证券

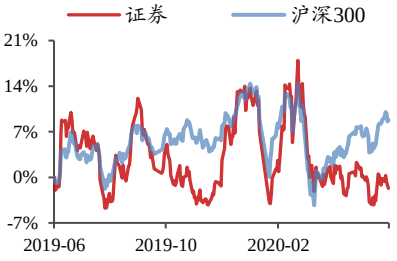
2020 年 06 月 13 日

注册制正式进入存量市场，券商业务全面受益

——创业板注册制正式稿落地事件点评

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《上市券商 5 月月报点评报告-债市下跌拖累 5 月业绩，同比改善下分化加大》-2020.6.5

《证券行业事件点评报告-首提研究科创板单次“T+0”，利好券商经纪业务》-2020.5.30

《券商分类监管规定》修订事件点评-增加财富管理指标等加分项，头部券商更加受益》-2020.5.23

高超（分析师）
gaochao1@kysec.cn
证书编号：S0790520050001

事件：6 月 12 日，证监会发布创业板 IPO、再融资、持续监管和保荐业务管理办法正式稿。同时，证监会、深交所、中国结算、证券业协会等发布相关配套规则。

点评：

● **符合预期，上市发行方面略有放松，保荐机构违规成本提高**

与此前征求意见稿相比，证监会及深交所正式文件的主要差异在于以下方面：1）设置负面清单，原则上不支持房地产等传统行业企业在创业板上市。2）强化中介责任，加大保荐机构违法处罚力度。3）完善小额快速再融资机制，设置简易程序，缩短审核时长。4）明确招股书引用财报6个月有效期，特殊情况下可适当延迟。5）完善红筹企业上市及退市条件，边际上有所放松。6）提高单笔最高申报数量，同步放宽相关基金涨跌幅至20%。7）与证券法保持一致，首发条件中注册会计师出具“标准无保留意见”改为“无保留意见”。

● **突出“市场化”发行定价，与科创板差异化定位**

创业板注册制在审核流程、市场化发行定价、涨跌幅限制方面与科创板一致，在如下方面略有差异：**1）定位。**科创板主要面向科技创新型企业；创业板主要针对成长型创新企业，范围相对宽泛。**2）跟投。**创业板仅要求保荐机构对未盈利、存在表决权差异安排、红筹以及发行价格过高的四类企业强制跟投。**3）投资者准入。**要求投资者日均金融资产不低于 10 万元且参与证券交易 24 个月以上。

● **注册制正式进入存量市场，券商业务全面受益**

1）经纪：上市公司质量持续优化、涨跌幅放宽有望驱动市场活跃度持续提升，创业板交易额占全市场 21%，在创业板交易额增加 30%/40%/50%三种情况下，预计经纪业务拉动上市券商全年净利润增加 4.2%/5.6%/7.0%。**2）投行：**受益于上市条件多元化及审核时间缩短，IPO 数量有望明显增加。目前已预披露更新的创业板 IPO 排队项目有 67 单，参考科创板审核速度，预计新规下全年(后 6 个月)有望过会 70 单，2019 年全年仅过会 60 单，在每年增加 80 单 IPO 的中性假设下，拉动券商净利+0.73%。**3）直投：**创业板注册制改革将直接利好券商直投业务，上市券商 PE 及另类子公司净利润贡献率达 6.8%(2018 年及 2019 年平均)。在直投板块净利润增幅 30%/50%假设下，上市券商净利润分别+2.0%/3.4%。

● **投资结论：政策利好叠加复苏持续，券商估值修复可期**

创业板注册制正式稿落地，6 月 15 日深交所将开启项目受理，预计 3 季度末前后有望迎来首批企业上市，届时创业板股票涨跌幅将全面放宽至 20%，券商经纪、投行和直投业务全面受益。经济复苏延续利于券商盈利增长，资本市场改革超预期，板块估值修复可期，维持行业“看好”评级。受益标的：IPO 潜力突出的国金证券(600109)、受益市场活跃度提升的东方财富（300059）、头部券商华泰证券（601688）和中信证券（600030）。

● **风险提示：**疫情对经济冲击影响超预期，券商股票质押等业务风险加大；政策进度不及预期。

表1：创业板主要针对成长型创新创业企业，与科创板差异化定位

项目	创业板	科创板	主板	精选层
所属市场	深交所	上交所	沪深交易所	股转系统
审核机构	创业板上市委员会审核、证监会注册	科创板上市委员会审核、证监会注册	证监会发审委	股转公司挂牌委员会自律审查、证监会核准
目标定位	**成长型创新创业企业，**支持传统产业与新技术、新产业、新业态、新模式深度融合	面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求，主要服务**于符合国家战略、突破关键核心技术、市场认可度高的科技创新企业**	具有一定盈利规模的大型**蓝筹企业或稳定发展的中型企业**	创新型、创业型、成长型**中小企业**
公开发行条件（财务指标）	（1）两年累计盈利5000万元； （2）市值10亿元，净利润为正且收入1亿元； （3）市值50亿元，收入3亿元（一年之后接受最近一期未盈利企业）	市值+盈利、市值+收入+研发投入占比、市值+收入+经营活动现金流量、市值+收入、市值+技术优势五套指标，对应市值10、 15、 20、30、40亿元	近三年净利润均为正且累计≥3,000万元；近三年经营活动产生的现金流量净额≥5,000万元，或者近三年营业收入累计≥30,000万元	市值+净利润+净资产收益率、市值+营业收入及其增长率+现金流、 市值+营业收入+研发强度、市值+研发投入等四套指标，对应市值2、 4、 8、 15亿元
发行定价方式	市场化询价、直接定价（不限制市盈率）	市场化询价	直接定价（限制市盈率）	直接定价、竞价或询价
合格投资者	**新增投资者10万元金融资产**	**50万金融资产**	无	100万金融资产
交易涨跌幅制度	20%涨跌幅限制，前五交易日不设涨跌幅	20%涨跌幅限制，前五交易日不设涨跌幅	10%涨跌幅限制	首个交易日不设涨跌幅30%涨跌幅限制，

资料来源：证监会、深交所、上交所、全国股转公司官网、开源证券研究所

表2：交易活跃度提升有望拉动券商经纪业务明显增长

市场日均股基成交额增幅假设	悲观	中性	乐观
	30%	40%	50%
全年股基成交额增加额（亿元）	124,556	166,075	207,594
行业佣金率	0.0278%	0.0278%	0.0278%
全年经纪业务收入增加额（亿元）	69.35	92.47	115.59
占2019年上市券商代买证券净收入比重	8.8%	11.7%	14.7%
全年经纪业务净利润增加额（亿元）	52.01	69.35	86.69
占2019年上市券商净利润比重	4.2%	5.6%	7.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所。

注：1）全年股基成交额增加额基于创业板2020年日均股基成交额计算(截止6月12日)。

2）全年经纪业务净利润增加额=全年经纪业务收入增加额*（1-25%）。边际成本仅考虑所得税因素，假设其余边际成本为零。

表3：创业板注册制下 IPO 有望明显增加，利于投行业务利润释放

每年多增 IPO 单数假设	60 单	80 单（中性）	100 单
每单承销费收入（亿元）	0.5	0.5	0.5
IPO 承销毛利率	30%	30%	30%
IPO 增加证券行业毛利（亿元）	9	12	15
IPO 增加证券行业净利润（亿元）（25%所得税）	6.8	9.0	11.3
对净利润拉动幅度	0.55%	0.73%	0.91%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表4：直投业务对券商盈利拉动明显

单位：亿元	2018 年	2019 年	两年合计
30 家上市券商 PE 子公司净利润	16	59	74
30 家上市券商另类子公司净利润	12	22	34
PE+另类合计净利润	28	80	108
上市券商净利润合计	584	1,000	1,584
PE+另类合计净利润占比	4.7%	8.0%	6.8%
PE 和另类子公司净利润增幅假设	**30%**	**50%**	
对上市券商净利润拉动	**2.0%**	**3.4%**	

数据来源：Wind、开源证券研究所

表5：中信建投、国金证券和海通证券创业板已预披露更新项目个数居前

序号	上市券商	创业板已预披露更新项目单数	2019 年投行业务收入占比	2019 年经纪业务收入占比
1	中信建投	9	27%	21%
2	国金证券	7	21%	26%
3	海通证券	5	13%	13%
4	中金公司	5	23%	23%
5	东方证券	3	11%	16%
6	东兴证券	3	26%	17%
7	广发证券	3	7%	20%
8	申万宏源	3	7%	24%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表6：受益标的估值表

证券代码	证券简称	股票价格	EPS			BVPS		P/B	
		2020/6/12	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2019A	2020E
600030.SH	中信证券	22.61	1.01	1.13	1.31	13.34	13.75	1.70	1.64
601688.SH	华泰证券	17.82	1.04	1.12	1.27	13.50	14.41	1.32	1.24
300059.SZ	东方财富	16.13	0.28	0.34	0.44	3.16	3.01	5.11	5.37
600109.SH	国金证券	10.35	0.43	0.46	0.49	6.85	7.27	1.51	1.42

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：上述公司盈利预测均来自 Wind 一致性预期。

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R3（中风险），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C3、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C3、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	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	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，属于机密材料，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。

开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835