

中信证券研究部

核心观点



田良
金融产业首席
分析师
S1010513110005



杨帆
宏观与政策首席
分析师
S1010515100001



陆昊
非银行金融业
分析师
S1010519070001



遥远
海外政策联席首席
分析师
S1010521090003



郭子钦
非银行金融业首席

在政治局“活跃资本市场，提振投资者信心”指引下，证监会从投资端、融资端和交易端三个维度，明确了资本市场改革的方向与范围，对于前期市场高度关注“T+0”和印花税等政策进行了积极回应，对于稳定市场预期、推动资本市场平稳健康发展具有关键作用。此次定调标志着资本市场改革进入新阶段，改革重点从一级市场转向二级市场，从融资端转向投融资平衡发展。随着改革措施的逐步落地，证券板块估值有望持续修复。

■ 新一轮资本市场系统性改革开启，深层次推动投融资平衡发展，将有效实现“活跃资本市场，提振投资者信心”的政策目标。过去五年以来，资本市场改革持续加速，政策重视力度较高，以注册制改革为龙头，大刀阔斧推进新一轮全面深化改革，中国资本市场已在各方面发生了深刻的结构性变化，服务实体经济的能力明显增强。2023年7月24日，中央政治局会议传递了推动经济运行持续好转的强有力政策信号，对做好资本市场工作提出明确要求，进一步凸显了政策重视力度。为贯彻相关部署，2023年8月18日，证监会就“活跃资本市场、提振投资者信心”的相关改革方向答记者问，提出了一揽子政策措施。本轮改革以标本兼治、突出重点、稳字当头、发挥合力为核心原则，从制度层面出发，多渠道理顺市场交易机制，着力解决投融资平衡发展的核心问题，通过持续深化多部门协同以实现资本市场长期稳定发展的目标。对市场运行而言，当前资本市场保持平稳运行具有坚实基础，长期向好的趋势不会改变，一系列制度建设将久久为功，从根本上实现“活跃资本市场，提振投资者信心”的目标。在具体层面，本轮改革聚焦于投资端、融资端和交易端三方面，相关措施将成熟一批，推出一批：

■ 投资端：从机构、杠杆和海外资金三方面，扩大资本市场资金供给

- 1) 推动权益类基金扩容，助力中长期资金入市。通过发展指数基金、降低管理费率、加强行业引导、优化激励机制和拓展投资范围的方式，提升权益类基金规模，绑定投资人与管理人中长期利益，增强权益类产品提升投资者回报的能力。
- 2) 丰富投资方式，适当鼓励杠杆资金进入。通过放宽券商资本约束、扩大两融杠杆及底层标的范围、完善衍生品产品体系、落实实物股票分配和发展指数化投资的方式，增强市场投资者杠杆利用能力，提升市场资金流动性。
- 3) 促进AH股协同发展，吸引海外资金入市。通过优化互联互通机制、在香港市场推出A股期权与国债期货和支持中概股回港上市的方式，为海外资金投资A股提供多样化途径，扩大互联互通业务参与者范围，推动A股与H股共同发展。
- 4) 通过跨部门协同优化税收优惠和会计核算，吸引大股东及机构资金入市。持续深化与税收和财政部门的协同，通过落实股权激励差异化个税优惠、以会计核算改革完善保险资金中长期考核以及引导银行理财资金入市等方式，吸引增量机构中长期资金，稳定存量股东中长期资金。

■ 融资端：全面提升上市公司质量，重视投资者回报

- 1) 在一、二级市场平衡层面，实现资本市场可持续发展，需要充分考虑投融资两端的动态积极平衡，未来将充分考虑二级市场承受能力，加强一、二级市场的逆周期调节。
- 2) 在优化投资者利益共享机制层面，将强化分红导向，研究完善系统性长期性分红约束机制；修订股份回购制度规则，放宽相关回购条件；推动中国特色估值体系建设，突出扶优限劣，研究限制破发或破净公司融资活动，要求其提出改善市值的方案。

分析师
S1010513110004



童成墩
非银行金融业联席
首席分析师
S1010513110006



薛姣
非银行金融业
分析师
S1010518110002



张文峰
非银行金融业
分析师
S1010522030001

非银行金融行业

评级

中性(维持)

3) 在提升上市公司质量层面, 将通过构建核心技术型企业绿色通道, 全方位把控增量上市公司质量; 以完善并购重组机制为突破口, 改善存量上市公司质量。

■ 交易端: 降低投资者成本, 打击违规减持行为, 理顺交易机制

在前期推行的降低结算备付金比例、引入碎股交易制度和 ETF 盘后交易制度的基础上, 围绕降低投资成本、打击违法交易的方向持续推进交易端改革, 逐步落实降低交易规费和佣金、降低两融费率、打击违规减持、加强交易监管以及延长交易时间等措施。2022 年, 涉及市场投资者成本的证券交易印花税为 2759 亿元, 证券交易佣金 1286 亿元, 证管费约 90 亿元, 经手费约 219 亿元, 过户费 45 亿元。此次沪深交易所经手费下调 30%, 按 2022 年情况估计, 每年约为投资者节约 65.7 亿元投资成本, 后续在“同步降低证券公司佣金费率”的指引下, 证券交易佣金率有望迎来调降。同时, 严惩违规减持行为对于规范“离婚减持”等乱象、绑定大股东与中小股东长期利益同样具有重要积极影响。

在延长交易时间方面, 从全球主要市场对比来看, A 股交易时长偏短, 有延长的空间, 如英国、法国和德国交易时长为 8.5 小时, 美国和新加坡为 6.5 小时, 中国香港为 5.5 小时, 日本为 5 小时, 而 A 股仅为 4 小时。特别是 A 股与港股交易时间不统一, 往往导致港股已充分反应的新信息需要在 A 股的下一个交易窗口反映, 而 A 股的延迟波动又对港股造成反向影响, 使市场波动持续增大, 未来交易时间的优化有助于市场的稳定。

■ **澄清市场传闻, 助力市场回归政策驱动逻辑主线。**此次证监会从投资端、融资端和交易端三个维度, 系统性阐述了未来资本市场改革的核心思路, 明确了资本市场改革方向与范围, 对于前期市场高度关注的“T+0”和印花税等政策进行了积极回应, 对于稳定并统一市场预期具有积极作用。目前“T+0”政策因将加剧中小投资者的劣势地位, 不利于公平交易, 推出时机尚不成熟。证监会已认识到印花税调整对于降低交易成本、活跃市场交易和体现普惠效应的积极作用, 但落实仍需其他主管部门推动。后续随着改革措施的逐步落地, 资本市场有望持续受益, 市场交易行为有望围绕着未来具体改革细则及影响效果, 重回政策驱动的逻辑主线。

■ 鼓励证券公司走向高质量发展, 有望推动行业头部集中

1) 经纪业务方面, 随着市场交易佣金率与渠道费率的下降, 倒逼证券公司推动以投顾服务为核心的财富管理转型, 依托生态建设和资产配置能力, 持续优化投资者的服务体验, 构筑自身核心竞争力。

2) 投行业务方面, 在融资节奏稳步控制的情况下, 能否以并购重组为突破点助力上市公司质量改善并提升券商自身财务顾问收入将是未来关注点, 具有资产发掘能力和风险定价能力的证券公司有望脱颖而出。

3) 资管业务方面, 随着公募产品投资范围的扩容, 能否在逐步完善的多空机制下, 在不同市场环境为投资者创造超额收益将是资管机构主动管理能力核心体现, 行业格局可能围绕主动管理能力重新洗牌。同时, 指数化浪潮下, 率先通过指数构建能力和渠道能力实现规模效应的资管机构同样有望构筑坚实的竞争壁垒并实现高速发展。

4) 重资产业务方面, 证监会明确提出优化证券公司风控指标计算标准, 适当放宽对优质证券公司的资本约束, 提升资本使用效率的改革方向。长期来看, 头部优质证券公司有望通过发展客需投资交易业务从而提升经营效率, 改善服务资本市场的力量, 带动行业 ROE 和估值水平的提升。

5) 国际业务方面, 随着互联互通机制持续优化, 海外挂钩 A 股衍生品种类持续扩容, 海外上市和回港上市逐步正常化以及海外 REITS 发行的持续提升, 证券公司海外经纪、投行、资管和投资交易业务均将显著受益。

在新一轮资本市场改革中, 专业化和国际化是证券公司发展的核心方向。头部证券公司有望通过杠杆率扩容和资本市场深度开放持续深化重资本业务和国际业务的领先优势。同时, 通过公司内部协同能力和总部赋能能力的发挥, 逐步构筑在轻资本业务端的竞争力, 推动行业格局逐步走向头部集中。

- **风险因素：**A 股市场成交额下滑；财富管理市场发展低于预期；券商投资业务亏损；信用业务风险暴露；行业过度再融资；资本市场改革措施低于预期。
- **投资策略：**在政治局“活跃资本市场，提振投资者信心”指引下，证监会从投资端、融资端和交易端三个维度，明确了资本市场改革方向与范围。此次定调标志着资本市场改革进入新阶段，改革重点从一级市场转向二级市场，从融资端转向投融资平衡发展。随着改革措施的逐步落地，证券板块估值有望持续修复。推荐中金公司（H）和华泰证券，标的估值仍处于历史低位，受益于证券行业头部集中趋势，受益于国际业务发展和潜在监管政策的调整。

重点公司盈利预测及投资评级

简称	代码	收盘价	EPS				PE				评级
			22	23E	24E	25E	22	23E	24E	25E	
华泰证券	601688.SH	17.24	1.22	1.39	1.52	1.63	14	12	11	11	增持
中金公司	601995.SH	40.83	1.57	1.64	1.91	2.20	26	25	21	19	持有

资料来源：Wind，中信证券研究部预测

注：股价为 2023 年 8 月 18 日收盘价

■ 相关研究

- 非银行金融行业重大事项点评—信用风险是否向流动性风险传导有待观察 (2023-08-15)
- 金融产业公募基金费率改革专题—费改加速资金资产相向而行共筑理财生态(2023-08-14)
- 非银行金融行业证券行业交易端改革点评—交易端改革开始落地，长期政策空间值得期待 (2023-08-11)
- 非银行金融行业保险行业跟踪点评—分红险：行业健康发展的新起点 (2023-08-03)
- 非银行金融行业证券行业跟踪点评—短期受益情绪面转暖，长期关注政策落实 (2023-07-30)
- 非银行金融行业 2Q23 基金保有规模点评—风险偏好持续偏弱，增量来自固收类基金 (2023-07-25)
- 非银行金融行业蚂蚁集团跟踪点评—征信和金控牌照有望提速，预计上市仍需等待 (2023-07-09)
- 非银行金融行业资产管理业公募基金降费点评—费率改革落地，左侧投资机会 (2023-07-09)
- 非银行金融行业跨境支付行业专题—跨境支付方兴未艾，“海外牌照+海外本土化+服务生态化”是竞争壁垒 (2023-07-05)
- 非银行金融行业保险行业 2023 年下半年投资策略—机会在高客需求和刚需消费 (2023-06-28)
- 证券行业国际业务专题—把握时代脉搏，加快全球化布局 (2023-06-20)
- 非银行金融行业基金投顾新规点评—新规是奠定投顾业务独立基础的里程碑(2023-06-13)
- 证券行业 2023 年下半年投资策略—把握基本面与政策面共同驱动的估值修复 (2023-06-09)
- 证券行业资本杠杆专题研究—探索杠杆扩容之路，助力行业高质量发展 (2023-05-08)
- 非银行金融行业寿险转型专题报告—优秀企业的最好机遇 (2023-04-20)
- 非银行金融行业《证券公司监督管理条例》修订点评—深化规范管理主线，预留长线发展空间 (2023-04-03)
- 非银行金融行业民生证券股权转让事项点评—控股权溢价及并购稀缺性推高成交估值 (2023-03-16)
- 保险行业重大事项点评—宏观政策助力寿险实现中长期修复 (2023-03-05)
- 《政府工作报告》金融产业点评—推动风险化解，加速市场改革 (2023-03-05)
- 非银行金融行业证券公司财富管理模式展望—多渠道扩大客群基础，多业务促进价值实现 (2023-02-27)
- 非银行金融行业全球支付行业专题报告—传统与科技结合重塑金融生态 (2023-02-20)

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明：(i) 本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对标的证券和发行人的看法；(ii) 该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系。

一般性声明

本研究报告由中信证券股份有限公司或其附属机构制作。中信证券股份有限公司及其全球的附属机构、分支机构及联营机构（仅就本研究报告免责条款而言，不含 CLSA group of companies），统称为“中信证券”。

本研究报告对于收件人而言属高度机密，只有收件人才能使用。本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。本研究报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。中信证券并不因收件人收到本报告而视其为中信证券的客户。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断并自行承担投资风险。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但中信证券不保证其准确性或完整性。中信证券并不对使用本报告或其所包含的内容产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他损失承担任何责任。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可跌可升。过往的业绩并不能代表未来的表现。

本报告所载的资料、观点及预测均反映了中信证券在最初发布该报告日期当日分析师的判断，可以在不发出通知的情况下做出更改，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与中信证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。中信证券并不承担提示本报告的收件人注意该等材料的责任。中信证券通过信息隔离墙控制中信证券内部一个或多个领域的信息向中信证券其他领域、单位、集团及其他附属机构的流动。负责撰写本报告的分析师的薪酬由研究部门管理层和中信证券高级管理层全权决定。分析师的薪酬不是基于中信证券投资银行收入而定，但是，分析师的薪酬可能与投行整体收入有关，其中包括投资银行、销售与交易业务。

若中信证券以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构为此发送行为承担全部责任。该机构的客户应联系该机构以交易本报告中提及的证券或要求获悉更详细信息。本报告不构成中信证券向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议，中信证券以及中信证券的各个高级职员、董事和员工亦不为（前述金融机构之客户）因使用本报告或报告载明的内容产生的直接或间接损失承担任何责任。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的 6 到 12 个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A 股市场以沪深 300 指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准；韩国市场以科斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于 5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上
	行业评级	强于大市	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅 10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表性指数跌幅 10%以上

特别声明

在法律许可的情况下，中信证券可能（1）与本研究报告所提到的公司建立或保持顾问、投资银行或证券服务关系，（2）参与或投资本报告所提到的公司的金融交易，及/或持有其证券或其衍生品或进行证券或其衍生品交易，因此，投资者应考虑到中信证券可能存在与本研究报告有潜在利益冲突的风险。本研究报告涉及具体公司的披露信息，请访问 <https://research.citics.com/disclosure>。

法律主体声明

本研究报告在中华人民共和国（香港、澳门、台湾除外）由中信证券股份有限公司（受中国证券监督管理委员会监管，经营证券业务许可证编号：Z20374000）分发。本研究报告由下列机构代表中信证券在相应地区分发：在中国香港由 CLSA Limited（于中国香港注册成立的有限公司）分发；在中国台湾由 CL Securities Taiwan Co., Ltd. 分发；在澳大利亚由 CLSA Australia Pty Ltd.（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）分发；在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）分发；在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.（公司注册编号：198703750W）分发；在欧洲经济区由 CLSA Europe BV 分发；在英国由 CLSA（UK）分发；在印度由 CLSA India Private Limited 分发（地址：8/F, Dalamal House, Nariman Point, Mumbai 400021；电话：+91-22-66505050；传真：+91-22-22840271；公司识别号：U67120MH1994PLC083118）；在印度尼西亚由 PT CLSA Sekuritas Indonesia 分发；在日本由 CLSA Securities Japan Co., Ltd. 分发；在韩国由 CLSA Securities Korea Ltd. 分发；在马来西亚由 CLSA Securities Malaysia Sdn Bhd 分发；在菲律宾由 CLSA Philippines Inc.（菲律宾证券交易所及证券投资者保护基金会）分发；在泰国由 CLSA Securities (Thailand) Limited 分发。

针对不同司法管辖区的声明

中国大陆：根据中国证券监督管理委员会核发的经营证券业务许可，中信证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

中国香港：本研究报告由 CLSA Limited 分发。本研究报告在香港仅分发给专业投资者（《证券及期货条例》（香港法例第 571 章）及其下颁布的任何规则界定的），不得分发给零售投资者。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，CLSA 客户应联系 CLSA Limited 的罗鼎，电话：+852 2600 7233。

美国：本研究报告由中信证券制作。本研究报告在美国由 CLSA（CLSA Americas, LLC 除外）仅向符合美国《1934 年证券交易法》下 15a-6 规则界定且 CLSA Americas, LLC 提供服务的“主要美国机构投资者”分发。对身在美国的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。任何从中信证券与 CLSA 获得本研究报告的接收者如果希望在美国交易本报告中提及的任何证券应当联系 CLSA Americas, LLC（在美国证券交易委员会注册的经纪交易商），以及 CLSA 的附属公司。

新加坡：本研究报告在新加坡由 CLSA Singapore Pte Ltd.，仅向（新加坡《财务顾问规例》界定的）“机构投资者、认可投资者及专业投资者”分发。就分析或报告引起的或与分析或报告有关的任何事宜，新加坡的报告收件人应联系 CLSA Singapore Pte Ltd.，地址：80 Raffles Place, #18-01, UOB Plaza 1, Singapore 048624，电话：+65 6416 7888。因您作为机构投资者、认可投资者或专业投资者的身份，就 CLSA Singapore Pte Ltd. 可能向您提供的任何财务顾问服务，CLSA Singapore Pte Ltd 豁免遵守《财务顾问法》（第 110 章）、《财务顾问规例》以及其下的相关通知和指引（CLSA 业务条款的新加坡附件中证券交易服务 C 部分所披露）的某些要求。MCI (P) 085/11/2021。

加拿大：本研究报告由中信证券制作。对身在加拿大的任何人士发送本研究报告将不被视为对本报告中所评论的证券进行交易的建议或对本报告中所持任何观点的背书。

英国：本研究报告归属于营销文件，其不是按照旨在提升研究报告独立性的法律要件而撰写，亦不受任何禁止在投资研究报告发布前进行交易的限制。本研究报告在英国由 CLSA（UK）分发，且针对由相应本地监管规定所界定的在投资方面具有专业经验的人士。涉及到的任何投资活动仅针对此类人士。若您不具备投资的专业经验，请勿依赖本研究报告。对于英国分析员编纂的研究资料，其由 CLSA（UK）制作并发布。就英国的金融行业准则，该资料被制作并意图作为实质性研究资料。CLSA（UK）由（英国）金融行为管理局授权并接受其管理。

欧洲经济区：本研究报告由荷兰金融市场管理局授权并管理的 CLSA Europe BV 分发。

澳大利亚：CLSA Australia Pty Ltd（“CAPL”）（商业编号：53 139 992 331/金融服务牌照编号：350159）受澳大利亚证券与投资委员会监管，且为澳大利亚证券交易所及 CHI-X 的市场参与主体。本研究报告在澳大利亚由 CAPL 仅向“批发客户”发布及分发。本研究报告未考虑收件人的具体投资目标、财务状况或特定需求。未经 CAPL 事先书面同意，本研究报告的收件人不得将其分发给任何第三方。本段所称的“批发客户”适用于《公司法（2001）》第 761G 条的规定。CAPL 研究覆盖范围包括研究部门管理层不时认为与投资者相关的 ASX All Ordinaries 指数成分股、离岸市场上市证券、未上市发行人及投资产品。CAPL 寻求覆盖各个行业中与其国内及国际投资者相关的公司。

印度：CLSA India Private Limited，成立于 1994 年 11 月，为全球机构投资者、养老基金和企业提供股票经纪服务（印度证券交易委员会注册编号：INZ000001735）、研究服务（印度证券交易委员会注册编号：INH000001113）和商人银行服务（印度证券交易委员会注册编号：INM000010619）。CLSA 及其关联方可能持有标的公司的债务。此外，CLSA 及其关联方在过去 12 个月内可能已从标的公司收取了非投资银行服务和/或非证券相关服务的报酬。如需了解 CLSA India “关联方”的更多详情，请联系 Compliance-India@clsa.com。

未经中信证券事先书面授权，任何人不得以任何目的复制、发送或销售本报告。

中信证券 2023 版权所有。保留一切权利。