2023 年 2 月 2 日

光大证券 EVERBRIGHT SECURITIES

行业研究

全面注册制落地在即，券商有望迎“戴维斯双击”

——全面注册制制度（征求意见稿）点评

非银行金融

增持（维持）

作者

分析师：王思敏

执业证书编号：S0930521040003

010-5842057

wangsm@ebscn.com

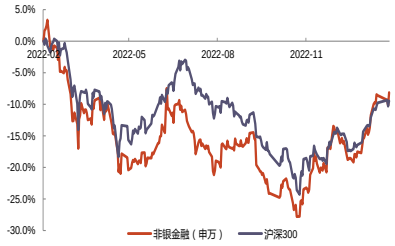
分析师：王一峰

执业证书编号：S0930519050002

010-5842066

wangyf@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

要点

事件：

2 月 1 日，中国证监会就全面实行股票发行注册制主要制度规则向社会公开征求意见；上交所、深交所和北交所就全面实行股票发行注册制配套业务规则向社会公开征求意见。

点评：

■ **全面注册制的重要方向是沪深主板，利于资本市场发挥更大作用**

目前科创板、创业板和北交所已经试点注册制，本次全面注册制的意义在于统一各板块注册制试点制度，改革的重点环节是沪深主板注册制的落地。全面注册制的意义主要有：**一是 IPO 发行常态化，提高企业上市效率。**22 年末我国 A 股上市公司数量突破 5000 家达到 5067 家，当年 IPO 上市数量 382 家。展望 23 年，我们预计全面注册制的推行下上市审核效率将进一步提升，IPO 数量将有所提高。二是科技类公司占比提升，全面注册制的落地通过建立多元化上市标准和更加灵活的交易制度，有利于通过市场化定价引导资本要素与科技要素的收益风险匹配，从而利于科技类企业的上市。目前我国科创板和创业板上市公司数量占比逐年提升至 32%左右，预计全面注册制后科技类公司数量占比将进一步提升。

■ **全面注册制是系统性制度建设，实现了从上市、监管到退市等多个角度的创新**

全面注册制需要解决的核心问题是处理好政府和市场的关系，意味着需要市场化的推进上市、交易、退市、再融资和并购重组等关键制度的创新。目前全面注册制的主要制度变化：**1）审核注册环节：**注册制是相对审核制而言，实行交易所审核、证监会注册两个环节的审核注册架构。交易所承担全面审核判断企业是否符合发行条件、上市条件和信息披露要求的责任，并形成审核意见。证监会对发行人是否符合国家产业政策和板块定位进行把关。证监会将转变职能，加强对交易所审核工作的统筹协调和监督。同时全面注册制的推行有助于审核效率的提升，但审核条件并不会放松。**2）发行上市环节：**在主板设置多元上市条件，综合考虑预计市值、净利润、收入、现金流等因素，设置了“持续盈利”“预计市值+收入+现金流”“预计市值+收入”等多套多元包容的上市指标，进一步优化企业在主板发行上市门槛。发行端取消了现行主板发行条件中关于不存在未弥补亏损、无形资产占比限制等方面的要求。**3）主板交易制度：**一是新股上市前 5 个交易日不设涨跌幅限制。二是优化盘中临时停牌制度。三是新股上市首日即可纳入融资融券标的，优化转融通机制，扩大融券券源范围。**4）退市制度：**退市制度是注册制优胜劣汰市场业态的必要保障，加速市场出清的速度，畅通优质企业的融资通道，我们预计上市公司的退市率将进一步提升。**5）上市公司监管：**强化上市公司信息披露监管，进一步压实上市公司、股东及相关方信息披露责任。

■ **利好券商投行业务发展，头部券商优势更加凸显**

投行业务作为券商的传统业务，近年来体现了较强的稳定性和发展韧性。根据中国证券业协会数据， 22 年前 3 季度，全行业投行业务总收入 492 亿元，在营业总收入中占比约为 16.18%。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，预计 23 年股票承销业务量将进一步上升。

从上市券商来看，投行业务向“头部”集中的趋势愈发明显。以科创板为例，头部券商受益于投研定价、资金跟投和综合服务等优势，投行业务承揽和承销能力优势预计在注册制阶段将更加突出。

■ **短期关注新股竞价规则变化，长期流动性分化核心资产配置价值提升**

新股定价机制的灵活性扩大。科创板改革试点以来，破发比例相较于往年呈现逐年扩大的趋势。市场自主定价的区间范畴的扩大增强市场发行价格的估值自我纠正能力，IPO 定价效率和高溢价限制随着注册制改革进程推进均显著提升。由于注册制下新股发行和定价更加市场化，我们预计全面注册制后由于询价制度的推行和前五个交易日不设置涨跌幅的交易制度，将发行的定价权交给市场，“破发”比例有可能提升。

注册制的市场是一个更加自由、更加包容的市场，参考海外发达国家资本市场，注册制的长期影响在于市场扩容的同时上市公司的质量分化较为严重，由此衍生出二级资本市场流动性的分化。注册制的实施往往伴随着权益市场的扩容，因而上市公司的质量更加重要。参考成熟资本市场情况，我们预计长期来看二级市场的流动性将进一步分化，资金向“核心资产”、“热门赛道”集中的趋势将更加明显。

■ **投资建议：政策催化，券商有望迎“戴维斯双击”**

我们认为证券行业有望迎来“戴维斯双击”，**一是**从经济修复的角度，23 年年初稳经济增长的各项政策有望快速推出，从而利好证券等大金融板块表现。**二是**宽松的货币政策有望延续，流动性宽松是上涨的助推器。**三是**从资本市场改革自身的角度，全面注册制的落地、中国特色估值体系的建立和对外开放的推进均会在 23 年加速推进。**四是**全面注册制等资本市场改革制度不断深入推进，从而利好市场情绪以及对于证券行业关注度的提升。

从宏观经济的角度而言，全面注册制的落地有助于资本市场在经济高质量的转型中发挥更重要作用。从行业自身发展角度而言，全面注册制的落地意味着资本市场系统性革新和制度建设，除了传统的投行业务能力，证券公司的做市交易、投资研究、资金跟投等综合服务能力重要性提升。在以全面注册制落地为主线的资本市场改革的时间节点，证券行业的重要性和发展空间将进一步提升。重点推荐逻辑：1）长期来看受益于资本市场扩容带来的财富效应，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，东方证券，建议关注兴业证券。2）券商板块中综合实力突出、投行市场份额逐步提升的龙头券商，推荐中信证券，中金公司。

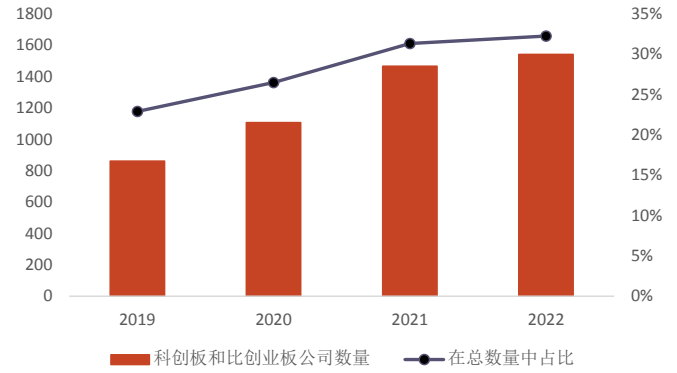
风险提示：经济复苏不及预期；政策改革推进滞后。

表 1：各交易所板块制度对比

交易所及板块	主板	上交所科创板	深交所创业板	北交所
上市标准	新增市值标准： 标准一：三年净利润＞0，三年累计净利润≥1.5 亿元，最近一年净利润≥6000 万元，最近三年经营活动现金流净额累计≥1 亿元或营业收入累计≥10 亿元。 标准二：市值≥50 亿元，最近 1 年净利润为正，最近 1 年营业收入≥6 亿元，最近 3 年经营活动现金流净额≥1.5 亿元。标准三：市值≥80 亿元，最近 1 年净利润为正，最近 1 年营业收入不低于 8 亿元。原主板标准：（1）三年累计≥3000 万元；3 年经营活动现金流净额累计≥5000 万元，或者 3 年营业收入累计≥3 亿元；（2）无形资产比例（不含土地使用权等）在最近一期期末净资产的比例不得超过 20%；（3）发行前股本总额不低于人民币 3000 万元。	标准一：市值 10 亿，两年盈利 5000 万，或者一年盈利且收入≥1 亿。 标准二：市值 15 亿元，营业收入≥2 亿，且 3 年研发投入占比≥15%。 标准三：市值 20 亿元，营业收入≥3 亿元，且三年现金流量≥1 亿元。 标准四：市值 30 亿元，营业收入≥3 亿元。 标准五：市值 40 亿元，已获得阶段性成果并获得知名投资。机构投资	标准一：两年盈利且累积净利润≥5000 万元。 标准二：预计市值≥10 亿元，最近一年净利润为正且收入≥1 亿元。 标准三：预计市值≥50 亿元，且最近一年营业收入≥3 亿元。	标准一：预计市值不低于 2 亿元，最近两年利润均不低于 1500 万元且加权平均净资产收益率平均不低于 8%（原精选层 10%），或者最近一年净利润不低于 2500 万元，且加权平均净资产收益率不低于 8%（原精选层 10%）。 标准二：预计市值不低于 4 亿元，最近两年营业收入平均不低于 1 亿元，且最近一年营业收入增长率不低于 30%，最近一年经营活动产生的现金流量净额为正。 标准三：预计市值不低于 8 亿元，最近两年营业收入平均不低于 2 亿元，最近两年研发投入合计占最近两年营业收入合计比例不低于 8%。 标准四：预计市值不低于 15 亿元，最近两年研发投入合计不低于 5000 万元。
重大资产重组	重组上市，标的资产应当符合以下条件；最近 3 年连续盈利，且最近 3 年净利润累计不低于 1.5 亿元，最近 1 年净利润不低于 6000 万元，最近 3 年经营活动产生的现金流量净额累计不低于 1 亿元或者营业收入累计不低于 10 亿元。	重组上市，标的资产应符合以下条件：（一）最近两年净利润为正且累计不低于 5000 万元；（二）最近一年营业收入不低于 3 亿元，且最近 3 年经营活动产生的现金流净额累计不低于 1 亿元。	重组上市，标的资产条件：(一)最近一年营业收入不低于人民币 5 亿元，最近两年净利润为正且累计不低于 5000 万元；（二）最近一年营业收入不低于 5 亿元，且最近 3 年经营活动产生的现金流净额累计不低于 1 亿元。	重组上市，标的资产符合两项条件之一：1）最近两年利润均不低于 1500 万元且加权平均净资产收益率平均不低于 8%，或者最近一年净利润不低于 2500 万元，且加权平均净资产收益率不低于 8%。2）最近两年营业收入平均不低于 1 亿元，且最近一年营业收入增长率不低于 30%，最近一年经营活动产生的现金流量净额为正。
减持制度	1）发行人控股股东和实际控制人及其亲属应当披露所持股份 36 个月不得转让的锁定安排；2）应披露锁定期安排，特别是尚未盈利情况下发行人控股股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员股份的锁定期安排。	1）高管团队锁定期延长至 3 年。3 年后仍然没有盈利的，最多再锁定两年。2）控股股东承诺 36 个月不减持，核心技术人员股份锁定期由 3 年调整为 1 年。3）董事每人每年二级市场减持不超过总股数的 1%，非公开转让不限制。大宗交易转让的，接收方禁售期 12 个月。4）战略投资者锁定期不少于 1 年。	1）控股股东首发股份上市后锁定 36 个月 2）设置限售期引导网下投资者审慎报价，发行人和主承销商可采用摇号限售或比例限售方式，对一定比例网下发行证券设置不少于 6 个月的限售期。	控股股东、实际控制人、10%以上股东所持有的公开发行前股份在上市后限售 12 个月。持股 5%以上股东、实际控制人、董事、监事、高级管理人员计划通过北交所集中竞价减持股份，应当在首次卖出的 15 个交易日内预先披露减持计划；拟在三个月内通过北交所集中竞价交易减持股份的总数超过公司股份总数 1%的，还应当在首次卖出的 30 个交易日内预先披露减持计划。
交易规则	日涨跌幅 10%；上市后前 5 个交易日不设涨跌幅；新增临时停牌（无价格限制的股票较开盘价上涨或下跌超过 30%、60%分别停牌 10 分钟）	日涨跌幅 20%，上市后前 5 个交易日不设涨跌幅限制；临时停牌机制。	日涨跌幅 20%，上市后前 5 个交易日不设涨跌幅限制；临时停牌机制。	上市首日不设涨跌幅限制；上市次日起涨跌幅 30%；临时停牌机制。

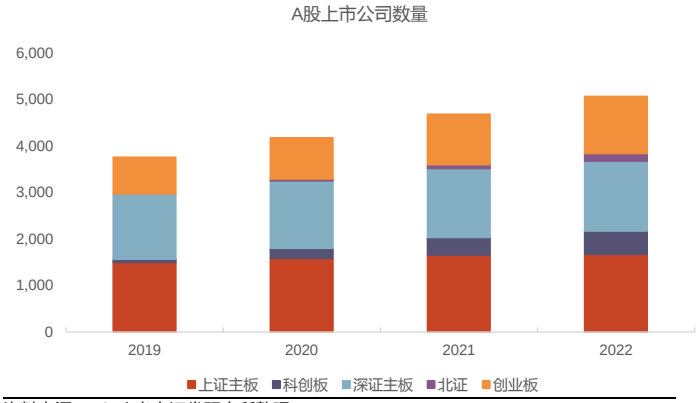
资料来源：上海证券交易所、深圳证券交易所，北京证券交易所，光大证券研究所整理

图 1：A 股科创板和创业板上市公司占比逐年提升



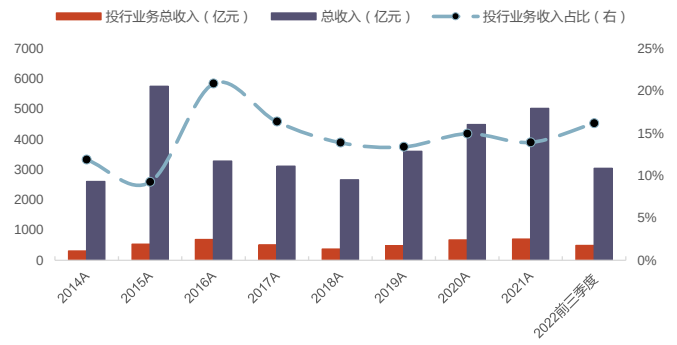
资料来源：wind,光大证券研究所整理

图 2：近年来 A 股上市公司数量不断增加



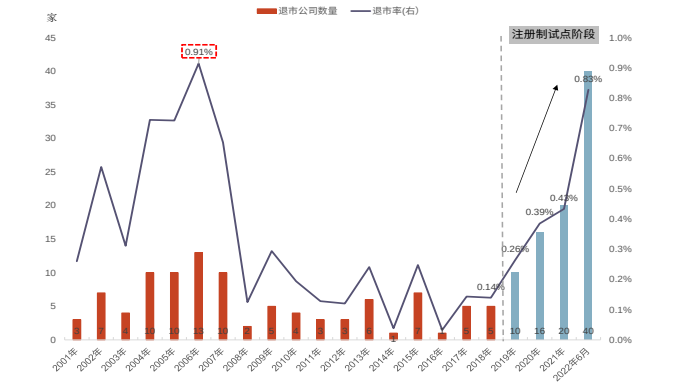
资料来源：wind,光大证券研究所整理

图 3：证券行业投行业务收入占比



资料来源：wind,光大证券研究所整理

图 4：注册制试点后中国上市公司退市率上升明显



资料来源： wind，光大证券研究所整理（截至 2022 年 6 月末）
注：退市率=当年退市公司数量/当年末上市公司总和（wind 全 A 口径）

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