

科创板做市制度细则落地，丰富券商去方向化自营选择

——科创板做市制度细则点评

核心观点

- 科创板做市制度细则发布，制度规则进一步完善。**7月15日，上交所发布《上海证券交易所科创板股票做市交易业务实施细则》、《上海证券交易所证券交易业务指南第8号——科创板股票做市》，对做市服务申请与终止、做市商权利与义务、监督管理等做出规范，对科创板做市商机制进行完善。1) 科创板股票做市服务申请采用备案制，并要求对重大变更进行报备。2) 做市商应当使用自有资金开展做市交易业务，做市商通过专用账户持有的上市公司股份应不超过上市公司已发行股份的5%。3) 做市业务需要做好风险管理，应当具备符合要求的的技术系统，风险管理和内部控制制度，确保风险可测可控。
- 规定做市商义务与评价标准，根据评价结果决定做市商业务终止与否。**1) 做市商需履行股票分类安排、报价、研究报告三方面义务，其中股票分类安排义务为对科创板股票流动性、波动性综合考量后进行预先分类，将科创板股票预先分成“高”、“中”、“低”三类，新股上市后默认分类为“中”。2) 做市商评价标准包括做市商特定股票月度评价与做市商年度综合评价。其中，特定股票月度评价标准为每月根据做市商特定股票做市情况对其进行评价，包括时间加权平均买卖价差率、加权平均参与率，每项指标均分为优秀、良好、合格、不合格四档，根据上述两项指标的评价结果，得到做市商月度评价结果。年度综合评价由当年评价周期内的做市商全部特定股票月度评价得分均值确定，做市商特定股票月度评价中 AA、A、B、C、D 分别赋 4、3、2、1、0 分。3) 根据年度综合评价确定做市商退出制度，对做市商年度综合评价结果为 D、年度综合评价结果为 C 且排名处于末位 10% 的做市商终止其全部科创板股票做市交易业务，1 年内不得重新申请。
- 做市细则丰富券商去方向化自营业务选择，促进科创板流动性提高。**1) 科创板做市制度填补了 A 股无做市交易制度的空白，本次科创板做市细则的颁布使得做市交易制度进一步完善，待其运行成熟之后有望向 A 股其他板块推广。权益市场做市有利于丰富券商去方向化自营业务的选择，有效降低自营投资表现波动性，提升券商整体业绩的稳定性与韧性。2) 做市细则的严格评价标准有助于提升券商经营质量与规范性，同时有利于专业能力和资本能力较强的头部券商进一步强化自身优势，马太效应显著。3) 科创板做市商机制的推出是持续完善资本市场基础制度、进一步发挥科创板改革“试验田”作用的重要举措，做市商机制的完善有助于进一步提升科创板股票流动性，稳定市场需求，增强市场韧性，同时做市商的价格发现功能有助于促进证券价格向实际价值靠拢，推进板块建设进一步完善。

投资建议与投资标的

- 大机构业务主线仍是今年券商板块最值得关注的主题之一。**1) 科创板股票做市制度正式揭开了 A 股做市历史的序幕，有望成为未来券商去方向化自营业务的重要组成部分。2) 投行是券商最核心的业务以及最根本的核心竞争力，投行业务龙头在注册制跟投、PE 直投、衍生品等领域同样充当龙头的角色，是综合能力突出的佼佼者。3) 在众多机构业务中，衍生品拥有突出定位，主要在于其业绩贡献度高且潜在的弹性较大。其重要优势在于能够提供长期可持续且波动较小的业绩成长动力。随着后续更长周期的业绩验证，市场认可度有望逐渐提升，叠加政策日趋明朗化带来的投资风口，其估值有较大的提升空间。推荐**中信证券(600030, 增持)**、**中信建投(601066, 增持)**、**华泰证券(601688, 增持)**、**中金公司(601995, 增持)**，建议关注**中金公司(03908, 未评级)**、**中信建投证券(06066, 未评级)**。

风险提示

- 系统性风险对券商业绩与估值的压制。
- 监管超预期收紧对券商业务形成冲击。

行业评级

看好 (维持)

国家/地区

中国

行业

非银行金融行业

报告发布日期

2022 年 07 月 17 日



证券分析师

孙嘉庚

021-63325888*7041

sunjiageng@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860520080006

唐子佩

021-63325888*6083

tangzipei@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860514060001

香港证监会牌照: BPU409

相关报告

- 震荡延续，坚守主线：——非银行金融行业 2022-07-10
周观点
- 短期内市场反复可能性犹存，调整阶段紧抓主线逻辑配置机遇：——非银行金融行业 2022-07-03
周观点
- 建议关注市场尤其双创指数的短期调整风险，优选主线标的的进攻退守：——非银行金融行业周观点 2022-06-26

表 1：科创板做市制度核心梳理

总体要求	业务概述：科创板股票交易实行在竞价交易制度基础上引入竞争性做市商机制的混合交易制度。 组织架构与岗位设置：做市商应当指定专门的业务部门作为做市交易业务的负责部门（以下简称做市交易业务部门），负责制定具体的做市交易业务方案并组织实施。做市交易业务部门应当具有专门的科创板股票做市交易业务团队，设置交易岗、风险控制岗、技术运维岗等岗位，并建立备岗机制。做市交易业务部门开展做市交易业务时，不得外包做市交易业务，或交由第三方机构开展业务。做市商应当安排风控、合规、清算、信息技术等部门支持做市交易业务。 业务制度与流程：做市商应当制定健全的业务制度和完备的业务流程，内容包括但不限于做市交易业务管理、交易管理、结算、风险管理、内部控制、应急管理等各个业务环节，并明确各相关部门和岗位的职责。
业务申请与备案流程	做市交易业务检查和测试申请：应符合《科创板股票做市试点规定》规定的申请上市证券做市交易业务资格应满足的相关条件。 特定科创板股票做市交易业务备案：经证监会核准取得上市证券做市交易业务资格的证券公司，经向本所备案，可以为具体的科创板股票提供做市服务。 做市商重大变更报备：做市商提供做市服务，应当指定专用证券账户和对应的交易单元，报本所备案。除专用账户以外，做市商变更做市资金、做市人员（包括业务负责人、交易岗、风控岗等）、技术系统（仅重大变更）等信息的，应当在变更前至少 2 个交易日向本所报备。
做市商义务	股票分类安排：依据过去半年（分别为上年度 12 月 1 日至本年度 5 月 31 日，及本年度 6 月 1 日至本年度 11 月 30 日）的市场表现，包括日均换手率、日均成交额和日内波动性等指标，将科创板股票预先分成“高”、“中”、“低”三类。 报价义务：针对科创板股票不同分类，设置差异化做市服务报价。 研究报告：鼓励从事科创板做市交易业务的证券公司对其参与做市的科创板股票进行持续研究并发布证券研究报告。
做市商豁免	根据《科创板股票做市实施细则》及做市协议，出现意外事件或技术故障、系统升级、科创板股票首次公开发行、退市风险警示、涨跌停等情形，致使做市商无法继续履行做市义务的，相应和面做市商的做市义务。
做市商评价	概述：做市商评价包括做市商特定股票月度评价与做市商年度综合评价。 做市商特定股票月度评价：本所每月根据对做市商的报价要求，对做市商为特定股票开展做市交易业务情况进行评价，并告知做市商及做市股票发行人特定股票月度评价结果。 做市商年度综合评价：做市商年度综合评价由当年评价周期内的做市商全部特定股票月度评价得分均值确定。做市商特定股票月度评价中 AA、A、B、C、D 分别赋 4、3、2、1、0 分。做市商根据年度综合得分取得相应评价。 做市商权利：本所根据前一月度做市商特定股票月度评价结果，在下一月度评价周期对积极履行做市义务的做市商给予适当减免交易经手费等措施。做市商对特定科创板股票开展做市交易业务后，在首次产生月度评价前，按照评价结果为 A 来进行费用减免等。相关具体措施通过做市协议约定。
做市商退出	本所终止做市商科创板股票做市交易业务：做市商出现以下任一情形的，本所可以终止其对特定科创板股票的做市交易业务，并向市场公告：1.对该只科创板股票提供的做市服务连续 2 个月的做市评价为 D；2.本所规定或者做市协议约定的其他情形。做市商出现以下任一情形的，本所可以终止其全部科创板股票做市交易业务：1.不再具备上市证券做市交易业务资格；2.做市商年度综合评价结果为 D；3.做市商年度综合评价结果为 C 且排名处于末位 10%；4.出现严重违法违规行为；5.本所规定或者做市协议约定的其他情形。做市商申请终止科创板股票做市交易业务：做市商可选择申请终止其特定或全部科创板股票做市交易业务。
风险管理	做市交易业务风险管理：做市交易业务部门需要制定科创板股票做市交易业务风险管理制度；科学、合理设计做市交易业务及异常交易等风险指标，并进行实时监控和预警；做市交易业务部门需要建立做市交易业务的内部风险报告机制。报告分为定期报告和临时报告。

	公司层面风险管理机制： 做市商需要在公司层面制定做市交易业务风险管理制度和流程，建立风险限额授权、风险监控、定期压力测试、风险报告等机制。
合规和内部控制	内部控制制度： 做市商应建立严格的内部控制制度，对做市交易业务制定严格的授权管理制度和完善的投资决策流程，建立明确的岗位分工和有效的制衡机制，规范业务操作流程，确保研究分析、投资决策、交易执行、风险控制等相关环节的独立运作。 业务隔离墙制度： 做市商应建立风险防范与业务隔离墙制度，将做市交易业务与可能形成利益冲突或利益密切相关的经纪、自营、保荐、资产管理、投资咨询等业务在账户、资金、人员、办公场所等方面进行分开管理，有效隔离。
技术系统	建设原则： 做市商在系统建设过程中应满足业务隔离、控制风险、统一规划以及高可用性原则。 系统建设： 做市商应开发功能健全的技术系统，确保系统安全、稳定、通畅。运行维护要求：做市系统在部署上与经纪业务系统及自营业务系统进行隔离；建立灾难备份系统、配置及权限管理、应急管理、备份管理、监控管理。
监督管理	日常监督： 上交所可以对做市商的交易行为、风险管理及相关系统安全运行等情况进行监督检查。 信息报送义务： 做市商应当向上交所履行：科创板股票做市交易业务月度报告、科创板股票做市交易业务年度评估报告、证监会及本所规定的其他材料的报送义务。 违规处理： 做市商做市行为违反本所相关规定的，本所可以依据《上海证券交易所交易规则》《特别规定》《科创板股票做市实施细则》及其他相关规定，对其采取相应的监管措施或实施纪律处分，并根据相关规定计入诚信档案；情节严重的，向证监会报告。

数据来源：上海证券交易所，东方证券研究所

表 2：不同科创板股票分类的要求

分类	最大买卖价差	最小报价金额	连续竞价参与率	开盘集合竞价参与率	收盘集合竞价参与率
高	1.50%	10 万元	60%	80%	80%
中	2%	10 万元	60%	80%	80%
低	3%	10 万元	60%	80%	80%

数据来源：上海证券交易所，东方证券研究所

表 3：做市商为特定股票提供做市服务的评价

		时间加权平均买卖价差率			
		优秀	良好	合格	不合格
加权平均参与率	优秀	A	A	B	D
	良好	A	B	C	D
	合格	B	C	C	D
	不合格	D	D	D	D

数据来源：上海证券交易所，东方证券研究所

表 4：做市商年度综合评价与得分对照表

做市商年度综合得分	做市商年度综合评价
3.5（含）到 4.0（含）	AA
2.5（含）到 3.5（不含）	A
1.5（含）到 2.5（不含）	B
0.5（含）到 1.5（不含）	C
0（含）到 0.5（不含）	D

数据来源：上海证券交易所，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn