

详探科创板规则及前景，关注龙头券商受益机会

2018年11月，习近平总书记宣布将设立科创板并试点注册制；2019年1月30日，证监会与上交所出台科创板制度设计规则的征求意见稿。我们梳理上述文件的核心要点，并与新三板制度设计与发展经验进行对比，认为科创板在流动性与投融资功能方面的设计更加成熟有效，投行资源丰富、机构客户基础扎实的龙头券商更加受益于这一政策机遇。

核心观点

- **科创板政策设计覆盖板块定位、注册制上市门槛流程、交易制度与退市制度、中介机构职能等多个领域。**科创板重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，对上市公司的审核权利下放至上交所，基本取消对企业的盈利能力硬性要求，并设置了更加严格的退市制度，有望重塑A股估值体系。同时，考虑到这类企业的投研难度与投资风险，设置了50万的投资者门槛，推动投资者的机构化转型，并强调中介机构在保荐、承销与上市后稳定股价的责任重要性。
- **符合要求的投资者持股市值高、账户数量偏少。**流动性是二级市场能否流畅顺利运行的核心因素，我们综合多个数据口径，认为符合科创板要求的投资者账户数量在500万户左右，占总持股账户的比例约为13%，其持股市值占总市值比例约95%。
- **对比新三板，科创板着力提升上市公司质量与市场流动性，未来投融资能力有望显著提升。**新三板是研判科创板发展未来的一个重要对比对象，目前发展进入瓶颈期，面临着挂牌公司规模小、数量多，市场流动性低、融资功能弱的问题。在制度设计方面，科创板的投资者准入门槛更低，合格投资者账户基数是新三板的十倍以上，且交易模式允许连续竞价，更贴合现有A股的交易制度，有望保证市场交易的流动性；同时，科创板上市门槛更高，标的的质量优于新三板，对投资者的吸引力更强。
- **券商保荐与承销职能分离，承销职能得到强化，周边收入亮点多。**由于科创板放开对上市企业盈利能力的要求，冲击了原本A股以PE为核心的估值体系，也对承销商的定价与销售能力提出挑战，拥有更强机构客户资源的券商拥有更强的竞争力。除此之外，科创板还创新推出了战略配售、绿鞋机制、经纪佣金等多项新的业务模式，在稳定市场、提高交易流动性方面能够发挥有效作用，同时给券商也带来增量收入。我们基于多项假设测算科创板首年对券商行业收入的贡献比例达到1.6%，龙头券商比例有望更高。

投资建议与投资标的

- 我们认为，2019年券商板块的核心催化在于金融监管放松与货币政策偏积极，其中科创板是确定性较高的政策催化。龙头券商在投行资源、机构客户方面具有显著优势，我们推荐中信证券(600030，增持)、广发证券(000776，增持)、华泰证券(601688，增持)、中信建投(601066，增持)。

风险提示

- 科创板规则定稿尚未出台，若有关键条款的变动，则会对本次研究分析结论带来影响。系统性风险对券商估值的影响。



东方证券
ORIENT SECURITIES

行业评级

看好 中性 看淡 (维持)

国家/地区

中国/A股

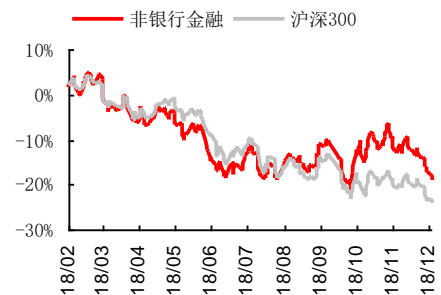
行业

非银行金融

报告发布日期

2019年02月17日

行业表现



资料来源: WIND

证券分析师

唐子佩

021-63325888*6083

tangzipei@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860514060001

张潇

021-63325888*6253

zhangxiao@orientsec.com.cn

执业证书编号: S0860517080003

目 录

一、	科创板规则设计要点总结.....	4
1.1.	科创板定位	4
1.2.	注册制下的上市门槛与流程	4
1.3.	交易制度及退市制度	7
1.4.	中介机构业务创新.....	9
★	关注焦点问题：符合 50 万门槛的个人投资者情况	10
二、	对比新三板，科创板着力提升上市公司质量与市场流动性.....	11
2.1.	新三板情况总结	11
2.1.1.	新三板发展历程：从扩大范围到板块分层	11
2.1.2.	挂牌公司规模小、数量多，市场流动性低、融资功能弱	12
2.2.	科创板与新三板规则设计比较.....	15
2.2.1.	投资者准入：科创板门槛更低，有望保证流动性	15
2.2.2.	上市（挂牌）公司准入：科创板门槛显著更高	15
2.2.3.	交易模式：科创板交易更贴近现有 A 股主板	16
三、	券商的角色：保荐与承销职能分离，周边收入亮点多	17
3.1.	强化承销职能，机构客户资源是核心竞争力	17
3.1.1.	保荐职能：提升信息披露质量，匹配科创板定位	17
3.1.2.	承销职能：定价与销售能力为重中之重	18
3.2.	周边收入亮点多：战略配售、绿鞋机制、经纪佣金等	20
3.3.	业绩测算：对券商收入贡献比例近 2%.....	20
四、	投资建议	22
4.1.	科创板是 2019 年券商板块确定性较高的政策催化.....	22
4.2.	龙头券商在投行资源、机构客户方面具有显著优势.....	22
五、	风险提示	25

图表目录

图 1：沪市自然人投资者中 50 万元以下的账户持股市值占比 4.8%.....	11
图 2：沪市自然人投资者中 50 万元以下的账户数量占比 85%.....	11
图 3：新三板发展历程.....	12
图 4：2018 年以来新三板股票公司数与对应总股本数持续下滑.....	13
图 5：三板指数与 A 股指数走势有相似性.....	13
图 6：新三板 PE 估值水平介于上证 A 股与创业板之间.....	14
图 7：2018 年新三板成交情况显著下滑.....	14
图 8：新三板换手率大幅低于主板，且持续下滑.....	14
图 9：2018 年新三板股票发行规模与次数均大幅下滑.....	14
图 10：2018 年新三板重大资产重组交易规模及次数均下滑.....	14
图 11：创业板每年新上市企业数量.....	21
图 12：IPO 排队项目储备情况（截止 2019 年 2 月 17 日）.....	23
图 13：券商直投业务规模及数量稳步提升（亿元）.....	24
图 14：2018 上半年券商公募分仓佣金收入情况（万元）.....	24
表 1：科创板上市标准.....	6
表 2：新三板与科创板就投资者准入方面的门槛差异.....	15
表 3：新三板与科创板的上市要求对比.....	16
表 4：新三板与科创板交易模式对比.....	17
表 5：科创板与现有规则的首次公开发行定价机制对比.....	19
表 6：现有 IPO 规则与科创板规则在网下发行比例及回拨机制方面的对比.....	19
表 7：科创板影响券商收益弹性测算（亿元）.....	22
表 8：2016-18 年 IPO 承销排名（亿元）.....	23
表 9：2017 年券商直投综合排名.....	24

2018年11月5日，习近平总书记在首届中国国际进口博览会开幕式上宣布，将在上海证券交易所设立科创板并试点注册制，支持上海国际金融中心和科技创新中心建设，不断完善资本市场基础制度。科创板的序幕正式拉开。其后，证监会、上交所等相关机构迅速推进制度设计。

2019年1月30日，中国证监会发布《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》，并就《科创板首次公开发行股票注册管理办法（试行）》公开征求意见，意见反馈截止时间为2019年2月28日；上交所就设立科创板并试点注册制相关配套业务规则（共6部文件）公开征求意见，意见反馈截止时间为2019年2月20日。

我们对目前的科创板征求意见稿进行梳理总结，并对比新三板的规则涉及与发展状况，研判科创板的可能发展方向。同时，对券商在其中可以扮演的多重角色进行分析测算。

一、 科创板规则设计要点总结

1.1. 科创板定位

在上交所新设科创板，坚持面向世界科技前沿、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。发行人申请股票首次发行上市，应当符合科创板定位，科技创新能力突出，主要依靠核心技术开展生产经营，具有稳定的商业模式，市场认可度高，社会形象良好，具有较强成长性。

重点支持新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等高新技术产业和战略性新兴产业，推动互联网、大数据、云计算、人工智能和制造业深度融合，引领中高端消费，推动质量变革、效率变革、动力变革。具体行业范围由上交所发布并适时更新。

1.2. 注册制下的上市门槛与流程

➤ 注册制的实施重点

交易所设立独立的审核部门，负责审核发行人公开发行并上市申请。交易所主要通过向发行人提出审核问询、发行人回答问题方式开展审核工作，基于科创板定位，判断发行人是否符合发行条件、上市条件和信息披露要求。

➤ 科技创新咨询委员会

上交所成立由相关领域科技专家、知名企业家、资深投资专家组成的科技创新咨询委员会，为发行上市审核提供专业咨询和政策建议。必要时可对申请发行上市的企业进行询问。

➤ 注册制审核程序

1) 申请与受理

发行人应当通过保荐人以电子文档形式向上交所提交发行上市申请文件，受理后发行人、保荐人、证券服务机构、相关主体及人员即承担相应法律责任。保荐人要同步报送工作底稿和验证版招股说明书供监管备查。

上交所按照收到发行上市申请文件的先后顺序，核对后在 5 个工作日内决定是否受理。发行上市申请文件存在与本所规定文件目录不相符等情形的，发行人应当在 30 日内予以补正。受理当日发行人应当按照规定预先披露招股说明书及相关文件。

2) 审核机构审核

上交所设立发行上市审核机构，对发行人的发行上市申请文件进行审核。上交所发行上市审核机构按照受理顺序开始审核，自受理之日起 20 个工作日内提出审核问询，发行人及保荐人在必要调查核查后，及时、逐项回复上交所问询。回复不具有针对性或者信息披露不满足要求，或者发现新的事项的，可以进行多轮问询。问询中存在重大疑问且未能合理解释的，上交所可以对发行人及其保荐人、证券服务机构进行现场检查。审核机构认为不需要进一步问询的，将出具审核报告提交上市委员会。发行人更新预先披露文件的，应当在上交所发出上市委会议通知前，预先披露修改后招股说明书及相关文件。

3) 上市委审议

上交所设立科创板股票上市委员会，通过会议对发行上市审核机构出具的审核报告及发行上市申请文件进行审议。上市委审议时，参会委员就审核报告的内容和发行上市审核机构提出的是否同意发行上市初步建议发表意见，可以要求发行人代表及保荐代表人到场接受问询，通过合议形成同意或者不同意发行上市的审议意见。

4) 报送同意发行上市的审核意见或者作出终止发行上市审核的决定

上交所结合上市委审议意见，出具同意发行上市的审核意见的，连同发行上市申请文件和相关审核资料报送中国证监会履行注册程序。中国证监会按照规定进行注册，中国证监会进一步提出反馈意见的，上交所将反馈意见告知发行人及中介机构。上交所报送前发行人要及时修改信息披露文件，上交所报送同意发行上市的意见时，发行人应当将修改后的信息披露文件予以公开，中国证监会作出注册决定后发行人应披露招股意向书和招股说明书。上交所审核不通过的，作出终止发行上市审核的决定。

5) 审核时限原则上为 6 个月

原则上上交所受理之日起 6 个月内出具同意的审核意见或者作出终止发行上市审核的决定，上交所审核时间不超过 3 个月，发行人及中介机构回复问询的时间总计不超过 3 个月。中止审核、请示有权机关、落实上市委意见、实施现场检查等事项不计算在上述时限内。

6) 不予受理和终止审核可以提请复审

发行人可以在收到上交所不予受理或终止审核的决定文件后 5 个工作日内，向上交所申请复审，上交所在 20 个工作日内召开上市委员会复审会议，复审期间原决定的效力不受影响。对上交所因审核不通过作出的终止发行上市审核决定进行的复审，原审议会议委员，不得参加复审会议。

上交所出具同意发行上市的审核意见，不表明上交所对发行上市申请文件及所披露信息的真实性、准确性、完整性作出保证，也不表明上交所对该股票的投资价值或者投资者的收益作出实质性判断或者保证。

➤ 上市标准

发行人申请在本所科创板上市，市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项：

表 1：科创板上市标准

	市值标准	盈利能力标准
标准 1	预计市值不低于人民币 10 亿元	最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5000 万元；或最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元
标准 2	预计市值不低于人民币 15 亿元	最近一年营业收入不低于人民币 2 亿元，且最近三年研发投入合计占最近三年营业收入的比例不低于 15%
标准 3	预计市值不低于人民币 20 亿元	最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元，且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币 1 亿元
标准 4	预计市值不低于人民币 30 亿元	最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元
标准 5	预计市值不低于人民币 40 亿元	主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果，并获得知名投资机构一定金额的投资。医药行业企业需取得至少一项一类新药二期临床试验批件，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件

数据来源：上交所，东方证券研究所

➤ 允许表决权差异

具有表决权差异安排的发行人申请在本所上市，除符合本所规定的其他上市条件之外，其表决权差异安排应当稳定运行至少 1 个完整会计年度，且市值及财务指标符合下列标准之一：

- 1) 预计市值不低于人民币 100 亿元；
- 2) 预计市值不低于人民币 50 亿元，且最近一年营业收入不低于人民币 5 亿元。

特别表决权股东在上市公司中拥有权益的股份合计应当达到公司全部已发行有表决权股份 10% 以上。每份特别表决权股份的表决权数量应当相同，且不得超过每份普通股份的表决权数量的 10 倍。

➤ 允许红筹企业上市

符合《国务院办公厅转发证监会关于开展创新企业境内发行股票或存托凭证试点若干意见的通知》等规定的红筹企业，可以选择申请首次公开发行股票或存托凭证在科创板上市。

红筹企业具有协议控制架构或者类似特殊安排的，应当充分、详细披露相关情况特别是风险、公司治理等信息，以及依法落实保护投资者合法权益规定的各项措施。

1.3. 交易制度及退市制度

➤ 投资者门槛

个人投资者参与科创板股票交易，应当符合下列条件：

- 1) 申请权限开通前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币 50 万元（不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券）；
- 2) 参与证券交易 24 个月以上；
- 3) 上交所规定的其他条件。

机构投资者参与科创板股票交易，应当符合境内法律及上交所业务规则的规定。上交所可根据市场情况对上述条件作出调整。

➤ 交易模式

投资者通过以下方式参与科创板股票交易：

- 1) 竞价交易；
- 2) 盘后固定价格交易；
- 3) 大宗交易。

*盘后固定价格交易：在竞价交易结束后，投资者通过收盘定价委托，按照收盘价买卖股票的交易方式。盘后固定价格交易是盘中连续交易的有效补充，不仅可以满足投资者在竞价撮合时段之外以确定性价格成交的交易需求，也有利于减少被动跟踪收盘价的大额交易对盘中交易价格的冲击。考虑到盘后固定价格交易相关内容较多，为保证规则结构明晰性，盘后固定价格交易具体内容另行规定。

➤ 涨跌幅限制

上交所对科创板股票竞价交易实行价格涨跌幅限制，涨跌幅比例为 20%。首次公开发行上市、增发上市的股票，上市后的前 5 个交易日不设价格涨跌幅限制。

➤ 单笔申报数量限制

通过限价申报买卖科创板股票的，单笔申报数量应当不小于 200 股，且不超过 10 万股；通过市价申报买卖的，单笔申报数量应当不小于 200 股，且不超过 5 万股。卖出时，余额不足 200 股的部分，应当一次性申报卖出。

➤ 退市制度

上市公司股票被终止上市的，不得申请重新上市。

有四类强制退市标准：

1) 重大违法退市情形：

- i. 上市公司存在欺诈发行、重大信息披露违法或者其他严重损害市场秩序的重大违法行为，且严重影响上市地位，其股票应当被终止上市的情形；
- ii. 上市公司存在涉及国家安全、公共安全、生态安全、生产安全和公众健康安全等领域的违法行为，情节恶劣，严重损害国家利益、社会公共利益，或者严重影响上市地位，其股票应当被终止上市的情形。

2) 交易指标退市情形：

- i. 通过本所交易系统连续 120 个交易日实现的累计股票成交量低于 200 万股；
- ii. 连续 20 个交易日股票收盘价低于股票面值；
- iii. 连续 20 个交易日股票市值低于 3 亿元；
- iv. 连续 20 个交易日股东数量低于 400 人；
- v. 本所认定的其他情形。

3) 一般公司财务指标。上市公司出现下列情形之一，明显丧失持续经营能力，达到本规则规定标准的，本所将对其股票启动退市程序：

- a) 主营业务大部分停滞或者规模极低；
- b) 经营资产大幅减少导致无法维持日常经营；
- c) 营业收入或者利润主要来源于不具备商业实质的关联交易；
- d) 营业收入或者利润主要来源于与主营业务无关的贸易业务；
- e) 其他明显丧失持续经营能力的情形。

4) 规范类退市指标。上市公司出现下列情形之一的，本所对其股票实施退市风险警示：

- i. 因财务会计报告存在重大会计差错或者虚假记载，被中国证监会责令改正但公司未在规定期限内改正，此后公司在股票停牌 2 个月内仍未改正；
- ii. 未在法定期限内披露年度报告或者半年度报告，此后公司在股票停牌 2 个月内仍未披露；
- iii. 公司在信息披露或者规范运作方面存在重大缺陷，被本所责令改正但未在规定期限内改正，此后公司在股票停牌 2 个月内仍未改正；
- iv. 因公司股本总额或股权分布发生变化，导致连续 20 个交易日不再具备上市条件，此后公司在股票停牌 1 个月内仍未解决；
- v. 最近一个会计年度的财务会计报告被会计师事务所出具无法表示意见或者否定意见的审计报告；

- vi. 公司可能被依法强制解散；
- vii. 法院依法受理公司重整、和解和破产清算申请；
- viii. 本所认定的其他情形。

1.4. 中介机构业务创新

➤ 询价制度

询价对象：首次公开发行股票应当向证券公司、基金管理公司、信托公司、财务公司、保险公司、合格境外投资者和私募基金管理人等专业机构投资者（以下统称网下投资者）以询价的方式确定股票发行价格。

投资价值报告：主承销商在路演推介时，应当向网下投资者出具其证券分析师撰写的投资价值研究报告。

报价方式：参与询价的网下投资者可以为其管理的不同配售对象账户分别填报一个报价，每个报价应当包含配售对象信息、每股价格和该价格对应的拟申购股数。同一网下投资者全部报价中的不同拟申购价格不超过 3 个。首次公开发行股票价格（或发行价格区间）确定后，提供有效报价的投资者方可参与申购。

披露平均报价水平：发行人和主承销商应当在网上申购前，披露网下投资者剔除最高报价部分后有效报价的中位数和平均数，以及公募基金、全国社会保障基金、基本养老保险基金的报价中位数和平均数等信息。

➤ 战略配售制度

首次公开发行股票数量在 1 亿股以上的，可以向战略投资者配售。战略投资者配售股票的总量超过本次公开发行股票数量 30%的，应当在发行方案中充分说明理由。

首次公开发行股票数量不足 1 亿股，战略投资者获得配售股票总量不超过本次公开发行股票数量 20%的，可以向战略投资者配售。

战略投资者参与股票配售，应当使用自有资金，不得接受他人委托或者委托他人参与，但依法设立并符合特定投资目的的证券投资基金等主体除外。发行人和主承销商应当对战略投资者配售资格进行核查。

战略投资者不参与网下询价，且应当承诺获得本次配售的股票持有期限不少于 12 个月，持有期自本次公开发行的股票上市之日起计算。

发行人的高级管理人员与核心员工可以设立专项资产管理计划参与本次发行战略配售。前述专项资产管理计划获配的股票数量不得超过首次公开发行股票数量的 10%。

➤ 保荐机构参与配售

发行人的保荐机构依法设立的相关子公司或者实际控制该保荐机构的证券公司依法设立的其他相关子公司，可以参与本次发行战略配售，并对获配股份设定限售期，具体事宜由本所另行规定。

首次公开发行股票数量不足 1 亿股的发行人，可以向前款规定的战略投资者配售股份。

➤ 绿鞋机制（超额配售选择权）

发行人和主承销商可以在发行方案中采用超额配售选择权。采用超额配售选择权发行股票数量不得超过首次公开发行股票数量的 15%。

主承销商采用超额配售选择权，应当与参与本次配售并同意作出延期交付股份安排的投资者达成协议。

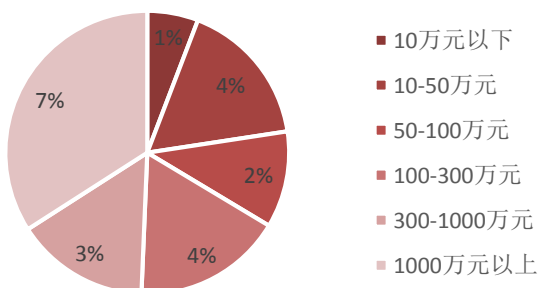
绿鞋机制行权：发行人股票上市之日起 30 日内，主承销商有权使用超额配售股票募集的资金，从二级市场购买发行人股票，但每次申报的买入价不得高于本次发行的发行价，具体事宜由本所另行规定。

主承销商可以根据超额配售选择权行使情况，要求发行人按照超额配售选择权方案发行相应数量股票。

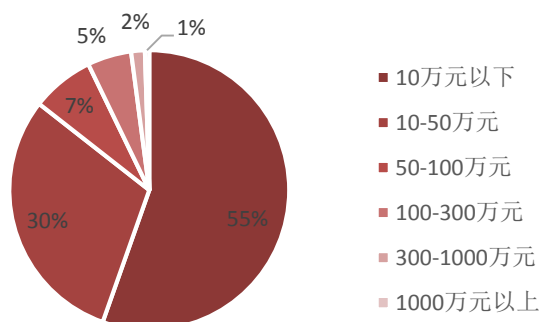
★ 关注焦点问题：符合 50 万门槛的个人投资者情况

流动性是二级市场能否流畅顺利运行的核心因素，而个人投资者是中国股市交易的主要贡献方，持股市值占比约 20%，交易占比约 80%。我们从三个数据口径进行统计、交叉对比，并考虑 2018 年市场下滑的影响，认为符合科创板要求的投资者账户数量在 500 万户左右，占总持股账户的比例约为 13%，其主板持股市值占总市值比例约 95%。

- 1) 根据上交所 2017 年数据，50 万元以下的账户持股市值占比 4.8%，持股账户数占比 85%。50 万元以上的自然人投资者与机构投资者总账户数 576 万户，对应持股市值 95.2%，其中 50 万元以上的个人投资者、沪股通、专业机构持股账户数占比分别为 14.4%、0%、0.12%，持股比例分别为 16.38%、1.18%、16.13%。
- 2) 根据深交所 2017 年数据，证券账户资产量低于 50 万元的投资者（中小投资者）占比 75.1%，创业板投资者平均账户资产量达 63.2 万元，显著高于非创业板投资者 40.0 万元的平均资产量。
- 3) 根据两融账户数据（开立两融账户同样有 50 万的门槛），截止 2018 年末，开立信用账户的投资者有 472.4 万户，其中个人投资者达到 470.7 万户，机构投资者 1.7 万户。

图 1：沪市自然人投资者中 50 万元以下的账户持股市值占比 4.8%


数据来源：上交所，东方证券研究所

图 2：沪市自然人投资者中 50 万元以下的账户数量占比 85%


数据来源：上交所，东方证券研究所

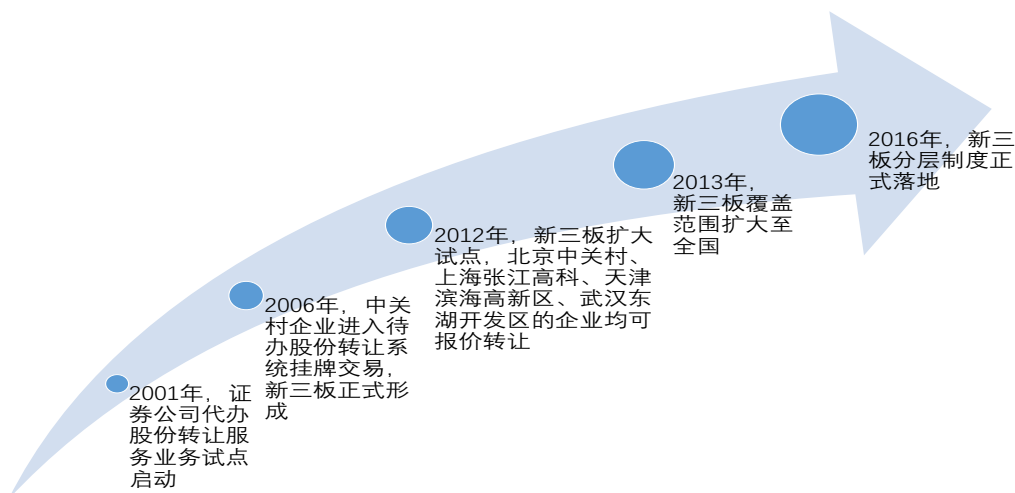
二、对比新三板，科创板着力提升上市公司质量与市场流动性

2.1. 新三板情况总结

2.1.1. 新三板发展历程：从扩大范围到板块分层

新三板发展历程较短，规则制度仍在探索调整时期。新三板的发展始于 2001 年的“股权代办转让系统”，设计之初是为了承接两网公司和退市公司，被称为“老三板”。2006 年，中关村的非上市公司进入这一系统进行股份报价转让，“新三板”正式形成。在此之后，监管部门持续扩大新三板的辐射范围，于 2013 年正式面向全国接受企业挂牌申请。随着挂牌企业数量增多，投资标的筛选的难度加大，而投资者门槛与交易模式限制了流动性，2016 年股转系统发布了新三板分层体系制度，设置了创新层和基础层两个层级，分别对应不同的挂牌标准、交易规则、以及信息披露要求，其中创新层的挂牌门槛更高。截止 2018 年末，创新层挂牌企业有 914 家，基础层挂牌企业有 9777 家。

图 3：新三板发展历程



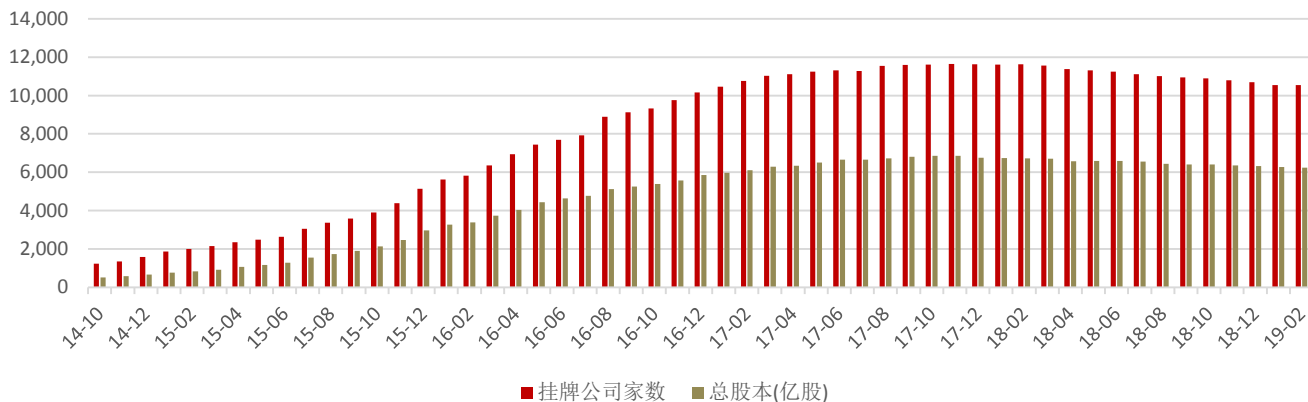
数据来源：网络公开资料，东方证券研究所

2.1.2. 挂牌公司规模小、数量多，市场流动性低、融资功能弱

分层制度并未给新三板带来突破性的发展，近年来受股票市场走熊、经济基本面承压的影响，新三板发展进入瓶颈期，表现在以下几个方面：

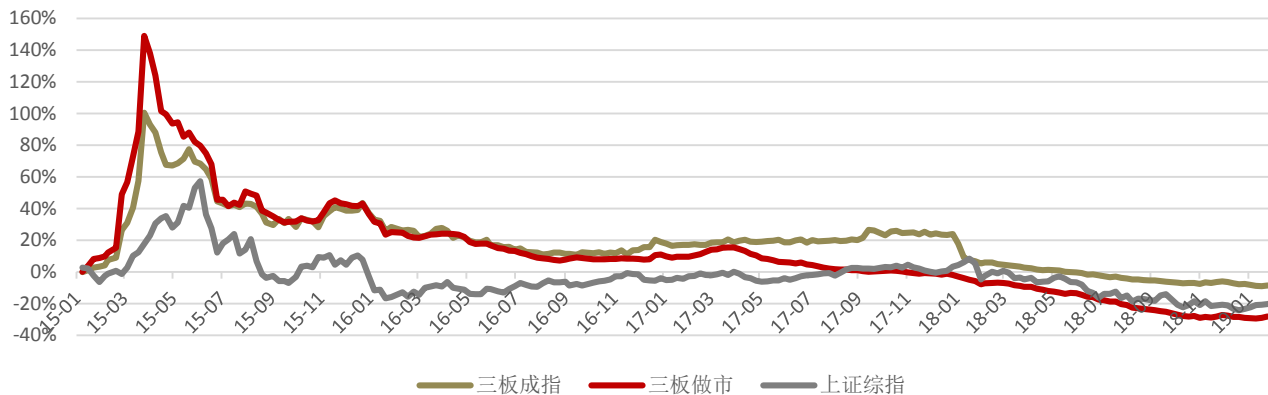
- 1) **新三板挂牌公司家数在 2017 年 11 月份达到高峰，超过 11600 家，在此之后持续下滑；对应总股本数量呈现类似的趋势，2017 年 11 月超过 6850 亿股，目前已下滑至 6200 亿股。**市场规模下滑背后的因素，体现为板块投融资功能较弱，对企业的吸引力下滑。
- 2) **三板指数表现弱于 A 股主板，且 PE 估值系数更低。**2018 年，上证综指下滑幅度 24.59%，三板做市下滑 27.65%，下滑幅度更大。从板块 PE 来看，2018 年，新三板、上证主板、创业板的 PE 分别为 21、11、42，新三板 PE 水平介于后二者之间。其中，考虑到新三板公司定位与创业板更为类似，其整体估值水平较二级市场更低。
- 3) **新三板交易活跃度较低。**从交易规模的绝对值来看，2014-15 年，新三板交易的金额与股份数量经历了大幅跃升，其后小幅提升并于 2017 年达到最高，当年成交金额 2272 亿元，成交股份数量 433 亿股；2018 年，这两个数字分别下滑 61%和 45%，成交活跃度显著下滑。从换手率来看，16/17/18 年新三板换手率分别为 0.21/0.13/0.05，同期沪深 A 股换手率分别为 1.8/1.5/1.3，新三板换手率显著较低，且下滑幅度较大。
- 4) **新三板的融资功能较弱。**融资是一个股票市场的主要功能之一，受限于流动性，新三板挂牌公司的融资情况也持续下滑。在股票发行方面，2016 年达到高峰，2018 年股票发行次数 1402 次，融资规模 604 亿元，分别同比下滑 49%和 55%。在资产重组方面，2015 年是新三板重大资产重组交易的高峰期，2018 年是近年来的低点，当年仅完成 47 单重大资产重组项目，涉及金额 49 亿元。

图 4：2018 年以来新三板股票公司数与对应总股本数持续下滑

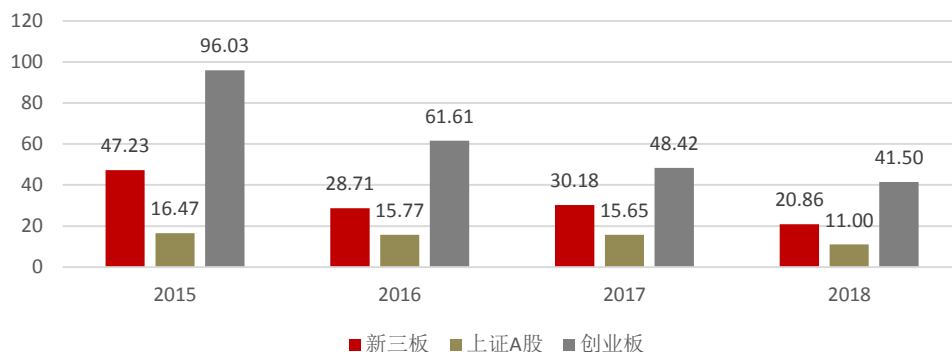


数据来源：Wind，东方证券研究所

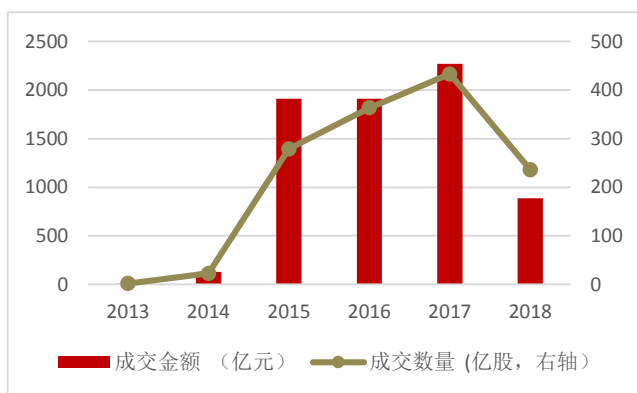
图 5：三板指数与 A 股指数走势有相似性



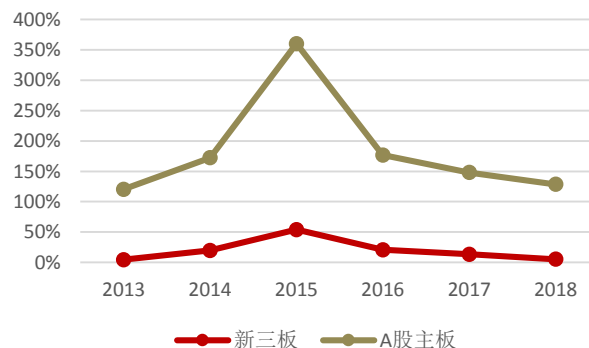
数据来源：Wind，东方证券研究所

图 6：新三板 PE 估值水平介于上证 A 股与创业板之间


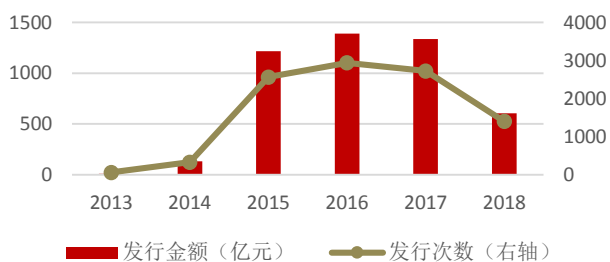
数据来源：板块官网，东方证券研究所

图 7：2018 年新三板成交情况显著下滑


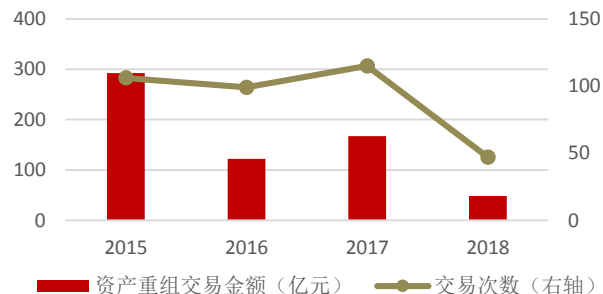
数据来源：新三板官网，东方证券研究所

图 8：新三板换手率大幅低于主板，且持续下滑


数据来源：Wind，新三板官网，东方证券研究所

图 9：2018 年新三板股票发行规模与次数均大幅下滑


数据来源：新三板官网，东方证券研究所

图 10：2018 年新三板重大资产重组交易规模及次数均下滑


数据来源：新三板官网，东方证券研究所

2.2. 科创板与新三板规则设计比较

在研判科创板发展前景的过程中，新三板是备受关注的对比对象。如前所述，目前新三板的发展趋势存在瓶颈期，板块的投融资功能偏弱。我们通过对比科创板（征求意见稿）与新三板的部分核心规则，整体认为科创板在保障上市公司质量、吸引投资者、平衡流动性与风险控制几个方面做出了较好的平衡设计。

2.2.1. 投资者准入：科创板门槛更低，有望保证流动性

对比科创板与新三板的投资者准入制度，可以看到主要区别在于个人投资者的要求上：

- 1) **个人投资者**：科创板设置了 50 万元（证券账户+资金账户）门槛，新三板设置了 500 万元金融资产门槛。除此之外，科创板要求投资者参与证券交易达 24 个月以上。
- 2) **机构投资者方面**：科创板鼓励机构参与，目前并未对机构投资者设置具体门槛；新三板要求法人机构或合伙企业实收资本达到 500 万元以上。

从实际数据来看，预计科创板合格投资者账户基数是新三板的十倍以上。根据股转系统年报，2018 年末新三板机构投资者 5.63 万户，个人投资者 37.75 万户，共计 43.38 万户。参考前文预测，A 股市场中，符合科创板门槛的持股账户在 500 万左右，超过了新三板账户数的 10 倍。同时考虑到科创板设立初期，板块内上市标的有限，对流动性需求并不高，我们预计流动性压力不大。

表 2：新三板与科创板就投资者准入方面的门槛差异

新三板	科创板（征求意见稿）
<p>1) 机构投资者：</p> <p>-a) 实收资本或实收股本总额 500 万元人民币以上的法人机构；</p> <p>-b) 实缴出资总额 500 万元人民币以上的合伙企业。</p> <p>2) 资管产品、社保基金、企业年金、QFII、RQFII 等</p> <p>3) 个人投资者，需同时符合下列条件：</p> <p>-a) 投资者本人名下最近 10 个转让日的日均金融资产 500 万元人民币以上；</p> <p>-b) 2 年以上相关从业经历。</p>	<p>个人投资者：</p> <p>1) 申请权限开通前 20 个交易日证券账户及资金账户内的资产日均不低于人民币 50 万元（不包括该投资者通过融资融券融入的资金和证券）；</p> <p>2) 参与证券交易 24 个月以上；</p> <p>3) 上交所规定的其他条件。</p> <p>机构投资者参与科创板股票交易，应当符合境内法律及上交所业务规则的规定。</p>

数据来源：新三板官网，上交所，东方证券研究所

2.2.2. 上市（挂牌）公司准入：科创板门槛显著更高

科创板与新三板在公司准入门槛方面，有一个共同的特征，均未对盈利能力做出强制要求。整体来看，科创板对企业的要求更高：

- 1) 科创板立足于预计市值，15 亿以上市值的公司均不要求盈利能力，而是对其收入、核心技术等方面提出更高的要求，目的在于筛选出具有创新能力、有发展潜力的投资标的。
- 2) 新三板对于企业的要求，在基本挂牌标准之外，从净利润、营业收入、成交情况等方面设置的不同的标准，满足其一即可进入创新层。目的在于从上万家企业中筛选出基本面较好、市

场关注度更高的公司，集合在一起，提升对投资者的吸引力，进而完善整个市场的投融资功能。

- 3) 科创板设置的收入、净利润标准，均显著高于新三板，更高的准入门槛意味着更高的上市公司质量。进而能够提升整个市场板块对投资者的吸引力，正反馈效应下，有助于市场向“专业投资者-优质上市公司”的方向循环提升。

表 3：新三板与科创板的上市要求对比

新三板	科创板（征求意见稿）
<p>挂牌标准：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 依法设立且存续满两年； 2) 业务明确，具有持续经营能力；其中包括： <ul style="list-style-type: none"> -a) 最近两个完整会计年度的营业收入累计不低于 1000 万元；因研发周期较长导致营业收入少于 1000 万元，但最近一期末净资产不少于 3000 万元的除外； -b) 报告期末股本不少于 500 万元。 3) 公司治理机制健全，合法合规经营； 4) 股权明晰，股票发行和转让行为合法合规； 5) 主办券商推荐及持续督导。 <p>创新层标准，满足以下条件之一：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 最近两年的净利润均不少于 1000 万元（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）；最近两年加权平均净资产收益率平均不低于 8%（以扣除非经常性损益前后孰低者为计算依据）；股本总额不少于 2000 万元。 2) 最近两年营业收入连续增长，且年均复合增长率不低于 50%；最近两年营业收入平均不低于 6000 万元；股本总额不少于 2000 万元。 3) 最近有成交的 60 个做市或者竞价转让日的平均市值不少于 6 亿元；股本总额不少于 5000 万元；采取做市转让方式的，做市商家数不少于 6 家。 <p>创新层同时需要符合的条件：最近 12 个月完成过股票发行融资，且融资额累计不低于 1000 万元；合格投资者不少于 50 人。</p>	<p>发行人申请在本所科创板上市，市值及财务指标应当至少符合下列标准中的一项：</p> <ol style="list-style-type: none"> 1) 预计市值不低于人民币 10 亿元，最近两年净利润均为正且累计净利润不低于人民币 5000 万元，或者预计市值不低于人民币 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于人民币 1 亿元； 2) 预计市值不低于人民币 15 亿元，最近一年营业收入不低于人民币 2 亿元，且最近三年研发投入合计占最近三年营业收入的比例不低于 15%； 3) 预计市值不低于人民币 20 亿元，最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元，且最近三年经营活动产生的现金流量净额累计不低于人民币 1 亿元； 4) 预计市值不低于人民币 30 亿元，且最近一年营业收入不低于人民币 3 亿元； 5) 预计市值不低于人民币 40 亿元，主要业务或产品需经国家有关部门批准，市场空间大，目前已取得阶段性成果，并获得知名投资机构一定金额的投资。医药行业企业需取得至少一项一类新药二期临床试验批件，其他符合科创板定位的企业需具备明显的技术优势并满足相应条件。

数据来源：新三板官网，上交所，东方证券研究所

2.2.3. 交易模式：科创板交易更贴近现有 A 股主板

科创板与新三板交易模式最核心的区别在于，科创板可以实现连续竞价交易。科创板的交易模式与 A 股类似，连续竞价+集合竞价，但细节设计更加宽松，包括放松了涨跌幅限制，并推出盘后固定价格交易，以满足开盘时间之外的交易需求。新三板整体流动性偏弱，其交易模式主要有三类，做市、协议转让、以及集合竞价转让；其中，基础层股票每天只有一次集中撮合，创新层有五次。

连续竞价交易能够保证市场有持续的流动性、保证定价的及时公允。新三板整体换手率低、流动性偏弱，需要做市商加入提供流动性，以及设置具体的撮合交易时间，也因此板块整体估值有流动性折价。

表 4：新三板与科创板交易模式对比

新三板	科创板（征求意见稿）
<p>1) 做市转让，且相对买卖价差不得超过 5%。</p> <p>2) 集合竞价转让：基础层股票，每个转让日的 15:00 进行集中撮合；创新层股票，每个转让日的 9:30、10:30、11:30、14:00、15:00 进行集中撮合。</p> <p>3) 协议转让：适用于单笔申报数量不低于 10 万股，或者转让金额不低于 100 万元人民币的股票转让。</p>	<p>1) 竞价交易：</p> <p>-a) 市价申报：最优五档即时成交剩余撤销申报；最优五档即时成交剩余限价申报；本方最优价格申报；对手方最优价格申报等。</p> <p>-b) 涨跌幅限制：涨跌幅比例为 20%。首次公开发行上市、增发上市的股票，上市后的前 5 个交易日不设价格涨跌幅限制。</p> <p>2) 盘后固定价格交易</p> <p>3) 大宗交易</p>

数据来源：新三板官网，上交所，东方证券研究所

三、 券商的角色：保荐与承销职能分离，周边收入亮点多

3.1. 强化承销职能，机构客户资源是核心竞争力

在当前的 IPO 制度下，企业公开发行上市后，其股价往往有确定性的上涨空间，因此新股的供给远小于需求，不仅不需要卖力销售，反而需要投资者抽签购买。在这一过程中，券商承销的职能被弱化，其投行业务收入更多来自于牌照价值与保荐职能。在科创板的制度与规则之下，我们认为券商保荐与承销的职能均会有所调整，其中保荐职能更加关注信息的准确性、充分性，承销职能将得到大幅度强化，龙头券商的定价与销售能力更强。

3.1.1. 保荐职能：提升信息披露质量，匹配科创板定位

保荐制度指的是由券商保荐人对发行人发行证券进行推荐和辅导，并核实公司发行文件中所载资料是否真实、准确、完整，协助发行人建立严格的信息披露制度，承担风险防范责任，并在公司上市后的规定时间内继续协助发行人建立规范的法人治理结构，督促公司遵守上市规定，完成招股计划书中的承诺，同时对上市公司的信息披露负有连带责任。

在现有的 IPO 制度下，保荐人是发行承销过程中的核心角色，一方面负责文件材料的真实、准确性，另一方面，出于 IPO 审核的关注点，还要对辅导企业的盈利能力及其持续性进行判断。在科创板的定位及规则下，保荐人的角色要点有所切换：

➤ 信息披露

发行人申请股票首次发行上市，应当按照规定聘请保荐人进行保荐，并委托保荐人通过上交所发行上市审核业务系统报送招股说明书、发行保荐书、审计报告、上市保荐书等申请文件，保荐人在报送文件的同时，应当以电子文档形式报送工作底稿和验证版招股说明书，供监管备查。科创板要求“受理即担责”，发行上市文件一经受理，相关上市公司及中介机构人员需要承担相应的法律责任。

上交所对申请材料从充分性、一致性、可理解性三个角度进行审核。保荐人在制作、撰写申请材料的过程中，也需要根据监管要点突出材料的真实性、逻辑性：

- a) “充分性”重点关注发行上市申请文件披露的内容是否包含对投资者作出投资决策有重大影响的信息，披露程度是否达到投资者作出投资决策所必需的水平。
- b) “一致性”重点关注发行上市申请文件的内容是否前后一致、具有内在逻辑性。包括但不限于财务数据之间是否具有合理的勾稽关系、非财务信息之间是否存在矛盾、财务信息与非财务信息能否相互印证、能否对与同行业公司存在的重大差异作出合理解释等事项。
- c) “可理解性”重点关注发行上市申请文件披露的内容是否简明易懂，是否便于一般投资者阅读和理解。

➤ 是否符合科创板定位的判断

由于科创板有其自身的行业特征定位，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。此次规则要求保荐人应当就发行人是否符合科创板定位进行专业判断。保荐人需要对发行人所处行业进行充分了解、对发行企业的核心竞争力进行判断。

3.1.2. 承销职能：定价与销售能力为重中之重

由于科创板放开了对上市企业盈利能力的要求，使得盈利能力弱、或尚未盈利的企业进入市场，冲击了原本 A 股以 PE 为核心的估值体系，也对承销商的定价与销售能力提出挑战，拥有更强机构客户资源的券商拥有更强的竞争力。

- 1) 在现有规则之下，可以通过网下询价模式来确定发行价，也可以发行人与主承销商自主协商直接定价发行。其中，初步询价期间，一个网下投资者只能有一个报价。在实际操作中，大部分 IPO 选择的网下询价，但隐性 IPO 市盈率上限使得这些报价具有较强一致性，并不能真正反映投资者的估值观点。
- 2) 在科创板的规则之下，承销商的定价能力尤为重要。只能选择网下询价发行，且一定程度提升了询价灵活性，允许一网下投资者全部报价中的不同拟申购价格不超过 3 个。由于科创板企业的盈利能力偏弱，市场对其估值缺乏一致性，承销商是否能向足够的机构客户询价，以及定价水平能否最大化反映市场预期，是决定最终的发行结果、以及发行后股价能否平稳表现的关键。

科创板 IPO 承销，对于机构的重视不仅体现在定价机制，还体现在网下发行比例及回拨机制上。科创板对于网下发行比例，较现有规则提高了 10%，在网上申购比例较高的时候，网下向网

上的回拨比例也大幅降低。这一规则设计与板块以机构投资者、中高净值投资者为主要投资主体的定位，一脉相承。

表 5：科创板与现有规则的首次公开发行定价机制对比

现有规则	科创板（征求意见稿）
<p>首次公开发行股票，可以通过向网下投资者询价的方式确定股票发行价格，也可以通过发行人与主承销商自主协商直接定价等其他合法可行的方式确定发行价格。</p> <p>1) 通过向网下投资者询价的方式确定股票发行价格的：既可以在初步询价确定发行价格区间后，通过累计投标询价确定发行价格并向参与累计投标询价的对象配售股票的方式进行，也可以通过初步询价确定发行价格并向参与申购的对象配售股票的方式进行。</p> <p>初步询价期间，网下投资者及其管理的配售对象报价应当包含每股价格和该价格对应的拟申购股数，且只能有一个报价。</p> <p>2) 对于通过发行人与主承销商自主协商直接定价方式确定发行价格的，发行人公开发行的股票全部向网上投资者直接定价发行，不再安排网下发行。</p>	<p>首次公开发行股票应当向网下投资者以询价的方式确定股票发行价格。</p> <p>参与询价的网下投资者可以为其管理的不同配售对象账户分别填报一个报价，每个报价应当包含配售对象信息、每股价格和该价格对应的拟申购股数。同一网下投资者全部报价中的不同拟申购价格不超过 3 个。</p> <p>首次公开发行股票价格（或发行价格区间）确定后，提供有效报价的投资者方可参与申购。</p> <p>发行人和主承销商应当在网上申购前，披露网下投资者剔除最高报价部分后有效报价的中位数和平均数，以及公开募集方式设立的证券投资基金（以下简称公募基金）、全国社会保障基金（以下简称社保基金）和基本养老保险基金（以下简称养老金）的报价中位数和平均数等信息。</p>

数据来源：证监会，上交所，东方证券研究所

表 6：现有 IPO 规则与科创板规则在网下发行比例及回拨机制方面的对比

现有规则	科创板（征求意见稿）
<p>首次公开发行股票后总股本 4 亿股（含）以下的，网下初始发行比例不低于本次公开发行股票数量的 60%；发行后总股本超过 4 亿股的，网下初始发行比例不低于本次公开发行股票数量的 70%。</p> <p>网上投资者有效申购倍数超过 50 倍、低于 100 倍（含）的，应当从网下向网上回拨，回拨比例为本次公开发行股票数量的 20%；网上投资者有效申购倍数超过 100 倍的，回拨比例为本次公开发行股票数量的 40%；网上投资者有效申购倍数超过 150 倍的，回拨后网下发行比例不超过本次公开发行股票数量的 10%。</p>	<p>公开发行后总股本不超过 4 亿股的，网下初始发行比例不低于本次公开发行股票数量的 70%。</p> <p>公开发行后总股本超过 4 亿股或者发行人尚未盈利的，网下初始发行比例不低于本次公开发行股票数量的 80%。</p> <p>首次公开发行股票，网上投资者有效申购倍数超过 50 倍且不超过 100 倍的，应当从网下向网上回拨，回拨比例为本次公开发行股票数量的 5%；网上投资者有效申购倍数超过 100 倍的，回拨比例为本次公开发行股票数量的 10%；回拨后无限售期的网下发行数量不超过本次公开发行股票数量的 80%。</p>

数据来源：证监会，上交所，东方证券研究所

3.2. 周边收入亮点多：战略配售、绿鞋机制、经纪佣金等

在传统的承销保荐业务之外，科创板还创新推出了多项新的业务模式，在稳定市场、提高交易流动性发面能够发挥有效作用，同时给券商也带来增量收入。

➤ 保荐机构参与战略配售制度

科创板规则中提出了**战略配售制度**，保荐机构可以参与配售，这一设置类似港股基石投资者，比例略低。规则要求，若首次公开发行不超过 1 亿股，向战略投资者的配售总量不超过本次发行的 20%；若超过 1 亿股，则不进行比例限制，其中若战略配售超过 30%，需要在发行方案中给出充分理由。战略投资者参与股票配售，应当使用自有资金，不得接受他人委托或者委托他人参与，但证券投资基金等主体除外。发行人的保荐机构及其子公司可以参与本次发行战略配售。

对于券商而言，参与战略配售可以视作其大投资业务旗下的配置，一方面可以获得直接参与科技创新企业投资的机会，若标的成长性好、市场认可度高，后续还有望获得持续上涨的收益；另一方面，保荐机构参与配售，能够彰显对这一上市公司的信心，也是对这一标的投资价值的再次确认。

➤ 绿鞋机制

本次科创板的规则中，设置了超额配售选择权，也即“绿鞋机制”，是海外市场常用的股市稳定工具。发行人和主承销商可以在发行方案中采用超额配售选择权。采用超额配售选择权发行股票数量不得超过首次公开发行股票数量的 15%。发行人股票上市之日起 30 日内，主承销商有权使用超额配售股票募集的资金，从二级市场购买发行人股票，但每次申报的买入价不得高于本次发行的发行价。

具体来看，绿鞋机制有两种后续情景，券商均可以获得额外的收益：

- 1) 上市后股票上涨，表明市场对这一公司的认可度高，能够接受超额发行的 15% 股份。券商可以要求上市公司将超额的 15% 股份正式发行，券商同时收取额外的承销佣金，上市公司也可以募集到更多资金。
- 2) 上市后股票下跌，表明股票发行过多，券商用低于发行价的价格从二级市场购入，可以获得投资价差收益。

➤ 新股配售经纪佣金

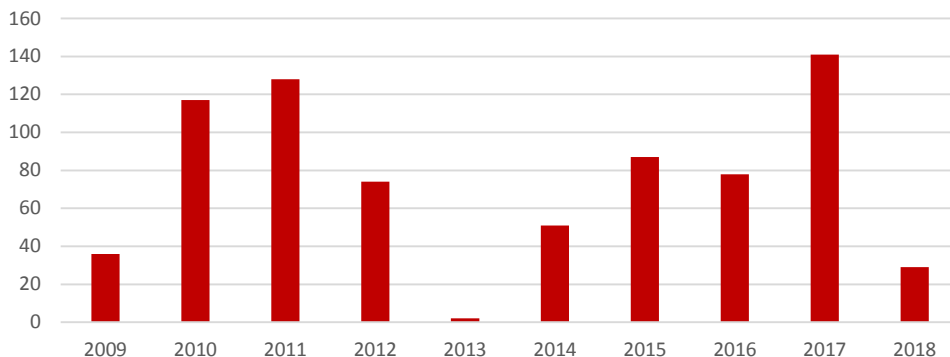
科创板规则要求，承销商应当向通过战略配售、网下配售获配股票的投资者收取不低于获配应缴款一定比例的新股配售经纪佣金。这一佣金可以使得网下投资者的申购更加审慎、提升报价的有效性；与此同时，还能够为券商带来额外的收益机会。

3.3. 业绩测算：对券商收入贡献比例近 2%

科创板业务对券商业绩的贡献主要来自于两大块：投行收入、周边业务收入，我们测算基于一定假设进行。对这两块收入的测算，我们首先假设科创板上市公司的数量及融资规模。其中，参照

创业板发行节奏对科创板进行预测。创业板 2009 年 10 月正式推出，其 2009 年上市公司 36 家，2010 年新上市 114 家，此后大多数年份的新上市数量在 100 家上下。考虑到科创板的行业定位更加细分，且预计推出时间在 10 月之前，假定首年上市公司数量达到 70 家，此后每年 50 家左右。同时，参考目前 A 股 IPO 募资情况，假定每家上市公司平均募集资金 10 亿元。

图 11：创业板每年新上市企业数量



数据来源：Wind，东方证券研究所

投行承销保荐收入预计首年 35 亿元，此后每年 25 亿元。参考市场情况，假定 IPO 承销保荐费率 5%，则首年募集资金 700 亿元，对应投行收入 35 亿元；此后每年募集资金 500 亿元，对应投行收入 25 亿元。

周边收入测算情况如下：

- a) **保荐机构参与战略配售制度：**预计战略投资者的配售比例以 30% 以下为主，假定券商作为保荐机构参与 10%，则对应首年投资 70 亿元，在 10% 的收益率假设下，能够实现 7 亿元投资收益；此后每年投资 50 亿元，对应 5 亿元投资收益。值得注意的是，由于市场表现可能波动较大，收益率实际可能并不稳定。
- b) **绿鞋机制：**假定均实施 15% 超额配售机制。若后续股价上涨，则实施 15% 超额发行，首年带来 5.25 亿元的额外承销收入，后续每年 3.75 亿元；若后续股价下跌，假定下跌 10%，则二级市场购回，公司首年可以获得买卖价差 10.5 亿元，后续每年 7.5 亿元。绿鞋机制的具体细则尚未出台，这里假定这两种情况下实现的业绩均计入券商当期收入。
- c) **新股配售经纪佣金：**假定新股配售经纪佣金万分之五，在 70% 的网下配售比率下，首年会带来 245 万元的佣金收入；此后每年 175 万元佣金收入。

整体来看，基于上述假设与测算，科创板首年给券商带来的业绩贡献约为 43.12 亿元，占 2018 年行业收入的 1.6%；此后每年带来收入约 30.8 亿元，占 2018 年行业收入的 1.2%（不考虑前期战略配售的累计投资收益）；考虑到大券商在这一业务上的市占率显著更高，其收入贡献比例也有望更高。

表 7：科创板对券商带来的增量收入测算（亿元）

		首年	此后每年	
投行收入		35.00	25.00	
周边收入	保荐机构参与战略配售	± 7.00	± 5.00	
	绿鞋机制	超额发行承销收入	5.25	3.75
		未超额发行的买卖价差收入	10.50	7.50
	新股配售经纪佣金	0.245	0.175	
合计		43.12	30.80	

数据来源：Wind，东方证券研究所

*合计项目中，假定上涨下跌概率各 50%，若上涨，周边收入=保荐机构参与战略配售盈利+超额发行承销收入+新股配售经纪佣金；若下跌，周边收入=保荐机构参与战略配售亏损+未超额发行的买卖价差收入+新股配售经纪佣金。

四、 投资建议

4.1. 科创板是 2019 年券商板块确定性较高的政策催化

我们认为，券商股的走势是金融监管、货币政策、财政政策、经济增长多个因素影响的结果。复盘历史走势可以看到，券商股在两种情况下可以获得较为显著的相对收益：一是牛市初期，券商高 Beta 使得其行情启动较快，涨幅显著高于市场，2007 年与 2014 年即为显著体现；二是金融监管政策利好时期，券商会获得边际收入增量，并且政策的推进会提高市场对于券商板块的关注度，从而获得相对收益，这一效应在 2012 年券商创新大会后的券商股走势中有所体现。

2019 年的核心催化在于金融监管放松与货币政策偏积极，科创板是金融监管放松的一项重头戏。货币政策方面，年初即全面降准，后续随着经济增长承压有望进一步出台宽松政策。在金融监管方面，2019 年的监管放松重心在投行业务方面，包括科创板 IPO、再融资、并购重组等业务的监管放松。在这之中，科创板是确定性较强、影响力最大的一项，不仅影响券商承销收入，还对股市走势、估值体系等都带来了深远影响。

4.2. 龙头券商在投行资源、机构客户方面具有显著优势

如前所述，拥有较强项目资源与机构客户的券商，更加能够把握科创板的机遇。券商直投业务规模近年来稳步提升，截止 2018 年三季度末，券商直投基金达到 695 只，规模 3935 亿元，在“直投+保荐”的业务模式下，直投项目已经成为券商 IPO 的重要来源之一。统计近年来券商 IPO 承销排名，以及目前的排队项目储备情况，可以看到投行实力较强的券商主要为中信证券、广发证券、中信建投、华泰证券、中金公司，其直投子公司也普遍排名靠前。

在机构客户基础方面，大券商多年积累实力更强，我们统计 2018 上半年公募基金佣金分仓情况，可以看到除个别几家中型券商发力卖方研究之外，分仓收入排名靠前的券商仍以大型券商为主。龙头公司多年积累起来的研究实力、机构客户资源，在当前的行业竞争中能够保护其立于不败之地。

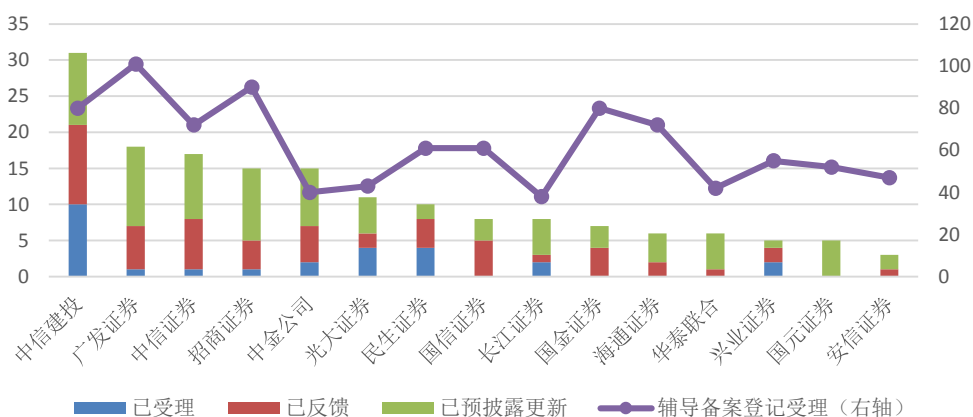
在标的选择方面，基于上述逻辑，我们推荐中信证券、广发证券、华泰证券、中信建投。

表 8：2016–18 年 IPO 承销排名（亿元）

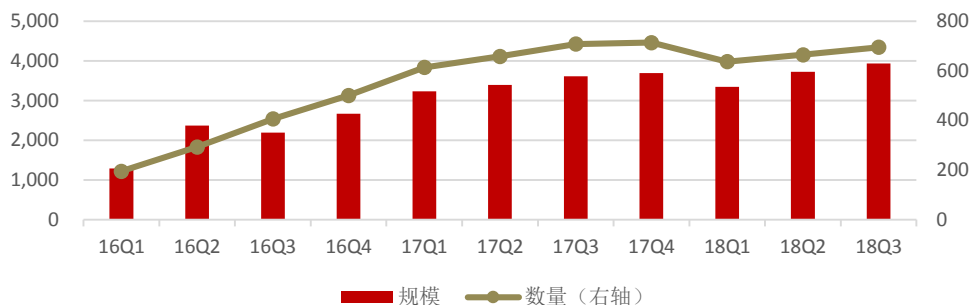
2016			2017			2018		
机构简称	承销金额	承销数量	机构简称	承销金额	承销数量	机构简称	承销金额	承销数量
中信建投	183.49	14	中信证券	210.99	31	中金公司	368.09	8
中金公司	121.23	10	广发证券	177.14	34	华泰联合	194.85	10
安信证券	117.65	12	国信证券	152.76	28	中信建投	132.25	9
中信证券	114.23	18	中信建投	145.38	25	中信证券	127.76	11
华泰联合	108.56	6	海通证券	138.14	31	招商证券	78.76	8
申万宏源	87.94	10	国金证券	129.96	24	国信证券	45.22	2
国泰君安	77.34	6	中金公司	100.49	12	广发证券	37.95	7
广发证券	63.36	15	招商证券	93.23	17	国泰君安	28.69	4
中银国际	61.49	3	安信证券	90.56	17	兴业证券	27.99	4
招商证券	59.92	12	国泰君安	88.13	15	浙商证券	26.73	2

数据来源：Wind，东方证券研究所

图 12：IPO 排队项目储备情况（截止 2019 年 2 月 17 日）



数据来源：Wind，东方证券研究所

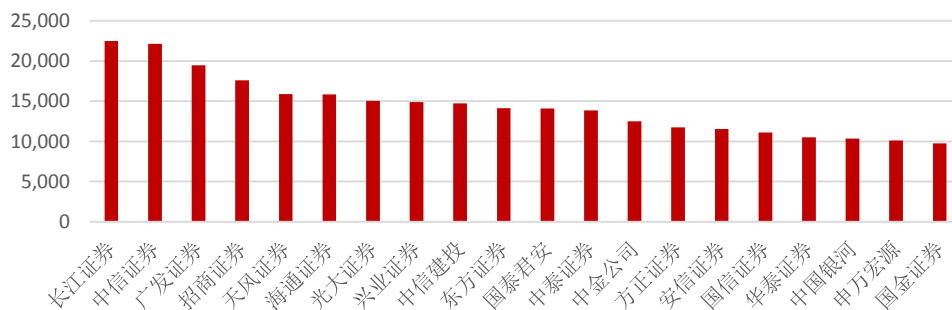
图 13：券商直投业务规模及数量稳步提升（亿元）


数据来源：Wind，东方证券研究所

表 9：2017 年券商直投综合排名

券商	券商直投
广发证券	广发信德投资管理有限公司
国信证券	国信弘盛创业投资有限公司
海通证券	海通开元投资有限公司
中信证券	金石投资有限公司
平安证券	平安财智投资管理有限公司
东方证券	上海东方证券资本投资有限公司
天风证券	天风天睿投资股份有限公司
兴业证券	兴业创新资本管理有限公司
招商证券	招商致远资本投资有限公司
中金公司	中金资本运营有限公司

数据来源：清科研究，东方证券研究所

图 14：2018 上半年券商公募分仓佣金收入情况（万元）


数据来源：Wind，东方证券研究所

五、 风险提示

本报告的研究分析，基于 2019 年 1 月 30 日证监会与上交所出台的科创板系列征求意见稿，最终版本仍为出台，若有关条款的变动，则会对本次研究分析结论带来影响。

系统性风险是影响券商的重要因素，若外部经济环境迅速恶化、市场大幅下跌，券商股受此影响可能反应明显。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

