

证券研究报告 / 策略点评报告

## 资本市场流动性有望持续改善

——近期资本市场政策点评

### 报告摘要:

**新三板和主板间的上市通道打开，关注精选层公司申报情况。**3月6日，证监会发布《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》。此前，新三板公司实现主板上市，需先从新三板停牌或摘牌后，再通过IPO通道申请上市，持续时间较长。《转板指导意见》出台后，新三板和主板间的通道得以打开，新三板，尤其是申报精选层的公司中，符合科创板、创业板上市要求的公司有一定的投资价值。意在完善资本市场基础制度的文件自2019年起便持续出台，随着相关文件的落地实施，中长期对市场的改善更为明显。

**创投基金减持规则松绑有利于创投企业和资本市场流动性改善。**创投基金减持规则松绑有利于创投企业和资本市场流动性改善。整体而言，《规定》着力于解决创投基金、私募股权投资募资退出困难的问题，而疫情影响下，这种问题更是进一步加剧。对创投基金减持规则的松绑，减持退出更为便利，使得资金易于再投资，有利于市场流动性水平的改善。另一方面，减持顺利也使得创投基金投资更为积极，更有利于创投企业的融资和发展，从而达到对中小企业、科创企业创新的鼓励作用。

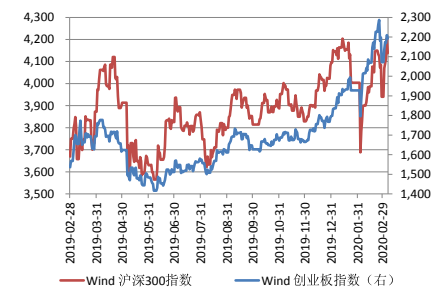
**减持规则放松不必然导致对市场的冲击。**部分投资者担忧创投基金减持幅度增加对市场的冲击。但我们认为在市场流动性较为充足，尤其市场风险偏好相对较高期间，减持资金仍会有较强的再投资意愿。类比再融资的历史统计情况，定增募集金额大幅上升并不必然对市场产生冲击，尤其是在市场风险偏好较高时期。

**券商经营成本下调，盈利有望持续改善。**券商经营成本下调，盈利有望持续改善。此次调降证券投资者保护基金征缴比例后，A类券商费率与前期持平，C类、D类券商费率调降幅度较大。此项政策按照2019年全部券商收入计算，可少缴纳1.87亿元，节省费率为8.25%。

**业绩改善有望持续，券商板块仍有配置价值。**目前的券商的估值水平距离2007年的PE高点128倍、2015年的PE高点51倍，都有相当距离。因我们认为此时讨论券商估值过高的问题为时尚早，更值得关注的是券商业绩。根据目前公布数据，2月上市券商累计业绩增速20.33%，而市场一致预期2019全年券商行业增速集中在10-15%，券商业绩仍在持续改善过程中。随着长期资金持续流入，预计A股的成交额和券商业绩中长期有望持续提升，券商板块仍有较大的配置价值。

**风险提示：**全球疫情发展超出预期，经济出现衰退，国内政策出台低于预期。

### 相关数据



### 相关报告

- 《全球降息持续加码，国内利率有望继续下探——流动性周度观察（2020年第10周）》  
2020-03-08
- 《美联储降息只是开始》  
2020-03-04
- 《预计美联储3月将被迫降息应对疫情——海外宏观周度观察（2020年第9周）》  
2020-03-03
- 《全行业景气大幅回落，恢复供给是关键——2月PMI数据点评》  
2020-03-02
- 《预计3月流动性仍充裕，短期债牛行情延续——2月流动性观察及展望》  
2020-03-02
- 《疫情边际企稳、复工进度加快，数据整体走强——实体高频观察（2020年第8周）》  
2020-02-23
- 《总量稳健，结构调控，短期战疫——2019年四季度货币政策执行报告点评》  
2020-02-23
- 《全行业景气大幅回落，恢复供给是关键》  
2020-03-02

### 证券分析师：邓利军

执业证书编号：S0550520030001

021-20361109

denglj@nesc.cn

## 目 录

1. 新三板转板指导意见公开征求意见.....	3
2. 创投基金减持规则松绑.....	4
3. 证券投资者保护基金征缴比例降低.....	5

## 1. 新三板转板指导意见公开征求意见

### 事件:

3月6日,证监会发布《关于全国中小企业股份转让系统挂牌公司转板上市的指导意见》(以下简称《转板指导意见》),向社会公开征求意见。《转板指导意见》主要针对新三板挂牌公司,在精选层连续挂牌一年以上,且符合转入板块上市条件,即可转入科创板或创业板上市。此前,《精选层挂牌审查细则(试行)》于2月28日发布,截至3月6日,共有76家新三板挂牌公司启动精选层申报流程。随着精选层落地,预计两年内可以看到新三板转板成功案例。

### 点评:

**新三板和主板间的上市通道打开,关注精选层公司申报情况。**此前,新三板公司实现主板上市,需要先从新三板停牌或摘牌后,再通过IPO通道申请上市,持续时间较长。《转板指导意见》出台后,新三板和主板间的通道得以打开,新三板,尤其是申报精选层的公司中,符合科创板、创业板上市要求的公司有一定的投资价值。从目前来看,仅科创板施行注册制,主要面向新一代信息技术、高端装备、新材料、新能源、节能环保以及生物医药等新兴成长类行业,相关行业的拟申报精选层公司尤其值得关注。

**完善资本市场基础制度相关文件出台,中长期对市场的改善更为明显。**意在完善资本市场基础制度的文件自2019年起便持续出台,其对资本市场生态的改善有一个长期的过程,但短期一般对市场的风险偏好也有一定提升。科创板上市规则相关文件、退市新规、并购重组新规、再融资规则、以及证券法修订草案出台后的下一交易日、一周后、一个月后、以及半年后上证综指涨跌幅的均值分别为0.61%、0.14%、1.94%、4.18%。随着相关文件的落地实施,中长期对市场的改善更为明显。预计新三板转板相关规定出台后,短期对市场的风险偏好有一定提振,中长期来看,有利于资本市场生态完善,长期资金有望持续入市。

表 1: 资本市场制度完善相关制度征求意见或草案出台后市场表现

日期	资本市场制度完善相关规定	上证综指涨跌幅(%)			
		下一交易日	一周后	一个月后	半年后
2019/1/30	科创板上市相关系列文件公开征求意见	-0.37	0.92	15.41	13.37
2019/7/27	证监会发布《关于修改〈关于改革完善并严格实施上市公司退市制度的若干意见〉的决定》	-0.12	-2.60	-2.75	1.09
2019/6/20	证监会就修改《上市公司重大资产重组管理办法》向社会公开征求意见,并购重组规则有所放松。	2.88	2.71	0.22	3.59
2019/11/8	证监会拟对《上市公司证券发行管理办法》等再融资规则进行修订,并向社会公开征求意见。	-0.49	-2.93	-2.24	1.87
2019/12/28	十三届全国人大常委会第十五次会议审议通过《中华人民共和国证券法》修订草案	1.16	2.62	-0.95	0.98
	平均值	0.61	0.14	1.94	4.18

数据来源:东北证券, Wind

## 2. 创投基金减持规则松绑

### 事件:

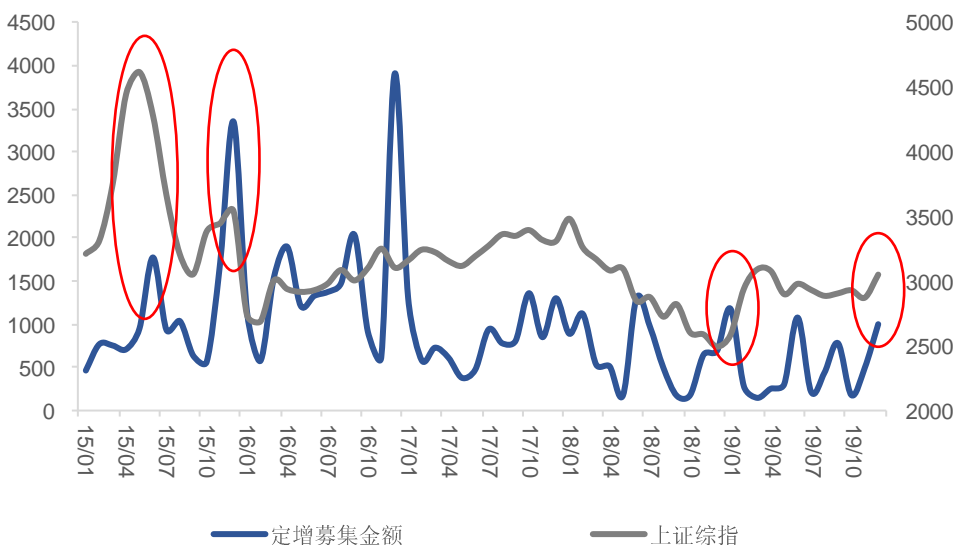
3月6日,证监会公布《上市公司创业投资基金股东减持股份的特别规定》(以下简称《规定》),自2020年3月31日起施行。《规定》一是简化反向挂钩政策适用标准,仅要求申请反向挂钩的项目在投资时满足“投早”、“投中小”、“投高新”三者之一即可,删除基金层面“对早期中小企业和高新技术企业的合计投资金额占比50%以上”的要求;二是取消大宗交易方式下减持受让方的锁定期限制;三是取消投资期限在五年以上的创业投资基金减持限制,以鼓励真正从事长期投资的基金更为便捷地退出,从而形成再投资;四是合理调整投资期限计算方式,由“发行申请材料受理日”修改为“发行人首次公开发行日”;五是允许私募股权投资基金参照适用反向挂钩政策;六是明确弄虚作假申请政策的法律责任。

### 点评:

**创投基金减持规则松绑有利于创投企业和资本市场流动性改善。**整体而言,《规定》着力于解决创投基金、私募股权投资募资退出困难的问题,而疫情影响下,这种问题更是进一步加剧。对创投基金减持规则的松绑,减持退出更为便利,使得资金易于再投资,有利于市场流动性水平的改善。另一方面,减持顺利也使得创投基金投资更为积极,更有利于创投企业的融资和发展,从而达到对中小企业、科创企业创新的鼓励作用。

**减持规则放松不必然导致对市场的冲击。**部分投资者担忧创投基金减持幅度增加对市场的冲击。但我们认为在市场流动性较为充足,尤其市场风险偏好相对较高期间,减持资金仍会有较强的再投资意愿。类比再融资的历史统计情况,定增募集金额大幅上升并不必然对市场产生冲击,尤其是在市场风险偏好较高时期,如2015年6月、2019年1月、以及再融资新规征求意见稿出台后的2019年12月,上证综指同样呈现上升趋势。

图 1: 定增募资额大幅上升期间市场未必下跌



数据来源: 东北证券, Wind

### 3. 证券投资者保护基金征缴比例降低

#### 事件:

3月6日,根据《证券投资者保护基金管理办法》(证监会令第124号),中国证监会决定,A类、B类、C类、D类证券公司,分别按照其营业收入的0.5%、0.6%、0.7%、0.7%的比例缴纳2019年度证券投资者保护基金。2020年度证券投资者保护基金的缴纳比例参照执行。此前,在2019年2月,证券业协会曾就资本市场减税降费征集过措施意见。本次疫情背景下降费落地,目的也在于贯彻减税降费的部署,降低券商经营成本,从而引导行业服务实体经济。

#### 点评:

**券商经营成本下调,盈利有望持续改善。**根据此前的规定,A类、B类、C类、D类证券公司,分别按照其营业收入的0.5%、0.75%、1%、1.25%的比例缴纳2019年度证券投资者保护基金。此次调降证券投资者保护基金征缴比例后,A类券商费率与前期持平,C类、D类券商费率调降幅度较大。此项政策按照2019年全部券商收入计算,可少缴纳1.87亿元,节省费率为8.25%。

表 2: 证券公司 2020 年证券投资者保护基金缴纳费用降幅测算

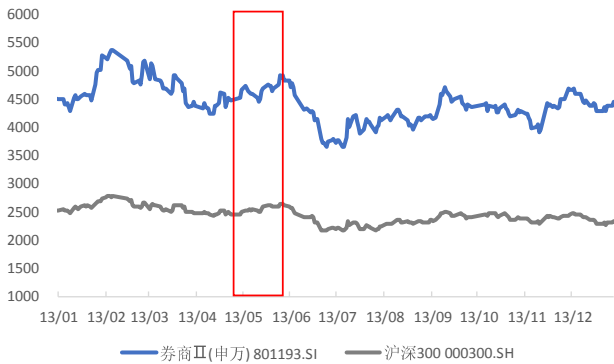
证券 分类 结果	公司 家数	缴纳比例 (%)		2019 年度缴纳金 额 (亿元)		营业收入 (估计值, 亿元)	保护基 金下调 比例 (%)	营业利润 (估计值, 亿元)	降费规 模 (亿 元)	降费规模/营 业利润 (%)
		2019	2020	2019	2020					
AAA										
AA	19	0.50%	0.50%	7.68	7.68	1536	0.0%	614.4	0.00	0.00%
A	44	0.50%	0.50%	6.26	6.26	1252.6	0.0%	501.04	0.00	0.00%
BBB	31	0.75%	0.60%	5.12	4.1	683.2	-20.0%	272.28	1.02	0.38%
BB	14	0.75%	0.60%	1.65	1.32	220.4	-20.0%	88.16	0.33	0.38%
B	10	0.75%	0.60%	0.65	0.52	86.27	-20.0%	34.51	0.13	0.37%
CCC	8	1%	0.70%	0.73	0.51	72.9	-30.0%	29.16	0.22	0.75%
CC	2	1%	0.70%	0.15	0.1	14.9	-30.0%	5.96	0.04	0.75%
C	1	1%	0.70%	0.38	0.27	38.4	-30.0%	15.36	0.12	0.75%
D	2	1.25%	0.70%	0.01	0.01	0.96	-44.0%	0.38	0.01	1.39%
				22.63	20.77	3905.63		1561.25	1.87	

数据来源: 东北证券, Wind

**券商中长期表现与市场整体表现以及成交额情况更为相关。**在此之前,证监会下调证券公司缴纳证券投资者保护基金比例需追溯到2013年4月19日。复盘当时券商表现,在费率降低后的一个交易日,申万券商指数下跌0.26%;但至5月底,券商指数较4月19日上涨6.64%,而沪深300同期涨幅3.97%,投保费率降低对券商有一定的提振。但中长期看,券商市场行情更多与市场整体走势,以及市场成交额的变动高度相关。目前来看,资本市场基础制度改革持续推进,再融资、减持相关规则松绑,外围流动性持续宽松背景下,长期资金有望持续入市,从而使得券商板块中长期有所表现。

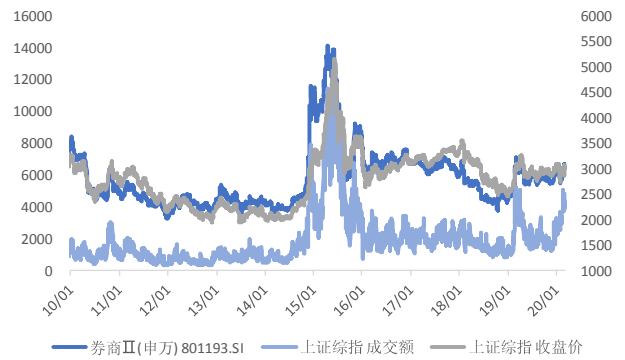


图 2: 2013 年投保基金征缴比例下调后券商走高



数据来源: 东北证券, Wind

图 3: 券商长期走势与大盘整体表现以及成交量高度相关



数据来源: 东北证券, Wind

目前券商估值距离历史高点仍有相当距离, 业绩持续改善使得券商板块仍有配置价值。申万券商指数目前 PE (TTM) 为 28.55 倍, 处于 2005 年以来从低至高的 62% 分位。从相对估值水平来看, 目前券商行业估值水平不低。但目前的券商的估值水平距离 2007 年的 PE 高点 128 倍、2015 年的 PE 高点 51 倍, 都有相当的距离。因此我们认为此时讨论券商估值过高的问题为时尚早, 更值得关注的是券商业绩是否能持续改善。从历史复盘情况来看, 券商业绩持续提升期间, 券商市场表现往往较好。根据目前公布的上市券商 2 月业绩, 结合 1 月数据加总分析, 1、2 月上市券商整体业绩增速 20.33%, 今年开年业绩增速较高。而市场一致预期 2019 全年券商行业增速集中在 10-15%, 券商业绩仍在持续改善过程中。随着资本市场基础制度的完善, 长期资金持续流入, 预计 A 股的成交额和券商业绩中长期有望持续提升, 券商板块仍有较大的配置价值。

图 4: 券商目前估值水平不高

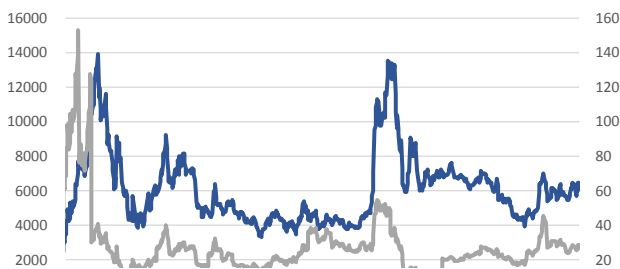
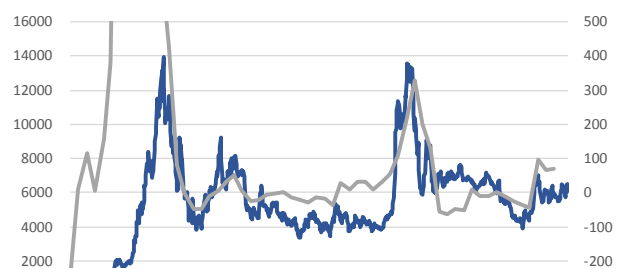


图 5: 券商指数表现与业绩增速较为相关



预览已结束, 完整报告链接和二维码如下:

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_6686](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_6686)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>