非银金融

注册制提高直融比例，龙头券商成最大赢家

增持（维持）

2021 年 01 月 11 日

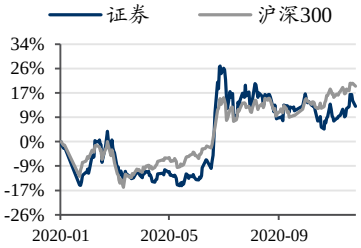
证券分析师 胡翔
执业证号：S0600516110001
021-60199793
hux@dwzq.com.cn

证券分析师 朱洁羽
执业证号：S0600520090004
zhujieyu@dwzq.com.cn

投资要点

- **注册制有利于推动我国直接融资比例，提升股票发行效率并使我国逐渐向成熟资本市场靠拢：**1）海外资本市场发展成熟，直接融资渠道广，直接融资占比超过 50%，而我国目前融资比例仅占 13.67%。未来注册制的落地，有望降低企业的融资成本，鼓励企业股权融资从而提高直接融资比重。2）较于核准制，注册制在新股审查方面进一步放宽，发行受理程序及上市条件大大简化，创业板的平均受理时间从原来的 18.5 月缩短至 3.4 个月。2020 下半年以来顶层不断发声，全面注册制愈行愈近。3）在成熟的资本市场中，交易所仅作为企业融资的平台，不会对企业做出过多的考察。注册制对新股发行条件的逐渐放宽，使中国市场逐步向成熟资本市场靠拢。
- **未来注册制与金融工具和退市机制结合提升上市企业质量，优化投资者结构，使国内资本市场充满活力：**1）科创板和创业板注册制打破了传统 23 倍市盈率的定价机制，平均首发市盈率分别提升至 74 和 35 倍，未来企业 IPO 定价将面临市场的考验。两融和股指期货的发展将引导更多外资和中长期资金进入资本市场，为国内资本市场注入更多新活力。2）目前国内退市比率（0.4%）明显低于国际各大交易所（美国 9.5%）。随着今年退市新规的落地，强化退市指标（如 1 元退市代替面值退市，组合财务指标替换单一财务指标以及两年触碰财务指标强制退市），退市机制将优化上市企业质量。3）我国逐步放开外资持股比例，目前外资持有流通 A 股比例已经达到 3.77%，我国投资者结构逐渐得到丰富。对标美国市场的历史经验，在经过注册制等一系列资本市场改革，家庭部门占比从 91%降至 34%，未来我国个人投资者占比也将逐渐缩小。
- **注册制将提升券商投行收入、推动券商业务结构转型，同时促进投行与各部门进行有机联动：**1）2020 年 Q3，科创板与创业板的发行家数达到了 118 家占总家数的 67%，同比+349%，募集规模为 1782 亿元占募集总额 82%，同比+239%。投行 IPO 收入达到了 183 亿元，同比+53%。我们预测未来全面开放注册制有望增加主板和中小板的 IPO 规模（中性：3757 亿元，同比+167%），券商的保荐承销相关收入将得到进一步提升（中性：150 亿元，同比+170%）。2）国内龙头券商正逐渐转变为以资本和专业为主的业务结构，向国际券商靠拢。随着国内资本市场改革，未来券商可借鉴美国的大型全能投行、精品投行、财富管理机构、特色投行和交易做市商的发展经验，形成多层次的竞争格局。3）“保荐+跟投”作为一项创新制度，为券商带来新的投资机会，但会对券商投行的研究能力和定价能力、提出新要求。注册制下券商的各业务协同增加形成有机整体，未来将构建以投资银行为核心的券商新模式。
- **投资建议：关注优质龙头券商：**1）截至 2020Q3，龙头券商在 IPO 承销保荐业务和 IPO 项目储备上具有较大的优势（中信建投、中金公司和中信证券保荐发行规模共 1147 亿元，占总发行规模 38%；储备项目共 378 家，占总储备项目 31%）。关注高过会率的龙头券商（如：中信证券，国金证券和国泰君安）但同时也要警惕存在高 ST 项目的券商（如：国泰君安和广发证券）。2）龙头券商投行员工规模普遍较大，重点关注具有高员工效率（投行净收入/投行人数）的龙头券商（如：中金公司，中信证券和中信建投）。3）未来注册制全面推行投行收入将迎来大幅增长，当前板块估值处于相对中位（2020 年 1 月 8 日估值为 1.99 倍 PB；平均估值 1.93 倍 PB，2012 年至今历史中位数 1.8 倍 PB，最高位 4.87 倍 PB），综合储备项目，过会率以及员工效率等因素考虑，建议关注优质投行业务和财富管理龙头券商：中信证券、东方财富和招商证券。
- **风险提示：**监管趋严；国内外疫情控制不及预期；股市进一步调整。

行业走势



相关研究

1、《证券行业政策点评：退市新规出台，促进上市公司质量优化》2020-12-15

2、《证券行业事件点评：行业兼并重组趋势加速，龙头优势显著》2020-09-21

3、《证券行业 2020 年中报综述：市场活跃拉升业绩，龙头保持稳健》2020-09-02

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 注册制将提高直接融资比例，推动我国向成熟资本市场靠拢 5
1.1. 注册制将提升我国直接融资比例，优化市场融资结构 5
1.2. 注册制将提升我国股票发行效率，是资本市场的重大转型 6
1.3. 注册制推动中国市场逐步向成熟资本市场靠拢 9
2. 推行注册制，优化我国上市企业质量和投资者结构 11
2.1. 注册制推行为市场注入新的活力 11
2.2. 注册制与退市机制结合，企业的优胜劣汰逐渐显著 13
2.3. 外资的涌入与注册制的落地，有助于实现投资者结构逐渐机构化 16
3. 注册制的落地推动券商转变为投行为中心，考验综合服务能力 18
3.1. 注册制有利于投行市场扩容，保荐收入提升 18
3.2. 注册制加速券商业务结构转型 19
3.3. 未来券商投行模式将整合公司内部资源与其他部门发生联动 20
4. 投资建议：关注优质龙头券商 22
4.1. 值得关注具有高过会率以及优质储备项目的龙头券商 22
4.2. 关注具有高员工效率的龙头券商 24
4.3. 投资建议：关注中信证券、东方财富和招商证券 25
5. 风险提示 27

图表目录

图 1：世界各国和地区直接融资占比 5
图 2：2020 年前三季度中国社会融资规模 6
图 3：2020 年前三季度人民币贷款结构 6
图 4：创业板注册制审批流程 8
图 5：A 股个上市板 IPO 所需时长 8
图 6：2020 年各上市板企业平均首发市盈率 11
图 7：注册制下科创板与创业板平均首发市盈率 11
图 8：2007-2018 年各大交易所退市情况 14
图 9：1999-2020 年中国退市数量 14
图 10：中国和美国市场退市的主要原因 14
图 11：首批注册制创业板企业表现情况 16
图 12：券商外资持股比例逐渐放开 16
图 13：中国外资持股比例变化 17
图 14：2019 国内投资者机构 17
图 15：美国 1945-2014 投资者结构变化 17
图 16：2019 年美国投资者结构变化 17
图 17：科创板与创业板发行情况 18
图 18：券商保荐承销收入及占投行收入比重 18
图 19：券商保荐承销收入及占投行收入比重 19
图 20：2021 年中小板和主板承销规模及保荐费用预测 19
图 21：中金公司收入结构 19
图 22：高盛集团各业务净收入 19
图 23：美国不同模式代表券商的收入结构 20
图 24：科创板一年以来头部券商保荐跟投情况 21
图 25：高盛投行业务结构 21
图 26：传统券商业务模式 21
图 27：高盛业务结构 21
图 28：2020 年 Q3 上市券商的 IPO 保荐业务情况 22
图 29：券商投行储备项目情况统计 23
图 30：2020 年 Q1~Q3 券商的审核项目与过会情况 23
图 31：券商保荐情况统计 23
图 32：截至 2020 年 Q3 各券商综合排名与 IPO 承销情况 24
图 33：龙头券商投行人数情况 25
图 34：龙头券商投行人数占比 25
图 35：龙头券商投行员工效率（百万/人） 25
图 36：SW 证券□、中信证券、招商证券及东方财富历史估值水平（市净率） 26

表 1：三种股票发行制度的对比 6
表 2：注册制前后创业板上市条件对比 7
表 3：注册制改革相关政策梳理 8
表 4：各国交易所上市条件对比 9

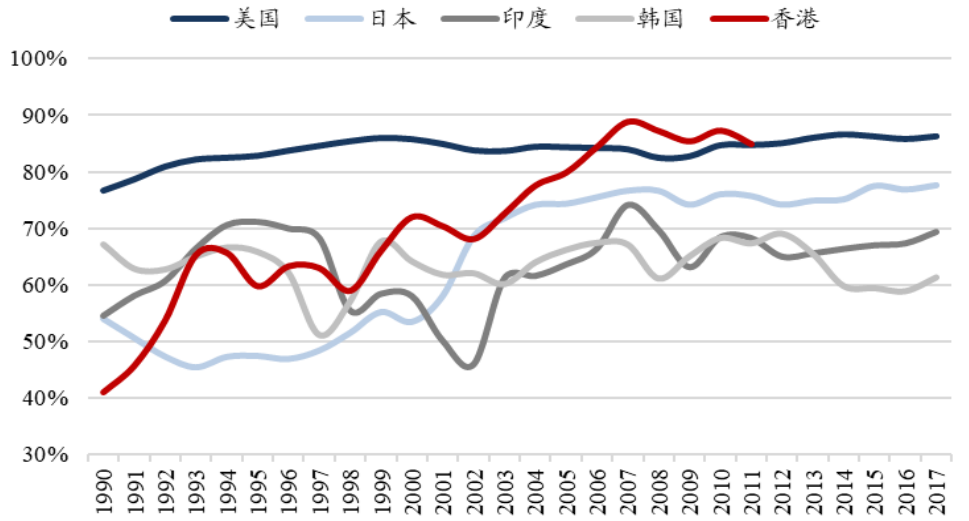
表 5：国内融资融券调整政策 12
表 6：我国 2015 年以来期货保证金和手续费调整 12
表 7：中国新旧退市标准的比较 15

1. 注册制将提高直接融资比例，推动我国向成熟资本市场靠拢

1.1. 注册制将提升我国直接融资比例，优化市场融资结构

海外资本市场发展成熟，直接融资渠道广，整体直接融资占比超过 50%。受社会与经济差异影响，各个国家和地区的直接融资比例存在较大差距。截至 2017 年，美国和香港的直接融资占比达 86%和 78%，中等收入的韩国和印度直接融资占比达 61%和 69%。整体而言，直接融资比重与国家经济发展水平高度相关，提高直接融资比重可以平衡金融体系结构分散过度集中于银行的金融风险作用，有利于经济金融的平稳运行。此外通过市场主体充分博弈直接进行交易，有利于合理引导资源配置，发挥市场筛选作用。

图 1：世界各国和地区直接融资占比

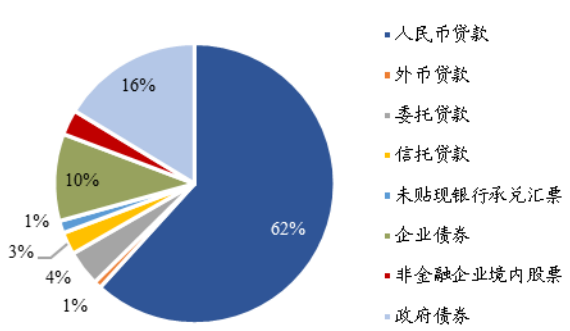


数据来源：世界银行，东吴证券研究所

我国直接融资比例 13.67%，较海外 50%以上有较大差距，注册制落地将优化我国融资结构。1）我国目前直接融资占比较低。2020 年前三季度，我国的社会融资达到了 279 万亿，其中人民币贷款为 168 万亿，占融资总规模的 62%。而直接融资（境内股票+企业债券）规模仅有 35.34 万亿，占社会融资规模的 13.67%。目前我国企业的主要融资方式仍以银行贷款这种间接融资为主，导致企业融资对银行信贷的过度依赖，造成宏观经济波动风险在银行体系高度集中，金融体系缺少足够的弹性，容易受到外部因素的强烈影响。2）随着我国经济结构转型不断推进，越来越多的新兴企业走入市场。但在这些企业建立初中期，发展存在较高不确定性同时又缺乏传统意义上的抵押物，因此很难获得银行的资金支持。未来注册制的全面落地，企业的上市条件逐渐放宽，越来越多的企业进入股票市场获得融资，将拉动境内股票的融资规模提升，提升直接融资比重。

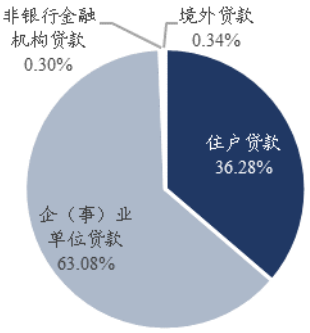
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 2：2020 年前三季度中国社会融资规模



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：2020 年前三季度人民币贷款结构



数据来源：央行《货币执行报告》，东吴证券研究所

1.2. 注册制将提升我国股票发行效率，是资本市场的重大转型

国内股票发行制度从审批到注册，逐渐还权于市场。1）目前注册制下的企业数量仍然较低。截止到 2020 年 11 月 30 日，我国 A 股共有 4087 家上市公司，其中仅有 246 家科创板和创业板企业在注册制下上市。2）股票发行制度是资本市场的基础性制度。我国目前现行的股票发行核准制仍然沿袭审批制下的监管模式，不能有效发挥市场机制在证券市场运行中的作用，降低了市场效率，市场主体的自律式监管也缺乏空间。而随着新版证券法 2020 年正式实施，新股发行将从法律层面即将告别审批时代。实践层面，2020 年 8 月 24 日首批创业板企业通过注册制公开上市。3）注册制在新股发行的制度上更加市场化。首先，注册制在审核内容和方式上只进行形式审查，这将大大提高发行效率。其次，注册制更加强调完全的信息披露和事后控制，强调发行权利由法律赋予，这为准备进入证券市场获取融资资格的公司提供了一个公正平等的竞争平台。

表 1：三种股票发行制度的对比

项目	审批制	核准制	注册制
审核原则	完全行政审批原则	实质性管理原则，强调监管审核	信息公开原则，对信息披露情况进行事后监管
审查内容	二级审核制	须进行实质审查，判断是否核准申请	仅进行形式审查，不进行实质判断
审核方式	形式及实质全面审查	实质审查	形式审查
审核主体	主管部门	中介机构 主管部门	中介机构
审核效率	较低	相对较低	较高
透明度	较低，完全行政审批	相对较低，审核机构有较大裁量权	相对较高，审核机构难以认为干预
推荐主体	主管部门	中介机构	中介机构

数据来源：证监会，东吴证券研究所

注册制下，创业板的发行条件进一步放松。注册制改革与核准制相比，1）注册制制定了更加多元的上市条件，允许符合条件的特殊股权结构企业和红筹企业在创业板上市，为未盈利企业预留上市空间。鼓励吸引更多的“独角兽企业”回国上市。2）实行注册制以后，交易所对企业的财务要求逐渐放宽，取消了目前创业板现行发行条件中关于盈利业绩和弥补亏损等方面的要求。在盈利以及财务指标方面，交易所不再对盈利业绩、资产情况以及公司股本做出严苛的要求。反而会更加关注企业的营业收入以及未来的持续经营能力。3）注册制实施下，科创板和创业板上市都有明确的行业要求，并且在发明数量上也存在一定的指标（科创板）。这体现出国家更鼓励具有创新型和科技型企业能够率先走入市场并引领新的经济。

表 2：注册制前后创业板上市条件对比

<table>
<tr><th colspan="2">注册制前</th><th colspan="4">注册制之后</th></tr>
<tr><th>项目</th><th>创业板</th><th>项目</th><th>创业板一般企业</th><th>红筹企业</th><th>特殊股权结构企业</th></tr>
<tr><td>公司性质</td><td>依法设立且持续经营三年以上的股份有限公司</td><td rowspan="2">行业要求</td><td rowspan="2">负面清单制度，12 个行业原则上不可在创业板上市</td><td rowspan="2">红筹企业</td><td></td></tr>
<tr><td rowspan="4">盈利要求</td><td rowspan="2">标准 1：最近两年连续盈利，且两年净利润≥1000 万</td><td></td></tr>
<tr><td>发行条件</td><td>无要求</td><td>最近一年净利润为正的</td><td></td></tr>
<tr><td rowspan="3">标准 2：最近一年盈利，营收≥5000 万</td><td rowspan="3">上市条件</td><td>标准 1：无市值要求，近两年净利润均为正且累计净利润≥5000 万元</td><td>标准 1：预计市值≥100 亿元，且最近一年净利润为正；</td><td>标准 1：市值≥100 亿元，且最近一年净利润为正</td></tr>
<tr><td>标准 2:市值≥10 亿，近 1 年收入近 1 亿</td><td rowspan="2">标准 2：市值≥50 亿元，最近一年净利润为正且营收≥5 亿元。</td><td rowspan="2">标准 2：市值≥50 亿元，最近一年净利润为正且营收≥5 亿元。</td></tr>
<tr><td>股本</td><td>发行后股本总额≥3000 万</td><td>标准 3:市值≥50 亿元,近 1 年营业收入 3 亿</td></tr>
<tr><td>资产要求</td><td>最近一期末资产不少于 2000 万元</td><td>科创属性</td><td>无要求</td><td></td><td></td></tr>
</table>

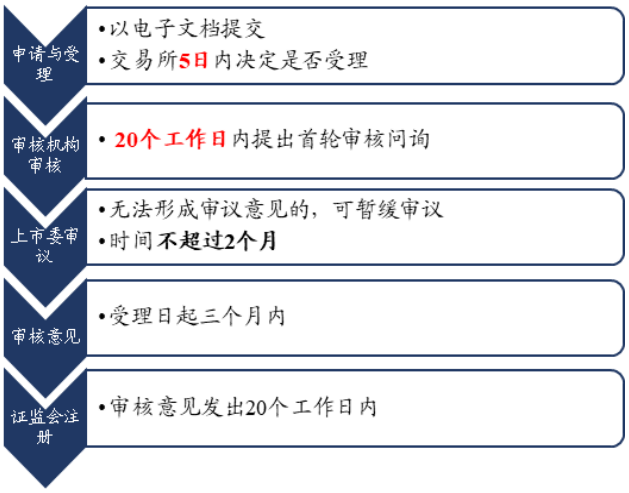
数据来源：深交所，东吴证券研究所

发行受理时间大大缩短提升发行效率。发行流程上，注册制之后的创业板在流程上与科创板大致相同，但在创业板规定中明确指出“交易所审核+证监会注册”的时间总计不超过三个月，较科创板以及此前征求意见稿的“交易所审核 3 个月+证监会注册 20 天”的规定期限再次缩短。注册制之下的创业板 IPO 时间被大大缩短，目前创业板的最短发行日期为 3 个月。对于企业来说，缩短上市审核流程帮助企业尽快进入股票市场融得资

金进行发展。

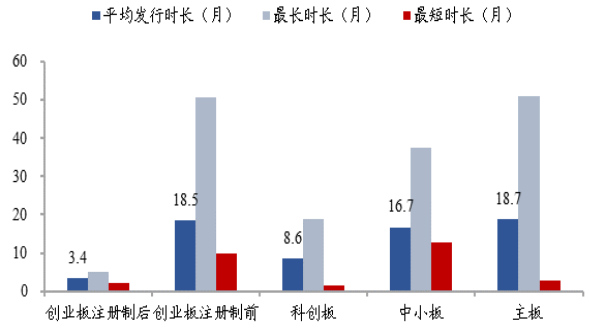
注册制后科创板与创业板平均发行时长明显下降。目前我国主板与中小板的平均发行时长分别在 18.7 和 16.7 个月。而与之前的创业板发行时间相比，注册制实行以来，创业板平均发行时间从 18.5 月缩短至 3.4 月，最长仅为 5.1 个月。相较于科创板平均发行时间 8.6 月进一步压缩，发行流程也进一步简化。未来全面实行注册制，主板和中小板的上市时间也将大大缩小，提升发行效率。

图 4：创业板注册制审批流程



数据来源：深交所，东吴证券研究所

图 5：A 股个上市板 IPO 所需时长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

顶层不断发声，全面注册制愈行愈近。从 2016 年中共中央提出积极稳妥推行注册制；到科创板与创业板注册制的成功试点；以及 2020 年下半年以来各监管机构和政府机构不断提出稳步推行注册制，注册制全面化时代进入倒计时。

表 3：注册制改革相关政策梳理

提及时间	提及单位	提及事件	内容
2016/3/1	中共中央	《关于授权国务院在实施股票发行注册制改革中调整适用<中国人民共和国证券法>有关规定的决定》	积极**稳妥推进**注册制改革
2019/1/30	证监会	《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》	从上交所**科创板**入手，稳步**试点注册制**
2019/11/8	证监会	《科创板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》公开征求意见	
2020/3/1	国务院	《中国人民共和国证券法》	要以**全面推行注册制为证券发行的基本定位**，不再规定核准制，取消发审委，大幅度简化公司债券的发行条件。相较此前，注册制的全面推行能够提高资本市场运行效率，缓解此前 IPO“堰塞湖”现象；并通过加强供给，改善当前资本市场的定价机制，引导市场资金“价值投资”。

2020/6/12	证监会	《创业板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》、《创业板上市公司证券发行注册管理办法（试行）》	科创板的基础上，**扩大注册制试点**
2020/10/9	国务院	《关于进一步提高上市公司质量的意见》	全面**推行、分步实施**证券发行注册制
2020/10/31	国务院副总理刘鹤	金融委专题会议	增强资本市场枢纽功能，**全面实行股票发行注册制**，建立常态化退市机制，提高直接融资比重。”
2020/11/3	国务院	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	**全面实行股票发行注册制，建立常态化退市机制，**提高直接融资比例。完善现代化金融监管体系，提高金融监管透明和法制化，健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，对违法违规行为零容忍。这表明资本市场改革正有序进行，券商行业制度逐渐走向健全化，规范化，自由化。
2020/11/19	中国证监会上市公司监管部副主任孙念瑞	2020 上市公司高质量发展论坛	全市场注册制将**适时稳步**推进

数据来源：Wind，东吴证券研究所

1.3. 注册制推动中国市场逐步向成熟资本市场靠拢

成熟资本市场“宽进严出”，给予企业融资便利并重视企业经营能力。1）在财务数据方面，国外的交易所不会对拟上市企业有过多严苛的要求，特别在盈利要求上，美国市场要求预备企业的税前所得大于 75 万美元；英国市场要求企业具有主营业务且符合三年的经营记录以及两年的盈利记录。2）在企业的商业模式方面，海外交易所更注重企业未来的发展和持续经营的能力。3）英国的另类投资市场除对企业要求有两年的成熟主营业务盈利记录以外，并没有对企业的其他指标做出具体的要求。在成熟的资本市场，交易所仅作为一个重要的融资平台，以开放的态度为全球企业提供融资服务。

表 4：各国交易所上市条件对比

项目	美国证券交易所	NASDQ	英国主板	AIM（另类投资市场）	东京证券一部	东京证券二部	新兴企业部
公司条件			必须**独立且收入的主营业务，三年**经营记录	**两年主营**业务盈利记录			

净资产额		超过400万美元的净资产额			连结净资产10亿日元	连结净资产10亿日元	无
市值	≥300万美元	≥100万美元	≥70万英镑	无市值要求			
社会公众持股	≥500,000股的股数在市面上为大众所拥有	无具体要求	公众持股≥25%	无公众持股要求			
股东要求	≥800名	≥300名			≥2200人	≥800人	200人以上
盈利利润	会计年度税前所得≥75万美元	会计年度税前所得≥75万美元			近2年利润总额≥5亿日元	近2年利润总额≥5亿日元	无

数据来源：各国交易所，东吴证券研究所

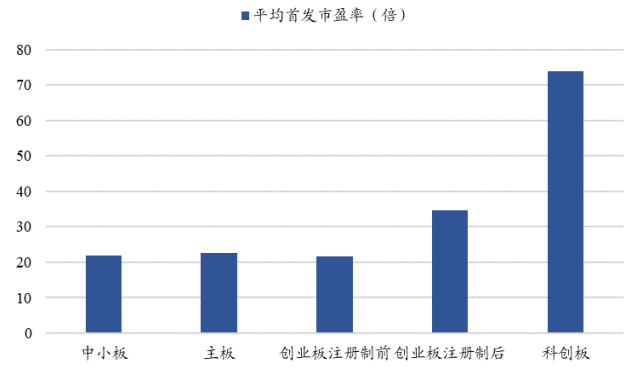
请务必阅读正文之后的免责声明部分

2. 推行注册制，优化我国上市企业质量和投资者结构

2.1. 注册制推行为市场注入新的活力

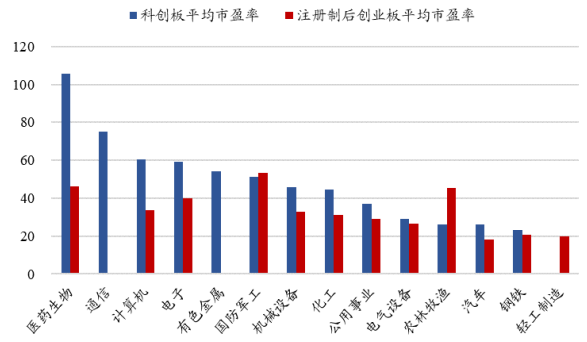
打破传统 23 倍市盈率定价模式，未来企业 IPO 定价将面临市场的考验。1）23 倍市盈率是在核准制下，发行人默认的一种定价方式。2014 年证监会发布《关于加强新股发行监管措施》，明确发行人应选取预备上市企业所属行业近一个月的静态平均市盈率作为参考依据。此后的新股发行参考指标并没有做出新的变动。因此不少投行选择以低于 23 倍市盈率的价格作为新股发行价格，防止定价过高，监管审批无法通过。截至 2020 年 Q3，国内的中小板与主板的平均首发市盈率分别在 22 倍和 23 倍。2）注册制下 23 倍市盈率逐渐不复存。在注册制的实行中，IPO 的定价机制转变为采取市场化的定价机制，并且创业板和科创板的平均首发市盈率分别达到了 34.75 倍和 73.84 倍。未来全面实行注册制，中小板与主板的首发市盈率也将得到进一步的提升。这将考验上市公司、投资银行、投资者三者的核心定价能力。3）注册制下 IPO 市盈率出现分化，不同行业之间的市盈率差距明显，其中医药生物（科创板 105 倍，创业板 46 倍）、通信（科创板 75 倍）以及国防军工（科创板 51 倍，创业板 53 倍）的市盈率较高。

图 6：2020 年各上市板企业平均首发市盈率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 7：注册制下科创板与创业板平均首发市盈率



数据来源：Wind，东吴证券研究所

随着融资融券和股指期货等金融工具的发展，我国市场将更加充满活力。1）我国两融标的逐步扩大，担保物和手续费逐渐下调，标志着我国两融业务更加灵活。2）股指期货自 2017 年保证金比例逐渐下调，监管标准逐步放宽，我国股指期货市场开始逐渐回暖。3）两融和股指期货的发展是促进市场功能发挥的重要举措，进一步满足投资者风险管理需求，引导更多外资和中长期资金进入资本市场。未来金融工具伴随着全面注册制的落地，将为国内资本市场注入更多新活力。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 5：国内融资融券调整政策

时间	标的调整	保证金	担保物	融资费率
2011.11.25	两融标的股增至 278 只	保证金不得低于 50% 融资/融券保证金比例 = 保证金/（融资买入（或卖出）证券数量×买入（或卖出）价格）×100%	客户维持担保比例不得低于 130%。	
2015.07.01		1.上证 180 指数成份股股票的折算率最高不超过 70%，其他 A 股股票折算率最高不超过 65%；2.交易型开放式指数基金折算率最高不超过 90%；3.证券公司现金管理产品、货币市场基金、国债折算率最高不超过 95%；4.被实施风险警示、暂停上市或进入退市整理期的 A 股股票、权证折算率为 0%；5.其他上市证券投资基金和债券折算率最高不超过 80%。	客户维持担保比例不得低于 130%。维持担保比例=（现金+信用证券账户内证券市值总和）/（融资买入金额+融券卖出证券数量×当前市价 + 利息及费用总和）	
2015.11.13		投资者融资买入证券时，融资保证金比例不得低于 100%。		
2016.12.12	两融标的股增至 950 只	被实行风险警示、暂停上市或进入退市整理期的证券，静态市盈率在 300 倍以上或为负数的 A 股股票，以及权证的折算率为 0%		
2019.08.09	两融标的增至 1600 只		取消了最低维持担保比例不得低于 130%的统一限制，交由证券公司根据客户资信、担保品质量和公司风险承受能力，与客户自主约定最低维持担保比例。完善维持担保比例计算公式，除了现金、股票、债券外，客户还可以证券公司认可的其他证券等资产作为补充担保物，增强补充担保的灵活性。	整体下调转融资费率 80BP，其中：182 天期费率由 4.3%下调至 3.5%，91 天期费率由 4.6%下调至 3.8%，28 天期费率由 4.7%下调至 3.9%，14 天期和 7 天期费率由 4.8%下调至 4%。

数据来源：证监会、上交所，东吴证券研究所

表 6：我国 2015 年以来期货保证金和手续费调整

时间	交易保证金	调整前	调整后	过度交易行为监管标准	平今仓交易手续费
2015/7/8	IC500 卖出非套保	10%	20%		
2015/7/9		20%	30%		

2015/8/26	IF300、IH50 非套保保证金，IC500 买入保证金	10%	12%		万分之 1.15
2015/8/27	IF300、IH50 非套保保证金，IC500 买入保证金	12%	15%		
2015/8/28	IF300、IH50 非套保保证金，IC500 买入保证金	15%	20%		
2015/8/31	IF300、IH50 非套保保证金，IC500 买入保证金	20%	30%		
2015/9/7	IF300、IH50、IC500 非套保保证金	30%	40%	单个合约 10 手，套期保值交易开仓数量不受此限	万分之 23
	IF300、IH50、IC500 套保保证金	10%	20%		
2017/2/17	IF300、IH50、IC500 非套保保证金	40%	20%	单个合约 20 手，套期保值交易开仓数量不受此限	万分之 9.2
	IF300、IH50、IC500 套保保证金	40%	30%		
2017/9/18	IF300、IH50 各合约保证金	20%	15%		万分之 6.9
2018/12/3	IF300、IH50 各合约保证金	15%	10%	单个合约 50 手，套期保值交易开仓数量不受此限	万分之 4.6
	IC500 各合约保证金	15%	12%		
2019/4/22	IC500 各合约保证金	15%	12%	单个合约 500 手，套期保值交易开仓数量不受此限	万分之 3.45

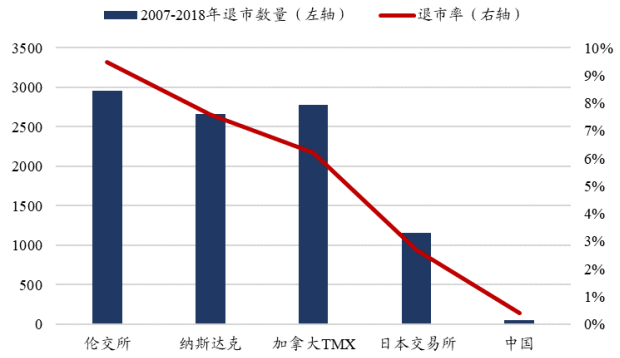
数据来源：中国金融期货交易所，东吴证券研究所

2.2. 注册制与退市机制结合，企业的优胜劣汰逐渐显著

目前我国 IPO 体制僵化“壳”资源紧张，导致国内退市比率低下，破坏我国资本市场的资源配置功能。1）2007-2018 年伦交所、加拿大 TMX 和纳斯达克的退市公司数量累计值均超过 2500 家，伦交所、纳斯达克（美国）的退市率分别达到 9.5%、7.6%。而上交所和深交所退市率仅 0.3%和 0.1%。从我国历年的退市数量和比例可以看到，目前每年平均有 5 家企业选择退出，而每年退市企业数量与上市企业的数量比仅维持在 5%左右。2）国内主动退市比例与成熟市场存在较大的差距。与美股退市情况相比，目前被动退市仍是国内企业的退出市场的主要原因（65%）；而主动退市企业仅占 35%（合并与私有化）。

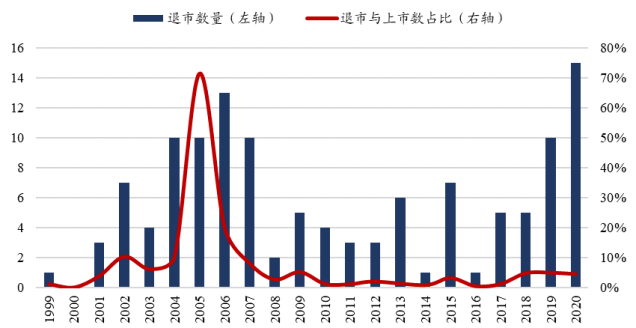
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 8：2007-2018 年各大交易所退市情况



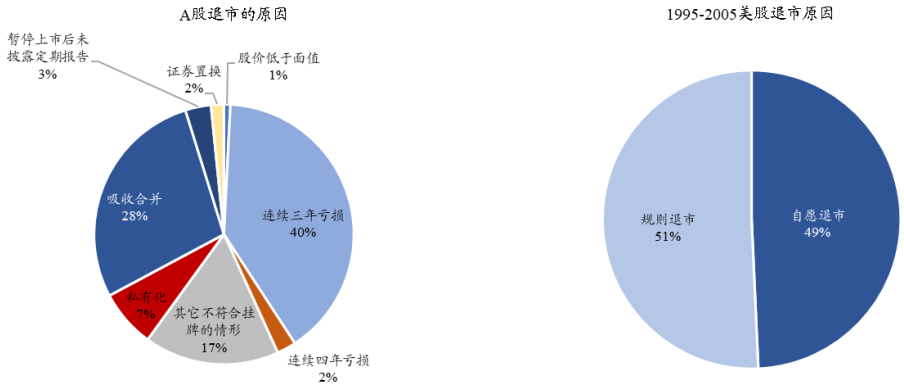
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 9：1999-2020 年中国退市数量



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 10：中国和美国市场退市的主要原因



数据来源：Wind，东吴证券研究所

最新发布的退市新规，对上市公司提出了更明确的退市标准，助力资本市场优化改革。1）财务方面，财务数据考察的时间由至少三年改为连续两年，要求上市公司连续两年扣非前净利润亏损且营收高于 1 亿元。2）交易方面，不再对个股面值进行考察，而是对股价低于 1 元/股和上市公司连续 20 个交易时市值低于 3 亿元的退市要求；强调上市公司的规范运作，对于信息披露和报告的真实可靠性提出要求；3）与之前的标准相比，新的退市标准对财务造假给出了明确标准，并且连续两年触发财务类标准即终止上市。新的退市制度明确了退市的标准，提升了退市效率。从而进一步优化我国上市企业质量，维护资本市场健康发展。

表 7：中国新旧退市标准的比较

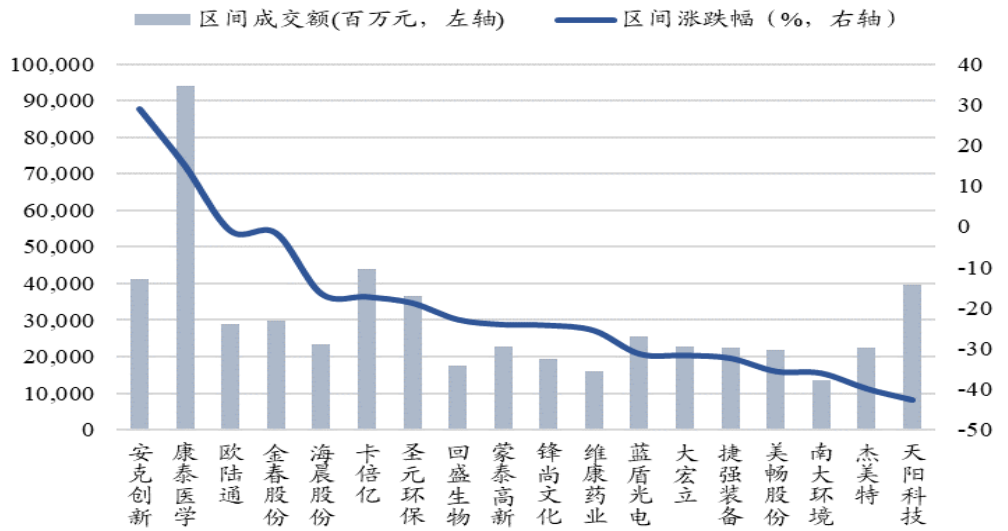
新旧退市标准比较		
	现标准	新标准
财务类	连续三年或四年净利润为负或营业收入小于 1 千万	连续两年扣非前净利润亏损且营收（扣除非主营）低于 1 亿
交易类	面值退市；连续 20 个交易日每日低于每股面值股票中止上市	1 元退市；新增 20 个交易日总市值均低于人民币 3 亿元
规范类		信息披露、运作存在重大缺陷；半数以上董事对年报，半年报不保真
违法类	IPO 造假、财务造假等	上市公司连续 2 年虚增净利润金额每年均超过当年年度报告对外披露净利润金额的 50%，且 2 年合计虚增净利润金额达到 5 亿元以上；
		或连续 2 年虚增利润总额金额每年均超过当年年度报告对外披露利润总额金额的 50%，且 2 年合计虚增利润总额金额达到 5 亿元以上；
		或连续 2 年资产负债表各科目虚假记载金额合计数每年均超过当年年度报告对外披露净资产金额的 50%，且 2 年累计虚假记载金额合计数达到 5 亿元以上
退市流程	连续 3 年亏损暂停上市，次年转盈可恢复上市	取消暂停上市和恢复上市，连续 2 年触发财务类标准即终止上市
风险提示	连续 2 年净利润为负值；每股净资产低于股票面值；经交易所或证监会认定为财务状况异常	一年触及财务类指标及 ST；适度扩大其他风险警示适用情形；深交所风险警示板单日买入不得超过 50 万股

数据来源：交易所，东吴证券研究所

未来，上市公司的经营能力是推升公司市值增长的关键因素。从长期看，上市公司的股价表现与成交额高度相关，经营能力强的企业将受到投资者的青睐，反之则将面临流动性不足面临困境。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 11：首批注册制创业板企业表现情况

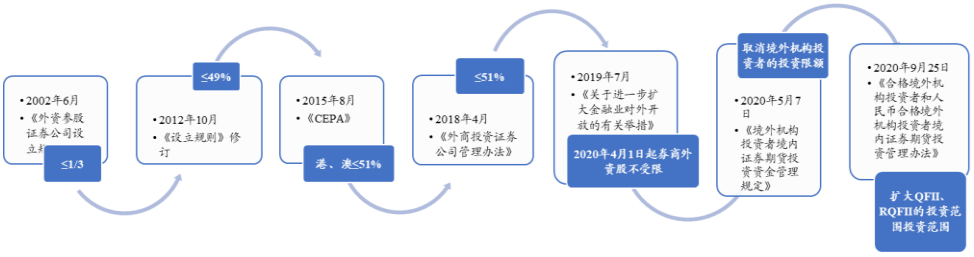


数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.3. 外资的涌入与注册制的落地，有助于实现投资者结构逐渐机构化

逐步放开外资持股比例与交易限制，国内投资者结构得到优化。注册制的推行是对中国资本市场的重要改革。在新的机制下，鼓励优秀的公司在国内实现融资，改善现有资本市场上市公司机构的过程。贴近国际标准的上市和退市机制形成一套组合拳，发挥中国特色的市场优势，加强国内资本市场的吸引力。1）在对待外资的政策上，从 2002 年外资持股逐渐放宽到 2020 年 4 月券商外资股不受限制，未来，国内资本市场也将随着外资的加入，丰富投资者结构。2）随着政策的逐渐放开，外资持股比例逐渐上升。从 2016 年到 2020 年，我国外资持有流通 A 股比例从 0.29%提升至 3.77%。并且从 2019 年我国投资者结构中可以看到，外资机构占比达到了 4%。随着我国对外开放政策的放开，投资者结构也逐渐得到了丰富。

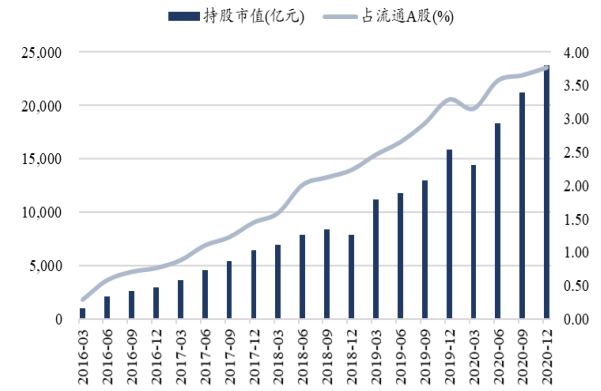
图 12：券商外资持股比例逐渐放开



数据来源：Wind，东吴证券研究所

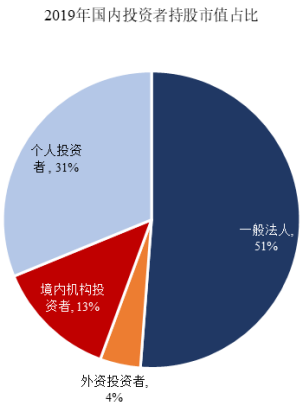
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 13：中国外资持股比例变化



数据来源：Wind，东吴证券研究所

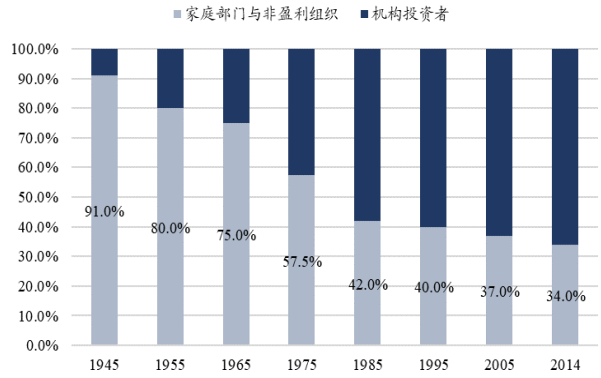
图 14：2019 国内投资者机构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

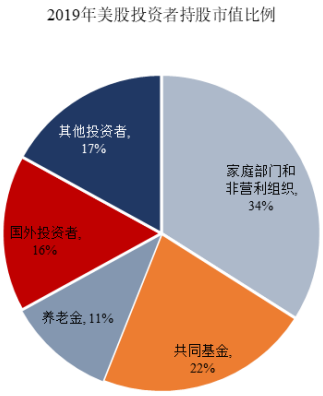
参考美国资本市场逐渐成熟的发展历程，我国个人投资者的参与比例逐渐降低。美国资本市场经历了由粗放到成熟的过程，1945 年，家庭部门与非盈利组织投资者的占比高达 91%，随着注册制以及一系列资本市场改革，美国个人投资者参与比例逐渐下降。截至 2014 年公布的数据，美国家庭部门与非盈利组织投资者已达到历史低为，占所有投资者比例的 34%。因此，随着我国注册制等一系列制度的推行，我国个人投资者的参与比例也将进一步降低。

图 15：美国 1945-2014 投资者结构变化



数据来源：美联储，东吴证券研究所

图 16：2019 年美国投资者结构变化



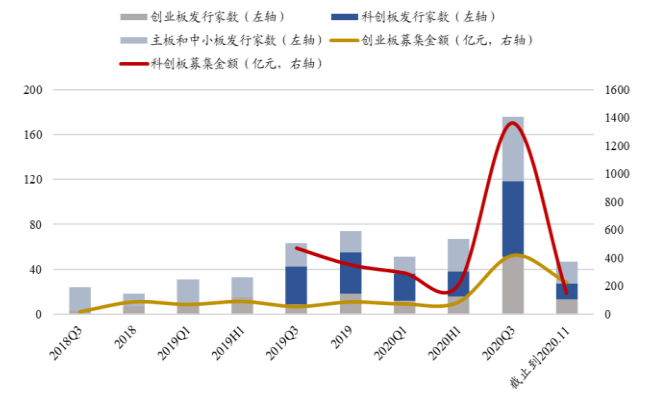
数据来源：Wind，东吴证券研究所

3. 注册制的落地推动券商转变为投行为中心，考验综合服务能力

3.1. 注册制有利于投行市场扩容，保荐收入提升

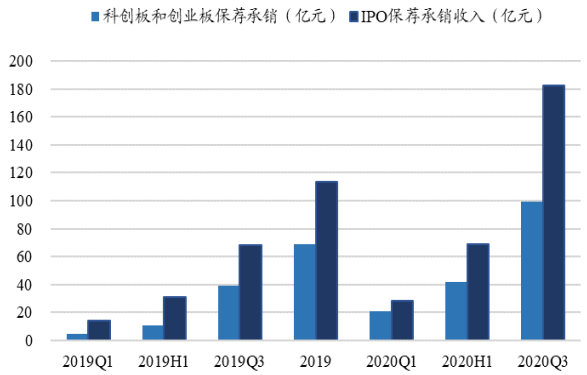
科创板、创业板注册制落地推进投行 IPO 保荐业务的发展，发行家数与募集金额出现新高。1）2020Q3 创业板和科创板发行家数达到了 118 家，占总家数的 67%，较去年同比增加至 349%；科创板和创业板募集规模达到了 1782 亿元占募集总额的 82%，较去年同比增至 53%。2）2020 年前三季度 IPO 保荐承销业务收入达到了 183 亿元，较去年同比为 182%，其中科创板和创业板承销收入为 99 亿元较去年同比增至 148%。注册制的试点实施给券商投行的首发保荐方面带来了较大的收入。

图 17：科创板与创业板发行情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 18：券商保荐承销收入及占投行收入比重

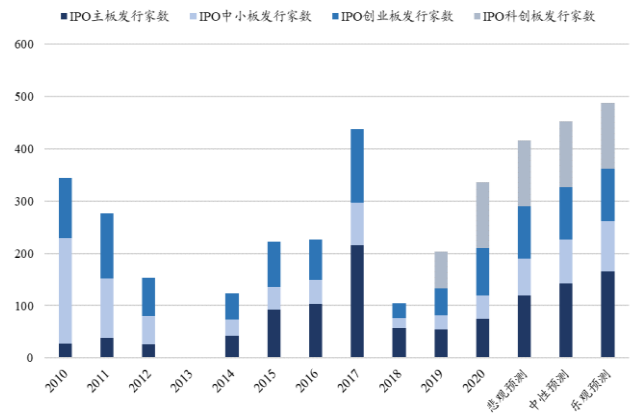


数据来源：Wind，东吴证券研究所

全面开放注册制有望增加主板和中小板的 IPO 规模。1）根据科创板和创业板同比和环比数，我们把发行家数同比上涨 90%以及承销规模同比上涨 170%作为中性指标，此时预测主板和中小板将分别发行 143 和 84 家，融资规模分别为 2964 亿元和 793 亿元；2）同时把发行家数上涨 60%以及承销规模上涨 130%作为悲观指标，此时主板将预测发行 120 家募集 2525 亿元而中小板将发行 70 家和 675 亿元；3）最后把 120%和 210%作为发行家数和募集规模的乐观指标，主板和中小板分别为 165 和 97 家并募集 3401 亿元和 910 亿元。

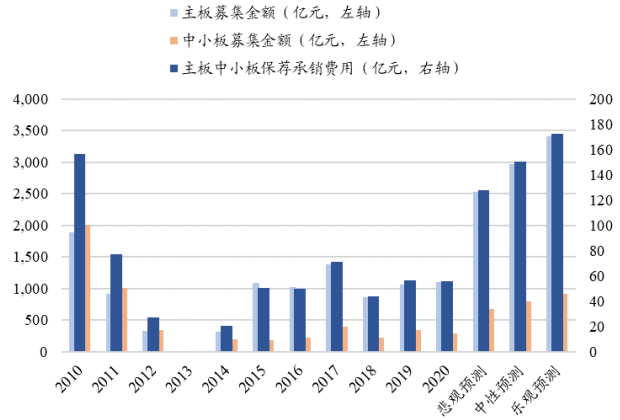
注册制提高股票的发行效率，券商的保荐承销相关收入得到提升。我们预测 2021 年券商关于主板和中小板的保荐承销收入会出现大幅增加。悲观下主板和中小板首发承销收入为 128 亿元，同比+128%、中性下主板和中小板首发承销收入 150 亿元，同比+167%、乐观下主板和中小板首发承销收入为 172 亿元，同比+207%。

图 19：券商保荐承销收入及占投行收入比重



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 20：2021 年中小板和主板承销规模及保荐费用预测

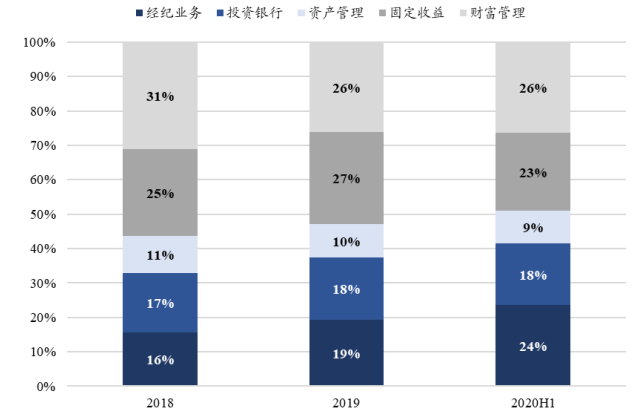


数据来源：Wind，东吴证券研究所

3.2. 注册制加速券商业务结构转型

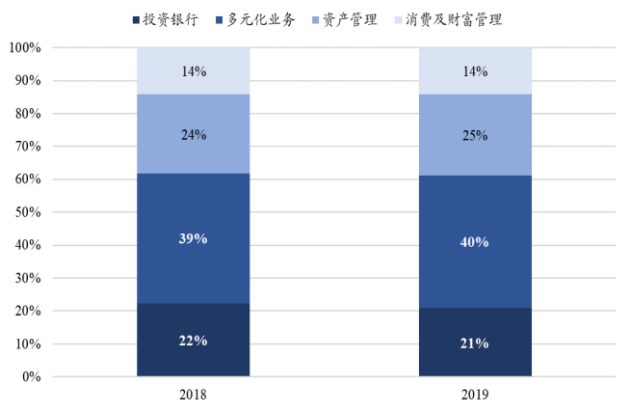
国内龙头券商的主要业务逐渐从渠道转变为资本和专业为主的业务，正向国际券商靠拢。1）我国之前券商主要以经纪业务这种通道业务为主，而目前龙头券商在收入结构上逐渐发生转变。截至 2020 年 H1，中金公司的投行收入与投资管理占比达到了 72%，通道业务进一步得到了压缩。2） 2019 年高盛的固定收益、外汇、大宗商品（FICC）及股票领域的广泛和多元化业务净收入为 147.8 亿美元占总收入的 40%；资产管理净收入为 89.7 亿美元占总收入 25%。3）对标海外大型投行可以发现，目前我国龙头券商的收入格局已经从渠道竞争转变为资本和专业能力的竞争，在提供专业金融服务的投资银行转型道路上继续前进。预计未来以资本金和专业金融能力为主的机构业务等将是国内券商主要的发展方向。

图 21：中金公司收入结构



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 22：高盛集团各业务净收入



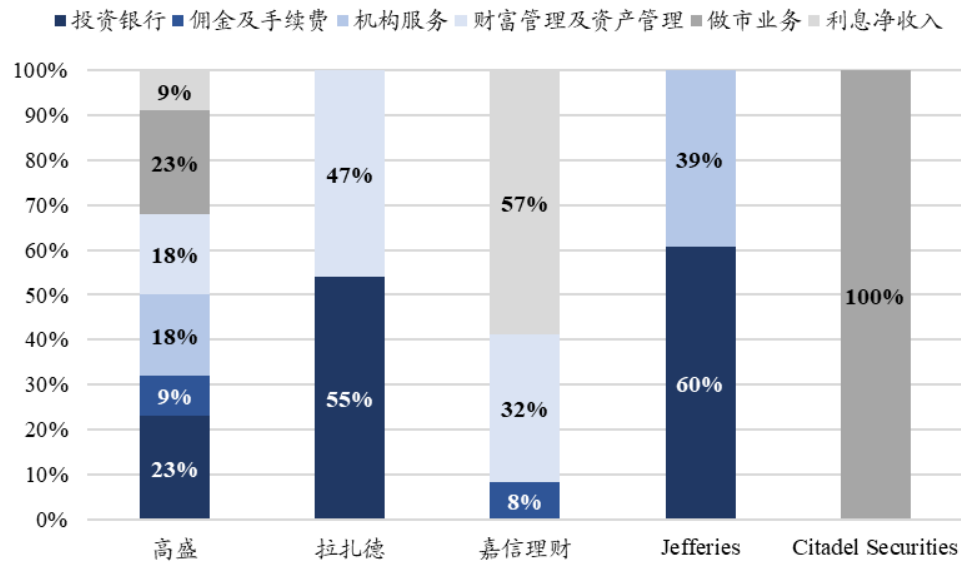
数据来源：高盛年报，东吴证券研究所

随着国内资本市场的不断改革，未来券商可借鉴美国的大型全能投行、精品投行财富管理机构、特色投行和交易做市商的发展经验，形成多层次的竞争格局。1）目前美国存在五种模式的券商其核心差异体现在业务结构上。首先是以高盛和摩根士丹利为代

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表的全能投行，其主要满足机构和企业客户的全周期需求，业务复杂度最高、业务结构较均衡。而其他类型券商主要走专业化路线，在做精做深核心业务（如嘉信围绕零售客户理财，Lazard 专注并购重组）的同时，向和主业相关度高的业务辐射（如嘉信通过银行账户获取利息收入，Lazard 发展资产管理），但其业务布局通常不超过 2-3 种，对业务扩张持审慎态度，从而保持在专业细分领域的领先优势。2）在国内多层次资本市场体系建设大背景下，以交易为中心的机构服务业务发展模式会更为丰富，大型券商在资本金实力、风险定价能力、机构客户布局上竞争优势突出，且行业集中度较高。然而目前，国内缺乏“小而精”证券公司。未来中小券商可以借鉴美国经验，考虑针对细分领域提供特色化服务。

图 23：美国不同模式代表券商的收入结构

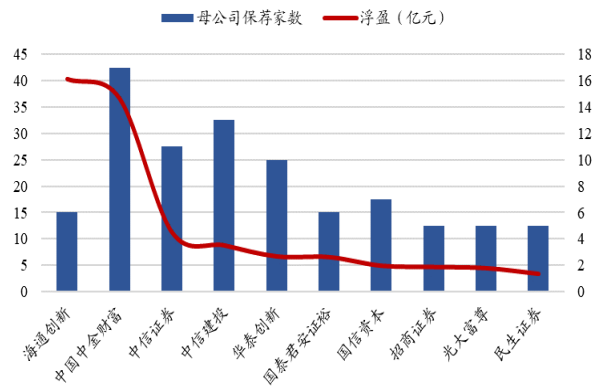


数据来源：麦肯锡、公司年报，东吴证券研究所

3.3. 未来券商投行模式将整合公司内部资源与其他部门发生联动

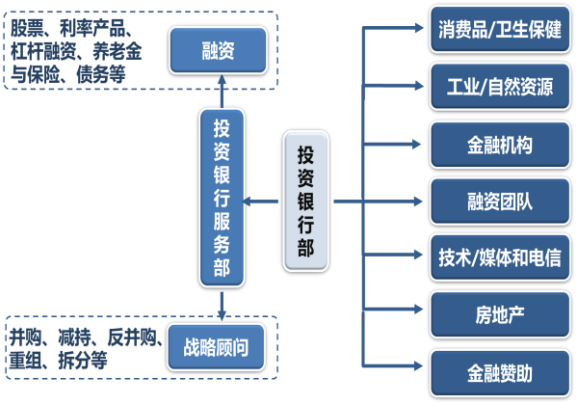
“保荐+跟投”模式作为一项创新制度，打破了券商传统的业务格局。跟投机制带来一、二级联动投资优质项目机遇，券商可直接投资优质项目创造收益。截止到 2020 年 7 月 21 日海通创新的跟投浮盈达到了 36.54 亿元。对标海外，投行部门与其他部门相互合作创造价值。跟投制度对券商投行的研究能力、估值能力、定价能力、销售能力提出新要求。

图 24：科创板一年以来头部券商保荐跟投情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

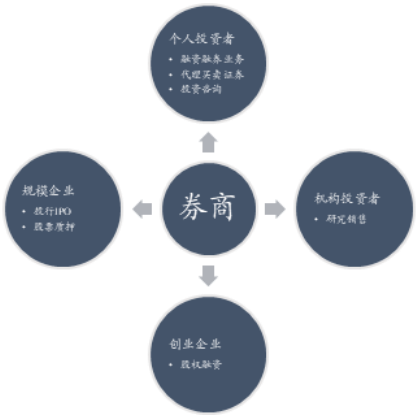
图 25：高盛投行业务结构



数据来源：高盛，东吴证券研究所

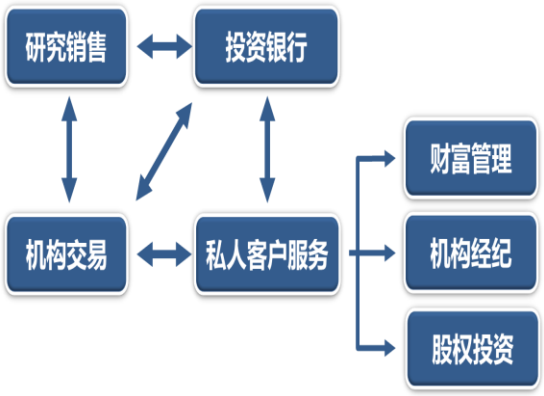
未来，投行部门或将成为整合证券公司内部各优势资源的核心，协同各部门推进券商各项业务的开展。1）传统的券商业务模式，多是以业务线条为单位，而当下国内券商业务同质化竞争激烈，券商为客户提供的一揽子综合金融服务能力仍有待提升。2）未来在逐渐以投行业务为主导的模式下，券商投行部门将增强客户粘性整合证券公司内部各优势资源的核心，协同各个部门，向投行的客户由点到面的提供私人客户服务、机构交易支持、研究服务等全套服务内容。

图 26：传统券商业务模式



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 27：高盛业务结构



数据来源：高盛，东吴证券研究所

4. 投资建议：关注优质龙头券商

4.1. 值得关注具有高过会率以及优质储备项目的龙头券商

截止到 2020 年 Q3，IPO 承销保荐业务整体集中于龙头券商。前 5 家券商 IPO 保荐家数达到了 117 家占 2020 年 Q1~Q3 总发行家数的 34%，发行总规模达到了 2249 亿元占总发行规模的 59.05%。其中，中信建投位居首位，首发承销家数达到了 27 家，首发保荐承销规模为 685 亿元。中信证券首发承销家数达到了 27 家，首发承销规模为 342 亿元，首发保荐收入达到了 16.91 亿元。

图 28：2020 年 Q3 上市券商的 IPO 保荐业务情况

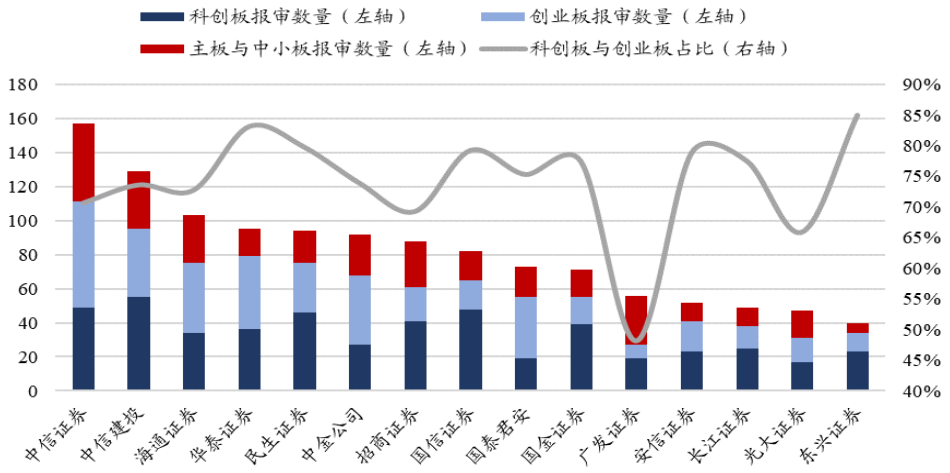
机构名称	首发发行规模（亿元）	首发承销家数	首发保荐承销收入（亿元）
中信建投	685.10	27	19.24
海通证券	586.72	19	17.52
中金公司	419.72	27	17.18
中信证券	342.01	27	16.91
华泰证券	215.35	17	13.49
国泰君安	202.14	18	10.17
国金证券	147.89	17	8.29
招商证券	96.69	11	6.52
光大证券	95.95	15	7.02
民生证券	94.56	18	7.76
兴业证券	76.58	11	5.05
东兴证券	65.17	9	5.24
国信证券	57.57	9	4.06
安信证券	56.21	10	4.29
广发证券	47.10	8	2.88
国元证券	43.32	7	3.03
东吴证券	35.45	7	2.08
东方投行	34.71	7	2.47
西部证券	34.28	4	1.92
长江证券	30.89	4	1.97
申万宏源	27.45	5	2.17
平安证券	26.25	4	1.40
浙商证券	25.09	4	1.94
中国银河	24.66	3	1.24
中德证券	21.94	5	1.72
财通证券	20.09	2	1.00
申港证券	18.72	3	1.24
华西证券	16.00	2	0.79
华英证券	15.18	3	0.79
信达证券	15.02	2	1.00
摩根士丹利华鑫证券	14.22	2	0.36
华创证券	13.84	3	1.07
华龙证券	12.91	2	0.42
华林证券	12.73	2	0.86
中银证券	12.37	2	0.78
德邦证券	10.56	2	0.72
南京证券	10.11	2	0.37
东莞证券	9.48	3	0.72
天风证券	9.40	2	0.87
华融证券	9.26	1	0.44
第一创业	9.15	1	0.24
国都证券	9.08	3	0.88
中山证券	9.05	2	0.87
华安证券	8.43	2	0.68
国开证券	7.67	1	0.10
中泰证券	6.33	1	0.28
湘财证券	6.08	1	0.25
中航证券	5.18	1	0.43
方正证券	4.96	1	0.45
瑞信方正	4.89	1	0.37
爱建证券	4.70	1	0.20
东海证券	4.59	1	0.24
国海证券	4.46	1	0.21
渤海证券	3.99	2	0.35
长城证券	2.03	1	0.12

数据来源：Wind，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

龙头券商在 IPO 项目储备上也具有较大的优势。1）截至 2020 年 Q3，中信证券的投行储备项目数量位居首位，为 157 家，其中科创板与创业板为 111 家。2）目前，前 4 家龙头券商的投行储备家数达到了 484 家，其中科创板与科创板与创业板的报审数量平均占比达到了 75%。这也进一步说明龙头券商拥有更加丰富的储备项目。

图 29：券商投行储备项目情况统计

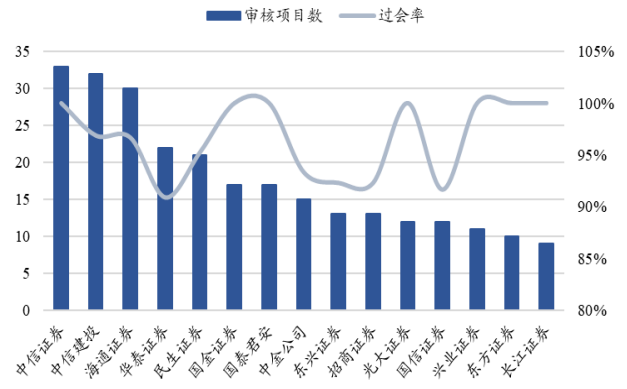


数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至至 2020 年 Q3）

高过会率的龙头券商同样值得关注。国泰君安，光大证券 2020 年期间分别承做 18，11 家 IPO 项目，通过率达到了 100%。

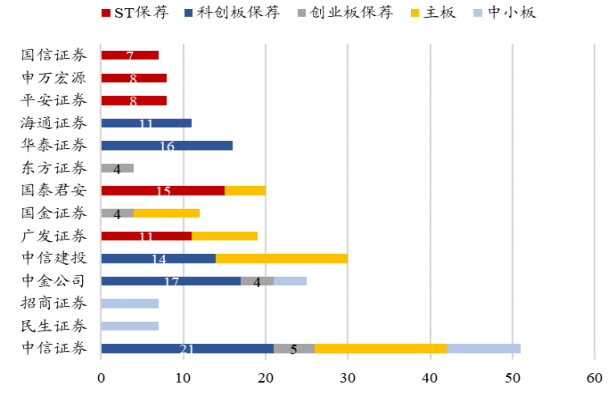
警惕高 ST 项目的券商。国泰君安，广发证券的 IPO 保荐项目中被 ST 的企业分别有 15 家和 11 家。

图 30：2020 年 Q1~Q3 券商的审核项目与过会情况



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 31：券商保荐情况统计



数据来源：Wind，东吴证券研究所

券商综合排名与投行业务存在偏差。1）一些券商投行表现较好，但综合排名却较低。从排名结果上来看，2020 年 Q3 中信建投和中金公司在首发保荐承销收入方面排名分别为 19.81 亿元和 18.58 亿元，位于所有上市券商的第一和第二。但在综合排名却位

于第 7 名和第 9 名。这说明在其他的业务方面，两家券商存在一定的劣势。2）一些券商排名靠前，但投行表现较差。招商证券和申万宏源的综合排名虽然靠前（第 6 和第 7 名），但投资银行的净收入仅为 14.13 和 8.94 亿元，首发保荐承销收入为 6.52 亿元和 2.17 亿元，这说明两家证券可能其他业务具有一定的优势，但在投行业务方面，未来仍有一定的改进与进步的空间。

图 32：截至 2020 年 Q3 各券商综合排名与 IPO 承销情况

单位：百万元	综合排名	营业收入	市值（亿元）	净资产（亿元）	归母净利润	投资银行业务净收入	首发保荐承销收入
中信证券	1	41995	3320	1797	12661	4493	1638
海通证券	4	28254	1544	1544	8502	3869	1349
国泰君安	4	25737	1472	1352	8952	2542	1042
华泰证券	4	24336	1613	1271	8839	2746	1248
招商证券	6	17903	1642	1067	7271	1413	652
广发证券	7	21412	1061	962	8140	594	288
申万宏源	7	21479	1194	873	6529	894	217
中信建投	7	15859	2752	617	7491	3945	1981
中金公司	9	16801	2048	566	4891		1858
中国银河	9	18081	922	744	5651	646	124
国信证券	10	14000	1302	794	5474	1348	406
东方证券	12	16051	684	605	3051	1007	263
光大证券	13	10671	735	525	3310	1694	702
中泰证券	15	7529	915	330	2295	768	28
兴业证券	15	13496	536	369	3029	1138	505
方正证券	17	5725	755	399	1482	500	45
长江证券	18	5901	426	289	1932	563	197
国金证券	20	4728	463	221	1565	1340	829
浙商证券	21	7091	537	188	1027	667	194
东吴证券	21	5332	376	276	1492	708	245
财通证券	21	4653	452	223	1514	399	158
长城证券	25	4842	386	178	1155	281	12
国元证券	25	3533	370	252	1080	439	303
东兴证券	25	4114	335	209	1273	989	524
华西证券	26	3418	307	209	1519	307	79
红塔证券	28	3371	631	139	924	66	0
中银证券	28	2606	636	150	848	210	78
西部证券	28	3660	322	184	926	352	192
天风证券	29	3432	391	181	702	756	87
西南证券	29	2344	336	248	752	195	0
东北证券	29	5078	217	163	972	155	0
国海证券	30	3645	284	187	918	301	21
华安证券	32	2547	287	143	1002	133	68
山西证券	33	2703	269	168	717	484	0
第一创业	33	2074	421	137	560	255	24
南京证券	33	1898	418	114	715	212	37
华林证券	36	1152	376	58	661	116	86
国联证券	37	1365	303	105	459	193	0
中原证券	38	2208	190	134	87	148	0
太平洋	39	798	254	105	99	141	0

数据来源：Wind，东吴证券研究所（综合排名根据券商营业收入，市值，净资产和归母净利润的排名进行加权平均所得）

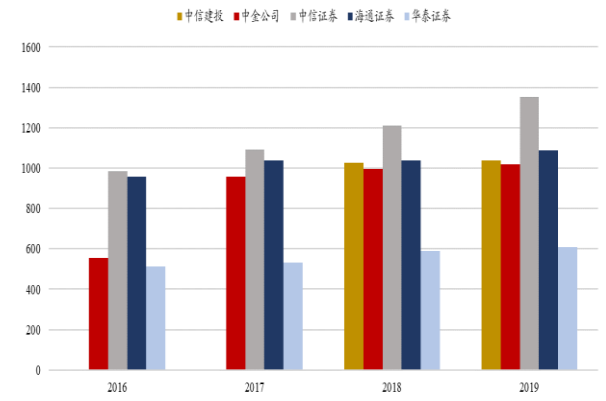
4.2. 关注具有高员工效率的龙头券商

龙头券商投行规模普遍较大。1）龙头券商在人才储备方面普遍比较充足。2019 年 4 家龙头券商投资银行的人数均维持在 1000 人以上，华泰证券的投行人数大约在 610 人左右，人才储备方面具有较大的优势。值得注意的是中金公司的投行人数从 2016 年的 556 扩张至 2019 年的 1019 人，这表明中金公司积极建设投行团队，吸引优秀投行人才。2）在投行人数占比方面，2019 年中金公司的投行占比为 13%，位于龙头券商的首位。而华泰证券的投行人数占比仅为 6%，这表明在人员构成和储备方面，投行业务并不是

请务必阅读正文之后的免责声明部分

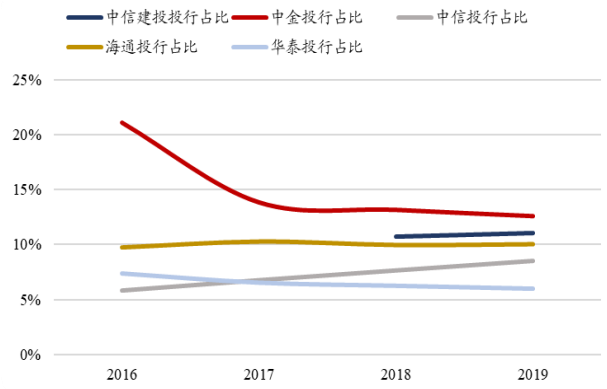
公司的主要业务。

图 33：龙头券商投行人数情况



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

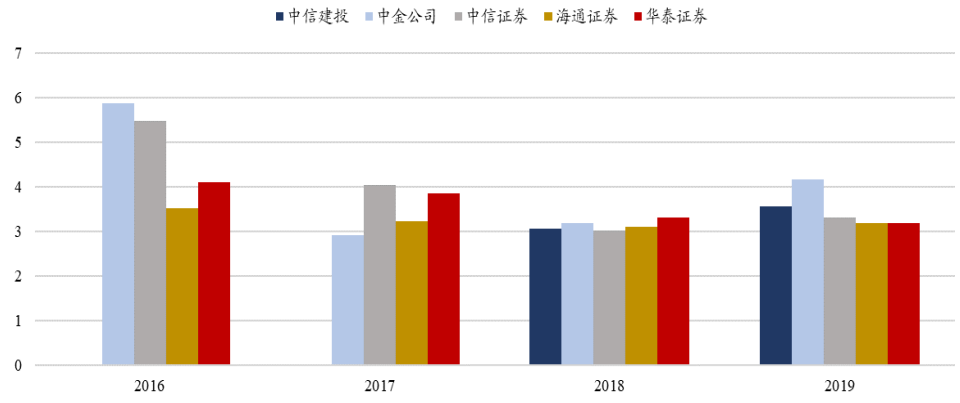
图 34：龙头券商投行人数占比



数据来源：公司年报，东吴证券研究所

员工效率（投行净收入/投行人数）差距逐渐缩小，重点关注高效率的券商。随着资本市场改革与注册制的逐渐落地，与 2016 年相比各龙头券商的员工效率逐渐缩小，像中金公司从 5.8 下降至 4.16，中信证券从 5.5 下降至 3.5。这表明龙头券商之间的投行竞争加剧，人才储备达到了一定的饱和状态。目前中金公司占主导地位为 4.17，这说明中金公司的每一个投行员工能够带来 4 百万的净收入，而中信建投（3.55）和中信证券（3.29）紧随其后。

图 35：龙头券商投行员工效率（百万/人）



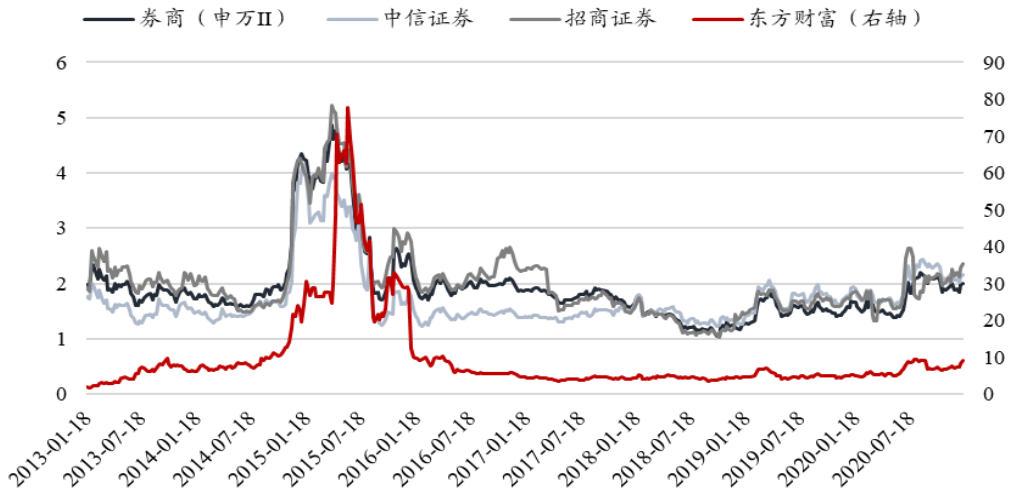
数据来源：公司年报，Wind，东吴证券研究所（投行净收入/投行人数）

4.3. 投资建议：关注中信证券、东方财富和招商证券

未来注册制全面推行投行收入将迎来大幅增长，当前板块估值仍处于相对低位，具有显著配置价值：长期来看，一系列制度变革陆续推进，资本市场改革、金融市场对外开放、基金投顾试点等持续深化，推动行业竞争格局变化和长期 ROE 中枢提升，券商 α 明显提升，当前行业估值仍处于中位，具有配置价值。建议关注最具优质投行业务的龙

头券商【中信证券】，此外资本市场改革快速推进中，看好未来居民储蓄转向权益市场大趋势，首推业绩持续超预期的零售财富管理龙头【东方财富】和【招商证券】。

图 36：SW 证券Ⅱ、中信证券、招商证券及东方财富历史估值水平（市净率）



数据来源：Wind，东吴证券研究所（截至 2021 年 1 月 8 日）

5. 风险提示

1）监管趋严，流动性收紧：货币政策预期转向平稳水平，市场流动性收紧将降低投资者风险偏好；

2）国内外疫情控制不及预期：疫情控制不及预期将可能造成再一次的停工停产，经济恢复信心下降；

3）股市进一步调整：股市调整将会影响券商的自营、经纪等业务经营情况。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn