点评: 监管政策松绑, 经营环境边际改善》 ——2019-02-24

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032