

全面注册制落地，打开券商业务发展空间

相关研究：

- 1.《证券行业双周报：市场情绪持续修复，把握券商板块配置机会》
2023.1.16

行业评级：增持

近十二个月行业表现



%	1 个月	3 个月	12 个月
相对收益	4	2	-4
绝对收益	6	12	-14

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：张智琨

证书编号：S0500521120002

Tel: 021-50295363

Email: zzl6599@xcsc.com

地址：上海市浦东新区银城路88号
中国人寿金融中心10楼

核心要点：

市场回顾：上周券商指数小幅下跌，估值仍处于历史相对低位

春节后第一周（1.30-2.3）上证指数基本持平，深证成指上涨 0.6%，沪深 300 指数下跌 1%，创业板指下跌-0.2%。非银金融(申万) 下跌 2.3%，涨跌幅排名 30/31，跑输沪深 300 指数 1.3pct；其中，券商指数下跌 1.5%，跑输沪深 300 指数 0.5pct，券商指数 PB 估值 1.26x，处于近十年的 9%分位。

周涨幅最大的五家券商分别为：红塔证券（+8.1%）、华鑫股份（+3.1%）、首创证券（+2.9%）、中金公司（+2.2%）、华创阳安（+1.7%）。

跌幅最大的五家券商分别为：东方财富（-2.8%）、财达证券（-2.8%）、兴业证券（-3.7%）、广发证券（-3.8%）、东方证券（-3.9%）。

行业周数据：上周市场交投较为活跃

经纪业务：春节后第一周（1.30-2.3），沪深两市日均股基成交额为 11063 亿元，环比上升 29%，期间北向资金净买入 342 亿元，市场交投较为活跃。

投行业务：春节后第一周（1.30-2.3），股权融资规模 221 亿元（环比-46%），其中 IPO 有 5 家，融资规模 61 亿元（环比+141%）；再融资 8 家，规模 159 亿元（环比-58%）。

资本中介业务：截至上周五（2.3），两市融资融券余额 1.55 万亿元（环比+2.7%），其中融资余额环比+2.8%，融券余额环比+1.2%。两融余额占 A 股总流通市值比例为 2.27%，环比+0.04pct。

行业动态：全面注册制落地，证券行业发展向好，投行业务直接受益

2 月 1 日，全面实行股票发行注册制改革正式启动，证监会、沪深交易所就相关制度公开征求意见。值得关注的是，主板上市门槛放宽，在此前的净利润、经营现金流及营业收入财务指标基础上，增加了两套市值标准，且取消了“无形资产占净资产比例”及“不存在未弥补亏损”的限制。此外，允许红筹企业在主板上市，并明确了上市标准。交易制度方面，主板新股上市前 5 个交易日不设涨跌幅限制、优化盘中临时停牌制度。

对券商而言，全面注册制实行后 IPO 审核流程将更加市场化，发行上市时间将大幅缩短，未来将保持科学常态化的发行节奏，投行业务将直接受益。同时，目前科创板和创业板存在跟投制度，尤其是科创板强制跟投为券商贡献投资收益，但也对保荐机构的项目筛选能力、定价能力提出更高要求。另一方面，资本市场扩容、融券券源增加，进而促进经纪及两融业务发展。

投资建议

全面注册制改革正式落地，资本市场持续扩容，进一步打开券商业务发展空间。当前券商板块估值处于历史低位，市场情绪逐步修复，板块具备配置价值。建议关注全面注册制改革及财富管理两条投资主线，维持行业“增持”评级。

风险提示

经济复苏不及预期；权益市场波动加剧，行业竞争加剧；监管政策收紧等。

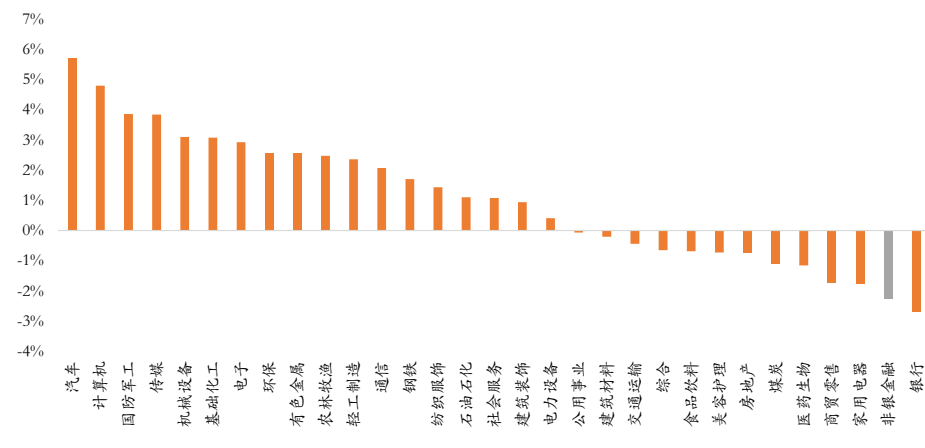
1 市场回顾

春节后第一周（1.30-2.3）上证指数基本持平，深证成指上涨 0.6%，沪深 300 指数下跌 1%，创业板指下跌-0.2%。非银金融(申万) 下跌 2.3%，涨跌幅排名 30/31，跑输沪深 300 指数 1.3pct；其中，券商指数下跌 1.5%，跑输沪深 300 指数 0.5pct，券商指数 PB 估值 1.26x，处于近十年的 9%分位。

周涨幅最大的五家券商分别为：红塔证券(+8.1%)、华鑫股份(+3.1%)、首创证券(+2.9%)、中金公司(+2.2%)、华创阳安(+1.7%)。

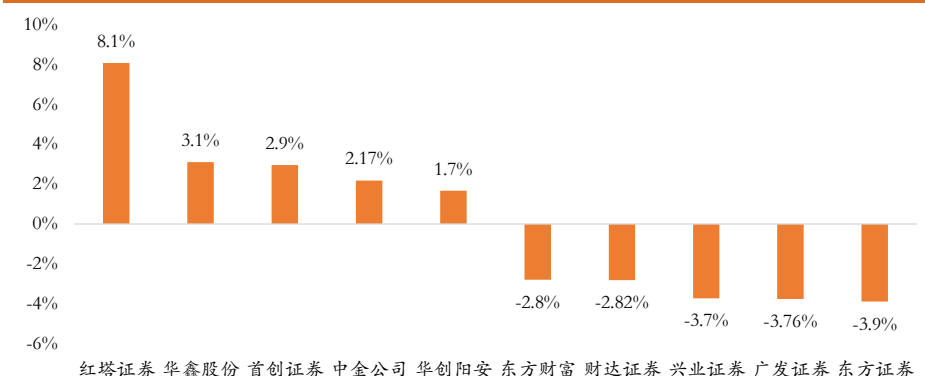
跌幅最大的五家券商分别为：东方财富(-2.8%)、财达证券(-2.8%)、兴业证券(-3.7%)、广发证券(-3.8%)、东方证券(-3.9%)。

图 1 31 个申万一级行业涨跌幅（1 月 30 日-2 月 3 日）



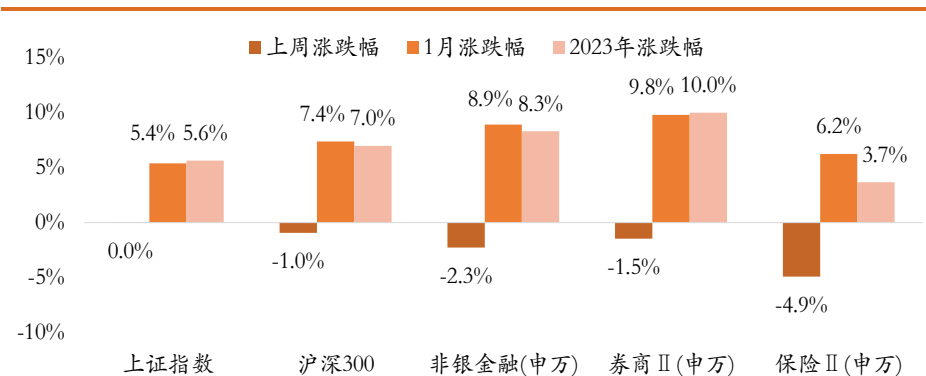
资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 2 上周涨幅前五和后五的券商（1 月 30 日-2 月 3 日）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 3 非银板块各细分行业涨跌幅（截至 2023 年 2 月 3 日）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 4 券商指数近 10 年市净率区间（截至 2023 年 2 月 3 日）



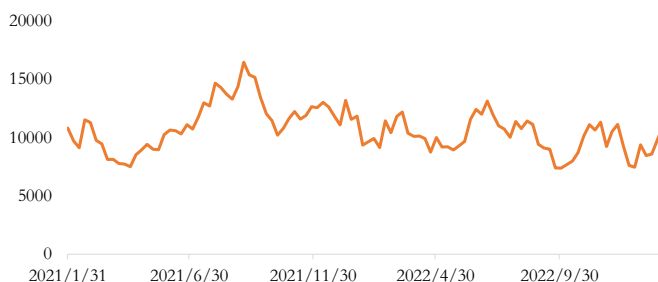
资料来源：Wind，湘财证券研究所

2 行业周数据

2.1 经纪业务

春节后第一周（1.30-2.3），沪深两市日均股基成交额 11063 亿元，环比上升 29%，期间北向资金净买入 342 亿元，市场交投较为活跃。

图 5 沪深两市每周日均股基成交额（亿元）

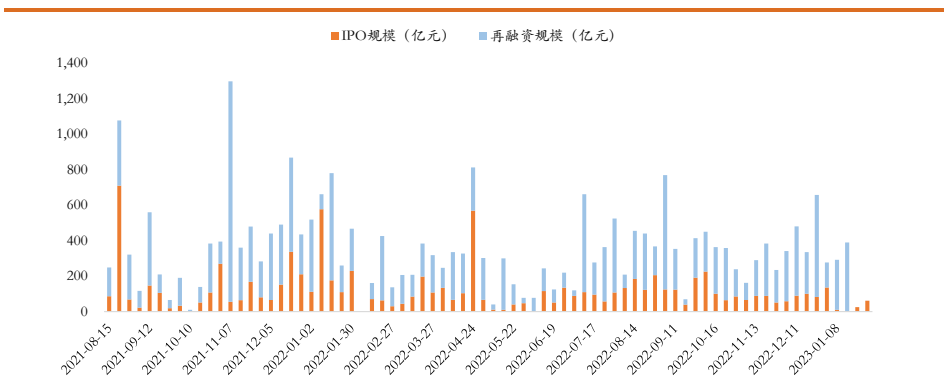


资料来源：Wind，湘财证券研究所（数据截至 2023 年 2 月 3 日）

2.2 投行业务

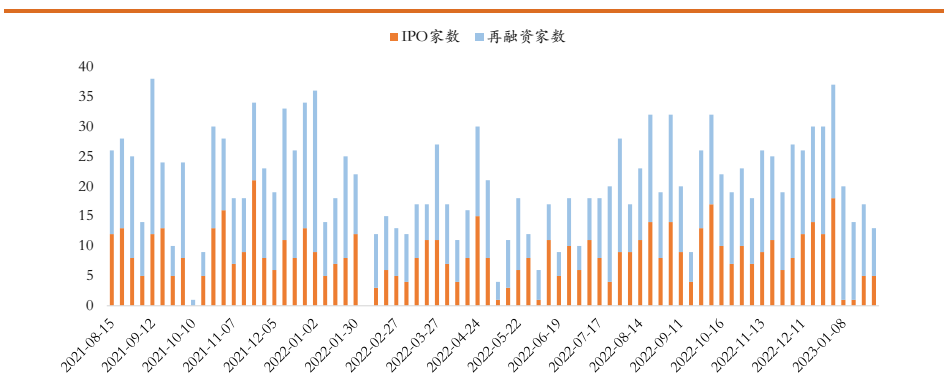
春节后第一周（1.30-2.3），股权融资规模 221 亿元（环比-46%），其中 IPO 有 5 家，融资规模 61 亿元（环比+141%）；再融资 8 家，规模 159 亿元（环比-58%）。

图 6 股权融资规模（再融资包含可转债、可交换债）



资料来源：Wind，湘财证券研究所（数据截至 2023 年 2 月 3 日）

图 7 股权融资家数（再融资包含可转债、可交换债）



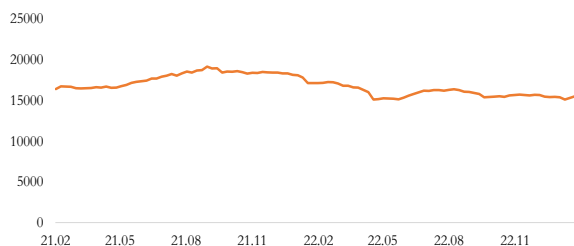
资料来源：Wind，湘财证券研究所（数据截至 2023 年 2 月 3 日）

2.3 资本中介业务

截至上周五（2.3），两市融资融券余额 1.55 万亿元（环比+2.7%），其中融资余额环比+2.8%，融券余额环比+1.2%。两融余额占 A 股总流通市值比例为 2.27%，环比+0.04pct。

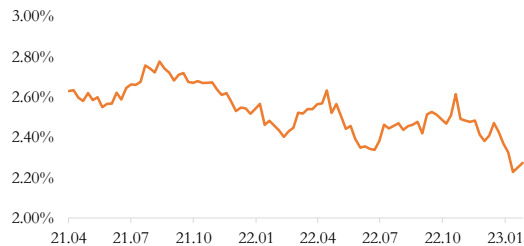
股票质押数量 3985 亿股（环比-0.02%），质押股数占总股本 5.17%，质押市值 3.48 万亿（环比+1.7%）。

图 8 沪深两市融资融券余额（亿元）



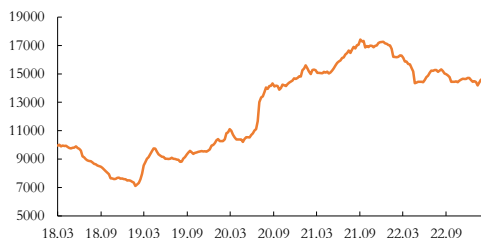
资料来源：Wind，湘财证券研究所（2023 年 2 月 3 日）

图 9 两融余额占 A 股总流通市值比例



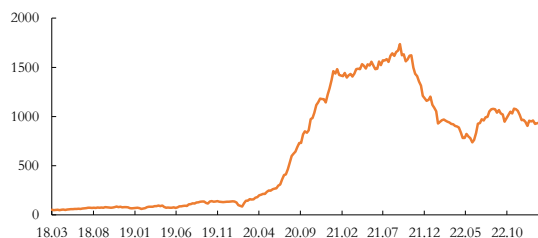
资料来源：Wind，湘财证券研究所（2023 年 2 月 3 日）

图 10 融资余额（亿元）



资料来源：Wind，湘财证券研究所（2023 年 2 月 3 日）

图 11 融券余额（亿元）



资料来源：Wind，湘财证券研究所（2023 年 2 月 3 日）

3 行业动态：全面注册制落地，证券行业发展向好

2023 年 2 月 1 日，全面实行股票发行注册制改革正式启动。证监会就《首次公开发行股票注册管理办法》、《上市公司证券发行注册管理办法》等规则向社会公开征求意见，同时上交所和深交所也就相关业务配套规则公开征求意见。总体而言，全面注册制改革内容主要包括优化注册程序、统一注册制度，以及市场关注度最高的主板发行上市条件、交易制度等方面的改革。

在优化上市审核注册机制方面，坚持交易所审核和证监会注册各有侧重、相互衔接的基本架构。进一步压实交易所发行上市审核主体责任，交易所对企业是否符合发行条件、上市条件和信息披露要求进行全面审核。证监会基于交易所的审核意见依法作出是否同意注册的决定。

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。

整合上交所、深交所试点注册制制度规则，制定统一的首次公开发行股票注册管理办法和上市公司证券发行注册管理办法，北交所注册制制度规则与上交所、深交所总体保持一致。交易所制定修订本所统一的股票发行上市审核业务规则。另外，全国股转系统同步实行注册制，有关安排与交易所保持总体一致。

主板上市门槛放宽，新股上市前 5 个交易日不设涨跌幅限制。主板在此前的净利润、经营现金流及营业收入财务指标基础上，增加了两套市值标准，且取消了“无形资产占净资产比例”及“不存在未弥补亏损”的限制，上市条件进一步放宽。此外，允许红筹企业在主板上市，并明确了上市标准。交易制度方面，借鉴科创板、创业板经验，主板新股上市前 5 个交易日不设涨跌幅限制、优化盘中临时停牌制度，但第 6 个交易日起，日涨跌幅限制继续保持 10% 不变。另外，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。

表 1 注册制改革前后主板发行上市主要条件对比

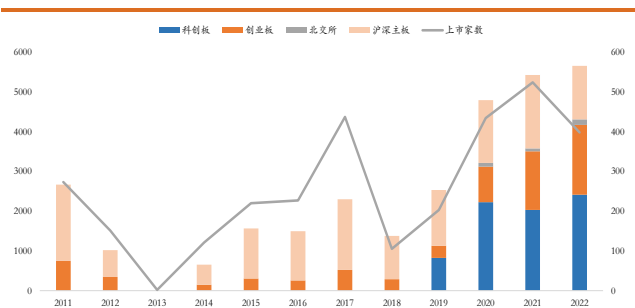
	上市条件（改革前）	上市条件（征求意见稿）
财务指标	发行人应当符合下列条件： （1）最近 3 个会计年度净利润均为正数且累计超过人民币 3000 万元，净利润以扣除非经常性损益前后较低者为计算依据； （2）最近 3 个会计年度经营活动产生的现金流量净额累计超过人民币 5000 万元；或者最近 3 个会计年度营业收入累计超过人民币 3 亿元； （3）最近一期末无形资产（扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等后）占净资产的比例不高于 20%； （4）最近一期末不存在未弥补亏损。	至少符合下列标准中的一项： （1）最近 3 年净利润均为正，且最近 3 年净利润累计不低于 1.5 亿元，最近一年净利润不低于 6000 万元，最近 3 年经营活动产生的现金流量净额累计不低于 1 亿元或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 3 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。
股本要求	发行前： 股本总额不少于人民币 3000 万元； 发行后： （1）公司股本总额不少于人民币 5000 万元； （2）公开发行的股份达到公司股份总数的 25% 以上；公司股本总额超过人民币 4 亿元的，公开发行股份的比例达到 10% 以上；	发行后： （1）股本总额不低于 5000 万元； （2）公开发行的股份达到公司股份总数的 25% 以上；公司股本总额超过 4 亿元的，公开发行股份的比例为 10% 以上；

资料来源：证监会，上交所，深交所，湘财证券研究所

对券商而言，全面注册制实行后 IPO 审核流程将更加市场化，发行上市时间将大幅缩短，未来将保持科学常态化的发行节奏，推动资本市场持续扩容，投行业务将直接受益。

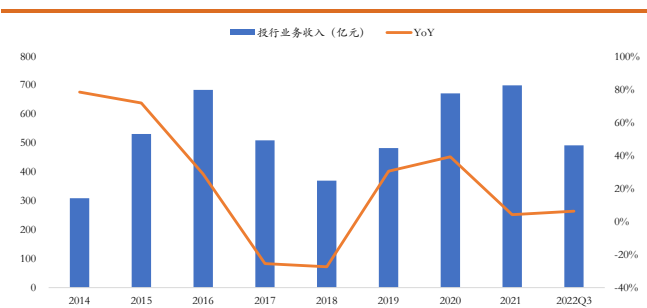
2019 年科创板试点注册制以来，IPO 规模和家数显著增长。其中，科创板 IPO 规模占比从 2019 年的 33% 提升至 2022 年的 43%，IPO 数量占比达 29%；创业板 IPO 规模占比从 2019 年的 12% 提升至 2022 年的 31%，IPO 数量占比达 35%。证券行业投行业务收入也随之快速增长，2022 前三季度投行业务收入达 492 亿元，占收入比重为 16%；2019-2022 前三季度投行收入同比增速分别达 +30%、+39%、+4%、+6%。

图 12 A 股 IPO 规模及公司数量



资料来源：Wind，湘财证券研究所

图 13 证券行业投行业务收入（含财务顾问收入）



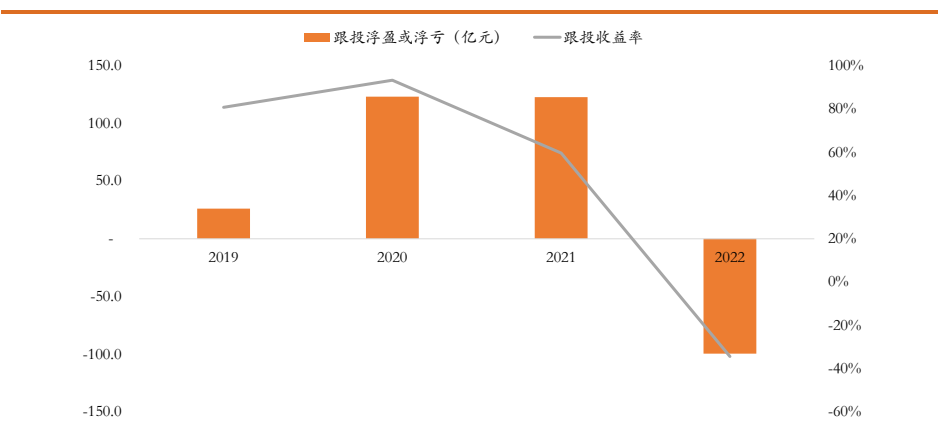
资料来源：证券业协会，湘财证券研究所

跟投为券商贡献投资收益，但也对保荐机构的项目筛选能力、定价能力提出更高要求。目前主板不要求跟投，而科创板和创业板均存在跟投制度，其中创业板跟投与否取决于发行人盈利情况、发行价格等因素，因此保荐机构参与创业板跟投的项目数量仍较少。相比之下，科创板强制要求保荐机构的相关子公司参与战略配售进行跟投，跟投比例在发行数量的 2%-5%，获配股份有 24 个月限售期。这意味着券商一方面可以享受跟投带来的浮盈，另一方面也对券商的定价能力要求更高，若定价过高将有亏损风险。

2019-2021 年券商参与科创板跟投浮盈分别达到 26.1 亿、123.2 亿、122.8 亿，但 2022 年新股定价偏高，平均发行市盈率显著提高，叠加整体市场环境低迷，首日破发股票增加，从而导致券商跟投首次出现浮亏。

从上市券商的跟投情况来看，IPO 项目较多的头部券商在 19-21 年间获得了可观的跟投收益，但 22 年基本都承受了浮亏。此外，跟投对券商资本实力的要求也比较高，19-22 年中金、中信、中信建投的科创板 IPO 累计跟投金额分别达到 52 亿、43 亿、34 亿。

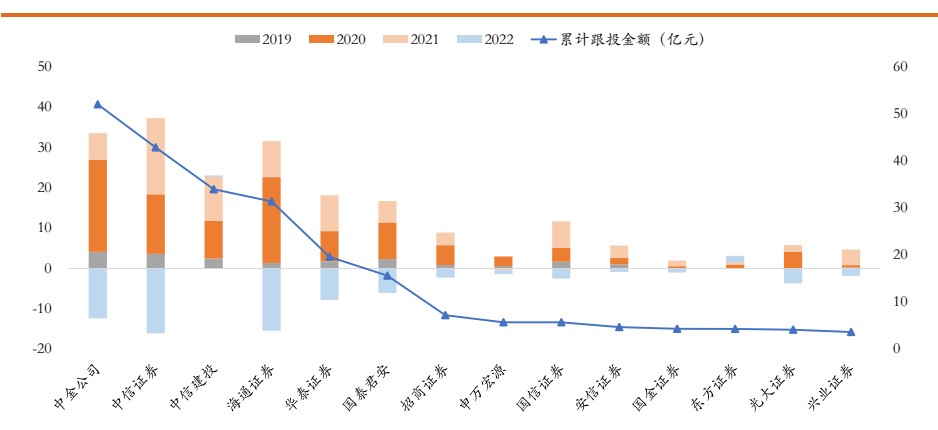
图 14 科创板保荐机构跟投浮盈及收益率（单位：亿元）



资料来源：Wind，湘财证券研究所

注：跟投收益为当年浮盈或浮亏，收益率=当年浮盈/跟投金额，假设锁定期结束未出售

图 15 上市券商科创板跟投浮盈及浮亏（单位：亿元）



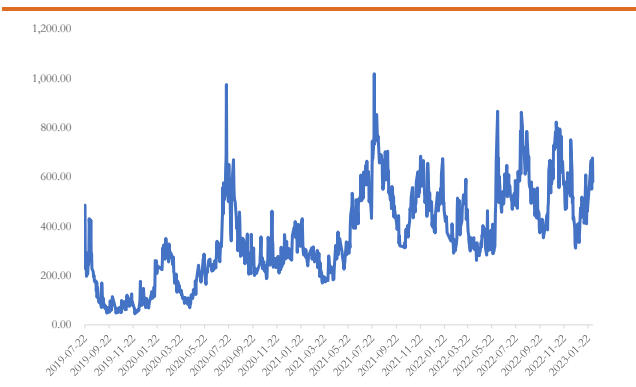
资料来源：Wind，湘财证券研究所

注：跟投收益为当年浮盈或浮亏，假设锁定期结束未出售

资本市场扩容推动经纪、两融业务发展。经纪业务方面，科创板和创业板试点注册制后，市场成交额显著提升，沪深两市日均股基成交额保持在 1 万亿之上成为常态。

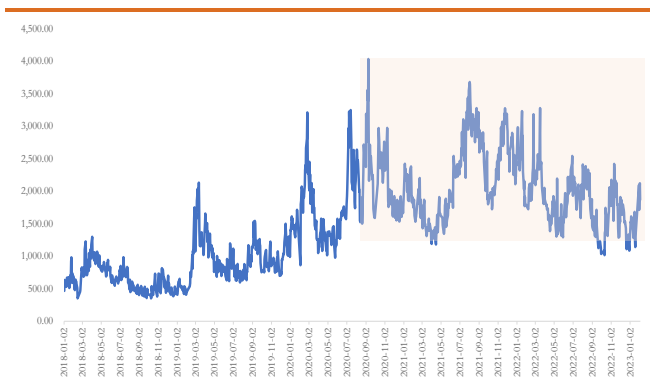
两融业务方面，注册制下首次公开发行的股票自上市首日起可作为融资融券的标的证券，以及可充抵保证金证券，允许机构投资者及参与跟投的战略投资者作为出借人参与证券出借。因此，随着融券券源增加，可以看到融券余额占两融余额比例明显提升，2021 年 4 月融券余额高点达到 1517 亿元（占比 9.2%），2022 年末占比达 6.2%。

图 16 科创板推出后成交金额稳步提升(单位: 亿元)



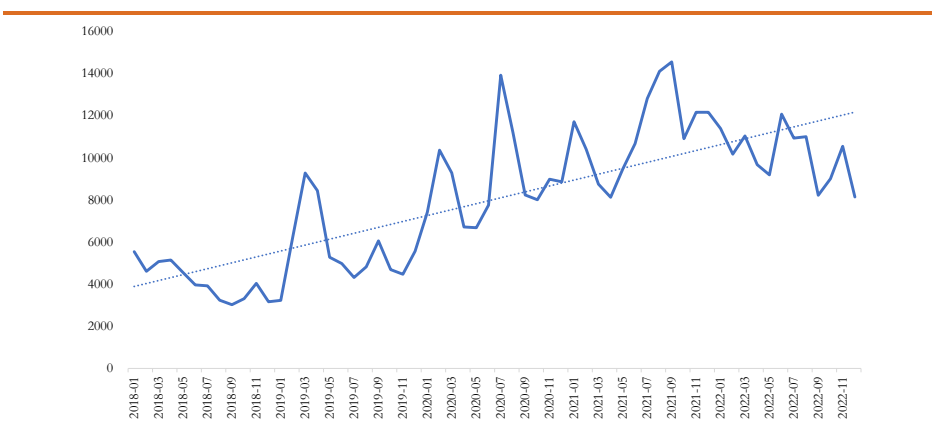
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 17 创业板注册制改革后成交额放大(单位: 亿元)



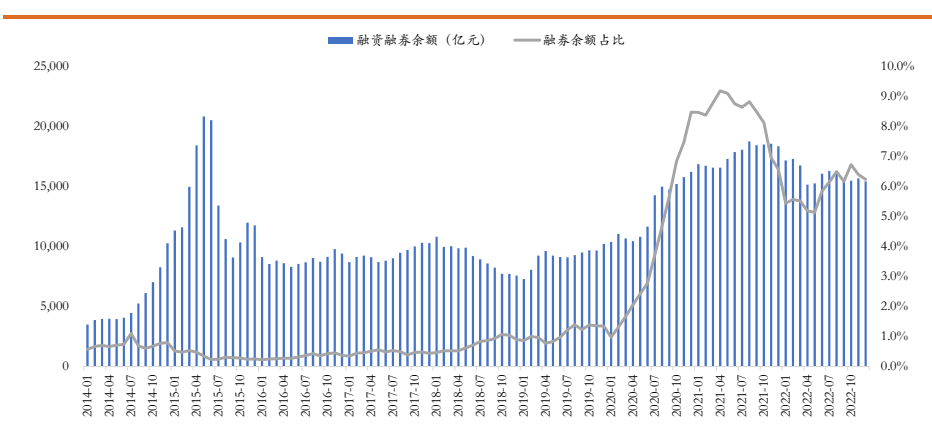
资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 18 沪深两市日均股基成交额(单位: 亿元)



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

图 19 融资融券余额及两融余额占比



资料来源: Wind, 湘财证券研究所

4 公司重要公告

表 2 上市券商重要公告

公司名称	公告日期	公告类型	公告内容
西部证券	2023-1-30	业绩预告	公司预计 2022 年归母净利润 4.04 亿元-4.74 亿元，比上年同期下降 66.41%-71.37%。公司营业收入较上年同期减少，主要系投资业务、证券经纪业务、信用业务、投资银行业务及研究发展业务收入减少所致。
中泰证券	2023-1-30	业绩预告	2022 年度实现归属于上市公司股东的净利润为 54,000 万元至 64,800 万元，同比下降 79.75%至 83.13%。公司证券投资业务投资收益及公允价值变动损益同比大幅减少，公司整体业绩同比下降。
财达证券	2023-1-31	业绩预告	预计 2022 年年度实现归属于母公司所有者的净利润约 2.70 亿元到 3.20 亿元，与上年同期相比，同比下降约 53%到 60%。证券投资收益（含公允价值变动）整体下滑成为影响公司业绩的主要原因，报告期内，公司自营、经纪等业务收入同比有所减少。
中原证券	2023-01-31	业绩预告	预计 2022 年度实现归属于母公司所有者的净利润 10,300 万元左右，与上年同期相比，将减少 41,021.03 万元左右，同比减少 79.93%左右。公司投资业务收益同比减少；受投行项目周期性影响，承销业务收益同比减少，导致公司净利润同比减少。
太平洋	2023-01-31	业绩预告	预计公司 2022 年度实现归属于上市公司股东的净利润-5.30 亿元到-3.70 亿元，与上年同期相比将出现亏损。由于计提资产减值准备及预计负债、终止确认部分递延所得税资产等原因，造成公司本年度亏损。
红塔证券	2023-01-31	业绩预告	预计公司 2022 年年度实现归属于母公司所有者的净利润为 3,357.17 万元，与上年同期相比减少 154,265.78 万元，同比减少 97.87%。投资收益和公允价值变动损益同比减少，导致公司净利润发生较大变化。
东兴证券	2023-01-31	业绩预告	预计 2022 年度实现归属于母公司所有者的净利润 45,000 万元到 55,000 万元，同比减少 110,224.36 万元到 120,224.36 万元，同比下降约 66.71%到 72.76%。公司权益性投资业务收入较上年同期出现一定幅度的下滑，经纪业务净收入较上年同期减少，导致公司整体业绩下降。
西南证券	2023-01-31	业绩预告	预计 2022 年实现归母净利润约 2.50 亿元到 3.75 亿元，与上年同期相比，将减少约 6.63 亿元到 7.88 亿元，同比减少约 64%到 76%。

资料来源：公司公告，湘财证券研究所

5 投资建议

全面注册制改革正式落地，资本市场持续扩容，进一步打开券商业务发展空间。当前券商板块估值处于历史低位，市场情绪逐步修复，板块具备配置价值。建议关注全面注册制改革及财富管理两条投资主线，维持行业“增持”评级。

6 风险提示

经济复苏不及预期；权益市场波动加剧，行业竞争加剧；监管政策收紧。

分析师声明

本人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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

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%以上；

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。

重要声明

湘财证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。

本研究报告仅供湘财证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但对上述信息的来源、准确性及完整性不做任何保证。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，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，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券股份有限公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。