

非银金融

2024年04月13日

推动资本市场高质量发展，关注券商结构性机会

——资本市场新“国九条”及证监会配套政策点评

投资评级：看好（维持）

高超（分析师）

卢崑（分析师）

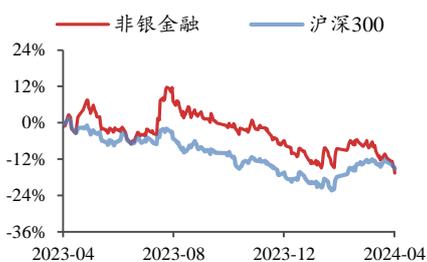
gaochao1@kysec.cn

lukun@kysec.cn

证书编号：S0790520050001

证书编号：S0790524040002

行业走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《投资收益支撑业绩，关注券商结构性机会——证券行业 2023 年报综述暨 2024Q1 前瞻》-2024.4.9

《券商一季报同比或仍有压力，保险负债端延续高景气——行业周报》-2024.4.7

《非银年报整体符合预期，券商行业整合或加速——行业周报》-2024.3.31

事件：2024年4月12日，国务院印发《关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见》，以下简称“意见”。同日证监会出台涉及发行监管、上市公司监管、证券公司监管、交易监管和严格退市等方面的规则。（要点见附表）

● 突出以人民为中心的价值取向，勾勒资本市场发展蓝图

(1)意见强调要坚守资本市场工作的政治性、人民性，更加有效保护投资者特别是中小投资者合法权益，推进金融强国建设，服务中国式现代化大局。(2)分阶段提出未来5年、2035年和本世纪中叶发展目标，从投资者保护、上市公司质量、行业机构发展、监管能力和治理体系建设等方面勾画发展蓝图。(3)新“国九条”与证监会及相关方发布的配套规制形成“1+N”政策体系。

● 以强监管、防风险、促高质量发展为主线，强化分红，严格退市和减持

(1)**严把发行上市准入关：**提高主板、创业板上市标准，提高科创板科创属性评价标准；将首发企业随机抽取检查的比例由5%大幅提升至20%；严格再融资审核把关；强化新股发行询价定价配售各环节监管，整治高价超募、抱团压价乱象。

(2)**严格上市公司持续监管：**强化上市公司现金分红监管。对多年未分红或分红比例偏低的公司，限制大股东减持、实施风险警示。全面完善减持规则体系，对不同类别股东分类施策。研究将上市公司市值管理纳入企业内外部考核评价体系。(3)**加大退市监管力度：**收紧财务类退市指标。完善市值标准等交易类退市指标。完善吸收合并等政策规定，鼓励引导头部公司立足主业加大对产业链上市公司整合力度。削减“壳”资源价值。

(4)**加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强：**处理好功能性和盈利性关系。完善对衍生品、融资融券等重点业务的监管制度。推动行业机构加强投行能力和财富管理能力建设。支持头部机构通过并购重组、组织创新等方式提升核心竞争力，鼓励中小机构差异化发展、特色化经营。

(5)**加强交易监管，增强资本市场内在稳定性：**出台程序化交易监管规定，加强对高频量化交易监管。建立重大政策信息发布协调机制。(6)**大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量：**完善适配长期投资的基础制度，构建支持“长钱长投”的政策体系。稳步降低公募基金行业综合费率，研究规范基金经理薪酬制度。

(7)**进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展：**加大对符合国家产业政策导向、突破关键核心技术企业的股债融资支持。加大并购重组改革力度，多措并举活跃并购重组市场。稳慎有序发展期货和衍生品市场。(8)**推动形成促进资本市场高质量发展的合力：**深化央地、部际协调联动。落实并完善上市公司股权激励、中长期资金、私募股权创投基金、不动产投资信托基金等税收政策，健全有利于创新资本形成和活跃市场的财税体系。

(9)**新国九条提振投资者信心，证券行业集中度有望提升，关注券商结构性机会**

(1)新“国九条”表述与2023年下半年以来监管脉络一致，符合预期。与前两次“国九条”偏扩张性的表述相比，新“国九条”突出严管强基，强调投资者保护，符合当前资本市场发展阶段和主要矛盾，利好二级市场信心恢复。(2)强调券商将功能性放到首位，投行和财富管理能力建设是未来重点，稳慎有序发展期货和衍生品市场，券商业务重心或再次倾斜轻资本业务。投行和拟上市企业抽查力度加大、现场检查比例增加，合规风控稳健的头部券商影响相对较小。严监管、打造优质头部券商的政策导向背景下，行业集中度有望加速提升。(3)后续政策关注公募基金综合费改和长期资金引入配套制度。(4)1+N政策利于投资者信心修复，券商基本面见底，板块估值重回底部位置，关注低估值头部券商、并购主线和互联网券商结构性机会。

(5)**风险提示：**市场波动对券商业绩影响有不确定性。

附表 1：国九条推进资本市场市场高质量发展

	国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见	国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见	国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展若干意见
日期	2004.1.31	2014.5.8	2024.4.12
1	<p>充分认识大力发展资本市场的重要意义：大力发展资本市场是一项重要的战略任务，对我国实现本世纪头 20 年国民经济翻两番的战略目标具有重要意义。要认清形势，抓住机遇，转变观念，大力发展资本市场，提高直接融资比例，创造和培育良好的投资环境，充分发挥资本市场在促进资本形成、优化资源配置、推动经济结构调整、完善公司治理结构等方面的作用，为国民经济持续快速协调健康发展和全面建设小康社会作出新的贡献。</p>	<p>总体要求：加快建设多渠道、广覆盖、严监管、高效率的股权市场，规范发展债券市场，拓展期货市场，着力优化市场体系结构、运行机制、基础设施和外部环境，实现发行交易方式多样、投融资工具丰富、风险管理功能完备、场内场外和公募私募协调发展。到 2020 年，基本形成结构合理、功能完善、规范透明、稳健高效、开放包容的多层次资本市场体系。</p>	<p>总体要求：未来 5 年，基本形成资本市场高质量发展的总体框架。投资者保护的制度机制更加完善。上市公司质量和结构明显优化，证券基金期货机构实力和服务能力持续增强。资本市场监管能力和有效性大幅提高。资本市场良好生态加快形成。到 2035 年，基本建成具有高度适应性、竞争力、普惠性的资本市场，投资者合法权益得到更加有效的保护。投融资结构趋于合理，上市公司质量显著提高，一流投资银行和投资机构建设取得明显进展。资本市场监管体制机制更加完备。到本世纪中叶，资本市场治理体系和治理能力现代化水平进一步提高，建成与金融强国相匹配的高质量资本市场。</p>
2	<p>推进资本市场改革开放和稳定发展的指导思想 and 任务：以扩大直接融资、完善现代市场体系、更大程度地发挥市场在资源配置中的基础性作用为目标，建设透明高效、结构合理、机制健全、功能完善、运行安全的资本市场。</p>	<p>发展多层次股票市场：积极稳妥推进股票发行注册制改革。加快多层次股权市场建设。提高上市公司质量。鼓励市场化并购重组。完善退市制度。</p>	<p>严把发行上市准入关：进一步完善发行上市制度。强化发行上市全链条责任。加大发行承销监管力度。</p>
3	<p>进一步完善相关政策，促进资本市场稳定发展：完善证券发行上市核准制度。重视资本市场的投资回报。鼓励合规资金入市。拓宽证券公司融资渠道。积极稳妥解决股权分置问题。完善资本市场税收政策。</p>	<p>规范发展债券市场：积极发展债券市场。强化债券市场信用约束。深化债券市场互联互通。加强债券市场监管协调。</p>	<p>严格上市公司持续监管：加强信息披露和公司治理监管。全面完善减持规则体系。强化上市公司现金分红监管。推动上市公司提升投资价值。</p>
4	<p>健全资本市场体系，丰富证券投资品种：建立多层次股票市场体系。积极稳妥发展债券市场。稳步发展期货市场。建立以市场为主导的品种创新机制。</p>	<p>培育私募市场：建立健全私募发行制度。发展私募投资基金。</p>	<p>加大退市监管力度：进一步严格强制退市标准。进一步畅通多元退市渠道。进一步削减“壳”资源价值。进一步强化退市监管。</p>
5	<p>进一步提高上市公司质量，推进上市公司规范运作，完善市场退出机制。</p>	<p>推进期货市场建设：发展商品期货市场。建设金融期货市场。</p>	<p>加强证券基金机构监管，推动行业回归本源、做优做强：推动证券基金机构高质量发展。引导行业机构树立正确经营理念，处理好功能性和盈利性关系。积极培育良好的行业文化和投资文化。</p>
6	<p>促进资本市场中介服务机构规范发展，提高执业水平：把证券、期货公司建设成为具有竞争力的现代金融企业。加强对其他中介服务机构的管理。完善以净资本为核心的风险监控指标体系，督促证券、期货公司实施稳健的财务政策。鼓励证券、期货公司通过兼并重组、优化整合做优做强。</p>	<p>提高证券期货服务业竞争力：放宽业务准入。促进中介机构创新发展。壮大专业机构投资者。引导证券期货互联网业务有序发展。</p>	<p>加强交易监管，增强资本市场内在稳定性：促进市场平稳运行。强化股市风险综合研判。加强交易监管。完善对异常交易、操纵市场的监管标准。健全预期管理机制。</p>

国务院关于推进资本市场改革开放和稳定发展的若干意见 国务院关于进一步促进资本市场健康发展的若干意见 国务院关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见

<p>7 加强法制和诚信建设，提高资本市场监管水平：健全资本市场法规体系，加强诚信建设。推进依法行政，加强资本市场监管。发挥行业自律和舆论监督作用。</p>	<p>扩大资本市场开放：便利境内外主体跨境投融资。逐步提高证券期货行业对外开放水平。加强跨境监管合作。</p>	<p>大力推动中长期资金入市，持续壮大长期投资力量：建立培育长期投资的市场生态，完善适配长期投资的基础制度，构建支持“长钱长投”的政策体系。优化保险资金权益投资政策环境，落实并完善国有保险公司绩效评价办法，更好鼓励开展长期权益投资。</p>
<p>8 加强协调配合，防范和化解市场风险：营造良好的资本市场发展环境。共同防范和化解市场风险。严厉打击证券期货市场违法活动。</p>	<p>防范和化解金融风险：完善系统性风险监测预警和评估处置机制。健全市场稳定机制。从严查处证券期货违法违规行。推进证券期货监管转型。</p>	<p>进一步全面深化改革开放，更好服务高质量发展：着力做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融五篇大文章。完善多层次资本市场体系。坚持统筹资本市场高水平制度型开放和安全。</p>
<p>9 认真总结经验，积极稳妥地推进对外开放：积极利用境外资本市场。加强交流与合作。</p>	<p>营造资本市场良好发展环境：健全法规制度。坚决保护投资者特别是中小投资者合法权益。完善资本市场税收政策。完善市场基础设施。加强协调配合。规范资本市场信息传播秩序。</p>	<p>推动形成促进资本市场高质量发展的合力：推动加强资本市场法治建设，大幅提升违法违规成本。加大对证券期货违法犯罪的联合打击力度。深化央地、部际协调联动。打造政治过硬、能力过硬、作风过硬的监管铁军。</p>

资料来源：中国政府网、开源证券研究所

附表 2：证监会发布《关于严格执行退市制度的意见》，交易所修订完善相关规则

序号	要点
<p>总体要求</p>	<p>(1) 突出上市公司投资价值。结合企业上市条件，科学设置严格的退市标准，更加精准实现“应退尽退”。建立健全不同板块上市公司差异化的退市标准体系。以更严的证券监管执法打击各种违法“保壳”“炒壳”行为，着力削减“壳”资源价值。</p> <p>(2) 畅通多元化退市渠道。严格财务指标类、交易指标类、规范运作类、重大违法类强制退市标准。完善上市公司吸收合并等并购重组政策，支持市场化方式的主动退市。</p> <p>(3) 大力加强投资者保护。坚持“退得下、退得稳”。严惩退市公司及其控股股东、实际控制人和董事、高管的违法行为，健全退市过程中的投资者赔偿救济机制，切实保护投资者的合法权益；凝聚各方共识，创造平稳的退市环境。</p>
<p>具体措施</p>	<p>严格强制退市标准。</p> <p>(1) 严格重大违法退市适用范围，调低 2 年财务造假触发重大违法退市的门槛，新增 1 年严重造假、多年连续造假退市情形。交易所修订相关规则，拓宽重大违法强制退市适用范围：造假行为持续 3 年及以上的，只要被行政处罚予以认定，坚决予以出清。进一步调低“造假金额+造假比例”的退市标准。对于 1 年造假的，当年财务造假金额达到 2 亿元以上，且造假比例达到 30% 以上的，予以退市；连续 2 年造假的，造假金额合计达到 3 亿元以上，造假比例达到 20% 以上的，予以退市（此前为连续 2 年造假金额 5 亿元以上且超过 50%）。</p> <p>(2) 将资金占用长期不解决导致资产被“掏空”、多年连续内控非标意见、控制权无序争夺导致投资者无法获取上市公司有效信息等纳入规范类退市情形，增强规范运作强约束。</p> <p>(3) 提高亏损公司的营业收入退市指标，加大绩差公司退市力度。</p> <p>(4) 完善市值标准等交易类退市指标。</p>
<p></p>	<p>进一步畅通多元退市渠道。完善吸收合并等政策规定，鼓励引导头部公司立足主业加大对产业链整合力度。</p> <p>(1) 以优质头部公司为“主力军”，推动上市公司之间吸收合并。</p> <p>(2) 以产业并购为主线，支持非同一控制下上市公司之间实施同行业、上下游市场化吸收合并。</p> <p>(3) 完善吸收合并相关政策，打通投资者适当性要求等跨板块吸收合并的“堵点”。</p> <p>(4) 上市公司通过要约收购、股东大会决议等方式主动退市的，应当提供异议股东现金选择权等专项保护。</p>

序号	要点
	削减“壳”资源价值。
3	(1) 加强重组监管，强化主业相关性，严把注入资产质量关，防止低效资产注入上市公司；从严监管重组上市，严格落实“借壳等同 IPO”要求；严格监管风险警示板（ST 股、*ST 股）上市公司并购重组。 (2) 加强收购监管，压实中介机构责任，严把收购人资格、收购资金来源，规范控制权交易。 (3) 从严打击“炒壳”背后的市场操纵、内幕交易行为，维护交易秩序。 (4) 对于不具有重整价值的公司，坚决出清。
4	强化退市监管。 严格执行退市制度，严厉打击财务造假、内幕交易、操纵市场等违法违规行为。严厉惩治导致重大违法退市的控股股东、实际控制人、董事、高管等“关键少数”。推动健全行政、刑事和民事赔偿立体化追责体系。
5	落实退市投资者赔偿救济。 综合运用代表人诉讼、先行赔付、专业调解等各类工具，保护投资者合法权益。

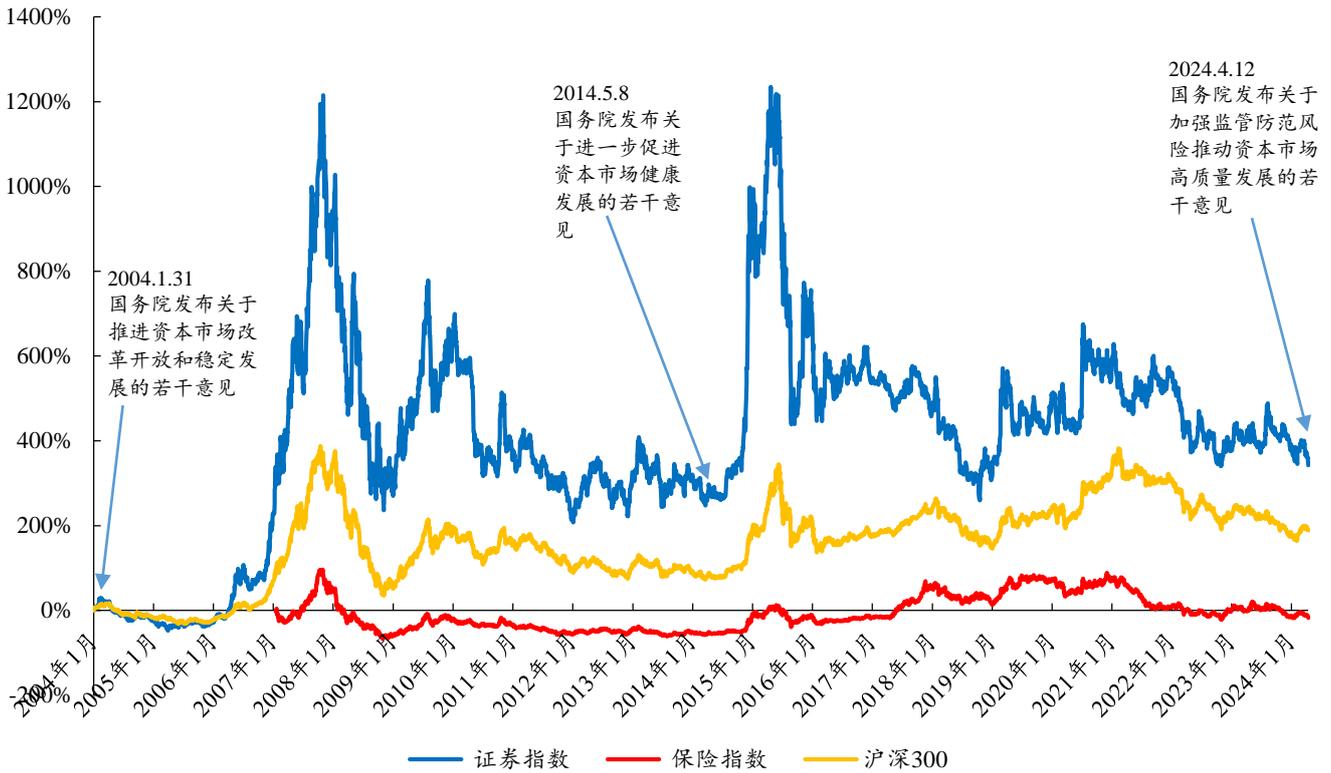
资料来源：证监会、沪深交易所、开源证券研究所

附表 3：证监会就《科创属性评价指引（试行）》等 6 项制度规则向社会公开征求意见，交易所同步修订相关内容

方面	制度文件	要点
发行 监管	修订《科创属性评价指引（试行）》	为落实《若干意见》关于严把发行上市准入关、完善科创板科创属性评价标准等要求，对申报科创板企业的研发投入金额、发明专利数量以及营业收入增长率设置更高标准，强化衡量研发投入、科研成果和成长性等指标要求，进一步引导中介机构提高申报企业质量，凸显科创板“硬科技”特色。 将最近三年研发投入金额由“累计在 6000 万元以上调整为累计在 8000 万元以上；将应用于公司主营业务的发明专利数量由 5 项以上调整为 7 项以上；将最近三年营业收入复合增长率由达到 20% 调整为达到 25%。 同时，交易所修订相关上市审核规则， 适度提高主板和创业板企业的营业收入、净利润等指标，对最近一年净利润，主板准备提高到 1 亿元、创业板准备提高到 6 千万。对科创板和北交所企业的财务条件维持不变，但对科创板企业的科创属性拟提出更高要求。
	修订《中国证监会随机抽查事项清单》	落实《若干意见》关于扩大对在审企业及相关中介机构现场检查覆盖面等要求， 将首发企业随机抽取检查的比例由 5% 大幅提升至 20%，并相应提高问题导向现场检查和交易所现场督导的比例，调整后，现场检查和督导整体比例将不低于三分之一。
上市 公司 监管	制定《上市公司股东减持股份管理办法》	将原有的《上市公司股东、董监高减持股份的若干规定》上升为《上市公司股东减持股份管理办法》，以证监会规章的形式发布。内容上，保持原减持规定基本框架不变，同时结合各方面关注重点，在严格规范大股东减持、有效防范绕道减持、细化违规责任条款、强化关键主体义务等方面做了针对性完善。 交易所同步修订相关内容，明确要严防利用融券、转融通绕道减持。明确大股东、董监高不得融券卖出公司股份，不得开展以公司股份为标的物的衍生品交易；限售股不得通过转融通出借，限售股股东不得融券卖出公司股份；股东在获得限售股前，应了结公司股份融券合约。
	修订《上市公司董事、监事和高级管理人员所持本公司股份及其变动管理规则》	吸收整合原减持规定中有关规范董监高减持股份的要求，进一步明确规定离婚分割股票后各方共同遵守原有减持限制。
证券 公司 监管	修订《关于加强上市证券公司监管的规定》	旨在通过 加强监管 ，发挥上市证券公司推动行业高质量发展的引领示范作用。重点包括：督促公司端正经营理念， 把功能性放在首要位置 ，聚焦服务实体经济和居民财富管理主责主业；发挥现代企业治理的有效性，强化内部制衡，完善人员管理，优化激励约束， 加强对境内外子公司的管控 ；落实全面风险管理和全员合规要求， 强化风控指标信息披露；合理审慎开展融资，提高资金运用效率，提升投资者回报。
交易 监管	制定《证券市场程序化交易管理规定（试行）》	一是明确程序化交易的定义和总体要求。二是明确报告要求。三是明确交易监测和风险控制要求。四是加强信息系统管理。五是加强高频交易监管。六是明确监督管理安排。七是明确北向程序化交易按照内外资一致的原则，纳入报告管理，执行交易监控标准，其他管理事项参照适用本规定。

资料来源：证监会、沪深交易所、开源证券研究所

附图 1: 2024 年 4 月 12 日国务院发布关于加强监管防范风险推动资本市场高质量发展的若干意见



数据来源: Wind、中国政府网、开源证券研究所

附表 4: 2004 年国九条发布后证券指数有明显超额收益, 2014 年国九条发布后证券、保险超额收益表现分化

指数	时间点	T+1	T+5	T+15	T+30
证券指数	2004/1/31	7.2%	13.1%	12.8%	3.7%
超额收益	2014/5/8	0.7%	0.3%	-3.0%	-3.9%
保险指数	2014/5/8	0.3%	0.4%	1.3%	3.6%
超额收益					

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 上述相对超额收益率是与沪深 300 指数相比得到

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

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

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

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