

证券 II

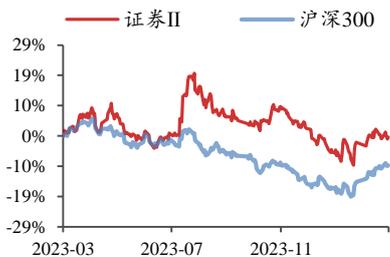
2024 年 03 月 17 日

提振投资者信心，供给侧改革提升证券行业集中度

——证监会一揽子政策点评

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

- 《资金增持 ETF 趋势延续，券商偏股和债基共同发力—2023Q4 基金销售渠道和基金市场数据点评》-2024.2.4
- 《证券行业并购进程或加速，看好并购主题机会—行业深度报告》-2023.12.14
- 《浙商证券发力同业并购，关注券商板块并购主题机会—行业收购事件点评》-2023.12.10

高超（分析师）

gaochao1@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

卢崑（联系人）

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790122030100

事件：2024 年 3 月 15 日证监会发布《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见（试行）》、《关于加强上市公司监管的意见（试行）》、《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见（试行）》以及《关于落实政治过硬能力过硬作风过硬标准全面加强证监会系统自身建设的意见》等 4 项政策文件。（要点汇总见附表 1 至表 4）

● 政策突出“强本强基”和“严监严管”，严把 IPO 入口，加强上市公司监管

(1) 严把拟上市企业申报质量，压实中介机构责任。严密关注拟上市企业是否存在上市前突击“清仓式”分红等情形。从严监管高价超募，综合考虑二级市场承受能力，实施新股发行逆周期调节。大幅提高对拟上市企业的随机抽取比例和加大问题导向现场检查力度。研究提高上市标准。从严审核未盈利企业。

(2) 加强上市公司监管，将减持与上市公司破净、破发、分红等“挂钩”。对通过离婚、质押平仓、转融通出借、融券卖出等方式绕道减持的行为严格监管。责令违规主体购回违规减持的股份并上缴价差。对多年未分红或股利支付率偏低的，加强监管约束。推动一年多次分红，引导更多公司回购注销。

(3) 推动证监会系统全面从严治党、党风廉政建设和反腐败斗争向纵深发展。

(4) 加强证券公司和公募基金监管，聚焦于校正行业机构定位、促进其功能发挥、提升专业服务能力和监管效能方面。

● 突出功能性首位，供给侧改革加速行业集中度提升，扎实推进公募费改

明确中长期证券行业发展规划：(1) 力争通过 5 年左右时间，推动形成 10 家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势。(2) 到 2035 年，形成 2 至 3 家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构。(3) 到本世纪中叶，形成综合实力和国际影响力全球领先的现代化证券基金行业。

政策影响：(1) 压实中介方责任，大幅提升现场检查，全面提升场外衍生品等重点业务监管。(2) 把功能性放在首位，践行金融报国、金融为民发展理念，正确处理好功能性和盈利性关系。公募基金费率改革推进下，行业综合费率或稳步下降，关注后续公募降佣和渠道降尾佣政策。(3) 证监会明确行业中长期发展规划，优质头部机构在资本空间、并购重组和组织创新方面或有政策倾斜，提升功能性考核、严监管和集约化发展(审慎开展重资本业务，合理适度再融资)趋势下，头部公司优势相对突出，预计行业集中度加速提升，中小机构将主打差异化战略。

● 一揽子政策有望提振股市信心，关注券商板块结构性机会

(1) 证监会一揽子政策与近期表态一致，具有纲领性意义，整体符合我们预期。政策有助于增强资本市场内在稳定性，提振投资者信心；严监管、突出功能性考核是主基调，供给侧改革下头部机构集中度或加速提升，行业规划再次提出支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强，券商板块或有结构性机会。

(2) 受益标的：区域特色券商或具有并购主题类标的：中国银河，国联证券，浙商证券、财通证券；互联网券商受益于市场信心提振：指南针、东方财富、同花顺。头部券商受益于行业集中度提升：中信证券、华泰证券。

● **风险提示：**监管趋严带来券商处罚风险；市场波动带来盈利不确定性。

附表 1:《关于加强证券公司和公募基金监管加快推进建设一流投资银行和投资机构的意见(试行)》聚焦于校正行业机构定位、促进其功能发挥、提升专业服务能力和监管效能

序号	要点	内容
1	总体要求	(1) 力争通过 5 年左右时间,基本形成“教科书式”的监管模式和行业标准,行业机构定位得到校正、功能发挥更加有效、经营理念更加稳健、发展模式更加集约、公司治理更加健全、合规风控更加自觉、行业生态持续优化,推动形成 10 家左右优质头部机构引领行业高质量发展的态势。(2) 到 2035 年,机构监管体系完备有效,行业机构治理水平全面提高,行业作为直接融资“服务商”、资本市场“看门人”、社会财富“管理者”的功能得到更为充分的发挥;形成 2 至 3 家具备国际竞争力与市场引领力的投资银行和投资机构,力争在战略能力、专业水平、公司治理、合规风控、人才队伍、行业文化等方面居于国际前列。(3) 到本世纪中叶,形成综合实力和国际影响力全球领先的现代化证券基金行业,为中国式现代化和金融强国建设提供有力支撑。
2	校正行业机构定位	(1) 督促行业机构端正经营理念、校正定位偏差,把功能性放在首要位置,更加注重客户长期回报,切实履行信义义务。正确处理好在功能性和盈利性关系,引导股东单位在机构经营考核中显著加大功能性考核的权重。(2) 引导行业机构坚持功能型、集约型、专业化、特色化发展方向。督促行业机构合规稳健经营,审慎开展高资本消耗型业务,合理确定融资规模和时机,严格规范资金用途,提升资金使用效率。适度拓宽优质机构资本空间,支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式做优做强;鼓励中小机构差异化发展、特色化经营,结合股东特点、区域优势、人才储备等资源禀赋和专业能力做精做细。
3	夯实合规风控基础	完善利益冲突防范机制,严厉打击股东和实控人侵害机构及投资者利益的不法行为。坚持“看不清管不住则不展业”。提高合规风控考核权重。鼓励加大信息科技投入,提升自研能力与重要信息系统的自主可控水平。
4	优化行业发展生态	深入开展中国特色金融文化建设,坚决纠治拜金主义、奢靡享乐、急功近利、“炫富”等不良风气,坚决破除“例外论”“精英论”“特殊论”等错误论调。切实加强从业人员管理和廉洁从业监管。配合相关主管部门持续完善行业机构薪酬管理制度。
5	促进行业功能发挥	(1) 压实证券公司交易管理职责,提升不同类型投资者交易公平性。进一步压实投行“看门人”责任,提高价值发现能力。(2) 强化公募基金投研核心能力建设,完善投研能力评价指标体系,摒弃明星基金经理现象,强化“平台型、团队制、一体化、多策略”投研体系建设。(3) 积极推动健全有利于中长期投资行为的考核、投资账户等制度,支持行业机构推出更多匹配中长期资金需求的产品与服务。(4) 健全基金投资管理与销售考核及评价机制。强化管理人、高管及基金经理与投资者的利益绑定机制,做好投资者服务和陪伴。扎实推进公募基金行业费率改革,稳步降低行业综合费率水平。持续优化基金行业销售生态,督促基金管理人、销售机构加大逆周期布局力度。(5) 有序推进“基金互认”“ETF 互挂”“跨境理财通”等跨境互联互通业务试点,研究探索推进跨境经纪业务试点。
6	全面强化监管执法	全面提升对场外衍生品等重点业务的监管,加强对底层资产、资金流向、杠杆水平的看穿式监管。
7	防范化解金融风险	建立健全覆盖行业境内外、场内外、线上线下全部业务的穿透式监管体系。持续健全以净资本和流动性为核心的风控指标体系,完善常态化压力测试机制。
8	抓好机构监管队伍建设	提升干部“政治三力”。提高履职本领素质。推进全面从严治党。健全监管问责机制。

资料来源:证监会、开源证券研究所

附表 2:《关于严把发行上市准入关从源头上提高上市公司质量的意见(试行)》着眼于从源头提高上市公司质量,全面从严加强对企业发行上市活动监管

序号	要点	内容
1	严把拟上市企业申报质量	压实拟上市企业及“关键少数”对信息披露真实准确完整的第一责任,严禁以“圈钱”为目的盲目谋求上市、过度融资。对财务造假、虚假陈述、粉饰包装等行为及时依法严肃追责。
2	压实中介机构“看门人”责任	建立常态化滚动式现场监管机制,用好以上市公司质量为导向的保荐机构执业质量评价机制。

序号	要点	内容
	任	
3	突出交易所审核主体责任	把防范财务造假、欺诈发行摆在发行审核更加突出的位置。严密关注拟上市企业是否存在上市前突击“清仓式”分红等情形，严防严查，并实行负面清单式管理。从严监管高价超募。
4	强化证监会派出机构在地监管责任	辅导监管坚持时间服从质量，现场检查切实发挥书面审核的补充验证延伸作用。
5	坚决履行证监会机关全链条统筹职责	综合考虑二级市场承受能力，实施新股发行逆周期调节。大幅提高对拟上市企业的随机抽取比例和加大问题导向现场检查力度。
6	优化多层次资本市场功能衔接	研究提高上市标准。从严审核未盈利企业。(7) 规范引导资本健康发展。督促企业按照实际需求合理确定募集资金投向和规模，加强拟上市企业股东穿透式监管，防止违法违规“造富”。
7	健全全链条监督问责体系	拟上市企业和中介机构存在违规情形的，依照《证券法》等规定严肃问责。上市委委员和审核注册人员存在故意或重大过失、违反廉政纪律的，终身追究党纪政务责任。

资料来源：证监会、开源证券研究所

附表 3:《关于加强上市公司监管的意见(试行)》着眼于推动上市公司提升投资价值和加强投资者保护,围绕打击财务造假、严格规范减持、加大分红监管、加强市值管理等各方关注的重点问题

序号	要点	内容
1	加强信息披露监管,严惩业绩造假	推动构建资本市场财务造假综合惩防体系,提高穿透式监管能力和水平,努力实现业绩穿透、数据真实。加强全方位立体式追责。
2	防范绕道减持,维护市场信心	将减持与上市公司破净、破发、分红等“挂钩”。对通过离婚、质押平仓、转融通出借、融券卖出等方式绕道减持的行为严格监管。责令违规主体购回违规减持的股份并上缴价差。
3	加强现金分红监管,增强投资者回报	对多年未分红或股利支付率偏低的,加强监管约束。推动一年多次分红,在春节前结合未分配利润和当期业绩预分红,增强投资者获得感。
4	推动上市公司加强市值管理,提升投资价值	压实上市公司市值管理主体责任,推动优质上市公司积极开展股份回购,引导更多公司回购注销。

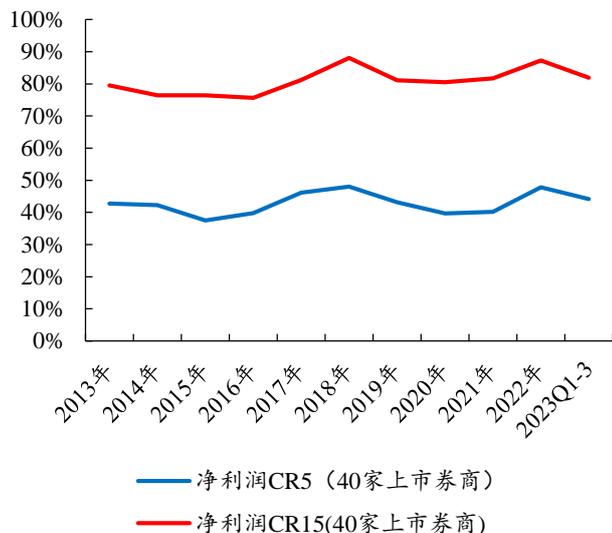
资料来源：证监会、开源证券研究所

附表 4:《关于落实政治过硬能力过硬作风过硬标准全面加强证监会系统自身建设的意见》突出严字当头、直面问题、刀刃向内

序号	要点	内容
1	政治过硬	坚持和加强党对资本市场的全面领导。不断增强拥护“两个确立”、做到“两个维护”的坚定性自觉性。把政治性人民性的要求落实到具体监管工作中。提高政治站位,增强为民情怀,切实维护好广大中小投资者的合法权益。
2	能力过硬	着力打造堪当重任的监管干部队伍。健全激励干部担当作为的政策措施,引导干部吃苦在前、实干在先,在金融报国、钻研业务上作表率、当先锋。下大力气提升监管履职能力。严格监管问责,推动监管干部树立强烈的风险意识、责任意识。
3	作风过硬	把严的基调、严的措施、严的氛围长期坚持下去。从严加强干部监督制度建设。从严从紧整治政商“旋转门”。重拳纠治“四风”顽疾。持续保持惩治腐败高压态势。坚决铲除腐败问题产生的土壤和条件。

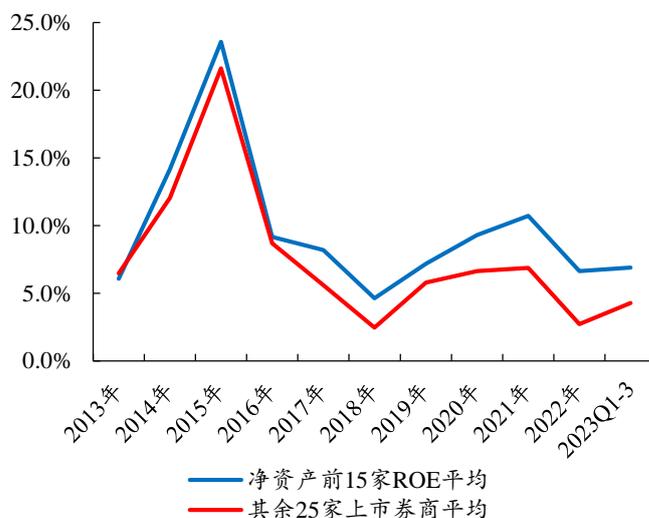
资料来源：证监会、开源证券研究所

图1: 券商净利润集中度呈震荡提升趋势, 熊市时集中度提升明显



数据来源: Wind、开源证券研究所

图2: 2023年前3季度净资产前15的券商年化ROE平均值为6.9%, 比其余25家上市券商平均值高61%



数据来源: Wind、开源证券研究所

附表 5: 受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			P/E		评级
		2024/3/15	2022A	2023E	2024E	2022A	2023E	
300059.SZ	东方财富	13.66	0.64	0.52	0.58	21.34	26.27	买入
601456.SH	国联证券	11.62	0.27	0.33	0.44	43.04	35.21	买入
300803.SZ	指南针	48.08	0.83	0.35	0.69	57.93	138.72	买入
300033.SZ	同花顺	135.22	3.15	2.61	3.16	42.93	51.81	买入
601108.SH	财通证券	7.84	0.36	0.45	0.61	21.50	17.42	买入
601878.SH	浙商证券	10.32	0.43	0.44	0.52	24.00	23.25	未评级
601881.SH	中国银河	12.05	1.06	0.80	0.94	11.40	15.07	未评级

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 上述中国银河、浙商证券、指南针 EPS、PE 数据取自 Wind 一致性预期。其中, 东方财富、指南针、同花顺已披露 2023 年年报, 其 2023 年 EPS 为披露数据。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R4（中高风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作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。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

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。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn