

非银金融

全面注册制正式启动，券商显著受益

事件：2月1日晚，证监会发布公告称，全面实行股票发行注册制，证监会就全面实行股票发行注册制涉及的《首次公开发行股票注册管理办法》等主要制度规则草案向社会公开征求意见，三大交易所也同步发布配套规则征求意见稿。

点评：

此次制度安排覆盖沪深交易所主板、新三板基础层和创新层以及已实行注册制的科创板、创业板和北交所，重中之重是上交所、深交所主板。改革后主板突出大盘蓝筹特色，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。此前创业板、科创板和北交所各自有较为鲜明的定位，科创板突出“硬科技”特色，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。成熟大型企业，以及金融、房地产等被列入负面清单的行业直接融资渠道不够畅通，而此次全面注册制的落地，预示着我国多层次资本市场构建基本完成，多层次资本市场体系将更加清晰，我国金融机构服务实体经济实力显著提升。

具体来看，本次改革对资本市场各个环节有什么影响：

1、上市环节：注册制仅保留了企业公开发行股票必要的资格条件、合规条件，将核准制下的实质性门槛尽可能转化为信息披露要求，监管部门不再对企业的投资价值作出判断。审核注册的标准、程序、内容、过程、结果全部向社会公开，公权力运行全程透。

点评：根据创业板核准制发行效率和注册制发行效率对比来看，注册制改革最显著的益处在于将有效缩短审核周期，大大提升了股票上市发行效率。直接提升了实体经济融资效率和券商投行盈利能力，打开资本市场与实体经济的“双赢”局面。长期来看，利好资本市场高质量发展，公司上市效率的提升意味着可配置资源的增加，激发券商等金融机构资产配置能力和产品研发能力的提升，进一步推动财富管理相关服务能力的提升。服务功

投资评级

增持

上调评级

行业走势图



作者

薄晓旭 分析师
SAC执业证书: S0640513070004
联系电话: 0755-33061704
邮箱: boxx@avicsec.com

师梦泽 分析师
SAC执业证书: S0640523010001
联系电话: 010-59219557
邮箱: shimz@avicsec.com

相关研究报告

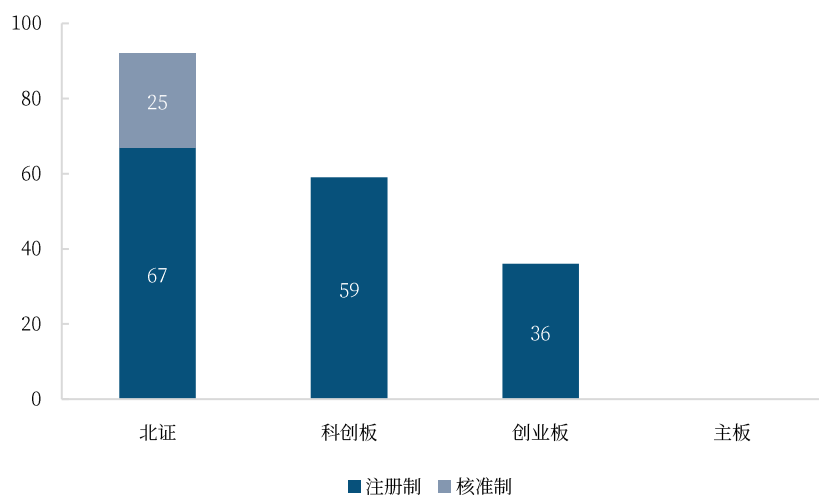
非银行业周报 (2023年第三期): 基金规模有望回暖, 关注财富管理条线 —2023-01-30
非银行业周报 (2023年第二期): 关注业绩表现, 抓住结构性行情 —2023-01-16
业绩改善可期, 布局财富管理、投行业务、机构业务三大主线 —2023-01-14

能的完善和产品序列的丰富有望吸引居民财富向权益市场转移，激发市场活跃度的提升。

2、发行环节：完善新股询价定价机制，以询价定价为主体，直接定价为补充的定价机制，允许主板、科创板采取直接定价方式，询价对象新增期货公司。

点评：市场定价效率显著提升，新股定价更加市场化，破发率或继续上行。根据 iFIND 数据统计显示，2020 年至今，破发股票共 162 只，其中 137 只是注册制上市，占总注册制上市股票的 14.67%，25 只是核准制上市，占核准制上市股票总量的 5.4%。可以看出，发行节奏偏快，以及由于新股缺乏活跃市场导致询价定价与市场价格出现偏差，导致注册制环境下新股破发比例远大于核准制。这也会倒逼券商提升研究能力和定价能力。同时，本次改革同意主板使用直接定价的方式，也增强了券商与询价对象之间的价格博弈，市场化程度进一步加深。

图表 1：破发股票上市板分布（家）



资料来源：ifind，中航证券研究所

3、交易制度：此次改革对主板交易制度进行了 3 方面的改革：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。同时，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。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。

点评：交易机制更加市场化和便利化，市场价格博弈更加充分，企业估值也将更加合理，有增强新股的流通性和大额交易对个别股票价格的冲击。

4、退市环节：建立常态化退市机制，简化退市程序，完善退市标准，退市力度明显加大。

点评：退市规则更加完善，壳资源价值不再，促进企业优胜劣汰，提高上市公司质量，重塑良性资本市场生态。另一方面，结合更加高效的发行制度，市场供需改变，企业估值将更加合理，特别是中小企业，估值将逐渐接近成熟市场。

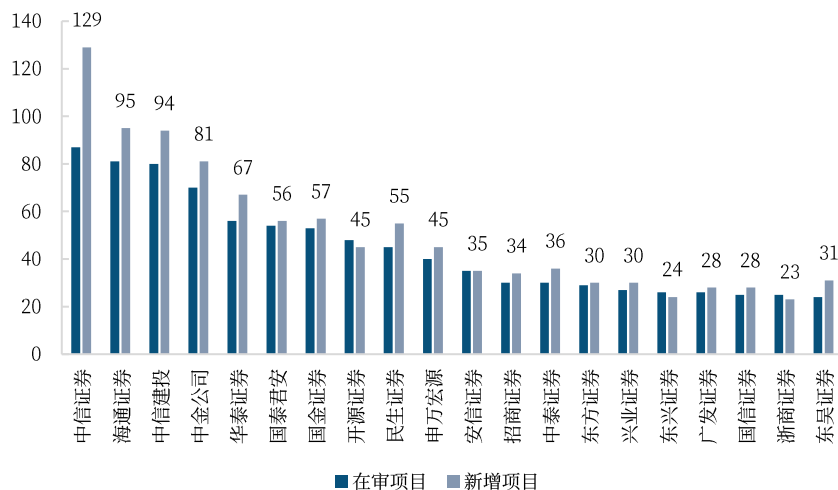
5、监管环节：再次强调加强事前事中事后全过程监管，坚守板块定位，压实发行人、中介机构、交易所等各层面责任。

点评：全面注册制的落地绝不意味着上市审核质量要求的放松，相反，对券商等中介机构的信息披露、风险监控等能力提出了更高的要求。

聚焦券商板块，本次改革对于券商各项业务有什么影响：

1、投行业务：全面注册制对券商而言最直接的影响是可以增厚投行业务利润。根据 WIND 数据统计显示，截至 2 月 1 日，IPO 审核处于推进状态的公司共有 854 家。其中，深证主板 122 家，上证主板 172 家，北证 85 家，创业板 330 家，科创板 145 家。同时，根据 WIND 数据统计的保荐机构在审及新增项目统计显示，2022 年-2023 年 2 月 1 日，83 家券商在审项目合计 1181 件，合计新增项目 1313 件。其中，中信证券在审项目 87 件，新增项目 129 件，均位居行业第一，项目储备 2-5 的券商分别为海通证券、中信建投、中金公司、华泰证券，均为优势显著的头部券商。另一方面，部分特色化中小券商同样表现出色，如国金证券、开源证券等，项目储备位居行业前十。全面注册制的落地直接提振券商投行业务，项目储备丰富的券商优势明显。

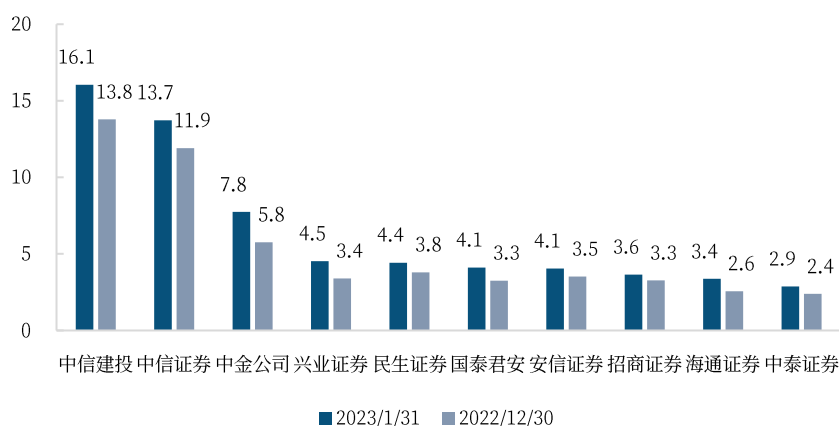
图表 2：前 20 名券商在审项目和新增项目情况（个）



资料来源: wind, 中航证券研究所

除此之外,全面注册制的落地对券商投行的经营模式带来重大变革,推动投行转型。投入方面,注册制不仅仅关注券商的承销能力,还对其定价能力、研究能力、部门协同等综合实力提出了更高的要求。产出方面,注册制下,投行也不仅仅能为券商提供承销保荐费用收入,还为券商带来跟投等新的盈利渠道。根据 iFIND 数据统计显示,截至 2 月 1 日,503 只科创板上市的股票中,367 只实现浮盈,券商跟投合计实现浮盈 2016.77 亿元(假设全部跟投项目到期未赎回)。根据凤凰网统计,近九成保荐机构跟投处于浮盈状态。值得注意的是,证监会表明此次改革主板不实施保荐机构跟投制度,维持科创板、创业板现行跟投机制。也就是说,目前跟投收益仍以科创板和创业板为主。

图表 3: 截至日保荐机构跟投限售期未届满的科创板公司的累计浮盈(亿元)



资料来源: 凤凰网, 中航证券研究所

同时,主板上市公司以体量偏大的蓝筹公司为主,上市公司类型也更加多样,此类公司在信息披露、价值评估等方面的难度更大,相对的结果与券商建立长期关系,其带来的业务增量也非常可观,因此投行此时不仅作为通道业务,更是为公司财富管理等其他业务吸引大量高净值客户的入口,为企业提供投融资、市值管理、资产配置等全生命周期服务。投行业务优势辐射至其他业务。总而言之,注册制推动投行业务由原来的“通道型”业务向“大投行”模式转型,对综合实力的要求更高,预计投行马太效应将进一步加剧。

2、机构业务:全面注册制改革推动发行以及退市效率的提升,一方面可选标的更加丰富,投资所需的信息量同样增加,另一方面壳资源价值不再,投资风险加剧。因此对投资者的信息收集处理能力、研究分析能力等综合实力要求更高,个人投资者投资难度增加,财富将涌入专业化程度更高的

机构投资者，机构客户的数量和业务规模有望呈现出持续增长的态势，为券商带来的新的业绩增量。

3、财富管理业务：除了两融业务标的扩充，有望带来业务增量和业绩增长。此外，在高净值客户资源扩充、可配置标的丰富等方面间接受益于全面注册制改革。

投资建议：全面注册制利好政策落地，叠加市场持续企稳回升，券商迎来新的发展机会，投行、信用、经纪等业务显著受益，景气度提升。建议重点关注行业三大主线：一是投行项目储备丰富、定价能力强的券商，如中信建投、中金公司，二是经纪业务及两融业务市占率较高或规模显著扩张的券商，如东方财富、华泰证券；三是机构化业务规模增长带来的发展机会，重点关注机构业务牌照齐全、资金实力充足的低估值龙头券商，如中信证券、华泰证券。

◆ **风险提示：**权益市场波动、外部市场风险加剧

公司的投资评级如下:

买入: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅 10%以上。

持有: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数涨幅-10%~10%之间。

卖出: 未来六个月的投资收益相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业的投资评级如下:

增持: 未来六个月行业增长水平高于同期沪深 300 指数。

中性: 未来六个月行业增长水平与同期沪深 300 指数相若。

减持: 未来六个月行业增长水平低于同期沪深 300 指数。

研究团队介绍汇总:

中航证券非银团队;致力于券商、保险、多元金融板块研究,坚持对上市公司、行业监管及市场动态进行持续跟踪,并进行深度、及时、差异化分析。在中航产融的股东背景下,针对金控平台旗下券商、保险、信托、租赁、产业投资等多元金融各业态的协同等领域有更加深入的研究。

销售团队:

李裕淇, 18674857775, liyuqi@avicsec.com, S0640119010012

李友琳, 18665808487, liyoul@avicsec.com, S0640521050001

曾佳辉, 13764019163, zengjh@avicsec.com, S0640119020011

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,再次申明,本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: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证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

免责声明:

本报告由中航证券有限公司(已具备中国证券监督管理委员会批准的证券投资咨询业务资格)制作。本报告并非针对意图发送或为任何就发送、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示,否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权,不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向他人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议,而中航证券不会因接受本报告而视他们为客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠,但中航证券并不能担保其准确性或完整性。中航证券不对因使用本报告的材料而引致的损失负任何责任,除非该等损失因明确的法律或法规而引致。投资者不能仅依靠本报告以取代行使独立判断。在不同时期,中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告仅反映报告撰写日分析师个人的不同设想、见解及分析方法。为免生疑,本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易,向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意,及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所依据的研究或分析。

联系地址:北京市朝阳区望京街道望京东园四区2号楼中航产融大厦中航证券有限公司

公司网址: www.avicsec.com

联系电话: 010-59219558

传 真: 010-59562637