

全面实行注册制制度规则点评

券商全面迎来专业投行时代

◆ 行业快评

◆ 非银金融

◆ 投资评级：超配（维持评级）

证券分析师： 戴丹苗 0755-81982379
证券分析师： 王剑 021-60875165

daidanmiao@guosen.com.cn
wangjian@guosen.com.cn

执证编码：S0980520040003
执证编码：S0980518070002

事项：

2023年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，全面实行股票发行注册制改革正式启动。这次公开征求意见的制度规则包括《首次公开发行股票注册管理办法》等证监会规章及配套的规范性文件，涉及注册制安排、保荐承销、并购重组等方面。沪深证券交易所、全国股转公司（北交所）、中国结算、中证金融等同步就《股票发行上市审核规则》等业务规则向社会公开征求意见。本次改革基于试点注册制经验对相关制度规则做了全面梳理和系统完善，主要是对试点阶段行之有效的做法进行优化和定型，统一规则表述，取消“试点”字样等。

主要内容：

全面实行注册制不仅涉及沪深交易所主板、新三板基础层和创新层，也涉及已实行注册制的科创板、创业板和北交所。在制度规则层级方面，既有证监会规章、规范性文件，也包括证券交易场所、证券登记结算机构等方面的业务规则，以及规则适用指引、业务指南等具体操作性文件。在规制内容方面，除了IPO，还有再融资、并购重组，也涵盖了交易、信息披露、投资者保护等方面。在产品方面，不仅包括股票，还包括可转换公司债券、优先股、存托凭证等。

◆ 优化发行上市审核注册机制，提高审核注册的效率

此次改革保持交易所审核、证监会注册的基本架构不变，进一步明晰交易所和证监会的职责分工，提高审核注册的效率和可预期性。同时，加强证监会对交易所审核工作的监督指导，切实把好资本市场入口关。

在交易所审核环节，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。审核过程中，发现在审项目涉及重大敏感事项、重大无先例情况、重大舆情、重大违法线索的，及时向证监会请示报告。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。

在证监会注册环节，证监会基于交易所审核意见依法履行注册程序，在20个工作日内对发行人的注册申请作出是否同意注册的决定。

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。一是统一审核理念、标准，保持审核尺度一致。二是在交易所审核过程中，按标准选取或按一定比例随机抽取在审项目，关注交易所审核理念、标准的执行情况。三是督促交易所建立健全“防火墙”、加强质控部门和上市委、重组委把关责任等内部制衡机制。四是对交易所发行上市审核工作定期或不定期开展检查。

◆ 以更加市场化便利化为导向，进一步改进主板交易制度

本次改革借鉴科创板、创业板经验，以更加市场化便利化为导向，进一步改进主板交易制度。主要措施包括：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。

值得注意的是，这次改革从主板实际出发，对两项制度未作调整。一是自新股上市第6个交易日起，日涨跌幅限制继续保持10%不变。从实践经验看，主板存量股票及新股第6个交易日波动率相对较低，10%

的涨跌幅限制可以满足绝大部分股票的定价需求。二是维持主板现行投资者适当性要求不变，对投资者资产、投资经验等不作限制。

◆ 加强事前事中事后全过程监管，督促各市场主体归位尽职

放管结合是注册制改革的题中应有之义。此次改革总的思路是，加强事前事中事后全过程监管，在“放”的同时加大“管”的力度，督促各市场主体归位尽职，营造良好市场生态。

在前端，坚守板块定位，压实发行人、中介机构、交易所等各层面责任，严格审核，严把上市公司质量关。同时，科学合理保持新股发行常态化，保持投融资动态平衡，促进一二级市场协调发展。

在中端，加强发行监管与上市公司持续监管的联动，规范上市公司治理。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。畅通强制退市、主动退市、并购重组、破产重整等多元退出渠道，促进上市公司优胜劣汰。严格实施退市制度，强化退市监管，健全重大退市风险处置机制。

在后端，保持“零容忍”执法高压态势。建立健全从严打击证券违法活动的执法司法体制机制，严厉打击欺诈发行、财务造假等严重违法行为，严肃追究发行人、中介机构及相关人员责任，形成强有力的震慑。

◆ 对公权力运行实施监督制衡，强化市场约束和法治约束

注册制改革的本质是把选择权交给市场，强化市场约束和法治约束，这有利于公权力规范透明运行。证监会通过一系列制度安排和有力举措，用严要求、严纪律为注册制改革保驾护航。

在审核注册流程方面，建立分级把关、集体决策的内控机制，防范权力过于集中。突出抓好透明度建设，审核注册的标准、程序、内容、过程、结果全部公开，接受社会监督。

在业务监督方面，完善交易所权责清单，建立健全交易所内部治理机制。证监会加强对交易所审核工作的监督和考核，督促交易所提高审核质量。证监会内部也将强化内审部门对发行注册的业务监督。

在廉政监督方面，坚持和完善对交易所的抵近式监督和对发行审核注册的嵌入式监督，从严管理审核注册人员、上市委和重组委委员，对资本市场领域腐败“零容忍”，持之以恒正风肃纪。

评论：

这次改革将进一步完善资本市场基础制度，主要包括：完善发行承销制度，约束非理性定价；改进交易制度，优化融资融券和转融通机制；完善上市公司独立董事制度；健全常态化退市机制，畅通多元退出渠道；加快投资端改革，引入更多中长期资金。同时，支持全国股转系统探索完善更加契合中小企业特点的基础制度。此次改革将促进券商向专业化转型，激发券商投行业务活力。

◆ 全面注册制改革将进一步完善我国资本市场基础制度，促进多层次资本市场发展

全面注册制改革后，多层次资本市场的板块架构更加清晰，特色更加鲜明。经过 30 多年的改革发展，我国证券交易所市场由单一板块逐步向多层次拓展，错位发展、功能互补的市场格局基本形成。全面注册制实行以后，主板要突出大盘蓝筹特色，重点支持业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大、具有行业代表性的优质企业。相应的，此次改革设置多元包容的上市条件，并与科创板、创业板拉开距离，多层次资本市场体系将更加清晰，基本覆盖不同行业、不同类型、不同成长阶段的企业。主板主要服务于成熟期大型企业；科创板突出“硬科技”特色，发挥资本市场改革“试验田”作用；创业板主要服务于成长型创新创业企业；北交所与全国股转系统共同打造服务创新型中小企业主阵地。

◆ 券商投行服务将由“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。

注册制将促进券商通过部门协作提供精细服务。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。

◆ 注册制将促进券商构建以“客户为中心”的投行服务模式

注册制将促进券商以客户为中心，提升专业能力，龙头券商优势更大。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。

注册制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，投行专业顾问需要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，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。

投资建议：

随着全面注册制正式启动，证券行业整体向专业化、差异化、特色化发展，从短期来看，随着压制市场的风险因素得以缓释，市场情绪改善，券商板块有望迎来反转效应。从长期来看，作为我国经济转型的重要抓手，券商会长期受益于资本市场制度改革以及财富管理大时代的红利。建议关注风险管理能力、研究定价能力、业务布局方面均有优势且投行业务领先的龙头券商中信证券、中信建投、中金公司，同时，也建议关注赛道独特的互联网券商东方财富。

风险提示：

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；创新推进不及预期等。

相关研究报告：

《证券行业 2022 年 10 月投资策略-券商板块超跌，关注估值修复》——2022-10-11

《财富管理行业专题-黑石集团：另类投资领头羊》——2022-08-22

《保险股价复盘：经济恢复下的弹性标的》——2022-06-16

《财富管理行业专题-美国资本集团：以长期主义为信仰》——2022-06-13

《交易所行业 2022 年 6 月跟踪-ETF 互联互通将使交易量更平稳》——2022-06-08

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

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

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。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并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中意见或建议不一致的投资决策。

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，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布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

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层

邮编：518046 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 层

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