2022 年 12 月 14 日

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

行业研究

加快建设中国特色资本市场，利好券商业绩表现

——资本市场与证券行业动态跟踪报告

要点

资本市场改革进入加速期，中国特色的资本市场提上日程。资本要素市场化改革进入加速期，权益市场扩容与多层次资本市场建设是重要的长期改革主题。资本市场的政策红利有三方面作用：一是打开行业发展空间，给证券公司带来新的业务增长点；二是政策利好催化板块估值修复；三是改革期头部券商的综合优势将更加凸显。从具体政策方向看有望在以下几个方面实现重点突破：股票发行实现全面注册制；科创板实行做市商试点，场内外做市商制度进一步推广。此外建设中国特色的资本市场，央企整合和估值合理化有望加速。我们认为建设中国特色的资本市场是明年的重要政策主线，我们推测未来改革的落脚点主要有以下几个方面：1）提升央企估值，建立新的估值体系。结合中国社会主义实际，充分挖掘央企社会责任、稳健发展等价值，促进央企估值回归合理水平。2）加快收并购业务的推进。以央企上市公司为核心，打造平台公司，发挥上市公司并购重组、产业整合的职能。3）鼓励央企加强公司治理服务，完善中国特色现代企业制度。持续推动央企上市公司在完善公司治理中加强党的领导，积极引导央企上市公司用好股权激励、员工持股等各类资本工具，不断完善实现高质量发展的体制机制。

改革是资本市场发展的重要助推器：回顾我国资本市场的历史，每次市场扩容和指数大涨的背后都有资本市场的制度改革和利好政策作为重要的助推器。1999 年 5 月国务院批复“搞活市场六项政策”引发了“519”行情，沪深两市开启了两年的牛市行情。2004 年 1 月国务院发布“老国九条”,开启股权分置改革后大幅提高了市场流动性，虽然在推出之初并没有出现明显效果，但随着各项政策逐步落地，2006 年起股市进入快速上涨通道，开启 A 股史上最大一轮牛市行情。2014 年 5 月，国务院发布“新国九条”，在“鼓励上市公司建立市值管理制度、鼓励员工持股、健全投资者保护制度、培育私募市场、实行强制退市制度、鼓励市场化并购重组、扩大资本市场开放”等方面提出具体利好举措，是 2014-2015 年新一轮牛市的重要驱动因素之一。2019 年 9 月 9 日至 10 日，在全面深化资本市场改革工作座谈会上，易会满主席提出“深改 12 条”，标志我国资本市场改革全面进入深水区，主要内容包括发挥科创板试验田作用、提高上市公司质量、补齐多层次资本市场体系短板、狠抓中介机构能力建设、加快高水平开放、引导长期资金入市、化解股票质押风险等。

投资建议： 在资本市场积极推进深改的大背景下，我们仍看好资本市场表现，细分证券行业驱动因素、流动性和资本市场改革均有贡献，宽信用背景下社融向好、改革利好政策将催化行情演绎。

现阶段估值及机构持仓比例仍处相对低位、资金及交易行为逐步向大金融板块切换等因素也利好证券板块。在宽信用和资本市场重要性提升的时间节点，证券行业的重要性和发展空间将进一步提升。重点推荐两条主线：1）财富管理大时代下，推荐赛道独特的互联网财富管理龙头东方财富，以及受益于基金子公司快速发展的广发证券。2）券商板块中综合实力突出、市场份额逐步提升的龙头券商的补涨机会，推荐中信证券（A+H），中金公司。

风险分析：政策推进不及预期；二级市场大幅下调。

非银行金融

增持（维持）

作者

分析师：王思敏

执业证书编号：S0930521040003

010-57378049

wangsm@ebscn.com

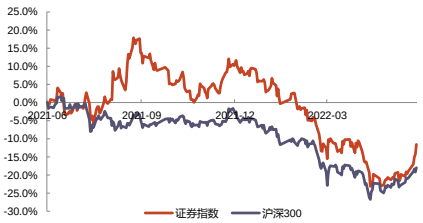
分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-57378038

wangyf@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

目 录

1、 资本市场改革提速，多项深度市场化改革举措齐头并进..... 3
2、 历史复盘：改革是资本市场发展的重要催化剂，重要改革推动市场扩容与指数上涨 4
3、 投资建议：改革加速，利好券商业绩表现 4
4、 风险提示..... 5

1、 资本市场改革提速，多项深度市场化改革举措齐头并进

资本要素市场化改革进入加速期，权益市场扩容与多层次资本市场建设是重要的长期改革主题。资本市场的政策红利有三方面作用：一是打开行业发展空间，证券公司有新的盈利增长点；二是政策利好催化板块估值修复；三是改革期头部券商的综合服务优势将更加凸显。从具体政策内容看，有望在以下几个方面实现重点突破：

■ 注册制：市场化为导向，系统化的改革和工程

证券发行与上市作为准入制度，是资本市场的重要基础制度。各国资本市场的发行制度一般和市场结构、监管模式、发展阶段高度相关。注册制之后审核权力让渡市场利于具体压实各部门责任，便于提升上市公司审核的效率。**从市场结构角度来看，**市场多经济主体，承接资金流动性有重要意义。对于一级市场发行制度，中国分为创业板、科创板等，支持不同上市需求企业，建立多层次资本市场满足上市需求。中国注册制改革旨在放宽市场交易限制，提振市场流动性活力。**从监管模式角度来看，**国外成熟资本市场的监管更多体现在信息披露和合规要求审查。我国 A 股市场在市场交易上监管更加严格，信息披露监管力度仍有提升空间。**从资本市场发展阶段角度来看，**推进注册制符合资本市场市场化演化的路径。

■ 科创板实行做市商试点，做市商制度的推广

证券交易所的交易制度有竞价交易制度、做市商制度两大类，目前国际主流证券交易所采取两种交易方式相结合的交易制度。我国证券交易所主板市场采取的是竞价交易制度，做市商制度仅在新三板的创新层和基础层执行。在科创板引入做市商制度的主要意义有：1）科创板换手率相对较低，做市商制度的推出有利于提升科创板流动性。2）稳定市场价格波动。做市商在市场价格大幅波动脱离股票价值中枢时，可以通过低买高卖的方式平抑市场价格波动。3）发挥价值发现的功能。做市商报价相对较为合理，有利于促使证券价格向实际价值回归。但是，也应看到引入做市商交易机制也可能会在短期内助涨助跌，加剧市场波动。对于券商而言，做市商业务的市场空间非常广阔：1）资本市场改革加速，预计做市商制度将逐步从科创板拓展到主板市场，券商的做市商业务市场空间将逐步打开。2）除了传统的交易佣金收入，做市商制度和传统制度最大的区别在于买卖价差的收益。从海外成熟投行来看，做市商业务是重资产业务重要的收入和盈利来源。

■ 建设中国特色的资本市场，央企整合和估值合理化有望加速

我们认为建设中国特色的资本市场是明年的重要政策主线，我们推测未来改革的落脚点主要有以下几个方面：1）提升央企估值，建立新的估值体系。结合中国社会主义实际，充分挖掘央企社会责任、稳健发展等价值，促进央企估值回归合理水平。2）加快收并购业务的推进。以央企上市公司为核心，打造平台公司，发挥上市公司并购重组、产业整合的职能。3）鼓励央企加强公司治理服务，完善中国特色现代企业制度。持续推动央企上市公司在完善公司治理中加强党的领导，积极引导央企上市公司用好股权激励、员工持股等各类资本工具，不断完善实现高质量发展的体制机制。

2、 历史复盘：改革是资本市场发展的重要催化剂，重要改革推动市场扩容与指数上涨

回顾我国资本市场的历史，每次市场扩容和指数大涨的背后都有资本市场的制度改革和利好政策作为重要的助推器。1999 年 5 月国务院批复“搞活市场六项政策”引发了“519”行情，沪深两市开启了两年的牛市行情。2004 年 1 月国务院发布“老国九条”,开启股权分置改革后大幅提高了市场流动性，虽然在推出之初并没有出现明显效果，但随着各项政策逐步落地，2006 年起股市进入快速上涨通道，开启 A 股史上最大一轮牛市行情。2014 年 5 月，国务院发布“新国九条”，在“鼓励上市公司建立市值管理制度、鼓励员工持股、健全投资者保护制度、培育私募市场、实行强制退市制度、鼓励市场化并购重组、扩大资本市场开放”等方面提出具体利好举措，是 2014-2015 年新一轮牛市的重要驱动因素之一。2019 年 9 月 9 日至 10 日，在全面深化资本市场改革工作座谈会上，易会满主席提出“深改 12 条”，标志我国资本市场改革全面进入深水区，主要内容包括发挥科创板试验田作用、提高上市公司质量、补齐多层次资本市场体系短板、狠抓中介机构能力建设、加快高水平开放、引导长期资金入市、化解股票质押风险等。

表 1：历史上资本市场主要政策梳理

日期	主题	内容
1999 年 5 月 16 日	《关于进一步规范和推进证券市场发展的六点意见》	要进一步搞好证券市场的规范整顿，抓紧整治市场违法违规的问题。 允许证券公司发行融资债券，也允许向银行借款，用股票进行抵押。 扩大证券投资基金的试点。
2004 年 1 月 31 日	《关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见》	以扩大直接融资、完善现代市场体系、更大程度地发挥市场在资源配置中的基础性作用为目标，建设透明高效、结构合理、机制健全、功能完善、运行安全的资本市场。 建立以市场为主导的品种创新机制。 把证券、期货公司建设成为具有竞争力的现代金融企业。。 健全资本市场法规体系，加强诚信建设
2014 年 4 月 11 日	在 6 家证券公司进行互联网证券业务试点	按照“适度监管、分类监管、协调监管、创新监管”的原则，支持证券经营机构利用互联网等现代技术改造传统业务，统一线上线下业务的监管标准，促进互联网金融的健康发展。
2014 年 5 月 26 日	《国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见》	私募发行不设行政审批，允许各类发行主体在依法合规的基础上，向累计不超过法律规定特定数量的投资者发行股票、债券、基金等产品。 欺诈发行的上市公司将实行强制退市。 稳步开放境外个人直接投资境内资本市场，有序推进境内个人直接投资境外资本市场。
2018 年 11 月 1 日	《股票质押式回购交易及登记结算业务办法（2018 年修订）》	新《办法》施行前融入方已参与股票质押式回购交易且任一笔初始交易金额达到 500 万元的，无论该笔交易是否已了结，新《办法》施行后该融入方每笔初始交易金额不得低于 50 万元；新《办法》施行前融入方已参与股票质押式回购交易且初始交易金额均低于 500 万元的，无论交易是否已了结，新《办法》施行后该融入方首笔初始交易金额不得低于 500 万元。
2019 年 9 月 9 日-10 日	深改 12 条	要补齐多层次资本市场体系的短板，推进创业板改革，加快新三板改革，选择若干区域性股权市场开展制度和业务创新试点。 提升稽查执法效能、提升科技监管的能力、大力推进简政放权等内容。 狠抓中介机构能力建设。
2020 年 11 月 29 日	《关于做强做优做大打造航母级头部券商，构建资本市场四梁八柱确保金融安全的提案》	多渠道充实证券公司资本，鼓励市场化并购重组，支持行业做优做强。 在确保信息系统安全可靠的基础上，加大金融科技领域研究，探索人工智能、大数据、云计算等技术应用，提高金融科技开发和应用水平。 鼓励证券公司以客户为中心，依法盘活客户存量资产，发展柜台市场交易，试点信用衍生品、场外期权、跨境衍生品及结售汇等业务，研究推进并购融资，进一步完善、深化资产定价、风险管理和面向客户的综合服务能力。

资料来源：证监会，中国证券业协会，光大证券研究所整理

3、 投资建议：改革加速，利好券商业绩表现

从基本面来看，政策改革对于证券行业的业务影响主要在以下几个方面：1）投行业务。投行业务作为券商的传统业务体现出了较强的稳定性和发展韧性。从上市券商来看，投行业务向“头部”集中的趋势愈发明显，主要由于头部券商在投行业务方面的科创板跟投优势、专业化定价以及国际化优势。展望未来，全面注册制的推广有助于投行业务实现发行数量和发行质量的双重提升。 2）科创板

实行“保荐+跟投”制度，明确了保荐机构通过另类投资子公司以自有资金、按发行价格进行认购，通过资本约束的方式消除发行人和中介机构之间的利益捆绑，推动中介机构谨慎定价。科创板实行保荐机构相关投资子公司跟投制度以来，券商在严格把关 IPO 质量、强化 IPO 和二级市场定价等方面被寄予厚望。“保荐+跟投”的制度设计也将券商利益由原来短期的保荐承销收益，转变为须同时兼顾上市后长达两年锁定期的跟投股权收益，新制度的推出令发行方、中介机构以及机构投资者之间的利益博弈变得更加复杂。3）资管和财富管理业务。银行、保险、券商、资管机构和第三方机构是财富管理市场的主要参与者。目前财富管理市场仍然以银行和基金公司为主。券商作为后起之秀发展空间广阔，主要原因在于券商可以发挥投资、投行与财富管理联动等综合金融服务优势，并且拥有独特的牌照、投研能力、产品开发和投资管理等能力。

在资本市场积极深改的大背景下，我们仍看好资本市场表现，同时考虑业务转型等方面有积极因素，**我们认为证券行业盈利水平将回升，目前估值位于低位有配置价值，维持行业“增持”投资评级。**此外，现阶段估值及机构持仓比例仍处相对低位、资金及交易行为逐步向大金融板块切换等因素也利好证券板块。在宽信用和资本市场的重要性提升的时间节点，证券行业的重要性和发展空间将进一步提升。重点推荐两条主线：1）财富管理大时代下，推荐赛道独特的互联网财富管理龙头东方财富，以及受益于基金子公司快速发展的广发证券。2）券商板块中综合实力突出、市场份额逐步提升的龙头券商的补涨机会，推荐中信证券（A+H），中金公司。

4、 风险提示

1.政策推进不及预期；

2.二级市场大幅下调。

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海
静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京
西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳
福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港
中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国
Everbright Securities(UK) Company Limited
64 Cannon Street，London，United Kingdom EC4N 6AE