

信义山证汇通天下

证券研究报告

证券

全面注册制征求意见稿点评

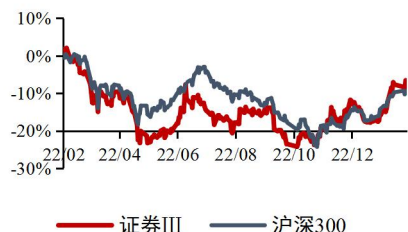
领先大市-A(维持)

主板注册制落地倒计时，头部和特色投行充分受益

2023年2月2日

行业研究/行业动态分析

证券板块近一年市场表现



资料来源：晨闻

首选股票	评级
600030.SH 中信证券	增持-A
600109.SH 国金证券	增持-A

相关报告：

【山证非银】证券行业年度策略：莫道
浮云终蔽日，严冬过尽绽春雷 2023.1.13

分析师：

刘丽

执业登记编码：S0760511050001

电话：0351--8686985

邮箱：liuli2@sxzq.com

孙田田

执业登记编码：S0760518030001

电话：0351-8686900

邮箱：suntiantian@sxzq.com

投资要点：

➤ **事件。**中国证监会和三家交易所发布公告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，此次征求意见的制度规则涉及注册制安排、保荐承销、并购重组等方面。全面注册制实施进入倒计时，资本市场进入全新篇章。

➤ **注册制改革的重点在主板。**相比于核准制，1) 企业盈利能力的硬性条件有所上升，主板更加明确服务成熟大型企业的定位。但可以看到发行条件也有宽容之处，例如发行时限由半年提升至一年。2) 主板交易制度结合注册制试点经验及自身特点进行了优化，新股上市前5个交易日不设涨跌幅限制。优化盘中临时停牌制度。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。但与科创板和创业板投资者有门槛相比，主板的投资者保持不变。

➤ **主板对发行企业财务状况要求提高。**核准制下发行人的财务市值要求需同时满足多条规定，注册制下将此条款分层，发行人满足任意一条即可进行申请，第一条相对核准制下的财务条款加强了净利润及现金流量标准，第二条与第三条相比第一条则放宽了净利润、营业收入、现金流量要求，新增了预计市值要求。相比于核准制，企业盈利能力的硬性条件有所上升，主板更加明确服务成熟大型企业的定位。但可以看到发行条件也有宽容之处，例如发行时限由半年提升至一年，对盈利未达预测50%的企业不再设置“36个月内不受理其公开发行证券申请”的限制。

➤ **头部券商及投行特色券商将充分受益。**注册制改革将促使投行业务服务链条拉长。需要建立陪伴式投资银行服务体系，引导建立中国特色的估值体系，更好落实高水平科技自立自强、建设现代化产业体系等战略部署。投行业务集中度提升、强者恒强。头部券商在项目储备及综合服务能力上优势明显，股权承销CR5到61.29%。投行业务迎来新“准绳”，监管引导做精做优。头部券商及投行特色券商将充分受益。IPO项目的储备情况来看，中信证券投行业务优势遥遥领先，尤其是在主板领域，有超过40家的项目储备。特色券商中，国金证券建立了投行业务的差异化优势，建议积极关注。

风险提示：二级市场大幅下滑、注册制政策推行不及预期

目录

1. 全面注册制已万事俱备.....	3
2. 注册制改革的重点在主板.....	4
3. 头部券商及投行特色券商将充分受益.....	7
图表 1：全面注册制政策梳理.....	3
图表 2：注册制市值及家数占比（亿元/%）.....	4
图表 3：注册制 IPO 融资额及占比情况（亿元/%）.....	4
图表 4：主板发行条款变化的部分内容.....	5
图表 5：其他交易所股票上市条件.....	5
图表 6：主板交易制度优化.....	6
图表 7：各板块资本市场定位清晰.....	7
图表 8：承销金额集中度对比.....	8
图表 9：IPO 项目储备情况（截止到 2023 年 2 月 2 日）.....	8

事件：2023 年 2 月 1 日，中国证监会发布公告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，此次征求意见的制度规则涉及注册制安排、保荐承销、并购重组等方面；各交易所、中证金融、中国结算同步就《股票发行上市审核规则》等业务规则向社会公开征求意见。

1. 全面注册制已万事俱备

全面注册制落地进入倒计时。全面实行股票发行注册制是十四五规划和 2035 年远景目标纲要提出的目标之一，也是我国资本市场生态体系深化改革中的重点任务之一。从 2018 年宣布设立科创板并试点注册制以来，我国股票发行制度从过去的核准制向着注册制大步迈进。各项政策加速落地，2019 年科创板在上交所开市，注册制试点正式开启，2020 年，深交所创业板开启注册制试点，2021 年北交所正式成立，多层次资本市场体系更加完善。2021 年 12 月召开的中央经济工作会议提出，要抓好要素市场化配套综合改革试点，全面实行股票发行注册制。2022 年 12 月，证监会贯彻学习中央经济会议精神大会上要求深入推进股票发行注册制改革，突出把选择权交给市场这个本质，放管结合，提升资源配置效率。2023 年春节过后，全面注册制的一系列征求稿向社会发布，落地进入倒计时。

图表 1：全面注册制政策梳理

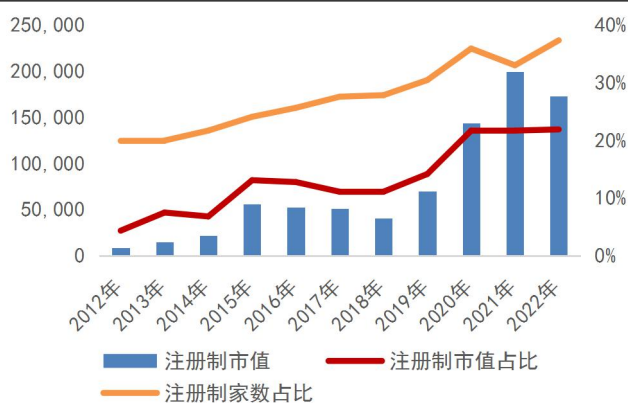
时间	文件	注册制相关内容
2021 年 12 月	中央经济工作会议	抓好要素市场化配置综合改革试点，全面实行股票发行注册制
2022 年 1 月	证监会系统工作会议	进一步完善以信息披露为核心的注册制安排，突出主板改革这个重中之重，加快推进发行监管转型
2022 年 3 月	“十四五”规划和 2035 年远景目标纲要	深化金融供给侧结构性改革，提高直接融资特别是股权融资比重。全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制
2022 年 3 月	2022 年政府工作报告	全面实行股票发行注册制，促进资本市场平稳健康发展。
2022 年 4 月	上市公司协会第三届会员大会	以全面实行股票发行注册制为契机，进一步增强发行上市、再融资、并购重组等基础制度对科技创新的适配性
2022 年 6 月	国家金融与发展实验室注册制改革研讨会	全面注册制改革，应以发挥市场机制功能为根本目标，加强基础性制度建设
2022 年 8 月	证监会主席易会满《求是》文章《努力建设中国特色现代资本市场》	以注册制改革试点为“牛鼻子”撬动资本市场基础制度大变革，在改革方向和理念上，充分体现坚持尊重注册制基本内涵、借鉴国际最佳实践、体现中国特色和发展阶段特征的三原则

2022 年 11 月	易会满 2022 金融街论坛年会主题演讲	坚持尊重注册制基本内涵、借鉴国际最佳实践、体现中国特色和发展阶段特征 3 个原则，突出把选择权交给市场这个本质，建立了以信息披露为核心、全流程公开透明的发行上市制度。坚持放管结合，加强事中事后监管，加强审核注册质量把关，统筹一二级市场适度平衡，强化拟上市企业股东信息披露穿透核查等。从注册制试点情况看，市场各方总体上是认可的，获得感也是强的
2022 年 12 月	证监会学习贯彻中央经济会议精神	深入推进股票发行注册制改革，突出把选择权交给市场这个本质，放管结合，提升资源配置效率
2023 年 2 月	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	优化注册程序、统一注册制度、完善监督制衡机制，推动上交所、深交所主板全面注册制改革

资料来源：中国证监会、中国政府网、上市公司协会，Wind，山西证券研究所

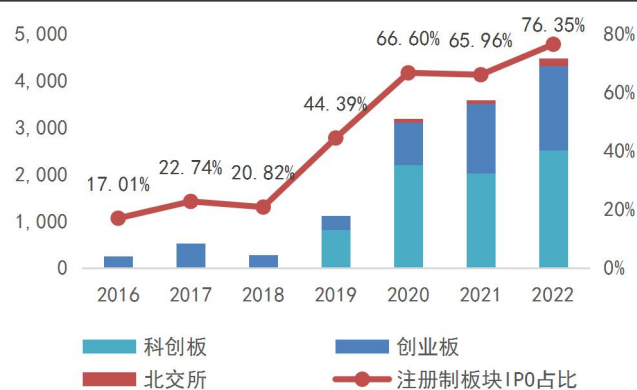
全面注册制条件基本具备。截止 2022 年 12 月末，已经有 1075 家注册制上市公司。其中，科创板上市公司达 501 家，总市值达到 5.82 万亿；创业板上市公司数量共计 1232 家，注册制后上市的企业为 412 家，总市值达到 11.27 万亿；北交所有 162 家企业，总市值达到 2110.50 亿元。4 年试点总结了丰富的经验，全市场实行注册制条件基本具备。沪深主板所作为我国资本市场体量最大、体系最成熟、影响最深远的交易中心，是本次全面注册制改革的重心，核准制到注册制的全面转变也标志着我国全方位、多层次、宽领域的资本市场体系进一步成熟。

图表 2：注册制市值及家数占比（亿元/%）



数据来源：Wind，山西证券研究所

图表 3：注册制 IPO 融资额及占比情况（亿元/%）



数据来源：wind，山西证券研究所

2. 注册制改革的重点在主板

本次变化最大的是主板。注册制与核准制最大的区别在于将审查权力交给市场，证券发行审核机构仅对注册文件作形式审查，不做实际判断，信息披露要求是注册制的核心。证监会发布的征求意见稿中对发行条件、注册程序、信息披露要求、监督管理办法等方面均有了新的表述。目前我国仅沪深主板未采用注册制，因此本次改革的重中之重为沪深主板。

主板对发行企业财务状况要求提高。核准制下发行人财务市值要求需同时满足多条规定，注册制下将此条款分层，发行人满足任意一条即可进行申请，第一条相对核准制下的财务条款加强了净利润及现金流量标准，第二条与第三条相比第一条则放宽了净利润、营业收入、现金流量要求，新增了预计市值要求。相比于核准制，企业盈利能力的硬性条件有所上升，主板更加明确服务成熟大型企业的定位。但可以看到发行条件也有宽容之处，例如发行时限由半年提升至一年，对盈利未达预测 50% 的企业不再设置“36 个月内不受理其公开发行证券申请”的限制。

图表 4：主板发行条款变化的部分内容

发行条款	核准制	注册制
主体资格	基本一致	
财务市值要求	最近 3 个会计年度：1、净利润均为正数且累计超过人民币 3000 万元。2、经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币 5000 万元或者营业收入累计超过人民币 3 亿元； 发行前股本总额不少于人民币 3000 万元。 最近一期末无形资产占净资产的比例不高于 20%； 最近一期末不存在未弥补亏损	1、最近三年净利润均为正，且最近三年净利润累计不低于 1.5 亿元，最近一年净利润不低于 6000 万元，最近三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； 2、预计市值不低于 50 亿元，且最近一年净利润为正，最近一年营业收入不低于 6 亿元，最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于 1.5 亿元。 3、预计市值不低于 80 亿元，且最近一年净利润为正，最近一年营业收入不低于 8 亿元。
程序要求	向中国证监会申报 证监会核准发行之日起，发行人应在 6 个月内发行股票	向交易所申报 证监会收到交易所审核意见及相关资料后，20 日内做出予以注册或不予注册决定 中国证监会的予以注册决定，自作出之日起一年内有效
信息披露	注册制对信息披露的资金投向、业绩影响因素等进一步细化明确	
监督管理	检查主体为：中介机构、发行机构 利润未达盈利预测 80% 主体责任人：法定代表人、盈利预测审核报告签字注册会计师 净利润未达盈利预测 50%：证监会 36 个月内不受理其公开发行证券申请	检查主体为：交易所 利润未达盈利预测 80% 主体责任人：法定代表人、财务负责人 净利润未达盈利预测 50%：证监会可采取责令改正、监管谈话、出具警示函等监管措施

资料来源：中国证监会、沪深交易所、山西证券研究所

图表 5：其他交易所股票上市条件

交易所	上市条件
创业板	三择其一： 1、最近两年净利润均为正，且累计净利润不低于 5000 万元。 2、预计市值不低于 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于 1 亿元 3、预计市值不低于 50 亿元，且最近一年营业收入不低于 3 亿元

科创板	五择其一： 1、预计市值不低于人民币 10 亿元，最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5000 万元，或者预计市值不低于人民币 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元 2、预计市值不低于人民币 15 亿元，最近一年营业收入不低于人民币 2 亿元，且最近三年研发投入合计占最近三年营业收入的比例不低于 15% 3、预计市值不低于人民币 20 亿元，最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元，且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币 1 亿元 4、预计市值不低于人民币 30 亿元，且最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元 5、预计市值不低于人民币 40 亿元，主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果，并获得知名投资机构一定金额的投资。
北交所	四择其一 1、预计市值不低于 2 亿元，最近两年净利润均不低于 1500 万元且加权平均净资产收益率平均不低于 8%；或预计市值不低于 4 亿元，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、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 3、预计市值不低于 8 亿元，最近一年营业收入不低于 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% 4、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

资料来源：中国证监会、沪深交易所、北交所、山西证券研究所

证监会对发行人的监管权力转移。从发行程序来看，发行人的申报部门由证监会转移至交易所，交易所审核后证监会做出予以或者不予注册的决定。从监督管理处罚条款商来看，证监会主要针对交易所的审查程序进行监管，将核准制下的实质性门槛尽可能转化为信息披露要求，证监会不再对企业的投资价值作出判断，部分权力下放至交易所。

主板交易制度进一步优化。主板交易制度结合注册制试点经验及自身特点，进行了三变两不变。三变分别为：一、新股上市前 5 个交易日不设涨跌幅限制，有利于更好的发挥市场定价机制。二、优化盘中临时停牌制度。三、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。两不变分别为：一、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，有利于降低投机行为，保护投资者利益。二、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，有利于维持市场正常秩序，保护投资者利益。

图表 6：主板交易制度优化

交易制度		原因分析
三变	新股上市前 5 个交易日不设涨跌幅限制	有利于市场更好地发挥资产定价功能
	优化盘中临时停牌制度	避免炒作、冷静市场情绪、保护投资者
	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	扩大市场流动性，更好发挥市场优胜劣汰、资产定价机制
两不变	新股上市第 6 个交易日起，日涨跌幅限制继续保持	降低投机行为，保护投资者

	10%不变	
	维持主板现行投资者适当性要求不变	避免市场参与主体大进大出，维持市场正常秩序，保护中小投资者利益

资料来源：中国证监会、山西证券研究所

多层次资本市场定位更加清晰。市场全面实行注册制后将进一步优化我国资本市场结构，通过明确上市规则、注册条款，沪深主板、科创板、创业板、北交所及股转系统的板块定位将更加明晰。沪深主板将突出大盘蓝筹定位，主要服务于成熟期大型企业，在上市条件方面与其他板块拉开差距；科创板将突出“硬科技”特色，提高对“硬科技”企业的包容性；创业板主要服务于成长型创新创业企业，允许未盈利企业到创业板上市，北交所及股转系统将探索更加契合创新型中小企业发展规律和成长特点的制度供给，更加精准服务创新型中小企业。

图表 7：各板块资本市场定位清晰

	科创板	创业板	北交所	主板
成立日期	2019 年 7 月	2009 年 10 月	2021 年 11 月	1990 年 12 月
注册制日期	2018 年 11 月习近平总书记宣布实行注册制试点	2020 年 8 月	2021 年 11 月	2023 年 2 月证监会发布全面注册制征求意见稿
板块定位	突出“硬科技”特色，发挥资本市场改革“试验田”作用	服务成长型创新创业企业，支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合	服务创新型中小企业主阵地	突出大盘蓝筹特色，服务成熟期大型企业

资料来源：中国证监会、山西证券研究所

3. 头部券商及投行特色券商将充分受益

注册制改革将促使投行业务服务链条拉长。全面注册制的实施将推动证券公司提高综合服务能力，拉长服务链条，构造全天候、精细化服务模式。注册制下的投行业务围绕优质企业提供综合性的服务，因此证券公司需要更强的投资能力、销售能力、研究能力，同时需要较强的风险识别、防范、化解能力。市场竞争将演变为证券公司整体机构服务能力的竞争。需要建立陪伴式投资银行服务体系，引导建立中国特色的估值体系，更好落实高水平科技自立自强、建设现代化产业体系等战略部署。

投行业务集中度提升、强者恒强。头部券商在项目储备及综合服务能力上优势明显，2022 年股权及债权承销规模集中度继续提升，股权承销 CR5 较 2021 年提升 1.10pct 到 61.29%，其中 IPO 承销规模集中度提升 2.48pct 至 57.92%；债券承销 CR5 较 2021 年提升 2.55pct 至 51.56%。同时“投行”+“投资”的联动更加频繁，投行业务资本化明显，跟投为证券公司贡献业绩的基础上也加大了业绩波动，投行与服务企业的联动更加紧密。

图表 8：承销金额集中度对比

单位：%	股权融资		IPO		增发		债券	
时间区间	2022	2021	2022	2021	2022	2021	2022	2021
CR5	61.29%	60.19%	57.92%	55.44%	65.58%	58.36%	51.56%	49.01%
CR10	74.12%	72.26%	74.04%	71.70%	77.00%	70.58%	66.88%	67.21%

数据来源：Wind、山西证券研究所

投行业务迎来新“准绳”，监管引导做精做优。2022年12月，中证协发布《证券公司投行业务质量评价办法（试行）》以业务项目执行和专业操守执行为评价基础，从评价范围、评级指标及内容、评价结果、评价方式四个方面入手，建立投行业务执业质量评价体系，将资本市场“看门人机制”的执行责任落实到具体业务，对“执业质量”的侧重程度相对更高。2022年12月9日，中证协发布了2022年证券公司投行业务质量评价结果，其中A类12家，主要有申万宏源承销保荐、国元证券、中信证券、华泰联合、中金公司、国金证券等。B类公司50家，C类公司15家。这是首份针对券商投行的质量评价，主要是为了进一步构建基于注册制的执业生态，与证监会要求的提高上市公司质量一脉相承。

头部券商及投行特色券商将充分受益。IPO项目的储备情况来看，中信证券投行业务优势遥遥领先，尤其是在主板领域，有超过40家的项目储备。特色券商中，国金证券建立了投行业务的差异化优势，建议积极关注。

图表 9：IPO项目储备情况（截止到2023年2月2日）

序号	保荐机构	合计	报审家数(按上市板)				
			上证主板	深证主板	北证	创业板	科创板
1	中信证券	110	25	18	4	38	23
2	中信建投	79	15	11	5	32	15
3	海通证券	66	10	5	5	25	21
4	民生证券	60	7	9	3	30	12
5	华泰联合	53	15	10	0	12	13
6	国泰君安	47	14	5	4	16	10
7	中金公司	47	7	6	1	11	20
8	招商证券	38	10	4	4	15	6
9	国金证券	37	1	7	1	16	7
10	国信证券	25	6	7	1	9	3

数据来源：Wind、山西证券研究所

风险提示：二级市场大幅下滑、注册制政策推行不及预期

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

