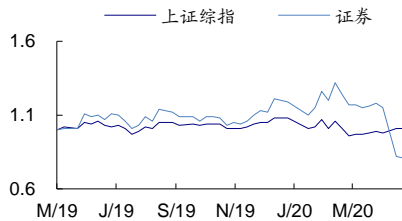


2020年05月22日

## 一年该行业与上证综指走势比较


**相关研究报告:**

《证券行业5月投资策略:业绩全面提升,投行业务大增》——2020-05-15  
 《证券行业深度分析报告:指尖上的券商》——2020-04-13  
 《证券行业4月投资策略:新《证券法》实施,并表监管落地》——2020-04-10  
 《行业点评:并表监管落地,政策放松持续》——2020-03-30  
 《证券行业3月投资策略:成交量火爆,改革持续推进》——2020-03-10

**证券分析师: 王剑**

电话: 021-60875165  
 E-MAIL: wangjian@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980518070002  
**证券分析师: 戴丹苗**  
 电话: 07551982379  
 E-MAIL: daidanmiao@guosen.com.cn  
 证券投资咨询执业资格证书编码: S0980520040003

**独立性声明:**

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,其结论不受其它任何第三方的授意、影响,特此声明

**行业专题**

# 注册制改革,投行业务何去何从?

**● 主要逻辑与核心结论**

注册制是成熟资本市场普遍使用的证券发行制度,是中国资本市场改革的重要方向之一。新《证券法》提出全面推行注册制,体现了注册制改革的决心与方向。注册制在信息披露机制、新股发行定价机制、中介责任机制方面,对投行业务的研究定价能力、承销组织能力、机构销售能力、业务协同能力等都提出了更高的要求。

**● 注册制改革激发资本市场活力**

注册制的本质是市场化。注册制最重要的特征是,证券发行审核机构只对注册文件进行形式审查,不进行实质判断,其核心是信息披露。通过市场参与主体的自我经济约束,完善要素的市场化配置和资本市场的投融资功能。注册制将进一步激发市场创新活力,促进形成多层次的市场结构和多元化的产品结构。

**● 注册制对投行业务的机遇和挑战**

券商作为发行人和投资者之间的桥梁,在不同上市制度下的功能角色也有所不同。注册制背景下,券商的承销职能随着发行定价的市场化被大幅强化。在承销组织过程中,券商应当发挥发行人、投资者、其他中介机构等利益相关方的协调和平衡作用,做好信息传递、价格发现、综合服务等工作。

**● 投行业务的发展趋势**

未来投行业务的发展趋势分为三个方面:行业格局上,头部集中趋势将更加明显;服务方向上,将由“粗放型”向“精细型”转型;业务模式上,将更加强化“以客户为中心”。

**● 投资建议**

随着《证券法》推行注册制,资本市场改革推进,证券行业将加速形成差异化发展格局,预计未来证券行业将呈现“大而全”、“小而精”券商共存的局面,目前券商板块PB估值为1.66倍,处于历史低位,具有较高安全边际。推荐大型龙头券商和特色券商的投资组合。建议关注中信证券、中信建投、华泰证券以及东方财富。

**● 风险提示**

疫情扩散程度或持续时间严重超出预期;市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性。

**重点公司盈利预测及投资评级**

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘(元)	总市值(百万元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
600030	中信证券	增持	23.02	2,745	1.20	1.34	19.18	17.18
601066	中信建投	增持	33.53	2,226	0.87	1.01	38.54	33.20
601688	华泰证券	增持	17.58	1,482	1.22	1.42	14.41	12.38
300059	东方财富	增持	14.68	1,183	0.37	0.48	39.68	30.58

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

主要逻辑与结论 .....	4
注册制激发资本市场活力 .....	4
我国注册制的发展历程 .....	4
美国注册制的特点及纳斯达克上市条件 .....	6
科创板和创业板的注册制比较 .....	8
注册制对投行业务的机遇与挑战 .....	9
信息披露“把关人” .....	10
资本市场“看门人” .....	11
定价能力是核心竞争力 .....	12
从“严进宽出”到“宽进严出” .....	13
投行业务的发展趋势 .....	13
行业格局：头部集中趋势将更加明显 .....	14
服务方向：由“粗放型”转向“精细型” .....	17
业务模式：构建以“客户为中心”模式 .....	18
主要结论与投资建议 .....	19
主要结论 .....	19
投资建议 .....	19
风险提示 .....	19
国信证券投资评级 .....	20
分析师承诺 .....	21
风险提示 .....	21
证券投资咨询业务的说明 .....	21

## 图表目录

图 1: 我国注册制发展历程 .....	5
图 2: 核准制流程 .....	6
图 3: 注册制流程 .....	6
图 4: 美国注册制的特点 .....	6
图 5: 科创板上市公司行业分布 .....	9
图 6: 创业板上市公司行业分布 .....	9
图 7: 注册制运行流程 .....	10
图 8: 投行在信息披露中需履行的职责 .....	11
图 9: 中介责任机制的要素 .....	12
图 10: 2012-2018 年中美退市公司数量对比 .....	13
图 11: 2012-2018 年我国主板和创业板退市公司数量对比 .....	13
图 12: 注册制下投行业务的发展趋势 .....	14
图 13: 2012-2018 年股票承销业务集中度 .....	14
图 14: 2012-2018 年债券承销业务集中度 .....	14
图 15: 2011-2019 年证券行业投行业务收入 .....	15
图 16: 2011-2019 年证券公司承销与保荐业务收入 .....	15
图 17: 2012-2019 年证券公司承销与保荐业务收入占比 .....	15
图 18: 2012-2019 年投行业务收入结构 .....	15
图 19: 2019 年各券商首发募集资金排名 .....	15
图 20: 2019 年各券商再融资募集资金排名 .....	15
图 21: 2019 年各券商首发数量排名 .....	16
图 22: 2019 年各券商增发数量排名 .....	16
图 23: 2012-2019 年高盛投行业务收入及占比 .....	17
图 24: 2012-2019 年摩根士丹利投行业务收入及占比 .....	17
图 25: 券商服务科创板数量 .....	17
图 26: 券商投行业务由“粗放型”向“精细型”转型 .....	18
表 1: 注册制和核准制比较 .....	5
表 2: Nasdaq-GS、Nasdaq-GM、Nasdaq-CM 市场的上市制度比较 .....	7
表 3: 科创板和创业板一般公司的上市条件 .....	8
表 4: 科创板和创业板红筹企业的上市条件 .....	8
表 5: 2019 年券商首发募集金额市场份额排名 .....	16
表 6: 2019 年券商首发公司数量排名 .....	16
表 7: 2019 年券商承销与保荐业务收入排名及占比 .....	16
表 8: 重点个股估值表 .....	20

## 主要逻辑与结论

注册制是成熟资本市场普遍使用的证券发行制度，是中国资本市场改革的重要方向之一。新《证券法》按照全面推行注册制的基本定位，对证券发行制度做了系统的修改完善，充分体现了注册制改革的决心与方向。注册制在信息披露机制、新股发行定价机制、中介责任机制方面，对投行业务的承销组织能力、研究定价能力、机构销售能力、业务协作能力等提出了更高的要求。从投行业务未来的发展趋势来看，行业格局上，头部集中趋势将更加显著；服务方向上，投行业务将由“粗放型”向“精细型”转型；业务模式上，投行业务将逐渐构建“以客户为中心”的模式，提升核心竞争力。

## 注册制激发资本市场活力

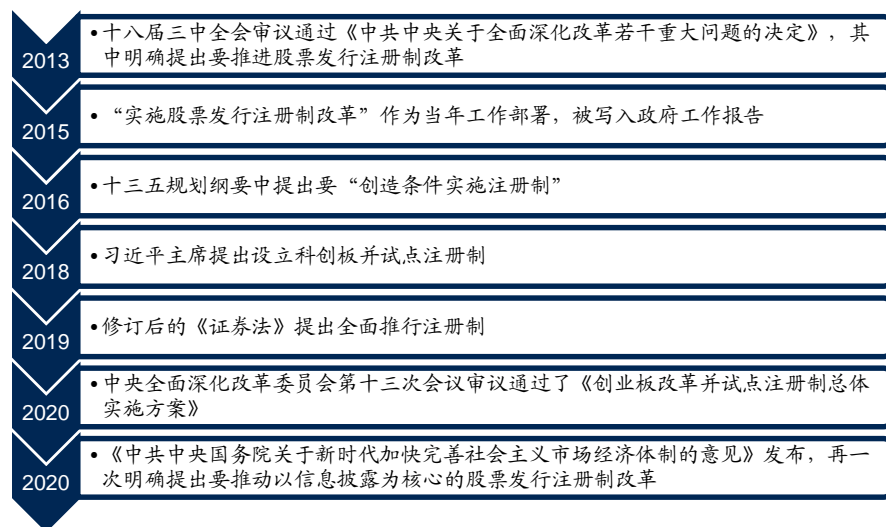
注册制的本质是市场化。注册制最重要的特征是，证券发行审核机构只对注册文件进行形式审查，不进行实质判断，其核心是信息披露。通过市场参与主体的自我经济约束，完善要素的市场化配置机制和资本市场的投融资功能。注册制将进一步激发市场创新活力，促进形成多层次的市场结构和多元化的产品结构。

### 我国注册制的发展历程

注册制是中国资本市场改革的重要方向之一，是一个循序渐进的发展过程。2000年以后，我国资本市场先后实行了非市场化的询价制与核准制，并长期设有严格的利润指标等要求，这在一定程度上保证了上市公司的品质，但同时也伴随着核准成本高、效率偏低等问题，甚至在某些时段被迫中止新股发行，造成新股发行“堰塞湖”等。2013年11月，十八届三中全会审议通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，其中明确提出要推进股票发行注册制改革。2015年，“实施股票发行注册制改革”作为当年工作部署被写入政府工作报告。但之后因2015年股市异常波动及熔断机制的失败，注册制推行暂缓。2016年，“十三五”规划纲要中提到“创造条件实施股票发行注册制”。2018年末，从试点理念的提出到2019年正式落地，科创板正式拉开了我国注册制步入制度实施阶段的序幕。

在总结科创板经验的基础上，2019年底，修订后的《证券法》提出全面推行注册制。修订后的《证券法》通过按照全面推行注册制的基本定位，对证券发行制度进行了系统的修改完善，充分体现了注册制改革的决心与方向。同时，考虑到注册制改革是一个渐进的过程，新《证券法》也授权国务院对证券发行注册制的具体范围、实施步骤进行规定，为有关板块和证券品种分步实施注册制留出了必要的法律空间。2020年4月27日，中央全面深化改革委员会第十三次会议审议通过了《创业板改革并试点注册制总体实施方案》。2020年5月18日，《中共中央国务院关于新时代加快完善社会主义市场经济体制的意见》发布，再一次明确提出要推动以信息披露为核心的股票发行注册制改革。

图 1: 我国注册制发展历程



资料来源：证监会网站、新华社网站、上交所网站，国信证券经济研究所整理

注册制有审核效率高、受干预的可能性小、信息透明、使用事后严格监督、市场化程度高等特点。与此前的核准制实行实质审核不同，注册制实行形式审核制度，两者的本质差异从立法理念可见一斑。核准制的立法理念认为，股票发行权是发行人的一项特权，须经政府证券监管机构核准方可取得；而注册制的立法理念认为，股票发行权应为法律赋予发行人的一般权利，只要符合法律规定，不损害公众利益，即可依法取得，而非政府授予，因此，无须政府对股票发行事项进行行政审批。

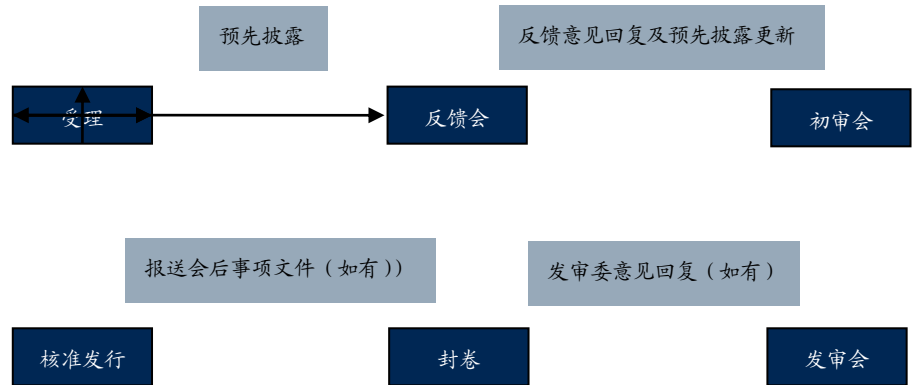
表 1: 注册制和核准制比较

对比项	注册制	核准制
立法理念	发行权由法律授予	发行权由政府授予
发审制度核心	以信息披露为中心	择优发行
审查内容	仅进行形式审查，不进行实质判断	需进行实质审查，判断是否核准申请
核心制度基础	法律体系	法律与行政授权
监管理念	以后端促前端、以事中事后促事前	事前控制
政府与证券市场的关系	以“无形的手”调节	“有形的手”调节为主
证券中介机构地位	IPO “看门人”	IPO “看门人” 功能受限
发行审核与上市审核关系	发行审核与上市审核独立分离	发行审核为主，上市审核为辅
透明度	相对较高	相对较低
审核效率	相对较高	相对较低

资料来源：国信证券经济研究所整理

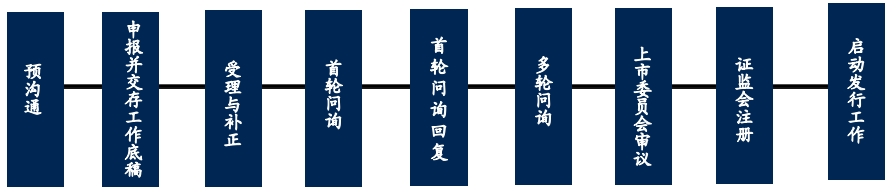
注册制比核准制审核时间大幅缩短。注册制下的科创板与创业板审核及问询回复周期一般不超过 6 个月，中国证监会在受理申请文件后，将在 20 个工作日内对发行人的注册申请作出同意注册或者不予注册的决定。而在核准制背景下，上市公司从准备申请到最终上市通常需要一年以上的的时间，2019 年，IPO 过会的平均时长是 18 个月。由于此前核准制上市时间过长且上市条件过高，无法满足国内许多新经济企业在发展初期的融资需求，这类企业多数赴海外上市。

图 2: 核准制流程



资料来源：国信证券经济研究所整理

图 3: 注册制流程

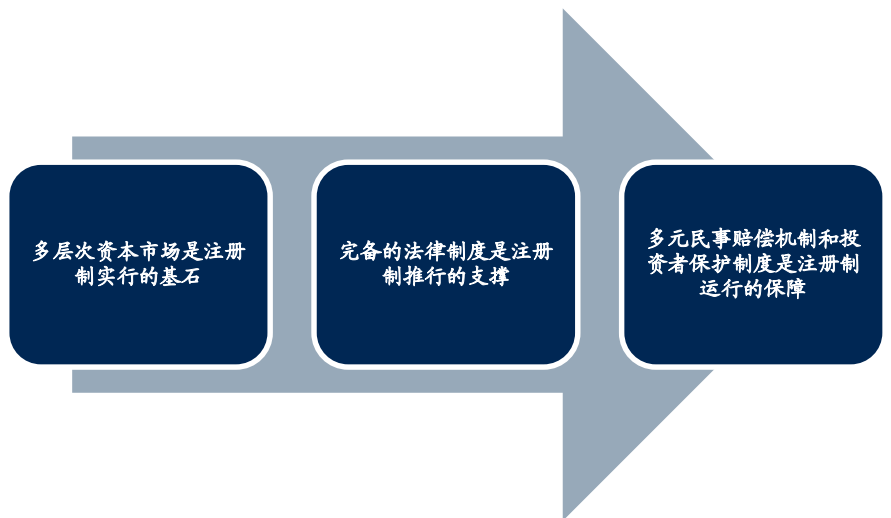


资料来源：国信证券经济研究所整理

### 美国注册制的特点及纳斯达克上市条件

注册制不等于不审核。美国注册制分预先登记、豁免登记、州立层面注册制三种，其中，豁免登记可分为发行豁免、双重豁免、永久豁免，州立层面注册制可分为通知注册、协调注册、资质注册。注册制并不代表满足法律规定的企业必然可以上市，主要原因在于认定信息披露完全的主观性。美国证券交易监督委员会（SEC）依然有权就企业上市提问，企业需回答所有问题方可被认为信息完全披露，否则其上市流程将被无限期拖延。其主要特点包括如下几个方面：

图 4: 美国注册制的特点



资料来源：国信证券经济研究所整理

**多层次资本市场是注册制实行的基石。**美国有十多所证券期货交易所，市场竞争充分，形成了差异化的市场格局，为不同类型的企业提供融资服务。纽交所是场内市场，上市标准高，以蓝筹股为主；纳斯达克是场外市场，科技股和成长型股票居多，此外还有场外交易市场 OTCBB，不需注册只需挂牌，监管要求低。

**完备的法律制度是注册制推行的支撑。**大萧条后，美国意识到证券法制监管重要性，经过 80 余年发展已经形成完备法律制度，如《1934 年证券交易法》10b-5 规则，亦称为反欺诈条款，将内幕交易、虚假陈述、操纵市场等证券欺诈行为包含其中。安然事件之后，为了消除因财务舞弊爆出的丑闻的负面影响，2002 年 7 月，美国颁布了《萨班斯-奥克斯利公众公司会计改革与投资者保护法案》，对公司的信息披露、公司治理提出更严格的要求。

**多元民事赔偿机制和投资者保护制度是注册制运行的保障。**在美国，集体诉讼、行政和解、公平基金是保护投资者的重要手段。集体诉讼由一人或数人代表全体利益起诉，诉讼费用高，赔偿数额大。行政和解是指当事人向 SEC 以支付和解金的方式终结诉讼，可提高执法效率，及时补偿投资者损失，已经是美国最为常见的案件处理方式。公平基金是指 SEC 通过民事诉讼向证券市场违法者追缴的吐出违法所得人和民事罚款等归入到一个基金之中，并进而分配给受害人，或者奖励给举报人。以上制度均使上市公司违法成本大幅提高。

**美国纳斯达克被称为“新经济的摇篮”。**纳斯达克股票市场分为纳斯达克全球精选市场、纳斯达克全球市场和纳斯达克资本市场三个层次。全球精选市场（Nasdaq Global Select Market）财务标准最高，有四套上市标准，上市公司是来自世界各国的优质公司以及下两个层次发展起来的公司。纳斯达克资本市场（Nasdaq Capital Market）准入门槛最低，一共有三套初次上市标准，主要服务于新建的风险较高的小公司。全球市场（Nasdaq Global Market）上市标准介于前二者之间。如果触发要求，公司可以通过主动申请转移实现三个层次内部的升降。不同的财务指标和非财务指标构成了不同层次市场的上市条件。

**表 2: Nasdaq-GS、Nasdaq-GM、Nasdaq-CM 市场的上市制度比较**

板块类别	财务指标	非财务指标
全球精选市场 Nasdaq-GS	标准 1: 前三个财务年度累计税前净利润不低于 1,100 万美元，近两个财务年度每年税前净利润不低于 220 万美元，且前三个财务年度每年均盈利。 标准 2: 前三个财务年度累计现金流不低于 2,750 万美元，并且三个财务年度每年为正，及近 12 个月平均市值不低于 5.5 亿美元，上一财务年度总收入不低于 1.1 亿美元。 标准 3: 前 12 个月平均市值不低于 8.5 亿美元，且上一财务年度总收入不低于 9,000 万美元。 标准 4: 总市值不低于 1.6 亿美元，且总资本不低于 8,000 万美元，加之股东权益不低于 5,500 万美元。	买价 4 美元; 3 或 4 个做市商; 须满足公司治理要求。
全球市场 Nasdaq-GM	标准 1: 税前持续营业收入 100 万美元，股东权益 1,500 万美元，且公众持股市值 800 万美元，公众持股数 110 万。 标准 2: 前三个财务年度累计现金流不低于 2,750 万美元，并且三个财务年度每年为正，及近 12 个月平均市值不低于 5.5 亿美元，上一财务年度总收入不低于 1.1 亿美元。 标准 3: 前 12 个月平均市值不低于 8.5 亿美元，且上一财务年度总收入不低于 9,000 万美元。 标准 4: 总市值不低于 1.6 亿美元，且总资本不低于 8,000 万美元，加之股东权益不低于 5,500 万美元。	买价 4 美元; 3 个做市商; 须满足公司治理要求; 百股以上持有人 400 人。
资本市场 Nasdaq-CM	标准 1: 股东权益 500 万美元，公众持股市值 1,500 万美元，且运营年限 2 年。 标准 2: 股东权益 400 万美元，公众持股市值 1,500 万美元，且挂牌股票市值 5,000 万美元。 标准 3: 股东权益 400 万美元，公众持股市值 1,500 万美元，且最近 1 个财务年度或者最近 3 个财务年度中的 2 年持续净盈利 75 万美元	买价 4 美元; 3 个做市商; 须满足公司治理要求; 百股以上持有人 300 人; 公众持股 100 万人。

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

## 科创板和创业板的注册制比较

注册制改革后，科创板、创业板的上市要求有所差异，以支持不同成长阶段、不同类型的企业的上市需求。

**一是财务指标要求。**(1) 盈利指标中，科创板对公司的市值的市值设置了更高的门槛；(2) 创业板的第二套上市标准与科创板相同，预计同科创板情况类似，未来申报创业板的企业可能会更多地选择适用这套指标；(3) 就盈利指标来说，创业板第一套指标仅对净利润作出要求；(4) 非盈利指标中，创业板仅设置“市值+收入”这一指标，且要求企业市值达到 50 亿元标准，高于科创板 30 亿元市值门槛；(5) 科创板增设了“研发投入”指标，而创业板未设置此类指标；(6) 红筹企业或存在差异表决安排企业，创业板均要求净利润为正，而科创板未对是否盈利作出要求。

**表 3: 科创板和创业板一般公司的上市条件**

指标	上市要求	科创板	创业板
盈利指标	(市值)+净利润	市值≥10 亿元，最近两年净利润为正且累计净利润≥5000 万元	最近两年净利润为正且累计净利润 ≥ 5000 万元
	市值+净利润+收入	市值 ≥ 10 亿元，最近一年净利润为正且累计净利润 ≥ 1 亿元	同科创板
非盈利指标	市值+收入	市值 ≥ 30 亿元，最近一年收入 ≥ 3 亿元	市值 ≥ 50 亿元，最近一年收入 ≥ 3 亿元
	市值+收入+现金流	市值 ≥ 20 亿元，最近一年收入 ≥ 3 亿元，且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计 ≥ 1 亿元	无对应指标
	市值+收入+研发投入	市值 ≥ 15 亿元，最近一年收入 ≥ 2 亿元，且最近三年累计研发投入占最近三年累计收入的比例 ≥ 15%	无对应指标
	市值+技术	市值 ≥ 40 亿元，主要业务或产品需经过国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果。医药行业企业须至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，其他符合科创板定位的企业需要具备明显的技术优势并满足条件	无对应指标

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**表 4: 科创板和创业板红筹企业的上市条件**

企业	上市要求	科创板	创业板
尚未在境外上市	市值+(净利润)	市值 ≥ 100 亿元	市值 ≥ 100 亿元且最近一年净利润为正
	市值+(净利润)+收入	市值 ≥ 50 亿元且最近一年收入 ≥ 5 亿元	预计市值 ≥ 50 亿元，最近一年净利润为正且收入 ≥ 5 亿元
已在境外上市		符合《国务院办公厅转发证监会关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知》(国办发(2018)21号相关规定	符合《国务院办公厅转发证监会关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知》(国办发(2018)21号相关规定且最近一年净利润为正的红筹企业

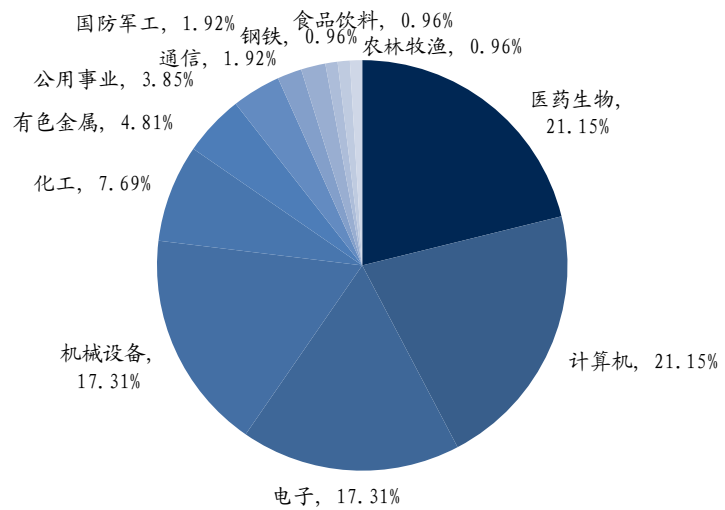
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**二是支持鼓励上市的行业不同。**科创板重点支持六大高新技术产业和战略性新兴产业(新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药)，同时传统行业中致力于推动互联网、大数据、云计算、人工智能和制造业深度融合，引领中高端消费，推动质量变革、效率变革、动力变革的企业都可以在科创板上市；创业板主要支持成长型创新创业企业。

**创业板对行业的包容性大于科创板。**虽然《深圳证券交易所创业板企业发行上市申报及推荐暂行规定(征求意见稿)》明确了 15 个负面行业，但仍留有余地，即仍支持传统产业转型升级。从当前已在科创板上市的企业行业分布来看，医药生物和计算机类企业占比最高，各占比 21.15%，高于创业板这两个行业的占比。

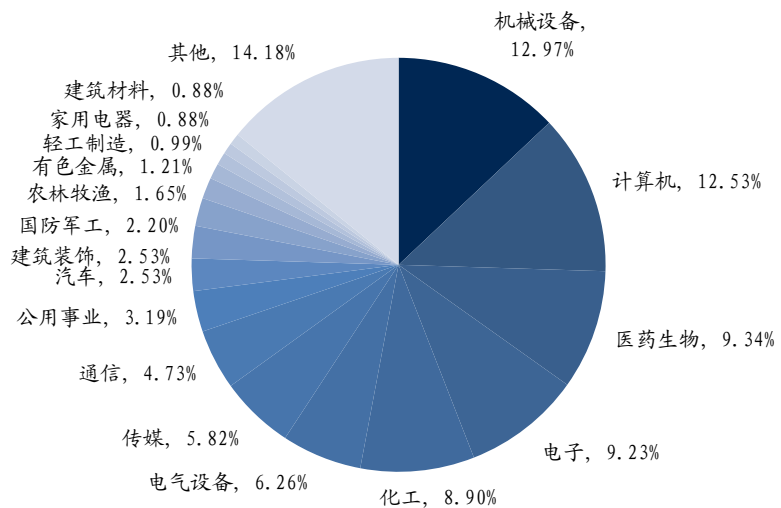


图 5: 科创板上市公司行业分布



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

图 6: 创业板上市公司行业分布



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

**三是股份锁定期有差异。**注册制下的科创板和创业板关于股东所持首发前公司股票的锁定期基本一致，科创板对于核心技术人员的所持首发前公司股票的锁定期有特别的要求，而创业板未对此作要求。科创板和创业板均对未盈利公司上市设置不同的锁定期要求，公司上市时未盈利的，在公司实现盈利前，控股股东、实际控制人自公司股票上市之日起 3 个完整会计年度内，不得减持首发前股份；自公司股票上市之日起第 4 个会计年度和第 5 个会计年度内，每年减持的首发前股份不得超过公司股份总数的 2%，并应当符合交易所关于减持股份的相关规定。公司上市时未盈利的，在公司实现盈利前，董监高、核心技术人员自公司股票上市之日起 3 个完整会计年度内，不得减持首发前股份；在前述期间内离职的，应当继续遵守前述规定。公司实现盈利后，前两款规定的股东可以自当年年度报告披露后次日起减持首发前股份。

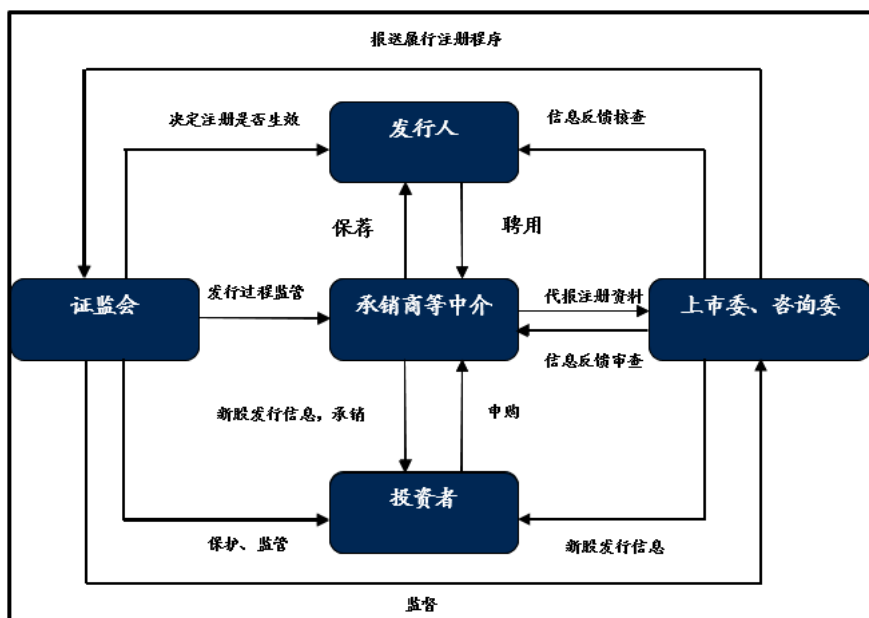
## 注册制对投行业务的机遇与挑战

前文从制度层面、监管层面、上市条件层面对注册制与核准制进行了比较，可

见注册制与核准制在各方面都存在较大的差异。券商作为发行人和投资者之间的桥梁，在不同上市制度下的功能角色也有所不同。注册制背景下，券商的承销职能随着发行定价的市场化被大幅强化，吸引足够多的投资者参与认购并保证发行成功是主承销商的基本职责。在承销组织过程中，券商还应当发挥发行人、投资者、其他中介机构等利益相关方的协调和平衡作用，在保障发行人和投资者利益的前提下，做好信息传递、价格发现、综合服务等承销组织工作。

**职责分工明晰是注册制实现发行市场化和运行高效的基本保证。**注册制背景下，发行人负责依法依规做好 IPO 信息披露，确保披露的真实性、准确性、完整性和及时性；IPO 信息披露质量主要由保荐人（主承销商）、律师事务所、会计师事务所、评估师事务所等证券中介机构直接把关；IPO 公司的质量与投资价值由投资者依据信息披露资料自行评估判断；IPO 价格、IPO 发行节奏与发行规模由市场自发形成和确定；获准发行后的上市审核由证券交易所独立负责；而 IPO 过程中的一切不法行为，则由证券监管机构负责监管和惩治。

图 7：注册制运行流程



资料来源：国信证券经济研究所整理

### 信息披露“把关人”

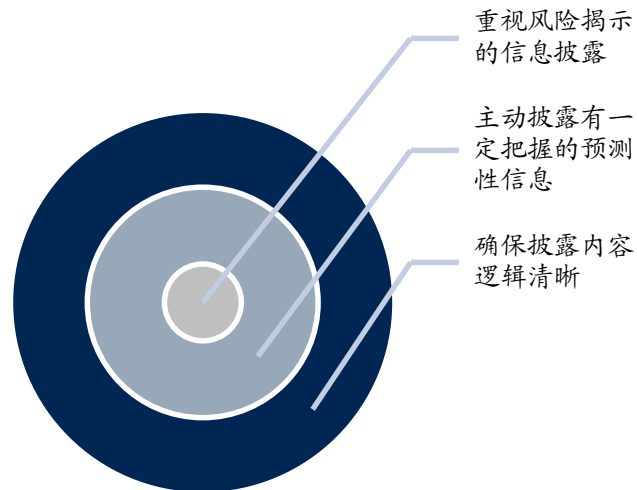
**充分的信息披露是施行注册制的核心因素。**信息披露质量的高低直接关系到投资者的切身利益，信息的不对称性将削弱市场的有效性。因此，信息充分且如实的披露在充分市场化的注册制中显得至关重要。通过强化前期的信息披露制度化及加大后期的监管惩处力度，在一定程度可以增加发行人的违规成本，使得发行人在信息披露过程中能够尽量做到所披露信息的真实准确完整。只有这样，投资者才能充分了解发行企业的内部信息，减少信息不对称，从而作出正确的投资决策。

与传统企业相比，科技创新型、成长型创新创业企业的经营风险更高，普通投资者评估企业价值的难度更大，因此，行业信息和经营风险的披露显得更加重要。在注册制试点下，发行人应当保证信息披露的真实性、准确性和完整性，保荐人、证券服务机构对发行人的信息披露承担把关责任。

**注册制下，券商应履行好信息披露“把关人”的职责。**在项目承做环节，除满足真实、准确、完整的基本披露需求外，应本着方便投资者进行信息搜集和价

值判断的原则，从以下方面入手提升招股书披露质量：一是重视风险揭示的信息披露，对不同类别的风险项目划分清晰，敢于揭示可能存在的风险因素，披露内容应具有较强的针对性。二是主动披露有一定把握的预测性信息。围绕发行人主营业务、企业重点项目的可能发展趋势进行充分披露，提供详尽的数据支撑，避免泛泛而谈。三是披露内容确保逻辑清晰，剔除与发行人及其业务无关的表述，充分采用可视化工具改善投资者的阅读体验。

图 8：投行在信息披露中需履行的职责



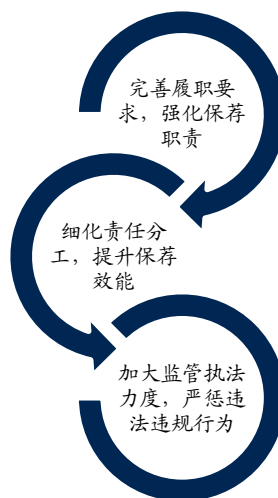
资料来源：国信证券经济研究所整理

### 资本市场“看门人”

从海外来看，投资人更依赖中介机构的信誉，因此中介机构在发行和持续督导中承担谨慎核查的义务。监管从保护投资者、确保市场公平交易、促进符合商业道德交易的目的出发制定健全法律，核心围绕中介机构尽职调查义务（“due diligence”），要求机构承担高风险和付出巨大努力。对于失职、违法行为跟踪密切、惩罚力强，倒逼中介机构履行自身职责。

**中介机构是资本市场的“看门人”，是对发行人核查验证、专业把关的第一道防线。**随着注册制改革的深入推进，证券发行的市场化程度持续提高，中介机构的把关责任越来越重要。近日召开的国务院金融委第 26 次会议指出，要压实中介机构责任。修订后的《证券发行上市保荐业务管理办法》，将压实中介机构责任、提升保荐项目质量作为出发点和落脚点，做了多方面的制度安排。

图 9：中介责任机制的要素



资料来源：国信证券经济研究所整理

一方面，投行应完善履职要求，强化保荐职责。注册制下，投行需坚持诚实守信、勤勉尽责的底线要求，完善辅导、推荐、持续督导等事项的规定。二是细化责任分工。坚持发行人是信息披露第一责任人，强化发行人及其控股股东、实际控制人配合保荐业务工作的义务，从源头上提升保荐工作质量。三是严惩违法违规行。投行需形成高效协同的风险控制体系，强化保荐业务内部控制要求，提升风险控制水平。

### 定价能力是核心竞争力

核准制下，投行业务往往疏于对客户和项目价值的判断。券商投行项目发掘主要依赖于偶然性的商机发现，缺乏基于产业链的系统性研究。保荐过程侧重于对企业历史沿革和生产经营合规性的判断，对企业未来发展的判断往往只是满足监管层关于反映持续盈利能力的财务指标的要求，这一运作模式属于典型的通道式投行业务模式。

当前投行业务普遍存在业务人员对于行业理解不深，尤其是对新经济企业缺乏专业性研究等问题。科创板上市企业主要为具有核心技术的企业，创业板主要鼓励成长型创新创业企业上市，这类企业通常处于相对较早的发展阶段，传统估值方式不奏效，估值存在较大不确定性，需要研究人员对行业、企业、核心技术、经营模式等问题有深刻的理解。

注册制下，研究估值能力是 IPO 定价的核心能力。然而，长期以来境内券商在拓展 IPO 项目时缺乏基于基本面系统性筛选，上市后业绩变脸的现象屡见不鲜。由于 23 倍市盈率的发行价限制，投行的项目筛选主要以符合证监会审核要求为主要标准，缺乏基于产业研究分析的系统性研究，券商的 IPO 定价估值能力不足。

科创板和创业板均借鉴美股和港股 IPO 定价机制。采用累计投标询价制进行市场化定价，承销商将先向特定的机构进行估值与询价，在得到询价后确定发行的价格区间并公开进行询价。在路演交流结束后，发行人和承销商再根据投资者需求、可比公司定价、股市表现最终确定发行价格。该机制下，未来机构投资者，尤其是公募基金，对科创板、创业板首发企业的定价自主性将得到提升，企业定价标准将更为灵活，首发估值起点将更为合理。

海外投行服务更注重专业性。从海外经验来看，国际投行注重员工行业理解能力的培养，行业群组负责项目前期的价值判断。国际投行各行业群组的基层人员负责对行业特征、市场竞争格局、上下游行业分布、未来发展趋势等进行总

结归纳，进而搜寻细分行业的潜在客户。基层人员还负责承揽环节竞标材料的反复校对和整理，从过往材料中学习所服务行业的研究与分析方法，积累产业相关的细分领域知识，提升对行业得理解能力和判断能力。

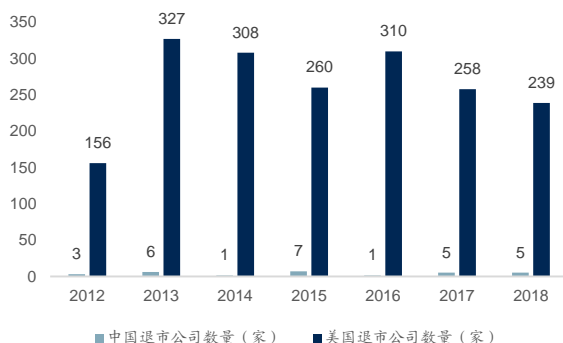
### 从“严进宽出”到“宽进严出”

**合理、严格的退市制度是应与注册制配套的重要政策。**由于注册制的实行将导致企业上市的门槛有所降低，畅通的退市渠道将至关重要。由于注册制下的“壳资源”不再稀缺，因而针对部分自身经营存在的重大问题，退市是必须的要求。只有使退市渠道畅通，资本市场才能成为一个新陈代谢正常的有机系统。完善的退出机制可以提升上市公司的质量，优化上市公司治理结构，同时也有利于提升投资者和中介结构的风险意识，遏制投机行为，促进企业回归理性估值。

**科创板的退市指标更加丰富和优化，退市流程进一步简化。**科创板聚焦存在财务欺诈等重大违法行为和丧失持续经营能力且恢复无望的主业“空心化”的两类目标公司。此外，科创板还优化了退市流程。与之类似，针对退市流程较长、退市指标较单一等痛点，创业板退市新规通过简化退市流程、优化退市标准、完善退市风险警示制度等，从多方面完善市场优胜劣汰功能，实现精准从快出清。

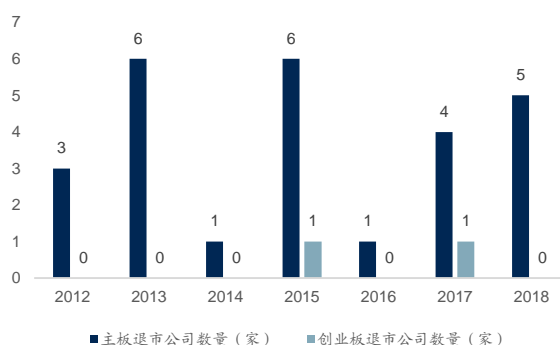
**注册制和合理的退市制度相配合，未来才有望实现“进出平衡”的良性循环。**当前科创板的退市制度更接近于美股。美股的退市制度中同样包含了违法违规、交易、财务以等多个维度的退市制度。在上述机制下，美国市场注册制制度和退市制度相辅相成，维持着整个市场进出平衡。和美国相比，我国资本市场退市公司数量明显较低，而创业板退市公司数量尤其少。

图 10: 2012-2018 年中美退市公司数量对比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 11: 2012-2018 年我国主板和创业板退市公司数量对比



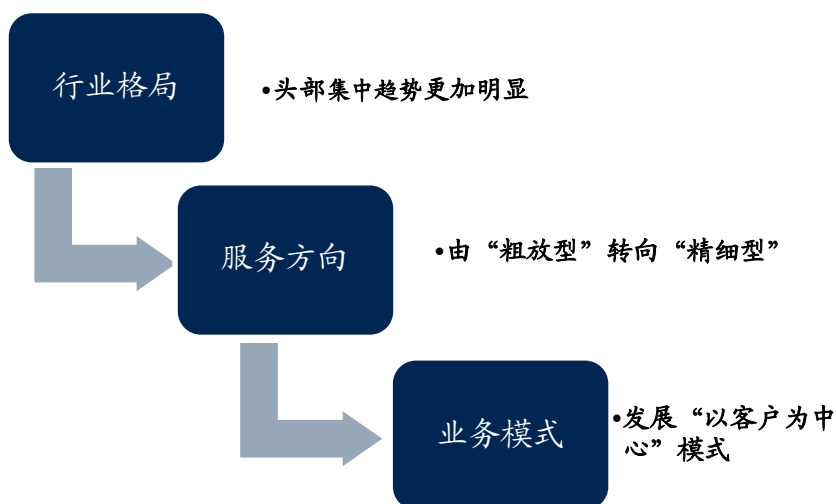
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**严格的退市制度将引导投行选择优质的项目。**退市制度实施后，一旦有保荐的项目被退市，对承销保荐机构而言，其品牌形象和实际利益都将大幅受损。因此，严格的退市制度将是投行在筛选项目时更加审慎，也将倒逼低质量上市公司退出市场，从而对鱼龙混杂的资本市场起到净化作用。

## 投行业务的发展趋势

前文已述，注册制在信息披露方面、新股定价方面、中介责任方面都对证券行业提出了新的要求，这对证券公司投行业务也意味着新的机遇和挑战。我们认为，未来投行业务的发展趋势分为三个方面：行业格局上，头部集中趋势将更加明显；服务方向上，将由“粗放型”向“精细型”转型；业务模式上，将逐渐构建“以客户为中心”的模式。

图 12: 注册制下投行业务的发展趋势



资料来源: 国信证券经济研究所整理

### 行业格局: 头部集中趋势将更加明显

随着注册制改革推进, 预计行业头部集中趋势将更加明显。从当前投行业务的竞争格局来看, 不论是股票承销还是债券承销的集中度, 全行业前十大公司的市场份额占比都在 50% 以上, 近年来还呈现出不断上升的趋势。

图 13: 2012-2018 年股票承销业务集中度



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

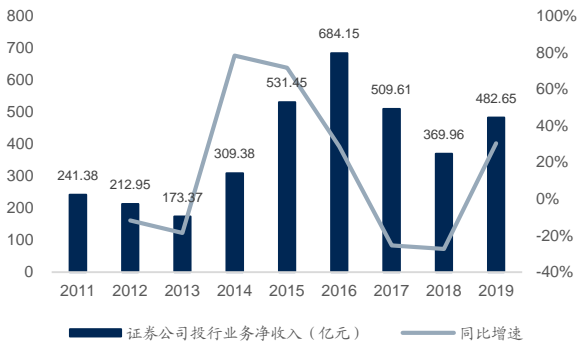
图 14: 2012-2018 年债券承销业务集中度



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

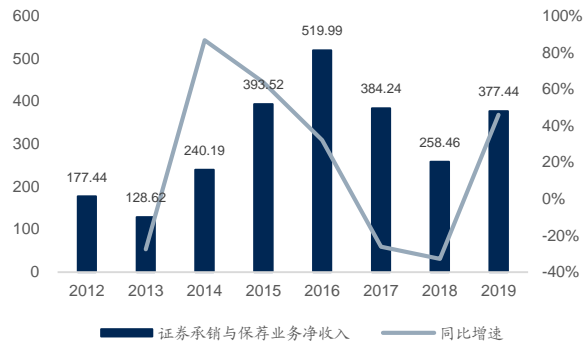
在注册制改革的政策利好刺激下, 2019 年证券公司投行业务实现收入 482.65 亿元, 同比增长 30.46%。其中, 承销与保荐业务收入为 377.44 亿元, 同比增长 46.03%。2019 年承销与保荐收入在证券公司总收入占比为 10.47%。从投行业务收入结构来看, 2019 年承销与保荐业务收入占比为 78.2%, 同比提升 8.34 个百分点。

图 15: 2011-2019 年证券行业投行业务收入



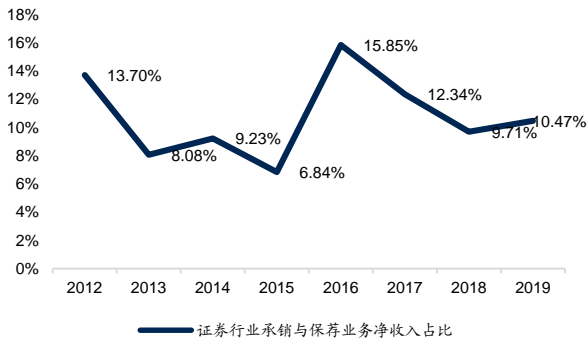
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 16: 2011-2019 年证券公司承销与保荐业务收入



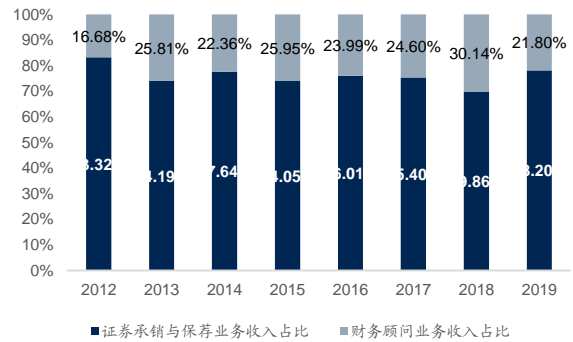
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 17: 2012-2019 年证券公司承销与保荐业务收入占比



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

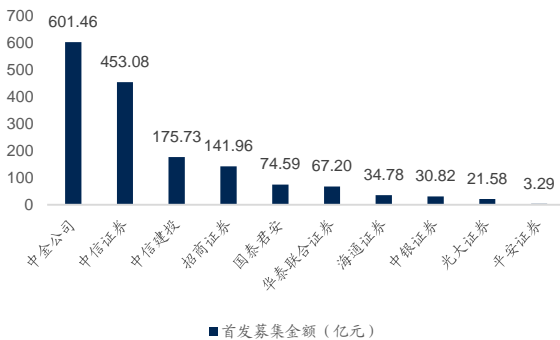
图 18: 2012-2019 年投行业务收入结构



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

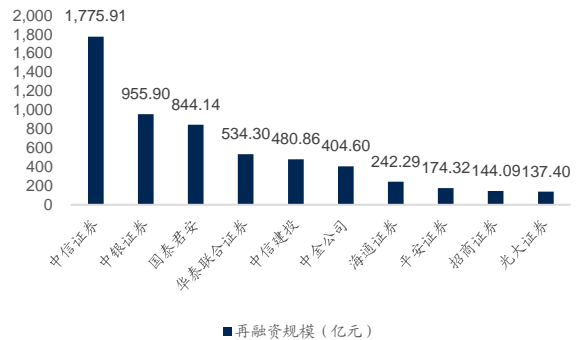
总部位于北京的三家龙头券商中金公司、中信建投、中信证券市场份额占比最高。2019 年首发募集资金规模排名前三的是中金公司 (601.46 亿元)、中信证券 (453.08 亿元)、中信建投 (175.73 亿元), 三家券商首发募集资金市场份额为 48.56%; 首发数量排名前三的分别为中信证券 (28 家)、中信建投 (22 家)、中金公司 (18 家)。

图 19: 2019 年各券商首发募集资金排名

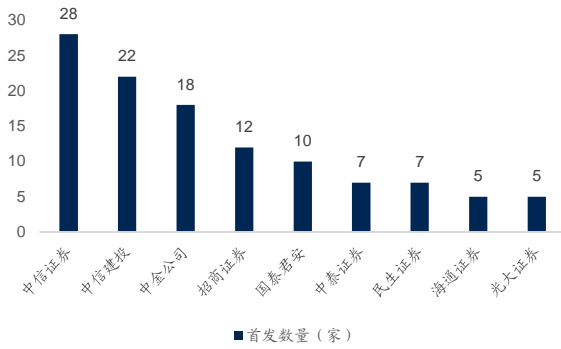


资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

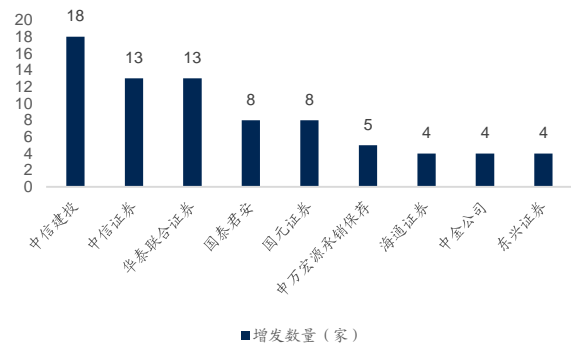
图 20: 2019 年各券商再融资募集资金排名



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

**图 21：2019 年各券商首发数量排名**


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**图 22：2019 年各券商增发数量排名**


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**表 5：2019 年券商首发募集金额市场份额排名**

公司名称	市场份额
中金公司	23.74%
中信证券	17.88%
中信建投	6.94%
招商证券	5.60%
国泰君安	2.94%
合计	57.11%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

**表 6：2019 年券商首发公司数量排名**

公司名称	市场份额
中信证券	11.72%
中信建投	9.21%
中金公司	7.53%
招商证券	5.02%
国泰君安	4.18%
合计	37.66%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

北京和上海的龙头券商投行业务收入规模排名居前。从 2019 年年报数据来看，中信证券（44.85 亿元）、中金公司（42.48 亿元）、中信建投（36.85 亿元）、海通证券（34.57 亿元）国泰君安（25.93 亿元）的承销与保荐业务收入排名前五。而从承销与保荐业务收入占比来看，中金公司（26.96%）、中信建投（26.91%）的占比均超过 25%。

**表 7：2019 年券商承销与保荐业务收入排名及占比**

公司名称	证券承销收入 (亿元)	承销收入占比 (%)
中信证券	44.65	10.35
中金公司	42.48	26.96
中信建投	36.85	26.91
海通证券	34.57	10.04
国泰君安	25.93	8.66
华泰证券	19.47	7.83
招商证券	18.13	9.69

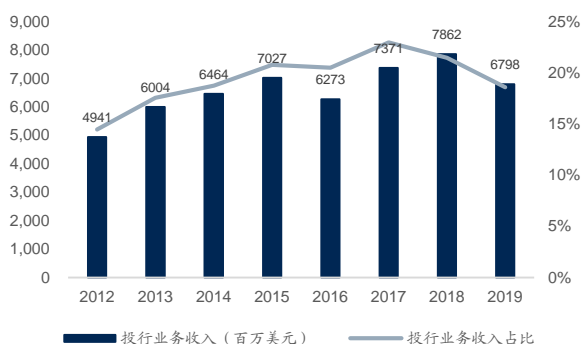
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从海外经验来看，以美国大型全能投行高盛和摩根士丹利为例，其投行业务收入规模远高于中国券商。2019 年，高盛投行业务收入规模为 67.98 亿美元，占



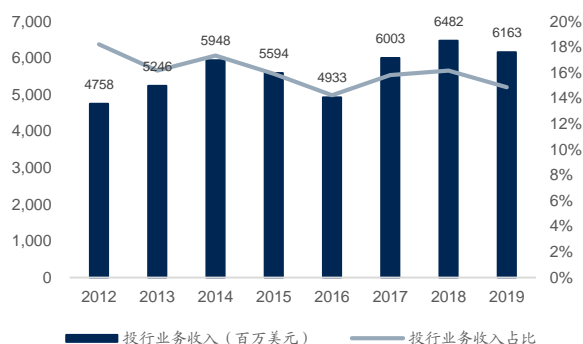
总收入比为 18.6%；摩根士丹利投行业务收入规模为 61.63 亿美元。占总收入比为 14.88%。

图 23：2012-2019 年高盛投行业务收入及占比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

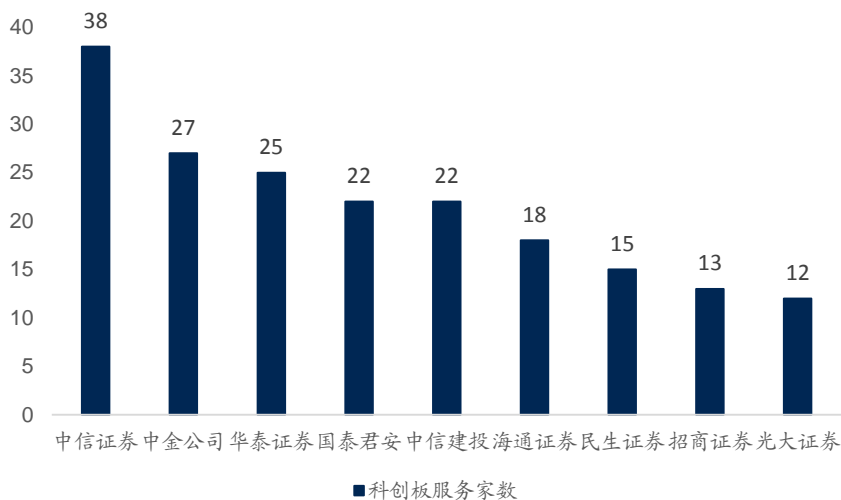
图 24：2012-2019 年摩根士丹利投行业务收入及占比



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

龙头券商在获取客户资源能力、研究能力、风险管理能力方面均有优势。从科创板成立至今的服务券商来看，主要集中在龙头券商。中信证券服务券商家数为 38 家，位列第一，中金公司、华泰证券服务 27 家、25 家，分别位列第二、三位。在服务科创板的券商中，CR5 为 45.05%，CR10 为 69.07%。预计随着注册制推进，大型龙头券商获得的投行业务利润增量将更加显著，行业集中度将进一步提升。

图 25：券商服务科创板数量

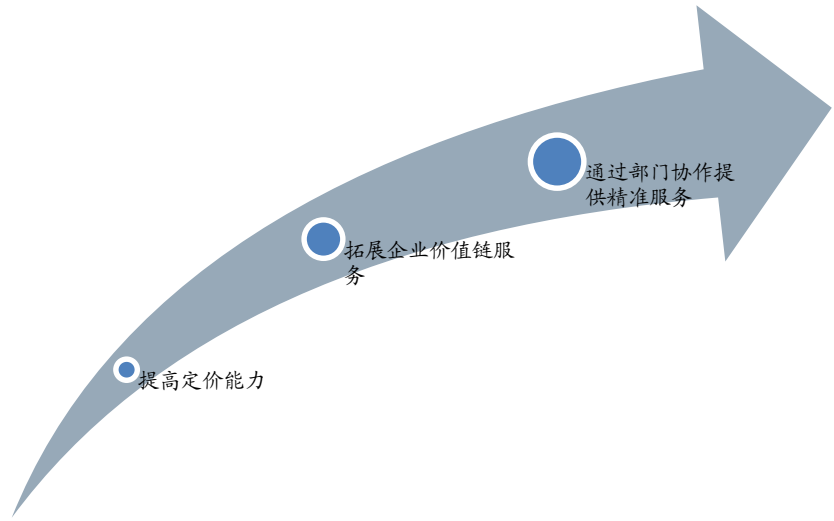


资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

### 服务方向：由“粗放型”转向“精细型”

注册制促进投行从打价格战的通道中介转型为提供专业服务的金融机构。核准制的发行价格由监管指导，对投行的专业能力要求较低，从而导致承销业务陷入价格战。在注册制下，发行审核侧重强化信息披露，不对项目质量发表意见，由市场投资者来对公司投资价值做出判断。发行时机的选择、发行价格的确定，与投行的研究实力和机构销售能力紧密相关。而发行企业更愿意为差异化的能力付费，这将促进行业实现良性竞争。

图 26: 券商投行业务由“粗放型”向“精细型”转型



资料来源：国信证券经济研究所整理

**一是提高定价能力。**通常评价券商定价能力的指标包括 IPO 抑价率、区间涨跌幅、价格偏离度等，在此前 23 倍市盈率的限制下，券商的定价能力无法体现。注册制下，定价能力是券商投行业务的核心竞争力。在对上市公司的定价过程中，需对上市公司的真实业绩情况、所处行业发展情况等合理判断，并使用定量工具和定性分析相结合的方式，对企业价值进行评估。

**二是拓展企业价值链服务。**注册制下将促进承销业务的专业顾问应在企业价值链方向进行拓展。在提出专业价值判断时，专业顾问应做到详细分析企业的战略模式、业务模式、行业周期、技术实力、团队文化等，从价值链和产业链视角判断企业的发展前景以及潜在风险。

**三是通过部门协作提供精准服务。**在拓展全价值链业务服务中，投行业务与新三板业务、财富管理、资管业务、直投业务、产业基金等业务的协调合作将会越来越密切，客户资源的共享也将成为常态。在对客户提供服务的过程中，在保证合规的前提下，投行可通过与机构部、经纪与财富管理部、研究所、资产管理部展开合作，覆盖整个服务链的上、中、下游。

### 业务模式：构建以“客户为中心”模式

**核准制下，券商投行的承销职能被弱化，在潜在客户挖掘、客户网络覆盖、优质客户培育等方面能力较弱。**投行业务收入主要来源于为牌照价值和通道业务的实现。投行业务的重要成果则体现为通过中国证监会审核、领取发行批文；而在承销环节，对销售能力要求较低，券商专业能力的实现空间有限。券商投行在资源匹配上亦明显侧重于项目承揽承做，销售环节投入不足。

**当前券商在服务客户层面，缺乏整体的客户选择和细分战略。**业务部门通常不能对客户进行长周期的跟踪服务，对客户的长期维护仅停留在持续督导阶段，而后续服务相对缺失。对增量客户的开发也缺乏统一的宣传手段。未来的创新业务，如财务咨询、并购重组、债权融资等对客户具有更强的粘性，需要长期进行客户维护，但目前券商缺乏整体的客户选择和细分服务战略，跨越部门的客户资源共享机制尚未生效。

**服务模式的变化同时要求投行提高机构销售能力。**在核准制下，由于上市资源较为稀缺，只要项目获得证监会的核准发行，就会销售出去，因而投行业务主在销售能力方面重视不足。但随着新股发行由核准制转为注册制的，能够达到上市条件的企业数量将大幅增加，下游销售就成为最关键的一环，券商将承担起“承销商”的角色，从帮助企业“过会”过渡到帮助企业销售股票。因而，券商

需转变角色定位，提高销售水平。

国际投行的销售端大多设在机构业务部门下，独立于投行部门。国际投行的机构客户服务跨越一、二级市场，将客户与业务紧密联结，并结合客户关系管理系统辅助分析客户配置和风险偏好，对客户进行细致的分类分层管理。机构业务部门是服务各类买方机构客户的专业部门，其一项重要职能是机构经纪职能，为机构投资者提供二级交易席位和渠道并收取佣金；另一项重要职能是机构产品销售，并运用资本金提供做市服务、与客户行对手方交易等。因此，机构业务服务跨越一、二级市场，两者相辅相成，促使其对客户投资、配置、交易等需求提供综合金融服务。

## 主要结论与投资建议

### 主要结论

注册制是成熟资本市场普遍使用的证券发行制度，是中国资本市场改革的重要方向之一。新《证券法》按照全面推行注册制的基本定位，对证券发行制度做了系统的修改完善，充分体现了注册制改革的决心与方向。注册制在信息披露机制、新股发行定价机制、中介责任定价机制方面，对投行业务的风险管理水平、研究定价能力等方面提出了更高的要求。

注册制促进投行从打价格战的通道中介走向提供专业服务的金融机构。此前审核制下，发行价格由监管指导，对投行专业能力要求较低，导致承销业务陷入价格战。在注册制下，发行审核侧重强化信息披露，由市场投资者来对公司投资价值做出判断。发行时机的选择、发行价格的确定，与投行的研究实力和机构销售能力紧密相关。发行企业更愿意为提供更高质量服务的机构付出更高费用，促进行业的良性竞争。

注册制对证券公司全面服务实体经济的综合金融能力提出更高要求。注册制下的上市条件比核准制有所放松，投行项目选择由后端逐步向前端发展，覆盖的客户群更广，而符合国家经济结构转型需求的科创类公司将是投行业务的重点客户。这意味着投行人员需要对产业链有更深入的研究，对企业不同成长阶段的需求有更充分的理解，为企业提供全周期、全价值链的综合金融服务。

从投行业务未来的发展趋势来看，行业格局上，头部集中趋势将更加显著；服务方向上，投行业务将由“粗放型”向“精细型”转型；业务模式上，投行业务将逐渐构建“以客户为中心”的模式，提升核心竞争力。

### 投资建议

随着《证券法》推行注册制，资本市场改革推进，证券行业将加速形成差异化发展格局，预计未来证券行业将呈现“大而全”、“小而精”券商共存的局面，目前券商板块 PB 估值为 1.66 倍，处于历史低位，具有较高安全边际。推荐大型龙头券商和特色券商的投资组合。建议关注在业务布局、风险控制水平、研究定价能力、资本实力等方面均有优势的大型龙头券商中信证券、华泰证券、中信建投以及特色券商东方证券、东方财富。

## 风险提示

疫情扩散程度或持续时间严重超出预期；市场下跌对券商业绩与估值修复带来不确定性；金融监管趋严；市场竞争加剧；流动性紧张导致融资成本上升；创新推进不及预期等。

表 8: 重点个股估值表

代码	公司	评级	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS		PE	
					2020E	2021E	2020E	2021E
600030	中信证券	增持	23.02	2,745	1.20	1.34	19.18	17.18
601066	中信建投	增持	33.53	2,226	0.87	1.01	38.54	33.20
601688	华泰证券	增持	17.58	1,482	1.22	1.42	14.41	12.38
300059	东方财富	增持	14.68	1,183	0.37	0.48	39.68	30.58

资料来源:Wind、国信证券经济研究所预测

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	增持	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