

预期新增收入达百亿 投行变局

本报记者 崔文静 夏欣
北京报道

2月1日，全面注册制正式起航，沪深主板注册制开启。对于资本市场深度参与主体的券商投行来说，可谓莫大机遇。

此前，科创板、创业板、北交所均已实行注册制，此番全面注册制主要针对沪深主板。主板由核准制调整为注册制后，将不再要求连续三年盈利，上市条件更为宽容。受访人士普遍认为，这或将带来主板上市公司短期内的快速扩容，为投行带来极大收入增量。东亚前海研究所预测这一增量有望高达109亿元。

全面注册制不仅为券商带来广阔业务空间，也将重塑投行业务模式。多位投行保代告诉《中国经营报》记者，全面注册制之下，券商投行将由通道中介向定价中介转变，“研究+投行+投资”的大投行业务模式将取代传统投行业务模式成为行业主流，券商投行若想拥有行业竞争力，除需具备核准制下所需能力以外，还要在定价能力、销售能力、风险把控能力、投研能力、资金实力等方面出类拔萃。

投行新增收入可达百亿

IPO首发+增发共有望为投行带来109亿元的增量收入，占2021年证券行业投行业务收入的13%。

中国资本市场全面注册制时代正式到来。沪深主板结束核准制进程，转而与科创板、创业板、北交所一样步入注册制阶段。根据证监会关于全面注册制的相关文件，实行注册制以后，沪深主板上市条件更为包容，不再要求连续三年盈利，而是借鉴创业板和科创板，综合考虑预计市值、收入、净利润、现金流等组合指标，制定多元化、差异化的上市条件。2014年以来主板实行的23倍发行市盈率限制也被取消，改为全面实行以市场化询价方式定价为主，以直接定价为补充的发行定价机制。主板板块定位上进一步突出大盘蓝筹特色，重点支持业务模式成熟、经营业绩稳定、规模较大、具有行业代表性的优质企业。

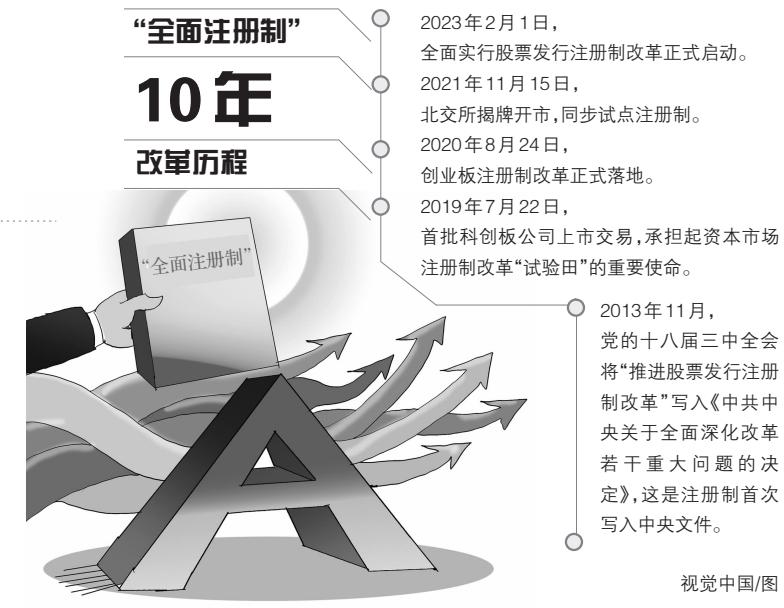
受访人士普遍认为，上述调整将使得企业登陆主板的意愿大幅提升，主板上市公司有望在注册制以后的短期内快速扩容，此后则逐步稳定。而相较于核准制下大量增加的上市企业将为投行带来可观的增量业务空间，东亚前海研究所对主板注册制推行后投行增量收入情况的测算发现，IPO首发+增发共有望为投行带来109亿元的增量收入，占2021年证券行业投行业务收入的13%。

除可保荐企业数量增加带来的收入提升以外，如若主板实行跟投则有望进一步提升券商ROE(净资产收益率)。国金证券投行提供的跟投收益统计数据显示，截至2023年1月31日，保荐机构跟投限售期未满的科创板上市公司共有

280家，其中保荐机构跟投产生浮盈的科创板公司共有209家。保荐机构科创板跟投浮盈比例达74.64%，不过也有部分项目跟投收益浮亏金额较大。

开源证券总经理助理孙剑屾告诉记者，全面注册制为权益投资的退出提供了渠道保障，注册制下券商跟投并成功退出的收益已经逐渐成为新的利润增长点，“投行+投资”的业务模式必然会带来券商资产收益率的提升。国金证券投行负责人认为，“只保不荐”的时代已经过去，新股破发常态化下，券商需要在投研、定价能力方面提高，以应对跟投收益。

与此同时，全面注册制以后，主板将会发生多方面变化，其中与普通投资者关系最为密切的是



视觉中国/图

“无脑打新”时代的过去。上述负责人预计，伴随23倍市盈率发行限制的取消，主板整体发行市盈率会有所提升，并出现与科创板、创业板、北交所新股上市首日类似的破发情况。

此外，根据开源证券与国金证券介绍，主板还将发生系列变化，包括退市力度的增加、境外优质企

业的回归、上市公司质量的进一步分化等。孙剑屾解释道，全面注册制以后，主板更具包容性的上市条件增加了公司上市成功的机会。在上市公司数量增加的情况下，二级市场上的优质上市公司将获得更多关注和增值，主板上市公司将在质量和流动性方面呈现出较为明显分化。

对于投行下游而言，注册制新股发行采用市场化的询价定价机制，监管不再对价格进行干预，新股定价转变为对企业真实价值的判断，投行需要加强研究能力，给出更为精准的估值定价；承销机制更趋市场化，机构投资者的参与度和影响力增强，保荐机构需要提升承销专业度，更好地理解上游企业的价值和下游投资者的投资意愿，权衡各方利益关系，实现新股发行的合理定价和精准匹配。

“研究+投行+投资”成投行新模式

全面注册制的推行将推动投行由传统通道中介模式向定价中介模式积极转型，加速投行上下游业务模式改变。

全面注册制在为投行带来可观增量业务收入的同时，也在引导券商从传统投行牌照业务向综合金融服务业务模式转型，“研究+投行+投资”的大投行业务被视作券商由传统投行业务转型升级，实现业务模式重塑的必然趋势。

孙剑屾介绍道，全面注册制之下，投行通道业务角色逐渐弱化，市场对券商定价能力、销售能力、部门协同能力等综合服务能力提出了更高的要求。投资与投行相结合的综合服务模式将推动行业

新格局的形成，券商投行可以从三方面出发提高自身竞争力：

一是风险把控能力。全面注册制实施绝不意味着放松质量要求，相反，在发行人是否符合发行上市条件、信息披露质量方面的要求更加严格，从而对券商执业质量、服务质量、内部管理方面提出更高要求。

二是深入专研行业能力。全面注册制之下企业上市条件和标准包容性更强，对于关乎投资者投资决策的重要事项的要求披露更

加充分，券商需对新兴产业、新兴业务模式深入了解，挖掘企业价值，发掘新兴产业中的优势企业。

三是定价和发行承销能力。全面实行股票发行注册制，以信息披露为核心，对于新股发行的价格和节奏不设任何行政性限制，新股定价权更多交给市场，对券商承销能力提出了考验；而发行时间窗口的选择、能否给出审慎合理的估值定价、投资机构的选取、包销风险的预估都需要对市场有着极强的敏锐度。

国金证券上述负责人认为，全面注册制的推行将推动投行由传统通道中介模式向定价中介模式积极转型，加速投行上下游业务模式改变。

对于投行上游而言，注册制下审核程序优化，企业上市门槛下降，业务机会增多，投行项目储备不能再以偶发性、依赖承揽人员个人经验的方式进行，需要建立体系化的承揽模式；监管角色转变、退市新规和跟投制度的出台，对投行进行项目选择、把关企业质量的能力提出了更高要求。

证券行业加速差异化发展格局

全面注册制之下，综合实力全面的头部券商和差异化路径发展的特色券商最为受益。

近年来，随着资本市场的扩容，投行“马太效应”不断加大，尤其是IPO方面，头部券商IPO项目发行数量合计约占IPO项目的半数，而一些中小券商市占率则不足1%。全面注册制被认为将推动投行“强者恒强”，使得头部券商的市占率进一步提升。

孙剑屾认为，全面注册制之下，综合实力全面的头部券商和差异化路径发展的特色券商最为受

益。头部券商凭借其丰富的项目储备、稳健的人才基础和长期积累构建出的综合服务体系，在全面注册制下将享受到更多的项目增量收益。同时，对于一些坚持特色化、差异化发展道路的中小券商，也能够凭借其在深耕的细分领域中形成的核心竞争力和资源积累享受到全面注册制带来的市场红利。

国金证券投行相关负责人介绍，IPO优质项目主要集中在中心

城市，大中型券商的品牌优势十分突出；全面注册制的推行重塑投行生态，大中型券商的应对能力更强，在注册制改革初期也会更有应对优势。但他同时认为，在注册制潮流涤荡之下，证券行业将加速形成差异化发展格局，全面注册制也给相当一部分中小券商带来机遇，中小券商有一个追赶的过程，可借机扩大原本在地方深耕的优势基础，同时加速在差异化竞争中取得局部优势。

证监会主席易会满曾在中国证券业协会第七次会员大会讲话中指出，“行业实现高质量发展，必须坚持专业化发展道路，在‘特色、强项、专长、精品’方面下功夫。各公司要根据自己的比较优势，提升细分领域的专业能力，走出一条精品化、专业化的发展道路，形成差异化、特色化发展的行业格局。”站在证券行业健康发展的角度上，上述负责人建议，统筹考虑行业发展阶段和现状，对中小券商的发展予以指导和帮助，以打造更为规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。

此外，孙剑屾提到，全面注册制对券商合规执业的关注度不断加强，中小券商应更加重视合规风控体系的建设，提高执业质量和专业服务能力，加强人才队伍建设，提升定价销售能力以更好迎接全面注册制。

全面注册制加速“优胜劣汰” 权益投资趋向机构化

本报记者 顾梦轩 夏欣 广州 北京报道

股票发行制度改革终于实现“关键一跃”。近日，证监会就全面实行股票发行注册制主要制度规则向社会公开征求意见，全面注册制呼之欲出。这标志着经过4年的试点后，股票发行注册制将正式在全

IPO发行效率提升约27%

中金公司研究显示，经过4年的试点，截至2023年1月底，A股市场通过注册制上市的企业共1004家，总市值达9.6万亿元，占A股整体比例分别为19.8%、10.5%。创业板注册制改革试点后，新股从受理到上市平均所需天数由此前的520天缩短至380天左右，发行效率提升约27%。

中融基金在接受《中国经营报》记者采访时表示，全面实行股票发行注册制，是为了落实新《证券法》的要求，也是为了推动资本市场改革深化，适应了经济转型需

求，加大资本市场对实体经济支持力度，也标志着我国新股发行制度逐步走向成熟。

业内人士指出，全面实行股票发行注册制改革正式启动，是我国在启动科创板注册制试点近4年后资本市场又一项重大举措，是我国进一步改革开放和推动经济发展的必由之路。新措施将进一步提升资本市场质量，完善直接融资力度，高效支持实体经济发展。

上述人士指出，从市场影响来看，全面注册制落地之后，股票供给有望大幅增加，但不同市场又有

利于市场的长期健康发展。

与此同时，在经济企稳恢复预期升温的背景下，A股市场交易量逐渐企稳回升，为全面实行股票发行注册制提供了有利的市场环境。在全面注册制的背景下，越来越多的优质公司将登陆资本市场，主动权益投资预计进入黄金期。

所侧重，可以进一步满足投资者多层次的投资需求，回归资本市场的本源。具体到行业影响，此举直接利好相关创投企业及投行部门，一些具备业务优势的券商值得长期关注。

值得注意的是，全面注册制不等同于降低上市门槛。“注册制的本质是市场化，监管不对新股发行做行政性安排，融资额交由市场供需自行调节，由于依然保持交易所审核、证监会注册的基本架构不变，上市发行的节奏整体可控。”中融基金有关人士说。

发行制度改革实现“质的飞跃”

对中国本身投资价值进行判断，而是看公司上报的材料是否完备，信息披露是否健全，让市场来判断公司合理发行价，新股发行更加市场化，更能反映市场买卖双方的意愿。

中融基金分析，在审核制之下，对拟上市公司的要求较多，比如持续盈利的要求，这使得很多初创企业、科技企业不符合上市条件。这些企业很多只能到美股或港股上市，那么A股就错过一些经

济转型期优秀的企业。“注册制之下，是由市场本身来调节发行节奏和融资规模，而不是人为地去做调节，这样可能更能反映市场本身的变化，对市场正常融资功能里的体现有很强的促进作用。”中融基金有关人士说。

前海开源基金FOF基金经理李赫指出，相较于核准制，注册制的审核、发行等成本更低，对上市公司要求更低，更有利于科技、医药等类型公司的上市融资。

投资者结构进一步机构化和专业化

在经济企稳恢复预期升温的背景下，A股市场交易量逐渐企稳回升，为全面实行股票发行注册制提供了有利的市场环境。在全面注册制的背景下，越来越多的优质公司将登陆资本市场，主动权益投资预计进入黄金期。

李赫指出，注册制将提升主动权益投资的难度。相对于核准制，注册制的上市条件更为宽松，科技企业甚至负盈利都可以上市。但并不能说负盈利企业没有投资价值，可能未来市场前景非常好。这就需要基金经理进行甄选，选出未

利好证券、硬科技相关行业

前述业内人士指出，全面注册制实施后，股票供给大幅增加，但不同市场又有所侧重，可以进一步满足投资者多层次的投资需求，回归资本市场的本源，同时对公募基金提出了更高的要求，使得公募基金在新股定价、上市公司研究、投资交易方面发挥专业优势，体现专业能力，更好地支持资本市场高质量发展。

中融基金指出，如果新的优质股票供给增加，自然也可能会吸引新的投资资金入场，所以不一定对原本的核心资产带来必然的分流。另外也涉及资金投资偏好的问题，有可能目前配置核心资产的资金对于全面注册制下的新上市公司是有一定选择性的，

来发展前景好、有投资价值的标的。“全面注册制是有利于公募基金行业发展的。全面注册制大概率将提供更多优秀的投资标的，预计新股业务也将重新焕发新春，从而为基金投资组合提供更为丰厚的收益。”李赫说。

浦银安盛基金指出，全面注册制推行后，上市公司数量将逐步提升，股票数量的增多也会加大投资者的交易难度。在这种情况下，公募基金公司作为具备深厚投资研究能力积累的机构投资者，将发挥其价值发现的专业能

力。“未来，普通投资者通过公募基金等专业机构渠道进行股票投资的占比会不断加大，A股投资者结构有望进一步机构化和专业化。”该人士说。

前述业内人士指出，对于公募基金行业而言，全面注册制对公募基金助力高质量发展提出了更高的要求。在新股定价、上市公司研究、投资交易包括参与打新等方面，公募基金需要发挥专业水平，体现专业能力，在前期科创板和创业板的经验积累上科学定价，保障资本市场平稳有效运行，全力支持市场发展。

变。其次就是券商行业，全面注册制一是缩短企业上市周期和减少企业上市难度，全面注册制后券商的投行业务会增收增利。此外，全面注册制有望增加市场活跃度，带动成交金额增加，对于券商的经纪业务也是一大利好。

财信证券也指出，全面注册制下证券公司投行业务将为企业提供全业务链、全生命周期业务服务，从而为证券公司创造多元收入增量，投行资本化增量空间广阔。全面注册制改革的实施，长期利好券商板块，预计将为IPO市场带来显著增量，证券公司定价能力重要性凸显，投行资本化发展空间广阔。