

## 非银金融行业

### 保险负债端持续回暖，券商投行业务迎新机

#### 核心观点：

- **证券：创业板注册制改革制度落地，券商进入大投行时代。首先，注册制有望重塑投行业务格局：**科创板自推行至今上市 110 家企业，合计募集资金 1326.11 亿元，三中一华市占率合计高达 52.11%，其中中金 25.57%，中信 12.69%；远高于前期投行 IPO 各家市占率；科创板及注册制极大的推进了行业竞争格局的重塑。当下创业板报会项目的券商分布相对分散，且中小券商也占有较大席位，在注册制以及新《证券法》全面强化中介责任下，行业集中度有望提升。注册制的不断推进将对投行综合能力提出更高要求，行业格局有望进一步优化。其次存量涨跌幅同步放宽以及资本市场改革的不断推进将有利于提振市场，助力券商经纪业务收益。同时转融券业务市场化定价与券源放宽助力融券业务发展。我们看好资本市场改革持续推进带来业绩提升的  $\alpha$  收益，也看好后疫情时代流动性宽松带来的券商  $\beta$  收益。当前龙头公司 2020E 整体 PB 估值 1-1.3 倍（中信存在一定龙头溢价），处于估值低位，建议关注龙头企业：中信证券（600030.SH）/（06030.HK）、中金公司（03908.HK）、华泰证券（601688.SH）/HTSC（06886.HK）、国泰君安（601211.SH）/（02611.HK）、东方财富（300059.SZ）、招商证券（600999.SH）/（06099.HK）等。
- **保险：负债端改善逻辑被持续验证，行业景气度明显回升。**负债端方面，寿险及财险原保费收入累计增速持续改善，平安/国寿/太保/新华 1-5 月累计原保费同比增速依次为 -5.8%、15%、0%、32%，较前值（1-4 月累计增速）的 -7.4%、14.4%、0%、33.1% 均有所改善，符合此前市场的预期。下半年多重因素（需求释放、代理人企稳增长、政策落地）叠加有望推动负债端延续改善趋势，全年价值增长也有望持续改善。资产端方面，市场对于利率的极度悲观预期（跌破前期低点 2.5%）有所缓释，结合经济预期回升和货币政策由“宽货币”逐步朝“宽信用”调整，预计三季度长期国债收益率将在当前水平上下震荡，但跌破前期低点的可能性相对较小。当前上市险企 PEV 估值仍处较低水平，随着资产端悲观预期的缓释和负债端改善逻辑的持续验证，我们依旧看好保险板块长期的配置价值，建议关注：中国平安（601318.SH）/（02318.HK）、新华保险（601336.SH）/（01336.HK）、中国人寿（601628.SH）/（02628.HK）、中国太保（601601.SH）/（02601.HK）。
- **风险提示：**市场风险事件包括经济增速放缓、利率波动影响、行业竞争加剧等；公司经营业绩不达预期，爆发重大风险及违约事件等。

#### 行业评级

买入

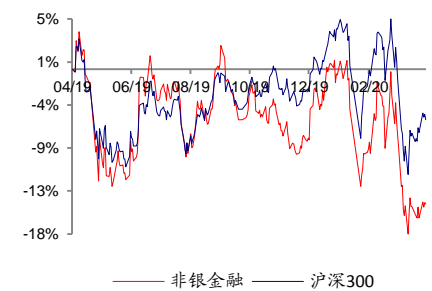
前次评级

买入

报告日期

2020-06-15

#### 相对市场表现



#### 分析师：

陈福



SAC 执证号：S0260517050001



SFC CE No. BOB667



0755-82535901

chenfu@gf.com.cn

#### 分析师：

陈韵杨



SAC 执证号：S0260519080002



SFC CE No. BOX139

0755-82984511



chenyunyang@gf.com.cn

#### 相关研究：

非银金融行业:保险资产端压力缓释，券商政策持续落地	2020-06-07
非银金融行业:保险资产端压力缓释，券商政策持续落地	2020-06-07
非银金融行业:券商利好政策不断，保险资产端保持稳定	2020-05-31

## 重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/EV(x)		ROE	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
中国平安	601318.SH	CNY	74.15	20200221	买入	103.46	9.44	10.62	7.85	6.98	0.97	0.85	26.69%	23.05%
新华保险	601336.SH	CNY	44.20	20200326	买入	67.7	5.13	5.94	8.62	7.44	0.58	0.53	18.00%	18.29%
中国太保	601601.SH	CNY	27.75	20200323	买入	34.33	2.24	2.86	12.38	9.71	0.55	0.48	15.00%	16.57%
中国人寿	601628.SH	CNY	28.14	20200326	买入	37.63	1.61	2.14	17.48	13.15	0.92	0.65	10.00%	12.02%
中国平安	02318.HK	HKD	80.60	20200221	买入	114.96	9.44	10.62	8.54	7.59	0.97	0.84	26.69%	23.05%
新华保险	01336.HK	HKD	25.90	20200326	买入	40.92	5.13	5.94	5.05	4.36	0.31	0.28	18.00%	18.29%
中国太保	02601.HK	HKD	21.70	20200323	买入	37.60	2.46	3.13	8.84	6.93	0.39	0.34	15.00%	16.57%
中国人寿	02628.HK	HKD	15.98	20200326	买入	28.95	1.61	2.14	9.93	7.47	1.00	0.34	10.00%	12.02%

股票简称	股票代码	货币	最新	最近	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		P/B(x)		ROE	
			收盘价	报告日期			2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E	2020E	2021E
海通证券	600837.SH	CNY	11.73	20200326	买入	16.67	0.99	1.16	11.85	10.11	0.99	0.92	8.70%	9.40%
华泰证券	601688.SH	CNY	17.82	20200331	买入	25.65	1.19	1.41	14.97	12.64	1.25	1.18	8.50%	9.60%
中信证券	600030.SH	CNY	22.61	20200320	买入	28.88	1.14	1.4	19.83	16.15	1.57	1.48	8.50%	9.40%
国泰君安	601211.SH	CNY	16.25	20200325	买入	24.9	1.20	1.45	13.54	11.21	1.05	0.98	7.50%	8.60%
东方财富	300059.SZ	CNY	16.13	20200410	增持	23.63	0.43	0.47	37.51	34.32	3.50	3.27	9.32%	9.62%
招商证券	600999.SH	CNY	16.91	20200402	买入	21.92	1.14	1.21	14.83	13.98	1.18	1.13	8.40%	8.50%
海通证券	06837.HK	HKD	6.06	20200326	买入	9.35	0.99	1.16	6.12	5.22	0.47	0.43	8.70%	9.40%
HTSC	06886.HK	HKD	12.60	20200331	买入	19.00	1.19	1.41	10.59	8.94	0.81	0.76	8.50%	9.60%
中信证券	06030.HK	HKD	14.90	20200320	买入	18.55	1.14	1.4	13.07	10.64	0.94	0.89	8.50%	9.40%
国泰君安	02611.HK	HKD	11.02	20200325	买入	16.57	1.20	1.45	9.18	7.60	0.65	0.61	7.50%	8.60%
中金公司	03908.HK	HKD	13.96	20200331	买入	19.09	1.15	1.37	12.14	10.19	0.00	0.00	10.30%	11.30%
招商证券	06099.HK	HKD	7.92	20200402	买入	10.63	1.14	1.21	6.95	6.55	0.53	0.51	8.40%	8.50%

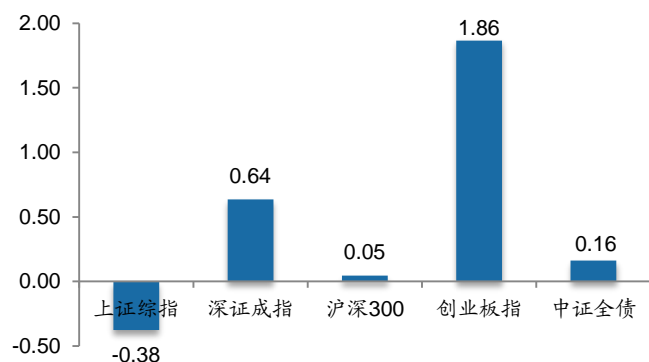
注：A+H 股上市公司的业绩预测一致，且货币单位均为人民币；对应的 H 股 PE 和 PB 估值，为最新 H 股股价按即期汇率折合为人民币计算所得。收盘价及表中估值指标按照最新收盘价计算。

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

## 一、一周表现

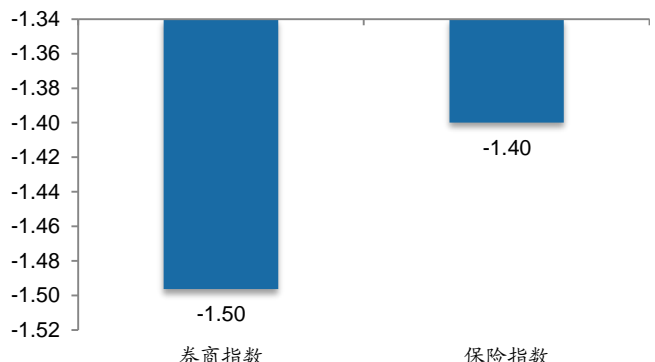
上证指数报2,919.74点，跌0.38%；深证成指报11,251.71点，涨0.64%；沪深300报4,003.08点，涨0.05%；创业板指报2,206.76点，涨1.86%。中信II证券指数CI005165跌1.50%、中信II保险指数CI005166跌1.40%。

图1：市场指数周度涨跌幅（%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

图2：市场行业指数周度涨跌幅（%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

## 二、行业动态及一周点评

### （一）保险：负债端持续改善

#### 1.5月份上市险企保费数据持续验证负债端改善逻辑

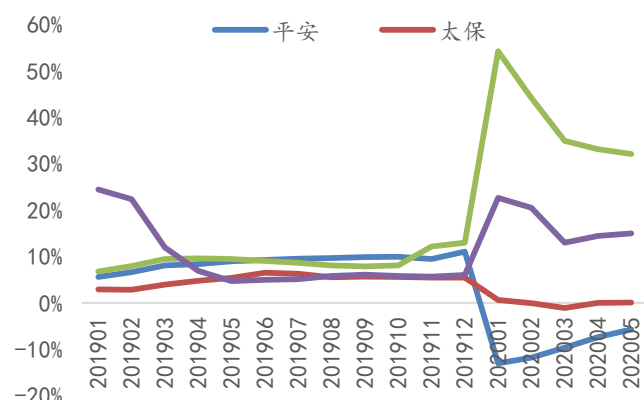
随着复工复产的推进和社交的逐步恢复，寿险负债端呈现持续改善趋势。（1）原保费方面，1-5月份平安/国寿/太保/新华原保费累计规模依次为2631亿/3698亿/1165亿/790亿，同比增速依次为-5.8%/15%/0%/32%，前值（1-4月累计同比增速，下同）分别为-7.4%/14.4%/0%/33.1%。5月单月平安/国寿/太保/新华同比增速分别为5.2%/21%/0.3%/25.9%，而4月为4.9%/32%/10.3%/23.8%，虽然5月单月增速较4月略有放缓，但在高基数背景下仍保持同比正增长，推动累计增速持续改善。（2）新单方面，平安寿险个人新单1-5月累计规模628亿，同比-15%，较前值（-17%）缩窄2个百分点，单月规模105亿，同比-3.5%，降幅较4月单月的-6%在持续缩窄。经济复苏推动健康险需求的释放、各家公司积极的费用投入政策和人力队伍的企稳，叠加重疾险定义调整正式稿落地指日可待利于短期刺激产品销售，需求、代理人、政策三者共振综合推动负债端新单销售持续改善。

**新车销量的逐步回稳推动财产险保费增速改善。**1-5月份人保、平安、太保财险累计原保费收入依次为2006亿、1197亿、630亿，同比增速为3.5%（前值为2.9%）、9.6%（前值为8.5%）、12.1%（前值为11.1%）。从人保和平安披露的分险种数据来看，1-5月份车险累计增速依次为1.9%（前值为0.5%）、2.6%（前值为0.8%），车险增速回暖核心受益于新车销售的回暖（5月狭义乘用车单月同比1.7%，4月单月增速-5.6%）；1-5月非车险累计增速依次为5.4%（前值为5.7%）、-4.4%（前值为-4.2%），意外及健康险累计增速分别为19%（前值为18%）、29.7%（前值为26.2%）。展望后续，车险增速持续受益新车销售的回暖而有所改善，但全年考虑到综合车险

改革的持续推进和居民收入预期的下滑，预计全年增速保持个位数增长。

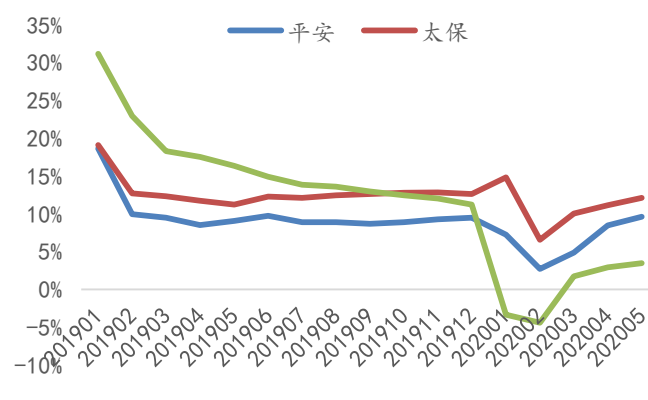
**保险：负债端改善逻辑被持续验证，行业景气度明显回升。**负债端方面，寿险及财险原保费收入累计增速持续改善，平安/国寿/太保/新华1-5月累计原保费同比增速依次为-5.8%、15%、0%、32%，较前值（1-4月累计增速）的-7.4%、14.4%、0%、33.1%均有所改善，符合此前市场的预期。下半年多重因素（需求释放、代理人企稳增长、政策落地）叠加有望推动负债端延续改善趋势，全年价值增长也有望持续改善。资产端方面，市场对于利率的极度悲观预期（跌破前期低点2.5%）有所缓释，结合经济预期回升和货币政策由“宽货币”逐步朝“宽信用”调整，预计三季度长期国债收益率将在当前水平上下震荡，但跌破前期低点的可能性相对较小。

图 3：上市保险公司寿险原保费累计同比增速



数据来源：公司保费收入公告、广发证券发展研究中心

图 4：上市保险公司财险原保费累计同比增速



数据来源：公司保费收入公告、广发证券发展研究中心

## 2. 重疾险定义二次征求意见稿

6月1日，中国保险行业协会、中国医师协会就《重大疾病保险的疾病定义使用规范修订版（公开征求意见稿）》，时隔两个月，中保协联合中国医师协会再度征求意见。二次重疾定义修订版征求意见稿覆盖了经营重疾险业务的财产险、人身险和再保险公司共185家，各保险机构提出反馈意见300余条。中保协联合中国医师协会反复讨论、广泛吸收、细致评审，对重疾定义进一步修改和完善，并形成最新征求意见稿相对于第一版征求意见稿。第二版征求意见稿沿袭第一阶段征求意见稿，三大成果未发生大变动，但根据保险公司意见，进一步规范了重疾定义、提高了轻症赔付比例，并提出设置过渡期，具体包括：提升保障程度，轻度疾病保险金额比例上限进行了上调，由第一版的20%提升至30%；优化完善了恶性肿瘤等疾病定义的文字表述，使之更加科学规范；进一步放宽了严重脑中风后遗症部分赔付条件的限定；进一步规范了严重慢性肾功能衰竭等疾病名称表述；对随意运动等部分术语释义进行了调整，在确保释义的规范性和专业性同时，兼顾了社会公众的通俗理解；对个别除外责任表述进行了完善；对过渡期相关表述进行了明确。

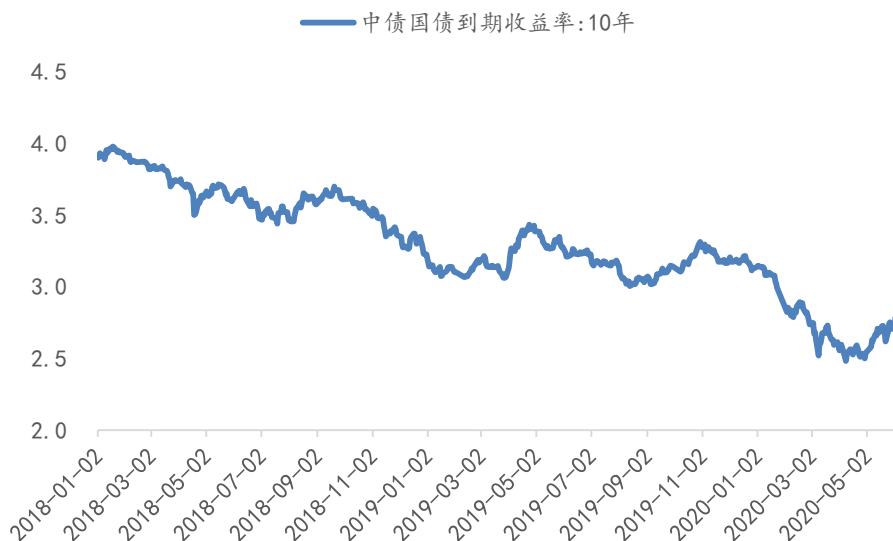
## 3. 十年期国债到期收益率震荡，行业估值最大压力因素缓释

截至6月12日，10年期国债收益率修复至2.75%，较上周末下降10个BP。展望下半年，复工复产的推进及多项政策的呵护，我国宏观经济有望持续回暖，同时考



考虑到货币政策由一季度的“宽货币”向“宽信用”转变，预计三季度长期国债收益率将在当前水平上下震荡。

图5：中债国债到期收益率（10年、%）



数据来源：wind、广发证券发展研究中心

当前上市险企PEV估值仍处较低水平，随着资产端悲观预期的缓释和负债端改善逻辑的持续验证，我们依旧看好保险板块长期的配置价值，**建议关注：中国平安(601318.SH) / (02318.HK)、新华保险(601336.SH) / (01336.HK)、中国人寿(601628.SH) / (02628.HK)、中国太保(601601.SH) / (02601.HK)。**

**风险提示：**外部金融环境发生重大变化带来系统性风险的传导，保险行业风险发生率发生重大变化带来的死差损风险、利率风险、巨灾风险等，以及资本市场波动对业绩影响的不确定性。同时，还存在寿险行业存在人力增员及保费增长不达预期，以及保费结构调整缓慢、价值提升幅度低于预期的风险；产险行业受商业车险费率市场化改革影响，利润下行风险。

## （二）证券：创业板注册制改革，券商进入大投行时代

### 1.证监会发布《关于修改<证券公司股权管理规定>的决定（征求意见稿）》

2020年6月12日，证监会发布《关于修改<证券公司股权管理规定>的决定（征求意见稿）》，就主要股东的界定范围、资质要求、相关审批事项和监管要求等进行了修订。2019年7月5日，为进一步加强证券公司股权监管，证监会发布《证券公司股权管理规定》，至今施行尚不足一年。2020年3月1日起施行的新《证券法》对证券公司股东要求有所调整，证监会即在新法框架下，结合金融机构监管实践，调整了证券公司的股东准入制度和监管制度等相关要求，进一步简政放权、完善证券公司股权监管制度、提升监管效能。

表1：《证券公司股权管理规定》主要条文修订前后对比

项目	修订前（2018年8月原稿）	2020年6月12日征求意见稿
调整主要股东的	持有证券公司25%以上股权的股东或者持有5%以	持有证券公司5%以上股权的股东

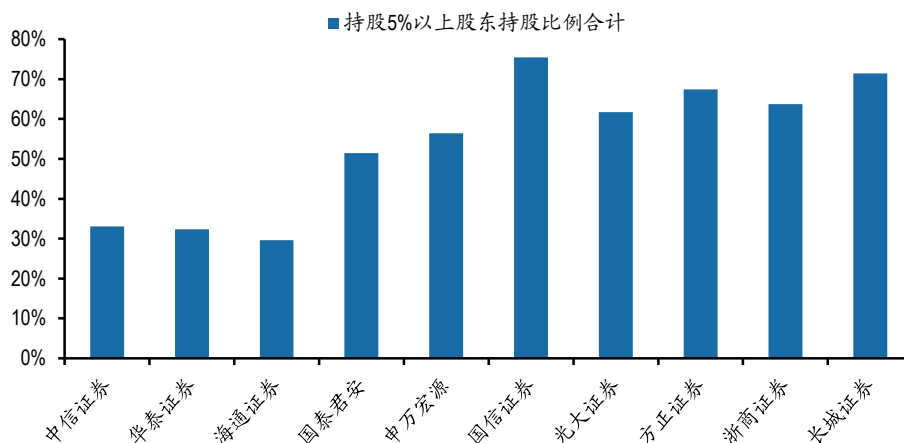
界定范围	上股权的第一大股东	
降低主要股东的 资质要求	净资产不低于 2 亿元人民币	净资产不低于 5000 万元人民币
	具有持续盈利能力	不做要求
调整股权相关 审批事项	开展金融相关业务经验与证券公司业务范围相匹配	不做要求
	主要股东应具有持续盈利能力、主业突出且位于行业龙头地位	仅对第一大股东做此要求
明确有关监管要求	证券公司增加注册资本且股权结构发生重大调整、减少注册资本，变更持有 5% 以上股权的股东、实际控制人，应当依法报中国证监会批准	证券公司变更主要股东或者公司的实际控制人，应当依法报中国证监会批准。取消的审批情形调整为备案事项。
		禁止证券公司股权相关的“对赌协议”
进一步简政放权		明确控股股东变更为持股 100% 的股东的备案程序
		明确单个非金融企业实际控制证券公司股权比例不得超过 50% 的豁免情形等
		适当减少股东财务审计报告要求，简化股东及所控制机构诚信合规记录证明文件要求

资料来源：证监会、广发证券发展研究中心

### 降低证券公司股东门槛，将有助于增加证券公司股东数量，降低股权集中度。

从上市券商情况来看，头部券商持股5%以上的股东合计持股比例均在30%以上，如中信33.09%、华泰32.36%；中小券商股权集中度平均而言高于头部券商，如方正67.40%、光大61.71%，第一大股东持股超过50%的也更常见。此外，监管对证券公司股东资质的要求也进一步放宽，不再要求主要股东具有金融相关业务经验和持续盈利能力，不再要求主营业务突出且处在行业龙头地位，对净资本的要求也大幅放宽。本次修订将对所有券商形成利好，对中小券商而言，能够吸引更多企业入股，实现估值的快速提升；对头部券商而言，能够进一步扩充资本金，做大做强业务，向国际化投行看齐。

图6：头部券商与中小券商股本结构



数据来源：公司财报、广发证券发展研究中心

调整监管相关事项，是监管向国际上成熟金融市场监管体系看齐、进一步实施简政放权的表现。2019年9月，证监会在北京召开了全面深化资本市场改革工作座

谈会，提出了当前及今后一个时期全面深化资本市场改革的12个方面重点任务，其中包括大力推进简政放权，精简审批备案事项、优化审批备案流程、提高监管透明度，加强事中事后监管等。本次对《证券公司股权管理规定》的修订是深改座谈会以来证监会做出的第三次努力，前两次分别为修订《非上市公众公司信息披露内容与格式准则第3号—定向发行说明书和发行情况报告书》、《非上市公众公司信息披露内容与格式准则第4号—定向发行申请文件》并制定《非上市公众公司信息披露内容与格式准则第9号—创新层挂牌公司年度报告》和《非上市公众公司信息披露内容与格式准则第10号—基础层挂牌公司年度报告》，以及修改《证券公司分类监管规定》。简政放权是对目前相对集中统一的证券执法体制的优化完善，通过将执法重心适当下移，有利于合理配置监管资源，从总体上加大对违法违规行为的打击力度和密度，促进投资者权益保护和市场健康稳定发展。

表2：证监会推进简政放权的相关政策梳理

时间	政策名称	修改内容
2020.1.13	(1) 修订：《非上市公众公司信息披露内容与格式准则第3号—定向发行说明书和发行情况报告书》和《非上市公众公司信息披露内容与格式准则第4号—定向发行申请文件》 (2) 制定：《非上市公众公司信息披露内容与格式准则第9号—创新层挂牌公司年度报告》和《非上市公众公司信息披露内容与格式准则第10号—基础层挂牌公司年度报告》	(1) 统一定向发行的要求，将信息披露及申报文件要求的适用范围扩大至全体公众公司； (2) 二是完善信息披露内容，明确了发行股份购买资产等方面的披露要求，细化了募集资金用途等披露要求； (3) 督促中介机构勤勉尽责，补充了对中介机构发表意见的要求； (4) 继续推进简政放权，明确挂牌公司申请定向发行需要履行行政许可的，由全国股转公司先行出具自律监管意见，作为申请行政许可的必备文件。
2020.5.22	就《关于修改〈证券公司分类监管规定〉的决定》公开征求意见	优化证券公司分类监管制度，促进证券公司增强风险管理能力，引导证券行业差异化发展： (1) 维持现行以风险管理能力、持续合规状况为主的券商分类评价体系，优化相关指标，解决监管实践中的问题； (2) 强化合规、审慎经营导向，引导证券公司强化资本约束，提高全面风险管理的有效性，实现风险管理全覆盖； (3) 强化专业服务能力导向，引导证券公司突出主业，做优做强，同时也引导证券行业差异化发展。
2020.6.12	就《关于修改〈证券公司股权管理规定〉的决定》公开征求意见	进一步简政放权，完善证券公司股权监管，提升监管效能。

资料来源：证监会、广发证券发展研究中心

## 2.深交所连发多项创业板改革文件

### (1) 创业板改革最新规则的介绍

2020年6月12日晚，深圳证券交易所发布26份有关创业板改革并试点注册制的主要业务规则及配套细则、指引、说明、通知，涉及发行上市审核类、发行承销类、交易类、持续监管类和其他工作安排等5个方面。

表3：深交所6月12日发布的26项文件

分类	规则名称
发行上市审核类	《创业板股票发行上市审核规则》

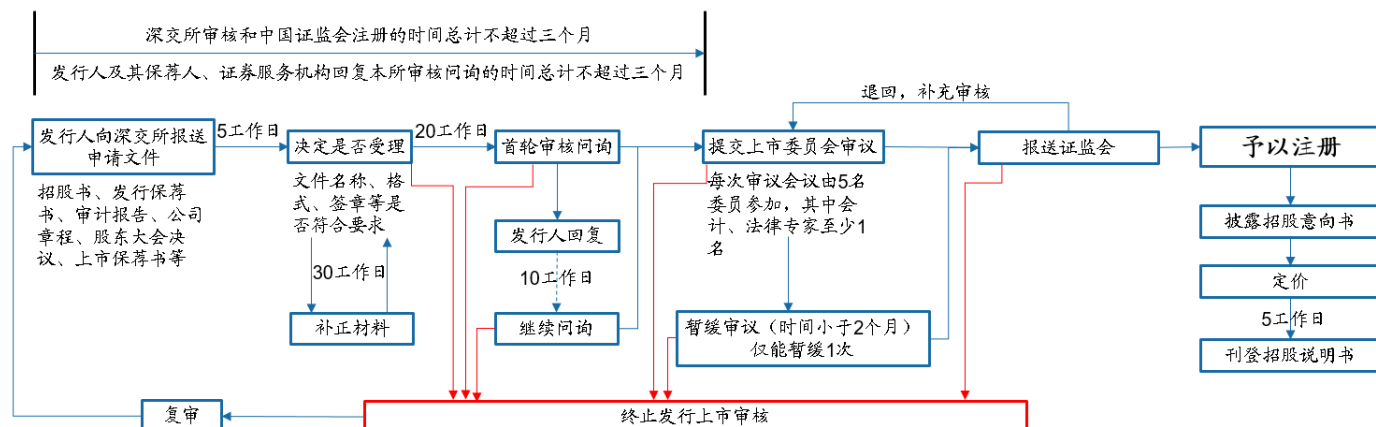
	《创业板上市公司证券发行上市审核规则》
	《创业板上市公司重大资产重组审核规则》
	《创业板上市公司证券发行上市审核问答》
	《创业板股票首次公开发行上市审核问答》
	《创业板企业发行上市申报及推荐暂行规定》
	《创业板发行上市申请文件受理指引》
	《创业板上市保荐书内容与格式指引》
	《创业板证券上市公告书内容与格式指引》
发行承销类	《创业板首次公开发行证券发行与承销业务实施细则》
	《创业板上市公司证券发行与承销业务实施细则》
	《深圳市场首次公开发行股票网下发行实施细则（2020年修订）》
交易类	《创业板交易特别规定》
	《创业板转融通证券出借和转融券业务特别规定》
	《创业板股票涉及股票质押回购及约定购回交易有关事项》
	《创业板股票及存托凭证证券简称及标识》
	《创业板股票异常交易实时监控细则（试行）》
持续监管类	《创业板股票上市规则（2020年修订）》
	《创业板上市公司规范运作指引（2020年修订）》及有关事项
	《创业板创新试点红筹企业财务报告信息披露指引》
	《创业板上市公司董事（监事、高管、控股股东、实控人）声明及承诺书》
其他工作安排	《创业板试点注册制相关审核工作衔接安排》
	《行业咨询专家库工作规则》
	《创业板上市委员会管理办法》
	《行业咨询专家库专家候选人名单》
	《第一届创业板上市委员会委员候选人名单》

资料来源：证监会、广发证券发展研究中心

**发行上市审核类规则方面**，为顺应创业板注册制推进，主要坚持“以信息披露为核心、公开透明、市场与法制化”三项原则，要求发行人依法、充分披露投资者做出价值判断和投资决策所必需的信息，保证信息披露准确、真实、完整；实行“阳光审核”，增强审核进程与审核结果的可预期性，并建立和完善行业自律规则。创业板审核将主要由上市委员会进行，委员会由不超过60名熟悉发行上市业务和相关法律制度的委员组成，每届任期两年。同时，深交所将建立行业咨询专家库，作为交易所的专家咨询机构提供专业建议。



图7：创业板审核及上市流程



数据来源：证监会、深交所、广发证券发展研究中心

**发行承销类规则方面**，为规范创业板上市公司发行与承销业务，深交所通过三个方面对交易规则进行了制定和完善。**询价定价机制方面**，实行发行定价市场化，面向7类专业机构投资者询价定价；将网下初始发行比例提高10%；将五类中长期资金网下优先配售比例提高到70%。**定价约束机制方面**，允许IPO数量2000万股以下且无老股转让的盈利企业直接定价；规定发行定价超过重要参考值、同业可比上市公司二级市场平均市盈率、境外市场价格等任何一值的，应发布风险特别公告；对网下发行证券的一定比例设置不低于6个月的限售期。**战略配售机制方面**，取消战略配售关于新股发行规模的前置条件；规定除未盈利、存在表决权差异、红筹或定价超过重要参考值的企业强制要求保荐机构子公司跟投外，其他企业不得跟投；允许发行人高管与核心员工通过设立专项资管计划参与战略配售。

**交易类规则方面**，放宽股票和相关基金涨跌幅限制，由10%放宽至20%；**完善新股上市初期交易机制**，前5个交易日不设涨跌幅限制，设置30%、60%两档停牌指标，各停牌10分钟；**实施盘后定价交易**，允许在竞价交易收盘后按收盘价购买股票，后续也将允许深股通投资者参与盘后交易；**优化融资融券和转融通机制**，允许注册制发行的股票自上市首日其作为融资融券标的；**强化风险防控**，暂不允许注册制发行的股票作为质押业务标的。此外，对交易公开信息披露指标、股票特殊标识等方面，也做了相应调整与改进。

**持续监管类规则方面**，主要对创业板上市条件进行优化，综合考虑预计市值、收入、净利润等，并针对不同类型的企业制定了多套上市标准，同时健全退市机制、强化公司治理机制和风险警示机制、优化股份减持制度、提高股权激励灵活性。

表4: 创业板、科创板IPO条件和精选层调层条件

公司类型	IPO 或调层条件	注册制改革后的创业板	精选层	科创板
非红筹、无差异表决权的一般企业	市值+净利润或市值+净利润+收入	最近两年净利润为正，且累积净利润不低于 5000 万元	市值不低于 2 亿元，最近两年净利润均不低于 1500 万元且加权平均 ROE 平均不低于 8%	预计市值不低于 10 亿元，最近两年净利润为正，且累计净利润不低于 5000 万元
		预计市值不低于 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于 1 亿元	市值不低于 2 亿元，最近一年净利润不低于 2500 万元且加权平均 ROE 平均不低于 8%	预计市值不低于 10 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于 1 亿元
	市值+收入+研发投入	无	市值不低于 8 亿元，最近一年营业收入不低于 2 亿元，且最近两年累计研发投入占累计营业收入比例不低于 8% 注：相比科创板，对市值要求更高	预计市值不低于 15 亿元，最近一年营业收入不低于 2 亿元，且最近三年累计研发投入占累计营业收入比例不低于 15%
	市值+收入+经营现金流	无	市值不低于 4 亿元，最近两年平均营业收入不低于 1 亿元，最近一年营业收入增速不低于 30% 且经营现金流净额为正	预计市值不低于 20 亿元，最近一年营业收入不低于 3 亿元，且最近三年经营现金流累计不低于 1 亿元
	市值+收入	预计市值不低于 50 亿元，且最近一年营业收入不低于 3 亿元	无	预计市值不低于 30 亿元，且最近一年营业收入不低于 3 亿元
	市值+技术优势(研发投入)	无	市值不低于 15 亿元，最近两年研发投入合计不低于 5000 万元	预计市值不低于 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；医药行业企业需至少有一项核心产品获准开展二期临床试验，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
红筹和特殊股权结构企业	市值+收入+净利润	预计市值不低于 100 亿元，最近一年净利润为正		预计市值不低于人民币 100 亿元
		预计市值不低于 50 亿元，最近一年净利润为正且营业收入不低于 5 亿元		预计市值不低于人民币 50 亿元，最近一年营业收入不低于人民币 5 亿元
未盈利企业	市值+收入	预计市值不低于 50 亿元，最近一年营业收入不低于 3 亿元		

资料来源：深交所、广发证券发展研究中心

注：创业板未盈利企业上市条件1年内不实施

## (2) 最新规则对市场的影响

创业板注册制推行共有4项核心要点，将有利于增强券商投行业务弹性，优化行业竞争格局。

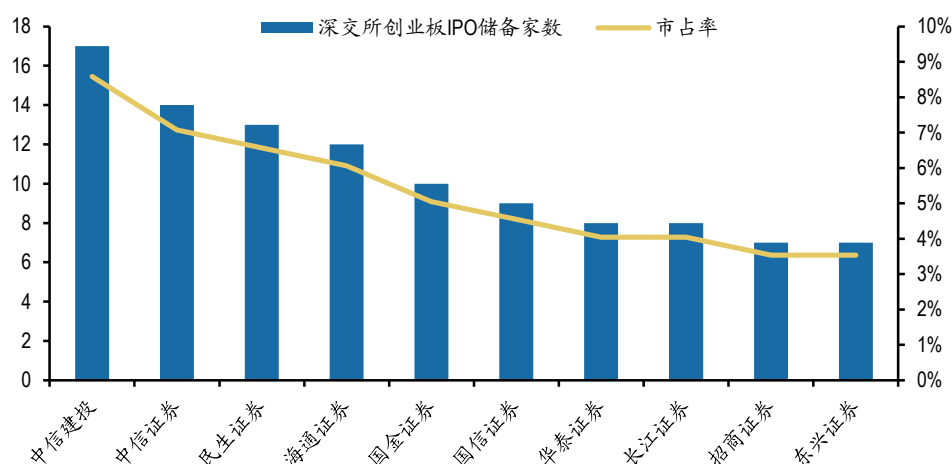
表5: 创业板改革核心要点

核心要点	具体内容
涨跌幅放松	创业板试点注册制后新上市企业上市前五日不设涨跌幅，后续涨跌幅限制调整为 20%；存量公司同步放宽
上市标准降低	取消“最近一期未存在未弥补亏损”要求，综合考虑企业预计市值收入净利润等因素，制定多元包容上市条件
强制跟投放松	创业板注册制改革不再强制保荐机构全面跟投，仅对未盈利，红筹架构，特殊投票权以及高价发行四类公司采取强制性跟投
投资者门槛	深交所新增创业板个人投资者须满足前 20 个交易日日均资产不低于 10 万元，且具备 24 个月的 A 股交易经验的门槛

资料来源：深交所、广发证券发展研究中心

投行业务弹性提升方面，更为宽松的上市条件与跟投要求将给券商带来更大的业务弹性。据证监会发审委6月5日公布的数据，深交所创业板申请首次公开发行股票企业总计198家，其中TOP5：中信建投17家，中信14家，民生13家，海通12家，国金10家。

图8: 截至2020年6月5日创业板198家排队企业格局分布

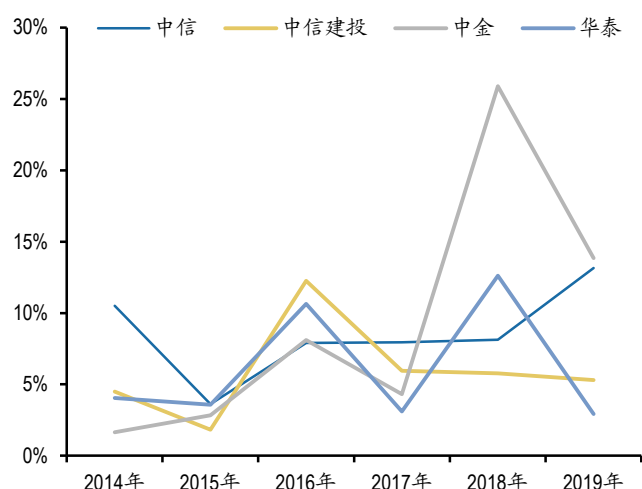


数据来源：证监会、广发证券发展研究中心

注册制的不断推进将对投行综合能力提出更高要求，行业格局有望进一步优化，行业也加速进入大投行时代。科创板自推行至今上市110家企业，合计募集资金1326.11亿元，三中一华市占率合计高达52.11%，其中中金27.19%，中信14.21%；远高于前期投行IPO各家市占率；科创板及注册制极大的推进了行业竞争格局的重塑。当下创业板报会项目的券商分布相对分散，且中小券商也占有较大席位，在注册制以及新《证券法》全面强化中介责任下，行业集中度有望提升。

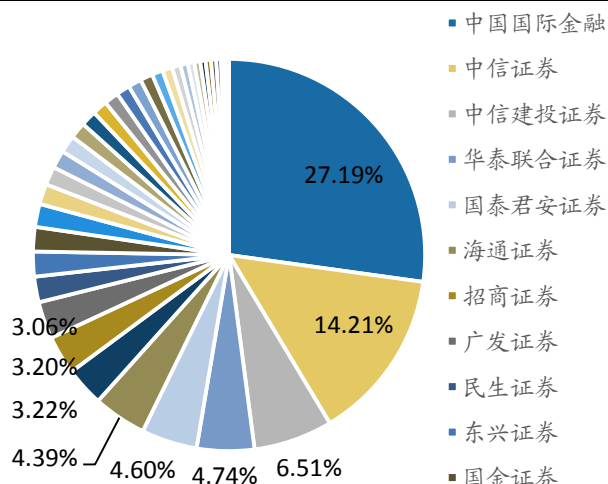
从行业发展脉络上，随着注册制试点不断推进、再融资新规落地、新三板精选层转板机制理顺，证券行业做大投行业务的逻辑越发清晰，加上投行资本化业务，大投行将发挥更加重要的作用。

图9: 历年IPO“三中一华”市占率



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

图10: 截至6月12科创板IPO“三中一华”市占率



数据来源: wind, 广发证券发展研究中心

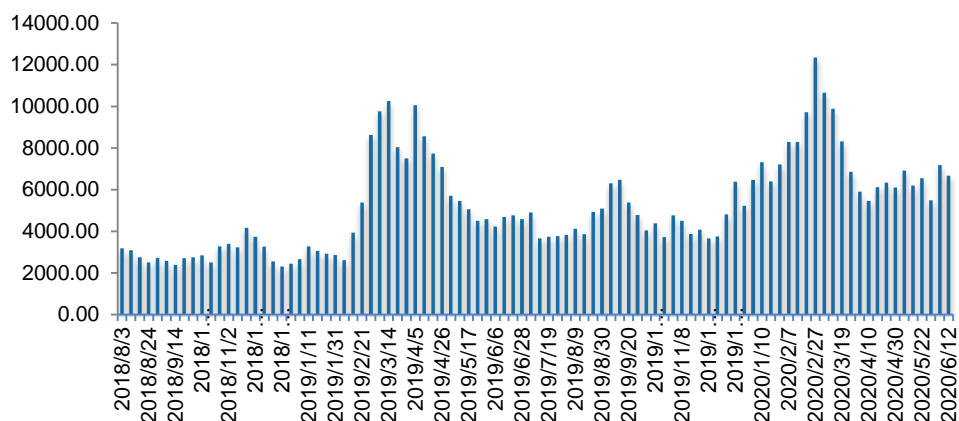
**经纪与两融业务将得以优化提振。**一方面, 存量涨跌幅同步放宽以及资本市场改革的不断推进将有利于提振市场; 助力券商经纪业务收益。另一方面, 同时转融券业务市场化定价与券源放宽助力融券业务发展。

我们看好资本市场改革持续推进带来业绩提升的 $\alpha$ 收益, 也看好后疫情时代流动性宽松带来的券商 $\beta$ 收益。当前龙头公司2020E整体PB估值1-1.3倍(中信存在一定龙头溢价), 处于估值低位, 建议关注龙头企业: 中信证券(600030.SH)/(06030.HK)、中金公司(03908.HK)、华泰证券(601688.SH)/HTSC(06886.HK)、国泰君安(601211.SH)/(02611.HK)、海通证券(600837.SH)/(06837.HK)、东方财富(300059.SZ)、招商证券(600999.SH)/(06099.HK)等。

**风险提示:** 券商经营风险因素包括宏观经济与行业景气度下行, 如经济下行超预期、多因素影响利率短期大幅波动、资管新规后续补丁文件严厉性超预期、行业爆发严重风险事件等; 公司经营受多因素影响, 风险包括: 行业竞争加剧、存量资管项目爆发严重风险事件、公司业绩不达预期、二级市场波动、新领域投资出现亏损等。

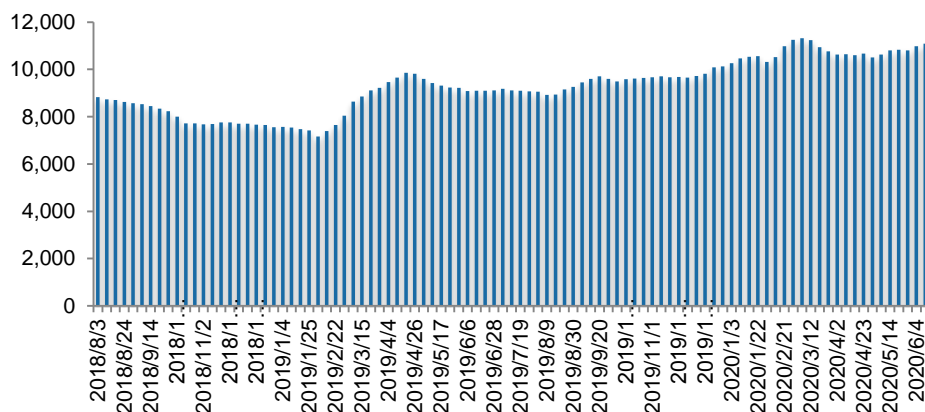


图11: 全部AB股周度成交金额 (亿元)



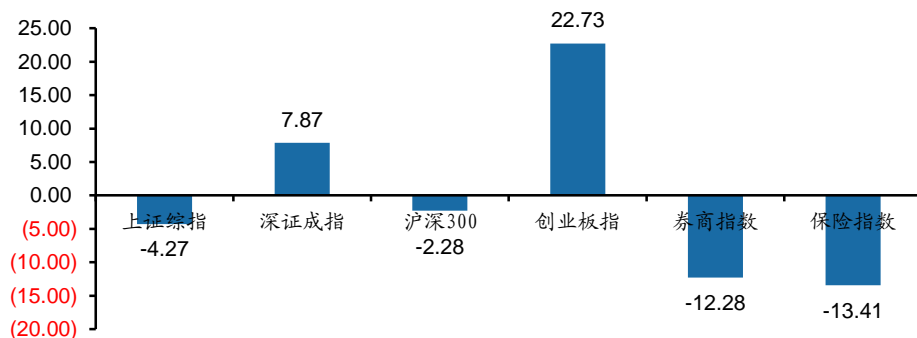
数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图12: 沪深融资融券余额 (亿元)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

图13: 2020年以来市场及券商指数涨跌幅 (%)



数据来源: wind、广发证券发展研究中心

附表1: 美股和港股可比公司估值情况

市场	公司	股票代码	股价 (元)	EPS(元)			PE (倍)			PB (倍)		
				2018A	2019A	2020E	2018A	2019A	2020E	2018A	2019A	2020E
美股	摩根士丹利	MS.N	39.09	4.81	4.87	5.51	8.30	8.03	7.09	0.91	0.81	0.84
(USD)	高盛	GS.N	183.49	25.53	23.11	25.08	8.20	7.94	7.32	0.85	0.83	0.77
港股	友邦保险	01299.HK	72.60	1.68	4.15	4.67	43.21	17.49	15.55	2.88	2.38	2.14
(HKD)	中国太平	00966.HK	13.10	1.81	2.77	3.10	7.80	3.16	2.81	0.72	0.60	0.23

数据来源: Wind、广发证券发展研究中心

注: 表中估值情况按最新收盘价计算; 盈利预测数据来自 Wind 一致预测; 美股股价和 EPS 单位为美元; 港股股价和 EPS 为港元。

### 三、风险提示

市场风险事件包括经济增速放缓、利率波动影响、行业竞争加剧等; 公司经营业绩不达预期, 爆发重大风险及违约事件等。

## 广发非银行金融行业研究小组

陈 福：首席分析师，经济学硕士，2017年3月进入广发证券研究发展中心，带领团队荣获2019年新财富非银行金融行业第三名。

文 京 雄：资深分析师，英国阿伯丁大学（University of Aberdeen）金融投资管理硕士，武汉大学双学士，2015年进入广发证券发展研究中心。

陈 卉：资深分析师，英国布里斯托大学（University of Bristol）金融投资专业硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

陈 韵 杨：高级分析师，香港中文大学经济学硕士，中山大学学士，2017年进入广发证券发展研究中心。

刘 淇：高级分析师，中南财经政法大学投资学硕士，2020年进入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。

增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。

持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。

卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区世纪 大道8号国金中心一 期16楼	香港中环干诺道中 111号永安中心14楼 1401-1410室
邮政编码	510627	518026	100045	200120	
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应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者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。