证券研究报告—动态报告/行业快评

证券

《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》点评

超配

2020 年 10 月 11 日

资本市场改革推动券商转型

证券分析师：戴丹苗 075581982379 daidanmiao@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520040003
证券分析师：王剑 021-60875165 wangjian@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980518070002
联系人：王鼎 0755-81981000 wangding1@guosen.com.cn

事件

国务院印发《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》（以下简称《意见》）。《意见》从加快完善社会主义市场经济体制、建设现代化经济体系、实现经济高质量发展的高度，明确了提高上市公司质量的总体要求，从提高上市公司治理水平、推动上市公司做优做强、健全上市公司退出机制、解决上市公司突出问题、提高上市公司及相关主体违法违规成本、形成提高上市公司质量的工作合力等方面，对提高上市公司质量作出了系统性、有针对性的部署安排，是今后一段时期推动上市公司高质量发展的纲领性文件。

主要内容

今年以来，新冠肺炎疫情冲击实体经济，对上市公司生产经营带来客观影响，提高上市公司质量面临新考验。国务院发布《意见》，将为上市公司高质量发展营造良好环境氛围，有力推动资本市场全面深化改革开放，促进资本市场稳定健康发展。

《意见》指出，要以习近平新时代中国特色社会主义思想为指导，全面贯彻党的十九大和十九届二中、三中、四中全会精神，坚持市场化、法治化方向，按照深化金融供给侧结构性改革要求，加强资本市场基础制度建设，坚持存量与增量并重、治标与治本结合，发挥各方合力，强化持续监管，优化上市公司结构和发展环境，使上市公司运作规范性明显提升，信息披露质量不断改善，突出问题得到有效解决，可持续发展能力和整体质量显著提高。《意见》提出了六个方面 17 项重点举措。

一是提高上市公司治理水平。完善公司治理制度规则，明确控股股东、实际控制人、董事、监事和高级管理人员的职责界限和法律责任，健全机构投资者参与公司治理的渠道和方式，加快推行内控规范体系，强化上市公司治理底线要求，切实提高公司治理水平。完善分行业信息披露标准，增强信息披露针对性和有效性。这有助于促进公司提升决策管理的科学性，并督促上市公司、股东及相关信息披露义务人真实、准确、完整、及时、公平披露信息，更好地满足投资者的信息需求。

二是推动上市公司做优做强。全面推行、分步实施证券发行注册制，支持优质企业上市。完善上市公司资产重组、收购和分拆上市等制度，允许更多符合条件的外国投资者对境内上市公司进行战略投资。完善上市公司再融资发行条件。探索建立对机构投资者的长周期考核机制，吸引更多中长期资金入市。健全激励约束机制。这将增强市场的包容性和灵活性，有助于激发市场活力。

三是健全上市公司退出机制。严格退市监管，完善退市标准，简化退市程序，严厉打击恶意规避退市行为，加大对违法违规主体的责任追究力度。畅通主动退市、并购重组、破产重整等上市公司多元化退出渠道。健全上市公司退出机制，有利于促进资本市场上市公司的优胜劣汰，实现“进出平衡”的良性循环。

四是解决上市公司突出问题。积极稳妥化解上市公司股票质押风险，坚持控制增量、化解存量，强化场内外一致性监管，强化风险约束机制。对已形成的资金占用、违规担保问题，要限期予以清偿或化解。强化应对重大突发事件政策支持。这将倒逼上市公司提升风险管理水平。

五是提高上市公司及相关主体违法违规成本。加大对欺诈发行、信息披露违法、操纵市场、内幕交易等违法违规行为的处罚力度。推动增加法制供给，加重财务造假、资金占用等违法违规行为的行政、刑事法律责任，完善证券民事诉讼和赔偿制度，支持投资者保护机构依法作为代表人参加诉讼。这将提升我国资本市场的投资者保护能力。

六是形成提高上市公司质量的工作合力。持续提升监管效能，强化上市公司主体责任，压实中介机构责任，完善上市公司综合监管体系，建立健全信息共享机制，共同营造支持上市公司高质量发展的良好环境。这将完善我国证券行业的政策环境和生态体系。

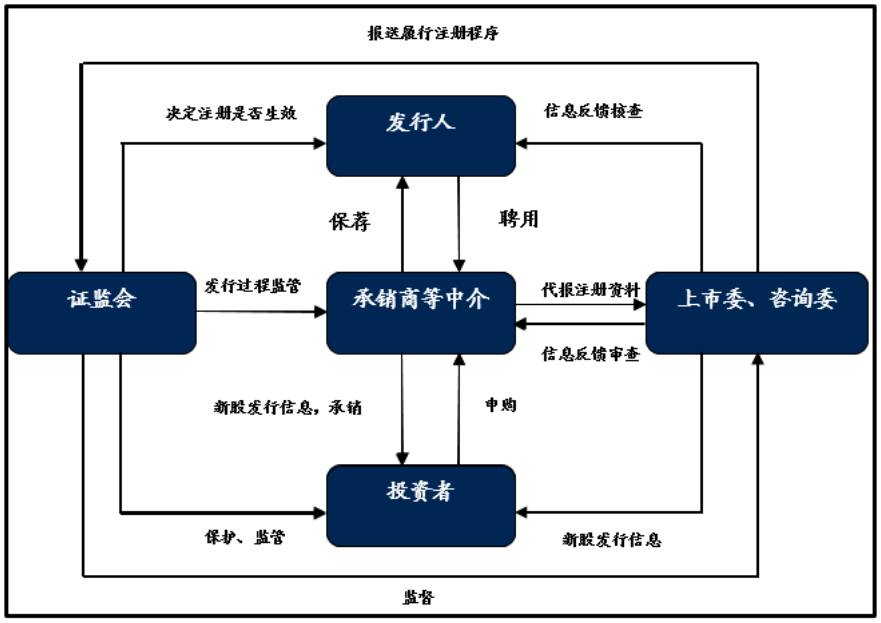
行业影响

总的来说，《意见》的发布，充分体现了党中央、国务院对提高上市公司质量、促进资本市场健康发展的高度重视，是贯彻“六稳”“六保”部署、完善资本市场基础制度、落实新证券法的重要举措。国务院发布《意见》，将为上市公司高质量发展营造良好环境氛围，有力推动资本市场全面深化改革开放，促进资本市场稳定健康发展。

我们在 5 月 22 日发布的深度报告《注册制改革，券商投行业务何去何从？》中提到，券商作为发行人和投资者之间的桥梁，在不同上市制度下的功能角色也有所不同。注册制背景下，券商的承销职能随着发行定价的市场化被大幅强化，吸引足够多的投资者参与认购并保证发行成功是主承销商的基本职责。在承销组织过程中，券商还应当发挥发行人、投资者、其他中介机构等利益相关方的协调和平衡作用，在保障发行人和投资者利益的前提下，做好信息传递、价格发现、综合服务等承销组织工作。

职责分工明晰是注册制发行市场化和运行高效的基本保证。注册制背景下，发行人负责依法依规做好 IPO 信息披露，确保披露的真实性、准确性、完整性和及时性；IPO 信息披露质量主要由保荐人（主承销商）、律师事务所、会计师事务所、评估师事务所等证券中介机构直接把关；IPO 公司的质量与投资价值由投资者依据信息披露资料自行评估判断；IPO 价格、IPO 发行节奏与发行规模由市场自发形成和确定；获准发行后的上市审核由证券交易所独立负责；而 IPO 过程中的一切不法行为，则由证券监管机构负责监管和惩治。

图 1：注册制运行流程



资料来源：国信证券经济研究所整理

注册制下，券商应履行好信息披露“把关人”的职责。在项目承做环节，除满足真实、准确、完整的基本披露需求外，应本着方便投资者进行信息搜集和价值判断的原则，从以下方面入手提升招股书披露质量：一是重视风险揭示，对不同类别的风险项目划分清晰，敢于揭示可能存在的风险因素。二是主动披露有一定把握的预测性信息。围绕发行人主营业务、企业重点项目的可能发展趋势进行充分披露，提供详尽的数据支撑。三是确保披露内容逻辑清晰，

剔除无关表述，改善投资者的阅读体验。

一方面，发行制度的改变将促进券商提升研究估值能力。核准制下，投行业务往往疏于对客户和项目价值的判断。券商投行项目发掘主要依赖于偶然性的商机发现。保荐过程侧重于对企业历史沿革和生产经营合规性的判断，对企业未来发展的判断往往只是满足监管层关于反映持续盈利能力的财务指标的要求，这一运作模式属于典型的通道式投行业务模式，长期以来券商在拓展 IPO 项目时缺乏基于基本面系统性筛选，上市后业绩变脸的现象屡见不鲜。由于 23 倍市盈率的发行价限制，投行的项目筛选主要以符合证监会审核要求为主要标准，缺乏基于产业研究分析的系统性研究。科创板上市企业主要为具有核心技术的企业，创业板主要鼓励成长型创新创业企业上市，这类企业通常处于相对较早的发展阶段，传统估值方式不奏效，估值存在较大不确定性，需要研究人员对行业背景、公司治理、核心技术、经营模式等问题有深刻的理解。

另一方面，更加严格的退市制度将引导券商投行选择优质的项目。退市制度实施后，一旦有保荐的项目被退市，对承销保荐机构而言，其品牌形象和实际利益都将大幅受损。因此，严格的退市制度将使投行在筛选项目时更加审慎，也将倒逼低质量上市公司退出市场，从而对鱼龙混杂的资本市场起到净化作用。

从行业发展格局来看，随着资本市场改革推进，预计行业头部集中趋势将更加明显。龙头券商在获取客户资源能力、研究能力、风险管理能力方面均有优势。从 2019 年年报数据来看，中信证券（44.85 亿元）、中金公司（42.48 亿元）、中信建投（36.85 亿元）、海通证券（34.57 亿元）国泰君安（25.93 亿元）的承销与保荐业务收入排名前五。而从承销与保荐业务收入占比来看，中金公司（26.96%）、中信建投（26.91）的占比均超过 25%。

表 1：2019 年券商承销与保荐业务收入排名及占比

公司名称	证券承销收入（亿元）	承销收入占比（%）
中信证券	44.65	10.35
中金公司	42.48	26.96
中信建投	36.85	26.91
海通证券	34.57	10.04
国泰君安	25.93	8.66
华泰证券	19.47	7.83
招商证券	18.13	9.69

资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从行业转型趋势来看，资本市场改革将促进券商从打价格战的通道中介转型为提供专业服务的金融机构。在《意见》的指导下，投行业务将由“粗放型”向“精细型”转型。《意见》在信息披露机制、新股发行定价机制、中介责任定价机制方面，对投行业务的风险管理水平、研究定价能力、销售能力、部门协作能力等方面提出了更高的要求。此外，符合国家经济结构转型需求的科创类公司未来将是投行业务的重点客户，这意味着投行人员需要对产业链有更深入的研究，对企业在不同成长阶段的需求有更充分的理解，为企业提供全周期、全价值链的综合金融服务。而发行企业更愿意为差异化的能力付费，这将促进行业实现良性竞争。

投资建议

在金融供给侧结构性改革的背景下，券商承担着服务新兴产业、配合经济转型的重任。资本市场改革持续推进，证券行业的政策环境和生态体系继续改善，我们对证券行业维持“超配”评级。证券行业在资本市场改革的催化下，将加速形成差异化发展格局，预计未来证券行业将实现“大而全”、“小而精”券商共存的局面。建议关注在资本实力、风险定价能力、业务布局方面均有优势的龙头券商，推荐中信证券、华泰证券、海通证券；此外，建议关注优势难以复制的特色券商，例如东方证券、东方财富。

风险提示

宏观经济大幅下行、市场下跌、市场竞争加剧、创新推进不及预期等。

表 1：重点个股估值表

代码	公司	评级	收盘价	总市值	EPS		PE	
			（元）	（亿元）	2019E	2020E	2019E	2020E
600030	中信证券	增持	30.60	3609.20	1.20	1.34	25.50	22.84
601688	华泰证券	增持	20.97	1736.88	1.40	1.40	14.98	14.98
600837	海通证券	增持	14.40	1588.61	1.06	1.29	13.58	11.16
600958	东方证券	增持	11.29	720.08	0.39	0.48	28.95	23.52
300059	东方财富	增持	24.62	2120.55	0.46	0.64	53.52	38.47

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告:

《国联证券合并国金证券点评：券商合并加速》 ——2020-09-21
《证券行业 9 月投资策略：中报表现靓丽，改革释放红利》 ——2020-09-10
《证券行业 8 月投资策略：市场交易活跃，投行业务大增》 ——2020-08-08
《证券行业 7 月投资策略：投行业务驱动业绩上升》 ——2020-07-16
《证券行业点评：拥抱直融大时代》 ——2020-07-10

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳
深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001　总机：0755-82130833

上海
上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京
北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032